

1970巴菲特致合伙人的信（中文版）

注：1970年这封信是在《金钱的主人》的附录1找到的，正是在这一年，道琼斯指数大幅下跌。1969年，当巴菲特苦心经营他的投资组合时，华尔街进入了疯狂的投机时代，什么股票都疯涨一气。经过冷静思考，1969年5月，巴菲特做了一件非同寻常的事，决定结束投资合伙关系，并用一年的大部分时间进行清盘工作。他不希望因参加自己不理解的游戏而使自己很优秀的业绩受到损害。后来的事实，证明了他的决定是英明的。到1970年年初，美国股市开始踉踉跄跄。到1970年5月，股票交易所的每一种股票都比1969年年初下降50%。

《金钱的主人》——附录1：巴菲特的债券投资——文 约翰·特雷恩

巴菲特合伙人公司

沃伦·巴菲特，普通合伙人

威廉·斯科特

约翰·哈丁

致合伙人：

在这封信中，我们试图给大家提供一个关于免税债券的基本概念，着重强调了我們准备在下个月替大家购买的那些债券的类型和期限。我已尽可能地将这封信压缩得更简短一些。其中有一些可能显得冗长了点儿，也有一些尽可能显得过于简单了，在这里，对文中的不足表示歉意。我的一个感觉是我正在试图将一本100页书的内容压缩在10页纸上——以便使大家在读的时候觉得更有趣一些。

免税债券的原理

对于希望得到帮助的那些人，我们将安排其直接从遍布全国的市政债券销售商处购买债券，并保证销售商直接向其销售，交割单将保存起来作为纳税的基本文件。由于销售商会把你所购买的债券连同汇票一同交付给银行，由银行从你的账户上付款给他们，因而你无须付支票给债券销售商。若从二级市场购买债券(已经发行并已售出的债券)，清算日期通常在交割日之后的一个星期，而对于新发行的债券，清算日期可能要推迟到一个月以后。清算日期要清楚地标于交割书上，在清算日到来时，你在银行里必须准备好资金以支付债券款，否则如果你持有国库券的话，他们可能通知银行在几天内卖掉国库券，因此你必须保证资金上不出问题。即使销售商拖延支付债券给银行，只要清算日一到，利息就会自动算到你的头上。债券以可流通(所谓的无记名形式，这种形式使其很像通货)付息票形式支付，通常以5000美元为单位，可转换成记名债券(这种转换视期限长短，有时要收取可观的费用，有时则免费)，由于你是过户账册上登记的所有者，因此要是没有你的签字，记名债券就不能流通。债券的交易几乎全部以无记名形式为基础，记名债券如果不转换成无记名形式是不能出售的。因此，除非你想拥有大量的实物形态的债券，我建议你还是以不记名形式持有债券。这相当于你把债券保存在一个很安全的地方，每六个月去剪一次息票，这种息票剪下后能像支票一样存入你的银行账户。如果你有25万美元的债

券，可能就意味着你拥有50张纸卡(5000美元为一单位)，一年6次或8次往返银行之间去存储息票。

你也可以花很少的费用在银行开一个保管账户，银行将为你保管债券，代收并保存各种记录。例如，某银行为你的25万美元的债券提供保管服务，每年收取200美元的服务费。要是你对这样的保管账户感兴趣，你可以就服务和费用问题向你所新任(信任?)的商业银行官员咨询。否则的话，你最好还是拥有一个保险箱。

当然，由免税债券息票得到的利息是免征联邦收入税的，也就是说，假设你的联邦收入税率在30%这一档次，购买利率为6%的免税债券和购买利率为8.5%的非免税债券，其收益是相同的。因此，对于我们大多数人来说，包括一些年轻人和一些退休人员，免税债券比非免税债券更具吸引力。对没有或者只有很少的工资或红利收入，但却拥有实物资本的人来说，非免税债券(纳税收入大约达到25%或30%的税率档次)加上免税债券的组合投资形式可能会带来更高的税后收入。

关于州政府所得税，情况要复杂得多。在内布拉斯加州，政度所得税是根据联邦所得税的百分比来计算的，因而免税债券的利息是不征收州政府所得税的。按我的理解，纽约和加利福尼亚州的法律都规定，本州内的免税债券不征收州政府所得税，但从其他州购买的免税债券则要征收所得税。而且我认为，纽约市豁免了纽约州发行的免税债券的政府所得税，但对其他州或城市的债券却要征收所得税。因此，我听取了你们的地方税务顾问的意见，但仅简单地谈及上面总的看法，以使你对潜在的问题有所警觉。在内布拉斯加州，计算税后利润时无须再考虑地方税问题。在州之外则涉及到地方税，州或政府所得税的实际成本随着你的联邦所得税的扣减而降低。当然，这会由于个人情况的差异而有所不同。此外，有些州对无形资产征收多种税收，这些税种有可能适用于所有的免税债券，或者仅适用于别的州的免税债券。在内布拉斯加州没有这些税种，但我不清楚其他州的情况。

若债券以折价方式购得，以后卖出或到期兑付时，收益和成本因资本损益处理方式的不同而不同(这种状况很少有例外，但他们很少指出对我们推荐的证券是否会有影响)。使税后净收益减少的因素包括将来资本收益税的总税率和个人所处的特定的税收等级。稍后我们将讨论这种资本收益税在计算折价债券对附息票债券的相对吸引力时的影响。

最后，有一点特别重要，虽然法律不很明确，但如果你拥有普通的银行负债或其他债务，或者打算取得这些负债，你就不可能期望拥有免税债券。法律不允许减少贷款利息，而贷款人却继续购买或持有免税债券，这项法令的解释在年后将更加宽泛。举例来说，我的理解是如果你拥有房产抵押负债(除非负债是为了取得市政债券)，即使你同时拥有免税债券，通过联邦税收的返还来降低抵押利率是没问题的。然而，我认为你要是有普通银行贷款，这时你如果试图降低贷款利率，同时又拥有免税债券，你就会遇到麻烦。因此，在购买免税债券时，我将先付清银行贷款。但是在这里我仅仅提及一下以便你注意这一潜在问题，问题的细节留给你和你的税务顾问考虑。

市场流动性

免税债券与普通股票或公司债务有实质性的不同：其发行量很大，但持有人的数量很少，这无疑抑制了这一封闭、活跃的债券市场的发展。纽约市或费城想筹集资金

时，也许要出售几十种不同的证券，即每次发行的债券有多种不同期限。1980年到期的利率为6%的纽约市债券与1981年到期的6%的市政债券是不同的品种，两者不能互换，出售者必须寻找特定的买者才能卖出持有的债券。当考虑到纽约市每年可发行好几次债券时，就会很容易地看出为什么仅在纽约一个城市就可以有近1000种公开发行并销售的债券。内布拉斯加的格兰德岛可有75种债券，每期的平均发行量可达10万美元，平均持有人达6~8人。这样，随时为所有各期债券建立报价市场是绝对不可能的，债券在买卖者报价之间的差额可能非常大。你不会在清晨出发去购买你选中的格兰德岛债券，它不可能在任何地方以任意价位出售。如果你真的发现某销售商把这种债券与任何其他相同性质的债券相比较，也并不奇怪。另一方面，像在俄亥俄州特恩派克，伊利诺斯州特恩派克等地方有一次发行数量可达2亿美元甚至更多的债券，持有相同的债券的投资者成千上万。很显然，这种债券有很高的流动性。

以重要性为顺序来排列，可流通性通常是以下三条的一个功能表现：(1)此次发行的规模；(2)发行者的规模(俄亥俄州的一次10万美元的发行比俄亥俄州的波邓克同样规模的债券流动性要大得多)；(3)发行者的素质。平均每周有超过两亿的新债券用来出售，每种债券的分配机制使其或者适合大规模销售，或者适合小规模销售。我的看法是，初次销售结束后，由于流动性的不同，通常会使债券在发行时产生不适当的收益差异。我们通常进入的债券市场，出价和要价之间的价格差异可达到15%，无须费尽心机地在这样怪异的市场上去购买债券(尽管提供这种债券的销售商的利润差额比流动性很强的债券还要大得多)，我们不会为投资者购买这种债券，我们希望购买的债券通常是有2%~5%的差价的(随着投资者在同一时点愿为购买这种债券付出的净额和卖出这种债券得到的净额的不同而波动)，如果你进行这种债券的交易，价格差额会逐渐消失，但我不认为对于长线投资者来说这是一个障碍。真正的要点是远离那些流动性很差的债券，这些债券通常是那些地方债券销售商靠大量的金钱刺激来进行推销的。

购买特定领域的债券

我们大概集中在如下领域购买债券：

(1)有巨额税收的公共行业如收费公路、电力设施、供水系统等，这些领域债券的高流动性需经定量分析进行确定，有时这些债券还具有有利的偿债基金或其他因素，但在市场上却往往低估了它的价值。

(2)当一个公共组织拥有租借给私人公司的财产的所有权时，工业开发局的债券将上涨。例如，俄亥俄州的洛兰拥有美国钢铁公司一个8000万美元的项目所有权，开发局发行债券来支付项目资金，并把项目完全租赁给美国钢铁公司以偿还债务，债券背后并非是市政府或州政府的信用，而是承租的公司的费用。虽然由于税法的变化而使以这种发行的债券数目在减少(每个项目500万甚至更少)，但许多顶级公司的背后承担了数十亿美元的偿债义务。一段时期以来对这种债券有一种不正确的认识，使它们在出售时的收益远远高于那些固有信用支撑的同类债券，这种认识偏差已有减少趋势，从而使该类债券的溢价收益减少很多，单位仍然认为这是一个相当有吸引力的领域，我们保险公司拥有大量的这种债券。

(3)公共住房部门为投资者提供了一种等级很高的免税债券，实际上，这些债券有美国政府担保，所以信用都达到AAA级标准。在那些由于地方税收使得必须溢价购买

本州发行的债券的地方，我无法从前两项中满足你们的要求，我倾向于让你们购买公共住房部门发行的债券，而不去选择我不理解其信用关系的那些债券，如果你要求我直接购买你的家乡所在州的债券，你最好是大批量地购买住房部门的债券。由于它们都是最高信用级别的，无须在它们当中进行多样化组合。

(4) 直接或间接性质的州政府债券

你们可能注意到我不买大城市发行的债券，我不知道如何分析纽约、芝加哥、费城等地发行的债券(一个朋友有一天提到当马菲亚想以一个很诱人的利率销售一种债券时，黑手党感到非常不安，因为纽瓦克给债券起了一个很坏的名字)。你们对纽约市债券的分析将与我一样的好。我对债券的研究与我对股票的研究一样：如果我不理解某件事情，我倾向于干脆忘掉它，放弃我不懂的一个机会，即使有人有足够的觉察力分析它，并能从中收到很好的回报，也不会影响我这么做。我们打算为大多数投资者购买大约5~10次债务，我们不打算买25000美元以下的债券，而尽可能买比较合适的大批量的债券。小批量的债券在转售时通常不太有利，有时这一因素甚至至关重要。当你从销售商那里购买10000美元的债券时，他通常不会向你说明这些，但当你想向他出售10000美元的债券时，他就会向你解释。从二级市场购买小批量的债券可能是个例外——但只有在对方由于提供小规模债券而使我们在价格上得到优惠时才这样。

可赎回债券

我们不规模那些带有可赎回条款的债券，看到有人购买期限为40年，但发行者却有权力以一个微小的溢价在5年或10年后回购的债券，我感到很可笑。赎回条款意味着如果对发行者有利(对你不利)时，你可以持有债券40年，但如果初期条款变得对你有利(对发行者不利)，你只能持有5年时间。这种条款真是令人无法容忍，它的存在一方面是由于投资者没有弄明白条款中所隐含的东西，另一方面是因为债券销售商不打算为顾客着想。有意思的是这种带有可赎回条款的债券竟然与无此条款的债券以同样的利率出售。

必须指出的是，大多数内布拉斯加州债券带有极高的不公平回购条款，尽管带有很严重的不利条款，但其利率并不比其他债券高。避免这一问题的一种做法是购买完全不可赎回的债券，另一种方法是折价购买可赎回债券，以使赎回价格远高于你的成本，而使得回购条款对于你变得无关紧要。如果你以60美元购买债券，而赎回是要103美元，则回购条款(一种你不曾拥有过的权利)变得并不很重要。但投资者如果购买一种洛杉矶水利电力部门的100美元债券，这种债券在1999年到期时偿还100美元，或者可用104美元在1974年赎回，采用任何方式取决于哪种对发行有利而对你不利，而同时市场上可以购买到相当收益、相同信用的不可赎回债券，那么购买这种可赎回债券是非常愚蠢的做法。然而，就是这种债券1969年10月份还在发行，并且相同的债券每天还将继续发行。我这里仅仅大概地描述了这一问题，许多投资者并没有意识到这种仍在不断发行的债券中的掷骰子游戏对自己的不利之处，而销售商又不向他们说明。

债券的到期和计算

许多人在购买债券时，是根据他们打算持有这种债券的时间和他们的生活安排来选择债券的期限的，当然这是一种不错的办法，但并不必要这么做，债券期限的选择

应该主要依据以下几点：(1)收益率曲线的形状；(2)你对将来收益水平的期望值；(3)你能承受的行情波动程度或希望从中获得的可能收益。当然，第(2)条是最重要的一条，但要解释清楚都很困难。

我们先讨论一下收益率曲线。当其他方面的条件相同时，期限的不同将导致债券利率的不同。例如，一种最高等级的债券，如果其期限是6个月或9个月，它的利率可能是4.75%，两年期的利率为5%，5年期的为5.25%，10年期的为5.50%，20年期的为6.25%。当长期利率高于短期利率时，利率曲线称为正斜率曲线。在美国政府债券市场，近来的利率变成了负斜率曲线，也就是说，长期政府债券的收益率比短期的低。有时，利率曲线是水平的，有时某一期限之内是正斜率，例如10年期，然后又变成水平方向的，你需要明白的是这种曲线实质是变化不定的。在目前，收益率曲线的斜率比原来变得更陡峭了，这并不意味着长期债券更值钱，它只意味着与分段持有相比，要延长期限只有付更多的利率。如果收益率连续几年保持不变，投资者将更愿意持有长期债券而非短期债券。不管投资者打算持有多长时间，决定债券期限选择的第二个因素是未来的期望收益率。谁若在这方面做过多预测，很快便会发现是很愚蠢的，一年前我认为现在的利率很吸引人，但这几乎立即被证明是错误的；现在我认为目前的利率没有吸引力，这或许又是很愚蠢的想法。然而，你必须做出抉择，如果你现在购买短期债券，很可能就是一次错误决定，几年后的再投资利率可能非常低。

最后一个困扰投资者的因素是行情波动。这包含了债券的定量计算问题，这一问题对你来说理解上有点困难。然而，重要的是需要掌握一个基本原则。我们假定一种水平利率曲线的不可赎回债券，再假定目前的利率是5%，投资者买了两种债券，一种两年到期，另一种20年到期，现在假定一年后新债券的利率降到了3%，此时你想出售债券。不考虑上传差价和佣金等，以1019.60美元卖出两年前的1000美元债券(现在已过去一年)，1288.10美元的价格卖出两年期的债券(原来期限为20年)，以这些价格计算，推销溢价后，购买者正好取得了3%的收益，是花1288.10美元购买19年期的5%的债券还是花1000美元购买新发行的3%的债券(我们已经假定一年后的利率为3%)，对你来说是无关紧要的。另一方面，假定一年后利率上升为7%，我们还是忽略佣金、折扣中的资本利得税等，现在购买者只需花981美元买还剩下一年到期的债券，791美元购买还剩下19年到期的债券，既然他能够买到7%利率的新债券，他当然只愿意折扣购买你的债券，以使从5%债券折价中所得经济收益与1000美元7%新债券的收益相等。

原理很简单，利率的波动范围越大、期限越长，在到期前的一段时间内，债券价格的波动幅度越大。需要指出的是，在第一个利率降为3%的例子中，如果长期债券5年后可赎回，则其赎回价格只有1070美元。虽然利率上升为7%时其赎回价格也下降相同的幅度，这仅仅说明了回购条款所包含的固有的不公平性。

在过去的20年里，免税债券的利率几乎在不断的提高，长期债券的购买者不断遭受损失，这并不是说现在购买长期债券就是坏事，它只意味着在相当长的时期内上一节的例子仅在一个方面成为现实。人们更多地意识到由于利率上升而使债券价格下跌的风险，并没有体会到利率下降而使价格上升。如果将来利率水平升降的概率各为50%，收益率曲线为正斜率的话，则购买不可赎回的长期债券比短期债券的机会要好的多，这反映了我现在的观点。因此，我主张购买10~25年期限的债券。如果你决定购买一种20年期的债券并一直持有，你将享有固定的利率，但如果你提早出售，你的收益率将按上面的方法计算，有可能更好，也有可能变坏。

债券的价格也随着几年后债券质量的变化而变化，但免税债券中，相当于利率结构的变化产生的影响来说，这一因素显得越来越微不足道。

折价发行付息票债券

你可能已注意到在上面的讨论中，如果想要购买一种回报率为7%的19年期的债券，你有机会在两种债券之间选择：一种是购买新发行的19年期的7%付息票债券，另一种是花791.60美元购买5%的19年期债券，到期支付1000美元本金给你。两种债券按半年复利计算收益都是7%。数学计算上，这两种是一样的，然而免税债券的情况比较复杂，实际上70美元的息票是完全免税的，而以折价方式购买的债券每年给你50美元的免税收入，10年到期时，你得到的208.40美元的资本收益，在目前的税法下，如果从折扣中获得的利润是在19年后你惟一的可能收入，在那个时候资本利得达到很大数目，使税收超过70美元(税法规定资本利得税率为35%，在1972年及以后，对那些巨额的资本变现，税率甚至更高)，你将因此失去一些收益。除此以外，你还要支付一些州所得税。

显然，在此种情况下，你不会用791.60美元购买5%的付息债券，你不会认为它与价格为1000美元的7%债券是一样的，任何人都不会这么做。因此，具有相同期限的同质债券，当它们的息票利率低，在折价销售时，必须使其总收益比现期高利率息票的债券高。

有意思的是，对于大多数纳税人来说，这种高的总收益是足够补偿付出的税收的。这缘于以下几个原因：首先，无人能知道债券到期时的税法情况，假定税率比现在更高是自然的和可能的；其次，即使19年期债券相同，人们也宁愿眼下得到更多的现值回报，5%债券的所有者，在到期时获得208.40美元的额外收益，仅相当于6.3%的现值收益；最后影响折价债券的价格的最重要因素(这一因素还将持续影响其价格)是1969年的税收变革法案改变了银行的税收处理后，银行不再以折价债券购买者身份出现在市场上。银行是最大的免税债券的买者和所有者，任何把它们排出在某一市场之外的做法都将极大地影响这一市场的供求状况。这可能给免税折价债券市场上的个人投资者提供了优势，特别是那些在兑付或出售债券时其收入水平不会进入高税收档次的人们。

如果我能获得比较高的税后收益(对未来的税率要有比较敏感的预测)，我打算为你们购买折价发行的债券。由于上面提到的所发行的债券的多样性，你可能认为决定购买哪种债券并不重要。有时候免税债券市场更像房地产而不是股票市场，有成千上万条可变因素，有的没有卖者，有的有比较勉强的卖者，有的是愿望很强的卖者，最好的购买是建立在所提供债券质量和是否适合你的需要、卖者的意愿等基础上。比照的标准通常是平均每周必须售出几亿美元新债券的地方。然而，特点的二级市场机会(已售完债券)可能比新债券更有吸引力。当我们准备喊价时，我们仅仅能够指出其吸引力是如何之大。

沃伦·巴菲特

1970年2月25日