

霍华德·马克斯备忘录

一个在市场恐慌时下注的人，如何与周期缠斗半生

小饼干🍪

「重要的不是买到好东西，而是买得好。」——题记

导读

一个在市场恐慌时下注的人，如何与周期缠斗半生

一九九〇年十月，霍华德·马克斯寄出第一份备忘录。此后十年，没有一个人回复。

这个人是真的。橡树资本的创始人，华尔街公认的「困境债之王」：漂亮五十的崩盘他在场，八七年黑色星期一他在场，互联网泡沫、九一一、雷曼、新冠，他都在场——而且在场的方式永远是同一个：别人恐慌的时候，他按清单买入。

这本书从一九六九年纽约花旗银行的交易室写起，写到二〇二二年那份宣告时代终结的《沧海桑田》为止。五十三年，三次巨变，一百多份备忘录，和一个反复出现的问题：价格和价值，到底谁在说谎？

备忘录都是真的——名字、日期、观点都有案可查。场景是文学的：那杯没有问出口的茶，那条戴了三十年的蝴蝶领结，和那支从不寄出批注的红笔。

——小饼干🍪

备忘一·漂亮五十

备忘：写给我的客户，也写给二十年后的自己。日期不详，先记在 1969 年 9 月，纽约。

今日入职花旗银行，股票研究部。桌上摆着一张名单，五十个名字：施乐、IBM、宝丽来、雅芳、可口可乐。上司说，这是全美国最好的五十家公司，「任何价格都可以买，因为十年后它们只会更高」。

我信了。我把这句话抄在笔记本第一页。——H.M.

一九六九年的曼哈顿，花旗银行大厦的交易室里有一种新钱的味道——冷气机、复印机和雪茄混在一起。霍华德·马克斯二十三岁，沃顿出来，芝加哥的 MBA 刚拿到手，领带还是父亲带他去买的，深蓝色，斜纹。

带他的老分析师叫弗兰克，桌上摆着三台行情终端，烟灰缸永远是满的。第一天，弗兰克把那份五十个名字的名单拍在他面前。

「背下来。」弗兰克说。

「这是什么？」

「漂亮五十。」弗兰克吐出一口烟，「全美国最好的公司。施乐的复印机要改变世界，宝丽来的相机会让你扔掉画笔，IBM 会统治一切。你的活儿很简单——写报告，告诉客户为什么这些公司值这个价。」

马克斯翻开名单旁边的估值表。市盈率五十倍、六十倍、八十倍。他想起芝加哥的课堂上，教授在黑板前说，价格是你付出的，价值是你得到的。

「弗兰克，」他犹豫了一下，「八十倍市盈率，意思是八十年回本？」

「意思是，」弗兰克把烟头摁灭，「你买不起后悔。这种股票，跌下来你闭着眼睛补仓。它们不会错——错的是怀疑它们的人。」

那天晚上他回到皇后区的公寓，南希做了肉饼。他们在厨房的折叠桌上吃饭，窗外是高架铁路上碾过的列车，一阵一阵，像远处的闷雷。

「今天市场对你好不好？」南希问。这是她发明的问候语。她不懂股票，但她觉得丈夫既然去了银行，就该有个人天天问他这句话。

「市场对我很好。」马克斯说，「我分到了全美国最好的五十家公司。」

「恭喜。」南希往他盘子里又放了一块肉饼，「那它们知道自己归你了吗？」

他笑了。那时候他还不知道，这份名单会用另一种方式，跟他纠缠一生。

※

一九七三年，石油危机。一九七四年，熊市。

交易室里的烟灰缸换得更勤了。马克斯亲眼看着施乐从一百六十块跌到六十块，宝丽来跌掉七成，雅芳从一百四跌到十九。那些曾经说「任何价格都可以买」的人，现在说的是另一句话：「别接飞刀。」

弗兰克还在，头发白了一半。十月的一个下午，马克斯把一份报告放在他桌上，没说话。弗兰克翻了两页。

「你在算它们现在跌了多少。」

「我在算它们当年有多贵。」马克斯说，「施乐还是施乐，复印机还是改变世界了。公司的故事全都应验了——弗兰克，它们真的是好公司。买的人只是付错了价。」

弗兰克把报告合上，推回来。他盯着这个年轻人看了很久，像在看一面照出自己五年前的镜子。

「好公司不等于好股票。」弗兰克终于说，「这句话我花了五年才学会。你花了五年不到。」他顿了顿，「马克斯，你的股票研究干到头了。」

马克斯心里一沉。

「上面要人去做债券。可转换债券，还有一种新玩意儿，叫高收益债——说白了就是垃圾，给评不上级的公司放贷款。」弗兰克往椅背上一靠，「没人愿意去。债券部在大楼背面，窗户对着通风井。我跟他们推荐了你。」

「这是惩罚？」

「这是我能给你的最好的东西。」弗兰克说，「在股票部，你一辈子都在跟人抢最好的公司，抢着付最贵的价。去那边，没人跟你抢。好东西没人抢的时候，价格是你的朋友——记住今天，小子。别谢我。」

晚上，折叠桌上还是肉饼，窗外的列车还是一阵一阵地碾过去。

「今天市场对你好不好？」南希问。

马克斯想了想。

「市场把我发配了。」他说，「可我觉得，我好像是升官了。」

备忘，补记于 1974 年冬。

五年学会一件事：名单上的五十家公司没有撒谎，撒谎的是价格。买好东西，和买得好，是两回事。前者看名单，后者看价钱。

明天去债券部报到。听说那里的人不按市盈率思考，按「这玩意到底值几毛」思考。我想我会喜欢那儿。——H.M.

备忘二·垃圾里的金子

备忘：1978 年 5 月，纽约。

今日正式接手高收益债券。全行上下，愿意碰这类东西的桌子只有两张，另一张在贝弗利山，主人姓米尔肯。主流的看法是：这些东西是垃圾，碰它们的人也是。

我的看法很简单：世界上没有垃圾，只有标错的价签。——H.M.

债券部在大楼背面，窗户果然对着通风井。四年下来，马克斯已经习惯了风管里嗡嗡的声音，像某种从不涨也不跌的背景音乐。

一九七八年春天，行长把他叫上去，只谈了三分钟。高收益债券部，归你了。全美大概没有第二家大银行愿意设这么个部门——所谓高收益债，是评级公司盖章认证的「投机级」，报刊上的叫法更直接：垃圾债。

第一天，秘书抱来一摞发行说明书，堆在他桌上，像一摞验尸报告。

「马克斯先生，这些公司，」秘书斟酌着用词，「都有点……问题。」

「我知道。」马克斯翻开第一本，「所以我按『问题』给他们付钱，不按『梦想』付。」

他给团队立的规矩写在白板上，三条。一，不预测经济——没人测得准。二，把每一家公司的账翻到底，假设它会出事，算出事了你还剩多少。三，价格必须便宜到，哪怕你算错一点，也错得起。

有个新来的分析师举手：「这跟买彩票的区别是？」

「彩票是花钱买一个几乎不会发生的好事。」马克斯说，「我们是少花钱买一堆大概率会发生的中等结果。听起来不性感，对吧？对。这就是这门生意的全部性感。」

西海岸的消息时不时传来。贝弗利山有个叫米尔肯的人，把垃圾债做成了印钞机，整个西海岸的并购客都围着他转。行里有人提起这个名字就撇嘴，说他迟早出事。马克斯不评价人，

只评价结构：「他证明了一件事——市场讨厌的东西，定价里就带着补偿。别人捏着鼻子绕开的地方，钱就在那儿躺着。」

晚上回家，南希照例问：「今天市场对你好不好？」

「市场今天把一堆债券按六十美分甩卖，」马克斯说，「我看了三天，觉得它们值八十五。南希，我终于明白漂亮五十教我的另一半了。」

「哪一半？」

「上半句是『好公司也会太贵』。下半句是——」他比划了一下，像在掂一块看不见的秤砣，「『烂公司也有值的时候』。投资这行，从来就不是买什么的问题，是付什么价的问题。名单不重要，价签才重要。」

南希给他添汤：「那你现在天天翻的这些东西，是好还是烂？」

「是便宜。」马克斯说，「便宜到值得原谅。」

※

一九八二年的一个下午，办公室的电话响了。洛杉矶，一家叫 TCW 的信托公司，管钱的人打来的。对方很客气，绕了十分钟才说到正题：他们在组建一个新业务，专门收购陷入困境的公司的债务——不是垃圾债那种「出生就不体面」的，而是「本来体面、摔了一跤」的。濒死的公司，银行急着脱手的贷款。

「我们打听过，」电话那头说，「全美国愿意碰这种东西、又碰得明白的人，不超过一打。你的名字在每一张名单上。」

「不良债。」马克斯靠在椅背上，「比垃圾债还让人躲的东西。」

「所以我们给的预算，也很不让人躲。」

他没立刻答应。放下电话，他在窗边站了很久。通风井的嗡嗡声还在，四年了。他在心里把这件事拆开：纽约，大银行，安稳，他已经是这个没人要的领域里最有名的几个人之一。洛杉矶，从零开始，做一种比没人要更没人要的东西。

晚上，他把这件事讲给南希听。南希听完，只问了一个问题。

「这个市场，别人是不是都觉得恶心？」

「都觉得恶心。」

「那就对了。」南希说，「你教我的——别人捏着鼻子绕开的地方，钱就在那儿躺着。」

备忘：1982 年秋，搬家前夜。

干了四年高收益债，确认一条：风险的反面不是安全，是价格。只要价签足够低，「垃圾」两个字就是市场替我付的折扣。

下一站，洛杉矶，不良债——别人连电话都不想回的地方。弗兰克当年说，好东西没人抢的时候，价格是你的朋友。我要去一个连「抢」字都不存在的地方。——H.M.

备忘三·黑色星期一

备忘：1987 年 10 月 19 日，洛杉矶。

今天道琼斯跌了百分之二十二点六。历史上没有过这样的日子。交易大厅里，人人都在卖，卖的理由只有一个：别人都在卖。

下午两点，我们开始买。买入的理由也只有一个：价格终于开始说谎——往低处说。
——H.M.

洛杉矶的早晨没有纽约那种压迫感。阳光从落地窗进来，TCW 的办公室在世纪城，楼下是永远不堵也不空的圣莫尼卡大道。马克斯到这里两年了，不良债的摊子支起来了：一家钢铁厂倒下，银行贷款打四折出售，他们接过来，拆开，算清每一块钱能从废墟里抠回几毛。

一九八七年初夏，来了个新人。布鲁斯·卡什，律师出身，瘦，衬衫永远扎得一丝不苟，第一天上班带的公文包比别人的厚一倍。

马克斯带他参观，最后在自己办公室门口停下。

「你以前是律师。为什么来做这个？」

「破产法庭里，」卡什说，「我见过太多公司死。我发现一个规律：公司死的时候，最赚钱的不是救它的人，是给它收尸的人。我想学收尸。」

马克斯笑了：「我们这行体面一点的说法，叫困境投资。不过你说的对——收尸是个手艺，第一课是什么？」

「别慌。」卡什说，「死人不会更死，价格却会跌过头。」

马克斯把这话记在了心里。后来他逢人便说，卡什是他职业生涯雇对的第一个人。第二课，签字之前，卡什会把文件读三遍——不是比喻，是真的三遍，铅笔在页边做记号。有人笑他慢。他说：「快的人挣快钱，慢的人把钱留住。」

同一年，斯通从纽约来了。谢尔顿·斯通，花旗的旧同事，戴一条酒红色蝴蝶领结，进办公室第一件事是问马克斯：「你们的三条规矩，写下来了吗？」

「在白板上。」

「白板会擦掉。」斯通说，「原则得写在纸上。纸上的东西，才扛得住牛市。」

谁也想不到，检验这句话的日子来得那么快。

※

十月十九日，星期一。

早上开盘就不对。卖单像决堤一样灌进来，道指一路向下，没有像样的抵抗。中午，跌百分之十。下午，百分之二十。电视里的主持人声音发飘，反复说着同一个词：史无前例。

马克斯的办公室里安静得反常。团队的人都聚在门口，没人说话。屏幕上，他们持有的东西也在跌——什么都跌，好坏不分，像一场无差别的大火。

下午两点，马克斯站起来，走到卡什的办公桌前。

「我们的清单呢？」

卡什从抽屉里拿出一个文件夹——那是他们花了几个月整理的东西：如果市场崩了，哪些资产会被错杀，错杀到什么价位值得伸手，伸手多少。火警没响之前就写好的逃生图。

「现在开始？」卡什问。

「现在开始。」马克斯说，「记住，今天我们唯一的敌人不是下跌，是手抖。」

他们按清单买。一笔，两笔。每一笔都像往瀑布里伸杯子。到收盘，道指定格在跌百分之二十二点六，而他们的买入单成交了大半。

晚上，办公室的人走空了。马克斯坐在窗边，洛杉矶的晚霞很平静，像什么都没发生。他忽然意识到一件事：今天他做对的所有决定，没有一个是今天想出来的——都是几个月前、在平静的日子里写下来的。

他拉开抽屉，拿出一叠信纸，在最上面写下日期，然后写：

「亲爱的客户——」

笔尖停住了。他想说的太多了：价格和价值，恐慌和纪律，为什么历史会重演。这不是一封信装得下的。

这是要写上三十年的东西。

备忘：1987 年 10 月 19 日，深夜补记。

今天学到：崩盘时不检验智商，检验的是你在晴天里写下的东西。我们的清单成交了。市场给了恐慌的人一个价格，也给了有准备的人同一个价格。同一个数字，两笔完全不同的生意。

另外：我决定开始写点什么，定期地写。不为发表。只为我们自己别忘了今天。——
H.M.

备忘四·无人回复的备忘录

备忘录《通往业绩之路》，1990 年 10 月，寄客户名单，共一百二十人。

核心只有一句：你无法靠做和别人一样的事，得到比别人好的结果。想要更好的业绩，你要么更聪明（很难），要么更正确且与众不同（更难），要么——在市场送上门来的时候，胆子比别人大、纪律比别人硬。

这是第一份。也许没有回音。写，是因为写本身能把事情想清楚。——H.M.

第一份备忘录是从打字机上出来的。秘书把它复印了一百二十份，装进信封，寄往全国各地的养老金、基金会和保险公司。收件人名单上，马克斯大半没见过面：俄亥俄的钢铁工人养老金，新英格兰的大学捐赠基金，中西部一家制造厂，收件主管姓艾德。

三个星期过去。没有电话，没有信，什么都没有。

「也许他们没收到。」秘书说。

「他们收到了。」马克斯说，「客户的沉默是最准的邮戳。」

他又写了第二份，《第二层思维》。又写了第三份。每个季度一到两份，雷打不动。南希在饭桌上问他：「有人读吗？」

「不知道。」

「有人回信吗？」

「没有。」

「那你在给谁写？」

马克斯想了想，给了个连自己都意外的答案：「给我自己。写的时候，你没法骗自己。脑子里可以有一团模糊的念头，落到纸上，它要么站住，要么散架。南希，这东西首先是写给我自己的纪律。」

南希点点头：「那就是你的账本。」

他不知道的是，在中西部那栋灰扑扑的办公楼里，老艾德每份都读。读的时候用一支红笔，在页边写批注。写得短的批注是「对」，写得长的是一连串反问。批注从来不寄出去——老艾德觉得，写信赞美一个管钱的人，就像给飞行员送花：好看，多余。他把备忘录按日期码在抽屉里，码得整整齐齐。

※

一九九三年，收成来了。经济走出衰退，他们前些年按三毛、四毛买的不良债，一笔一笔兑了现。那年年会上，客户们排队敬酒，人人都在夸他们眼光好。

马克斯在台上只讲了一句话：「谢谢各位。但请记住，今天你们夸的不是我们的眼光——是价格。同样的眼光配上贵的价格，各位今天就不会坐在这儿了。」

台下笑声一片，没人当真。

回办公室的路上，斯通——蝴蝶领结换成了深蓝色——跟他说：「你台上那句话，写进备忘录了吗？」

「写了三年了。」马克斯说，「没人回。」

「接着写。」斯通说，「原则写下来，是给坏年景用的。好年景里没人需要它，这不怪你。」

一九九四年年底的一天晚上，卡什加班到很晚。马克斯路过他办公室，看见桌上摊着一摞文件，铅笔批注密密麻麻——第三遍还没读完。

「布鲁斯，这么晚了，什么文件值得读三遍？」

卡什抬起头，眼睛里有一种马克斯熟悉的光——八七年十月十九日下午两点，他见过这个眼神。

「TCW 的章程。」卡什说，「霍华德，我们的盘子越做越大，大到这间屋子快装不下了。我在算一件事——要是有一天我们自己干，需要多少人，多少本钱，哪些客户会跟我们走。」

马克斯在门口站了一会儿。窗外，洛杉矶的灯一直铺到山脚下。

「算完没有？」

「快了。」卡什把文件翻过一页，「六个人。一个都不能少。」

备忘：1994 年 12 月。

备忘录写到第四年，收件一百二十人，回信零。我一度怀疑它们全进了碎纸机。后来想通了：写备忘录不是沟通，是存档——存下我们在每个价格面前的本来面目。等潮水退去，这些纸会替我们作证：我们当时是怎么想的。

另：卡什在算一单大生意。也许是我们这辈子最大的一单。——H.M.

备忘五·橡树

备忘：1995 年 4 月，洛杉矶。

今天，六个人签下一份文件，一家新公司诞生：橡树资本。名字想了很久。最后选它，是因为橡树长得慢，活得久，而且没人能命令它明年必须长高两米。

我们要做一家「活得久」比「长得快」重要的公司。——H.M.

签字的房间是租来的会议室，窗外能看见世纪城的楼群。六个人，六支笔。卡什把文件从头到尾又过了一遍——第三遍——才把笔递给下一个人。

斯通那天戴的还是那条酒红色蝴蝶领结，领结的边角已经起了毛。有人打趣：「新公司第一天，不换个新的？」

「八七年十月我戴着它，」斯通说，「它见过的最坏的日子，比这家公司将来要见的还多。留着。」

真正用了整个下午的，是另一份文件——投资哲学。斯通坚持，公司可以没有 logo，不能没有这个。最后定下来六条，打印在一页纸上，钉进每个人的办公桌抽屉：

一，风险控制第一，收益是它的副产品。二，不追求暴赚，追求持续地略高于平均——暴赚的那几年里藏着暴亏的种子。三，不预测宏观，只做微观，把公司一家一家搞清楚。四，只做低效市场，去别人不愿意去的地方。五，不碰我们不懂的东西。六，规模服从纪律，钱多了也不能放宽标准。

有个合伙人读完，抬头问：「霍华德，这六条里没有一条说『我们要赢』。」

「赢是结果。」马克斯说，「这六条说的是我们跟亏钱的距离。橡树不需要比谁都聪明，只需要永远不犯大错。这个行当，活得久的人不是每次都对的人，是从不把自己打出局的人。」

搬家的纸箱还没拆完，客户名单上的钱开始一笔笔转过来。老艾德所在的那个中西部养老金是第一批之一。斯通拿着划转确认单进来：「人跟钱走，钱跟人走。霍华德，我们押对了人——原来客户这些年也在观察我们，就像我们在观察价格。」

「不是观察。」马克斯纠正他，「是定价。他们给我们定了个价，赌我们值这个价。现在我们欠他们的，是让他们发现自己买便宜了。」

※

那一年的硅谷在发烧。

网景上市，开盘当天翻了一倍。餐馆的服务生聊的是思科，理发师聊的是雅虎。电视上说，互联网要改写一切，旧的估值方法过时了，「这次不一样」。橡树的投资委员会里，一个年轻分析师提议：「要不要配一点科技股？哪怕一点点，免得客户问起来难看。」

会议室安静下来，都看着马克斯。

「我问你三个问题。」马克斯说，「这家公司卖多少钱？它值多少钱？这两个数字你分别怎么算出来的？」

年轻人张口结舌。他只能说出一个数字：股价。另一个数字，他连怎么开头都不知道。

「这就是答案。」马克斯说，「记住我们的第四条：只做我们搞得懂定价的东西。现在整个硅谷的定价方法是一句话——『这次不一样』。朋友们，我干了二十六年，这四个字是全世界最贵的一句话。」

散会的时候，那个年轻分析师落在最后。马克斯叫住他。

「别觉得难堪。一九六九年，我坐在你这样的椅子上，上司给了我一份五十个名字的名单，跟我说『任何价格都可以买』。那是上一次『这次不一样』。」马克斯说，「我用了五年才还清那笔学费。你比我幸运——你的学费，我替你交了。」

晚上回家，南希在厨房里哼歌。新闻里在说道琼斯又创新高。

「今天市场对你好不好？」她问。

「市场对所有人都太好了。」马克斯放下公文包，「好到让我睡不着。」

备忘：1995 年冬。

公司开起来了，六条哲学钉进抽屉。眼下最大的风险不在我们的组合里，在别人的组合里——科技股的味道，跟 1969 年的漂亮五十一模一样，只是换了包装。当年的名单是五十个，今天的名单是一个后缀：.com。

我不知道它什么时候破。我只知道它会破。备忘录已经写了五年，看来还得写下去——总有些事，要说给愿意听的人。——H.M.

备忘六·泡沫.com

备忘录《泡沫.com》，2000 年 1 月 2 日，新世纪第一个工作日。

以下事实请并排看：一，一家没有收入、没有利润、只有一个网页的公司，上市首日市值可以超过一家有六万名员工的航空公司。二，卖出的人被嘲笑为「不懂新经济」。三，「这次不一样」四个字，正以八十倍市盈率的价格出售。

我见过这句话。1969 年它叫漂亮五十。后来它跌了八成。——H.M.

这份备忘录写了三个月。

一九九九年秋天，马克斯把自己关在办公室里。桌上摊着一叠剪报：某某公司上市首日涨七倍，某某分析师说「盈利是上个时代的概念」，某某出租车司机辞职专职炒股。每一份剪报他都钉上一个便签：证据编号一，证据编号二。

斯通进来送文件，看见这阵仗：「你在写备忘录，还是在办案子？」

「一样的事。」马克斯头也不抬，「市场是个被告，我在给它做笔录。」

写完后，他自己压了两个月。不是不敢发，是想让它站得更稳。千禧年第一个工作日，一月二日，他按下了发送键。收件名单还是那一百多人——十年了，有的名字退了休，有的公司换了主人，他又添了些新的。

然后，和过去十年一样：没有回音。

三月十日，纳斯达克摸到五千零四十八点。然后它掉头了。

四月，跌去四分之一。年底前，腰斩。那些曾经「改写一切」的公司，有的归零，有的缩水九成九。报纸开始用另一个词：崩盘。再然后，邮件来了——先是几封，然后是几十封，然后是马克斯回复不完的数量。十年里积下来的所有备忘录，被人一份一份翻出来，复印，传阅。有人打电话到办公室，只说一句话：「一月二日那份，麻烦再寄我一份。」

秘书问马克斯：「您现在什么感觉？沉冤得雪？」

「不。」马克斯看着窗外的洛杉矶，「是后怕。如果我早两年写，我就错了两年——错得足够久，久到客户跑光、公司关门。布鲁斯说过一句话，现在轮到我说了：跑在时代前面太多，和错，看起来一模一样。它们的区别要等事后才揭晓。」

真正让他停下来的，是另一封信。牛皮纸信封，中西部的邮戳，里面只有一页纸，字迹粗重：

「马克斯先生：您的备忘录我读了十年。抽屉里码了四十一份，每一份都有红笔批注。我从来没回过信，因为我觉得没必要——您写得对，我说什么都是添乱。」

今天破例。四月，我们养老金准备赎回一半，投给科技股基金——全城的养老金都在这么干，委员会快顶不住了。我把您一月二日那份拍在桌上，说：要么听他的，要么另请高明。

我们没动。上周，科技股基金跌了四成，我们的钱还在。

十年的信，一封就值回来了。——艾德」

马克斯把这页纸读了三遍——这让他想起卡什。然后他拉开抽屉，把它放在最上面，压在那一摞自己写了十年、无人回复的底稿上。

晚上回家，他把信递给南希。南希读完，很久没说话。

「十年。」她最后说，「就为这一封信，值吗？」

「不是为这封信。」马克斯说，「是这封信证明，写它们的那十年，不是自言自语。」

※

二〇〇一年九月十一日上午，橡树的会议室里，电视开着，没人说话。第二架飞机撞上去的时候，有人伸手捂住了嘴。

当天下午，马克斯一个人留在办公室。他想起一九八七年十月十九日，想起「今天我们唯一的敌人是手抖」。市场在下周重新开盘，所有人都知道它会跌，所有人都在问同一个问题：这次会跌多深，多久，世界是不是从此不一样了。

他铺开信纸，写下新一份备忘录的第一行：

「恐惧最大的破坏力，不是它让你亏钱，是它让你忘记价格——」

备忘：2001 年 9 月，深夜。

泡沫破了，双子塔倒了。世界接连两次问我们「这次是不是不一样」。我的回答只能是同一句：不一样的是事件，一样的是人心。钟摆还在，绳子没有断。

下周开盘，我们会接到很多卖出的电话。我们的活儿，是成为电话另一头那个说「卖给我」的人。——H.M.

备忘七·灰烬里的拍卖

备忘：2001 年 12 月，洛杉矶。

安然今天申请破产。半年前它还是《财富》杂志封面上「美国最具创新力的公司」，市值六百亿。今天，它的债券按十二美分出售。

我们的电话响了三天。卖方都在说同一句话：「随便给点就行，拿走。」各位，这就是我们的拍卖会开场了。——H.M.

九一一之后的市场像刚退了烧的病人，虚弱，但站住了。还没等它站稳，安然倒了。

二〇〇一年十二月二日，橡树的会议室里，投影上是安然的债券报价：十二美分。半年前是面值附近。半年前它还是全美第七大公司，CEO 上过所有杂志封面。

「账查过吗？」马克斯问。

「查了三周。」卡什把一摞文件推过来，铅笔批注密密麻麻，「表外的东西比表内还多，像个俄罗斯套娃。但拆到底，有几块资产是真的——管道、电厂。这些管道不会因为会计造假就不输气了。」

「十二美分，值多少？」

「保守算，三十。正常清算，四十五。」

「那我们出价多少？」

「八美分。」卡什说，「卖方在清仓，不是在定价。对他们，流动性比价格重要；对我们，反过来。」

那一年，倒下的是一串名单：世通，一千零七十亿美元的破产，刷新美国纪录；环球电讯；凯马特。每一个名字倒下，橡树的电话就响一轮。卖方是银行、是指数基金、是章程里写着「不得持有违约债券」的机构——他们不是想卖，是必须卖，今天就要卖。

马克斯在投委会上立了规矩：「记住，我们不是在捡尸体。尸体不会涨回来。我们买的是被错杀的价格——资产还活着，只是所有人被迫在同一周卖出。别人看到的是恐慌，我们要看到的是日历：谁的章程逼着他卖，什么时候到期，最后一天的价格才是给我们准备的。」

有个分析师问：「这跟趁火打劫的区别是？」

「趁火打劫是从房主手里抢。」马克斯说，「我们是消防员走之后，从保险公司手里按规矩买受损的房子。我们接走的每一笔，卖方都得到了他当时最需要的东西：解脱。这不是打劫，这是给市场提供它最缺的东西——一个肯说『我买了』的人。」

那两年是橡树的黄金时代。二〇〇二年年底盘点，不良债组合的回报好得让马克斯不安。年会上他照例泼冷水：「各位，今天的好收成，一半是我们的手艺，一半是别人被迫清仓。前者可复制，后者不可期。别爱上这个收益率，它不会再来了。」

台下笑成一片，还是没人当真。

※

二〇〇三年，风向变了。

格林斯潘把利率摠到百分之一，而且一摠不动。钱忽然便宜了。公司随便就能借到钱，银行求着人贷款，「不良债」这个词渐渐没生意可做——没有人违约，因为谁都能借新还旧。

卡什把最新的市场数据放在马克斯桌上：「霍华德，坏日子过完了。利差薄得像纸。我们开始遇到竞争——以前没人跟我们抢的东西，现在七八家基金在抢，出价一个比一个高。」

马克斯翻着数据，越翻眉头越紧。

「布鲁斯，我在这一行三十五年，学会了一件事：最容易亏钱的时候，不是危机里，是危机后第三年——人人都在庆祝『软着陆』的时候。利率这么低，钱这么贱，借钱的门槛这么松……你闻到了吗？」

「闻到什么？」

「一九八九年的味道。一九九九年的味道。」马克斯把数据合上，「太平得反常。这种天气里，埋雷的人最多——因为雷最便宜，谁都买得起。」

晚上，南希发现丈夫吃饭走神，叉子在盘子上画圈。

「今天市场对你不好？」

「市场太好了。」马克斯放下叉子，「好到所有该倒的公司都不倒了。南希，火警很久没响了。你还记得火警不响的时候，该干什么吗？」

南希想了想：「.....买灭火器？」

马克斯笑了：「买灭火器。而且要在所有人笑话你的时候买。」

备忘：2004 年初。

灰烬里的拍卖会散场了。下一个周期正在看不见的地方成形：钱太便宜，胆子太大，记性太短。我不知道雷在哪、几时响。但我知道，现在就该开始找灭火器——而且要找大的。

跟布鲁斯商量一件事：趁着没人要危机，我们去募一支「危机基金」。当然，不能叫这个名字——没人会给一场「还没发生的火灾」投钱。——H.M.

备忘八·晴天修屋顶

备忘：2007 年 3 月，洛杉矶。

今天，我们关上了储备基金的认购大门。规模：一百一十亿美元，史上最大的不良债基金。它唯一的用途，是等一场没人知道何时来的危机。

募这笔钱的两年里，我听过最客气的拒绝是：「霍华德，我们很尊重你——可你为什么现在就要买灭火器？天又没着火。」

天是没着火。可烟味，你们真的闻不到吗？——H.M.

二〇〇五年到二〇〇七年，马克斯跑遍了半个地球，见了两百多个客户。要说的事只有一件：请把钱先放在我们这里，等危机来了，我们替您花出去。

这件事难讲到什么程度？路演里最常出现的画面，是对方身体往后一靠，双手交叉：

「马克斯先生，您的意思是——我们把钱锁在您这儿，好几年，就为了等一个『可能会来』的崩盘？」

「不是可能。」马克斯说，「是一定。我只是不知道日期。各位，你们做养老金预算的时候，会假设未来四十年里没有一次衰退吗？」

「不会。但——」

「但你们也不愿意为这场衰退付钱。我理解。这就像晴天里修屋顶，工钱照付，雨一滴没有。」马克斯合上笔记本，「我只说一句：火警响的那天，灭火器的价钱就不是今天这个价钱了。到那天您再来找我，我手里的钱也是别人晴天里存下的。」

最难的一次在芝加哥。一个养老金主管把方案从头听到尾，最后说：「霍华德，我信你。但我要是把几十亿放给一个『等待危机』的基金，危机三年不来，我的委员会每年都要问我：钱在干什么？我说『在等』。你猜我能撑几年？」

「撑不下去是对的。」马克斯说，「所以我们做了个设计：危机不来，钱原样退回，分文不取管理费。」

对方愣住了：「那你们图什么？」

「图危机来的时候，」马克斯说，「市场上只有我们手里有钱。」

回洛杉矶的飞机上，卡什在旁边算账：「这个结构我们几乎不赚钱，除非天塌下来。」

「对。」马克斯望着舷窗外的云，「布鲁斯，我们这辈子的生意其实只有一种：在别人不需要的时候准备好，在别人必须卖的时候出现。管理费是零的时候，说明我们的判断也值零——可判断这东西，只有到了那天才知道价。」

两年，一百一十亿美元。关上认购大门那天，财经媒体的标题半是讥讽：「橡树押注世界末日」。办公室里，年轻分析师也私下嘀咕：要是市场再牛三年，这笔钱就成了笑话。

马克斯在备忘录里写：「是的，我们可能早三年。也可能早五年。请各位记住一件事——在这个行业里，『早』和『错』在事前是无法区分的。它们的区别，要等事后才揭晓。我们只能选择当哪种人：是可能偏早的人，还是一定迟到的人。」

※

二〇〇七年六月，两只对冲基金倒下了。贝尔斯登旗下，投的是一种名字很长的证券，底层是次级房贷。新闻不大，占了财经版一个角落。

卡什把这条新闻打印出来，钉在办公室的软木板上，正好钉在那份「晴天修屋顶」的路演材料旁边。

「霍华德，烟。」

「我看到了。」马克斯站在软木板前，「一栋房子，最先烧的总是厨房。」

那年夏天，整个华尔街还在开香槟。股市在十月创了新高。只有马克斯这样的人注意到：房贷市场那口锅，盖子已经开始响了。

晚上，南希问他：「今天市场对你好不好？」

「市场在办派对。」马克斯说，「可我闻见厨房有焦味了。」

备忘：2007 年 8 月。

贝尔斯登那两只基金，是第一块掉下来的天花板。货币市场基金开始拒收商业票据——银行之间不肯借钱了。各位，金融体系的地基不是钱，是信任。信任这个东西，平时看不见，抽走的时候你才知道它承重。

储备基金已经就位。接下来，我们唯一的工作是等，以及祈祷自己别在等的路上先慌了。——H.M.

备忘九·雷曼周末

备忘：2008 年 9 月 14 日，星期日，深夜。

雷曼明天早上申请破产。一百五十八年的店，倒了。AIG 在排队，美林刚刚卖身。这周我们听到的最多的问题是：世界要完吗？

我的回答：如果世界不完，现在的价格错得离谱；如果世界真要完，那什么价格都无所谓了，你的现金也保不住。所以结论只有一个——按世界不完来下注。这不是乐观，这是唯一有意义的立场。——H.M.

那个周末，洛杉矶难得地阴。马克斯周六一早就到了办公室，卡什比他到得还早，会议室的灯亮着，桌上摊着七八份文件。

「雷曼保不住了。」卡什说，「纽约那边的朋友说，财政部这次不救。」

「不救就对了。」马克斯说。卡什抬眼看他。「我的意思是——只要有一个『大到不能倒』被允许倒下，市场上所有的价格都要重算。原来大家以为有人兜底，所以没有风险这回事。周一早上，风险回来了。」

「那我们的钱？」

「我们的钱就是为了周一早上存在的。」

周日，两个人把储备基金的目标清单过了一遍又一遍。高级贷款，优先级债券，那些哪怕天塌下来也站在清偿队伍最前面的东西——现在的报价是五十美分、四十美分，而且卖方还在排队。

下午四点，最后一份文件摆在卡什面前。他翻开，开始读。第一遍，第二遍。马克斯看着他，想起一九八七年的那个下午。

「布鲁斯，时间不等人。」

「第三遍。」卡什头也不抬，铅笔在页边划下最后一个记号，然后签了字。「好了。霍华德，这二十分钟里价格可能又跌了百分之二——但签错一个字，我们赔的是全部。慢就是快。」

买入指令，下周一开盘执行。

马克斯开车回家。收音机里，评论员的声音是抖的，反复念着「大萧条」「金融末日」这样的词。进门的时候，南希看了他一眼。

她什么都没问。

二十年了，每个工作日她都会问「今天市场对你好不好」。这个晚上，她只是进厨房，端出一杯茶，放在他手边，然后坐到他旁边，把电视关了。

「不问问我？」马克斯说。

「不问。」南希说，「你脸上写着呢——你做了你认为对的事，可你不知道世界配不配合。这种晚上，问题太多余了。」

马克斯握着那杯茶。茶很烫。他忽然说：「我今天跟团队说，如果世界不完，价格错得离谱。可还有半句我没说——万一我错了呢？明天早上，我们要在别人逃命的路上逆着走。南希，我六十二岁了。我这辈子的所有原则，明天早上一起开奖。」

南希把手放在他手背上。

「那就对了。」她说，「你的原则不就是为明天这种早上准备的吗？」

※

周一，雷曼破产。市场跌掉百分之四点七。他们买的第一批东西，当天就浮亏。

周二，AIG 被政府接管。再跌。周三，货币市场基金跌破面值，连「现金」都不再是现金。每天开盘，橡树买入的东西都在继续跌；每天下午，卡什把当天的成交单和浮亏数字放在马克斯桌上；每天早上，两个人做一个同样的决定：接着买。

周四晚上，办公室只剩他们两个。卡什把当天的单子放下，没有走。

「霍华德，我问你一个问题。你别用备忘录里的句子回答我，用你六十二年的人生回答我。」他顿了顿，「如果世界真的不完——可它比我们先破产呢？客户的钱亏掉一半，我们是按流程做的，可结果是一样的。那时候我们算什么？」

马克斯沉默了很久。窗外的洛杉矶灯火通明，看不出任何危机的样子，这才是最惨人的部分。

「算输家。」他终于说，「布鲁斯，这就是这一行的真相：纪律不能保证你对，它只保证你输的时候知道为什么输。我们现在做的每一笔，都是把『相信文明继续』明码标价。如果有人有更好的赌注，他早就发了。」

卡什点点头，拿起外套。走到门口，他停下来。

「明天还买吗？」

「买。」马克斯说，「每天都买。直到价格不给我们理由为止。」

备忘：2008 年 9 月 19 日，周五。

第一周结束。我们投出了十几亿，账面浮亏。晚上我对南希说：这辈子的原则这周一起开奖。她说：原则就是为这种早上准备的。她是对的。

另外，下周该写备忘录了。题目我已经想好：《消极的限度》。——H.M.

备忘十·恐慌的另一边

备忘录《消极的限度》，2008 年 10 月。

最近我常听到一句话：「情况还会更糟。」各位，请警惕这句话。悲观听起来总是比乐观聪明——它显得深刻、谨慎、见过世面。但消极也有它的限度：当所有人都「知道」会变得更糟，这个「知道」就已经写进价格里了。

别人越沮丧，我们越要振作。不是因为我们勇敢，是因为折扣。——H.M.

十月是最难熬的一个月。

市场自由落体。国会否决救市方案那天，道指跌了七百七十七点，电视屏幕上红成一片。橡树的电话被打爆了——不是卖方，是客户。有人在电话里直接问：「你们还在买？你们疯了吗？」

马克斯的回答每次都一样：「我们不是疯了，我们是晴了三年天才等到这场雨。」

买入的节奏由卡什把控。他定了个规矩：不问底在哪里，只问价格够不够低；每周投出固定的额度，机械执行，像一台没有情绪的机器。十五个星期，平均每周六亿五千万美元。

有个交易员私下问卡什：「布鲁斯，你就一点都不怕？」

「怕。」卡什说，「所以我把自己变成流程。流程不怕。」

最难的是十一月底。花旗的股价跌破四块——马克斯四十年前工作过的那栋楼，如今摇摇欲坠。那天晚上他在办公室坐到很晚，翻自己一九六九年的旧笔记。第一页上抄着弗兰克的话：「任何价格都可以买。」他看了很久，在下面补了一行小字：

「四十年后，同一条街上，另一群人正在说：任何价格都要卖。」

「一个意思，两个方向。」他想，「钟摆的两头，说话的都是同一批人。」

※

二〇〇九年三月九日，市场在无人喝彩中见底。没有钟声，没有头条，没有「今天可以买了」的信号——市场从来不发邀请函。那天标普六百七十六点，大部分人的感觉是麻木。

然后，春天来了。

信贷市场解冻，债券价格一美分一美分地爬回来，然后是十美分、二十美分地跳。橡树在十五周里买下的东西，到年底翻着倍地回来。客户年会上，掌声比去年任何一次都长。

马克斯上台，还是泼冷水。

「谢谢。但我必须说破一件事：今天你们鼓掌的这些钱，不是我们今年赚的——是我们二〇〇五年到二〇〇七年赚的。那时候我们晴天修屋顶，你们中有一半人觉得我们浪费。今年秋天你们看到的每一笔收益，都是那时候存进去的。」

他停了一下。

「所以，当明年、后年、大后年，市场再次天天上涨、所有人再次忘记风险的时候——请记住今天的感觉。到时候我们会再来找你们修屋顶，希望你们别再把我们当成卖伞的骗子。」

台下笑成一片。这一次，有几个人笑完，掏出本子记了下来。

回家路上，南希开车。收音机里说美联储把利率降到了零，量化宽松，史无前例。

「今天市场对你好不好？」南希问，二十年的老问题。

「市场对我们很好。」马克斯望着窗外，「好到我开始替它担心了。南希，利率是零的时候，钱就不值钱了；钱不值钱的时候，所有人都会去做傻事。下一颗雷，央行刚刚替我们埋好了——只是我们不知道它埋在哪。」

备忘：2009 年 12 月。

这一年会被写进教科书。我们活下来了，而且活得很好。但我此刻想的不是庆祝，是一条抛物线的两端：恐慌的另一边是什么？现在答案来了——是零利率，是万物上涨，是又一轮人人觉得自己是天才的年代。

钟摆荡到另一头了。我们的活儿没变：看着它，记着它，然后等它回来。——H.M.

备忘十一·容易钱的年代

备忘：2011 年 4 月。

今天，一本书印出来了：《最重要的事》。二十一年的备忘录，挑出来，编进去。出版社问我要不要写一篇全新的序言，我说好，序言只写一句：这本书里没有新东西——所有的话，我在备忘录里都说过，只是当时没人回信。

现在有人了。——H.M.

样书寄到办公室那天，马克斯做了两件事。第一件，在扉页签名，寄给南希——二十年的「今天市场对你好不好」，这本书有一半是她的。第二件，他让秘书查了一个地址，在另一本的扉页上写：

「给艾德：四十一封信的收信人。这本书里每一页都有你的红笔。——霍华德」

书寄到中西部那栋灰扑扑的办公楼。老艾德已经七十一岁，还没退休——他说过，退休那天要亲手把抽屉里四十几份备忘录交给接任的人，「像移交一座弹药库」。书到的那天，他用那把红笔在扉页回了一句，拍照发给马克斯的办公室：

「收到。红笔没停。——E.」

※

零利率的年代开始了，而且一年一年地赖着不走。

万物上涨。股票涨，债券涨，房子涨，连艺术品和红酒都涨。二〇一二年，橡树自己也上市了——敲钟那天，斯通戴着那条酒红色蝴蝶领结，领结更旧了，人更多了。交易所里人声鼎沸，马克斯却在台上说了一句让主持人接不上话的话：

「上市不是终点。从今天起，每季度都有人盯着我们的数字——这正是最需要记住六条哲学的时候。请各位监督我们：宁可让季报难看，别让组合变蠢。」

难的是后面那些年。市场年年涨，谨慎的人年年显得多余。客户会议上，有人问：「马克斯先生，橡树这几年跑输标普。您的钟摆，是不是锈住了？」

「没有锈。」马克斯说，「它就是在荡得很高。您问的不是钟摆，是我为什么不跟着追高——因为追高不是我们六条里的任何一条。各位，容易钱的年代里，谨慎是最贵的东西：贵在你年年要它为它付代价，直到某天它一次结清，连本带利。」

二〇一五年，油价崩了，高收益债市场跟着晃。他写下《这不容易》：「如果投资容易，人人都是富翁。想要超额收益，你就得在别人舒服的时候不舒服。」那份备忘录被广泛转载，转载的人多数没经历过二〇〇八年——他们转发它，像转发一张护身符。

二〇一九年，布鲁克菲尔德入股橡树。签字的会议室还是租的，还是那几个人，头发都白了。卡什读文件，还是三遍。斯通的领结还是那条。签字之后，有人提议开香槟，马克斯摇头：「留着。开香槟的日子，要么是大胜，要么是大败。今天只是星期三。」

那天晚上，他在备忘录的草稿本上写了一段没有寄出的话：

「这个行业最古老的笑话是：这次不一样。这个行业最昂贵的笑话也是它。可是各位，如果有一天我说『这次不一样』——请先别笑。钟摆荡了五十年，荡得再高也会回来；但绳子本身，会不会有换掉的一天？我不知道。我只知道，如果有一天它真的不一样了，那将是我们所有人最想不到的事。」

※

二〇二〇年二月，一种病毒登上新闻。先是远东，然后是意大利，然后——航班停了。

卡什把电话打到马克斯家里：「霍华德，你看新闻了吗？」

「看了。」马克斯站在自家书房里，窗外是洛杉矶安静的街道，「布鲁斯，五十一年了。我在等一个东西——等所有人说出那句话。」

「哪句？」

「『这次不一样。』」马克斯说，「他们一说，我们就干活。」

备忘：2020 年 2 月。

容易钱的十年要落幕了。这一次不是次贷，不是估值，是一种病毒——教科书外的东西。但钟摆的原理不在乎推它的手是什么：恐慌会过头，价格会撒谎，而我们要做的，和一九八七年十月十九日那天一模一样。

清单在哪里？——H.M.

备忘十二·沧海桑田

备忘录《沧海桑田》，2022 年 12 月。

我从业五十三年，只见过三次真正的巨变：一九七八年，高收益债诞生，金融的重心从股票移向债券；二〇〇八年，雷曼之后，钱变得几乎免费；第三次，是现在——零利率的时代结束了，容易钱的时代结束了。

过去十三年，你只要拿着资产就能赢。接下来的日子，赢要靠手艺了。各位，海换了。
——H.M.

二〇二〇年三月，市场用四周跌掉三分之一。隔离中的洛杉矶，街道空得像电影布景。橡树的投委会开在视频会议上，一格一格的小窗口，卡什的窗口背景是他家的书架。

「所有人的话术都一样：『没有人知道接下来会怎样』。」马克斯说，「这句话我一九八七年听过，二〇〇〇年听过，二〇〇八年听过。它每次都是真的，也每次都是最贵的废话——因为投资从来不需要知道未来，只需要知道现在的价格里写着什么。各位，现在价格里写着什么？」

「写着末日。」一个窗口里说。

「那就对了。」马克斯说，「买入。」

他们又买。六周，几十亿美元。然后美联储出手，市场掉头，快得让抄底的人都没来得及系好安全带。那一年橡树的组合又丰收了，而马克斯在备忘录里写的却是另一件事：「这次我们买对了，可我们买得不够多——因为复苏来得太快。各位，别嫉妒我们。快复苏的时代，是做我们这些生意的人最寂寞的时代。」

然后是二〇二二年。通胀回来，利率抬头，零利率十三年堆起来的東西——高估值、便宜杠杆、「反正钱不要钱」的整个时代——开始一件一件往下掉。十一月，马克斯把自己关了三个星期，写出《沧海桑田》。

发出的前一天晚上，他把稿子给南希看。南希读得很慢，读完，把它放在桌上。

「霍华德，你在这份备忘录里说『这次不一样』。」

「嗯。」

「你嘲笑这句话嘲笑了五十年。」

「对。」马克斯说，「所以这是我写过的最贵的一份备忘录。南希，我五十年都在说钟摆会荡回来——这次我说的是，绳子换了。利率从零回去，整个金融世界的计价方式都要重写。说『这次不一样』需要一个老人拿出他所有的信用。我现在把它押上了。」

南希看着他，很久。

「那就押。」她说，「你的信用是你一笔一笔攒的。花了它，也得花在真事上。」

※

《沧海桑田》发出后，老艾德寄来一个包裹。他已经八十三岁，退休多年，手抖得写不了长信。包裹里是四十一份备忘录的旧打印件，每一份都有红笔批注——他把「弹药库」移交给了接班人，唯独把最早的那几份留给了自己，最后又寄了回来。最上面一份，是一九九〇年十月的《通往业绩之路》，纸都黄了。红笔在页边写着一行小字，日期是一九九〇年十一月：

「此人要么是对的，要么是疯子。再观察一年。」

第二年同一页上，添了一行：「再观察一年。」第三年，还是这行。一直到二〇〇〇年，这一页才出现一句长的：

「他对了十年。我用十年验证了一封三个月就能验证的信——这是懒惰，还是谨慎？退休金的意义就在这：我们输不起，所以宁可慢。谢谢你没有催。——E.」

马克斯把这页纸看了很久。然后他拿出信纸，写下回信，也是他给老艾德的最后一封信：

「艾德：你没有慢。这行里，快的人挣快钱，慢的人把钱留住。你留住了几万名工人的退休金，比什么都快。——H.」

二〇二二年的最后一个工作日，橡树的办公室提前下班。斯通的蝴蝶领结终于换了条新的，酒红色，同款。「旧的那条，」他说，「捐给公司档案室了。它见过的周期比我们任何人都多。」卡什还在读文件——年底的文件堆成山，还是三遍。马克斯收拾桌面，最上面是那本

一九六九年的旧笔记本，第一页抄着弗兰克的话，第二页起是他自己的笔迹，密密麻麻，五十三年。

关灯前，南希打来电话，还是那句：「今天市场对你好不好？」

马克斯站在窗前。洛杉矶的灯一直铺到山脚下，和一九九四年那个晚上一样。

「南希，我想明白了。市场从来不对我好，也不对我坏。市场就是它自己——一口钟，摆来摆去，不记仇，也不记恩。」他顿了顿，「对它好不坏的从来不是市场，是我们自己：有没有在便宜的时候伸手，有没有在贵的时候忍住，有没有把想到的东西写下来，写清楚。」

电话那头，南希笑了：「这个答案你准备了五十三年。」

「值得。」马克斯说，「明天还有一份备忘录要写。」

备忘：2022 年 12 月 31 日，一年最后一条。

五十三年，一百多份备忘录，一句话就可以说完：重要的不是买到好东西，而是买得好。

名单会变，价签会变，人心不变。钟摆还在，绳子换了也还会荡。

明天继续。——H.M.