

巴菲特第 53 封年度致股东信

这封信的受众远远超过该公司的投资者群体，世界各地的投资者希望从信中了解这位传奇投资者的投资心态，以此作为对未来经济和市场的预测。

今年即将年满 88 岁的股神巴菲特，正逐步退出公司日常业务，市场对谁是“股神”接班人的讨论也逐渐增多。也许全球投资者必读的第 53 封《巴菲特致股东信》，除了谈论伯克希尔的运营状况和巴菲特对金融市场的看法，也会对“身后事”有所安排？

以下是致股东信全文，供大家阅读和分享。

致伯克希尔-哈撒韦公司股东：

伯克希尔-哈撒韦公司 2017 年净值增长了 653 亿美元，公司 A 类和 B 类股票的每股账面价值增长了 23%。在过去的 53 年时间里（即现有管理层接手之后），公司股票的每股账面价值从 19 美元增至 211,750 美元，年复合增长率为 19.1%。用这样一段开篇，已经成为过去 30 年里的标准做法。但 2017 这个年份其实并不标准：公司很大一部分收益并不是来自我们在伯克希尔的成就。

不管怎么说，650 亿美元的收益是真实的，这一点毋庸置疑。但其中只有 360 亿美元来自伯克希尔的业务经营。我们之所以能获得其余的 290 亿美元，是因为美国国会在去年 12 月修改了税法。

在介绍了财务情况后，我很想马上讨论一下伯克希尔的经营。但这里还是要插一句，我必须先说说一项新的会计准则——美国通用会计准则（GAAP）中的一项：它在未来会严重歪曲伯克希尔的净收益数据，而且会经常误导股评家与投资者。这项新规指出，我们所持股票中未实现的投资收益与亏损的净额变化，必须写进我们公开的所有净收益数字中。这种规定会对我们在 GAAP 口径下的利润产生极大且不确定性极高的影响。

伯克希尔坐拥价值 1700 亿美元的可交易股票（不包括我们在卡夫亨氏公司中的持股），而且这些持股的价值在一个财务季度中可以轻松发生 100 亿美元或更高的浮动。在财报净收益中计入这种波动，会淹没真正重要的、可以体现我们经营水平的数字。所以如果是想要分析，伯克希尔的“利润”数据将毫无用处。

这项新规涉及到我们很早之前就提到的问题，在处理已实现收益（亏损）时，会计准则会强迫我们将这些收益（亏损）计入净收益。在过去的季报和年报中，我

们定期警告您，不要关注这些已经实现的收益，因为它们就和未实现的收益一样，会随机波动。

这很大程度上是因为我们会在觉得明智的时候出售证券，而不是因为我们想用什么方法把利润“做起来”。这样的结果就是，我们有时给出的财报会显示已实现收益非常大，但投资组合整体表现得却很糟（反之亦然）。

涉及已实现收益的老规则已经产生了扭曲，而涉及未实现收益的新规则进一步加剧这种扭曲。如此一来，我们今后每个季度都要痛苦地解释这些调整，这样才能让您更好地理解我们的财务数字。

但电视上有关财报的评论节目经常是瞬时抵达观众，报纸头条几乎总是关注 GAAP 净收益的同比变化，所以媒体报道有时候关注的数字会让很多读者或观众害怕，或是怂恿他们做一些事情，完全没有必要。

我们试图缓解这个问题，办法就是按照惯例在股票收盘后，或是在周六早上发布财报。这样就可以赶在周一开盘前，给投资者有足够长的时间去分析，也让投资专业人士有机会发表详尽的评论。不管怎样，我认为很多把会计当成外语的投资者还是会非常迷茫。

在伯克希尔，**最重要的是增加我们正规化的每股盈利能力**。这个标准是我和我长期的伙伴，查理·芒格所关注的，我们希望你能这样做。

我们 2017 年的成绩如下。

01

收 购

伯克希尔之所以能增值，靠的是四大支柱：

- 1) 规模可观的、独立进行的收购；
- 2) 适合我们已有业务的补强收购；
- 3) 我们诸多业务的内部销售增长与利润率改善；
- 4) 由股票和债券构成的庞大的投资组合利润。

本节我们将回顾 2017 年的收购活动。

在研究新的独立企业时，我们看重的关键品质包括**持久的竞争实力、有能力高格调的管理层、经营业务所需的有形资产净额有好的回报、内部增长可以带来有吸引力的回报机会、以及最后一点，合理的收购价格。**

回顾 2017，这最后一点差不多是所有交易的障碍，因为各种表现尚可但远称不上极佳的企业，要价都冲上了历史新高。而实际情况也是如此，乐观的收购者太多，价格似乎变得不重要了。

为什么收购这么疯狂？部分是因为 CEO 这项工作本身的性质是“能做事”类型的。华尔街的分析师或董事若是敦促 CEO 考虑收购，就好比是叮嘱本就血脉偾张的青少年要有正常的性生活。

一旦某个 CEO 渴望达成交易，他或她就不会缺乏用来强调收购正确的预测数字。下级也会欢呼雀跃，憧憬扩大市场，而且期盼薪酬水平按照常理随着企业规模的扩大而提高。嗅到大笔手续费的投行人士也会击掌相庆。（自己该不该理发，这个问题永远别去问理发师。）

如果收购目标的历史业绩不足以证明收购的合理性，就会有人预测出一大堆“协同效应”，数据表从不会令人失望。

2017 年债务融资极度便宜且充足，这又给收购行为火上浇油。归根结底，只要用上了债务融资，即便是高定价的交易通常也会提升每股收益。

伯克希尔的做法相反，我们是在纯股权的基础上评估收购，我们对总体债务水平的容忍很低，而且我们也知道，把自己很大一部分债务划给任何一家独立企业都是骗人（这里有些例外，例如划归 Clayton 贷款投资组合的债务，或我们规范的公用事业固定资产投入的债务）。我们也从不考虑协同因素，经常也找不到这种因素。

在过去这么多年里，我们对杠杆的厌恶对回报确有影响，但我和芒格睡得安稳。我俩都相信，**拿你拥有的东西和你需要的东西，去换你不需要的东西是疯了。**

我们 50 年前就抱着这种观点，当时我俩各自经营着一家投资公司，投资的是几个信任我们的朋友和亲戚。我们今天仍然持这种观点，即便已经有上百万“合伙人”加入了伯克希尔。

虽然我们近来没怎么收购，但我和芒格认为，伯克希尔时不时就会有从事大型收购。同时，我们也要紧咬自己那条简单的原则不放松：**其他人做事时越不谨慎，我们自己做事时就越谨慎。**

我们去年只进行了一项合理的独立收购，入股 Pilot Flying J 公司，持有 38.6% 的合伙人权益。这家公司拥有近 200 亿美元的年交易量，显然是全美领先的旅游中心运营商。

PFJ 公司从建立伊始便由了不起的 Haslam 家族经营，人称“大吉姆”的 Haslam 在 60 年前只有一座加油站和一身梦想，如今他的儿子吉米管理着北美 750 个地方的 2.7 万名员工。

伯克希尔已经签下合同协议，要在 2023 年将 PFJ 的合伙人权益增持至 80% 的比例，Haslam 家族成员届时将拥有剩余 20% 的权益。伯克希尔很高兴成为他们的合伙人。

开车跑在州际公路上的时候别忘了 PFJ，这家公司既售汽油也卖柴油，东西做得也很好吃。如果是长途驾驶，也别忘了我们的旅店里总共有 5,200 个淋浴。

关于补强收购

有些交易额很小我便不再赘述，这里仅列出几宗较大的收购。完成时间在 2016 年末到 2018 年初之间。

Clayton Homes 在 2017 年收购了两家传统住宅建造商，科罗拉多州的 Oakwood Homes 与伯明翰州的 Harris Doyle。我们在三年前刚刚进入这一领域，而此次收购将我们的市场份额扩大了一倍多。有了这两家公司，我预计我们 2018 年的住宅建造规模有望超过 10 亿美元。

不过，Clayton 的业务重点还在预造房上，也就是预造房的建设与融资。2017 年 Clayton 通过自营零售渠道卖出了 19,168 座房子，还批发给了 26,706 座给独立零售商。去年 Clayton 占预造房市场份额的 49%，这是行业领先者才有的份额，大约是第二的 3 倍，而在 2003 年加入伯克希尔时，Clayton 的份额只有 13%。

Clayton Homes 和 PFJ 两家公司都在诺克斯维尔，经营的两家人早就成了朋友。Kevin Clayton 向 Haslams 提过加入伯克希尔的优势，他也向我透露过对 Haslams 家族的敬重，这才促成了 PFJ 交易。

2016 年年底时，我们的地材供应业务 Shaw Industries 收购了 U.S. Floors，后者是一家快速增长的高档乙烯基胶地板分销商。USF 的经理 Piet Dossche 和 Philippe Erramuzpe 两人脱颖而出，在 2017 年让销售额增长了 40%，两人负责的业务被整合进 Shaw Industries 公司。很明显，在 USF 交易中，我们买下了杰出的人力资产与业务资产。

Shaw Industries 的首席执行官 Vance Bell 提出了被收购的意向、参与了谈判并完成了收购。2017 年该公司的销售额增长至 57 亿美元，员工人数增长到 2.2 万。买下 USF，Shaw Industries 公司的地位得到显著强化，成为伯克希尔重要且持久的利润来源之一。

我曾几次谈起过 HomeServices，即不断增长的房产经纪业务。2000 年时，伯克希尔通过收购 Mid American Energy（已更名为伯克希尔-哈撒韦能源公司）的多数股权进入了该领域。MidAmerican 当时的商业活动主要集中在公用电力领域，我起初也没有留意 HomeServices。

但这家公司每年都在增加经纪人手，到 2016 年底，HomeServices 已经成了全美第二大地产经纪商，不过远落后于市场领先者 Realogy。但到了 2017 年，HomeServices 的增长爆发。我们收购了行业第三大运营商 Long and Foster，行业排名第 12 的商家 Houlihan Lawrence，以及 Gloria Nilson。

这些收购让我们新增了 12,300 名代理，总数达到 40,950 名。HomeServices 现在在房屋销售商中已经接近全美领先，在 2017 年按“双方”计算，参与的交易规模达到 1270 亿美元（包括我们的三次试购）。所谓“方”是指每笔交易都有两方，如果我们即代表卖家又代表买家，那么交易的价值就会统计两次。

虽然有近期的收购，HomeServices 在 2018 年全美房产经纪市场上大概也就只能占到 3% 的份额，还有 97% 的份额可以争取。只要价格合理，我们会继续向这个最为基础的业务中增加经纪人手。

最后是 Precision Castparts 买下了 Wilhelm Schulz GmbH。前者是一家靠收购打造起来的公司，后者则是德国一家耐腐蚀管道配件商。请原谅我不做过多解释，我对制造业的经营实在是不如我对地产经纪、房屋建造，以及卡车服务区懂得多。幸运的是，在这次收购中我无需把我的无知摆到桌面。Precision 公司的首席执行官 Mark Donegan 是制造业领域优秀的高管，所有他负责的业务都铁定能做好。**赌人，有时候要比赌实际的资产更实在。**

下面是有关经营的章节，就从财险/人身伤亡险说起。这项业务我的确了解，它也是 51 年来驱动伯克希尔增长的引擎。

保 险

在讨论 2017 年保险业务的业绩前，不妨重温下当初我们为何以及如何进入该领域的。

1967 年初刚起步时，我们支付了 860 万美元收购了 National Indemnity 和一家较小的姊妹公司。收购后，我们获得了价值 670 万美元的有形净资产，让我们可以在可交易证券领域施展手脚——这也是保险业务的本质使然。

把投资组合重新整理成我们本来在伯克希尔拥有的证券很轻松，我们实际上是用美元“交易”到了成本的净值部分。

净资产之外的 190 亿美元溢价让伯克希尔得到了保险业务，它通常贡献的都是承保利润。更重要的是，保险业务带着 1940 万美元的“浮存金”（float）——这部分钱属于别人但由我们的两家保险公司持有。

从那时起，浮存金对伯克希尔就有了很重要的意义。当我们投资这些钱的时候，所有派息、利息以及收益都属于伯克希尔。（如果投资亏损，那亏损当然也在我们账上。）

浮存金通过几种方式落地：

- 1) 保费一般都是预先支付给公司，而损失是在整个保单周期中发生的，通常是半年或一年期；
- 2) 虽然像车险这样的损失会很快理赔，但有些可能要很多年才能浮出表面，例如因接触石棉导致的健康损害，定损与清算则更久；
- 3) 赔付有时候会跨好几十年。假如说我们投保客户企业的一名雇员因伤终身残疾，那以后他就需要昂贵的、维持终身的护理。

浮存金通常随着保费增加而增长。

此外，某些财险公司专注于医疗过失、产品责任等领域，也就是业内所谓的“长尾”业务。这些业务产生的浮存金要远高于汽车碰撞险和房产险等险种，后者需要保险公司立刻向索赔者支付维修款项。

多年来，伯克希尔一直是长尾业务领域的领先者。值得一提的是，我们专攻的大型再保险业务，需要我们承担其他财险/人身伤亡险公司发生的损失。

鉴于我们对此类业务的重视，伯克希尔的浮存金增长向来巨大。按保费计算，我们现在是全美第二大财险/人身伤亡险公司；按浮存金计算到目前是第一。

记录如下：

Table 1: Premium Volume

(in \$ millions)

<u>Year</u>	<u>Premium Volume</u>
1970	\$ 39
1980	185
1990	582
2000	19,343
2010	30,749
2017	60,597

我们 2017 年的保费总额受到一宗大交易的提振，我们再保险了 AIG 公司最高 200 亿美元长尾损失。仅此一项我们收取的保费就是 102 亿美元，创下了世界纪录，我们自己也很难超越。所以 2018 年保费总额会有所下降。

浮存金至少会缓慢增长几年。当我们最终出现下滑时，下滑也会是轻微的，单个年份至多只有 3% 左右的下滑幅度。与银行存款或包含退保选项的寿险不同，财险的浮存金是不能往外取的。

这就是说，财险公司在金融压力普遍紧张的时候，不会遭遇大规模“挤兑”，这是伯克希尔投资决策中非常看重的一个特质。

我和芒格做生意，从来不靠什么陌生人的善心，也不指望朋友们在自己面临流动性问题时会发善心。

在 2008-2009 年的危机中，我们喜欢持有美国国债——大量的国债——这让我们不至于依赖银行授信和商业票据这样的资金来源。我们刻意把伯克希尔打造成能够应对经济疲软的公司，即便是市场长期关闭这样的极端情况也能应对。

浮存金的一个缺点是它有风险，有时候是很大的风险。看似可预测的事情在保险行业里可能发生天翻地覆的变化。拿著名的劳埃德保险社来说，它在三个世纪中都有不错的成绩。但在上世纪 80 年代，潜藏在一些长尾业务中的大问题开始浮现，一度威胁到劳埃德的经营（我要说明，它现在已经完全恢复正常了）。

伯克希尔的保险经理是保守且谨慎的从业者，他们的经营文化始终坚持这些品质。在多数年景里，承保利润正是来自他们的纪律性，而且这些时候我们的浮存金成本低于 0，也就是等于说有人向我们付钱让我们持有这些大笔资金。

然而，我也发出过警告，近年来我们一直很走运，保险行业像现在这样少灾少难的年景并不是什么新常态。去年 9 月的事情就是个提醒，德克萨斯、佛罗里达，以及波多黎各三地都遭到了大飓风的袭击。

我个人的猜测是，这几次飓风导致的保险损失在 1000 亿美元左右，但实际损失可能远远超出这个数字。多数巨灾损失的初步预测要低，这是惯例。正如知名的分析师 V. J. Dowling 所说，保险公司应对灾害损失的储备金，就像自我打分的考试。在很长一段时间里，有关保险公司财务状况的数据都会因为无知、一厢情愿，有时甚至还有直接的欺诈，而变得不准确。

我们现在预计，三次飓风给伯克希尔造成的保险损失为 30 亿美元（税后大约 20 亿美元）。如果这个预估和我对保险行业遭受千亿美元损失的判断接近准确的话，那么我们就占到整个保险行业损失的 3%。我相信，未来美国在遭受巨灾时，我们占到的比例也是如此。

值得一提的是，三次飓风导致的 20 亿美元成本，仅让伯克希尔的 GAAP 净值减少了不到 1%。在再保险市场，很多公司的净值少则损失 7%，多则超过 15%。他们承受的伤害可能更大：只要飓风厄玛穿过佛州的路线往东偏那么一点，保险损失可能会再增加 1000 亿美元。

我们认为，美国每年发生导致 4000 亿美元或更多损失巨灾的可能性在 2% 左右。诚然，没人能算准正确的几率，但我们确实知道，由于多灾地区建筑的数量与价值都在增长，风险也会随着时间而增加。

没有哪家公司能像伯克希尔-哈撒韦这样，在财务上做好了应对一场 4000 亿美元巨灾的准备。在这样一场灾害中，我们的损失可能在 120 亿美元上下，远低于我们非保险活动中的预计年利润，而很多（或许是大多）财险公司将倒闭。我

们无与伦比的财务实力解释了，为何在为将来可能支付的大笔款项购买巨额再保险时，其他财险公司要来找伯克希尔，而且只找伯克希尔。

2017年前，伯克希尔的承保业务连续14年盈利，税前承保利润总计283亿美元。我经常说，伯克希尔保险业务在多数年景里能盈利，但有时也会亏损。我的警告在2017年成为现实，我们的承保业务亏损了32亿美元（税前）。

信后面的10-K文件囊括了关于保险经营的其他大量信息。此处我只想再多说一句，那就是我们各种财险/人身伤亡业务都有优秀的经理在为您服务。这门生意没有交易秘笈、不靠专利，也没有地理优势，拼得就是脑力与财力。我们旗下诸多保险公司的经理提供脑力，伯克希尔提供财力。

多年来，致股东信都会描述伯克希尔其他许多业务的活动。今年这封信后面的10-K文件会包含这些信息，此外今年我还要简单介绍下数十种非保险业务的情况。额外细节可前往K-5至K-22页，K-40至K-50页查询。

保险外的其他业务（不包括投资）作为一个事业部，在2017年录得200亿美元的税前收益，较2016年增长9.5亿美元。2017年这部分利润的44%左右来自两家子公司，我们的铁路BNSF和伯克希尔-哈撒韦能源（我们持有后者90.2%的股权）。更多业务情况可以前往额外细节可前往K-5至K-10页，K-40至K-44页查询。

按照利润排名，在伯克希尔的一长串子公司里，接下来的5家非保险业务是Clayton Homes、International Metalworking Companies、Lubrizol、Marmon和Precision Castparts（但此处按首字母排序）。2017年他们总计实现55亿美元的税前利润，和2016年的54亿美元相比变化不大。

再后面的5家公司（Forest River、Johns Manville、MiTek、Shaw和TTI）去年利润为21亿美元，2016年为17亿美元。

其余伯克希尔子公司，很多家税前收益没有变化。2017年为37亿美元，2016年是35亿美元。

所有这些非保险业务的折旧费用总计76亿美元；资本开支为115亿美元。伯克希尔一直在寻找方式扩张业务，通常会发生资本开支远超折旧费用的情况。我们投资的项目近90%都在美国。美国的经济土壤依然肥沃。

摊销费用为 13 亿美元。我认为该项目中的很大一部分并不是真正的经济成本。部分抵消这个好消息的是，和其他所有铁路一样，BNSF 认列的折旧费用远低于通常情况下保证该铁路出类拔萃状态所需的金额。

伯克希尔的目标是让非保险事业部的利润大幅增长。为了实现这一点，我们需要进行一次或多次大型收购。我们当然有资源这样做。截至年末，伯克希尔拥有 1160 亿美元现金及美国国债（后者的平均到期日是 88 天），而 2016 年末是 864 亿美元。

这种极佳的流动性只有极少回报，而且远远超过我和芒格希望伯克希尔拥有的水平。如果能把伯克希尔充裕的资金投入到更多有用的资产上，我们会笑得更开心。

03

投资

下面是截至年末我们投资的市值最高的 15 只普通股。这里不计我们在卡夫亨氏中的持股—— 325,442,152 股——因为伯克希尔是控股方的一员，必须用“权益法”来衡量该投资。

在资产负债表上，按 GAAP 口径伯克希尔所持卡夫亨氏的股权价值 176 亿美元。这些股票年末时的市值为 253 亿美元，购买时的成本是 98 亿美元。

<u>Shares*</u>	<u>Company</u>	<u>Percentage of Company Owned</u>
151,610,700	American Express Company	17.6
166,713,209	Apple Inc.	3.3
700,000,000	Bank of America Corporation	6.8
53,307,534	The Bank of New York Mellon Corporation	5.3
225,000,000	BYD Company Ltd.	8.2
6,789,054	Charter Communications, Inc.	2.8
400,000,000	The Coca-Cola Company	9.4
53,110,395	Delta Airlines Inc.	7.4
44,527,147	General Motors Company	3.2
11,390,582	The Goldman Sachs Group, Inc.	3.0
24,669,778	Moody's Corporation	12.9
74,587,892	Phillips 66	14.9
47,659,456	Southwest Airlines Co.	8.1
103,855,045	U.S. Bancorp	6.3
482,544,468	Wells Fargo & Company	9.9
	Others	
	Total Common Stocks Carried at Market	

* Excludes shares held by pension funds of Berkshire subsidiaries.

** This is our actual purchase price and also our tax basis; GAAP "cost" does not include write-downs that have been required under GAAP rules.

表中的一些股票由 Todd Combs 或 Ted Weschler 负责，他们和我一起管理伯克希尔的投资。他们每人都独立管理超过 120 亿美元的资产，我通常是看到月度投资组合概要时才知道他们做了什么决策。

在两人管理的 250 亿美元资产中，包括某些伯克希尔子公司的养老信托资产，价值超过 80 亿美元。需要指出，养老金投资不包括在前述伯克希尔持股的表格中。

我和芒格把伯克希尔持有的可交易普通股视作业务的利息，而不是什么要根据“K 线”走势、分析师目标价，或媒体权威意见买进或卖出的股票代码。

相反，我们只是简单地相信，如果投资对象的业务成功（我们相信多数会成功），我们的投资也会成功。有时候我们的回报不多，偶尔收银机进账不停。有时候我

会犯下昂贵的错误。总体来说，假以时日，我们应该能获得不错的结果。在美国，**股票投资者是顺风而行的。**

在我们的股票投资组合中——在股权分散的上市公司中我们的持股被称作“少数股东权益”——伯克希尔 2017 年获得派息 37 亿美元。这个数字在我们的 GAAP 财报数据中有记录，在我们的季报和年报的“经营利润”一项中也有记录。

然而这个股息的数据却远不及我们持股的“真实”利润。几十年来，我们在“股东相关的商业原则”的第六条中一直说，我们认为**未分配利润通过持续资本收益的方式，至少也可以获得相同的利润。**

我们确认的资本收益（及亏损）会有起伏，尤其是在 GAAP 新规要求我们持续将未实现收益或亏损计入利润时。但我有信心说，**当把我们的投资对象视为一个整体时，他们留存的利润可以转化为同等规模的伯克希尔的资本收益。**

我描述的这种价值增长与留存利润两者间的关联，在短期内是不可能发现的。股票大涨大跌，似乎与内在价值的同比积累毫无关系。但假以时日，格雷厄姆那句常被引用的箴言便会实现：“**市场短期看是一台投票器；但长期看则变成了一台称重机。**”

伯克希尔本身的历史里就有一些生动的例子，说明短期价格随机性如何掩盖长期价值增长。在过去的 53 年里，公司通过对收益进行再投资并让复利发挥魔力。年复一年，我们前进着。然而伯克希尔股价则遭遇了四次重大的下跌。以下是残酷的细节：

<u>Period</u>	<u>High</u>	<u>Low</u>
March 1973-January 1975	93	38
10/2/87-10/27/87	4,250	2,675
6/19/98-3/10/2000	80,900	41,300
9/19/08-3/5/09	147,000	72,400

这个表格为我反对借钱炒股提供了最有力的论据。因为完全无法预测短期内股票会跌到什么程度。即使你借的钱很少，你的仓位也没有受到市场下挫的直接威胁，但你的头脑也许会受到恐怖的媒体头条与令人窒息评论的影响，从而惊慌失措。一旦心无静气，你就很难作出好的决定。

在接下来的 53 年里，我们的股票（以及其他公司股票）还将经历表格中出现的类似暴跌。不过没有人能告诉你这会在什么时候发生。就像红绿灯有时会直接从绿灯变为红灯而不会出现黄灯过渡。

然而，如果大幅下滑出现，那些没有债务负担的人就将迎来极好的机会。现在是时候听一下吉卜林的那首《如果》了：

如果，身边的人都失去理智，而你却能保持清醒

如果，你能耐心等待，不急不燥

如果，你能去思辨，而不是为了思考而思考

如果，所有人都怀疑你，而你却能自信如常

那么，这个世界就全都属于你

04

“赌局”结束与一堂意料之外的投资课

去年，十年赌注进行到 90%。在去年年度报告的第 24-26 页我已对 2007 年 12 月 19 日开始的赌博进行了详细介绍。现在，赌博已结束。我有了最后的结论，某些方面，这让我大开眼界。

我之所以下注有两个原因：

1) 将我的 318,250 美元支出实现较大数额回报——如果事情按我的预期发展——将在 2018 年初分给奥巴马的 Girls 公司；

2) 宣传我的信念，即我的选择 – 近乎无手续费的标准普尔 500 指数基金进行投资——随着时间的推移，将会取得比大多数投资专业人士更好的回报。

这个问题非常重要。美国投资者每年向投资经理支付数目惊人的金钱，还往往会招致很多后续费用。总的来说，这些投资者是否能使他们的资金获得价值？投资者是否真正能从支出获得任何回报？

作为我的投资对赌对手，Protégé Partners 选择了五只“基金中的基金”，并预计它将超过标准普尔 500 指数。这不是特例。这五只基金中的基金涵盖了超过 200 个对冲基金。

从本质上讲，**Protégé** 作为一家对华尔街十分熟悉的咨询公司，它选择了五位投资专家，后者又聘请了数百名投资专家，每位投资专家管理着他或她自己的对冲基金。这个组合是一个精英团队，充满了才智，激情和自信。

五只基金的管理人员还拥有另一个优势：他们可以——也确实可以——在十年内重组他们的对冲基金投资组合，投资新的“明星基金”，同时退出那些表现欠佳的对冲基金。

Protégé 的每一位经理都获得很多激励：基金的基金经理和对冲基金经理，都可以获得很大的收益，即使这些是因为市场总体向上而获得的收益。（自从我们掌控伯克希尔以来的 43 年里，标普 500 指数的上涨年份远超下跌年份。）

应该强调的是，这些业绩激励是一个巨大而美味的蛋糕：即使这些基金在这十年中造成了投资者资金损失，他们的管理人员却仍然会变得非常富有。因为这些基金每年要向投资者收取大约占 2.5% 的固定手续费，其中一部分费用给了基金中的基金的五个经理，剩下的给了对冲基金那 200 多位经理。

这场赌局最后的结果如下：

<u>Year</u>	<u>Fund-of-Funds A</u>	<u>Fund-of-Funds B</u>	<u>Fund-of-Funds C</u>	<u>Fund-of-Funds D</u>
2008	-16.5%	-22.3%	-21.3%	-29.3%
2009	11.3%	14.5%	21.4%	16.5%
2010	5.9%	6.8%	13.3%	4.9%
2011	-6.3%	-1.3%	5.9%	-6.3%
2012	3.4%	9.6%	5.7%	6.2%
2013	10.5%	15.2%	8.8%	14.2%
2014	4.7%	4.0%	18.9%	0.7%
2015	1.6%	2.5%	5.4%	1.4%
2016	-3.2%	1.9%	-1.7%	2.5%
2017	12.2%	10.6%	15.6%	N/A
Final Gain	21.7%	42.3%	87.7%	2.8%
Average Annual Gain	2.0%	3.6%	6.5%	0.3%

Footnote: Under my agreement with Protégé Partners, the names of these funds are not disclosed. I, however, have received their annual audits from Protégé Partners. Funds B and C were revised slightly from those originally reported last year. The average annual gain is calculated for the nine years of its operation.

这五只基金中的基金开端良好，在 2008 年都跑赢了指数基金，紧跟着情况急转直下。在随后的九年里，这五只基金做为一个整体，每年都落后于指数基金。我要强调的是，在这十年期间，市场行为并没有任何异常之处。

如果在 2007 年底对投资“专家们”进行调查，问他们普通股的长期回报率是多少，他们的答案很可能接近 8.5%，即标准普尔 500 指数的实际表现。在当时的环境下，赚钱应该是很容易的。事实上，华尔街的专家赚取了巨大的利润。虽然这个群体赚钱了，但投资他们的人经历了一个“失落的十年”。

业绩有好有坏，但手续费永远不变。

这次打赌让我们得到另一个重要的教训。虽然市场通常是理性的，但偶尔也会变得疯狂。抓住市场机会并不需要大智慧，不需要经济学学位或熟悉华尔街的术语，比如 alpha 与 beta。

投资者真正需要的是不要理睬大众的恐惧与贪婪，而要把注意力集中在几个简单的基本面上。愿意被其它人在很长时间里认为没有想像力，甚至愚蠢也是必要的。

最初，Protégé 和我均购买了面值 50 万美元的零息国债，因为打了 6.4 折，相当于我们每个人只花了 318250 美元，十年来这些国债便会按 50 万美元兑现。这些国债没利息，但当时是打折卖的，如果持有到期，相当于年回报率为 4.56%。

Protégé 和我当时没有考虑太多，只是想在 2017 年底到期后，将这 100 万美元交给获胜的慈善机构。

然而，在我们购买之后，债券市场发生了一些非常奇怪的事情。到 2012 年 11 月，我们的债券——现在仍需要大约五年时间才能到期——按照票面价值的 95.7% 销售。以这个价格，他们的年度到期收益率不到 1%。或者，确切地说，是 0.88%。

考虑到可怜的回报，尤其是与美国股票相比，我们的债券已变成了一种愚蠢——真正愚蠢的投资。随着时间的推移，反映美国企业走向的标准普尔 500 指数，按照市场价值进行适当加权，每股收益（净值）的年收益率远超过 10%。

2012 年 11 月，我们考虑到标准普尔 500 股息的现金回报率为每年 2.5%，约为美国国债收益率的三倍。而且这些股息几乎肯定会增长。

除此之外，很多标普 500 公司都保留了巨额资金。这些企业可利用其留存的现金扩大业务范围，或回购其股份。

随着时间推移，任何一种方式都会大幅提高每股收益。而且——从 1776 年以后的情况来看——不管现在的问题如何，美国经济都会向前发展。

2012 年早些时候由于债券和股票之间的估值错配，Protégé 和我同意出售我们五年前购买的债券，并用所得款项购买 11200 股伯克希尔“B”股。结果就是奥马哈的 Girls 公司上个月收到了 222 万 2279 美元，而不是它最初希望获得的 100 万美元。

值得强调的是，伯克希尔自 2012 年以来并没有表现十分出色。但这并不需要十分出色：毕竟，伯克希尔的获利只需要打败收益仅为 0.88% 的债券，几乎可以不算是一个巨大的成就。

卖掉国债买进伯克希尔股票的唯一的风险是股市在 2017 年底之前可能会出现大跌。不过 Protégé 和我觉得这种可能性（总是存在）非常低。有两个因素决定了这一结论：

伯克希尔在 2012 年末的价格比较合理及伯克希尔在 5 年内几乎肯定会发生大规模资产积累，这些投资在下赌注前已经确定。即便如此，为了消除转换带来的所有风险，如果在 2017 年底销售 11200 股伯克希尔股票没有产生至少 100 万美元，我同意弥补任何损失。

投资是一种放弃今天消费并试图在未来可消费更多的活动，“风险”便是这一目标可能无法实现。

按照这个标准，2012 年的“无风险”长期债券是一项长期投资风险远高于普通股的的投资。那时，即使 2012 年至 2017 年的年通货膨胀率为 1%，也会降低 Protégé 和我所卖出的政府债券的购买力。

我想我很快会承认，在未来一天、一周甚至一年中，**股票的风险都会比短期美国债券风险更大**。然而，随着投资者的投资期限延长，假设股票以相对市场利率更合理的市盈率购买，美国股票的多元化投资组合的风险程度会逐渐低于债券。

对于长期投资者来说，包括养老基金，大学受捐赠基金和储蓄基金等，比较投资组合中债券与股票的比率来衡量其投资“风险程度”是一个可怕的错误观点。

通常，**投资组合中的高等级债券会增加风险。**

我们此次赌博的最后一个教训是：**坚持做出重大而“容易”的决定，并避免过度交易。**

在这十年里，200 多位对冲基金经理几乎肯定做出了数以万计的买卖决定。这些管理者中的大多数人无疑认真考虑了他们的决定，而且他们认为这些决定都是有利的。在投资过程中，他们学习了 10-K 表格，采访了管理层，阅读了贸易期刊，并与华尔街分析师进行交流。

与此同时，Protégé 和我既不倾向于研究，也不依靠洞察力和才华，我们在这十年中只做了一种投资决定。我们只是简单地决定以超过 100 倍收益的价格出售我们的债券投资（售价为 95.7/收益为 0.88%），即那些“收益”在随后的五年内不可能增加的债券。

我们出售债券是为了将我们的资金转移到一种单一的证券——伯克希尔的股票中，这一证券拥有一个多元化的坚实业务组合。在留存收益的推动下，伯克希尔的价值年增长率不大可能低于 8%，即使我们在表现平平的经济环境下也是如此。在完成这一入门级的分析之后，Protégé 和我进行了上述转换并放松下来，我们相信随着时间的推移，8%肯定会击败 0.88%，优势极其明显。

年度股东大会（本节部分内容略去）

今年的股东大会定于 5 月 5 日召开，依然会在雅虎网站直播，直播地址是 <https://finance.yahoo.com/brklivestream>。

直播将于美国中部夏令时间当天上午 8:45 分开始。雅虎将在会前与午餐间隙采访董事、经理、股东与各界名人。采访与会议将提供中文同声传译。

我通常都有很好的理由来表扬经理们取得的成绩。他们是真正的全明星，打理自己的业务就像打理自己的家庭，把自己视作唯一的资产。

我还相信，我们经理的心态是以股东为先。他们中的多数已经不是为了满足财务需求而工作，在业务上打出“本垒打”带来的喜悦，和支票带来的喜悦对他们来说是一样的。

如果经理（或董事）拥有伯克希尔的股票——许多人也的确拥有——那他们都是从公开市场上购得的，要么就是因为他们把自己的业务卖给了我们，从而收到了股票。但这里没有一个人是不冒任何风险就让股票落袋的。我们的董事与经理都是设身处地为股东着想。

我要把最好的留在最后。

2018 年初，伯克希尔的董事会选出了 Ajit Jain 与 Greg Abel 为公司董事，并分别制定两人为副董事长。Ajit 现在负责保险业务经营，Greg 监督我们的其他业务。我和芒格关注投资于资本配置。

能有 Ajit 与 Greg 为我们工作，我和大家一样都感到幸运。他们俩在伯克希尔都有数十年的工作经历，血管里涌动着伯克希尔的血液。他俩的天分与品质都同样出色，无需更多美言。

欢迎各位在 5 月 5 日来到奥马哈，这个资本主义的摇篮，来看一看伯克希尔这帮人。我们都期盼您的到来。

董事长沃伦·E·巴菲特

2018 年 2 月 24 日