

2023 年巴菲特致股东信

伯克希尔的业绩VS标普500		
年份	每年百分比变化	
	伯克希尔每股价值	标普500加上分红
1965	49.5	10.0
1966	(3.4)	(11.7)
1967	13.3	30.9
1968	77.8	11.0
1969	19.4	(8.4)
1970	(4.6)	3.9
1971	80.5	14.6
1972	8.1	18.9
1973	(2.5)	(14.8)
1974	(48.7)	(26.4)
1975	2.5	37.2
1976	129.3	23.6
1977	46.8	(7.4)
1978	14.5	6.4
1979	102.5	18.2
1980	32.8	32.3
1981	31.8	(5.0)
1982	38.4	21.4
1983	69.0	22.4
1984	(2.7)	6.1
1985	93.7	31.6
1986	14.2	18.6
1987	4.6	5.1
1988	59.3	16.6
1989	84.6	31.7
1990	(23.1)	(3.1)
1991	35.6	30.5
1992	29.8	7.6
1993	38.9	10.1
1994	25.0	1.3
1995	57.4	37.6
1996	6.2	23.0
1997	34.9	33.4
1998	52.2	28.6
1999	(19.9)	21.0
2000	26.6	(9.1)
2001	6.5	(11.9)
2002	(3.8)	(22.1)
2003	15.8	28.7
2004	4.3	10.9
2005	0.8	4.9
2006	24.1	15.8
2007	28.7	5.5
2008	(31.8)	(37.0)
2009	2.7	26.5
2010	21.4	15.1
2011	(4.7)	2.1
2012	16.8	16.0
2013	32.7	32.4
2014	27.0	13.7
2015	(12.5)	1.4
2016	23.4	12.0
2017	21.9	21.8
2018	2.8	(4.4)
2019	11.0	31.5
2020	2.4	18.4
2021	29.6	28.7
2022	4.0	(18.1)
年化复合收益 (1965-2022)	19.8%	9.9%
总收益 (1965-2022)	3,787,464%	24,708%

注：数据为自然年。有几个例外：1965和1966年结束于9月30日；1967年共15个月，结束于12月31日

伯克希尔哈撒韦公司

致伯克希尔哈撒韦公司的股东：

我和我的长期合作伙伴查理·芒格的工作是管理很多个人积蓄。我们感谢他们长期以来的信任，我们之间的这种关系往往会跨越他们成年后的大部分时间。当我写这封信时，我脑海中最先浮现的便是这些专一的储蓄者。

大众普遍的想法是，人们在年轻时进行储蓄，希望以此能在退休后维持他们的生活水平。这种理论认为，他们去世时留下的资产会留给他们的家人，也可能是朋友和慈善事业。

但我们的经验有所不同。我们相信，伯克希尔的个人股东大部分都属于“一旦储蓄、永远储蓄”的类型。

这些人过得很好，他们最终将大部分资金捐献给了慈善组织。这些慈善组织会为了提高更大群体的生活水平而花掉这些储蓄，从而使得这些资金进行重新分配，造福那些和捐助者本无交集的人们。有些时候，这种方式取得了令人惊叹的成绩。

如何处置金钱会揭开人的面具，暴露人的本性。我和芒格很高兴地看到伯克希尔产生的大量资金流向公共需求，而我们的股东却很少选择守财或建设家族王朝。

谁会不享受为这样的股东工作呢？

我们做什么

查理和我将你在伯克希尔的储蓄投资于两类所有权形式。首先，我们将资金投资于我们控股的公司，通常我们会掌握它们 100%的股权。伯克希尔主动管理这些子公司的资本配置，并任命负责日常运营决策的首席执行官。在管理大型集团公司时，信任和规则都是必不可少的。伯克希尔将信任强调到不同寻常的程度——有些人认为是极端的程度。偶尔的失望在所难免。我们能够理解商业决策上的失误，但我们对个人不当行为的容忍度为零。

我们的第二类所有权形式，是我们购买公开交易的股票，我们通过持有这些股票，被动地拥有这些公司的一部分。在这些投资中，我们在管理上没有发言权。

对这两种所有权形式，我们的目标是一致的：对长期经营向好、管理人值得信赖的生意进行有意义的投资。请特别注意，我们持有公开交易的股票，是基于我们对其长期业绩的预期，而不是因为我们将它们视为巧妙买卖的工具。这一点很关键：查理和我不是在选择股票，我们是在选择企业。

这么多年以来，我犯了很多错误。从结果来看，我们目前庞大的企业集团里，只有少数企业真正具有卓越的经济价值，有许多企业的经济

价值很高，大部分企业则很普通。一路走来，我投资的一些企业已经倒闭，它们的产品不再被公众认可。资本主义有两面：这个系统会生产越来越多堆积成山的失败者，同时也能生产越来越好的商品和服务。熊彼特称这种现象为“创造性破坏”。

我们投资于公开交易股票的一个优势是：偶尔地，我们能轻易地以便宜的价格买入优秀企业的一部分。理解以下事实至关重要：股票的交易价格时常很愚蠢，不是太高就是太低。“有效”市场只存在于教科书中。事实上，股票和债券的价格波动是莫名其妙的，要想理解它们的价格波动，通常只有复盘的时候才能做到。

对企业进行控股式的投资则完全不同。它们有时会索取比合理价格高得离谱的价格，但几乎从不以便宜的价格出售。除非受到胁迫，否则控股企业的所有者不会考虑以恐慌式估值出售。

时至今日，我的成绩单是不错的：在管理伯克希尔的 58 年中，我的大部分投资决策都仅仅是马马虎虎。此外，在一些情况下，我挽回自己的昏招几乎全靠运气。(还记得我们从全美航空和所罗门兄弟的灾难中仓皇逃离吗？我当然记得。)

我们令人满意的业绩，来源于十多个真正的好决策，大约每五年一个。另一个来源是有时被遗忘的、有利于像伯克希尔这样的长期投资者的优势。接下来，让我们拉开帷幕的一角，一窥其中奥秘。

秘方

1994年8月，没错我是说1994年，伯克希尔完成了为期七年的4亿股可口可乐股票的买入，总成本为13亿美元，这对于当时的伯克希尔来说可是一笔非常大的数目。

1994年我们从可口可乐公司收到的现金分红为7500万美元。而到了2022年，分红已经增加到了7.04亿美元。每一年的分红都有增长，就像是每年过生日一样确定。我和查理只需要把可口可乐的季度分红支票兑现就行了。我们预计这些支票的金额很可能会继续增长。

美国运通公司的情况大致相同。伯克希尔对美国运通的买入基本在1995年完成，巧合的是，也花费了13亿美元。从这项投资中获得的年度股息已从4100万美元增长到了3.02亿美元。这些支票的金额似乎也很有可能增长。

这些股息收益虽然令人高兴，但远远不能称得上是“卓越”。真正让人赞叹的是它们带来的巨额股价收益。截至2022年底，我们持有的可口可乐市值为250亿美元，而持有的美国运通的市值为220亿美元。现在它们每只股票市值约占伯克希尔的5%，与很久以前的权重类似。

假设，我在 1990 年代犯了一个资金规模类似的投资错误，它在 2022 年股价打平并维持着 13 亿美元的价值(就像是持有高等级 30 年期债券一样)。这项令人失望的投资现在会仅占伯克希尔净资产的 0.3%，并且只会为我们带来大约 8000 万美元的年收入。

给投资者的教训：野草只会凋零，花朵才能盛开。随着时间的推移，只需要少数几个正确决策，就能创造奇迹。尽早起步、活到 90 多岁，你会更容易取得成功。

过去一年的简述

伯克希尔在 2022 年表现不错。公司的“营业利润”(公用会计准则 GAAP 计算盈利，但不包含持有股权的资本收益或损失)创下了 308 亿美元的历史新高。查理和我关注的是这个运营数据，我们希望你也这样做。GAAP 数据未经我们调整，每个报告期都会剧烈波动。它在 2022 年上蹿下跳是很正常的。

	收入 (单位：十亿美元)	
		我们被要求报告的
2022 季度	*营业收入*	GAAP 收入
1	7.0	5.5
2	9.3	(43.8)
3	7.8	(2.7)
4	6.7	18.2

按季度甚至按年度查看的 GAAP 收入 100% 具有误导性。可以肯定的是，在过去的几十年里，资本收益对伯克希尔来说非常重要，我们预

计它们在未来几十年也会产生积极的影响。但媒体经常无脑地把每季度的波动列为头条新闻，完全误导了投资者。

去年，伯克希尔第二个比较积极的动作是：收购了由乔·布兰登(Joe Brandon)担任首席执行官的财产意外保险公司——阿勒格尼公司。我曾与乔共事过，他非常了解伯克希尔和保险。阿勒格尼为我们带来了特殊的价值，因为伯克希尔无与伦比的财务实力，使其保险子公司能够长期采用有效的投资策略，而这一策略几乎是其他所有竞争对手无法实现的。

2022 年在阿勒格尼的协助下，我们的保险浮存金从 1470 亿美元增加到 1640 亿美元。通过严格的承销核保，这些资金很有可能实现零成本。

自 1967 年收购第一家财产意外保险公司以来，伯克希尔通过收购、运营和创新将浮存金增加了 8000 倍。虽然在财务报表中没有体现，但这一浮动金对伯克希尔来说是一笔重要非凡的资产。新股东可以通过阅读我们每年更新的 A-2 表格，来了解浮存金的价值。

2022 年，伯克希尔通过股票回购每股内在价值实现非常小幅的增长，苹果和美国运通有类似举措。这两家公司都是我们重要的投资对象。在伯克希尔，我们通过回购 1.2% 的公司股份，直接增加了你持有我们

公司的权益。苹果和美国运通的回购增加了伯克希尔的所有权，但我们没有付出任何成本。

其中的数学原理并不复杂：当股票数量减少时，你所持有的所有权就会增加。如果回购以“价值增长”的价格(通过回购股份即可以使得每股内在价值实现增长)实施，那么哪怕是一点点回购都会起到效果。同样可以肯定的是，当一家公司在回购上支付溢价时，继续持有股票的股东就会亏损。在这种情况下，收益只会流向出售股票的那部分股东，以及那些服务热情、收费昂贵、推荐他人做出愚蠢买入决策的投行人士。

需要强调的是，“价值增长”的回购会在所有方面、让所有股东受益。想象一下，一家本地汽车经销商有三位完全知情的股东，其中的一位负责管理公司。接着，当其中一个被动股东希望以对其他两位现有股东有吸引力的价格，将其所有权回售给公司。交易完成后，这笔交易损害到任何人的利益了吗？管理者会比继续持有的被动股东更受益吗？公共利益受损了吗？

如果有人告诉你所有回购都对股东或国家有害，或对首席执行官尤为有利，这个人要么是经济文盲，要么是一个口若悬河的煽动者(并非相互排斥的两个角色)。

伯克希尔 2022 年几乎所有业务的细节都在 K-33—K-66 页中列出来了。查理和我，以及伯克希尔的许多股东，都喜欢仔细研究这一部分列出来的许多事实和数字。但这些并不是非读不可。在伯克希尔，很多百

万富翁——当然还有亿万富翁——从未研究过我们的财务数据。他们只知道，查理和我，以及我们的家人和密友，继续将大量的资金投入伯克希尔。他们相信，我们会像对待自己的钱一样对待他们的钱。

这是我们可以做出的承诺。

最后，一个重要的警告：我们非常关注营业利润数据，但这一数据很容易被经理人操纵。在首席执行官、董事及其顾问看来，这种操纵是老练的体现。记者和分析人士也欣然接受它的存在。毕竟超越“预期”就会被视为管理上的胜利。这太恶心了。

操纵数字不需要天赋：只需要你有强烈的欺骗欲。一位首席执行官曾当着我的面管这叫“大胆而富有想象力的会计”，这已经成为了资本市场的耻辱之一。

58 年——以及一些数字

1965 年，伯克希尔还只会一招“三板斧”，它拥有一家历史悠久但又注定失败的新英格兰纺织公司。随着这项业务走向灭亡，伯克希尔需要立即从头来过。回顾过去，我迟迟没有意识到它身上问题的严重性。

此时我们撞了大运：1967 年伯克希尔收购了国民保险公司，于是我们将公司资源投向保险和其他非纺织业务。

2023 年的旅程是崎岖坎坷的，涉及到股东(通过留存收益)的持续储蓄、复利的力量、避免重大错误，还有最重要的是“美国顺风”【译注：巴菲特在 2018 年的《致股东信》中首次提出这一概念，意即相信美国经济会长期增长】。如果没有伯克希尔，美国可能依旧会很好，但反之却非亦然。

伯克希尔控股了一系列无与伦比的大型公司，遍及各行各业。让我们先看看每天在纳斯达克、纽交所以及其他相关场所交易的 5000 家左右的上市公司。坐镇其中的是标普 500 指数，它是美国大型知名公司的精选组合。

2021 年，这 500 家公司的总收入为 1.8 万亿美元。我还没有 2022 年的最终结果，所以使用 2021 年的数据，这 500 家公司中只有 128 家(包括伯克希尔公司)赚了 30 亿美元或更多，有 23 家公司是亏损的。

截至 2022 年底，伯克希尔是其中八家巨头的最大股东：美国运通、美国银行、雪佛龙、可口可乐、惠普、穆迪、西方石油和派拉蒙全球。

除这 8 家公司外，伯克希尔还持有伯灵顿北圣太菲铁路运输公司(BNSF) 100%的股份，以及伯克希尔哈撒韦能源 92%的股份，收益均超过 30 亿美元(BNSF 为 59 亿美元，BHE 为 43 亿美元)。如果这两家公司是上市公司，它们将取代标普 500 中的两名现任成员。总体来说，我们这十个控股和非控股巨头，使伯克希尔在未来比任何一家美国公司，都能更广泛地与美国经济保持一致性。(这一计算不考虑养老基金和投

资公司等“信托”业务。)此外，伯克希尔的保险业务虽然通过许多单独管理的子公司进行，但其价值与 BNSF 或 BHE 相当。

未来，伯克希尔公司将一直持有大量现金和美国国债，以及一系列各式各样的业务。我们会避免不当行为，防止现金流出现任何意外——包括在面临金融恐慌以及前所未有的保险损失时。

我们的首席执行官将永远是首席风险官——这是一项责任重大的任务。未来，他们将自掏腰包，将自己净值的很大一部分投入伯克希尔的股票。而且，我们的股东将通过留存收益继续储蓄并实现繁荣。

伯克希尔，没有止境。

关于联邦税的惊人事实

在截至 2021 年的这十年中，美国财政部收到了约 32.3 万亿美元的税收，同时支出了 43.9 万亿美元。

尽管经济学家、政治家和许多公众对这种巨大失衡所带来的后果持不同意见，但查理和我愿意承认无知，我们坚信对经济和市场的短期预测毫无用处。我们的职责是以一种方式去管理伯克希尔的运营和财务，这种方式将随着时间的推移取得可接受的结果，并在金融恐慌或全球发生严重衰退时，让公司保持无与伦比的持久力。这种方式还给伯克希尔提供了适度的保护，用来抵御失控的通胀，但这些保护远非十全十美。巨大且根深蒂固的财政赤字，确实会造成影响。

通过个人所得税(48%)、社会保障和相关收入(34.5%)、企业所得税支付(8.5%)以及各种较小的征税，财政部总共获得了 32 万亿美元的收入。在这十年中，伯克希尔缴纳了 320 亿美元的企业所得税，差不多是财政部所有收入的千分之一。

你可能会被吓到——这意味着，如果美国还有大概 1000 名纳税人能像伯克希尔哈撒韦这样缴税，那么其他企业以及美国 1.31 亿家庭，都不需要向联邦政府缴纳任何税款，一毛钱都不用出。

百万、十亿、万亿——我们都知道这些词，但几乎无法理解其所涉及的金额。让我们用物理尺寸来表示这些数字：

- 如果你将 100 万美元兑换成新印制的 100 美元钞票，它们能从地上堆到你的胸口。
- 用 10 亿美元做同样的事——这太令人兴奋了！它们能朝着天空堆个 3/4 英里。
- 最后，想象一下把 320 亿美元堆在一起。320 亿美元是伯克希尔 2012-2021 年的联邦所得税支付总额。这一叠钱的高度能超过 21 英里，大约是商用飞机通常巡航高度的 3 倍。

谈到联邦税，拥有伯克希尔的人可以明确地说，“我坐在办公室就已经付了”。

在伯克希尔，我们希望并期望在未来十年内支付更多的税款。这是我们欠这个国家的：美国的活力对伯克希尔取得的任何成功都做出了巨大贡献，伯克希尔会一直需要美国的活力。我们指望着美国顺风，虽然这风会不时平静下来，但它的推动力总是回来。

我已经投资了 80 年——超过美国历史的三分之一。尽管我们的公民倾向于、甚至热衷于自我批评和自我怀疑，但我不认为长期做空美国是有意义的，我也不太认为这封信的读者在将来会看到不同的结果。

没有什么胜过一个伟大的合作伙伴

查理和我的想法很相似。但那些需要我一页纸来解释的内容，他用一句话就能总结。此外，他的推理更清晰，表述更巧妙，有时也很直接。

以下是他的一些想法，其中许多来自最近的播客：

- 世界上到处都是愚蠢的赌徒，他们的表现比不上耐心的投资者。
- 如果你不客观理性地看待世界，那就像通过扭曲的镜头来判断事物。

- 我只想知道我会死在哪，我就永远不会去那里了。还有一个相关的想法：尽早写下你想要的讣告【译注：意思是尽早确定自己想成为什么样的人】——然后照此行动。

- 如果你不在乎自己是否理性，你就不会努力变得理性。行事不理性，就会搞得一团糟。

- 耐心是可以学来的。注意力持续时间长、能够长时间专注于一件事，是一个巨大的优势。

- 你可以从已故之人身上学到很多东西，向你钦佩和厌恶的已故之人学习。

- 如果你能游到适合航海的船上，就不要乘坐正在下沉的船逃跑。

- 伟大的公司在你离开后照常运转；平庸的公司做不到。

- 沃伦和我不关注市场泡沫。我们寻找好的长期投资，并顽固地长期持有它们。

- 本杰明·格雷厄姆说，“股市短期是投票机，长期是称重机。”只要你不断地制造更有价值的东西，聪明的人就会注意到并开始买入。

- 投资时没有 100%确定的事情。因此，使用杠杆非常危险。再大的数字，乘以零都永远等于零。别觉得自己能富两次。

- 想要变得富有，你不需要拥有很多东西。
- 如果你想成为一个伟大的投资者，得不断学习。当世界变了时，你也得变。
- 沃伦和我几十年来一直痛恨铁路股，但世界发生了变化，美国终于拥有了四条对美国经济至关重要的大型铁路。我们迟迟没有意识到这一变化，但迟到总比不到好。
- 最后，我要补充查理的两句话——过去几十年来，他经常在决策时说这两句话：“沃伦，多想想。你很聪明，而我是对的。”

事情就是这样。我每次与查理通电话都能学到一些东西。而且，在他让我思考的同时，也让我发笑。

我会在查理的列表上添加一条我自己的规则：找一个非常聪明的高级合作伙伴——最好比你年长一点——然后非常仔细地听他说的话。

奥马哈的家庭聚会

查理和我真是不知羞耻——去年，在我们疫情三年以来的第一次线下股东聚会上，我们一如既往地打起了大家的主意。

从开市钟声开始，我们就直奔你们的钱包。很快，我们的喜诗糖果售货亭就卖了 11 吨营养丰富的花生脆饼和巧克力。我们曾向大家自吹自擂，说自己能长寿。毕竟，查理和我能活到 99 岁和 92 岁，不就是因为经常吃喜诗糖果吗？

我知道你们迫不及待地想知道去年忙碌的细节。

周五，大门从中午一直开到下午 5 点，我们的糖果柜台共卖出 2690 份。周六，在早上 7 点到下午 4 点 30 分之间，喜诗又登记了 3931 笔交易，尽管在 9 个半小时的营业时间中，有 6 个半小时的客流很有限，因为当时是我们的影片和问答环节。

算算看：喜诗在其主要营业时间内，每分钟约有 10 笔销售(两天内销售额达 400309 美元)，它们的销售地点是固定的，产品在过去 101 年里没有发生过本质变化。在福特 T 型车时代对喜诗管用的方法，在现在也管用。

查理、我和整个伯克希尔团队期待 5 月 5 日至 6 日在奥马哈见到你。我们会玩得很开心，当然你也会。

2023 年 2 月 25 日

沃伦·E·巴菲特

董事会主席