

什么才是巴菲特真正的"价值投资"

就没有搞得特别大。

的投资。巴菲特最有名的投资当然是价值

投资,我可以告诉你,他的投资其实不是

传统意义上的价值投资,而是高品质投

资。

的暴露只有10%。什么是暴露呢?这有个 英文词叫做expose,是个比较专业的术

语,我用比较通俗的话给你解释一下。

比如说他对价值投资这个风格有10%的暴 露,是指当价值投资这个策略的收益率比 平时要高出10%的时候,巴菲特的投资收

资策略在巴菲特的投资策略里面的权重只

那我们下面看看巴菲特投资的各种细节。

首先看他在二级市场选的那些股票和他自

己的伯克希尔·哈撒韦这个股票有多好,

他的二级市场股票的夏普比率是0.69,伯

克希尔・哈撒韦的夏普比率是0.76。那你

夏普比率就是指,股票的超额收益率/股票

的波动性,基本上就是单位风险带来的超

额收益率,这个比当然是越高越好了,越

高的话表示股票的波动性越低,但是你的

收益率比较高,这不就是低风险高收益

给你讲一个直观的夏普比率的例子,假设

收益率的分布是正态分布,如果股票的夏

普比率是1.96的话,那你的投资策略的收

益率在一年之内比无风险利率还要低的概

率,是2.5%,也就是说97.5%的概率你的

刚刚讲过,巴菲特选的二级市场股票的投

资组合的夏普比率是0.69,但伯克希尔・

哈撒韦这个公司的夏普比率是0.76,远小

于1.96, 那这两个数字大不大呢? 这两个

数字是极其大的。先把伯克希尔・哈撒韦

这个0.76的夏普比率跟所有的共同基金去

比,你会发现它的排名是88。你会说88这

个排名并不是很高,有87个都比巴菲特

但是我告诉你不是这样的, 如果你跟一个

从1976年就存在的基金去比,你发现伯克

希尔・哈撒韦是排名第一的。因为如果有

的基金只存在两三年,它可能是运气好,

但如果长期来讲,一个基金的夏普比率有

同样,你把伯克希尔・哈撒韦跟所有的股

票去比,会发现有1000多个股票的夏普比

率都要比它高。但是同样,如果你跟1976

年就存在的股票去比,伯克希尔・哈撒韦

的夏普比率也是排名第一。所以你看,巴

那我们看看巴菲特是怎么做到这么好的投

首先我们看看他的资产负债表,他的杠杆

只有1.6倍,比很多公司都低。但是最重要

的是他的杠杆成本是什么。他的杠杆里面

有850亿美金是保险浮存金。保险浮存金

的成本是非常非常低的,巴菲特的保险浮

存金的成本比美国长期国债的成本每年平

均要低大约5%左右,你想他比美国政府借

巴菲特的杠杆

正因为保险浮存金的资金成本比较低,现

在中国很多私募基金大佬也在学习巴菲特

的投资理念, 收购一些保险公司, 因为这

下面我给大家讲一个例子,看看保险浮存

金是怎么能够产生很高的收益率的。在这

个例子中,我们假设用100元的资本购买

了一个保险公司,净资产就是100元。假

设你做200元业务的保费,承保利润为

5%,这个假设是很重要的,不是所有的公

司都能够做到5%的承保利润,有的公司可

能是0,有的公司甚至都是负的,但是巴菲

这个时候200块钱保费就能挣10块钱。可

用于投资的资金就是100块钱的资本金加

上保险浮存金的大约50%左右,这样一共

如果投资的收益率是5%,这样的话投资带

来的收益又会有10块钱。所以100块钱的

资本,利润每年就是20元,那给股东产生

的收益就是20%。所以你能看到,用保险

浮存金加杠杆能产生一些超额收益率。如

果你做300元的业务,你的收益率会更

讲了巴菲特的高收益率,那我们看一看,

他在二级市场的选股,比如说他买了高

盛、摩根士丹利、可口可乐,这些股票的

平均收益率比标普500,整个市场大约会

在我们研究的样本里,整个市场的收益率

比无风险利率要高出6.1%,他选的那些股

票的收益率比无风险利率高出11.8%。作

为一个股神,他选的股票的收益率比市场

每年平均高出5.7%,但是他能够连续好几

十年做到这一点,这是极其难的一个事

Private holdings

下面我们就来做关于巴菲特投资策略最重

客观严格地来讲,归因分析要用很多统计

中回归分析的东西,回归到各种因子上

面,来看各种暴露。但我估计这比较难

懂,我就用不太严格的语言把这个背后的

逻辑讲清楚,我们的思路就是看哪种投资

风格在巴菲特投资的组合里面占的权重最

高,然后我们再控制住各种投资风格,看

你看在第一组分析里面,他对价值投资的

暴露是30%,也就是说价值投资在他的投

资组合里面的权重占30%,但是你把这

30%的权重给去掉后,巴菲特的投资组合

还有5.5%的超额收益率,我们要去研究他

下面我们就把一个非常重要的投资风格加

进来,叫做高品质投资。高品质投资是买

那些品质比较高的股票,比如说波动率比

较低,盈利比较高,盈利趋势往上升,盈

利的波动性很小,而且又分红的股票。我

在这个分析里面我们发现,把这个因子放

进来之后,他对价值投资的暴露只有

合里面的权重只有10%。但是他对高品质

而且这个时候你再看巴菲特的超额收益

率,这个α每年只有0.1%,极其地低,接

近0。也就是说, 当我们把高品质投资这个

投资组合从巴菲特的投资组合里面剔除出

来之后,巴菲特就没有任何的超额收益

率,巴菲特每年产生的那5.5%的超额收益

率,基本上都是由于他在高品质投资上权

这个时候你可能会问,是不是巴菲特在忽

悠我们,我们都知道他是价值投资的代

表,为什么他买的是高品质股票?其实巴

菲特并没有忽悠我们,他经常在他的年报

觉得你们应该有个大致的了解,以合理的

价格买进一家很棒的公司,远胜于以很低

你看,很棒的公司就是高品质的公司。低

价格买进一家平平的公司,那就是价值投

资,他更看重高品质投资,而不是传统意

在2008年的年报里面他也说过类似更通俗

的话,他说:"无论是袜子还是股票,我

稍微总结一下,他的投资思路是什么呢?

巴菲特基本上是用便宜的保险浮存金加杠

杆,同时买入那些高品质的股票,这样能

产生比较大的超额收益率,而且基本上夏

尽管巴菲特的投资表现基本上是第一的,

但是他也有输钱的时候,给你举个例子。

 \bigcirc

ů

都喜欢买减价的、高品质的商品。"

比如他在1989年的年报里面就说过:

的价格买进一家平平的公司。"

重的原因。

里面说这样的事情。

义上说的价值投资。

普比率是排名第一的。

Aa

投资的暴露是150%,是15倍。

也就是说价值投资在巴菲特投资组

们看看他对这种投资风格的暴露是多少。

这5.5%的超额收益率到底是从哪儿来的。

看巴菲特的超额收益率有多少。

要的一个分析——归因分析。

1.00 6.1% 15.5% 0.0%

什么样的公司股票呢?

特的公司差不多能做到这一点。

就有200块钱。

高,大约是27.5%。

高多少呢?

情。

样可能带来比较稳定的、低成本的资金。

钱的成本还要低5%,这是极其牛的。

伯克希尔公司的资产负债表

菲特的投资水平不是浪得虚名的。

资收益率。

0.76,就是排名第一了。

投资策略的收益率要比无风险利率高。

可能会问,什么是夏普比率?

益率只比平时高出1%。换句话说,价值投

占10%。

嘛。

牛。

什么意思呢? 其实巴菲特在价值投资上面

好,现在讲完了索罗斯和约翰,保尔森的 投资,下面给你讲一个你最熟悉的巴菲特

- 的,只不过可能因为有点要退休的状态,