



业绩.....	73
有限合伙契约.....	74
1957 年信.....	77
1957 年信解读（第 1 部分）.....	79
1957 年信解读（第 2 部分）.....	81
1959 年 2 月 11 日信.....	83
1959 年 2 月 11 日信解读.....	86
1960 年 2 月 20 日信.....	87
1960 年 2 月 20 日信解读.....	89
1961 年 1 月 30 日信.....	91
1961 年 1 月 30 日信解读.....	96
1961 年 7 月 22 日信.....	101
1961 年 7 月 22 日信解读.....	104
1962 年 1 月 24 日信.....	106
1962 年 1 月 24 日信解读.....	114
1962 年 7 月 6 日信.....	116
1962 年 7 月 6 日信解读.....	121
1962 年 11 月 1 日信.....	122
1962 年 12 月 24 日信.....	124
1962 年 12 月 24 日信解读.....	125
1963 年 1 月 18 日信.....	126
1963 年 7 月 10 日信.....	136
1963 年 11 月 6 日信.....	143
1964 年 1 月 18 日信.....	145
1964 年 7 月 8 日信.....	157
1965 年 1 月 18 日信.....	160
1965 年 7 月 9 日信.....	173
1965 年 11 月 1 日信.....	176
1966 年 1 月 20 日信.....	178
1966 年 7 月 12 日信.....	96
1966 年 11 月 1 日信.....	102
1967 年 1 月 25 日信.....	104

1967 年 7 月 12 日信 .....	109
1967 年 10 月 9 日信 .....	122
1967 年 11 月 1 日信 .....	125
1968 年 1 月 24 日信 .....	126
1968 年 11 月 1 日信 .....	125
1969 年 1 月 22 日信 .....	127
1969 年 5 月 29 日信 .....	133
1969 年 10 月 9 日信 .....	136
1969 年 12 月 5 日信 .....	141
1969 年 12 月 26 日信 .....	143
1970 年 2 月 25 日信 .....	147

## 业绩

<b>Year</b>	<b>Overall Results From Dow (1)</b>	<b>Partnership Results (2)</b>	<b>Limited Partners' Results (3)</b>
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1958	38.5%	40.9%	32.2%
1959	20.0%	25.9%	20.9%
1960	-6.2%	22.8%	18.6%
1961	22.4%	45.9%	35.9%
1962	-7.6%	13.9%	11.9%
1963	20.6%	38.7%	30.5%
1964	18.7%	27.8%	22.3%
1965	14.2%	47.2%	36.9%
1966	-15.6%	20.4%	16.8%
1967	19.0%	35.9%	28.4%
1968	7.7%	58.8%	45.6%

<b>Year</b>	<b>Overall Results From Dow</b>	<b>Partnership Results</b>	<b>Limited Partners' Results</b>
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1957 – 58	26.9%	55.6%	44.5%
1957 – 59	52.3%	95.9%	74.7%
1957 – 60	42.9%	140.6%	107.2%
1957 – 61	74.9%	251.0%	181.6%
1957 – 62	61.6%	299.8%	215.1%
1957 – 63	95.1%	454.5%	311.2%
1957 – 64	131.3%	608.7%	402.9%
1957 – 65	164.1%	943.2%	588.5%
1957 – 66	122.9%	1156.0%	704.2%
1957 – 67	165.3%	1606.9%	932.6%
1957 – 68	185.7%	2610.6%	1403.5%
<b>Annual Compounded Rate</b>	<b>9.1%</b>	<b>31.6%</b>	<b>25.3%</b>

## 有限合伙契约

签署人兹保证，即日起建立有限合伙关系，具体如下：

- I. 合伙公司名称为：BUFFETT ASSOCIATES, LTD。
- II. 本合伙公司的业务是为合伙人账户买卖股票、债券、其他证券、商品以及从事其他投资活动。
- III. 主要营业地点是内布拉斯加州道格拉斯县奥马哈。
- IV. 普通合伙人是：

**Warren E. Buffett**

（内拉斯加州奥马哈）

有限合伙人是：

**Charles E. Peterson, Jr.**

（内拉斯加州奥马哈）

**Elisabeth B. Peterson**

（内拉斯加州奥马哈）

**Doris B. Wood**

（内拉斯加州奥马哈）

**Truman S. Wood**

（内拉斯加州奥马哈）

**Daniel J. Monen, Jr.**

（内拉斯加州奥马哈）

**William H. Thompson**

（内拉斯加州奥马哈）

Alice R. Buffett

（内拉斯加州奥马哈）

以下统称为有限合伙人。

V. 本合伙公司存续时间为 1956 年 5 月 1 日至 1976 年 4 月 30 日，除非按照合伙人协议或内布拉斯加州法律规定提前终止。

VI. 每位有限合伙人投入的资金数额如下：

有限合伙人：投入的资金：

Charles E. Peterson, Jr.    \$5,000.00

Elisabeth B. Peterson \$25,000.00

Doris B. Wood    \$5,000.00

Truman S. Wood \$5,000.00

Daniel J. Monen, Jr.    \$5,000.00

William H. Thompson \$25,000.00

Alice R. Buffett    \$35,000.00

VII. 有限合伙人并未就追加投资达成协议。

VIII. 除合伙公司终止时间已到或有限合伙人退出以外，关于返还有限合伙人投入资金的时间并未达成协议。

IX. 每位有限合伙人按其投入的资金数量分享利润或其他收益，具体分配方法如下：合伙公司按照每年 12 月 31 日有限合伙人资金账户余额，支付 4% 的利息，有限合伙人资金账户余额以合伙公司根据当年业务提交的美国联邦所得税税单上显示的金额为准，上述利息记为合伙公司的费用。截止到 1956 年 12 月 31 日的利息支付方式为向每位有限合伙人按照其初始投资资金支付 2% 的利息，不再另行支付利息。此利息支出记为当期合伙公司费用。此外，每位有限合伙人均应分享合伙公司的综合净利润，即合伙公司从成立之日起到任意时间为止所获得的净利润，分成比例如下：

Charles E. Peterson, Jr. 1/42

Elisabeth B. Peterson 5/42

Doris B. Wood 1/42

Truman S. Wood 1/42

Daniel J. Monen, Jr. 1/42

William H. Thompson 5/42

Alice R. Buffett 7/42

X. 有限合伙人无权将投资资格受让给他人。

XI. 合伙人无权准许增加其他有限合伙人。

XII. 有限合伙人之间不存在优先级。

XIII. 若普通合伙人身故、退休或精神失常，其余合伙人无权继续经营合伙公司。

XIV. 除获得投资回报外，有限合伙人无权要求并获得其他资产。

签署日期：1956 年 5 月 1 日

签署人：

（签名）

Warren E. Buffett

Charles E. Peterson, Jr.

Elisabeth B. Peterson

Doris B. Wood

Truman S. Wood

Daniel H. Thompson

Alice R. Buffett

## 1957 年信

沃伦 E. 巴菲特

5202 Underwood Ave. Omaha, Nebraska

致有限合伙人的第二封年度信

### 1957 年股市的整体情况

在去年写给合伙人的信中，我写道：

我认为股市整体价格高于内在价值，主要是蓝筹股估值过高。如果确实如此，所有股票都可能存在大幅下跌的风险，无论是否低估。无论如何，我认为，五年之后回过头来看，人们不太可能觉得现在的价格很便宜。就算大规模熊市出现，我们的套利类 (workouts) 部分投资的市场价值也不会受到影响。

如果整个市场回归到低估状态，我们可能会把所有资金都投入到低估类 (general issues) 中，可能还会借一部分钱来买低估的股票。反之，假如市场继续大幅走高，我们的策略是，将低估类不断获利了结，并增加套利类投资组合的比重。

上面几句话是关于市场分析的，但是我首要考虑的不是市场分析。无论什么时候，我都把主要精力放在寻找严重低估的股票上。

去年，股市出现了温和下跌，我要强调的是“温和”二字。我们听新闻或与刚进入股市的人聊天时，会产生股市跌了很多的感觉。实际上，在我看来，与当前经济情况下公司盈利能力下跌的幅度相比，股价的下跌幅度太小了。公众仍然对蓝筹股和宏观经济强烈看多。我无意预测经济或股市。我只是想告诉你们，不要产生这样的错觉，以为股市已经出现了大幅下跌，不要以为整体市场目前处于较低水平。从长期投资价值出发，我仍然认为当前股市整体高估。

### 1957 年投资回顾

随着股市下跌，投资低估股票的机会越来越多。总体上，与去年相比，我们的投资组合中低估类所占比重高于套利类。下面我解释一下什么是“套利类”。套利类投资与低估类投资不同，它的获利途径不是来自一般意义上的股价上涨，而是取决于公司的某些活动。套利投资机会出现在出售、并购、清算、要约收购等公司活动中。在每一笔套利投资中，风险不是经济形势会恶化，也不是股市下跌，而是可能出现意外事件，打乱原有计划，公司不按原计划行事。1956 年末，我们持有的低估类和套利类仓位比重为 70：30，现在比例是 85：15。

去年，我们买了两只股票，我们在这两只股票上的持股数量已经达到可以影响公司决策的规模。其中一只股票在一些合伙人账户中占比为 10% 到 20% 之间，另一只占比约 5%。这两只股票都大概需要投入三到五年时间的工作才能实现利润，但是现在看来，它们都风险极低，而且可以实现很高的年化收益率。虽然它们不属于套利类，但这两只股票受大盘影响非常小。当然了，如果大盘大幅



上涨，预计这部分投资会落后于市场涨幅。

## 1957 年业绩

1957 年，我们在 1956 年成立的三个合伙人账户大幅跑赢大市。1957 年年初，道指为 499 点，年末未 435 点，下降 64 点。买入指数可以获得 22 点的分红，亏损可以降低到 42 点，也就是全年亏损 8.470%。投资大多数基金获得的差不多就是这个收益，据我所知，今年投资股票的基金没有一个取得正收益的。

1956 年成立的三个合伙人账户均取得正收益，按照 1956 年净值计算，收益率分别为 6.2%、7.8% 和 25%。你肯定会注意到，前两个合伙人账户的投资者一定也存在这样的疑问，最后一个合伙人账户的收益率为什么高出这么多。这个业绩差异表明，短期内运气很重要，特别是何时投入资金。第三个合伙人账户是 1956 年最晚成立的，当时市场更低，有几只股票特别便宜。我用当时收到的这批资金大笔买入了这几只股票。由于先前成立的两个合伙人账户中的资金已经大量用于投资，所以这两个账户只能以较小的仓位买入这几只便宜的股票。

所有合伙人账户基本上都投资同样的股票，持股比例都相差不多。在成立初期，资金投入时间不同，股市所处点位不同，所以我们刚开始时业绩会有较大差别，将来差别会缩小。我的目标是能够长期取得每年领先指数 10% 的收益率，按照这个标准，这三个合伙人账户 1957 年的业绩都很好，甚至可以说是相当好了。1957 年年中，我新建立了两个合伙人账户，在 1957 年下半年里，这两个账户的业绩与指数差不多，在此期间下跌了大约 12%。现在这两个账户的投资组合将逐渐与 1956 年合伙人账户投资组合同步，将来所有合伙人账户的收益率差距会缩小。

## 业绩解读

1957 年，我们的业绩高于一般水平，一部分原因是今年大多数股票表现普遍较差。与一般水平相比，我们在熊市里会比牛市里做得更好。我们今年的业绩不错，但在这样的年份中，我们的表现本来就应该比指数更好。当股市整体大幅上涨时，只要能跟上指数涨幅，我就非常满意了。

我可以肯定地说，与 1956 年末相比，1957 年末我们的投资组合价值更高了。原因有两方面，一是股价整体更低了，二是我们有更多时间来收集严重低估的股票，收集这种股票就需要耐心。我前面提到了，我们最大的这一只股票占一些合伙人账户仓位的 10% 到 20%。我计划将这只股票配置为所有合伙人账户仓位的 20%，但是这不能急于求成。毫无疑问，无论是买哪只股票，我们最希望看到的都是这只股票原地不动或下跌，而不是上涨。正因为如此，无论什么时候，我们的投资组合中都有相当大的一部分是处于沉寂阶段。这个投资策略需要耐心，但会给我们带来最高的长期收益。在这封信中，我尽量讲到所有你可能关心的话题，尽量在不深入讨论具体投资细节的情况，讲解我们的理念。如果有关于我们投资活动的任何问题，请告诉我。

## 1957 年信解读（第 1 部分）

来源：gurufocus

作者：Value Study

本文将分析 1957 年巴菲特致合伙人信的第一部分。

我分两部分讲解 1957 年致合伙人信：第一部分讲“1957 年股市的整体情况”；第二部分讲合伙人 1957 年的投资活动和业绩。

为了方便参考，下面加下划线的部分直接引用自 1957 年致合伙人信。

好，现在开讲。

在去年写给合伙人的信中，我写道：

我认为股市整体价格高于内在价值，主要是蓝筹股估值过高。如果确实如此，所有股票都可能存在大幅下跌的风险，无论是否低估。无论如何，我认为，五年之后回过头来看，人们不太可能觉得现在的价格很便宜。就算大规模熊市出现，我们的套利类 (workouts) 部分投资的市场价值也不会受到影响。

如果整个市场回归到低估状态，我们可能会把所有资金都投入到低估类 (general issues) 中，可能还会借一部分钱来买低估的股票。反之，假如市场继续大幅走高，我们的策略是，将低估类不断获利了结，并增加套利类投资组合的比重。

上面几句话是关于市场分析的，但是我首要考虑的不是市场分析。无论什么时候，我都把主要精力放在寻找严重低估的股票上。

去年，股市出现了温和下跌，我要强调的是“温和”二字。我们听新闻或与刚进入股市的人聊天时，会产生股市跌了很多的感觉。实际上，在我看来，与当前经济情况下公司盈利能力下跌的幅度相比，股价的下跌幅度太小了。公众仍然对蓝筹股和宏观经济强烈看多。我无意预测经济或股市。我只是想告诉你们，不要产生这样的错觉，以为股市已经出现了大幅下跌，不要以为整体市场目前处于较低水平。从长期投资价值出发，我仍然认为当前股市整体高估。

这段里有几个地方很有意思：

1. 巴菲特在评估整体股市估值时，看的是蓝筹股的情况。
2. 巴菲特提到，存在所有股票都大幅下跌的可能性，“无论是不是低估”。所以说，在大市下跌时，所有股票都会下跌，就算是低估的或便宜的，也躲不过去。
3. 巴菲特总是有一种概率的思维方式。例如，在第一段中，他写道“所有股票都可能存在大幅下跌的风险”，还有一句话是“五年之后回过头来看，人们不太可能觉得现在的价格很便宜”。

4. 巴菲特说：“就算大规模熊市出现，我们的套利类 (workouts) 部分投资的市场价值也不会受到影响。”（提示：在 1957 年信的下文中，巴菲特给出了套利类投资的定义：“套利类投资与低估类投资不同，它的获利途径不是来自一般意义上的股价上涨，而是取决于公司的某些活动。套利投资机会出现在出售、并购、清算、要约收购等公司活动中。在每一笔套利投资中，风险不是经济形势会恶化，也不是股市下跌，而是可能出现意外事件，打乱原有计划，公司不按原计划行事。”）

5. 巴菲特说：“无论什么时候，我都把主要精力放在寻找严重低估的股票上。”所以说，巴菲特最看重的是寻找低估的股票，他不根据分析市场来创建或调整投资组合。巴菲特虽然这么说，但他或许从投资经验中总结出了一个规律：当大市低估时，他的投资组合中“低估类”比重较高；当大市高估时，套利类占比较高。（提示：这可能不是巴菲特有意为之。或许这只是他在不同阶段的市场中，寻找最有价值的投资而做出的自然选择。）这一点，投资者一看就懂：市场低估时，从风险回报角度来讲，“低估类”比套利类更有吸引力；市场高估时，持有套利类比持有“低估类”更合适。

6. 如果市场低估，巴菲特可能考虑借钱买入“低估类”。（我没想到巴菲特会考虑借钱买入“低估类”，借钱的话，就要承受价格波动风险。我觉得我们还是不要对这句话过分解读，因为巴菲特也没说在低估到什么程度或具体在什么情况下，他会上杠杆。）

7. 在讲到去年的股价下跌时，巴菲特用当前经济情况下公司盈利能力的下跌与股价的下跌进行比较。他说“…在我看来，与当前经济情况下公司盈利能力下跌的幅度相比，股价的下跌幅度太小了。公众仍然对蓝筹股和宏观经济强烈看多。”正因为如此，他用“温和”一词来形容去年的股市下跌。有意思的是，新闻媒体和刚入市的散户“会产生股市跌了很多的感觉”。

8. 巴菲特“无意预测经济或股市”。虽说巴菲特无意预测经济或股市（因为他无法确切知道将来会怎样），但他会从概率和可能出现的结果出发，对股市中的公司价值进行毛估估，然后再将毛估估的价值与当前市场点位比较，得出一个整体结论，判断市场估值是高估、低估，还是合理。例如，巴菲特第一部分的最后一句话是：“从长期投资价值出发，我仍然认为当前股市整体高估。”

1957 年致股东信第一部分解读完，谢谢阅读。请继续阅读第二部分解读。

## 1957 年信解读（第 2 部分）

来源：gurufocus

作者：Value Study

我们继续看 1957 年致合伙人信，这部分要讲的是 1957 年的合伙人投资活动和业绩。

### 1957 年的投资活动

下面是这部分的要点记录和点评。

1. 随着股市下跌，“低估股票的机会越来越多”，这时候“低估类”会比“套利类”更有吸引力。1957 年就出现了这种情况。巴菲特利用了市场下跌的机会，对合伙人投资组合进行了调整，加大了低估类占比：“1956 年末，我们持有的低估类和套利类仓位比重为 70：30，现在比例是 85：15。”

不过，就在这一部分的上一段，巴菲特还说：“从长期投资价值出发，我仍然认为当前股市整体高估。”虽然巴菲特认为市场高估，他还是增加了低估类在投资组合中的占比。

2. 巴菲特敢于重仓买入低估的公司。无论是从投资组合集中度（一只股票在投资组合中的占比），还是从单个公司的持股比例来看（合伙人持有的股份数量），都是如此。巴菲特说：“去年，我们买了两只股票，我们在这两只股票上的持股数量已经达到可以影响公司决策的规模。其中一只股票在各个合伙人账户中占比为 10% 到 20% 之间，另一只占比约 5%。”

3. 对于这两只仓位较重的股票，巴菲特打算“影响公司的决策”。巴菲特愿意投入“三到五年”的时间，因为这两只股票“都风险极低，而且可以实现很高的年化收益率”。这个很有意思，巴菲特是一位私募基金经理，却打算主动参与公司决策，而且他把这三到五年时间里自己所做的努力称为“工作”。

4. 他说这两只重仓股“受大盘影响非常小。如果大盘大幅上涨，预计这部分投资会落后于市场涨幅。”这部分仓位受股市整体表现影响很小，或许巴菲特感到很放心，毕竟他觉得在写这封信时，股市整体是高估的。如果股市大涨，这两只重仓股会拖累收益率，巴菲特似乎乐于接受这种折中的结果，因为这两只股票风险极低。换言之，他主要看重的是把下跌风险降到最低，而不只是在市场受投机因素驱使大涨时充分参与。

### 1957 年业绩及解读

下面是致股东信中摘录的要点和解读。

1. 1956 年成立的合伙人账户在 1957 年远远跑赢大市。道指当年下跌 8.47%。据巴菲特所知，“今年投资股票的基金没有一个取得正收益的”。

2. 1956 年成立的三个合伙人账户“按照 1956 年净值计算，收益率分别为 6.2%、7.8% 和 25%”。

巴菲特接着解释，最后一个成立的合伙人账户比前两个收益率高很多，是因为“第三个合伙人账户是 1956 年成立最晚的，当时市场更低，有几只股票特别便宜。我用当时收到的这批资金大笔买入了这几只股票。由于先前成立的两个合伙人账户中的资金已经大量用于投资，所以这两个账户中只能以较小的仓位买入这几只便宜的股票。”巴菲特说：“这个业绩差异表明短期内运气很重要，特别是何时投入资金。”

他又说：“所有合伙人账户基本上都投资同样的股票，持股比例都相差不多。在成立初期，资金投入时间不同，股市所处点位不同，所以我们刚开始时业绩会有较大差别，将来差别会缩小。”

3. 巴菲特的目标是每年跑赢道指 10% 以上。他说：“我的目标是能够长期取得每年领先指数 10% 的收益率，按照这个标准，这三个合伙人账户 1957 年的业绩都很好，甚至可以说是相当好了。”

4. 1957 年新成立了两个合伙人账户，“在 1957 年下半年里，这两个账户的业绩与指数差不多，在此期间下跌了大约 12%。”他说“将来所有合伙人账户的收益率差距会缩小”。

5. 合伙人在 1957 年跑赢了指数，因为“今年大多数股票表现普遍较差”。巴菲特说合伙人的业绩“与一般水平相比，在熊市里会比牛市里做得更好”，“当股市整体大幅上涨时，只要能跟上指数涨幅，我就非常满意了”。沃伦·巴菲特在这里所描述的业绩表现，符合价值投资的整体表现。我们在有安全边际时买入，当市场大跌时，我们应该跌得更少。从本质上来说，由于价值投资规律的作用，我们在下跌时应该跑赢，在上涨时能跟上就很好了，这样就可以远远跑赢指数。

6. 巴菲特说，1957 年末，合伙人投资组合的价值更高了。他总结了两点原因：1) “股价更低”；2) “有更多时间来耐心收集严重低估的股票”。他说计划将合伙人的最大持股配置为占合伙人资产的 20%，但是“不能急于求成，毫无疑问，无论是买哪只股票，我们最希望看到的都是这只股票原地不动或下跌，而不是上涨。正因为如此，无论什么时候，我们的投资组合中都有相当大的一部分是处于沉寂阶段。这个投资策略需要耐心，但会给我们带来最高的长期收益。”巴菲特愿意慢慢收集此类股票（或许是流动性较差），避免自己的买入抬高股价。他知道这样收集“带来最高的长期收益”。

7. 最后，巴菲特说，“尽量在不深入讨论细节的情况，讲解我们的理念”。我觉得这句话的意思是，他不讨论当前的或潜在的投资标的，因为要是别人知道了，也去买，就会把股价抬高，导致合伙人买不到足够的货，会损害合伙人的利益。

这就是我对 1957 年致合伙人信的第二部分解读。谢谢。

下一封是 1958 年致合伙人信。

1959 年 2 月 11 日信

沃伦 E. 巴菲特

5202 Underwood Ave. Omaha, Nebraska

### 1958 年股市的整体情况

我有位朋友，他管理一只中等规模的投资信托，最近他写了这样一句话：“阴晴不定，这是美国人典型的性格特征。1958 年，他们的情绪变化很大，要用一个词来形容 1958 年他们在股市上的情绪，这个词就是“兴高采烈”。

这句话很好地总结出了 1958 年股市的主要情绪变化，无论业余投资者，还是专业投资者，都这样。在过去一年里，人们找各种理由来证明“投资”股市的正确。和前些年相比，现在股市里性格阴晴不定的人更多了，只要他们觉得能轻松赚大钱，就一直不会离开。还有更多这样的人在不断涌入股市，把股价炒得越来越高，这个现象什么时候才能休止，不得而知。有一点我是确定的，股市里这样的人越多，持续时间越长，将来的后果越严重。

我不想预测股市，我的精力都放在了寻找低估的股票上。但是，所有人都以为买股票肯定能赚钱，最后一定会有好结果。到时候，就连低估的股票也难免受到牵连，虽然它们的内在价值不会减少，但股价会大跌。

### 1958 年的业绩

我在去年的信中写道：

“与一般水平相比，我们在熊市里会比牛市里做得更好。我们今年的业绩不错，但在这样的年份中，我们的表现本来就应该比指数更好。当股市整体大幅上涨时，只要能跟上指数涨幅，我就非常满意了。”

1958 年就属于最后一句话说的情况，我说中了。道指从 435 点上升到 583 点，算上 20 点的股息，道指整体上涨 38.5%。过去一年，我管理的五个合伙人账户获得的平均收益率是略高于 38.5%。按照年末净值计算，各个合伙人账户的收益率在 36.7% 到 46.2% 之间。在我们的投资组合里，有很大一部分股票并没从快速上涨的行情中受益，考虑到这个情况，我认为我们的业绩很不错了。我始终相信，在下跌或平盘的行情中，我们的业绩会跑赢指数，在上涨的行情中，我们能跟上指数涨幅就很好了。

### 典型案例

我觉得以我们在 1958 年所做的一项投资为例进行分析，可以让大家更好地了解我们的投资方法。去年，我提到了我们的第一重仓股，它占各个合伙人账户 10% 到 20% 的仓位。我说我希望这只股票最好下跌或者平盘，这样我们才能买到更多的货，继续增加仓位。因此，在牛市里，这个股票可能会拖累我们的相对收益。

这只股票是新泽西州联合市的联邦信托公司 (Commonwealth Trust Co.)。在我们开始买入这只股票时，保守估算，它的内在价值是每股 125 美元。虽然这家公司每年有 10 美元左右的盈利，但它出于正当理由，并不发放现金股息，可能主要就是因为不分红，它才会有 50 美元左右这么低的股价。于是，我们就有了这个投资机会：一家管理优良的银行，盈利能力强，按内在价值计算折价高。管理层对我们的到来表示欢迎，这笔投资最终亏损的风险非常小。

联邦信托的第一大股东是另一家规模更大的银行，持股比例是 25.5%（联邦信托总资产为 5000 万美元，规模大约是奥马哈第一国民银行 (First National) 的一半）。多年来，第一大股东一直希望能并购联邦信托。某些个人原因阻碍了并购，但是有迹象表明这种状况不会无限期持续下去。综合起来看，摆在我们面前的这家公司情况是这样的：

1. 防守属性极高；
2. 价值明确可靠，而且能持续以令人满意的速度创造价值；
3. 有迹象表明，公司的价值最终会释放出来，这个时间可能是一年，也可能是十年。假如是十年，公司在此期间会积累非常高的价值，到时它可能值每股 250 美元。

我们用了一年左右时间，买到了这家银行 12% 的股份，买入平均成本大约是每股 51 美元。不难看出，这只股票股价沉闷对我们绝对是好事。这家公司的股票，我们持有的越多，价值越高，特别是我们成为第二大股东后，我们就有了充足的投票权，在任何并购提议上，我们的意见都有举足轻重的作用。

联邦信托只有 300 多个股东，平均每月只有两笔交易。这样你就明白了，为什么我说我们持有的一些股票受大盘行情的影响很小。

很可惜，我们在买入过程中确实遭遇了竞争对手，股价涨到了 65 美元，在这个价格，我们既没买，也没卖。对于不活跃的股票，很小的买单就能导致价格发生这么大的变化，所以说一定不能“泄漏”我们的投资组合持股。

去年年末，我找到了一个特殊情况投资机会，可以以很便宜的价格成为最大股东。于是，我卖出了我们持有的联邦信托股票，卖出价是每股 80 美元，当时市场报价比这个价格低 20%。我们完全可以继续持有 50 美元买入的联邦信托，继续耐心地零星买入。我很愿意这么做，不过要是这样做的话，我们去年的业绩就跟不上市场了。买联邦信托这样的股票，我们在哪一年能获利，有很大的偶然因素，很难说。我们在一个年度里的盈亏完全不足以衡量我们的长期业绩。虽然如此，我相信投资低估的、能得到良好保护的股票，是取得长期收益最可靠的途径。

顺便说一句，80 美元买入联邦信托的，长期来看，收益会相当不错。可是，135 美元的内在价值，80 美元价格的低估，与 125 美元的内在价值，50 美元价格的低估，比起来差距还是很大的。我认为，我把资金换到另一只股票上，在这只股票上，我们的资金可以创造更多收益。这只新股票体量比联邦信托大一些，占各个合伙人账户资产的 25% 左右。虽说与我们现在持有的许多（或一些）其他股票相比，这只新股票的折价没它们高，但是我们是这只新股票的最大股东，这个大股东的地位给了我们巨大优势，我们可以施加更多影响，控制估值修复所需的时间。就这只股票而言，在我们持有期间，我们几乎可以保证它的表现会优于道指。

## 当前的情况

股市越高，低估的股票越少。我现在发现找到足够多的便宜的股票，有些不容易了。我想提升套利类的占比，但很难找到条件合适的套利品种。如果可能的话，我想大量买入几只低估的股票，自己创造套利机会。按照这样的策略，我们应该能做到我之前所预测的——在熊市中跑赢指数。我希望合伙人按照这个标准评价我的表现。如果有问题，请随时问我。

沃伦·巴菲特

1959 年 2 月 11 日



## 1959 年 2 月 11 日信解读

1958 年至少有一个合伙人账户没有跑赢指数。这个情况比较意外，因为巴菲特管理合伙人账户期间，几乎没有跑输指数的时候。合伙人账户平均收益率略高于道指。联邦信托的占很大仓位，组合集中度较高，巴菲特肯定对投资这只股票非常有信心。

提到联邦信托的内在价值时，用的是 125 美元和 250 美元。内在价值一般是一个范围，这里提到的估值数字可能用的是范围中较低的数字。

联邦信托，卖出价是 80 美元，市价是 64 美元，比 80 低 20%，这笔交易一定是协商达成的，没有说明买方是谁。

联邦信托这笔投资，按照 50 美元的买入价计算，如果一年内实现 135 美元的内在价值，收益率是 170%；如果十年后按照内在价值卖出，年化符合收益率是 17.5% 左右。无论最后哪种情况出现，都很合适，只要事实和逻辑正确，明显是只赢不输的一笔投资。

联邦信托，买入时折价率是 60% ( $1 - \$50/\$125$ )，一年后，折价率是 41% ( $1 - \$80/\$135$ )。巴菲特在折价率 60% 时买入，折价率 41% 时卖出。

信中没有明说新买入的股票是否比卖出的联邦信托折价率更低，但是从信中的内容可以看出，综合各方面因素来看（控股权、折价率等），新的股票比联邦信托更有吸引力。

讨论到当前情况时，巴菲特说现在低估的股票少了，不好找了，要增加套利类，机会又不多。他本来可以什么都不做，只是等待新机会出现。但是巴菲特没有，他非常积极主动，要自己创造套利类机会。也就是说，他要大量买入某些股票，对公司的决策施加影响，掌控释放内在价值的时间。

1960 年 2 月 20 日信

沃伦 E. 巴菲特

5202 Underwood Ave. Omaha, Nebraska

### 1959 年股市的整体情况：

道指是人们衡量股市表现最常用的指数，但是 1959 年道指有些失真。去年，道指从 583 上涨到 679，涨幅 16.4%，加上股息，持有道指的投资者收益率是 19.9%。

从道指来看，市场表现很强劲，然而，在纽约股票交易所中，有 710 只股票下跌，628 只上涨，下跌股票数量多于上涨股票数量。道琼斯铁路指数和道琼斯公用事业指数均录得下跌。

大多数投资信托没能跑赢指数。Tri-Continental Corp. 是美国最大的封闭式投资公司（总资产 4 亿美元），它的年度收益率是 5.7%。Tri-Continental 的总裁 Fred Brown 最近在分析师协会做了一次演讲，他是这么评论 1959 年的股市的：

“虽然我们非常看好我们的投资组合，但是我们对 Tri-Continental 持股在 1959 年的市场表现感到失望。在 1959 年这样的市场中，占据主导的是投资者的感性和热情，我们注重价值和长期投资的基金管理人很难在这样的环境中投资。我们没胆量像别人那样飞上高空，直穿云霄。我们 Tri-Continental 管理的是投资者的资金，承担着信托责任。作为一家投资机构，我们要控制风险。我们对自己的投资组合有信心，对明年有信心。”

Massachusetts Investors Trust 是美国最大的基金，管理 15 亿美元的资产，去年的总体收益率是 9%。

大家知道，这几年我一直很担心股市处于高位。到目前为止，我的这个担心并没影响到我们的投资。按照传统的标准来衡量，当前蓝筹股的股价中有很大部分是投机性质的，暗藏着亏损风险。也许新的价值标准正在形成，旧标准将被彻底取代。其实，我认为这样的事不会发生。我说的很可能是错的，但是，我宁愿承担因为过度保守而受到的损失，也不想因为犯错而吞下恶果。相信所谓树能长到天上去的“新时代”鼓吹，就可能遭受无法挽回的本金亏损。

### 1959 年的业绩：

在之前的信中，我多次讲过合伙人用什么标准来衡量我的表现，也就是与指数和大型基金比较，在指数下跌或平盘时跑赢指数，在指数大涨时跟上指数。

很幸运，在 1959 年的比较中，我们取得了相当不错的业绩。过去一年，我管理的六个合伙人账户实现的收益率在 22.3% 到 30.0% 之间，平均收益率约 25.9%。目前，所有合伙人账户的投资组合相似度达到了 80%。之所以还不完全相同，是因为现金投入时间、股票买入时间、支付合伙人利息等方面存在差异。过去几年里，没有哪个合伙人账户的业绩始终是最高的或最低的。随着投资组合日趋接近，各个账户的业绩差异也将逐步缩小。

合伙人账户的整体净收益率按照年初和年末的市场价值计算，并根据向合伙人支付的利息或合伙人投入的资金进行调整。我们不是根据当年实际实现的利润计算收益率。这么计算是为了衡量每一年清算价值的变化。计算收益率时扣除了经营费用，但没有扣除向合伙人支付的利息（详见合伙合同），也没有扣除向普通合伙人支付的利润分成。

我们最主要的经营费用是缴纳内布拉斯加州无形资产税，税率是所有股票市值的 0.4%。去年是这个税项第一次生效实施，所以令我们的收益减少了 0.4%。

#### 当前的投资组合：

去年，我说我们买了一只新股票，占各个合伙人账户资产的 25% 左右。目前，这只股票占有所有资产的 35% 左右。这个仓位是非常重的，但是我这样安排有充分的理由。我们投资的这家公司拥有一个投资信托，里面包含三四十只质地良好的股票。根据投资信托中股票的市值以及对这家公司主营业务的保守估值，与资产价值相比，我们买入的价格特别便宜。

我们是对这家公司拥有绝对控股权的第一大股东，另外还有两个大股东和我们意见一致。在价值最终实现之前，这只股票的表现很可能会优于大盘，我希望在今年实现这家公司的价值。

我们投资组合的其他 65% 是低估的股票和套利类品种。只要有合适的机会，我还是尽可能选择独立于大盘的投资。

按照这个策略，我们应该能在熊市中跑赢，在牛市中跟上。在写这封信的时候，道指已从 1959 年的高点下跌一半，今年就看我们能否在熊市中跑赢了。

如果我哪里没说明白，或者你有任何疑问，请随时告诉我。

沃伦 E. 巴菲特

1960 年 2 月 20 日

## 1960 年 2 月 20 日信解读

来源: gurufocus

作者: Value Study

巴菲特告诉合伙人，大部分基金都没跑正指数，是想告诉合伙人道指不是那么容易跑赢的。美国最大的封闭式投资公司落后道指 14 个百分点，美国最大的基金落后道指 11 个百分点。

大家知道，这几年我一直很担心股市处于高位。到目前为止，我的这个担心并没影响到我们的投资。

虽然巴菲特一直担心股市太高，但还是继续寻找投资机会，买入便宜的股票。

他说当前蓝筹股股价中有投机因素，似乎在巴菲特看来，股价由两部分组成，一个是投资部分，一个是投机部分。投资部分指的是根据信息和逻辑判断出的保守估值。超过投资部分的价格就是投机部分。

表现最差的合伙人账户战胜道指 2.4 个百分点，表现最好的战胜道指 10 个百分点。

在计算合伙人净收益率时扣除了经营费用，当时巴菲特在自己家里上班，是唯一的全职员工。显然，巴菲特就是想尽量节省经营费用。

1960 年 2 月 20 日，合伙人的第一重仓股占总资产的 35%。巴菲特说“仓位是非常重的”，但是“有充分的理由”。理由如下：

- 1) “这家公司拥有一个投资信托，里面包含三四十只质地良好的股票。”
- 2) “根据投资信托中股票的市值以及对这家公司主营业务的保守估值，与资产价值相比，我们买入的价格特别便宜”

解释一下，巴菲特重仓这只股票的原因是：

- 1) 买了这家公司，就相当于买了几十只质地良好的股票
- 2) 买入价格远远低于公司拥有的股票市值加主营业务保守估值（买入价格 << 公司持有股票市值 + 主营业务保守估值）。

另外，巴菲特还认为已经牢牢掌握控股权。“我们是对这家公司拥有绝对控股权的第一大股东，另外还有两个大股东和我们意见一致。”巴菲特可能认为他和其他大股东可以影响公司管理层，让他们尽快释放公司的资产价值。

最后，巴菲特说合伙人投资组合其余 65% 是“低估的股票和套利类品种”，还说他“尽可能选择独

立于大盘的投资”。我认为他这么做还是因为他前面说的，“大家知道，这几年我一直很担心股市处于高位。”他相信按照这个策略可以在熊市中跑赢，在牛市中跟上。

**1961 年 1 月 30 日信**

沃伦 E. 巴菲特  
5202 Underwood Ave.  
内拉斯加州奥马哈

1960 年股市的整体情况：

1959 年，道指从 583 点到 679 点，上涨 16.4%，我说指数有些失真。当年，几乎所有投资公司都赚钱了，但是其中只有不到 10% 赶上或超过了道指涨幅。另外，道琼斯公用事业指数略微下跌，道琼斯铁路指数大幅下跌。

1960 年，情况反了过来。道指从 679 点到 616 点，下跌了 9.3%。加上股息，持有指数的整体亏损仍然有 6.3%。道琼斯公用事业指数却录得较大涨幅。现在还有的投资公司没公布业绩，我估计 90% 左右的投资公司都跑赢了道指。大部分投资公司去年的收益率似乎都在 5% 上下。在纽约股票交易所上市的股票中，653 只下跌，404 只上涨。

1960 年的业绩：

我管理合伙人资金的目标始终是长期跑赢道指。我认为，从长期来看，道指的表现基本上就是大型投资公司的业绩表现。除非我们跑赢道指，否则我们的合伙公司没有存在的意义。

我也说了，不要以为我们追求长期跑赢道指的目标，就代表我们要每年都领先指数。我们长期跑赢指数的方法是，在平盘或下跌的行情中领先指数，在上涨行情中跟上甚至落后于指数表现。

与我们和指数都上涨 20% 的年份相比，我认为，在指数下跌 30% 而我们下跌 15% 的年份，我们的表现更出色。长期来看，一定会有表现好的年份，也会有表现差的年份。在这个长期过程中，因为某一年的表现好坏而兴高采烈或垂头丧气完全是做无用功。重要的是总成绩低于标准杆。高尔夫球有三杆洞，也有五杆洞。五杆洞打出五杆，比三杆洞打出四杆好。要是以为无论几杆的洞，我们都能低于标准杆，那就不现实了。

因为我们今年新增了不少合伙人，所以我又用了些篇幅讲理念。我希望让新合伙人了解我的目标、我衡量是否实现目标的方法，以及什么是我能做到的，什么是我做不到的。

说完了这些，大家应该知道了，1960 年是我们战胜指数的一年。去年，道指整体亏损 6.3%，我管理的七个合伙人账户取得了 22.8% 的收益。在扣除经营费用之后，不算支付给有限合伙人的利息和普通合伙人的分成，在过去四年中，合伙公司的业绩如下：

年份	全年管理合伙人账户数量	合伙公司收益率	道指收益率
1957	3	10.4%	-8.4%
1958	5	40.9%	38.5%
1959	6	25.9%	19.9%
1960	7	22.8%	-6.3%

需要再强调一下，这是合伙公司的净收益，有限合伙人的净收益取决于他们各自选择的合伙协议。整体收益或亏损按照市值计算。把资金进出也计算在内，这个方法在计以年初和年末清算价值为计算依据。它的计算结果和用于税收申报的数据不同，因为报税时证券按成本价计算，并且证券的收益或亏损只有在售出时才计算。按复利计算，四年累计业绩如下：

年份	合伙公司收益率	道指收益率
1957	10.4%	-8.4%
1958	55.6%	26.9%
1959	95.9%	52.2%
1960	140.6%	42.6%

四年时间实在太短，不足以用于判断我们的长期业绩，但是从我们这四年的表现可以看出，我们确实能做到在温和下跌或平盘的市场中跑赢指数。我们能做到这一点，是因为我们投资的股票绝对和大多数人不一样，与持有蓝筹股的人相比，我们的投资组合更保守。在蓝筹股强劲上涨时，我们可能很难追上它们的涨幅。

#### 管理多个合伙人账户：

从前面的表格可以看出，合伙人账户在增加。与合伙公司平均收益相比，没有任何一个合伙人账户始终领先或落后。虽然我尽量保证所有合伙人账户“都按照相似比例投资同样的股票”，但每年各个账户还是会有些差异。把现在的所有合伙人账户合并成一个，这个问题自然就解决了。这么做也能免去大量琐碎工作，并减少一定的经营费用。

我确实希望过几年能合并成一个账户。问题是各个合伙人选择的合伙协议不尽相同。除非合伙人一致同意，否则不会合并。

#### 预先存入资金：

有几位合伙人询问能否在年中追加投资。虽然破过一次例，但有的合伙人账户中有多个合伙人，在年中修改合伙协议很麻烦。因此，对于包含多个合伙人的账户，只能在年末追加投资。

但是合伙人可以预先存入资金，并获得 6% 的利息，相应资金可以在年末转为追加投资。视合伙人修改协议情况而定，预先存入资金及利息到年末将转为合伙人资金并在此之后分享盈亏。

#### 桑伯恩地图 (Sanborn Map)：

去年的信中提到，我们投资了一只股票，在我们的净资产中，它所占的仓位极重 (35%)。我还说希望能在 1960 年将这笔投资兑现。我的希望实现了。这是一笔大投资，大家可能想知道详细情况。

桑伯恩地图公司的业务是出版并持续修订美国所有城市的超精细地图。例如，它绘制的奥马哈地图卷重量有 40 多斤，包含每个建筑的细节。桑伯恩采用粘贴覆盖的方法修订地图，展现新建筑物的情况、房屋的变化、新的消防设施、结构材料的变化等等。地图一般一年修订一次。过了二三十年，地图无法继续通过粘贴覆盖更新，就重新出版。每位奥马哈客户向桑伯恩交纳的地图修订费用是每年 100 美元左右。

地图中的详细信息包括街道地下自来水管道的直径、消防栓的位置、屋顶材料等，这些信息对火灾保险公司非常有用。保险公司总部的承保部门可以用这些信息评估全国各地代理商提供的业务。保险公司认为一图胜千言，他们由此厘定一项风险评估是否合理，一个区域是否可能发生大规模火灾，什么样的再保险流程合适。桑伯恩虽然也有保险行业以外的客户，例如，公用事业公司、抵押贷款公司、税务机关等，但它的主要客户是 30 多家保险公司。

在 75 年里，这家公司几乎是垄断经营，每年都能实现盈利，几乎完全不受经济衰退影响，也不需要推销。在公司早期，保险公司客户不想让桑伯恩赚得太多，安排了许多有名的保险行业人士进入桑伯恩的董事会，让他们看着桑伯恩。

50 年代初期，一种更好的承保方法出现了，人们称之为“记分卡”(carding) 方法，桑伯恩的业务受到了影响，地图业务的税后利润从 30 年代的平均每年 500,000 美元下降到 1958 年和 1959 年的不足 100,000 美元。从 30 年代起，人们的整体感觉是美国经济欣欣向荣、越来越好，在人们眼里，桑伯恩这样的表现几乎就是完全丧失了过去丰厚稳定的盈利能力。

然而，从 30 年代初，桑伯恩就开始逐步积累自己的投资组合。公司的业务不需要资本投入，所有留存收益都可以用于投资。日积月累，桑伯恩一共投入了大约 250 万美元，一半投资债券，一半投资股票。在过去十年里，桑伯恩的投资组合不断增长，主营的地图业务却日益萎缩。

我详细讲一下，你就知道两者之间的天壤之别了。1938 年，道指在 100-120 之间，桑伯恩的股价是 110 美元。1958 年，道指在 550 附近，桑伯恩的股价是 45 美元。在此期间，桑伯恩的投资组合价值则从每股 20 美元左右增长到每股 65 美元。1938 年，在经济和股市都不景气的情况下，买入桑伯恩股票的人给地图业务的估值是 90 美元 (110 美元减去与地图业务无关的、价值 20 美元的投资)。1958 年，经济和股市远比当年繁荣，同样的地图业务，买入桑伯恩股票的人给它的估值是负 20 美元，地图业务白给都不要，真金白银还得打七折。

为什么会这样？1958 年的桑伯恩和 1938 年一样，仍然拥有对保险行业来说非常宝贵的大量信息。桑伯恩花了这么多年积累这么详尽的信息，如果要重头做起，要耗费上千万美元。虽说“记分卡”这种新承保方法出现了，还是有 5 亿多美元的火险保费是保险公司使用“地图”承保方法获得的。可是这么多年来，桑伯恩销售和包装产品和信息的方法一成不变，最后这种因循守旧的作风反应到了盈利上。

公司的投资组合表现这么好，在很多董事看来，没什么振兴地图业务的必要。桑伯恩每年销售额大约是 200 万美元，有价证券市值 700 万美元。投资组合能带来巨大收益，公司没财务负担，保险



公司对地图价格很满意，股东也能收到股息。但是，在过去 8 年里，公司削减了 5 次股息，至于降低工资或削减董事和委员们的薪酬，我发现公司从没提过一句。

我进入董事会之前，在 14 位董事中，有 9 位是保险业的知名人士，公司一共有 105,000 股流通股，这 9 位董事合计持有 46 股。他们在大公司身居要职，完全有财力多买点桑伯恩的股票，可是他们这些人持股最多的就 10 股。过去，这些董事经营的保险公司买过一点桑伯恩公司的股票，但是在它们的投资组合里不过是沧海一粟。在过去十年里，涉及桑伯恩股票的交易，这些保险公司都是卖方。

第 10 位董事是公司的律师，持有 10 股。第 11 位董事是一个银行家，也持有 10 股，他认识到了公司的问题，积极主动地把问题指出来，后来买了更多的股票。还有两位董事是桑伯恩的高管，他们合计持有 300 股左右。这两位高管有能力，他们很清楚公司有问题，但是只能屈从于董事会。最后一位登场的董事是桑伯恩已故总裁的儿子。已故总裁的遗孀持有 15,000 股。

1958 年底，儿子眼见公司生意萎靡，看不过去，要求出任公司总裁，但遭到了拒绝，他提交辞呈，得到了董事会的同意。此后不久，我们提议收购他母亲持有的股票，他们同意了。当时，还有另外两个大股东，一个持有 10,000 股左右（由一家券商代客户持有），另一个持有 8,000 股左右。他们都对现状很不满，和我们一样，要求把投资组合从地图业务剥离出来。

后来，我们在公开市场继续买入，持股增加到 24,000 股，另两个大股东也在增持，我们三个股东的持股总量增加到 46,000 股。我们希望将两部分业务拆分，实现投资组合的公允价值，并恢复地图业务的盈利能力。桑伯恩拥有丰富的原始信息，把数据转换为方便客户使用的电子形式，地图业务似乎完全可以创造更多利润。虽然管理层完全赞同我们的计划，博思艾伦咨询公司 (Booz Allen Hamilton) 也提出了类似的方案。

董事会竭力阻碍任何变革，特别不欢迎外部人的介入。一方面是为了避免委托书争夺战（我们不会打委托书争夺战，我们也肯定能赢）；另一方面，桑伯恩投资组合中有大量蓝筹股，我觉得当时已经很贵了，不能再拖延了，我们达成了一个方案，给予希望退出的所有股东公允价值。SEC 裁定该方案公平合理。桑伯恩大约 72% 的股票，涉及 1,600 位股东的 50%，以获得投资组合中证券公允价值的方式退出。这些股东退出后，公司保留了地图业务，125 万美元的政府和市政债券作为资金储备，100 多万美元的公司资本利得税得以免除。对于留下的股东而言，公司的资产质量略有改善，每股盈利显著增加，股息率也提高了。

篇幅有限，这笔投资背后的故事我只能简单讲讲。但是，我们从中可以看出两点：第一，我们必须对我们的投资操作保密；第二，我们的投资业绩是无法短期衡量的，一年时间都太短。这种控股投资可能很少出现。我们的主要利润来源还是买入低估的证券，在低估得到修复时卖出，再就是投资利润取决于公司行动，而不是市场行为的特殊情况。随着合伙公司资金规模的增长，我们可能有更多机会做控股投资。

审计师会在一周内将财务报表和税收信息寄给你们。如果你有关于报表或这封信的任何疑问，请随时告诉我。

沃伦 E. 巴菲特

1961 年 1 月 30 日

## 1961 年 1 月 30 日信解读

来源: gurufocus

作者: Value Study

巴菲特说他给合伙人管理资金的目标是“长期跑赢道指”。他说：“除非我们跑赢道指，否则我们的合伙公司没有存在的意义。”说得实在，要是基金长期跑不赢指数，投资者还不如自己买指数。

“重要的是总成绩低于标准杆”，意思是重要的是打败指数。

他说“与我们和指数都上涨 20% 的年份相比，我认为，在指数下跌 30% 而我们下跌 15% 的年份，我们的表现更出色。”这句话的意思是，合伙公司的相对收益高于道指，自然就能打败指数。

还有一句话比较重要，“长期来看，一定会有表现好的年份，也会有表现差的年份。在这个长期过程中，因为某一年的表现好坏而兴高采烈或垂头丧气完全是做无用功。”(Over a period of time there are going to be good and bad years; there is nothing to be gained by getting enthused or depressed about the sequence in which they occur.) [原文中用的词是 sequence，指的是哪年特别赚钱，或者哪年亏了点，出现的先后顺序，不重要，重要的是最终的长期收益。] 巴菲特在这里讲的是收益率的路径无关性(path independence)：如果事先知道将来每年的收益率，无论怎么排列这些收益率，从同一个起点出发，总是会达到同一个终点。如下图所示，在情况 1 和情况 2 中，打乱收益率顺序，结果相同。

Year	Scenario 1		Scenario 2	
	Return (%)	Amount (\$)	Return (%)	Amount (\$)
0	N/A	\$ 100.00	N/A	\$ 100.00
1	5%	\$ 105.00	-6%	\$ 94.00
2	42%	\$ 149.10	3%	\$ 96.82
3	-6%	\$ 140.15	5%	\$ 101.66
4	-18%	\$ 114.93	42%	\$ 144.36
5	3%	\$ 118.37	-18%	\$ 118.37



我觉得巴菲特这一段讲的就是收益率的路径无关性。

在扣除经营费用之后，不算支付给有限合伙人的利息和普通合伙人的分成，在过去四年中，合伙公司的业绩如下：

年份	全年管理合伙人账户数量	合伙公司收益率	道指收益率
1957	3	10.4%	-8.4%
1958	5	40.9%	38.5%
1959	6	25.9%	19.9%
1960	7	22.8%	-6.3%

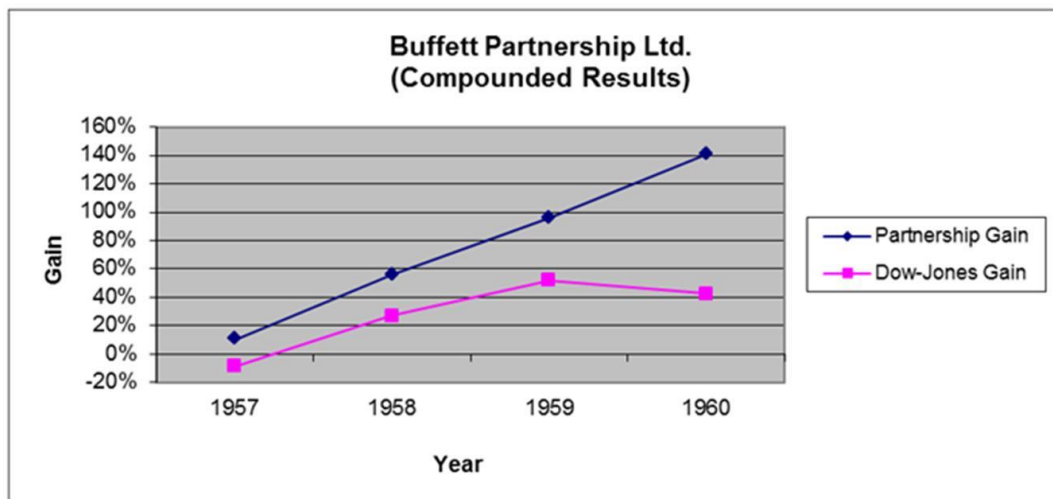
按照巴菲特的衡量标准（与道指的相对收益），似乎合伙公司表现最好的年份是 1960，它领先道指 29 个百分点，见下图。

+

年份	全年管理合伙人账户数量	合伙公司收益率	道指收益率	合伙公司收益率减去道指收益率
1957	3	10.4%	-8.4%	18.8%
1958	5	40.9%	38.5%	2.4%
1959	6	25.9%	19.9%	6.0%
1960	7	22.8%	-6.3%	29.1%

按复利计算，四年累计业绩如下：

年份	合伙公司收益率	道指收益率
1957	10.4%	-8.4%
1958	55.6%	26.9%
1959	95.9%	52.2%
1960	140.6%	42.6%



从上面的数据可以看出，在道指下跌的年份，合伙公司跑赢得最多。

允许合伙人预先存入资金，合伙公司支付 6% 的利息，对合伙人和合伙公司来说是双赢。

1985 年末巴菲特开始买入桑伯恩地图时，按当时的股价，投资组合中的真金白银打七折，还能赚钱的地图业务白送，从桑伯恩地图的案例可以看出，一家垄断经营的公司，如果不思进取，可能失去竞争优势。这对所有以为竞争伤不到自己的公司都是一个警示。

要让公司创造最大价值，要聚焦各个业务，不能只看整体业绩。桑伯恩投资组合的丰厚收益掩盖了黯淡无光的地图业务。

1958 年，如果不改变经营方式，或许根本无法按重建成本给桑伯恩的地图业务估值。巴菲特说：“桑伯恩花了这么多年积累这么详尽的信息，如果要重头做起，要耗费上千万美元。”重建成本是上千万美元，但 1958 年、1959 年地图业务的售后利润还不到 10 万美元。问题就来了：1958 年 10 万美元的税后利润，能支撑上千万美元的估值吗？我觉得不能。保守计算，税后利润 10 万美元，重建成本 1000 万美元，每年收益率只有 1%。假设内在价值等于重建成本，地图业务的回报率只有每年 1%。1958 年，桑伯恩地图的盈利无法支撑重建成本。

---

利益冲突是导致桑伯恩地图业务下滑的一个原因。董事会中的保险公司人士考虑的是自己的利益，他们的保险公司的利益，不是桑伯恩股东的利益。

前任总裁去世后不久，他的儿子没能继任，辞职出走。合伙公司“提议收购他母亲持有的股票，他们同意了”。显然，巴菲特买入这一大股票的时候，正好卖方心里有气。遗孀的儿子刚刚从公司出走，对桑伯恩的经营一句话语权也没有。遗孀可能觉得这个问题无解，不想操心了。无论他们怎么想的，她就是不想要手里的股票了，哪怕是按当时的价格卖出，价格太低了。

巴菲特的目标是“将两部分业务拆分，实现投资组合的公允价值，并恢复地图业务的盈利能力”。他提出的恢复地图业务盈利能力的建议是“把数据转换为方便客户使用的电子形式”。从这段可以看出，桑伯恩的地图业务还有救，值得一试。

“一方面是为了避免委托书争夺战（我们不会打委托书争夺战，我们也肯定能赢）；另一方面，桑伯恩投资组合中有大量蓝筹股，我觉得当时已经很贵了，不能再拖延了，我们达成了一个方案，给予希望退出的所有股东公允价值。”

巴菲特本来可以发动委托书争夺战，把保险公司的人从董事会赶走，出一口气，但是他没这么干。另外，巴菲特觉得桑伯恩投资组合里的蓝筹股太贵了，不想拖延，他担心投资组合的价值会下跌（其中肯定有高估的股票），所以他做了很务实的选择。他做成了一个折中的解决方案，他自己也可以快速兑现这笔投资的利润。显然，从这笔投资中，巴菲特本来可以赚到更多钱（他在骨头上留了点肉），但退出时拿到的利润也很丰厚了。在当时的情况下（考虑资金的时间价值、当时的股价等因素），这或许是他的最优选择。

留下的股东也得到了好处。

## 桑伯恩地图案例详解

### 概况

合伙公司 1958 年开始买入，当时仓位是 25%。1960 年 2 月 20 日，仓位上升到 35%。

桑伯恩公司的投资组合累计投入了 250 万美元，50 年代这个投资组合很值钱了。

地图业务利润萎缩。比较一下：地图业务的营业收入是每年 250 万美元，投资组合市值接近 700 万美元。

1958 年底，桑伯恩公司的市值是 472.5 万美元左右（每股股价 45 美元\* 105,000 股 = 472.5 万美元）。

### 1938 年和 1958 年比较

年份	经济和股市状况	道指点位	桑伯恩股价	桑伯恩投资组合价值（每股）	地图业务价值（每股）
1938	“不景气”	100 到 120	\$110	约 \$20	约 \$90
1958	“远比当年繁荣”	550	\$45	\$65	- \$20

1938 年股市低迷时，桑伯恩股价和道指差不多。1958 年股市更兴旺了，道指涨到 550，但桑伯恩的股价是 45。显然，桑伯恩的股价和道指相差悬殊。

桑伯恩的股价落后道指，投资价值却更高了。

1938 年，在 110 美元买入桑伯恩股票，投资组合是全价买的（每股 20 美元），地图业务是花 90 美元买的。

1958 年，在 45 美元买入桑伯恩股票，投资组合的真金白银打七折（值 65 美元），仍然赚钱的地图业务白给。这表明，投资者给地图业务的估值是负 20 美元。这样的价格还是在经济和股市“远比当年繁荣”时给的。

30 年代桑伯恩地图业务的税后利润是 50 万美元。1958 年、1959 年，只有不到 10 万美元。经过 20 年，利润下降 80%。

## 股东情况

第一大股东，合伙公司

第二大股东，一家券商

时间	合伙公司持股	三大股东持股	流通股总数	合伙公司持股占比	三大股东持股占比
1958 年底	15,000	33,000	105,000	≈ 14.3%	≈ 31.4%
1958 年底以后	24,000	46,000	105,000	≈ 22.9%	≈ 43.8%

第三大股东

从上表中可以看出，合伙公司与诉求一致的其他大股东，在要求桑伯恩董事会实现股东利益时的增持情况。

72% 的桑伯恩股票参与了退出，按公允价值获得了大约 575 万美元的有价证券（700 万减去留存的 125 万）

在退出方案中，合伙公司或的证券市值是 183 万美元左右（24,000 股/75,600 股）\*575 美元 ≈ 183 万美元，相当于每股 76 美元。巴菲特认为这些证券高估，应该在得到后就卖出了。

按照《巴菲特传：一个美国资本家的成长》中的说法，合伙公司在这笔投资中的收益率是 50% 左右。如果是这样，合伙公司的成本大约是每股 51 美元，比信中提到的 1958 年股价高 13% 左右。

**1961 年 7 月 22 日信**

**BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.  
810 KIEWIT PLAZA  
OMAHA 31, NEBRASKA**

**1961 年 7 月**

致我的合伙人：

有的合伙人对我说，一年才写一封信，“总要盼很长时间”，能不能半年写一次。一年写两封信应该也不至于没话说，至少今年是有话说的。所以，我又写了一封信，以后就每年写两封。

1961 年上半年，包括股息在内，道指的整体收益率是 13%。在这样的行情中，我们应该是最难超过指数的，但在过去六个月里，我管理的所有六个账户的业绩都略高于道指。1961 年新成立了几个合伙人账户，它们成立的时间有先有后，从成立之初算起，有和指数持平的，也有跑赢的。

这里，我要强调两点。第一，一年的时间太短，绝对不足以用于评价投资表现，六个月时间更短，更不能用于评价投资表现了。我之所以不愿意半年写一次信，一个原因就是担心合伙人太看重短期业绩，短期业绩说明不了什么。我自己更愿意把五年的表现作为评判标准，最好是在五年里经过牛市和熊市相对收益的考验。

第二点，我希望大家都理解，如果股市继续保持 1961 年上半年这样的上涨节奏，我怀疑我们不但跑不赢，甚至还会落后指数。

我始终相信，与一般的投资组合相比，我们的持仓更保守，而且大盘越涨，我们越保守。无论什么时候，我都尽量在投资组合中专门安排一部分资金，投资至少在一定程度上独立于大市的证券。股市越涨，这部分投资占比越高。独立于市场有利有弊，市场这口大锅越是热气腾腾，业余的厨子做的饭菜越好吃，这时候业余的厨子尤其厉害，可我们的投资组合呢，更大的仓位都不在锅里。

我们已经开始进行一笔可能规模很大的投资，现在正在公开市场收集筹码，我当然希望这只股票至少在一年里不要上涨。这样的投资可能拖累短期业绩，但是把时间拉长到几年，不但非常有可能实现超额收益，而且还可以获得极高的防守属性。

我们有望在年底将所有合伙人合并到一个账户。我已经和新加入的所有合伙人谈过了，也与先前成立的合伙人账户中的代表合伙人讨论了方案。

下面是部分条款：

(A) 根据年末市场价值合并所有合伙人账户，明确条款，规定各个合伙人将来如何承担因年底未实现收益需缴纳的税款。账户合并本身无需缴税，我们也不会因此加快兑现利润。

(B) 有限合伙人与普通合伙人分享利润，根据年初资金市值，先从利润中分给合伙人 6%，其余利润按照各自出资占比，普通合伙人获得四分之一，所有有限合伙人获得四分之三。若利润未达到 6%，



需用将来的利润弥补，而不以既往的利润重述。目前，新加入的合伙人有三种利润分成方案可供选择：

利润分成方案	固定利率	普通合伙人超额分成	有限合伙人超额分成
1	6%	1/3	2/3
2	4%	1/4	3/4
3	无	1/6	5/6

如果实现利润，与前两个分成方案相比，从新分成方案中，有限合伙人显然可以分得更多利润。第三个分成方案，对有限合伙人来说，收益率在 18% 以下，新方案更合适；若收益率高于 18%，现有协议更合适。80% 的合伙人资产选择了前两个方案。我希望如果我们的年度收益率高于 18%，目前选择第三个方案的合伙人不要觉得因为新协议而吃亏了；

(C) 如果发生亏损，不会将我作为普通合伙人先前分得的利润重述，但需要用将来的超额利润弥补。我妻子和我是合并后合伙账户中投资最多的，大概占合伙人总资产的六分之一，所以如果亏损，我们会比其他家族合伙人亏得更多。我会在合伙人协议中增加一个条款，禁止我或我的家人购买任何有价证券。换言之，我自己所有的有价证券投资都放在了新的合伙人账户里，如果收益率超过 6%，我可以获得分成，但我肯定是和大家共进退。

(D) 以年初市值计算资金，按照每年 6% 的利率每月提供利息。不愿提取资金的合伙人目前可以选择将其自动记为预先存入资金，获得 6% 的利息，在年末将其用于购买合伙基金份额。很多合伙人希望定期提现，但有的合伙人想把所有收益都用于再投资，这是账户整合过程中的一大难题，现在就解决了。

(E) 有限合伙人有权向合伙基金借款，最大借款金额不超过所占合伙权益的 20%，利率为 6%，需要在年末或提前偿还。此项条款可增加有限合伙人投资的流动性，如果需要资金，不必等到年末。此项条款是为了保证合伙账户中的资金相对稳定，不是想把合伙帐户变成银行。我希望合伙人最好不用这个条款，只是如果出现需要救急、等不到年末兑现的情况，这项条款可以提供方便。

(F) 今后，就合伙人收益出现任何小额税款调整，将由我直接支付。这样不必麻烦八十多个人都要对之前的收益做小额调整。目前，即使很小的一个变动，例如，规定合伙基金收到的股息资本回报率从 68% 改为 63%，也需要大量文书工作。为了避免这种情况，如果调整涉及税款金额低于 1,000 美元，则将由我直接支付。

我们已经提交了上述合伙协议，正在等待账户合并不必缴税的裁定，以及新税法下同时管理的各个合伙帐户等同于一个合伙帐户的裁定。整合账户的工作量很大，但是将来我们就轻松多了。请保存此信，以备在今年晚些时候收到协议后参考。

新合伙人的最低投资金额是 25,000 美元，现存合伙人不受限制。按照我们的经营方式，合伙人可以在年末追加或提取任意额度的资金（100 美元的整数倍）。合并后，合伙基金总资产是 400 万美元左右，有了这个规模，我们才能考虑进行上文中提到的那笔投资，这是我们几年之前做不到的。

之前每年的信都是作总结，这封信主要讲我们正在做的工作。如果你对新合伙协议有任何疑问或有其他问题，请随时找我解答。如果问的人很多，我会就问题和解答给所有合伙人再写一封信。

沃伦 E. 巴菲特

1961 年 7 月 22 日

## 1961 年 7 月 22 日信解读

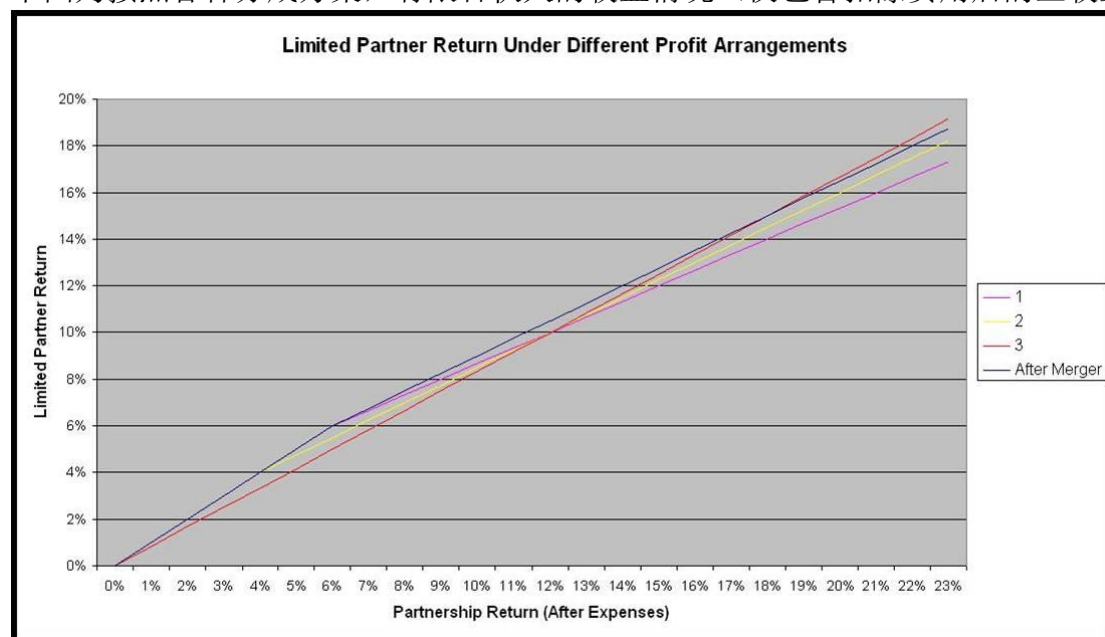
来源: gurufocus

作者: Value Study

从 1961 年 7 月 22 日的这封信开始，巴菲特从每年写一封改为写两封。  
合并后分成方案与现有三种分成方案对比：

分成方案	固定利率	普通合伙人超额分成	有限合伙人超额分成
1	6%	1/3	2/3
2	4%	1/4	3/4
3	无	1/6	5/6
合并后	6%	1/4	3/4

下图为按照各种分成方案，有限合伙人的收益情况（仅包含扣除费用后的正收益情况）



已选择方案 1 和 2 的有限合伙人，按照合并后的新方案，始终能分得更多利润。已选择方案 3 的有限合伙人，在收益率低于 18% 时，新方案更合适；收益率高于 18% 时，原有方案更合适。

“我妻子和我是合并后合伙账户中投资最多的，大概占合伙人总资产的六分之一”，“合并后，合伙基金总资产是 400 万美元左右”，所以巴菲特和他妻子在新合伙基金中的资产大约是 667,000 美元（ $\$400 \text{ 万} \times 1/6 \approx \$667,000$ ）。

最后，巴菲特说合伙基金资产规模大了，以前做不了的投资，现在也可以做了。所以说，资产规模

大虽然可能拖累收益，但也能带来小规模做不到的新投资机会。

**1962 年 1 月 24 日信**

**BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.**

**810 KIEWIT PLAZA**

**OMAHA 31, NEBRASKA**

**1962 年 1 月 24 日**

### 1961 年的业绩

我一直告诉合伙人，我们会在下跌或平盘的市场中跑赢，但在上涨的市场中可能落后，我预期如此，也希望如此。在强劲上涨的行情中，我们应该很难跟上大盘。

虽说 1961 年股市大涨，而且我们的绝对收益和相对收益都很高，我在上一段中所写的预期仍然不变。

1961 年，以道指为标准，包括股息在内，市场总体收益率是 22.2%。我在全年管理的合伙人账户，扣除经营费用之后，向有限合伙人支付利息以及向普通合伙人分成之前，平均收益率是 45.9%。请查看附录，了解各个合伙人账户的收益以及 1961 年新成立的合伙人账户的收益。

我们的合伙基金已经运行了整整五年，以下是这五年的逐年业绩以及按复利计算的业绩。业绩按照上一段中所述计算：扣除经营费用之后，向合伙人支付利息以及分成之前。

年份	全年管理的合伙帐户数	合伙基金收益率	道指收益率*
1957	3	10.4%	-8.4%
1958	5	40.9%	38.5%
1959	6	25.9%	19.9%
1960	7	22.8%	-6.3%
1961	7	45.9%	22.2%

\* 含股息。

按复利计算，累计业绩如下：

年份	合伙基金收益率	道指收益率
1957	10.4%	-8.4%
1957-8	55.6%	26.9%
1957-9	95.9%	52.2%
1957-60	140.6%	42.6%
1957-61	251.0%	74.3%

上述收益不等于大家最关心的有限合伙人收益。由于过去几年存在不同的分成方案，我在这里使用合伙人整体净收益（根据年初和年末市值计算）来衡量整体表现。

年份	有限合伙人收益率	道指收益率
1957	9.3%	-8.4%
1958	32.2%	38.5%
1959	20.9%	19.9%
1960	18.6%	-6.3%
1961	35.9%	22.2%

### 复合收益率

1957	9.3%	-8.4%
1957-8	44.5%	26.9%
1957-9	74.7%	52.2%
1957-60	107.2%	42.6%
1957-61	181.6%	74.3%

### 关于衡量标准

我在最初选择合伙人，以及随后处理与合伙人的关系时，最看重的就是我们要达成一致，使用同样的衡量标准。如果我的业绩差，合伙人就该撤资，我自己也不会再继续再股市投资了。如果业绩好，我明确知道自己表现出色，我可以很坦然。

问题在于，什么是好，什么是差，我们一定要达成一致。衡量标准应该事先定好。事后再找参照标准，无论业绩如何，总能找到更差的。

我一直把道指作为我们的衡量标准。我的个人观点是要检验投资表现，至少要看三年时间，最能检验出真实水平的是期末道指点位与期初很接近，看在此期间投资表现如何。

什么衡量标准都不十全十美，道指也如此，但是参照道指的好处是，它众所周知、历史悠久，可以相当准确地反映一般投资者的表现。我不反对使用其他标准来衡量股市表现，例如，可以用其他的

指数、大型基金、银行共同信托基金等。

你可能认为，道指不就是无人管理的 30 只蓝筹股吗，跑赢道指应该很容易，我选的参照标准是不是太低了。道指其实是很难战胜的。亚瑟·威辛保 (Arthur Wiesenberger) 写过一本很有名的书，是关于基金公司的，其中列出了所有大型基金从 1946 到 1960 这 15 年里的业绩。目前，美国基金掌管的资产规模是 200 亿美元，基金的整体表现可以反映几千万投资者的收益率。我没有相关数据，但我认为大多数投资咨询机构和银行信托的收益率和这些基金不相上下。

在《Charts & Statistics》中，威辛保统计了 1946 年以来有持续业绩记录的 70 只基金。我把其中 32 只基金剔除了，它们有些是平衡型基金（因此没充分参与股市上涨），有些是专门投资某个行业的基金。我觉得用这 32 只基金进行比较不合适。这 32 只基金里，有 31 只跑输道指，排除它们不会影响我们得出的结论。

剩下的 38 只基金与道指更有可比性，其中 32 只跑输道指，6 只跑赢。1960 年末，跑赢道指的 6 只基金资产规模约为 10 亿美元，跑输的 32 只基金资产规模约为 65 亿美元。跑赢的这 6 只基金，每年领先幅度也不到几个百分点。

以下是我们这几年的业绩与最大的两只开放式股票基金与最大的两只封闭基金的对比情况（没有 1961 年的对比，因为我没有这年的准确数据，粗略估算应该和 1957-60 差不多）：

年份	Mass. Inv. Trust	Investors Stock	Lehman	Tri-Cont.	道指	有限合伙人
1957	-12.0%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	+9.3%
1958	+44.1%	+47.6%	+40.8%	+33.2%	+38.5%	+32.2%
1959	+8.2%	+10.3%	+8.1%	+8.4%	+19.9%	+20.9%
1960	-0.9%	-0.1%	+2.6%	+2.8%	-6.3%	+18.6%

（来源：Moody's Banks & Finance Manual, 1961）

复合收益率

年份	Mass. Inv. Trust	Investors Stock	Lehman	Tri-Cont.	道指	有限合伙人
1957	-12.0%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	+9.3%
1957-8	+26.8%	+29.3%	+24.7%	+30.0%	+26.9%	+44.5%
1957-9	+37.2%	+42.6%	+34.8%	+40.9%	+52.2%	+74.7%
1957-60	+36.0%	+42.5%	+38.3%	+44.8%	+42.6%	+107.2%

Massachusetts Investors Trust 的净资产有 18 亿美元左右；Investors Stock Fund 约有 10 亿美元；Tri-Continental Corporation 约 5 亿美元；Lehman Corporation 约 3.5 亿美元。它们的净资产总和是 35 亿美元以上。

我整理上述表格和信息，目的不是批评基金公司。让我管这么多钱，受到种种限制，不能像管理我们的合伙基金这样投资，我的业绩也不会比它们强多少。我是想用上述数据说明战胜道指没那么容

易，别说跑赢，美国大多数基金连跟上道指都很难。

我们的投资组合和道指的成分股完全不同。我们的投资方法和基金的投资方法差别很大。

我们的大多数合伙人，如果不把资金投到我们的合伙账户中，可供选择的投资方式可能就是买基金，获得与道指类似的收益率，因此，我认为把道指作为我们的业绩衡量标准很合理。

### 我们的投资方法

我们的投资可以分为三个类型：这三个类型的投资各有各的特性，我们的资金在这几类投资中的分配情况，会对我们每年相对道指的业绩产生重要影响。每类投资的占比是按计划来的，但实际分配要见机行事，主要视投资机会情况而定。

第一类是低估的股票。在此类投资中，我们对公司决策没话语权，也掌控不了估值修复所需时间。这些年来，在我们的投资中，低估的股票是占比最大的一类，这类投资赚的钱比其他两类都多。我们一般以较大仓位（总资产的 5% 到 10%）持有 5、6 只低估的股票，以较小的仓位持有其他 10 或 15 只低估的股票。

此类投资有时候很快就能获利，很多时候要用几年时间。在买入时，基本不知道这些低估的股票怎么能涨，但是正因为黯淡无光，正因为短期内看不到任何利好因素带来上涨，才能有这么便宜的价格。付出的价格低，得到的价值高。在低估类中，我们买入的每只股票价值都远远高于价格，都存在相当大的安全边际。每只都有安全边际，分散买入多只，就形成了一个既有足够安全保障，又有上涨潜力的投资组合。这些年来，在时机掌控方面，我们总是在买的时候比卖的时候做的好很多。对于低估类，我们本来就没打算赚到最后一分钱，能在买入价与产业资本评估的合理价值中间的位置附近卖出，我们就很满意了。

低估类的涨跌受大盘影响很大，就算便宜，也一样会下跌。当市场暴跌时，低估类的跌幅可能不亚于道指。长期来看，我相信低估类会跑赢道指，在像 1961 年这样大涨的行情中，我们的投资组合里的低估类表现最佳。在市场下跌时，这类投资也最脆弱。

我们的第二类投资是“套利”(work-outs)。在套利类投资中，投资结果取决于公司行为，而不是股票买卖双方之间的供给和需求关系。换言之，此类股票有具体的时间表，我们可以在很小的误差范围内，事先知道在多长时间可以获得多少回报，可能出现什么意外，打乱原有计划。套利机会出现在并购、清算、重组、分拆等公司活动中。近些年，套利机会主要来自大型综合石油公司收购石油生产商。

在很大程度上，无论道指涨跌如何，套利投资每年都能带来相当稳定的收益。在某一年，如果我们把投资组合中大部分资金用于套利，这年大市下跌，我们的相对业绩会很好；这年大市上涨，我们的相对业绩会很差。多年以来，套利是我们第二大投资类别。我们总是同时进行 10 到 15 个套利操作，有的处于初期阶段，有的处于末期阶段。无论是从最终结果，还是过程中的市场表现来讲，套利类投资具有高度安全性，我相信完全可以借钱作为套利类投资组合的部分资金来源。不考虑借钱对收益的放大作用，套利类的收益率一般在 10% 到 20% 之间。我自己规定了一个限制条件，借来的钱不能超过合伙基金净值的 25%。我们一般不借钱，借钱的话，都是用于套利。



最后一类是“控制类”。在此类投资中，我们或是拥有控股权或者是大股东，对公司决策有话语权。衡量此类投资肯定要看几年时间。当我们看好一只股票，在收集筹码时，它的股价最好长期呆滞不动，所以在一年中，控制类投资可能不会贡献任何收益。此类投资同样受大盘影响相对较小。有时候，一只股票，我们是当做低估类买入的，但是考虑可能把它发展成控制类。如果股价长期低迷，很可能出现这种情况。如果我们还没买到足够的货，这只股票就涨起来了，我们就在涨起来的价格卖掉，成功完成一笔低估类投资。我们现在正在买入的一些股票，再过几年可能发展成控制类。

### 登普斯特风车制造公司 (Dempster Mill Manufacturing Company)

我们目前拥有登普斯特风车制造公司的控股权，它位于内布拉斯加州比阿特丽斯。我们最开始是五年前把这家公司作为低估类买入，后来买到一大笔股份，四年前，我进入了董事会。1961 年 8 月，我们取得了绝对控股权。从这笔投资就可以看出来，我们的很多投资确实都不是一蹴而就的。

目前，我们拥有登普斯特 70% 的股份，一些人联合持有 10%。剩余股东人数只有 150 名左右，这只股票几乎没什么成交量，这个对控股股东来说也没什么意义。在这种情况下，我们的举动就可以令股价发生巨大变化。

因此，我很有必要估算我们的控股权益在年末的价值。无论是新合伙人买入，还是老合伙人卖出，他们的权益变动都以这个价格为依据，所以我的估算很重要。估算的价值不应是我们认为它将来会值多少钱，也不应是很想收购它的人愿意出多少钱，而应该是在较短时间内按照当前情况出售大概能卖多少钱。我们将致力于提升这家公司的价值，我们看好它价值提升的前景。

登普斯特生产农具和供水系统，1961 年的销售额是 900 万美元左右。近年来，与投入的资本相比，经营利润微不足道。这一方面是因为管理不力，另一方面是因为行业困难。目前，该公司的合并净资产（账面价值）是 450 万美元左右，相当于每股 75 美元，合并营运资金是每股 50 美元左右，我们估算我们的权益在年末价值每股 35 美元。我不敢说我的估值准确无误，但是我认为对新老合伙人而言，这是一个公允估值。只要盈利能力恢复到中等水平，这家公司的价值就能有所提升；就算盈利能力恢复不了，我们将来也能从登普斯特实现更高的价值。我们买入控股权的平均成本价是 28 美元左右，按 35 美元的价值计算，这只股票目前占合伙基金净值的 21%。

我们的这部分投资，不可能只是因为通用汽车 (General Motors)、美国钢铁 (U.S. Steel) 涨了，也跟着涨。在火热的大牛市中，与买入大盘股相比，控制类投资似乎很难赚钱。但是，在当前的市场点位上，我看到的更多是风险，而不是机会。控制类和套利类可以保证我们的投资组合中有一部分是与这些风险绝缘的。

### 关于保守

从上述三类投资中，你可以对我们投资组合的保守程度有个大概了解。很多年以前，许多人买了中期或长期市政债券或国债，以为自己很保守。这些债券的市值多次大跌，这些人很多肯定也没做到资产保值或提升实际购买力。

现在，很多人意识到通货膨胀的问题了，但可能又担心过头了，他们几乎不看市盈率或股息率就买

入蓝筹股，以为自己很保守。那些以为买债券就是保守的人，我们看到他们后来的结果了，现在以为买蓝筹股就是保守的人，结果如何还不得而知，但我认为这么投资风险很大。猜测贪婪善变的大众会给出多高的市盈率，毫无保守可言。

不是因为很多人暂时和你意见一致，你就是对的。不是因为重要人物和你意见一致，你就是对的。当所有人都意见一致时，正是考验你的行为是否保守的时候。

在很多笔投资的过程中，只要你的前提正确、事实正确、逻辑正确，你最后就是对的。只有凭借知识和理智，才能实现真正的保守。

我们的投资组合和一般人的不一样，完全不能证明我们是否比一般人更保守。是否保守，必须看投资方法如何，投资业绩如何。

我认为，要客观评判我们投资的保守程度，就应该看我们在市场下跌时业绩如何，最好是看我们在市场大跌时的表现。1957 年和 1960 年，市场温和下跌，从我们的业绩可以看出来，我说的没错，我们的投资方法确实极为保守。我欢迎任何合伙人提出客观评判保守程度的方法，看一下我们做的如何。我们实现的亏损从来没超过净资产总额的 0.5% 或 1%，我们实现的收益总额与亏损总额之比约为 100 : 1。这表明我们一直处在上行的市场中，但是，在这样的市场里，一样可能出现很多亏钱的交易（你自己就能找到一些例子），所以我觉得这个比例还是能说明一些问题的。

## 关于规模

合伙人问我最多的有两个问题，一个是我死了怎么办（我觉得这东西很玄，我也经常想），另一个就是“合伙人资金迅速增长，会对业绩产生什么影响？”

资金规模增长有利有弊。就“被动型”投资而言，我们不打算通过大量持股来影响公司决策，资金规模增长会降低我们的收益率。基金或信托公司投资大盘股，庞大的资金规模对收益率的影响很小。买入 10,000 股通用汽车 (General Motors) 的成本（按数学预期值计算）只比买入 1,000 股或 100 股略高。

在我们买的股票里，有些股票（不是所有股票）买入 10,000 股比买入 100 股难多了，甚至根本买不到。因此，对我们的一部分投资来说，资金规模增长肯定是不利的。我认为，对我们更大的一部分投资来说，资金增长产生的不利影响很小，包括大部分套利类和一些低估类。

但是，就控制类投资而言，资金规模增加绝对是有利的。没足够的资金实力，我们不可能做成“桑伯恩地图”这笔投资。我深信，随着资金规模增长，控制类投资机会也更多。原因有两点：第一，需要的资金量越大，就会有更多竞争对手被拒之门外；第二，公司规模越大，股权越分散。

被动型投资获利减少，控制类投资获利增加，哪个更重要呢？这个问题，我无法明确回答，因为这主要取决于我们处于什么样的市场中。我现在的想法是，这两方面肯定会此消彼长。如果以后我有新想法，会再和大家说。有一点我是非常肯定的，1960 年和 1961 年，如果不是因为我们的规模比 1956 和 1957 年大了，业绩不会有这么高。

## 一个预测

老读者（我王婆卖瓜，自卖自夸了）可能很奇怪，我怎么一反常态开始预测了呢？我一直都不预测，现在我一般也不预测。

我肯定不会预测明后年宏观经济或股市行情会怎么样，我根本不知道。

我认为今后十年，有几年，大盘最多涨 20% 或 25%，有几年，大盘最多跌 20% 或 25%，其余年份则在二者之间。我完全不知道哪年涨、哪年跌，长期投资者也不关心某一年的涨跌。

长期来看，算上股息和市值增长，道指的年复合收益率可能在 5% 到 7% 之间。虽然这几年道指涨得很多，但如果你期望道指的年复合收益率高于 5% 到 7%，道指很可能让你失望。

我们的工作是一年复一年的超越道指，集小胜为大胜，不是特别在意某一个年的绝对收益率是正是负。与我们和指数都上涨 20% 的年份相比，我认为，在指数下跌 30% 而我们下跌 15% 的年份，我们的表现更出色。我和合伙人强调这一点的时候，能看得出来，他们有的深信不疑，有的将信将疑。你一定要完全理解我为什么这么想，不但要在脑子里认同，而且要在心底里认同。

在讲我们的投资方法时，我已经说过了，与道指相比，我们表现最好的年份可能出现在下跌或平盘的市场中。因此，我们取得的相对收益可能时高时低，相差很大。有些年份，我们肯定会落后道指，但是如果长期来看，我们能平均每年战胜道指 10 个百分点，我觉得我们的业绩就很好了。

具体来说，假如某一年市场下跌 35% 或 40%（我觉得今后十年里某一年出现这种情况的概率是很大的，谁都不知道是哪年），我们应该只下跌 15% 或 20%。假如某一年道指平盘，我们应该上涨 10%。假如道指上涨超过 20%，我们很难跟上。长期来看，只要我们能有所表现，如果道指的年化复合收益率在 5% 到 7% 之间，我们的业绩应该是每年 15% 到 17%。

你可能觉得我的预测不对，等到 1965 年或 1970 年时回过头来看，我的预测可能就是不对，甚至是完全错的。我觉得合伙人有权知道我的真实想法，但是投资这行就是这样，预期总是很有可能出错。单独某一年，波动幅度可能相当大。过去的 1961 年就是如此，幸运的是向上波动。不可能每年都这样！

## 其他事项

我们现在搬到了基威特大厦 810 室办公，还聘请了一个专业的秘书 Beth Henley，还有一个帮我调研股票多年的同事 Bill Scott。我父亲和我们共用一个办公室（他也分摊费用）做券商业务。我们没有一笔券商业务是通过我父亲做的，所以没有利益输送的问题。

除了借款利息和内布拉斯加州无形资产税，我估计我们的开支不到净资产的 0.5% 或 1%。我们的这笔开支应该是值得的，欢迎你随时到访视察。

现在我们有 90 多位合伙人，40 多只股票，相信你能理解，我很高兴能从一些琐碎的日常工作中解脱出来。

从加州到佛蒙特，现在我们的合伙人遍布各地，1962 年初的净资产达到了 7,178,500 美元。苏茜和我在合伙基金中的权益是 1,025,000 美元，我的其他亲属权益合计 782,600 美元。去年新合伙人的投资门槛是 25,000 美元，今年我考虑要提升这个限额。

Peat, Marwick, Mitchell & Company 出色地完成了审计工作，与往年相比，更早地给出了报税数字。他们说今后一定会继续如此。

关于这封信的内容、审计、你的合伙权益，如有任何疑问，请随时找我。

沃伦 E. 巴菲特谨上

## 附录

1961 年管理的合伙人账户			
合伙人账户	1/1/61 资产市值	1961 年收益*	收益率
Buffett Associates	\$486,874.27	\$225,387.80	46.3%
Buffett Fund	351,839.29	159,696.93	45.4
Dacee	235,480.31	116,504.47	49.5
Emdee	140,005.24	67,387.28	48.1
Glenoff	78,482.70	39,693.80	50.5
Mo-Buff	325,844.71	149,163.71	45.8
Underwood	582,256.82	251,951.26	43.3
	\$2,200,783.34	\$1,009,785.25	45.9%

1961 年成立的合伙人账户			
合伙人账户	投入资金	1961 年总收益	收益率
Ann Investments	\$100,100 (1-30-61)	\$35,367.93	35.3%
Buffett-TD	250,100 (\$200,100, 3-8-61; \$50,000, 5-31-61)	70,294.08	28.1
Buffett-Holland	125,100 (5-17-61)	16,703.76	13.3

\* 收益等于净资产市值加当年合伙人收到的利息。

## 1962 年 1 月 24 日信解读

来源: gurufocus

作者: Value Study

从 1957 到 1961，合伙基金的复合收益率是道指的三倍多。有限合伙人的复合收益率是道指的两倍多。

从有限合伙人业绩与基金公司和道指涨跌幅对比，可以看出，巴菲特做到了他说的在熊市中跑赢，在牛市中跟上。

从巴菲特对三类投资的分析中，可以看出，巴菲特做投资时很清楚市场点位和估值。

“每类投资的占比是按计划来的，但实际分配要见机行事，主要视投资机会情况而定。”从管理投资组合角度来说，“按计划来”是很对的，道指在高位时，增加套利或控制类，至少部分资产独立于大盘。但是，也不能全盘都按计划来，生硬地安排具体的百分比可能对投资造成限制，错失买入超值便宜货的机会，所以巴菲特说要“见机行事”。

作为投资者，我们要密切关注市场里有什么便宜的值得投资，总是寻找合适的机会。巴菲特的资金分配是“见机行事，主要视投资机会情况而定”，我们在市场高估时，也要寻找便宜货，同时要考虑如果市场大跌，持仓的股票会受到的影响，这个要考虑在内。

在 61 年信“我们的投资方法”部分中，巴菲特也讲到了催化剂、买入卖出时间、组合集中度、杠杆等问题。请各位自行思考如何借鉴。

关于登普斯特有几个要点：

第一，这笔投资用了几年时间，巴菲特耐心地买入低估的登普斯特股票，最后成为控股股东。

第二，巴菲特的买入价很低。平均买入成本是 28 美元左右，相对 50 美元的合并营运资金折价 44%，相对 75 美元的净资产折价 63%。

第三，登普斯特占合伙基金净资产的 21%，巴菲特一定非常有把握能实现登普斯特的价值。

第四，巴菲特“在当前的市场点位上，看到的更多是风险，而不是机会”。控制类和套利类可以保证投资组合中有一部分与这些风险绝缘。

在“关于保守”的部分，巴菲特说，评估合伙基金是否保守，要看在市场下跌时的业绩怎么样。市场上涨的时候，谁都能赚钱，人人都是股神。市场下跌的时候，有的人就现原形了。巴菲特选择以市场下跌时的表现来衡量是否保守，可能是因为市场下跌时，正是大多数基金或投资机构溃败的时候。曾经展翅高飞的翅膀断了，曾经好赚的钱，现在不好赚了，贪婪变成恐惧，收到追加保证金通知的被迫清盘，没主意的投资者争先恐后赎回，基金经理被迫在最不该卖出的时候甩卖。从市场下跌时的表现，可以看出投资管理人是否保守。

“我们实现的亏损从来没超过净资产总额的 0.5% 或 1%，我们实现的收益总额与亏损总额之比约为 100 : 1。”从这个比例中，可以看出巴菲特投资的股票肯定是经过严格筛选的，他几乎没怎么亏。我们学习投资的人，在选股和研究过程中要严谨，精挑细选。

在“一个预测”部分，巴菲特不会做关于宏观经济或股市的短期预测，但他预测道指的长期年复合收益率是 5% 到 7%。

巴菲特认为自己的工作“是年复一年的超越道指，集小胜为大胜”，不在意某一个年的绝对收益率是正是负。他举了例子，“与我们和指数都上涨 20% 的年份相比，我认为，在指数下跌 30% 而我们下跌 15% 的年份，我们的表现更出色。”

巴菲特认为自己的合伙人一定要认同自己的投资方法和业绩衡量标准。如果合伙人能和他想法一致，在下跌时，合伙人就不会赎回，能做到长期投资。这样巴菲特就可以在大跌时，买入便宜的股票，其他基金可能就没这么幸运了，可能根本没机会在这时买便宜货。

这对巴菲特和合伙人是双赢（收益率超过 6% 的部分，巴菲特有 25% 的提成）。

巴菲特实现每年领先道指 10% 的方法是：

- 1) 在指数大跌时跑赢 20%
- 2) 在指数平盘时跑赢 10%
- 3) 在指数大涨时跟上指数。

1962 年 7 月 6 日信

BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.  
810 KIEWIT PLAZA  
OMAHA 31, NEBRASKA

1962 年 7 月 6 日

回顾和提醒：

在写于 1962 年 1 月 24 日的 1961 年信中，有一段讲了我的“一个预测”。我不想残忍地折磨读者，但一字不差地把这部分搬过来，非常有必要：

一个预测

老读者（我王婆卖瓜，自卖自夸了）可能很奇怪，我怎么一反常态开始预测了呢？我一直都不预测，现在我一般也不预测。

我肯定不会预测明后年宏观经济或股市行情会怎么样，我根本不知道。

我认为今后十年，有几年大盘肯定会涨 20% 到 25%，有几年大盘肯定会跌 20% 到 25%，其余年份则在二者之间。至于哪年涨、哪年跌，我完全不知道，长期投资者也不关心某一年的涨跌。

长期来看，算上股息和市值增长，道指的年复合收益率可能在 5% 到 7% 之间。虽然这几年道指涨得很多，但如果你期望道指的年复合收益率高于 5% 到 7%，道指很可能让你失望。

我们的工作是一年复一年的超越道指，集小胜为大胜，不特别在意某一年的绝对收益率是正是负。与我们和指数都上涨 20% 的年份相比，我认为，在指数下跌 30% 而我们下跌 15% 的年份，我们的表现更出色。我和合伙人强调这一点的时候，能看得出来，他们有的深信不疑，有的将信将疑。你一定要完全理解我为什么这么想，不但要在脑子里认同，而且要在心底里认同。

在讲我们的投资方法时，我已经说过了，与道指相比，我们表现最好的年份可能出现在下跌或平盘的市场中。因此，我们取得的相对收益可能时高时低，相差很大。有些年份，我们肯定会落后道指。如果长期来看，我们能平均每年战胜道指 10 个百分点，我对我们的业绩就很满意了。

某一年市场下跌 35% 或 40%（今后十年里某一年出现这种情况的概率很大，但谁都不知道是哪年），我们应该只下跌 15% 或 20%；某一年道指平盘，我们应该上涨 10%；某一年道指上涨超过 20%，我们很难跟上。长期来看，只要我们能有所表现，如果道指的年化复合收益率在 5% 到 7% 之间，我们的业绩应该是每年 15% 到 17%。

你可能觉得我的预测不对，等到 1965 年或 1970 年时回头来看，我的预测可能就是不对，甚至是完全错的。我还是要说出我的真实想法，我觉得应该让合伙人知道，但是投资这行就是这样，预期

总是很可能出错。单独某一年，波动幅度可能很大。1961 年波动就很大，幸运的是波动是向上的。不可能年年如此！

### 1962 年上半年：

从 1961 年末到 1962 年 6 月 30 日，道指从 731.14 下跌到 561.28，期间股息约为 11 美元，投资道指的整体收益率为亏损 21.7%。附录 A 列出了合伙基金成立以来道指每年的收益率，喜欢研究数字的可以看一下。

如上所述，道指下跌的时候，正是我们显身手的时候，我们可以在此时与道指拉开差距，多赢几个百分点。等到市场上涨的时候，只要能跟上，最后我们就能取得非常令人满意的长期收益率。我们的目标是道指每跌 1%，我们只跌 0.5%。这样的表现能说明，与任何其他投资股票的途径相比，我们做的都是非常保守的。

附录 B 列出了合伙基金前几年的业绩。自成立以来，1962 年上半年是合伙基金业绩最好的一段时期，道指整体下跌 21.7%，而我们分成之前的收益率是负 7.5%。1962 年下半年，如果市场继续下跌，我们这 14.2 个百分点的领先优势可能扩大；如果市场好转，则可能缩小。我嘱咐大家很多遍了，六个月或一年的业绩，别看得太重。用短期表现衡量表现，只能放大偶然的业绩波动。虽说机缘巧合，上半年我们的表现异常出色，但相对表现较差的时候，我们一定会有。我们持有登普斯特风车制造公司 (Dempster Mill Manufacturing Company) 的控股权益。这部分控股权益的估值，在计算业绩时我们没调整，但最近几个月已经有了进展，我们可能会实现更高的价值。

### 基金公司上半年的表现：

我们在往年的信里多次强调，我们相信，作为衡量投资业绩标准的道指不是那么容易战胜的。只要资金是投资股票，无论是什么形式，基金公司、投资顾问、银行信托还是自己打理，我们认为，绝大部分人的业绩也就是和道指不相上下。那些业绩偏离道指的，大幅跑输的多，大幅跑赢的少。

为此，我们一直都拿最大的两只开放式股票型基金和最大的两只封闭式股票型基金的业绩，与道指和合伙基金的收益率做对比。从附录 C 中这四家基金公司五年的业绩可以看出来，它们的收益率和道指非常接近。它们管理的资产规模合计约 35 亿美元。

为了让大家尽快看到这封信，我们邮寄出去的时候两家封闭式基金的业绩还没出来。两只开放式基金的业绩都不如道指，Massachusetts Investors Trust 亏损 23%，Investors Stock Fund 亏损 25.4%。这个现象很正常。1962 年 6 月 13 日，《华尔街日报》在头版刊发了一篇文章“基金 vs. 市场”(Funds vs. Market)。文章研究了 17 只股票基金，从道指 734 点起到撰文时止，它们全军覆没，都输给了道指，差别就是输多输少而已。

上半年，最受伤的是所谓的“成长”基金，它们比道指跌得惨多了，几乎无一幸免。前几年业绩最好的三只“成长”(这里真该用引号)基金，Fidelity Capital Fund、Putnam Growth Fund 和 Wellington Equity Fund，上半年平均下跌 32.3%。说句公道话，这些成长基金在 1959-61 年业绩亮丽，到现在为止，它们的总业绩还是比指数高，将来也可能领先指数。令人匪夷所思的是，许多人被这几只基金前几年傲人的业绩吸引，争先恐后地买入，正好赶上了今年的业绩大跌，那些能享受到前几年优



异业绩的人肯定是少数。这恰好证明了我的观点：评判投资业绩必须看经过一个牛熊周期的长期表现。股市总有牛熊，和六个月前相比，可能大家现在更能明白这个道理。

之所以列出基金公司的业绩，不是因为我们的投资方法和它们的一样，也不是因为我们投资的股票和它们一样，而是因为它们代表了管理 200 亿美元证券的高薪职业基金经理人的打击率 (batting average)。我认为，它们的表现也能代表管理更大资产规模的投资机构。如果合伙人没选择我们的合伙基金，很多合伙人选择的就类似的投资管理方式。

### 资产价值：

上述业绩计算未扣除总合伙人的分成和每月向合伙人支付的利息。若按市值计算的合伙基金整体收益率未达到 6% 以上（亏损将在下一年度抵减），总合伙人没有分成。因此，在本年度前六个月，没有提现的合伙人市值权益减少 7.5%，按照年利率 6% 提现的合伙人市值权益减少 10.5%。如果本年业绩低于 6%（除非道指大涨，否则很可能），1962 年 12 月 31 日，获得每月利息的合伙人的市值权益会减少。按照新市值权益，明年以 6% 的利率每月支付的利息同样会相应减少。假如我们今年整体亏损 7%，一位获得每月利息的合伙人 1962 年 1 月 1 日拥有市值权益 100,000 美元，1962 年 12 月 31 日，他的权益则是 87,000 美元。权益下降是因为亏损 7% 减少 7,000 美元，再扣除每月 500 美元，全年 6,000 美元的利息。1963 年 1 月 1 日，新的市场权益为 87,000 美元，明年每月的利息就是 435 美元。

以上计算完全不适用于 1962 年收到的预先存入资金，因为这部分资金只是获得 6% 的利息，不参与盈亏。

沃伦·E 巴菲特谨上  
1962 年 7 月 6 日

### 附录 A

#### 道琼斯工业指数

年份	收盘价	年度涨跌	股息	道指整体收益	道指整体收益率
1956	499.47	--	--	--	--
1957	435.69	-63.78	21.61	-42.17	-8.4%
1958	583.65	+147.96	20.00	+167.96	+38.5
1959	679.36	+95.71	20.74	+116.45	+20.0
1960	615.89	-63.47	21.36	-42.11	-6.2
1961	731.14	+115.25	22.61	+137.86	+22.4
6/30/62	561.28	-169.86	11.00 Est.	-158.86	-21.7

## 附录 B

### 合伙基金业绩

年份	合伙基金业绩 (1)	有限合伙人业绩 (2)
1957	+10.4%	+9.3%
1958	+40.9	+32.2
1959	+25.9	+20.9
1960	+22.8	+18.6
1961	+45.9	+35.9
6/30/62	-7.5	-7.5

(1) 1957-61 年的数据包含全年管理的所有有限合伙人综合业绩，已扣除营业费用，未扣除有限合伙人和总合伙人分成。

(2) 1957-61 年的数据在前一列合伙基金业绩基础上计算，按照当前合伙协议扣除总合伙人分成。

## 附录 C

### 年度业绩

年份	Mass. Inv. Trust (1)	Investors Stock (1)	Lehman (2)	Tri-Cont. (2)
1957	-11.4%	-12.4%	-11.4%	-2.4%
1958	+42.7	+47.5	+40.8	+33.2
1959	+9.0	+10.3	+8.1	+8.4
1960	-1.0	-0.6	+2.5	+2.8
1961	+25.6	+24.9	+23.6	+22.5
6/30/62	-23.0	-25.4	N. A.	N. A.

(1) 按照当年资产价值变化以及持有人分红计算。

(2) 数据来源于 Moody Bank & Finance Manual – 1962。

### 累计收益率

年份	Mass. Inv. Trust	Investors Stock	Lehman	Tri-Cont.	道指	有限合伙人
1957	-11.4%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	+9.3%
1957-8	+26.4	+29.2	+24.7	+30.0	+26.9	+44.5
1957-9	+37.8	+42.5	+34.8	+40.9	+52.3	+74.7
1957-60	+36.4	+41.6	+38.2	+44.8	+42.9	+107.2
1957-61	+71.3	+76.9	+70.8	+77.4	+74.9	+181.6
1957-6/30/62	+31.9	+32.0	N. A.	N. A.	+37.0	+160.5

## 1962 年 7 月 6 日信解读

来源: gurufocus

作者: Value Study

1962 年上半年，合伙基金的业绩是亏损 7.5%，道指下跌 21.7%。第一，巴菲特管理的合伙基金出现亏损的时候非常少见，所以这半年的亏损非常值得注意。第二，虽然合伙基金亏损 7.5%，但巴菲特说“上半年我们的表现异常出色”。他的意思是和道指相比，1962 年上半年是合伙基金成立以来业绩最好的一段时期（14.2 个百分点的优势）。巴菲特说过很多次了，他衡量表现的标准是合伙基金与道指的相对业绩。

他说“道指下跌的时候，正是我们显身手的时候，我们可以在此时与道指拉开差距，多赢几个百分点。等到市场上涨的时候，只要能跟上，最后我们就能取得非常令人满意的长期收益率。”1962 年上半年，合伙基金确实做到了比道指跌得更少。他说合伙基金的目标是“道指每跌 1%，我们只跌 0.5%。这样的表现能说明，与任何其他投资股票的途径相比，我们做的都是非常保守的。”1962 年上半年，合伙基金比设定的目标表现更好。道指下跌 21.7%，巴菲特的目标是大约下跌 10.9%，但是合伙基金只下跌了 7.5%。有一点要注意，在计算这个 7.5% 的下跌时，没调整登普斯特风车制造公司 (Dempster Mill Manufacturing Company) 控股权益的估值”。对这部分控股权益的估值，肯定对合伙基金的业绩起到了拉动作用，对战胜道指贡献不少（登普斯特可是合伙基金的重仓，占合伙基金 1961 年末净资产的 21% 左右）。但是巴菲特没调整这部分估值的变动，可能还是保守的做法，因为“最近几个月已经有了进展，我们可能会实现更高的价值”。

“我们的目标是道指每跌 1%，我们只跌 0.5%。这样的表现能说明，与任何其他投资股票的途径相比，我们做的都是非常保守的。”这句话值得体会一下。它的意思是，要是道指下跌 1%，合伙基金只跌 0.5%，就能说明合伙基金比其他股票投资途径都保守（跌得少=保守）。

讲“成长”基金那段对我有两点启发：一是千万不要追逐业绩亮丽的；二是我要始终牢记“股市总有牛熊”，涨跌都有尽头。

1962 年 11 月 1 日信

BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.  
810 KIEWIT PLAZA  
OMAHA 31, NEBRASKA

1962 年 11 月 1 日

各位合伙人：

我们一年一度的文书工作又开始了。

（下面讲和合同确认，以及要求有限合伙人选择是否提现或投资等，省略。）

.....  
.....

读到这里，我该向各位报告一下我们从年初到现在的投资情况了。从年初到 10 月 31 日，将股息计算在内，道指整体下跌 16.8%。我们持有登普斯特风车制造公司 (Dempster Mill Manufacturing Company) 的控股权益。本年末，我们打算仍使用去年末的方法对这部分控股权益估值。在计算时，我使用不同的折价率对资产负债表中的各个项目估值，得出短期内清算可实现的价值。在去年的计算中，我将存货打 6 折，应收账款打 8.5 折，再加上固定资产拍卖估算价，得到的估值是每股 35 美元左右。

1962 年，我们已成功将登普斯特的大量资产按原价变现，这是今年工作中的亮点。例如，去年的存货账面价值是 420 万美元，折价后 252 万美元，今年末存货账面价值可能是 160 万美元，库存减少 92 万美元。我将在 1962 年信中详细介绍这笔投资的进展。现在看来，按照去年同样的折价率，登普斯特年末的估值应该至少有每股 50 美元。我们的资产变现工作做得如何？或许只要看现金和负债的变化就很明了了。1961 年 11 月 30 日（登普斯特财年年末），我们拥有 16.6 万美元的现金，231.5 万美元的负债。预计今年末，我们会有相当于 100 万美元的现金和投资（投资风格与合伙基金一致）和 25 万美元的负债。我们看好 1963 年登普斯特的前景，明年将加快扩大登普斯特的投资组合。

按登普斯特每股 50 美元的估值，截止到 10 月 31 日（不计算支付给合伙人的利息），合伙基金的收益率是 5.5%。如果能将跑赢道指 22.3 个百分点的这个成绩保持到年末，这将是我们成立以来取得的最大领先优势。在这 22.3 个百分点的中，登普斯特的估值增加贡献了 40%，投资组合中的其他部分贡献了 60%。

无论是老合伙人，还是新加入的，我希望大家都清楚地认识到，上述业绩纯属异常的极少数情况。我们能取得这个业绩，主要是因为道指下跌时，我们将大部分资金投入到了控制类和套利类中。如果道指 1962 年是大幅上涨，我们的相对业绩会很差。到现在为止，我们 1962 年的业绩优异，这不是因为我能猜出市场的涨跌（我从来不猜），只是因为当时低估类价格太高，我没的选择，只能加大其他类型的仓位配置。要是后来道指继续飙升，我们现在就只能仰视道指了。我们肯定会有跟不上指数的时候，我们已经做好了充分的心理准备。我相信从长期来看，我们不可能落后道指，

否则我早就低头认输买指数了。

我就不多说了，只是希望大家别以为我们能一直保持过去几年的业绩记录，我们将来不会领先道指这么多。

每封信的最后，我都会说，各位合伙人如果有疑问，请随时找我。这封信也一样，有不清楚的就问我。我们有了秘书，买了新打字机，希望大家都能对信中的内容一清二楚。

沃伦 E. 巴菲特谨上

1962 年 12 月 24 日信

BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.

810 KIEWIT PLAZA

OMAHA 31, NEBRASKA

1962 年 12 月 24 日

尊敬的各位有限合伙人：

下列税收信息非常重要。如果你亲自报税，请务必读懂下列内容。如果你请别人代为报税，请转达以下用于报税的信息。

- (1) 在报税时，合伙人不必申报本年度从合伙基金收到的股息。
- (2) 1 月 20 日之前，我或我们的审计会将所有需要缴纳联邦所得税的项目寄给各位。我们会告知各位如何申报。在此之前，请勿报税。
- (3) 内布拉斯加州居民无需将合伙基金权益申报为个人财产税。合伙基金直接支付个人财产税，各位合伙人无需支付。
- (4) 如果来自合伙基金的潜在收益(按市值计算持有权益的 15% 或 20%)占你总收入的比重很大，比较稳妥的做法是，按照你 1962 年实际纳税金额填写 1963 年的各季度估算金额。这样可以避免因估算额过低而受罚。你要为自己能从合伙基金所得收益的季度估算负责。如果你对今年的估算和去年实际支付税款相同，就不会因为估算额过低而受罚。

如有任何疑问，请告诉我。1 月份，你会收到我们寄出的下列文件：

- (1) 毕马威会计师事务所出具的审计报告。
- (2) 上文所说的税务数据。
- (3) 将增资和提现计算在内，你的合伙基金权益于 1 月初的市值对账单。
- (4) 我特立独行的年度信。

上一封信写于 11 月 1 日，此后股市大涨，我们相对道指的领先优势有所减少。截止目前，道指的整体收益率约为 -8.5%。我们的整体收益率大概是 11.5%。扣除总合伙人分成和有限合伙人的利息，有限合伙人的收益率约为 10%。如果年末仍然保持这一水平，与年初相比，以每月 0.5% 获得利息的合伙人的资本将增值 4% 左右。

上述数据仅为估算，一切都要到 12 月 31 日才能最终确定。如对本信内容有任何疑问，请在 12 月 31 日前写信或当面联系我。

沃伦·E 巴菲特谨上

## 1962 年 12 月 24 日信解读

来源: gurufocus

作者: Value Study

这封信讲的主要是和报税有关的一些重要问题，也提到了 1962 年 11 月 1 日以来的股市表现。

信中有几个地方值得注意：

巴菲特向合伙人提供了报税信息和指导。所有基金都会做这个工作，但是巴菲特做了更多。他给合伙人提了一个建议，告诉他们如何避免因为估算报税金额过低而受罚。我觉得他这么做是想告诉合伙人怎么在避免受罚的同时交最少的税。如果合伙人以 1962 年实际的纳税金额为准缴税，很可能低于实际应该缴纳的金额(如果合伙人的资本升值了、合伙基金权益收益增加了，就应该交更多税。这可是巴菲特的合伙基金，资本升值和收益增加很正常)。假如合伙人交的税少了，他们可以把省下来的钱先自己拿着用，等到明年再交给税务局。我就想，有巴菲特告诉你怎么报税真是好。

12 月 24 日，合伙基金的收益率是 11.5%，道指的收益率是负 8.5%，合伙基金跑赢道指 20 个百分点。10 月 31 日，合伙基金的收益率是 5.5%，跑赢道指 22.3 个百分点。很了不起。

还有一个地方很有意思。在道指下跌 8.5% 的这一年，巴菲特的有限合伙人可以从 1962 年初的自己的资金中拿出来 6%，最后到年末资金还能增加 4%。从这一点可以看出来，与买指数相比，巴菲特合伙基金的投资方法确实大不相同。



1963 年 1 月 18 日信  
BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.  
810 KIEWIT PLAZA  
OMAHA 31, NEBRASKA  
1963 年 1 月 18 日

### 基本原则

有几个合伙人向我坦白（是该坦白），说我的年度信太长了，他们都读不完。我好像确实一年比一年啰嗦，于是我决定在第一页就把最重要的基本原则列出来。所有人都应该把这些原则完全看明白。大多数合伙人可能觉得没必要一再重复，但我还是要这么做。我宁愿 10 位合伙人里有 9 位略感厌倦，也不愿剩下的 1 位对基本原则存在误解。

1. 合伙基金绝对不向合伙人做任何收益率保证。按照每月 0.5% 利率提现的合伙人就是在提取自己的现金。如果我们的长期收益率高于每年 6%，合伙人的盈利金额会大于提现金额，合伙人的本金会增加。如果我们收益率达不到 6%，则每月的利息部分是或全部是本金的返还。
2. 对于获得利息的合伙人而言，某一年我们的业绩没达到 6% 以上，下一年他们得到的利息会减少。
3. 我们在讲每年的收益或亏损时，说的都是市值变化，也就是年末与年初相比，按市值计算的资产变化。报税时使用的是实现的损益，在任何一年中，我们所说的合伙基金的年度收益与应税所得额基本无关。
4. 我们做的好坏与否，不能用我们某一年的盈亏衡量。衡量我们表现的标准是投资股票的普遍业绩，即与道指和大型基金对比。只要我们的业绩比标准高，无论我们盈亏，我们都认为这一年做得很好。如果我们低于标准，我应该受到责备。
5. 我认为评价表现应该看五年，至少要看三年，低于三年的业绩没有意义。我们的合伙基金肯定有落后道指的年份，甚至是远远落后。除非处于投机炽热的疯牛市，如果三年或三年以上，我们表现不如道指，我们都应该把钱拿出来，另寻门路。
6. 我不做预测股市涨跌或经济波动的事。如果你觉得我能预测出来，或者认为不预测就做不了投资，合伙基金不适合你。
7. 我无法向合伙人承诺业绩。我能做出承诺并保证做到的是：
  - a. 我们选择投资的依据是价值高低，不是流行与否。
  - b. 我们在每一笔投资中都追求极大的安全边际并分散投资，力图将永久性资本损失（不是短期账面亏损）的风险降到绝对最小值。

c. 我的妻子、子女和我把我们的所有净资产都投在合伙基金里。

## 1962 年业绩

我一直告诉合伙人我的这个期望：道指下跌的年份，我们要大显身手；道指上涨的年份，无论涨多少，我们都可能羞得脸红。1962 年符合我的预期。

由于市场在最后几个月大涨，按照道指涨跌幅来看，大盘的下跌幅度没有很多人想的那么恐怖。道指年初 731 点，六月份下探到 535 点，但年终收于 652 点。道指 1960 年的收盘价是 616 点，虽然过去几年上蹿下跳，从整体来看，股市投资者又回到了 1959 或 1960 年附近。1961 年持有道指的投资者市值下跌 79.04 点或 10.8%。去年，还有人在炒那些股价在天上的股票，我猜他们里面应该有人后悔还不如买指数。持有道指的投资者还得到了大约 23.30 点的股息，加上股息，去年道指的整体收益率是下跌 7.6%。我们的整体业绩是上涨 13.9%。下面是道指收益率、Buffett Partnership, Ltd 总合伙人分成前合伙基金收益率、我全年管理的有限合伙人的收益率、以及合伙基金早年收益率的逐年对比情况。

Year	Overall Results from Dow	Partnership Results (1)	Limited Partners Results (2)
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1958	38.5%	40.9%	32.2%
1959	20.0%	25.9%	20.9%
1960	-6.2%	22.8%	18.6%
1961	22.4%	45.9%	35.9%
1962	-7.6%	13.9%	11.9%

(1) 1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算有限合伙人利息和总合伙人分成。

(2) 1957-61 年的数据按前一系列合伙基金收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了总合伙人分成。

下表显示的是三者的累计收益率或复合收益率以及平均年化复合收益率：

Year	Overall Results from Dow	Partnership Results	Limited Partners Results
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1957-58	26.9%	55.6%	44.5%
1957-59	52.3%	95.9%	74.7%
1957-60	42.9%	140.6%	107.2%
1957-61	74.9%	251.0%	181.6%
1957-62	61.6%	299.8%	215.1%
Annual Compounded Rate	8.3%	26.0%	21.1%

我有个不科学的观点，我认为，投资的长期收益率能超越道指 10 个百分点就顶天了，所以请各位读者自行在心里调整上述某些数字。

有的合伙人担心我们的规模会影响业绩。我在去年的年度信中讲过这个问题。当时我的结论是：有的投资类型，规模大有帮助，有的投资类型，规模大是拖累，此消彼长，规模不会影响我们的业绩。

我说了，如果我的看法变了，我会告诉大家。从 1957 年初到 1962 年初，有限合伙基金的总资产从 303,726 美元增长到 7,178,500 美元。我们的资产一直在增加，尽管如此，到目前为止，我们相对道指的优势并没有减少的迹象。

## 基金公司的业绩

除了与道指对比，我们通常还会列出两家最大的开放式股票型基金和两家最大的分散型封闭式投资公司的业绩。Massachusetts Investors Trust、Investors Stock Fund、Tri-Continental Corp. 和 Lehman Corp. 这四家公司管理着 30 多亿美元的资金，基金行业管理的总资产是 200 亿美元，这四家公司应该能代表大多数的基金公司。银行信托部门和投资咨询机构管理的资产总规模更大，我认为它们的业绩也和这四家基金公司不相上下。

我想用下面的表格说明，作为衡量投资业绩的指数，道指不是那么容易战胜的。上述四家基金由能力出众的经理人管理，它们每年收取的管理费是 700 万美元左右，整个基金行业收取的管理费数额就更庞大了。我们可以看看这些高薪人才的打击率 (batting average)，他们的业绩和道指相比略逊一筹。我在这里绝不是要批评别人。基金经理在机构的条条框框内要管理几十亿上百亿的资金，根本不可能取得更高的平均业绩。基金经理的贡献不在于更高的收益率。我们的投资组合和投资方法都与上述基金差别很大。对于我们的大多数合伙人来说，如果不把资金投到我们的合伙账户中，其他的选择可能就是基金等投资公司，获得与基金类似的收益率，因此，我认为与基金对比来检验我们的业绩很有意义。

Year	Mass. Inv. Trust (1)	Investors Stock (1)	Lehman (2)	Tri-Cont. (2)	Dow	Limited Partners
1957	-11.4%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	9.3%
1958	42.7%	47.5%	40.8%	33.2%	38.5%	32.2%
1959	9.0%	10.3%	8.1%	8.4%	20.0%	20.9%
1960	-1.0%	-0.6%	2.5%	2.8%	-6.2%	18.6%
1961	25.6%	24.9%	23.6%	22.5%	22.4%	35.9%
1962	-9.8%	-13.4%	-13.0%	-10.0%	-7.6%	11.9%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1962 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-61。1962 年数据为估算值。

## 复合收益率

Year	Mass. Inv. Trust	Investor Stock	Lehman	Tri-Cont.	Dow	Limited Partners
1957	-11.4%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	9.3%
1957-58	26.4%	29.2%	24.7%	30.0%	26.9%	44.5%
1957-59	37.8%	42.5%	34.8%	40.9%	52.3%	74.7%
1957-60	36.4%	41.6%	38.2%	44.8%	42.9%	107.2%
1957-61	71.3%	76.9%	70.8%	77.4%	74.9%	181.6%
1957-62	54.5%	53.2%	48.6%	59.7%	61.6%	215.1%
Annual Compounded Rate	7.5%	7.4%	6.8%	8.1%	8.3%	21.1%

## 复利的喜悦

据说西班牙的伊莎贝拉女王 (Isabella) 最初投资了 30,000 美元给哥伦布。人们认为女王的这笔风险投资做得相当成功。不考虑发现新大陆的成就感, 必须指出的是, 即使“逆权侵占”(squatters rights) 最后成立了, 这笔投资也没那么了不起。粗略计算, 30,000 美元, 按照每年 4% 的收益率投资, 年复一年复利积累, 到 1962 年就会增加到 2,000,000,000,000 美元左右 (不是政府的统计员, 不认识这么大的数, 这是 2 万亿美元)。按照同样的计算方法, 可以说明曼哈顿的印第安人没吃亏。这种神奇的几何级递增效应说明要想非常有钱有两个办法: 要么活得很长, 要么以相当高的收益率让资金复利增长。对于前者, 我没什么有用的建议。

下面列出了 100,000 美元以 5%、10% 和 15% 的复合收益率增长 10 年、20 年和 30 年的情况。差别很小的收益率, 日积月累, 最后得出的数字相差如此悬殊, 我总是觉得这太神奇了。就是因为这个道理, 尽管我们追求更高的收益率, 我觉得能领先道指几个百分点, 我们的努力就很值了。经过十年、二十年, 这就是巨大的财富了。

	5%	10%	15%
10 Years	\$162,889	\$259,374	\$404,553
20 Years	\$265,328	\$672,748	\$1,636,640
30 Years	\$432,191	\$1,744,930	\$6,621,140

## 我们的投资方法

我们做的投资可以分为三个类型: 这几种类型的投资各有各的特性, 我们如何在这几类投资中分配资金会对我们每年相对道指的业绩产生重要影响。每类投资的占比事先有一定的计划, 但实际分配时会见机行事, 主要视投资机会情况而定。

第一类是低估的股票, 在此类投资中, 我们对公司决策没有话语权, 也掌控不了估值修复所需时间。这些年来, 在我们的投资中, 低估的股票是占比最大的一类, 这类投资赚的钱比其他两类都多。我们一般以较大仓位 (每只占我们总资产的 5% 到 10%) 持有 5、6 只低估的股票, 以较小的仓位持有其他 10 或 15 只低估的股票。

此类投资获利的时间有时候很短, 很多时候则需要几年。在买入时, 很难找到任何令人信服的理由来解释这些低估的股票怎么就能涨。但是, 正因为黯淡无光, 正因为看不到任何短期上涨的希望, 才有这么便宜的价格。付出的价格低, 得到的价值高。在低估类中, 我们买入的每只股票价值都远远高于价格, 都存在相当大的安全边际。每只都有安全边际, 分散买入多只, 就形成了一个既有足够安全保障, 又有上涨潜力的投资组合。对于低估类, 我们本来就没打算赚到最后一分钱, 能在买入价与产业资本评估的合理价值中间的位置附近卖出, 我们就很满意了。

很多时候, 我们买低估的股票是跟着大股东吃肉喝汤, 我们觉得大股东有计划优化资源, 转化没盈利能力或利用率低的资产, 我们就跟着买。在桑伯恩和登普斯特这两笔投资中, 我们亲自动手优化资源, 但是在其他条件一样的情况下, 我们更愿意让别人做这个工作。做这样的投资, 不但价值要足够高, 而且跟谁也要选好。

低估类的涨跌受大盘影响很大, 就算便宜, 也一样会下跌。当市场暴跌时, 低估类的跌幅可能不亚于道指。我相信低估类能长期跑赢道指, 也能在 1961 年那样的牛市中跑赢道指。在我们的投资组

合中，低估类对收益率的贡献最大。在市场下跌时，低估类也是最脆弱的。1962 年，低估类不但没给我们赚到钱，可能连道指都没跟上。

我们的第二类投资是“套利类”。在套利类投资中，投资结果取决于公司行为，而不是股票买卖双方之间的供给和需求关系。换言之，此类股票有具体的时间表，我们可以在很小的误差范围内，事先知道在多长时间可以获得多少回报，可能出现什么意外，打乱原有计划。并购、清算、重组、分拆等公司活动中可以找到套利机会。近些年来，套利机会主要来自大型综合石油公司收购石油生产商。

无论道指涨跌如何，套利投资每年基本上都能带来相当稳定的收益。在某一年，如果我们把投资组合中大部分资金用于套利，这年大市下跌，我们的相对业绩会很好；这年大市上涨，我们的相对业绩会很差。

1962 年，我们运气很好，我们的投资组合中套利类占比很高。我以前说过，这不是绝对不是因为预见到了市场会怎么走，而是因为我发现套利类的投资机会比低估类更好。下半年市场上涨，集中于套利类投资拖累了我们的业绩。

多年以来，套利是我们第二大投资类别。我们总是同时进行 10 到 15 个套利操作，有的处于初期阶段，有的处于末期阶段。无论是从最终结果，还是过程中的市场表现来讲，套利类投资具有高度安全性，我相信完全可以借钱作为套利类投资组合的部分资金来源。在收到审计报告后，大家可以看到我们今年向银行和券商支付了 75,000 美元的利息。我的借款利率是 5% 左右，借款总额 1,500,000 美元。1962 年是跌市，你可能觉得在这样的行情里借钱会降低收益率。实际上，我们的所有借款都用于补充套利资金，套利类今年的收益很高。不考虑借钱对收益的放大作用，套利类的收益率一般在 10% 到 20% 之间。我自己规定了一个限制条件，借来的钱不能超过合伙基金净值的 25%，但是如果出现特殊情况，我可能在短期内破例。

在大家即将收到的审计文件中包含我们年末的资产负债表，从中可以看出，做空的证券总额是 340,000 美元左右。今年年底我们做了一笔套利，这笔做空交易是做这笔套利同时做的。在这笔投资中，在一段时间里，我们几乎没有任何竞争对手，投入资金几个月就能获得 10% 以上的收益率（毛利率，不是年化收益率）。在这笔套利中同时做空可以消除大盘下跌的风险。

最后一类是“控制类”。在此类投资中，我们或是拥有控股权或者是大股东，对公司决策有话语权。衡量此类投资肯定要看几年时间。当我们看好一只股票，在收集筹码时，它的股价最好长期呆滞不动，所以在一年中，控制类投资可能不会贡献任何收益。此类投资同样受大盘影响相对较小。有时候，一只股票，我们是当做低估类买入的，但是考虑可能把它发展成控制类。如果股价长期低迷，很可能出现这种情况。我们经常还没买到足够的货，就涨起来了，我们就在涨起来的价格卖掉，成功完成一笔低估类投资。

#### 登普斯特风车制造公司 (Dempster Mill Manufacturing Company)

1962 年，我们持有登普斯特 73% 的控股权益，这笔投资的表现是 1962 年的亮点。登普斯特主要经营农具（大部分产品零售价格在 1,000 美元以下）、灌溉系统、水井设备以及管道铺设。

过去十年，这家公司销售额增长停滞、存货周转率低、投入的资本根本没创造任何收益。

1961 年 8 月，我们取得了登普斯特的控股权，买入均价是每股 28 美元，一部分是早些年以每股 16 美元买的，大部分是 8 月份通过一笔大宗交易以 30.25 美元买的。在取得一家公司的控股权后，公司的资产价值就上升到了首要地位，股票这张纸的市场报价就没那么重要了。

去年，我们按照以不同折价率评估各项资产的方法来给登普斯特估值。在估值中，我没看各项资产的盈利潜力，只把它们当成没盈利能力的资产，计算在短期内清算可以获得多少价值。我们要做的是以较高的复利，让这些资产增值。以下为登普斯特去年的合并资产负债表和公允价值计算。

(000's omitted)					
Assets	Book Figure	Valued @	Adjusted Valuation	Liabilities	
Cash	\$166	100%	\$166	Notes Payable	\$1,230
Accts. Rec. (net)	\$1,040	85%	\$884	Other Liabilities	\$1,088
Inventory	\$4,203	60%	\$2,522		
Ppd. Exp. Etc.	\$82	25%	\$21		
Current Assets	\$5,491		\$3,593	Total Liabilities	\$2,318
Cash Value Life ins., etc.	\$45	100	\$45	Net Work per Books:	\$4,601
		Est. net auction value			
Net Plant Equipment	\$1383		\$800	Net Work as Adjusted to Quickly Realizable Values	\$2,120
Total Assets	\$6,919		\$4,438	Shares outstanding 60,146 Adj. Value per Share	\$35.25

登普斯特的财年结束于 11 月 30 日，由于当时完整的审计报告还没出来，我估算了一些数字，最后得出登普斯特去年的价值是每股 35 美元。

起初，我们希望能和原有管理层共同努力提升资本效率、提高利润率、降低开支。我们的努力毫无成效。在徒劳无功的努力了六个月后，我们发现管理层要么是能力不行、要么是不愿改变，对我们的目标只是嘴上应付，什么都没做成。这个状况必须改变。

我有个好朋友，他从来都不夸大其词，但是他向我强烈推荐哈里·博特尔 (Harry Bottle)，说他能解决我们的问题。1962 年 4 月 17 日，我在洛杉矶见到了哈里，我和他谈好了目标和报酬，4 月 23 日他就来到阿特丽斯出任登普斯特总裁。

哈里绝对是我们的年度之星。我们给他设定的每个目标，哈里都达到了，而且总是给我们带来意外的惊喜。他完成了一个又一个看似不可能的任务，而且总是先挑最硬的骨头啃。我们的盈亏平衡点降低了一半，销售缓慢或毫无价值的存货被清仓或核销，营销流程整肃一新，没盈利能力的设备统统卖掉。

哈里的贡献从下面的资产负债表中可见一斑。表中呈现的仍然是不能盈利的资产，依旧按照去年的



方法估值。

(000's omitted)					
Assets	Book Figure	Valued @	Adjusted Valuation	Liabilities	
Cash	\$60	100%	\$60	Notes payable	\$0
Marketable securities	\$758	Mrkt. 12/31/62	\$834	Other liabilities	<u>\$346</u>
Accts. Rec. (net)	\$796	85%	\$676	Total liabilities	\$346
Inventory	\$1,634	60%	\$981		
Cash value life ins.	\$41	100%	\$41	Net Worth:	
Recoverable Income Tax	\$170	100%	\$170	Per Books	\$4,077
Ppd. Exp. Etc.	<u>\$14</u>	25%	<u>\$4</u>	As Adjusted to quickly realizable values	\$3,125
				Add: proceeds from potential exercise of option to Harry Bottle	<u>\$60</u>
Current Assets	\$3,473		\$2,766		
				Shares outstanding 60,146	
Misc. Invest.	\$5	100%	\$5	Add: shs. Potentially outstanding under option 2000	
				Total shs. 62,146	
Net Plant Equipment	<u>\$945</u>	Est. net auction value	<u>\$700</u>		
				Adjusted value per share	\$51.26
Total Assets	\$4,423		\$3,471		

值得注意的有三点：(1) 虽然由于资产清理和核销（存货核销了 550,000 美元，固定资产出售价格高于账面价值），净资产略有减少，但是我们将资产变现的速度是相当快的，比我们年初估值时的预期要快多了。(2) 可以说，我们把不赚钱的制造业务中的资产变现，投入到了能赚钱的股票投资生意里。(3) 我们廉价买入资产，用不着变戏法，就能获得极高的收益率。这是我们的投资理念之本：“永远不指望卖出好价钱。就是要买的很便宜，卖出价格不高也能很赚钱，多赚的就算锦上添花了。”

1963 年 1 月 2 日，登普斯特获得了 1,250,000 美元的无抵押定期贷款。再加上从登普斯特“释放”出来的资金，我们可以给登普斯特构建一个折合每股 35 美元的投资组合，远高于我们买入整个公司时支付的价格。因此，我们当前给登普斯特的估值包括两部分：一部分是制造业务，每股 16 美元；另一部分是证券组合，与合伙基金投资方式类似，每股 35 美元。

我们会争取让 16 美元的制造业务以较高的复利增长。我们相信我们有能力实现这个目标。如果按照现在的状况，制造业务将来能赚钱，那就好办了。就算它不赚钱，我们也有办法。

有一点需要大家注意，去年，我们主要是解决登普斯特的资产转化问题，影响登普斯特的不是股市波动，而是我们处置资产的结果如何。1963 年，制造业务中的资产仍然重要，但是从估值角度来说，因为我们像在合伙基金所做的投资一样，将登普斯特的大量资金用于买入低估的股票，它的表现会明显更接近低估类。考虑到纳税问题，我们可能不会将登普斯特的资金用于投资套利类。今年道指的涨跌会严重影响登普斯特的估值，这和去年不一样。最后，还有一个很重要的问题要告诉大家。我们的合伙基金现在找到了一个善于经营公司的人才，有了他的帮助，我们将来的控股类投资

会做得更好。我去邀请哈里之前，他从没想过要管理一家农具公司。他善于适应新环境、工作努力、执行能力强。他希望自己工作做得好，报酬也要高，我喜欢他这种人，他们不像有的经理人，就知道要在总裁办公室配备镀金洗手间。

哈里和我惺惺相惜，他与我们合伙基金的合伙是共赢。

## 关于保守

我觉得经过了 1962 年，大家可能会对保守更有体会，因此我要在这里重复一遍去年信中关于保守的内容：

“从上述三类投资中，大家可以对我们投资组合的保守程度有个大概了解。很多年前，许多人买了中期或长期市政债券或国债，以为自己很保守。这些债券的市值多次大跌，这些人很多肯定也没做到资产保值或提升实际购买力。

现在，很多人意识到通货膨胀的问题了，但可能又担心过头了，他们几乎不看市盈率或股息率就买入蓝筹股，以为自己很保守。那些以为买债券就是保守的人，我们看到他们后来的结果了，现在以为买蓝筹股就是保守的人，结果如何还不得而知，但我认为这么投资风险很大。猜测贪婪善变的大众会给出多高的市盈率，毫无保守可言。

不是因为很多人暂时和你意见一致，你就是对的。不是因为重要人物和你意见一致，你就是对的。当所有人都意见一致时，正是考验你的行为是否保守的时候。

在很多笔投资的过程中，只要你的前提正确、事实正确、逻辑正确，你最后就是对的。只有凭借知识和理智，才能实现真正的保守。

我们的投资组合和一般人的不一样，完全不能证明我们是否比一般人更保守。是否保守，必须看投资方法如何，投资业绩如何。

我认为，要客观评判我们投资的保守程度，就应该看我们在市场下跌时业绩如何，最好是看我们在市场大跌时的表现。1957 年和 1960 年，市场温和下跌，从我们的业绩可以看出来，我说的没错，我们的投资方法确实极为保守。我欢迎任何合伙人提出客观评判保守程度的方法，看一下我们做的如何。我们实现的亏损从来没超过净资产总额的 0.5% 或 1%，我们实现的收益总额与亏损总额之比约为 100 : 1。这表明我们一直处在上行的市场中，但是，在这样的市场里，一样可能出现很多亏钱的交易（你自己就能找到一些例子），所以我觉得这个比例还是能说明一些问题的。

1962 年，我们确实在一笔投资中出现了 1.0% 的亏损，我们实现的收益与亏损之比仅略高于 3:1。但是，对比一下常见（常见不等于保守）的股票投资方法，你会发现我们的投资方法风险要低得多。去年，我们相对道指的优势都是在市场下跌时取得的，市场上涨后，我们的领先优势则略微缩小。

## 例行预测

我肯定不会预测明后年宏观经济或股市行情会怎么样，我根本不知道。



我认为今后十年，有几年大盘会涨 20% 或 25%，有几年大盘会跌 20% 或 25%，其余年份则在二者之间。我完全不知道哪年涨、哪年跌，长期投资者也不关心某一年的涨跌。请看一下前面的第一张表格，把每年的顺序打乱，复合收益率仍然不变。如果今后四年道指的收益率是 +40%、-30%、+10% 和 -6%，具体顺序如何对我们来说根本不重要，只要四年后我们还在。长期来看，算上股息和市值增长，道指的年复合收益率可能在 5% 到 7% 之间。虽然过去十年道指涨得很多，但如果你期望道指的年复合收益率高于 5% 到 7%，道指很可能让你失望。

我们的工作是一年复一年的超越道指，集小胜为大胜，不是特别在意某一个年的绝对收益率是正是负。与我们和指数都上涨 20% 的年份相比，我认为，在指数下跌 30% 而我们下跌 15% 的年份，我们的表现更出色。

在讲我们的投资方法时，我已经说过了，与道指相比，我们表现最好的年份可能出现在下跌或平盘的市场中。因此，我们取得的相对收益可能时高时低，相差很大。有些年份，我们肯定会落后道指，但是如果长期来看，我们能平均每年战胜道指 10 个百分点，我觉得我们的业绩就很好了。

具体来说，某一年市场下跌 35% 或 40%（我觉得今后十年里某一年出现这种情况的概率是很大的，谁都不知道是哪年），我们应该只下跌 15% 或 20%；某一年道指平盘，我们应该上涨 10%；某一年道指上涨超过 20%，我们很难跟上。要是道指从 1962 年 12 月 31 日的点位上涨 20% 或 25%，我们很可能落后。长期来看，只要我们能有所表现，如果道指的年化复合收益率在 5% 到 7% 之间，我们的业绩应该是每年 15% 到 17%。

你可能觉得我的预测不对，等到 1965 年或 1970 年时回过头来看，我的预测可能就是不对，就算我的长期预测是准确的，任何一年的表现都可能存在巨大波动。另外，我的预期可能存在严重的个人偏见，这个大家也要清楚。

## 其他事项

我以前在家办公，今年有了像样的办公室。没想到的是，重新回到朝九晚五的生活，我并不觉得不适应。现在不用什么事都将就了，我很高兴。

今年年初，合伙基金的净资产是 9,405,400 美元。1962 年初，苏茜和我有两笔较大的“非有价证券”投资，现在已经把其中两笔卖出去了，剩下的那笔投资永远不卖。我们将卖出这两笔投资获得的收益全部投入到合伙基金中，现在我们的权益是 1,377,400 美元。我的三个子女、我的父母、两个姐妹、两个姐夫、岳父、三个姑姑、四个表亲、五个侄子侄女的直接或间接权益总和是 893,600 美元。

比尔·斯科特 (Bill Scott) 在我们的投资工作中表现出色，他和他妻子一共持有 167,400 美元的权益，占他们净资产的很大一部分。我们都是和大家在一个锅里吃饭。

审计报告中写了，他们今年进行了一次突击检查，今后这将成为惯例。毕马威会计师事务所再次出色完成审计工作，赶在我们要求的时间之前完成了任务。

苏茜负责装修办公室，所以说办公室没按照我要求的装成“木头箱子”的风格。我们有的是百事可乐，欢迎合伙人随时光临。

贝丝·菲恩 (Beth Feehan) 的出色工作让我们见识了“特许秘书”的专业水准。

合伙人都非常配合，及时回函确认协议和承诺书，谢谢大家。你们让我的工作轻松了很多。请查阅附件中的合伙人协议日程“A”。各位很快就会收到审计报告和税务数据。如果有任何疑问，请随时告诉我。

沃伦 E. 巴菲特谨上

1963 年 7 月 10 日信

BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.

810 KIEWIT PLAZA

OMAHA 31, NEBRASKA

1963 年 7 月 10 日

### 上半年业绩

1963 年上半年，道指从 652.10 上涨到 706.88，加上 10.66 美元的股息，道指的整体收益率是 10.0%。

我们又要老生常谈了：(1) 三年以下的短期业绩毫无意义，我们有一部分投资是控股类，短期业绩对我们更没意义。(2) 与道指和公募基金相比，在市场下跌时，我们能跑在前面，在市场泡沫中，我们可能望尘莫及。

尽管如此，不算登普斯特的估值变化，我们上半年的业绩是上涨 14%，其实登普斯特的估值有变化，这个好消息我留到后面再说。14% 是按照总净资产计算出来的（包括登普斯特的资产），其中扣除了经营费用，未扣除有限合伙人利息和总合伙人分成。短期的分成计算只是纸面上的，如果我们年末确实上涨了 14%，则先把 6% 按照各自的本金占比分配给合伙人，再把剩下的 8% 中的四分之三，即 6%，分配给合伙人，有限合伙人合计获得 12% 的收益率。

虽说我们上半年的相对业绩喜人，第二段中的提醒仍然完全有效。我们今年上半年的业绩不如 1962 年上半年。今年上半年，我们上涨 14%，道指上涨 10%；1962 年上半年，我们下跌 7.5%，道指下跌 21.7%。这个思维方式，我们在上一封信中重点讲过了，大家必须彻底明白。

上半年，我们“低估类”的净投资金额（低估类中做多仓位减去做空仓位）约为 5,275,000 美元。低估类净投资带来的整体收益是 1,100,000 美元，低估类收益率约为 21%（关于我们的三种投资类别，请参考去年的年度信）。这再次证明我们在各个类别中的配置会影响短期业绩。1962 年，低估类是亏损的，因为套利类和控制类表现出色，我们才能取得不俗的收益率。

今年，套利类的收益不如道指，拖累了我们的业绩，这种情况在市场上涨时很正常。在市场上涨时，100% 持有低估类，在市场下跌时，100% 持有套利类，那当然好了，但是我不猜测市场走势来安排仓位。我们觉得，从长期来看，我们的三类投资都很赚钱，虽然在不一样的市场行情中，它们的短期价格表现迥然不同。我们认为，从长期来看，揣测市场波动赚不着钱，我们不猜涨跌，不直接猜，也不间接猜。猜测哪一类投资短期内表现最好，就属于间接猜。

### 基金公司

与往常一样，下表是道指、我们的合伙基金（包括先前的合伙人账户）、两家最大的开放式基金以及两家最大的分散投资股票的封闭式投资公司的复合收益率对比情况。

年份	道指	Mass.Inv. Trust (1)	Investors Stock (1)	Tri-Cont. (2)	Lehman (2)	
1957	-8.4%	-11.4%	-12.4%	-2.4%	-11.4%	1
1957-58	26.9%	26.4%	29.2%	30.0%	24.7%	4
1957-59	52.3%	37.8%	42.5%	40.9%	34.8%	9
1957-60	42.9%	36.4%	41.6%	44.8%	38.2%	1
1957-61	74.9%	71.3%	76.9%	77.4%	70.8%	2
1957-62	61.6%	54.5%	53.2%	59.7%	46.2%	2
1957-6/30/63	77.8%	72.4%	69.3%	75.7%	60.8%	3
年化复合 收益率	9.3%	8.7%	8.4%	9.1%	7.6%	2

**备注：**

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1963 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-62。1963 年上半年数据为估算值。

(3) 1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算有限合伙人利息和总合伙人分成。

(4) 1957-61 年的数据以前一列合伙基金收益率为基础，按照当前合伙协议计算，扣除了总合伙人分成。

大基金费用高昂、地位尊崇，道指是无人管理的一揽子蓝筹股，但是我们从业绩对比中可以看出，大基金始终跟不上指数。投资顾问、信托部门和大基金的方法、逻辑类似，业绩也差不多。我不是要批评这些机构。这些投资途径为数千万投资者提供了大量服务，包括高度分散、方便省心、避开劣质股等，但是它们的服务不包括（绝大部分基金也没承诺）以高于大盘的收益率让资金复利增长。

归根到底，我们合伙投资是为了什么？就是为了与一般投资途径相比，我们能以更低的长期本金损失风险，实现更高的复利。我们保证不了一定能实现这个目标。我们能肯定的、能保证的是，在相当长的一段时间内，只要不是投机热潮无休无止，如果我们还实现不了这个目标，我们就清盘。

登普斯特风车制造公司 (Dempster Mill Manufacturing Company)

在上一封年度信中，我称赞哈里·博特尔 (Harry Bottle) 是“年度之星”。哈里岂止是年度之星？去年，哈里出色地将效益低下的资产变现，我们随后就把这些现金投资，买了低估的股票。今年，哈里继续变卖效率低下的资产，留下来的资产效益也更好了。经过他 19 个月的努力，登普斯特的资产负债表发生了质变：

1961 年11 月30 日 (单位: 千)

资产	账面价值	折价率 @	调整后 估值	负债	
现金	\$166	100%	\$166	应付票据	\$1,230
应收账款 净值	\$1,040	85%	\$884	其他负债	\$1,088
存货	\$4,203	60%	\$2,522		
预付费用	\$82	25%	\$21	负债合计	\$2,318
流动资产	\$5,491		\$3,593	净资产：	
				账面价值	\$4,601
保单现金 价值	\$45	100%	\$45	快速变现价值	\$2,120
厂房设备 净值	\$1,383	估算拍卖净值	\$800		
资产合计	\$6,919		\$4,438	调整后每股价值 (流通股份数 60,146 股 )	\$35.25

1962年11月30日 (单位:千)

资产	账面价值	折价率 @	调整后估 值	负债	
现金	\$60	100%	\$60	应付票据	\$0
有价 证券	\$758	12/31/62 市 值	\$834	其他负债	\$346
应收 账款净值	\$796	85%	\$676	负债合计	\$346
存货	\$1,634	60%	\$981		
保单现金 价值	\$41	100%	\$41	净资产：	
递延税 款	\$170	100%	\$170	账面价值	\$4,077
预付款项	<u>\$14</u>	25%	<u>\$4</u>	快速变现价值	\$3,125
				加：Harry Bottle 潜在行权收益	<u>\$60</u>
流动资产	\$3,473		\$2,766		\$3,185
				流通股份： 60,146 股	
其他投资	\$5	100%	\$5	加：潜在期权股 份数： <u>2,000 股</u>	
				总股份数： 62,146 股	
厂房 设备净值	<u>\$945</u>	估算拍卖 净值	<u>\$700</u>	调整后每股价值	\$51.26
资产合计	\$4,423		\$3,471		

1963 年 11 月 30 日 (单位：千)

资产	账面价 值	折价率 @	调整后 估值	负债	
现金	\$144	100%	\$144	应付票据 (63 年 7 月 3 日支付)	\$125
有价证券	\$1,772	6/30/63 市值	\$2,029	其他负债	\$394
应收账款 净值	\$1,262	85%	\$1,073	负债合计	\$519
存货	\$977	60%	\$586		
预付款项	\$12	25%	\$3	净资产：	
				账面价值	\$4,582
流动资产	\$4,167		\$3,835	快速变现价值	\$4,028
其他投资	\$62	100%	\$62	流通股份数 量：62,146	
厂房设备 净值	\$872	估算拍卖净值	\$650	调整后每股价值	\$64.81
资产合计	\$5,101		\$4,547		

我们以前给登普斯特估值时，针对各个资产负债表项目使用了不同的折价率，不考虑资产的盈利能力，估算它的短期清算价值。

报表中列出了我们使用的折价率。如报表所示，哈里变现资产得到的价值比我的估值高得多。这说明我的估值比较保守，但主要得益于哈里的能力。

从报表中还可以看出来，上半年登普斯特创造了非常令人满意营业利润（还有大量证券未实现收益）。毫无疑问，经过大刀阔斧的资产精简之后，现在公司的主营业务至少有一般水平的盈利能力了。由于公司经营受季节性因素影响很大，而且有税款抵减，单纯比较 62 年 11 月 30 日和 63 年 6 月 30 日的资产负债表，无法准确推断公司的盈利能力。一方面是经营的季节性因素，更主要的是，年底登普斯特可能还有新进展。今年上半年，我们仍然将它的估值定为 1962 年末的 51.26 美元。今年年底，登普斯特的价值不高于 51.26 美元就怪了。

我再给喜欢基本面分析的合伙人讲个好玩的：合伙基金拥有登普斯特 71.7% 的股份，成本是 1,262,577.27 美元。1963 年 6 月 30 日，登普斯特在奥马哈国民银行 (Omaha National Bank) 有个小保险箱，里面存着价值 2,028,415.25 美元的证券。我们拥有这 2,028,415.25 美元的 71.7%，即 1,454,373.70 美元。所以公司土地上面（还有一部分在地下）的所有东西都是我们赚的。我的证券分析师朋友们可能觉得我这个会计方法太原始了，说真的，我还是愿意用我这样数手指头和脚趾头的方法，不愿意痴痴地指望别人明年会给我开出个 35 倍市盈率的报价，还是我的原始方法更靠谱些。

## 预先存入和提取资金

我们接受合伙人以及潜在合伙人预先存入资金，并从资金存入之日起到年末支付 6% 的利息。合伙人没有责任在年末将存入的资金转为合伙基金权益，但是在预先存入基金时应当有意向在年末转为基金权益。

我们同样允许合伙人在年末之前预先提取资金，最高取款金额为其合伙基金账户资金的 20%，并从资金提取之日起到年末收取 6% 的利息，利息扣除时间为年末。这不是要把合伙基金变成合伙人的银行，而是通过允许预先提取资金，满足合伙人的紧急资金需求。

存贷款利率都是 6%，看起来不是我巴菲特的风格。实际上，我们允许预先取出资金，是为了方便急需钱的合伙人周转，而且我们也相信，预先存入资金金额会远远超过预先提取金额。

我们能从商业银行获得利率更低的贷款，为什么还要为预先存入资金支付 6% 的利率？上半年我们从银行获得了一笔六个月期限的大额贷款，利率才 4%。原因有两点：第一，我们相信我们的长期收益率会高于 6%（短期内能否超过 6% 有很大偶然性，长期来看，达不到这个目标，总合伙人一分钱分成都没有）。第二，提前存入的资金，在可以预见的短期内能成为我们的权益资本，我将这些资金用于投资，和使用短期银行贷款相比，可以有不一样的心态。提前存入资金对我们还有个好处，我们不必在 1 月份集中收到大量资金，而是可以在一年中分批收到追加投资。对合伙人来说，6% 的利率比任何短期低风险投资收益率都高，我们这是互惠互利。1963 年 6 月 30 日，我们的预先提取资金金额是 21,832.00 美元，预先存入资金金额是 562,437.11 美元。

## 税项

今年我们有可能有大笔已实现收益。这笔收益也可能根本不会实现，也和我们今年的投资业绩毫无关系。所得税交的越多越好，我绝对愿意多交所得税，只是要享受低税率。考虑所谓的税收因素，人们做了许多模棱两可、糊里糊涂的投资决策。

我的资产净值是持仓市值减去出售时的应付税款。资产是实实在在的，负债也是一分钱都少不了，除非资产价值下降（疼啊）、把资产捐赠出去（不评论），或者我把钱留到死。最后的这个方法怎么都有点惨胜的意味。

做投资决策应该考虑怎么才能以最低的风险，让税后净值实现最高的复利。如果把低成本股票隔离出来，另眼相待，相当于把净值中的一部分资产冻结了，它们的复利收益率也被隔离了。被隔离的个股最终可能表现很好，也可能表现糟糕，这么做让投资管理完全失效。各个低成本股票的组合收益肯定会接近大盘，也就是以道指的收益率复合增长。我们认为这算不上最佳税后复合收益率。

我以前和大家说过，如果来自合伙基金的盈利可能占你应税总收入的很大一部分，在做今年的纳税估算时，可以使用去年的实际纳税金额，这样比较稳妥，不会受罚。不管怎样，63 年 1 月 1 日新加入的合伙人需要交的税很少，因为我们的合伙协议规定先将资本利得分配给拥有未实现增值的合伙人。

和往年一样，我们将在 11 月 1 日左右（向合伙人以及有意在 11 月 1 日前后加入的准合伙人）寄出修订版合伙协议、1964 年承诺书以及 1963 年纳税估算数据等文件。



在每封信最后，我都请各位合伙人提问，总是收不到回音，可能根本没人读到这。无论如何，我还是随时乐意回答大家的任何疑问。

沃伦 E. 巴菲特谨上

1963 年 11 月 6 日信

BUFFETT PARTNERSHIP, LTD. 810 KIEWIT PLAZA

OMAHA 31, NEBRASKA

1963 年 11 月 6 日

致 1964 年合伙人：

随函附上丰富的感恩节读物：

(1) 两份修订的 1964 年合伙协议。一份包含一般条款（内容和去年的完全一样），由你保留；另一份是只有一页纸的协议，请你签字、公证并寄还给我们。奥马哈的合伙人可以直接来我们的办公室公证。

(2) 一份价值连城的论文，“基本原则” (The Ground Rules)，我希望每位合伙人每年至少读一遍，我会始终把这篇文章放在 11 月份的阅读材料中。“基本原则”中阐述的理念，请做到彻底理解、完全认同，不但要心里明白，还要融入血液里，否则请勿签署合伙协议。

(3) 两份 1964 年的承诺书，一份由你保留，一份寄回。你可以在 12 月 31 日零点之前修改承诺书，所以请尽早返还，如果需要更改，提前写信或打电话给我们即可。

所有提现将在 1 月 1 日之后立即支付。提现金额没有限制，最低 100 美元，最高所有权益。同样，追加投资金额也没限制，但应在 1 月 10 日之前存入。你可以选择在 1964 年完成这笔交易，或许能节省一些税款。如果追加资金在 11 月份存入，则视为预先存入资金，在年底前享受 6% 的利息。12 月份存入的追加投资无利息。

1 月 25 日之前，各位会收到完整的税收数据。如果你需要提前知道自己的估算税收数据，请联系我，我会大概估算一下。我们还会在 12 月末向合伙人寄出一封关于税项情况的简短信函。

截止 1963 年 10 月末，道指上涨 18.8%。我们的低估类、套利类、控股类三类投资今年表现都很好。大概一个月前，按照持续经营公司的标准，我们出售了登普斯特农具机械制造公司的经营资产，我们对这笔交易很满意。我会在年度信中详细介绍登普斯特的情况，或许还会情不自禁的高唱“哈里·博特尔 (Harry Bottle) 赞歌”。虽说我们因为买的便宜，买到登普斯特时就把钱赚了，但是哈里做了很多优秀的工作，为我们这笔投资的收益增色不少。顺便提一句，哈里已经预先存入资金，将在 1964 年成为我们的有限合伙人，我们的合作没结束，这才开始。

1963 年，除了登普斯特，其他投资表现也很出色。到年底还有两个月，什么事都可能发生，别把阶段性业绩太当回事。10 月末，合伙基金整体收益率是 32%。按照协议中的分成规定，不计算部分合伙人选择的每月利息，有限合伙人的收益率是 25.5%。在我们 300 万美元的收益中，200 万美元是有价证券贡献的，100 多万美元来自出售登普斯特经营资产。我们最赚钱的一笔低估类投资和最赚钱的一笔套利类投资收益之和接近出售登普斯特经营资产的收益。

大家要清楚，如果我们能将 10 月 31 日与道指的相对优势保持到全年，我会认为这是反常的一年。

我认为不可能长期取得相对道指 13.2 个百分点的优势。只要能每年比较温和地大幅领先道指，我就很满意了。

沃伦 E. 巴菲特谨上

又及：去年，我们通知大家，最晚寄回资料的合伙人没奖。从今往后，始终如此。请火速寄回合伙协议和承诺书，以免我们最后关头抓狂。如需任何帮助，请联系我或比尔。谢谢！

1964 年 1 月 18 日信

BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.

810 KIEWIT PLAZA

OMAHA 31, NEBRASKA

1964 年 1 月 18 日

### 1963 年业绩

1963 年业绩很好。虽然有的合伙人讲求实际，对今年的收益率很满意，但 1963 年业绩好，不是因为我们的净资产比年初增加了 3,637,167 美元，取得了 38.7% 的收益率。1963 年业绩好，是因为我们把我们的衡量基准道指远远甩在了后面。就算我们下跌 20%，道指下跌 30%，我一样会说“1963 年业绩很好”。某一年的涨跌不必在意，只要从长期看，我们相对道指能保持适度领先优势，我们就能取得理想的长期业绩，能赚钱，心也不会乱。

下面是道指收益率、总合伙人分成前合伙基金收益率、全年管理的有限合伙人的收益率、以及合伙基金早年收益率的最新逐年对比情况。

年份	道指整体收益率 (1)	合伙基金收益率 (2)	有限合伙人收益率(3)
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1958	38.5%	40.9%	32.2%
1959	20.0%	25.9%	20.9%
1960	-6.2%	22.8%	18.6%
1961	22.4%	45.9%	35.9%
1962	-7.6%	13.9%	11.9%
1963	20.7%	38.7%	30.5%

(1) 根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。

(2) 1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算有限合伙人利息和总合伙人分成。

(3) 1957-61 年的数据按前一列合伙基金收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了总合伙人分成。

有位合伙人和我开玩笑，说怎么不再加一列，总合伙人的收益率是多少。这么说吧，总合伙人也跑赢道指了。

下表是累计收益率或复合收益率：

年份	道指整体收益率	合伙基金收益率	有限合伙人收益率
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1957 – 58	26.9%	55.6%	44.5%
1957 – 59	52.3%	95.9%	74.7%
1957 – 60	42.9%	140.6%	107.2%
1957 – 61	74.9%	251.0%	181.6%
1957 – 62	61.6%	299.8%	215.1%
1957 – 63	95.1%	454.5%	311.2%
年化复合收益率	10.0%	27.7%	22.3%

我们已经连续七年大丰收。抱歉了，约瑟 (Joseph)，我们不打算相信圣经中的金科玉律（译注：在圣经故事中，上帝向埃及法老托梦，埃及将迎来七个丰年，随后是七个荒年，约瑟受命在丰年存粮，为荒年做准备）。（我对像诺亚方舟一样分散投资的做法也一直不感冒。）

不开玩笑了。过去几年，我们跑赢了道指 17.7 个百分点。大家一定要注意：根据我的判断，我们不可能长期取得这样的领先优势。只要能长期跑赢道指 10 个百分点就很了不起了，就算领先优势不到 10 个百分点，也能创造惊人的收益，这个我们稍后会讲到。我的判断是主观的，不管我有什么依据，都是主观的。但是我们要清楚，按照我的判断，在很长时间内，我们相对道指的领先优势很可能大幅缩小，甚至有些年可能大幅落后道指，我们必须做好准备。

我们每年 11 月份都会给大家发一份“基本原则”(The Ground Rules)，刚才讲的这些道理在基本原则里都有，但是这些道理说多少遍都不过分。

### 基金公司

我们一直拿最大的两只开放式股票型基金（股票占 95-100%）和最大的两只分散投资的封闭式股票型基金的业绩，与合伙基金的收益率做对比。它们是 Massachusetts Investors Trust、Investors Stock Fund, Tri- Continental Corp. 和 Lehman Corp.。它们管理着 40 多亿美元的资产，基金行业管理的总资产是 250 亿美元，这四家公司应该能代表大多数基金公司。我认为，这四家基金公司的业绩也能代表资产规模更大的银行信托部门和投资咨询机构。

我想用下面的表格说明，作为衡量投资业绩的指数，道指不是那么容易战胜的。上述四家基金由能力出众的经理人管理，它们每年收取的管理费是 700 多万美元，整个基金行业收取的管理费数额就更庞大了。从这些高薪经理人的打击率 (batting average) 来看，他们的业绩和道指相比略逊一筹。

我们的投资组合和公募基金迥然不同，我们的投资方法也和它们迥然不同。对于我们的大多数合伙人来说，如果不把资金投到我们的合伙基金中，其他的选择可能就是基金等投资公司，获得与基金类似的收益率，从这个角度来看，我认为与基金对比来检验我们的业绩很有意义。

### 年度业绩

年份	Mass. Inv. Trust (1)	Investors Stock (1)	Lehman (2)	Tri-Cont. (2)	道指	有限合伙人
1957	-11.4%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	9.3%
1958	42.7%	47.5%	40.8%	33.2%	38.5%	32.2%
1959	9.0%	10.3%	8.1%	8.4%	20.0%	20.9%
1960	-1.0%	-0.6%	2.5%	2.8%	-6.2%	18.6%
1961	25.6%	24.9%	23.6%	22.5%	22.4%	35.9%
1962	-9.8%	-13.4%	-14.4%	-10.0%	-7.6%	11.9%
1963	20.0%	16.5%	23.8%	19.5%	20.7%	30.5%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1963 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-62。1963 年为估算值。

### 复合收益率

年份	Mass. Inv. Trust	Investors Stock	Lehman	Tri-Cont.	道指	有限合伙人
1957	-11.4%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	9.3%
1957 - 58	26.4%	29.2%	24.7%	30.0%	26.9%	44.5%
1957 - 59	37.8%	42.5%	34.8%	40.9%	52.3%	74.7%
1957 - 60	36.4%	41.6%	38.2%	44.8%	42.9%	107.2%
1957 - 61	71.3%	76.9%	70.8%	77.4%	74.9%	181.6%
1957 - 62	54.5%	53.2%	46.2%	59.7%	61.6%	215.1%
1957 - 63	85.4%	78.5%	81.0%	90.8%	95.1%	311.2%
年化复合收益率	9.2%	8.6%	8.8%	9.7%	10.0%	22.3%

道指是无人管理的指数，读者可能觉得奇怪，这些华尔街大牛拼尽全力，怎么还跑不过道指，连打平都做不到。无可争议，现实就是如此。别以为公募基金跑不赢道指，是因为它们的投资比道指更保守。从业绩对比中可以看出，也有大量研究结果证实，整体而言，公募基金投资组合中的股票和道指的下跌是同步的。按照市场下跌时的表现来检验，我们的投资方法比公募基金更保守。过去我们做到了，不保证将来也能做到。

我对公募基金的评价可能说得有些重了，但是我只是在讲事实，不是要抨击它们。基金经理在机构的条条框框内要管理几十亿上百亿的资金，只能取得这样的业绩。想要突破条条框框特立独行，太难了。公募基金的业绩自然只能和整体股市亦步亦趋。一般来说，公募基金的好处不是帮助投资者取得更高的业绩，也不是提供更出色的抗跌能力。在我看来，公募基金的意义在于简单方便、省心省力、自动分散。另外，基金可以帮助投资者抵制诱惑，避免落入吞没了大量散户的陷阱。

### 复利的喜悦

又到了最激动人心的内容了。去年，为了把复利的概念讲透，我指出了伊莎贝拉女王 (Isabella) 的错误。大家可能还记得，伊莎贝拉女王以为发现新大陆很赚钱，却不知道这笔投资的复合收益率太低了。

很多人在复利这个问题上太蠢了，我打算给大家上一课，这次以艺术界为例。1540 年，法兰西的弗朗西斯一世 (Francis I of France) 花了 4,000 埃居（译注：法国古货币）买入达芬奇的名画《蒙娜丽莎》。有的合伙人可能不太关注汇率变动，当时的 4,000 埃居相当于 20,000 美元。

如果弗朗西斯一世头脑清醒，能找到税后收益率 6% 的投资，这笔钱现在就值 1,000,000,000,000,000.00 美元了，这可是 1000 万亿，是美国当前国债的 3000 倍，一切都来自每年 6% 的收益率。相信各位听我讲完，再也不会在家里讨论哪幅画是否值得投资了。

不过，我去年说了，我们可以得到两点启发。第一，活得越长越好。第二，复合收益率很小的差别，最终数字就会产生很大的差距。

以下是 100,000 美元按照不同收益率复利累积的结果：

	4%	8%	12%	16%
10 年	\$48,024	\$115,892	\$210,584	\$341,143
20 年	\$119,111	\$366,094	\$864,627	\$1,846,060
30 年	\$224,337	\$906,260	\$2,895,970	\$8,484,940

显而易见，收益率几个百分点的差距就能左右长期复利投资的最终收益，投资时间越长，这个效应越明显。在相当长的时间内，只要巴菲特合伙基金能适度跑赢大众投资工具几个百分点，我们就尽到了自己的职责。

有些合伙人可能会想，为什么没把有限合伙人 22.3% 的复合收益率放在上面的表格里计算一下？22.3% 的复合收益率没扣除所得税，所得税不是合伙基金支付，而是要各位合伙人缴纳。即使扣除所得税，这个复利仍然高得离谱，不能这么算，哪怕初始资金很小。过去七年，道指的复合收益率很高，长期保持下去的可能性很小，我之前也说了，这几年我们跑赢了道指很多，不可能长期跑赢这么多。一言以蔽之，巴菲特合伙基金将来的复合收益率会远远低于现在。如果在业绩对比表格中加上我们下跌 30%、道指下跌 40% 的一年（这种下跌并不少见），我们和道指的业绩就更贴近长期趋势了。如上述复利表格所示，即使复合收益率降低，我们的长期收益仍能非常令人满意。

## 我们的投资方法

每次写到这里，我总是左右为难。一方面，我知道有些合伙人对我们投资的细节很感兴趣。另一方面，对很多合伙人来说，这些东西就像天书，他们肯定觉得我最好别写了，还不如赶快工作去。

为了把所有合伙人都照顾到，我决定只在这部分简单讲讲我们的三类投资，希望研读博士学位的合伙人可以在附录中阅读详细案例。

我们这三类投资的分类标准不是它们的长期投资收益有所不同。在 10 或 15 年时间里，我们觉得每一类都能实现我们的目标，跑赢道指 10 个百分点。但是，具体到某一年，股市行情变动很剧烈，这三类投资的表现也有巨大差别。下面简单介绍一下这三类投资：

低估类 (Generals) —— 这类投资是低估的股票，我们主要通过定量分析判断是否低估，但是也非常重视定性分析。一般来说，低估类的投资，几乎看不出来或根本不知道短期内怎么能上涨。低估的股票

不光鲜，市场不喜欢。它们唯一的好处就是价格低廉，经过审慎分析可以看出，公司的市值远远低于产业资本所能给予的估值。我再强调一下，虽说定量是第一位的、是根本，定性也很重要。我们喜欢优秀的管理层，我们喜欢好行业，我们希望有一定的“催化剂”刺激不作为的管理层或股东，但是我们要买得值。低估类的表现和道指有很强的同步性，道指大幅下跌时，低估类也会跟着大跌。反之亦然，在市场强劲上涨时，低估类的表现最抢眼。我们认为，长期来看，低估类能实现我们跑赢道指的目标。

**套利类 (Workouts)** —— 套利类投资有时间表可循。套利投资机会出现在出售、并购、重组、分拆等公司活动中。我们做套利投资不听传闻或“内幕消息”，只看公司的公告。在白纸黑字上读到了，我们才会出手。套利类投资有时也受大盘影响，但主要风险不是大盘涨跌，而是中途出现意外，预期的进展没实现。常见的意外包括反垄断等政府干预、股东否决、税收政策限制等。许多套利类投资的毛利润看起来很低。一位朋友说，套利类投资是在别人已经赚了 9 角 5 分后，再去赚最后的几分钱。但是，套利投资的确定性高、持有时间短，年化收益率是相当不错的。套利类投资每年贡献的绝对利润比低估类稳定。在市场下跌时，套利类投资积少成多，能给我们带来很大的领先优势；在牛市中，此类投资会拖累我们的业绩。从长期来看，我认为套利类能和低估类一样跑赢道指。

**控制类 (Controls)** —— 我们的控制类投资比较少见，但这类投资只要做了，就是大规模的。控制类有的是一开始就通过大宗交易买入，有的是从低估类发展而来的。有的低估类股票，价格在低位徘徊的时间很长，我们能买到很多，实现了部分或完全控股，有能力对公司施加影响，投资就从低估类转到了控制类。这时候，我们根据对公司前景以及管理层能力的评估，决定是采取主动，还是保持相对被动。最近几个月，我们在大量买入一只低估的股票，这家公司的管理层很优秀，公司的策略也很合理。我们会继续买入，如果将来实现了控股，可能会保持非常被动的状态，不会干预公司的经营。

我们不愿为了主动而主动。在其他条件一样的情况下，我更愿意放手让别人做。不过，大家可以放心，如果必须采取主动，才能让资本得到合理运用，我们不会袖手旁观。

不管主动还是被动，投资控制类必须做到，投资时就把钱赚到。控制类投资的必要条件是物美价廉。取得控股权后，我们的投资价值几何，就不再取决于经常失去理智的市场报价，而是企业本身的价值。

我们有意愿、有财力实现控股，这样我们低估类中的许多股票可以进退有余。如果市场转而看好，股价会随之上涨。如果市场仍然看淡，我们可以继续买入，最后公司是我们的了，不必再听市场对我们的评判。

衡量控制类的投资收益，至少要看几年时间。按部就班地买入需要时间。另外，可能还要改善管理层、重新配置资本、寻求出售或并购等，控制类中的这些工作都需要时间，所以此类投资不能看几个月，要看几年。因为投入时间长，在控制类投资中，我们要求获利空间一定要大。如果赚不了多少，我们就不做。

在买入阶段，控制类的表现和道指基本趋同。在末期阶段，控制类的表现和套利类更相似。

我说过，在我们的投资组合中，这三类投资的分配主要是见机行事，视投资机会而定。某一年道指下跌时，我们配置的主要是低估类还是套利类有很大的偶然性，但是会对我们与道指的相对业绩产生很大影响。所以说，单独一年的业绩不重要，无论好坏，都别看得太重。

要说在我们的资产增长过程中有什么趋势的话，我觉得是控制类投资会有所增加。目前，控制类是三类投资中占比最低的。我说的未必对，到底怎么样，当然还得看将来市场表现如何。至于将来市场如



何，你不知道，我也不知道，我也不预测。在写这封信的时候，我们的资金分配情况是，低估类占比最大，套利类第二，控制类第三。

### 其他事项

我们今年从的初始净资产是 17,454,900 美元。随着资产的迅速增长，总有合伙人担心我们将来的业绩是否会受到影响。到目前为止，合伙基金的规模增长没拖累我们的业绩，而是帮助我们取得了与道指更大的相对优势。不过，请各位不要对我们的长期相对优势寄予厚望。规模大，有时候是优势，有时候是劣势。在我看来，如果我们现在的资产是 100 万美元或 500 万美元，我们当前的投资组合不会得到改善。我们看到的投资机会似乎总是超过我们的银行账户 10%。如果情况有变，我一定会告诉大家。

苏茜和我在合伙基金里有 2,392,900 美元的投资。除了每月收到的利息，我第一次提取了资金，如果我不提取，国税局就要一直失望了。苏茜和我有几只很小的“非有价证券”（股东不到 300 人），这些投资是早年做的，总价值不到我们在合伙基金权益的 1%。另外，我们还在 1960 年投资了本地的一家公司，这笔投资规模比较大，我们打算永远不卖。我们其余的所有资产都放在巴菲特合伙基金这一个篮子里，将来仍会如此。我保证不了业绩，但可以保证和大家共进退。我们一大家子，包括三个子女、我的父母、两个姐妹、两个姐夫、岳父、三个姑姑、四个表亲、五个侄子侄女，直接或间接持有总计 893,600 美元的合伙基金权益。

比尔·斯科特 (Bill Scott) 夫妇也把他们家庭的大部分资产投到了合伙基金里，他们的权益是 237,400 美元。比尔是我的得力助手，我们 1964 年正在做的几笔投资，主要都由他负责联系。我也把大量日常事务交给了比尔处理，各位合伙人如果有事需要办理或者有问题询问，如果我不在，请和比尔联系。

贝丝 (Beth) 和多娜 (Donna) 总能高效完成日益增加的工作。12 月份和 1 月份，她们忙得不可开交，肯定会想怎么没找个更轻松的工作，但是无论多忙，她们都能把一切处理的井井有条。

虽然时间紧迫，毕马威会计师事务所一如既往地出色完成了审计工作。以前毕马威会对我们的证券、现金等每年进行一次突击检查，现在我们要求他们每年突击检查两次。这个费用不算高，从事金融业务的公司都该接受这样的检查。

各位合伙人下周会收到如下文件：

- (1) 一份包含税收数据的信函，其中列有申报 1963 年联邦所得税所需的所有巴菲特合伙基金信息。请仅使用本信函作为税收申报参考。
- (2) 毕马威会计师事务所出具的 1963 年审计报告，其中包含巴菲特合伙基金的运营数据和财务状况以及合伙人资本账户的信息。
- (3) 一份由我签署的、证明你于 1964 年 1 月 1 日持有巴菲特合伙基金权益的文件，其中的权益数据与审计报告中列出的数据一致。
- (4) 包含所有合伙人名单的合伙基金协议日程“A”。

如有疑问，请随时与我联系。随着我们规模的增加，更容易出现信函漏寄、姓名遗漏、数字错位等问题。如果发现我们出错了，请告诉我们。下一封信是上半年总结，各位将在 7 月 15 日左右收到。

沃伦 E. 巴菲特谨上

## 附录

### 德州国家石油 (TEXAS NATIONAL PETROLEUM)

这是一笔普通的套利投资，近年来的套利机会主要来自石油和天然气公司卖盘，这就是其中之一。

德州国家石油是一家比较小的石油生产商，很多年前，我就对这家公司有印象。

1962 年初，有传言说它要向加州联合石油 (Union Oil of California) 卖盘。我从来不根据传言操作，但是这次传言是真的。要是我听到传言时就买，不是等到公告出来才介入，我们能赚到远远更多的钱。这个钱让别人赚吧，我不赚。

1962 年 4 月初，交易的一般条款公布。当时，德州国家石油流通的证券有三类：

(1) 利息 6.5% 的债券，赎回价 104.25。卖盘完成前继续支付利息，卖盘完成后赎回。流通的债券有 650 万美元，在交易完成前，我们买入了其中的 26.4 万美元。

(2) 370 万股普通股，其中高管和董事持有 40%。委托书估算每股清算价值是 7.42 美元。从交易宣布到最后完成的六个月时间里，我们买入了 64,035 股。

(3) 650,000 份以每股 3.50 美元买入股票的认股权证。按照委托书估算的 7.42 美元的清算价值，每份认股权可实现 3.92 美元的利润。在六个月时间里，我们买到了 83,200 份认股权，占有所有认股权的 13% 左右。

股东否决的风险是零。这笔交易是控股股东谈的，价格很理想。此类交易都要走产权调查、法律意见等流程，这些风险几乎也是零。不存在反垄断的问题。虽然这笔套利不存在法律问题或反垄断问题，但绝对不是所有套利都如此。

唯一的一个小障碍是必须通过税收裁定。联合石油使用的是标准格式的销售额还款融资方案。（译注：这是一种以资产融资的方式，以销售额的一定百分比还款。）融资方案的甲方是南加州大学 (University of Southern California)，它具有慈善性质，所以有些耽搁。

这也是个需要在国税局解决的问题，但是我们知道南加州大学愿意放弃慈善性质，它的钱都是从银行借来的，即使放弃慈善性质，它仍能获得不菲的收益。虽说解决这个问题需要时间，会耽误交易的进度，但是不会影响交易的完成。

4 月 23 日和 4 月 24 日，我们与公司进行了交流，他们估计 8、9 月份能完成交易。5 月 9 日，公司寄出了委托书，其中说这笔交易“将于 1962 年夏季完成，在交易完成后的几个月内，会将大部分收益分配给参与清算的股东。”前面说了，估计是每股 7.42 美元。5 月 29 日，比尔·斯科特参加了在休斯顿举行的股东大会，公司在会上还是说预计 9 月 1 日达成交易。

下面的内容选自我们在接下来几个月里与公司高管通过电话进行的交流：

6 月 18 日，董秘说“联合石油收到了通知，国税局初步裁定通过，但是还要经过审批。公司仍在等待七月份的裁定结果。”

7 月 24 日，公司总裁说预计“下周早些时候”会收到国税局的裁定。

8 月 13 日，公司财务主管告诉我们，德州国家石油、联合石油和南加州大学的人齐聚华盛顿，商讨推动裁定。

8 月 18 日，公司财务主管告诉我们“国税局的人说了，下周裁定就会出来，现在还没消息。”

估计清算收益仍然是 7.42 美元。

9 月末，裁定收到，10 月 31 日，交易完成。11 月 13 日，我们的债券被赎回。此后不久，我们将认股权转换成股票，我们从普通股获得的偿付金额是 1962 年 12 月 14 日 3.5 美元、1963 年 2 月 4 日 3.9 美元、1963 年 4 月 24 日 15 美分。大概一两年后，我们还会收到 4 美分。对于 147,235 股来说（认股权行权后），每股 4 美分也是不少钱。

套利一般都是这样：(1) 交易完成时间比最初预期的要长；(2) 最后偿付的总金额比估算的略高一些。德州国家石油比预计多花了两个月左右的时间，我们的收益率也比预计大概高了两个百分点。

以下是德州国家石油这笔套利的收益情况：

(1) 我们总共买了 260,773 美元的债券，平均持有时间是将近五个月。我们获得了 6.5% 的利息，还实现了 14,446 美元的资本收益。整体年化收益率是 20% 左右。

(2) 我们通过股票和认股权实现了 89,304 美元的资本收益，目前还有一小笔大概价值 2,946 美元的收益没实现。从 4 月份投资 146,000 美元起，我们中间陆续投入，到 10 月份，投资总额是 731,000 美元。根据资金投入的时间计算，年化收益率是 22% 左右。

在这笔套利中，我们买债券和股票用的都是自有资金。我认为，在一个套利投资组合中，完全可以借一部分钱，但是我觉得，在低估类投资中，借钱非常危险。

这里以德州国家石油为例，不是想说明我们取得了多么了不起的胜利。我们有比这笔套利更成功的，也有不如它的。德州国家石油是我们基本的套利投资中的一个典型案例。在套利类投资中，我们尽可能了解所有情况，持续跟踪最新进展，根据我们的经验评估方方面面。我们肯定不是有交易就去做套利，不是每笔交易都有钱赚。参与套利，如果交易泡汤，市值会严重缩水。所以说，虽然我们很清楚会有做错的时候，但做套利投资是犯不起错的。

登普斯特农具机械制造公司 (DEMPSTER MILL MFG. )

这笔投资是 1956 年作为低估类开始的。当时，它的股价是 18 美元，净资产 72 美元，流动资产（现

金、应收账款和存货)减去所有负债是 50 美元。登普斯特曾经是一家很赚钱的公司，但是在 we 买入时，它只能维持盈亏平衡。

定性分析是负面的(行业竞争激烈，管理层平庸)，但是从数字上看太有吸引力了。经验表明，买入 100 只这样的股票，在一到三年之内，其中七八十只能实现不错的收益。买入的时候，很难说哪只就能涨，只知道整个组合的前景良好。促使组合中个股上涨的因素很多，可能是行业状况好转、收到收购要约、投资者心理变化等等。

此后五年里，我们每次只能买到很少，但一直在买这只股票。这五年里，我担任了公司的董事，越来越不看好现有管理层领导下的盈利前景。在此期间，我也对公司的资产和经营状况有了更深的了解，通过定量分析，我仍然认为这家公司很便宜。

1961 年中期，我们持有登普斯特 30% 的股份(我们几次提出收购要约，都无功而返)。1961 年 8 月和 9 月，我们以每股 30.25 美元的价格完成了几笔大宗交易，随后以相同的价格提出了收购要约，我们的持股达到了 70% 以上。在之前五年里，我们的买入价格在 16 美元到 25 美元之间。

取得控股权后，我们将副总裁提升为总裁，为他解除公司先前策略的束缚，看他能否带来转变。结果还是没起色。1962 年 4 月 23 日，我们聘请哈里·博特尔 (Harry Bottle) 出任总裁。

哈里是这份工作的最佳人选。我之前盛赞过哈里取得的成绩，不必多说，请看下面资产负债表的前后对比，资本重新配置的成果一目了然。

（单位：美元）	11/30/61	7/31/63（未审计）
现金	166,000	89,000
美国证券债券（成本计价）		289,000
其他有价证券 （市值计价，高于成本）		2,049,000
<b>现金及证券合计</b>	<b>166,000</b>	<b>2,436,000</b>
应收账款（净值）	1,040,000	864,000
存货	4,203,000	890,000
预付账款	82,000	12,000
<b>流动资产</b>	<b>5,491,000</b>	<b>4,202,000</b>
其他资产	45,000	62,000
厂房和设备净值	1,383,000	862,000
<b>资产合计</b>	<b>6,919,000</b>	<b>5,126,000</b>
应付票据	1,230,000	
其他负债	1,088,000	274,000
<b>负债合计</b>	<b>2,318,000</b>	<b>274,000</b>
净资产		
61年11月30日 60,146 股		
63年7月31日 62,146 股	4,601,000	4,852,000
<b>负债和净资产合计</b>	<b>6,919,000</b>	<b>5,126,000</b>

哈里：

- (1) 把存货从 400 多万美元（大多数是周转率极低的）降低到 100 万美元以下，极大地降低了存货持有成本和淘汰过时的风险。
- (2) 释放出资本，我们将其用于投资有价证券，获得了 40 多万美元的收益。
- (3) 将销售和管理费用从每月 150,000 美元降低到 75,000 美元；
- (4) 将工厂营运成本从每直接工时 6 美元降低到 4.5 美元；
- (5) 关闭了五家不赚钱的分公司（保留了三家赚钱的），用效率更高的分销商取而代之；
- (6) 整顿了内布拉斯加州哥伦布市经营混乱的一家配件工厂；
- (7) 砍掉了消耗大量资金，却不能贡献利润的承包工程业务（释放出的资金可以投资证券获利）；
- (8) 调整了维修配件的价格，在不影响销量的情况下，增加了超过 200,000 美元的利润；
- (9) 最重要的是，通过包括上述措施在内的努力，让登普斯特恢复到与投入资本相称的盈利能力。

1963 年，一方面，哈里恢复登普斯特盈利能力的速度比我预想的快得多，我们很快就用完了税损结转，需要缴纳巨额税款，另一方面，登普斯特公司有大量流动资金用不完，我们别无选择，只能想办法把公司注销或卖出去。

我们着手在 1963 年末之前解决这个问题。注销公司很麻烦，但是我们的合伙人可以多获得一倍的收益，而且不用为登普斯特持有的证券缴纳资本利得税。

我们最初谈了几笔交易，都是快谈到最后时没谈妥。几乎到了最后一刻，我们达成了一笔出售资产的交易。虽说我们对这笔交易里的很多细节并不满意，但是整体来说，我们大概获得了净资产的价值。加上我们通过有价证券投资组合获得的收益，我们实现的价值是每股 80 美元。登普斯特（已更名为 **First Beatrice Corp.**，我们将登普斯特商标出售给了新公司）现在几乎只剩下现金和有价证券了。在巴菲特合伙基金的年末审计中，我们持有的 **First Beatrice** 的估值方法是用资产价值（以市价计算证券价值）减去 200,000 美元储备金。

顺便说一句，我认为买方会把登普斯特经营得很好。他们是很有能力的人，对于将来如何拓展业务和提升盈利能力，制定了完善的计划。无论是以非法人的形式经营登普斯特，还是以合理的价格卖出去，我们都很乐意。我们在投资中追求的是买得好，不是卖得好。

哈里和我一样，我们都喜欢丰厚的奖赏。他目前已经是巴菲特合伙基金的有限合伙人，下次我们再有需要瘦身的公司，就会派哈里上阵。

从登普斯特的故事里，我可以得到以下两点启示：

- (1) 我们所做的投资需要耐心。有的投资组合里都是股价高飞、人见人爱的股票，我们根本不买这些股票。在热门股风头正劲时，我们的投资可能看起来乏善可陈。

对于我们看好的股票，在我们买入时，它们的股价几个月甚至几年呆滞不动，对我们来说是好事。所以说，要给我们足够的时间，才能看出来我们的业绩如何。我们认为这个时间至少是三年。

(2) 我们不能透露我们正在做的投资。把我们的投资说出去，提高不了我们的收益，还可能给我们带来严重损失。包括合伙人在内，无论是谁问我们是否看好某只股票，我们都会援引“宪法第五修正案”保持沉默。

1964 年 7 月 8 日信

BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.

810 KIEWIT PLAZA

OMAHA 31, NEBRASKA

### 上半年业绩

6 月 23 日，我们一家人要去加州，所以这封信我 6 月 18 日就写了，有些仓促。有的合伙人习惯了收到我们整半年的报告，为了和往年保持一致，有些数字我先不写，比尔会把 6 月 30 日出来的最终数据填上。

1964 年上半年，道指从 762.95 上涨到 831.50，其间股息为 14.40，整体收益率是 10.0%。6 月 18 日，在我写这封信时，我看我们的半年业绩可能和道指不相上下。我多想向各位报告道指持平，而我们上涨 5%，要是道指下跌 10%，而我们持平，那就更好了。我一直和大家说，与市场持平或下跌时相比，在市场上涨时，我们更难领先道指。

下面是道指收益率、总合伙人分成前合伙基金收益率以及有限合伙人收益率的最新逐年对比情况。

年份	道指整体收益率 (1)	合伙基金收益率 (2)	有限合伙人收益率 (3)
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1958	38.5%	40.9%	32.2%
1959	20.0%	25.9%	20.9%
1960	-6.2%	22.8%	18.6%
1961	22.4%	45.9%	35.9%
1962	-7.6%	13.9%	11.9%
1963	20.6%	38.7%	30.5%
1964 年上半年	10.9%	12.0%	10.5%
累计收益率	116.1%	521.0%	354.4%
年化复合收益率	10.8%	27.6%	22.2%

注释：

(1) 根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。表格中为合伙基金整年运作的年份。

(2) 1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算有限合伙人利息和总合伙人分成。

(3) 1957-61 年的数据按前一列合伙基金收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了总合伙人分成，未计算有限合伙人的每月提现。

上半年，我对我们的买入情况非常满意。在我看来，投资的 90% 是买入，所以买入顺利，我特别满意。在低估类中，我们的合伙基金现在是三家公司的最大单一股东。这些股票，我们买入的价格远远低于产业资本所能给予的估值，我们还会按这样的价格继续买入。其中一只，从 18 个月前，我们就一直在买；另外两只，都是从大约一年以前，我们一直在买。在今后一年，两年，甚至更长时间，我们不干别的，就继续一周接一周地耐心买入这些股票，这也很正常。



像前面说的这三只股票，在我们持续买入时，最好是公司一直在取得实质的进步，例如，盈利改善、资产价值提升，但股票的市场价格毫无反应，这种情况是我们最愿意看到的。我们的短期业绩不会从中受益，特别是在市场上涨时，但是我们觉得很踏实，我们必然会从中获得更好的长期业绩。我们就这么一直买，最后不是外部因素激发股价上涨，就是我们以低廉的价格获得公司的控股权，这两种情况我都喜欢。

但是，有一点大家应该知道，对于我们的低估类中的大部分股票，虽然我们认为仍然严重低估，但我们根本不可能取得控股权。对于这些股票，经过较长的一段时间，市场应该能证明我们的分析是正确的，但是和我们能控股的股票不一样，在这些股票上，我们没有两手准备。

## 基金公司

我们一直拿最大的两只开放式股票型基金（股票占 95-100%）和最大的两只分散投资的封闭式股票型基金的业绩，与合伙基金的收益率做对比。Massachusetts Investors Trust、Investors Stock Fund, Tri-Continental Corp. 这四家公司管理着 40 多亿美元的资金，基金行业管理的总资产是 200 亿美元，它们应该能代表大多数的基金公司，以下是这四只基金的业绩。有些投资顾问机构管理的资产规模更大，它们绝大多数的业绩应该和这四家基金公司不相上下。

年份	Mass. Inv. Trust (1)	Investors Stock (1)	Lehman (2)	Tri-Cont. (2)	道指	有限合伙人
1957	-11.4%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	9.3%
1958	42.7%	47.5%	40.8%	33.2%	38.5%	32.2%
1959	9.0%	10.3%	8.1%	8.4%	20.0%	20.9%
1960	-1.0%	-0.6%	2.5%	2.8%	-6.2%	18.6%
1961	25.6%	24.9%	23.6%	22.5%	22.4%	35.9%
1962	-9.8%	-13.4%	-14.4%	-10.0%	-7.6%	11.9%
1963	20.0%	16.5%	23.7%	18.3%	20.6%	30.5%
1964 上半年	11.0%	9.5%	9.6%	8.6%	10.9%	10.5%
累计收益率	105.8%	95.5%	98.2%	105.1%	116.1%	354.4%
年化复合收益率	10.1%	9.4%	9.6%	10.1%	10.8%	22.2%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1964 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-63。1964 年上半年数据为估算值。

大基金费用高昂、地位尊崇，道指是无人管理的一揽子蓝筹股，但是我们从这些数据中可以看出，大基金始终跟不上指数。基金就像漂在池塘上的鸭子。水（市场）涨起来时，鸭子跟着往上涨；水（市场）落下去时，鸭子跟着往下落。不管有没有动物保护协会，鸭子的功劳大小，都要看他自己的表现，不能对池塘水位的涨跌呱呱乱叫。如上表所示，水位对巴菲特合伙基金的业绩有很大影响，不过我们一直在扑腾翅膀。

道指不是衡量股票投资业绩的唯一标准，但所有投资管理活动（包括管理自己的资金在内）都要经受客观的检验，检验标准应该事先确定，不能事后自己随便选。

资管行业规模庞大。基金经理非常重视评估汽车、钢铁、化工等各行各业的公司的管理层。为了分析公司管理层优劣，他们会严肃认真地投入大量时间和精力。基金经理不辞辛苦地评估投资组合中公司的管理层，他们自己却不会受到同样的评估，这实属不该。我们认为，投资者和基金经理必须确立业绩评估标准，并且像研究自己的投资标的一样，经常客观地审视自己的业绩。

我们就这么做，不管评估结果如何。不用我说，大家也知道，我们有确定的业绩衡量标准，只能保证我

们能做到客观评估，绝对不等于我们就能取得良好的业绩。提到衡量业绩，我们再回顾一下“基本原则”(Ground Rules) 是怎么说的。基本原则中说，鉴于我们的投资方式，衡量我们的表现，至少要看三年，而且投机气氛浓厚时，我们很可能落后。有一点，我可以向各位保证。既然我们已经把标准定在了 90 厘米，标准就始终是 90 厘米。我们不会因为达不到标准而修改标准。依我之见，在规模高达几千亿的资管行业中，如果人人都确立合理的标准来衡量能力，并有意识地付诸实践，这个行业会更健康地发展。在日常商业活动中，无论是评估市场、人员、机器，还是流程，人们普遍遵循既定标准，资管可是世界上规模最大的商业行业。

## 税项

1964 年初，我们有 2,991,090 美元的未实现收益，这些都属于 1963 年的合伙人。从年初到 6 月 30 日，我们实现了 2,826,248.76 美元的资本收益（其中 96% 是长期资本利得），这样看来，1964 年 1 月 25 日所报告的归属各位合伙人的所有未实现增值今年应该都会实现。我要再提醒一下各位，收益的实现与我们的业绩表现无关。其实，在我们实现大量资本收益的同时，各位在合伙基金的权益市值可能是大幅缩水的，所以说，别因为实现的资本收益多就欢欣鼓舞，也别因为实现的资本收益少就愁眉苦脸。我们从不搞提前交税或延迟交税的手段。我们做投资决策是综合考虑，选取能实现利润最大化的概率组合。如果最佳选择是交税，那就交，好在长期资本利得税还比较低。

在 1964 年 4 月 1 日寄给大家的税收函件中，我已经和大家说了，在申报 1964 年纳税金额估算时，填写 1963 年的实际纳税金额比较稳妥，这样不会受罚。

1 月 1 日新加入的合伙人只需缴纳少量税款，所有合伙人加入第一年都是如此，因为我们会把实现的资本利得先分配给有未实现增值的老合伙人，这也与实际收益无关。所有有限合伙人，无论新老，最终收益都完全相同（按照《合伙协议》第五段，Bill Scott、Ruth Scott 和 Susan Buffett 除外）。和往常一样，我们现在向各位报告的只是纸面上的收益。

按照惯例，我们将在 11 月 1 日左右（向合伙人以及有意在 11 月 1 日前后加入的准合伙人）寄出修订版合伙协议、1965 年承诺书以及 1964 年纳税估算数据等文件。今年夏天，别让比尔闲着，这封信里有什么不清楚的地方，尽管问他。

沃伦 E. 巴菲特谨上

1965 年 1 月 18 日信

BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.  
810 KIEWIT PLAZA  
OMAHA 31, NEBRASKA

### 1964 年业绩

1964 年，我们的整体收益是 4,846,312.37 美元，然而按照我们的衡量基准道指来看，和往年相比，我们这一年的业绩一般。道指的整体收益率是 18.7%，巴菲特合伙基金的整体收益率是 27.8%，有限合伙人的整体收益率是 22.3%。去年，合伙基金领先道指 9.1 个百分点，有限合伙人领先道指 3.6 个百分点。这是 1959 年以来，我们相对道指的领先优势最微弱的一年。（1959 年的业绩和道指差不多。）

不过，我并不因此而沮丧。去年，市场很强劲。在市场走强的年份，我们总是很难胜过道指。早晚会有道指把我们远远甩在后面的时候。1964 年，我们没被道指彻底打败，我还有些庆幸。急剧上涨的市场给我们带来重重困难，1965 年，如果道指继续去年的行情，我们一定很难跟上，更别说取得一定的领先了。

下面是道指收益率、总合伙人分成前合伙基金收益率以及有限合伙人收益率的最新逐年对比情况。

年份	道指 整体收益率 (1)	合伙基金 收益率 (2)	有限合伙人 收益率 (3)
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1958	38.5%	40.9%	32.2%
1959	20.0%	25.9%	20.9%
1960	-6.2%	22.8%	18.6%
1961	22.4%	45.9%	35.9%
1962	-7.6%	13.9%	11.9%
1963	20.6%	38.7%	30.5%
1964	18.7%	27.8%	22.3%

(1) 根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。表格中为合伙基金整年运作的年份。

(2) 1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算有限合伙人利息和总合伙人分成。

(3) 1957-61 年的数据按前一列合伙基金收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了总合伙人分成。

下表是累计收益率或复合收益率：

年份	道指整体收益率	合伙基金收益率	有限合伙人收益率
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1957 – 58	26.9%	55.6%	44.5%
1957 – 59	52.3%	95.9%	74.7%
1957 – 60	42.9%	140.9%	107.2%
1957 – 61	74.9%	251.0%	181.6%
1957 – 62	61.6%	299.8%	215.1%
1957 – 63	94.9%	454.5%	311.2%
1957 – 64	131.3%	608.7%	402.9%
年化复合收益率	11.1%	27.7%	22.3%

### 基金公司

我们一直拿最大的两只开放式股票型基金（股票占 95-100%）和最大的两只分散投资的封闭式股票型基金的业绩，与合伙基金的收益率做对比。Massachusetts Investors Trust、Investors Stock Fund, Tri-Continental Corp. 这四家公司管理着约 45 亿美元的资金，基金行业管理的总资产是 300 亿美元，它们应该能代表大多数的基金公司。有些投资顾问机构管理的资产规模更大，它们绝大多数的业绩应该和这四家基金公司不相上下。

我想用下面的表格说明，作为衡量投资业绩的指数，道指不是那么容易战胜的。上述四家基金由能力出众的经理人管理，它们每年收取的管理费是 800 多万美元，整个基金行业收取的管理费数额就更庞大了。从这些高薪经理人的打击率 (batting average) 来看，他们的业绩和道指相比稍逊一筹。

### 年度业绩

年份	Mass. Inv. Trust (1)	Investors Stock (1)	Lehman (2)	Tri-Cont (2)	道指	有限 合伙人
1957	-11.4%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	9.3%
1958	42.7%	47.5%	40.8%	33.2%	38.5%	32.2%
1959	9.0%	10.3%	8.1%	8.4%	20.0%	20.9%
1960	-1.0%	-0.6%	2.5%	2.8%	-6.2%	18.6%
1961	25.6%	24.9%	23.6%	22.5%	22.4%	35.9%
1962	-9.8%	-13.4%	-14.4%	-10.0%	-7.6%	11.9%
1963	20.0%	16.5%	23.7%	18.3%	20.6%	30.5%
1964	15.9%	14.3%	13.6%	12.6%	18.7%	22.3%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1964 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-63。1964 年数据为估算值。

## 复合收益率

|

### 复合收益率

年份	Mass. Inv. Trust (1)	Investors Stock (1)	Lehman (2)	Tri-Cont (2)	道指	有限 合伙人
1957	-11.4%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	9.3%
1957 - 58	26.4%	29.2%	24.7%	30.0%	26.9%	44.5%
1957 - 59	37.8%	42.5%	34.8%	40.9%	52.3%	74.7%
1957 - 60	36.4%	41.6%	38.2%	44.8%	42.9%	107.2%
1957 - 61	71.3%	76.9%	70.8%	77.4%	74.9%	181.6%
1957 - 62	54.5%	53.2%	46.2%	59.7%	61.6%	215.1%
1957 - 63	85.4%	78.5%	80.8%	88.9%	94.9%	311.2%
1957 - 64	114.9%	104.0%	105.4%	112.7%	131.3%	402.9%
年化复合收益率	10.0%	9.3%	9.4%	9.9%	11.1%	22.3%

合伙人在每年的信中都会看到上述表格，他们问我：“大型基金的经理人才智超群，他们有聪明勤奋的下属、用之不竭的资源、深厚广博的人脉，他们的投资经验加到一起都有几百年了，最后业绩怎么能做成这样？（说到“投资经验加到一起都有几百年了”，我想起了一个段子。有个人去面试，他说自己有 20 年的从业经验，他之前的老板说，不是“20 年的从业经验”，应该是“一年的经验，重复了 20 年”。）

这个问题很有意义，按理说，基金经理和广大投资人都应该深入研究一下。300 亿美元的 1% 可就是 3 亿美元。令人匪夷所思的是，在华尔街连篇累牍的长篇大论中，关于这个问题的研究几乎没有；在分析师团体行行色色的会议上，关于这个问题的探讨寥寥无几。在我看来，无论哪家投资管理机构，在对美国各大公司的管理能力和经营业绩品头论足之前，都应该好好分析一下自己的方法和业绩。

大基金的业绩超不过甚至跟不上无人管理的指数，在大多数情况下，绝对不是因为基金经理能力或品行的问题。我把这个现象的主要原因归结为如下几点：(1) 群体决策——这或许是我的偏见：我认为，只要是一个群体，所有成员共同参与决策，投资管理工作就几乎不可能达到一流水平；(2) 与其他声誉卓著的大型机构保持一致的倾向，无论是策略，还是部分投资组合；(3) 机构框架的束缚——平均水平很“安全”，对于个人而言，特立独行的回报与风险毫不相称；(4) 僵化固守某些不理智的分散投资策略；最后一点，也是最重要的一点：(5) 惯性。

也许我对基金经理的这些评论不公平。也许就连上面的统计数据对比都不公平。我们的投资组合和公募基金迥然不同，我们的投资方法也和它们迥然不同。但是，我相信无论是我们的合伙人，还是大基金的投资者，他们有一点是相同的，他们都认为自己的资产管理人追求同一个目标：通过持续投资股票，在将资金永久损失的风险控制在最低限度的同时，实现长期资本回报率的最大化。对于我们的大多数合伙人来说，如果不把资金投到巴菲特合伙基金中，其他的选择可能就是基金等投资公司，获得与基金类似的收益率，因此，我认为与基金对比来检验我们的业绩很有意义。

毫无疑问，基金公司、投资顾问、信托部门等为投资者提供了不可或缺的服务，其中包括实现足够的分散、坚持长期投资、简化投资决策和方法、最重要的是，它们可以帮助投资者避免散户常犯的低级错误。在机构的宣传资料中，它们着力凸显专业管理人士，公众自然会以为他们有能力取得高收益，但绝大多数机构并未对实现超额收益做出具体承诺。

各位合伙人，我在这里向大家保证，我现在说上述业绩对比有意义，将来也会如此，无论将来如何。同时，我向各位合伙人提议，如果你认为这个标准不合适，请现在就告诉我，并提出其他标准。标准要定在前面，不能事后再说。

我还有个想法。很多人自己管理资产，他们是自己的投资顾问。上面的表格里没有“自我管理”一列。人们很关心自己的体重、高尔夫球分数、油费，但是对自己的投资管理水平却刻意回避，不进行量化评估。他们管理的可是自己的钱，客户是全世界最重要的人，是他们自己。研究 **Massachusetts Investors Trust** 或 **Lehman Corporation** 等基金的业绩，这种评估的意义是理论上的。客观研究你的资金管理人的表现，即使这个管理人是你自己，这种评估的意义是真金白银的。

### 关于保守

看到上述大基金的业绩，有人可能会问：“这些大基金的业绩是差一些，但是它们的投资是不是比我们更保守？”要是你这么问基金经理，他们会绝对坦诚地告诉你，他们更保守。要是你这么问 100 位分析师，我相信他们大部分人也会说基金公司更保守。我不同意。我 90% 的净资产都在巴菲特合伙基金里，我的很多亲戚都在合伙基金里有投资，当然了，这只能说明我的诚意，证明不了我的投资更保守。

没错，与我们相比，大基金的投资方式更符合常规。很多人以为符合常规就是保守。我觉得这种想法错了。一种投资方法是否保守，不在于是否符合常规。

真正的保守投资源于正确的前提、正确的事实、正确的逻辑。按照这三点做出的投资，有与常规相符的时候，但更多时候是与常规背道而驰。在世界的某个角落，平坦地球协会 (**Flat Earth Society**) 或许还在定期开会呢。

我们不因为重要的人、善辩的人或大多数人赞同我们，而感到踏实。我们也不因为他们不赞同我们，而感到踏实。民意调查替代不了独立思考。有时候我们会释然一笑，这是因为我们找到了一个投资机会，我们能看懂、事实清楚明了、一眼就能看出来该怎么做。遇到这种情况，不管是常规，还是非常规，不管其他人同意，还是不同意，我们都觉得自己是在保守地投资。

上面的论述有很强的主观色彩。没错。大家应该要求我进行客观分析。我也愿意进行客观分析。如何合理地评估既往投资策略是否保守？我的建议是研究市场下跌时的业绩表现。表格中市场下跌的年份只有三年，而且都是温和下跌，不足以用于此项检验。在这三年里，我们的投资业绩都明显优于更常规的投资组合。

如果我们把这三年连在一起，则累计业绩如下所示：

Tri-Continental Corp.	-9.7%
Dow	-20.6%
Mass. Investors Trust	-20.9%
Lehman Corp.	-22.3%
Investors Stock Fund	-24.6%
有限合伙人	+45.0%

这个比较算不上多重要，但是可以说明一些问题。不谈价格，只说“我们拥有美国电话电报公司 (AT&T)、通用电气 (General Electric)、IBM 和通用汽车 (General Motors)，所以很保守”，这样的观点，我们不敢苟同。总之，评估投资方式或资产管理人（包括自己管理）是否保守，要以合理的客观标准为依据，衡量下跌行情中的业绩表现是一种行之有效的检验方法。

## 复利的喜悦

有的合伙人读了前几年的信，反馈说怎么讲的都是现当代的投资案例，能不能提高点难度，深入讲讲跨越几个世纪的投资策略。于是，我就写了这部分。

在之前的两则投资错误剖析中，我们讲了伊莎贝拉女王（赞助哥伦布远洋航行）和弗朗西斯一世（购买名画《蒙娜丽莎》）所谓精明的投资，实际上是蠢到家了。有些人在这两位的错误辩解，说来说去都是感情用事。在我们的复利表面前，一切辩解都苍白无力。

有一个质疑还有些合理。有人说，在我写的这部分内容里，用的案例都是负面的，只是在批评历史上投资能力低下的人。有没有投资能力高超的案例，有没有人的光辉业绩世代流传，值得后来者学习？

当然有。传说中的曼哈顿印第安人就因为他们精明的商业头脑而名垂青史。1626 年，他们把曼哈顿岛卖给了有名的败家子彼得·米努伊特 (Peter Minuit)。据我所知，印第安人最后拿到手是 24 美元。米努伊特获得了 57.8 平方公里的土地，相当于 57,756,735 平方米。目前，曼哈顿岛的价值是 12,433,766,400 美元（12.5 亿），约合每平米 215 美元。外行乍一看，觉得米努伊特赚了。其实，印第安人只要实现每年 6.5% 的收益率（部落基金的销售代表应该敢承诺这个收益率），他们就能笑到最后。按照每年 6.5% 的收益率，经过 338 年，24 美元会变成 42,105,772,800 美元（420 亿）。如果他们的收益率能再高 0.5 个百分点，达到 7%，他们的钱现在就是 2050 亿美元。

讲完了。

有的合伙人考虑投资策略时可能不会想这么长远。还是像往常一样，下面是 100,000 美元按照不同收益率复利累积的结果，方便各位参考。

	4%	8%	12%	16%
10 年	\$48,024	\$115,892	\$210,584	\$341,143
20 年	\$119,111	\$366,094	\$864,627	\$1,846,060
30 年	\$224,337	\$906,260	\$2,895,970	\$8,484,940

从这个表格中可以看出，下列三个因素对资金增长有好处：

- (1) 寿命长（在金融大牛的行话里，这个叫“玛士撒拉效应”(Methuselah Technique)）
- (2) 复合增长率高
- (3) 上述两者兼而有之（笔者特别推荐）

如上表所示，复合增长率稍微高一点，最后的收益就会高很多。正因为如此，尽管我们希望自己的业绩能远远高于平均水平，但是对我们来说，高于平均水平的每一个百分点都有实际意义。

## 我们的目标



上面的表格中没有过去八年里合伙基金平均 27.7% 的收益率，也没有有限合伙人平均 22.3% 的收益率。这么高的收益率根本不适用于较长时期，原因是：（别担心，我不会为了证实这个预言，而在投资中“裹足不前”。）

(1) 按照这么高的收益率复合增长，较大的资金会以惊人的速度增加，规模很快就会超过国债。

(2) 合伙基金成立这八年以来，由于股票价值的整体重估，股票投资实现了很高的整体收益率，这个收益率在今后十年不可持续。在我们的基金成立以来的这短短几年里，道指的收益率是 11.1%。我认为，把时间拉长到二三十年，道指比较合理的整体收益率应该在 6% - 7% 之间。这一个因素就会把我们的年化复合收益率拉低 4 个百分点左右。只要 1965 年道指下跌 20.5%，它这九年的平均收益率就会降到 7%。对于这样的下跌幅度，甚至更大幅度的下跌，长期投资股票的人应该早就做好心理准备。要是你持有的股票（例如，你投资的巴菲特合伙基金）市值下跌 20% 或 30%，你就会遭受心理创伤或陷入财务困境，你就不适合投资股票。借用诗人哈里 杜鲁门 (Harry Truman) 的话说：“吃得咸鱼抵得渴。”(If you can't stand the heat, stay out of the kitchen.)你最好还是先考虑一下，要不要吃“咸鱼”。

(3) 我们认为，从长期来看，不可能始终保持合伙基金领先道指 16.6 个百分点的优势或有限合伙人领先道指 11.2 个百分点的优势。从我们一道投资以来，我们已经连续八年跑赢道指，其中有一年，扣除利润提成后，有限合伙人没有跑赢。我们的合伙基金肯定有落后道指的时候，而且落后的年份肯定不只是一两年。我们跑输了，我作为总合伙人一定会气得咬牙切齿（希望各位有限合伙人不要太懊恼）。出现这样的情况时，我们的平均相对优势就会显著下降。我也相信，有的年份，我们仍然会取得明显的领先优势。到目前为止，我们没有一年的业绩是平庸或糟糕的，所以我们的平均收益率较高，显然，期望永远如此是不现实的。

那么我们预期的目标是什么呢？我下面说的基本都是猜测。在我的投资理念里有一个核心理论：预测常常无法准确判断未来，倒是经常暴露预测者的过错。

各位是我的合伙人，哪怕我的预期未必可靠，我也有义务如实相告。以下是我对长期前景的预期：

(1) 道指整体收益率为平均每年 7% 左右（包括股息），整体而言，各年波动剧烈，极端时能跌 40%，也能涨 50%，大多数年份在下跌 10% 到上涨 20% 之间。

(2) 扣除总合伙人分成之前，巴菲特合伙基金平均每年领先指数 10 个百分点。合伙基金的领先优势同样存在剧烈波动：在逆境中可能落后 10 个百分点；在顺风顺水时，可能领先 25 个百分点。

(3) 综合以上两点，巴菲特合伙基金的长期平均收益率是 17%，有限合伙人的长期平均收益率是 14%。各年的收益率会相差悬殊，具体波动是多少取决于 (1) 和 (2) 两个变量的相互作用。

我再重申一遍，上面的预期只是猜测，其中个人得失或自我等因素有很大影响。熟悉金融历史的人都知道，这种预测经常大错特错。我还不如不写这些，但是这是合伙人很关心的一个问题。我们巴菲特合伙基金的各位合伙人都很关心我们能取得的长期收益率，

我应该把我们的目标在白纸黑字上写下来，哪怕有一天这会证明我愚不可及。我的要求是很严格的，我看所有投资管理人，无论是券商、投资顾问，还是信托部门、基金公司，都应该开诚布公，坦诚地说明自己定的目标是什么、衡量标准又是什么。

### 我们的投资方法

在以前的信中，我一直把我们的投资分为三类，现在我觉得分成四类更合适。新增加的类别是“低估类（相对低估）”(Generals Relatively Undervalued)。我们的“低估类”投资中一直存在这个细微差别，现在我

觉得有必要把这个差别体现出来。此类投资以前只是“低估类”中的一个小类，现在已经发展到在我们的整体投资组合中占据更加重要的地位，因此有必要单独划为一类。这类投资的重要性与日俱增，迄今为止的收益率也非常出色，值得投入大量时间和精力在其中寻找更多投资机会。这个新类别反映了我们已经形成一种独具特色的全新投资方法并将其付诸实践，这个新方法的应用有助于我们改善此类投资的预期收益和稳定性。目前，我们的四类投资如下：

1. “低估类（基于产业资本视角）”(Generals -Private Owner Basis)——这类投资包含整体低估的股票，我们主要通过定量分析判断是否低估，但是也特别重视定性分析。一般来说，低估类的投资，几乎看得出来或根本不知道短期内怎么能上涨。低估的股票不光鲜，市场不喜欢。它们唯一的好处就是价格低廉，经过审慎分析可以看出，公司的市值远远低于产业资本所能给予的估值。我重申一下，虽说定量是第一位的，是根本，定性也很重要。我们喜欢优秀的管理层，我们喜欢好行业，我们希望有一定的“催化剂”刺激不作为的管理层或股东，但是我们要买得值。

在此类投资中，我们很多时候都可以做到“进退有余”，最后要么外部因素刺激股价上涨，要么我们以低廉的价格获得一家公司的控股权。虽说外部因素刺激股价上涨属于绝大多数情况，但廉价取得控股权相当于一个保单，这是其他类型的投资中所没有的。在 1964 年的中期报告中，我们提到了我们是三家公司的最大股东，我们一直在加大这三家公司的仓位。我对这三家公司创造基本面价值的速度都非常满意。对于其中两家公司，我们完全是被动投资者。在第三家公司中，我们只是略微采取了一些主动措施。对于这三家公司，我们对任何一家可能都不会采取完全主动的策略，但是如果有必要，我们肯定会出手。

2. “低估类（相对低估）”(Generals -Relatively Undervalued)——此类投资中的股票是价格相对便宜的，参照对象是质地相差无几的其他股票。我们对此类股票的要求是按照当前市场估值标准严重低估，但是此类股票一般是大盘股，参照产业资本给予的估值没意义。在这类股票的投资中，一定要进行同类比较，否则就牛头不对马嘴了，这一点我们非常注意。在绝大多数情况中，我们对行业和公司不够了解，无法做出合理的判断，会直接跳过。

我刚才说了，这个新类别的投资比重在增加，收益率也非常令人满意。股市整体估值标准的变化会给我们带来风险。例如，在我们以 12 倍市盈率买入一只股票时，同等质地或较差质地的股票市盈率是 20 倍，但随后出现了一波估值调整，原来 20 倍市盈率的那些股票，市盈率跌到了 10 倍。我们最近开始应用一个方法，有望显著削弱这种由于估值标准变化而导致的风险。

这个风险一直给我们带来极大的困扰，这类投资与“低估类（基于产业资本视角）”或“套利类”不同，一旦出现估值标准变化的风险，我们无路可退。现在我们能把这个风险削弱了，此类投资大有前途。

3. “套利类”(Workouts) ——套利类投资有时间表可循。套利投资机会出现在出售、并购、重组、分拆等公司活动中。我们做套利投资不听传闻或“内幕消息”，只看公司的公告。在白纸黑字上读到了，我们才会出手。套利类投资有时也受大盘影响，但主要风险不是大盘涨跌，而是中途出现意外，预期的进展没有实现。常见的意外包括反垄断等政府干预、股东否决、税收政策限制等。许多套利类投资的毛利润看起来很低，就像我们平时在生活里找哪个停车计时器还有剩余时间。但是，套利投资的确定性高、持有时间短，去除偶尔出现的重大亏损，年化收益率是相当不错的。套利类投资每年贡献的绝对利润要比低估类稳定。在市场下跌时，套利类投资积少成多，能给我们带来很大的领先优势；在牛市中，此类投资会拖累我们的业绩。从长期来看，我认为套利类能和低估类一样跑赢道指。

4. “控制类”(Controls)——我们的控制类投资比较少见，但这类投资只要做了，就是大规模的。控制类有的是一开始就通过大宗交易买入，有的是从低估类发展而来的。有的低估类股票，价格在低位徘徊的时间很长，我们能买到很多，实现了部分或完全控股，有能力对公司施加影响，这笔投资从低估类转到了控制类。这时候，我们根据对公司前景以及管理层能力的评估，决定是采取主动，还是保持相对被动。

我们不愿为了主动而主动。在其他条件一样的情况下，我更愿意放手让别人做。不过，大家可以放心，如果必须要采取主动，才能让资本得到合理运用，我们不会袖手旁观。

不管主动还是被动，投资控制类有一点是必须的：投资时就得把钱赚到。控制类投资的必要条件是物美价廉。取得控股权后，我们的投资价值几何，就不再取决于经常失去理智的市场报价，而是企业本身的价值。

在“低估类（基于产业资本视角）”中，我们提到有三只股票我们是最大股东。由于进可攻、退可守，这三只股票都可能变成控制类，这样很好。如果这三只股票股价上涨，达到比较符合内在价值的价位，这样也很好。我们可以卖出去，成功完成“低估类（基于产业资本视角）”的投资。

衡量控制类的投资收益，至少要看几年时间。按部就班地买入需要时间。另外，可能还要改善管理层、重新配置资本、寻求出售或并购等，控制类中的这些工作都需要时间，所以此类投资不能看几个月，要看几年。因为投入时间长，在控制类投资中，我们要求获利空间一定要大。如果赚不了多少，我们不做。

在买入阶段，控制类的表现和道指基本趋同。在末期阶段，控制类的表现和套利类更相似。

我们以前做过一笔控制类投资，登普斯特农具机械制造公司，后来卖了出去。这里告诉大家一下，登普斯特的买方现在把这家公司经营得有声有色。我们实现了自己的初衷，感到很欣慰。做投资，别想着坑人，指望最后让傻子接盘（华尔街有个“博傻理论”，说的就是这种做法），这么做长远不了。在极其低廉的价格买入，平价卖出也能获得喜人的收益，这多有成就感。

我说过，在我们的投资组合中，各类投资的分配主要是见机行事，视投资机会而定。单独拿出某一一年来，低估类、套利类或控制类的投资占比有很大的随机性。各类投资所占比重有偶然性，但对我们当年相对道指的业绩有很大影响。所以说，单独一年的业绩不重要，无论好坏，都别看得太重。

我就以过去三年为例，说明各类投资占比的随机性对我们的业绩有多大影响。在这里，我们使用另一种完全不同的计算方法。在衡量巴菲特合伙基金业绩时，我们计算的是整体收益率。现在，我们以各类投资的每月平均市值为准，分别计算每类投资的收益率，计算时将借钱和经营开支因素扣除（这样可以最准确地比较各类投资，但并不能反映合伙基金的整体业绩）。低估类（包括当前的两种低估类）、套利类和道指的收益率如下所示：

年份	低估类	套利类	道指
1962	-1.0%	14.6%	-8.6%
1963	20.5%	30.6%	18.4%
1964	27.8%	10.3%	16.7%

显然，1962 年，套利类（和控制类）扭转了局面。这一年如果我们的套利类投资占比较低，与大盘相比，我们的收益率仍然会相当出色，但最终收益肯定没那么高了。这一年，我们的套利类占比完全有可能很低，这类投资就看有没有合适的机会，不是我在预知了市场走势后刻意分配的。所以说，大家要明白，1962 年我们各类投资有这样的配比，纯属运气好。

1963 年，我们做了一笔漂亮的套利投资，对整体收益贡献很大。再加上低估类也表现出色，全年收益率非常抢眼。假如这一年套利类的收益比较正常（例如，像 1962 年一样），我们相对道指的优势会大幅

缩水。在这一年，我们不是因为各类投资的配比占了便宜，而是受益于良好的形势。

再看 1964 年。这一年，套利类严重拖累了我们的业绩。在像 1964 年道指大涨这样的年份中，这种情况实属正常。但是这一年套利类的表现实在乏善可陈，对业绩的拖累超出了我的预期。回过头来看，我们当时要全投资低估类就好了，但是投资不能重头再来。

希望通过我对上述表格的阐述，各位能确实明白某一年的业绩受许多变量的影响，有些因素我们既无法控制，也无法预知。我们认为我们的各类投资都是好投资。我们不是只靠一类投资，而是有几类可供选择，这对我们是好事。正因为如此，我们可以在各个类别中精挑细选，而且一个类别的投资机会没了，我们还可以投别的，不会彻底失去投资机会。

## 税项

今年，有不少合伙人齐声抱怨交的税太多。要是税单一片空白，可能也会有不少人抱怨。

很多人本来脑子很清楚，一到要交税的时候就糊涂了。我有个朋友是西海岸有名的哲人，他说，人生中的绝大多数错误是因为忘了初心。当人们面对税收，被情绪冲昏了头脑而犯错，就属于这个情况。我还有个朋友是东海岸有名的哲人，他说，他不在乎有没有人代表他的权益，只在乎要交多少税。（译注：这句话源于“无代表，不纳税”(No Taxation Without Representation)，是 18 世纪 60 年代英属北美殖民地反抗英国统治的一句口号。)

还是回到西海岸哲人说的那句话。我们投资到底追求的是什么？在投资过程中，虽然我们要考虑税收因素，但投资肯定不是为了交最少的税。我们追求的是最高的税后复合收益率，不能舍本逐末。要是有两种情况，税前复合收益率相同，一种情况要交税，另一种情况不需要交税，无疑后者更合适。现实中很少有这种情况。

现在，从 3000 只股票中选出 20 只来构建一个最佳投资组合。一年后，所有股票的价格都截然不同（无论是组合里的，还是组合外的），这时候，这 20 只股票能仍然是最佳组合吗？不可能。既然我们的目标是实现税后复合收益率最大化，我们就必须持有按当前价格计算最有价值的股票。3000 多只股票，每一只都无时无刻不在变化，所以我们必然要对投资组合进行调整。我们当然希望调整投资组合时，卖出去的是赚钱的，这时候就要交税。

现在是否要持有一只股票，它去年或上个月表现如何，不重要。一只股票下跌了，没办法回本，不重要。去年一只股票赚了大钱，你很欣喜，可是在考虑它是否能纳入今年的最佳投资组合里时，你因为它赚了大钱而对它的喜爱，也不重要。

只要是取得了收益，调整投资组合时就要交税。除了极其特殊的情况（确实有这样的情况），只要预期收益很高，交的那点税根本不算什么。我总是搞不懂，为什么那么多投资股票的人对交税如此深恶痛绝。其实，长期资本利得税比大多数行业的税率都低（从税收政策的规定来看，做苦力的对社会的贡献不如炒股票的）。

我知道合伙人里有不少是特别务实的，所以我还是说点有用的吧。要彻底避免交税，只有三个办法：(1) 把资产留到死——我觉得这个办法太终极了，就算狂热的避税分子对这个办法也一定很纠结；(2) 将资产赠予他人——这样你就不必交税了，可我们买东西、交房租，也不交税啊；(3) 把赚来的钱亏回去——要是你听到这个避税办法眼前一亮，那我很佩服你，你真有坚持信念的勇气。

综上所述，我们的合伙基金将一如既往地追求实现投资收益最大化，而不是把税款降到最低限度。我们愿意尽全力为国库创收，但也会尽全力按税法规定的最低税率纳税。

提到投资管理中的税收问题，前几年有这么个趣事。有些基金公司推出了“互换基金”(swap funds)，投资者可以用自己手里的股票交换基金的份额。销售员在推销这种基金时力推的卖点是，用一只股票交换一个分散的投资组合可以延期缴纳资本利得税（销售员在说延期缴税时，说的好像不用交一样）。只有赎回互换基金份额时才需要交税。要是有人走运，实现了上面提到的三种可以避免交税的情况，那就真不用交税了。

这些互换基金投资者的逻辑真是有意思。他们显然不喜欢自己手里的股票，要不也不会拿出去换（更别说要交数额不小的手续费，通常是 4%，最高可达 100,000 美元）。他换到手里的同样是一袋子烫手的山芋，是其他不愿意交税的投资者丢掉的。说实在的，这些互换基金的投资者要是看看换来的是些什么股票，他们很可能不会买，我知道真能看的人没几个。

自从第一只互换基金 1960 年成立以来，一共出现了 12 只互换基金，现在有几只新成立的正处于募集期。它们的总销售额超过了 6 亿美元，还是很有市场的。这些基金都聘请基金经理，收取资产的 0.5% 作为管理费。互换基金的基金经理面对的问题很有意思：投资者付给他们薪水，要他们管理好基金（五只规模最大的基金，每年的费用在 250,000 美元到 700,000 美元之间），但是因为投资者提供了股票，基金的课税基础很低，基金经理无论怎么操作，都会产生资本利得税。基金经理也清楚，他们的操作会产生税项，尽管基金的投资者都是非常不愿意交税的，要不他们根本就不会买互换基金。

上面的话，我说得有些重了，在有些情况下，有的投资者在处理纳税和投资问题时，或许互换基金是最佳解决方案。不过，我觉得这对那些受人尊敬的投资顾问是个挑战，他们怎么才能既少交税，又管好钱呢？

三只规模最大的互换基金都是 1961 年成立的，现在管理的总资产规模是 3 亿美元左右。其中有一只是 Diversification Fund，它的财年和日历年不一致，很难进行对比。另两只 Federal Street Fund 和 Westminster Fund（分别是规模第一大和第三大的），它们由专业投资顾问管理，这些投资顾问还为机构投资者管理 20 多亿美元的资金。

下面是它们的历年业绩：

年份	Federal Street	Westminster	道指
1962	-19.0%	-22.5%	-7.6%
1963	17.0%	18.7%	20.6%
1964	13.8%	12.3%	18.7%
年化复合收益率	2.6%	1.1%	9.8%

这单纯是管理业绩，其中没扣除手续费，包含基金替投资者缴纳的税金。

找谁能少交税呢？

其他事项

12 月 21 日的《汽车新闻》(AUTOMOTIVE NEWS) 报道说，福特汽车计划 1965 年拿出 7 亿美元在全球增加 626,352 平米的办公场地。巴菲特合伙基金也不能落后，我们计划在 1965 年春季增加 21 平米的办公场地。

从我们合伙基金成立之初的 1956 年 5 月 5 日到 1965 年 1 月 1 日，我们的净资产从 105,100 美元（别猜那 100 美元是谁出的）增加到 26,074,000 美元，我们的内部组织的发展也要跟上。因此，在我们将办公场所从 63 平米大举扩张到 84 平米的同时，一位精干高效的人才也将加入我们，负责行政管理等工作。有了他的加入，比尔·斯科特的担子就轻了，可以投入更多精力做他擅长的证券分析工作。我会在年中的信里继续报告相关情况。

比尔的工作一如既往地出色。比尔和他妻子把他们的大部分家庭资产都投入到了合伙基金中，他们的权益是 298,749 美元。我们的新成员（他当前的雇主还没找到合适的替代人选，我们暂不透露他的姓名）同样携妻子和儿女投资了我们的合伙基金。苏茜和我目前在合伙基金中权益是 3,406,700 美元，这几乎是我们的全部净资产。在合伙基金之外，我们只持有 Mid-Continent Tab Card Co. 的股权，这是一家本地公司，是我 1960 年投资的，当时股东还不到 10 人。另外，我们一大家子，包括三个子女、我的母亲、两个姐妹、两个姐夫、岳父、四个姑姑、四个表亲、六个侄子侄女，直接或间接持有总计 1,942,592 美元的合伙基金权益。所以我们也是一如既往，和大家同吃一锅饭。

没有哪家公司有我们这么强的季节性，我们一年只营业一天。营业时间这么短，要把大量文书处理得井井有条，真是艰巨的任务。贝丝 (Beth) 和多娜 (Donna) 仍然表现出色，应对自如。

毕马威会计师事务所对我们的帮助不可或缺，他们把账目理得清清楚楚。我们总是给他们提出紧迫的截止日期，他们总是漂亮地完成工作。从今年的审计报告中，各位可以看到，毕马威已经开始实施新程序，除了常规的年末审计，每年还对我们进行两次突击检查。

最后，各位合伙人，请接受我由衷的谢意，谢谢你们密切配合，及时妥善地把文件寄送给我们。这样我们才得以把精力花在该用的地方，努力给大家赚钱。我很感激各位，你们让我能把绝大部分时间都投入到思考投资上。很多公司没这么好的运气，它们总是被纷繁的琐事羁绊，什么都做不成。我们的组织结构就是有这么高的效率，当然，这离不开各位合伙人的鼎力相助。我很珍惜。我们也因此都更加富有。

过去，我们规定允许现有合伙人的亲戚投资，不设最低资金限制。今年，我们不得不接纳大量合伙人的儿孙，这个规定看来要改一改了。我决定对现有合伙人的亲属设置 25,000 美元的最低投资限额。

在今后两周，各位合伙人会收到如下文件：

- (1) 一份包含税收数据的信函，其中列有申报 1964 年联邦所得税所需的所有巴菲特合伙基金信息。
- (2) 毕马威会计师事务所出具的 1964 年审计报告，其中包含巴菲特合伙基金的运营数据和财务状况以及合伙人资本账户的信息。
- (3) 一份由我签署的、证明您于 1965 年 1 月 1 日持有巴菲特合伙基金权益的文件，其中的权益数据与审计报告中列出的数据一致。
- (4) 包含所有合伙人名单的合伙基金协议日程“A”。

如有任何疑问，请与比尔或我联系。虽然我们的员工各个出色，但是随着规模的增加，还会可能出现信函漏寄、姓名遗漏、数字错位等问题。如果发现任何差错，请联系我们。下一封信是上半年总结，各位将在 7 月 15 日左右收到。

沃伦 E. 巴菲特谨上

1965 年 7 月 9 日信

BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.  
810 KIEWIT PLAZA  
OMAHA 31, NEBRASKA  
Warren E. Buffett, 总合伙人 William Scott  
John M. Harding

上半年业绩:

1965 年上半年, 道指从 874.13 下跌到 868.03。它的下跌幅度很小, 但走的不是直线线路, 而是观光线路, 在 5 月 14 日曾达到 939.62 的高点。加上 13.49 点的股息, 道指上涨 7.39 点, 整体收益率是 0.8%。

我们上半年的业绩不错, 未扣除总合伙人分成的收益率是 10.4%, 领先道指 9.6 个百分点。下面是道指收益率、总合伙人分成前合伙基金收益率以及有限合伙人收益率的最新逐年对比情况。

年份	道指整体收益率(1)	合伙基金收益率 (2)	有限合伙人收益率 (3)
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1958	38.5%	40.9%	32.2%
1959	20.0%	25.9%	20.9%
1960	-6.2%	22.8%	18.6%
1961	22.4%	45.9%	35.9%
1962	-7.6%	13.9%	11.9%
1963	20.6%	38.7%	30.5%
1964	18.7%	27.8%	22.3%
1965 年上半年	0.8%	10.4%	9.3%
累计收益率	133.2%	682.4%	449.7%
年化复合收益率	10.5%	27.4%	22.2%

根据道指年度涨跌计算, 其中包含股息。表格中为合伙基金整年运作的年份。

1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩, 其中扣除了经营费用, 未计算有限合伙人利息和总合伙人分成。

1957-61 年的数据按前一系列合伙基金收益率计算得出, 按照当前合伙协议, 扣除了总合伙人分成。

我们一直提醒各位: (1) 三年以下的短期业绩毫无意义, 我们有一部分投资是控股类, 短期业绩对我们更没意义。(2) 与道指和公募基金相比, 在市场下跌时, 我们能跑在前面, 在市场泡沫中, 我们可能望尘莫及。

按照上面的第二点, 我们的表现应该是: 上半年前四个月道指大涨时, 难以跟上指数; 五月份、六月份, 道指下跌时, 我们逐渐取得领先优势。实际情况则完全相反: 在今年上半年, 市场大涨时, 我们遥遥领先; 后来市场下跌时, 我们跟随道指下跌。

对于上述表现, 我并不引以为傲。我更愿意看到的情况是, 我们能按照我们的设想取得领先优势。之所以如实报告, 有两个原因: (1) 无论我做对了, 还是做错了, 各位合伙人都有权知道; (2) 从这个现象可以说明, 虽然我们有既定的概率和预期, 实际情况可能远远偏离预期, 短期情况尤其如此。在上一封年度信中, 我告诉大家, 我们的长期目标是每年领先道指 10 个百分点。今年前六个月, 我们就领先了 9.6 个百分点, 远远高于平均水平。当与平均水平相比, 我们的业绩偏好时, 合伙人总是能处变不惊,



这值得赞许。与平均水平的偏离，不总是偏好，偏向差的一面时肯定会有，各位要做好准备。

在上一年度的年度信中，我们讲了有几个“低估类（基于产业资本视角）”投资。上半年，通过一些列买入活动，我们取得了其中一只股票的控股权。在取得控股权后，评判价值的首要决定因素就变成了企业的资产和盈利能力。在持有一家公司的少数权益时，盈利能力和资产当然也非常重要，但是从短期看，价格的决定因素是供求关系，盈利能力和资产只能间接影响价值，未必能主导股价。

取得控股权益后，我们拥有的不再是股票，而是公司，这时要按公司本身估算价值。在今年中期的报告中，我们以保守的方法计算控股公司的价值。在年末的报告中，我们将按照资产和盈利能力的变化重新估值。在 1966 年 1 月的年度信中，我将详细介绍这笔控股投资的情况。现在我只告诉大家，我们对收购成本和企业运营都非常满意，也非常看好公司的管理层。

### 基金公司

我们一直拿最大的两只开放式股票型基金（股票占 95-100%）和最大的两只分散投资的封闭式股票型基金的业绩，与合伙基金的收益率做对比。Massachusetts Investors Trust、Investors Stock Fund, Tri-Continental Corp. 这四家公司管理着 40 多亿美元的资金，基金行业管理的总资产是 300 亿美元，它们应该能代表大多数的基金公司。以下是这四只基金的业绩。有些投资顾问机构管理的资产规模更大，它们绝大多数的业绩应该和这四家基金公司不相上下。

年份	Mass. Inv. Trust (1)	Investors Stock (1)	Lehman (2)	Tri-Cont (2)	道指	有限合伙人
1957	-11.4%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	9.3%
1958	42.7	47.5	40.8	33.2	38.5	32.2
1959	9.0	10.3	8.1	8.4	20.0	20.9
1960	-1.0	-0.6	2.5	2.8	-6.2	18.6
1961	25.6	24.9	23.6	22.5	22.4	35.9
1962	-9.8	-13.4	-14.4	-10.0	-7.6	11.9
1963	20.0	16.5	23.7	18.7	20.6	30.5
1964	15.9	14.3	14.0	13.6	18.7	22.3
1965 年上半年	0.0	-0.6	2.7	0.0	0.8	9.3
累计收益率	114.9	102.8	111.7	115.4	133.2	449.7
年化复合收益率	9.4	8.7	9.2	9.5	10.5	22.2

计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

来源：1965 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-64。1965 年上半年数据为估算值。

去年，我说基金就像漂在池塘上的鸭子。水（市场）涨起来时，鸭子跟着往上涨；水（市场）落下去时，鸭子跟着往下落。1965 年上半年，池塘的水位几乎没变。如表格所示，鸭子也趴在池塘上。

我在报告业绩时说了，五月份和六月份落潮的时候，我们未能幸免。但是我们在前四个月里拍打了翅膀，所以最后我们比其他鸭子飞得高一些。芝加哥大学证券价格研究中心主任詹姆斯 H. 洛瑞 (James H. Lorie) 说得更直白。他在 1965 年 5 月 25 日的《华尔街日报》上说：“我们找不到证据，无法证明基金公司的选股能力优于随机选股。”

美国经济大环境好，过去这些年，随机选股都能获得很好的业绩。水位一直在上涨。我认为，从概率的角度讲，长期来看，美国经济会越来越好，水位会越来越高，但中间少不了大的波折。无论潮起潮落，

我们都将矢志不渝地搏浪击水。要是我们业绩下降，还不如各位自己在水面上漂浮，我们只能引咎辞职。

### 预先存入资金和提取资金

我们接受合伙人以及潜在合伙人预先存入资金，并从资金存入之日起到年末支付 6% 的利息。合伙人没有责任在年末将存入的资金转为合伙基金权益，但是在预先存入基金时应当以在年末转为基金权益为意向。

我们同样允许合伙人在年末之前预先提取资金，最高取款金额为其合伙基金账户资金的 20%，并从资金提取之日起到年末收取 6% 的利息，利息扣除时间为年末。这么安排不是打算把合伙基金变成合伙人的银行，而是通过允许预先提取资金，满足合伙人的紧急资金需求。像每季度需要向联邦政府缴税，这样的资金需求可以预知。合伙人应当在年初从资本账户中提取，不要在年中预先提取资金。预先提取资金的安排是为了应急。

存款（预先存入资金）和贷款（预先提取资金）利率都是 6%，看起来不是我巴菲特的风格。（我肯定对这样的生意提不起来兴趣。）从旁观者的角度来看，我们合伙基金的大部分活动都是商业性质的，但是关于预先存取资金的安排没有利差。尽管如此，我认为这个安排合理，符合所有合伙人的利益。

我们的合伙人间接持有大量流动资产，有的合伙人投入了自己的大部分资金。我们应该为合伙人的权益提供一定的流动性，不能只等到年末才允许存取。实际上，我们有理由相信，预先存入资金的数量会远远超过预先提取资金的数量。例如，截止 1965 年 6 月 30 日，预先提取资金的金额是 98,851 美元，预先存入资金的金额是 652,931 美元。

预先存入资金远远高于预先提取资金，但是我们能从商业银行获得利率更低的贷款，为什么还要为预先存入资金支付 6% 的利率？原因有两点：第一，我们相信我们的长期收益率会高于 6%（达不到这个目标，总合伙人一分钱分成都没有），短期内能否超过 6% 有很大偶然性。第二，提前存入的资金，在可以预见的短期内能成为我们的权益资本，和短期银行贷款相比，我用这些资金投资，心态不一样。提前存入资金对我们还有个好处：我们平时总是在 1 月份集中收到大量资金，允许提前存入资金后，可以在一年中分批收到追加投资。对合伙人来说，6% 的利率比任何短期低风险投资收益率都高，这对我们来说是互惠互利。

### 其他事项

在去年的信中，我说计划将办公室大举扩张到 84 平米。一切很顺利（计划完成时，百事可乐还凉着呢）。

四月份，约翰·哈丁 (John Harding) 加入了我们。我们选员工从来没看走眼过，约翰也是那么出色。

按照惯例，我们将在 11 月 1 日左右（向合伙人以及有意在 11 月 1 日前后加入的准合伙人）寄出 1966 年承诺书以及 1964 年纳税估算数据等文件。

沃伦 E. 巴菲特谨上

1965 年 11 月 1 日信

BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.  
810 KIEWIT PLAZA  
OMAHA 31, NEBRASKA

致 1966 年的各位合伙人：

随函附上：

(1) 两份 1966 年承诺书，一份由你保留，一份寄还给我们。承诺书可于 12 月 31 日零点之前修改，所以请尽早返还给我们。如果需要更改，提前写信或打电话给我们即可。12 月 31 日，承诺书最终生效后不可更改。投入资金起始时间为 1 月 1 日。每年 1 月份的第一周，都会有许多合伙人打来电话，询问能否追加 1 月 1 日投入的资金。逾期无法追加。

(2) 一份每年必备的“基本原则”(The Ground Rules)。所有合伙人务必认同其中的每一条原则。如果你有不同意见，没问题，你说的可能更对，但是合伙基金不适合你。请特别注意第七条基本原则。经过深思熟虑，我的想法略有改变，所以今年增加了这一条。这一条所说的做法在我们的投资活动中符合逻辑，但是与常规做法大相径庭，所以我请各位特别注意。

所有提现将在 1 月 5 日支付。提现金额没有限制，最低 100 美元，最高所有权益。同样，追加投资金额也没有限制，但应在 1 月 10 日之前存入。你可以选择在 1966 年完成上述交易，或许能节省一些税款。如果追加资金在 11 月份存入，则将视为预先存入资金，在年底前可获得 6% 的利息。12 月份存入的追加资金无利息。

合伙基金现已拥有伯克希尔哈撒韦公司的控股权益，伯克希尔是一家公开上市的公司。如 7 月份信中所述，在我们取得控股权益的公司中，资产价值和盈利能力是影响估值的主导因素。市场价格支配的是少数股东权益价值，对控股权益估值没多大意义。今年年末，在给我们持有的伯克希尔哈撒韦公司控股权益估值时，我们将选取介于净流动资产价值和账面价值二者之间的一个数值。鉴于应收账款和存货的性质，在上述估值方法中，流动资产以账面价值计算，固定资产以 50% 的折价率计算。这个估值对追加投资和提取现金的合伙人都公平，它可能高于也可能低于市值。

在我写这封信时，我们正沿着正常轨道运转，一切都很顺利。我们超越道指的领先优势远高于平均水平。哪怕是再保守老派的合伙人，即使使用净利润这样原始的衡量标准，也会对我们的业绩非常满意。不过，没到年末，一切都不算数。

如有任何疑问，请联系约翰·哈丁 (John Harding)，他负责解答合伙人的疑问。纳税情况与 8 月份信所述相同，如果需要约翰帮你估算需要缴纳的税金，请与他联系。

沃伦 E. 巴菲特谨上



1966 年 1 月 20 日信

BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.  
810 KIEWIT PLAZA  
OMAHA 31, NEBRASKA

### 1965 年业绩

1965 年，我们打赢了脱贫战（译注：1964 年美国总统林登 约翰逊在国情咨文中提出向贫穷开战（War on Poverty），当时美国的贫困率是 19%），我们年末的资产比年初多了 12,304,060 美元。

去年的信中有一段是“我们的目标”（注意，我写的不是“我们的承诺”），我说我们追求的是“...扣除总合伙人分成之前，巴菲特合伙基金平均每年领先指数 10 个百分点。合伙基金的领先优势会剧烈波动：在不利环境中可能落后 10 个百分点；在顺风顺水时可能领先 25 个百分点。”

去年刚定完目标，今年我们的业绩就偏离了目标，我的预测真是不靠谱。包含股息在内，道指的整体收益率是 14.2%，我们的整体收益率是 47.2%，这是巴菲特合伙基金成立以来取得的最大相对优势。我犯了错，大家都看到了，换了是谁，都会感到惭愧。以后应该不会有这样的事了。

下面是道指收益率、总合伙人分成前合伙基金收益率（收益超过 6% 的部分，总合伙人提取 25%）以及有限合伙人收益率的最新逐年对比情况。

年份	道指整体收益率(1)	合伙基金收益率 (2)	有限合伙人收益率 (3)
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1958	38.5%	40.9%	32.2%
1959	20.0%	25.9%	20.9%
1960	-6.2%	22.8%	18.6%
1961	22.4%	45.9%	35.9%
1962	-7.6%	13.9%	11.9%
1963	20.6%	38.7%	30.5%
1964	18.7%	27.8%	22.3%
1965	14.2%	47.2%	36.9%

(1) 根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。表格中为合伙基金整年运作的年份。

(2) 1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算有限合伙人利息和总合伙人分成。

(3) 1957-61 年的数据按前一列合伙基金收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了总合伙人分成。

下表是累计收益率或复合收益率：

年份	道指整体收益率	合伙基金收益率	有限合伙人收益率
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1957 - 58	26.9%	55.6%	44.5%
1957 - 59	52.3%	95.9%	74.7%
1957 - 60	42.9%	140.6%	107.2%
1957 - 61	74.9%	251.0%	181.6%
1957 - 62	61.6%	299.8%	215.1%
1957 - 63	95.1%	454.5%	311.2%
1957 - 64	131.3%	608.7%	402.9%
1957 - 65	164.1%	943.2%	588.5%
年化复合收益率	11.4%	29.8%	23.9%

去年收益率这么高，合伙人自然会问：“我们后面还有什么高招？”投资这行有一点不好，前一年强劲的气势对下一年基本没什么用。如果 1965 年通用汽车在国内上牌新车中占 54%，由于用户忠诚度、经销商能力、产量、品牌形象等因素，可以相当肯定地说，1966 年，通用汽车的销量应该和去年不相上下。我们的合伙基金不一样。每一年，发令枪一响，我们都一切按市值计算，从零开始。1964 年和 1965 年，我们也努力了，但来到 1966 年，对于新老合伙人来说，我们过去的努力带不来多少收益。过去的赚钱方法和机会就是过去的，将来总要找新的方法和机会。

长期而言，我仍然希望我们能实现去年信中所说的“我们的目标”。（如需去年的年度信，请联系我们。）要是有人相信 1965 年的收益率能频繁出现，他们可能是在出席哈雷彗星观测者俱乐部的每周会议。亏损的年份，落后道指的年份，我们肯定会有。但是，我仍然相信我们将来的平均业绩能战胜道指。假如有一天，我认为我们达不到这个目标，我会立即告诉各位。

### 基金公司

我们一直拿最大的两只开放式股票型基金（股票占 95-100%）和最大的两只分散投资的封闭式股票型基金的业绩，与合伙基金的收益率做对比。它们是 Massachusetts Investors Trust、Investors Stock Fund, Tri-Continental Corp.。这四家公司为大约 60 万投资人管理着 50 多亿的资金。基金行业管理的总资产是 350 亿美元，它们应该能代表大多数的基金公司。有些投资顾问机构管理的资产规模更大，它们绝大多数的业绩应该和这四家基金公司不相上下。

我想用下面的表格说明，作为衡量投资业绩的指数，道指不是那么容易战胜的。上述四家基金由能力出众的经理人管理，它们每年收取的管理费是 1000 多万美元，整个基金行业收取的管理费数额就更庞大了。从这些高薪经理人的打击率 (batting average) 来看，他们的业绩和道指相比稍逊一筹。

年度业绩						
年份	Mass. Inv.Tr	Investors Sto	Lehman	Tri-Cont	道指	有限合伙人
1957	-11.40%	-12.40%	-11.40%	-2.40%	-8.40%	9.30%
1958	42.70%	47.50%	40.80%	33.20%	38.50%	32.20%
1959	9.00%	10.30%	8.10%	8.40%	20.00%	20.90%
1960	-1.00%	-0.60%	2.50%	2.80%	-6.20%	18.60%
1961	25.60%	24.90%	23.60%	22.50%	22.40%	35.90%
1962	-9.80%	-13.40%	-14.40%	-10.00%	-7.60%	11.90%
1963	20.00%	16.50%	23.70%	18.30%	20.60%	30.50%
1964	15.90%	14.30%	13.60%	12.60%	18.70%	22.30%
1965	10.20%	9.80%	19.00%	10.70%	14.20%	36.90%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1965 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-64。1965 年数据为估算值。

### 复合收益率

年份	道指整体收益率	合伙基金收益率	有限合伙人收益率
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1957 - 58	26.9%	55.6%	44.5%
1957 - 59	52.3%	95.9%	74.7%
1957 - 60	42.9%	140.6%	107.2%
1957 - 61	74.9%	251.0%	181.6%
1957 - 62	61.6%	299.8%	215.1%
1957 - 63	95.1%	454.5%	311.2%
1957 - 64	131.3%	608.7%	402.9%
1957 - 65	164.1%	943.2%	588.5%
年化复合收益率	11.4%	29.8%	23.9%

有不少规模很大的投资顾问公司，管理着数十亿美元的资产，它们也管理小型基金，有时候是为了照顾规模较小的客户，有时候是为了向公众展示业绩。它们管理的基金，业绩和上述四只基金不相上下。

衡量绝对是投资中的关键一环。在上述基金经理的日常活动中，他们总是在衡量。他们总是在研究市场份额、利润率、资本回报率等因素的变化。他们在整个决策过程中都在衡量，衡量管理层、行业、相对收益率等等。我相信他们也会衡量新增业务量以及投资顾问业务的利润率。说到底，在各种各样的衡量中，哪一项能比投资机会和投资决策的衡量更重要？我在衡量自己的业绩时有自己的一套标准（也希望我的合伙人使用同样的标准），我的这套标准肯定不适用于所有基金经理。但是，无论是谁，只要做资产管理的工作，就应该有一套衡量标准，资产管理人和投资者都要清楚为什么这套标准合适，要选取多长时间衡量。

弗兰克·布洛克 (Frank Block) 在 1965 年《财务分析师期刊》(Financial Analysts Journal) 11 月-12 月刊中说得很好。在讲到投资业绩的衡量时，他说：“.....关于投资业绩衡量的内容是一片巨大的空白。如果投资管理机构都把目标定为追求最佳业绩，那么所有关于投资业绩的分析，再怎么仔细，也都是千篇一律。虽说客户没给要求我们严肃认真地分析业绩，但出于职业投资者的尊严，我们每位职业资产管理人也应该客观地评估自己的表现。对业绩没有明确的理解，又怎么能客观评估？对业绩有了明确的了解，才能着手进行分析，才看得出强弱优劣。公司的管理层缺乏合适的工具和方法，掌握不了复杂的企业组织的动态变化，我们会批评这样的管理层。我们同样缺乏合适的工具和方法，为别人管理资产，却不知道自己的表现如何，我们的过失同样不可原谅。.....我们很遗憾，在大多数投资管理机构处理的众多数据中，缺失了衡量业绩的体系。很悲哀，有些人宁愿糊涂，不想自己的表现如何。”

坦白说，我坚持我们一定要有个标准，而且我们都使用同样的标准，也是有些私心。我就喜欢把指数甩在后面。凯西·斯坦戈（译注：Casey Stengel，美国职业棒球大联盟著名球员和教练）说得好：“甘心服输的都是卢瑟”(Show me a good loser, and I'll show you a loser.)。更重要的是，有了标准，合伙人批评我的话，一定也是因为我真的表现不好（不如道指），而不会因为某年出现亏损而错怪我。知道了合伙人能合理地给我打分，我能更专注地工作。最后，事先就把衡量标准定好，将来如果业绩不行了，我们可以解散。无论过去收益率多高，都不会影响对当前业绩的判断。表现拙劣就是拙劣，找各种借口也没用。（我最近桥牌打得不好，因为光线太暗了。）表面看，这样衡量业绩是自讨苦吃，哪有什么好处。我观察过许多企业，可以肯定地告诉大家，若是能制定正确的评估方法，许多投资机构和实业公司会取得了不起的成绩。

如果你要评估别人（或你自己！）在投资活动中的表现，最好确定具体的标准，按照标准评估和解读。要是你觉得我们的标准（检验三年以上与道指的相对业绩）不合适，请不要投资合伙基金。如果你认为我们的标准很合适，当出现亏损的年份时，只要我们的整体业绩领先道指，你就应当保持平静，不但头脑要平静，内心也要平静。

### 复利的哀伤

在每年的信里，写到这部分的时候，我都要停下来，纠正一下过去四五百年里关于复利投资的错误。每年只有几段的篇幅，这是个艰巨的任务。不过，我觉得我已经尽力了，世人对哥伦布、伊莎贝拉、弗朗西斯一世、彼得·米努伊特和曼哈顿的印第安人应该有了新认识。在分析错误的同时，我们也见证了复利的巨大威力。为了吸引读者的注意，我给这部分选的标题是“复利的喜悦”，眼尖的读者可能发现今年的标题变了。

这些年来我们的复合收益率相当好，另外合伙人还追加了大量投资，今年年初，我们的资金量已经达到 43,645,000 美元。资金的增加是否会影响我们的业绩？这个问题我之前说过几次。以前每次我都说，不会有影响，而且保证什么时候我不这么想了，一定会立即告诉大家。

到目前为止，资金的增加并没有降低我们的收益。其实，过去几年里，要是我们的资金量小得多的话，合伙基金的业绩可能会更差一些。因为有几笔投资正好适合我们的体量，它们的规模不算小，能对业绩做出较大贡献，它们的规模又不算大，正好我们能掌控得了。我们运气很好，这几笔投资收益都不错。

现在我觉得我们的资金量已经很大了，可能就快产生不利影响了。这里面涉及很多变量，我也没办法说准。随着市场和商业环境的变化，最合适的规模也会相应变化。一个环境里的最佳规模，换到另一个环境里，可能就完全不一样了。过去几年里，有时候，从非常短的时间看，我觉得要是我们规模更小会更



好。但更多时候，我还是觉得我们规模大比较好。

现在我们的规模更大了，从当前的环境来看，这样的规模将来拖累业绩的可能性比提升业绩的可能性更大。真正受影响的或许不是我的个人收益，而是各位合伙人的收益。

综上所述，除非环境变化了（在有些情况下，新增资金有助于提升业绩）或新合伙人能为合伙基金带来资金以外的贡献，我打算停止接受新合伙人加入巴菲特合伙基金。

这项措施要执行到底就必须一视同仁，我已经告诉苏茜，要是我们再有子女想加入，由她为他们寻找其他投资途径。

一方面，现有合伙人的资金提取（用于支付税款等）和资金追加规模应当不相上下；另一方面，我预计随着资金增加，预期收益率只会轻微降低。目前，我没有任何理由限制现有合伙人追加投资。

经常和医学打交道的人，看完这部分会得出结论：一种有效治疗甲亢的新药研发出来了。

### 投资情况进展

去年，我详细介绍了我们的几种投资。法律规定禁止施加残酷和逾常刑罚（译注：**Cruel and unusual punishment**，美国宪法第八修正案规定禁止施加残酷和逾常刑罚），我就不赘述每个类别的特点了，各位可以从去年的信中找到相关内容。但是，我应该向大家报告一下各类投资的进展情况，让大家更了解每类投资的优缺点。

近来只有零星的“套利类”投资机会。去年，我们只做了几笔套利，平均只投入了 600 万美元。套利类的收益是 1,410,000 美元，平均资本回报率是 23.5%（计算中使用的是自有资本。在大多数套利类投资中可以借钱，我们在套利投资中使用一部分借来的资金，可以提升回报率）。在这 1,410,000 美元的收益里，一半以上来自一笔套利。在当前的情况下，大量资金参与套利不可能持续获得较高的收益率。尽管如此，我们仍将继续关注偶尔出现的大机会，从概率看赢面较大的情况下，我们或许也会继续参与较小的机会。

1965 年，“低估类（基于产业资本视角）”(Generals -Private Owner Basis) 给我们带来了丰厚的收益。随着道指上涨，此类投资机会越来越少。但是这样的机会一出现，往往就是大机会。在去年的信中，我一开头就提到，我们在三笔低估类投资中是最大股东。1965 年，我们通过要约收购将其中 1964 年末规模最大的一笔卖出，为合伙基金实现了 3,188,000 美元的收益。1964 年末，此类投资的未实现增值是 451,000 美元。所以说，这笔交易对 1965 年贡献的收益只有 2,737,000 美元，但是全部税款都要在 1965 年缴纳。我给出这些数字，是想告诉大家：在任何一年，我们实现的收益都要纳税，这个实现的收益是用于税收的，和我们的实际收益没多大关系。

从刚才讲的这笔投资中，我们就能很好地理解“低估类（基于产业资本视角）”的含义。一个价格，产业资本非常愿意按这个价格买入一家公司的控股权（我们认为产业资本很聪明），但是散户就不愿按这个价格买入公司很小的一部分股权。多少年来，股市里一直都这样。单纯因为股市里人们的行为，这个类别的投资就能取得良好的收益。偶尔会出现要约收购等公司行为，这个类别能赚得更多。

“控制类”投资中新增了一个成员，是从“低估类（基于产业资本视角）”转过来的。我们从 1962 年 11 月就开始买入伯克希尔哈撒韦 (Berkshire Hathaway) 的股份，买入的理由基本和上面讲到的那只一样。伯克希尔这笔投资的不同之处在于，我们最后买到了很多股票，我们自己取得了控股权。大多数低估类投资，要么是上涨后在市场卖出，要么是卖给其他大买家。

1962 年，我们刚开始买伯克希尔时，买入的价格是每股 7.60 美元。纺织行业的格局发生了较大变化，之前的管理层后知后觉，被迫关闭了几家濒临淘汰的工厂，导致了巨大亏损，所以股价如此之低。二战结束以来，伯克希尔深陷泥潭，一直在走下坡路。1948 年，这家公司最辉煌的时候税前利润有 2950 万美元，拥有 11 家工厂、11,000 名工人。

1965 年春，我们取得控股权时，伯克希尔只剩下两家工厂，2,300 名工人。没想到伯克希尔虽然只剩下残存的业务，但留下来的管理人员很优秀，我们不用从公司外面找人来经营，这真是太好了。我们最开始的买入成本才每股 7.60 美元（平均买入成本是每股 14.86 美元，1965 年初我们加大了买入力度），1965 年 12 月 31 日，这家公司的净营运资本就有每股 19 美元（厂房和设备的价值不算）。

能拥有伯克希尔，我们感到很高兴。毫无疑问，伯克希尔的盈利能力如何，主要决定因素是纺织行业的行业状况。幸好我们有一流的经理人肯·切斯 (Ken Chace) 负责公司运营，另外，负责伯克希尔销售团队的几位经理人也是行业精英。

伯克希尔处于生存压力巨大的行业，不可能像施乐 (Xerox)、仙童摄影器材 (Fairchild Camera) 或国家影视 (National Video) 那么赚钱，但是我们拥有伯克希尔非常放心。正如我的西海岸哲学家朋友所说：“燕麦、奶油泡芙都要吃，这样的膳食才合理。”

既然已经取得了控股权，在审计中，我们对伯克希尔这笔投资会按照企业价值评估，而不是有价证券。伯克希尔的股价涨 5 美元，和我们没多大关系，我们不会卖。同样，跌 5 美元，也和我们没多大关系。控股公司的价值取决于公司本身的价值。在评估我们的控股权益时，我不是按照神的启示来估值。（前面提到了三只牛股，或许买了这三只股票的人真得到了神的启示。没有神的启示，现在的价格这么高，晚上怎么能睡得着？）对于伯克希尔，我会根据我对资产、盈利能力、行业状况、竞争情况等因素的了解，进行保守的估值。我们在年末会给出一个估值，但是我们不会按这个估值卖出，其他投资也一样，否则我们早就卖了。

最后一类投资是“低估类（相对低估）”(Generals -Relatively Undervalued)。随着其他类别的投资机会减少，此类投资的重要性日益增加。

说实话，与其他三类相比，我觉得这类投资多少有些虚浮，我不喜欢虚浮的东西。我觉得这类投资没其他几类那么稳妥，也不像其他几类那样可以比较准确地预知未来会如何。虽说如此，1965 年，“相对低估类”投资表现优异，这得益于我在去年信中提到的操作方法，这种方法可以既能降低风险，又能提高收益。无论是哪一年，这种方法都应该能降低风险，但是在 1965 年，这个方法确实帮助我们提高了收益。需要告诉大家的是，为此类投资出色表现做出最大贡献的，只是两笔投资。

因为要如实报告，我也要告诉大家，1965 年，在相对低估类中，我们有一笔投资失败了，这是合伙基金成立以来最糟糕的一次单笔投资。

整体来说，在相对低估类中，我们 1965 年的运气还是不错的。我们在这类投资中找到的机会不多，但是找到的都是相当好的（除了上面提到失败的那个）。由于情况变化，我们加快了对其中几个机会投资的步伐。进入 1966 年，我看到的机会有不是很多，但刚才也说了，有几个大机会可能是相当好的。主要看市场情况是否有利，我们能不能买到比较多的货。

总之，1965 年用上等的投资机会多，新找到的投资机会少。

## 关于分散

去年，在讲到大多数基金经理的业绩还不如随机选股时，我给出的分析是，说这种现象有如下几个原因：“(1) 群体决策——这或许是我的偏见：我认为，只要是一个群体，所有成员共同参与决策，投资管理想要达到一流水平几乎不可能；(2) 与其他声誉卓著的大型机构保持一致的倾向，无论是策略，还是部分投资组合；(3) 机构框架的束缚——平均水平很“安全”，对个人而言，特立独行的回报与风险毫不相称；(4) 僵化固守某些不理智的分散投资策略；最后一点，也是最重要的一点：(5) 惯性。”

在今年 11 月份给各位寄送的材料中，我特别提醒各位注意，我新增加了一条基本原则：“7. 与大多数同行相比，我们的分散程度远远更低。一笔投资，我们掌握了事实和逻辑，正确的概率极大，与此同时，这笔投资的内在价值不可能出现根本变化，出错的概率很小，在这种情况下，我们可能最多拿出 40% 的净资产用于这笔投资。”

在分散投资方面，我们遵循的策略显然与几乎所有公募投资机构截然不同。说实话，要是 50 个不同的投资机会摆在我面前，每个机会都有每年领先道指 15 个百分点的数学期望值（**mathematical expectation** 是一个统计学术语，它描述的是所有可能出现的相对收益（包括负收益），按照各种相对收益的概率调整后，计算出的范围。别晕！），这再好不过了。要是这 50 个投资机会的期望值是不相关的（在其中一个投资机会中发生的事件不会影响其他投资机会），我可以把我们的资金分成 50 份，每个机会投资 2% 的资金，然后就可以高枕无忧了，因为我们的整体业绩会非常接近于领先道指 15 个百分点，这个确定性极高。

实际上不是这么回事。

经过一番艰苦的努力，我们也就能找到寥寥几个特别可能赚钱的投资机会。按照我们的目标，对于这样的投资机会，我的要求是拥有领先道指至少 10 个百分点的数学期望值。这样的机会能找到的就不多，找到的机会里，每个的数学期望值又存在巨大差异。我们总要回答这个问题：“按照相对收益的数学期望值，排名第一的要分配多少仓位？排名第八的要分配多少仓位？”这主要取决于第一和第八的数学期望值相差多少，还要考虑第一有多大的概率会出现极其糟糕的相对收益。两只股票的数学期望值可能相同，但是其中一只只有 5% 的概率落后道指 15 个百分点以上，另一只出现这个情况的概率只有 1%。前者的数学期望值范围较大，这就会降低我集中投资这只股票的意愿。

上面的论述把投资说得好像是非常精确的操作。其实不然。我们做投资就是确定事实，然后用经验和理智分析事实，得出数学期望值。这个过程不精确，受情绪影响，但这就是投资。一位投资者，无论是否有意识地进行这样的估算，他在股市摸爬滚打很多年，对许多股票做过决策，

从他的长期业绩里，就能看出他估算水平的高低。有的投资者有着非常清晰的思维过程，我相信他们在投资中有明显优势。

有一点我非常肯定。就算不以追求良好业绩为首要目标，无论资金量是 1000 美元，还是 10 亿美元，一个投资组合，要是其中包含了一百只股票，就肯定不符合逻辑。在投资组合中加入第一百只股票，它拉低整个投资组合数学期望值的弊，远远大于平滑组合业绩波动的利。

谁要是持有这么多只股票，而且还像模像样地研究过每一只，无论他们的名头有多响，我都把他们称为诺亚方舟派，什么东西都来两个。他们还是别投资了，去开诺亚方舟得了。诺亚可能遵循了某些久经考验的生物学规律，诺亚方舟派的投资者却偏离了数学原理。（我平面几何差点就挂科了。除了一个例外，在挑选合伙人时，数学好的，我一律不收。）

别人持有一百只股票的做法不符合逻辑，这证明不了我们就是对的。别人的投资过度分散可能是错的，我们必须从正面证明，按照我们的目标，我们如何分散才是正确的。

一个最佳投资组合，有两个决定因素：一是各种股票的不同数学期望值，二是对业绩波动的容忍程度。选的股票越多，每年的实际收益率与预期收益率越接近，波动越小。既然各只股票具有不同的业绩数学期望值，选的股票越多，预期收益率也越低。

为了追求更高的长期整体收益率，我会毫不犹豫地放弃平滑每年的业绩波动（请注意，我这里所说的“业绩”是指相对道指的表现）。简单点说，一旦看准了最佳投资机会，我愿意下重注集中投资。我很清楚，我这么操作可能偶尔一年业绩特别差，要是分散了，就没这个情况。我们的业绩波动幅度更大，但是从长期来看，我们的领先优势也更大。

各位从过去几年的业绩里就看得出来。我们相对道指的领先优势，最低的是 1958 年的 2.4 个百分点，最高的是 1965 年的 33 个百分点。再看一下基金公司和道指的比较情况，你会发现我们的波动幅度大得多。要我降低我们的波动幅度，我完全做得到，而且还能远远领先基金公司，但我们的整体收益肯定会降低。结合过去几年的投资经历思考这个问题，我有这么个感觉：我以前应该再集中一些。于是，我新增加了一条基本原则，又在这里解释了这么多。

重复一遍，我的逻辑有些不合常规（是对是错，不能通过是否符合常规来判断，你必须独立思考），我尊重你的不同见解，但如果你和我看法相左，合伙基金不适合你。我们能投入 40% 的仓位，肯定是遇到了特别罕见的情况。正因为罕见，抓准了机会，才要下重注。合伙基金成立九年来，我们仓位超过 25% 的投资也只有五六笔。能成为集中投资的机会，首先是与其他机会相比，它们相对道指的预期收益率必须远远更高。除此之外，它们还必须是通过定性和/或定量分析挑选出来的一等一的好机会，出现严重永久性损失的风险极低（短期的市场报价多高多低都有可能，所以说集中投资，每年业绩的波动风险更大）。在安排仓位时，任何一笔投资，我都要对它的仓位进行限制，尽可能降低一笔投资（或相关的一组投资）导致整体组合落后道指 10% 的概率。

目前，我们有两笔投资仓位在 25% 以上，一个是我们控股的公司，另一个是我们将始终保持被动投资的大型公司。值得指出的是，我们 1965 年的收益绝大部分来自五笔投资。1965 年，这五笔投资对收益的贡献在 80 万美元到 350 万美元之间（其中有几笔投资的收益是前几年就有了）。要是只算 1965 年我们规模最小的五笔低估类投资，我们的业绩就黯然失色了（我选择了比较文明的字眼形容）。

有个奇怪的现象，关于最佳分散选择的推理计算这个问题，在投资管理文献中竟然鲜有论述。所有材料都建议“充分”分散，但是提出“充分”分散的人从来不讲他们是怎么得出结论的。我们关于过度

分散的论述这就讲完了，最后就用著名学者比利·罗斯 (Billy Rose) 的话结尾：“你要是有 70 个女人的后宫，没一个女人你能懂。”

### 其他事项

去年，我们大举扩张，将办公室面积增加了 21 平米。老合伙人直摇头。从 1965 年 12,304,060 美元的收益来看，我们没扩张过度。幸好签的不是百分比租约（译注：percentage lease，按营业额百分比支付租金。）我对合伙基金的日常运营非常满意，在我们的运营体系中，与资金管理行业的任何人相比，我都可以把更多时间用于思考投资。这离不开我们工作人员的努力和合伙人的配合。

约翰·哈丁现在全权负责所有行政工作，他的工作做得有声有色。比尔·斯科特一如既往地搜集关于投资的详细信息，他为我们的收益做出了巨大贡献。贝丝·菲恩、多娜·沃尔特和伊丽莎白·哈农（伊丽莎白是 11 月份加入的）准确高效地完成了大量工作。

我们的上述工作人员及其配偶（一人一个）和子女在合伙基金中共计投资 600,000 美元。苏茜和我在合伙基金里有 6,849,936 美元的投资，我保证不会下午溜出去看电影。我们的全部净资产几乎都在合伙基金里。在合伙基金之外，我们只持有 Mid-Continent Tab Card Co. 的股权，这是一家本地公司，是我 1960 年投资的，当时股东还不到 10 人。

另外，我们一大家子，包括三个子女、我的母亲、两个姐妹、两个姐夫、岳父、三个姑姑、两个叔叔、四个表亲、六个侄子侄女，直接或间接持有总计 2,708,233 美元的合伙基金权益。谁要想投票更改合伙人基金名称，没门。

毕马威会计师事务所像往常一样，审计工作和税收信息整理工作做得又快又好，这是因为他们既能力出众，又勤劳肯干。今年，他们带来一台电脑来做审计工作，我还担心可别把别人当成总合伙人，还好，一切很顺利。

在今后两周，各位合伙人会收到如下文件：

1. 一份包含税收数据的信函，其中列有申报 1965 年联邦所得税所需的所有巴菲特合伙基金信息。
2. 毕马威会计师事务所出具的 1965 年审计报告，其中包含巴菲特合伙基金的运营数据和财务状况以及合伙人资本账户的信息。
3. 一份由我签署的、证明您于 1966 年 1 月 1 日持有巴菲特合伙基金权益的文件，其中的权益数据与审计报告中列出的数据一致。

如果对信中内容有任何疑问，或者年中遇到任何问题，请随时与我联系。我在信中很难面面俱到，要是有任何不明白的地方，请告诉我。去年，一位合伙人给我们提了一条极好的建议，他建议我们改进个人资金账户调节的列式方法。

下一封信是上半年总结，各位将在 7 月 15 日左右收到。

沃伦 E. 巴菲特谨上

又及：一如既往，我们还是不会给最晚寄回资料的合伙人颁奖。请火速寄回承诺书，谢谢合作。如果你需要进行更改（1 月 1 日之前），随时联系我们，我们会帮你修改。

1966 年 7 月 12 日信

BUFFETT PARTNERSHIP. LTD.  
610 KIEWIT PLAZA  
OMAHA, NEBRASKA 68131  
TELEPHONE 042-4110

上半年业绩

1966 年上半年，道指从 969.26 点下跌到 870.10 点。在此期间，股息约为 14.70 美元，投资道指的整体收益率为亏损 8.7% 左右。

长期平均每年跑赢道指 10 个百分点，这是我的目标，也是我的希望（但我保证不了一定能做到！）。今年上半年，我们的表现远高于预期，整体收益率大约是 8.2%。各位都应该明白，这样的业绩绝对是特殊的例外情况。业绩偏离预期，好的超出预料，这样的情况我们之前也遇到过，各位合伙人总能不为所动，我曾经在信里赞许各位表现出的温和与宽容。许多合伙人一定也想经历一下业绩偏离预期、差的超出预料的情况，考验一下自己的承受能力。既然是做投资，长期来看，各位一定会有这样的机会。

下面是道指收益率、总合伙人分成前合伙基金收益率以及有限合伙人收益率的最新逐年对比情况。

年份	道指整体收益率 (1)	合伙基金收益率 (2)	有限合伙人收益率 (3)
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1958	38.5%	40.9%	32.2%
1959	20.0%	25.9%	20.9%
1960	-6.2%	22.8%	18.6%
1961	22.4%	45.9%	35.9%
1962	-7.6%	13.9%	11.9%
1963	20.6%	38.7%	30.5%
1964	18.7%	27.8%	22.3%
1965	14.2%	47.2%	36.9%
1966 年上半年	-8.7%	8.2%	7.7%
累计收益率	141.1%	1028.7%	641.5%
年化复合收益率	9.7%	29.0%	23.5%

1. 根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。表格中为合伙基金整年运作的年份。
2. 1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算有限合伙人利息和总合伙人分成。
3. 1957-61 年的数据按前一列合伙基金收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了总合伙人分成。

就连大力士参孙 (Samson) 也有被痛扁的时候。假如你今年 1 月 1 日拿出 100,000 美元，把资金平均分成 8 份，买入下列公司：

- a. 世界上最大的汽车公司（通用汽车）；
- b. 世界上最大的石油公司（新泽西标准石油）；
- c. 世界上最大的零售公司（西尔斯罗巴克）；
- d. 世界上最大的化学公司（杜邦）；
- e. 世界上最大的钢铁公司（美国钢铁）；
- f. 世界上最大的上市保险公司（安泰保险）；
- g. 世界上最大的公用事业公司（美国电话电报）；
- h. 世界上最大的银行（美国银行）。

到 6 月 30 日，你的投资组合的总资产（包括股息）是 83,370 美元，亏损 16.6%。1 月 1 日，这八家巨无霸的总市值是 1000 多亿美元。到了 6 月 30 日，这八家公司都跌了，无一例外。

### 基金公司

我们一直拿股票投资占 95-100% 的最大的两只开放式股票型基金（共同基金）和分散投资的最大的两只封闭式股票型基金的业绩，与合伙基金的收益率做对比。以下是最新对比情况。

<u>年度业绩</u>						
年份	Mass. Inv. Trust (1)	Investors Stock (1)	Lehman (2)	Tri-Cont (2)	道指	有限合 伙人
1957	-11.4%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	9.3%
1958	42.7%	47.5%	40.8%	33.2%	38.5%	32.2%
1959	9.0%	10.3%	8.1%	8.4%	20.0%	20.9%
1960	-1.0%	-0.6%	2.5%	2.8%	-6.2%	18.6%
1961	25.6%	24.9%	23.6%	22.5%	22.4%	35.9%
1962	-9.8%	-13.4%	-14.4%	-10.0%	-7.6%	11.9%
1963	20.0%	16.5%	23.7%	18.3%	20.6%	30.5%
1964	15.9%	14.3%	13.6%	12.6%	18.7%	22.3%
1965	10.2%	9.8%	19.0%	10.7%	14.2%	36.9%
1966 年上半年	-7.9%	-7.9%	-1.0%	-5.2%	-8.7%	7.7%
<b>累计收益率</b>	<b>118.1%</b>	<b>106.3%</b>	<b>142.8%</b>	<b>126.9%</b>	<b>141.1%</b>	<b>641.5%</b>
<b>年化复合收益率</b>	<b>8.6%</b>	<b>7.9%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.0%</b>	<b>9.7%</b>	<b>23.5%</b>

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1966 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-65。1966 年上半年数据为估算值。

机构投资者经常以保守标榜自己。如果他们所谓的“保守”意思是“业绩和平均水平亦步亦趋”，那我没意见。广泛分散投资优质证券，最后取得的业绩差不多就这样。长期来看，“平均水平”也相当不错，普通投资者选择基金没什么不对。



依我之见，保守要这么定义才更合理：“与平均水平相比，承受远远更低的价值损失，无论是暂时的，还是永久的。”按这个定义衡量，从这四只大型基金（目前管理资产超过 50 亿美元）的历史业绩来看，它们都没做到保守。1957 年、1960 年、1962 年和 1966 年上半年，道指都下跌了。将 57 年、60 年和 62 年的下跌累计计算，道指下跌 20.6%。按同样的计算方法，四大基金分别下跌 9.7%、20.9%、22.3% 和 24.6%。再把 1966 年上半年的下跌也算上，道指累计下跌 27.5%，四大基金分别累计下跌 14.4%、23.1%、27.1% 和 30.6%。按照上述保守的第一种定义，这几只基金是保守的。按照第二种定义，它们算不上保守。（这几只基金的业绩可以代表机构投资者。）

大多数投资者，要是他们能分清上述两种不同的保守定义，他们的投资理念就上了一个台阶。第一种保守可能叫“随大流”(conventionalism) 更合适，它的意思其实是说“股市普遍上涨，别人都赚钱时，我们一样赚；别人亏钱时，我们一样亏。”我所说的保守是这样的：“别人赚钱时，我们一样赚；别人亏钱时，我们少亏。”这两个保守不一样。在投资中，能做到第二种保守的，很少。我们保证不了就能做到，但会以追求这种保守为目标。（耶鲁橄榄球队当年输得很惨，曾经在一个赛季里输掉八场比赛，教练 Herman Hickman 解释说：“我争取把我的工作做好，不把校友们惹火就行，他们不满意就不满意吧。”我始终觉得我们应该有更高的追求。）（译注：引用这句话的原文是 I see my job as one of keeping the alumni sullen but not mutinous. 这句话是教练 Herman Hickman 说的。耶鲁橄榄球队很弱，高校之间橄榄球比赛很激烈，教练很难常胜。他这句话是在解释球队成绩为什么那么差的时候说的，意思是，成绩肯定好不了，校友不满意也没办法。只是成绩别太差，别把校友们惹火了就行。）

### 霍赫希尔德科恩公司 (Hochschild, Kohn & Co.)

霍赫希尔德 科恩公司 (Hochschild, Kohn & Co.) 是位于巴尔地摩的一家私营百货商店。上半年，我们出资 80%，还有两个合伙方各出资 10%，我们共同买下了这家公司的全部股权。虽然我们之前也曾经通过谈判完成有价证券大宗交易，但这笔投资是合伙基金成立以来，我们第一次通过谈判收购整个公司。投资的原则没变，还是从定量和定性两个方面评估，然后看价格高低，既进行绝对分析，也和其他投资机会做对比，进行相对分析。从各个方面来看，霍赫希尔德 科恩公司都不错。

科恩公司的管理层，无论是人品，还是业务能力，都是一流的。虽说我当年在奥马哈的彭尼百货商店打过工，一小时赚 75 美分，积累了丰富的零售业经验（也成了关于《最低工资法案》的专家），科恩公司将仍有原来的管理层经营。要是管理层庸庸碌碌，就算科恩公司出售的价格更低，我们也不会买。

一家拥有几千名员工的公司被收购，这样的事肯定会上新闻。但是，各位注意，别因为这笔投资上新闻了，就以为它在我们的整体投资中举足轻重。我们合伙基金主要投资的是有价证券，总投资金额是 5000 多万美元，其中投资科恩公司所占的比例只有 10% 左右。有一只有价证券，它在我们的投资组合中所占比例是科恩公司的三倍多，但是这笔投资肯定不会上新闻。我不是说科恩公司这笔投资不重要，占总投资 10% 怎么能不重要，只是这笔投资给各位的感觉可能是在我们的整体投资中占的比重很大，其实不然。关于披露投资活动，我还是喜欢只露出冰山一角。

今年年末，在评估科恩公司的价值时，我打算用买入成本加上我们买入后分得的留存收益。除非与其他百货公司相比，科恩公司发生了重大变化，或除非按照其他客观价值标准衡量，科恩公司发生了重大变化，今后我们将一直按照这个方法给科恩公司估值。要是我们觉得科恩公司的价格不便宜，我们不会买。按买入成本价给科恩公司估值，多少是低估了的。但在各种估值方法中，这个方法最客观。在我看来，我们投资的基本都是低估的，否则我们也不会买的。

### 市场预测

“基本原则”第六条：“我做的是投资，不是预测股市涨跌或经济波动。如果你觉得我能预测出来，或者认为不预测就做不了投资，合伙基金不适合你。”

有人可能会说这条原则模糊、含混、不明确。我个人认为，绝大多数合伙人明白我说的是什么意思。我们买卖股票，不管别人对股市的预测（我从来不知道怎么预测），只分析公司的未来。我们什么时候对，主要取决于股市的走势。我们到底对不对，主要取决于我们对公司的分析是否准确。换言之，我们集中精力研究的是将来会发生什么，不是什么时候发生。

对于我们的百货公司，我基本上可以肯定地说，12 月份的经营状况会比 7 月份好。（怎么样，我对零售业已经很在行了吧？）最重要的是，今年 12 月份的情况与去年 12 月份相比如何，利润率是否领先竞争对手，怎么才能给明年后年的 12 月份打好基础。至于我们合伙基金的投资活动，我根本不知道今年 12 月份是否能比 7 月份更好，甚至都不敢保证 12 月份不会严重亏损，年底亏损的情况也不是没有。我们投资的股票可不知道地球围绕太阳公转一周是 365.25 天。股票哪里知道，地球每公转完一周，我就要写总结报告，递交给你们和国税局。所以说，我们不能用日历年来说衡量我们的业绩，必须选个别标准。最合适的衡量标准当然就是道指，因为它可以代表投资股票的普遍业绩。对于道指这个竞争对手，我们认为它的长期表现会相当好。为了打败它，我们必须比“相当好”更上一层楼。这就像在零售业里，大家都和西尔斯百货比销售额和利润率，只要每年都胜过西尔斯，早晚会脱颖而出。

我为什么老调重弹，又讲“猜测市场”这个问题？因为道指二月份达到 995 点的高位，此后到五月份跌到 865 点，有几个合伙人给我打电话，他们告诉我股市会继续跌。每次遇到这种情况，我总会想到这两点：(1) 要是他们在二月份的时候早知道五月份能跌到 865 点，为什么当时不告诉我？(2) 既然他们二月份时不知道接下来三个月会怎样，现在五月份就能知道了？每次市场跌个一百点左右，总会有一两个人告诉我，先抛了，等跌势缓和了再买回来。我还是想说两点：(1) 未来会怎样，我从来都看不透（要是什么时候，你真知道今后几个月或接下来几个小时会怎样，请打电话告诉我们）；(2) 每次市场涨个一百多点的时候，从来没人找我，没人说未来不明朗。现在回头看，二月份的时候，未来的方向真就不明朗。

一个公司，长期投资投资的话，我们会有优势，但是如果我们根据猜测或情绪决定是否投资，那就完了。无论是我们投资的公司，还是买的股票，价格低廉的时候，就算某些算命的说价格会继续跌，我们也不会卖，虽然它们肯定有蒙对的时候。同样的道理，有的股票，价格已经很高，就算某些“专家”宣称还会涨，我们也不会买。如果公司是自家的，怎么可能听信股市上别人的猜测来决定买卖？别人给你的股权（股票）报价，这是好事，要善于利用。什么时候看到报价高或低得离谱，你就从中获利。别让频繁失常的报价左右了自己的判断，别把本来的优势变成羁绊自己的劣势。在《聪明的投资者》这本书的第二章中，本杰明·格雷厄姆强有力地阐述了这个理念。我个人认为，在所有关于投资的著述中，这个章节的重要性无出其右。

我们将在 11 月 1 日左右寄出 1967 年承诺书以及 1964 年纳税估算数据等文件。

沃伦 E. 巴菲特谨上

1966 年 11 月 1 日信

BUFFETT PARTNERSHIP. LTD.  
610 KIEWIT PLAZA  
OMAHA, NEBRASKA 68131  
TELEPHONE 042-4110

致 1967 年的各位合伙人：

随函附上秋季学期的阅读材料：

1. 两份 1967 年的承诺书，一份由你保留，一份寄还给我们。你可以在 12 月 31 日零点之前修改承诺书，所以请尽早返还给我们。如果需要更改，提前写信或打电话给我们即可。12 月 31 日，承诺书最终生效，不可更改。因为我会将承诺书转交给毕马威会计师事务所，所以此项规定没有例外。
2. 一份包含税收数据的信函。我会根据当前情况，对 1966 年年末可能实现的投资交易进行估算。
3. 还有一份《基本原则》，这是我每年布道必不可少的材料。读这份材料的时候，要慢慢细读！读完了再签承诺书。这里面的基本原则应当能在我们之间产生共鸣，否则我们就不能做合伙人。

所有提现将在 1 月 5 日支付。提现金额没有限制，最低 100 美元，最高所有权益。同样，追加投资金额也没有限制，但应在 1 月 10 日之前存入。这样你可以选择在 1967 年完成上述交易，或许能节省一些税款。如果追加资金在 11 月份存入，则将视为预先存入资金，在年底前可获得 6% 的利息。12 月份存入的追加资金无利息。

因为我们已停止接纳新合伙人（除非他们对合伙基金的贡献不只是资金），有几位合伙人询问能否让亲戚朋友通过自己的账户间接投资。《合伙协议》第 9 条不允许此类情况。按照 1961 年财政部向我们授予的裁决书，我们属于合伙性质，纳税地位有别于公司法人，但是裁决书规定我们必须遵守我们递交的《合伙协议》。我们一直都按裁决书的规定行事。另外，如果合伙人私下做出上述间接投资安排，一旦节外生枝，出现身故、失踪、离婚、税务检查等情况，可能陷入尴尬、繁琐甚至出现争执的局面。由于上述原因以及其他原因，请各位合伙人务必不要代替他人向合伙基金投资。

我们今年的业绩还是高于平均水平，但是下半年比上半年困难得多。六月份之前，我们的相对低估类大幅领先道指，此后则略微落后。我们在套利类中投资规模较小，但是收益不错，基本弥补了相对低估类下半年较差的表现。我们在年中报告领先道指 17 个百分点。目前，综合所有类别的收益，我们的领先优势比 17 个百分点略高。如果能将这个优势保持到年末，那我们的表现就远远高于预期，这也是因为市场表现较差。到目前为止，按照道指最近的 810 点计算，它下跌了 14%，我们则上涨 4%（不计算合伙人的利息）。最近的市场波动相当大，如果道指继续大幅下跌，我们也必然会受到影响。

今年我们的业绩可能出现净亏损。如果我们的收益率低于 6%，则提取利息的合伙人会发现 1 月 1 日他们的账户里资金减少了。如果我们的收益率低于 6%，收益不足的部分将在今后抵减，将不足的部分弥补后，我作为总合伙人才能从各位合伙人资本收益超过 6% 的部分分成。

我们在先前的信函中讨论过控股公司的估值。在我们的投资中，对于我们是少数股东的情况，完全使用市场价格进行估值。当我们是控股股东时，就不能用市场价格对我们的投资估值了。当我们持股超过 50% 或者不到 50% 但处于控股地位时，我们就拥有一家公司的所有权，而不是股票，这时必须使用不同的估值方法。就在同一时间，控股权益的价格可能是少数权益的 60% 到 600%，这足以证明对控股权益要采用不同的估值方法。

在对控股权益估值时，主要决定因素是盈利能力（过去的和未来的）和资产价值。从我们的控股公司的性质和资产质量出发，再考虑到就我们的控股公司而言，适用于其净资产的联邦所得税基数远远高于我

们的估值，在给我们的控股公司估值时，与一般估值相比，我们对资产因素的考虑要多得多。之前，在给伯克希尔 哈撒韦估值时，我们选取介于净流动资产价值和账面价值二者之间的一个数值。今年年末，由此得出的估值很可能远远高于少数权益的市场价值，很可能 1967 年全年都是这个情况。1966 年初，情况则恰好相反。在今年年中的信中，我们说了，在给霍赫希尔德 科恩公司估值时，我们用买入成本加上我们买入后分得的留存收益计算。

在当前的证券市场和货币市场状况中，有人可能会问，上述估值方法是否无论什么时候都适用。按照《合伙协议》，我有责任对控股权益进行公允估值，这个公允是要对特定时间追加投资和提取投资的合伙人都公允。股票的市场价值存在巨大波动，有时候显然会对企业的估值造成影响。有的企业，在对其估值的过程中，资产因素所占的分量比盈利因素重得多（特别是流动资产极高时），市场价值的波动对这些企业的估值影响就小得多。此外，如果市场上用于收购企业的资金多寡（与资金成本无关）发生了重大变化，也会影响企业的估值。上述情况可能都是短期因素，但是我的责任是评估我们的控股权益在特定时间（年末）的价值，这个时间点的所有因素（包括上述因素）都必须考虑到。

按照当前的情况，我不认为我们的估值方法需要更改。12 月末，我会仔细考虑所有方面的因素，如果有现实必要（主要考虑证券市场和货币市场情况），可能对伯克希尔和科恩公司减值。如果有减少估值的必要，我们会在年末之前，在 12 月 23 日确认各位的承诺书的信函中通知各位。如果进行了上述减值，不会严重影响上一页中报告的业绩。

如有任何疑问，请致电或写信给约翰 哈丁。请赶在圣诞节之前，最好是在感恩节之前，将承诺书尽快寄给我们。

沃伦 E. 巴菲特谨上

1967 年 1 月 25 日信

BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.  
610 KIEWIT PLAZA  
OMAHA, NEBRASKA 68131  
TELEPHONE 042-4110

### 第一个十年

1966 年是合伙基金成立十周年。这一年，我们创造了我们领先道指的最高纪录（这是过去的最高纪录，也是将来的最高纪录），这是献给成立十周年最好的礼物。合伙基金上涨 20.4%，道指下跌 15.6%，我们领先 36 个百分点。

我们之所以能取得如此喜人且无法重现的成绩，一部分原因是道指表现欠佳。1966 年，几乎所有基金经理都跑赢了道指。道指是按照 30 只成分股的市值加权计算出来的。市值最高的几只成分股可以左右指数（例如，杜邦和通用汽车），但它们去年跌得很惨。另外，人们普遍回避传统的蓝筹股，导致道指表现比一般投资水平逊色，这个现象在最后一个季度尤其明显。

下面是道指收益率、总合伙人分成前合伙基金收益率（收益超过 6% 的部分，总合伙人提取 25%）以及有限合伙人收益率的最新逐年对比情况。

年份	道指整体收益率 (1)	合伙基金收益率 (2)	有限合伙人收益率 (3)
	-8.4%		
1957		10.4%	9.3%
1958	38.5%	40.9%	32.2%
1959	20.0%	25.9%	20.9%
1960	-6.2%	22.8%	18.6%
1961	22.4%	45.9%	35.9%
1962	-7.6%	13.9%	11.9%
1963	20.6%	38.7%	30.5%
1964	18.7%	27.8%	22.3%
1965	14.2%	47.2%	36.9%
1966 年 11 月	-15.6%	20.4%	16.8%
累计收益率	141.1%	1028.7%	641.5%
年化复合收益率	9.7%	29.0%	23.5%

(1) 根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。表格中为合伙基金整年运作的年份。

(2) 1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算有限合伙人利息和总合伙人分成。

(3) 1957-61 年的数据按前一列合伙基金收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了总合伙人分成，未计算有限合伙人的每月提现。

下表是累计收益率或复合收益率：

年份	道指整体收益率 道指	合伙基金收益率	有限合伙人 收益率
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1957 - 58	26.9%	55.6%	44.5%
1957 - 59	52.3%	95.9%	74.7%
1957 - 60	42.9%	140.6%	107.2%
1957 - 61	74.9%	251.0%	181.6%
1957 - 62	61.6%	299.8%	215.1%
1957 - 63	95.1%	454.5%	311.2%
1957 - 64	131.3%	608.7%	402.9%
1957 - 65	164.1%	943.2%	588.5%
1957 - 66	122.9%	1156.0%	704.2%
年化复合收益率	11.4%	29.8%	23.9%

我们一直拿股票投资占 95-100% 的最大的两只开放式股票型基金（共同基金）和分散投资的最大的两只封闭式股票型基金的业绩，与合伙基金的收益率做对比。与往常一样，下面是最新对比情况。

年份	Mass. Inv. Trust (1)	Investors Stock (1)	Lehman (2)	Tri-Cont (2)	道指	有限合 伙人
1957	-11.4%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	9.3%
1958	42.7%	47.5%	40.8%	33.2%	38.5%	32.2%
1959	9.0%	10.3%	8.1%	8.4%	20.0%	20.9%
1960	-1.0%	-0.6%	2.5%	2.8%	-6.2%	18.6%
1961	25.6%	24.9%	23.6%	22.5%	22.4%	35.9%
1962	-9.8%	-13.4%	-14.4%	-10.0%	-7.6%	11.9%
1963	20.0%	16.5%	23.7%	18.3%	20.6%	30.5%
1964	15.9%	14.3%	13.6%	12.6%	18.7%	22.3%
1965	10.2%	9.8%	19.0%	10.7%	14.2%	36.9%
1966 年 11 月	-7.7%	-10.0%	-2.6%	-6.9%	-15.6%	16.8%
累计收益率	118.1%	106.3%	142.8%	126.9%	141.1%	641.5%
年化复合收益率	8.6%	7.9%	9.8%	9.0%	9.7%	23.5%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1966 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-65。1966 年数据为估算值。

之所以在每年的信里都列出基金公司的业绩，是为了说明道指作为衡量投资业绩的指数，不是那么容易战胜的。我有必要重复一下。虽然我们选这些基金公司进行对比，但是它们和巴菲特合伙基金有很多差异。例如：(1) 基金公司的投资活动，受许多内部和外部因素的限制，我们则没这些限制；(2) 基金公司投资的分散程度远远高于我们。任何一年，与道指相比，它们相对收益极差的可能性比我们小。

(3) 按照这些基金公司的激励机制，它们的经理人更愿意随大流，没我们这么大的动力去追求出类拔萃的业绩。

职业基金经理受人尊敬、薪水丰厚。从上面的业绩记录中，我们可以看到他们投资股票的表现如何。投资管理领域有不少选择，这些基金经理承载了 60 多万美国投资者的寄托。或许绝大多数职业基金经理的业绩都是如此。

然而，这些基金经理的业绩不代表投资领域的最高水平。有一些基金和私募机构，它们创造的业绩记录远远领先道指，其中有些也远远高于巴菲特合伙基金。它们的投资方法一般和我们不一样，不在我的能力范围之内。但是，它们的管理人一般都很聪明、很努力。既然是在讨论职业基金经理的业绩，我就得如实告诉各位，确实有能取得超一流业绩的基金经理。

### 投资情况进展

要是有人很好奇，非常认真地解读第一页中的数字，他可能得出很多错误的结论。

第一个十年的业绩，在下一个十年里，我们绝对没有任何机会复制甚至接近。我们起步时，我才 25 岁，充满饥饿感，最初管理的资金只有 105,100 美元，在这十年的商业和市场环境里，我的投资理念如鱼得水。

十年之后，我现在已 36 岁，小有成就，合伙基金的规模达到 54,065,345 美元，虽然我的投资理念没变，但现在能找到的好机会只有以前的 10% 到 20%。

巴菲特合伙基金于 1956 年 5 月 5 日成立于密西西比河西岸。最初的几个合伙人都是我最坚定的支持者，四位家人，三个好朋友，我们一共投资了 105,100 美元。（我找到了 1957 年 1 月的信，想从里面发现一两句闪光的话，能在这里引用一下。一定有人把这封信给篡改了，要不里面的金句怎么没了？）

合伙基金成立之初以及随后的几年里，按照我们低估类的标准，遍地都是远远低于产业资本所能给予的估值的股票。套利机会也接连涌现，都是胜算非常大的机会。机会太多，我都挑不过来了。于是，我们买入 15 到 25 个品种，构建胜券在握的组合。

过去几年里，环境彻底变了。现在我们基本找不到我能看懂、规模合适、而且符合每年收益率能领先道指 10 个百分点这个条件的投资机会。在过去三年里，我们每年只能找到两三个符合这个条件的新投资机会。好在我们充分利用了其中的一些机会。成立之初那几年，这样的机会，不怎么费劲就能找到一大把。自己发掘投资机会的能力降低了，很难做到客观地分析其中的原因。有三个原因是比较明显的：(1) 市场环境变化了；(2) 我们的规模增加了；(3) 竞争更加激烈了。

过去的好机会像奔腾不止的大河，现在的好机会像潺潺流淌的小溪，现在的前景与过去相比，当然不能同日而语。这几年，没了奔腾的大河，从潺潺溪流中，我们也同样汲取了养分，没少赚钱。为什么？原因有两点：首先，一个人的饭量是有限的（几百万的资金才能利用的投资机会，对只有几千块钱的人来说没多大用，我年轻时对这一点感触很深）。其次，好机会越少，投资的时候就越珍惜，越要把少量的机会用好。显然，这几年我们靠的就是第二个原因。虽说如此，与大河相比，小溪太容易干涸。

我不会因为现在的情况变了，就去做我不懂的投资。（有人说“斗不过，就入伙”，这不是我的作风，我是“不入伙，斗到底”。）有些投资机会，一定要懂高科技，我对高科技一无所知，就不做这样的投资。我对半导体和集成电路一无所知，就像我对 *chrzaszcz* 的交配习性一无所知。（同学们，*chrzaszcz* 是波兰的一种甲虫，要是你不会念这个词的话，请跟我读 *thrzaszcz*。）

在证券投资中，预测市场走势，忽略商业估值的行为经常盛行。我们不会效仿。近年来，这种投资风气经常能迅速赚大钱，就在我写这封信的这个月就是如此。这个投资方法是否合理？我无法证实，也无法否认。我的理智（或许是我的偏见）不认可这种投资方法，我的秉性也不适合这种投资方法。我不会拿自己的钱这么投资，也绝对不会拿各位的钱这么投资。

最后，有的投资，很可能产生严重的人际冲突，就算利润前景很可观，我们也不会做。

有一点，我可以向各位合伙人保证，我将努力保住眼前的潺潺溪流，尽最大可能利用有限的机会。然而，如果溪流可能完全干涸，我会在第一时间如实相告，以便我们另寻出路。

### 1966 年业绩分析

1966 年我们的四大类投资都表现不错。我们实现的总收益是 8,906,701 美元，具体如下：

类别	平均投资额	收益额
控制类	\$17,259,342	\$1,566,302
低估类（基于产业资本视角）	\$1,359,340	\$1,004,362
低估类（相对低估）	\$21,847,045	\$5,124,254
套利类	\$7,666,314	\$1,714,181
其他（包括国债）	\$1,332,609	\$(18,422)
总收益		\$9,390,677
减：日常费用		\$483,976
净收益		\$8,906,701

开始讨论之前，有几个地方需要说明一下：

1. 1965 年 1 月 18 日的信中介绍了上述各个投资类别。如果你需要回顾一下，在附近的报刊亭又买不到便携版，欢迎向我们索取。



2. 分类不是严丝合缝的。一笔投资归在哪个类别，事后不会更改，但最初归类时多少有些主观因素。
3. 计算合伙基金收益率时，我们以年初投资金额为基准。上述表格记录的是各类投资的平均投资金额，这样计算出来的收益率比实际低。例如，一只股票，我们 1 月 1 日以 100 美元买入，到 12 月 31 日，它上涨到 150 美元，则平均投资金额是 125 美元，收益率是 40%，而按照常用的计算方法，收益率则是 50%。换言之，上表中的平均投资金额是以每月的平均市值计算的。
4. 所有数字均按照 100% 自有资金、无杠杆的基础计算。利息和日常费用从总收益中扣除，不分摊到各个类别。与具体某笔投资直接相关的费用，例如，因做空股票而支付的股息，直接从相应类别中扣除。在涉及融券做空的情况下，计算平均投资金额时，用多头仓位减去空头仓位得出净投资金额。
5. 上述表格用处有限。各个投资类别的收益都主要是一两笔投资贡献的。如果你收集了大量稳定的数据（例如，美国男性的死亡率），就可以从中得出一些结论和预测，但我们的投资不是这么回事。我们在投资中面临的是一系列不知何时出现、各有不同特点的事件，我们要前思后想，琢磨各种可能性，然后做出决定。
6. 最后，我们在进行上述计算时不像数钱时那么上心，再说这也不算上纯粹的自检，所以里面可能有笔误或计算错误。

### 控制类

就我们控股的公司而言，1966 年的收益主要有三个来源：(1) 1966 年归属于我们的留存收益；(2) 以低于我们控股权益的价值在公开市场买入更多股票；(3) 控股公司持有的有价证券的未实现增值。1966 年，控制类的总收益是 2,600,838 美元。

如 1966 年 11 月 1 日信所述，受行业状况和其他一些与估值相关的因素影响，在计算 1966 年 12 月 31 日控股权益的公允价值时，我们进行了 1,034,780 美元的减值，因此 1966 年控制类的整体收益下降到 1,566,058 美元。

1966 年，在我们的净资产中，我们对实体公司的投资高于对股票的投资，毫无疑问，在这一点上，我们占了便宜。如果将所有资金投入到股票中，我们今年可能会出现亏损，甚至是严重亏损。这不是事先有意为之。如果去年市场大涨，控制类可能严重拖累整体业绩。1967 年仍然如此。

### 低估类（基于产业资本视角）

我们这类投资的表现就像“一天工资 21 美元，一个月就发一天的”。1965 年年中，我们开始买入一只公众大量持股的股票，它价格非常便宜，远远低于产业资本所能给予的估值。当时，我们希望可以一直有这个价格，在两三年的时间里，能买到 1000 万美元以上的货。这家公司的各项业务，我们能看懂。它的竞争优势和弱点，我们可以从竞争对手、经销商、客户、供应商和前员工那里了解到。按照当时这只股票的行情，我们觉得，耐心一些，在不抬高价格的情况下买到大量的货，还是很有希望的。

1965 年末，我们在这只股票上投入了 1,956,980 美元，持仓市值是 2,358,412 美元，它为 1965 年贡献

了 401,432 美元的收益。因为我们还想接着买，不想卖，如果市场价格低于我们的成本价，那才好呢。果真如我所愿，它会拉低我们 1965 年的业绩，也会让有限合伙人的情绪比较低落（所有合伙人的整体情绪保持不变，因为总合伙人会兴高采烈），但最后能给我们带来更高的长期业绩。这只股票涨了一些，现在高于我们的成本价了，我们已经放缓了买入的节奏，最后能赚到的利润减少了。

1966 年，从这笔投资的进展中，我们更能看出短期收益与长期收益之间的矛盾。有人对这只股票提出了要约收购，以后再也没机会低价买入了。我以前根本没听说过这个要约收购方。根据当时的情况，我们认为我们最好的选择（将来未必如此）是卖出。于是，二月份，我们兑现了 1,269,181 美元的总利润，其中 867,749 美元归属于 1966 年。

1966 年的股市如何，我们都知道，在这样的市场环境里还能赚钱，那是相当抢眼了，但说真的，我不喜欢杀鸡取卵。1966 年的业绩可以说是杀鸡取卵的结果。如果我们 1966 年的业绩低五个百分点，如果在去年的市场环境中，这只股票还是价格低廉，我们能一直大量买入，从长远的角度考虑，我们最终获得的收益会远远更高。

要是好机会遍地都是，这样一笔投资提前收网也没什么。如果生意多的是，一两笔没做好，利润一般般，没多大关系。但是，看看我们的“低估类（基于产业资本视角）”中的平均投资额是多少，你就知道了。这笔投资结束后，新投资太难找了。去年卖出这只股票后，股市整体还是较低的，本来应该能比较容易找到投资机会，可我们一个新机会都没找到。

### 低估类（相对低估）

去年，相对低估类取得了此类别设立以来的最高收益，主要得益于一笔投资，它是我们 1965 年末的规模最大的投资，也是我们 1966 年末规模最大的投资。我们持有这笔投资以来，它每年（1964、1965、1966）都遥遥领先大势。任何一年的表现都很难说，但是我们认为，把时间拉长到三四年，这笔投资将来取得优异表现的概率非常大。正是因为看好这只股票，而且比较有把握，1965 年 11 月，我在《基本原则》中加入了第七条，允许单笔投资最多占我们净资产的 40%。我们投入了大量精力，对这家公司各个方面的评估从未停止，与其他投资的比较从未停止，我们一直在检验我们的结论是否正确，即这只股票是所有投资里的最佳选择。在我们的投资中，这种持续不断的评估和比较是必须的。

我当然希望能这样向各位报告（并告诉大家我对未来很看好）：我们的相对低估类投资包含 10 个行业中的 15 只股票，它们都跑赢了市场。我们根本没找到这么多好机会。刚才也说了，我们总是把新机会和已有机会做比较，如果新机会只能降低预期收益，我们不会将就。这几年，我们很看好我们持有的这笔规模最大的投资，没找到更好的，所以我们也没什么新的动作。早些年，好机会层出不穷，那时候实现的收益在总收益中占比较高，现在就少多了。

在相对低估类中，我们集中投资，所以必然给短期业绩带来巨大的波动，有些波动肯定是令人不快的。我向合伙人报告的周期是一年时间，其实在一年之内，我们有过较大的波动。报告的太频繁不是好事，我们的投资着眼于长远，总盯着短期业绩容易走偏。

就我个人而言，我坚持去年的信中谈分散时所说的理念，在此基础上，我愿意承受短期波动的痛苦（欢乐我都不谈），换取长期收益的最大化。但是，我不愿为了追求更高的长期收益，去承受严重的本金永久损失风险。我想把话说清楚：既然我们选择了集中持股的投资策略，合伙人就应当做好充分准备，我们的表现会有遥遥领先的时候（例如 1965 年和 1966 年），也会有远远落后的时候（特别是在市场大涨时），这是我们为了追求出色的长期表现而要付出的代价。

我总是谈长远，一位合伙人对我说“要是脑袋浸在水里，五分钟都太长”。没错，所以我们在投资中对于借钱谨小慎微。1966 年，我们从银行借贷的资金远低于合伙基金平均净值的 10%。

关于相对低估类，还有一件事。在这个类别中，我们也经历了对去年业绩有利，但对长期业绩不利的情况。1966 年，我们在这个类别中只找到了一个新的大机会。我们是从去年三月份开始买的，但是刚投入了 160 万美元（当时这只股票一直能买到，但是买到的不多），外界情况就发生了变化，股价被抬高了，这只股票算不上相对低估了。这只股票，我们在 1966 年平均持有了六个半月，取得了 728,141 美元的总收益。要是它的价格能一直保持低迷，让我们持续大量买入，那该多好。

### 套利类

在去年的信中，我预测套利的重要性将降低。虽说套利没前几年贡献那么大了，1966 年我们平均能将 7,666,314 美元用于套利，这给了我一个惊喜。另外，因为我们在套利中使用一部分借来的资金，所以我们实际使用的净自有资本低于这个数字，我们的收益也比 22.4% 高一些。去年，在套利投资中，我们也经历了巨大的起伏。6 月 30 日，套利类平均投资 7,870,151 美元，整体利润 16,112 美元。由此可见，我们下半年的表现特别抢眼，弥补了上半年的黯淡。

前几年，套利类投资有时候占我们净资产的 30-40%，今后出现这种情况的可能性非常小了。虽然套利类能够吸纳的资金规模变小了，但应该仍能给我们带来良好的收益率。

### 其他事项

运营方面，比尔、约翰、伊丽莎白和多娜，他们都工作出色，保证了我们高效运转。在巴菲特合伙基金，我们一直可以把精力集中到投资上，从来没因为基金组织结构的问题而分心，我们这些年取得的业绩与这一点密不可分。

去年是毕马威使用电脑审计的第二年，他们的工作一如既往地高效、细致。

我们各位员工对合伙基金利益的关心不是口头上的。1967 年 1 月 1 日，合伙基金员工和我、还有我们的配偶、子女在合伙基金共投资 1000 多万美元。我自己家庭在合伙基金的权益占我们家庭净资产的 90% 以上。

在今后两周，各位合伙人会收到如下文件：

1. 一份包含税收数据的信函，其中列有申报 1966 年联邦所得税所需的所有巴菲特合伙基金信息。
2. 毕马威会计师事务所出具的 1966 年审计报告，其中包含巴菲特合伙基金的运营数据和财务状况以及合伙人资本账户的信息。
3. 一份由我签署的、证明您于 1967 年 1 月 1 日持有巴菲特合伙基金权益的文件，其中的权益数据与审计报告中列出的数据一致。

如果对信中内容有任何疑问，或者年中遇到任何问题，请随时与我联系。下一封信是上半年总结，各位将在 7 月 15 日左右收到。

沃伦 E. 巴菲特谨上

## 1967 年 7 月 12 日信

BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.  
610 KIEWIT PLAZA  
OMAHA, NEBRASKA 68131  
TELEPHONE 042-4110

### 上半年业绩

和往年一样，因为我们一家要去加州度假，这封信也是六月末写的。为了与往年相称（对于损益表，我总是克服我对美感的追求，不讲对称），有些地方我先保留了空白，等数字补上后，相信我的结论也不会有问题。

1967 年，我们一开局就很受伤，一月份表现惨淡，道指上涨 8.5%，合伙基金上涨 3.3%。尽管开局不利，上半年结束之时，我们还是取得了 21% 的收益率，领先道指 9.6 个百分点。今年上半年和去年一样，打败道指比较容易（很多人觉得战胜道指很容易，不可能每年都如此），很多基金经理都跑赢了道指。按照惯例，下表汇总了我们上半年的业绩：

年份	道指整体收益率 (1)	合伙基金收益率 (2)	有限合伙人收益率 (3)
	-8.4%		9.3%
1957		10.4%	9.3%
1958	38.5%	40.9%	32.2%
1959	20.0%	25.9%	20.9%
1960	-6.2%	22.8%	18.6%
1961	22.4%	45.9%	35.9%
1962	-7.6%	13.9%	11.9%
1963	20.6%	38.7%	30.5%
1964	18.7%	27.8%	22.3%
1965	14.2%	47.2%	36.9%
1966	-15.6%	20.4%	16.8%
1967 年上半年	11.4%	21.0%	17.3%
累计收益率	148.3%	1419.8%	843.3%
年化复合收益率	9.1%	29.6%	23.8%

(1) 根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。表格中为合伙基金整年运作的年份。

(2) 1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算有限合伙人利息和总合伙人分成。

(3) 1957-61 年的数据按前一系列合伙基金收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了总合伙人分成。

在合伙基金上半年业绩统计中，控股公司的估值保持不变，我们的收益完全来自有价证券投资。今年年初，我们投资有价证券的部分占净资产的 63.3%。

在 12 月份承诺书最终生效之前，我们会考虑所有相关情况（包括经营、市场和信用情况），决定是否对多元零售公司 (Diversified Retailing Company, DRC) 和伯克希尔 哈撒韦公司重新估值。

上半年，多元零售公司和伯克希尔哈撒韦公司都进行了大型收购。多元零售公司（我们持有 80% 股份）及其两个子公司（霍赫希尔德科恩公司 (Hochschild Kohn) 和联合棉布商店 (Associated Cotton Shops)）都非常令人满意。纺织行业的伯克希尔哈撒韦却步履维艰。虽然现在我没看到它的内在价值有任何减损，但是它的纺织业务是不可能取得像样的资产回报率了。如果道指继续上涨，投资组合中的伯克希尔纺织业务会严重拖累我们的相对表现（今年上半年就是如此）。在市场强劲上涨时，控股公司的相对表现较弱是意料之中的，但是如果控股公司本身的业务也没起色，那就麻烦了。我一个朋友有句话说得好：“想要的东西没得到，就得到了经验。”(Experience is what you find when you're looking for something else.)

### 基金公司

与往常一样，下面是合伙基金与股票投资占 95-100% 的最大的两只开放式股票型基金（共同基金）和最大的两只封闭式基金的对比情况。

年份	Mass. Inv. Trust (1)	Investors Stock (1)	Lehman (2)	Tri-Cont (2)	道指	有限合伙人
1957	-11.4%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	9.3%
1958	42.7%	47.5%	40.8%	33.2%	38.5%	32.2%
1959	9.0%	10.3%	8.1%	8.4%	20.0%	20.9%
1960	-1.0%	-0.6%	2.5%	2.8%	-6.2%	18.6%
1961	25.6%	24.9%	23.6%	22.5%	22.4%	35.9%
1962	-9.8%	-13.4%	-14.4%	-10.0%	-7.6%	11.9%
1963	20.0%	16.5%	23.7%	18.3%	20.6%	30.5%
1964	15.9%	14.3%	13.6%	12.6%	18.7%	22.3%
1965	10.2%	9.8%	19.0%	10.7%	14.2%	36.9%
1966	-7.7%	-10.0%	-2.6%	-6.9%	-15.6%	16.8%
1967 年上半年	11.3%	12.3%	19.3%	14.4%	11.4%	17.3%
累计收益率	143.3%	126.4%	185.4%	156.8%	148.3%	843.3%
年化复合收益率	8.9%	8.1%	10.5%	9.4%	9.1%	23.8%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1967 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-1966。1967 年上半年数据为估算值。主要还是靠潮涨潮落，不是游泳的真本事。

### 税项

进入 1967 年，我们未实现的收益是 16,361,974 美元。截止 6 月 30 日，我们实现了 7,084,104 美元的净资本收益，由此看来，今年年初归属于合伙人权益的未实现收益中的很大一部分，都会在今年实现。在 1967 年 2 月 2 日寄给各位的信中，我们在第三条报告了这一金额。11 月份，我们会将 2 月 2 日信的副本以及税收信函寄给各位，让各位了解大概的纳税情况。

我一直这样建议大家，在估算中期纳税数字时，使用上一年实际支付的税收金额，这样比较稳妥，不会

受罚。

最终数字是多少还不得而知，但现在知道的是，缴纳的税款中大部分是长期资本利得，短期资本利得和普通所得很少。（有些人计算收益和本金时总是很糊涂，我经常想善意地批评一下。我和苏茜刚结婚的时候，我对她说：“别担心 income（收入），重要的是 outcome（结果）。”）

### 其他事项

上半年，由于要全身心投入到自己的投资管理工作中，斯坦 波尔米塔 (Stan Perlmeter) 辞去了合伙基金解散委员会的职务。经其余委员选举，小弗雷德 斯坦贝克 (Fred Stanback, Jr.) 填补了空缺。小弗雷德是我们的一位老合伙人，也是一位经验丰富的投资者。

和往年一样，我们将在 11 月 1 日左右寄出承诺书以及 1967 年纳税估算数据等文件。

今年有个特殊情况，为了引起各位的注意，我会在 10 月份专门给大家写一封信。我要说的不是修改《合伙协议》，而是由于环境变化，“基本原则”需要进行一些修改。我希望提前通知大家，让大家在安排 1968 年的计划之前有足够的时间消化。《合伙协议》代表我们在法律上达成的一致，“基本原则”代表我们在个人理念上达成的一致。从某些方面来说，我认为“基本原则”这份文件更重要。在我看来，如果有可能影响合伙基金的活动或业绩的变化，一定要事先告诉大家，把一切都讲明白，这就是我为什么 10 月份会专门写一封信给各位。

沃伦 E. 巴菲特谨上

1967 年 10 月 9 日信

BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.  
610 KIEWIT PLAZA  
OMAHA, NEBRASKA 68131  
TELEPHONE 042-4110

致各位合伙人：

过去 11 年里，我给巴菲特合伙基金设定的目标始终不变，即我们的业绩平均每年领先道指 10 个百分点。在过去的环境中，我认为这个目标有难度，但可以实现。

现在情况发生了如下变化，我们的目标应该随之改变：

1. 过去十年里，市场环境日渐改变，用定量分析方法判断，一眼看上去就很便宜的股票骤然减少。
2. 人们一窝蜂地追逐投资业绩（几年前，倡导衡量投资业绩的人没几个，我是其中之一，没想到现在变成了这样），市场变得极度亢奋，我的分析方法没了用武之地。
3. 我们的资产规模已经达到 6500 万美元，好的投资机会却如同一条日渐干涸的小溪，越来越少。这个问题我在 1967 年 1 月的信中讲过的，它一直困扰着我们。
4. 当年的我，比现在年轻、比现在穷，为了追求高超的投资业绩不顾一切，现在我对高超业绩的追求已不复当年那么强烈。

下面我们逐一分析上述变化。

在投资中，对证券和公司进行评估时，总是既有定性因素，又有定量因素。一个极端是纯粹的定性派，他们的主张是：“挑好公司买（前景好、行业状况好、管理层好），不用管价格。”另一个极端是纯粹的定量派，他们会说：“挑好价格买，不用管公司（和股票）。”证券投资领域是个好行当，两种方法都能赚钱。其实，所有分析师都会或多或少同时用到这两种方法，没有只使用一种，不用另一种的。至于一个人到底算是定性派，还是定量派，就看他在分析过程中更强调哪种方法。

有意思的是，虽说我认为我自己基本上算是定量派的（我写这句话的时候正是课间休息，大家都出去了，教室里可能就我一个人），这些年来我真正抓住的大的投资机会都是特别偏向定性的，都是我“看准了的大概率机会”。这些机会是给我们赚大钱的。这样的机会不常有，能真正看准的机会本来就少。至于通过定量分析发现的投资机会，用不着看得多准，数字应该一目了然，就像当头棒喝一样。所以说，真正能赚大钱的，是那些定性决策看得准的。不过，在我看来，通过定量分析，找到那些明显的投资机会，赚钱赚得更稳。

这些年来，通过统计数据就能找到的便宜货几乎绝迹了。或许是因为过去二十年里，没再出现 30 年代时的经济危机，没有人们对股票的厌恶，就没有遍地都是的便宜货，人们把股票筛选了一遍又一遍。或许是因为杠杆收购被日益接受并随之广泛应用（日益接受和广泛应用，哪个在先，哪个在后，让行为学家研究吧）。能吸引杠杆收购的本来就是便宜的品种。或许是因为证券分析从业人员暴增，现在研究股票的分析师比前几年多多了。无论原因如何，摆在我们面前的现实是用定量方法能找到的便宜货已经基本绝迹了，我们赖以为主食没了。用定量方法可能偶尔还能找到几个便宜货。偶尔也可能发现我在定性方面非常确定的股票，这里有我们赚大钱的机会，但是，这种机会很稀少。在过去三年里，我们的业绩那么



好，主要就是得益于发现了一个这样的好机会。

给我们造成困难的第二点是人们越来越看重投资业绩。多年来，我一直说衡量投资业绩很重要。我一直告诉合伙人，如果我们的业绩超不过平均水平，就不应该把钱交给我投资。这几年，投资界（特别是投资者）日益认识到衡量投资业绩的重要性。过去一两年，这简直成了潮流。衡量投资业绩是理所应当的，但人们走偏了，我们拭目以待吧。

我总是提醒合伙人，在衡量我们投资业绩的时候，至少要看三年，才能看出来我们行不行。不出所料，大众不关注投资业绩则已，一关注就走极端。他们的预期时间越缩越短，衡量大资金的表现时，看一年、一个季度、一个月，甚至更短的时间（产生了所谓的“即时分析”）。短期业绩亮丽能获得巨大回报，不但业绩报酬高，而且下一轮募集资金时会备受追捧。由此形成了一种自我循环，参与短线的资金越来越多。这种现象产生的后果令人不安：在越来越快的投资节奏中，投资什么（具体的公司或股票）越来越不重要，有时候甚至完全不算回事。

我个人认为，由此产生的是大规模的投机。这不算什么新鲜事，但是这一次，越来越多的职业投资者（很多甚至是从前很温和的投资者）都认为自己必须要“上车”。借助各种仪式、名人和词汇，这场游戏被美化的冠冕堂皇。到目前为止，这么投资的人非常赚钱。或许这会成为将来市场的新常态，但是，我了解自己，我知道这么投资，我做不来。正如在上一封年度信中所说：

“在证券投资中，预测市场走势，忽略商业估值的行为经常盛行。我们不会效仿。近年来，这种投资风气经常能迅速赚大钱，就在我写这封信的这个月就是如此。这个投资方法是否合理？我无法证实，也无法否认。我的理智（或许是我的偏见）不完全认同这种投资方法，我的秉性也绝对不适合这种投资方法。我不会拿自己的钱这么投资，也绝对不会拿各位的钱这么投资。”

在证券市场中，大量资金任何形式的亢奋，都可能给所有市场参与者带来伤害。我无意预测股市走向，一年后道指到底会是 600 点、900 点，还是 1200 点，我一无所知。就算当前以及未来的投机活动会导致严重后果，经验告诉我们，猜测具体会是什么时间毫无意义。我明确知道的是：按照当前的市场状况，从中期来看，市场活动会给我们造成更多困难。

上面说的这些话可能只是一个“老顽固”的想法（怎么说我现在都 37 了）。游戏不按自己的规则玩了，人们总是会说新方法一无是处，早晚会出问题。我自己以前就对这种老顽固非常不以为然。我也看到过，有些人用老眼光看问题，不正视现实，结果遭到了惩罚。说到底，我与当前的市场环境不合拍。我很清楚的是：我不会放弃我原来的投资方法，而接受新的投资方法，哪怕会因此错过唾手可得的大量财富。原来的投资方法，虽然在现在的环境中很难发挥作用，但它的逻辑我懂。新的投资方法，我不完全明白，也没成功用过，还可能导致严重的本金永久损失。

我们面临的第三个困难是我们现在的资金规模大多了。前些年，我找到的投资机会总是我们资金量的 110% 到 1000%。我很难想象会有现在的情况。我当初向合伙人保证，如果情况变了，会告诉大家。在 1967 年 1 月的信中，我履行了承诺。主要由于上述两个情况的变化，现在我们更大的资金规模已经开始或多或少地拖累我们的业绩。我总结了四点原因，其中这一点是最不重要的。就算我们的资金只有当前的十分之一，我们的业绩也不会提高多少。但是，在当前的情况下，增加的资金规模在一定程度上是一个负面因素。

最后一个，也是最重要的一个的一个变化，是我没年轻时的冲劲了。合伙基金成立时，我把跑步机的马达设置在“跑赢道指十个点”。那时，我比现在年轻、比现在穷，可能也比现在更争强好胜。就算没有前三个影响我们业绩的因素，我还是觉得，考虑到我个人的情况变化，应该降低跑步机的速度。根据我的观察，在行行色色的商业活动和日常生活中，很多旧习惯、老路子早就行不通了，但仍然一成

不变甚至愈积愈深。伯特兰·罗素 (Bertrand Russell) 讲过一个故事：有两个立陶宛女孩，二战后住在他的庄园里。虽然罗素家不缺吃的，但每天晚上天黑后，她们都跑出去偷邻居的蔬菜，藏到自己的屋里。罗素勋爵对这两个女孩说，在陷入战乱的立陶宛，她们有必要这么做，但是这里是英国乡村，用不着这么做。这两个女孩点头表示明白了，但还是继续偷菜。

后来罗素想明白了，虽然在邻居看来这两个女孩的行为很怪，但其实老洛克菲勒不也这样吗。（译注：罗素认为，老洛克菲勒年轻时经历过贫穷的痛苦，所以成年后不停地敛财。）

我对我自己很清楚，别人把资金交给我打理，我说好了要实现一个目标，就不可能不全力以赴。我越来越不想全力以赴了。我希望重新设定一个经济目标，多做一些与经济利益无关的事。可能是投资之外的事，也可能是仍然做投资，但不追求最高收益。例如，我可能一直经营一家我很满意（但远远算不上多优秀）的控股公司，因为我喜欢这里的人和这个生意，就算其他投资可能更赚钱。以低廉的价格买入公司，然后转售出去，这样更赚钱。但是，一直做公司的所有者，通过一些财务决策，让公司一点一滴的进步，这样更快乐（特别是不用投入太多的个人精力）。

因此，我可能只做比较简单、安全、赚钱而且快乐的事。这样一来，我们的投资活动不会比过去更保守。我的想法有我自己的偏见，但我一直认为我们的投资始终非常保守。将来，从长期看，我们向下的风险不会变小，但向上的潜力会变小。

具体说，我们的长期目标是每年取得 9% 的收益率或领先道指 5 个百分点，二者取其较低者。也就是说，如果今后五年道指的平均收益率是 -2%，我希望取得 +3% 的平均收益率。如果道指的收益率是 +12%，我们能取得 +9% 的收益率，我就满意了。这些目标定得不高，但是在今天的情况下，我认为我们无法再做到领先道指十个百分点，也很难实现这个不算太高的新目标。另外，我希望目标定得低一些，我也可以少努力一些。（我很明白，我只会更努力。）

我会把新目标写在《基本原则》里，大概在 11 月 1 日左右，连同 1968 年的承诺书一起寄给你。我希望尽早把这封信寄给各位，给大家留足时间斟酌思考，有不明白的地方，可以提前问我。请各位一切都清楚了，再做 1968 年的投资决定。我还是一样，把我所有的资金（除了 Data Documents 股票的投资），以及我家人的所有资金都留在合伙基金。一个目标，我感到满意，认为能做到，你可能未必认同。要是合伙人有更好的投资选择，当然可以把资金投到别的地方，这再正常不过了，我完全支持和理解。

关于目标和追求，当面说一套，背后做一套，我对这样的行为极其反感。正因为如此，我总是尽量 100% 毫无保留地告诉大家我的目标和我的想法，大家根据我所说的做投资决策，我不会讲虚伪的话（我在投资过程中遇到过几次虚伪的行为）。我在这封信里讲的这些情况变化都不是一夜之间就出现的。有些东西，我深思熟虑，琢磨了很长时间。相信各位都理解我，我是想在过去承诺的目标达到后，再谈降低未来的目标。目标都定好了，如果没达到，我不会降低跑步机的速度。

信中有任何难解之处，请随时联系我，我帮你解读。

沃伦 E. 巴菲特谨上

1967 年 11 月 1 日信

BUFFETT PARTNERSHIP. LTD.  
610 KIEWIT PLAZA  
OMAHA, NEBRASKA 68131  
TELEPHONE 042-4110

致各位合伙人：

随函附上：

1. 两份 1968 年的承诺书，一份由你保留，一份寄还给我们。你可以在 12 月 31 日零点之前修改承诺书，所以请尽早返还给我们，如果需要更改，提前写信或打电话给我们即可。12 月 31 日，承诺书最终生效，不可更改。因为我会将承诺书转交给毕马威会计师事务所，所以此项规定没有例外。
2. 一份包含税收数据的信函。我根据当前情况，对 1967 年年末可能实现的投资交易进行了估算。今年我们卖出了大量仓位，实现了 2400 万美元的收益。在将承诺书寄给我们之前，请务必仔细了解自己的纳税情况，免得明年 4 月份纳税时出问题。如需任何帮助，请随时联系约翰·哈丁，他会帮你粗略估算报税所需的数据。
3. 一份 2 月 2 日邮寄给各位的信函的副本，其中包含计算纳税情况所需的数据。以前，因为我们的原因，各位合伙人总是要到处找这个文件。一位合伙人给我们提了一条很好的建议，我们就按他说的，把副本也寄给大家。
4. 一份“基本原则”，其中第四条和第五条完全修改了，这是因为现在的环境变了，具体已经在 10 月 9 日的信中讲过了。第四条规定了我们的目标（只是目标，不是承诺）。如果这个目标，就算实现了，你也不满意，你最好在年末把自己的资金提出去。在当前情况下，有些合伙人很可能有更好的选择，能把资金投入收益更高的地方。如果确实如此，这么做合情合理。

所有提现将在 1 月 5 日支付。提现金额没有限制，最低 100 美元，最高所有权益。同样，追加投资金额也没有限制，但应在 1 月 10 日之前存入。如果追加资金在 11 月份存入，则将视为预先存入资金，在年底前可获得 6% 的利息。12 月份存入的追加资金无利息。

在写这封信时，道指大概是 880 点。今年到现在为止，道指的收益率是大约上涨 15%。我们的业绩是上涨 27% 左右，也就是说，有限合伙人的收益率是 22% 左右（不算每月提现）。其中，控股权益的估值不变，仍然采用 1966 年年末的估值。在 12 月 22 日寄给各位，向各位确认承诺书的信中，我会告诉大家我们对多元零售和伯克希尔哈撒韦的估值，并且随信附上估值相关的财务资料。控股权益估值的调整可能令我们今年的收益略有增加。

大家在解读我们今年剩下两个月甚至是明年的业绩时，有一点请各位知悉：我们现在不但在控股公司中投资了约 2000 万美元，而且还有 1600 多万美元买了短期国债。也就是说，如果股市继续上涨，现在我们总共有 3600 万美元，都不会参与其中。这不是因为我对市场走向有什么判断，只是我找不到任何很明显能赚钱、又安全的机会（从长期价值的角度考虑，不是短期的市场报价），没地方投资这些钱。往年，新的一年开始时，我们总是有一些就要孵出小鸡的蛋，今年，到现在鸡窝里还空空如也。这个状况可能很快就改变，也可能持续一段时间。我之所以讲这些，是想提醒一下大家，如果市场短期内大涨，请各位别对我们的业绩有太高的期望。

沃伦 E. 巴菲特谨上

1968 年 1 月 24 日信

BUFFETT PARTNERSHIP. LTD.  
610KIEWIT PLAZA  
OMAHA, NEBRASKA 68131  
TELEPHONE 042-4110

1967 年业绩

按照大多数标准衡量，我们 1967 年的业绩都相当好。我们整体上涨 35.9%，道指上涨 19.0%，超过了我们原来定下的领先道指十个百分点的业绩目标。我们的整体收益是 19,384,250 美元，即使在今天通胀日益加剧的情况下，也能买很多百事可乐。我们卖出了一些重仓长期持有的有价证券，实现了 27,376,667 美元的应税收入，这与 1967 年业绩无关，但是 4 月 15 日那天，各位都应该会有一种积极参与了“伟大社会”建设的感受。（译注：“伟大社会”(The Great Society) 是 1964-1965 年民主党总统林登·约翰逊提出的旨在消灭贫穷和种族歧视的一系列政策。4 月 15 日是美国申报个税的截止日。)

我们为业绩感到欣喜，但近距离观察一下 1967 年的股市，就会冷静下来。或许历史上没有哪一年像去年这样，市场中有那么多人远远跑赢道指。1967 年，对于许多人来说，天上掉金子了，盆越大的，接的越多。现在我手里还没有最终的统计数据，但是估计 95% 以上的股票型基金都取得了领先道指的业绩，很多甚至把道指远远甩在了后面。去年，赚钱多少和年龄大小成反比，理念像我这样的，得被送到老年病房了。

下面是道指收益率、总合伙人分成前合伙基金收益率（收益超过 6% 的部分，总合伙人提取 25%）以及有限合伙人收益率的最新逐年对比情况。

年份	道指整体收益率 (1)	合伙基金收益率 (2)	有限合伙人 收益率 (3)
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1958	38.5%	40.9%	32.2%
1959	20.0%	25.9%	20.9%
1960	-6.2%	22.8%	18.6%
1961	22.4%	45.9%	35.9%
1962	-7.6%	13.9%	11.9%
1963	20.6%	38.7%	30.5%
1964	18.7%	27.8%	22.3%
1965	14.2%	47.2%	36.9%
1966	-15.6%	20.4%	16.8%
1967	19.0%	35.9%	28.4%

(1) 根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。表格中为合伙基金整年运作的年份。

(2) 1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算有限合伙人利息和总合伙人分成。

(3) 1957-61 年的数据按前一列合伙基金收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了总合伙人分成，未计算有限合伙人的每月提现。

下表是累计收益率或复合收益率：

年份	道指整体收益率 道指	合伙基金收益率	有限合伙人 收益率
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1957 - 58	26.9%	55.6%	44.5%
1957 - 59	52.3%	95.9%	74.7%
1957 - 60	42.9%	140.6%	107.2%
1957 - 61	74.9%	251.0%	181.6%
1957 - 62	61.6%	299.8%	215.1%
1957 - 63	95.1%	454.5%	311.2%
1957 - 64	131.3%	608.7%	402.9%
1957 - 65	164.1%	943.2%	588.5%
1957 - 66	122.9%	1156.0%	704.2%
1957 - 67	165.3%	1606.9%	932.6%
年化复合 收益率	9.3%	29.4%	23.6%

和往常一样，下面是股票投资占 95-100% 的最大的两只开放式股票型基金（巴菲特合伙基金成立之初，这两只基金是规模最大的，今年德莱弗斯基金 (Dreyfus Fund) 超过了它们）和分散投资的最大的两只封闭式股票型基金的业绩，与合伙基金的收益率的对比情况。

年份	Mass. Inv. Trust (1)	Investors Stock (1)	Lehman (2)	Tri-Cont (2)	道指	有限合 伙人
1957	-11.4%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	9.3%
1958	42.7%	47.5%	40.8%	33.2%	38.5%	32.2%
1959	9.0%	10.3%	8.1%	8.4%	20.0%	20.9%
1960	-1.0%	-0.6%	2.5%	2.8%	-6.2%	18.6%
1961	25.6%	24.9%	23.6%	22.5%	22.4%	35.9%
1962	-9.8%	-13.4%	-14.4%	-10.0%	-7.6%	11.9%
1963	20.0%	16.5%	23.7%	18.3%	20.6%	30.5%
1964	15.9%	14.3%	13.6%	12.6%	18.7%	22.3%
1965	10.2%	9.8%	19.0%	10.7%	14.2%	36.9%
1966	-7.7%	-10.0%	-2.6%	-6.9%	-15.6%	16.8%
1967	20.0%	22.8%	28.0%	25.4%	19.0%	28.4%
累计收益率	162.3%	147.6%	206.2%	181.5%	165.3%	932.6%
年化复合收 益率	9.2%	8.6%	10.7%	9.9%	9.3%	23.6%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1967 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-1966。1967 年数据为估算值。

我在去年的信中说：

“有一些基金和一些私募机构，它们创造的业绩记录远远高于道指，其中有些也远远高于巴菲特合伙基金。它们的投资方法一般和我们不一样，不在我的能力范围之内。”

1967 年，这个情况更加明显。许多机构的业绩远远领先巴菲特合伙基金，收益率高达 100% 以上的不在少数。在如此靓丽的收益面前，大量资金、人才和精力汇集到一起，不遗余力地追求在股市迅速捞一笔。在我眼里，这是投机风气盛行，其中隐藏着风险，但是许多当局者肯定会矢口否认。

本·格雷厄姆是我的良师益友，他说过一句话：“投机不缺德、不犯法，也发不了家。”去年，有人天天吃投机的糖，吃成了大胖子，赚了很多钱。虽然我们还是吃燕麦，但是什么时候整体股市都患上消化不良，别以为我们能不疼不痒。

## 1967 年业绩分析

在 1967 年良好的整体业绩背后，是各个投资类别表现的巨大差异。

我们的“套利类”出现了合伙基金成立以来最差的业绩。在 1965 年信中，我是这样定义套利类的：

“……套利类投资有时间表可循。套利投资机会出现在出售、并购、重组、分拆等公司活动中。我们做套利投资不听传闻或“内幕消息”，只看公司的公告。在白纸黑字上读到了，我们才会出手。套利类投资有时也受大盘影响，但主要风险不是大盘涨跌，而是中途出现意外，预期的进展没有实现。”

1967 年的意外特别多，我们遭遇的意外特别多。我们平均投资了 17,246,879 美元，总收益是 153,273 美元。有的合伙人对数字不敏感，看不出来这个收益有多可怜。套利类去年的收益率是 0.89%。我没详细计算，但是我估计，无论过去哪一年，套利类的收益率都没有低于 10% 的时候。和其他几个类别一样，在套利类中，我们每年也是只集中做几笔投资。与广泛分散相比，我们这么投资，每年的业绩波动幅度会更大。我相信，按照我们的方法，从长期看，我们的收益差不了，1967 年一年的情况说明不了什么。

1967 年，我们的控制类投资同样拖累了相对业绩，这种情况在市场强劲上涨时很正常。我们控制类的平均投资是 20,192,776 美元，总收益是 2,894,571 美元。我对这样的业绩很满意，只要能继续保持下去，就算 1968 年市场继续走强，控制类继续落后，也没关系。1967 年，我们通过两家控股公司（多元零售公司和伯克希尔哈撒韦）收购了两家新公司，一个是联合棉布商店（Associated Cotton Shops），另一个是国民赔偿公司（National Indemnity）（及其附属公司国民火灾与海事保险公司（National Fire & Marine））。我们对这两笔收购再满意不过了。实际情况与我们得知的情况完全相符，甚至更好。本·罗斯纳（Ben Rosner）和杰克·林沃特（Jack Ringwalt）分别是两家公司的总裁，他们把公司卖给了我们，但是仍留在公司做着一流的工作（他们只会这么工作）。无论是从哪个方面看，他们都是说到做到，甚至做得更好。

在 10 月 9 日信中，我讲了为什么要降低我们的投资目标，其中有一个原因是我对控股公司的经营感到非常满意。我打交道的人是我特别喜欢的，我经营的生意是我特别感兴趣的（没我不感兴趣的生意），通过付出也能获得合理的整体投资回报率（例如，10-12%）。要是为了多赚几个百分点，就东一榔头西一棒槌的，太傻了。再说了，本来已经认识了一流的人，和他们合作很愉快，回报率也相当好，就为了回报率再高一些，去惹一肚子气、一身的烦恼，甚至陷入更糟的境地，也不值。出于上述考虑，我们仍然会将一部分资金（按照我们的合伙协议，我们要考虑流动性，所以这部分投资不会超过 40%）投资于控股公司，尽管与更激进地在股市中买卖股票相比，这部分投资的预期收益率较低。

套利类和控制类共投资 37,439,655 美元，合计收益仅 3,047,844 美元。速算能力强的同学早就看出来，去年我们在“低估类（相对低估）”中取得了巨大的收益。在相对低估类中，我们净平均投资 19,487,996 美元，总体收益 14,096,593 美元，收益率是 72%。在去年的信中，我说过有一笔投资在

1964、1965 和 1966 年遥遥领先大市，因为这笔投资仓位很重（是我们成立以来仓位最大的一笔投资，达到了 40% 的上限），所以对整体收益影响很大，对相对低估类的影响就更大了。1967 年，这笔投资仍然表现优异，这一只股票又为我们贡献了大部分收益。我们已经大幅减持了这只股票的仓位。在相对低估类中，无论是看规模，还是看潜力，我们现在没有一只股票能与这只相提并论。

去年，“低估类（基于产业资本视角）”表现不错（平均投资 5,141,710 美元，收益 1,297,215 美元）。目前，在这个类别中，我们有些还算可以的机会。

### 其他事项

今年，我们的初始净资产是 68,108,088 美元。去年年末，合伙人提现金额为 1,600,000 美元，主要是因为我在 10 月 9 日的信中宣布降低目标。他们这么做合情合理，因为他们大多数都有能力、有意愿超过我们的目标。现在我不必勉强追求在当前环境中可能无法实现的业绩了，我感到如释重负。

收到 10 月 9 日的信后，有些提现的合伙人和我打了招呼（许多什么也没和我说），他们问我：“你说的到底是什么意思啊？”不管写东西的是谁，听到这样的问题，都会感到有些受伤。我告诉他们，我真的没别的意思，就是我写的那些。还有人问我，我是不是打算逐步解散合伙基金。我的回答是“绝对没这个打算”。只要合伙人愿意把自己的资金和我的放在一块，而且我做得很开心（还有什么比这更好的），你们从我还穿球鞋时就支持我，我愿意一直和你们做合伙人。

格拉迪斯 凯瑟 (Gladys Kaiser) 加入了我们，她和多娜、比尔、约翰一样，做的工作都是一流的。1968 年 1 月 1 日，合伙基金的所有员工及其配偶和子女在基金中有 1500 万美元以上的投资。上班时间，我们用不着吃“瞌睡无”（译注：NoDoz，一种含咖啡因的药品）。

几天后，各位将收到如下文件：

1. 一份包含税收数据的信函，其中列有申报 1967 年联邦所得税所需的所有巴菲特合伙基金信息。
2. 毕马威会计师事务所（今年他们的工作仍然很出色）出具的 1967 年审计报告，其中包含巴菲特合伙基金的运营数据和财务状况以及合伙人资本账户的信息。
3. 一份由我签署的、证明您于 1968 年 1 月 1 日持有巴菲特合伙基金权益的文件，其中的权益数据与审计报告中列出的数据一致。

如果对信中内容有任何疑问，或者年中遇到任何问题，请随时与我联系。下一封信是上半年总结，各位将在 7 月 15 日左右收到。

沃伦 E. 巴菲特谨上

1968 年 7 月 11 日信

BUFFETT PARTNERSHIP. LTD.  
610KIEWIT PLAZA  
OMAHA, NEBRASKA 68131  
TELEPHONE 042-4110

### 上半年业绩

1968 年上半年，道指从 905 点略微下跌到 898 点。上半年持有道指可获得 15 美元的股息，在此期间投资道指的整体收益率为 0.9%。对于大多数基金经理而言，虽然他们没像 1967 年领先道指那么多，但今年上半年，道指仍然是一个比较弱的对手。

上半年，我们的业绩好得出乎意料。在控股公司估值保持不变的情况下（今年年初，在净资产中，控制类的占比是三分之一多一点），我们的总收益是 16%。这个业绩没什么值得激动的。我们投资的有价证券是重仓集中投资的，只投资了几只，与广泛分散的投资方法相比，我们的相对业绩更容易出现较大的波动。我们的长期业绩目标在修改的“基本原则”中写的很清楚，目标定得不高，但是从长期看，如果真能做到，我就很知足了。按照惯例，下表汇总了我们上半年的业绩：

年份	道指整体收益率 (1)	合伙基金收益率 (2)	有限合伙人收益率 (3)
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1958	38.5%	40.9%	32.2%
1959	20.0%	25.9%	20.9%
1960	-6.2%	22.8%	18.6%
1961	22.4%	45.9%	35.9%
1962	-7.6%	13.9%	11.9%
1963	20.6%	38.7%	30.5%
1964	18.7%	27.8%	22.3%
1965	14.2%	47.2%	36.9%
1966	-15.6%	20.4%	16.8%
1967	19.0%	35.9%	28.4%
1968 年上半年	0.9%	16.0%	13.5%
累计收益率	167.7%	1880.0%	1072.0%
年化复合收益率	8.9%	29.6%	23.8%

(1) 根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。表格中为合伙基金整年运作的年份。

(2) 1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算有限合伙人利息和总合伙人分成。

(3) 1957-61 年的数据按前一列合伙基金收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了总合伙人分成。



我们只在年末对控股公司进行重新估值，根据现在的情况来看，1968 年归属于我们的盈利应该是 300 多万美元。负责经营控股公司的各位经理人分别是：伯克希尔哈撒韦的肯 切斯 (Ken Chace)、霍赫希尔德科恩公司的路易斯 科恩 (Louis Kohn)、国民赔偿公司 (National Indemnity) 的杰克 林沃特 (Jack Ringwalt) 以及联合棉布商店 (Associated Cotton Shops) 的本 罗斯纳 (Ben Rosner)，他们既有能力，又努力，一如既往地为我们带来出色业绩。

今年，多元零售公司 (Diversified Retailing Company) (霍赫希尔德科恩公司 (Hochschild Kohn) 和联合棉布商店 (Associated Cotton Shops) 的母公司) 第一次公开发布了年报。这是因为去年 12 月份，多元零售公司向大约 1000 位投资人公开发售了公司债券。现在多元零售公司的情况有些特殊：从债权人的角度来看，它是一个公众公司；从控股股东角度来看，它是一个私营公司 (公司有三个股东，巴菲特合伙基金持股 80%)。随信附上多元零售公司的年报，在今后每年的中期信件中，都会同时把多元零售的年报寄给大家。

我在之前的信中说了，永久持有控股公司股份也赚钱，但不如来回买卖股权或娴熟地投资有价证券赚钱。尽管如此，如果拥有能力出众的一流经营者，并且回报率令人满意，持有控股公司股份是一种令人愉悦的长期投资。

## 基金公司

以下是与基金公司业绩的对比：

年份	Mass. Inv. Trust (1)	Investors Stock (1)	Lehman (2)	Tri-Cont (2)	道指	有限合伙 人
1957	-11.4%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	9.3%
1958	42.7%	47.5%	40.8%	33.2%	38.5%	32.2%
1959	9.0%	10.3%	8.1%	8.4%	20.0%	20.9%
1960	-1.0%	-0.6%	2.5%	2.8%	-6.2%	18.6%
1961	25.6%	24.9%	23.6%	22.5%	22.4%	35.9%
1962	-9.8%	-13.4%	-14.4%	-10.0%	-7.6%	11.9%
1963	20.0%	16.5%	23.7%	18.3%	20.6%	30.5%
1964	15.9%	14.3%	13.6%	12.6%	18.7%	22.3%
1965	10.2%	9.8%	19.0%	10.7%	14.2%	36.9%
1966	-7.7%	-10.0%	-2.6%	-6.9%	-15.6%	16.8%
1967	20.0%	22.8%	28.0%	25.4%	19.0%	28.4%
1968 年上半 年	5.1%	2.8%	4.4%	2.0%	0.9%	13.5%
累计收益率	175.7%	154.5%	218.6%	186.7%	167.7%	1072.0%
年化复合收益率	9.2%	8.5%	10.6%	9.6%	8.9%	23.8%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1968 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-1967。1968 年上半年数据为估算值。

由于过去几年道指表现疲弱，到目前为止，四只最大的基金的平均年化收益率领先道指 0.5 个百分点左右。

## 当前的环境

我不做预测股市涨跌或经济波动的事，不解释。对于现在的情况，我很担心。当前的股市和商界中有一些行为愈演愈烈，虽然短期内不知道会怎样，但长期内很可能带来恶果。

有的合伙人对金融领域的事件不太感兴趣（也不必感兴趣）。有的合伙人则比较关注金融领域。我随本信附上了一篇文章，这篇文章有真知灼见，写的简单明了，对当前正在肆意蔓延的现象进行了深刻揭露。如今股票炒作风气盛行，如同连锁信恶作剧一般（译注：通过不断收购，虚增每股利润）。无论是发起者、高层员工、专业顾问、投资银行还是股票投机者，只要参与其中的，都赚的盆满钵满。去玩这个游戏的都是容易上当、掩耳盗铃、见钱眼开的人。为了制造假象，账目经常被动手脚（有一位想法很潮的企业家，他对我说，他觉得做账就得大胆、有想象力），资本欺诈手段层出不穷，企业的本来面目被重重伪装所掩盖。最终制造出来的产物很流行、很光鲜、很赚钱（流行、光鲜、赚钱，这几个词的先后顺序该怎么排列，留给哲学家思考吧。）

坦白的说，此类行为对我们产生了间接影响，我们的业绩被极大地抬高了。连锁信的规模要不断增加，需要更多的公司做原料，因此很多本来很便宜和不太便宜的股票就活跃起来了。如果我们正好持有此类股票，我们得以提前收获市场的奖赏，否则还要等更长时间。然而，市场对此类公司的胃口越来越大，最后剩下的，从基本面上看便宜的公司，越来越少。

当后人记录这一时期的股市和商业历史时，马文·梅 (Marvin May) 先生描述的现象一定会留下浓重的一笔，甚至被认为是一场狂潮。各位应该知道，我在这里说“皇帝没穿衣服”，大多数投行机构和飞黄腾达的基金经理肯定不这么想（或者他们会不以为然地说“那又怎么样？”，“今朝有酒今朝醉”）。在当前的投资环境中，我们周围都是这样的投资者：他们不需要逻辑合理才能相信，他们是一群盲目乐观、没有主见、贪得无厌的人，找各种借口骗自己。

最后，我要说的是，赶快，现在就去买一本亚当·斯密写的《金钱游戏》(The Money Game)。这本书以精彩的文笔描绘了当前金融领域的众生相，书中充满了深刻的见解和高超的智慧。（备注：虽然我很想参与“支持本地邮局”的活动，但我没随本信附赠此书。这本书售价 6.95 美元。）

## 税项

今年有一些特殊情况，纳税数字比往年更难估算。我们的普通所得肯定会高于平均水平。至于短期资本利得和长期资本利得是多少，受很多变化因素的影响。在今年年初，我建议各位在计算季度纳税估算数字时，对于各位的巴菲特合伙基金账户，暂时采用 8% 计算普通所得（这个数字与往常不同，其中考虑了长期资本利得）。如果对于 9 月 15 日的季度纳税数字估算，8% 这个数字不太合适，我会在 9 月 5 日通知各位。如果无需更改，那么我的下一封信是 11 月 1 日，连同 1969 年的承诺书一起寄给各位。

沃伦 E. 巴菲特谨上

1968 年 11 月 1 日信

BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.  
610KIEWIT PLAZA  
OMAHA, NEBRASKA 68131  
TELEPHONE 042-4110

致各位合伙人：

随信附上两份 1969 年的承诺书，一份由你保留，一份寄还给我们。你可以在 12 月 31 日零点之前修改承诺书，所以请尽早返还给我们，如果需要更改，提前写信或打电话给我们即可。12 月 31 日，承诺书最终生效，不可更改。因为我会将承诺书转交给毕马威会计师事务所，所以此项规定没有例外。

随信同时附上一份每年必备的“基本原则”，帮助各位每年把理念强化一次。

目前，税收情况与 8 月 27 日信所述一致。在年底之前，我们很可能会进行一笔或多笔对纳税情况有重大影响的交易。12 月 24 日，我们会寄给大家一封信，确认各位的承诺书，如果预期纳税情况有变，会在这封信中向各位报告。

我们持有多元零售公司 80% 的股份。年末，我们打算将这部分权益的估值定为 8,800,000 美元。这部分权益去年的估值是 7,200,000 美元，我们买入的初始成本是 4,800,000 美元。我们仍然使用去年的估值方法，即成本加归属于我们的留存收益。

我们持有伯克希尔哈撒韦 70% 的股份。年末，我们对这部分权益的估值是每股 31 美元。我在先前的信件中已经说过：市场价格支配的是少数股东权益的价值，对控股权益估值没多大意义。在对控股权益估值时（这是从商业角度进行的估值，不是股市里的估值），主要决定因素是资产价值和盈利能力。今年，伯克希尔哈撒韦取得了长足的进步，我们将它的估值从去年的每股 25 美元提升到今年的 31 美元完全合理。去年我们的估值是 25 美元，当时的市场价值比 25 美元低；今年我们的估值是 31 美元，现在的市场报价比 31 美元高，这么一对比，大家就知道市场价值是次要的了。

每年这个时候，总会有合伙人问我，合伙基金是否还不接受新合伙人。我总是毫不含糊地回答：“对。”这个规定没有例外，我没办法，只能把现有合伙人的配偶、儿子、女儿、孙子、孙女等等都拒绝了（“等等”二字省略的内容，请各位自行补充）。有些合伙人已经是我的老朋友了，我很难拒绝他们，但是允许新成员加入，会损害所有现有合伙人的利益，而且我也不愿意区别对待各位合伙人，答应这个，不答应那个。

还有合伙人询问能否将合伙人基金权益转移到信托。因为合伙基金权益是不可转让的，而且信托属于新合伙人，所以这个做不到。1961 年财政部寄发给我们的税收信函规定我们是合伙性质，纳税地位有别于公司法人，另外，根据我们的合伙基金合同，以及联邦所得税对合伙性质纳税实体的一般规定，都不允许将合伙基金权益转移到信托。

今年的业绩仍然高于我的预期。我们今年和往年不一样，大部分时间都持有大量可以作为现金等价物的证券，而且有机会星星点点，但是无论按照新标准还是旧标准衡量，我们的业绩都相当好。道指目前上涨了 8% 左右，年中时我们领先道指 15 个百分点，现在我们领先的要更多一点。我们能在 1969 年能用得上的投资机会现在还一个都没有。

再提醒各位一下，请尽快将承诺书寄给我们，看谁能赢得“年度合伙人”大奖（这是个荣誉奖，没奖金）。

沃伦 E. 巴菲特谨上

1969 年 1 月 22 日信

BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.  
610KIEWIT PLAZA  
OMAHA, NEBRASKA 68131  
TELEPHONE 042-4110

### 1968 年的业绩

谁都有犯错的时候。

1968 年年初，我对巴菲特合伙基金的前景感到前所未有的悲观，但是，去年我们实现了 40,032,691 美元的总收益。主要是因为我们抓住了一个很简单、很合理的机会，这个机会正好成熟了（投资机会像女人一样，招人喜欢，却难以捉摸）。

我相信各位都保持着知识分子的纯洁性，不会把上面的收益数字当回事，而是希望我报告一下相对道指的表现。去年，将股息计算在内，道指的收益率是上涨 7.7%，我们的收益率是上涨 58.8%，创造了新纪录。大家应该把这个业绩看成是极端异常情况，就像在桥牌中一连抓了 13 张黑桃，你叫到大满贯，却不动声色，把钱装在兜里，继续打下一局。我们也会有运气不好的时候。

下面是道指收益率、总合伙人分成前合伙基金收益率（收益超过 6% 的部分，总合伙人提取 25%）以及有限合伙人收益率的最新逐年对比情况。

年份	道指整体收益率 (1)	合伙基金收益率 (2)	有限合伙人 收益率 (3)
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1958	38.5%	40.9%	32.2%
1959	20.0%	25.9%	20.9%
1960	-6.2%	22.8%	18.6%
1961	22.4%	45.9%	35.9%
1962	-7.6%	13.9%	11.9%
1963	20.6%	38.7%	30.5%
1964	18.7%	27.8%	22.3%
1965	14.2%	47.2%	36.9%
1966	-15.6%	20.4%	16.8%
1967	19.0%	35.9%	28.4%
1968	7.7%	58.8%	45.6%

(1) 根据道指年度涨跌计算，其中包含股息。表格中为合伙基金整年运作的年份。

(2) 1957-61 年的数据是之前全年管理的所有有限合伙人账户的综合业绩，其中扣除了经营费用，未计算有限合伙人利息和总合伙人分成。

(3) 1957-61 年的数据按前一列合伙基金收益率计算得出，按照当前合伙协议，扣除了总合伙人分成。

下表是累计收益率或复合收益率：

年份	道指整体收益率 道指	合伙基金收益率	有限合伙人 收益率
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1957-58	26.9%	55.6%	44.5%
1957-59	52.3%	95.9%	74.7%
1957-60	42.9%	140.6%	107.2%
1957-61	74.9%	251.0%	181.6%
1957-62	61.6%	299.8%	215.1%
1957-63	95.1%	454.5%	311.2%
1957-64	131.3%	608.7%	402.9%
1957-65	164.1%	943.2%	588.5%
1957-66	122.9%	1156.0%	704.2%
1957-67	165.3%	1606.9%	932.6%
1957-68	185.7%	2610.6%	1403.5%
年化复合 收益率	9.1%	31.6%	25.3%

和往常一样，下面是股票投资占 95-100% 的最大的两只开放式股票型基金（从 1957 年到 1966 年，这两只基金是规模最大的，现在是第二大和第三大）以及分散投资的最大的两只封闭式股票型基金的业绩，与合伙基金的收益率的对比情况。

年份	Mass. Inv. Trust (1)	Investors Stock (1)	Lehman (2)	Tri-Cont (2)	道指	有限合 伙人
1957	-11.4%	-12.4%	-11.4%	-2.4%	-8.4%	9.3%
1958	42.7%	47.5%	40.8%	33.2%	38.5%	32.2%
1959	9.0%	10.3%	8.1%	8.4%	20.0%	20.9%
1960	-1.0%	-0.6%	2.5%	2.8%	-6.2%	18.6%
1961	25.6%	24.9%	23.6%	22.5%	22.4%	35.9%
1962	-9.8%	-13.4%	-14.4%	-10.0%	-7.6%	11.9%
1963	20.0%	16.5%	23.7%	18.3%	20.6%	30.5%
1964	15.9%	14.3%	13.6%	12.6%	18.7%	22.3%
1965	10.2%	9.8%	19.0%	10.7%	14.2%	36.9%
1966	-7.7%	-10.0%	-2.6%	-6.9%	-15.6%	16.8%
1967	20.0%	22.8%	28.0%	25.4%	19.0%	28.4%
1968	10.3%	8.1%	6.7%	6.8%	7.7%	45.6%
累计收益率	189.3%	167.7%	225.6%	200.2%	185.7%	1403.5%
年化复合收 益率	9.3%	8.6%	10.3%	9.6%	9.1%	25.3%

(1) 计算包括资产价值变化以及当年持有人获得的分红。

(2) 来源：1968 Moody's Bank & Finance Manual for 1957-1967。1968 年数据为估算值。

12 年过去了，这四只基金目前管理 50 多亿美元的总资产，占基金行业总规模的 10% 以上，但是按年化复合收益率计算，他们的平均收益率竟然才比道指高零点几个百分点。

前几年高歌猛进的一些基金最近偃旗息鼓了。在投资风格激进的基金公司中，蔡至勇 (Gerald Tsai) 的曼哈顿基金 (Manhattan Fund) 最负盛名，但它 1968 年只取得了亏损 6.9% 的业绩。1968 年，很多规模较小的基金继续大幅跑赢大市，但是与前两年跑赢大市的基金数量相比，就少多了。

在往年的信中，每次写到基金公司这部分，我经常斥责基金公司庸懒散慢，现在很多基金公司来了个一百八十度大转弯，变得高度紧张了。有一家基金公司（这家基金公司历史悠久，一说名字各位肯定知道）的基金经理掌管着 10 亿美元以上的资金，1968 年，在发行一只新产品时，他说：

“国内国际经济环境日益复杂，资产管理已成为全天候工作。一位称职的基金经理研究证券不能只看每周或每天的情况。研究证券，必须关注每一分钟的动向。”

哇喔！

听他这么一说，我每次起身去拿百事喝都感到惭愧。掌管着大笔资金的人像打了鸡血一样，而且这样的越来越多，股票就那些，谁都不知道最后的结果会怎样。这个场面，看起来很热闹，也很吓人。

### 1968 年业绩分析

1968 年我们的四大类投资都表现不错。我们实现的总收益是 40,032,691 美元，具体如下：

类别	平均投资金额	总收益
控制类	\$24,996,998	\$5,886,109
低估类（基于产业资本视角）	\$16,363,100	\$21,994,736
低估类（相对低估）	\$8,766,878	\$4,271,825
套利类	\$18,980,602	\$7,317,128
其他，包括国债	\$12,744,973	\$839,496
总收入		\$40,309,294
减去：日常费用，包括利息		\$276,603
总收益		\$40,032,691

和两年前的信中所写的一样，有几个地方需要说明一下（不想读博士学位的可以跳过这部分）：

1. 1965 年 1 月 18 日的信中介绍了上述各个投资类别。如果你需要回顾一下，在附近的报刊亭又买不到便携版，请向我们索取。
2. 分类不是严丝合缝的。一笔投资归在哪个类别，事后不会更改的，但最初归类时多少有些主观因素。有些投资不太好归类，例如，有的套利投资失败后，我仍然持有，但持有的理由已经和最初买入的理由不完全相同了（可能是因为固执）。
3. 计算合伙基金收益率时，我们以年初投资金额为基准。上述表格记录的是各类投资的平均投资金额，这样计算出来的收益率比实际要低。例如，一只股票，我们 1 月 1 日以 100 美元买入，到 12 月 31 日，它上涨到 200 美元，则平均投资金额是 150 美元，收益率是 66.66%，而按照常用的计算方法，收益率则是 100%。换言之，上表中的平均投资金额是以每月的平均市值计算的。

4. 所有数字均按照 100% 自有资金、无杠杆的基础计算。利息和日常费用从总收益中扣除，不分摊到各个类别。与具体某笔投资直接相关的费用，例如，因做空股票而支付的股息，直接从相应类别中扣除。在涉及融券做空的情况下，计算平均投资金额时，用多头仓位减去空头仓位得出净投资金额。
5. 上述表格用处有限。各个投资类别的收益都主要来自一两笔投资。如果收集了大量稳定的数据（例如，美国男性的死亡率），那么可以从中得出一些结论和预测，但我们的投资不是这么回事。我们在投资中面临的是一系列不知何时出现、各有不同特点的事件，我们要前思后想，琢磨各种可能性，然后做出决定。
6. 最后，我们在进行上述计算时不像数钱时那么上心，再说这也不算上纯粹的自检，所以里面可能有笔误或计算错误。

### 控制类

总体来说，1968 年控股公司交出了一份令人满意的业绩。多元零售公司 (Diversified Retailing Company Inc.) (持股 80%) 和伯克希尔哈撒韦公司 (Berkshire Hathaway Inc.) (持股 70%) 的税后利润合计为 500 多万美元。

联合棉布商店 (Associated Cotton Shops) 和国民赔偿公司 (National Indemnity) 表现尤其突出，这两家公司分别是多元零售和伯克希尔哈撒韦的子公司，分别由本·罗斯纳 (Ben Rosner) 和杰克·林沃特 (Jack Ringwalt) 领导。这两家公司都取得了 20% 左右的资本收益率。在财富 500 强公司中（美国规模最大的制造业公司排名，通用汽车居于榜首），1967 年，只有 37 家公司的资本收益率达到 20%。IBM、通用电气 (General Electric)、通用汽车 (General Motors)、宝洁 (Procter & Gamble)、杜邦 (DuPont)、控制数据 (Control Data) 和惠普 (Hewlett-Packard)，这些公司虽然名气更大，但我们的经理人取得了比他们更优秀的资本收益率。

现在还是有合伙人对我说这样的话：“伯克希尔涨了四块钱，太好了！”“伯克希尔上周怎么跌了三块钱，出什么情况了？”在评估控股权益时，我们不看市场价格。1967 年年末，我们给伯克希尔哈撒韦的估值是 25，当时市场价格是 20 左右。1968 年年末，我们给它的估值是 31，当时市场价格是 37 左右。要是这两年的市场价格分别是 15 和 50，我们的估值还是会和原来一样。（“买入要花多少钱，这个是价格；买到的是什麼，这个是价值。”）就控股投资而言，我们的盈亏全看生意经营情况，我们不想通过各种手段在股市获利。

### 低估类（基于产业资本视角）

这些年来，这个类别的平均收益率最高，盈利投资所占百分比也最高。我正是从低估类中领悟了投资的道理。在合伙基金早年，在我们的所有投资机会中，低估类占了很大一部分。在巴菲特合伙基金这 12 年的历程中，把低估类的每一笔投资都算在一起，我们实现的总利润大概是总亏损的 50 倍。1968 年，我们发现一个行业中存在明显的投资机会（并从多方面加以利用），结果赚了大钱。在利用这个投资机会的过程中，我们因为做了一些工作，还获得了一大笔费用（记录在审计文件中的“其他收入”中）。

到目前为止，在持续取得良好业绩方面，我对低估类（基于产业资本视角）的确定性最大。但是，现在我们在这个类别的总投资还不到 200 万美元，而且我一个备选机会都没有。1968 年，机会像约翰斯顿水灾奔涌而来。1969 年，机会像阿尔图纳市一个水龙头漏出来的水滴。



## 低估类（相对低估）

此类投资创造的收益占 1966 年和 1967 年总收益的三分之二左右。我在去年的信里说了，这个类别连续两年取得佳绩，主要是因为我们抓住了一个机会。我还说了：“在相对低估类中，无论是看规模，还是看潜力，我们现在没有一只股票能与这只相提并论。”我感到很高兴的是，我去年说的这句话完全正确。我不太高兴的是，今年还是这个情况。

## 套利类

1967 年，我们的套利类投资彻底做砸了。1968 年，我们做得很好。我们的投资方法是每年相对集中地只做几笔投资。一些专做套利的大型机构每年同时做 50 多笔套利。与大量分散的方法相比，我们每年的业绩波动幅度更大。我觉得按照我们的投资方法，平均下来，我们的业绩不会差。1968 年，我们的表现比 1967 年好，我对自己的结论也更有信心了。

这里还是要提醒一下，一般计算业绩的方法是以年初的数字为基准，而且在套利投资中的资金有一部分可以是借来的，按我们的方法计算，我们在套利类投资（其他几类也一样）中的业绩会略微低一些。

\*\*\*\*\*

当前的机会，无论从质量上看，还是数量上看，都是历史新低。我已经说过很多遍了，但还是要说。具体原因我在 1967 年 10 月 9 日的信中讲过了。这个现象是越来越严重。

德州仪器公司的达拉斯总部挂着一块牌子，上面写着：“我们不相信奇迹，我们创造奇迹。”有时候，我甚至觉得我们的办公室上也应该挂一个这样的牌子。一个棒球选手，岁数大了、身体发福了、脚步慢了、眼神也不好了，作为替补出场，他也可能精确地打出一记本垒打，但是谁都不会因为这个把他当成首发。

展望未来，我们面临的是诸多重大不利因素。我们不至于一事无成，但也很难取得良好的收益率。

## 大事记

我有个上了年纪的朋友，他说：“怀旧已经没了过去的味道。”虽然如此，我们还是来一次怀旧吧。

1956 年 5 月 5 日，七位有限合伙人（四个家人，三个好友）出资 105,000 美元，总合伙人也不是光说不练，拿出了 100 美元合伙投资，这就是我们合伙基金的前身。1956 年，新成立了两个合伙人账户。1957 年 1 月 1 日，净资产合计为 303,726 美元。1957 年，我们取得了 31,615.97 美元的收益，这就是第一页上显示的 10.4% 的收益率。1968 年，纽约股票交易所全年的交易时间大约是 1,200 小时，我们平均每小时的收益是 33,000 美元左右，这和 1957 年全年的收益差不多。（要是纽约股票交易所还是像以前一样，每天交易 5.5 小时，每周交易 5 天，那就好了，你肯定这么想的，是不是？）

1962 年 1 月 1 日，我们将之前的所有有限合伙人账户整合到一起。我不用在家办公了，而且我们还聘请了第一个全职员工。当时的净资产是 7,178,500 美元。从那时起，我们的净资产增长到现在的 104,429,431 美元，员工只增加了一人。从 1963 年起（资产为 9,405,400 美元），房租从 3,947 美元涨到 5,823 美元（要是我签订了百分比租约，本罗斯纳 (Ben Rosner) 肯定饶不了我），差旅费从 3,206 美元增加到 3,603 美元，会员费和订阅费从 900 美元增长到 994 美元。帕金森定律 (Parkinson's Laws) 中的某一条或许在我们这也有效，好在我们还没出现失控的局面。

55 岁的盖普西 罗丝 李 (Gypsy Rose Lee) 在讲到自己的身体这项固定资产时，她说过这么一句话：“20 年前我什么样，现在还什么样，就是都低了点。”显然，在回顾我们的金融资产时，我们的结论和她说的不一样。

### 其他事项

虽说投资环境困难重重，但我们的办公环境无可挑剔。因为有多娜 (Donna)、格拉迪斯 (Gladys)、比尔 (Bill) 和约翰 (John)，我们的组织效率高、速度快，而且大家关系都很融洽。他们是最棒的。

1969 年 1 月 1 日，我们的员工及其配偶、子女在合伙基金共计投资 2700 多万美元。姨、舅、叔、婶、爸、妈、兄弟姐妹、各种表亲，巴菲特合伙基金真像一个大家庭一样，里面都是“自己人”。

几天后，各位将收到如下文件：

1. 一份包含税收数据的信函，其中列有申报 1968 年联邦所得税所需的所有巴菲特合伙基金信息。
2. 毕马威会计师事务所（今年他们的工作仍然很出色）出具的 1968 年审计报告，其中包含巴菲特合伙基金的运营数据和财务状况以及合伙人资本账户的信息。
3. 一份由我签署的、证明您于 1969 年 1 月 1 日持有巴菲特合伙基金权益的文件，其中的权益数据与审计报告中列出的数据一致。

如果对信中内容有任何疑问，或者年中遇到任何问题，请随时与我联系。下一封信是上半年总结，各位将在 7 月 10 日左右收到。

沃伦 E. 巴菲特谨上

1969 年 5 月 29 日信

BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.  
610KIEWIT PLAZA  
OMAHA, NEBRASKA 68131  
TELEPHONE 042-4110

致各位合伙人：

大约 18 个月前，我写信告诉大家，因为环境的改变，因为我个人情况的改变，我有必要调整一下我们未来的业绩目标。

我在那封信里讨论了当时的投资环境。在后来的信中，我也多次分析投资环境。总的来说，从那时起到现在，投资环境越来越恶劣，越来越艰难。或许是我脑筋死板不灵活。（有人这么评价四十岁以上的证券分析师：“他们知道的很多东西都过时了。”）

我现在看到的情况是：(1) 通过定量分析能找到的投资机会，在过去二十年里稳步减少，现在几乎找不到了；(2) 我们现在有 1 亿美元的资产，本来投资机会就少，还有很多我们买不了，因为 300 万美元以下的投资对我们的总体业绩没什么意义，市值 1 亿美元以下的股票，我们都不能买；(3) 追逐投资业绩的人越来越多，股市的眼光越来越短，投机氛围越来越重。

我在 1967 年 10 月 9 日的信中说了，我之所以要调整目标有几个原因，其中最重要的原因是个人因素。我一直把 100% 的精力投入到巴菲特合伙基金中，这是我自己强加给自己的。在那封信中，我说了，我想摆脱这种压力。在过去这 18 个月里，我发现我根本做不到。我在信中说：“我希望目标定得低一些，我也可以少努力一些。”目标低了，但我的努力没少。只要我“在场上”，定期公开业绩，承担为众多合伙人管理资产的责任（很多合伙人把自己全部的资产都交给我打理），我就永远不可能无拘无束地去做合伙基金以外的事。只要我是公开参与，就忍不住要争强好胜。我心里明白，我不想自己一辈子都在比拼投资，都在和一只兔子赛跑。要慢下来只有一个办法：结束。

年底之前，我会向所有有限合伙人发出正式通知，就我退休的打算发出声明。清算合伙基金涉及大量纳税和法律问题，但是我最关心的是做好下面几件事：

1. 最重要的一件事是，有许多合伙人不想自己打理资产，我要为他们推荐一个资产管理的途径。有些合伙人自己就有很多选择，他们对自己的选择很自信、也很放心。但是，有些合伙人则不然，我不能就把钱还给他们，说声“好运”，就完了。我打算向他们推荐另外一位资产管理人。无论是我的亲戚，还是我一生要为其提供投资建议的其他人，我都会放心的把他们的资金交给这个人管理。他人品和能力都很好，他将来的业绩可能和我继续做下去差不多（但肯定不如他或者我过去取得的业绩）。我们的任何合伙人都可以投资给他，没有账户最低金额的限制。将来，我会和他保持一定的联系，对他的投资情况有个大概了解，但只是偶尔关注，而且我提建议的话，基本上也只限于否定意见。
2. 我希望所有合伙人都可以自由选择，愿意获得现金的可以获得现金，愿意获得有价证券的可以获得有价证券。有价证券中应该只有一只可以随时卖出变现的。这些股票的前景和价格，是我都非常看好的，但是合伙人可以自由选择是否将有价证券变成现金。
3. 我也希望所有合伙人能有这个选择，即按权益比例相应获得我们的两家控股公司（多元零售公司和伯克希尔哈撒韦公司）和一家规模较小的“受限制的”公司的股份。因为这些股票的公允价值完全是我估算的，所以我认为一定要给各位这个选择权，如果愿意的话，各位可以根据我的

估值，按权益比例获得控股公司的相应股份。

但是，这些股票并不能在市场上自由买卖（SEC 对控股股东的股票和未注册上市的股票有各种限制规定），而且在很长时间里可能也不能转让、不能带来收入。在清算过程中，我希望给各位提供自由选择权：留下受限制的股票或获得等价的现金。我特别欣赏我们的控股公司的经营者（我们又多了两个新成员：伊利诺伊国民银行 (Illinois National Bank) 和罗克福德信托公司 (Trust Company of Rockford)。伊利诺伊国民银行是一家资产规模在 1 亿美元以上、经营特别出色的银行，是伯克希尔哈撒韦今年年初收购的），希望他们的关系可以地久天长。控股公司有我欣赏和敬佩的经营者，就算别人出价再高，我都无意出售。但是，在特定情况下，可能会出售控股公司下面的某个业务部门。

在清算过程中，我们应该能把上面这几件事做好。我们的清算活动不会对各位 1969 年的纳税安排产生影响。

我还有一件非常想做的事，我特别想画一个圆满的句号，可惜事与愿违。我不想结束的这年业绩惨淡，但是 1969 年就是这样的一年。我估计到今年年末，算上控股公司价值的大幅上升（除了我之外，所有合伙人都可以选择变现），不算向合伙人支付的每月利息，我们的业绩也就是持平而已。即使从现在起到年末，股市大涨，我们也不会受益。我们不会投入任何重大仓位，所以无法从上涨中受益。

今年我们的套利投资做得特别不顺，我感觉我像误入羽毛球场的一只小鸟。有这样经历的，不只是我们，但是我们今年在套利类中的投资占比达到了历史最高水平，结果却出了这样的事。

谁都不愿意在白纸黑字上把自己的错误写出来，但是我看不起报喜不报忧的行为。我们今年的投资失利完全是我的错，不是运气不好，是我的评估失误了，误判了一个发展变化很快的政府趋势。这里其实有个矛盾。我一直认为，政府最后做的这件事，早就该做了（我的意思是，政府解决的这个问题是早就该解决的，但并不认同政府使用的手段）。换句话说，政府做了这件事，我们亏了很多钱，但我认为政府做这件事对社会有好处，也一直倡议政府做这件事。但是，在此之前，我认为政府不会做这件事。我一贯的主张是：做决策的时候，根本不应该把自己认为应该怎样（对社会有益）和实际会怎样混为一谈。要是我不这么想的话，我们就能少亏几百万了。

说实话，虽然前面说了这么多，要是真有特别好的投资机会，我愿意 1970 年甚至 1971 年继续管理合伙基金。不是因为我还想接着做，只是因为我太想完美收官了，不想以业绩惨淡的一年谢幕。可惜，我看不到任何机会，看不到任何希望，没办法把最后一年的业绩做好。我也不想拿别人的钱误打误撞碰运气。我和现在的市场环境不合拍，不想为了辉煌谢幕而做自己不懂的投资，不想毁了这么多年的好业绩。

话已至此，在今年剩下的时间里，我们将对持股进行清算，最后只留控股公司、一只未上市的证券以及一只长期前景良好的有价证券，还有一些套利类中零碎的投资，它们总价值很小，但需要几年才能清理完。

这封信就算今年的年中信了，写的比平时早，因为我决定好了，就想告诉各位。我也希望各位在收到这封信后，我还能在奥马哈停留一段时间，回答各位提出的问题。7 月份，我会去加州。

有的合伙人可能会问：“你打算做什么？”这个问题，我没答案。我只知道，有些东西是 20 岁的我非常想要的，但当我 60 岁的时候，自己应该有不是一样的追求。我现在做的事，是我长大成人以后就一直在做的，18 年了，它消耗了我的所有时间和精力。今后的我要过一种新生活，除非我与现在做的事一刀两断，否

则我适应不了今后的生活。

秋天，或许在十月份左右，我们会给大家写一封信，详细介绍清算情况、投资建议等。

沃伦 E. 巴菲特谨上

1969 年 10 月 9 日信

BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.  
610KIEWIT PLAZA  
OMAHA, NEBRASKA 68131  
TELEPHONE 042-4110

致各位合伙人：

以下是巴菲特合伙基金今后几个月的时间安排：

- (1) 在这封信里，我会给大家介绍比尔·鲁安 (Bill Ruane)。综合考虑人品、能力以及是否能长期接纳我们的所有合伙人，在我认识的所有资产管理人中，比尔·鲁安是最佳人选。我还会分析一下在当前情况下如何决定债券和股票的配比，以及各种决策的预期。
- (2) 11 月末：我会按照合同规定，提前 30 天正式通知各位，就我在年底从合伙基金退休的打算发出声明。
- (3) 12 月初：我会将我们的控股公司的公开资料寄给各位并进行一些简单的介绍。我们的两家控股公司是伯克希尔哈撒韦 (Berkshire Hathaway Inc.) (拥有纺织业务、伊利诺伊国民银行、罗克福德信托公司、国民赔偿公司、国民火灾与海事保险公司以及太阳报业) 和多元零售公司 (Diversified Retailing Company) (拥有霍赫希尔德·科恩公司和联合棉布商店)。控股公司的股票会在 1 月份分配给大家。在各位决定持有、卖出或买入之前，我希望各位能有足够的时间研究这些公司的相关材料。到时候，我会向各位合伙人征集问题，请各位合伙人以书面的形式将问题发送给我 (为保证所有合伙人都获得一样的信息，我不会与各位单独讨论这些公司)。12 月末，我会再写一封信给各位，集中解答收到的所有问题。我预计我们会作出安排，如果合伙人愿意的话，可以将控股公司股份立即变现。
- (4) 1 月 5 日左右：(a) 将现金分配给合伙人，分配比例为各位合伙人 1969 年 1 月 1 日资本的 56% 以上 (如果年末之前能将更多的股份卖出，现金分配比例会更高)，其中会扣除 1969 年向合伙人每月发放的利息或贷款；(b) 将多元零售公司和伯克希尔哈撒韦公司的股份按权益比例分配给合伙人。如果合伙人将自己分配到的控股公司股份卖出，可获得其 1969 年 1 月 1 日资本的 30% - 35% (我会在年末给出控股公司的估值)。

在年末之前，我们卖出的股票数量可能远远高于预期，1 月初的现金分配比例可能高于上述的 56%。如果卖出股票的数量未达到预期，我们将先分配一部分现金，并在 1970 年上半年继续卖出。我们将选择合适的时机卖出剩余资产，预计 1970 年 6 月 30 日之后，我们剩余的资产价值将不到当前资产价值的 10%。在所有资产和负债都清理完毕后，我们将进行一次最终分配。

1969 年，除非市场出现大跌，我仍然认为，不计算每月的利息，我们的收益会持平。我们运气很好，如果不是今年清算了，我们的业绩会差很多。之前，我发现了一些“长期”看好的机会。到目前为止，这些机会整体表现欠佳。在我们持有的仓位中，现在规模较大的股票只剩两只了。其中一只，在我写这封信时，我们正在卖出。另外一只蓝筹印花 (Blue Chip Stamps)，我们持有它流通股的 7.5%，它现在流动性有限，但是今年年末可能会发行上市，到时看市场情况如何，我们可能会把这部分股票卖出。

- (5) 1970 年 3 月 1 日：约翰·哈丁将离开巴菲特合伙基金，为 Ruane, Cunniff & Stires 公司在奥马哈开设办事处。比尔·斯科特和我会留在我们的办公室，帮助有需要的合伙人购买免税或应税债券。我们会把三月份的时间留出来，免费帮助希望购买债券的合伙人。我们有分析和购买债券的经验，而且我们买债券的手续费低，所以我们应该能帮合伙人选出比较好的债券，而且还能省不少费用。4 月 1 日之后，我们将不再提供任何私人咨询服务。
- (6) 1970 年 3 月以后：比尔和我仍然会留在基威特大厦的办公室，只拿出很少的时间来完成巴菲特合伙基金清算收尾工作，包括申报 1970 年的税项，可能还要在 1971 年继续处理剩余的一小部分资产和负债。

现在该介绍比尔·鲁安 (Bill Ruane) 了。我和比尔·鲁安是 1951 年认识的，当时我们都在哥伦比亚大学向本·格雷厄姆学习。我们相识多年，我对他的品格、性情和才智非常了解。如果苏茜和我身故，我们的孩子成了孤儿，我们委托了三个人全权负责投资事宜，比尔·鲁安是其中之一。我们还有另外两个委托人，但他们无法一直为所有合伙人打理资产。

看人不可能一点不出错，要判断一个人将来会怎样就更难了。这样的判断我们还必须得做，无论是主动的，还是被动的。我认为，选比尔，从他的品格上看，有特别高的概率是对的；从他的投资业绩上看，也有很高的概率是对的。我也认为比尔应该会长期做资产管理工作。

最近，比尔成立了一家纽约股票交易所会员公司，公司名是 Ruane, Cunniff & Stires, Inc.，地址是纽约市百老街 85 号，电话是 (212) 344-6700。约翰·哈丁将在 1970 年 3 月 1 日为该公司在奥马哈设立办事处。比尔为付费私人客户管理资产，也经营券商业务，目前他的经营模式是客户的佣金可以抵免一部分管理费。他也像巴菲特合伙基金一样，允许每月按资金比例提现（与实现的收益或亏损无关）。他可能会把所有账户合并到一起管理，如果你打算把资金交给他管理，具体怎么做，要由你们商量。我完全不会参与他的管理工作。我会把我们的合伙人名单寄给他，他很快就会给各位写一封信。他打算年末之前到奥马哈、洛杉矶和芝加哥这几个地方，和你们见一下面。如果你这几个月打算去纽约，可以顺路直接拜访他。

比尔的整体业绩相当好，平均业绩和巴菲特合伙基金不相上下，但是波动幅度大得多。从 1956-1961 加上从 1964-1968，他管理的个人帐户平均整体收益率是每年 40% 以上。但是，1962 年，或许是前几年业绩太劲爆了，他下跌了 50% 左右。经过总结和反思，1963 年，他取得了持平的业绩。

在一张业绩表里，两年时间看起来好像很短，但是自己的资产下跌 50%，这样的两年很难熬。在我看来，不管是选哪个资产管理人，只要是投资股票，都会遇到这样的短期风险。在决定自己将多少资金用于投资股票时，这个因素要考虑到。到目前为止，比尔 1969 年的收益率是下跌 15% 左右，大多数基金经理差不多都是这个业绩。比尔没做控制类和套利类投资，我们有控制类和套利类，它们有平滑合伙基金年度波动的作用。就算不考虑控制类和套利类，我也觉得比尔的业绩波动比我们更大（这当然不等于他的业绩不如我们），他的风格不一样。在大多数情况下，他的投资组合和我的只有一小部分重合，整体是非常不一样的。

在比尔实现上述业绩期间，他管理的资产规模平均下来在 500 万美元到 1000 万美元之间。我认为，在他将来的资产管理工作中，最大的不利因素有三点：(1) 他管理的资金可能比现在多得多。一个基金经理，只要做得好，很快就会面临这样的问题。管理资产规模增加容易拖累业绩。比尔的公司现在管理的资产在 2000 万美元到 3000 万美元之间，而且他管理的资产还会增加。(2) 比尔可能要拿出更多精力做公司的日常管理工作，这样就无法把所有时间都投入到思考资金管理。他是一家纽交所会员公司的负责人，也管理着众多私人账户，他也可能像大多数投资顾问一样，身不由己，不得不做许多对提升投资业绩没用的事。我已经请比尔接受所有巴菲特合伙基金的合伙人了，无论他们资产规模是大是小，比尔也答应了。但是，我也和比尔说了，他要是觉得哪个客户影响了他的工作，他完全可以自己看着办；(3) 在今后十年，有很高的概率会出现这样一个情况：主动投资做得再出色，或许都不会比被动投资强多少。这一点，我要详细说一下。

我一共说了三个不利因素，这最后一个不利因素，不是说业绩会多糟糕，而是说业绩可能只有一般水平。这是把投资交给比尔打理的最大风险。不过，业绩一般这个风险算不上特别严重。

有的决策是这样的：做对了，得不到什么；做错了，会失去很多。在管理巴菲特合伙基金的投资组合时，我总是尽量避免做出这样的决策。但是我向各位推荐比尔，我做的这件事可能就是一个对我个人没什么好处的决策。我有一些朋友在我们的合伙基金里没有投资，他们劝我别推荐，将来业绩好，我得不到什么好处，将来业绩差，我倒会被牵连。如果你我之间只是简单的商业关系，这样的逻辑很合理。但是，想到合伙人这些年来对我的信任，从方方面面对我的支持，我不能撒手不管。你们里有许多人自己有相当高的投资水平，有的还是职业投资者，你们不需要我推荐资产管理人，你们自己可能会有更好的选择。但是，有些合伙人不懂投资，我要是什么都不做，眼看着你们在 1970 年被最能说会道的推销员拉走，我就太对不起你们了。

最后，我再说说预期。十多年前，我预计道指平均每年的收益率是 7% 左右，我可以毫不犹豫地把目标设为每年领先道指 10 个百分点。也就是说，我们当时的预期收益率是 17% 左右，当然了每年可能有巨大的波动，而且不承诺一定能做到，但不管怎么说，我们还是有这么个预期。当时，免税债券的收益率是 3% 左右，股票虽然比债券波动更大，但整体来看，买股票还是比买债券合适得多。当时，我在学校里讲课以及和别人讨论的时候，都表示更看好股票。

现在，我认为，对于普通投资者来说，是把钱交给职业基金经理，还是被动买入债券，这两者之间没什么好选的。我投资这么多年了，还是第一次遇到这个情况。如果我判断对了，那么这个情况会产生深远的影响。下面，我特别简单地分析一下我看到的情况：

- (1) 在我讲的情况中，我是以联邦所得税税档为 40% 并且需要缴纳所在州所得税的个人为例。税法改革正在进行，将来税法改革后，按照现在的税法计算的免税收入、资本利得以及其他投资收益可能会减少。税法改革会越来越深入。整体而言，将来税法改革后，也不会影响我对当前免税债券与股票税后收益的对比预期，甚至会对我的预期有微小的推动作用。
- (2) 我这里说的预期是今后十年，不是今后几个星期或几个月。在一个较长的时间里会发生什么，这个比较容易想明白。要知道短期内会发生什么，就比较难了。正如本·格雷厄姆所说：“长期看，股市是称重机。短期看，股市是投票器。”重量是基本面决定的，这个比较容易评估。投票是心理决定的，这个比较难以捉摸。



- (3) 目前，被动投资免税债券可以获得 6.5% 的收益率。相应标的的质地特别好，而且想买多长时间的都可以。等到三月份，比尔和我帮大家挑选债券的时候不一定还存在这个情况，但现在是这样。
- (4) 今后十年，股票投资的整体收益率可能不会超过 9%，其中包括 3% 的分红，以及 6% 的价值提升。国民生产总值每年的增长速度不会超过 6%，公司利润的增长速度不可能比国民生产总值增速高多少，在市盈率不变的情况下（按上述假设以及当前利率，市盈率应该不会变），美国公司的整体价值的长期复合增长率应该不会超过每年 6%。按照这个股市整体水平，对于上述纳税人而言，股息税后收益率是 1.75%，资本利得税后收益率是 4.75%，整体税后收益率是 6.5%。股息和资本利得的税前收益率也有可能分别是 4% 和 5%，这样的话，整体税后收益率就要更低一些。历史水平大致如此，而且我认为将来税法可能会规定征收更高的资本利得税。
- (5) 今后十年，在所有投资股票的资金中，或许有一半将由职业基金经理掌管。投资者把资产交给基金经理掌管，他们获得的整体业绩不可能和平均水平有多大差别（即税后 6.5%，如果我的假设正确的话）。

我的判断是：在未来整个十年里，在职业基金经理掌管资金中，不到 10%（领先的这部分资金规模约 400 亿美元）能超过整体预期水平，每年平均领先两个百分点。那些风格激进的基金的收益率不太可能比一般基金的收益率高多少。目前，各种风格基金的基金掌管着 500 亿美元，规模是十年前类似风格基金的 100 倍。500 亿的规模根本不可能取得超额收益。

如果你运气特别好，选到的基金经理能把业绩做到全国最高的 1% 到 2%（因为他们业绩太优秀了，必然会管理大量资金），我觉得你每年的收益率最多也就比整体预期水平高 4 个点。比尔·鲁安有很大的概率，能成为这些最优秀基金经理中的一员。按我的估算，在今后十年中，真正特别优秀的基金经理能为“一般纳税人”带来 1.75% 的股息税后收益率和 7.75% 的资本利得税后收益率，即整体收益率为 9.5%。

- (6) 于是，我们可以得出这样一个令人吃惊的结论：与历史相比，当今的情况不同寻常，被动投资于免税债券取得的收益率，与职业基金经理投资股票的预期收益率完全不相上下，只比最优秀的股票投资收益率略为逊色。
- (7) 关于通货膨胀：通货膨胀与上述计算无关，但是与上面假设的国民生产总值 6% 的增长率有关，而且也是当前免税债券收益率达到 6.5% 的原因之一。如果股票的税后收益率是 8%，而债券的收益率是 4%，无论股价上涨下跌，还是横盘不动，持有股票都比持有债券好。但是，当债券的税后收益率是 6.5%，而股票的收益率是 6% 时，那就反过来了。有一个最简单、最实际的道理：无论美元上涨下跌，还是横盘不动，我们最应当关注的都是哪个投资的预期税后收益率最高。

对待关于未来的评估，一定要持有合理的怀疑态度。对于我的上述预测，也不例外。未来总是不确定的，我上面所说的，是我认为对未来最贴切的评估。我把这些写下来了，但是并不以为我的预测有多准确，只是要把我当前的想法如实告诉各位。

如何在债券和股票中分配，投资股票的话，要交给谁打理，这些问题，必须由各位自己决定。我觉得，在很多情况下，做决定的时候，你首先要考虑自己有形和无形（性情方面的）的需求，是否需要定期获得收入，是否不想本金出现大幅度波动，然后还要考虑自己的心理需求，是否想享受可能获得超高收益率的兴奋和乐趣。如果你想和我谈谈这个问题，我非常乐意帮忙。

此致，

沃伦 E. 巴菲特

1969 年 12 月 5 日信

BUFFETT PARTNERSHIP, LTD.  
610KIEWIT PLAZA  
OMAHA, NEBRASKA 68131  
TELEPHONE 042-4110

致各位合伙人：

随信附上了我们两家控股公司（及其四家子公司）的一些公开信息。在本信中，我将向各位简单介绍一下这几家公司的经营情况。我的简单介绍不会像招股书那样提供面面俱到的信息，只是大概谈一下我个人对这些公司的“偏见”。

年末，在多元零售公司 1,000,000 股流通股中，巴菲特合伙基金将持有 800,000 股，第一曼哈顿公司 (First Manhattan Company) 和惠勒 芒格合伙公司 (Wheeler, Munger & Company) 将分别持有 100,000 股。多元零售公司曾拥有巴尔地摩的霍赫希尔德 科恩公司 (Hochschild, Kohn & Co.) 100% 的股份，目前拥有联合零售商店 (Associated Retail Stores, 原名联合棉布商店) 100% 的股份。12 月 1 日，多元零售公司将其在霍赫希尔德 科恩公司的全部权益出售给了超级市场控股公司 (Supermarkets General Corp.)，获得了 5,045,205 美元的现金以及超级市场控股公司 70 年 2 月 1 日到期的 200 万美元无息票据、71 年 2 月 1 日到期的 4,540,000 美元无息票据。上述票据的现值约为 600 万美元，多元零售公司出售科恩公司获得的现金相当于 1100 万美元左右。在这笔交易的合同中，多元零售公司需要遵守若干保证条款。我们估计不会因此而承担责任，但既然是有约束力的保证条款，或多或少总是有承担相关责任的可能性。

联合零售商店的净资产价值是 750 万美元左右。这家公司的生意很好，财务状况稳健，利润率高，近年来销售额和盈利节节攀升。去年，销售额大约是 3750 万美元，净利润大约是 100 万美元。今年，它的销售额和盈利应该再创新高，扣除所有税收后，净利润可能在 110 万美元左右。

多元零售公司发行了 660 万美元的公司债（如有需要，请向我们索取债券募集说明书，其中包含截止 1967 年 12 月 18 日的公司业务介绍以及债券条款）。该债券存在一个特别条款，规定如果我或我控制的实体不再是多元零售公司的最大股东，债券持有人有权要求公司按面值偿付债券。

目前，多元零售公司的有形资产净值是每股 11.50 - 12.00 美元，它的生意非常好，而且有大量资金可以用于投资其他业务。该公司的闲置资金将暂时用于投资有价证券。

伯克希尔 哈撒韦 (Berkshire Hathaway Inc.) 拥有 983,582 股的流通股，其中巴菲特合伙基金持有 691,441 股。伯克希尔 哈撒韦主要有三项业务：纺织业务、保险业务（国民赔偿公司和国民火灾与海事保险公司，统称为保险公司）、伊利诺伊国民银行以及罗克福德信托公司。伯克希尔还拥有太阳报业 (Sun Newspapers Inc.)、布莱克尔印刷公司 (Blacker Printing Company) 以及捷威保险公司 (Gateway Underwriters) 70% 的股份，但是这几个业务所占比重相对较小。

目前，在每股投入的资金中，纺织业务占了 16 美元。虽说与整个纺织行业相比，伯克希尔的纺织业务稍微领先，但这项业务算不上好生意。我们在纺织业务中投入了不少资产，但是它的资本回报率却很低，将来更不可能实现足够高的回报率。四年半以前，我们买入了伯克希尔，当时在这家公司的各项业务里，纺织业务是最好的。我们将伯克希尔其他业务的资金都成功地进行了重新分配，开始是暂时投资到有价证券上，现在是长期投资到保险公司和银行。我敬佩纺织业务的员工，尽管环境艰难，但他们一直在努力，希望能做得更好。虽然纺织业务的投资回报率如此之差，只要它能维持当前的水平，我们打

算继续经营下去。

保险业务（伯克希尔拥有旗下保险公司 100% 的股份）和银行（伯克希尔拥有 97.7% 的股份）就好多了。这两个都是一流的好生意，资本回报率高，营业数据无论怎么分析，不管是绝对的，还是相对的，都非常好。在伯克希尔哈撒韦的每股有形净资产中，银行占大约 17 美元，保险公司占大约 15 美元。在有形净资产中，银行和保险合计占 32 美元，我估计它们当前的正常盈利能力是每股 4 美元（可以对比一下，1968 年，我估算它们的盈利是 3.40 美元），而且它们将来的成长前景非常好。加上纺织业务和其他业务的资产，减去母公司 700 万美元的银行贷款，伯克希尔哈撒韦的每股有形净资产是 43 美元，再加上收购银行时支付的高于有形资产的溢价，伯克希尔哈撒韦的账面净资产是每股 45 美元。

有一点需要注意，保险公司和银行持有 7500 万美元的债券，对这些债券估值时，我是用已摊销成本计算的，然后得出的有形净资产。这符合行业内常规会计准则，也符合银行和保险行业的实际情况，债券不可能在没到期之前卖出。但是，现在的债券价格处于历史地位，我们持有的债券的市场价值远远低于账面价值，其账面价值大约是每股 10 美元。

在多元零售公司和伯克希尔哈撒韦旗下，我们有四大主要业务，按照一般的标准，不管怎么评估，其中三项业务都绝对是一流的。这三项业务的经理人都超过了 60 岁，这些业务基本上是他们白手起家营造的。他们努力工作、生活富足，而且人品很好，无可挑剔。他们的年龄是大了些，但他们只有这么一个小缺点。我之所以愿意把我的大部分资金投入伯克希尔哈撒韦和多元零售公司，其中很重要的一个原因就是，有这么优秀的人经营这两家公司。

我们有关于控股公司的各种年报、审计报告、中期报告、委托书材料、招股书等等。如果需要任何文件，请随时联系我们。同时，我在此向各位征集关于控股公司的问题，请把问题写信寄给我，我会在年末之前给所有合伙人写一封信进行解答。想到了什么问题，就尽管问。要是你不清楚，别人可能也不清楚。只要是我能解答的，各位就没必要自己琢磨。

多元零售公司和伯克希尔哈撒韦公司目前都不发放股息，将来几年，可能仍然不发放股息，或者只发放很低的股息。原因有很多：这两家公司都有负债，我们希望能为银行的储户和保险公司的投保人提供良好的保护，我们的一些公司通过追加投资可以获得非常令人满意的回报，而且我们希望通过寻找新生意来扩展和提升盈利能力。

我的个人看法是，多年以后，多元零售公司和伯克希尔哈撒韦公司的内在价值会实现巨大增长。谁都不知道未来会怎样，但如果它们的增长率达不到每年 10%，我会很失望。股票的市场价格围绕内在价值剧烈波动，但是，长期来看，市场价格总有反映内在价值的时候。综上所述，我认为这两家公司都值得长期持有，我把自己的大部分净资产投入到这两家公司中，很放心。在通过巴菲特合伙基金间接持有这两家公司的股票时，你不在意它们的短期价格波动。当各位直接持有这两家公司的股票时，也不应该在意。在我眼里，它们是公司，不是“股票”。只要公司长期经营得好，股价也没问题。

我想强调一下，将来各位持有这两家公司的股票后，我和各位不存在管理或合伙关系。将来各位可以自由处理自己手里的股票，我也一样。

我觉得，在很长的时间里，我会持有我对多元零售和伯克希尔的投资，我这么做的概率很大。但是我不想就此做出任何道义上的承诺，也不想将来无限期的时间内，始终向别人提供关于这些股票的建议。这两家公司肯定会向所有股东报告经营情况，各位可以收到它们的报告，可能是每半年收到一次。如果我一直持有这些股票的话，我现在就这么打算的，我还有其他事要做，不一定会在多大程度上参与这家公司的活动。我很可能会参与重大决策的制定，但是我不做任何承诺。如果我有别的兴趣了，我可能就想当一个被动的股东。

我们现在的计划是 1 月 5 日进行巴菲特合伙基金的现金分配，从现在的情况看，扣除 1969 年 1 月 1 日各位收到的所有分配金额（包括每月的利息），现金分配比例占 1969 年 1 月 1 日资本的 64% 以上。我们持有的蓝筹印花公司 (Blue Chip Stamps) 正在筹划上市，承销人是美林证券。如果蓝筹印花本月如期上市，则我们的现金分配比例将达到 70% 以上。

有需要在三月份向比尔和我咨询购买债券事宜的合伙人，请从 1 月 5 日收到的现金中拿出一部分购买三月末到期的美国国债，然后，在二月份的最后一周告诉我们，你希望投入多少资金购买债券，我们会相应地给出建议。

在股票注册到各位名下，我们从过户代理人处了解到具体金额和股份数后，1 月中旬，我们会根据各位在合伙基金的权益将多元零售和伯克希尔的股票分配给各位，并随后告知各位的纳税基数以及股票购买日。随信附上一封 Monen, Seidler & Ryan 律师事务所的函件。如函件所述，这些股票存在交易限制。这些股票凭证很值钱，请妥善保管。

我在之前的信中说了，希望巴菲特合伙基金能找到一种方式，允许有需要的合伙人自动将多元零售和伯克希尔的股份变成现金。我找了两家律师事务所，请它们研究合伙基金清算后各位所持有股份的性质，随附的函件中有它们给出的结论（函件应当和股票一样妥善保管）。从函件中可以看出，这个问题没那么简单。虽然我想让合伙人能自动将控股公司的股份变现，但我找不到谨慎的方法把这个想法变成现实。所以说，如果各位要出售自己分配到的股票，请务必遵循律师给出的指导意见。各位应当知道，关于这些股票的后续出售，各位受到一定的限制，但我和苏茜受到的限制更严格（因为我始终是“内部人士”）。如律师意见的第三段所述，大量股票的出售往往是通过转让完成的。要是将来有了更清晰或更简单的规则，我肯定会告诉各位。

在分配多元零售和伯克希尔的股份时，我会给出 1969 年年末两家公司股票的估值。1 月末，各位会收到审计报告和税务数据。从目前的情况来看，通过出售蓝筹印花股份，再加上多元零售和伯克希尔价值的大幅提升，我们今年的整体收益率应该是略高于 6%。

各位将在 12 月末收到下一封信。在下一封信中，我将回答关于多元零售和伯克希尔的问题，并给出 1 月 5 日现金分配的最终估算。

沃伦 E. 巴菲特  
随信附上：

法律意见书，Monen, Seidler & Ryan 律师事务所。  
协同意见书，Munger, Tolles, Hills & Rickershauser 律师事务所。  
伯克希尔哈撒韦公司 1968 年年报。  
伯克希尔哈撒韦公司 1969 年半年报。  
伯克希尔哈撒韦公司 1969 年 4 月 3 日致股东信。  
多元零售公司 1968 年年报。  
关于联合零售商店的财务信息。

关于伊利诺伊国民银行和信托公司的财务信息。  
国民赔偿公司和国民火灾与海事保险公司贝氏 (Best) 评级报告。

1969 年 12 月 26 日信

BUFFETT PARTNERSHIP. LTD.  
610KIEWIT PLAZA  
OMAHA, NEBRASKA 68131  
TELEPHONE 042-4110

致各位合伙人：

现金分配方案已最终确定。1 月 3 日，我们会向各位邮寄一份日期为 1970 年 1 月 5 日的支票。扣除 1969 年 1 月 1 日起已经分配的金额（包括每月利息），现金分配比例占各位 1969 年 1 月 1 日资本的大约 64%。对于 1969 年没选择每月获得利息的合伙人，向其分配的资金会稍微多一些，因为其中包含利息调整；对于从巴菲特合伙基金借款的合伙人，则会从向其分配的资金中扣除利息。从我们清算的时机来看，债券市场和股票市场的表现对我们十分有利，我非常高兴。今年清算比去年年末清算强多了。几乎所有合伙人，无论打算投资债券，还是股票，现在收到现金都比去年收到现金有远远更好的机会。有的人追求稳定的收入，即使按去年比较高的收益率计算，现在投资同样的本金，获得的税后收益率也要比去年高 40%。

我们的税收数据已经出来了，从现在的情况看，各位合伙人需要缴纳联邦所得税的普通所得（股息加利息减去普通亏损）占 1969 年 1 月 1 日资本的 3.75%（详见随附信函第 1 项），没有金额较大的长期资本利得或亏损，有一笔短期资本亏损，占各位 1969 年 1 月 1 日未实现增值的 8.5%（第 3 项）。上述仅为粗略估算值。二月初，我们会将准确纳税数据寄给各位。

1969 年，我们没把我们的 371,400 股蓝筹印花（Blue Chip Stamps）都卖出去。这只股票注册上市后，股价是每股 24 美元。承销商给我们报了一个发行价范围。他们在确定这个发行价范围时，主要是参照斯佩里和哈钦森印花公司（Sperry & Hutchinson Stamps）的股价。就在我们的股票很快就要上市的时候，道指大跌，斯佩里和哈钦森印花的股价几乎没变，但承销商把发行价范围调低了。我们不太情愿地答应了，以为这就定下来了，但是第二天，他们又说定好的价格不行。于是，我们就撤了，把发行规模大大缩小了。

对于我们在巴菲特合伙金持有的蓝筹印花股份，我打算继续持有，等到以后价格合适时再出售，或者分配给合伙人。从概率上看，与其在行情低迷的时候把我们的大部分股票卖出去，不如像我们现在这么做，多等一两年也行。只要这几天蓝筹印花的股价不出现大幅变动，今年年末，在对它估值时，我打算采用发行价减去承销费用。

我收到了一些关于上一封信的问题：

1. 伯克希尔哈撒韦的纺织业务资本回报率低，为什么还要继续经营？

原因我已经在信里说了。纺织业务为 1100 名员工提供就业岗位，管理层非常努力地争取比同行做得更好，只要它业绩还过得去，而且不必继续投入大量资本，我就不想清算。我不想为了收益率能高几个百分点，让很多人丢掉饭碗。如果我们不得不继续投入巨额资本，或者纺织业务一直亏损，我当然也没办法，只能做出不一样的决定，但是我认为不会出现这种情况。

2. 我们在太阳报业 (Sun Newspapers) 等公司的投资有多大, 是否计划在报纸、广播和电视行业加大投入?

我们在太阳报业、布莱克尔印刷公司 (Blacker Printing Company) 以及捷威保险公司 (Gateway Underwriters) 的投资, 加起来在每股伯克希尔哈撒韦股份中占 1 美元多一点, 合计盈利是每股不到 10 美分。我们没有在传媒领域加大投资的具体计划。

3. 捷威保险公司是做什么的?

捷威保险公司是国民赔偿公司 (National Indemnity) 在密苏里州的总代理。

4. 我们三个出色的主营业务, 有没有合适的后备人选来接替这三项业务的经营?

在任何一家公司, 只要创始人和企业的核心仍然活跃在舞台上, 都很难评估接班人。要了解一个人能否经营好一家公司, 只有一个办法, 就是看他在实际经营中的表现。和一般公司相比, 我们有的公司确实更依赖经营者的一己之力。虽说接班人很难评估, 但我们确实有一些优秀的接班人。

5. 你打算如何投资多元零售公司的现金, 是否会继续把零售作为主业?

我们比较喜欢零售业, 但也不排斥其他合适的投资机会。我们找了两年, 没找到一个适合多元零售公司的收购对象。只要是好生意, 我们不排斥任何行业。在我们找到合适的收购对象之前, 我们会将资金用于投资有价证券。

6. 多元零售公司出售霍赫希尔德科恩公司 (Hochschild, Kohn & Co.) 后收到了现金, 为什么不把这笔现金派发?

首先, 派发现金的话, 属于分红, 征税比例非常高。其次, 债券条款中有限制, 除非把控股权交给债券持有者, 否则不得进行此类派息。

7. 将多元零售公司的股份派发给合伙人, 是否会导致多元零售的债券被赎回?

在多元零售的股票分配完成后, 我是多元零售的最大股东, 赎回条款不适用。

8. 要是多元零售的债券被赎回了, 我们怎么知道?

公司会发布定期公告或特别公告, 所有股东和债券持有人都可以通过公司公告了解最新情况。目前, 债券持有人完全没有赎回债券的意向。

9. 为什么不将伯克希尔哈撒韦和多元零售公司的股票注册上市? 这样的话, 合伙人收到股票后, 就可以自由在市场上买卖了。

我们考虑过这个方案, 但是考虑到可行性和法律因素, 我们否决了这个做法。我只说可行性, 单从可行性来看, 就不能这么做。



目前，多元零售没有公开上市，而我们持有的伯克希尔哈撒韦的股份数量大概是当前流通股份数的四五倍。要是有人在市场上立即买卖几千股伯克希尔的股票，一下子就能把这只股票拉升几个点。我们持有 691,441 股。如果通过注册而不是承销发行的方式将这些股票分配给合伙人，到时候可能出现许多单独的持有人同时大量卖出的情况，这两只股票可能因此陷入一片混乱，特别是在当前的股市环境中。到时候股价会处在什么水平？各位合伙人卖出股票变现的价格难道不会有很大的差距吗？我当时考虑到这些因素，觉得不能这么做，我不想合伙人到时候面对这样的情况。有些合伙人比较精明，有的没那么精明，比较精明的会获得更多利益。如果将这两只股票注册，很多合伙人只能在很低的价格卖出股票，远远低于我在年末给出的估值。如果各位合伙人只能贱卖自己的股票，那对你们来说太不公平了，因为我在年末给出的估值会影响 1969 年巴菲特合伙基金的利润，而我从合伙基金的利润中获得分成。如果这两只股票行情低迷，我可能遭到批评，有人可能责问我，股价这么低，你自己怎么在买或者怎么不买之类的。

就算我们找承销商公开发行上市，让想变现的合伙人立即变现，我觉得，之后出现的情况还是好不到哪去。从蓝筹印花的发行上市过程就看得出来，在承销上市程序启动后，我们眼看着它的股价从 24 降到 16.5。我不希望合伙人手里的伯克希尔和多元零售股票也有同样的遭遇。

我们将股票出售限制在非公开配售，与现在通过承销发行上市相比，合伙人要是想卖出的话，可以卖得更值，而且精明的合伙人也不会市场上比其他合伙人占更多便宜。另外，按现在的做法，股票更容易被有长期投资理念的投资者持有，将来它的价格波动不会那么剧烈。我们接到了几个电话，有几个人打算通过转让的方式卖出自己的股票。我们估计，按照年末的估值，他们可以顺利转让自己的股票。

对于希望通过承销发行获得股票分配的合伙人，他们可以自己组织注册发行。希望通过注册承销出售自己股票的合伙人，你们可以告诉我，我很乐意帮你们建立联系，随后你们可以自己组织承销并承担相关费用。承销上市的费用可能很高，按这样的方式，所有承销费用由希望承销上市的合伙人承担，而不是由所有合伙人承担。

也有合伙人问我，如果将来我打算通过承销上市的方式卖出自己的股票，他们是否可以参与。我想我几乎永远不可能通过公开发行的方式卖出自己的股票，要是我真这么做了的话，只要大家愿意，无论是谁，都可以和我一起参与。如果真有我通过公开发行卖出股票的这一天，很可能各位的股票早已经能自由买卖了，虽然我的还是受限制。至于任何私下转让交易，我就不能对各位做出同样的承诺了。你以任何方式出售自己的股票时，也不是非得带上我。

10. 如果你卖出自己的伯克希尔或多元零售公司的股票时，能告诉我们吗？

如果我卖出自己的股份，各位肯定可以从公司通知、公告和向监管机构提交的报告中看到。在可以预见的未来，我根本没计划卖出自己的股票，只是我不会做这样的承诺。但是，在获得关于公司活动的信息方面，与伯克希尔或多元零售的其他股东相比，巴菲特合伙基金的前合伙人没有特权。

11. 我应不应该持有自己的伯克希尔或多元零售的股票？

这个问题，我回答不了。我只能告诉你，我会持有，而且打算买入更多。我非常乐意把自己的大部分净资产长期投资到这两家公司里。

显而易见，五年或十年之后，这两家公司会比现在远远更值钱。与大多数股票相比，它们亏钱的风险比较低。我希望它们的价格能紧跟经营业绩，而不是因为投机情绪高涨或低迷而大起大落。市场的投机情绪我管不了，我也不会效仿近年来金融市场中令人不齿的行为去炒作股票。

12. 我可以把伯克希尔或多元零售的股票送给我的妻子或子女吗？

按照律师给出的建议，这是法律允许的，但是赠予完成后，适用于你的转让限制同样适用于你的赠予对象。

13. 为什么要等到三月份才能为我们提供关于债券的投资建议？

1 月份和 2 月份，我们应该会很忙。可能会有很多合伙人希望找我谈他们关于债券的问题和目标。我希望先把合伙基金的大事处理好，然后再单独向合伙人提供建议。我不预测债券市场或股市，三月份可能比现在高，也可能比现在低。收到了我十月份的信之后，有几个合伙人很着急，想立刻就买债券。现在看来，他们等了一等，比当时就买好多了。当时我说有一些质地极好的免税债券，收益率可以达到 6.5%，现在它们的收益率有 7% 左右了。

沃伦 E. 巴菲特谨上

1970 年 2 月 25 日信

BUFFETT PARTNERSHIP. LTD.  
610KIEWIT PLAZA  
OMAHA, NEBRASKA 68131  
TELEPHONE 042-4110

致各位合伙人：

在这封信中，我要讲一些关于免税债券的基础知识。我们下个月要帮合伙人购买债券，这里主要讲一下我们要购买的债券的类型和期限。如果你希望找我们帮忙买债券，请务必仔细阅读这封信，有不懂的地方，请多读几遍。因为有了这封信里的基础知识，你才能听明白我给出的具体购买建议。我在信中会讲到债券的类别和期限，如果你认为我说的不对，很可能你是对的。我们只能向你推荐我们觉得合适的，你和我们的看法不一样，我们就帮不上忙了。我们没办法帮各位购买可转债、公司债或短期债券，只是推荐我们选好的债券，对我们来说就已经是很大的工作量了。

在这封信里，我尽量只挑重要的写。有的地方可能讲得多了一些，有些地方可能讲得太简单了。有写的不合适的地方，我先在这里请各位谅解。写这封信的时候，我感觉我要把一本 100 页的书中的精华浓缩到 10 页里，而且还要写的通俗易懂。

\*\*\*\*\*

我相信各位都很清楚，我们这次帮大家购买债券，但是我们将来不会再给大家提供关于这些债券或其他投资决策的帮助。这次我希望能帮到大家，是因为在进行了现金分配后，各位收到了一大笔资金。我不想再从事投资咨询工作了，无论是直接的，还是间接的。3 月 31 日以后，本人概不接受任何理财问题。

\*\*\*\*\*

### 如何购买和保管免税债券

对于希望我们提供帮助的合伙人，我们会安排通过业务范围遍布全国的市政债券交易商直接购买债券，并让它们确认将债券直接销售给合伙人。各位应当妥善保存确认书，作为税收申报材料。各位无需向债券交易商寄送支票，债券交易商会把债券直接交付到各位的银行名下，银行直接从你们的账户中扣除相应款项。对于在二级市场买入的债券（已流通品种），交收日一般是确认日的一周以后。对于新发行的品种，交收日最长可能是一个月以后。交收日期显示在确认单上（对于新发行的品种，确认单是第二张，也是最后一张凭单，不是最开始的那张“发行时”凭单）。你应当在银行中留足资金，为交收日支付债券款项做好准备。如果你目前持有国债，只要通知银行，一两天就能卖出去，所以你有足够的时间准备购买债券的资金。利息从交收日开始累计，即使债券交易商将债券交付给银行的日期晚于交收日也是如此。

债券如同货币一样，采用无记名形式，可以转让。债券上附有息票。债券的面额一般为 5,000 美元一张，一般可以转换为记名债券（有的债券转换为记名债券需要支付一笔费用，有的可以免费转换，具体

要看债券的条款)。就记名债券而言,你是注册代理人名册中的注册持有人,没你的签名,记名债券不可转让。债券基本上都是采用不记名的方式交易的。如果持有记名债券,不转换为不记名债券的话,很难卖出去。除非是你的实体债券太多,都管不过来,我建议你还是采用不记名的形式。这样的话,债券一定要存放在非常安全的地方,而且每六个月剪一次息票。息票剪下后可以像支票一样存在银行。如果你买了 250,000 美元的债券,大概就是 50 张(每张面值 5,000 美元),每年可能要打开保险柜六次或八次,将息票剪下并存到银行。

你也可以在银行开一个委托保管账户,花不了多少钱,银行可以替你保管债券、收息并保留记录。以 250,000 美元的投资组合为例,在银行开设委托保管服务的费用是每年 200 美元左右。如果想开设委托保管账户,请联系附近商业银行的信托业务员,了解相关服务和费用。要是自己管理的话,应该放在保险箱里。

## 税项

将免税债券的息票存在银行可获得利息收入,这部分利息当然不必缴纳联邦所得税。如果你的联邦所得税税档为 30%,你从收益率为 6% 的免税债券所获得的收益,与收益率为 8.5% 的应税债券相当。除了未成年人和一些退休人员,对于我们的大部分合伙人来说,购买免税债券比购买应税债券合适多了。有的人有一大笔资金,但是没有工作收入或股息收入,他们可以做一个应税债券和免税债券的组合,可以获得最高的税后收益。如果你属于这种情况,我们会帮你构建一个这样的组合。

至于各州的所得税,情况就比较复杂了。在内布拉斯加州,州所得税是联邦所得税的一定百分比,免税债券无需支付州所得税。据我所知,在纽约州和加利福尼亚州,如果发行免税债券的实体位于本州,则无需交纳州所得税,但是购买其他州的免税债券需要交纳州所得税。另外,纽约市的所得税法规定免除纽约州实体发行的免税债券的所得税,但是购买其他州的免税债券需要交税。我不是各州所得税方面的专家,也不想持续关注各州或各市税法的变化。请各位自行咨询当地的税收顾问。我上面简单说了一下我了解的情况,是为了提醒各位注意这个问题。在内布拉斯加州,在计算税后收益时,无需考虑免税债券的发行实体位于哪个州。当发行实体位于其他州并且需要在本地交纳税款时,你需要在本州交纳所得税,但是这笔税款可以在申报联邦所得税时扣除。具体税款是多少,每个人各不相同。另外,有些州还征收各种无形资产税,有的适用于所有免税债券,有的只适用于其他州发行的免税债券。内布拉斯加州没有这些税项,其他州的情况我不了解。

买入债券时,买入价格低于面值,此后将债券卖出或债券到期时,税法规定将收益和成本之差按资本利得或损失处理。(这个情况有一些小例外。大部分关于投资和税项的一般陈述都总有例外。如果例外情况会影响到我们推荐的证券,我们会告诉你。)这样,税后净收益率会降低,具体降低多少,取决于将来的资本利得税税率以及个人的具体税率。在下文中,在计算贴现债券和“足额息票”债券哪个更合适时,我们会讨论资本利得税的影响。

最后要说的是非常重要的一点。虽然税法的规定不是特别明确,但是如果你现在正在承担或将来打算承担一般的银行负债或其他债务,最好还是别考虑购买免税债券。

税法规定，对于已经产生或持续产生的贷款，其利息不可用于抵税，不得购买或持有免税债券。将来这项规定的适用范围应该会加大。例如，根据我的理解，如果贷款买房，可以在申报联邦所得税时用房贷的利息抵税，就算同时持有免税债券也没问题。但是，如果承担着一般的银行贷款，就算将其用于直接购买股票或球场，免税债券不是贷款的抵押物，在报税时用贷款利息抵税会惹麻烦，因为你同时持有免税债券。如果是我的话，我会先把银行贷款还了，然后再买免税债券。具体到底该怎么做，请自行研究并咨询税收顾问。我只是提一下，告诉各位可能有这个问题。

### 债券的市场活跃程度

免税债券与股票或公司债券存在很大差别，免税债券真的可能有几十万种，大部分品种都只有很少的持有者，因此很难形成交投活跃的市场。当纽约市或费城需要筹集资金时，它们可能会发行 20、30、40 只不同的证券，因为虽然是同一个品种，但它们要提供不同的到期期限。纽约发行的收益率为 6%、1980 年到期的债券，与纽约发行的收益率为 6%、1981 年到期的债券，不是一个东西。这两个债券不能互换，必须要有买家，卖家才能把自己手里的债券卖出去。想想看，纽约一年要发行好几次债券，这一个城市就可能有将近 1000 只流通的债券。内布拉斯加州的格兰德岛都可能有 75 只流通的债券。每个品种的平均规模可能是 100,000 美元，每个品种的平均持有人数可能是 6 到 8 个人。债券品种这么多，根本不可能随时都有市场报价，而且买入价和卖出价之间的价差可能特别大。不是你想买格兰德岛发行的某只债券，就能买得到。可能根本没有市场报价，就算你找到了一个卖家，他开的价格可能很离谱，比类似质地的其他债券贵很多。不是所有债券都这样。例如，俄亥俄州高速公路债、伊利诺伊州高速公路债等品种，它们的规模都在 2 亿美元以上，同一个可交易的债券品种，有成千上万的持有人。显然，这类债券的市场非常活跃。

按我的理解，债券的市场活跃程度主要受三个因素影响，按重要程度依次是：(1) 债券的规模；(2) 发行人的实力（同样是 100,000 美元规模的债券，一个是俄亥俄州发行的，一个是俄亥俄州一个无名小镇发行的，前者的市场比后者更活跃）；(3) 发行人的口碑。目前，在债券市场中，推销最多的是新发行的债券。每周新发行的债券规模在 2 亿美元以上。债券发行市场的重点是把这些债券卖出去，无论它们的规模是大是小。所有的债券，在刚开始发行的时候，都被大力推销。推销结束后，各个债券的市场活跃程度各不相同，但是它们发行时的收益率却没有足够的差别，没充分反映推销结束后不同的市场活跃程度。我们在市场中经常会看到买入价和卖出价之间的价差达到 15% 的现象。何必买可能出现这种怪异行情的债券？此类债券没有活跃的市场，但交易商推销这些债券可以获得更高的利润。我们不会给大家买这样的债券。我们打算购买的债券的价差（即同一时间买入和卖出之间的差价）在 2% 到 5% 之间。你要是频繁交易的话，这个价差就实在太高了，但是对于长期投资者来说，算不了什么。关键是要远离市场活跃度低迷的债券，这些一般来说正是债券交易商最愿意推销的品种，它们推销这些债券更有利可图。

### 具体购买什么债券

我们可能会选择购买以下类型的债券：

- (1) 收费公路、电力、水务等拥有巨额收入的大型公共事业公司发行的债券。

许多此类债券的市场活跃程度非常高，很容易对发行主体进行定量分析，有的设有偿债基金，有的还具有其他有利因素，但被市场忽略了，没得到公允估值。

(2) 政府工业发展债券。有的政府部门将资产租赁给私营公司，这些政府部门可以发行此类债券。例如，俄亥俄州洛兰市拥有一个 8000 万美元的项目，租赁给了美国钢铁公司。政府发展部门发行债券筹集项目所需资金，并与美国钢铁公司签订绝对净租赁合约，用于偿还债券款项。为此类债券做信用背书的不是相关城市或州，这些债券的信用如何，主要取决于承租的公司。此类债券规模有几十亿，背后是许多大公司在支持，但是由于税法的变化，新发行的此类债券规模很小（每个项目平均不到 500 万美元）。在很长一段时间里，由于人们对此类债券存在很大的偏见，与信用状况类似的债券相比，它们的收益率高得多。人们的这种偏见在逐渐减弱，此类债券的溢价收益率也在降低，但是我觉得它们的收益率还是相当高的。我们的保险公司持有的大部分债券都是这个类型的。

(3) 如果你希望购买评级最高的免税债券，可以选择公共住房管理局发行的品种。这些债券由美国政府担保，它们的评级都是 AAA。在有些州，受当地税法影响，本州发行的品种具有溢价，而且前两类债券都不符合你的需求，我会向你推荐公共住房管理局发行的品种，我不会从其他债券中选择，因为我不了解它们的信用状况。要是各位要求我购买你们所在州的债券，提前知会各位一下，我可能购买大量公共住房管理局发行的品种。此类品种用不着分散，它们的信用评级是最高的。

(4) 州政府直接或间接承担的债务。

讲到这，我也没提大城市发行的品种。该如何分析纽约市、芝加哥市、费城，我一无所知。（有一次，一个朋友对我说，纽瓦克市发行了收益率很高的债券，当地的黑手党很不高兴，觉得纽瓦克给他们丢脸了。）就拿纽约市来说，我承认，纽约市不太可能长期拖欠债务，但是要对纽约市进行具体分析，我做的分析不会你做的分析强多少。我研究债券的方法和研究股票差不多。有看不懂的，就跳过去。一个机会，我看不懂，就跳过去，就算别人很高明，能分析明白，而且能赚大钱，我也不在意。我最关心的是：我能从我能看懂的机会里赚钱，能把我能做对的判断做对。

我们打算给你们大多数人购买 5 到 10 个品种。如果你只让我买你所在州的债券，我买的品种会少一些，可能仅限于公共住房管理局发行的债券。我们购买的单笔金额最好不低于 25,000 美元，规模能大一些的话，还是大一些比较好。小规模债券在转卖的时候一般会非常吃亏。这个情况，你在买 10,000 美元的债券的时候，债券推销员一般不告诉你，在你往外卖的时候，他们才和你说。在二级市场，当卖家因为规模较小而给出较低的报价时，我们可能会破例，买入较小规模的债券。

可赎回债券

有的债券发行人有权将债券赎回，赎回条款对债券发行人非常有利，我们不买这样的债券。有的债券是 40 年后到期的，但是发行人有权在 5 或 10 年后以微小的溢价赎回，怎么能有人买这样的债券呢？这样的条款其实是这个意思：签订最初的合同之后，根据将来的情况变化，如果对发行人有利（对你不利），那就是 40 年的期限；如果对你有利（对发行人不利），那就是 5 年期限。这样的合同条款太不合理了。怎么能有这样的合同条款呢？因为债券投资者不明白这里面的状况，债券交易商也不会主动为客户争取权益。市场上有这样一种现象：两只完全相同的债券，一只具有非常不公平的赎回条款，另一只是不可赎回的，但收益率竟然一样，实在是让人难以理解。

其实，内布拉斯加州的大多数债券都具有非常不公平的赎回条款。可赎回条款对持有人不公平，而且收益率还和不可赎回债券差不多。

要避免这种不公平的条款，有两个办法：一个办法是买入完全不可赎回的债券；另一个办法是在买入价远远低于发行人的赎回价时，买入折价的债券，这就不怕赎回了。举个例子，一只债券的赎回价是 103，你在 60 的时候买，虽然发行人有提前终止合约的权利（你却没这个权利），你也可以毫不在乎。洛杉矶水电局有一只债券，可以 1999 年到期，按 100 美元赎回，也可以 1974 年到期，按 104 美元赎回，发行人可以按对自己有利、但对持有人不利的情况选择何时赎回。本来有别的信用差不多的债券，而且不存在这种不公平的条款，收益率也差不多，有人还买洛杉矶水电局的这只债券，真是傻到家了。

尽管如此，1969 年 10 月，市场上就发行了这样一只债券，类似的债券每天都在发行。这个事是明摆着的，但我还是花了这么多篇幅写，因为这种债券还是一直在发售。显然许多投资者根本就不明白这种债券对自己多不公平，许多债券推销员也不想告诉他们。

### 债券的期限和计算

许多买债券的人在选择期限时的依据是，他们觉得要持有债券多长时间，或者他们觉得自己能活多长时间。这种做法没什么大错，但不是最符合逻辑的。选择债券期限的主要决定因素有三点：（1）收益率曲线的形状；（2）你对将来利率的预期；（3）报价波动有多大，你是否承受得了，是否想从中获利。这里面的第二点最重要，也是最不好说的。

我们先讲收益率曲线。在各方面的质地都相同的情况下，债券的期限不同，利率也不一样。以当前评级最高的债券为例，期限为 6 到 9 个月的，收益率是 4.75%；2 年的，5.00%；5 年的，5.25%；10 年的，5.50%；20 年的，6.25%。当长期利率远高于短期利率时，我们说收益率曲线向上倾斜。在美国政府债券市场，最近的收益率曲线是向下倾斜的，在过去一年里，长期政府债券的收益率始终低于短期债券。有时候收益率曲线是非常平坦的，有时候是向上倾斜，然后趋于平坦（例如，向上倾斜十年，之后趋于平坦）。各位需要知道的是，收益率曲线会经常出现显著变化。从历史情况来看，当前的收益率曲线可能会出现向上倾斜的情况。在这种情况下，长期债券不会更值钱，只是和其他时期相比，购买期限更长的债券，获得的利

息更高。如果收益率在几年内保持不变，则无论你打算持有多长时间，期限较长的债券都会比期限较短的债券给你带来更多的收益。

在选择债券期限时，第二个要考虑的因素是将来的利率水平。经常预测利率的人总是被打脸。一年前，我觉得利率不低，没过多长时间，事实就表明我完全错了。现在我也觉得利率不低，事实可能还会证明我不对。不管怎么样，判断是必须做的。你要是决定现在买短期品种，结果过几年再投资时利率大跌，你也一样是犯了大错。

最后要考虑的是，你能否承受得起市场报价的波动。这里面涉及债券投资的数学计算，理解起来可能有难度，但是你必须要知道是怎么算的。现在假设收益率曲线完全是平的，债券是不可赎回的。再假设当前的利率是 5%，你买了两只债券，一只只是 2 年后到期，一只只是 20 年后到期。假设一年后，新发行债券的收益率变成了 3%，你想把自己的债券卖了。完全忽略市场差价、手续费等因素，原来买的 2 年期债券（现在剩一年了）能卖 1,019.60 美元，原来的 20 年期债券（现在剩 19 年了）能卖 1,288.10 美元。按这些价格，对于买家来说，将支付的溢价摊销并将每只债券 5% 的现金流兑现后，获得的恰好是 3% 的收益率。对于买家来说，是支付 1,288.10 美元买你的票面利率为 5% 的 19 年期债券，还是支付 1,000.00 美元买新发行的票面利率为 3% 的债券（我们假设一年后的现行利率是 3%），没有任何区别。再假设利率变成了 7%，还是不考虑手续费、资本利得税等因素。现在那只还有一年到期的债券，买家只会出 981.00 美元，那只还有 19 年到期的，只会出 791.60 美元。因为他能买到利率为 7% 的新发行的债券，所以只有你的债券有折价，折价购买你票面利率为 5% 的债券和以 1,000.00 美元购买票面利率为 7% 的债券收益相同时，他才会买你的。

道理很简单。利率的波动越大、债券的期限越长，在到期之前，债券价值越容易出现暂时性的大起大落。有一点要指出的是，在第一个例子中，我们假设利率变成 3%，如果我们购买的长期债券可以在五年后以面值赎回，那么它只能升到 1,070.00 美元，但是如果利率上涨到 7%，这只债券跌的一样多。这说明了赎回条款是不合理的。

在过去二十年里，免税债券的利率一直在上涨，购买长期债券的投资者一直很吃亏。虽然如此，不是说买长期债券就不好。我们在上面的例子中讲了利率的上下波动，但在过去很长一段时期里，利率一直只朝一个方向波动。和以前相比，现在人们越来越觉得利率比较高，可能要下调了，而不是觉得利率太低，还有上升空间。

将来的普遍利率水平可能高，也可能低，概率是对半开，而且当前的收益率曲线是显著向上倾斜的，与买入短期债券相比，还是买长期不可赎回的债券赢面比较大。这是我现在得出的结论，所以我打算买入期限为 10 到 20 年的债券。如果你也看好这个期限范围内的债券，我们可以帮你挑选。如果你想买期限较短的，我们就帮不上忙了，因为我们没研究期限较短的。

请先回头阅读债券价格如何因利率变化而变动的部分，然后再决定是否购买 20 年期的债券。如果你一直持有到期，你会获得合约规定的利率，如果你提前卖出，会受到我们已经计算过的情形的影响，可能赚，也可能赔。在很长时间内，债券质地



会逐渐发生变化，债券价格也因此产生变动。但是对于免税债券来说，无论在现在还是将来，引起价格变动的主要因素还是利率的变化。

### 折价债券与足额息票债券

在前面的内容里，你可能注意到了，现在要买一只收益率为 7%、期限为 19 年的债券的话，你有两个选择：一个是买入票面利率为 7%、期限为 19 年的债券；另一个是买入票面利率为 5%、价格为 791.60 美元、19 年后支付给你 1,000.00 美元的债券。每半年计算一次复利，买这两只债券都恰好可以实现 7% 的收益率。从数学计算上来看，这两只债券没差别。如果买的是免税债券，就有些复杂了。70.00 美元的利息是完全免税的。折价买入的那只债券，每年 50 美元的利息是免税的，但是在 19 年后有 208.40 美元的资本利得。按照现行税法，如果你只有这一部分实现的折价收益需要交纳资本利得税，只要交很少的税就行了；如果你除了这笔收益，还有其他金额很大的资本利得，则最多可能交纳 70 多美元的税（新税法规定资本利得税税率是 35%，1972 年，金额较大的资本利得，税率略高于 35%）。除此之外，可能还要因这部分资本利得而交纳州政府征收的税款。

显然，考虑到上述因素，你不会支付 791.60 美元买票面利率为 5% 的债券，而是会选择支付 1,000.00 美元买票面利率为 7% 的债券。别人和你想的一样。正因为如此，质地相同、期限相同的债券，如果票面利率较低而且存在折价，那么与当前票面利率较高的债券相比，折价债券的毛收益率会更高一些。

有意思的是，对于大多数人来说，由此产生的较高的毛收益率带来的补偿高于可能要支付的税款。原因有几点。首先，谁都不知道债券到期后税法会怎么规定，先假设将来的税率比现在高，也有道理。其次，一只债券票面利率为 5%、面值为 1,000.00 美元、期限为 19 年、价格为 791.60 美元，另一只债券票面利率 7%、面值为 1,000.00 美元、期限相同、价格为面值，人们还是愿意选能现在就把较高的收益装在口袋里的。持有票面利率为 5% 的债券，支付 791.60 美元，获得的当前收益率只有 6.3% 左右，到期后得到 208.40 美元才能实现 7% 的收益率。最后要说的一点是当前乃至将来影响折价债券价格的最重要因素，由于 1969 年《税法改革法案》中的银行税制改革规定，银行不会再参与购买折价免税债券了。银行一直以来都是免税债券的最大买家和持有者。现在它们不能参与折价免税债券的买卖了，对这个细分市场的供求关系造成了重大影响。这样一来，有些个人投资者在折价免税债券市场中可能更有优势，特别是那些在将来债券到期或卖出时税档比较低的个人投资者。

在充分合理的估算你将来的税率的前提下，如果实际税后收益率特别高，我会帮你购买折价债券。我知道有些合伙人更愿意买足额息票债券，尽管它们的实际收益率较低，但他们想获得较高的当前现金收益率。如果你是这样的情况，请告诉我，我们会帮你选择足额息票债券。

### 流程安排

我计划整个三月份都留在办公室（包括星期六，3 月 7 日除外），任何合伙人都

可以和我面谈或通过电话交谈。为了方便安排时间，请联系格拉迪斯或我预约。我对各位就一个请求，我们交谈之前，请务必尽量读懂这封信的内容。大家读完这封信也能明白，要是所有内容都要向每个合伙人重复讲一遍，实在不可能。

如果需要我们帮助购买债券，你需要告诉我们下列信息：

- (1) 是否出于本地征税原因考虑，只希望购买本州发行的债券；
- (2) 是否只想购买足额息票债券，还是允许我们自由选择最佳品种；
- (3) 在 10 年到 20 年的范围内，你打算购买多少年期限的，还是允许我们替你选择；
- (4) 你要投资的金额是多少，我们买入的金额可能略低于你指定的数字，但不会超过你所说的金额；
- (5) 债券应该交付到哪个银行。

在买入债券时，我们会通过电话或信件为你提供建议。具体的操作，主要由比尔和约翰负责。在任何一笔交易中，我们中的任何人都不会从中获取任何利润，这个不必说了。如有具体操作相关问题，请咨询约翰或比尔，因为我可能忙不过来，而且在具体交易方面，他们更熟悉。3 月 31 日后的几个月时间里，我应该不会经常去办公室。如果有事的话，请在 3 月 31 日之前找我。所有交易可能要 4 月份才能完成，具体操作由比尔负责。

信里说了，债券的品种太多了，现在我们说不好会买哪些。免税债券市场不太像股市，更像房地产市场。几十万个品种，各有各的特点，有些是没卖家的，有些是卖家不愿卖的，有些是卖家急着卖的。买哪个最好呢？我们要选质地最好的、最符合你的需求的，而且卖家愿意往外卖的。每周都有几亿美元的新债券发行，这些新发行的品种是我们参照比较的标准。有些在二级市场上已经流通的债券可能比新发行的更合适。具体如何，只有在准备买的时候，才能知道。

市场是变化的，但是从现在的情况看，期限为 20 年、税收收益率为 6.5% 左右（公共住房管理局发行的品种除外）的债券，应该很容易就能买到。

沃伦 E. 巴菲特谨上