

## 巴菲特致股东信

### 1967 年

#### 上半年的表现

我们今年并没有一个良好的开端，一月份是我们历史上最糟糕的月份之一：我们的增长率为 3.3%，同时期的道琼斯指数为 8.5%。不过整体的上半年我们的增长率为 21%，超越了道琼斯指数 9.6%。目前来看今年道琼斯指数是轻易地被我们和不少的基金经理打败了，然而这种情况不会每年都发生。

Overall	Results	Partnership	Limited Par
Year	From Dow(1)	Results(2)	Results(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
1st half '67	+11.4	+21.0	+17.3
Cumulative results	+148.3	+1419.8	+843.3
Annual compounded rate	9.1	29.6	23.8

上半年的业绩表现纯粹是由占我们净资产比例 63.3% 的二级市场投资的证券所贡献的，取得控制权的投资部分没有任何贡献，而我们买下的 Diversified Retailing Company (DRC) and Berkshire Hathaway Inc. 会在年底被重新评估并将其结果按固有的标准反映到我们的业绩中来。

DRC 和 BH 在上半年都有一些重要的收购举动。我们拥有 DRC 80% 的股份，而总体而言 DRC 以及其下的子公司的表现都是令人满意的。但是 BH 却在其纺织领域遭受着实实在在的困难境况。目前我尚不认为 BH 的根本价值将会遭到损失，但是 BH 也似乎还不能够为我们提供一个满意的资产回报率。所以如果未来股市上涨的趋势得以持续的话，我们在 BH 的投资必将拖累我们的整体业绩表现。类似的情况也会在我们其它的 CONTROLL 类投资上出现，然而当投资的生意本身没有任何进步的情况下，这种拖累将会表现得更为明显。正如我的一位朋友所说的：“所谓经验，是指当你在找寻其它东西时无意中的发现。”

1967 年 10 月 9 日

致合伙人：

在过去的十一年中，我一直把长期超越道琼斯指数 10% 作为我们的目标，我也说过虽然完成这一目标是困难的，但也并非是不可能的。下述的一些情况是我们的生意和市场本身在这些年来发生的变化：

1、市场较往日已经有了显著的变化：明显的有价格优势的投资标的已经在数量上大大减少；

2、人们对于投资业绩的关注度的快速提高导致了市场行为的过激反应，而我本人的分析技巧则只能评估出一个有限的价值区间；

3、我们的资金基数已经达到了 6500 万美元，我们的投资点子正在减少；

4、由于之前我们已经取得了良好的业绩，对我个人而言，继续努力取得优越业绩的动力难免会减少。

下面让我们再来仔细对上述各点进行分析。

对于证券或公司的估值总免不了要涉及到定性和定量的各方面的因素。从一个极端的角度来讲，定性的分析方法会说：“买下正确的公司，用不着考虑它目前的价格！”而定量的方法则会说：“以正确的价格买入，用不着考虑公司的情况！”而在实际分析的时候，显然两方面的因素都要给予考虑。

有趣的是，虽然我自认为自己主要毕业于强调定量方法的学派，我所做的真正令我感到很满意的投资往往又是着重

强调了定性因素的点子，从这些点子上，我有着一一种“高利润性洞察力”。这也是我大量利润的来源。虽然如此，这种洞察力往往来之不易，我并不能经常获得。

正如洞察力往往都是偶然才能产生一样，而且显然洞察力本身就不是一种定量的东西。所以如果真正要赚大钱，那么投资者除了要能做出正确的定性分析，就我的观点来说，可能更确定的利润仍来自于明确的定量决策。

这种统计意义上的便宜货已经消失数年了。这可能是由于在近 20 年中对投资标的的不断梳理导致的，我们之后并没有再出现类似 30 年代的导致大量便宜货出现的时代。也许也是因为社会对于投资的认同度提高，而这也自然地减少了便宜货的存在。还可能是由于收到对于证券分析的爆炸性的增长导致的。无论是哪种情况，都导致从定量分析意义上的便宜货几乎消失。当然，也许时不时还会有少量的机会。偶尔也会有令我能够充满信心地从定量方面做出决定的投资机会。这是让我们获得大量盈利的最好机会。虽然如此，类似的机会将会非常稀少。在过去三年中我们的良好表现在很大程度上都只归因于此类的单个投资点子。

另一个难点是对于投资业绩关注程度的提高。数年来我一直说明合适的衡量投资业绩的标准。我持续地告诉各位：如果我们的投资业绩不能超越平均水平，则我们的钱就都应

该投入到别的地方去。而近年来的优良业绩可能会给各位造成对我原来提法的曲解。

一直以来我都敬告各位三年的时间是衡量投资业绩的一个最低的时限。而大众对于投资业绩的衡量时限却往往是按年度、季度、月度甚至更短的时间来衡量。而对于短时间取得优异投资业绩的资金管理者的报酬也相当惊人，无论是跟由此新募集到的资金还是跟实际的投资业绩相比都是如此。于是上述的情况便愈演愈烈。

接着发生的情况，便是更多的专业投资者认为自己有必要迎合当前的趋势。无疑如果成功便意味着巨大的报酬。这甚至有可能成为未来市场衡量投资业绩的一般标准。但是，这也是一种我确信自己并不擅长的行为。

正如我在去年的信的第五页所说的那样：“除此之外，我们亦不会跟随目前市场流行的一种投资风气，即尝试通过对市场波动而导致股票价格大于其商业价值来获利。此种投资方法在近年来也确实创造了实实在在的收益，并且这些收益往往是在短期获得的。关于这种投资技巧背后的坚固性我即无法否定也无法肯定。这种技巧并不能够完全获得我认识层面的认可（也许是我的偏见使然），同时与我的脾气完全背离。我不会将自己的钱通过这种方式进行投资，所以我也不会用你们的钱通过这种方式进行投资。

任何一种这样的包含大量资金投入的短期行为都会对市场的所有参与者制造麻烦。我不会尝试去猜测市场任何波动，同时也对明年市场会是 600，900 还是 1200 点没有丝毫的概念。虽然目前和未来的时期里对市场的投机行为会造成相应的严重后果，经验告诉我对市场时机的判断是毫无意义的。但是，我亦认为目前的这种市场情况将会对我们未来一段时间的投资造成困难。

上述的话可能过于守旧了（毕竟我已经 37 岁）。当游戏规则改变的时候，只有老人才会说新的方式是错的，而且肯定会导致问题，等等。我在过去已经因为这样遭到了其它人的轻蔑。我亦看到过因为只根据以往情况而非现在情况的分析而造成的损失。至少有一点我是清楚的。我不会抛弃之前自己所能明白其内在逻辑的投资方法，即便这意味着放弃一种看似容易获得大量利润的我自己不能理解的方法。这种方法并没有得到实践的足够的考验，并可能招致永久性的资金损失。

第三点便是我们资金基数的扩大。多年以来我的投资点子一般都能覆盖我们 110% 至 1000% 的资金。所以我也没有想到在将来这种情况会有变化。上述的两种情况，再加上目前我们的资金量，使我认为目前的资金基数已经可能拖累我们的业绩表现。同时我亦认为这是我所列出的四点中对我们影

响最小的一点。但是持续扩大的资金量必然在一定程度上对我们的业绩造成（哪怕是有限的）影响。

最后一点，亦即最重要的一点：即对于个人动机的考虑。当我开始这项事业时我为自己设定的目标是长期的年均复合收益率超越道琼斯指数 10 个百分点。当时的我比现在要年轻，要穷，也可能比现在有着更强的竞争力。即便没有上述的三种可能对投资业绩产生不利影响的因素，我仍然认为个人环境的改变很有可能会影响我从事这项事业的动力。

可能会发生在我身上的事情是，我会愿意持续地买入一个公司的股票，只是基于我个人对于该公司人员和所处行业情况的喜好，哪怕在其它方面的投资可能取得更高的回报率。自然我们会在买入具有吸引价格的公司然后再卖出方面投入更多的资金。但是更令人愉悦的方式也许是持续地持有它们并尝试（通过财务等手段）改善其状况——哪怕对它们的运营只是有一点点的改进。

因此，我可能会把自己限制在那些就我而言容易理解，且我认为安全、有利可图且令人愉悦的东西里面。虽然我自认为这种方式并不会令我们的投资变得更加地保守，因为我认为从我开始投资以来，我们其实一直都是采取了很保守的投资方式。所以我们面临的长期风险并不会减少，而长期的增值潜力却多少可能受到影响。

具体而言，我们的长远目标是取得不超过 9% 的年均回报率，或者取得不低于道琼斯指数 5% 的回报率。因此，如果未来 5 年道琼斯指数年均增长率为 -2%，则我所期望获得的年均增长率将为 +3%。而如果道琼斯指数的年均增长率为 12%，则我期望的我们的年均增长率将为 9%。这便是我对于目前的情况对我们未来的收益做出的期望。此外，我希望通过限制投资的标的来限制我的工作量（至少我知道相反的情况必然是成立的）。

鉴于以上的情况，有的投资人可能会把资金从合伙企业中转出，投入到其它的渠道中去。我个人将对此表示同情。上面所说的，确实是我个人的真实想法，这也是我管理资金多年来的经验之谈，即 100% 毫无保留地告知你们我个人的真实感受和个人目标。这些话语显然不是我一夜之间想出来的东西，而是经过了长时间的深思熟虑所得。相信你们也可以理解，即长期以来取得了超越当初我个人目标的回报后，我亦确实想有一个时间来缓冲一下我的未来预期。总体而言，除非我认为未来出现的缓冲还不至于会导致我的整体目标无法实现，否则我绝不会降低我的个人动力。

如有任何可以帮助您进一步解答这封信中内容的地方，请务必告知我。

1968 年 1 月 24 日

## 我们 1967 年的表现

以绝大多数标准而言，我们在 1967 年都有着良好的表现。我们的整体收益率为 35.9% 以上，同期的道琼斯指数为 19.0%。总体的收益金额为 \$19,384,250。即便考虑到目前正在加速的通货膨胀情况，这笔金额也足够买入喝不完的百事可乐了。

今年同样有大量的投资者跑赢了市场指数，据我个人估计，可能 95% 的投资公司都跑赢了。今年是投资收益与资金管理人的年龄成反比的一个年份（当然我不在其中，我算是投资界中上年纪的人了）。

Overall	Results	Partnership	Limited Partners
Year	From Dow(1)	Results(2)	Results(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

On a cumulative or compounded basis, the results

Overall	Results	Partnership	Limited Partn
Year	From Dow	Results	Results
1957	-8.4%	+10.4%	+9.3%
57-8	+26.9	+55.6	+44.5
57-9	+52.3	+95.9	+74.7
57-60	+42.9	+140.6	+107.2
57-61	+74.9	+251.0	+181.6
57-62	+61.6	+299.8	+215.1
57-63	+94.9	+454.5	+311.2
57-64	+131.3	+608.7	+402.9
57-65	+164.1	+943.2	+588.5
57-66	+122.9	+1156.0	+704.2
57-67	+165.3	+1606.9	+932.6
Annual Compounded Rate 9.3 29.4 23.6			

### 其它杂项:

我们年初的资产为\$68, 108, 088。在年底合伙人从中提取的金额为\$1, 600, 000, 很可能是因为在10月份的信中所展望的更低的收益增长预期所致。对于他们而言这显然是一种理性的行为, 因为他们中的大多数都有能力和动力来超越我们拟定的未来业绩目标, 而我本人也因为不必在为

了一个我自己可能无法达到的目标而劳心劳力而松了一口气。

有一些合伙人在收到我 10 月份的信之后问我“你的真正意思到底是什么？”这样的问题对任何作者都显然是某种打击。不过我也向他们保证，我的真正意思就是我的字面意思。还有人问我这是否意味这我有意逐渐淡出合伙企业。对此我的回答是：“绝不是这样。”只要各位还愿意将资金交付于我，同时该生意还能令人愉悦地做下去，我就必将为了从我还在穿廉价网球鞋的时候就一直支持的合伙人们继续工作下去。

如有任何可以帮助您进一步解答这封信中内容的地方，请务必告知我。今年的半年度的信会在大约 7 月 15 日左右出炉，敬请各位关注

（文章资料源自网络）