

许多人都知道巴菲特投资做得好，长期保持20%多的年复合收益率。但是，不少人对这份优秀投资业绩的许多细节，缺乏足够的了解。

作为投资大师，巴菲特早就把自己的投资业绩挂在伯克希尔·哈撒韦公司（以下简称BRK公司）的官方网站上，任何人都可以把PDF文件下载下来，仔细研究。

这份投资业绩包含两个指标：公司的净资产，以及公司的股价。这两个指标一个是价值的基础、但是不可变现，一个是价值的外延、但是可以变现，共同构成了巴菲特的长期投资业绩。

最近，我就仔细研究了一下巴菲特从1965年（起始日期为1964年底）到2018年，整整54年的投资业绩。在这份投资业绩中，我们可以看到很多有意思的信息。

为什么这里只研究巴菲特1965年到2018年的投资业绩，不研究2019年以后的呢？很重要的原因是，巴菲特从2019年开始，不再公布公司的每股净资产。

在1965年到2018整54年中，BRK公司的年报，每年都会公布3个数字：公司每股净资产的变化、股价的变化、标普500指数的变化（包含股息的全收益回报）。

但是，从2019年开始，由于公司逐步转变成非上市公司控股集团、会计准则导致的错配、回购导致账面净资产和实际价值脱节等，巴菲特认为净资产在尽可能地反映了公司价值整整半个多世纪以后，已经不能作为公司价值有效的参考。

因此，如果我们要研究巴菲特的业绩，同时把这种业绩分成公司净资产（不可变现的基本面）和股价（可变现的金融市场定价）两个维度来研究，那么我们能利用的资料，只有1965年到2018年这54年的数据。

至于2019年以后的情况，由于巴菲特所说的3点导致净资产和股票价格脱节的理由，在中国市场尚不明显，因此我们可以暂时放在一边。毕竟，54年的数据也足够长啦。

长期净资产增速约等于股价增速

纵观这54年，BRK公司的长期净资产增速，基本约等于其股票价格增速。明白这一点，对我们研究价值投资，非常有好处。

在这54年中，BRK公司的净资产CAGR（年复合增长率）为18.7%，股价回报为20.5%，而同期标普500指数的回报（包含股息）仅为9.7%。而这样的增长速度，在54年的复利作用下，带来的变化是巨大的。

根据BRK公司公布的2018年年报，公司净资产在54年中的整体回报是1091899%，股价的整体回报是2472627%，而标普500的整体回报（包含股息）只有15019%

可以看到，BRK公司的净资产增速和股价增速，在长期几乎是相等的，二者都甩开股票指数一大截，彼此之间的差异也只有1倍左右。

由此，我们可以看到，如果投资者可以在很长的时间中，保持自己投资账户的基本面不断增长，包括净利润、净资产、股息等等，那么长期的市值、净值增长，是水到渠成的事情。

从长期来看，赚到基本面，但是赚不到钱，是不可能的。

基本面增长并非一成不变

对于巴菲特的研究，不少投资者都知道，他长期的基本面CAGR大概在20%左右（所以股价变动差不多也是这个数）。但是，许多人僵化地认为，长期20%的CAGR意味着每年都差不多是20%。

实际上，巴菲特的基本面变动速度，并不是一成不变的。这个速度有时候很快，有时候很慢，有时候甚至还有负数。

比如，在1976年，BRK公司的净资产飙升了59.3%。在1985年，飙升了48.2%。甚至到了1998年，BRK公司的净资产再次在1年里飙升了48.3%。

事实上，不光是1年的维度如此，有时候连续几年，BRK公司的净资产变动都非常巨大。

比如，在1995年到1998年的4年中，BRK公司的净资产分别上涨了43.1%、31.8%、34.1%、48.3%。在这短短4年里，BRK公司的净资产就增加了275%。

1976年到1977年则是另一段高增长时期，在这两年中BRK公司的净资产分别增加了59.3%、31.9%。而在之后的1981年、1982年、1983年中，BRK公司的净资产分别上升了31.4%、40.0%、32.3%。

有高光时刻，就有低迷的年份，否则这54年的综合净资产增速不会是18.7%。

在1973年和1974年，BRK公司的净资产分别只增长了4.7%、5.5%。而在1999年、2000年、2001年，每年的净资产增速分别是0.5%、

6.5%、-6.2%。3年的时间里，BRK公司的每股净资产几乎原地踏步。

那么，为什么巴菲特会在有些年份里，取得非常高的净资产增速（高得似乎超出正常企业经营可能产生的回报），有的年份增速又很低呢？其中一个很重要的原因，在于资产配置效率。

一直以来，巴菲特都非常强调资产配置的效率。也就是说，资本需要从低效率的项目上（比如租金回报率只有1%到2%的房地产）配置到高效率的项目上（比如3到5倍市盈率、10%股息率的股票）。如此的资本腾挪，会带来比正常企业经营高得多的投资回报。

反之，当巴菲特没找到如此腾挪的空间时，净资产增速自然就没法变得太高了。

如果从10年的角度来看，这种差异会变得更大。从1965年到1974年，BRK公司的净资产只增加了301%；从1976年到1985年，暴增了1628%；从1989年到1998年，增加了1172%；从1999年到2008年，只增加了87%；从2009年到2018年，只增加了202%。

股价变动和净资产变动之间差异巨大

BRK公司的股价和净资产之间的变动差异，在历史上也曾经大到让人惊异的地步。

比如，从1976年到1985年，BRK公司的净资产只增加了1628%，但是其股价却暴涨了5922%。在如此巨大差异的背后，自然是BRK公司股票的市净率，在这一段时间内大幅上升。

而从1995年到1999年，也就是2000年科技股泡沫顶峰之前的5年，BRK公司的净资产增加了277%，但是股价只增加了175%。与此同时，公司的市净率也有所下跌：那是一个人们只看科技股，抛弃了几乎所有传统公司的时代。

从2008年到2017年，也就是又一个美国新产业公司受到追捧的时代，BRK公司的净资产增加了172%，股价却只增加了110%。很明显，传统企业在这一时期再次被抛弃。而在2021年到2022年的市场风格逆转之后，以BRK公司为代表的传统企业又一次受到市场青睐。

BRK公司净资产与股价之间如此巨大的差异，非常明确地告诉我们，优秀的基本面增长虽然必然在长期带来股价的增长，但是两者短期之间的关系可以非常混乱。而对于只看股价，不管基本面的投资者来说，这正是让他们感到困惑的地方。

从巴菲特整整54年的投资业绩中，我们还能学到许多其他的经验。任何对此有兴趣的投资者，都可以到BRK公司的官方网站上，阅读公司的年报：那些数字清楚记录了BRK公司半个多世纪的投资历史，以及一位睿智、富有的老人，用自己半个多世纪的投资业绩，告诉我们关于投资的真理。

对于这种宝贵的传授，巴菲特慷慨分享、分文不取。而当媒体问他，在百年以后，希望人们会记住你是一个怎样的人？是一位成功的投资者、一位富豪，还是一位慈善家？巴菲特诚恳地回答：“我希望人们会记住，我曾经是一个好老师。”

（作者系九圆青泉科技首席投资官）