

## 2023

### 查理·芒格 —— 伯克希尔的缔造者

查理·芒格于 11 月 28 日逝世，距离他的百岁生日仅 33 天。

虽然他在奥马哈出生、长大，但是他人生 80%的时间是在其他地方。1959 年他 35 岁时我才与他结识。1962 年，他决定从事资金管理工作。

三年后他（非常正确地！）告诉我：控股伯克希尔是个愚蠢的决定。但是同时他向我保证，既然我已经迈出这一步，他会指导我改正我的错误。

我当时管理着一家小型的投资合伙企业，通过该企业收购了伯克希尔。请记住查理和他的家族在我的投资合伙企业中没有一分钱投资，另外，我们从未想过查理将会持有伯克希尔的股票。

1965 年查理立刻向我建议：“沃伦，别再想着买入伯克希尔这类公司了。不过既然你已经控股伯克希尔，可以通过它以合理价格收购优秀的企业，放弃用便宜的价格收购一般的企业。换句话说，抛弃你从你的英雄本·格雷厄姆那里学到的一切，他的理论只在规模比较小的时候才有效。”从此以后，我不断听从他的指示。

许多年后查理成为我的合伙人，我们共同运营伯克希尔。当我的老习惯一浮现出来，他总是给我当头棒喝。他在去世之前都扮演着这个角色。我们和早期投资我们的人一起，取得的成就超越了查理和我的梦想。

查理是如今的伯克希尔的“缔造者”，而我是“包工头”，日复一日地实现他的愿景。

查理从来没有为自己的角色寻求荣誉，反而总是让我走上台领奖。他于我既是兄长又是慈父。

即使他知道自己是对的，仍然会将缰绳交给我，在我犯错误时，他从不——从不——指责我。

现实世界中伟大的建筑总是和它们的缔造者联系在一起，而那些浇灌混凝土、安装玻璃窗的人很快就被遗忘。伯克希尔已经是伟大的公司，虽然我长期负责施工队伍，查理才应永远享有缔造者的荣耀。

致伯克希尔哈撒韦公司股东：

伯克希尔拥有超过 300 万个股东账户。我负责每年给这个多元且不断变化的股东群体写一封信，帮助他们更进一步了解自己的投资。

查理·芒格几十年来和我一起管理伯克希尔，他同样赞同并期待我今年循例和大家交流沟通。在对伯克希尔股东的责任上，我们的意见完全一致。

\*\*\*\*\*

作家们发现描绘他们寻求的读者群非常有帮助，并且他们总是希望吸引大量的读者。伯克希尔的目标群体更有限：那些信任伯克希尔的投资者，从未期待买进卖出的投资者（态度上类似那些为购买农场或者出租房产而存钱的人，而不是那些用超额资金购买彩票或者“热门”股票的人）。

多年来伯克希尔吸引了数量非同寻常的“终身”股东以及他们的继承者。我们珍惜这些股东，并相信他们有权每年直接由 CEO 提供好消息和坏消息，而不是由投资关系官员或者沟通顾问永远提供乐观和糖浆。

在想象伯克希尔寻求的股东时，我很幸运有一个完美的心智模型，也就是我的妹妹伯蒂（Bertie）。下面我介绍一下她。

伯蒂聪明、睿智、并且喜欢挑战我的思维。然而我们从来没有吵过架，也没有任何接近破裂的关系，我们永远都不会那样。

伯蒂和她的三个女儿用很大一部分积蓄购买了伯克希尔的股票。这种所有权跨越了几十年时间，并且伯蒂每年都会读我的信。我的工作就是预测她的问题，并给她诚实的回答。

伯蒂和各位大多数人一样，理解很多会计术语，但不足以参加注册会计师考试。她关注商业新闻——每天阅读四份报纸——但并不认为自己是经济专家。她很明智——非常明智——本能地知道，应该永远忽视权威人士。毕竟，如果她能可靠地预测明天的赢家，她会自由地分享这珍贵的洞见、从而增加竞争性购买吗？这就像找到了金矿，然后把指示金矿位置的地图交给邻居。

伯蒂了解激励（无论是好还是坏）的力量、人性的弱点、以及观察人类行为时可以识别的“线索”。她知道谁在“推销”以及谁可以信任。简而言之，她不会被愚弄。

那么，今年伯蒂会对什么感兴趣？

## 运营结果，事实和虚构

我们从数字开始。官方年度报告从 K-1 开始，长达 124 页，内涵大量的信息——一些比较重要，一些比

较琐碎。

在这些披露的信息中，许多股东和财经记者将重点关注 K-72 页。该页众所周知的“底线”被标记为“净收益（亏损）”，2021 年为 900 亿美元，2022 年（230 亿美元）以及 2023 年 960 亿美元。

到底发生了什么事？

各位寻求指导，并且被告知：计算这些收益的程序由一个冷静且有资格证书的财务会计准则委员会（“FASB”）颁布、由一个敬业且勤奋的证券交易委员会（“SEC”）授权、最后由德勤（“D&T”）世界级的专家审计。德勤在 K-67 页毫不留情地指出：“在我们看来，财务报表……在所有重大方面（用斜体字）公平地反映了公司的财务状况……以及运营结果……截至 2023 年 12 月 31 日止的三年期间的每一年……”。

简直超凡入圣！这个原本平平无奇的“净收入”迅速地通过互联网和媒体传遍了全球。各方都认为自己完成了工作——从法律上讲，的确如此。

然而我们却感到不舒服。伯克希尔的观点是：“收益”应该是朴实和舒适的概念，伯蒂依据它——但只是作为一个起点——评估企业时有些帮助。相应的，伯克希尔也会向伯蒂和各位报告我们所谓的“运营收益”，以下就是这些收益：2021 年 276 亿美元、2022 年 309 亿美元、以及 2023 年 374 亿美元。

强制性数据与伯克希尔偏好的数据之间的主要区别在于：我们排除了每天可能超过 50 亿美元的未实现资本利得或者损失。讽刺的是，我们偏好的数据一直以来就是规矩，直到 2018 年被强制执行这项“改进”。几个世纪前伽利略的经历告诉我们，不要违抗上层的意志，但是伯克希尔固执己见。

\*\*\*\*\*

毫无疑问资本利得非常重要：我预计它们将成为伯克希尔未来几十年价值增长的重要组成部分。否则为什么我们要将各位（以及伯蒂）的大笔资金投入流通股上，就像我整个投资生涯用自己的资金一直做的那样？

自 1942 年 3 月 11 日——我第一次购买股票的日期——以来，我的净资产在任何时间段都是大部分投资于股票，投资于美国股票。到目前为止都还不错。1942 年我“扣动扳机”的那一天，道琼斯工业平均指数跌破了 100 点，放学的时候我只剩下 5 美元。很快就出现了转机，现在该指数徘徊在 38000 点左右。美国是对投资者极好的国家，他们只需要静静地坐着，对任何建议都置若罔闻。

基于“收益”来判断伯克希尔的价值实在是太糊涂了，因为收益包含了股市日复一日，是的，也是年复一年的反复无常的波动。本·格雷厄姆教导我：“短期内市场就像一台投票机；长期而言市场会变成一台称重机”。

## 我们做什么

伯克希尔的目标很简单：我们希望控股或者持有具备良好经济基础和持久性的企业。资本主义制度下一些企业将长期繁荣发展，而其他企业将深陷泥潭。极其难以预测究竟谁是赢家、谁是输家。那些声称知道答案的人通常要么是自欺欺人，要么是骗人的推销员。

伯克希尔特别青睐那些部署额外资本以获取未来高回报的罕见企业。仅仅拥有其中一家这样的企业——然后坐着啥也不干——就能获得几乎无法估量的财富。甚至这种财富的继承人——啊！——有时也能一辈子悠闲度日。

我们也希望这些受青睐的企业是由有能力、值得信赖的经理人管理，不过这更难做出判断，而且伯克希尔也有过失望的时候。

1863 年美国第一任审计长休·麦卡洛克（Hugh McCulloch）给所有的州银行写了一封信，信中他警告：“不要和流氓打交道，不要期望自己能防止流氓欺骗你”。许多银行家自以为能“管理”流氓问题，他们已经从麦卡洛克先生的建议中学到了智慧——我也是。人心隔肚皮，真诚和同理心很容易被伪装，现在和 1863 年一样如此。

具备我所描述的两种必备条件的企业长期以来一直是我们的收购目标，有一段时间我们有很多候选者需要评估。如果我错过了一个——并且我错过了很多个——另一个总会出现。

那些日子早已过去了。规模让我们吃亏，并且收购的竞争越来越激烈也是另一个因素。

目前伯克希尔拥有美国企业中最高的一——遥遥领先——GAAP 净资产。创纪录的营业收入以及强劲的股票市场使公司的年终业绩达到 5610 亿美元。2022 年其他 499 家标普成分企业——美国名牌企业录——总 GAAP 净值是 8.9 万亿美元。（标普 2023 年的数据尚未统计，但不太可能大幅超过 9.5 万亿美元。）

按照这个计算，伯克希尔占据大约 6% 的份额。我们庞大的基数不可能，比如在五年之内，翻一倍，特别是因为我们强烈反对发行股票（这会立刻增加净值）。

这个国家只剩下少数公司能真正推动伯克希尔的发展，而我们和其他人一直在不断挑选它们。有些我们可以估价，有些则不能。如果我们估价，那它们的价格必须具有吸引力。美国之外基本没有对伯克希尔的资本配置有意义的候选者。总之，我们现在不可能有令人瞠目结舌的表演。

尽管如此，管理伯克希尔还是、总是非常有趣。积极的一面是，公司经过 59 年的组合，现在持有或者 100% 控股的各种业务在加权基础上，比现存大多数美国企业的前景要好一些。在运气和勇气的双重作用下，几十个决策中出现了几个巨大的赢家。我们现在有一小部分长期管理者，他们从不考虑跳槽去其他地方，并且将 65 岁视为又一个生日。

\*\*\*\*\*

伯克希尔受益于非同寻常的忠诚和清晰的目标。我们强调善待员工、社区和我们的供应商——谁不希望这么做呢？——我们将永远效忠于我们的国家和股东。我们永远不会忘记，虽然各位的钱和我们的钱混在一起，但它并不属于我们。

除了聚焦于此，再加上我们目前的各类业务组合，伯克希尔理应比一般的美国企业做得好一点。更重要的是，运营中的资本永久损失风险也应该会大大降低。不过，任何超出“稍微好一点”的愿望都是一厢情愿。当伯蒂全部押注伯克希尔的时候，这种谦卑的愿望并非如此——但目前的确如此。

## 我们不那么秘密的武器

市场和（或）经济偶尔会导致一些基本面良好的企业的股票和债券出现惊人的错误定价。市场会——也必将——不可预测地停止运转，甚至消失不见，就像 1914 年的 4 个月和 2001 年的几天那样。如果各位认为现在的美国投资者相比过去更稳定，那请回想一下 2008 年 9 月的情况。通信速度和技术奇迹有可能瞬间就使全球瘫痪，而且自烟雾信号发生以来，我们已经走过了漫长的道路。这种瞬间的恐慌不会经常发生——但是将会发生。

伯克希尔能够以巨额资金和业绩的确定性迅速对抗市场的动荡，这种能力偶尔给我们提供了大规模的机会。虽然股票市场比我们早年要大得多，但是相比我读书的时候，如今的活跃参与者即没有更稳定，也没有接受更好的教育。不管出于什么原因，现在的市场表现比我年轻时更像赌场。赌场现在也存在于许多家庭中，并且每天都在诱惑住户。

要永远记住理财生活中的一个事实。华尔街——用这个词的比喻意义——希望它的客户赚钱，但真正让它的居民热血沸腾的是狂热的活动。任何可以被推销的愚蠢事物总是会被大力推销——不是每个人都这么做，但总有人这么做。

场面偶尔会变得难看。政客们被激怒了；最臭名昭著的罪犯逍遥法外，富有且不受惩罚；而你隔壁的朋友变得困惑、贫穷、甚至意图报复社会，他学到的教训是：金钱压倒了道德。

伯克希尔有一条规则坚如磐石：永远不要冒资本永久损失的风险。多亏了美国的顺风 and 复利的力量，如果各位在一生中做出了几个正确的决定，并且避免了严重的错误，那我们经营的竞技场总会——而且将会——有回报的。

\*\*\*\*\*

我相信伯克希尔能够应对前所未有的金融灾难。我们不会放弃这种能力。经济发生动荡时（总会发生），伯克希尔的目标是像一笔国家资产一样发挥作用——就像它在 2008-09 年以一种非常微小的方式发挥作用

——并且帮助扑灭金融大火，而不是成为众多有意或者无意点燃大火的公司之一。

我们的目标非常现实。伯克希尔的优势来自于扣除利息成本、税收和大量折旧以及摊销费用后的尼加拉瓜大瀑布般的多元化收益（伯克希尔内部禁止使用“EBITDA”计算方式）。即使国家遭遇长期的全球经济疲软、恐惧、以及近乎瘫痪，我们仍然能够以最低的现金需求运营。

伯克希尔目前不支付股息，股票回购也是 100%可自由支配。每年到期的债务微乎其微。

公司持有的现金和短期国债头寸也远远超过传统观点所认为的必要水平。2008 年的恐慌中，伯克希尔从运营中获得现金，并且没有以任何方式依赖商业票据、银行贷款或者债券市场。我们并没有预测经济瘫痪的时间，但我们总是为此做好准备。

极端财政保守主义是我们向伯克希尔的股东们做出的企业誓约。在多数年份——实际是总数的几十年——我们的谨慎可能会被证明是不必要的，类似于防火的堡垒式建筑的保险单。伯克希尔不希望对伯蒂或者任何将存款托付给我们的个人造成永久性的财务损失（股价长时间缩水是无法避免的）。

伯克希尔长盛不衰。

## 我们感到舒适的非控股企业

去年我提到了伯克希尔两个长期的部分所有权头寸——可口可乐和美国运通。它们不像我们在苹果上的头寸投入那么巨大，每家仅占伯克希尔 GAAP 净值的 4~5%。但是它们是有意义的资产，同时也说明了我们的思考过程。

美国运通于 1850 年开始运营，可口可乐 1886 年在亚特兰大的一家药店上市。（伯克希尔不看好新手。）两家公司多年来都尝试向不相关的领域扩张，但都没有取得成功。过去——肯定不是现在——两家都甚至管理不善。

2023 年我们没有买卖美国运通和可口可乐的股票——延续了我们已经持续 20 多年的瑞普·凡·温克尔式沉睡。两家公司去年都通过增加收益和支付股息来回报我们的不作为。实际上我们在 2023 年持有美国运通获得的收益远超过很久以前我们买入时花费的 13 亿美元成本。

2024 年美国运通和可口可乐几乎肯定会增加股息——美国运通的股息大约是 16%——并且我们几乎肯定全年保持持股不变。我能创造出比这两家更好的全球业务吗？正如伯蒂所言：“不可能”。

虽然 2023 年伯克希尔没有购买这两家的股票，但由于伯克希尔的股票回购，去年各位对可口可乐和美国运通的间接所有权都增加了少许。这样的回购增加了各位在伯克希尔每一项资产的参与度。对于这个显而易见但经常被忽视的事实，我要加上我一贯以来的告诫：所有的股票回购都应当与价格挂钩。股价低于

商业价值的情况下回购是明智的，股价高于商业价值的情况下回购就太傻了。

从可口可乐和美国运通的投资中能学到什么？当你找到一个真正好的生意时，坚持下去。耐心会有回报，一桩精彩的生意可以抵消许多不可避免的平庸决策。

\* \* \* \* \*

今年我想介绍另外两项我们预计将永久持有的投资。与可口可乐和美国运通一样，这些投资相对于我们的资源而言并不算大，然而它们是值得的，并且我们在 2023 年增加了它们的头寸。

截止年底，伯克希尔持有西方石油（Occidental Petroleum）27.8%的普通股，并持有认股权证，在超过五年的时间内可以选择以固定价格大幅增加我们的所有权。虽然我们非常喜欢我们的所有权和期权，但是伯克希尔无意收购或者管理西方石油。我们特别喜欢它在美国的大量石油和天然气资产，以及它在碳捕获倡议方面的领导地位，尽管这项技术的经济可行性尚未得到证实。这些都符合我国的利益。

不久前美国还严重依赖外国石油，碳捕捉也没有什么有意义的支持者。事实上，1975 年美国的产量是每天 800 万桶石油当量（barrels of oil-equivalent per day, “BOEPD”），这个水平远远低于国家的需求。二战期间，美国在能源方面的有利地位促进了美国的动员，但是现在已经退缩到严重依赖外国（可能不稳定）的能源供应商。预计石油产量会进一步下降，而需求会进一步上升。

很长时间以来这种悲观情绪似乎是正确的，2007 年产量下降到 500 万 BOEPD。美国政府在 1975 年建立了战略石油储备（Strategic Petroleum Reserve, “SPR”），以缓解——尽管还没有接近消除——对美国自给自足的侵蚀。

然后——哈利路亚！——页岩经济在 2011 年变得可行，我们的能源依赖结束了。美国现在的产量超过 1300 万 BOEPD，欧佩克再也不占据上风。西方石油每年在美国的石油产量几乎与 SPR 的全部库存相当。如果国内石油产量保持在 500 万 BOEPD，我们的国家今天会非常非常紧张，而且会严重依赖非美国石油来源。在这个水平上，如果无法获得外国石油，SPR 将在几个月内清空。

在薇琪·霍鲁布（Vicki Hollub）的领导下，西方石油正在为自己的国家和股东做正确的事情。没有人知道油价在未来一个月、一年或十年的走势，但薇琪确实知道如何从岩石中分离石油，这是一项不寻常的才能，对她的股东和她的国家都很有价值。

\* \* \* \* \*

此外，伯克希尔继续持有五家非常大的日本公司的被动和长期权益，这些公司都是以高度多元化的方式运营，与伯克希尔本身的运营方式有些相似。我和格雷格·阿贝尔去年前往东京与这五家公司的管理层交流后，我们增持了它们的股票。

伯克希尔在这五家公司每家都持有 9% 的股份。（小提示：日本公司计算流通股的方式与美国不同。）伯克希尔同时向每家公司承诺：不会买入导致持股超过 9.9% 的股票。我们买入这五家公司的成本是 1.6 万亿日元，年终市值是 2.9 万亿日元。然而近年来日元贬值，我们年底未实现的美元收益为 61%，即 80 亿美元。

格雷格和我们都认为我们无法预测主要货币的市场价格，我们也不相信能雇用有这种能力的人。因此伯克希尔用 1.3 万亿日元的债券收益为其大部分日本头寸提供资金。这笔债券在日本受到了热烈欢迎，而且我相信伯克希尔持有的日元计价未偿债务比其他任何一家美国公司都要多。日元贬值为伯克希尔带来了 19 亿美元的年终收益，根据 GAAP 规则，这笔金额在 2020-23 年期间定期计入收入。

在某些重要的方面，这五家公司——伊藤忠商事（Itochu）、丸红（Marubeni）、三菱（Mitsubishi）、三井（Mitsui）以及住友（Sumitomo）——都遵循对股东友好的政策，这些政策远远优于美国的惯例。自我们买入日本股票以来，它们都以诱人的价格减少了流通股的数量。

与此同时，这五家公司的管理层对自身薪酬的要求远没有美国典型的那么激进。还要注意的，每家公司都只将约 1/3 的收益用于股息。这五家公司留存下来的大笔资金，既用于建立自己的众多业务，也在较小程度上用于回购股票。与伯克希尔一样，这五家公司也不愿发行股票。

伯克希尔获得的另一个好处是：我们的投资可能为我们带来与全球五家管理良好、受人尊敬的大型公司合作的机会。他们的利益比我们的广泛得多。日本的 CEO 们也很欣慰地了解到，伯克希尔将永远拥有巨大的流动资源，无论这些合作伙伴的规模有多大，都可以立即获得这些资源。

我们于 2019 年 7 月 4 日在日本开始买入。考虑到伯克希尔目前的规模，通过公开市场建立头寸需要很大的耐心和较长时间的“友好”价格。这个过程就像让一艘战舰转弯，这是伯克希尔早期没有遇到的一个重要劣势。

## 2023 年记分卡

我们每个季度都会发布一份新闻稿，以类似于下面所示的方式报告我们的综合经营收益（或亏损）。以下是全年汇编：

	(单位：百万美元)	
	2023	2022
保险——承保	\$ 5,428	\$ (30)
保险——投资收入	9,567	6,484
铁路	5,087	5,946
公用事业与能源	2,331	3,904
其他业务及杂项	14,937	14,549



运营收益	\$37,350	\$30,853
------	----------	----------

在 2023 年 5 月 6 日伯克希尔的年会上，我介绍了当天凌晨发布的第一季度业绩。接下来我对全年的展望做一个简短的总结：（1）大部分非保险业务在 2023 年面临较低的收益；（2）两家最大的非保险业务——BNSF 和伯克希尔哈撒韦能源（Berkshire Hathaway Energy，“BHE”）——的良好业绩将缓解这一下滑，这两家公司 2022 年的营业收入合计占比超过 30%；（3）投资收入肯定会出现实质性增长，伯克希尔持有的巨额美国国债头寸终于开始带来远高于之前微薄收入的回报；（4）保险业可能会表现良好，一方面是因为其承保收益与经济其他领域的收益无关，另一方面财产意外险价格已经走强。

保险业如愿以偿，但是我对 BNSF 和 BHE 的预期都错了。下面我们分开来看看。

\* \* \* \* \*

铁路对美国经济的未来至关重要。从成本、燃料使用量和碳排放强度来衡量，这显然是将重型物料运往遥远目的地最有效方式。卡车赢在短途运输，但许多货物必须运送到数百甚至数千英里以外的客户那里。这个国家离不开铁路，并且铁路行业永远有巨大的资金需求。与大多数美国企业相比，铁路确实吞噬资本。

覆盖北美的六大铁路系统中 BNSF 是最大的系统。我们的铁路拥有 23759 英里的主干线、99 条隧道、13495 座桥梁、7521 台机车和其他各种固定资产，资产负债表上的资产总额为 700 亿美元。我猜测复制这些资产至少需要 5000 亿美元，完成这项工作需要数十年。

自 14 年前收购以来，BNSF 超出 GAAP 折旧费用的支出总额达到了惊人的 220 亿美元，即每年超过 15 亿美元。哎哟！除非我们定期增加 BNSF 的债务，否则 BNSF 支付给伯克希尔的股息将经常大大低于 BNSF 公布的收益。我们打算这么做。

伯克希尔基于收购价格获得了可接受的回报，尽管可能比账面的要少，而且在资产重置价值上也有少许回报。我或伯克希尔董事会对此并不意外。这解释了为什么 2010 年我们收购 BNSF 的成本仅相当于其重置价值的一小部分。

北美的铁路系统单程长途运输大量的煤炭、粮食、汽车、进出口货物等，而回程往往会有收入问题。极端的天气条件经常妨碍甚至阻碍轨道、桥梁和设备的效用。洪水可能是一场噩梦。这些都是家常便饭。虽然我坐在一间总是很舒适的办公室里，但铁路运输是一项户外活动，许多员工在艰难、有时甚至危险条件下工作。

一个不断演变的问题是越来越多的美国人不愿意在一些铁路运营部门从事艰苦、并且往往是孤独的工作。工程师们必须面对这样一个事实：在 3.35 亿美国人口中，一些孤立无援或精神失常的美国人选择躺在一列有 100 节车厢、极其沉重的火车前自杀，这列火车的刹车距离通常超过一英里。你想成为那个无助的

工程师吗？这种创伤在北美大约每天发生一次，它在欧洲更为普遍，并将永远伴随着我们。

铁路行业的工资谈判最终可能由总统和国会决定。此外，美国铁路每天被迫运输大量避之唯恐不及的危险物品。“公共承运人（common carrier）”一词定义了铁路的责任。

由于去年营收下降，BNSF 盈利下滑幅度超出了我的预期。尽管燃料成本也有所下降，但华盛顿公布的工资涨幅远远超出了本国的通胀目标，这种差异可能会在未来的谈判中再次出现。

尽管 BNSF 运输的货物和资本支出比北美其他五大铁路公司中的任何一家都多，但自我们收购以来，它的利润率相对于其他五大铁路公司都有所下滑。我相信我们广阔的服务领域首屈一指，因此我们的相对利润率可以而且应该提高。

我尤其为 BNSF 对美国的贡献感到自豪，也为那些在北达科他州和蒙大拿州冬季零度以下从事户外工作的人感到自豪，他们让美国的商业动脉保持畅通。铁路在运营时不会受到太多关注，但如果没有铁路，整个美国都会立即注意到这一真空。

一个世纪后，BNSF 将继续成为美国和伯克希尔的主要资产。各位可以相信这一点。

\* \* \* \* \*

我们去年第二个、甚至是最严重的收益失望是在 BHE。其大部分大型电力公用事业业务、以及庞大的天然气管道表现大致如预期。但一些州的监管环境已经引发了零盈利甚至破产的幽灵（这是加州最大公用事业公司的实际结果，也是夏威夷目前面临的威胁）。在这样的司法管辖区，很难预测曾经被认为是美国最稳定的行业之一的收益和资产价值。

一个多世纪以来，电力公司通过各州承诺固定的股本回报率（有时会因为业绩优异而获得少量奖金）筹集巨额资金，为其增长提供财务支持。通过这种方式，对未来几年可能需要的产能进行了大规模投资。这一前瞻性规定反映了一个现实，即公用事业公司往往需要多年时间建设发电、输电资产。2006 年 BHE 在西部多州启动大规模输电项目，还需要几年时间才能完成。最终它将服务于 10 个州，覆盖 30% 的美国大陆面积。

私人 and 公共电力系统都采用了这种模式，即使人口增长或工业需求超出预期，电力也不会中断。“安全边际”方法似乎对监管机构、投资者和公众来说都很明智。现在有几个州打破了固定但令人满意的回报协议，投资者开始担心这种破裂可能会蔓延。气候变化增加了他们的担忧。（未来）有可能要求采用地下输电，但是有谁愿意提前几十年为这种建设支付惊人的费用呢？

伯克希尔对已经发生的损失做了最好的估计，森林火灾引发了这些损失。森林火灾的频率和强度已经增加，如果对流风暴变得更加频繁，它们可能会继续增加。

我们还需要很多年才能弄清楚 BHE 在森林火灾中的最终统计结果，并明智地做出未来在脆弱的西部各州投资的决策。其他地方的监管环境是否会发生变化还有待观察。

其他电力业务也有可能面临与太平洋天然气和电力公司（Pacific Gas and Electric）和夏威夷电力公司（Hawaiian Electric）类似的生存问题。对我们目前的问题采取没收充公的解决方案显然对 BHE 不利，但该公司和伯克希尔的结构都能承受负面的意外情况。我们在保险业务中经常遇到这种情况，我们的基本产品是风险承担，任何地方都可能发生这些风险。伯克希尔可以承受财务上的意外，但我们不会明知事情变坏后还往里砸钱。

无论伯克希尔的情况如何，公用事业行业的最终结果可能前途未卜：某些公用事业可能不再吸引美国公民的储蓄，并且将被迫采用公共电力模式。内布拉斯加州在 20 世纪 30 年代做出了这样的选择，现在全国各地都有许多公共电力运营。最终，选民、纳税人和用户将决定他们更喜欢哪种模式。

尘埃落定后，美国的电力需求以及随之而来的资本支出将令人震惊。我没有预料到、甚至没有考虑到监管回报的不利发展，伯克希尔在 BHE 的两家合作伙伴和我为此犯下了代价高昂的错误。

\* \* \* \* \*

问题到此为止了：我们的保险业务去年表现异常出色，销售额、浮存金和承保利润都创下了纪录。财产意外保险（“P/C”）是伯克希尔健康和增长的核心。我们已经经营了 57 年保险业务，尽管销售额增长了近 5000 倍——从 1700 万美元增长到 830 亿美元——我们还有很大的增长空间。

除此之外，我们经常痛苦地学到关于应该避开哪些保险业务以及避开哪些人的经验教训。最重要的教训是：我们的承保人可以是瘦的、胖的、男的、女的、年轻的、年老的、国外的或国内的，但他们在办公室里不能是乐观主义者，不管生活中的质量通常多么令人向往。

P/C 行业里的意外——这可能在六个月或一年期保单到期几十年后才出现——几乎总是负面的。行业的会计核算旨在认识到这一现实，但估值依然有巨大的错误。当涉及到骗子时，察觉过程往往又慢又费钱。伯克希尔一直试图准确估计未来的赔付金额，但通胀——包括货币和“法律”两方面——始终是不确定因素。

我已经讲过很多次我们保险业务的故事，所以我将直接把新来者介绍到第 18 页。在此我只想重申，如果 1986 年阿吉特·贾因没有加入伯克希尔，我们不会有现在的地位。在那幸运日——除了 1951 年初与 GEICO 开启的一段几乎难以置信的、永远不会结束的美好经历——之前，我基本上是在荒野中徘徊，努力建立我们的保险业务。

阿吉特自加入伯克希尔以来取得的成就，得到了我们各种 P/C 业务中一大批才华横溢的保险高管的支持。大多数媒体和公众都不知道他们的名字和长相。然而伯克希尔的经理阵容对于 P/C 保险来说，就像库珀斯敦

<sup>65</sup>（Cooperstown）的获奖者对于棒球运动一样。

伯蒂，你可以很高兴地看到，你拥有一部分令人难以置信的 P/C 业务：现在在全球运营，拥有无与伦比的财务资源、声誉和人才。

这项业务在 2023 年非常成功。

## 奥马哈怎么了？

来参加 2024 年 5 月 4 日的伯克希尔年度股东大会吧。各位在舞台上会看到三位经理，他们现在承担着管理公司的主要责任。你可能会想，这三位有什么共同之处？他们的长相肯定不一样，其他的就深入挖掘吧。

负责伯克希尔所有非保险业务的格雷格·阿贝尔在加拿大出生和成长（他现在还玩冰球），从各方面看他已经为明天担任伯克希尔的 CEO 做好了准备。1990 年代格雷格在奥马哈离我几个街区远的地方生活了六年，那段时间里我从来没有见过他。

阿吉特·贾因在印度出生、长大、以及接受教育，大约十年前他和家人住在奥马哈，离我家大约一英里左右（我从 1958 年开始就一直住在那里）。阿吉特和他的妻子廷库（Tinku）都有很多奥马哈的朋友，尽管他们搬到纽约已经有三十多年了（纽约是再保险业务的主要活动地）。

今年查理将缺席舞台。他和我都出生在奥马哈，离五月聚会地方大约两英里。他十岁以前住的地方距离伯克希尔长期以来的办公室只有半英里远。查理和我的童年都在奥马哈公立学校度过，奥马哈的童年给我们留下了不可磨灭的影响，然而我们直到很久以后才见面。

在公司层面上，伯克希尔于 1970 年从在新英格兰居住了 81 年的地方搬迁到奥马哈定居，把麻烦抛在身后，在新家蓬勃发展。

作为“奥马哈效应”的最后一个标点符号，伯蒂——是的，就是伯蒂——早年生活在奥马哈的一个中产阶级社区，几十年后她成为了美国最伟大的投资者之一。

各位可能以为她把所有的钱都投到了伯克希尔，然后干脆坐着不动。但事实并非如此。1956 年组建家庭后，伯蒂在经济上活跃了 20 年：她持有债券，将 1/3 的资金投资于一家公开持有的共同基金，并经常交易股票。一直没有人注意到她的潜力。

1980 年 46 岁的伯蒂完全没有考虑老哥的催促，她决定做出改变，只保留了共同基金和伯克希尔股票，在接下来的 43 年里没有进行任何新的交易。她在此期间变得非常富有，甚至捐出大笔慈善捐款（9 位数）

<sup>65</sup> 易注：库珀斯敦是美国棒球名人堂和博物馆所在地。

之后仍然很富有。

数以百万计的美国投资者可以考虑跟随她的思考，其中只涉及她小时候在奥马哈不知何故吸收的常识。伯蒂不冒任何风险，每年五月都会回到奥马哈，重新焕发活力。

\* \* \* \* \*

那么到底是怎么回事呢？是奥马哈的水吗？是因为奥马哈的空气吗？是某种奇怪的行星现象，类似于产生牙买加短跑运动员、肯尼亚马拉松运动员或俄罗斯国际象棋专家的现象吗？我们必须等到人工智能某天给出这个谜题的答案吗？

保持开放的心态。五月来奥马哈吧，呼吸这里的空气、喝这里的水、跟伯蒂和她漂亮的女儿们打个招呼。谁知道呢？这没有坏处，无论如何各位会度过一段美好的时光，遇到一大群友好的人。

最重要的是，我们将推出第四版《穷查理宝典》。买一本吧，查理的智慧将改善你的生活，就像它改善了我的生活一样。

2024 年 2 月 24 日

沃伦·E·巴菲特  
董事会主席