

2025巴菲特股东会：最后的忧患

20250506 商业参考4节选



生哥付费圈

时政/财经/认知/热点

历史1万+付费文立即获取
请加微信: xuetang7799

2025巴菲特股东会：最后的忧患(上)

每年5月初，都是全球价值投资者的盛会，巴菲特年度股东大会召开的日子。今年的5月初也不例外。就在我过五一假期的时候，巴菲特居住的奥马哈小镇上，也出现了几万名来自世界各地的外地人。按照巴菲特亲自给出的数据，去参加他股东会的参会者达到了1.97万名，比前一年又多了3000多人，再创历史新高。

在今天的信息环境里，我们想看巴菲特股东会，借助互联网完全可以实现。无论你想看视频直播，还是文字直播，还是图文直播，都能找到信息源。美国媒体 CNBC 这次拿到了独家转播权，甚至直接开出了中英两个语种的直播频道，对华人相当友好。拿我自己来说，我就是3日晚上先跟了半场第一财经的直播，4日又在 B 站上把整场6小时的股东会回放补完了。

既然如此，为什么上万人还要乌央乌央去挤爆小镇？

因为“去参加巴菲特股东会”，是一个带有意义的事件，是类似音乐节的“国际价值投资节”。很多价值投资的信徒会专门带上孩子，鼓励孩子在现场向巴菲特问点人生经验，以便回去写进作文。有个已经参会20多年的投资人更是发现，年轻投资者会把巴菲特股东会当作自己的“成人礼”来参加。还有一些非价值投资信徒游客，干脆把巴菲特股东会当作“不可再生的文旅项目”来参加，觉得老爷子94岁了，见一回少一回。

等股东会正式开始后，巴菲特宣布了自己要在年内退休，让早就选好的接班人格雷格·阿贝尔 (Greg Abel) 接任伯克希尔 CEO。参会者们就更加确信，自己赶上了巴菲特的最后一场盛会，“来值了”。

在热闹之外，今年巴菲特在股东会上透露了哪些值得关注的信息呢？你熟悉的香帅老师也去了现场，我先把她在朋友圈记的笔记分享给你：

- 日元资产会长期持有；
- 当下也会持有其他货币资产；
- 坚定看多美国，特朗普这种事情放长期也是小事；
- 长期还是看好美元资产；
- 汽车保险公司 GEICO 是他最好的投资之一；
- 股票比房产好(美国的情况)；
- 找到你的“人格偶

像”，跟比你好的或能让你变好的人在一起，找到人生的同行者。

股东会的完整版文字和视频链接，我也给你放在文末。我重点给你讲讲我感受到的一些意味深长。

把日本商社当作全球布局代理人

从我个人角度看，整场股东会最有价值的一条信息脉络，就是从巴菲特在日本的投资布局出发的。这就是，伯克希尔在美国要跟全世界，尤其是中国脱钩的大背景下，开始把日本五大商社当成自己的“全球投资代理人”，也相当于把自己部分变成了产业母基金 FOF。

FOF 这个概念，我们以前解释过，基金中的基金，也叫母基金，它不直接投资，而是通过给其他基金当出资人、借助其他基金的投资来获利。

我们来看伯克希尔投资日本五大商社的逻辑。

巴菲特说，自己从6年前开始注意到，日本的五大商社的价格低到荒唐的程度，后来看了一年多，越看越喜欢，于是从2019年7月，开始大举买入。

五大商社分别是三井物产、三菱商事、住友商事、伊藤忠商事和丸红。巴菲特这笔投资，《商业参考》在第三季的129讲曾经为你分析过。当时巴菲特就已经放过话说，这五家公司

是伯克希尔的“无限期持仓”（《巴菲特股东信：西方石油和日本商社为何是“无限期持仓”？》）。

到了2025年一季度，伯克希尔再次增持五大商社，对各家的持股比例都拉到了接近10%的限额点位。甚至，巴菲特说，自己最近还说服了商社们，让他们允许伯克希尔对他们的持股比例突破10%。

这次股东会上，有人问巴菲特，日本的加息计划可能会打乱伯克希尔原本的投资策略，也就是借低息的日元买派息的日股，那么，伯克希尔的日本资产布局是否会改变？

巴菲特说，自己至少未来10年暂时不会卖出日本股票。巴菲特的继任者阿贝尔也表示，日本五大商社经营历史非常优秀，他设想中，持有日本贸易公司的年限应该是50年，或者永远。为什么这么喜欢日本？

旧逻辑仍然有效。五大商社具有很强的全球化产业链控制力，海外资产总规模达到3800亿美元，股价的上涨已经让伯克希尔的这笔日本投资赚回了接近一倍的市值收益。这之外，五大商社面对股东又积极派息、又积极回购股票，给高管的薪酬还很克制，这让伯克希尔一年能从这笔投资上获得超过8亿美元的股息收益。

更重要的是，在美国跟中国脱钩、跟全世界打关税战的特殊背景下，日本商社在全球的投资布局，更容易绕开美国联邦政府的政策束缚，也更不容易在目的地国家引发情绪抵触。

拿中国市场举例子：2022年以来，伯克希尔就以减仓比亚迪为标志，大幅减持中国资产。但同期，伯克希尔不断增持的伊藤忠商事，就跟中国的中信医疗成立了合资企业，来拓展中国的健康管理市场。这意味着，伯克希尔的投资仍然在借助中国获利，同时又绕开了两国关税与产业政策的限制。

巴菲特在一季报里说，（日本）这些大企业中的每一个都拥有大量业务的权益，其中许多业务位于日本，但其他业务遍布全球。伯克希尔将来还会找到其他方式，与这五家公司进行富有成效的合作。

什么样的其他合作？我猜是能源、农业、科技等等全球化产业网络的再次布局。

对美元的悲观预期

而巴菲特急于扶持日本商社当投资代理人，我个人认为，跟他对美元的悲观预期也有巨大关系。

早在2月发布年度股东信时，巴菲特还言之凿凿地表达他对美国资产的信心。

他说：“伯克希尔的股东可以放心，我们将永远把大部分资金投资于股票，主要是美国股票——尽管其中许多股票会有国际业务。伯克希尔永远不会更倾向于持有现金等价物，而放弃持有优质企业的股权，无论是控股股权还是部分股权。

如果财政政策失误，纸币的价值可能会蒸发。在一些国家，这种鲁莽的做法已经成为习惯，而在我们国家的短暂历史中，美国也曾接近边缘。固定利率债券无法抵御失控的货币贬值。然而，只要企业或个人拥有所需的才能，他们通常能够应对货币不稳定性，只要他们的商品或服务受到国家公民的欢迎。个人技能也是如此。缺乏运动天赋、美妙的嗓音、医疗或法律技能，或者任何特殊才能，我一生都不得不依赖股权。

实际上，我依赖于美国企业的成功，并将继续这样做。”他当时还说：

“伯克希尔若不在美国便无法取得成就，而美国即使没有伯克希尔也注定成功。”

到了5月的股东大会上，巴菲特仍然时不时对美国说客气话，比如还想再次出生在美国、美国什么苦难都能熬过来等等。但这期间，他也不经意说出了两句话：一句是：“显然，如果我们认为某种货币真正会走向地狱，

我们不会想要持有任何以它计价的资产。”

另一句是：“在美国可能发生的事情，让我们想要持有大量‘其他’货币。我想，如果我们在一个欧洲国家进行了非常大的投资……可能会出现一种情况，就是我们会大量用他们的货币进行融资。”什么意思？我的理解是，巴菲特认为，美元作为全球储备货币的根基正在动摇，到了“可能走向地狱”的程度。他的应对策略则是，考虑绕道欧洲等其他地区，借助欧元进行投资和融资。你看，前面的日本布局，也符合这个行动逻辑。

这个表态，跟2月份他说的“我们将永远把大部分资金主要投资于美国股票”已经截然不同。期间发生了什么？巴菲特在会上说：“财政政策是美国让我害怕的东西。”2025年2月底以来，美股经历了惨痛的下跌，纳斯达克8周跌幅26.5%。但是面对这样大的跌幅，巴菲特轻描淡写地说：

“在过去的45天、100天里发生了什么，随便你怎么说，不管这段时间发生了什么，其实都不算什么。”

这是乐观吗？我认为不是。基于前面提到那种“走向地狱”的预判，我认为，巴菲特是在说，大招还在后面呢。

我这个揣测的另一个证据是：当有投资者问他，打算怎么配置当前的这

3000多亿美元现金时，巴菲特表示，尽管手上确实有很多现金，但不可能明天就出现非常划算的交易，5年内出现这种机会不是不可能，“当然也有可能是15年”。

我对这句话的理解是，他对美国的悲观预期，至少要持续5年。

总结

那么，坚信“没有人能通过做空美国致富”的奥马哈先知，为什么会有这样转变呢？

我们下一讲来看看伯克希尔当下的处境，以及巴菲特对美国当下一些关键时政的看法。我觉得，他在离场之际，说出了一段指向美国根本问题，也对其他国家有强烈惊醒价值的格言。你猜猜是哪段话？

我们下一讲见。

2025巴菲特股东会：最后的忧患(下)

整场巴菲特股东会看下来，我最大的两个唏嘘，一个是老爷子跟中国的蜜月期确实结束了；另一个是世界的股神回滚成了美国的股神。

就在10年前的2015年，巴菲特还在股东信里说：“世界是伯克希尔的牡蛎——这个世界为我们提供了一系列机会，远远超出对大多数公司实际开放的机会。”而到了2025年的股东会，4个半小时里，全场问了他32个问题，其中也不乏来自上海、香港的

提问者，但人们都默契地不再请教他对于另一个巨大经济体——中国——的看法。他在发言中提到最多的其他国家，也换成了日本。而即便他提及日本，也没法再复现五六年前那种以地球村为图景，来指点江山的股神气概。

但为什么巴菲特对美元和美国也态度微妙呢？我们得先从股东会跳出来，去看看伯克希尔和美国当下的处境。

伯克希尔的处境

2025年以来，伯克希尔在美股的暴跌当中可以算是一枝独秀了。在标普500下跌3.3%的同时，它的股票上涨了接近19%，股价处于历史高点。但要是从基本面看，2025年对伯克希尔、哈撒韦来说，不能算风调雨顺。

就在5月3日巴菲特开2024年度股东大会的这一天，他的投资公司伯克希尔也公布了2025年一季度的财报。这份财报不太好看：整体上，伯克希尔一季度的运营利润96.4亿美元，同比下跌了14%，低于华尔街分析师的预期。

这其中，作为伯克希尔投资资金来源的保险承保业务，利润同比下降幅度相当大，下跌了48.6%。

这主要是因为，1月份美国加州接连爆发了多起严重山火，导致伯克希尔的保险公司因为赔付而损失了8.6亿美

元。但保险业务仍然是巴菲特本人的心头好，因为后面股东会有人问他对 AI 投资的想法时，他说，自己不会围绕 AI 进行所有投资，更愿意把千亿美元这种量级的钱投在保险业务上。

这之外，伯克希尔的整体利润还遭受了 7.13 亿美元的外汇损失。这个损失又分两部分，一部分是美元贬值，另一部分是因为日元升值。你可能记得，前几年，伯克希尔大幅买进了日本五大商社的股权，日元一升值，这笔资产兑换成美元就不如原来值钱了。

伯克希尔的拳头业务——投资，这个季度也遭受了 50.38 亿美元的账面净亏损。为什么？如果你手里有美股肯定知道，2 月份 DeepSeek 发布以来，英伟达等美国科技股就带动着美股大盘发生了大幅下跌，纳斯达克指数更是 8 周跌掉了 26.5%。伯克希尔的持仓当然也会受到冲击。

而这同时，伯克希尔已经连续第十个季度成为股票的净卖出方，它一季度净卖出了 15 亿美元的股票资产，现金储备达到了 3477 亿美元的新高，超过了苹果、微软、谷歌和亚马逊这四大科技巨头的现金总和。

咋弄的？跟特朗普上台后的各种政策有关系。尤其在特朗普关税政策推行后，金砖国家加速推进了本币结算，亚洲清算联盟推出 SWIFT 替代系统，

沙特开始用人民币结算石油，连相当亲美的阿根廷，都主动跟中国续签了350亿元人民币的本币互换协议。这期间，美元在全球外汇储备当中的占比，从85%暴跌到了58%。

伯克希尔还在一季报里警告说，关税还可能进一步打击公司利润。它在一季报里说：“我们未来的经营业绩，可能会受到宏观经济和地缘政治事件的影响，行业或公司特定因素和事件可能有变化。2025年以来，国际贸易政策和关税等相关事件变化迅速，最终结果仍充满巨大不确定性。我们目前无法可靠地预测，这些因素将如何影响公司的各项业务，包括产品成本、供应链效率以及客户需求。”##

反对关税于是，怎么看待关税，也成了股东会前全球投资者们委托媒体向巴菲特问得最多的问题，没有之一。所以，这个问题也理所当然被安排在了第一个。

巴菲特的回答有几个重点：第一个，贸易战和关税“可能是一种战争行为”，美国应该寻求与其他国家进行贸易，让它们“做它们最擅长的事情”，各国各尽所能，追求繁荣。

第二，全世界有8个国家持有核武器，其中有一些国家还不是很稳定，所以美国想发动世界战争很不明智。美国想要胜利，让其他几个国家羡慕，这不合适。

第三，贸易不应该成为一种武器。美国已经胜利了，从一开始一个一无所有的国家，变成一个非常重要的国家。不能为了让3亿人过上好生活而去跟全球70亿人做对。这不正确，也不聪明。

如果这个世界能在不牺牲别人的前提下更加繁荣，我们会感觉更好、更安全，孩子们也会感觉更加安全。

这段话，算是4月以来巴菲特对特朗普政府的高关税计划最直接的评价了。

支持精简财政

在现场，有人问巴菲特，马斯克率领的政府效率部的存在，对美国长期健康是好事还是坏事。

巴菲特第一反应是，为什么抛个这么难的问题给我。但他说的难，其实不是想不出答案，而是怕得罪人。

他随后委婉地解释说，大部分系统都需要优化经营管理，伯克希尔也有值得精简的地方。政府也不例外，但政府已经是政府，上面没有人再对它进行监管了。

政客们如果在选举中因为口头承诺而被选上，当选后却言行不一致的话，他认为这就是不好的人。——这话言下之意显然是，特朗普竞选时承诺过要精简联邦政府，那上任后成立政府效率部来履行承诺是有意义的。

巴菲特还说，现在美国的财政赤字率已经突破7%，不知道还能持续2年还是20年。通胀也非常严重，回溯历史，大家很清楚，不控制的话接下来会发生什么。

巴菲特还说，美国在1980年代有保罗·沃尔克力挽狂澜，把美国从崩溃边缘拯救回来。今天这个任务如果落在他自己头上，他是不想干的。但这事儿总要有人干，而国会又并没有去做。——这话也很好理解，他在肯定马斯克的政府效率部。

你看，没有点名，没有站队，但把该说的都说了。

教堂与赌场

当巴菲特被问说，“大型科技公司们都要大规模投资 AI，是不是意味着它们不是那么理想的投资标的了”的时候，他讲出了一段非常经典的格言，不仅是评价美国科技公司的投资方向，更是评价整个美国的未来。

这段话太经典了，我觉得堪称巴菲特的临别赠言。我必须把原文放在这里给你：“人类表现得像人类，这没什么可抱怨的，但你要弄清楚他们的动机是什么。美国的资本主义取得了前所未有的巨大成功，但它实际上是一座宏伟的教堂，孕育了举世无双的经济奇迹。而它还附带有一个巨大的赌场。美国既有教堂，也有赌场。在赌

场里，人们尽情享乐、赚钱，但教堂才是关键所在——你必须确保它同样受到重视和支持。现在转向赌场的诱惑很大，赌场被描述有魔法盒子、有花哨玩意儿，许诺可以带来奇迹，赌场就是人们幸福感最强的地方、能得到最大机遇的地方。对那些引领变革者而言，赌场就是最大的金钱聚集地。但你要知道，赌场和教堂之间的平衡非常重要。未来100年内，美国必须确保教堂不会被赌场所吞噬。毕竟，大家都爱往赌场跑，那里的娱乐氛围特别吸引人，你一赢还有铃声庆祝，送上各种饮料和贺礼。但赌场的设计目的，无非是实现财富转移，从一个地方到另一个地方。相比之下，在教堂里，人们致力于开发创新成果，来满足3亿多人口的商品和服务需求，这样的规模在历史上从未有过。”

你看这段话，巴菲特显然是在说，谷歌、苹果、亚马逊们进行的科技创新投资，是在加固“教堂”。多年来减持，认为科技行业在自己“能力圈”之外的股神，终于在临退场之际，在社会意义层面给出了对它们的评价。在这段话后面，他紧跟着又为资本主义做了个有趣的辩护。他说：“我们设计出了一个相当有意思的体系，但它的效果不错，它的激励方式看起来非常随心所欲。人们总以为生活会公

平地给予每个人应有的回报，要让人接受（随心所欲的激励机制）并不容易。但你要是提出有哪个系统比现在这个更好使，答案是，我们还没发现。”

有意思的时刻

以上，是我们从2025年的这场巴菲特退场大秀当中能够获知的，他对当前美国的政商和经济环境的看法。

对了，这场股东会也出现了一些有意思的鸡汤时刻。比如，巴菲特主动给观众们推荐了一部电影，叫《成为凯瑟琳、格雷厄姆》，这是一部纪录片。

巴菲特说：“你今天如果看过这部纪录片的话，会看到非凡的故事，以及美国历史非凡的故事。我自己曾经是在这一段美国历史年代生活的一个人，对于当时的理解，其实我是蛮清楚的。我可以告诉你，如果今天你是美国的公民的话，我觉得每一个公民都应该好好去看这部片子。”那同样的，如果我们有兴趣从巴菲特视角理解美国，这部纪录片，回头也可以看看。

此外，还有个13岁的孩子向巴菲特请教，怎么学习才能够成为伟大投资者。巴菲特在回答时，贡献了两个超级问题。

一个是，他让年轻人去思考，如果需要跟某人共进午餐，最希望跟他吃饭的人是谁？

这个问题，能帮人倒逼自己想出人生导师。

另一个是，他告诉年轻人，自己花过 1 万小时来读一本书，还可以花 1 万小时做其他一些值得的事。

他的这句话也可以倒推出一个对我们有用超级问题：有什么书和事情，是值得我们投入 1 万小时去干的？

以上，是我从这场巴菲特股东会里读到的有意思的信息。