



唐朝

2025-05-07 09:33

鼓捣猫腻，朋友们早上好。刚刚看新闻，学会一个短语：**Never say never** “永远不要说永远”，有趣好记，哲理性还强。

说到英文，想起这几天中文投资领域里广泛流传的一个错误，说巴菲特本次股东大会上说：

“我们赚了很多钱，是因为我们从不满仓”。

这是个很有误导性的翻译错误？实际上，咱书院的@箱子之前已经给过英文实录和中文翻译了，或许有些朋友没有注意。

巴菲特说的原文是：We would rather have conditions develop where we would have like \$50 billion in cash rather than \$335 billion in treasuries. But that's just not the way the business works. We have made a lot of money by not wanting to be fully invested at all times. 这句话，巴菲特表达的核心含义是，我们也不想拿着这么多现金，但因为投资机会的出现是随机的，不规律的，所以我们并不刻意去追求随时“只”持有股票。

没有合适的机会时，我们宁愿“痛苦”地拿着类现金资产。这个意思，他之前其实也多次表达过。比如《投资研习录》682页引用的1998年致股东信里这段：“持有现金从来不会让我们快乐，但我们还是宁愿看着它在我们口袋里急得蹦跳，也不愿让它舒舒服服投入别人的怀抱。”

(如图)主要含义是，没有合适的投资机会时，我们并不刻意消灭现金。而不是我们“从不满仓投资”。

更多资源加微信: xuetang7799

巴菲特最喜欢的就是，除了保险经营所需和彰

显收购实力所需的现金之外，最好满把都是优质企业股权。只是商业世界不听话，没法让他遂心愿而已。更何况，其实投资领域里，哪里有什么满仓半仓的说法，不过是持有什么资产的比较。

满仓股权是满仓，满仓黄金是满仓，满仓房产是满仓，满仓美元是满仓，满仓人民币也是满仓，满仓津巴布韦币也是满仓，不同类型的资产之间的比较而已，确定性和盈利能力的综合比较。

不过，这里有个词的翻译我有点吃不准，想请教院内精通八国英文的朋友，是关于那句 **“We have made a lot of money”** 里的 **“have made”**。这句话表达的含义，究竟是“我们赚了很多钱”，还是“我们积累了目前这个数量的现金”？也就是我想请教：巴菲特的这句 **“We have made a lot of money by not wanting to be fully invested at all times.”** 表达的含义究竟是：

1) 我们“赚了”很多钱，是因为没有合适的投资机会时，我们并不刻意去追求满手都是股权。~~传播自己的投资理念。

还是2) 我们“积累”了现在这么多钱，是因为没有合适的投资机会时，我们并不刻意去追求满手都是股权。~~解释当下手持大量类现金资产的原因。

谢谢？

保留现金的原因

巴菲特：1998年末，我们持有现金及现金等价物(含一年内到期优质企业债券)超过150亿美元。持有现金从来不会让我们快乐，但我们还是宁愿看着它在我们口袋里急得蹦跳，也不愿让它舒舒服服投入别人的怀抱。

当然，查理和我仍将继续努力寻找大型股权投资，若是能发现一家值得整体收购的大企业更好，它们可以瞬间吸收我们手头过剩的流动性。可惜的是，截止到目前我们还没有发现任何值得买入的目标。

(摘自1998年致股东信；摘录时间：2022-10-31)

唐 朝：巴菲特经常持有大量现金，具体原因我之前谈过两点：

第一，保险公司亮肌肉需要。保险是用一纸承诺换钱，你展示的赔偿能力越强，你就越有可能得到客户的信任，拿下某些保单，或某些条款更有利的保单，尤其是那种一对一定制的大额巨灾保险——巴菲特戏称“霹雳猫”或“超级猫”。

第二，是向潜在的企业卖家展示付款能力。就好像在说：“我是一名随时能够全款支付现金的买家，来找我啊！”同时也能在洽谈收购企业条件时，因为自己具备全现金支付能力，而其他买家通常只能部分支付现金甚至完全不能支付现金，而获得谈判优势。

这里巴菲特说了第三个原因，那就是股价偏高估的时候，虽然看着现金在手难受，但想着如果现金去了别人那里自己会更难受，所以也愿意忍受现金在手的郁闷。1998—1999年就是这种情况。

这个第三点事实上反击了那些“持有=买入，买入=持有”的模糊概念。抛开数学意义上的机会成本概念后，我们可以再次清楚地理解，巴菲特和芒格眼里，可以持有的股票并不等于可以买入。比如此刻他就持有可口可乐、美国运通、吉列等多家公司合计市值超过370亿美元的股票，然而他依然持有150亿美元现金，说自己“没有发现任何值得买入的目标”。

芙蓉花开：老唐，早上好！个人投资者如何直接或间接的买到日本五大商社呢，日经 **225 ETF** 里有这五家公司吗？

唐朝：据我所知，日经**225 ETF** 里含有这五家公司，但印象里比例很低。如果投资目标是这五家商社的股权，买日经 **225 ETF** 应该不是一条好的道路，估计还是盈透开个账户购买比较简单。不过，我对日本所知甚少，不确定答案

是否正确。帮你转给大家，看看其他朋友有没有更细的分享。



唐朝

2025-05-07 10:25

甚情绪灯前，客怀枕畔，心事天涯。三千丈清愁
鬓发，五十年春梦繁华回股市就是不听话，一路
暖风一路下





快讯

noW

潘功胜：人民银行坚定支持汇金公司在必要时实施对股票市场指数基金…

+15.11 +0.46%

今开	3354.97	最高	3356.69	成交量	2.36亿手
昨收	3316.11	最低	3327.98	成交额	2746.37亿
涨家	1411	平家	103	跌家	766
换手率	0.50%	市盈TTM①	14.43	流通市值	494078亿
量比	2.52	振幅	0.87%	总市值	637195亿
委比	0.35%	52周高	3674.40	52周低	2689.70
5日	1.10%	20日	-0.32%	年初至今	-0.61%

相关ETF ① 上证综合ETF +0.27% 成分股占比 100% >

一文看市|重磅利好来袭! A股延续反弹, 金融、地产发力

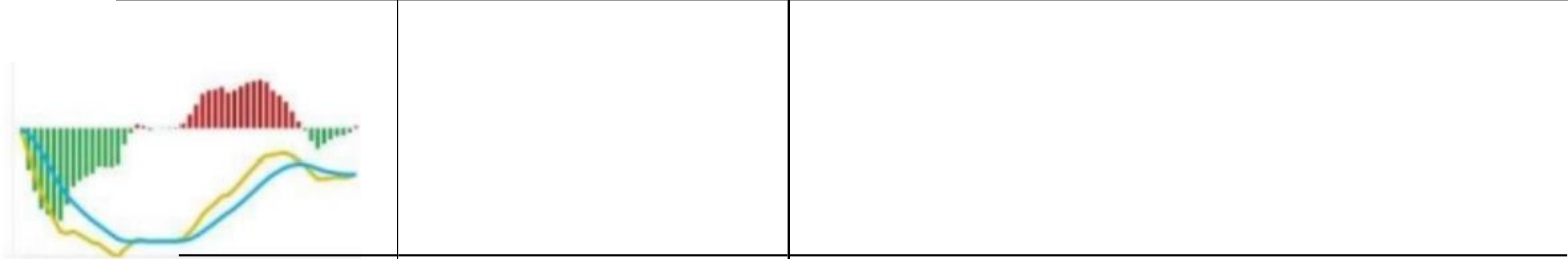
X

分时 五日 日K 周K 月K 更多 ◎

3354.97			1.17%
3342.02			0.78%
			0.39%
3329.06			0.00%
3316.11			-0.39%
3303.16			-0.78%
3290.20			-1.17%
3277.25			

09:30 11:30/13:00 15:00

MACD▼(12,26,9) DIFF:-1.637 DEA:-1.672 MACD:0.070





分享

买指数

1705.6万评

提醒

更多





唐朝

2025-05-07 10:53

谢谢@等待和希望图这两段分享都不错2。对了，这位宁静的冬日，是我混雪球时期(现在想起来，居然已经彻底离开雪球七年了，好快)比较认可的一位高手，印象里理念和实操都比较靠谱。当时我的“泸州老窖一直跌会怎么样”的详细计算，就是他的思路，我只是去完善了一些细节。我记得冬日本人就管理着一款基金，好像是收益率超过10%才提成，非常厚道——声明：我和冬日除了七八年前在雪球里的公开交流之外，没有私人友谊，连微信：xuetaang7799好友都不是雪球后，我们也从未有过任何交流，我并不知道他这些年基金业绩如何，只是因为这个留言，想起来了，感叹一句。请勿将上述表述理解为软广或背书

等待和希望：宁静的冬日：“伯克希尔长期是维持1.7倍左右的杠杠，固收占60%的时候，可能权益依然高达110%,不但“满仓”还加了杠杆”，这是一个事实。同时，最常见的讨论却是对巴菲特加大空仓比例怎么看?为啥人们喜欢对并不存在的事实反复讨论，翻来覆去探究原因？这是因为人的行为，往往不是从事实出发的，而是从愿望出发的。只不过赚钱最终是事实的结果，不是愿望的结果。例如巴菲特，他也是人，也偶尔会有和其他人一样有，时机有利加一点杠杠，时机不利降一点杠杠的不切实际愿望。但从他调整杠杠的实际历史来看，他赚钱并不是因为有过这些跟其他人一样的行为(没有这些行为他会赚得更多),而是因为他一直满仓持有了一些赚钱的生意~是这个跟其他人不一样的行为，带来了不一样的长期回报。

等待和希望：宁静的冬日：“伯克希尔长期是维持1.7倍左右的杠杠，固收占60%的时候，可能权益依然高达110%,不但“满仓”还加了杠杆”，这是一个事实。同时，最常见的讨论却是对巴菲特加大空仓比例怎么看?为啥人们喜欢对并不存在的事实反复讨论，翻来覆去探究原因？这是因为人的行为，往往不是从事实出发的，而是从愿望出发的。只不过赚钱最终是事实的结果，不是愿望的结果。例如巴菲特，他也是人，也偶尔会有和其他人一样有，时机有利加一点杠杠，时机不利降一点杠杠的不切实际愿望。但从他调整杠杠的实际历史来看，他赚钱并不是因为有过这些跟其他人一样的行为(没有这些行为他会赚得更多),而是因为他一直满仓持有了一些赚钱的生意~是这个跟其他人不一样的行为，带来了不一样的长期回报。

2025-05-07 10:35



坚信价值

修改于05-04 04:57 · 雪球十年知己

伯克希尔过去30年的固收资产比例变化

6不出所料，今天新闻的标题都在说**\$伯克希尔-哈撒韦B(BRK.B)\$** 的现金储量(包括现金和短债)创历史新高。

然而，正如之前解释过的：

网页链接

(1) 对于一家1.1万亿美元规模的公司来说，“千亿”不一定是惊人数字，要看比例才有意义。

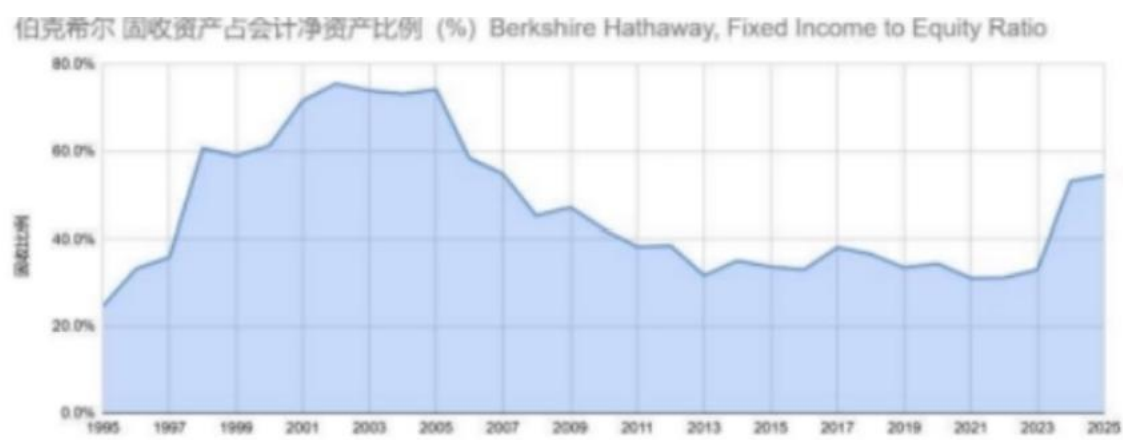
(2) 巴菲特的弹药，除了现金还有国债，而且不止是短债。

过去十几年，现金和短债的比例上升，主要来自于降低对长债的配置，而不是挤压了对权益资产的配置。固收比例的上升，是最近一年多才发生的。

(3) 非上市的权益资产，已经成为他权益资产的主体。光看对苹果的减持或者上市股票持仓市值的下降，并不全面。

(4) 从过去的历史看，伯克希尔的超额回报主要来自于长期持有高质量公司+1.7倍左右的杠杠。虽然倾向于个股便宜时买入，但是对市场总体进行“择时”，并看得出来有刻意为之。

见下图，我整理了过去三十年伯克希尔固收资产占会计净资产的比例变化情况（数据点为年底）。



固收资产包括长债+短债+现金，而不是只有新闻里爱提的现金等价物（现金+短债）。分母是会计净资产。

这个图的趋势已经是高估了近年的比例，因为伯克希尔的非上市资产比例是一直在上升的，造成会计净资产这个分母被低估了。

上市资产按市值入账，而非上市资产按照一倍市净率入账。二十年前，伯克希尔的权益资产主要是上市股票，而现在则是非上市权益已经过半壁江山。

大家可能还会好奇，图中固收占60%比例时，权益是不是占 $100\%-60\%=40\%$ ？

不是的。伯克希尔长期是维持1.7倍左右的杠杠，固收占60%的时候，可能权益依然高达 110% ，不但“满仓”还加了杠杆。

从过去三十年的变化，能总结出什么规律呢？其实很难看出有什么系统性的规律，或者大家想听到的规律（比如他成功高抛低吸了）。(🙄)

从1995年开始，固收比例一直在上升，到了1998年就已经超过了现在的水平。

要说这是左侧在预判接下来2000年的股市下跌，然后准备抄底吧？

可是，这个高比例一直维持到了2006年才开始下降，也就是股市见底（2002年底）三年后。

所以也没左侧“抄底”，而且2006年的市场估值也并不比1995年时便宜。

然后，2006-2007，股市一边涨还继续降低固收比例，并无刻意“高抛”来回笼资金。

2008年的金融危机之前，财务数据显示并没有传说中的囤积了弹药。

熟悉的人会想起来，当时要收购BNSF 铁路时，BRK控股公司的现金紧张到了被迫做了一个很利用特权的事情：利用内布拉斯加州的监管漏洞，把整个非上市的BNSF 放到了保险公司的账上，还不影响保险公司的资本金。

固收比例的下降大趋势，从2006年开始，贯穿了2008年金融危机，一直持续到了

更多资源加微信: [xuetang7799](#)

2023年底。很有意思的是，1995、2006
和2023年的短期利率，都在5.25%左右。

看不出是这十八年的持续下降，是因为股市估值高低而做出的调整。2006年的股市估值水平，总不会比2023年高吧。

如果非要总结出一些观察，可能是：

(1) 利率比较吸引人时，巴菲特持有固收资产的动力会大些。利率较低时，他也更能接受上升的股市估值。

(2) 2024年开始，发生了一些其他事情，或者他的想法有些大的变化。

这个可能与股市估值无关：从2006-2023年这18年里，也有股市估值较高的时候，但是他并未做出2024年开始这种急剧的调整。

伯克希尔-哈撒韦B +1.80%

⑦雪球 · 聪明的投资者都在这里



唐朝

2025-05-07 11:11

嘿嘿，好巧的今日弹出，我简直怀疑芒神偷看我
早上说的满仓帖了

2022/07/14

问题42: 来自休斯顿的Frank Wang问道: “不考虑税收问题, 我打算现在空仓, 全部持有现金, 在未来12个月里, 等到出现了好机会, 我再进场。您觉得我的想法可行吗?”

芒格: 持币观望, 盼着有好机会的时候再投资, 这样的事, 在我整个的投资生涯中, 我从来没做过。我从来都是在自己能找到的机会中, 选择最好的去投资。我过去如此, 现在也不会改变。现在每日期刊没什么现金, 都投出去了。伯克希尔持有大量现金。但是, 伯克希尔持有大量现金, 不是因为伯克希尔预测市场会跌, 想等到下跌以后再出手。伯克希尔持有大量现金, 只是因为没找到值得买的好机会。你提的问题, 我不知道怎么回答。我只能告诉你我们的做法。 ---摘自每日期刊2022年股东大会 [#价投/巴菲特/择时](#)

2023/01/02

《证券分析》1951版第43章完美地为烟蒂股的估值方法建立了基础。格雷厄姆说：

“企业的资产负债表并不提供资产的清算价值，但是它包含有用的线索。计算清算价值的首要原则是：相信负债数据，但是必须质疑资产数据。也就是说，账簿上所有的负债必须按其面值从资产项中扣除，而资产的价值因性质不同需要具体情况具体分析。”

对于清算价值部分，格雷厄姆的建议是，根据经验法则，对于账簿上的1美元，如果是现金就按100美分算，应收账款按80美分算，存货按67美分算（根据公司性质不同调整幅度较大），固定资产按15美分算。 #价投/巴菲特

Flomo



唐朝

2025-05-07 18:06

刚出门回来，看到书院两位朋友都发帖讨论“董事”的问题，这么巧回？

不错不错，关心的都很细。我借机又嘚吧两句。公司董事会是公司股东大会闭幕期间的最高决

策机构，类似7长老9长老的那个机构。它内部通常由三种董事：执行董事，非执行董事，独立非执行董事。简单说，所谓执行董事，就是

兼任公司高管的董事。

比如马化腾，兼任公司 CEO，这就是执行董事，大部分执行董事都是公司直接负责人或创始人自己担任，是公司最重要的职位。腾讯公司的执行董事，2023年5月以前是两名，马化腾和刘炽平。2023年5月，在刘炽平董事任期到期的时候，公司董事会为了优化董事会机制(简单理解，就是向社会表态，我们的决策流程里，“无序资本”含量减少了一点)，刘炽平轮休，不再担任董事，只做高管。让出来的这个位置，新增了一名独立董事。这个轮休，通常是一轮，下次董事选举的时候，应该会返回来。

所谓非执行董事，也可能叫非执行非独立董事，就是重要股东(大股东，二股东那种)委派的，代表重要股东在董事会里听取管理层汇报，并做出重要决策的董事。他们代表股东的利益。所谓非执行独立董事(或者叫独立董事)，就是和高管、股东都没关系的社会影响力人士。据说可以代表广大中小股东的利益，但其实只是一个凭良心的活儿，钱拿了，参会了，结束了，能不能代表广大中小股东利益呢?难。

毕竟钱是公司(管理层)发的，人是公司(管理层)请的，或者是大股东(二股东)推荐的。大致就是个花瓶，罕有能起到作用的。但罕有，不代表没有，有些对名誉、名声或者流量看的比较重的社会贤达，说不定在某个时候，就会忍不住跳出来讲两句。但比例不高。

大致如此。

顺其自然提问：唐师您好，向您请教一下问题，巴菲特在收购非上市公司的时候，对该公司的

估值考虑是不是会同时考虑清算价值和未来价值(存续期现金流折现),该公司的估值是不是等于清算价值+未来价值,我们在投资一家公司时,由于股份占比过小,无法考虑清算价值,只能考虑未来价值,那我们的公司估值中是不是缺少了清算价值这一部分估值?那我们仅用未来价值估值,理论上是低于企业实际价值的(清算价值+未来价值),是不是也属于一种保守的估值方法,谢谢唐师

老唐回答:不是。二选一就可以了。考虑清算价值的,就不用考虑存续期现金流折现。要去清算的企业,存续期通常看不远,现金流一般不靠谱,敢折几下现基本就折没了。考虑现金流折现的,就不用考虑清算价值,因为现金流是依赖这些资产产生的,折现又清算,是资产算了两遍。通常两种价值都考虑的时候,往往冲着现金流折现去的,但因为买入价格与清算价值差距不大,所以给自己打气,“如果企业发展不好,我们清算了它,也亏不了多少”。就像你用**500** 块买了一辆二手奔驰回来修,你可以给自己打气说,修好是车,修不好拆了卖废铁,也能卖出 **500** 元,所以,怕毛线,搞!你的投资旅途里,掌控并清算一家企业的概率应该很低。而且如果所投企业真走到破产清算的环节,基本上之前的困难就已经把你震的小心肝错位,大小肠移位,早就抱头鼠窜了。所以,不用去用清算价值给自己打气,老老实实看现金流折现好了。