

2024 年巴菲特股东信中文

致伯克希尔哈撒韦公司股东：

伯克希尔拥有超过三百万的股东账户，我负责每年写一封信，这封信对这样一个多样化且不断变化的所有者群体来说很有用，其中许多人希望了解更多关于他们的投资信息。

查理·芒格是我几十年来管理伯克希尔的合作伙伴，他对这一项义务的看法与我是一致的，并希望我今年能以常规方式与你们沟通。在对伯克希尔股东的责任问题上，我和他的想法一致。

写作者会发现，将他们寻求的读者具象化很有用，他们往往希望吸引大众读者。在伯克希尔，我们的目标设定范围更有限：那些信任伯克希尔，并将他们的积蓄托付给伯克希尔，且没有预期将来会转售这些股份的投资者（在态度上类似于那些希望通过储蓄来购买农场或租售房产的人，而不是喜欢用多余资金购买彩票或“热门”股票的人）。

多年来，伯克希尔吸引了大量这样的“终身”股东及他们的后代。我们珍视他们的存在，并认为他们有权每年听到我们所传达的好或坏的消息，这些消息直接来自他们的 CEO，而不是由投资者关系官员或永远提供乐观主义和糖衣炮弹的沟通顾问。

在知道伯克希尔的股东是什么样的人后，我很幸运有一个完美的心理模型，我的妹妹 **Bertie**，让我来介绍一下她。

首先，**Bertie** 聪明、睿智，喜欢挑战我的思考方式。但我们从未有过大吵大闹，关系也没有出现过裂痕，以后也不会。

此外，**Bertie** 和她的三个女儿都有很大一部分积蓄购入了伯克希尔的股票。她们的持股时间跨度长达数十年，每年 **Bertie** 都会阅读我写的信。我的工作就是预测她的问题，并给她以诚实的回答。

Bertie 像你们大多数人一样，了解许多会计术语，但她还没有准备好参加 CPA 考试。她关注商业新闻，每天阅读四份报纸但不认为自己是经济专家。她很理智，可以说非常理智，本能地知道专家永远应该被忽视。

毕竟，如果她是能够可靠地预测明天的人生赢家，她会随意分享她的宝贵见解，并增加竞争性购买吗？这就好比找到了金子，然后把标明金子位置的地图递给邻居。

Bertie 了解激励的力量（无论好坏）、人类的弱点以及观察人类行为时可以识别的“信息”。她知道谁在“推销”，谁可以信任。简而言之，她不会被任何人愚弄。

那么，**Bertie** 今年会对什么感兴趣呢？

经营业绩，事实与虚构

让我们从数字开始。官方年度报告从 K-1 报告开始，长达 124 页。它充满了大量的信息—

—有些重要，有些微不足道。

在其披露中，许多所有者以及财经记者将关注 K-72 页。在那里，他们会找到众所周知的“底线”，标有“净收益（亏损）”。这些数字显示，2021 年的净收益为 900 亿美元，2022 年为 230 亿美元，2023 年为 960 亿美元。

这到底是怎么回事？

你在寻求指导，并被告知计算这些“收益”的程序是由一个清醒和有资质的财务会计准则委员会（以下简称“FASB”）颁布的，由一个敬业和勤奋的美国证券交易委员会（以下简称“SEC”）授权，并由德勤（以下简称“D&T”）的世界级专业人士进行审计。在 K-67 页上，德勤毫不留情：“我们认为，财务报表在所有重大方面（斜体字）公平地呈现公司的财务状况及其运营结果，截至 2023 年 12 月 31 日止三年中的每一年。”

如此神圣化之后，这个毫无用处的“净收入”数字很快就通过互联网和媒体传遍了全世界。各方都认为他们已经完成了自己的工作——从法律上讲，他们已经完成了。

然而，我们仍感到不适。在伯克希尔，我们的观点是“收益”应该是一个 Bertie 会发现有些用处的合理概念，但只是作为评估一家企业的起点。因此，伯克希尔还向 Bertie 和你报告了我们所称的“经营收益”。这是他们讲述的故事：2021 年为 276 亿美元；2022 年为 309 亿美元，2023 年为 374 亿美元。

伯克希尔所偏好的规定数字与强制规定数字之间的主要区别在于，我们排除了有时可能超过每天 50 亿美元的未实现资本收益或损失。讽刺的是，我们的“偏好”直到 2018 年才基本上成为规则，当时才被强制规定的“改进”所取代。几个世纪前，伽利略的经历本应教会我们，不要随意改变来自高层的规定。但在伯克希尔，我们可能会很固执。

资本收益的重要性毋庸置疑：我预计在未来几十年，它们将是伯克希尔价值增长的一个非常重要组成部分。否则，我们为什么会将巨额美元金额的资金（就像我一生中投资自己的资金一样）投资于市场上的股票呢？

自 1942 年 3 月 11 日（我第一次购买股票的日子）以来，我不记得有任何一段时间，我没有将大部分净资产投入到股票中，而且是美国的股票。到目前为止，一切都很顺利。在那个命运多舛的 1942 年那一天，我“扣动扳机”的那一刻，美国道琼斯工业平均指数跌破了 100 点。放学时，我损失了大约 5 美元。很快，情况发生了逆转，现在该指数徘徊在 38000 点左右。对投资者来说，美国一直是个了不起的国家。他们所需要做的就是静静地坐着，不听任何人的话。

然而，根据“收益”来判断伯克希尔的投资价值是非常愚蠢的，因为“收益”包含了股票市场变幻莫测的日日夜夜，甚至包含了股市年复一年的波动。正如本·格雷厄姆（Ben Graham）教导我的，“从短期来看，市场就像一台投票机；从长期来看，它就成了一台称重机”。

我们所做的

我们在伯克希尔的目标很简单：我们希望拥全部或部分经济效益良好、基本且持久的企业。

在资本主义中，一些企业会长期蓬勃发展，而另一些则会被证明是个“无底洞”。要预测哪些企业会成为赢家、哪些会成为大输家比你想象的要困难得多。那些声称他们知道答案的人要么是自欺欺人，要么就是江湖郎中。

在伯克希尔，我们特别青睐那些未来能够以高回报率投入额外资本的稀有企业，拥有一家这样的公司，然后静静地坐着，几乎可以创造无法估量的财富，甚至是持有者的继承人也有时可以过上一辈子的悠闲生活。

我们也希望这些受青睐的企业由能干和值得信赖的管理者运营，这更难做出判断。伯克希尔在这方面也有过失望。

1863 年，美国第一任主计长 (Comptroller) Hugh McCulloch 给所有国家银行写了一封信。他的指示中包括这样的警告：“永远不要指望你能阻止一个流氓欺骗你。”许多自认为可以“管理”这个无赖问题的银行家，已经从 McCulloch 的建议中领悟到了智慧，我也是如此。人不是那么容易看透的，真诚和同情很容易伪造，现在和 1863 年一样。

长期以来，伯克希尔在寻找收购目标时追求两个关键条件的组合，有一段时间，我们有大量的候选者需要评估，如果我错过了一个——而我错过了很多——另一个总会出现。

但那些日子早已过去；规模让我们陷入困境，同时收购竞争加剧也是一个因素。

目前，伯克希尔哈撒韦的 GAAP (美国通用会计准则) 净资产是美国企业中最高的，创纪录的营业利润和强劲的股市使伯克希尔的年末净资产达到 5610 亿美元。2022 年，标普 500 中其他 499 家公司的净资产规模为 8.9 万亿美元。（2023 年的数字尚未统计，但不太可能大幅超过 9.5 万亿美元。）

按照这一衡量标准，伯克希尔哈撒韦目前占据了近 6% 的份额。在五年内想要让我们庞大的基数翻一番是不可能的，特别是因为我们非常反对发行股票（这一行为会立即增加净值）。

在 2023 年期间，我们没有买入或卖出美国运通或可口可乐的股票，持续沉睡了 20 年之后，局势早已时过境迁。去年，这两家公司再次通过增加盈利和分红来奖励我们的无动于衷。事实上，在 2023 年，我们从美国运通获得的收益份额，已经大大超过了我们很久以前购买的 13 亿美元成本。2024 年，美国运通 和可口可乐几乎肯定都会增加股息，其中美国运通 约为 16%，我们肯定会在这一年中保持我们的持股整年不变，难道我能创造出比这两家公司更好的全球业务吗？正如伯蒂会告诉你，“不可能”。

虽然伯克希尔在 2023 年没有增持这两家公司的股票，但由于我们在伯克希尔进行了股票回购，去年你在可口可乐和 美国运通 的间接所有权略有增加。这种回购有助于增加您对伯克希尔所拥有的每项资产的参与。对于这个显而易见但经常被忽视的事实，我还要加上我一贯的告诫：所有的股票回购都应该取决于价格。如果以高于商业价值的价格回购股票，那么明智的做法就会变得愚蠢。

可口可乐和美国运通 给我们的启示是什么？当你发现一家真正出色的企业时，请坚持投资下去。耐心总是有回报的，选择一个出色的企业可以对冲掉许多不可避免的糟糕决策。

今年，我想介绍另外两项我们计划将无限期维持的投资。与可口可乐和 美国运通 一样，相对于我们拥有的资源而言，这些投资投入并不巨大。但它们是值得的，而且我们能够在 2023 年增加这两项投资的仓位。截至年底，伯克希尔持有西方石油公司 27.8% 的普通股，同时还持有认股权证，在五年多的时间里，我们可以选择以固定价格大幅增持股份。

虽然我们非常喜欢我们的所有权和期权，但伯克希尔公司无意收购或管理西方石油公司。我们尤其看好西方石油公司在美国拥有的大量石油和天然气资产，以及它在碳捕集方面的领先地位，尽管这种技术的经济可行性还有待验证。

这两项活动都非常符合我们的国家利益。不久前，美国还严重依赖外国石油，而碳捕集技术也没有重要的支持者。事实上，1975 年，美国的石油产量为每天 800 万桶石油当量 ("BOEPD")，此产量远远不能满足国家的需求。美国的能源状况曾在第二次世界大战中为美国的动员提供了有利条件，但现在，美国的能源状况已经退步，变得严重依赖外国有潜在不稳定性的供应商。据预测，石油产量将可能进一步下降，伴随着未来石油用量的增加，。

在这个国家，只有少数几家公司有能力真正改变伯克希尔的局面，它们已被我们和其他人反复审查。有些我们可以评估，有些我们不能。而且，如果我们可以的话，它们的价格必须要有吸引力。在美国以外的地方，伯克希尔哈撒韦公司基本上没有对资本配置有意义的候选目标。总而言之，我们不可能有令人瞠目结舌的成绩。

尽管如此，管理伯克希尔哈撒韦仍然是一件有趣的事情，而且一直很有趣。积极的一面是，经过 59 年的整合，我们现在拥有各种业务的一部分或 100%，按加权计算，这些业务的前景略好于大多数美国大公司。凭借运气和勇气，从大量的数十个决定中涌现出几个巨大的赢家。我们现在有一小群长期担任经理的人，他们从来不会考虑去其他地方，他们把 65 岁仅仅视为另一个生日。

伯克希尔受益于不寻常的坚定且清晰的目标。虽然我们强调善待我们的员工、社区和供应商——谁不希望这样做？但我们始终忠于国家和我们的股东。我们永远不会忘记，虽然你的钱和我们的钱在一起，但它不属于我们。

凭借这种专注，以及我们目前的业务组合，伯克希尔应该比一般的美国公司做得好一点，更重要的是，应该以大大降低的在运营中的资本永久损失的风险。不过，“略好”以外的任何事情都是一厢情愿，当 Bertie 全力以赴投资伯克希尔时，这样的愿望还没有实现——但现在已经实现了。

我们并不那么秘密的武器

偶尔的情况下，市场和/或经济会导致一些基本面良好的大型企业的股票和债券出现明显错误定价。的确，市场能够也必将在不可预测的情况下失灵甚至消失，就像 1914 年的 4 个月和 2001 年的几天那样。如果你认为美国投资者现在比过去更稳定，那就回想一下 2008 年 9 月的情况。通信的速度和技术的奇迹使世界范围内的即时瘫痪成为可能，自烟雾信号以来，我们已经走了很长一段路，这种突然的恐慌不会经常发生，但它们会发生。

伯克希尔能够以巨额资金和业绩的确定性迅速应对市场动荡，这可能会偶尔给我们提供大规

模机会。虽然股票市场比我们早年大得多，但今天的活跃市场参与者既不比我在学校时情绪更稳定，也不比我在学校时受过更好的教育。不管出于什么原因，现在的市场表现出比我年轻时更像赌场，赌场现在存在于许多家庭中，每天都在诱惑着居民。

金融活动中的一个事实永远不应该被忘记。华尔街——用这个词的比喻意义来说——希望它的客户赚钱，但真正让它的客户热血沸腾的是狂热的活动。在这种时候，任何一样可以被推销的愚蠢的东西都会被大力推销，不是每个人都这么做，但总是有人这么做。

偶尔场面也会变得丑陋。政客们被激怒了；最明目张胆的犯罪分子逍遥法外，有钱却不受惩罚；而你隔壁的朋友会变得困惑、贫穷，有时还想要报复。他了解到，金钱压倒了道德。

伯克希尔的一条投资规则从未改变也不会改变：永远不冒资本永久性损失的风险。得益于美国的顺风和复利的力量，如果你在一生中做出了几个正确的决定，避免了严重的错误，那么我们经营的领域一直是而且将会得到回报。

我相信伯克希尔公司能够应对前所未有的金融灾难，我们不会放弃这种能力。当经济动荡发生时，伯克希尔的目标将是成为国家的一笔资产——就像它在 2008- 2009 年以一种非常微小的方式发挥作用一样并帮助扑灭金融大火，而不是成为众多无意间或有意点燃大火的公司之一。

我们的目标是现实的。伯克希尔的优势来自于它在扣除利息成本、税收和大量折旧及摊销费用（“EBITDA”在伯克希尔是被禁止使用的衡量标准）后巨大多样化的收益。我们对现金的要求也很低，即使国家遭遇长期的经济疲软，恐惧甚至几乎瘫痪。

伯克希尔目前不支付股息，股票回购是 100% 的自由裁量权。年度债务到期日从来都不重要。

你们的公司持有的现金和美国国债数量也远远超出了传统观点所认为的必要水平。在 2008 年的恐慌中，伯克希尔从运营中获得现金，没有以任何方式依赖商业票据、银行贷款或债券市场。我们没有预测到发生经济危机的准确时间，但我们总是为此做好准备。

极端的财政保守主义是我们对那些加入我们伯克希尔所有权的人做出的企业承诺。在大多数年份里——实际上是在漫长的几十年里——我们的谨慎很可能被证明是不必要的行为——就像对一座被认为是防火的堡垒式建筑的保险政策一样。但伯克希尔并不想对伯蒂或任何信任我们的个人造成永久性的财务损失——长期的收益缩水是无法避免的。

伯克希尔希望长盛不衰。

让我们感到舒适的非受控企业

去年我提到，伯克希尔长期持有两只股票，可口可乐和美国运通。这两个公司不像我们对苹果的持仓那么大，每只股票只占伯克希尔公司公认会计准则净值的 4-5%。但它们是有价值的资产，也说明了我们的想法。

美国运通于 1850 年开始运营，可口可乐于 1886 年在亚特兰大的一家药店诞生。（伯克希尔不太喜欢新公司）。多年来，两家公司都曾尝试向不相关的领域扩张，但没有取得什么成

功。在过去，但肯定不是现在，两家公司甚至都出现了管理不善的局面。

但两家公司都在其主营业务上取得了巨大成功，并根据情况在各地进行了重塑。而且，最重要的是，他们的产品“走向世界”。可口可乐和美国运通的核心产品都在世界范围内家喻户晓，而充足的现金流和对毋庸置疑的金融信任的需求是我们这个世界永恒的必需品。

在 2023 年期间，我们没有买卖美国运通或可口可乐的股票，持续沉睡了 20 年之后，局势早已时过境迁。去年，这两家公司再次通过增加盈利和分红来奖励我们的无动于衷。事实上，在 2023 年，我们从美国运通获得的收益份额，已经大大超过了我们很久以前购买的 13 亿美元成本。2024 年，美国运通和可口可乐几乎肯定都会增加股息，其中美国运通约为 16%，我们肯定会在这一年中保持我们的持股整年不变，难道我能创造出比这两家公司更好的全球业务吗？正如 Bertie 会告诉你，“不可能”。

虽然伯克希尔在 2023 年没有增持这两家公司的股票，但由于我们在伯克希尔进行了股票回购，去年你在可口可乐和 美国运通 的间接所有权略有增加。这种回购有助于增加您对伯克希尔所拥有的每项资产的参与。对于这个显而易见但经常被忽视的事实，我还要加上我一贯的告诫：所有的股票回购都应该取决于价格。如果以高于商业价值的价格回购股票，那么明智的做法就会变得愚蠢。

可口可乐和美国运通给我们的启示是什么？当你发现一家真正出色的企业时，请坚持投资下去。耐心总是有回报的，选择一个出色的企业可以对冲掉许多不可避免的糟糕决策。

今年，我想介绍另外两项我们计划将无限期维持的投资。与可口可乐和美国运通一样，相对于我们拥有的资源而言，这些投资投入并不巨大。但它们是值得的，而且我们能够在 2023 年增加这两项投资的仓位。截至年底，伯克希尔持有西方石油公司 27.8% 的普通股，同时还持有认股权证，在五年多的时间里，我们可以选择以固定价格大幅增持股份。

虽然我们非常喜欢我们的所有权和期权，但伯克希尔公司无意收购或管理西方石油公司。我们尤其看好西方石油公司在美国拥有的大量石油和天然气资产，以及它在碳捕集方面的领先地位，尽管这种技术的经济可行性还有待验证。

这两项活动都非常符合我们的国家利益。不久前，美国还严重依赖外国石油，而碳捕集技术也没有重要的支持者。事实上，1975 年，美国的石油产量为每天 800 万桶石油当量 ("BOEPD")，此产量远远不能满足国家的需求。美国的能源状况曾在第二次世界大战中为美国的动员提供了有利条件，但现在，美国的能源状况已经退步，变得严重依赖外国有潜在不稳定性的供应商。据预测，石油产量将可能进一步下降，伴随着未来石油用量的增加。

在很长一段时间里，这种悲观情绪似乎是正确的，到 2007 年，产量下降到 500 万桶/日。与此同时，美国政府于 1975 年建立了战略石油储备 ("SPR")，以缓解美国自给自足能力受到侵蚀的问题，尽管这一问题无法完全消除。

然后，哈利路亚！页岩经济在 2011 年变得可行，我们对能源的依赖结束了。现在，美国的石油产量已超过 1300 万桶/日，欧佩克不再占上风。西方石油公司在美国的石油年产量每年都接近 SPR 的全部库存。如果美国国内的石油产量一直保持在 500 万桶/日的水平，并且

严重依赖非美国石油来源，那么我们国家的资源如今就会非常非常紧张。从这一水平来看，如果外国石油供应不上，那么 SPR 在几个月内就会被清空。

在 Vicki Hollub (西方石油总裁兼 CEO) 的领导下，西方石油正在为美国和股东做正确的事情。没有人知道未来一个月、一年或十年油价会如何变化。但 Vicki 确实知道如何将石油和岩石分离开来，这是一种非同寻常的才能，对她的股东和她的国家都很有价值。

此外，伯克希尔继续长期被动地持有日本五大商社股份，每家公司的经营方式都高度多元化，与伯克希尔本身的经营方式有些类似。去年，Greg Abel (伯克希尔副董事长) 和我前往东京与这五家公司的管理层交谈后，我们增持了这五家公司的股票。

目前，伯克希尔分别持有这五家公司约 9% 的股份。（一个小问题是：日本公司计算流通股的方式与美国不同）伯克希尔还向每家公司承诺，不会购买超过 9.9% 的股份。我们对这五家公司的投资成本共计 1.6 万亿日元，五家公司的年末市值达 2.9 万亿日元。然而，由于近年来日元走软，我们年底未实现的美元收益为 61%，即 80 亿美元。

Greg 和我都不相信我们能预测主要货币的市场价格，我们也不相信能雇到有这种能力的人才。因此，伯克希尔通过发行 1.3 万亿日元债券为其在日本的大部分头寸提供资金。这些债券在日本很受欢迎，我相信伯克希尔的未偿日元债务比任何其他美国公司都要多。日元贬值为伯克希尔带来了 19 亿美元的年终收益，根据美国通用会计准则，这笔收益将定期计入 2020-23 年期间的收益。

在某些重要方面，伊藤忠商事、丸红、三菱、三井和住友这五家公司都遵循着对股东友好的政策，这比美国的惯例要好得多。自从我们开始收购日本股票以来，这五家公司都以具有吸引力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报酬的要求远没有美国公司那么激进。还要注意的是，这五家公司每家都只将大约 1/3 的收益用于分红。这五家公司留存的巨额资金既用于建立其众多业务，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。

伯克希尔得到的另一个好处是，我们的投资有可能为我们带来在全球范围内与五家管理完善、备受尊敬的大公司合作的机会，他们的业务比我们广泛得多。而且，日本公司的首席执行官们也很欣慰地知道，伯克希尔将始终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。

我们从 2019 年 7 月 4 日开始购买日本股票。鉴于伯克希尔目前的规模，通过公开市场购买建立头寸需要极大的耐心和较长时间的“友好”价格期。这个过程就像让一艘巨船转弯，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，以类似于下图的方式报告我们的运营收益（或亏损）汇总情况。以下是全年汇总：

在 2023 年 5 月 6 日伯克希尔的年度股东大会上，我介绍了当天一早发布的第一季度业绩。随后，我简短地总结了全年的展望：

- (1) 2023 年，我们大多数非保险业务的盈利都将下降；
- (2) 我们最大的两家非保险业务，铁路业务（BNSF）和能源业务（BHE）的良好业绩将缓解这一下降，这两家公司在 2022 年合计占营业收入的 30% 以上；
- (3) 我们的投资收入肯定会大幅增长，因为伯克希尔持有的巨额美国国债头寸终于开始支付远高于预期的收益，而以往的收益回报往往十分微薄；
- (4) 保险业可能会有不错的表现，这是因为保险业的承保收益与经济中其他领域的收益并不相关，此外财产保险价格已经走强。

保险业务如期通过“考核”，然而我对 BNSF 和 BHE 预期有误，让我们分别来看看。

铁路对美国经济的未来至关重要，从成本、燃料使用和碳排放强度等方面衡量，铁路显然是将重型材料运往遥远目的地的最有效方式。卡车运输在短途运输中胜出，但美国人需要的是将许多货物必须运往数百甚至数千英里之外的客户手中。国家的发展离不开铁路，而铁路行业的资金需求始终是巨大的。事实上，与大多数美国企业相比，铁路行业非常吃资本。

BNSF 是覆盖北美的六大铁路系统中最大的一家，我们的铁路拥有 23759 英里长的主轨道、99 条隧道、13495 座桥梁、7521 台机车和其他各种固定资产，资产负债表上的价值高达 700 亿美元。但我猜测，复制这些资产至少需要花费 5000 亿美元，而完成这项工作则需要几十年的时间。

BNSF 每年的支出必须超过折旧费用，才能维持现有的业务水平。无论业主投资于哪个行业，这一现实都对他们不利，但对资本密集型行业尤其不利。

BNSF 自 14 年前被收购以来，超出 GAAP 折旧费用的支出总额已达到惊人的 220 亿美元，即每年超过 15 亿美元。这种差距意味着，除非我们定期增加铁路公司的债务，否则支付给其所有者伯克希尔 BNSF 的股息将经常大大低于 BNSF 公布的收益，但我们不打算这么做。

因此，伯克希尔的收购价格获得了可接受的回报，尽管比表面上看起来的要少，而且资产重置价值也很低。我或伯克希尔董事会对此并不感到意外，这也解释了为什么我们能在 2010 年以其重置价值的一小部分买下 BNSF。

北美的长途铁路系统单程运输大量的煤炭、谷物、汽车、进出口货物等，这些运输回程车的收入往往出现问题。天气条件极端恶劣，经常妨碍甚至阻碍轨道、桥梁和设备的使用。洪水更是一场噩梦，这些都不足为奇。虽然我坐在舒适的办公室里，但铁路运输是一项户外工作，许多员工在艰苦、有时甚至危险的条件下工作。

一个不断演变的问题是，越来越多的美国人不愿意在某些铁路运营中从事艰苦且孤独的工作。工程师们必须面对这样一个事实：在美国 3.35 亿人口中，一些孤苦无依或精神失常的美国人将选择躺在 100 节车厢的超重型列车前自杀，而这种列车在不到一英里或更长的距离内是停不下来的。你想成为那个无助的工程师吗？在北美，这种创伤每天都会发生一次；在欧洲，这种情况要普遍得多，而且会一直伴随着我们。

铁路行业的工资谈判最终可能掌握在总统和国会手中，此外，美国铁路公司每天都需要运输许多危险产品，而这该行业想极力避免的，“共同承运人”一词界定了铁路的责任。

去年，由于收入下降，BNSF 的盈利下降幅度超出了我的预期。虽然燃料成本也有所下降，但华盛顿颁布的工资涨幅却远远超出了国家的通胀目标，这种差异可能会在未来的谈判中再次出现。

虽然 BNSF 比北美其他五大铁路公司运载更多的货物，花费更多的资本支出，但自我们收购以来，其利润率相对于所有五大铁路公司均有所下滑。我相信，我们广阔的服务区域是首屈一指的，因此利润率可以而且应该将有所改善。

我特别为 BNSF 对国家的贡献感到自豪，也为那些在北达科他州和蒙大拿州冬天在零下的户外工作以保持美国商业动脉畅通的人们感到自豪。铁路在运行时不会受到太多关注，但如果铁路无法运行，整个美国都会立即注意到这方面的问题。

百年之后，BNSF 仍将是美国和伯克希尔的重要资产，这一点您可以信赖。

去年，我们第二个甚至更严重错误是，对 BHE 收益感到失望。该公司的大部分大型电力业务以及广泛的天然气管道业务的表现与预期差不多，但是一些州的监管环境带来了零利润甚至破产的阴影（这是加州最大的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，曾经被认为是美国最稳定的行业之一的收益和资产价值也很难预测。

一个多世纪以来，电力公司通过各州承诺的固定股本回报率（有时业绩优异会有小额奖金）筹集巨额资金，为公司发展提供资金。通过这种方式，大量的投资被用于未来几年可能需要的产能。这一前瞻性规定反映了一个现实，即公用事业公司建设发电和输电资产往往需要多年时间。BHE 在西部广泛的多州输电项目于 2006 年启动，距离完成还有几年时间。最终，它将服务于 10 个州，占美国大陆面积的 30%。

私营和公共电力系统都采用这种模式，即使人口增长或工业需求超出预期，电力也不会中断。在监管者、投资者和公众看来，这种“安全边际”方法是明智的。现在，这种“固定但令人满意的回报”模式已经在几个州被打破，投资者开始担心这种破裂会蔓延开来。气候变化加剧了他们的担忧。地下输电可能是必需的，但几十年前，有谁愿意为这种建设支付高昂的费用呢？

在伯克希尔，我们对已经发生的损失金额进行了最佳估算。这些损失是由森林火灾造成的，

如果对流风暴变得更加频繁，森林火灾的频率和强度都会增加，而且很可能继续增加。

要知道 BHE 森林火灾损失的最终统计结果，并明智地做出未来在脆弱的西部各州投资决策，还需要很多年。其他地方的监管环境是否会发生变化，还有待观察。

其他电力公司可能会面临与太平洋天然气电力公司和夏威夷电力公司类似的生存问题。如果以没收的方式解决目前的问题，显然会对 BHE 造成不利影响，但该公司和伯克希尔本身的结构都能应对不利的意外情况。我们的基本产品是风险承担，我们的保险业务经常会出现这种情况，其他业务也会出现这种情况。伯克希尔可以承受财务意外，但我们不会故意把好钱花在坏事上。

无论伯克希尔的情况如何，公用事业行业的最终结果可能是不好的：某些公用事业公司可能无法吸引美国公民的储蓄。内布拉斯加州在 20 世纪 30 年代就做出了这样的选择，全国各地也有许多公共电力公司。最终，选民、纳税人和用户将决定他们更喜欢哪种模式。

当一切尘埃落定，美国的电力需求和随之而来的资本支出将是惊人的，我和伯克希尔在 BHE 的两位合伙人都没有预料到甚至没有考虑到监管回报的不利发展，我犯了一个代价高昂的错误。

问题说得够多了：去年我们的保险业务表现优异，在销售额、浮动亏损和承保利润方面都创下了记录。财产-责任保险（P/C）是伯克希尔公司福祉和增长的核心。我们从事这项业务已有 57 年，我们的业务量增长了近 5000 倍，从 1700 万美元增长到 830 亿美元，未来我们仍有很大的增长空间。

除此之外，我们还学到了--往往是痛苦地学到了--应该避开哪些类型的保险业务和哪些人。保险业务最重要的教训是，我们的承保人可以是瘦的、胖的、男的、女的、年轻的、年老的、外国的或国内的。但在办公室里，他们不能是乐观主义者，无论这种品质在生活中通常多么令人向往。

意外险业务中的意外几乎总是负面的，这种意外可能在六个月或一年期保单到期几十年后才出现。该行业的会计是为了认识到这一现实而设计的，但估算错误可能非常严重。如果涉及到骗子，检测往往既缓慢又昂贵。伯克希尔总是试图准确估算未来的损失赔付，但通胀（包括货币和“法律”方面的通货膨胀）是一个未知数。

关于我们的保险业务，我已经讲过很多次了，所以我只想引导新读者阅读第 18 页。在这里，我只想重申，如果 Ajit Jain 没有在 1986 年加入伯克希尔，我们的地位就不会是现在的样子。在那个幸运的日子之前，除了 1951 年初与 GEICO 开始的一段几乎令人难以置信的美好经历之外，我一直在荒野中徘徊，努力建立我们的保险业务。

Ajit 自加入伯克希尔以来所取得的成就，得到了我们各种财险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面孔。不过，伯克希尔的基金经理阵容之于财险，就像库珀斯敦的获奖者之于棒球一样。

Bertie (伯蒂为巴菲特的妹妹) , 你可以为自己拥有一家令人难以置信的保险公司的一部分而感到欣慰, 这家公司目前在全球运营, 拥有无与伦比的财务资源、声誉和人才, 它在 2023 年扛起了大旗。

今年奥马哈有什么?

来参加 2024 年 5 月 4 日的伯克希尔年度股东大会吧! 在台上, 你会看到三位经理人, 他们现在承担着管理公司的主要责任。你可能会想, 这三人有什么共同点? 他们肯定长得不像, 让我们深入了解一下。

格雷格 · 阿贝尔 (**Greg Abel**) 负责伯克希尔所有非保险业务, 从各方面来看, 他已经做好了明天成为伯克希尔首席执行官的准备。在 20 世纪 90 年代, **Greg** 在奥马哈离我只有几个街区远的地方住了六年, 但在那段时间里, 我从未见过他。

大约十年前, 在印度出生、长大、受教育的阿吉特 · 贾恩(**Ajit Jain**)和家人住在离我家只有一英里左右的地方, **Ajit** 和他的妻子 **Tinku** 都在奥马哈有很多的朋友, 尽管他们搬到纽约已经 30 多年了(纽约是再保险行业的主要活动地)。

今年查理将缺席, 他和我都出生在奥马哈, 大概距离五月股东大会两英里的地方。在他出生后的头十年里, 查理住的地方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的公立学校度过, 奥马哈的童年给我们留下了不可磨灭的影响。然而, 直到很久以后, 我们才认识。(一个可能会让你惊讶的脚注: 在美国 45 位总统中, 查理经历了 15 位总统, 人们把拜登总统称为第 46 位, 这一编号把格罗弗-克利夫兰算作第 22 位和第 24 位总统, 因为他的任期不是连续的。美国是一个非常年轻的国家。)

在公司层面上, 伯克希尔于 1970 年从在新英格兰待了 81 年的地方搬迁到奥马哈, 抛开烦恼, 在新家园蓬勃发展。

作为"奥马哈效应"的最后点睛之笔, **Bertie** (伯蒂) --没错, 就是伯蒂, 早年在奥马哈的一个中产阶级社区度过了她的成长岁月, 几十年后, 她成为了美国最伟大的投资者之一。

你可能会认为, 她把所有的钱都投到了伯克希尔, 然后就躺赢了。但事实并非如此, 1956 年组建家庭后, 伯蒂 20 年来一直活跃在金融领域: 她持有债券, 将 1/3 的资金投资于上市共同基金, 并买卖股票。她的潜力一直未被发掘。

1980 年, 46 岁的伯蒂不顾哥哥的任何劝说, 决定搬家。在接下来的 43 年里, 她只保留了共同基金和伯克希尔, 没有进行任何新的交易。在此期间, 她变得非常富有, 甚至在捐出大笔慈善捐款 (9 位数) 之后也是如此。

数以百万计的美国投资者本可以遵循她的推理, 这些推理只涉及她小时候在奥马哈不知怎么吸收的常识。伯蒂不冒任何风险, 每年五月都会回到奥马哈重新充电。

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，类似于牙买加盛产短跑运动员、肯尼亚盛产马拉松运动员或俄罗斯盛产国际象棋专家的现象吗？我们必须等到人工智能有一天给出谜题的答案吗？

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？没有什么坏处，而且，无论如何，您都会度过一段美好时光，并结识一大群友好的人。

最重要的是，我们将推出第四版《穷查理年鉴》。拿起一本，查理的智慧将改善你的生活，就像当初改变我的生活一样。

沃伦·巴菲特

董事会主席

2024.2.24