



巴菲特连续跑输大盘玄机何在

巴菲特旗下伯克希尔·哈撒韦公司日前公布其2010年年报。去年该公司净值增长13%，落后于美国标普500指数15.1%涨幅2.1个百分点，这也是公司连续两年跑输标普500指数，连续两年跑输大盘在该公司历史上是第二次出现。

会瞪大双眼，看看巴菲特这一年持有什么股，近期买入了什么股票，卖出了什么股票，而将一年总业绩与标普500指数的涨幅作比较，更是理所当然地成为新闻报道的标题。从1965年收购一家破产的伯克希尔哈撒韦纺织公司至今，巴菲特累计投资回报是标普500指数80余倍，但只要某一年度巴菲特跑输了大盘，仍然会有很多人拿来说事。

伯克希尔成立以来的45年中，净值累计增长了4904倍，而同期大盘的累计涨幅是62.6倍，前者是后者的80倍，如果考虑到伯克希尔用来与标普比较的基准每股净值是税后值，而大盘指数含税，那么差距会更加惊人。从年复合增长率来看，伯克希尔是20.2%，标普500是9.4%，亦完全不可同日而语。在45年的风云变幻中，公司有37年跑赢大盘，但也有8次跑输大盘，其中2003-2004年和2009-2010年两次连续两年跑输大盘。

如果说完整揭示巴菲特神话般业绩背后的原因很不容易的话，那么找到巴菲特跑输大盘的理由，却容易得多，然而大多数人望文生义，将巴菲特某年落后于大盘归因为选

股错误，或组合搭配不当，这其实是一个严重误解。

以2010年为例，这一年公司最大的手笔是收购伯明顿铁路公司，这家铁路公司表现如何呢？在致股东的信中，巴菲特盛赞这家公司经营业绩超出预期，去年净利润高达22亿美元。而前年收购的以色列金属制品公司Iscar去年的利润更是增长了159%。这两家公司是非上市公司。而在二级市场上的投资，去年四季度增持的富国银行表现也算不错。因此，伯克希尔哈撒韦跑输标普500，根源不在于巴菲特买错了或者卖错了股票，而在于比较方法上。

为什么会发生这种奇怪的现象呢？究其原因，并非是巴菲特“炒股”失手或择时错误。将跑输大盘归结为巴菲特炒股失手的人，其实是误解了伯克希尔的商业模式，也因为对这种相对业绩比较了解不全面。

首先，用净值与标普500进行比较是伯克希尔公司自己提出来的。它每年都会在年报的开篇位置罗列公司的绝对收益率以及与标普500涨幅的对比。然而，人们忽视了一点，伯克希尔用的是净值增长率，而标普500用的是市场涨跌幅度。标普500的市场涨跌跌然与这500家公司的经营业绩有着紧密的关系，但涨跌幅度却并非完全一致。在正常年份里，业绩增幅与股价涨幅可能大致相当，比如说，500家公司的业绩增长了20%，可能标普500涨幅也在20%左右。但是，在大波动时期，如泡沫时期，危机后的反弹时期，股价涨幅可能会超过业绩增幅，而在那些大危机发生的时期，股价的跌幅可能会大于业绩跌幅。本次美国股市危机后的强劲反弹，巴菲特没有跑赢，应在预料之中。

其次，如何理解伯克希尔的商业模式。其实，这家公司相当于一只封闭式基金，撇开它持有大量固定

收益产品以及部分结构性产品不谈，它主要投资(或拥有)公司。这既包括上市的企业(通常持有少数股份)，又包括一些质量非常优异的非上市企业(通常全资拥有)。因此，其净值变化更多地取决于所投资(或拥有)公司的业绩和分红，而更多地取决于其重头上市公司的股价。因此，与波动较大的股指相比，伯克希尔的净值显然波动较小，其结果就是大牛市跑不赢股指，熊市更抗跌。

事实上，我们根本没有必要将伯克希尔看做是一个“炒股”的公司，也没有必要把它看做是一个“投资”的公司，而可以直接把它当做一家控股型的经营公司。尽管它旗下企业众多，且也有所进出，但观察它的净值增长，可以完全采取和观察一个集团公司利润增长一样的方法和视角。正因为是一个经营性集团，巴菲特宣称的“股市关不关门对他没影响”，“企业上市与否不影响其价值”并非矫情或夸饰，而是伯克希尔的经营特性使然。

尽管巴菲特自己一直将伯克希尔的净值与标普500的市场涨跌作比较，我们必须看到，这里面既体现了一种长期思维(在长期内，市场有效，股价涨幅最终将与业绩增幅相当)，也体现了一种保守的思维(与一般的证券投资基金不同，拥有多种多样品种的伯克希尔所拥有的很多资产的潜在价值没有体现在净值中，巴菲特今年在给投资者的信中就提到了这一点)。其实，我们完全可以在心里有另外一套比较基准，那就是将伯克希尔这个企业集团每年度的经营业绩与标普500成分股每年经营业绩总和相比较，伯克希尔能赢，赢在它是一大堆优质企业的集合，而非什么“炒股”技巧。从这个角度出发，我们不但能够更好地理解伯克希尔的商业模式，而且能够轻松地解码巴菲特跑赢跑输大盘背后的秘密。

(摘自《证券时报》文/黄小鹏)

投资需避讳过分自信

“自信是命运的主宰”，“信心比天才重要”，没有自信，缺乏对自己的信心，人往往没有前进的动力，遇事畏首畏尾，自然很难有什么成就可言。

不过，正如古人有云“过犹不及”，什么好事一旦过了头就会变质。对于投资理财来说，很多投资者的问题其实是并非没有自信，而恰恰是过分自信了。

学西方经济学的人想必没有不知道大经济学家凯恩斯的。1920年，凯恩斯预见德国即将出现通货膨胀而大肆做空马克，结果市场反而大幅反弹，最后搞得凯恩斯不得不以承认破产收场。后来凯恩斯东山再起涉足股票投资，尽管在最初几年依靠保证金的大胆交易获得了相当不错的收益，但由于再次过度自信，结果这位堪称20世纪最负盛名的经济学家，最终也没能逃脱1929年美国大股灾的噩运侵袭，又一次几近破产。

作为理性而睿智的投资者代表，凯恩斯的每一次投资相信都是经过深思熟虑的，但也许是囿于自己理论的深厚沉淀，他对自己的判断过分自信，孰料残酷的现实围绕理论依据的波动如此巨大，让大经济学家不得不吃够了苦头。拥有深厚经济理论功底的凯恩斯尚且因为过分自信而屡遭惨败，那普通投资者呢？在现实生活中，我们同样可以看到很多投资者也是因为过分自信，把以保值增值为目的的投资理财，搞成了不断折腾的赔钱交易。

很多投资者在进入市场以前，对自己的赚钱能力充满了信心，总以为自己能够轻易战胜市场获得很好的投资收益。投资者的过分自信会导致盲目乐观，总是一厢情愿地倾向于相信市场会继续向上。想当初在2007年八九月份市场高歌猛进之时，不断有泡沫、估值过高等警示性的语言出现，可惜又有多少投资者会在意了呢？投资者过分自信的另一大表现就是轻视资产配置而过于激进地重仓下注。当投资者被自己的过分自信蒙蔽了双眼，在某只股票上投入了全部的资金企图孤注一掷的时候，遭受到市场的无情打击实际上不该只归咎于自己的运气不佳。

投资不可无自信，但过分自信却是投资者需要刻意避讳的。保持对市场的信心，不必过分自信地一心想着如何战胜市场。其实我们投资理财只要获得市场的平均收益率就已经很好了，而最为轻松简单的办法，就是长期投资较低成本的指数基金，因为指数基金的收益率通常就是整个市场的平均收益率。

(摘自《国际金融报》)



投资是一个不断等待的过程

A股市场经过2008年大跌后的1664点，到目前的2900点左右，正处在投资人艰难选择的时期，可以说机遇和风险并存。

低估值产品机会隐现

一些估值严重高估的小盘股、垃圾股和概念股等涨幅惊人，很多已经达到了2007年的股价高点，甚至创出了新高。

而与此同时，还有部分暂时看来被市场抛弃的股票，比如银行股，不是那些市场的机构主体不知道这些股票的估值优势，而是他们认为还不具备上涨的催化剂。而且随着时间的推移，投资者似乎已经习惯于市场先生的这种愚蠢，但是理智告诉我们，只要耐心等待，那些低估的优质股票早晚都会迎来价值回归的春天。相反地，投资者要警惕那些小盘股、5·30似的暴跌很可能再一次重演。

在市场震荡之际，应坚定“以做

企业的心态”来思考投资的经营哲学。试想，在企业前景依然不错的时候，能有哪一个老板会因为自己公司的股价半年多不涨而将公司卖掉呢？巴菲特多年的投资经验已经告诉我们，频繁换股不如持股不动。相信很多投资者看到那些涨幅惊人甚至创出新的小盘股、垃圾股，都想将手中那些基本不动的股票换掉。但是，这样做恰恰被市场先生的愚蠢所愚弄了。

在大部分时间里，市场先生都会表现得愚蠢，它总是在不断向投资者报出过高或过低的价格，作为投资者最大的风险就是被市场先生这种表象所迷惑，认为高估的会继续高估下去，低估的也会持续低估下去，并依此卖出低估的优质筹码，而去追求高估的品种。一旦市场先生开始变得聪明并纠正自己的错误的时候，投资者往往不仅不能从中获利，还会亏损。

而真正聪明的投资者应该是能够发现并充分利用市场的错误，从中获得超额回报。虽然市场修正错误的时间并不确定(有的甚至长达几年)，但对于真正成长的企业，市场愚蠢得越久(低估的时间越长)，到它变得聪明起来并走向另一个极端

(高估)时，时间往往会越快，幅度也会越大，投资者的收益也会越惊人。

在2001年~2005年漫长的熊市中，低估几年不涨甚至下跌的贵州茅台(600519.SH)、万科A(000002.SZ)等股票，仅在2006年、2007年2年内就完成了几十倍的涨幅，而赚到这些回报的投资者绝不是那些在下跌路途中卖掉的人。但要真正做到并不容易，因为背后不仅需要对企业价值和前景的深刻理解，还要克服人类固有本性——贪婪和恐惧，对于那些把目光和主要精力集中在股价的变化上，而不是企业经营的本身的投资者，恐怕更是难上加难。

投资的本质就是一个不断等待的过程。发现好企业后并等待安全边际的出现，买入股票后等待企业成长和价值回归带来的回报，卖出股票后等待下一次机会的来临。只有学会耐心地等待，才能在投资市场中获得丰厚的回报。

关注打折个股

未来两三年，市场将迎来新的牛市，穿越6000点概率非常大，而且牛市已经在大多数人的悲观和犹豫中悄然启动。目前，金融地产等的

股票权重很大，估值水平接近2008年最低点，属于价值低估区域，未来上涨一倍，指数便可接近翻倍，而这些股票涨一倍仍属于合理价值水平。

整体上来讲，现在是应该更贪婪的时候，而不是该恐惧的时候，前提是选好股票。首先，当前市场存在比较明显的投资机会。我们可以发现或者说一眼就能看清楚“那些摆在眼前的黄金”，有很多股票有非常好的投资价值，它们中仍有些处于严重低估状态。千万别忘了，真正赚大钱的投资不是在人人都看到的大牛市中买入股票的，像2007年那样；应该是在2005年、2008年底这样黎明前的黑暗时敢于重仓出击的投资者。长期来说，股票的收益将来自企业未来的成长和你买入的价格是否足够便宜，而只有在股市不好的时候，股票的价格才会越便宜。

其次，未来的股票市场的运行状况应该很乐观，特别是中长期。我们目前处在世界性的百年一遇的后金融危机阶段，每一次危机过后，都必然会伴随着新一轮的经济复苏，特别是像中国这样的新兴经济体国家，也必然会迎来新一轮的经济高速增长。从股市的表现看，也必然伴随着未来较长期的牛市，远处有些“朦胧但又依稀可见”的景观，是巴菲特多次提到的必然发展规律之一。

再次，从我们日常生活中的买菜、买大到购房买车，我们无论买什么都会十分关注价格，最重要的是我们一定是期望买到又便宜又好的东西，我们会为了买到打折的房子不断地求朋友走亲戚。但是，为什么到了股票投资上，我们对于那些打折的好公司的股票却视而不见、避而远之呢？

很多投资者担心大市值股票涨不动，但我觉得最核心的还是公司的价值是否低估，未来的利润是否继续成长，如果这些是确定的，上涨只是时间问题。

(摘自《第一财经日报》文/张可兴)

银价半年暴涨近八成 创31年新高

通常来说，购买黄金被看作是保值增值的最佳选择，是传统的避险品种。而白银作为工业生产和首饰制作中常用的一种贵金属，因为产量大、价格相对比较低，一般不会被视为投资品种，所以其价格也一直比较平稳。

但是，从去年开始，白银价格一路飙升，半年上涨了近八成，涨幅甚至超过了同期黄金涨幅的3倍还多。如此“给力”的银价，也使得市场上的大批投资者开始涌入白银市场，炒起了白银。

2月22日，纽约商品期货交易所(COMEX)的白银期货价格一度涨到每盎司34.31美元，创下31年来的历史新高，而且和去年8月中旬比，涨幅高达80%。目前，国内的白银价格也从去年同期的3元/克左右，涨到了7元/克以上，一年上涨了一倍多。

相比之下，虽然同样是屡创新高，但黄金的表现就要逊色许多，因为同期银价的涨幅不仅超过了黄金涨幅的3倍多，而且也领跑于其他贵金属和国际大宗商品。2010年初，黄金和白银的价格比率为65:1，而现在则是43:1。而过去100年间，黄金和白银的价格比率大约为48:1。

白银价格为何会表现得如此彪悍呢？中国珠宝黄金部交易总监刘洋溢在接受《中国经济周刊》采访时表示，白银在近期上涨幅度较大是因为同时受到几个方面的影响：“首先是受到大环境的影响，金融危机最困难的时候已经过去，整个西方经济体在去年已经完成触底的过程。无论是全球还是中国，今年都被看作是复苏之年。在复苏之年，不仅金银等贵金属会随之价格走高，金属的工业需求也会大幅增加，拥有工业属性的白银价格也会因此复苏得更快些。”他说。

刘洋溢认为，第二个方面的因素是缘于“今年将是一个通胀之年”。“在金融危机过程中，全世界包括中国为经济注入了大量的流动性，所以目前全球都存在流动性泛滥的问题，全球的通货膨胀压力越来越大，甚至已经到了不得不控制的地步。在这样背景下，金、银、铜、钯、铂等金属作为一定意义上的硬通货，无疑价格一定会上涨。”他说，“当然，一些国际、国内炒家为了短期套利也在其中起了推波助澜的作用。”

如果说，经济复苏、流动性过剩等因素只是推高银价的短期推手，我们也可以从数据中挖掘出银价走高的深层次原因和基本支撑，那就是供求。

“黄金和白银的价格判断与股票不一样，股票有业绩的支持，会有一个基本估值。但是黄金白银的价格几乎完全取决于供求。”理财专家、理财规划师专业委员会秘书长刘彦斌告诉《中国经济周刊》。

“虽然白银已经创下新高，但今年白银的行情，特别是上半年，多次创下新高的可能性还是非常大。”刘洋溢表示，“但是，目前市场积蓄的风险已经非常大了。因为很多游资炒完黄金之后开始转战白银市场，随着白银被很多人当作一种投资品，市场风险也在急剧上升。目前，白银的价格已经远远偏离于它作为一种工业原材料的商品属性的基本价值。”

鉴于市场的风险性，刘洋溢建议投资者不要安排大量资金进入，比如以5%的资金做一个以小博大的投资还是可以考虑的。但是，如果你投入50%资产去“博”白银这个已经积蓄了一定风险的市场，就不是很明智了。

刘彦斌的建议则是“不要投机，要进入就做好长期持有的准备”。“短期来讲，白银市场的投机氛围和炒作痕迹还是比较重的，价格走势应该说是神鬼莫测，任何专家都不可能准确预测。但是如果从长期来看，黄金白银价格一定是个必然的大趋势，长期投资一定没有问题。”他说。

(摘自《中国经济周刊网》孙冰/文)

