

如何锻造穿越周期的耐心资本?

——读《柏基投资之道》



《柏基投资之道》
李正韩 著
浙江教育出版社/湛庐文化
2025年11月出版

潘楷昕

过去100多年,资产管理行业见证了众多成功投资机构的成长。伯克希尔·哈撒韦、富达、先锋集团、桥水基金、文艺复兴科技、贝莱德……它们都用各自的投资哲学在现代资产管理历史上留下了独特印记。很少有人知道,还有一家百年机构的业绩可以比肩伯克希尔·哈撒韦。

这家机构,就是柏基投资。始创于1908年的柏基,走过了100多年风雨,亲历大萧条、两次世界大战、石油危机、互联网泡沫、金融海啸的跌宕起伏,始终屹立不倒。这100多年正是技术发展最为迅速的时期,柏基历经多个技术变革周期,用自身发展历程诠释了如何洞察周期、驾驭周期、穿越周期。

数字最能说明问题。自21世纪初以来,柏基通过其核心投资策略——长期全球成长策略,实现了卓越的投资回报。以旗舰产品苏格兰抵押贷款投资信托基金(以下简称“SMT”)为例,近20年的总回报为13.64倍,年化回报率约13.88%。相比之下,同期标准普尔500指数累计回报为3.85倍,年化回报率为6.98%;同期纳斯达克指数的总回报约为7.88倍,年化回报率为10.87%;巴菲特掌管的伯克希尔·哈撒韦同期总回报为6.75倍,年化回报率为10.02%。如此亮眼的业绩背后,是柏基独特的投资哲学。

《柏基投资之道》由资深投资人李正和韩圣海合著。李正长期研究海外投资机构,韩圣海曾任《陆家嘴》杂志主编。两位作者用投资者的眼光和媒体人的笔触,为读者还原了这家低调巨头的真实面貌。

这本书的价值不在于告诉读者柏基买了哪些股票,而在于揭示其投资哲学是如何系统形成的。从一间小律所到管理超过2.1万亿元资产的全球巨头,柏基用百年时间回答了一个问题:如何锻造能穿越周期的耐心资本?

从律师事务所到万亿资管巨头

一家投资机构的基因,往往在它诞生的那一刻就已注定。为此,作者在书中以详实的笔触,回溯了这家百年机构从起源到成形的历程。

柏基投资总部位于苏格兰爱丁堡卡尔顿广场,周边环境幽静,有山和海,有古堡和草坪。这里和伯克希尔·哈撒韦所处的奥马哈一样,是屏蔽投资噪声的理想之地。

说起柏基,得从1908年小南街12号的一间小办公室讲起。那时候,这家公司还是一家律师事务所。“柏基”这个名字来自两位创始人:奥古斯都·柏利和卡莱尔·基福德。

柏利生于1861年,退役后成为公证人和律师。1899年,他与威廉·弗莱彻合作成立律师事务所。然而不幸的是,合伙人弗莱彻在合作没多久后意外去世。在律师朋友的引荐下,柏利认识了年轻的基福德。基福德生于1881年,比柏利小20岁,喜欢思考和辩论,两人一拍即合,于1908年开始合伙创业。

有意思的是,柏基从法律服务转向投资,完全是个意外。1908年圣诞节,一位客户从东南亚的橡胶种植园回家,建议他们成立投资信托。当时正值1907年美国金融危机恐慌后的经济衰退,橡胶价格大跌,但两位创始人觉得这是机会。1909年,海峡抵押贷款信托成立——这就是柏基旗舰基金SMT的前身。

但计划赶不上变化。美国经济的快速反弹让橡胶投资机会转瞬即逝,柏基意外地在古巴电报、智利铁路及美国土地开发等领域打开了局面。面对这一转变,管理层于1913年果断将公司重新定位为“国际投资组合”。就这样,柏基在创立之初就被注入了全球投资的基因。

柏基很早就开始和学术界合作。1924年,基福德和著名经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯一起创办了“独立投资公司”,虽然最终因理念不合而分道扬镳,但这段经历让柏基认识到学术合作的价值。

1939年,柏基创始人柏利去世,董事长由基福德接任。此时正值二战爆发前夕,出于对战争的担忧,基福德大幅调整投资布局,将旗舰基金SMT的投资方向转向美国。

这一战略远见,很快得到证明。二战结束时,基福德已接近70岁,虽依然是名义上的主席,但日常运营已由乔治·西恩负责。西恩不负所托,通过持续加大美股配置,为柏基在20世纪50年代的辉煌奠定了基础。从1950年到1965年,公司每股净资产增长了6倍多。然而,在此之后,保守的企业文化让柏基的业务发展陷入停滞。尤其在20世纪70年代高通胀环境下,柏基业绩黯淡,仿佛退守为一个投资“小作坊”。

转机出现在20世纪80年代。詹姆斯·安德

森加入,让柏基迎来了新的发展阶段。2000年,安德森接任SMT基金经理,让柏基就此告别扎堆成熟大市值公司的窘境。安德森毕业于牛津大学历史系,有着典型的柏基式学院气质,更像教授而非基金经理。也正因如此,他对技术变革和企业创新保持着旺盛的好奇心。

2003年,柏基成立了一个由安德森领衔的小组,构建“长期全球成长策略”:以自下而上的选股逻辑,在全球范围内发掘那些受益于技术变革与可持续发展的高质量成长型企业。这一策略很快见效,到2007年底,柏基海外资金已占总管理规模的40%以上,并运营着20多个新兴市场独立账户,总资产约为55亿英镑。

2008年,国际金融危机爆发。危机期间,柏基将目光投向更远的未来,着手进行投资战略布局。安德森敏锐洞察到,以中国为代表的新兴经济体的崛起正在改变全球经济格局,并意识到技术创新的力量被低估了。旗舰基金SMT大举逆势买入百度、腾讯等代表未来的企业。结果SMT在2009年成功获得80%的回报,抹平了上年亏损,将危机负面影响降至最小。

在此之后,“长期全球成长策略”始终主导着柏基的投资方向。尽管经历了2008年国际金融危机和2020年的疫情,安德森最终还是在21年的任期中取得了巨大的成功。SMT在安德森任职期间的年回报率达到了12.9%。2022年4月,在柏基工作了40年的安德森正式退休。

回顾柏基近20年的重仓企业:亚马逊、特斯拉、英伟达、阿斯麦、奈飞、阿里巴巴、腾讯、字节跳动、美团……几乎每一笔都精准踏在技术变革的浪潮之巅。柏基大多是这些企业的早期投资者,并且长期陪跑,直到企业价值得到兑现。

往事并不如烟。过去100多年,柏基经历了太多看似“这次不一样”的历史时刻。从律师事务所到万亿资管巨头,这一百年的成功,缘于历史积淀、企业文化、投资哲学的代代传承,亦归功于每一代掌舵者对时代机遇的精准把握。

“长期主义”怎么做成系统?

在柏基看来,一家企业的竞争和管理优势至少需要5年才能显现出来。一旦把时间线拉长,竞争优势就会通过复利效应将回报最大化。柏基不把自己当成短期交易者,而是企业所有者。但是光有长期主义的愿望还不够,还得有制度支撑。

据作者在书中介绍,柏基采用无限责任合伙制,合伙人既是管理者也是所有者,对公司成败承担无限责任,利益与长期业绩深度绑定。承担无限责任意味着合伙人要为自己的长远发展负责,不能为了短期利益透支未来。此外,柏基没有外部股东施加压力,没有年度资产增长目标,没有短期考核指标,也没有基于短期表现的奖励。这种一致性,是柏基能真正坚持长期主义的重要原因。

长期主义还体现在柏基的投研流程上。他们设计了一套包含一系列问题的股票研究框架,考虑未来5至10年投资标的的基本面变化,刻意忽略市场短期波动。研究团队会问:“这家公司10年后会变成什么样?”而不是“下个季度业绩会怎么样?”这种思维方式让团队有充分空间去研究企业的长期发展前景,避免被季度业绩波动所干扰。

支撑这套系统的思维原点,是柏基用“第一性原理”思考企业的价值。正如安德森所言:“公司拥有无限的增长机会,从不自我设限,通常就是从第一性原理出发独创出来的。”第一性原理在商业上被理解为探究事物本质的思维方式,即回到事物原点,直击问题本质。

作者认为,柏基的投资逻辑就是第一性原理的投射:从供求关系的根源出发,寻找供求失衡的情况。比如,云计算需求爆发,但传统IT服务商无法满足,这种失衡吸引了亚马逊AWS进场;电动车需求觉醒,但传统车企转型缓慢,这种失衡给了特斯拉机会。柏基投资团队会思考标的公司在经济系统中存在的原因,从供需关系的角度分析公司如何为客户、用户或社会增加价值。

在柏基的体系里,“成长”也有特殊含义。不是所有增长都值得投资,柏基青睐的是非线性成长和超常回报。他们把成长型企业分为三类:变革型成长企业利用全新技术改造现有行业,比如特斯拉重塑汽车产业;活力型成长企业在庞大分散市场中成长迅猛,比如美团整合本地服务;持久型成长企业增长速度最慢但持续性强,比如可口可乐这类消费品巨头。

评估成长型企业时,柏基有自己的独特方

法。他们认为,与市场评估的差异是投资价值的来源,差异越大越值得关注。相比于“定量评估”,柏基更关注“定性评估”,关注企业变得更有价值的路径以及实现目标的可能性。换句话说,柏基希望理解企业如何在5年内获得高回报,而不是精确计算公司内在价值到小数点后两位数。

无论哪一类成长企业,柏基都特别关注两个核心特质:远见和适应力。在确定目标明确的成长型企业后,柏基会从内外两个方面寻找与目标一致的因素:内部一致性关注管理层与员工的激励机制等;外部一致性着眼于企业与上下游客户的关系、行业前景等。

在所有内部因素中,柏基尤其重视创始人或管理层的经营动机,注重研究他们的为人处世原则和过往业绩。作者表示,柏基欣赏那些愿景清晰、敢于长期思考、持续试验并甘愿为未来增长放弃短期利益的管理层。为此,柏基的投资团队会花费大量时间与企业管理层、行业专家沟通,深入理解企业战略和文化。

亚马逊就是个典型案例。很长一段时间内,亚马逊在线零售等成熟业务盈利很强,但公司账面却是亏损的,因为亚马逊把经营利润不断投资于新业务。传统投资者会觉得这家公司“烧钱太狠”,但柏基看到的是企业的长期布局 and 适应力。结果,AWS云服务、Prime会员服务等新业务不仅改变了亚马逊,还改变了整个商业格局。柏基持有亚马逊超过20年,见证并分享了这种成长的果实。

制度、流程、思维,三者环环相扣,构成了柏基的长期主义系统。这就是柏基与其他投资者的本质区别:当别人把长期主义当口号,柏基已经把它变成了一套完整的系统。

十个问题穿透企业本质

理念再好,也需践行。柏基把长期主义哲学,系统地转化成为一套可操作的投资体系,其核心便是业内知名的“尽调十问”。

传统财务指标着眼于过去与当下,而柏基的投资视野则面向未来5至10年的企业成长。为此,他们构建了这套独特的评估框架,旨在将驱动长期价值的核心要素系统化地纳入考量。

第一个问题很直接:“公司销售收入在未来5年是否会至少翻倍?”柏基寻求的是能够带来超常回报的成长型企业。在此阶段,收入增长所揭示的市场空间与创新活力,比短期利润更具先行意义。

第二个问题更有挑战性:“公司在10年后会发生什么变化?”这需要想像力和好奇心。柏基的投资团队会用情景分析方法,设想乐观、中性、悲观等不同情景,为每个情景分配概率,识别关键驱动参数并动态调整。

第三个问题问的是竞争优势:“公司是否拥有可持续的竞争优势?”柏基更看重具有正反馈机制的竞争优势,比如网络效应和锁定效应。正如腾讯的微信,你的朋友都在用微信,你想换其他社交软件几乎不可能,这就是网络效应和锁定效应的威力。

第四个问题关注企业文化:“公司的文化是否具有显著差异性?是否具备适应性?”企业文化对短期财务业绩影响很小,但对长期投资者来说非常关键,它可以为企业提供稳定的管理框架,增强内部凝聚力。

第五个问题从哲学角度思考公司存在的理由:“用户为什么喜欢这家公司?它为社会做出了什么贡献?”这个问题从哲学层面审视企业存在的根本理由。例如,特斯拉不只是卖电动车,它推动了整个汽车行业向清洁能源转型,这种社会价值是其长期发展的基础。

第六个问题关注盈利水平:“公司盈利是否可观?”第七个问题关注盈利趋势:“利润率会提高还是下降?”但要结合第一个问题来看。柏基最青睐的是销售额指数级增长,同时利润率有提升空间的企业。在知识型与科技类行业,如果企业具备足够优势,规模越大盈利能力越强。

第八个问题是资本分配:“公司如何分配资本?”对成长型企业来说,资本的分配方式直接体现了管理层的长期视野。柏基喜欢那些把利润投入新业务、新技术的公司,而非简单地分红或回购股票的公司。

第九个问题验证成长性:“公司市值能否增长至少5倍?”这不仅要考虑业绩增长,还要考虑估值提升潜力。高成长企业往往能带来“戴维斯双击”,每股收益增长的同时,市盈率也在提升。

第十个问题最关键:“市场为何会低估公司价值?”柏基强调寻求与市场的差异化认知,如果和市场达成共识,就无法获得超额收益。这个问题逼着投资团队思考:我们看到了

什么别人没看到的?

除了“尽调十问”,柏基还借助其他思维工具探索投资之路。他们用“欧拉图”(以18世纪数学家欧拉命名的图解工具)重构投资组合的分类逻辑;引入“魔鬼代言人”矫正认知偏差,避免团队陷入群体迷思;构建“观察—调整—决策—行动”动态迭代模型,使柏基能够持续感知市场与企业变化,始终保持策略的适应性与前瞻性。

十个问题穿透企业本质,三个工具矫正思维偏差。柏基用这套方法论,在纷繁复杂的商业世界中,找到那些能够持续创造价值的企业。

站在学术巨人肩膀上穿越周期

系统和工具背后,是什么支撑着柏基的投资信念?作者认为,答案藏在他们与学术界的深度合作中。

安德森曾说:“通过与学者合作,柏基获得了未来10至20年行业长期发展的洞见。”学者思考的时间跨度是10年、20年后的变化,这正好符合柏基“以10年为单位思考”的理念。市场分析师关注下个季度财报,学者眺望的是下一个时代,两者的视野完全不同。

柏基最重要的思想来源之一是圣塔菲研究所。这个成立于20世纪80年代的研究机构由一群诺贝尔奖得主创立,专门研究复杂适应系统。圣塔菲研究所的第一个研究项目是由经济学家布莱恩·阿瑟主导的“经济可看作进化的复杂系统”。该项目汇聚了一群物理学、生物学和经济学学者,开创了跨学科研究的新模式。

复杂经济学的一项重要突破就是收益递增经济学。20世纪80年代,阿瑟一直在研究收益递增。他的解释很简洁:收益递增是一种强者恒强的正反馈机制,它在市场中不断放大成功者的优势。

这一理论尤其适用于具有网络效应的信息技术领域。亚马逊、谷歌、腾讯、阿里巴巴等企业正是收益递增的鲜活例证:使用它们的产品的人越多,它们的价值就越大。收益递增的结果是赢家通吃,一种产品、一家公司或一项技术一旦建立领先优势,收益递增就会不断放大这种优势,最终锁定整个市场。收益递增不仅让产品强者恒强,还能让产品成为市场标准,颠覆传统经济学对企业运营方式的认知。

这套理论深刻解释了为什么科技巨头能实现超常增长。特斯拉就是典型案例。特斯拉的充电网络是收益递增的体现:超充站越多,客户越愿意买特斯拉;车主越多,第三方越愿意接受特斯拉充电标准。当北美其他车企纷纷宣布采用特斯拉充电接口时,特斯拉的网络效应就达到了锁定市场的程度。柏基正是基于这套理论,才敢在特斯拉还在“烧钱”建充电网络时重仓持有。

另一位重要学者是亚利桑那州立大学的亨德里克·贝塞姆德教授。他的研究揭示了股市回报的一个惊人事实:股市的长期回报主要由极少数公司贡献。他统计了1950年至2019年美国26285家公司的表现,发现只有不到5%的公司创造了市场几乎所有的长期财富。

这一发现给柏基的启示是:与其分散投资一堆平庸公司,不如集中寻找那些有可能成为“极端赢家”的企业。贝塞姆德还发现,“极端赢家”有几个特征:现金流积累快、资产规模迅速增长、高额研发投入。这些指标成为柏基识别优质公司的重要参考。

演化经济学家卡萝塔·佩雷兹的技术革命理论也给柏基提供了周期视角。佩雷兹认为,每次技术革命都会经历导入期、狂热期、转折点、协同期和成熟期。在狂热期,技术概念被过度炒作,泡沫破裂后进入转折点,然后才是真正价值的兑现期。柏基用这套框架来判断技术企业所处的周期位置,避免在泡沫顶点追高,而是选择在转折点布局。

与学术界的深度合作为柏基提供了穿越周期的理论基础,使其能够在市场的喧嚣中保持定力。当市场质疑估值太高时,柏基用收益递增理论回应;当市场担心科技股泡沫时,柏基用技术革命周期理论判断所处阶段;当市场追逐热点时,柏基用“极端赢家”理论保持专注。

回望柏基百年历程,可以清晰地看到一条投资演变逻辑:从创立之初的全球视野,到20世纪50年代的美股布局,再到21世纪的长期全球成长策略,柏基始终在进化。这种进化不是简单的策略调整,而是系统化的能力建设——用制度坚守长期主义,用工具看清企业本质,用理论把握时代机遇。正是这套持续进化的能力建设,让柏基用百年时间给出了答案:真正伟大的投资机构,靠的不是运气,而是一套能够持续进化、穿越周期的投资哲学。

披沙录



《“十五五”战略与中国式现代化:新形势、新思路、新举措》
徐策 著
东方出版社
2026年1月出版

“十五五”时期,国家经济社会发展站在新的历史起点,进入基本实现社会主义现代化夯坚实基础、全面发力的关键期和进一步全面深化改革的攻坚期。本书作者徐策供职于国家发展改革委国土开发与地区经济研究所,主要从事战略规划、宏观经济与公共政策研究工作。曾参与国家“十二五”规划中期评估,国家“十三五”规划、“十四五”规划及多项中央和国家发展改革委文件起草,并主持部分地区“十五五”规划研究起草工作。在书中,作者结合对“十五五”时期发展形势和任务的认识,紧紧围绕重塑经济动力机制、推动新旧动能转换这一中心任务,立足当下、着眼长远,以小切口入手,从全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系、全面推动数字化转型等七个方面,梳理了40多个关键问题并加以系统分析。本书对各级“十五五”规划的研究编制工作具有较强的参考价值,对政府、企业以及广大读者准确把握形势、牢牢抓住机遇、厘清发展思路提供了良好的启发和借鉴。



《低空时代》
沈向洋 李世鹏 等著
中信出版集团
2025年12月出版

当无人机把外卖降到屋顶,当飞行器像网约车一样召之即来,城市不再只是“平面拼图”,而是一座可以“向上生长”的立体乐园——这就是“低空时代”。在低空时代,空间利用方式从精英化的高空飞行转变为普惠化的空中服务,从点对点的航线运输转变为全域化的立体网络。低空不再是航空业的边缘地带,而是经济社会运行的核心空间。本书以“低空时代”为锚点,从城市空中交通切入,阐述低空经济如何改变城市交通、产业形态和社会运行方式,提出低空经济不仅是交通革新,还是城市空间与推动的全面升级。本书不仅关注低空经济的基础、应用,还深入探讨了低空经济发展中的关键问题,如空域管理、政策法规和技术安全等,为全球低空经济提供了“资源转化”的中国方案,构建适配低空特性的全新范式。



《技术塑造美国?》
(美)大卫·诺贝尔 著
陈劲 姜勇 译
中国人民大学出版社
2025年8月出版

大卫·诺贝尔的这部经典著作以锋利的批判视角,彻底解构了“技术决定论”的神话,揭示了19世纪末至20世纪美国技术腾飞与企业资本主义兴起的本质。本书的核心论点是:技术绝非自主发展或中立的科学力量,而是特定社会关系塑造的“社会生产”过程;现代技术的演进实质上就是美国企业资本主义崛起并巩固其统治的历史。本书分为两个部分,第一部分揭示了科学如何被资本征用,推动电力、化工等科技产业的兴起,并催生了行业垄断;第二部分则展现了工程师和管理者如何自觉地将企业资本主义的愿景付诸实践,系统地、有意识地“塑造美国”。大卫·诺贝尔是美国著名的批判技术史学家,以其对自动化社会的开创性研究而闻名。他拥有机械学与史学的跨学科背景,曾担任麻省理工学院技术史教授,晚年任教于加拿大约克大学。



《空间智能》
刘志毅 著
中信出版集团
2025年7月出版

本书是一部具有开创性的探讨人工智能维度突破及其深远影响的前沿作品。本书作者刘志毅是中国人工智能领军科学家,十余年来,一直在人工智能领域进行深入研究,主要研究方向为智能计算、空间智能以及超人工智能等。作者在书中系统阐述了“空间智能”这一革命性概念,揭示了人工智能从符号计算、深度学习到空间计算的范式转变,展现了突破维度限制对人工智能发展的革命性意义。全书构建了一个从理论到实践、从技术到哲学的完整知识体系:首先,奠定了空间智能的理论基础,探讨了从格式塔心理学到高维空间表示的认知革命;其次,深入剖析了支撑空间智能的核心技术;再其次,着重聚焦空间智能与认知科学的深度融合,探讨空间记忆、心理旋转等人类认知机制对智能系统的启发;最后,系统展现了空间智能在元宇宙、全息AI、智慧城市等领域的革命性应用,并前瞻性地展望了量子空间智能等未来方向。