

“如果我所有的资金只能买入一只股票，那我就全部买入富国银行。”

——股神巴菲特 80 岁时的肺腑之言

富国银行光环下的投资模板

文/邢精平 深圳证券信息公司

很多中国投资者之所以对富国银行案例特别着迷，一方面可能缘于巴菲特自 1990 年以来长期坚定持有，其间富国银行成功穿越了两次危机，从一个区域小银行一举登上美国银行业霸主宝座；另一方面可能缘于对中国银行股估值的困惑。中国的投资者希望能找到银行股的投资模板，书写属于自己的经典投资故事。

银行业的幸运儿

富国银行创建于 1852 年，至今已有 160 余年历史。在其创立的前 140 年，富国银行一直偏安于加州，充其量仅是西部一家信誉良好的区域性银行，但富国银行仅仅用了 20 年时间，便一跃成为美国市值第一大银行。

1990 年，巴菲特首次买入富国银行时，其市值为区区 30 亿美元，按当今汇率折算，比我们 A 股最小的银行股还要小一圈，如今富国银行市值已达到 1800 亿美元，与建设银行市值规模相当，20 年来成

长了 60 倍。在金融列国纷争的 20 年中，崛起于强敌如林的美国银行业，富国银行堪称是一个奇迹。

上世纪 90 年代初，美国经济开始陷入衰退，加州地区房地产泡沫逐渐破灭，而富国银行作为加州地区最大的不动产借款银行，受此影响，股价也出现大幅下跌。当时，投资者普遍不看好富国银行，甚至有多家机构认为富国银行死定了。在市场一片看空声中，巴菲特却逆势大举介入，以 2.9 亿美元持有 10% 的股份。尽管随后两年，不良贷款拨备急剧上升致使盈利大幅下降，但随着美国经济好转，富国银行很快从这一危机中缓过劲来。

1995 年，富国银行恶意收购了加利福尼亚的竞争对手——第一洲际银行，这次收购使其资产翻了一番，总资产达 1089 亿美元。1998 年，富国银行被西北银行收购。在英雄辈出的美国银行业，富国银行历史上曾经历约 400 起大大小小的并购，但这次终于轮到自己被吃掉。万幸的是，由于富国银行在业内拥有良好声誉，新银行仍沿用富国银行的名字，并将总部迁往旧富国银行总部旧金山，西北银行犹如倒插门，使原富国银行的经营风格与企业文化保留下来。新富国银行资产达 2025 亿美元，又一次将银行原有资产翻了一番，并成为美国第七大银行。

金融危机爆发前，尽管富国银行业绩表现一直较优良，但仍屈居美国银行业第二阵营，与花旗银行、美国银行等业界大佬有很大的差距。2006 年，富国银行资产总额仅为美国银行的 33%，为花旗银行的 26%。美国次贷危机发端于住房抵押贷款市场，而富国银行作为美

国最大的零售抵押贷款发放者，却抵御了次贷危机的冲击。2008年，富国银行趁金融业一片混乱之际，携151亿美元横刀夺爱，搅黄了花旗银行的美梦，最终将美国第四大商业银行美联银行纳入麾下。富国银行完成对美联并购后，资产总额再度翻倍，达到1.31万亿美元，最终登上银行市值第一的宝座。

银行估值与进化

其实，巴菲特对银行估值的看法并非一成不变，而是与时俱进，并且越来越乐观。早期，巴菲特并不喜欢银行股，“银行业务并非我们的偏好，就像买进银行的股票一样，我们并不常买入低于投资级的债券”。可见，他将银行与垃圾债券归一类。对于银行股的优点，他看得很清楚，“银行业是一个很好的行业，它能以极低的成本得到资金，如果你的资金成本不到1%-1.5%，你就不必像火箭工程师那样聪明，照样可以赚钱”。对于银行业的局限性，他也认识得非常深刻，“银行业周期性地做蠢事，且一窝蜂地做蠢事”，“许多银行业者也都有旅鼠那种追随领导者的行为倾向，所以他们也需承担像旅鼠一样的命运”。

上个世纪80年代，银行业一直不被看好。除1987年外，富国银行市盈率长期徘徊于5-7倍间，最低至4倍以下，市净率长期跌破面值，甚至低至0.5以下，少人问津。而就在80-90年代这10年间，富国银行股价涨了约5倍。1990年，借加州房地产危机致使富国股价

下跌之良机，巴菲特以 5.3 倍市盈率大笔买入富国银行，但随后市场所担心的情况接连发生。1991 年，富国银行不良贷款拨备急剧上升至 13 亿美元，使得其当年几乎陷入亏损。1992 年拨备仍高达 12 亿美元，净利润仍相比 1990 年下滑 71%。巴菲特也承认，“我低估了加利福尼亚经济衰退的严重性和银行在房地产贷款回收方面的困境。”

自上世纪 90 年代起，美国银行业书写了波澜壮阔的黄金 15 年，直至金融危机爆发。1991 年底至 2006 年底，标准普尔银行股指数从 81.25 上升至 407.26 点，上涨 4 倍，同期，标准普尔 500 指数上涨 3 倍。富国银行更是一马当先，至 2000 年，不计丰厚的红利，巴菲特持有富国银行股票赚了 8.6 倍。

在 2003 年的股东大会上，巴菲特的黄金搭档、美国投资家芒格感慨道：“银行业一直是一个完美的金矿，就像我在不同的会议上多次说过的那样，沃伦与我在这方面都搞砸了。银行业的盈利水平后来变得比我们起初的判断要高得多，或许我们应该在银行上面投入更多的资金。尽管我们在银行业上做得不错，不过或许我们在该行业上的仓位应该更重一些，银行业的赚钱之道简直可怕。”

2007 年，次贷危机爆发，并愈演愈烈，最终演化为一场金融海啸。2008 年 9 月 19 日，富国银行股价最高达到 44.75 美元，而 2009 年 3 月 9 日最低跌到 7.80 美元，半年最大跌幅超过 82%。在这生死关头，巴菲特又一次使出别人恐惧时他贪婪的绝招，大笔增持，2009 年增持 7 亿美元，2010 年增持 6 亿美元，2011 年增持 11 亿美元，使富国银行从其第四大重仓股提升至第二大重仓股。同时，危机中巴菲

特还出资 50 亿美元力挺美国银行。这种大手笔均与巴菲特对银行股的乐观看法分不开，而过去 15 年的股价走势，或许坚定了他的信念。

按图索骥之困惑

银行业走过了 15 年的金光大道，投资者似乎已渐渐淡忘了需对银行股谨慎投资的良言，但这并不能改变银行业天然的脆弱性。1988 年 12 月底，标准普尔银行股指数收盘于 140.9 点，24 年后，指数收盘于 153.9 点。道琼斯美国银行指数从 2000 年底的 390.45 跌至 2012 年底的 225 点，10 年缩水超 40%。花旗银行曾被世人看作美国金融业的象征，在 2006 年底市值高达 2772 亿美元，股价 55.70 美元，而 2009 年也跌破 1 美元，一度曾风雨飘摇，岌岌可危。同期，另一巨头美国银行股价从 2006 年底的 53.39 美元跌至 3 美元。即便是富国银行，股价最高跌幅也曾超过 80%。

面对一生财富顷刻间灰飞烟灭，谁又能泰然自若，赌定其起死回生？此非一般投资者可为。

富国银行的发展历程堪称是一部小银行勤俭、审慎、稳健经营的发家史。我们可以为其经营成功找到很多的理由，但却很难描绘出一个通用的银行股投资模板。要成为富国银行，不仅需要富国的管理，富国的规模，还需要富国的行业环境。2006 年底鼎盛时期，金融地产行业占标普 500 指数市值的 22.27%，2011 年底已降至 13.43%。今天，金融地产行业占沪深 300 市值已达 40%，如果金融地产已近行

业极限，那么在一个逐渐下降的行业背景下，谁又可能把小银行的市值规模做到建设银行的市值规模？

尽管我们很难找出理想的投资模板，但富国银行无疑可作为中国银行业的经营管理模板。上世纪 80 年代中期，美国存款利率完全放开，那些习惯于依赖息差的银行被迫向现代零售银行转变，行业就此进入你死我活的纷争时代，产品创新层出不穷，兼并重组此起彼伏，美国 1.8 万家银行减少至 7000 余家。富国银行恪守银行业审慎与“清苦”的经营之道，不随波逐流，保持低成本经营，持续分红以回报投资者，最终成为了行业的大赢家。

过去十年中，中国银行业的改革取得了巨大成功，成功抵御了全球金融危机，培育了全球市值最大的银行，但也许这仅仅是一个序幕。中国银行业也会像美国一样，经历一场利率市场化、大企业向市场直接融资以及发展零售银行的转型阵痛，这将会对商业银行传统的盈利模式、负债结构、客户结构带来深刻影响，那时银行业才会真正进入战国时代。深入研究富国银行的经营模板，也许可以减少犯错误的机会，从而为投资者创造持久的财富。