

信璞投资归江：万宝之争 乱像背后是一个资本好时代的开始

【导读】今日股市大涨，万科涨停，许加印和姚振华赚得盘满钵满，令人眼红。也许是时候，以另一种眼光和角度，重新思考万宝之争背后的深意。

中国基金报 杨波

信璞投资管理合伙人归江具有 18 年的资本市场投资和管理经验，1998 年，复旦大学研究生毕业后，他来到国泰君安证券公司，后任投资经理，2002 年 5 月转战博时基金，后出任机构业务投资总监，在博时基金的 6 年期间，他创建并管理着国内规模最大和长期业绩最佳的国家社保基金股票专户，为老百姓赚取了 260 亿的养命钱，2009 年出任国泰基金投资总监，2012 年，离开公募基金并创建信璞投资管理。在过去 14 年可考核的投资和管理工作期间，归为投资人创造了年化 20% 的连续业绩回报和 400 多亿的绝对收益。归江是价值的信徒，无论在公募还是私募，都是价值投资的代表性人物，在他的投资生涯中，曾前后三次邂逅万科，对于纷纷扰扰的万宝之争，他有自己独到的看法和理解。

多次低位邂逅万科 后续表现总是惊艳

中国基金报记者：您从什么时候开始了解并投资万科的？

归江：虽然无缘像刘元生先生上市以来一直持有万科，我们也一直期望把有限的时间放在少数经得起时间考验的老公司身上。机缘巧合加上万科独有的文化，我本人和万科有过 18 年的交往经历和三次有趣的邂逅。

第一轮邂逅是在 1998 年金融危机时，我在君安自营部门的 B 股投资小组，当时我们最大的头寸就是君万之争中留下的万科 B 股。在 B 股的漫漫熊途中，我记得还做过一个万科 B 换股华润港股的方案，幸好没有实施。按万科 B 股最近的退市价计算，18 年的累计收益是 80 倍，而同期的华润创业却只有 5 倍涨幅。

第二轮邂逅是万科两轮转债融资后。在 2005 年中期，万科即便实施了对市场非常友好的十送五股的分配方案，也依旧止不住股价跌跌不休，二期转债最低跌到 103 元。我和老搭档王璟决定，同时买入万科股票和转债。至今还记得那时的万科 A 永远是乌云密布，有买不完的卖盘。1 年后，转债在 190 元成功转股。之后，万科 A 一路狂奔，2 年时间涨了 20 多倍。现在回首那片乌云，只是山脚下的一层薄雾。

我们和万科的第三轮邂逅则比较平淡。2014 年，万科 A 最低跌至 6 元多，我们开始买入，由于信息时代到来，万科详尽的项目披露，再辅以政府公开的土地拍卖系统，以及房产网上及时的楼盘售价和数量，我们的研究员得以轻易算出万科当期的资产价值，也可以判断公司股价的基本趋势。因此，我们信璞这只小蚂蚁早早地搬了张小板凳坐在前排看大象们的打架。

龙头企业 ROE 上升+资金成本下降 并购时代开启

中国基金报记者：三轮的邂逅有什么不同？

归江：万科成长的年轮中映射出整个资本市场的大气候。在早期，资本市场里像君安这样的基本面投资者寥寥无几，而能够以资本兵谏上市公司的机构更是屈指可数。在君万之争之后，万科走上了专业化和职业经理人道路，成长为地产业龙头老大，也获得了机构的认可。万科可能是国内最早举办投资者推介会的上市公司之一，在酒会上拿着酒杯和上市公司高管们互相交流，对那时的我是很新鲜的事。

在 2015 年，房地产行业就像 2003 年的空调行业一样，行业格局已定。但资本市场也从资本短缺转向过剩，社会资本就像中年人肚腩上的脂肪，大量囤积在理财、货币和保险资产里。行业龙头企业的 ROE（净资产收益率）上升和全社会利率水平下降同步出现。如果稍微阅读些金融史我们就会知道，并购时代即将拉开序幕。

与美国 70-80 年代相似 先知先觉者正在捡便宜

中国基金报记者：如何理解并购时代拉开序幕？海外的哪些时段和我们现状可比？

归江：我们现在比较类似于美国上世纪 70-80 年代。自 1972 年到 1982 年，道琼斯指数在 1000 点盘整了十年之久，中间经历了两次石油危机和恶性通胀导致各行业加速洗牌，行业集中度大幅提高，寡头企业的盈利在悄然提升。公众更关心的是当下宏观的

不确定，那些自下而上那些懂得企业经营的先知先觉者却都在捡便宜，比如巴菲特在收购了喜诗糖果，而米尔肯大量发行垃圾债券助长并购。

自 1982 年突破 1000 点后，道指一骑绝尘，1992 年突破 3000 点，2002 年又突破 8000 点，2012 年突破 18000 点。80 年代以后像 Capital，威灵顿和巴菲特这些资本精英的崛起，无不是在 10 年道指千点期积累了大量的战略性底仓。

产业寡头成熟期+资本信用萌芽期 中国的巴菲特在成长

中国基金报记者：万宝事件之外，A 股市场不断有资本在进入搅局？如何看待这种乱象？

归江：这种乱象背后意味着一个新时代的开启，而且是很好的开局。万宝事件说明，产业资本的信用积累刚刚关下大门，但是金融资本的信用积累刚刚开始。参与者不断增加也说明，金融资本的控制权交易是个充分自由的竞争性市场。

改革开放 30 多年来，大部分实业领域的跑马圈地已然结束，即便在互联网领域，三巨头格局也基本确定。这些优胜企业的信用已经很难为个人行为或偶然因素而突然垮掉，即便偶犯重大错误也能复活如初。尤其像万科、美的、浙江龙盛和宇通客车这些龙头企业，不但奠定了毋庸置疑的产业龙头地位，还成功实施了二代经理人的成功接班。这些企业的价值像成年人一样，挣脱了对创始股东和创始团队的依赖，步入控制权交易市场。

控制权交易市场的出现，自然要对交易双方提出更高的治理和信用要求。在宝万事件中，无论老股东还是举牌方，没有一家拥有像巴菲特一样的成功并购历史和公共信用，让公众信任他们会公平对待各方利益，而不借此套取私利。相比于万科在房地产市场的信用，股东们的资本信用只能说刚刚开始萌芽。在产业已经建立秦始皇一样的统一大业的时候，金融资本还处在逐鹿中原的春秋时期。

举牌对手层出不穷，本身也说明控制权市场没有被行政和金融寡头所垄断。回顾早年香港市场，如果不获得某些银行大班的首肯，李嘉诚和包玉刚的控制权交易完全不可能执行。相对而言，我们有着多么健康而规模宏大的控制权交易市场在公平地等待着更多的有缘人？

现在谁主万科其实并不重要，重要的是一个资本好时代的开始。有一个很有意思的小故事，1975 年，巴菲特想要做一笔收购，找到债券之王格罗斯借钱，格罗斯把钱借给

了铺着豪华地毯的暴发户，没有跟尚处底部的巴菲特合作，后来，格罗斯自认这是一辈子错过的最大的投资。当巴菲特借钱被债券之王格罗斯扫地出门的时候，米尔肯这样的投机客却在被机构追捧，中国的伯克希尔哈撒维可能还在历史的最低价徘徊呢。

中国基金报记者：信璞旗下某只基金波动较大，是否和持有过多的万科有关？

归江：是的。在此得向我们的长期投资人致歉。因为信托方不能按市场通行做法及时调整万科停牌期间的估值，导致我们的基金遭遇大额赎回。尤其在万科复牌前的那段时间，一些抱着投机心态的基金投资者在万科开盘前赎回基金，希望在开盘后再次认购回来。这样的套利行为严重地加大了基金的波动和损坏了长期持有人的利益。我们既然无力阻止他们的赎回，只能长期封闭该基金的认购。

信璞的经营哲学是“长期投资，价值投资，信任伙伴”。我们将尽一切手段保护长期投资者的利益，不会因为规模原因向任何投机者妥协，我们将永久拒绝以损害长期持有人利益来实现自己套利收益的基金投机者的再投资。无论我们的投资人是在海外旅途，还是通宵加班，抑或垂暮之年的病榻，信璞将始终提供最公平的待遇。

新兴保险公司有决策优势 在长期利率下行时代成功概率很大

中国基金报记者：为什么是中小型保险公司，而不是公募，大保险，或者社保基金这样的机构投资者举牌呢？他们的融资结构的风险可控吗？

归江：公募基金因为向投资者承诺了过高的流动性，因此被短期考核的赛马制所绑架，不可能参与控制权资产的投资和定价。养老金投资周期很长，但是改革涉及面广，部门和地方利益错综复杂，市场化改革难以一撮而就，也很难参与进来。主流保险公司虽有超长久期的资金，但是上市公司的年度业绩压力也很难实施控制权资产的长久期投资。

而新兴保险公司的治理非常像巴菲特的保险公司，董事长和 CEO 直接进行投资决策，形成控制人和专业投资人一体化的决策机制，拥有最长的考核久期和最快的决策效率，所以他们能从容逐鹿控制权交易市场，在投资收益、资本金扩张和和市占率排名形成强大的正循环效应。在长期利率下行的时代，这种投资端驱动销售端的盈利模式成功的概率非常之大。

更重要的是，这些举牌的保险公司在资本市场的鲶鱼效应将逼迫各类机构投资者回归蓝筹，远离短期排名驱动的旁氏骗局泡沫。这样的发展趋势，对整个市场的系统风险改善非常有利。

治理资本洪荒 用税收手段拉长社会投资久期

中国基金报记者：既然资本洪荒带来了许多问题，有哪些大禹治水的方法可以借鉴呢？

归江：我记得有本书里提到，政府如果赚了1块投机的钱，要花5块钱来消弭其负面影响。在2015年股票印花税井喷增长后不久，这个规律就得到了再次印证。

如何在资本过剩期引洪入海和稳定民心？发达国家有很多经验，总结下来可能就是一句话，用税收手段拉长社会投资久期。美国的401K养老金计划，就是用税收递延政策锁定老百姓的养老金强制做长期投资。美国还用高额的资本利得税来抑制一年以内的股票投机，鼓励长期投资。日本政府用递延所得税引导居民购买健康和养老保险。新加坡政府设立专用的递延税，通过住房公积金账户鼓励居民购置房产当作长期投资。这些举措都不同程度通过降低资产流动性来减少市场波动和稳定民心。

中国的历史也告诉我们，汲汲于资本收益得不偿失。《资治通鉴》里说，有位臣子权万纪建议唐太宗开发宣饶二州的银矿，每年可得数百万贯钱，唐太宗的回答却是“朕贵为天子，所乏者非钱也，但恨无嘉言以利民耳”。

回看现下欧洲市场，全球资本逃向德国债券避险，而德国的资本市场最不发达，老百姓既不炒股也不炒房，却是全球最为健康的经济体。交易所系统往往在提供所谓的流动性便利的时候，却同时加剧了贫富差距和人心动荡。

我们不得不反思，我们祖先对金融本质和治国方略的深刻理解。