

润晖投资董事长李刚:

# 迎接A股长期主义的春天

□本报记者 吴娟娟

李刚,拥有30年金融市场工作经历。他于2006年创建润晖投资,此前于1997年至2006年担任中金公司董事总经理,销售交易部负责人。他在美国Case Western Reserve University获得运筹学硕士和博士学位,于东南大学获得工业工程学士学位。

## 持续赢得长线资金青睐

成立14年以来,润晖的管理规模从4亿元人民币(按照当时汇率计算)增至570亿元人民币。客户包括3家主权财富基金(其中两家管理规模名列全球第一和第三),6家国家养老金,20多家捐赠基金、慈善基金和家族基金。这些资金虽然来自不同国家(地区),但是有一个共性:都是长线资金。

李刚认为长线资金正是润晖发展的基础。

视线拉回到2007年。当时润晖刚成立不久,A股正身处大牛市。市场从2005年缓缓启动,在2007年快速飙升达到顶点,期间上证指数从2005年6月的998点上涨至2007年10月的6124点,在两年多的时间里上涨6倍。作为一个基本面投资者,润晖的业绩在2007年显著跑输了A股大盘。“我们年终去和客户(一家大学捐赠基金)汇报的时候,心中非常忐忑。”李刚回忆起当时的情形说。

不过令他欣喜的是,听完汇报,客户并没有责怪他,反而说:“如果今年你超越指数,我们才会担心,当然,如果能少跑输一点更好。”

“简直是字字入耳,字字落心。”说到这里,李刚的喜悦之情仍溢于言表。

长线是润晖发展的基础,但要持续赢得长线青睐,润晖需要做出“取舍”。

成立初期,虽然也有较短期的资金找过来,但是润晖没有接受。“这和结婚一样,适合的人走到一起才会幸福。”李刚解释说。从拿到第一笔资金到接受第二笔资金,润晖等了近三年。一方面等合适的资金,另一方面也等待市场对公司的检验。“如果经过一个完整周期,润晖表现优异,证明我们在牛市能帮客户赚到钱,在熊市能把钱守住,震荡市也能创造一定的阿尔法,这才算经过了市场周期的考验。但那时候我们还没有经过一个完整的市场周期,即便募到了资金,很可能市场一个大浪来了,翻船了,资金也就都走了。”他说。

时间在一定程度上证明了润晖的坚守。由于业绩优异,投资风格稳定,当2009年欧洲某主权财富基金需要扩充新兴市场管理机构时,将中国股票投资业务委托给了润晖。随后润晖一路“开挂”,受到了多家全球顶尖资产管理机构的青睐。

到了2015年,当润晖再次暂时跑输大盘时,又得到了客户的理解。据媒体报道,当时瑞典国家第二养老金观察到润晖当年业绩跑输了基准,这家养老金选择放宽要求,让润晖尽可能充分地发挥自己的主动管理能力。李刚介绍,作为瑞典的国家养老金,对于基金表现和参照基准之间的差异有所要求,由于润晖以往的业绩表现优异,他们最终放宽了在这方面对润晖的要求。“客户问,如果不再用基准来限制,会不会更好?我说限制越少自然越好。他们最终删掉了参照基准。”李刚说。

长线与润晖的长期投资风格相得益彰。李刚介绍,润晖组合的平均年度换手率不超过60%,组合中股票的平均持有时间超过3年。

## 不信奉“基金经理至上”

有了长线,润晖的长期主义还需要“制度保障”。

润晖于2016年引入了合伙人制。目前公司36名员工中含11名合伙人,占比超过30%。与一般机构不同,这11名合伙人中包含5名高级分析师。李刚介绍,润晖不信奉“基金经理至上”,分析师负责建立股票池,基金经理不能选择池外股票。当分析师将股票从池子剔除后,即便是“爱股”,基金经理也不能买进到组合里,除非他能说服分析师把它“捞”回来。

这反映了润晖对价值来源的认识,扎实的研究是投资机构创造价值的基础。在润晖,表现出色的分析师收入高于行业基金经理的平均水平。李刚希望,润晖的每个分析师都能成长为独当一面的“干将”,能看清行业发展趋势,去企业交流时能获得真实、准确的信息,因为“在行家面前,没人敢忽悠”。李刚介绍,在设计这套机制时参照了资本集团的做法。据了解,资本集团的不少分析师在公司工作几十年,始终坚守在分析师岗位,并在覆盖的研究领域享有盛誉。

分析师的一项重要工作是向基金经理推荐股票。要做好这项工作,在研究之外,分析师还需要能说服基金经理。被问及“说服能力”对于分析师的发展占多大比重时,李刚答道,研究能力是第一位的。“公司以自有资金投资分析师的推荐组合,如果组合表现出众,就证明了分析师的能力。分析师的组合是他们表达自己的另一种方式。”



新华社图片

投资A股14年、资产管理规模超过570亿元,但金融圈中不少人甚至从未听说过这家机构的名字。

这家机构是润晖投资——知名PE机构鼎晖投资的“兄弟”。在包括大型海外央行、知名捐赠基金、养老金等海外机构客户的心中,它却享有盛誉。一家海外央行与它持续合作超过10年,一家海外养老金更为它“破例”——不以基准指数束缚,以便更好地发挥主动管理能力。

润晖投资董事长李刚近期在接受中国证券报记者专访时表示,A股的长期投资者将迎来春天,服务海外机构投资者14年的润晖已等到可以服务境内投资者的机会。

## 全面度量“风险”

采访期间,李刚谈话中不时出现“这个结论需要基于…前提”的表述,他对投资领域很多司空见惯的概念提出了异议。

例如“风险”,“很多人认为投资中最最重要的风险就是损失本金的风险。我认为这样看法有失片面,因为错失机会的风险同样值得重视。”李刚说,激进的投资者可能在牛市表现出众,但在熊市时由于组合回撤过大,导致前功尽弃;过分谨慎的投资者在熊市组合回撤小,但牛市错失机会,收益之善可陈。理想的投资者是熊市时组合净值回撤较小,牛市时组合又能跑赢市场。不过,盈亏同源,这样的投资者几乎不存在。他以捕捉比率(Capture Ratio,上行捕捉/下行捕捉)来度量资金管理人管理风险的能力。举例来说,在市场上涨时若组合涨幅为市场的80%,市场下跌是组合跌幅为市场的40%,则(上行捕捉/下行捕捉)为2。成立14年来,润晖的捕捉率从2.5逐渐提高到5,李刚认为,这表明公司在正确的道路上发展。

李刚还认为,对价值投资的认识也要克服“教条主义”。市场上流行的

“价值型投资”关注的重心放在企业短期的现金流;而“成长型投资”关注的重心则放在企业长期的现金流。李刚认为,这种认识可能陷入了“教条主义”的错误。

他解释说,投资者对企业的估值取决于对企业未来现金流分布的预测。投资者预测企业未来现金流分布时把握越大,在给企业估值时,就可将越多的权重赋予未来的现金流,而不局限于企业当前或短期的现金流。这样一来,投资者对企业内在价值的估计就越可能做到“模糊的正确”。正如巴菲特所言“模糊的正确远胜于精确的错误”,李刚认为,投资应该追求的就是“模糊的正确”。相反,如果投资者预测企业未来现金流分布时,把握越小,在给企业估值时,就越倾向于将主要的权重赋予企业短期的现金流。这样一来,投资者在估计企业内含价值时就可犯“精确的错误”。

“问题的关键不在于看长期现金流还是短期现金流,而在于预测未来现金流分布时有多大把握。如果简单认为‘价值型投资’关注的重点在于企业短期现金流,这是错误的。”他表示。

## 计划进军境内私募业务

润晖投资2006年成立时,中国资本市场刚开放不久。到了2020年,润晖计划筹备境内私募业务时,中国资本市场已成为全球机构同台竞技的场。最新数据显示,截至2020年第三季度末,境外机构和持有中国境内债券逾27509亿元,持有中国境内债券逾29791亿元,外资机构在中国市场的地位与日俱增。

管理海外机构资金十余年后,为何选择回归筹备境内私募业务?对此,李刚表示,首先,目前国内已经有一批投资机构的资金性质与润晖的投资理念及风格匹配,“天时”条件具备;其次,未来中国经济核心驱动行业及企业的融资必须主要依靠资本市场,资本市场的作用越来越重要,资本市场发展空间巨大,“地利”条件也已经满足;第三,

公司经过十余年的发展进化,形成了较为成熟的投研体系以及中后台风控合规管理能力,“人和”条件也具备。“是时候用我们的知识,经验和技能服务国内的投资机构了。”他说。

兼具“天时”“地利”“人和”之后,润晖希望成为一家什么样的资产管理机构?关于这个问题,李刚提了四点:一是在诚信与专业化的道路上更上一层楼,二是在投资中国市场时把本土专业和国际规范相结合,三是不断完善投研风控合规流程,四是坚持合伙人制度。“如同资本集团早期那样,以深度研究为核心,以流程为导向,为投资人创造超额回报。”他说。

在竞争“白热化”的私募行业,润晖投资将交出怎样的答卷,让我们拭目以待。