

## 嘉实基金总裁赵学军:用创新迎接变革

作为在业内具有风向标意义的公司,嘉实基金的一举一动都引人注目。从嘉实国际、嘉实财富、嘉实资本的成立,到发行唯一一只参与中石化混改的公募产品嘉实元和,再到推出国内第一个投资组合平台金贝塔,在不同的时代、市场背景下,嘉实都做到了开行业先河,这背后是掌门人赵学军的战略格局与践行能力。

近日,记者与这位行业“改革派”进行了一次对话,听赵学军讲述他的战略思路。

### 【行业】

资产管理行业正发生深刻变革,每个机构都要顺应趋势。公募基金在不断完善产品线的同时,也要做好投资者理财端服务,嘉实愿意为人理财并教人理财。

### 行业在变需求在变 基金公司求变

记者:您在行业中被视作“思考者”和“远见者”,您对行业未来三年的发展有怎么样的期待?

赵学军:资管行业正在发生巨大变化。可以说,现在资管行业已经没有门槛,任何有从业经验、符合要求的人都能成立资产管理公司。同时,投资者一端也在发生巨大变化。中国正进入一个想要获取高收益就要承担风险的时代。如何去投资?这件事情越来越复杂,整个资产行业都需要进化。

记者:基金公司应该如何变化?

赵学军:投资人在购买基金之前,应该有人在前端为其做出规划,比如多少钱买股票、多少钱买债券、多少钱配置海外等。

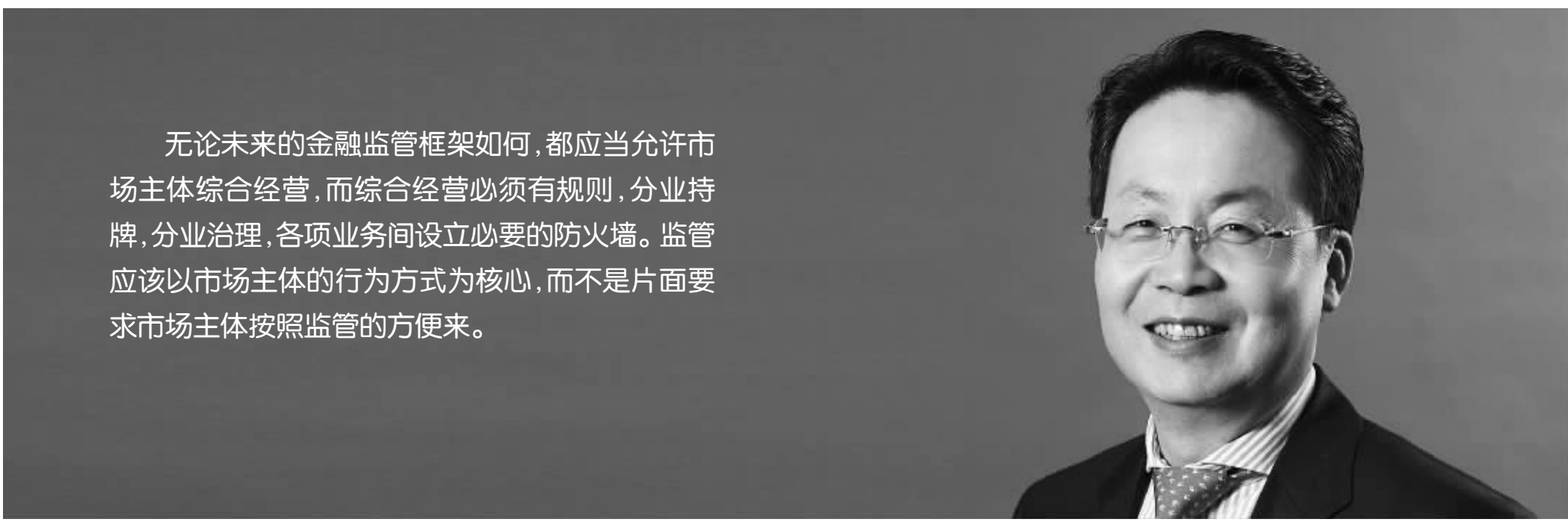
只有前端发展好,后端才能发展好,而目前理财市场前端服务还很匮乏,因此基金公司需要做两个创新。第一是产品设计上有梳理,做足产品端。具体说就是提供足够的产品类型,满足投资者的各种需要,未来可能要重点发展新品种,如房地产基金、以境外资产为投资标的的基金;第二是加强对投资者前端也就是理财端的服务,用全新模式帮助家庭做足理财规划。

### 【市场】

6月份的市场调整中,公募基金起到了稳定市场的积极作用。

### 股市剧烈波动 基金起到积极作用

记者:三季度资本市场经历了一场大地震,据您观察,基金在应对这次股灾过程当中表现出哪些特点?



无论未来的金融监管框架如何,都应当允许市场主体综合经营,而综合经营必须有规则,分业持牌,分业治理,各项业务间设立必要的防火墙。监管应该以市场主体的行为方式为核心,而不是片面要求市场主体按照监管的方便来。

赵学军:A股是一个以散户为主体的市场,散户行为的一致性必然助涨助跌,未来类似事情还可能发生。

这次股灾最核心的问题是加杠杆。券商要求做融资融券业务的商业利益驱动让情况更加恶化。中国是高波动的股票市场,波动率大于30%,而国外市场总体波动率在百分之十五六。这样高波动率下加杠杆融资,危险性是极高的。

此外,在市场下行时,以绝对回报为目标的私募必须卖出,卖出行为也加速了整个市场的下行。

回过头去看,所有的数据都显示公募基金在这次危机当中起到了稳定市场的积极作用。

基金行业在这一次危机当中险遭驱逐。驱逐是“劣币驱逐良币”的驱逐”。市场剧烈波动期间,上市公司大面积停牌,造成人为流动性冻结。投资人在减头寸过程中,一些没有被停牌的好股票成为被挤压对象。若危机持续下去,基金这个运作规范的“良币”就有可能被驱逐。

### 监管体制期盼改革

记者:中央已经提出未来五年要对金融监管体制作出改革,作为基金业元老,您对未来中国金融监管体制改革有哪些思考?

赵学军:中国金融监管体系走到今天,需要加以改革,尤其要解决分业监管下协调不够的问题。不过,任何事情都没有绝对优劣对错:分业监管和综合监管各有利弊。现在,我们看到了

分业监管的弊端,需要改善。但也不应忘记分业监管最重要的原则,其中好的因素应当保持。

无论未来的金融监管框架如何,都应当允许市场主体综合经营,而综合经营必须有规则,分业持牌,分业治理,各项业务间设立必要的防火墙。监管应该以市场主体的行为方式为核心,而不是片面要求市场主体按照监管的方便来。

### 【公司】

“强”最终会成为“大”,但“大”不见得最终会成为“强”。嘉实基金不用货币基金冲规模,我们追求成为最具竞争力的公司。

### “大”不一定意味“强” 嘉实不冲货币基金

记者:近两年基金行业发生翻天覆地的变化,基金公司排位也出现较大变动。嘉实基金也不再是铁打的前三名。您如何看待这种趋势?现在,“大”还是“强”的代名词吗?

赵学军:对于“大”与“强”,不同的公司有不同的理解。嘉实要想做“大”很容易,冲货币基金规模就好。但嘉实内部有两条政策,第一是不花钱去推货币基金,第二是一定要保持在货币基金当中零售客户超过70%。嘉实货币基金就是所有货币基金中散户占比最高的一只。

货币基金有点类似保本基金,极端情况发生之际,保本基金无法保本,如何维护公司声誉?这种情况全世界每隔六七年就会发生一次。

虽然不知道它什么时候来,但知道它一定会来。所以嘉实设立了一个原则,货币基金规模增大只有一种情况,那就是客户的增长带来基金的增长。这样,货币基金就成为增长客户的一种方式,而不是公司增长规模的方式。

嘉实基金坚持这一原则已经十多年了,内部的考核也不看货币基金规模,这样不需要去承担额外的风险。坦率地说,这仅仅是嘉实的理解,不同的公司基于不同的认知会做出不同的行为。

嘉实追求的是什么?嘉实追求的是最核心竞争力的完善,成为最有竞争力的公司。投研能力最强、为客户提供最优质的服务、覆盖投资者有需求的领域并建立起竞争力……这些是嘉实更看重的。如果把它归结为“强”的话,那可能就是嘉实希望的,“强”最终会成为“大”,但“大”不见得最终能成为“强”。

单纯从基金业务规模看,嘉实基金仅排在第五,而不包括货币基金,嘉实仍在前三名,机构业务、海外业务应该是所有基金公司里的第一,包括金贝塔、嘉实财富、嘉实直投也都在行业中处于领先地位。比如嘉实的直投业务规模已达到了140亿,等于一个中型PE公司规模。

### 完成股权激励后再考虑是否上市

记者:嘉实基金做为老牌大型基金公司,有上市考虑么?

赵学军:单纯从融资需求来看,嘉实旗下的子

公司都可以通过转让股权等模式来融资,上市仅仅是一个渠道,不上市也能达到融资的目的。

目前不少中小型基金公司进行股权激励,但老公司、大公司的员工激励制度还没有完成,我想上市应该排在这件事的后面。

### 【创新】

嘉实基金目前战略性投资了水杉资本,会尽快亮相。

### 用科技引领资本 战略投资水杉资本

记者:从发展路径来看,嘉实基金有三个着力点:战略布局、创新金融、普惠金融,目前有没有储备新的创新产品?

赵学军:嘉实战略性投资了水杉资本,很快就会亮相。水杉资本在专利大数据处理方面有非常强的能力。

为什么要做这样一家公司?我觉得,未来中国发展是要提高劳动生产率,最核心的驱动力是科技,传统的廉价劳动力、土地等要素驱动都已经不灵,加杠杆也不是企业获取利润的重要方式,唯一的驱动力就是科技。而科技有两件事最重要:人才和专利。大部分初创科技企业难以在其最需要烧钱的阶段通过银行将专利资本变现。而水杉资本要做的就是融资企业和债权人之间提供专利评估、抵押和处置方案,将对某个特殊领域的认知能力转变为资产管理能力。

## 高毅资产董事长邱国鹭谈2016年投资机会与黑天鹅事件

高毅资产董事长邱国鹭一直是投资界的焦点人物。2008年底,在A股最低迷的时刻,邱国鹭从华尔街次贷风暴的狂风骤雨归来,出任南方基金投资总监。2014年,邱国鹭投身私募,着手打造平台型私募基金管理公司高毅资产。多年来他坚持倡导价值投资,在尚不成熟的A股市场,邱国鹭的价值投资之路是否顺畅?2016年A股市场的投资机会又在哪里?

### 关注消费品和汽车家电

记者:请谈谈2016年的投资机会?

邱国鹭:中财办提出明年要打四大歼灭战,去落后产能、降低企业运营成本、房地产去库存、防范金融风险。许多人对防范金融风险的理解就是不让股市下跌,其实防范风险既要防急跌也要防没有根据的投机炒作行为。有爆炒就会有暴跌,监管层在防范市场暴涨暴跌方面做了很多事情,包括对杠杆和配资的控制、对内幕交易和市场操纵行为的打击。2016年市场波动幅度会大大小于2015年。

我关注的公司具有几个条件:第一是有未来,有成长性,否则很容易有价值陷阱;二是行业格局清晰,赢家的先发优势很明显,后来者再怎么努力也追不上;三是估值合理。

记者:你具体关注哪些行业?

邱国鹭:一是消费品。现在估值合理,只要中国经济继续以5%以上的速度发展,消费升级就势不可挡。二是汽车家电。尽管铁路货运,用电量都在下降,但社会消费零售总额过去几个月一直在稳步回升,下半年汽车销量也在逐月回升。有些汽车股一度跌到只有5倍的估值,比银行股更便宜,龙头家电股一度跌到很低,而且这些公司现金流都很充裕。

记者:保险公司业绩很好,您怎么看?

邱国鹭:保险是朝阳行业,估值却是夕阳行业,市场没有充分体现出它的好。现在中国人均GDP刚到7000-8000美元,对保险的需求刚开始起来。虽然现在看还很遥远,但是未来如果开征遗产税,保险需求会大爆发。

关注的公司具有几个条件:第一是有未来,有成长性,否则很容易有价值陷阱;二是行业格局清晰,赢家的先发优势很明显,后来者再怎么努力也追不上;三是估值合理。

记者:会考虑配置医药行业吗?

邱国鹭:医药股目前整体估值比较高。之前大家只看到医保覆盖面的增长,这两年医保招标的压力都体现出来了,最近降价降得很厉害,整个行业的日子不好过,因为医保总体缺钱,很多要靠地方政府。而现在卖地的收入少了,地方财政也很紧张。另一个是价格联动的招标体制,一个省招标降价,各省跟进,价格压得比较低。

记者:会买新兴行业股票吗?

邱国鹭:关键要找到质地好、估值合理的新兴产业公司,而现在基本上没有处于合理估值区间的好公司。在热门行业稍微做一点事并加以宣传,在一级市场值8亿的公司,在二级市场就会估到80亿。当然,有些人认为反正追热点,炒一下就卖掉,但我们不做这样的游戏。

记者:你一直比较喜欢银行股,现在还看好吗?

邱国鹭:原来大家都担心银行坏账,我不担心。因为银行的利差和坏账拨备足够覆盖可能的坏账,地方债务的置换也大大降低了坏账风险。我现在主要担心的是金融脱媒。今年很多企业都自己直接去发债券,利率都很低。一直以来,中国都是间接融资占八成,直接融资占两成,间接融资是通过银行完成,所以银行很赚钱。现在银行的优质客户开始直接走向资本市场,对银行的长期负面影响会比较大。

记者:房地产明年会怎样?

邱国鹭:上面讲到中财办提出今年的四大歼灭战之一就是房地产去库存,北上广深等一线城市是没有库存问题的,三四线城市库存去

不掉,因此去库存的主战场应该在二线城市,省会加计划单列市有四十几个城市,其中较好的二十几个城市2016年应该表现不错,像苏州、长沙、成都、重庆、武汉等有服务业又有产业集群的城市,能解决就业问题,有人口流入,房价会有长远支撑。而且还会有二三十个城市群,这就是我们认为房地产的机会。中国将来大概率会走大都会的模式。

大的房地产公司机会更大。2013年底我算过一笔账,大地产公司拿地会比小公司价格低10%,融资成本低5%,而同样的楼盘价钱要高出10%,竞争优势非常明显。不过,必须精挑细选,地产公司因为土地储备和在建项目所处的城市不同会有很大的分化。

### 黑天鹅大概率不会出现在中国

记者:2016年有没有可能出现黑天鹅?

邱国鹭:当然有可能,但黑天鹅事件大概率不会在中国发生。中国这个经济体的抗风险能力比大家想的要强得多,问题也没有大家想的那么严重,监管机构和中央政府手中的牌很多,作为一个比较多样化的经济体,即使今年基建等跟地产相关的上游行业困难比较大,但服务业等方面都不错。可能有点泡沫,但整个经济体基本健康。中国经济会下一个台阶,大家都在争论增速是到5%还是6%,但即使走到经济增速的下限,也不会是垮掉的十年二十年。我比较担心像俄罗斯、巴西这些资源国。油

价现在跌到三十几美元一桶,大宗商品也非常低迷。虽然短期看,这些国家的外汇储备跟贸易顺差还可以,我担心的是突然的挤兑效应和恶化。中国一半的出口在发展中国家,其中有很多是资源国,所以要密切关注这些国家的动向。

记者:是否可以认为你对中国比较乐观?

邱国鹭:不要低估中国政府调控经济的能力。2015年,经济领域最重大的决策之一是地方债的资产置换,就是用中央利息3%的债来替代地方政府的9%,利息成本下降三分之二,这是风险最小的去杠杆方式。还有较早的地产调控,如果不调控,地产泡沫会很大。虽然政府有时会使用一些非市场化手段,比如房地产限购,大家整天骂,但事后看还是有效果的,我觉得有时候市场和行政相结合是可以的,比较高效。

### 对价值投资从未动摇

记者:你一直倡导价值投资,近年来高估值的小股票涨了又涨,而价值股表现差强人意,你的风格能否适应市场?有没有过动摇?

邱国鹭:大家都说价值投资在A股行不通,其实把时间拉长一点,就能看得很清楚。举个例子,高毅资产的首席投资官邓晓峰是个坚定的价值投资者,他在管理博时主题行业基金将近8年的时间内,累计业绩排名同类普通股票型基金第一名;他管理社保基金账户近十年,实现了29.1%的年化收益;他任职期间累计为持有人赚了235亿元,远远超过绝大多数爱做小股票的基金经理。邓晓峰加盟高毅资产后,在二季度4500点发了两个产品,到现在都是赚钱的。这证明在A股做价值投资是行得通的。

在价值投资这条路上,我从未动摇过。我进入股市23年,深知在金融市场的黑天鹅与肥尾现象,每十年就会出现一次百年一遇的危机,所以我们招募基金经理都要求他经历过2007年的暴涨和2008年的暴跌。在股市里,经验是无法替代的。只有对风险有深刻的认识,而且也形成了一套自己的投资逻辑和体系,才不会被动短期市场走势所绑架。

记者:价值投资在中国有前途吗?

邱国鹭:对于价值投资在中国的前景,我很有信心。一是全球市场会有一个连通器效应,现在有沪港通,将来有伦沪通、有深港通,将来跨市场的通道会越来越多越来越顺畅,未来不可能再像过去那样关起门来爆炒概念股;第二是中概股的回归,从海外回来,市值就涨十几二十几倍,暴利之下,PE和投行最善于做这种国际搬工;第三是很多非上市资产注入A股市场。这样,不同市场之间的联通越来越容易,估值趋同也会很快。另外,注册制也逐步实现,壳资源贬值只是时间问题。当然,这种变动不是一两年就能完成的,什么时候会发生我不知道,但最后一定会发生,再想要关起门来爆炒一些低质量的小股票,只会越来越难。

记者:今年股市跌宕起伏,三季度不少私募基金清盘,高毅资产的情况怎么样?

邱国鹭:我们旗下几位基金经理今年前三个季度发行的所有产品都有正收益,包括二季度市场高点发行的产品也是如此。资产管理机构想要发展壮大,想要走得远,就一定要给客户持续创造财富。所以,我们会逆市场而动,努力在市场悲观的时候多发产品,在市场过热时反而会冷静一些。我们深知基金业“好发不好投,好投不好发”的规律,在3000点时股票类基金产品比在5000点时难发,但是在3000点发的产品长远看比5000点更容易为客户赚钱。下半年,产品发行困难,大多数私募基金上半年发行产品远超过下半年。而我们是下半年逆市发行了多只产品。最近有几个新产品发行都达到理想的规模。

金融机构成败的关键是人才和机制。优秀的人在一起,加上好的机制,最后一定会成功。我们把三分之二的业绩提成分给基金经理,平台只拿三分之一,但承担所有的开支费用。另外,我们有跟投机制,要求基金经理要把大部分的流动资产跟投到自己管理的基金中,跟持有人利益保持一致。

美国私募基金基本上是依赖创始人,没有实现代际传承。我们希望把高毅资产做成机构化的私募,打造基金业的百年老店。

(本版文章均转载自今日出版的《中国基金报》)