

探秘明星私募的掘金之道

中国顶级私募 访谈录 · 第二辑

好买基金研究中心 编著



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

探秘明星私募的掘金之道

中国顶级私募

访谈录 · 第二辑

好买基金研究中心 编著

“ 明汰 拾贝 泊通
投资的世界
凯千 贝莱德
是见信号，见噪声，见自己的过程
元盛 趣时
那些顶级私募在赚什么信号的钱？又视什么为噪声？
睿埃 黑翼
本书呈现极具特色的10家顶级私募
助您发现自己的投资信号 ”



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

仁桥

图书在版编目 (CIP) 数据

中国顶级私募访谈录. 第二辑/好买基金研究中心编著. —上海: 上海交通大学出版社, 2020

ISBN 978 - 7 - 313 - 23127 - 7

I. ①中… II. ①好… III. ①股权—投资基金—经理—访问记—中国—现代
IV. ①K825.34

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2020) 第 055265 号

中国顶级私募访谈录 (第二辑)

ZHONGGUO DINGJI SIMU FANGTANLU (DI - ER JI)

编 著: 好买基金研究中心

出版发行: 上海交通大学出版社

邮政编码: 200030

印 制: 上海盛通时代印刷有限公司

开 本: 710mm×1000mm 1/16

字 数: 252 千字

版 次: 2020 年 5 月第 1 版

书 号: ISBN 978 - 7 - 313 - 23127 - 7

定 价: 85.00 元

地 址: 上海市番禺路 951 号

电 话: 021 - 64071208

经 销: 全国新华书店

印 张: 21.5

印 次: 2020 年 5 月第 1 次印刷

版权所有 侵权必究

告读者: 如发现本书有印装质量问题请与印刷厂质量科联系

联系电话: 021 - 37910000

序 言

PREFACE

见信号，见噪声，见自己

——写在 2020 疫情下的前言

充斥着信号和噪声的世界

2019 年的投资世界产生了很多转折性现象：一是以房地产为底层的非标资产受限，房地产本身投资属性下降；二是资产开始讲质量，期限开始讲长期，以至于很多股票型基金可以封闭 3 年甚至 5 年发行；三是统计和机器学习在投资上开始系统产出，A 股量化基金出现了第一次业绩和规模的双成功，代表性的中证 500 指数增强做出 30% 甚至 40% 超额的不乏其人，规模从百亿迅速拉升到千亿级别。

这些转折，让很多原来赚钱的信号可能变成了赔钱的噪声，而一些噪声可能变成了信号。加上数据的可得性和量级指数级上升，计算机算力的提高，及互联网的日益强大，你会发现，投资信息和信号汹涌而来而又迅速演变，选择信号变得越来越难。什么是让我们赚钱的信号？什么是让我

们赔钱的噪声？今天的信号，会变成明天的噪声吗？

确实，我们有无数关于基金的信息，但到底哪些才是我们选择一只基金的信号？一个做股票多头的基金经理的10年业绩证明是不是？才成长两三年的量化基金经理怎么看他/她的业绩？高频量价的基金经理真的可以用3个月的业绩证明自己？一人独大、高效决策的基金经理，相信团队作战的基金经理，以及实力相当的合伙人制的基金经理团队，究竟谁更好？

我们如何排除噪声，识别出那些能让我们赚钱的基金经理发出的信号？

彼之蜜糖，吾之砒霜

2019年我们出版了第一辑中国10位基金经理的访谈录，2020年我们出的这一本，又选取了另外10家顶级私募。不管是哪一年，不管是主观、量化，股多还是管理期货策略，我们反复和基金经理沟通的，以及在各种信息里寻找的，其实都只是一个问题的答案——你在赚什么钱，你不赚什么钱？

换一个角度，我们问的是：你在赚什么信号的钱？你视什么为噪声？

如果你问过100个做主观选股长期持有的基金经理，也问过100个做股票高频量价的基金经理，你会发现，好的基金经理，对此有标准明确的答案。

一个在赚选股并长期持有的钱的基金经理，如汉和的罗晓春、睿璞的蔡海洪，他们想发现的信号和股权投资机构的逻辑类似，关注管理层的长

期、持续、进化能力，关注企业建立的壁垒能否在所在行业中有长期竞争意义，对企业的业务数据如数家珍，而短期价格波动在很多时候对他们来说只是噪声。反之，一个高频量价的基金经理，只关注微观时序和横截面量价数据的获取、清洗及信号算法、交易执行，而对基本面数据可能茫然无知。

见过越多的基金经理，我们就越喜欢那些能清晰认知自己的信号与噪声的基金经理们，那些能理解“彼之蜜糖，吾之砒霜”的基金经理们。

邱国鹭的“宁数月亮，不数星星”，说的是选有优势的大企业是信号，选胜负未分的小企业是噪声。冯柳的“我不选时，我用2008年一年的亏损，换来15年专心于选股，不在选时上花费时间，很划得来”，说的是选股是信号，选时是噪声。黑翼的“CTA的表现影响因素，历史反复证明是非常复杂、难以预测的，与其猜测市场环境，不如保持CTA是个长期策略，不但在于环境好时赚钱，更在于环境差时能否保持稳定性”。说的是预测市场是噪声，稳定和迭代策略是信号。一个有趣的例子是，明汭的“想和成熟的外资量化机构竞争，我们要做更有中国市场特征的、有容量的股票阿尔法策略”，说的是有竞争力的才是信号，没有竞争力的就是噪声；而对于外资产管理期货机构，他们说的“我们会从对本土化要求不高的期货高频量价切入，慢慢考虑中低频量价和基本面等”，是关于有竞争力才有信号的一个反向印证。

在投资世界里，没有“造雨者”。市场的形成和演变是经济的、政策的、科技的和突发事件的，群体和个人反应的交互作用，这是一个不可预

见的“盲人”的世界。

能找到自己的信号，在自己有优势的信号上耕耘，自律地放弃其他的信号，是对自己能力圈内的自信，也是对自己能力圈外的自律。

投资的长宽高

作为一个基金筛选和基金投资机构，我们最近一直在讲投资的长宽高。长度我们定义为长期投资，宽度我们定义为类别配置，高度我们定义为专业性。

我们会细部刻画每一天的市场、每一类资产和策略、每一位基金经理，但我们不会判断市场短期涨跌，不能解决1个月甚至几天怎么赚钱的问题，在仅靠一类资产的情况下，不能解决每年资产都能稳健增值的问题，这些对我们来说，更多是噪声。我们会把这些整合成刻度更大的长宽高的投资信号，期待在10年、20年，多资产多策略的环境中，让投资人获得财富的长期增值。

睿璞的蔡海洪说：“我们厌恶损失，更厌恶因为没有把我们认为正确的事情做到极致而导致的损失；我们渴望收益，更渴望用我们认为最可持续的方式获取的收益。”和我们认可的基金经理一样，在这个长宽高所框定的空间里，能力圈内我们有自信，能力圈外我们讲自律。

王家卫曾说，人的一生是见天地，见众生，见自己的过程。

站在一个投资人的角度，投资的世界是见信号，见噪声，见自己的过程。

开放地学习，勇敢地试错，长期地坚持。

期待我们每年的这一点努力，能让投资人更好地理解这些中国最有特色的基金经理们，并发现自己的投资信号。

感谢我们投研、法务和市场团队的曾令华、张婕妤、龚丽蔚、刘雅晴、施丹锋、梅慧娟、孙超、刘泽龙、张璞、王婷婷、徐雪颖、金琦。每一年，用6个月时间用心地做这件事。予人玫瑰，手有余香。

好买财富董事长、CEO



目录

CONTENTS

凯丰投资 吴星

极精微而致广大 / 1

泊通投资 卢洋

基于 ROI 性价比解出方程最优解 / 33

明沅投资 裘慧明

当你克服质疑，也从不怀疑，终将赢回人生 / 67

拾贝投资 胡建平

稳健者稳进 / 105

睿璞投资 蔡海洪

共识和过度乐观是投资的敌人 / 147

趣时资产 章秀奇

精选个股、坚持分散，要对市场常怀敬畏之心 / 181

仁桥资产 夏俊杰

在“天猫”中做逆向投资 / 207

黑翼资产 陈泽浩 & 邹倚天

市场趋势不可能永无尽头，市场也不会永远没有趋势 / 243

贝莱德

全球最大资管公司的中国野心 / 277

元盛资管

以科学始，以科学终 / 305

后记 选择私募，践行长期主义 / 331

吴星常常对他的同事说，做好投资就要坚定长期从业的信心，30年、50年，如果你这样想，很多事情就很简单了，人也静下来了。

期货是生与死，股票是荣与枯。从初始6000万元的规模，到如今突破百亿元，以期货起家的凯丰，始终将投资放在生与死的法则下来思考。

吴星说：“我们通常只寻找一个极小的价差。这种看似微小的东西，有时会更有交易的价值，也更具确定性。”

凯丰投资 吴星

极精微而致广大



吴星

凯丰投资 董事长、投资决策委员会
主席

- 毕业于江西财经大学、中欧国际工商学院EMBA。
- 19年商品、证券投资经历，曾任中国国际期货农产品部经理、新湖期货深圳营业部总经理、中信期货总经理助理兼产业中心总经理。
- 熟悉各种金融投资工具，善于从宏观政策上把握全球金融市场经济动态，对全球金融格局具有较强的洞察力，对宏观和产业有着独特的视角。

诞生于 20 世纪 90 年代初的中国期货市场，在发展的初期曾经一度乱象横生。因此在很多人的第一印象中，期货就是一个充满了杀戮与豪赌的市场，一将功成万骨枯，成王败寇似乎不由分说。但随着行业的整顿和治理，进入 21 世纪的期货市场，逐渐走向平稳。

正是在期货行业混沌初开的年代，江西财经大学毕业的吴星，误打误撞地进入了这个行业。2001 年 2 月，吴星加入了当时风头最盛的期货公司——马文胜所执掌的深圳中期（后更名为中国中期）。彼时勉强通过面试的吴星，从一位小麦研究员助理做起，一步一步成长为农产品事业部的负责人。2008 年，他被评选为中国期货业第一批“最佳农产品分析师”，开始在业界小有名气。

吴星一直在期货公司工作了十多年。在期货投资生与死的搏杀中，吴星积累了丰富的交易经验和市场认知。2012 年，吴星离开期货公司创办凯丰，但期货交易中残酷的杀伐决断，给吴星的投资生涯打上了深刻的烙印。自始至终，“求真”都被他列为投资中最重要的事。

与求真的追求相吻合的，是吴星朴素而勤奋的性格。在 2018 年的投资者年会上，吴星坦诚地向所有前来参会的投资者反思过去一年的投资决策。泪洒现场的吴星，也在年终时以自罚奖金的方式，向所有人表明自己与公司共进退的决心和担当。

时隔一年，在 2019 年的投资者年会上，凯丰投资的总经理王东洋展示了两张 PPT，一张是凯丰名字的由来，另一张则是吴星的日常作息表。

吴星创业时，与妻子住在深圳福田区凯丰路的凯丰花园。在此居住期间事业与家庭都有重大丰收。凯丰，更兼有“凯旋”和“丰收”之意。在这个朴素的命名方式背后，是吴星对长期的追求。他常常对同事说，做好

投资就要坚定长期从业的信心，30年、50年，如果你这样想，很多事情就很简单了，人也静下来了。

从业20多年的吴星，至今仍然保持着非常规律也非常刻苦的作息。早上6点半起床跑步，送孩子上学后，8点半到公司参加晨会，然后开始早上的盘中交易。常规的午饭时间，则会被吴星用来听路演。下午则继续交易直至收盘，在接下来的时间里，穿插着复盘、机构路演、投研团队的常规交流会，直至晚饭。回到家后，吴星还会抽出一些时间辅导孩子功课，然后在晚上9点开始处理商品的夜盘交易。直至11点45分，这一天的繁忙才画上句号。

从初始6000万元的规模，到如今突破百亿元，凯丰始终将投资放在生与死的法则下来思考。吴星说：“我们通常只寻找一个极小的价差。这种看似微小的东西，有时会更有交易的价值，也更具确定性。”

极精微而致广大

战国末期，楚国辞赋家宋玉在《风赋》里写道：“夫风生于地，起于青苹之末”，意思是风在大地上生成，是从青苹这种水草的末梢开始飘起的。在后世的流传中，这句话被更多的人引申为，世上很多重要的事件，正是从一些不易察觉的细微之处源起。而在当代中国的证券投资行业，这家以期货起家的私募基金，也正是将细微之处作为研究的着眼点，从商品出发逐渐拓展债券和股票领域，并最终形成以宏观策略为核心的投资体系。

“极精微，致广大”，成为凯丰投资最为重要的理念，印在所有人的

名片上。

吴星说，这一核心理念最初直接取自《中庸》里的“致广大而尽精微”，但是在真正的实践中，投资过程中的教训与对人性的深入认知，让这句话逐渐演变成了“极精微，致广大”。吴星说，“天上”的人要了解“地下”太难了，因为“天上”诱惑太多。但只有从地上细小的事情做起，**极尽精微之事，然后再以更宏大的视角进行融合，才能更加接近事物的真相，投资才能实现求真。**

2012年凯丰成立，2013年公开发行第一只产品。最早从农产品和有色金属交易起家的凯丰，在初入私募江湖时也靠着对这些大宗商品的深入认知和丰富经验立稳脚跟，而后逐步稳扎稳打地将研究和投资的能力扩展到商品市场、股票、债券等投资领域。

由于业绩表现良好，凯丰的管理规模快速增长，2013年凯丰的规模还只有4亿元，到2016年就有50多亿元了，2017年更是一举突破百亿元规模。值得注意的是，与其他宏观对冲基金不同，凯丰近年将自己的投资准确定位为宏观策略。

所谓宏观策略，就是在一个宏观的背景下，进行各类资产强弱关系的对比。在吴星看来，对冲的概念，字面的意思就是买一个卖一个。基于对交易的认知，在他看来，宏观策略和宏观对冲的区别主要在于头寸的裸露程度，在国内股票市场更多地表现为买强不卖弱。而产生这个区别的本质是，当他们看好一些特定股票价值时，股指对冲并非有效，而个股对冲在国内现有环境下成本过高。在这个限制下，只能裸露风险。所以，整体的策略被凯丰定位为宏观策略。

但即使策略里有“宏观”两个字，凯丰的研究路径除了自上而下的大

类资产判断外，也包含着鲜明的自下而上的特质。

不放过任何一个研究细节

凯丰非常重视研究的价值和细节的重要性，这是凯丰自 2012 年成立以来一直不断强调的投资逻辑和价值观，也是吴星作为投资经理的个人经验总结。吴星称，“我们内部所有的东西都是以细节为前提，对于研究员来说，细节的完善度决定其是否晋升”。凯丰的宏观研究周报常常是厚厚的 50 页以上，是其他同行 2~3 倍的工作量。

凯丰对期货领域的各个产业都绘制了详细的产业分布图，比如重要的原料产地、中间流通商、下游使用者等。凯丰曾经的旧办公室的墙上，贴满了钢铁、化工等产业分布的地图。每月研究员都会对各个产业链进行实地调研，比如黑色系会研究四大矿场（淡水河谷、力拓、必和必拓、福蒂斯）的供给状况、炼钢企业的订单量、钢贸企业的订单量，以及环保限产等新政策对钢产量的影响等。

令人印象深刻的还有凯丰特有的气象研究小组。众所周知，农产品的供给与天气密不可分，但是专门从 NASA（美国国家航空航天局）找来气象学博士后进行气象研究的机构，在中国的本土私募中可能没有第二家。凯丰对于数据和细节的执着还不止于此，他们还会与国内的遥感研究所进行合作，通过卫星监控某地区的降雨量、农作物的生长情况。从上游的产量、种植面积，到中游的物流、运输，再到下游的养殖、饲料市场，凯丰都会保持密切的监控。此外，农产品涉及多国贸易，传统的主产国如巴西、美国，主要需求方如中国、印度，还有东南亚各个国家，这些国家的

经济、政治、市场情况也都需要有所了解。

期货交易是一个零和甚至负和游戏，而且本身就已经有很大杠杆，凯丰认为，只有从根本上搞清楚市场背后的规律才有可能将交易的盈利变成一种必然。

研究触角深入产业

凯丰的现货涉足焦煤、焦炭、螺纹钢、农产品等期货的交割和远期合约买卖等各项事务。走近现货产业、拓宽现货渠道，让凯丰对产业的上下游更加熟悉。吴星在2013年时曾感慨：“参与交割对我们理解价格的形成机制有很大帮助。当前我们并不刻意要求做大现货贸易，而是希望走进现货产业，更好地去发现细节、研究细节，通过各产业的横向、纵向对比感知经济走向。”

对于吴星来说，期货的本质不是为大家服务，而是为现货商服务。“为什么会让我们这些人参与？为什么期货要标准化？这一切都是为了让这些人来参与，加强行业的流动性，加强产业的流动性，最终把产业的风险分散给更广泛的人群。”在吴星看来，流动性的提供最终只是转移了行业的风险，同时也可能转移行业的利润，所以牛市的时候市场参与者会更多，因为行业利润会转移给投机人。

此外，还有另外一种更深层的情感因素。经历过期货市场起伏，也在产业链上见证了工业体系的完备发展，吴星对于产业和投资还有一种内生的家国情怀。

在吴星看来，只有实业有坚实的发展基础，金融和投资才有前进的可