

探秘明星私募的掘金之道

# 中国顶级私募 访谈录 · 第三辑

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·第三辑

“ 在极大的时间尺度上，  
拥有最强大脑和丰富经验的私募资管，  
在强手如林的外界环境选择下，  
只有一种前进的方向：  
生发最另类、最科技、最极致的策略。  
看10家顶级私募如何新生、丰富和迭代。 ”



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

# 面对风险的力量

——众木成森，向阳生长

世界从来不是正态分布的，2020年尤其如此。

2020年发生了没有人能预测到的极端尾部事件——新冠疫情，也发生了一些灰犀牛事件——中美贸易摩擦升级，信用债点状违约连续不断，权重股极度抱团以至于交易量排名前5%的股票可以占有50%的市场成交量，导致了随后到来的权重大白马崩塌。

其实，每年都有新的事件、新的风险发生，市场永远不能遍历。但是风险以及风险带来的波动和亏损，而不是单调上涨的收益，才会让我们真正成长。再一次面对风险时，我们就会拥有一些新的力量。

2020年，一些标杆的私募机构让我们看到了这种新生力量——众木成森，向阳生长。

## 1. 众木成森

2020年“黑天鹅”不断，但是在流动性宽松的大背景下，私募的规模和业绩前所未有的。主观、量化、股多、CTA，很多策略和资管机构都达到了历史上最大的规模。景林、淡水泉、高毅超过了千亿元，量化中也出现了过千亿元的机构。连个体规模容量较小的CTA策略，也有小几十家达到了几十亿元规模，这是元盛、黑翼这样的最早一批CTA资管，花了七八年才达到的规模量级。

这是中国私募基金历史上突破规模量纲、打开策略丰富度的一年。股多从高频量价指增到1年换手不到1倍的精选持有的主观策略，CTA从简单的长期量价趋势到多因子截面统计套利，债券从利率债到高收益债，不同，而共存，再互相影响，众木成森。每个策略，都有机会做出自己的样子；每个机构，都有机会活出自己的样子；每个投资人，也因此可以有机会清晰地辨识不同的策略和管理人，配置自己的投资森林。

有的让它强大，没有的让它生发，太拥挤的让它衰落，受冷落的让它滋长。

私募资管端策略的新生、丰富、迭代，及资金端对资配的重视，成为面对风险的显性第一力量。

## 2. 向阳生长

在第一辑私募访谈录中，我们曾忐忑地说：中国会有一批私募，不再把规模作为第一要务，会站在投资人的长期利益上，以终为始，去做一些

长久的、慢的、艰难的事，向阳生长。

这两年，一些私募不但在这么做，而且有些，比我们想象的更坚持。

在主观股多策略上，长期持有者如睿璞、汉和，深度精选个股，做赔率，持有很长时间，赚3~5年的企业长期成长的钱。“如果错了，如果亏损了，我们不会去怀疑这种方法，我们只会去看自己哪里做得不够好，怎样才能做得更好。”这两家机构如是说。主流的私募阿尔法策略量化机构，尽管因为持股分散，在抱团顶峰时做不出超额甚至是负超额，但很多机构并没有为了短期业绩，头脑发热到扔掉分散、对冲的胜率做法来押注抱团。短期艰难就艰难了，分散、平衡、对冲，用胜率积少成多才是量化长期该赚的钱。

各种资产、策略都有过阶段性的大回撤，很多基金同样如此。但是做自己该做的事，坚持策略该坚持的，阶段性的亏损并不是终局，只是投资路上无法避免，也不应该避免的经历。亏损会被弥补，净值会创新高。

向阳，是面对风险的隐性最终力量。

### 3. 时间的力量

在极大的时间尺度上，拥有最强大脑和丰富经验的私募资管，在强手如林的外界环境的选择下，只有一种前进的方向——生发最另类、最科技、最极致的策略，众木成森，向阳生长。

为了达成这样的方向，在极小的日常工作中，很多私募资管日拱一卒：调研公司、撰写报告、迭代策略、投资算力、和投资人沟通。在市场

风险浮现的时候，更积极地做同样的事。

我希望我们也是这样。

在 10 年、20 年以及更大的时间尺度上，怀很大的希望：做得很长，做到最好。

在每一天的日常工作中，做很少的事情：选好基金，投好 FOF，写好每一份报告。

今年的编写团队，因为策略的丰富，人员也进一步增加了。特别感谢我们投研、法务和市场团队的曾令华、施丹锋、梅慧娟、樊雨、刘泽龙、宋达、潘甜芝、汤雯、胡小雪、王婷婷、徐雪颖、金琦。你真正感兴趣的就是你整天在想的东西。非常感谢这些同事和耐心的读者们，让我们有信心把我们每天所想的、所聊的东西，年复一年地整理出来，呈现给大家。

好买财富董事长、CEO



# 目录

---

CONTENTS

## 新思哲 韩广斌

论开放思维对投资的重要性 / 1

## 石锋资产 崔红建

用原则来做投资 / 25

## 同犇投资 童驯

从券商到私募，投资从来没有“躺赢” / 55

## 域秀资本 冯刚

把自己看小，投资的世界就大了，在升维的投资经历中  
寻找选股的降维之路 / 85

## 丹羿投资 朱亮

在有鱼的地方钓鱼，用成长对抗周期 / 119

## 申九资产 朱晓亮

拒绝平庸，寻找高成长的引爆点 / 147

## 涵德投资 秦志宇

投资之固，在“德”不在“险” / 183

## 英仕曼 AHL

中国业务发展之路——进取、进步、进化 / 211

## 衍复投资 高亢

做资管更是做研究，备战中国量化黄金期 / 235

## 九坤投资 王琛

稳进者快——用平常心去打破极限 / 261

后记 / 291

新思哲 韩广斌

论开放思维对投资的重要性



## 韩广斌

新思哲投资 董事长

- 1993年起从事证券投资研究，擅长企业、行业基本面分析和宏观策略应用，投资哲学功力深厚。
- 曾获得“新财富”、《中国基金报》“英华奖”、《上海证券报》“金阳光奖”等奖项。
- 旗下新思哲1期私募基金十年期费后年化收益率排名全国第一（数据来源：Wind资讯）。

2009年，韩广斌在深圳创办了新思哲投资。此前17年里，1993年韩广斌开启了自己的投资之路，1996年专职投资。2010年4月，韩广斌以新思哲的身份发行了首只产品，至今十多年来的年化收益在Wind的同类排名中无出其右。

总体来说，韩广斌不拘泥于特定的范式，他强调的是放下执念和对事物固有的偏执，保持通透，维持思维的开放。这也是韩广斌对自己的要求，诚如他自己所说：如果做不到，就要离开这个市场。

谈及过往十年，韩广斌认为自己并不是坚持了很多，而是放弃了很多，他将自己和新思哲托付给文化和价值观，因而才成就了今天的新思哲，当然也包括他自己。

## 十年第一，一个从未想过的结果

### 2010—2014年：蛰伏的四年

根据Wind资讯的数据，过去十年，新思哲为投资人带来了不错的回报，虽然事后看似非常简单，但过程其实是备受煎熬的，在2010—2014年期间，产品净值一直在1元以下。四年不赚钱是新思哲的开端。

那是一个属于新生代的时代，创业板持续上攻，后浪们管理的产品动辄8~10倍的涨幅。当时市场流传着一种说法：“老派基金经理都不行了，廉颇老矣，尚能饭否？”在巨大的争议下，新思哲依然坚守着茅台、招行、格力等这些在市场看来略显保守的标的，产品净值回撤最高时为20%，正如韩广斌自己所描绘的，那时真是“屋漏偏逢连夜雨”。

## 2015 年以后：开启不平凡的新高之路

2015 年是 5100 点的大行情，但从 2000 多点到 5000 点，新思哲也仅与指数走平，并未产生太多的超额收益。市场行情起来的这段时间，韩广斌并未太过兴奋，而是始终保持着一份警惕，在指数快速上冲之时，做出了系统性降仓的决定。因此当 2015 年股灾发生时，新思哲净值回撤比指数小，但回撤也有 26%。

2016 年熔断之后市场风格发生改变，杠杆牛伤害了大部分的配资和定向增发，此后一直是结构性核心资产行情，正好是新思哲的能力圈。

2017 年新思哲取得了不错的收益，但 2018 年市场单边下行，新思哲净值回撤了 20%。当时《上海证券报》对韩广斌进行了一次采访，在市场上几乎无人看多的情形下，韩广斌是少数的乐观派。这是他的一个特点，在市场不好的时候反而会比较兴奋。

时间拉近到 2020 年 3 月，在新冠疫情的冲击下，市场出现恐慌式下跌，新思哲净值也出现了剧烈的波动，曾短时间回撤 13%，整个市场一片悲观，但新思哲的投研团队丝毫未受影响，专注于投研，充分利用了下跌带来的布局机会。

截至 2020 年 12 月 31 日，当年新思哲 1 期费后的收益尽管跑赢了基准指数，但韩广斌对此并不满意，他认为仅仅是赚了行情的钱，本身并没有很高的超额收益。

面对新思哲十年第一的业绩，韩广斌坦诚自己从未想过会有这样的成就。时间倒退到十年前，当时他的想法仅仅是成立一家私募，能够做到

1 000 名以内，在 10 000 家私募中生存下来。

回看过往，韩广斌认为新思哲能够取得今天的成绩并非是能力或者天分高人一等，也不是做对了许多事情，相反，是新思哲选择放弃了很多。正如他自己所感叹：“无论投资还是经营企业，不做什么比做什么更为重要。”

## 把自己托付给正确的方法

新思哲非常推崇正确思维模式的运用，认为思维模式才是生产力，是超额收益的来源。正确方法蕴含巨大的力量，要勇于将自己托付给这些方法，知行合一，很多的“滑铁卢”正是因为没有坚持这些正确的方法。新思哲的投资框架中第一条是“不确定的未来”。明天的太阳不一定会升起来，任何事情都可能发生，科学只能证伪，不能证实。唯一不变的就是变化本身，一切都是不完美的。“不一定”是新思哲一以贯之的态度，比如被问及明年业绩会如何，答案会是“不一定”。

**解放思想，保持思维的开放性。**韩广斌认为保持思维的开放性，无疑会获得巨大的竞争优势。然而，保持思维的开放性并不容易，思维的惯性和习惯比想象的强大得多。如果做不到，就要离开这个市场。

“似是而非”“幸存者偏差”是韩广斌经常提及的语汇，他认为市场上充斥着太多的谬误，比如“三年业绩好就是好私募”“拿着不卖就是对的”“高增长就是好”等。归因错误比无知更加可怕，韩广斌试图让自己避免这些谬误，防止陷入巨大的困境。他强调有的时候不给出结论会比去错误地归因更好，比如面对现在核心资产的趋势性行情，他的观点是：不给出结

论，先不做判断。

**解释没有意义，预言才有价值。**不少投资者会讨论诸如“前两年我看好某某股票”，韩广斌认为事后去解释一个涨了几倍的股票，往往会把自己逼入错误归因的绝境。因为解释既成事实的东西很容易，且会认为理所当然，但人在最初的情境下，很难做出正确的判断。真正有意义的是在最初的情境下看好什么股票，看好什么策略，然后几年以后再来验证。**破除心魔，不要有沉没成本。**无数次“卖飞”某个个股，然后再以一个更高的价格买回来，韩广斌对于这个投资动作表现得非常淡然。沉没成本，本质上是不纠结，韩广斌认为“卖飞了”无所谓，如觉得好，再买回来。这个现象的反面是，很多人股票亏了就不愿意卖，还有一些情况是，“卖飞了”，就不关注了。很多人为了不受到股市扰动，为了不把股票卖掉，就连账户密码都忘记了，这个就是有心魔，或者害怕心魔，做投资就是消除心魔的过程。韩广斌认为消除心魔的办法就是争取让自己理智一些，不要生活在幻象中，要学会面对现实。

尊重世界的复杂，放下对事物的成见，拥抱变化，摒除心魔，是韩广斌对待世界的态度，对投资也是如此。新思哲为了专注于投资本源，给自己开出了“不为清单”，包括不做销售、不做渠道、不做费前、不做题材股、不做消息股、不做不透明的事、不做不规范的事。

回看十年，不只是坚持了很多，更重要的是拒绝了很多，抗拒诱惑，不被他人带节奏，也不带他人节奏。“不为清单”是新思哲的立身之本，是新思哲世界观的外延。

## 新思哲赚两类钱

新思哲的收益来自对市场的理解和商业本质的洞察。市场方面，新思哲只做大的择时，比如指数冲上 4000 点时，新思哲会很小心——历史上仅两次，即 2015 年和 2016 年熔断。新思哲目前的状态是“想法比钱多”，韩广斌认为市场没有大的系统性风险，如果“钱比想法多”时，就会回避。此外，新思哲赚“深度研究”的钱。两者叠加构成了新思哲收益的来源。

## 看清一个企业的灵魂

在韩广斌看来，好公司需要满足几个条件，第一，行业和公司都不错；第二，公司能挣大钱；第三，员工也能挣大钱，收入显著高于行业水平；第四，公司愿意分钱给股东。按照这几个标准，很多公司都会被“淘汰”，剩下的好公司也就非常清晰了，而这些条件是否具备，都与公司管理层紧密相关。

新思哲非常注重管理学。在新思哲，如果不把所投资公司的管理层研究清楚，是不允许发言的。比如，研究华为，就必须研究任正非；研究福耀玻璃，就必须研究曹德旺；研究格力，就必须研究董明珠。了解上市公司管理层可以从多个方面入手，除了查询公开披露的信息，还可以参加股东大会、业绩推介会，提一些尖锐的问题，看会得到什么样的回复。新思哲非常注重参加股东大会，因为核心管理层一般都会出席。

## 追求内生增长

不追求规模，追求内生增长。新思哲不主动营销，目前的规模是自然发展的结果。韩广斌喜欢投钱给别人，对于别人给他投资会比较谨慎。韩广斌认为帮人投资本身压力很大、不确定性很高，空调可以6年保修，但基金产品无法保证“6年包赚”，因为投资充满不确定性。

2019—2020年，市场上的“幺蛾子”特别多，美股两个月之内的跌幅创了历史纪录，之后两个月的涨幅又创了历史纪录，这在美国一百多年的市场上是没有经历过的，这是一个非常态的市场。出于对市场的敬畏，新思哲一定会和投资人说：第一，历史业绩不代表未来；第二，新思哲会专注做好投研，把投资人当作合伙人，市场好的时候一起分享，市场不好的时候也能互相理解。

## 做投资一定要开心

韩广斌非常欣赏巴菲特“跳着踢踏舞去上班”的态度，“投资要坚持”“守股比守寡还难”，这不是巴菲特的本意，不开心做投资肯定是不对的。韩广斌努力打造开心投资的氛围：在新思哲，大家既是老板也是员工，谁都不可以摆架子，一切按照定好的规矩执行（新思哲的21条军规）。

新思哲是透明的，公司财务透明，每一分钱的进出大家都了解。

不同意见充分交流，不允许沉默的不同意，不能“马后炮”。

新思哲在发展过程中希望做好以下几件事情：第一，照顾好投资人的长期利益；第二，做好长期经营储备（足够现金流）；第三，员工的福利问题；第四，社会责任，新思哲只做一类善事，那就是支教扶贫。



新思哲投资团队成员

- 深圳市新思哲投资管理有限公司成立于 2009 年，是中国早期阳光私募基金管理人之一。
- 新思哲是一家投研驱动、具有全球视野并注重卓越企业基本面研究的私募基金，旗下汇聚了韩广斌、罗洁、范力文等长期业绩优秀的基金经理。
- 多年来经受了市场的检验，曾多次荣获《中国基金报》“英华奖”、《上海证券报》“金阳光奖”、私募排排网“常青树奖”等奖项，旗下新思哲 1 期私募基金十年期费后年化收益率排名全国前列（数据来源：Wind 资讯）。