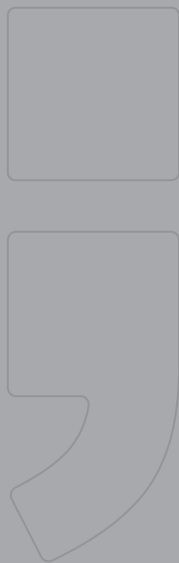


风和投资随笔 1



胡 猛 著

风和投资随笔
1

胡猛
著

風
和

胡猛

风和基金管理公司创始人、首席投资官。风和基金管理公司于2009创立于新加坡，其旗下的风和亚洲基金被评选为亚洲（除日本）最佳对冲基金、亚洲最佳多空对冲基金、新加坡最佳对冲基金，以及2018年fund of the year。

序言

自幼喜思考好动笔,可是对出版一直抱谨慎态度,因为担心我的思考经不起时间的考验,特别是关于投资的思考。

最近突然领悟,错误的思考更值得回味,更是自己成长的纪念。于是把过去六年的一些投资随笔整理了一下,供朋友们、伙伴们指正与参考。

整理过程中叶涛、家远、Ada还有许多朋友均付出了大量心血。在此表示感谢。我在审稿过程中发现许多当时的思考在今天看并不准确,但是我均保留。没有错误的投资者是不存在的,过去10年我的决策40%都是错误的,但不影响风和亚洲基金的杰出。只能说明我们优异的风险管理能力——这么多错误都没有把我们打垮。

我的笔不会停。我的人生就是活到老写到老。如果读者们喜欢,我会每三年出版一本。思考和传播思考是我最大的爱好。

谢谢大家接受我的传播。

胡猛

2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021 ; 2022 2023

胡言猛语



- 22 如履薄冰! 如履薄冰!
- 28 投资首要之务是了解自己。
- 28 企业家的成功常常是基于小概率事件, 但投资家的成功一定是基于大概率事件。
- 28 没有所谓的好年代与坏年代, 投资回报只取决于风险控制、勤奋与耐心。
- 34 判断是否可抄底, 除了要抬头看看企业, 还要回头看看历史。
- 37 不再找风口, 必须寻找鹰, 而且是能独霸一片天空的鹰。
- 37 昨天的价格不重要, 明天的品质才是关键。
- 40 不用再去猜测市场, 没有底、没有顶也没有势, 没有风口与风向; 有的只是企业的创新力与竞争力的区别。
- 50 组合更关键: 横向的结构和纵向的时机。
- 50 我喜欢用盲人摸象来形容投资, 人类在明天面前只是盲人而已。
- 50 任何单一品种的失败都不可以撼动风和组合的杰出。
- 56 风和哲学: 逆短期基本面之势, 顺长期基本面之势。
- 56 所以我们喜欢华尔街, 他们总会因为一两个季度没有达到贪婪的分析师们的预期就低价抛售一些极有远景的企业。

- 59 每个地雷都会炸出一个坑，关键是你在地雷爆炸之前投资还是之后投资、投资什么。
- 64 要观测，要推测，不要预测。
- 64 主导人类进程的关键事件都是人类自认为的小概率事件。
- 64 认识到了自己的确定性认知的不确定性，认识到了人自身在未来面前的局限和渺小，这一认识促使自己从一个股票投资者到组合经理的转变。
- 67 敢于逆势投资，但不要为追求逆势投资而逆势投资，我们只追求确定性。
- 70 中国的希望是什么？是人。
- 70 成功的投资者是寄生在优秀企业身上的寄生虫。
- 77 没有梦想，能力是没意义的；没有梦想，你永远不知道自己能力的边界。
- 80 创立风和亚洲之初，我就把回撤管理作为首要目标。
- 84 真正风险是总头寸而不是净头寸。
- 91 伟大的投资者还是纠结的风险管理者？我想我会选择后者。
- 91 我的投资理念是：只要把风险管理好了，回报自然就来了。
- 94 我对自己一生业绩记录的要求是跨越牛熊、稳健上升。



- 97 严格的权重管理和低相关、高分散的组合配置是风和的立命之本。
- 100 只要你深入企业分析，就是投资；只要你猜市场方向，就是赌博。
- 106 我愿意做空曾经伟大的企业。
- 106 我的投资哲学永远是且行且观察，不是“用人不疑”，而是投资加怀疑。
- 111 做空风口的猪，将会是未来数年我们在中国一个长期的投资主题。
- 114 焦虑背后是什么？是对周期的抗拒。
- 114 当我们以成长的角度看待未来，总是处于焦虑之中；当我们以周期的角度来看待未来，突然觉得世界海阔天空。
- 120 输出教育，才是一个民族优秀的标志。
- 122 总有人问我明年的策略，我的回答永远是我没有策略，我们不知道风口，但是我们有翅膀。
- 122 我有一个分析员，她的主要工作就是分析我们自己。
- 126 非理性的市场会送给你完美的价格。
- 141 我们出生于一个命运坎坷的国度、成长于一个大悲大喜的年代。
- 154 价值就是企业的现金+可变现的资产+创造未来现金

的能力（硬核ROE）。

- 161 投资也会常常面对小概率事件，但持之以恒，时间就是你的朋友；赌博偶尔可以求富贵，但时间不是你的朋友。
- 161 在赌场，你输钱不在于你押大还是押小，而在于“押”；不在于你对大小的错误判断，而在于判断。
- 165 只要哪里有疯狂的party，哪里就有泡沫，哪里就有做空的机会，因为party都会散场。
- 175 50%的概率在投资里就是不靠谱。
- 175 优秀的投资都是在寡欲的心理状态下做出来的。
- 192 今天的中国股市，没有中美关系问题，只有估值问题。
- 198 持续地研究自己、解剖自己，赚得清醒、亏得明白。
- 203 风险永远有两方面：公司的品质和公司的估值。
- 206 我并不是传统意义上的投资者，而是一个风险管理者。
- 206 严格地止损、不断地怀疑自己、怀疑企业、怀疑市场。
- 214 美国经济领先全球126年，不是靠哪一个总统，而是靠一套基于理想和理性建立起来的政治经济体系。
- 216 错失股票不是错，买错股票才是错。
- 216 风和亚洲的组合有三低：低杠杆、低相关、低集中度。



- 219 不确定性是常态。
- 219 系统性风险不是指系统的风险，而是风险的系统性。
- 222 确定性是投资的唯一标准，而不是潜在回报的大小。
- 226 不预测市场，这是我过去八年管理对冲基金的重要心得，也是指导未来组合管理的重要原则。
- 240 我过去三十年的投资生涯，在前二十年也是猎人，最近十年才慢慢进化为农民。
- 243 做事情从来不是以个人能力为半径，而是以团队能力为半径。
- 247 一样的信息，凭借不一样的思考，是可以取得阿尔法的。
- 251 聪明就是对事物的某一面能有非常深入的理解，而且可以条理清晰地抽丝剥茧般展现这一面。而智慧则是对事物的不同面都能有同样“聪明”的理解，而且能够把这些看似矛盾的理解在内心融会而取得平衡。
- 258 纯粹是一种很稀缺、很迷人的性格。
- 262 如果我们不知道自己为什么成功，这种成功就是不能持续的。
- 268 要从整个森林选100片不同的叶子，看完之后才能下结论是秋天还是春天。
- 268 优秀的基金经理跌倒都是因为骄傲。

- 268 加强纪律性, 投资无不胜。
- 277 疯狂的市场总是送给我们完美的做多和做空的机会。
- 285 在狂风暴雨中不要靠预测天气而生存, 而要靠加固房子而生存。
- 288 去人欲, 存天理

胡言
猛语

目录

序言	4
----	---

胡言猛语	7
------	---

2015 21

做一个善良的投资者	22
-----------	----

我为什么这么认真地做投资？	24
---------------	----

踩烂理论	26
------	----

风险、时间、勤奋与投资回报	28
---------------	----

2016 33

关于抄底	34
------	----

关于抄底(续)	37
---------	----

悲观乎？乐观乎？黄金年代也！	40
----------------	----

缺陷投资	44
------	----

创意回报(Return on Ideas)·鹰	48
-------------------------	----

投资组合与重仓越南	50
-----------	----

为什么是台湾?	53
三星,一个经典的逆势投资案例	56
11月与川普	59

2017 63

谦卑前行	64
逆势投资与京东	67
中国的希望	70
重回A股市场	74
关于乐视与贾跃亭	77
回撤与相关性、权重管理、做空	80
Pair Trade与做空	84
伪“漂亮50”?	88
投资者还是风险管理者?	91
跨境投资全球配置	94
六六疑问再回答	97
关于港交所的对话	100

2018 105

我们为什么做空网易?	106
寻找“猪”	111
成长的焦虑	114
越南新印象	117
精益求精,如履薄冰	120
Think Small	122
见山还是山	126

2019 131

彷徨的2019	132
贸易战“停火”,利好?	134
牛市?	136
关于荣誉	139
毛不易时代	141
中美贸易战	145
网易	147

耐心	154
确定与不确定	157
投资或赌博?	161
我们为什么做空“跟谁学”	165
再谈“跟谁学”	169
周期性做空还是结构性做空?	172
做空与对冲	175
多中与空大	178
集中还是分散	181
对冲	184
回撤管理	187
股价与经济脱钩?	189
中美关系?	192
份额、利润率和管理团队	194
做空, 按结构性和周期性来思考是一个比较清晰的角度	196



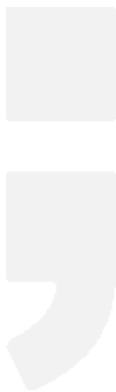
风和亚洲的一天	198
新常态?	201
主流品种与拥挤品种	203
投资界的单身主义者	206
再谈做空	211
美国总统与股市	214
让投资哲学闪光	216
关于马云在外滩金融峰会的发言	219
投资研究门槛	222
不预测市场	226

2021

印钞的错误?	232
进退自如	235
宏观与投资	238
轮动	240
无知有为	243
真正的对冲基金(1)——低相关性	247

231

真正的对冲基金(2)——对冲和做空	251
To my team	256
同事Patrick	258
风和的不足	262
疫情走向的推测	266
一个优秀的基金怎么跌倒?	268
市场的有效与无效	275
守株待兔	277
外资的惯性思维	280
头寸配置	283
自下而上	285
培育人才	288



2015

做一个善良的投资者



如履薄冰！如履薄冰！

不常回中国，因为中国市场太疯狂、噪音太多。

每个人都知道这是泡沫，每个人都知道在博傻，所以每个人都认为有傻子会以更高价买下他们手中有泡沫的股票，所以每个人都准备把一个可能破灭的泡沫卖给“傻子”，让他们破产去。

首先假定他们真是聪明人，假定买他们股票的都是傻子，但问：这同卖假药、卖地沟油有区别否？

投资是接力游戏，如果你是希望卖在最高点、卖在泡沫破灭前夕，那你就是希望买你股票的人会亏钱、会破产。

亲爱的投资同行们，你为什么不可以少赚20%，为什么不可以让买你股票的人赚一点？如果他们因贪婪而不卖出，那是咎由自取，但你连20%的机会都不给下一棒，而自己梦想赚100%、200%？

我轻轻地提醒您，您博下一棒傻时，可能您就是最后那傻傻的一棒。

我们风和是否也在博傻？我的风和的小伙伴们是否也那么贪婪？风和旗下的亚洲对冲基金4月份赚了25%、5月份赚了7%，这样的回报让我内心惴惴不安。昨天和今天，我像祥林嫂一样提醒同事们：如履薄冰！如履薄冰！并把我们的内部交流群的名称也改为了“如履薄冰”。

亲爱的同行们、同事们，请做一个善良的投资者。

我为什么这么认真地做投资？

我最近对投资的思考近乎疯狂，早上想、晚上想。每天最享受的就是和同事们讨论投资，一周工作80个小时，却甘之如饴，仿佛回到十五年前和同事们日日讨论投资的生活状况。如果十五年前投资还是为了很多物质的欲望，十五年以来，经历生活的洗涤，物质的欲望已经所剩不多了。那天蔡奎酒后问我，还有什么欲望，我竟一下回答不上来。最近有些小资的安排，但一旦与工作的日程相冲突，就会毫无痛苦地被我取消。原来计划12月去好望角参加一个南非同学的婚礼，多么浪漫的旅程，但我忍住了，我要专注投资。

我有时反省：我为啥这么拼啊？今天重温了Howard Marks《投资最重要的事》*，读到前几次漏掉的序言最后一句话时，我恍然大悟——“如果没有这些合伙人以及橡树资本管理公司同僚所取得的成就，那么我在这里分享的理念将不会引起人们的重视”，简言之，如果风 and 不能取得令人瞩目的投资成就，我的投资理念就无法向世人传播。

过去二十五年来，我经历了太多太多投资的风风雨雨，我又是一个特别爱学习、爱琢磨、爱反省的人，善于提炼，效率又高，所以总结了很多投资的理念；这几年在

*《投资最重要的事》霍华德·马克斯 2013
The Most Important Thing Illuminated: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor, Howard Marks

同事们的帮助下，这些理念慢慢地形成了体系，与我的人生观、世界观、宗教观一脉相承，因而很有传播的欲望。但投资是一个入门很容易的学问，每个做过几年投资的人都可称“投资家”，虽然从逻辑性、系统性、实践性、历史性（这四性是我总结的一个理论形成的必要前提）来看，我自以为我的投资理念可以逐渐理论化，但没有风和投资实践的成就，并不足以让世人以及众多的“投资家”们重视，不足以自成一家。

我凡事都有自己的一套，连读《圣经》也读出了与多数教会不一致的理解，于是想去做牧师传递我的理解，但有朋友劝诫我，如果我做牧师，我领导的教会会被世俗化的教会排斥的。我对教育也有自己的理论，但在我儿子成材之前，不值得传播……而投资理论不同于宗教理论、教育理论，很容易被实践检验，所以我的投资理论最有希望成为我众多“理论”中少数可以超越语言、跨越时间的理论。

如果说有欲望，这就是我毕生的欲望：做好投资实践，传播投资思想。

踩烂理论

终于，市场开始全面地悲观起来，连我那永远紧跟中央政府的母校（人民大学）也提出了悲观的预测。那么，我们是否应该逆势减少空头头寸？按照风和“天下没有不散的宴席”的做空理论，现在在中国似乎很难找到狂欢的宴席了，各个行业都处在狂欢后的一片狼藉之中。具体到我们的空头品种，比如潍柴动力（2338.hk），股价自4月以来已经下跌50%，市盈率已经是单位数，是否已经到了平仓的时机？

除了“宴席”理论，我们风和还有第二套做空的理论“踩烂理论”，是非常适合目前的情况的，即有些已经变烂的企业，还会变得更烂。从股价看，虽然已经下跌了一浪，但通常跌的只是估值，市场中的先知先觉者已经预见到它的基本面将会变差而提前卖出，导致股价下泄、估值下行，然后部分基于过去盈利或股价的锚定偏见的投资者会因为估值而去抄底，或者空头平仓，这都让股价形成反弹。客观讲，此时的盈利恶化是大概率事件，估值虽然暂时很低，但一个个季度的数据会证明盈利在下行，让它的股价下跌但估值上升，这就是风和的“踩烂”投资。做踩烂投资需要的是对基本面渐渐恶化的确定，以及对做空数学的理解，因为过去高不可及的股价头部，容易让做空者望而生畏。

所以部分做空的头寸我们会继续保留，除非基本面

确实有好转迹象，否则绝不因静态估值的便宜而平仓。只要销售和利润率还有大幅下跌的空间，利润就可以一跌再跌直至亏损。

但是市场的下跌却让部分多头的估值愈发吸引人，何时何价加头寸是我们最近要思考的。所以这轮下跌后我们计划做一点逆势操作，平仓部分盈利没有下跌空间的空头头寸，同时增加一些盈利可以逆势成长的多头头寸。展望2015年12月和2016年，我们相信部分在经济寒冬中业绩仍然逆势成长的企业会有上佳表现。

风险、时间、勤奋与投资回报



投资首要之务是了解自己。

企业家的成功常常是基于小概率事件，但
投资家的成功一定是基于大概率事件。

没有所谓的好年代与坏年代，投资回报
只取决于风险控制、勤奋与耐心。

2015年即将结束，不论是今年还是过去三年，在Morgan Stanley全球的基金客户中，我们的回报都在全球前5%之列，而且最大回撤控制在6.5%以内。我们很满意自己的投资表现，但我们更满意的是业绩背后我们的风险管理。以今年为例，令我们杰出的除了我们清晰的投资框架和明确的选股思路外，就是4月和5月不顾市场的噪音坚定地降低了净头寸，体现了我们风险管理的纪律性和执行力。当然，我们也非常自豪于对联发科、胜科海事、永利赌场等股票的成功做空。

我们对过去三年的每一笔交易都进行了分析，由于我们内部的辩论文化，我们总是反复地挑战自己，导致我们过早地结束了一些事后证明可以继续表现的头寸，但更多的是这种挑战让我们回避了一个又一个投资陷阱。正是这种高度严格的风险标准和自我约束的风险管理方式，让我们过去三年的最大回撤控制在6.5%以内、多数回撤在2%以内。这种反复挑战的投资方式是辛苦的，但我们很享受。

回顾过去二十五年的投资生涯，和同行比我并不是最成功的，但可能是职业生命最长寿的。根本原因是我是一个对风险极其敏感的投资者，我厌恶赌博。海底捞的张勇劝诫我“富贵险中求”，但我不认同。企业家的成功常常是基于小概率事件，但投资家的成功一定是基于大概率事件。在我的投资哲学中，风险与回报不成正比，当然也不成反比。只要将风险降低到一定程度，你的回报是随着时间而加速成长的，这是一条四维的曲线，而非简单的风险与回报的二维曲线，另外两维就是时间和勤奋度。

我举个例，有投资者曾经以100%的资产买腾讯或苹果而取得10倍的回报，在大众看来是很成功的例子，但我不以为然，我认为这是一个小概率事件，是一个偶然事件，不是一种专业的投资方式。而我更倾向于循环地寻找20~40个品种，投资以后密切观察，风险提高立刻退出，每个品种获得50%~100%的回报以达成这样的投资目标。当然，后一种方式需要付出更多的时间做更多的

研究工作,但我认为这是更适合我们团队的投资方式。

投资世界没有最好的投资哲学,只有最适合自己的投资哲学。我经常告诉我们的团队,投资首要之务是了解自己:了解自己的思维模式,了解自己的性格,了解自己的知识边界,了解自己的资本来源,了解自己所处的经济环境。这样才能发展出适合自己的投资哲学。巴菲特的方法不适合我们,索罗斯的方法不适合我们,彼得·林奇的方法也不适合我们,只有风和团队在我过去二十年思考的基础上发展出来的周期投资哲学和5M投资框架最适合风和亚洲基金。

展望明年,我们一如继往地对市场走势没观点。但我们清晰地看见了亚洲的医疗资源与人口数量不匹配的机会,也看到了香港的零售将一泻千里的机会,还看到了越南重复中国过去十年高速成长的机会,更看到了中国政府对产能过剩的无助和无奈。对一个对冲基金经理而言,没有所谓的好年代与坏年代,投资回报只取决于风险控制、勤奋与耐心。

2016

关于抄底



判断是否可抄底，除了要抬头看看企业，还要回头看看历史。

微信对投资市场的一个重大改变就是让Mr. Market的功力不断升级，借助朋友圈和各种各样的群，让其影响力自我加强、绵绵不断。深陷其中者的资产不断地在缩水，但对于Mr. Market能够冷眼旁观者而言，则是又多了一件投资利器。

最近微信里出现最频繁的字眼可能就是“抄底”，各路专业人士从各种专业的角度都得出了抄底的结论。但如果你从手机里把头给拔出来，四处走走，与各行各业的大小企业家们聊聊，和他们谈谈抄底，可能得到的多数是诧异的目光。利润率压力越来越大，银行贷款越来越困难，好的员工越来越不好找，竞争越来越激烈，日子越来越难过……就底了？

判断是否可抄底，除了要抬头看看企业，还要回头看看历史。

这一次的经济危机是如何形成的？我从风和的做空理论里总结出观察经济危机的理论。风和有两个做空理论。其中之一是“大party”（“宴席理论”，暗合“天下没有不散的宴席”）。过去三十年，世界经济开了一个大party：十三亿人口的中国开始了人类史无前例的大规模工业化。这个三十年的工业化进程把所有相关行业的产能都撑到了历史的新高。渐渐地，中国的工业化到了尾声，铁矿石、航运等应声而落，慢慢地扩散到了全球各个依赖中国工业化的行业和国家。这个撑大的肚子估计只有等到遥遥无期的印度全面工业化才能再一次被填饱了。如果全球经济面临的是对过去三十年成长的调整，现在抄底恐怕为时过早。微信里有很多人在讨论1998、2008，窃以为这些经验于本次经济危机可能没有参考价值。

通常有两种争辩的声音：

第一，股市常常是与宏观经济背离的，只要流动性充沛，虽然盈利节节败退，但市盈率的上升是可以推动股价节节攀升的。但要记住几点：1) 市盈率的攀升不同于盈利的成长，是不具备可持续性的，是有天花板的，因此常常是一次性的脉冲行情。2) 这种脉冲行情的时机具有偶然性，是无法先知先觉的，而且一旦错过，追高必套。3) 而且这种脉冲行情是基于不远的将来盈利的前景会重拾升势，现在能有这样的能见度吗？4) 这种脉冲是否去年已发生，今年还会有否？去年的脉冲行情可能是Mr. Market给大家一次熊市前最后的逃跑机会，不

知道大家珍惜否？流动性引起的危机猛烈但快速，其实还好对付，企业盈利引起的危机则漫长而难熬。当然，这一次香港特殊，双重打击，猛烈又漫长。

第二，中央政府会有各种政策挽救经济、挽救股市。这都基于一个假设：人定胜天！只要有合适的政策，经济就会变好。如果真是这样，这个世界还会有经济危机吗？未来可能会有经济理论能让集权政府绕开经济危机，但至少现在没看到。当然，对于纯粹的市场经济来说，经济危机是必须的也是必然的。

我常说，我不预测市场，只谈投资哲学。我不会去抄底，也不会因为自上而下的观点而去做空。多空的平衡和市场的平衡是风和面对这种不确定的最佳策略。

关于抄底(续)



不再找风口, 必须寻找鹰, 而且是能独霸一片天空的鹰。

昨天的价格不重要, 明天的品质才是关键。

对于想抄底的投资者, 还有几个建议:

1. 忘掉昨天的价格

中国股市是K线图的天下, 我1990年刚入市时就在香港人的指导下手绘K线图, 花了十年的时间直到最近才摆脱对K线图依赖, 这个过程如同清洗少年时代被洗过的头脑而重塑价值观一样的艰难。K线图首先让你牢牢记住了过去的价格, 但一个企业过去的股票价格与企业的未来有几毛钱的关系呢? 你只需知道今天的价格和未来可能的价格。过去的价格在今时今日只是不断地提醒你“抄底了、抄底了”。是! 如果看到了前年的价格就会觉得现在的价格好便宜, 但如果看看明年的盈利, 看看负

债，你会发现好贵好贵。所以学做理性投资人的第一要务是扔掉K线图、忘掉昨日的价格，永远假设你面对的是一个IPO的企业，今天开盘你应该如何定价、如何推测未来的盈利和未来的估值。当然，如果你对自己的投资信念已经坚如磐石，可以参考过去的价格然后巧妙地反向利用。

2. 忘掉过去二十年在市场积累的投资经验

中国的工业化进程已经来到尾声，很多消费品的升级故事也已经来到尾声。过去二十年里，由于短缺，一个企业家只要选对行业、做事勉勉强强60分，都能成功。头二十年做房地产可能80%的人都是赚到了钱的。所以聪明的中国人总结出“风口与猪”的理论，这是对过去二十年中国投资经验的完美总结。中国过去的投资是靠找风口、寻找供给短缺或需求爆发的行业，这形成了一个恶性的投机文化——只要找到风口就行，股价下跌就买进，猪或鹰不重要。但这个经验可能推广不到未来二十年。

中国的企业家精神、对财富的饥渴以及货币的大量发行，导致每当出现风口，猪很快会把风口堵死。从早年的电解铝到煤矿到太阳能到LED到今天的O2O，只要机会出现，投资就蜂拥而上。今天中国有什么短缺吗？风和亚洲团队的一个伙伴回答我：“品质短缺”，“创新短缺”。当品质短缺、创新短缺的年代来临，投资绝不能依赖过去的风口或经验，必须仔细研究研究这头“猪”会不

会飞。我们要寻找凭品质和创新赢得市场份额、提高进入壁垒的企业。再便宜的猪都不能要了（所谓便宜只是相对于昨天而言），必须寻找鹰，而且是能独霸一片天空的鹰。但今天市场上有多少鹰呢？

3.品质和创新拯救未来

中国宏观经济由于过去二十年的过度投资，导致产能过剩。目前靠简单地鼓励消费已经很难医治不均衡的痼疾。企业如何胜出？投资如何胜出？产品的精益求精，管理的精益求精。我们的投资不再找风口，而是寻找鹰：高品质的产品和企业。日本经历了与中国类似的过程，日本之所以没崩溃，日本经济还能保持世界第三，日本人民还能幸福生活，全仗提高产品品质和创新。德国能在风雨飘摇的欧洲一枝独秀，也全凭优异的产品品质和创新。一战前，德国产品的口碑与今天的中国产品相似，当时的优质产品是made in UK，而今天，劳斯莱斯和宾利都是德国人的企业了。投资高品质的产品和有创新精神的企业，是未来投资中国的康庄大道。

简言之，多数股票看昨天好像是便宜，但看未来还是很贵。而且，明天的经济环境与投资理念与昨天已经不同，有多少企业能适应明天的经济环境并符合明天的投资理念呢？如果都没有这样一个企业群，哪有什么底可抄呢？

寻找鹰！而不是去抄底。昨天的价格不重要，明天的品质才是关键。

悲观乎?乐观乎?黄金年代也!



不用再去猜测市场,没有底、没有顶也没有势,没有风口与风向;有的只是企业的创新力与竞争力的区别。

从去年6月开始,我们的团队就在积极部署空头头寸,主要是在新加坡、台湾、香港、韩国等地区,因为我们看到了这些地区经济的波动远胜于源头中国,也看到了中国过剩产能的溢出对这些地区相关企业的致命影响。比如新加坡的胜科海事因中国企业的竞争而失去大量的订单,比如台湾的中钢因为大陆钢材的低价倾销而面临亏损。但上个月,我们的COO给了我8个来自华尔街的问题,我才惊觉资本市场对中国已经相当悲观。我误以为我是悲观者,但看看华尔街的悲观,才发现我是乐观者,因为我们在A股还有10%的头寸,在海外中概股还保持净多头。我突然理解了为什么上个月Bloomberg采访我时盯住我的空头头寸不放,因为外面的世界目前流行看空中国。相比国内许多急于抄底的投资者,我是悲观的;但相对于华尔街,我是乐观的。

我最近在中国走了一个多月，从一线到二线、三线、四线城市乃至农村，与市长、行长、企业家、农民们切碰切磋，有两个观察：

1.十四亿消费者的觉醒

应该说从三十年前大量时尚青年被以流氓罪法办开始，中国的消费者已经渐渐觉醒了，但那只是开始。所以过去十年我在研究中国的消费品企业时常常假设一个提炼的三亿人口市场——一个仅次于美国的市场。确实，从过去的很多消费数据看，中国市场的规模都是次于美国的。但我们现在是不是可以开始逐渐按十四亿人口来考虑中国的消费市场？我来给大家讲讲中国金字塔最底层的农村消费者。

在四川一个偏远的农村，我的一个80岁高龄的表姐夫告诉我，在他有记忆的这七十几年里，农村从来没有这么好过。农民都看得起病，家家户户都吃得起饭，偶尔有真的很穷的，政府也都会给钱。我问一些没出去打工的年轻人的收入状况，少的三四万，多的二三十万，而且他们吃住几乎都没有成本。蜀道难世人皆知，但现在乡村公路几乎通到了每一户的家门口。

最让我诧异的是现在的二十出头的农村青年，从衣着谈吐已经看不出和城市青年的差别，不像过去农民是一眼可以看出来的。一是互联网让四川农村青年和上海青年了解的世界一样了。二是淘宝及顺丰让四川农村青年和上海青年买的东西一样了。我去看了看一些连锁商店，

四川偏远县城里的海澜之家、特步以及波司登店里的商品品类并不比上海周边地区同品牌商店里的品类少。这些四川农村青年有了与上海青年一样的消费渴望及相当的消费能力。

转头看看我们准备做多的中国企业的财务模型，我们发现一旦把消费者基数定为十四亿，许多企业还有很大上升空间。而且今天中国的创新和创意已经带来了美国式的回报。二十年前我们不理解为什么美国演员的片酬如此之高，今天我们看看中国的票房和飞涨的演员片酬就理解了；也理解了《我是歌手》以及《中国好声音》的高昂制作费——因为有14亿消费者啊！为什么中国的BAT率先成为了能与美国同行市值齐肩的中国企业？因为中国的互联网企业渗透消费者最彻底，是最早享受十四亿人蛋糕的企业。

2.中国的投资需求仍然旺盛

媒体上铺天盖地的供给侧改革给了华尔街一个误解：中国已经没有再做大规模基础设施投资的能力和计划了。但一系列的访谈告诉我，中国政府是供给、需求两手抓，今年的投资没有减速而是在加速。棚户改造今年就要开工5亿平米，投资1.5万亿；高铁未来五年的投资由3.5万亿加码到5万亿；德阳，一个四线城市，未来五年要花3000亿建设立体的交通设施；我的家乡，一个五线小城，正在修长江大桥，准备在长江北岸建设新城以安置其它灾区和库区的移民。澳门，中国政府给了85平方公里的

海域以填海造地，让澳门面积涨两倍。华尔街担心反腐导致政府效率低下。一个市长回答我：过去并没有因为腐败，效率就那么夸张的高；今天也没有因为反腐，效率就那么夸张的低。今天的效率是低一点，但差别不是那么大，只是各种工程中标的企业中民营企业减少了。

虽然中国的宏观没有华尔街的投资者们想象的那么差，但是产能过剩还没解决，银行的坏账还在上升，很多企业的盈利还有大幅下调的空间。所以也不值得投资者那么乐观，国内投资者盼望的牛市依然如昨日东流水。

但这正是优秀投资者的黄金年代。在一个单边市场里，优秀的投资者很难杰出。胜利常常属于勇敢者，你的业绩总是让散户们不屑一顾，你的经验与风险控制总是让后辈们嗤之以鼻。而今天，如果你擅长研究企业，你永远会有无数做多和做空的机会：做空更加确定，做多更加物有所值。但如果你不深入企业，而只是在中寻找所谓趋势，就只会反复地买高卖低。

2016年，可能是中国开始诞生伟大的投资者群的元年。其实2015年序幕就已经拉开。不用再去猜测市场，没有底、没有顶也没有势，没有风口与风向；有的只是企业的创新力与竞争力的区别，有的只是企业利润率的变化，有的只是企业市场份额的扩张。当然还有企业的破产与消失，还有曾经的大企业一蹶不振。

这是一个多空策略的黄金年代。

缺陷投资

这个名词是我创造的，这是我在过去几个熊市的投资历程中总结出来的。完整的表述应该是“投资有缺陷的企业”，这也是最近我反复告诉我们投资团队的理念之一。

“缺陷”的定义：指决定一个企业未来盈利的因素中有少数几个不确定的因素。这几个不确定因素我把它定义为投资的缺陷。其中有的可以量化，有的只能定性分析，通过评分系统来分级。

这个投资理念基于几点：

1. 目前的中国市场鲜有完美的企业。

2. 偶有完美的企业，价钱通常是高不可攀的。

3. 投资是投资变化，而从完美再往上是最困难的。所以完美企业的投资回报常常只是企业盈利的自然增长，很难有惊喜。

4. 多数投资者眼中的完美企业，不是企业完美，而是看起来或回忆起来完美，仅仅是由于投资者眼光的狭隘或者锚定偏见而已。在一个看清了缺陷的企业与想起来完美的企业之间，我当然倾向于前者。

应用这个投资理念时需要注意：

1. 你必须看见缺陷并能评估出缺陷恶化的后果。如果你连企业的缺陷都没看见，缺乏仔细研究就贸然投

资，然后说“胡猛说的，缺陷投资”，那则屈杀我也。另外，对缺陷恶化的后果要有心理准备，不可超出这个企业的承受能力。如果能有模型把看见的缺陷量化，那是最好。对待这种可量化的缺陷，我常说，地板都看到了，怕什么呀？

2.缺陷必须是可跟踪、可监控的，否则你投资的过程太煎熬，不知何时就有暗箭射将出来。这里讲“可跟踪、可监控”主要是为避免“缺陷”恶化：从不确定变为确定的负面。

3.这个缺陷或者与时间是朋友，会随着时间的推移而渐渐变得确定正面；或者是能够被团队的主观能动力修复的。

4.特别避开随着时间推移缺陷渐渐恶化的企业。这种投资我称为“火中取栗”，你必须在缺陷恶化之前及时退出，非艺高胆大者不可为之。

5.缺陷投资最好是企业的团队有“过五关斩六将”的良好纪录，能够及时处理危机，否则你睡不安稳。

6.一旦缺陷恶化，绝不可留恋，不论盈亏，平仓出局。

7.做缺陷投资的前提是组合投资。如果如中国散户般投资集中于两三个品种，那是不能投资缺陷企业的。两三个品种的投资只适合做内幕交易和老鼠仓（玩笑话）。

缺陷投资理念可以推而广之，交朋友、找老婆都可参考。我早年没学会这条，对朋友太挑剔，结果疏远了一些在我人生的美好回忆中有一席之地朋友，借此道歉之。

为什么最近把这个无聊的理念翻出来琢磨？因为最近在研究一个有缺陷的企业：比亚迪。这个企业自我一提

出，在风和团队内部就有很大分歧：同事Q认为比亚迪是可以做空的企业。当然，他口中的做空只是表达对它基本面的悲观，这个企业是绝对不符合风和做空的标准。我们做空是要寻找散场的party，而这个企业所参加的party渐入佳境。不能做多的企业绝不意味着就可以做空。

但这个企业团队的战略能力和执行能力都是中国第一流的。比亚迪从电池生产商到手机代工到汽车制造商再到电动车厂商，每一个转身都恰到好处。而且做手机、做汽车都是虎口拔牙，以屌丝的身份从强大的竞争对手那里抢夺市场份额。更有意思的是，当我顾虑电动车零售市场还不够成熟时，它就已旗帜鲜明地力推ToB和ToG的市场——这是我认为电动车目前最现实、最有潜力的市场；当我顾虑LG和三星在中国庞大的扩产计划时，政府一纸关于三元电池的安全性文件把韩国兄弟挡在了市场外面（这大概体现了比亚迪的政治攻关能力，这个能力在中国，即使在美国也是非常必要的）。记住，团队的战略能力和执行能力是投资有缺陷的企业的重要条件。

比亚迪的缺陷不少，从产品的消费者亲和性到补贴政策的阴晴不定。但最致命的缺陷是：电动汽车是后发优势的行业。许多追求价格性能比的科技产品，常常是后发优势。1.先发者启蒙并培育了市场。2.先发者做了白老鼠，探明了合理的技术路线图。3.先发者培育了产业

链，让后发者的资本开支和相应的折旧大幅下降。4.专利保护不足以阻挡后发者的进步。我们过去投资过的多晶硅、手机芯片乃至手机等行业都是后发优势。但先发劣势不一定意味着失败，很多伟大的企业都是从劣势中崛起的。

电动车先发劣势这个缺陷是可以观察的，电动车的主力市场从长远来看还是私人汽车市场。而这个市场的销售数据是每个月都可以观察的，当宝马、大众、通用、日产、上汽等造出性能更好、价格更合理、更被消费者喜欢的电动车时，我们可以再慢慢退出比亚迪。投资总是一步一步地看，在中国，投资完就可以回家睡大觉的企业是不多的。早年投资HTC的如果密切跟踪月度出货量，还是可以及时获利退出的。

其实在目前的经济环境下，做多是逆水行舟。作为一个小投资者，传统的分析与预测在现实面前常常是很苍白的，你真正能依赖的是一个优秀的团队、一个德才兼备的团队。能够排除万难的牛X的团队是做缺陷投资的必要条件。

我同事劝我，写投资文章不要举例股票，要务虚不务实，万一这个例子不成功……我一笑置之，投资有百分之百成功的？投资结果的不确定性正是现代组合投资理论的基石。

创意回报(Return on Ideas)·鹰

Return on Ideas是我最近创造的一个新词。回顾美国过去一百年的成长,其中一个关键要素就是美国人的创新精神。美国人积极创新是因为美国是世界最大的单一市场,一个新产品、一个新的商业模式或一个新的内容在美国能取得最大的回报,即创意回报最高。所以鼓励了美国人的创新,也吸引了全球的人才去美国创新。在美国取得巨大回报后,这些创新携带美国市场的余威向全世界渗透,于是一个又一个伟大的企业从美国诞生了。

今天,中国的创意回报也来到了这么一个迸发点,由于十四亿人的消费意识觉醒,加上收入水平的不断提高,中国正在赶超美国成为世界最大的单一市场。从中国的票房、演员们的片酬、编剧们的收入、《我是歌手》出场费、统一的新产品“海之言”超越计划18倍的销售额、RIO鸡尾酒的畅销……我们不难发现——中国高涨的创意回报正如美国一样在激励着创新,同时吸引海外的人才,包括海归、海外华人乃至洋人,来中国创新、创业、创作。中国艺术、音乐、电影界,新人层出不穷,单北京就有三千个乐队。最近听到一个叫尧十三的贵州音乐人的一首《咬之歌》,如果只看歌词,全是粗鄙的语言,但音乐一响起,听到的全是伤感,有才!

全球各个名校最多的留学生都是中国人,他们都是

未来的人才储备啊。十四亿消费者再加上一堆杰出的创新人才,有多少伟大的企业会诞生在今日的中国!可能有消费品企业、文化企业、互联网企业等等,它们都有一个共同点:创新创造需求。回头看看欧、美、日的许多标杆企业,都是诞生于工业化尾声之际。十年后回头看今天,那么多伟大的企业就在我们身边诞生而我们竟然熟视无睹。过去二十年工业化过程产生的一群大企业多数都是风口上的猪而已,固定资产投资的风一缓,猪都将坠落。而这些以创新创造需求的企业就是我们要寻找的鹰。

投资组合与重仓越南



组合更关键：横向的结构和纵向的时机。

我喜欢用盲人摸象来形容投资，人类在明天面前只是盲人而已。

任何单一品种的失败都不可以撼动风和组合的杰出。

我过去二十六年的投资生涯中，前十四年的思考都是围绕企业、围绕选股。从早期只看价格到后来逐步看盈利、看报表、看团队、看生意……但企业自身的不确定性还是日日困扰着我。通过后十二年的思考我才渐渐意识到：组合更关键。任何一个企业，不论你如何研究，它的明天终究是不确定的。我们是人，我们所有的投资研究都是人对明天的研究，而能掌握明天的只有上帝。所以我喜欢用盲人摸象来形容投资，人类在明天面前只是盲人而已。

但是通过组合，特别是有机的组合，投资的不确定性

大大减少。所谓有机的组合包括两个层面：横向的结构和纵向的时机。结构指品种的不同权重以及品种间的低相关性和高互补性；时机主要指不同投资阶段的权重和净仓位的变化。时机超越了传统的投资组合的定义，是基于一个四维空间的投资组合理论，这是我这几年的经验总结。

目前投资界讲投资还是主要围绕投资品种来研究，绝大多数理论和实践的书籍都是关于如何选择投资企业或者通俗地讲：选股——我把这些投资理论统称为二维投资，关于结构思考不多，关于时机更是被排斥。但我是一个对结构非常敏感的投资者。自我评价我自己的投资能力，如果用1~10分来评价，选股，我只有7分；结构，我自以为有9分；时机，8分。翻开过去三年的投资，我们的选股比较平庸，但为什么我们过去三年和一年的成绩都居于亚洲同类基金的前五名？我们的权重配置一流，重仓股几乎都表现优异，选错的股票仓位控制较好，平仓也比较及时。而且在时机上，我们的净仓位管理也是一流的。最重要的是，我们组合的三个核心部分相关性非常低，几乎免于单一市场的剧烈波动。当然，如果我们的选股能力更上一层楼，表现就更傲人了。

我们现在的组合包括三个核心部分：中国消费股；台湾科技股；越南股票。它们和中国宏观的相关性是逐步递减。在我创立风和亚洲时之所以就非常强调“亚洲”，一是因为中国的不确定，我要回避单一国家风险；二是因为我们在东南亚和台湾等地耕耘了很多年，已经有了自己

独特的认识。中国不是牛或者熊的问题，而是不确定。如果中国经济真如某些唱空人士所说的那么糟糕，做空就足以对冲风险，但中国的真实现状是阴晴不定。

而东南亚诸国中我们最乐观的是越南，中国过去二十年崛起的因素它都具备：改革红利、人口红利、产业转移、城市化、外商投资等等。2005年我就开始去越南考察投资。我们目前重仓越南，但所谓重仓也仅是15%，包括6个股票，和中国基金经理们的重仓不可同日而语，因为我的投资原则是“任何单一品种的失败都不可以撼动风和组合的杰出”。

为什么是台湾？

这一次英国脱欧，全球暴跌，但我们的组合经受住了考验，几乎不为所动，其中台湾、越南、印尼市场起到了锚定的作用。这肯定了我们努力的方向：建立一个不因单一市场、单一国家风险而大幅回撤，稳健成长的组合。

台湾在我们的组合中占了38%之重。这有多重原因：一是我们对台湾的公司治理高度认同，台湾市场的公司治理接近美国水准，在亚洲遥遥领先其它市场。过去二十六年的投资生涯中，我学到的第一教训就是：永远不要忘记自己只是个小股东，只是个被动的投资者。优秀的公司治理可以保证管理层不仅仅是为大股东工作，也是为小股东工作；同时，完善的治理结构可以保证管理层的优胜劣汰。即使是垄断生意，糟糕的公司治理也可以让它只赚吆喝不赚钱。完善的公司治理不仅对做多重要，对做空也尤为重要。做空良好公司治理的企业，只要看清了它的生意周期，就不用担心被很多非基本面的因素逼空。二是台湾的科技企业及亚洲市场以及中国市场的相关性都较低，这对于我们构建一个穿越中国经济不确定时期的组合至关重要。一个日本记者请我就蔡英文上台对台湾市场的影响发表评论，我回答“蔡对台湾市场的影响远不如苹果的库克”。三是我们团队对台湾企业特别是台湾科技企业已有了深入的研究和跟踪，在过去三年

不论多头还是空头都游刃有余。

十年前当我可以自由进出台湾后，做的第一笔投资就是投了一个台湾的LED企业，后来投资投成了董事长（那是投资不成功的一个显著标志）。那一年我去了台湾11次，在台湾前后住了7个月，甚至计划把船驾去台湾、把儿子带去台湾念书。虽然第一笔投资不成功，但我对台湾的企业、企业家以及优质低价的工程师有了深入的了解和正面的认知。2008年我去拜访舜宇光学，舜宇的董事长告诉我，大立光（舜宇在台湾的竞争对手）的董事长来舜宇参观交流时，问的全是产品的细节问题，完全没和他探讨企业战略，令他非常惊讶。他认为台湾企业家格局不够，只需要捅破了工艺这层薄纸，舜宇就可以迅速超越大立光。我回头请教大立光，大立光认为舜宇和它隔了一堵墙而不是一张纸。虽然舜宇让我赚了钱，但八年过去了，舜宇还是没赶上大立光。大立光，一个100亿美金市值的企业，主要产品只是智能手机里小小的镜头。台湾企业家汲取了日本企业家的工匠精神——精、细、专！不谈战略只谈产品。所以这堵墙是由许多细节堆砌而成的。需要披露一下的是，我们目前持有大立光的多头头寸。

当然，由于多数台湾科技企业都专注于一些单一产品，产品的周期严重左右着股价，而这些产品周期的频率高、波幅大，所以台湾的科技股一定要紧跟产品周期进行多头或空头交易，而不能简单地买进持有。但正是对这些短周期产品的交易让我们的组合能够脱钩于中国的经济周期。

不过我们对台湾市场本身没有观点，我们在台湾是严格的市场中性，虽然总头寸有38%，但净头寸几乎是0。

三星，一个经典的逆势投资案例



风和哲学：逆短期基本面之势，顺长期基本面之势。

所以我们喜欢华尔街，他们总会因为一两个季度没有达到贪婪的分析师们的预期就低价抛售一些极有远景的企业。

逆势投资，市场天天在讲，可逆的什么势？当年的诺基亚、柯达、雷曼可以逆势投资吗？我们先来看看9月份风和的一个逆势投资案例：三星。

Note 7在全球范围内发生数十起燃烧或爆炸事故，受影响的产品比例为百万分之二十四，远远超过百万分之一的正常不良率。国外多处航空运输监管机构及航空公司将三星Note 7新产品列为危险品。瑞士信贷预估，这次召回行动可能使三星电子付出约10亿美元的代价。Galaxy Note 7的爆炸门，让资本市场开始担心三星的短期盈利和长期品牌价值，这让三星半个月蒸发了200亿美元的市值。风和跟踪三星多年，曾经做空获利，但这次我

们选择了逆势买进。

原因是什么？让我们先来看看三星2015年经营性利润的分布。

三星2015年的经营性利润为230亿美元，其中，

半导体：110亿美元，占比48.6%；

智能手机：88亿美元，占比38.1%；

显示面板：20亿美元，占比8.6%；

家电：11亿美元，占比1.1%。

不难发现，三星最大的盈利引擎是半导体。

让我们再来看看最新iPhone 7的成本拆解（仅供参考，库克说他从来没见过任何精确的拆解）。

零件总成本215美元：

面板：39美元（三星）；

金属机壳：35美元（三星）；

基带/天线/功率放大器：34美元（三星）；

处理器：27美元（三星）；

摄像头：20美元；

电动机械：17美元；

记忆体：16美元（三星）；

电源系统：7美元；

电池：2.5美元（三星）。

看到这里，大家恍然大悟了吗？note7对三星的利润影响微不足道。这只是静态的，再看看未来，我们观察到两个大趋势：

一是AMOLED面板的普及。

二是记忆体的爆炸性成长。

读到这里，大家应该理解了风和的哲学：逆短期基本面之势，顺长期基本面之势。华尔街最喜欢的游戏是买进真实盈利比市场一致预期盈利好的企业，卖出真实盈利比市场一致预期盈利差的企业——这些买进卖出常常是我们逆势交易的对手。所以我们喜欢华尔街，他们总会因为一两个季度没有达到贪婪的分析师们的预期就低价抛售一些极有远景的企业。

当然，前提的前提是看清一个企业的远景。

11月与川普



每个地雷都会炸出一个坑，关键是你是在地雷爆炸之前投资还是之后投资、投资什么。

在10月底，我们把净头寸从70%大幅降到了35%左右，一个关键原因是我们要回避11月的一个大事件：川普可能当选。川普好坏与否我无从判断，川普能否当选我虽有分析、有猜测但也不去判断。风和亚洲只是一个自下而上的基金，不是事件驱动性基金，不会去对这种不确定的大事件进行猜测甚至交易，唯一能做的只有回避。但大选后，我们计划利用事件的余威，根据我们自下而上所选择的品种进行逆势交易。因为我们可以确定的是：川普是一个另类的总统候选人，如果当选，全球资本市场一定会有大波动。而利用这种波动进行逆势交易正是我们所擅长的。

但减头寸的过程实际上也是权重重新调整的过程，对权重的选择是风和过去引以为豪的能力。我自下而上地把基金的投资能力分为三类：选股、时机和权重。风

和有别于同行的是其独特的权重配置。华尔街对权重的配置通常是基于这个企业的upside（以做多来分析），而风和则是基于这个企业的downside。极端举例，一个只有1% downside的企业即使只有10%的upside我也会重仓持有；相反，一个有100% downside的企业即使有1000%的upside我也会敬而远之。我们这个方法不易被理解，但过去用起来行之有效。创立风和亚洲以来，我们选对也选错过不少股票，但是选错的股票的权重总是被控制得当。

完全保留的多头头寸主要集中在越南。韩国、日本和台湾的企业还在继续把它们在中国的制造基地搬去越南，其中以三星最为积极。越南企业的盈利总是超越市场预期，其资本市场也在加速发展，河内啤酒、西贡啤酒、胡志明机场等都将纷纷上市。

这个11月注定是个大起大落的月份，但如果你已经有足够的多头和空头的潜在投资品种在手，这将会是个重大机会，可能一些优质的企业会让你以意想不到的便宜价格买进。让我们准备好现金、准备好股票，发一发川普财吧！但记住，一定要寻找脱宏观的品种，比如游戏、教育、直播等，否则就会刚避开美国地雷又踩上中国地雷。当然，每个地雷都会炸出一个坑，关键是你在地雷爆炸之前投资还是之后投资、投资什么。

2017

谦卑前行



要观测，要推测，不要预测。

主导人类进程的关键事件都是人类自认为的小概率事件。

认识到了自己的确定性认知的不确定性，认识到了人自身在未来面前的局限和渺小，这一认识促使自己从一个股票投资者到组合经理的转变。

十三年前，我告别A股市场到了香港，然后是新加坡、台湾、越南、英国、以色列……从股票到VC，开始了一段跨国、跨市场、跨资产类别的投资之旅。这场投资之旅除了研究不同的资产、不同的企业外，更主要的是研究自己、反省自己、发掘自己。最重要的收获是认识到了自己的确定性认知的不确定性，认识到了人自身在未来面前的局限和渺小，这一认识促使自己完成从一个股票投资者到组合经理的转变。

其中一个显著标志就是单一投资的最高权重从过去在中国的100%到创建风和亚洲时为自己设定的6%。100%意味着当我对一个企业的未来高度“确定”时我可以把所有的资本投入进去。100%到6%，这是怎么样的一个投资旅程！总有同事挑战我6%的限制，我开玩笑说，如果上帝给我推荐一个股票，我可以配置100%，因为他是时间的主宰（我在中国进行100%的配置时一定是狂妄地把自己当成了市场的主宰）；如果巴菲特成为我的分析师，他的推荐我可以考虑配置20%。但是对我们风和团队，我最高只能配置6%。

我深深地明白，我们的所谓高度确定性是基于大量假设、大量概率计算的确定性。而这种基于十进制的概率本身是出自从人类的十个手指衍生而来的对未来的揣测（我一直猜测上帝是用二进制来创造世界的，这就是为什么从源头上我认为未来人脑是会输给电脑的）。这种确定性、这种大概率都不代表未来，我读历史得出一个结论：主导人类进程的关键事件都是人类自认为的小概率事件。在风和有一个研究的原则：要观测，要推测，不要预测。但即便是我们的观测本身也仍然有很多片面性和局限性。多少投资陷阱就是被“看见”而牵入的。

当然，6%的权重只是风和强大的风险控制体系中冰山的一角，所有风控的一个中心哲学就是对未来保持谦卑、对不确定性保持敬畏。这样的哲学带来的直接结果就是在风和亚洲成立以来保持18%的年均复合回报（before fee）的情况下最大历史回撤只有6.5%，我笑称

投资风和亚洲可以像投资债券一样高杠杆交易。

但是在我花了13年时间把权重从100%降到6%后，经过对风和团队过去的研究和交易的密切跟踪和分析，我又决定把单一品种的权重从6%提高到8%。我们的自我研究发现，过去四年风和团队推荐的投资品种在未经过风控的情形下命中率从51%提升到了60%；在经过风控管理之后，命中率提高到了80%。我认为80%的命中率值得我做8%的配置。当然，一如既往，权重都从2%开始，不可一步到位。在风和，决定权重的绝不是同行所推崇的上行空间，而是我坚持多年的对下行空间和亏损可能性的评估。基于上行空间进行权重配置只是赌博而已。

常常有同行和我分享他们在某个品种配置10%、15%甚至20%。我只能祝福：勇敢的投资者。但风和团队不是，我们是谨慎的投资者。我们的座右铭是“如履薄冰、谦卑前行”。

逆势投资与京东



敢于逆势投资，但不要为追求逆势投资而逆势投资，我们只追求确定性。

逆势投资是一个逻辑上非常清晰的投资法则，也是为投资界所广泛接受的投资信条。可是，其在投资实践中却是非常不易执行的法则。知易行难！

我们的京东就是这样典型的投资案例。

我们是在22元左右买入京东的，我们负责京东的同事G的核心观点就是京东本质上是一个零售商，而零售商的本质是“规模效应”。当它在某一品类规模成为市场领先者之后，京东向上具备了更强的与供应商谈判价格的能力，向下可以更好地优化供应链和物流管理，从而提高自营业的毛利率并且盈利。至于仿阿里的第三方平台生意并不是京东的核心，只是为了补充更多品类，提高客户的消费频率和黏度，从而增加流量、降低获客成本并进一步提高自营规模的手段。

我接受了她的观点。但当时的市场于京东而言风声鹤唳，很多对冲基金都在做空京东，认为它的商业模式

有问题，最终无法盈利。我和一个我非常尊敬的同行讨论过，他由曾经做多京东变成做空京东，给了我很多他做空的逻辑，其中一个逻辑是：京东这么大的规模还不能盈利，足以证明它的商业模式有问题。而且在没盈利之前其收入的成长就在减缓，这是一个非常不好的征兆。

在我们刚做多京东时，我的搭档John去见了马云。马云告诉John，他留着京东是为了让阿里的团队保持顽强的生命力和拼搏精神，也避免垄断之嫌，否则他随时可以发动价格战置京东于死地。因为以阿里的平台模式，价格战对自身盈利伤害有限，而京东的自营模式在价格战下则是刀刀见血。马云大师的观点也确实曾让我紧张，而且在我们22块买进后，股价跌到了20块。我们的风险团队也加入了讨论，煎熬啊，难眠的煎熬。

我去欧洲见投资者，因为投资者看过许多对冲基金的组合，知道大多数基金经理都在做空京东，于是也开门见山地挑战我们对京东的投资、挑战京东的商业模式。而我回答得很抽象：京东不是一个如阿里那样典型的电商，它重资产而且重库存，它本质上是最大的零售商，它只是个借助online来弯道超车的零售商，凭借互联网的扩张方式在最短时间内超越了过去三十年脚踏实地成长起来的中国所有零售巨头。这确实是我对京东的理解。老外接受了我抽象而朴实易懂的观点。

我坚信巴菲特“短线投票机、长线称重机”的理论，煎熬地持有着京东。股价跌破20后就开始反弹，到了30。然后年报出炉：京东盈利了！原因就是我们的判断：

毛利率提高了！仔细研读报表，几乎与我们九个月前的研究完全一致。

即使今天，京东的风险其实也仍然存在：电商增长的失速、线下扩张对利润率的影响、估值等等。其实，每个企业的成长都不是一帆风顺的，作为投资者，我们能做的只能是密切跟踪、灵活处置。没有永远的空头，也没有永远的多头。如果我们明天看清京东的利润率扩张不可持续，我们可以立刻多头翻空头。千万不要被市场所谓的“势”所迷惑，我们不刻意于顺势或逆势。敢于逆势投资，但不要为追求逆势投资而逆势投资，我们只追求确定性。再优秀的企业都有其生命周期，都有其不确定性。投资就是一场与不确定性较量的游戏，保持谨慎，保持机敏。

中国的希望



中国的希望是什么？是人。

成功的投资者是寄生在优秀企业身上的寄生虫。

我在这里纯粹是从投资的角度来观察，不涉及其它考量。

这几年，我对投资中国一直持谨慎态度，一边投资一边左顾右盼，一有风吹草动就降低净头寸。但是我身边的悲观情绪却日益高涨。当看空中国成为流行的时候，我习惯性地开始积极地思考：中国的希望在哪里？中国的投资机会在哪里？

如果观察美国过去五十年的资本市场，你会发现一个很有意思的事情：不管美国经济起起落落，总有那么一群企业能够跨越周期、跨越地区顽强地成长。这就是为什么在美国了无希望的70年代，还有“漂亮50”；这也是美国市场能够诞生一群以巴菲特为首的投资大师的根本原因。

我经常讲，投资者，本质上是寄生虫，成功的投资者是寄生在优秀企业身上的寄生虫。他们的成功，依赖于企业的成长。如果没有优秀的企业，就不可能有成功的投资者。

当我以这个角度来审视中国的经济、审视中国投资市场的时候，我突然发现，中国其实也出现了这样一群企业，比如海底捞，比如华住集团，比如腾讯，比如网易，比如学而思，比如携程。你观察这些企业的盈利，它们在过去几年不论经济起起落落，都在顽强地成长。在它们的成长背后，有这样一群优秀企业家，当经济出现波动的时候，他们在积极地思考、积极地应对，或者通过海外的积极扩张，或者通过并购，或者通过开拓新的领域等，来对冲经济的不确定，来对冲单一国家的风险。他们中除了华住的季琦和携程的孙洁是60末出生的，其余都是70后甚至80后。他们都是在文化大革命以后开始接受了完整的正规教育，没有上山下乡，没有被文革洗去中国人的优良品德。在和他们接触的过程中，我感受到的是积极、阳光、善良，当然还有智慧。如果做他们的股东，当你在海边晒太阳时，他们在冥思苦想如何让企业更上一层楼。

当然，在这些成功企业的背后，除了优秀的企业家以外，还有优秀的团队以及14亿的消费者。中国的消费者是这些优秀企业家的坚强后盾。

在创立风和以后，我开始接触很多80后的青年才俊。他们的才华、他们的道德水准、他们的职业精神都令我刮目相看。他们没有我们这么幸运：毕业就有铁饭碗，

弯腰就能捡钱，租个房子就可以结婚。当他们进入职业市场或者创业市场后，听到的耳熟能详的词汇就是“危机”。可是正是危机磨练了他们，他们的勤奋、敬业与优秀令我惊喜。回忆与他们同龄时的我，花了更多时间在酒桌上，惭愧惭愧。

在英国、美国和新加坡，我碰见了大量在海外留学的90后、00后中国人。在牛津大学我偶遇几个读金融硕士的中国年轻人，他们告诉我，他们班上四成是中国人；在纽约图书馆，偶遇两个纽约大学的中国年轻人，他们告诉我，他们班上（金融工程）一半是中国人。你可以想象，这一群又一群在海外留学的中国人毕业以后回到中国，会是怎样一幅景象！今年在伦敦陪儿子过年时，和几个在英国读中学的中国孩子吃饭，他们的聪明、他们的机智、他们的阳光都让我惊讶。回忆我在14岁时的知识范围和思辨能力，与我儿子他们不可同日而语，长江后浪推前浪！

中国过去三十年为什么成功？很多人说是因为开放搞自由贸易、因为改革搞资本主义，但是我经常提醒大家：这世界上有很多发展中国家一直在搞资本主义，从来就是开放的，但为什么它们没有取得像中国一样的成功？这其中区别是什么？是人。

所以中国的希望是什么？是人，是那一群优秀的中国企业家、那一群一群优秀的中国年轻人、那一群一群又一群的中国孩子们。中国的希望，就在于季琦、张勇、张邦鑫、孙洁、马化腾……在于许许多多我认识和不认识的优秀善良的中国人。他们是我们投资视野里的创业者、

CEO、员工、经销商、消费者.....

所以在中国投资不用那么悲观，要把投资的着眼点放在人身上，寻找优秀的创业者，寻找优秀的企业家，寻找下一个蓬勃的消费群体，打造优秀的投资团队。未来的每一次危机，不论是金融危机还是房地产崩盘甚至战争，都是逢低布局的黄金时机。

1990~2007，日本经济失落17年，可丰田股票涨了400%。

重回A股市场

自从十三年前开始跨境投资之旅后，我对A股的参与已经很少了。

我一直喜欢从物理学的角度来研究股票市场，在A股市场推动股价的两个作用力：情绪面和基本面中，情绪面的权重过去居高不下。股价可以在基本面没有任何变化的情况下，莫名其妙地暴涨或暴跌，其实就是情绪在背后主导的。而这个情绪需要A股投资圈的人才能准确把握，我既已经脱离那个圈就不需要趟这浑水了。这是其一。其二，A股的基本面需要深入而且密切的调研，需要很多草根式的研究，需要和上市公司的管理层进行理性和感性的面对面交流，对常年在海外生活的我来说也不太现实。其三，那个年代我在A股赚钱有点弯腰捡钱的味道，没有成功感，我希望挑战自己，希望到纯资本主义市场一试身手。

但是成立风和亚洲以后，我开始陆陆续续参与A股，从上海机场到美的到……至5月末A股竟然占了整个组合的20%，这已是我对不能做空的所有单一市场设定的上限，至今还有13%的总头寸分布于四个股票（平安、美的、恒瑞医药、爱尔眼科）。是因为有什么改变了吗？

首先是我们在上海有了非常优秀的团队，既可以做草根调研又可以把握圈内情绪。其次，是经济环境发生了变化。十三年前，我们所投资的企业才开始马拉松的前五

公里，孰优孰劣分不清楚，必须近距离接触，但即使近距离接触也只是猜而已。十年前你知道双汇和雨润谁能胜出、格力和美的谁更优秀？今天相当于马拉松跑了二十公里，不用近距离，远远一看就一目了然。我们投资美的前就没有去过美的，也没有拜访过方洪波。这在十三年前是难以想象的，当年为了投资伊利，除了拜访郑俊怀，我们还密集拜访了光明的王佳芬和蒙牛的牛根生。特别是老牛，因为他是伊利前高管，而且当年蒙牛还没上市，他不太了解资本市场的忌讳，滔滔不绝和我谈了两天，我才下定决心做了伊利的大股东……今天各行各业一二三已经排开了，在基本面清晰的前提下，情绪面作用力的权重也就降低了。现在我们组合里这四个企业的管理层，我一个都没见过，但它们在各自领域的龙头地位已经毋庸置疑。A股市场已经到了看报表、看数字可以投资的理性年代了。最后，我们在跟踪中国企业的过程中发现，中国企业经营现金流在向龙头企业集中；另外从我人大的投资圈发现，投资资本也在向龙头企业集中。这就是最近我反复挂在嘴边的“双集中”，而大量中国消费企业的龙头都在A股上市。所以，无论你的距离遥远与否，如果想参与投资地球上最大的消费市场，你必须参与A股市场。

当然，最近的沪港通、深港通让市场的构成更多元化、更机构化也是一个重要因素，我们也是因为深港通以后才加仓美的的。上个礼拜的入MSCI反而只是情绪影响，如果你选错了股票或者仓位过重，这是一个短线纠错的机会。至于未来海外ETF带来的水涨船高本身是把

双刃剑，有潮起也有潮落，A股一旦港股化，到时不仅人民银行能影响A股市场，FED也能影响A股市场。

我们会择机把A股的头寸从13%提高到20%，但也就20%。我们的纪律是：在一个不能借股票做空的市场，极限头寸就是20%。

关于乐视与贾跃亭



没有梦想，能力是没意义的；
没有梦想，你永远不知道自己能力的边界。

下笔之前，先声明：1.贾先生与我非友非敌，素不相识。2.从来没有投资过乐视，未来也暂时没这个计划。但我们在研究优酷和爱奇艺时，有粗浅地了解乐视。

最近全中国都在唾弃贾跃亭，甚至有后见之明的基金经理说凡是投资过乐视的基金经理都应该被炒鱿鱼（说这话的基金经理其实是可以被炒的）。今天早上读到一句可以表达我视角的话：“看不懂的事情凭啥唾弃？”（源自曾宝宝朋友圈，谢谢）

初次接触乐视是李偲菰告诉我他要去日本参加一个活动，是乐视组织的。我回头一百度，才知道这是个视频新秀。第二次是兆呈专门从中国运回一个设计不错的电视，叫乐视电视，据说里面有强大的内容，我立刻叫好。因为智能手机受限于体积，其屏幕尺寸、运算速度、存储能力还是非常局限，许多应用在手机上的体验还不是那

么好。如果电视能够真正地智能化，可以成为家庭的娱乐中心和控制中心。于是我开始关注贾先生，结论：这是一个学习型的而不是创新型的企业家。学习型不一定是贬义，如果你有很强的执行能力，是可以学习并超越的，比如马化腾。腾讯刚上市时，有缘在香港和马化腾吃了两次“路演饭”，马先生告诉我很羡慕丁磊的游戏生意；又告诉我他比较笨，所以喜欢学习并超越。最后腾讯成了地球第一大游戏公司。贾先生如果执行能力足够强，乐视是有机会成为地球第一大智能电视机品牌商的，那贾先生就会像马先生一样被大家膜拜。

可惜，贾先生的能力和梦想有点差距，失败了。但是，如果没有梦想，能力是没意义的；没有梦想，你就永远不知道自己能力的边界。贾先生失败了，他为了梦想烧了很多钱——自己的钱和投资者的钱。如果要客观评价他，就必须研究烧钱的去向，如果都是给了员工工资、给了内容供应商、给了各种服务商，虽然失败，至少对GDP、对就业、对内容创作者做出了贡献，也开启了许多创业者的思路。如果有一千个贾跃亭充满激情地把开矿的钱、贪污的钱、房地产商的钱以及各种闲在银行的钱动员起来，为了未来的科技应用、为了人类更美好的生活而烧钱，中国会进步一大步。不需要他们全部成功，有1%成功，中国就会更上一个台阶。马云也只是一个有梦想且有执行力的成功了的贾跃亭而已。

当然，如果他把融资的钱去买飞机、去海外买几个岛、去纸醉金迷，那就是一个骗子。他是骗子还是一个失

败了的马云，无需论断，他未来的行为会给大家一个答案。

国人喜欢以结果论英雄，不论过程。但是，人类行为的过程对这个世界更有影响力。看看乐视的战略部署，我认为贾先生是有远见的，以他有限的教育水平而言，他是一个天才。至于为什么失败、执行能力差在什么地方，值得大家去研究，但不是去唾弃——这个世界上失败的天才比比皆是。

如果有另一个有激情的企业家向我推销他的内容+智能硬件的梦想，我是会仔细聆听的，甚至可能投资的。

中国需要前仆后继、成千上万的企业家，需要他们的激情和梦想，需要他们为梦想而实践。

回撤与相关性、权重管理、做空



创立风和亚洲之初，我就把回撤管理作为首要目标。

在亚洲，我们是回撤管理做得最好的对冲基金经理人之一。我们过去五年最大的历史回撤发生在2015年下半年，6、7、8三个月累计6%。这一数字让我们傲立于亚洲。

创立风和亚洲之初，我就把回撤管理作为首要目标。因为我发现绝大多数对冲基金的失败是由于回撤过大，导致过高的高水位线，从而形成负循环然后一蹶不振。作为一个经过5个熊市、年近半百的基金经理人，我的目标是希望风和亚洲能长寿而不是短暂的灿烂。对于回撤我的要求是不管熊市还是牛市，净值不要超过10%的调整。我们做到了，过去五年，年年盈利，净值年年高。过去五年中，有23个月市场是下跌的，其中12个月我们是盈利的，余下11个月我们也远胜市场。我们是如何做到的？

首先，我们构建的是一个低相关的组合。大家常常

讲，鸡蛋不要放在同一个篮子里。但亚洲的基金经理人常常把不同的篮子放在同一辆卡车上，只要卡车一翻，岂有完卵？所以我们选了三个低相关的“卡车”：中国、越南、科技产业链。目前风和亚洲组合的总头寸一共99%，横跨6个市场，其中中国企业43%、越南企业16%、科技硬件企业40%。外加我们严格且量化的风控系统，单一市场的熊市或单一国家的危机都无法撼动我们组合的稳健。在管理过程中，我们也一直在跟踪这三个子组合的相关性波动。

其次，我们保持一个动态的权重管理。这是我们周期哲学的完美体现。在亚洲，多数企业的发展都不是一帆风顺的，而是起起落落。所以研究它们起落的周期模式非常重要。虽然横跨6个市场，但我们跟踪的企业只有200个，一个原因是我们对亚洲公司治理的谨慎，如果四处寻找机会很容易踩到地雷；另一个关键原因是我们通过长期跟踪来发现和把握目标企业的发展周期。在周期的研究中，我们又把周期分为短周期、中周期、长周期。中周期是我们选股的关键，以后再讨论。今天重点讨论短周期，因为短周期是我们权重管理的基础。短周期的因子包括估值、市场情绪、库存等等。我们依据短周期来进行逆势的权重调整。比如，估值高的时候1~2%；估值低的时候4~6%。情绪高的时候减权重；情绪低的时候加权重。

在这个季度我们超越同行的根本原因是在我们的几个品种疯狂的时候，我们大幅降低权重到2~3%。比如

ASM Pacific, 我们是在70元左右建的仓位, 从我们自己的channel check, 我们看到了业绩将大幅飙升, 于是将仓位加到了6% (风和的最高仓位)。随后卖方也发现了这个事实, 纷纷调高了预估, 然后买方大量跟进, 股价最近两个星期飙升了20%。但我们团队认为卖方有点夸大其词, 我们认为市场情绪过高了, 于是在120左右将权重减到了2%。我们之所以保持2%, 是因为我们对ASM目前在产业链的位置很乐观, 对2018年的产品周期有期待。7月25日季报出笼, 其业绩同比升200%, 但对三季度的展望比较保守, 于是股价两天暴跌20%。客观讲, 我们并没有预见到股价一定暴跌, 否则我们会将头寸减为0, 但我们看见了市场的疯狂, 为回避这种疯狂, 所以降低到最保守的头寸。我们目前还在抓紧研究2018年的产品周期, 当2018年能见度上升, 而卖方因为失望的2017年三季度展望纷纷调低目标价时, 我们可能会增加头寸。我们并不会刻意追求短线的高抛低吸, 而是回避风险, 从而减小回撤。可能我们会在2018年的能见度进一步提高时甚至在原价位买回头寸, 这一卖一买中可能没有差价, 但我们回避了不确定性, 减小了回撤。否则当你重仓持有的股票暴跌20%时的持股心态会被破坏, 甚至会因为恐惧而失去一个好企业。

这就是在亚洲做投资的挑战, 一方面企业自身的发展历程大起大落; 另一方面热钱比例过高, 导致股价大幅波动。但我们的权重管理艺术让我们在这颠簸的环境中平稳前进。

最后，是我们的做空能力。管理风和亚洲56个月，几乎每个月我们都有盈利的做空品种。我们对做空的理解与市场不同，我们从不做空问题公司、骗子公司，我们只做空公司治理良好、披露透明的公司。比如我们过去几年反复做空的台湾的联发科、香港的康师傅等等，我们做空的是其产品周期。我们的做空不会仅仅因为估值，而是其盈利必须有周期性的或结构性的下调。

其实，专业投资者与业余投资者的区别就是在熊市能否赚到钱。业余投资者在牛市可能表现更好，因为他们更无畏。而熊市需要考验投资者的组合构造、权重管理、做空能力。

Pair Trade与做空



真正风险是总头寸而不是净头寸。

我是一直反对做pair trade的。

我是在2004年到香港后开始接触pair trade的，当时高盛的策略师喜欢推荐pair trade，long一个行业的优势公司，short这个行业的弱势公司。我跟踪了一段时间，发现效果很差。原因很简单，当时中国经济欣欣向荣，各行各业鸡犬升天，企业不论好坏都在疯狂地赚钱。从股价而言，烂企业常常表现更好，一是因为利润率较低的所谓差企业扩张起来盈利弹性更好；二是因为市场对差企业预期低，股价更具有爆发力。其实我当时的投资方法正是基于上述逻辑在周期行业里买烂公司的。比如航空，当时行业里不论报表还是运营最好的都是国航，但我却配置了比较烂的南航；后来发现东航更烂，又选了东航。

今天中国的竞争格局到了一个此消彼长的阶段，同行的企业间开始分出胜负，是否到了一个做pair trade的时候？我还是不认同。其一，pair trade是用了两倍的总

头寸去赚取更小的利润差。表面上看净头寸更低、风险更低、风险回报更高，但是我一直坚持认为组合的真正风险是总头寸而不是净头寸。净头寸是一个迷惑人的概念，我们经常看见有的组合多头和空头同时亏钱。所以pair trade让你的风险回报大幅下降。而且pair trade在被动的时候确实是多头跌、空头涨的。其二，pair trade会让你在研究时坦然接受盲人摸象，抓到几个变量就开始决策，自以为其它不确定的变量被对冲了。pair trade背后隐藏的常常是对行业不求甚解，而对行业的研究是对一个企业研究的关键部分，企图用一个交易方式来对冲行业风险已经违背了投资企业的根基，是对我们投资框架的根本性破坏。在不同行业环境下，不同企业受到的影响会有很多复杂的情形，而不是简单划一的利弊。套用中国流行的风口理论，在不同的风向下，企业的优劣情形是在变化的。比如航空股，有的投资者以为pair trade可以对冲掉汇率、油价、利率等影响因素，而去专注于估值、客座率等相对可以研究的因素。这听起来很完美，殊不知汇率、利率、油价对三大航空公司影响的敏感度是不同的，这三个因素不同组合的变动会让你的pair trade变得超乎想象的复杂。其三，如果对某行业看不清确定性，只能说明暂时不宜投资这个行业的企业，而不能明知不可为而为之，企图靠pair trade这种交易小伎俩从中获利，这是违背投资品德的交易行为。

我的组合永远追求的是单一品种必须能独立地盈利，虽然可能从结果上看形成了对冲，但出发点不是对

冲。比如，我的越南组合从结果上看对中国组合形成了完美的对冲，但我投资越南绝不是为了对冲中国，而是我在越南看到了成长的确定性，看到了与当年中国的相似性，希望从越南市场取得绝对回报。同样的，我们做空某些企业是因为我从其中看到了负阿尔法，而不是对冲的效用，虽然结果形成了对冲。

关于动机与结果的关系是一个永恒的哲学话题。比如投机与投资，你如果为了投机而投机，通常会失败，但你带着认真的投资心态去研究、去判断，投机就更容易成功。演员为演戏而演戏是演不好的，但你去体验生活并投入角色，就可以成为好演员。

所以我反对的是以pair trade为交易方法去寻找pair trade。相反，两个完全独立的投资天然形成的pair trade我是接受的。但在我的投资实践中，这种现象并不多见。

做空是风险更大的交易，一定要看到阿尔法才能下手。所以我现在是不用指数期货对冲的。第一，指数本身没有阿尔法；第二，指数波动短期内是不确定的，指数期货就是赌博，无论你是否冠之以对冲的名义。而且所谓对冲贝塔的思想也是令我迷惑的，投资的回报就是阿尔法加贝塔。站在全球配置的高度，我们把一个国家理解为一个企业，中国组合的贝塔收益就是“中国控股”的阿尔法收益。正如巴菲特经常强调的对美国的信心一样，他利润里的一大块既是贝塔收益，也是“美国控股”的阿尔法收益，巴菲特投资富国银行既是投资这个银行也是投资

“美国控股”。所以做空不要纯粹为了对冲贝塔，而是要看到这个企业结构性的问题。如果过去七十年在美国通过做空道琼斯指数来对冲你的组合取得纯粹的阿尔法，站在投资的角度而言是一个很可笑的事情。但是如果你在买入Google、苹果同时做空的是柯达、摩托罗拉等企业，那么你就是大师。

伪“漂亮50”？

昨天在思考恒瑞医药多头要不要退出的问题。

很巧，半夜醒来翻开枕边一本书，随手打开的一页第一句话是“那些有好消息而且有长业绩记录的证券倾向于被高估并且往后具有较低的平均回报”（《行为金融学新进展》* p342，非常糟糕的翻译），仿佛在回答我的问题，当然，不足以解决我的问题。

纯粹就情绪而言，毫无疑问，目前是在情绪的高位，我们风和观察情绪的指标提醒我们，恒瑞太疯狂了。而情绪周期一定是均值回归的，这在风和是公理。所以我们的权重只是2%而已，这是针对基本面继续高成长但情绪居高不下的股票的保守权重。但风和已经形成对权重精益求精的“绣花”文化，同事建议我减到1%甚至0。我的答复是周末再思考两天。

我的纠结在于恒瑞医药的盈利具备自我强化的趋向性，而不是均值回归。它的“越来越强的现金流→越来越多的研发费用→越来越强的产品pipeline→越来越强的盈利成长”构成了一个强大的雪球，越滚越大，而且这类企业通常有一个临界点，过了这个临界点，成长就会加速。当然，每个行业这个临界点形成的内因和时点不同。这个现象目前在国内很多行业都在出现。这是今年所谓“漂亮50”形成的根本原因，就是我曾经总结的双集

中——“行业内经营现金流的集中以及资本市场投资资本的集中”。

同事推荐我卖出的理由是从恒瑞医药目前的 pipeline 他看不见这样的临界点，因为药品研发过程的漫长，如果出现这样的临界点是可以观察到的。这一点和科技企业有天壤之别。

我试图跳出恒瑞来思考今年的漂亮50。“漂亮50”这个词是从美国借来的。其实绝对的竞争优势和成长通常是矛盾的，这些取得明确竞争优势的蓝筹企业通常成长空间已经不大了。通俗地讲，一旦你成为毫无疑问的老大，你能抢的地盘就不多了。最甜美的投资时期通常是在一个企业成为老大的过程中，承担了不确定性但取得盈利、估值双升的超额回报。当年美国的漂亮50和今天中国的“类”（还是伪？）漂亮50却是既有确定性又有超额回报，这好像违背了投资界的法则，所以所有投资资本都会涌向这些企业的股票并持续地推高股价。简单推断可知，这些股票的投资回报是一定会下来的，那当年美国的漂亮50发生了什么？

当年美国的漂亮50是在美国市场取得了绝对优势，练就了强大的本领，然后走出国门，凭借美国文化和政治的势能，在全球攻城略地。可以把一种奇怪的饮料卖到全世界，可以把面包夹肉卖到全世界，可以把意大利人的咖啡卖到全世界。当然，美国众多的商学院系统地研究市场、培训市场人才也居功至伟，还有美国大熔炉，可以让各个企业在美国找到任何一个国际市场的本土人才。

这在风和的5M分析框架下很容易被理解，就是M1（目标市场）外延的扩张解决了M2（市场份额）天花板的困境，从而进一步推高了M3（营运利润率）。也可以理解为美国漂亮50赚的是文化和资本的殖民利润。

今天中国的漂亮50有这样的机遇和环境否？除了恒瑞，类似的企业我们还持有2%的有腾讯、学而思等等。每个企业的情况不同，学而思的M2还有很大空间，M1也还在高速成长，所以学而思是个毫无疑问的持有品种，这是真的漂亮50。但是，借助漂亮50的大旗，有很多股票的股价上了天，却看不出M1、2、3继续扩张的空间和迹象。

当然，我们风和亚洲还有一个强大的工具可以回应这种伪漂亮50：做空。恒瑞是不是伪漂亮50？需不需要卖出再反手做空？这是选项之一。

*《行为金融学新进展》理查德·H·泰勒
Advances in Behavioral Finance, Richard H. Thaler

投资者还是风险管理者？



伟大的投资者还是纠结的风险管理者？
我想我会选择后者。

我的投资理念是：只要把风险管理好了，
回报自然就来了。

六六在监督我写投资日记，她读后感慨说我太纠结，她的另一个投资大咖朋友则是“看明白一件事或一个人就一直做下去”。在巴菲特称雄的这个时代，这种投资方式是非常“政治正确”的。

客观讲，我不认为我是一个投资者，我只是一个组合管理者。无论我们对一个企业的研究有多深，有多么确定，多么地想“砸锅卖铁”投进去，我都会为自己的确信打一个折扣。多大的折扣？94%。我最大限度只配置6%，尽管可能是有些投资大咖愿意100%配置的品种。而且我不会一直持有，不管这个企业在我心目中多么的伟大，当这个企业来到一个高度不确定的深水区时，我会选择暂时退出。我不会如六六所描述的那样相信伟大

就“一直做下去”。其实我是不相信伟大的企业或人的，过去二十七年的投资历程让我看见了人以及人的判断在时间面前的渺小，看见了所谓伟大的企业在时间面前的渺小，或者说人在上帝面前的渺小。投资和经营企业都是在挑战明天，人类关于明天的所有分析、所有判断都是概率或猜测。上帝创造了一个人类无法跨越的四维世界：无穷大的空间和不可逆转的时间。我只是在权重和时间上对一群企业进行“四维”配置，以力求把这群企业的“风险”“和谐”了（这是风和名字的来源之一）。所以，从这个角度来说，我只是一个风险管理者。我的投资理念是：只要把风险管理好了，回报自然就来了。

当然，如果上帝给我推荐一个股票，我会毫不犹豫地配置100%；如果巴菲特给我推荐一个美国股票，我会考虑配置20%。巴菲特推荐的中国股票？我还是更相信风和的团队。

风险管理除了配置，对单个企业的长期观察也是风和的重要手段。风和不喜欢算命：“认定”了就“一直”怎么怎么样。其实这是我早期的方式，年轻的时候是喜欢为企业和企业家算命的，现在口头上也还喜欢为企业算算命，但绝不会让这样的算命影响我的投资，我是且观察且投资，且投资且观察。所以我们一般不投资IPO，过去五年风和亚洲唯一投资的一个IPO是海底捞的下属企业，这是因为在其IPO之前我已经和张勇深入沟通了很多年。而且我们长期跟踪一个企业并不是长期保持一个方向，我的“投资”永远是两个方向的。比如联发科，五年

前我们开始做多，两年前转为做空，今年又转为做多。我们整个团队目前只跟踪200个企业，反反复复地研究，反反复复地深入，但不下“永远”的结论。我相信周期，一个企业再优秀在我眼里也只是处于上升周期而已。

我有时在想，我如果为风和挑选下一任CIO会选择一个什么样的人才呢，伟大的投资者还是纠结的风险管理者？我想我会选择后者。

跨境投资全球配置



我对自己一生业绩记录的要求是跨越牛熊、稳健上升。

六六问：“胡猛对中国市场和人情世故这么熟悉，为何不专做中国市场，却要开拓越南之类的小市场？那些体量太小了吧？”六六的问题是醉翁之意不在酒，她是嫌我最近偷懒，催我下笔。

那我还是就事论事地回答六六的问题。

我为什么不专注于中国市场？因为我要建立一个真正的低相关的投资组合。中国市场是一个情绪因子的作用力非常强大的市场，而且中国企业的基本面脱离宏观的能力都不强，因此市场容易同涨同跌。如果集中于一个同涨同跌的市场，我的组合波动会非常大，回撤不可控制。而我对自己一生业绩记录的要求是跨越牛熊、稳健上升。这是其一。

其二，十二年前我开始VC投资时就把着眼点超越了中国，看向了台湾、新加坡、越南和以色列。John曾经劝

我，中国这么多机会，为什么一定要去一个陌生的国家？在朋友圈里，John的智慧是我最尊敬的，而且他又是风和的合伙人，所以他的意见70%我都会听从。但跨国投资一事例外，因为我对中国的熟悉，所以我看到了许多中国的风险，我需要用越南和以色列来对冲中国的风险。五年前回归股票市场时，同样基于中国风险的考量，我也把组合的范围涵盖了台湾、新加坡、越南。

其三，我认为我过去的经验在今天的越南比在今天的中国更有价值。越南在重复中国过去二十年的发展道路，越南本地投资者只知道现在在发生什么，而我知道未来将会发生什么。类似的，二十年前在上海，是香港商人在最勇敢地买地，因为他们知道将会发生什么。今天我在越南的投资组合和我十五年前在中国的组合高度相似，我只是在复制我的中国经验而已。而在今天的中国，像我这样的所谓“资深”中国投资者对未来的判断反而是需要打折扣的，因为难免有成见。而判断未来的中国方向是绝对不能带有成见的。

其四，神永远在我心中。回顾我们这一代人的成功，我更愿意低估自己个人的能力。“对中国市场和人情世故的熟悉”不是我们这一代人成功的根本原因。我经常讲，如果我们早生二十年或晚生二十年，我们的命运都会迥然不同。我们只是在合适的时间出生在了一个合适的国家，外加父母恩赐的基因于是小有收获，而且因为碰巧经历的一系列历史事件和经济环境等的巨变而具有了反思的能力与机会，从而有了独立的人格和思考，能理性地进

行跨国投资。所以我们在越南、以色列、英国的投资成功是我们经过中国洗礼后理性思考的结果，而非偶然。这几句话比较含蓄，以后有机会再深入。

风和还是会坚定地执行跨国投资、全球配置的战略，但绝不放弃中国。其实目前风和的资产配置，就VC而言，仍有70%投资于中国；就股票而言，仍有40%配置于中国。中国还是风和的第一投资市场。

六六疑问再回答



严格的权重管理和低相关、高分散的组合配置是风和的立命之本。

风和亚洲10月的表现完整地回答了六六的疑问。

这个月中概股大幅震荡，但我们仍然取得了3%的正回报。其中，我们的两个持仓被这波震荡大幅影响，一个是学而思，一个是百度。

学而思是我们组合长期持仓的品种，从风和亚洲成立之初就是我们的核心品种之一，5年股票涨了15倍。这个月公布季报后两天暴跌20%，但我们只损失了0.4%，因为我们严格执行我们的权重配置纪律：对已被市场充分发掘而且估值偏高的品种，在我们仍然确信其基本面的情况下，只配置2%。客观讲，我们是非常喜欢这个企业的，但我们克制了自己的贪婪，严格执行纪律，做了最保守的配置，所以在暴跌20%的情况下，只损失了0.4%。

回头看暴跌的理由，只是一个季度的margin不达预期，由于市场对它太乐观，估值绷得太紧，所以有一点风吹草动就暴跌。以我对管理层的了解，他们是习惯性地，在利润很好的时候多烧点钱在一些远期的项目上，虽然伤害了短期利润，但并没有伤害股东的长期利益。而且他们在剩下的两个季度也会用超预期的收入补回来。学而思的商业模式决定了它对未来收入预测的准确性。以年度计，它的收入从来没有低于过市场预期。所以对学而思我们是准备利用这种暴跌增仓的。

再看百度。百度我们曾经持有6%，但最近我们看到卖方已经看到了我们当初的观察，于是遵循我们的权重管理纪律，退出了2%，保留了4%。然后暴跌10%。这两个股票都是因为我们的权重管理纪律而控制了回撤。

但控制回撤只是少亏而已，我们3%的盈利从何而来？

以前我总结过，我们之所以能长期、反复地在下跌的市场中盈利是基于三个原因：权重管理、做空、组合的低相关性。这个月，我们的盈利正是由于组合的低相关性。在中国组合大幅震荡的同时，我们的台湾科技组合在这个月贡献了3%的回报。台湾组合的总头寸占了30%，即台湾组合本身的月回报是10%。六六问我为什么不专注我更熟悉的中国市场，这个月的表现就是回答。我们需要的是平衡和低相关，是稳健而不是暴涨暴跌。我们既要享受中国的成长，又要管理中国的风险。

过去五年里，每当中国市场下跌时我们能保持盈利或远胜于市场的原因除了做空外，就是越南和台湾为风和亚洲撑起了另外半边天。越南我们是清晰地看到了一个上升的周期，台湾我们是几乎市场中性，所有的回报都是基于风和对科技的深刻理解而创造的阿尔法。

严格的权重管理和低相关、高分散的组合配置是风和的立命之本。

关于港交所的对话



只要你深入企业分析，就是投资；
只要你猜市场方向，就是赌博。

同事Y：我在反省我自己的港交所的模型，也研究了卖方的模型。关于交易量这样一个最重要的变量，我们都只能以线性思维来假设。如果要问港交所这个投资的surprise来自哪里，我想就是来自这里了。

Matt：对，这就是我投资的精髓：要超越华尔街投资者的线性思维，超越华尔街的模型。通常的模型只能吸收一些确定的可以量化的变量，而伟大的投资者一定要善于发现那些模糊但确定的东西，并发现变量背后深层而关键的逻辑，也就是我经常讲的key driver。港交所的key driver是什么？就是投资者结构变化带来的投资者行为的变化。

投资者行为的变化带来了换手率的提高，从而使交易量提高。这个投资者行为的变化既有经验数据（A股投资者通过港股通参与的港股品种的换手率大幅提高），也有内在逻辑：A股投资者主要是本土投资者，香港过去的投资者主要是离岸投资者，如华尔街投资者。离岸投资

者信息不够多，投资只看个大方向，交易不频繁。而本土投资者接触信息多，就会产生更多的决定，所以本土投资者的交易更频繁。

再回到数据，观察以下几组数据可以得出清晰的结论：第一是A股换手率与现有港股换手率的差距；第二是A股投资者来了以后，他们所积极参与的股票的换手率与过去的差距；第三是参与港股通的A股投资者在整个香港市场投资者中所占的比例逐步上升。

A股投资者参与到香港交易中倒不仅仅是因为便宜。你看现在活跃的股票，并不是因为便宜，而是因为差异化。汇丰、腾讯、港交所等都是A股市场没有的投资品种。而且未来很多优秀的企业更愿意选择在香港上市，比如海底捞等。这里面的深层原因有外汇管制、交易所效率、投资者多样性等等。

交易所生意形成雪球最难的一环是投资者。今天港交所借助港股通把世界上数量最多且交易最活跃的一个投资者群体（A股投资者）带来了，这是“港交所雪球”形成的关键起点。愿意为好企业支付更高估值的投资者来了，许许多多的企业就来上市了，包括新上市的，也包括一些美国的ADR，一些过去普通的中国投资者无法参与的企业来到港交所，于是更多的中国投资者涌入，一个完美的雪球就滚起来了。这些东西在模型里能体现吗？一个卖方的分析师敢体现吗？这些就是我所说的模糊却又确定的因素。其实，一个企业只要找到了雪球的起点，就是一个确定的良性循环的开始。比如学而思，它雪球的起点就

是培优，找到好的学生，这个起点就来了。

同事Y：通过这些因素可以做一个推论：港交所股价向上的surprise，我相信就是来自于“多数的卖方和买方都是基于线性”的假设。而我们看到这并不是一个线性的逻辑。一个交易所最重要的是投资者，投资者结构的变化、投资者行为的变化、换手率的变化等这些变化并不是纯粹的推理或想象，而是有数据支持的，已经在渐渐发生。我们在吉利、长城乃至SJM身上都看到了。这个改变不是随着时间或者资本流入呈线性改变的，而是当资本流入达到某一临界值之后才开始加速的。

Matt：非常正确。

同事Y：您说的这些我放进investment memo了，不过在模型上没法量化。

Matt：记住，做模型的目的绝不是求一个数字，而是理解它的商业模式，搞清楚它的变量、敏感性。同时，通过做这个模型可以了解市场上是怎么推论的。我买一个企业，买的绝对不是一个模型可以推论出来的数字，而是一个结构性的东西，这不是模型能够推论出来的。Consensus是模型推论出来的，但我看的不是这个，而是向上、向下的结构变化，推算不出来的才有更大空间，才有alpha。关于这点，你们要牢牢记住我刚刚所说的话。一个企业，如果你能找到其基本面的key driver，而且是模型没法量化的，是华尔街不敢直接放到模型里的，那就对了，那就有很大的upside或者downside。

模型这个东西是害人的，但是也给了我们机会，大家

为了量化都要去找一些可以量化的东西。但决定一个企业最根本的东西是没法量化的。比如苹果的关键人是乔布斯，乔布斯这个因素能够量化吗？不能。模型里面不能因为乔布斯就大幅提高收入预期。但如果当年你看清楚了乔布斯这个driver，在乔布斯回归后投资苹果，你就成功了，很容易beat consensus。

我们在8块钱买入学而思的时候看到了什么？我看到的就是那个雪球，我发现张邦鑫看到了我曾看到过的中国教育的死结：低智商的老师在教高智商的学生。许多专家观察了在美国的中国留学生的表现后得出结论：中国人优秀但不够天才。我每次都在心里反驳：在中国都是被职场淘汰的人成为小学老师、中学老师，他们早在小学阶段就把天才扼杀了，他们喜欢的都是与自己相似的听话、勤奋而不笨的学生。张邦鑫看到了这点，所以以优培优。我经常讲，好学校是因为有好学生。学而思招到了好学生，就是成功的起点。

同事Y：对的，正是因为某些因子无法量化，所以当基本面偏离大家假设的趋势的时候，股价向上、向下的波动才会非常明显：可以量化出来的盈利超出或者miss 5%~10%其实都是确定的，有确定性的东西并不会让市场吃惊。大的机会总是出现在趋势发生改变且不知道偏离多少的时候。2014年和2016年的澳门赌场股，空头、多头都是如此。

Matt：港交所可能是我们的组合中最清晰、最简单的投资。记住，超越线性，超越模型。

2018

我们为什么做空网易？



我愿意做空曾经伟大的企业。

我的投资哲学永远是且行且观察，不是“用人不疑”，而是投资加怀疑。

过去两年我们一直在做多网易，但最近我们开始思考做空网易。

我被提醒：网易的历史证明了其管理层是多么优秀、多么诚实，并反复证明了丁磊扭转乾坤的能力，为什么要做空这么一个伟大的企业？与浑水不同，我从来不会做空骗人的坏公司——不论做多还是做空，我都不愿意与坏人纠缠。我愿意做空曾经伟大的企业，在他们人不能胜天的时候，在最优秀的管理层都回天乏力的时候，顺应天意，取得上帝给我的奖励。我喜欢做空的是诺基亚、柯达、长虹这样的企业，或者可能是5年后的腾讯、阿里、谷歌、亚马逊这样的企业。君不见，过去100年道琼斯指数里的多数企业都已经退出历史舞台？君记否，25年前全

球十大银行中有8家是日本银行？当然，今天以中国的银行为主。

网易发生了什么？

网易凭借游戏在过去16年间股价涨了1000倍。今天中国的游戏是什么状况？2017年，5.83亿玩家贡献了2036亿元的收入。游戏如果继续高速成长，大概要亡国了。幸好，只有单位数成长，与GDP相当。而这2036亿里，腾讯占了1000亿、网易400亿。所以对腾讯、网易而言，天花板已经不高了。

网易的利润和股价一直都是靠产品周期驱动的，我们来看看网易目前游戏的产品周期：2017年1~3季度游戏收入环比全部下滑，核心原因是四大游戏中的《大话西游》、《倩女幽魂》和《阴阳师》全部下滑，仅剩《梦幻西游》坚挺。据App Annie的显示，四大游戏早已没有新游戏人口，下载榜上已经看不到这四个游戏。流水榜上，《梦幻西游》坚挺在2~4名，《大话西游》在10~15名波动，《倩女幽魂》在10~15名波动，《阴阳师》在10~20名波动。网易端游经典IP已经尽数手游化，未来全靠自研打造全新游戏。而网易手游除了端游改编的，其他都未能取得成功，《阴阳师》只是昙花一现。而据风和的统计，所有的手游，一旦出现下滑，就都是抛物线式的加速下滑。风和预计2018年除《梦幻西游》外其他3个应该是下滑甚至加速下滑的趋势，乐观估计网易全年游戏收入和2017年基本持平（400亿人民币上下）。

腾讯上市时，马化腾告诉我说他很羡慕丁磊的游戏，

而他的策略就是学习并超越。后来……真的超越了，但网易也没有落下，它们成为游戏业的双塔。其他对手如盛大、巨人、完美时空等纷纷退出了竞争。行业变成双寡头后，凭借渗透率的提升和玩家ARPU的提升，它们双双高速增长。但是，我一直和大家有个分歧：渗透率是有天花板的，玩游戏的人群及其玩游戏的时间是有天花板的，双寡头会渐渐开始出现此消彼长的。具体而言，玩《王者荣耀》的人变多会导致玩《梦幻西游》的人变少。大家的观点是这是两拨完全不同的玩家，但我相信在渗透率没有接近天花板的时候确实如此，一旦接近天花板，此消彼长就会发生。反过来，我们可以从这两家公司的此消彼长来推断中国游戏的渗透率接近天花板了。

最近我们看到的网易产品周期问题其实不仅仅是产品本身的问题，而是中国游戏市场的结构问题，已经从容纳两家的双成长到了此消彼长的短兵相接状态。而在这个新阶段，我们会假设胜出的是腾讯。腾讯新的“吃鸡”游戏春节期间会推出，如果网易的“吃鸡”游戏收益因此而加速下滑，那就是其自身产品周期和结构问题的叠加带来的。网易过去的1000倍的成长过程正是中国游戏渗透率提升的过程。一旦我的假设被验证，网易会进入生命周期的第二个阶段。在这个阶段，其市场份额和利润率都将承受腾讯的压力。

在我们做空网易以后，德意志银行和高盛纷纷出报告，提升网易的目标价，强调不应该只看游戏，而应该看看网易的其他生意特别是电商。我们漏掉了电商吗？当然

不是。我跟踪网易十几年，不可能漏掉它尝试了N多生意后终于小有起色的电商，我们已经给了它的电商50亿美元的估值，这是市场上最高的。这两个报告都是分析师在和管理层讨论后更新的，它真正透露出来的是管理层看到了游戏下滑的回天乏力，于是希望投资界转移观察重点。所以这更坚定了我们做空的信心，看到德意志银行的报告后我们又增加了做空头寸。这两个做多的报告不说明它的电商会成功，只说明它的游戏会减速。因为风和除了对冲基金团队，还有一个在John领导下的更强大的VC团队，在电商上我们有很多经验和教训。过去八年，我们看见无数的电商公司通过特别的而且价格性能比更好的产品定位以及疯狂的烧钱速度企图从阿里、京东虎口夺食，但最后其高速增长的GMV都无以为继。因为电商是流量的游戏，阿里、京东霸占了有机的流量，其他即使如唯品会、聚美等都需要买流量求生。John提出，流量、margin、库存管理、物流都会是网易电商的瓶颈。而且时代不同了，京东如果在今天开始创业也是不可能成功的，现在的阿里和京东已经太强大，没有老三的生存空间。在风和内部的辩论中，反方提出，一旦市场把焦点从游戏转向电商，而网易电商在加大烧钱速度的基础上GMV是可以取得超越市场预期的成长的，而且电商的成功与否在短线内都是无法证伪的，特别是网易这样现金流充裕的公司。这样其股价就会被GMV带着往上冲。可能三年后最终证明网易的电商无法从阿里与京东分得一杯羹，但那时我们的做空已经被挤出局。

所以我们的做空确实有一个基本面的风险，就是N年后网易的电商与阿里、京东三足鼎立。在市场层面，投资界长期漠视游戏收益的下滑以及电商带来的日益扩大的亏损而寄希望于其电商成为估值200亿美金的生意，如果做多我不顾虑长期的市场误判，但于做空而言这确实是一个非基本面的风险。不过我认为这些都是小概率的，投资总是要承受小概率风险的。如果我们有严格的风控制度，这种风险造成的损失是可以控制的。

关于这个风险我有个浅显的例子。如果万科房地产的销售和利润下滑，然后在每个万科小区开万科火锅，性价比比海底捞还好，我们是不是应该恐惧万科火锅可能成为下一个海底捞而不敢做空万科呢？

当然，我的投资哲学永远是且行且观察，不是“用人不疑”，而是投资加怀疑——在逐步增加网易空头头寸的过程中，密切关注考拉和严选的发展。至于其游戏的下滑我是不怀疑的了。

寻找“猪”



做空风口的猪，将会是未来数年我们在中国一个长期的投资主题。

3月份，风和亚洲的总回报是5.46%，而亚洲市场（除日本）下跌了1.6%。这是自风和亚洲成立以来的64个月中第14次在市场下跌的月度里取得正回报，比如2015年5月，市场下跌2.8%，我们仍然取得了5.2%的正回报。事实上，在过去五年所有市场下跌的月份里，风和亚洲都击败了市场。

投资者的第一反应是我们拥有非常稳健的空头头寸，事实上不仅仅如此。在2015年5月，我们盈利的主要是多头头寸，而在这个3月，我们多头和空头都有正贡献。其中多头贡献了3.11%，主要贡献者是恒瑞医药、泰格医药、联发科、谱瑞科技、旺宏科技、越南机场等。这说明我们拥有一个和市场波动关联度很低的多头组合。其中，谱瑞科技在我们持有一年且股价上涨80%以后，很多投行开始覆盖研究并给出了强烈推荐的建议。

目前我们持有22个与中国宏观经济低相关的多头品种，其中科技和互联网占了50%，医疗占了30%，这个月的回报90%源于这两个领域。这是我们经过多年的积累而确定可以产生阿尔法的领域，我们会继续在这两个领域深耕，通过对行业和企业的深入来创造持续的阿尔法。

回忆过去五年，我们的阿尔法不仅仅来源于对企业的深入研究，而且来源于风和建立的一整套强大的投资体系，包括组合构造系统、尽职调查系统、头寸管理系统、风险控制系统。我们的持续优异回报是基于这一整套系统，而不是我们团队偶尔高光的表现。

3月份我们的空头也贡献了2.35%，其中包括晶电、比亚迪电子、首尔半导体、美律电子、网易、YY等。这是我们长期坚持自下而上不断发掘空头头寸的结果。

其中网易是在高盛和德意志银行给出买入建议并提高目标价之后，我们开始加大做空头寸，结果是我们完胜市场。我们的同事发现，在互联网世界里，阿里、腾讯、头条等少数可以产生有机流量的企业就像“房东”，其他绝大多数互联网企业就像“房客”，需要烧钱付“房租”

（买流量），最后它们的利润率就如同香港的许多零售商一样，都被“房东”榨干，然后总有不断的歇业、开业，如同中国互联网各个山头变幻的大王旗，得益的就是腾讯、阿里、头条等房东，受伤害的则是一群有梦想的投资人。网易在互联网领域几近二十年，今天开个“店”严选，还要付钱“租铺面”（买流量），二十年竟然没有赚下一个

“铺面”，悲剧啊！

过去二十年，因为各种风口的存在，不论猪还是鹰，都快乐地高飞。而今天，风开始凌乱，甚至是逆风，鹰可以继续展翅高飞，猪可能就要坠落。在目前的大中华市场，甚至猪要多于鹰。目前我们持有16个空头头寸，可以预见，我们组合的空头头寸会越来越多。当然，对“猪”的判断的关键并不是过去的业绩和管理层的表现，而是其过去的优异表现背后的驱动因素是否可以持续。

做空风口的猪，将会是未来数年我们在中国一个长期的投资主题。

成长的焦虑



焦虑背后是什么？是对周期的抗拒。

当我们以成长的角度看待未来，总是处于焦虑之中；当我们以周期的角度来看待未来，突然觉得世界海阔天空。

我们在最近的企业研究中，发现一个共同的现象：企业原有的主营业务碰见了天花板，但基于过去的成长所带来的对未来成长的线性期望，纷纷进入其他企业的领域，以谋求继续的成长。这种期望既有源自投资者的，也有源自管理层自己的。这其实是投资者和管理层基于原有的成长而带来的高估值背后的纸面财富的习以为常，以及人类天性里的惯性，还有企业家“基业长青”的梦想。

比如滴滴要做外卖了，美团要做出行了，网易要做电商了，房地产企业要做文化了。然后很多企业要发力四线、五线城市了，但这只能说明一线、二线城市成长放

缓，成长的动力转嫁到了边角市场。其实，从大东京到大上海到大北京的发展轨迹清晰地告诉我们，由于对教育、就业、医疗、文化等机会的追逐，一、二线城市在市场整合过程中都是得益者，而五、六线城市的成长是不可持续的。

这些现象的背后都是成长的焦虑。焦虑的背后是什么？是对周期的抗拒。

其实所谓的成长，在更长的时间框架下不过是上行周期而已。在上行周期的尾端，既得利益者总是习惯性地抗拒周期的拐点，它们习惯于过去的上行周期所带来的纸面财富。当然，少数已经进入下行周期的企业家如煤矿主，已经开始渐渐适应了新的估值水平，但多数企业家和投资者还不适应的。

“日光之下无新事。*” 风和的3C投资哲学中，第一个C就是周期，要学会在周期面前的谦卑而不是高估人类基于惯性、偏见的成长“确信”。这是我经常提醒我自己和团队的。

最近市场讨论的都是宏观的危与机。其实我对宏观没有兴趣，这种宏观的危机我也不在乎。我过去所经历的这种宏观的危机如1994、1997、2001、2008、2015等，无不在快速暴跌后伴随暴涨，是危更是机。但如果是因为自下而上的一个接一个的行业周期变化带来的慢慢下跌，对投资者的伤害才是有危无机。

再读《癫狂与恐慌》*，其中有一段话：“1973~1974年的股市大跌并非短期的恐慌性暴挫，而是连续阴跌。

整个市场都很难找到一只上涨的股票，而听起来有点蠢的是，漂亮50这类股票跌得太急了（这些股票基本都是伟大的公司，只不过价格实在过高），以至于所有人都过早进行了补仓。”我在90年代听过一个台湾投资者给我讲他的投资悲剧：1990年台湾股市，在12000点他卖光了所有股票，成为股市英雄，因为随后股市暴跌。跌到6000点后，他在英雄光环带来的自信之下，满仓而且高杠杆入场抄底，然后呢？跌到了2400点，最后沦落北京。

当我们以成长的角度看待未来，总是处于焦虑之中；当我们以周期的角度看待未来，突然觉得世界海阔天空。

*已有的事，后必再有；已行的事，后必再行；日光之下并无新事。
《圣经·传道书》第一章第九节

*《癫狂与恐慌》巴顿·比格斯 2016
Biggs on Finance, Economics and the Stock Market, Barton Biggs 2014

越南新印象

从胡志明到新加坡两个小时，到河内也是两个小时，难怪在新加坡有如此多的越南学生。他们不光数量多，素质也很高。同事A说以前他的班上考第一的学生总是中国来的和越南来的。这一点也不奇怪，十四年前开始去越南考察投资时，我就发现东南亚奥数成绩最好的是越南，两次拿过全球前三。

其实新加坡还不是越南学生留学的主要国家，美国 and 英国高居前两位。我们有投资西贡证券和胡志明证券，去拜访时发现有几个部门全部是美国和英国留学回来的海归。我们VC部门接触的创业者也多数是海归。越南首富、VIN Group的创始人是俄罗斯博士，平民家庭。问过几位三十岁左右的年轻人，他们的中学同学一半以上选择了留学。

去年我在岷港海滩上跑步，凌晨6:00海滩上就已一片生机，男男女女、老老少少都在晨运。周末这两天的傍晚我在河内环剑湖跑步，更是让我感叹不已：年轻人围成一圈一圈的，有跳街舞的，有唱摇滚的，有耍杂技的，有玩双节棍的，有比俯卧撑的，有踢毽子的……与中国以大爷、大妈为主的街头活动迥然不同。我问随行的同事，和他2002年离开成都来新加坡前对中国的记忆是否一样？他的回答是越南人有朝气得多、国际化得多。

我十四年前来越南是想寻找投资上的下一个中国，初期我在越南看见的就是当年的广东，所以我在越南的投资是简单复制我当年在中国的投资。我2017年在越南的组合与我十五年前在中国的组合几乎是一个模版。但随着我接触的越南人越来越多，我的观念在渐渐变化：可能越南的明天不仅仅是广东的今天。为什么越南不可能成为下一个德国、日本呢？看来我在越南投资的简单周期复制阶段已经结束，需要更多地自下而上寻找这个国家未来的脊梁企业。

我公司里有个越南分析师，我请的时候没有抱太高期望，我只是需要一个越南的分析师而已。可她加入以后，她的勤奋、条理、责任心以及细节能力彻底征服了我，我都有请更多越南员工的冲动。她家里人几乎都曾在国外留学，父亲是德国留学，姐姐和她都是英国留学；父亲是企业家，姐姐是教授，姐夫也是企业家，她自己的男朋友是个英国人。但是她身上没有半点富二代的娇骄之气。我跟她开玩笑，让她爸在新加坡给她买个公寓，她立刻回答，不可以，要靠自己（是提醒我多发奖金吧）。在越南，她安排以前在胡志明证券工作的同事们和我吃饭时我才知道，她以前的老板（head of research）竟然是爱尔兰人。当然，无一例外，胡志明证券所有的分析师全部是海归。想想十几年前我在华夏证券的同事们，海归屈指可数。我过去简单地把越南当成十几年前的中国，有点大中国陋见了。海归不一定就好，但这代表了越南人民的开放心态，如同当年明治维新的日本对西方的拥抱，意味着越

南比中国更容易融入西方世界，与狼共舞，从而减少与狼为敌的摩擦。客观讲，亚洲国家的成功都是因学习西方文明而达成的。

越南人民过去一千年都是在和强国们战斗，这是真的不屈不挠的战斗民族。现在突然没有侵略了，要搞经济了，于是他们把这种精神全用在学习上，才有了我作为一个投资者所看见的欣欣向荣、蒸蒸日上的景象。

我儿子除了英文、中文外还学了一堆语言：拉丁语、法语、俄语……其实他最应该学的是越南语。学越南语？这在崇洋媚外的亚洲来说可是件新鲜事。但这里可能是亚洲的未来，如果这个国家可以成为亚洲的第二个日本，我们没有理由忽视它。我准备找一个假期，带儿子来越南住一个月。

精益求精, 如履薄冰



输出教育, 才是一个民族优秀的标志。

在8月的月度投资信中, 我们告诉投资者准备增加总头寸, 有些投资者看了很兴奋因而想抄底, 于是从美国打电话来确认我的观点。因为风和亚洲过去几年在熊市的杰出表现, 很多投资者把我们当成了风向标。其实是他们自己看见下跌的阿里巴巴和腾讯就有抄底的冲动, 现在听说风和准备增加总头寸, 就仿佛风和的观点佐证了他们内心的抄底欲望。

其实不然。

1. 我们增加的是总头寸, 而不是单向的多头头寸。我们从上个月末的60%总头寸、14%净头寸, 调整为了目前的75%总头寸、6%净头寸。我们是在双向增加的, 因为我们同时看见了更多的多头和空头的确定性。

2. 我们所看见的确定性是在我们所覆盖的200个公司里的, 我们9个分析员在6个市场总共才覆盖了200个公司, 我们看见的确定性绝不代表整个市场的确定性。比

如我们根本就不覆盖阿里巴巴。中国企业我们只是看好未来、海底捞等一群我们非常熟悉、非常了解也非常理解的企业。而好未来和海底捞的利润成长不能代表中国宏观经济的繁荣。

3.我们乐观地增加总头寸也只是准备从过去极度保守的60%增加到保守的80%~90%，这个头寸在整个对冲基金界还是属于非常保守的。同行们悲观地减头寸可能只是从180%减到100%，而我们的乐观比大家的悲观更保守。我们是对总头寸非常谨慎的基金经理，在风和亚洲，每增加或减少1%的头寸我们都会争论一整天。我们信奉日本人的精工精神，对头寸管理精益求精，每一步、每个1%都如履薄冰地反反复复地推敲、研究。比如好未来，经过近一个月的再深入，我们才从1%增加到2%。其实这背后不只是一个月，而是8年来对好未来持之以恒的跟踪和研究，理解了管理团队的DNA，才让我们敢于在0.8倍PEG增加到了2%。当然，我们对好未来的头寸目标是6%，但还需要看见它在online的成功和海外的启动。好未来拓展海外市场？是的，中国人在数学教育上积累的经验值得全世界的老师和学生们膜拜，智慧的英国人已经看到了，所以前年就派了许多数学老师到上海学习。而好未来通过深入的研究和实践把中国的数学教育水平拔到了极致。输出教育，才是一个民族优秀的标志。

这个时候抄底或杀跌的想法都不正确，对宏观的任何猜测也不正确，唯一正确的是自下而上寻找确定性。

Think Small



总有人问我明年的策略，我的回答永远是
我没有策略，我们不知道风口，
但是我们有翅膀。

我有一个分析员，她的主要工作就是
分析我们自己。

在这个过去的10月份，亚太区多数的基金都在亏钱，但风和亚洲仍然取得了2%的正回报。很多投资者祝贺并好奇为什么，其实这样情形的月份在过去五年里发生了18次——当大多数机构亏钱时我们仍能笑傲江湖。

为什么？我有一个分析员，她的主要工作就是分析我们自己，反省我们的投资过程，发现我们在哪里亏钱、在哪里赚钱，为什么亏钱、为什么赚钱。我们根据所有历史表现的数据从头寸管理、止损、做空、相关性等角度给出了科学的答案。而且也分析了在动态的头寸管理、严格的止损制度、别具一格的做空风格背后的本质，那是在时间

面前的谦卑、对自己观点的持续挑战、对风险的极度敏感。

但还有一个更关键的原因，就是我们思考的不同。我告诉我的团队，投资很简单，无非就是“搜集信息+思考加工”，最后基于大概率得出投资结论。我们坐在新加坡投资中国市场，信息不是我们的优势，我们只有靠思考胜出。思考是拼智力，就是要比其他投资者聪明。更聪明很重要但不容易，因为这是短期内很难实现的。但是有一条捷径，不用更聪明，只需要不一样的思考维度、不一样的思考方式。10月份我们有什么不一样的思考让我们杰出？展望2019我们又有什么不一样的思考让我们继续杰出？

Think Small! 因为目前big picture是不确定的，而不确定的信息输入，得出的投资结论一定是不确定的。所以在今天的投资环境下，think big就是在赌博。但一些中国投资者是好于think big的，雷军的“风口与猪”理论在中国广为传播，不少中国人仍在寻找风口，但很多人忘了一个小细节：自己没有翅膀。没有翅膀飞起来是什么后果？摔死。

确实，过去二十年的中国市场，凭借两股风：中国风（改革开放）和科技风（互联网），中国企业家和投资者不论有无翅膀，都飞翔了起来；但当2018年风渐停，没有翅膀的就迅速坠落。就是我去年所讲的“做空猪（没翅膀的企业）、做多鹰（羽翼丰满的企业）”。但是，多数企业家和投资者还停留在思维惯性之中，

继续努力寻找风向。今天的中国投资界，到处是投资策略会议，在激辩2019的风向。

过去的10月份，就如同我去年所讲的一样，在思考猪和鹰，在思考小小的翅膀问题，思考我们的翅膀，思考企业的翅膀，所以在狂风暴雨中我们能稳健地飞翔。当你从小处着眼，你会发现如今的投资其实是如此的容易，因为风停之时，猪与鹰是如此的容易鉴别。在国家政策的调控之下、在做空的打击之下，学而思还可以取得30%干干净净的成长，这30%在今天的中国是稀缺的，因为没有风。这难道不是鹰？相反，某汽车厂商，号称“中国的丰田”，汽车市场一减缓，立刻原形毕露，而真正的丰田销售仍然火爆。现在投资者希望国家出台政策刺激汽车消费，也还是在指望风口！如果有翅膀就飞，毋需等风口。难道中国人就不买车了？逻辑上如果经济形势不好，应该有更多消费者买20万以下的国产车，而不是加价去买丰田。丰田在90年代日本经济滑坡时依然能展翅高飞。国产品牌要逆风飞扬，不要想风口，而要想想自己的翅膀。

对投资者而言，更重要的不是思考企业的翅膀，而是思考自己的小小小翅膀。为什么我要占用一个分析师来专门研究我自己？就是希望能慢慢孵化自己的翅膀。过去二十年来，中国投资界最痴迷的就是策略——寻找来年的风口，几乎每个机构都有策略分析师。我常常开玩笑说：“多数中国投资者终于学会了把鸡蛋放在不同的篮子里，但是却把不同的篮子放在一辆卡车上，这辆卡车就叫策略。一旦这辆卡车翻了，组合就一败涂地。”我们的

3C哲学、LOGOS风控系统、止损制度、做空理念就是风和的翅膀和起落架。我们从六年前就开始潜心孵化自己的这些翅膀、打造自己的起落架，因为我知道总有一天风会停。六年前，我和绝大多数中国投资者一样，是靠风吹到天上的，但是我的信仰让我不安，我开始审视自己的翅膀、培育自己的翅膀。

总有人问我明年的策略，而我的回答永远是我没有策略，但我有哲学、理念、制度与系统。我们不知道风口，但是我们有翅膀。

Think Small!

见山还是山



非理性的市场会送给你完美的价格。

今天的市场只是在做漫无目的的以情绪为主导的上下撞墙运动，涨跌的背后只是贪婪与恐惧，基本面的影响微乎其微。

在这种市场环境下，基本面的研究就变得空前的重要。我们基于自下而上的市场份额和利润率分析准备了两排“树墙”：多头树墙和空头树墙。空头树墙在上，多头树墙在下，耐心等待着躁动的“市场兔”来撞墙。所以2019是一个完美的守株待兔年，永远不用担心踏空，唯一需要做的是建墙，然后耐心等待。非理性的市场会送给你完美的价格。比如新东方，你过去永远想不到能以13倍市盈率（扣除现金）买进。这还是一个有20%成长率的企业，因为不论中美关系如何，中国的孩子们还是需要补习、还是需要出国留学。

当然，不论我们如何强调脱钩宏观、如何强调think small，投资者仍然会关心中美贸易战问题。

宋代有一位禅宗大师，叫青原惟信，他曾经提出参禅的三重境界，这其实也是中美贸易战的三重境界：“未参禅时，见山是山，见水是水。及至后来亲见知识，有个入处，见山不是山，见水不是水。而今得个休歇处，依前见山只是山，见水只是水。”

中美贸易战的第一重境界是“见山是山，见水是水”。最初的时候，看问题简单，看到贸易战就是贸易战，这是一种童真未泯的表现。然而越分析就越觉得复杂，发现贸易战的重点不是贸易而是战，是美国对中国崛起的恐惧，是美国对中国的遏制，贸易只是手段而已，这就到了第二重境界“见山不是山，见水不是水”。最后的境界则是返璞归真，你会发现贸易战无论如何发展，都动摇不了14亿人的吃喝拉撒，该补习的还是要补习，该去医院看病的还是要去，想吃海底捞的还是要吃，贸易战不过是贸易战而已，这就是第三重境界“见山只是山，见水只是水”。有了这三重认识，我们就能在贸易战的阴影下处之泰然了。

如果一定要说贸易战的影响，那就是美国人如同在二战时一样，又一次挽救了中国。川普在主观上想让美国再次伟大，但在客观上却让中国再次伟大了。

本来中国的改革开放经过三十年已经进入了一个改革疲劳期，中国人民开始骄傲起来，这从《战狼》就可以略见一斑。但是川普的贸易战给中国人民浇了一盆冷水，

中国人民立刻清醒了,美国压力之下中国的改革开放又加速了,减税来了,民营企业贷款容易了,芯片的投资也加速了,5G呼之欲出了。美国40年代科技和经济的大跃进就是发生在二战时期德国和日本的战争威胁之下,否则美国还需要更长的时间才能走出经济大危机。中国其实已经处于小经济危机之中,但川普的贸易战却加速了中国的改革开放和科技创新,5G、智能汽车、物联网……可能都会比预料的更快走进中国人民的生活,中国经济的自由度和开放度会进一步超过当年初入WTO时的盛景。

感谢美国,天佑中华。

2019

彷徨的2019

我在彷徨中迎来了2019。彷徨于我并不是一件难受的事，相反我是享受彷徨的。人生不彷徨，我就觉得空虚。彷徨让我充实，彷徨也让我收获。

我彷徨什么？今天的中国投资界太悲观了，愁云密布，最近向师兄的《四十年未有之大变局》更是搞得人心惶惶。

向师兄如果认为GDP可能下跌，只需要在香港倾其所有做空恒生中国指数就好，一战就可以比肩索罗斯。目前的市场估值还没有反映GDP下跌，只要GDP确定下跌，指数还有下跌空间。但我们对宏观那一点悲观和乐观都是那么的脆弱，只供开会发言，一旦转化为投资决策就发现不是那么靠谱。

最近我儿子在思考未来的职业，我鼓励他学宏观经济学，因为我认为宏观经济学是人类目前最落后的一门科学，只是数学里一个简单的模式化的应用题。企图用数学模型解释人类贪婪、恐惧的经济行为是无助的。研究落后的科学容易有出息，而今天研究物理学估计很难有建树，所以建议儿子学经济学，希望他能从人类行为模式不可测的角度重新构建宏观经济学。

既然宏观的理论基础有问题，我们就从微观来回答问题。

我每天早上起来的第一件事就是反思风和亚洲的组合，我把它当成一个艺术品来研究，每天修修补补，永无

完美的一天。今天早上审视整个组合，当然有大量空头，特别是在台湾和美国市场，因为这些企业的利润率或市场份额明年会下滑。可是在中国市场我们也有大量的多头，不管宏观经济学家们如何悲观，这些企业还在成长。比如好未来，在补习行业经过2018年教育部善意的整顿之后，凭借线上课程的接力，在2019年将重新走上高速增长之路。比如中国财险，常年保持15%以上的ROE、现在却只有1倍的PB，而且主要产品是强制消费品（比必需消费品还必需）车险。不管新车卖多卖少，只要汽车存量在增长，其生意就在成长。车险2%的承保利润率对小型保险公司是个壁垒，而且资本的短期性也为靠投资崛起的小保险公司关上了大门，所以常有异军突起的寿险公司而没有异军突起的财险公司。它与平安财险形成的双寡头垄断地位在不断强化。另一方面更高利润率的非车险的比例在增加，导致整体利润率处于上升通道。按风和的5M理论，市场份额和利润率在上升的股票是个多头品种，而且以其15%ROE、1倍PB的估值，是一个可以重仓的多头品种。不管经济学家们如何悲观，老百姓的车险是必须买的，孩子的补习是必须上的。其实类似好未来和中国财险这种企业还很多，在我的组合里就有二十几个。

当然，我们也确实看到了智能手机的下行周期，也看到了半导体的下行周期，更看到了中国的一些经济结构问题。但放眼环球，没有问题的经济体有几个？

我彷徨，但不悲观，我们对2019充满了自信。

贸易战“停火”，利好？

非也。

最近传言中美贸易战即将达成“停战”协议，市场欢欣鼓舞，股价摇摇欲上。我不以为然。

过去半年全球市场的调整是因为中美贸易战？不是。市场调整是因为14亿人口大国的工业化周期和全球智能手机/移动互联网的科技周期同时见顶所形成的共振下行周期，是经济自身的规律所致，如同春夏秋冬一样是不可避免的客观规律。在秋冬之际，因为身体不适而打了一个喷嚏，大家把这个喷嚏当成了冬天到来的原因。中美贸易战就是这么一个喷嚏。中美贸易战是国家周期和科技周期下行叠加带来的矛盾和紧张关系所致，它只是一个现象，不是原因。

既然市场下行非中美贸易战所致，中美贸易战暂停有何利好之说？秋冬之际的感冒好了冬天就不来了？恰恰相反，如果不及时更换冬衣，还有可能再打喷嚏。

再深入一步，中美贸易战暂停协议的内容对部分上市公司可能会雪上加霜，比如汽车自主品牌厂商，以及一些国际竞争力不强的行业和企业。过去它们在温室里成长，现在让它们去雪地里打打雪仗，就长期而言于国于己有利，但短期而言，这些温室企业可能要重感冒，这都是做空的机会。

其实资本市场经过几十年的发展，已经准备了许多“冬衣”，比如做空机制、股指期货等等，反正“冬衣”制造也是投行和交易所的一门大生意。大家把冬衣穿上就好，何需去辩论冬天导致喷嚏还是喷嚏导致冬天呢？是不是冬天睁开双眼就可以看见，你看看周围的消费、投资、就业，稍微有一点经济学常识就可以感知冬天的来临，只是人类习惯了“温暖”的好日子，主观上不愿接受冬天而已。

当然，除了“冬衣”，应对冬天的办法还有“迁徙”，去温暖的赤道地区也可以。今天的经济寒冬中有没有避寒之地？还是有的，比如越南，比如医疗健康。

当中美贸易战的“喷嚏”暂停，市场投机者们蠢蠢欲动、赤膊上阵之时，风和能做的就是多穿几件“冬衣”，同时深入研究一下越南和医疗健康究竟是不是避寒胜地。

让我们享受冬天，穿着羽绒服在雪地里撒撒野吧。而且冬天既来，春天也就不远了，掐指一算，也就十来年（未来的人类平均寿命一百岁，十年不长），而且你看“冬天”后的日本多么美。

牛市？

牛市？当然。从12月至今，不论是上海、深圳还是香港，不论是指数的绝对涨幅还是成交量的暴涨，都清晰地告诉投资者，这已经是牛市了。但许多“理性”的投资者不认可：经济的基本面不支持牛市，企业的盈利也不支持牛市。这些都是书呆子投资者。巴菲特告诉大家股市长期是称重机、短期是投票机，我非常认同，也想不出更好的名词来描述，本篇文章暂且借用巴老“称重机”“投票机”两词。

多长时间是称重机，或者说基本面需要多久可以反映到股价？以我的实践，通常要3~12个月，这取决于企业的生意模式以及信息披露的频率。假如用一个大约的6个月来表述，6个月内股价的波动以情绪推动为主，也就是投票机。推动因素包括市场资本的泛滥或短缺、投资者对企业盈利的预测、希望和失望、贪婪和恐惧、消息和谣言等等。所以6个月的牛市是不需要经济基本面的支持，只需要资本和心动。

不论书呆子们承认与否，目前就是活生生的牛市。6个月后牛市就结束了？也不一定，这取决于“翻开”的经济基本面“牌”。如果经济真的如贪婪者预期的一样重振雄风，牛市就延续了，成功的投机者就变成了先知先觉者。如果经济真的如恐惧者分析的一样进入衰退，那些踏空的书呆子们就成了先知先觉者。真的有所谓先知先

觉的经济学家？没有。目前的经济学理论只能解释，预测的能力比天气预报都差很远。在我过去二十八年的投资生涯中，有N次专家们都认为中国经济会崩溃，但最后中国经济都摇摇晃晃地大步向前，原因只有上帝知道。我读《圣经》的时候揣摩：上帝赐福一个民族就让它繁衍众多。中华儿女的数量天下第一，中华民族一定是上帝赐福的民族，所以中华民族总是以人类眼中的小概率突破一个又一个难关。

既然是牛市，那我们就应该重仓买入吗？以6个月时间计算，牛市至少还有3个月？非也。首先，6个月是我为了表达方便做的假设。有些企业3个月（季报）就“翻牌”，有些企业可能要12个月甚至更长。更重要的是，如果牛市只是投票牛市，是没有确定性的——称重有确定性，投票没有确定性。而风和的3C投资哲学中最重要的一个C就是确定性。我经常讲，天上掉下很多馅饼，但我只接站在地上伸手可及的馅饼，凡是需要向前方跳起并空中接力才能拿到的馅饼，我是不能要的，因为不确定落下的地方是否是悬崖。

我们不会去猜未来是牛市或熊市，那是没有确定性的判断，但我们会分析已经发生的牛熊是投票牛熊还是称重牛熊。对风和而言，不论牛熊，我们总是拥有自己的多头头寸和空头头寸。目前这种投票牛市会让我们的空头头寸具备更好的入市价位，也给了我们空间去纠正错误的多头头寸。不论牛熊，我们坚信有起必有落、有落必有起，这就是风和团队内部每天所强调的周期（风和3C哲

学的第一个C：周期）。如果我们一个企业一个企业地看它的市场份额和利润率的变化（风和3C哲学的第二个C：变化），确定性会强很多。

牛市与否不重要，重要的是周期、变化和确定性。

关于荣誉

最近，风和亚洲被纽约/伦敦一个著名对冲基金数据机构Allocator评为Fund of the Year，它的评选方法是以量化为主，基于回报和风险的综合考量。其风险的计算除了波动性外，还考虑了潜在风险，另外还邀请了美国和欧洲主要的对冲基金投资者进行投票。所以这是一个权威的评选，也说明了风和亚洲在西方金融界的被认可。

但我并没有和我们的投资团队大肆庆祝，因为我内心的惴惴不安。一、这是一个对过去的投资业绩的评比，并不是对未来的评比。如果因为过去的成绩而骄傲，未来必定失败。我不确定团队的年轻人是否有这样的胸怀去面对过去的荣誉，所以不安。二、过去的荣誉越高，未来的压力越大。我们做投资都是在研究企业未来盈利的变化以及对企业未来盈利预期的变化，高荣誉意味着投资者对我们的高期望，以及后面伴随着失望的可能。避免失望的唯一办法是更上一层楼，而我们目前的投资框架基本还是基于过去二十八年经验所总结的5M3T，在应用中仍有不足，特别是做空的框架还有待进一步提高。如果投资哲学不能更上一层楼，那投资业绩更上一层楼就是小概率事件。而对投资哲学特别是做空哲学，我仍有破茧的压力，渴望突破，所以不安。

另外一个声音是：我们保持这样的业绩，风和亚洲

就可以成为一个10B（注：100亿美金规模）的基金。无需提高，只需保持，但很显然，这不是我的追求。我十五年前离开中国市场尝试国际化就是不满足于在中国的成绩，而希望站在国际舞台。当年在香港市场、台湾市场我都是从零开始学习，六年前43岁的时候又从零开始摸索做空，成立对冲基金。这要感谢季卫东的鼓励，有一次他来我游艇上喝酒，鼓励我说“索罗斯43岁才创立量子基金，你的血液里流淌着对冲的思想”，于是开启了我的对冲基金职业旅程。六年后得到这样的荣誉只是对我和我的团队过去六年的工作小结，绝不代表未来。客观讲，过去六年我们的投资乏善可陈，唯一做对的事情就是风险控制，把所有不好的投资决策的损失控制在了平均12%，把组合最大回撤控制在了6%（去年已经提高到了2.6%）。我们在选股上还有很大的提高空间，在投资哲学特别是做空哲学上还有很大提升空间。

无意中读到我在2015年年底写的一篇日记，发现过去三年我几乎没有什么进步，直到今天组合里的多头头寸还是以越南和医疗为主。好的一方面说明我的投资观点经得起时间考验，坏的一方面，说明固步自封，没有拓广能力圈。

这是一个不进步就消失的行业。学习、学习再学习，进步、进步再进步！

毛不易时代



我们出生于一个命运坎坷的国度、成长于一个大悲大喜的年代。

关于中国未来的思考，我身边大概有两种人，一种认为中国未来会超越美国，中国人会从此扬眉吐气，一扫从辫子年代开始积累下的耻辱；另一种则是忧国忧民，认为中国会有经济危机、政治危机、环境危机、能源危机……

这两种人我都理解，因为我也是他们之一。成长于起起落落的年代，记忆中很多人的命运和国家命运都是大开大合，经历过一些历史大事件，骨子里都是愤青，情绪浓烈，思想犀利，所以对未来都不缺想象力。以我为例，在所有投资思考里，我都为可能发生的危机留有余地：二十几岁就开始做跨国资产配置，凡事考虑对冲，总在保险箱里放着大笔现钞，为停电、断网等不测事件做准备。即使今天管理风和亚洲，也充满了过多的变化和不确定性的思考，面对确定性，总是半信半疑，每当净头寸上升就忐忑不安，因为我们出生于一个命运坎坷的国度、成长于一个大悲大喜的年代。

最近有些自省，因为开始接触90后，开始听毛不易的歌。毛不易是谁？一个1994年出生、2017年蹿红的男歌手。他是杭州师范大学护理专业毕业的男护士，参加歌唱比赛成了歌手，成功得偶然而随意，绝不是朗朗那种拼命三郎的励志故事。

“毛不易是标准的良好家庭养出来的小孩。敏感却不极端，疏懒却又有坚持，有想法却没有强烈的欲望。心里有点儿底气，愿意追求，却又不刻意、不强求。是个在充满爱与相对自由以及比较好的引导的殷实家庭长大的男孩子。很害羞，还有点怂，但是绝对没有自卑的成分”，这是知乎上对他的一段评价。他的歌声娓娓道来，没有崔健、何勇他们的愤怒，也没有罗大佑、李宗盛他们的深刻，又比谭咏麟、张国荣他们多了一点点思考。

“毛不易爱说自己是大多数。成名前，对于未来，他有些迷茫，但不慌张。大家都能找到工作，他也能。大家以后有房住，他也会有。大家能正常生活，他也能。什么工作、哪里的房、怎样的生活，他不知道。”（摘自《南方人物周刊》）

毛不易惊醒了我，未来的中国脊梁们成长于一个富裕而自信的中国、一个稳定的中国。他们对未来的认知没有我们那么多恐惧也没有那么多贪婪。他们的理想中国并不是一个多么耀武扬威的中国，而是一个平平静静的中国。他们没有“气”，所以无需扬眉吐气。

中国的未来未必如我这一代人所预测的那样牛B或傻B，中国的股市也不一定如过去二十八年那样波澜壮

阔，猪不会再飞上天，鹰也不至于陷泥地，只是不同企业市场份额和利润率的起起落落，只是酸甜苦辣而不是生生死死。在高速成长和衰退之间或许还有低速成长，我们既要降低对成长的过度期望，也要减小对崩溃的过度恐惧。

每个早晨七点半就自然醒
风铃响起又是一天云很轻
晒好的衣服味道很安心
一切都是柔软又宁静
每个路口花都开在阳光里
小店门前传来好听的恋曲
不用太久就能走到目的地
人来人往里满是善意
这是最平凡的一天啊
你也想念吗
不追不赶慢慢走回家
就这样虚度着年华 没牵挂
只有晚风轻拂着脸颊
日落之前斜阳融在小河里
逛了黄昏市场收获很满意
朋友打来电话说他在等你
见面有聊不完的话题
餐桌摆在开满花的院子里
微微酒意阵阵欢歌笑语

从不考虑明天应该去哪里
因为今夜的风太和煦
这是最平凡的一天啊
你也想念吗
不追不赶慢慢走回家
就这样虚度着年华 没牵挂
只有晚风轻拂着脸颊
这是最完美的一天啊
你也想要吗
生活可以不那么复杂
就这样虚度着年华 没牵挂
只有晚风轻拂着脸颊
总有一天 我们会找到她

—— 毛不易《平凡的一天》歌词，
一定要听歌声才能深谙其平和。

未来的中国和过去两百年可能不太一样，我们无需那么恐惧，也不要那么贪婪。作为投资者，不需要那么多自上而下的宏大的变革思考，更需要踏踏实实做一点企业产品周期和市场份额的见微知著的研究。那伟大的、革命的、改革的时代或许都已经在身后，前面只是“毛不易”们的平和时代。

当我们为新事业取名“风和”之时，或许在内心就有对“毛不易”时代的期待。

中美贸易战

我再来谈谈贸易战的问题。过去有讨论过一点，但由于我看不见确定性，所以多数情况下我避而不谈，只是反复强调Think Small。但今天在中国，贸易战仿佛是投资绕不过去的坎。

回顾一下我过去关于贸易战的一些零星观点：

我似乎对战乐观，对和反而悲观。

但最近我慢慢地意识到，不论中美贸易战的最终发展是战或和，川普都启动了中国经济的第二次发展。如果川普没有启动中美贸易战，中国可能会走上十到二十年的漫长调整之路。以经济周期规律而言，这是合理的，经过四十年高速的成长，调整是必要的。

今天如果战，就会如《见山还是山》文章所说的一样，促进中国的第二次改革，促进科技的突破。这一点大家在过去4个月已经初步感受到了。停战呢？首先，中美贸易战不是贸易问题，而是没有硝烟之战，不可能有真正的停战，所谓停，停停打打而已。但这种“停战协定”会迫使中国进一步开放，比原计划更大步子地开放。在最近对一些企业的研究过程中，我发现许多中国企业已经具备在全球竞争的能力，是无需温室的。缓和的国际空间对一些已经在全球取得绝对优势的企业，如通讯行业的华为、玻纤行业的中国巨石、光伏玻璃行业的信义玻璃、多晶硅行业的大全新能源等等来说有益无害；对一些长

期靠贴补生存的企业如比亚迪等而言，表面看是灾难，其实是个被迫强身的过程。特斯拉来到中国，可以促进比亚迪的进化。现代资本主义社会利益的关键是企业所在，而不是股东所在。如果一定要强调股东国籍，据我所知特斯拉有大量的股东已经是中国人了，而比亚迪的大股东之一却是美国人。中国补贴的不少企业的创始人和大股东其实都是外国公民，比如当年的尚德。这些协议打开了中国的大门，美国狼进来后让中国企业竞争力更强，同时中国的优势企业乘势征服全球。1985年日本被迫签下“广场协议”，日元大幅升值，以出口为主的丰田股价为1000日元，而十年后股价为8000日元。

我们要对中国企业家和中国企业充满信心，在海内外投资二十九年，我发现中国的企业家精神冠绝全球。真正的狼群在中国。

所以对“战”与“和”我都是乐观的。当然，不论战与和，市场短线都是恐慌的——战担心关税，和担心竞争。但长期而言，这于中国企业和中华民族都是好事。所以这些恐慌只是给你以完美的价格买进优质企业的机会而已。

系好安全带，放眼远方，探寻中国的“丰田”。

这个月我们重点分享的股票是网易。

风和对网易的三次交易，分别是2016年年中做多、2017年年末做空以及2019年年中再度做多。我们长期追踪研究网易，并在前两次交易中都逆市场共识而动。为什么我们这么热衷于交易网易？因为它的生意模式简单清晰（M4）；公司治理透明负责，管理层和中小股东利益高度一致（M5）。在风和，无论是做多还是做空，完善的公司治理都是我们的第一要求，毋需担心管理层操纵数字。只有良好治理企业的基本面才可以正确驱动股价，我们的研究也才有确定性。

关于前两次交易的核心逻辑，简单概括如下：

1. 2016年年中到2017年年中，智能手机的渗透率继续快速提高，同时中低端的安卓机性能也在快速提高，为整个手游市场“轻转重”提供了良好的条件（M1提升）。网易在享受整体市场上升的同时，还在持续获取市场份额（M2）。而在《倩女幽魂》推出之前，市场依然担心继《梦幻西游》《大话西游》之后网易游戏后继无人，估值在低位（T1乏善可陈，导致低估）。于是我们顺应T2的成长做多。

2. 2017年年末，当市场习惯了网易在2016~2017年的爆炸表现（两款《西游》保持高收入；《倩女》《阴阳师》均大卖），为网易最新的《荒野行动》感到躁动时，股

价也被推到新高：370美金。市场无法单纯以游戏的估值来证明估计的合理性，于是纷纷改用SOTP来自圆其说，盲目憧憬电商生意。我们在和John充分讨论其电商生意后，认为其电商生意不仅不能成功，而且会成为一个现金流的包袱，于是果断转空。

那为什么在网易迟迟未有新的爆款出现，股价跌回220~230左右的今天（2Q业绩之前），我们又开始慢慢做多呢？这是基于我们在持续的研究过程中对网易和游戏行业有了更深刻的认识，同时网易也在纠正其电商的冒进。

首先看当时市场极度乐观而我们坚决看空的电商，管理层在两年的疯狂烧钱后，经过反省，决定以20亿美金将考拉卖给阿里，严选则裁员收缩。这个决策不仅在短期改善了现金流、提高了M3，更重要的是让我们看到了管理层对股东的负责。这样的管理层在中国是稀缺的，中国有些互联网公司的管理层是把股东利益放在个人梦想之后，为了个人的一时冲动而罔顾股东利益。

其次，看它的生意的基本盘：游戏。我们认为游戏依然是一门好生意。无论今天中美贸易战是打还是和、中港问题是激化还是缓和，对于游戏的需求都一直在那里，并且还会继续提高。游戏资产的抗经济周期属性在今天不确定的宏观环境下变得更有价值。中国游戏市场2019年上半年销售收入1163亿元，同比增长10.8%，用户规模约5.54亿人，同比增长5.1%（数据来源：伽玛数据）。这样的增长在过去两年并不稀奇，但今天却显得分

外优异。未来的游戏市场主要由供给来驱动，靠更多样化、更好的产品在这5.54亿玩家里面深挖。虽然玩家人数增长放缓，但通过更优质、更有黏度的游戏供给，玩家的ARPU还有提升空间，所以M1还可以适度增长。

而且在游戏研发行业，强者愈强，因为研发需要投入大量的资金。举一个简单的例子：开发一款游戏，需要好的创意（核心玩法）、强大的图像引擎、华丽的美术和音乐等等。如果说创意还可以依靠个别天才设计者灵光闪现来做到以小博大，那么后面提到的图像、建模等等，则是需要靠庞大的团队和巨额的开支堆出来的。全球游戏巨头都在简单粗暴地用更精美的图像、更细腻的建模来不断提高竞争门槛，从EA到Bioware，从FIFA系列到Anthem圣歌，莫不如是。中国手游市场正在经历也必然持续经历这样的过程。腾讯、网易的资源，让它们能够搜罗到全国甚至全世界一流的研发力量。无论玩家觉得好不好玩，网易《逆水寒》都花了5亿研发，这在小厂商那里基本是不可想象的天文预算；无论最终收入如何，网易在2019年520大会上公布的这一批游戏，都切切实实地再次提高了美术和建模的门槛。甚至在近期，网易对刚刚上线一年多的手游《楚留香》进行了全面升级，呈现给玩家最直观的印象就是，比起同期上线的广受期待的某些友商的作品，画面的差距可能是跨时代的。所以其M2还可能进一步提高。

除中国国内市场外，海外市场其实也是游戏行业一个比较确定的增长点。由于市场的历史偏好和发展路径，

传统游戏大国欧美日韩更偏向于主机和PC市场。这就是为什么暴雪在考虑开发《暗黑破坏神》手游的时候，反而要和网易合作，学习中国的手游货币化设计。海外手游市场其实潜力同样巨大，过去一两年，不少中国手游在日本、东南亚、南美都取得了不错的成绩，这是客观事实。因此，网易在海外手游市场的征程才刚刚开始，目前为其贡献了10%的收入，未来两年的目标是30%。

游戏外的非核心业务中，网易收缩了并不擅长的电商业务，但在网上教育领域取得突破，由于风和团队长期对好未来和新东方的研究，我们非常认同网易在线上教育的前景。

基本面方向判断清楚后，要做的就是和市场博弈了。网易单季度游戏收入其实已经创了新高，而股价却远远不如2017年底，股价反映出来的是对未来成长预期的不乐观。不过这个预期是有可能迅速变化的，在和几乎所有对网易中性甚至偏悲观的买方/卖方同行的辩论中，我们发现不少人仅仅是因为看不到下一个/下几个爆款在哪里而迟迟不肯买进。其实看它的估值，考虑卖掉考拉，音乐用上一轮融资估值计算，将其他业务估值归零，扣除现金之后，游戏的估值仅仅只有13倍（假设是2H19游戏业务环比没有增长）。这是一个历史底部的估值，而且教育随时可以给市场一个惊喜，《梦幻西游（3D）》也将是一个比较确定的catalyst。

我们的核心观点是，现在买网易是一个向下空间有限、向上空间可能很大的交易。对《梦幻西游（3D）》和

线上教育能不能成功、游戏海外市场能不能成功，我们其实没有那么担心。能成功当然好，不能成功，公司也是一个ROE20%的抗经济周期的13倍市盈率的现金牛。目前我们持有2.3%，准备利用市场对中美贸易战的莫名恐慌逐步增加到4%~6%。

2020

耐心



价值就是企业的现金+可变现的资产+
创造未来现金的能力(硬核ROE)。

市场继续恐慌下跌，这种场面我见过七次。暴跌不可怕，可怕的是暴跌后的阴跌，让人看不见希望，让人不再相信价值。我三十年的经验告诉我，这种情况下投资者唯一能信靠的就是价值。关键是对价值的认识。有些投资者一直分不清楚价值和估值的区别，套用人与狗的例子，人是价值，狗绳是估值，狗就是价格。在暴跌的时候，我们需要清醒地认知：你持有的股票是公司的股份，公司是有内在价值的。关键是要算清楚内在价值，或者形象地讲，要搞清楚人的位置，你就不会对狗的上蹿下跳恐惧。狗绳是有range的，价格不会脱离价值太远太久。

我在2003年买过1倍EV/EBITDA的燕山石化，当时我去燕郊拜访管理层，管理层问我：“为什么1倍EBITDA没人买？这是一年就回本的生意。”我回答：

“现在叫熊市，熊市没有人相信你未来的业绩，认为你今年赚了，明年就会亏损。即使有人相信你的业绩，他手

里也没有资本可以买进。”我当时买进后以为至少可以涨到5倍EBITDA，结果在两倍的时候，它的大股东中石化实在看不下去，把它私有化了，我也只赚了100%。我说只赚100%，熊市里的投资者可能说我矫情。非也，这种市况下，有很多十倍股在等着你捡。

那我说的价值是什么？就是企业的现金+可变现的资产+创造未来现金的能力（硬核ROE）。什么叫硬核ROE？就是你赚的是现金，不是应收款，也不是左手进右手必须出的资本开支。而且必须是可持续的自由现金流，今年赚了明年亏损的也不算。

这种企业有没有？从上海到深圳到香港到台湾到新加坡到韩国到日本到越南，我们看见不少。但必须耐心，等待黄金机会。

如何保持耐心，多研究市场？非也，市场充满噪音，今天的市场只会让你迷失。最近我在家里工作，足不出户，研究什么？研究我自己，研究我们团队，研究我们过去的交易数据。

我的研究分三个维度：过去所有投资的命中率；错误投资品种的亏损率；正确投资品种的盈利率。这三个维度，我最满意的是错误投资品种的亏损率：-12%。这背后体现的是我的纠错能力和反省能力。有些投资者，一个错误就可以葬送他的职业和人生，因为他太自信、太顽固。我和很多中国投资者的区别是我相信上帝，所以了解自己的渺小，了解自己那三十年经验的微不足道，知道自己常常很愚蠢。

投资的命中率，我并不满意，平均62%。但是我们3%持仓以上的核心品种，命中率在70%以上。三年前，我们一个伦敦的意大利投资者就发现了这个事实，提醒我：“你的核心持股表现非常好，你应该提高核心持股的权重。”我是一个保守的投资者，平均持仓2%，最大的仓位6%。为什么这么保守？二十年前我也曾经是勇敢的投资者，但一些重仓品种的亏损让我对投资者关于未来的认知能力充满怀疑。一切投资推定都基于若干假设和若干主观臆断，所以我对每一笔投资都半信半疑。

但根据过去的交易数据，我是否应该调整信和疑的比例，可以六信四疑？过去七年来，在我和团队反复的辩论中，我的团队也越来越强大，同行们常常送来对我团队的赞扬。基于对过去客观数据的分析和对团队的信任，我准备将多头持仓的上限从6%调到8%，为在熊市里找到的优质品种留下足够的上升空间。但空头的上限仍然控制在6%，做空还是一个如履薄冰的交易。

投资是一个且行且反省的过程。我们先在风控制度上为黄金投资时期的到来做好准备。

看着市场的暴跌，我充满了激动和盼望，但我屏住呼吸，耐心地等待着恐慌的市场在完美的时机以完美的价格把我的投资目标送到我的枪口上。

耐心，不要走火。

确定与不确定

当市场泥沙俱下时，我没有选择恐慌也没有选择贪婪，而是选择了纪律：止损，因为我满眼都是不确定。然后闭关自省。

可是闭关一个月后，还是满眼的不确定性。首先，瘟疫本身仍然不确定。专家很多，众说纷纭，欧洲似乎还看不见顶。其次，经济不确定。这是全球化浪潮席卷世界以来第一次封城封国，对经济的冲击有多深多远，没有人知道。最后，政治不确定。在这样的瘟疫和经济冲击下，极端主义势力在崛起，这种公共卫生危机和经济危机是否会引起政治危机比如革命和战争，没有人知道。

但是风和多头和空头都在不断增加，虽然净头寸只有9%，但总头寸增加到了131%的水平。我在微观层面，看见了许多自下而上的多或空的确定性。这些确定性的交易背后是四个简单的确定性：

1. 不管这次是类似于1929年的危机还是2008年的危机，不管是什么瘟疫，都是会过去的。会有投资者说，这是当然。我这里强调的都是“当然”的事实，所以叫确定性。当你把这些显然而不起眼的确定性慢慢堆积起来，就会发现真理。

2. 巴菲特是我们这个年代最伟大的投资者，他的经典语录在我们心中都是颠扑不破的真理。特别是他的

“别人恐惧我贪婪”，最近每一个找我请教抄底的投资者都必提这句话，百分之百，没有例外。所以我把巴菲特投资语录的影响力也当成一个确定性。事实是，巴菲特只告诉了你露出海面的冰山一角，却没有给大家提供“贪婪”的说明书。

3.对经济危机的预期，让大家对今年的经营数字预期都很低。

4.因为各国政府的悲观，货币政策反应及时，市场里有大把的资本。

从以上四个确定性如何看出微观层面交易的确定性？

从多头角度，我们发现有不少企业的基本面并没有受到瘟疫（新冠疫情）和经济危机太大的影响，只是一个季度的影响甚至只是需求延迟的影响。但是其股价大幅下跌，如李宁，只是受到一个季度的销售影响，但是股价从27跌到了14，于是我们开始加仓。大全，太阳能的需求推动是来自上网平价以及低利率带来的投资热潮，瘟疫可能让一些安装递延，但不会影响未来两年的需求总量。作为太阳能多晶硅成本最低、品质最好、估值最低的公司，其股价从81跌到了41（3倍2020PE），于是我们也开始加仓。

为什么在熊市里也会反弹？一是感谢巴菲特的恐慌与贪婪启蒙教育，让投资者们都没有离场。而且各央行印的钞票因为对经济危机的预期，进入实体经济的不多，都堆在资本市场虎视眈眈。有巴菲特给信心，有央行给

钞票，一旦某些企业的数据比悲观的预期好，股票就暴涨，比如昨天买入的李宁。这类企业有两个特点：一是在熊市的第一阶段因为流动性不够好，暴跌；二是在经济危机中能找到自己独特的市场定位，受冲击较小。所以这些都是中型企业，市值可能在10亿美元到100亿美元之间。相反，生意太大，就是经济的proxy，很难避开经济危机的冲击，而且前期股票跌幅有限。什么时间买进这些股票？就在一季报前。只要季报中对未来的展望是乐观的，就会迎来大量资本追捧。

但是还有一类企业，被瘟疫一冲击，就面临市场份额不可逆的丢失或者商业模式不可持续，就是巴菲特所说的潮水退去后被发现光屁股的企业，虽然股价也跌了50%~70%，但是仍有很大下跌空间。很多投资者可能会挑战我：已经跌了70%还有什么下跌空间？这是数学问题。

从100块做空跌到30块，赚70%；从30块做空跌到10块，仍然还有66%可以赚，这就是做空的魔力。当然，前面70%由于潮水未退，大家都在猜谁没穿裤子，是高难度的，后面70%的确定性要强很多。这种策略在风和内部的代号是“踩烂”。由于做空敏感，我不再列举具体的公司名字。但是可以给大家启发，多数是大象级别的企业，倒下去就爬不起来。

以部分中国企业为例，它们过去二十年赚了中国经济高速成长的钱。它们的成功主要是因为消费升级或技术进步带来的渗透率提升，即雷军说的“风口”，但这些

企业家没有这么认为，骄傲无比，以为是因为自己的能力
和才干，喜欢在媒体上谈东谈西、指点江山。可能本来是
卖玩具汽车成功的，要去进军汽车产业、进军半导体产
业。互联网领域也有很多这样的企业。未来互联网业可
能只有五六家占据了流量和数据的企业值得投资，其他
多数都会江河日下。这些企业即使疫情过后可能也难以
复苏。当然，更容易的做空机会来自于瘟疫一次受益企
业，赚了一把投机的钱，割了一把瘟疫韭菜，股票价格飞
起，但这不是风和谐的重点。

所以，未来是多空策略的完美年代，不要等什么疫
情好转，不要去猜牛熊市，现在就出发，自下而上，在多
空的平行世界里自由飞翔。

投资或赌博？



投资也会常常面对小概率事件，但持之以恒，时间就是你的朋友；赌博偶尔可以求富贵，但时间不是你的朋友。

在赌场，你输钱不在于你押大还是押小，而在于“押”；不在于你对大小的错误判断，而在于判断。

现在几乎所有的投资者都热衷于讨论市场：V？U？L？过去朋友们、伙伴们找我讨论投资都是讨论企业、讨论股票，现在大家都单刀直入，问我“对市场怎么看”。

这篇周记算是一个回答。我写文章有个特点，总是假设有对象，喜欢“你和我”式的对话表达。这主要是因为我文字基础差，对第三人称驾驭不了。这篇文章的假设对象就是这些关心市场未来走势的朋友们。

其实我不怎么看市场。因为我市场经验太丰富了，深度了解和理解市场的不可预测性。但毕竟在市场里摸爬滚打三十年，每次市场变化我都会情不自禁产生直觉，

而且这些直觉回头看，胜率在70%以上。所以我的投资过程是痛苦的，有市场直觉，却又必须压制直觉，因为我无法承受那30%的失误。对市场的判断和对股票的判断不同，对股票的判断有70%的概率我就敢出手。因为我的组合里有80个股票，所以我可以在某一个股票上承担30%的小概率事件，当然，这80个股票的低相关性是前提。而用对市场的判断来管理组合，就是一失足成千古恨的行为。所以，市场预测不仅有不确定性，还有灾难性。回忆管理风和亚洲这七年，每当我的市场直觉抬头，过度影响我的决策时，风和亚洲的表现就是一个坑，这样的坑出现了四次。每次从坑里出来不是靠对市场的重新判断，而是压制这种直觉，靠自下而上的企业研究。

今天的市场比起过去三十年，不确定性尤为甚。因为影响因素空前的多，并且有一个高度不确定的因素：新冠肺炎。它可能持续十二个月，也可能如SARS一样，两个月后就烟消云散。而且新冠引起的经济危机会持续多久，和新冠同时结束或者滞后几个月甚至几年？公共卫生危机和经济危机会不会引起政治危机？政治危机会不会引起革命和战争？如果把市场判断比喻为盲人摸象，这头象自身还在不断演变，今天是象，明天变成了恐龙，咱们这群盲人怎么去判断，怎么去预测？有的投资者会聪明地说，新冠或早或晚就会过去。这是正确的，但这个早晚对经济的影响可是不同的。而且危机之后就一切如旧还是如许多经济学家在讲的新常态？所谓“新”者，在这里就是未来世界的未知性。

所以今天如果你基于对市场走势的判断进行投资，就是在赌博。或许有的朋友因为成功预测了过去几个月市场的波动而大赚了一笔，但千万不要沾沾自喜而乘胜追击。有的朋友因为判断错误而损失惨重，也千万不要过度反省而痛定思痛企图挽回损失，其实你亏钱只是因为你在判断市场，而不是因为错误判断了市场；是判断在为你挖坑，而不是错误判断在为你挖坑。如同在赌场，你输钱不在于你押大还是押小，而在于“押”；不在于你对大小的错误判断，而在于判断。所以不管你是押多还是押空，不管你是赚钱还是亏钱，离场。投资是关于生存的游戏。

但如果你是一个专业投资者，对于企业的商业模式、市场份额、利润率、ROE的研究有一个有效的框架，你是有办法从市场的不确定性中找到确定的投资的。当你在太平洋上碰见台风怎么办，预测台风？当然不是。找一艘潜艇，潜入海底。现在面对市场的狂风暴雨，最好的应对是找几个企业深入进去，以微观的确定性来面对宏观的不确定。所谓专业投资者就是可以找到自己的潜艇的人。找不到潜艇、漂浮在海面上的人，最好的应对就是上岸。

一旦你深入企业，你会发现妙不可言。有些你计划买入的企业，市场会给你无法置信的便宜估值。上个礼拜我们深入的一个企业只有3倍的市盈率（2020年）；有个我们计划做空的企业，周五竟然涨停，因为市场在它2020年一季度的利润而狂热，殊不知，不少企业的天

堂、地狱分水岭就在二季度。但在这充满牛熊噪音的世界里，能够摒弃噪音，潜心研究企业是需要定力的。特别是移动互联网铺天盖地的信息，让你一不小心就开始躁动不安，就开始猜大小、押牛熊。

结论：只要你深入企业分析，就是投资；只要你猜市场方向，就是赌博。投资也会常常面对小概率事件，但持之以恒，时间就是你的朋友；赌博偶尔可以求富贵，但时间不是你的朋友。

我们为什么做空“跟谁学”



只要哪里有疯狂的party，哪里就有泡沫，哪里就有做空的机会，因为party都会散场。

“跟谁学”是一家在线教育公司，聚焦K-12培训教育。

这是一个拥挤的交易。但是投资既要追求“敢为天下先”，也要追求“不耻天下后”。其实投资无关先后，追求的是确定性和风险回报比，在每一个时点，确定性不同，估值也不同。所以有其他人做空也不阻止我们的做空。但必须声明，我们不是做空它可能造假，我并不认为它造假。我们是在3月份在其怀疑造假的做空报告出来前就开始做空的，是基于它的竞争劣势和利润率将大幅恶化。我们的做空哲学不是做空造假，而是做空一个企业的商业模式不可持续、做空利润率下滑、做空市场份额丢失、做空行业的下行周期等。我们认为，做空造假的企业是不可规模化的投资方法，是事倍功半的投资方法。

我们做空跟谁学的什么呢？

我的做空分两类，第一类是“Crazy Party”，第二类是“踩烂”。跟谁学属于第一类。所谓Crazy Party，就是“天下没有不散的宴席”里所指的那个“宴席”。只要哪里有疯狂的party，哪里就有泡沫，哪里就有做空的机会，因为party都会散场。跟谁学就是在瘟疫中崛起的网上补习party中的一个泡沫。

这个泡沫细分为三：

第一就是疫情泡沫。因为疫情，孩子们的补习都搬到了网上，部分K-12补习的从业者和投资者们似乎都把这种现象当成了永久的现象。某清醒的从业者做了问卷调查，1000个被问卷的家长中有900个家长表示疫后更愿意回到线下补习。为什么？小孩子，特别是K-9的孩子，在网上很难集中注意力。小孩子是需要课堂气氛、需要同学集体行为、需要老师在旁边监督的。而且在家上网课给了父母很大压力，必须在旁边监督。以前只要把孩子送到学校，家长就可以刷微信朋友圈，可以购物，可以和朋友聊天。另外，空间也是问题。放书房，孩子不自觉；放客厅，全家无法正常生活。新加坡自从关闭学校实行网课，藤条就卖光了。我们认为，只要疫后回归正常，K-12网上补习的学生人数可能锐减。

第二是过度营销泡沫。你去网上搜寻，会发现跟谁学和高途的累计负面评论和抱怨最多。我常告诉我的团队，消费品公司，产品受人欢迎不一定值得投资，但产品不招人待见，一定不值得投资。特别是教育，它和餐饮等消费

品不同，消费者机会成本巨大，容错空间小。一个孩子的初三只有一次，所以家长对口碑非常在乎。跟谁学这些负面评论来源于过度营销，风和的分析员为了调研就和孩子一起上它的课，发现老师们直接在课堂上捋起袖子搞推销。成功的教育公司永远是教研第一、营销第二，学而思就是凭借优秀的教研而领先同行的。在你的教研没有完善之前营销过于成功是在为自己积累更多负面口碑，无异于自杀。

由于资本市场对其造假的怀疑，把管理层逼到了死角，它为了向资本市场证明，一定要更努力地营销，以创造靓丽的数字。这样它就为自己制造了一个两难的困境：收缩营销提高教研再出发，股价会因数字而被市场惩罚；进一步加强营销，公司的长期价值会被负面的口碑惩罚。这于我们的做空则是两利。

第三是资本市场泡沫。由于资本市场暂时资本充沛，四处寻找机会，所以口罩企业和呼吸机企业的股价暴涨，网上教育企业也不例外。从二级到一级市场，网上K-12补习企业都受到追捧，猿辅导以100亿美金的估值完成融资。充沛的资本带来短线激烈的竞争，如果随着疫情好转部分学生开始回归线下课程，竞争会更惨烈，利润率大概率会掉头向下，跟谁学可能从微利又转向亏损。

但是，这个做空也有很明显的风险，就是太拥挤。一旦跟谁学短暂地做出了靓丽的数字，而且会计师及时签字从而证伪了造假的怀疑，股价就会暴涨。所以我们计划采用循环的做空策略。第一次做空后，股价被怀疑造假

者卖下来，在听了管理层的辩解后，我认为管理层并没有造假，于是我们先平仓部分。造假被证伪反弹之后，等我们进一步看清了做空为它制造的企业战略的两难困境，就可以准备开始第二波做空。

我们会继续这个循环做空策略。这将是一个长期的做空品种，被怀疑数字造假会让它在长期竞争中大幅落后于学而思和猿辅导。这和索罗斯的反身性理论有异曲同工之处。

再谈“跟谁学”

在写完《为什么做空“跟谁学”》后，我又和同行再作了一些讨论。

L从我立论的三点一一和我辩论。总体而言，L思考比较形而下，而我的思考比较形而上；L重实证，而我重推论。

第一点，网上大班是否是泡沫。用风和的投资语言，就是跟谁学的M1问题。我的基本观点是K-12，特别是K-9的孩子是不适应大班课，也不适应网上课的，网上大班课对小孩子来说更是灾难。我的观点源于我对儿童教育的理解以及同事的调研。L的观点很清晰，他不做背后逻辑分析，从现象看，学而思、猿辅导、跟谁学的网上大班课在爆炸成长，这就是事实。我对这个现象的解释是疫情带来的短暂泡沫。但后来F的逻辑说服了我。在一、二线城市，网上大班课确实不如线下小班课，但是在三、四线城市，一线老师的网上大班课就不一定输给线下小班课。这一点，我同意。所以网上大班课是否是疫情泡沫，我保持观察，看看疫情后的情况再做结论。目前不能把第一点纳入我的做空考量。

第二点，跟谁学的过度营销对口碑和竞争力的伤害。这实际就是风和讲的跟谁学的M2问题。营销跑在教研前面，会让它在竞争中输给学而思和猿辅导。L的观点是口碑好不好，我们不能简单根据网上的负面评论和我们

有限的调研，而要看续班率。只要续班率高，就说明它的教研是好的。我同意L这个角度，但是他也没有各家续班率的数据。猿辅导一位中层干部认为学而思和猿辅导是在第一阵营，跟谁学它们在第二阵营，但他也没有提供准确数据。所以L没能说服我。后来F提供的数据支持了我们的观点：学而思第一，81%（续班率），新东方73%，作业帮66%，猿辅导65%，高途（“跟谁学”的品牌）56%。UBS的满意度问卷如下：学而思4.5，作业帮4.4，猿辅导4.3，高途4.3。教育的口碑是好者更好、差者更差。

海底捞的张勇和我分享，他开新店都不急于营销，而是慢发展，先给团队时间打磨服务。如果服务没有到位，越多的客人来，造成的负面口碑越广。教育更是如此，因为教育比餐饮更不能容错，消费者更在乎口碑。所以当年学而思在北京深耕数年，在教研水平非常满意之后，才开始在全国扩张，而学大过早的全国扩张就埋下了隐患。跟谁学很显然违背了慢发展这一原则。而且，股价的过度上涨带来投资者的过度关注甚至做空，对管理层形成了经营数字的压力，管理层已经失去了慢发展的机会。这一点，从其市场推广费用的飙升（全年估计30亿）可以略见一斑。

但是这个问题对股价的影响在T2（风和投资用语，即未来3~18个月），相反，短线强力营销产生的靓丽数据反而可能推高股价。而且如果团队的主观能动性能够解决这个问题，那T1（未来0~3个月）的受力点在哪里？在我上次分析的第三点。

第三点实际是利润率问题，即资本泡沫支撑下的烧钱大战。这是风和投资语言下的M3问题。根据公司疯狂的市场推广预算（30亿），在二季报就可以看见其由微利向亏损转变。当然在M1的支撑下，可能烧钱带来的学生人数非常可观，市场就会忽略了转亏的问题，相信其最终会很赚钱。中国的普遍投资现象是，只要风口在，是不是“猪”、是不是盈利都不是问题。

所以这个投资的关键还是第一点：M1的问题。而这一点正好是我们自己无法证明的，只是我的一个假设。即使事件的发展如我所推论，疫情之后网上补习人数大幅减少，那也是在T2才会发生的，目前T1的M1泡沫足以把我的空头squeeze出局。

结论：这又是一个逆周期的结构性的short，而且这个周期才刚刚开始。做空猪要在风停的时候，而不是风刚起的时候。

但是目前的情绪于我们是有利的，估值在历史顶部，而大量外国投资者因为对做空的半信半疑会慢慢离场。L作为跟谁学坚定的多头也认为估值偏贵。目前我们又增加了2%空头头寸，计划在二季报之前获利平仓，然后在二季报出现靓丽数据后我们观察预期中的网上大班风口是否停下，再评估当时跟谁学的续班率，决定是否再一次做空。

周期性做空还是结构性做空？

我的5M3T框架是完美的做空框架。

M1 (addressable market) 和M3 (OPM) 的波动带来的做空机会, 我定义为“周期性”做空。这里的周期指行业的周期。M2 (market share) 的波动带来的做空机会, 我称为“结构性”做空。这背后有M4 (商业模式) 或M5 (团队) 的原因。虽然也表现为企业自身的产品周期或库存周期等, 并会带来M3的波动, 但它是企业自身的问题。其重要特征就是同行业其他公司仍然表现优异, 目标公司却表现糟糕。简言之, 周期性做空是做空行业, 结构性做空是做空个股。

如果一个公司T1 (0~3月) 出现脉冲式的表现, 但T2 (3~15个月) 恶化, 这种做空就是“宴席式”做空, 暗合“天下没有不散的宴席”。这是一种逆势做空, 回头看图, 是头部做空或者A浪做空, 做空的是估值和盈利。如果一个公司T1已经出现问题, 股价已经下跌一定幅度, 但T2和T3 (15个月以上) 还是有很大问题, 我称之为“踩烂式”做空。这是一种顺势做空, 回头看图, 是腰部做空或者C浪做空, 做空的是盈利。

这两种分类方式有相关性, 通常结构性做空适合踩烂式做空。结构问题一定要看见企业崩塌再下手, 否则管理层的主观能动性可能扭转乾坤。做空最大的对手就是优秀的管理层。我们持有空头头寸, 可管理层每天都在思

考怎么解决问题。看见一个企业开始崩塌时，管理层已经是有心无力。周期性做空则看周期长短，周期做空的行业通常在T1有泡沫，是可以预见的，可以大胆地在股价创新高时做空。当然，如果周期够长，比如航运周期，也是可以踩烂的。

有了上面的定义和分类，当我们在面临可能的做空机会，在分析时就更有条理，下结论时就更有确信，也有利于事后反省或者事前验尸。

我们最近在反省过去的做空，发现成功的做空多数是周期性做空，失败的做空多数是结构性做空。为什么？周期性做空面对的是行业冰冷的供给需求数字，比较客观，而且行业会周期性转向，企业管理层很难逆转，就是通常说的胳膊拧不过大腿。结构性做空带有我们对一个企业管理层和商业模式大量主观的判断，在投资研究中，对管理层的研究是最难的。而且结构性做空容易让我们有自豪感，这种因自豪而自恋带来的是主观偏见和执念：分不清见微知著和捕风捉影的区别，误把一叶障目当成一叶知秋。

回顾我们过去在科技、澳门赌场、航空机场、金融等领域的成功做空，都是周期性做空。有的起因是结构性思考，但成功是因为周期，是结构+周期的成功。而且，思考的主轴应该放在周期，在确定了行业的下行周期后，在行业里选股时可以有结构性的思考。

结构性的做空是可遇不可求的。而且在资本泛滥的情况下，要让蠢钱互相践踏带来空头盈利，最好是行业周

期的下跌。结构性的判断只是让少数聪明人离场，初期不足以带来股价的崩塌，只能带来无尽的辩论和股价的波动；晚期踩烂本身也面临看图抄底者、做空平仓者和管理层企图力挽狂澜的挤压。

回头看过去100年道琼斯成分股的纷纷退出，绝大多数是因为行业因素，而非企业因素。

做空行业周期，抛弃结构性的执念，可能是风和做空的一个成功转折点。

做空与对冲



50%的概率在投资里就是不靠谱。

优秀的投资都是在寡欲的心理状态下
做出来的。

对冲基金的世界迷恋“净头寸”这个指标。所谓净头寸就是做多和做空的头寸相减。行业都把净头寸当成一个组合在市场上的风险敞口。对此，我一直半信半疑，而在最近的投资实践中，我彻底否定了这一指标的参考性。

假如目前你的组合是80%的多头、50%的空头，你就有30%的净敞口。如果你担心最近市场的波动，按照市场通行做法把净头寸降下来，或者减多头或者加空头，于是你就去凑了30%的空头，净头寸变为0，是不是你的组合就没有市场波动风险了？不是。

首先，问题就出在这30%。这30%的做空是因为你有对冲欲望而做的，品质存疑，回头看我们过去几年的组

合管理，因为这种对冲需求新增加的头寸多数都是亏钱的。任何由内心欲望驱动的投资往往都是得不偿失的，这就是人欲对投资的毒害，优秀的投资都是在寡欲的心理状态下做出来的。投资就是一场和人欲斗争的过程，特别是做空。

我常讲，股价的“重心”是向上的。一是企业的ROE会驱动其内在价值的增长。当然，这里有个假设：企业是盈利的，长期不盈利的企业会逐渐被市场淘汰。二是企业的管理层有主观能动性，总是希望把企业搞好。这里也隐含一个假设：管理层是有基本职业道德的，想把企业搞垮的管理层很难在市场中生存。三是总有投资者会在股价下跌中看图抄底。所以做空就是在和企业的盈利趋势、管理层的主观能动性以及看图抄底的投资者做对抗。如果做空者带着强烈的主观的对冲欲望去做判断，就是戴着有色眼镜看企业，成功概率是很低的。去人欲，存天理，做空也当如此。

其次，净头寸只是一个表象。每一个股票的市场波动相关性是不一样的，即使净头寸为0，你的组合的市场风险敞口也未必是0。相反，每增加一个头寸，你就增加了一个市场风险敞口，如同在波涛汹涌的大海上又多了一艘小船。通过增加空头头寸来降低市场风险，往往是一个适得其反的交易行为。

另外，我是一个执着的投资流程相信者。每一次违背投资流程做出的交易都让我忐忑不安，结果也常常不尽人意。为了对冲而做出的做空交易，都是在一种紧迫的状

态下做的，投资流程流于形式，风控体系形同虚设。投资如同熬汤，慢火出靓汤，慢投资出好业绩。

最后，为对冲而做空的出发点就是恐惧市场会下跌。这种恐惧有多靠谱呢？50%的概率在投资里就是不靠谱。

所以，为对冲而做空不仅不能对冲风险，相反还增加了风险。做空必须是一个独立的投资决策，做空必须看见一个企业内在价值的塌落和市场估值的下滑，这背后可能是行业周期的问题，可能是企业商业模式的问题，可能是企业产品的问题，也可能是管理层的问题。这些我们以后可以慢慢阐述。

但今天我想说的是，这种独立的做空却在结果上对多头头寸形成了良好的对冲。所谓“对冲”就是在部分头寸亏钱时，另一部分头寸可以赚钱。这种独立的做空盈利的概率比较高，特别是在市场下滑时，客观上就对多头头寸形成了保护。

这仿佛是讲禅：独立的做空可以实现对冲，为对冲而做空则不能实现对冲。这和为怀孕而做爱不易怀孕，为爱而做爱却容易怀孕的现象一致。类似的现象生活中比比皆是。

有心栽花花不开，无心插柳柳成荫。

多中与空大

风和的风格是“多中”：做多一些中型企业——我们能看见确定的变化的中型企业，这些变化有周期的变化和结构的变化。我们笃信投资这些中型企业更能创造阿尔法，这主要基于这些变化的边际效应和确定性。比如我们重仓的金斯瑞，只要Cart-T成功，企业就会发生翻天覆地的变化。中型企业还有一个特质：我们研究的勤奋程度可以产生区别，可以让我们比同行看得更清晰。而大型企业如阿里巴巴，你的研究再勤奋也让你感觉在随波逐流。因为这些企业太大了，或多或少已经成为经济的代名词了。风和3C哲学中的一个C就是变化，投资是投资变化，是以好价钱买进变好的企业，而不是简单买好企业。好企业常常估值贵，而且从好到更好不容易，《从优秀到卓越》*这本书列举了11家这样的企业，可是这在整个市场上还是凤毛麟角，作者Jim也是事后诸葛亮才在15年的跨度里找到了这11家公司而已。

而做空则是“空大”：做空一些我们看见向下变化的恐龙级企业，这些变化也包括周期性变化和结构性变化。最近我们反省，要多选择周期性变化而不是结构性变化，因为结构性变化看准的概率低，而且恐龙企业的抗风险能力强，有些我们看见的结构性问题被企业的免疫能力解决了。另外，它们的高ROE让时间成为我们做空

的敌人，容不得我们研究上的半点失误。当然，最好是周期性变化加结构性变化。

客观讲，这个风格在过去五年与市场风格是格格不入的，因为资本的泛滥，因为强者恒强。股价表现好的都是那些恐龙级的企业，如腾讯、苹果之流。外加恐龙企业资本富裕，不断地回购分红，其股价更是如虎添翼。所以在这样的逆自身风格的投资环境下，风和过去几年取得的成绩非常了不起，这主要归功于我们团队精益求精的研究以及对我的严苛投资流程和止损纪律的服从。

但这一场经济危机是否改变了过去的投资环境，让我们的风格显示出了优越性？我最近这么认为，但这是有争议的。

比如我们在看的保险企业，利率下行周期对存量保单是不利的，高利率环境下销售的产品在低利率环境下变成了沉重的包袱，而规模偏小的如新华保险，通过在低利率环境下激进的销售可以有效地调整保单结构，这种管理层主观能动性的边际效应是很明显的。而恐龙企业面对不利的周期环境只能无可奈何花落去。但是从反方角度看，恐龙企业在需求萎缩的情况下通过进一步提高市场份额可以渡过危机。

但是对一些市场份额已经非常高的企业来说，提高市场份额来解决问题已经不太可能。比如空调，格力加美的已经占70%的份额，如果某企业出现6个月的库存，按风和的计算，最少需要12个炎热的月份才能去库存，

除非它停止新的生产。但夏天是短暂的，停止新生产也不可能。

恐龙是怎么灭绝的？这一次的经济危机对恐龙企业是机会还是灾难？这是我的困惑之处，需要我们的团队再深入去研究。我目前的回答是：对少数恐龙企业是机会，对多数恐龙企业可能是灾难。

从投资哲学的角度，我并不顽固地排斥做多恐龙企业，比如我们也持有京东，也准备在合理的价格买入美的。当然，京东比起阿里也还谈不上是恐龙企业，其实这还是一个高速成长的身型灵活的大型企业。京东已经是我们持有的最大市值的公司了。看来风和的“多中、空大”风格已经根深蒂固、融入血液了。

我的直觉告诉我，我们逆风多年的“多中、空大”风格会在这一轮经济危机中被发扬光大。但是光靠直觉是不够的，我最近解剖了一下我们的组合，我们多中多的是什么，空大空的是什么？“多中”多的是医疗、科技、新能源和新能源车，“空大”空的是银行、保险、赌场。自下而上看，直觉就有点靠谱了。

多中和空大背后还是价值的相对变化和变化的确定性。

*《从优秀到卓越》吉姆·柯林斯
Good to Great: Why Some Companies Make the Leap... and Others Don't, Jim Collins 2001

集中还是分散

中国市场总体上是崇尚集中的市场，我曾经也是崇尚集中的投资者，40岁以前，我管理的组合，不论是机构的组合还是我个人的组合，都没有超过10个股票。但在知天命的今天，我所管理的组合已经超过了50个股票。其实我今天管理的组合和二十年前比，AUM相当，但二十年前我管理的组合只有3个股票。

按照市场的普遍理解，集中组合的优点是回报更好，缺点是波动更大。但以我今天的理解绝非仅仅如此。

集中的组合更容易被运气左右。任何一个股票的分析和投资都充满了假设：显然的和隐含的，也包含了一系列大概率的选择。但有时候有些显然的假设不成立了，有时候发生了小概率事件，你的这个投资就可能发生亏损。集中的组合可能出现多数股票都发生小概率事件，也可能发生持续歪打正着的好运气。但一个高度分散的组合是不太可能同时出现多数股票发生小概率事件的，也不可能有如此多的歪打正着。

分散的组合更能体现投资哲学、投资框架、投资流程、投资纪律的价值。几个股票凭灵感、凭几个关键信息或关键逻辑就可以取得成功，但50个股票不可能。平庸的基金经理管理50个股票的组合只能取得平庸的回报，很

难有超越市场的表现。但平庸的基金经理管理5个股票的组合也有可能超越一些卓越的基金经理。而就单个股票而言，散户也有可能胜出。所以评价一个投资团队是否优秀，必须看他们管理一个50只股票以上的组合的能力。当然，如果管理10个股票的组合能够取得十年以上的持续盈利、持续超越市场，也足以证明这个团队的优秀。如果我是一个Allocator，选择基金经理的标准是或者需要其组合的股票数量够多，或者需要其管理组合的时间够长，否则他的业绩没有参考价值。某个买茅台或腾讯或苹果赚了100倍的基金经理找我融资，我的回答可能是No。

这里的分散必须是真正的低相关的分散。假如你的组合集中于单一国家、单一市场甚至单一主题、单一行业，即使你拥有50个股票，也称不上是一个分散的组合。假如某基金经理看好新能源车，买了50个新能源车产业链的股票，然后取得卓越的回报，那也不能证明他作为基金经理的卓越，只能说明他是一个新能源车专家。或者某基金经理的50个股票分布于其出生、居住的国家，而这个国家正好大牛市，国运当头，那他也只是幸运地在正确的时机出生在了正确的国家。可能大家立刻会用巴菲特来反驳我。是的，巴菲特的幸运之处是出生在美国。如果以巴菲特的年龄出生在中国，他不会成为股神巴菲特。如果巴菲特在他开始投资中石油后主动选择中国，开始以40%的资产投资中国，可能波克夏的回报会更上一层楼。

会有投资者挑战我：不论怎么分散组合，总不能回避地球的命运，比如世界大战。但是，如果你的组合里有一半是空头，也是可以回避地球的命运。当然，无论组合多么分散，运气也是需要的，但是一个优秀的投资哲学就是要尽量减少运气在投资成功中的权重。

凭借在多国家、多市场、多行业、多空的高度分散的组合，在一致的投资哲学、投资框架、投资流程规范下取得持续的投资成功，是风和团队所追求的。

对冲

管理多空对冲基金七年，所管理的基金曾经被评为亚洲最佳多空对冲基金、亚洲（除日本）最佳对冲基金、新加坡最佳对冲基金，但我对“对冲”二字的理解最近才开始入门。

投资界对多空对冲基金的理解是：做多某行业的优质公司或低估公司；做空劣质公司或高估公司来对冲行业的不确定性。我初期的理解也是如此。但我的实践告诉我，这是错误的理解。

理解对冲基金，我们必须先理解总头寸和净头寸。总头寸就是多头头寸和空头头寸相加；净头寸则是两者相减。按投资界的传统理解，净头寸是一个基金的风险暴露（exposure）。但这是一个错误的理解，一个基金的真正风险暴露是总头寸。只要你建立了头寸，不论是多头还是空头，你就建立了风险，多头和空头是可能同时亏钱的，这种净头寸理解下的对冲只是自欺欺人。比如你做多美的、做空格力就能对冲空调行业的不确定性？非也。你可能两个头寸都亏钱。既然你认为空调行业不确定，做多美的或做空格力都是不确定的，你在建立两个不确定的头寸，把它们放在一起，就更不确定。因为这个不确定来源于行业基本面的不确定，特别是利润率的不确定——可能整个行业的ROE会下移，也可能可以保持。在这种不确

定的行业里做多或做空都不是明智的决策。虽然事后看可能多头或空头能够盈利，但是我们投资追求的不是可能而是大概率会盈利，而且我们追求的是多头和空头都大概率会盈利。既然每一个1%的多头或空头头寸都对应了风险，背后都有风险成本和机会成本，就必须追求相应的利润，追求绝对回报，而不是进行如上的自欺欺人的对冲。

可是为什么这么多机构投资者投资对冲基金呢？我们的一个投资者——Rothschild伦敦的CEO聊天，问他为什么投资我们、为什么投资多空对冲基金。他回答，在新兴市场他通常只投资long only或long bias，但在成熟市场他更愿意投资long short。我一听就明白了他在说什么——新兴市场有风口，他是去买风；而成熟市场风比较缓，鹰和猪表现不一，就有多和空的机会。我们所覆盖的东亚市场增长正在日渐成熟，他准备提前在这个市场发掘我们风和这样纯粹的偏中性的多空对冲基金。亚洲市场有大量所谓多空对冲基金都是挂羊头卖狗肉，很多基金的空头都是靠指数或Funding short撑门面。从他言简意赅的回答，我恍然大悟，Rothschild要对冲的是市场波动的不确定性。回头看我们自己的业绩，牛市里通常都跑不赢那些多头或偏多头基金，但熊市里我们一定胜出，这正是我们的投资者所需要的。

所以多空对冲基金的正确策略不是对某些行业基本面的不确定性进行对冲，而是对市场的情绪波动进行对冲。而要实现这样的对冲，就必须看见行业和企业变好或

变坏的确定性。

基于这种策略的对冲基金才是真正的对冲基金。

回撤管理

大多数对冲基金的失败是败在回撤管理。当回撤发生后,由于急于挽回,通常有两个应对方式:1.更重仓于一些自认为高确定性的品种;2.积极判断市场,进行更大的单边做多或做空。这两种方式几乎是人类的本能反应,其共同点是:更加不平衡,增加了风险暴露。为了更高的回报增加风险暴露似乎是不二的选择,但是,如果你已经处于大回撤之下,你的风险承受能力已经有限,一旦运气不利于你,你就会雪上加霜。如果运气够好,你可以迅速扭转不利局面,可是回撤是会重复发生的,只需一次运气不好,这种不平衡的过于依赖运气的回撤管理方式就会让你的亏损进一步放大,基金就面临人走财散。

风和亚洲在回撤管理这个方面是对冲基金中的佼佼者,成立以来所有的回撤都以V形反转。风和是怎么应对的呢?1.拒绝判断市场,以中性的策略更严谨地挖掘阿尔法;2.更分散,头寸更平均。风和并非永远不判断市场,但我们预判市场并相应做有倾向的配置都是在基金当年回报可观的情形下。比如2015年下半年,我们大胆看空,是因为在上半年我们已经取得25%的回报,我们输得起。市场是高度不确定的,任何预判都只是猜测而已,可能正确也可能错误。当你在大回撤的情形下,你已经“输不起”,所以你没有再去预判市场的风险承受能力。至于为

什么要更分散，这和我的投资理解相关。我认为集中的组合需要“天时、地利、人和”，而分散的组合更需要“人和”。分散的组合对团队选股的能力要求更高，平庸的团队的分散组合一定跑不过市场。越分散，其表现越依赖于投资哲学、投资流程以及相应的投资一致性，也更能体现投资团队的能力。集中的组合只需要几个聪明的主意以及“天时、地利”，而当你处于大回撤时，唯一能依赖的就是你自己的投资流程、投资纪律以及你自己的大概率的命中率。神枪手偶尔也会脱靶，但打一百发子弹神枪手就一定会胜于普通枪手。我们认为我们团队是投资的优秀枪手，几个股票可能失误，但一百个股票就一定不会失误。2020年这一次的回撤超过了以往，所以我们的应对也更分散：80个股票，1.6%的平均头寸，20%的平均net；所谓相对重仓品种也更平均，不单打独斗，而是打群架，一个两个相对重仓品种失误也动摇不了组合盈利的步伐。事实证明，我们以更分散的组合、更小的步伐（平均每天盈利0.2%）仅三个月就扭转了亏损的局面，从-10%到+5%。

所以，对冲基金回撤管理的诀窍就是更中性、更分散。

股价与经济脱钩？

最近有经济学家在媒体上提出一个问题：股价与经济脱钩？相信这也是很多投资者心中的疑惑，我来尝试回答一下这个问题。

我的答案是“当然没有脱钩”。首先我们必须清晰地看到，所谓股价上涨只是部分企业的股价上涨。那今年这些上涨的股价背后的企业盈利上涨了吗？答案是肯定的。比如我们持有的大全新能源，今年的盈利是去年的3倍，明年的盈利预测是在今年大幅成长的基础上继续再增长50%，所以股价从3月份的低点反弹100%合理。虽然其二季度因为欧洲疫情影响，太阳能安装推迟，需求暂时受到影响，但是需求只是推迟。而且在供给层面，许多成本较高的多晶硅二线产能逐渐退出，其结果就是太阳能多晶硅行业的景气周期向上，股价向上只是对基本面的正确反映而已。

我们持有的贝达药业也是如此，癌症病人的治疗不会因为疫情而减少，所以作为医疗领域的癌症专家，不论是它现有药物的销售还是未来药物的研发，一切都会按部就班地成长和发展，其股价继续上涨也是合理的。

但还有许多公司的股价是下跌的，比如我们做空的汇丰银行，因为资产在地区间的错配以及经济和政治的错配，在疫情之前就危机四伏，疫情更是让它雪上加霜。

所以其股价下跌也是合理的。

几乎大多数上涨的股票背后都伴随着盈利或盈利前景的向好，所以股价未与盈利脱钩。因为这些企业对经济周期的逆周期调整能力远比政府有效，它们通过技术创新、商业模式创新等手段降低成本、提高市场份额来逆周期提高盈利。相反，不具备这种能力的企业的股价都是下跌的。

所以“股价与经济脱钩”背后隐藏的逻辑错误是：把部分公司的股价上涨以偏概全为所有上市公司的股价上涨；即使所有股价上涨，上市公司的盈利表现也不等同于整体经济表现。还有大量没上市的中小企业，它们的经营状况没有反映到股市的股价里，但其经营状况关乎就业和消费，是经济指标的重要驱动之一。所以上市公司只是公司中的一部分，而股价上涨的只是上市公司中的一部分，它们的股价上涨反映的是部分行业和部分地区的局部经济。

以S&P500为例，苹果、微软、亚马逊和谷歌占据了该指数的21%。这些公司规模庞大，而且是全球性的。但该指数并不代表美国经济，所以在经济反弹停滞(或更糟)的情况下，该指数今年春季至今仍保持上涨。

耶鲁大学的诺贝尔经济学奖得主罗伯特·席勒指出：“冠状病毒大流行期间，股票市场的表现，尤其是美国股市的表现，似乎有违逻辑。”“在需求低迷拖累投资和就业的情况下，还有什么能让股价维持下去呢？”“经济基本面和市场结果分歧越大，谜团就越深……”“该指数

目前的估值是过去10年每股平均收益的30倍。自19世纪80年代有记录以来,在今年之前,只有2000年和1929年两次达到或超过这一水平。”

但这其中很大一部分是由这几只股票以及其他一些增长型公司推动的。

进一步思考,为什么在GDP数据如此不堪的情况下还有企业盈利表现不错?盈利表现不错的行业集中在医疗、科技、互联网、新能源和新能源车,基本都是所谓的新经济,是有创新并代表未来的产业。所以市场表现是非常理性、非常合乎逻辑的,并不是市场所宣称的仅仅因为货币超发带来的资金牛市。资金牛市驱动的常常是低估值、高派息的品种,而事实上这些高派息公司表现低迷,因为市场担心它们的盈利和派息的持续性。比如银行股票持续下跌,在上市公司中,更全面反映整体经济的是银行,这些银行的股价表现也证明了股价和经济并未脱钩。

投资还是要基于基本面、基于盈利、基于经济,不要相信所谓的“脱钩”之说。

中美关系？



今天的中国股市，没有中美关系问题，只有估值问题。

现在市场的眼光齐刷刷地投向中美关系。今天在亚洲做投资，中美关系似乎是一个绕不过去的坎。但对于我一个在中国出生、成长的投资者而言，虽然身处新加坡，也未必能客观认识中美关系。朋友们认为郑永年最近的中美分析有失状态，其实不是他的水平下降，而是因为主观问题。屁股向来是指挥脑袋的。

所以我也不能够客观地来讨论中美关系，因为我的屁股不是坐在中间的，我的相关思考里总夹杂着情感与情绪。但以我在市场三十年的经验，可以轻易绕开中美关系这个坎。

如果今天市场估值严重低估、交易情绪严重超卖，中美之间任何好消息或坏消息都会是买进的消息。即使在南海开战，估计第二天股票也会涨，市场的解释是坏消息出尽了。反之，如果今天市场估值严重高估、交易情绪严

重超买，中美之间任何好消息或坏消息都会是卖出的消息。即使中美坐下来握手言欢，股票也会跌，市场的解释是好消息出尽了。当然，如果南海开战，更会跌得一塌糊涂。

所以我对事件驱动的交易策略常常表示不屑。今天的中国股市，没有中美关系问题，只有估值问题。

那目前中国股市是高估还是低估呢？从风和亚洲的中国组合或许可以略见一斑。我们的中国股票组合（A股+H股+ADR）目前处于净空头状态，假如风和的分析师团队的研究水平靠谱，我们可以推断中国股票目前是高估的。80倍市盈率、18%的盈利成长的海天酱油肯定被高估，2倍PB的平安保险也是高估的。还有好多100多倍市盈率的公司以及依赖市梦率的拼多多、美团等也是明显高估的。看看基金的仓位、换手率、散户融资余额等也可以看出市场是严重超买的。

所以哪里有中美关系问题，只是投资者的焦虑与不安而已。难道美苏冷战时全球股票就不涨了？只要盈利在成长、估值在地上，股票就会涨；只要盈利在下跌、估值在天上，股票就会跌。

朋友们，你们和我一样不够客观，所以不要企图从中美关系发展方向找到股市的解药。关键还是盈利与估值。

该买就买，该空就空。

份额、利润率和管理团队

创立风和之初，我就把价值分析分解为了5个M：目标市场（M1）、市场份额（M2）、利润率（M3）、商业模式（M4）、管理团队（M5），这是围绕ROE建立起来的价值分析框架。因为我所理解的公司核心价值就是ROE，即为股东创造利润的能力。

但客观讲，在风和第一个十年，5个M中真正有力的是M1和M4，即市场喜欢讲的赛道，或者早年雷军讲的风口。只要赛道好、风口劲，猪也能飞起来。比如我们VC组合中的某企业，虽然团队我们不是很认同，但是由于其身处风口，还是让我们赚了几十倍。

但这样的好日子似乎在慢慢远去。新冠之后，GDP数字看起来是V形复苏，其实需求的复苏落后于产出，需求中相对较强的是房地产投资和防疫资产出口带来的需求。前者是强弩之末，后者是一次性井喷。海底捞的翻台率、华住的入住率离2019年还有很大的差距。原本充满希望的5G因为中美冷战和新冠而在全世界放慢了脚步。昨天早上和同事们讨论需求困境时，同事们的回答是结构性的机会还有。这句话隐含的意思是普遍性的周期性机会已经没有了。

什么是结构性机会？就是风没了，自己还可以展翅高飞，就是在行业成长缓慢的情况下还能够赢取市场份

额、扩张利润率的公司。这个表象后面通常都有一个智慧、进取的管理团队。所以M2、M3、M5将会是我们未来做多的重要角度。而M1、M4的研究则有助于我们发掘大量空头机会。

其实一个企业赢取市场份额的最好机会是在下行周期中。新冠、中美冷战重创了竞争力偏弱的企业，优势企业趁机抢占份额，比如空调行业的美的。为什么海底捞、华住的股票在盈利被新冠重创而股价不跌？因为市场看见了它们将赢取市场份额。

疫苗在今年年底会陆续上市，一次性受损和一次性受益品种的股价在未来几个月就会开始提前反映疫苗后世界的常态。年底美国大选也将尘埃落定，中美冷战的冲突会暂时平静一下。市场也逐渐把估值的眼光投向2021/2022年，所以这些优势企业有望在年底再上一个台阶。但是，关键是哪些是优势企业、哪些是从优秀到卓越的企业，是台积电还是五粮液？我想M2、M3、M5的分析可以帮到我们的团队，《从优秀到卓越》这本书也值得学习。

从鹰猪齐飞到鹰猪分飞，未来是做多鹰和做空猪，但做空猪的关键是风。所以我们的指导方针可以略为修改一下：做多鹰和做空风，或者说结构做多和周期做空。

做空,按结构性和周期性来思考 是一个比较清晰的角度

所谓结构,就是M2做空,背后可能是商业模式的问题,也可能是管理层的问题,或者是产品被逐渐淘汰,或者环境/政策的变化,或者simply有了非常厉害的竞争者、革新者。结构性做空可以踩烂,而且踩烂比较合适,顺势投资。因为判断不容易,预见这种结构性变化很困难,需要数据来证明,这一类公司常常是昔日蓝筹,有很多不见棺材不落泪的投资者。结构做空要小心管理层力挽狂澜,小心被并购,所以需要了解其被并购价值。

所谓周期,就是M3做空,企业产品不会被淘汰,生意依旧在,但是由于行业供需原因,利润率受损。这种做空可以逆势投资,在margin创新高时如果预见到供需的变化,可以伺机而short。周期做空需要清晰地了解其长期价值中枢,在周期底部必须清晰了解重置成本。这些公司过几年又是好汉一条,踩烂要谨慎。周期的优点是确定性强,管理层无能为力,而且是整个行业都可以short。

结构性做空机会本来就很少,而且需要T3的判断。只要T3判断分歧(大概率是分歧的),就有投资者在T1或T2发生我们空头所谓的catalyst的情况下大胆买进。还有就是event driven的做空,event只是一个catalyst,

必须知道是否有烂可以踩。这些还是可以归为结构性或者周期性。至于估值的做空，我一直有疑虑，估值做空必须要有catalyst。否则，恒瑞可以一直60倍。

做空和做多的主要区别是，做空更需要耐心等待进入时机。因为管理层的X factor，时间常常是做多的朋友，而不一定是空头的朋友。比如恒瑞的PD-1，孙飘扬每天都在琢磨怎么让它得到批准。做空恒瑞，你的对手之一就是卓越的管理层。

对做空市盈率（估值/狗绳）我们一直持谨慎态度，因为影响市盈率的因素太多了，第一种是我们可以研究的企业自身的因素，比如盈利的减速或低于预期；第二种是更难确定的因素，比如宏观、大市情绪、行业情绪、资本流动，以及其他买方的态度变化。第二种情况我会要求有明确的catalyst才会批准。最近我们增加了第一种的做空，第二种成功的例子不多。做空市盈率最大的不确定就是重估的时机。

我们的交易对手是精英分子，你做空的时候面对的除了做多的交易对手还有企业家，这些企业家也是精英分子。

风和亚洲的一天



持续地研究自己、解剖自己，赚得清醒、亏得明白。

周五(8月7日)风和亚洲的回报是0.61%，MSCI AXJ 下跌1.53%。这样逆势盈利的一天在过去七年里数不胜数。在过去七年的下跌市场里，风和亚洲取得正回报的时间占了60%，即使另外40%的时间也是超越市场表现的。为什么？

我们以本周五来做一个案例分析，希望从中能发掘一些启示。

周五亚洲各主要市场受中美冷战消息影响几乎都在下跌，所以我们的主要获利品种应该是空头。但是打开数据，获利的前两名都是多头。其中排第一的是韩国的首尔伟傲世（首尔半导体的附属企业），它的UVC半导体因为紫外LED在家电产品中开始大规模使用而被市场逐渐认同，股价逆势上涨17.55%。排第二的也是韩国的LG化学，因为它的电动汽车电池在全球大获成功，全球市占率第一，周五股价上涨9.71%。回头再看指数，亚洲市场有三个市场竟然尾市收涨：韩国市场、越南市场、印度

市场，而我们在韩国市场和越南市场一共有9%的多头配置。这证明了我们长期坚持的多市场分散投资的价值。

我一贯强调，只有做跨市场的分散配置才能建立真正的分散组合。在宏观驱动力越来越强的今天，在单一市场的分散组合不是真正的分散。风和亚洲目前跨越了9个市场：香港、台湾、沪深A股、韩国、越南、新加坡、泰国、日本、美国ADR。当然，这种跨市场的组合需要庞大的跨国团队，这正是我们把总部放在新加坡的原因之一。在亚洲，新加坡是比香港、东京、上海更国际化的城市，这里可以找到投资各国的专业人才。香港号称国际金融中心，但其实还是以服务中国市场为主。所以我们逆势盈利的原因之一是风和团队的跨市场投资能力。

在盈利的多头中，除了韩国和越南股票外，还有7个中国和新加坡的企业，虽然市场在跌，仍然逆势上涨，包括李宁、国航、海航、大全、DBS、城市地产等。这证明了我们团队的选股能力。在每一次的市场下跌中，我们都有逆势上涨的股票。这主要还是源自我们团队自下而上的研究能力。所以逆势盈利的原因之二是我们的选股能力。

当然，由于市场的下跌，我们绝大多数空头都取得了正回报。这听起来很容易，下跌的市场做空当然容易赚钱。可是谁能提前预测下跌市场呢？即使今天下跌你就能预测明天下跌？你的预测的准确率有多高？你能根据小概率的预测来做空吗？当然不能。凡是企图根据市场预判来做空的投资者都是得不偿失的，最后变得对做空失去信心，渐渐地做空从好奇到失望。

风和团队不论牛市、熊市，长期坚持做空的秘诀就是坚持自下而上做空：做空企业市场份额丢失或者利润率下滑。投机性做空者通常在当大家都看空市场时去做空，结果就会表现为底部杀跌。而风和团队自下而上的做空哲学才能让我们在市场下跌前持有空头头寸，从而确保在下跌市场中拥有足够的空头头寸。周五我们一共有25个空头头寸取得正回报。所以风和逆势盈利的原因之三是我们的自下而上做空能力。

从前面的叙述可以看出，风和的配置非常分散，我们的组合通常拥有50~70个股票，有12个分析师在跟踪这些股票，平均每个分析师只跟踪5~6个股票。而且风和与绝大多数基金不同，没有全体例会，每位分析师独立研究，和我进行一对一的对话，以确保他们的思考与分析的低相关性。每个月我都密切跟踪不同分析师的表现的相关性，其平均相关性通常都低于0.4，并密切跟踪各个投资主题之间的相关性。过去七年以来，几乎从来没有一天出现过组合所有品种同涨同跌的。所以，组合的低相关性是风和逆势盈利的原因之四。

以上四点，就是我们通过分析本周五的表现发掘出来的风和亚洲基金长期逆势盈利的主要原因。

我们喜欢持续地研究自己、解剖自己，以确保团队赚得清醒、亏得明白。

新常态？

人类的惯性偏见挺有意思的。新冠刚来的时候，大家说疫情早晚会过去，2021年会在2019年的基础上继续成长，估值上把2020去除就好。新冠持续八个月之后，这个惯性终于改过来了，大家说的是以后WFH（注：Work From Home，居家办公）、外卖、电商就是新常态了，对这些相关公司的估值都是基于2020的数字继续向上外推的，美其名曰“新常态”，结果把黄峥推成了二富。

我们来看看这些新常态会不会成为常态。

WFH。这场疫情让大家发现以后都可以居家工作，所以WFH相关股票被爆炒，凯德旗下的写字楼REIT暴跌，大家突然发现不需要Office了。确实如此吗？新加坡在亚洲属于居住条件最好的金融中心之一，可是我公司的员工真正具备在家可以心无旁骛地工作的条件的屈指可数。有独立书房的不多，即使有独立书房，能不受打搅的也屈指可数。而且一人在家工作会让团队合作大打折扣，有点闭门造车之嫌，公司的凝聚力也会下降。作为风 and 的 CIO，我是希望在公司看见员工的，希望每天和员工有面对面的交流，而不是冷冰冰的股票研究报告。WFH不会是新常态，至少老板们不愿意。

外卖。一个朋友问海底捞CSO：“未来大家都习惯外卖了，堂食人流下降，你们现在的扩张是否是错误决

策？”我抢答：“外卖是吃饱，是像动物一样活着；堂食是社交，是娱乐，是享受，是像人一样生活。”明明是疫情之下迫不得已的生存方式，竟然被当成所谓新常态，而且还假设外卖可以在2020年的极端状态之下继续成长，真的是痴人说梦。

电商。在特殊时期，不能外出消费，电商就成为唯一的购物渠道。可是大家继续以新常态之名，假设电商可以在2020年的基础上继续成长，快递量也继续增长，这是否有违常理？疫情后大家不出门了，出门不消费了，出门消费后回家继续网上买买买？大家太高估消费者的钱包了吧？另外，投资者们有没有请教过女士们逛街的乐趣？不一定是女士。我还记得在英国的冬天，我们一家三口晚上无事可做，去超市里闲逛，看着灯光下晶莹的水果，看着红红的牛排，那幸福感现在还记忆犹新。

疫情如同撑橡皮筋，已经把外卖和电商撑到了极致，如果成为新常态，在2020年的基础上继续成长，黄峥和王兴可能笑了，但人民可能要疯了。

新加坡宣布有限制（每桌不超过5人）的社交后，我家附近的餐馆爆满。今天去Fullerton喝下午茶，被告知已订满，必须在2:45前离开。

餐照聚，街照逛，班照上——这才是打过疫苗后的常态。

主流品种与拥挤品种



**风险永远有两方面：公司的品质和公司
的估值。**

最近有投资者开始担心市场调整，于是计划从一些主要持有“主流品种”（在风和被称为“拥挤品种”）的基金将投资转移到风和亚洲。因为风和亚洲是在下跌市场里表现最好的基金之一。

投资者这种行为背后的原因除了风和亚洲庞大的空头组合外，还因为投资者认为风和亚洲的核心多头品种都是非主流品种或者非拥挤品种。什么叫非主流品种？就是我们买入的时候还没有什么机构持有，后来可能会慢慢地成为华尔街很多机构持有的品种。

比如我们持有的台湾欣兴电子，我们是2019年2月在NT\$23元左右开始买入的，18个月后，高盛、花旗等机构开始强力推荐，目标价看150~160。当然，这相对于目前80左右的价格仍然有100%的上涨空间。客观讲，即使在今天，欣兴也还谈不上主流品种，可能要到明年才会成为主流品种，现在仍然是主流前品种。

又比如中国A股的贝达药业，我们是2019年1月在32元左右开始买入的，之后在相当长的一段时间内风和都是其唯一的外资机构。现在贝达药业已经是很多机构的主流品种，股价目前在130元左右。非主流品种在熊市的抛售压力小，不会发生因拥挤而相互践踏的情况，所以我们称之为非拥挤品种。

听众的第一反应就是这些主流品种的风险更小、风险回报更好。这是一个浅层的反应。

风险永远有两方面：公司的品质和公司的估值。一块金属可能是铜可能是金，在权威机构检验之前，如果你支付的是铜价，你的风险在哪里呢？而在被众多机构检验证明是黄金后，你支付的却是金价，你的风险就不一样了。那么你在什么时候投资的风险回报更好呢？当然，如果你是一个专业的黄金检测员，风险回报又不同；当市场因为流动性原因在大规模抛售黄金的时候，风险回报也不同。还有，所谓权威检验机构在资本市场是不存在的，没有人可以明白无误地告诉你这就是黄金。所以不论在什么时候，都需要你自己有是铜还是金的判断能力。但为什么投资者愿意在主流机构都认为是黄金后才敢大胆买入呢？从众行为，只不过披了一件风险回报的外衣。

所以关键还是独立鉴别能力，而不是市场的声音。而鉴别能力一定是术业有专攻。风和亚洲过去七年的利润主要来源于科技（硬科技，不是商业模式导向的互联网生意）、医疗和金融。对科技的热爱是源于我早年的投资经历，特别是在台湾创业一年对台湾企业的公司治理、工

工程师精神和全球视野的深入了解，更重要的是风和科技团队深入、细致的研究。现在科技团队又添两员新兵，目前已有5个人，覆盖公司从台湾、韩国、日本延伸到了美国。

对医疗的投资是源于我二十年前在中国一个失败的投资以及对1990年后日本市场的自上而下的研究。所以其背后既有哪里跌倒哪里爬起的意志力，也有宏观的产业思考。当然，更重要的是关雪以其优异的学习能力两年就从一个水泥行业分析师蜕变为顶尖的医疗投资专家。所以风和请人的第一标准就是学霸。对金融的投资则与我的经历相关，作为曾经的金融机构管理层，我对金融机构有着不同于普通投资者的解读。

至于市场热捧的消费与互联网，一直都不是风和的核心持股。当然，我们需要进步，所以最近John开始从VC抽出时间，亲自领导互联网团队。我相信，以John在互联网领域二十几年的浸润，一定可以把风和在互联网行业的投资能力升级。

所以没有主流品种与拥挤品种的问题，只有专业与否的问题。

投资界的单身主义者



我并不是传统意义上的投资者，而是一个风险管理者。

严格地止损、不断地怀疑自己、怀疑企业、怀疑市场。

我最近在反省自己，尝试客观地研究自己：我究竟是一个什么样的投资者？

研究自己必须从自己的行为入手，或者从自己的“作品”入手。我的投资作品就是目前亲自管理的风和亚洲组合。

这个组合里目前有70个股票（多和空），跨越9个市场（台湾、香港、美国、新加坡、中国A股、越南、韩国、日本、泰国），平均头寸1.7%，最大头寸6%，最小头寸0.5%。

如此分散反映出我对每一个股票或每一个市场都没有高度确信。这和我三十年的投资经历相关，看过太多企业的起起落落，看过太多市场的起起落落，所以我不会完全信任任何一个单一股票、任何一个牛市或熊市。不论多

么牛的牛市，我都保持一个比较大的空头组合；不论多么熊的熊市，我都保持足够的多头组合。对每个组合里的股票，我都半信半疑；对每一个市场，我也是半信半疑。所以我不爱我做多的品种，也不会恨我做空的品种，更不会和某只股票“结婚”——我称股票为“投资载体”（相当于年轻人口里的“炮友”）。

但是我对每一个分析师却要求他们对所推荐的股票需要保持高度确信。我有14个分析师在协助我，平均每个人只负责组合里的5个股票。对他们而言，每个股票相当于20%的头寸，所以必须高度确信才可以推荐给我。这看起来非常矛盾——我要我的分析师们相信我不相信的东西。好似我一个不相信“股票爱情”的“投资单身男”逼我的分析师们和股票恋爱、结婚。

但其实不矛盾，从信到不信是一个过程，没有经历信，就无法做到从容地不信。他们如果没有经历对企业的深入了解，就无法理解企业的确定性和不确定性。他们的工作是发掘确定性，而我的工作管理不确定性。

我这种充满不信任的不确定性管理过程，如何创造确定的回报？

事实上我管理这个组合八年来，每年盈利，从未亏损，年度平均回报20%（在没有扣除风和管理公司的收费前的总回报，扣除费用后净回报14%）。而且以月份计，在所有市场下跌月份里我们的累计回报是盈利的，其中，在60%的市场下跌月份里我们都取得了绝对正回报。瑞信的投资顾问给小米的一个创始人推荐风和亚洲基金时说：

“我给你推荐一个基金，风险管理得像债券一样，但是回报远远高于债券。”

这背后的秘诀就是风险管理。所以我并不是传统意义上的投资者，而是一个风险管理者。我每天最喜欢琢磨的不是股票本身，而是投资流程。我喜欢亲自设计各种表格、各种风控系统。我们的投资推荐表已被我改了N版。我们还设计了一个投资决策系统LOGOS来控制分析师们投资研究的品质。

20%的回报是怎么实现的呢？首先是控制命中率。就是组合中赚钱交易的比例。我们的命中率稳定在65%左右，即每年如果有100个交易，65个交易盈利。这个是通过我不断完善投资流程、持续帮助落后的分析师、反复地挑战他们所推荐的股票来实现的。当然，也包括每年淘汰一到两名落后的分析师的痛苦过程。其次是控制错误交易的亏损率。我们错误交易的亏损平均为-12.8%，这个指标在行业里应该是领先的水平。这个是靠严格地止损和不断地怀疑自己、怀疑企业、怀疑市场来实现的。第三是控制可能亏损股票的权重。我们亏损股票的权重低于盈利的股票，这个源于我对分析师团队成員的了解、对他们的研究的了解。我喜欢观察他们的周期，当某些分析师最近状态低迷时，他所推荐的股票我就配置比较低的头寸；当某些分析师最近状态爆棚时，他所推荐的股票我就配置比较高的头寸。当然，也包括我对他们所推荐的股票的另类角度分析。

所以我的盈利来源很清晰，每年100个交易： $65 \times 2\%$

$(\text{盈利品种平均权重}) \times 20\% (\text{盈利品种平均回报}) - 35 \times 1.5\% (\text{亏损品种平均权重}) \times 13\% (\text{亏损品种平均亏损}) = 20\%$ 。

这里面有个争议点，也可能是我需要提高的地方：我盈利的交易平均回报才20%。这一方面是因为盈利品种有多头有空头，空头单个品种回报有限；另一方面则反映了我总是过早退出盈利品种。这也证明我和股票只“恋爱”不“结婚”，不追求长期持有。这和市场所有主流投资思想都是相矛盾的，其实这和我对企业的半信半疑一脉相承。

这背后的逻辑是：

1.从我的投资实践和上面的计算可以看出，我的投资哲学是追求确定的低风险、低回报，而不是高回报。我只需要确定的30%而不是可能的100%。（我追求30%，但由于空头交易以及一些错误判断却侥幸微利的多头交易的稀释，最终实现的是平均20%。理想和现实的差距。）

2.因为不追求暴利，所以选股余地更大、确定性更强。每天在市场上追求10倍回报的公司或者每年100%回报的公司，其中隐含的是低确定性和低概率。在我们组合里大量的是一些看似无聊的无人问津的公司，为我们赚的是30%目标回报的无聊利润。以ROE定义，通常10%以上的ROE，有20%以上相对合理估值的低估我们就可以考虑买入。这和巴菲特寻找25%以上ROE的公司的高要求不同。这和我“不和股票结婚”哲学相通。既然不结婚，要求就不要太高。

3.我们更强调投资现在，而不是未来。投资未来是我

的搭档John和我们VC团队在做的，在股票市场我更追求投资一些能看得见的回报。指导我们投资的是ROE和PB。对估值，我非常保守，只要高估，我就开始退出。所以我们过去八年几乎没能从互联网公司以及消费品公司赚到钱。我们最赚钱的领域是科技硬件和金融，通常都是10~20倍PE、1~2倍PB的公司。如果用传统的投资分类方法，我更偏向于价值，但和巴菲特是不一样的价值投资者，准确讲，我是价值交易者。我的交易风格是多年持续交易同一品种，低估买进，高估就卖出，再低估再买进，每年赚的就是公司ROE带来的book value的增加和PB的波动。当PB太离谱，我们也会做空曾经做多的品种。PB是比PE更靠谱的指标，波动范围更有规律，更容易把握。当然B也比E更容易把握。

明明是投机，却被我讲得很投资。明明只约会不结婚是要流氓，却被我讲得很高尚。

婚姻的背后是承诺。有同行对外界宣称“追求超长期回报”，我听后会心一笑，“这是超聪明、超牛B的融资语言”，对投资者讲超长期回报意味着告诉投资者“你别在乎我的短期亏损，你别赎回，让我多收几年管理费”。但是地球上有人类可以把握超长期的未来吗？如果承诺一个自己无法把握的未来，和年轻人求婚时许诺的空中楼阁没啥区别。

一言蔽之，我就是投资界的单身主义者。

再谈做空

过去几年，我反反复复地讨论做空的文章可能不下十篇。这始终是最令我兴奋的话题。我有时反省自己，可能我的性格天生适合做空。一是对风险敏感，我比普通投资者更能嗅到一个企业的“病变”。二是对周期敏感，让我更能看清行业和企业的起起落落。

这两点背后隐含的就是我对做空的区分：结构做空和周期做空。几个月前，我专门讨论了结构做空和周期做空，并有意识地增加了周期做空、减少了结构做空。我这个调整是基于从风和过去八年的做空表现为出发点进行的分析，本身并不否定结构做空，结构性做空仍然占有我们空头组合的四成。但是这个分析提醒了我，让我对结构做空更为谨慎，所以我在总体头寸配置上提高周期做空权重、适当降低了结构做空权重。这个调整发挥了作用，过去两个月我们的做空创造的回报主要源于两个周期性做空：手机镜头和澳门赌场。

手机镜头的下行周期是我们反复经历的典型的科技产品周期故事。以其主力产品6P为例。

“过去能稳定供货的6P厂商很少，只有大立光、舜宇、SEMCO(以三星为主)和Kantatsu(产能很小)。但是由于产品的逐渐成熟，未来能加入供货6P的厂商有瑞声科技(已经开始出货)、新钜科与欧菲光(4Q20)，因此，我

们观察到6P掉价的速度非常快。瑞声科技对于6P产品的报价约为USD0.8, 远低于舜宇光学的USD1.1和大立光的USD1.6。此外, 新钜科与欧菲光预计在4Q20开始稳定量产6P产品。一旦6P被commoditized, 大立光与舜宇就没办法像以前一样再赚取超额利润, 而是回归正常的利润率。”

——from同事J

6P贡献了大立光50%的收入, 在此情形下, 风和认为大立光2021年的盈利会下行20%, 而且这是一个下行周期的开始。目前我们做空了四家手机镜头公司。

澳门赌场的VIP和premium mass的下行周期和我过去的逻辑一致: 随着中国财富结构的变化, 财富在从低教育的传统产业企业家向高教育的新兴产业企业家转移, 好赌者的财富在缩水, 而新富豪不好赌。这个变化在2018年已经发生, 所以我们在2018年就开始做空澳门VIP份额最高的永利澳门。2020年的疫情加剧了这一现象, 但资本市场却忽略了这一已经存在的行业下行周期, 而像其他行业的复苏预期一样憧憬2021年的澳门GGR会回到2019年的水平。其实即使没有疫情澳门的生意也已经是—年不如—年, 现在市场却简单地把—切归因于疫情, 对2021年寄予了不切实际的期望。再考虑2022年牌照到期 (或者失去牌照, 或者牌照的成本高于过去), 估值也不可能回到过去12~15倍的range。虽然股价在我们做空后已经下跌10%, 但我们认为还有20%~30%的下

跌空间。这是一个盈利与估值双杀的short, 我们当然会利用市场乐观情绪进行反复的做空。

有很多伟大的投资者如巴菲特是不喜欢做空的, 但我想这背后的区别是国家与投资者性格的不同。美国是在科技不断进步的推动下让经济一浪一浪地上升, 所以买进并持有是可以创造伟大回报的, 而亚洲的经济则是随着产业转移推动下带来的周期起起落落, 多数企业的盈利都是大起大落的, 如果简单买进持有而忽略周期的变化, 最后只能是竹篮打水一场空。至于我性格中对周期和风险的敏感, 其实也是这种周期环境影响的结果。如果我成长在美国, 可能也是个非常乐观的长期持有者。

美国总统与股市



美国经济领先全球126年，不是靠哪一个总统，而是靠一套基于理想和理性建立起来的政治经济体系。

全球资本市场的眼光都齐刷刷地投向了美国总统大选。许多投资者对拜登和特朗普的辩论很失望，开始抛售美国股票，认为这场辩论最大的输家是美国。甚至有投资者断言：美国已经江河日下。

而我的观点正好相反：我从这场辩论看到的是美国的伟大。总统和总统候选人如此不堪，可是无碍美国的强大，这正是美国系统伟大的佐证。让美国强大的是它的《独立宣言》、它的教育体系、它的前沿研究、它的企业家精神，特别是它的宪法，是它对财产的私有和权力的公有的保障，是它对人权的捍卫。美国的精英不仅是在白宫，而是在哈佛大学，在谷歌，在高盛，在NASA，甚至在一些中学、小学。美国经济领先全球126年，不是靠哪一个总统，而是靠一套基于理想和理性建立起来的政治经济体系。

但今天美国的政治现状和对新冠肺炎的管控证明了这套美国体系的过时与腐朽？据我的观察不是这样。目前全球新冠肺炎管控较好的国家主要是儒家文化的国家，或者叫“筷子文化”的国家。这些国家有类美国体系的国家，也有专制的国家。不能因为印度和美国的新新冠肺炎泛滥就下结论是民主让新冠肺炎泛滥。台湾是类美国体系，领导人乏善可陈，可是疫情管控良好。

所以有问题的不是美国体系，而可能是美国文化或者主导人类文明四百年的“刀叉文化”。我们今天观察美国现状要把制度和文化分别对待，不要把孩子和洗澡水一起倒了。

以上只是我的观察和假设，我没有足够的政治和文化相关的教育背景来完成这个证明或证伪：“筷子文化”是否优越于“刀叉文化”？未来是否是“筷子文化”+美国体系的混合体完胜？留给专家们去深入研究吧。但是我的观察足以提醒大家，不要因为美国总统的问题而小瞧美国，更不要因为美国总统感染肺炎而看空美国股市和美国经济。这些只是市场的噪音而已。相反，如果我们自下而上地看到美国某些行业或企业的蒸蒸日上，这一次总统肺炎事件就是一个良好的逆势买入机会，比如在5G和Data Center攻城略地的Marvel，比如受益于美国车市复苏的日本Subaru汽车。

让投资哲学闪光



错失股票不是错，买错股票才是错。

**风和亚洲的组合是三低：低杠杆、
低相关、低集中度。**

风和亚洲的组合是三低：低杠杆、低相关、低集中度。

今天重点谈谈低集中度。所谓低集中就是高度分散。有多分散？我们平均持有70个股票，如果70个股票都在一个市场，那就只是伪分散，因为单一市场的波动足以摧毁组合，我们的70个股票分散在9个市场。如果在9个市场但是同一行业，那也是伪分散，而我们是分散在9个市场、8个行业。但即使在这9个市场、8个行业，还会被全球资本市场的波动所冲击，所以我们是多空结合低净头寸。一个或几个失败的投资，甚至一个或几个市场的崩溃都不足以撼动风和的稳健表现。

所以风和亚洲过去八年的表现不是基于某一国家或某一行业或某一市场或某一次行情，更不是基于某几个公司的表现。背后支撑这个业绩的是风和的投资哲学，是一套严谨的方法论，包括投资框架、投资流程、止损管理、头寸

管理、人才管理等。过去八年的表现证明，这是一套可以持续闪光的哲学。

投资框架就是我的3D5M3T。3D是研究股价驱动力量：D1是ROE，是公司价值的内延成长。D2是价值的外延变化，分为结构变化和周期变化，通过5M框架来分析。D1和D2都是人的驱动，D1相当于匀速跑，D2相当于变速跑。D3是情绪或估值的驱动，或者说是狗的驱动。3T则是时间框架，既协助理解D2的变化，也协助理解D3的变化。人是活在时间里的动物，把时间框架搞清楚了，对情绪的变化就容易理解了。

投资流程是自己给自己设定纪律，最大程度地降低自我情绪的影响，把投资决策变长变慢，追求慢投资。慢投资有时会错失一些机会，但是我的经验清晰地告诉自己：错失股票不是错，买错股票才是错。我的投资流程中的LOGOS只是一些常识性问题的checklist，但是这个checklist可以训练同仁们的全面思考与系统思考能力，是个协助同仁们寻找盲点的checklist。投资流程的目的是让交易情绪冷却，让投资命中率提高，规范我们的投资行为，让我们的投资业绩可持续、可重复。

止损是投资流程中最重要的一环。止损的目的不仅仅是为了控制损失，而是逼自己重新思考，逼自己痛定思痛。而且有止损制度的存在，我们才敢去把握结构性机会。结构性机会如果没有止损机制的存在，是很难下决定的。因为人对未来变化的思考只是概率思考而已，没有完全确定的结构性机会。

至于头寸管理，是风和的精髓，我们成功的品种头寸大于失败品种的头寸，简言之：该大的大，该小的小。其背后的秘诀就是对情绪、估值、3T时间框架的把握。抽象一点讲，就是对逆势和顺势的恰当把握。这背后是交易艺术多过投资哲学。

所以，我的主要工作不是研究股票，而是不断改良风和投资哲学。研究股票是团队的工作。过去八年，围绕科技、医疗、金融、消费，我建立了一个15人的研究团队，大家在LOGOS的反复训练中，在我日复一日的训导下，逐渐领悟了风和投资哲学，培养了系统、理性的思考习惯，投资命中率日渐提高，有的已经成了其覆盖领域的翘楚。

过去七年我们交了很多学费，但业绩仍然能保持每年盈利，因为我们坚持“三低”的组合原则。不过业绩离我自己的期望还有距离，主要是投资哲学还不够完善，团队表现还不够稳定。当然，投资哲学永远没有完善的那一天，我几乎每个月都能发现其欠缺之处。完善风和投资哲学可能是需要我奉献毕生精力的事业。

我相信，只要不断完善风和投资哲学，风和亚洲一定在对冲基金界闪耀的。

关于马云在外滩金融峰会的发言



不确定性是常态。

系统性风险不是指系统的风险，而是
风险的系统性。

马云这个发言最近传遍了投资圈。我的感受是：

这是中国企业家的通病。搞房地产成功了，就以为自己懂政治、懂艺术，高谈阔论；搞互联网成功了，就以为自己懂金融，以经济学大学一年级（善意猜测）的知识和理解大谈金融监管与风险。

金融是个神奇的行业。成功的企业家可以小学没毕业，可以是某师范毕业，但金融界的成功人士多是名校毕业，多是学霸（书呆子）。我想并不是金融的知识多么浩瀚，而是金融是关于杠杆与风险的学问，书呆子倾向于瞻前顾后、三思而行，企业家则倾向于义无反顾、勇往直前。我做了三十年的投资，前十年就基本把赚钱的道道捋清楚了：从阿尔法到Beta，从成长到周期，从投资到投

机……后面二十年仍然日复一日、年复一年地学习、思考、实践，就围绕一个词：风险。可是学了二十年，仍然发现学无止境。风险在多数情况下是隐形的，是没有发生的，所以研究这种多数情况下不会发生的东东确实没有止境。每次风和的分析员逻辑清晰地向我陈述某些投资的确定性时，我的第一反应永远是确定性背后的不确定性。

中国投资界有两个大家：张磊和段永平，都是人大毕业的，不是什么师范毕业的。客观讲，人大的教育没什么好的，但它有一个磨灭锋芒、培养谨慎的环境。谨小慎微了，就可以做金融了。别看张磊现在高谈阔论，这是他面对融资市场的一面，其实他是个步步为营的谨慎人。大家看索罗斯的投资，别以为他是深思熟虑然后就大旗一挥的人，其实他也是个狐疑多虑、反反复复的交易者，安全与生存永远是他的第一考量。

财政部副部长邹加怡讲“要防止金融科技诱导过度金融消费，防止金融科技成为规避监管、非法套利的手段，防止金融科技助长赢者通吃的垄断。金融科技并没有改变依靠信用、使用杠杆的金融本质，加大了对金融安全的挑战”，其中“金融科技并没有改变依靠信用、使用杠杆的金融本质”这句话讲得非常通透，把我的观点完整表达了出来。中国一千四百年的科举制度还是可以挑选出优秀官员的。邹副部长是从国际关系学院毕业的，学霸一枚，所以能说出“不确定性是常态”这种关于风险的精辟观点。我和中国金融监管机构打了十四年的

交道,自从1994年的危机之后,其监管就非常到位,张弛有度,至今没有金融危机。

当然,马云的讲话除了对风险的误解以外,也是屁股指挥脑袋的结果。否则以他的智慧,不至于把系统风险偷换概念:系统性风险不是指系统的风险,而是风险的系统性。

金融的本质是嫌贫爱富。普惠金融从来就只是理想,背后的坏账风险极大,什么大数据计算都没有用。经济危机一来,按照大数据分析可以还钱的小微企业就无法还,就会叠加危机,这就是马云回避的系统风险。金融危机的系统扩散性最强。

我有时猜想,马云可能会以什么样的路径失败?(这是我对伟大企业和伟大企业家的习惯性风险思考)。如此智慧,如此的如日中天。听了马云的发言我知道了,让马云搞金融,这是他可能失败的路径。蚂蚁金服,是阿里和马云的滑铁卢。

投资研究门槛



确定性是投资的唯一标准，而不是潜在回报的大小。

过去八年，我们利润的70%来源于科技硬件和医疗企业。从人力配置上也可以略见一斑，投研团队一共15人，我们在科技和医疗团队就配置了7人。而过去八年在股市里风起云涌的互联网和消费品企业在风和的组合里屈指可数。

这两类企业的区别在研究门槛以及盈利、股价的确定性。

科技和医疗企业的研究门槛高，如果不静下心来花个一年半载，你基本找不到北。很多名词你都没有听说过，需要的专业知识一大摞。所以我们科技研究团队有三名台湾同事。台湾的证券分析员在科技方面的深度远胜于香港和大陆的分析员，这和台湾市场的构成有关，其70%的市值是科技企业。

同样的，覆盖医疗企业如果没有科班医疗背景，你只能被上市公司忽悠。我们在研究贝达药业时，负责的分

析员把它管线里的新药一个一个地去查文献、找数据，没有10年的科班医学背景这基本不可能。所以我们成为市场上第一个投资贝达的外资机构。而且这种公司一旦我们搞透了它的基本面，确定性很强，没有任何机构可以和我们争论，大家都是跟随买进。

再比如我们科技团队覆盖的欣兴电子，它的核心产品ABF只是一种半导体载板，很多中国的科技分析员都没听说过这个产品。这个产品从2007年到2019年都是一个供过于求的下行周期，很多十年以下资历的科技分析师都没有关注过这个企业。但是我们看半导体的台湾分析师覆盖半导体二十年，而且对它的上下游和竞争对手都了然于胸。从去年开始我们就是这个公司的主要机构投资者。

但消费和互联网企业不同，研究门槛低，市场上的专家很多，从分析师到散户，每个人讲起来都头头是道。因为这些公司的产品都是他们耳熟能详的，每天都在使用，媒体上消息也很多。

其实有些互联网公司即使你是真专家，即使你花了N年时间在这些企业，你还是会看见很多不确定性。因为这些公司多数是toC的商业模式，消费者的心理是多变的，决策是感性的，竞争是残酷的，而且数据总是滞后的。这和科技公司toB的商业模式不同，科技公司下游买家的决策基于成本与性能，是理性的，稳定性强，而且是订单生意，能见度强。相应地，科技公司的盈利确定性也比互联网公司强。

能见度强的优点是盈利反映到股价的确定性高，所以从盈利到股价都有规律可循。我们过去八年亏钱的科技股都是我们盈利的预测搞错了。台湾科技公司的股价涨涨跌跌，而这些涨跌的背后都有盈利的起起落落，都是可以分析、可以解释的。互联网公司则不同，盈利的可预测性弱，有些甚至没有盈利。股价对盈利的反映也不够确定，导致许多时候其涨跌不可理喻、不可分析。当然，由于确定性差、可预测性差，导致其股价波动也大，一旦猜对，回报很高。研究容易入门，一旦猜对回报又高，难怪投资者趋之若鹜。但是风和追求的是确定性，而不是高回报，所以对这些公司敬而远之。现在猜对谁会在社区团购胜出的投资者是可以赚大钱的，但风和不会去猜。

消费和互联网公司由于信息很多——我比喻为地上掉的树叶很多，每个投资者都拿着一片叶子解读，有的读出春天，有的读出秋天。每个人都以为自己是一叶知秋（虽然可能是一叶障目），得出结论就开始交易。当然总有人结论是正确的，虽然他的分析不一定正确。这背后一个很重要的原因并不是这些互联网分析师不够聪明，而是因为这些互联网公司自身的不确定：商业模式不确定，市场份额不确定，监管环境不确定。马云一篇讲话就可以带来香港交易所史上最大IPO的夭折。台积电张忠谋的任何演讲都改变不了台积电的业绩。

所以风和的研究取向是研究门槛高的企业，而且是研究深入后确定性比较强的，而不是研究门槛低，无论你多么深入还是找不到确定性的企业，因为这些企业客观

上的不确定。

简言之，我们倾向于研究客观确定，但于多数不够专业的投资者而言主观上不确定的企业，而不是客观不确定，但许多投资者主观上都很确定的企业。我对一个覆盖爱奇艺的分析师讲：“龚宇还不一定确定爱奇艺的未来在哪里，你为什么对爱奇艺的未来这么确定？”

当然，消费和互联网企业中也有不少客观确定的企业。风和也覆盖部分消费和互联网企业，但原则就是客观要确定，而不能是我们自己主观认为谁大概率会胜出等等。分析师们口中的大概率不一定靠谱，当有分析师告诉我大概率时我的第一反应就是不确定。

确定性是投资的唯一标准，而不是潜在回报的大小。

不预测市场



不预测市场，这是我过去八年管理对冲基金的重要心得，也是指导未来组合管理的重要原则。

今年我们的回报是19%，只是市场平均水平。但是我非常满意，因为这是在低净头寸（low net）的情况下取得的回报。虽然今年的回报低于2013、2015、2017年，但今年的平均净头寸24%是远低于那三年的。或者说我们的回报更多是来源于选股而不是市场预测。

市场预测有错吗？由于我在市场三十年的经验，外加天性的敏感，我是喜欢预测市场的，而且预测成功率高于70%，这远高于同行的平均水平。那我为什么不充分发挥我的市场预测经验和预测能力？问题在于预测不准那30%。市场预测对组合构建的伤害是带来整个组合的偏见和高相关性，预测会带来净头寸的大幅波动，也会带来业绩的大幅波动。

预测正确，暴利。预测失误，灾难。而对冲基金的组合管理是关于相关性，是关于生存而不是暴利，是要

deliver一个相对稳定的和市场波动无关的回报。我们无法接受那30%的预测失误带来的基金所不可承受的灾难。

风和2015年、2016年的表现坚定了我“不预测市场”的哲学。2015年，我们准确判断了5月份的拐点，所以回避了下半年的暴跌，业绩傲然同业。但2016年，我们延续了2015年下半年的悲观预测，导致2016年微利，全仗我们自下而上的选股水平才勉强维持了“从不亏损”的不败金身。

痛定思痛，我们对自己的所有交易从各种维度进行分析，结论是：降低市场波动对基金业绩影响的对策是不预测市场，长期基于自下而上的原则维持一个相对稳定的低相关的多头和空头组合。其实，只要坚持自下而上，市场里就永远有多头和空头机会。企业的经营永远在起起落落，不可能所有企业/行业都是赢家，也不可能所有企业/行业都是输家。

从2018年起，我们秉持“不预测市场”原则，基金的净头寸波动明显下降，2018年平均净头寸24%，2019年27%，2020年24%。2018年熊市，我们仍然取得了10%的回报，那一年我们赢了很多大奖：亚洲最佳多空对冲基金、新加坡最佳对冲基金、亚洲（除日本）最佳对冲基金。

我们不预测市场，但是我们逆势利用市场调整个股的头寸。当市场暴跌把我们多头组合部分品种的估值带到历史低端时，我们相应增加其头寸，反之亦然。

所以虽然我们的净头寸还是有波动,但相对于2018年以前稳定。2019年是在10%~41%之间波动,2020年是在12%~43%之间波动。

不预测市场,这是我过去八年管理对冲基金的重要心得,也是指导未来组合管理的重要原则。

2021

印钞的错误？

许多精英分子从各个角度鞭挞当今的货币政策，抨击印钞。我不以为然。

随着现代科学基础理论的发展，人类的生产力潜力（注意，我强调的是潜力）得到了很大的发展，所以现代经济的主要矛盾是需求不足。过去金本位限制了货币的发行，也约束了有效需求的增长，所以30年代的经济危机才有倒牛奶的现象。由于美国国家信用的建立，货币发行摆脱了金本位，人类需求得到大释放，同时货币发行伴随的大量投资资本产生，生产力的潜力在需求和资本的双重驱动下得到充分的释放，所以过去五十年科学技术得到了进一步的发展，人类空前的繁荣，生产力的进步相当于之前两千年的发展。现在交通四通八达，甚至可以去月亮；人与人的沟通是如此便捷，信息量爆炸。

这种货币超发带来了民不聊生吗？没有。现代主要央行印钞的技巧和效率已经相当高明。增发的货币除了到需求端，更到了供给端。需求旺，供给更旺。没有这种货币发行带来的投资泡沫，太阳能可能在过去十年成本下降90%、电动车会如此快地走进我们的生活？今年影响你生活的阿里、腾讯都是在这种泡沫下催生出来的。

当然，这一切的基础是基础科学，特别是物理学在

20世纪的革命性发展。21世纪生物科学的发展再伴随大量发行的钞票，人类的寿命还会得到大幅增长。

如果以否定的眼光看待积极的货币发行，当某一天地球发生灾难，外星人可能会如此嘲笑：“以地球人的科技，他们本来可以移民火星的，由于货币发行不够，经费短缺，所以飞船不够。”

人类根据需求印钞已经五十年，带来的进步和繁荣就摆在这里，为什么大家视而不见呢？或许有人狡辩：这不是钞票带来的。但是，我可以确定地告诉大家：光靠钞票肯定不行，但没有钞票，这些发展和繁荣都不可能。

中国政府的货币发行在很多教条经济学家看来绝对属于超发，可是中国发生金融危机了吗？没有。美国也一直在“滥”发，美国经济崩盘了吗？没有。

前几天看了一组中国过去三十年新造桥的数据。中国人造桥的潜力一直就有，潜在需求也一直存在，中间只需要“经费”（货币），潜力就可以变成能力，需求就会由梦想变为现实。没有中国人民银行有计划的货币“超发”，许多梦想都不可能变为现实。

其实货币发行量最大的两个央行：美联储和中国人民银行，其货币发行非常理性且很有节奏——发行，消化，再发行。所以这两个国家的科技进步最快，科技潜力转化为生产力也最快。

有个观点，为什么上海在30年代经济取得了快速发展？原因之一是当时的中国是银本位，货币发行能力比金本位的国家强。这个观点我认同。

所以，印钞票没问题，关键是印给谁、由什么国家来印。

进退自如

这个月我们赚了8%，我应该非常满意，但是我非常的挣扎。

我的挣扎来源于富途，这是我们的核心持股之一。这个股票是我们四个月前才开始建仓的新仓位，但是却始于我六年前就开始的思考。六年前我发现中国人的海外资产在急速膨胀，主要原因是富裕的中国人因过去二百年的动荡历史而遗留下的不安全感。这些闲置的海外资产除了投资房地产就是买卖股票，而且中国人都不太相信基金经理，他们都喜欢自己买卖。于是2015年我投资了一个香港的broker，获利颇丰，但是后来我们发现公司治理低于我们的标准，于是坚决退出。后来又选择了港交所，但是发现港交所的优点是垄断，缺点也是垄断，几乎就是香港市场的纯beta play。直到去年我发现了富途。我发现我身边一个朋友每天都在用一个online交易平台富途频繁地买进卖出，于是我深入研究，发现这几乎是全世界最方便、最友好的一个线上股票交易平台。再看它的数据，在香港已经是最大的零售交易平台，而且市场份额不断上升，第三季度的客户数以136.5%的同比速度在成长。但即使如此高的成长速度，也才41.8万客户，2021年预计80万。考虑到有海外资产的中国人数量，其至少还有10倍的空间成长。而且它已经是所有同类平台

里清晰的领跑者。我最喜欢的投资就是已经确认了领跑位置,而且市场空间巨大的公司。富途完美地符合我六年前就开始寻找的受益于中国人海外资产快速膨胀的标的。我们耐心地开始买进,在均价32左右买入了4%。根据我们的盈利分析,我们认为其股价在未来12个月可能翻倍。但是事情的发展超过我们的预期,两个月后富途的股价涨了三倍。

我们有一个风控纪律,单一股票的权重超过8%就必须减仓。我制定这个纪律的目的是为了防止单一股票的波动对整个组合的过度影响。所以按照纪律我们先后四次,每次减了1%。目前我们还持有6%,如果不减,就已经10%,远超8%的限制。

正是这个减持让我挣扎。一个月前,我和富途的管理层通电话,他是一个从腾讯出来的严谨的工程师。他和我分享了他们的愿景和战略,也分享了他们的风险和不足。他们准备今年进军新加坡市场,于是我也给了他一些拓展新加坡市场的建议。最后,我表示,我们会是富途长期的投资者。我一个月前说是长期投资者,现在就开始减持,这让我非常地尴尬于这个处境。而且,我清晰地认识到,这是一个tenbagger(注:10倍股)。当然,我有权利overwrite这个8%的纪律。但是一个股票在一个月翻三倍后,波动加剧,每天的涨跌经常在10%以上,如果持有10%,每天对我的组合影响将在1%以上。这不是我能接受的。

投资者为什么投资风和?风和过去八年的年均回报

只是14%，并不是市场上最好的。我想，投资者选择风和是因为我是一个52岁的稳健、靠谱的PM，是因为我们的风险管理，是因为过去八年我们从未亏损，是因为我们在下跌市场里的卓越表现。2019年我们被Eurekhedge选为亚洲最佳多空对冲基金是因为我们在2018年熊市里的杰出表现。因为投资风和，他们睡得更好。所以，我们的行为必须值得他们的信任。而且在投资者背后也有无数的信任，比如养老金背后是无数退休老人的信任。而我们的稳健表现背后的部分原因就是严格的纪律和严格的权重管理。

其实我现在进退自如，如果股价继续上涨，我们持有6%我已经非常满足了；如果股价调整，我可以买回减持的股份。

宏观与投资

几年前，有个同行来我办公室讨论宏观，结果被我批评一顿，郁闷地离开了我的办公室。

我批评他的基本逻辑是：

一、宏观是难题。我笑言，宏观是需要智商140才能解决的难题，但我等智商只有130（其实已经挺聪明的了），无法解决这个难题。不能解的题就不要去猜，更不要用猜的结果来作为投资的出发点，那是自掘坟墓。影响宏观的因素很多，而每个人却都抓住几个因素就下结论，都以为自己抓住的是主要矛盾，都以为自己一叶知秋。过去三十年我听过许多经济学家讲宏观，几乎都是一叶障目。所以宏观对冲基金中没有常青树。我在纽约认识一位为宏观对冲基金做募资的华人，她说做宏观对冲基金募资很辛苦，业绩波动大，总有投资者在赎回，所以需要不断募资。在对冲基金界，宏观对冲基金的规模相对于基本面多空对冲基金在萎缩，是有其背后逻辑的。

二、宏观的判断对基金业绩影响太大了。宏观判断会影响整个基金的配置。如果我们搞错一个两个股票，对基金业绩的伤害有限；但是如果用宏观思考来指导基金投资，一旦方向搞错，就是灭顶之灾。

三、回忆在人大的求学经历和三十年的投资经历，我本身并没有很好的宏观经济思考训练。过去三十年所

积累的只是交易智慧和对公司的洞察智慧，宏观思考从来没有带给我什么好的回报。以自知之明来看，我管理风和亚洲的最好策略就是回避宏观思考对基金管理的影响。这样虽然不会沾宏观之利，但也不会受宏观之苦。宏观思考是可以的，但仅限于与选股相关的应用，而不能据宏观影响整个基金的配置。

所以以任何宏观的观点来看，风和亚洲的组合都是不完美的。从宏观角度自上而下来看，组合各品种之间甚至是自相矛盾的。但是我要的就是这种矛盾。正是这种自相矛盾带来了组合的平衡：多空的平衡、行业的平衡、市场的平衡。

投资不虑宏观，此乃无招胜有招。

轮动



我过去三十年的投资生涯，在前二十年也是猎人，最近十年才慢慢进化为农民。

最近市场都在讨论成长与价值的轮动。其实这只是猎人们的问题，不是农民们的问题。在亚洲市场，我把投资者分为两类：猎人和农民。

所谓猎人就是根据宏观或市场top down的观点，于不同的时间在不同的丛林（行业或市场）寻找老虎或熊一样的大猎物（伟大的交易品种，最好是ten bagger）。在亚洲，这类投资者占了绝对多数。他们的生活方式就是有时吃得很饱，有时饿肚子。

所谓农民就是长期耕种一片土地（某些行业市场），驯养猪牛羊鸡鸭（固定的覆盖品种）等，根据季节杀猪宰牛（根据周期多空交易），他们没有吃老虎的荣耀时刻，但是基本不饿肚子。在亚洲，这类投资者是少数。

风和亚洲就是一个农民，我们15个分析师长期覆盖大约400个股票，根据它们的周期做多或做空，而不是根据市场的趋势或者宏观的导向来调整研究方向。这些趋势或者导向确实有帮助，但关键是我们不是专家，这些趋势或导向对我们而言都是不确定的。但据我所知，市场上所谓的宏观专家或市场专家基本没有，都是抓住几个factor盲人摸象而已。所以这种轮换对我们来说都不是问题。我们无需轮换，也不会轮换。

但这种守住一亩三分田的后果就是在我们的组合中缺少伟大的ten bagger，每年市场上的热股，我们很少拥有，除非市场轮动到我们的品种。但是我们的投资方法的好处就是不会饿肚子，我们自成立以来，从来没有亏损。当然，也没有一年我们的表现可以冠绝市场。即使我们在2019年被EurekHedge评为亚洲最佳多空对冲基金时，评委也不是基于我们的绝对回报最高，而是基于2018年的回报以及回报后面的质量的综合考虑。

这背后的原因是因为我们的组合中同时有不同风格的品种，有价值也有成长，市场轮动价值或成长时，我们都有表现不错的品种，也有表现平平的品种。牛市，我们的多头表现不错，可是空头有拖累；熊市，空头表现不错，但多头有拖累。但是不管多头还是空头，我们都创造了阿尔法，所以长此以往，多头和空头都会为基金贡献利润，优点是我们不必为牛熊转换与风格切换而焦虑。

其实在风和，我们不习惯这种价值与成长的划分。所有投资都可以归类于价值投资，所谓成长只是价值计算

中未来的权重占比比较高而已。而且，我从骨子里就不相信成长。在我的研究框架中只有长周期、短周期，大家所说的成长在风和的框架下就是长周期。每个企业都是被各种周期驱动的：产品周期、行业周期、宏观周期等等，每个企业都有自己的生老病死。多少曾经伟大的企业如今已烟消云散。

我过去三十年的投资生涯，在前二十年也是猎人，最近十年才慢慢进化为农民。但农民在大数据时代也需要不断进步，现在我们经常根据我们过去的交易数据来分析我们的长短处，不断改进，不断进步。

无知有为



做事情从来不是以个人能力为半径，而是以团队能力为半径。

投资者总在问我，为什么在我们的组合中互联网股票极少。这在亚洲基金经理中绝无仅有，且不要说中国基金经理无法脱网，就连印度基金经理也要搞点腾讯、阿里、美团等。我的回答是太拥挤了，我喜欢研究壁垒比较高、学习时间比较长的比如半导体等。这只是原因之一。

第二个原因是因为我对互联网比较懂——什么鬼逻辑，比较懂却不投？所以这个原因我通常不提，因为背后的逻辑不太容易被理解。我和这个世界相处的方式就是把自己简单易懂的一面展现给大家、把和大家有共性的一面展现给大家。媚俗？倒不是，我懒于和世界争论。年龄大了，和谐为贵。

我说比较懂是有依据的。和其他对冲基金不同，风和出生于VC，早期投资的都是互联网，而且我的搭档是中国互联网的前辈John——阿里的CTO、90年代Yahoo

的chief architect, 风和早期我和他一起在中国拜访了许多初创公司, 以我的学习能力自然可以学成半个专家。

为什么我比较懂却投资少呢? 说来话长, 这要从我这个人讲起。

从19岁在大学创业开始, 我就是个动脑动口不动手的人, 请一群低年级的大学生(主要是四川同乡)为我写广告、贴广告、收钱、租教室、请老师等, 而且把生意从托福班扩张到了GRE班、美国口语班(说起来是俞敏洪等人的前辈)。我一开始身无分文, 无资本创业, 收了学费才给大家发工资。我成为老板的唯一原因是我计划、我发起。我后面一生都保持这个风格, 不论是自己的企业还是国有企业, 90%的时间都是计划者和指挥者的角色。从小做老板, 后果就是造成自己动手能力非常差, 我连PPT都从来没做过, 更别说Excel。做了三十一年投资, 财务模型我都没有亲自做过一个。优点就是造就了我请人、用人、读人、管理人的能力, 使我做事情从来不是以个人能力为半径, 而是以团队能力为半径。而且也使我打造团队的能力更强, 自风和创立, 我没有用过故人, 所有同仁都是重新发掘的, 多数通过猎头和卖方介绍, 少数则通过饭局或者网络认识。

在风和创立对冲基金这九年, 我从零开始打造了一个十八人的投资团队: 两个交易员, 十六个分析师。几乎所有好的ideas都是自下而上, 由同事们发掘, 我最后判断。我怎么判断, 把他们研究的股票重新研究一遍? 非也, 这是笨办法, 而且是扬短避长的做法。我是从他们

的研究中读出他们的贪婪和恐惧，读出他们的情绪和理性，进而或者推动或者阻止他们的ideas。同事们有时反映说我对同一个问题喜欢反复问，我其实问的不是问题，而是他们对这个问题在不同市场环境下的反应。还有个同事说，如果她的idea准确率是60%、我的判断准确率是60%，那么最后的正确率不是只有36%吗？事实不是。我们做过计算，准确率提高到了69%。而且，我的神奇之处是大概率能把正确的ideas做大头寸、把错误的ideas或者控制头寸或者及时止损。这和我三十二年来所训练出的读人能力相关。

那互联网也是可以如法炮制的，而且我也了解基本本面，但为什么反而配置少呢？问题就是出在我了解部分基本本面。我所了解的部分基本本面为我带来了偏见，让我无法客观地从互联网分析师的研究中准确读出他是情绪还是理性。结果总是把和我观点接近的读成了理性、观点相悖的读成了感性，导致我们过去在互联网投资的业绩欠佳。经过我的深刻自省，发现是我的半桶水影响了我的读人能力和判断力，所以最后减少了互联网的投资。

我们的半导体、医疗做得好是因为我不懂半导体和医疗，无知而有为。

那我的做法是不是换一个CIO也可以效仿？我不知道，但可以回顾三十二年前我在大学里创业的故事。当我准备毕业后去南方炒股票的时候，我就准备把北京的培训生意交给团队。我不是一个喜欢占坑的人，于是就把我所有股份都送给了我选定的接班人——团队中最能干、贡

献最大、对我最忠诚的人(YT)。他送我离开北京那天,想了又想后说:“老大,你不要告诉其他兄弟是我接手了,我说还是你的生意,我只是代收钱而已。”我说:“你自己把握,我不会说透。”半年后我出差回北京,发现我苦心经营一年、月入万金的生意垮了,因为其他兄弟发现我不再是老板后,就不愿再干只拿工资的事,而是要求分钱,最后分钱不均,生意也就不了了之。其实,市场上多数CIO都如同YT一样,团队管理能力不够。

如果以餐馆为例,我是大厨,带了16个厨师,但我不下厨,我的主要工作是根据客户反馈和厨师们的状态每天调整餐牌:哪些厨师的菜可以上,哪些厨师需要短训。同时设计了严格的炒菜和传菜流程,要求厨师放料要用秤,不能省工省料。只要客户不满意就退菜(止损)。但由于我是四川人,所以餐馆基本不卖川菜。因为我喜欢以自己的口味挑剔厨师,结果出的都是我个人喜欢但客人不一定喜欢的川菜。

有知不为而无知有为,大概是为无为而治的升级版。

真正的对冲基金(1)——低相关性



一样的信息，凭借不一样的思考，是可以取得阿尔法的。

过去八年我们在下跌市场保持盈利的秘诀之一就是组合的低相关性。组合的风险可分为三个层面：市场风险，行业的基本面风险，管理者的风险。

所谓市场风险就是市场本身的起起落落带来的业绩波动。我们的应对就是长期的持续的不问市场方向的多空策略以及跨市场策略。多头头寸和空头头寸表现的相关性通常是负值。如果你的组合永远保持接近的多头头寸和空头头寸，在多数情况下，就永远有赚钱的头寸和亏钱的头寸。如果团队的选股能力够优秀，就可以长期保持盈利头寸比亏损头寸多、盈利头寸的总盈利比亏损头寸的总亏损多，也就是说可以创造阿尔法。跨市场策略也很重要，如果组合分布只是在单一市场，不论多么分散，也是集中的——集中于一个市场。我们过去八年前后投资于11个市场，经过多年的淘汰，慢慢集中于6个市场：中国、香港、台湾、美国、韩国、日本。这6个市场情绪不一致，

所以总是有涨有跌，带来了组合的平衡。

行业的基本面风险是指行业周期的不确定性，以及对这种周期的误判。我们的应对就是分散于不同的行业。风和有一个在行业里领先的相对庞大的半导体团队，我们的很多周期判断领先于市场，但是我们的半导体配置总是控制在50%以内。比如今年第一季度，由于周期长度不确定，而行业估值大幅领先周期，整个半导体行业的股价起起落落，找不到方向，我们的半导体组合整体表现欠佳。但是由于我们在金融、消费品、新能源汽车的投资取得卓越表现，整个基金仍然表现优异。假如我们因为自己对半导体研究能力的自信而集中于半导体行业，我们一季度就只会有2%的表现，而不是12%的表现。不论我们在哪一个领域的研究能力有多强，如果行业基本面处于客观不确定时期，我们有再强大的能力也无计可施。这个时候行业的多元化就变得无比重要，配置行业的低相关成为我们应对行业基本面不确定的最佳策略。

第三个风险，人的风险才是组合管理最大的风险。无论我多么有经验、多么优秀，状态总是波动的。所以从第一天起我就把寻找人才、培训人才、打造团队、打造流程作为我工作的第一要务，而不是像多数PM一样自己醉心于几个个股的研究。除了券商，我们自下而上的基本面研究都是由我的团队完成的，我主要在他们的研究过程中像导师帮助博士生一样以各种方式帮助他们think different（这是风和的投资理念：一样的信息，凭借不

一样的思考，是可以取得阿尔法的），在最后决策阶段把关，并在投资后进行风控管理。我们开发了一个软件叫 LOGOS，表面上是一个风控系统，相当于尽职调查清单，其实起到培训作用，用来训练团队的思考方式，强化思考框架。

但是这种培训可能带来一个弊病：我们16个分析师的思考共振，虽然投资建议出自16个大脑，但一旦16个大脑思考一致，就和我自己一言堂没有区别。于是我从发掘人才开始就注意多样性：有卖方来的，有买方来的，有非投资行业来的，也有刚毕业的；工作地点也是多样的：有上海，有新加坡，有台湾，也有越南。而且我每周的例会都是独立的，几乎不开全投资团队的大会，以避免情绪的传染。周一我和互联网分析师开周会，周二和半导体分析师开周会，周三和消费、医疗分析师开周会，周四和新能源车分析师开周会，周五和其他分析师开周会。当然，这样的结果就是我必须轮轴转，但是一分耕耘一分收获，我的各团队分析师的业绩长期保持低相关，每个月总是有团队在赚钱、有团队在亏钱。

或许有人会问：大家都赚钱不是更好？大家都赚钱的反面就是可能大家都亏钱。如果自上而下的投资者来看我们的组合，就会发现我们的组合常常自相矛盾，这就是我所追求的——自相矛盾才能让我安之若素、甘之如饴，而高度自信却总是让我忐忑不安。比如目前我们的消费团队非常看空，但半导体团队非常看多。而我不干预，也睡得很安稳。我在单个股票的决策上总是就盈利趋势

论股价，忽略市场判断。所以，即使明天全球市场崩盘，我也可能取得盈利。

这三个风险的应对策略背后的共同点就是低相关性，低相关是建立真正的分散组合的关键。

真正的对冲基金(2)——对冲和做空



聪明就是对事物的某一面能有非常深入的理解，而且可以条理清晰地抽丝剥茧般展现这一面。而智慧则是对事物的不同面都能有同样“聪明”的理解，而且能够把这些看似矛盾的理解在内心融会而取得平衡。

对冲基金需要对冲，这似乎是废话。但是多数对冲基金是以对冲之名收取2%/20%的费用，却裸奔在市场上，根据似是而非的判断，行赌博之实。对冲是智慧的一种表现形式。智慧和聪明有什么区别？

聪明就是对事物的某一面能有非常深入的理解，而且可以条理清晰地抽丝剥茧般展现这一面。而智慧则是对事物的不同面都能有同样“聪明”的理解，而且能够把这些看似矛盾的理解在内心融会而取得平衡。大家读禅，觉得全是智慧之语，其实所有的禅都是对某一事物矛

盾而平衡的解读。一个真正的对冲基金就是其组合充满了矛盾，但是却能有机相融，最终创造出比较稳定的回报。这在《低相关性》一文中有点到，这里我们再深入展开。

关于对冲，同行们的第一反应是pair trade。pair trade对冲的是行业风险。在同一个行业中的多与空确实是可以对冲行业自身风险的，但其结果之一就是让gross的效率较低而被动膨胀。在亚洲，行业表现对股价的驱动力常常强于企业自身表现，pair trade在多数情况下是一个盈利一个亏损，总头寸回报率很低，最后gross只能不断膨胀，就出现了行业里习以为常的200%的gross。

这带来了潜在、巨大的隐形风险：如果多空都在亏钱，就很容易爆仓。Pair trade的结果之二就是无法享受行业的结构性变化或周期性变化带来的红利。亚洲主要还是新兴市场，行业的发展并不均衡，所以在不同的时期、不同的行业拥有一些结构性的或周期性的机会。如果把这些行业机会简单地对冲掉，就失去了在亚洲投资的优势。在亚洲，我们寻找的阿尔法有两种：企业的和行业的。某些行业相对其他行业在全球的经济重新布局中是有其优势的，这种优势我们必须把握，才能不辜负经济全球化带给亚洲的机遇。所以，pair trade在风和亚洲不多见。我个人认为pair trade是一种低水平的对冲。

第二种常见的对冲是用做空指数与做多股票对冲。

这种对冲表面上看能对冲市场的波动，最后你的组合赚到的是纯粹的阿尔法，但是其难度在于执行。这种对冲要求你完全不要对市场进行判断，而只进行持续的对冲。但实际操作中PM们总是情不自禁地对市场持有观点，所以这种对冲是间歇性的，客观上把对冲变成了对市场的赌博，当看空市场的时候才对冲。而看空市场的准确率有多高呢？50%而已。所以这种指数的做空在投资实践中不仅没有起到对冲的作用，反而可能加剧了市场波动。风和亚洲在创立初期曾经尝试用指数对冲，后来因发现其弊病而摒弃。

那风和是如何做对冲的呢？

我们的应对就是长期地持续地不问牛熊地进行自下而上的个股做空。多头头寸和空头头寸的表现多数情况下是相反的，如果你的组合永远保持接近的多头头寸和空头头寸，在多数情况下，就永远有赚钱的头寸和亏钱的头寸。如果团队的选股能力够优秀，就可以长期保持盈利头寸比亏损头寸多、盈利头寸的总盈利比亏损头寸的总亏损多，也就是说可以创造阿尔法。

做空个股和做空指数有什么区别？个股有自下而上的抓手，所以你能不顾市场牛熊的观点而坚持；指数则缺乏自下而上的依据，而市场方向的判断本身又高度不确定，所以无法坚持，最后只能随心而动。我们的个股做空和pair trade有什么区别？如果空头头寸总体而言与多头头寸表现相背，空头头寸就无需严格地在同一行业对应多头头寸，因为严格的行业对应会造成为空而空，即非要

在一个周期向上的行业寻找空头。我们所有空头头寸的选股原则都是独立而且追求绝对回报。当你的空头头寸志在追求绝对回报时，你的空头就能对多头形成真正的对冲。如果未能形成对冲，那就不是策略的问题，而是空头选股的问题。

我们怎么做空呢，像市场所流行的那样做空造假的企业？这不是风和的风格。第一，造假的公司被市场及时发现是可遇不可求的，不可能成为一个基金的长期策略。中国市场上每年能有几个因为做假被实锤而暴跌的公司？不会超过五个。风和一年要做空上百个公司，靠这五个不实际。第二，多数做假公司可借的股票有限。

做空高估的企业？也不完全是。如果一个公司的价格高于价值，是否一定存在估值回归呢？那是肯定的。但这种回归有两种表现形式：价格回归（做空者所期待的），还有价值的成长。做空高估的高成长或高ROE企业，时间不是我们的朋友，企业的价值每个月都在成长，常常是股价在原地徘徊，等待价值的追赶。一旦某一天出现一个脉冲式上涨，我们的空头就很难坚持。

那究竟做空什么呢？我们每年100个左右的空头头寸从哪里来？

我们做空未来盈利预期的持续下调。只是一个季度下调有时候很难改变多头们的执着，所以我强调持续。持续背后有两个驱动力：结构的或周期的。结构通常指行业没有问题，但企业基本面出了问题，或是商业模式的问题，或是管理层的问题，或是产品结构的问题，表现为丢

失市场份额。周期通常指行业周期，指由于供需的变化导致上升周期反转，表现为利润率下滑。

所以我们分为结构性做空或周期性做空；也可表述为M2做空（风和用语，M2指市场份额）和M3做空（风和用语，M3指利润率）。这种做空带来的是盈利与估值的双杀，命中率很高，在我们的投资实践中屡试不爽。这是风和的投资秘籍。

而市场还沉湎于上述四种做空之中（Pair Trade；做空指数；做空做假；做空估值），所以多数low net多空对冲基金规模到了3B（注：规模30亿美元）就无法持续deliver过去的回报，根本原因是上述四种做空不可持续。

To my team

这封信是给那些新加入的同事，方便他们了解怎么和我合作。也给一些忘了初衷的老同事。

我基本是不研究个股的，除了券商以外。我不研究个股，难道研究市场？我也不研究市场。那我研究什么？研究你们，研究你们的逻辑、你们的情绪、你们最近的表现。

那我为什么和你们讨论个股？我如何决定个股的权重？我讨论个股是基于你们提供的事实和逻辑，我没有矛也没有盾，我是用你的矛挑战你的盾。我和你们讨论个股不是找结论，而是看讨论的过程、看你对公司的理解深度、看你逻辑的清晰度和完整度、看你的偏见、看你的贪婪和恐惧。

所以你不要误解，以为你了解一个我不知道的事实就沾沾自喜，便以为你自己是正确的。大错特错。你比我更了解一个公司是必须的，但不代表你就是正确的，也不代表我是错误的——我根本没有观点，所以没有正确与错误。我不是来解题的，而是来改作业的。我改作业的方式就是横向选择，在不同同事的不同ideas之间进行选择。

有时我会问同事如果加1%多头加哪个品种，是因为我对市场有灵感想增加多头吗？不是，是因为有别的同

事推荐多头，我在横向比较。我要确保每一个1%的精益求精，把每一个1%加在风险回报最好的地方。

当然，我有时也会在CIO team的协助下介入你们部分个股的研究，但那是因为出现了回撤，从风险管理角度做一点独立的研究。有时也会在不影响你们独立研究、不影响你们业绩的情况下做一些CIO独自承担风险的交易。这些交易总体上不一定赚钱，但是让CIO对你们那些品种背后的贪婪与恐惧感同身受，从而更好地从你们的研究中发掘best ideas。

但是对个股的独立研究不是CIO的主要工作，研究你们、帮助你们、管理你们才是我的主要工作。所以你们不能依赖CIO来确定你的ideas，在把present ideas给CIO之前，你们就要有清晰、成熟的结论。这样我们的合作才高效。

同事Patrick



纯粹是一种很稀缺、很迷人的性格。

我在review同事们从年初至今的表现时，发现一组神奇的数字：同事Patrick进入组合的ideas一共15个，其中14个盈利，8个已经平仓，6个是浮赢，只有1个浮亏（日本小松挖机），目前来看hit rate 93%。而小松在美国复苏周期、矿山投资周期、产品的replacement周期的叠加下，浮赢是早晚的事。这15个股票是多空结合（9多6空）并分散在4个市场（香港、A股、美国、日本）的，所以绝不能简单地用运气好来概括（如果是单一方向在单一市场，可能确实有运气因素）。这背后的秘诀是什么？有什么可以吸收到风和的框架中？风和的投资哲学是同事们和我共同实践的结晶，而不只是胡猛的孤独思考。

进入Patrick这些股票的研究频道后，我们抓到了三点；

一、假设。投资决策就是调研到的信息+假设推断出投资结论。没有一个投资是在完全的信息之下推理出来

的，一定需要一系列的假设才能得出结论。投资高手过招，区别常常在于假设，而多数投资错误也是隐含在假设里的。Patrick的特点是假设极少。从假设的角度看，成功的投资通常有两种，或者极少去假设，或者做了极智慧的假设。失败的投资则常常是在推断过程中做了很多假设，而且不少假设是错误的。而这类投资者常常给人很聪明的错觉。极少的假设怎么得出结论呢？Patrick的投资里通常隐含了一个大假设：现有变量的基本事实或隐含假设都priced in在目前的股价里。这个大假设基本是靠谱的。所以他的研究只着眼于少数新增关键变量或者某些关键变量的边际变化。这就来到了第二点。

二、边际变化。即盈利的变化和估值的变化。投资有三重境界：第一重，投资就是研究公司盈利和估值，E乘以PE就是股价嘛。第二重，投资不只是盈利和估值，投资背后需要一系列行业知识，需要研究ROE及其背后的商业模式和管理层，需要研究赛道、研究竞争、研究成本结构等等。菲利普·费雪总结出15点，而我总结出5个M，这些都是从深挖的角度。第三重，投资还是研究公司盈利和估值。这和“看山是/不是山”的三重境界类似。Patrick的研究重点只是盈利背后关键变量的边际变化。这一点好像太简单、太理所当然。但是资深的投资者或者第二重境界的投资者有时会把问题复杂化，想太多，想太深。勿忘初心，投资也是如此。至于估值的变化，他只是很简单地看历史估值range，没有搞那么复杂。

三、时间框架。借用风和的时间框架，Patrick看的

是T1.5，他不去想太远，而是关注他所研究的重点变量的短期catalyst。我有时提一些T2的相关变量，他的回答常常是到时再看。T3重要吗？当然重要，这影响着一个企业的估值。但是T3确实不确定，思考T3就必须做很多假设，而假设一多，潜在的错误就很多。反正T3的东东都priced in在估值range里了。为什么一个公司PE range在40~60倍而不是10~20倍？这是对T3的乐观成长预期、对利率的预期等等一系列因素的综合反映。

三个点一个词：简单。他把复杂的投资问题简单化。这背后的原因是他的性格和投资履历。

以性格而言，他是一个很纯粹、很简单的人。比如，从面试入职到今天，他从来没有和我讨论过待遇的问题。风和历史上有两个同事在入职的时候和我提薪酬要求，我也答应了，但是他们最后都离开了。因为你提出一个高薪酬要求，我就对你有更高的期待，高预期的结果常常是miss，最后只能离开。而Patrick在加入风和后的一年半内，管理层已经主动为他调整了三次工资和奖金。我喜欢回报优秀而纯粹的团队成员。一旦我发现某同事underpay，我会很难过、很内疚。

以投资履历而言，Patrick还只是投资界里的少年，但少年眼中往往能看见成年人浑浊的眼神所看不见的真理。或许有人Argue他可能只是处于投资三重境界的第一重境界而已，但如果结合他的性格，我更倾向于他以智慧和纯粹轻易跨越了第二重境界。纯粹是一种很稀缺、很迷人的性格。John也是这样的人，我第一次见到他就迷

上了他性格里的纯粹，想和他一起做点事。John回忆说，1999年马云到硅谷讲故事，很多人认为他是骗子或神经病，但John相信了他，出钱又出力。这个相信的背后就是纯粹。我们团队里还有不少纯粹的同事，这也是我们的业绩能持续优异的原因之一。

研究Patrick是为了完善我们的投资哲学，也是为了提高我自己。我前面所有的分析背后都是我自身缺点的投影，我就是那个喜欢做很多大假设的投资者，而且常常为自己做的这种恢弘假设而沾沾自喜。殊不知，每个假设背后都可能是自己为自己挖的坑，当然，也有50%的可能是为自己搭的桥。

少一点假设，多一点catalyst。

风和的不足



如果我们不知道自己为什么成功，这种成功就是不能持续的。

风和为什么成功？

首先，我们处在风口：全球资本在向亚洲配置，需要本地manager。按GDP，按资本市场规模，按交易金额，亚洲在全球资产配置中都是under allocated的。一个投资者对献阳和我提到了这一点。纽约一个资深华人基金经理也向我强调：“只要你们把合规做好、风控做好、运营做好，投资回报高于行业平均，钱就会从华尔街流过来。”

其次，我们一直重视团队建设。从GIP到FHA到FHO，我们在烧钱阶段就把团队建设放在第一位。初期即便没有收入，我们也高价挖人，建立了新加坡最大的GIP销售团队，普通公司有1~2人，我们有6人。核心成员是用5倍的薪水挖来的。FHA的分析师数量一直跑在

AUM前面,今天的FHO也是,而我们的分析师数量在业内是10B AUM的firm的水平。我们对员工的培养和提高非常重视,我亲自撰写分析师培训讲义并不断精简,力求让新同事能一小时就消化我们的投资理念和投资方法。

如果我们不知道自己为什么成功,这种成功就是不能持续的。

这里的所谓成功指的是我们过去八年保持连续盈利,而且年化回报达到20%(费前)。更厉害的是在所有的市场下跌月份我们都大大超越市场,而且其中60%是正回报。

回报是怎么来的?多头: $\text{Hit Rate (60\%)} \times \text{成功交易平均回报 (25\%)} - (1 - \text{hit rate}) \times \text{失败交易的平均亏损 (12\%)}$;空头: 总体勉强打平,起到了一个从牛市向熊市转移利润的作用。

在这个计算中有两个关键指标:第一是60%的hit rate,这是靠我们比较稳定的投资框架和投资流程的理性约束这个制度因素+以优秀的团队所做的深入研究这个人力因素,二者结合而成的。第二个关键指标是12%的平均交易亏损,这是由我们硬性的止损系统和我个人因对风险的敏感而做的软性止损二者结合带来的。

25%的平均回报看起来比较不理想,但这是我个人对风险的过度敏感带来的,与12%的平均亏损是一体两面,都是我性格的体现,很难两全。其实,对投资框架和投资流程的重视也是我的特色,我天生擅长于抽象总结,把复杂的投资现象抽象为3C3D5M3T就是这个特点

的体现。至于团队的建设，是我一生每次创业时都第一重视的，19岁第一次创业就是从打造团队开始，喜欢请人、培训人、鼓励人、淘汰人。我请人、用人的经验教训一大箩。

基金管理是以一个超越自己财力数量级的金额进行的博弈游戏，全身心投入，个人的性格就展露无遗、无法掩饰。这和打德州扑克不同，金额相对较小，保守的人有时也可以打得很激进，很激进的人有时候也可以打得很保守。但用八年时间管理一个事关风和明天的事业，我性格里的优、缺点都无法掩盖，所以这八年把我个性和智力里面的重大特点都展示出来了。

比如，过去八年从来没有重仓完整把握一个完美机会。很多牛股在我们的重点研究下都只是有限地赚了一小部分，比如学而思、大全、SE、富途等等。仓位不够重、卖出偏早，所以平均每笔交易盈利只有25%，这都是我对风险过于敏感造成的。但同时这种对风险的过于敏感也帮助我控制了交易亏损，过去八年，从来没有发生过一次致命的亏损，很多雷都从我身边擦肩而过。比如这次的新东方，原来计划慢慢逢低做大，最后只做了1%，强制止损到0.5%，然后最后关头在暴跌前两天选择了止损出局。

这就是困境了，既然目前这种表现是内在性格的体现，该如何提高？

按照上面的公式，首先可以进一步提高hit rate。上半年Patrick 93%的Hit Rate让我眼睛一亮——就是从团

队下手，对团队的打造精益求精，充分发挥我们的AUM优势，请更优秀的人才，打造更大的团队。同时，进一步完善投资框架和投资流程，最近在密切研究是否借助部分量化的手段。这两条可以帮助我们进一步提高Hit Rate。同时，要对short的投资哲学反复提炼，把short从一个牛熊转移利润的工具打造为创造绝对回报的工具。

至于25%的平均盈利和12%的平均亏损，可以通过适当吸收团队的优质品格来提高，在适当的时机对部分具备比我更优质的风险回报品格的团队成員放开交易自主权。

如果把Hit Rate从60%提高到70%、盈利平均回报提高到50%、亏损平均回报控制在15%，我们的业绩就会大幅度提高。当然，提高gross也是一个办法，但这是把双刃剑，要分外小心。

总结如下：1.精益求精打造团队，提高团队平均水平。2.进一步完善投资框架和投资流程。3.提高short水平。4.对确定更优秀的交易人才在可控制的范围内（比如gross、net、回撤等）放权。5.适当提高gross，向行业平均（180%）水平看齐。

疫情走向的推测

前提假设：1.Delta病毒传播力更强（是以前病毒的8倍），致重症致死率下降。其实这符合病毒进化的规律，病毒也是通过进化来求生存，要生存、要传播就不能让宿主死亡，而且要取得更强的传播力。2.mRNA疫苗能减少重症和死亡，但不能阻止传播。（以上都是来源于媒体，我不是专家，所以只能算假设）

中国过去抗疫成功是靠严防死守，这对旧病毒是有效的，但是对新病毒无效。由于决策的路径依赖+干部问责制的严酷+mRNA疫苗的注射率极低，严防死守是各地方政府的唯一选择。外加执政者对民心的在乎，群体免疫在中国就不是选项。最后的结果就是Delta在中国慢慢扩散，而慢慢扩散对经济是最致命的，严重影响经济活动。

在发达国家，因mRNA疫苗注射率高，群体免疫一直都是选项之一，英国为全世界作出了表率。新加坡在议会上明确提出要在饿死和病死之间作出选择，由于Delta病毒致死率低，所以政府的决策重点最终转向了挽救经济。mRNA注射+病毒变异渐渐让群体免疫成为发达国家政府的主流选择，经济开放逐步进行，而且医疗瓶颈也慢慢得到解决，经济复苏的动力包括经济生活正常化+医疗相关的投资+中国产能向外转移的投资+半导体和EV等未来经济投资。

所以未来12个月的经济跷跷板变成了中国弱、发达国家强。对投资的指导意义？简单地long西short中？当然不是。中国出口占比高的公司会继续成长。而且投资是基于价格的，如果市场快速反应我上面所述的情形，中国资产在T1的暴跌可能带来T2的机会。欧美资产也是如此，很多严重依赖中国市场的公司可能会受压，而且美国股价T1再上一层楼，就可能已经priced in了大多数复苏，毕竟其一直就没有因经济复苏的坎坷而调整。

但是上面这个疫情走向推测可以作为我们自下而上分析的一个因子。

一个优秀的基金怎么跌倒？



要从整个森林选100片不同的叶子，看完之后才能下结论是秋天还是春天。

优秀的基金经理跌倒都是因为骄傲。

加强纪律性，投资无不胜。

我先讲讲我们过去为什么表现优异，为什么每年盈利，为什么在熊市里都能赚钱，而且总是熊市里最优秀的基金之一，说我是熊市英雄也不为过。我很喜欢研究自己，研究自己过往的交易数据，研究成功或失败的投资背后的决策过程与投资逻辑。当然在这个研究过程中我受到了很多美国和欧洲的资深投资者的启发。我们最大的投资者是高盛，在投资之前他们跟踪了我们两年，尽职调查做了几乎一年，投资以后每个季度和我开会，尽调部门每年再做一个update，所以他们对我们的了解甚至超

过了我们自己（很多基金经理自己都不够了解自己）。高盛负责在风和投资的是一个印度裔美国人，非常聪明，提出的很多问题切中要害，我从他的问题中也学到了很多东西。根据他的分析、其他华尔街投资者对我们的分析以及我自己对自己的研究，下面我分享一下我们为什么过去八年能保持年年盈利、为什么在熊市里表现优异。

第一是平衡。我的平衡包括多空的平衡、市场的平衡、行业的平衡、分析师管理的平衡。

所谓多空的平衡，就是在我的组合里，多头和空头比较接近，净头寸不高。我们的净头寸过去五年平均在30%左右，总头寸平均在100%左右，就是做多大概65%、做空35%。亚太区的多空基金平均的净头寸在80%左右，总头寸在180%左右，相比之下我们的净头寸非常低。我们的多空对冲了市场风险，我们所承受的市场风险就相对较少，所以牛市和熊市对我们差别不大。我们在熊市表现相对较好是因为其他基金在熊市里表现太差。我们在2019年被评为亚洲最佳多空对冲基金，就是因为我们在2018年的表现。我们2018年的回报是多少呢？10.38%而已。但是在2018年，10.38%已经鹤立鸡群。聪明的人一定会问：那牛市为什么要short呢？我的回答是：你怎么知道是牛市还是熊市呢？靠预测牛熊来投资，十次只要错两次，你的基金就爬不起来了。牛熊预测正确很爽，可一旦错误就是灾难性的，对依赖市场判断做投资的基金而言，错误总是致命的。我们是自下而上的基金，每年100个投资中错误40个都没有问题。

所谓市场的平衡是指我们的投资分布于6个市场：中国、香港、台湾、日本、韩国、美国。单一市场的崩盘都无法撼动我们的表现，即使全球崩盘，由于前面讲的多空平衡，我们也安然无恙。所谓行业的平衡，是指我们不集中于某一个行业，不论我们对某一个行业多么看好或看空，我们的行业分布都相对均衡。由于历史原因，我们科技团队相对强大，我们看半导体相关的分析师有7个，这大概是同行里最强大的团队，普通基金就一两人而已，但我们在半导体的投资没有超过50%，而且也是多空配置。所谓分析师的平衡是我们保持分析师来源背景的多样性，有买方来的，有卖方来的——有MS来的，有中金来的，有CS来的，也有Jeffries、兴业等投行来的。工作地点有新加坡、台湾、上海。为了保持彼此独立思考、不传播情绪，我们没有整个团队的周例会，而是分成5个小团队，从周一到周五，轮流和我开会。分析师的表现也是周期性的，我通过上面所说的措施来避免他们的周期共振，这样每年总会有分析师给我贡献优秀的选股。由于上面的一系列平衡措施，过去八年来，风和亚洲从来没有出现过任何一天组合股票同涨同跌，所以我们的NAV才不会大起大落。

第二是纪律。我在市场三十二年，我自己犯的错误、看见同行犯的错误几乎都是人的错误——人的非理性错误。市场是自由的，给了我们买卖进出的自由，所以我们亏钱不要怪市场，只能怪我们自己。像我们这种管理多空对冲基金的，更没有任何理由责怪市场或监管。那怎么避

免人的非理性错误呢？只有一条：纪律。加强纪律性，投资无不胜。我在投资前和投资后都制定了严格的流程。比如投资前，每一个新投资必须经过一个软件LOGOS的检查，这个软件是我根据我过去三十年的投资教训而做的一个风险检查清单和评分系统，低于60分，这个投资建议就需要回锅。关于投资，我不太相信天才，更不相信所谓的一叶知秋，一叶知秋的背后常常是一叶障目。但我相信勤奋，我的LOGOS包括100个风险点排查。每次投资前，我要看100片叶子，从整个森林选100片不同的叶子，看完之后才能下结论是秋天还是春天。我这个LOGOS系统除了帮我排查风险，还帮我训练了分析师，每个分析师每年需要就不同的公司回答几十次同样的问题，这无形中训练了他们的思考，每次他们研究一个公司，这些问题就会在他们脑海里自动跳出来。我们另外一个重要的纪律就是止损。我们有一套复杂的止损系统，包括个股的和组合的。在个股层面，多头和空头又不同。在组合层面，NAV每回调2.5%，我们就会砍20%的总头寸。2.5%的回撤在许多基金是家常便饭，但由于我的平衡配置，2.5%的回撤于我是件大事。止损的背后就是针对人的非理性思考。当你处于亏损状态时，你的思考是有明显偏见的，这个时候所谓的分析是不靠谱的。常常有刚加入的分析师问我：“这是我高度确信的品种，跌了应该加仓，为什么要止损呢？”我的回答是：“谁的确信？你的确信。你是神？不是，你只是人。投资是关于未来的行为，而人对未来的预测是不确定的。我们自己称之为研究，其实就

是猜而已。如果是神给我推荐股票，我绝不止损。”我们有一项数字傲然同行，今年我们失败品种的平均亏损只有9%，这是我们业绩优秀的关键原因之一。

下面讲讲优秀的基金经理为什么会跌倒。我们的很多投资者都是华尔街的资深投资者，他们见过很多优秀的基金经理，对基金的研究颇有见地。我们的一位投资者曾经投资过长期资本管理公司，但被长期资本要求强制赎回。这位投资者还曾为此去法庭起诉长期资本，结果在被动赎回后不久，长期资本倒闭了。他给我讲这个故事也是提醒我不要骄傲。优秀的基金经理跌倒都是因为骄傲，具体表现为高杠杆、高重仓、高相关。先说高杠杆，我们今天的总头寸是110%，市场平均在180%左右。说明有大量基金的总头寸在200%以上，就是用100块钱做200块的生意。今年出事的韩国人Bill黄，做到了400%的总头寸，即用100块做了400块的生意，只要稍不留神，就会跌倒。高杠杆的背后就是对自己的高度自信，用我的话讲，就是高估了人在未来面前的预测能力。其次是高重仓，就是对一些看好的公司重仓持有。这是一种在国内很流行的风格，其特点是一旦你的看好被证伪，就会损失惨重。超越市场表现的多数是重仓风格的基金，因为只要几个股票表现好，基金的表现就很好。但这种优秀是才华加运气，可持续性差。才华本身就是波动的，运气更是高度不确定的。而我不是这种风格，我是高度分散，我的平均头寸只有1.8%，最重的仓位在成本上不能超过6%。高度分散的基金，其表现很容易指数化，太多了就等于指数

了，所以这种高度分散的基金如果表现能超越市场更是令人尊敬的，证明的是管理者的投资方法论的成功，是大概率的成功，是更可持续的。我们的投资过程像流水线，过去八年在我的业绩里就盈利股票的数量而论，我个人的贡献非常有限，我主要的工作是培训团队，管理团队；制定纪律，执行纪律；不断研究我们自己的错误，不断改进流程、提高方法论。我们的优秀投资品种是靠团队在我的方法论指导下轮流贡献的。所以我和同行的交流不多，谈市场？我不关心市场。谈个股？那是我的团队的工作。我的工作主要是负责平衡和纪律。只要我的流程在、我的纪律在，我的基金就可以创造相似的业绩，而不依赖我个人的才华。我的贡献主要是经验和教训，以及依据这些经验教训打造出来的一整套投资体系。最后谈一下高相关，国内的基金经理喜欢讨论宏观，喜欢自上而下的分析，所以一旦他们看好一个行业就会整个基金都往这个方向倾斜，变成一个高相关的组合。这和我的风格完全相反，我不仅不会用所谓的宏观分析来指导我的组合构建（因为宏观分析就不靠谱），而且我还会不断跟踪组合各个维度的相关性，特别是分析师之间的相关性。因为虽然我不在乎宏观，但由于卖方的影响，我的分析师们可能会被某一种宏观思潮影响而不约而同地具有同一倾向，导致整个组合不平衡。所以每个月我都会研究不同分析师推荐的股票的相关性，一旦相关性上升我就会相应减仓。我不要他们的共同倾向的可能正确所带来的暴利，因为于我而言，投资是关于生存的比赛，而不是关于暴利的

比赛。特别是在亚洲，过去七年间就发生了三次大股灾：2015、2018、2021。这三年，风和在亚洲都名列前茅。

我们肯定不是表现最好的基金，但一定是让投资者睡得最安稳的基金之一。

市场的有效与无效

股票市场的有效与无效一直是投资界的争论焦点。我的观察是：市场对一个股票过去的基本面的反映是有效的；对一个股票未来的基本面的反映是无效的。

最近Morgan Stanley发给我们一个外国基金持有的top 25 A股股票list, 我突然发现我们A股的short都在这个名单里。我们看见了什么那些著名外国机构没有看见的东西吗？

我理解那些外国著名机构为什么买进这些股票：great names at reasonable valuation。这些股票因为过去的业绩和卓越的市场表现而给投资者们留下了“伟大”的偏见。然后基于惯性偏见，那些PM们想当然地认为这些公司会继续伟大。但是我们的团队在风和的5M框架下通过不断的分析和最近季报的验证，看到了其中一部分曾经“伟大”的公司在发生结构或周期的变化，将成为不那么伟大的公司。

其实我们看到那些公司的不那么伟大不仅是在外国机构之前，也是在大多数本土机构之前。其中一些做空的公司在我们半年前做空时也是在本土机构的热门持股名单上。但经过一季报和二季报，许多本土机构因看到了基本面的变化而纷纷涌出，这是我们这些short过去半年获利的主要因素。但是许多主流的外国机构并不把过去两

个季度的业绩作为这些公司的向下拐点，相反认为这只是伟大公司的“感冒”而已，其业绩很快就会复苏，股价也会随之而反弹。所以它们把最近不理想的季报当成坏消息出尽。

其实，即使在二战后美国的资本市场上，也有一大批曾经伟大的公司慢慢地被道琼斯指数剔除，最后消失在投资者的视野之外。

在5M框架下，在勤奋的调研之后，通过聪明而大胆的推理找到和其他机构对未来不同的认知，再monthly/quarterly地证明/证伪，找到我们眼里的未来和其他多数机构眼里的未来的差异。这种差异正是风和所创造的阿尔法的来源，也是当前市场对未来基本面无效的原因。

守株待兔



疯狂的市场总是送给我们完美的做多和做空的机会。

这个月我们录得了-0.2%的亏损。

已过去的这个季度里，各种政策和事件层出不穷，从K-12教育改革到共同富裕到恒大事件再到拉闸限电，但以我在中国市场三十年的投资经验看，这种变化其实是常态。儒家文化背景的精英政府的优势是高效，劣势也是高效。其政策决策的速度之快、力量之强远胜于西方政府，当然对资本市场的影响力也是巨大的，导致市场的波动性也远胜于西方市场。儒家政府的特点是自己当作人民的父母官，他们认为目前的教育系统不好，就会立刻改变；他们认为需要共同富裕，就立刻调整相关政策。即使在新加坡，COVID隔离政策变化之频繁和及时也是西方政府无法想象的。这些快速变化的政策好与不好留待政治学博士们去辩论，但是，这种变化带来了资本市场的高度波动，这是我们投资者必须面对的。

风和是怎么应对这种多变的环境的呢？

第一是回避而不是猜测。我投资哲学中的3C之一C就是Certainty。过去三十年的经验和教训告诉我，每当遇见这种政策的不确定时期时，不要企图去分析。我们美其名曰研究，其实就是猜测而已。去揣摩政策决策者下一步的行动是没有确定性的，所以过去一个季度我们选择了回避，回避教育企业，回避互联网企业，回避那些首富们的企业，回避房地产企业，回避那些高耗能的企业。当风平浪静，这些行业的股价的驱动重新回到盈利，我们才回头开始真正的研究——对市场份额和利润率的研究，而不是政策的“研究”。中国是不是整个国家都充满不确定呢？当然不是，每天还是有14亿人在消费，还是有很多品牌在崛起。比如这个月我们买入了一个做Cheese的企业，中国人均消费Cheese的渗透率正在加速上升，目前的渗透率相比邻国韩国、日本还有6倍左右的上升空间。

第二是坚持组合构造的纪律性。我们的low net、low gross、low correlated and high diversified的组合构造纪律就是为这种高波动市场量身定制的。这种波动于风和而言是机会而不是风险，暴跌和暴涨为我们的多头和空头的建仓提供了完美的机会和额外的安全边际。

最近的共同富裕政策让许多夸张的中国new money开始收敛，8月份，有些以中国市场为主的奢侈品牌开始出现销售下滑；另外，我们清晰地看见了本土品牌在逐渐挤出外国品牌，这为我们提供了许多做空的机会。目

前我们组合有33个空头头寸, 这是过去八年来最多的。我们还有不少short pipelines, 在耐心等待市场大幅震荡送给我们完美的做空机会。在风和, 我们把这种策略称为“守株待兔”。

这是一个多空策略完美的年代, 也是守株待兔策略完美的年代。疯狂的市场总是送给我们完美的做多和做空的机会。

外资的惯性思维

某外资知名投行提出一个观点：中国经济真的不行了，就业将会受到很大冲击，政府不会坐视不理，所以政策的拐点一定会出现。

以我对中国政治和政治经济学的理解，政策的拐点不一定会出现。而且即使所谓政策拐点出现，经济也不一定能逆转，政府在经济困境面前不是万能的，否则就没有经济周期了。

外资的错误在于把过去三十年政府以经济为中心的政策决策模式惯性地推测未来。过去三十年为什么经济会成为政策决策的中心？是因为三十年前再不发展经济就会影响CCP在中国的执政地位。而三十年前，是否经济挂帅一直是辩论的焦点。对的，是否以经济建设为中心一直是当年中央决策者们的争论焦点（现在年轻的经济学家们可能很难想象，就像现在年轻的美女们无法想象当年要和资本家划清界限一样，那时候贫农和工人才是找男朋友的金标准），“经济挂帅”一度是贬义词，不是所有人都像刘少奇、邓小平一样认为经济建设才应该是政策中心的。过去三十年经济成为中心，是因为维持执政地位的需要，是政治需要。

经过三十年的经济发展，今天CCP的执政地位已坚不可摇。但经济发展本身已经异化，可能威胁CCP的执

政地位。出现了一群有思想、有财富、有影响力、敢于挑战政府的企业家如马云；出现了一群思想独立、经济独立（没有经济独立就没有思想独立）、敢于挑战政府的理论家如张维迎。三十年前，再不发展经济要亡党；今天，再以经济挂帅也要亡党。所以现在加强安全才是CCP的第一要务，而不是经济发展。

难道决策者不知道高压管控疫情会影响经济发展，不知道共同富裕会影响企业家精神、影响经济，不知道控制房地产会带来经济连锁反应？党知道中国人民多数已经脱贫，贫困不再是威胁执政地位的要素，过度的富裕才是威胁执政地位的要素。美帝为首的西方民主世界所希望的中国经济发展后政治就会逐渐民主化已经快要发生，物质丰富了，精神的需求就来了。

所以经济不再是当今政府的第一考量，安全才是第一考量。加强维稳或许（决策层的思考）会伤害经济，但伤害有限，即使以GS的悲观预测，明年也还有4.8%的成长，而且还是全球第二大经济体。什么时候经济又会挂帅？当经济的减速甚至下滑达到威胁CCP执政地位时，经济发展才会成为第一考量。但这或许要花十年以上的时间，上一次花了二十年。

我上个月和一个在老家发家致富的中学同学聊天，我问他最近在做什么项目。他回答，不能再赚钱了，再赚钱影响安全，以前赚的钱都没得花了。我想这是目前很多中国企业家的心态，毕竟安全是高于财富的考量。所以中国许多企业家纷纷退休躺平。其实CCP何尝不是这个心

态，经济再高速发展就不安全了。

安全第一，经济发展第二，这是上上下下的共识，也是CCP的共识。

我的困惑不在于中国经济周期的问题，而是以中国目前的经济规模，中国经济的下行周期对世界经济如何影响？

头寸配置

我这个思考很重要，可能是对风和投资框架的一个重要补充。我的结论是通过平均配置头寸来降低投资的门槛、提高回报。

为了表述方便，我把覆盖品种比喻为田里种的西瓜、进入组合的品种比喻为投资者认为成熟的西瓜。

从西瓜地里挑成熟西瓜，对瓜农（投资者）来说难度不大，但是在挑选出的成熟西瓜中根据甜度还要分出12档（0.5%~6%，每0.5%一档，这是我们目前组合管理工作中的实际操作），难度就变得很大了。对这12档配以不同头寸，一旦最大头寸（6%）的西瓜碰巧是选错的西瓜，整个组合就会失去平衡，组合本身的分散风险能力就会大幅下降。

我最近在研究同事J的book究竟因为什么原因而亏损时，就发现了这个问题。他的hit rate并不差，但是正确品种头寸不够，错误品种头寸太重。另外，我自己也和同事他们一样做了个模拟组合（我自己考核自己、研究自己），10个long、5个short平均头寸，即使在过去一个艰难的季度里也表现惊艳。这里其实有几个大错误，但被组合平衡了。

我发现了平均头寸的魅力——大幅降低投资门槛，只需要挑选成熟西瓜的hit rate够高就好。精准判断西瓜甜

度是非常困难的事情，一旦判断错误（投资上很容易判断错误，常常有重仓的品种成为亏损品种，这背后的行为模式是有规律可循的，可以另文讨论），整个组合就会翻车。

平均头寸最大的好处是容错率高，组合的分散特性很容易平衡错误品种带来的损失。只要我们的同事具备识别黑白的能力就好，不用再具备判断多么黑、多么白的能力，把你覆盖的品种分为灰（看不见确定性）、白（long）、黑（short）就好。

我常讲，投资是自己为自己命题，命难题是自己难为自己，得不偿失。分12等头寸就是自己难为自己。命容易的题，可以提高成功率。虽然平均头寸没有把盈利最大化，但是最重要的是要盈利。如果能持续盈利，就可以提高gross，总回报也是可以提高的。

我们准备从明年开始实践（给大家三个月时间思考、讨论），第一类同事是平均头寸；第二类track record不错的同事，是两个等级头寸。

第一类同事会说：我分两级把握大，慢慢建仓。其实这是自己麻痹自己，这个习惯会让你对比较勉强的品种也建仓（本人也有这个坏习惯），然后下跌的就满仓，涨了保持半仓。结果常常是错误品种全仓、正确品种半仓，你的组合失去平衡。

自下而上



在狂风暴雨中不要靠预测天气而生存，
而要靠加固房子而生存。

如果抬头看就会发现，现在的中国资本市场充满了不确定性，不论看多者还是看空者，其逻辑链条都非常脆弱。比如看多中国A股者的逻辑：经济确实不行了——政府会出台刺激经济的货币和财政政策——股市1H2022会是牛市。在这个逻辑链条里，经济不行是事实，但政府是否一定就会出台刺激经济的政策？这目前不是事实，而且以我对中国政治的理解，这也是不一定的。经济发展并不是北京政府目前的第一考量。而刺激政策是否一定能带来股市上涨？更不一定。在盈利预期节节向下的情况下，可以靠市盈率的提高来支撑牛市？除非开闸大印钞票。以目前经济掌舵人刘鹤的经济理论，这是不可能的，现在央行在反复强调不要大水漫灌。至于财政政策，更是心有余而力不足。如果财政政策和货币政策都比较温和，即使北京政府把经济发展放在第一考量，也未必会带来牛市。

看空者呢？一个分析师推荐做空长城，给我的逻辑链是：Omicron病毒——欧美lockdown——欧美产品消费减缓——中国出口下降——中国居民收入下降——汽车需求下降。这个链条太长，有太多假设，其实哪有什么确定性，只是恐慌而已，不足以形成投资结论。

那确定性在哪里？埋头看，自下而上地看。比如阿里巴巴，无关马云的外滩讲话，之前就已经可以看见阿里在各个领域的挫败：外卖？旗下的饿了么不是美团的手；长视频？优酷节节败退。马云于2012年提出投资double H (Health & Happiness)，成立大文娱集团，结果一事无成。其最后的堡垒电商在反垄断严禁二选一的环境下，也不断丢失了份额给京东、拼多多和抖音，从2019年62%的市场份额掉到现在的57%，而且市场份额崩塌的趋势没有停。比较阿里和腾讯，阿里是靠战略成功的企业，而腾讯是靠产品成功的企业。靠战略成功就如同在赌场买大小取得成功一样，是很难持续的。我们仍然持有阿里的空头头寸。

多头的机会也比比皆是，虽然经济下滑、消费下行，但是仍然有许多企业，凭借优质的产品和优秀的管理，通过赢取市场份额获得成长。比如我们上个月所介绍的妙可蓝多和歌尔股份，均成为11月的top 5贡献者。又比如海尔智家，虽然home appliance没有成长，但由于多年培育的高端品牌卡萨帝不断赢取市场份额，其在10月份仍然有30%的成长。所以在做空其他home appliance公司的同时，我们仍然在做多海尔。在我们的组合里，这

样的多头品种举不胜举，其凭借市场份额（在风和称为“M2”）的扩张，在经济下滑的情况下仍然取得了超预期的成长。

正是因为这种自下而上的坚持，我们11月的中国book无论多头还是空头均取得盈利，其中多头贡献了1.36%，空头贡献了1.71%。

在狂风暴雨中不要靠预测天气而生存，而要靠加固房子而生存。更深入、更仔细的自下而上的研究才是我们在动荡的市场里取得稳健业绩的最佳策略。

培育人才



去人欲，存天理

最近有朋友向别人吹嘘我，说我一年前就说阿里不行了，要做空阿里。我说，这是在寒碜我，相当于夸林彪“你是个伟大的将军，去年两枪都打十环”。作为将军，是否是神枪手不是衡量的标准，而且一枪两枪也不说明问题。作为CIO，选对几个股票不说明问题，选股也不是CIO的主要责任。CIO的责任包括发掘人才、识别人才、培训人才、评价人才、鼓励人才、淘汰非人才；包括建立流程、执行流程、改善流程；包括创立投资框架、发展投资框架；包括确定投资策略、实现投资策略、推广投资策略……三十年前用选股来赞扬我是褒，今天则是贬。

但是市场上有许多CIO喜欢标榜自己是“神枪手”，见投资者就吹嘘去年发掘了什么股票。即使讲股票也不要讲去年，投资是关于未来的。而且选对一两个股票也不能说明什么问题，只是一个概率事件而已。所以那样的基金业绩不可持续，最多只能成为一年股神。stock

picking只是基金管理中的一个步骤而已，是成功的必要条件而非充分条件。

二十年前在香港创立中国趋势基金后，我很快就意识到了这个问题，虽然前九个月的回报有21%，但我还是当机立断对自己喊了暂停“I am not ready”。然后经过十年的思考与探索，才有了风和，才有了今天的多空投资框架，才有了今天的投资流程和管理架构，才有了今天的风控体系。3C3D5M3T和LOGOS都是我过去二十年的结晶。

我偶尔也喜欢吹嘘一下，但我吹嘘的是我如何把一个南大毕业的Junior分析师培养成了可以和华尔街任何名校毕业的投资高手过招的分析师，如何把一个没学过半导体的高中毕业生培养成一个优秀的半导体分析师，如何从一个A股long only投资者蜕变为跨中、日、台、韩的多空投资者；吹嘘的是我的3C3D投资哲学，5M3T投资框架；吹嘘的是我的止损体系的设计、我的LOGOS.....

但是，我离一个优秀的CIO还有差距，差距在于我的人欲。“去人欲，存天理”，我的人欲体现在对股票和人才进行止损时偶尔的心存侥幸；体现在不能完全践行自己发展的投资理论；体现在对年度投资回报存有目标（追求投资目标都是自欺欺人）.....去人欲、添理性是我2022年的自我期许。

《风和投资随笔1》

Published by A.D.A Productions Pte Ltd

© Copyright 2023 by FengHe Fund Management Pte Ltd

International Standard book Number (ISBN): 978-981-18-5302-9

ALL RIGHTS RESERVED

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted, in any form or by any means – electronic, mechanical, photocopying, recording or otherwise – without prior permission.

Author | Matt Hu

Editor-in-Chief | Ada Zhang

Deputy Editor | Anita Li

Proof Reading | Alex Ye

Design | Su Ying

Publisher | A.D.A Productions Singapore

Printed by | PCL Printers (Pte) Limited

ISBN | 978-981-18-5302-9

Published in Singapore

First printing edition January 2023

ISBN 978-981-18-5302-9



9 789811 853029

SGD 50.00