

凯丰投资吴星:

做好宏观策略 坚守“中庸之道”

□本报记者 李惠敏



吴星,毕业于江西财经大学、中欧国际工商学院EMBA。曾任中国国际期货农产品部经理、新湖期货深圳营业部总经理、中信期货总经理助理兼产业中心总经理。2012年创办凯丰投资,代表产品连续六年蝉联私募基金金奖。

做好宏观策略并不容易

看似简单,但要做好宏观研究并不容易。

最明显的一点就是,相比起投资单一资产,宏观策略要求投资人对债券、股票、商品、外汇等各类资产都非常专业。“若是股票多头策略,一般只需要懂股票投资,无需了解期权等其他资产。但宏观策略的特征就是多资产、多市场、多工具。”吴星说。

“三多”也是宏观策略的复杂性所在,吴星做的第一步是为每类资产配备专业团队。2017年凯丰内部投研团队逐渐形成,包括基础研究、商品、股票、债券、宏观五大板块的布局,并在2019年进一步强化了宏观团队。其中,商品体系包括四个子板块,分别为农产品、黑色、有色、能源化工;股票体系包括七个子板块,分别为周期、医药、高端制造、金融地产、TMT、消费、电力设备及新能源;债券体系细分为三个子板块,分别为利率债与衍生品、信用债、可转债;宏观体系也按不同研究方法划分为政治政策、经济周期、海外宏观、板块风格。

吴星将2017年至2019年期间的凯丰称之为过渡期。“那个时候的我们更像多策略,布局资产包括期货、债券、股票等。股票团队是按股票的方法论进行投资,期货和债券也是根据自身思路,团队之间没有过多交流。”吴星坦言,每个资产都有其特殊性,每类资产的最底层方法论都不一样,不同业态、不同公司、不同行业的打法是不同的,所以不同资产研究本身之间会出现思路上难以适应的问题。

困难接踵而来。吴星发现,宏观策略最难的不是资产类别多,而是大部分机构从单一资产向多资产转换时存在路径依赖,习惯性保留原有的成功模式。“沿用原来做期货的那套方法做股票,有时候能把这种成功进行复制,但在复制的过程中可能存在巨大问题。”他举例,期货投资是一个负和游戏,几乎不存在商品从1元上涨至1000元的情况,最多涨至1.3元。若是股票投资,只要找到足够好的公司,完全可以长期持有。股票投资中需要看到它的“好”,期货

投资是要看它的“坏”,考虑风险,去伪存真。所以,股票不能完全按期货的思路操作。凯丰在2019年明确“五好”选股框架的同时,形成了商品以供需平衡为核心、债券以经济周期为核心、宏观以TRACE模型为核心的底层方法研究体系。

在这些底层方法之上,吴星将宏观大类资产配置放在最顶层,站在更高维度来看清全局。他解释:“这就像在飞机上看大海,风平浪静。若是站在海岸边看大海,看到的永远是波涛汹涌,自然较难拿得住头寸。这也是宏观最大的优势,统领高度与深度。”

此外,拓展资产投资领域并深度融合后,交易形式与交易方式随之增多,数据流明显增多。国内股票投资所需的数据用Wind基本可以解决,要同时实现商品、海外股票,甚至外汇投资等不同专业数据库的应用,则是一大难点。因此,凯丰进行了内部系统升级,把各种外部数据统一到内部同一个数据接口中,实现了所有数据的跨界打通和互相应用。

从期货到宏观

吴星是那种在资本市场驰骋了很多年,也做得足够好的人。

2001年,吴星从江西财经大学毕业后进入期货公司,2002年开始从事投研相关工作,持续了十年。经历了十年期货市场沉浮之后,他在2012年创立凯丰投资,公司规模从最早的6000万元扩大到现在的百亿级,这一干又是将近十年。

期货起家的凯丰,在2014年之前主要投资农产品、能源化工、黑色等商品期货品种,基本以纯商品期货策略为主。随着管理规模的增长、股指工具的出现和商品期货保证金交易制度的实行,吴星逐步意识到必须拓展新的资产类别。2014年,凯丰在期货投资的基础上进一步增加了债券和股指期货投资。

2016年,出于看多中国资产、看好权益类资产的初心,以及坚信凯丰所保持的细节研究理念将会在未来A股市场里有所施展,吴星开始尝试个股投资。2017年,凯丰将股票资产纳入策略组合之中。在投资范围拓展至股票资产前,吴星算了一笔账:期货行业每年平均收益率是负4%,属于负和博弈的市场;而股票资产每年平均收益率是正8%,属于正收益市场。“负收益的市场做起来会有很大难度。”他说。

2017年吴星刚开始投资股票时,周期股并不是多数投资人眼中的好赛道。然而,多年以来对商品的深入研究和对周期性行业的深度把握,为凯丰研究低估值周期股提供了很大帮助。周期股在2017年和2018年均表现

不错,凯丰也取得了亮眼业绩。

2018年后,凯丰开始重点研究周期行业以外的标的。用吴星的话说,投资股票的本质是找到“水大鱼大”,同时被市场喜欢的赛道。基于这一认知,凯丰提出“五好”选股框架:好赛道、好公司、好产品、好结构、好价格。随着认知的不断加深,最早在股票资产类别中占比达80%的周期股持仓比重不断降低。

有意思的是,采取多种策略的凯丰经常挖掘到“小而美”的“五好”标的。同时,回避“大而美”的市场抱团股,吴星表示,购买这类公司就像“吸鸦片”,只能在短期内赚钱而不能真正提高自身的股票研究能力。如若研究员在深度研究后挑选的标的表现不如抱团股好,就可能致他们之后无法集中精力做研究。

“即使是自己所擅长的行业,若是其中公司质地一般,我们也要做到‘断舍离’。选择那些我们看好、市场也看好的板块,比如高端制造、新经济、消费、医药等。”吴星表示,现在不会刻意参与周期股投资,但对于符合“五好”选股框架的周期股,一定会买入持有。

不过,凯丰投资将债券、股指期货和股票资产纳入投资范围还不够。2019年,凯丰再次梳理自身定位,邀请曾任职于雷曼、美银美林等外资机构的高滨担任凯丰首席经济学家,同时成立投委会,自上而下地从宏观层面来解决各类资产的配置问题。也是从这一时期开始,凯丰明确要坚定走宏观策略的道路。

不追风,却识途,是谓“老马”。凯丰投资创始人吴星,这位经历过资本市场二十年起起伏伏的资深投资人,可谓投资界的“老马”。他在业内十分低调,中国证券报记者多次发现,哪怕是在星光璀璨的颁奖现场,他也总是获奖者中最沉默的那一位。如大家所看到的一样,凯丰的员工也称吴星平日十分寡言,但接受采访时说起投资却停不下来。

吴星有着自己独特的投资哲学——“多方以误之”。简言之,就是想方设法让对手犯错,在投资中做好博弈,这也与索罗斯“易错性”和“反身性”的投资哲学一致。

研究透彻各类资产传导机制

在实践中不断优化、进阶的投研方法论的背后,还有一套凯丰通用的投资哲学。在吴星看来,所有的市场定价都是博弈后的结果,做好投资就是要理解博弈本质,如此方能取得胜利。这套投资哲学总结起来为五个字——“多方以误之”,简单来说,就是想方设法让对手犯错。

那么,如何才能让对手犯错?在吴星看来,第一,不犯自身认知范围内的错;第二,明白对方在犯的错;第三,利用对方的错采取有效打击;第四,要诱使对手犯错。“前两点是随着认知的变化而变化的动态过程,最后两点也是对博弈最高层次的理解,这四点就是投资中最核心的‘道’”。他说,这也与索罗斯“易错性”和“反身性”的投资哲学一脉相承,大致是指市场认知经常是错误的,而我们对市场的错误认知反过来也将影响市场,我们需要认识到易错性后,再利用反身性来投资。

解决投资中最核心的“道”之后,又面临另一个问题——如何实施落地?吴星将其概括为“极精微,致广大”。这句话出自《中庸》里的“致广大而尽精微,极高明而道中庸”。他表示:“当宏观策略做

到最高层的时候,一定是中庸,所以‘极精微,致广大’是一条通路,也是我们的目标。”

吴星阐述道,“极精微”是指基于产业链的研究,持续研究一个行业5至10年,就会对行业变化、交易结构、上下游人脉等都较清楚,同时能较好沿着行业成长轨迹把握住机会。但是,若单一地研究某一产业,又会出现比较研究时没有足够安全边际的问题。“致广大”就是开阔视野,接受不同行业的横向差异性对比以及时间上的纵向对比。

再进一步细化,凯丰内部称之为“细节研究”,对每类资产传导机制和关键节点的套路全部研究透彻。每一位研究员都需不断研究撰写相关行业的专题,加深对行业的认知,同时将这些认知逐渐串联,以此加强对板块的系统性和持续性的阿尔法复制能力,建立完整框架。

至今,作为国内全球宏观策略先行者的凯丰投资已成立九年多,在股票投资上,凯丰投资已经基本完成赛道选股、跨市场和跨板块的投资套利,股票的宏观仓位配置融合也在逐步实现。在商品期货领域,凯丰已经完成跨板块套利与对冲,国内与国外跨市场交易的投资组合也在进行中。在

固收领域,利率债、信用债、可转债、债券期货等国内市场投资已全部囊括,未来将向海外市场进一步拓展。

至于宏观研究,凯丰从2019年主要参与国内宏观到2020年强化全球宏观,吴星表示:“若是宏观策略终极版是5.0,我相信凯丰目前正在3.5至4.0阶段。”

“宏观策略有着极其高的门槛,我们对此很早就有清晰认知。”吴星坦言,“虽然我们尚未有足够强的能力,但我们会坚持一步步前行,加速提升其他盲区的研究水平,为宏观策略道路这一目标进行赋能。”

回顾上半年投资历程,吴星表示,主要采取资产平配用债券对冲不可预测的风险,同时做多商品对冲通胀风险的策略,使得整体产品表现较平稳,回撤可控。其中,组合中商品期货和债券的正贡献,对冲了相当一部分股市下行带来的波动和回调。

对于后市大类资产配置,他认为,目前债券市场宽松预期相对较高,后期地方债发行预期提速,不适合进一步追高,可以考虑适当减仓,看多商品波动率。由于疫情的潜在风险,凯丰仍有所准备,将通过灵活调整仓位来应对风险。