

半夏投资李蓓:

投资研究必须接地气

□本报记者 吴娟娟



李蓓,半夏投资创始合伙人兼基金经理,拥有10年基金管理行业工作经验。本科毕业于北京大学元培学院,研究生毕业于北京大学光华管理学院。在创立半夏投资之前,曾在交银施罗德基金管理有限公司担任专户投资经理,在上海泓湖投资管理有限公司担任投资总监及基金经理。

“轻松又愉快”的转变

半夏投资去年的一个投资策略斩获了超过2倍的收益,导致她的关注度再度升温。她在接受采访时谈及私募公司的商业模式时说,对于国内初创型私募基金来说,某世界知名的对冲基金的模式并不适用。她笑称,上述国际巨头的创始人——某“全球投资大佬”来中国做宏观对冲策略基金,业绩未必比得上她。

在资产管理行业,本地经验至关重要。海外资产管理机构进军中国市场之初,被不少国内同行当成前来抢占领地的“狼”。不过,随着对外开放进程的推进,人们发现他们不但没有成为“狼”,而且外资机构多少还有些“水土不服”,在适应本土市场上面临挑战。

李蓓近期在接受中国证券报记者采访时解释了她的看法。她说,作为宏观对冲策略基金,在创业之初,也曾试图模仿这家国际领先机构。

李蓓此前曾撰文解释她理解的这家机构路线:“组合在资产类别上分散,在细分资产类别和具体头寸上分散,降低整个组合的波动率。严格控制最大回撤,不追求特别高的收益率。对投资者提供专业的宏观研究和资产配置咨询服务,以此作为营销手段,吸引机构投资者成为客户。管理费为主要收入,业绩报酬为辅。”

她照此打法实践了一段时间,发现不太适合初创型私募基金。首先,专业研究似乎不能增加客户黏性,私募机构研究报告写得再用心,业绩不达客户预期时,客户还是会毫不犹豫地离开;其次,低波动意味着低收益。如果单看收益水平,低波动产品与高波动产品相比,显得没有吸引力。收益率是最直接的,也是投资者最关注的指标。她总结说,在未来很长一段时间内,低波动、高度分散、试图用优质研究吸引客户的打法在国内难以奏效。尽管中国的机构和个人投资者都在逐渐成熟,但这将是一个漫长的过程。

此路不通。但是,李蓓很快找到了破解之道。她停写月报,不再为机构提供系统的研究服务。让原来的中低波动策略继续维持中低波动特征,留给低风险偏好的投资者。对原来的低波动策略重新定位,杠杆水平改为中低波动的2.5倍-3倍,也就是变成了高波动策略。她称,改变后的打法为“索罗斯路线”。

李蓓称:“这个转变轻松又愉快”。转变之后,她的高风险策略一举在2020年实现了超过两倍的收益。根据中国证券报记者从投资者处获取的数据,这一业绩水平显著高于她曾模仿的国际巨头的可比策略产品。

半夏投资创始人李蓓时常会在私募朋友圈里掀起刷屏风暴。

一般来说,基金经理发表的观点时常需要留足余地,避免被市场“打脸”。李蓓则不然。她观点鲜明,常在市场迷茫时指出方向,一旦意识到自己出错,则会迅速调整。在语焉不详、模棱两可观点盛行的投资圈,这实属罕见。或许正因为如此,她的文章屡屡刷屏。

有人称赞她“坦率、大胆直言”;也有人批评她“为博眼球、哗众取宠”。李蓓说,作为一名从业超过10年的交易员,外界的褒贬评价都不会影响她的投资决策。不过以文会友,她认为自己得到的比失去的多。

2021年1月中旬,李蓓建议投资者卖出A股、买入港股。Wind数据显示,2021年1月18日至4月23日,恒生指数上涨1.77%,多数时间处于横盘震荡格局。在近期接受本报记者采访时,李蓓表示,仍坚持当初的判断。她并不认为整个港股市场2021年一定有绝对收益。但相较于A股,港股的短期投资价值更胜一筹。她以AH溢价指数举例说明:“2021年1月中旬,AH溢价指数应该是140多,目前是135左右,长期均值是在110-120之间。这意味着同一公司的A股相较于港股呈现明显溢价。同样的公司,同样的基本面,这样的高溢价水平难以持续。”

具体布局方法上,除了通过指数布局,她也会通过个股进行布局。她较看好电信运营商,理由是其中部分公司目前已恢复了一定的成长性。部分行业头部企业已经逐步摆脱恶性竞争。有些公司的股价开始企稳反弹了,还有一些公司的经营将迎来拐点。

不迷信权威

李蓓认为,就投资中国资产而言,外资机构并没有多少优势。这背后的重要原因是投资研究必须接地气。

她以宏观对冲策略研究为例,“宏观研究最重要的指标,比如资金流、货物流,在资金流方面,货币政策至关重要。如何理解中国的货币政策走向?中国货币政策的表述可能一直是‘稳健’,‘此稳健’和‘上一次稳健’有没有差别?这次到底是松还是紧?回答这些问题,需要基金经理对政策有长期的跟踪,并对中国的宏观经济有清醒的认识。不仅如此,基金经理还需要了解监管层如何看待宏观经济,监管眼下的目标和最警惕的风险是什么”。

她补充说,政策出台到落地中间常有不确定性。例如,在房住不炒的政策基调下,房企如何“改变”融资途径?这些变化又将如何体现在报表中?只有回答了这些问题,基金经理才能理解房地产融资环境变化,进而才能理解房企经营基本面变化。

“虽然政策信息是公开的,但对

信息的理解才是产生‘阿尔法’的地方。”她说。

她举例说,2021年某地一下子把当地钢铁30%-50%的产能关掉,显著影响了全国的钢铁供应,成为今年钢铁价格上涨背后的重要驱动力。为什么某地下定决心关掉钢铁30%-50%的产能?这里的决策链条是怎样的情况?要回答这些问题,基金经理需要对当地的政商环境有很深的理解。对于外资机构来说,这方面的挑战很大。

中国香港资深投资人士马晖洪曾代表任职公司投资李蓓的半夏投资。他近期在社交媒体上发文说,李蓓是内地最早践行宏观对冲策略的基金经理,对钢铁等行业有深刻见解。马晖洪认为,这在内地的基金经理中非常罕见。

私募排排网数据显示,2021年以来,李蓓旗下策略基金净值也出现一定回撤。她坦言,自己对某类商品的判断出现了偏差。事后,她及时调整,将基金在该商品上的仓位砍掉,4月以来的基金净值已经反弹。

看好长端国债

李蓓认为,大类资产方面目前最看好债券。“就股和债来说,现在投资债券比股票性价比要高。衡量这两类资产的性价比有一些粗略指标。比如,用沪深300指数市盈率(PE)的倒数和国债收益率相比,大概可看出这两类资产的性价比。按照这个指标来看,目前投资债券的性价比优于股票。”

她解释说,今年地方政府的一个重要指标是要减负债、去杠杆,这意味着地方政府对于资金的需求会下降。资金需求下降,意味着发债将减少,债券收益率应该下降。此外,在当前的房地产调控背景下,房地产融资也会下降。在众多债券品类中,尤其看好长期国债。

“下半年工业品需求下降后,我觉得商品价格总体将走弱,由此带来PPI下移。至于CPI,则没有太大的压力。”李蓓认为,去年11月至今,长端国债一直在横盘震荡,价格并没有显著上涨,长端国债后市还有表现空间。

2010年以来,中国私募基金行业整体规模从千亿元增至2021年一季度末的逾17万亿元。行业的高速发展,带给私募基金管理人广阔的发展空间。李蓓说,中国市场是投资的乐土。私募基金各个策略目前都有丰富的阿尔法因素可以挖掘。她从事的宏观对冲策略更是如此。

不过要在行业长期生存,风险管理至关重要。她认为,有节制地发展才可持续。目前半夏旗下中低风险策略和高风险策略产品均含三年封闭期。对于一家中小型私募来说,这意味着公司的规模增长需要耗费更长的时间。

“之前有投资者在高位进来,在低点赎回基金。这样一来,投资者没有赚到钱。我们也觉得遗憾。因此决定将部分策略的封闭期设为三年。”她解释说,基金要管适合自己的钱。“不合适的钱来得快,净值一回撤,投资者就走了”。此外,在她的衡量体系里,业绩比规模更重要,公司不会为了做规模而做规模。