

星石投资江晖：

# 中国经济韧性十足 私募行业发展可期

□本报记者 王宇露

江晖,星石投资董事长、投资决策委员会主席,中国第一代明星基金经理和第一批“公奔私”的基金经理,拥有27年投资经验、22年丰富的大型基金管理经验,1998年参与筹备华夏基金,2005年参与筹备工银瑞信基金,管理过基金兴和、基金兴华、华夏回报和工银瑞信核心价值等多只知名基金产品。通过深度的基本面研究,成为国内较早的价值投资践行者。2007年,江晖和合伙人发起设立星石投资,将星石打造成为专注于股票多头策略的行业领军公司,13年来带领公司获得14座中国私募“金牛奖”。



## “公募式”投研团队 时刻准备主动出击

要保持长期主动出击姿态,需要能挖掘足够的机会,这需要有足够的研究能力。因此,需要一套完备的投研流程和庞大团队去贯彻执行。

星石有多达40人的投研团队,基本实现全行业覆盖。他们不断地基于同一个方法在三个层面挖掘驱动因素,为组合挖掘丰富投资标的。江晖介绍,投资投研一体化管理,能形成强大合力。

“首先,我们采用统一的投研‘语言’。星石的40人投研团队,统一使用多层面驱动因素投资方法,投研成员之间交流无障碍,研究成果可复用性强,能形成强大投研合力;其次,基金经理与研究员共同开展研究工作,基金经理根据研究员推荐的重点股票构建投资组合,但基金经理有持股个数限制,需要对持仓个股持续深入研究跟踪。此外,基金经理与研究员之间通过各种投研交流会议充分共享研究成果,通过团队协作保障研究广度、深度。”

堪比公募基金公司的40人大型投研团队,这在私募中是十分罕见的,甚至可以说是“奢侈”的。

江晖坦言,庞大的投研团队确实有更高的成本,“但无非是股东少拿一点利润”。他表示,“从长期效果来看,一个庞大的投研团队,才能研究足够多的驱动因素,定期挖掘出足够丰富的优质标的,使得组合能够保持长期的积极状

态,更有利于业绩持续。”

既要把一群有独立想法的人组织起来,过滤掉艺术的成分,变成一个科学的体系,引导大家向同一个目标出发,又需要每个基金经理、研究员从个体层面充分发挥自己的主观能动性,有自己独立思考,提出不同意见,防止认识趋同和创新力钝化,两者的平衡并不容易。而实现主观能动性的关键,是打造好的内部竞争环境,建立好的考核机制和激励机制。这与生产力直接挂钩。

江晖介绍:“星石采取能上能下的考核机制,根据基金经理的组合表现为其分配能力范围内的投资范围和资金规模,并定期进行职级调整。从研究员到类别基金经理,再到全行业基金经理,投研团队培养体系的每一步都很严格。”对于优秀的人才,星石也毫不吝啬,今年10月,星石实施了成立以来的第四次股权激励,新吸纳8名合伙人。“团队采用良好的激励机制,所以稳定性一直较高。”他表示。

江晖表示,得益于监管的制度约束,未来私募的发展也会从草莽化向头部化发展,在投研实力、业绩持续性、公司品牌、渠道各方面综合占优的私募,未来的发展前景更为确定。星石以高成本打造“豪华”团队,13年潜心修内功,也为未来行业爆发时刻做好了准备。

## 周期和消费股有望迎来戴维斯双击

今年以来,新冠疫情是对全球各个经济体的考验,中国面对疫情凸显了强大的社会动员能力。在成功防控基础上,中国的复工复产早于海外,发挥了独有的“全产业链”优势,利用供应链环节优势提升全球竞争力,投资、出口、消费三驾马车依次恢复,拉动中国经济复苏持续超预期,为双循环战略提供有力支撑。

江晖认为,中国在这轮疫情中显示出强大的韧性,将从基本面、投资者信心角度产生长远影响。此外,在过去经济的高速增长中,中国居民财富得到快速积累,成为财富管理行业快速发展的核心动力。未来三到五年,国人财富有望加速流入财富管理市场,私募行业爆发可期。

此外,从供给端来说,注册制将更丰富、更优质的好标的提供给投资者,投资机会遍地开花,更有利于打开多层面驱动因素投资方法的发挥空间。“十年二十年前,A股投资者错过了互联网产业和部分移动互联网产业的红利,但这一代投资者或将不会有此遗憾。”

在具体的方向上,江晖表示,A股的核心驱动力正从流动性宽松转向中国经济复苏。“A股最主要的市场风险在于局部优质股估值过高。经过过去两年的上涨,科技和医药股的估值已

经大幅提高。”江晖称,“长期来看,科技类头部企业确实具有很好的成长性,值得长期关注。我们在2019年初就提出看好科技成长。但是经历了2019年和今年上半年的涨幅,短期来看,科技类别估值是非常高的,核心公司平均市盈率达到100倍左右,有些可能透支了未来3—5年的成长空间,所以一旦市场有所波动,这些公司的调整可能会相对较大。”

此外,江晖认为,当前流动性预计不会再边际放松,市场将由估值驱动转向盈利驱动,估值难以再扩张,加上绝对水平比较高,所以科技类别投资性价比不足,因此一定要立足于非常长的投资周期,而且要精选个股。

“这时,应该是寻找有更高性价比的机会。”江晖认为,估值在20倍以下的周期和消费股估值便宜,且受益于经济复苏和行业集中度,会获得更强的盈利弹性,能够抵消估值压缩的空间,预计这类公司将会迎来戴维斯双击,比如有色金属、高端装备、可选消费等。

江晖坦言,资管行业发展前景广阔,但竞争也非常激烈,不能抱着惰性思维和侥幸思维,而是要扎扎实实一点一滴地积累经验,才有可能在未来资本市场占有一席之地。

《投资大师谈投资》一书中写道,“为什么沃伦·巴菲特和彼得·林奇做得非常成功?因为他们‘专注’。他们有自己的制胜策略,并对此坚信不疑。随着时间的推移,他们不断地改进策略。”

初入行时,江晖就已经意识到,投资大师们的投资之道虽然不尽相同,但是殊途同归,打磨一套自己适合、擅长的策略,坚持下去并不断改进,才是制胜之道。星石投资成立十三年来,江晖致力于将星石的投资体系打造成一个系统,这个系统如同一部精密运行的大型机器,把投资变成一个机械化、可复制的生产过程,将艺术的成分减到最低,把科学成分提到九成以上。

在江晖看来,做投资一半是科学,一半是艺术,但对于一个管理资金规模巨大的团队来说,如果一半的投资要依靠团队的直觉,难免会增大不确定性,投资人也无法理解产品的投资逻辑,这对投资人来说是非常不利的。星石已经成为拥有9位投资经理、40人大型投研团队的头部私募,十三年来,江晖似乎并没有把精力放在强化个人影响力上,而更多是对团队的投入与打磨。

工欲善其事,必先利其器。2007年起至2013年,星石希望按绝对回报标准做一个产品,对其理解是回报周期要较短,争取每六个月就要实现绝对收益,而且对回撤容忍度极低,要求宏观、行业、公司这三个层面的驱动因素,都符合要求才会买入。这是1.0版本。江晖介绍,“这个方法优点是回撤较小,7年里每年都没有亏损,但相应的投资机会少,错失了一些结构性机会。”

星石成立13年来,江晖致力于打造一个系统化的投资体系,而这个体系和投资方法也在不断求新求变。“2014年,我们探索出2.0版投资框架——多层面驱动因素投资方法。这一方法追求中长期周期的绝对回报,相比之前更能长期保持主动出击姿态。”

江晖介绍,多层面驱动因素的投资方法,秉承基本面趋势投资理念,通过深度的基本面研究,寻找公司、行业、宏观等多个层面的强劲驱动因素,根据公司与行业层面驱动因素进行价值选股,在此基础上根据行业与宏观层面驱动因素进行行业优化与类别优化,据此构建与调整投资组合,努力实现中长期绝对回报的投资目标。

“多层面驱动因素投资方法”的投资流程首先是“价值选股”,通过深度的基本面研究,寻找公司、行业、宏观等多个层面的能为基本面带来变化的驱动因素,在众多驱动因素中,筛选出能长期持续的最强劲的驱动因素,从而挑出好公司。

“找到好公司还不够,还要有优化空间。”江晖介绍,第二步是通过“行业优化+类别优化”进行组合管理,提升组合确定性,抓住适应未来市场风格的主要投资机会。具体做法是先确定各行业的主要趋势和看好行业的评级列表,再由投委

## 十三年磨一剑 高成本打磨豪华投研团队