

星石江晖： 股市迎来5年牛市 星石进入满仓新阶段

□本报记者 曹乘瑜

资金驱动下的5年牛市

单周业绩涨幅超过5%，对这种“小宇宙爆发”的表现，江晖表示，星石其实自今年以来“已经在不断逐步提高投资仓位”，只不过现在比之前更乐观。

“我们之前判断的是慢牛，但是到11月份，发现市场比我们想象得更快。”江晖说。“资金正在跑步入场，所以从11月份进入满仓操作的新阶段。”

年底往往是传统的私募获利了结，以便为老客户准备分红的时期，但是江晖认为，此时只是牛市的开始，一个至少长达5年的牛市正在起步，预计上涨行情在年底还将持续，再不建仓，将错过一轮大牛市。

江晖认为，这一次牛市的驱动力是增量资金的入市，而且规模将超出想象。11月28日，A股成交量达到惊人的7千亿。“7000亿只是刚刚开始，未来可能有更大的日成交量出现。”他说。

他认为，过去两年成长股行情为代表的结构性牛市，正是因为增量资金不够。但是现在，资金情况发生了变化。增量资金来源于四个方面。

首先是全社会大类资产配置转移：各大类资产中，股票资产由于连续7年的长期调整，是目前唯一且显著的估值洼地。房地产市场经历了16年的上涨，资产价格明显处于历史高位，部分城市如北京的房价已经翻了10倍，新增货币资金量将不再主要流向房地产。实体经济方面，由于产能过剩，未来三年中国经济将进入长期的轻微通缩状态，预计通胀仅在0-2%之间，所以实业投资的预期回报率将下降，原本投资实业的部分资金将分流固定收益类资产方面。随着利率中枢的下降，理财收益、货币基金收益、固定收益信托的收益都将下降，而股市的收益率正在上升。因此，原本投资房地产、实业、固定收益类资产的自今年起将流入股市，导致较大的牛市。

其次是政府投放的新增货币供应量。为了保证经济增速，预计货币宽松政策将持续，投放的货币首当其冲地会进入低估值的股市。

再次，随着资本市场的对外开放，外资持续流入股市，这将是长期持续的过程。

最后，是随着股市收益率上升而来的正反馈资金效应。“牛市中，公募和私募的股票型基金收益率将上升，带来公私募资金规模的上升，散户资金和保险资金也将入场。”江晖说。

他预计，随着3000点的突破，后知后觉的资金将滚滚而来。到那时，公私募基金的规模将会翻倍。而保险资金对股票资产的配置，将从当前的7个百分点左右，上升到至少15个点。

2014年11月28日，一则消息在基金评价圈流传，“星石1期11月28日估值194.29元，当周增长5.25%，星石已经加仓到九成。”圈内人议论纷纷，“看来星石已经重仓蓝筹，加仓快得不像星石”，一位基金研究人士说。与此同时，来自银行渠道的消息更是惊人，在刚过去的一个月之内，星石吸引了10亿元的申购资金，市场号召力明显。

过去7年，星石董事长兼投资决策委员会主席江晖一直采取稳健保守风格的投资，在结构市里，星石的业绩并不亮眼，一度被认为过于保守。但如今，星石如同结束蛰伏股生勃勃。

“其实我并不是一个保守的人。”在一间古色古香的茶室里，温文儒雅的江晖接受采访，首次对外界的评价做出了一个温和而坚定的回应。

2008年，他采取了“空仓”策略，被私募行业视为打破常规的举动。而在接下来的时间里，他花了7年功夫研究出“趋势投资选时，价值投资选股”的“中国式绝对回报”的模型，正是为了给投资者带来“涨多跌少”的收益风险特征。2014年11月，江晖判断2015年会是蓝筹股的大牛市，果断从11月开始进入满仓投资。

江晖表示，满仓的判断源于对资金驱动力的判断，预计A股将迎来超出想象的资金量，源源不断的资金将以蓝筹为重点投资对象，2015年，蓝筹股将是引领牛市的“主力”。



江晖：经济学硕士。21年投资研究经验，其中17年基金管理经验。2001年至2006年所管理的基金、所带领的投资团队连续6年的投资业绩均名列基金业前茅。2007年7月至今，管理阳光私募产品，业绩同样名列前茅。历任工银瑞信基金管理有限公司投资总监、湘财荷银基金管理有限公司投资总监、华夏基金管理有限公司总经理助理，曾经担任工银瑞信核心价值基金、华夏回报基金、兴华基金、兴和基金等基金经理。目前担任星石投资董事长，投资决策委员会主席。

2015年是蓝筹股大牛市

2014年7月22日以来的4个月里，上证指数从2050点上涨至11月28日的2680点，涨幅达30.7%，沪深300指数涨幅也近30%。但同期创业板指仅上涨19.04%——蓝筹股的修复行情已被确定。

但随着3000点的接近，未来一年牛市究竟是成长还是蓝筹的天下，舆论分歧渐起。江晖认为，蓝筹股的上涨将不止于估值修复，而是真正的牛市开始。

“基金、保险、外资等主力资金源源不断地进入股市，必然以蓝筹股为投资重点，因为他们的投资倾向就是符合价值投资标准的股票，”他说，“去年基金转向成长股，是因为增量资金不够多，公募基金不愿意配置市值较大的蓝筹股。”

江晖认为，2015年将是蓝筹股大牛市，上证指数、沪深300或将在明年二季度才会有短期盘整，但向上的强势路线不会改变。

为了迎接2015年的牛市，星石近期的满仓位投资组合里，占据

大半仓位的是蓝筹股，包括证券、保险、化工、食品饮料、医药、交运等行业。但他强调，所谓的蓝筹股，不是传统意义上的市值较大的股票，而是仍要具有一定的成长性。例如化工行业，他表示，看好的只是其中受益油价下跌这个大周期的行业。而看好保险，也是因为随着利率中枢的下降，保险产品将重新受到投资者欢迎，保险公司保费收入将提升。此外，星石的部分持股还来自传媒、软件等成长性行业。“或者说，2015年是泛蓝筹的大牛市。”

不过，江晖表示，接下来的牛市将不会是结构性的，在天量的新增资金下，在转型带来的产业增长空间下，成长股也将有所表现，整个A股呈现“普涨”态势。但是由于前期估值过高，预计2015年上涨空间将不如蓝筹股，且将有一段较长的盘整期。

“我们的投资组合中也配置了部分科技类个股，但是第一梯队仍然是蓝筹股。”他说。

满仓操作后绝对回报风格不变

2007年星石成立，并提出“绝对回报”理念，江晖曾在2008年大熊市中以正收益获得了投资者的青睐，规模迅速增长到40亿。然而在此后几年时间里，星石却因仓位始终偏低而被业内人士认为过于保守。尤其是在近年的结构市里，尽管始终保持正收益，且最大回撤始终控制在5%以内，但由于仓位较低踏空成长板块，导致规模稍有回落。

“我其实并不是一个保守的人。”江晖笑着说。在过去的几年时间，他在做一件事情——研究“A股绝对回报”，他希望在任何市场结构、任何仓位下，都实现“涨多跌少”这一不太符合“高收益高风险”常识的收益回报特征。

2014年，星石推出“中国式绝对回报模型”，一改过去笼统的大盘选时模式，而采用板块选时法，将整个市场分为了数大板块（目前已优化的模型包括周期、消费、科技、防御四大板块），每一个板块里包含多个行业，如果一个行业里趋势向好的行业占据了压倒性的优势，或者说板块内行业共振强劲，意味着该板块的投资机会来临。“这种共振能带来板块的安全性。”

挑选出板块后，则是价值投资选股。在每一个板块中挑出的趋势最好行业后，进一步细分其子行业的研究，选出趋势最强的子行业，然后再根据价值投资的理念，选出子行业中最具有代表性的公司，组建星石的核心股票池。

在这个模型下，星石对下行风险的控制依旧不变，但投资的出击次数明显增加，抓取机会的能力显著提升。

“即使是现在进入满仓投资的新阶段，星石产品在收益增加的

同时，波动也是可控的，以实现‘涨多跌少’的产品特色。”江晖说。今年1至10月份，A股呈现“先小盘后大盘”的风格切换，星石加仓至中等仓位，仍然保持了较小的最大回撤，11月份进入满仓操作阶段后，净值涨幅增大，但净值连续回撤没有超过2%。

7年磨一剑。在市场眼里，江晖是一个执著于A股主动管理和绝对回报的“偏执狂”。毕竟，从2007年至今，中国的私募行业从最初的零星发展，到如今已如火如荼、百花齐放，而当年和江晖一同“奔私”的“老人”，有的已经籍籍无名，有的却凭借“多元化”战略，在固收、定增、一级市场、海外市场、新产品策略等多个新领域发展得风生水起，规模也迅速扩大。

“不是我不能做这些，”江晖说，“但是作为私募，需要有其核心竞争力。”

当年在公募的他，曾以债券投资闻名，也曾是中国第一代期货研究员，无论是债券私募产品，还是市场中性产品都有人主动找来希望星石能够发行，但江晖都拒绝了。他认为私募行业利润较高，新人者前赴后继，因此竞争激烈，而私募投资者金融素养较好，对管理人的判断力较强，如果在某一个业务上没有绝对优势，很难源源不断地吸引资金，甚至有可能影响到本身的核心业务。

“我相信，做好主动股票管理这一项业务，也能把规模做大。”江晖平静地说。

新一轮的牛市，或许即将给他答案。刚刚从渠道涌来的10亿资金，已经是第一声呼应。

责编：张杰 美编：韩景丰