

长期聚焦内需 消费有望迎戴维斯双击

□本报记者 王宇露



中国早已做好充足准备

经历过2018年中美贸易摩擦之后,面对这一次外部扰动因素的冲击,江晖显得更为乐观,因为他清晰看到了这几年来中国经济发生的积极变化。

首先,相比于2018年,这一次中国有了更多未雨绸缪的准备。江晖分析:“当前中国经济的抗风险能力已不可同日而语,中国企业对全球市场的多元化布局大幅提升,直接受到影响的部分占比不高,还有部分具备较高议价能力的高端制造企业,整体受影响程度大大减弱。”

其次,江晖认为,2018年资本市场之所以对外部扰动因素反应强烈,除了关税原因之外,高科技领域的“卡脖子”风险是更重要的因素。这次不一样的是,过去几年我国在科技领域已经取得很大的技术突破,当前“卡脖子”风险已大大降低,长期市场信心得到增强。

更重要的是,江晖认为,我国决策层已经做好了充足的准备,在国内双宽政策(宽松货币+积极财政)持续推进下,政策累积效应正逐步显现。自2024年9月后,国内宽松政策加力扩围,从总量宽松、稳消费投资、稳资产价格、稳主体信心多维度全力提振国内经济,目前宽松政策仍在延续。2025年政府广义赤字规模有所增加,化债措施也将为地方财政腾挪出空间。另外,决策层还释放出鼓励民营企业科技创新和支持民营经济健康发展的强烈信号。

江晖特别将当前形势与历史上的几次危机应对进行了对比分析。上世纪末的亚洲金融危机导致中国经历了长达七个季度的物价下行;2009年全球金融危机时,GDP平减指数连续多个季度下滑。在这些关键时刻,决策层均通过双宽政策成功扭转了局势。

江晖表示,股市周期跟随经济和政策周期波动,多次政策反转均驱动市场估值修复,之后随着经济数据的改善逐渐进入基本面驱动。“广义赤字率是观察政策力度的核心指标。”他引用数据说,2025年中国广义赤字率预计将达到8.4%,这一量级的财政支持足以对冲外部风险。

随着中国在人工智能(AI)等关键技术领域与美国差距缩小,叠加美国高利率环境下经济显露疲态,全球资本流动格局正在重塑。“资金肯定会重新寻找价值洼地。”江晖特别提到近期美元指数持续下跌,认为这是全球资本重新配置的开始。江晖表示,科技突破与政策支持的共振,正在形成正向反馈循环,不断强化中国资本市场的吸引力,这种长期趋势不会因短期的外部扰动因素而改变。相反,压力测试过后,中国资本市场的韧性将得到进一步验证。

星石投资江晖:

江晖,星石投资董事长。具有32年投资研究经验,中国第一代基金经理,曾担任华夏基金总经理助理、工银瑞信投资总监等职务。2007年创立星石投资,对标国际先进投研模式,创建“多基金经理团队制”。

近期A股市场持续震荡,作为星石投资董事长,江晖展现出罕见的战略定力。他表示,未来A股投资可聚焦“内需为王,聚焦消费”策略。这背后不是盲目的乐观,而是基于对中国经济深层肌理的精准把握,对政策工具箱的充分信任以及对内需消费巨大潜力的坚定看好。

十八年磨一剑,对标国际先进模式,江晖致力于将星石投资的投资体系打造成科学系统。“多基金经理团队制”的成熟运行,既是星石投资穿越市场波动、持续屹立于资本市场潮头的核心密钥,也是江晖敢于重仓、坚守优质中国资产的底气所在。

看好消费市场投资逻辑

当传统增长动能逐渐减弱,中国经济正在经历一场深刻的结构性变革。江晖敏锐地捕捉到这一转变的核心特征——从投资驱动到消费引领的范式转换。这种转换不是简单的经济指标变化,而是发展逻辑的根本重塑。

“消费不是短期刺激,而是中国经济转型的必然选择,是未来十年的大趋势。”江晖表示,在外部扰动因素持续存在的背景下,对外贸易不可避免受到影响,中国的产业升级之路必然是大势所趋,外循环模式未来将受到越来越大的挑战,出口会持续受到制约。此外,2008年金融危机以后的多年时间里,国内经济更多是投资驱动,目前空间已经相对有限,而内需具备较大提升空间,政策加码扩大内需是对内提振经济、对外抵御波动的必然选择。

中国消费占GDP比例约40%,而美国达到近70%,这接近30个百分点的差距既是发展阶段的体现,也预示着巨大的提升空间。江晖表示,随着政策重心未来向消费领域倾斜,一场内需革命正在悄然兴起,未来政策的力度将越来越大。从投资驱动到消费引领的转变,将重塑中国经济增长模式,也为资本市场提供持续的结构性机会。

政策端的支持力度正在不断加码,真金白银的补贴政策开始从试点走向推广。部分

城市发放生育补贴,农民养老保险制度不断完善,这些直接增加居民可支配收入的措施,正在从根本上增强消费能力。“虽然目前还是零星试点,但方向已经明确,规模会逐步扩大。”江晖将当前阶段比作2008年基建投资的起步期,认为消费刺激政策也将经历一个逐步摸索、不断完善的过程。

另外,消费市场的投资逻辑还体现在供给侧的结构性变化上。江晖团队深度研发发现,过去几年消费服务行业经历了剧烈的市场化出清,航空、快递、旅游等行业供给端深度调整,很多企业已经退出市场。这种供给侧结构性改革带来的行业格局优化,为存活下来的优质企业创造了更为有利的竞争环境。

此外,当前股债风险溢价指标正处于价值投资区域,消费板块估值更是在历史极低分位徘徊。随着后续内需消费动能的释放,消费企业的成长性将再次被众多投资者看到,未来既受益于基本面供需改善,也将受益于流动性的轮动,估值具备很大的空间。

具体来说,江晖重点关注几条主线:供给出清充分的航空、快递、旅游酒店等传统消费服务业;品牌服装、地产、白酒、化妆品、医疗服务等业绩弹性突出的消费领域;此外,创新药和AI应用则代表了科技突破方向,长期增长空间显著。

数年打造多基金经理团队制

近几年来,市场行情持续低迷,不少主观私募机构旗下产品净值出现较大回撤。在此期间,星石投资整体表现出色,波动控制得当,展现出较强的市场适应性。如何做到在复杂环境中不迷失方向?江晖给出的答案是“多基金经理团队制”。

星石投资成立18年来,江晖致力于将公司的投资体系打造成一个系统。一个科学的投资系统需要做好各类情况的应对,持续进化以适应市场。

“攻守相济是我们的一大特色。”江晖分析,例如在2020年市场环境中,六名基金经理形成共识,六人像一个基金经理一样采取进攻策略,组合表现显著优于主要指数;而在2022年市场调整时,市场缺乏明确方向,团队迅速转向防御,各基金经理分散在不同领域寻找机会,组合仍能创造超额收益。

谈到多基金经理团队制度的优势,江晖表示,在国内基金行业发展前期,上市公司数量较少,行业分类相对简单,单一基金经理通过持续学习可以做到全覆盖研究。但随着上市公司数量越来越多,单一基金经理精力及能力圈的局限性逐渐凸显。多基金经理团队制的模式可以实现全市场覆盖,既能保留个体的专业专注,又能充分集结和发挥每个人的认知优势,实现集体的协同增效。2015年-2024年的业绩归因显示,星石投资收益来源于全市场超2/3的行业,收益来源广泛而均衡。

星石投资从2007年成立之初就对标国际先进模式,探索多基金经理团队制的本土化落地。江晖介绍,星石投资现有六位基金经理共同管理一个策略组合,按投资权限和管理

资金比例分配决策权。每位基金经理在投资委员会授权范围内独立决策,每年根据业绩考核动态调整管理规模。

“这不是简单的物理分割,而是有化学反应的有机体系。”江晖介绍,一位基金经理买入个股后需向其他五人深度推荐,形成“研究-投资-推荐-再投资”的二次推荐机制。江晖以有色金属板块举例,2017年一位基金经理推荐有色品种时,赞同的声音不多;到了2020年,经过案例总结和方法论沉淀,六名基金经理集体加大了配置。在持续的系统化迭代中,每位基金经理的全市场投资能力加速进化。

在江晖看来,多基金经理团队制成功的关键是一套科学的考核激励机制:不仅考核基金经理自身组合表现,还评估其对其他组合的贡献;不仅看短期业绩,更重视长期稳定性;不仅关注收益创造,也严格把控风险。“战胜各自基准,合作大于竞争”的文化氛围,使六位基金经理形成了良性互动关系。

全球资管行业的发展趋势印证了这一模式的先进性。回顾全球资产管理模式的演进历程,江晖介绍,过去30年,美国由多位基金经理共同管理的基金规模占比从不足20%提升到超60%,成为主流模式。而中国基金业仍以单一基金经理管理产品为主,多位基金经理共同管理产品的模式还处于起步阶段。

“单一基金经理如同独奏,多基金经理团队则是交响乐。”江晖认为,随着行业从“明星基金经理”模式向“团队作战”模式转变,多基金经理团队制在中国资管行业有广阔发展前景,而星石投资的先发优势将进一步凸显。