

诺安基金杨琨： 布局科技+消费 捕捉新红利

□本报记者 余世鹏



“周期+成长”框架初长成

2008年，杨琨从南开大学生物化学专业毕业，获得硕士学位。当时，美国次贷危机对全球经济产生了一定影响。在这样的大环境下，寻求入世之道的杨琨，从经济发展、产业景气度和个人兴趣出发，对自身的职业赛道做了一番细致思考。他可能不会想到，这番“在宏观趋势中寻求微观入口”的入世探索，将成为他日后“周期+成长”投资框架的“燎原星火”。

“当时，生物化学领域的产业优势并不明显，且我个人对金融领域相对比较感兴趣。在金融危机背景下，个人思考会和大时代联系得很紧密。比如，我会思考‘中国未来会怎么样’这类宏大命题。”杨琨告诉记者，他对比发达国家的发展过程后发现，资本市场对实体经济的融资支持，是一国经济崛起的重要条件。“金融业是命脉性行业，中国经济的持续发展，必然要进一步完善直接融资市场，尤其需要有个更大的资本市场，来服务于科学技术创新。现在看来，我的判断基本得到验证了。”

就这样，杨琨进入基金公司担任行业研究员，研究领域则是他专业所在的化工行业。后来，在2008年至2013年期间，通过化工领域深耕，杨琨逐渐形成了一套周期研究框架。

杨琨对记者说，那段时间，中国经济处于高速增长期，化工、钢铁、煤炭、有色（金属）都表现出了明显的周期性。但投资主要考虑的不是长达60年的康波周期，而是以42个月库存为主的库存周期。“该周期聚焦可量化的上游生产物资统计，是对产业经济增长波动的有效度量。通过该期间的市场波动，周期框架能较好地捕捉行业机会。”

杨琨进一步分析指出，周期主要是研究经济供给和需求。其中，周期品的波动以价格波动为主，产能在一定时期内则相对稳定。通过观察短期的价格波动可以判断短期的供需力量博弈。对于中长期周期景气的判断，主要是要对需求方面做出较为准确和客观的分析。因有着行业协会等数据渠道，周期品的供给判断相对容易，但对需求方面的判断则相对困难。“你很难预测某个行业两三个月后需求会如何变化，所以更多是定性分析，比如观察到价格有所上升，那往后需求则会走低。”

比如，杨琨举例说，判断一个行业的需求增速是30%还是10%相对容易，但判断增速是8%还是5%则会相对困难。“在投资领域，收益率差别巨大，并且投资追求的也是长期可持续的稳健收益。因此，通过扩大能力圈和降低投资机会的难度，则显得非常重要。”

基于此考虑，在周期研究基础上，杨琨后来把能力圈从周期领域扩展到了成长领域，逐渐形成了他现在的“周期+成长”的投研风格。

在“双轮风格”驱动之下，杨琨很快就在市场崭露头角。天天基金网信息显示，截至目前，杨琨管理的基金规模近10亿元，任期最佳回报则超过了80%。其中，诺安新经济股票今年以来的回报率超过了60%，而杨琨在2014年6月-2015年7月期间管理的诺安新动力混合，回报率则在80%以上。

杨琨，南开大学硕士，先后任职于益民基金、天弘基金、安邦人寿、诺安基金，从事行业研究与投资工作，现任诺安新经济等多只产品的基金经理。

用“S曲线”指导投资收益率

需要指出的是，在“周期+成长”框架的背后，是杨琨“在宏观趋势中寻求微观入口”探索的进一步提升。这一提升的依据，被称为“S型曲线理论”。

杨琨对记者解释，S型曲线理论是对人类社会发展规律的抽象归纳。该理论认为，无论是过往的农业社会还是现在的数字社会，推动社会发展的核心规律在于“边际趋势”。比如，新技术或新发明的出现，会让某个领域或行业进入加速发展阶段，但随着技术进入成熟期或普遍推广，其推动的进步作用就会逐渐减缓。因此，这一“加速-减缓”的发展轨迹就形成了一个S型曲线。但杨琨指出，该理论的精髓还在于，当某项技术出现边际助推放缓时，会出现新的技术并形成新的“S型曲线”。因此，新技术最终接棒旧技术，新旧S曲线持续迭代，从而拉动社会经济向前发展。

进一步地，杨琨将S型曲线的“加速”阶段称为投资的“逃逸速度”，即脱颖而出的速度。杨琨认为，在这个阶段，行业发展往往是群雄逐鹿格局，大部分公司基本都有投资机会，投入一单位资源不仅能获得更多产出，往往也能看到利润和估值双升的情况。但到了S型曲线的“减缓”阶段，投入产出比可能会下降，行业增速开始放缓。这个阶段的投资，更多是考虑行业集中度提升带来的机会，其往往考验的是公司管理是否足够优秀，是否能通过精细化管理来进行成本控制，以获得

更多的市场份额。

在“逃逸速度”基础上，杨琨对“投资收益率”形成了新的认知。

“收益率是投资实践的导向之一，不同的收益率决定了投资者未来能支配社会资源的比例。因此，高收益率也更容易获得未来更多的潜在机会。”杨琨认为，在他的投研框架下，他把投资看作是一场获得相对收益的活动。因此，通过基本面的深入研究来发掘能带来较大上涨空间的标的，是创造超额收益的主要来源。

杨琨指出，股票投资的收益主要源于公司的价值创造。其中，公司分红就是重要的衡量指标之一。杨琨指出，在基钦周期框架下，可用5年的时间段去观察公司的分红情况。“比如，上市历史在5年以上的公司，5年时间里是不是净分红的。在这基础上，看该公司的净分红是否大于该期间的净融资。”杨琨指出，长期看，如果一家公司的净融资大于净分红，意味着股权权益在持续稀释，那就需要小心。“如果不是处于发展早期的互联网企业，这类情况大多是盈利模式或公司自身管理方面出了问题，这意味着投资人的钱变成股本，但并没有获得对等的回报，长期看是会影响投资收益率的。”杨琨说。

与之相反，杨琨认为，真正的优质企业，其股价涨幅和业绩涨幅基本是匹配的。“长期来看，估值会回归均值。因此，投资获利主要不是源于估值，而是源于企业的业绩与价值创造的提升。”

把握红利动能转换机会

基于“S型曲线理论”和“周期+成长”框架，杨琨认为，接下来的投资机会应从“红利”动能的转换中进行及时把握。根据先后承接次序，杨琨认为，中国的经济发展先后经历过三波红利，分别是人口红利、杠杆红利、科技红利。

杨琨分析指出，中国的人口（主要是劳动力人口）红利大约是在2013年左右出现拐点，但随着国民教育渗透率的提升，劳动者的素质依然在提升，质量的提升依然能填补数量上的不足。另外，在金融危机之后，国内开启了一轮资产加杠杆（居民加杠杆买房、企业增加信贷规模）。“但随着人口老龄化和经济去杠杆，这两个红利都逐渐衰减。因此，接下来要着力培养的，则是处于上升期的科技创新红利。”

“科技红利不意味着完全原创。对中国而言，可通过跟随与模仿创新拉进与发达国家的距离，然后利用后发优势实现弯道超车。”杨琨表示，目前，中国经济发展处于由地产基建带动逐渐切换到以科技创新和消费带动阶段。“中国目前是世界第二大经济体，与第一大经济体的差距大约有30-40万亿元规模。这个缺口要补上，不是依赖中国的地产和基建，而是要发展走出去、涵盖到全球范围的产业，如高性价比的芯片和涵盖到亚非拉广大市场的中端手机。”

另外，杨琨认为，中国有着14亿人口的利基市场，无论是科技创新的应用落地，还是拉动内需，消费领域也都有着可

观的投资机会。

杨琨指出，在人均可支配收入超过5000美元之后，居民的消费需求会超越基础的温饱层面，从而延伸到“更美观、更健康、更安全、更环保”方面上来。以白酒为例，杨琨认为，受几千年来酒文化影响，白酒一直是中国社会主流社交领域的主要消费品。并且，消费者对白酒价格的变化不是很敏感。“可以预见，未来，白酒产业的消费增量依然在高端白酒领域。”

关于消费市场，杨琨还谈到，近期猪肉供给下降，也会提升行业集中度。“在缺少有效疫苗和生物防护措施不到位情况下，小的养猪企业会慢慢退出，或者转向鸡鸭鹅饲养等领域。所以，猪价接下来会逐渐见顶回落，目前粮食和油盐等必需消费品价格平稳，未来不会出现全面通胀压力。”

具体到投资方面，杨琨认为，消费企业主要是看产品价格和服务。一般而言，消费品价格最好能跑赢通胀，即便跑不赢也别大幅落后。这样，效益好的消费企业会带来营收和资产价值提升的双重效应。

这方面，北上资金一直是个风向标。杨琨直言，外资买入的大多是中国具有成长性的消费类公司。从这个角度来看，中国的消费品可能是最好的。虽然美国也有很多消费品，但他们没有14亿人口的利基市场。另外，杨琨认为，很多电子消费类企业实际上也都是制造业公司。随着时间推移和竞争力凸显，在这些领域，将走出一大批赶超昔日韩电子公司的实力公司。”