

诺安基金杨琨:

抓主要矛盾 捕获“双升”投资回报

□本报记者 余世鹏

杨琨,硕士,曾先后任职于益民基金、天弘基金、诺安基金、安邦人寿保险,从事行业研究、投资工作。2017年5月重新加入诺安基金,现任诺安新兴产业混合基金、诺安改革趋势混合基金、诺安新经济股票基金的基金经理。



哲学思维成为底层逻辑

自2008年从南开大学生物化学专业毕业后,杨琨就进入基金公司从事研究和投资工作。早年时,杨琨一直聚焦化工领域,并逐渐打磨出了一套体系化的周期研究框架。此后,杨琨进一步把能力圈从周期领域扩展到成长领域中来。

杨琨对中国证券报记者表示,通过长时间的专注聚焦,目前他基本已在周期和成长板块投资方面形成了完整的投资框架。与此同时,通过对过往投资生涯的总结和思考,他近年来在投资的战略层面,形成了新的洞见——哲学思维逐渐成为了他投资框架的底层逻辑,更准确地说,是唯物辩证法。

杨琨指出,与纯粹的自然领域不同,股票市场里充斥着大量的、形形色色的投资者。由他们的情绪、铺天盖地的消息引起的无序行为,都会让市场处于快速变化之中,甚至短期的波动夹杂着很多随机游走因素,使得短期的市场走势预测变得非常困难。

在杨琨看来,投资行为不仅相当复杂,同时还与股票市场波动紧密相连,类似于一个复杂的交互系统。任何一种投资风格都无法摆脱这个系统的影响,更谈不上战胜市场,因为“不知庐山真面目,只缘身在此山中”。比如,从过往的市场情况来看,成长风格的投资者在成长行情中能通过集中持股获得超额收益,但他们往往难以在风格高潮时急流勇退、落袋为安,以至于“成也萧何败也萧何”。

针对这种情况,杨琨给出的应对策略是淡化具体风格属性。

“有效的投资框架或许应淡化具体的风格属性,成为一个

足够开阔的方法体系。对我而言,哲学思考是有助于建立这种方法体系的。”杨琨说到,从哲学层面去看,这种短期的无序变化长期来看却是有着内在规律的,是符合社会发展趋势的。比如,一个公司规模从小变大,乃至市场整体市值由小变大,跟整个国家宏观经济发展和政策演化都有着密切关系。拉长长时间看,比如从10年、20年,甚至100年的跨度去看,这些领域的变化就会呈现出一种不变趋势。

“投资可以有不同风格,也可以有不同的擅长赛道,但无论如何,投资框架都要符合宏观层面的哲学框架,否则就会固化在某个地方。一旦固化,投资思维就会逐渐与时代发展相脱离。”杨琨直言,不仅是金融投资,即便是物理、化学、数学等各个领域,随着研究和实践的深入,最终往往也都能在哲学层面找到指导方法论。唯物辩证法类似于树根,万事万物的发展则是不同树干长出来的分支,虽然各个分支形态各异,但都能追溯到同一个根上去。

“宏观经济和股票市场每天都在变化之中,要把握住其中的规律,只能用不变的东西去应对变化的东西。”杨琨直言,唯物辩证法有三个核心定律,分别是“量变到质变”“辩证统一规律”“肯定、否定、否定之否定”,用这三个不变的定律,能够应对所遇到的具体投资问题,如行业格局变化、上市公司业务变化等。这种方法论是具有普遍意义的,也是一个更高维度的视角。具备这个视角之后,再去看具体的投资和市场应对策略,自然就会更清晰了。

在投资中,投资者经常围绕“涨还是跌”等求索答案。但大多时候,市场聚集了大量纷繁复杂的无序信息,“术”的难题往往需要“道”的方法来给予指导。近日在接受中国证券报记者独家专访时,诺安新兴产业混合基金的基金经理杨琨表示,在他的投资框架中,最底层逻辑是哲学指导思想。从哲学层面看,市场变化其实是符合社会发展趋势的。简而言之,持续有效的市场投资,应与中国经济发展的主要矛盾(核心动力)并肩而行。

杨琨认为,随着工程师红利的持续释放和基础科研的持续投入,中国经济发展动力将逐渐转换到科技创新上来。进入高速增长行业的优秀头部公司,往往能实现业绩和估值“双升”。

价格波动遵循量变到质变规律

杨琨表示,在投资体系中,公司是微观层面的,投资风格是中观层面的,哲学指导思想则是宏观层面的,处于投资体系的最顶端。相对应地,在投资实践中,也是用宏观视角来解决中观和微观问题。

杨琨以他长期聚焦的周期领域举例说到,周期框架就是一个典型的中观思维产物。但如果能从更高维度去观察市场的周期波动,会对供给和需求有着更为精到的体会。

“从表面上看,市场的供需时刻处于变化之中,但两者的变化都会遵循着量变到质变的规律。”杨琨分析称,供给的输出会受到产能限制,需求的变化一般是受价格影响。但价格的变化相对连续,无论如何,市场均衡价格的形成过程,会遵循着“肯定、否定、否定之否定”和“量变到质变”的规律。

“比如,随着需求增加,充裕的供给会慢慢被消化掉,当需求量超过某个临界点时,我们就看到均衡价格发生了变化了。这时候,价格走势会打破此前的横向波动状态,迎头走高。在这个过程中,市场不断有旧的均衡价格被打破,新的均衡价格在形成。但是,每个价格的形成,不是一蹴而就的,而是供需两股力量的博弈,由量的持续积累促成质变的渐进过程。”杨琨说。

杨琨还表示,近年来市场关注度较高的猪肉、手套市场,以及面板市场等领域的变化情况,都是上述供需变化规律的折射。

以面板市场举例,他分析指出,在此前很长一段时间里,韩国厂商是这个领域的主流玩家。但早在2017年时,部分韩国厂商就开始退出这个市场了。到了2020年疫情期间,韩国厂商的退出速度在加速,主要原因是近年来低端面板价格跌破成本价,厂商现金流持续恶化,无利可图,疫情期间市场需求更是出现了明显萎缩。

在这一态势下,韩国厂商开始将部分面板业务卖给中国企业。而中国疫情控制得当,率先实现经济复苏,在复苏态势下,中国市场的市场需求已在逐步恢复,所以价格在逐步回升。需要指出的是,随着产业往中国转移,面板价格变化的背后,也同时酝酿着行业格局的质变。他表示:“在国内市场中,面板玩家寥寥无几,在这波产业转移中,未来有可能进入寡头格局。目前有些大的企业开始采取股权激励等措施,预计随着市场格局变化,面板市场会迎来新的均衡价格。”

杨琨也说到,虽然每个行业的价格变化都会遵循上述“量变到质变”规律,但要将研究输出为有效的投资,还要辩证地把握不同行业的特殊属性。比如,煤炭和钢铁行业都属于顺周期范畴,但两者的行业属性不一样。钢铁属于制造业,在行业不景气的时候企业利润很薄,分红能力也较低;相比之下,煤炭行业属于资源型行业,尤其是在2018年的供给侧改革中“胜出”的企业,一般都具备不错的分红能力。

聚焦高成长赛道

“从哲学层面看清楚这些逻辑后,再来选股就相对容易了些。”杨琨表示,基于上述框架指导,对于具体的投资(尤其是选股方面)有望起到事半功倍的效果。

他指出,二级市场投资有别于一级市场,其更多是选择具有一定发展潜力、具备稳定可持续成长可能性的优质标的。公司发展和人一样,处于早期发展阶段的公司还没成型。只要大的宏观环境不出现明显变化,刚进入主流业务赛道并体现出可预测成长性的公司,才能成为二级市场选股的主要对象,即是“对立统一规律下”所要抓住的主要矛盾。

具体而言,杨琨说到,高速增长行业里的优秀头部公司往往能实现业绩和估值双升。在这些行业里面选股,市占率高、公司治理好、管理优秀、具有成本优势的公司,一般都是好公司。再通过净利润率这一指标判断公司的经营质量,以及资产结构所折射出来的盈利模式属性。此外,还可以通过现金流情况判断企业的真实盈利质量,即报表上的账面盈利是否有着对应的现金流保证。

“当然,战术层面的选股指标并不是刻板不变的。特别是在发展日新月异今天,不能以传统眼光去看待公司发展。战术层面的投资执行,最终还是要回到战略层面进行检验。简而言之,持续有效的市场投资,应与中国经济发展的主要矛盾(核心动力)并肩而行。”杨琨说。

“中国经济发展的动力,前后经历过三次转换。”杨琨说,在1998年之前,中国经济发展的主要矛盾是劳动力红利,中国承接了西方国家转移过来的低端产业;从1998年到2008年,经济发展动力转换成基建建设和房地产。但发展到目前,随着工程师红利的持续释放和基础科研的持续投入,中国的经济发展动力将会逐渐转换到科技创新上来。未来20年,在科技进步和技术创新带动下,中国经济发展将进入到一个更高水平,生产要素作用也会得以更高效释放。

“2020年以来,疫情背景下全球央行进行了一轮量化宽松。在这个过程中,中国率先走出疫情阴霾,经济率先复苏,特别是在疫苗出来后,经济复苏势头较为强劲。”杨琨表示,在震荡行情下,接下来的投资依然要轻指数、重个股。

“我会持续聚焦具备高成长性的行业赛道,尤其是在科技赋能之下净利率得以持续提升的行业,包括光伏、机械自动化、软件、新能源,还有创新药、云计算、电动车、计算机等领域。此外,需要指出的是,随着经济发展动力的转换,投资观察的经济指标也会有所不同。比如,在地产和基建是经济主要发展动力时,社融、M2等数据是很关键的参考指标,但随着未来经济增长动力往科技创新方面转换,这些指标的有效性就会相对减弱,投资判断还需要结合企业的研发投入、技术迭代等各方面进行决策。”杨琨说。