

# 敬畏周期规律 寻找收益与安全边际平衡

□本报记者 王鹤静



“我相信付出总会有回报。”这是兴证全球基金的基金经理杨世进在接受中国证券记者采访过程中最常提到的一句话。在这样一个日新月异的时代，杨世进始终以客观世界为指引，敬畏周期规律，坚持脚踏实地的行事风格，立足于收益空间和安全边际，寻找切实可行的投资机会。

谈及时下备受关注的“反内卷”政策，杨世进表示，内卷式竞争的原因很大一部分在于很多企业没有建立起足够深的“护城河”，如果能够强化知识产权保护、加大对不正当竞争行为的监管力度，使企业投入获得合理回报，不仅有望改善企业盈利和投资人收益，还将促进经济的良性循环。

## 在周期中寻找价值投资机会

从北京大学医学部毕业后，杨世进在国家知识产权局从事过专利审查的工作。这段工作经历中大量的信息检索和文献阅读，显著提升了他搜集公开信息与自主分析判断的能力。转型进入资产管理行业后，这些专业素养仍在持续发挥作用。

“公募投研的工作模式通常是高频地与上市公司、行业专家交流，了解最新消息，而我更习惯于通过公开信息去做推理判断。很多时候，交流容易被情绪主导，可能无法客观思考，所以我看重的是客观规律和真实数据，追求实事求是，把公开信息进行合理组织、推理，往往能够得到相对客观的结论。”这正是杨世进立足基本面做投资的基石。

进入公募行业后，学医出身的杨世进最先被分配研究能源行业，而后才回归自己熟悉的医药行业。这段能源领域的研究经历使他对宏观经济有了更深层的理解，也让他对经济周期的力量建立了深刻认知。

杨世进并不纠结于预测CPI或者GDP增速的精准数值是多少，他更关注宏观经济所处的周期阶段。在他看来，资本市场有时候会活在自己的“偏见”里，需要不断观测当前经济所处的大致位置，校正自己对真实世界的认知。

这样的逻辑框架也延伸到他对个股的判断：“一家公司的发展同样有着周期规律。投资的核心抓手，其实就是准确判断公司发展阶段以及所属产业周期走到了什么位置，这正是基金经理相比研究员更应该把握的方向。把周期位置判断清楚之后，大的方向基本不会出差错。”

杨世进将股市划分为三个层次，最底层是客观世界，中间层是市场规律，最上层是股价。在他看来，大部分投资者已经给出了投资方法，但这只是所谓的“解题技巧”而已，真正起决定作用的还是投资者对客观世界的理解能力。专业投资者需要立足客观世界理解社会变迁，不断迭代自己的方法论，调整行业与风格的配置比例。

“我的投资决策都是从平衡收益和安全边际角度出发的，为了达到这样的目的，我会学习并掌握很多‘解题技巧’，比如处于成熟期、成长期的公司都有不同的估值框架，成长期公司可能业绩增长、PE（市盈率）更重要，稳定期公司可能行业竞争力、PB（市净率）更重要，我会用不同的估值框架去分析处于不同发展阶段的公司。”杨世进对于“解题技巧”并没有特别的偏好，组合呈现的状态还是主要取决于他对当下客观世界的理解。

兴证全球基金杨世进：

## 寻找收益与安全边际平衡

□本报记者 王鹤静

杨世进，曾任国家知识产权局专利局专利审查员、招商基金研究员、天治基金研究员；2014年5月起至今就职于兴证全球基金，先后担任研究员、基金经理助理、基金经理，目前在管公募产品包括兴全多维价值、兴全合丰三年持有、兴全趋势投资。

## 兼顾安全边际与收益空间

走上投资岗位后，杨世进逐步拓展着自己在成长风格领域的投资视野，同时保持着对经济周期规律的敬畏，持续探寻一种可复制的投资方法。

面对当下充满变局的世界形势，分散配置与价值投资成为他应对不确定性的有力手段：“我越来越感觉到价值投资的重要意义，每当抱有侥幸心理、背离价值投资的时候，往往就会面临较大的风险。”在杨世进心中，市场长期依然发挥着“称重机”的作用。

坚持把基本面研究做在前面，是杨世进长期以来的工作习惯。通过长期跟踪企业在员工、研发费用、固定资产、在建工程等方面的投资，筛选出那些踏实做事的优质公司。比如，从前两年市场震荡调整开始，他就对专注于研发一些“有意思”的新药公司保持关注，并且通过动态评估性价比，坚持以合理的价格慢慢买入，耐心等待，逐步为投资组合积累了超额收益。

杨世进始终相信付出和回报是对等的，相比于在短期内赚交易的快钱，他选择坚守投资的初心，依靠扎实研究，挖掘出具备安全边际的好公司，享受长期价值兑现带来的回报。回过头来看，站在三到五年周期，他筛选出来的资产往往具备更高的安全边际和更好的收益确定性，“时间换空间”的投资胜率是相对可观的。

“这些年，伴随基本面成长的投资范式整

体胜率还是比较高的。在这个过程中，自己的投资信心也逐步建立了起来。”杨世进坦言，自己的性格是比较谨慎的，以前很少做追涨杀跌的动作，随着这些年管理经验的积累，个人心态在逐渐成熟，机会合适的时候敢于适度追高了，卖出的时候也更加果断了。

在这背后，兴证全球基金相对长期的考核机制为杨世进的投资业绩提供了有力支撑。

杨世进表示，由于公司重视更长周期的投资表现，他布局一些估值较低且有竞争力的公司时，可能都不需要高频跟踪相关数据，就能获得不用太过“操心”的回报。杨世进透露，即便前几年市场表现较弱，公司整个权益投研团队依然对市场维持偏乐观的看法，没有选择“躺平”，调研等日常工作都在有序展开。

作为成长风格的基金经理，杨世进愈发意识到基金经理与基金投资者之间建立信任的重要性，互信的基础源于基金经理对收益与安全边际的平衡把握。

“成长投资整体波动较大，我会刻意配置一些其他风格的股票来平抑整体波动。”杨世进表示，“我们其实很容易陷入自我循环的正反馈，一旦进入正反馈，最后很难跳出来。所以，我希望组合里面有各种不同的‘探针’，通过配置差异化资产作为市场‘温度计’，在把握收益空间和安全边际的同时，帮助组合控制回撤风险。”

## 重视“护城河”的盈利保护作用

虽然杨世进的整体投资风格偏好科技成长，但他对于以红利股为代表的价值板块同样保持密切关注。

在杨世进看来，在投资驱动型经济发展阶段，各行各业都需要投资，资本市场主要发挥的是融资作用，上市公司重融资、轻分红是特定发展阶段的特征。随着资本市场发展进入不同阶段，越来越多的企业将盈余以分红形式回馈给投资者，配置这些高分红企业也能获得较好的投资回报。过去风险偏好较低的投资者在银行存款、理财端沉淀了大量资金，随着利率持续下行，这些投资者自然会把部分投资需求转向分红稳定且分红金额较高的资产类别。

“过去，在整个经济社会高速发展之下，难免会出现过度竞争甚至内卷的现象，降低了企业的投资回报，相应各个生产要素的投入者，如企业家、资本、员工都不太满意；随着经济的快速发展及逐步成熟，整个市场的估值体系切换，股票投资回报的空间被压缩。比如，钢铁公司最早是成长股，估值能给到几十倍PE（市盈率），但十几年后，钢铁行业产能过剩，企业估值就只有零点几倍PB（市净率）了。这样的过程如果能够放在更长的时间维度来完成，企业每年通过分红回报投资者，股东收益将显著改善。虽然市场需求在减少，但如果供给能够同步减少，供需保持匹配关系，总体来说企业还是会赚到钱的。”杨世进感慨道。

结合多年观察思考，杨世进认为，真正有“护城河”的公司往往才能创造盈利，即使估值稍贵些，也能通过时间来消化。但是如果企业没有“护城河”，估值就可能会出现较大的波动。

杨世进直言，在经济快速发展时期，很多行业都没有建立起足够深的“护城河”，容易导致内卷式竞争加剧。在这样的竞争环境中，即使企业具备了世界一流的竞争力，也往往很难赚到钱，难为投资者创造收益。供需关系和竞争格局会直接影响企业的盈利能力，而护城河又是影响供需关系和竞争格局的重要因素。如果能真正做到“反内卷”，加大对知识产权的保护，加强对不正当竞争行为的监管，使得企业投入有合理回报，企业盈利和投资人收益将有望得到改善，也有利于经济良性循环发展。

身为公募基金经理，杨世进希望能够与社会共同成长，尤其是在他熟悉的医药行业，可以看到众多小公司逐步成长为具有国际竞争力的大公司。对他而言，如果能够陪伴优质公司共同成长，不仅能够为投资组合创造收益，对推动社会发展同样具有积极意义。这正是杨世进始终立足于基本面变化、回归客观世界做投资的初衷。

拒绝“躺平”，言行一致，认真对待投资组合，杨世进希望在这个充满不确定性的世界中，尽可能做好自己的本职工作，捕捉生产力提升、科技进步带来的时代机遇。