

五条主线精选投资标的

□广发基金 程琨

8月以来,A股波动有所加大。有些投资者再次对中国经济的前景产生担忧,但笔者认为,这些悲观预期已经大部分反映在A股估值之中,没有必要过分悲观。从中长期来看,中国经济在未来十年可能进入低通胀和低利率的环境当中,这有利于权益类资产的表现。当前A股中有一批具有核心竞争优势的优质企业,未来随着国内经济的持续成长,将会为投资者创造可观的投资回报。从未来三年或五年的时间维度来看,笔者看好五条主线的机会。

中长期持乐观态度

作为价值投资者,在关注某一类资产时,首先会先看其估值水平。纵向来看,A股估值尚处于历史低位,投资A股的安全性较高。

纵观全球经济及资本市场的发展史,当经济增速仍在增长,同时利率和通胀水平比较低的环境下,股市都有不错的表现。以美国过去十年为例,2009年次贷危机之后,美国采取了积极的措施,使美国没陷入严重衰退,尽管过去十年美国的经济增速仅在2%左右波动,但十年间,美国的股市涨了接近6倍,年复合收益率接近15%。

从长期基本面来看,中国不会陷入中等收入陷阱,也不会重复日本“失去的十年”。纵观历史,产业链条完整的制造业大国没有一个陷入过中等收入陷阱。走入中等收入陷阱的大多是偏上游或制造链条偏短的国家,因为上游有一个特点,就是资源的开采成本越来越高,劳动生产率、资本回报率随着时间发展很难边际提升,因此边际产出效率往下行。而日本之所以进入“失去十年”,主要原因仍是当时的财政政策和货币政策错误,货币政策导致日本严重的去杠杆,进而导致日本出现“失去的十年”。今年以来,中国推出的减税降费以及制



度改革能有效激活经济增长的长期动力。

看好五条主线机会

作为主动管理的基金,我们构建组合主要以自下而上精选个股为主。从未来三年或五年的时间维度来看,看好五条主线的机会,分别是优质医药企业、品牌消费品、优势制造业、专业的服务业以及黄金。

首先,是竞争格局良好的优质医药企业。人口老龄化是中国社会发展的趋势,医药行业有望保持稳定的增长,具有长期的发展空间。主要看好生物医药、医疗服务等细分领域的龙头公司,偏好的标的具有三个特点:一是行业空间比较大,处于稳定增长期;二是竞争壁垒

高,参与竞争的企业少;三是企业利润率比较高,持续多年保持30%以上的增长。

其次,是具有品牌优势的消费品企业。消费升级是投资者看好消费品的一大核心逻辑,但笔者认为消费升级分为两类,一类是高端消费群体继续扩大,可选奢侈品增加;一类是日常消费品需求改善,包括产品需求品质化,产品需求差异化,以及产品需求理性化。在经济增速下行的环境中,可选奢侈品继续保持高速增长的压力会较大。我们更看好必须消费品的需求改善,具有品牌优势的企业仍有较强的溢价能力,这类公司可以通过自己的品牌优势获得持续的超额溢价和回报。

第三,是有全球比较优势的制造业。中国是以制造业立国的国家,与全球同行相比,国内很多制造业企业具有资本开支的后发优势,这使得这类制造业企业在做产业升级时,成本更低,效率更高,从而保证这一类企业的资本回报率可以在较高的水平持续较长时间。比如在调研中,我们发现一些制造业在“工业4.0”改造过程中,已经开始引领全球的工业升级。因此,相信这类优势企业未来将会通过自身优势的自我完善,在全球竞争中脱颖而出。

第四,看好本地化、专业化的服务行业。随着经济的发展,服务业占比会持续提升。服务业具有很强的本地化需求属性,也具有规模化以及专业化优势,国内企业未来在这些领域的优势将会越来越突出,包括金融、生活服务、设计、零售、制造业服务化等领域,都会有较大的发展空间。

第五,是黄金。全球面临的经济增长困境,加上中国对债务化解的需求,未来货币创造的机制可能会发生调整。此外,从黄金价格来看,它仍然与其生产成本非常接近,这表明它仍处于价格的底部区间,价格并没有过分的表征货币的信用风险。因此,从三年维度来看,黄金仍然会是一个不错的资产。

公募基金业反洗钱的困境与出路

□英大基金总经理 朱志

2019年,公募基金行业某头部公司收到行业首张百万级罚单,引起了行业震动。如何看待反洗钱工作以及做好反洗钱工作,更好适应监管要求,切实防范洗钱风险,成为当前公募行业普遍关心的话题。

动于监管加码

自1998年起步至今,我国的公募行业已走过20余年。在公募行业这个以保护投资者利益为核心的生态体系中,投研和市场是永恒的焦点,反洗钱长期以来只是一个边缘的话题。

近年来,央行反洗钱执法检查力度持续加大。进入2019年之后,反洗钱监管持续加码,基金行业开始受到关注,首家基金公司受到重罚。处罚事由一是未按规定履行客户身份识别义务;二是未按规定报送大额和可疑交易报告。

此次处罚震动了行业。各家公司应对之策不尽相同。有的立足长远,全面排查问题,不惜投入巨资,改造直销业务流程,加快补齐管理短板,如某国资控股的基金公司,首期投入已不下百万;有的精打细算,剑走偏锋,将线上直销流程包装成代销模式,转移监管风险。随着金融业全面从严监管成为常态,基金公司分类监管逐步走近,基金公司当下采取的应对之举,会深远影响其未来发展空间。

困于商业模式

基金公司历来受到严格监管,但严在销售和投研,不在反洗钱。基金公司反洗钱之所以不受重视,与其较低的固有风险密切相关;而其较低的固有洗钱风险,源自其特有的商业模式。一是普遍不设物理网点,产品销售主要依托代销机构,个人客户数量占据主导地位,除少数直销机构客户外,很少面对面接触客户。二是基金业务的结算方式仅限银行转账,不接受现金和支票,申购和赎回一般实行“同卡进

出”。三是基金资产独立运作,实施强制托管,遵循公平交易规则,任何有损基金份额持有人利益的异常行为都受到严格监控。上述经营特点,决定了通过基金业务来掩饰、隐瞒非法所得缺少合适的场景支持,实践中也少有公开的案例。

洗钱固有风险低并不代表反洗钱监管风险低。基金公司较低的洗钱固有风险,只能说明涉恐涉罪人员将基金业务作为洗钱链条上的主要环节可能性不大,但并不代表基金公司与非法人所得不会产生关联,基金公司在客户身份识别、可疑交易报告等方面的法定义务也不会因此而减少。

基金公司这种“小而美”的商业模式,累积的反洗钱监管风险逐步加大。改变这种现状,却面临多重制约。

一是成本约束。从反洗钱的逻辑来看,客户身份识别是基础,风险管理是手段,精准识别可疑交易才是最终目标。要想全面达到监管要求并产生实质效果,包括信息化在内的各种投入将会成倍增加,管理层需要在合规经营与达成董事会考核目标之间寻求艰难平衡。

二是渠道约束。基金销售一向是渠道为王,代销机构在获客方面掌握绝对主导权。基于独占客户资源的考虑,代销机构一般不会把完整的客户身份信息交给基金公司,基金公司即便想充分了解代销客户信息,解决已经发现的问题,也是有心无力。

三是标准约束。围绕客户身份信息,代销机构与基金公司之间的数据交换并没有遵循统一标准,基金公司内部的也存在同样问题。上述规则差异形成的数据流动壁垒,使得基金公司的反洗钱系统很难获取全面、准确、有效的客户身份信息。

破于多维赋能

基金公司要走出当前进退两难的境地,既需要监管机构强化政策引领,行业内部加强业

务协同;更需要自身主动作为,创新求变。

在反洗钱行政执法过程中,监管部门应兼顾形式合规和实质有效。对基金公司纠错行为实施正向激励,形成示范效应。同时,要注重标本兼治,消除政策障碍。以建立数据接口规范为契机,明确信息分类标准,强化代销机构的数据交换义务,助力反洗钱的信息化和智能化。

反洗钱监管规定作用于义务机构,横向是“三位一体”核心支柱,包括客户身份识别、客户风险管理、客户可疑交易监测,纵向是治理架构、规章制度、信息系统等关键要素。“三位一体”核心支柱并不是孤立存在,而是以逻辑为纽带形成的有机整体,互为支撑,相互认证,共同作用于发现涉恐涉罪线索。

随着大数据分析技术和人工智能的逐步成熟,金融科技为基金公司做好反洗钱提供了出路。客户身份识别方面,依托人脸识别技术、光学字符识别技术(OCR)、设备识别等前沿技术,辅之以严谨逻辑规则嵌入业务流程,基金公司可以有效识别客户身份,平衡好客户体验与合规经营之间的冲突。客户风险管理方面,围绕风险等级评价模型,可以引入互联网洗钱风险信息,与司法机关、征信机构、数据公司、专业智库等外部机构开展合作,丰富客户身份信息维度,借助大数据分析,清晰描绘客户的复杂身份特征,精准定位高风险客户。客户可疑交易监测方面,可以借助人工智能技术,通过持续不断的数据反馈,实现可疑交易监测模型的迭代更新,从而更加有效抓取疑似洗钱的行为。

反洗钱是金融行业共同的责任,需要行业主体共同参与治理,共享洗钱风险信息。在反洗钱工作日趋专业化的背景下,有必要成立由监管部门主导的反洗钱自律组织,在国内推广FATF、APG、EAG等国际反洗钱组织的经验和做法。在此基础上,可以考虑建立反洗钱可疑交易协查机制,将一家机构发现的可疑交易在行业进行普遍筛查,扩大行业反洗钱的成果。

投资中的拐点思维



□华宝基金 夏林锋

从业久了,交流多了,感觉市场存在两种截然相反的投资思路。有些投资者只买价格创新高的股票,认为这是市场选出来的股票,后续还会更高;另外一些投资者则对不断走出新低的股票很感兴趣,认为人少的地方风险小,而且越跌风险越小。最终来看,两种投资者可能都能赚钱,当然如果想要持续赚钱,则必须将其投资框架打磨得炉火纯青,毕竟不是所有的新高都能追涨,也不是所有的新低都能抄底。

所谓方向重于幅度,缘于对趋势的尊重,而趋势背后是人性。第一层面是资本市场情绪的波动,贪婪与恐惧往往都演绎得相当极致;第二层面则是产业自身的扰动,如供应链中的长鞭效应,本身就有较强的追涨杀跌势能,叠加资本市场的情绪强化,波动会更大。从经济学原理来看,这就是典型的适应性预期,直白一点就是线性外推,然而在趋势没有逆转之前,这种外推往往是有有效的。

所谓物极必反,缘于对常识的尊重,常识的背后是经济规律。从产业角度来看,供需模型是最本质的框架,如果产品价格大涨,自然抑制需求、促进供应,反之亦然,只是因为库存等原因导致见效时间快慢有别。从资本市场来看,又会增加更多变数,一是公司的经营杠杆(净利波动往往大于收入波动),二是投资者的人性杠杆(估值波动可能大于业绩波动),从而波动会更大。当然,大幅波动之后往往蕴含更大的机会或风险,因此极值点附近更应深度思考、理性预期、慎重决策。

趋势与逆向,核心在于拐点。拐点之前趋势延续,拐点之后趋势逆转。然而对拐点的预判,往往知易行难,而且都是事后无比清晰,事中各种纠结。同时这种预判,充满各种错判。典型如前一阵政策底、市场底、经济底的讨论,第一是要论证政策已经见底,其次要预判经济何时见底,最后还要猜测市场底如何演绎,相信几年以后再来复盘,情况会很清晰,但事处其中,感觉未来充满各种不确定性。

预判拐点知易行难,但也不是无章可循。一方面,既然事后无比清晰,叠加人性亘古不变,从而复盘历史往往能够穿透当前迷雾,从而为当前的预判提供更多的佐证与建议,甚至能在适度逆向操作中提供心理支持。另一方面,长周期来看,经济规律将战胜人性的短视,所以专注于底层逻辑的研判与跟踪,远离短期市场波动,可能也会更加淡定从容。退一步来说,如果对于一些过于宏大的问题较难预判,但对部分行业或个股,相信能够给出较为明确的预判,且可通过紧密跟踪确保准确率,那么对于投资而言,也能赚取相应的收益。不过,投资的大忌是过于执着,所谓盈亏同源,需建立相应的跟踪纠错机制,在资本市场活得长久才有核心竞争力。

关于拐点投资思维,投资大师索罗斯做得很好。理论层面,索罗斯通过“反身性理论”对趋势的形成与强化做出完美的诠释;实战层面,他对市场拐点的有着异同寻常的敏感,如1992年的英镑、1997年的泰铢,以及1987年、2000年美股的撤退。

另外,落实到行业配置与个股选择,拐点投资的思路也能提供一定的帮助。从产业趋势和业绩趋势角度来看,业绩增速本身以及增速的加速度,产业角度的渗透率趋势及渗透率提升的速度等,都可以进行有效的跟踪。由此拐点思维也能提供较好的决策参考,使得投资者对买点、卖点的把握更加精准。所谓“引爆点”,往往会是投资者所关注的戴维斯双击或双杀的起始点。