

行业格局重塑 龙头券商优势凸显

□鹏华基金量化研究副总监、
基金经理 陈龙

证券行业是投资者较为熟知和喜爱的板块。投资者对行业的认知主要体现在两个方面:牛市期权和高Beta特征。所谓牛市期权,即每一轮牛市,证券行业都不会缺席,确定性最强;而高Beta则体现为在每一轮牛市其相比指数都能获得更高的涨幅。

近年来,证券行业的竞争格局发生了巨大变化:行业集中度快速提升,尤其是利润的集中度远高于收入集中度;龙头券商与中小券商的盈利分化逐步加剧。这其中的主要原因在于证券公司的商业模式逐步由牌照驱动(经纪、投行业务)向资产驱动(自营、直投、融资融券、股票质押等业务)转变,其收入增长也主要依赖于净资本的扩张,而龙头券商在净资本的存量及增量方面均具备显著优势。以权益融资为例,2015年以来,前10大券商的权益融资额占比超过50%,前20大券商占比超过70%。龙头券商具备显著的融资优势,可以进行快速规模扩张。

其次,在分类监管的模式下,高评级券商承担更低的风控标准,同等净资本可以开展更多的业务。如A、B、C、D类券商分别按照基准的0.3倍、0.4倍、1倍、2倍计算有关风险资本准备;自有资金参与股票质押业务规模不得超过净资本的比重,按照评级结果A、B、C分别为150%、100%、50%。在政策扶优限劣的背景下,龙头券商的马太效应



被进一步放大。

展望未来,金融供给侧改革、创新业务发展及金融对外开放将深刻改变证券行业的竞争格局,在此过程中,龙头券商的优势将进一步凸显。

第一,金融供给侧改革。对资本市场而言,金融供给侧改革核心是要建立多层次的资本市场,增强资本市场对实体经济的融资支持。多层次资本市场建设需要依托于投行强大的定价能力、承销能力及资本实力,具备净资本、项目和机构客户优势的龙头券商会更加受益。

第二,创新业务发展。以场外期权为代表的衍生品业务可以为券商带来稳定的收入,是未来收入

增长的重要来源。在分类监管的模式下,场外期权一级交易商最近一年分类评级需在AA级以上,而二级交易商最近一年分类评级需在A级以上。目前国内仅7家一级交易商,18家二级交易商,大量中小券商无法参与此类创新业务。在政策扶优限劣的背景下,龙头券商将显著受益于创新业务的发展。

第三,金融对外开放。证券行业对外开放,加速海外大型投行进入国内市场,长期来看有助于改善行业的竞争格局,为国内证券行业带来增量资金,引入更多优秀人才、先进管理理念与创新业务经验,有利于培育并打造具有国际影响力的本土优质券商。龙头券商可

以凭借其客户、本土经验等方面优势与海外投行相抗衡,但对中小券商业务则会存在显著挤压,行业分化会进一步加剧。

从资本市场表现来看,2018年以来,以中信证券为代表的部分龙头券商已经开始逐步从估值折价走向估值溢价,其相比行业指数也获得了显著的超额收益;另一方面,中小券商的估值也开始向行业收敛,部分中小券商面临估值回归的压力。这也表明资本市场开始逐步反映证券行业格局的变化,后续有望看到估值溢价逐步扩散至更多的龙头券商。

行业格局的重塑,体现了龙头券商的Alpha收益。从行业Beta的角度,从2018年11月开始,以上市公司股权质押风险缓释、民营企业纾困以及科创板的推出为标志性事件,国内资本市场开启了新一轮监管优化周期。历史上在两轮监管优化周期内,证券行业均取得显著超额收益,且持续时间均在2-3年。2018年11月份以来,本轮优化周期仅持续了一年左右时间,未来包括创业板注册制改革、新三板分层管理以及证券法的修订在内的重大改革事项有望逐步落地,均表明本轮优化周期仍在持续,对行业构成有效支撑。

综上所述,在行业格局重塑和监管优化周期的双重因素推动下,龙头券商有望同时获得Beta和Alpha收益,而跟踪龙头券商的ETF产品也将具备交易和配置的双重价值。

胜率决定长期超额收益



□银华大盘精选拟任基金经理 李晓星

投资是个性化的东西,每个人的性格、成长经历、教育背景和工作经验都不相同,最终形成的投资理念和投资方法也不会完全一样。每个人的投资方法都是不完善的,就算长期业绩很好的基金经理,他的方法也会存在一些不足,投资这一行是要干到老,学到老。笔者非常敬畏市场,深知自己的方法论一定存在很多不足,并会认真总结每一笔亏损,在保证整体投资框架不变的情况下,力求每天进步一点点。

股价等于EPS乘以PE,所以投资当中的勤奋可以分为两个方面:一是对于EPS预判的准确度,密切关注产业的上下游,多访谈一些专家,然后再仔细研读上市公司报表,好的上市公司报表会说话,它会告诉你形成的产业判断是对还是错,如果是对的就继续持有或者加仓,如果是错的就需要对组合进行调整;二是对市场估值体系的理解,基金经理重要的能力是判断一只股票的合理定价,但这并不以基金经理个人的判断为转移,而是以市场所有参与者的共识判断为锚,在这方面基金经理不能过度自信,认为别人都是错的,而是需要每天复盘,并不断修正自己的看法。在基本面研究中,发现的预期差越多越好,这是超额收益的源泉。而在市场研究中,需要发现大众审美是什么。

做投资,短期运气的因素的确重要,顶尖的基金经理做的决策也可能只有60%-70%是正确的,被“打脸”是常态。但从长期来看,如果可以维持超过50%的决策胜率,那么累计的超额收益会非常可观。勤奋可以提高胜率,而胜率是决定长期超额收益的最重要因素。天赋在这个行业里并不重要,这个行业的从业人员都是名校毕业,并不缺少天赋,缺少的是对于自己能力边界的客观认知和每天努力的态度和坚持。

笔者在实业工作过5年,加入银华基金的前一份职业是500强企业的集团高级审计师,工作强度很大,基本每周的工作时间是80个小时左右,审计师的工作经历使笔者养成了谨慎细致勤勉的工作习惯。将工作习惯带到了基金行业,如果有一颗好学的心,同时成长在一个开放的投研平台上,耐心积累自己的能力,终究会有展现自己实力的机会。

从投资转换到研究,最重要的是有一个好的老师以及一起努力的伙伴。投资上的事情对事不对人,说真话并且敢说真话,大家不管职位的高低,都会为了一些投资建议争论的面红耳赤。2015年和2016年这两年市场变化非常巨大的时期,在市场剧烈波动的日子里,每一天都要面临对于坚持自己投资理念和投资方法的煎熬,在这种时候,一个好的团队领导和一群值得信赖的伙伴,是可以依靠的坚强支柱。

银华大盘是沪深300和恒生指数的成分股,基本涵盖了消费、科技和价值里的绝大部分龙头公司。我们认为,各行业已经进入龙头集中的过程,龙头公司的业绩增速会显著快于其他公司,银华大盘精选其实是投资各行业龙头公司的一个组合。

市场的关注度更多的是一种压力,尽量做到不受外界的影响,专注的做好投资,不断提升组合的性价比,持续做出超额收益,最终将持续稳定的超额收益转化为长期的绝对收益。

金融科技推动基金公司进入资管新阶段

□博时基金信息技术部总经理
车宏原

互联网企业在云端构建商业模式,相对于传统企业,互联网企业借助于云原生架构,可以更快速地响应用户需求和市场变化,可以更好地融入云端商业生态。基金公司作为非云原生的传统金融机构,引入云原生架构构建数字中台,将互联网技术架构在敏捷、开放、高伸缩性方面的优势与基金业原有技术架构的稳定、安全等优势进行有机融合,最终目标是像很多云原生企业一样,以科技引领业务创新,从而推动基金公司进入资产管理的新阶段。

随着互联网金融蓬勃发展,金融应用场景与日俱增,金融交易呈现爆发式增长,高并发、大规模运作成为新常态。潮汐式系统压力及流量的不稳定,对IT资源的弹性供给提出了更高要求。金融科技时代产业思维与互联网思维的融合,更需要金融企业将核心金融服务能力开放出来,融入整个产业场景链条中,同时在业务的创新上有更强大的敏捷性。而传统的金融企业系统架构存在功能强耦合、复用能力差、协作效率低、维护成本高、系统可靠性差和容易形成单点等一系列问题,难以满足高并发、大流量和连续性需求,架构转型势在必行。

传统金融机构借助云原生体系可以实现两大目标:一是敏捷,即持续交付能力的不断提高;二是开放,即通过建立云计算的灵活迁移能力,融入到开放的生态。采用



云原生体系来进行数字中台的建设,把核心业务服务化,设置各种业务服务中心,形成大中台。通过中台的业务沉淀和服务复用,来实现前台业务的快速组合和低成本创新。“厚平台,薄应用”的系统架构也充分体现这种设计思想。

基金直销等业务中台是基于企业金融云搭建的云原生开放平台。平台由微服务中心、容器云平台、DevOps平台等组成,形成业务能力标准、运行机制、服务方法论、配置管理、执行系统以及运营服务团队等构成的体系生态,为业务提供快速集成产品的创新能力,同时也提高了多团队协作效率,运维上更是具备大规模并发处理能力和快速弹性能力的系统,具有较高的技术和业务价值。

中台建设的核心是采用微服

务为组件的服务中心设计。根据不同的业务域和业务模型,可以形成不同的微服务中心。微服务中心的设计原则有四点:第一,微服务之间高内聚、低耦合;第二,具备完整业务数据;第三,业务具有可运营性;第四,业务渐进性建设,功能持续迭代。在使用微服务架构打破应用系统之间的围墙之后,一个稳固和持续进化的数字中台将为基金公司提供持续发展的基石。各种业务服务的能力可以不断地被复用和沉淀,为业务快速演进提供土壤,让应用系统开发人员从重复工作中解放出来,能够尝试各种创新的可能性。

中台的基础设施是容器云平台。容器云平台是全面云化的平台,无论存储、计算、网络还是数据库、大数据服务、中间件、通信服务、基

础应用服务全部都是云化产品,可开箱即用,无需部署,保障SLA,是全面平台化的管理模式。容器云不仅可以解决基金公司统一的IT基础设施和架构管理,还能为各个前端小型业务单元的创新提供足够的灵活性。任何一个业务单元都可以在自身赋予的IT资源额度下,自主使用IT资源,解决分支机构、生态企业的低成本创新问题。

DevOps平台是研发管理体系转型的重要支撑。通过互联网敏捷研发模式,以及容器云和微服务架构进行天然的整合,可以发挥出互联网级研发效率。DevOps平台主要具备以下能力:从需求-开发-测试-发布-总结形成需求研发闭环,提供一站式研发效能平台;实现7×24小时持续交付,无发布窗口限制,提高时间利用率,让业务跟上外部环境的变化节奏;分层自动化层层把关,涵盖单元、接口、UI、前端、安全、性能、预发布等各层面的自动化测试,大幅度降低人工成本,并屏蔽快速交付带来的风险;提供一整套企业提升研发效能的解决方案和专业服务,持续帮助研发测试人员提高技能。

基于云原生的业务中台架构和敏捷管理体系建立基金公司数字化的核心业务载体,支持业务和技术的进一步融合和商业模式的创新,所以云原生架构可以看作是金融科技的基石。当然,这不仅是技术工具的完善,还有平台的升级、管理的提升和生态的合作。这些因素相辅相成才会带来模式的转变,而模式的转变将会推动基金公司进入资产管理的新阶段。