

行业竞争格局演变

龙头券商脱颖而出

□鹏华基金 陈龙

近日,证监会提出“打造航母级头部证券公司,构建资本市场四梁八柱确保金融安全”,并提出在“服务实体经济、完善基础功能、防控金融风险”总体原则下,积极开展六方面工作。笔者将阐述对证券行业竞争格局演变的思考,并预判行业将由过往的同质化发展走向分化,在此过程中龙头券商将具备显著的竞争优势,并有望在二级市场的估值水平和股价表现等方面得以体现。

行业集中度提升

以证券业协会公布的全行业口径(98家证券公司,比上市公司口径更宽)统计,整体上可以看到,2015年以来,证券行业收入和集中度均在快速提升,而且利润集中度的提升速度远快于收入集中度。虽然2019年市场好转之后,集中度有一定程度的下降,但也远超过2017年,未改变持续上升的趋势。

这背后反映了两方面逻辑:一是,对于证券这种相对同质化的行业,一旦总盘子不能扩张,那么必然会进入到存量再分配,行业集中度的提升就不可避免,这也是任何行业的发展规律;二是,证券行业也会有创新的业务(即增量“蛋糕”),但由于分类监管的原因,这些创新的业务也基本上分给了头部券商,即政策的扶优限劣。

2018年和2019年是行业大起大落两年,往后看行业大概率进入相对平稳的阶段,此时龙头券商的优势会逐步凸显(参考2016-2017年),行业的集中度也有望进一步上升。



盈利分化加剧

以行业收入前10的券商作为龙头券商的代表,并与行业整体的盈利水平进行比较。2015年之前,龙头券商与行业整体差距在逐步缩小,甚至在2015年首次低于行业整体水平。

但在2015年之后,差距又重新开始扩大,尤其在市场相对低迷的2018年,两者的差距达到史无前例的水平。在行业波动的过程中,龙头券商体现出更高的稳健性。

商业模式由轻转重

券商的业务可以分为经纪、投行、自营、资管、融资融券与股票质押及其他等六部分,其他收入项包括场外衍生品、直投等业务。将经纪、投行和资管业务归为牌照业务,其余则归为资产类业务。从资本金占用的角度,牌照业务也称为轻资产业务,即无需消耗净资本;资产类业务为重资产业务,对净资本依赖较为严重。

以2019年半年度数据为例,从全行业来看,收入主要来源于自营业务,占比接近35%,其次为经纪业务,占比接近25%,牌照类业务占比合计为43%,资产类业务收入占比为57%。2008年以来,牌照类业务占比在逐步下滑,相应的资产类业务收入占比在快速上升,整个行业的商业模式由轻转重。

对龙头券商而言,资产方面的优势主要体现在两个方面:一是净资本的优势,包括存量及增量的扩展能力;二是负债端的优势,即加杠杆的能力。在以净资本为核心指标的风控体系下,券商的营业收入与其净资本高度相关,以2018年证券业协会全口径的数据为例,二者存在高度正相关性。这意味着未来券商收入的增长比较依赖于其净资本的扩张。对于龙头券商而言,一方面,其天然具有存量资本金优势,另一方面,其具有净资本扩张的优势,从而保证了其后续收入的可持续增长。股权融资是净资本扩张最有效的方式。

行业估值中枢下移

随着商业模式由轻转重,券商的业绩弹性大幅下降,以2007年、2015年以及2019年的情况来看,券商的业绩弹性逐次下滑,对应的估值中枢也逐步下移,其商业模式与估值水平越来越接近于银行。

以行业整体PB估值为例,2007年最高估值可以超过16倍,2015年最高估值在5倍左右,而2019年估值上限仅2倍左右。目前证券行业整体PB估值在1.5倍左右,位于近年来估值波动的区间的中枢水平,若不考虑2018年下半年股权质押带来的破净风险,目前的估值仍处于较低水平。

中长期超额收益显著

红利型Smart Beta ETF发展可期

□招商中证红利ETF基金经理 刘重杰

2019年是ETF产品的大年,在存续规模急速增加的背景下,不同类型的ETF产品也集中涌现。其中今年风头最盛的Smart Beta指数投资工具开始落地,尤其是红利因子广为投资者关注。

红利因子中长期超额收益显著

红利因子的原理可以追溯到一个名叫“狗股策略”的理论,该理论于1991年由美国基金经理迈克尔·奥希金斯提出,以红利因子(股息率)作为唯一考量指标,配置指数成分中分红最好的股票形成投资组合等权配置,每年年初从道琼斯工业指数的成分股中选出10只股息率最高的股票等金额买入,次年初更新分红前十的公司名单,买入新进入名单的股票,卖出不在新名单的股票。

从美国股票市场的历史数据来看,“狗股策略”从上世纪开始的20余年时间中,相对于道琼斯指数或标普500指数的超额收益显著;从英国股票市场的历史数据来看,英国股息率前十等权的组合比富时100作为基准的组合也表现出更优秀的业绩。

红利策略的成功推动了学术界对红利因子收益贡献的持续深入研究,海外对于公司分红的研究成果有两个方向性的结论:一是分红对于未来的公司业绩具备良好的预测作用;二是从长周期来看,高分红(高股息)投资组合能够显著地跑赢市场收益。

回观A股市场,红利因子同样有效,中长期能够给投资者提供超额收益。从A股市场的历史数据来看,2008年5月26日到2019年12月12日,中证红利全收益指数比同期沪深300全收益指数有超过30%的超额收益;在这12个年度中,其中8年红利指数都战胜了沪深300。

高红利(高股息)与企业成长性是否矛盾?从传统的投资理论来看,企业盈利部分可以用于投入再生产,也可以变为股东的现



金股息。高现金股息率通常会被认为是投资机会较少,再投资收益受到抑制,所以有观点认为高股息的企业成长性不够。但是从境内外上市公司的实际数据来看,发现传统理论假设和实际情况有不合的地方。第二大对冲基金AQR的研究显示,美国上市公司的高分红和成长性有正相关关系,并给出一种解释认为,那些不分红的企业通常倾向于浪费自己的现金流,并非为了发展来节约现金,能够持续分红的企业更有长期投资价值。通俗的说法就是“长期稳定,真金白银分钱的公司不会太差。”

而在A股市场中也有类似情况,上市公司的现金分红比例和未来的成长性有正相关关系。可能的原因是:第一,红利税收方面的政策是鼓励长期持有的;第二,企业再融资和分红情况挂钩,债务人对企业现金流尤为关注;第三,高分红可以视作公司治理的代理变量之一,能抑制管理层过度无效投资;第四,大股东或机构战略投资者可通过高分红提前获得部分收益,不需要股份增减获得流动性从而减少了对市场的冲击。

红利产品发展可期

市场上投资红利的方式非常多样,从海

外发展经验来看,主流的方式是投资红利型的Smart Beta指数产品。截至2018年底,全球有1493只Smart Beta策略产品,总体规模达7970亿美元。在美国、欧洲、加拿大及亚太四大地区,红利型Smart Beta ETF的资产管理规模在各主流Smart Beta策略产品中均在前列。其中,在养老投资较为成熟的澳大利亚市场,红利策略ETPs资产管理规模占比甚至在2015年一度超过89%,现维持在50%左右。在美国的Smart Beta ETF中,红利产品规模已达1666亿美元,红利类数量占比达到17%左右,规模占比达到26%,与价值策略并列规模为占比首位。

国内Smart Beta ETF仍处于起步阶段。截至2018年底,国内市场Smart Beta ETF合计规模62.78亿元。其中,红利、价值、基本面等相对易于被投资者接受的策略产品规模相对较大,分别为36.91亿元、9.68亿元及8.94亿元,红利策略产品成为最受投资者欢迎的产品,占比约为58.8%。

目前我国有50多个红利相关指数,最为主流的红利指数是上证红利指数、中证红利指数、深证红利指数和标普中国A股红利指数。其中,中证红利及标普中国A股红利指数以全A股的股息率排名作为筛选标准,选股范围更广泛。但目前市场上跟踪红利指数的ETF产品还非常少。今年以来,基金公司布局红利ETF的节奏不断加快。

随着国内A股市场投资者结构进一步调整,分红稳步上升,红利策略愈加受到市场青睐,红利型Smart Beta ETF产品有非常大的发展空间,可能成为未来规模增长集中爆发点。由于红利型指数成分股具备高分红、高ROE、低估值和大市值的特点,有良好的长线收益,非常符合追求长期稳定投资收益的机构资产配置需求,也极有可能成为未来基金公司布局ETF产品主要跟踪对象。

聚焦可持续发展 践行义利并举ESG投资



□博时可持续发展100 ETF拟任基金经理 汪洋

近年来,随着环境污染、资源短缺等问题日益严峻,走可持续发展的道路已经成为各国共识,全面协调可持续发展正是科学发展观的基本要求。与可持续发展相关的金融投资正在经历高速增长,已成为国际主流趋势和投资的新风口。笔者认为,追求提倡责任投资和弘扬可持续发展的ESG投资,除了环境、社会和治理三个维度,也要关注多个可持续发展指标,才能获得理想的财务回报。

从ESG投资到可持续发展投资

传统上,一般用ESG分析方法描述企业的社会责任,包含环境、社会与治理三个维度(Environment, Social, Governance的简称)。在传统的以宏观经济、财政货币、公司财务指标等基本面分析的基础上,ESG额外引入企业社会责任维度的另类指标,辅助投资决策。

进入21世纪,全球ESG投资展现出蓬勃发展的态势,可持续发展的投资理念受到了机构投资者的广泛认可。笔者认为,传统ESG投资只关注环境、社会和治理三个维度,可能难以获得理想的财务回报。如此一来,ESG投资本身就不可持续。真正的可持续发展投资应做到义利并举,既能兼顾传统的ESG框架,即企业的社会责任,如环境、社会与治理(Environment, Social, Governance的简称),同时,还能在财务上获得持续的可观回报。

近期中证指数公司发布了中证可持续发展100指数,是可持续发展投资概念在A股市场的落地,通过严谨的数量化模型,追踪符合“可持续发展价值观”的公司。笔者认为,这不仅是出于社会道德方面的考量,也是获取股票超额收益的全新探索。指数在传统ESG投资策略的基础上结合中国国情,增加了经济效益评估维度,将ESG升级为E+ESG,而且将社会指标结合中国实际情况进行了改良,形成独具特色的3A(Aim、Approach、Action)评估框架。

指数构建步骤分为“筛选-负面清单”和“评分-因子打分”两个模块,在沪深300中精选100只高分股票,按照自由流通市值加权构建,单个公司权重不超过10%。“筛选-负面清单”是指通过产业问题、行业问题、财务问题、重大负面事件、违法违规、特殊处理6个方面17个指标剔除资质不符的上市公司。“评分-因子打分”,是指从驱动力、创新力和转化力三大方面55个细分指标对上市公司进行评分。

可持续发展金融超额收益显著

近年来,随着外资加速进入A股,市场风格发生较大的变化,价值投资理念越来越受到中国投资者的认可。另一方面监管层对上市公司财务造假、内幕交易等违法行为的整治力度加大,通过ESG和可持续投资的理念防范“黑天鹅”成为市场新的潮流。

传统的基本面分析依赖于财务数据,主要聚焦三大报表之间的勾稽关系,聚焦商业模式和竞争优势,而ESG与可持续发展投资作为另类公司数据,通过诸如内部治理、工伤率、产品安全、能源消耗、社会贡献等角度进行考察,另辟蹊径考察公司的可持续发展能力。相比财务数据,可持续发展数据造假难度更大,与企业经营稳健性的关系更密切,数据蕴藏的投资价值更大。

笔者发现,可持续发展投资在海外被广泛接受,相关研究显示,MSCI新兴市场ESG领跑指数的表现显著优于MSCI新兴市场指数,近10年来年化超额收益为3.4%。相比于基准指数,波动更低,夏普比率更高,具有显著的增强效果。而回溯表明,从2014年6月30日到2019年7月1日,中证可持续发展100指数相对沪深300全收益指数的年化超额收益率超过4%,且超额收益较为稳定,在2015年至2018年这4个完整年度,中证可持续发展100指数均超越了沪深300全收益指数。由此可见,可持续发展得分高的上市公司具备良好的投资价值。通过投资可持续发展100指数,在实现可观超额收益的同时,还无形中创造了社会价值,为中国从高速增长向高质量发展做出了实质贡献,即所谓义利并举。