

划定“三道红线” 严控跨地域经营

商业银行互联网贷款业务监管加码

● 本报记者 欧阳剑环

银保监会日前发布《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》，在出资比例、集中度指标、限额指标三方面明确了定量指标，并明确地方法人银行不得跨注册地辖区开展互联网贷款业务。

专家认为，《通知》对于商业银行互联网贷款业务进一步提出细化审慎监管要求，将引导商业银行进一步规范互联网贷款行为，促进业务健康发展。

明确三大定量指标

2020年7月，《商业银行互联网贷款管理暂行办法》初步建立了商业银行互联网贷款业务制度框架，合理界定了互联网贷款内涵及范围，并就贷款风险管理、合作机构管理、消费者保护等方面提出了具体要求。

招联金融首席研究员董希淼表示，《通知》收紧了互联网贷款政策要求，是对《办法》的进一步细化和修正。主要目的在于，落实中央关于规范金融科技和平台经济发展的一系列要求，进一步加强金融监管，更好地防范金融风险。

《通知》明确三项定量指标。在出资比例方面，商业银行与合作机构共同出资发放互联网贷款，单笔贷款中合作方出资比例不得低于30%。银保监会有关部门负责人表示，这一标准是根据当前商业银行互联网贷款业务开展的实际状况，经充分调研测算确定的，同时也考虑到与《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》的相关规定保持一致，避免监管套利。

在集中度指标方面，商业银行与合作机构共同出资发放互联网贷款的，与单一合作方（含其关联方）发放的本行贷款余额不得超过本行一级资本净额的25%。在限额指标方面，商业银行与全部合作机构共同出资发放的互联网贷款余额不得超过本行全部贷款余额的50%。上述负责人称，上述规定既能够促进商业银行进一步实现互联网贷款业务的适度分散，避免过度



长沙71个重大项目集中开工

近日，湖南省长沙市71个重大项目集中开工，项目总投资317.36亿元，以先进制造业、产业链建设项目为主。图为重大项目集中开工仪式主会场。

新华社图文

依赖单一合作机构的集中度风险，也为互联网贷款业务健康发展充分预留了空间。

严禁将关键环节外包

《通知》要求商业银行强化风险控制主体责任，独立开展互联网贷款风险管理，自主完成对贷款风险评估和风险控制具有重要影响的风控环节，严禁将关键环节外包。

中信建投证券银行业首席分析师杨荣认为，更加严格的自主独立风控要求将互联网贷款的风险内部化到商业银行体系内，具体变更措施需要合作机构做出让步；而且严禁外包风控各个环节，避免外包机构的道德风险

和操作风险。

此外，《通知》进一步明确严控互联网贷款跨地域经营，强调地方法人银行开展互联网贷款业务的，应当服务于当地客户，不得跨注册地辖区开展互联网贷款业务。同时，《通知》也充分考虑部分机构的实际情况，对无实体经营网点、业务主要在线上开展，且符合监管机构其他规定条件的机构，豁免适用上述规定。

上述负责人表示，立足本地市场、服务本地客户是地方性银行经营发展的基本定位，也是监管部门一以贯之的监管导向。但近年来，个别地方性银行利用互联网技术拓展业务区域，严重偏离定位，盲目无序扩张，带来较大风险隐患。

《办法》规定，过渡期为实施之日起两年。该负责人表示，为确保商业银行有序整改、平稳过渡，充分保证现有互联网贷款业务的连续性，维护客户合法权益，《通知》合理设置了过渡期，总体上与《办法》衔接一致，具体分两阶段执行，同时鼓励有条件的机构提前达标。

该负责人强调，对于集中度风险管理、限额管理的量化标准，监管部门将按照“一行一策、平稳过渡”的原则，督促指导各机构在2022年7月17日前有序整改完毕。对出资比例标准和跨地域经营限制，实行“新老划断”，要求新发生业务自2022年1月1日起执行《通知》要求，允许存量业务自然结清。



业务规则进一步完善 公募REITs行稳致远

● 浙商证券资管 李成

1月29日，上海证券交易所发布了《公开募集基础设施证券投资基金（REITs）业务办法（试行）》《REITs规则适用指引第1号—审核关注事项（试行）》《REITs规则适用指引第2号—发售业务（试行）》三项基础设施公募REITs配套业务规则。三项规则的正式发布施行，标志着公募REITs交易所层面的配套业务规则已经建立。

与征求意见稿相比，正式版的《业务办法》进一步优化了申请文件、交易机制安排、项目收购及权益变动披露等的相关要求。《审核关注事项》进一步完善了基础设施项目合法合规、现金流等方面的审核相关要求。《发售业务》进一步优化了招募方式等发售相关规定。本次正式发布的配套规则，体现了上交所充分全面地考虑了原始权益人诉求及投资者的需求，考虑了市场参与机构的反馈和项目具体实践中的问题，保障了公募REITs平稳落地。

维护原始权益人权益

《业务办法》删除了要求原始权益人提供最近3年的财务报告和审计报告的规定，简化了申报要求。同时，《业务办法》明确基础设施项目控股股东或实际控制人，或其同一控制下的关联方参与基础设施基金份额战略配售的比例，合计不得低于基金份额发行总量的20%。考虑到部分原始权益人存在持有超过30%基金份额权益达到30%对基金运营难以产生重大影响，《业务办法》将要约收购义务触发门槛从30%调整为50%。上述安排既参考了《上市公司收购管理办法》等相关规则，又实际考虑了公募REITs的特点，有利于维护原始权益人的权益，也能保障公募REITs

的平稳运营。

《业务办法》将上市首日涨跌幅限制调整到30%，非上市首日的涨跌幅限制为10%；将基础设施基金份额权益变动信息披露门槛从5%调整为10%。《业务办法》规定基金管理人原则上应当选定不少于1家流动性服务商为基础设施基金提供双边报价等服务；引入公募REITs流动性管理相关机制，以增强公募REITs的流动性并活跃二级市场。进一步明确基础设施基金可以作为质押券参与质押式协议回购和质押式三方回购等业务，除原始权益人及其同一控制下关联方以外的其他投资者持有的战略配售限售份额均可以参与。上述安排兼顾了产品的流动性和原始权益人的风险自留效果，缓解了投资者对基础设施公募REITs流动性的担忧。

优化治理机制安排

由于“公募基金+ABS”的架构是在现有证券法、证券投资基金法的法律框架下形成的，降低了立法成本，但REITs的产品层级更多。《业务办法》进一步突出了基金管理人的主动管理义务和投资者的权利，压缩了资产支持证券层面的相关权限；在解聘运营管理机构方面，如该运营管理机构为资产支持证券管理人聘请的资产服务机构，资产支持证券管理人应当同步解除与该运营管理机构的服务协议；在信息披露方面，仅要求资产支持证券管理人通过符合规定的网站或者以定向披露的方式履行信息披露义务。上述安排进一步厘清了各层级的权益与义务，建立了更清晰的治理机制的架构安排。

综上所述，上述规则制度的发布，进一步明确了基础设施公募REITs的业务流程、审查标准和发售流程等，推动了公募REITs相关制度的逐步完善，公募REITs必将行稳致远。

对话金牛基金经理李琛：

不追风口 深度挖掘低估的优质企业



广发基金 李琛

业是能在长时间维度上穿越牛熊。这样的企业是具备长期投资价值的。判断一个企业是否具备价值，我们会从它的产业赛道、商业模式、竞争壁垒、成长空间、管理能力、创新能力等多个维度去进行衡量。我们希望排除短期市场波动因素的干扰，对企业价值的判断能够更纯粹地从公司经营出发，去看清楚它未来的能见度。

即使再优秀的公司，买入的价格也是需要衡量的。我们更希望以合理或者低估的价格逐步买入。买入价格是决定收益率高低的重要因素之一，在低估时买入，获得绝对收益的概率更大，安全边际较高。举个简单的例子，股价从1元涨到2元，收益率是100%，从2元涨到3元，收益率只有50%。因此，我更倾向于左侧逆向布局，虽然可能会有时间成本，但是这种方法更容易以低估的价格买到优质的公司。

所以，研究企业的价值很重要，买入价格也要控制好，而对于好价格的判断，则主要来源于对公司价值的深度研究。

问：能否举例说明你是通过哪些维度来把握企业的长期价值？

李琛：把握企业长期价值的核心是把投资周期拉长，站在产业维度去思考公司的社会属性和竞争力，深刻理解我们所投资的产品本质，去思考公司的商业模式，去观察公司的管理能力和组织架构，去研究企业长期发展的能力。具体来说，我会从几方面研究公司的价值。

第一，我们会深入研究企业的商业模式，去思考它的产品属性，以及它的发展空间。我们会从多维度去考量企业商业模式的优劣，考察他们做生意的难易程度，可持续性，竞争力的构筑以及长远性。

第二，我们会站在产业发展趋势的视角来研究，花更多时间思考企业的发展战略，把企业放到同行业甚至不同行业去进行对比，考察企业的组织架构是否与其发展战略相匹配，分析企业的管理者是否具备长远的企业家精神，也会考察企业管理的能力以及创新能力。

第三，我们会从企业经营的产品空间容量、成长性、周期性等各方面去思考企业未来的能见度及成长空间。

第四，我们会从财务角度去验证企业的经营水平。

以上都是抛开短期因素，不是只追踪短期业绩拐点或者业绩增速，而是从更长期的维度去思考公司的价值。

举个例子，我们曾经在底部区域布局一家食品领域的细分龙头，市场对它的一致认知是主业的市占率非常高，老品经营增长缓慢。从财务报表来看，虽然它的老品表现一般，但企业经营和盈利能力却出现了一些良性变化。我们做了很多草根调研，发现企业在积极地推进品类扩张和渠道内部架构改革，新品的市场空间容量非常大，他们做的事情比较符合企业具备的能力以及竞争优势。因此，在市场还没有关注到它时，我们已经花了半年时间对它进行研究，从而逐步建仓。

投资框架：顺应时代潮流 不断迭代和优化

问：不同基金经理有不一样的组合构建思路，能否谈谈你的组合构建方法？

李琛：我的组合构建方法是将自上而下

和自下而上相结合。无论是宏观经济还是行业或公司，都有自身的运行周期，都有高峰和低谷。自上而下层面，我们会对宏观经济的基本面情况以及所处周期进行研究，同时在宏观产业维度进行行业对比分析。

自下而上则是从基本面角度寻找好公司。用通俗的话来说，我在选股时有个“五好”原则：第一，公司必须处于积极向上的生命周期中；第二，拥有好的产品；第三，存在良好有序的竞争格局；第四，具备很强的核心竞争力；第五，还有良好的财务指标。

找到符合要求的优质企业后，如果我们能在估值较便宜时买入并长期持有，亏损的概率较小，而获得绝对回报的概率就能大大提升，获得超额回报所需的时间也会相对缩短。

问：你管理公募基金长达13年，这期间你的投资框架是否有一些变化？

李琛：社会和产业在不断发展，市场也在动态变化，我也对自己的投资框架不断进行优化，主要体现在三方面。

自上而下层面，加强对行业的横向比较研究。这些年来，很多行业都在发生深刻的变化，比如周期不再是传统意义上的供需关系明确的投资周期，其中也可以找到有自身成长逻辑、质地比较好的周期成长股。此外，企业的经营竞争力水平也在提升。

自下而上层面，加深对企业经营战略及商业本质的思考。公司研究分为股价表现、企业质地及成长空间、企业的发展战略及商业本质。过去，我们比较注重对公司业绩成长空间的思考，通过对企业经营活动、财务报表、盈利水平等进行分析，更关注企业成长性。而真正决定企业更长远发展的应该是商业模式以及护城河。这些将会在未来的研究投资中进一步深化。

第三，组合构建上，适度配置长期趋势好、高速增长的新兴行业。过去几年，我的持仓集中在成熟稳态行业中竞争优势突出的好公司，以消费、医药、制造等行业为主。这几年，伴随经济结构转型和产业升级的持续推进，产业格局不断在变化，出现很多新赛道，行业增速高，估值也比较高。如果按照原有的投资框架，会错过这些新兴行业的机会。因此，我现在把仓位分成两类，一类是核心仓位，长期持有稳态增长行业的优质企业；另一类是卫星仓位，适度参与能看

得清楚前景、处于爆发式增长阶段的新兴行业机会。

市场展望：消费升级和智能化产业蕴含机遇

问：从长期视角出发，A股哪些行业未来会有更好的投资机会？

李琛：复盘A股的历史表现，能够在十年维度以上表现较好的行业和个股，都是符合经济社会发展方向、空间容量巨大、经营管理优秀的企业。从三到五年的视角来看，消费升级和智能化相关的产业蕴含丰富的结构性机会。

以消费为例，人均GDP突破1万美元之后，不管是欧美国家还是日韩，都可以看到消费升级提速，在我们国内消费市场也是如此，比如中档酒店的住宿标准升级，五年前中档酒店的价格带是300元，现在已经到600元；以前啤酒企业的竞争集中在低端产品，以产能占领区域优势，但现在企业都在推进产品的高端化；这些都跟消费升级的大浪潮有关，这种趋势还会延续很长时间。因此，我觉得消费升级未来将带动的市场空间还很大，消费赛道在不断推陈出新，与之相关的细分领域有望长期向好。

问：你刚才提到智能化趋势，在哪些行业有相关的机会？

李琛：制造业智能化是大趋势。在很早以前，某些行业的技术壁垒并不是很强，但随着中国供应链的完善和国产化率的提高，企业逐渐提高产品的工艺能力和技术能力。以前制造业的很多核心零部件是无法国产的，都需要依赖进口，如今很多核心零部件的国产化率提升，降低了整装企业的成本，进而提高了企业的竞争力。

这就是我们要寻找的制造业强国、智能制造方向，国内的制造业龙头企业已经具备智能化制造的优势，并将带动产业链上下游企业业的发展。例如，某机械企业在不断优化智能化的生产，人效产出从几年前的两三百提升到五六百，人均产出效率得到大幅提升，企业的净利润率从个位数提升到20%；又如，以前的工厂是人工管理，库存、物流都是通过人工来清点，现在的智能化工厂可以通过摄像头、大数据整合做到智能化管理，有效提高产效。

我们不是要寻找市场最热的风口，而是要寻找优质的、估值合理的上市公司。”

投资不是炒股票，而是为社会创造价值。基金经理以深度研究为基础，通过将资金投向符合经济结构转型、产业升级方向的优质行业，最终推动整个社会的进步。”

在人才济济的公募基金行业，广发基金李琛是一位低调的实力派选手：她入行已有21年，管理公募基金超过13年，管理的产品荣获“金牛基金”、“明星基金”、“金基金”等多项殊荣；她以绝对收益视角做投资，不过多追求组合的弹性，以良好的风控、稳健的业绩成为长跑健将；她的组合并不局限于某一两个热门的赛道，而是在大消费、先进制造等各行各业挑选出具有优秀商业模式的好公司。

第三方研究机构评价称，李琛属于长期价值投资者，她立足于挖掘企业的长期价值，从产业发展趋势的维度研究企业的经营战略、核心竞争力和商业模式，把握企业长期成长的脉络；她坚持深度研究，独立思考，不凑热闹，不追风口，在市场关注度相对较低的行业和公司中挖掘优质企业的闪光点，并以强大的定力和耐心的陪伴，收获企业成长带来的回报。

3月3日至3月9日，拟由李琛执掌的新基金——广发睿鑫混合型证券投资基金（A类：010457.C类：010458）将在农业银行、广发基金等渠道发行。她将从长期视角出发，在消费升级大浪潮和智能化趋势的产业链中，捕捉优质企业的长期机遇。

投资理念：深入研究公司，发掘企业价值

问：作为价值风格的基金经理，你眼中的价值投资是怎样的？

李琛：就我自己而言，价值投资就是以合理或者低估的价格，买入能为社会持续创造价值的优质企业，通过长期持有的方式获取企业成长带来的超额收益。具体到实践中，一是判断公司是否是值得长期持有的优秀的公司；二是搞清楚公司价格是否被低估。公司是否优秀肯定是最重要的衡量指标，当然买入的价格是否合理也是决定收益率非常重要的因素。

首先，对于公司的价值判断是最重要的。虽然经济有周期，产业有周期，但是优秀的企