

2018年10月19日

財富管理-投資策略

金融工程

來自倫敦的神秘資管巨頭：施羅德集團成功經驗總結

施羅德集團擁有逾200年的金融服務經驗，是全球最大的上市資產管理公司之一。自2000年將投資銀行業務出售後，施羅德集團專注於資產管理及相關業務。截止2017年底，施羅德集團的資產管理規模已經高達4358億英鎊，較上一年增長498億英鎊，增速高達13%。

從管理資產的類別來看，施羅德集團以股票投資為主。從客戶類型來看，施羅德集團的客戶主要分為資產管理和財富管理兩類，其中，資產管理客戶包括養老金等機構投資者和投資顧問等中介機構。長期以來，施羅德集團旗下大部分基金的業績均能超越基準或同類產品平均。自2004年起，施羅德集團旗下的基金中，每年跑贏基準的比例都超過60%。尤其是在2008年金融危機後，每年跑贏基準的比例幾乎都超過70%，表現十分優異。

施羅德集團有著獨特的投資理念。在進行多資產投資時，施羅德集團基於資產的風險溢價進行資產配置，甚至組建了專門的風險溢價研究小組，分別專注于權益（Equity）、信用（Credit）、期限（Term）、商品（Commodities）、通脹（Inflation）、貨幣（Currency）、波動（Volatility）和策略（Strategies）8個風險溢價的研究；

施羅德集團專注於主動投資，被動產品占比極少。在近年來歐美市場被動化投資的浪潮中，施羅德集團獨善其身，並取得了驕人的主動管理業績。在施羅德集團的理念中，武斷地認為被動跟蹤優於主動管理並不合理。根據統計，指數相對於主動基金的表現在各個市場不盡相同，並且考慮被動管理的成本後，這種相對優勢會進一步減弱。同時，施羅德集團還統計了其市場（英國與新興市場）主動基金滾動5年跑贏ETF的比例，發現主動基金相對被動產品的表現有一定的週期性，尤其是最近幾年，主動基金的相對表現十分亮眼。

施羅德集團深耕於亞太和新興市場。在施羅德集團的權益投資中，占比最高的就是亞太區股票，投資比例高達20%，另外，投資於新興市場股票比例為14%，合計占比高達34%。投資于傳統發達國家，如英國、日本、美國和澳大利亞等的總比重也僅為37%。總的來說，施羅德集團十分注重全球化的配置。

施羅德集團有著深厚的另類投資經驗。另類投資產品在其資產管理中一直佔據著重要地位，規模占比接近10%。其中，尤以房地產和私募股權為主要投資對象。為了更好地推廣另類投資產品，施羅德集團推出了極具特色的GAIA平臺，致力於為投資者提供另類投資收益的同時，又具備更高的流動性和透明性。

風險提示。本報告基於施羅德集團的歷史數據進行客觀分析，不構成任何投資建議。

行業研究

紡織與服裝：美國有意提高跨境郵費，是否將成賣家的阿喀琉斯之踵？

美國要求對跨境郵資漲價。美國總統特朗普在2018年8月23日簽署了一份備忘錄，抗議“萬國郵政”系統下美國郵政收到的低“終端費”，並要求美國與“萬國郵政”重新協商美國郵政收取的終端費，並提出在2018年11月1日前，國務卿必須就該備忘錄提出的問題作出相應執行步驟的報告。美國政府對美國郵政關切程度的提升，引發了對跨境業務郵費提價的討論。

互聯網促進跨境包裹業務增長。郵政的傳統業務以投遞信函為主，隨著互聯網的發展，傳統信函的發件需求減少，而電商促進包裹業務增長，2017年全球電商交易規模為2.3萬億美元，同比增加25%，2012-17年複合增速為21%。2006年全球郵政系統下信函收入占比48%，2016年為39%；而包裹投遞收入占比從14%提升至23%。且“萬國郵聯”國際局總局長比莎爾·侯賽因、瑞士郵政國際部主管Paul Epiney，在不同場合分別提及兩個重要觀點：1）郵政快遞需正視電商增長帶來的競爭壓力；2）某些消費者可以在郵資優惠的前提下接受稍長的投遞期限，而“終端費”規則是促進市場的發展，滿足客戶需求的。

“萬國郵政”執行差異化“終端費”分成。“萬國郵政”是聯合國下屬，專門協商國際間郵政事務的組織。根據2018年開始執行的組別表，美國和中國分別被歸類在1、3兩個組別中，在現有政策下，相同的郵件從中國往美國支付的終端費少於反向投遞。我們按現有規定下的資費標準比較“中—美”投遞費用，重達1公斤的包裹從中國投遞至美國，需要支付給美國郵政的終端費為2.45美元；反向假設，同一個包裹從美國投遞至中國，需要支付給中國郵政的終端費為3.24美元，較美國郵政收到的終端費高出32%。而且，美國郵政收取的終端費低於國內投遞的零售價格，而中國郵政收取的終端費高於國內投遞的零售價格。

應對措施。若美實行郵費漲價，賣家需主要通過調整郵遞方式、調整產品結構兩個大方面來應對，具體措施包括：1）在主要目標國建立海外倉；2）創建自有專線，或與專線服務商、e郵寶建立深入合作關係；3）減少廉價商品比例，研究消費者的消費習慣，根據不同群體開發產品組合套餐，提高每筆訂單的價格，降低郵資占比；4）開發適應高端消費群體的高價、高質量產品，提升高單價產品的比例。

投資建議。諸多在早期率先實現規模擴大的企業，提前思考行業可能的變化，並逐步進行內部調整。相比小賣家主營低單價、寄送走小包的模式，部分有實力的賣家逐步提高了海外倉的占比，同時合作或自行開發各類專線，並對所銷售的產品進行升級。跨境通：公司出口業務兩大主體環球易購和帕拓遜的業務類型既互相獨立又互為補充。帕拓遜出口以品牌商品為主，具備一定溢價能力；環球易購由泛供應鏈式的業務模式起家，基於規模優勢成為行業龍頭，並在此後對產品進行提檔。通拓科技（華鼎股份）：華鼎股份於2018年4月完成對跨境電商公司通過科技100%股權的收購，通拓科技主要在第三方平臺上銷售多品類產品，其主張跨境銷售的多元素組合，靈活運用多語言、多平臺、多國家下的不同組合運營，同時佈局海外倉，進行大數據分析。

風險提示。跨境貿易政策波動，行業競爭加劇，郵費漲價風險。

銀行：居民短貸投放加快，社融增速繼續放緩——9 月金融數據點評

9月M2同比增8.3%；9月新增人民幣貸款1.38萬億元；9月社會融資規模增量2.21萬億元。央行表示，9月起將“地方政府專項債券”納入社會融資規模統計。

專項債納入社融統計，難改社融增速繼續放緩。央行9月再次完善社融統計方法，將地方專項債納入社融統計。專項債發行多用於支持基建投資等方面，同樣反映對實體融資的供給增量。納入專項債後社融存量同比增長10.6%，增速仍然放緩，環比下降0.2個百分點；社融增量較8月提高2768億元，較去年同期少增397億元。環比多增主要由於在“補短板”政策導向下9月專項債發行加快，9月新增專項債7389億元，環比多增3283億元，是自2017年初以來的高點。

還原後舊口徑下季末9月社融增量低於季中8月。9月新增社融1.47萬億元，與8月相比少增550億元；舊口徑社融存量增速9.67%，增速下降了0.47個百分點。主要由於9月專項債發行量較大，擠壓了企業債券融資，9月債券融資為142億元，環比少增了3234億元。

對公投放季節性小幅回升。三季度中長期貸款投放的高點為7月。銀行在季初加速投放儲備項目後，季末9月對公投放小幅回升但沒有明顯放量，企業貸款、企業中長期貸款分別環比多增645億元、375億元。在三季度同業利率處於低位、流動性充裕的環境下，對公投放量僅季節性小幅回升，說明需求端仍然沒有明顯好轉。

當前銀行貸款投放偏好居民部門。9月居民貸款占比54.6%，環比多增532億元。主要由於銀行加快了居民短貸的投放，9月新增短貸3134億元，超過了年初的高點。往年由於個體經營者會在春節前補充流動性，全年中居民短貸增量的高點往往是年初。9月新增居民中長期貸款則環比少增106億元。M2小幅回升，住戶存款增速持續提高。9月M2同比增長8.3%，環比小幅回升0.1個百分點；各項存款同比增長8.54%，環比小幅回升0.26個百分點。M2、存款增速的小幅回升主要由住戶存款拉動。自4月底以來住戶存款增速持續提高，9月環比提高0.31個百分點至9.01%。相比之下新增企業、非銀存款均不及去年同期，財政存款的投放也同比減少499億元。

投資建議。在寬貨幣的環境下貸款沒有明顯放量，表明銀行當前風險偏好沒有改善。三季報披露臨近，貨幣市場利率中樞處於低位有利於同業負債占比較高的銀行息差改善。在這背景下我們繼續看好獲取優質資產能力較強、風控較為穩健的銀行。給予行業“優於大市”評級，公司推薦建設銀行。風險提示：企業償債能力下降，資產質量大幅惡化；金融監管政策出現重大變化。

家用電器與器具：9 月空調數據簡評：高基數下內銷出貨繼續負增長

產業在線發佈9月家用空調數據。2018年9月家用空調生產907萬台，同比-10.7%；銷售901萬台，同比-8.2%；其中內銷出貨618萬台，同比-14.7%；外銷出貨284萬台，同比+9.9%。累計數據來看，

2018年1-9月家用空調生產12104萬台，同比+6.7%；銷售12336萬台，同比+7.0%；其中內銷出貨7603萬台，同比+8.5%；外銷出貨4733萬台，同比+4.8%。

我們認為短期來看，補庫存週期宣告結束疊加終端零售較為平淡的銷售情況，下半年行業出貨端具備一定壓力，且基數壓力將大概率延續至19H1。長期來看，空調天花板尚遠，強者恒強邏輯下龍頭市場地位難以撼動，白電基本面扎實穩健，低估值、充沛現金流及良好資產質量提供足夠安全墊，推薦三大相關白電龍頭格力電器、美的集團、青島海爾。

風險提示。終端銷售不及預期；渠道庫存壓力。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第571章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團－海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，僱員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。