

俄罗斯金融市场与资产管理行业

真正增长还没有实现

关注经济改革起始，预先搭建投资基础
为您的成功抢得先机

安得雷·阿哥变 **Andrei Akopian**
管理合伙人

王瑜 **Summer Wang**
业务发展经理, 香港
Caderus Capital

中国与俄罗斯近在咫尺也还远在天涯

双方跨境投资活动还很落后

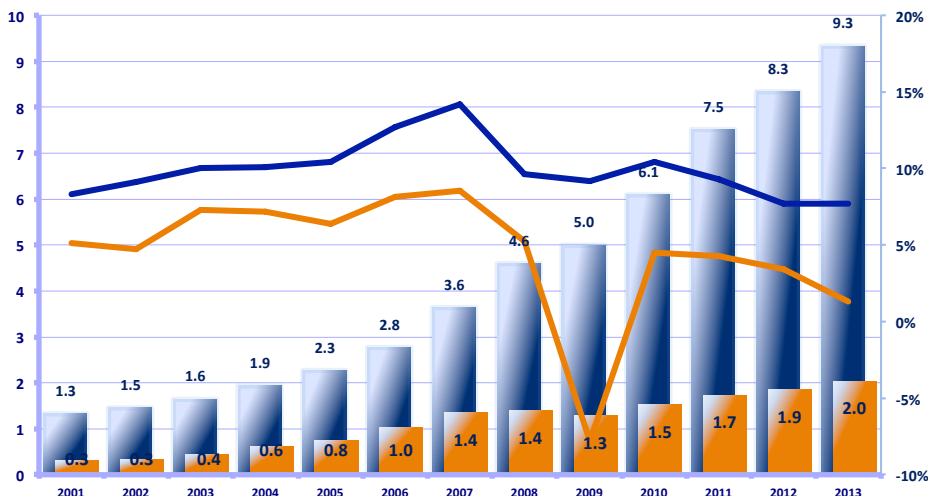
两大邻国必须加强发展双边金融投资关系

- 中俄主权财富基金已创建了规模为**20亿美元**的合资私募基金（**CIC-RDIF**）
- **2013年**俄罗斯的几大银行在香港交易所发行点心债券
- 在中国还没有聚焦俄罗斯的**QDII基金**或者**ETF**
- 目前在俄罗斯还没有专投中国的基金， 但已有第一个**MSCI中国ETF**
- 俄罗斯客户对于中国主题投资产品的兴趣不断增长

中俄经济规模不一样

中国的经济比俄大**4倍**，金融行业也大的多

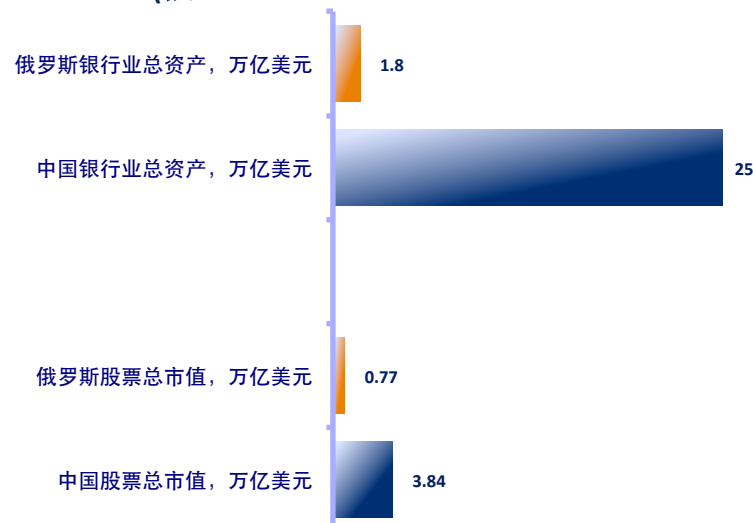
中国(蓝条)与俄罗斯(橙条)的GDP(万亿美元)和实际增长(右轴, %)



资料来源: 中国国家统计局, 俄罗斯统计局, Caderus分析

- 银行业资产总额 (2013年12月):
俄罗斯为**1.8万亿美元** (年度同比+16%)
中国为**25万亿美元** (年度同比+16.5%)
- 股票总市值 (2013年12月):
俄罗斯 **7,721亿美元** (不包括LSE以及NY)
中国 **3.84万亿美元** (不包括香港以及NY)

- 中国GDP 较俄大**4倍**，增长速度则高出**5倍**
- 2013国家预算收入与支出分别为:
(“+” 收入/“-” 支出) **2.1万亿 / 2.3万亿美元 (中)**
0.74万亿/0.76万亿美元 (俄)
- 预算占GDP的比例: **23%与25% (中)**
36.1%与37.4%
- 2013国家预算赤字: **-1.9% (中)**
-1.3% (俄)



经济增长的另一计量方法

以美元计算的年度增长

- 在俄卢布升值下，以美元计算的俄罗斯经济增长在**2008年危机之前**有为**25%-37%**
- **2011-2013**以美元计算的年度增长仍在**10%左右**
- 然而**2014年**俄罗斯GDP却会出现以美元计算的负增长
- 下滑的主要原因如下：
 - 由私营工业及国家企业的投资下跌
 - 私人消费出现缓慢增长
 - 原材料价格下跌
 - 卢布疲软: 年初至今卢布贬值了**9.8%**

中国（蓝色）与俄罗斯（橙色）的以美元计算的GDP年度增长（右轴，%）



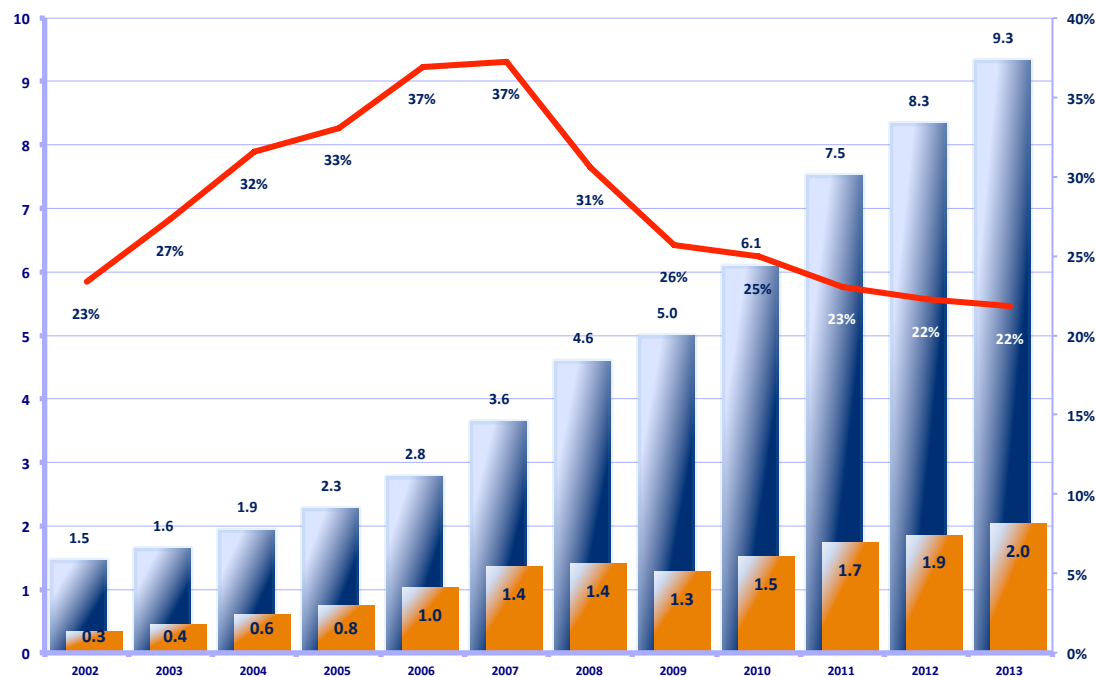
资料来源：中国国家统计局，俄罗斯统计局，Caderus分析

趋势已改变

转机即将发生?

- 以美元计算的俄罗斯之经济相对于中国一直在增长，却于2007年发生转变，之后也持续下滑

以美元计算俄罗斯GDP占中国GDP的比例（红线，右轴 %）

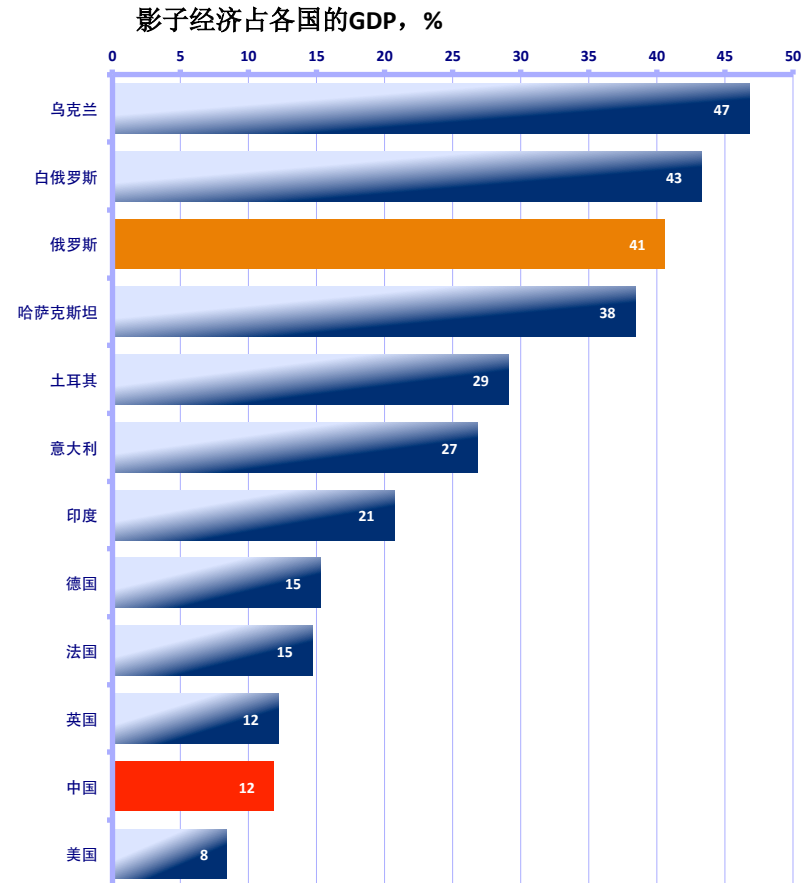


资料来源：中国国家统计局，俄罗斯统计局，Caderus分析

没有被捕捉到的经济数据

影子经济于**2008**年开始回升

在俄罗斯影子经济占GDP的**41%**，而在中国
只占**12%** (数据来源于世界银行)



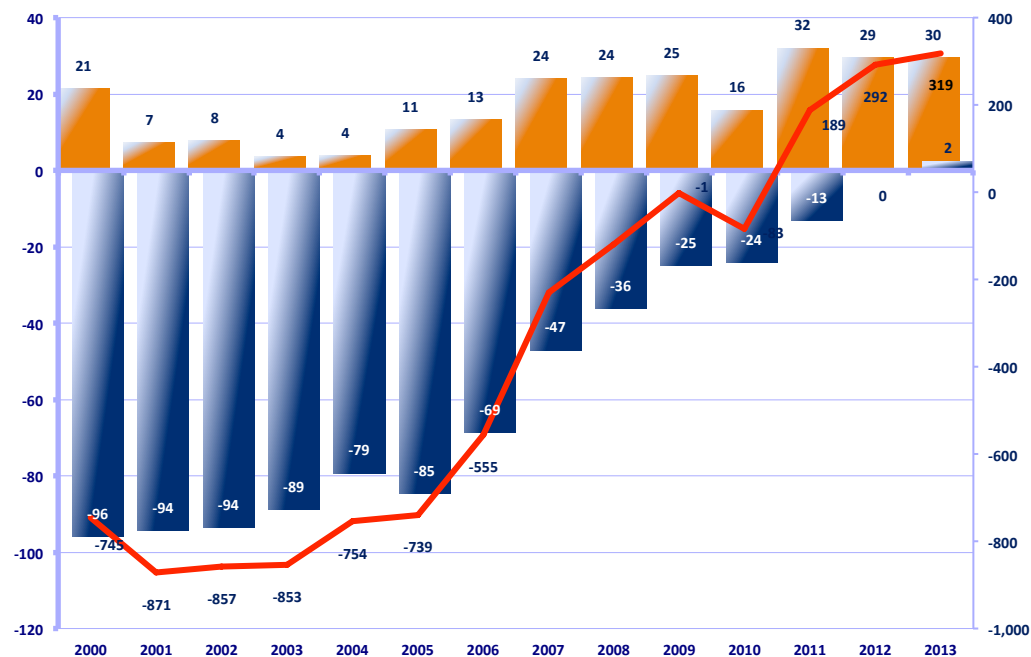
资料来源：世界银行2007研究报告，Caderus分析

人口增长为关键

消费、储蓄、与投资增长

- 俄罗斯人口动态在**2011**年由负增长转为正增长
- 人口增长呈现区域性集中
- 莫斯科成为俄罗斯其他地区与周边国家吸引劳动人口的城市
- 年龄为**15-59**岁的人口:
 - 中国 **9.2**亿人 (同比 **-1.9%**)
 - 俄罗斯 **9千4**百万人 (同比**+10.2%**)

俄罗斯人口自然增长(蓝条), 净移民(橙条), 与总增长(红线), 万人



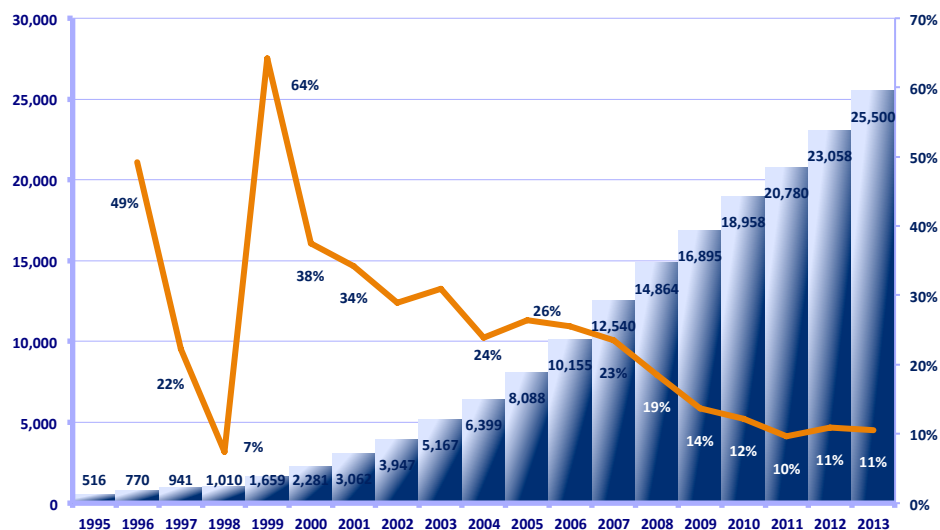
资料来源: 俄罗斯统计局, Caderus分析

购买力平价(PPP)的人均GDP及收入

隐藏在数据后面的不平均分配收入

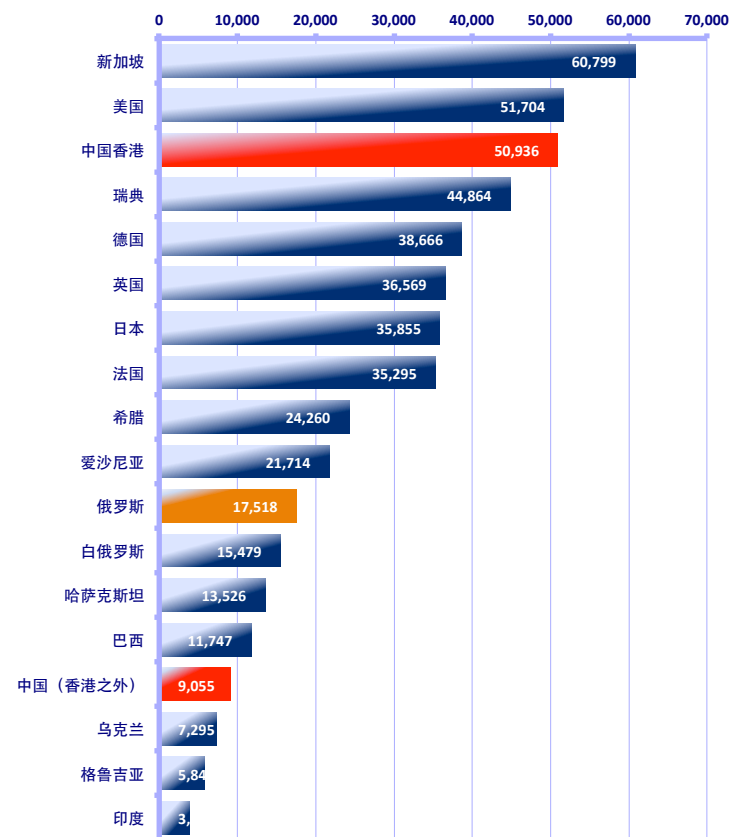
- 2013年俄罗斯1.1亿成年人的平均财富为10,976美元 (2.2万美元在中国)，根据瑞士信贷2013年的研究报告
- 财富中位数为871美元 (8023美元在中国)
- 国内总财富为1.2万亿美元(俄), 22.2万亿美元 (中)
- 仅110个亿万富翁却拥有俄罗斯35%的财富

俄罗斯人均收入(卢布)与名义增长(年度同比, 右轴 %)



资料来源: 俄罗斯统计局, Caderus分析

基于PPP的人均GDP, 当前国际货币

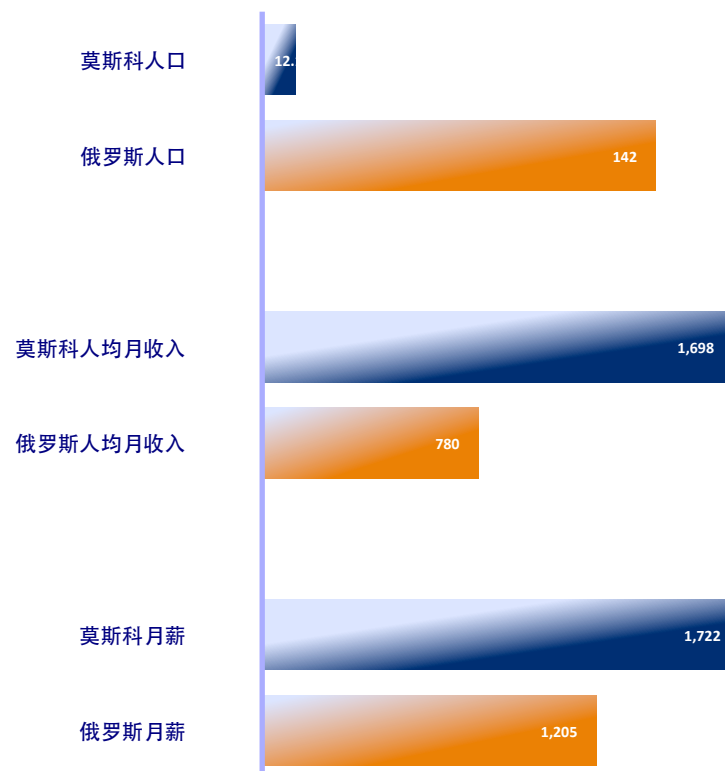


资料来源: 国际货币基金组织, Caderus分析

俄罗斯不是莫斯科，莫斯科不是俄罗斯

莫斯科人均收入为俄罗斯的两倍

- 莫斯科人口：
 1210万人，占俄罗斯总人口的8.5%
 1600万人，占俄罗斯总人口的11.3%（包括郊区）
- 2013年人均月收入：
 俄罗斯: 25,500卢布 (780美元; 年度同比10.7%)
 莫斯科: 55,500卢布 (1,698美元; 年度同比14.3%)
- 2013年平均月薪：
 俄罗斯: 39,400卢布 (1,205美元; 年度同比8.5%)
 莫斯科: 56,300卢布 (1,722美元)



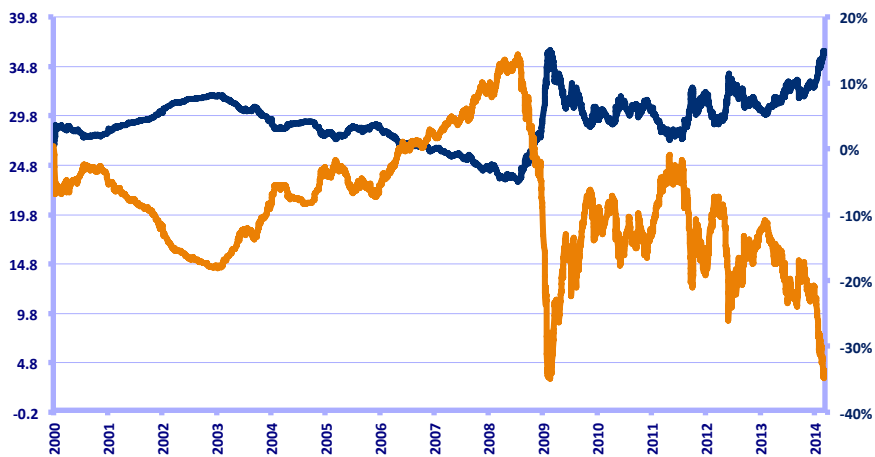
资料来源：俄罗斯统计局，Caderus分析

俄罗斯经济的其他方面

国家储备与国家债务仍然看好, 卢布差强人意

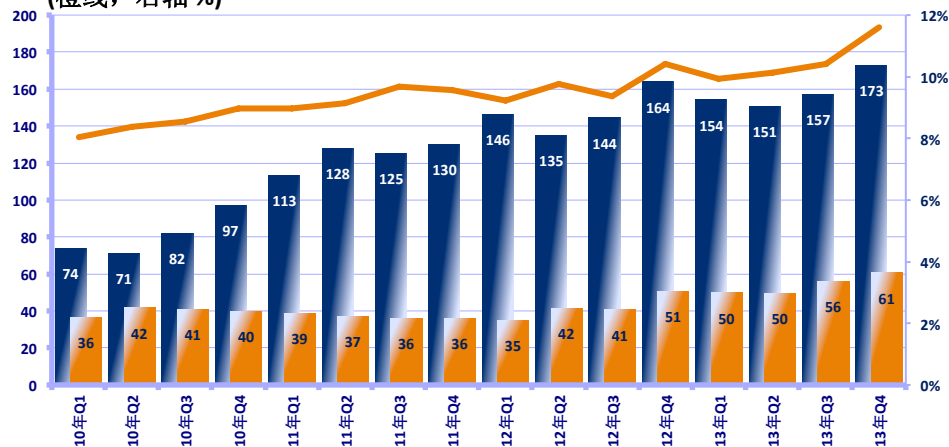
- 2013年外汇储备: 4690亿美元 (俄)
3.8万亿美元 (中)
- 2013年通货膨胀: 6.48% (俄), 2.6% (中)
- 2013年国家总债务/GDP: 12% (俄), 21% (CN)
- 2013年国家预算的赤字: -1.3% (俄), -1.9% (中)

卢布对美元汇率 (蓝线); 卢布对美元汇率变化 (橙线) 右轴 %

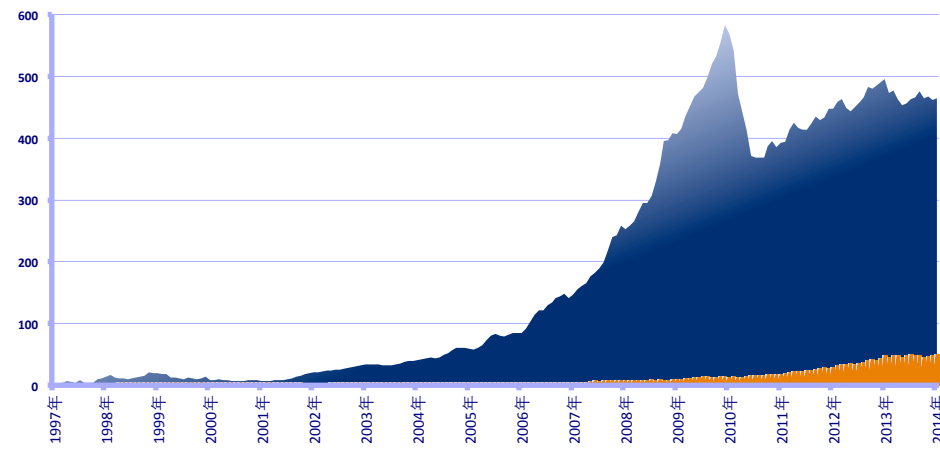


资料来源: 俄罗斯统计局, Caderus分析

俄罗斯国家内债 (蓝条) 与外币债务 (橙条, 十亿美元), 国债占GDP的比例 (橙线, 右轴 %)



俄罗斯外汇储备 (蓝色, 十亿美元) 黄金储备 (橙色, 十亿美元)

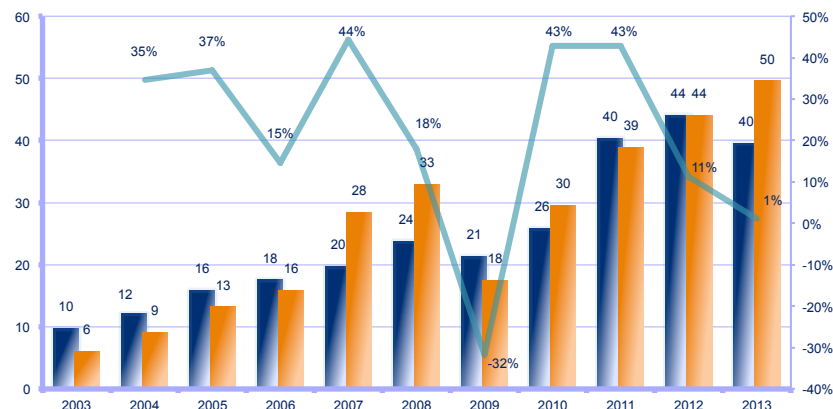


资料来源: 俄罗斯央行, 俄罗斯财政部, Caderus分析

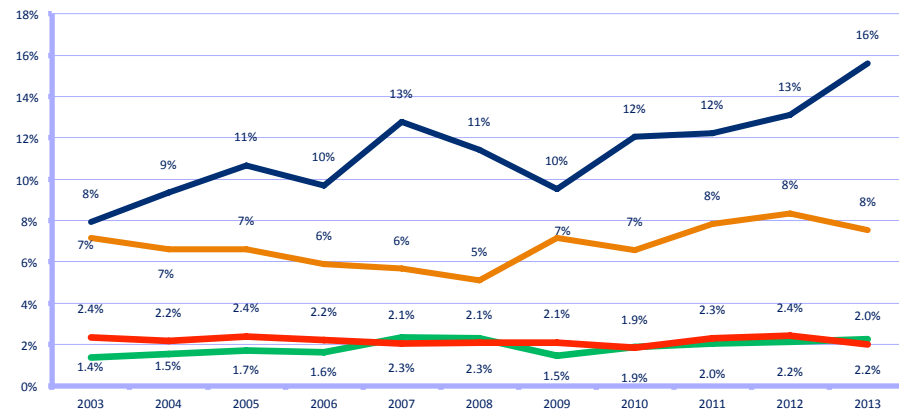
中俄双边贸易

单行的增长

俄对中的出口 (蓝条, 十亿美元), 俄由中的进口 (橙条, 十亿美元), 中俄双边贸易额的增长 (曲线, 右轴 %)



俄由中进口占全俄进口比例 (蓝线), 俄对中出口占全俄出口比例 (橙线); 中由俄进口占全中进口比例 (红线), 中对俄出口占全中出口比例 (绿线)



资料来源: 俄罗斯统计局, 世贸组织, 中国海关总署, Caderus分析

- **2013年 俄罗斯对中国的出口同比下滑10.2%, 由中国的进口却同比增加12.6%**
- **由中国进口额占俄罗斯总进口额的15.6%**

俄罗斯金融市场

将来的一个投资良机

市盈率极低- 上升空间大；关注全面改革的起步

- 股市已经探底
- 对外来投资组合和直接投资没有限制
- 正在进行市场基础改革
- 国内缺乏流动性，流通股本低
- 国内散户的投资活动落后

俄罗斯股市

3月份之前市盈率很低: 还不叫机遇吗

2013年	Russia	China
国内股票市值, 万亿美元	0.77	3.85
占GDP的比例	38%	41%
平均股票流通股本	27%	83%
流通股本市值, 万亿美元	0.21	3.19
境内上市公司数 (家)	271	2,495
上市公司的股票数 (份)	334	2,539
平均每日股票成交金额 (十亿美元)	1.3	40
平均市场的P/E	4.1	10.42
平均市场的P/B	0.7	1.4
零售投资者开户数 (百万户) (2012年)	0.85	227.2
占全国人口的比例	0.6%	17%

MICEX指数表现, 1997-2014



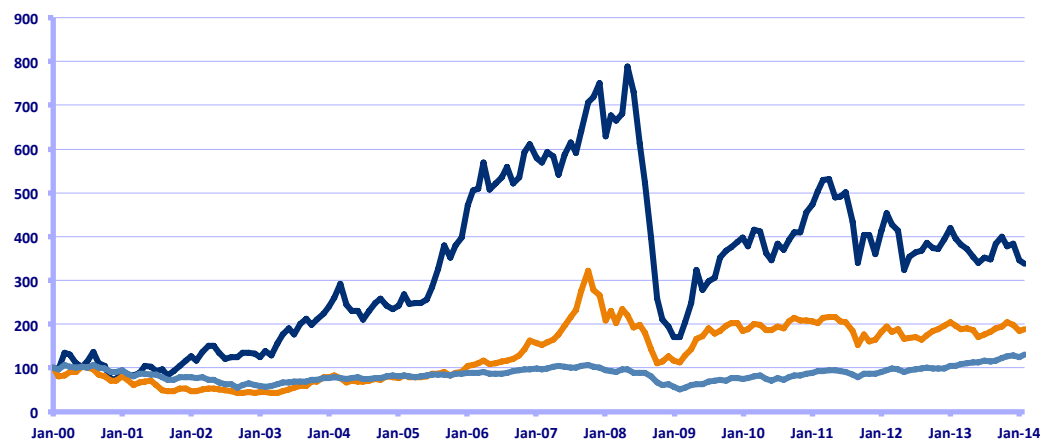
资料来源: 莫斯科交易所, Caderus 分析

不同市场MSCI指数表现比较

令人意想不到的结果

- 俄罗斯 市场在**2008**年之前大多数时候表现优异，是指数表现之星
- 美国市场在**14**年里的表现却更平稳
- 俄罗斯市场自**2014**年**2月28日**MSCI公布各个市场表现数据后持续下滑，失去了优势的一部分
- 俄罗斯占MSCI新兴市场指数的**6.11%**，中国占**19.81%** (2013年末)
- 来自全球共计**1.5**万亿美元资产的不同投资基金在跟踪MSCI新兴市场指数

MSCI 俄罗斯 (蓝线), MSCI 中国 (橙线) 和 MSCI 美国 (淡蓝线) 指数相对表现 2000-2014 (28 Feb)

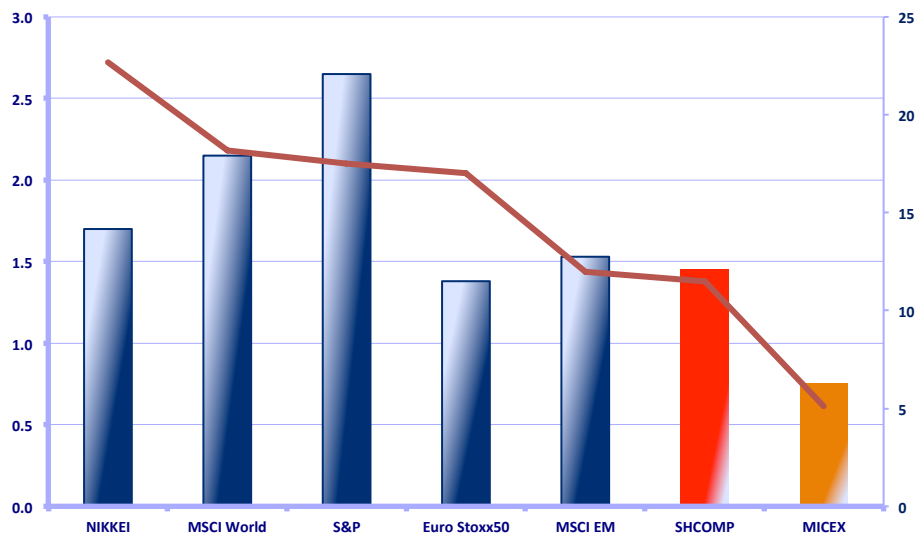


数据来源: MSCI, Caderus分析

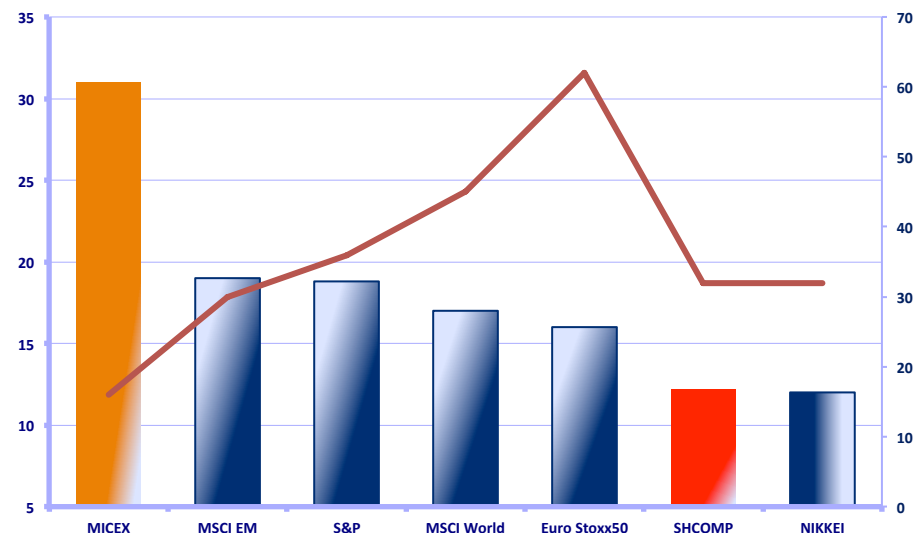
俄罗斯与其他市场: 指数比较

看起来很有竞争力

不同的股市指数: P/E 和 P/B (2013年)



不同的股市指数: EBITDA利润率 (条) 和股票派发比率 (线), %



资料来源: 彭博, Caderus分析

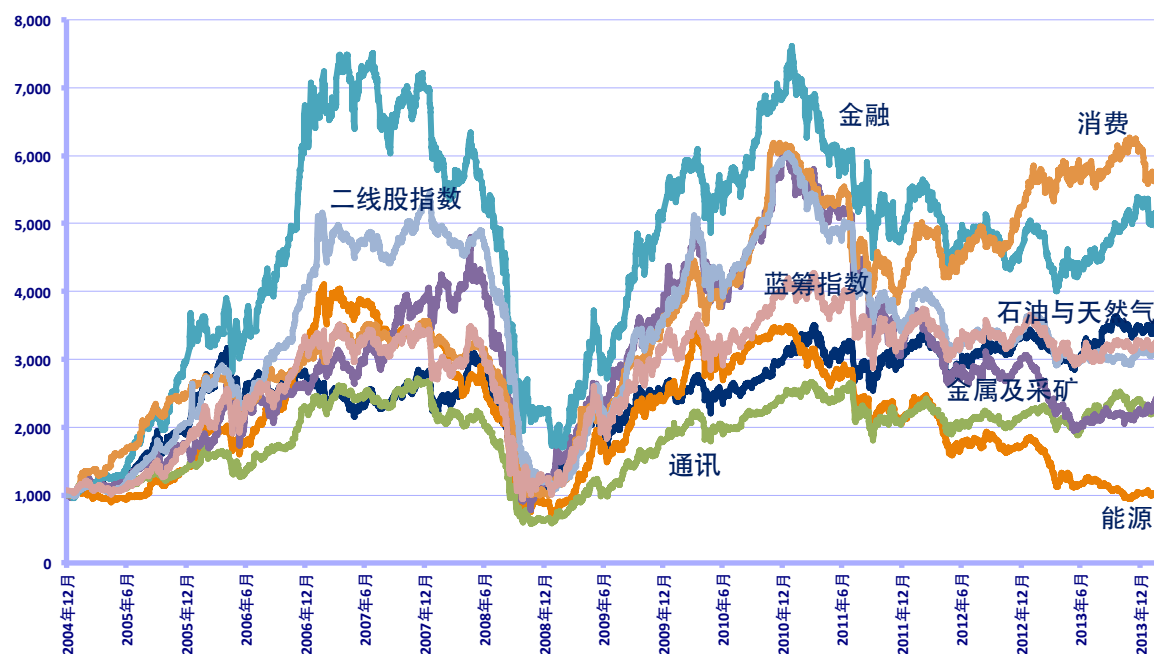
- 俄罗斯按照市盈率和P/B是最便宜的股市。2014年3月起又是更便宜。
- 公司的利润率优势, 而派息率落后
- 股息率很有上升空间

行业指数相对表现

消费与金融行业领先; 能源行业回落至2008年的水平

- 金融股自**2004**年起大多数时候都提供了更好的增长机会和保护作用
- 二线股（交易量低、市值不高的股票）只有在大市好的情况下表现良好
- 能源股由于政府监管不稳定而最受影响
- 石油与天然气股表现相对稳定

MICEX 行业股票指数长期相对表现 2004-2013



数据来源 俄罗斯交易所, Caderus分析

MSCI俄罗斯: 指数成份股

覆盖着大部分股市的流动性

- 一共是由**22**成份股组成的
- 本指数覆盖俄罗斯流通市值的约**85%**

十大股票	市值 卢布十亿	市值 美元十亿	权重, %	累计	行业	行业权重
天然气工业公司	1,647.7	45.1	22.5%	22.5%	能源	39.6%
卢克石油公司	1,001.8	27.4	13.7%	36.2%	能源	24.1%
联邦储蓄银行	983.9	27.0	13.5%	49.7%	金融业	74.8%
Magnit公司 GDR	523.3	14.3	7.2%	56.8%	消费	100.0%
诺瓦泰克公司 GDR	414.4	11.4	5.7%	62.5%	能源	10.0%
诺里尔斯克镍业公司	331.2	9.1	4.5%	67.0%	材料	54.2%
MTS公司 ADR	319.7	8.8	4.4%	71.4%	电信服务	51.3%
鞑靼石油公司	299.1	8.2	4.1%	75.5%	能源	7.2%
俄罗斯石油公司	284.4	7.8	3.9%	79.4%	能源	6.8%
VTB 银行股份公司	218.4	6.0	3.0%	82.4%	金融业	16.6%
总计	6,023.9	165.0	82.4%			

资料来源: MSCI, Caderus分析

	行业权重	累计
能源	56.8%	56.8%
金融业	18.0%	74.8%
电信服务	8.5%	83.3%
材料	8.4%	91.7%
消费	7.2%	98.9%
公用事业	1.2%	100%
	100%	

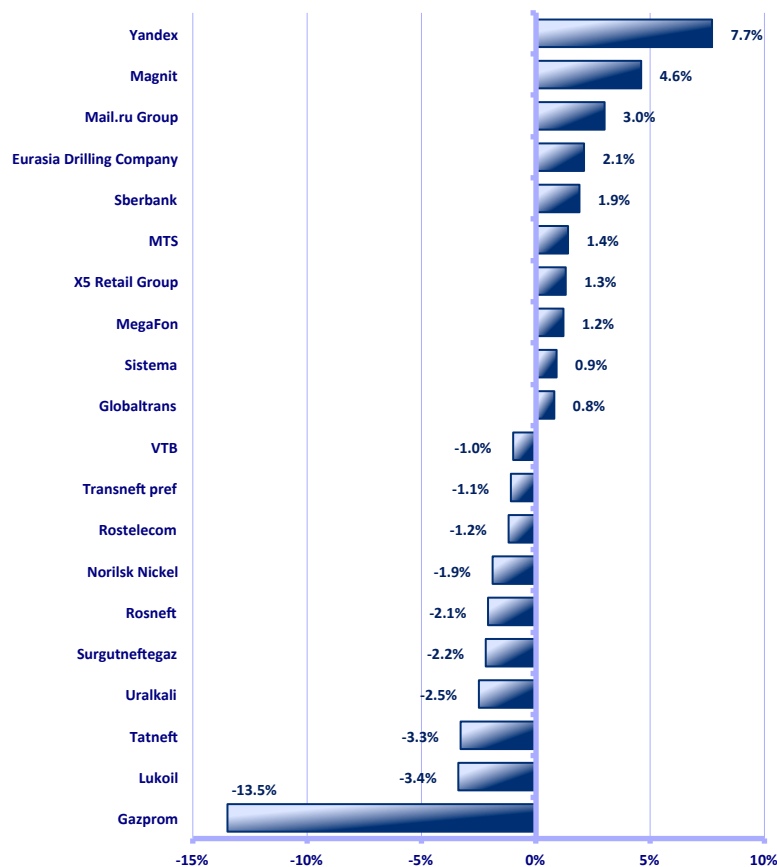
资料来源: MSCI, Caderus分析

蓝筹股的流行性

石油天然气股被大量减持，金融与TMT则超配

- 成长型股票过度增持
- 互联网、零售与移动通讯行业超配
- 石油天然气行业被大量减持，尤其是Gazprom

蓝筹股的流行性相对于MSCI 基准



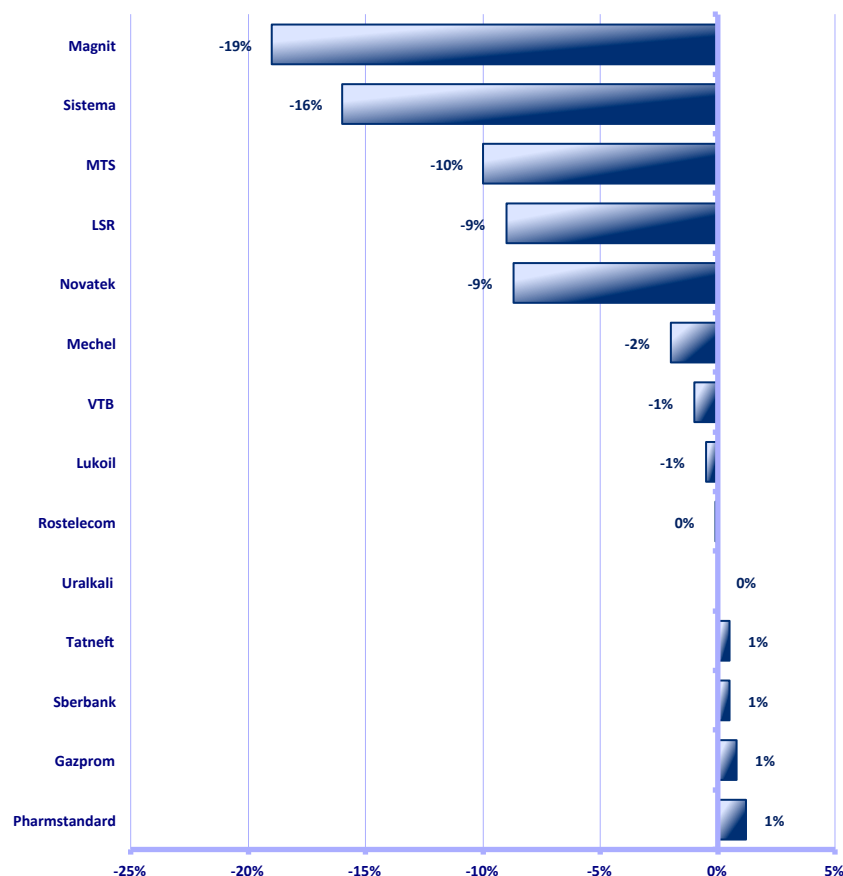
资料来源: 储蓄银行研究报告

在莫斯科与伦敦交易所的俄罗斯股票

更完备的基础设施在伦敦, 莫斯科在进步

- 伦敦交易所占俄罗斯股票总交易金额的 **45%-55%**
- 对于蓝筹股的比例还要高
- 其原因之一是外国基金占主导地位
- 重大改变: Euroclear和Clearstream将在 **2014年7月1日**为俄罗斯境内股票设立直接计算
- 这种改革在**2012-2013年**对于俄罗斯债券市场有很大影响

境内股票对ADR/GDR的折扣, %



资料来源: 莫斯科交易所, 伦敦交易所, Finam 分析

俄罗斯固定收益市场

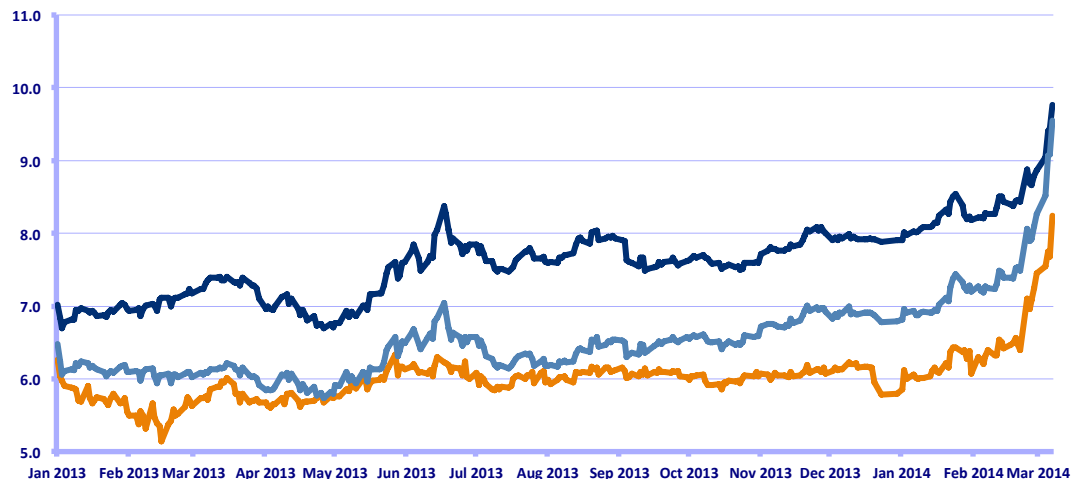
市场基础设施改革将提高流动性

- 在莫斯科交易所上卢布债券市场总规模为**2,459亿美元**（总数的**99%**）
- 每日成交额约**10亿至15亿美元**，其中**2/3**为联邦债券，**30%**为公司债券，余额为地区债券
- 通过Euroclear 和 Clearstream直接操作以卢布结算（**2013**年开始操作政府债券，**2014**年**4**月将开始操作公司债券）
- 至此以后，外资持有的政府卢布债券比例上升到**2013**年的**25%**
- 债券收益率自**2014**年**3**月起大幅度上升

2014年3月14日 十亿美元	总面值	权重	每日以市值计算的 成交额
公司债券	130.5	53.1%	0.37
联邦债券 (OFZ)	95.6	38.9%	0.75
地区债券	19.8	8.1%	0.05
总计	245.9	100%	1.18

资料来源: 莫斯科交易所, Caderus分析

俄政府零息卢布债券收益率动态, % (1年的-橙线, 3年的-淡蓝线, 10年的-蓝线)



资料来源: 俄罗斯央行, Caderus 分析

金融市场的监管机构

超级监管机构: 俄罗斯央行

- 俄罗斯央行负责以下机构类的监管:
 - 商业银行
 - 保险公司
 - 投资管理公司
 - 养老基金
 - 券商
 - 交易所
 - 小额贷款公司
- 外国机构投资者到俄投资，或者俄机构投资者到外投资，都没有执照要求或配额限制
- 俄罗斯散户客户在不需要通过央行审核批准下，每年允许到境外投资最高7万欧元

俄罗斯资产管理行业

仍然在发展的起步阶段

低风险承受能力，缺乏信任度，短线投资

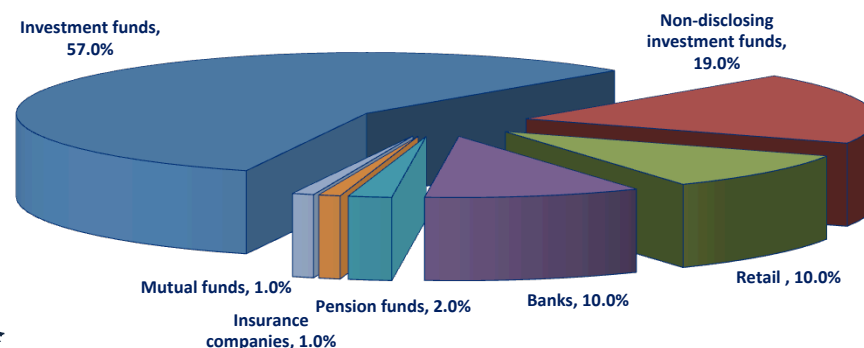
- 平均个人储蓄水平低下, 财富高度集中
- 偏爱个人主动资产管理，亿万富豪管理资产时，都需要全权控制
- 用银行存款或直接进行房地产投资是两个替代投资方式
- 股市负动态
- 资本外逃，自**2011**年起出现负面经济增长预期

谁占有俄罗斯股市

消极的散户投资者和小型的投资基金行业

- 市场自由流通股本占总市值的**25%**左右
- 散户投资者拥有**10%**的流通股本(**2亿美金**)
- 俄罗斯银行约占**10%**
(Sberbank 2013年第三季度研究报告)
- 投资基金(PIFs) 只占**1%**以下
- 在俄罗斯全球基金、全球新兴市场基金和指数基金是重要的投资者

2013年按投资者类型分布的股票自由流通股本股东



资料来源: 储蓄银行分析

俄罗斯投资者：境内资产与离岸资产

监管制度与流动性不同, 对待客户的焦点也不同

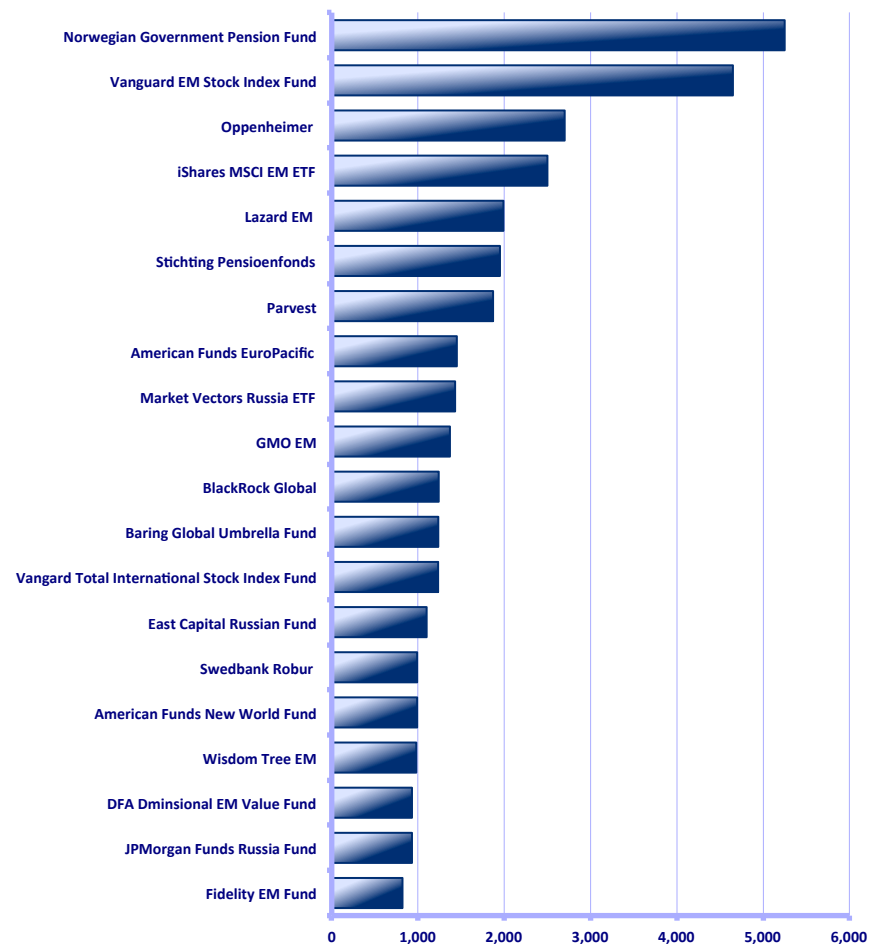
- 俄罗斯民间资本自苏联解体后积极迁移到离岸司法管辖区和“安全天堂”
- 被输出俄罗斯资产估计在5千亿至1万亿美元之间
- 高达75%的外商直接投资进入俄罗斯资本其实是俄罗斯资本由境外再投资到俄罗斯
- 离岸资本更加灵活和机动，缺乏监管以及享有低税收，无外汇管制
- 许多超级亿万富豪在莫斯科和伦敦成立家族办公室管理自己的离岸资本
- 离岸投资基础货币主要是美元，从货币风险角度更加容易管理

在俄罗斯投资的基金

主要由欧美机构投资者主导

- 截止于2013年第三季度**4 000**家俄罗斯与国际投资基金拥有总资产**1210**亿美元（占总市值的**76%**）
- **14**家大型基金拥有资产**300**亿美元（占总数的**28%**）
- 外国投资者约占有俄罗斯股票市场流通股本的**70%**
- 其中**1/3**来自美国，**1/3**来自除英国的欧洲其他国家地区，**1/4**来自英国，**9%**来自其他国家与地区(俄罗斯储蓄银行研究报告)

俄罗斯2013年按股权占有量排列的前二十国际基金 百万美元



俄罗斯养老基金

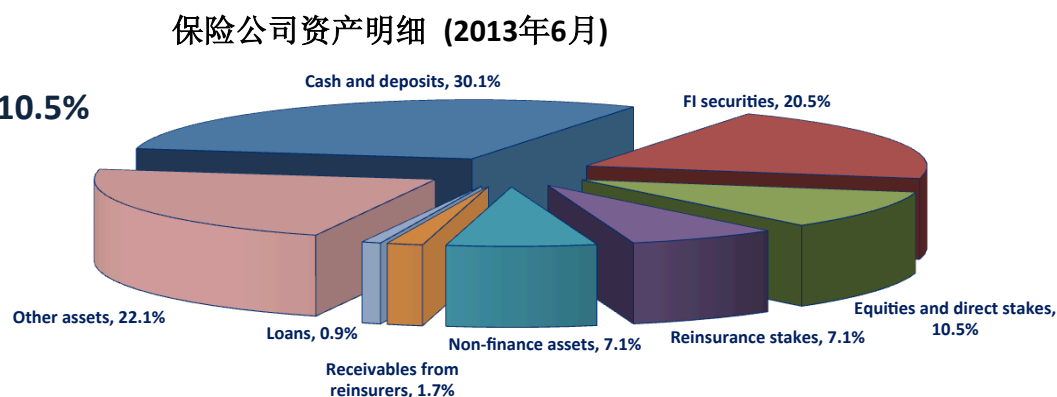
长线大型投资者，资产良性增长至2013年

- 养老基金由俄罗斯国家养老基金以及126家非国家养老基金累计组成
- 养老基金资产由国家管理公司(VEB)和49家私营管理公司管理
- 养老金资产由以下两项组成 (不同的投资规则)
 - 养老金储蓄(强制性供款)
 - 养老金储备 (个人及雇主的自愿性供款)
- 允许境外投资的养老储蓄部分包含货币投资和投资于外国证券的投资基金与金融机构债券 (各占总资产的20%)
- 最低回报目标: 跑赢通胀
- 于2013年发生的调控变动影响了此行业之前的良性发展

保险公司

极为保守的投资方式

- 截止于**2013**上半年，总共有**454**家保险公司
- 截止于**2013**上半年，总行业资产为**1.16**万亿卢布(**322**亿美元年，度同比**+3.6%**)
- 保险公司在**2008**年前积极使用委托管理的证券投资方式，遭受巨大损失
- 正发展内部管理能力
- 固定收益投资组合占总资产的**20.5%**
- 股票投资组合在**2013**年6月占总资产的**10.5%**



资料来源: 俄罗斯央行, Caderus 分析

在俄罗斯的投资基金(PIFs)

等待经济繁荣时期中

- 俄罗斯资产管理行业规模比较小:

俄罗斯: **407**家资产管理公司, 管理资产总额: **1.87**万亿卢布 (**512**亿美元)

中国: **82**家资产管理公司, 管理资产总额: **CNY29,1tn** (**\$477.2bn**; **+8.14%**年度同比)

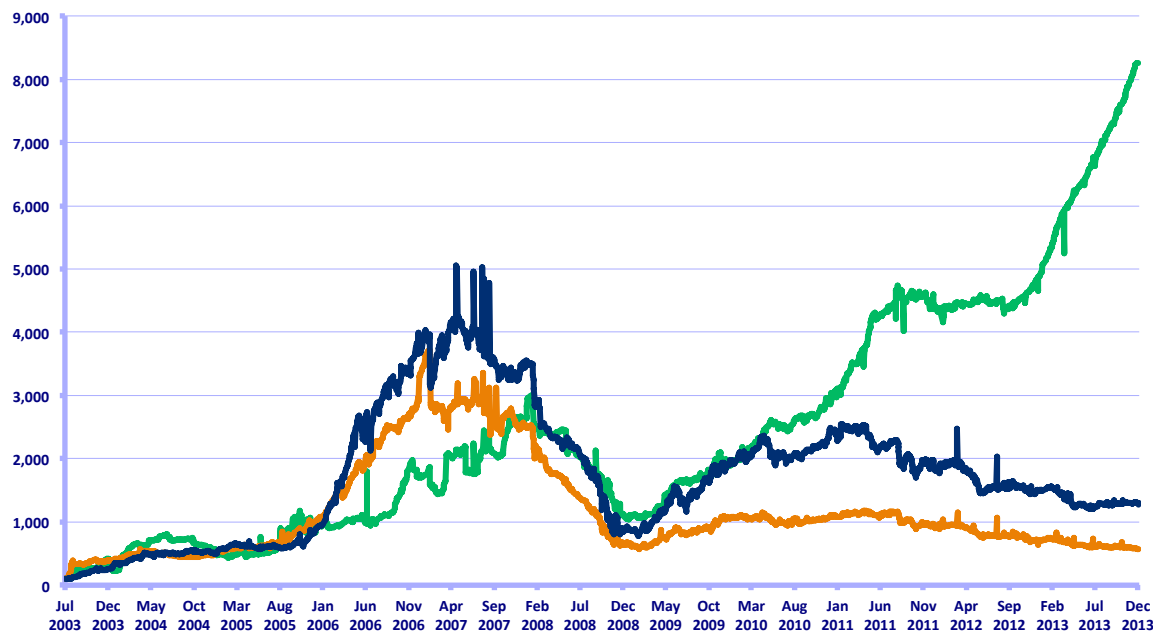
- 十大资产管理公司所管理资产规模占总行业资产的**67%**

债券基金投资最受追捧

股票投资基金处于低点

投资基金资产管理规模指标：股票型（蓝线），债券型（绿线），混合型（橙色线）

- 在经济繁荣时期**2005-2007年**股票基金市场主流
- 债券基金管理资产的实际增长开始于**2012年夏天**，Euroclear/Clearstream的改革为主要原因
- **2010年**的恢复性增长结束后，债券投资基金几乎募集了所有新的现金
- 投资于股票型投资基金处在低点



资料来源: National Ratings Agency, Caderus 分析

俄罗斯ETF基金

新生行业

- 我们一共发现**7**只投资于俄罗斯股市的资产大于**50%**的ETF
- 还有**76**只投资于俄罗斯股市的资产大于**1%**的ETF
- **2013**年起在莫斯科交易所**10**只ETF
- 概念还是新的，交易量也很低
- **2014**年**2**月**MSCI**中国ETF在莫斯科交易所登场了

中国资产管理公司在俄的战略

Caderus 在2013年夏天经过走访的调查研究

- 在2013下半年 Caderus走访了一系列中国的资产管理行业参与者，询问他们投资俄罗斯市场的态度和计划
- 由于缺乏可见性，信息交流，投资合作和具有双市场专业知识的专业人士，俄罗斯市场还是完全未知市场
- 我们识别并确认了一批计划投资于俄罗斯市场的中国资产管理公司
- 俄罗斯市场将来具有大型上升潜力
- 目前应该关注大刀阔斧的改革方案，并在那之前建立好完备的投资基础设施

谢谢!

联系我们方式



CADERUS CAPITAL

Andrei AKOPIAN

管理合伙人

+79175776911

+852-81799277

aa@caderus.com

www.caderus.com

© 2014 Caderus Capital. 版权所有.