

策略

新興消費:滿足美好生活需要——新時代新產業系列(2)

核心結論：①消費從GDP貢獻中的配角走向主角：中產崛起提高消費能力，邊際消費傾向更高的80和90後成為消費主力，新業態湧現滿足多元化消費需求。②品牌消費：行業集中度提升和產品品質改善增強品牌龍頭盈利能力，A股日常消費市值最大的三大公司（行業）17Q3ROE（TTM）為28%（13%），可選消費為26%（11%）。③服務消費：17Q3我國服務業占GDP比重為53%，相當於美國、日本1980s年代初水準，它們最新資料為75%、70%。④滿足美好生活需要的新興消費體現為品牌化、服務化。

從經濟增長的貢獻看，消費從配角走向主角。①我國消費占GDP比重遠低於發達國家。2016年我國消費占GDP比重為53.6%，美國為86.4%，日本為75.7%，韓國為64.0%。②我國未來消費業發展空間非常廣闊，消費從配角走向主角，原因有三：一是2016年我國人均GDP為8145美元，中產崛起進一步推動消費。二是80、90後成為消費新主力，邊際消費傾向更高。三是新業態不斷湧現滿足更多元化的消費需求。

新時代新興消費：品牌化、服務化。①展望未來，新時代美好生活需要發展新興消費（品牌化、服務化）。近兩年以來多數必需消費的行業集中度提升鞏固龍頭品牌地位，部分可選消費如文化傳媒、教育、旅遊等行業迎來快速發展，消費呈現出品牌化、服務化的新特徵。②品牌消費：品質提升和性能改善鞏固品牌的護城河，自主品牌加速崛起。國際巨頭的誕生也昭示著這些行業國際競爭力增強，表明經濟體正從大變強，而我國也初步顯露這一趨勢，龍頭比非龍頭企業盈利能力更強。③服務消費：我國服務業方興未艾，相當於發達國家1980s年代初水準。自2010以來我國第三產業/GDP占比不斷提升，2017Q3達到53%，僅相當於美國、日本、韓國1980s年代初的水準。

新興消費1：品牌消費。①食品飲料行業由“增量”逐步轉向“提質”，龍頭優勢愈發凸顯。重點公司：貴州茅臺、伊利股份、海天味業。②電商龍頭增速回落但邊際份額穩定，實體零售增長分化，龍頭引領業態創新，提供更高效率、更優體驗、更高性價比，重點公司：永輝超市、蘇寧雲商。③對標海外，我國品牌服飾各子品類集中度低，獨運動服飾CR10高達74%。中國品牌服飾行業集中度逐步提升，龍頭強勢地位逐步顯現，重點公司：太平鳥、安正時尚、歌力思。④家電行業整體集中度較高，龍頭上下游議價力強。中國三大白電產能世界居首，全球化開疆擴土可期，重點公司：格力電器、美的集團。

新興消費2：服務消費。①中國已成全球第一大遊戲市場，移動遊戲為核心增長引擎。立足移動遊戲，看好三大方向：遊戲出海、電子競技、AR/VR/H5等遊戲新模式。重點公司：三七互娛、完美世界。②我國旅遊業迎來黃金十年。推薦公司：峨眉山A、中青旅。③醫療服務行業保持高增長。2018年國內創新藥產業高潮開啟，民營體檢行業投資迅速發展，保健品終端需求旺盛，重點公司：恒瑞醫藥、貝達藥業、泰格醫藥、愛爾眼科、美年健康、片仔癀。④我國電商增速維持在30%左右，阿裡、京東等龍頭仍需依靠協力廠商物流。快遞業分化加劇，未來看重業務量的擴張，重點公司：韻達股份、申通快遞。

風險提示：經濟增長速度快速回落，通脹快速高企引發貨幣政策從緊。

金融工程

基於因數剝離的FOF擇基邏輯系列六——多元因數剝離體系的模型優化之特徵選擇

本文是《抽絲剝繭與Alpha提純——基於因數剝離的FOF擇基邏輯》系列的第六篇報告，主要將視角從針對國內市場的因數構建切換回模型優化方法論的探討，嘗試在多元因數的框架體系下實現更優的因數剝離效果，從而更好地應對主動股基和混合型基金剖析中的因數體系維度過高以及債基跟蹤中的資料過於稀疏等情境。

傳統回歸方式的潛在問題。雖然傳統回歸方案中基於全因數的最小二乘法獲得的是最優線性無偏估計量（BLUE），但因為真實樣本空間中的資料缺陷以及實際研究中對模型穩健性以及模型精簡性的注重，傳統回歸方式往往並非最佳選擇。

實踐研究中的模型考量。從實踐量化研究的角度出發，對一個擬合模型的考量往往取決於兩個維度。首先是模型在跨期之間的預測精度，其次是模型的解釋性能(特指模型能精簡地提煉出核心因數的能力)。

“准”與“確”的權衡。機器學習中將擬合模型可能出現的誤差分為兩個來源：因模型無法表示基本資料的複雜度而造成的偏差（bias），及因模型對訓練所用的有限資料過度敏感而造成的方差（variance）。全因數最小二乘估計往往偏差小，但易出現過度擬合現象從而方差大。

模型優化的兩個方向。獲取更小的模型誤差的路徑可以是：犧牲一部分偏差，利用小部分的偏差提升來博取方差的下降，從而嘗試獲得可能更可靠的參數估計以及更優的模型擬合效果。出於該思路，業界使用較多的方法包括特徵選擇和參數收縮。

特徵選擇系列模型。特徵選擇的邏輯是傾向於選擇較少的和被解釋變數相關度最高的維度，在因數剝離體系中即為：選擇與目標基金最為相關的幾個因數，並利用這些維度進行傳統的多元線性回歸。方法最終落實在如何篩選最優子集，本文主要介紹特徵選擇系列模型中的三種方法供投資者參考——遍歷擬合法、限維擬合法以及逐步遞迴擬合法。

收縮估計系列模型的研究會在本系列的下一篇報告中作進一步探討。

風險提示：市場系統性風險、政策變動風險、模型誤設風險。

基於因數剝離的FOF擇基邏輯系列七——多元因數剝離體系的模型優化之收縮估計

本文是《抽絲剝繭與Alpha提純——基於因數剝離的FOF擇基邏輯》系列的第七篇報告，系列六與系列七均集中探討因數剝離模型優化的方法論及案例分析，從而更好地應對主動股基和混合型基金剖析中的因數維度過高以及債基跟蹤中的資料過於稀疏等情境。

模型優化——從離散到連續。特徵選擇系列模型最顯著的優勢在於隨著因數個數的下降，模型的解釋性能大幅提升，但其缺陷也恰恰來源於此，篩選因數子集的方法均屬於離散而非連續性的優化流程，容易引起較高的模型敏感度，優化效果的穩定性不足。

基於參數懲罰項的收縮估計。本文介紹模型優化中的第二種優化思路：收縮估計系列模型。收縮估計的邏輯並不進行變數的篩選，而是在參數估計中對不顯著的參數實現懲罰，最終得到收縮處理下的新的參數估計值。

收縮估計模型中的特徵選擇。嶺回歸雖然能夠對不良的參數估計加以懲罰，實現連續性的優化路徑，減少了資訊損失，但卻無法實現變數的選擇，即使是最無顯著影響力的變數，也只會趨於零暴露，而不會被模型所剔除，模型依然將所有因數均納入模型。套索模型正是在嶺回歸模型上的改進，兼顧了連續性的收縮估計以及冗餘因數的剔除。

二階正則化Vs.一階正則化。L2範數最顯著的功能在於參數估計的衰減，從而預防過度擬合，得到更穩健的參數估計。L1範數的引入對基金的因數剝離有顯著的意義，主要體現在兩個方面：特徵選擇與解釋性能。事實上L2範數與L1範數之間可以進行綜合，即彈性網模型，在激進的因數剔除以及溫和的參數收縮之間尋找均衡點。

綜合因數剝離模型的思考與構建。因數剝離模型優化的系列模型各自存在優勢以及缺陷，投資者可以根據實戰中的因子集屬性來挑選最為合適的模型。同時，為提高模型穩健型，投資者可以根據實際情境對不同模型的分析效果進行權重打分，最終構建綜合因數剝離模型。

後續研究中將基於優化模型對權益基金、混合型基金以及CTA私募產品進行因數剝離分析。

風險提示：市場系統性風險、政策變動風險、模型誤設風險。

行業點評

傳媒：“吃雞”遊戲反映行業需求仍強

1) 吃雞遊戲火爆，電影市場持續回暖，說明行業需求旺盛；2) 傳媒板塊回檔深，處於低位若加之考慮18年估值切換邏輯，重點看好業績穩健、資源優勢突出龍頭個股：

相關公司：

影視：光線傳媒、華策影視、慈文傳媒；

遊戲：完美世界、三七互娛、帝龍文化、迅遊科技；

教育：百洋股份、威創股份、新南洋、全通教育；

傳統及數字閱讀：皖新傳媒、新經典，關注掌閱科技；

體育：當代明誠；

細分行業龍頭：分眾傳媒、視覺中國

風險提示：減持解禁風險、商譽減值風險、個股業績增速不及預期風險等。

電子元器件：新應用、新市場、新變化，古老被動元件煥發新生

- (1) 被動元件：古老、穩健成長的行業，市場、技術與資本共同驅動。
- (2) 汽車電子、5G應用、快速充電等新技術拉動被動元件市場邁向新週期。
- (3) 日系龍頭轉型+三星品質管控，引發被動元件的供給缺口，為大陸廠商帶來機遇，景氣度週期預計持續至18Q3。
- (4) 標的首推【潔美科技】（受益下游擴產與新產品18年放量，少有的競爭壁壘極高且大幅提升的優質標的）&【風華高科】（MLCC國內龍頭，價量齊升邏輯顯著）。

風險提示：國產化不及預期，國內企業整體競爭力不及境外龍頭。

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，雇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。