

宏觀

從結構分化看消費升級——中國經濟結構變化系列之一

消費冰火兩重天：總量增速新低，龍頭高歌猛進。消費增速再創新低。17社消零售總額同比增速降至10.2%，創自04年以來新低。全國居民人均消費支出實際增速也跌至5.4%，創歷史新低。而消費龍頭高歌猛進。17年A股消費白馬公司營收增速普遍領先。預示17年消費結構比總量更值得關注。

消費的三重結構變化：農村升，中部陷，網購強。

消費群體：農村升城鎮降，扶貧地產主導。17年城鎮社消總額同比增速由16年的10.4%降至10%，而農村則由16年的10.9%回升至11.8%，城鄉消費增速差距拉大。主要原因有二：一是扶貧政策力度加大，扶貧投入不斷加碼，改善農村居民收入狀況和消費能力；二是城鎮居民加杠杆買房透支消費能力。16年地產銷售向好推高房價，令居民購房債務增加，個人住房貸款餘額不足三年的時間接近翻倍，城鎮居民消費因此受到拖累。

消費區域：中部塌陷，還是房價惹的禍。17年3季度中部省份人均消費支出累計增速8.4%，較16年的9.9%下降1.4個百分點，是東部省份的2倍多。而中部省份人均可支配收入並無大幅下滑。但相較於各自的消費支出平均增速，中部省份居住消費支出增速要快3.7個百分點，大幅超過東西部省份。中部省份省會城市房價漲幅也佐證了中部消費“塌陷”還是同地產有關。

消費方式：網購持續走強，線上代替線下。實物商品網上零售額在社消零售總額中占比不斷走高，而線上銷售中，服務消費的增長速度更快，17年以來實物商品網上零售額保持著30%左右的增長，而非實物商品網上零售額同比增速高達80%，約是實物商品的2.7倍。線上消費的興起緣於其便利性，但只是帶來消費轉移，並不會憑空創造需求。

消費升級的兩大主線：有形到無形，量變到質變。從消費品類上看，17年醫療保健支出以11%的增速在居民各類消費支出增速中領跑，服務類消費增速也普遍較高。從限額以上企業零售增速來看，17年必需消費普遍下跌，可選消費漲跌互現。體育娛樂類商品以15.6%的增速居首，可選消費受汽車拖累。各品類增速變化表明，我國消費升級正圍繞兩大主線展開：一是從有形消費向無形消費轉變。國際經驗表明，人均GDP提高會激發服務需求，而我國人口老齡化和社會保障制度完善使服務需求進一步釋放；二是從數量擴張到質量提升。我國居民耐用消費品人均擁有量已較高，提升空間有限，更新換代需求將成主導耐用品消費的邏輯，商品消費已步入品質為王時代。

消費品的未來：商品依靠創新，服務大有可為。展望未來，人口和收入變動趨勢指向邊際消費傾向下降，商品消費低增速或成常態。未來商品消費機會主要在於創新：要麼通過顛覆性產品來創造需求，要麼通過已有產品更新換代滿足需求。而服務消費供給仍顯不足，16年每千名老年人只擁有養老床位不足35張，生活水平提高勢必帶動服務需求旺盛，服務消費未來大有可為！

漲價背後的故事：舊週期與新經濟——通脹“結構”研究系列之一

近兩年，“漲價”成為一個廣為討論的話題，也給金融市場的投資者帶來很多投資機會。那麼在漲價的背後，究竟是需求主導的新週期又開始啟動了？還是因為供給壓縮太多了？只有弄清楚這個問題，才能預測漲價未來會如何演繹。本篇專題主要考察經濟中“量”和“價”的關係，希望能夠對回答這些問題有一些啟發和幫助。

舊週期：“蛋糕”在縮小，分法大不同。本輪漲價最明顯的當屬商品領域，集中在上中遊行業。17年全年PPI同比平均高達6.3%，其中生產資料就大漲了8.4%，而生活資料漲幅只有0.7%。但是本輪漲價又和過去的漲價有著很大的不同，以往是量價齊漲，例如在2010年，在價格大漲的同時，有色采選行業工業增加值同比增速11.2%，黑色金屬采選增長20.6%，煤炭行業增長17.2%。而本輪漲價一個非常明顯的特徵是量縮價漲，例如2017年煤炭采選行業工業增加值萎縮了2.1%，黑色金屬冶煉行業幾乎零增長，有色采選萎縮3.6%，造紙、化工、非金屬製品等行業的工業增加值增速均不超過5%。所以本輪漲價並不意味著需求主導的“新週期”來了，而是“舊週期”下產能、產量的快速去化壓制了供給。而這種漲價帶來的結果卻是行業之間、行業內部的格局在發生變化，打個比方就是並不是經濟的總“蛋糕”快速變大了，而是“蛋糕”的分法變了，分“蛋糕”的人也變少了。

新經濟：漲價更具結構性，難言消費升級。對比週期性行業的傳統經濟，我們用消費升級和服務業消費的領域來代表新經濟。與週期經濟的普遍大幅度漲價相比，新經濟行業的漲價更多是結構性的，且幅度也小得多。服務類消費漲價是最明顯的，例如2017年我國全年CPI同比平均只有1.6%，而服務類價格漲幅卻達到了3.0%。服務類漲價中，醫療服務的貢獻最大，主因在於醫療體系改革的推進。其它服務類的漲價，更多或來自勞動力成本的推動。儘管消費品領域整體漲價幅度不大，但如果看細分領域的話，也存在著一些結構性的漲價，更多是需求有一定支撐前提下的成本推動的漲價。例如數碼照相機、燃氣熱水器、電取暖器、微波爐、手機、洗髮液等產品漲價，主因在於上游能源、金屬、化工、內存等原材料價格的上升。但能夠漲價的行業和企業也多有品牌、有需求支撐的，而這種需求和房地產其實高度相關，主要來自購房帶動的剛性消費和財富效應推升的高端消費。而更為廣泛、普遍意義的消費升級或許是一個更緩慢的過程，所以短期看似消費升級導致的漲價背後，或許更多是對上游成本高漲的無奈之舉。

未來漲價如何演繹？上中游週期品整體性的漲價或已接近尾聲，尤其對於鋼鐵、煤炭等漲幅過大的行業。主因在於供給端的壓製作用會減小、而需求端會回落。但在週期品行業，未來也不排除會出現結構性的漲價機會，應該緊跟政策，在需求增長有限、甚至下滑的前提下，選擇價格相對較低、而供給側改革壓制供給更大的行業。對於中下游來說，漲價也是結構性的，且整體的力度不會太大。對未來下游漲價牽制較大的是，需求本身就不夠強的情況下，現在還面臨回落的壓力，所以中下游不太可能出現普遍意義的漲價。而上游成本大幅的抬高，會加速部分行業內部自發的結構整合，優勝劣汰、“剩者為王”的邏輯依然成立。所以整體來看，2018年的通脹壓力並不大。PPI大概率趨於下行，預計CPI同比全年平均會維持在2.2%左右，難以突破2.5%，通脹依然相對溫和。在這種前提下，輕“總量”、重“結構”或許依然是比較好的投資思路。

金融工程

量化研究新思維（九）——目標風險基金（Target Risk Funds，TRFs）

本文詳細研究了目標風險基金的特徵與業績表現，並分析了該類型基金能否作為目標日期基金的一個可能的替代品。

目標風險基金（Target Risk Funds，TRFs）又被稱為生活方式基金（Life-Style Funds），其投資邏輯簡單直接，目標就是在不同時間上保持資產組合的風險恒定。根據風險等級不同，目標風險基金通常可分為激進型、穩健型和保守型。激進型”投資于高風險資產的占比較高，“保守型”則以投資低風險資產為主。

目標風險基金與目標日期基金均是美國養老金市場的重要組成部分。目標風險基金的規模近年來相對穩定，來源於養老金賬戶（DC型+IRAs）的資金占比常年保持在40%-50%之間。目標日期基金近年來發展迅速，截至2016年底，規模已經高達8860億美元。

目標風險基金的費率特點。目標風險基金多以FoF的形式存在，因此包括了持有子基金所需付出的費率與母基金自身收取的費用。在同一風格內部，持有子基金所需支付的費率的差異僅有5個bps乃至更少。但是，在母基金層面，即使是同一風格，管理費也是大相逕庭。

目標風險基金的子基金構成。基金的風格越激進，所持股票的權重越高、債券或現金的比例越低。而且，股票的權重區間並無相互覆蓋。激進型目標風險基金中，股票的最低權重為73.73%，高於穩健型的最大值——65.35%。

目標風險基金的持倉共性。一家公司旗下的多個目標風險基金，通常由同一團隊，甚至是同一位基金經理管理，因而持倉存在著較大的重合。這就提醒投資者在挑選產品時應注意在不同機構間的分散，以避免風險的集中暴露。

目標風險基金的風險水平變化。將目標風險基金成立後的第二和第三年內在現金、股票及債券上的平均權重與最近兩年進行對比，在任意一種風格下，這幾類資產的配置比例在兩個階段之間幾乎沒有區別，最大的差異也只在1個百分點。

業績歸因模型能夠很好地解釋目標風險基金的業績。激進、穩健和保守這三種風格的目標風險基金的平均R方分別為98%、96%和99%，並且係數大小變化也完全符合預期。但是，全體目標風險基金的平均月度alpha為-5.6bps，年化值為-62bps，在0.01的水平下顯著。

使用ETF或指數基金複製目標風險基金。模擬組合在三種風格下，都獲得了更高的收益和更小的波動，且這種改善在1%的水平下均顯著。由於資產配置的比例並未改變，故收益的提高只可能有兩個原因。一是主動管理沒能戰勝被動跟蹤，二是ETF或指數基金的費率更低。

目標風險基金與目標日期基金的業績對比。在不考慮母基金管理費的情況下，目標風險基金組合的年收益比同公司的目標日期基金高出40bps，並且在1%的水平下顯著。月波動率則降低了0.027，因而有著更高的夏普比率。

風險提示。市場系統性風險、海外與國內市場結構差異風險。

策略點評

中美大類資產的長跑賽：股市更強

核心結論：①1802-2012年美國股票名義年化收益率為8.1%，長債為5.2%、短債為4.2%，黃金為2.1%。持有期達到20年時股票風險小於債券。②2000-17年A股等額投資名義年化收益率為13.2%，上海房產為12.1%，全

國房產為7.8%，上證綜指為5.8%，CRB 指數為3.6%，10 年期國債為3.4%。③美股歷史數據顯示對沖基金跑贏指數不容易，而A 股卻截然相反，這源於A 股散戶占比高。

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。

行業研究

家用電器與器具：17 年家電行業業績前瞻

17年家電行業業績前瞻：2017年空調持續高景氣，依據產業在線數據內銷出貨8875萬台達到歷史新高，同比增長46.8%，外銷出貨達5295萬台，同比增長11.0%。空調行業帶動整體白電17年實現優異增長，落實到個股標的，我們判斷全年歸母淨利潤增速有望突破50%的重點上市公司有：TCL集團、兆馳股份、華帝股份、海信科龍；17全年整體歸母淨利潤增長預計接近30%或以上重點上市公司包括格力電器、小天鵝A、老闆電器、浙江美大、飛科電器以及歐普照明；家電板塊歷年收益與業績增長匹配度高，17年低估值白電龍頭業績高疊加估值修復，實現戴維斯雙擊。展望2018，我們認為板塊在龍頭帶領下仍將保持業績的快速增長，估值仍有提升空間，有望持續跑贏大盤。

風險提示。終端需求不及預期，原材料波動，匯率波動。

商業貿易：零售板塊漲幅第一，從量變到質變

零售板塊漲幅第一，從量變到質變，再強調2018年零售股將更多精彩！

【整合加速】2017年底以來龍頭加速站隊，我們理解，此輪不僅僅板塊上漲的短期催化，而是具有深刻的產業邏輯，即龍頭2018年將更具進取心與整合力，從而實質性推動零售行業轉型變革！

【展望2018】零售股將更多精彩。①便宜：多數零售股從PE、PS和資產角度估值合理偏低；②復蘇：收入端消費復蘇和增速改善，資產端價值復蘇與再認識；③龍頭：進取心和整合力將更強；④超市：新零售融合賦能佳，競爭格局變化及受益通脹彈性；⑤百貨：便宜+復蘇+改善彈性，還是“超市影子股”。

【推薦】①龍頭永輝超市、蘇甯雲商；②百貨首選王府井、天虹股份，關注百聯股份、合肥百貨、銀座股份等；③超市家家悅、步步高；④中高端消費復蘇萊紳通靈，關注周大生。【精選】永輝超市、蘇甯雲商、家家悅、天虹股份、萊紳通靈。

風險提示：消費疲軟壓制行業業績和估值；國企改革慢於預期；轉型進程的不確定性。

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。過去的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。