

宏觀

當投資衝動已成往事——管窺 18 年地方兩會

全國兩會正相繼召開，而各省地方兩會均已落下帷幕。從地方層面看，18年各省經濟社會發展目標會有怎樣的變化，對經濟工作又有怎樣的安排？

經濟增速目標再現下調。首先，從各省公佈的18年GDP目標增速看，多數省份下調GDP增速目標，僅山西上調，而下調省份數則多達13個。分區域看，西部地區下調幅度遠高於東中部地區。各省下調GDP增速目標，主要基於數據去水分、緩解下行壓力兩方面原因。一方面，隨著經濟增速目標的考核逐漸淡化，地方政府正主動擠出過去經濟數據中存在的水分，遼寧、天津、內蒙古已對GDP進行下修。另一方面，19個省份17年經濟增速下滑、14個省份未完成年初制定的經濟目標，這也使得地方政府理性下調經濟增速目標以緩解壓力。地方政府對本省GDP增速目標的確定，反映其對於當年地方經濟增長的預期。地方兩會中，下調經濟增速目標省份比重再度上升，意味著從地方政府角度看，17年經濟僅是短期改善，18年下行壓力猶在。

投資向下，收入趨穩。其次，觀察地方兩會分項目標，一是未見投資衝動。以往固定資產投資是地方政府拉動經濟的重要抓手，但18年各省在制定投資增速目標時，未提及投資增速目標的省份數升至9個，而已公佈目標的省份中，絕大多數進行了下調，且無一上調。二是居民收入持平為主，個別上調。18年各省居民收入目標增速普遍較17年持平，其中山西、河南、新疆、海南進行了上調，反映收入分配向居民傾斜力度加大。三是財政收入謹慎上調，逐漸修復。18年各省財政收入目標近半數上調，原因或來自兩個方面：一是前期增速目標條件幅度較大，完成程度較好；二是13-16年各省財政收入增速目標大幅下調，或已部分擠出數據水分。

地方政府依靠投資拉動經濟的衝動正在淡去，其經濟社會目標也更加關注經濟增長質量與人民福祉，包括精準脫貧、污染防治兩大攻堅戰；房地產政策也不再像以往那樣一刀切，而是在保障供給的同時實施差別化調控；而在改革開放四十周年的背景下，國企改革、區域協調發展也著墨甚多。

精準脫貧：脫貧質量居首，激發內生動力。18年的脫貧扶貧工作主要呈現三方面特點：一是在數量指標壓力緩解的情況下，各省對脫貧質量更加重視；二是堅持將扶貧與扶志、扶智相結合，激發貧困人口的內生發展動力；三是在脫貧路徑上“多管齊下”，落實“五個一批”的要求。

污染防治：壓力短期緩解，攻堅重在落實。17年環保治理力度加大，高規格的污染治理成效顯著，而經濟下行壓力再現，令上調環保目標難度明顯加大。從18年各省市所確立的環保約束性目標來看，無一上調、個別下調。

房地產：保障住房供給，調控因城施策。一是租購並舉，保障供給，包括支持專業化、機構化住房租賃企業發展，實行公租房實物配租或租賃補貼，提高租賃住房供地比例等措施。二是因城施策，差別化調控，中西部及低線級城市重在去庫存，東部及高線級城市重在穩房價。

國企改革：推進並購重組，混改有望提速。一是推進國企並購重組，其目的在於加快國有經濟佈局和戰略調整。二是推進混合所有制改革，包括支持混改後企業實現整體上市、開展員工持股試點等，18年國企混改有望加速推進。從效果來看，並購重組有利於強化國企龍頭優勢、提升行業集中度，混合所有制改革有利於提升國企經營績效，兩者均有助於國企去杠杆。

區域協調：區域協同發展，對接一帶一路。大多數省份提出要加強區域協同發展，並表示要積極融入、深度參與“一帶一路”建設，具體對應環渤海、長三角、珠三角、關中、成渝、中原、長江中游等多個城市群建設。

金融工程

目標日期基金的下滑軌道設計

目標日期基金根據投資者年齡進行資產配置，本質上就是引導投資者根據其人力資本的變化配置金融資產組合。人力資本作為未來勞動收入的折現值，它是種資產，因此持有金融資產時應進行調整以平衡人力資本的佔比。

設計目標日期基金的下滑軌道有兩種方法。

第一種基於美國先鋒基金的方法論，在綜合考慮資產未來收益率以及投資者人力資本特性的基礎上，最大化投資者的效用函數。首先，基於歷史數據和經濟運行狀況，對股票和債券未來長期的收益率及風險特徵做出預測。其次，充分考慮目標投資者本身的人力資本特性，包括投資者的風險厭惡係數、退休年齡、儲蓄率等等因素。最後，在綜合考慮以上兩者的基礎上，選取最大化投資者效用函數的下滑軌道。

第二種方法基於股票和債券相對風險的變化。這是因為持有期越短，股票資產相對債券資產的風險越高，並且隨著持有期的增加，這種相對風險下降的速度會越來越小。因此，如果我們要設計一段長達20年的下滑軌道，在初期，由於持有期還很長，股票由於其更高的收益佔據更高的比重。而隨著目標日期的臨近，預期的持有期很短時，需要大幅削減組合中股票的權重，因為其風險水平在更短的持有期上遠遠高於債券。

風險提示：市場系統性風險；模型誤設風險；歷史規律並不一定能代表未來；海內外市場結構差異風險。

特別聲明：本篇報告的結果均由數量化模型自動計算得到，研究員未進行主觀判斷調整；數據源均來自於市場公開信息。

行業研究

商業貿易：電商黑馬拼多多，如何彎道超車？

當2017年行業將目光聚焦於新零售上時，僅成立兩年左右的拼多多低調而又成功地將阿裡與騰訊各自的“電商”與“社交”長項實現協同融合，深挖微信海量活躍用戶，基於社交關係背書的低價拼團分享模式，有效降低了用戶下沉成本，觸及更廣客群，實現飛躍式發展。

C2B低價拼團的電商黑馬。①拼多多2015年9月在上海成立，創始人黃崢，定位C2B拼團的第三方社交電商平台，低價模式讓用戶自發地在微信、朋友圈等發起拼團，2016年與拼好貨合併。②發展迅速：2016年9月用戶數超1億人、單月GMV超1億元，2016年11月單月GMV超20億元、日均訂單突破200萬單，2017年3月單月GMV超40億元，2017年底用戶數超2億人，目前用戶數超3億人。③電商排名前3：APP月活數2018年1月1.14億人，環比增13.85%，僅低於淘寶（4.25億人，環比降5.1%）和京東（1.45億人，環比降4.58%）；2017年12月市場滲透率19%，僅次於淘寶和京東，居綜合電商APP第3。

契機：智能手機下沉+電商品質升級，帶來新機遇。①移動互聯網和智能手機普及，移動支付迅速發展：2017年我國手機網民數7.5億人，佔比整體網民由2006年0.2%增至2017年97.5%；截至2017年6月，智能手機用戶數6.55億人；2016年移動支付用戶數4.62億人。②低線城市觸網帶來新鮮流量：公司以低線城市的高價格敏感用戶為突破口，伴隨Vivo、OPPO等智能手機快速下沉，獲取海量用戶；APP近65%用戶在3-6線城市，1線城市佔比僅7.6%（京東15.7%）；89%用戶年齡在30歲及以上，50%在30-39歲。③電商品質化升級，拼多多搶佔市場空白點：小米、網易、阿裡、京東等電商龍頭近年紛紛搶佔中高端消費市場，拼多多順手接過了大量被消費升級擠出的商戶和消費者，同時也對接滿足了大量三線及以下城市用戶的“消費升級”。

社交：以微信為入口，快速裂變。2016年9月，公司B輪融資1.1億美元引入騰訊，微信入口帶來海量且低成本用戶。①微信用戶流量龐大：與其他APP相比，微信無論是月活還是月度人均使用時長，均處首位且領先優勢顯著；3Q17微信及WeChat合併月活躍賬戶9.8億，2Q17微信月人均使用時長約1911分鐘。②分享模式去中心化，口碑效應強：拼多多利用微信流量相對分散且更具場景化的特徵，以好友分享為基礎，每個用戶既是團購發起人，亦可成為信息接受者，這種平等、多對多的模式迅速裂變；好友分享有社會關係的信用背書，降低消費者對平台的不信任，微信支付、微信小程序等用完即走，簡化購物流程。

低價：拼團打造款款低價。①低至1-3折：公司以拼團為消費者帶來遠低於傳統市場價格的產品，多數團購價低於京東和天貓，部分低至1-3折；②低價主要來自：拼團打造規模效應，動輒超100萬甚至200萬件銷量，議價能力強；推出愛心助農項目，廠家直銷+產地直采，降低流通成本；部分來自廠家過季庫存、殘次品等，以超低價彌補了低質短板，滿足低價低質客群需求。③強用戶粘性：超低單價下，用戶“超預期”的驚喜感往往遠大於“低於預期”的失望感；許多商品不超10元且包郵，退貨成本（6元起）較高，即使不滿意，消費者並不會覺得損失嚴重；社交屬性激發非剛性購物需求，消費者願意主動分享好的購物經驗、發起拼團，即拼多多成功的以“社交”屬性之長處彌補了“電商”屬性之短板。

發展中的問題與趨勢：①拼多多入駐條件簡單，商家良莠不齊，可能傷害平台口碑和信譽；超低價下產品質量和服務難以保證，配送存在一定問題；②我們認為，拼多多能否升級用戶的消費心理，切入中高客群，或將成為公司進一步躍升的關鍵，公司也已加大監管力度，推進平台品質化轉型（與網易考拉合作）等。

風險提示：假冒偽劣產品等帶來平台信任風險；競爭加劇風險；創新進度不確定。

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。