

# 策略 · 专题

证券研究报告

2020 年 06 月 14 日

## 开始亏钱的理财、爆款频出的公募和少部分公司的牛市

核心结论：

### 1、今年以来大资管市场出现了一些历史上较为罕见的变化：

- ①受债市调整影响，部分理财产品开始跌破净值出现亏损；
- ②个人投资者开户炒股开始放缓，哪怕是春季躁动赚钱效应很好的时候；
- ③取而代之的是，爆款基金频出，目前公募基金的发行规模已经超过 19 年全年。

总结而言，在银行理财净值化、股票市场二八分化的情况下，爆款公募基金对住户部门的吸引力正在显著提升。

### 2、影响基金发行规模的有两大因素：市场情绪的 $\beta$ 与爆款基金的 $\alpha$ 。

一方面，市场情绪较好时，不管是金融机构发行产品还是居民资金入市，都有较强的动力，此时公募基金会放量发行；比如今年 Q1。

另一方面，在市场情绪一般时，明星基金经理凭借着过往产品优秀的收益，同样可以吸引大量资金，这也是爆款基金产生的原因。比如今年 5 月下旬。

因此，超大规模基金的发行，可能不再像以往，成为市场情绪过热或者牛市见顶的标志。

3、从近几年来看，在市场缺乏全面牛市的基础上，这种超额收益（历史业绩好的基金产品）对基金发行规模的影响越来越强。我们通过比较权益类公募基金发行规模、区间回报率中位数以及相对于上证综指的超额收益率发现，基金发行规模往往和区间回报率中位数同步变化，但自 2016 年以来，基金发行规模和基金超额收益率变化更加一致。

### 4、少部分公司牛市与爆款基金发行的正向循环：

①在“少部分公司”牛市趋势下，公募基金超额收益显著，同时可以帮助个人投资者有效分散风险，这也成为了吸引个人投资者持续基金入市的重要原因。而个人投资者基金入市往往选择过往收益率优秀的产品，而这又反过来进一步强化了“少部分公司”的牛市。

②向前看，这种“少部分公司”的牛市与居民资金基金入市的相互作用趋势将进一步延续。我们构建的“核心 100 指数”（外资消费持仓 50+科技龙头 50）09 年以来年化回报 15.3%、ROE 中枢长期维持在接近 20%，16 年以来上涨 99%。中短期来说，这些核心公司仍然是外资和公募增量资金的主要配置方向。

### 5、少部分公司牛市的长期基础是经济中枢下台阶和结构转型的宏观背景：

美股自 70 年代经济增长中枢开始下台阶后，科技和消费行业指数的年化收益率大多在 9%-11%，远超过资源品和传统制造。未来随着中国经济中枢下台阶和结构转型，我们也可能复制这样的情况。

股价的背后是产业结构变迁的支撑，美国 1970 年经济增长中枢逐步下台阶的过程中，我们可以显著的看到科技与消费行业增加值占 GDP 比重的提升与传统行业增加值占 GDP 比重的显著回落。其中，教育医疗、通信技术产业占 GDP 的比重持续提升且幅度最大；包括钢铁、采掘、有色、机械、汽车、电气设备等在内的传统行业 GDP 占比均进入到下行周期。

**风险提示：**经济下行风险，公司业绩风险，市场波动风险等

#### 作者

**刘晨明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090006  
liuchenming@tfzq.com

**李如娟** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518030001  
lirujuan@tfzq.com

**许向真** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070006  
xuxiangzhen@tfzq.com

**赵阳** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519090002  
zyang@tfzq.com

**吴黎艳** 联系人  
wuliyan@tfzq.com

#### 相关报告

- 1 《投资策略：策略一周资金面及市场情绪监控（20200601-20200605）-公募基金爆款发行，北上持续流入，但资金利率中枢上移》 2020-06-09
- 2 《投资策略：策略一周资金面及市场情绪监控（20200525-20200529）-资金利率波动加大，一度重回 2%，但北上仍持续流入》 2020-06-02
- 3 《投资策略：策略一周资金面及市场情绪监控（20200518-20200522）-资金利率小幅上行，基金发行回暖》 2020-05-26

## 内容目录

1. 理财产品净值回落与爆款基金的再度出现 .....	3
2. 个人投资者通过申购公募基金代替直接开户的趋势越来越显著 .....	4
3. 影响公募基金发行的两大因素： $\beta$ 和 $\alpha$ .....	5
4. 少部分公司牛市与爆款基金的正向循环 .....	7
5. 少部分公司牛市的长期基础是经济中枢下台阶和结构转型的宏观背景 .....	11

## 图表目录

图 1：6 月份净值更新且较上期滑落至 1 以下的理财 .....	3
图 2：4 月以来“一日售罄”、规模在 20 亿以上的基金（亿元） .....	4
图 3：2018 年以来新增投资者增速放缓波动率下降 .....	4
图 4：相比于 2015-2016 年，2017 年之后上交所新增开户数波动显著下降 .....	4
图 5：2020 年上半年发行权益类基金份额已经超过 2018、2019 年 .....	5
图 6：基金发行两大影响因素在今年上半年体现的较为显著 .....	6
图 7：4 月以来规模在 20 亿以上的爆款基金现任基金经理过往主要产品业绩表现 .....	6
图 8：主动权益公募基金区间回报中位数及发行总额（图中数字为超额收益率） .....	6
图 9：2015 年以来成交额（亿元）与发行规模在 100 亿以上的权益基金 .....	7
图 10：核心资产与其他个股的分化趋势加剧（均以 2016.1.1 为 100 基期） .....	8
图 11：2019 个股涨幅不足 20% 的个股数量占比超过 50% .....	8
图 12：明星基金经理的代表性基金超额收益显著 .....	9
图 13：涉及的 115 只重仓持股标的行业市值占比 .....	10
图 14：沪市持有者市值占比（%） .....	10
图 15：核心 100 与核心 100 以外 ROE（TTM） .....	11
图 16：核心 100 行业主要以消费及科技行业为主 .....	12
图 17：以美股为鉴，73 年以来，年化收益率高的行业集中于消费与科技 .....	12
图 18：随着 GDP 增速的放缓，美国的利率中枢也在下台阶（%） .....	12
图 19：美国经济中枢下行过程中，消费与科技行业增加值占比不断提升（%） .....	13
图 20：美国经济中枢下行过程中，传统行业增加值占比不断下降（%） .....	13
图 21：美股卫生保健指数涨幅拆分 .....	14
图 22：美股硬件与设备指数涨幅拆分 .....	15

近期理财市场与基金市场出现了冰火两重天的景象。一面是接近 30 只今年成立的银行理财产品净值回落到 1 以下，一面是基金市场一日售罄的爆款基金再度出现。与此同时，2019 年基金发行份额已经超越 2016 年，而新增投资者数量却不及 2016、2017 年，基金入市代替直接入市的趋势越来越显著。

这种入市方式转变背后的原因是什么？向前看，在理财收益率显著下降的背景下，未来基金入市的趋势是否会继续延续？对市场有何影响？

## 1. 理财产品净值回落与爆款基金的再度出现

近期大量理财产品出现净值低于 1 的情况。从 6 月份以后有净值的理财产品来看，单位净值低于 1 的产品达到 31 只，其中，有 17 只理财产品上期净值在 1 以上，而本月净值则跌落至 1 以下，这也颠覆了银行理财传统以来保本的形象，对投资者造成了显著的冲击。

实际上，在资管新规落地之后，理财转为净值型，刚性兑付被打破，金融市场的波动会实时传导到理财产品。2018 年落地的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》直接明确了金融机构开展资管业务时，不得承诺保本保收益，产品出现兑付困难时不得以任何形式垫资兑付；与此同时，金融机构要转变预期收益率模式，强化产品净值化管理。刚性兑付打破与净值化管理两大转变下，银行理财传统的保本形象也被打破。

近期债券市场的调整也加速了银行理财净值的回落。在实体经济逐步复苏以及央行整治金融体系资金空转两大因素影响下，市场流动性进一步宽松的预期落空，一年期和 10 年期国债收益率快速上行，债券市场出现显著的调整。而银行理财产品多数都为固定收益类产品，这也成为近期银行理财亏钱的重要原因，像最近一周跌幅最大的阳光养老金 1 号就是固收类产品。

图 1：6 月份净值更新且较上期滑落至 1 以下的理财

产品名称	最新		上期	
	最新净值日期	单位净值	日期	单位净值
2020 年阳光金养老 1 号	2020-06-05	0.9976	2020-05-29	1.0083
2019 年中银策略稳富第 005 期	2020-06-04	0.9964	2020-05-28	1.0042
2020 年爽银财富-高定 V2 第 15 期	2020-06-05	0.9966	2020-05-29	1.0013
2020 年优选恒利 1 号第 17 期	2020-06-04	0.9974	2020-05-28	1.0010
2020 年优选恒利 1 号第 16 期	2020-06-04	0.9977	2020-05-28	1.0007
长盈聚金添利 20610 期	2020-06-05	0.9980	2020-05-29	1.0004
2020 年优选恒利 1 号第 18 期	2020-06-04	0.9967	2020-05-28	1.0003
爽银财富金债定期 1 年第 7 期	2020-06-05	0.9998	2020-06-04	1.0003
长盈聚金白金专属 20810 期	2020-06-05	0.9971	2020-05-22	1.0002
2020 年优选恒利 1 号第 15 期	2020-06-04	0.9965	2020-05-28	1.0001
丰盈 89 号	2020-06-04	0.9976	2020-05-28	1.0000
富聚财富鑫益 2012 期	2020-06-05	0.9991	2020-05-26	1.0000
丰裕 3 号第 20076 期	2020-06-03	0.9998	2020-05-26	1.0000
2020 年优选恒利 1 号第 20 期	2020-06-04	0.9999	2020-05-28	1.0000
丰盈 90 号	2020-06-04	0.9975	2020-06-02	1.0000
丰盈 88 号	2020-06-04	0.9977	2020-06-01	1.0000
长盈聚金白金专属 20811 期	2020-06-05	0.9987	2020-06-03	1.0000

资料来源：Wind，天风证券研究所

与此同时，基金市场却呈现出不同的景象，一日售罄的爆款资金再度归来。在一季度爆款基金频现后，5 月以来基金市场再度火热，出现了 4 只一日售罄、规模在 20 亿以上的爆款基金，而在 6 月 8 日当天就募集结束的南方成长先锋，募集当天就吸引了 300 多亿的资金参与，投资者对基金市场的参与热情居高不下。

图 2：4 月以来“一日售罄”、规模在 20 亿以上的基金（亿元）

名称	认购起始日期	基金经理	认购天数	截止日份额（亿份）
易方达消费精选	2020-04-08	萧楠	1	79.15
易方达均衡成长	2020-05-20	陈皓	1	269.67
景顺长城成长领航	2020-05-25	杨锐文	1	49.45
南方成长先锋 A	2020-06-08	茅炜,王博	1	263.41
华夏成长精选 6 个月定开 A	2020-06-10	林晶,顾鑫峰	1	21.46

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 个人投资者通过申购公募基金代替直接开户的趋势越来越显著

与基金市场火热相对应的是，新增投资者数量的增长放缓，而这反映了居民入市方式的转变——由直接入市转为基金入市。由于深圳交易所公布的 A 股新增股票账户数量数据并不完整，但沪深两市新增股票账户数量变化趋势基本一致，所以我们用上海证券交易所新增股票账户来代替整个 A 股的情况。自 2005 年以来，上交所新增股票账户数变化趋势基本与上证综指的走势较为一致。

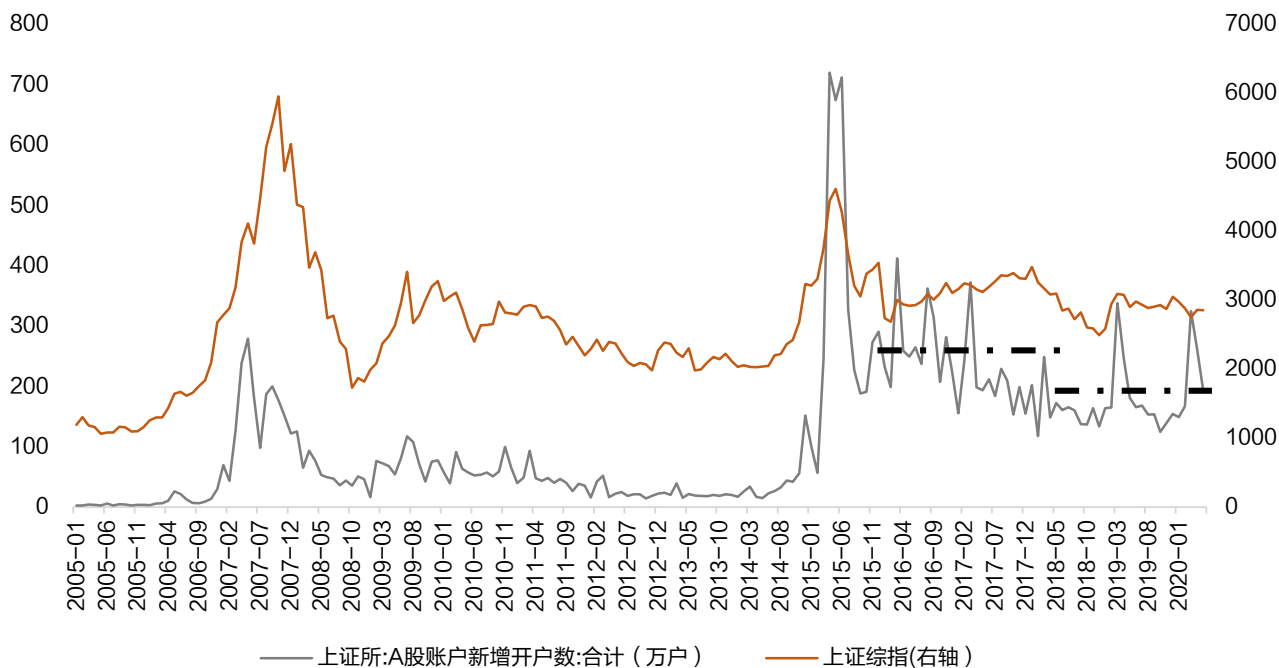
但自 2018 年和 2019 年，尽管上证综指经历了 24.6% 的跌幅和 24.3% 的涨幅，但上交所新增股票账户数量放缓显著且波动率下降。通过观察 2016-2017 年以及 2018-2020H1 年各月新增账户数的平均数发现，2016-2017 年新增账户月度平均远高于 2018-2020H1。实际上，除了 2018 年、2019 年和 2020 年一季度新增账户数短暂达到 200 万户以上，其余各月基本稳定在 180 万户附近，整个 2019 年上交所新增股票账户数 2151.9 万户，与 2018 年（1947.3 万户）相差不大。而从方差角度发现，2016-2017 年各月新增投资者数量方差几乎是 2018-2020H1 的 2 倍，波动率下降较为显著。

图 3：2018 年以来新增投资者增速放缓波动率下降

名称	月度平均新增投资者（万户）	月度新增投资者方差
2016-2017	239.43	4614.93
2018-2020H1	179.14	2966.21

资料来源：Wind，天风证券研究所

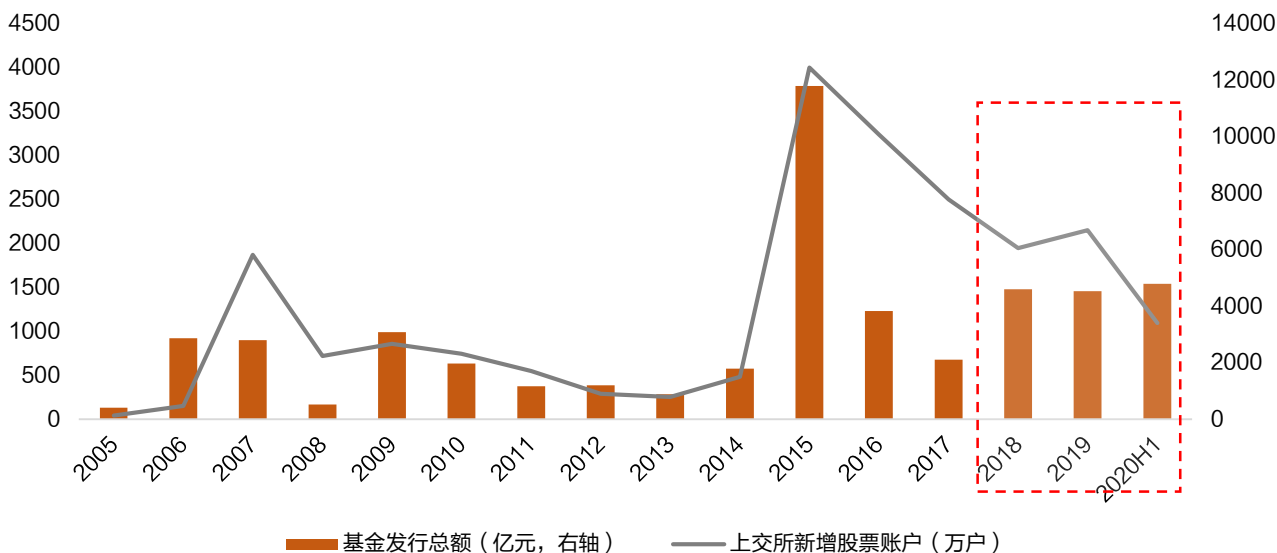
图 4：相比于 2015-2016 年，2017 年之后上交所新增开户数波动显著下降



资料来源: Wind, 天风证券研究所

相比于新增投资者增长的放缓，权益基金发行数量的暴增则更加的显著。尽管年度新增投资者数量远低于 2016、2017 年，但 2018 年、2019 年权益类基金发行规模却远高于 2016 和 2017 年，进入到发行的高峰期。而 2020 年这种趋势更加显著，2020 年 1-5 月新增投资者数量大概是 2019 年的一半，但权益类基金的发行规模却已经超过了 2019 年，2020 年权益基金发行规模继续扩大可能只是时间的问题。

图 5： 2020 年上半年发行权益类基金份额已经超过 2018、2019 年



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3. 影响公募基金发行的两大因素： $\beta$ 和 $\alpha$

影响基金发行因素主要有两个：市场情绪与明星基金经理的影响，对应的是  $\beta$  与  $\alpha$  的因素。

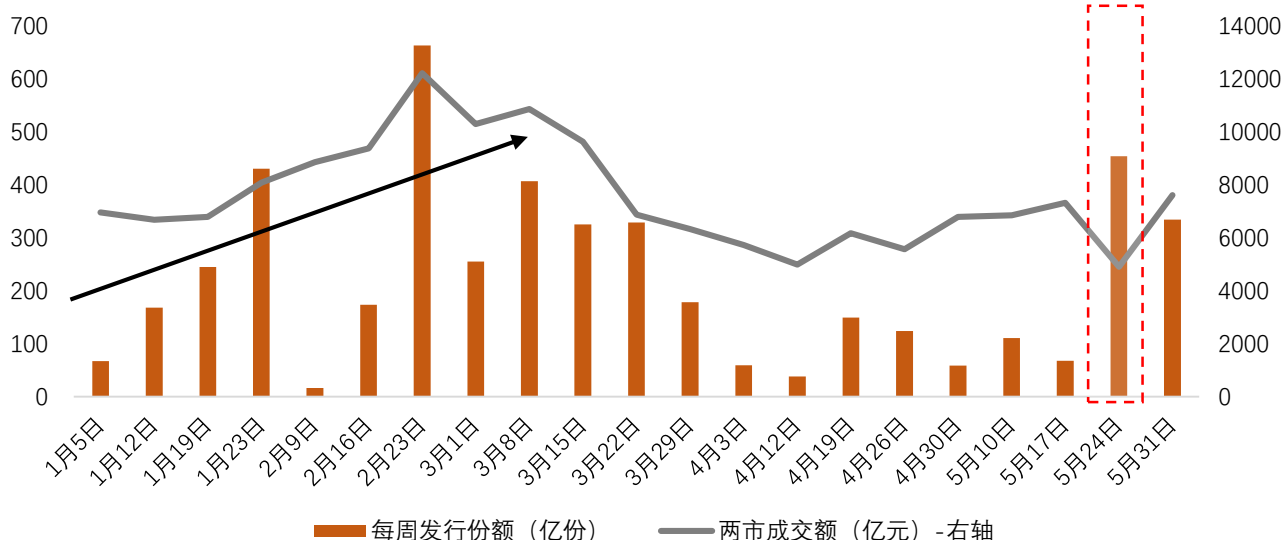
一方面，在市场情绪较好时，机构往往有较强的动力去发行基金产品，投资者基金入市的意愿也较强。比较典型的是今年一季度，今年 1-2 月份创业板指上涨了 15.18%，带动市



场情绪快速上升，两市成交量迅速扩大至万亿，基金市场也随即进入到火热状态，其中 1-2 月基金发行额达到 2018 亿，几乎和 2017 年全年的规模相当。

另一方面，在市场情绪一般的时候，如果有明星基金经理的产品出现，其过往优秀的超额收益，也会吸引大批资金的集聚，这也是爆款基金频出的原因。比如在今年 5 月，市场表现并没有特别出色，全月上证综指更是下跌 0.27%，但在明星基金经理的爆款基金带动下，我们可以看到基金发行规模的明显回升，整个 5 月的基金发行规模达到 966 亿，非常接近 1 月和 2 月的基金发行额。

图 6：基金发行两大影响因素在今年上半年体现的较为显著



资料来源：Wind，天风证券研究所

而我们进一步观察发现，这些爆款基金产生的背后，往往来源于其基金经理优秀的过往业绩。以 5 月发行的这些爆款基金为例，我们看到这些一日售罄、规模在 20 亿以上的基金的基金经理，过往代表性产品绝对收益率和超额收益率显著。这种明星基金经理的强吸引力也带动了居民资金的加速聚集。

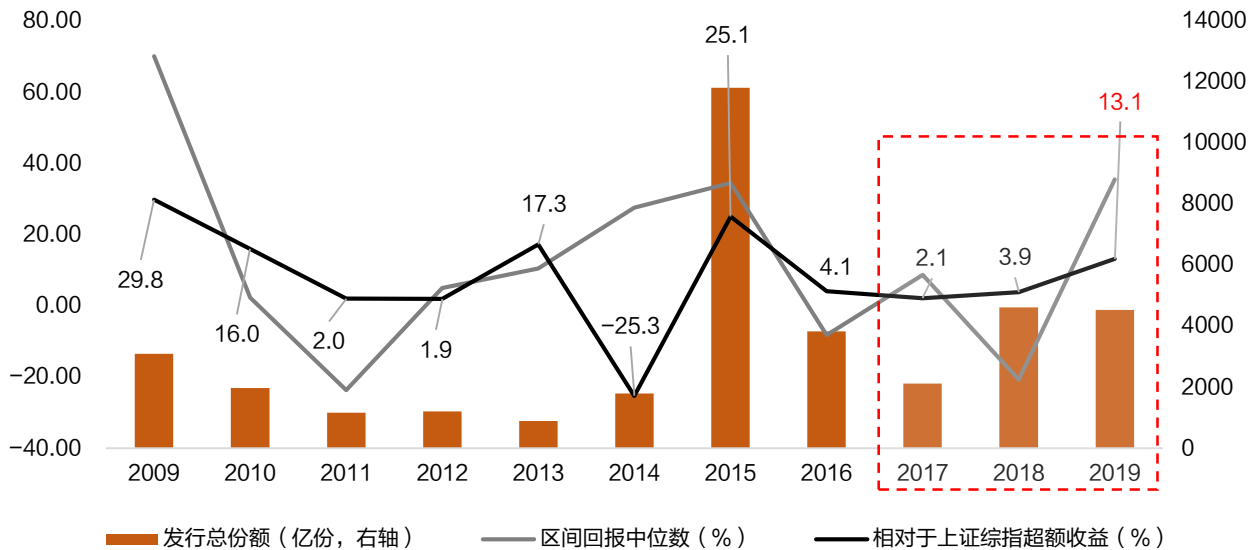
图 7：4 月以来规模在 20 亿以上的爆款基金现任基金经理过往主要产品业绩表现

姓名	基金名称	任职回报	同类平均	同类排名
萧楠	易方达消费行业股票	293.56%	102.68%	2 188
陈皓	易方达科翔混合	315.28%	135.96%	20 662
杨锐文	景顺长城环保优势股票	136.40%	45.44%	27 559
茅炜	南方教育股票	84.88%	5.40%	4 853
王博	南方科技创新混合 A	43.64%	16.69%	103 3079
林晶	华夏创新前沿股票	90.19%	11.88%	14 824

资料来源：天天基金网，天风证券研究所

而从近几年来看，在市场缺乏全面牛市的基础下，这种超额收益对基金发行规模的影响越来越强。我们通过比较权益类公募基金发行规模、区间回报率中位数以及相对于上证综指的超额收益率发现，基金发行规模往往和区间回报率中位数同步变化，但自 2016 年以来，基金发行规模和基金超额收益率变化更加一致。比如尽管 2017 年权益公募基金区间汇报中位数由 -8% 上升至 8%，但由于超额收益的下降，基金发行规模也有所回落；而 2018-2019 年超额收益率的显著回升，也带动基金发行规模进入到一个高峰期。

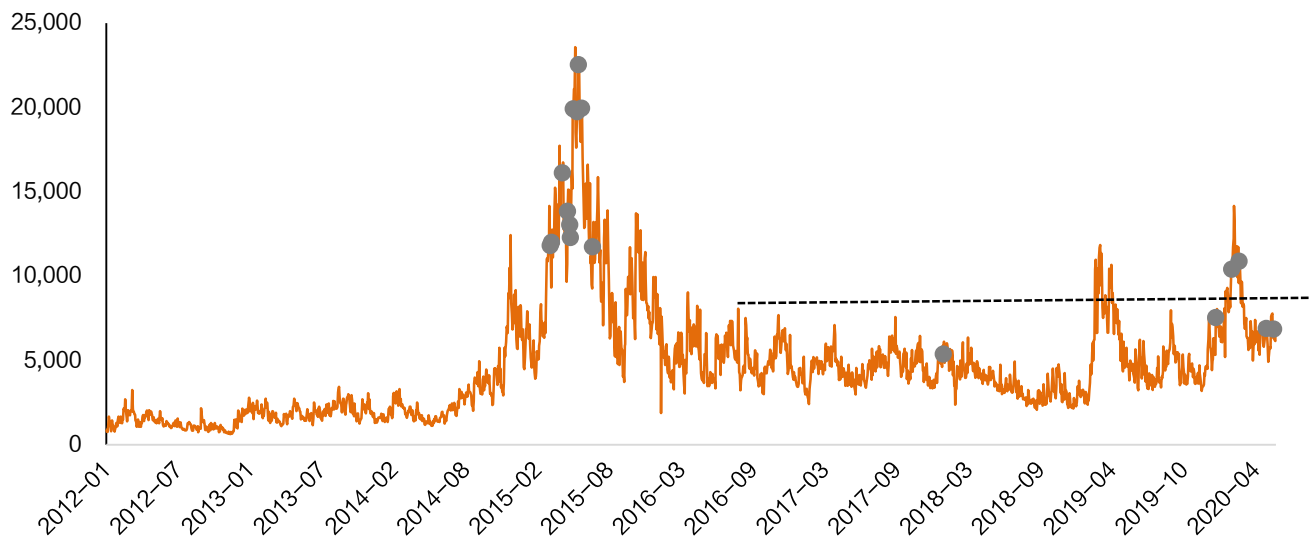
图 8：主动权益公募基金区间回报中位数及发行总额（图中数字为超额收益率）



资料来源：Wind，天风证券研究所

而随着这种超额收益影响趋势的加强，超大规模的基金发行也可能不再像之前一样意味着市场情绪达到顶端。我们梳理了 2012 年以来发行规模在 100 亿以上的权益基金的发行时间点发现，在 2015 年之前，超大规模基金发行往往出现在市场情绪较高或者接近市场情绪高点的位置，而在 2018 年以来，这种趋势逐步弱化，在市场成交量不是特别高的时候，也会出现超大规模的基金发行，比如 2018 年 1 月、2019 年 1 月、5 月和 6 月。

图 9：2015 年以来成交额（亿元）与发行规模在 100 亿以上的权益基金



资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 4. 少部分公司牛市与爆款基金的正向循环

在前文我们讨论了两个现象，一个是基金入市正在代替股票入市成为投资者入市的主要方式，一个是基金发行规模的影响因素主要来自于市场情绪及明星基金的超额收益率效应，而后者的影响因素在近几年的影响越来越大。

而这两个现象的背后不得不谈到的一个问题就是“少部分公司”的牛市。自 2017 年以来，政策和经济从此前的低开大合开始进入到扁平化周期，市场缺乏全面性牛市的基础，个股的分化加剧，龙头效应凸显。最为显著的就是，2016 年至今，我们构建的“天风策略核心 100 指数”（外资消费持仓 50+科技龙头 50）累计涨幅达到 99.6%，不仅显著跑赢同期其他

标的构成的指数累计涨幅为 6.59%，还跑了同期上证综指（-2.3%）、沪深 300 指数（26.2%）、创业板指（21.3%）的涨幅。

图 10：核心资产与其他个股的分化趋势加剧（均以 2016.1.1 为 100 基期）



资料来源：Wind，天风证券研究所

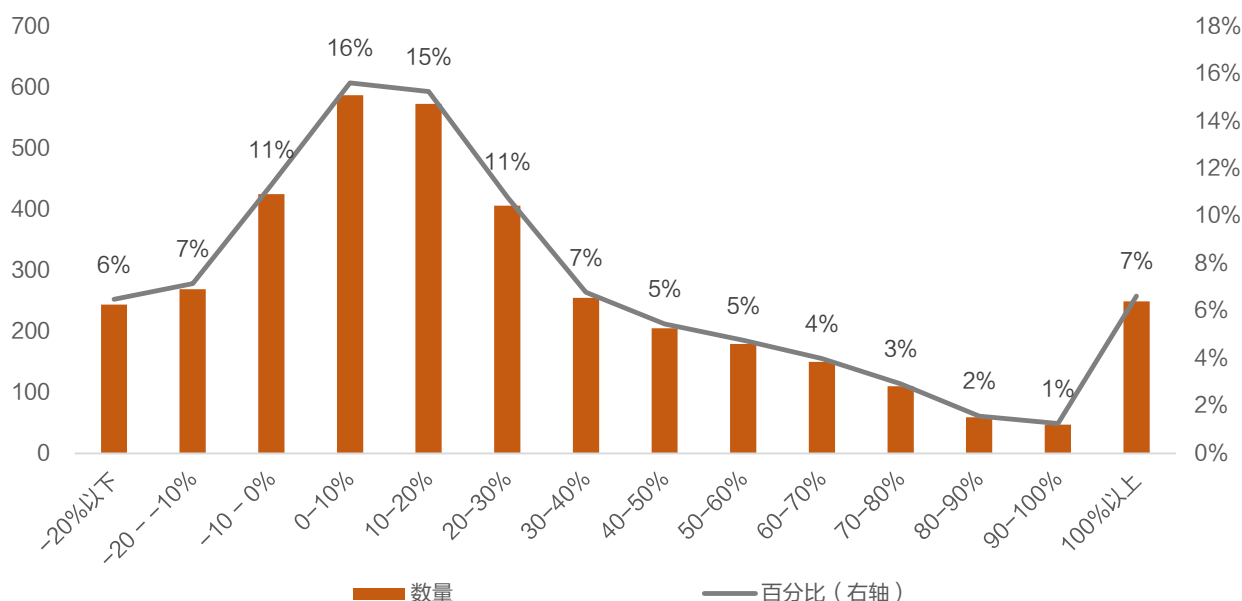
**“少部分公司”趋势下，公募基金超额收益显著，同时可以帮助个人投资者有效分散风险，这也成为了吸引个人投资者持续基金入市的重要原因。**

一方面，在“少部分公司”牛市下，权益类公募基金超额收益率持续上升。尽管上证综指 2019 年上涨了 22%，但个股涨跌幅分化较大，涨幅不足 20% 的个股数量占比达到 55%，出现下跌的个股占比也超过 25%，对于个人投资者来说，实现较高的收益率水平并不容易。相比之下，2019 年主动权益类公募基金收益率中位数达到 35.4%，跑赢上证综指 13 个百分点，为 2016 年以来赚钱效应最强的一年，这也极大地吸引了个人投资者。

另一方面，2017 年以来，受财务造假、业绩暴雷、强制退市等因素影响，个股爆雷情况较多，聚焦龙头的公募基金产品在很大程度上可以帮助居民投资者分散风险。从大面积个股的表现来看，由于 2017-2019 年是业绩承诺到期的密集期，大量公司计提商誉减值，个股爆雷层出不穷。此外，财务造假、投资失利、债务违约都可能对个股的股价形成冲击，而这些个人投资者都难以精准识别。除了自身暴露的问题外，市场监管持续从严也进一步加速了个股的分化。从上交所公布的 2019 年沪市上市公司信息披露违规处理情况来看，2019 年上交所发出公开谴责单、通报批评单、监管关注决定单同比分别增加 25%、63%、33%。因此，从投资者的专业性角度来说，能够有效规避上述投资风险的公募基金产品更加受到青睐。

图 11：2019 个股涨幅不足 20% 的个股数量占比超过 50%





资料来源：Wind，天风证券研究所

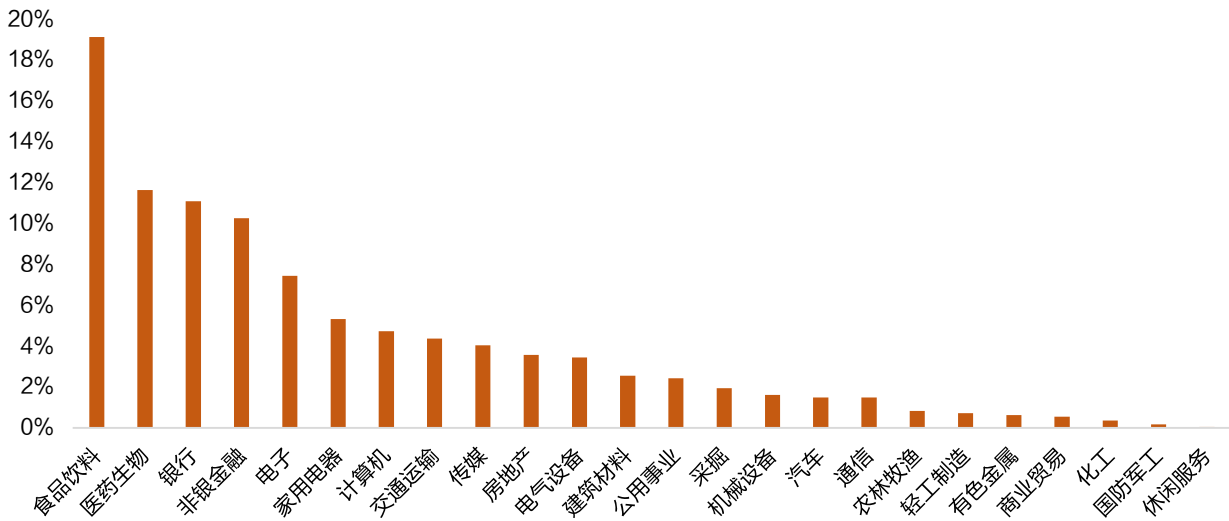
同样，在当前全面牛市基础尚未形成的背景下，个人投资者基金入市往往选择过往收益率优秀的产品，爆款基金产品的马太效应，又进一步强化了“少部分公司”的牛市。在当前市场难以全面提升的情况下，个人投资者往往聚焦明星基金经理的产品。我们梳理了 2020 年以来规模在 20 亿以上“一日售罄”基金管理者的过往产品发现，17 位基金经理代表性基金产品任职回报率远高于同类平均，大部分都在同类排名中处于前 10% 位置，超额收益显著。而从这 17 只产品的一季报的重仓持股来看，涉及的 115 只重仓标的市值在 100 亿以上的占比达到了 93.9%，这也表明这些产品主要聚焦在行业龙头及大市值个股。与此同时，从行业市值分布来看，消费 and 科技持仓市值占比接近 60%，这也和当前“少部分公司”牛市的驱动力方向相契合。明星基金经理在吸引居民资金进入的同时，也进一步将增量资金引导至优秀龙头公司，进一步强化这种“少部分公司”牛市趋势。

图 12：明星基金经理的代表性基金超额收益显著

基金经理	基金名称	基金类型	任职回报	同类平均	同类排名
邬传雁	泓德泓富混合 A	混合型	34.02%	-12.64%	48 933
秦毅	泓德泓华混合	混合型	96.27%	48.69%	254 2698
郑磊	汇添富创新医药混合	混合型	124.43%	37.64%	13 2593
李永兴	永赢消费主题 A	混合型	72.59%	32.41%	155 2705
沈楠	交银主题优选混合	混合型	106.84%	31.56%	31 838
赵枫	交银精选混合	混合型	368.89%	333.40%	24 91
冯波	易方达中盘成长混合	混合型	86.36%	34.01%	69 2557
郭斐	交银经济新动力混合	混合型	102.57%	27.36%	15 2520
王明旭	广发内需增长混合	混合型	79.62%	47.35%	445 2635
刘格菘	广发双擎升级混合	混合型	180.91%	42.17%	1 2720
祁禾	易方达环保主题混合	混合型	67.89%	26.02%	114 2249
萧楠	易方达消费行业股票	股票型	293.56%	102.68%	2 188
陈皓	易方达科翔混合	混合型	315.28%	135.96%	20 662
杨锐文	景顺长城环保优势股票	股票型	136.40%	45.44%	27 559
茅炜	南方教育股票	股票型	84.88%	5.40%	4 853
王博	南方科技创新混合 A	混合型	43.64%	16.69%	103 3079
林晶	华夏创新前沿股票	股票型	90.19%	11.88%	14 824

资料来源：Wind、天天基金网，天风证券研究所

图 13：涉及的 115 只重仓持股标的行业市值占比



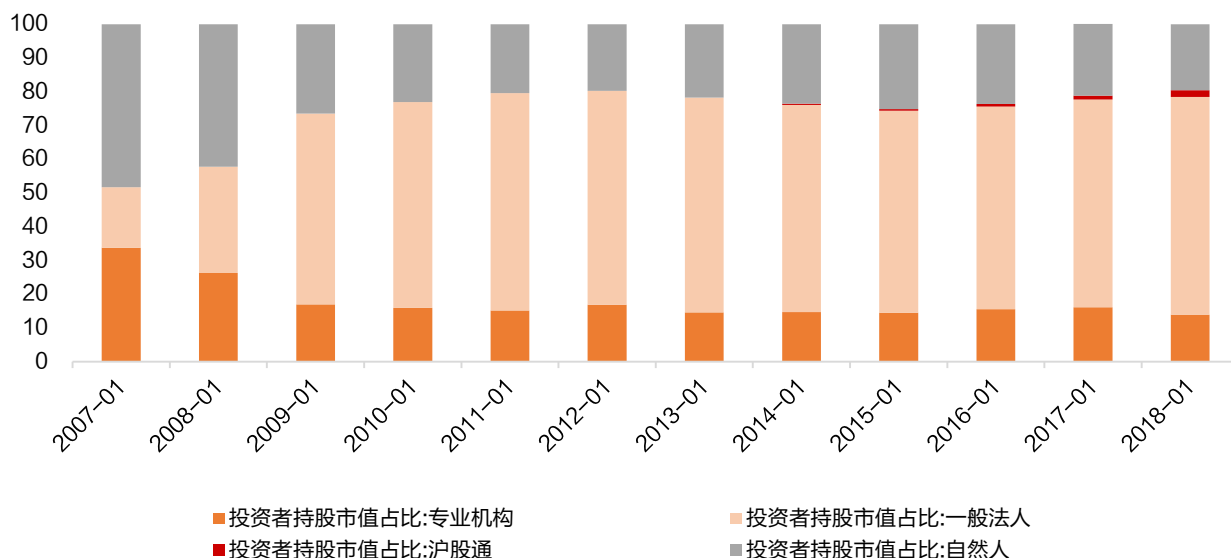
资料来源：Wind，天风证券研究所

向前看，这种“少部分公司”的牛市与居民资金基金入市的相互作用趋势将进一步延续。

短期来说，2020 年结构性牛市，或者说少部分公司的牛市将延续，权益类公募基金继续获得比个人投资者更多超额收益的概率较高。从短期来看，虽然有新冠肺炎疫情的干扰，但政策定力极强，从两会对政策层面的定调来看，大开大合式刺激的概率仍然比较低，维持 2019 年抵抗式宽松的节奏可能性更大，同时，在整个 A 股盈利水平改善有限或者说仅仅是恢复的情况下，市场难以具备全面牛市的基础，市场仍将围绕行业景气主线延续“少部分公司的牛市”。因此，主动权益类公募基金和指数基金继续跑赢市场并保持不错赚钱效应的可能性很高。

另一方面，长期来说，A 股市场的去散户化仍将持续，叠加理财收益率的下滑，基金入市的趋势也将强化。长期来说，以美国等发达国家市场的经验来看，随着 GDP 增速的放缓，未来利率中枢将跟随下台阶，居民理财收益率也将会持续下行，而净值化的转换，也进一步加剧了银行理财亏钱的可能性，这将为居民资金持续入市奠定了基础。与此同时，从 2007 年以来的沪市持有者市值占比来看，自然人投资者持有市值占比从 2007 年的 48.3% 下降至 2018 年 19.6%，但相比于欧美等发达国家不到 10% 的自然人持有市值占比，未来散户持有市值占比仍有进一步下降的空间，尤其在长期资金与外资持续进入 A 股市场的情况下。在这种情况下，也将进一步推动基金入市成为未来居民储蓄搬家的重要方式。

图 14：沪市持有者市值占比 (%)

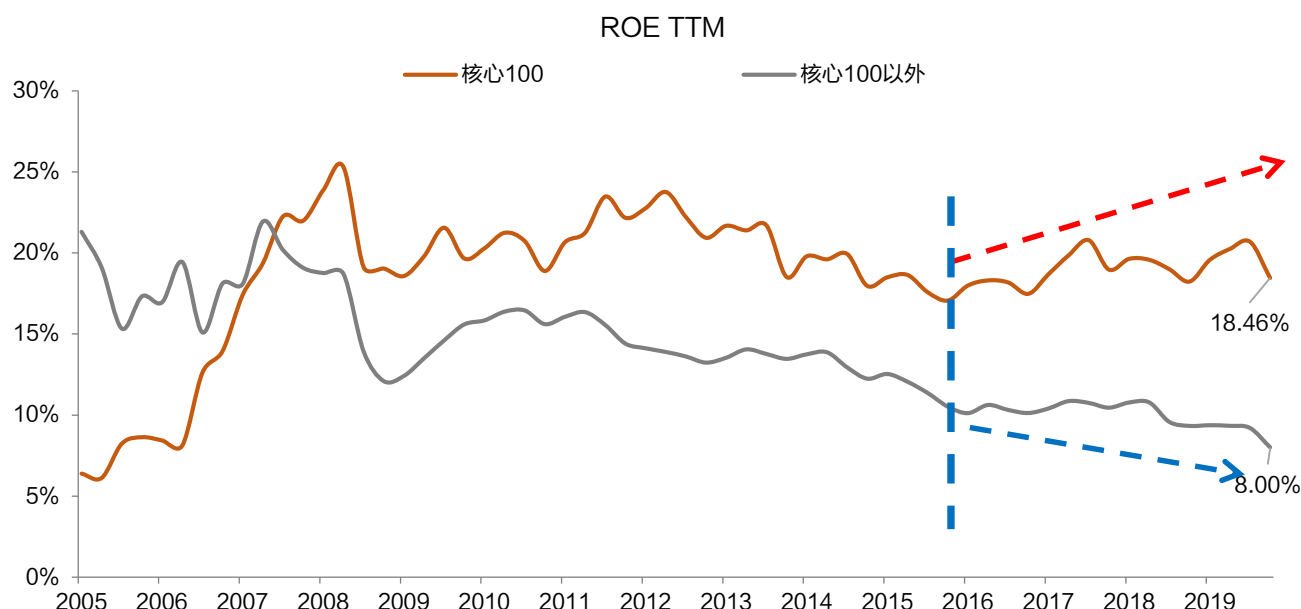


资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 5. 少部分公司牛市的长期基础是经济中枢下台阶和结构转型的宏观背景

核心 100 与非核心 100 指数走势分化的背后是盈利能力的分化。与指数走势一致，盈利能力也是从 2016 年后开始分化。最新季报（20Q1），核心 100 指数的 ROE(TTM)为 18.46%。不仅超过非核心 100 指数的 8%，也超过了市场上主流指数的 ROE，盈利能力持续走强是支撑核心 100 指数 2016 年以来相对走牛的内在原因。

图 15：核心 100 与核心 100 以外 ROE（TTM）



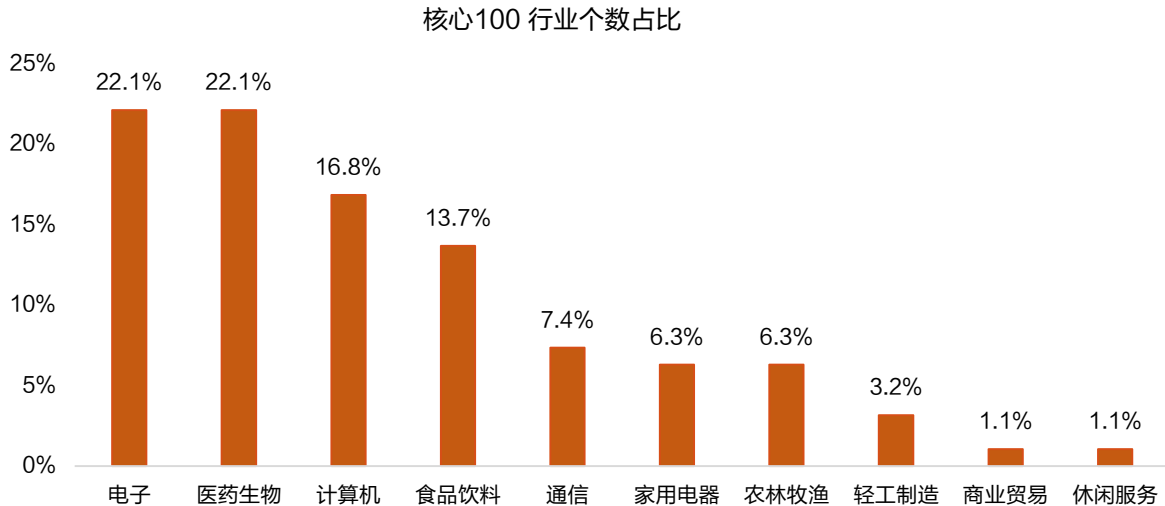
资料来源: Wind, 天风证券研究所

往前看，核心 100 指数与非核心 100 指数的走势“剪刀差”是趋于扩大还是收敛，取决于两者盈利能力的相对趋势。我们从指数结构和指数历史表现分别进行讨论。

一方面，从指数结构看：核心 100 成份集中于消费和科技，代表转型经济中最具价值的两个方向，比较典型的科技行业如电子、计算机、通信及典型的消费行业如医药、食品饮料、家电行业个数占比较高。

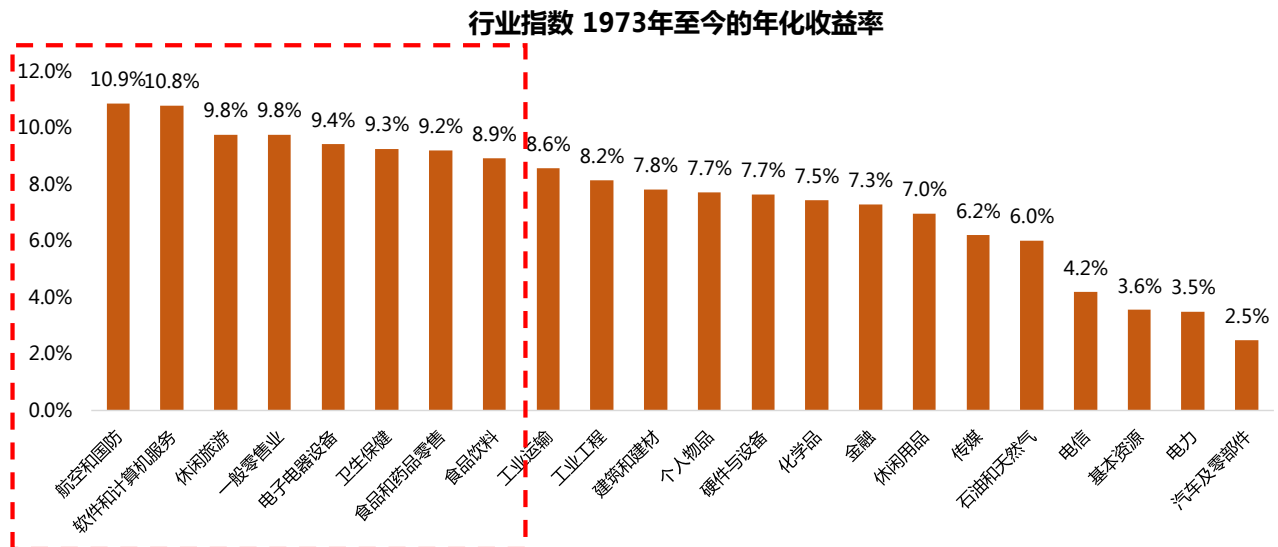
另一方面，从指数历史表现来看，科技和消费在中长期收益较高。我们以美股为鉴，73 年以来，年化收益率高的行业同样集中于消费与科技：航空国防 10.9%、软件 10.8%、休闲旅游 9.8%、零售业 9.8%、电子设备 9.4%、卫生保健 9.3%、食品药品零售 9.2%、食品饮料 8.9%。年化收益率垫底的则集中在汽车及零部件、电力、基本资源等传统行业。

图 16：核心 100 行业主要以消费及科技行业为主



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：以美股为鉴，73 年以来，年化收益率高的行业集中于消费与科技

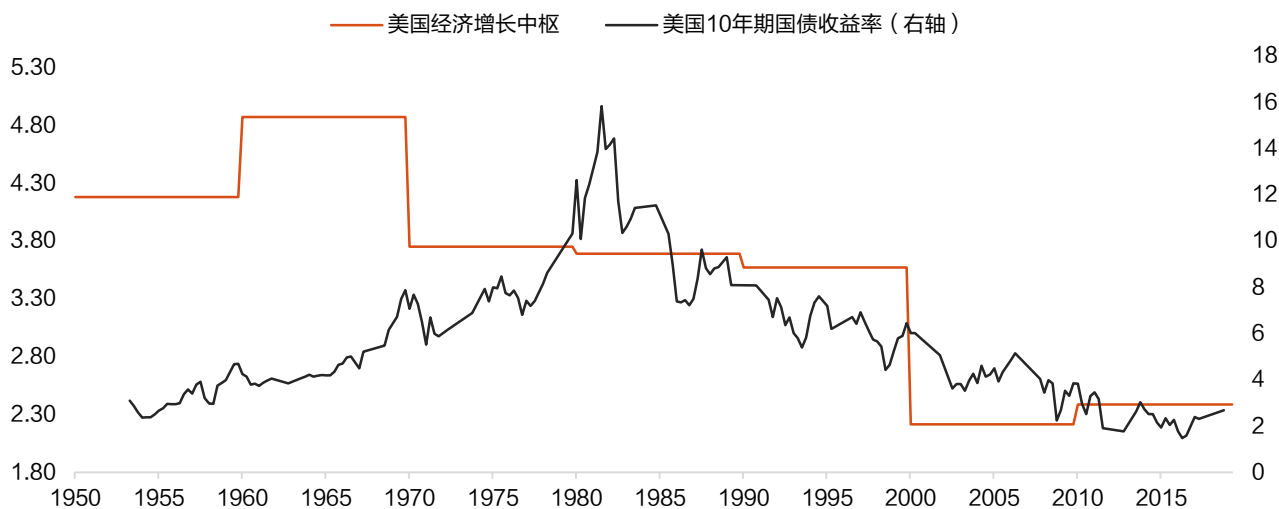


资料来源：Datastream，天风证券研究所

这一股价表现背后的宏观背景在于：经济增长中枢的下台阶和经济结构的转型。

1960 年代，美国实际经济增长较 50 年代提升了 0.5%，同时美国债收益率也不断中枢上移。1970 年代开始，美国实际经济增长出现连续的下台阶，除了因为抑制 70 年代的超高通胀导致了利率飙升，在此之后，美国债收益率进入了漫长的中枢下移过程。

图 18：随着 GDP 增速的放缓，美国的利率中枢也在下台阶（%）

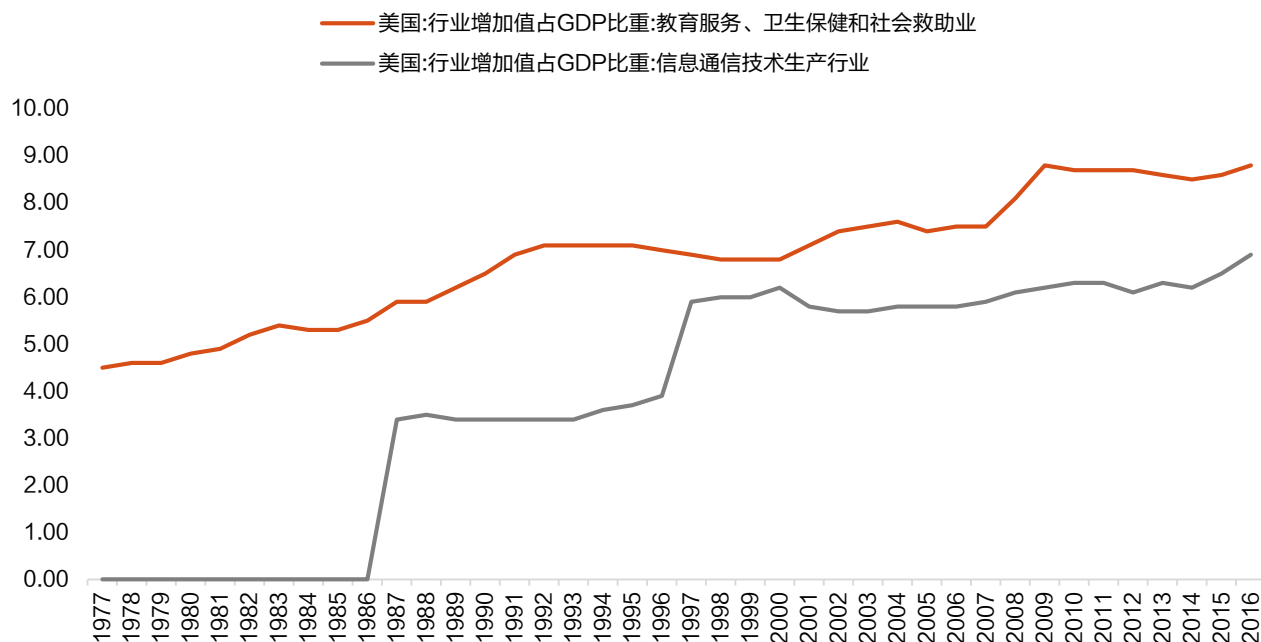


资料来源：Wind，天风证券研究所

然而正如前文所述，尽管美国经济运行中枢在持续下台阶，消费行业和科技行业股价表现却较为优秀，比较显著的就是以业绩稳健的消费股龙头和科技龙头为代表的美股“漂亮 50”，在 80 年代仍然走出长期牛市，并较大幅度跑赢指数。

**这种股价持续走强的背后是产业结构变迁下业绩的强支撑。**美国 1970 年经济增长中枢逐步下台阶的过程中，我们可以显著的看到科技与消费行业增加值占 GDP 比重的提升与传统行业增加值占 GDP 比重的显著回落。其中，教育医疗、通信技术产业占 GDP 的比重持续提升且幅度最大；包括钢铁、采掘、有色、机械、汽车、电气设备等在内的传统行业 GDP 占比均进入到下行周期。

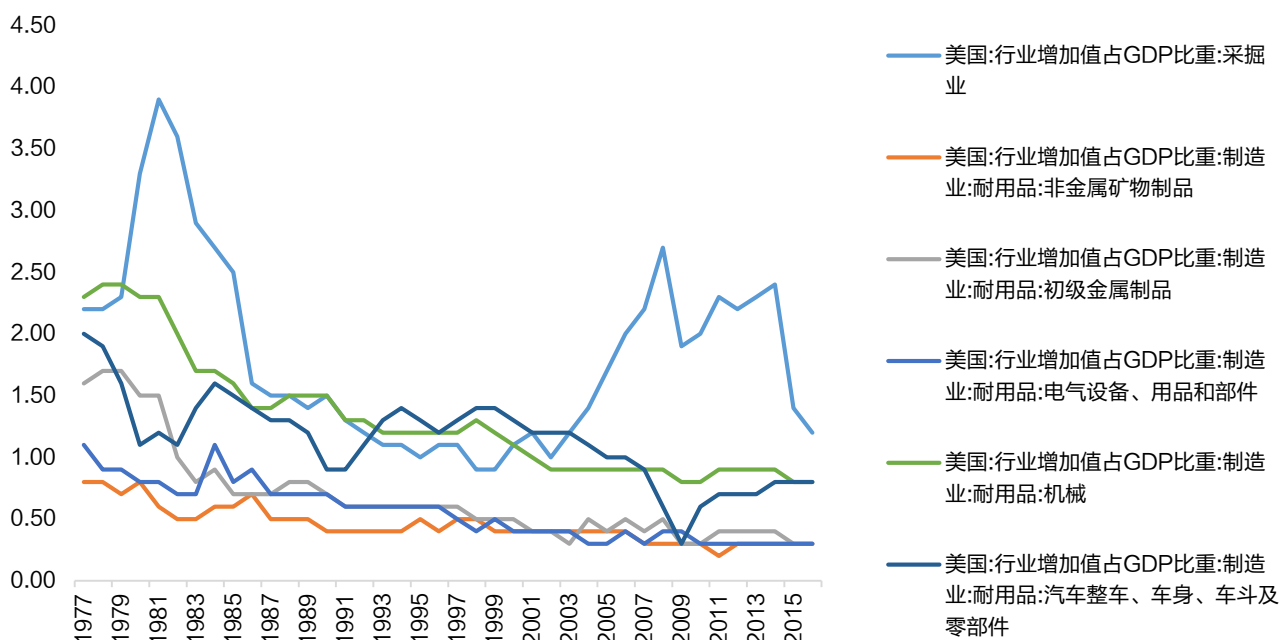
图 19：美国经济中枢下行过程中，消费与科技行业增加值占比不断提升（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：美国经济中枢下行过程中，传统行业增加值占比不断下降（%）



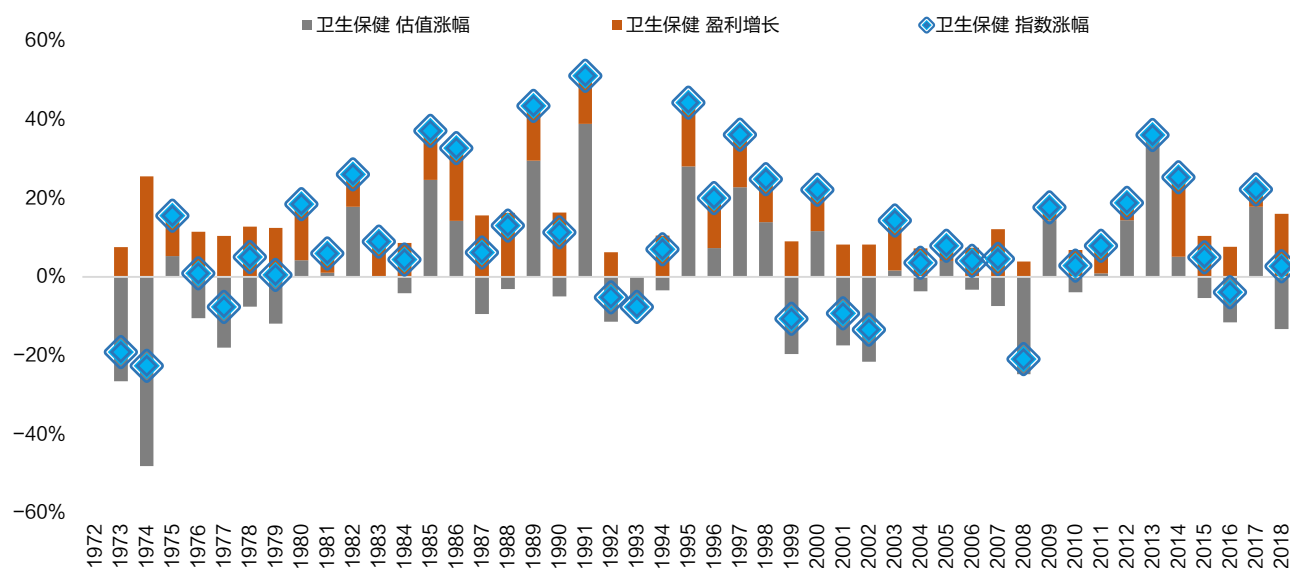


资料来源: Wind, 天风证券研究所

而随着产业结构的变更, 消费和科技行业在中长期内均出现了业绩的强支撑。对于消费行业, 盈利表现可穿越周期, 不管是 70 年代的滞胀、80 年代的改革、90 年代的转型, 还是 00 之后的刺激, 卫生保健、一般零售、药品零售、食品饮料、个人用品和休闲用品等消费行业, 盈利增长在大部分年份都是正的。

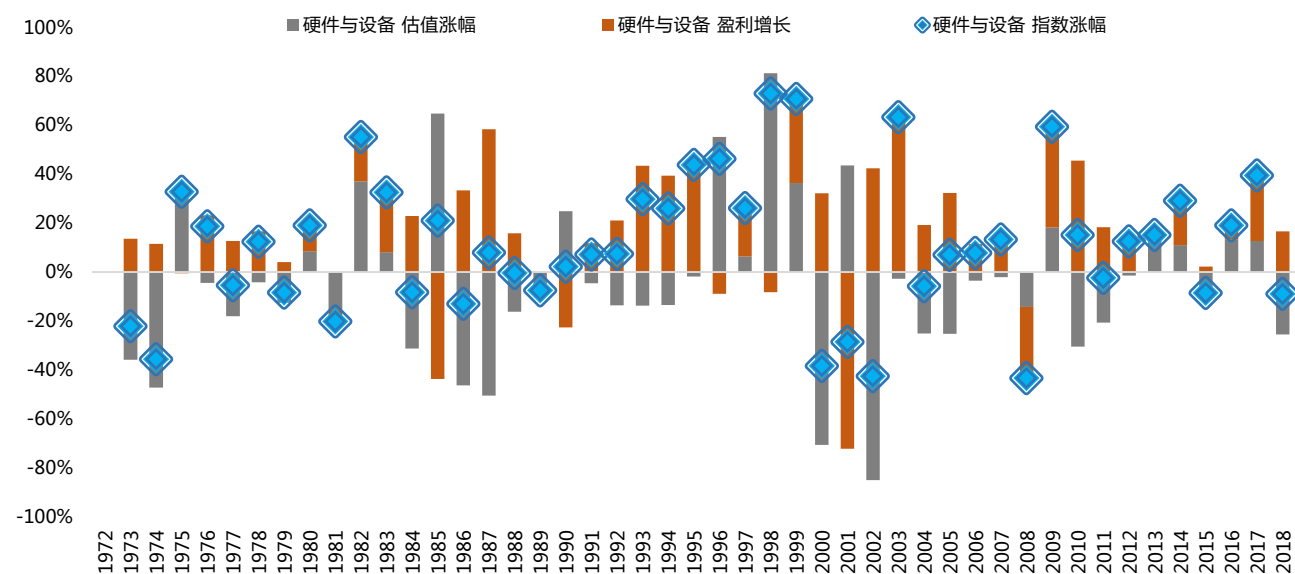
而对于科技行业来说, 美股科技行业的盈利波动并不大, 在 90 年代完成向高科技转型之后, 科技板块的盈利一直较稳定, 这种业绩长期增长也成为了驱动科技走牛的关键。除非是在有系统风险的年份, 比如 85 年 (广场协议、美日贸易摩擦)、90 年 (海湾战争)、01 年 (科网泡沫)、08 年 (金融危机), 科技板块的业绩增长才会贡献为负。

图 21: 美股卫生保健指数涨幅拆分



资料来源: Datastream, 天风证券研究所

图 22：美股硬件与设备指数涨幅拆分



资料来源：Datastream，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com