

策略 · 专题

证券研究报告

2022年12月05日

深证 100：成长与价值并济，攻守兼备

1. **深证 100 指数**（399330.SZ）选取深交所市场市值大、流动性好的 100 家公司为样本，是深市优秀企业的代表。深证 100 表征中国创新型、成长型龙头企业，历史收益表现突出、流动性好、成长性高，为资产配置提供了良好的投资标的，如易方达深证 100ETF（159901）。

2. **风格层面，深证 100 兼具大盘成长与创新蓝筹属性。**其中，成长属性的保障是权重行业随产业周期变迁而漂移，价值属性的保障来自两方面，一是始终纳入强价值属性的行业，二是新兴产业随着产业周期演进实现价值化。

3. **进一步拆分风格，成长属性支撑业绩，价值属性支撑盈利能力，特别是新兴产业向成熟期过渡时，盈利能力将得到强化。**表观层面，深证 100 比一般价值类宽基更能捕捉科技产业上行期的业绩高增红利，比一般成长类宽基拥有更稳健的盈利能力，业绩增速和 ROE 的中枢水平在主要宽基中有明显优势。

4. **长期而言，成长与价值兼顾的构建模式能使指数基本面得到一定程度的强化，弥补成长与价值各自的担忧：**

- 1) 成长的担忧来自产业周期下行、业绩降速，对此：指数的价值成分能抬高 ROE 中枢水平，用稳定的盈利能力部分对冲负面宏观因素冲击、产业周期下行等因素导致的成长业绩调整。
- 2) 价值的担忧来自盈利能力下滑，近年来宏观去杠杆单边打压价值风格 ROE，对此：新兴产业从成长期向成熟期过渡，通常是业绩高增向盈利能力提升的让渡。

5. **中观层面，科技与消费是产业结构转型的重要方向，支撑深证 100 长期超额收益：**

- 1) 从美国和日本的经验来看，科技与消费是产业结构转型的“诗和远方”。80 年代起，美日产业结构转型，科技与消费在 GDP 中占比持续提升，对应科技与消费在近 50 年美股、日股的年化收益率居前。
- 2) 伴随产业结构转型，A 股科技与消费近 10 年也走出明显超额收益，背后是 2012 年起科技产业周期、供给侧改革等，带动科技与消费成为经济重要驱动力、GDP 占比持续提升。
- 3) 在双碳目标、半导体周期的回归与国产替代进程的加速、消费升级以及人口老龄化背景下，国内产业结构转型的方向仍然是科技与消费，这也将是深证 100 的长期超额收益来源。

6. **市场层面，深证 100 兼顾防御与进攻。**较高的盈利能力可抵御宏观走弱或产业周期下行的冲击，较高的业绩弹性则在宏观或产业向好阶段转化为市值弹性。这也解答了一个关键问题，为什么不选择纯粹的成长或价值？**其核心优势在于，对长期投资者、低频交易员而言，能弱化组合对宏观与产业周期的敏感度，提高容错率，以低于一般成长风格的风险、获取高于一般价值风格的收益。**

7. **期权上市在即，有望进一步平滑深证 100 波动。**期权对现货价格波动有平抑作用，如上证 50，ETF 期权推出后 400 周、指数波动率中值较推出前 400 周下降 24%。因此，除成长与价值并济构建稳健的基本盘之外，未来随着期权的推出，深证 100 指数对于长期投资的稳定性优势也有望得到强化。

8. **易方达深证 100ETF（159901）**以紧密追踪深证 100 指数为目标，截至 22Q3 基金规模为 59.01 亿元，是深市首只、规模最大的深证 100ETF，同时有场外易方达深证 100ETF 联接（A 类：110019；C 类：004742），为投资者提供一键布局深证 100 的投资工具，建议关注。

风险提示：宏观经济风险，国内外疫情风险，业绩不达预期风险等。

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 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520090003
wuliyan@tfzq.com

逸昕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080002
yixin@tfzq.com

相关报告

- 1 《投资策略：【天风策略 | 风格专题】 - 小市值的风格还能持续多久？》
2022-07-31
- 2 《投资策略：策略·周报-开辟新战场：5 问 5 答“专精特新”》 2021-08-08
- 3 《投资策略：策略·周报-重要信号：中证 500 股债收益差已接近极值》
2021-08-01

内容目录

1. 深证 100：聚焦大盘成长与创新蓝筹风格的指数	4
2. 行业结构优势——短期拥挤度消化充分，中长期与国内产业结构调整方向一致	7
2.1. 短期内主要权重行业拥挤度消化比较充分	7
2.2. 中期：科技与消费是未来产业结构转型的重要方向，也是支撑深证 100 长期超额收益的重要来源	9
2.2.1. 从美国和日本的经验来看，科技与消费是产业结构转型的“诗和远方”	9
2.2.2. 科技与消费也是国内产业结构转型的“诗和远方”	12
3. 易方达深证 100ETF：流动性优势突出的深 100 投资工具	15

图表目录

图 1：深证 100 成分股市值分布	4
图 2：深证 100 成分股历史市值中位数	4
图 3：深证 100 与主流宽基权重行业对比	4
图 4：深证 100 权重行业漂移	5
图 5：传媒指数 营收	5
图 6：传媒指数 业绩	5
图 7：主要宽基指数 业绩与 ROE	6
图 8：主要宽基指数 市场表现	6
图 9：新能源车成交额占比	7
图 10：汽车板块成交额占比	7
图 11：医药生物成交额占比	8
图 12：光伏成交额占比	8
图 13：白酒成交额占比	9
图 14：半导体成交额占比	9
图 15：73 年至今美股行业年化收益率	10
图 16：上个世纪 70 年代开始美国经济中枢开始下台阶	10
图 17：上个世纪 70 年代开始美国经济中枢开始下台阶	11
图 18：73-90 年日本股市各行业年化收益率	11
图 19：91 年至今日本股市各行业年化收益率	11
图 20：90 年代日本经济中枢开始下台阶	12
图 21：1955-2014 年日本大类行业 GDP 占比的变化	12
图 22：2010 年开始我国经济中枢开始下台阶	12
图 23：2005 年以来年我国各大类行业 GDP 占比的变化	13
图 24：00-10 年 A 股市各行业年化收益率	13
图 25：11 年至今 A 股市各行业年化收益率	13
图 26：21 年我国及主要发达国家能源结构	13
图 27：我国原油与天然气对外依存度（%）	13
图 28：“十四五”期间风光电装机将继续维持高位	14

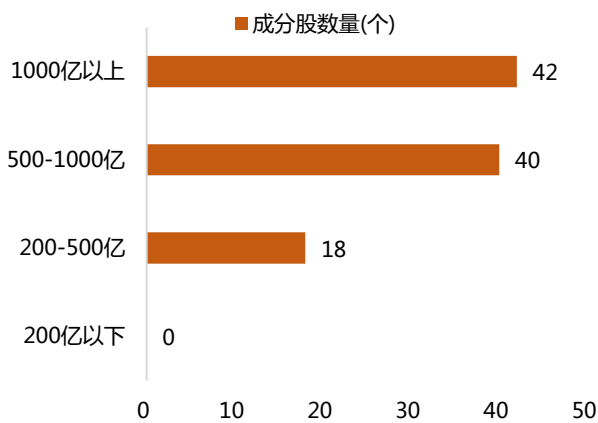
图 29: 新能源车销售渗透率.....	14
图 30: 我国半导体上游对外依存度 (截至 2020 年)	14
图 31: 全球半导体周期与美国零售增速	14
图 32: 我国居民人均收入与人均消费性支出 (元)	15
图 33: 我国 65 岁以上人口占比与医疗保健支出占消费支出比重.....	15
图 34: 易方达深证 100ETF 及联接产品	15
图 35: 上证 50 指数波动率.....	16

1. 深证 100：聚焦大盘成长与创新蓝筹风格的指数

深证 100 (399330.SZ) 发布于 2006 年 1 月，选取深交所市场市值大、流动性好的 100 家公司为样本，是深市优秀企业的代表。深证 100 表征中国创新型、成长型龙头企业，历史收益表现突出、流动性好、成长性高，为资产配置提供了良好的投资标的。

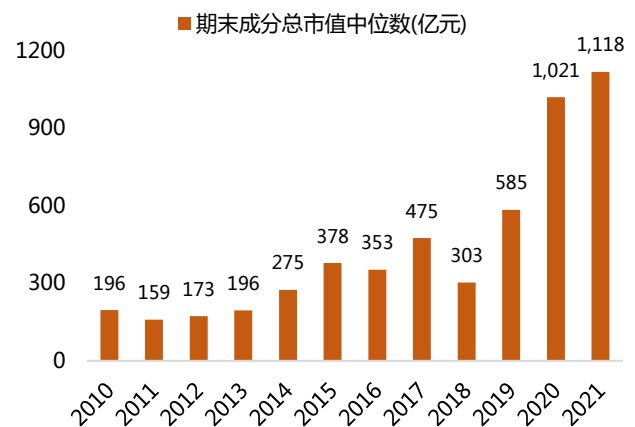
从市值分布来看，深证 100 显著呈大盘风格，同时近年来市值风格有逐渐放大趋势，兼具**大盘与成长风格**。截至 2022 年 12 月 2 日，指数样本总市值中位数 878.85 亿元，500 亿元以上成分股数量占比 82%，其中约半数市值大于 1000 亿，大盘、超大盘风格突出。纵向比较，近年来深证 100 成分股总市值中位数整体上移，2010-2021 年成分股中枢市值增长 671% (CAGR +17%)，由小市值逐渐过渡至大市值风格，是成长性在市值层面的反映。

图 1：深证 100 成分股市值分布



资料来源：Wind，天风证券研究所。数据截至 20221202

图 2：深证 100 成分股历史市值中位数



资料来源：Wind，天风证券研究所

从行业分布来看，深证 100 行业集中度在主流宽基中偏高，囊括新兴产业与传统经济代表行业，体现**创新和蓝筹属性**。深证 100 指数前十大行业权重占比 55%，其中穿插覆盖电池、光伏设备、消费电子、半导体等新兴高端制造产业，以及白酒、白电、证券、养殖等传统经济行业，权重行业兼顾科技与价值风格。

图 3：深证 100 与主流宽基权重行业对比

深证 100		上证 50		沪深 300		中证 500		中证 1000		
排序	行业名称	权重	行业名称	权重	行业名称	权重	行业名称	权重	行业名称	权重
1	电池	12.0	白酒 II	17.4	白酒 II	9.7	证券 II	5.6	软件开发	3.8
2	白酒 II	8.7	股份制银行 II	10.6	股份制银行 II	6.1	化学制药	3.6	半导体	3.8
3	白色家电	5.9	保险 II	9.7	证券 II	5.8	航空装备 II	2.9	医疗器械	3.7
4	证券 II	4.9	证券 II	7.3	电池	5.3	IT 服务 II	2.9	电池	3.5
5	光伏设备	4.8	光伏设备	6.1	光伏设备	5.1	电力	2.6	汽车零部件	3.4
6	乘用车	4.4	电力	4.5	半导体	3.9	煤炭开采	2.5	化学制药	3.2
7	养殖业	3.7	国有大型银行 II	3.7	保险 II	3.7	房地产开发	2.4	电力	2.9
8	生物制品	3.6	化学制药	3.5	国有大型银行 II	2.9	中药 II	2.3	IT 服务 II	2.6
9	消费电子	3.6	旅游零售 II	3.0	电力	2.8	工业金属	2.3	化学制品	2.4
10	半导体	3.4	半导体	2.6	白色家电	2.7	半导体	2.3	通用设备	2.3
权重总计		55.0	权重总计	68.2	权重总计	47.7	权重总计	29.3	权重总计	31.4

资料来源：Wind，天风证券研究所。数据截至 20221202

成长属性的保障是权重行业随时间漂移，而后者是产业周期变迁的映射。2013 年起，移动互联网红利促使 TMT 渗透，逐渐打破深证 100 以价值为主的行业结构；2016 年后，传媒领域监管趋严、供给侧改革推进，TMT 占比下降、价值占比再度上移；2020 年双碳革命启动，电新权重实现拔升。

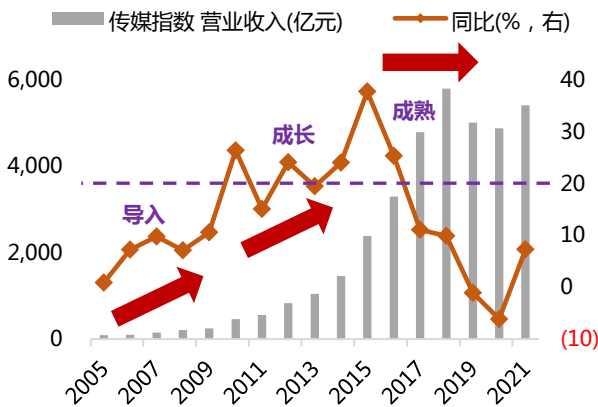
图 4：深证 100 权重行业漂移

权重排名	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	房地产	食品饮料	房地产	房地产	非银金融	房地产	非银金融	电子	家电	家电	电子	电新
2	食品饮料	房地产	食品饮料	家电	房地产	非银金融	电子	家电	电子	电子	医药	电子
3	有色金属	医药	家电	医药	家电	传媒	家电	食品饮料	医药	医药	食品饮料	医药
4	医药	有色金属	有色金属	电子	电子	电子	房地产	非银金融	食品饮料	食品饮料	家电	食品饮料
5	机械	家电	机械	食品饮料	医药	家电	传媒	房地产	房地产	房地产	电新	计算机
前三大行业合计权重%	30.02	32.34	35.33	30.41	32.97	30.55	30.79	36.08	37.07	39.77	40.58	42.62

资料来源：Wind，天风证券研究所

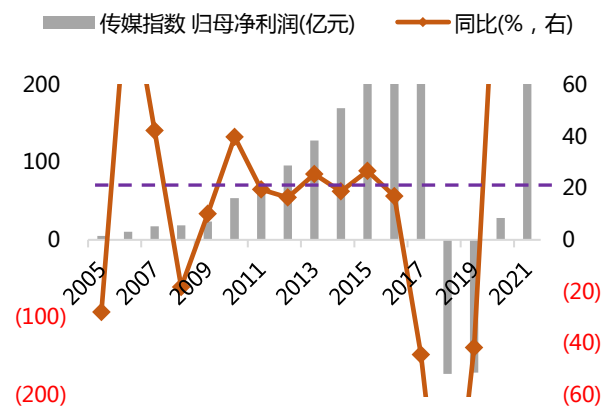
价值属性的保障来自两方面，一是始终纳入强价值属性的行业，二是新兴产业随着产业周期演进实现价值化。2010 年以来，历次权重行业调整均不会将家电、食品饮料等大消费板块完全洗出，同时新兴产业自身所处周期阶段由成长期进入成熟期，也会导致其行业属性由成长向价值切换。以传媒板块为例，参考我们的历史报告《创业板指 10 年复盘：以成长性为锚，穿越宏观周期》，2009 年前后，3G 产业周期兴起，传媒板块进入快速成长期、营收保持高速增长，15-16 年前后随移动互联网红利兑现完毕等进入成熟期，随后营收进入 16-17 年低速增长期，如果不考虑政策面的外生性因素，此阶段行业短期呈现出收入利润剪刀差小幅扩张、营收增速和业绩增速趋于稳定增长的价值属性。后续，监管连续收紧（移动游戏版号、网剧监管、影视税收等），影响行业逻辑，政策紧缩周期带动产业周期下行，价值属性受破坏，传媒从前 5 大行业移出。

图 5：传媒指数 营收



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：传媒指数 业绩



资料来源：Wind，天风证券研究所

进一步拆分风格，成长属性支撑业绩，价值属性支撑盈利能力，特别是新兴产业向成熟期过渡时，盈利能力将得到强化。表现层面，深证 100 比一般价值类宽基更能捕捉科技产业上行期的业绩高增红利，比一般成长类宽基拥有更稳健的盈利能力，业绩增速和 ROE 的中枢水平在主要宽基中有明显优势。

长期而言，成长与价值兼顾的构建模式能使指数基本面得到一定程度的强化，弥补成长与价值各自的担忧：

(1) 成长的担忧来自产业周期下行、业绩降速，对此：指数的价值成分能抬高 ROE 中枢水平，用稳定的盈利能力部分对冲负面宏观因素冲击、产业周期下行等因素导致的成长业绩调整，如 2018 年末大幅受商誉减值冲击，而其他成长指数业绩均塌方。对应地，深证 100 长期业绩增速中枢高于中证 500、中证 1000。

(2) 价值的担忧来自盈利能力下滑，近年来宏观去杠杆单边打压价值风格 ROE，对此：新兴产业从成长期向成熟期过渡，通常是业绩高增向盈利能力提升的过渡，如 16-19 年科技下行周期中，深证 100 与成长指数 ROE 均小幅提升（同期价值指数 ROE 下滑），背后是技术红利兑现、商业模式和内部竞争格局逐步定型等提升盈利能力。对应地，深证 100 长期 ROE 中枢高于上证 50、沪深 300。

图 7：主要宽基指数 业绩与 ROE

年份	深证 100		上证 50		沪深 300		中证 500		中证 1000	
	业绩增速%	ROE	业绩增速%	ROE	业绩增速%	ROE	业绩增速%	ROE	业绩增速%	ROE
2010	36.10	15.86	32.21	18.12	34.09	17.07	40.66	9.87	-	-
2011	7.59	15.03	14.26	18.11	13.78	16.88	(1.39)	8.73	-	-
2012	(9.36)	11.92	5.42	16.50	3.40	15.26	(23.85)	6.67	-	-
2013	7.68	13.19	13.00	16.83	12.42	15.83	14.13	8.37	-	-
2014	13.74	13.07	4.61	15.54	5.81	14.78	5.55	8.01	-	-
2015	9.50	13.99	(3.25)	13.14	(0.35)	12.86	(6.34)	6.51	(6.62)	5.32
2016	(0.86)	12.81	(3.13)	11.43	(0.52)	11.56	33.64	7.53	29.98	6.68
2017	12.13	12.83	12.75	11.92	14.03	11.98	35.40	9.11	25.93	8.48
2018	0.83	12.81	7.75	12.27	6.03	11.83	(32.67)	7.02	(50.44)	4.55
2019	12.62	13.69	10.32	12.17	10.29	11.87	(20.74)	6.70	(20.78)	5.04
2020	19.25	15.10	(3.53)	10.68	0.19	10.79	(2.51)	7.06	(10.94)	6.24
2021	1.42	13.89	16.38	12.29	13.14	11.23	17.07	8.38	33.85	8.44
中位数	8.59	13.44	9.03	12.72	8.16	12.42	2.08	7.77	(6.62)	6.24

资料来源：Wind，天风证券研究所。

至于权益市场长期表现，深证 100 兼顾防御与进攻。较高的盈利能力可抵御宏观走弱或产业周期下行的冲击，较高的业绩弹性则在宏观或产业向好阶段转化为市值弹性。这也解答了一个关键问题，为什么不选择纯粹的成长或价值？其核心优势在于，对长期投资者、低频交易员而言，能弱化组合对宏观与产业周期的敏感度，提高容错率，以低于一般成长风格的风险、获取高于一般价值风格的收益。

图 8：主要宽基指数 市场表现

年份	深证 100		上证 50		沪深 300		中证 500		中证 1000	
	涨跌幅%	夏普比率	涨跌幅%	夏普比率	涨跌幅%	夏普比率	涨跌幅%	夏普比率	涨跌幅%	夏普比率
2010	(4.28)	(0.13)	(22.57)	(0.96)	(12.51)	(0.52)	10.07	0.45	17.40	0.74
2011	(30.99)	(1.36)	(18.19)	(0.90)	(25.01)	(1.21)	(33.83)	(1.38)	(32.96)	(1.29)
2012	1.95	0.08	14.84	0.75	7.55	0.35	0.28	0.02	(1.43)	(0.04)
2013	(4.90)	(0.25)	(15.23)	(0.62)	(7.65)	(0.37)	16.89	0.80	31.59	1.43
2014	32.29	1.76	63.93	3.08	51.66	2.83	39.01	2.04	34.46	1.65
2015	21.80	0.83	(6.23)	0.04	5.58	0.37	43.12	1.31	76.10	2.11
2016	(16.55)	(0.69)	(5.53)	(0.34)	(11.28)	(0.58)	(17.78)	(0.61)	(20.01)	(0.61)
2017	26.41	1.71	25.08	2.04	21.78	1.90	(0.20)	(0.20)	(17.35)	(1.26)
2018	(34.66)	(1.45)	(19.83)	(0.96)	(25.31)	(1.26)	(33.32)	(1.44)	(36.87)	(1.54)
2019	55.18	2.53	33.58	1.80	36.07	1.89	26.38	1.21	25.67	1.12
2020	49.58	2.11	18.85	0.90	27.21	1.30	20.87	0.93	19.39	0.84
2021	(1.27)	0.05	(10.06)	(0.47)	(5.20)	(0.22)	15.58	1.10	20.52	1.22
中位数	0.34	0.07	(5.88)	(0.15)	0.19	0.07	12.83	0.62	18.40	0.79
区间(累计)值	63.03	0.22	28.21	0.12	38.17	0.14	64.08	0.22	82.41	0.26
年化收益率 %	4.28		2.15		2.81		4.33		5.28	
年化波动率 %	23.49		22.42		21.51		25.34		27.81	

资料来源：Wind，天风证券研究所。

2. 行业结构优势——短期拥挤度消化充分，中长期与国内产业结构调整方向一致

2.1. 短期内主要权重行业拥挤度消化比较充分

以成交额占比来衡量板块拥挤度，近期主要权重行业性价比明显提升。当板块拥挤度快速上升突破阈值之后，往往意味着板块性价比回落，板块对利好逐步钝化，而对利空更加敏感，超额收益往往随后也阶段性见顶。自7月以来，新能源、汽车、光伏等方向拥挤度均快速提升至去年11月或者7月的高位，随后主要成长方向超额收益都见顶回落。

而经过三个月左右的消化之后，目前深证100主要权重行业如汽车、新能源车、光伏、半导体、白酒等行业成交额占比都回落至底部，医药也回落至阈值之下；而拥挤度的显著回落，意味着短期配置性价比回升，一旦出现基本面预期的催化，可能会催生新的行情。

图9：新能源车成交额占比



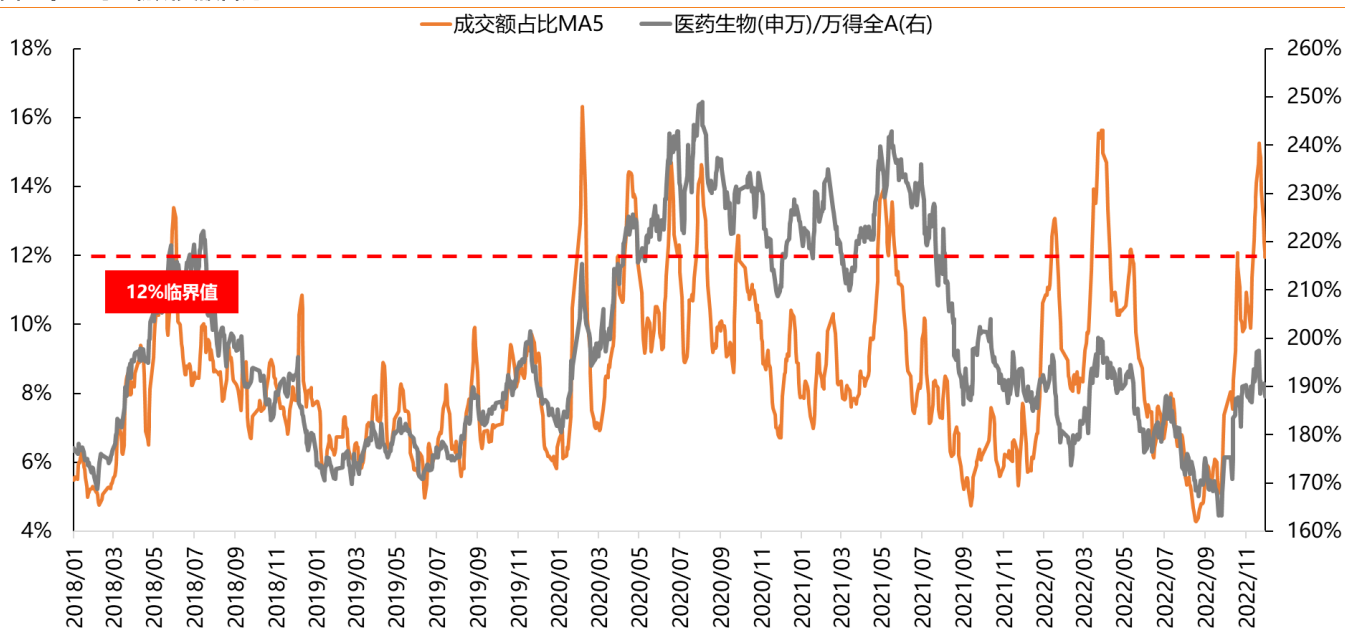
资料来源：Wind，天风证券研究所。

图10：汽车板块成交额占比



资料来源：Wind，天风证券研究所。

图 11: 医药生物成交额占比



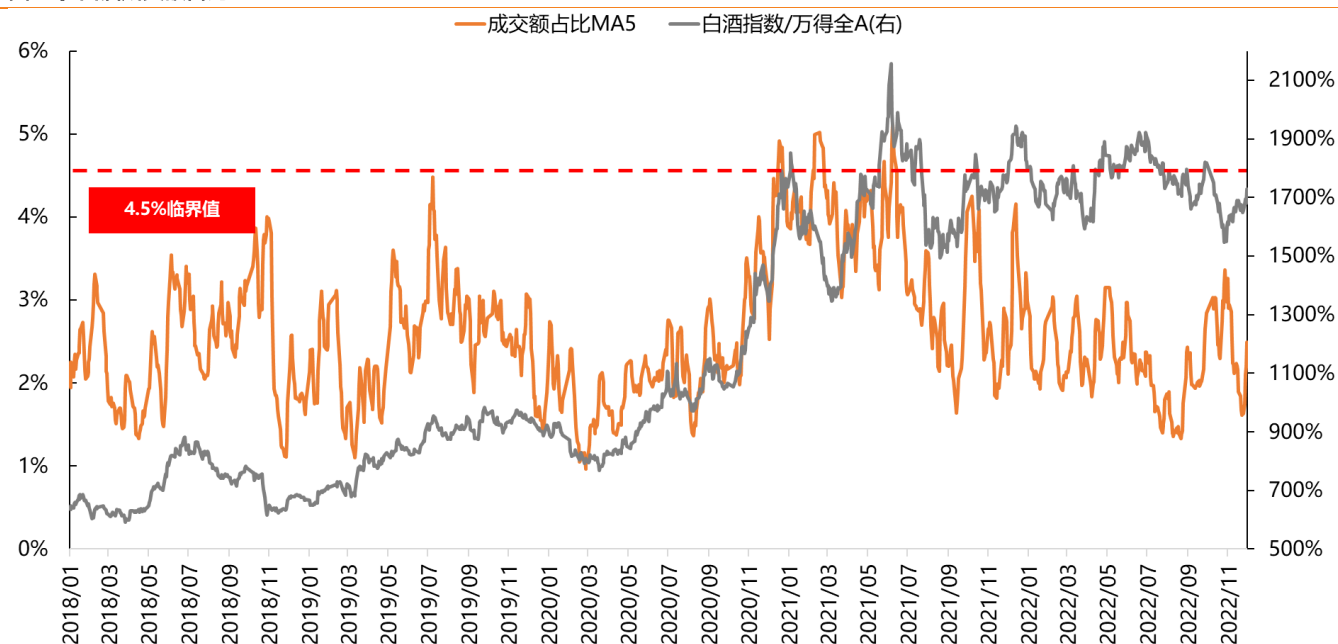
资料来源: Wind, 天风证券研究所。

图 12: 光伏成交额占比



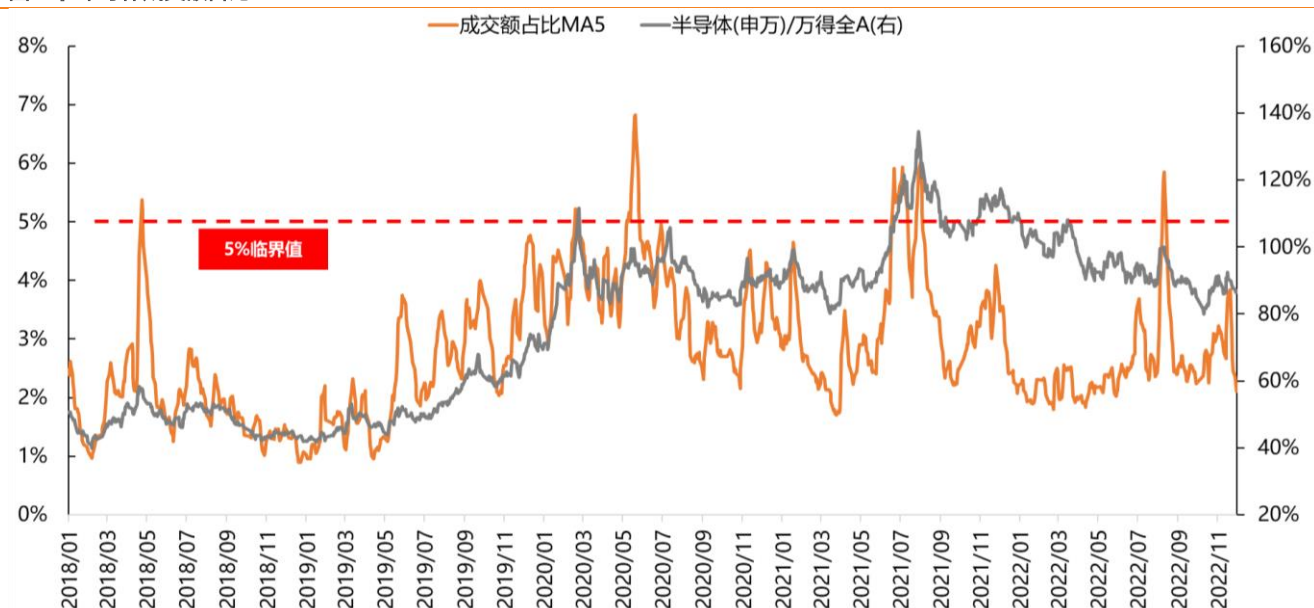
资料来源: Wind, 天风证券研究所。

图 13：白酒成交额占比



资料来源：Wind，天风证券研究所。

图 14：半导体成交额占比



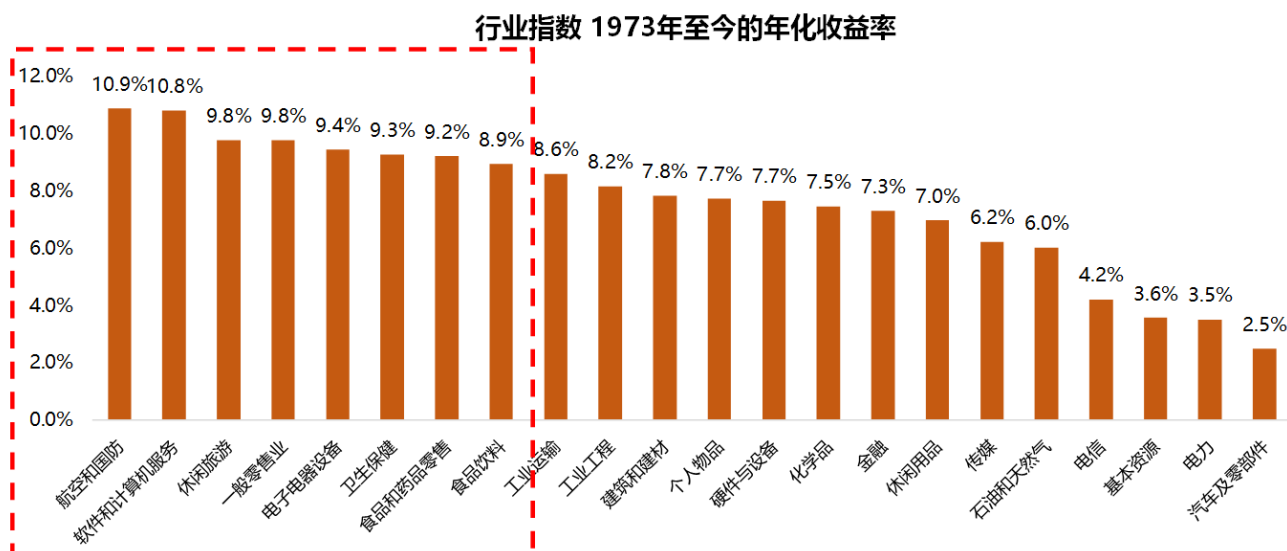
资料来源：Wind，天风证券研究所。

2.2. 中期：科技与消费是未来产业结构转型的重要方向，也是支撑深证 100 长期超额收益的重要来源

2.2.1. 从美国和日本的经验来看，科技与消费是产业结构转型的“诗和远方”

过去 50 年里，美股年化收益率较高的行业集中在科技与消费领域。73 年至今，美股年化收益率高的行业主要集中于：消费与科技。年化收益率居前的行业是：航空和国防 10.9%、软件和计算机服务 10.8%、休闲旅游 9.8%、一般零售业 9.8%、电子电器设备 9.4%、卫生保健 9.3%、食品和药品零售 9.2%、食品饮料 8.9%。而年化收益率垫底的行业：汽车及零部件（2.5%，70-90 年代三次石油危机，加上日本欧洲汽车业的冲击）、电力（3.5%，稳定的类债券收益）、基本资源（3.6%，黑色金属煤炭有色等周期品）。

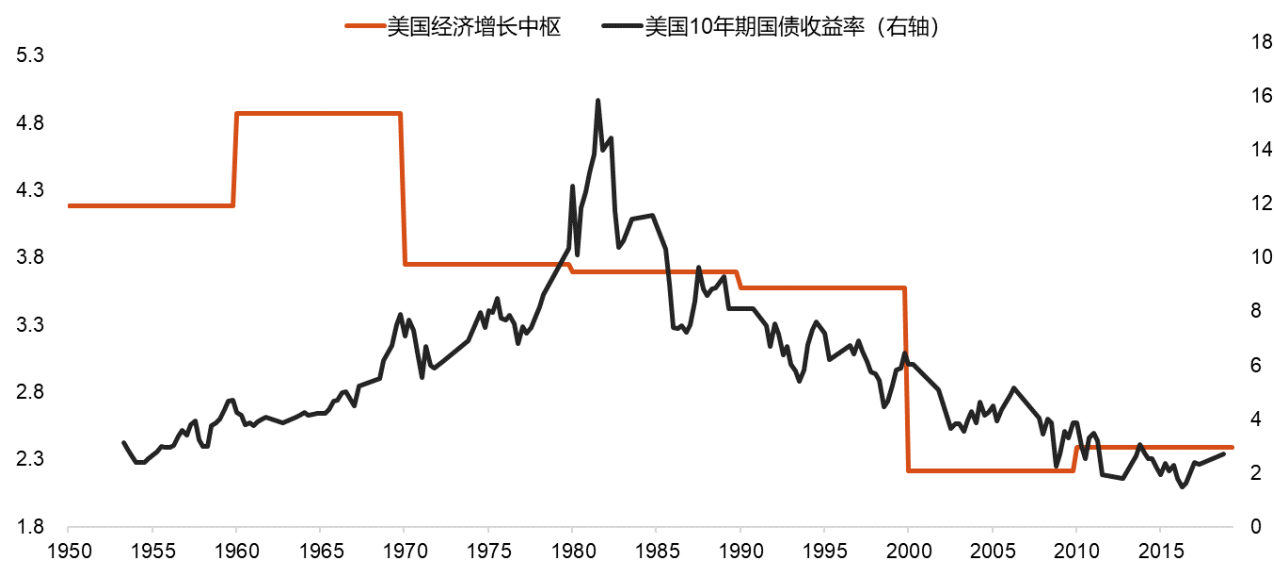
图 15：73 年至今美股行业年化收益率



资料来源：DataStream，天风证券研究所

美股科技与消费长期收益率占优的背后是经济下台阶过程中产业结构转型在资本市场的映射。20 世纪 70 年代起，进入经济增长中枢的下台阶和经济结构的转型，科技与消费开始成为经济的主要驱动力。从宏观产业结构看，1950 年以来，美国行业增加值占 GDP 的比重趋势性提升的行业有：金融地产、专业和商业服务、教育医疗、信息业、餐饮业，占比趋势性回落的行业有：批发零售、制造业、建筑业、运输仓储、农业、采掘业等。而科技与消费行业在 GDP 中占比的提升最终支撑科技与消费行业的长期走强。

图 16：上个世纪 70 年代开始美国经济中枢开始下台阶



资料来源：Wind，天风证券研究所

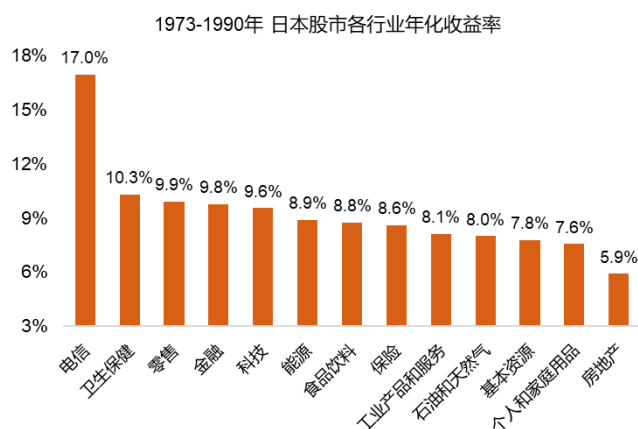
图 17：上个世纪 70 年代开始美国经济中枢开始下台阶

行业	1950	1955	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2019
金融地产	11.5	12.8	14.2	14.3	14.7	15.2	16.0	17.5	18.1	19.0	19.3	20.0	19.6	20.6	21.0
专业服务	3.5	3.9	4.3	4.7	5.0	5.3	6.2	7.5	8.9	9.3	10.8	11.1	11.8	12.3	12.8
政府	10.7	12.3	13.2	13.5	15.2	15.1	13.7	13.8	13.9	13.4	12.9	13.1	14.1	12.8	12.3
批发零售	15.3	14.2	14.5	14.3	14.5	14.8	13.8	13.7	12.9	13.3	12.8	12.2	11.6	11.9	11.5
制造业	27.0	27.8	25.3	25.7	22.7	20.6	20.0	17.8	16.7	15.9	15.1	13.0	12.0	11.7	11.0
教育医疗	2.0	2.3	2.7	3.0	3.9	4.5	4.8	5.3	6.5	7.1	6.8	7.4	8.7	8.6	8.8
信息业	3.0	3.0	3.3	3.4	3.6	3.7	3.9	4.2	4.1	4.2	4.6	4.9	5.0	4.9	5.2
娱乐餐饮	3.0	2.8	2.8	2.8	2.9	2.8	3.0	3.1	3.4	3.4	3.8	3.7	3.7	4.1	4.2
建筑业	4.7	4.4	4.4	4.6	4.8	4.5	4.7	4.2	4.2	4.0	4.5	5.0	3.5	3.8	4.1
运输仓储	5.7	5.1	4.4	4.1	3.9	3.7	3.7	3.3	3.0	3.1	3.0	2.9	2.9	3.1	3.2
公用事业	1.7	1.9	2.3	2.2	2.1	2.3	2.2	2.7	2.5	2.4	1.8	1.5	1.9	1.6	1.6
采掘业	2.6	2.4	2.2	1.8	1.5	2.1	3.3	2.5	1.5	1.0	1.1	1.7	2.0	1.4	1.5
农业	6.8	4.5	3.8	3.1	2.6	3.1	2.2	1.8	1.6	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	0.8

资料来源：Wind，天风证券研究所

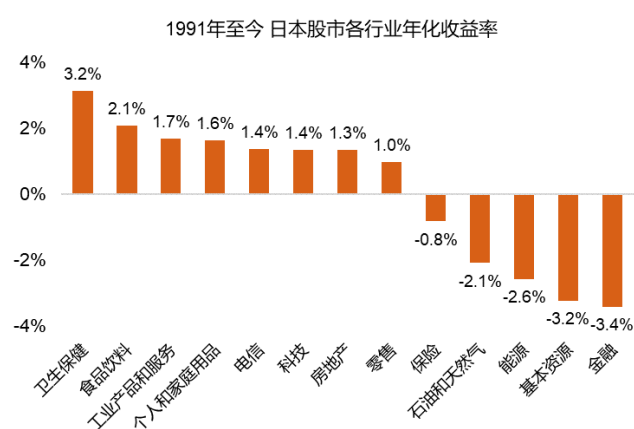
在日本产业结构转型前后，同样出现了行业年化收益率的变化，消费行业的表现在产业结构转型后要更强。1973-1990 年，日股中年化收益率最高的三个行业：电信（+17.0%）、卫生保健（+10.3%）、零售（9.9%）、金融（+9.8%）；年化收益率最低的四个行业：房地产（+5.9%）、个人和家庭用品（+7.6%）、基本资源（+7.8%）、石化（+8%）。1991-2019 年，日股中年化收益率最高的四个行业：卫生保健（+3.2%）、食品饮料（+2.1%）、工业产品和服务（+1.7%）、个人家庭用品（+1.6%）；年化收益率最低的四个个行业：金融（-3.4%）、基本资源（-3.2%）、能源（-2.6%）、石化（-2.1%）。

图 18：73-90 年日本股市各行业年化收益率



资料来源：DataStream，天风证券研究所

图 19：91 年至今日本股市各行业年化收益率

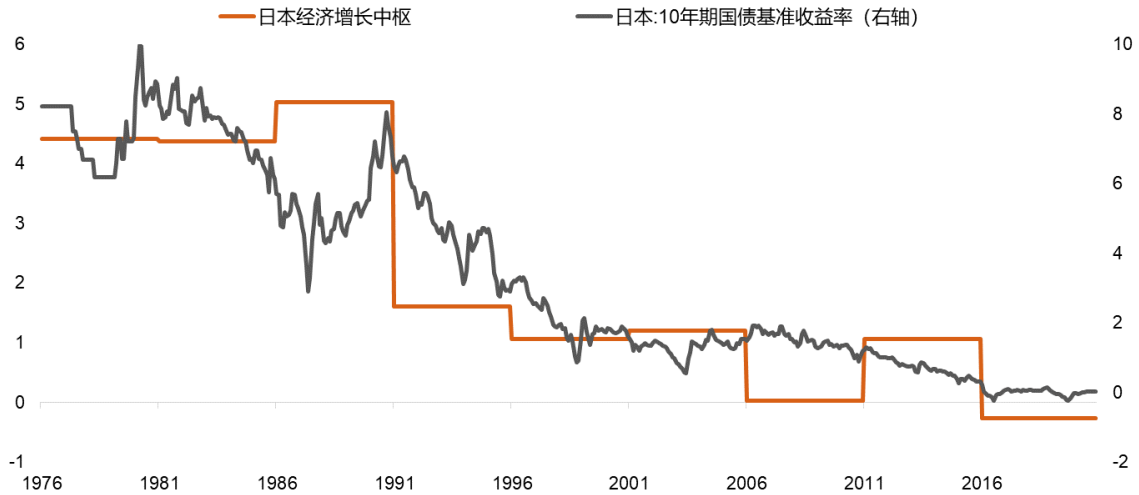


资料来源：DataStream，天风证券研究所

日本科技与消费行业走强背后同样是来自于产业结构转型的支撑。日本方面战后主导产业变迁经历：①经济恢复阶段（46-60 年）：能源部门；②高速增长阶段（60-73 年）：重化工业；③稳定增长与泡沫阶段（73-90 年）：消费业及精密制造业；④泡沫崩溃与恢复阶段（90 年至今）：消费服务业及精密电子与材料等。1990 年代开始，随着泡沫经济的崩溃，日本经济陷入长期衰退，经济增长中枢出现大幅下台阶，甚至一度出现负增长，国债收益率也相应进入中枢下移阶段。

而从宏观产业占比的变化来看，消费行业自 90 年至今出现明显的提升：日本 90 年代至今，占比趋势性提升的主要是服务产业，如：服务活动、批发零售、政府服务、家庭服务、交通运输）和消费（食品饮料）。

图 20：90 年代日本经济中枢开始下台阶



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：1955-2014 年日本大类行业 GDP 占比的变化

年份	1955	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2014	变化趋势
服务活动	9.8%	7.4%	7.6%	9.3%	10.5%	13.7%	16.0%	15.5%	16.0%	17.6%	17.7%	19.1%	19.8%	提升
制造业	27.5%	33.8%	32.8%	34.8%	29.1%	26.9%	27.2%	25.7%	22.2%	21.2%	19.9%	19.7%	18.7%	下降
批发零售	10.3%	11.4%	12.3%	13.9%	14.2%	14.5%	12.7%	12.8%	14.9%	13.6%	14.9%	13.8%	14.2%	相对稳定
房地产业	5.4%	7.4%	8.3%	7.8%	7.9%	8.6%	9.1%	9.4%	10.3%	10.7%	10.8%	11.9%	11.7%	提升
交通通讯	7.0%	7.3%	7.3%	6.7%	6.2%	6.1%	6.4%	6.4%	8.9%	9.6%	10.1%	10.3%	10.6%	小幅提升
政府服务	7.4%	6.2%	6.8%	6.1%	8.5%	8.3%	8.0%	7.5%	8.5%	9.1%	9.1%	9.2%	9.1%	小幅提升
建筑业	4.4%	5.5%	6.4%	7.5%	9.3%	8.8%	7.4%	9.5%	8.1%	7.2%	5.8%	5.5%	6.1%	先升后降
金融保险	3.9%	3.5%	4.4%	4.1%	5.1%	5.1%	5.2%	6.7%	4.8%	5.0%	6.2%	5.0%	4.4%	先升后降
家庭服务	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.5%	1.3%	1.4%	1.5%	1.8%	1.8%	1.9%	2.1%	2.3%	小幅提升
电力燃气	2.3%	2.5%	2.6%	2.1%	1.9%	2.6%	3.1%	2.5%	2.6%	2.6%	2.3%	2.3%	2.0%	相对稳定
农林渔业	19.2%	12.8%	9.5%	5.9%	5.3%	3.5%	3.0%	2.4%	1.8%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	下降
采掘业	1.9%	1.5%	1.0%	0.8%	0.5%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	下降

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2.2. 科技与消费也是国内产业结构转型的“诗和远方”

过去 10 年中，伴随着产业结构的转型，A 股科技与消费行业也走出明显的超额收益。2010 年起，我国经济增速逐步放缓，经济增长开始进入“结构转型期”，增长的驱动因素从出口和投资向消费、服务和科技转型。可以看到，在这一阶段，我国经济增长中枢开始持续下台阶。

图 22：2010 年开始我国经济中枢开始下台阶



资料来源：Wind，天风证券研究所

从产业结构的转型方向来看，我国基本延续了美日产业结构转型的路径，经济发展的主要动力逐渐从传统制造业转向新兴产业和消费服务类行业，科技与消费行业在 GDP 中占比不断提升，而传统行业占比则逐步回落。从宏观产业结构的变化来看：2005 年以来，我国宏观产业占比趋势性提升的行业包括：金融业、房地产行业、信息传输/软件和信息技术服务业、租赁和商务服务业、批发零售业，而传统制造业、农林牧渔等行业的占比则明显下降。

图 23：2005 年以来我国各大类行业 GDP 占比的变化

年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	变化趋势
农林牧渔业	12.3%	11.3%	10.8%	10.7%	10.1%	9.8%	9.6%	9.4%	9.2%	8.8%	8.4%	8.0%	7.4%	7.0%	7.0%	下降
制造业	34.0%	34.4%	34.1%	33.9%	33.0%	33.2%	33.5%	32.6%	31.5%	30.8%	29.0%	27.9%	27.9%	27.5%	26.8%	下降
建筑业	5.9%	6.0%	6.0%	6.2%	6.8%	6.9%	7.0%	7.1%	7.1%	7.1%	7.0%	6.9%	6.9%	7.0%	7.1%	相对稳定
批发和零售业	7.9%	8.0%	8.2%	8.7%	8.7%	9.1%	9.4%	9.6%	9.7%	9.9%	9.9%	9.8%	9.7%	9.6%	9.5%	相对稳定
交通运输、仓储及邮政业	6.0%	5.9%	5.7%	5.4%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%	下降
住宿和餐饮业	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	下降
金融业	4.2%	4.8%	5.9%	6.1%	6.5%	6.6%	6.6%	6.8%	7.1%	7.4%	8.2%	8.0%	7.7%	7.6%	7.7%	上升
房地产业	4.8%	5.0%	5.3%	4.8%	5.6%	5.9%	5.9%	5.9%	6.1%	6.0%	6.2%	6.7%	6.8%	7.0%	6.9%	上升
信息传输、软件和信息技术服务业	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%	2.4%	2.3%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%	3.1%	3.3%	先降后升
租赁和商务服务业	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	2.2%	2.3%	2.4%	2.6%	2.9%	3.0%	3.2%	3.3%	上升
其他	17.9%	17.8%	17.4%	17.6%	18.0%	17.5%	17.3%	17.9%	18.3%	18.8%	19.9%	20.9%	21.4%	22.0%	22.5%	上升

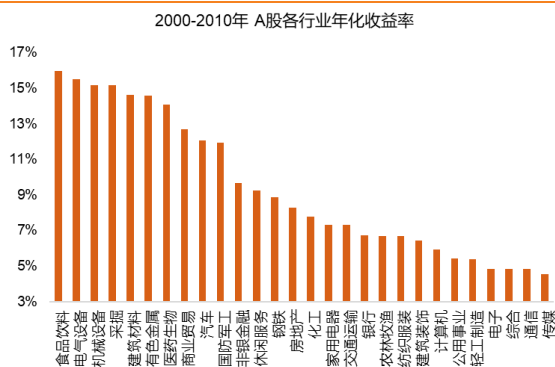
资料来源：Wind，天风证券研究所

从股票市场表现看，A 股市场长期年化收益率居前的行业已经从经济结构转型前第一、第二产业逐渐转变为科技、消费相关产业。

2000-2010 年，A 股年化收益率前五的行业：食品饮料（+15.9%）、电气设备（+15.5%）、机械设备（+15.2%）、采掘（+15.2%）、建筑材料（+14.6%）；年化收益率后五的行业：传媒（+4.6%）、通信（+4.8%）、电子（+4.9%）、轻工制造（+5.4%）、公用事业（+5.4%）。

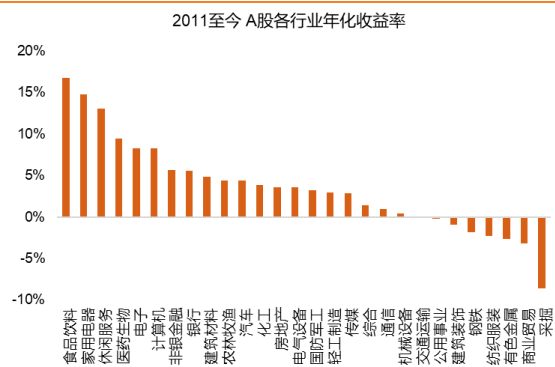
2011 年至今，A 股年化收益率前五的行业：食品饮料（+16.8%）、家用电器（+14.8%）、休闲服务（+13.1%）、医药生物（+9.4%）、电子（+8.3%）；年化收益率后五的行业：采掘（-8.6%）、商业贸易（-3.2%）、有色金属（-2.7%）、纺织服装（-2.3%）、钢铁（-1.9%）。

图 24：00-10 年 A 股各行业年化收益率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 25：11 年至今 A 股各行业年化收益率



资料来源：wind，天风证券研究所

展望未来，在双碳目标、半导体周期的回归与国产替代进程的加速、消费升级以及人口老龄化背景下，国内产业结构转型的方向仍然是科技与消费：

第一，双碳和当前能源安全保障需求下，预计新能源产业链将在中长期保持高景气。我国石油天然气高度依赖进口，2021 年石油对外依存度超 70%，天然气对外依存度也在 40%左右。在这种情况下，双碳目标不仅仅是未来产业转型的方向，更是国家能源安全的重要保障。因此，从“十四五”开始，光伏和风电的装机容量有望继续维持在相对高位，新能源车渗透率也有望进一步突破 30%，新能源全产业链景气度有望进一步走强。

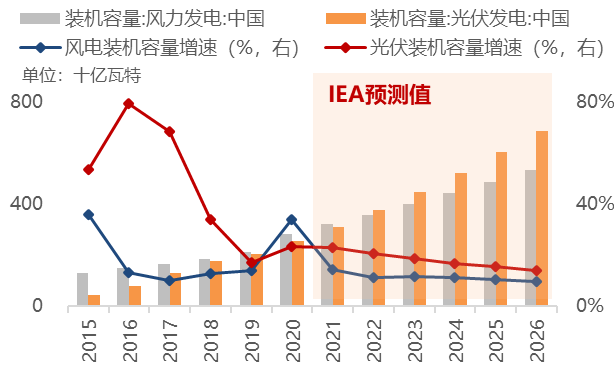
图 26：21 年我国及主要发达国家能源结构

图 27：我国原油与天然气对外依存度 (%)

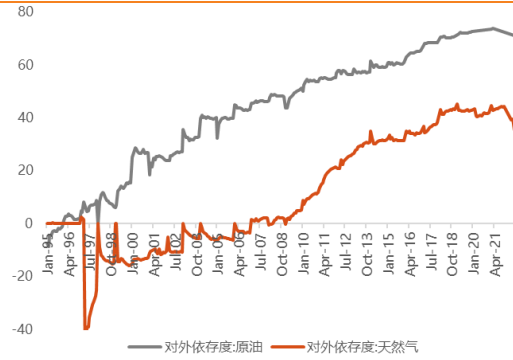
	煤炭	天然气	石油	水电	可再生能源	核能
中国	57%	8%	20%	8%	5%	2%
全球	27%	25%	31%	7%	6%	4%
美国	10%	34%	37%	3%	7%	8%
英国	3%	38%	35%	1%	17%	7%
德国	15%	26%	35%	1%	18%	5%
法国	2%	17%	31%	6%	8%	36%
日本	27%	22%	38%	4%	7%	2%

资料来源: wind, 天风证券研究所

图 28: “十四五”期间风光电装机将继续维持高位

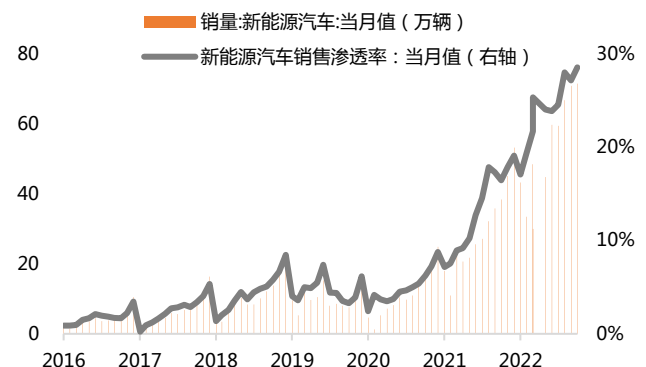


资料来源: IEA, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 29: 新能源车销售渗透率



资料来源: wind, 天风证券研究所

第二，国产替代迫在眉睫，明年半导体大周期也有望回归。一方面，在中美关系持续紧张背景下，加快芯片领域核心技术的替代紧迫性较强，截至 2020 年，我国半导体设备国产化率都在 20%以下，部分细分领域甚至低于 10%，未来国产替代的空间较大。而在当前美国不断加大制裁力度的背景下，我们认为，23 年半导体国产化的政策支持力度有望进一步加大，不排除再度出现行业集体减税甚至举国体制发展半导体产业的可能性。另一方面，明年下半年全球半导体周期有望见底回升，届时半导体板块可能迎来基本面与估值面的共振。可以从两个维度去推断这个逻辑：第一，从过去两轮的全球半导体周期走势来看，往往下行周期是 2 年左右。而本轮全球半导体周期的高点在 21 年的 8 月，因此在 23 年下半年很有可能再度看到全球半导体周期的见底回升。第二，全球半导体周期与美国消费周期走势基本一致，主要源于半导体相关的芯片需求与下游的消费需求密切相关。当前美国消费零售增速在 8%左右，我们认为，在当前的高强度加息下，美国的消费需求或将进一步走弱，从而加速半导体产业周期的出清。

图 30: 我国半导体上游对外依存度 (截至 2020 年)

半导体设备	国产化情况	半导体材料	国产化情况
单晶炉	国产化率低于 20%	电子气体&MO 源	对外依存度 80%以上
光刻机	国产化率低于 10%	CMP 抛光液	国产化率低于 10%
刻蚀机	国产化率约为 10%	CMP 抛光垫	国产化率低于 5%
离子注入设备	国产化率低于 10%	超纯试剂	国产化率 30%
CVD/PVD 设备	国产化率约为 10-15%	溅射靶材	主要依赖进口
氧化扩散设备	国产化率低于 10%	硅晶片	以 6 寸以下为主，少量 8 寸，12 寸依赖进口
键合机	国产化率低于 10%	光刻胶	以 LCD,PCB 为主，集成电路用光刻胶主要靠进口，对外依存度 80%以上
划片机	国产化率低于 20%	光刻胶	以 LCD,PCB 为主，集成电路用光刻胶主要靠进口，对外依存度 80%以上
减薄机	国产化率低于 20%		
检测设备	国产化率低于 20%		
分选机	国产化率低于 20%		

资料来源: 中商产业研究院, 天风证券研究所

图 31: 全球半导体周期与美国零售增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

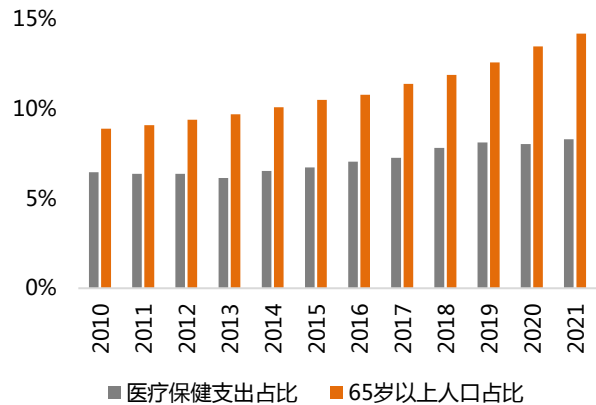
第三, 消费升级与人口老龄化趋势, 可能长期支撑消费与医药。一方面, 近几年在经济保持中等增速的背景下, 人均可支配收入不断提升, 人均消费支出也在近十年保持 7%-10% 左右的增速, 这些为消费升级奠定了重要的基础, 传统的食品饮料等方向的消费升级是大势所趋。另一方面, 在人口老龄化不断加剧的背景下, 居民医疗保健支出占比持续提升, 从 10 年的 6% 附近上升至 21 年的 8% 附近。我们认为, 随着人口老龄化的加速, 未来医疗保健支出占比或将进一步提升。

图 32: 我国居民人均收入与人均消费性支出 (元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 33: 我国 65 岁以上人口占比与医疗保健支出占消费支出比重



资料来源: wind, 天风证券研究所

3. 易方达深证 100ETF: 流动性优势突出的深 100 投资工具

易方达基金成立于 2001 年, 通过专业化的运作, 依托于资本市场, 为境内外客户提供资产管理解决方案, 实现长期可持续的投资回报。截至 2022 年 9 月 30 日, 易方达及旗下子公司资产管理规模超 2.7 万亿元, 是国内领先的综合型资产管理公司。

易方达深证 100ETF (159901) 以紧密追踪深证 100 指数为目标, 截至 22Q3 基金规模为 59.01 亿元, 是深市首只、规模最大的深证 100ETF, 同时有场外易方达深证 100ETF 联接 (A 类: 110019; C 类: 004742), 为投资者提供一键布局深证 100 的投资工具, 建议关注。

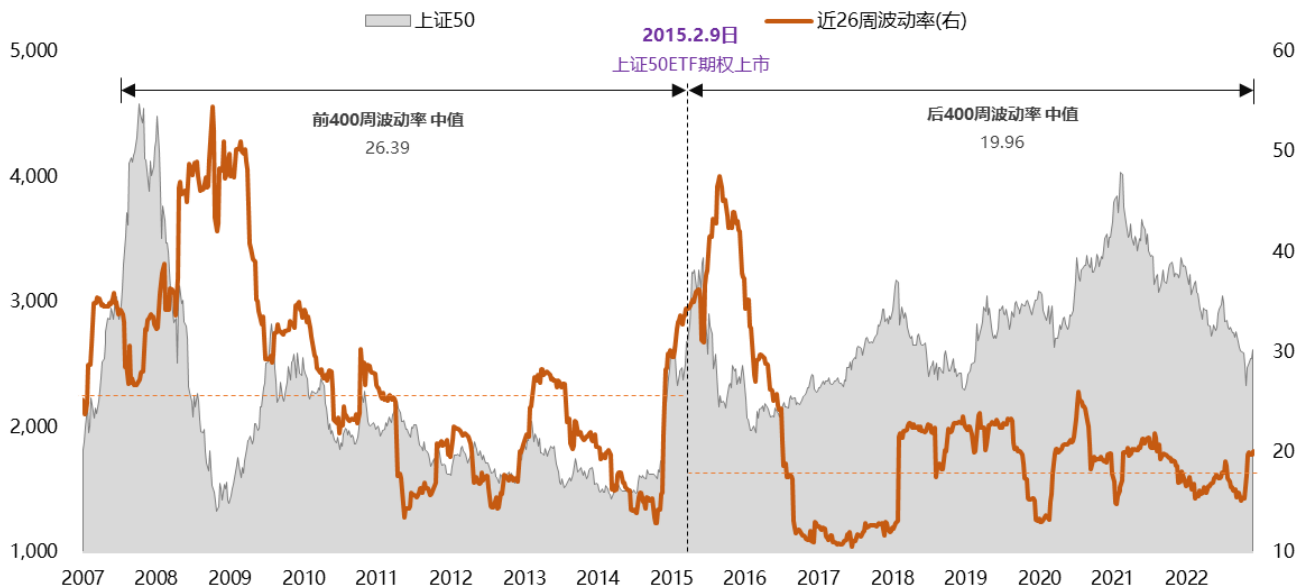
图 34: 易方达深证 100ETF 及联接产品

基金简称	易方达深证 100ETF	易方达深证 100ETF 联接 A	易方达深证 100ETF 联接 C
交易代码	159901	110019	004742
成立时间	2006年3月24日	2009年12月1日	2017年6月2日
基金规模(截至2022Q3)	59.01亿元	11.69亿元	1.19亿元
基金经理	成曦, 刘树荣		
管理费率	0.50%/年		
托管费率	0.10%/年		
基金托管人	中国银行股份有限公司		
基金管理人	易方达基金管理有限公司		
运作方式	契约型开放式		
投资目标	紧密跟踪标的指数, 追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化		
业绩基准	深证 100 价格指数	深证 100 价格指数收益率*95%+活期存款利率(税后)*5%	
风险收益特征	本基金为股票型基金, 预期风险与预期收益水平高于混合型基金、债券型基金与货币市场基金。本基金为指数型基金, 主要采用完全复制法跟踪标的指数的表现, 具有与标的指数相似的风险收益特征。		

资料来源: 易方达, 天风证券研究所

期权上市在即, 有望进一步平滑深证 100 波动。近日, 证监会宣布启动深证 100ETF 期权上市工作, 境内首只面向创新蓝筹股票的期权品种平稳推出在即, 与已有上市品种差异显著, 形成良好互补。复盘显示, 期权的推出对现货价格波动通常有一定平抑作用, 以上证 50ETF 期权为例, 推出后 400 周波动率中位数较推出前下降 24%。因此, 除成长与价值并济构建稳健的基本盘之外, 未来随着期权的推出, 深证 100 指数对于长期投资的稳定性优势也有望得到强化。

图 35: 上证 50 指数波动率



资料来源: Wind, 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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com