

諾亞研究

2020年11月11日

主題 | 疫苗之後，科技公司再遭反壟斷拖累

夏春 諾亞控股首席經濟學家

核心觀點

科技公司將面臨反壟斷調查。過去被認為給經濟發展帶來很多好處的科技公司，實際上帶來了很多負面的影響。

11月9日傳出輝瑞的疫苗取得突破，有效性達到90%。市場期待疫苗推出後，經濟可以恢復常態，這樣前期受到負面影響的週期股大漲，而受益於疫情的科技股則明顯下跌。

如果大家一直跟蹤諾亞研究，就會發現我們強調週期股和科技股的表現即將反轉。不過我們也注意到三點，一是輝瑞在10月28日還公佈說疫苗研發沒有達標，但卻預計會在10月達標，當時10月只剩下3天。在短短幾天後的11月9日，也就是拜登宣佈勝選一天後就宣佈有效性。這個時機把握非常有意思，值得大家回味。

二是輝瑞這次只宣佈了疫苗的有效性，沒提安全性。通常疫苗開發要先解決安全性，再通過臨床試驗檢查有效性。輝瑞解釋跳過了安全性。我們也注意到有效性的病例樣本數目很少。

三是疫苗生產使用最快也要到明年一季度，供應量，保存運輸，以及民眾對疫苗的接受程度都還是未知數。

也正因為這些考慮，昨天美股收盤比開盤後的高點回落了一半，道瓊斯，標普上漲，納斯達克下跌。順便說一句，昨天諾亞股價喜迎十周年慶典，上漲了5.2%。

既然疫苗進展順利，昨天港股的高開，週期股走強，科技股走弱都是預期之中的事情。再次強調，目前國外幾組疫苗開發順利，經濟回到常態只是時間問題，而股市週期股和成長股的轉換通常會提前到來。

但是，也許是螞蟻暫緩IPO事件的餘波，昨天早上8點股市開盤前，國家市場監管總局發佈《關於平台經濟領域的反壟斷指南(徵求意見稿)》，主要目的是為了預防和制止平台經濟領域的壟斷行為。

上週五(11月6日)市場監管總局、中央網信辦、稅務總局三部門，聯合召開規範線上經濟秩序行政指導會，邀請京東、美團、阿里巴巴、位元組跳動、滴滴、快手、拼多多等27家主要互聯網平台企業代表參會，要求互聯網平台企業依法合規經營，強化自我約束。

對於科技平台公司來說，這無疑是一個影響極大監管規定。港股開盤後，美團、京東、騰訊盤中一度分別超跌13%、10%和6%。即使恒生指數以1.1%收漲，互聯網科技巨頭也是收跌，好在跌幅有所收窄。美團跌10.5%，京東跌8.8%，阿里巴巴跌5.1%，騰訊跌4.4%，小米集團跌4.3%，這五大科技股一天蒸發市值接近4,300億人民幣。

我們建議大家讀一讀《反壟斷指南（徵求意見稿）》。針對互聯網科技大公司的反壟斷調查並非新聞，我們在 10 月 12 日及 22 日的文章都分析了美國針對四大科技巨頭蘋果，谷歌，臉書和亞馬遜的反壟斷調查，並提到了一個很嚴肅的問題，就是這些公司一旦被確認壟斷，面臨的就不只是罰款那麼簡單，很可能會被拆分。

就在螞蟻被暫緩 IPO 之後，我們在 11 月 6 日的文章中詳細解釋了過去 90 年全球監管思潮的演變過程。結尾我們說了這樣一段話：

可惜的是，美國 80-90 年代令全世界仰慕的反壟斷監管，在過去 20 年幾乎消失不見（相反，歐洲這些年大力推動反壟斷監管，鼓勵競爭，我將單獨撰文解釋背後的原因）。美國的做法也部分影響了包括中國在內的許多國家這些年的監管措施，但「大逆轉」的時刻正在來臨。

坦率講，我們也沒有想到「大逆轉」在中國來得這麼快，我們本以為國家市場監管總局會在美國科技公司的反壟斷調查結果出來之後，才發佈中國版本的針對科技平台公司的反壟斷指南。

我印象非常深刻的是，一個聽眾給我留言說，不要講太多理論，告訴我應該買什麼。實際上我們前不久發佈的 11 月資產配置報告裡，清晰說明了短期看好醫藥股，看空科技股。

我回答他說，分析螞蟻估值受到《小貸新規（徵求意見稿）》衝擊的文章已經很多了，我們再畫蛇添足意義不大，相反，監管層制定新規時，會特別留意理論界對於「金融科技」創新出現的問題來跟進。

在美國，政策的推動都是理論先行，再通過媒體來引導輿論。好的研究員和投資經理會特別關心理論界的最新突破，以及監管政策的演變過程。

過去，中國監管和理論界圍繞科技公司從事金融業務到底算「科技」還是「金融」爭論不休，現在已經明確這些業務被定義為「金融」服務，應該接受和其他金融公司一樣的監管，而不是被定義為「科技」從而避開監管。這自然會對這些公司的估值產生重大影響，眾所周知，科技公司的估值往往是金融公司的 10 倍以上。

去年底，我們發佈了《2020 年投資策略報告》，我們完全沒有預測到新冠疫情，但是我們認為今年市場可能發生三件影響深遠的事件：1、實行零利率和負利率的央行會增加；2、民主黨候選人會入主白宮，帶來和特朗普完全不同的經濟政策、3、科技公司將面對反壟斷調查。

我們之所以預見到科技公司將面臨反壟斷調查，原因很簡單，理論界在一個重大問題上取得了突破性進展。就是過去被認為給經濟發展帶來很多好處的科技公司，實際上帶來了很多負面的影響。

接下來我又要講一些理論，我保證你聽得懂，而且聽懂後很容易看清楚接下來投資應該怎麼做。

這些年我們聽得最多的三個詞，叫做「低增長」、「低通脹」、「低利率」，聽上去不太好，但實際上低利率恰恰是這些年美國股市不斷上漲，中國和全球房地產不斷上漲的主要原因。

低利率當然是因為低通脹，但是到底什麼導致了低通脹，經濟學家卻爭論不休，很多人認為是老齡化，消費不足導致了低通脹。低通脹在美國日本和歐洲都很明顯，但中國和新興市場的通脹水準還算正常。

央行特別害怕低通脹變成通縮，所以就不斷量化寬鬆，壓低利率鼓勵大家花錢，帶來通脹，經濟也就能夠恢復正常的增長。但是過去 20 年大家都看到了。央行再怎麼量化寬鬆，我們依然是低通脹，低利率，低增長。

2008 年美國發生金融危機，產生一種聽上去很奇怪的理論，說是中國貿易順差賺了很多錢，但是中國人自己不消費，把賺來的錢買美國國債，壓低了美國的利率，所以美國家庭不斷借錢買房子，結果產生房地產泡沫，最後發生金融危機。

這個理論的提出者恰恰是大名鼎鼎的美聯儲前主席伯南克，中國一直沒能很好地提出反駁意見。實際上，美國的低利率主要是 2000 年互聯網泡沫破滅後，美聯儲降息造成的，但是卻怪到了中國人頭上。不過，伯南克有一點說對了，就是低利率的本質是儲蓄大於投資。

大約在 2017 年，一位我母校明尼蘇達大學的教授發現其實在美國的金融機構裡，家庭和政府，包括外國政府的儲蓄是減少的，主要是公司，特別是科技龍頭公司的儲蓄是增加的。也就是說，美國的低利率不是中國購買美國國債壓低的，而是科技公司賺了很多錢，但是花不出去壓低的。

我們都知道，科技公司非常善於賺錢，也非常能花錢用於高管和員工的薪酬和收購競爭性企業，但是這些花的錢比他們賺的要少得多。實際上，這也是科技股從 2012 年開始連續 8 年跑贏大盤和價值股，週期股的主要原因。

2018 年，理論界發現，科技公司賺了很多錢，但是聘用的員工卻比預期的要少很多。換句話說，如果其他行業的公司賺了這麼多錢，就會僱傭更多的員工。最出乎大家意料的是，科技公司並沒有帶來經濟效率的增長，他們對經濟的貢獻其實沒有傳統行業大。

市場上分析師堅持講科技公司取代傳統公司，經濟增長會更快。其實這是不對的，經濟增長會變慢。

加上其他一系列研究，大家發現，科技公司的壟斷行為十分明顯，他們才是造成低增長，低通脹和低利率的重要原因之一。過去央行不明白這點，不斷量化寬鬆，結果這些錢被科技公司賺去了，於是不斷惡性循環。這就是為什麼科技股一直漲，但是貧富差距越來越大，窮人需要借錢花，富人把錢用於儲蓄多於投資，企業也一樣，這樣就使得經濟中的消費不足，帶來低通脹和低增長。美國大選競爭如此激烈也和貧富差距密切相關。

現在美國監管層意識到，科技公司壟斷是一件很不好的事情，必須進行控制和加強監管。

中國現在走到了美國的前面。週期股和科技成長股轉換的可能性進一步加大了，在明年疫苗普及，經濟復甦之後可能會更加明顯。

當然，我們認為衝擊主要集中在過去漲了很多，如今估值已經過高的科技公司，那些中小型科技公司，估值合理的成長股，醫藥股都仍然會受益於目前疫情的衝擊。即使是科技龍頭股，在按照監管要求進行業務調整，估值合理之後，仍然都是很好的投資標的。畢竟截止到目前，反壟斷措施都還是很溫和的。

另外請大家密切關注通脹和利率的走勢，他們的高低仍然是投資方向最主要的指標之一。低利率仍然會有利於科技，醫療等成長股，而高利率則會有利於週期股和價值股。

免責聲明: 本檔所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本檔均視為同意以上聲明。