

2021年8月25日

中国市场策略

“共同富裕”对中国股市意味着什么？

“改革开放”初期，时任中国领导人邓小平曾对“共同富裕”这一概念反复强调。1990年12月，他在同几位中央负责同志谈话时指出：“共同致富，我们从改革一开始就讲，将来总有一天要成为中心课题。社会主义不是少数人富起来、大多数人穷，不是那个样子。社会主义最大的优越性就是共同富裕，这是体现社会主义本质的一个东西。”（《习近平谈治国理政》第二卷，第207页）

最近一次的中央会议对于共同富裕的概念进行了进一步详尽的探讨。转移支付、税收改革和慈善捐赠均在会议中成为讨论的焦点。在决策层对互联网独角兽公司剑指更高维度监管的背景下，许多公司纷纷选择慷慨解囊，扩大捐款规模，帮助偏远和欠发达地区实现共同富裕的目标。然而，波诡云谲的市场惊涛将中国许多科网巨头卷入史诗级的波动，也在投资者群体中造成相当程度的困惑，导致一些外国投资者动身出走，退避三舍。不过我们远没有如此悲观，我们坚信目前山穷水复的行情正在修复，终将迎来柳暗花明的前景。

早在2016年11月和2017年11月，我们分别撰写了两篇深度报告，重点关注收入和财富分配的不平等现象，并探讨当时这一分配不均的现状将如何导致需求不足和通货紧缩，以及其他未来很可能日渐瞩目的社会问题（请参阅“价格的革命”20161114和“破译低通胀的密码”20171114）。值得注意的是，2017年是中国“社会主要矛盾”被重新定义的一年。自那以后，中国最高收入和最低收入之间的比率在持续攀升十多年后终于趋稳。换言之，收入不平等的问题从那时起停止了恶化。

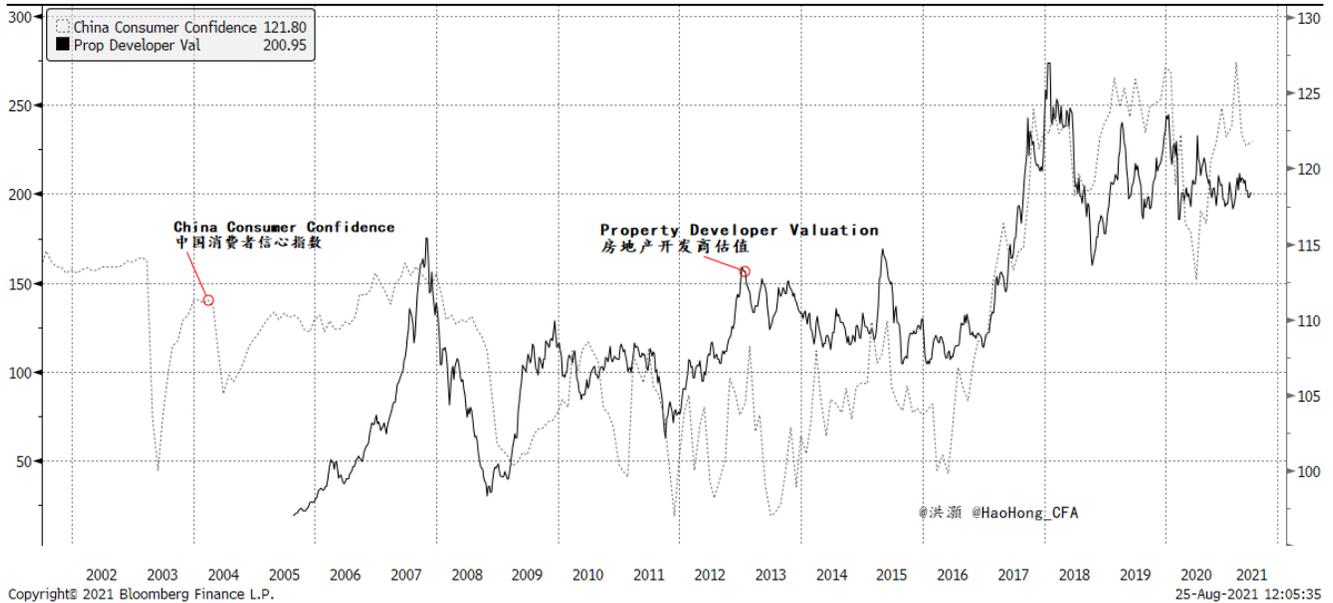
另外一种审视这一问题的方法是观察中国社会信心的变化，我们在这里以消费者信心为代表，并将其与房地产业主和开发商的估值进行比较（图表1）。

洪灏, CFA

hao.hong@bocomgroup.com
(852) 3766 1802

研究部主管

图表 1: 自 2017 年以来，中国社会信心一路上扬并非徘徊在高位



如图所示，中国社会信心自 2016 年减弱后，于 2017 年开始回升，此后保持一路走高的态势。与此同时，一个密切相关的指标-房地产业主和开发商的估值-也在同步攀升。视觉上，现阶段这两项指标都处在 2017 年之前的时期无法与其等量齐观的较高水平。也就是说，正如数据所示，共同富裕促进了社会信心。自 2017 年重新定义社会主要矛盾以来，中国已经开始朝着这个目标努力奋进，而非今时今日才有所行动。这是一个已经持续数年的进程，亦可以从数据中一目了然。而业主和开发商估值的并行上升也可以被视为一项指标，表明社会信心正从实现“共同富裕”的努力中得到提升。

如果是这样，为什么市场突然对“共同富裕”报以如此关注？

我们认为这个概念被外国投资者误解了。由于以在美国上市、在香港上市以及在 A 股上市的中国公司为代表的“中国市场”不止一个，我们可以通过对比这些不同公司群体的指数表现来判断那部分投资者对于“共同富裕”存在误解。

图表 2: 不同“中国市场”里科技指数的表现大相径庭



在图表 2 中, 我们比较了在美国上市的中国互联网公司(KWEB.US)、MSCI 中国科技 100 指数、MSCI 中国指数、创业板(中国的纳斯达克)和纳斯达克 100 指数(NDX)。我们可以看到它们之间的表现存在显著的差异——创业板和纳斯达克 100 指数处于高位, 并在续创新高, 而在美国上市的中国互联网公司和 MSCI 中国指数则表现不佳。由于中国创业板主要由国内投资者交易, 而在美国上市的中国科技公司则由许多海外投资者持有, 这些指数表现的分化表明, 中国近期利好于未来长期远景的发展趋势, 在某种程度上受到了海外投资者的误解。有些人甚至草率地宣称中国“不可投资”。恕我直言, 我们并不同意。

我们是市场上最早指出科技股估值在今年 2 月泡沫化的分析师之一, 并向投资者警示了泡沫即将破裂的风险(《展望 2021: 价值王者归来》, 20201120)。现在, 根据不同的指数计算, 中国的科技股调整幅度从 50% 到远超 60% 不等, 它们的估值也变得比以前合理多了。共同富裕并不是非自愿地重新分配人们现有的已经积累了的财富。它更多的是要通过一个更加公平的过程, 让更多为中华民族伟大复兴做出巨大贡献的中国人一起分享经济发展的成果。而实现这一目标的途径有很多, 比如资本利得税和未来的一些其他形式的再分配/转移支付。从不同投资者群体持有的指数之间表现的差异可以看出, 对于中国倡导的“共同富裕”这个概念, 海外与国内投资者的理解截然不同。很显然, 未来国内投资者将是中国实现“共同富裕”这一伟大目标更大的赢家。难怪在中国离岸市场动荡之际, A 股市场的指数基本上没有受到影响。

我们认为，在上周的抛售之后，恒生指数已经到达了一个重要的低点，如图表3所示。虽然未来恒指仍有可能出现第二个却更高的低点，但是长线投资者应该开始关注恒指的长期投资价值，并怀着这个大局观相应地布局。

图表3：在上周的抛售后，恒生指数已运行到了一个重要低点



资料来源: 彭博, 交银国际

近期报告

20150706	各部联合出大招又如何？	20181029	救市会成功吗？
20151026	央行双降，市场抉择的时刻	20181119	2019 展望：峰回路转
20151109	重启 IPO：魔鬼的细节	20190201	峰回路转：狗年的教诲
20151116	巴黎冬天恐怖主义事件	20190301	融资牛路在何方
20151130	市场的三个极端	20190311	谁在买？谁会再买？
20151209	2016 年展望：资产慌	20190322	市场确认了一个重要的拐点
20151217	美联储加息和中国交易模式的变化	20190408	卖方研究员的自我修养
20160105	熔断机制：伤的最深的是第一次	20190415	经济周期确认了一个重要的拐点
20160108	熔断机制暂停又如何？	20190506	策略的沉思
20160115	超卖的修复	20190514	“战争”与和平
20160121	软弱的对手盘	20190530	2019 下半年展望：贸易摩擦的代价
20160125	稳定一个不稳定的市场	20190628	投票的艺术
20160203	拯救房地产泡沫的最后一枪	20190920	中国市场预测权威指南
20160217	历史性的贷款后，三个重要的上限	20191111	展望 2020：静水流深
20160301	增长乏力，则股市疲软	20191230	展望十年：长波中的退潮
20160307	两会周期小阳春	20200205	新型冠状病毒对市场和经济的影响
20160321	历史性的市场分歧	20200210	新冠肺炎疫情进入拐点；隔离的经济成本
20160418	周期的假像	20200224	放水符
20160503	蚂蚁金服：独角兽的点睛之笔	20200228	瘟疫咒
20160606	市场见底：何时何地	20200302	周期之末，诡异的风险对冲策略
20160613	伟大的中国泡沫：周年的领悟和展望	20200303	周期的韵律
20160627	脱欧后，如何交易中国	20200305	市场危机中，你应该问的问题
20160817	深港通，中国资本市场和资本账户开放新纪元	20200309	股市韭菜主义
20160822	市场盘整	20200310	中国是“避风港”吗？
20160912	最拥挤的交易	20200316	中国式抗疫
20161114	特别报告：价格的革命	20200320	周期之美
20161206	2017 年展望：微妙的平衡	20200323	希望和奢望
20170124	鸡年大吉：顺流，逆流？	20200324	是美联储黔驴技穷，还是市场挣扎寻底？
20170307	再通胀交易早已落幕；准备开启防御性轮动	20200330	估测中国失业率
20170324	中国经济周期权威指南	20200406	周期已经见顶，帷幕缓缓而落
20170413	市场价格失灵	20200409	桑德斯的传奇
20170524	新监管下的风险重新定价	20200416	社会的割裂
20170609	下半年展望：要命的不好看，漂亮的不要命	20200420	亚洲强国：市场运行至一个历史性转折点；中国将开始长期跑赢
20170621	A 股入摩：历史性时刻后的思考	20200428	创业板注册制又是一次重要的市场改革
20170714	突破“三套牢”	20200610	2020 年下半年展望：潜龙欲用
20170828	中国经济周期权威指南之二—新高	20200616	美联储垃圾回收计划
20170829	“心”周期	20200706	牛市归来了吗？
20171114	破译低通胀的密码：主要矛盾、社会进步和市场脆弱性	20200713	与牛共舞
20171204	2018 年展望：无限风光	20200720	3500
20180131	狗年：2017 年的领悟	20200727	政策的信号
20180207	市场危机	20200803	新世界格局里的“双循环”
20180323	非常规贸易战	20200810	中美角力对股市的影响
20180326	1987	20200817	节约粮食的意义
20180409	困战而战	20200824	创业板历史性改革：如何交易，及其意义
20180423	大国博弈	20200909	美股继续暴跌
20180521	2018 年下半年展望：乱云飞渡	20200924	美股继续暴跌；美联储称“已尽人事”
20180614	中国投机权威指南	20201120	展望 2021：价值王者归来
20180703	何处是底	20210327	价值王者归来进行时
20180723	反弹和见底	20210415	为什么经济跑赢，股票跑输？
20180813	向政策再借一命	20210525	大宗商品的长波：来自三个世纪的证据
20180903	中美周期的冲突	20210607	2021 年下半年展望：价值依然王者归来

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2021年8月25日

中国市场策略

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、安乐工程集团有限公司、浙江开元酒店管理股份有限公司、太兴集团控股有限公司、上海康德莱企业发展集团股份有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、北京乐享互动网络科技股份有限公司、青岛控股国际有限公司、新媒科控股有限公司、福祿控股有限公司、中国纳泉能源科技控股有限公司、荣昌生物制药(烟台)股份有限公司、祥生控股(集团)有限公司、京东健康股份有限公司、领地控股集团有限公司、大唐集团控股有限公司、佳源服务控股有限公司、云想科技控股有限公司、China Gas Industry Investment Holdings Co Ltd、瑞丽医美国际控股有限公司、Legion Consortium Limited、Cheshi Holdings Limited、德运控股有限公司、麦迪卫健康医疗服务科技有限公司、现代中药集团有限公司、荣万家生活服务股份有限公司、稻草熊娱乐集团、东方大学城控股(香港)有限公司、北京昭衍新药研究中心股份有限公司、森松国际控股有限公司、美佳音控股有限公司、Edding Group Company Limited、京东物流股份有限公司、Qiniu Ltd.、致富金融集团有限公司、中国优然牧业集团有限公司、越秀服务集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、奈雪的茶控股有限公司、朗诗绿色生活服务股份有限公司、优趣汇控股有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、三翼控股集团有限公司、百得利控股有限公司、环球新材国际控股有限公司及佳源国际控股有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递延误差、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。