

互联网科技股仓位罕见变化的背后——见微知著策略系列报告

今年9-10月，作为全球科技股标杆的纳斯达克，虽然价格方面并未出现极值波动，但仓位面却出现了史诗级罕见波动，其仓位面的波动幅度甚至超过了2008年金融危机时期与2020年3月美股连续熔断时期。

9月中下旬，纳斯达克100指数投机性净多头仓位暴跌至净空头，且净空头仓位创下了历史极值，随后又快速恢复，目前处于略偏多的水平。与此同时，全球最大的纳斯达克100指数ETF（QQQ，资产规模1380亿美元）也同样在短期内经历了史诗级的资金流入与流出，9月中下旬创了历史第二大资金流出（仅次于2000年科网泡沫破裂时期），随后又创出了史上第一大资金流入。

图表 1: 纳斯达克100指数投机性净多头仓位近期一度创下历史极值



资料来源: FactSet, 浦银国际

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com

(852) 2808 6437

王彦臣, PhD

宏观分析师

yannson_wang@spdbi.com

(852) 2808 6440

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com

(852) 2808 6438

2020年10月21日

相关报告:

《美国通胀25年未有之大变化? ——见微知著策略系列报告》(2020-10-16)

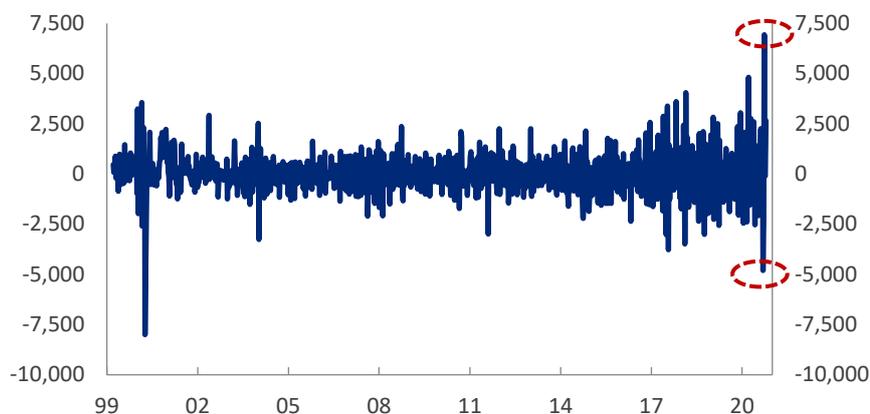
《SPDBI全球央行观察(2020年10月刊):全球整体边际放宽,欧元走强可能阶段性终结》(2020-10-12)

《见顶还是回调?——股市周期分析框架系列报告(一)》(2020-09-17)

《黄金投资手册:黄金并不黄金》(2020-08-13)

《投资组合策略系列一:高相关、高分化,如何应对?》(2020-06-04)

图表 2：纳斯达克 100ETF 流入与流出（百万美元）近期双双创下极值



资料来源：Bloomberg，浦银国际

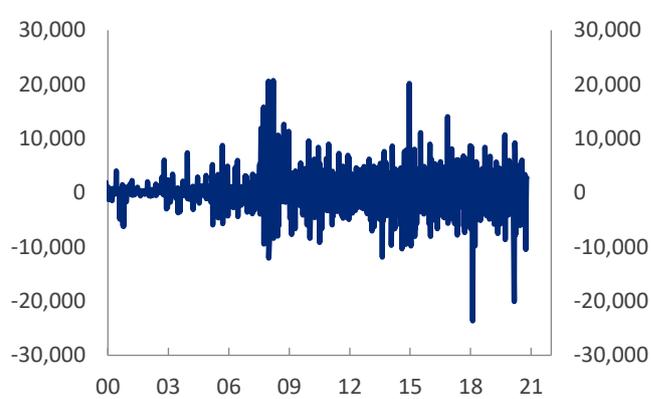
但与此同时标普 500 指数则呈现出另外一幅场景，标普 500 指数的投机性净多头仓位在 6 月见底，随后一路反弹，9-10 月的仓位整体平稳，全球最大的标普 500 指数 ETF（SPY，资产规模 3120 亿美元）的资金流在 9-10 月也并未如纳斯达克 100 指数 ETF 那样剧烈而迅猛变化。

图表 3：标普 500 指数投机性净多头 6 月触底

图表 4：标普 500 指数 ETF 资金流（百万美元）



资料来源：Bloomberg，浦银国际



资料来源：Bloomberg，浦银国际

纳斯达克指数仓位短短几周内同时经历了巨量流出与流入，其中给出的信号非常值得投资人密切留意。这实质上反映了：投资人仓位重，容易扎堆卖出，与巨大的潜在买盘力量仍在践行“Buy the dip”策略（逢低介入）。市场对于互联网科技的分歧极大，两者的角力构建了短期内资金巨量流出与流入的奇景。这很可能宣告了科技互联网股票单边迅猛上涨势头的终结，由于买方与卖方的力量目前势均力敌，在此情况下，基本面、情绪面的微弱边际变化，很容易导致股票出现剧烈波动。

● 美国大选结果依然高度不确定，大选结果出炉前预计波动仍会非常剧烈

当前民调来看，特朗普（Donald Trump）的民调明显落后于拜登（Joe Biden），但我们如果比对 2016 年同期（请见图表 5）的隐含当选概率，我们不难发现，特朗普的胜率走势与 2016 年几乎一致，而目前的胜率甚至高于 2016 年，而 2016 年的结果如何，想必不用再赘述。我们认为民调很可能并不能完全反映实际的投票结果，因为：

1. **获得更多选票并不必然赢得大选。**美国总统大选实施的是“选举人团制度”，获胜州不论赢多少票，99% vs 1% 还是 51% vs 49% 获胜，其结果都是“赢者通吃”，即获得该州选举人团所有选票。“选举人团制度”的结果就是可能出现选民票数获得更多，但最终却败选（因为选举人团投票更少），例如 2000 年布什（George Bush）vs 戈尔（Albert Gore），以及 2016 年特朗普 vs 希拉里（Hillary Clinton）。
2. **特朗普的支持率可能被低估。**在民调过程中，可能存在被调查者不愿意直接表露其支持特朗普，但愿意表露支持拜登的情况，这可能令特朗普的实际支持率被低估。
3. **投票参与率具有不确定性。**需要明确的是，民调并不等于投票，因为投票参与率仍然存在变数，如果特朗普支持者的投票率明显高于拜登支持者，那么即使在支持率低的情况下仍有可能赢得更多投票。

图表 5：特朗普当选概率 2020 年 vs 2016 年



注：截至 2020 年 10 月 19 日

资料来源：RealClearPolitics，浦银国际

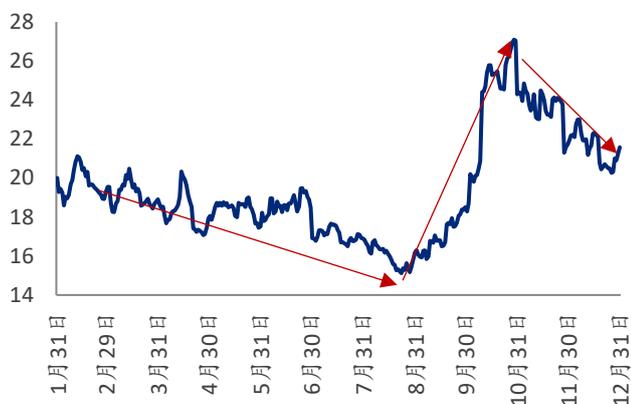
- **历史来看，大选年 11 月前处于高波动是常态，10 月末波动率通常见顶**

面对不确定的美国大选，当前的美股乃至全球股市的变化都受到了大选的密切影响。通过梳理历史规律，我们可以更好地理解与把握市场短期波动的脉搏。我们发现：**选举年的美股波动大体分为“降升降”三段走的格局：**

1. 年初至 8 月，波动率一路走低，直至 8 月末波动率见底；
2. 8 月末见底后，波动率一路攀升，在 10 月末波动率见顶；
3. 11 月开始，波动率大幅下滑，下行斜率明显超过 1-8 月的斜率。

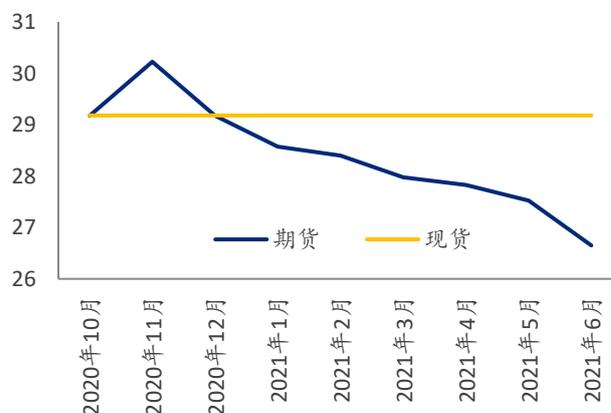
2020 年的情况与往年类似，但略有不同，根据 VIX 期货价格显示，VIX 峰值出现在 2020 年 11 月，而非 10 月。这主要反映了市场整体的不确定性较历史均值更高，另外也与特朗普并未表示和平交权有关。**这其实也预示着 10 月很可能孕育着买点，因为仍然有较多资金在观望以等待大选尘埃落定。**

图表 6：选举年份 VIX 平均走势



注：1983 年至今的 VIX 平均走势
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 7：当前 VIX 期货 vs 现货



注：截至 2020 年 10 月 19 日
资料来源：Bloomberg，浦银国际

● 互联网科技股最大的挑战：全球性监管趋严

美国两党候选人，特朗普和拜登，在许多问题上意见相左，但他们对科技巨头都有所警惕，**不管是谁在 11 月的总统大选中获胜，都有可能加强对美国科技巨头的反垄断调查。**目前，已有包括谷歌（Google）、亚马逊（Amazon）、脸书（Facebook）、以及苹果（Apple）在内的四家互联网企业接受了美国司法部（Justice Department）和美国联邦贸易委员会（Federal Trade Commission）的反垄断调查。

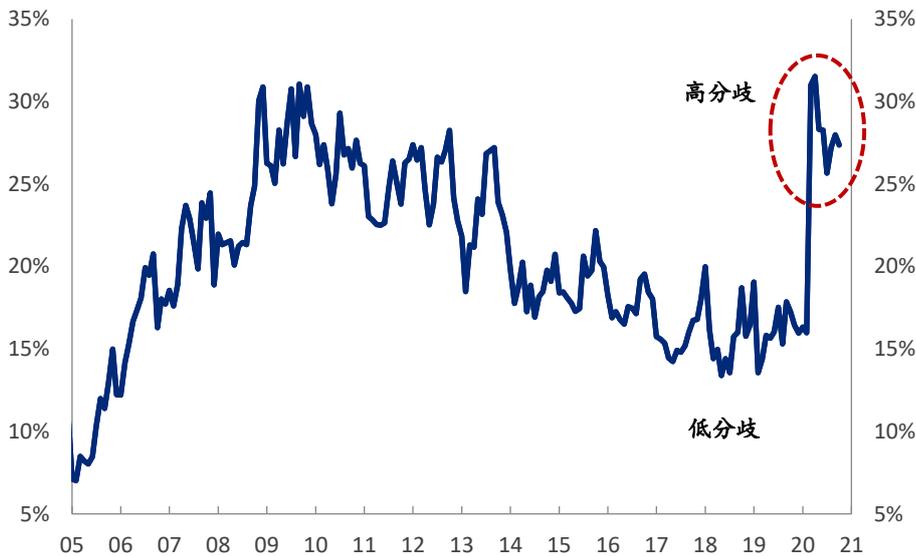
10 月 6 日，众议院司法委员会（House Judiciary Committee）向国会提交了一份数字经济竞争调查报告，分析了上述四家互联网公司滥用市场支配地位的情况。报告指出，谷歌的搜索引擎平台、亚马逊的零售平台、脸书的社交媒体平台、以及苹果的手机应用平台在相应领域拥有市场支配地位，并通过不公平手段排除、限制相关市场的竞争，抑制创新、损害消费者权益。

此外，**欧盟、韩国、日本等地的反垄断机构也对美国科技巨头的潜在垄断行为做出了反应。**2020 年 6 月 8 日，欧盟反垄断机构正式对苹果公司手机应用平台以及支付系统发起反垄断调查。10 月 12 日，韩国反垄断机构表示将对谷歌诱导韩国智能手机厂商预装谷歌应用软件而展开反垄断调查。10 月 19 日，日本反垄断机构表示，将与美国和欧盟联手打击四大科技巨头的市场滥用行为。上述事件表明，各地区反垄断机构对于美国科技巨头的反垄断调查将会是全面而持续的。**全球性的监管趋严这是互联网科技股所面临最大的挑战。**

- **互联网科技股的盈利预期分歧大，股价对于盈利的敏感度提升**

如我们上面所提及的，当前市场对于互联网科技的分歧极大，我们如果查看纳斯达克 100 指数的净利润预期，就可以发现：市场预期对于科技股的分化目前处于历史高位附近。市场预期分化较大之际，市场对于盈利的敏感度会因此而提高。基本面的微弱变化很容易改变天平的朝向，一旦超/弱于预期，资金的扎堆买入/卖出，很容易引起股价的上行/下行巨幅震动，因此当前阶段更加有必要坚持自下而上选股。具体可以参考我们先前的报告（[《投资组合策略系列一：高相关、高分化，如何应对？》](#)）。

图表 8：纳斯达克 100 指数成分股盈利预期分化处于历史高位

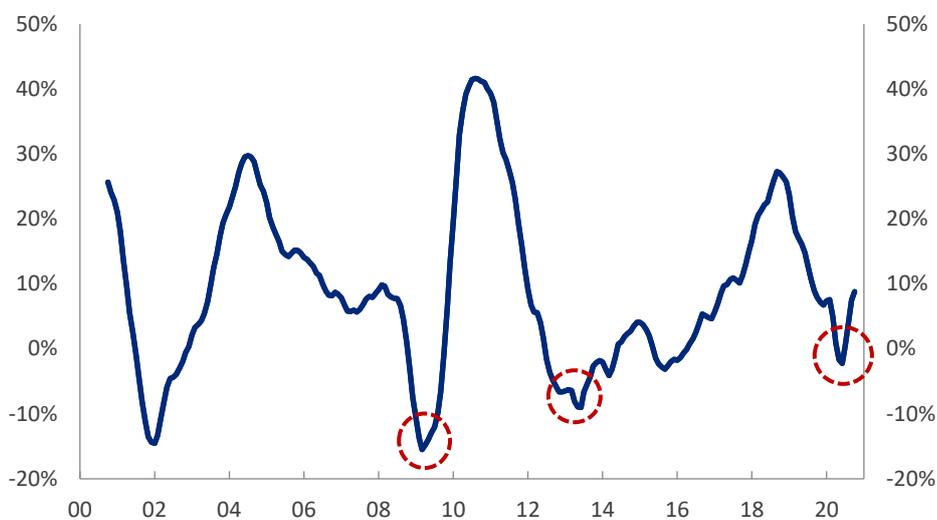


注：未来 12 个月的净利润预期，(净利润预期的最大值-最小值)/平均值，取成分股计算的中位数所得
资料来源：Bloomberg，浦银国际

● 互联网科技股整体走势仍有盈利预期上调的支撑

但如果从基本面来看，美股的互联网科技股仍然有盈利预期上调的支撑。我们计算了纳斯达克 100 指数成分股的盈利预期上调动能（读数越大表示盈利上修程度越大），通常盈利上修动能触底之际通常对应股市的底部，而目前的上修动能仍远未见顶，这表示：盈利预期上修很可能将继续支撑互联网科技标的走高。

图表 9：纳斯达克 100 指数成分股盈利预期上修动能（12 个月均值）



资料来源：FactSet，浦银国际

- **关于投资策略的启示？---整体仍相对看好，多看少动，超跌加仓，此时尤需坚持自下而上，坚守短长期盈利确定性高的标的**

美股纳斯达克指数是全球互联网科技股的标杆，其波动会直接/间接影响到包括港股、A股在内的股票估值、价格走势，因此我们必须对其密切关注。我们基于以上的梳理，对于策略方面有以下建议：

1. 整体仍然相对看好互联网科技标的，监管趋紧的长期具体影响仍有待观察

监管趋紧是个长期的慢变量，其具体的影响仍然有待观察，但美股科技互联网标的盈利上修支持股价走高是短中期确定性相对较高的事件，在此情况下，我们仍然相对看好互联网科技标的。

2. 在高波动期间，多看少动，超跌可以择机加仓

但在当前多空双方角力剧烈之际，对于多头应该多看少动，否则很容易在交易上两头受伤。再考虑到历来大选年 11 月之前，美股波动率通常走高，很可能有大量的资金仍在观望以等待大选结果出炉，加上盈利上修动能将在随后支持互联网科技标的走高，10 月很可能是加仓点，尤其是如果出现市场超跌可择机加仓。

3. 自下而上选择个股>自上而下选择板块

如先前所言，当前互联网科技股的市场分歧极大，股价对于盈利的敏感度会提高，因此市场对于基本面的变化很可能会存在过度反应，此时相同的赛道内，不同标的之间很可能因为基本面的略微差别（盈利略微超/弱于预期）而导致股价呈现明显分化，因此，此时尤其需要坚持自下而上选股（具体可以参考我们先前的报告[《投资组合策略系列一：高相关、高分化，如何应对？》](#)），坚守增长稳定，兼具短期、长期确定性的投资标的。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

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），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，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。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦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。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼