

2021 年全球互联网板块普遍跑输大盘的背后

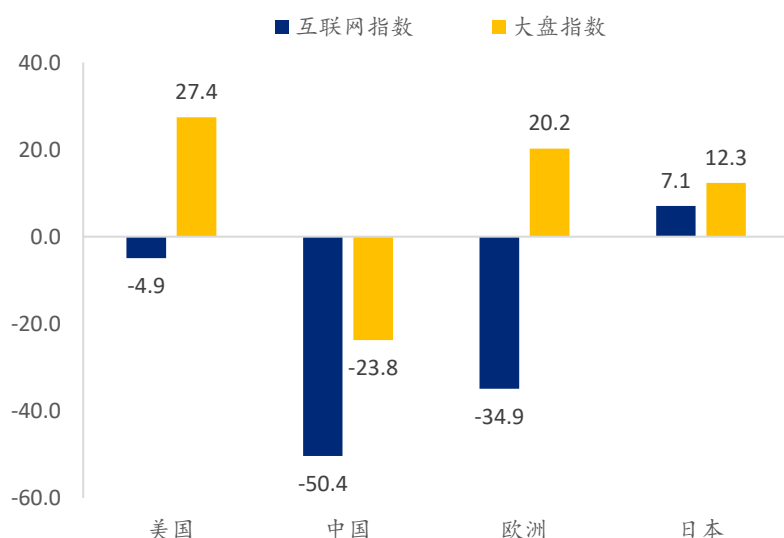
背景

2021 年的中国互联网股票表现不佳，截至 2021 年 12 月 28 日，中证海外中国互联网指数 2021 年收益 -50.4%，大幅跑输市场。市场将其归咎于政策端的变化，但其实我们以一个更广阔的角度来看，在 2021 年不止是在中国股票市场，在美国、欧洲、日本股市，互联网板块都整体跑输大盘。这种全球性的现象背后的原因如何？基于此，我们在本报告中进行分析。

2021 年互联网股跑输大盘并非中国股市所独有，而是全球现象

如图表 1 所示，美国、中国、欧洲和日本互联网指数和大盘指数的 2021 年收益。我们发现，在 2021 年互联网板块在中美欧日市场无一例外地跑输大盘指数。其中，美国和欧洲股市在大盘大幅上涨的情况下，互联网股仍然是负收益，欧洲互联网股更是下跌超过 30%。

图表 1: 2021 年美国、中国、欧洲和日本互联网板块 vs 大盘指数收益 (%)



注：各市场互联网指数和大盘指数选取如下：1) 美国：纳斯达克互联网股指数，标普 500 指数；2) 中国：中证海外中国互联网指数，MSCI 中国指数；3) 欧洲：FactSet 欧洲互联网零售业指数，MSCI 欧洲指数；4) 日本：FactSet 日本互联网零售业指数，MSCI 日本指数。数据截至 2021 年 12 月 28 日。

资料来源：Bloomberg, 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

2021 年 12 月 29 日

相关报告:

《2022 年中国股市策略展望: 先下后上, 上半年需谨慎》(2021-12-03)

《全球大宗商品: CAPEX 结构之变》(2021-10-19)

《全球大宗商品: 来自 CAPEX 的复仇——供应端多维研究系列报告(一)》(2021-10-19)

《全球股市资金流动能有筑顶迹象, 建议投资人继续保持谨慎》(2021-09-20)

《缩减 QE 日益临近, 对风险资产继续保持谨慎——见微知著》(2021-08-26)

《大幅下挫后的互联网板块是否已到抄底的时候? ——见微知著》(2021-07-22)

《2021 年中期策略: 高处不胜寒, 审慎中前行》(2021-06-04)

《板块四分法——市场预期的共识与分歧?》(2021-05-31)



扫码关注浦银国际研究

● 2021 年全球互联网股普遍跑输大盘的背后

2021 年全球互联网股普遍跑输大盘主要是由于：

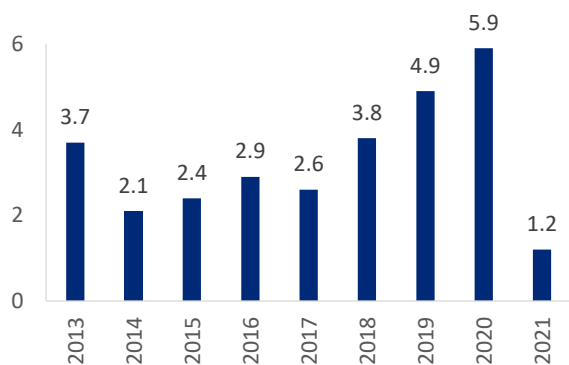
- **基本面：**疫情暴发后的 2020 年透支了未来增长，2021 年增长式微。
- **市场：**经历了 2020 年超高的超额回报后在 2021 年出现均值回归。
- **流动性：**全球流动性边际收紧。
- **监管政策：**全球互联网监管普遍收紧

1. 基本面：疫情暴发后的 2020 年透支了未来增长，2021 年增长式微

2020 年全球疫情暴发，疫情下封城、保持社交距离、远程工作等原因令互联网的重要性上升到前所未有的高度，数字化的渗透率呈现跳升式增长。而这种跳升式增长一定程度上是以透支了未来的增速所换来的，再考虑到全球互联网红利逐步式微的大背景以及 2021 年全球居民的生活、工作逐步恢复常态，叠加相比于 2020 年的极高基数，这使得 2021 年互联网的增长呈现疲态。

- 如图 2 及图 3 所示，中美互联网普及率年度增量在 2021 年呈现明显的下滑，2021 年中国的年度增量创下至少 2013 年以来新低，而美国则创下 2018 年以来的新低水平。
- 图表 4 则从更直观的角度显示了 2021 年全球互联网增长的相对疲态：全球手机应用程序下载量的年度增量在 2020 年出现火箭般蹿升，2020 年的增量远超 2018、2019 年之和，而在 2021 年的年度增量则出现了断崖式下跌，增幅仅相当于 2019 年的九分之一。

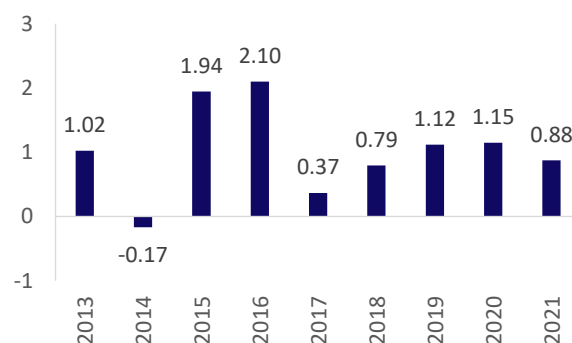
图表 2：中国互联网普及率年度增量（百分点）



注：2021 年的互联网普及率统计截止至上半年

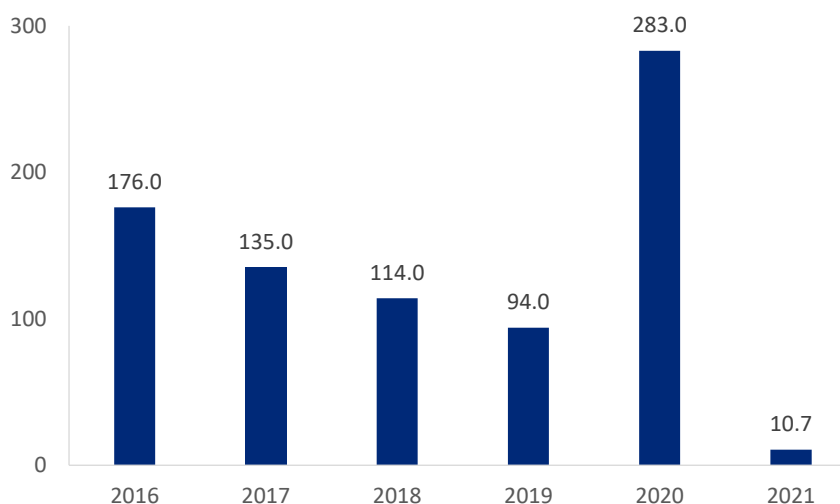
资料来源：Statista, Bloomberg, FactSet, 浦银国际

图表 3：美国互联网普及率年度增量（百分点）



资料来源：Statista, Bloomberg, FactSet, 浦银国际

图表 4：全球手机应用程序下载量年度增量（亿）

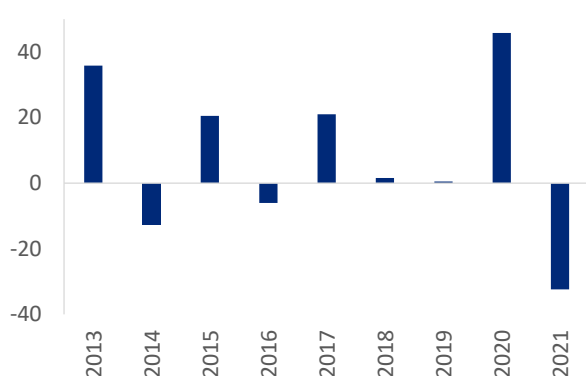


资料来源：Statista, Bloomberg, FactSet, 浦银国际

2. 市场：经历了 2020 年超高的超额回报后在 2021 年出现均值回归

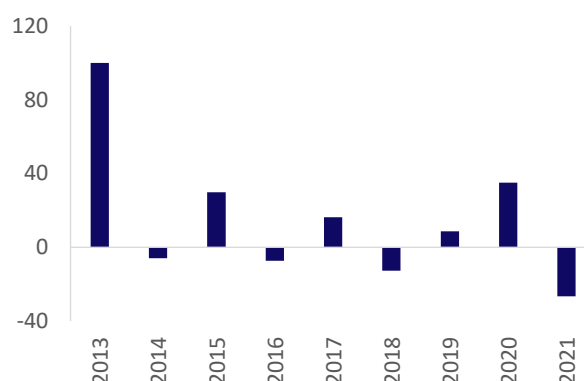
2020 年各市场互联网股大幅跑赢大盘，2021 年互联网全球性的跑输其实也是均值回归在发挥作用。2020 年，美国、中国、欧洲和日本的互联网股分别跑赢大盘 46%、35%、133%和 28%，跑赢幅度巨大，而历史来看，互联网在当年跑赢会明显降低次年继续跑赢的概率，增大次年跑输的概率。

图表 5：2013-2021 年纳斯达克互联网指数相对标普 500 指数超额收益 (%)



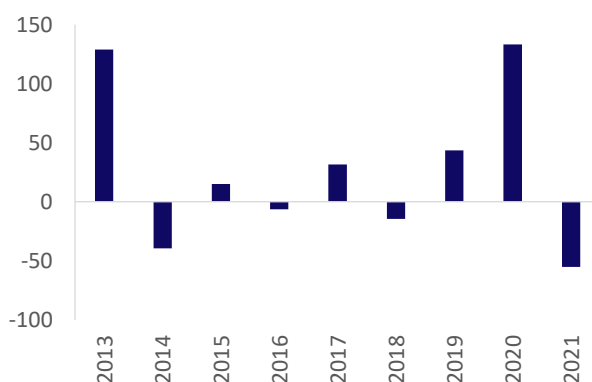
资料来源：Bloomberg, FactSet, 浦银国际

图表 6：2013-2021 年中证海外中国互联网指数相对 MSCI 中国指数超额收益 (%)



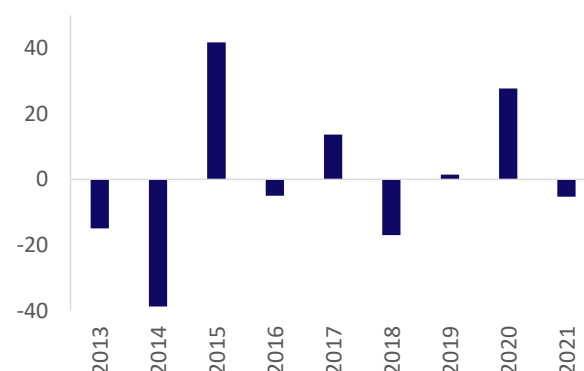
资料来源：Bloomberg, FactSet, 浦银国际

图表 7：2013-2021 年 FactSet 欧洲互联网零售指数相对 MSCI 欧洲指数超额收益 (%)



资料来源：Bloomberg, FactSet, 浦银国际

图表 8：2013-2021 年 FactSet 日本互联网零售指数相对 MSCI 日本指数超额收益 (%)



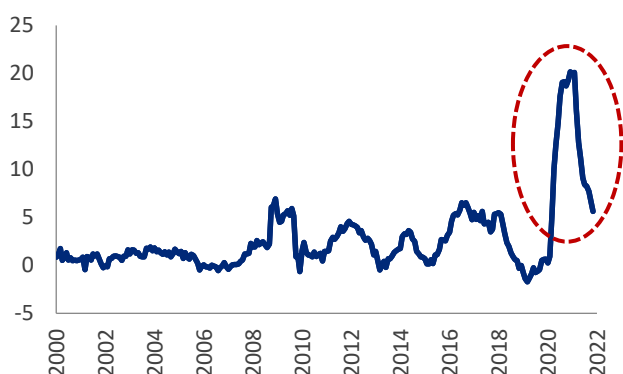
资料来源：Bloomberg, FactSet, 浦银国际

3. 流动性：全球流动性边际收紧

2020 年史无前例的宽松政策为市场注入充足的流动性，而各国央行降息拉低长端收益率，由于大量的互联网企业现金流更多地反映在未来而非即期，从 DCF 模型的角度来看，这些企业对于折现率更为敏感。2020 年长端利率的大幅下降，可以从 DDM 模型中大幅提升未盈利企业的估值，这是互联网股 2020 年大幅跑赢大盘的因素之一。而 2021 年的情况发生反转，伴随着各国央行逐步退出超宽松的货币宽松刺激，长端利率的上行，全球流动性边际收紧：

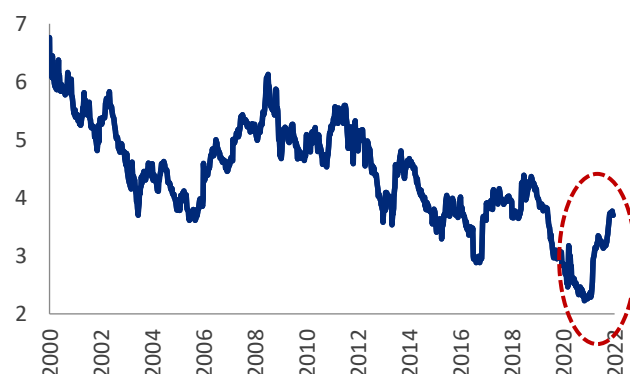
- 美欧日央行总资产增量占年化 GDP 的比例在 2020 年达到高点，并于 2021 年急速下降，表明央行扩表速度大幅放缓。
- 全球 10 年期国债收益率中位数在 2020 年降至低点后，于 2021 年低位反弹至 2019 年的水平。

图表 9: 美欧日央行总资产增量占年化 GDP 的比例 (%)



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 10: 全球 10 年期国债收益率中位数 (%)



资料来源：FactSet，浦银国际

4. 监管政策：全球互联网监管普遍收紧

2021 年，不单中国，美欧日都从多个维度普遍进一步加强对于互联网行业，尤其是行业巨头的监管。

- 中国互联网公司陷入双重困境。2020 年底美国参众两院通过《外国公司问责法案》，2021 年 8 月美国证券交易委员会 (SEC) 针对中国企业赴美上市信息披露提出新要求，以及中国网信办在 2021 年 7 月修订网络安全审查办法，监管层面的一系列滨海都加剧了中国互联网行业的政策不确定性。

- **美国反垄断法案直指互联网巨头。**2021年6月，美国众议院司法委员通过多项反垄断法案，对搜索引擎、电子市场、应用商店和其它在线平台进行法律限制，遏制美国互联网巨头的市场垄断地位。
- **欧盟拟征收数字税。**欧盟拟制定的数字税规定，任何一个欧盟成员国均可对境内发生的互联网业务所产生的利润征税。这将同时增加欧洲互联网公司和美国企业巨头的税收负担。尽管2021年7月该征税计划受到美国施压而暂时搁置，但未来仍有很大不确定性。
- **日本实施IT巨头监管新法。**2021年2月，日本开始实施新法律，加强对从事电商平台等运营的IT巨头监管，并在4月决定将互联网广告纳入监管新法。

● 展望

基于以上基本面、市场、流动性、监管四方面我们进一步展望2022年的全球互联网板块。

- **基本面：**在经历了2021年的增长疲弱后，2022年的基本面可能将逐步修复至长期增长中枢，稳健上行；
- **市场：**经历了2021年大幅跑输后，全球互联网板块很可能已经反映了基本面的疲弱，伴随着基本面修复至长期增长中枢，2022年的全球互联网板块很可能也将出现均值回归式的修复。有必要从中精选个股进行配置；
- **流动性：**2022年的全球流动性很可能将继续边际收紧，这会对价格造成下行压力；
- **监管面：**各国对于互联网的强监管政策预计仍将延续。

综上，2022年的全球互联网板块从流动性、监管面方面可能仍将承压，但从基本面、市场面来说，很可能出现修复，针对其中的优质个股，配置价值很可能将凸显。

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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-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经授权的行为。

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附属公司、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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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逾 1%的财务权益。
- 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。

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

“持有”: 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):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 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。

浦银国际证券机构销售团队

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

