MSCI 中国“新经济”占比首超美股—见微知著策略系列报告

蔡瑞，CFA
策略分析师
carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

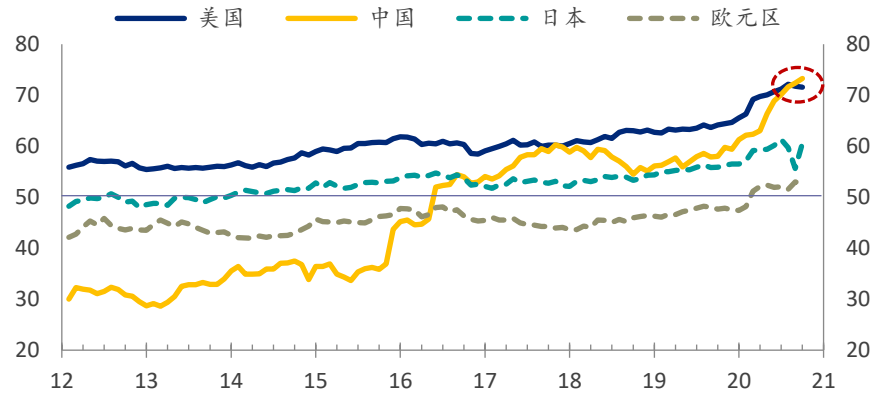
王彦臣，PhD
宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

林琰
研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2020 年 10 月 30 日

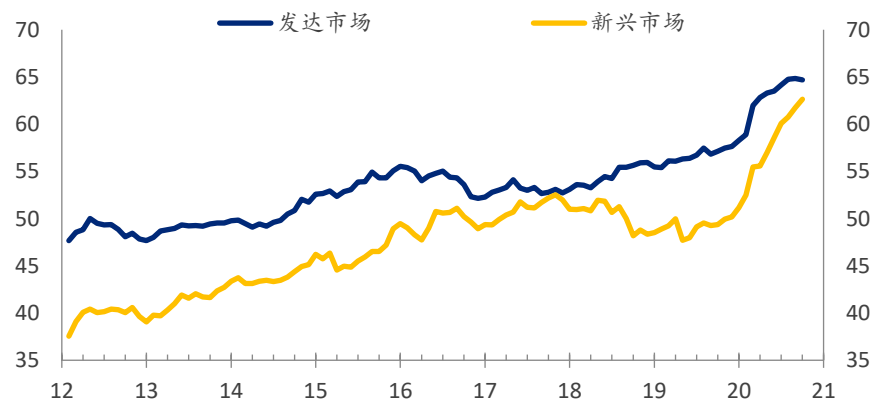
我们的策略框架中，不仅密切跟踪周期变化，同时也在研究结构性的趋势变化。近年，我们看到不止中国，各国股市都出现明显趋势—以互联网、科技、消费、医疗等为特征的“新经济”生机勃勃崛起，其在股指的占比也稳步提升。这令各国股指，尤其是 MSCI 中国指数悄然发生了一系列重大变化。

图表 1：各国股指中“新经济”占比（%）



注：美国使用标普 500 指数，其余都使用 MSCI 指数，分别为 MSCI 中国、MSCI 日本、MSCI 欧元区指数。“新经济”即通信服务、可选消费、必选消费、医疗、IT 共计 5 个板块，“旧经济”即能源、金融、工业品、原材料、房地产、公用事业 6 个板块。数据截至 2020 年 10 月 29 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 2：新兴市场与发达市场股指中“新经济”占比（%）



注：MSCI 发达市场指数，MSCI 新兴市场指数。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

相关报告：

《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》（2020-10-21）

《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）

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

随着市场结构的悄然改变，2020 年开始出现了众多实质性变化：

- **2020 年 9-10 月，MSCI 中国指数的“新经济”占比首次超过美股的标普 500 指数，跃居各主要经济体股票指数之首。**中美两国的股指中，“新经济”占比都超过了 70%，占绝对主导。
- **2020 年中美欧日四大经济体（合计占全球 GDP 的 64.3%）各自旗舰股票指数的“新经济”占比都超过了 50%。**就新兴市场与发达市场分别整体来看，“新经济”的占比则都超过六成，**“新经济”毫无疑问已经成为各国股票指数中的中枢力量。**

图表 3：中美“新经济”占比差额（%）



注：MSCI 中国指数 vs 标普 500 指数。“新经济”即通信服务、可选消费、必选消费、医疗、IT 共计 5 个板块，“旧经济”即能源、金融、工业品、原材料、房地产、公用事业 6 个板块。数据截至 2020 年 10 月 29 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

见微知著，各国股指的结构变化，提醒我们：

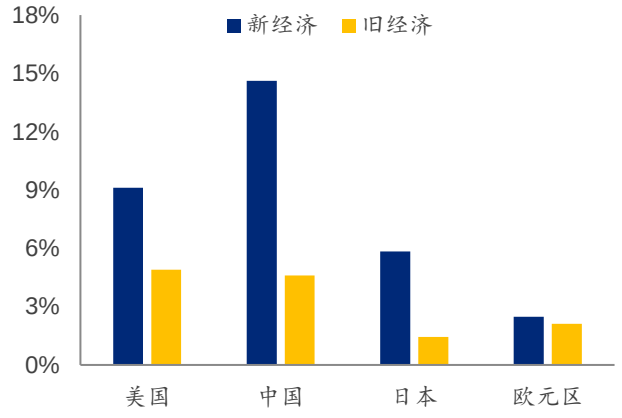
- MSCI 中国指数中盈利增速更高的“新经济”占比持续提升，**股指质量已有明显提高，这是支持近年外资持续流入的重要支撑所在。**
- 各国的“新经济”占比不同，是各国股指表现不同的重要原因之一，例如**美股“新经济”占比持续最高，而日欧股市“新经济”占比低，这令美日欧股市表现持续分化。**我们在进行股票指数的跨国比较时需留意股指内部结构变化这一因素。
- **各国股指“新经济”占比上升，结构性推升股指的估值水平，降低了历史的可比性。**我们需要结合分析股指结构的变化，进而采取合适的历史比较方法。

- **MSCI 中国股指的质量已明显提高—高增速的“新经济”占比大幅提升**

曾经的 MSCI 中国股指的结构以工业、金融、能源等“旧经济”为主导，而自 2016 年开始 MSCI 中国指数中的“新经济”占比首次过半，随后逐步攀升，**目前甚至超过了美股标普 500 指数，在主要经济体中股票指数中跃居榜首。**

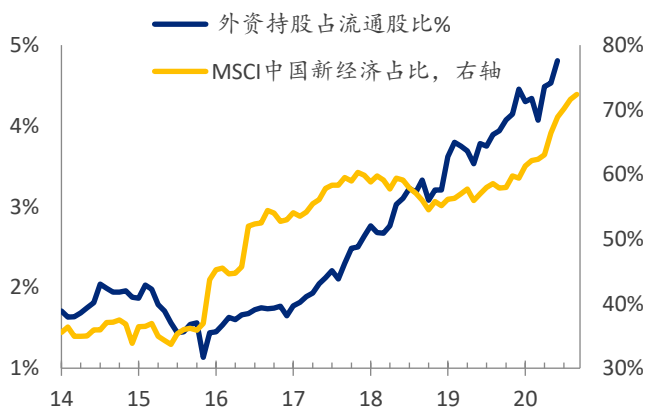
在全球来看，中美欧日股指尤其是 MSCI 中国的“新经济”股票，它们的盈利增长无一例外都明显高于“旧经济”。中国的“新经济”整体占比不断提高，这意味着由于高增速的“新经济”成分股的占比提升令整体指数的盈利增速不断提升。中国股指“新经济”占比不断提升，股指质量提升，吸引外资主动流入，这也是除了 MSCI 将 A 股纳入指数外，近年来外资的 A 股持有比例持续提升的重要支撑所在（如图表 5）。**在全球股市的视角下，MSCI 中国指数极高的“新经济”占比，表明其对于全球投资人非常高的配置价值。**

图表 4：各国股指过去 5 年盈利年均复合增速



注：美国使用标普 500 指数，其余都使用 MSCI 指数（分别为 MSCI 中国、MSCI 日本、MSCI 欧元区指数），成分股的盈利增速中位数，截至 2020 年二季度财报数据。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 5：随着“新经济”占比提升，A 股外资持股占比也在不断攀升



资料来源：Bloomberg，浦银国际

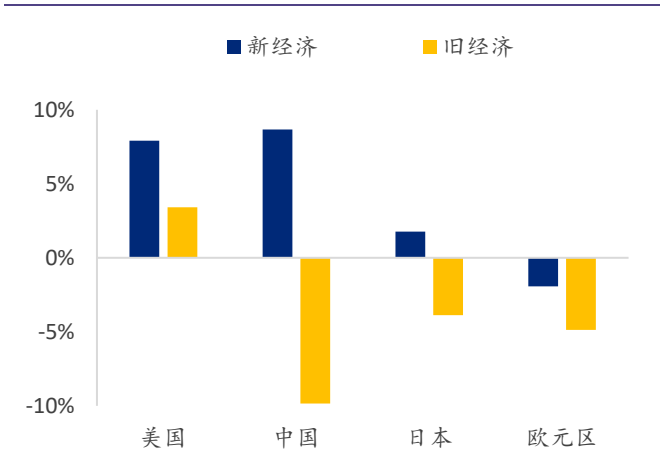
- **各国股指结构的区别是各国股市表现分化的重要原因，股指进行跨国比较时需留意**

我们可以清晰地看到（如图表 1），过去近 10 年美股 S&P 500 中“新经济”的占比持续高于 50%，位居各发达经济体股指之首，日本及欧元区的占比则相对较低，尤其是 MSCI 欧元区指数，到 2020 年“新经济”的占比方才超过 50%。

美国股市呈现非常明显的“长牛”特征，而欧日股市则长期低迷。造成美股 vs 欧日股市表现的分化，除了宏观层面的诸多因素外，其中一个非常重要的原因即（如图表 1）美股股指结构中表现更好的“新经济”占比极高（美股“新经济”占比持续居于中美欧日之首），而欧日股市的“新经济”占比持续明显低于美国。

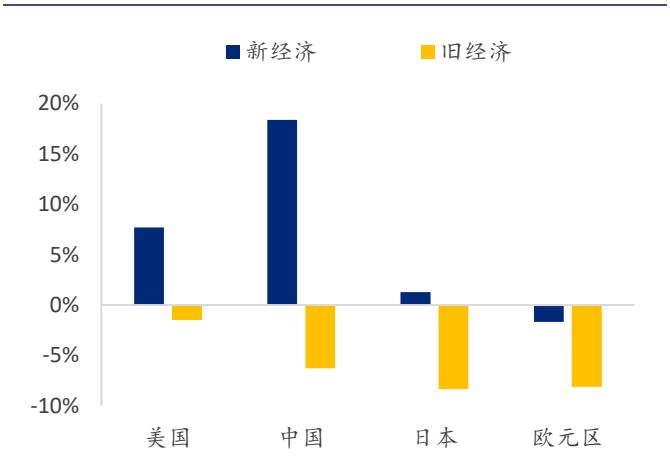
如下图所示，**中美日欧股市中，“新经济”整体无一例外都较“旧经济”有更好的回报表现。再考虑到各经济体各自股市的“新经济”占比（美国持续高于欧日），也就不难理解为何欧日股市持续低迷，而美股持续长牛。**

图表 6：各国股指过去 5 年平均年化回报



注：美国使用标普 500 指数，其余都使用 MSCI 指数，成分股的回报中位数。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 7：各国股指过去 3 年平均年化回报



注：美国使用标普 500 指数，其余都使用 MSCI 指数，成分股的回报中位数。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

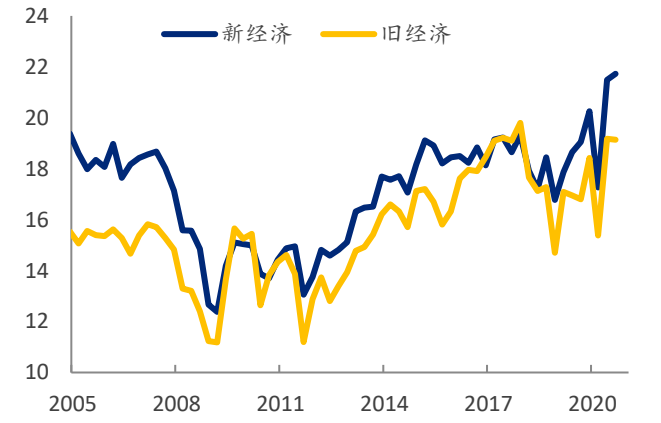
- **各国股指“新经济”占比上升，结构性推升股指估值水平，降低了历史可比性**

如下图所示，不论中国还是美国，“新经济”股票整体的估值绝大部分时间都高于“旧经济”股票，在 MSCI 中国指数中更为明显。这也就意味着：**随着“新经济”在股指中占比提升，股指的整体估值也会相应出现结构性的提升**，这个提升并不一定是估值本身提高所带来的，而有可能是股指结构变化所致。股票指数进行估值的历史比较时，需要分析其可比性究竟有多大程度受到了内部结构的变化。具体的应对方法包括：

1. 历史比较时，尽可能个股 vs 个股，或者板块 vs 板块进行比较，这也就可以尽可能规避因股指的结构变化而导致的估值中枢偏移。

2. 可以使用成分股的中位数进行估值，这样可以一定程度剔除板块权重变化带来的影响。

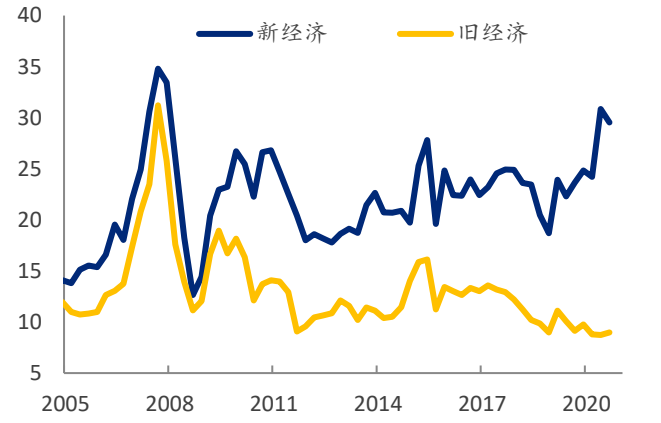
图表 8：美国标普 500 指数远期市盈率中位数



注：“新经济”即通信服务、可选消费、必选消费、医疗、IT 共计 5 个板块，“旧经济”即能源、金融、工业品、原材料、房地产、公用事业 6 个板块。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 9：MSCI 中国指数远期市盈率中位数



注：“新经济”即通信服务、可选消费、必选消费、医疗、IT 共计 5 个板块，“旧经济”即能源、金融、工业品、原材料、房地产、公用事业 6 个板块。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

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