

作者：鸿道投资总经理孙建冬

这几天美国一个重大的标志性事件是北京时间6月24日晚，美国最高法院做出的让整个美国社会顷刻陷入震动的关于美国女性堕胎权的历史性裁决。

这个问题不展开了，主要想以这个角度为例，谈谈对当下中国互联网公司投资的一个比较新的思考角度。

众所周知，过去近两年以来中国互联网行业的大环境尤其是政策监管环境发生了巨大的变化，互联网公司的股票价格走势也随政策监管风向的变化而大幅波动。概括地讲，从2020年11月至今年3月16日之前，国内国外投资者交易的是中国互联网平台公司基础设施化的大方向，至于价值下限的边界在哪，在没有不同的政策变化信号之前，显然是由更悲观的投资者来定价，这从一些公司价格低于现金价格也能看到；3月16日之后，监管层更明确地讲互联网平台资本监管要有红绿灯，更强调既要又要，中国互联网上市公司的股价并没有随A股

在四月底创新低，短期看有不小幅度的反弹——但从更长的时间段来看，从中国互联网股票这一大波调整之初的价格起点看，跟这波相当大的跌幅相比，股价从低点到现在的反弹也只是一个小的反弹。

如何看后面中国互联网股票的投资前景？这里并没有确定的结论，但是有两个逻辑递进的研判思路。

首先，3月16日之前，市场本质是针对政策大方向的趋势投资，在股价走

势上表现为更悲观的投资者来进行不断地边际定价，因此，尽管过去两个多月股价有反弹，只要政策能给出一个大致定性或定量地可研判的区间，股价往上都有或大或小的空间。

虽然前期股价有反弹，投资者并未在一个政策环境可分析的框架下研判中国互联网公司的价值。

虽然有不少投资者讲3月16日刘鹤副总理讲话以后国际国内投资者就比较充分地反映了政策监管趋于平和的预期，不展开论述了，对于股价反弹已经相对充分反映政策变化的观

点可从一点做为反证，
至少过去一两周，无论看多还是看空阿里巴巴
股票的投资者，大家大多都是从市盈率高低的角度来论述的。不言而喻，这里面隐含的假设是，大面上看，本质上市场投资者并没有给蚂蚁金服和阿里云有意义的市值。

更重要的是关于投资操作的问题，怎么判断政策给出了一个可研判的空间？这个能用事件的信号来验证吗？单个公司的信号事件对行业整体未来的政策大环境有多大的信号验证意义？

对此问题，我们认为，
哪怕是单个互联网公司的事件信号对于市场判断整个互联网公司的政策环境趋势都有重要的指向意义。

打个比方，这有些像英美法系
新的判例对于法律含义与指向的意义。
就美国而言，对于重大的法律问题，抽象概要的法理与条文，包括宪法，并不能准确涵盖甚至是不能指向具体的法律方向与边界。与大陆法系的成文法不同，法的方向与精神是由判例尤其是新的判例来界定的。就像这次美国最高法院判决之后保守主义倾向的托马斯法官解释的那样，1973年最高法院对女性堕胎权的判例是对美国宪法条文“错误”地引申。既然不同的最高法院能对宪法精神进行不同的解释，显然，宪法本身并不能导出法的方向，新的判例更重要。

全世界互联网行业
发展最领先的两个国家，无论中国还是美国，互联网行业的法律监管都是相当的成分更适合判例界定法律方向的原理。

首先，互联网行业技术与商业模式交融演进的力量与速度很大，甚至会有非线性地变化，行业变化走在法律演进的前面，没有人能充分预知行业几年后的状况和核心问题、核心矛盾，抽象的成文法条文并不能决定判案的方向，也不见得能成为后面判断趋势方向的指引。

其次，还有定量的
问题。就像假定没有某类牌照的汽车
载客进入北京金融街
会有限制，那红绿灯具体怎么界定，打个比方，是晚上10：00之后——早上7：00之前可以，还是只要载有在金融街

工作的人就随时可以，或者其它具体的规则，显然情况是各不相同的，量的差异也很有可能关系到可投资或不值得投资的重要分别。政策规定，从操作层面，也是更可以或者说也需要通过一个一个的具体判例来明确。

假定美国公民的一些重要法律权利的走向可以用股票价格的走势来反映和体现，股票价格怎么走，无非还是基本面分析+基于人性的市场行为金融学分析。

基本面首先看美国最高法院现在和未来具有保守主义倾向的法官占比，目前保守主义派大法官已经有6位，这一点民主党去年不寻常的做法也显示了民主党对未来的预期——民主党去年推动最高法院一位高龄的自由主义倾向的大法官退休，以免出现以前在共和党政府期间自由主义倾向的大法官去世的窘境。

按行为金融学

的分析，如果基本面指向了一个比较可能的大趋势，既然第一个重要的事件验证信号能落地，后面市场的交易价格就不会仅停留在第一个事件所对应的新的基本面的价格上。

按最高法院托马斯大法官的说法，这次新判例推翻了针对1973年女性堕胎的判例，那么，如今这个裁决的法律逻辑，也可以用来推翻1965年以来最高法院的三项重要权利的裁决——包括

同性婚姻受宪法保护的裁决。这样的话，

如果有股票交易，更可能趋势的交易者会成为边际定价者，其股票价格会交易到第一个事件与后面事件发

生所对应的价格之间的某个中间价格

。当然，阶段性的中间价格在哪，跟市场情绪、资金面等市场的微观交易结构的诸多因素相关。

反者道之动

。从这个意义上看，对于中国互联网行业的股票投资，如果出现第一个有信号意义的事件，无论是蚂蚁金服上市的明朗、滴滴

APP重新上线或者还是其它比较重要的行业事件，这个事件不大会是“利好兑现”的信号，

哪怕行业上市公司的价值和价格远回不到2020年三四季度的高点，从寻找有意义的股票投资空间的角度看，从由判例重新认识行业的政策边际变化方向的角度看，这依然会是研判行业新的价值中枢的开始。

本文源自金融界