

全球视野的重要性



周光

中金公司研究部

guang.zhou@cicc.com.cn

SAC: S0080513050001

SFC CE Ref: ALS668

2015年8月

今天的投资者为什么应具备全球视野？

- 自上世纪九十年代初上海与深圳证券交易所相继成立以来，中国证券市场经过了二十多年的发展，从无到有，从小到大，成绩斐然。在市场规模快速扩张、市场制度不断完善的过程中，中国证券市场的开放程度也有明显提升。随着QFII、RQFII、沪港通等一系列政策先后推出，境外投资者开始登上中国证券市场的舞台。未来深港通等进一步开放措施，将使中国证券市场与全球市场将更加融合。
- 目前的中国股票市场具备很多鲜明特征，如不合理的投资者结构、全球第一的高换手率、追涨杀跌的羊群效应、不完善的市场制度等等，这些都有理由让人诟病。但是，这些怪现象其实并不是中国大陆所独有，在其他证券市场的发展过程中也出现过各种奇葩，例如90年代的韩国和台湾。作为专业投资者，我们需要知道其它市场的发展历程，以寻找发展轨迹和规律。
- 全球视野对于在中国证券市场投资非常重要。海外成熟市场在法律、制度、市场参与者专业度、投资环境和理念等方面都具有明显的标杆作用，必然会成为中国市场发展目标和归宿。即使从现实的角度，世界经济一体化和科技的飞速发展也使得全球资本市场的相互作用越来越强，及时了解海外市场的逻辑和信息也对增强在本土市场投资的前瞻性和预见性大有裨益。

目录

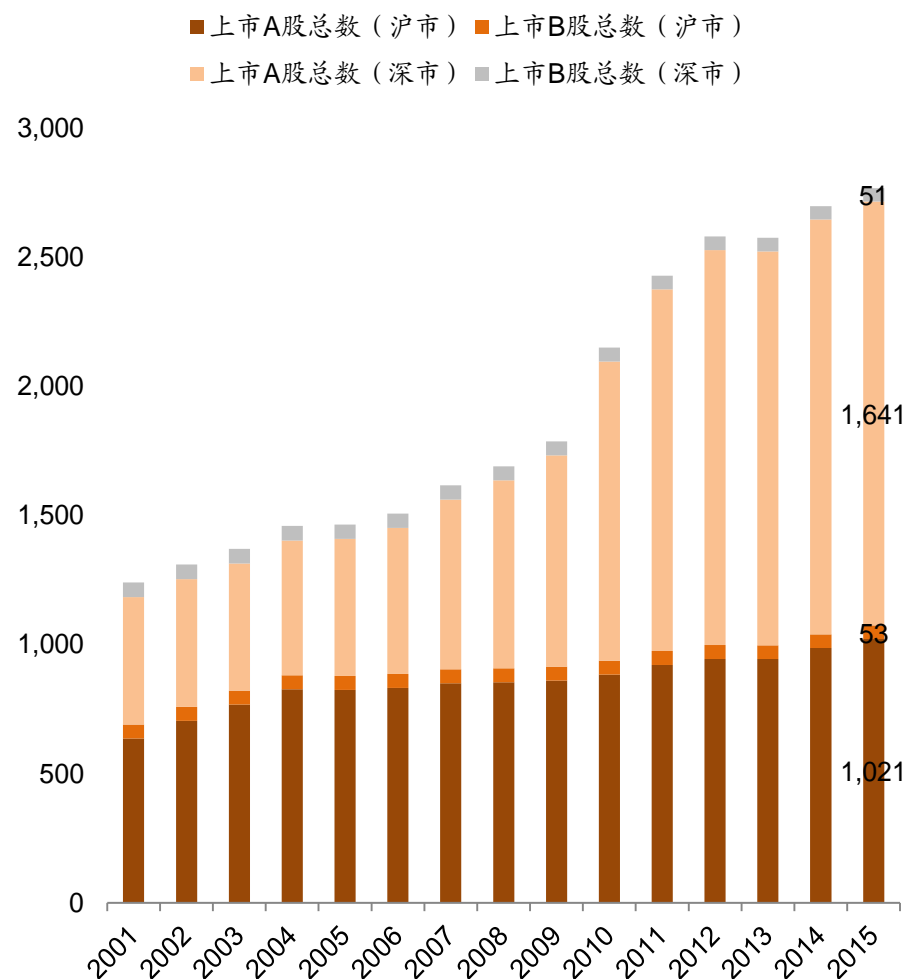
第一部分	香港与内地市场：同与不同 -----	3
第二部分	港股市场在被“边缘化”吗？ -----	19
第三部分	老外看中国与中美映射 -----	25

第一部分

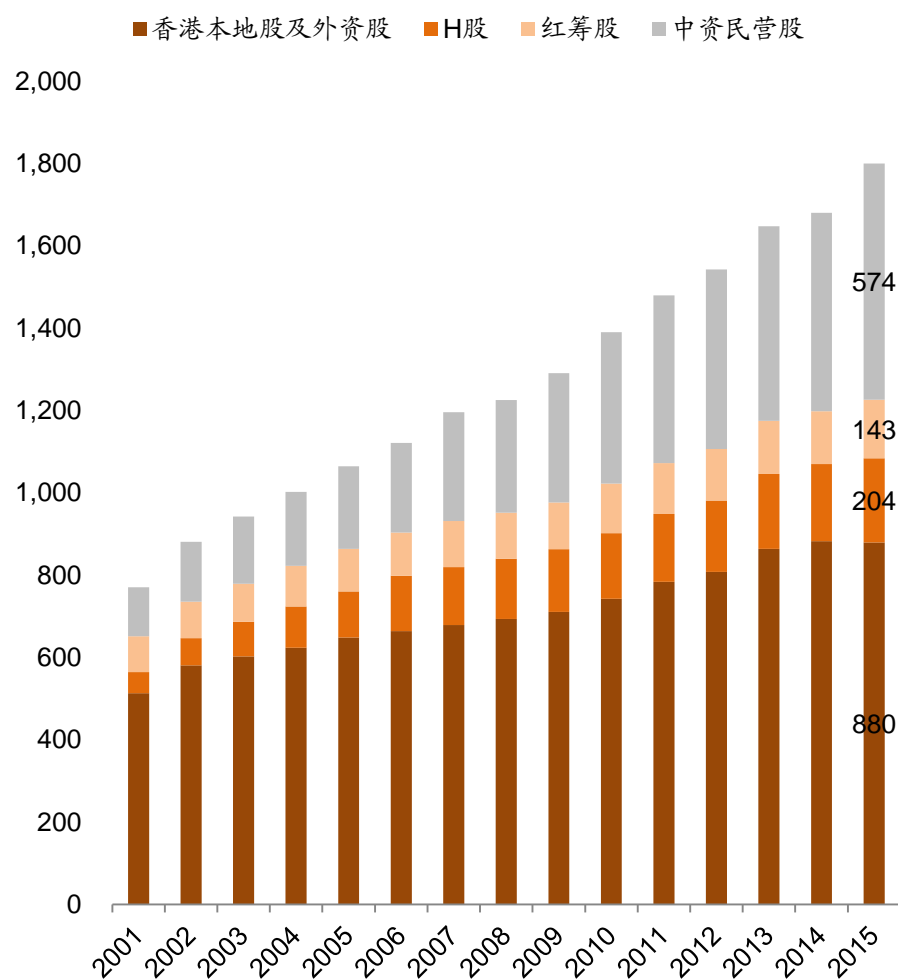
香港与内地市场：同与不同

市场基本情况：A股公司数量多于港股

沪深两市共有A股上市公司2662家



港股共有股票1801只，主要分为四类



市场基本情况：内地市场总市值已达50多万亿人民币

按市值总额来看，中国已经是世界第二大证券市场，香港则是第四大证券市场

市场	2015年6月 总市值 (十亿美元)	2015E GDP (十亿美元)	证券化率 (总市值 /GDP)	2003年 总市值	总市值 CAGR (03- 15)	2015年6月 日均成交额 (十亿美元)	年化换手 率
美国	26,481	18,125	146%	14,173	5.3%	201.2	201%
中国	9,517	11,212	85%	513	27.6%	287.8	762%
日本	4,944	4,210	117%	2,953	4.4%	25.0	134%
香港	3,751	310	1210%	715	14.8%	11.2	79%
欧洲	3,415	N/A	N/A	2,076	4.2%	9.6	74%
印度	3,153	2,308	137%	532	16.0%	2.8	24%
加拿大	2,046	1,615	127%	910	7.0%	4.9	63%
德国	1,753	3,413	51%	1,079	4.1%	6.5	99%
瑞士	1,546	688	225%	727	6.5%	3.9	67%
韩国	1,334	1,435	93%	298	13.3%	9.1	181%
澳大利亚	1,240	1,252	99%	586	6.5%	3.7	76%
台湾	967	528	183%	379	8.1%	3.5	84%
西班牙	961	1,230	78%	726	2.4%	5.4	149%
新加坡	749	296	253%	149	14.4%	0.9	29%
俄罗斯	492	1,176	42%	N/A	N/A	0.6	30%
墨西哥	464	1,232	38%	123	11.7%	0.5	27%
泰国	429	386	111%	119	11.3%	1.1	66%
印尼	376	896	42%	55	17.4%	0.4	29%
菲律宾	267	308	87%	23	22.6%	0.2	16%

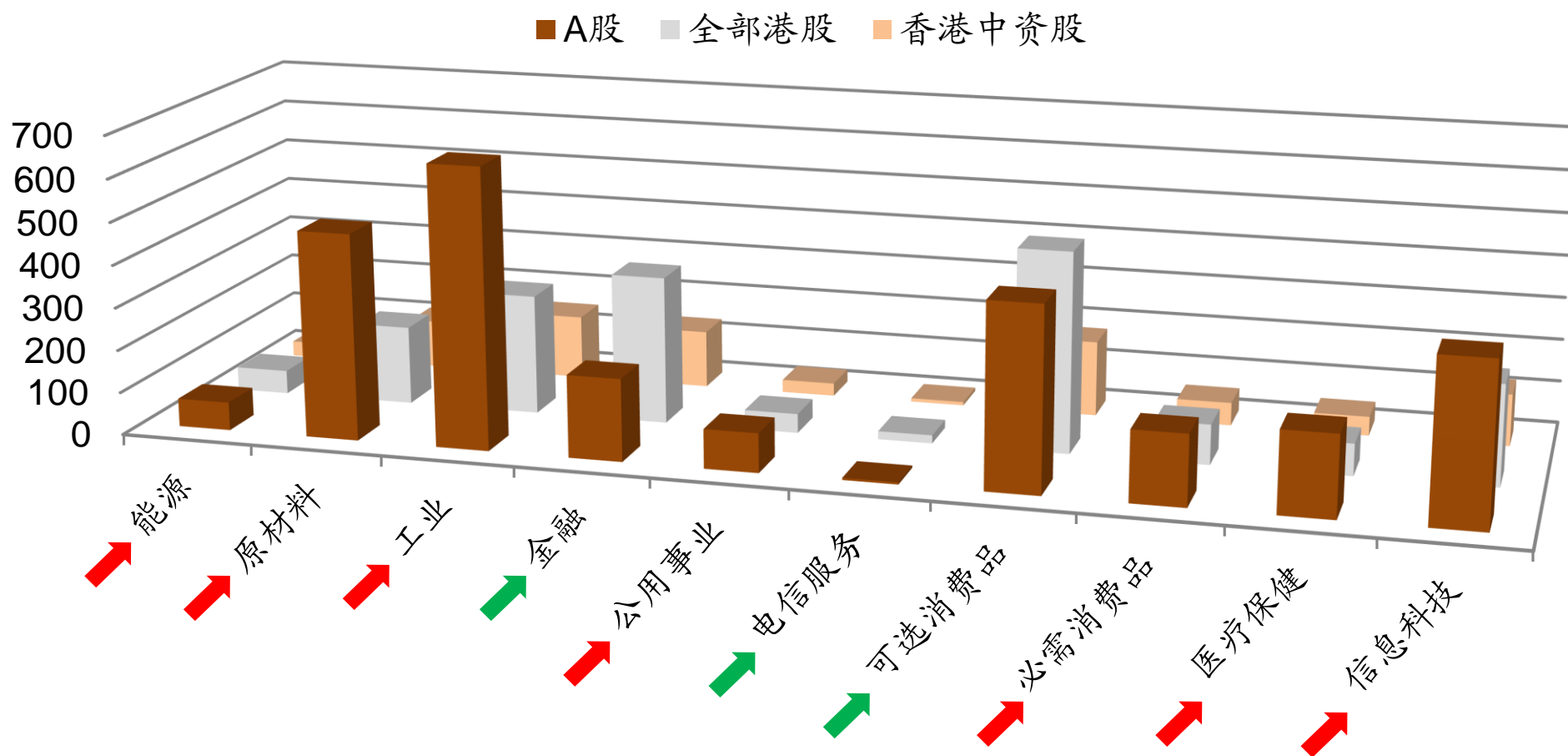
市场基本情况：海外中资股只相当于内地总市值的1/3

中资股在全球各主要市场的概况一览

市场	中资股数量	市值总额	自由流通市值总额	百万美元		3个月日均交易额	平均市值	平均自由流通市值	平均交易额	年化值	% of 2014 GDP		% of 2014 GDP	
				平均自由流通市值占比	平均自由流通市值占比					换手率 (%)	市值	自由流通市值	市值	自由流通市值
中国大陆	2,752	8,846,373	3,401,208	38.4%	38.4%	179,489	3,429	1,318	69.6	1319	85.4	32.8	78.4	30.1
A股	2,648	8,805,542	3,369,729	38.3%	38.3%	179,254	3,549	1,358	72.3	1330	85.0	32.5	78.0	29.9
上交所	1,012	5,493,919	1,904,089	34.7%	34.7%	98,516	5,676	1,967	101.8	1293	53.1	18.4	48.7	16.9
深交所	1,636	3,311,623	1,465,641	44.3%	44.3%	80,738	2,189	969	53.4	1377	32.0	14.2	29.3	13.0
B股	104	40,830	31,479	77.1%	77.1%	234	412	318	2.4	186	0.4	0.3	0.4	0.3
上交所	53	21,777	16,805	77.2%	77.2%	126	436	336	2.5	187	0.2	0.2	0.2	0.1
深交所	51	19,054	14,674	77.0%	77.0%	108	389	299	2.2	185	0.2	0.1	0.2	0.1
香港	899	2,495,190	1,242,850	49.8%	49.8%	8,762	2,881	1,435	10.1	176	24.1	12.0	22.1	11.0
H股	206	909,924	625,274	68.7%	68.7%	4,726	4,527	3,111	23.5	189	8.8	6.0	8.1	5.5
红筹股	145	871,917	296,149	34.0%	34.0%	1,694	6,055	2,057	11.8	143	8.4	2.9	7.7	2.6
P股	548	713,349	321,427	45.1%	45.1%	2,342	1,369	617	4.5	182	6.9	3.1	6.3	2.8
美国	199	518,535	230,998	44.5%	44.5%	4,448	2,729	1,216	23.4	481	5.0	2.2	4.6	2.0
中概股	183	504,303	224,038	44.4%	44.4%	4,263	2,898	1,288	24.5	476	4.9	2.2	4.5	2.0
港股美国ADR	16	14,232	6,960	48.9%	48.9%	185	889	435	11.6	666	0.1	0.1	0.1	0.1
新加坡	123	59,459	26,952	45.3%	45.3%	97	613	278	1.0	90	0.6	0.3	0.5	0.2
伦敦	22	2,682	825	30.8%	30.8%	3	179	55	0.2	78	0.0	0.0	0.0	0.0
加拿大	38	1,125	733	65.2%	65.2%	1	40	26	0.1	50	0.0	0.0	0.0	0.0
德国	24	447	144	32.3%	32.3%	1	26	8	0.0	108	0.0	0.0	0.0	0.0
海外上市总计	1,289	3,063,206	1,495,543	48.8%	48.8%	13,127	2,559	1,249	11.0	219	29.6	14.4	27.1	13.3
中资股总计	4,041	11,909,578	4,896,751	41.1%	41.1%	192,616	3,153	1,296	51.0	983	115.0	47.3	105.5	43.4

上市股票：两地互补

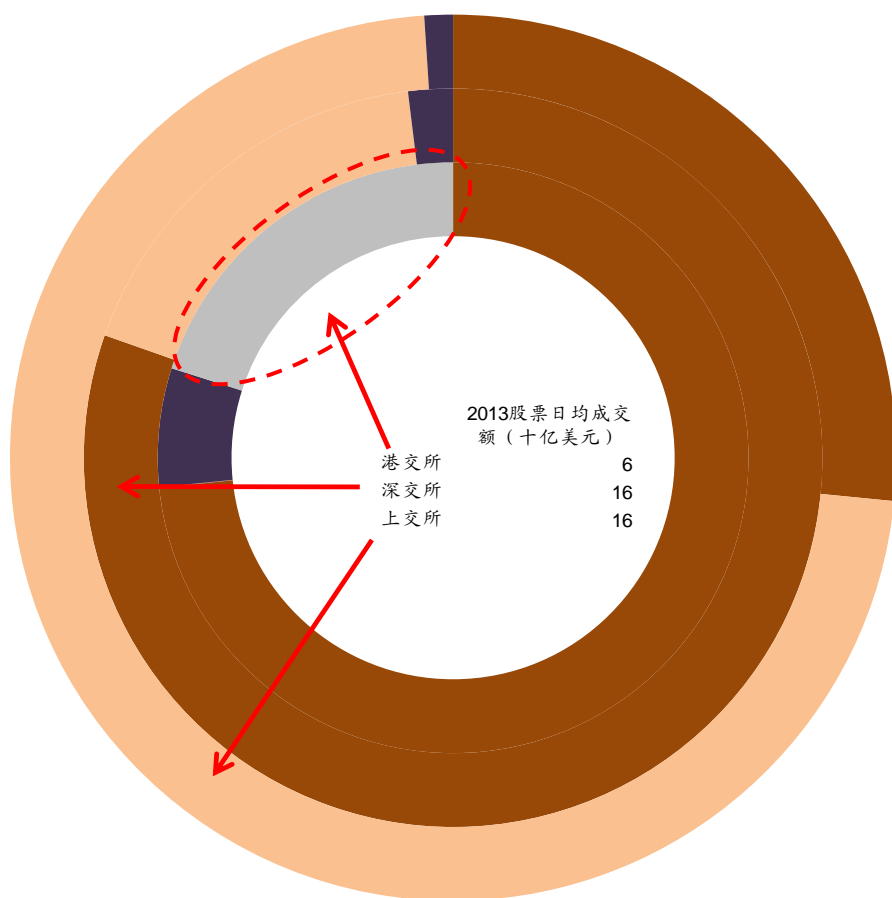
从公司数量上看，A股有较多的消费、医疗保健、工业行业公司，港股有较多的金融、电信行业公司



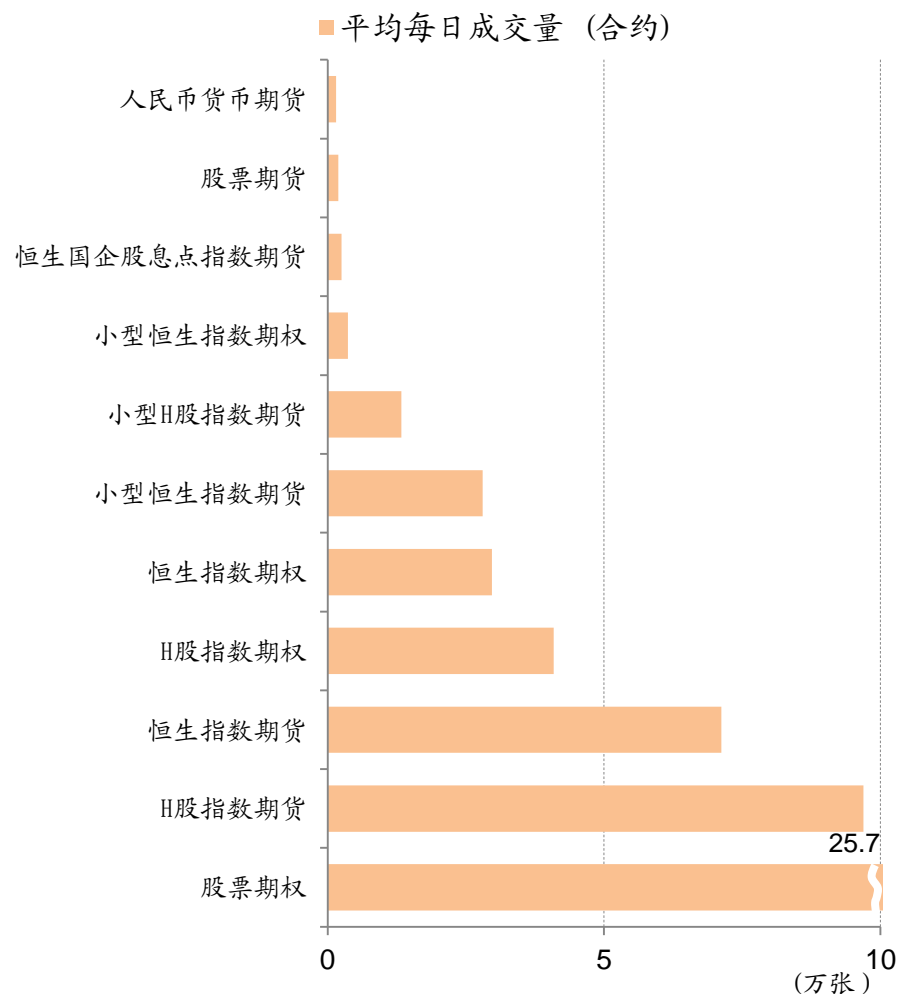
其他交易工具：港股更为丰富

港交所交易额中来自于衍生品的交易额占比远高于上交所和深交所

■ 股票 ■ 债券 ■ 基金 ■ 衍生品



股票期权、H股指数期货、恒生指数期货占衍生产品交易量前三位

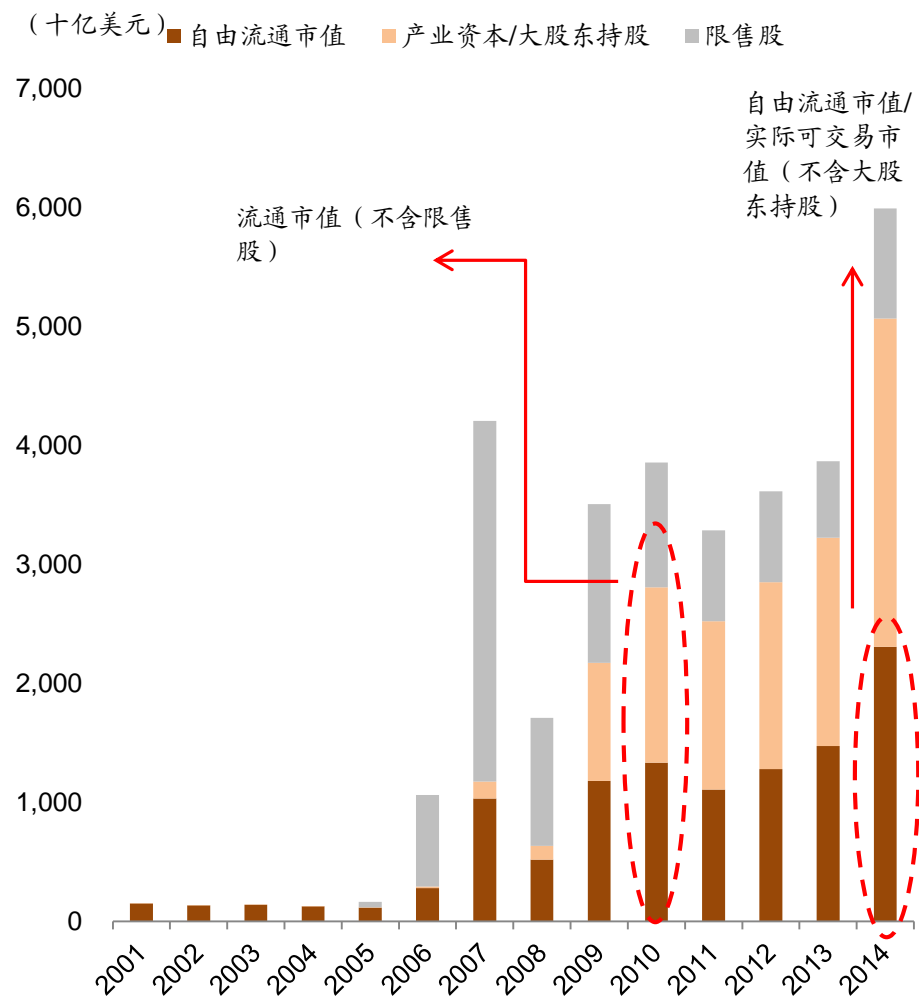


四大差异：投资者结构、市场制度和流动性等方面

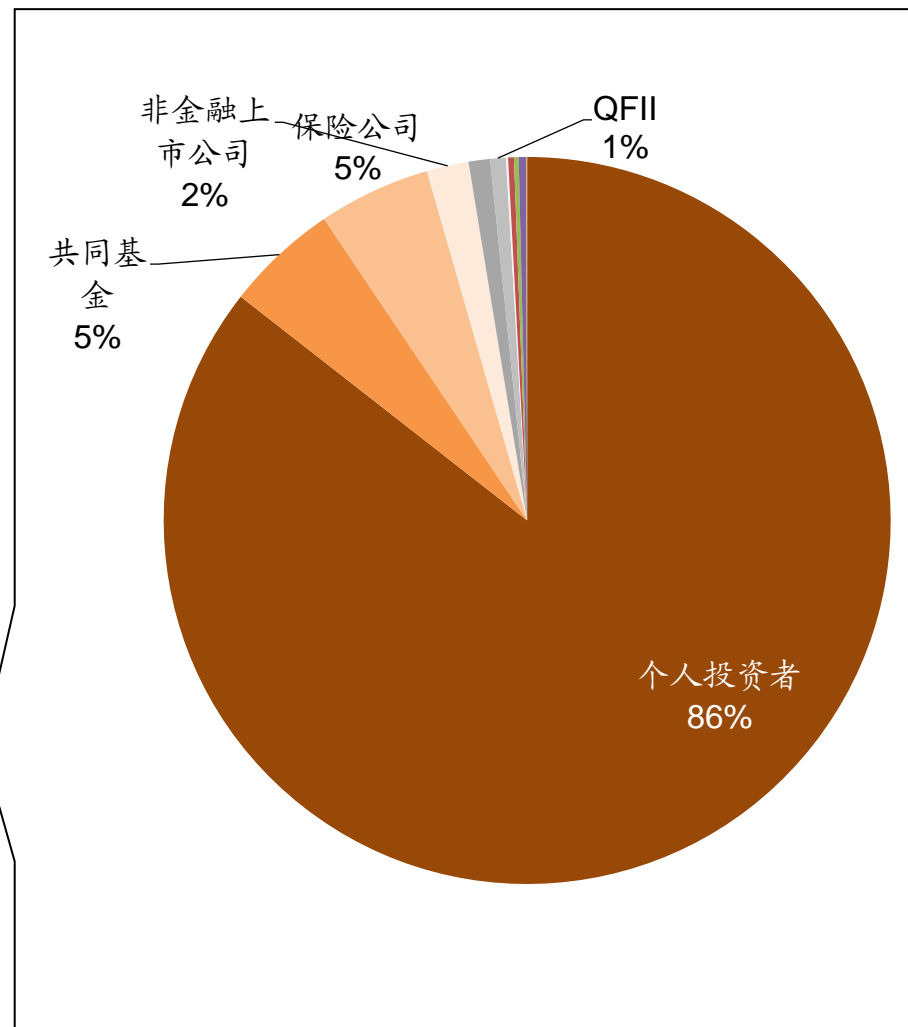
- **投资者结构：** A股投资者以散户投资者为主，而港股以机构投资者为主；
- **市场制度：** A股市场较多管制成分，但同时有很多方面尚待进一步完善；
港股市场偏市场化，相对比较灵活；
- **流动性：** A股市场相对封闭，受国内流动性环境影响较大，而香港市场相对更开放，同时受国际和国内流动性影响；
- **市场表现：** 上述三大差异，导致了两地投资者的股票偏好和表现也有较大差异。

投资者结构：A股散户主导

A股上市公司的股权结构

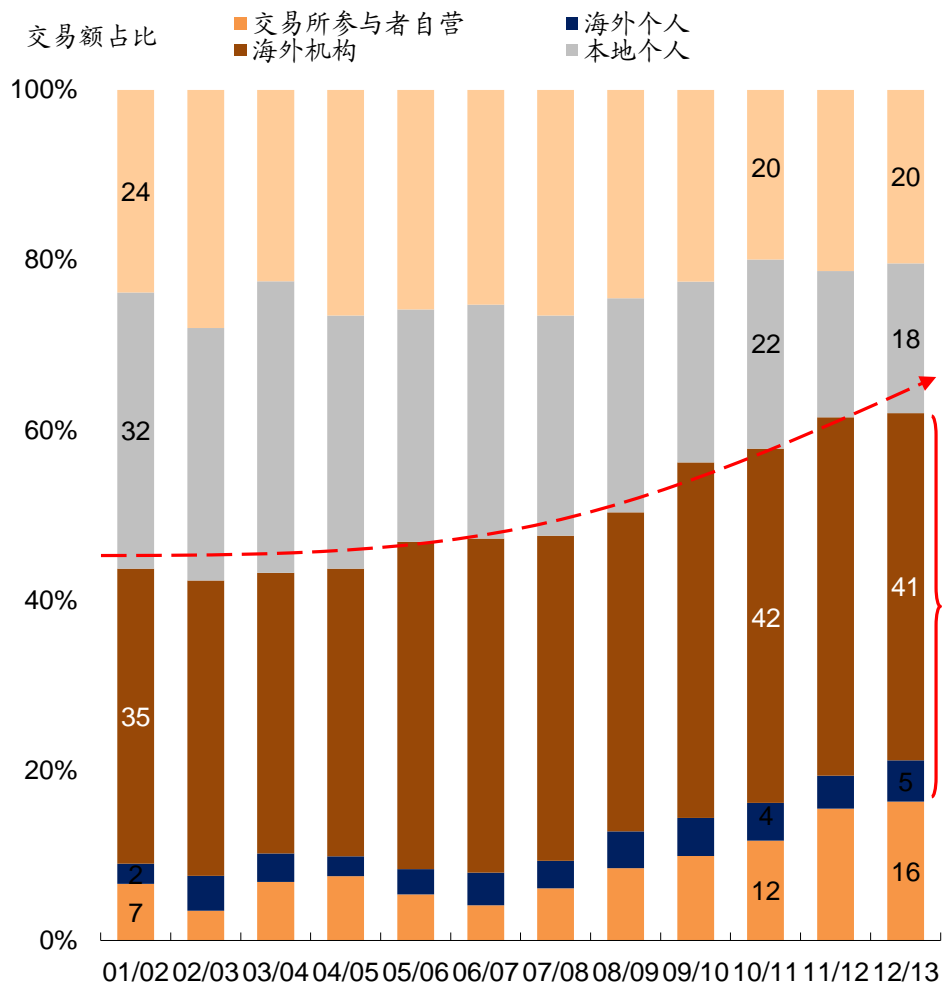


估算自由流通市值的持股结构 (1Q15)

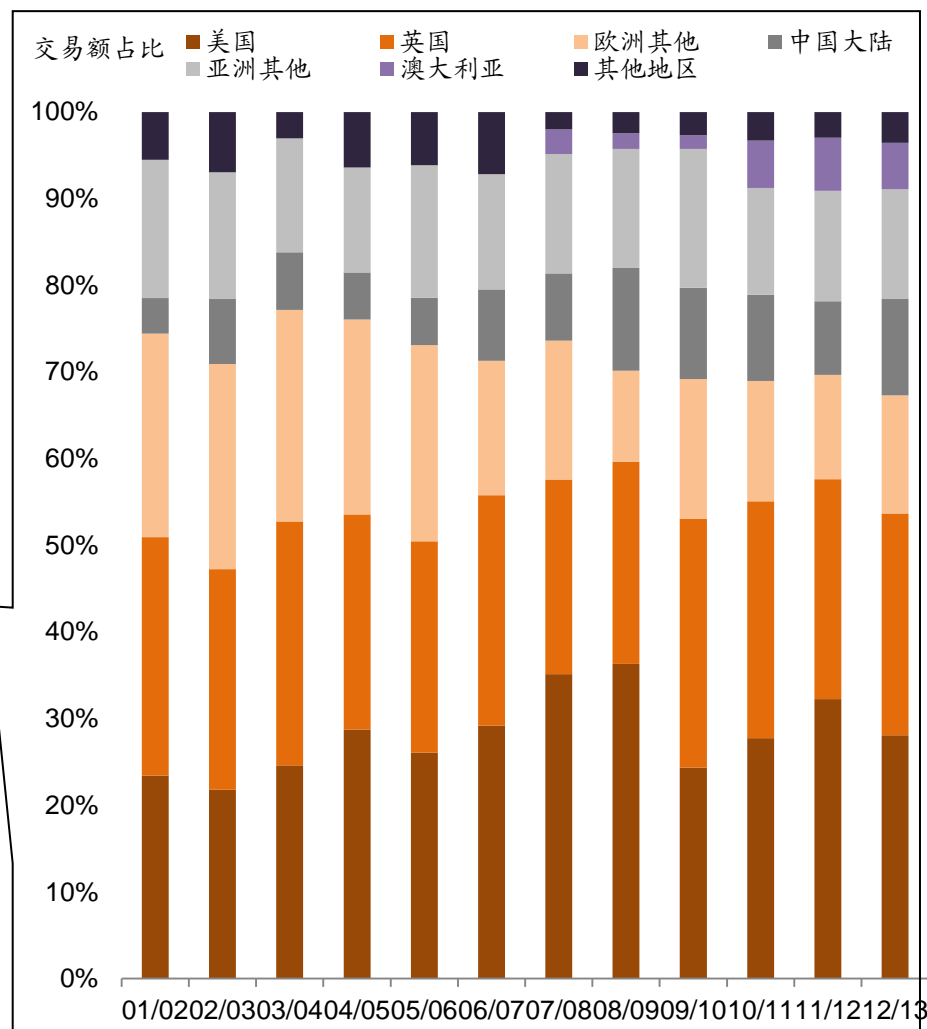


投资者结构：港股机构主导

香港现货市场交易额以机构及海外投资者为主



海外投资者主要来自美国和欧洲，中国内地投资者持续稳步增加



市场制度：A股管制较多，而香港市场市场化程度高

	制度	A股	港股
市场基本制度	新股发行制度	A股采用核准制，正在向注册制过渡。特点为排队周期较长，进度难以控制，上市标准单一，盈利要求严格	香港市场采用注册制。香港市场的证券发行注册环节联交所承担主导角色，实施双重存盘制度，审核兼顾效率和节奏，通常情况下1~3个月即可完成。定价配售环节充分发挥市场的价格发现功能，采用累计投标与固定价格相混合的机制。主板和创业板上市条件差异化，以使得处于不同发展阶段的公司都可以寻求上市
	再融资制度	限制条件较多，且要经过资质审核、过程审核、用途审核	比A股市场更加灵活，只需符合基本条件并取得市场接受即可
	退市制度	A股市场强制退市制度采用量化标准，但生效的指标较少，自主退市制度存在缺失	香港采用非量化退市标准，香港联交所在上市公司退市过程中发挥很大的决定性作用，能够有效治理财政出现严重问题，或者“长时间停牌”而不能复牌的公司
	回购制度	A股市场上是“原则禁止、例外允许”，总体上A股上市公司回购较少	香港原则上允许公司回购股份。在香港上市的中资股频频回购，例如在2008年10月，2011年9月，以及2013年的5月，在香港市场下跌接近底部的时候中资股回购的次数和金额明显增多
	分红制度	最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%；针对不同行业特点、发展阶段、自身经营模式、盈利水平，并结合是否有重大资金支出安排等因素，规定了差异化的现金分红政策并提出了量化的规定	无量化规定，但上市公司多主动选择分红以吸引投资者
	外资持股比例	所有境外投资者对单个A股上市公司的持股比例总和不得超过30%，单个境外投资者持股不超过该上市公司股份总数的百分之十	无限制
交易制度	业绩披露	每季度公布定期报告；主板上市公司预计全年度、半年度、前三季度出现净利润为负值、净利润较上年同期相比上升或者下降50%以上、实现扭亏为盈时需要披露业绩预告。创业板均须在定期报告或临时报告中披露业绩预告；A股财务年度统一为1月1日-12月31日	香港的定期报告法定信息披露为每年两次，季报属于自愿披露；业绩预告及业绩快报为自愿披露；无统一财务年度，可选择其他时点作财务年度
	交易时间	工作日上午九点半至十一点半，下午一点至三点	工作日上午九点半至十二点，下午一点至四点
	交易机制及涨跌停限制	A股为T+1交易、T+1交收，且有涨跌幅限制（一般为10%；ST为5%）	T+0交易、T+2交收，没有涨跌幅限制
	股票面值	绝大多数均为人民币1元（除紫金矿业、洛阳钼业等极个别公司外）	无统一的规定。常见面值多为1仙(1分)、1角、1港元等，差异较大
	融资融券制度	尚未全面开展融资融券业务，可以融资融券的股票限制在上交所公布的名单内	融资融券是市场的自由行为，投资者可以通过开立“孖展”账户进行融资，也可以通过从券商借入股票进行融券
	买卖价差及报价单位	最小报价单位独立于价格水平,统一规定为0.01元	不统一买卖的价位，根据股价的高低,分为不同的价位差，从1仙到50仙不等
	交易费用及税收	1) 佣金，0.03%到0.3%，最低收5元；2) 过户费每1000股收0.75元（沪市收，深市不收），其他杂费1-5元；3) 印花税0.1%；4) 不需缴纳资本利得税；5) 红利税差别征收	1) 佣金，最低标准是0.25%；2) 0.005%的联交所交易费用，0.005%的证监会监管费用，及0.002%的投资者赔偿资金费用；3) 印花税0.1%；4) 不需缴纳资本利得税；5) 不需缴纳红利税

流动性：海外市场对港股影响远大于A股

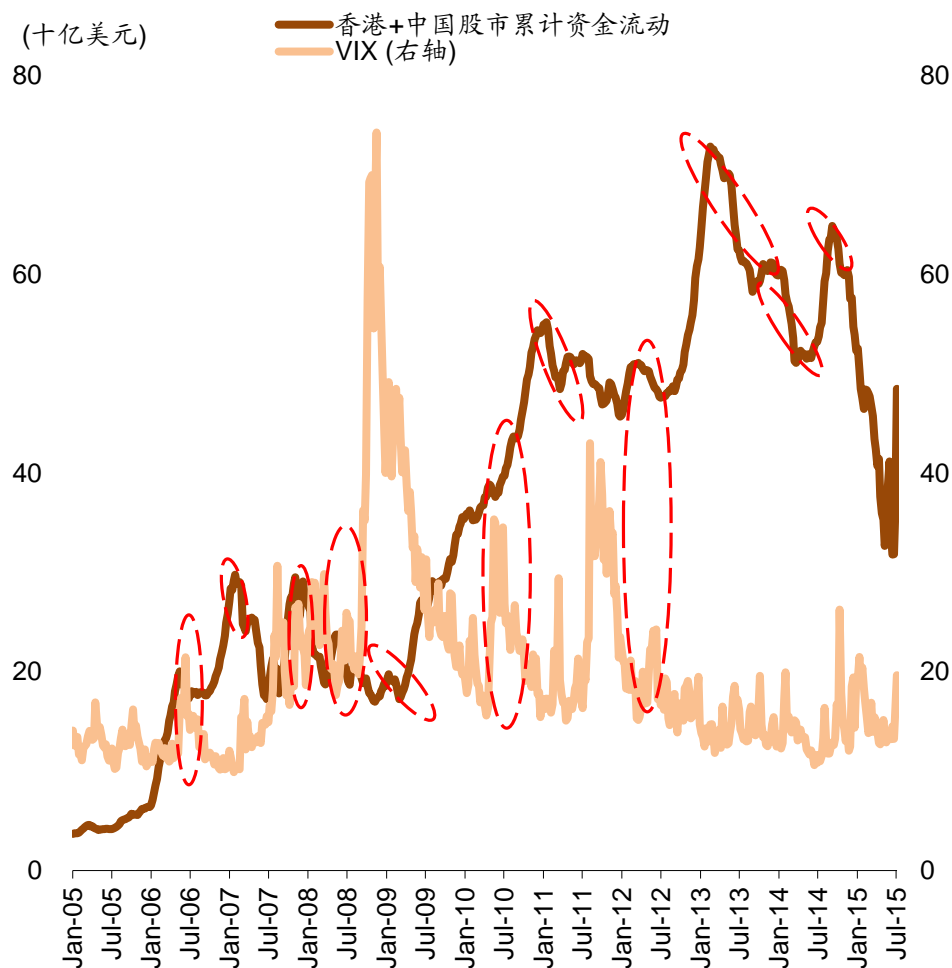
国际主要指数相关性

	欧洲斯托克50	日经225	标普500	道琼斯	沪深300	上证综指	深证综指	MSCI中国	恒生国企	恒生指数
欧洲斯托克50	1	0.20	0.67	0.68	0.15	0.14	0.11	0.33	0.32	0.33
日经225		1	0.39	0.38	0.25	0.26	0.21	0.47	0.44	0.49
标普500			1	0.98	0.11	0.12	0.09	0.37	0.34	0.38
道琼斯				1	0.10	0.11	0.08	0.35	0.32	0.37
沪深300					1	0.99	0.86	0.55	0.56	0.49
上证综指						1	0.86	0.56	0.57	0.50
深证综指							1	0.45	0.43	0.40
MSCI中国								1	0.98	0.97
恒生国企									1	0.95
恒生指数										1

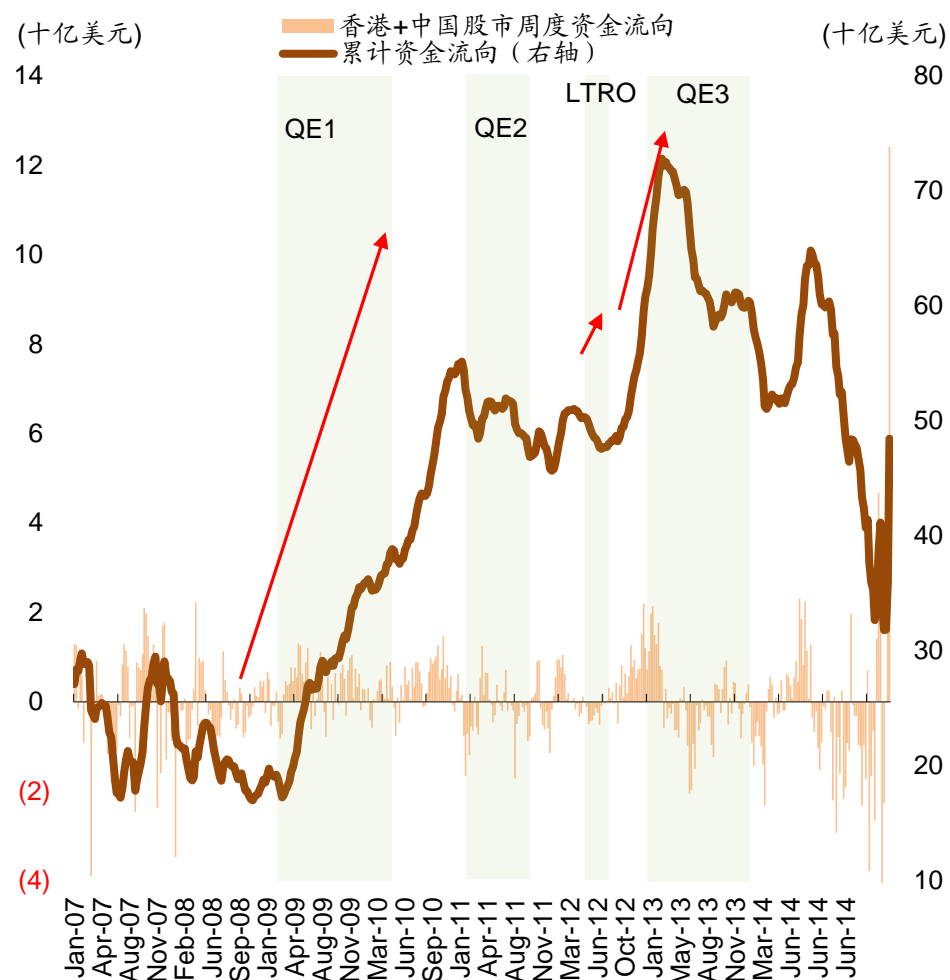
资料来源：Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

流动性：H股更容易受海外波动性扰动

全球风险上升时（表现为VIX指数大幅攀升），资金通常流出香港股市

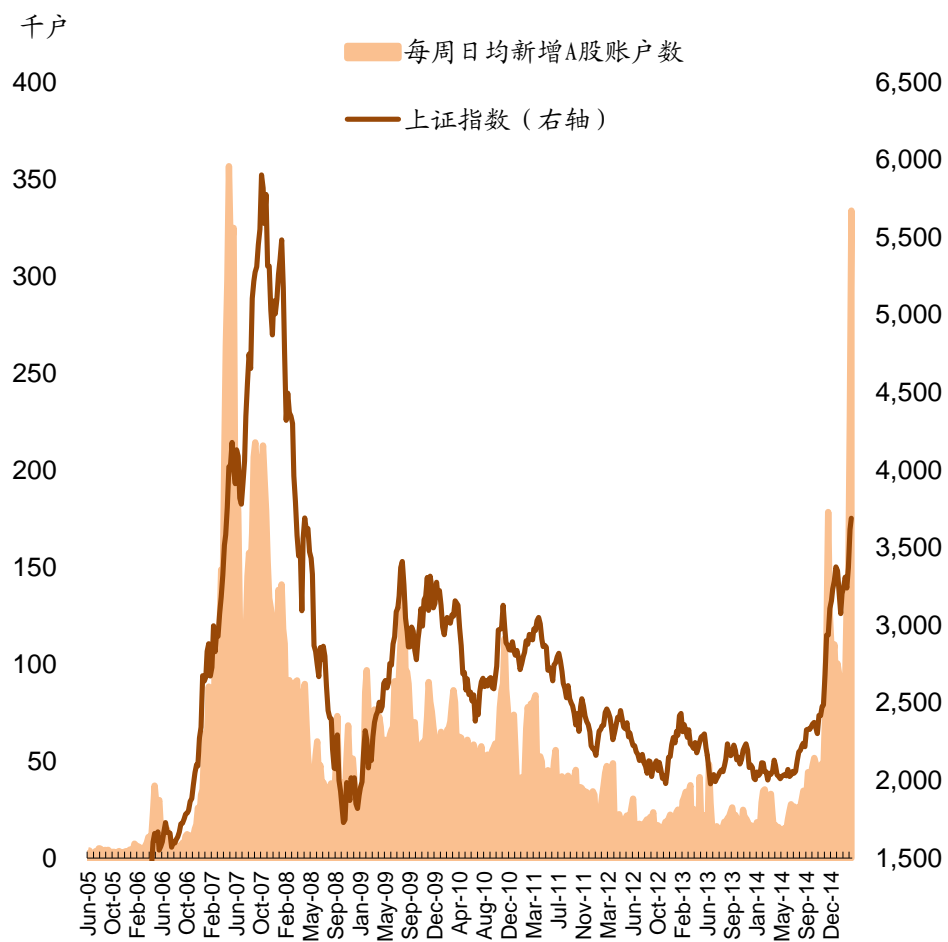


全球货币政策环境的变化（如QE和LTRO），通常会对流入香港和中国的资金流向直接的影响

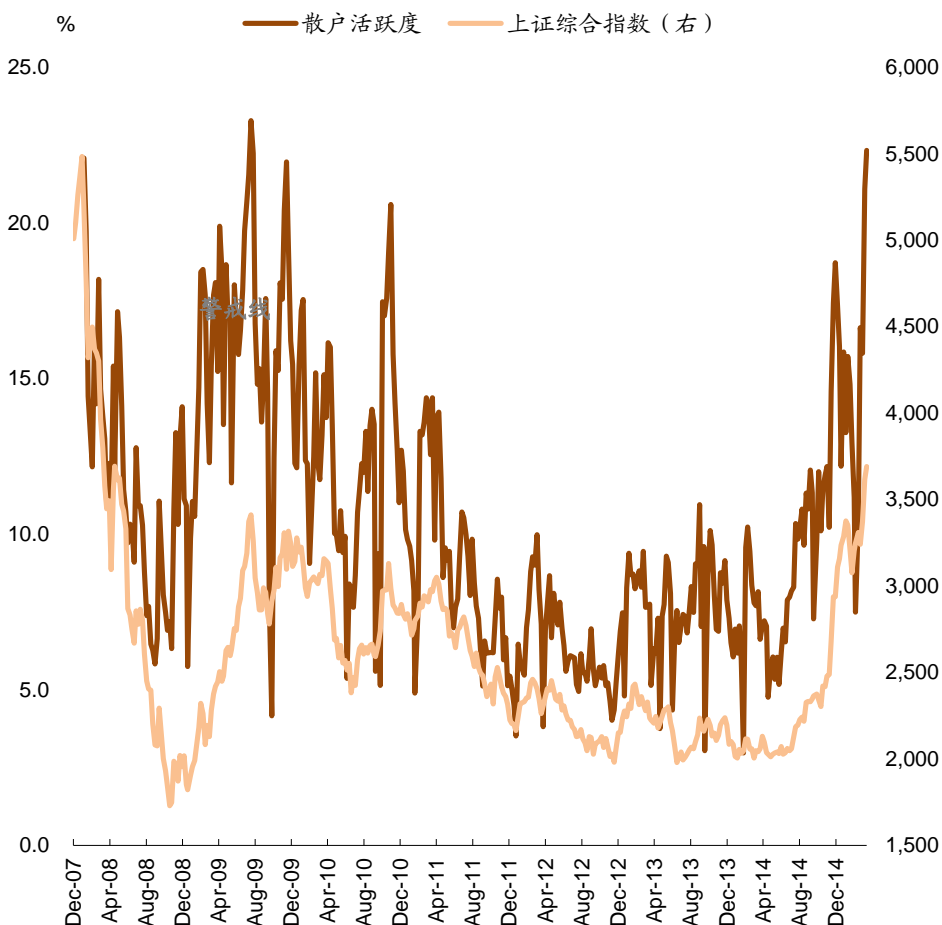


流动性：A股流动性受内地市场流动性环境影响更大

新增账户数是市场情绪体现指标之一



账户活跃度与上证指数关联紧密



两地投资者偏好和股票表现差异较大

相比A股来说，港股：

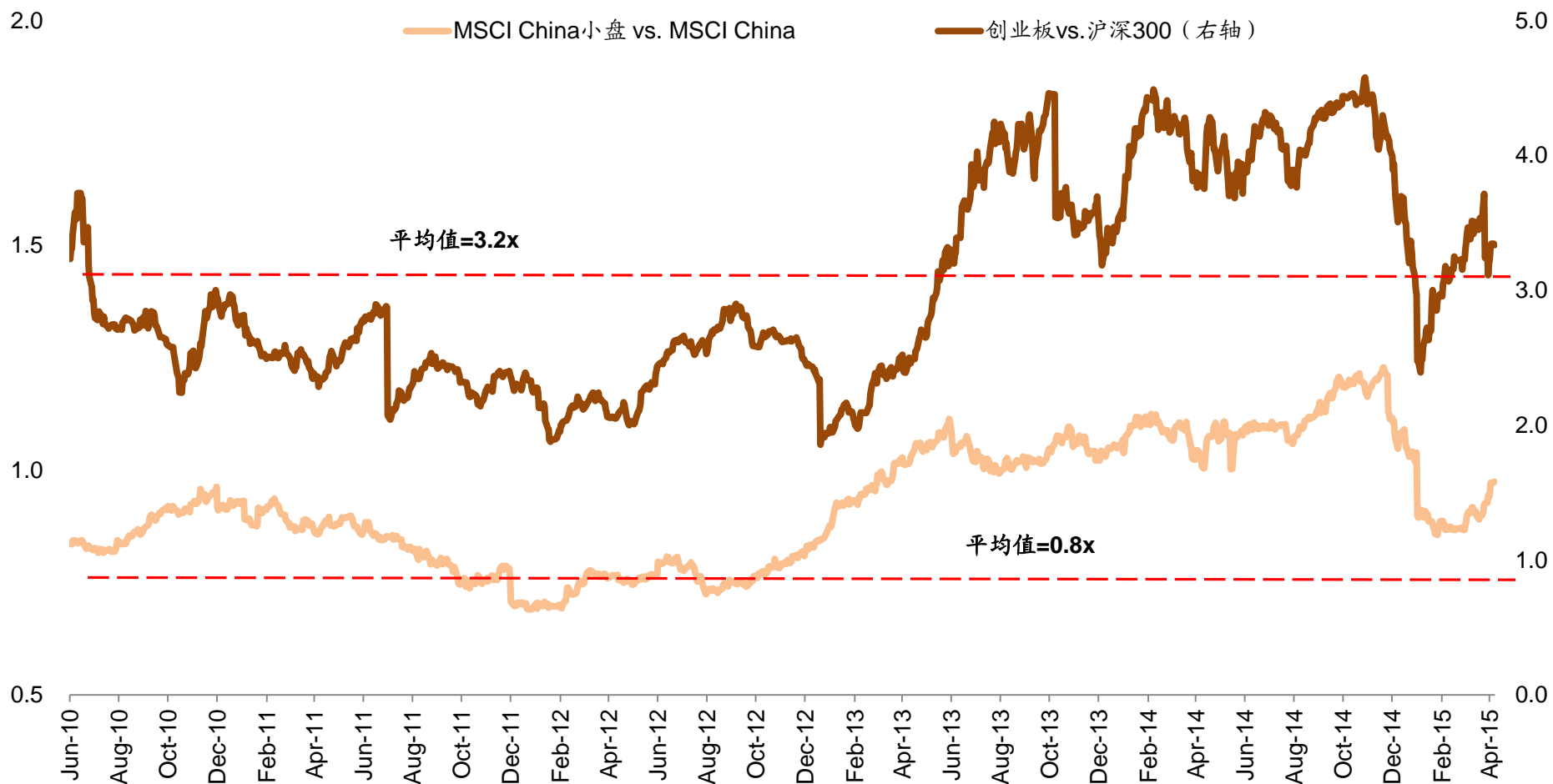
- 重大盘，轻小盘；
- 重价值，轻成长；
- 重长期，轻短期；
- 重分红，轻增长；
- 重实质，轻概念。

(并非绝对，只是一般概括)

小盘股在A股存在估值溢价，而在港股往往存在折价

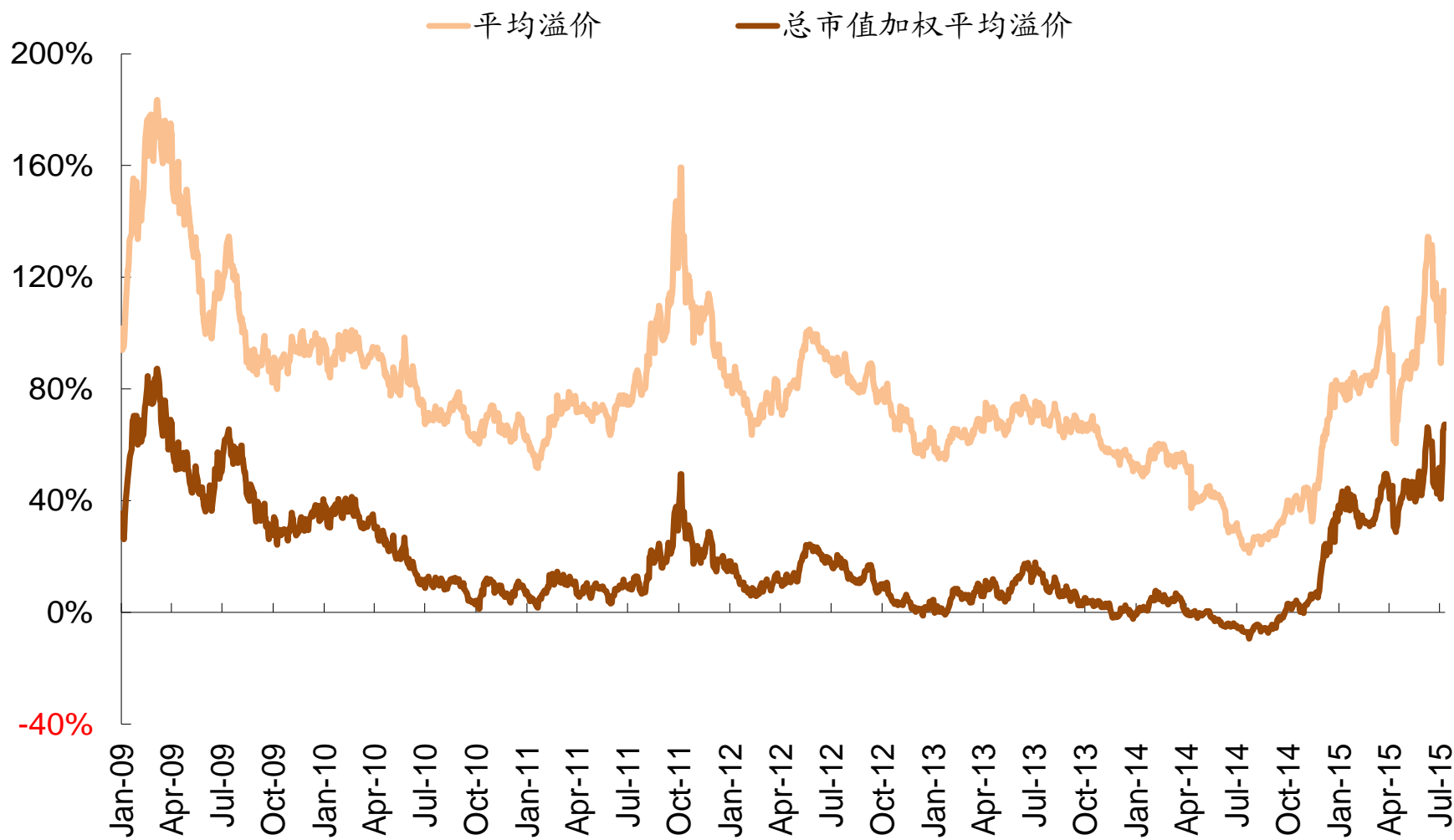
与A股市场对于小盘股的热情相反，港股市场的小盘股相对大盘股往往存在一定的估值折价

前向市盈率溢价



A/H价差：或将逐渐收窄，但难以完全消失

两地上市股票A/H溢价走势



资料来源：Bloomberg, Datastream, 中金公司研究部

第二部分

港股市场在被“边缘化”吗？

港股市场在被“边缘化”吗？

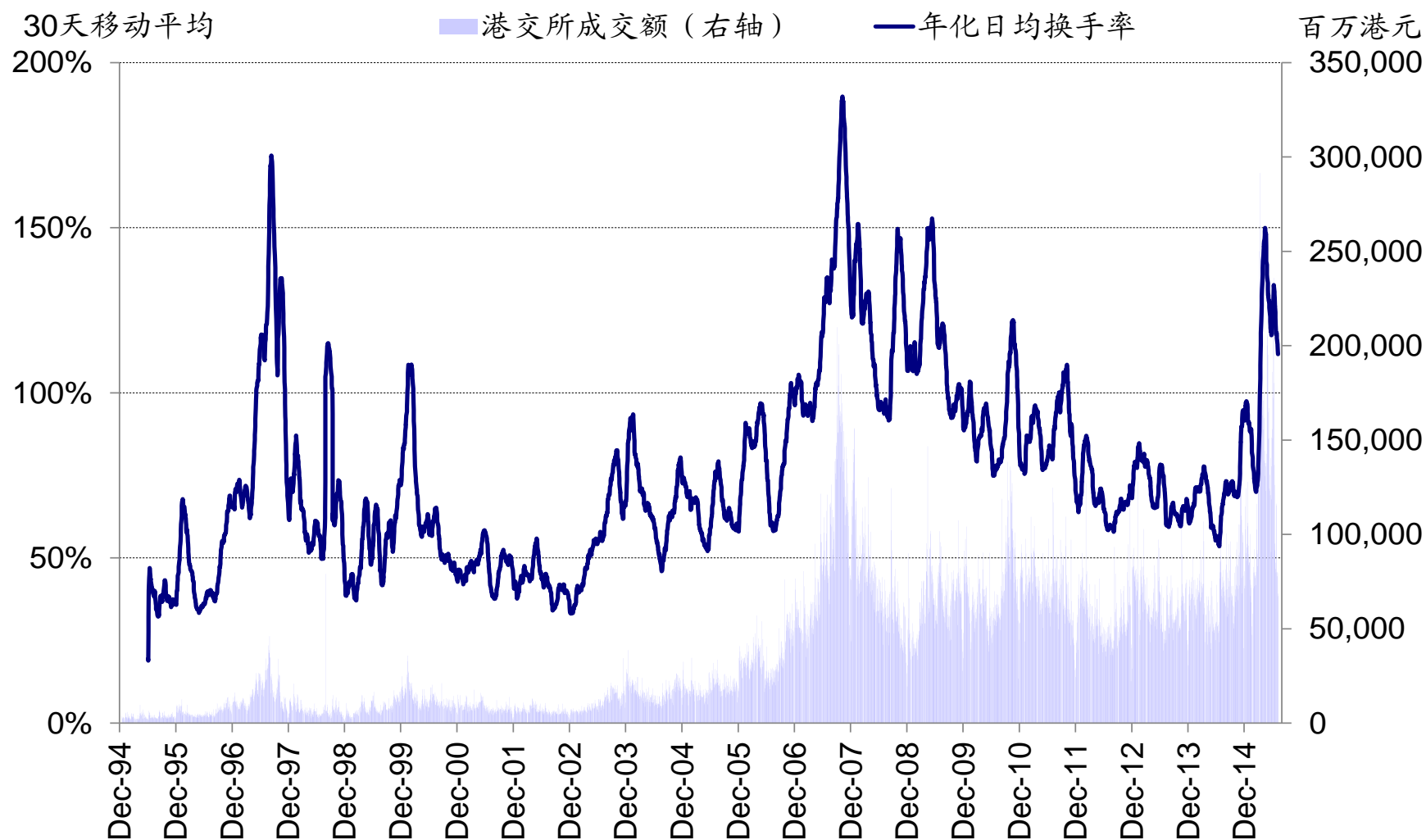
与投资者中比较流行的担心港股被边缘化的观点不同，**我们认为近期港股虽然“落寞”，但并未被边缘化**。纵向和横向对比显示，港股年初至今表现正常，并没有出现被边缘化的迹象。

- **纵向对比：**港股市场年初至今的日均年化换手率108%，日均交易额1,227亿港币。这些变量在过去三年、五年、十年的均值分别是77%、80%和92%；750亿、718亿和657亿，依然属于正常的范围。
- **横向对比：**港股的换手率和交易额等指标，在同样以机构投资者为主体的发达市场中都处于偏中高水平，与泛欧交易所、德国等市场呈现的特征类似。
- **融资功能：**依然是全球最活跃的股票融资市场之一。2013年、2014年香港市场IPO融资额在全球排第二，年初至今股权融资额（IPO+再融资）也达到574亿美元，表明香港市场融资功能表现强劲。
- **估值角度：**香港中资股（MSCI中国）估值相比标普500大幅折让43%，处于历史低点，而较亚太市场也折让24%。但更可能是海外投资人对中国市场整体看法较为悲观所致，而与香港市场自身的地位并无明显关联。
- **被A股反衬：**A股年初至今日均交易额达到1.16万亿人民币，日均年化换手率551%，大幅高出A股自身历史均值，在全球范围内都异常突出。此外，A股相比港股较高的溢价水平也不可持续，收窄仍是大概率事件。

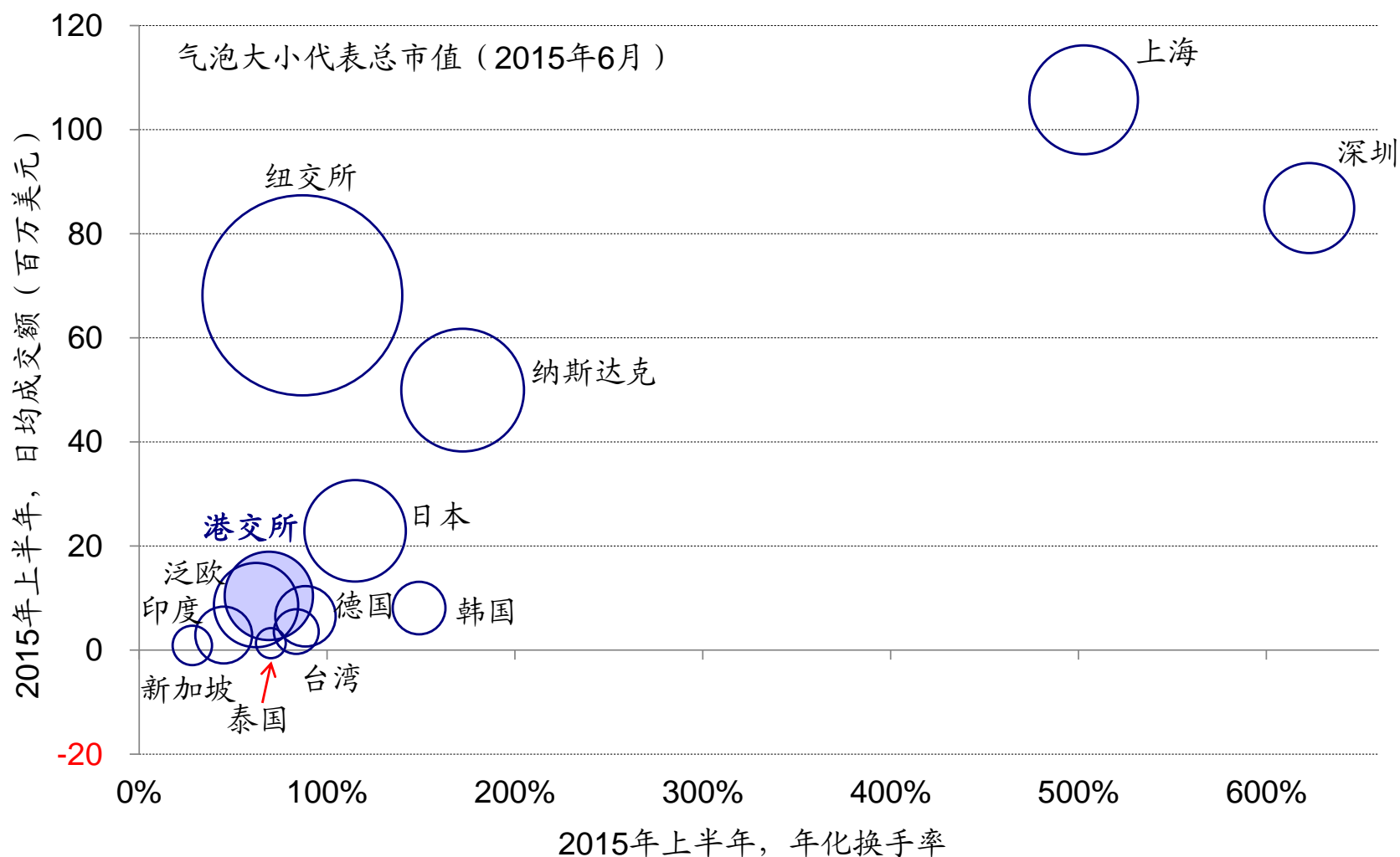
不是被“边缘化”、而是与A股“一体化”；“异地折价”将逐步消失

- 沪市、深市及港股有望成为中国并列互补的三大交易所
- A股制度变革和成熟并非一蹴而就；港股在制度市场化、法律框架成熟度、市场参与者专业化、以及法治化意识环境等方面依然具有明显的标杆作用
- 未来随着中国资金出海，这种“异地折价”将逐步消失，带来香港中资股重估

纵向对比：与历史平均水平相比并没有出现显著变化



横向对比：从成交额和换手率来看，与全球成熟资本市场相比市场并不逊色

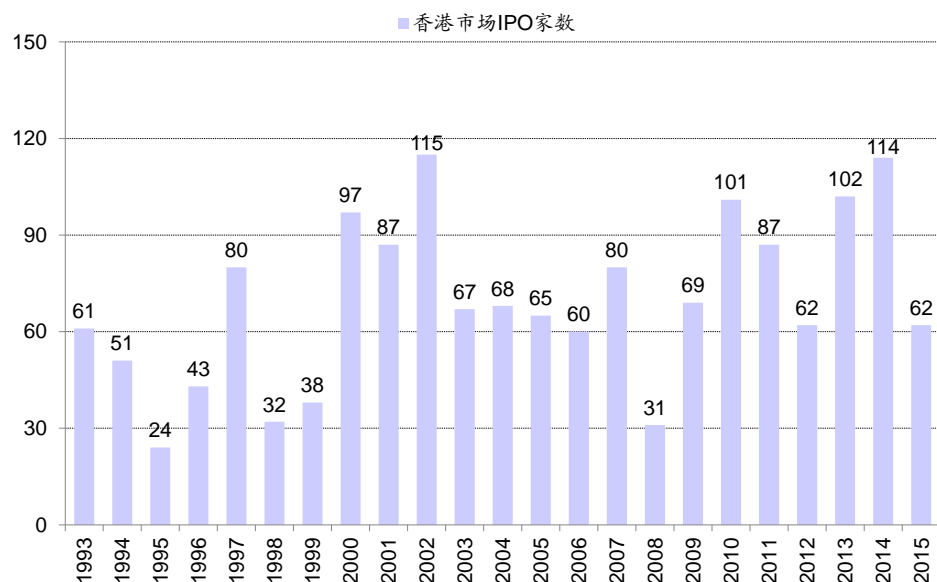


从融资功能来看，香港市场位居全球第二

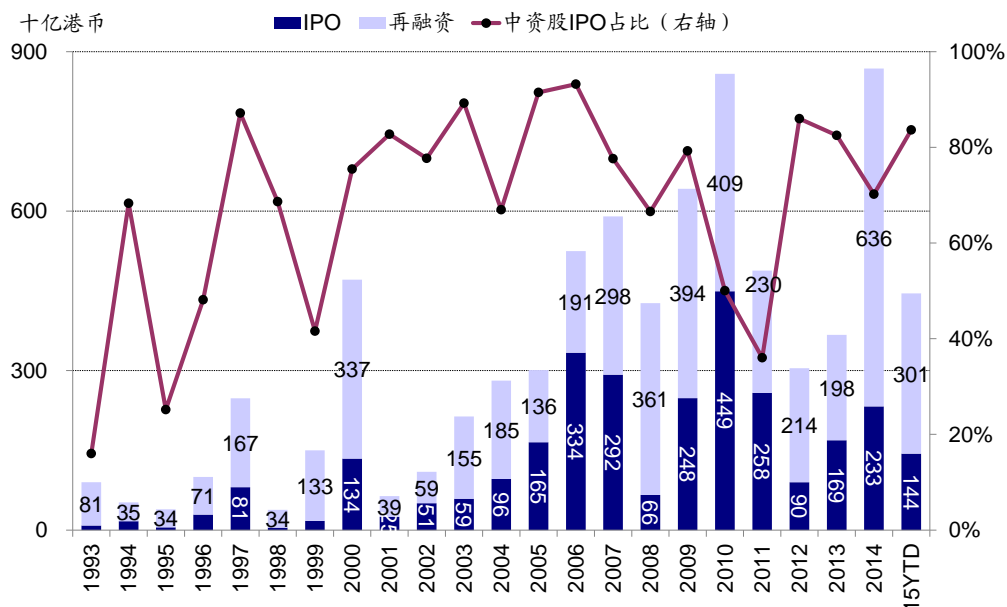
香港市场融资功能发达，全球排名第二

- 香港市场在2013和2014年的IPO募集资金规模排名全球第二
- 股权再融资活动也非常活跃

香港市场历年的IPO上市家数



香港市场融资规模



估值折价，主要反映海外投资者对中国的悲观预期

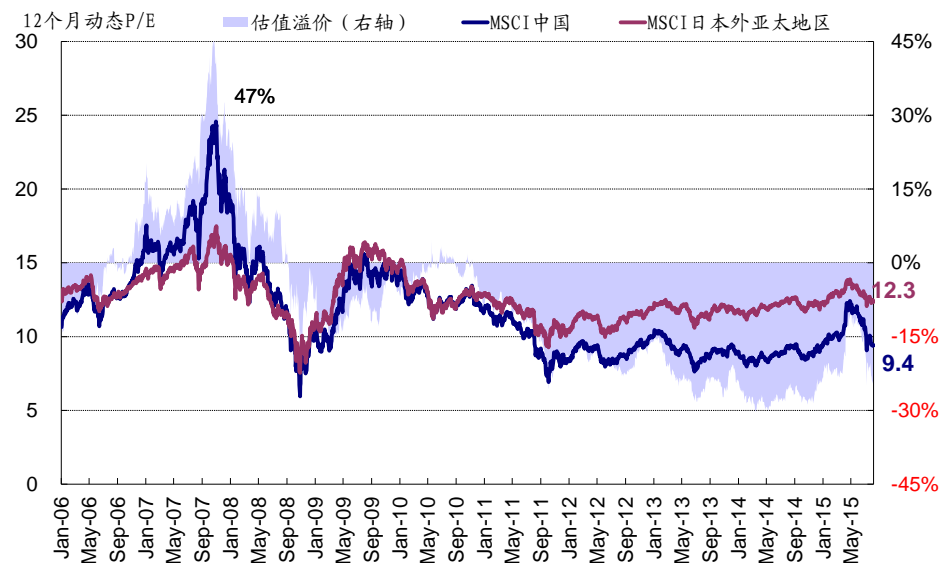
估值方面，**MSCI中国的相比标普500指数大幅折让43%**，对比亚太地区市场折让**24%**

我们认为，这可能是因为在港股市场上占主体的**海外投资者**对中国市场整体看法较为悲观反馈到H股市场上所致，而与港股市场自身的定位并无直接关系

MSCI中国相对于标普500指数折价



MSCI中国相对于MSCI除日本外亚太指数折价



第三部分

老外看中国与中美映射

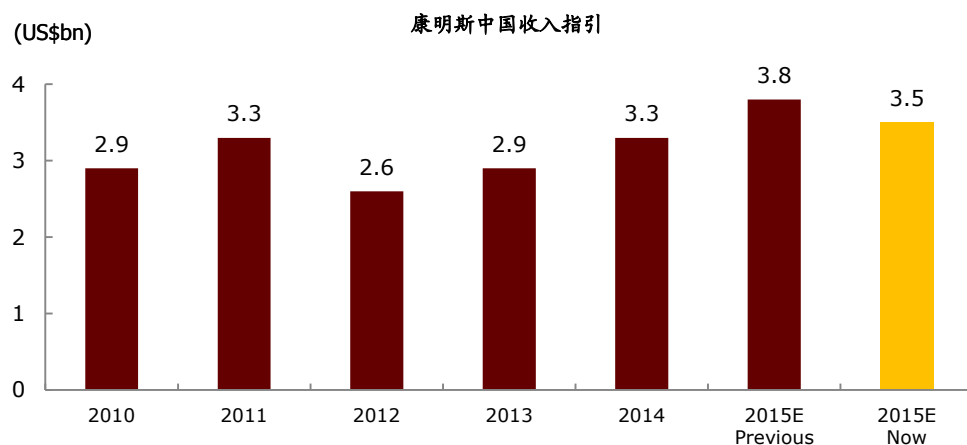
老外看中国：周期性板块继续分化，大众消费有所企稳

欧美公司的2季报/中报已经过半，我们已汇集了75家跨国公司的中国区表现。这中间包括14家可选消费、5家日常消费、12家原材料、26家工业、10家科技和8家医药公司。作为看中国的另一个视角，我们只关注这些公司中国区表现和高管针对中国市场的点评，以此印证中国宏观经济走向和相应国内企业的发展变化。

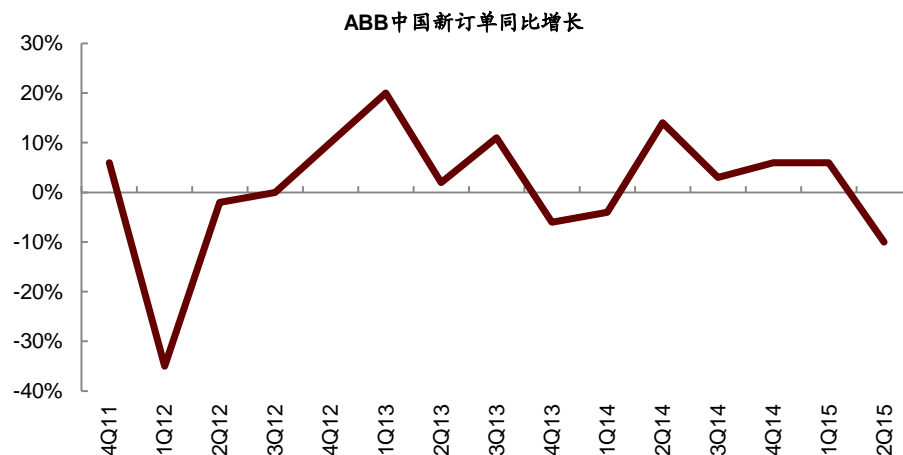
- **汽车和医药2季报变化最大：**与1季报相比，2季度各行业跨国公司在华业绩变化最大的就是汽车和医药。除中重卡市场继续恶化以外，乘用车市场也放缓明显。福特、通用汽车、康明斯等都纷纷下调对全年中国市场的预测。也引致江森自控、PPG等周边企业的业绩转淡。医药行业本具有抗周期的防御性，外资药企即便在最近三年宏观经济下行时，也能保持双位数增长。但招标降价等政策变化，使礼来等外资药企本季度业绩骤然变脸。
- **周期性板块继续分化：**2季度周期性板块跨国公司延续了1季度的分化特征。陶氏化学、伊士曼化工等化工企业因产品供需差异而表现分化，沃尔沃等工程机械继续下行，ABB等电气设备和自动化低位徘徊，地产建筑下行对联合技术的电梯业务影响凸显，赛默飞等医疗设备又有所复苏。
- **高端消费内外有别，大众消费有所企稳，科技消费强劲增长：**高端消费未能延续1季度在财富效应影响下的加速复苏，2季度Burberry、开云、LVMH等大陆和港澳地区销售转冷，但国外旅游消费依然强劲。而大众消费在联合利华、可口可乐等企业去库存结束和调整渠道战略以后，有所企稳。但美赞臣业绩不达标、达能出售业务，也说明竞争更加激化。科技消费是最大亮点，中国市场对苹果、GoPro、iRobot、奈飞等新老科技企业的吸引力日益增强。

老外看中国：周期性板块继续分化，大众消费有所企稳

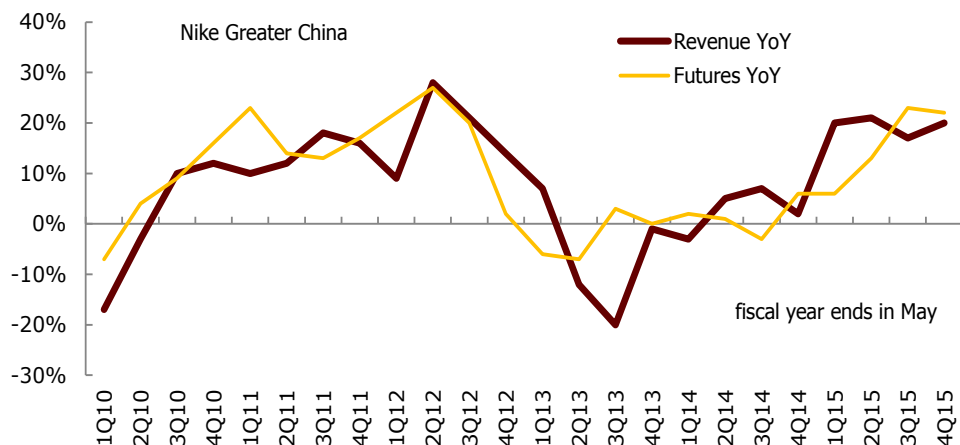
康明斯下调中国区收入指引



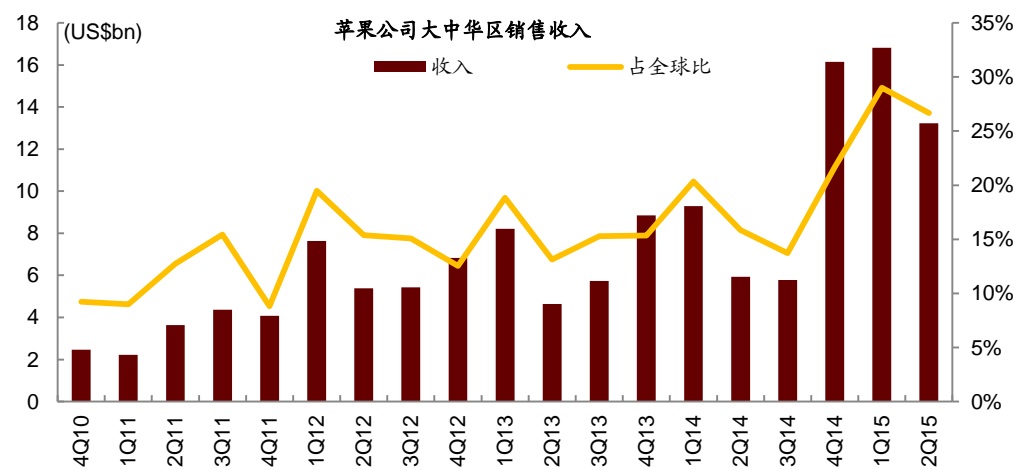
ABB中国区新订单增长放缓



耐克中国区增长强劲



苹果大中华区增长依然强劲



中美映射：生物医学革新，精准治疗顽疾

单抗药品（肿瘤免疫治疗）、细胞治疗、基因治疗有望成为未来疾病治疗、尤其是癌症治疗的三大主要手段。到2020年，三大领域有望共同贡献超过2400亿美金的市场规模。

- **单抗药品：重磅炸弹频出。**2013年全球药品销售前10大中有5个是单抗品种，前10大单抗年销售规模达575亿美元，预计至2017年全球单抗药物销售额将达到1410亿美元。截止2015年5月，美国FDA批准的49个单抗药物中，15个为重磅炸弹。未来，围绕PD-1等靶点的免疫检查点抑制剂和抗体药物共轭物ADC将成为新的重磅炸弹诞生领域。恒瑞医药和上海医药是国内最先布局抗体药物共轭物的企业；而恒瑞医药、君实医药是国内仅有的2家已经申报免疫检查点抑制剂的企业。
- **细胞治疗：个性化治疗。**细胞治疗利用人体自身免疫系统实现肿瘤治疗。尽管CAR-T产品均处于临床I期和II期阶段，但代表性公司Juno（JUNO.US）和Kite（KITE.US）的市值达到41亿和23亿美金（最新收盘价），成为资本市场新贵。未来副作用的降低以及实体瘤治疗的突破将催生细胞治疗成为新的重磅炸弹集中领域。国内涉及细胞治疗的公司包括源正细胞、北陆药业、香雪制药、和佳股份、康恩贝、开能环保、姚记扑克、中珠控股等。
- **基因治疗：破解上帝的密码。**基因治疗通过改变人的基因编码从而影响基因表达来治疗疾病。目前治疗领域主要为先天遗传性疾病，后续有望拓展至HIV等后天疾病。国际代表公司bluebird（BLUE.US）与Spark（ONCE.US）尚未有相关产品上市，市值分别为55亿和15亿美金（最新收盘价）。国内目前无代表性企业。

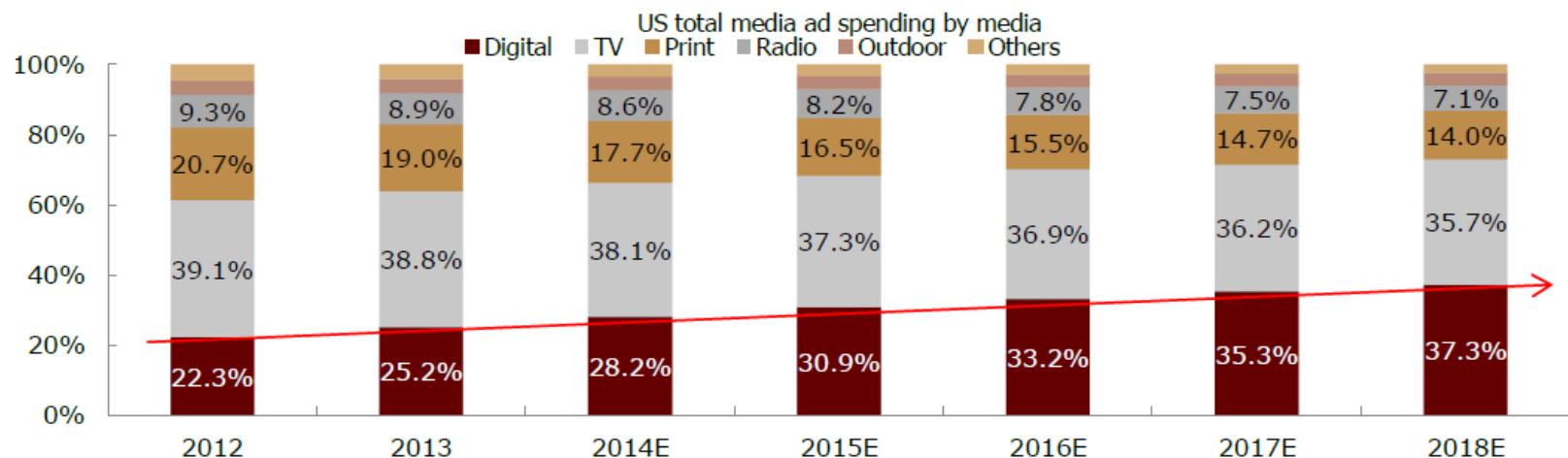
数字广告变局：移动、社交、视频、程序化和大数据

全球数字广告市场正处于变革之中，移动、社交、视频广告风生水起，搜索广告地位下降，程序化交易和大数据应用大幅提高效率。我们看好Facebook（FB）、LinkedIn（LNKD）等优质媒体和comScore（SCOR）、Nielsen（NSLN）等数据商。中国方面我们看好腾讯（700 HK）微信巨大的货币化潜力，而百度（BIDU）和阿里巴巴（BABA）的搜索广告将面临压力。

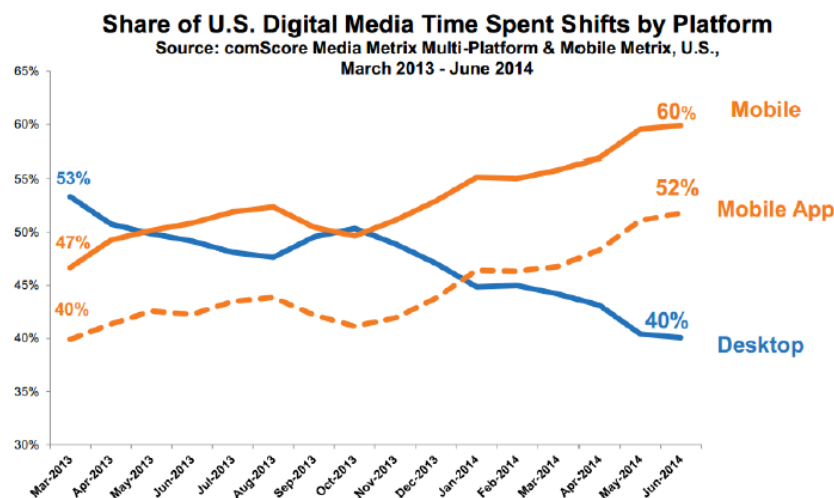
- **数字广告将成第一大广告门类。**全球数字广告2014年增长17%至1,420亿美元，占整体广告市场份额28%，预计到2019年占比将达38%，超过电视广告，成为第一大门类
- **搜索广告相对份额下降，移动化、分散化。**美国搜索广告在数字广告中的份额，今年就将被广义展示广告所超过。移动搜索的价格和市场集中度将低于PC端。本地搜索以其相对较高的转化率是移动搜索的金矿
- **社交广告价值凸显，量价齐升。**2014年美国社交广告同比增长54%，未来5年年均增长将接近30%，是各类数字广告中增速最快，也是移动端占比最高的门类。Facebook、Twitter、LinkedIn的ARPU两年翻倍，而Instagram、Snapchat、Pinterest的货币化尝试也备受关注。
- **视频广告跨屏投放增长强劲。**在线视频质量的提高，和收视率衡量标准的变化，将使美国在线视频广告年均增长20%以上。但长尾效应将使广告价格差异拉大，优质内容提供商所获得的收入分成比例也会扩大。
- **程序化交易已成主流，大数据辅助投放和效果衡量。**今年一半以上的美国广义展示广告就将通过程序化交易完成。程序化交易未来将年均增长42%。已经掌握较好技术资源的谷歌、Facebook等还在加大投资和并购。大数据在广告投放、效果衡量和防欺诈中的作用日益重要，为comScore、Nielsen等数据商带来机会

数字广告变局：移动、社交、视频、程序化和大数据

数字广告将进一步抢夺传统媒体广告的份额



数字媒体时间的移动化



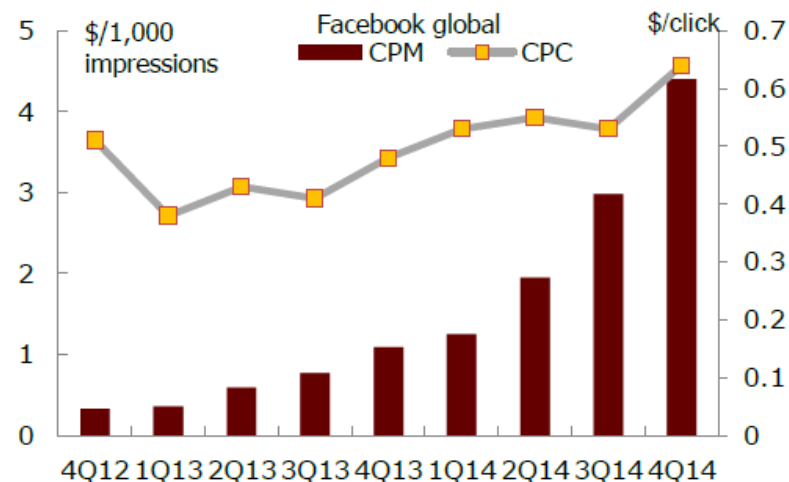
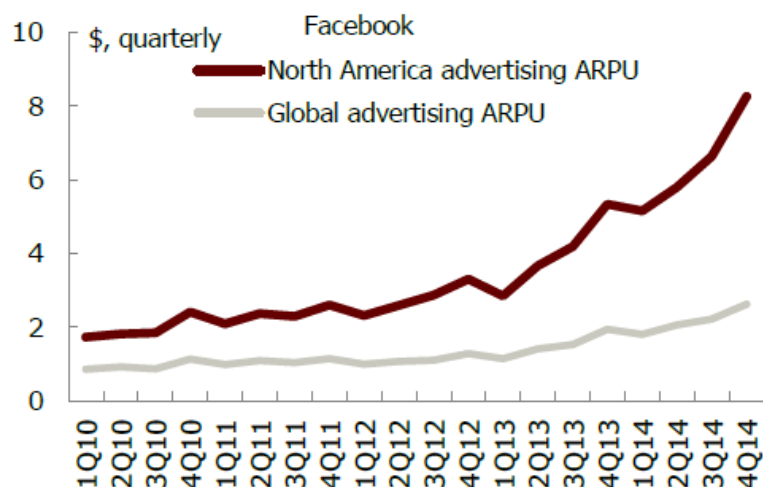
微信下一步？算法影响成败，举重尚需若轻

社交媒体广告是近年来美国数字广告中增长最快、移动端占比最高的门类。Facebook、Twitter、LinkedIn等主要社交媒体的广告ARPU两年内翻番。基于美国经验，我们看好腾讯微信的巨大货币化潜力。但腾讯微信与Facebook在当前业务模式上有显著差异，未来算法改进和轻便化或许是微信需要改进的两个方向。

- **Facebook是黏性最高的社交和媒体平台。** Facebook有作为社交和媒体平台的清晰定位，渗透了美国58%的成年人口和71%的网民人口。微信则是从社交出发，力图成为无所不包的移动工具，货币化刚刚开始。
- **News Feed算法排序是改善用户体验的重要手段。** 与微信朋友圈目前按时间逆序完全展示朋友发帖不同，Facebook从2010年开始就用特殊算法将News Feed过滤排序。平均用户每天能收到1,500条帖子，经过公司包含10万个指标的强大算法排序后，就只看了其中的1/10。将用户最感兴趣的帖子排前，将可以避免用户被垃圾信息骚扰，保持微信朋友圈的活跃度。
- **组成轻便而功能专一的App群也顺应了用户习惯。** Facebook将私信和群聊功能拆分成独立的应用Messenger和Groups，收购WhatsApp和Instagram后也容其独立发展，更成立Creative Labs试错性的寻找下一个Snapchat。微信要进入欧美市场还需符合当地用户习惯，功能专一的应用更容易避免臃肿耗时，主屏幕的App图标比微信上2/3级菜单项更易点击和找寻。

微信下一步？算法影响成败，举重尚需若轻

Facebook的货币化2012/13年开始加速



与目前的微信朋友圈不同，Facebook News Feed不按时间顺序

In an experiment, nearly half of the posts displayed in the News Feed were made on previous days. And the majority of new posts weren't displayed at all.

