

诺亚研究

2021 年 1 月 15 日

主题 | 2020 年诺亚国际研究的判断准确度如何？

夏春 诺亚控股首席经济学家

核心观点

今天和大家回顾下诺亚国际研究部在 2020 年所做出的的一系列判断，哪些比较准确，哪些和结果不太符合。

最近我们对全球资本市场在 2020 年的表现进行了回顾，同时也展望了他们在 2021 年的机遇，包括全球股票和债券公募基金的表现，全球以及香港 IPO 市场的亮点，全球和香港住宅房产以及房地产信托投资基金的 K 型表现，中概股在美国监管压力下特别出色的表现等等。

由于私募股权和对冲基金业绩数据通常会有一个季度到一个月滞后，等到数据出炉，我们也会继续回顾和展望他们的表现。

趁着今天是周五，我们想和大家回顾诺亚国际研究部在 2020 年所做出的一系列判断，哪些比较准确，哪些和结果不太符合。

由于 2019 年底诺亚没有举办线下的钻石年会，我们把对 2020 年的宏观和策略展望做成了线上视频的形式，在 2020 年 1 月 25 日，也就是鼠年初一这天播出，当时武汉刚刚宣布封城不久。由于我们的线上投策内容是在 12 月初就录制好，所以我们并没有预见到疫情会对 2020 年一整年带来如此巨大的冲击。

幸运的是，我们对 2020 年的十大核心观点，大部分还是经受了考验，他们分别是：

- 1、全球发达国家低增长、低通胀、低利率仍将持续，也是历史最常见情形，无需过度担忧，对资本市场保持乐观；
- 2、全球货币宽松政策维持，新兴市场、中国、欧元区和日本有空间采取积极财政政策，有助全球经济温和复苏；
- 3、大国贸易争端明显缓和，将逐步修补过去两年对全球经济造成的伤害，利好依赖出口的欧洲、亚洲以及新兴市场；
- 4、资本市场在过去三年呈现强烈的“均值回归”现象，对 2020 年资本市场表现乐观，更看好 2019 年收益低的资产；
- 5、负利率环境下，国债维持低收益率，利好风险资产。即使美股估值合理，其持有价值不及亚洲与欧洲低估值股票。如果说前 4 条比较准确的话，那么第 5 条对了一半，毕竟美股在 2020 年的表现依然一枝独秀；

6、美元在美联储降息扩表，美国经济增长趋缓，三重赤字继续增加背景下，小幅贬值概率大，兑人民币汇率 6.7-6.9；

7、我们预期全球房地产市场降温，香港房地产维持跌势，关于房地产的判断用在商业地产上是准确的，但住宅地产表现好于预期；

8、主要风险来自美国民主党候选人对财富税，科技企业监管的政策主张、债务偿还压力、地缘政治冲突、潜在通胀等。我们坚持认为民主党总统候选人将赢得大选，而中国科技企业在去年底遭遇反垄断调查，其实并不出奇；

9、以避险资产抵御不确定性，选择中国与美国高质量信贷机会、通胀挂钩债券、低波动与高分红资产；

10、资产配置上精选头部基金、简单策略、风险平衡。谨记买入持有，坚持到底的策略优于低买高卖的择时！虽然 2020 年全球资本市场经历了 3 月的大跌，但坚持到底的策略无疑成为了赢家。

就在视频播出的前一天，也就是去年农历大年三十这天晚上，我们发表了对于疫情可能带来宏观经济和资本市场冲击的研究报告，当时这可能是市场上最早的对疫情进行分析的报告之一，我们参考了历史上多次大流行病对经济 and 股市的影响，指出两个事后看来有先见之明的判断：

第一，中国经济一季度 GDP 很可能出现负值。在这个判断上，我们走在了市场前列，只不过一季度 GDP 下跌的幅度要超过我们的预期；

第二，我们认为疫情对股票市场的影响会比较短暂，历史数据显示在疫情过后半年到一年，股市通常会出现双位数字的上漲。

在 A 股春节后开盘，我们认为受疫情冲击带来的跌幅，在第一周就大概率消化完毕。我们也准确预见 1 月 30 日，世界卫生组织将把新冠疫情定义为“国际关注的紧急公共卫生事件”（A Public Health Emergency of International Concern (PHEIC)）。

2 月中旬，在疫情开始冲击美股市场时，我们写了一系列文章，并且通过《诺亚第一时间》提醒读者和听众要降低美股的配置，而在 3 月下旬，美国货币财政救助方案之后，我们建议大家逐步进场，抓住即将反弹的机会。相信很多诺亚客户对这一个时间段的研究分析记忆犹新。

当时我们提到的一个简单的决策方法，就是当美股下跌三分之一后，回到原来点位恰好需要 50% 的涨幅，如果这需要 5 年时间，那么年化收益率也达到了 8%，而在目前低利率环境下这样的收益已经可以让大部分人满意。

如果恢复到原点需要 3 年时间，那么年化收益率会达到 14%，这样就更加有吸引力。而事实上，美国只花了半年不到的时间就回到了高点，并且在近期不断创出新高。

从去年 7 月 2 日开始，诺亚国际研究部推出了一档全新的早间市场分析节目叫做 Morning Call，到年底我们一

共做了 122 期，话题涵盖了美国大选、政策解读、中概股回归及 IPO、英国脱欧、疫苗进展、反垄断等时事话题。覆盖的资产类别分布于美股、欧股、新兴市场、包括港股在内的大中华市场等地区市场，以及日本、韩国、印度及中国台湾等单一市场，同时还有科技、消费、医疗保健、生物科技、可持续能源等行业，和中概股、中资美元债以及黄金等资产类别。

得到市场验证的前瞻性判断主要有：

第一，我们在 2020 年第一季度就提出对于拜登赢得美国大选的预测，尽管博彩市场等预判工具显示“选情”出现过反复，我们在全年依然维持这一预测结果直至大选，期间也持续给大家提供支撑观点的数据更新及历史依据。

第二，在政治经济角度，我们对于“国安法”利好香港稳固金融地位、中欧投资协定在年内签署、英国脱欧最终可以达成协议、各国对反垄断监管的态度转变等重大事件的判断上，也基本较为准确。

第三，我们从 2019 年底开始，就曾多次解释美元将走弱的背后逻辑，并表示看好人民币走势，美元指数在去年全年下跌 7%，从 3 月最高位下跌幅度更超过 12%，同期人民币汇率全年涨幅接近 7%，

第四，从瑞幸咖啡暴雷到《外国公司问责法》，中概股在 2020 年遇到了几乎是史无前例的各项挑战，但我们并未改变过看好中概股的观点，中概股指数在 2020 年取得了接近 40% 的超高回报，远远好于主要市场涨幅，成为表现最好的资产类别之一。

第五，我们在日本前首相安倍辞任后，预计菅义伟将接替成为新首相，并看好菅义伟领导下日本股市的表现，从 2020 年 9 月 1 日第一篇关于日本的分析《谁来射出“安倍经济学”的第三支箭》起到年末，日经 225 指数累计上涨 19%，覆盖范围更广的日经 500 指数在 9 月底率先打破“失去的三十年”魔咒，创下新高并继续上行了 10%。

第六，在篇幅占比虽然不大的对于韩国和中国台湾股市的解读中，我们对其看好的观点也得到了市场验证，从发文当日的 8 月 7 日和 10 月 16 日至年末，韩国 KOSPI 指数及台湾加权指数分别上涨 23% 及 15%。

第七，在行业板块中，我们长期看好的三大主线，科技及消费板块在 2020 年全年涨幅分别为 42% 及 35%（可选消费），医疗保健或者叫健康护理稍稍落后，指数涨幅为 12%，但细分板块的生物科技涨幅则有 26%，而主动管理的行业基金较指数表现更佳。

同时，我们也审视在以下观点上把握的不太准确：

第一，迎来新经济中概股密集回归的港股，在下半年的表现其实低于我们的预期，恒指在下半年的多数时间里跑输其他主要市场，仍未回到去年年初水平，疫情的几次反复给香港经济造成冲击。不过值得一提的是，港股在去年底达到了 27,000 点，而且在今年开年后很快冲上 28,000 点，有着非常不错的开门红表现。

第二，我们曾在 7 月预计欧洲股市在欧盟达成 7,500 亿欧元复苏基金的财政一体化的利好下将表现出色，但疫

情反扑给欧洲的经济复苏再次制造难以预估的困难，欧股在下半年跑输美股及新兴市场。

在 2020 年底，我们发布了对 2021 上半年的宏观和投资策略的十大观点，在本周三(1 月 13 日)晚上的《诺亚第一时间》，我对这十大观点的前五点进行了回顾，最近一个多月资本市场的走势基本符合我们的判断。

免责声明:本文件所有内容(包括但不限于观点、结论、建议等)仅供参考，不代表任何确定性的判断，亦不构成向任何人作出任何要约或要约邀请，亦非投资建议。

您仍应根据您的独立判断做出您的投资决策，投资涉及风险，诺亚控股(香港)有限公司(以下简称“本公司”)及其关联公司不对因使用本文件而产生的任何后果承担法律责任。本文件包含前瞻性的预测，任何非对过往历史事实的陈述均为前瞻性的预测，本公司并不保证完全准确或未来不发生变化。本报告的信息来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息及建议不会发生任何变更，本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论及建议仅供参考，不代表任何确定性的判断。

本报告相关知识产权归本公司及其关联公司所有，未经本公司及其关联公司许可，任何个人或组织，均不得将本报告内容以转载、复制、编辑、上传或发布等任何形式使用于任何场合。如引用或刊发需注明出处为“诺亚香港研究部”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。诺亚控股(香港)有限公司及其关联公司保留追究侵权者法律责任之权利。任何机构或个人使用本文件均视为同意以上声明。