

諾亞研究

2021 年 1 月 5 日

主題 | 沉舟側畔千帆過，病樹前頭萬木春

夏春 諾亞控股首席經濟學家

核心觀點

雖然疫情仍然在變化和蔓延，分化衝擊不同行業，但疫情對經濟的整體負面影響正在逐漸淡化。生產端的經濟活躍度好於預期，並將伴隨強有效性的疫苗在全球範圍的大面積接種而持續。

去年春節開始的兩個月時間裡，也就是全球資本市場從高點迅速回落到低點之際，我們就舉辦了超過 100 場的線上講座，內容覆蓋宏觀經濟、投資策略、資產配置、疫情應對、企業免疫力和復原力、信託保險、家族傳承等方面。

諾亞和一級、二級市場頂尖的基金管理人一道，在疫情對資本市場造成巨大衝擊時，提出合理的投資應對策略和資產配置的戰術性調整，陪伴大家一起走過跌宕起伏的時刻。並在接下來持續不斷的線上講座和投研分享中，與大家一起見證了寬鬆政策的迅速出台、經濟活動的逐步恢復，以及資本市場的持續回暖，大家的辛勤與堅韌收穫了累累成果。

正如疫情對不同行業帶來截然不同的後果一樣，疫情對於非標資產的衝擊巨大而且持續，標準化資產反而在宏觀政策支持下受益。假如我們沒有在 2019 年做出放棄非標資產的決定，疫情必然導致「雪上加霜」。

可喜的是，「沉舟側畔千帆過」，諾亞這艘財富方舟與大家一起渡過了急流，在 2020 年穩穩地駛入安全的航道，並迎來了上市十周年紀念日，與大家一起品嚐到「範式轉型」初見成效後的滋味。

更重要的是，「病樹前頭萬木春」，我們相信即使經濟和市場在疫情餘波的籠罩下，財富管理行業在 2021 年和未來依然充滿希望和機遇。

從諾亞的角度，為客戶創造價值是我們存在的唯一意義！我們的轉型並非僅僅止於「非標轉標」，而是全方位的能力建設和組織保障等系列變革。我們將在鞏固一、二級私募市場的優勢基礎上，強化二級公募市場的產品策略與配置能力。在宏觀經濟、投資策略和資產配置的投研服務上推成出新，與國際一流公司對標看齊。

從市場的角度，雖然疫情仍然在變化和蔓延，分化衝擊不同行業，但疫情對經濟的整體負面影響正在逐漸淡化。生產端的經濟活躍度好於預期，並將伴隨強有效性的疫苗在全球範圍的大面積接種而持續。

由於生產端的價格變化傳遞到消費端需時甚長，消費端的價格指數仍將在低位運行，全球寬鬆的貨幣和財政政策在未來 1-2 年都難有退出的機會。在這樣的經濟活動與金融條件組合下，2021 年全球經濟的週期性復蘇帶來高確定性的投資交易機會。

儘管如此,未來各類政治經濟事件和資產估值的變化將不斷為市場帶來波動的同時,也會為大家的情緒帶來擾動。我們想和大家一起重溫以下幾個最重要的宏觀經濟與資產配置的知識點,深度理解後可以盡可能地避免不理智的投資決策:

1、各種難以解決的結構性矛盾,造成了全球宏觀經濟的低增長。這樣的局面已經持續多年,以此出發悲觀地看待資本市場符合直覺,但其實並不理智。伴隨低增長的是低通脹和低利率,這使得安全性高的儲蓄收益率低,卻有利於風險資產的價格提升。低增長加速了行業的優勝劣汰與「剩者為王」,頭部企業從收入驅動轉變到利潤驅動成長,為投資者持續創造價值。更進一步,發達經濟體的私人儲蓄大於私人投資的現象導致的總需求不足,是經濟低增長更深層的原因。而高淨值家庭保持高的投資意願,既能為彌補總需求的不足做出貢獻,在優質投資機構的協助下,也能獲得相應的投資高回報。

2、研究發現一個非常重要的知識點,包括中國在內的全球 42 個國家的股票市場在 1990 年-2018 年的 29 年時間裡,佔比 1.3%的個股創造的財富是其餘個股的 5 倍,而後者創造的財富等同於安全性極高的美國短期國債。即使在歷史更悠久的美國股市,過去 90 年跑贏美國短期國債的個股佔比也不到 4%。這告訴我們要堅定地持有已被市場驗證並長期生存的頭部企業與優質核心資產。

3、在競爭激烈的資本市場要減少對直覺投資的依賴,盡可能選擇專業的基金管理人與多元化資產配置。宏觀經濟與資本市場在短期甚至中長期都可能相背而行,疫情再一次讓兩者的複雜關係凸顯。舉例來說,疫情顯然為住宅房地產市場和可選消費品裡的酒店、航空和旅遊等行業帶來巨大的衝擊,但在寬鬆的政策支撐下,全球主要經濟體核心城市的住宅房地產卻迎來量價齊漲,迭創新高的結果。在美國可選消費品行業整體卻因為新能源汽車股價的帶動,以及財富集中效應下帶來的未來預期盈利成長,跑贏了大盤。相反,儘管在美國醫療保健行業整體受益於疫情,個別明星企業股價大漲,但行業整體依然跑輸了大盤。這些違反直覺的結果提醒我們投資的困難,專業的基金管理人可以避開這些直覺的誤區,為投資者創造價值。

4、除了極少數核心優質資產和頭部基金管理人有能力跨越週期,大部分資產和基金儘管大概率會在短期和中期有著維持趨勢的表現,但他們也難以避免在中期和長期面臨均值回歸的壓力。2020 年受益於疫情的行業和資產,在疫苗開發進展好於預期帶來的經濟復蘇憧憬下,開始出現回檔。相反,2020 年跑輸大盤的行業開始迎頭趕上,都是正常的現象。時間拉長來看,過去 40 年,以金融和能源為代表的價值型企業,與以資訊技術和醫療保健為代表的成長型企業,每隔 10 年就有明顯的領先與落後的反轉。個人甚至專業的投資機構都難以適應這樣長週期的板塊輪動,唯有不懈鑽研的頭部機構才能持續捕捉這樣的投資機會。

5、由於結構性的財政和貿易赤字不斷積累,並在疫情衝擊下大幅增加,美元已經進入到「熊長牛短」的週期性貶值階段。儘管市場普遍認為美元可能在 2021 年進入到快速貶值通道,我們更相信美元的貶值是和緩與漫長的。原因在於美國的經濟增長依然優於其他發達經濟體,以及中國的製造與出口優勢可能在 2021 年被其他新興經濟體部分替代,中美第一階段貿易協定下的高關稅將是人民幣未來進一步升值的主要障礙。無論如何,我們都建議大家考慮美元私募和公募市場的優質基金,以及保險等理財產品來對沖美元的下行。那些在 2020 年經歷市場巨大波動嚴峻考驗,並在長期取得優秀回報的基金,值得大家重點配置。

6、疫情衝擊下，過去長期積累的包括財富分配在內的結構性矛盾進一步加劇。我們預計未來全球主要經濟體都將出台針對性的措施，近期針對各種類型的企業，特別是科技平台型企業的反壟斷調查只是表現之一。除了被調查企業的具體行為之外，研究發現他們與實體經濟的聯接，與對整個宏觀經濟的貢獻，都相對傳統大企業較少，而這是監管從寬鬆轉向嚴格的關鍵因素。我們認為各國都將繼續鼓勵高科技與硬科技創新，促進科技企業與製造業和服務業的高品質聯結，以及對實體經濟的賦能與貢獻。積極擁抱變化的大型企業都將為投資者創造長期價值。

7、氣候變暖對人類經濟和社會活動的影響越來越明顯，在疫情開始之前，可持續投資，以及環境、社會和企業管治（ESG）投資的理念和實踐早已經落地生根。疫情給社會不同群體帶來巨大分化衝擊下，傳統投資更加重視的股東利益至上的理念將逐步減弱，而注重環境和社會整體利益，促進企業管治能力的可持續投資和 ESG 投資將迎來全球更多主要投資機構的擁抱。這既會為投資者帶來理想的回報，也會為全人類和未來社會創造價值。

8、儘管中美政經關係在拜登政府上台後仍然充滿不確定性，但我們希望大家理解政治與政策對資本市場的影響通常非常短暫，遠不及經濟活動和金融條件，以及估值變化的影響深遠。我們相信，中國加入區域全面合作夥伴關係協定（RCEP）加強與亞太地區國家的經貿合作，剛剛達成的中歐全面投資協定，以及有機會取得進展的中日韓自由貿易協定，都將持續幫助中國穩固國際經貿和投資的核心地位，並對沖中美之間的關係緊張。我們更進一步認為中美兩國在改變財富分配，加強反壟斷監管和應對氣候變暖等制度層面有著廣闊的合作空間，這將有助於兩國關係的緩和，提升未來全球的投資環境。

我們希望以上八項宏觀經濟和資產配置的知識點對大家在 2021 年的財富佈局有所裨益。在 2021 年元旦之際，諾亞將攜手公司內部和外部投研領域的精英，為大家帶來「藏器於身，待時而動」的網上投資策略會，大家可以在微諾亞手機應用程式上收看。

我們也邀請朋友們關注 iNoah 公眾號，全年為大家提供最新的宏觀經濟和投資策略原創研究和月度資產配置建議。我們更希望聽到大家的提問和寶貴建議，並力爭在最快時間解決和回答。

我們相信大家都能清晰看到後疫情時代宏觀經濟和財富管理行業的「沉舟側畔千帆過，病樹前頭萬木春」。願我們一起走進 2021 年，以執著與樂觀迎接更多的美好！

免責聲明：本檔所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本檔均視為同意以上聲明。