

# 諾亞研究

2021 年 1 月 15 日

主題 | 2020 年諾亞國際研究的判斷準確度如何？

夏 春 諾亞控股首席經濟學家

## 核心觀點

今天和大家回顧下諾亞國際研究部在 2020 年所做出的的一系列判斷，哪些比較準確，哪些和結果不太符合。

最近我們對全球資本市場在 2020 年的表現進行了回顧，同時也展望了他們在 2021 年的機遇，包括全球股票和債券公募基金的表現，全球以及香港 IPO 市場的亮點，全球和香港住宅房產以及房地產信託投資基金的 K 型表現，中概股在美國監管壓力下特別出色的表現等等。

由於私募股權和對沖基金業績數據通常會有一個季度到一個月的滯後，等到數據出爐，我們也會繼續回顧和展望他們的表現。

趁著今天是週五，我們想和大家回顧諾亞國際研究部在 2020 年所做出的一系列判斷，哪些比較準確，哪些和結果不太符合。

由於 2019 年底諾亞沒有舉辦線下的鑽石年會，我們把對 2020 年的宏觀和策略展望做成了線上視頻的形式，在 2020 年 1 月 25 日，也就是鼠年初一這天播出，當時武漢剛剛宣佈封城不久。由於我們的線上投策內容是在 12 月初就錄製好，所以我們並沒有預見到疫情會對 2020 年一整年帶來如此巨大的衝擊。

幸運的是，我們對 2020 年的十大核心觀點，大部分還是經受了考驗，他們分別是：

- 1、全球發達國家低增長、低通脹、低利率仍將持續，也是歷史最常見情形，無需過度擔憂，對資本市場保持樂觀；
- 2、全球貨幣寬鬆政策維持，新興市場、中國、歐元區和日本有空間採取積極財政政策，有助全球經濟溫和復蘇；
- 3、大國貿易爭端明顯緩和，將逐步修補過去兩年對全球經濟造成的傷害，利好依賴出口的歐洲、亞洲以及新興市場；
- 4、資本市場在過去三年呈現強烈的「均值回歸」現象，對 2020 年資本市場表現樂觀，更看好 2019 年收益低的資產；
- 5、負利率環境下，國債維持低收益率，利好風險資產。即使美股估值合理，其持有價值不及亞洲與歐洲低估值股票。如果說前 4 條比較準確的話，那麼第 5 條對了一半，畢竟美股在 2020 年的表現依然一枝獨秀；

6、美元在美聯儲降息擴表，美國經濟增長趨緩，三重赤字繼續增加背景下，小幅貶值概率大，兌人民幣匯率 6.7-6.9；

7、我們預期全球房地產市場降溫，香港房地產維持跌勢，關於房地產的判斷用在商業地產上是準確的，但住宅地產表現好於預期；

8、主要風險來自美國民主黨候選人對財富稅，科技企業監管的政策主張、債務償還壓力、地緣政治衝突、潛在通脹等。我們堅持認為民主黨總統候選人將贏得大選，而中國科技企業在去年底遭遇反壟斷調查，其實並不出奇；

9、以避險資產抵禦不確定性，選擇中國與美國高品質信貸機會、通脹掛鈎債券、低波動與高分紅資產；

10、資產配置上精選頭部基金、簡單策略、風險平衡。謹記買入持有，堅持到底的策略優於低買高賣的擇時！雖然 2020 年全球資本市場經歷了 3 月的大跌，但堅持到底的策略無疑成為了贏家。

就在視頻播出的前一天，也就是去年農曆大年三十這天晚上，我們發表了對於疫情可能帶來宏觀經濟和資本市場衝擊的研究報告，當時這可能是市場上最早的對疫情進行分析的報告之一，我們參考了歷史上多次大流行病對經濟和股市的影響，指出兩個事後看來有先見之明的判斷：

第一，中國經濟一季度 GDP 很可能出現負值。在這個判斷上，我們走在了市場前列，只不過一季度 GDP 下跌的幅度要超過我們的預期；

第二，我們認為疫情對股票市場的影響會比較短暫，歷史數據顯示在疫情過後半年到一年，股市通常會出現雙位元數字的上漲。

在 A 股春節後開盤，我們認為受疫情衝擊帶來的跌幅，在第一周就大概率消化完畢。我們也準確預見了 1 月 30 日，世界衛生組織將把新冠疫情定義為「國際關注的緊急公共衛生事件」(A Public Health Emergency of International Concern (PHEIC))。

2 月中旬，在疫情開始衝擊美股市場時，我們寫了一系列文章，並且通過《諾亞第一時間》提醒讀者和聽眾要降低美股的配置，而在 3 月下旬，美國貨幣財政救助方案之後，我們建議大家逐步進場，抓住即將反彈的機會。相信很多諾亞客戶對這一個時間段的研究分析記憶猶新。

當時我們提到的一個簡單的決策方法，就是當美股下跌三分之一後，回到原來點位元恰好需要 50% 的漲幅，如果這需要 5 年時間，那麼年化收益率也達到了 8%，而在目前低利率環境下這樣的收益已經可以讓大部分人滿意。

如果恢復到原點需要 3 年時間，那麼年化收益率會達到 14%，這樣就更加有吸引力。而事實上，美國只花了半年不到的時間就回到了高點，並且在近期不斷創出新高。

從去年 7 月 2 日開始，諾亞國際研究部推出了一檔全新的早間市場分析節目叫做 Morning Call，到年底我們一

共做了 122 期，話題涵蓋了美國大選、政策解讀、中概股回歸及 IPO、英國退歐、疫苗進展、反壟斷等時事話題。覆蓋的資產類別分佈於美股、歐股、新興市場、包括港股在內的大中華市場等地區市場，以及日本、韓國、印度及中國臺灣等單一市場，同時還有科技、消費、醫療保健、生物科技、可持續能源等行業，和中概股、中資美元債以及黃金等資產類別。

得到市場驗證的前瞻性判斷主要有：

第一，我們在 2020 年第一季度就提出對於拜登贏得美國大選的預測，儘管博彩市場等預判工具顯示「選情」出現過反復，我們在全年依然維持這一預測結果直至大選，期間也持續給大家提供支撐觀點的數據更新及歷史依據

第二，在政治經濟角度，我們對於「國安法」利好香港穩固金融地位、中歐投資協定在年內簽署、英國退歐最終可以達成協議、各國對反壟斷監管的態度轉變等重大事件的判斷上，也基本較為準確。

第三，我們從 2019 年底開始，就曾多次解釋美元將走弱的背後邏輯，並表示看好人民幣走勢，美元指數在去年全年下跌 7%，從 3 月最高位元下跌幅度更超過 12%，同期人民幣匯率全年漲幅接近 7%，

第四，從瑞幸咖啡暴雷到《外國公司問責法》，中概股在 2020 年遇到了幾乎是史無前例的各項挑戰，但我們並未改變過看好中概股的觀點，中概股指數在 2020 年取得了接近 40% 的超高回報，遠遠好於主要市場漲幅，成為表現最好的資產類別之一。

第五，我們在日本前首相安倍辭任後，預計菅義偉將接替成為新首相，並看好菅義偉領導下日本股市的表現，從 2020 年 9 月 1 日第一篇關於日本的分析《誰來射出「安倍經濟學」的第三支箭》起到年末，日經 225 指數累計上漲 19%，覆蓋範圍更廣的日經 500 指數在 9 月底率先打破「失去的三十年」魔咒，創下新高並繼續上行了 10%。

第六，在篇幅占比雖然不大的對於韓國和中國臺灣股市的解讀中，我們對其看好的觀點也得到了市場驗證，從發文當日的 8 月 7 日和 10 月 16 日至年末，韓國 KOSPI 指數及臺灣加權指數分別上漲 23% 及 15%。

第七，在行業板塊中，我們長期看好的三大主線，科技及消費板塊在 2020 年全年漲幅分別為 42% 及 35%（可選消費），醫療保健或者叫健康護理稍稍落後，指數漲幅為 12%，但細分板塊的生物科技漲幅則有 26%，而主動管理的行業基金較指數表現更佳。

同時，我們也審視在以下觀點上把握的不太準確：

第一，迎來新經濟中概股密集回歸的港股，在下半年的表現其實低於我們的預期，恒指在下半年的多數時間裡跑輸其他主要市場，仍未回到去年年初水準，疫情的幾次反復給香港經濟造成衝擊。不過值得一提的是，港股在去年底達到了 27,000 點，而且在今年開年後很快沖上 28,000 點，有著非常不錯的開門紅表現。

第二，我們曾在 7 月預計歐洲股市在歐盟達成 7,500 億歐元復蘇基金的財政一體化的利好下將表現出色，但疫

情反撲給歐洲的經濟復蘇再次製造難以預估的困難，歐股在下半年跑輸美股及新興市場。

在 2020 年底，我們發佈了對 2021 上半年的宏觀和投資策略的十大觀點，在本週三(1 月 13 日)晚上的《諾亞第一時間》，我對這十大觀點的前五點進行了回顧，最近一個多月資本市場的走勢基本符合我們的判斷。

---

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數據，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。