

西澤 Atlantis

理想財富 西成東就



西澤全年展望

2019

西泽主席兼投资总监：



2018年全球股市经历了前所未有的动荡。中美关系也面临前所未有的危机，贸易战让整个市场不安。2018年的一系列事件引发出了世界性经济危机的可能性，这或许会在2019年爆发。过去的一年许多事态已经发生了重大改变，令我们思考目前应该关注什么主题以及这些主题将如何改变2019年的投资行为。中美正处于经济周期的不同点，接下来货币政策和工业活动可能会有很大分歧。货币体系和相应的货币机制成为极其重要的监测和分析因素。

利用人工智能和机器学习的系统和量化投资正在挑战传统的价值投资理论。我们所处的环境正在高速的发生变化，金融科技驱动的投资战略正在我们的思考和行为，2019年无疑将成为挑战传统思维和模式的元年。

几乎所有中国指数均录得全年两位数的负回报，无论是大型还是中小型。我们注意到股市现如今对于政治事件的反应，相比基本面估值更为敏感。因此我们自上而下的研究体系应该在2019年为我们取得更好的回报。中国的国有企业在2018年取得了令人鼓舞的业绩，利润总额达到1.7万亿人民币，同比增长16.7%。然而其他公司则感受到了流动性的压力。我们在2019年将重点关注H股，因为我们相信2019年将成为H股取得良好表现的一年，他们目前价格便宜且有更好的盈利能力。

如果中美贸易冲突得以解决，我们预期中国股市在2019年将迎来价值重估。中国公司的低估值将吸引前所未有的、更多的资金流入。

劉央

对话基金经理杨艳：2019年内地及香港市场展望

对话基金顾问屈伟雄：2019年亚太市场（日本以外）展望

内地及香港市场展望

回顾2018，哪些重大事件主导了市场？

杨艳：包括中国在内的全球主要市场经历了极为动荡的一年。由于中美贸易摩擦悬而未决、全球经济放缓和对美国加息的担忧，全年市场波动剧烈。从表现来看，上证综指全年累跌24.6%，为2008年以来的最差表现。恒生指数全年累跌13.6%，是自2011年以来的最差表现。

对于中国来说，我们坚信最糟糕的时期已经过去，许多我们一直担心的负面因素在2018年第四季度已经开始改善。例如，中美两国同意进行为期90天的贸易休战以便进一步谈判以解决贸易上的分歧。中国还积极推出包括降低存款准备金率和减税在内的刺激政策，致力于稳定经济。

您如何预期2019年的中港股市？

杨艳：展望2019年，我们对股市抱有信心。核心原因是经济放缓的预期已经充分反映到股价上。虽然当经济下行真正得到数据验证时，市场会再次波动，但从我们的角度来看届时市场也会触底反弹。

我们预计2019年中国将出现资产荒和资金荒并存的情况。资产荒主要是指市面上缺乏银行青睐的低风险同时具有合理回报的资产；资金荒则是指有瑕疵的资产将继续难以获得资金，无论这些公司是否上市。中国在信贷方面的监管政策依然严格，因此资本只会流向优质资产。

从这种情况来看，市场仍会有许多结构性机会。总体来说，在2019年，我们预计A股将跑赢香港，而香港将跑赢美国。中国市场仍有充足的资金，这对股市来说是个好兆头。

从宏观来看，2019年有哪些趋势性因素会影响市场？

杨艳：2019年将出现一些积极因素：中美恢复贸易谈判，正朝着正确的方向前进；此外中国将在2019年继续下调存款准备金率，预计会有四次降息；而美联储已表态将放缓2019年的加息步伐，我们预计只会加息一次。在2018年市场暴跌之后，我们认为大部分负面因素已经反映在股价里。另一方面，2019年的主要不利因素是，我们尚不知道中国经济将在哪个季度触底，但预计可能会出现在第二季度。

在财政政策方面，我们仍在期待更多减税和补贴出台。国家发改委于12月表示，中国将出台一系列新的补贴，以鼓励汽车、家电和其他耐用品的销售，从而促进消费。如果补贴得以实施，我们预计黑色家电可能受益程度最大。因为黑电最早进入存量市场，待替换的存量最大。而且因为价格弹性高，刺激带来的增量也有可能最大的。

亚太市场（日本以外）展望

您能否总结一下2018年的市场表现？

屈伟雄：经过2017年的强劲表现，2018年是市场非常艰难的一年。中美之间的贸易战以及持续的美国加息带来的负面消息逆转了2017年的升势。强势的美元进一步迫使印尼和菲律宾等经常账户赤字的国家加息超过美联储加息100个基点以抵御货币疲软。尽管通货膨胀温和，印尼不得不先发制人地加息7次、加息175个基点以遏制资金外流。美联储12月更加温和的语气开始令这些国家的市场趋稳。

您对2019年亚洲各国地缘政治的紧张和经济增长的放缓有何看法？

屈伟雄：随着贸易战升级到一些更为长期问题的争端，如知识产权、技术转让和中国国内市场的开放，贸易紧张局势依然居高不下。不过中美元首正在积极寻找两国贸易共识，所有人都在关注3月1日的最后期限是否达成协议。

去年6月达成的朝鲜无核化协议现在陷入了僵局。今年2月底将在河内举行第二次美朝峰会，尚不得而知朝鲜是否会解除核武。

在东盟地区，泰国和印尼将举行大选。对泰国来说，这是继军政府4年前掌权之后的第一次大选。一个民选政府有望给这个自他信上台十多年以来就一直缺乏安逸的国家带来稳定。在印尼，投票给现任总统佐科·维多多将意味着对他所领导的反腐政权的大力支持。他在过去5年的执政期间完成了许多基础设施项目，这是在他之前的三位总统在过去15年里都无法完成的。如果他再连任5年，就可以继续推行他的政策，并且着力其他长期问题，把印尼打造成为东盟的经济强国。

您如何保护投资组合免受上述风险？

屈伟雄：一些预期可能未必会如预期般发生。我们唯一可以保护自己的是在有催化剂的情况下进行价值投资，以便实现长期的资本增值。踩准时机总是困难的。有长期投资价值的股票可能短期表现不佳，但是长线会结出硕果。

您在2019年看到哪些重要投资机会？

屈伟雄：我们认为，那些受到美元汇率上涨打击严重的国家，如菲律宾和印尼，将表现出色。由于它们一直在先发制人地提高利率，我们预计当美元风险降低时，它们将会是最积极去宽松货币政策的国家。我们也看到中美贸易战紧张局势中的机会。尤其是一些在最坏情况下遭受重创的行业。

杨艳：行业机遇前瞻

健康医疗：

展望2019年，我们仍然处于一个充满挑战的行业重组周期和以医保改革为出发点的新监管体制之中。从长远来看，药品降价和医疗服务价格上涨是正确的趋势。我们预计今年药企将面临一些行业性的阻力，也预计一些侧重仿制药的药企将在短期内有定价压力。然而毫无疑问的是我们将进入创新药物和生物科技的新时代。对于创新药物，我们认为我们投资的行业龙头自5年前就已经处于有利地位：恒瑞医药、中国生物制药和上海复星医药都有稳健的创新药物产品线。考虑到生物医药仅占我国药品总量的15%，我们预计未来5年的复合年增长率将达到两位数。

我们对健康医疗板块保持乐观，选股将基于：1) 加速的创新药审批；2) 行业估值达到合理水平；3) 某些龙头公司在2019年进入创新药物研发的收获期。

互联网科技：

我们长期看好真正有技术的、核心的互联网公司，例如腾讯和阿里巴巴。虽然他们的主要盈利收入可能是游戏和电商，但其他收入占比提升是很快的。这些科技巨头已经成为平台公司，他们会孕育很多小的公司，很多科技公司他们都有投资，长期来看前景广阔。问题是这些公司是不是值40倍的估值呢，在牛市是可以的，因为估值是跟着业绩涨的。而经过2018年的暴跌，我们认为现在价格又在合理区间。

2019年硬件面临的压力比较大。现在手机渗透率很高，手机的换机周期放缓，销量就往下走。这就会出现两个问题，一个是手机厂商挤压零部件的供应商的利润；第二是赢家通吃，大厂商如华为的议价能力越来越强，非常强势。因此手机产业链如果不是创新加快，就很难有机会，所以整体硬件上没有太大机会。我们反而认为软件可能有成长机会，主要原因是现在中美贸易摩擦会导致很多企业要采购国内的软件，包括一些企业云。

教育：

教育板块在2018年下半年受到了政策收紧的严重打击，政策主要是针对民营幼儿园，它的核心是国家认为教育是平等的，国家不想给民众一种没有钱就上不起幼儿园的印象。但实际上，中国的教育资源稀缺，如果没有民企参与，或者不允许盈利，就没有人会参与进来。这个政策我们认为在2019年会纠偏。与此同时，我们看好大学运营商，因为相关政策对这一块没有影响。这些民办大学的存在实际上是帮助国家解决就业的一个方式。上了民办本科，等于延迟四年再找工作。这些学校的现金流确定性很高，因为是预先收取学费的。此外即使每年学费不涨，每年学额还会涨，中国的本科渗透率还低，所以还有很大的前景。

基建：

基建板块展望2019年应该还是不错的，拉动中国经济的核心之一就是投资，因此地方政府在2019年会继续发债来做基建投资。板块估值目前也比较合理。我们预计后续地方铁路、市政项目订单会有增速。





对话基金经理Taeko Setaishi: 日本市场展望

许多海外和国内投资者都对经济以及世界主要股市的走向感到困惑。

也许我们应该重申一些基本事实：大多数日本公司财务状况良好，拥有大量现金，以及正的可自由支配的现金流，最重要的是它们的利润率和盈利都在不断提高。

许多日本女性重新回到工作岗位，许多男性即使在正式退休年龄后仍继续工作。目前日本失业率约为2.5%，技术工人短缺。汽车销售现在维持持平或略高的水平，住房销售略有下降。通胀率非常低，11月物价指数仅上涨0.9%。工资正在缓慢上涨，实际工资略有上升。我们预计政府将至少在未来几年内继续支持股市。

市场面临的挑战并未改变：包括地缘政治事件，许多国家经济增长放缓，一些公司对是否增加资本开支犹豫不决，未来几年日本的财政问题，消费者信心低迷，以及散户和私人机构投资者的信心低落。

从2019年10月起，日本消费税将从8%上调至10%。我们预计从8月左右到9月底会出现大量买盘。我们预计第四季度GDP增长将会减弱，然后从2020年夏季或秋季再开启缓慢而稳定的复苏。

尽管2018年12月股市表现糟糕，但是整体经济仍有望保持稳定。然而我们同其他投资者一样，担忧主要包括美国、中国、欧洲和亚洲在内的主要经济体的形势以及可能升级的中美贸易战。

我们认为目前的市场疲软将继续为长期投资者提供一些在不同领域非常值得关注的投资机会：从连锁专卖店、半导体制造设备、节省劳动力的设备，到平价连锁酒店、医疗设备等。我们的基本投资策略保持不变，并将继续寻找有优秀管理能力、发展迅速且有望在未来几年或更长时间内实现盈利增长的公司。

对话量化投资团队负责人应坚翎： 美国市场展望

美国2019年的增长前景只能说是喜忧参半。但是我要强调的是，消费行业看起来很稳健。12月的密歇根大学消费者信心指数上升，而会议局 (Conference Board) 消费者信心指数略微回落，但仍保持在较高水平。由于消费者信心增加，个人减税额增至970亿美元，以及广义工资增加等利好，我们预计消费支出的增长将会持续到2019年。然而，企业的信心已经转差——近期的CEO信心指数和小型企业信心指数均有所下降。

债券收益率和信贷利差帮助了股市短期的缓解，不过10年期国债收益率跌至2.7%肯定无法强烈激发市场信心。在2019年1月5日发布的ISM制造业指数非常令人失望，12月份指数为54.1，低于11月份的59.3。新订单因素的下降幅度更大。随之标准普尔500指数的PE倍数收缩了19%，是过去92年来的第14大跌幅；它与大型成长股回报的关联性飙升至62%，这是前所未有的水平。公用事业板块引领了市场情绪，金属和矿业股的相对市销率降至历史最低点。

鉴于投资者过去几周对美国股市的担忧，2019年的下行风险和市场波动可能是很显著的。因此我们的风格轮换转向防守。我们偏好短期增长、盈利收益率、股息收益率、短期反转和低杠杆率，同时避免账面市值比，收益修正和流动性不足。我们的行业轮换超配医疗健康和信息技术，同时低配能源和金融。在资产配置方面，我们偏好美国国债，对房地产投资信托、大宗商品和原油持谨慎态度。



西泽基金经理简介

刘央, 主席及投资总监

刘央是西泽投资管理有限公司的主席兼投资总监。刘央女士在大中华地区投资方面拥有超过20年的投资经验。2001年, 刘出任首域投资(First State)中国投资总监。她在1993年加入CMG CH China Investment Ltd, 担任CMG CH China Fund (后更名为New Era PRC Fund)的首席投资官, 后者也是在澳大利亚证券交易所上市的第一家封闭式中国基金。她于1988年在中信集团北京总部开始其职业生涯。刘央女士1988年毕业于北京中央财经大学, 获经济学学士学位。之后她于1998年获得澳大利亚证券学院应用金融与投资研究生文凭。



屈伟雄, 基金顾问

Joseph于2008年加入西泽, 并帮助建立西泽在新加坡的分支机构。他于2009年4月被任命为西泽亚洲基金的基金顾问, 现任西泽新加坡办公室的首席执行官。Joseph在管理亚洲(日本除外)投资方面的经验超过20年。他曾担任德意志资产管理公司董事, 负责管理机构的独立账户, 并且是

2007年推出的德意志越南基金团队的核心成员。在2004年加入德意志资产管理公司之前, Joseph曾担任景顺资产管理公司的联席董事。在那里, 他是屡获殊荣的Invesco GT ASEAN Fund的管理人, 并且在管理该基金的六年中表现均优于可类比的蓝筹股。在职业生涯早期, Joseph曾就职于施罗德证券、星展银行及安达信会计师事务所。Joseph拥有新加坡国立大学的会计学(荣誉)学士学位。



杨艳, 基金经理

杨艳是西泽中国健康医疗基金的基金经理以及大中华区研究主管, 在股票研究和管理投资组合方面拥有超过十年的经验。她的职责包括做出投资决策和领导西泽的研究团队。在2017年加入西泽之前, 她在香港的惠理基金担任基金经理。在此之前, 她曾是申银万国证券和里昂证券的房地产分

析师。2011年, 杨女士被《华尔街日报》评为亚洲最佳分析师之一。她拥有上海对外贸易学院经济学学士学位, 并获得中欧国际工商学院工商管理硕士学位。

Taeko SETAISHI, 基金经理

Taeko是西泽日本发展基金的基金经理, 在日本拥有超过28年的证券研究和资产管理经验。Taeko是日本公民且常驻东京, 于1996年加入AIRC。她大学毕业后加入了施罗德证券公司。1986年她与James Capel共事, 并于1993年加入施罗德投资管理公司担任分析师和基金顾问。Taeko毕业于Pitmans College。



应坚翎, 量化投资团队负责人

应坚翎2018年加入西泽, 担任量化投资团队负责人。作为量化投资领域的专家, 他负责领导系统宏观投资团队, 以及设计定量模型和基础架构。在加入西泽之前, 应坚翎在2011年到2018年担任纽约Voya Investment Management的高级副总裁及组合基金经理。在此期间, 他还设计并管

理了标普500指数enhanced high tracking error equity策略, 管理规模达到12亿美金。该产品获晨星评选为“五星基金”。在此之前, 从2009年到2011年, 他是Piedmont Investment Advisors LLC的高级分析师及组合基金经理。在2005年到2008年之间, 他在业内领先的股票对冲基金Numeric Investors LLC担任高级研究员。应坚翎的职业生涯开始于位于纽约的高盛资产管理公司。他于2000年至2005年在高盛担任分析师。他拥有哥伦比亚大学的金融工程硕士学位, 新加坡南洋理工大学的电信工程硕士学位, 以及天津大学的电子电气工程专业的学士学位。他是CFA(特许金融分析师)持证人。

关于西泽

西泽投资管理由三位原施罗德的明星基金经理于1994年在伦敦创立。刘央女士于2002年加盟西泽并担任基金经理, 现任公司主席及投资总监。随着刘央成长为公认的投资中国的专家, 她于2009年收购西泽投资管理及其旗下公司。在刘央的掌舵下, 西泽已将业务重心转移至大中华区域。西泽总部现设于香港中环的金融中心地带, 居高临下, 远眺维港。西泽自成立之初就专注于亚洲市场投资, 享誉业界。

西泽的中国和亚洲的两大投资板块, 由不同的基金经理进行决策和管理。香港总部则为投资提供了全面的后台支持, 包括风险管理、法律及合规、市场交易、基金运营、营销及投资者关系。西泽的投研专才分布于亚洲各个区域(香港、上海及新加坡), 有助团队发挥区域优势, 并透过实地考察提供贴近市场的投资情报与分析。

西泽目前为全球机构投资者提供多元化的资产管理服务和机构专户理财方案。

理想财富 西成东就

Compliance Notes, Contact Details

Atlantis Investment Management Limited ("Atlantis") products (each an "Atlantis Product") and this publication are intended only for persons who are classified as, and agree to be treated as, a Professional Investor as defined under Hong Kong law or who are authorized under the laws of their jurisdiction to receive information such as that provided herein. By proceeding, you indicate your understanding, acknowledgement and agreement. Please consult your professional advisors should you have any question regarding this, or any of the contents of this publication.

Any investment in an Atlantis Product will be governed by the Atlantis Product' s final offering documents. You should carefully read such documents, with particular attention to the 'Risks' section, which risks include the possibility of the loss of your investment. Nothing in this document constitutes a representation that any investment strategy or recommendation will be successful or avoid loss, is suitable or appropriate to an investor' s individual circumstances or otherwise constitutes a personal recommendation. Certain information set forth in this presentation contains forward-looking statements and/or is the opinion of certain Atlantis employees. These statements are not guarantees of future performance and undue reliance should not be placed on them. The information contained in this document does not constitute research or a recommendation from any Atlantis entity to the reader.

Neither any Atlantis product nor this publication have been reviewed or approved by the Securities and Futures Commission of Hong Kong or any other regulatory authority.

Atlantis Investment
Management Ltd

35/F The Centrium
60 Wyndham Street
Central, Hong Kong,
China

Tel: (852) 2110 6320

Fax: (852) 2110 9378

Atlantis Investment
Management (Singapore)
Pte Ltd

36 Robinson Road,
#02-01 WeWork,
Singapore 068877

Tel: (65) 6589 8418

Atlantis Investment Research
Corporation ("AIRC")

Hamamatsu-cho Square, Studio 1805
1-30-5 Hamamatsu-cho
Minato-ku, Tokyo 105-0013, Japan

Tel: (813) 3436 6321

Fax: (813) 3436 6322

Atlantis Investment
Management
(Ireland) Ltd

George' s Court
54-62 Townsend Street
Dublin 2, Ireland

Tel: (353) 1 434 5008