

西澤  
**Atlantis**  
理想財富 西成東就



## 西澤中期展望

2018下半年

## 西泽主席兼投资总监：



在中美贸易摩擦持续升级的背景下，内地及香港股市在今年上半年以及近期都经历了大幅调整和强烈波动。其他担忧包括人民币贬值预期以及内地信贷收紧也对市场造成了一定的压力。

展望下半年，人民币继续贬值可能是无法避免的。我们认为这是一个代价高昂的政策选项。不过与今年第二季度相比，我们相信它的下跌速度会有所放缓。今天和2015年相比最大的不同是政府对于资本流动有了更好的管控。因此我们更加坚定地相信资本外流的金额将远远低于2015/2016年。据观察，资本流动在2017年以及今年至今基本稳定。

中美贸易争端不会在短期内结束，而且会影响中美两国的经济发展。尽管如此，我们依然看到两国之间紧张局势逐渐缓和的机会。此外，鉴于中国持续的经济改革、近期贷款额度的有所放宽、以及为高质量公司营造的良好营商环境，我们并不会过分担忧系统性风险。另一方面，我们认为所有负面影响已经反映在了股价上，最黑暗的时期已经过去。我们认为现在为投资组合逢低买入提供了窗口。我们相信，许多股票的基本面相当稳健而恒生指数在未来三年将实现个位数乃至双位数的盈利增长。

劉晶

## 对话基金经理杨艳： 2018年下半年内地及香港市场展望

### 您能总结一下今年到目前为止的市场表现吗？

我们发现今年上半年资本市场呈现出“高波动、低回报”的风险特征，导致投资情绪深受打压。全球股市半年总计蒸发10万亿美元，超过去年总市值增加的9万亿美元。就资产回报率而言，除了石油、美元、日元、标准普尔500指数、亚洲主权债和美元高息债录得轻微正回报外，其他资产类别均录得负面表现。

在中国市场，自今年年初以来中美之间持续的贸易摩擦和人民币贬值使深圳成分指数和上证综合指数成为表现第一和第二差的指数，分别累计下跌15.04%和13.90%。同期，恒生指数和恒生中国企业指数分别下跌3.22%和5.43%。虽然人民币贬值将有助于中国出口在中美贸易摩擦的背景下提高竞争力，但随着人民币贬值加速，A股和香港股市的外资流出量飙升；亚太地区的所有股票市场在6月份都出现了大量资金外流。

### 到目前为止，2018年催化市场行动的关键主题是什么？

今年至今有四个行业推动了市场：教育、消费、能源和医疗。另一方面，科技板块在2018年上半年表现不佳。在这些行业中，消费、医疗保健和能源已成为上半年的主要投资主题；不难发现，随着中国人均收入增加和人口老龄化以及在欧洲和亚洲的新兴经济体市场波动和经济增长放缓的背景下，更多的基金选择非周期性行业。因此，教育（成人教育和在线教育）、食品和饮料、化妆品以及医疗相关的公司诸如生物制药和中药表现良好。能源板块今年表现很好，这主要是受到全球经济复苏，原油价格上涨和国内持续去库存的推动。

### 您对潜在的中美贸易摩擦有何看法？这种预期如何影响您之前的投资？

贸易摩擦不会在短期内结束，而且会影响中国和美国的经济发展，但我们仍然看到两国之间的紧张局势逐渐缓和的机会。7月中国对第一轮贸易关税的应对至关重要，我们期待中方采取理性基调。我们认为，尽管被列入美国征税清单的中国产品越来越多，它对中国整体影响很小，但对个别企业比如中兴通讯（763 HK）来说可能是一个很大的影响。因此，我们预计当市场流动性增强且估值创出新低后，市场可能在7月和8月出现反弹。

### 您对中国在支持内需的同时去杠杆的举措有何看法？这会进一步令中国的增长放慢吗？

企业的去杠杆化是一种短期到中期的阵痛。然而，为了长远的发展，中国有序的去杠杆化将继续，特别是对于资产负债表外的影子银行信贷。毫无疑问，去杠杆化取得了成功，因为自我循环的资金已经减少。2018年6月的TSF，即社会融资规模增量徘徊在人民币1.18万亿元的低位，这归因于影子银行信贷增长放缓和债券违约率上升。自今年第二季度以来，银行变得更加保守，尽管贷款增长保持弹性。展望下半年，我们预计贷款增长将加速以弥补资产负债表外借贷的萎缩，这意味着高质量的公司仍然可以以较低的利率轻松获得贷款，市场将淘汰更多低质量的公司。

在当前复杂的内外环境下，中国消费增长对经济总体贡献的重要性进一步增强。今年上半年，消费、投资和净出口分别对中国GDP贡献了78.5%，31.4%和-9.9%。下半年中国经济增长将更加依赖国内需求。此外，中国消费支出占GDP的53.6%，与美国的80%相比，仍有一定的改善空间。因此，下半年的去杠杆力度可能不会进一步加强，政府有可能会进一步通过减税来刺激居民的消费。

### 您怎么看近期MSCI纳入中国股票所产生的长期影响？

MSCI将234支A股纳入MSCI新兴市场基准指数，意味着ETF和该指数中的其他投资者需被动将人民币计价的股票加入其投资组合。穆迪估计，A股市场将在短期内吸引110亿美元的国际资金流入。随着时间的推移，全面纳入可能会使中国在该指数中的权重从30%增加到近45%。因此，从中长期来看，中国A股市场将进一步受益于全球资本的持续流入，而A股国际化的趋势将进一步巩固。然而，由于MSCI新兴市场指数市值的总体规模从上半年开始持续下降，因此通过MSCI机制大量吸入外国资本的可能性很小。尽管如此，我们认为从全球可比估值的角度来看，目前A股估值处于历史最低水平。并且与上半年的资本流动性数据分析相结合，不难看出A股市场正越来越受到外资的关注。

### 您在2018年下半年看到哪些重要的投资机会？您认为现在是投资大中华市场的好时机吗？

我们预计医疗和消费领域将在2018年下半年继续带动市场。科技板块也有一些交易机会，特别是软件、硬件和互联网领域，以及房地产领域。

从短期来看，我们将更加关注中国宏观经济数据的走势以及中美贸易摩擦的未来发展。我们认为投资市场在第三季度仍将面临各种不确定因素。随着美国第四季度中期选举和中国经济发展战略的进一步明确，可能将会产生一些投资机会。

值得一提的是，从估值和企业盈利角度来看，上海证券交易所的平均市盈率估值仅为12.89倍，深圳证券交易所为21.29倍，创业板为40.77倍，均低于历史平均水平。此外，恒生指数的平均市盈率估值为11.06倍，而恒生中国企业指数为9.32倍，亦低于历史平均水平。因此，我们认为在外围因素变得明朗之后，A股和港股将继续成为理想的资产配置之选。

## 杨艳：行业机遇前瞻

### 地产：

我们对所有周期性行业的态度在2018年下半年持谨慎态度。但是，我们认为房地产行业是所有周期性投资中的最佳选择。市场上存在负面因素，但似乎被过分夸大。所有的担忧，包括贸易战、信贷紧缩和强硬的政策基调，都已经很大程度上反映在了股价上，尽管市场情绪的确还需时才能恢复。我们很看好拥有充足土地储备，年初至今保持稳健销售，采取严谨土地储备策略并且有强大融资能力的开发商。

虽然行业增长率已经达到顶峰，但总销售量将在未来几年继续保持，这在很大程度上要归功于城市化率的提高和改善性需求的增多。大型开发商通过并购来获取市场份额才刚刚开始。中国前十大开发商在销售额和销售量方面分别占整个市场29%和20%的份额，而最大的开发商仅占6%。在未来三年，前10名的市场份额将增加到50%，主要是通过整合。这意味着领先开发商的持续盈利增长是非常可能的。

我们还观察到主要开发商的融资能力不断增强，例如与3年前相比，年化利息成本减少约2%。与此同时，随着发债成本恢复到合理水平，境内和境外债券市场情绪有所改善。

房地产板块目前的交易价格为5.9倍18年市盈率和4.5倍19年市盈率，而2015年为4.5倍，所贡献的股息收益率在2018和2019年分别为6.2%和7.6%。我们认为具有可持续的盈利增长和合理负债水平的大型开发商应该获得更高的市盈率倍数。

### 教育：

教育板块在18年上半年出现了相当大的反弹，我们跟踪教育的指数\*年初至今回报率为28%，对比MSCI中国-2.2%的回报率。在动荡的上半年市场中，投资者的强烈兴趣主要源自教育行业本身的防御性和该行业在中国长线持续增长的高预见性。随着中国继续推进其城市化进程（2017年城市化率提高至58.5%，对比2000年为36%），再加上城市人均可支配收入的增加（2000年至2017年增长480%），教育资源在大中小城市的不平衡（优质学校的名额）都激起了K12学生之间更激烈的竞争，并对社会提供更多高质量的教育资源提出了要求。同时，自2017年9月《民办教育促进法》的正式推出以及随后几个月多个省分发布实施意见以来，越来越多的民办教育机构终于扫清了通往资本市场的障碍。可以看到新上市教育股数量的急升（2018年上半年8个，对比2017年的10个和2016年的4个）。

遵循行业主题，我们继续青睐K12课后辅导机构（以回应激烈竞争）和提供学位的教育机构（包括K12和中学后教育，以提供优质资源）。我们认为，尽管教育行业由于区域壁垒和对因材施教的强烈要求并不是“赢者通吃”，但领先的参与者可以利用其品牌优势和中央管控来巩固市场。我们将继续关注具有成熟运营过往记录（内生及非内生的录取人数增长，高度的设施利用率，高于行业平均水平的利润率）和合理估值（0.8-1倍市盈增长比率或低于25倍的2019年市盈率）的行业领导者。

\*包括美国中概股市场和港股市场的主要教育股（新东方、好未来、博实乐、四季教育、瑞思学科英语、红黄蓝教育、中教控股、中国新高教、睿见教育、宇华教育、枫叶教育、民生教育）采用等权重方法。





## 对话基金顾问Joseph Wat： 亚太市场（日本以外）展望

**您能否总结一下今年至今的市场表现？**

市场一直波动不定：我们的收益从年初的10%转为到6月底的-5%。年初良好的通胀预期之下对全球同步经济增长的乐观情绪，让道给了由美国引发的贸易战所带来的恐惧和不确定性。

**新兴市场今年非常起伏不定。作为股票投资者，您如何看待？**

新兴市场的结构性长期增长仍存。随着股票市场和货币的抛售，以美元计算的估值非常便宜。过去几年不仅资金从新兴市场撤回美国，也流向科技领域。然而，最近Facebook在一天内20%的抛售突显了科技股令人神经紧张的高估值。科技股收益不仅要超预期，还要公司给出增速的业绩指引。随着科技股前景不明以及美国利率可能在2019年上半年达到峰值，我们会看到资金重返新兴市场。

**亚洲在这种环境之下如何脱颖而出？您对目前导致亚洲市场资金外流的美国加息有何看法？**

亚洲通过坚实的改革和中国的崛起从20年前的亚洲金融危机中恢复过来，在新兴市场中脱颖而出。虽然中国有自己的问题，但亚洲其他地区的情况也很好：比如东盟，依靠年轻且精力充沛的人口，城市化的加快和地域连通来推动经济向前发展。我们认为美国加息达到顶峰可能比市场预测的更快，再加上贸易战的威胁，我们认为美联储将谨慎行事。菲律宾和印度尼西亚等一些国家已经开始加息以捍卫其货币并遏制任何通胀威胁。例如，印度尼西亚一直积极提高利率（100个基点），以抑制因美国加息而导致的进一步货币贬值。我们相信已经见到了最糟糕的资金外流局面。

**您对亚洲地缘政治的紧张局势有何看法？**

地缘政治风险在2018年明显下降。随着美国和朝鲜签署联合声明，朝鲜半岛的无核化取得了明显的改善。尽管对于何时解除核武装的问题仍然存在，但我们不能否认这是已经从过去的战争威胁和导弹飞入日本海的局面有了明显改进。在政治方面，我们看到马来西亚政府发生了和平的变化，推翻了现任的政治联盟，即已经统治了60多年的国民阵线。明年将举行印度尼西亚总统选举，我们认为现任的佐科·维多多凭借他任职期间在推动基础设施项目方面的良好记录，有望连任第二任期。

**市场接下来的主要风险是什么？您如何保护投资组合免受这些风险？**

我们认为主要风险是美国与世界其他国家之间正在进行的贸易战。中美之间的贸易战尤其令人不安。我们认为，全面的贸易战不会发生，但一旦发生这种情况，那对于全球贸易和通货膨胀将是可怕的。

贸易战不会有赢家。即使是美国，如果他们选择这条路，也将面临通胀上升和企业迁出美国所导致的失业。这将与特朗普的竞选纲领所宣称的创造就业机会背道而驰。

**您在2018年下半年看到哪些重要投资机会？**

鉴于对科技板块的忧虑及其高估值，我们认为资金可能重回旧经济股。在过去几年中，这些股票已被降级，市盈率收缩而股息收益率上升。价值投资可能再次流行！

## 对话基金经理Taeko Setaishi: 日本市场展望

日本市场有一些积极因素包括持续的低利率以及政府将在一段时间内继续实施宽松货币政策的预期。我们也预计公司收益将在本财政年度继续扩大，并有望在接下来到2020年3月为止的财政年度。日本失业率是1992年以来的最低水平，大多数公司都在提高夏季奖金，出口和私人资本投资正在改善，日元稳定，而通货膨胀率接近于零。

然而，大多数投资者越来越担心可能发生的全球贸易战。地缘政治问题包括日本与中国、俄罗斯、韩国可能存在的边境问题，以及涉及安倍首相以及执政的自民党的一系列丑闻（请注意现任内阁的受欢迎程度最近一直在增加）也使市场焦虑不安。

日本经济状况良好，据我们所知，日本没有任何将要浮现的未解决的财务问题，并且日本公司正处于多年来最佳的财务状况。

事实上，我们认为市场的任何疲软都是基金以非常合理的价格加仓日本股票的好机会，在某些情况下甚至是折价。



# 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。



**Joseph WAT, 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, 在股票研究和投资组合管理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。

## 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(日本以外)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

16 Collyer Quay #18-30  
Income At Raffles  
Singapore 049318

Tel: (65) 6818 9281

Fax: (65) 6535 5639

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