

西泽  
**Atlantis**  
理想财富 西成东就

# 西泽全年展望

2020下半年

## 西泽主席 兼投资总监 致投资人的一封信：



由于史无前例的新冠疫情爆发，全球在2020年上半年经历了极大的动荡。冲击波导致三月份金融市场大跌；“大流行”令投资者感到恐慌；城市和商业活动的“大封锁”使全球经济停滞不前。尽管中国大陆市场在第二季度开始复苏，香港市场在新冠疫情、中美贸易战和本地政治事件的重重打击下，仍然十分动荡。

毫无疑问，多边合作对实现全球复苏至关重要，但不幸的是，地缘政治紧张局势的加剧和逆全球化的兴起令许多人不知所措。全球经济环境不容乐观，市场情绪也将有一段时期受到抑制。尽管如此，作为一个经历市场25年起伏的资深投资者，我们认为这是一个在核心行业建立核心持仓，以及以合适价格买入优质股票的难得机会。

后疫情时代，中国正在率先重新开放经济。过去几个月来，中国采取了一系列货币宽松措施，从促进信贷到降低融资成本，以支持经济，特别是针对中小企业，因此我们看到了中国经济复苏的积极信号。

进入下半年，由于社交距离限制措施和旅行禁令仍在实施，商业活动仍远低于正常水平。另一方面，我们预期充足的流动性将支持大量资金继续流入股市。因此，我们对下半年市场表现持谨慎乐观态度。投资者应当关注的潜在风险包括新冠病毒会否变异为一种更致命的形式，以及中美紧张局势升级。

劉央

## 2020年下半年市场展望:

### 中国内地及香港市场 — 对话基金经理杨艳

### 亚太（日本除外）市场 — 对话基金顾问Joseph Wat

#### 中国内地及香港市场

##### 如何看2020年上半年的市场表现?

**杨艳:** 2020年上半年, 由于前所未有的新冠疫情爆发, 市场高度动荡。投资者对百年一遇的“大流行”以及随之而来的全球经济停顿感到恐慌, 三月份全球股市崩盘。中国内地市场在第二季度出现了强劲的复苏, 而香港市场则动荡不安, 遭受了来自疫情、贸易战和本地政治动荡的三重打击。今年1-6月, 上证综指累计录得2.1%的小幅亏损, 而恒生指数下跌13.1%。

尽管疫情史无前例, 但对于中国而言, 我们仍处于结构性牛市中, 许多行业, 例如医疗健康和消费, 已经持续上涨了一年多。

##### 您对香港市场的表现有何预期?

**杨艳:** 香港上半年遭遇更大跌幅, 原因是香港成为中美政治角力中的棋子, 且其经济环境进一步受到持续的社会动荡和随后疫情大流行的打击。6月底, 北京通过了香港《国安法》, 将包括分裂、颠覆、恐怖主义及与境外势力勾结定为犯罪。一些人可能担心此举会受到美国的制裁, 并增加香港经济和政治前景的不确定性。然而我们认为, 新法例不会改变香港的基本面和前景。从长远的角度来看, 我们认为新法例将为爱港人士以及那些打算在香港长期发展事业的人士增强安全感和稳定感。

恒生指数经历连续数月的落后表现之后, 我们相信目前的估值已经反映了大部分负面消息和市场担忧, 因此值得超配。近期, 有一批美国上市的中国科技巨头来到香港寻求两地上市, 叠加香港交易所吸引生物科技企业上市的新规定, 都将使香港成为投资代表中国未来十年主流趋势的新经济公司的核心窗口。

##### 2020年下半年应该重点关注哪些主题?

**杨艳:** 我们预计, 在前期被抑制的需求缓慢恢复和逆周期调节的推动下, 中国经济将在今年下半年开始显著复苏。与其他主要经济体相比, 中国在政策上有更大的灵活性和回旋余地。

科技/互联网和医疗健康行业在疫情中成为明星板块。在充满不确定性的环境下, 上述行业以其防御属性可能会继续成为下半年的投资主题。即便如此, 我们不会过于乐观, 而是会持续观察新冠疫情对实体经济活动的长期影响。

我们会密切关注上市公司将于8月公布的2020年中期业绩。本基金的持股将侧重在相对不受疫情影响的行业。

#### 亚太（日本除外）市场

##### 2020年上半年亚洲股市发生哪些重大事件?

**Joseph:** 2020年伊始, 中美紧张关系随着第一阶段贸易协议的签署有所缓和, 中国股市延续了2019年第四季度以来的强劲涨势。然而1月末, 武汉爆发新冠肺炎疫情, 导致春节期间中国采取了前所未有的封城措施。

进入3月, 新冠病毒已经蔓延到全球多个发达国家。各个经济体跟随封锁国门, 导致经济增长陷入停滞, 二季度GDP创历史最高下滑纪录。不过, 股市在各国政府和央行相继出台前所未有的财政和货币政策的支持下, 得到了快速恢复。

##### 下半年市场还会继续剧烈波动吗?

**Joseph:** 考虑到史无前例的财政政策, 以及宽松的货币政策为市场注入充足流动性或将持续一段时间, 市场大概率不会重现2020年3月的底部。这对风险资产形成了支撑, 有助于提振股价。目前, 市场定价正在计入2021年初或将问世的疫苗。但如果疫情出现二次反复, 各国再次陷入封锁, 并且疫苗还没有研制成功的话, 股市可能会再次出现大幅波动。

##### 下半年主要的风险和机遇在哪一方面?

**Joseph:** 大封锁加速了人们对科技的运用, 尤其是电子商务领域。在线零售和外卖是疫情期间为数不多出现正增长的板块。远程办公工具的应用, 如视频会议, 也是如此。这一领域的许多公司的股价都超过了前期高点。

我们看好相关受益行业, 比如物流领域。此外, 随着人们开始居家办公, 效率变得愈发重要。我们认为5G技术很可能会大放异彩。

尽管主要股指已经恢复到疫情前的水平, 但仍有许多板块尚未出现实质性复苏。其中之一就是旅游板块。如果从未来12-18个月的较长期来看, 旅游板块的许多股票如果能够通过削减成本以及转向发展国内旅游业务来度过难关的话, 股价将有不俗涨幅。

后疫情时代, 随着越来越多的公司实施居家办公政策, 人们的生活方式将会随之改变。因此, 商业地产在出租率和租金方面可能面临挑战。

## 杨艳：中国行业机遇前瞻

### 健康医疗：

自今年年初以来，健康医疗板块的各类股票一直非常受欢迎，包括从疫苗、医疗设备、生物科技到在线诊断公司。我们观察到上半年该板块个股估值快速上升，尤其是新上市的公司，部分原因是近期流动性充裕。总的来说，我们认同市场对中国医疗企业估值溢价的共识，不仅因为中国国内市场前景广阔，也因为中国一直在向海外提供医疗器械和设备，并有望在不久的将来供应疫苗。但同时，我们也要注意来自政策方面的潜在风险，包括下一轮仿制药带量采购，有关生物制药入选国家医保目录的谈判，以及带量采购政策扩大到医疗器械范畴。

遵循我们的投资原则，我们更青睐买入并持有高质量且盈利增长可观的公司股票。因此，今年上半年，本基金的核心持股依然是大型制药公司。本基金的主要持仓恒瑞医药、山大华特尽管受到了新冠肺炎疫情的影响，但第一季度盈利增长依然非常可观。此外，由于人口老龄化带来的巨大潜在需求，我们抓住了新兴医疗器械细分领域的投资机会，特别是骨科医疗器械。爱康医疗以其个性化3D ACT解决方案成为该领域的明星。

展望下半年，我们的战略和主要持股将保持不变，但同时希望投资于更多在细分领域具有相对优势的中国企业。临床研究外包/药物工艺研发外包（CRO/CDMO）领域就是其中之一，主要受到中国蓬勃发展的生物制药行业以及为生物科技制药提供快速审批的监管改革的推动。此外，该领域几乎不受新冠疫情的影响。





## 互联网:

2020年上半年,核心互联网和代表新经济的股票,如拼多多、美团、哔哩哔哩以及在线教育股票,在长线上逻辑和投资者看法趋同的支撑下,进一步上涨。随着中国新冠疫情趋于稳定,线下活动正在持续恢复。新冠疫情后,国内消费(包括实体和虚拟)持续坚实增长。然而,在海外有业务的企业受到了地缘政治动荡和全球疫情发展带来的更大压力。随着国内消费需求的增加,我们看到龙头企业之间的竞争更加激烈,而小型公司在疫情爆发期间被市场淘汰。

就细分板块而言,我们预计网络游戏、视频和其他在线娱乐方式将回归更加常态化的增长模式。我们注意到,网络流量在疫情早期激增,之后逐渐下降(尽管仍保持按年增长)。随着越来越多的人将线下活动转移到线上,我们看到了一些建设性和长期性的变化,比如在线教育、电子商务(尤其是超市类)和生活服务等方面的应用率提高。线下的K12教育和酒店住宿受到全国封锁措施的负面影响,但我们预计在疫情后,这些影响对龙头企业的营收增长影响有限。与此同时,用户对软件服务和企业服务公司的应用增速迅猛,并且由于投资者对这些公司的估值进行了重新定价,这些公司的股价创下了历史新高。对于那些拥有大量海外业务的板块,比如在线旅行社、海外酒店甚至在线游戏,我们预计未来将会面临更多的不确定性。

简而言之,我们将继续把重点放在电子商务、生活服务和K12辅导领域,同时根据每个公司各自的产品周期,逐个重新评估我们关注的在线游戏公司。在线广告、海外旅游和酒店住宿则需要更多月度数据的支撑来证明拐点的到来。

## 科技硬件:

科技硬件领域的表现在2020年上半年出现了巨大分化,与云计算,居家办公/居家娱乐相关的股票跑赢消费电子产品类股票。全球范围的疫情助推了云计算的应用,我们预计诸如互联网数据中心运营商(IDC)等,已经从云计算中获得经常性收入的公司,将在下半年继续保持优异表现。另一方面,CPU/GPU/FPGA/BMC芯片制造商等主要从云业务资本支出中获得收入的企业,可能会随着下半年云业务资本支出的放缓而从快速上涨进入震荡调整期。

除了人工智能(AI)和云计算,我们还看好5G应用的长期趋势和电动汽车中半导体硬件的增长。这两个领域表现大幅落后,但长期增长趋势不变。我们预计,如果新冠肺炎新增病例逐渐趋稳,下半年上述领域将会补涨。最后,中国国内半导体相关板块的表现如预期一样持续跑赢,但随着该板块的估值已经高到缺乏合理性,我们也变得越来越精挑细选。我们继续看好中国半导体设备制造商以及集成电路(IC)设计公司。我们将对重资产的晶圆代工公司更加谨慎,考虑到他们的高估值。

## 日本市场展望 — Taeko Setaishi (基金顾问)

投资者都在密切关注新冠疫情的传播、新增确诊病例数字、经济疲软、出口下降、与中国的贸易摩擦、不景气的消费支出以及日本许多企业领袖对市场的信心低下。

但是，我们也要看到很多积极的方面，包括日本的低失业率、没有通货膨胀压力、正在开发的新药、以及当前政府的货币和财政政策没有重大变化。我们继续看好，扩张中的经济最终会传导到更高的公司盈利和股价上涨。

在过去六个月中，海外投资者一直是日本股票的净卖家。相反，境内投资者在过去六个月中，有四个月的时间是净买家。此外，日本企业在最近几周一直是净买家，我们期望日本政府养老基金在2020年下半年转为净买入。

在精选个股的前提下，我们继续青睐电子产品、汽车零件包括用于电动汽车的各种零件、机械、软件包括游戏软件、细分市场贸易公司、医疗设备制造商、人才派遣公司、与资本支出相关的公司、健康医疗等等。

我们预计，到2021年中期，全球经济将开始提振全球销售，并最终提高收入。未来的潜在风险包括贸易战恶化，特朗普总统连任以及新冠疫苗开发的延期。我们认为，日本货币和财政政策的变化极不可能。

基于预期中的复苏，我们认为日本股票将仍然具有吸引力，特别是对于愿意投资于长线成长性股票和复苏主题的投资者的而言。我们将继续专注于自下而上的投资方式，还将增持具吸引力的且具有长期盈利潜力的中型成长型企业。



# 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, 基金顾问

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

Level 6 Distrii, Republic Plaza,  
9 Raffles Place, Singapore  
048619

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