

2018年4月

尊敬的客户，

您好！

在刚刚过去的第一季度，股市创纪录式的表现于高潮中落幕，我们的基金最终以-0.09% 平稳收盘。或许这看起来不太亮眼，但实际上在这期间，市场突然转向，出乎意料地套住了许多狂热的投资者。如果你在这期间也参与到了市场中，不幸深陷亦或有幸逃过此轮波动，想必您会十分欣慰地了解到我们在基金的主动管理上做出的努力。

在这样的市场环境下，重新讨论波动率将变得格外有意义。您可能会问：“既然我的投资周期足够长，为什么波动率还会影响到我？”实际上，即使在长期投资的前提下，市场波动率依然会影响投资者的投资心理以及坚持长期投资目标的能力。

投资哲学

波动率

投资就像 F1 赛车一样，精准把控速度与控制之间的微妙平衡方为制胜的关键。在我们看来，市场的起起伏伏就如同赛道一样，都需要精准地控制方向才能过关。没有人会期望比赛事故的发生，但实际上这样的意外确实在重复上演。同样的，我们无法预测熊市的出现，但我们却可以在市场交替的时候，积极作出有益回报的决定。

仅仅通过观察谁在直道上跑得最快，或者谁在第一圈处于领跑位置，你无法确定比赛最终的优胜者。在直道上速度最快的赛车很少能赢得比赛，反而往往更容易发生事故。我们的投资组合有稳定的增长，因为我们的目标是谨慎应对市场这条赛道上的每一个弯道，及时把控市场的交替转换，赢得组合长期稳健的发展，而不仅仅只是在直道上跑得更快。

高风险≠高收益

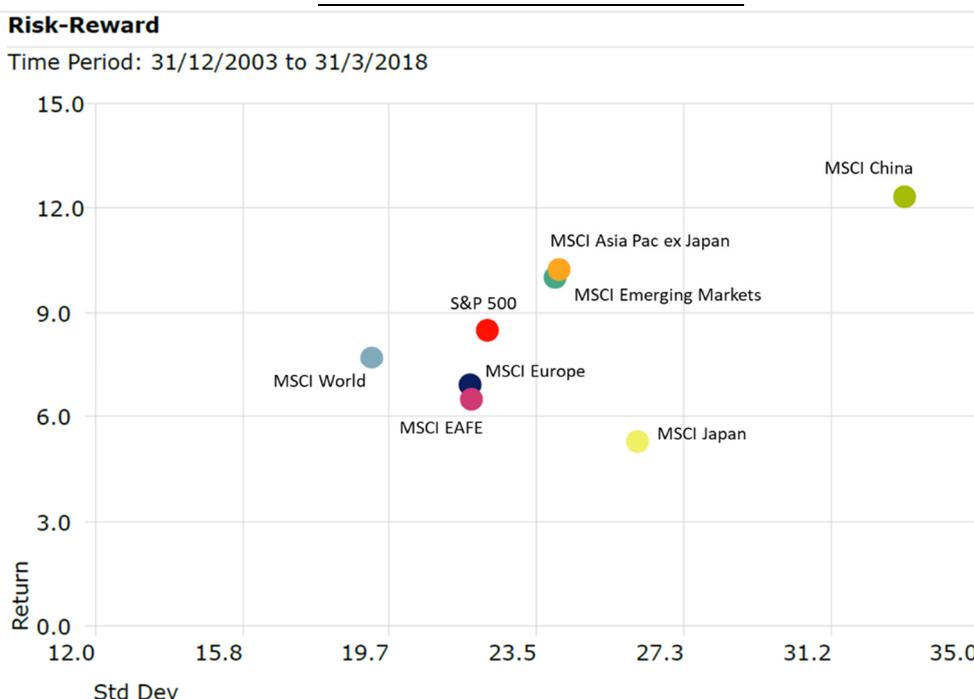
想象一下，一场直道起跑的 F1 比赛中，油门轰鸣声震耳欲聋，每个车手都猛踩踏板，竭尽全力保持最高速以争夺领跑优势。此时当弯道出现，车手的反应又会是什么呢？很显然，所有车手都会控制方向来过弯，而不是冒着车毁人亡的风险笔直冲过弯道。在投资上我们会问，我们是选择继续冒险

高速直行呢，还是选择调整以保证安全驶过弯道呢？有趣的是，当涉及到投资的时候，许多人会选择“危险驾驶，高速直行”。

更大的风险一定会带来更高的收益吗？如果更大的风险能保证带来更高的收益，那就不叫风险了。当然我们并不认为波动率是投资风险的唯一组成因素，但鉴于它在目前市场环境下的的重要性，我们在这里仍然会围绕波动率进行讨论。

下图一般被用作说服投资者，为了获取更高的收益，将通常不得不承担更大的风险。现实中，大多数人只会关注更高收益的前景，却低估了它所带来的风险，如下图中的中国股市。放诸 F1 比赛中，就像一个团队会制造出马力强劲却拥有薄弱空气动力学控制系统的赛车，并指导他们的车手不顾一切地加速直行，而不是安全跑完整条赛道。

全球股票市场的风险-收益关系图



相应地，我们也可以通过亚洲金融危机、全球金融危机和中国 2015 年 A 股熊市来观察亚洲市场在危机时相较于其他地区的下跌幅度。期间又有多少投资者在缺乏理解与管控相关风险的情况下，一头扎进股市最后却输得倾家荡产？而更重要的是，很多人在这样的遭遇中受到重创并彻底放弃了投资。您也可以参照上一期投资者信函了解更多关于负复利的影响。

亚洲、中国和全球股市的下跌情况 (%)

市场	亚洲金融危机 1997 -1998	全球金融危机 2007 - 2009	中国 A 股熊市 2015 - 2016
亚洲	-56.73	-64.68	-29.91
中国	-78.54	-73.30	-42.13
全球	-13.45	-57.46	-17.66

来源：Morningstar

投资组合应用

一些团队成员很困惑于为什么我能在市场剧烈震荡中露出笑容。我当然不是受虐狂，也并不享受损失。如果我以事后诸葛亮的姿态说：在写上期投资者信函的时候，我就已经预见到了两月份的下跌，这显然是不诚实的。虽然我们无法预期市场转向的时间点，但在市场开始进入波动期的时候，我们的策略和管理被证明颇具成效。也许这也是我相对飙车更喜欢看 F1 比赛的原因。

▶ 未雨绸缪并利用主动管理程序积极应对：

我们在这一季度减少了一些流动性较差的股票在基金中的份额，因为它们的风险收益比对我们不再有吸引力。针对上升的波动率与股票潜在的下行风险，我们也将基金的现金水平增加到了 20% 以上来部署防御机制、进行缓冲。同时，波动代表新机会的出现，意味着我们可以寻找更佳基本面和更合理的切入点来重新部署新的配置。我们养精蓄锐、等待时机，而不需被迫投资。

▶ 投资组合得益：

我们的主动管理模式效果显著。基金于本季度的波动率与最大回撤率均低于大盘。我们当然不能保证百分之百的准确率，但我们会努力争取大概率的准确度。

▶ 更好的机会：

这也是我在市场震荡中保持灿烂笑容的另一原因。伴随着波动，我们注意到市场优胜劣汰的特性又开始重新显现，而这为我们提供了更多的投资选择。

巴菲特 (Warren Buffett) 曾说过：“只有浪潮退却，你才能看清谁在其中赤裸着游泳。” 浪潮完全退却了吗？近期的波动率显示，虽然市场正变得越来越波澜起伏，我们尚未进入浪潮将退的时段。我们将继续积极应对，做好两手准备。为什么？我们不会因为为您管理投资获得报酬，只有回报才能为您和我们实现共赢。

顺祝时祺！



吴伟明 先生
首席投资官