

致投资者信函
2020年4月

尊敬的客户，

在 2019 年 1 月的致投资者信中，我第一次提到 VUCA（波动性、不确定性、复杂性和模糊性）的概念，用以描述投资者眼中的 2018 年。而一年之后所发生的事情，显然将 VUCA 模式推向了一个全新的高度。新冠病毒在短短两个月内席卷全球。3 月 1 日，全世界除中国以外的地区的确诊人数还少于 9000 例；然而在 4 月 18 日我撰写这封信函的时候，这个数字已经飙升到了 225 万。形势急转直下，全球范围内都陆续出台措施，以应对病毒扩散。各国封锁边境，仿若末世来临，一种超现实的感觉油然而生¹。

出乎意料，快如闪电，史无前例

用出乎意料、快如闪电和史无前例这三个词来形容市场的变化，恐怕再合适不过。美股在 3 月 9 日到 18 日的短短十天内触发了四次熔断。标普 500 指数在 2 月 19 日到 3 月 23 日之间急泄 34%；然而在 3 月的最后一周，随着美联储宣布其“不计代价”的救市计划之后，该指数又回弹了 15.5%。随后，从 3 月 23 日到 4 月 17 日，它总计回升了 28%。但是，正如在 2018 年 1 月致投资者信函中我们提到过的负复利，它开始在当前状况显现它的影响。简单计算，34%的跌幅，意味着标普 500 指数需要 50%的强力回弹才能够回到初始水平。也就是说，28%的涨幅实则仅收复了其一半的损失。

金融市场在 3 月一落千丈，各类资产无一幸免。关于资深投资者在股票、固定收益和风险溢价等领域遭遇空前损失的新闻比比皆是。连巴菲特都说，这是他 89 年的人生中不曾见过的景象²。回顾我们的基金，亚洲基金的表现符合战略架构的设计：无论市场是涨是跌，亚洲基金都表现出更高的波动。在三月，该基金下跌了 18%；但需要注意的是，它在去年 1 月取得的最强劲回报，也远超整体亚洲市场。另一方面，我们的多元资产组合的确具备可以减缓普遍下跌趋势的亮眼特质，但是也很难在市场哀鸿遍野之时独善其身。如同预期，截止 4 月 15 日，FGO+和 FGO 分别录得 14.43%和 14.00%的跌幅。

两个最常见的问题

在 3 月，我们最常被问到两个问题：

1. 经济步入衰退了吗？
2. 熊市到来了吗？

我们对这两个问题的答案都是：是的。

¹ <https://www.marketwatch.com/story/post-apocalyptic-drones-capture-erie-footage-of-america-on-lockdown-2020-03-31>

² <https://finance.yahoo.com/news/warren-buffett-coronavirus-outbreak-stock-market-volatility-oil-crash-125047574.html>

严格来说，美国国家经济研究局(NBER)这样定义**经济衰退**：整个经济体内的经济活动下降，并且持续数月或更久；这样的衰退通常可以通过宏观指标来观察，如 GDP、实际收入、就业、工业生产、以及批发零售的销售数据等。尽管没有来自 NBER 的官方公告，经济衰退几乎已成定局。我们在新加坡不得不把自己关在家里工作，全世界三分之一的地区被封锁，经济数据何以改善³？

然而一个有趣的现象是，衰退和熊市并不一定同时到来。从表格 1 可以看出，在过去 50 年间的 7 次经济衰退中，有 4 次衰退伴随着的是市场平稳运行甚至攀升的状态，而唯一一次熊市发生在 2008 年。

表格 1：衰退期的市场表现

经济衰退	市场表现
1969	0.10%
1973	-15%
1980	23%
1981	21%
1990	21%
2001	-1%
2008	-37%

来源：彭博社，美国经济衰退期间标普 500 指数表现

当市场从最新高位下挫超过 20%，就算是步入**熊市**。虽然我们说之前的七次衰退仅见一次熊市，但这并不意味着“没有经济衰退，熊市就不会出现”。图 1 显示，在过去 100 年左右的时间里，共出现了 13 次熊市。但是表格中的数据也显示，每次熊市之后都会伴随一轮强劲且持久的牛市，其平均涨幅为 166%，平均持续 54 个月；而熊市平均下跌-42%，持续 22 个月，则显得更小幅而短暂。

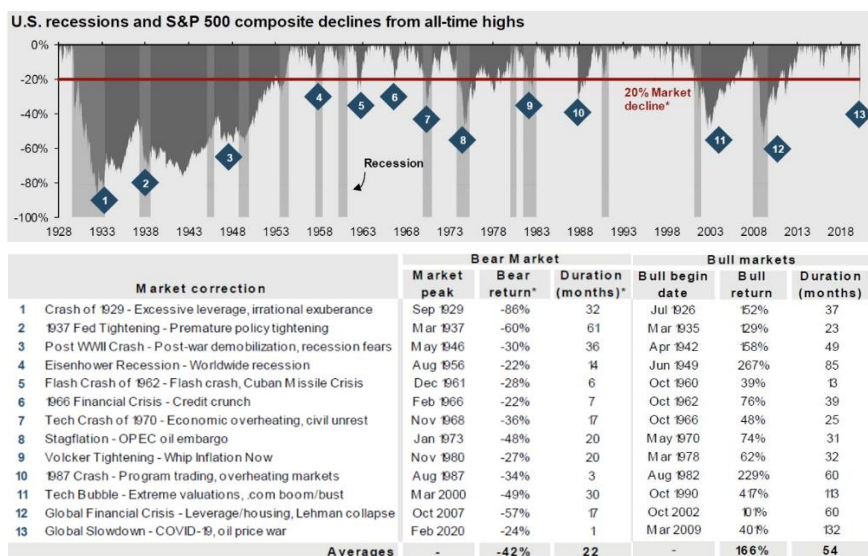


图 1：美国经济衰退及标普 500 指数下跌；来源：摩根大通资产管理

³ <https://www.statista.com/chart/21240/enforced-covid-19-lockdowns-by-people-affected-per-country/>

身处 VUCA 的世界，如果想要实施既定的投资计划，而不被各种新闻消息所摆布，投资者们可以做的一件事是：以史为鉴。就像马克吐温所说的那样：“历史不会重演，但必有相似之处。”人是健忘的动物，而历史有如海上指路明灯，引导着正确的航线，让我们在风浪的颠簸中保持冷静，坚定如磐。而投资的硕果也会随之踏浪而来。

投资者们应该怎么做？

我们认同投资大师霍华德·马克斯的观点：你无法预测，但你可以未雨绸缪。如何做准备？投资者们可以做到以下三条：

1. 做盘点：你的投资组合是否多元化？是否存在杠杆或流动性风险？
2. 确定你手头留有多少资金可用来投资。
3. 在入场前准备好剑与盾，一手进攻一手防御。

我们的投资组合实现真正的**多元化配置**，类别涵盖股票、债券和另类投资。我们**并未借助杠杆**，这样就避免了在较大的市场压力下被强制追加保证金甚至强制抛售的可能，让我们得以保护我们的进攻性投资。我们一直专注于**表现坚韧**的领域，例如增长型质量股、医疗保健股以及政府债券，这些是我们在三月市场暴跌中保护自己的盾牌。此外，我们的标的基金具备**100%日结的极强流动性**，这支持我们在机遇出现时轻松调整持仓；例如，贱价抛售的市场中，不乏优质的投资机会。以上仅是在投资方面。而就我们的公司运营而言，即使是在正常情况下，我们也早早适应了**工作场所协调系统**，因此可以无缝过渡到针对控制疫情的全新办公模式，而丝毫不会有应对压力。更重要的是，我们可以在一个涌现更多机遇的环境中，继续做投资如平常。

“最糟糕的情况过去了吗？”老实说，我们无法给出答案。

遗憾的是，充分的准备、坚韧的持仓和充足的流动性还不足以促成成功的投资。目睹过激烈的市场厮杀，被纷纷扰扰的坏消息所冲击，在各种思绪不清的揣度和预测的影响下，还会有人敢于按下投资的快进键，拿出更多资金来投资吗？霍华德·马克斯说过，“坏消息漫天纷飞而价格处于崩盘的时候，买入是一件困难的事情。”⁴但是，正是人类心理深处想要确认结果再行动的天性，让他们在等待和确认跌幅触底的时候，不知不觉已经错过了绝佳的买入机会。

这就是为什么我们在战斗时既要手执利剑，又要紧握盾牌。在形势不明朗，并且有未知压力的状况下，盾牌帮助我们保持坚韧。当然，仅靠盾牌不可能赢得战斗。利剑的作用就在于那些已经将比大盘更加糟糕的坏消息反映到价格下跌中的投资机会。因此，即使市场再次下跌，这些机会已然将坏消息消化，进而下跌空间更小。霍华德·马克斯亦说过，“投资者的目标应该是更多的优质投资，而不仅仅是少数几

⁴ <https://www.oaktreecapital.com/docs/default-source/memos/calibrating.pdf>

笔完美的交易。”与之呼应，剑和盾的组合，正是我们实现更多优质投资的利器。如果你想要进一步了解我们如何在这段时间进行投资，欢迎查阅我们最新的市场时评⁵。

我们在一月份的投资者信函中谈到，在面对看似非理性的高位市场，要保持头脑清醒。如今，市场步入熊市，而且似乎也并不理性。我们重申：面对超出可控范围的问题，我们保持着理智寻求宁静，接受我们无法改变的事物，勇于改变我们所能改变的，并用智慧去了解其中的差异。

顺祝时祺！



吴伟明先生
首席投资官

⁵ https://webcms.finexisam.com/assets/publication/monthly/FAM_Commentary_202004.pdf

汇信资产管理私人有限公司免责声明

汇信资产管理私人有限公司 (以下称“本公司”) 尽其所知所信, 本材料中所含信息准确性仅以发布日期为准。本公司持有对本材料中所有信息的更改权, 若有任何更改, 恕不另行通知。本公司对于本材料或第三方所提供信息之准确性、充分性和完整性, 不做任何形式的陈述或保证。本材料可能存在技术上或印刷上的错误, 各项事件的持续发展可能引致部分信息的准确性受到影响。本公司没有义务对本材料进行更新。

本公司及其关联企业, 以及各自的股东、董事和雇员就本材料中的任何错误或遗漏, 以及对直接或间接使用本材料所引致的任何损失或损害不会承担任何责任。除非另有明确协议, 否则严禁使用、披露、复制、修改或分发本材料或其任何部分的内容。本公司拒不承担因您访问或使用本材料而引起或相关的, 无论在合同、侵权、责任限制或其他方面的任何直接、间接、附带、后果性、惩罚性或特殊损害的赔偿责任。

本材料并非广告, 不可作派发资料或作公共用途。本材料仅供一般性参考, 并不考虑任何特定投资者的目标、财务状况或需要, 亦不作为任何形式的投资建议。

本材料不构成任何金融、投资、法律、会计、税务或其他专业建议, 不构成对本公司所管理之基金进行投资的邀请, 亦不构成对本公司所管理或提供咨询之基金发行的利息出售的要约。任何要约只能通过相关的要约文件和相关的认购协议作出, 有关信息应被仔细阅读和透彻理解, 且只能在要约符合相关法律和监管要求的司法管辖区内进行。

模拟投资、过往业绩和投资计划未必可作为基金日后表现的指引。在投资由本公司管理或提供咨询的基金时, 任何投资者都有可能获利或面临投资损失的风险。

本材料上的信息不适用于位于或居住在信息发布受到限制或未经授权的司法管辖区人士。未采取任何行动对本公司进行授权、注册或限定任何本公司基金, 或以其他方式允许任何本公司基金在任何司法管辖区公开发售, 或允许在任何司法管辖区发布任何与本公司基金相关的信息。

本免责声明的中文译本仅供参考使用, 若有任何译制出入, 一切仅以英文原版为准。

⁴ <https://www.oaktreecapital.com/docs/default-source/memos/calibrating.pdf>