

尊敬的客户,

我们常常被问到，“为什么我选择了更高的风险，但却没有实现更高的投资回报？”最近，在阅读《投资最重要的事情》(The Most Important Thing: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor) 一书时，我发现了一种很好的方式来解释这一点。或许我的感觉过于乐观，但让我们来试一试。

更高风险 = 更高回报

这句话你听过多少次了？无论是债券还是股票，“风险越高，回报越高”已经成为投资的基本准则。图 1 精炼地总结了这一点。

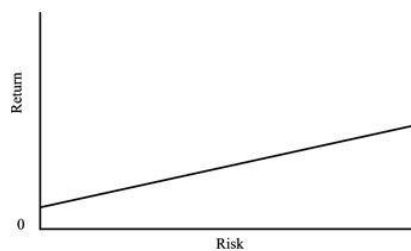


图1 风险-回报曲线

这个概念固然正确，但同时也过于简单化。如果承担更高的风险就能保证更高的回报，那就没有风险可言了，对吧？不仅如此，依赖这一过分简洁化的准则会促使投资者们得出过于理想化的结论，并在最后令他们失望。

图 2 显示的是金融课本中的普遍版本。你能发现区别在哪里吗？

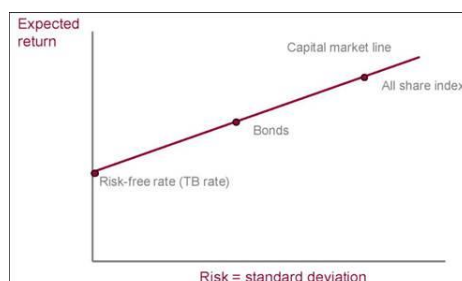


图2 金融课程版风险-回报曲线

观察入微的读者会看到课程版写着“预期回报”，意味着“更高的风险，更高的预期回报”。对此，我可以想象读者会脱口而出：“当然，我的回报期望必与我的投资风险一致啊！”正是从这里，误解开始出现。

相同风险 → 更高回报！

如果我说，你能通过承担相同的风险获得更高的回报呢？“这也太棒了，能是真的吗？”有人可能会这样问。事实上，承担同样的风险确实可以获得更高的回报。

Vanguard 通过研究计算，预估全球股票的年化回报率在 7-9% 之间¹。然而想象一下，如图 3 表明，如果你在 2003 年到 2007 年的四年里投资了全球股市，你的年化收益可高达 23%。那不可能是运气使然，对吧？



图 3 2000 年 12 月-2007 年 10 月间全球股票摩根士丹利资本国际 ACWI 指数

相同风险 → 更少回报

那么，在相同风险水平下可能获得更少的回报吗？没有人会有这样想，更不用说抱有这样的投资期望了。

但是这样的事情确实实地在发生着。在数年的大牛市之后，市场不可避免地出现了熊市，导致 2003-2009 间的年化收益率从 23% 下跌到 3% (如图 4 所示)，远远低于对股市回报的预期。

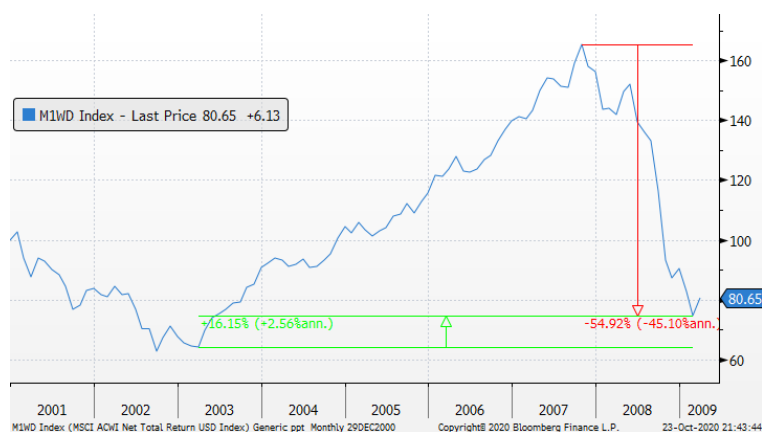


图 4 2000 年 12 月-2009 年 3 月间全球股票摩根士丹利资本国际 ACWI 指数

¹ <https://advisors.vanguard.com/insights/article/2020midyeareconomichighlights>

股票预期回报率达到 7-9%，到底发生了什么呢？实际上，这仍然是股票投资者最有可能获得的回报期望。这也是承担更大风险的基础，以谋求更高的回报期望(我必须强调，是实际的预期而不是缥缈的希望)。那让我们来看一看现实情况的另一面，承担更高的风险为投资者实际带来的是更多的可能性，更高的回报上行空间伴随着更低的回报下限空间。令人欣慰的是，与预期回报相比，这些高得多或低得多的回报极限甚少发生(对于那些暂时体验到远高于预期回报的幸运投资者们，我们很抱歉必须点破这样不切实际的泡沫)。图 5 是对风险-回报曲线更加真实而全面的表述。本例中，我们选用了全球股票作为案例讲解，但是这样的法则对债券等各类风险资产全都通用。

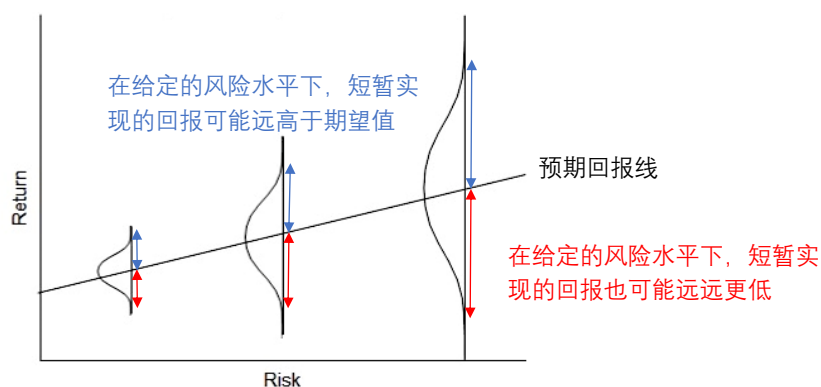


图 5 风险越大，可能性越大。来源：橡树资本管理

本信函开头，我提到过基于过分简化的风险-回报曲线得出的结论很可能将在最后让投资者感到失望。在阐述了对风险-回报曲线更加全面的解读后，让我们再来看看以下两种情境：

- 投资者在投资初期短暂获取了高于预期的回报率，然后追高加码。市场随后下跌，以回到长期预期。结果，追加的投资遭受到了损失，而投资者的收益率也低过预期回报。
- 投资者在投资初期暂时取得低于预期的回报率，并且沽售退场。市场在此之后上涨，回归长期预期。结果，投资者将无法享受到上涨的福利，却锁定了亏损黯然离场。

更高风险 → 更低回报

既然我已经揭开了“风险越高=回报越高”这一绝对真理的神秘面纱，这里还有另一个值得投资者深思的命题。对于承担较高风险的投资者来说，这样的观点很可能将引起担忧甚至苦恼，因为在一些时期其回报率甚至将低于承担较低风险的投资者。例如，2014 年全球债券上涨 7.6%，而全球股票上涨 4.2%（担忧？）；而 2018 年，债券上涨 1.8%，而股票下跌了 11%²（苦恼？）。

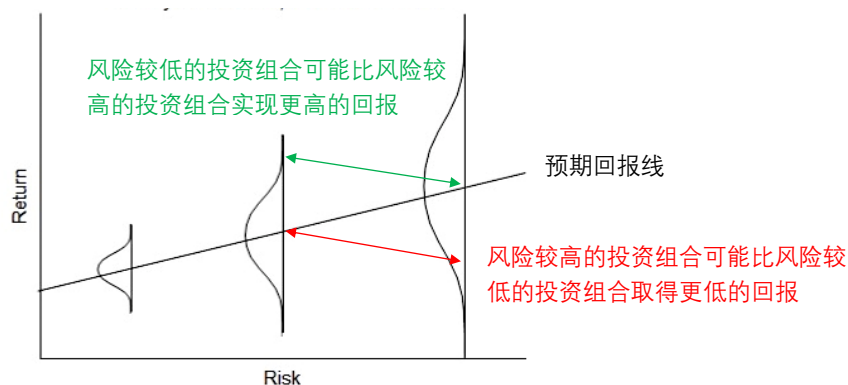


图6 违背直觉的可能性

我不得不称赞霍华德·马克斯在他的著作《投资最重要的事情》一书中，通过在标准的风险-回报曲线上添加一些分布曲线，描绘出了现实的投资期望图景。从实际情况来看，这些曲线表明，在任一给定风险水平下，最可能实现的回报仍处于中间“峰值”处，而更高或者更低的回报极限确实更少发生（请勿忽视其确有可能发生的概率）。

如果承担风险不能保证实现预期的回报，那承担风险还有什么意义可言？现实情况是，风险之所以是风险，就是因为伴随着风险的是取得的回报的上下波动。在某些时候，投资者承担了更多风险，但他们并没有获得更高的回报；对此其实不必过分担忧。只要记住，时间将带着你的投资慢慢积累，最终回归至长期的回报期望。

承担更多风险，实际带来的是更多更广的可能性和结果。在如今的市场环境下，这比以往任何时候都适用。

顺祝时祺！

吴伟明先生
首席投资官

² 全球债券:彭博巴克莱汇率对冲全球综合指数, 全球股票:摩根士丹利资本国际 ACWI 净回报美元指数

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 日时为准。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辖区公开发售, 或允许在任何司法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。