

汇信亚洲基金

致投资者信函

2019 年 1 月

尊敬的客户,

新年好！汇信亚洲基金以-9.76%的表现收官 2018 年的最后一个季度，本年基金的年度回报为-15.40%。如果用四个英文字母来描述 2018 年（不，不是你脑中浮现的那四个字母），那就是 VUCA。VUCA 在 1987 年首次被引用，用于描述市场环境同时具备波动性 (Volatility)、不确定性 (Uncertainty)、复杂性 (Complexity) 以及模糊性 (Ambiguity)。不论是节节高升的 2017 年还是动荡波折的 2018 年，市场都是波动的、不确定的、复杂的，甚至是模糊不清、不可捉摸的。不过，与获得利润所伴随的快乐相比，投资者在经历同等亏损时往往会感受到更深的痛苦；毕竟我们皆为凡人。

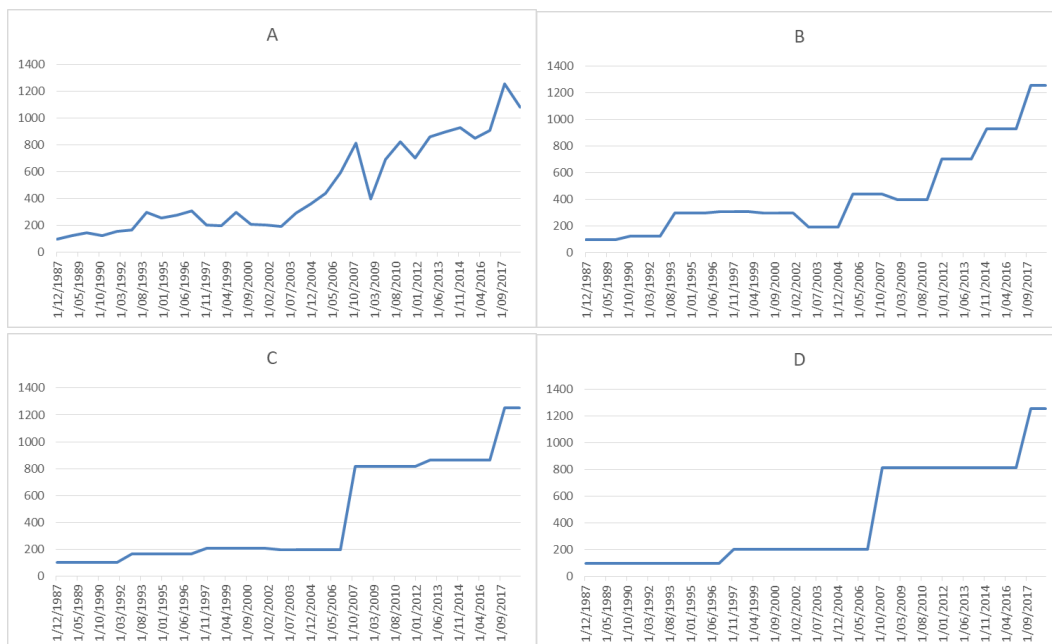
最近在开学典礼时，我孩子学校的老师说道，家长和老师必须共同努力，让孩子们在 VUCA 的世界中做好准备。问题是，我们自己是不是已经为 VUCA 的世界做好准备了呢？

投资哲学

如何“保证”回报

我们时常被问道“你能保证我会赚钱吗？”一直以来，我反复思索该如何给出一个回复。因为保证代表没有风险，没有风险则意味着很少甚至没有回报。尽管如此，除了庞氏骗局或一味注重“保证”而牺牲回报，在投资中的确是有可能“保证”回报的。事实上，投资的本质是，只要有正确的观点，投资者大致能确保利润。

在以下四项中，您会选择哪一项投资？



为了帮助您作出决定，这里有一些数据供您参考。

投资	最大周期性损失	最大周期性回报	波动率
A	-51%	80%	30%
B	-34%	144%	37%
C	-4%	316%	58%
D	0%	297%	56%

来源：彭博社，汇信资产管理

实际上，参与上述任何一项的投资者最终都会获得相同数量的财富。以上所有投资其实都是一样的；它们反映了从 1987 年 12 月 31 日到 2014 年 12 月 31 日期间，除日本外亚太地区股票投资的回报。唯一的差别在于 A、B、C 和 D 分别是以 1 年、3 年、5 年和 10 年的估值间距来显示。以 10 年作为一个投资周期，实际上可以无损一分一毫地将 100 美元复利增长到 1000 美元以上。巴菲特说：“只选择买入即使停市 10 年，你仍然乐意持有的股票。”也许这就是他的意思。

为了不体会到任何损失，期望投资者每 10 年才看一次他们的投资报表可能是不太现实的。不过，即使是“假设”您的投资是每 5 年估值一次，市值损失将从 -51% 大幅降低至 -4%，这也将从减轻因市场产生的心理痛苦。

投资组合应用

虽然我们鼓励投资者不要关注短期市场波动，但这并不表示我们投入资金后就把目光移开。想象我们与种植、播种和收获庄稼的农民相似。农民以农作物价格（波动性）、产量（不确定性）、疾病（复杂性）、政府政策（模糊性）的形式经历 VUCA。尽管存在不同风险，农民仍然将重点放在监测和管理作物的生长上。

以下表格让您了解更长的投资年期如何能够带来更令人满意的回报。

作物种类	树木开始生产果实所需的时间
香蕉	1 年
橙	3 年
榴莲	5 年

在长期播种和耕作后，农民可以做些什么来提高成功收获的可能性呢？其中一种方法是从良好的种子开始，降低投入成本。良好的种子可提高产量并减少不确定性，低投入成本减轻了作物价格不稳定的影响。同样地，我们如何确保我们的投资在 5 年内仍然存在并产生回报？像农民一样，我们专注于获得

持续回报同时所带来的风险，我们的汇信亚洲基金也着重选取价格低廉且优质的股票，以便我们能够提高成功收获的可能性。

所有风险都一样吗？

VUCA 很好地总结了投资中的各类风险。每一种投资有各自不同程度的 VUCA。投资者寻求他们能够承受的风险类别，并期望从中获得回报。

本周，我与世界上最杰出的投资者之一——霍华德马克斯共同参与了一个会议。我认为他的见解非常精辟，在之前的投资者信函中，我也曾引用他的言论。霍华德说，大部分的价格变化都是心理上的原因，而非基本面因素所导致。由于**不确定性**，市场基本面的摆动可以使它从“非常好”转为“不怎么样”。但当市场心理因素被考虑进去后，这样的摆动可以转瞬从完美到无望，这就是典型的**波动性**。

我们的投资专注于管理波动性和不确定性。由于市场波动而造成的错误定价使我们获得投资机会。在经济周期的不同阶段，企业指标的不确定性让我们能转出低回报和估值欠佳的股票，并买入资本回报率高而且具有价格优势的股票。专注波动性和不确定性的好处在于，回报的实现只是时间上的问题，而非能否的问题。

以下表格显示分别投资在市场基准、便宜的股票、优质的股票，以及把它们结合成汇信亚洲基金时，各自录得正回报的机会率。对于所有的投资机会，我们可以看到在较长时段进行评估时，获利的可能性会提高。更重要的是，投资于价格低廉且优质的股票组合中（汇信亚洲基金），比单单投资在市场上，获利的机率在 5 年间将由 72%显著地提升至 97%。

获得正回报的几率	滚动回报周期			
	每月	1 年	3 年	5 年
投资				
市场: MXAPJ	55%	67%	67%	72%
低廉: 价格	60%	68%	81%	78%
优质: 资本效益	63%	71%	80%	85%
低廉且优质: 汇信亚洲基金	61%	72%	91%	97%

自 31/12/1992 至 31/12/2018 不同滚动周期的获利机率

来源：彭博社、汇信资产管理

金融市场本身在不断演化的多维关系影响下已日趋复杂。此外，金融人士倾向于使用不同的术语来表达基本上相同的概念。我们减低**复杂性**风险的一个关键方法就是去繁化简，通过过滤来找出主要的问题所在，同时辨别共同要素。这个与我们关注在市场的主要驱动因素的方法是一致的。

我们不是处理**模糊性**的专家，但我们致力于将它的影响降到最低。通常来说，我们不喜欢被问道“它会或不会？”因为这问题和抛硬币没什么两样。就像地源政治事件或药物试验结果这类的风险，我们不能

洞悉也无法预测它们最终是否会发生。在这样的情况下，回报不是看何时会发生，而是能否发生的问题。我们更偏向一些带有指向性的硬币，这来自我们能从中获益的风险。

当我们选择价格低廉且优质的股票时，这会大幅提升我们投资组合的持久性和潜在回报的机率。如果因为股票投资者承担的风险更多而市场对他们的奖赏更为丰厚，那么投资在价格低廉且优质股票当中将带来更喜人的回报。因为我们价格低廉且优质的投资组合采取的是分散投资的方式，而不是一掷千金，大额投注在一支股票上。我们主要的回报来源来自市场持续奖赏的正面特质。因此，在这样的情况下，是何时获得回报，而不是能否获得回报的问题。

话说回来，在经历了 2017 年所带来的 16% 年度增长后，2018 年 15% 的跌幅是一个及时的提醒，投资者必须要有心理准备来承担投资所带来的不同程度的风险。我们曾在 2018 年第二季度的投资者信函中提及，股票在本质上是不稳定的，但恰恰如此，这是实现长期回报不可或缺的因素。

顺祝时祺！



吴伟明 先生
首席投资官