

致投资者信函

2020年7月

尊敬的客户，

仅一个季度的时间，可以发生多么翻天覆地的变化！第一季度的时候，投资者们还在忧虑市场还将下跌多少，而现在却在为反弹是否过多而担心。在以往的致投资者信函中，我会偶尔分享一些诸如霍华德·马克斯和沃伦·巴菲特等投资大师的语录。他们经历过多个市场周期，而且乐于分享自己的投资智慧。就像霍华德·马克斯在他的六月备忘录中所说的那样，“2020年到目前为止，市场从充满希望到绝望再回到希望的转变已然迅速发生，而且时间之短打破记录。但有价值的也更具挑战的，在于从中找出并学习合理之处以及反常之处。“我也已经见证过多个市场周期，极度悲观和极度乐观之间的波动和切换现在再次上演。

继三月份的下跌之后，各资产类别的金融市场在四月份强劲反弹，并在第二季度各月全部实现上涨。我们注重估值合理的质量型股票，这样的方式为我们带来了收益，汇信亚洲基金 (FAF) 获得约 19.2% 的回报。同时，全球多元配置的汇信全球机会基金(FGO)和汇信全球机会增值基金(FGO+)则分别录得 9.37%和 10.51% 的回报率；核心主题纷纷取得了利好：保持坚韧，谋求回弹，寻求收益率。

我们的投资组合考虑了更严重的经济衰退，也并未忽略经济复苏的可能，在此基础上进行配置以应对两种情况；从结果上看，我们的回报率是很不错的。然而，不少媒体文章中大肆宣传，一些 Robinhood 平台上的新手投资者在低点抄底，并“在华尔街老兵错过的市场复苏中坐收渔利”<sup>1</sup>。看起来，这些喜欢快进快出的投机者们鱼贯而入，比起我们这样为了应对长期衰退而配置防御性投资的人，他们的回报好像好出不少。能这样一蹴而就实现获利，这些初尝成功果实的人便理所当然地认为：“谁还需要专业的投资经理？”

## “为什么老练的投资者们都没那么勇敢？”

好消息是，继上个季度出人意料的恐怖跳水后，整体市场已经迅速反弹。这主要是源自于全球央行的刺激措施，以让金融市场重拾信心。确实，“不要和美联储作对”这句话，似乎已经被当作箴言写进了很多投资者的策略中。然而，美联储这样的措施也给投资者带来了“我绝对不会赔”<sup>2</sup>的幻象。大批投资者被吸引入场，陷入了近乎疯狂的抢购狂潮；从破产企业的股票到估值过高的标的，他们照单全收，甚至通过借贷和杠杆进行操作。

<sup>1</sup> <https://www.cnbc.com/2020/06/09/robinhood-traders-cash-in-on-the-market-comeback-that-billionaire-investors-missed.html>

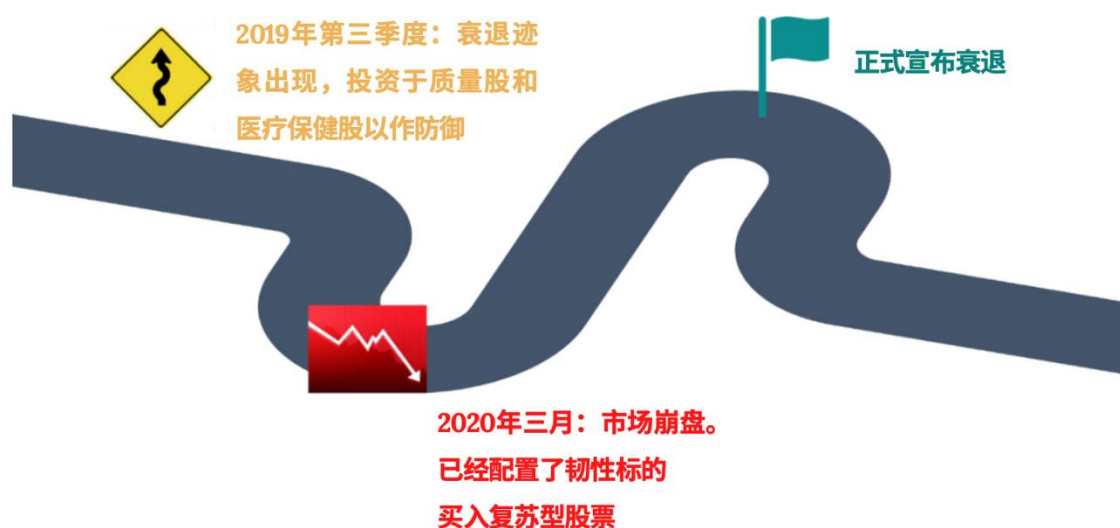
<sup>2</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-07-08/there-s-no-way-i-can-lose-inside-china-s-stock-market-frenzy>

央行的刺激措施给华尔街打了一针强心剂，但同时也让很多面临严峻形势的普通民众对于实体经济脱钩感到困惑。抛开明显的道德风险问题不说，人们还是不禁会想：即使央行的意图是好的，但是导致了投资者们不顾基本面如何就疯狂涌入市场；一旦再次崩盘，后果将不堪设想。

本节标题这句话援引自黑石集团主席兼 CEO 苏世民 ( Stephen Schwarzman )。他补充道：“因为如果你在投资中无所畏惧，那你可能在三四十岁的时候就会遭受打击；但如果你到了五六十岁还想蒸蒸日上，就说明你必须清楚如何避开问题，而且要懂得在投资中何时激进何时保守。”对于汇信来说，我们选择当估值水平能恰当反映出基本面因素时表现勇敢抓取机会，才能在整个市场周期中获取高于市场的回报，即便这条路很少有人涉足。

## “你无法预测未来，但可以未雨绸缪。”

如何为无法预测的未来做好准备？在 2019 年第三季度，我们就已经从一些指标中观察到了经济衰退的警告信号。虽说这些指标不一定就预示着衰退，但我们在当时就选择了投资增长型质量股和医疗保健股；如果经济确实步入衰退的话，这些标的将有望更好地进行应对。更重要的是，由于我们投资于具备估值吸引力的标的，所以我们不必绞尽脑汁地预测衰退，也能让它们对投资组合做出贡献。步入 2020 年，在市场经历了严重崩盘又猛烈反弹之后，在 6 月 8 号，美国国家经济研究局 ( NBER ) 正式宣布美国经济从二月起就步入了衰退。如此滞后的判断实则不难理解，NBER 需要一定时间才能观察出“各个板块经济活动明显减缓并且已经维持数月”。我们在 11 个月之前所做的决定并没有要求我们预测出经济行将衰退，但这样的投资决定确实在衰退真实发生的时候成功让投资组合更加坚韧，呈现出了不俗的表现。



在做投资决策的时候，我们确实不可能百分百地确定短期内会有什么结果。我们投资增长型质量股的决策看似十分顺利，因为它当时立即就跑赢了标普 500 指数。但一个月后，却又悉数回吐了领先表现，甚至落后于标普 500 指数 2.4%，我们似乎又“被证明是错误的”。而迄今，11 个月过去了，在经历了前所

未有的市场下跌后，增长型质量股全程录得了 12% 的收益，而跑赢标普 500 指数 6%。那么，我们是如何坚持住自己的信念的呢？

我们最初的基本面分析显示出，相较于大市，增长型质量股在衰退期间会有更高的盈利能力，并为股票价格提供支撑。在当前的经济衰退环境中，企业盈利普遍下降，但增长型质量企业却扛住了冲击，仍然维持盈利。

净利润增长	初次投资转变	2020 年衰退期间
	2019 年 7 月 31 日	2020 年 7 月 10 日
增长型质量股	42.2%	1.1%
标普 500 指数	12.0%	-13.8%

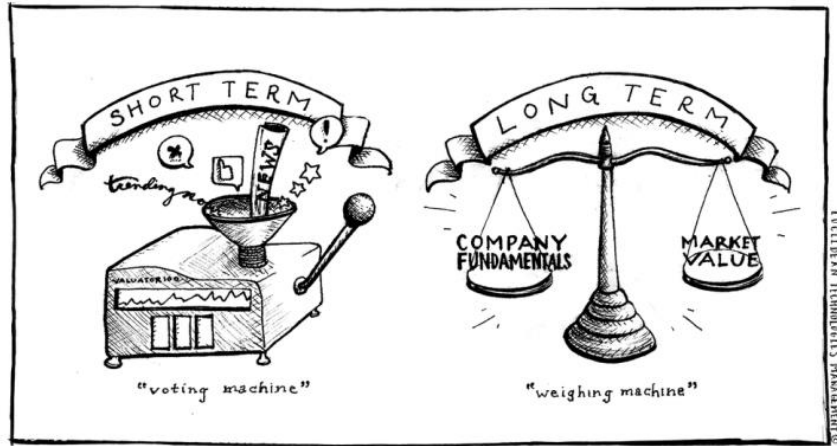
来源：彭博社。增长型质量股以 Seilern 基金为代表

正是因为我们以防御型投资为盾牌以抵御经济衰退，当机会浮出水面的时候，我们更有优势表现得更激进以抓取机会。在原油价格暴跌至每桶 25 美元之后，我们在四月份配置了能源股。一些投资者不禁怀疑起这样的决定，因为新闻媒体上充斥着关于经济放缓和市场走弱的信息。确实，我们对于能源股配置并没有完美踩准在最低的价格上；之后原油的价格进一步下滑甚至破天荒地跌到了 -38 美元。但是值得注意的是，虽然油价出现了空前波动，我们在能源板块的投资，最大跌幅也不过 12%。我们的观点很简单：经济活动的短暂中断的确使得短期能源需求缩水，但是只要我们的日常生活中还用得到油，油价就不可能一直处于这个水平。果不其然，能源板块在一个月后就反弹，截止第二季度末，它已经带来了和纳斯达克 100 指数（包含了 FAANG 五大科技股）相当的巨大涨幅。在四月份，还没人敢说油价的表现可以媲美科技股。虽然大环境还不够清晰，但是具备吸引力的估值这样的安全边际提升了我们能以长期的角度从能源股获益的可能性。

现在，投资者们应该了解本节的标题实际来自于霍华德·马克斯。无论经济放缓或者复苏，我们的 FVT 投研流程都足以作为稳健的投资指导，让我们随时做好准备而不是去进行猜测。同时，它帮助我们提升投资判断的准确性，更重要的是，如果市场再次经历像三月份那样的极端时刻，它可以让我们少受流言蜚语的影响，坚持作出理性的判断。

## **“短期而言，市场像是一个投票器；但从长期来看，它却是一个天平。”**

本杰明·格雷厄姆在 1940 年出版的《有价证券分析》一书中提到了这一点，直到今天这句话仍然适用。之所以说短期市场是一个投票器，是因为它实际是由参与者所构成；相比其他人，其中一部分人会对新闻报道这样的短时信息做出不同的摇摆和反应。这样的情绪化反应产生市场极度沮丧或者极度乐观，市场波动就随之形成了。而这恰恰会让那些从科学角度出发、有投资策略的人从中受益。



我们的 FVT 投研流程正是利用这样的市场情绪，捕捉住诱人的机会配置我们的投资，就如上面的防御型和复苏型投资的例子所示。只要我们确信握在手中的机会从基本面而言不让我们面临资本永久损失的风险，同时又有诱人的估值水平提供安全边际，我们就维持住这样的配置，耐心等待它登上舞台，大放异彩。

汲取本杰明·格雷厄姆的经验，沃伦·巴菲特说得更直截了当：“股市是一台机器，会把钱从没耐心的人那里转移到有耐心的人手中。”凭借着稳健的流程以及耐心，我们有信心获得高于市场的回报，因为我们不仅可以从上涨的市场中分得一杯羹，还能牢牢抓住蕴藏在价格错配中的绝佳机遇。

顺祝时祺！

吴伟明

吴伟明 先生

首席投资官

## 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。