

致投资者信函

2021年7月

尊敬的客户，

“世事有落终有起”

“万物有起必有落”出自牛顿的一句名言，以描述他所观察到的重力带来的影响。有趣的是，我还在新加坡读书时学到了硬币的另一面。在大家申请去这所高中进行深造前，请先让我提供一些背景信息。

我们曾在马来西亚徒步爬山，当时走到了一个地方，呈现在我面前的只有绵延无边的下坡路。其实到那之前，我已经艰难爬坡了好几天，我们理所应当认为每一步都会让我更接近山顶。不用说，下坡路段肯定打击到了我们的信心。这时，我听见有人说：“世事有落终有起。”

不知怎么地，在听到这句话后似乎确实出现了一些不同。原本昏暗的下坡小路变成了一段可以让人稍事休息并且汲取能量的路途。借此机会，我们利用这种地形的变化调节在先前的上坡路积攒着的疲劳和压力。一个更微妙也更重要的好处是，在下坡路段我能更好地欣赏自然风光，而不像艰难走上坡路时那样一直低着头攀登。

人们常说，在学校里学到的知识往往会被遗忘。但在马来西亚高地上的这节课却让我至今记忆犹新，而且在各个层面上来说，我已经把它内化为我们在 FAM 投资时所秉持的理念。这并不是在诋毁我的物理老师，毕竟我也确实利用了工程科学的知识，并将其内化成了对市场自然规则的理解和尊重，成为了一名职业投资者。

我们怎么知道会往上走？

我的领队怎么知道这段下坡路会带我们到达山顶？他只是在我们漫无目的地闲逛时充当拉拉队的角色吗？他这么有信心，是因为他看到了什么标志，还是知道我们的具体位置（那时还没有 GPS），还是非常了解地形？只有一件事显而易见，他知道我们的目标是什么，知道我们的方向是正确的，也知道我们有足够的资源坚持到最后。

我们都是怀着对于登顶的向往开始一段又一段旅程。我们的眼睛始终紧盯最后的胜利，我们可以在中途看到山顶，或者回想它出现在书上的美景。而当我们遇到看似连绵不断的下坡，或者当山顶在我们穿越山谷时从视野中消失时，会发生什么呢？我们的自信和信念受到影响，该怎么办？

为什么我在回忆很久以前的经历？这和投资有什么关系？

实际上，这和投资有颇多相似之处。当市场下跌时，人们可能会忽略投资组合的最终价值。当他们总是将目光聚焦于近期和潜在的下跌时，他们会觉得自己离目标越来越远。亦或者是自己的投资不同于当下热门，只是按照不同的轨迹慢慢前行时，目标也会从人们的视野中变得模糊不清（谁都有从众心理，当遭受了和别人差不多的损失时，人们的痛苦却会减轻）。

当涉及投资时，尤其是在形势艰难的时候，我们如何持续将目光锁定在最终目标，并保持信心呢？

在户外，我们利用标示来判断是否走对了路，利用地图来规划和修改路线，利用高度计和 GPS 这样的仪器来调整我们的步伐，利用旅行指南来适应当地的条件。这和投资有相似之处：数据是我们的标示；分析工具是我们理解数据的仪器；金融周期是指导我们方位的地图；一起精诚合作的专业人士是我们最好的引路人。

可持续的探索

从山峰上，让我们来眺望更高更远的太空。

7 月 20 日是太空探索日。在这里，让我们来看看太空探索和投资之间的一些关联。不，不是说那些所谓要冲破天际的迷因股票(meme stocks)；也不是要购买入 Virgin Galactic、Amazon 或 Tesla 这些股票。这关联是牛顿万有引力定律，无论你是在山上徒步旅行，还是要发射火箭上太空。

今年的太空探索日意义重大，因为好几个亿万身家的太空牛仔成功将民航火箭送入了太空。但无论你是为 Richard Branson、Jeff Bezos 还是 Elon Musk 工作的火箭科学家，你都会面临一个问题：如何让火箭克服引力进入太空。

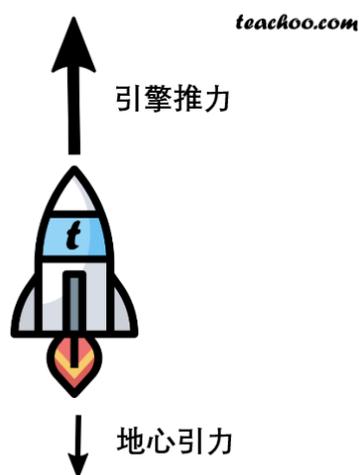


图 1 火箭上的作用力

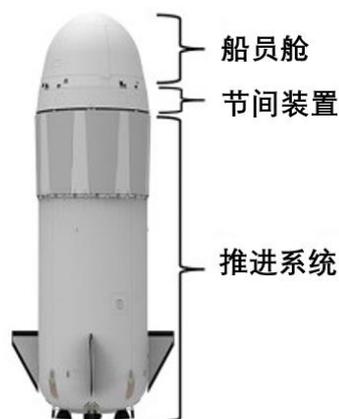


图 2 火箭的结构设计

这在很大程度上是由火箭发动机和燃料组成的推进模块解决的。有趣的是，虽然我们看到了一次次技术的飞跃，但火箭的核心设计自 1957 年第一次发射以来并没有太大变化：一个细长的机身，主要包含大量燃料的推进器和一个供宇航员使用的小太空舱。

在投资方面，企业也有一种必须克服的“引力”。在获得第一元收入之前，企业就已经产生了费用和折旧。这些就相当于地球对其施加的重力。企业要获得足够的上行速度，才能克服这种向下的拉拽，并继续向上的轨道。问题在于，是什么样的燃料推动它向上。

如果你在半空中没燃料了，怎么办？

你难道会钻进一个燃料不足以支撑整个旅程的火箭里？但如果是投资的话，就有人这么做。

这就是 GameStop 的投资者们正在做的事情。自年初以来，其股价(以及公司的隐含价值)一直在剧烈波动，其中有各种各样的原因：从 Reddit 上反对对冲基金的运动，到管理层对过时商业模式转型的押注。这导致 GameStop 的股价从 13 美元飙升至 325 美元，然后又跌至 40 美元。在 GameStop 中有各种各样的因素在起作用，但看起来很多乐观情绪都完全依赖其转型。然而，投资者并不仅仅是过客而已。在 2020 年 12 月，以及今年 4 月和 6 月，GameStop 向投资者融资以延续运营；股价确实在这之后出现了短暂的反弹，但之后又失去了上涨动力并暴跌。时至今日，它离成功还远没有一个定数。这就像那飞向太空的火箭，中途没有足够的燃料维持，坠落地面是不可避免的。

为什么我们相信我们的投资会有一个长期的上升轨迹？因为我们的投资受到利润、现金流、估值、市场情绪（我们 FVT 流程的组成部分）所组成的燃料持续的推动。这意味着火箭有内在燃料的驱动，而不是押注于外部因素。这也意味着我们的投资不太可能暴涨 2000%，也不太可能暴跌 88%。但重要的是，就算没有某些惊心动魄的场面，我们的火箭照样能飞向太空。

尽管我们认为我们能影响自然，大自然的力量却不容小觑。在投资时，市场就是我们的大自然，类似的教训也不言而喻。如果这些教训能历经时间考验内化成自己的投资理念，我认为这就是非常良好的开端。

顺祝时祺！

Alvin Goh

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。