

## 汇信亚洲基金

致投资者信函

2018年7月

尊敬的客户，

第一季度的市场波动情况在第二季度继续延续。市场评论员可以为此找出很多理由：这可能由中美贸易战导致；可能是因为华尔街“五月沽货离场”的谚语；甚至可能是因为世界杯吸引散户和投机者远离了市场。

放眼世界杯，本届世界杯将因其众多的黑马和冷门而被人们铭记，小国弱队在一场场比赛中击败了众多具传奇色彩的热门强队。早先小组赛中，阿根廷爆冷负于克罗地亚。相比克罗地亚，阿根廷拥有众多球星，包括梅西这样世界上最优秀的球员。值得深思的是，阿根廷在一次失误后对比赛就基本失去了动力，而克罗地亚则坚定地拼搏到了最后一刻。

回到充满挑战的市场中，我们的基金在第二季度以-0.99%收官，而亚洲指数则下跌了 3.51%。显然，即使在投资方面，大卫也能以弱胜强击败歌利亚。那么是时候提出这个充满争议性的问题了：“规模重要吗？”

### 投资哲学

#### 规模至关重要

当提到大型企业时，人们会想到什么？大规模生产和规模经济，大型企业最显而易见的特征在第一时刻映入眼帘。

大众汽车公司作为全球最大的汽车制造公司，它的高尔夫车型是世界上最受欢迎的车型之一，也是大众最畅销的车型。总而言之，只要顾客正想选购一款主流和商品化而非动力性能主导的汽车，屡获殊荣的高尔夫将是不二之选。

然而，大规模有一些不尽合意的方面。首先，过去的成功会降低创新的动力（“只要大坝没有崩塌，就不去修补漏洞”）。即使企业现阶段能够对过去的成功感到自我满足，他们也必须应对“创新者的窘境”；否则，以杰夫贝索斯的话来说，这就是在“杀死自己的企业”。再则，在决策制定方面，大型企业的官僚主义和繁文缛节使得及时做出正确决策变得极具挑战

性。有时，将规模做大甚至会令做出正确的决策变得困难。着眼 2015 年大众汽车的排放丑闻，原因也可能正是来自于那些折磨着大型企业的问题中。

## 规模更大 ≠ 表现更好

在基金行业，规模重要吗？

让我们先从概念性的角度来看待它。在 20 世纪 70 年代，人们常说：“没有人会因为购买 IBM 而被解雇”；这一现象也正体现了当时公司会选择广为人知但昂贵的系统供应商。延伸至投资的领域，基金经理也可以像这样一般人云亦云，选择投资大型蓝筹股。但这样的基金经理注定只能成为平庸的那一个，淹没于人群，难以分辨。

立足于事实与证据，我情不自禁地研读了有关规模难题的研究。多年来，加州大学、新加坡管理大学和伦敦城市大学等机构进行的大量研究表明，小型基金表现持续优于大型基金。2004 年，一支来自加州大学、哥伦比亚大学、康奈尔大学和锡拉丘兹大学的团队研究了 1962 年至 1999 年的基金数据。这是第一个表明规模会侵蚀基金绩效的研究，而随后陆陆续续的来自不同团队的研究也证实了这一观点。2004 年的研究还发现，组织层面的扩大会增加层级成本，导致总成本增加，继而引发规模不经济。

那么我们期望从投资中获得什么？因为我们更喜欢生产保时捷，而不是大众高尔夫；所以我们不会盲目扩大规模，而是选择了我们所追求和适应的规模。

## 投资组合应用

合同中常常使用“愿意并且能够”一词来描述一位有意愿并有能力购买的潜在买家。放眼基金行业，尽管上述研究都表明了小型基金的优势，但我还是认为基金经理也需要保有“愿意并且能够”的意愿和能力，才能发挥优势，跑赢市场。

- 眼疾手快：投资者常常会将市场波动视为带来不确定性和风险的信号。然而，最近的波动率实际上也伴随着差异的离散和优劣股票之间更多的区别。因为波动和优劣离散往往能带来投资机会，我们能够按照计划针对监控的股票预先采取行动。由于我们出售了风险因素不利的股票，并且购买了具有更好估值和更优前景的股票，我们在本季度持有着平均 18%，最高达到 33% 的现金水平。

- **IBM 购买综合症**：无论是我们的内部系统还是投资，我们都不会理所当然地将大众流行的选择作为默认选项。我们进行积极投资管理，着重于找到更好的风险/回报率的决策方案。自成立以来，我们基金的主动投资比率<sup>1</sup>超过 90%，意味着我们持有的股票与指数基准只有不到 10% 的重叠。
- **顽强的决心**：我们建立的企业文化不断引领着我们，为了投资者，我们使尽浑身解数从交易方手中争取合理最佳的商业条件。我们的团队成员比他们的同行工作更多时间，在所有醒着（甚至睡觉）的时间里思考如何进步。与此同时，我们基金采用绩效计费的费用结构，也正与我们的企业文化、行动相一致。

下表显示了与亚洲市场相比，我们投资组合的 2018 当年回报。投资组合的中位数和最差 10% 的股票收益在市场下跌的情况中更具防御性，却没有折中限制最优 10% 股票的上涨。这一现象也正反映了我们如何在基金管理中有效缓解负复利影响（关于负复利的解释及影响，详情请参阅我们今年 1 月的投资者信函）。

#### 持仓股票的表现统计

2018 当年回报（截止至 2018 年 6 月 30 日）	汇信亚洲基金	亚洲市场
中位数	-1.92%	-8.44%
最差 10%	-11.50%	-27.76%
最优 10%	15.27%	15.18%

*“我们面临的巨大的劣势是规模过大的问题：早些年，我们需要的只是好的想法，但现在我们需要优秀的“大”思路。”*

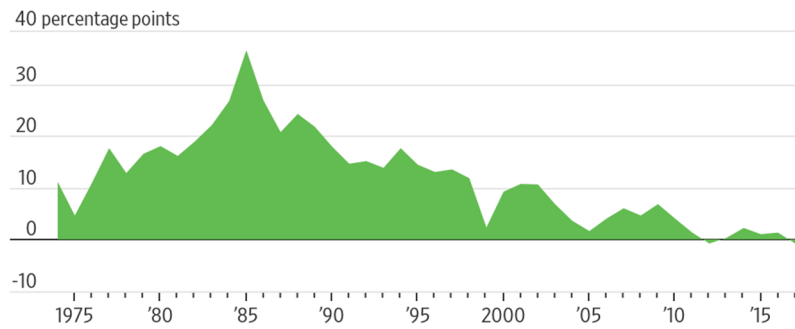
因为意识到了伯克希尔哈撒韦公司的成功和规模将使在未来重现这种成功极具挑战，沃伦巴菲特在 1995 的致股东信中写下这段话。下图也正印证了这位奥马哈圣人的先见之明。

---

<sup>1</sup> “主动投资比率”是测定投资组合和市场基准之间差异程度的一项指标。在 2006 年，耶鲁大学管理学院的研究人员发现采用高主动投资比率的基金经理们跑赢了相关的大盘指数。

## Dwindling Domination

Berkshire Hathaway's margin of outperformance relative to the S&P 500, 10-year rolling average



Note: Calculated using compound returns over 10-year periods.

Source: WSJ analysis of data from Berkshire Hathaway's 2017 annual letter

伯克希尔哈撒韦公司相较标准普尔 500 指数盈利图

十年滚动平均数

资料来源: <https://blogs.wsj.com/moneybeat/2018/03/02/is-warren-buffett-too-big-to-beat-the-market/>

我们幸运的是，无大之桎梏，却可思之极大。

顺祝时祺！

吴伟明 先生  
首席投资官