

2019年4月

尊敬的客户,

汇信亚洲基金今年首三个月以攀升 16.35% 收盘；无论从何种角度来说，这都是一个值得骄傲的成就。一些投资者问，过去一季我们的投资策略有甚么变化吗？答案是：不，我们没有任何调整。我们对基金这一季度跑赢大市毫不意外，就像对 2018 年第四季度基金的下落不感惊讶一样。我们所做的，只不过是坚持我们的投资和风险管理。平心而论，如果基金没有如此表现，我们反而才会感到担忧。

起初，这系列投资者信函是面向汇信亚洲基金的投资者开设的。随后，我们逐渐意识到我们全球资产配置策略的投资者同样能受益于信函中的话题。因此，从本季度开始，信函内容不仅将包括我对投资的一些理念和理解，同时亦将具体讨论我们的资产配置和股票策略。

如何实现投资目标？

最近，我在考虑不同的选择 – 如何管理我儿子的“小猪银行”内的可投资现金。他不仅有充分的保险保障他周全，而且拥有定期收入（零花钱）为他的开支提供支持。只有在他需要购买库存（通常是玩具）时，他才会去拿储蓄罐内的现金。除此之外，他并没有其他债务或现金流的需求。

近来，有人向我推销一项储蓄保险，听起来非常诱人。这项保险提供了未来 5 年 2.5% 的担保回报率。¹ 从网站 comparefirst.sg 中浏览过不同产品后，让我对其有了更多的了解。我可以在不同的周期，获得 105% 赔偿金的保险，并选择：

1. 是否执行现金流提领，
2. 根据保险周期是否提供资本担保，
3. 更高的担保回报率或者更高的预计回报率。

然后，我开始思考储蓄保险的核心目标：通过投资，在到期时增长财富到目标价值。而储蓄保险的特点（保险，现金提领，资本担保）旨在安抚投资情绪；但是，为了实现财富增长的目标，这些特性真的有必要吗？更重要的是，这些会否影响财富的复合增长率？

特性 1：现金提领

作为一个投资者，这个部分让我着实感到奇怪。直接投资已然提供选择，支持在任何时间提领或者清算。那么，现金提领还算得上一个特点吗？更大的担忧浮出水面：如果未来市场确实表现不佳，而投资者恰好需要清算变现，该如何解决？对于直接投资，我们可以按照现行市场价值变现。但是，如果我们在期满退保储蓄保险，可以取回的价值将大幅低于已缴付的保费。² 由此可见，对于那些难以合理调拨资

¹ <https://singlife.com/endowment-250>

² <http://www.comparefirst.sg/wap/homeEvent.action>

金来投资的人来说，储蓄保险是很有用的「强制」投资。不过在你真正需要现金时，“强制”便成为了束缚。

特点 2：资本担保

储蓄保险如何才能提供明确的资本担保？毫无疑问，投资者必须为这种确定性付出代价，因为没有金融机构会在没有得到收益的环境下作出任何承保。那么，如果我的儿子只需要在投资期满时清算变现，以承担他的教育经费，那么他是否还需要为储蓄保险期满前的担保付钱呢？此外，在目前的低利率环境下，提供资本担保将变得愈加困难，因此市场上越来越多储蓄保险产品不再提供资本担保。³

特点 3：更高的担保回报率或更高的预计回报率

储蓄保险通常提供 0-2.5% 的担保回报率，及 2-5% 的预计回报率。表 1 显示了从 1976 年到 2018 年，被动管理投资组合 10 年滚动计算的年化回报。即使没有明确的回报率担保，在任何 10 年期间投资于债券或股票，获得正回报的可能性也是 100%。其中在债券投资方面，最差的年化回报率为 2.5%。而市场上产品提供的最高担保回报率正是 2.5%，似乎也并非巧合。由此可见，只要有充足的投资时长，对下行风险的保护和担保似乎变得不再需要，市场将自然而然带来收益与回报。

表一. 不同投资组合 10 年滚动的年化回报

10 年滚动年化回报			
	100% 债券	50%股票 + 50% 债券	100%股票
正回报概率	100%	100%	100%
最低值	2.50%	3.60%	0.30%
中位数	7.10%	7.90%	8.60%
最高值	14.10%	14.40%	15.80%

股票：数据来自 MSCI World Developed markets (31/12/1976-31/12/1987)，及 MSCI World (31/12/1987-31/12/2018)。
债券：数据来自 Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index (31/12/1976-31/12/1990)，Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index (31/12/1990-31/12/2018)
来源：彭博社，汇信资产管理

有趣的是，新加坡政府的金融教育网站 moneysense.gov.sg，也讨论了类似的话题 - 相对于储蓄保险，投资在多元分散化的投资组合是否是更好的选择。⁴ 此外，看到上面的表格，你可能会问：既然债券的表现已经如此之好，投资股票真的有意义吗？

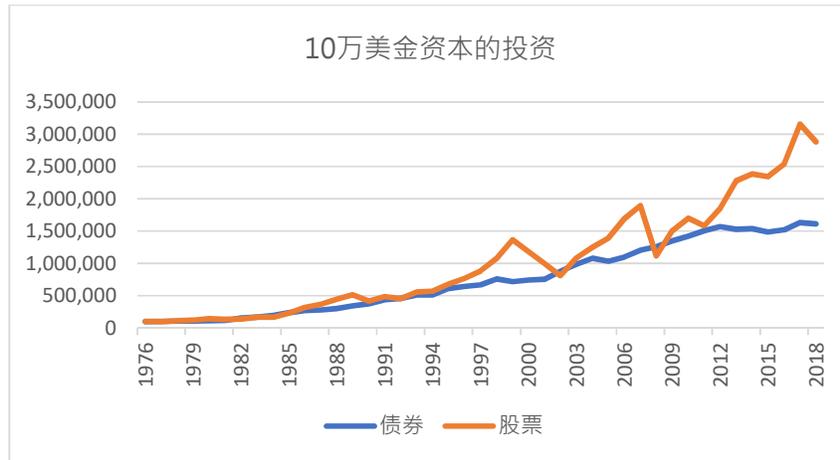
1.5% 能带来多大的差异？

与 100% 股票投资者相比，100% 债券投资者到底会相差多少？毕竟就中位数计算，投资股票与债券的差异，看起来只是微不足道的 1.5% 年化回报率。实际上，图 1 显示了从 1976 年到 2018 年的债券和股票的投资总收益。假设从 10 万美元的资金起步，虽然每年只是高出 1.5% 的收益率，股票投资者最终实现增长至 2,882,000 美元；相比之下，债券投资者则只有 1,612,000 美元。想象一下，只是做出选择去投资股票，就可以用相同的资金赚多了一百万美元？拥有充足的投资周期（以及合适的投资和风险管理），放弃这样的一笔财富收益绝对是不值得不合理的。

³ <http://www.comparefirst.sg/wap/homeEvent.action>

⁴ <https://www.moneysense.gov.sg/-/media/moneysense/media-article/endowment-plans-watch-the-caveats.pdf>

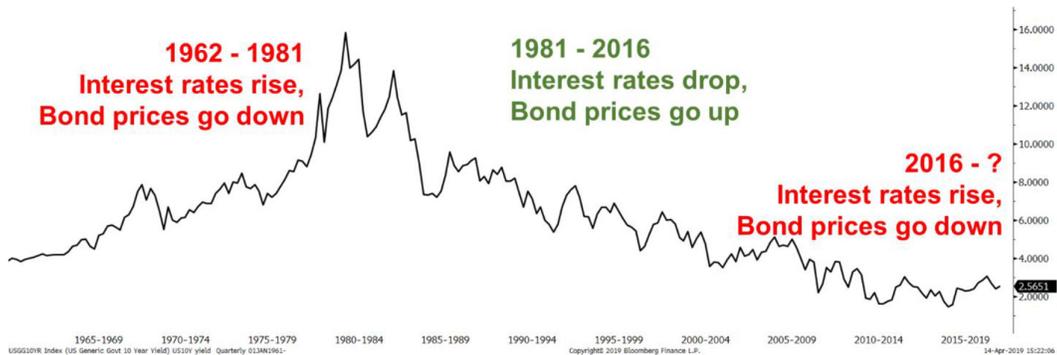
图一. 10 万资本投资于股票和债券



股票：数据来自 MSCI World Developed markets (31/12/1976-31/12/1987) · 及 MSCI World (31/12/1987-31/12/2018) ·
债券：数据来自 Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index (31/12/1976-31/12/1990) · Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index (31/12/1990-31/12/2018)
来源：彭博社 · 汇信资产管理

此外，我们还没有考虑未来的投资环境 – 债券将越来越难提供跟以往相近的回报（参考图二）。自 1981 年以来，债券收益一直受到利率下滑数十年的影响。虽然利率不太可能进一步下降，但更可能将会维持在低水平，而非上涨至 1962 年至 1981 年的水平。近来几代投资者从未经历过所谓的“债权投资即资本亏损”；但如果历史重演，这样的情况很可能将会再次出现，难道我们不应该从历史中学习并做出更好的准备吗？

图二. 美国十年期债券收益率



来源：彭博社

为什么投资股票可以给你更高的回报？

如果我用更清晰的措词表达这个问题，答案应该更直观：谁往往能赚到更多钱，成功的企业家或企业的债权人？

我相信在我们当中，很多人都考虑过（或者想过）经营自己的事业。这样的事业需要通过对它的热情去驱动，也意味着通过这份热情和资源赚钱。但是为了赚取这样的收益，我们并不是必须成为企业老板；

³ <http://www.comparefirst.sg/wap/homeEvent.action>

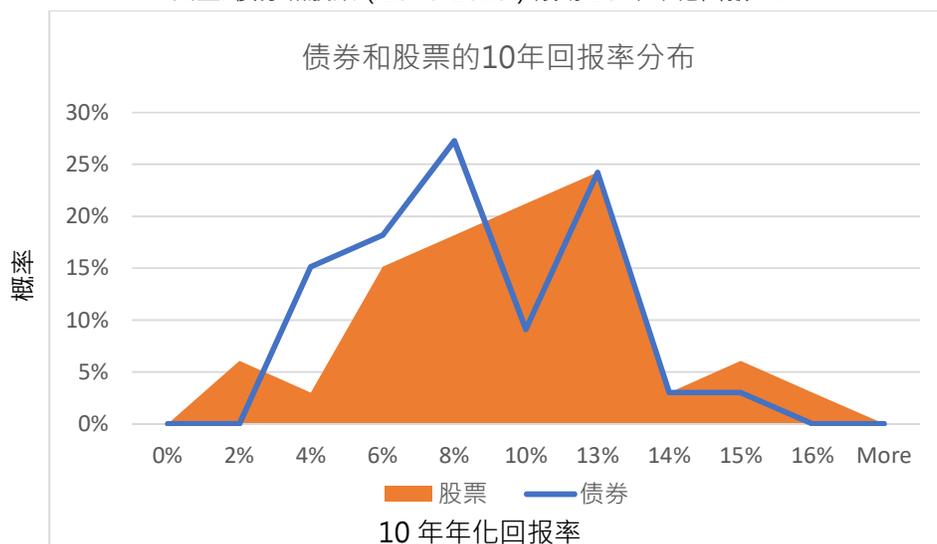
⁴ <https://www.moneysense.gov.sg/-/media/moneysense/media-article/endowment-plans-watch-the-caveats.pdf>

作为股票投资者，你可以让更专业的人为您经营业务，而你能享受其成果。相比之下，即使企业表现良好，债券投资者或债权人却只能获取有限的收益。

这样的股票投资，不仅仅适用于最优秀的企业家或选股专家。回顾表 1 中的最佳回报率，债券投资者看起来也可以获得与股票投资者的非常相近的高回报。但是，不同之处便在于概率：

图三显示，通常而言，股票投资者更可能比债券投资者获得更高的回报。其中，蓝线显示，**债券的年化回报率大多集中于个位数**；而橙色区域显示，**股票年化回报率更有可能达到两位数**。

图三. 债券和股票 (1976-2018) 滚动 10 年年化回报率分布



来源：彭博社，汇信资产管理

风险管理

最高的回报必然来自于股票投资者，这是毋庸置疑的。然而，我必须警告企业确实可能会倒闭，并直接导致损失所有资本。那么，我们可以做些什么来减轻这种灾难性的亏损呢？一个显而易见的方法是，不要只投资于一个企业，而是一个不同企业构成的投资组合。

自然，还有一些其他方法可以用以减轻损失。这些都不是尖端科学，只是我们坚守我们的风险管理的理念：**充分了解我们投资在何处，并时刻确保它们的表现符合预期**。一般来说，更高风险能够带回更多回报。如果没有风险，就不会有报偿。关键便在于，能够充分理解投资策略的固有性质，承担并管理风险。事实上，如果我们本质高风险的策略表现并不波动，我们才应该对此感到担心。这就是为什么汇信亚洲基金，在 2018 年下跌 15% 并在本季度上涨 16% 时，我们并没有觉得意外。

另外风险管理还事关“能够”与“将会”。极端风险或巨大损失将会严重影响投资情绪，许多投资者因此再也没有重返投资市场。为了减缓这种极端损失，我们不是单单考虑「能够」，而是「落实执行」。以 3 月份的最新行动为例，由于我们对市场的状况感到担忧，因此针对汇信全球机会基金实行了对冲（并非清算变现）来减少股票持仓。随后市场摆脱了紧张情绪并继续回升，因此我们决定结束对冲并继续

³ <http://www.comparefirst.sg/wap/homeEvent.action>

⁴ <https://www.moneysense.gov.sg/-/media/moneysense/media-article/endowment-plans-watch-the-caveats.pdf>

前进。但是我们并不会认为这次对冲是一种浪费；就像你看到潜在的灾难即将来临，你会迅速为你的财产购买保险，以在灾难真的发生时提供保障。通过支付少量「保险费」，如果市场当真崩盘，对冲能够显著降低投资组合的下跌。最重要的是，我们经历了这一次「演习」，为将来灾难真的降临之时做出更好的准备。

对于我们的投资者，我确信你更愿意做其他你热爱的事情，而不是每天盯市投资组合，执行风险管理。但是为了达到投资目标，以完成您理想中的计划，需要谨记的一点是：**不要直到期限将至，才去匆匆查看你的投资状况**。相反，请提前查看并充分准备。例如，如果您的孩子计划在 2019 年入学，请早在 2017 年查看您的投资组合。除去剩下的两年，早前的投资应当已经充分地实现了财富增长。提早准备、充分准备，剩下的工作便留给了时间去完成。就像我们时常提及的，虽然你无法预测未来，但你却可以未雨绸缪。

顺祝时祺！



吴伟明 先生
首席投资官

³ <http://www.comparefirst.sg/wap/homeEvent.action>

⁴ <https://www.moneysense.gov.sg/-/media/moneysense/media-article/endowment-plans-watch-the-caveats.pdf>