

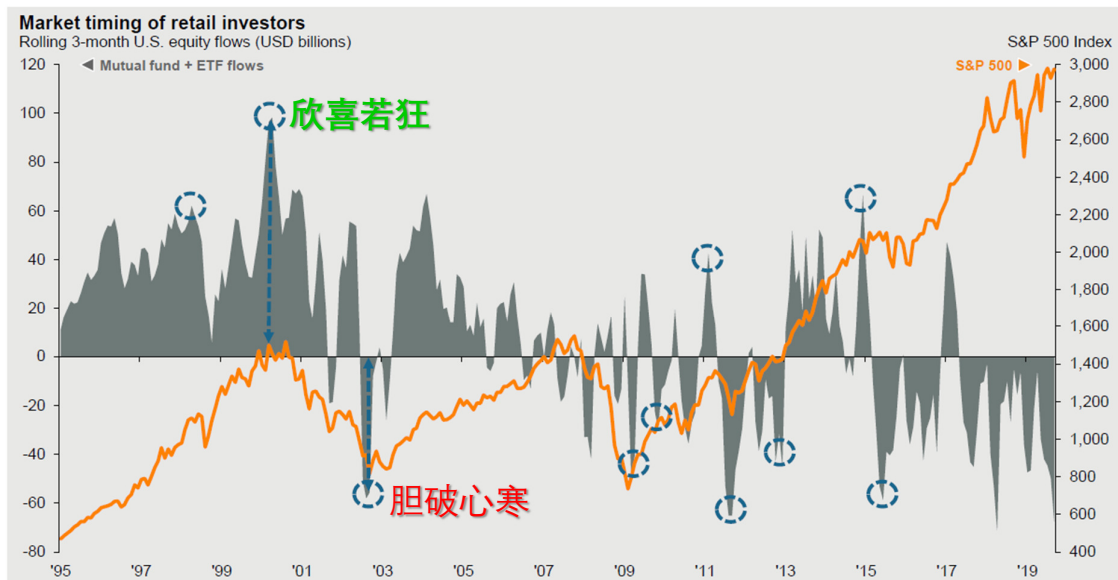
尊敬的客户，

经过上半年强劲的市场反弹后，第三季度市场表现在原地起伏波动。我们多元配置的汇信全球机会基金和汇信全球机会增值基金今年至今实际收益（实收）分别为 6.81% 和 9.72%，与季度初的变化不大。此外，我们全股票配置的汇信亚洲基金在之前的强势上涨后，经历了一波回调，当年回报实收 3.33%。正如我们所强调的，亚洲股票的波动率往往更高，因此亚洲基金在第二季度末上涨 12.7% 后，第三季度回落 8.3%，实则在预期之中。

在上一封信函中，我曾谈论基金经理如何理所应当认为投资者能理解投资是个人理财的重要部分，并将真相厘清。在本封信函中，我将打破另一种观念：投资者所获得的净收益与基金回报一致。越来越多的现象显示，那些试图择时的投资者最终都落得高买低卖的结局；即使其投资于表现最好的基金，他们的回报也远低于其投资基金的净回报。显而易见，相比寻求表现优异的基金，解决这个问题并填补这个巨大的差距更迫在眉睫。

我应在何时抽离市场？

在市场达到新高而波动加剧的情况下，已经投资于市场的投资者对这个主题应十分感兴趣。不如我们从投资者入市和离市的现象入手，来看看究竟发生了什么。下图显示了市场表现与投资者资金流向的关系：在市场峰值(欣喜若狂)的时候，最多资金流入市场；而在最低点时(胆破心寒)最多资金流出。



Source: FactSet, Investment Company Institute, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management.
Mutual fund and exchange-traded funds (ETF) flows are through 30/09/19.
Guide to the Markets – Asia. Data reflect most recently available as of 30/09/19.

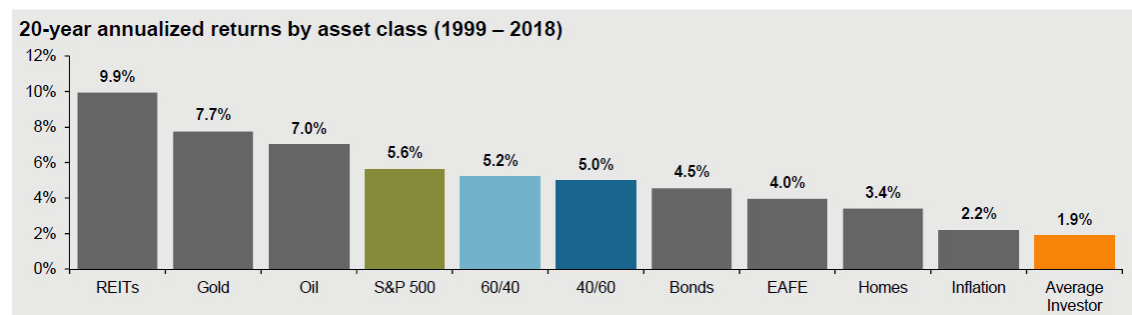
不同资产具有各自不同的波动性及与之对应的回报率，但它们都遵循从左下角上涨到右上角的走势。但是，当投资者高买低卖时，会发生什么？为此，我们意在从这些投资者的反应中找出答案。

从 1994 年起，Dalbar Inc 开始研究投资者对买入、卖出、转入和转出的投资决定对投资回报带来的影响。这个研究客观地从投资者的角度进行衡量，打破不同投资产品自身收益的局限。结果显示，无论是短线亦或长期投资，投资者的平均回报实则少于对应基金本身取得的表现。

Dalbar 发现，标普 500 指数于 2018 全年下跌 4.38%，期间投资者更倾向于减持他们的投资，却最终平均亏损了 9.42%¹。具体而言，在 2018 年期间，普遍投资者无论在上漲亦或下跌是均落后于市场。Dalbar 总结指出：“虽然投资者能意识到市场的危险信号并减低持仓，但我们的反应不够快不够准，不足以避免重大的损失。更不幸的是，在市场复苏的时候，这个差距被进一步扩大而恶化。”

倘若投资者真的找到表现最好的基金，结果会改善吗？遍历 Morningstar，CGM Focus Fund 作为在 2000 年至 2009 年的十年中表现最好的基金，平均年收益 18%。但是，投资者于同一时期获得的平均收益率为 -11%²，差距天壤之别，高达 29%。原因在于，CGM fund 走势非常波动，经历了数年落后于市场的情况；而那些被紧抓涨势而避免下跌的择时观念所诱惑的投资者，反而招致了更差的结果。

综合长期结果显示，投资者普遍的回報如下图所示，投资回报均不及其相对应的资产类别。



Source: J.P. Morgan Asset Management, (Top) Barclays, Bloomberg, FactSet, Standard & Poor's, (Bottom) Dalbar Inc. Indices used are as follows: REITs: NAREIT Equity REIT Index, EAFE: MSCI EAFE, Oil: WTI Index, Bonds: Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Index, Homes: median sale price of existing single-family homes, Gold: USD/roy oz., Inflation: CPI, 60/40: A balanced portfolio with 60% invested in S&P 500 Index and 40% invested in high-quality U.S. fixed income, represented by the Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Index. The portfolio is rebalanced annually. Average asset allocation investor return is based on an analysis by Dalbar Inc., which utilizes the net of aggregate mutual fund sales, redemptions and exchanges each month as a measure of investor behavior. Returns are annualized (and total return where applicable) and represent the 20-year period ending 12/31/18 to match Dalbar's most recent analysis. Guide to the Markets – U.S. Data are as of June 30, 2019.

我似乎能听到读者们内心的疑虑：“许多基金经理都告诉我坚持投资，但是他们只是想保住他们的资管规模。”不可否认，大部分基金经理受惠于更大的资产管理规模。但是，我们的基金是基于与客户共进退的高水位线表现费模式；也就是说，如果投资者一旦亏损，我们不会赚取任何费用，直至那些亏损被完全收复。因此，我们更倾心倾力与投资者紧密合作，务求他们能够受惠于基金的全部收益。否则，他们只能得到我们基金回报的一角，这样的结果对双方都百害无一利。

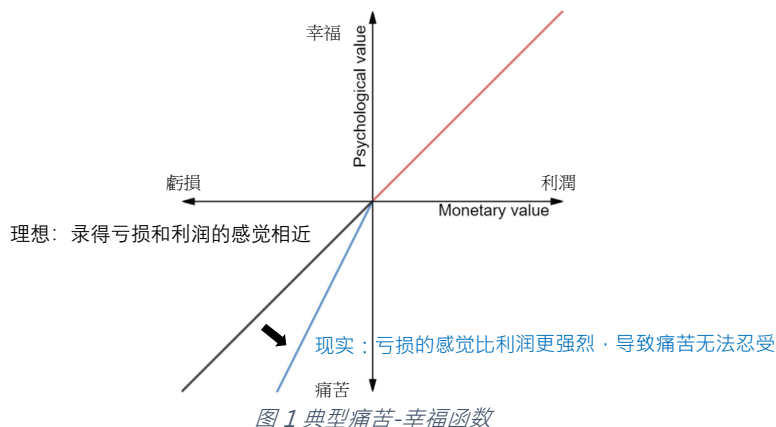
我们怎样避免双输局面？

理想情况而言，同等的利润和亏损，所带来的喜悦和痛苦应是对等的。但事实上诺贝尔经济学奖得主已证明这并非事实：人类从亏损中遭受的痛苦多于从对等的收益中获得的幸福。丹尼尔·卡尼曼 (Daniel Kahneman) 和阿莫

¹ DALBAR study shows the Average Equity Fund Investor lost twice the money of the S&P in 2018

² <https://blogs.wsj.com/experts/2015/12/07/how-a-mutual-fund-can-win-but-its-investors-still-lose/>

斯·特维尔斯基 (Amos Tversky) 于 1979 年提出的前景理论对此进行了详细的阐述。这种不对称的反应也是导致上述的适得其反的投资决定的根本原因。



汇信全球机会基金便是针对这样一类投资者（实际上，我们大部分人都归类于此）而设计的：相比起获得利润，遇到亏损时他们感觉更加痛苦。我们的基金在下跌中预期将经历略少的下滑，将痛苦控制在“可以忍受”的范围内，避免投资者作出不明智的减持决定而错过基金的实际回报。

汇信亚洲基金则面向希望获得更高回报，并能承受更大波动的投资者。通过投资质量更好、估值更便宜的亚洲公司，基金的预期收益将超过普遍的亚洲股票。为了获取丰厚成果，投资者必须具备能承受更多波动的“强心脏”。

我们如何与众不同？

建立投资组合架构（包括实际执行和心理建设）来管理控制投资下跌实际取决于技术层面的设计和实施。但尽管如此，我们并未在市场上发觉很多跟汇信全球机会基金类似的投资组合理念。如果您对此感兴趣，请跟我们联系，我们将很高兴为您详细说明。此外，我们还采取其他技术来提高基金收益；其中，包括了提升买卖执行效率以降低卖与买之间的风险差距，以及降低交易成本等手段。除了技术层面，真正的同甘共苦更是关键因素。除了表现费模式外，我们自己亦投资于其中，因此投资者所感受到的所有悲喜，我们感同身受。

我有一位老师曾教导我们“没有痛苦，就没有收获”。他还常说“天理循环，有落必起。”（他虽不像牛顿那么出名，但是这一课确实确实点拨了我的投资之路）。不论您对波动带来的心理疼痛的忍受度如何，最重要是要准确评估它，并找到一种方法来帮助您减缓疼痛并继续投资。事实上，我们已经成功地与一些投资者一起找到了他们“正确”的投资解决方案，以确保他们不会再因高买低卖而导致表现欠佳。只要您能克服这一点，市场自然而然会把收益带到您的手上。

顺祝时祺！

吴伟明 先生
首席投资官