

致投资者信函  
2020 年 1 月

尊敬的客户：

我们很高兴 2019 年投资市场以第四季度的强劲上涨收官。如果说 2018 年是让投资者无处藏身的一年，2019 年则恰恰相反。大多数投资者无论投资于债券还是股票，都能获得高于预期的回报。基于债券和股票的双贡献，我们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+ ) 去年全年的净回报率分别为 10.11% 和 14.53%。我们全股票配置的汇信亚洲基金 ( FAF ) 则以 12.99% 的净回报率收官。值得注意的是，FAF 截止第三季度末的回报只有 3.33%，也反映出投资者必须直面波动才能获得更高的回报。

上个季度，我们讨论了那些回应市场波动而尝试择时投资的投资者，他们取得的回报往往远低于保持投资的长期收益。2018 年的市场下跌以及疲软的经济，极易诱导投资者预期出现更加糟糕的情况，并在 2019 年年初减持投资避开风险。然而市场变化无常，任何在 2019 年减持投资的投资者都错失了市场的涨势。那么展望未来，投资者是否应该将对风险的谨慎抛诸脑后，并孤注一掷，逢低必买呢？我必须提醒投资者，即使过去十年表现如此，决不可把股票视作下跌有限的高收益投资。

### 三只小猪的故事

三只小猪的寓言故事无需过多介绍，那首迪士尼的“谁怕大灰狼？”( “who’ s afraid of the big bad wolf?” ) 更是家喻户晓。下面，请品鉴我们的改编版本。

第一只小猪 Fifer 用低成本搭建了一个简单的草屋，这样他就有时间顺着他乐天的本性，吹着长笛享受生活。不仅如此，他的经纪人告诉他，草屋价格已经连续上涨了很多年。为了避免以后花更多钱，尽快盖好房子似乎无可厚非，甚至将来还有机会能卖个好价钱。简单一看，盖个低成本的草屋后尽快搬进去，然后去找其他乐子，是一个上佳的方案。

第二只小猪 Fiddler 天气一变就很容易生病，于是他盖了一个木屋，希望每年雨季来临时可以保护到自己。虽不及草屋价格上涨，木屋的房价近年来也在节节攀升。Fiddler 觉得木屋也不错，因为对他来说，这木屋的制作材料甚至和他挚爱的小提琴是一样的。

Practical 比兄弟们都谨慎，甚至可能让人觉得扫兴。他耐心地花费了时间和金钱盖了一间砖屋。他相信，草屋的房价不会无限期地一直上涨而不下跌，而且坚固的砖屋更符合他的性格。

不过，Practical 很为兄弟们担忧。他问 Fifer：“万一风暴来了呢？”Fiddler 抢着说：“不用担心，Fifer 可以住在我这，因为我的木屋是防水的！”Fifer 也对他咧嘴一笑。

“如果大灰狼来了怎么办？”Practical 赶忙提醒他的兄弟们。Practical 从历史中学习教训，读过大灰狼在大家最松懈的时候出现，并且吃掉所有人的传说。（凑巧的是，给 Practical 盖砖屋的黑天鹅也告诉他，大灰狼是真实存在的。）“又来了！你和你的那头大灰狼又来了！”Fiddler 和 Fifer 不耐烦地说，还朝他翻了个白眼。由于小猪们已经享受了很久的和平生活，都没有碰到过狼，它们便理所当然地认为狼都灭绝了。Fifer 和 Fiddler 都嘲笑着 Practical 杞人忧天，然后它们继续吹长笛，拉小提琴，甚至调侃着 Practical 的砖屋价格一直落后于草屋和木屋呢。

我想我们都知道接下来的故事。

有一天当大家最松懈的时候，大灰狼来了。他轻易吹塌了所有的草屋。草屋的主人们都无比震惊，因为他们从来没想到大灰狼会毁掉他们的资产，而且还导致草屋价格暴跌。他们把房子建在那些价格涨幅最大而且最受欢迎的地区；如果他们有钱多盖几间草屋的话，他们还是会选择盖在这片地区。不言而喻，这里正是大灰狼一直在盯着的目标。

与此同时，砖屋的主人们却度过了风平浪静的一天。讽刺的是，如果没有大灰狼，砖屋看起来是一个不太好的选择：既笨拙，又无利可图。然而在这场灾难中，砖屋主人们被自己的房子所庇护，砖屋价格也表现得更为坚韧。的确，砖屋价格在市场景气时期是滞后的，但长期的韧性正是 Practical 这样的业主所看中的。

### 三只小猪与投资有什么关系？

一般而言，投资者都有两个主要的痛点：一是他们所能承受的最大损失，另一个是赚回这些损失需花费的时间。对于这两个痛点的承受能力决定了每个投资者的风险状况。图 1 显示了在 2008 年金融危机期间，三种类型的投资组合峰值至低谷的总损失，以及它们回弹至初始值所需的月数。



图 1 2008 年金融危机期间三种投资组合的最大损失和恢复期

这些投资组合分别包含 40%、60% 和 100% 的股票投资，每个投资组合代表的风险与回报都不同。人们公认的是，较高风险的投资组合，预期它们面临的损失将更高，并且需要更长的恢复时间；例如与 60% 股票的投资组合相比，100% 的股票需要花两倍的时间来恢复。无独有偶，这样的情境也在互联网泡沫危机期间出现；请参阅我们 2018 年第一季度的致投资者信函，了解有关负面复利的更多信息。当然，如果我们从市场最低点入市，100% 股票的投资组合自然比低风险的投资组合收益更高（如图 2 所示）。也正是这些时期的表现，吸引投资者将偏好转向股票。



图 2 从 2008 年金融危机后的市场低点到 2019 年 12 月 31 日的三种投资组合的总收益

你想成为哪只小猪？这里只有选择，没有对错，我们只是需要知道哪种类型的房子更适合我们，特别是在压力时期来临时。就像不同类型的房子怎样抵御大灰狼一样，投资组合的构建方式也会影响其对市场危机的反应。损失承受能力较低且恢复耐心较少的投资者应投资于“砖房”投资组合。是的，它们在市场景气时似乎沉闷而古板，却能在压力市场中表现更为坚韧。

为何在负面的经济环境下，2019 年市场表现强劲；但在情况似乎没有那么糟糕的 2018 年，市场却会下跌呢？尽管基本面决定了长期投资的结果，但在基本面和市场表现过渡的过程中确实存在“脱节”。

严格地说，虽然市场危机是大家所不希望看到的，但其并没有使长期的投资基本面脱轨，而它应该被正确地视为长期投资收益不可或缺的一部分。因为短时间的“脱节”时间无法预知，重要的便在于要能了解“脱节”的程度，以及投资者自己是否可以承受。结果而言，人们接受这种“脱节”的程度恰恰决定了适合他们的投资策略。

尽管如此，但我们是否就对此弃之不理呢？不用担心，我们通过我们的 FVT（基本面，估值，技术面）框架来改善投资者的（包括我们自己的）投资组合，以应对不同可能出现的情况。我们在之前的致投资者信函中提及并解决了某些投资挑战和难点，并会在将来涵盖更多。因此，投资者们也可以通过培养适合自己的投资理念来帮助自己，在市场下跌时大大缓解心理上的痛苦（请参阅我们在 2019 年第一季度的致投资者信函）。

我们运用 FVT 框架，使得在投资时感到舒心，但我们不会沾沾自喜，而是力求不断进步。面对超出可控范围的问题和看似非理性的市场，我们保持着理智寻求宁静，接受我们无法改变的事物，勇于改变我们所能改变的，并用智慧去了解其中差异。

顺祝时祺！



吴伟明 先生  
首席投资官