

致投资者信函
2021 年 1 月

尊敬的客户,

最近，我做了一个非正式的调查，问投资者们在当前会选择下面两个投资机会中的哪一个。来看看这些信息，你会选哪个：

年化收益率	1 年	3 年	5 年	10 年
X 投资	19.93%	10.19%	12.72%	11.09%
标普 500 指数	18.39%	14.13%	14.79%	13.84%



图 1 来源：彭博社 截至 2020 年 12 月 31 日

调查结果显示，超过三分之二的受访者选择了标准普尔 500 指数，而不是 X 投资。

当我看到结果时，心想：“这在意料之中。”为什么这么想？有人会说我这种展示信息的方式显然是在引导判断结果。但实际上，1-3-5 年的收益表现和价格走势图等信息在投资产品的资料中即使不算标准，也是非常常见的。因此，对于投资者依靠这些信息，即使不得出结论，也会做出这样的初步决定，我并不感到意外。

如果对此我们再无其他信息，那么得出这样的结论不足为奇。但即使我给出更多信息，结果也可能是一样的。为什么？这是由于我们所有人身上都存在的一种东西：近因偏差。

过往表现的陷阱

最近有一次吃午饭的时候，我无意听到了两个人之间的对话，他们显然对市场机会很感兴趣。(我不太确定这样的旁听是否合适，但他们的对话实在太过大声，让我无法忽略)。“我觉得 xxx 股票会继续涨到 yyy 美元，” A 自信地说。我一边吃着一边等着下一步依据的到来；或许 A 能有理有据地讲出些有用的理论，而我可以从中学到一些东西。但是很遗憾，什么都没有。这句话感觉像是辩论比赛的总结陈词，没有沉思于其中却笃定而自信。马上，B 点头同意，并讲了一段近来的轶事作为依据。在这里，两个市场参与者虽然没有有效的依据，却在一场口头接力赛中相互确认了观点。衍生到市场环境，这就是一个哄抬 xxx 股票的循环：股价越高，人们就越相信股价会继续走高。

这就是近因偏差的作用：倾向关注近期事件而不是历史事件。为什么有很多其他的认知偏差会影响投资决策，我却对近因偏差单独说明？因为近因偏差是最普遍的一种；而且它是最容易掉进去的，同时也是最难走出来的。更重要的是，由于其普遍性和持续性，它创造了错误定价和相应的投资机会。

投资时管理偏差

要如何不受认知偏差影响地进行投资呢？

我们早先引用过霍华德·马克思的名言“我们无法预测未来，但可以未雨绸缪”，这句话看似很普通，就像一句母亲的教诲一样。但具体去理解，我们认为投资者能对可能的结果做出有依据的猜测。因此，我们致力于用健全的数据武装自己，基于可靠证据进行投资，从而让我们保持坚定的信念。

有人可能会猜测，这次调查的目的是引导人们选择 X 投资，而不是标普 500 指数。的确，我是在建议 X 投资；即小盘股，预期其未来会比大盘股表现更好。

这是为了逆势而为而刻意逆势而为，或者押注每一种表现不佳的投资都会好转吗？答案显然是，不。首先，我们从一个在投资界众所周知的概念说起，这个概念甚至可以被认定为“教科书观点”，即在经济周期的复苏阶段，小盘股往往会跑赢大盘股；而我们现在似乎正处在这个阶段。图 2 显示出不同的投资风格如何在经济周期的不同阶段大放光彩。这个插图已是数年之前，因为我们不会用最近的例子来强行证明我们的观点。

THE STYLE CYCLE Economic Cycles and Investment Styles

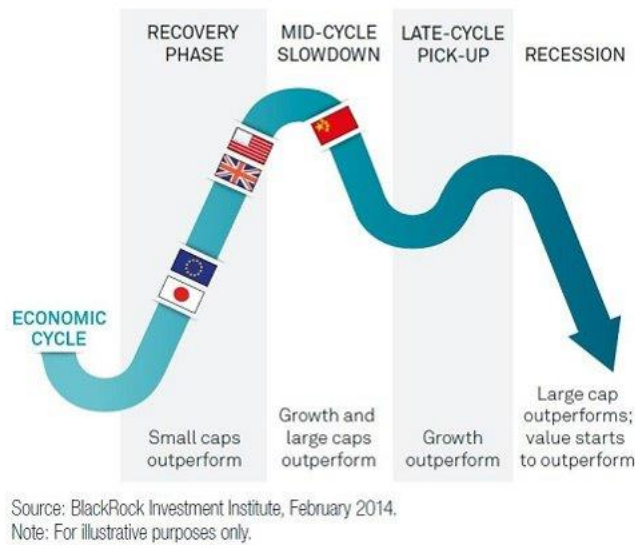


图 2 经济周期和投资风格

预期回报由两个因素决定：获益的概率和获益的规模。抛开上面的教科书观点，让我们看看我们能赚多少钱。图 3 显示，在市场触底后，小盘股的表现往往跑赢大盘股，高出至少 24%。因此就当前而言，经济正在复苏，再加上疫情导致的市场下跌已经触底，将为小盘股未来的优异表现提供良好的条件。



图 3 大盘股和小盘股在市场下跌期间和触底之后的表现。来源：摩根大通资产管理 2021 年第一季度市场展望

很显然，图 3 的数据并不能通过任何统计学的显著性测试。但是，马克·吐温说过：“历史不会重演，但总有惊人的相似”。那么，让我们看看如果历史再次惊人相似时，我们获益的可能性是否更高。图 4 显示出小盘股相对大盘股的表现，衰退时期用红色阴影表示。从上世纪 80 年代的衰退以来，小盘股往往在衰退期间表现更好，并在衰退之后的复苏阶段也会继续如此。我们还没有走出当前的经济衰退，但看起来历史的确会重演。

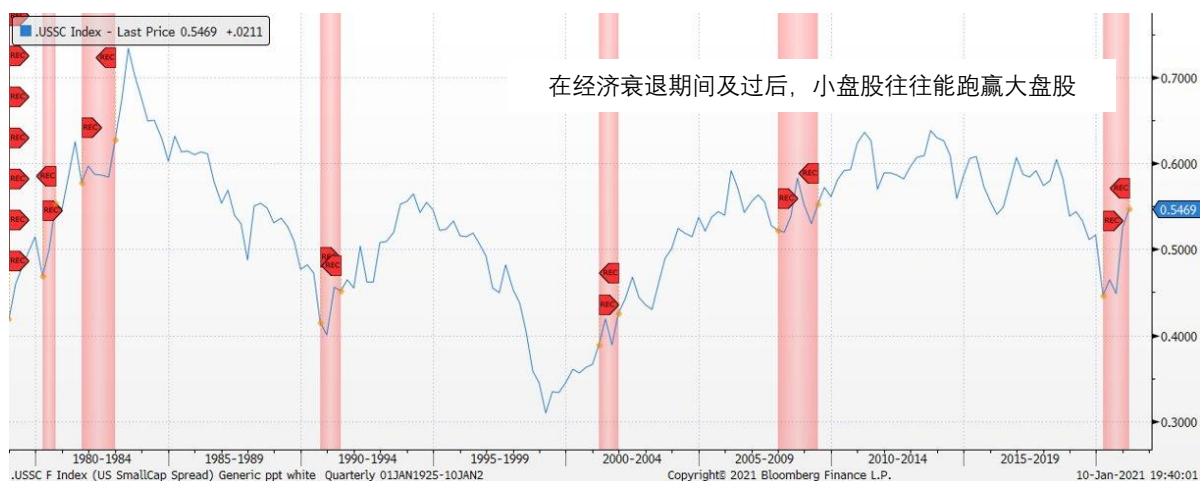


图 4 小盘股与大盘股的相对表现

有人可能会质疑：“如果这次不一样呢？”我们也会问自己这个问题，这也是为什么我们会有 FVT 流程。图 5 显示了小盘股与大盘股的相对估值，其现在低于长期平均水平，并正从低点回升。这种估值动态提供了安全边际。从技术面角度来看，我们还看到小盘股在价格和估值方面，正从先前的表现不佳中逆转向好。这至少表明我们没有在押注那些正在并仍在暴跌中的标的，这有助于提高我们获益的几率。

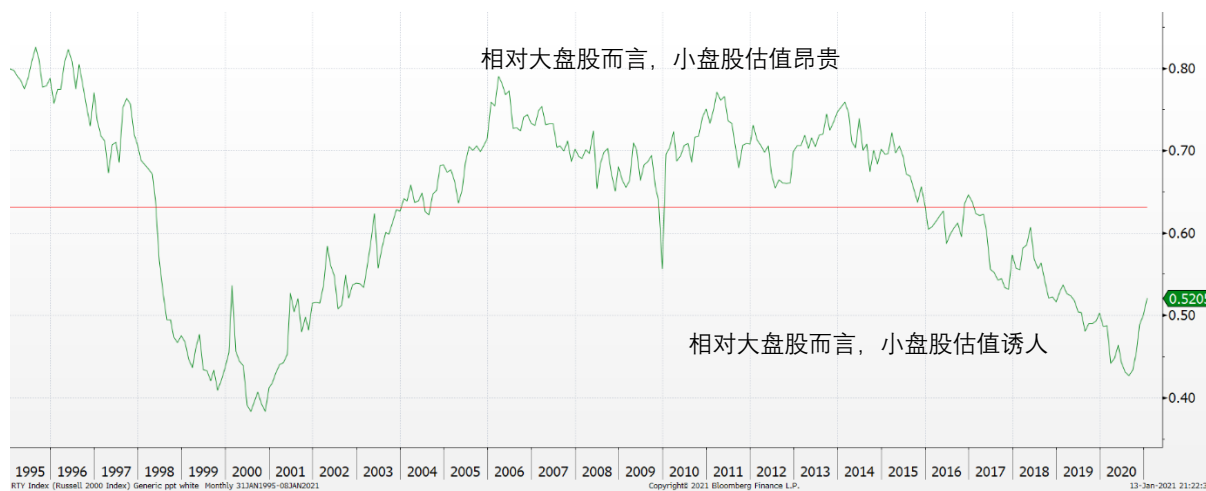


图 5 小盘股与大盘股的相对估值

如果我们只用 1-3-5 年的收益率表格和价格曲线图，我们不可能得出以上这样的结论。

- 1-3-5 年收益率表格虽然简明扼要，但遗漏了长期的规律。鉴于市场机遇中确实存在超过 5 年的大周期，专注于 1-3-5 年的表现可能会误导投资者错过更大的前景。
- 价格曲线图确实能表现一些信息，但大多数人会着重关注最后的结束点。如果最终的优异表现只来自于不可重复的早期效应呢？这种锚定效应很难被投资者所察觉到（尤其对于已经下了定论的人来说）。在这种情况下，如果落后的机会正在复苏，这样的复苏机会会被较低的结束点收益覆盖而黯然失色。

我们是说要忽略掉过往表现吗？并不是！过往表现包含着有价值的信息，但只有在考虑和理解背景的情况下才能发挥作用。不要只看表面上的过往表现；这就是为什么有些投资者在股票大涨后入场，而我们则试图在它开始发光时买入。

过往表现的陷阱 II

回到调查结果，我的另一个想法是：“为什么一定要走出过往表现的陷阱呢？”一个关键后果是，因为不恰当的买入卖出，投资者的回报将远远低于投资机会本身的收益率。

我们引用 CGM Focus 基金作为一个经典的例子，来说明投资于表现最佳的基金，为什么投资者得到的回报却远低于基金本身的回报。在 CGM Focus 基金的例子中，尽管该基金的年化收益率高达 18%，但投资者实际上每年损失 11%¹。我用了“经典案例”一词，也确实意味着这是多年前发生的事情。最近，该基金一波三折的历史再次被展现到聚光灯下。“上涨 900% 的 CGM Focus 基金起初有着 80 亿美元的资产管理规模，但仅因在 2008 年下跌了 50%，现在只剩下 3 亿美元（尽管收益早已回弹且长期表现跑赢标普 500 指数）。一朝被蛇咬，十年怕井绳²”。从本质上说，投资者的大部分资金都接近峰值的地方入场，而很少是底部。这意味着，就算发现了一个好的投资标的，但不恰当的买卖导致更多地被下跌所绊而更少享受上涨。更严重的是，下跌损失带来的痛苦由于近因偏差而加剧，如此巨大的痛苦让投资者不敢再继续投资，而最终错过了紧接着的上涨。



图 6 CGM Focus 基金与标普 500 指数的表现

¹ <https://mobile.twitter.com/EricBalchunas/status/1336777322599485445>

² <https://mobile.twitter.com/EricBalchunas/status/>

这种情况不仅发生在波动率巨大的股票型基金上，也发生在固定收益基金上。本周，《金融时报》发表了一篇关于邓普顿全球债券基金的文章³。该基金拥有大量新兴市场持仓，虽然其基准是专注于发达市场政府债券的全球政府债券指数。从图 7 可以看出，虽然投资者没有损失资金，但资金显著流出。



图 7 邓普顿全球债券基金表现及资产规模

显然，投资者不是只有在遭遇损失时才抛售。如何解释这种行为呢？资产流出始于 2014 年底。而 2014 年还发生了另一件事，那就是该基金的 5 年滚动年化回报率跌穿了 8%，这是 2004 年以来从未见过的（参考图 8）。也许投资者简单地看到过去的表现年化都超过 8%，就确认了这样的收益标准而选择了投资，也简单地认为低于 8% 无法接受而放弃投资。

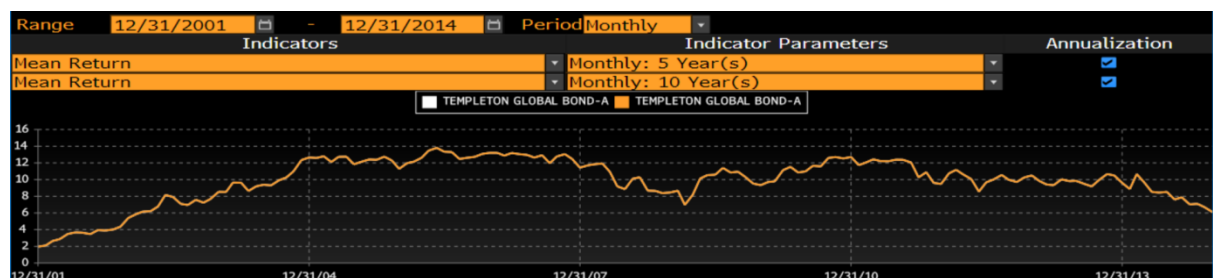


图 8 邓普顿全球债券基金 5 年滚动年化回报

讽刺的是，当新兴市场周期恢复时，历史可能会再次重演。当新兴市场在那个十年实现强劲增长时，邓普顿全球债券基金也许会再次像 21 世纪头 10 年那样实现相当不错的年化收益；但也是像 CGM Focus 基金一样，在资产基础低得多的情况下实现逆转，也意味着更少的投资者享受到了这样的高回报。

一支基金甚至不需要赔钱，也会出现大规模的资产外流，它只需要让投资者的期待失望罢了。在某种程度上，这并不奇怪，毕竟同样的道理也适用于股市。

³ Michael Mackenzie (2021, January 14) Hasenstab suffers largest outflow among bond managers in 2020. Financial Times.

想到这里，去年收益 153%的 ARK 创新基金出现在我的脑海。确实，我们看到了很多关于 ARK 颠覆性创新基金的访谈和研究。但是扪心自问，大多数投资者究竟是对科技和颠覆性创新感兴趣，还是更多对过往表现感兴趣？或许又是近因偏差起作用了？显然，不止我一个人认为历史可能会重演⁴。说到底，最重要的还是：真正理解我们投资的原因，所以才能够扛住其固有的波动而保持投资。

坦白地说，在我经历过错失恐惧、羊群效应、以及英雄崇拜后，我留下了不同的伤疤，让我得以反思，并确保我不会忘记。

固然，我们倾向于从自己的过往经历中汲取教训和收获；来到投资的世界，重要的教训往往需要经历大起和大落，但这样的经历往往也难以取得。

为什么？

- 市场周期很少，而且间隔很长。在过去 20 年里，这种情况只发生过两次，但每一次都足够痛苦，足以动摇投资者的信念。
- 即使我们经历了时间的流逝和周期的起伏，却不反思和改进，我们就注定要重蹈覆辙。

正因为如此，我们也努力从别人的智慧中汲取养分。

市场周期将继续存在。认知偏差仍会引导投资者在这些周期中走错方向，让他们处于焦虑的境地。但如果我们一遇到波澜就掉头回港，那么我们永远也到不了目的地。

顺祝时祺！



吴伟明先生
首席投资官

⁴ <https://finance.yahoo.com/news/history-suggests-ark-innovation-investors-172734798.html>

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。