

致投资者信函
2021年10月

尊敬的客户，

对许多人来说，投资可能会让人感到矛盾。面对着造成波动和不确定性的事件持续发生，人们怎么能对期待中利好的投资成果保持信心？

多年来，我一直尝试阐释我们如何如此坚信高回报不仅可以实现，而且极有可能达成。在上个季度，我写了一篇关于“世事有落终有起”的信函。对此，投资者可能会问：“就算有了工具和流程，我如何才能对结果如此有把握？”其实，我在2019年1月投资者信函中阐述了以5年或10年的眼光看待市场是如何有效消除投资损失。但是一定会有人说：这次可不一样。

确实，上述两种观点都更侧重于对波动性的理解和管理，也就是所谓的“承受痛苦，你就会得到回报”。贪婪和恐惧支配着人类的行为，然而这些着重于减轻痛苦的视点可能并没有解决贪婪的问题，因为有些人可能会问：“如果我承受了痛苦，那又如何？”那如果我们有办法辨别未来回报呢？

我如何才能对股票回报有把握？

对于一直跟随我们的投资者来说，有办法辨别未来回报这件事可能会让他们感到讶异，因为我们坚持“不做预测”。需要明确的是，我们不会预测诸如“未来n个月市场会下跌吗？”这种问题，但我们可以估算出预期回报。

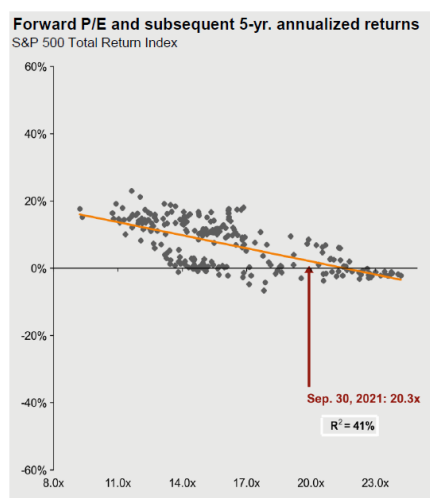


图1 资料来源：FactSet、标准普尔、汤森路透、摩根大通资产管理公司。数据始于1996年8月31日

图 1 显示了标普 500 指数的估值（此处以远期市盈率为例）与随后 5 年的年化回报率之间的关系。每个点都代表标普指数历史上当时的估值，及其 5 年后的年回报率。估值较低的区域从左侧开始，向右侧的估值较高的区域移动。负回报在下半部分，正回报在上半部分。总的来说，这些点告诉我们的是：一般情况下，在估值较低的时候投资，5 年后的年化回报率会更高，而在估值较高的时候投资，5 年后的年化回报率会更低。

这是非常有效而强力的关系，它不仅穿越牛熊两市，经受住了时间的考验；与此同时，我们发现现在的处境是：标普 500 指数的估值正处于估值区间的顶部。如果历史重演，那么未来的预期回报率将会是一个极低的个位数回报；这可不是一个好选择，更何况还要承担股票风险。尽管标普 500 指数近年来可能确实给投资者带来了丰厚回报，但如果估值进一步上升，它未来便有可能进入预期负回报区间。

但我们并不受制于标普 500 指数所代表的美国大盘股市场。对于愿意去寻觅机会的投资者来说，美国内外皆有大量的机会存在。在美国，目前小盘股相对于大盘股的估值处于多年低位，为我们提供了获取更高预期回报的绝佳机会。

这就是为什么估值是我们 FVT 投研流程中的一个重要原则。

它能否预测短期回报？

现在，既然我们能对未来 5 年的预期回报充满信心，那么我们能否突破极限，在预测一年内的回报呢？很遗憾，答案是否定的。

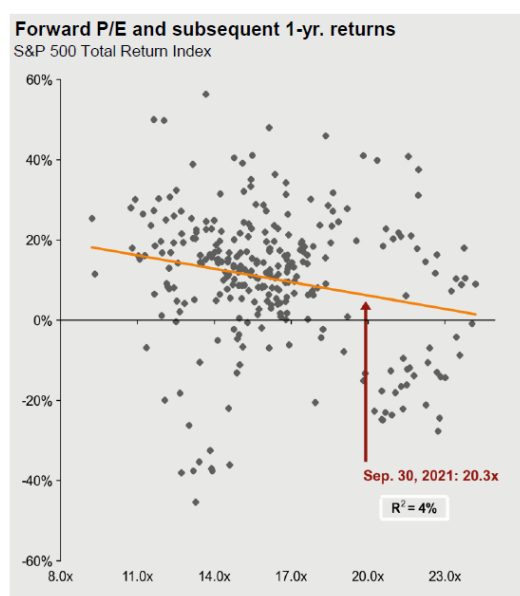


图 2 资料来源：FactSet、标准普尔、汤森路透、摩根大通资产管理公司。数据始于 1996 年 8 月 31 日

图 2 也是对标普 500 指数的分析，这次是随后 1 年的回报，而非 5 年。我们发现，正如图上极度分散的点所示，在投资期限为 1 年的情况下，回报可以在极正和极负之间游动。因此不太可能建立起一种可预测性较强的关系。

为什么会出现这样的情况？在 2020 年 7 月的致投资者信函中，我们提到本杰明·格雷厄姆在 1940 年所观察到的情况：“短期而言，市场像是一个投票器；但从长期来看，它却是一个天平。”图上这些点实际上是市场在投票器上的选择。从 1 年的时间来看，市场参与者们的投票对于预测最终谁是赢家其实并不重要。然而，这些情绪反应以及随之而来的极端悲观和乐观会产生巨大的波动，从而为那些不选择从众的人创造机会。

我如何能对固定收益回报有把握？

在预测未来的固定收益回报方面，我们也同样有信心吗？答案是肯定的。

图 3 中深蓝色线显示的是彭博巴克莱全球综合指数的历史收益率，这是广泛运用于全球投资级债券的晴雨表。浅蓝色线显示的是投资者在相应时间点按当时收益率投资后的 5 年年化回报率。这张图能告诉我两件事：

1. 任何时间点的收益率都能很好地预测未来 5 年的回报；
2. 如今的低收益率意味着，全球投资级债券的投资者在 5 年内的回报率接近 0%，人们不能通过过去收益率较高年份的表现推断未来回报。

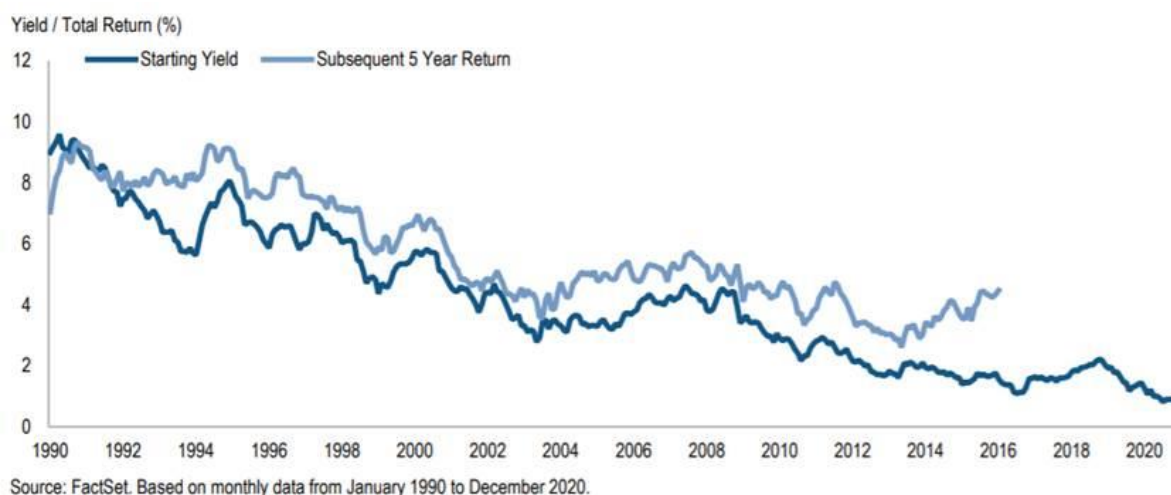


图 3 彭博巴克莱全球综合指数初始收益率和随后 5 年的回报率

债券的前景就这么黯淡吗？是的，如果你关注的是多数投资者默认从众的机会的话。在选择标的时，我们不单单只看典型的投资级债券，而是将不同地区、不同信贷质量和久期的投资机会都纳入考虑范围，这样才能够确定下来预期能提供更高回报的投资。

这封信有意说明极具吸引力的估值确实会带来更好的回报。但我要提醒大家，不要只看估值，因为没人想陷入暴跌的价值陷阱。这就是为什么我们有多元化的 FVT 投研流程，它可以为我们提供相辅相成的视点，从而有充分的准备展开我们的投资旅程。

顺祝时祺！

Handwritten signature of Wu Weiming in black ink.

吴伟明先生

首席投资官

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管辖区内进行。

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辖区公开发售,或允许在任何司法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。