

前言：本信写于九月十八日，雷曼破产之后市场大跌之时，后因中美政府利好刺激，股市一度反弹，故将此信按下未表。不料之后一个月市场进一步风云起伏，跌宕不已，考虑再三还是将这已过时的信件呈出与您，以分享此时此刻之感悟。

致金牛 L.H 基金客户的第二封信

尊敬的客户：

您好！

在今年年中给您的信中，我们认真总结反省了之前投资存在的一些问题，重新理清了投资思路，适时的调整了投资心态，以更严格的条件来对我们的投资标的进行审慎的评估，并制定了控制仓位且缓慢建仓的操作策略。

时光如梭，中秋已过，在这秋风渐起的时节，在美国大型金融机构的破产风波影响下，原本就非常低迷的全球金融市场进一步崩溃并笼罩在一片阴霾之中。此时此刻，作为您的资产管理人，我们有责任将我们当下的所思所想跟您进行必要的交流，增进我们之间的信赖，以求共同挽手走过这看似黑暗但又充满机遇的时期。

基金运作回顾：

- 一、今年年中以来，我们逐步调低了我们的仓位至不足三成的水平，轻仓控制策略使得近三个月来虽然我们的基金净值还有所下滑，但远远小于市场指数的下跌幅度。
- 二、以历史极限估值来重新审视我们原来持有的股票的估值，对于现价离历史极限估值尚有较大距离的股票，我们进行了持续减持。
- 三、挖掘出了一些产品有较强的定价优势，能够抵抗成本上升、汇率波动等不良宏观经济因素影响，未来公司经营仍能够保持持续发展的公司。随着指数的下跌，这些公司的股价已经非常具有吸引力，但即便如此，我们吸筹的速度控制的非常缓慢。
- 四、我们将基金的闲置资金配合投资的需要，分笔套用不同长短的期限做了通知存款等货币产品的简单配置，以求提高闲置资金的利息收入。

对于当前几个投资问题的思考

一、大盘什么时候会跌到底？现在要不要买股票？

“熊市不言底”正如“牛市不言顶”一样是充满智慧的，我们不主张刻意预测指数底部

位置和抄底等行为，我们也不认为有什么人具备这种能力。随着大盘的持续下跌，我们绝对可以确认的是无论从空间还是时间上来说，底部都离我们越来越近。现在真正重要和关键的是：1、我们是否找到了值得投资而且价格具有吸引力的股票；2、我们打算如何买入这些股票。从某种意义上来说，现在买股票，正如 5000 点时卖股票一样，虽然可能早了点，但时间拉长一些来看，却是具有前瞻性的明智选择。金牛基金现在持有较多的现金，我们其实非常希望能够用更低的价格买到更多的好股票，也就是说我们从某种程度上是期盼市场下跌的，也只有市场下跌才能够给我们更多的机会。所以说面对下跌，我们现在的心态非常好。因此，现在我们一方面在不断积极寻找更好的投资品种，一方面在耐心地等待更好买入时机。

二、全球宏观经济形式如何？将会对投资带来怎样的影响？

目前，在大宗商品长期高位运作和资产泡沫破裂的影响下，全球各国的经济都面临较大的挑战。面对如此让人忧虑的经济前景，难免让投资人产生此时是否还应该继续投资的怀疑。虽然有着这样或者那样的悲观情绪，但在现实生活当中，其实我们并没有感觉现在和一年前发生了什么改变，一如已经陷入经济困境多年的日本人，他们今天的生活似乎也没有发生什么改变，天并没有塌下来，我们在股市中感受到的其实只是人性中贪婪情绪的坍塌。这百年一遇的金融危机，最终会对实体经济产生多大的影响，现在尚未到盖棺定论之时，在投资而言，此时我们需要更为关注的也还是我们原来就关注的所投资企业的收入、成本、利润这些实实在在的数据所发生的变化，如果一切向好，我们又何必为悲观的经济形势忧心忡忡呢？

在这里我们引用巴菲特的一段话来阐述我们对宏观因素与投资关系的理解。巴菲特说“我们根本不会浪费时间来考虑宏观因素。换句话说，如果有人用失业率或者利率来对我们所关心的问题做出似乎完美的预测，我们将对其视而不见。我们只关注我们真正了解的业务，并且能够接受它们的价格和管理方式。如果我们看到国会正在就某种问题辩论，我们会置之不理。我们认为它们对于我们面临的问题没有任何帮助。”

我们相信即便在熊市依然会有持续上涨的股票，我们需要做的是积极地去寻找这些在未来能够持续发展的企业，并且以较低的价格去购买它们。

三、关于悲观情绪问题

引用彼得林奇在《战胜华尔街》书中的两段文字，第一段是“说起来很简单：‘嗯，下次股市下跌的时候，我一定毫不理会那些悲观消息，我要趁机逢低买入一些超跌的股票。’但做起来并不简单。因为每一次危机看起来都好像比上一次更严重，要想做到对悲观置之不理越来越难。”第二段是“每当股市大跌，我对未来忧虑之时，我就会回忆过去历史上发生

过 40 次股市大跌这一事实，来安抚自己那颗有些恐惧的心，我告诉自己，股市大跌其实是好事，让我们又有一次好机会，以很低的价格买入那些很优秀的公司的股票。”

即便是大师，在熊市的时候也会情绪悲观低落，但不同的是它们能够克服这些悲观情绪的影响。我们清楚地知道在熊市买入股票是需要很大的勇气的，但作为资产管理者，这是我们必须承担的责任，但前提是需要作为伙伴的您的信赖和支持。

四、如何认识股票投资

股市的大幅起落让许多人产生了亏损，最近又有一些人在绝望中发誓再也不踏入股市了。然而我们将股票投资简单指数化计算一下，假设如果 90 年我们 96 点买入指数一直持有到现在 2000 点，我们的资产也翻了 20.83 倍，18 年来复合收益率约为 18% 左右，这是任何定期存款、债券都无法比拟的收益率水平，那怪彼得林奇发出“想多赚钱就买股票吧”这样的感慨。股票投资有着如此高的收益率，为什么大多数的股民是亏损的呢？其根本的原因有二，一是在于往往股票暴涨、市场一片火热的时候散户才后知后觉地大量投资，而又往往在股市崩溃、市场一片低迷的时候撤出市场；二是散户往往喜欢买入价格较为便宜的绩差股。客观的看，即便大盘跌了这么多，但还于 2001 年的高点相若，而相当多的如万科、中信证券、贵州茅台等绩优股的股价比 2001 年当时的高点还有数倍涨幅。

因此只要我们坚持投资，不要情绪化地在市场中高吸低抛并投资优质股，那么实现较高的收益就是水到渠成的事情了。

五、关于资产配置问题

作为私募基金的客户，大多都是家庭经济条件比较富裕。在衣食无忧的前提下，多余的资产如何进行配置才能做到抵御通货膨胀、升值、保障健康、甚至抵御经济崩溃、战争危机确实是一门很大的学问。

从一个很平衡的原则上来说，我们往往建议客户将资产做如下几方面的配置：1、现金：用于日常所需，和临时突发性事件处理。2、定期存款：用于儿女读书，买房等。3、保险：用于保障意外和健康对家庭的冲击。4、房地产投资：抵御通货膨胀，提供现金流。5、证券投资：抵抗通货膨胀，分享经济发展成果。6、黄金：抵抗通货膨胀，应付重大经济危机，战争等货币失效时期的风险。7、境外资产：分散单一区域经济政治风险。

金牛 L.H 基金作为一个在香港设立的股票资金，同时具备证券投资和境外资产两个属性，在分享中国经济增长的同时还能够抵御一些社会性质的风险。

金牛 L.H 基金

二〇〇八年九月