

致客户的一封信

各位尊敬的客户：

中秋好！

玉轮阴晴圆缺、股海潮起潮落。不知不觉中，起于 2007 年秋天的次贷危机爆发至今已过去两年时间，而距离 2008 年秋天以雷曼兄弟、贝尔斯登倒闭为标志的黑暗时刻也已过去了一年。

2009 年，受到重创的实体经济在各国政府强烈的经济政策刺激下，从目前的观测结果显示，已逐步走出低谷，显示复苏信号。与实体经济微微掉头向上形成较大反差的是资本市场的快速反转，大幅度走高，资本市场如此彪悍的走势着实令相当多的投资者不知所措。然而究竟是什么使得资本市场出现如此令人难以理解的表现呢？我们想主要有以下两方面的原因：

其一是 2008 年的股票市场在群体恐慌的抛售下，股票价格超跌到了被严重低估的不正常水平，从历史上看群体极度恐慌的市场情绪一般不会持久，一旦市场情绪平静下来，往往股价会拨乱反正快速回升到一个相对较为合理的水平，这种错误情绪的发生与修正即所谓超跌后反弹往往以跌时凶、涨时狠的形式表现出来，令大多数的投资者下跌时不敢买入，快速上涨时不敢跟进而错失良机。

其二是从全球的视野来看，这次经济危机爆发后，在各国政府的保护下，并没有出现大型银行倒闭的现象。这也就意味着，并没有人因银行倒闭而失去资金，货币并没有被消灭。我们仍然处于一个货币过剩的金融市场之中，加上各国政府大量投入的货币，使得市场在通缩仍然未结束的时候已经开始担心通货膨胀的到来，许多有识之士看到这种货币过多的事实，一待市场企稳即积极取出存款，买入资产来抵御未来极有可能发生的通胀或者滞胀。这种市场愈发一致的倾向性行为方式使得无论是股市还是期货市场都加速上涨，甚至出现泡沫现象就不难以理解了。总而言之，在未来相当长的时间内，过多的货币均容易使得全球局部或者整体的资本市场出现泡沫。而中国经济作为在全球危机经济中难得的亮点，其资产价格在全球资金的追捧下更容易出现较为严重的泡沫化现象，值得我们警醒和关注。

在上述两大内在因素的驱动下，无论是 A 股还是港股在去年四季度见底后指数都大幅上涨一倍以上，从绝对估值角度而言都已难言便宜。刨除中国石油、工商银行、中国石化、等十大权重股后的其他上证 A 股的平均市盈率已在 38 倍以上，股价在 60 倍静态市盈率以上的股票超过半数，风险程度可见一斑。反观香港，目前 AH 股差价已不到 20%，甚至有如

平安、招行、工商银行等 H 股相对 A 股已出现溢价。以最可代表港股的香港交易所 145 港元的股价为例，其近 30 倍的静态 PE 水平也从一个侧面反映了港股已经出现一些过热的现象。然而，此时的媒体却充塞着诸如“中国的静态市盈率目前仅为 25 倍……目前尚处于历史上平均水平的下方”等大行看多言论，实在令人难以苟同，更不解的是这些大行年初时个个悲观，未曾有一个敢看高 3000 点以上的，为何此刻却如此胆大妄为呢？因此，如果不能冷静客观地评价他人的观点，不如尽量自己去客观地观察市场和坚持自己的判断。

年初以来，国内的相关经济指标数据虽与去年同期比较仍处于下滑趋势，但环比的逐步上升势态也非常的明显，显露出实体经济呈见底回升势态。然而，相信只要是会不时翻翻报纸财经页面，关心一下宏观经济形势的人都会知道，我们目前的经济复苏正如温总理所言是“尚不稳固”的，是靠占中国经济总量约 30%的全年 9.5 万亿的信贷资金新增投放去实现的，其不可持续性毋庸置疑。我们的经济结构调整非但没有朝靠内需拉动的方向迈进，反而进一步失衡，今年上半年固定资产投资对经济增长贡献率为 87.6%。以致许小年教授发出“中国现在不但拒绝调整，还在使经济结构进一步恶化，那还谈什么反弹？所以我才会说，美国经济率先反弹，中国经济最后一个”的言论。

虽然我们从来不主张去预测市场，也无意传达悲观的情绪。然而中国股市情绪波动大、市场同涨同跌现象明显，因此，作为一个投资者、一个市场观察者的角度我们需要客观的分析看待市场，并以此进行系统性风险的防范。

八月份以来，基于对 A 股市场和港股市场在目前经济环境下股价估值已基本到位，甚至出现过热和泡沫现象的判断。一如索罗斯所言“当前的形势如同一个交易市场，股价飙升时，即使投资者认为长期前景势头很好，也应当获利了结”。我们无论是国内明达一、二、三期信托计划还是海外的金牛 L.H 基金都将降低仓位至四成左右的水平，在确保今年大体收益落袋为安的情况下，再根据市场的情况伺机而动。

各位尊敬的投资者，佳节将至，金色的秋天是收获的季节，也是此时股票市场“抢收”的时刻。四季有轮回，股海有起落，秋收、冬藏方有春播、夏长，让我们共同收获下一个金秋的硕果。

祝大家！

人月两团圆、生活幸福美满。

深圳市明达资产管理有限公司

二零零九年九月十六日