

投资到百岁的唯一方法

——《邓普顿教你逆向投资》书评

如果你想比大众拥有更好的投资表现，那么你的投资行为必须有别于大众。

——约翰·邓普顿

信璞投资 李雪明

约翰·邓普顿爵士出生于 1912 年，比巴菲特大 18 岁。他开创了全球投资的先河，先后在日本、韩国和中国香港进行投资，并且都取得了非凡的投资业绩。

很多投资者都会对股票市场的波动感到害怕，现代投资组合理论甚至用波动来衡量风险。而价值投资的鼻祖格雷厄姆却认为“波动是我们的朋友，而不是我们的敌人”。约翰正是这样一位将股票价格波动视为朋友的投资先驱。他冷静地看待投资大众或高涨或低落的情绪，仔细地进行他称之为“多一盎司”的事实核查工作，从而发现产生巨额回报的投资机会。

自从股票市场诞生以来，投资者极度乐观和极度悲观的情绪如影随行，反复不断地交替上演。在约翰进入股票市场前的 1929 年，极度乐观的情绪把道琼斯工业指数推高到了 380 点，之后股市的“黑色星期二”出现了，随之而来的是持续 10 年的宏观经济大萧条。在大萧条中，极度悲观的情绪又将道琼斯工业指数压低到了 42 点，从最高点下跌了 89%。之后虽然宏观经济环境一直不尽人意，但是股票市场的极端情况终究要被修正，道琼斯工业指数又从 1932 年的最低点上涨了 372%，达到 1937 年底的 197 点。这一幕和我们刚刚经历过的 08 年和 09 年的中国股市何其相似。

到了 1938 年，美国经济出现了复苏迹象，但是这次复苏却遭到了质疑，因为欧洲出现了战争。当时人们普遍认为战争将使美国经济重新陷入衰退。投资者的悲观情绪导致美国的股票被抛售一空，道琼斯工业指数从 1938 年的高点下跌了 49%。（最近朝鲜半岛的紧张局势似乎也对纳斯达克的交易产生了影响）。约翰没有盲目相信战争会拖垮经济的流行观点，而是对美国内战和第一次世界大战进行了研究，他发现战争极大地刺激了对商品的需求。同时生产出来的商品需要通过全美各地的交通，包括铁路进行运输，因此铁路运输以及其他相关的上下游产业都将出现繁荣。约翰在此时做了一个大胆的决定：借钱买股票。

比决定借钱买股票更大胆的是约翰所购买的股票并不是那些历史经营业绩良好的公司，而是那些已经破产或者濒临破产的边缘化公司。这样做的原因还是来自于他对美国战争历史的研究：美国历史上曾经实行的战时税收政策。经营良好的公司因为战时经济的繁荣获得的额外收益会被政府征收税率高达 85% 的所得税；而过去处于亏损的公司不需要缴纳这样的税

收，因为现在的利润需要弥补以前的亏损。书中提到的一项统计表明 1940 年以前经常亏损的公司在 1940 年以后的 5 年里平均上涨了 10 倍，而 1940 年以前从不亏损的公司在 5 年里只上涨了 11%。

由于购买的公司质地较差，为了分散风险，约翰购买了 104 家公司的股票，最后这 104 家公司中有 37 家破产了。虽然邓普顿认为分散投资有其的好处，但是他也从来不排除集中投资，有时候他持有的股票就不超过 10 只。所以我们做投资的时候也不能教条式地理解巴菲特的集中投资理论，还要视具体情况而定。

约翰不仅在大众最悲观的时候买进，他还在大众最乐观的时候做空。在 2000 年互联网的超级泡沫中，在人们在不断批评巴菲特和老虎基金的朱利安罗伯逊已经过时的时候，约翰选中了 84 只高科技股票，每只股票做空 220 万美元，赚取了巨额的利润。那么他选定股票的标准是什么呢？还是来自于他对市场的研究。在美国，股票上市后有 6 个月的锁定期。他发现高科技公司上市之后，公司的管理团队等 6 个月的锁定期满后，就迫不及待地卖出手中的股票，拿钱走人（和我们中国创业板的情形又是一样）。约翰的选股策略是寻找那些比 IPO 价格上涨了 3 倍的科技股，在原始股东锁定期到期之前的 2 周时间里，卖空这些科技股。

卖空一直都被认为是一种高难度的投资活动。卖空这不仅要对基本面有深入的研究，还需要对交易时点有比较准确的把握。对股票价格运动的统计表明，股票价格的波动并不服从正态分布，反而经常出现肥尾现象。也就是说很多股票的底部很清晰，当跌倒一定估值水平的时候就不再下跌；而当股票上涨的时候，长到哪儿算是到头却很难说。以上现象对价值投资者来说是个好事，在低点买入的股票即使不涨，也不会出现亏损，而且只要拿着，总有一天会涨起来的；但是对卖空者却是一个严重的挑战，因为不知道股票涨到何处会停止，如果在做空处继续上涨一倍，整个本金就亏光了，更可怕的是涨了一倍之后可能还会继续上涨。约翰是如何把握卖空点的呢？

当最后一位持股者决定卖出股票的时候，当所有卖家都消失，只剩下买家的时候就是极度悲观点。反之，当所有买家都已经进场，只剩下卖家的时候，就是极度乐观点。2000 年 3 月 10 日，纳斯达克指数创下历史新高，达到峰值（当然事后才知道）。当天的华尔街日报有这样标题：“保守的投资者们跃跃欲试，科技股并非昙花一现”。这篇文章说明最后一批买家进场了，舞会马上就要结束了。利弗莫尔当年也有类似的对顶部的判断标准：当擦鞋童都在向他推荐股票的时候。

股票市场是商业活动的产物。工业化的进程加快了商业活动的频率，也给股票市场带来了许多泡沫化的元素：美国股市就先后经历了铁路、无线电通信、汽车、电视机和互联网泡沫。最近又刚刚经历了房地产泡沫。泡沫终究是要破灭的，而低估的终究会涨回来。这就是如万有引力定律一般的均值回归过程。邓普顿爵士有一句我们都知道的名言：“牛市在悲观中诞生，在怀疑中成长，在乐观中成熟，在兴奋中死亡”。其实后面还有一句“最悲观的时刻正是买进的最佳时机，最乐观的时刻正是卖出的最佳时机”。

最后，借用邓普顿爵士的一句名言来结束：“人们总是问我，前景最好的地方在哪里，但其实这个问题问错了，你应该问：前景最悲观的地方在哪里？”

信璞投资管理有限公司

2010年12月

李雪明简介

李雪明，北京大学经济学硕士。

曾在海纳亚洲创投基金（SIG）工作4年，主要从事餐饮连锁行业的投资。

2010年底加盟信璞投资。