

邓普顿的逆向投资法则

2023年3月



北京进化私募基金管理有限公司
Beijing Evolution Investment Management Co.,Ltd.

概览

- 一、邓普顿简介
- 二、逆向投资法则及案例

5、以极度悲观点投资为逆向投资的极致

4、以全球投资来扩大机会池



2、以价值投资为选股的根本

3、以分散投资为组合稳定器

- 三、投资最重要的两个因素：勤奋与常识



一、邓普顿简介

- ▶ 约翰·邓普顿被福布斯称为“全球投资之父”及“历史上最成功的基金经理之一”。
- ▶ 在1954年他的第一只共同基金发行之初，如果投入1万美元，那么38年后的1992年价值将增长至173.61万美元。近40年间，该基金平均每年跑赢市场超过3.7%。同时这38年间，从未有一次在60个月期间内收益为负。可以说，约翰·邓普顿掌握了股票投资的圣杯——以低于平均的风险获得了高于平均的收益。
- ▶ 邓普顿一个逆向投资者，他相信，买股票就要在“市场最悲观的时候”，其他人都觉得世界末日就要来了，邓普顿却认为这正好是投资买入的好时候。
- ▶ 邓普顿是国际投资的先锋，其他美国人拒绝跨出美国国境一步的时候，邓普顿已经在全世界到处发掘投资机会了。
- ▶ 邓普顿的信条是“所知愈少而所学愈饥”。



禁止复制 禁止复制 禁止复制

二、逆向投资法则及案例

禁止复制 禁止复制 禁止复制

禁止复制 禁止复制 禁止复制



1、以逆向投资为中心

- 邓普顿认为，要做成很便宜划算的股票投资，唯一的方法就是逆向投资，在别人都在卖出时买入。
- “市场上有人愿意用估值很便宜的价格卖出股票，只有一个原因：因为别人都在卖出，再也没有别的原因。要买到估值很便宜的价格，你必须去寻找并投资大众普遍最害怕和最悲观的冷门股。”
- 困难不在于估值分析，而在于有勇气与大众逆向而行。
- 危机之后旋即购买股票的策略：（1）搜寻那些下跌后价格远远低于其内在价值的股票；（2）寻找由于很大的误解，而使股票价格价格下跌的情况，比如某家企业在近期遇到困难，而这种困难只是暂时性的，会有云开雾散的一天；（3）要时常对市场上前景最糟的股票，而不是前景最好的股票进行调查研究。
- 历史表明，危机一开始的时候情况看上去仿佛特别糟，但是随着时间的流逝，所有的恐慌都会渐渐趋于缓和，恐慌消失之后股票价格就会回升。这种事件并不是每天都发生，事实上每10年能遇上那么一两次就不错了。如此看来，作为长线投资者必须意识到这种事件都是十分宝贵的机会。



1、以逆向投资为中心

- 案例
- 2001年「9·11」事件发生第二天，邓普顿接受记者电话采访时表示：“从经济角度来说，这次袭击的意义并不大。”“影响是极其短暂的。”尽管历史上有先例可循，但市场观察家仍然对这一事件感到恐惧，并不惜大肆渲染。所以当所有其他人都迫不及待地打算卖出股票的时候，他已经做好了买入的准备。问题是：买入什么股票呢？由此引发的重要问题是，前景最糟糕的地方在哪里？答案是航空股。邓普顿相信政府不会让航空公司倒下去。邓普顿找到了8只满足自己的市盈率标准的航空股，在9月17日股市恢复交易的时候，只要8只股票中任何一只在这一天价格下跌50%就立即买入。当天有三只成交，分别是美国航空公司、美国大陆航空公司以及全美航空公司。
- 邓普顿本次的目的是要利用最初的恐慌，给那些航空公司股票造成的影响，而不是长期持有那些股票。
- 股票在之后6个月所产生的回报为美国航空公司回报率61%，美国大陆航空公司回报率72%，全美航空公司回报率24%。



2、以价值投资为选股的根本

- 邓普顿把价值投资说得非常简单易懂：价值投资就是买便宜股。买入那些市场价格远低于其内在价值的股票。
- 便宜货的量化标准是一份资产售价比起真正价值低80%。
- 识别并避免购买故事股：看股价除以每股销售收入、每股收益或每股账面价值后的结果。如果计算出的数字比它竞争对手的数字或与之相关的股指高很多，那么这就可能是过分受追捧的故事股。
- 寻找股票的标准往往是：用当前每股价格除以估计的未来5年的每股收益，得出一个数字，股价不能超过这个数字的5倍。
- 大多数分析师确定未来5年收益的方法是：如果过去平均净利润率是5%，而公司去年的净利润率是7%，那么把5%看作公司未来5年的一个收益标准是明智的。
- 始终以比率为参考并解读其中的含义，要将比率分解然后对其构成成分进行咨询考察。
- 应该在什么时候卖出股票：当你已经找到一只比原来股票好50%的股票时。
- 案例
- 有个人要转让柠檬水小摊，他告诉买家这个小摊一年能赚200美元，小摊报价为100美元。由于有意向接手小摊的人增多，小摊价格被炒到了150美元，正要准备交易的时候，突然下雨了，小摊的顾客减少了，这时大家都在想小摊以后还能有这么好的生意吗？正在这时，小摊旁卖起了雨伞，于是大家又准备去收购雨伞，这时柠檬水小摊无人问津，旁边一个长期观察小摊生意的人，对小摊抱有信心，所以他以50美元成交。接着雨过天晴，柠檬水小摊又排起了队伍，而卖雨伞的再也无人问津。



3、以分散投资为组合稳定器

- 投资有时会看错，投资有些个股估值可能会出错，导致组合业绩大起大落，大幅震荡，所以邓普顿强调逆向投资的组合必须足够分散：“分散投资，应该是任何投资计划的基石。”
- 邓普顿谈到分散投资的好处时说：“唯一不应该分散投资的人，是每次都看对的人。”
- 有很多学术研究表明，充分分散投资，组合收益率波动性更小，收益率更高。
- 案例
- 1937年3月到1938年3月，对第二次世界大战的担忧导致美国股市下跌。1939年，邓普顿找以前的老板借了1万美元，在美国两个交易所买入所有价格低于1美元的股票，一共买了104只，其中有37家已经破产。



4、以全球投资来扩大机会池

- 研究表明，长期来看，和简单地只是分散投资于单一国家股市的股票组合相比，分析并投资全球各国股市的股票组合，投资收益会更高，波动性会更低。
- 60年代末，在《金融分析师》杂志的一篇报道中，列出外国投资者避开日本市场的原因：“股票价格波动过于极端。”“缺乏相关信息。”通常情况下，投资的唯一障碍其实是你不愿意比身旁的人多付出那么一点去寻找答案。
- 如何避免由当地货币引发的风险？（1）将重点放在具有以下特点的公司上：公司25%以上的经营业绩都是在那些出口额大于进口额的国家实现的。（2）确保这个国家所负的债务不超过其全年国民生产总值的25%。
- 避免政治格局风险：倾向于自由市场的国家，法律法规要更少，避开在管理和政策上都趋于集权的国家。
- 案例
- 60年代初期，日本经济的平均增长速度为10%，而美国大约为4%，是美国的2.5倍，邓普顿在日本找到的股票市盈率仅仅是4倍，美国同期股票市盈率大约为19.5倍，日本很多股票的价格比美国股票平均价格低了80%。50年代日本实行资本管制，要求投资者把钱留在日本，60年代初期，日本终于取消对外国投资者所设限制的时候，邓普顿立刻抓住机会，开始把客户资金投向日本市场，而这时美国投资界主流观点依然因缺乏研究而对日本市场存在偏见，认为日本永远也别想赶上美国的实力。在而后的30年内，东证股指增长了35倍，邓普顿却赶在80年代末日本被投资大众完全接受并变得极为热门的时候，从日本撤出了大部分投资。



5、以极度悲观点投资为逆向投资的极致

- 什么时候股市最便宜？市场上所有人在卖出股票的时候。
 - 什么时候市场上所有人在抢着卖出股票？市场情绪悲观到了极点的时候。
 - 如何寻找极度悲观点：等到100个人中的第99个人放弃的时候。
 - 因为极度悲观就会发生恐慌性抛售，导致股价被极度低估，此时大胆买入自然极度便宜，若能长期持有，未来盈利自然极高。
 - 当股价发生剧烈波动时，必须积极研究那些导致变化的信息，仅仅因为下跌就购买股票时不谨慎的做法。
 - 对历史的了解在投资中十分重要。
- 案例
- 1937年3月到1938年3月，对第二次世界大战的担忧导致美国股市下跌：仅仅12个月，股市就下跌49%！担忧世界大战，股市暴跌一半，市场到达了极度悲观点。邓普顿判断美国也会被拖进战争，根据这个假设，他得出结论：美国工业企业将会因此受到大力推动，来为美国参战提供大量物资。这种看法源自他对早前战争的研究。1939年，邓普顿找以前的老板借了1万美元，在美国两个交易所买入所有价格低于1美元的股票，一共买了104只。后来他对这些股票平均持有4年，只有4只股票亏钱，整体盈利增长了3倍，1万美元变成4万美元。这相当于当时一个纽约白领10年的工资收入，能买一栋独栋别墅。



5、以极度悲观点投资为逆向投资的极致

- ▶ 另一个重要的概念是比较。跳出固有思维模式、把眼光放在那些人人弃之如敝履的公司股票上会给你带来丰厚的回报。
- ▶ 在买入股票前，绝对有必要了解这家公司：它的运作方式、刺激销售的原因、为维持利润而面临的各种压力、业绩在一个时期内的波动状况、应对竞争的方式等。掌握这些信息，是构建心理堡垒的最好方式。
- ▶ 案例
- ▶ 1939年，邓普顿找以前的老板借了1万美元，在美国两个交易所买入所有价格低于1美元的股票，一共买了104只。这次交易所持有的股份中，密苏里太平洋铁路公司的股票经常被人津津乐道地认为回报率尤其丰厚。但这家公司显然并非在这次战争引发的经济复苏中收益的唯一一家铁路公司，例如，当时有一家经营很成功的铁路公司——诺福克-西部铁路公司，该公司50年来从未亏损过。本来购买这样的公司股票非常具有诱惑力，因为股价下跌的风险小得多。但是对比两家公司，诺福克-西部铁路公司股价上涨的可能性要小很多，因为政府对经营良好的公司在这次经济繁荣事情获得了不同程度盈利增长部分，征收高达85.5%的税率。相反，像密苏里太平洋铁路，过去一直处于亏损状态，无须缴纳这样的税款。这种税法产生的后果是，像诺福克-西部铁路这样经营良好的公司从战时的经济繁荣中所获利益要远远少于像密苏里太平洋铁路这样弱小并且边缘化的公司。明白了这些，再去预测这两家公司在战时经济繁荣时期的回报情况，结果就大不相同了。



三、投资最重要的两个因素：勤奋与常识



三、投资最重要的两个因素：勤奋与常识

1、勤奋

- 邓普顿：半个世纪以来我们工作都非常努力——不是一周工作35个小时，而是50、60、70个小时。不过一个人是不可能做所有的工作的，现在，我们在8个国家有办公室，有500多个不同行业的专家。即便是这么庞大的专家群，我们仍然发现投资是一件很难的事情。所以勤勉是获取超凡业绩的最重要因素之一。

2、常识

- 不要被狂热所左右，不要被失望所左右，不要买那些你不懂的东西，在买之前永远做好功课，制定长期的计划，在熊市来临之前就准备好如何度过。只要掌握了一般的常识，长期来看你就能取得优良的投资业绩。
- 运用常识的四种方法：
 - 第一，我们寻求物美价廉的交易。一般而言，你以比你认可的价值折扣很多的价格购买的股票，长期来看要比溢价买入的股票回报要好得多。
 - 第二，如果你想寻找非常不寻常的交易，不能只在加拿大找，要到处寻觅。我一直坚信全球投资的理念，这是一直是我的信条。
 - 第三，我们是灵活的。常识告诉我，如果你连续五年在一种证券、一个行业、一个国家取得了超常的业绩，那么下一个5年就难以以同样的投资方式取得同样的业绩了。要想维持你的业绩，你必须寻找那些低迷、萧条的地方。
 - 第四，如果你和别人购买相同的东西，一般来说这不可能是最好的交易，这是常识。超凡的业绩只有在你投资的东西与大众不同时才有可能获得。



➤ 本文摘编自《逆向投资：邓普顿的长赢投资法》



谢谢!

一般声明及披露:

本报告由北京进化私募基金管理有限公司(已具备中国基金业协会批准的私募投资业务资格,以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及作者均不承担任何法律责任。

