



坦伯頓投資法則

價值型投資法低買高賣奇人
擊敗市場的策略大公開

Investing the Templeton Way



Education *Your Learning Partner*

美商麥格羅·希爾國際出版公司台灣分公司

Contents

推薦序

坦伯頓投資法則穩健打造您的價值人生 劉吉人 4

序 約翰·坦伯頓 8

第 1 章 一個便宜股獵人的誕生 11

第 2 章 第一筆極度悲觀操作 39

第 3 章 不同尋常的全球投資常識 73

第 4 章 率先見到旭日初升 101

第 5 章 股票之死，還是多頭市場之生？ 131

第 6 章 放空泡沫絕不手軟 155

第 7 章 危機即轉機 195

第 8 章 歷史韻律 225

第 9 章 投資債券不無聊 251

第 10 章 睡龍驚醒 271

後記 297



推薦序

坦伯頓投資法則 穩健打造您的價值人生

富蘭克林證券投顧創辦人

就在本書付梓，高齡九十五歲的約翰·坦伯頓爵士辭世，留給全球投資人無限的追思。生命也許如滄海一粟，坦伯頓爵士的精神價值卻是亙古如日月，其用一生實踐的價值投資哲學影響著千萬、上億計數的投資人，將近一世紀的人生，充滿故事與傳奇，就像一本百讀不厭的好書，令人鏤骨銘心。

被封為二十世紀投資之父的坦伯頓爵士，從四歲就知道自行種豆賣豆賺取價差，供兒時零用；一九三九年，年方二十八的他大膽融資一萬美元，購入一百家股價低於一美元的股票，各一百美元，不到一年的時間，不僅還清所有貸款，待四年後出清手中所有持股，原先的一萬美元竟已成長至四萬美元，當時的光景正值第二次世界大戰，最是人心惶惶之際；一九五四年創立全球首家也是最大的坦伯頓基金公司，引領美國人將投資觸角延伸至海外。

公司光景正好的一九九二年，坦伯頓爵士決定急流勇退，選擇將一手創辦並且以股票基金及全球化投資見長的坦伯頓基金公司，與債券基金界的翹楚富蘭克林集團合併，當時市場用「球套」與「球」的結合，傳神地形容兩家極具互補效益的公司合併。這項重大抉擇，不僅引領富蘭克林坦伯頓基金集團進入新的里程碑，坦伯頓爵士亦轉身投入宗教事業，撰寫人生另一新頁。

與其說坦伯頓爵士是投資專家，不如形容他是投資人的心靈導師（mentor），或許更加貼切其本質。坦伯頓爵士的投資法則，歷經數十年的市場考驗，如今依舊睿智而雋永，其中最為投資人所知「當行情極度悲觀時進場逢低承接」的價值投資策略，其內涵與精神，又與春秋時代老子提倡的萬事萬物運行必依循「物極必反」、「禍福相倚」的哲學觀不謀而合，足見坦伯頓爵士對市場的遠見及對人性的洞悉度。

關於坦伯頓爵士的故事俯拾皆是，我卻獨鍾他與妻子剛結婚時的小插曲，兩人胼手胝足，為省錢而撿拾他人廢棄尚且堪用的沙發、傢俬，夫妻每月節省多餘的開銷固定儲蓄，搭配聰明的投資，不僅提前預約既安全又富足的生活，更催生了坦伯頓基金公司。而我與內人亦是深受此影響，別看現在國內基金業如此蓬勃發達，對二十年前的台灣而言，仍是一項亟待教育的投資觀念，內人與我搏節開支，用以創立並經營富蘭克林證券投顧，希望為習於在股票投資及銀行存款的投資人，引進另



一種新的理財工具，草創初期可說是考驗重重。白手起家的坦伯頓爵士曾說：「家不需要奢侈品以及華麗的環境，我們有更好的東西——願景及目標」，回想昔日的生活或許少了點奢華享受，卻平添兩人患難與共，情堅不移的共同記憶。

闡述坦伯頓爵士理念的書籍卷帙浩繁，投資人不難從各種面相認識這位當代最偉大的投資泰斗，本書《坦伯頓投資法則》作者是坦伯頓爵士曾姪女洛蘭·坦伯頓（Lauren C. Templeton），同時是洛蘭坦伯頓資本管理公司創辦人、東南避險基金協會創辦人暨董事長，不同於過去撰寫人為坦伯頓爵士本人或是市場觀察家，作者以既是投資專家又是嫡親的曾姪女雙重身分，更深入地用文字帶領讀者回溯坦伯頓爵士過去數十載，如何發揮價值投資策略落實在選擇股票與市場上，如何用以克服全球數次的重大金融危機，平心看待市場變動，並且藉此積極挖掘難得的投資機會，讓旗下基金表現仍不脫常軌。

坦伯頓爵士身兼企業管理者及基金經理人，所管理基金及集團旗下基金貫徹其投資理念，成為成立時間數十年之久的長壽基金；不但經歷戰爭、石油危機、網通泡沫等空頭市場洗禮，也足證坦伯頓投資法則及管理哲學歷久彌新且備受肯定，是許多投資新鮮人的入門基金，也是陪伴他們的人生穩健成長與推升夢想起飛的重要助力。

思緒隨著推薦序文來回奔馳於過去、現在與未來之間，富蘭克林坦伯頓基金集團二十年前率先來台設立辦事處，更是該

集團踏出海外的第一步，我們除了積極引進共同基金的投資觀念與類型繁多的境外基金，更冀望受人推崇的價值投資理念，能夠深植國人心中，經由富蘭克林證券投顧提供的各項服務，讓坦伯頓爵士的投資法則轉化為實際能量，使您的理財方式是真正的「投資」而非「投機」，堆砌內外皆圓滿的價值人生。

【富蘭克林證券投顧獨立經營管理】

序

約翰·坦伯頓

九十五歲生日轉眼就到，我始終相信，沒有比活在這個時代更好的時候了。我們應該深深感恩能夠生在這個難以置信的繁榮盛世。我這把年紀，幾乎全部的心力和資源都投入坦伯頓基金會（Templeton Foundations）。它的重點工作是為全世界人類建立精神財富。

直到今天，仍然有投資人寫信給我，希望提供投資建言，或者表達對全球經濟的憂慮。整個人類歷史上，人總是疏於留意投資和一般的人生領域中種種問題所帶來的機會。這輩子我見識到我們受惠於無數驚人的成就。二十一世紀帶給我們很大的希望和美好的承諾，也許這是充滿機會的新黃金年代。

《坦伯頓投資法則》一書，簡短提到我的投資生涯史。我的姪孫女洛蘭·坦伯頓（Lauren Templeton）和她先生史考特·菲利普斯（Scott Phillips）描述了一位便宜股獵人見獵心喜的投資心理。我們能用的投資方法不計其數，但當我買進價格遠低於它們內含價值（intrinsic worth）的股票，總是操作得

最為成功。我的整個投資生涯，都在世界各地搜獵能夠買到的最好便宜股。研究顯示，投資世界各地的股票組合，和簡單、分散的單一國家比起來，長期而言，可能波動性較低，報酬率較高。分散投資應該是任何投資計畫的基石。

在極度悲觀的時點投資，是我整個事業生涯使用的一個原則。也就是說，極度悲觀的時點，正是最樂觀的時候。《坦伯頓投資法則》說明了我在整個事業生涯使用哪些方法，確認一支股票、一個行業或某個國家的極度悲觀時點。

生活上幾乎每一種活動，人總是希望前往遠景最好的地方。你會到未來綻現榮景的行業找工作，或到展望最佳的地點設廠。但我的看法是，如果你選擇公開交易的投資，那就必須反過來。你應該試著用相對於一家公司的價值，可望買到的最低價格去買股票。股票便宜賣出的理由只有一個：因為其他人正在賣。再也沒有別的理由。要買到便宜的價格，你必須去投資大眾最害怕和最悲觀的地方找。每當你用低廉的價格買到未來獲利能力很強的東西，那就表示你做了很好的投資。要做到這一點，唯一的方法是在別人賣出時買進。這個概念，投資人通常搞得一個頭兩個大——要和主流意見反其道而行並不容易。我在整個投資生涯，奉行下述的座右銘：

趁別人垂頭喪氣賣出時買進，趁別人貪得無厭大買時賣出，這需要極堅強的意志，卻終有極大的報酬。



但願投資人看了這本書，將擁有買低賣高的必要技巧和信心。這往往表示，你必須避開正在流行的東西。記住這句金玉良言，對你可能有幫助：

多頭市場因為悲觀情緒而誕生，因為疑慮交加而成長，因為樂觀情緒而成熟，因為亢奮狂喜而死亡。極度悲觀瀰漫時，正是買進的最好良機，而極度樂觀洋溢時，正是賣出的最好良機。

約翰·坦伯頓 (John M. Templeton)

2007年9月

《坦伯頓投資法則》一書，簡短提到我的投資生涯。我的兩個女兒洛蘭·坦伯頓 (Lauren Templeton) 和姬先生史考特·菲利浦斯 (Scott Phillips) 描繪了父親如何以堅毅心志的投資生涯，並應用他的投資方法不計其數。但當我買進價值低於其內在價值 (intrinsic worth) 的股票，絕不為任何

第1章

一個便宜股獵人的誕生

（1931年）大學二年級才開學，家父語帶抱歉地告訴我，他連一塊錢也籌不出來供我念書。起初這有如晴天霹靂，現在回想起來，卻是再好不過的事。

——約翰·坦伯頓爵士

我們是什麼樣的人，有很大一部分是兒時塑造的。拿我叔公約翰·坦伯頓爵士（Sir John Templeton；以下簡稱「約翰叔」）來說，他對人生、投資和公益慈善抱持的方法，顯然有很大一部分，可以追溯於他的童年。約翰叔在田納西州的小鎮溫徹斯特（Winchester）長大成人，父母哈維（Havey）和薇拉（Vella）灌輸他一套價值觀。不管什麼時候，處於什麼狀況，那些價值觀持續引導著他。他最早學會的美德，主要是節儉、勤勞、好學和恬靜自信。如果要我用一句話概括形容他的性格，那便是「樂天知命」。我們會陸續談到，這些美德是他的父母以獨特的自由放任作風教導孩子，以及他年近二十和成年之初，正逢經濟大蕭條的深刻體驗而養成的。最重要的是，我們將探討這些美德和集體的經驗，如何塑造一個人，使他成為世界上最成功的投資人之一。

人們在將約翰叔的投資風格分門別類時，常說他是價值型投資人（value investor）。提到價值型投資人，我們就會想起班傑明·葛拉漢（Benjamin Graham）這位創導型投資人。葛拉漢著有《證券分析》（*Security Analysis*）一書，是另一位世界知名投資人華倫·巴菲特（Warren Buffett）的業師，塑造了巴菲特的投資風格。簡單的說，約翰叔本身的投資方法，的確應用了葛拉漢早期的風格，這一點沒有疑問，但他最後將那些知名且常被視為經得起千錘百鍊的風格加以發揚光大。暫且不談葛拉漢的投資金律，我們來簡化價值型投資人的定義。我們認為，價值型投資人購買特定的資產或物品時，希望支付的價格

低於他或她相信的真正價值。這個定義的核心，是簡單卻極重要的假設：一項資產或物品的價格，可能和它的真實價值不同。

由於奉行葛拉漢金律的價值型投資人為數眾多，可能有人認為約翰叔讀過《證券分析》一書，並且應用它的方法，然後，其餘的部分，大家都知道了。事實卻不全然如此。年輕的約翰叔 1930 年代踏進投資顧問業，展讀《證券分析》時，老早已經是價值型投資人。

約翰叔小時候，父親（也就是我的曾祖父）老哈維在溫徹斯特當律師。哈維的辦公室正好位在鎮廣場旁邊，從窗戶看出去就是郡法院。1920 年代中、末期，一直到經濟大蕭條期間，哈維經常在律師的本業之外，想方設法積攢財富。他經營一座軋棉廠、賣保險、出租住宅、投入農場的土地買賣。有趣的是，買賣農場的生意，給那時還年幼的約翰叔上了價值投資法的第一課。1920 年代，經營農場的收入往往相當有限——約翰叔說，平均一年約兩百美元——所以那些業務經常以失敗收場，接著不幸的是，農場業主被迫清售抵押品。一般來說，農場喪失贖取權之後，會在溫徹斯特鎮的廣場拍賣，賣給出價最高的人。

那些農場在廣場拍賣時，老哈維從二樓辦公室的窗戶居高臨下，占有絕佳的位置，拍賣什麼和拍賣進度看得一清二楚。拍賣案件沒人出價時，老哈維會走出辦公室，下樓到廣場，出

價買進。遇到這種情況，老哈維通常能以非常低廉的價格買到農場。到了 1920 年代中期，他名下已經擁有六塊土地。約翰叔幼時目睹這一手法，可能在心裡埋下第一顆種子，日後茁壯成他那鼎鼎有名的投資方法。他把那種投資方法稱做在「極度悲觀」的時點買進，或者稱之為「極度悲觀原則」。你可能猜到了，以那麼低的價格——也就是遠低於實際價值的價錢，買進不動產，經過數十年，約翰叔的哥哥小哈維（我的祖父）把不動產賣給商業和住宅建築開發商，便創造出更多的財富。

日後回顧，這些農場竟然吸引不到其他買主上門，可能叫人百思不得其解。不過，在我們一一敘述約翰叔數十年來的基金經理人生涯中表現優異的投資時，會發現全球股票市場上，那些情況可是一而再，再而三重演。約翰叔這位投資人使用的哲學，和他父親趁沒人出價，在法院的台階上以低於應有價值的價格買進農場的方式沒有太大的不同。大部分人都知道，在拍賣會場，如果只有你出價，就能用比較便宜的價格買到想要的東西，甚至低廉到像是用偷的。把這個關係往前推進一步，我們知道股票市場也經常存在一個很大的矛盾：股票價格下跌，或者「跳樓大賤賣」時，聞風而來的買家比較少。相反的，當股票變得比較貴，反而因為人氣旺而吸引更多的買家上門。約翰叔小小的年紀就看到，一塊有價值的農地，單單只因為沒有其他的買主接手，而不是因為一點價值也沒有，便能用非常低廉的價格買到。這件事，終他一生，一直深深烙印在腦海。

觀察另一個人，然後仿效他獲得成功的行動，有時可以給你上寶貴的一課。不過，更聰明的人則是觀察痛苦的事件，並把它們當做不必親自重蹈覆轍的經驗。簡單的說，聰明人從自己的錯誤中學習，更聰明的人則從別人的錯誤中學習。約翰叔的下一個養成課程，也從他父親而來，不過這一次是因為好運逆轉。

前面說過，約翰叔的父親四處鑽營，做了很多營生。老哈維擁有和經營軋棉廠及保稅棉花倉庫。田納西州富蘭克林郡這一行，就只三家業者，當時生產力相當高。我的曾祖父有個特質，我們還沒談過，那就是家族內認識他的人，都說他是那種「大撈一票」型的人，無時不在尋找下一個發財機會。他曾經大手筆投資紐約和新奧爾良棉花交易所的棉花期貨。約翰叔和祖父常常提起一件往事：一天，他們的父親踏進家門說：「孩子，我們發了，我們剛剛在棉花期貨市場賺到你們怎麼想也想不到那麼多的錢，你們這輩子再也不用工作，連你們的孩子、孫子也不用……。」孩子們又叫又跳，但才過幾天，老哈維又進家門，瞅著兒子說：「孩子，我們賠掉了一切；一切都垮了。」

親眼見到從有錢的雲端，跌到絕望的深淵，這種情緒（如果不說是叫人喘不過氣來的）的變動，顯然給約翰叔上了風險管理的第一課，也因此瞭解金融市場創造的紙上財富淡如雲煙的事實。忽賺忽賠的這種循環，正是曾祖父事業生涯的寫照。

整體來說，衝動性的商業買賣和缺乏儲蓄的行為，經常使他的財務狀況起伏不定，到了晚年，甚至得向約翰叔和家祖父伸手要錢，餵養那些習慣。約翰叔和家祖父兒時看到那些事情，無疑促使他們打從心底深處崇尚節儉。兩人長大後，把節儉帶到「藝術」的層次，發揮各種省錢、存錢的創意手法。他們發現，儲蓄總是能讓人過著安心和安穩的生活。

約翰叔常常告訴我們，他和第一任妻子婚後不久搬到紐約，展開投資生涯時，便自我約束，收入的一半必須存起來。也就是，每收進一塊錢，就要把五十分錢拿去另外投資。約翰叔說，為了達成這麼高的儲蓄率，他和妻子茱蒂絲（Judy）把它變成玩遊戲。約翰叔和茱蒂絲搬進紐約第一棟沒附家具的公寓時，在報紙上搜尋家具拍賣和房屋出售的消息。等到他們終於買齊家具，五房公寓總共才花 25 美元（給好奇的讀者參考：這相當於 2006 年的 351 美元左右）。他們甚至請朋友加入找便宜貨的行列，包括市內哪裡有特價套餐可吃。他們的目標是 0.5 美元（合 2006 年的 7.03 美元）吃一餐。

約翰叔夫婦成了專撿便宜貨的高手，但他們著眼於物超所值，甚於純粹購買便宜東西。約翰叔最得意的一樣交易，是花 5 美元買原價 200 美元的一張沙發床。由於經濟仍然籠罩在大蕭條的陰影底下，他們有機會從個人破產和極少買主到場的拍賣會，買到「俗擱大碗」的物品。幾年後，約翰叔和茱蒂絲在長子傑克（Jack）出生後，喬遷新澤西州恩格爾伍德

(Englewood) 的一棟房子。他們用現金 5,000 美元買下那棟房子，五年後以 17,000 美元轉手。如果你好奇的話，我們就告訴你：這相當於五年內約 28% 的複利報酬率。我們還沒開始談他的股票投資，就有這樣的成績，可說相當不錯。約翰叔在這些買賣中，總是堅持一個根本原則：每樣東西都要用現金購買，這樣一來，他們才會「永遠是利息的收受者，不是支付者」。終他一生，這件事非常重要。他沒借過抵押貸款、不曾貸款買車，而且總是有足夠的積蓄度過難關。

就約翰叔來說，可以發現，撿便宜貨的做法不只侷限於投資。這是約翰叔無所不用的人生哲學，一直抱持到今天。尋找能夠找到、可能最好的交易，是漫無止境的一種心態。其實那可說是一種生活風格。觀察約翰叔和茱蒂絲如何不辭辛勞追尋便宜貨，是非常重要的的一件事，因為這和約翰叔在全球各地，不遺餘力搜獵便宜股的過程完全相同。就某種意義來說，當約翰叔研讀價值線 (Value Line) 的股票報告、公司申報資料，以及其他的材料，努力尋找便宜股票，這種做法是他老早生根在骨子裡的，也就是買到某種東西，售價低於他心中的真實價值。不管那是一套家具、一棟房子、一頓飯、一支股票，還是一張債券，都一樣：尋找便宜貨就是。

另一層考量是，觀察約翰叔平常怎麼買東西，可以更加瞭解什麼東西夠格稱得上便宜。他所認為的便宜貨，比一般人的看法要極端些。約翰叔常說，他要找的資產，售價比他認為應