

打敗大盤的股市策略

—耶魯大學基金操盤人史雲生長期打敗大盤的創新投資策略

Unconventional Success

A Fundamental Approach to Personal Investment

大衛・史雲生 (David F. Swensen) 著

李家豪 譯

蕭一芳、楊瑞麟 審閱

merLin 梅霖文化事業有限公司
MERLIN PUBLISHING

目錄

審閱者導讀	自訂航向、專家掌舵 基金仍是最佳的股海方舟 / 蕭一芳、楊瑞麟——	005
作者導讀	——	011
第一章	投資報酬的來源——	015
第一部份	資產配置——	041
第二章	核心資產——	045
第三章	建構投資組合——	101
第四章	非核心資產——	117
第二部份	選擇買賣時機——	171
第五章	搶進高獲利的基金——	175
第六章	恢復投資組合平衡——	193
第三部份	選擇投資標的——	215
第七章	表現未盡理想的共同基金——	221
第八章	如何挑選優質的主動式操作基金——	237
第九章	指數股票型基金——	259

【審閱者導讀】

自訂航向、專家掌舵 基金仍是最佳的股海方舟

蕭一芳、楊瑞麟

如何真實描述你我當今所處的世界？隨著經濟的嬗遞發展、資訊的即時傳播，以及科技的推波助瀾，全球的經濟作息與情緒起伏，似乎配合著節拍強烈的投資活動而展開。

由上午的東京、台北、香港，延伸至下午的倫敦、巴黎、法蘭克福，再接棒到深夜的紐約，這一連串的股市接力，天天主宰著全球龐大資金的位移與價值升貶；財富，因而跟隨股市，永不間斷地做著此消彼長的重分配。

投資既然成了經濟活動的推手，生活在這「金融日不落」版圖裡的人們，誰能掌握多一分投資知識，誰就能早一步洞悉先機、提高一分勝算，享受旁人艷羨的投資回報。而在眾多的金融商品中，共同基金對大多數投資人而言，仍然是最值得考慮、進入障礙最低的投資工具。

眾所周知，共同基金最大的特色是「廣納游資、專家操作」，而且在運作上採取「投資人有權（申購及贖回）、經理人有能（投資操作）、保管銀行有責（守護資產）」的架構，每名受益人都能在三方契約的保障下，平等享受基金創造出的投資收益。所以你只要依照自己的市場或風險偏好，選擇一支中長期績效表現良好的基金，就可放手讓專家掌舵，無需理會股海的無常波浪，直至你抵達設定的獲利目標。

數字證明，共同基金的確已與國人的理財活動緊密結合。截至2007年3月底為止，在台灣銷售的共同基金數目（含國內基金及海外基金）多達1,241檔，不僅已超過上市櫃公司約1,220檔的掛牌總數，且投資總額高達3.5兆台幣，這個數字已逼近台灣上市公司總市值的兩成，可見在經過短短四分之一世紀的發展後，共同基金已成為台灣金融產業裡不可或缺的重要部份。

很榮幸能與楊瑞麟先生一同從事本書的導讀。本書作者大衛·史雲生曾經擔任美國耶魯大學校務基金的投資重任，在他的操作下，基金獲得了非凡的投資收益，能透過他多年的實務經驗來學習投資，著實增添了本書的可看性。

史雲生在本書中，揭櫫「回歸基本投資原則」的重要性，意即要做到投資三不：不隨股價波動起舞、不人云亦云、不受市場主流言論洗腦而合理化短線進出的行為。所謂的成功投資，在他的眼裡是要做到堅持理念，忍受市場冷落，甚或同儕

團體的奚落。但事與願違，絕大多數的投資人，永遠無法擺脫「時而瘋狂、時而沮喪」的人性枷鎖，此時共同基金的功能正好可以修補這道人性缺口，將「有權」的受益人，與「有能」的經理人結合在一起，形成互利雙贏的利益共同體。

本書的另一個重點，是反覆高倡「以股票投資為主、做好分散投資」的論點。的確，股票仍是可提供最高報酬率的投資工具，它那大於原子彈的威力就在於「複利效果」。作者在書中引述，美國股票二百年來的複合年報酬率為8.3%，如果在二百年前投資一美元，到現在應該價值880萬美元，債券只有1.4萬，而現金回報則只剩下區區的4,500元，成效差距之大不言可喻。至於分散投資，則旨在建立一個穩健的投資組合，透過不同金融商品間的互補性，讓風險不因市場發生變化而驟升，促使收益率能更加穩定。

在此必須指出，這正是共同基金的功能與使命。根據我多年來領導投信公司、參與基金運作的經驗，每檔基金都會事先擬妥資產配置原則，將資金合理分散到股票、債券（含公債、公司債、可轉債等）及定存等金融工具上，同時根據基金成立目的，嚴格控管持股比例，這一點在平衡式基金上看得尤其明顯。換句話說，買基金，也等於買了一個已經調配好的投資組合。

或許因為史雲生的操作策略獲得了成功，使得他對積極選股的「主動式操作」多所批評，認為只是徒然增加投資人交易成本的零和遊戲，無助於長期績效的上升。然而基金既然收取

管理費，原本就負有「發掘個股真實價值、積極選股、擊敗指數」的職責，用績效來創造與投資人間的雙贏格局。

由台灣歷年來的基金績效統計數字分析，主動式操作策略，不全然如作者所言般遜於市場表現。根據台灣大學邱顯比與李存修教授所做的統計，2006年台灣全年績效排名前二分之一的股票型基金（共88檔），其平均績效為25.46%，優於加權股價指數漲幅的19.48%，可見股票型基金擊敗指數的機率極高。這個擊敗指數的幅度，又會隨著統計年期的拉長而逐步擴大，到了五年期，排名前二分之一基金的平均績效已達93.02%（共73檔），遙遙領先指數漲幅的40.94%，若再進一步拉長統計期間到十年期，則排名前二分之一基金的平均績效已高達218.61%（共26檔），而同期之指數漲幅卻僅有12.83%，擊敗指數的幅度竟高逾200%。

除了上述「分散風險」與「創造績效」兩大功能之外，共同基金還具有「全球投資」的能力，可將投資人所交付的寶貴資金，進一步分散到全球各地，以掌握由亞到歐、由龍頭股市以至新興市場的所有投資機會。從國人目前投資海外市場高達1兆9416億台幣的鉅額數字來看（含國內投信的跨國投資型基金4770億及海外基金1兆4646億），這個全球投資的功能顯然已經獲得市場的全面認同。

雖然投資人對共同基金的需求日益殷切，但基金的運作仍不免存在人爲因素而引人詬病，例如關係人利益迴避等。針對

這些問題，全球的金融主管機關已紛紛加強對基金運作的監管，務求充份保障投資人權益。

舉例來說，台灣的證期局要求國內基金須按月呈報基金週轉率，以檢視個別基金是否有浮濫進出、增加交易成本，造成損及受益人權益的情形，這或許有助降低史雲生在本書所言「因為各種費用的收取，使基金整體績效比市場表現遜色」的疑慮。又例如為了防範利益衝突的發生，證期局要求各投信公司的董監事、高階主管、部門主管以及基金經理，必須定期公佈本人及直系親屬的持股狀況，以避免共同基金成了利害關係人謀求個人私利的工具。在種種規管制度日趨完善之下，共同基金將愈發彰顯它的功能。

我投身共同基金產業近二十年，曾歷練過各項工作領域的挑戰與洗禮，而楊瑞麟先生則長期專注於研究分析與資產配置領域，是多年來合作默契甚佳的工作夥伴，我們一步一履陪同台灣投信業，走過萌芽期的青澀，成長期的熾熱，以至今日成熟期的繁茂爭鳴榮景。其間尤其令人動容的是，不管股市多空，我們目睹一群群肩負投資人深切期待的投資團隊同仁，在數不清的日子裡，為探詢產業前景而奔波約訪、為估算營收獲利而挑燈夜戰，目的只為了謀求更傑出的基金績效。這群高素質的人力資源，正是基金產業發展最厚實的根基；而共同基金，就是由他們打造的股海方舟，承載著投資人的無限寄託，駛向規劃好的方向。

本書審閱者：

蕭一芳

學歷：國立中興大學財稅系畢業

經歷：土地銀行

國泰信託投資股份有限公司

德和輪船股份有限公司

建弘證券投資信託股份有限公司管理處副總，營業處副總，
執行副總，總經理（民國76年9月至94年3月）

社團：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會

常務理事及業務委員會副召集人（民國90年8月至93年8月）

理事（民國93年8月至94年3月）

楊瑞麟

學歷：國立成功大學都市計劃系畢業、美國印地安那大學企管碩士

經歷：大華證券自營部經理

統一證券投資信託公司投資研究部協理

元大證券投資信託公司投資研究部副總經理

統一證券公司自營部副總經理

統一證券投資顧問公司董事長

建弘證券投資信託公司投資研究處副總經理

【作者導讀】

偉大的經濟學家凱恩斯（John Maynard Keynes）有句名言：「普世的智慧教導人們寧可依循傳統而失敗，卻不願意打破傳統而成功。」凱恩斯深奧的智慧深深地影響著投資界。但是，未經思考而盲目跟隨世俗的認知已證明是不智的，跟隨多數人走過的路，投資結果通常不彰；反而是採取深思且另類的投資方式，往往證明此等投資行為才是充滿理性，因為比較少人走過的路，會有比較多的成功機會。

反向投資

（Contrarian Investing）

投資人如果採取非主流的投資策略，他們會面臨許多的挑戰。人性會驅使投資人去接納普獲認同的投資策略，讓自己感到很安心，當自己的投資跟多數人雷同時，這會強化自己與社會的緊密聯繫。不幸地，這種心理上的慰藉很少創造出成功的投資結果。

因為共同基金投資人深信：集合想法相近的投資人資金，然後交由優異的基金經理去操作，最後就會獲得傑出的報酬。因此，他們可以高枕無憂。但是，這種世俗的鄉愿想法，終將證明是不智的，因為有充份的證據顯示，多數的基金都無法達成預期的目標。

非主流的成功法則可以做為投資人的基本投資方法。它建議投資人透過非全然以營利為主（not-for-profit）的基金公司，去投資廣泛分散的被動式指數基金。請想想看，大多數的基金都是以營利為目的，因此，選擇非全然以營利為主的基金公司，就是一種反向投資方式。另外，多數人的投資組合集中於美國國內的有價證券，因此，充份分散投資也算是一種反向投資方式。由於大部份的基金都企圖打敗市場，模擬指數的被動式操作基金，也代表一種反向投資方式。

在大眾的眼裡，反向投資是一種雙輸的作法。當投資不能跟上市場熱門標的漲幅時，掌握市場主流的玩家就會嘲笑這些未能跟上腳步的人。當反向投資的報酬超越其他的投資方式時，隨市場起舞的參與者又會抱怨這些非主流的投資人不負責。不論投資結果如何，非主流的投資人真是兩面不討好。

反向操作者必須有堅強的信念，去執行與堅守自己的非主流投資組合。如果對自己依據基本原則所建立的組合，缺乏像石頭般堅定的信念，懦弱的投資人將面臨兩頭吃虧的災難。一旦投資人因為績效欠佳而放棄自己的非主流組合，並且在已經大漲很久後才去接納市場的主流，他們將高買低賣；在他們放棄自己的非主流部位後，市場可能又恢復理性，近期在市場叱吒風雲的股票開始步履蹣跚，而最近被市場冷落的股票又逐漸展露頭角，投資人高買低賣的行為因而兩面都蒙受損失。