

# 史雲生的逆向操作法則

---

—投資大師史雲生教你逆向操作，佈局長期投資的股市策略

## 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。

其實這本書想要傳達的基本訊息很簡單，只需要區區數頁就足以說明：建構投資組合時，要充份分散風險，並且以股票投資為主，來建立一個被動式管理的組合；實施投資計畫時，應該透過非營利的基金公司來執行。很遺憾地，上述預設的投資策略，對時間受限的投資者幫助不大。成功的投資需要有堅強的信念，這些信念是因為投資人在充份瞭解之下，根據個人特性所建構的投資組合。除非投資人真心地相信這種非主流的資產管理方式，否則他們都經不起市場變化的考驗。

如果投資人隨性、未加深思就冒然採用反向投資方法，最後的投資結果就會像採取主流投資一樣地令人傷心。投資人追隨市場主流操作時，有相當的期間會表現得引人注目，因而使得採取反向投資者相形見绌。另外，在某些情況下，主流的看法有時是正確的，這使得他們更難堪。所以，如果希望投資能夠成功，就不能光靠投資人簡簡單單和市場對做而已，深思熟慮的投資人必須清楚瞭解到，採取非主流投資方法時，它背後的基本道理。

本書將嘗試提供投資人採取反向投資時所需要的知識與毅力。同時書中將介紹一些因為追隨市場主流操作，卻不幸落入陷阱，因而慘遭市場吞沒的例子，以做為投資大眾的殷鑑。此外，書中對於反向投資的說明，值得投資人做為投資方式選項的參考。假如深入瞭解會帶給你堅強的信念，那麼知識就是投資成功不可或缺的力量。