

巴菲特、彼得林區、愛德華索普都推崇，真正可以賺到錢的投資方法

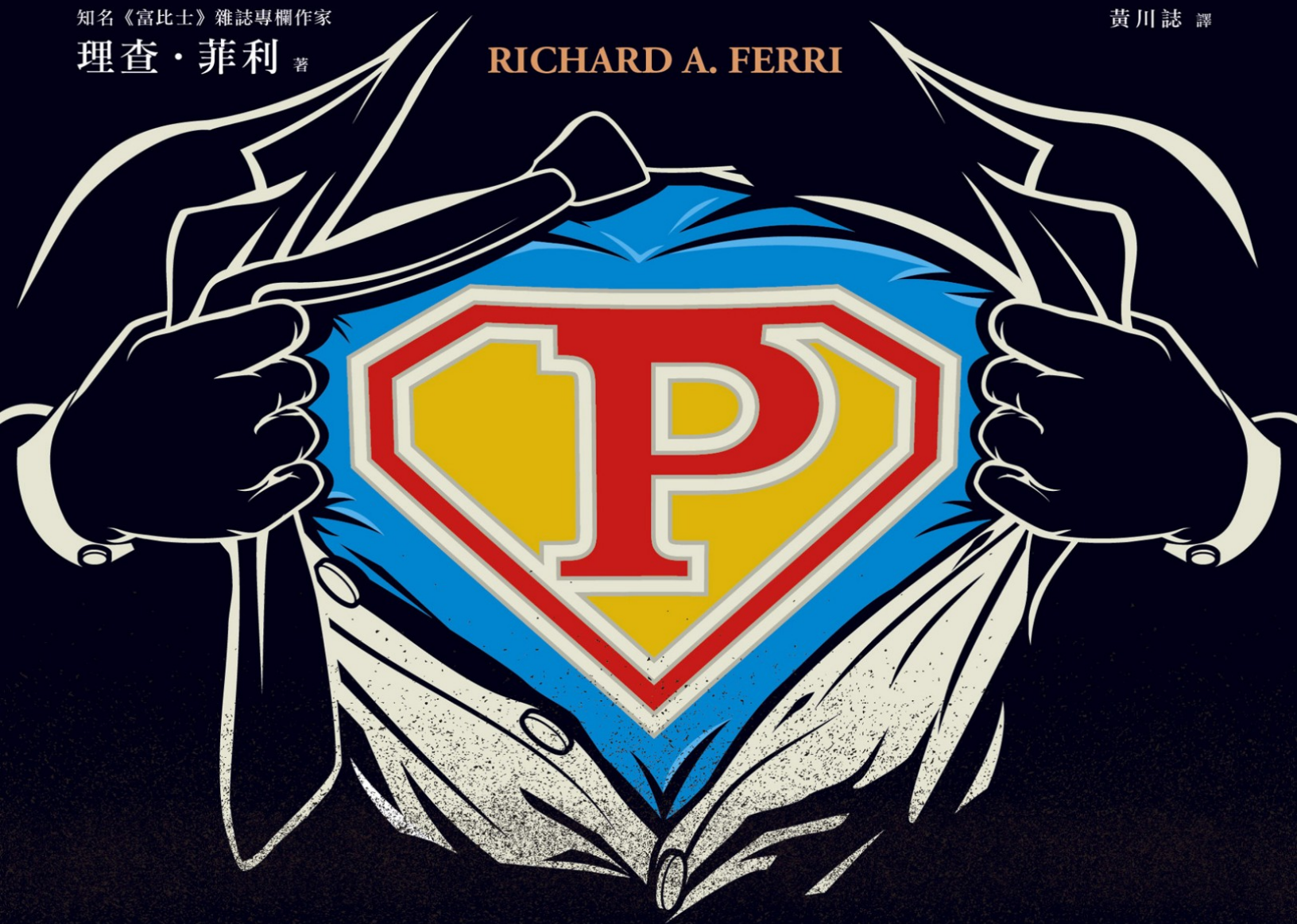
被動投資學

知名《富比士》雜誌專欄作家

理查·菲利 著

RICHARD A. FERRI

黃川誌 譯



THE POWER OF PASSIVE INVESTING

MORE WEALTH WITH LESS WORK

ameryu 「A 大的理財心得分享」版主 | Ffaarr 「Ffaarr的投資理財部落格」版主

Jet Lee 「Jet Lee的投資隨筆部落格」版主 | 竹軒 「竹軒的理財筆記」版主 | 余家榮 「效率理財王」版主

林長揚 簡報教練、暢銷作家 | 清流君 財經YouTuber | 陳逸朴 「小資YP投資理財筆記」版主 | 綠角 財經作家 熱情推薦

推薦序

投資是用錢賺錢，不是加班賺錢

財經作家 綠角

什麼叫投資？

簡單的說，就是用錢賺錢。讓錢生出更多的錢。

如何達成呢？

其實很簡單，你必須把錢放在有回報的資產，譬如股票與債券。這些資產有機會帶來勝過通膨的實質報酬。

而股票跟債券都會波動，假如遇到向下的波動，反而會造成虧損。

為了避免這個問題，有些人努力判斷短期市場未來走勢。他希望自己在下跌前離開市場。上漲前回到市場。這叫做「擇時」。

金融市場有成千上萬支證券。其中有表現好，也有表現很差的股票。為了避免投資賠錢，很多人努力挑選證券。這則是「選股」。

很多人努力研究總體經濟指標、公司基本面等各種投資資訊，想要完美擇時，成功選股。

到這裡你會發現，這些投資人其實不是單純的用錢賺錢。他們是很努力的投入自己的時間、精力與資源。就跟上班一樣，是很費力的，用工作賺錢。

假如這些投入可以帶來比較好的投資成果，那也算是值得的努力。

問題在於，在金融市場這些主動的努力，帶來的不是比較好的成果。通常是適得其反。

想要擇時進出，你會發現時間點很難拿捏。以為市場已經漲得太高即將下跌，你離開市場後，卻仍是持續上漲。你以為市場跌很深，已經到低點了，大力買進，然後發現真正的主跌段還在後面。

想要成功選股，你會發現很難操作。一支股票漲**50%**了，你覺得賺夠了，獲利了結。結果它是一支漲**10**倍的股票。一支股票已經跌很多了，你低點加碼。結果是變壁紙。

投資界已有大量的證據與討論，證明主動投資很難帶來加分的效果。

想想看，假如有一個工作，每加班一小時，扣**1,000**元的薪水。你會想加班嗎？

但投資時，很多人努力的主動選股、擇時進出，去做這些很可能降低自身報酬的事。這不就是一種「負薪資」的工作嗎？

努力，要放在正確的地方。在很難帶來效用的地方投入心力，恐非明智之舉。

投資最難的一點，就是要體認金融界有許多跟直覺完全相反的現象。主動選股與擇時進出通常會降低報酬，就是其中之一。

這並非無法克服的障礙。現代人都知道，地表看來是平的，但地球是圓的。看起來太陽繞著地球轉，但事實是剛好相反。當我們都可以用理性觀點了解這些自然現象時，沒有道理我們無法理解投資界的反直覺現象。

事實是，投資人不需要主動投資，被動往往是更好的選擇。

不需選股，採用低成本指數化投資工具投入市場；不用擇時，採用一個符合自己投資目標與風險忍受度的固定股債比率投資組合。就會帶來勝過大多主動投資者的成果。

但有很多人希望你這麼做。

主動型基金業者不希望。因為這樣一來，誰要投資他們的高成本主動型基金呢？

財經媒體不希望。因為假如你知道那些立足於過去績效的基金獎根本沒有參考價值，占據整個版面的經濟分析意義也不大。那還有誰要看他們的報導？

你自己的心魔恐怕也不希望。很多人想著：「要主動才有機會取得更好的成果」（事實是機會渺茫）、「要主動研究，才會顯得自己有投資素養」、「要主動，日後才有機會拿出可誇耀的高超報酬」。

克服這些外在與內在的反對聲音，學會並了解為什麼指數化投資與資產配置會是更好的方法。然後實際去做。

當你的閱讀與思考，讓你懂得放棄主動投資，堅持指數化投資與資產配置時，你會發現，這是一個最值得的投資。你也會發現，自己將達成投資的真義，那就是單純投入市場去賺取報酬。而不是努力半天，卻減損成果。

《被動投資學：巴菲特、彼得林區、愛德華索普都推崇，真正可以賺到錢的投資方法》完整解釋被動投資的論點與優勢，也說明實際執行時如何克服障礙。對於想要充分利用被動投資優勢的投資人，是一本不可或缺的投资書籍。

推薦序

必定會贏的指數化投資哲學

指數基金教父 約翰·柏格

在《被動投資學：巴菲特、彼得林區、愛德華索普都推崇，真正可以賺到錢的投資方法》這本書當中，理查·菲利提供我們一種投資策略正發生實質革命的全面指南。直到**1980**年代，對個別投資人而言，「選股」都是最主要的投資方法。接著，到了**1990**年代，透過專業投資經理人進行主動型基金管理的狀況逐漸上升。而後，漸漸的，被動投資（**index investing**）——買進並持有代表整個股票市場（或債券市場）或這些市場中不同類型的投資組合——已經吸引投資人最多的關注（與資金投入）。

理查的書，一開始就說明指數型基金的歷史背景。身為見證第一檔指數型基金創立的人，我能夠為他所撰寫的時間順序的正確性作證（我在領航集團〔**Vanguard**〕這家新興的新貴公司，做出的第一個決定，就是在**1975**年**5**月成立世界上第一檔指數型基金，並且開始營運）。另外，我們同時也學到包括：崔諾（**Treynor**）、薩繆森（**Samuelson**）、墨基爾（**Malkiel**）、艾利斯（**Ellis**）以及夏普（**Sharpe**）等人闡述，有關指數投資的其他先驅性概念。

在此有個很簡單的事實是，指數投資贏了，因為指數投資必定會贏。畢竟，身處投資族群當中的我們每個人，都是投資大眾平均數的一分子（在全年總收益為**7%**的股票市場當中，我們每個人都平均分配那**7%**的報酬）。但是，在我們將投資成本列入計算後——我稱它為「賭場荷官（**croupier**）」費用，估計是**2.5%**——我們（同樣的，仍是

同一個投資族群) 能夠獲得的淨報酬率就只剩**4.5%**。最好的指數型基金會贏的原因，單純的是因為它們免除了管理費、銷售佣金，同時將營運成本、投資組合的週轉率與週轉產生的成本降到最低。在這種作法之下，他們每年提供的服務費用，低到只要總資產**1%**的十分之一而已。正是這「簡單算數的無情規則」(**relentless rules of humble arithmetic**，編按：也稱為「主動式管理的算術」，指的是將金融市場的報酬減去金融管理的費用，才等於投資人實際獲得的淨報酬)，驅動了被動投資的理論。

不過，菲利把我們從理論帶往真實世界，提供許多範例、圖表，證明指數投資獲勝的原因。**跟很多分析師一樣，他發現，對基金未來（相對）報酬的最佳預測指標，不是基金過去的業績而是低成本。**在等權重比例相同的共同基金投資組合，在未來的**25**年，能夠擊敗市場報酬率的機率僅有**3%**（如果持有十種共同基金的投資組合，勝出機率則只有**1%**）。同樣的，歷史紀錄又再次證實假說的正確性。

本書也很徹底的討論像儲蓄與投資、資產配置，以及僱用投資顧問，這些範圍廣泛的問題；這全都是理查的專業領域，而且他更是一位直率的被動投資倡導者。在這本很棒的書中，他表示只向服務的客戶收取最低的費用，他說到做到，言行一致。我向各位推薦這本書。

——約翰·柏格

福吉谷，賓夕法尼亞州 (**Valley Forge, PA**)

2010年9月

謝辭

關於這本書，我要感謝很多人。首先，是我很有耐心而且鍾愛的太太達莉亞（**Daria**），我要把這本書獻給她。其次，要特別感謝約翰·柏格讚賞有加的序言，還有梅爾·林道爾（**Mel Lindauer**）、史考特·賽門（**Scott Simon**），以及艾德·陶爾（**Ed Tower**），很仔細周密的閱讀手寫的原稿，並且提供一些關鍵性意見，讓本書變得更好。

我同時也要感謝下列的人，透過提供研究、推薦支持，以及協助我校對。這些人包括：魯迪·奧古利亞（**Rudy Aguilera**）、芭芭拉·比龐（**Brab Biban**）、羅伯特·布羅卡姆（**Robert Brokamp**）、史考特·伯恩斯（**Scott Burns**）、強納森·克萊蒙特（**Jonathan Clements**）、史坎特·達西（**Shikant Dash**）、隆·德里格（**Ron DeLegge**）、查爾斯·艾利斯（**Charles Ellis**）、哈洛德·伊凡斯基（**Harold Evensky**）、蘿絲·瑪莉·菲利（**Rose Marie Ferri**）、謝里爾·嘉瑞特（**Sheryl Garrett**）、克雷格·伊斯拉森（**Craig Israelsen**）、理查德·金（**Richard Kang**）、泰勒·雷利摩爾（**Taylor Larimore**）、凱文·羅夫林（**Kevin Laughlin**）、亞倫·洛斯（**Seddik Meziani**）、拉米洛·桑契斯（**Janet Novack**）、比爾·蘇西斯（**Bill Schultheis**）、馬汀·史威爾（**Martin Sewell**）、勞倫斯·席格（**Lawrence Siegel**）、米奇·土克曼（**Mitch Tuchman**），以及吉姆·維瓦達特（**Jim Wiandt**）。另外，還有很多給我鼓勵的柏格頭論壇（**Bogleheads.org**）成員。

最後，我希望能感謝負責保衛我們這個偉大的國家，所有在武裝

部隊的男性、女性成員。他們無私的將自己置身於險境，除了希望我們提供堅毅的支持外，別無要求。這本書的版稅，將捐給慈善機構，以協助受傷的士兵、海軍士兵、海軍陸戰隊士兵，以及空軍士兵。請永誌不忘；自由不是免費，是有代價的。

前言

最佳獲利公式， 就是「指數投資」+「被動策略」

你是否曾經因為認為某種產品比較好而去買它，但是對結果感到失望？這正是大多數共同基金的問題，因為它們並沒有履行諾言。

大多數情況下，投資人購買共同基金，是因為他們相信基金經理人，會賺取比市場平均值還要更高的報酬；只不過一般的情況並不是如此。大部分試圖戰勝市場的基金都表現不佳，有些基金的表現甚至差距很大。當現實中這種很平庸、不夠好的結果接連不斷湧現時，投資人的希望很快就會消失。接著，他們會再尋找新的基金，意圖尋求新的希望，但卻又再次失敗。這種惡性循環在共同基金產業裡幾乎存在一世紀之久。

如果你認為你所挑選的或是你的顧問選擇的共同基金能戰勝市場，那就很有可能使得你一生的投資組合報酬都低於市場報酬。戰勝整體市場報酬的情況是不會發生的，至少在很長時間內是不會出現的。或許有一檔或兩檔存續夠久的基金能夠達到這個困難的目標，但是隨著時間推進，由好幾檔基金組成的整個投資組合是無法戰勝市場的；而這，幾乎是可以肯定的事。

基金公司的廣告，總是在暗示他們的經理人已經取得了很優異的報酬，並且你可以利用他們的這項技能，在未來賺取更高額的報酬；但這只是一廂情願的想法。基金經理人做為投資團隊的一員，其實並沒有特殊天賦，如果他的績效勝出市場平均值，大多是因為運氣而不是與能力有關。針對這點，學者們已經這麼說了好幾十年。

其實還有其他的選擇。當主動型基金經理人持續收取很高的費用，卻未能履行會有高報酬的承諾時，就成為進行被動投資一個很有說服力的例子。**被動投資是關於投資在低成本、被動管理的指數型基金、指數股票型基金（exchange-traded funds，後文皆以英文縮寫ETF指稱），在扣除少許的費用後，能與金融市場的報酬相匹配。比起主動式管理的基金，這樣的策略，能夠讓你的投資組合的報酬更接近市場的報酬，並確保你能從這些報酬中獲得公平份額的報酬。**

身為投資人的目標是，在一定程度的風險下，使選定的投資組合賺取最高的報酬。在相同程度的風險下，持有指數型基金、**ETF**被動式管理投資組合的績效，將會勝過壓倒性多數、試著想要擊敗市場的主動式管理共同基金投資組合的績效。換句話說，被動式的投資組合將會大幅增加你達成財務目標的可能性。

這本書提供詳細的研究報告與無可否認的證據，來支持被動投資的方法。書中回溯數十年前的學術研究報告、數據，這些資訊清楚顯示，想要戰勝市場，在過去一直都不是個可靠的投資策略，而且也沒理由可以相信，這種投資策略在未來能擊敗被動投資。反之，被動投資提高了你個人或你為他人監管的投資組合的成功機率。因此，被動投資是強而有力的投資方法！

想要賺到錢，先改變你的投資信仰

華爾街到處充滿承諾。主動式管理共同基金的公司，在推銷產品時，往往讓人們感覺到，公司擁有非常精明、消息靈通的人員，且將能賺取高於市場的報酬。然而大多數投資人都沒注意到的是，學術領域的研究事實已經證明，大多數的基金皆無法達成這個目標。任何基金可以獲得優異報酬的機率都非常的低，儘管它有可能會發生，但是

發生的機會卻是微乎其微。

在美國高速公路沿途，威力球樂透彩（Powerball lottery）的廣告看板上，只顯示了可能贏得的獎金，但卻沒有說明中樂透彩的機率是多麼的低。大多數的投資機會也是用這種方法進行銷售。華爾街宣傳、推銷的是，賺取優異報酬的可能性，而不是賺取優異報酬的機率。

挑選到獲勝共同基金的可能性極低，並不是投資人唯一的問題。第二個問題是，支付的報酬。少數成為贏家的主動型基金，並沒有支付超過市場報酬的足夠超額報酬，來彌補選擇的風險。多數主動型基金的報酬不只輸給市場報酬，而且遠低於市場報酬。而少數獲勝的主動型基金的績效表現並不夠好，無法補償其他主動型基金大量虧損的不良結果。

主動型基金投資人的第三個問題是，當多個基金同時在同一個投資組合時，會出現損失的情況。這是因為由數個主動型基金組成的投資組合，和單個獨立基金相比時，成功的可能性是比較低的。當愈多主動型基金加入投資組合時，整個投資組合績效會勝出的機率，將戲劇性的滑落。而且這個問題，會隨著時間推進變得更加惡化，經過一段時間後，主動型基金績效勝過被動投資方法的機率將會降到接近0%。

獲勝的主動型基金，只占全部已發行基金的很小比例，而如果想要預先辨認出這些獲勝的基金，更是幾乎不可能的事。並沒有任何方法經過證實，可以正確預測未來會獲勝的主動型基金是哪些。當然，這並沒有阻止市場上許多主動型基金的投資大師，宣稱他們擁有一個能成功的主動型基金挑選公式，且會在收取費用後把基金賣給你。然而這些都只是行銷手段，旨在讓投資人把錢掏出來。

企圖藉由挑選主動型基金來賺取高於市場的報酬，是無效且浪費時間與金錢的作法。在了解這個事實且承認這一點後，就能讓你擁有

前往另一個方向的自由——就某種意義上而言，這正是改變信仰。

當「被動投資」對上「主動投資」

本書為買進低成本的指數型基金、**ETF**，展現無可辯駁的事實。它強化數十年來，學術界已經證明的一種投資哲學，它比很多擊敗市場基金的策略，能夠實現更好的報酬。隨著被動投資帶來的力量，你可以建立獲利性更高的投資組合，同時符合你或你協助監管金錢的這些人的需求。

被動投資依據的前提是，所有金融市場的參與者，會比不同意這個價格且試圖預測價格走向、賺取超額利潤的個別投資人，更擅長確定有價證券（股票或債券）的價格。而事實也正是如此。每個有價證券的買家，在市場上都會有一個相對應的賣家。整體市場的報酬，是投資人唯一可以獲得的報酬，這個報酬也是由所有投資人一起分享。如果有某個人賺取了較高的報酬，這意味其他人將失去獲得報酬的機會。除此之外，市場也就沒有其他的報酬了。

但是有個問題：投資人並無法賺取整體市場的報酬，因為資金管理並不是免費的。要進行數千億美元有價證券的交易、管理投資，每年都得扣除一些費用，因此你很容易就能了解，為什麼投資人不可能長期勝過市場。由於投資成本的關係，一般投資人的績效一定會低於市場的績效。

如果你只是閱讀共同基金、證券經紀商、資金管理公司，以及投資顧問提供的廣告，或是看大多數書籍、雜誌、投資時事通訊及網站的內容，你是無法知道這一點。它們的作法是，讓每個人看起來好像都是贏家；然而那既非事實也不正確。

本書運用低成本的指數型基金、**ETF**，建立長期、健全的投資策

略的案例，讓你能夠更接近市場正常的報酬。這本書的內容在於闡明量化投資的目的，然後在風險可控制的架構下，去執行一項最有可能實現該目標的審慎計畫。

共同基金讓投資變得容易

共同基金是很重要的投資工具。它們藉由將許多投資人的資產匯聚在一起，以取得規模經濟，就讓投資人可以用相對較低的成本，參與全球的金融市場。此外，基金持有者也享有基金每天的流動性，只要市場有營運，他們可以在任一天，買進或贖回基金。

現代的基金產業，是在**1924**年從美國波士頓開始的。儘管在貧乏、不足的情況下起步，基金產業還是在歷經了**1929**年的美國股市大崩盤、經濟大蕭條後倖存了下來。而到了現在，已有數百家共同基金公司，提供客戶**7000**檔不同的共同基金，其中包括大約**1000**檔**ETF**。

直到**1976**年，領航集團（**Vanguard Group**）才推出市場上第一檔公開的指數型基金。這種基金的概念普及得較慢；然而，沒過多久，投資人就意識到這種指數投資的價值。時至今日，已有數百種的指數型基金，它們幾乎追蹤了所有的資產類別、投資種類和風格。

ETF則於**1993**年年底出現，這些基金大多數也是設計用來追蹤指數。它是共同基金的一種類型，相較於傳統開放式基金，**ETF**的交易是整天都在證券交易所進行，而傳統的開放式基金則是在當天結束時，投資人根據基金公司公布的淨值來進行交易。

在公開交易的指數型基金與**ETF**的產品之間，任何人都可以運用低成本、具稅務效率又沒有爭論的基金產品，創造一個完全的被動投資組合。投資人如果謹慎選擇以低成本的指數型基金、**ETF**來穩定投資，比起依靠主動型基金的投資人，將可在較小的風險下賺取較高的報酬。而這，只是時間早晚的問題。

運用指數型基金、**ETF**來投資的作法，是行得通的。然而，在這本書裡，你不會看到很多被動式的投資組合。這本書主要是在說明被動投資的案例。關於資產配置的建議、基金選擇的方法，你得閱讀其他書籍，以了解更詳細內容。在個別章節裡，本書也將為讀者推薦一些相關書籍。

指數型基金讓多數主動型基金變成輸家

在指數型基金進入市場之前，主動型管理基金是市場上唯一的共同基金，它們的績效並不需要擊敗市場，因為在當時，它們是投資人唯一的選擇。共同基金公司提供廣泛、多樣的風險分化，以及個人無法以相同成本複製的證券投資組合，來履行其對投資人的義務。就這樣的作法而言，主動型基金對投資人來說是一種很划算的投資；只不過，這種情況已經成為過去式了。

在現今，同一種資產類別，已經不再需要主動型基金，才能做到廣泛的風險分化。指數型基金、**ETF**，能夠更有效的完成這項目標。它們的成本更低廉，分散的範圍更大，基金持股明細的透明度也比較好，而且這些基金較低的週轉率，使得帳戶需被課稅的投資人，也能享有稅務優惠。

指數型基金和**ETF**在各種資產類別的成長幅度，已經讓主動型基金公司採取防禦的態勢。由於主動型基金已不再是在低成本條件下，獲得廣泛分散風險的最有效方式，因此該產業不得不為自己的存在，塑造另一個理由；而它存在的理由，就是能擊敗市場。

就某種意義來說，被動投資已經迫使主動投資的基金經理人，邁向極為困難、需勝過市場的任務。當領航集團在**1976**年推出指數型基金後，主動型基金產業，開始用一些很有趣的評論做出回應。當時最大的主動型基金公司負責人就曾詢問投資人：「為什麼有人只想要獲