

「主動式投資」被打趴了？！

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：巴菲特也不敵被動式投資，AFP)

連巴菲特多會陰溝翻船？有那種長期一直可打敗大盤的股票投資策略？若有那就頒個「諾貝爾經濟學獎」給他吧？「共同基金」(Mutual Fund)就是一個「投資組合」Investment Portfolio。「股票型共同基金」就是以股票為組成標的，將受益人投入資金、投資到各種股票中形成全部以股票為標的投資組合。這個投資組合建立初期，受益人投入資金是不能贖回的；有一段「閉鎖期」讓基金經理人，建立投資的組成內容。建立投資組合之後，就依照對未來短、中、長期行情演變與預估去調整買賣標的，以達到投資報酬率最大化目標。

貳、效率前緣、CAPM 與管理費分級制度融合讓基金產業大放異彩！

一、例如台股「股票型基金」，它就是將投信公司募到的資金，投資於國內各種股票中。二、歐洲高收益債券型基金，就是將募集到資金，投到歐洲以歐或美元計價，

違約信用為 BBB+以下、垃圾等級的各種債券中。三、這些動輒幾十億各種幣別資金，每天或每周多會以每單位淨值、去表彰它操作績效損益狀況。四、從每單位 10 元為基礎出發，例如如果每單位淨值是 12 元，就是每戶參加募資受益人，在投入資金後賺到了 20%。五、一個理想的資本市場，絕對不會只能滿足大咖資本家投資需求；它會設計出各種多元化與金字塔型，橫與縱向投資管道。六、共同基金發行者目的，在賺取所有大小咖、投資受益人資產管理與行銷手續費。七、一般金融機構如證券投顧、或是銀行通路、券商複委託等，則是在賺取買賣基金仲介手續費；受益人則是在賺取資產增值淨值報酬。

對於負責操作這檔基金、關注投資組合的經理人而言，他就是負有讓這個組合「每單位淨值」長期增加責任。財務文獻驗證，全球共同基金蓬勃發展於 1970 年代之後；就是美國監管單位將基金「管理費」做出分級制後。操作績效好的基金，它可以向受益人，收取較高等級資產「管理費」，操作績效爛的基金則無此權利。這個制度配合了 1959 年馬可維茲「效率前緣」(Efficient Frontier)「風險分散」、1964 年「資本資產定價」CAPM「風險溢價報酬」理論；之後各式各樣共同基金蓬勃發展大放異彩。除股票、債券與期貨等有價證券外，天然資源或是水資源也多可以將它們產業「基金化」。



(圖二：台股元大 0050 價格周 K 線圖，鉅亨網首頁)

「效率前緣」就是建立投資組合，它有被動式與主動式兩種；被動式的本質是「追蹤市場」，時時刻刻貼近全部市場現狀。也就是今天大盤漲了什麼？跌了什麼股票？它多會跟進調整、動作貼緊大盤。這種追蹤某一種指數投資組合，就是被動式的、只需依據指數成份去分配。這與主動式投資組合所運用邏輯不同，它得必需得靠經理人本身判斷功力。如果是要建立股票型基金，則要在同樣風險下選到預期報酬最高的一群股票。如果是要建立平衡式基金，則就是將風險與預期報酬，平行降低於股票與債券之間。預期報酬與風險是對等與平行的，有多少報酬就會有多少風險。不管或被動式投資組合多在追求長期最大報酬，但也多存在委任代理制度矛盾。例如在規模較小的基金階段中，如果買進市價低於每股淨值股票的逆向策略；沒錯這是巴菲特最擅長投資手法，但這種策略對投資該檔基金受益人就不行了。因為基金經理人可等待股價回春、但受益人受不了；看你的投資績效這麼爛，又見到別的基金春風滿面，心一橫就把你的基金給贖了。尤其是自 1990 年亞洲新興市場經歷過，亞洲經濟奇蹟等與金融資產泡沫後，對於被動式投資組合開始心醉。起初講究個人英雄主義的基金，在 1970 年後美國帶有新天王出，如彼得林區、及葛洛斯等等，但這些共同基金績效表現，最後多還是無法長青不朽。光是講選擇權定價 BS 模型的發明者，諾貝爾經濟學家就好了；在實戰的對沖基金操作中，最後還是功虧一簣。大概除了巴菲特之外，其它基金英雄好漢多只是風光一時，最後還是前功盡棄、吐回本還倒貼；傑出有名氣的基金經理人，多是長江後浪推前浪、一代新人換舊人。

叁、主動式投資組合在進入強式效率市場後多被打敗了！



(圖三：臉書股價周 K 線圖，鉅亨網首頁)

財務理論雖然驗證出不少投資策略，但隨著基金規模變遷，每個階段多有特有難題需要處理。基金規模小的基金經理人要有膽識，採取追強方式應是共同手法；而基金規模較大的，則採逆向與順向混合操作；有部份股票做長、部份做短。基金經理人最怕受益人短線進出；基金規模大幅變動一定會增加組合的調配操作難度。績效不好時受益人要贖回基金劈腿去，績效好的時候還是要獲利了結，也要贖回資金出國旅遊去；就這樣將資金規模縮小又撐大、稱大又縮小、冷縮熱脹。而最近隨著 Fin Tech 的發展遠景，被動式投資方法越來越模組化。自全球最大共同基金英國貝萊德，砍了 40 位被動式共同基金經理人，對基金經理人開出新時代革命的第一槍。

基金為求管理費收益最大化，多想打敗「市場投資組合」；就是股市的「股價指數報酬率」。但要達到超越大盤的報酬？就需要與時俱進選股能力：一、需要尖端產業的研究人才，這些人既要懂財務金融、又要是由高科技系所畢業、最好具備科技公司經歷。在主動式投資架構下，投資組合績效要勝過大盤要有前瞻的選股深度知識。而這些就需透過對於物聯網、人工智慧、機器人、電動車等等，與諸多新科技研究熟悉的人才。二、但這樣的模式也面臨到一些「難題」(Dilemma)；理工科系學生到商管學院，修讀財務金融課程，以資工系學生學習速度最快。他們在期中考答案券上，對問答題的回應邏輯非常通順。依與親人互動、及大學教了 20 多年財務理論、證券投資分析經驗；理工與商管兩類人才，思維模式有顯著差異。前者相當務實、有就是有、沒有就是沒有；面對現實、少有遐想、話不多、有也是不多講；面對股價沒有想像空間，不會喊出要到多少價格這樣的話。三、這些科技人才在財務領域中最大挑戰，應該是去估算研究標的公司未來財報發展，尤其是估算未來淨現金流量、幾年每股稅後盈餘；主動式投資所需要這兩者兼備的人才非常匱乏。但新興科技的發展創新，也之所以美股價依然於高檔向上衝原因，新的科技產品不斷推陳出新；美國經濟發展的真諦是不怕你公司倒，是怕您失去創新能力；如臉書直奔天際的股價，它的股價享受了較高的本益比。

肆、結論：對沖大師與股神、與 Fed 與川普三劍客多該被數落！



(圖四：S&P500 股價指數周 K 線圖，鉅亨網首頁)

就在台灣媒體討論當下萬點無感時，台股集中市場 ETF 被動式投資受到相當大矚目。這幾年以來，國際金融資訊越來越被重視；兩位國際投資大師，投資績效也受到質疑。先是對沖基金大師索羅斯，他在 2015 年第一季起就大買，美股 S&P500 股價指數「售出選擇權」(Put Option)。從 2015 年至今已經兩年半，索羅斯大師屢敗屢戰；由圖檢視 S &P 500 股價指數，2015 年多約在 1810.1 點到 2048.37 點之間遊走。如果索羅斯沒趁兩次大跌波段時，將 Put 的選擇權賣出，那到今天所造就的虧損可能會相當淒涼。S&P 500 指數自 2016 年初大跌後，旋即向上一波又一波攻堅，至今指數已經攻到 2,405.77 點。「股市無常勝軍，套牢永常在」，索羅斯量子基金是被多頭打敗了；誇張講法是被柏南克、葉倫與川普三劍客殺出遍體麟傷。另外還有一位頂級投資大師股神巴菲特，他老人家今年在柏克夏股東會的名言，近期不斷在國際金融市場中激盪迴想。股神認為全部主動式投資組合，多沒法打敗 ETF。ETF(Exchange Traded Funds)交易所交易基金指數型；台灣稱為證券投資信託基金，這是一種表彰「指數證券權益」的憑證。它的價格連動指數成分及權重，當成份與權重改變時、它也會跟著同比例同時改變，ETF 的市價式貼近淨值也

可換回持股；ETF 可在證券市場以封閉式基金型態進行買賣。巴菲特的話引發喧然大波。因為他柏克夏基金今年投資栽在 IBM 股票手中。



(圖五：IBM 股價月 K 線圖，鉅亨網首頁)

檢視 IBM 股價月 K 線圖，該公司股價在 2012 年 4 月中就達到最高峰、為 207.08 美元/股。自此之後呈現平盤整理，2013 年後即展開約兩年多下跌波段。在 2016 年 2 月跌到 131.03 美元/股後，再度反彈走出一波強勁回升。但在眾多股票多還強勁續揚之際，IBM 股價卻從 2017 年 3 月初就率先下跌；這次真的嚇壞巴菲特了，他可能開始對它展開減碼行動。過去數十年以來，對於這位開口閉口、多是主張長期投資的大師級人物，全球投資人多對他的瞭解，還是存在資訊不對稱問題。投資人多知道他買了可口可樂、孰悉他的選股原則，但是卻無法洞悉他對停損與停利、落袋為安的操作原則與邏輯。由他的操作的方法來看，必定是因為基本面原因讓他停利、或停損賣出。這使全球投資人驚訝？連巴菲特多會陰溝翻船？股票操作中有那種必然每年多可打敗大盤的策略？(提醒：本文是為財金專業研究分享，非投資建議書；不為任何引用本文為行銷或投資損益背書。)