2

投資組合管理決策過程

版權所有

本章學習重點

- 一般百姓老年退休金的來源為何？
- 投資組合管理決策過程的三個主要步驟是什麼？
- 投資人作年度投資規劃時，必須注意到哪些個人因素？
- 資產配置在投資規劃中扮演何種角色？
- 為何在進行投資規劃時，投資政策說明書是相當必要的？
- 如何將目標與限制條件在投資政策說明書內詳細說明？
- 如何替自己撰寫一份完整的年度「投資政策說明書」？

華泰文化
HWA TAI PUBLISHING

第一節 人生理財投資規劃

一 確定人生投資目標

每一位投資人，不管是個人或機構法人，如證券自營商、投信、外資與其他法人，他們的投資都有一定的目標；而這個目標又可以細分為短、中與長期目標。以一個剛結婚的年輕男主人為例，個人的投資當然主要是為了獲利，但是這個獲利可能會有短、中與長期的目標；短期目標也許是為了賺一筆出國旅遊費用與購買一部好的休旅車，中期目標是為了籌措小孩的教育費用與購買自己的房子，而長期的目標是為了準備未來與老伴快快樂樂地共度餘生的退休金。同樣的道理，台灣的軍公教人員退休撫卹基金的短期目標是為了應付每年的退休相關支出，長期目標則是希望退休基金能夠累積到足夠的金額，不用擔心將在幾年之後用罄，將來也都不需要政府的額外補助，或要求提高軍公教人員每個月從薪水扣繳的退休金提撥比率。

為了要達到這些目標，投資人當然就必須及早規劃，要根據投資個人或機構法人自己的特性，量身訂作一套長短期投資策略，並據以執行，如果績效不佳就要定期反省修正。所以，投資人的投資決策過程就是要**規劃**、**執行**與**監督**，以求達到既定的短、中、長期目標。投資人的投資組合管理決策過程所包括的三個步驟：規劃、執行與監督，其實就是一般的企業所作的決策過程。這三個過程中以「規劃」這個步驟最為重要。例如，個別投資人如何規劃他的一生，以及一生中每一年度的投資目標、限制條件與策略；企業或政府退休基金也是要依據他們的長期目標與限制條件，規劃短期的目標、限制條件與策略。「執行」的步驟是為了在限制條件下達到目標的短期動作，而「監督」的步驟則是為了確保執行過程中不會偏離既定策略，或者是如果既定策略已經無法確保目標的達成，就必須檢討修正；這種修正可能是即時的，也可能是到下一期再執行。所以，包括退休基金、捐贈基金、公益基金、政府基金及共同基金等機構法人與個別投資人在內的各種投資人，都需要有系統的投資決策過程。

二 投資人的生涯理財規劃

前面提到，投資決策過程以規劃最為重要，我們可以用個別投資人為例，說明他的生涯理財規劃。

版權所有
華泰文化
HWA TAI PUBLISHING

個別投資人的生涯理財規劃包括長期規劃與短期規劃。長期規劃是針對投資人未來數十年的長期財務需求，所作出的理財規劃；而短期規劃則是針對未來一年內的需求，作出的理財規劃，這種短期的規劃也須考量到長期規劃，不可以有所衝突。所以，長期規劃是人生理財規劃，而短期規劃是在兼顧長期目標下要達到短期最大效益的理財規劃。

以下先用表 2-1 比較說明個人理財的長短期目標。我們假設投資人是位住在台北市的男主人，25 歲退伍後開始上班工作。

表 2-1　個人理財之目標

	短期目標	長期目標
25～35 歲 （少壯學習期）	• 買汽車 • 結婚費用 • 渡假支出 • 小孩基本教育費用	• 小孩高等教育費用 • 買房子 • 退休金
35～45 歲 （中青奮鬥期）	• 小孩基本教育費用 • 買房子 • 渡假支出	• 小孩高等教育費用 • 退休金
45～60 歲 （穩定高收入期）	• 小孩高等教育費用 • 渡假支出	• 退休金
60 歲 （退休期）	• 退休相關支出 • 渡假支出	• 捐贈、遺產

(一)長期規劃

一般投資人從年輕時開始工作，平時的薪資除了基本生活需求外，必須考慮到短期的突發狀況，例如生重病、車禍及其他重大意外損失。所以他們也必須參加保險，如勞工的勞保、公務人員的公保、全民健康保險以及其他自行投保項目。

薪資扣掉上述這些費用後，如果還有剩餘，就必須儲蓄起來。積極的個人會善加利用，作長短期的理財規劃。表 2-1 列出投資個人的各年齡層階段的長短理財目標。如果一切都很順利，沒有外在環境的不利影響，如政治或經濟的動亂時，不管高收入或低收入的人，每個人的一生都可以過得很快樂。低收入的人雖然無法規劃較高級豪華的享受，如買豪宅、高級汽車、出國旅遊，但也應該可以滿足，如享受捷運的便利、國家公園的美景、全民健保等。

以往，國內一般百姓，甚至於現在還有不少人，都仍有「養兒防老」的陳舊觀念；直到兒孫長大，各自為自己生活奮鬥，無法或不願照顧老人家時，

版權所有
華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

才恍然大悟。歐美先進工業國家都是將扶養小孩長大並讓他們儘可能接受高等教育，視為一種義務，而非視為一種「商業投資」，所以他們較不會有「養兒防老」的觀念；也因此，一般人也都會將儲備充裕的退休金看成是人生大事。

那麼，一般人該如何儲備充裕的退休金呢？以一般的薪水階級來說，他（她）們未來的退休金應該有下列的來源：

1. 國民年金（或公保、勞保與農保年金）；
2. 服務單位退休金；
3. 平時自行投資理財收益的累積儲蓄。

國民年金是政府為了照顧百姓退休時的「基本生活需求」，也就是政府估計一位退休人員目前最基本的生活需求每個月要花多少錢，然後考慮通貨膨脹等因素後，預計每個人現在應該在每個月提撥多少費用，由政府部分補助，以備將來可以領老人年金。我國的國民年金已經在2008年10月1日正式上路，政府將沒有參加勞保、軍公教保險與農保的25歲至65歲的民眾，納入「國民年金」的投保範圍。投保者的國民年金保險費是以月投保金額及保險費率計算，月投保金額以勞工保險投保薪資分級表第一級為依據，在2014年10月時為1萬7,280元；而2008年開辦時的保險費率為6.5%，但自2013年1月起政府已公告調為7.5%。

另外，一般的薪水階級從上班屆齡退休時，可以領到退休金，不管是按月領退休金或一次領足，對老年的生活都有幫助，可以提升老年生活的水準。

如果想要有更高品質的老年生活，例如經常出國旅遊、住水準高一點的房子等，就要趁年輕時多作積極的理財規劃，並善加投資，才能達到這樣的目標。所以，個人投資組合規劃的最終目的，就是要讓老年時能有優渥的退休生活。

(二)定期的投資規劃與決策

投資個人必須每年定期作投資組合規劃與決策，除了為了短期理財，同時也要兼顧人生理財規劃需求。定期的「規劃」是指在執行年度開始前，投資人應考量個人財務狀況與證券市場的長短期狀況的預期，將來年的投資目標、策略與限制條件等明確規範於投資政策說明書內。「執行」就是投資人要依據投資政策說明書的規範去進行投資，不管是自行操作或委託專業經理人操作。「監督」其實就是監督自己有否按既定的規範去進行投資，同時也

版權所有
華泰文化
HWA TAI PUBLISHING

包括進行中或事後的檢討與回饋；也就是說，如果發現當初規劃已經無法執行或有誤，就必須調整修正。

第二節 投資政策說明書

我們可以參考以下由雷德克利夫 (Radcliffe, 1994) 所提出的投資組合過程圖（圖 2-1、圖 2-2 與圖 2-3）來說明個人投資的規劃、執行與監督的決策過程，以及應該考量的因素。[1] 下面也將舉例編製投資政策說明書 (statement of investment policy, SIP)。

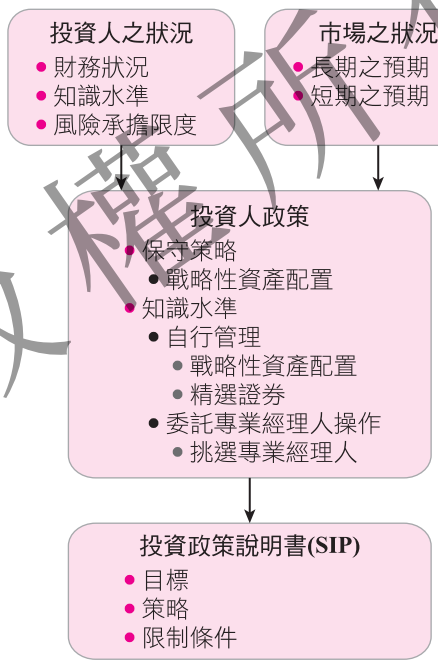


圖 2-1 投資組合的規劃

版權所有

[1] Radcliffe (1994), *Investment*, 4th ed., pp. 648-655, Harper Collins.

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

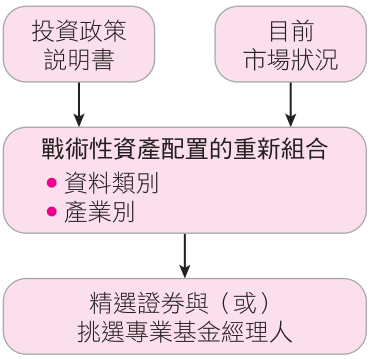


圖 2-2　投資組合的執行

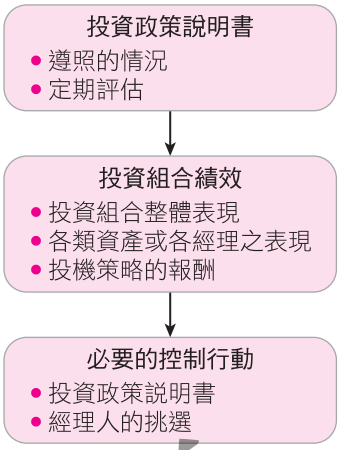


圖 2-3　投資組合的監督

一 投資組合決策規劃階段

投資組合決策規劃階段必須針對下列議題作分析探討：

(一)投資人狀況

1. 了解投資人自身財務狀況

投資人進行投資是因為本身有閒餘資金，可以善加理財利用，所以最好不要舉債投資。尤其是投資股市，有些人喜歡用融資買進股票，或向親戚、地下金主借錢投資，這都與投資的本意相違；常常看到股市鉅幅下跌時，不少人也跟著傾家蕩產，就是因為過度舉債槓桿操作的惡果。如果用自有資金投資，碰到股市下跌，就沒有被融資斷頭的壓力，只要景氣恢復，即有可能挽回損失。所以投資人一定要衡量自己的財務狀況，以自有閒餘資金投資，不可以本末倒置，因投資而冒破產之風險。

2. 投資人本身是否具有專業理財知識

投資人本身如果沒有專業的理財知識，最好不要輕易自行操作，更不可以輕易聽信電視、報章雜誌的「明牌」或「解盤」。最好是交由專業經理人來代為投資，也就是可以購買共同基金或委託代客操作的方式投資。

3. 投資人的風險承擔限度

投資人的風險承擔限度與財富及年齡有關，中低收入者無法承擔鉅額的損失，這個鉅額的損失在大企業家眼裡也許只是九牛一毛；但是如果以損失

版權所有
華泰文化
HWA TAI PUBLISHING

的百分比來衡量，恐怕大企業家也無法忍受財富一次損失30%以上。以年齡來看，剛畢業的年輕人如果現在在股市損失新台幣100萬元，心裡面一定不舒服，但很快就會忘掉，因為還年輕，財富再賺就有。但是對退休族而言，如果在股市損失新台幣100萬元，一定會受不了，甚至會造成失眠，終至身體毛病百出；這是因為退休族通常無法再上班賺錢，所以無法忍受賠錢的壓力。因此，年輕人可以在股市冒險投資，而退休族只適合將退休金存放在銀行，或購買非股票型的基金。

(二)市場狀況

投資人在每一年開始前，就必須針對短期與長期的市場變化作分析探討，以作為長短期的投資策略參考。短期的市場可能受到短期的政治、社會、經濟事件或市場本身走勢的影響，例如各種經濟指標的公布、政治首長的更替及恐怖事件的發生等，都可能暫時地使股市脫離正軌。長期的市場發展，主要是受到基本面的影響，如總體經濟的景氣循環或個別產業的景氣循環，都可能影響整體市場的長期發展。例如，1983年以後的PC產業發展帶動了台灣以及全球股市長達近十八年的繁榮。而到了20世紀末，因為沒有其他新產業的革命成功，全球股市也大幅下跌；曾經紅極一時的明星產業，如1998年以後的網路產業以及隨後的光纖產業都功虧一簣，在2000年中後期也讓很多大企業損失慘重，更讓很多新興公司成了破滅的泡沫。另外，像2006至2008年美國爆發的次級房貸海嘯，也曾造成包括台灣的全球投資者損失慘重；而接著在2010年起，歐元區的部分國家先後發生主權債務危機，至今歐洲經濟的陰影猶在，仍然是全球投資者持續關注的議題之一。

(三)投資策略

投資人的投資策略可以有兩種：消極式投資策略與積極式投資策略。**消極式投資策略**是說，市場是有效率的，投資人只能賺到合理利潤，無法有超額報酬；因此，我們可以根據馬可維茲(Markowitz)的**效率前緣(efficient frontier)**與個人的**風險偏好**來作投資組合決策的參考，或依據夏普(Sharpe)博士的資本資產定價模式(CAPM)的意涵，購買**「市場組合」(market portfolio)**即可。**積極式投資策略**則是認為市場在短期是無效率的，因此，投資人可以利用**「掌握進場時機」(timing)**高出低進或**「精選證券」(selection)**尋找價格被低估的股票等方式，形成投資組合，以賺到比正常利潤還高的報酬。

投資人可以利用部分資金採取積極式的投資策略，部分資金則另外採取消極式的投資策略。例如，如果長期景氣看好，就可以在股市建立多頭的基

版權所有
華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

本部位，當長期股票部位建立之後，就可以利用部分資金進行短線的操作；這是很多機構法人，如投信或外資常使用的策略，既要賺取因為景氣佳、長期股價上漲的利潤，也要因應股市短期波動，賺取短線利益。

(四)如何編製投資政策說明書

投資政策說明書必須包括投資人的目標、策略與限制條件等基本要素。當然，前面所提到的個人財務狀況與市場狀況的預期也必須提及。

所謂目標是指投資組合之目標報酬率。目前訂定目標報酬率有兩種可能性，第一種也就是仿照一般共同基金之操作，訂定**相對報酬率**，即就投資組合之內容，尋找適當標竿作為績效比較之依據。另一種是比照近年來流行的避險基金，追逐**絕對的報酬**，所以可以設定絕對報酬率目標，例如參考當時之一年定存利率，訂定「當時一年定存利率加3%」這樣的絕對目標。一般而言，只有精明的投資人才有能力訂定複雜之投資策略，透過衍生性商品之操作來避險與套利，追逐絕對報酬，一般投資人應無此能力。

因此，一般投資人的投資目標不要訂為絕對值，最好是像共同基金一樣採相對的，也就是說必須有一個比較的標竿 (benchmark) 作參考。投資股票指數型基金，它的標竿就是股票指數報酬率；投資債券指數型基金，它的標竿就是債券指數報酬率；投資電子股指數型基金，它的標竿就是電子類股指數報酬率，以此類推。

如果是充分分散投資各種股票，這個投資組合的標竿就是股票指數報酬率；所以，它的年報酬率目標可以訂為股票指數年報酬率（減去手續費率）。如果並非充分分散投資各種股票，而集中在電子股，這個投資組合的標竿可以訂為電子類股指數報酬率加2%，這裡的2%是反映積極式的投資，所以應有超額報酬。

策略就是前面所提的**消極式投資策略**與**積極式投資策略**。投資人可以將部分資金作消極式投資策略，部分資金作積極式投資策略，不一定要完全集中某一種策略。例如，部分資金作中長線投資布局，部分資金作短線應對。

限制條件是說明可以或不可以購買什麼證券，如果有增加的資金應如何分配到組合內等。例如，老年投資人可以如此規範：資金絕不可以買無基本面而只是純粹炒作的「投機股」；可以購買的股票必須連續五年都有配現金股息，而且股息穩定，盈餘也沒有衰退。上班族可以如此限制：不要購買與上班公司相同產業的股票，以避開資金與所得太集中的風險，或至少不要買

版權所有
華泰文化
HWA TAI PUBLISHING

自身公司的股票。捐贈基金購買的股票平均每日成交量要有一定的水平，以避開流動性風險；而且應該購買現金股息穩定且優渥的股票。

以下我們替投資人程德勝撰寫他的投資政策說明書，先將他的個人背景、長短期理財規劃與市場狀況作簡單分析，再設定他的組合的績效目標，並說明限制條件。

程德勝 2015 年投資政策說明書

一、背景因素

1. 個人背景因素

我今年 30 歲，T 大管理學院財務金融系畢業，在一家上市的高科技公司財務部門上班已經五年，剛結婚不久，還沒有小孩，太太則在公家機關上班。父母親都是公務人員，有穩定而不錯的固定收入，因此我不用負擔父母之生活費用。雖然政府已有國民年金制度，公司也提撥相對的退休基金，退休時的基本生活水平應該是相當不錯。但是為了要在 55 歲提早退休，並能夠有足夠的積蓄與太太到世界各地旅遊，因此希望能好好預先作理財規劃，累積一筆基金，以補助我未來退休時的收入。上班五年的積蓄與在高價賣掉公司配發的股票，讓我目前在銀行有 300 萬元的存款。因為距離退休年齡還遠，所以我現在願意接受比我退休時高的投資風險。我也擔心現在到退休期間所面臨的通貨膨脹風險，因此，我的投資也要能免於長期通貨膨脹的影響。

2. 市場背景因素

根據台灣經建會編製的景氣對策訊號顯示，2014 年台灣的景氣趨勢似乎已從 2013 年的陰影中走出，自 2014 年 2 月由原本的黃藍燈轉為綠燈後，至 2014 年 10 月止已經連續第九個月呈現綠燈，表示台灣景氣屬於溫和成長。另外也因台灣景氣尚未明顯好轉，央行仍然將利率維持在低檔水準。總體來說，國內景氣有向上的趨勢，前景應屬審慎樂觀。

而在國外景氣方面，美國紐約證券交易所的道瓊指數表現非常亮眼，在 2013 年 3 月創下歷史新高，一舉突破了次貸風暴前的高點，擺脫了次級房貸造成金融危機的困境，且 2014 年仍一路走高，至 2014 年 10 月止維持在 17,000 點以上的新高水準；而美國聯邦政府的量化寬鬆政策雖已正式宣告結束，但利率仍保持在最低水準。另外，歐元區自從希臘、義大利等國出現的歐債危機後，造成歐洲經濟失色，迄 2014 年還看不出復甦的徵兆，仍處於相對疲弱的態勢。亞洲的日本則在安倍首相上任後，因採取日圓貶值策略，使得匯率從 1 美元兌 70 多日圓貶到 110 多日圓，掀起亞幣貶值競賽。

看到科技類股在 2000 年以前的十年間，在全世界股市的超優越表現，又看到科技泡沫在 2000 年中以後的破滅，很多股票的股價暴跌 90%以上，高科技股票實在令人又愛又怕受到傷害。而在 2008 年次貸風暴中，我們可以看到非常多的科技股一在風光上市（櫃）一

版權所有

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

段時間後，都紛紛跌落到面值10元以下，然後就一蹶不振，到2014年不少科技股仍未見好轉；但是也看到像大立光電等股票優越的表現，市價從2008年12月次貸風暴後的最低點167元，飆漲到2011年7月的1,005元，成為台灣股王，之後仍一路持續上漲，至2014年5月更首次突破2,000元大關，創下台灣股價的新紀錄，2014年7月更飆漲到2,640元的新天價，至2014年10月底大立光也大多維持在2,000元以上之高價區。

由於自己本身在高科技公司服務，相信對該產業會比一般投資人有更深入的了解，所以只要產業景氣開始好轉，還是會把較高的比重投入科技類股。為了安全起見，我的組合裡會有一部分資金放在債券型基金，以賺取固定的收益，我認為市場利率應該沒那麼快上升。

二、投資策略

我的投資策略是在保守中帶一點積極作為。一方面利用在科技公司上班的背景，即對於相關產業的了解，作積極的選股策略。一方面將部分資金放在指數型基金組合上，或放在債券型基金上。只要景氣好轉的證據更明確，將投資更高的比率到股市上。

我初步將投資組合的資產配置如下：

資產組合	占組合的比率
科技類股	20%
債券型基金	20%
寶來ETF50	25%
台幣定存	25%
美元定存	10%
合計	100%

三、目標

我的投資組合追隨共同基金型式的目標，在科技類股的部分希望能夠打敗電子類股指數，在寶來ETF50基金的部分，希望能夠勝過大盤，即台灣加權股價指數的表現，其他部分，只要能賺超過定存，我就滿意了。

四、限制條件

1. 為支付股利所得稅，我保留股利的20%，其餘再投資。
2. 每季，我將投資淨薪資所得的30%在科技類股上，亦即採定期定額投資法，因為我認為不管景氣是否復甦，長期而言，這種方法是穩賺不賠的策略，所以會逐漸提高股票在投資組合中的比重。
3. 為了分散所得風險起見，不投資自己公司股票；但仍可以投資相關產業的其他公司股票，因為自己對該產業有深入了解，應該充分運用這方面的知識。

版權所有
華泰文化
HWA TAI PUBLISHING