

國立臺灣大學管理學院碩士在職專班商學組



碩士論文

Executive MBA Program in Business Administration

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis

基金經理人績效卓越的關鍵因素

Key Successful Factors Of Excellent Fund Manager

張佑華

Yu-Hua Chang

指導教授：林博文 博士

Bou-Wen Lin, Ph.D.

中華民國 111 年 5 月

May 2022

謝辭



總算完成第三個碩士學位，轉眼在台大 EMBA 的千個日子過去，能回到學校學習是非常幸福的，二年多的時間完成許多過去沒想過的事，包括參加鐵人三項，馬拉松，泳渡日月潭，主持 N 個活動晚會等，讓我有從勞方變成資方的勇氣，同學間的相互學習與討論，快速提升我的思考邏輯與格局，明瞭自己的不足與渺小。

感謝一路指導我的恩師-林博文教授，從清華到台大，我的思考邏輯深受老師影響，感謝我的父母，老婆與兒女，讓我能無後顧之憂的盡情投入學校課業與社團活動，記得剛開學時，老師詢問把週末的時間拿來上課的機會成本問題，我現在敢大聲回答，非常非常值得，值得到讓我捨不得畢業。

人生總是在匆匆忙忙中渡過
趕著一個個行程
轉眼就老了 留下的只有匆忙
卻忽略人生重要的人事物 也忘記跟自己對話

其實每個人都有自己的人生發展時區。
身邊有些人看似走在你前面，也有人看似走在你後面。
但其實每個人在自己的時區有自己的步調。
我沒有落後，也沒有領先。
努力找到自己的生活節奏與生命意義

在順境時，別忘危機與奮鬥
在困境時，別忘夢想與堅持
無論多忙，別忘讀書與鍛煉

人生，就是一場馬拉松
過程難免顛簸，但凡殺不死我的.必使我更為強大!

最後 我要感謝在台大 EMBA 歲月中遇到的每個人與每件事
因為你們 讓我的生命更豐富也更有意義!
人生沒有白走的路,每一步都算數 Keep Going!

張佑華 2022 台北

中文摘要



投資績效卓越是全市場所追求的目標，本論文透過深度訪談國內資深基金經理人，以行為財務學為基礎歸納，找尋績效卓越的關鍵因素，研究分為買點決策因素，持股比例與週期，賣點決策因素，面臨波動時的決策與模式，交易的成長歷程，並且了解經理人對於保持績效長期績優的關鍵因素的想法，亦透過問券統計相關投資習性。

研究發現所有的經理人的策略均是擇股為第一考量，擇時並非主要考量，專注選擇出值得投資的公司，避免當沖，擇股波段操作為主。持股週期大多以季為單位，而且長期高持股(90-100%)，預期獲利空間在 30%以上才進場，甚至預期要 50-100%以上漲幅才願意重壓，月週轉率約為 10%-30% 間，也遠低於市場平均，不過訪談時也發現風險承受度越高的經理人，績效波動較大，但是績效也更好，“慎選趨勢成長股，集中持股重壓長抱，周轉率低波段操作”成為績優經理人的共同特性。

歸納出四大類共二十項投資要點。關於自身能力：(1)獨立創新思考能力 (2)強大的心理素質 (3)忍受孤獨的能力 (4)引領投資風向的能力 (5)閱讀與運動與紀律 (6)找到適合自己的投資團隊。關於選股與部位：(7)基本面是最重要的依歸 (8)80-20 持股分配原則：(9)投資最根本的要素是推理 (10)多算勝，少算不勝原則 (11)求知慾與好奇心-洞察力選股。關於股價反應：(12)股價是藝術不是技術 (13)股價反應未來而非過去：(14)壞學生考好成績：(15)股價漲跌取決於股票多還是錢多。關於投資心法：(16)永遠對市場謙卑(17)找到投資的信仰(18)避免隧道視野效應(19)理智比聰明重要-情緒控制的重要 (20)記得活著，並且保持勇氣。

最終推導出邁向績效卓越基金經理人的十大特徵與五大層次，五大層次從 TOP5:反射式交易、TOP4:有依據交易、TOP3:想像力交易、TOP2:執行力交易，最終 TOP1:領導力交易。每個層次都代表不同的成長階段與影響力。

關鍵字：股票、基金經理人、行為財務學、關鍵成功因素、績效卓越

ABSTRACT



Excellent investment performance is the goal pursued by the whole market. In this paper, through in-depth interviews with excellent fund managers, based on behavioral finance, we summarize and find the key factors of excellent performance.

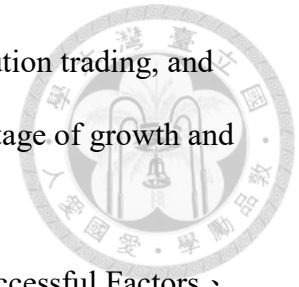
The study found that the strategy of managers is stock selection as the first consideration, and timing is not the main consideration. They focus on selecting companies worthy of investment. The holding cycle is mostly quarterly, and the long-term high holdings (90-100%), the expected profit margin is more than 30% , the monthly turnover rate about 10%-30%, which is also far below the market average.

The 20 investment points in four categories are summarized. About one's own ability: (1) independent and innovative thinking ability (2) strong psychological quality (3) ability to endure loneliness (4) ability to lead the investment trend (5) reading, exercise and discipline (6) find the investment team that suits you . About stock selection and position: (7) Fundamentals are the most important basis (8) 80-20 shareholding allocation principle: (9) The most fundamental element of investment is reasoning (10) The principle of more chances to win, less to lose (11) Curiosity and Curiosity - Insight Stock Picking. About stock price reaction:(12) stock price is art not technology (13) stock price reflects the future not the past: (14) bad students get good grades in exams: (15) stock price rises and falls depending on whether there are more stocks or more money. About investing mentality: (16) Always be humble about the market (17) Find faith in investing (18) Avoid the tunnel vision effect (19) Sanity is more important than intelligence - emotional control is important (20) Remember to live, and stay courageous.

Finally, the ten characteristics and five levels of a fund manager towards outstanding performance are deduced. The five levels are from TOP5: reflexive trading,

TOP4: basis-based trading, TOP3: imaginative trading, TOP2: execution trading, and finally TOP1: leadership trading . Each level represents a different stage of growth and influence.

Keywords : Stock 、 Fund Manager 、 Behavioral Finance 、 Key Successful Factors 、
Excellent performance

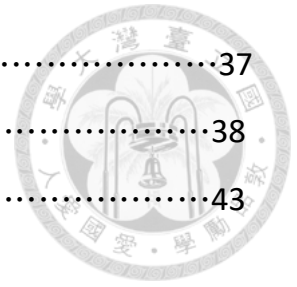


目錄



口試委員審定書.....	i
誌謝.....	ii
中文摘要.....	1
ABSTRACT.....	iv
目錄.....	v
圖目錄.....	vi
表目錄.....	vii
第一章 緒論.....	1
第一節、研究動機與目的.....	1
第二節、研究架構.....	2
第二章 文獻回顧.....	3
第一節、台股各類型法人資金規模概況.....	3
第二節、效率市場假說.....	7
第三節、行為財務學.....	8
第三章 研究方法.....	10
第一節、深度訪談法.....	10
第二節、訪談對象與綱要.....	11
第三節、研究限制.....	14
第四章 研究分析.....	15
第一節、績效卓越經理人.....	15
第二節、買賣點與選股決策考量面向.....	16
第三節、動態交易決策考量因素.....	21
第四節、持股比例、週期、股價趨勢.....	25
第五節、一般投資人與績效卓越專業經理人差異.....	29
第五章 研究結論與建議.....	32
第一節、研究結論.....	32

第二節、研究建議.....	37
參考文獻	38
附錄	43



圖目錄



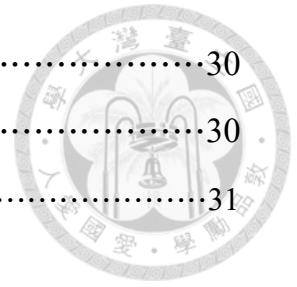
圖 1-1:論文架構圖.....	2
圖 1-2:動態競爭策.....	3
圖 2-1 :2019-2022 國內投信整體基金規模成長趨勢.....	3
圖 2-2 2019-2022 國內股票型基金規模成長趨勢	3
圖 2-3 :2020 年底各類政府基金規模	5
圖 2-4:外資買賣超與台股加權指數關係.....	6
圖 4-1:左側與右側交易模式	21
圖 5-1:邁向績效卓越基金經理人的十大特徵	32
圖 5-2:邁向績優卓越基金經理人的五大層次	34



表目錄

表 2-1 :2022/02 國內股票相關基金概況	4
表 3-1 :訪問對象列表	11
表 4-1:訪談經理人過去三年績效	15
表 4-2:擇時或擇股比例	15
表 4-3:交易量中的當沖比例	15
表 4-4:經理人買賣股票考慮面向	16
表 4-5:考量買進賣出因素排序 1 與 2	17
表 4-6:考量買進賣出因素排序 3 與 4	18
表 4-7:買進賣出的考量要素	19
表 4-8:經理人左右側交易比例	22
表 4-9:面對大盤下跌但可能反彈操作方式	22
表 4-10:面對大盤上漲但可能反轉操作模式	23
表 4-11:考慮買進股票前二大因素	23
表 4-12:考慮賣出股票前二大因素	24
表 4-13:股票操作最困難的因素	29
表 4-14:持股週期	25
表 4-15:一般狀態持股比例	26
表 4-16:買入股票時預期報酬率	26
表 4-17:停利標準	26
表 4-18:停損標準	27
表 4-19:平均月周轉率	27
表 4-20:長期投資股票獲利最重要的關鍵要素	27
表 4-21:一般投資人對於擇時與擇股重要性	29
表 4-22:一般投資人對於買進賣出股票主要參考因素	29

表 4-23:一般投資人考慮賣出股票的因素.....	30
表 4-24:一般投資人考慮買進股票的因素.....	30
表 4-25:一般投資人的交易屬性	31



第一章 緒論



第一節 研究動機與目的

離開電子業後從事金融投資工作多年，歷經證券/金控/壽險等不同投資機構，在 Buy side 與 Sell Side 均歷練過，從事投資操盤業務十餘年，經歷 2008 年金融海嘯，美國次貸危機房地產泡沫破裂，雷曼兄弟宣布破產引發連鎖反應，隨後演變成全球性的金融危機，當時道瓊指數跌幅超過 40%。

隨後經歷 2010 年歐債危機，「歐豬五國」葡萄牙(Portugal)、義大利(Italy)、愛爾蘭(Ireland)、希臘(Greece)、西班牙(Spain) 等國，因為大量借貸而導致無力償還，國家債信出現危機，導致市場出現恐慌性拋售國債，使得債券利率大幅上升，使得借貸成本大增。

近期 2020 年新冠肺炎席捲全球，造成股市恐慌，股市數次觸發熔断機制，更創下史上最大跌幅。隨後在全球央行不斷撒錢救市，美國聯準會實施無限期量化寬鬆(QE) 政策下，全球股市才脫離險境，但寬鬆的政策使得股市“一切利空都不敵寬鬆”，甚至屢創新高。但面對前所未有的寬鬆環境，金融投資震盪更為劇烈，通膨等問題更加揮之不去。

經歷多變金融環境十餘年，欲將經歷過相關重大金融事件後的操盤心得進行歸納統整，並且訪談相同經歷過數個金融事件循環仍然屹立不搖在資本市場的績效卓越經理人，萃取歸納其共同的投資理念，透過問券與深度訪談，將其經驗去蕪存菁化成投資準則。

國內研究投資績效論文多由量化分析出發，透過迴歸統計分析在某區間的操作策略，或透過財報分析尋求投資標的特徵，鮮少質化研究訪談經理人的投資模式與心法，主因應為研究者不易接觸專業投資機構經理人，或因為金融操作模式本來就是各家單位的機密，也刻意保護不對外討論，本人因從事金融機構多年，對於產業生態熟悉，深知那些經理人長期績效卓越，對於訪談對象掌握度與訪談內容解讀具備相當能力，希望對未來研究績效卓越投資模式的研究者有所貢獻。



第二節 研究架構

本研究共分為五章，就各章之內容簡述如下。第一章緒論說明研究動機與目的，並彙總本研究之研究架構。第二章文獻探討整理，主要統計國內各類法人資金規模對於台股的影響，並且參考市場效率假說與行為財務學相關文獻。第三章研究理論和方法，確立採用深度訪談法，並且設定訪談對象標準與訪談綱要，並將每個訪談者的訪談稿在去識別化後重點摘要。第四章研究分析:利用問券與訪談稿進行整合歸納，找出績效卓越經理人的操作習性。第五章結論與建議，歸納本研究結果，並提出未來研究建議。

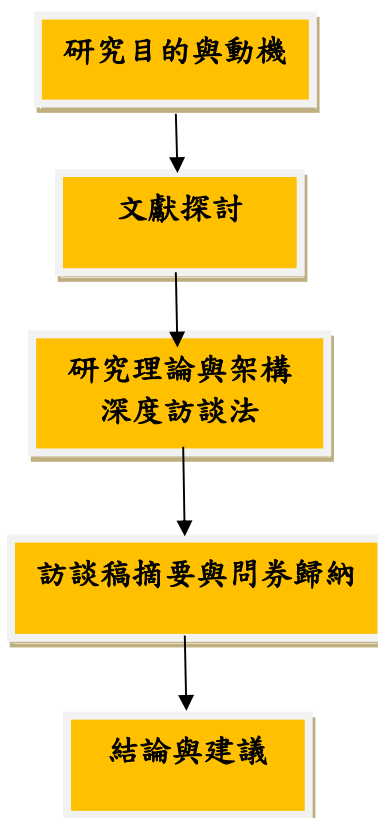


圖 1-1 論文架構圖

第二章 文獻回顧



第一節、台股各類型法人資金規模概況

台灣投信產業規模

截至 2022 年 2 月底止，國內共計有 39 家投信公司，所發行的共同基金總數為 997 支，國內投信公司整體基金規模為 4,909.264 百萬元，較 2019 年 1 月底規模 2,938.186 百萬元，成長 1,971.078 百萬元，成長幅度 67.1%。

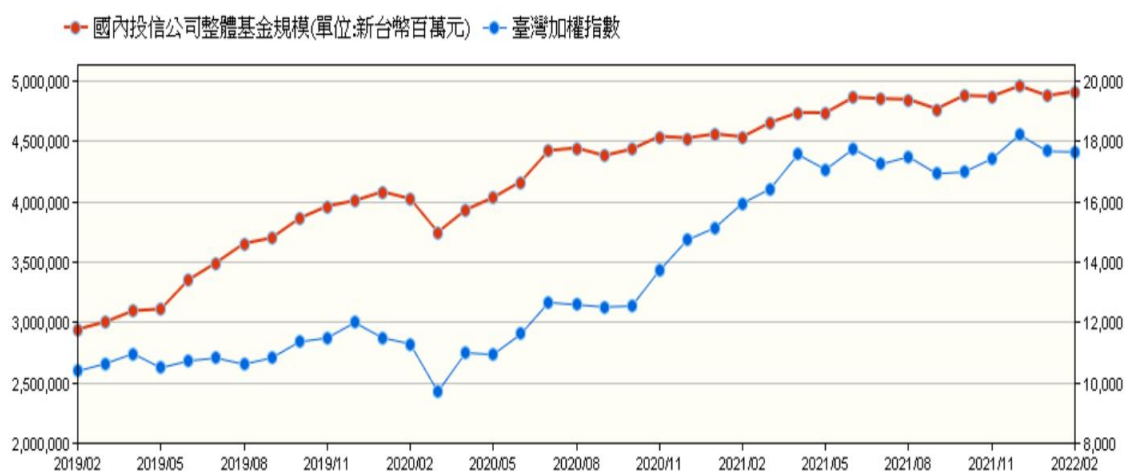


圖 2-1 2019-2022 國內投信整體基金規模成長趨勢

資料來源：中國民國證券投資信託暨顧問商業同業公會



圖 2-2 2019-2022 國內股票型基金規模成長趨勢

資料來源：中國民國證券投資信託暨顧問商業同業公會

國內股票型基金總規模從 2019 年 2 月的 1687 億成長到 2020 年 2 月達到 3979 億，短短三年規模成長約 136%。



表 2-1 2022/02 國內股票相關基金概況

(資料來源：中國民國證券投資信託暨顧問商業同業公會)

類型	種類	基金數量	基金規模(元)	與上期增減(元)	增減幅度(%)
股票型	國內投資	134	397,953,221,882	17,314,341,781	4.55
	跨國投資	195	412,675,007,322	3,285,537,467	0.80
	小計	329	810,628,229,204	20,599,879,248	2.61
平衡型	國內投資	19	39,706,632,921	204,515,929	0.52
	跨國投資	27	52,298,220,337	-595,262,420	-1.13
	小計	46	92,004,853,258	-390,746,491	-0.42
指數股票型	國內投資-股票型	32	544,416,027,219	45,100,188,952	9.03
	國內投資-槓桿型/反向型	8	76,321,733,821	-10,891,279,223	-12.49
	小計	40	620,737,761,040	34,208,909,729	5.5

其中牽涉到股票投資相關主動與被動基金，共有 415 檔基金，其中純粹國內股票主動基金共 134 檔，總規模為約為 3980 億，這僅是公募積金規模，不包括政府代操基金與私募代操基金，規模達到數兆，遠比公募基金龐大，另外值得留意的趨勢，是近年被動性指數型股票基金規模日益膨脹，變成不容忽視的另一股資金，也可能變成助漲助跌的動能。

政府基金規模概況

政府四大基金，是指「公務人員退休撫卹基金」、「勞工保險基金」、「勞工退休基金」與「郵政儲金」之俗稱，其分別隸屬於考試院銓敘部、行政院勞委會與交通部郵匯局。四大基金規模龐大，其中勞動（包括新、舊勞退及勞保基金等）、國保、退撫基金整體規模約為 6 兆，郵政儲金約為 7.4 兆，其中都有部分投資於台股與國外股票，此類金額數據不容易統計，常常變成資本市場容易忽略的籌碼因素。

勞動各基金包括：勞保基金：7851 億/國保基金：4178 億/勞退新制基金：2 兆 7,225 億/勞退舊制基金：8976 億/公保基金：3260 億/退撫基金：6555 億/私校退撫基金：610 億，規模非常龐大，其中部分委託投信進行代操，部分由政府內部自營操作，這類資金不列入三大法人統計資料，因此也不容易追蹤進出狀態。

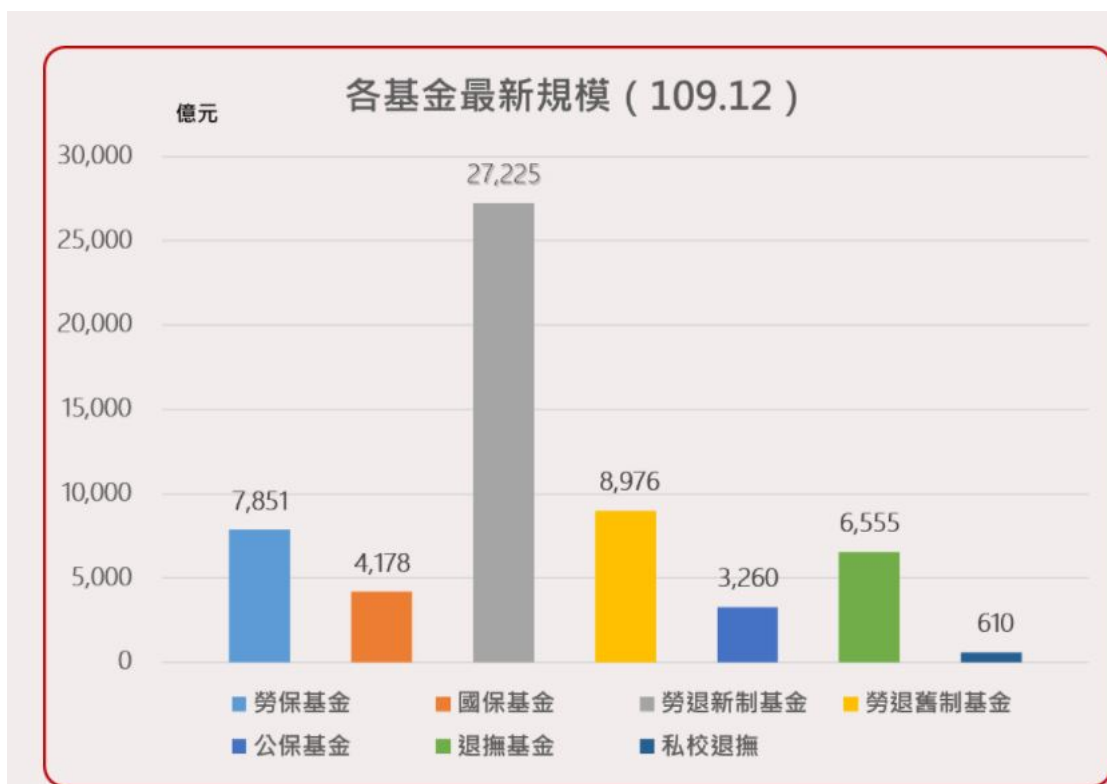
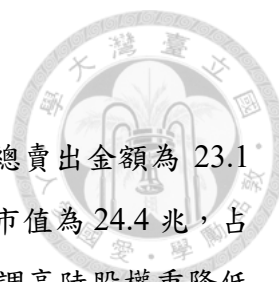


圖 2-3 2020 年底各類政府基金規模

資料來源：中國民國退休基金協會



外資/壽險/證券自營規模概況

根據證交所統計，外資 2021 年全年總買進金額為 22.6 兆，總賣出金額為 23.1 兆，累計賣超為 4,540.97 億元；截至 2021 年底外資總持有股票市值為 24.4 兆，占全體上市股票市值的 43.48%，規模非常龐大，但這兩年 MSCI 調高陸股權重降低台股比重，從 2020 到 2022 年二月為止，外資減碼台股約 1.5 兆元左右。因為外資規模龐大，經常影響台股走勢與台幣匯率。

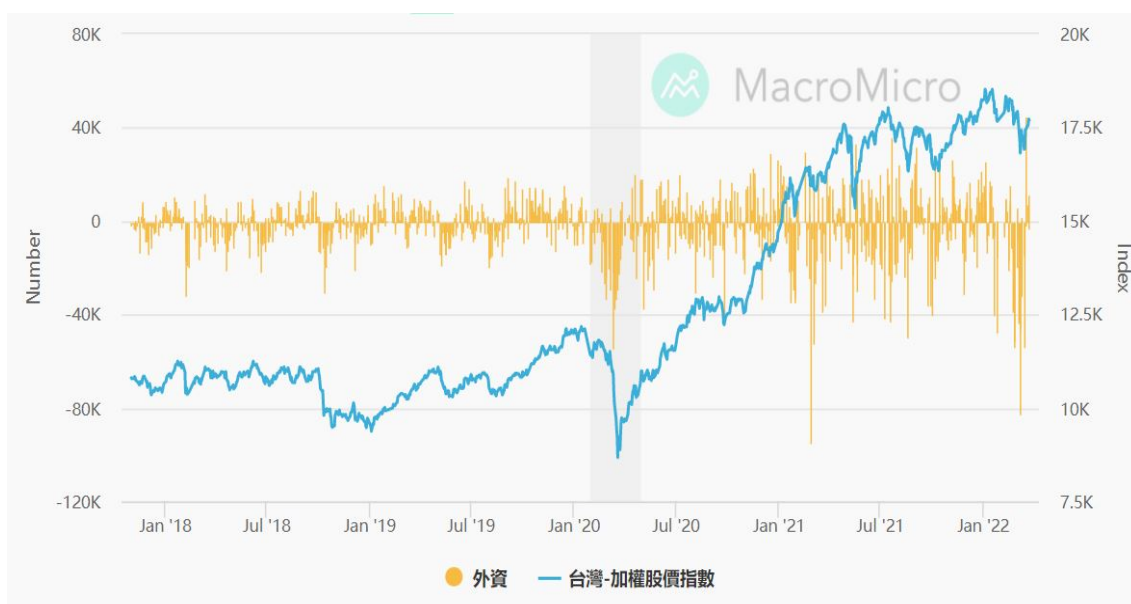



圖 2-4 外資買賣超與台股加權指數關係

資料來源: 財經 M 平方

台灣壽險業持有台股市值截至 2021 年 12 月達 2.7 兆元，正常狀態隨著保單收入，每個月都不斷增加需要投入台股的資金部位，壽險規模龐大，但也不列入每日三大法人統計，但因為屬於長期持股為主，相對外資對台股影響力小，但仍然具有一定的影響力。

證券自營商在三大法人中，和外資、投信相比，三大法人中自營商的進出金額最小，影響程度也最低。根據證交所資料統計自營商，家數不滿百家，每家操作資金依券商規模從五億元到五十億元都有，合計不過數百億元，因為風險承愛度低，加上規模小且短線進出，其撼動市場的能力有限。

第二節、效率市場假說



傳統財務理論中的「效率市場假說」(efficient market hypothesis, EMH)是投資學最重要的理論之一，根據美國經濟學家 Eugene Fama 在 1970 年代提出的“Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”，核心概念是假設在有效市場中，股票價格在任何時間點都可以反映所有可獲得的公開資訊。其假設為(1)市場上投資者都是理性且追求利潤極大化，且每個人都是獨立不互相影響受。(2) 好壞的新資訊都是隨機出現，資訊的取得成本極少，投資人對資訊迅速充分反映立即做出反應。(3)每檔股票的股價都會剛好反映它的內在價值，無法從中套利，Fama 認為基於這幾個假設，所以沒有人可擊敗市場且長期獲得超額報酬，大家的投資收益應該都趨近於大盤，換句話說也就是所沒有人能長期打敗大盤。

Eugene Fama 將效率性質再分為三個種類，他認為市場仍是效率的，但效率的程度有高有低。

弱式效率(Weak Form Efficiency)：目前股價已經反映出過去股票價格所提供的各種資訊，無法再「分析過去股票價格」來獲得高額報酬。當弱式效率愈高，以過去價量為基礎的「技術分析」就會愈無效。

半強式效率(Semi-Strong Form Efficiency)：目前股價已充分反映出所有與公司相關的公開資訊。無法再「分析公開資訊」來獲得高額報酬。當半強式效率愈高，以財報、經濟數據等為基礎的「基本面分析」就會愈無效。

強式效率(Strong Form Efficiency)：認為目前股價已充分反映所有公開及未公開訊息，當強式效率市場下，即使投資人有內線消息，也無法從中獲得報酬。


第三節、行為財務學

傳統財務投資理論都是假設投資人是理性且具有效率的反應所有市場資訊後，去執行投資行為，但是並非投資人都擁有充分資訊且理性做出投資決策，因此追高殺低，逆市場情緒在恐慌時買入股票，危機入市等行為並無法被傳統財務投資理論解釋。行為財務學包括過度自信（overconfidence），處分效果（disposition effect），私房錢效果（house money effect），投資人情緒（investor sentiment），從眾行為（herding）等。因此行為財務學(Behavioral Finance)可以解釋傳統財務投資理論不足的部分，讓整個投資行為獲得更完整的解釋。

行為財務學認為投資人是非理性的，容易受各種雜訊影響決策，過度自信(over-confidence)與從眾行為(Herd Mentality)對於投資決策的影響時常存在，投資者因過去的經驗與情緒等因素，高估自己成功的機率與訊息的準確性，有時會人們會模仿大多數人的金融行為習慣，受大多數人想法或行動影響，進而跟隨大眾思想與行為。因此過度自信與從眾行為在不同情境會對投資決策產生不同程度的影響。

行為財務學的重要理論基礎之一是 1979 展望理論(prospect theory)，該論文“Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk”是由 Tversky & Kahneman 共同提出，在相同的損失與收益下，損失會比收益造成人們還要大的情緒反應。反駁主流經濟學假設人的經濟行為會是「理性」，人在不確定性的情況下，發展出的決策容易受到現實與外在各種條件影響，包括被以前經驗影響、直覺判斷或害怕損失風險等，因為心理認知的不同，而使每個人會有各自不同的決策模式。

行為財務學另一個重要理論是框架效應(framing effect)，"The framing of decisions and the psychology of choice"，在 1981 年由 Tversky & Kahneman 共同提出，認為當人們在面對邏輯上相同的決策事件時，接受到的訊息在本質上是相同的，卻因該訊息敘述或表達方式不同，而使人們產生不同的風險偏好和決策影響而改變最後的選擇，這個在實際交易上很常發生。



美國知名投資人 Howard Marks 在《投資最重要的事》(The Most Important Thing Illuminated: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor) 書中曾說：「效率市場假說在大部分時間都是對的，不過偶爾也會出錯。」實際市場是介於效率與不效率間持續動態變化，而不是永遠保持某種狀態，大多數時候市場並不是完美，但仍是相對高效，而少數時候則可能趨近無效甚至完全無效。投資人並非都是理性的，在反覆無常的股市中，投資人容易受情緒影響，特別是在市場走到極端的時候，投資人會變得非常不理性。就會出現「無效市場」。

情緒(Emotions)會影響投資決策，而且是直覺快速評估的關鍵，良好的情緒會增加風險承擔能力，投資過程中被恐懼和貪婪影響投資決策，當股市震盪越激烈時，受到情緒的影響就更大。

籌碼(Stock chip)是決定股價變化的重要因素，也是各種複雜投資決策的總結，德國證券界教父 André Kostolany 在《一個投機者的告白之證券心理學》書上曾說，股市投資人的心理狀態決定股價走勢，短期股價取決於籌碼的供給和需求，只要買方的急迫性高於賣方的急迫性，股價自然會漲；中長期要看股票是掌握在資金充裕且固執的投資人手中，還是在猶豫、容易驚惶失措的投資人手中。

股票市場決定股價的因素很多，例如交易價格與數量延伸出的技術指標，基本面訊息變化的掌握度，訊息的判讀與獲知訊息的先後順序，以及籌碼變化，包括籌碼參與者的背景與財力，以及市場的情緒等因素，都會影響投資決策，因此本論文在行為金融學的理论架構下，透過深度訪談，探討基金經理人為何可以打敗大盤的原因。

第三章 研究方法



第一節、深度訪談法

選擇深度訪談法的原因

本研究採用深度訪談法(in-depth interview)，為質化研究常採用的資料收集方式，透過與受訪者的互動與深度交談，藉由訪談過程發覺分析受訪者的想法動機與信念做法，再歸納萃取出概念，建立邏輯關係。該研究方法強調雙方共同進行特定議題的對話討論，以建構對特定議題的認知基礎。

本研究在於探討金融投資機構專業經理人，投資台股時的操作模式與節奏，並探討其對買賣點的考量要素，進而了解其投資心法與績效良好的原因，因為很多經驗無法量化，因此採取深度訪談法的優點更為明顯，將蒐集個人特定經驗的過程、動機和情感、態度等資料。透過較長時間的訪問，讓受訪者深入談出問題核心，藉由對事件的敘述與描述，使問題與答案不經意且自然浮現。

半結構訪談方式

本研究採行的是面對面的直接訪談方式，但訪談方式上又分類為三種，結構性訪談(structured Interviews)、非結構訪談(unstructured Interviews)及半結構訪談(semistructured Interviews)，但考量經理人投資邏輯與經驗的多變與多面向，研究方法上採行半結構的訪談方式較佳。

半結構訪談的特點是：(1)有特定主題，提問問題的結構雖較為鬆散，但仍有重點和焦點，並非漫無邊際；(2)訪問前擬定訪談大綱與要點，但所提問題可以在訪問過程隨時邊談邊形成，提問的方式與順序可依受訪者的回答隨時提出改變，有相當彈性；(3)訪談者不需使用特定文字或語意進行訪問，並以受訪者的回答為主。

過去金融業界經理人皆將自身的投資模式列為重要優勢，不輕易對外透露，本研究的訪談對象在業界均具有長期績效卓越的代表性，透過擬定大綱半結構式的訪談，可以在既有主題下討論獲得珍貴的資訊與發現。



第二節、訪談對象與綱要

訪談對象標準

本研究取樣具有代表性的金融機構基金經理人進行訪問，也就是選擇特定具代表性的人及事件，以訪談方式獲取其他抽樣方法無法得到的訊息。

本研究訪問對象的選擇原則包括：(1)專業金融機構服務年資十年以上(證券/投信/壽險/銀行/投顧/私募)，因為本研究採深度訪談法，主要分析資料是來自受訪者經驗的陳述，具有豐富經驗的經理人因經過不同的投資循環周期，故有能力回答相關問題；(2)國內股票實際第一線負責操盤者，真正了解投資過程的壓力與決策形成過程，排除有長期金融經驗，卻非負責實際投資決策者，為增加訪談者的洞察力與受訪者的信任感，因此將優先選取已認識的對象；(3)從投信、證券、壽險、投顧等不同金融機構取樣，使資料取得更具多樣性；(4)研究對象人數視資料飽合程度而定，本研究在訪問第六位受訪者時，已出現回答重複的「資料飽合」的情況，因此本研究將就六位受訪者所得資料內容進行分析，為保護受訪者，列表中將不列出詳細資料。

表 3-1 訪問對象列表

	年資	金融業經驗	最大負責資金部位	訪談時間
Mr. K	15 年以上	歷經國內前三大證券/投信經驗/外資，分析師與操盤經理人	10億台幣	20220324
Ms. A	10年以上	歷經國內前三大投信與外資對沖基金，分析師與操盤經理人	130億台幣	20220328
Ms. C	15 年以上	歷經國內前五大投信與證券，分析師與操盤經理人	75億台幣	20220407
Mr. W	20 年以上	歷經國內前三大證券/投信經驗20年，投信投資長，自營部主管	300億台幣	20220411
Ms. T	20 年以上	歷經國內前三大投信，研究員與經理人	150億台幣	20220421
Mr. H	15 年以上	歷經國內證券/壽險/銀行，研究部主管與經理人	60億	20220428

訪談對象包括金鑽獎得主，投信投資長，壽險操盤人，投信私募代操，公募基金經理人，證券自營操盤人，研究部主管等，在業界均是績效卓越且長期常勝軍，經過數個景氣循環與投資週期均能持續維持良好績效，透過訪談，可以取得具有代表性的資料，並將相關資料進行彙整與歸納後得出相關結論。

訪談綱要

本研究主要探討投資經理人的績效卓越的原因，主要問題分為買點決策因素，持股比例與週期，賣點決策因素，面臨波動時的決策與模式，交易的成長歷程，並且了解經理人對於保持績效長期績優的關鍵因素的想法，本研究雖然訂立訪談綱要，但會適度保持彈性，希冀涵蓋題綱內相關議題，但預期訪談的題目會由於不斷地深入議題而有所變動。

買點決策:

- (1)依據那些判斷決定買入股票，基本面，籌碼面，消息面，技術面，情緒面
- (2)最佳購入股票的公司需滿足那些條件
- (3)買入時是否設定目標價與出場情境
- (4)買入的方式是分批或集中買入

持股比例與週期:

- (1)擇時與擇股的考量比例
- (2)平時持股比例，個股的集中度，分散與集中的考量
- (3)大盤上漲與下跌趨勢時的持股比例
- (4)持股週期長短與周轉率高低

賣點決策:

- (1)依據那些判斷決定賣出股票，基本面，籌碼面，消息面，技術面，情緒面
- (2)賣出的方式是分批或集中賣出
- (3)當未證實利空消息出現時的面對方式



波動時的決策模式:

- (1) 面對激烈震盪大跌與大漲時的做法
- (2) 預計大盤狀態不佳時的持股模式
- (3) 預計大盤狀態佳時的操作模式
- (4) Bottom Up(個股產業)或是 Top down(總經資金)
- (5) 左側交易或是右側交易

投資心法-交易的成長歷程

- (1) 過去經驗中經歷那些事件對於自己的交易有所幫助
- (2) 交易最重要的事為何?
- (3) 如何培養交易心理素質?
- (4) 交易最重要的事?

本研究部分目的在探討經理人過去與現在，交易的習性改變，交易趨於成熟過程中如何不斷修正調整，進而成為績效卓越的基金經理人，透過訪談歸納出投資心法。

第三節、研究限制

本研究目的在於找出基金經理人績效長期績優的關鍵要素，透過五大主題題綱進行半結構式訪談，採取最彈性的態度，順隨著訪談的律動來進行，與訪談者「共同建構」(mutual construction)訪談內容，收集提綱外可能未曾考慮的關鍵因素，讓整個研究更為完整，本研究採用深度訪談進行，取樣針對特定研究需要採立意取樣(qualitative research)，直到資料飽和狀態。

訪談基金經理人皆為在金融機構年資超過十年以上，其中相對績效經理人(投信)比例略多於絕對績效(壽險/自營)經理人，因不同金融機構要求標準不相同，最終形塑的交易策略也不同，因多人都有絕對與相對績效經驗，因此在訪談過程可能產生立場不同的內容差異。

訪談內容因為涉及隱私或公司機密，將採取模糊化處理，訪談稿中條列式僅呈現部分內容，但其餘涉及敏感內容不披露，將在研究結論時進行歸納與總結，避免造成受訪者的困擾。

因為文化背景及對特定現象的個人觀感而產生解讀偏差，而這偏差可能會影響到研究的正當性，過程中力求客觀，並確保資料蒐集的過程適當。

第四章 研究分析



第一節、績效卓越經理人

本次訪談六位經理人，83.3%過去三年累積績效優於大盤 100%以上，超過 176%，所有的經理人的選股策略均是擇股為第一考量，擇時並非主要考量，83.3%經理人從來不當沖，績效卓越的特徵專注選擇出值得投資的公司，避免當沖，擇股波段操作為主。

表 4-1:訪談經理人過去三年績效

1 過去三年累積總回報率 (統計區間為2019/01/01-2021/12/31,此區間台股大盤漲幅約88%)

答案選項	填答數	百分比
優於大盤100%以上(176%以上)	5	83.3%
優於大盤50%-100%(132%-176%)	1	16.6%
低於大盤	0	0%
優於大盤0-50% (88%-132%)	0	0%

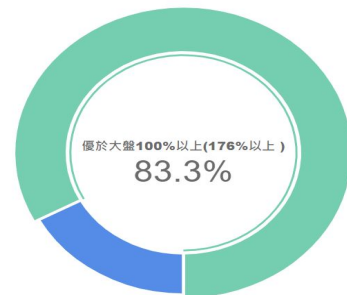


表 4-2:擇時或擇股比例

2 你認為買股票,“擇時”還是“擇股”重要?

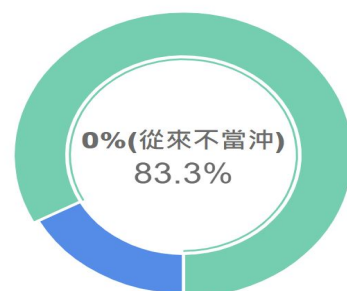
答案選項	填答數	百分比
擇股(股票基本面)	6	100%
擇時(選擇買賣時機)	0	0%



表 4-3:交易量中的當沖比例

4 您的所有交易量中當沖比例?

答案選項	填答數	百分比
0%(從來不當沖)	5	83.3%
0%-25%(偶爾當沖)	1	16.6%
25%-50%(當沖)	0	0%
50%-75%(常常當沖)	0	0%
75%-100%(當沖為主)	0	0%





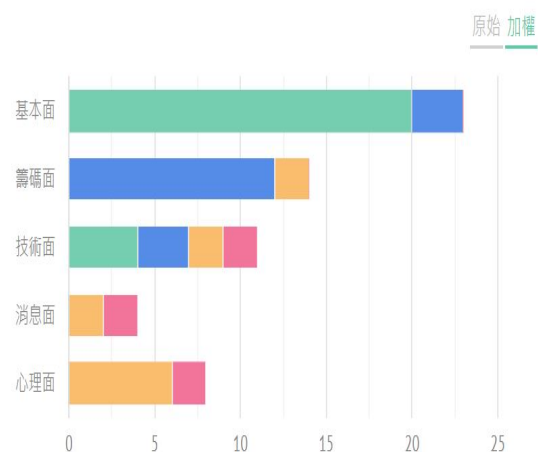
第二節、買賣點與選股決策考量面向

買進賣出持股時最首要考量為“基本面”，含括個股業績與產業環境趨勢等，幾乎所有的經理人都把基本面當成首要考量，但有一位認為技術面為首要考量，分析其原因，他的決策根本還是基本面，技術面只是在確認要選擇該投資標的時，擇時機點介入，因此可以確認所有經理人買股首要考量是基本面，其次是籌碼面，再來是心理面。

表 4-4:經理人買賣股票考慮面向

5 您在選擇買賣股票時考慮的因素排序，最重要的為1，其次依序

答案選項	排序 1	排序 2	排序 3	排序 4	填答數
基本面	5	1	0	0	6
籌碼面	0	4	1	0	5
技術面	1	1	1	2	5
消息面	0	0	1	2	3
心理面	0	0	3	2	5



基本面是最重要的依歸

基本面就如同主人，股價就如同狗在主人附近來回奔跑，不過基本面不只是公司的獲利 EPS，也應該包括當時的利率資金環境，當股價偏離基本面太多，超漲超跌時，最終也會進行合理的調整。扎實的基本面研究極為重要，當掌握度越高時，持股信心越高，就不易因為股價震盪而出場，基本面是堅實穩定籌碼的基石，績效卓越的經理人致力於不斷拼湊研究出完整的基本面。

其次考量是籌碼面

大部分經理人都列入次要考量，籌碼為其為實際資金投票的結果，也反映市場由哪些人認同，不過也要觀察買入者的屬性，屬於短期動能型，還是長期持股波段型，買入時也需要考慮該公司市值規模與流動性，這均是經理人考量配置多



少部位的重要依據，資金的流入就代表市場認同度，也表示研究的基本面被市場接受認同，因此觀察籌碼走向十分重要。

股價漲跌取決於股票多還是錢多

股價漲跌取決於股票多還是錢多，當利空不反應時，表示股票持有者因各種因素出售股票，已流到堅定想持有他的人手上，未來價格的變化取決於未來青睞這項投資的人是更多還是更少。投資是資金的人氣競賽，當利多不漲人氣最旺的時候買進是最危險的。因為所有利多觀點都已經被計入價格中，而且再也不會有新的買家出現，要耐心的等待下個週期或下個投資標的的出現，忌諱追高殺低。

表 4-5: 考量買進賣出因素排序 1 與 2



第三個重要因素是心理面

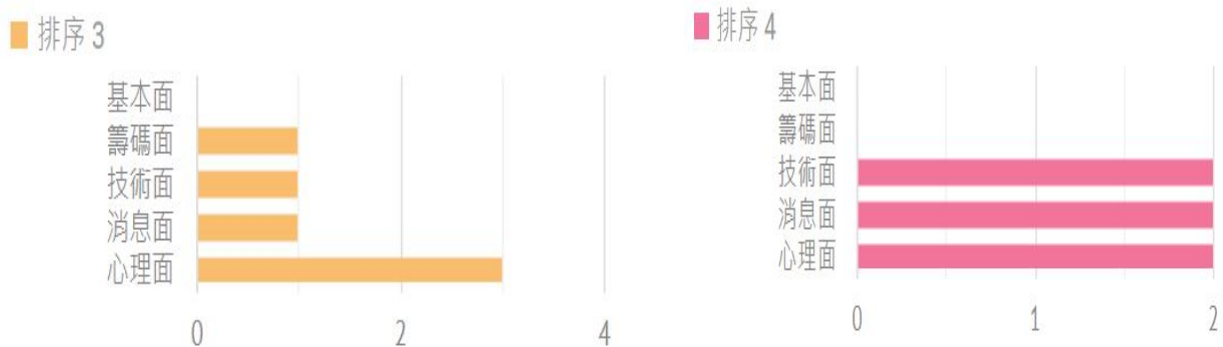
50%的經理人將心理面列為第三大重要考慮因素，心理面分為外部市場氣氛，以及內部自我心理素質。

外部市場氣氛-資本市場的貪婪與恐懼

交易時的情緒與氣氛非常重要，資本市場常過度悲觀或是過度樂觀，如果能準確判斷市場情緒，而且公正客觀做出決策是績效的關鍵，在訪談過程中發現，有二大特性(1)預期別人的預期:股價反應市場的情緒心理，有時候雖然因為基本面

仍佳，但市場預期成長幅度變小時，或興奮度降低時都應該出場，因為“基本面我不怕，但是我怕別人怕” (2)賣在情緒沸騰時:當市場上漲過度貪婪追捧，光怪陸離推測預計都出現時，往往都是最佳賣點，與“眾人貪婪時我恐懼，眾人恐懼時我貪婪”相符，逆市場情緒是交易的重要關鍵，但必須建立在扎實研究基礎上。

表 4-6:考量買進賣出因素排序 3 與 4



以上研究與德國證券教父 安德烈·科斯托蘭尼 (André Kostolany) 提出的公式不謀而合。

$$T (\text{Trend 趨勢}) = G (\text{Gold 資金}) + P (\text{Psychology 心理})$$

基本面要反應成股價趨勢，就必須搭配資金(籌碼)與心理(情緒)，其中心理面可以拆解為。

- (1) 利多利空反應：出現利多或利空的消息，股價上漲或下跌反應的情形。
- (2) 利多不漲(出盡)：出現利多的消息，但股價或指數不漲反而收黑，跌的越深，所代表的心理面動能越強，往往都是出場訊號。
- (3) 利空不跌(出盡)：出現利空的消息，但股價或指數不跌反而收紅，漲的越多，所代表的心理面動能越強，往往都是進場訊號。

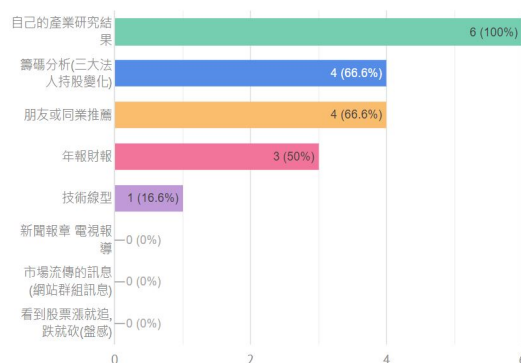
先看趨勢再看選股，在上漲趨勢中再差的投機者都能賺到錢，下跌趨勢中挑到好股票都沒辦法賺錢。出現不利消息時市場並沒有下跌，就是市場已經超賣接



近最低點的徵兆。當下跌時若有一段時間成交量大，代表大量股票從猶豫者手裡轉移到堅定者手中，此時也代表趨勢逐步成形，可以留意進場買點。

表 4-7:買進賣出的考量要素

答案選項	填答數	百分比
自己的產業研究結果	6	100%
籌碼分析(三大法人持股變化)	4	66.6%
朋友或同業推薦	4	66.6%
年報財報	3	50%
技術線型	1	16.6%
新聞報章 電視報導	0	0%
市場流傳的訊息(網站群組訊息)	0	0%
看到股票漲就追,跌就砍(盤感)	0	0%

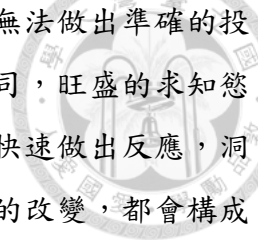


更進一步研究發現，買進或賣出股票時，經理人前三個重要依據，為(1)自己的產業研究結果，(2)籌碼分析.(3)朋友與同業推薦;進一步訪談發現，經理人獨立自主的研究判斷很重要，這也是有別於一般散戶投資人的差別，面對朋友或同業的推薦，經理人會慎選判斷消息來源，適度槓桿過去判斷力績效良好的同業想法，加上自己的研究進行投資。

內部自我心理素質-強大的心理素質:訪談發現卓越績效經理人動態交易是否成功的關鍵在強大的心理素質，心理素質與抗壓性，在訪談過程中佔據許多篇幅，每個脫穎而出的經理人在產業趨勢研究與數字分析能力都已經是頂尖，就如同奧運選手比賽，每個體能技巧差異不大，但如何獲得冠軍，就必須要臨場比賽時擁有強大的心理素質，不怕戰且準確判斷，培養心理素質與抗壓性，屏除與本身個性重要關聯性外，必須靠不斷的交易，透過犯錯累積經驗，經過不同周期循環淬鍊，累積出個人的投資心法，並無法速成，只能靠與績效績優的前輩高手進行討論內化加速修正而成，老經驗的投資者最怕得到經驗，卻失去勇氣。

關於選股

洞察力選股,求知慾與好奇心:



訪談中發現若投資在自己不熟悉的領域，常會信心不足，無法做出準確的投資決策，能力圈內選股很重要，經理人長期拜訪不同產業的公司，旺盛的求知慾與好奇心，驅使不斷擴張自己的能力圈，才能在趨勢來臨時，快速做出反應，洞察力的培養可以透過閱讀或與不同的人討論構成，生活中習性的改變，都會構成投資趨勢，只要洞察力強，生活中處處是投資機會。

壞學生考好成績：

市場對於長期業績績優生的想像力有限，而當業績稍有波動時，往往也會股價修正，但是當壞學生考好成績，往往給予掌聲最多，“轉機股”虧轉盈的當下，資本市場往往對其未來想像力無限，也會給予極高本益比，掌握該選股原則常常可以找到漲幅驚人的飆股。



第三節、動態交易決策考量因素

左側交易與右側交易策略

績效卓越的經理人 2/3 採用左側交易，1/3 採用右側交易，透過訪談細究其原因，主要因為多數經理人為投信相對績效，對於風險承受度比較高，而且因為專注基本面研究，所以對於下跌時的把握度高，敢勇於逢低承接，此外是當部位越來越大時，考量台股流動性，不容易建立足夠部位，甚至助漲造成獲利空間變小。

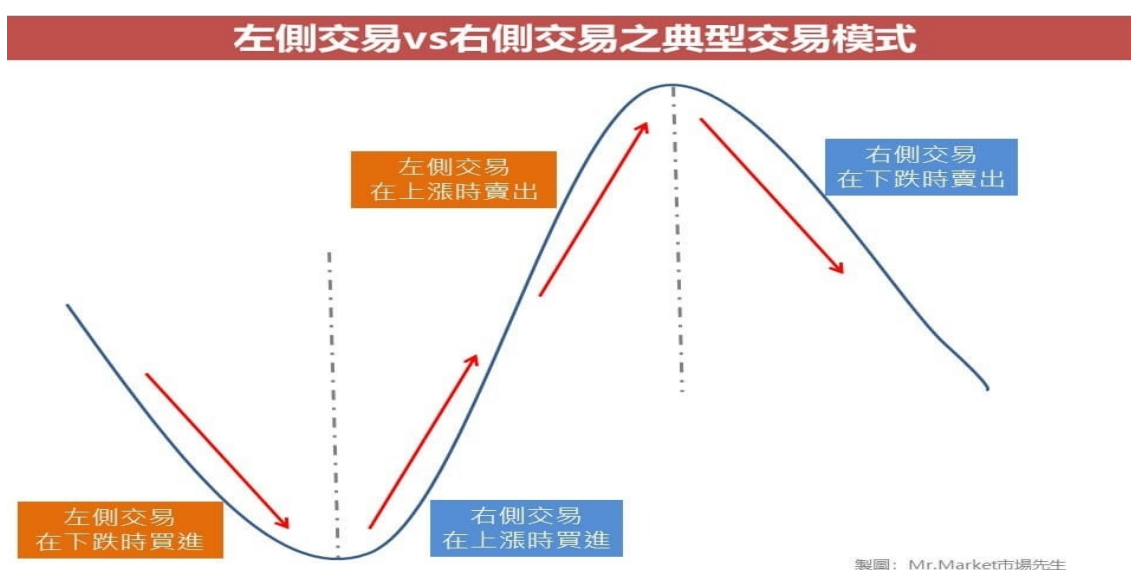


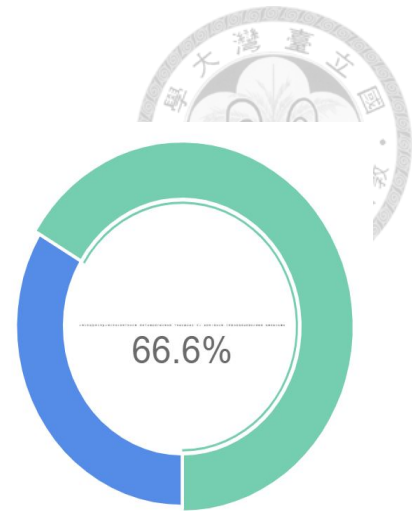
圖 4-1: 左側與右側交易模式

資料來源: Mr. Market 市場先生

採用右側交易的經理人特徵是持股週期相對比較短，部位也比較小，機動性高，或是任職在絕對績效單位時間比相對績效時間長，觀察是因為不同金融機構交易限制與經理人本身性格養成的交易習性，但隨著部位變大與操盤人年紀，左側交易的比例會上升，但不論是左側或是右側交易對於績效的影響並非絕對，端看操作過程中其他條件的配合。

表 4-8: 經理人左右側交易比例

答案選項	填答數	百分比
左側交易者(逆勢交易): 左側交易者在股市下跌的時候, 即使不知道底部什麼時候出現, 下跌越多買的越多。反之, 當股市上漲的時候, 只要漲的超過認為股價的合理範圍, 就會開始分批賣出	4	66.6%
右側交易者(順勢交易): 在股市底部呈現上漲後開始買入, 同時在股市上漲頂部出現呈現下跌趨勢後開始賣出, 這種交易行為不預測未來, 就是跟著市場的趨勢走。	2	33.3%

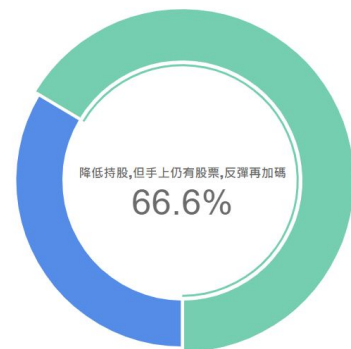


雖然 2/3 經理人都認為自己是左側交易員, 但在實際操作上大家都在找尋股價底部, 持穩打底有反彈跡象時開始加大部位, 但對基本面研究極為扎實的經理人確實敢勇於逢低不斷承接, 此類經理人特性是長期績效優於其他經理人, 短期績效略差於其他經理人, 但是因為長期績效佳, 其部位也不斷成長。

表 4-9: 面對大盤下跌但可能反彈操作方式

11 面對股市大盤下跌, 但隨時可能反彈, 您會採取何種操作?

答案選項	填答數	百分比
降低持股, 但手上仍有股票, 反彈再加碼	4	66.6%
分批低接看好個股, 跌越多買越多	2	33.3%
完全空手	0	0%
分批砍股票, 跌越多砍越多	0	0%
反手放空	0	0%
增加持股, 但放空期貨避險	0	0%
看心情, 沒有固定模式	0	0%

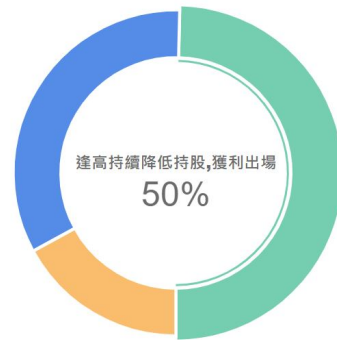


大盤上漲過程, 大部分經理人特性符合左側交易模式, 大多採取逢高逐步出脫持股模式, 但其中有經理人策略是壓滿持股, 當有明確反轉訊號時再分批賣出, 該經理人買進屬於左側, 但賣出策略是採右側交易的混合模式, 近幾年績效反而十分亮眼, 主因這幾年大盤呈現多頭走勢, 搭配其扎實的基本面研究與長期高持股策略有關。

表 4-10:面對大盤上漲但可能反轉操作模式

13 面對股市大盤上漲，但隨時可能反轉，您會採取何種操作？

答案選項	填答數	百分比
■ 逢高持續降低持股,獲利出場	3	50%
■ 增加持股,但不敢買滿	2	33.3%
■ 壓好壓滿	1	16.6%
■ 分批加碼看好個股,漲越多買越多	0	0%
■ 反手放空	0	0%
■ 增加持股,但放空期貨避險	0	0%
■ 看心情,沒有固定模式	0	0%

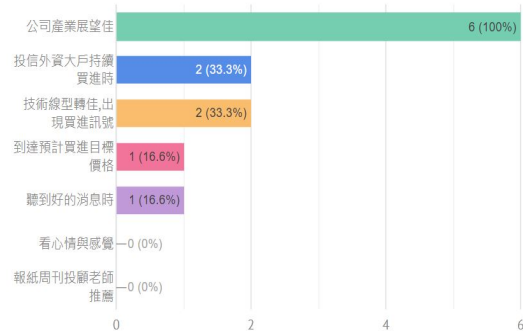


在每天動態決策買入持股時，所有經理人的首要考量都是產業前景與公司展望基本面，再搭配籌碼與技術線型決定買點，希望買在最低點的想法濃厚，但有經理人是採取價格到目標價再開始買進，不在意其他因素，該經理人的信心來自其對基本面的研究，此外經理人相互討論訊息也扮演重要角色，也會參考過去績效卓越的同業分析結果而進行買入基本持股，但加大部位時會自己深入研究後，再決定是否加大部位，此外周刊報紙與小道消息不在經理人主要買股考量範圍內，也較少於追求盤感與情緒，而是尊重相信數據與產業研究基本面。

表 4-11:考慮買進股票前二大因素

15 何時你會考慮買進股票(擇二)

答案選項	填答數	百分比
■ 公司產業展望佳	6	100%
■ 投信外資大戶持續買進時	2	33.3%
■ 技術線型轉佳,出現買進訊號	2	33.3%
■ 到達預計買進目標價格	1	16.6%
■ 聽到好的消息時	1	16.6%
■ 看心情與感覺	0	0%
■ 報紙周刊投顧老師推薦	0	0%



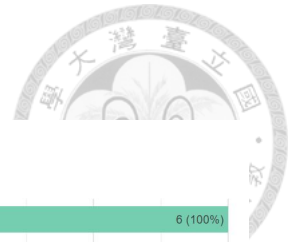
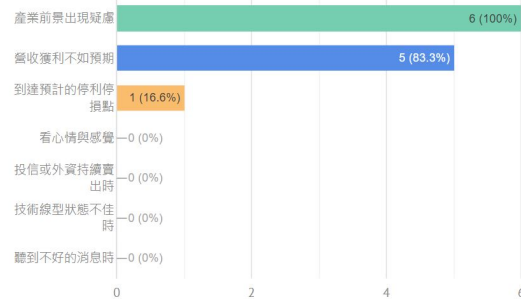


表 4-12:考慮賣出股票前二大因素

14 何時你會考慮賣出股票(擇二)

答案選項	填答數	百分比
產業前景出現疑慮	6	100%
營收獲利不如預期	5	83.3%
到達預計的停利停損點	1	16.6%
看心情與感覺	0	0%
投信或外資持續賣出時	0	0%
技術線型狀態不佳時	0	0%
聽到不好的消息時	0	0%



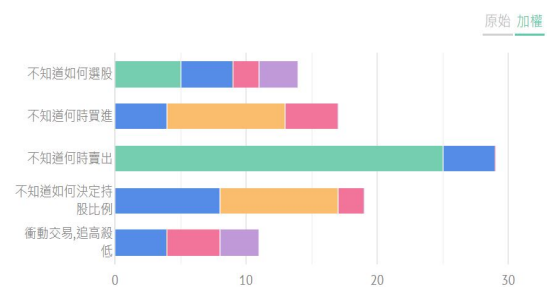
賣出的理由決定賣出的方式:

- (1)當基本面發展不如預期，獲利成長率成長趨緩就賣出，即觀察成長性的二次微分斜率，成長變慢或是競爭狀況壟斷被打破，或有新競爭者出現就直接出場
- (2)經理人大多採用分批賣出模式，賣出的理由決定賣出的方式，突發性事件就分批小降後買回，如果是趨勢整個改變，或是估值成長性已經足夠，就會全部賣出。

表 4-13:股票操作最困難的因素

17 操作股票對您最困難的是?(排序,最重要為1,依序重要性下降)

答案選項	排序 1	排序 2	排序 3	排序 4	排序 5	填答數
不知道如何選股	1	1	0	1	3	6
不知道何時買進	0	1	3	2	0	6
不知道何時賣出	5	1	0	0	0	6
不知道如何決定持股比例	0	2	3	1	0	6
衝動交易,追高殺低	0	1	0	2	3	6



俗諺“買股票是徒弟，賣股票是師傅”，絕大部分經理人認為決定賣點是最困難，其次是總持股水位，因此持股水位與賣點就決定績效是否勝出的關鍵，而散戶投資人最容易的追高殺低衝動交易反而在專業經理人中逐步被克服，綜合以上結論“賣點決策，持股水位，情緒心理”為股票交易重要因素。



第四節、持股比例、週期、股價趨勢

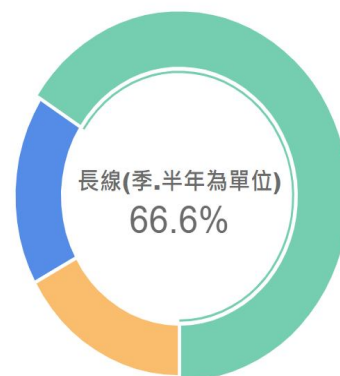
本研究問券與訪談發現，績效卓越經理人持股週期大多以季為單位，而且長期高持股(90-100%)，預期獲利空間在 30%以上才進場，甚至預期要 50-100%以上漲幅才願意，“慎選好球帶，重壓長抱，波段操作”成為績優經理人的共同特性，在重壓上會採取類似 80-20 持股分配原則。

表 4-14: 持股週期

3 最常採用的股市操作模式?

答案選項	填答數	百分比
長線(季.半年為單位)	4	66.6%
波段(月為單位)	1	16.6%
超長線(年為單位)	1	16.6%
當沖(分.時為單位)	0	0%
短線(日.週為單位)	0	0%

完整「其他」資料請至“明細匯出”觀看



80-20 持股分配原則:

總體持股比例調整，隨總經變化進行調控，不過持股的分配原則更為重要，卓越績效的經理人對有把握的個股，都是集中持股比例，而非分散風險，類似執行 80-20 法則，將 80%的資金部位集中在前 20%持股中，因為唯有對於自己有信心的公司加大持股，才可以績效脫穎而出，“重壓長抱，波段操作，風險承受度高者，獲利績效也更好”。

多算勝，少算不勝原則:

不要重壓在不熟悉的產業，掌握度越高勝率越高，選股前估算“賠率”很重要，期望值跟賠率差距越大越好，大錯都在勝率不高的時候重壓，犯大錯的機率與風險評估要在建立部位前估算，凱利公式是重要評估工具。



表 4-15:一般狀態持股比例

7 在一般狀態您的持股比例約為多少?

答案選項	填答數	百分比
90%-100%	5	83.3%
80%-90%	1	16.6%
50%以下	0	0%
50%-70%	0	0%
70%-80%	0	0%

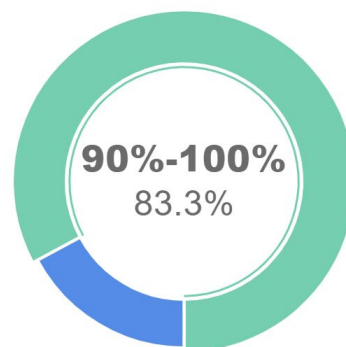
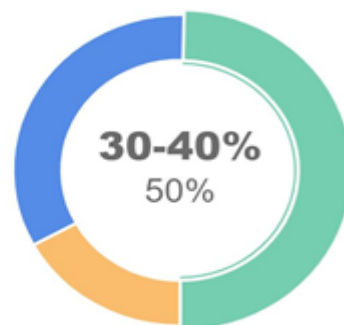


表 4-16:買入股票時預期報酬率

10 預期報酬多少%,會讓你買入該檔股票

答案選項	填答數	百分比
30-40%	3	50%
50%以上	2	33.3%
20-30%	1	16.6%
0-10%	0	0%
10-20%	0	0%
40-50%	0	0%



單檔持股通常當報酬率累積 30%以上時會考慮賣出，不過更長線的經理人傾向 50%以上報酬率才願意出場，大部分經理人設定 20%虧損時，就考慮停損出場，月週轉率約為 10%-30%間，也遠低於市場平均，不過訪談時也發現風險承受度越高的經理人，績效波動較大，但是績效也更好。

表 4-17:停利標準

8 單檔股票獲利多少時會考慮賣出?

答案選項	填答數	百分比
30%	3	50%
50%以上	3	50%
5%	0	0%
10%	0	0%
20%	0	0%

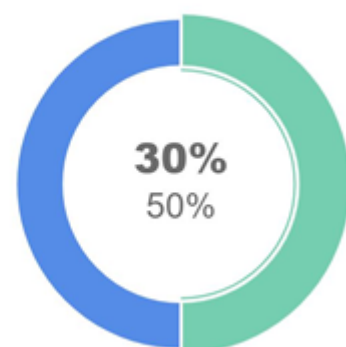




表 4-18:停損標準

9 單檔股票虧損多少時會考慮停損?

答案選項	填答數	百分比
20%	4	66.6%
30%	2	33.3%
5%	0	0%
10%	0	0%
50%	0	0%

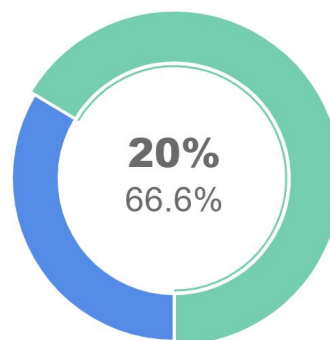
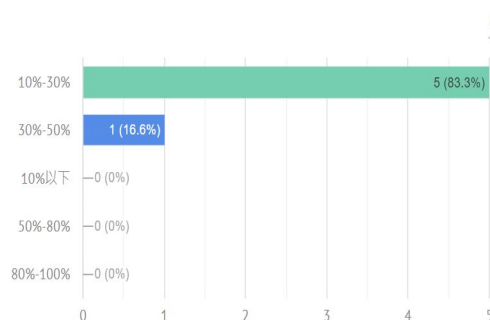


表 4-19:平均月周轉率

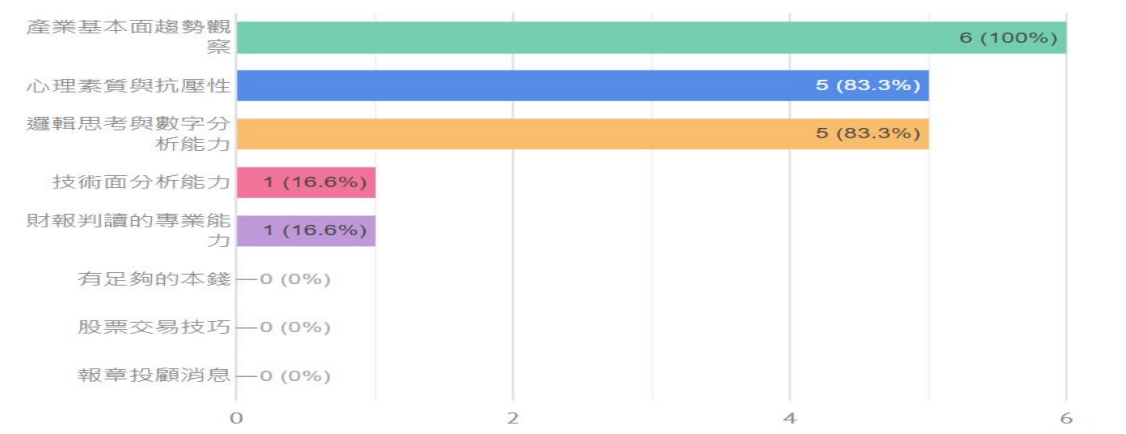
16 您的持股平均月週轉率約為幾%

答案選項	填答數	百分比
10%-30%	5	83.3%
30%-50%	1	16.6%
10%以下	0	0%
50%-80%	0	0%
80%-100%	0	0%



投資最重要的三個能力(1)產業與趨勢的研究能力，(2)心理素質與抗壓性，(3)邏輯思考與數字分析能力，經理人不跟隨報章雜誌訊息進行交易，但將該類資訊視為增加研究廣度與市場氛圍判斷的參考，交易技巧亦不是重要因素。

表 4-20: 長期投資股票獲利最重要的關鍵要素





關於股價走勢

股市測不準現象:

經理人擁有龐大的研究資源與資金，也常自己創造投資主流，市場也會追蹤法人籌碼動態進行投資，因此當確認基本面成長無虞且該趨勢創新獨特時，市場往往都會給高的本益比，因此當經理人確認該公司有這些特性時，往往在基本面營收轉好前，經理人建立部位持倉時，股價就同步提前反應，資金堆砌就帶動股價成長，於是股價成長就變成主流投資趨勢，因為經理人部位較大，進出買賣都會影響股價，所以可能看好被自己買上去，看不好賣出而影響股價，因此流動性跟市值股本大小也都列入經理人投資時的考量。

股價是藝術不是技術:

EPS 計算是持股信心的來源，但過度計算精準幫助不大，股票交易需要一些超現實主義色彩，想像力是股價的超能力，目標市場具備高度想像力與成長性的公司享有較高的本益比，除 EPS 基本面外，更需要搭配市場情緒與資金流向，許多因素是不易量化，更增添其無法透過技術來計算的難度，股市大多數是投機者，就是一群追逐趨勢做交易的人，投機是沒有辦法透過精確的數據科學來分析解釋的。

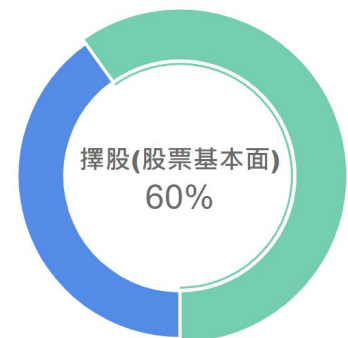
第五節、一般投資人與績效卓越專業經理人差異

本研究亦有將問券發送給一般投資人進行調查，對照經理人交易習性有哪些重要的差異，一般投資人擇時比例明顯上升，約 40%的投資人在意投資時機高於擇股。

表 4-21:一般投資人對於擇時與擇股重要性

2 你認為買股票, "擇時"還是"擇股"重要?

答案選項	填答數	百分比
擇股(股票基本面)	18	60%
擇時(選擇買賣時機)	12	40%

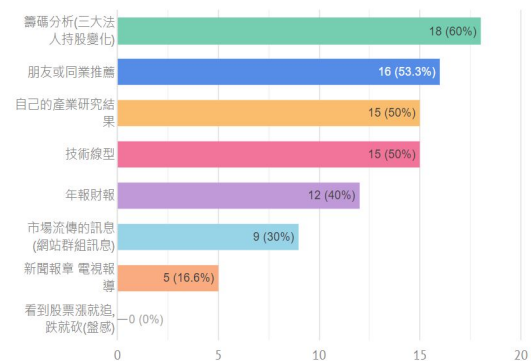


在買賣點相關要素上，一般投資人注重籌碼分析與朋友推薦，雖然一般投資人仍然認為自己專注基本面才進行投資，透過訪談詢問發現，其實一般人對基本面的判斷消息來源來自口耳相傳與報章媒體居多，再搭配籌碼分析作為買賣參考依據，並非經理人透過財報，訪談，專業報告等方式判斷投資趨勢。

表 4-22:一般投資人對於買進賣出股票主要參考因素

6 買進或賣出股票時, 你會參考那些資料(選三個)

答案選項	填答數	百分比
籌碼分析(三大法人持股變化)	18	60%
朋友或同業推薦	16	53.3%
自己的產業研究結果	15	50%
技術線型	15	50%
年報財報	12	40%
市場流傳的訊息(網站群組訊息)	9	30%
新聞報章 電視報導	5	16.6%
看到股票漲就追, 跌就砍(盤感)	0	0%



在賣點選擇上藉由機械式地設立停利停損點的模式佔最大比例，買點主要依據是口耳相傳或是報章媒體等報導的基本面進行最多，消息來源的穩定度決定一



一般投資人對於持股的信心，並搭配籌碼與線型進行交易，這與專業投資人專注研究產業基本面，較不在意線型不相同，但有部分一般投資人在熟悉接觸的領域進行投資時，其勝率與持股信心確實也會拉高，因此投資上選擇自己信任的準則很重要，也是是否隨大盤震檔而出場的持股信心的來源。

表 4-23:一般投資人考慮賣出股票的因素

14 何時你會考慮賣出股票(擇二)

答案選項	填答數	百分比
到達預計的停利停損點	17	56.6%
產業前景出現疑慮	16	53.3%
營收獲利不如預期	6	20%
投信或外資持續賣出時	6	20%
技術線型狀態不佳時	6	20%
聽到不好的消息時	5	16.6%
看心情與感覺	4	13.3%

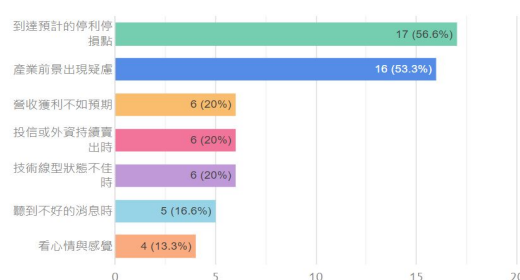
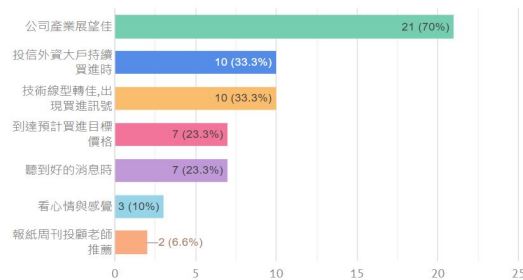


表 4-24:一般投資人考慮買進股票的因素

15 何時你會考慮買進股票(擇二)

答案選項	填答數	百分比
公司產業展望佳	21	70%
投信外資大戶持續買進時	10	33.3%
技術線型轉佳,出現買進訊號	10	33.3%
到達預計買進目標價格	7	23.3%
聽到好的消息時	7	23.3%
看心情與感覺	3	10%
報紙周刊投顧老師推薦	2	6.6%

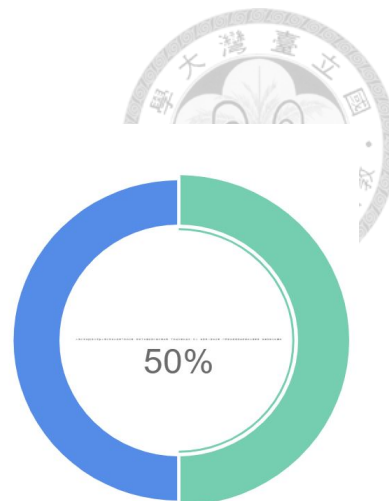


一般投資人因風險承受度與部位大小因素，選擇右側交易比例大幅上升，較為機動且靈活，經理人採取左側交易比例約為 67%，主因是其部位布局需要較長時間，而且對基本面信心也較為足夠，因此基本面扎實度與否以及交易習性差異為績效卓越經理人勝出的主要原因。

表 4-25:一般投資人的交易屬性

19 你屬於左側交易或是右側交易?

答案選項	填答數	百分比
左側交易者(逆勢交易): 左側交易者在股市下跌的時候, 即使不知道底部什麼時候出現, 下跌越多買的越多。反之, 當股市上漲的時候, 只要漲的超過認為股價的合理範圍, 就會開始分批賣出	15	50%
右側交易者(順勢交易): 在股市底部呈現上漲後開始買入, 同時在股市上漲頂部出現呈現下跌趨勢後開始賣出, 這種交易行為不預測未來, 就是跟著市場的趨勢走。	15	50%



此外透過訪談也發現，基金經理人與一般投資人在生活習性上也有很大的差別，經理人普遍都注重閱讀與運動與紀律，而且在投資上有忍受孤獨的能力。

閱讀與運動與紀律:廣泛閱讀對於洞察力培養以及邏輯思考有很大的幫助，這也是投資的底氣基礎，當股價波動壓力很大時，可以透過閱讀投資大師的經典書籍，反思修正自己的操作，只有在當下情境才能讀懂書上的描述;樂觀的人適合作投資，運動讓思緒清晰且充滿正面能量，更可以紓解壓力，有助於做出正確的判斷，紀律的生活是績效卓越經理人很重要的要素，生活秩序混亂會影響投資思考，因此常看到短期績效很好的經理人卻無法維持長期績效卓越，都是因為成功後的生活混亂，紀律在投資準則上也很重要，找出自己的準則，並且有紀律執行，而不是隨市場起舞。

忍受孤獨的能力:

交易邏輯養成過程是孤獨的，獨特的觀點與不從眾的勇氣最為珍貴，每個人的投資交易邏輯系統，融合所有的思路，包括過去的經驗與所有的理念，以及個人性格特點，透過交易實戰過程反覆檢驗該邏輯系統，持續修正自己的交易理論。因每個人養成過程跟性格都不相同，就算有其他人的幫助，但最終只能自己孤獨的反覆咀嚼反省後修正成長，因為其他人無法充分理解你的思維模式與風險承受度。

第五章 研究結論與建議



第一節、研究結論

邁向績效卓越基金經理人的十大特徵

特徵(1)從分散投資走向集中持股，特徵(2)從短線投機走向長線投資，特徵(3)從小部位到大部位，特徵(4)從單槍匹馬走向團隊作戰，特徵(5)從分析過去走向推導未來，特徵(6)從追隨者走向領導者，特徵(7)從自我懷疑走向堅持觀點，特徵(8)從順應市場走向逆勢投資，特徵(9)從急躁不安走向處之泰然，特徵(10)從大起大落走向績效長紅。

過去	未來
(1)分散投資	(1)集中持股
(2)短線投機	(2)長線投資
(3)小部位	(3)大部位
(4)單槍匹馬	(4)團隊作戰
(5)分析過去	(5)推導未來
(6)追隨者	(6)領導者
(7)自我懷疑	(7)堅持觀點
(8)順應市場	(8)逆勢投資
(9)急躁不安	(9)處之泰然
(10)大起大落	(10)績效長紅

圖 5-1:邁向績效卓越基金經理人的十大特徵

特徵(1)(2)(3)都是基金經理人基本的成長特徵，部位成長與否就驗證其風格是否適合市場，短線交易者容易發生部位規模極限出現，最終走向重壓長抱屬性。

特徵(4)

找到適合自己的投資團隊:

每個人都有思考盲點，而且也都只有 24 小時時間，找到適合自己的團隊，多

方討論消除盲點，並且槓桿其他人的時間與能力人脈，才有可能快速釐清投資趨勢，也可以是虛擬團隊，多跟市場的高手或是意見領袖討論，畢竟市場是眾人的想法所構成的投資邏輯，裡面夾雜許多複雜因素。



避免隧道視野效應

績效卓越的經理人會堅持自己的看法，減少從眾行為，不過也因為產業研究深入，常常投入感情而看不到其他的不利因素改變，不要跟股票談戀愛很重要，因此透過信任的研究團隊，以及與市場的高手切磋討論，修正思考盲點是避免決策錯誤的重要關鍵。

特徵(5)(6)(7)(8)

初期經理人還不成熟時都是追隨市場前輩的想法或是當時氣氛投資,但逐步研究扎實具備未來推導能力時,若能加上特徵(7)就會在逐步驗證自己投資績效績優時，從追隨者變成市場投資趨勢領導者，而且敢於在大家不看好時相信自己的研究進行逆勢投資。

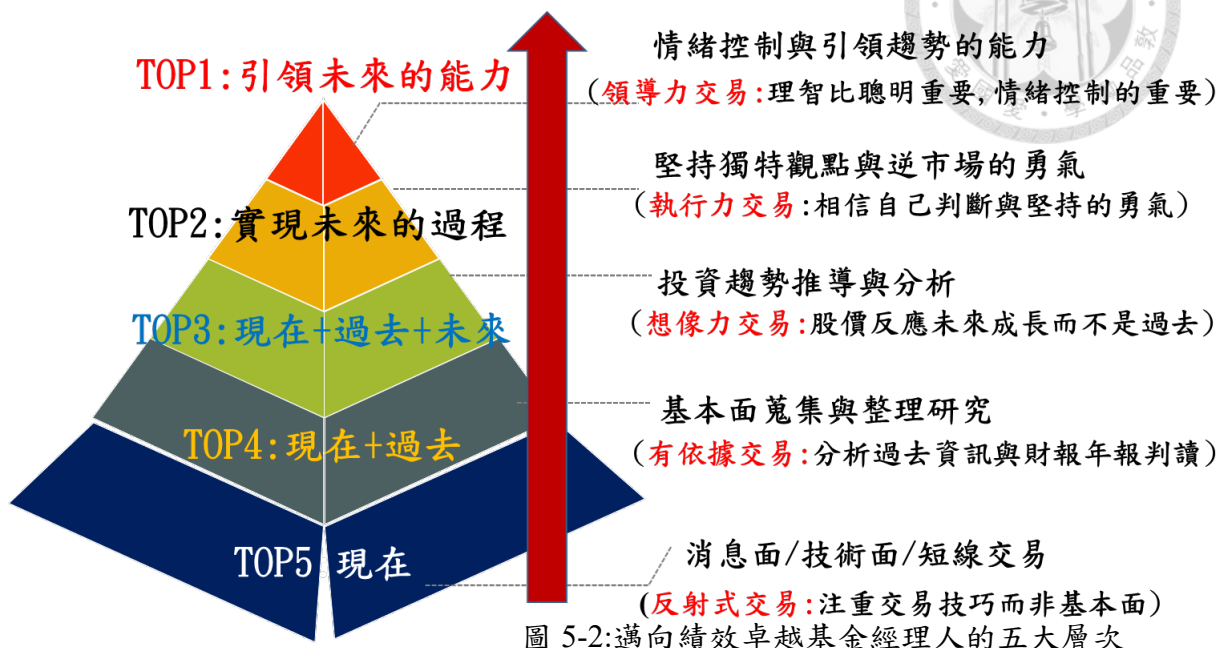
股價反應未來而非過去:

許多人期待透過過去財報資料統計，找到未來成長的蛛絲馬跡，但該方式只能找出過去的績優生，但股價是反應未來的成長性，而不是過去的業績，屏除盲點找尋目標市場持續成長的創新產業，才是績效卓越的關鍵要素。

特徵(9)(10)

經過不同經濟週期的洗禮後，存活下來的績效績優經理人會對情緒控制越來越純熟，虧損與獲利都不易造成情緒過大的波動，最終在面對大漲大跌過程都能理智冷靜做出正確的決策，最終績效不會大起大落，走向績效長紅。

邁向績優卓越基金經理人的五大層次



TOP5: 反射式交易:消息面/技術面/短線交易

對財報年報基本面沒有太多著墨，注重消息面與技術面，隨市場情緒波動，沒有明確的投資依據，這個階段情緒與感覺決定比例高，持股信心不高，因此大多是反射式短線交易。

TOP4: 有依據交易:基本面的蒐集與整理研究

透過過去資料的蒐集統計分類與分析，可以確認該公司過去的狀態，最常用的方式就是公司拜訪與財報年報分析，這些資料的研究可以讓基金經理人有基本面依據與推導基礎，經理人會開始建立估價與分析的模型，但資料只能反映過去狀態，無法反映未來股價走勢，但這是很重要的基本功。

TOP3: 想像力交易:投資趨勢的推導與分析

投資最根本的要素是推理

股價反應未來而不是過去，TOP3 與 TOP4 最大的差別在於對未來的推導，未來飆股選股原則: (1)確認產業趨勢創新 (2)尋找高護城河公司 (3)目標市場快速成長 (4)營運槓桿高 (5)PEG 非常重要，營收成長率二次微分快速成長者，在創新的

高速成長的產業，資本市場都會給予高本益比，想像力是股價的超能力，加上若營運槓桿高搭配營收快速成長，獲利將快速成長對股價進行有力的支撐，營利率跳升且目標市場快速成長的公司股價都將會有猛爆型成長。



TOP2: 執行力交易:堅持獨特觀點與逆市場的勇氣

獨立創新思考能力:

市場永遠缺乏新鮮的 idea，有獨特判斷能力的經理人績效往往領先群雄，要勇敢相信自己的判斷且不從眾，建構投資邏輯後大膽建倉持有，才可以獲得超額報酬。市場有獨特創新看法的經理人，不跟隨主流，而是憑藉自己深入的研究確認趨勢與基本面，買在資本市場尚未價格發現時，珍貴的 Buy idea 往往都是啟動行情的觸發點，”獨特且創新的投資看法是市場最珍貴的能力”。

找到投資的信仰:

就是找到自己評估買賣的依據，信念即相信你的相信，對於交易的信念很重要，而能長波段抱住股票的關鍵在於扎實的研究，但投資門派方式很多，不一定都是以基本面為依歸，有的信念是交易紀律，有的信念是技術線型，有的信念是籌碼決定一切，不論你的信念是什麼，要先確定自己的信念，然後在交易中實現想法，忌諱隨波逐流與情緒波動影響，最終會擁有逆市場不隨波逐流的勇氣。

TOP1:領導力交易:情緒控制與引領趨勢的能力

理智比聰明重要-情緒控制的重要:

投資不需要很高的智商，本質學能在前段班即可，但必須能夠控制自己的情感，避免聰明人做傻事。還要洞察市場的情緒，有時候當你因為基本面研究扎實而不怕，但要怕別人害怕造成的股價波動，過程中可以視狀況調整，但不要隨市場起舞，逆市場情緒很重要，持股的自信心來自堅實的研究，扎實的研究讓投資情緒找到投資的基礎，要做到客觀理智，就必須進行獨立思考。邏輯思考、紀律、耐心、敢與眾不同的勇氣都是很重要的特質。

引領投資風向的能力:

故事說得好，股價沒煩惱，科斯托蘭尼說：只要有想像力，老的東西，甚至老骨董，都有機會再翻身。引領投資風向的能力與獨特的思考能力有絕對相關，

可由資金的流入與否證實這個想像力是否也被其它人接受，只有一個人的想像力是不會賺錢的，必須要有越來越多人接受這個投資趨勢，並且實際的投入資金，股價才會開始漲起來，才會讓股票具有流動性，股價上漲就如同邪教，大家就會相信該趨勢，但這能力必須建立在扎實的研究與推導，才能被市場信服。

結論:

永遠對市場謙卑:

即使自己是對的，也要保持謙遜。獲利時，不要過份自負。投資沒有成功的一天，要不斷精進，提升格局很重要，當格局不足時，就算僥倖在某次機會中賺錢，也會在下次投資中失去，永保績效長紅的關鍵在對市場謙卑，尊敬市場，當你覺得可以掌握市場時，往往就是衰敗的開始，透過不斷的學習與閱讀，還有與市場高手交流討論提升自己的投資格局，跨領域的學習也是非常重要。

記得活著，並且保持勇氣:

資本市場永遠在波動，永遠都在財富分配，震盪過程許多人會因此富裕，也會有人因次破產出場，重點永遠都要在賭桌上，只要命還在就有機會成功，而且不要失敗就害怕再次進場，行情就跟電車一樣，錯過這次還會有下班車，不用急躁，機會總是會再出現，只有持續活著才有機會不斷修練達到長期績效卓越。



第二節、研究建議

(1)找尋不同大盤區間研究

本研究區間以 2019-2021 三年績效卓越者為主，該大盤為多頭區間，因此也會讓經理人的操作模式因此不同，因此本研究結論適用於多頭區間，若為空頭走勢大盤需要另行討論是否適用，建議之後研究可以找尋不同大盤趨勢區間進行研究。

(2)分開研究絕對績效與相對績效經理人操作屬性

本研究的研究對象主要以投信基金經理人為主，其績效評估主要為相對績效，對於風險承受度會高於一般人，雖然有幾位訪談對象為絕對績效，但因為多頭區間對風險承受度也較高，因次建議之後研究可以將相對績效與絕對績效對象分開研究。

(3)找尋非金融機構績效卓越投資人進行研究

本次研究對象均為正規金融機構投資法人，因此其投資行為會受機構規範影響，包括停損停利與持股周轉等，不一定能完全反映經理人的實際行為，資本市場存在特定贏家高手續效優於基金經理人，建議可以尋找非金融機構經理人進行研究。

(4)研究高頻交易與短線當沖投資人習性


近幾年當沖與高頻交易佔台股成交量超過 50%，扮演不容小覷的力量，雖然其最後總結算的虧損，但是其中不乏許多贏家，其交易模式與投信法人不相同，資本市場獲利模式與心法不只一種，建議可以尋找不同交易屬性投資人進行研究。

參考文獻



一、中文部份

1. 張洋瑞。(2000)。股票市場從眾行為之實證研究。台灣大學經濟研究所碩士論文。台北市。
2. 蘇惟宏(2000)。機構法人從眾行為之研究—以國內股市集中交易市場為例。國立政治大學企業管理研究所碩士論文。台北市。
3. 莊志群。(2004)。框架效應對台灣股票投資人之影響。台北科技大學經營管理研究所碩士論文。台北市。
4. 黃致倫。(2007)。投資人情緒與投資行為偏誤之研究。台北大學企業管理研究所博士論文。台北市。
5. 鄭水英(2007)。機構投資人從眾行為研究—以國內共同基金一般股票型為例。國立中山大學財務管理學系研究所碩士論文。高雄市。
6. 盧文松(2011)。共同基金經理人之人格特質、投信公司決策者、研究團隊如何影響基金經理人投資績效—以境內投信業開放式股票基金為例。國立清華大學高階經營管理碩士在職專班碩士論文。新竹市。
7. 林美珍與馬麗菁(2012)，“基金經理人交易行為及其影響因素之研析，”《管理與系統》，19，495-525。
8. 陳友馨(2020)。於股價預測模型加入專家投資行為之有效性研究。國立陽明交通大學數據科學與工程研究所碩士論文。新竹市。
9. 廖紹甯(2020)。台灣基金經理人背景對過度自信行為與處分效果行為的影響。國立政治大學財務管理學研究所碩士論文。
10. 洪芷芸(2021)。臺灣基金經理人擇時能力再探 — 自月持股及日交易資料。國立臺灣大學財務金融學研究所碩士論文。
11. 安德烈科斯托蘭尼(André Kostolany)著，唐峻譯，一個投機者的告白，台北：商業周刊出版，民國102年。
12. 安德烈科斯托蘭尼(André Kostolany)著，林瓊娟譯，證券心理學，台北：商業周刊出版，民國102年。
13. 班傑明·葛拉漢，(Benjamin Graham)傑森·茲威格，(Jason Zweig)著，齊

- 
- 克用譯，智慧型股票投資人，台北：寰宇出版，民國 109 年。
14. 霍華·馬克斯(Howard Marks)著，蘇鵬元譯，投資最重要的事，台北：商業周刊出版，民國 106 年。
 15. 華倫·巴菲特(Warren Buffett) ，勞倫斯. 康漢寧(Lawrence A. Cunningham) 著，許瑞宋譯，巴菲特寫給股東的信，時報出版，民國 108 年。
 16. 霍華·馬克斯(Howard Marks)著，蘇鵬元. 陳儀譯，掌握市場週期，台北：商業周刊出版，民國 110 年。
 17. 查理·蒙格(Charles T. Munger)著，李泉譯，窮查理的普通常識 (增修版)，台北：商業周刊出版，民國 110 年。

二、英文部份

1. Fama, E. F., and French, K. R., 1988, "Permanent and temporary components of stock prices", *Journal of Political Economy*, vol.96, pp.246-273.
2. Fama, E. F., "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, Vol.25, 1970, pp.383-417.
3. Aragonés, J. R., & Mascarenas, J. (1994). La Eficiencia y el Equilibrio en los Mercados de Capital. *Análisis financiero*, 64, 76-89.
4. Bateman, C., Fraedrich, J., & Iyer, R. (2002). Framing Effects Within the Ethical Decision Making Process of Consumers. *Journal of Business Ethics*, 36(1-2), 119-140.
5. Banerjee, A.(1992), "A simple model of herd behavior", *Quarterly Journal of Economics*, 107, 797-817.
6. Bikchandani, S., D. Hirshleifer, and I. Welch(1992), "A Theory of Fad, Fashion, Custom and Cultural Change as Informational Cascades", *Journal of Political Economy*, 100, 992-1026.
7. Andrews, D. W. K.(1993), "Tests for parameter instability and structural change with unknown change point: A corrigendum", *Econometrica*, 61(4), 821-856.
8. Abarbanell, J.S. and V. L. Bernard. "Tests of Analysts' Overreaction / Underreaction to Earnings Information as an Explanation for Anomalous Stock Price Behavior." *Journal of Finance*, Vol. 47, 1992, PP.1181-1207.
9. Arks, H. R. and C. Blumer. "The Psychology of Sunk Cost." *Organizational Behavioral and Human Decision Process*, Vol.35, 1985, P.124.
- 10: Ackert, L. F., B. K. Church, and R. Deaves. "Emotion and Financial Markets." *Economic Review – Federal Reserve Bank of Atlanta*, Vol. 88, Iss.2, 2003, PP.33-46.
- 11: Del Guercio, Diane, 1996, The distorting effect of the prudent-man laws on

institutional equity investments , Journal of Financial Economics 40 , 31-62.

12:Almazan , A. , Brown , K. C. , Carlson , M. , & Chapman , D. A. (2004).

Why constrain your mutual fund manager? Journal of Financial Economics , 73(2) ,
289-321.

13: Tversky, & Kahneman. (1981). “ The framing of decisions and the psychology of
choice. Science”, 211(4481), 453-458.

14:Tversky, & Kahneman. (1992). “ Advances in prospect theory: Cumulative
representation of uncertainty”. Journal of Risk and uncertainty, 5(4), 297-323.

15: Daniel Kahneman and Amos Tversky (1979). “Prospect Theory: An Analysis of
Decision under Risk, Econometrica”, The Econometric Society ,Vol. 47, No. 2 , pp.
263-292



三、網站部份

1: 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會

https://www.sitca.org.tw/index_pc.aspx

2: 中華民國退休基金協會

<https://www.pension.org.tw/>

3: MacroMicro 財經 M 平方

<https://www.macromicro.me/>

4: Mr. Market 市場先生

<https://rich01.com/>

附錄



一、訪談摘要(一)

受訪者:Mr.K

金融業經驗:國內前三大證券/投信經驗 15 年，分析師與操盤經理人

最高操盤部位:10 億

時間:20220324

買點決策:

- 1:注重基本面，EPS 成長性最重要，想像空間，夢有多大，成長爆發性很重要，PEG 對於成長型股票是很重要的參考依據。
- 2:其次是技術面，雖然這是過去紀錄，但濃縮過去的交易心態與紀錄(股性)，觀察過去反映未來，量很重要，有量才有價。
- 3:籌碼面:誰買的很重要，法人跟散戶分點，三大法人跟壽險有沒有進來。
- 4:心理面:要先試想當下市場群眾心理，是保守還是積極，買進時候對那些產業趨勢市場是認同且有反應，要找到對的 timing，如果大趨勢保守下，個股 PE 也會被修正，就算個股 EPS 很好，相對也要保守，並參考恐慌指數，恐慌指數高低剛好是買跟賣點。
- 5:買法取決當時的信心度，沒有固定方式，分批還是集中都決定在當時的信心程度狀態，一般而言會先試單 30%為主，分三批進場，有信心的就直接買 50%。

持股比例與週期:

- 1:波動操作為主，持股短期為 1-3 個月，長期 1 年，平均持股 3-6 個月，若沒有表現就會出場，錢有機會成本問題。
- 2:早期會分散投資，早期十多檔，現在五檔以內，會不斷汰弱留強，定時檢討持股內容。

賣點決策:

- 1:賣點的想法跟買點相反，當不如預期跟假設不成立時要賣掉，若有改變 PER 的



因素都要賣，心理面有時候會因為研究過深而產生盲點，過度喜歡某家公司，變成理性知道該出場，但是情感上捨不得賣出。

2:賣股有情感因素干擾，但可以從技術面來輔助，破線，三尊頭出量就要離場，不要有感情，分手比在一起難，離婚比結婚難，賣股票也一樣。

波動時的決策模式:

1:就算大盤會大跌，也會持股 30%以下，高檔要跑需要經驗，但是還是要不斷修練，不對時要不論輸贏，都要忍痛砍掉持股，就算反彈也不加超過 50%，因為還在下跌趨勢，重大下跌後不會重壓，因為籌碼跟信心回復需要時間，後市不看好就不敢拉高持股。

2:交易模式:重壓 3-5 檔，翻倍長抱，年輕時是左側交易，現在右側交易頻率變高，但難免左側交易，考量主要因為時間價值與勝率，加上左側不知道下跌趨勢何時結束，右側已經有端倪，再進行買進或賣出，因為這樣風險比較低，因此現在交易右側的頻率拉高。

投資心法與交易的成長歷程:

1:投資最重要的事，投資邏輯的精準度最重要，必須對公司的影響因素都掌握度高，比市場更了解公司，預測方向領先，培養預期未來的能力，基本面不能有模糊地帶，更要全面思考，對所有股價漲跌因素都要掌握，若要勝率高，就要全盤考慮技術面基本面籌碼面心理面。

2:心理素質無法速成，只能透過無數的成功失敗經驗去累積心理素質，淬鍊出成熟的心理素質，過程必須不斷的激勵自己，戰場受傷灰心要重新站起來，透過閱讀哲學歷史的書，心靈雞湯宗教哲學的書，賺錢不用開心，當你開心時就是準備失敗，要謙虛，”stay hungry stay foolish”很重要。

3:格局很重要，沒到那個格局就程度不會在上去，投資沒有成功的一天，要不斷精進，並且虛懷若谷，永遠要覺得自己不夠，且對市場要謙卑，尊敬市場，只有這樣才能守住戰果避免失敗。



二、訪談摘要(二)

受訪者:Ms.A

金融業經驗:國內前三大投信與對沖基金產業經驗 10 年,分析師與操盤經理人

最高操盤部位:130 億

時間:20220328

買點決策:

- 1:交易重點是計畫買賣點, Capital Gain plan 很重要, 包括買進/賣出, 停損/紀律很重要, 要先設想該檔股票的規模, 預計漲幅。
- 2:買點由基本面 40%跟技術面 40%構成, 買入時消息跟情緒不大看, 未來要加強籌碼面, 將會提高到 20%考量。
- 3:大權值股票有流動性, 可以買大部位, 但是漲幅預計會比較小, 中小型股漲幅大, 但是要考慮可以買多少部位才不會造成無法出場, 賣出時造成嚴重滑價。
- 4:會在掌握度還不高時買進 10%觀察, 在持續研究後逐步放大部位分批買入, 但是在持股過程中會來回操作。
- 5:不在意追隨市場 KOL(意見領袖)的交易邏輯, 這也是某種分散風險與槓桿高手的研究結果, 人有交流才會進步, 不用所有交易都是自己的研究, 降低研究花費的時間。
- 6:要能賺錢, 哪個招都可以, 散戶市場比例很高, 所以資金追捧也會想跟風, 畢竟台灣資本市場的中實戶與散戶當沖比例很高。
- 7:錯過第一根起漲時候就會不想追, 但是現在會考慮預計漲幅再做決策。
- 8:研究深入時, 就會具有市場影響力, 預想市場反應與 sell side 是否跟隨。
- 9:大股票把握度高再出手, 小股票把握度低就先出手, 流動性不是問題就出手, 主要考量流動性與市場股價反應速度。
- 10:Gain plan 大小股票的獲利率不一樣, 大股票 15%就出手, 小股票 40%預期投報率才出手, 因為小股票出場會有 5-10%滑價, 大股票滑價比較少。

持股比例與週期:

- 1:擇股為主, 擇時為輔, 自營都擇時, 投信壽險擇股為主, 先確認基本面好的, 再



找好時機買進。

- 2: 個股集中度越來越高，操盤初期分散，當交易越來越成熟後，都集中持股，重壓。
- 3: 大盤上漲與下跌趨勢時的持股比例都在高檔，中性在 80% 左右，低到 70%，高到 90%。
- 4: 過去多頭持股周期，每檔持股 2-3 個月，周轉率 100%，現在不算多頭周轉率反而下降 50%，主要因為集中策略因為標的不多，所以反而持股拉長，但是單一個股還是頻繁交易，只是大部位交易變少。
- 5: 資金部位大小不同會影響交易風格，從 5 億開始，覺得沒有太困難，當規模越來越大變成 100 億以上，改從從左肩開始買，週期平均會拉長。
- 6: 機構的交易機制會大幅影響操作風格，投信跟對沖基金完全不一樣。

賣點決策:

- 1: 交易初期右側交易為主，因為部位小，可以追強勢股，現在部位大後，變成左側交易，無法如以前追股票。
- 2: 賣點"timing"很重要，因對沖基金可以放空，所以會拉高技術面的比例作空，跌時重勢，要找快速下跌沒有基本面的公司。
- 3: 目前賣點都會賣得早，還沒到頂點就賣，賣在左肩，希望能改善賣點的位置。
- 4: 當未證實利空出現時，無法驗證先賣再說，但現在都買掌握度高的公司，所以無法驗證的機會不大。
- 5: 賣出將技術面的比例拉高到 50% 以上，但是基本面仍然最重要考量，籌碼跟消息面考量仍然低於 20%。
- 6: 抓不到下跌底部時，會先減碼，不留戀。
- 7: 賣出的時候會技術面高與基本面，特別放空時，技術面跌時重勢，基本面夠熟，可以多空都做得好。

波動時的決策模式:

- 1: 大盤不佳，盡可能降低持股，除非總經事件發生才會大降持股，平時都是高持股為主，完全沒辦法選股的機會很少，面對大跌時，相信自己的選股能力，只會小降持股，換到強勢股操作。
- 2: Bottom Up(個股產業)或是 Top down(總經資金)影響決策各 50%，產業用來決定個

股，總經用來控制持股部位高低左側交易或是右側交易。



投資心法與交易的成長歷程:

- 1: Covid19 發生的時候，當時交易對總經有盲點，但是後來加上總經的考量，對交易幫助很大。
- 2: 當自己資金規模劇烈成長的時候會有適應不良，掌管部位規模瞬間變大後，讓自己的左右側交易模式改變，變成更在意總經，也加強科技跟傳產的研究範圍。
- 3: 培養交易心理素質透過不斷的交易，以戰養戰，要有看錯虧損停損的計畫，可以盤養盤感。
- 4: 掌握度越高的股票，面對漲跌自己的心理越平靜，面對大跌大漲就更能掌握。
- 5: 大股票要算的精準，小股票氣氛比例高，中小型股才是績效超越大盤的來源。
- 6: 心理素質真的很重要，生理上運動很重要，心理上多懂非股票領域的事情，多跟厲害的人請教討論。
- 7: 大跌之前會失眠，不知道要怎麼辦，但現在比較不會焦慮，找前輩聊天跟看書，討論交易的方法，遠離負面能量的人，抱怨的人不會有解決方法。
- 8: 獨特想法很重要，資本市場很缺 idea，大家都在聽，比較想要跟別人，有自己原創想法的人畢竟是少數。



三、訪談摘要(三)

受訪者:Ms.C

金融業經驗:國內前五大投信與對沖基金產業經驗 15 年,分析師與操盤經理人

最高操盤部位:75 億

時間:20220407

買點決策

- 1:大都以基本面產業趨勢做判斷,籌碼、消息與技術面為輔。公司 1.產業趨勢正確、評價低估,未來有 rerating 機會。2.(供需失衡)漲價趨勢。3.未來幾季動能強勁。
- 2:產業趨勢正確,公司在產業具競爭優勢,市占率/毛利率持續提升,且評價低估。
- 3:會先設定一個本益比區間,但不輕易出場,出場絕對條件為產業趨勢反轉向下,不然趨勢上的公司會有持續上修的空間。
- 4:左側交易,會分批買入,公司營運仍處於底部,但是已經落底,只是反轉時間仍須等待。集中買入為公司短期營運動能強勁,會 1-2 天內集中或是追價買入。
- 5: 下跌過程會降低持股 50%,不會砍光,但是上漲過程會拉高到 80-90%,以前砍在最低點就不追回來,現在會認錯追回來

持股比例與週期:

- 1:一般都維持 90%以上持股比重,但景氣具下修疑慮時會降到 80-85%,持股比重成長股會降低,增加高殖利率、電信股或是傳產股配置。
- 2:股市多頭時,持股 90%以上,前 10 大持股集中,加總持股約 55-65%,股市相對震盪時,前十大持股比重約 40-50%,此時持股會相對分散。
- 3:多頭時大都有明確主流,因此主流趨勢股具備持續上修的基本面,個股持股比重約會到 8-9%。
- 4:持股週期短約 1 個月,長的 1 年以上。月週轉率不超過 30%。

賣出決策:

- 1:趨勢反轉:股價反應與基本面不一致(營收創高但股價卻反跌)
- 2:利空出現時,在未確認的情勢下,持股 3%以上會先減碼部分,3%以下會先選擇

觀望。



波動時的決策模式:

- 1:大盤震盪盤，降低整體持股比重(90%以下)，配置較多成長性強的高 β 個股，反彈時會較強，但因為持股比重較低，下跌時可以跌較少。
- 2:若大盤即將下跌，減持本益比高、投信持股高個股，增持配置低本益比但仍具成長性個股、電信股、較佳的傳產股。
- 3:在大多頭時，大都是看主流族群，然後重壓。大盤較不明確或震盪盤時，較多是考驗選股能力(BOTTOM UP 發現好股票)。
- 4:較偏好左側交易，左側交易報酬率相對高。但有時會面臨短期不效率的狀態。右側是相對強的股票，市場追逐的基本面也對的股票，會追強勢股，但配置不會高，最多 2-3%。

投資心法與交易的成長歷程:

- 1:對於產業突發事件的反應。譬如：2021/9-10 月的中國斷電事件，以及環球晶購併失敗案例。這些都應該先減碼。
- 2:交易中最重要是信念，對個股基本面以及趨勢的信念。
- 3:心理素質需要從不斷犯錯的經驗中累積。從中調整自己的心態以及面對突發事件的應變。
- 4:突發事件跟不同事件的淬鍊，讓自己成長，以戰養戰，最大的改變是快速追回來，避開震盪，先砍再補回來，反手買，快速進出，不會因為砍掉追不回來
- 5:少犯錯就會贏，當資金規模變大，會變成主流大家跟隨，過去跟隨別人主流，未來走向自己創造主流
- 6:逆市場情緒很重要，所以市場興奮要出場，悲觀要進場



四、訪談摘要(四)

受訪者:Mr.W

金融業經驗:國內前三大證券/投信經驗 20 年，投信投資長，自營部主管

最高操盤部位:300 億

時間:20220411

買點決策:

- (1) 資產規模會影響決策進出速度，當操作資產變大過程，選股走向中大型股。
- (2) 選股第一個重點是“確認趨勢”，再從趨勢中找到領導壟斷市場的公司，在對的產業為中，再找對的公司，才會重壓。
- (3) 新的產業，高成長產業，才会有高 PE，基本面決定 90%選股。
- (4) 目標市場高速成長，或是壟斷跟寡占三家以內競爭，就會重壓。
- (5) 喜歡買 IC 設計，因為營運高槓桿，突破損平點之後獲利增長很快，營運費用不會隨營收規模增加不多，所以獲利“黃金成長期”的股價常會快速跳升。
- (6) 當營利率快速跳升，公司從小長大的轉折點，大約有 2-3 年的股價黃金成長期，有機會會有 5-10 倍的利潤，例如營收成長 1 倍獲利成長 3 倍，營收成長大幅高於營運費用成長，所以營利率成長很快。

持股比例與週期:

- (1) 年輕時會一次就壓滿，因為資金規模也比較小，年紀大之後，單一個股不會超過 50%，大約 30%分三檔，前三大持股大約佔 80%資金。
- (2) 現在不會一次到位買入，過去都是集中買入，現在會等大的回檔再去買，分三批各 1/3 部位回檔加碼。
- (3) 投資擇股 80%，擇時 20%，以前常常想抱著好股票走過空頭，現在修正，不會全部重壓，平時持股比例 90%-100%，核心持股不超過三檔(佔 80%)，同時最多 15 檔股票，但是 20%分散在非核心持股。
- (4) 上漲時部位會超過 130%，會開槓桿，當大盤下跌趨勢時，部位會降到 50%，但是不會太久，下降週期但是緩跌盤整期，就持股 80%，但會集中在趨勢一定成長的高護城河股票，還是會隨著反彈去降低持股，但比例不會太高，護城河:隨規模



成長，邊際成本下降，只有性能相對好，就可以逐步壟斷市場(贏者全拿)，半導體就具有這個特性。

(5)持股週期長，核心部位大約半年到 2 年，非核心部位會不斷交易，因為沒太多研究與認同感，周轉率很高。

賣點決策:

(1)賣點根據基本面，當獲利成長率成長趨緩就賣出，即觀察成長性的二次微分斜率，成長變慢或是競爭狀況壟斷被打破，或有新競爭者出現就直接出場。

(2)未證實利空出現時，可能會降低 20%先反映利空，等利空釐清在看要再砍或是買回，很多訊息會先用原本的研究進行傳言真假判斷，還是會受市場謠言影響行為。

(3)還是會短期因素減碼，因“賣出是為了降低焦慮，才能抱住剩下部位”。

(4)“多頭不死，空頭不止”，交易還是多少參考情緒面與籌碼面。

(5)我不怕，但是我怕別人怕，所以還是要考慮市場的想法。

(6)賣出的理由決定賣出的方式，突發性就分批小降，如果是趨勢整個改變，或是估值成長性已經足夠，就會全部賣出。

波動時的決策模式:

(1)面臨激烈震盪時，大跌若是因為短期突發利空(政治事件)，甚至會加碼，還是產業結構改變(中國總經)就會全部出場，所以要區分大跌的原因再決定模式。

(2)大漲如果是一次性短期利多也會出場，如果結構性改變就續抱(比方疫情造成 NB 需求大增)就一路續抱，比方電動車帶動車用半導體，高速 AI 運算 HPC 的大漲就抱住。


(3)沒有設停利或是停損，一開始選翻倍股票就不用 20%停利停損。

(4)Bottom Up(個股產業)選股選產業為主。

(5)核心持股都左側交易，非核心右側交易，短期進出。

投資心法與交易的成長歷程:

(1)樂觀的人適合做投資，不適合做交易，研究深的會跟股票談戀愛，所以短期交易習性就不熟悉基本面，但往往賺大錢都是長線持股，不是短線交易。

- 
- (2) 隨著控制部位越大，可能會影響自己的進出，測不準原理，因為自己買賣會影響股價，所以可能看好被自己買上去，看不好賣出影響股價。
- (3) 交易最深刻的是 2000 年的時候網路泡沫，三星買 PE 5X，但是後來跌到 2.5X 停損，景氣循環股就不是看 PE 比，會讓價值投資付出高昂代價，TFT-LCD 後來也受傷，雖然當時快速成長，但是很快就會循環結束，後來就不碰景氣循環股。
- (4) 找到自己投資的好球帶(標準)，選股變成刪去法，不合自己選股標準的就不買。
- (5) 不應該重倉在自己不熟悉的產業，不要陷入自己武斷的判斷，對於所擁有的股票會敝帚自珍，如何去避免偏誤很重要，所以對營運市場要很熟悉，多方考察，多逛街多買自己股票的產品來試用，比方電子書手機電動車，才知道趨勢對不對。
- (6) 選股壟斷性很重要，如何不犯大錯是交易最重要的事。
- (7) 多算勝-少算不勝:事先選股判斷的“賠率”很重要，所以要買入時就想好，期望值跟賠率差距越大越好，大錯都在勝率不高的時候重壓，犯大錯的機率要先算好，對風險的評估也要算好，凱利公式是重要評估標準。
- (8) 交易最重要買到對的公司，營運成長/壟斷性，就算遇到大環境不對，就算跌，總有一天也會解套，寧願套牢在可以解套的公司，而不是套牢一輩子回不來的公司，所以當空頭時，寧願選台積電，不選聯電。
- (8) 年紀大之後會避免投資極端值，後來選擇就穩定的公司，慢慢快就好，假設 30% 每年成長，八年就 8 倍，16 年 64 倍。
- (9) 多數人無法忍受時間，明年會很好，但是現在你願不願意抱住現在不好的時間，要先度過黑暗的黎明才能享受到未來的美好。
- (10) 當持股大型股，就要考慮更多的總經因素，比方台積電，但是如果利基型中小股對總經的影響就不多，懂總經對操作會有很大的幫助，非常貼近市場就會焦慮，花時間研究總經就可以更優雅的調整部位。
- (11) 生產力循環，創造很多高成長企業，比方網路產業，電動車，創新科技會有很多的投資機會，自駕車就會釋放更多時間可以做別的事。
- (12) 人是貪心的，要不斷的追逐成長，所以投入更多時間，生產力創新在同時間拿到報酬的更多，要專注“價值提升”。



五、訪談摘要(五)

受訪者:Ms.T

金融業經驗:國內前三大投信經驗 18 年，研究員與經理人

最高操盤部位:150 億

時間:20220419

買點決策

- (1) 完全數字化投資，不管市場情緒與技術面，如果投資評估模型沒辦法計算(PQ 都非常精細能估算)，寧願不投資。
- (2) 盤中完全不看盤，只管基本面算出來的數字，長期的基本面成長最重要。
- (3) 投資最初就算好它的未來二年獲利，比方 ABF 就是成長三年以上，就死抱不放，會再去對比世界龍頭市值決定 PE。
- (4) 基礎條件就是 EPS 不斷上修，就會帶動 PE 上修，最在意” PEG” ，猛爆型成長的 PEG，就會高 PE。
- (5) 總部為 60%-70%投資產業或次產業龍頭，大約有 75 個次產業，龍頭產能能見度 1 年以上，其餘 30-40%部位是找中小型成長性公司，因為這類公司市值小，所以要二年期成長，才能確保進出都能穩定。
- (6)單季猛爆型成長，若沒有長期成長性，也不會列入投資標的。
- (7)成長是相對性，最好是雙位數成長，若是下滑週期就選衰退最少的。
- (9)如果是景氣循環股，一定要一年以上的供不應求才會進去。
- (10)當公司數字沒辦法量化就不投資。
- (11) 基本面要真的能跟隨，才會買進，要完全掌握公司狀況，完全量化，但是若沒辦法真的知道狀況，沒辦法 follow 的到就不買。

持股比例與週期:

- (1)低周轉率是因為研究很扎實，獲利算不出來，成長性看不到，掌握度不高寧願放過。
- (2)週轉率很低，常常是市場最低，低於平均 70%以上，長期年周轉 100%以下。
- (3)設定持股週期都是年為單位，因為一開始就設定成長 1-2 年才會買進。

- (4)因為相對報酬，所以總經不是太重要，因為規定要高持股，所以持股內容比部位高低重要，所以基本上修比較重要，規定要 70%以上持股，30 檔以上。
- (5)長期持股 90%以上，最少不會低於 85%。



賣出決策


- (1)賣股票就是過熱，“過度提早”反應未來價值，就會出場，大家過度預期 3-5 年，未來成長。
- (2)成長能見度不見，比方龍頭 1 年，中小型 2 年才會進場。
- (3)選擇現在巨人(龍頭)跟未來巨人(中小型)。期許自己淨值不斷向新高，不管其他對手，專注找到長期優秀成長的公司。
- (4)團隊非常扎實，一個人摳 80 家公司，一年超過 1000 家公司，田野調查跟 PQ 評估很扎實，每個月更新所以評估模型，有趨勢改變就會考慮賣出。
- (6)完全不管市場情緒跟技術面，只管基本面是否改變。

波動時的決策模式:

- (1)Bottom Up(個股產業)為主，只要基本面正確，波動不會更動決策，持續持股續抱。
- (2)偏左側，基本面對，價格錯也不進場，要基本面對，價格對才進場，價格錯誤市場已經發現，太貴不進場。
- (3)每個月算獲利跟成長性，算未來一年有調整，變化就改變要不要買進賣出。
- (4)總經考量比例不高，每年都要預估明年全年，長期 follow 400 檔，會去整個加總算出成長性，再爛的年代，還是會找到超越整體成長的公司。

投資心法與交易的成長歷程:

- (1)評估財務獲利模型要整個團隊，一個人不可能看得過來，初期比較不成熟，加上沒有團隊所以會有盲點，經過 921/SARS/金融海嘯有系統風險時候，常常會再下降趨勢時績效狀況很不好，因為會死抱不放而受傷，所以要考慮總經情勢。
- (2)建立九宮格投資確認法，找上下游，同業，客戶，都說訂單是肯定的，就可以算更明確，而且跨產業去評估，也問同業對手這家公司如何，重複不斷 channel check 確定，持股信心度就會高。

- 
- (3)遇到總經調整時壓力最大，但是還是會找到強勢公司，投資組合永遠最重要，
- (4)確定長期成長很重要，一個人的時候盲點很多，過去沒有完整團隊時，沒辦法深度 cowork，當有好的團隊時，投資能力大幅成長。
- (5)投資最重要的事，找到自己的投資信仰，找到自己評估的根據。
- (6)賣出股票是為了持有股票:在個股遭遇總經因素下跌，但是基本面無虞時，往往是經理人最焦慮且痛苦的時刻，基於公司規定與心理因素，大多會選擇降低部分持股減少焦慮，讓自己可以抱住剩餘持股到黎明到來，持股部位高低也必須兼顧內心的承擔能力，否則常會在受不了虧損而降持在股價低點，降持之後就開始上漲。



六、訪談摘要(六)

受訪者:Mr.H

金融業經驗:國內證券/壽險/銀行，研究部主管與經理人經驗 15 年

最高操盤部位:60 億

時間:20220428

買點決策:

- (1):根據基本面為主，作為買入最主要依據，先設定自己預期投報率目標為基礎，類似好球帶概念，如果設定翻倍的股票才購入，自然挑選股票的標準就會拉高，也就不會短線交易。
- (2):其次會留意情緒面與籌碼面，不過這只是來判斷買入賣出的點位，不影響決策，並不在意技術面，線型其實是眾人情緒想像用錢投票出來的結果，短期股價是投票機，就是”情緒+資金”組成，長期股價是體重機，來自基本面跟競爭力護城河。
- (3):分批買入，越低買越多，不追高。
- (4):資本市場喜歡，1:高成長性 2:目標市場規模大，3:創新型，4:未來趨勢產業，5:高營業槓桿的公司;找尋市場資金喜歡的公司投資會事半功倍。
- (5):壞學生考好成績，PEG 比 PE 重要，”成長率與想像力”是資本市場的春藥。
- (6)買在沒量，出在有量，當部位大的時候，要在股價底部進行籌碼沉澱，分批逐步買入，並不斷確認基本面有沒有改變，只要基本面无虞，就不用擔心資本市場沒人買單。
- (7)重壓長抱睡覺領錢，持續追蹤基本面是否有變化，其他的就只有買好抱緊與等待，時間是投資的好朋友。
- (8) 利空不跌，出現不利消息時市場並沒有下跌，就是市場已經超賣接近最低點的徵兆。記得買進。

持股比例與週期:

- (1) 擇股比例佔 80%，擇時佔 20%，好的公司就是等待。
- (2) 長期高持股 80%以上，甚至於運用財務工具，讓看好時持股超過 100%，總持



股不超過 10 檔，前 3 檔持股可能就佔 80% 持股，其他 7 檔佔 20%，重壓看好的公司。

- (3) 重壓長抱，不要分散投資，分散就是不知道要投資哪家公司，也就是對自己的研究沒有信心，基本面很重要，有扎實的研究，就不怕股價動盪。
- (4) 大盤上漲會拉高超過 100%，下跌趨勢時持股比例不會低於 70%。
- (5) 持股週期以季為單位，重壓的公司，在一檔股票買入時最少預計持有半年，週轉率很低，保留約 5% 部位會跟隨市場資訊做交易，但重壓的公司都是自己充分深入研究過後的。

賣點決策:

- (1): 總經環境決定部位持股比例，賣點取決於是市場情緒與成長率，如果成長趨緩，就要分批賣出，就算還營收還在創新高，相對成長率重要性高於絕對數字。
- (2): 眾人恐懼時要貪婪，反而言之眾人貪婪，市場對於未來過度追捧時，要賣出。
- (3): 要有“固執堅定心理與信心”，這個來自對於基本面的掌握度，勇於在市場追高搶購時賣出，在大家都恐慌拋售價格失序時進場，萬不可跟著市場情緒起伏。
- (4): 賺錢不用開心，賠錢不用難過，當你覺得賺錢很開心的時候，記得不要貪心，勇於賣出股票。
- (5): 利多出盡，市場對有利消息不再反映，就是行情高點信號，要賣出。

波動時的決策模式:

- (1): 激烈波動時會減少約 20% 的持股，不斷的來回操作，但只要基本面對，就不管震盪。
- (2): 大盤好跟不好，持股在 70%-130% 間調整。
- (3): Bottom Up(個股產業)選擇個股，用 Top down(總經資金)來判斷持股部位高低應該多少。
- (4): 左側交易為主，在大家不看好不願意等待時，逐步分批買入。

投資心法與交易的成長歷程:

- (1): 沒有迅速致富捷徑，只有靜心鑽研、耐心等待，才能準確判斷趨勢和公司價值。
- (2): 行情 = 資金 + 心理，好公司如果沒有人去買，股價也不會上漲，短期內真正能



夠驅動股市表現，決定於整體市場資金多寡和投資人心理。

(3):決策錯誤很常見，記的修正就好，要知道自己錯在哪，不要因為賠錢就不敢下次週期時進場，老的投資者最怕失去勇氣，要越挫越勇，才能歷練出自己的交易心法。

(4):買股票時須要有浪漫想像力，賣股票則需要理性現實，在這中間則是要睡覺。

(5):心理素質養成沒辦法速成，本身個性素質很重要，要透過不斷的交易，累積不同的經驗，在每次循環中磨練出自己的心法，以戰養戰，不要怯戰。

(6):股市是藝術不是技術，EPS 算的非常精準幫助不大，股票交易需要一些超現實主義色彩，想像力是股價的超能力。

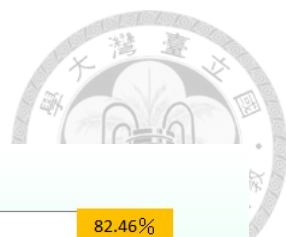
(7):投資最重要的事-“記得活著，並且保持勇氣”，永遠都要在賭桌上，只要還在就有機會成功，而且不要失敗就害怕再次進場。

七、2021 年台灣股票型基金績效前十名



基金名稱	今年以來	1個月	3個月	6個月	1年	2年	3年
新光創新科技	87.80	3.70	20.76	23.42	87.80	140.57	193.64
統一奔騰	86.55	1.58	19.55	15.49	86.55	125.25	211.25
統一黑馬	82.16	2.17	20.44	14.86	82.16	128.44	211.39
新光店頭	70.40	3.78	19.01	22.97	70.40	136.94	190.14
新光大三通	70.09	3.90	20.99	22.94	70.09	145.53	217.81
野村鴻運	69.93	3.66	21.41	23.46	69.93	125.13	215.92
野村中小-累積類型	68.20	3.46	20.85	22.61	68.20	124.15	216.92
兆豐國際電子	67.61	4.67	24.67	28.39	69.59	98.71	164.66
新光台灣富貴	66.53	2.48	17.76	16.17	66.53	130.46	204.37
安聯台灣科技	66.27	6.17	22.04	33.15	66.52	127.71	256.08
166檔基金平均	40.14	3.36	16.13	12.97	42.98	79.97	143.34
加權股價指數	23.66	4.54	7.58	2.61	24.04	51.15	87.29

資料來源: Cmoney，單位：報酬率%



八、新制勞退基金績效



註：

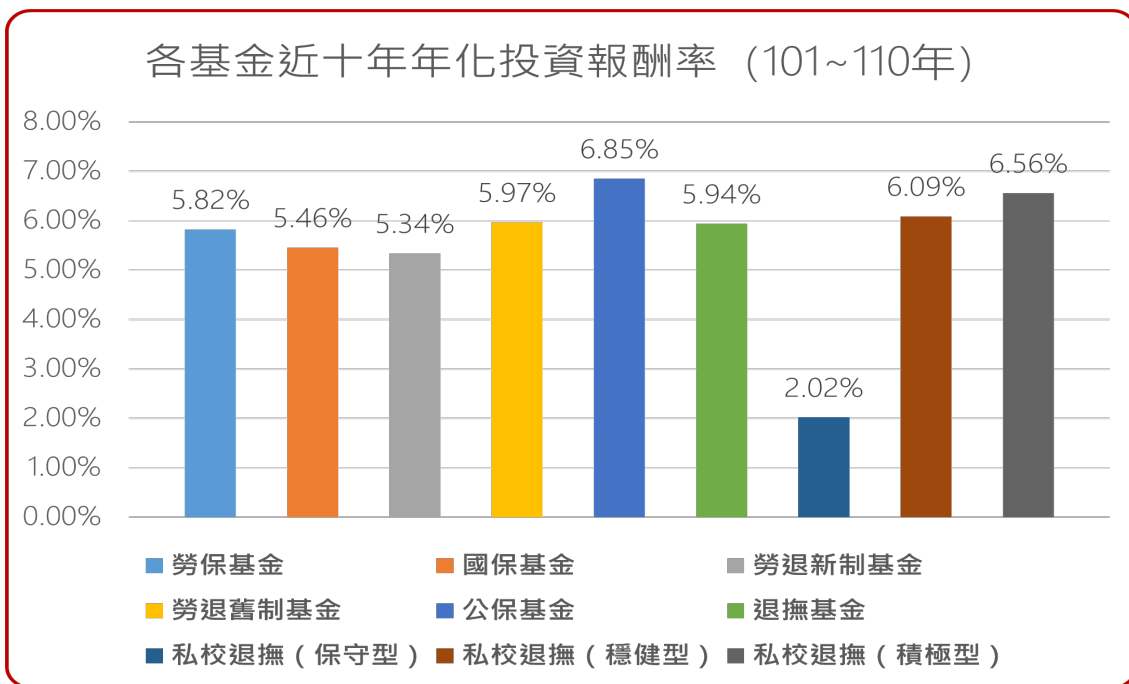
*新制勞工退休基金在96年7月2日前勞工退休基金監理會成立之前，係以存儲金融機構之方式保管。

*至110年底，新制勞工退休金提繳人數7,242,421人。

*基金累積收益依基金規模及投資報酬變動調整，金融市場表現反覆起伏波動，基金投資布局獲取長期穩健收益。

資料來源：勞動基金運用局

九、政府相關各基金績效



資料來源：中華民國退休基金會