

# 危機入市 轉變投資思維與重視交易成本

文 侯受君

**在國**際油價屢創新高與通貨膨脹壓力下，台股表現欠佳，股民籠罩在「藍色憂鬱」中，此時危機入市，最重要的不是在股市下挫中挑選個股，而是應該改變投資思維，以投資整個大盤或類股來替代個別股票，並對於交易成本「錙銖必較」，這種交易成本來自基金總費用開銷以及買賣價差的多寡，不要輕忽區區幾個百分比的交易成本，那是決定投資是否真正獲利的關鍵。

先鋒集團（Vanguard Group）創辦人兼柏格財務市場研究中心（Bogle Financial Markets Research Center）約翰·柏格（John Bogle），近來在所著作的《買對基金賺大錢（The Little Book of Common Sense Investing）》一書中，提出幾項發人省思的觀念，並佐以美股歷史走勢之數據，證明一般共同基金無法打敗大盤，唯有指數股票型基金（ETF）才能獲得極大化的市場報酬率，是投資人長期持有的最佳選擇。

由於ETF基本上代表整個股市，複製整個大盤或類股的整體表現，消除個股與基金經理人的風險，剩下的唯一風險為股市風險，股市短線可能震盪，但長期而言，股市

報酬率是由企業賺到的真正投資報酬率所構成，包括上市公司股利率與未來盈餘成長率等，因此，當投資人投資股市，即為投資於某家公司的現在與未來價值，即為投資大師巴菲特所主張的「價值型投資」。

但投資於單一個股，並非意味長期持有即可獲利，企業營運有好有壞，約翰·柏格舉例指出，若為投資個股的一般投資人，報酬率可能每年比大盤少2.5%，反觀過去25年的標準普爾500股價指數年度報酬率達12%，遠高於個股的績效表現。

## 想打敗大盤是輸家的遊戲

投資人對於個股的無法選擇或難以選擇，造就共同基金的蓬勃發展，但對於一般共同基金號稱可以打敗大盤的說法，約翰·柏格提出批評認為，「長期擁有整個股市是贏家的遊戲，想打敗大盤是輸家的遊戲。」，打敗大盤唯一的方法是背離市場投資組合，但整體而言，這些主動型基金經理人不可能成功，因為他們的交易只是把所有權從一位股東手中轉移到另一位股東手中，

無論股票在買賣雙方間如何換手，都只是讓金融仲介致富而已。

約翰·柏格統計美國過去36年裡，355檔存續基金中，只有3檔基金，也就是千分之八的基金可以持續打敗大盤，其餘在昨天戰勝、今日落敗的變動績效中起伏不定，導致絕大多數投資人的報酬率無法跟上大盤漲幅。

因此，約翰·柏格於1974年創立先鋒公司（Vanguard），並在1975年創立全球首檔指數型基金，類似盯住大盤指數波動的投資工具逐漸受到重視。1992年全球第一檔ETF上市，為莫斯特（Nathan Most）所創造的SPDR，各類ETF宛如雨後春筍般在投資市場冒出，如今SPDR已經是全球最大ETF，資產規模高達700億美金。

同時，根據摩根史坦利最新報告，截至今年四月底，全球ETF發行檔數共計1302檔，總資產規模達8052億美元，相較於去年底的1171檔、7967億美元，在短短四個月內，檔數增加131檔且總資產規模上揚85億美元，預計今年共計583檔全新ETF將陸續推出。

## 一般共同基金總費用可觀，唯ETF總費用最低

在全球化強烈的競爭環境中，個別公司的倒閉比率不太可能下降，反而可能上升，個別投資人若要避免個股風險，最好方式還是盡量分散風險，這種觀念被充分運用於共同基金的投資概念。理論上，共同基金投資人應可以賺到市場的全部報酬率，但實際上，投資人拿到的是扣除金融仲介成本後的報酬率，這種基金總費用洋洋灑灑包括手續

費、管理費、行銷成本、銷售手續費、行政費用和保管費等等，扣除費用後的真正報酬已經減少許多。

約翰·柏格舉例指出，共同基金的每年管理費用和營運費用平均占基金資產規模的1.5%以上，還要加上約0.5%的銷售手續費，投資人或許以為僅止於此，但其實不然，投資組合周轉率這種隱含成本，每年至少1%，若以基金每年投資組合周轉率約100%來計算，基金資產若為50億美元，則每年要買進50億美元的股票，賣出50億美元的股票，其中所包括的券商手續費、買賣價差和市場成本加在一起，可能高達3%到3.5%，是相當可觀且看不見的額外成本。

相反地，若投資標的為最低成本基金，則理所當然可獲得最大股票市場報酬，目前最低成本基金非ETF莫屬，許多ETF的費用比率最低降到0.1%，並無周轉成本，因此所有成本加起來也僅約0.1%，遠低於一般共同基金。

但並非所有ETF皆如此，即使基金指數化的投資組合相似，部分收取費用比率極低，部分費用比率卻超出合理界線，根據約翰·柏格調查美國十大基金公司的標準普爾500指數基金，年度費用比率相距甚大，投資人應慎選費用率較低之ETF做為資產配置一環（見表一）。

## ETF價差決定交易成本高低

除了買賣的年度費用率外，ETF還有一項交易成本發生於投資人買賣當時，即為買賣價差成本。買賣價差在ETF交易過程中，可能形成投資人的間接交易成本，端賴流動

表一 標準普爾500指數型基金成本差異

	基金名稱	年度費用比率	含銷售手續費之年度費用比率
五檔低成本基金	1. 富達斯巴達 (Fidelity Spartan)	0.07%	0.07%
	2. 先鋒海軍上將 (Vanguard Admiral)	0.09%	0.09%
	3. 先鋒一般 (Vanguard Regular)	0.18%	0.18%
	4. USAA	0.19%	0.19%
	5. 羅普萊斯 (T.Rowe Price)	0.35%	0.35%
五檔高成本基金	1. 瑞士聯合銀行 (UBS)	0.69%	1.45%
	2. 摩根史丹利	0.64%	1.40%
	3. 富國	0.64%	1.39%
	4. 萬年青 (Evergreen)	0.56%	1.31%
	5. 摩根大通銀行 (J.P. Morgan)	0.53%	1.30%

資料來源：《買對基金賺大錢》，商周出版

量是否充裕，當ETF本身流動量不足時，往往會造成買賣成交價與淨值過大乖離現象；但當ETF本身流動量足夠時，買賣成交價與淨值相近，交易成本自然降低，對投資人較為有利。

寶來投信總經理劉宗聖對此指出，ETF買賣價差隨著流動量大而縮小的現象，在美國市場尤其明顯，目前美國ETF的每日成交量達10億股以上，ETF市場呈現大者恆大趨勢，總成交量中有高達95%為每日成交量超過1百萬股以上的大型ETF，這些積極成交的大型ETF之平均成交量，為不積極成交的ETF平均成交量的100倍，差距甚大。

這些大型ETF因成交流動性高，買賣價差縮小至僅一分，在美國有「Penny Spread」之稱，根據NYSE AcraVision統

計，截至今年三月底止，共計30檔「Penny Spread」ETFs，其類型橫跨權值型、區域市場、產業型與主題式ETF（見表二）。

在台灣，為進一步保障機構法人與投資人免於市場價格波動，以及確保在交易價格內成交，台灣證券交易所在六月份推出流動者提供制度，市佔率最大的ETF發行公司-寶來投信也立刻與寶來證券、台灣工銀證券簽訂提供市場流動契約，流動量提供者必須揭露該ETF的最佳一檔買賣價差範圍須小於固定百分比，有效控制市場買賣價差在一定範圍內，讓投資人不必擔心因個股流動性不足而導致股價追高或殺低，導致交易成本墊高與價格風險，在ETF流動量放大後，台灣可望效法美國，出現「Penny Spread」ETFs，成為投資人資產規劃的核心配備。

表二 美國「Penny Spread」ETFs

ETFs With One Penny Average Spreads — Q1 2008	
Diamonds Trust	DIA
iShares Lehman 1-3 yr Treasury	SHY
iShares Lehman 20+ yr Treasury	TLT
iShares MSCI Australia	EWA
iShares MSCI Canada	EWC
iShares MSCI EAFE	EFA
iShares MSCI Germany	EWG
iShares MSCI Hong Kong	EWH
iShares MSCI Japan	EWJ
iShares MSCI Malaysia	EWM
iShares MSCI Singapore	EWS
iShares MSCI Taiwan	EWT
iShares Russell 1000 Growth	IWF
iShares Russell 2000 Index	IWM
iShares S&P 100 Index	OEF
PowerShares QQQ Trust	QQQQ
ProShares UltraShort QQQ	QID
ProShares UltraShort S&P 500	SDS
Select Sector SPDR Consumer Discretionary	XLY
Select Sector SPDR Consumer Staples	XLP
Select Sector SPDR Energy	XLE
Select Sector SPDR Financials	XLF
Select Sector SPDR Health Care	XLV
Select Sector SPDR Industrials	XLI
Select Sector SPDR Technology	XLK
Select Sector SPDR Utilities	XLU
Select Sector SPDR Materials	XLB
Semiconductor HOLDRS	SMH
SPDR	SPY
streetTRACKS Gold Trust	GLD