



# 投資行為與資產配置

華銀信託部 曾文民

人們實際處理自己財富的方式總是與他們所希望的願景相反

—尼克穆勒，美國

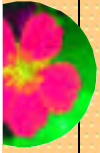
## 壹、前言

近年來在投資學的領域上有一學說興起，即「行為財務學」(behavioral finance，亦有譯名投資行為學)，此一領域成為近年投資學上的顯學，尤其在Daniel Kahneman於2002年以此一綜合財務學及心理學之理論獲得諾貝爾經濟學獎之後，更獲得世人廣泛的注意。在參加了一些相關的講座及閱讀了一些有關資訊之後，發現這個理論所探討的一些投資上的現象相當有趣，而本人從事信託投資業務之後，與本行的理財專員及客戶有著較多的接觸，也有一些感想。所以，個人認為應可將此一領域的相關概念做一簡單的介紹，也希望透過這個理論所建立的相關的實證研究結果剖析一般投資人在投資行為上的盲點及常犯的錯誤，並進而推導出「資產配置」實為投資行為中投資人可採行的一個勝利攻略，希望能提供金控同仁一個思索的機會，為個人投資或客戶理財服務增加一些附加價值。

## 貳、「行為財務學」簡介

「行為財務學」主要是透過對人類在認知跟情緒的展現去研究投資決定是如何形成，以及這些集體的行為是如何影響投資市場商品的價格(price)及回報(return)，並瞭解投資行為的理性(或非理性)程度，所以這個研究通常是結合了經濟學與心理學二大領域。而此一研究對於過去傳統投資理論所相信的理性預期(rational expectation)或是市場效率性(market efficiency)是一種挑戰，因其並不完全贊同上述二個投資市場的前題，但這個理論勿寧是補傳統理論的不足，為投資市場價格的變化開啟另一扇解釋之窗，對有些投資市場或商品之價格的偏離常軌提供了一些補充說明，讓投資市場的變化更形合理。

行為財務學會聲名大噪而廣為人熟知是肇始於Daniel Kahneman於2002年以此一領域的研究獲得諾貝爾經濟學獎。此人於1934年3月5日出生於以色列，現於美國普林斯頓大學



(Princeton University)任教，為一心理學教授，以人類的認知心理為主要研究領域，並引進面臨風險及不確定性下的決策模式，而有別於一般經濟學模型假設人類行為是植基於理性之上。在行為財務學上有幾個主要關切的議題：第一，投資人下決定經常是基於顯而易見的道理、經驗、甚至直覺，而非理性的分析，常常不能充份瞭解到自己所面對狀況，會有認知的偏誤(cognitive bias)，反應在投資行為上，則有反應不足(slow reaction)或過度反應(over reaction)的現象。第二，投資人面臨的問題或決策的情境會決定他的行為，故也會影響其對風險與報酬的主觀認定。第三，市場的理性預期及效率性有時是失真的，故市場價格有時會偏離理論價格。此一研究並不特別解釋個人認知偏誤所造成的市場影響，比較關注在某些偏差的認知是否造成廣泛的效應，而對市場造成影響，如大家熟知的羊群理論所反映的從眾行為。簡而言之，這個理論其實可以協助投資人檢視、釐清其日常投資行為是否會有一些心理上、情緒上的盲點，導致產生非理性的投資行為，進而不利於投資結果，以下即為行為財務學上幾個重要的觀點及其在投資市場較為生活化的推導觀念。

### 參、「行為財務學」的觀念及應用

行為財務學有幾個重要的觀念及其在投資市場的應用將在此節分述。

第一，投資人屬性多為損失趨避(loss aversion)而非風險趨避(risk aversion)。傳統投資學基本理論均假設投資人為風險趨避，能做理性的選擇，但在實證上顯示並非如此。根據心理學上的研究，投資人在面臨投資損失的悲傷二倍於其面臨投資獲利的喜悅，故投資人經常是損失趨避，皆痛恨投資損失，而當損失出現時，不但不願正面面對壞消息的事實，有時反而傾向以賭博的心態去扳回已見的損失，故在投資行為上反而易偏離理性的選擇，這也可解釋為什麼多數投資人在面臨投資套牢時經常是不願意停損，或是出現越攤越貧的窘境。而行為財務學在實證上也發現投資人有一自我控制的現象(self control)，當存在自我控制時，投資者會避免實現損失而去實現有獲利的股票，此一舉動常是情緒而非理性的反應，為了避免此一情況的發生，根據個人風險屬性去設定一定的停損及停利的標準是一個適切的方法。而上述偏離理性的投資態度又常是受到投資人傾向去做判斷投資市場多空的动作，也就是



所謂的market timing的影響。假如投資人接收到市場訊息的頻率過於頻繁(尤其是負面訊息頻率過高),就容易在投資行為上出現較悲觀、保守的態度,而風險承擔的意願也會降低。這種過於頻繁的訊息充斥除了影響投資的情緒外,也間接加大了投資市場的波動,所以要避開市場變化,並能在投資市場中獲利,有賴於投資人對個人投資選項及心緒的妥善規劃,過於貼近市場有時反而不是一件好事,美國投資市場有一俗諺“買了股票就忘記自己有股票的人賺最多”或許是一個有趣的註解。

第二,投資選擇越多越好?未必!心理學上針對商品選擇的多樣性做過研究,發現提供販賣商品的選擇越多,是可吸引較多的人氣駐足,但無助於提升實際購買行為,成交行為出現在提供選擇較少的商家明顯高於選擇較多的商家。在美國針對退休金運用的研究中也發現,當提供退休計畫選擇的基金數目增多時,退休計畫的參與率反而下降。多數人進行基金投資的最終目的是為了退休規畫所需,所以適度的運用資產配置,不要迷失在過多的基金之中是長期投資獲勝的關鍵之一。根據DALBAR Inc. 2006的研究報告顯示,在1986-2005年的20年當中,美國S&P500指數的平均年化

報酬率為11.9%,遠高於股票基金投資人的平均報酬3.9%,同期間的年平均通貨膨脹率達3.0%,顯示投資人個人管理基金的績效不彰,且僅略勝通膨。值得投資人、經營基金業務或是理財專員進行顧問服務所深思的,即是商品選擇太多必然是一件好事嗎?其實,客戶要運用資產配置進行投資時也不需要太多的基金供搭配,所以上述的相關人士也許應專注在提出有效資產配置的解決方案上,做出聚焦(focus)的投資決策或企業決策。

第三,投資人過分自信(over confidence)個人的投資判斷能力,以為能清楚辨別具有價值的訊息。史上已有許多研究顯示,因投資判斷過於自信,易於出現過高的投資週轉率,反而導致投資績效明顯不彰。國外一個有趣的研究顯示,女人的投資績效較男人為佳,其中一個可能的解釋即是男人錯用其男子漢氣概,對個人投資判斷過分自信。過於自信產生的結果是對於腦中思考的資訊經常是隨手可得的資訊,反而不是尋找尚未為人熟知的資訊,故產生之後的挫敗,而經常衍生出的現象是:如果之前的投資是正面的經驗(如獲利),則傾向較勇於投資,如是負面的(如虧損),則傾向保守。台灣市場的實證研究也支持此一論點,當股價持續上漲時,投資



人傾向越趨樂觀，更勇於交易，而當股價持續下跌時，則傾向縮手，減少交易。但其實任何一次的投資與其之前的勝負是並無相關性的，還是端賴投資當下理性的思考及選擇。有趣的是，實證研究顯示，一個股市如連續漲了三年之後，專業的券商或分析師傾向認為市場將反轉，而散戶傾向認為股市多頭趨勢將持續，二者都受限於過去既有的想法，即犯了賭徒的謬誤(gambler's fallacy)。

過去在信託部舉辦的演講場合經常跟同仁提一個台灣的市場經驗，那就是當你看到某家投信發行一檔新基金出現不到數日，甚至幾個小時即募爆100億元的情況，買進的投資人通常之後面臨的即是套牢(至少短期)的窘境。最近的例子即是同業募集的日本基金，募集情況熱烈，一下子即超過百億規模，著實風光，只可惜當時也處在日經指數今年高點的17,500點附近，直到12月初日經指數仍在16,000點上下徘徊。這個經驗其實也可運用行為財務學做解釋。這種募集熱烈的階段，投資人通常也處在過分自信的階段，大家都對日本的基本面發展及個人的研究成果充滿信心，並沒有對個人認知的好消息去做思索，是否其實大家都已知道個人所認知的好消息了。加上股市之前上漲的經驗

會帶給多數投資人信心，認為上漲的動能會持續，股市在此一階段通常已處在理論上所謂的過分反應的階段，所以面臨下檔的風險遠高於上檔獲利的程度。而從資金動能的角度也可解釋此一情況，通常在散戶都極度看好一個市場時，表示多數的資金已投入該市場，之後顯然會面臨資金面誰來推升的考驗，自然上漲不易，通常需藉著下跌來冷卻市場過熱的情況，同時也消除大家一片看好的預期心理，以蓄積之後再度上漲的潛能。舉這個例子的用意當然無意去引申日本股市行情“到此為止”，只是提醒讀者可運用判斷市場投資人預期的情況，做為個人投資進出的一個參考。

有時投資人為了降低其過度自信可能產生的錯誤，其一的選擇會去挑選“過去”績效表現不錯的基金進行投資。很不幸的，多數在某段時期表現傑出的經理人在之後的表現多會出現落後同業的情況，所以投資要獲利的重點並不在於看對個別市場、選對個別基金，而在於建立一個可在長期創造績效的組合。以棒球術語來說，投資人(甚或基金經理人)出現安打(選對基金或股票)的機率並不高，所以投資人長期獲勝的關鍵在於擊出長打，創造長期的報酬，所以態度上並不須特別專注在個別標的的投資結果



上，而應著重在整體投資組合長期增長的潛力上，有時過於注重單一投資商品的投資結果(譬如面臨虧損)，投資人有可能不能理性看待之後的投資，而深受前一結果的影響。

#### 肆、資產配置及重新平衡二法可提高投資勝率

基於上述關於投資行為的介紹，投資人在進行投資、追求報酬之前是應該好好思索上述理論，並省思個人投資風格是否也存有一些盲點，找出這些癥結進行修正，以提高個人在股海揚帆成功到達獲利彼岸的機會。投資大師華倫巴菲特(Warren E. Buffett)曾說過：“投資理財不需要很高的智商、高明的遠見或是內線消息，投資理財需要的是一個完整的架構以及堅定的意志力，讓自己可以不受外界的干擾而輕易改變適合自己的投資理財架構。”。而進行資產配置(asset allocation)就是個人認為一個不錯的投資理財架構，可提高投資獲利的機會。在信託部過去舉辦多次的演講場合或是相關投資帳戶業務的行銷訴求上，均持續推廣資產配置觀念的重要，並曾引述國外的研究顯示，資產配置其實決定了投資績效的9成以上，反而一般投資人關注的選

對標的或選對進場時機所佔的重要性極低。

以信託部推廣的「環球創益」及「金鑽平衡」集管理帳戶業務為例，找出具有不同相關性的全球股市、債市市場進行投資，即是一個進行資產配置的範例，透過組合不同風險屬性、漲跌時序不同的資產，就能建立一個穩健上揚，降低投資風險的組合。投資人在進行投資規劃時也可採用類似的作法，建立個人有效分散風險的組合。投資人要注重的是長期、整體的投資績效，並不需要過於斤斤計較個別投資標的(基金)短期的表現。而資產配置能成功的關鍵在於，投資學上的統計研究顯示多數投資商品的報酬表現在長期均有回歸均值(mean reversion)的趨勢，所以只要進行資產配置，計算配置中各資產的長期平均報酬率，再輔以投資權值加權計算出預期的長期年平均報酬，其他的事就交給時間來解決!時間一到，報酬不請自來，這也是我們在推廣集合帳戶時持續宣導的觀念，理財專員或投資人並不需要花太多的時間去照顧帳戶或看盤，只要稍有投資耐心，賺錢其實並不難。

以下再進一步給大家一個關於資產配置的簡要範例說明。基本上在進行任何投資時第一步都是先確定個人



風險屬性，再選擇合適的投資商品進行搭配。所以一般投資人在建構個人的投資組合之前都應先問自己可忍受的風險程度有多高，投資預計的期限有多長，最後再輔以個人現金流量運用的規劃，綜合考量之後再建立合適的組合。歸納多數國外知名券商、資產管理機構或研究機構運用不同股、

債指數所做的實證研究結果，有以下約略的結果，可提供投資人或理財專員進行資產配置時的參考。當然，以下的數據不代表投資必然的獲利，每個人投資期限的長短、投資組合的差異皆會影響執行的效果，這時正是我們銀行的理財人員可協助客戶，創造附加價值之所在。

簡易資產配置示例

	保守型	平衡型	積極型
投資目標	保本為考量，尋求小幅增值機會	在中期尋求資產穩定增值，容忍部分波動	長期尋求資產明顯增長，可容許短期較高程度波動
投資風險	低	中	高
股債配置比例	100%債市 3:7	4:6 6:4	7:3 100%股市
期望報酬	4% 8% /年	8% 12% /年	12%以上 /年
波動程度	與期望報酬相當	與期望報酬相當	通常高於期望報酬
負報酬機率	5%以內	5% 10%	10%以內

註：

1. 上述舉例資料不代表投資人引用類似的投資組合即保證必然的獲利，僅提供參考。
2. 上述表格引用資料及回測數據會因組合配置之資產內容不同而有所差異；多數市場研究運用之資料期限超過10年，甚至20年以上，故短期之投資績效可能與長期之均值表現有異。



3. 報酬率回測數據多以投資指數為準，但指數報酬率與一般投資人買進之相關基金報酬率不必然一致。
4. 投資時間的差異會導致年預期投資報酬的差異。
5. 負報酬機率的計算是以任一年年初開始進行長期投資，檢視投資期間年化平均報酬為負值的機率。
6. 投資組合分散程度的高低決定投資風險下降的程度。

在運用資產配置的方法時，可同時搭配「重新平衡」(re-balance)的觀念，來增強投資的報酬，並克服投資人漲時因貪心而不願賣出，跌時因恐懼而不願加碼的心理。舉例來說，我們現在成立一個50%股票+50%債券的組合，我們可設定一定時間(譬如每月或每季)做重新平衡的動作，假設過去一段時間如果股市漲幅較高，組合中的股票比例可能已佔到55%或60%以上，債券相形之下可能只佔到40%到45%，則我們賣出部分獲利的股票(基金)，轉而買進漲幅較低或甚至下跌的債券(基金)，將組合重新調整回50:50，這有點獲利了結漲多的標的，逢低加碼價格較低的標的之做法。以國外資產管理機構的研究多顯示，一個組合以重新平衡方法操作之結果，其長期報酬較從頭到尾不更動股、債配置比例，任由股債各別漲跌決定投資比例，抑或是主觀判斷市場好壞而偏離原始設定資產配置比例的做法皆有較高之報酬。

## 伍、總結

行為財務學在學理上除了可補足傳統投資學理論所無法完全解釋的一些市場變化，我想對一般投資人是可利用這個學理帶給自己一些省思，檢討個人在投資上是否遵照理性的腳步，而不會因市場波動、個人錯誤的觀念或是心理上難以割捨的愛恨而有情緒性的舉措，致影響投資的結果或是降低投資的樂趣。致於理財專員其實也可利用理論中所描述的一些一般客戶的投資行為及心理，針對不合理的部分建議趨吉避凶的方法。行為財務學有發現一個現象叫貨幣幻覺(money illusion)，舉例來說譬如本行客戶來存定存年獲利約2%，但當下通膨水準超過2.5%，所以實質所得應是負值，但一般客戶傾向以名目利率水準(2%)看事情，所以當名目利率水準向上調整，縱然實質利率仍為負值，有些客戶也傾向繼續存定存，因



其被上調的名目利率鼓舞，會因名目所得的提高而感到較富有，而這也就是理財人員在行銷上要針對客戶心理盲點所做的突破，也是可以帶給客戶合理建議之所在。

本文期望以資產配置的觀念做最後的總結，諸多的歷史資料均告訴投資人沒有任何一個市場或基金的績效會永遠領先，所以投資的眼光必須放遠，不要把個人投資獲利的關鍵押注在多數人皆不擅長的市場判斷，反而是選定不同的股、債標的(基金)，建立一個風險分散的投資組合，長期隨著時間的消逝自然取得合理的報酬，且不用費神看盤，何樂而不為！就理財人員而言，要組成一個適合的資產配置組合並不需要太多的基金，所以也不必追蹤一大堆的基金及市場，只要鎖定一些固定的標的做長期觀察即可對客戶進行有效的服務，也可避免倍多力分，客戶哪需要那麼多的基金！

龜兔賽跑的故事在投資上其實也有點啟發意義。投資就像龜兔賽跑，一般投資人認為烏龜與兔子誰會在這一場長跑競賽中勝出？假如事前不知道這個故事的結果，以投資人多數的選擇，合理的判斷(?)，大多數人都認為兔子會贏，因為大多數投資人都會認為兔子的爆發力較強，這就告訴你多數投資人都認為自己有能力(過份自

信)選到一個好的標的、好的市場(兔子)，在一個對的時間(market timing)，大家也都認為兔子可在最快的時間內抵達終點(短期即獲得可觀的報酬)。可惜，兔子是一個難以捉摸的動物(市場難以捉摸、預測)，原以為他會很快的到達終點，但他竟然在中途休息了(投資不如預期，也許產生虧損)，這時投資人會放棄兔子轉而選擇烏龜嗎？通常不會，因為投資人可能對個人的選擇過於自信，因而忽略現況的發展(以為兔子只是短暫休息)、或是不願認真面對兔子可能跑輸的事實(選錯標的不肯認錯，或忽視基本面轉差的事實)、最終可能因產生虧損而不願換商品(不願停損，期待黎明的來臨)，只好繼續押寶兔子，希望它有一天終能成為這場競賽的贏家。今天假如在一開始選擇烏龜的投資人，就好像是選了資產配置的方法，因為烏龜雖然跑的較慢(報酬穩步前進)，但它不太會出現在中途打瞌睡的情況(出現不如預期的機會較低)，而最後確信他會穩健的抵達終點，獲得勝利(投資報酬回歸均值的情況發生，報酬可預期性很高)，在競賽途中不需時時督促烏龜是否確實向前(勿須天天看盤)，而投資人要取得勝利需要的只是一點耐心而已。