

投資常見誤區與自組 ETF 之可行性

黃建森

一、導 言

長期投資人為規避個股非系統性風險，習慣採取多種類資產配置。除同時持有外幣、其他避險產品外。據統計，台灣多數股民的投資部位中，多數有納入 ETF 相關標的。ETF 不僅能有效分散各股風險，更是能在經理人的管控下，被動調整持有標的。

市場上當前有眾多的 ETF，可提供投資人選擇。只是在面對相同市場時，每個人也不容易得出完全相同的見解。縱使見解相同，採取的策略也很可能會完全迥異。以空頭市場為例，縱使兩人都看空市場，但部分投資人將採取放空的策略增加獲利。有部分投資人則選擇買入公債對沖風險，還有些投資人則偏好完全平倉，不保留任何金融商品部位。要想在市場上找出一個完全符合投資人自己所期望的組合，終究是不容易完全相符。在這樣的市場環境下，投資人不妨思考，如何自己運用所期望的策略，組建自己的 ETF 可能性。

二、當前股票市場略述

回顧 2020 年 3 月，美國初次宣布實施規模達 7000 億美金的量化寬鬆政策後，全球資金水位一路推高，後續更是宣布將貨幣擴張的幅度推至無上限，同時宣布將法定存款準備率調降至 0%。後續更是引發歐盟、日本等國先後跟進，降低本國之準備率。雖然無限量化寬鬆政策已於 2022 年 3 月宣布取消，

*黃建森現任銘傳大學金融研究所教授。

但兩年時間內，挹注的資金，使得整體因為新冠疫情，帶來的市場不安情緒迅速消彌。本應大幅衰退的金融市場，更是反向活蹦亂跳起來。

以數據量化，2020 年 3 月至 2022 年 3 月，聯準會宣布結束寬鬆政策。台灣大盤指數，由 8523.63 大幅推升至 18026.03。短短兩年時間，大盤漲幅高達 111.48%。同時期，台灣積體電路漲幅，更是高達 159.02%。回顧 2010 年初至 2020 年 3 月，十年間，大盤漲幅卻僅有 29.75%。以年化報酬率參考，更是僅有 2.64%。對於 2020 年 3 月至 2022 年 3 月兩年間，大盤年化報酬率 45.42%。如果採用舊有的策略，勢必出現預期上的偏差。僅僅投入 10 萬元相同期間，就足以產生整整 410 萬元左右的差距。由此可見，量化寬鬆政策如核子武器般的威力。當前投資環境與生態的轉變，先前的投資與交易模式已如同傳統市場的經營模式，需要一定程度上的變革與轉型。可以說 2020 年起，正是因為市場的轉變，ETF 已成為日常民眾，都有所耳聞的常見商品。

一如上述，ETF 在當前市場已經相當多元。能以較低的資金、時間成本，去分享專業投資人研究勞動成果的果實。一名投資人如果想選擇適合自己的標的，不僅需要花費大量時間投入研究，還需要花費數年的時間先培養相關財經的專業素養，才能選出符合自己風險與要求報酬率的標的。相較之下，如果直接購入 ETF，就相當於請專業投資經理人協助選出一籃子股票。持有的同時，經理人也會根據策略協助調節持有標的，規避散戶投資人自行操作不當的風險，還能共同享受大盤上漲的報酬。元大台灣卓越 50(0050)、復華台灣科技優息(00929)頻繁在鏡頭前亮相，也正是因為如此。

2025 年，股市波動更加劇烈。美國政策的不確定性、日圓貶值，對日本進口原物料產業的壓力、烏俄戰爭牽扯的歐盟議題，都是短天期市場面臨的風險。台灣中央銀行於 2025 年上旬，加強外匯存底的需求。多間本土銀行，已將美元定存利率，推升至 4% 以上。部分相對較為靈活，且規模較小的銀行，更是開出美元定存利率 10%，藉以吸收美元儲蓄。由此可見，投資人對於 2025 年市場，存在較大的不安心理。

三、美國關稅戰影響全球經貿發展

探討 2025 年市場，勢必優先需要探討美中關稅戰。由美國川普政府，於 2025 年 4 月發起的新一輪關稅戰，導致經濟體處在一個非常微妙的階段。投資人於此刻建立自己的 ETF 指數、投資組合，都無法忽視關稅戰所帶來的影響。大方向討論，其中最關心的議題，無外乎短期上，2025 年全球股市情況。中長期上，討論 2026 年以後，全球經濟是否放緩。

首先，根據經濟學中的納許均衡討論(nash equilibrium)，雙方於博弈賽局下，都會無形落入較差選擇，當中的最優解。由此可知，後續關稅課徵已是高概率的結果。美中雙方現有關稅，較為自由化。市場效率運作下，雙方進出口皆處於穩定。只是，這是經不起檢視的問題。但凡有任何一方，期望通過外力增加關稅、減少對方出口。勢必迫使雙方，都選擇奈許均衡下的做法。換言之，就是相互課徵關稅，導致保護主義的興起。

先前，市場完全自由貿易。整體美中出口額數值，為右下角的 (X, Y) 。原則上，美國不論課取關稅與否，其低附加價值商品，本身就因為價格成本較高，難以向中國出口。因此，中國對美國只須課取基礎關稅，美方就難以出口商品至中國。在這個困境中，美國期望通過提高自身關稅，降低中國之出口額。中國為了反制美方，也將通過提升關稅，使整體市場進入囚徒困境，坐落於左上方。可知 $(X-2), (Y-2)$ 必定小於先前的 (X, Y) ，因此實際的GDP，一定是面臨衰退，而此正是美國所期望的效果。雖說通過課徵關稅，將造成全球經濟出現放緩，但美國在經濟規模上，具有體量優勢。整體貿易額雙雙衰退，中美出口減少，必定損傷實體經濟。短線上的反彈，恐怕都還是屬於暫時性超跌反彈。只要貿易放緩，造成供給短缺，很容易引發停滯性通膨(stagflation)。

聯準會截止2025年5月，尚未施行利率調降。本質上，恐怕還是調降效果非常有限。後續如果美國政府希望能重新推升經濟體，勢必再次通過量化寬鬆政策，強制創造市場新動能。川普課徵關稅，此舉稍顯魯莽，但本質上卻是希望通過自身現有經濟體量優勢，對中方進行市場壓制。整體核心訴求，

還是在於進一步強化美元購買力的地位。以1985年代，廣場協議為例，當時五大工業國協力，幫助美元走貶。可市場無形之手的調節，隨著美國對進口的長期強勢需求，美元後續還是大幅升值。對應期間的強勢貨幣，則容易在市場超過可控範圍。越過臨界點時，直接出現貨幣危機，發生大幅貶值。因此，投資人於2025年度，建立自身的策略，已成為重中之重的任務。面對全球市場後續波動，將有助於明確了解，當前投資標的是否還處於合理區間。

四、投資組合決定因素之探討

投資人依照個人偏好制定策略，不建議單純憑藉直覺或單一資訊進行投資。實務上，多數人思考投資的第一步，都會直接思考要買什麼標的。實則投資找標的，如同安排旅行。出遊第一步，絕對不會是直接上車出門。應該優先思考，今天想去什麼地方、有什麼目的。安排行程與時間，後續才會開始考慮交通方式與其他的細節。同理，開始組合自己的指數進行投資的第一步，有正規的做法。應該是思考本次投資目標，還有願意承擔多少風險。例如，今天一位退休長者，生活較為寬裕。其投資目的只是希望能定期領一些股利，稍微貼補一下每年房屋稅的支出。那承擔較大風險，直接投資台積電，這種波動較大的股票，就較不恰當。反之，一名年輕人，希望快速累積財富。本金不大，即使發生虧損也能夠坦然接受。那對這類投資人而言，穩健但報酬率較低的公債，就不太適合。制定一個好的策略來投資，並長期遵守，那才會是最適合自己的。因此有人習慣於，上網直接完全抄寫一個策略，絕對是投資上的大忌。

投資策略，往往有兩個大方向。第一類是勝率高，但獲利不高。如投資金融類股，雖不容易指望股票飆漲，但長年能獲取小額利益。第二類是勝率低，但獲利極高的策略。如投資特定爆發型產業，可能投資 10 筆，當中 9 筆為小幅度虧損，但唯一賺錢的那筆，將直接獲得超過 200%的報酬率。整體平均之下，和第一類操作方式，績效相差也不大。只是就經濟學而言，經濟體長年處於擴張狀態。市場與生活，將隨著科技的日新月異、市場的日益完

善，而逐步推升實體經濟。故投資人如果考慮自組指數投資指標，還是建議以長期參與市場的思維，作為制定策略的核心基底。長年參與市場，是一個投資者較為建議的特質。如果仰仗勝率低下，但爆發性極強的策略，容易使部分年度報酬率，穩定度極差。

五、ETF 與建立組合操作之可行性

台灣市場個體投資人，常見主流的投資方式，為指數股票型基金投資。所謂指數股票型基金，就是俗稱的 ETF (exchange-traded funds, ETF)。基金經理人根據約定指數，對股票進行挑選。挑選的股票，應該盡可能符合約定的指數走勢。由於筆者身旁時常聽到，非領域內的投資朋友，不理解主動式基金和 ETF 差異。認為投資人無法自組 ETF，而產生誤解。筆者在此以簡短篇幅，先說明一下 ETF 之運作原理。常見的主動式基金，是由基金經理人根據策略主動交易。指數型基金，最大差異在於經理人不能主觀判定市場，進行交易。僅能根據約定策略，被動調整基金持股。可整體而言，ETF 也是一種人為控制的基金。

台灣 50 指數(0050)，是台灣市場上最主流的 ETF 之一。編撰邏輯則是挑選台灣證券市場中，市值前 50 上市企業。以市值加權進行組合而成的一個指數。經理人只能根據這個指數的變動，挑選出最符合走勢的標的進行組合，爭取盡可能複製相關指數走勢。簡言之，經理人操作策略是被動的，除非市值比例發生變化，不然經理人不能隨意使持有標的偏離指數。如同經理人和投資者，訂立交易規則契約。經理人負責管理，投資者負責出資。將這個邏輯拆解，一般投資人只要根據自己偏好，進行邏輯編寫策略。根據編寫的策略，進行資產組合，自然也能做出專屬於自己的指數。例如，希望取得更多股利，就多挑選股利豐厚的標的。希望通過主動曝險，提高整體報酬，可以自行挑選本益比較高的企業。換言之，投資人自行編製，希望參考的指數。根據編制的指數，自行挑選符合價值觀的股票組合，能復刻和 ETF 一模一樣的效果。自行組合 ETF，是完全可行的方法。

乍聽之下，自行組合策略與直接購入 ETF，好像沒有什麼差距。實則不然，兩者之間最大的差異性，除了先前所述的策略可能不完全匹配外，在於 ETF 存在投資人未關注到的風險。舉例，近幾年隨著台積電市值規模的一路攀升，0050 中台積電權重，更是一路突破 50%。可以說一張 0050，半張台積電。依照這個投資邏輯，小資產投資人，為何不直接投資台積電零股。定期定額的投資台積電，會更能貼合台積電真實的發展。部分投資人，是考量到資產應該分散。於平衡上，投資人更應該參考金融股、台積電與債券的組合。僅以 0050 而言，權重最大 7 家企業，整體占比更是超過 ETF 全部的 70%。可以說，0050 相當於，買入台灣整體半導體科技產業。若是以產業分散投資布局而言，風險分散程度，可以說相當薄弱。自行打造投資組合，則能有效檢視持有資產是否如同預期，以長期而言，也才真正地獲得經驗的積累。真正的做到「缺」什麼，「補」什麼的全方位投資。

六、投資重要因子之研究

想自組 ETF，選股可參考市場上主流投資分析方法。大致上核心，可分為基本面與技術面研究兩大類。於經濟成長率不易預期的年度，常規的基本面研究法，能較為有效提高超額報酬。資金偏好流向基本面卓越股票，致使基本面優秀的個股容易推升。

2020 年疫情後，聯準會逐步積極通過政策干預市場。面對不確定性，基本分析法獲得市場大力吹捧。以致技術分析容易被視為賭博般的洪水猛獸。兩種分析法要如何選擇，並沒有絕對的對錯是非。最好根據當下情況保持靈活彈性。筆者偏好將兩者同時使用，能更有效佐證所採取策略的可行性。具體採用什麼數據去挑選出一籃子標的進行交易，需要視投資者個人訴求而定。

由於技術分析涉及時空背景多元，篇幅有限，不易展開說明。本文僅就基本面，價值投資的兩種核心因子，股東權益報酬率(Return on equity, ROE)與股價淨值比(Price-Book Ratio ,PB)，展開說明。

(一)股東權益報酬率因子

筆者根據十年投資分析經驗，認為價值投資中，最重要的因子之一，就是企業本身股東權益報酬率。因市場中，存在不少具有高度價值，但價格卻遭到長期低估的標的。同時也存在基本面不理想，但成交量與技術線，卻給投資人留下巨大想像空間的企業，兩者都存在暴漲的可能性。投資者在考量獲利與風險之外，還應該注意計畫達成所需時間。舉例而言，如果一檔標的能獲利超過 100 倍，聽起來自然是相當誘人。如果這個過程，所需時間是 500 年，多數投資人不會認為這是一筆好交易。500 年不僅太過久遠，有多少變數沒有多少人能準確評估。因此，股東權益報酬率與本益比(Price to earning ratio ,PER)，兩者就顯得尤為重要。股東權益報酬率主要用於衡量企業本身，整體資本賺錢的能力。

股東權益報酬率，反映企業經營情況。整體最容易被投資人，拿來與本益比相互比較。實則本益比，僅反應股價和企業的獲利，兩者是否配套相符。市場中，全球的高科技產業由於發展性強的特點，本益比往往較高。不少投資人，認為本益比過高，就必然發生下跌。實務市場上的股票價格，是由投資人，對企業的未來獲利能力預期決定。本益比過高，不一定是壞事，很可能僅說明投資人，對這家企業長期擴張能力看好。截止至 2024 年底，美國的科技業五大巨頭，Apple(AAPL)、Amazon(AMZN)、Meta(FB)、Microsoft(MSFT)、Alphabet(GOOG)，全部本益比均超過 30 以上。

本益比與股價高低，並不能說明企業好壞。同時五大科技巨頭，都擁有不俗的股東權益報酬率。代表其獲利能力越強，整體經營風險就相對較小。擁有較小的經營風險，面臨市場下挫時，企業經營往往較為穩健，適合投資人長期投資。換言之，股東權益報酬率越高，代表公司運用資本的效率越高，也反應了企業整體運用整體資源的效率良好。只是需注意，高股東權益報酬率的企業，每股盈餘卻不一定很高。因此，相比採用本益比評價企業，股東權益報酬率會是更好的選擇。

股東權益報酬率，不建議投資人以單年度評估。因股東權益報酬率，雖然是好壞的晴雨表，但也容易受到單一年度，資產組成要素改變，而發

生偏誤。最好能評估最近三年的股東權益報酬率，整體變動作為參考值。股東權益報酬率公式拆解，可分為總資產報酬率（Return on Assets, ROA）和資產權益比率（總資產 / 總權益），兩者相乘而成。

市場上，主流操作會以 10%、15%、20%，做為區隔。台股 2013 至 2022 年，是一個多頭走到近期最後一次年度大空頭。以此為時間段，會發現台股 1779 家上市櫃企業中，約有 158 家企業，能達成股東權益報酬率，平均大於 10% 的目標。當中 47 家，可將年度股東權益報酬率，推升至平均超過 15%。綜觀大盤，十年間，僅僅有 19 家企業，突破平均股東權益報酬率 20%。相較於全體 1779 家上市櫃企業，這 19 家企業，僅占總數的 1.06%。股東權益報酬率，是一家企業對資產運用的重要指標。由此說挑選優質的企業投資，是一項百里挑一的任務，相當恰當。

股東權益報酬率較高時，依舊需要注意。整體企業的股東權益報酬率推升，是因為總資產報酬率提高，還是資產權益比率大幅增加。雖說企業營運於合理範圍內，通過借款活化運作資本，屬合理且必要的商業行為。可日常運營債務比率，若與同業相差過大，則務必保持留意。

(二) 股價淨值比因子

會計恆等式可知，資產為負債與權益相加。企業可能通過大幅舉債，推升持有資產，造成資產權益比率大幅提高，進一步拉抬股東權益報酬率。雖然此行為不觸犯法規，但卻容易使公司隱含過高財務槓桿風險。後續面臨大盤波動劇烈時，有較大可能性發生暴漲暴跌的情況。部分投資人針對此類問題，習慣於直接通過資產負債表上，負債比率與權益比率進行評估。實際數據上，直接觀測股價淨值比，是一個理想的方法。股價淨值比即是將股價除以每股淨值。依照數值高低，就可知曉當前股票價格和淨值的相近程度。企業淨值可粗略理解為一家企業清算時，還有多少殘值。因此，淨值更佳貼近一家企業，所擁有的實際資產。

除另外評估其整體企業，還需注意現金流、舉債成本以及舉債用途。實務上，筆者建議保守投資人，盡可能不要過度投資高財務槓桿的企業。此類企業對面市場波動較大的年份，相對不穩定。特別是於景氣放緩時期，

容易面臨擴張困難、資金周轉問題。

股價多為投資人對其長期預期，具有前瞻性。股價淨值比值低於 1，則說明每股股價當前低於每股淨值，反之亦然。股價低於淨值不是個好現象，這說明多數投資者對目標企業，未來期望較低。雖說股價淨值比偏低，有助於挑選到被低估的標的，但過度追求偏低的股價淨值比，也絕對不可行。

所謂股東權益，就是公司的真實價值。表示企業如果經營不善倒閉，當前所有資產清算，償還負債後，可以退還每一股股東之金額。千萬不要誤以為股價遠低於每股淨值，表示股價被嚴重低估，適合進場投資。事實上，淨值只是代表公司目前的清算價值。因此，股價淨值比一定要搭配股東權益報酬率，一起參考。

一間企業，如果股東權益報酬率很高，說明運營獲利能力優秀。同時股價又具有成長性，可預期後市。股價淨值比又相對較低，又凸顯出企業幾乎都是以自有資產經營。兩者數據搭配之下，可知高股東權益報酬率、低股價淨值比的企業，有較高機率是潛在的潛力股。此類股票，往往是多數投資者，尚未注意到的穩健標的。同時也可能是個別產業中的隱形冠軍，受到市場過度波動的影響，相比多數股票較小。此類企業因為有基本面支撐與一定技術壁壘、規模經濟，面對空頭時，相比 Beta 係數往往較小。

七、因子組合應用實務

景氣由空轉多的時間點上，高股東權益報酬率，卻低股價淨值比的企業，股票因其優秀的基本面支撐，更容易脫穎而出。縱使大盤出現長期橫盤整理時，依據回測與交易經驗的數據，也能賺取 3~5% 的現金股利。雖於整體市場 3%~5% 的殖利率，可能相對金融等產業來的差，但可以理解為這是利息貼水，用於取得一種持股大漲的選擇權。以筆者持股為例，2023 年的地球(1324)股價由 11 元，僅一年時間，成長至 21.45 元。群電(6412)從 70 元成長至 196 元高點，其股價增幅超過 100% 的可以說是屢見不鮮。同年的志聖(2467)，更

是由 43 元成長至最高 263 元。都是採用高股東權益報酬率低股價淨值比選股法，所取得案例之一。

把握這兩個簡易的基礎指標，投資人可以較為簡易的選擇，所偏好產業中的優秀企業。具體要如何制定股東權益報酬率與股價淨值比的數值，還是根據市場變化、個人風險承受度調整。常見是，股東權益報酬率高於 5%、股價淨值比低於 1.2，為核心選股邏輯。實務交易中，需要評估當前是市場多空、投資人要求報酬率，再進行細節的具體選股動作。唯獨建議，縱使放寬指標，仍建議股東權益報酬率，至少不低於 3%。股價淨值比，不高於 2 以上。

對於投資人最大的不確定性因子有很多，疫情導致產業井噴成長的生技防疫股、聯準會升降息循環的金融股、人工智能(AI)帶動的科技股狂熱、海運價格暴升產生的航海王、半導體原物料欠缺造成的貴金屬搶購，不勝枚舉。只是如果將一切資訊統合，對投資人最大的問題應該在於這些消息面，最終反應到市場上所帶動的股價劇烈波動。回顧 2020 年疫情之後，股市的消息面。可以說，幾乎每幾個月，就會出現一種全新議題。隨後被點名的關鍵產業，將出現巨大的不確定性。多數投資人，都容易因此陷入一種糾結。現在追高股價，是否可能後續被套牢。現在如果不追高，會不會又錯失明天的漲幅。因此，投資組合佈局上，建議採取資產配置分散的方法，才能有效增加整體操作部位的容錯率。

積極與保守兩類投資人，積極者部分通過交易有機會，提早實現財務自由。只是當中，不乏有因後續交易槓桿過大，以致資金虧損嚴重者。相較之下，保守型投資人，雖說年化報酬率普遍不高，亦是出現兩種情況。第一種，是長期參與市場，不論市場如何長年定期定額投資者。因長期穩定參與市場，隨著實體經濟逐年推升，幾乎都能獲得相應報酬。即使面對市場大幅下行的年份，長期持有優良資產，依舊能等到市場回溫。第二種則是積極交易者，本身過度保守，因此當市場出現下滑跡象，就即刻平倉。以至於多數成長波段未能參與，容易發生找不到重新買回股票的機會。當股市真實發生大跌時，往往又容易平倉於相對低點。最終，報酬績效往往是小賺大賠、小賺小賠兩類，實屬遺憾。

八、投資筆數與交易策略失靈問題

台灣優秀企業的密集程度，相較全球高出不少。整體金融市場制度，更是相比全球許多國家，都更加嚴謹健全。這樣的環境下，國內不少投資人都能踴躍加入市場，共同參與。得益於此蓬勃的金融市場，投資人在計畫開始投資時，都必須面對玲瑯滿目的金融商品以供選擇。往往都會出現，不知道如何尋找自己所期望的商品的窘境。事實上，要說多數人所期望的標的，自然是易漲難跌。易漲難跌的選股方式，也符合多數長期價值投資人所首要尋找的交易目標。只是在標的塞選上，雖然通過前文所述，股東權益報酬率與股價淨值比的分類方法，投資人能找到眾多自己偏好的優質股。只是這類個股選擇，卻依然難以避免個股運營期間，所產生的非系統性風險。

實務經驗中，單一個股選擇不論如何調整，其承擔的隱含風險，往往高於多種證券的投資組合。依據投資學原理，建立投資組合，是最簡單降低非必要風險之方法。筆者慣用作法，是將多種產業類股分類。當中再以股東權益報酬率與股價淨值比法，選出最佳標的。整體股票，應至少分布於 5 種不同類股，但不需要平均分配。此外，選擇股票檔數時，不建議逾 35 檔。根據 1990~2025 年，台股大盤、美國標普指數(Standard & Poor's 500)相關數據回測，發現 15~25 檔持股組合，具有較好的大盤複製能力，且波動度能有效降低，風險分散效果更佳。

進行多種類股配置後，剩餘之風險以系統性風險為主。學術上，如果不使用衍生性金融商品，則系統性風險無法驅避。因此系統性風險，也是僅有股票投資者應當評估的風險，同時也是長期價值投資中，容易引發虧損之原因。

風險發生頻率與形成原因不同，種類也眾多。整體大致給可歸類為帳戶淨值的損失、價格衝擊、報酬率過低、操作模式系統失效四種，以下針對四種常見隱含風險，逐一簡略說明。

(一)淨值損失

淨值損失主常見於連續虧損時，容易錯誤估計自身容忍虧損的能力。面對真實浮虧發生時，不願依照原訂計畫停損。投資者往往將開始進行選擇性交易，導致實際執行策略與產出結果與原訂計畫完全不同。就像戰爭過程中，作戰指揮室內的戰場兵棋佈陣和實際戰地，情況完全脫節，這樣的兵棋進行推演，結果不免失去真實判斷，最終結果將不如預期。

(二)價格衝擊

價格衝擊產生的主因是大盤在遭遇市場黑天鵝或經濟成長大幅衰退時，可能產生的部位最大損失。務必時刻銘記，100 元虧損 50%後，如果想要拿回先前投入本金，需取得 100%的漲幅，難度可謂相當的高。此外，縱使每次交易造成的虧損可能都不到 5%，但短線上如果避險不當，發生連續且多次小規模虧損時，將導致複利效果中斷。甚至是槓桿部位面臨斷頭，以致重大虧損發生。

很遺憾，人往往長期交易或執行策略，都將逐漸偏向非理性交易者。無關於本身能力，而是出自於人趨利避害的天性。多數投資人，容易於長時間的交易中，對很多市場情況的發生，採取直覺性操作。特別是多頭牛市當中，此類思維會逐步在內心滋養。不理性不是一天造成的，就筆者日常接觸的投資人當中，不乏些許專業投資人。

觀察之下，如是 2000 年或 2008 年，初次接觸市場者，數十年來，採取的策略始終帶有保守色彩。縱使面對 2020 這樣的大牛市，這幾位朋友多數已成為專業投資人，依舊會預判市場具有瞬間崩跌得可能性。反之，於 2015 年後，開始加入市場的友人之中，多數為樂觀派。因為就其加入市場後的五年間，幾乎沒有遭遇任何劇烈波動。雖然遭逢 2020 年 3 月的市場修正，因美國聯準會迅速量化寬鬆救市，導致股市快速反彈走高，以致幾乎長年來，其操作策略多數為積極樂觀。但凡遇到股市略為下修，都傾向於加碼股市。可知首次參與市場的年份，足以無形中影響對市場的預期。無關好壞，僅是針對筆者數年來觀察，發現的有趣現象進行分享。無形中也證實，縱使自身認定相當理性的操作，依舊難逃參雜部分非理性因素。

(三)報酬率過低

年度報酬率過低，是投資回測中，較容易遭投資人忽視的風險。多數投資人看到帳面上是獲利時，可能產生一種有賺錢就好的心態，導致忽略當前部位其實未達市場之平均報酬率。主要發生在投資部位，各年獲利極度不平均時。

假定投資人有兩種方案可供選擇，A 方案與大盤市場。已知相同三年的時間下，投入 100 萬的本金，都能獲得年化報酬率 30%。A 方案，從第一年起，到第三年末，每年的報酬率都為 30%。最終 A 的年化報酬率 30%，並取回 219.7 萬元。大盤市場，從第一年至第三年末，報酬率分別為 5%、5%、100%。乍看差異巨大，通過計算，會發現平均年化報酬率，也同樣是 30%。第三年末，投資大盤的投資者，能取回 220.5 萬元。看似自組的 A 方案和大盤指數，最終報酬率相差無幾。可如果第二年末，投資人臨時擁有資金需求。自組 A 方案，以經歷兩次 30% 的複利，可贖回 169 萬元。相對大盤投資者，需要到第三年才等到 100% 噴發。因此前兩年間，只取得兩次 5% 的複利。最終大盤投資者，迫於資金需求套現，僅獲得 110.25 萬元。相較之下，如果放到最後，市場報酬率看似獲得同等年化報酬率，30 % 的報酬。可當中兩者報酬，將一度落差到報酬率 69% 和 10.25%。

由此可見穩健低波動的報酬率，有助於增加投資人資金動用的彈性。反之，就在無形中，增加不必要的低報酬率風險。所以才會說，人們讚頌巴菲特厲害，絕非僅僅讚頌他長年賺得多。是他長年下來，賺的穩。截止 2025 年，股神巴菲特已是 94 歲高齡。數十年來，幾乎能維持每年高報酬率，且不會出現過高波動，正是投資的核心邏輯。

(四)操作模式系統失效

操作模式系統失效。此類風險，相對其他風險是最後知後覺，更是容易無形中導致投資人誤踩的陷阱。其主因是市場環境已經悄然發生改變，先前的交易策略已失去預期的效果。體現在本文股東權益報酬率與股價淨值比的選股方法中，主要發生於市場整體下行風險大增時，投資人未即時

調整要求的股東權益報酬率參數。風險提升時，沒有及時要求更高的股東權益報酬率，使整體部位，可能出現未取得適當報酬的曝險部位。為避免此類風險，投資人可將資金部位拆分，同時進行多種策略構建。

九、短期經濟困境與投資策略

對美方而言，首要考量緊急避險之情形，恐發生於就業市場穩定度、物價短期上漲幅度，兩個面向。根據2025年4月底，美國政府官方釋出數據觀察。當前美國，尚未發生失業人口顯著性暴增。雖然物價指數有所攀升，但一如前文所述，只要像南亞諸國部分釋出善意，短期上緩解缺失中國製造的壓力，依舊能維持一定生命線。只要能維持一定比例產能供給，就能使美方安全過度，可能發生的停滯性通貨膨脹。經濟勢必發生短期下修，但長期而言，貿易戰將維護美元購買力價值，必有助於美國長期更加強勢。縱使後續美國經濟體發生一定規模衰退，政府依舊能通過，調降基準利率(降息)與量化寬鬆政策解決問題。

根據市場預期，降息有較高機率發生在2025下半年，而量化寬鬆，則可能發生於2026上半年。需要了解的是，降息本質上對市場影響力度，遠不及量化寬鬆。2008、2020兩年發生的經濟衰退風險，起初都是通過降息處理。可實際最終引導市場發生效果的，都是後續的量化寬鬆政策。2020年，更是直接無限量化寬鬆。美國不惜通過大幅推升通貨膨脹，刺激經濟止血。歷年量化寬鬆政策實施後，幾乎都是市場的起漲點。想當然的，也是短時間物價飆漲的起漲點。回顧2020至2022年間，房價暴力推升，也將造成民生一定程度衝擊。

2022上半年，美國聯準會結束量化寬鬆後，景氣一直處在高速擴張階段。因此2025年，全球市場的規模，相較以往已更加龐大，且不健康。就像一個虛胖成年人，雖說看起來孔武有力，實質上稍微負重前行，容易累得氣喘吁吁。美國政府如果希望，再次先前的美元貶值、收購全球核心企業的策略，

那麼收購時間恐進一步延長。同時意味著，這波下行恐非短線上能夠結束的。持有非避險金融資產，恐數月乃至數年內，還將面臨下行風險。雖然短線上，可能會因為下跌幅度過高，下跌速度過快，引發一定程度的超跌反彈。只是如回到核心問題觀察，2020至2024年度，全球經濟龍頭的幾大科技企業，本益比均超過30倍以上。個別飆漲過快的企業，甚至出現了本益比破百的情形。相較於傳統25倍的本益比預期，實屬偏高。就全球市場，美方如還是預期針對市場進行全盤整合，並提升其貨幣購買力價值，還恐怕尚需時日。短線上經濟強勢反彈，容易出現戰術性的階段成功，但整體大戰略上的不利局面。

短多長空，是2025年最多人提及的字眼之一。只是就短線上，投資人如自組投資組合追蹤指數，可以通過選時不選市的策略進行。市面上主流的ETF，也較為習慣採用選時策略。以元大的0050、0056為例，持股成分並不隨著市場波動調整，僅在每季末，根據市值、股利殖利率進行調整。確保持長期參與市場，並且不論市場多空，都不進行額外動作。此類策略，根據經濟長期擴張的原理，能確保所持有標的長期穩健獲利。

投資人不必過度糾結挑選投資時機，持續參與市場，做好有效分散風險，每天都適合投資。筆者個人交易習慣為例，因為主要採取基本面選股法，且持股波動度相對大盤較小，所以僅於每年歲末交易一次。回測與實務經驗上，也發生一件有意思的事。過去十年間，每次筆者如果於交易週期中，手癢難耐的進行主動交易，那麼當年度報酬率必定較差。核心原因還是在於，市場本體具有調節能力。只要確保持股沒有嚴重個別風險，當市場重新擴張後，這些賣掉的優質股票，都會出現報復性反彈，甚至更上一層樓。根據過往經驗淺見，選擇市場的策略，或許能有效規避短期下跌、假反彈風險，然而面臨真反彈、強力反彈時，看著一根根漲停板，也只能望「股」興嘆了。

十、結 論

2025年度，貿易戰恐將發生有多種變體，當中有好有壞。股市也容易

發生非理性的較大波動。一定要評估操作方法，投入避險資產。關注降息發生，等候量化寬鬆執行。隨著俄烏衝突的放緩，以投資的角度理解，市場將出現部分產能的調整，以及需求擴張。

美國關稅，對全球施加的不利因子，尚未消失。全球關稅調升，已是難以避免。考量到美國當前境內的債務問題，聯準會有很高的可能性，還是需要通過降息，使市場趨於穩定。只是有鑑於較高的通膨率，同時也需要注意，美元過度貶值。若導致停滯性通貨膨脹發生，將在2026年重創全球經濟。聯準會降息的這步棋，恐怕還是會需要等到2025下半年，才開始穩步實施。

金融市場當前的自由化、效率化，促使投資人能有更多的資產配置選擇。考量到每位投資人，自身的投資需求。自行編製ETF投資，會在長期投資領域上，獲得更大的優勢。通過注意股東權益報酬率、股價淨值比，能有助於初步階段，篩除掉多數不理想的投資目標。特別是2025年，受全球關稅影響，市場波動可能放大。通過兩大因子的選股策略，能盡可能找出，有效抵抗波動風險的股票。同時，不論在任何市場與環境下，都不可盲目相信過往的策略與資料。策略失靈總可能會無預警發生。當中最常見的四大因素，淨值損失、價格衝擊、報酬率過低、操作系統失效，任何一條，都可能使投資蒙受巨大損失。

全球最大的兩大經濟體，美國、中國為長期對抗，很可能會開始各自拉攏盟友。這些盟友當中，以全球前十大經濟體中的國家，最受到矚目。特別是德國、法國、義大利、英國等經濟體，皆屬歐洲文化圈。雖然英國已然脫離歐盟，但經濟仍舊與歐盟國高度綁定。因此歐盟的立場，將對本輪貿易戰，有至關重要的影響。此外，前十大經濟體中，印度、巴西，皆為全球勞動力密集地區。美國很可能會優先拉攏印度、巴西，爭取減少因為中國縮限出口，導致的國內物料短缺問題。中長期而言，還是會將立場重點，回歸至歐盟的態度。這個突破口，後續也很可能，迫使美國身段放軟，提出相對緩和的關稅條件。

投資在短期上，仍需維持關注美元的貨幣問題。美元於2025年第二至第

三季度的全球流向，很可能被兌換為外幣，流回台灣、日本、南韓等地。這些外資熱錢的湧入，有助於市場價格支撐。可是中長期上，將因為弱勢美元，以致美元購買力減弱。長期還是需要，通過聯準會升息，將外流至全球的資金，強制收回美國本土。如此一來不僅能穩定美元，還能帶著全球成長的經濟，反哺美國本土市場。

部分中小投資人，因為川普的關稅，於清明節後都出清了持股。就短中天期市場觀察，確實引發一定恐慌與觀望情緒。可是反觀長天期指標，景氣快速的反轉之下，中長期指標卻幾乎沒有受到影響。這波下挫，源自於一個實體事件，股市大跌卻是發生在恐慌拋售上，而非實體經濟危機。雖然未爆彈尚未被完全移除，可市場的信心指標都已逐步回升。

投資市場高手雲集，每個人都有自己所慣用的交易策略與市場看法。雖說ETF，能較容易的通過買入一籃子股票，參與市場。乍看很多有很多種ETF可供選擇，但未必真的符合投資人訴求。面對此次貿易戰，將進一步促進全球資產重分配。正是一個，可以開始嘗試自組ETF，建立投資策略的好時機。

感恩賜稿

敬請指教