

第 8 章 基金投資組合的管理策略

一、選擇題

D1.在債券投資時，利用存續期間之觀念，可規避：

(A)匯率風險 (B)通貨膨脹風險 (C)贖回風險 (D)利率風險

【2011Q1 投信投顧業務員資格測驗試題】

C2.若目前之證券價格已充分反應過去的價格或報酬率所提供的各種資訊，則何種效率市場假說必成說？

(A)強式 (B)半強式 (C)弱式 (D)選項(A)、(B)、(C)皆是

【2011Q1 投信投顧業務員資格測驗試題】

A3.消極性投資組合管理在何種情況下才可能會調整投資組合？

(A)經濟結構之改變 (B)政治干擾(C)央行總裁換人 (D)短期績效不佳

【2011Q1 投信投顧業務員資格測驗試題】

A4.殖利率曲線(Yield Curve)是和下列哪一敘述較有關係？

(A)在同一時間，相同條件下之不同到期日債券殖利率之比較圖

(B)同一債券歷年來的殖利率走勢圖

(C)不同銀行間的定存利率之比較圖

(D)不同國家間的 AAA 債券殖利率比較

【2011Q1 投信投顧業務員資格測驗試題】

D5.假設有一債券的存續期間為 10，當時的殖利率(YTM)為 5%，請問當其 YTM 變動 1BP 時，該債券價格變動的比率為何？

(A)10% (B)200% (C)0.072468% (D)0.095238%

【2010Q4 投信投顧業務員資格測驗試題】

D6.債券面額 10 萬元之十年期債券，每年債息 5,000 元，每年付息一次，當市場利率為下列何者時，其市價高於面額？

(A)6% (B)5.5% (C)5% (D)4%

【2010Q4 投信投顧業務員資格測驗試題】

A7.指數型基金係採用何種投資策略？

本教師手冊係著作版權所有，若有抄襲、模仿、冒用情事，依法追究。

ISBN 978-957-729-844-7

(A)消極性投資策略 (B)積極性投資策略 (C)攻擊性投資策略 (D)選時策略

【2010Q4 投信投顧業務員資格測驗試題】

A8.運用股價指數期貨交易，可規避哪一種風險？

(A)系統風險 (B)非系統風險 (C)個別股票風險 (D)可分散風險

【2010Q4 投信投顧業務員資格測驗試題】

A9.積極成長型基金的投資組合管理策略應屬：

(A)主動式(Active)

(B)被動式(Passive)

(C)隨機式(Random)

(D)選項(A)、(B)、(C)皆非

【2010Q4 投信投顧業務員資格測驗試題】

B10.一般而言，在多頭行情，高 β 股票股價表現：

(A)與大盤相近 (B)優於低 β 股票 (C)不如大盤 (D)不如低 β 股票

【2010Q4 投信投顧業務員資格測驗試題】

C11.依據流動性溢酬理論之主張，在一般情況下，殖利率曲線之斜率：

(A)為負 (B)為水平 (C)為正 (D)不一定

【2010Q3 投信投顧業務員資格測驗試題】

A12.在其他條件相同下，到期期間愈長的債券，其價格對利率的敏感性：

(A)愈大 (B)愈小 (C)不變 (D)無從得知

【2010Q3 投信投顧業務員資格測驗試題】

B13.如果實證發現，價值型股票與成長型股票股價表現之相對優劣，會受總體環境顯著影響，則正確的投資策略是：

(A)投資標的多角化

(B)依據總體預測，積極調整上述二類股之投資比重

(C)積極調整持股比率

(D)買入持有特定風格的股票

【2010Q3 投信投顧業務員資格測驗試題】

B14.在半強式效率市場中，若公司宣告 EPS 的水準不如市場預期時，其股價會：

(A)上漲 (B)下跌 (C)沒有反應 (D)無法得知

【2010Q3 投信投顧業務員資格測驗試題】

B15.當市場極有效率時，請問積極性之投資人可賺取的報酬為何？

(A)超額報酬 (B)正常報酬 (C)無法賺取報酬 (D)產生虧損

【2010Q3 投信投顧業務員資格測驗試題】

A16.投資組合保險操作策略最為人詬病的是對股市：

(A)造成助漲助跌 (B)助長投機風氣 (C)抑制股價上漲 (D)助長內線交易

【2010Q3 投信投顧業務員資格測驗試題】

A17.一般而言，債券到期殖利率(Yield to Maturity)大於票面利率，則該債券將有：

(A)折價(Discount)

(B)溢價(Premium)

(C)無折價也無溢價

(D)選項(A)、(B)、(C)皆是

【2010Q2 投信投顧業務員資格測驗試題】

B18.某基金經理人將 6,000 萬元資金投資於存續期間 3 年之證券，將 3,000 萬元投資存續期間 6 年之證券，則此投資組合之存續期間為幾年？

(A)3 年 (B)4 年 (C)4.5 年 (D)6 年

【2010Q2 投信投顧業務員資格測驗試題】

C19.策略性消極資產配置決策的第一步是求算出：

(A)最佳證券選擇 (B)最佳資產組合 (C)效率前緣 (D)最佳選時決策

【2010Q2 投信投顧業務員資格測驗試題】

C20.投資組合經理預期未來股市上漲，將可能採何項行動？

(A)持股比率調低

(B)集中持有傳統產業類

(C)調高投資組合 β 係數

(D)分散投資

【2010Q2 投信投顧業務員資格測驗試題】

C21.主動式投資組合管理(Active Portfolio Management)在擇時能力方面有賴於何種分析？而在擇股能力方面則有賴於何種分析？

(A)技術、技術 (B)基本、技術 (C)技術、基本 (D)基本、基本

【2010Q1 投信投顧業務員資格測驗試題】

C22.進行資產配置策略時，將會考慮下列何者因素？I.風險承受能力；II.流動性；III.投資目標；IV.股價高低；V.進場時機

本教師手冊係著作版權所有，若有抄襲、模仿、冒用情事，依法追究。

ISBN 978-957-729-844-7

(A)I、III、IV、V。(B)I、II、III、IV。(C)I、II、III。(D)I、II、V。

【2007Q4 投信投顧業務員資格測驗試題】

D23.下列有關策略性資產配置的描述何者有誤？

- (A)通常會參考各資產的過去報酬表現來決定
- (B)通常須參考投資人的期望報酬來決定
- (C)通常須參考投資人的風險容忍程度來決定
- (D)通常須參考投資人對未來的預估來決定

【2007Q4 投信投顧業務員資格測驗試題】

B24.在弱式效率市場中，下列那些分析工具可賺取超額報酬？A. K 線圖；B. RSI 指標；C. 公司的營收；D. KD 值；E. P/ERatio

(A)A、B、D。(B)C、E。(C)D、E。(D)C、D、E。

【2007Q3 投信投顧業務員資格測驗試題】

B25.投資組合保險的目的：

- (A)設定投資組合價值之上限
- (B)希望投資組合的價值能在一定的風險程度下增加
- (C)鎖定投資組合之價值
- (D)選項(A)、(B)、(C)皆非

【2007Q3 投信投顧業務員資格測驗試題】

A26.李先生預期利率將上漲，應如何調整其握有之債券部位，以減少損失？

- (A)賣出存續期間較長的債券，買入存續期間較短的債券
- (B)賣出存續期間較短的債券，買入存續期間較長的債券
- (C)積極買入各種存續期間的債券
- (D)以上皆可

【2005Q1 投信投顧業務員資格測驗試題】

A27.有關由上而下投資策略的敘述，何者正確？A.先由國內外總體經濟面著眼，再尋求各產業景氣狀況，最後依照公司因素進行選股；B.不論總體環境及產業景氣好壞，若公司體質優良即進行投資；C.最強調個別公司因素

(A)僅 A。(B)僅 B。(C)僅 C。(D)A 與 C。

【2005Q1 投信投顧業務員資格測驗試題】

B28.目的在消除投資組合價值下跌之風險，同時能保有上漲利益之操作策略，稱為：

- (A)投資組合分散風險策略

- (B)投資組合保險策略
- (C)投資組合選股策略
- (D)投資組合套利策略

【2005Q1 投信投顧業務員資格測驗試題】

C29.理論上市場若是有效率的，投資者將沒有：

- (A)投資機會 (B)投機機會 (C)套利機會 (D)避險機會

【2005Q4 投信投顧業務員資格測驗試題】

B30.投資人本持有某數量的股價指數型基金，今為規避風險，出售與基金相當數量的股價指數期貨。理論上，請問該投資人採完全避險後之投資組合期望報酬率等於多少？

- (A)0 (B)無風險利率 (C)市場報酬率 (D)與避險前相同

【2005Q4 投信投顧業務員資格測驗試題】

二、計算與問答題

1.試說明基金投資組合的管理流程？

Ans:

基金投資組合的管理流程主要可分為設定投資目標、訂定資產配置策略、策略執行及績效追蹤等四大步驟。

- (1)設定投資目標：投信公司發行共同基金時，均會先設定其投資目標；而不同類型的共同基金，其投資目標也會有所不同。投資目標的設定，並不能完全以追求最大的報酬為目的，必須同時考量共同基金所能承受的風險。
- (2)訂定資產配置策略：投資目標設定之後，基金經理人將會根據該目標訂定資產配置策略，以決定共同基金適合投資的資產種類及各種資產的投資比重。共同基金的資產配置策略，將會直接影響其報酬與風險的特性。
- (3)策略執行：當投資目標與資產配置策略決定之後，基金經理人接下來的工作就是如何落實資產配置策略。根據策略性資產配置，基金經理人將透過選股策略，以各種分析方法，選出價格被低估或適合的投資標的，以期達到共同基金的投資目標。而在策略執行的過程中，如果基金經理人改變對市場的短期預期，可配合戰術性資產配置，執行擇時策略，判斷各種資產的進出場時機，調整基金

本教師手冊係著作版權所有，若有抄襲、模仿、冒用情事，依法追究。

ISBN 978-957-729-844-7

投資組合中各資產的投資比重，以配合當時的市場狀況。決定了各資產的進出場時機之後，基金經理人將再使用選股策略，選出價格被高估的投資標的予以賣出，並買進價格被低估的投資標的，以汰弱換強的方式，調整出最適的基金投資組合。

- (4)績效追蹤：基金投資組合管理的最後一個步驟，就是要追蹤共同基金的績效表現，以確認是否達到當初所設定的投資目標。如果沒有達到投資目標，則應立即檢討目前策略執行的效率，或進一步調整資產配置策略，使其績效表現更能貼近投資目標。

2.在資產配置策略中有策略性資產配置與戰術性資產配置之別，請問兩者之差異為何？

Ans:

策略性資產配置是一種長期的規劃，並不會因為短期市場的波動而改變，如平衡型基金，即可根據其投資目標及長期股、債市之間的報酬風險關係，作為策略性資產配置的參考，以期達到原先所設定的績效。戰術性資產配置則是一種短期的規劃，當基金經理人對各種資產的預期改變時，便可立即改變資產配置，以追求更好的績效表現。但是，除非有明顯證據顯示各資產之間的報酬風險關係改變，戰術性資產配置的比重調整仍須以策略性資產配置為準則，不能偏離太多。故一般而言，基金經理人會以策略性資產配置為主，戰術性資產配置為輔，進行基金的操作。

3.依市場所能反映的資訊範圍，效率市場可分為哪些層次？而市場效率性與基金管理策略的關係為何？

Ans:

以市場所能反映的資訊範圍，效率市場可分為弱式、半強式及強式效率市場等三種層次。

- (1)弱式效率市場：是指目前的證券價格已完全反映市場上所有攸關的歷史資訊，包括過去價格、成交量及報酬率等。在弱式效率市場中，投資人並無法利用技術分析賺得超額的報酬，必須利用公開的資訊或內線消息才能在市場上賺得超額的報酬。

(2)半強式效率市場：是指目前的證券價格已完全反映市場上所有攸關的歷史資訊及公開的資訊，如股利政策、投資計畫、盈餘預測、財務報表、新產品的開發等資訊。在半強式效率市場中，投資人並無法利用技術分析及基本分析賺得超額的報酬，必須利用內線消息才能在市場上賺得超額的報酬。

(3)強式效率市場：指目前的證券價格已充分反映市場上所有攸關的資訊，包括歷史資訊、公開資訊及內線消息。在強式效率市場中，投資人並無法利用任何資訊賺得超額的報酬。

由於效率市場是探討證券價格對市場資訊的反映程度，當基金經理人認為市場的效率性不高時，代表目前的證券價格尚未充分反映所有攸關的資訊，此時即可採取主動式管理策略，利用有效的分析方法找到價格被高估或低估的證券，賺取超額的報酬。反之，當基金經理人認為市場的效率性很高時，代表目前的證券價格已充分反映所有攸關的資訊，此時即便採取主動式管理策略，也無法賺得超額的報酬。既然無法擊敗大盤，基金經理人將會採取被動式管理策略，僅複製與大盤指數相同或類似的投資組合，賺取市場上合理的報酬。

4. 股票型基金常會利用各式的分析與評價方法，選出未來具有上漲潛力或目前價格被低估的股票，在選股方面可分為哪兩種方法。

Ans:

選股的方法可分為由上而下法及由下而上法兩種。由上而下法是先針對總體經濟進行分析，在全球市場中選出值得投資的市場，並分配各市場的投資比重；然後再以各市場為分析對象，挑選出各市場中最具發展潛力的產業；最後，再將分析的範圍，縮小至各產業中的單一個股，以決定是否投資。由下而上法(Down Top Approach)則是以單一個股為出發點，亦即首先選出一個獲利能力強、經營穩健的單一個股；並就同質性高的股票相互比較，評估其在產業中的地位；然後再比較個股股價與大盤指數的相對位置及風險，以決定是否投資。

5. 何謂動能投資策略(Momentum Investment Strategy)及反向投資策略(Contrarian Investment Strategy)？

Ans:

動能投資策略屬順勢操作(追漲殺跌)，認為在動能生命週期早期階段，投資人對市場資訊反映不足，股價會呈現「強者恆強、弱者恆弱」的現象，此時應買進股價表現

強勢的股票，並賣出股價表現弱勢的股票，以賺取超額報酬。反向投資策略則屬逆勢操作(買跌賣漲)，認為在動能生命週期晚期階段，投資人對市場資訊過度反映，此時應買進股價表現弱勢致價格被低估的股票，並賣出股價表現強勢致價格被高估的股票，以賺取超額報酬。

6. 有一 3 年到期、面額 5000 萬元的政府公債，票面利率為 2.5%，一年付息一次，若其殖利率為 3%，請問：(1)投資該政府公債的收益來源為何？(2)必須花費多少成本才能買進該政府公債？(3)該政府公債目前的存續期間為何？

Ans:

- (1) 投資該政府公債的收益來源為票面利息、資本利得及再投資收入。

- (2)

$$P_B = \frac{\$50,000,000 \times 2.5\%}{(1+3\%)^1} + \frac{\$50,000,000 \times 2.5\%}{(1+3\%)^2} + \frac{\$50,000,000 \times 2.5\% + \$50,000,000}{(1+3\%)^3} = \$49,292,847$$

- (3)

$$D_{\text{mac}} = \frac{1 \times \frac{\$50,000,000 \times 2.5\%}{(1+3\%)} + 2 \times \frac{\$50,000,000 \times 2.5\%}{(1+3\%)^2} + 3 \times \frac{\$50,000,000 \times 2.5\% + \$50,000,000}{(1+3\%)^3}}{49,292,847} = 2.9269$$

7. 甲債券及乙債券的到期日相同，過去兩者殖利率差皆在 100bps 上下，但目前兩者的殖利率卻縮小至 80bps。某基金經理人認為兩者的殖利率差在不久的將來將回復到 100bps。假設兩者未來的殖利率變動如下表所示，請問基金經理人應如何進行利差分析策略？其損益情況可能為何？

債券	目前的殖利率(百元價格)	未來的殖利率(百元價格)
甲債券	5.91%(108.5214)	5.93%(109.5833)
乙債券	6.71%(102.0411)	6.93%(97.4545)

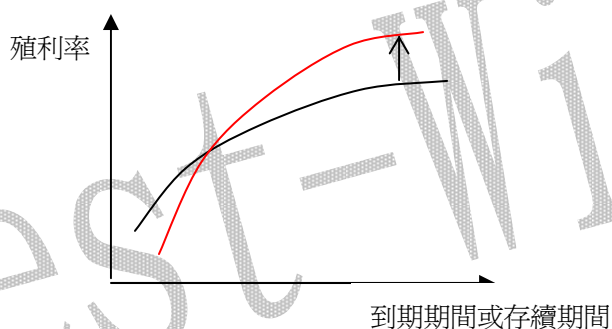
Ans:

若基金經理人認為甲、乙兩債券的殖利率差應會回復到 100bps，則可買進價格被低估的甲債券、同時賣出價格被高估的乙債券。基金經理人交易每 100 元的面額，將可賺取到 1.2190 元的價差收益。基金經理人交易每 100 元的面額，將可賺取到 5.6485 元的價差收益。

價差收益=買進甲債券的損益+賣出乙債券的損益

$$\begin{aligned}
 &= (\$109.5833 - \$108.5214) + (\$102.0411 - \$97.4545) \\
 &= \$5.6485
 \end{aligned}$$

8. 某基金經理人預期未來殖利率曲線的變化如下圖所示，請問其應如何買賣長期債券及短期債券，以賺取價差收益？



Ans:

買進短期債券，同時賣出長期債券。

9. 試比較被動式管理策略與主動式管理策略的差異。

Ans:

	被動式管理策略	主動式管理策略
市場效率性	高	低
投資目標	追蹤大盤指數	擊敗大盤
投資標的及操作方式	大盤指數成分股，模擬出與大	以選股及擇時策略，企圖選出

	盤指數相似的投資組合	價格被低估或高估的投資標的
基金投資組合的調整時機	大盤指數調整成分股時	以選股及擇時策略，積極調整基金投資組合，以隨時因應市場的變化
資訊透明度	較高	較低
管理費	較低	較高
共同基金的類型	指數股票型基金 指數型基金	一般股票型基金 債券型基金(如公債基金)

10. 指數型基金有哪些方式可模擬大盤指數？模擬大盤指數時，應考量哪些因素？

Ans:

(1) 完全複製法：完全複製法是依照大盤指數的成分股以及各成分股占大盤指數的權重，建構出一個與大盤指數完全相同的基金投資組合。完全複製法的最大優點在於能使共同基金的績效表現與大盤指數的追蹤誤差(Tracking Error)達到最小；但其缺點則是為了買進所有大盤指數的成分股，所需花費的資金及交易成本將非常龐大；而且並非所有的成分股均能順利買到應有的投資比重，因為有些成分股的交易可能不甚活絡。

(2) 抽樣近似法：鑒於完全複製法的缺點，基金經理人也可透過抽樣的方式，在大盤指數的成分股中，選取最具代表性或權值較大的成分股，以組成一個可模擬大盤指數的基金投資組合。抽樣近似法的優點在於所需花費的資金及交易成本較少，且具代表性或權值較大的成分股也較沒有流動性的問題；但其缺點則是無法完全複製大盤指數的績效表現，與大盤指數可能存有較大的追蹤誤差。

基本上，抽樣近似法的交易成本與追蹤誤差並無法兼顧。欲以增加成分股的方式縮小追蹤誤差，則必須花費較多的交易成本；反之，若欲以減少成分股的方式來節省交易成本，則必須容忍較大的追蹤誤差。因此，以抽樣近似法模擬大盤指數時，基金經理人必須權衡交易成本與追蹤誤差兩因素。

11. 請分別說明 CPPI 及 TIPP 的操作原則，並比較兩者的差異。

Ans:

(1) CPPI 的目的是希望在市場行情下跌時，能維持投資組合價值在某一水準之上，且又能積極參與市場行情上漲所帶來的資產增值。因此，CPPI 主要是將基金投

資組合的資金，配置於無風險資產(如現金、政府公債)及風險性資產(如股票)之上，且根據共同基金所能承受的風險程度，設定一個固定的投資組合價值底限及槓桿乘數，而槓桿乘數則是用於決定風險性資產的投資金額，其原則如下公式所示。當市場行情上漲使基金投資組合價值增加時，其投資於風險性資產的金額將隨之增加，藉以獲得更高報酬的機會；反之，當市場行情下跌使基金投資組合價值減少時，其投資於風險性資產的金額將隨之減少，以降低損失的程度；當基金投資組合價值觸及或跌破原先所設定的價值底限時，其資金將完全投資於無風險資產，以保護基金投資組合的價值。

風險性資產的投資金額

$$= \text{Min}[\text{槓桿乘數} \times (\text{基金投資組合價值} - \text{價值底限}), \text{基金投資組合原始價值}]$$

- (2) TIPP 的目的也是希望在市場行情下跌時，能維持投資組合價值在某一資產保障比例之上，且又能積極參與市場行情上漲所帶來的資產增值。因此，TIPP 除了依可承受的風險程度，設定槓桿乘數以決定風險性資產的投資金額外，也會設定一個固定不變的資產保障比例以決定欲保護的價值底限，其原則如下公式所示。當市場行情上漲使基金投資組合價值增加時，其價值底限將會依資產保障比例而增加；當市場行情下跌使基金投資組合價值減少時，其價值底限將維持不變。換言之，TIPP 的價值底限將隨著市場行情波動而調整，且只升不降，使基金投資組合的價值底限不斷墊高，具有鎖定獲利的效果。

$$\text{價值底限} = \text{Max}[(\text{投資組合價值} \times \text{資產保障比例}), \text{原價值底限}]$$

(3) CPPI 與 TIPP 的比較

	CPPI	TIPP
目的	在護本下，可兼顧行情上漲的獲利機會	在護本下，可兼顧行情上漲的獲利機會
價值底限	價值底限的金額固定	價值底限將隨著市場行情波動而調整，且只升不降
槓桿乘數	固定	固定
停損機制	有	有
鎖定獲利機制	無	有
績效表現	在行情不佳時，TIPP 的下檔風險將小於 CPPI；但在市場行情大漲時，TIPP 的報酬率將落後於 CPPI。	

12. 何謂市場中立策略？其與一般主動式管理策略的差異為何？

Ans:

本教師手冊係著作版權所有，若有抄襲、模仿、冒用情事，依法追究。

ISBN 978-957-729-844-7

市場中立策略所追求的絕對報酬，是指與投資本金相比的長期正報酬，並不以擊敗大盤指數為目標，有別於一般主動式管理策略以擊敗大盤指數為目標的「相對報酬」。在目前台灣市場上，基金經理人通常會運用衍生性金融商品的操作，來執行市場中立策略，例如以放空期貨的方式，降低或消除基金投資組合的系統風險(即 β 係數)。當基金投資組合價值上漲的幅度大於期貨價格上漲的幅度，或基金投資組合價值下跌的幅度小於期貨價格下跌的幅度時，共同基金將可賺得基金投資組合與期貨之間的價差收益。換言之，無論在多頭市場或空頭市場，市場中立策略均可產生獲利；長期下來，基金投資組合價值將可穩定成長。

Best-Wise