

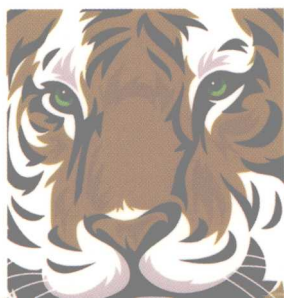
一部关于20世纪华尔街最伟大的导师和启蒙者  
——朱利安·罗伯森的成败史

# 从8000万

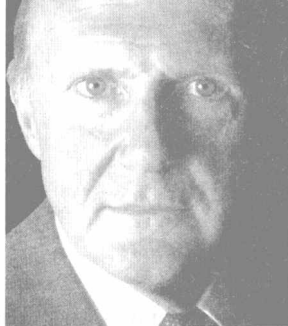
朱利安·罗伯森和他的老虎基金

# 到2000亿

[美] 丹尼尔·A. 斯特奇曼◎著 李炜◎译



高等教育出版社



# 从800万

朱利安·罗伯森和他的老虎基金

# 到200亿

[美] 丹尼尔·A. 斯特奇曼 著 李炜 译



 高等教育出版社

北京市版权局著作权合同登记章

图字: 01-2005-0710

Julian Robertson: a tiger in the land of bulls and bears by **Daniel A. Strachman**

Copyright © 2004 by Daniel A. **Strachman**. All rights reserved.

Original language published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.  
Authorized translation from the English language edition published by John Wiley & Sons, Inc.

Simplified Chinese translation edition jointly published by John Wiley & Sons, Inc. and HEP Publishing House.

图书在版编目 (CIP) 数据

从 800 万到 200 亿: 朱利安·罗伯森和他的老虎基金/  
(美) 斯特奇曼著; 李炜译. —北京: 高等教育出版社,  
2008. 9

书名原文: Julian Robertson: A Tiger in the Land  
of Bulls and Bears

ISBN 978-7-04-020604-3

I. 从… II. ①斯…②李… III. 基金-投资-经验-美国 IV. F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 139355 号

策划编辑 杨晓娟

责任编辑 李 氏

责任印制 朱学忠

出版发行 高等教育出版社  
社 址 北京市西城区德外大街 4 号  
邮政编码 100120  
总 机 010-58581000

经 销 蓝色畅想图书发行有限公司  
印 刷 北京新丰印刷厂

开 本 787×1092 1/16  
印 张 14.5  
字 数 215 000

购书热线 010-58581118  
免费咨询 800-810-0598  
网 址 <http://www.hep.edu.cn>  
<http://www.hep.com.cn>  
网上订购 <http://www.landaco.com>  
<http://www.landaco.com.cn>  
畅想教育 <http://www.widedu.com>

版 次 2008 年 9 月第 1 版  
印 次 2008 年 9 月第 1 次印刷  
定 价 28.00 元

本书如有缺页、倒页、脱页等质量问题, 请到所购图书销售部门联系调换。

版权所有 侵权必究

物料号 20604-00

## 郑重声明

高等教育出版社依法对本书享有专有出版权。任何未经许可的复制、销售行为均违反《中华人民共和国著作权法》，其行为人将承担相应的民事责任和行政责任，构成犯罪的，将被依法追究刑事责任。为了维护市场秩序，保护读者的合法权益，避免读者误用盗版书造成不良后果，我社将配合行政执法部门和司法机关对违法犯罪的单位和个人给予严厉打击。社会各界人士如发现上述侵权行为，希望及时举报，本社将奖励举报有功人员。

反盗版举报电话：(010)58581897/58581896/58581879

反盗版举报传真：(010)82086060

E - mail: dd@hep.com.cn

通信地址：北京市西城区德外大街4号

高等教育出版社打击盗版办公室

邮 编：100120

购书请拨打电话：(010)58581118

## 译者序

这是我读到的第一本关于一位对冲基金经理生平和投资经历的书。由于本人从事资金管理十几年，因此对资金管理界一些大师级人物（如乔治·索罗斯、沃伦·巴菲特和彼得·林奇等）的个性和生平都极感兴趣。我在1997—1998年的金融危机中曾有幸和朱利安·罗伯森这位叱咤风云的著名对冲基金经理做过对手盘。由于有关朱利安·罗伯森的资料很少，所以我非常乐意来承担这本书的翻译工作。

本书不仅仅讲述了这位大师级基金经理的基金运作细节，更重要的是，告诉读者一个在20年里赚取近170倍利润的基金经理的思维方式 and 价值观。对冲基金在美国的发展得益于美国经济的天时、地利和人和。对冲基金即将在中国获得法律地位，本书的出版将帮助那些有志于对冲基金事业和资金管理行业的人们进一步了解朱利安·罗伯森这位投资大师的投资秘诀。正如罗伯森所说的那样“和投资者的利益联系在一起的对冲基金一定比追求规模、旱涝保收的共同基金更有前途”。当然，对冲基金也有它的弱点，就是当规模达到一定程度后，投资业绩一定会下降。这点无论在美国的对冲基金界，还是在中国共同基金界中都是显露无遗的。

从事投资的人都是聪明人，可是上帝从不为难傻子。聪明人的烦恼不断就是因为他们认为自己比别人更加聪明。从本书中我们还可以看到美国投资界的聪明人朱利安·罗伯森是怎样在美国纳斯达克市场和日本股市碰到麻烦的，这也从另一方面说明了对冲基金的致命伤，看来这对将来中国的对冲基金也是不可避免的。

本书用于分析公司和市场的方法和思路对中国股市也很有实践价值，我亲自用其中的方法小试了几次，果然有效果。看来投资应是一项实验性的科学工作。

本书在翻译过程中得到了很多人的帮助，在这里向所有帮助过我的人表示感谢。由于时间仓促，在翻译中的问题和错误在所难免，希望广大读者批评指正。我将这部译作送给我刚刚出生的儿子——未来的资本家李松泽。

李炜



从  
800万到  
200亿

——朱利安·罗伯森和他的老虎基金



献给我的妻子菲丽丝

# 序 言

这是一个关于怎样管理金钱和怎样创造奇迹的故事；一个讲述如何凭借个人能力不断地利用市场中的信息不对称，通过努力操作，从市场中赚取巨额利润的故事；一个讲述如何使用和利用华尔街的最棒、最聪明的想法，能不断战胜市场，使自己成为空前绝后的最伟大的资金管理人之一的故事。这个故事说明了胜利不仅重要而且胜利就是一切，刻画了一个常常将其雇员推向工作的极限，以至于被其雇员深深憎恨的老板，而这位老板对手下人孜孜不倦努力工作的感谢不过是一句称赞和一大笔奖金。这个故事告诉我们，一个人是如何凭借令人难以置信的、不惜一切代价去夺取胜利的干劲和决心，将自己创立的公司发展成为最成功的对冲基金和基金管理公司之一的。这个故事也谈到了一个人如何永久性地改变了全球资金管理的方式，以及使他成功的令人羡慕的个性。但很多人也深信，这种个性同样是导致他最终失败的原因。

这是关于一个基金经理如何将一个不到 20 人的、管理着大约 800 万美元资产的公司，发展成为超过 100 人、管理着超过 210 亿美元资产的公司，并且自己也因此一夜成名的故事。这里讲到了一个组织如何从基于有福共享的企业文化的家庭式小作坊，成长为一个混杂着钩心斗角、尔虞我诈和贪得无厌的企业文化的投资管理公司。故事讲到了在千禧年之初，因为技术股泡沫导致股市大起大落，从而使公司在兴衰中体验成长的痛苦、挫折和企业文化上遇到的问题。

这里讲的是朱利安·罗伯森和老虎基金管理公司（Tiger Management，以下简称老虎基金）的故事。

罗伯森被人们认为是一个骄傲自大、自私小气、脾气暴躁、一意孤行的人，但也有一些人认为他极其和蔼仁慈又具有些传奇般的美国南方人的魅力，而他的许多同龄人、以前的同事和他的朋友则



称赞他是个好人。总之有一件事是清楚的——他是一个复杂的人。

与华尔街的人在一起评价他时，你会听到这样一些说法：“他是你所能遇到的最杰出的事后诸葛亮”，“他已经下好了套”，“朱利安是独一无二的”。这些评论夹杂着赞扬、羡慕和一些畏惧。你从来无法知道他对你的看法如何。在市场内外你很难找到不称赞他的工作的人。但是一些人在称赞了罗伯森的投资业绩后，会马上要求尽快抛弃这些记录，并用一种不同的口吻，或者是一种恶意的甚至恶毒的口吻评论他的业绩记录。

这是一个喜欢在自己的脑袋里将一系列数字作加法并且知道自己的投资组合的市值会上升或下降多少的人（还记得达斯汀·霍夫曼在电影《雨人》中算火柴棒的个数吗？），但是他却对记住一些人的名字都感觉有些困难。

他是一个骨子里就有着强烈的争强好胜性格的人，这点不仅仅在他做交易或投资的时候，而且在他的日常生活甚至在他上高尔夫球培训课程的时候都暴露无遗。他为自己的这个业余爱好而创办的高尔夫课程都是由世界领先的课程设计师设计规划的。虽然这些训练教程由于他缺少天赋而重新精心修改过了，但是他还是将一局简单的高尔夫比赛变成了一场地狱式的经历。由于他是如此的争强好胜以至于他甚至因不愿意失去一个球洞而单独打了一个回合，所以他的一些朋友和以前的同事说他们实在不能忍受和他一起玩高尔夫球了。

朱利安·罗伯森显然就是这样一个人。无论做什么都要做到最好的人。他会将他通往做得最好的道路上的一切障碍都踩在脚下、挤走、推开，然后达到胜利的顶峰。

但为了了解罗伯森本人和他的老虎基金在对冲基金和华尔街的重要性，我们首先需要看看对冲基金是从哪里起源的，这个行业是如何逐渐发展到现在这个样子的。

在过去的 60 多年里，对冲基金革命性地从华尔街发展到了几乎全球各个角落。显然对冲基金不是 20 世纪最重要的金融发展，但是对冲基金的概念和投资工具永久性地改变了国内外的资金管理行业的前景。

在对冲基金面前人人平等。无论教育背景、职业经历、天赋和



从 800 万到 200 亿

——朱利安·罗伯森和他的老虎基金





知识技能如何，任何人都能够设立一个对冲基金，任何人都有机会去赚取几百万美元。1949年，从社会学家转行的记者阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯（Alfred Winslow Jones）创办了首家对冲基金公司，这一基金形式为基金经理提供了一种比传统投资基金赚取更多利润的机会。其与传统基金的根本差异在于收费结构的不同，对冲基金的费用一般由1%的管理费和利润的20%的奖励费用组成，而这20%利润的奖金就是放在业绩优秀的基金经理面前的一大桶金子。

正因为这个无限的机会，对冲基金在过去50年里几何级数般地发展壮大起来。据美国证券委员会（Securities and Exchange Commission）的数据，到2004年年中的时候，美国国内大约有6000家对冲基金公司，管理着数千亿美元。但是，在刚刚开始的时候（在该行业第一个40年里），只有少数几个管理人像保守什么秘密一样，运营这些名不见经传却有利可图的投资工具。

许多人坚信，对冲基金能够脱颖而出与众不同，是因为它能够吸引最好的、最聪明的人，并且其业务有着快速致富的特征。大家相信传统的共同基金行业将会不断失去它最好的天才从业者，因为它不能像对冲基金那样提供如此高的报酬。

在对冲基金里，利润由基金经理和他的团队分享，而传统的共同基金的基金经理仅能按管理的资产规模收取管理费，而这与基金业绩的好坏无关。

近年来，一些华尔街的大交易商的合伙人企业上市，因此它们不能再像以前那样为市场提供有流动性的风险资本，于是对冲基金马上进入并填补了这个空白。历史上，流动性资本大多是由高盛（Goldman Sachs）、摩根士丹利（Morgan Stanley）、所罗门兄弟（Salomon Brothers）和莱曼兄弟（Lehman Brothers，华尔街最大、最重要的机构）这些机构提供的，但是，现在它们必须面对社会各个阶层和各个行业的个人投资者对其全面经营的监督（译者注：由于这些公司已经上市，受到了上市公司的法律约束）。这些公司已经不能按照它们未上市时私人合伙制企业对风险的容忍度那样经营了。这样就在市场上留下了一个空洞：这些公司不能经营曾经的自营交易，也不能因承担巨大的（虽然是可控的）风险去赚取巨额利润，当然也不能承担潜在的巨大亏损。因此，取而代之的是规范化的、



缺少刺激的、更加简单的业务，如单纯的经纪业务和清算，虽然也极其有利可图，但也极其简单乏味。

现在，对冲基金由于向全球各个资本和衍生品市场提供主要的流动性风险资本而成为资本市场中的一个极其重要的组成部分。有些人可能抱怨，正是对冲基金引发了全球金融市场的动荡，但是它们毕竟还是向市场这个“生态系统”提供了“养料”，这对每个人——基金管理人、投资者、服务提供商等都是有益无害的。

在20世纪60年代和70年代的大部分时间里，琼斯的对冲基金合伙人企业和少数其他对冲基金在对冲基金行业占有统治地位。但是到了20世纪70年代后期和80年代早期，三个聪明人接过了琼斯手里的火炬并将其传递给了数千个后来者，以确定对冲基金的火焰不会熄灭。

这三个聪明人是乔治·索罗斯（George Soros）、迈克尔·斯坦哈特（Michael Steinhardt）和朱利安·罗伯森。他们是真正的现代对冲基金之父。在他们鼎盛时期，这三个人和他们的基金是全世界基金经理羡慕的对象。甚至在退休或将资金退还给投资者之后，他们仍旧是绝大多数对冲基金经理们心中成功与否的评判标准。

虽然索罗斯、斯坦哈特和罗伯森已经从公众对对冲基金关注的视线中引退了，但是显然，对于了解他们的人来说，一旦成为投资者就永远是个投资者。新闻界和社会大众可能认为他们已经引退了，因为他们已经将基金关闭，将资金退还给了投资人，现在是做顾问当元老的时候了，但当你访问过他们的办公室后就会发现与上述想法的不同之处了。

这些人在市场里还是相当活跃的，他们不是简单地退还了投资者的资金收拾行李回老家了。这些人至今仍然参与全球的资本市场运作，通过另一种形式来交易或管理资金。

在2004年的早春，前任老虎基金的雇员们被认为管理或照看着的资产超过了对冲基金行业所管理总资产的10%。虽然罗伯森自己的基金在2000年关闭了，但在此后的近4年里，在对冲基金界仍然能够感觉到他的影响力。

虽然索罗斯和斯坦哈特通过艰苦努力将他们武侠传奇式对冲基金经理人形象转换为慈善家，以在历史上流芳百世，但罗伯森仍



从800万到200亿

朱利安·罗伯森和他的老虎基金



然活跃于市场和对冲基金界中。

可以说，对冲基金这个行业里的火炬已经传递到了一批新生代管理人手中，如蓝脊对冲基金（Blue Ridge Capital）的约翰·格瑞芬（John Griffin），独松对冲基金（Lone Pine Capital）的史蒂文·曼德尔（Steven Mandel）和玛弗瑞基对冲基金（Maverick Capital Management）的李·安斯列（Lee Ainslie）。虽然这些管理人是独立的个人，但是他们都有一个共同点——他们都是来自老虎基金，俗称“小老虎”。

罗伯森和老虎基金的真正成功已经超越了那些显眼的业绩数字和令人难以置信的所管理的资产规模。最终，老虎基金的成功在于它一系列的小老虎们的成功，他们的成功将罗伯森与斯坦哈特、索罗斯明显地区分开来。后两者都没有创造出一台机器，以真正产生一批又一批新的成功的基金经理人，而这点只有老虎基金做到了。

“在将来的几年里，人们都会在对冲基金行业里感受到罗伯森的影响力。”亨特·泰勒（Hunt Taylor，一位行业观察家、一家专门投资基金的私人基金董事）这样评论道：“他创造了一个全新的理念，除了创造金钱以外，还创造了伟大的基金经理。可以肯定，至少有30~40人是从老虎基金进入这个行业而后开始成功地运作对冲基金的。这才是他所做的真正令人难以置信的一件事。”

这本书就是讲述这样一个故事，罗伯森接过琼斯手中的火炬创造了至今为止最成功的、最令人敬畏的对冲基金，而随后又培养了一批成功的基金经理人，他还影响到了未来很多年里的基金管理方式。时至今日，伟大的交易和灵感已经越来越鲜有所见。因此，罗伯森不仅仅是20世纪最伟大的交易员和基金经理人，而且是华尔街最伟大的导师和启蒙者之一，本书正是对于朱利安·罗伯森、老虎基金管理公司及其对对冲基金行业影响的全面解读。

（本章的信息收集来自对老虎基金的前雇员、朱利安·罗伯森的同事们以及对布齐家族和琼斯家族成员的访问及其会谈。）



## 序 言



# 目 录

- 序 言 / 1
- 第一章 赚金属的钱 / 1
- 第二章 老虎的诞生 / 11
- 第三章 一个南方人在纽约 / 23
- 第四章 老虎发现新猎场 / 33
- 第五章 老虎开始咆哮 / 39
- 第六章 1987 年股市大崩盘 / 61
- 第七章 一个新时代的曙光 / 83
- 第八章 老虎和新闻界的争执 / 101
- 第九章 巅峰坠落 / 125
- 第十章 新闻界分析老虎 / 143
- 第十一章 小老虎们 / 159
- 第十二章 从老虎基金得到的教训 / 173
- 第十三章 贵人行善 / 197
- 附 录 / 213
- 致 谢 / 216



## 第一章 赚金属的钱



从 800 万到 200 亿

——朱利安·罗伯森和他的老虎基金

在 1994 年春天一个寒冷的清晨，老虎基金的掌门人朱利安·罗伯森和他的分析师们正在位于曼哈顿中区的办公室里仔细地阅读着来自各个商品制造商、商品用户的研究报告和信息，就像是在杂草丛生的荒野上搜寻钻石一样。

朱利安·罗伯森在 1980 年创立了名叫老虎的对冲基金公司，该基金用做多加做空的股票投资策略从市场中赚取利润。对罗伯森来讲，当时正是将基金扩张到更大的、能提供更多利润的市场中去的最好时机。老虎基金管理公司在那年的发展比较缓慢，但到了 1994 年的下半年，基金公司及其管理的基金成了市场里一股不可忽视的新生力量。投资者们奋力拥入对冲基金市场，投下了将近 40 亿美元的资金。现在看来，20 世纪 90 年代的整整 10 年显然是属于华尔街大型投资机构和金融大亨的 10 年。

但在当时（1990 年年初），罗伯森还是有点忧虑。在他的意识中有个阴影，这个阴影的名字叫乔治·索罗斯。索罗斯在 20 世纪 60 年代就创立了自己的投资公司，而现在他已是国际金融界的一个传奇，是基金经理艳羡的对象。罗伯森觉得自己也能够像索罗斯一样挑选股票、玩对冲基金的游戏，但他还缺少一个大的突破，使他的名字从一个华尔街的成功者转变为一个世人皆知的成功者的符号。正是这种渴望使他不停地从他助手每周投资例会上递交的研究报告中找寻着信息。

但现在有些非同寻常的东西吸引住了罗伯森的目光。他从关于期铜市场的信息中得到了一点灵感。他注意到，在最近几周内铜价一直在上涨，然而铜的需求却保持不变，而且有些下降的迹象。

在和他的商品分析师详尽地探讨了期铜市场后，他又和他了解的一些内行人士通了电话，他得出的结论是：铜的需求量实际上是在下降，现在需求量的增加只是一种暂时的现象。为了证明自己是正确的，他需要更多的信息，特别是那些从第一线的人士那里得到的数据。他脑子仿佛是飞快翻动着的名片簿，他很快找出了一些人的名单，他将一些了解在铜市里究竟发生了什么事情的人列到了这张名单里。这些人能帮他确定自己的直觉是否正确。罗伯森给一些商品交易商打电话，和一些商品制造商对话，用这些人反馈的信息来确定他的预测。他得到的数据显示，铜矿的出产量处在正常水平，





铜的冶炼商的产能也在最佳状态，需求看来很疲软，因此铜价下跌的日子不远了。

他的分析师从各种来源（包括经纪商、中央银行、商品经销商等）得到的报告研究结果表明，铜的商品合约价格已经被高估了。价格显然是基于现在商品的供需关系决定的，如果将来的需求下降，价格也一定会跟着下跌。这是一个基本的供—需情景分析的结果。这个分析结果告诉罗伯森的分析师们，看起来他们手头有个很好的做空交易。做空交易背后的原理很简单：你相信一种证券的价格太高了而且价格不得不下跌。你因此就会同该证券的所有者签一个合同并付一笔费用将它借来后卖到市场上去。当价格下跌了，你再将该证券买回来还给你的出借方。你买卖该证券所得的差额减去所有和交易有关的费用就是你的利润。

做空对老虎基金的同事们来讲可不算是新鲜玩意儿了。做空是他们日常运作的基石，是他们取得成功的举足轻重的部分。他们对做空感觉轻松自在，而且坚信他们有能力把握好时机。老虎基金当然不是唯一发现铜商品市场有缺陷的投资者。其他行业的观察家与参与者和一些对冲基金公司一样，不能理解为什么价格会一直在走高，他们期望价格会平稳下来。

对老虎基金感兴趣的投资者被它大量的、绝佳的投资业绩所激励。老虎基金已经跨越了一个又一个管理门槛，飞速发展成为对冲基金行业里最大的几家之一。罗伯森和他的团队懂得，为了保持在业界的地位，他们必须要维持旗下基金的业绩。对冲基金为了保住资金的净流入，需要提供优良的业绩来向已有的和潜在的投资者证明，它在吸收新资金的同时有能力维持其业绩表现。因此，罗伯森和他的团队不但要持续地证明他们能有效地管理资金，而且他们有足够的技术使其能够管理从投资者那儿吸收来的几十亿美元。

这已经没有犯错误的余地了，只能不断地去寻求非同寻常的好主意和好机会。罗伯森努力带领他的团队寻找对他们的投资组合有价值的机会。老虎基金必须成为第一，它必须是最好最大的基金，罗伯森需要他的团队实现这个目标。他可不想小打小闹或在索罗斯的影子后面追赶。罗伯森想通过自己正确的预判来获取成功，并使自己更加出名。他需要一笔好的交易将老虎基金带上顶峰——从铜





的研究看来，这正是他想要的交易。

“故事”（Story）是所有这些投资机构进行交易的关键。如果故事合情合理，投资就有道理；如果没有故事或故事不容易被人理解，那么这个项目就不应该被放进投资组合。老故事改变了，投资就不得不跟着变。这就是关于“故事”的全部故事。

罗伯森的口头禅是：只要围绕着投资的故事没有变化，投资仓位就应该扩大；而一旦故事改变，马上平仓出局。他的交易员和分析师都知道这就是老虎基金的运作方式。这就是使罗伯森和他的机构成为对冲基金行业里的巨兽的原因。这是一个简单而又聪明的发财之道。

为了理解“故事”这个概念，让我们来看看下面这个例子。假设你对一张结实的橡木桌子感兴趣，同时分析员告诉你，他考察了桌子市场，评估了信息，得到的结论是这张桌子如果以 100 美元买到是很合算的，因为它制作精良，组装坚固，不会四分五裂地解体。这就是“故事”。你因此去商店准备买下这张桌子。当你在商店里用手摸着这张桌子的时候；桌子的一角却突然中断了。好了，现在那个售货员想竭尽全力卖掉这张破桌子了。他愿意以 20 美元卖掉它。这对分析师来说便宜得简直像偷来的一样。他认为这是个难以置信的机会，只要付 20 美元就能买下真正值 100 美元的东西，所需要的仅仅是小修小补一下。但在罗伯森眼中，这个“故事”现在有了缺陷。他会说你根本不应该参与这次交易。用最好的橡木做的东西，制作得又这么精良，怎么就断了呢？罗伯森会说出比这张桌子的断角多得多的东西。对这桌子的研究的可信度现在就很值得怀疑了，“故事”错了，是你应该将目光转向其他的投资方向的时候了。

罗伯森的异乎寻常的能力使他自己和他的部下在一大堆对冲基金经理中脱颖而出。他了解自己的长处和短处，知道怎样扬长避短。他能够在其他人放弃的时候坚持己见，同时他有本事在几乎一瞬间作出令人难以想象的重要决策。很多人没有这种性格。而老虎基金独特的发展历史却一次又一次地证明了他的这种成功的个性。

正是这种异乎寻常地坚信自己想法的能力让他和他领导的投资团队在 1995 年抓住了期铜市场的令人难以置信的机遇。

当罗伯森和他的团队开始关注期铜的时候，他们并不知道这个



从 800 万到 200 亿

——朱利安·罗伯森和他的老虎基金

