

富可敌国

经典版

对冲基金与新精英的崛起

MORE

[美] 塞巴斯蒂安·马拉比 (Sebastian Mallaby) © 著 徐煦 © 译

MONEY THAN

GOOD



富可敌国

经典版

对冲基金与新精英的崛起

MORE

MONEY THAN

GOD

「美」塞巴斯蒂安·马拉比(Sebastian Mallaby)◎著 徐煦◎译

C 湛庐文化
Cheers Publishing



a mindstyle business

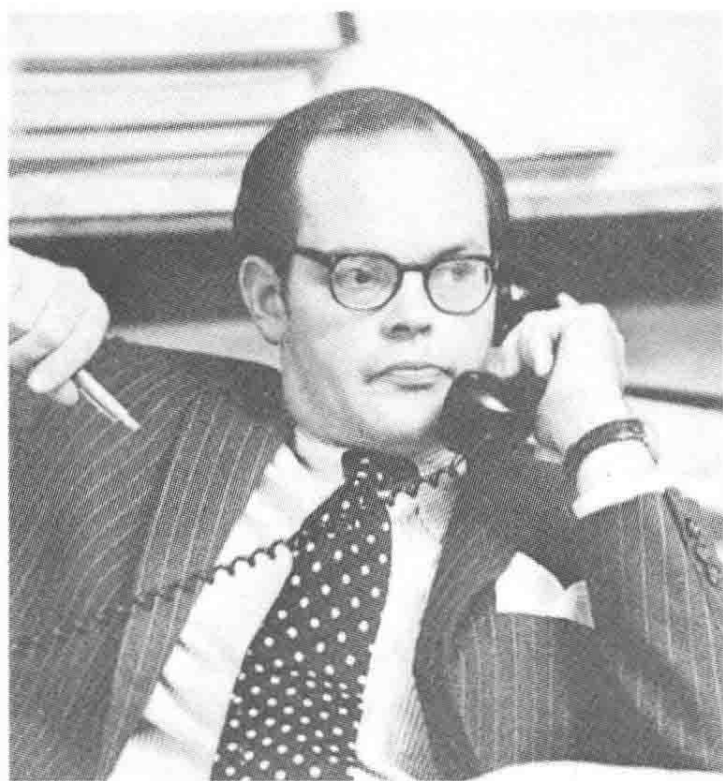
与思想有关



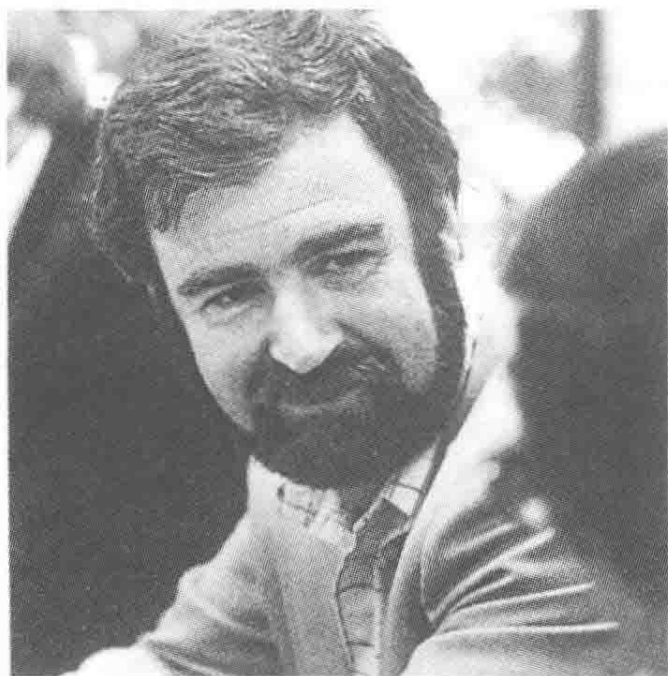
◀阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯（左）在1949年创立第一只对冲基金之前，曾与马克思主义者在一起谈笑风生，曾作为一名地下工作者反对过纳粹主义。他最先将做空和杠杆效应相结合，催生了一大批早期的模仿者。照片（上）是1963年，他和他的家人在印度喜马拉雅山附近猎捕老虎。



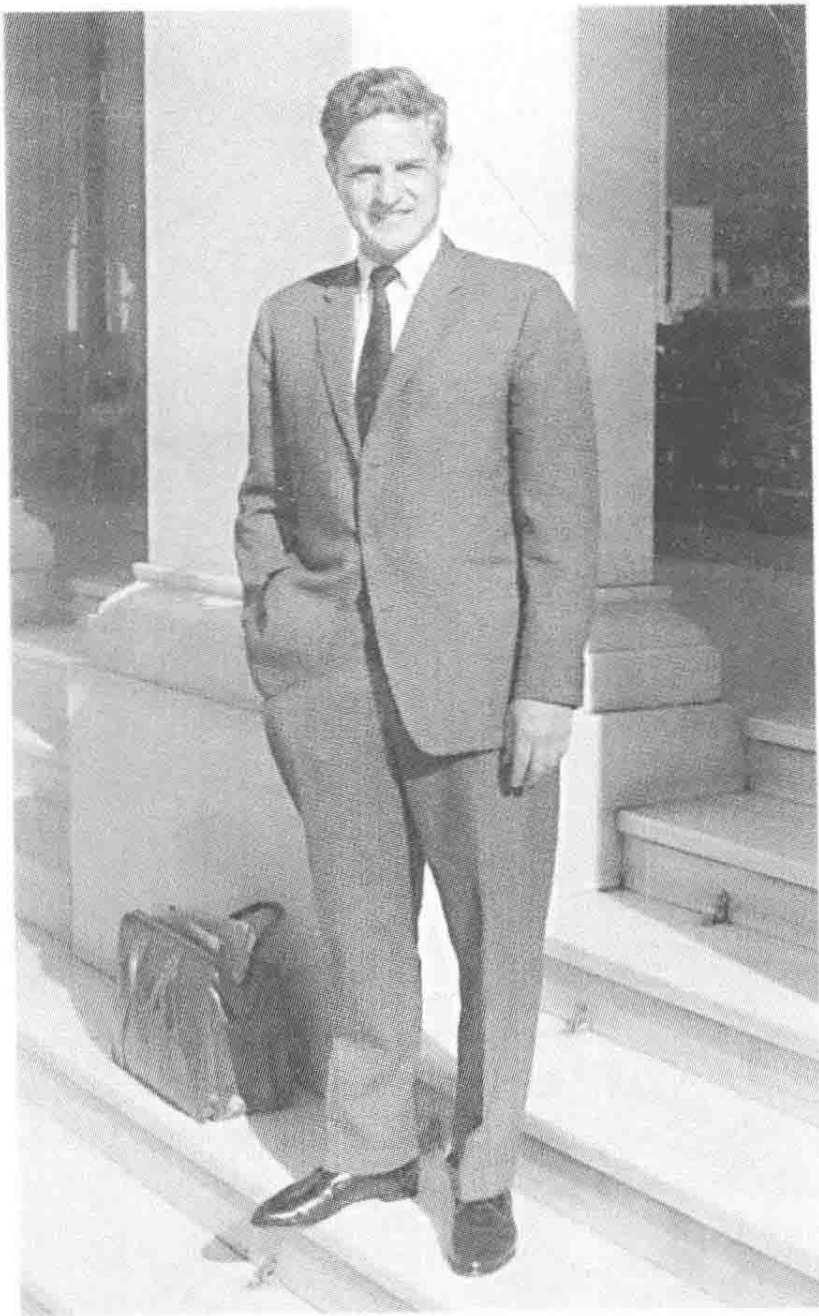
▲迈克尔·斯坦哈特将他的对冲基金交易平台从平淡无奇变成有声有色的盈利中心，他时不时地利用新技术不断开拓新领域。继20世纪70年代和80年代的辉煌之后，他在1994年的市场风暴中损失了投资者资产的三分之一——这是后来金融危机的前奏。



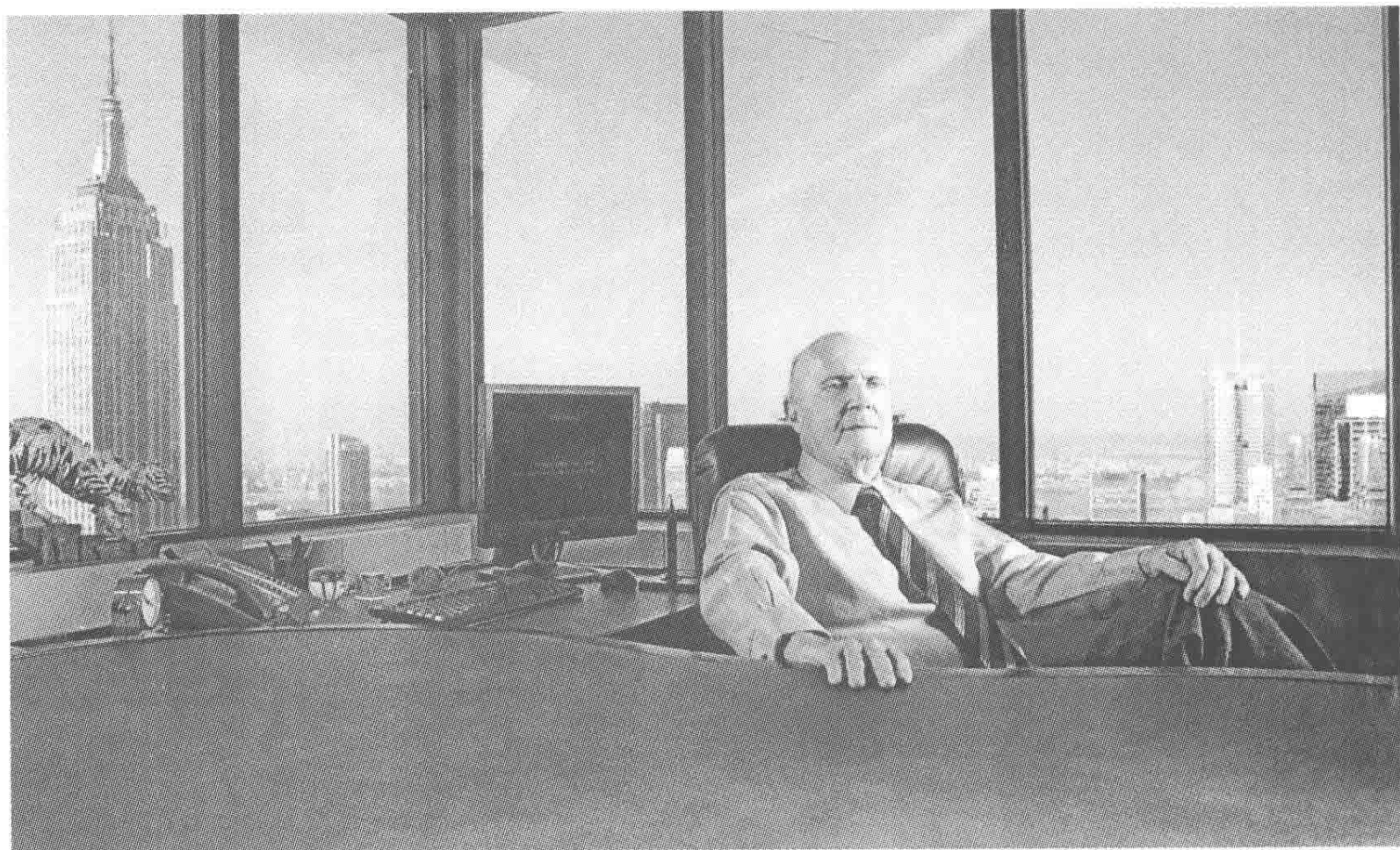
▲ 20 世纪 70 年代，海默·威玛（左上）带领商品公司取得了巨大的成功，这吸引了诺贝尔奖得主保罗·萨缪尔森的投资——尽管萨缪尔森曾经声称市场非常有效，不可能被战胜。在威玛的早期合作伙伴中，保罗·库特勒（右上）也是学术界市场有效论的推崇者；弗兰克·万纳森（左下）创立了早期趋势跟踪计算机交易系统之一；自由主义者迈克尔·马库斯（右下）是个新新人类，也是个天才的趋势利用者，在后来的几十年里，宏观交易者的风格和他如出一辙。



► 乔治·索罗斯在 1969 年创立了他的第一只对冲基金，他综合运用了传统的股市分析、大量的价格图表分析以及卡尔·波普尔的哲学思想。他从货币交易中牟取暴利，但同时他又是个慈善家。这种双重人格影响了他的业绩。



◀ 斯坦利·德鲁肯米勒作为索罗斯的首席交易官，带领量子基金对英镑和泰铢进行了漂亮的狙击。他在网络泡沫中获得了巨额利润，在泡沫破灭之前几个星期全部卖出，退出市场。但是他又在一个完全错误的时机杀回市场，损失了 30 亿美元。



▲朱利安·罗伯逊的老虎基金挑战了学术界关于选股者不能战胜市场的论断，在 20 世纪 80 年代和 90 年代创造了传奇般的收益，他所培养的一批老虎基金员工纷纷创立了自己的对冲基金，继承了他获利的传统。在俄罗斯国债违约时，老虎基金几乎买下了俄罗斯政府所有的钯、铑和白银。



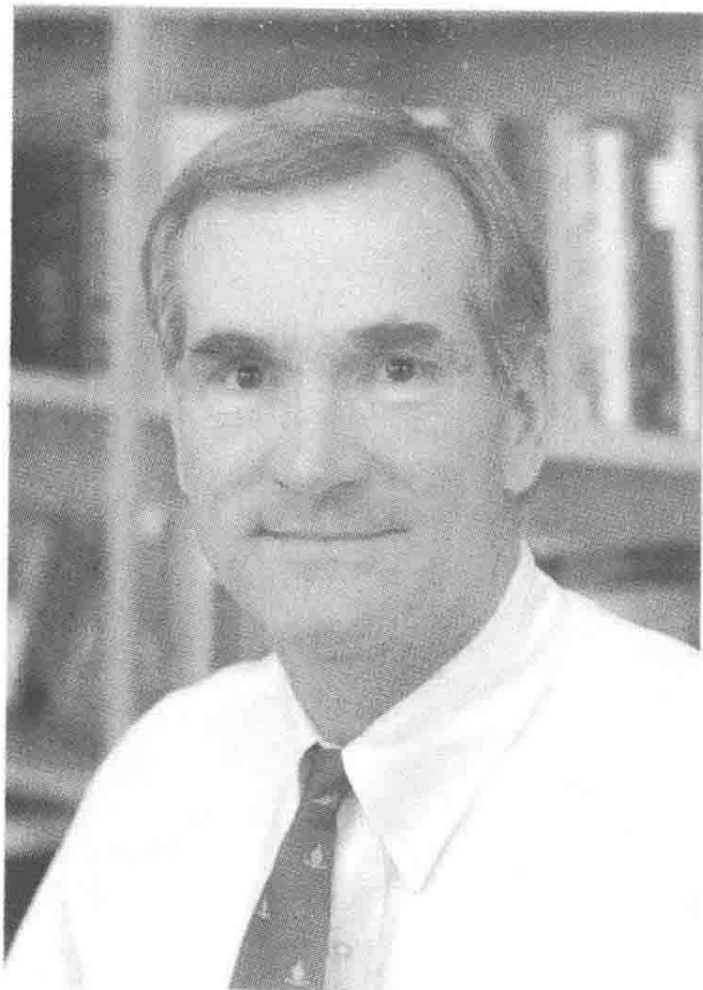
◀保罗·都铎·琼斯穿着布鲁斯·威利斯的旧运动鞋，成长为一名主要的交易者。他将一个交易系统命名为“麦当娜”，他预测到了华尔街的大动荡，在 1987 年 10 月市场崩盘时赚了一大笔。2008 年，他预测到雷曼兄弟公司的倒闭会导致经济的全面崩溃，但是他却容忍了公司员工在新兴市场的惨重亏损。



▲布鲁斯·科夫勒在商品公司开始了他的职业生涯，开创了一种被称为“货币套利”的交易形式，接着他创立了卡克斯顿对冲基金，成为新保守运动的教父。

►路易士·培根是保罗·都铎·琼斯和布鲁斯·科夫勒之外另一个运用商品公司首先推行的交易方式的宏观投资者。他投机于商品和货币，成功地预测了第一次伊拉克战争之后的市场走势。

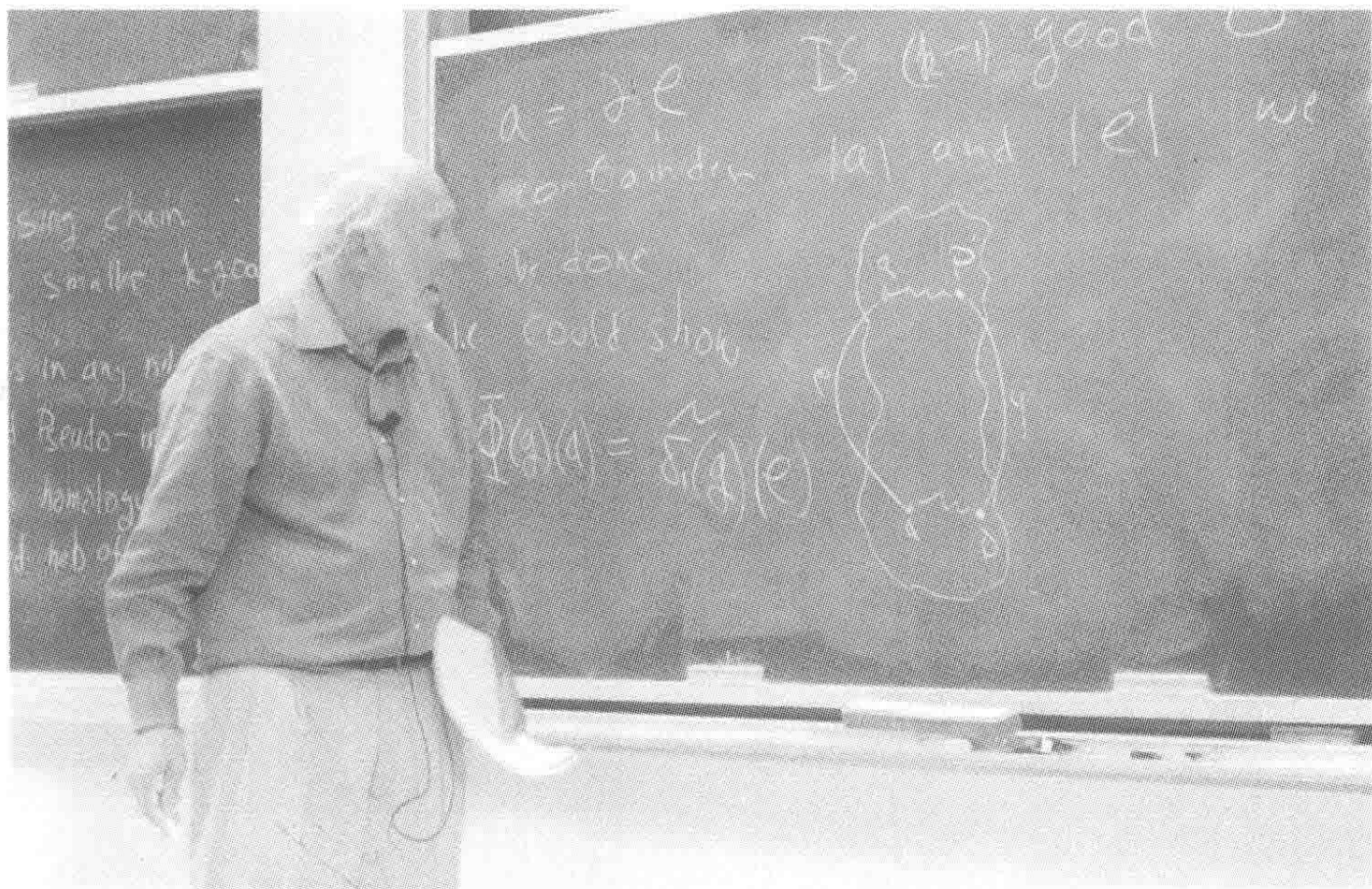




◀大卫·斯文森将耶鲁大学捐赠基金投资于对冲基金，其他大学随后竞相模仿。2005年，因为耶鲁大学140亿美元的捐赠基金中有78亿来自于他的投资，他的投资选择得到肯定，并使他成为大学最大的施惠者。

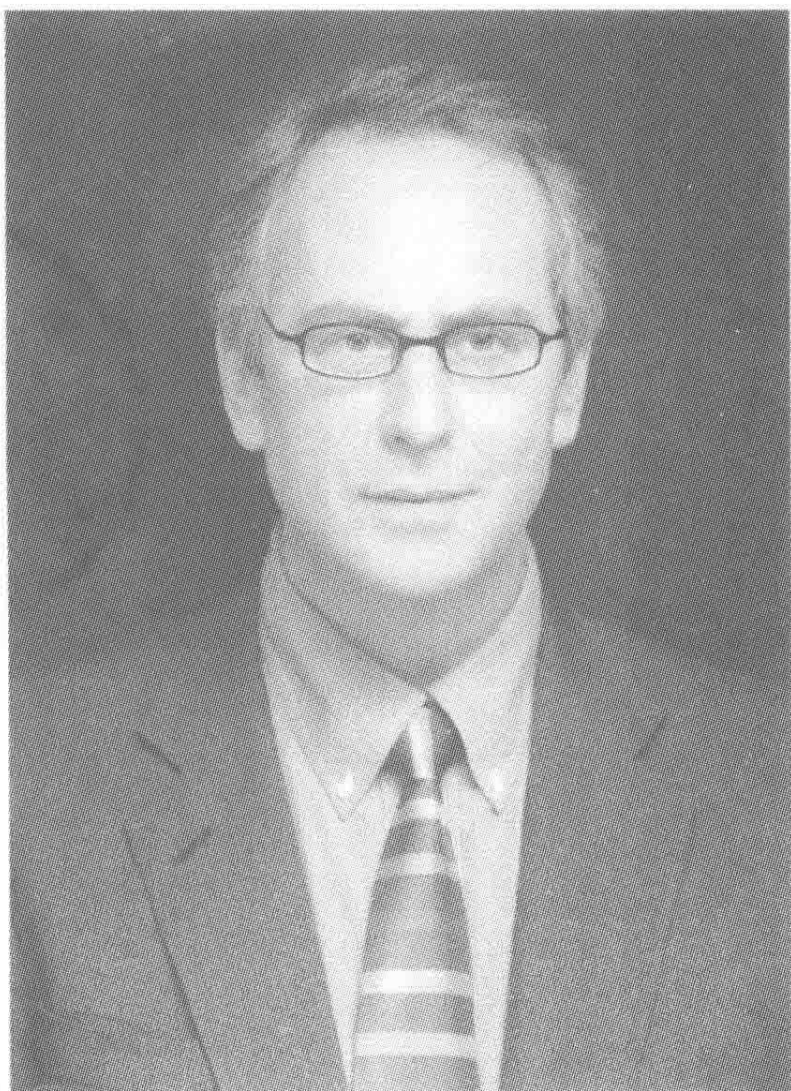


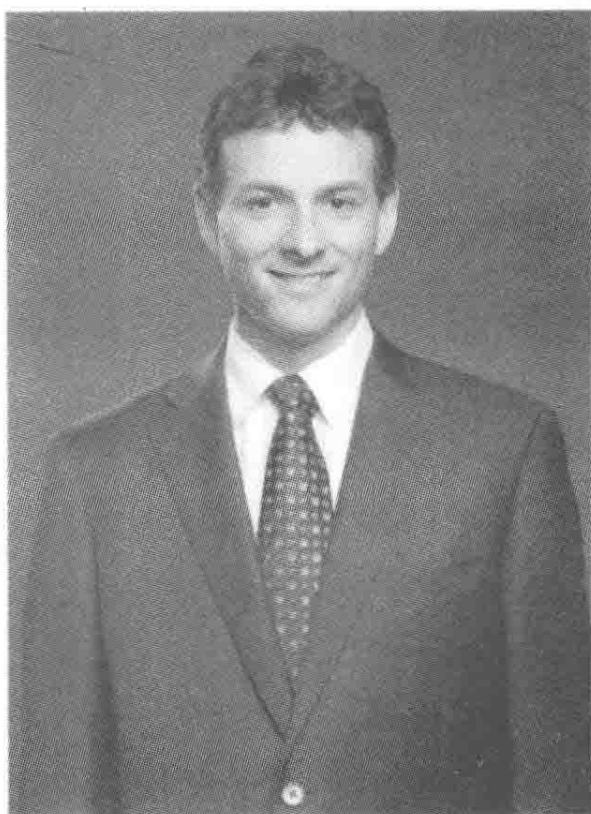
◀汤姆·斯泰尔的法拉龙资本管理公司是第一只从耶鲁吸引到投资的对冲基金。法拉龙是从高盛罗伯特·鲁宾的风险套利部门分离出来的，率先采用了“事件驱动型”投资方式。在1990年至1997年间，法拉龙没有任何一个月出现过亏损。



▲詹姆斯·西蒙斯招募了数学家、密码破译者和翻译专家创立了迄今为止最成功的一只对冲基金。那些使大奖章基金自 1990 年以来一直盈利的统计程序在市场动荡的时候表现优异。在 2008 年危机的时候，大奖章基金上涨了 160%，西蒙斯本人年收入超过 10 亿美元。

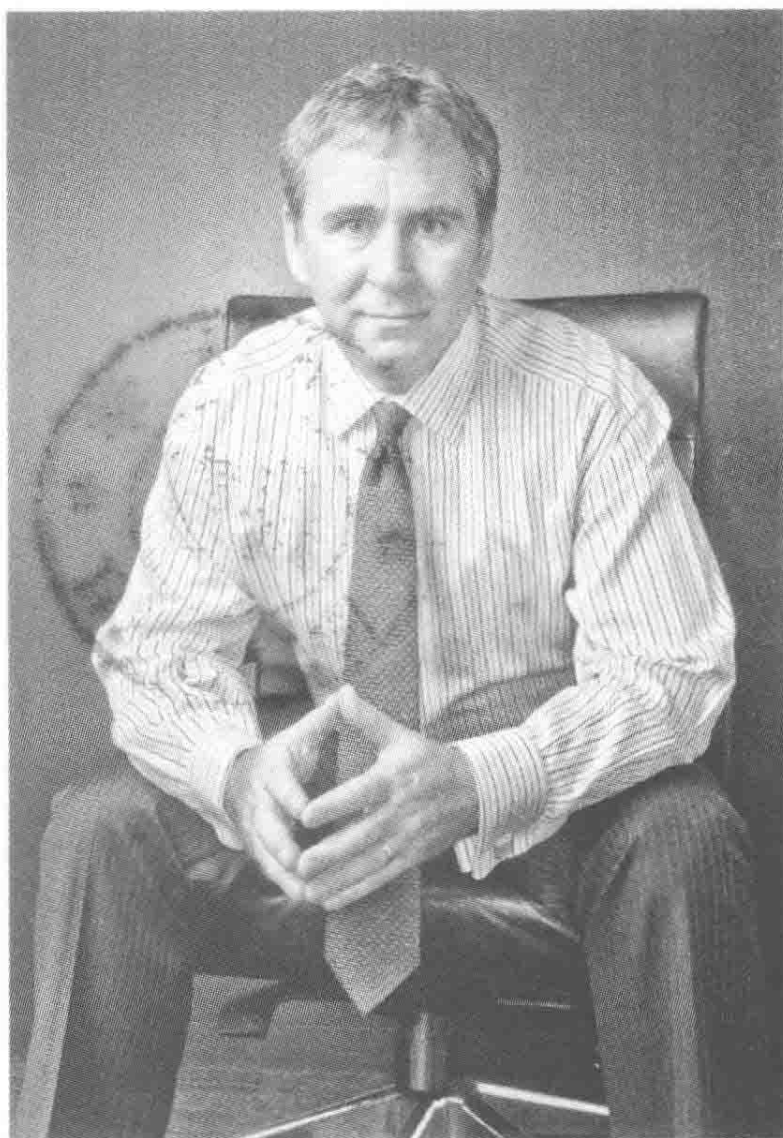
►戴维·肖将计算机科学应用于市场。他在格林威治村的一家书店上面租了间办公室，创办了以他的名字命名的公司。他的定量交易员在躲过 1998 年金融危机的那一劫之后，开始打理 270 亿美元的客户资产。





▲吉姆·查诺斯（左）和大卫·艾因霍恩（右）从自2007年开始破灭的信贷泡沫中获利。在雷曼兄弟公司倒闭之后，政府开始限制做空。

►肯尼斯·格里芬的大本营投资集团在2006—2007年从其他倒闭的基金中购买资产，这表明在市场混乱的时候对冲基金能稳定金融系统。2008年，该公司濒临破产，但是与许多银行不一样的是，它没有靠纳税人的帮助而渡过了难关。



各方赞誉

MORE MONEY THAN GOD

虽然饱受诟病，却在金融市场上到处斩获财富；虽然有进攻性，却成为 2008 年金融危机中避险最成功的幸存者！虽然只有 60 多年的历史，却早已成为全球金融市场一支独特的、不可忽视的力量！对于正在走向开放的中国金融市场，以及迫切需要开拓全球化视野的中国金融业人士来说，认识对冲基金的历史、学习对冲基金的运作手段、掌握对冲基金的投资艺术，具有非常重要的现实意义！

滕泰

经济学家、万博兄弟资产管理董事长

马拉比以轻松的语气讲述了对冲基金行业一系列神奇的人物，在书中他提出了一个非正统却令人信服的结论：对冲基金资金如此庞大，它们很可能是当今社会用于承担风险的最好工具。

罗杰·洛温斯坦

畅销书《巴菲特传》作者

马拉比关于对冲基金的历史写得很好，充满睿智，取材得当。

格里高利·曼昆

哈佛大学终身教授，《经济学原理》、《宏观经济学》作者

当阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯创立第一只对冲基金时，他根本不知道它会何去何从。马拉比肯定是现阶段对对冲基金行业最敏锐的研究者，在书中，他将他的观点向你娓娓道来。

艾伦·布林德博士

美国经济学家，前美联储副主席，普林斯顿大学经济学教授

这是一部引人入胜的历史。马拉比对关键人物做了生动的描述，同时也对不同金融历史时期、不同投资风格的优势根源进行了深入的讨论。我向学术界及资产管理领域的

同仁和学生强烈推荐这本书。

约翰·坎贝尔

哈佛大学经济系主任，阿洛斯瑞特资本公司合伙人

马拉比将我们带入对冲基金这个神秘的领域，讲述了一个精彩的故事，描述了这个行业参与高风险游戏的丰富多彩的人物。从头至尾，马拉比都以其惯有的睿智，帮助我们理解金融业中这个非常重要的转变。

法里德·扎卡里亚

《后美国世界》作者

非常好的书。

大卫·布鲁克斯

《纽约时报》专栏作家

现在，对冲基金已经改变了金融结构，并将继续改变金融结构。马拉比对相关金融理论有敏锐的洞察力，本书对这个鲜为人知的行业做了最全面、最权威的描述。

《华尔街日报》

马拉比以戏剧化的手法将那些奇闻逸事呈现给读者，他深入了解了交易者的想法，对这个行业的起起落落进行了精彩的描述，极大地增加了本书的可读性。

《金融时报》

在《富可敌国》一书中，马拉比记录了对冲基金业辉煌的历史。他不只解释了最有钱的大亨们如何赚钱，还指出，对冲基金业之所以具有吸引力，是因为它既可能会拯救华尔街，也可能是华尔街的未来。

《纽约时报书评》

这是一部权威的对冲基金史，本书对许多著名人物和他们充满戏剧性的起伏做了引人入胜的描述。马拉比将叙述与经济理论和市场历史进行了非常适当的穿插，而且他巧妙地用简单而优雅的文字解释了复杂的交易策略。

《华盛顿邮报》

本书是对冲基金英雄的深入研究史，讲述了一个又一个关于这个神秘群体的扣人心弦、引人入胜的故事。他们开创了一个成功且灵活的行业，没有他们，金融业仍将是因循守旧的。

《经济学人》

.....

马拉比的书内容丰富，可读性强。数十亿美元的交易账目和奢侈的生活方式甚至可能引诱你转行。

《新闻周刊》

.....

马拉比将专业知识与生动的讲述很好地结合了起来，是对一个鲜为人知的金融领域生动刺激的描写。

《科克斯评论》

.....

这是一本极其令人满意的书，是一部金融市场最前沿的、最引人入胜的历史，描述了危机出现时这些鲜为人知的机构扣人心弦的经历。

《卫报》

.....

这是一部精彩、权威的对冲基金史。

《爱尔兰独立报》

.....

马拉比的深入研究和清新的写作风格很吸引人。《富可敌国》一书深入剖析了对冲基金这个赚钱的行业，是当前最好、最引人入胜的金融书籍之一。

《财经专业邮报》

纽约证券分析师协会内部出版物

.....

本书含有丰富的信息，介绍了许多逸事，内容清晰明了，可作为其他金融作家的典范。

《星期日商业邮报》

.....

《富可敌国》一书是关于美国最赚钱的投资工具的专业入门书。马拉比的书见解精辟，内容丰富。他是一个讲故事的高手，也是一位优秀的财经作家。

全美公共广播电台

对冲基金：智慧的独行侠，还是捣乱的坏孩子

巴曙松 研究员

国务院发展研究中心金融研究所副所长、博士生导师

中国银行业协会首席经济学家

关于对冲基金，市场最为津津乐道的，要么是它们如何在动荡不居的金融战役中获得巨额财富、对冲基金经理每年获得的数以亿美元计的丰厚奖金以及这些对冲基金经理个人的传奇般的才能，要么是它们如何成为金融稳定的巨大冲击力量，密谋于暗室，以令人出其不意的操作手法，冲击政府的政策与市场的防线。

这样两个完全对立和迥异的形象——智慧的独行侠还是捣乱的坏孩子，在这次席卷全球的金融危机中，几乎同时得到了集中的展现：我们一方面可以看到许多对冲基金在金融危机的冲击下依然盈利丰厚，我们同样也看到监管者把不少危机的导火索归结为对冲基金。

实际上，许多关于对冲基金的几乎矛盾的看法，都源自对这个有些神秘的投资群体的不了解。因为信息披露有限，公众可以获得的关于对冲基金的信息与资料往往是凤毛麟角，各种误读当然也就难以避免。我曾经见过几个全球较大的对冲基金，它们的办公室往往不在繁华的中心商务区，而是在一般的公募基金很少去的安静场所，一家全球较大的对冲基金在中国香港的公司，实际上就是在一个居民小区办公的。

正是在这个意义上，这本关于对冲基金的著作凸显了其独特的价值。

本书跨越了更长的历史，包含了众多传奇对冲基金经理的故事，并且将离我们最近、破坏力最强的全球金融危机中这些对冲基金生死存亡的故事也鲜活

地展现给读者，为读者带来了难得的一线市场体验。无疑，本书精彩地讲述了对冲基金经理这一神秘群体的奇闻逸事。作为一名研究者，在饕餮这些精彩故事之余，我更加关心的是对冲基金行业背后发展的轨迹，以及这一产业对于全球金融市场的作用。因此，我将从专业金融研究的视角，剥离掉精彩的故事细节，对对冲基金与前沿金融理论的发展之间的关系进行梳理，希望能够为读者提供一定的指引。

证券收益率的决定因素

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_{i1}f_{1t} + \Lambda + \beta_{iK}f_{Kt} + \varepsilon_{it}$$

这是证券定价的核心公式。在该公式中 r_{it} 为 i 证券在 t 期的收益率， f_{Kt} 为 K 因子在 t 期的收益率， β_{iK} 为 i 证券对 K 因子的因子暴露， α_i 为 i 证券的特殊因子， ε_{it} 为 i 证券在 t 期的随机误差项。

投资的核心在于对证券未来收益率的预测，通俗来说，这一过程就是先分析清楚股票为什么涨跌，再对未来的涨跌进行预测。学术界和实务界通常的做法，是将收益率与一系列因子建立回归关系，认为证券未来的收益是由这些因子的波动解释的，这些因子未来的变化率由于有基本面的逻辑支撑，相对比较好预测，通过预测因子的变化就可以对证券的收益进行预测。

有效资本市场理论的演变

在寻找证券收益率决定因素这一方面，对冲基金扮演的角色尤为积极。对冲基金构建属于自己的证券定价公式的过程，也是对前沿金融理论贡献想法和检验想法的过程。可以说，对冲基金投资策略发展的历程，基本上反映了有效资本市场理论 40 年来的演化。

有效资本市场假说较早的理论基础可以追溯到哈耶克（Hayek），概念的成型则以法玛（Fama）为代表。有效资本市场假说认为，证券市场是充分有效的，风险是决定投资回报的唯一因素，市场上不存在系统性的错误定价，投资者也不能利用任何信息（会计信息、价格信息或其他信息）取得超额回报。在充分有效的市场中，证券投资的最优选择是持有市场指数基金。市场保持有效的状态，有赖于套利活动。套利活动往往不仅涉及买入证券，大部分时候，套利者需要

同时做对冲交易，以控制买入证券所承担的风险。对冲交易就是在买入一部分证券的同时，卖空风险相同的另一部分证券。这两部分证券的风险相同，同时买入和卖空可以对冲掉交易中涉及的风险。同时套利者还可以理论上使用卖空得到的资金买入证券，所以套利者的活动既不需要资本，也不承担风险，但是可以取得从错误定价的股票上赚来的回报。在聪明人云集的证券市场中，这种无风险的超额回报是不可能存在的，所以在无成本、无风险的套利活动的“威胁”下，错误定价在市场上不存在，市场也保证是有效率的。

近几十年来，有效资本市场假说是统计会计学、金融学研究的基本思想，也有相当多的文献验证了该假说的准确性或近似准确性。但是，进入 20 世纪 80 年代以后，一些学者发现了若干系统的、不符合有效资本市场假说预测的实证证据。有效资本市场假说一个最根本的预测是股票的预期回报是由其风险水平决定的，投资者不能够通过其他变量构建投资策略，系统地取得超过风险回报（或正常回报）的超常回报。然而，市场中出现了诸多违反有效资本市场假说预测的现象，由于有效资本市场假说的统治地位，所以学术界把违反了其预测的现象称为“异象”。大致来说，市场关注的异象至少包括：

- **市场规模异象。**在控制了市场风险以后，市值小的公司未来回报系统地高于市值大的公司的回报。该现象之所以异常是因为公司规模本身不是一个风险因素，所以从理论上来说，不应该在控制了公司风险以后有预测未来回报的能力。
- **盈余、股东权益、账面价值、现金流等会计指标除以市值的比率异象。**这些比率越大，未来回报越高，反之亦是，从而可以预测未来投资回报，但是这些指标本身并不是风险因素，不应该具备预测未来回报的能力。
- **反转异象、惯性异象、盈余公告后漂移异象、应计异象和稳健会计政策异象。**这些异象的共同点都是投资者不能够对公开的历史会计或价格信息做出正确反应，或者反应过度，或者反应不足，这又导致了股票的未来回报可以实现预测，并且即使控制了风险以后，还有可以预测到的超额回报。

这些异象的发现，直接挑战了有效资本市场假说的基础，因为如果该假说