

从对冲基金中盈利 小人物的获利策略

【美】约翰·康纳伊尔·文森特（John Konnayil Vincent）著
傅婧瑛 译

PROFITING
FROM HEDGE
FONDS
Winning Strategies for the Little Guy



中国工信出版集团



人民邮电出版社
POSTS & TELECOM PRESS

全球金融投资新经典译丛

从对冲基金中盈利 小人物的获利策略

【美】约翰·康纳伊尔·文森特（John Konnayil Vincent）著
傅婧瑛 译

PROFITING FROM HEDGE FUNDS

Winning Strategies for the Little Guy

人民邮电出版社
北 京

图书在版编目 (C I P) 数据

从对冲基金中盈利：小人物的获利策略 / (美) 约翰·康纳伊尔·文森特著；傅婧瑛译. — 北京：人民邮电出版社，2017.2

(全球金融投资新经典译丛)

ISBN 978-7-115-44587-2

I. ①从… II. ①约… ②傅… III. ①对冲基金—投资—经验 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第313737号

内 容 提 要

在投资市场，复制与模仿超级投资人的操作是一条通往财富的捷径。本书作者约翰·康纳伊尔·文森特曾从事多年的数据信息系统分析工作，在转战财富管理领域后，他创建了一种独特的对冲基金投资策略——机动模仿大师级基金经理头寸组合策略。

《从对冲基金中盈利》一书将沃伦·巴菲特、伊安·卡明、乔治·索罗斯、大卫·埃因霍恩等12位超级投资人的投资风格、投资哲学以及主要交易用数据加以梳理，并且结合市场现状分析，比较了每位大师操作策略的优缺点。本书将这些大师的投资组合化繁为简，用三种资产分配模型来构建高效的“克隆”方法。尽管存在时间延迟以及偏好问题，但是通过对各种复制策略的过滤，保留下来的投资策略就可以帮助普通投资者同超级投资人一样获得惊人的利润。

当然，投资策略一直在演化，本书的最终目的就在于让普通投资者在模仿大师获得成功后才能独立做出选股决定，形成符合时代要求、有自己特点的投资风格。

本书是基金经理、交易员以及对冲基金爱好者的必读书，更是个人投资者的必藏之作。

◆ 著 【美】约翰·康纳伊尔·文森特 (John Konnayil Vincent)

译 傅婧瑛

责任编辑 姜 珊

责任印制 焦志炜

◆ 人民邮电出版社出版发行

北京市丰台区成寿寺路11号

邮编 100164 电子邮件 315@ptpress.com.cn

网址 <http://www.ptpress.com.cn>

北京隆昌伟业印刷有限公司印刷

◆ 开本：700×1000 1/16

印张：16.5

2017年2月第1版

字数：250千字

2017年2月北京第1次印刷

著作权合同登记号 图字：01-2015-8621号

定 价：59.00元

读者服务热线：(010) 81055656 印装质量热线：(010) 81055316

反盗版热线：(010) 81055315

广告经营许可证：京东工商广字第8052号

恰当地管理一个人的资产事实上是一个非常艰巨的任务。尽管从长期来看一些拥有所谓点金神手的资金管理人能够获得远比市场平均值高得多的利润，但悲剧的是，大多数资金管理人和个人投资者的表现却很难达到市场平均水平。成果满满的经理人和他们苦苦挣扎的同行，还有个人投资者，这三个群体是市场的主流参与者。显然，前者的高回报是建立在后两者的损失基础上的。

我们观察个人投资者这一群体的整体业绩时不难看出，他们还有不少的提升空间。无论可用于投资的净资产有多少，上市公司及共同基金几乎是所有个人投资者最为普遍的投资选择。其中，个人投资总额去除主要居所和退休账户后的价值便为可投资净资产。可投资净资产少于 10 万美元的人处于较低位置，而超级富豪，即可投资净资产超过 1 000 万美元的人，则处于这一群体的另一端。个人可投资净资产的提高意味着更优越的投资前景，因为他们有机会接触诸如专户理财（SMA）组合、对冲基金、私募股权、风险投资、天使基金等只对高端客户开放的选择。这些普通人接触不到的好机会，自然能让投资人获

得超过市场平均值的收益。

为了改变个人投资者的处境，如先锋基金（Vanguard）的约翰·博格（John Bogle）¹这样的金融大师创造了指数基金这种策略，投资人可以用此模仿市场的表现。这种策略拥有类似于防范的主要优势，致力于规避那些表现不及市场平均水平的风险。但是这种相对的稳定性却隐藏着高额的成本，从长期来看，若想把资金投入高于市场平均几个百分点的领域，就需要花费大量的时间和精力在众多投资配置中寻找那个差异最明显、最具优势的头寸组合。

那些领先于市场的投资管理人似乎轻轻松松地就能得到 15% 甚至更惊人的年复合收益率。他们的表现总是超出对手太多，这明显不是偶然，这种现象也无法用统计概率来解释。这些取得巨大成功的经理人拥有独特的投资配置技巧，使得他们将长期回报从普通提升为卓越。下表显示了 10 万美元的初始投资在 30 年时间里的回报率，我们可以看到不同方法创造出的财富有着巨大的差距。

持续时间 (年)	最终价值 (8%)	最终价值 (10%)	最终价值 (15%)	最终价值 (20%)
5	146 932.81	161 051.00	201 135.72	248 832.00
10	215 892.50	259 374.25	404 555.77	619 173.64
15	317 216.91	417 724.82	813 706.16	1 540 702.16
20	466 095.71	672 749.99	1 636 653.74	3 833 759.99
25	684 847.52	1 083 470.59	3 291 895.26	9 539 621.66
30	1 006 265.69	1 744 940.23	6 621 177.20	23 737 631.38

- 如果年复合收益率为 8%，那么 10 万美元投资组合的价值在 30 年间会缓慢增长到 100 多万美元。
- 如果年复合收益率为 10%，比市场平均值稍稍高出 2%，那么 10 万美元投资组合的价值经过 30 年能够增长到 175 万美元左右。从业绩来看，8%

1 约翰·博格，*The Little Book of Common Sense Investing: The Only Way to Guarantee Your Fair Share of Stock Market Returns*（新泽西赫博肯，John Wiley&Sons，2007）。

与 10% 的年复合收益率同一时间段的收益相差超过 75 万美元。

- 如果年复合收益率为超过市场平均值 7 个百分点的 15%，那么 10 万美元的投资组合的价值在 30 年后将会变为 662 万美元的巨额资产。多出来的收益会是远远高出市场平均水平的 562 万美元，也就是市场回报的 6.2 倍。

看到中等优秀水平的投资所创造的回报与市场平均水平之间也存在巨大差异，那么愈发自信的个人投资者致力于实施能够击败市场指数的策略也就在情理之中了。个人投资者与明星投资经理人合作的直接方法，似乎就是给后者投资了。问题是，这种事情显然说起来容易做起来难。即便可以收取合理费用，但绝大部分“财富魔术师”并不会接受外行的资金来帮助他们投资，对此他们有着多种多样的理由。致力于保护投资者免受欺诈的各类美国证券交易委员会（SEC）的规定就是主要的障碍。这些规定如下。

- 1933 年的《证券法》（Securities Act of 1933）：¹这部法律规定了美国证券的发行与销售行为。用于销售证券的资金必须先经过注册，需要满足注册条件或者得到豁免。《证券法》第 4（2）款豁免了发行人的任何不涉及公募的交易。为了满足这个豁免条件，该法的 D 规则专门做出了规定（504、505 和 506 是一系列有关私募的管理规定）。很多投资管理公司正是依靠第 506 条规则而做出了自己具备豁免资格的声明。根据这条规则，证券可以由数量可观的受认证的投资者来发行，购买者的最大数量可达 35 人。此外，在推销证券时，这种发行行为不得进行一般性诱导或者广告宣传。如何才能成为受认证的投资者？方法之一就是拥有超过 100 万美元的净资产，个人或夫妻家庭总资产均可。2010 年的《多德 - 弗兰克华尔街改革和消费者保护法》（The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010）²进一步对上述要求做出了限制，这一法案在计算个人净资产时排除了其主要居所的价值。另一种方法就是计算投资人近两

1 1933 年的《证券法》，1993 年 5 月 27 日颁布。

2 多德 - 弗兰克华尔街改革和消费者保护法，2010 年 1 月 5 日颁布。

年的年收入是否均超过 20 万美元，或者夫妻共同收入是否超过 30 万美元。这些规定都对普通的个人投资者入市的能力做出了限制。另外，法律对广告活动的限制同样使得投资管理公司很难接触到个人投资者。

- 1934 年的《证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934):¹ 这部法律对美国的证券交易做出了规定。根据第 12 (g) 款规定，如果投资管理公司的登记股东（投资人）超过 500 名、资产超过 1 000 万美元，该公司就必须按照《证券交易法》的规定进行登记注册。为避免进行《证券交易法》规定的登记，很多投资经理人力争将登记股东的人数控制在 500 以内。实现这个目标的其中一种方法，就是把资金的最低限额设定得极高。一些非常成功的对冲基金将门槛设为 2 500 万美元或者更高已经是司空见惯的场景了，无须多说，这显然会把大量的个人投资者拒之门外。

- 1940 年的《投资公司法》(Investment Company Act of 1940):² 这部法律对投资公司做出了规定，要求投资公司披露表明公司财务状况的详细资料，还通过强制规定对一些行为如卖空行为做出了限制。很多基金依靠第 3 (c) 条的法定免责条款，避免让事实上的投资公司被划归到投资公司的范围内。第 3 (c) (1) 款规定，如果不超过 100 名投资人拥有已发行且未偿还的证券，发行人就不属于投资管理公司。适用于这一免责条款的资金通常有着标准非常高的最低投资要求，足以让绝大多数投资人望而却步。第 3 (c) (7) 款规定发行证券仅由少数有资格的购买人持有。这些有资格的购买人是谁？若想获得购买资格，个人投资者就必须拥有超过 500 万美元的投资总额，这足以排除大多数投资者。

- 1940 年的《投资顾问法》(Investment Advisor Act of 1940):³ 这部法律对投资顾问的行为做出了规定。很多顾问利用 2010 年《多德 - 弗兰克法》的特定免责条款及其他规定，不允许将他们的投资顾问身份与大众做出区分。

1 1934 年证券交易法，1934 年 6 月 6 日颁布。

2 1940 年投资公司法，1940 年 8 月 22 日颁布。

3 1940 年投资顾问法，1940 年 8 月 22 日颁布。

此外，很多出色的投资管理人并不认为管理个人投资账户是提升人气的办法。这些经理人偏爱的活动如下。

- **管理大学捐赠基金、慈善信托基金及类似实体。**一些世界上最优秀的投资管理人都在参与信托基金和大学捐赠基金的管理活动。其中最大的信托基金包括比尔及梅琳达 - 盖茨基金会（Bill & Melinda Gates Foundation Trust），资产超过370亿美元；领先的大学捐赠基金包括哈佛（320亿美元）和耶鲁（220亿美元）。由于这些机构聘请的都是精英中的精英，那么这些信托和捐赠基金有着良好的业绩也就不足为奇了。

- **家族办公室。**家族办公室指的是由富裕家族设立的用于管理家族财务的机构。这些办公室一般提供辅助性服务，比如纳税、遗产规划及其他法律事务。很多声名显赫的投资管理人很早就退出了为外部人士进行投资管理的行业，而是利用对冲基金并通过家族办公室的结构对自身的财富进行投资。随着美国证券交易委员会吸收《多德 - 弗兰克法》的规定将家族办公室排除于1940年的《投资顾问法》规制之外后，这种形式开始大为流行。迄今为止最受关注的，就是索罗斯基金管理公司的转变，即亿万富翁乔治·索罗斯（George Soros）掌控的对冲基金。2011年7月，这支基金决定转为家族办公室，并且通过返还投资者的资金，将这些人拒之门外。

- **管理大型公司的流动资产。**大型公司的现金资产管理是一项相当复杂的工作，有时候会由专业的投资管理大师负责。管理保险浮存金是这一主题的变种，这个领域出了一些举世闻名的大师，比如沃伦·巴菲特（Warren Buffett）和伊安·卡明（Ian Cumming）。个人投资者有可能拥有这些巨头代表的公开上市公司的股票，比如伯克希尔·哈撒韦（Berkshire Hathaway）、莱卡迪亚控股公司（Leucadia National）等。但拥有这些股票并不意味着个人投资者的资金可以直接由巴菲特或卡明管理。从目前的情况来看，个人投资者几乎不可能直接参与这些经理人的投资管理活动。

- **私募股权基金、风险投资基金和其他资金池。**一系列未经注册的投资

工具，依赖各类免责条款保持其在美国证券交易委员会监管下的现有状态。这些投资工具采用有限合伙的形式，投资者以此集合在一起筹集到一定数量的资金。私募股权基金是用于投资非流动性证券的资金池。在基金经理确定投资机会后，他们会向投资人发出出资请求，以便能够及时筹集资金进行投资。风险投资基金指的是投资创业公司的资金池。风投基金与私募的不同之处在于，它们活跃地参与了投资组合中各公司的管理，而一旦投资得到良好的回报就会立刻退出。由于依赖美国证券交易委员会的免责条款且保持不注册状态，这类实体大体上都会避开个人投资者。

此外，尽管对冲基金和共同基金都在寻求个人投资者的资本，但很多基金的活动都是有限的，因为它们需要避开联邦政府的监管。绝大多数对冲基金都设立了很高的入门门槛——最低限额都在 100 万美元以上。对冲基金不能像零售共同基金那样进行营销。至于共同基金，我们很难找到一个能长期稳定地跑赢指数的基金。尽管存在例外，但我们还是应该关注以下提示。

- **资本收益。**共同基金会定期向投资人分红，这些分红应当缴税。此外，共同基金还可以拥有未实现的资本收益，这些收益最终也会被分给投资人。在这种情况下，尽管这种基金可以长期跑赢指数，但却可能无法成为令人心仪的投资选择。红杉基金（Sequoia Fund）就是取得巨大成功的共同基金的典型例子，在 42 年的时间里，红杉基金年均跑赢标准普尔 500 指数（S&P 500）4%。但是这支基金未兑现的增值，却占了整支基金资产净值（NAV）的 40% 还多。对潜在投资人来说，其吸引力就会因此下滑。

- **基金交割。**一些业绩最好的共同基金不愿接纳新的投资者。尽管这一现实使得基金在新投资者的接触范围之外，但这并不等于投资者会被彻底屏蔽，因为现有投资者一般都被允许增持头寸。这种情形在业绩表现最优秀的小盘基金中非常常见，原因就在于基金经理认为扩大基金规模可能会损害基金的表现。不接纳新投资者且表现优秀的共同基金包括罗伊斯基金（Royce Premier Fund），这是一支 20 年年均跑赢罗素 2 000 指数（Russell 2000 index）4 个百

分点的小盘基金。还有卡拉莫斯可转换证券基金（Calamos Convertible Fund），它们在 27 年里持续跑赢指数。红杉基金也属于这一行列。

- **高额最低投资限额。**一些共同基金也会采用高额最低投资限额的方法对追求业绩而频繁买卖基金的投资者做出限制。因此，这类基金对真正有心的投资者来说也成了禁区。

直接和最优秀的投资管理人一起投资的替代方法，就是投资“基金中的基金（FoFs）”。FoFs 这种投资公司投资的是其他基金，而非直接投资个别证券。比较来说，FoFs 的最低投资限额相对较低，所以对个人投资者来说，它们显得更平易近人。然而，多种因素包括下面列出的原因，都使得 FoFs 不像和优秀的投资管理人一起投资那样拥有足够的吸引力。

- **收费及业绩表现。**在选择投资对象时，FoFs 在投资者和基金经理之间多了一层决策机构。从另一个角度来说，相比其他基金，FoFs 更为多元化，但更多的管理人员意味着更高的收费（1% 或更多，而绩效费用也很常见）。此外，由于投资回报不仅取决于基金经理的业务能力，也与 FoFs 经理的资产配置能力有关，所以在投资回报上，FoFs 的投资业绩通常落后于顶级的投资经理人。

- **最低限额要求。**FoFs 通常不按照 1933 年《证券法》进行注册，它们依靠私募方式吸引资本，因此 FoFs 的市场影响力远远小于拥有零售网络的其他基金。FoFs 的目标因此针对的是资本净值高的个人投资者，反过来这也导致它们对最低限额做出了较高的限制（25 万美元或更多）。

- **管制。**尽管 FoFs 可能会按照 1940 年《投资公司法》的规定进行登记，但它们投资的相关基金却可能不会进行登记。选择基金经理时，投资者极度依赖 FoFs 经理的能力，只能依靠后者尽职调查。这一问题的严重程度在麦道夫丑闻中一览无余¹，这个丑闻暴露出有很多 FoFs 投资的项目都是庞氏骗局。如此弱不禁风，简直让人丧失了投资的乐趣！

1 伯纳德·麦道夫，纳斯达克股票市场前非执行主席，承认自己制造了庞氏骗局。

观众

想直接和那些著名的投资管理人一起操作，一种可行且能够取得良好效果的方法就是关注他们的操作、理解他们的投资原理，并且采用那些已被证明有效的策略来进行投资。模仿传奇投资管理人的操作，是本书的根基。本书的目标就是通过复制成功的策略，让个人投资者充满信心地超越市场的平均水平，将业绩提升到一个全新的高度。

概述

本书的第一部分介绍了允许公众仔细查看的大多数投资管理人活动的法规要求（尽管这些解释存在时间上的延迟）。通过考察他们不同的投资风格、投资哲学及交易，这一部分说明了复制投资专家活动的最简单的方法。这一部分提及了 12 位投资权威，其中包括如下细节。

- 让他们不同于旁人的特点。
- 分析他们过往的主要操作。
- 讨论他们的最大头寸（投资组合中比例最大的配置）以及这些年最大的新投资。
- 按照他们的倾向（牛市、熊市或正常情况），了解他们选择的股票会有怎样的表现。

无须深入分析证券本身，我们就可以将这些策略应用在一个人的投资组合中。我的理念是，站在那些优秀的投资经理人的肩膀上，或者更直白地说，不要靠自己从头开始！每一章都对复制某个特定投资经理人的操作的优点和缺点进行了分析，同时提供了线索以帮助读者选择模仿对象。

第二部分讨论了如何将第一部分投资经理人的策略与我们的操作结合在一起，构建一种“克隆”的投资组合的方法。我们的策略是谨慎地选择这些经理人的合乎现状的方法，再将其应用到投资组合中，由此可以得到潜在的可用于

投资的证券名单。我在这里介绍了模型组合的概念，这是一种效仿专家操作的结构性的方法。这一部分还展示了一些投资组合的分配模型，其中还讲解了用不同选择分配资产的细节。主要的模型如下。

- 平均分配模型。
- 加权分配模型。
- 十—五—二分配模型。

明确这些资产分配模型并不复杂。这些选择都是建立在经理人最大的投资分配及最大的新投资这些信息的基础上的。第一部分介绍的专家，他们在现实中的资产操作都可以用来构建这一部分的模型。我也提出了根据前一季度的变化而按季度重新平衡投资组合的方法；同时，我还分析了投资组合多年进展的数据。其中，我提及了仅限长仓模型的方法，如下。

- 采用债券与现金的分配方式。
- 根据市场情绪保值。
- 净多头 VS 中立 VS 净空头。
- 复制资产分配模式。
- 每章总结、评估模型的优点与缺点。

在第三部分中，我根据投资管理人的交易行为，提出了从规则角度出发的过滤方法。我引入了构建投资管理人偏好表这一概念，以此捕捉他们的操作偏好。在这一部分里，我通过比较经理人交易时的价格区间与信息披露时的价格，建立了经理人偏好表。在偏好表的基础上，我介绍了相应的投资策略。这一部分还有一个专门的图表，显示了采用这一流程选定股票的业绩与特定经理人投资组合业绩的对比及相应的分析。

这一部分还引用了美国证券交易委员会的另外两个允许投资大众在证券交易中仔细考察特定行为方式的规则要求。

- 超过公开上市公司收益权 5% 的变动，需要在该行为进行后的 10 日内申报。
- 涉及内幕交易，主管、公司官员及 10% 股份的持有者必须在该行为进行后的两日内申报。

在这一部分里，我也讨论了利用这些监管文件所披露的信息筛选或优先选择哪些证券的方法，同时也提供了根据这些信息进行投资的策略。按照上述策略，我们可以应用一个流程，用于考察特定经理人选择的股票及其持有期间的业绩表现。

最优秀的投资经理人一向以能够采用多种选股策略而出名。本书也对以下方法做了介绍。

- 安全边际。
- 低买高卖。
- 基本的 Q&A 清单。
- 定量清单。
- 公允价值评估（FVE）。

本书同时还介绍了不同类型、规模适宜头寸的重要性。

- 低概率与高概率赌博。
- 与整体市场呈反相关的头寸。
- 市场中立头寸。
- 时刻做好准备。
- 合理调整头寸规模。

最后，我对全书进行了总结，讨论了书中提到的每种方法的相对优点和缺点。

目录

第一部分 追踪 12 位最伟大的投资经理人 // 1

将那些大师级投资经理人作为研究对象，尽管他们的投资风格千差万别，但数据永远是高效的分析工具。选择适合自己模仿的基金经理，是在对冲基金中盈利的第一步。

第 1 章 引言 // 3

第 2 章 比尔·艾克曼 // 15

第 3 章 布鲁斯·伯科威茨 // 22

第 4 章 沃伦·巴菲特 // 30

第 5 章 伊安·卡明和约瑟夫·斯坦伯格 // 37

第 6 章 大卫·埃因霍恩 // 43

第 7 章 卡尔·伊坎 // 51

第 8 章 赛斯·卡拉曼 // 58

- 第9章 约翰·保尔森 // 64
- 第10章 威尔伯·罗斯 // 71
- 第11章 乔治·索罗斯 // 77
- 第12章 大卫·斯文森 // 84
- 第13章 普莱姆·瓦特萨 // 90

第二部分 追随大师脚步的机动方法 // 97

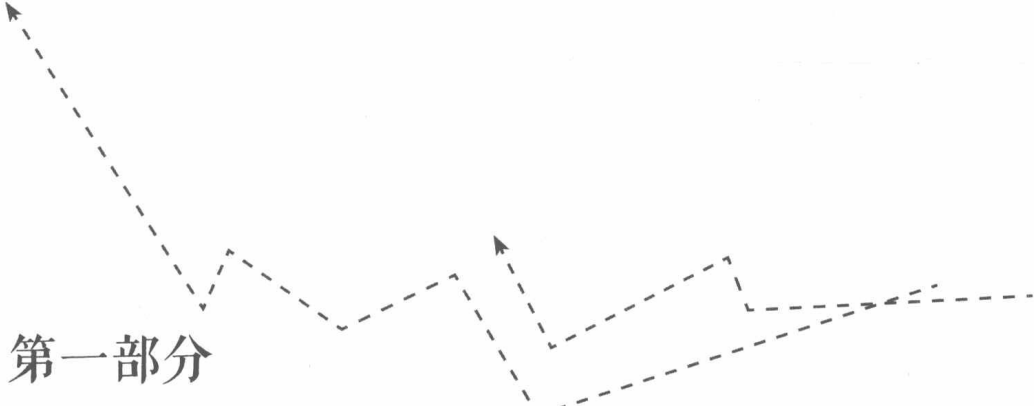
在选择了恰当的基金经理后，第二步要做的就是研究如何机动地复制他们那些跑赢了市场的投资组合。即便是那些对分析企业或者积极做出买入/卖出/持有决定没有任何兴趣的个人投资者，也能依靠这种方式获得巨大收益。他们在进入市场时，同样有着取得成功的机会。

- 第14章 引言 // 99
- 第15章 平均分配模型 // 123
- 第16章 加权分配模型 // 136
- 第17章 十-五-二分配模型 // 148
- 第18章 替代模型 // 161

第三部分 成为超级投资人 // 175

这部分关注的焦点，是如何从基金经理的交易操作及投资方法中挑选股票并确定头寸规模。只要愿意付出时间和精力，每个人都能在实施基金经理投资策略的过程中获得越来越多的信心。建立起充分的自信后，投资者就能将更多的被动资金转入投资领域，让自己也有机会成为超级投资人！

第 19 章	引言	// 177
第 20 章	基本面分析	// 188
第 21 章	头寸和规模的类型	// 220
第 22 章	结论	// 239



第一部分

追踪 12 位最伟大的投资经理人

将那些大师级投资经理人作为研究对象，尽管他们的投资风格千差万别，但数据永远是高效的分析工具。选择适合自己模仿的基金经理，是在对冲基金中盈利的第一步。