

WILEY

# 对冲基金

*The Hedge Fund Mirage:  
The Illusion of Big Money and Why It's Too Good to Be True*

## 暴利真相

为什么他们永远赚大钱？

[美] 西蒙·拉克 (Simon Lack) 著  
忻海 译

 中国人民大学出版社

014039307

F830.95  
01

# 对冲基金

*The Hedge Fund Mirage:*

*The Illusion of Big Money and Why It's Too Good to Be True*

## 暴利真相

为什么他们**永远赚大钱**？

[美] 西蒙·拉克 (Simon Lack) 著

忻海 译



F830.95  
01



北航

C1726726

中国人民大学出版社

·北京·

图书在版编目(CIP)数据

对冲基金暴利真相/(美)拉克著;忻海译. —北京:中国人民大学出版社, 2014.5  
ISBN 978-7-300-18999-4

I. ①对… II. ①拉… ②忻… III. ①对冲基金—基本知识 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第038735号



## 对冲基金暴利真相

[美] 西蒙·拉克 (Simon Lack) 著

忻海 译

Duichongjijin Baoli Zhenxiang

---

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街31号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)		010-62511398 (质管部)
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)
网 址	<a href="http://www.crup.com.cn">http://www.crup.com.cn</a>		
	<a href="http://www.ttrnet.com">http://www.ttrnet.com</a> (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	北京易丰印捷科技股份有限公司		
规 格	160mm×230mm 16开本	版 次	2014年5月第1版
印 张	13.25 插页 1	印 次	2014年5月第1次印刷
字 数	195 000	定 价	42.80元

---

版权所有

侵权必究

印装差错

负责调换

017033307

金基中校

暴味真味

谨以此书献给我的妻子卡伦(Karen)以及我们的孩子  
贾克林(Jaclyn)、丹尼尔(Daniel)和亚历山德拉(Alexandra)。



## 致谢

这本书从一个点子到成书的过程中，很多人提供了建议和支持。我特别要感谢薛顿贺尔大学(Seton Hall University)的托尼·拉维西科(Tony Loviscek)教授。托尼的鼓励和很有价值的意见帮我把一篇文章变成了一本书。大卫·利伯曼(David Lieberman)通读了手稿并提出了很多有帮助的建议。其他一些人审阅了一些章节，其中包括安德烈亚斯·多伊奇曼(Andreas Deutschmann)、迈尔斯·多尔蒂(Miles Doherty)、拉里·赫什克(Larry Hirshik)、亨利·霍夫曼(Henry Hoffman)和安德鲁·韦斯曼(Andrew Weisman)。我为他们所花的时间和对本书表示出的兴趣致谢。我要感谢《绝对回报》杂志社的乔希·弗里德兰德(Josh Friedlander)，一方面他使我的那篇关于对冲基金回报率的文章得以发表，另一方面他把我介绍给出版商约翰·威利父子出版公司(John Wiley and Sons)。该公司的劳拉·沃尔什(Laura Walsh)、朱迪·豪沃思(Judy Howarth)、图拉·巴坦切夫(Tula Batanchiev)、梅利莎·洛佩斯(Melissa Lopez)和斯泰茜·史密斯(Stacey Smith)容忍了我的缺乏耐心，指导这本书最后完成。最后我要感谢我的母亲珍妮·卢卡斯(Jennie Lucas)，她作为金融记者的多年经验对我很有价值，她既是她儿子第一本书的第一个编辑，也是一位热情的支持者。

## 引言

### 我为什么写了这本书

当时是2008年年初，我在听Blue Mountain公司的演讲，它是一个专门做信用衍生工具的对冲基金机构，规模较大也比较成功。它的创始人安德鲁·费尔德斯坦(Andrew Feldstein)过去在摩根大通(JP Morgan)工作，在业界广受尊敬。摩根大通是开发信用衍生工具市场的先驱，这些信用衍生工具使信用风险可以脱离借贷和债券被独立管理。此时，2008年的信贷危机尚未来，届时信用衍生工具将扮演重要角色。Blue Mountain因为对这个新生的市场有深刻的了解而获得了不错的回报。会议是在有一个大圆桌的大会议室里召开的，参加会议的还有十几个对投资基金有兴趣的投资者。该基金的投资者关系部主管轻车熟路地介绍了他们独一无二的投资策略和过去的不错成绩。

演讲的内容对我来说很无聊，我的注意力从演讲者身上飘走，我开始翻阅他们提供的演讲的文件。有趣的是，Blue Mountain不仅仅展示了它每年的回报率，还包括基金每年的资产规模。你可以看到，因为过去基金的回报不能说超高，但是也相当不错，所以资产在稳步增加。我想知道投资者究竟赚了多少钱，因为我注意到随着资产的增加，回报却在降低。我开始快速写下一些数字，做了一些简单的计算。因为Blue Mountain也同时披露了收费，包括管理费(资产规模的一部分占比)和业绩表现费(投资者利润的分成)，所以我也有足够的数据来计算Blue Mountain的创始人，包括安德鲁·费尔德斯坦赚了多少钱。他们在2007年把一部分股权出让给了一家专门收购其他资产管理公司的Affiliated Managers Group(AMG)公司，这一步看来非常有先见之明。我又多算了几步。费尔德斯坦不仅仅聪明，而且非常有商

业头脑。我粗略的计算显示，Blue Mountain主管的累计收费，外加向AMG出售股权的收入，跟投资者赚到的利润基本相当（这里的利润指的是超出无风险国债回报的部分）。Blue Mountain很成功地用别人的钱去赌博，赚到的利润五五对分。这是不是很多最大的机构投资者把大笔的资金投入对冲基金的原因呢？这种利润分成合理吗？这种分配方法在业界普遍吗？抑或Blue Mountain的主管不仅仅在交易信用衍生工具方面很有天分，而且在霸占投资利润方面也有天分？对冲基金行业已经坐享多年的高速增长，成千上万的投资者、投资咨询公司、分析师和顾问的集体行动表明这个行业创造出了比我的粗略计算多很多的财富。于是我开始认真关注这个问题。我发现，虽然对冲基金行业创造了传奇般的财富，但大部分投资者只分到了令人吃惊的一小部分。我想找出任何一个通过投资对冲基金变得富有的投资者（除了对冲基金经理），但我找不出。

很多为客户提供对冲基金咨询服务的专业人士都会对本书中介绍的、客户所面临的不利因素比较熟悉。他们可能会对数字感到吃惊，有可能不同意其中的一些（但总的结果是不容置疑的）。但是那些最适合讲述这个故事的人，那些具有业内知识和洞察力的人，仍然以这个行业为生，既没有时间也没有动机停下来。我自己也是对冲基金行业的人，它虽然没让我进入福布斯全球500富豪榜，但给我提供了经济上的保障。作为业内人士的我为这个行业泼脏水，有些人可能会说我虚伪。我可以回答：在对冲基金行业的生涯中我自始至终完全追随了同样的原则，而很少有投资者使用这些原则——不要挤进人堆里投资，给尚未被人发现的基金经理投资；争取取得较好的投资条款，其中包括生意收入分成，或者至少优惠的收费、合理的流动性；要求知道你的钱投在什么地方，完全的透明度（这是最低要求）。如果更多的投资者做了这些，那么他们的投资结果应该会更令他们满意。

但是对冲基金不会消失，至少不会因为这本书而消失。有很多很有天赋的基金经理，将来也会继续通过对冲基金为投资者赚取财富。对冲基金投资者的问题是，他们应该如何找到好的基金经理，同时他们该如何用他们的资金赚到更多钱。这本书试着回答这些问题。





*The Hedge Fund Mirage: The Illusion of Big Money and Why It's Too Good to Be True* by Simon Lack, ISBN: 978-1-118-16431-0

Copyright © 2012 by Simon Lack. All Rights Reserved.

*All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English edition, Published by John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.*

*Simplified Chinese Translation Copyright © 2014 by China Renmin University Press.*

*This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.*

*Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.*

本书中文简体字版由John Wiley & Sons公司授权中国人民大学出版社出版。未经出版者书面许可，不得以任何形式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。此版本经授权仅限在中华人民共和国境内（不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）销售。

本书中文翻译稿由香港天窗文化集团（中国）有限公司授权使用。

版权所有，侵权必究。

北京市版权局著作权合同登记号：01-2012-7978



# 目录

## 引言

X

### 第一章

## 揭秘对冲基金回报的真相

从“作坊行业”到“独领风骚”	2
基金回报：看上去很美	4
基金规模的两难	6
究竟该如何看回报？	7
做个精明的投资者	10
昙花一现的骄人投资回报	11
只有总利润才能说明问题	15
对冲基金不是共同基金！	16
小结	19

### 第二章

## 对冲基金的黄金岁月

外汇部门新的赚钱机会	22
建立一个对冲基金投资组合	25
尽职调查的趣味所在	26
走在独木桥上的沽空基金	28
长期资本管理公司——由风波到风暴	30
太多的银行兼并	33
小结	37

## 寻觅那块罕见的宝石

风险投资专家看中的大机遇	40
从纸上谈兵到真刀真枪	42
“战略合伙人”的布局	44
印度是个好地方吗？	46
保险与豪赌	48
每个人都有一个好故事	51
2+2会等于5？	53
有些投资不该对冲	55
对冲基金生意经	57
小结	61

## 客户的游艇哪儿去了？

利润在谁的口袋里？	67
投资者蜂拥而入	70
无休止的叠加收费	73
神奇的行业，糟糕的投资？	76
细究各种投资策略	77
基金经理对财富的囤积再囤积	81
如何变得比客户更加富有？	83
小结	87

## 2008年——对冲基金食言

1987年版本的金融危机	91
2008年后，重新定义“风险”	93
致命弱点在危机中涌现	95
对冲基金是难说再见的加州旅馆	96
无法逃离沉船	98
有没有人会永远是对的？	100
投资者，请别被蒙蔽双眼	102
选对时机，却迎来悲剧	104
2008年，漫长的下坡路	108
小结	110

## 进场的隐藏成本

为何要我为你买单？	115
鲜有人知的秘密	117
我的中间价还是你的中间价？	119
目光敏锐的好处	122
警惕估值中的小动作	124
让我看看我的钱	126
严控头寸的透明度	128
小结	131

## 合伙人权利何在？

有限合伙人，有限权利	134
制造烂摊子的朋友	137
合伙人的疲惫与妥协	139
注意法律费用	141
眼花缭乱的基金结构	143
小结	145

## 对冲基金欺诈行为

骗子永远不嫌多	148
与麦道夫骗局的一面之缘	151
做个合格听众	153
眼皮底下的大胆诈骗	154
别忘审查你的背景审查员	156
拥有超强人脉，却是个骗子？	158
基金经理请客，投资者买单	160
总会有人让你大吃一惊	161
下班后的尽职调查	163
小结	165

## 认清对冲基金的海市蜃楼

你为何要投资于对冲基金？	169
与赢家博弈	171
封闭式基金的小把戏	173
学会避开人潮	175
为什么规模大小很关键？	177
“记住，你可能赔钱”	179
莫被昨日回报误导	182
少数不一定要服从多数	183
要不要在这里投资这么多钱？	185
小结	188

参考书目	190
------	-----

后记	194
----	-----

第一章

# 揭秘对冲基金 回报的真相



# 揭秘对冲基金 回报的真相

如果所有曾经投在对冲基金里面的钱都被投到了美国国债的话，那么投资回报将会比现在好一倍。如果你仔细想想这个事实，就会发现这的确是一个让人吃惊的数据。对冲基金这个行业管理的资产从20世纪90年代的不到1 000亿美元猛增到了今天的1.6万亿美元。古往今来，一些最大手笔的财富积累正是由对冲基金经理做到的。2009年，前高盛雇员大卫·泰珀(David Tepper)夺得《绝对回报》杂志(简称AR杂志)的年度对冲基金经理收入排行榜的头筹，他自己赚了40亿美元。第二位是乔治·索罗斯(George Soros)。据《纽约时报》报道，索罗斯2009年赚了33亿美元。2009年，前25位对冲基金经理的个人收入总和为253亿美元。年复一年，金融行业捞钱最多的似乎总是对冲基金经理，他们的工资单让那些为对冲基金服务的华尔街银行的总裁也自叹弗如。事实上，他们天文数字一般的收入现在已经是司空见惯的事情了。这不正是资本主义的原则在起作用吗？谁表现好，谁拿钱。投资结果出众，基金经理赚的钱也超群。对冲基金经理的投资技能使得资本和客户都趋之若鹜。亚当·斯密的无形之手在支配着一切。

## 从“作坊行业”到“独领风骚”

不管怎么说，当21世纪头十年投资股票回报惨淡的时候，对冲基金不是为投资者带来了每年7%或者8%(取决于你看哪一个指数)的收

益吗？对冲基金经理的超高收入不正是因为他们为对冲基金的投资者创造了大笔财富吗？资本主义制度的真谛就是有效分配资源和回报，这个制度把投资者的钱源源不断地输送到对冲基金经理手里和对冲基金行业中，不正是因为这个行业为投资者带来的可观回报吗？如果对冲基金经理赚得钵满盆满，那原因肯定是这些经理为投资者赚得钵盆更满了？一个规模为1.6万亿美元的行业会出错吗？我们一定能够找到很多的例子来证明投资者赚得更多。

怎么说呢？跟世上很多其他事情一样，一切都取决于你如何把数字拼叠起来。对冲基金行业目前的这种形式和规模算是一个相对比较新的情况。很多人都认为阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯(Alfred Winslow Jones)于1949年创立了第一个对冲基金。他当时的一个比较深刻的想法是沽空他认为比较贵的股票，而同时持有他比较喜欢的股票，这样他就创立了一个今天所谓的多空股票基金。琼斯当年实际上是在对冲，20世纪五六十年代他的基金的回报相当不错(Mallaby, 2010)。不过，在那个年代，对冲基金仍然处在金融行业的边缘地带。到1970年，对冲基金的数目增加到了200~500个，但是1973~1974年的股灾使其中的大部分关门歇业。到1984年，一家叫Tremont Partners的研究机构也只能数出68个对冲基金(Mallaby, 2010)。20世纪七八十年代，迈克尔·斯坦哈特(Michael Steinhardt)、索罗斯、保罗·都铎·琼斯(Paul Tudor Jones II)和其他几位经理，算是新一代对冲基金经理的领军人物。

那个时候对冲基金仍然是一个作坊行业，主要是因为美国证券法要求它们只能接受“合格”投资者投资。合格的投资者通常比较富有，因而也对金融比较内行。20世纪90年代对冲基金行业开始日益受到瞩目，它的投资策略也从股票多空扩展到合并套利、事件驱动、外汇和利率产品的相对价值套利等。相对价值套利是长期资本管理公司(Long Term Capital Management)的强项，该公司的团队里有很多博士和诺贝尔奖得主，1998年他们的投资方向弄错，差一点让国际金融体系陷入停顿



(Lowenstein, 2000)。不过这个事件并不代表对冲基金行业的衰败，相反，它成了该行业高速增长的一个新的分水岭。投资者开始注意到对冲基金行业带来的稳定回报，而这些回报跟其他资产类型的回报不相关。到了1997年，该行业管理的资产达到了1 180亿美元<sup>①</sup>。长期资本管理公司的倒闭并没有减弱这个行业旺盛的增长势头。很多投资者认为当年由约翰·梅里韦瑟(John Meriwether)管理的长期资本管理公司基金出事不过是一个偶然事件，出事的原因是基金经理的自大和基金的巨额头寸，并没有什么值得为整个行业担心的事情。2000~2002年的科技股泡沫破灭之后，对冲基金行业一枝独秀，获得了相当可观的回报。那些因为投资科技股而赔钱的机构投资者当时很愿意投资其他资产类型来分散投资风险，从那以后，对冲基金行业的增长速度又换上了一个更高速的档。值得注意的是，这个行业中的绝大部分资金都是在近十年投进去的。

## 基金回报：看上去很美

要搞明白对冲基金的回报，你首先要知道平均回报是如何计算出来的。让我们用股票市场作一个例子吧。标普500指数是代表美国股票市场整体表现的指数之一，500只股票的价格根据每只股票的市值来加权，然后求和，所以标普500是一个市值加权指数。如果投资者想要得到跟标普500指数相似的回报，他就要按照指数的权重同时持有这500只股票。其他的一些股票市场平均指数是按照流通股的市值来加权计算的，也就是说，计算市值时只计入流通股的部分。名气很大的道琼斯指数是按照价格来加权的，很少会有投资者根据各只股票的价格来分配投资，但是，道琼斯指数的这种奇怪的计算方法并没有降低它受欢迎的程度。有的时候，给每只股票同样的权重也是不错的选择，这跟投资者想多元化投资、避免把宝过多地押在大公司的股票上的想法一致。

---

<sup>①</sup> 数据来自BarclayHedge。