



WORLD TOP
EXECUTIVES
世界高管丛书

多赢 对冲投资

温天 / 编著

罗斯柴尔德怎样打探？本书用最简单的道理告诉你大师中的大师如何运作资本
作者亲历罗斯柴尔德进入中国的多赢对冲顶尖操作，折服于犹太金融高手的商业智慧

 复旦大学出版社

 WORLD TOP
EXECUTIVES
世界高管丛书

多赢对冲投资

温 天 / 编著

 復旦大學 出版社

图书在版编目(CIP)数据

多赢对冲投资/温天编著. —上海:复旦大学出版社,2011.6
ISBN 978-7-309-08204-3

I. 多… II. 温… III. 对冲基金-投资-研究 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 112869 号

多赢对冲投资

温 天 编著

责任编辑/岑品杰

复旦大学出版社有限公司出版发行

上海市国权路 579 号 邮编:200433

网址:fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

门市零售:86-21-65642857 团体订购:86-21-65118853

外埠邮购:86-21-65109143

常熟市华顺印刷有限公司

开本 890×1240 1/32 印张 8.75 字数 179 千

2011 年 6 月第 1 版第 1 次印刷

印数 1—4 100

ISBN 978-7-309-08204-3/F·1710

定价:16.00 元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社有限公司发行部调换。
版权所有 侵权必究



温天，法国爱德蒙得洛希尔银行股份有限公司在中国业务的创始人、执行董事和业务总经理，曾任该行上海代表处首席代表和中海基金管理公司董事。拥有香港中文大学会计硕士和美国亚利桑那大学 MBA 学历。2001—2005 年，在华安基金管理公司担任公司核心业务战略、产品和市场营销负责人，是第一代本土资产管理专家。2005 年，加盟爱德蒙得洛希尔银行，首先帮助该行申请到 QFII 执照并达成了与中国银行的产品合作。其后，在中国银行参股爱德蒙得洛希尔银行过程中扮演了核心角色，作为介绍人、商业结构设计者，参与了全程的定价、谈判和商务安排。在爱德蒙得洛希尔银行收购中海基金成为其战略投资者和第三大股东过程中，充分展示出多赢对冲的实践智慧，历时 5 年，力促双方无摩擦合资成功，创造了中外合资基金公司的一个“标杆”。除在中国银行合作中担任主办人和领导人角色外，还参与协调了爱德蒙得洛希尔银行在中国的多个项目，中国各大商业银行展开了良好的业务沟通。此外，还拥有多年担任境外私募股权基金投资决策委员会成员和执行事务合伙代表的经历。



LA COMPAGNIE FINANCIÈRE
EDMOND DE ROTHSCHILD BANQUE

GRUPE
LCF ROTHSCHILD

le 22 oct. 2008

Le Président du Directoire

Michel Cicurel

My dear Wen,
Just a few words to congratulate you for our
wonderful deal with RSC - This partnership is
an extraordinary lot for our group, and it would have
been impossible without your talent!
M. T. ...



LCF Rothschild 集团主席 Michel Cicurel 与作者一起访问中国银行

(信函大意 我亲爱的温:我想用简单的几句话祝贺您帮助我们与中国银行达成这项完美的交易——这一合作伙伴关系对我们集团而言是一项创举,而如果没有您的天才,这一切都将是不可能实现的。(下略) Michel Cicurel 2008年10月22日)

没有启示录

(代序)

无可否认,我们不能完全排除 2009 年将是带来经济与金融启示的一年。信贷泡沫的破裂带来了漫长而痛苦的通货紧缩的威胁,以及一连串社会、政治甚至军事的戏剧性场景。

无可否认,自 2007 年夏天以来,所有的观点已被打破。在美国,不仅银行业和金融系统处于摇摇欲坠的悬崖边缘,甚至监管机构及其监管规则也正在受到质疑,包括美联储过于自满的货币创造以及对贷款机构过于宽松的控制。而曾经在互联网泡沫中涉嫌玩忽职守的美国证监会现在发现自己因为不可思议的麦道夫丑闻而再次名誉扫地。评级机构则被指控为晴朗的天气打伞并为涉嫌有利益冲突的客户评级。正当会计界刚从安然事件中恢复过来之时,会计准则又被指控加重了危机,刺激了泡沫。现在每个人都明白没有人不犯错误,但在控制塔中犯的错误要比在飞行甲板上的严重得多。对保障系统的不信任孕育了严重的信任危机。

无可否认,在 18 个月内所有类别的资产全部贬值。这一切都始于那些证券、不动产和利率产品,其次是股票、商品、对冲基金和非上市类别。而目前现金正与莫测高深的汇率波动作着斗争,明

天又会有恶性通货膨胀的风险。总而言之，面对危机，一种令人抑郁的阴谋的到来预告了世界末日或另一个世界。没有人能真正发誓说这样的预言是错误的，而我也不打算尝试。

这样使整个星球震动的剧变是没有先例的。那些将此与1930年相提并论的人们忽视了世界将毫无疑问地不惜一切代价避免灾难性的历史重演。那些将之看作与1990年代的冲击相类似的人们也不完全正确，因为我们正在经历第一次全球性的危机。我们应该认真解决第一次全球治理的问题，而不是在全球范围内重演日本综合征。任何与过往事件的相似性将是纯粹的巧合。

我相信我是最早公开指出在过去几年伴随全球经济增长的失衡情况的人之一（在2007年1月我的一篇题为《金融世界正在走钢丝》的文章中）。但是，我大大低估了2008年秋天银行业和金融危机冲击的猛烈程度。因此我冒昧地提出了一些基于清晰判断力的想法，也是在这一混乱的阶段投资者必须坚持的几个非常简单的观点。我的建议包括以下四点。

1. 不要轻易援引“资本主义再造”

这是一种幻想——不是说危险——去尝试建立一种具有更多国家干预的严格监管，“再造资本主义”以“防止同样的事情再次发生”。开明的专制对危机完全没有预防作用。现代经济，如同任何复杂的有机体，只能在分散决策系统下兴旺发达，而不是交通法规、警察、事故和救护车。泡沫的形成与破裂如同市场经济本身一样古老。熊彼特精彩地展示了创新与危机的永恒辩证是如何在市场经济体制下描绘出一条强劲的成长曲线的。

因此，我们将摆脱危机，并将恢复到强劲的增长曲线中，并且

得到正处于外汇盈余的新兴市场和正积极成为全球化载体的新信息和通讯技术这两大优秀增长引擎的驱动。

无论如何,这一危机可能还鼓励了新的增长动力更迅速的出現。我们该如何解释当黑金主要集中于政治不稳定的国家时,西方国家(法国除外!)将被动陷入对石油的完全依赖中这一事实?美国如何能如此长时间地忍受在它后院的大排量汽车?显然,化石能源价格的显著上升将伴随着经济的复苏。一旦危机过去,就将是彻底改造的时候。后石油时代将看到一条在即将到来的几十年里保持增长的未来大道,并将有益于各国的政府、企业和投资者。

2. 没有预测,甚至没有快速复苏期

在这前所未有的危机中,没有任何经济和金融的预测可以消除疑惑。没有启示录,很难设想除了依靠旧的金科玉律拯救一部分人的资产(投资于黄金)以外没有别的补救方法。也没有快于预期的复苏。相信危机的拐点将在2009年的夏天到来不是什么禁忌。出于基于最严重的美国经济衰退通常持续时间的技术原因的考虑,经济政策工具的生效将需要一段时间。而针对危机的一系列解救措施与危机本身一样令人印象深刻:利率削减与中央银行为帮助公司进行的直接干预;大量对银行系统和经济的政府支持;来自石油和商品,甚至可能是租金价格的下跌在相当程度上刺激了家庭购买力;公司清仓甩卖。

假如没有系统性的金融事件出现打断所希望的复苏期,美国的实体经济必然复苏,因为它代表了全球经济的四分之一。同样,大多数的新兴国家也必然出现复苏,因为它们代表了另外四分之

一。欧洲和日本没有陷入这样的困境，在不景气的时候伏击以待有时是一种优势。为了维护这一有利局面，无论多么近似，我们必须欢迎在全球治理方面的历史性进步。难道我们能够想象以民族主义和保护主义来应对全球性危机的惊天动地的后果？我们是否真正意识到当欧元面临来自大西洋的旋风时欧盟所代表的显著保护的真正价值？无论如何，无可否认的是，在这一广泛的全球合作正处于萌芽阶段的时候，未来（正如同刚过去的岁月）将被不可分开中美火车头所推动。作为一个五年令全球经济增长5%的国家，由于美联储对中国顺差的循环失去控制而导致了美国的信贷泡沫，而两个正在被执行的最为庞大的刺激计划将主导正受到美元的脆弱性威胁的国际货币体系。两者的国内冲突会否超出控制？两个大国间会不会因保护主义而引发货币战争的风险？我不这样认为，因为它们的命运与这些睿智而务实的领导人之间的对抗紧密相连。

3. 在其恢复危机前价值前不注销任何资产类别

面对如此众多如同现代启示录一般的前景预测以及如同回到黄金国般的“三十年全球增长”的言论，作为一个消息灵通的投资者的想法是怎样的呢？首先，对于我来说，所有在过去18个月中贬值的资产类别将毫无例外地恢复价值。因为这些都将在金融系统中扮演高度分工的角色以匹配那些资本的需求者与提供者。而且由于危机，资产分类在世界上更为重要了，因为它是否危险是不可知的。

而发达国家从新兴世界回收盈余资本，需要能在任意时间和地点还原资产类别的复杂的金融中介。股票市场可能是首先预计

到经济复苏的,但波动不会很快下降。利率下降以及风险溢价可能仍然会支撑私有债券市场,但是有公司违约是不可避免的。波动和不确定性自然会看到对冲基金、衍生品和结构产品在危机之后以更强大的产品管理恢复它们的吸引力。当所有的资产类别都因流动性的过剩而出现过度上涨时,它们都将在信贷泡沫破裂时名誉扫地,而在正常的流动性状况再建时恢复特定的吸引力和缺点。所有的资产,没有特别好与不好的。

4. 培养长期回报

那么,这次危机就真的没有任何影响吗?一切都将恢复“如初”?在2007年的年报中,Baron Benjamin,爱德蒙得洛希尔集团的主席,对货币价值的损失深表遗憾,正如人们所想象的那样。他指出自由信用已经成为攫取货币价值的有力工具,其结果是失去对现实的把握。他说:“利率是对努力、投资、风险以及时间的回报,在21世纪早期盛行的投机助长了信贷滥用,伴随着流动性过剩,发现有可能避免支付相当的租金。当不再需要承担机会成本,人们举止若狂。”这个论点说明了可能仍是所谓的“资本主义再造”唯一重要的轴心:尊重时间。

但是让我们明确,在这一可怕的危机中私人投资者表现得泰然自若而富有理智,不论他们是作为个人股东平静面对急剧波动的市场,作为主要银行的忠实储户而不论其面临如何严峻的局势,还是作为老练的私人客户面对各类别资产的全面亏损。我坚信首先是这样的投资者代表了市场经济的基石,他们会教给控制塔里的监视者们长期的好处,除此以外无法创造财富。因为,如果2008年理所当然地是流动性饥渴的年份,那么2009年也理所当

然地是业绩饥渴的年份，需要长期投资。

（我在中国内地找到的第一位员工温天在 2009 年时告诉我他正在编写一套介绍基金投资策略和黄金等内容的丛书，并请求将我的这篇年终致辞作为序言，我同意了。）

Michel Cicurel

LCF Rothschild 集团主席

2009 年 1 月 27 日

目录

引言 I

另类投资管理中的系统化模式 10

定义另类投资管理：一项复杂的活动 II

另类投资管理与股市体系 29

对冲管理常用的投资工具 36

对冲基金管理和多赢对冲基金管理：基本原理 45

对冲基金的主要特性 53

多赢对冲投资成功的秘诀 66

欺诈、破产与清盘 71

对冲基金的规范立法 83

对冲基金运行中的主要参与者 87

另类投资管理的方法 90

中性市场策略：风险的抵消 91

相对价值/套利交易：差价利用 92

事件驱动型策略：对于意外事件的利用 93

投机策略 95

整体策略：经济学家的眼光 96

宏观策略:备受争议的策略	96
长短期资产管理	97
私人股权管理:非上市投资	99
私人股权投资技术的运用	99
根据投资策略的细分	100
如何进行多赢对冲基金管理	109
立法规范	110
多赢对冲基金管理的特性	120
基金挑选工具和方法	123
技术规范准则:另类投资管理协会(AIMA)提出的 审查要点	129
金融市场监管局关于对冲基金管理和多赢对冲基金 管理的几点详细说明	131
乔治·卡尔维茨的传奇故事	134
另类投资管理的原则	143
投资者的应付费用	149
对另类投资的几点思考	151
另类投资的主要风险	153
对于未来多赢对冲投资的预测	158
中国多赢对冲投资	165
2010年阳光私募行业年度报告	166

信托理财的全新平台:有限合伙企业 172

多赢对冲投资的中国模式:TOT 180

中国阳光私募产业调查 191

证券投资信托发行报告 202

《信托公司净资本管理办法》解析 211

2010年中国信托行业业绩表现分析 224

2010年私募大事件盘点 231

附录 234

多赢对冲投资操作模式实战介绍 234

资本控股基金概况 246

朋友和天命的“多赢对冲”(跋) 264

引 言

这本小书的编写前后花了近两年的时间，它实际上是我对工作中接触的投资机制心法的一种个人化的总结。

正是由于 2010 年春在国金证券主办的国内私募基金年会上所作的一次关于对冲基金的基金的演讲在北京激发了热烈的反响，经过复旦大学出版社刘子馨先生点拨，使我认为应当向国内投资者介绍点大型金融机构的玩法和下一个十年中国资本故事的母题。

多赢对冲的投资思维

刘先生上个世纪推出的证券红宝书曾经影响了一代股票投资人。我和他一起联合中国银行外汇专家策划并编著的“八仙金融智慧丛书”直到现在仍是外汇做手们的入门读物之一。刘先生说：现在人们需要的不是教材，而是像你这样在里面的人写的亲身体验。不要写大家都知道的，要告诉人们一点新的玩法（尤其是世界高管们的说法和他们的商业逻辑）。这里的多赢对冲就是新玩法之一。它讲的是利用对冲机制形成的多元投资结构以达到最终结果。无论是商业操作还是人生选择，多赢对冲都是一个人成熟的表现。与赢家在一起，就像与国王一起散步一样，能帮助你站在有

优势的趋势一边。永远也不要只跟一个国王散步,即使你有大如林氏家族在印尼的势力,苏哈托家族倒在经济危机中的时候,林氏王国也无法对冲风险了。他建议编撰一套“世界高管丛书”,并以本书“抛砖”以便于今后“引玉”。

在进入 LCF ROTHSCHILD GROUP(我们曾用的正式名称为“爱德蒙得洛希尔银行集团”)之前,我根本不知道对冲基金历史上最耀眼的三个人的名字都和这个公司联系在一起。这三个人就是:世界上第一个对冲基金经理阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯,用宏观对冲策略打败英格兰银行的乔治·索罗斯和约翰·保尔森。这三个人是多赢对冲策略的最大受益人。没有对冲基金的基金这种机制,单凭他们的天才无法实现富可敌国。关于基金的基金和对冲基金的基金,对我个人来讲并不陌生。2004年,我在华安基金工作的时候,为了扩大首发规模,曾经引进第三方合作信托上海信托及外部投资顾问公司发行了国内第一个基金杠杆信托。这一点突破,如今已被那只信托的投资顾问上海证大投资的朱南松发挥到了极致,他由此而成为发掘制度红利,大胆使用杠杆的中国多赢对冲策略的一个大赢家。朱南松和一些像他一样的中国对冲基金策略家必将向世界展示投资界的传奇。

我与索罗斯的赞助人交朋友始自2006年。利用到法国总部参加集团基金经理大会的机会,为了求证索罗斯是不是像《货币战争》的作者宋鸿兵所描述的那样是罗斯柴尔德的黑打手,我找到了集团内当年为索罗斯做投资人的皮埃尔。他就是我们集团商品对冲基金的基金创始人皮埃尔·巴拉泽尔。他告诉我,银行基金的基金曾经长期投资在索罗斯的基金中,“但我们只是投资人,我们

的回报一直很好,年均在 30%—40%。从 1969 年起大约有三十多年,大概 2003—2004 年在索罗斯基金转型为捐赠基金的时候,量子基金的投资人包括我们的对冲基金的基金从中退出。因为量子基金的管理团队只服务自己的钱了。”皮埃尔还耐心地向我介绍了他自己对于这个行业的理解。从他那里我知道,原来我们银行的大股东爱德蒙得·罗斯柴尔德本人就是把钱投给对冲基金的基金的第一人。此后,每次到总部我都想办法发现一些机会与皮埃尔或他们团队中的 CIO 开一两次会议交流心得。他们最多的时候覆盖全球一万多只对冲基金,分为巴黎、日内瓦、伦敦三个中心来运营。为了理解他们所说的具有欧洲通行证的基金样式 UCITS 和一系列金融创新载体,我曾经三次去卢森堡,在这个全球基金托管和运营的第二大大本营,从托管和第三方服务的方方面面来剖解基金体系及其活力源泉所在。

本书说不上解开了对冲基金的什么奥秘。我唯一想做到的,就是告诉你世界上有这样一种人,他们靠智慧驾驭对冲基金经理来达到目的,他们选对冲基金经理的本事十分了得。与他们一起坐在爱丽舍宫边上古色古香的办公室或者后花园里喝咖啡,听他们风平浪静地讲资本市场上的惊涛骇浪,讲述对冲基金经理的故事,你懂得,那叫淡定。这是欧洲真正的富人掌握资本流动的规模之后一种顶级玩法。他们把自己的钱拿一部分让顶级高手们互搏,然后让更多的钱追随赢家行动。

多赢对冲投资的投资方式

在本书的叙述框架下,投资方式分为传统和另类。另类投资