

金融瞭望

译丛

“十二五”国家重点图书出版规划项目

2011年度国家出版基金资助项目

Hedge Funds
An Analytic Perspective
Andrew W. Lo
寇文红 译

对冲基金

一个分析的视角

(美) 罗闻全 著



世界公认的金融学家 金融工程学界领袖
对冲基金研究泰斗和生物金融学的创始人
华人金融学家第一人

与保罗·萨缪尔森等诺贝尔经济学奖得主相提并论的金融学大师

东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



金融瞭望

译丛

“十二五”国家重点图书出版规划项目

2011年度国家出版基金资助项目

对冲基金

一个分析的视角

(美) 罗闻全 著

Hedge Funds
An Analytic Perspective
Andrew W. Lo

寇文红 译



世界公认的金融学家 金融工程学界领袖
对冲基金观察泰斗和生物金融学的创始人
金融学家第一人

与诺贝尔经济学奖得主相提并论的金融学大师

东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 东北财经大学出版社 2011

图书在版编目 (CIP) 数据

对冲基金：一个分析的视角 / (美) 罗闻全著；寇文红译. —大连：东北财经大学出版社，2011. 7

(金融瞭望译丛)

书名原文：Hedge Funds: An Analytic Perspective

ISBN 978 - 7 - 5654 - 0257 - 9

I. 对… II. ①罗… ②寇… III. 对冲基金 - 研究 - 美国 IV. F837. 125

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 043305 号

辽宁省版权局著作权合同登记号：图字 06 - 2010 - 465

Andrew W. Lo; Hedge Funds: An Analytic Perspective

Copyright © 2008 by Princeton University Press

No Part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, including photocopying or by any information storage and retrieval system, without permission in writing from the Publisher.

All rights reserved.

本书简体中文翻译版由普林斯顿大学出版社授权东北财经大学出版社独家出版发行。未经授权的本书出口将视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可，不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

版权所有，侵权必究。

东北财经大学出版社出版
(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持：(0411) 84710309

营 销 部：(0411) 84710711

总 编 室：(0411) 84710523

网 址：http: // www. dufep. cn

读者信箱：dufep @ dufe. edu. cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸：170mm × 240mm 字数：398 千字 印张：26 1/4 插页：5
2011 年 7 月第 1 版 2011 年 7 月第 1 次印刷

责任编辑：李 季 王 玲 李翠梅 王兆勇
封面设计：冀贵收

责任校对：文 心
版式设计：钟福建

ISBN 978 - 7 - 5654 - 0257 - 9

定价：58.00 元

献给我的母亲 Julia Yao Lo

致 谢

这部专著是从我大约 10 年前启动的一个关于对冲基金的研究项目中脱胎而来的，其中一些章节取自我和我以前的一些学生合写的论文。我选取了一些合适的段落，根据上下文和文章结构对某些段落进行了修改，并且为了保持行文的连续性而没有详细地注明引文的来源和引号。不过，在此我希望明确地列出这些引文的来源：第 2.3 节摘自 Getmansky, Lo and Mei (2004)；第 3 章摘自 Getmansky, Lo and Makarov (2004)；第 4 章摘自 Lo, Petrov and Wierzbicki (2003)；第 5 章摘自 Hasanhodzic and Lo (2007)；第 6 章摘自 Lo (2007)^①；第 7 章摘自 Chan et al. (2006)；第 9.3 节摘自 Lo (2004)；第 9.4 节摘自 Getmansky, Lo and Mei (2004)；第 10 章摘自 Khandani and Lo (2007)。感谢 Nicholas Chan、Mila Getmansky、Shane Haas、Jasmina Hasanhodzic、Amir Khandani、Igor Makarov、Shauna Mei、Constantin Petrov 和 Martin Wierzbicki 等允许我将上述论文纳入本书，还感谢他们多年来的精诚协作。我对 Jasmina Hasanhodzic 尤其心怀感激，她更新了本书中的许多表格和图形。虽然我已经在麻省理工学院（MIT）任教 20 余年，但那些与我分享研究乐趣和成果的学生们的素质仍然常常让我感到惊喜。

实际上，除了 MIT 和金融工程实验室（Laboratory for Financial Engineering）以外，我实在想不出还有什么地方的环境更有利于从事本书所描述的这种研究，我诚挚地感谢这个令人赞叹的机构，以及我的同事们

^① 在本书后面的参考文献中，并没有列出 Lo (2007) 这篇论文。这一论文是：Andrew W. Lo (2007), *Where Do Alphas Come From?: A New Measure of the Value of Active Investment Management*, 登录网站 <http://web.mit.edu/alo/www/Papers/active3.pdf> 可以下载本文于 2007 年 5 月 8 日的最终稿——译者注。



——尤其是 Dimitris Bertsimas、Johan Cox、Jerry Hausman、已故的 Franco Modigliani、Whitney Newey、潘军（Jun Pan）、Tommy Poggio、Steve Ross、Paul Samuelson、Tom Stoker 和王江（Jiang Wang）——我每天都从他们身上学到新的东西。在上述人物中，还必须加上 Bob Merton，虽然他现在已经不在 MIT 了，但是他的智慧至今仍影响着斯隆管理学院（Sloan School）。多年来，在他邀请我共进的无数次午餐中，我从他那里学到的知识使我受益匪浅。

我要感谢方志行（Gifford Fong）、Mark Kritzman 和注册金融分析师学院（CFA Institute），正是他们提供的一笔研究基金会的经费促使我开始撰写本书——我用这笔钱写出了本书的前身《对冲基金行业动态》（*The Dynamics of the Hedge Funds Industry*）。我还要感谢普林斯顿大学出版社（Princeton University Press）的 Peter Dougherty，感谢他对出版本书的热情，以及在过去几年内所给予的帮助和友谊，另外还要感谢在 Peter 被调走后接替他出任本书编辑的 Seth Ditchik。此外，感谢 Lucy Day Werts Hobor 对本书出版的鼎力支持，感谢 Carol Dean 为本书排版，以及 Richard Comfort 博士为本书编写索引。

我由衷地感谢 Alpha Simplex Group, LLC^① 及它的投资者和商业伙伴们，感谢他们提供了一个真实的实验室，使我可以研究和实施量化投资过程。虽然我从来不曾怀疑学术研究可以为投资管理活动做出重要的贡献，但是我当初确实没敢奢望能从投资管理活动中获得这么多崭新的、具有重要意义的学术思想。在别的论著中，我曾经写道，对冲基金行业是经济体中的加拉帕戈斯群岛（Galapagos Islands）^②，因为这个行业发展的速

① Alpha Simplex Group, LLC 是设在麻省理工学院所在地马萨诸塞州的剑桥（Cambridge）的一个对冲基金。本书作者罗闻全教授是它的创立者和合伙人之一。前文提到的 Nicholas Chan 和 Shane Haas 等也是它的工作人员——译者注。

② 加拉帕戈斯群岛（Galapagos Islands），正式名称是哥伦布群岛（Archipiélago de Colon），横跨太平洋东部赤道两侧，位于北纬1分40秒到南纬1分25秒、西经89分14秒到92分01秒之间，由19个岛及附属小岛和岩礁组成，陆地总面积约7994平方公里，散布在约59500平方公里的海面上，是厄瓜多尔共和国的一个省。这个群岛上生活着许多珍稀动物，包括700多种地面动物，80多种鸟类和许多昆虫，其中以巨龟和大蜥蜴闻名世界。海狮、海豹、企鹅等寒带动物也常在这里出现，其中有些动物的种属在全球绝无仅有，因此该岛被称为“独特的、活的生物进化博物馆和陈列室”。1835年，达尔文曾经在这里花了一个多月的时间采集标本，岛上一些物种的差异和特异现象引起了他的强烈兴趣，使他百思不解，促使他于1859年发表了《物种起源》。该书使加拉帕戈斯群岛成为生物学家必去的“圣地”。1978年，联合国教科文组织宣布该岛为“人类文化与自然遗产保护区”——译者注。



度异乎寻常，路径特别清晰；而且还因为我相信从对冲基金的研究中最终将诞生一门新的经济动态学理论。我要感谢 Arnout Eikeboom、Doyne Farmer、方志行、Jacob Goldfield、Charles Harris、Jim Hodge、Steve Solomon、Jonathan Spring、Andre Stern、Donald Sussman 和 Phil Vasan 在提高我对商业领域的理解方面所给予的帮助。

最后，我还要感谢我的家人——Nancy、Derek 和 Wesley——在过去几年内，在我同时忙于不同的研究项目时（有时候进行得并不完美）付出的耐心和支持，感谢 Barbara Jansen、Svetlana Sussman 和 Sara Salem 为我有效地安排生活和时间。我把这本书献给我的母亲 Julia Yao Lo，她一直坚持不懈地激励着我启发着我；我能从事当前的职业，而没有被关在雷克岛^①上吃牢饭，主要归功于她的教导。

^① 雷克岛（Riker's Island）是纽约市的一个小岛。从 1935 年起，纽约市监狱一直设在此岛上，上面有监狱、教养院、安娜·克罗斯中心（Anna Kross Center）、青少年拘留中心和雷克岛医院等——译者注。

译者序

2008年11月18日中午，我站在浦东一座写字楼的走廊里，望着陆家嘴灰蒙蒙的天空发呆。这时接到了东北财经大学出版社李季博士的电话，问我是否愿意翻译一本关于对冲基金的书。

我不禁暗暗佩服，觉得她真有眼光，10月5日证监会才宣布启动融资融券试点，并刚刚组织有关券商参与融资融券联网测试，她就盯上对冲基金了。“我把原著给你寄去，你先看一看”，她说。

几天之后，我收到了原著。翻开一看，满书都是流动性、序列相关性、因子模型等熟悉的术语、各种各样的公式、一望即知是用 Matlab 或 Excel 绘制的彩图，以及二三十页参考文献，书后还附了一段 Matlab 程序，我当即就有了把它敲进电脑运行一遍的冲动。这书恐怕是有学术价值的，我边想边去看书名和作者名字，当 Andrew W. Lo 这个名字跃进我双眼的时候，我不禁心中一动，连忙拿起手机给她发了短信：“这书的作者是罗闻全啊！罗闻全！你放心吧，我一定会认真对待的！”

一、罗闻全及其学术成就

在西方金融学界，罗闻全（Andrew Wen-chuan Lo，缩写 Andrew W. Lo）是赫赫有名的金融学家（个人主页 <http://web.mit.edu/alow/www>）。然而，对于我国高等院校金融专业的大多数师生来说，这个名字却是相当陌生的，例如其著作《金融市场计量经济学》（*The Econometrics of Financial Markets*）的中文版居然将其名字译为“安德鲁·W. 罗”，即便是在7年之后的2010年，一本关于对冲基金的书上仍将其译为“安德鲁·罗”，因此这里有必要详细介绍一下罗闻全。

罗闻全于1960年4月18日出生于中国香港，此后曾在中国台湾地区居住。5岁那年，罗闻全全家从台湾移民到纽约。他的母亲 Julia Yao Lo



(约 1927—) 是一位伟大的女性, 在她的悉心教导下, 罗闻全的姐姐和哥哥先后获得了有“少年诺贝尔奖”之称的“西屋科学天才少年奖”^①。后来, 老三罗闻全从 8 年级跳级进入著名的 Bronx 科学高中, 经过刻苦学习, 也获得了这一奖项。真可谓天才之家, 一时传为佳话。后来三人又都获得了世界性的学术声誉, 这与其母亲的教育是分不开的。

关于罗闻全的姐姐和哥哥, 我们知之甚少。在 Peter L. Bernstein 所著的《投资新革命》(*Capital Ideas Evolving*) 中, 称他的姐姐是一个分子生物学家, 哥哥是火箭科学家。译者推测他的姐姐是 Cecilia Wen-ya Lo (缩写 Cecilia W. Lo, 音译罗闻雅, 约 1951—), 她也是一位伟大的女性。她于 1974 年获麻省理工学院理学学士学位, 1979 年获洛克菲勒大学细胞与发育生物学博士学位。1980 年, 她在哈佛大学药学院从事博士后研究, 此后历任宾夕法尼亚大学生物系教授, 美国国立卫生研究院心、肺和血液研究所 (NHLBI) 发育生物学实验室主任, 遗传学与发育生物学中心主任。她现任匹兹堡大学药学院发育生物学系教授, 是著名的分子生物学家和先天性心脏病学家。她的丈夫段崇智 (Rocky S. Tuan) 是世界著名的肝细胞生物学家和组织工程学家, 有着与她相似的游历和教育经历。二人于 1976 年结婚, 2009 年夏天一同前往匹兹堡大学执教。

译者推测罗闻全的哥哥是罗闻宇 (Martin Wen-yu Lo, 缩写 Martin W. Lo, 约 1953—), 他于 1981 年获康奈尔大学数学博士学位, 后任职于由西奥多·冯·卡门 (Theodore von Karman) 和钱学森等人创建的美国国家航空航天局帕萨迪纳喷射推进实验室 (Pasadena Jet Propulsion Laboratory), 并于 2001 年提出了举世闻名的“星际高速公路” (Interplanetary Superhighway) 技术^②。

1977 年, 罗闻全从 Bronx 科学高中毕业, 考入耶鲁大学, 打算学习数学、物理和生物化学, 因为这些学科看起来很“酷”, 同时这也是他的姐

① 西屋科学天才少年奖 (The Westinghouse Science Talent Search) 是美国科学与公众学会 (Society for Science & the Public) 与西屋电气公司 (Westinghouse Electric Corporation) 于 1942 年开始合作创办的一项科学竞赛, 参赛者主要是高中生, 其不同于一般的竞赛, 注重创新, 有“少年诺贝尔奖”之称。1998 年, 英特尔公司加入并成为比赛的资助者, 因此现在称为“英特尔科学天才少年奖” (The Intel Science Talent Search, Intel STS) ——译者注。

② 2005 年, 罗闻宇曾经在科幻电影《浩淼的蓝色远方》(*The Wild Blue Yonder*) 中客串演员, 对这一技术做了大约 4 分钟的解释——译者注。



姐和哥哥学过的专业。但是在第一学期期末，他邂逅了一位在麻省理工学院（MIT）学习经济学的高中同窗，在她的建议下，他去麻省理工学院选修了默顿（Robert C. Merton，1994—，1997 年诺贝尔经济学奖得主）主讲的金融学，从此经济学和金融学引起了他的兴趣。

他在 Bronx 科学高中时，曾经阅读过科幻小说家 Isaac Asimov 的《基地》三部曲（*Foundation Trilogy*），其中讲到有个数学家创立了一种叫做心理历史学（psychohistory）的人类行为理论。根据该理论，心理历史学家在获取有关人类情感倾向的大量数据后，便能根据这些数据精确地预测未来。罗闻全认为 Asimov 的描述完全可行，而且他想成为那个实现它的人；而经济学，特别是博弈论和数理经济学看上去都是做这个研究的最好的出发点。^① 于是，他致力于研究经济学，于 1980 年获耶鲁大学经济学学士学位，1984 年获哈佛大学经济学博士学位。1985 年至 1989 年期间任美国国家经济研究局（NBER）研究员等职，其中 1987 年至 1988 年在宾夕法尼亚大学沃顿商学院任 W. P. Carey 财务学讲座副教授。1990 年，29 岁的罗闻全成为麻省理工学院的终身教授。从那时起至今，他一直留在麻省理工学院，并在斯隆管理学院创建了 MIT 金融工程实验室（MIT Laboratory for Financial Engineering）。目前，该实验室汇集了一大批著名的金融学家，因此其代表着美国金融工程的最高水平。2004 年，罗闻全当选为台湾地区“中央研究院”最年轻的院士。

罗闻全被公认为金融学家、金融工程学界领袖、对冲基金研究领域泰斗和生物金融学的创始人，是华人金融学家的第一人。1998 年，美国《商业周刊》将他评为金融学术界最有前途的三颗新星之一。在 Peter L. Bernstein 的《投资新革命》中，依次讲述了萨缪尔森（Paul Samuelson，1915 年 5 月 15 日至 2009 年 12 月 13 日，1970 年诺贝尔经济学奖得主）、默顿、罗闻全、希勒（Robert Shiller）、夏普（William Sharpe，1934—，1990 年诺贝尔奖得主）、马克维茨（Harry Markowitz，1927—，1990 年诺贝尔奖得主）和斯科尔斯（Myron Scholes，1941—，1997 年诺贝尔奖得主）的投资思想——罗闻全赫然跻身世界金融学大师的行列。这样看来，

^①（美）Peter L. Bernstein：《投资新革命》，高小红、迟云、钟雄鹰译，北京，机械工业出版社，2008——译者注。



未来罗闻全和希勒获得诺贝尔经济学奖也并非不可能的事。

罗闻全的研究领域覆盖了金融理论、金融信息技术、风险管理、投资组合管理、对冲基金和金融计量经济学。他雄心勃勃地希望能够像 Asimov 描述的那样建立一套能够预测人们在金融市场中的行为的理论。他最著名的贡献包括：于 1988 年提出方差比检验，并实证地指出股价即使对于广义的随机游走假设来说也是不满足的；指出金融学中的经典教条——有效市场假说（Efficient Market Hypothesis, EMH）是不成立的，并提出了用于替代 EMH 的适应性市场假说（Adaptive Market Hypothesis, AMH）；开创了生物金融学；发展了金融学中经典的 Markowitz 的均值一方差分析框架，提出了均值一方差一流动性分析框架；等等。与恩师默顿等人一样，罗闻全的研究与实践密切相关，他是研究对冲基金的泰斗，同时也是对冲基金 Alpha Simplex Group 的创立者和合伙人。

罗闻全发表了大量一流的论文和著作（见 <http://web.mit.edu/alo/www>），可谓著作等身。其与 John Y. Campbell 和 A. Craig MacKinlay 合著的《金融市场计量经济学》获 1997 年度保罗·萨缪尔森奖，并成为金融计量学的经典教材。2004 年 9 月，我在北京大学攻读博士学位时所上的第一节课就是这门课。我至今还清楚地记得，刚上课时教室里挤满了想选这门课的学生，但是这门课实在太难，王一鸣教授在讲台上讲得如行云流水一般，大家却如闻天书，第一节下课时就逃走了一半，到第三节课下课时，已经只剩大约 10 个人了。我每每竖着耳朵，战战兢兢，生怕漏掉一句，侥幸坚持到了最后，中间还阅读了罗闻全写的有关论文，从此把他当成了偶像。

读者现在阅读的这本书的原著是 2008 年出版的，全书共 10 章，由罗闻全教授等发表的一系列高端的学术论文组成。作者从世界一流金融学家的角度，对美国对冲基金的业绩、投资模式、风险管理、系统性风险、监管方法等各方面都进行了严谨的论述，全面而又细致，理论与实践兼具，具有非常高的学术价值，一经出版，就获得了崇高的学术声誉。阅读本书，不仅可以深入了解美国对冲基金行业，而且还可以对罗闻全教授的研究方法、学术思想有所了解。然而不幸的是，由于各方面原因，我一再拖延交稿日期，居然拖到了现在。



二、对冲基金及其对中国的影响

融资融券和股指期货已经来了，对冲基金还会远吗？

在美国，对冲基金已经有 60 多年的历史。在 1998 年金融危机、2007 年以来的国际金融危机中，对冲基金对金融市场造成了巨大的冲击，标志着对冲基金已经成为金融市场上的一支新兴力量和一个新的系统性风险来源，美国政府为了将对冲基金“这头巨兽关进铁笼”，也做了不懈的努力（见本书第 7、9、10 章）。

当前我国资本市场上的机构投资者，主要包括 60 多家公募证券投资基金管理公司发行的上千个公募证券投资基金和专户理财产品，证券公司的资产管理部门发行的集合理财产品和专户理财产品，商业银行发行的理财产品，商业银行的债券投资部门、证券公司的自营部门、信托公司、保险公司持有的保险基金，合格的境外机构投资者（QFII）以及数千个私募证券投资基金公司发行的私募证券投资基金等。这些机构投资者可以被统称为“基金”。在 2010 年 4 月之前，A 股市场上的机构投资者都是只能做多、不能做空的，虽然部分机构会参与一些固定收益套利型、事件驱动型、濒危证券型、基金的基金型或可转换套利型策略，但是规模和深度都有限，无法进行典型的“对冲”业务，没有任务一个公募机构把自己定位为对冲基金，也极少有私募基金宣称自己是对冲基金。

2010 年 1 月 8 日，国务院原则上批准证券公司开展融资融券业务试点和推出股指期货品种，并于 3 月 19 日宣布在光大证券、国泰君安证券、广发证券、中信证券、海通证券和国信证券等 6 家证券公司率先试点融资融券，3 月 31 日正式启动试点交易。此后 2010 年 6 月 8 日、12 月 25 日两次扩大试点范围，使试点券商增加到 25 家，约占全国券商总数的 1/4。2010 年 4 月 16 日沪深 300 股指期货正式上市。如果不出意外，转融通业务将于 2011 年推出，这将扩大对冲业务。

融资融券和股指期货的推出，是中国证券市场基础设施建设中具有划时代意义的大事，标志着 A 股市场从此摆脱了只能做多、难以采用杠杆的限制，可以进行多空双向交易。更重要的是，这还意味着中国将迎来对冲基金大发展的时代，只要政策允许，越来越多的私募基金甚至公募基金公司将发行对冲基金，包括做多/做空股票对冲型、偏向卖空型、管理期



货型等类型。

2010年4月23日，中国证监会发布了《证券投资基金从事股指期货交易指引》和《证券公司参与股指期货交易指引》，对基金投资股指期货的投资策略、参与程序、比例限制、信息披露、风险管理、内控制度等提出了具体要求，对证券公司证券自营业务、证券资产管理业务参与股指期货交易的有关问题作出了明确规定。2010年7月7日，证监会宣布，基金专户理财业务可以参与股指期货交易，并且“考虑到专户理财为非公募产品，其投资人均为具有较强风险识别和风险承受以及自我保护能力的投资者，因此，专户理财业务参与股指期货交易的总体原则应以当事人自治为主，监管机构不再对专户理财业务参与股指期货交易的投资目的、投资比例、信息披露等内容进行规定”。2011年3月，证监会下发了《信托公司参与股指期货的交易指引（征求意见稿）》，阳光私募证券投资基金将由此获准参与股指期货交易，而这意味着它将开展“对冲基金业务”。

实际上，2010年4月之后，沪深300股指期货和沪深300指数剧烈的日内波动、融资融券规模的日益增长，都表明可能有越来越多的机构在从事对冲业务。2010年年中，译者就了解到不少大型公募基金正在研究对冲基金业务，一旦政策放开，就将申请成立做多/做空股票对冲型、管理期货型等对冲基金。2010年12月中旬，国投瑞银基金管理公司成立了一只采用期指套利策略的“一对多”专户理财产品，其实属于对冲基金。2010年年底，中国证监会出具了《关于核准上海国泰君安证券资产管理有限公司设立国泰君安君享量化限额特定集合资产管理计划的批复》（监许可〔2010〕1937号文），允许该公司发行集合理财产品“君享量化”。该产品的投资策略是“采用市场中性策略，在尽量降低对冲市场系统性风险的基础上（将投资组合的Beta值控制在-0.3至0.3之间），在运用数量化选股及指数套利等策略，获取长期稳定的绝对回报。”2011年3月7日，“君享量化”正式发行，受到投资者追捧，一天之内募集资金就达5亿元。这是2011年1月25日《证券投资基金股指期货投资会计核算业务细则（试行）》出台后严格按照该细则设计的第一只对冲类产品，被公认为中国第一个正式的对冲基金，2011年由此成为中国“对冲基金元年”。几乎同时，易方达基金管理有限公司也推出了采用对冲策略



的“一对多”理财产品。预期一两年内对冲基金将如雨后春笋般纷纷涌现。

中国对冲基金的产生和蓬勃发展，将至少对资本市场的三方参与者产生深远的影响：

第一，它将促进各个机构投资者的投资策略、投资理念、研究方法和风险管理的改变，并将加剧机构投资者之间的竞争，从而大大提高中国资本市场的效率，降低期望收益率，因此缺乏竞争力的机构将被逐渐淘汰，甚至还可能改变基金的组织形式——这类似于罗闻全所提出的适应性市场假说和生物金融学：以前，在中国金融市场上，散户、公募基金、私募基金等多个“物种”在为相当充裕的资源而竞争，因此市场效率较低；以后，增加了对冲基金这一蓬勃发展的新物种，“随着竞争越来越激烈，资源最终会锐减，这转而会导致生物数目减少，从而降低了竞争的水平，并最终导致循环重新开始。有时，循环会收敛到角点解，即某些物种灭绝、食物资源完全耗尽或者环境条件发生剧烈的变化”（见本书第9章）。未来机构投资者竞争业态的变化也将加快，具有竞争力的机构将更快地崛起，缺乏竞争力的机构投资者将更快地衰落乃至退出市场。投资经理们面临着更大的生存压力，因为他们必须具有更高的专业水平。对冲基金还将成为新的系统性风险来源，一次偶发的事件足以对很多投资能力并不差的机构投资者造成毁灭性的打击（参见本书第7、10章）。在这个充满变革的时代，能最快地适应变革的“潮人”才能生存下来。这些都是值得基金从业者关注的问题。

第二，它将给专门向机构投资者提供咨询服务的证券分析师们（主要在证券公司的研究部门工作）带来新的挑战。在机构投资者为资源——收益率——进行残酷竞争的同时，证券分析师们也在为自己的资源——机构投资者的佣金和评价——进行着残酷的竞争。从2003年至今，每年10月进行的“新财富”全国“最佳证券分析师”排名，一直是分析师和证券公司研究部门争夺的主要阵地，全国排名前20位的证券公司研究部门大多根据“新财富”排名来确定分析师的薪酬。而分析师的“新财富”排名越靠前，市场影响力越大，他为所在的研究部门赚取的佣金也就越多。但分析师的研究属于商业化的研究，并非严谨的学术研究。作



为基金公司的投资策略分析师，详者深知分析师行业“20%靠研究，80%靠忽悠”的说法并非完全是戏谑。从长期来看，这种竞争业态将逐渐改变，而对冲基金的发展将推进、加快这种变革。未来分析师必须具有更宽广的视野、更全面的知识、更高的研究能力、更深厚的数理知识和建模水平、更好的选股择时能力，要求他们不仅能在适当的时机给出买入建议，还要在适当的时机给出卖空的建议。缺乏数理知识和建模能力、缺乏扎实的专业知识、主要靠“忽悠”混迹市场的分析师将难以立足。对于由分析师所组成的证券公司研究部门而言，也是同样的道理。而且，系统性风险的加大将对证券公司研究部门能够获取的佣金额带来影响，并加大佣金额的波动性，甚至影响到整个证券公司的业绩（虽然目前咨询业务的佣金收入在证券公司的全部利润中占比普遍很小）。

第三，作为资本市场监管部门，中国证监会必须考虑如何才能对对冲基金进行有效的监管。根据国际经验，在特定的情况下，对冲基金的行为可能会给金融市场造成猛烈的冲击，因此如何对对冲基金进行监管一直是学术界和管理层讨论的热点，美国到目前为止也没能建立起对对冲基金进行监管的法律框架和机构（参见本书第9.4节）。我国的私募基金行业与美国的对冲基金一样，多年来一直是“超出三界外，不在五行中”，没有专门的监管法律，而它们可能正是未来对冲基金的主体。

不过，加强监管毕竟是国际趋势，我国也不例外。2011年1月中旬，《证券投资基金法（修正草案）》正式公布。其中第二条规定：“公开或非公开募集资金，运用所募集资金设立证券投资基金，由基金管理人管理，为基金份额持有人的利益进行证券投资活动，适用本法。”“前款所称证券，包括买卖未上市交易的股票或股权，上市交易的股票、债券等证券及衍生品，以及国务院监督管理部门规定的其他投资交易品种。”这样就把资本市场上各种机构投资者全部纳入监管范围。并且《修订草案》的第10章“非公开募集基金的特别规定”，明确地把私募基金纳入监管范围。显然，尚处于婴儿时期的另类投资也将被纳入该法的监管范围，这无疑符合对对冲基金加强监管的国际趋势。与我国的对冲基金一样，我国对对冲基金的监管也将在发展中不断摸索前行。

总之，对冲基金的发展将对资本市场上所有的个人参与者、机构参与



者、监管部门产生巨大的影响。此外，它还将促进学术界和理论界的研究工作。虽然目前国内已经翻译出版了三四部关于对冲基金的著作，但是学术价值有限。作为一本系统地介绍对冲基金投资的、具有深厚学术价值的著作，本书填补了这方面的空白。而且，由于难以获取专门的数据，目前国内学者对于对冲基金的研究大多侧重于定性分析。中国对冲基金的蓬勃发展，必将催生类似 CS/Tremont 和 Lipper TASS 这样的对冲基金专门数据库，催生类似对冲基金研究公司（HFR）这样的对冲基金专门研究机构，并促进国内研究水平的提高。译者大胆猜测，不久的将来，对冲基金类课程将成为高等院校金融专业学生的必修课。

基于上述原因，资本市场上的从业者们不妨通过阅读本书来思考一下中国资本市场将面临的变革，以及自己如何才能在这种变革中生存下去，并发展壮大；监管部门的工作人员可以将它作为指导自己工作的一本参考书；国内金融学专业的师生则可以将其作为一本金融学辅助教材和从事研究工作的基础教材。

三、本书的翻译过程与致谢

多年以来，我国僵化的学术体制、个人所得税制度和学者们面临的巨大的生存、生活压力导致有能力的、严谨的学者不愿意从事翻译，而部分浮躁的译者——其中不乏名校教授——则趁机大行其道，置学术道德于不顾，把翻译当做沽名钓誉的手段，导致大量国际一流的学术著作被低劣的译者糟蹋了，让无数学子痛心不已，我在求学期间就对此深有感触。久而久之，大家宁愿直接阅读英文原版，而对中文译本敬而远之。然而，并非人人都有能力、时间和精力去获取并阅读英文文献，而这导致国外的优秀作品迟迟不为国人所了解，像罗闻全这样的世界顶尖学者的名字在国内居然鲜有人知，就是一个例子。

当初出于对罗闻全教授的崇敬，我下决心把这本书翻译好，甚至一度计划将他 1998 年出版的著作《华尔街非随机漫步》（*A Non-Random Walk Down Wall Street*）也译为中文。但是做到好的翻译何其难也！翻译之艰辛，不亲身经历，永远无法体会。一个合格的翻译者不仅必须具有优秀的中英文功底、深厚的专业知识、涉猎广泛，而且更重要的是还要心态平和，无欲无求，坐得了冷板凳，吃得了苦，绝不能把它当做沽名钓誉的手



段，否则只会糟蹋原著（这种恶例不胜枚举）。本书原著只有 300 多页，我却花了一两千个小时来翻译——工作之余，就把自己关在租来的斗室里，将业余时间几乎全部花在上面，成了一个名副其实的“宅男”，这样无非是想做到无愧于心。

专业文献的翻译尤其推崇一个“信”字，必须把原作者的意思准确无误地传达给中文读者，因此翻译时决不能不懂装懂，胡乱猜测。在“信”的基础上，尽量做到“达”。无奈“求其信已大难矣”，“达”字更难，至于“雅”字，则是我辈不敢妄称的。为了自己这些一直坚持的信念，我花去大量的时间查找资料，力求准确地理解作者的原意。

此外，为了便于读者理解，并能获取更多的信息，我还在书中撰写了将近 120 条译者注。这些注释大致分为三类：第一类是指出原著中的错误，大约占 10%；第二类是对原著的意思进行解释和补充，以便读者能够更加透彻地理解正文，占将近 90%；第三类是对专业术语的译法进行说明，大约只有几条。有时为了写好一个注释，就要花去七八个小时查找资料。而且为了保证质量，我不敢寻找合作伙伴，因为通常英文好的专业基础未必好，专业基础也好的未必有严谨的态度——根据我的经验，凡是由一个老师带着一堆学生翻译的书籍，往往比较容易出错。因此，本书从头到尾都是我一人翻译、校对的，并对书中部分数据做了计算验证，还用书中提供的数据和程序绘制了一部分图形。这种执着严重地损害了我的健康，常常因为伏案过久而周身不泰，中间有数次觉得自己撑不下去了，后悔当初不该一时冲动接下这个差事，想放弃了事。后来支持我完成的，居然是这样一个想法：翻译完这本书，就再也不涉足这类工作了！

不过翻译也并非全无好处，它迫使我透彻地阅读本书，并有助于扭转我工作之后难以静下心来读书的恶习。1918 年 4 月，爱因斯坦在柏林物理学会为普朗克（Max Planck）60 岁生日举办的庆祝会上演讲说：“首先我同意叔本华所说的，把人们引向艺术和科学的最强烈的动机之一，是要逃避日常生活中令人厌恶的粗俗和使人绝望的沉闷，是要摆脱人们自由、变化不定的欲望的桎梏。一个修养有素的人总是渴望逃避个人生活而进入客观知觉和思维的世界”，于我心有戚戚焉。

本书的初稿是 2010 年 6 月 10 日完成的，此后一周回家探望父母，每