

揭开全球对冲基金的神秘面纱
聆听国际顶尖高手的全面阐述

Inside the House of Money
Top Hedge Fund Traders on Profiting in the Global Markets

史蒂文·卓布尼 著
(美) (Steven Drobny)
马杰 石晓军 等译

对冲基金顶尖交易者
如何从全球市场获利

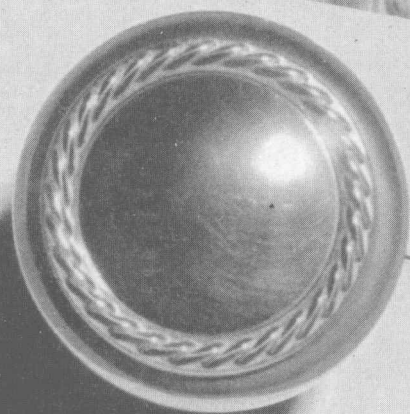
黄金屋



机械工业出版社
China Machine Press

道金屋

知何人主理
全理方安
利



黄金屋

F830.59
zh26

对冲基金顶尖交易者
如何从全球市场获利

(美) 史蒂文·卓布尼 著
(Steven Drobny)
马杰 石晓军 等译

Inside the House of Money
Top Hedge Fund Traders on Profiting in the Global Markets



机械工业出版社
China Machine Press

Steven Drobny. Inside the House of Money: Top Hedge Fund Traders on Profiting in the Global Markets.

Copyright © 2006 by Steven Drobny.

This translation published under license. Simplified Chinese Translation Copyright © 2008 by China Machine Press.

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

All rights reserved.

本书中文简体字版由John Wiley & Sons公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可,不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有John Wiley & Sons公司防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号:图字:01-2007-0467

图书在版编目(CIP)数据

黄金屋:对冲基金顶尖交易者如何从全球市场获利/(美)卓布尼(Drobny, S.)著;马杰,石晓军等译.——北京:机械工业出版社,2008.1

书名原文:Inside the House of Money: Top Hedge Fund Traders on Profiting in the Global Markets

ISBN 978-7-111-23196-7

I. 黄… II. ①卓… ②马… ③石… III. 基金-投资-基本知识 IV. F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2008)第000336号

机械工业出版社(北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037)

责任编辑:李欣玮 版式设计:刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷·新华书店北京发行所发行

2008年1月第1版第1次印刷

170mm×242mm·22.75印张

标准书号:ISBN 978-7-111-23196-7

定价:48.00元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

本社购书热线:(010) 68326294

投稿热线:(010) 88379007

序

Forward

言

在几年前由卓布尼全球顾问公司 (Drobny Global Advisor) 举办的一次高级对冲基金会议上，我第一次遇到了史蒂文·卓布尼。卓布尼全球顾问公司是一家独立的全球宏观研究与咨询公司，由卓布尼及其商业伙伴安德鲁斯·卓布尼博士 (Dr. Andres Drobny，二人并无亲戚关系) 共同管理。尽管对冲基金经理们通常不情愿讨论其市场观点和交易策略，但那次，几十个顶级经理共处一堂，积极陈述他们各自的偏好交易，对世界市场走势的争论也十分活跃。

我发现，让这些基金经理们汇聚一堂最有意义的地方，在于可多维度地揭示全球宏观投资的方方面面。全球宏观策略，是涵盖了许多子策略、投资风格和特性的总体策略。每个全球宏观对冲基金经理都以其独特的方式来捕捉交易机会，发挥他的特有优势，并且每个人都呈现了全球宏观投资的某一侧面。但是，这些人只有作为一个整体，才能完整地呈现全球宏观投资的全景。

这本书独一无二的地方，在于它深入浅出地引领读者进入基金投资的殿堂。由于本书是以访谈形式展开的，所以它抓住了开诚布公的争论的关键要素。此外，本书还囊括了全球对冲基金业顶级经理的各种各样的观点，所以争论视角也是多维度的。

读者将很快发现，任何两个基金经理都具有不完全相同的成长背景。有些人是受过典型良好教育的，而有些人却很早离

开了学校，有些人整个职业生涯都在为自己交易，而有些人则通过传统银行的等级阶梯一步一步向上爬，有些人乐于在主要的金融中心感受市场脉搏，而有些人则更愿意远离金融中心。

对于充满好奇心的投资者、交易员和资金管理者，这本书为读者提供了最优秀的基金经理怎样应对市场的内部视角，并为基金经理怎样才能提高操盘技巧提供了敏锐独到的见解。对于投资领域的任何人，本书都将有助于你对全球市场动态的深层理解。

对于非专业读者，本书也将提供难得的机会，使你大体了解相对有些封闭的对冲基金界，日常生活是如何充满了高度紧张与巨大风险的。与媒体通常过分渲染的那些充满魅力的基金经理的形象不同，这本书通过第一人称描述，展示了一个截然不同的职业基金经理人的世界，他们深思熟虑、谨慎细致而又聪明机智、富有创造力，只要任何地方存在机会，他们就会为投资者的财富增加而不断付出努力。

约瑟夫·尼古拉斯

对冲基金研究公司的创建人及董事长

芝加哥

2006年1月

现代生活中，对冲基金无处不在。对冲基金这个术语通常让人联想到那些在世界的任何市场上，利用一切可能的投资工具或技巧来捕捉机会以追逐超额收益的投机者形象。那些先前拥有数十亿美元的大型基金经理，比如乔治·索罗斯或朱利安·罗伯森，就是因为其卓越的投机技巧而举世瞩目的。然而，他们也曾被指责犯有攻击发达国家中央银行，以及引发第三世界国家的资本外逃等这样的现代恶行。

在经历了2000年股票市场的崩溃之后，对冲基金逐渐恢复了本色，而事实也表明它是一种出色的资产管理工具。当大多数全球投资者遭受着年复一年的亏损时，对冲基金却业绩良好，这激起了一股机构投资者纷纷建立对冲基金的浪潮。同时，鉴于对冲基金的高度灵活性与诱人回报的特点，大多数富有才华的金融专才都从伦敦金融城与纽约华尔街大规模地回流到了对冲基金界。

日渐趋于成熟的对冲基金，已不再仅仅是一项业务。资金内部的巨大流动，已经改变了10多年前那种放任自流的情况，这使得对冲基金成长为一个更加规范的行业。对冲基金经理的投资策略及范围时常会受到限制与约束，而投资者也不能再容忍几年甚至几个月的业绩下滑。高度竞争拉近了不同基金收益的差距，低收益将导致对收取基金管理费用的质疑。

尽管对冲基金业在不断地演变和变化，但是追求绝对收益的投资策略是始终不变的。投资于世界上任何可能赚钱的市场、

资产类别及投资工具，以追逐尽可能高的收益，这就是全球宏观投资策略。

全球宏观投资，是资金管理中的一个相对不知名并容易被误解的领域，但人们对它的兴趣却日渐增强。由于我的公司——卓布尼全球咨询公司（Drobny Global Advisors），为全球宏观对冲基金提供市场策略方面的建议，并以大多数顶级基金为客户，故我经常被问到一个问题：“什么是全球宏观投资策略？”经典定义是，全球宏观投资策略是一种自主决定的投资风格，为了从宏观经济走势中盈利（通常难以实现），对任何资产类别（股票、固定收益证券、货币和商品）、任何投资工具（现金与衍生品），以及世界上的任何资本市场，进行做多与做空的杠杆交易。

我觉得人们实际想知道的是，“我们怎样界定那些顶尖的全球宏观对冲基金的经理们实际所做的事情？”那是一个更难以回答的问题。全球宏观投资策略是对冲基金策略中最难定义的一个，原因很简单：没有精确的定义。如同对冲基金这个术语可以用来描述各种各样的投资风格一样，全球宏观投资策略也不只有一种含义。全球宏观投资策略没有托管范围限制，也不能简单地用数字或公式来描述；而且，其风格变换已经融入到投资策略中，操盘手经常需要依据市场形势在各种各样的投资规则中随机应变。即便是专业的对冲基金投资者，有时也难以说清全球宏观对冲基金经理们究竟在做什么？

为了帮助我的咨询者，我曾努力寻找相关主题的书籍及研究文献，但收获甚微。尽管在过去几年里对冲基金业务获得的资产与经验都取得了巨大的进步，可公众一谈起对冲基金，还是容易将之与全球宏观投资策略的前辈乔治·索罗斯挂起钩来——这实在令人惊讶。

让人不解的是全球宏观投资策略的文献奇缺的另一个原因是，事实上全球宏观变量会影响所有的投资策略。当某个共同基金增加它的现金头寸，某个捐助基金投资不动产，或者某个持有股票多头或空头的对冲基金改变为净做股票多头时，他们实际上都是在做隐含的全球宏观交易，即使他们自己并没有意识到。他们的投资决策将顺应世界经济、美元、全球股票市场、全球利率、全球增长、地缘政治问题、能源价格以及大量他们也许从未听说过的变量的变化而变化。鉴于此，对于那些投资范围广泛的投资者来说，对全球

宏观全景的深刻理解与把握是极其重要的。

本书将竭力填补相关文献在此领域的空白。由于当前极其缺乏关于全球宏观投资策略的有价值的信息，那么下一步理所当然的是直接与我所认识的、最聪明的全球宏观对冲基金经理们展开对话。受益于我的工作接触渠道之便，我可以动用大量资源来开展该工作。

与基金从业者进行探讨的最初计划，仅仅是为了揭示他们对全球宏观投资策略的理解，但是后来却发现实际收获要多得多。我了解到了该行业最机敏的人是怎样看待风险、投资组合的建构、历史、政治、中央银行、全球化、交易、竞争、投资者、雇用、对冲基金业的演变以及各种其他方面的细节的，结果，我的研究项目较原计划的牵涉面要更广泛、更深入。

在经历了一些浅层的讨论之后，我开始寻求与当今更广范围的全球顶级宏观对冲基金经理们进行对话。为了获取最广泛的意见，我采访了那些拥有不同产品的交易技能、不同文化背景，以及多种职责范围的经理们。我刻意选择那些专注于斟酌基本面从而有能力进行自主灵活选择的操盘手，而不是那些过于依赖技术程序模式或电脑驱动交易模型的经理。因为那些斟酌基本面而自主选择的经理们依靠他们自己的判断，能够超越其所利用的任何技术性分析的工具，那实在是难能可贵的。

结果发现，很难简单去界定这些顶级全球宏观对冲基金经理们实际上在做什么。取而代之的体会是，全球宏观投资策略是应对市场的处理方法，就像科学是探索未知事物的一种方法一样。在科学领域，处理一个问题，可能会存在许多不同的方法。有些可能会失败，但是几个极其迥异的解决途径也可能带来成功。市场操作的艺术或创造力，产生在发展与检验市场假设可行性的过程当中。

尽管全球宏观对冲基金往往独特怪异，但我发现所有全球宏观对冲基金经理们在钻研探究细节之前，都以一种普便的自上而下的方法来应对市场。正是在钻研探究的过程中，他们逐步将自己与他人区别开来，并表现出各自不同的专长。从某种意义上来说，全球宏观正在向全球微观演变，当今的基金经理们通过在不同的专长和市场上自由地发挥其微观技能，从而确立其投资优势与范围。

我还发现了这些经理们的其他相似点——他们都热爱所从事的工作，都极其努力地艰苦工作，而且都极其聪明机敏。然而，尽管富于机智并拥有主见，但是在遇到市场或同事的挑战时，他们似乎都能开放思想、灵活变通。这种承认自身可能犯错的灵活性和主动性，显示了对冲基金经理们在限制不利风险损失以及阻断收益分布曲线左端（损失）方面是多么的优秀。当他们做交易时，不管经理们的特定风格是什么，所有全球宏观对冲基金经理们的目标都是为他们的投资者及其自身创造超额的经过风险调整的绝对收益。

直到最后，本书也没有直接回答这个问题——什么是全球宏观策略？然而，本书提供了一些当今最优秀和最聪明的基金从业者看待其操盘技能的内部视角。希望本书有助于揭开“当今全球宏观对冲基金经理们事实上做些什么”的神秘面纱，同时有助于揭示“为什么在这方面做得真正优秀的专才是如此凤毛麟角”。如果读者从阅读这些访谈中所学到的，与我在做访谈时学到的一样多，那么我会认为该项研究是成功的。

我以对冲基金研究公司创建人和董事长约瑟夫·尼古拉斯的言辞开启本书，他给我们提供了关于全球宏观策略的专业投资者的视角。尼古拉斯自从20世纪80年代就一直从事全球宏观对冲基金投资，现在他通过HFR资产管理公司管理着超过40亿美元的对冲基金资产。1992年，他创立了行业领先的对冲基金数据公司——对冲基金研究公司（HFR），而且自那时起，他还撰写了几本关于对冲基金以及对冲基金投资的著作。

接下来，我简单地突出概述了有关全球宏观对冲基金的一些关键性历史事件，并以此作为背景和视角，为后文阅读和理解访谈内容提供帮助。我尽可能展示了全球宏观对冲基金的演变全过程，从它的起源人约翰·梅纳德·凯恩斯到乔治·索罗斯，然后再到因竞争加剧和专业化深入，将当今全球宏观经理们引向了全球微观的未来领域。

最后，我们通过与13位顶级全球宏观基金从业者的访谈，对“对冲基金操盘的内幕”进行揭秘。他们每个人都提供了关于全球市场的独特视角与体会。这些访谈，采访于2004年10月到2005年7月期间的世界各地。

目 录

Contents

序 言	约瑟夫·尼古拉斯	
前 言		
第 1 章	全球宏观对冲基金简介	1
	约瑟夫·尼古拉斯，对冲基金研究公司创建人及董事长	
第 2 章	全球宏观对冲基金的历史	4
第 3 章	全球宏观对冲基金的未来	29
第 4 章	家族账户管理员	33
	吉姆·莱特勒，猎鹰管理公司	
第 5 章	自营买卖交易员	71
	克里司汀·席华耶，前高盛公司自营交易部负责人，现SemperMacro公司	
第 6 章	研究员	103
	安德列斯·卓布尼博士，卓布尼全球咨询顾问公司	
第 7 章	财务主管	134
	约翰·波特博士，巴克莱资本银行	
第 8 章	中央银行官员	161
	苏希尔·瓦德瓦尼博士，英格兰银行，瓦德瓦尼资产管理公司	
第 9 章	网络人	179
	彼得·席尔，PayPal公司前CEO及联合创始人，Clarium资本公司	
第10章	场内交易员	197
	哈里斯，芝加哥商品交易所，Praxis贸易公司	

第11章	先锋	215
	吉姆·罗杰斯, 量子基金创始人之一	
第12章	商品交易专家	237
	德怀特·安德森, Ospraie 管理公司	
第13章	股票操盘手	265
	斯考特·拜森特, 拜森特资本管理公司	
第14章	新兴市场专家	286
	马尔科·德米特里耶维奇, Everest 资本公司	
第15章	固定收益证券的专家	304
	大卫·戈顿与罗布·斯坦丁, 伦敦分散化基金管理公司	
第16章	货币专家	320
	匿名者, 货币基金经理	
结束语		336
附录 A	为什么全球宏观投资策略是未来的主流发展方向	337
	李·托马斯博士	
附录 B	寄语投资者: 一个关于全球宏观策略的注解	344
参考文献		347
译者后记		351

第 1 章

全球宏观对冲基金简介

约瑟夫·尼古拉斯

对冲基金研究公司创建人及董事长

全球宏观策略的投资方法，主要是通过对股票、货币、利率以及商品市场的价格波动进行杠杆押注，来尝试获得尽可能高的正投资收益。这个术语中的“宏观”一词，来源于基金经理试图利用宏观经济的基本原理来识别金融资产价格的失衡错配现象，而“全球”则是指可以在全世界的范围内寻找发现这种价格错配的现象。

全球宏观对冲基金的策略拥有所有对冲基金策略中最广阔的操作空间，其投资风格灵活多变又不拘一格。因此，宏观基金经理们可以在任何市场或投资工具上持有仓位。经理们通常期望持有“有限负向风险和潜在高收益”相匹配的市场头寸，这样他们既可以选择一种高度集中的风险承受型的投资策略，也可以选择资产组合分散化的资金投资方式。

全球宏观对冲基金交易可被分为两大类，直接的定向型交易和相对价值型交易。定向型交易指经理们对一种资产的离散价格的波动情况下注，比如做多美元指数或做空日本债券；而相对价值型交易指通过同时持有一对两类类似资产的多头和空头，以期利用一种已被发现的相对价格错位来盈利，比如在持有新兴欧洲股票多头的同时做空美国股票，或者在做多29年期德国债券的同时做空30年期德国债券。此外，从发现有利可图的交易来说，全

全球宏观对冲基金可被分为自主发挥型和系统型。自主发挥型的市场交易，经理们主要依据自身的主观感受对市场形势进行定性分析来投资下注；而系统型的交易，经理们则采用一种基于规则的量化分析方法。基金经理的主要任务，就是通过正确地预见价格趋势以及捕捉差价波动来获取投资收益。

总的来说，全球宏观投资策略的交易者通常都在寻找那些罕见的、可被称作“远离均衡”状态的价格波动。如果价格波动符合“钟形曲线”的分布，那么只有当价格波动超过平均值一个标准差以上时，交易者才可以认为市场中出现了投资机会。通常在市场参与者的感觉与实际的基本经济状况存在较大偏差时，这种情况才会发生，此时会产生持续的价格趋势或是价差波动。通过正确地识别在何时、何地市场将偏离其均衡状态最远，全球宏观投资策略的交易者就可以投资于价格偏差的市场，直到失衡现象得到纠正时再退出市场，从而获取超额风险的溢价回报。通俗地说，时机选择对全球宏观投资策略的交易者意味着一切。因为交易者通过采用财务杠杆，其可能存在的收益与损失都被显著地放大了，所以他们通常被媒体描绘成“纯粹的投机者”。

许多全球宏观投资策略的交易者都认为，全球宏观经济的问题和变量将影响所有的投资策略。从那种意义上来说，全球宏观策略的基金经理能够利用他们宽广的操作空间和投资风格作为优势，灵活地从一个市场移向另一个市场，从一个机会转移到另一个机会，并利用其投资者的委托资产来产生尽可能高的收益。不少全球宏观经理们认为，利润能够而且应该来源于许多看上去似乎不相关的投资策略，比如持有股票的多头或空头，投资于价值已被低估的证券和其他各种形式的套利市场。全球宏观策略的交易者认为，某些投资风格在一定的宏观环境下有利可图，而在其他宏观环境下则不能获利。当许多专家的策略因巨额资产受到了严格限制，而出现流动性不足的时候，全球宏观经理们却可以因为有宽泛的授权，以及利用这些偶然出现的机会将资金源源不断地投向各种不同的投资策略中，从而获取巨额的投资回报。著名的全球宏观对冲基金经理人乔治·索罗斯曾经说过：“我不会以一套特定的规则来玩游戏，我会努力去寻找游戏中规则的变化。”

总 结

全球宏观投资策略的交易者的投资范围，并不限定于特定的市场或产品，而且其投资风格并不自我设限，更不受其他对冲基金投资策略的条条框框的束

缚。这使得风险资产可在全球范围内被有效地分配于各个投资机会,使得投资人必须充分而全面地权衡投资决策的风险与报酬。尽管在采用某种更集中的投资形式时,基金经理管理的资产规模过大可能会产生问题。但是鉴于宏观对冲基金操作的灵活性及投资市场的深度性和流动性,这个问题对于全球宏观对冲基金来说,并不构成一个特定的障碍。由于全球宏观投资策略的交易者采用财务杠杆的定向型下注操作,这可能会导致其收益或损失的大起大落,因而他们时常被称作“冒险的投机者”。然而事实表明,作为一个整体,总的来看,全球宏观对冲基金经理已经从市场中获得了风险调整后的丰厚收益。

数据显示,从1990年1月到2005年12月,全球宏观对冲基金已经创造了平均15.62%的年收益率,收益的年度标准差为8.25%。与同时期的标准普尔500指数相比,全球宏观对冲基金的平均收益超过投资标准普尔500指数收益500多个基点,而波动性却少了600多个基点。此外,全球宏观对冲基金的收益,还与整个股票市场的表现呈现出低相关性。自从1990年以来,16年中有15年全球宏观对冲基金产生了正收益,仅仅在1994年亏损了4.31%(参见图1-1)。

对冲基金研究公司(HFRI)宏观指数
(增长基数为1 000美元)

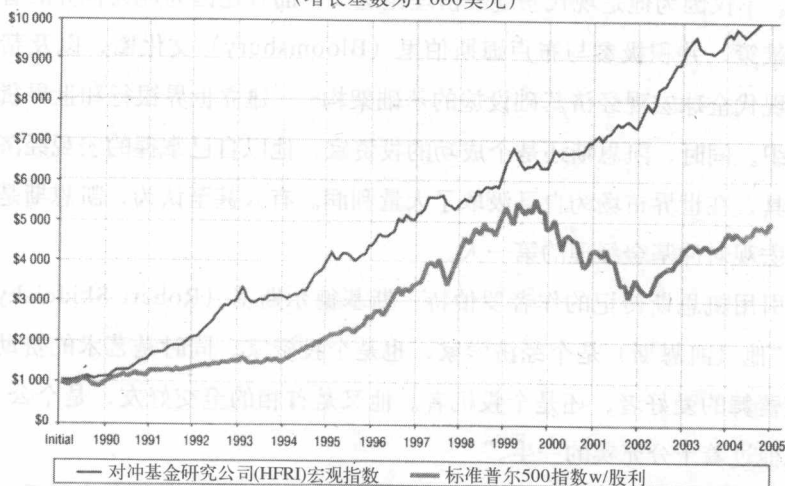


图1-1 对冲基金研究公司(HFRI)宏观指数与标准普尔500指数的比较

资料来源: HFR.

考虑到其相关性、波动性和投资回报的卓越表现,全球宏观对冲基金策略应该是任何投资组合策略的有益补充。

第2章

全球宏观对冲基金的历史

一个世纪以前，约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）开辟了通向当今全球宏观基金投资风格的道路。作为一个经济学家，凯恩斯博学多才。不仅因为他是现代宏观经济理论之父，而且还因为他为世界的管理者荐言献策，并积极参与布卢姆斯伯里（Bloomsbury）文化圈，以及帮助设计了现代全球宏观经济基础设施的基础架构——建立世界银行和世界货币基金组织。同时，凯恩斯还是个成功的投资家，他以自己掌握的宏观经济原理为工具，在世界市场为自己汲取了大量利润。有人甚至认为，凯恩斯是现代全球宏观对冲基金经理的第一人。

引用凯恩斯传记的作者罗伯特·斯基德尔斯基（Robert Skidelsky）的话，“他（凯恩斯）是个经济学家，也是个投资家。同时是艺术的赞助者以及芭蕾舞的爱好者，还是个投机者。他又是首相的至交好友，是个公务员。因此他过着十分充实的一生。”

凯恩斯用个人账户进行投机，并受各种投资和保险信托基金的委托进行投资，甚至负责管理一个大学捐助基金，而每个基金都有着不同的目标、时间期限和授权范围。在他去世时，他留下巨额的个人财富遗产，而这主要是在金融市场上进行投资交易的操作成果。

凯恩斯的个人投资才能，在剑桥国王学院的捐助基金——切斯特基金

(The College Chest) 的运营收益上可见一斑，凯恩斯担任该捐助基金的首席财务官并拥有完全的投资决策权。公开的记录显示，从1928年到1945年之间，该项捐助基金获得了平均每年13.2%的收益率，而同时期内英国股票指数平均每年却损失0.5%的收益率（见图2-1）。如果再考虑到该期间发生的1929年股票市场崩溃、经济大萧条以及第二次世界大战，不得不说这是非常令人难以置信的辉煌业绩。

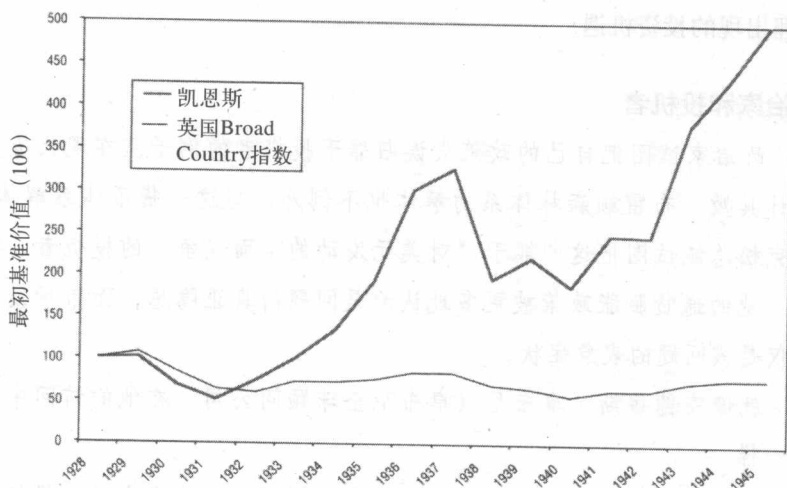


图2-1 剑桥国王学院切斯特基金和英国综合股票指数

资料来源：Motley Fool.

但是与所有其他的投资者一样，凯恩斯刚开始也不得不遭遇挫折并从中吸取了许多教训。尽管凯恩斯智力非凡，对全球市场了如指掌，但是他一开始还是不太适应市场的暴风疾雨。20世纪早期，凯恩斯在投资商品市场前，已经成功地利用全球货币的差价进行了投机。然而在1929年的商品市场衰退期间，因凯恩斯被要求追加保证金而使个人账户遭到了彻底清洗。经历了1929年的挫折之后，凯恩斯转向投资于全球股票市场进而取得了巨大成功，但是同时他还继续在债券市场和商品市场上进行投机。

斯基德爾斯基补充说：“他的投资哲学……随着他的经济理论的演变而改变。他从自己的投资经历中领悟了许多理论，反过来再用理论来修正自己的投资实践活动。”

凯恩斯对浮动汇率的厌恶（具有讽刺意味的是，浮动汇率恰恰是凯恩斯