

黄金屋

宏观对冲基金顶尖交易者的掘金之道 (增订版)

Inside the House of Money

Top Hedge Fund Traders on Profiting in the Global Markets

华 章 经 典 · 金 融 投 资

S T E V E N D R O B N Y

〔美〕史蒂文·卓布尼 著

郑磊 译

*Steven
Drobny*



机械工业出版社
China Machine Press

黄金屋

宏观对冲基金顶尖交易者
的掘金之道 (增订版)

Inside the House of Money

Top Hedge Fund Traders on Profiting in the Global Markets

华 章 经 典 · 金 融 投 资
S T E V E N D R O B N Y

[美] 史蒂文·卓布尼 著
郑磊 译



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

黄金屋: 宏观对冲基金顶尖交易者的掘金之道 / (美) 卓布尼 (Drobny, S.) 著; 郑磊译. —增订版. —北京: 机械工业出版社, 2013.11

(华章经典·金融投资)

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

ISBN 978-7-111-44711-5

I. 黄… II. ①卓… ②郑… III. 对冲基金—投资—研究—世界 IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 266883 号

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

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: 01-2013-2584

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

Copyright © 2009 by John Wiley & Sons, Inc.

This translation published under license. Simplified Chinese translation copyright © 2014 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。

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: 王金强 版式设计: 刘永青

藁城市京瑞印刷有限公司印刷

2014 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

170mm × 242mm · 24 印张

标准书号: ISBN 978-7-111-44711-5

定 价: 59.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

熟练投资的社会性目标是打败那些笼罩在我们未来生活之上的时间力量和疏忽。

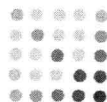
——约翰·梅纳德·凯恩斯

一旦我们懂得不完美的理解乃人类本性使然，就没必要耻于犯错，重要的是纠正自己的错误。

——乔治·索罗斯

你之所有，最终让你坠入其中。

——泰勒·杜尔登



推荐序

Foreword

2004年，我在巴塞罗那第一次与史蒂文·卓布尼和安德斯·卓布尼见面。在那次之前，他们邀请我在全球宏观对冲基金会议上做过主题演讲。那时，我对全球宏观对冲基金还只有非常粗浅的了解，但还是高兴地接受了邀请。我并没有意识到，这类活动的主题发言基本上就是一种娱乐方式。毫无疑问，我讲了一大通美利坚帝国行将衰亡，或是关于美国赤字不可持续性，或者由于某些地缘政治危机引发的即将爆发的流动性危机。会议参加者几乎都是清一色的宏观对冲基金经理，他们礼貌地听着，但是在后面的问答环节显示出了毫无掩饰的怀疑态度。即便在下个四年能够见证最伟大的金融改善，他们仍有足够的理由保持怀疑。

这次大会的真正内容当然不是我的餐后演讲，而是第二天开始的以“我喜爱的交易”为主题的同行对话。我怀着不断增长的好奇心听着，一连串的“聪明小子”（这是卓布尼对宏观对冲基金经理的叫法）站起来，精确地解释着如何通过复杂的交易赚取天文数字的收益，以及诸如此类我从未听说过的东西。什么是“掉期”“固定期限掉期价差期权”（steepener）？每个人都在说的“瑞郎”（Swissie）到底是什么呢？

我在大学里度过了几乎全部的职业生涯，期间除了在英格兰银行工作过一年以外，多年来我一直自负地认为学术界才是最聪

明的人的圈子。尽管薪酬不是特别优渥，但是作为学者所得到的愉悦还是足以弥补收入上的不足。当然我也总是担心宏大的理论与实践存在隔阂。我和同事们经常谈到学术圈的小社会和实践丰富多彩的大世界。很多年来，我一直把自己称为经济史学家，装作非常了解这个金融世界的样子。在参加了卓布尼主办的大会后，我意识到自己近乎一无所知。

那些全球宏观“聪明小子”给我留下的最深刻的印象是，他们从传统经济学中吸取理论精髓并将其应用于实证研究，形成某个特定的交易概念，进而执行交易并获取结果的方式。这通常是社会科学和人性中缺乏的一种方式，将其在实践中运用一年，通常是一个月，就能清晰地看到交易是否成功，是赚钱还是亏损了。

我在巴塞罗那看到的东​​西给我留下了如此深刻的印象，以至于我心中暗下决心要参加更多这类活动，如果可能的话，更近距离地接触对冲基金管理工作。我认为这是了解经济理论和金融实践之间关系的更好的方法。

史蒂文·卓布尼的这本书因记录了一场非常特殊的金融革命而做出了难以估价的贡献。对冲基金的崛起被认为是过去 15 ~ 20 年里金融市场具有决定意义的结构性变革。未来的历史学者将会感谢卓布尼，至少是会感谢他记录了本书中提到的那些绝世少见的“聪明小子”的回忆。

尽管这本书写于 2004 ~ 2006 年^①，离这场大规模次贷危机引发的信用崩溃以及 2008 ~ 2009 年的经济衰退甚远。本书仍值得在今天重读，许多接受采访的基金经理涉足了这场危机，亲身感受了美国金融杠杆的爆炸式发展以及扩大赤字的不可持续的趋势。如果说谁早就洞察到了这次伟大的结构性变革，不仅仅是美国的相对衰落以及东亚和南亚的崛起的话，那就是宏观对冲基金。

西方经济正面临衰退，很多传统金融机构因流动性和偿付能力出现问题

① 本书是 2009 年的增订版。

而濒临破产，我们正在经历有史以来最动荡的经济时期。波动性又卷土重来了。然而这帮“聪明小子”中最聪明的人，早就看到了这个大趋势并且做了充分的准备，他们确实从中赚到了钱。任何想以他们为榜样的人，都能从史蒂文·卓布尼汇集的这些“聪明小子”的卓越见解中获益匪浅。

尼尔·弗格森 (Niall Ferguson)

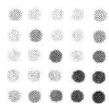
哈佛商学院威廉·齐格勒讲座教授

哈佛大学劳伦斯 A. 蒂斯历史学讲座教授

《罗斯柴尔德家族》(*The House of Rothschild*) 和

《金钱纽带》(*The Cash Nexus*) 等系列著作的作者

2008 年 7 月



译者序

Preface

在翻译本书之前，我还参与了《市场的霸主：对冲基金世界的超额回报大师》一书的翻译（已由机械工业出版社出版），那本书也是一个基金经理采访集，但内容聚焦在微观对冲基金方面。当华章编辑王颖将这本书的新版寄给我时，我发现正好可以跟微观对冲基金组合，这样就全部覆盖了对冲基金行业，让读者获得了全景认识。

坦率地说，全球宏观对冲基金是发达的金融业的产物，而中国目前仍面对着一个资本项目不开放、资本市场基础薄弱、金融产品种类很少、投资渠道非常有限的境况，讨论全球宏观对冲，还是一个看似相当遥远的话题。

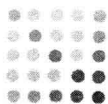
但是，这却是一个让人热血沸腾、激动不已的具有传奇色彩的金融资本领域。为什么这么说呢？因为这是最有挑战性的博弈战场，不仅需要跨领域的金融知识结构，更需要经历失败和挫折沉淀下的智慧精华。对于全球宏观对冲基金经理而言，投资是在时空上没有任何界限、没有任何限制的，问题只在于你能否驾驭多样化、分散化投资的主题和掌控好投资时机。你可以也应该在全球任何地方，在任何时间，投资能给你带来盈利或者起到对冲保值的任何标的物。因此，全球宏观经理人会时刻监察着利率、股票、现金、商品、衍生品、地产，并关注每一资产类别中的一

系列产品。这是一个资本万花筒，是一个万变大世界，你只需要成为那个能点石成金的魔术师。

多头、空头，货币、股票、期权、期货、套利，定向型交易、相对价值型交易、绝对价值型交易，即期、远期、掉期，**beta**、**gamma**、**vega**、**CDS**、**CDO**，收益率曲线，夏普比率，所有这些名词术语都显得那么生僻，但是这种情况将不会持续太久。中国正在快速推进利率市场化进程，人民币正在逐步成为国际贸易结算货币，资本项下的开放已经提上了日程。香港作为中国金融最发达、国际化程度最高的区域金融中心，存在全球宏观对冲基金的操作实践和发展空间。有志于在这个专业领域发展的“聪明小子”们，应该及早动手，开始学习和了解相关知识，而这本书提供了该领域大师们的观点和视角，这就是本书的价值所在。全球宏观对冲领域是一座金矿，是一大片摇钱树林，等待着金融天才们去发掘其中的宝藏。

郑磊

2013年7月31日于香港中环



前言

Preface

本书第1版于2006年春出版，很接近那时所谓“伟大的现代化”末期，那是一个低波动性、低利率、收益率扁平、全球股权和资产市场强劲发展的时期，投资者不担心风险。从那以后，我们目睹了这一范式被扫荡一空，极端波动性再次杀回市场。巨大而且发散的利率波动已经成为常态，权益和住房市场多次从高位陡直下跌。全球各国央行和政府都采取了创新的流动性对策和救助行动，提供了货币和财政刺激。这些行动并非是没有代价的，商品价格先暴涨继而廉价抛售，进一步恶化了政策制定者需应对的复杂的通胀局面。

正如海曼·明斯基曾经观察到的——稳定性似乎孕育了不稳定性。杠杆是在低波动性的平静时期设立的，最终却被自身重力压垮，并受到央行提高利率的推波助澜。大潮退后，很多东西现出了原形，特别是复杂的衍生品（SIV、CDO、CLO等）和房屋抵押领域的创新活动，这些产品在全球范围创造出了庞大的信用贷款。现在大家明白了，房价不可能永远上涨，评估机构、政府、银行、投资者和过度借贷的房主都懊悔不已（关于这方面更多的内容，见“附录A：2008年的崩溃”，作者李R.托马斯三世）。

当热钱抽离之后，本书中很多基金经理的预言成真了。特别

是我们已经见识过美元的衰落，自 20 世纪 70 年代开始，商品和石油的反弹就很少见，住房市场繁荣泡沫突然破裂，全球主要的权益市场崩溃了，信贷利差大幅扩大，波动性从历史低位开始反弹。

有争议的是，过度宽松的信贷也是 2003 ~ 2007 年低波动年代的主要推手，而信贷紧缩则导致了 2007 年和 2008 年形势尖锐逆转。正如各国央行再次降息去救助投资者，本次周期的下一只靴子还悬在我们头顶上。但是这个过程不可避免地会导致一般通胀、恶性通胀、滞涨还是通缩呢？类似的问题还有，世界将改变由政府继续提供刺激的凯恩斯主义，还是会采取奥地利学派建议的痛苦路线？谚语所说的“世界上总有哪个地方会有牛市”，可能会增强政府干涉、管制，颁布更多的法案。全球化潮流在这个过程中将会被改变吗？投资的影响将会变成什么样？

其他重要的问题也摆在投资者面前：是否新兴经济体将会与发达经济体脱钩？金砖国家和其他国家能否在没有它们最大的客户的帮助下继续保持大幅增长？美国是否将经历日本式的“失去的十年”，一个欧洲式的泥潭，还是另一场大萧条？

2008 年，宏观变量已经明显变成了影响投资表现的关键推手。由下而上，关注微观的权益、债券和商品投资者已经遭受了灭顶之灾，而大多数全球宏观基金经理仍能保存投资实力。正是基于此，在探索这个持续动荡的市场方面，全球宏观投资组合管理经理处于特别优越的位置。本书中采访的基金经理向读者提供了一系列广泛的有关全球宏观战略的快照式解说。他们的渊博知识将会对那些想尝试在不确定性不断增加的时代中搏击的投资者很有助益。

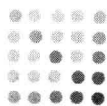
对于这一版的修订，我在吉姆·莱特纳那一章增加了第二部分内容。另外还对彼得·席尔这一章做了补充，新增内容来自为卓布尼全球咨询客户提供的资料。最后，增加了两篇由李 R. 托马斯三世（博士）撰写的附录文章，

这也是来自过去两年我们为客户提供的研究项目：第一篇是极有先见之明的有关衍生品导致市场崩溃的文章，题目是“2008 年的崩溃”（写于 2006 年 6 月），第二篇是“谁控制着流动性”（写于 2007 年 4 月）。

史蒂文·卓布尼

曼哈顿比奇，加利福尼亚州

2008 年 6 月



第 1 版前言

Preface

在现代生活中，对冲基金无处不在。对冲基金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去捕捉机会以追逐超额收益的投机者形象。那些曾管理着数十亿美元的大型基金经理，如乔治·索罗斯或朱利安·罗伯森，就是因其卓越的投机技巧而举世瞩目。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，事实证明它是一种出色的资产管理工具。当全球大多数投资者遭受着年复一年的亏损时，对冲基金却业绩良好，这引发了机构资金流入这一另类投资工具的浪潮。同时，鉴于对冲基金的高度灵活性与诱人的激励机制等特点，最具有天分的金融专才大规模地汇聚到了纽约华尔街和伦敦金融城的对冲基金。

日益成熟的对冲基金，已经不再仅仅是一项业务。巨大的资金流已经改变了 10 多年前那种放任自流的情况，对冲基金成长为一个更加规范的行业。对冲基金经理经常采用非常精细和特定的策略，而投资者也不能再容忍长达几年甚至几个月的业绩下滑。高度竞争缩小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进和改变着，但其始终不变的投资策略是追求绝对收益。投资于世界上任何有可能赚钱的市场、资产类别及投资工具，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为人知且易被误解的领域，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，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。

这是一个相当有技术难度的问题。全球宏观投资策略是对冲基金策略中最难定义的，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意味着只是一种事物。全球宏观投资策略没有约定限制，也不易用数字或简单的公式来描述；而且，其风格变换已经融入投资策略中，基金经理经常需要依据市场形势在各种各样的投资种类之间买入卖出。即便是专业的对冲基金投资者，也在努力理解全球宏观对冲基金经理们究竟在做什么？

为了帮助我们的咨询客户，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，无论是对冲基金业务还是获得的资产与经验，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。

令人不解的是，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。当某个证券投资基金增加它的现金头寸，某个捐赠基金投资不动产，或者某个持有股票多头或空头的对冲基金

转变为净做股票多头时，它们实际上都是在从事隐含的全球宏观交易，即使它们自己并没有意识到。它们的投资决策将因世界经济、美元、全球股票市场、全球利率、全球增长、地缘政治、能源价格以及大量它们自己也许从未听说过的变量变化而改变。鉴于此，对于投资界来说，对全球宏观全景的深刻理解与把握是极其重要的。

本书将努力填补相关文献在这一领域的空白。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这项工作。

与基金从业者进行探讨的最初计划，起初只是为了揭示他们对全球宏观投资策略的理解，但后来发现实际的收获要多得多。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、就业、对冲基金业的演变，以及各种其他方面的细节，结果，我的研究项目较原计划的涉及面要更广泛、更深入。

在经过一些初步讨论之后，我开始寻求与更大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交易技能、不同文化背景，以及处理多种产品的经理。我刻意选择那些专注于基本面并进行自主灵活选择的基金经理，而不是那些过于依赖技术模式或计算机驱动交易模型的操盘手，这是因为前者依靠他们自己的判断，能够超越任何技术性分析工具。

结果我发现，很难简单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方法一样。在科学领域，处理一个问题可能会存在许多种不同的方法，有些可能会失败，但是几个不寻常的解决途径也可能带来成功。在发展检验市场假设可行性的过程当中，才可使艺术和天分得以

充分展现。

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在钻研探究细节之前，都以一种普遍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，从而确立了投资优势。

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，都刻苦努力地工作，而且都极其聪明机敏。然而，尽管他们机智且有主见，但在遇到市场或同事的挑战时，他们似乎仍能保持思想开放、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在限制和切断风险损失方面是多么优秀。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的目标都是为投资者及其自身创造风险调整后的超额收益。

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该领域专业技能的内部视角。希望本书有利于揭开“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。

本书开篇的作者是对冲基金研究公司创建人和董事长约瑟夫·尼古拉斯，自从 20 世纪 80 年代起，他就一直从事全球宏观对冲基金投资工作，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，他创立了行业依靠的对冲基金数据企业——对冲基金研究公司（HFR），而且自那时起，他还出版了几本关于对冲基金以及对冲基金投资的著作。

接下来，我简单地重点概述了有关全球宏观对冲基金的一些关键的历史事件，并以此作为背景和视角，为读者阅读后文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，然后再到未来的竞争加剧和专业化，并将当今全球宏观经理们引向全球微观领域。

最后，我们通过对 13 位顶级全球宏观基金从业者的访谈，揭秘了“对冲基金操盘的内幕”。每个受访者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。