

Wall Street Potholes

Insights from Top Money Managers on Avoiding
Dangerous Products

华尔街的陷阱

顶级资金经理人关于规避危险产品的洞见

西蒙·拉克 (Simon Lack) ©著

张月 徐轲 ©译





汇添富基金·世界资本经典译丛

华尔街的陷阱

——顶级资金经理人关于规避危险产品的洞见

西蒙·拉克 著
(Simon Lack)

张月 徐轲 译

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

华尔街的陷阱:顶级资金经理人关于规避危险产品的洞见/(美)西蒙·拉克(Simon Lack)著;张月,徐轲译. —上海:上海财经大学出版社,2019.5

(汇添富基金·世界资本经典译丛)

书名原文:Wall Street Potholes: Insights from Top Money Managers on Avoiding Dangerous Products

ISBN 978-7-5642-3103-3/F·3103

I. ①华… II. ①西… ②张… ③徐… III. ①金融产品-风险管理
IV. ①F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 195071 号

图字:09-2016-179 号

Wall Street Potholes

Insights from Top Money Managers on Avoiding Dangerous Products

Simon A. Lack

Copyright © 2010 Simon Lack.

All Rights Reserved. This translation published under license.

Authorized translation from the English language 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.

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

本书简体中文版专有翻译出版权由 John Wiley & Sons, Inc. 公司授予上海财经大学出版社。

未经许可,不得以任何手段和形式复制或抄袭本书内容。

本书封底贴有 Wiley 防伪标签,无标签者不得销售。

2019 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有 翻版必究

责任编辑 胡芸

封面设计 张克瑶

华尔街的陷阱

——顶级资金经理人关于规避危险产品的洞见

西蒙·拉克 著

(Simon Lack)

张月 徐轲 译

上海财经大学出版社出版发行

(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海华教印务有限公司印刷装订

2019 年 5 月第 1 版 2019 年 5 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 13.5 印张(插页:3) 220 千字

印数:0 001—3 000 定价:55.00 元

总序

书犹药也，善读之可以医愚。投资行业从不乏聪敏之人，但是增智开慧乃至明心见性才是成长为优秀投资人的不二法门，读书无疑是学习提升的最佳方式。

常有人说投资是终身职业，但我认为投资更需要终身学习。很多人投资入门多年，依然不得其道；终日逡巡于“牛拉车不动，是打车还是打牛”的困境，不得要领。从业多年，我接触过太多这样的投资人士，个中缘由不尽相同，但有一点却非常普遍：或是长期疏于学习，或是踏入“学而不思则罔”的陷阱。

我认为，学习大致有三个层次，亦是三重境界：

第一重是增加知识，拓展基础的能力圈。着眼点是扩大个人对于客观世界的认知积累，这是大多数人的学习常态，这一重固然重要却不是学习的本质。

第二重是提高逻辑，改进个人的认知框架。达到这一境界，已经可以将刻板知识灵活运用，但仍然仅可解释过去却无法指向未来。

第三重是强化洞见，思考从个人出发，无视繁复的信息噪声干扰，穿透过去、现在和未来，最终开始正确地指导现实世界。在这一境界，学习已不只是追求知识，更是追求“知识的知识”。这是无数积累之后的茅塞顿开，更是质量互变之际的醍醐灌顶，不断思考感悟尤为重要。

书籍浩如烟海，书中智慧灿若繁星，而若能由自己抽丝剥茧得到“知识的知识”，将会终身受益。二十多年前，我还是一名上海财经大学的普通学生，对投资有着浓厚的兴趣，可惜国内的投资业刚刚起步，相关资料远没有今天互联网时代

这样发达，此时财大的图书馆像是一个巨大的宝库，收藏着大量有关投资的英文原版书籍。我一头扎进了书丛，如饥似渴地阅读了许多经典，通过这一扇扇大门，我对西方资本市场发展窥斑见豹，其中提炼出的有关投资理念、流程、方法的内容潜移默化地影响并塑造了日后的我。时至今日，常有关心汇添富的朋友问起，为什么根植于国内市场的汇添富，投资原则和方法与外资机构如此类似？我想多少应该与我当年的这段经历有关。

今天，我依然非常感恩这段时光，也深深地明白：那些看过的书、走过的路对一个人的人生轨迹会产生多大的影响，特别是在以人才为核心的基金投资行业。今年恰逢中国基金行业二十周年，二十年斗转星移，正是各路英杰风雨兼程、夙兴夜寐才有了今天的局面，汇添富基金是见证者，也有幸参与其中。这些年，我总试图在汇添富重现当年我学生时的氛围，鼓励同事们有空多读书、读好书、好读书。在此，奉上“汇添富基金·世界资本经典译丛”以飨读者，希望大家能够如当年懵懂的我一般幸运：无论外界如何变化，我们都可以不断提升进化自己。

是以为序。

张 晖

汇添富基金管理股份有限公司总经理

2018年12月

致 谢

本书的灵感来源于共同撰稿人凯文·布罗利(Kevin Brolley)、约翰·伯克(John Burke)、鲍勃·琴特雷拉(Bob Centrella)和戴维·帕西(David Pasi)。我们之间有一个共同的信念:投资应该更加简单、便宜,去除中间的费用陷阱。对于本书更多的鼓励来自其他许多金融界的专家,其中包括瑞慈·科温顿(Rich Covington)和托尼·洛维斯克(Tony Loviscek)。

在我的职业生涯中,我有幸日复一日地为银行业中的唐·莱顿(Don Layton)、唐·威尔森三世(Don Wilson III)、大卫·普斯(David Puth)和杰弗瑞·拉森(Jeffery Larsen)工作,他们都有着无价、崇高的正直品质。他们代表了最优秀的金融从业人员,并且我坚信,金融业的大多数从业人员仍然是好的,尽管存在一些为数不多的害群之马。这些优秀金融从业人员的价值观也就是我的价值观。

特许金融分析师协会提出的“未来金融”目标,包括“将投资者放在首位”的理念,都促使金融伦理成为衡量金融业从业人员投资能力的基石,从行业角度确定了“做正确的事”的重要性。

任职于 John Wiley 公司的出色的编辑人员在一个重要课题上非常认同我们的理念,他们的帮助大大提高了我们最终的研究成果质量。

前言

在 2008 年金融危机之前，金融家从不曾被特别喜欢过。银行的紧急救助计划与另外一种普遍共识相伴而生：银行家总是不计顾客后果地赚钱。但是我从来不曾认同这种观点，在我的职业生涯中，我的第一份工作是在伦敦，紧接着的工作是在华尔街。尽管毋庸置疑的是现实中确实存在一些腐败分子，但是我仍然坚持这样一种观点：对金融家信誉的质疑来源于普通大众对该行业的不了解。

正如第一章中所述，我之后遇到了佩内洛普(Penelope)，并被推荐学习非交易性的房地产投资信托基金(REITs)，这是证券市场中的一个昏暗角落，参与面向大众进行此类证券销售的人员信誉也都将受到损害。其中所涉及的费用、利益冲突、虚假营销以及更多的费用是非常惊人的。而这一切将通过一份厚厚的、密密麻麻的纸质招股说明书进行披露而变得合法化，这种现象同样非常惊人。

在与业界同人的讨论中我发现了一些志同道合的从业者，他们也有从业人员向已经取得信任的客户提供虚假、自利的投资建议的例子。很明显，从内部从业人员那里得到的建议可以为这样一类人提供一些投资相关的教育，他们只想为自己的退休生活进行储蓄。

特许金融分析师(CFA)协会为构建“未来金融”所做出的努力，特别是提出的“将投资者放在首位”的理念，为我们通过防范打击那些错误的投资建议和产品来促进更好的投资结果提供了进一步的动力。目前在绝大多数情况下，金融

销售人员的利益都远远被置于投资者前面。

牢记“将投资者放在首位,进而为他们提供更好的投资结果”的目标,本书的五名作者聚集到了一起。与我们想要为大众提供的帮助相比,我们在本书中可能提供的帮助就显得不那么重要了。

目录

总序/1

致谢/1

前言/1

第一章 非交易性的房地产投资信托基金：不应该存在的证券/1

不好的建议/1

产品为什么不公开上市？/4

虚伪的建议/8

你的金融顾问站在哪一阵营？/11

市场监管人员在哪里？/14

整体收益很低/16

参照基准的重要性/18

看涨和看跌期权/19

金融顾问需要做得更好/20

第二章 为什么投资者为了得到收益需要付出那么多/23

封闭式基金之谜/23

投资者为简化税收需要支付更多/26

高频交易的税收/29

当基金经理从自身利益出发来运营管理公司的时候/31

火腿三明治测试/33

如果招股说明书说你会上当受骗,那它必须是合法的/35

时机代表一切/37

第三章 为什么结构性票据并不经常是投资的最优选择——凯文·布罗利/41

买者自负风险/41

结构性票据的基础知识/43

为什么要购买结构性票据? /45

问题的核心:对立观点/48

第四章 更新到对冲基金幻影/59

对冲基金仍然是一笔庞大的业务/59

对冲基金行业对惨淡真相的反应/61

为什么对冲基金仍然呈现增长趋势? /64

一些会计规则是愚蠢的/66

政策驱动资金流向/69

大量资本/71

曾经,散户投资者并不是容易上当受骗的/75

第五章 为什么华尔街的效率如此低下? /79

为什么金融服务那么昂贵? /79

证券交易不会为我们创造一个安全的退休生活/82

投资金钱之前应该先投入时间进行研究/85

性别和投资/86

复杂性销售/90

政府债券的隐性成本/93

一些银行真的不进行思考/96

第六章 非组合投资方案以及更好的组合投资方案的管理技巧

——鲍勃·琴特雷拉/101

背景/103

非组合投资方案以及资产组合多样化/105

佣金和黑盒模型/108

其他非组合投资方案的实例/110

交易所交易基金/113

共同基金和费用/114

有佣基金/115

信托责任/116

资产组合投资管理的基础知识/118

总结和结论/121

补充部分/122

第七章 年金——戴维·帕西/127

介绍/127

什么是年金? /129

年金有哪些类型? /130

浮动年金/133

相关风险/133

其他风险——缺乏灵活性/134

浮动年金附加条款/135

非流动性或者说回收资金能力的匮乏/139

收益的评估:浮动年金的投资选择/139

费用和收费/140

当你已经拥有一份年金投资时所具有的选择权/143

你在什么时候应该考虑进行年金投资呢? /144

年金的最新发展/145

储蓄债券:鲜为人知的好产品/146

第八章 在你的生活中,那些最重要的专业人士真的是专业人士吗?

——约翰·伯克/151

我的职业生涯从经纪人起步/152

创造业绩的压力/155

为什么不用借来的钱进行投资? /157

这个行业取得了什么进步吗? /159

金融顾问是一种职业吗? /161

为什么你需要一个受托人? /163

选择你的金融顾问时需要考虑的更多事项/168

一种衡量收益的更好方式/170

第九章 将投资者放在第一位/175

金融的未来/175

了解清楚你的投资顾问为谁而工作/178

真正了解费用开支/181

试着问一些问题/185

你还可以做些什么? /188

特许金融分析师协会的作用/189

规模更大不一定是更好的/192

关于本书具体章节的作者/196

关于本书作者/199

参考文献/201

第一章 非交易性的房地产投资 信托基金：不应该存在的证券

不好的建议

“恐怕你之前得到的都是一些不好的投资建议，”当一位新的女性顾客坐到了我的办公室时，我这样跟她讲。这当然已经是一种轻描淡写的说法，实际上她一直在被之前管理她的资金的经纪人公司骗取钱财。

我们刚刚结束了对其投资组合中投资项目的回顾，其中她明显向我表达了对其前金融顾问的不满。而这种讨论于我而言非常熟悉。我从业至今都是在金融业，主要是在纽约，但是我的职业生涯更早在伦敦。自 2009 年起，我开始自己的投资生意，主要为从个人到机构的不同客户管理他们的资金，帮助他们进行投资。我在摩根大通(JP Morgan)和其他银行的 23 年从业过程中经历了银行间的多次并购风云，为我开始自己的生意做了充分准备。在那期间，我负责管理过衍生品交易，有巨大的增长，同时也存在高波动性，我负责监督交易人员在多种产品和货币之间把控风险，并且最近的一次，我通过招揽业务成功地帮助一只对冲基金获得起步性的进展。我从局内人的视角观察了华尔街和“伦敦城”(伦敦的金融城)。这是一份崇高的职业，但是在 2009 年我已经做好准备去接受一项

新的挑战。日复一日地每日通勤上下班带来了一种心灵麻木的折磨,并且大型的金融公司在它们的行动上可能要面临空前的限制。金融改革政治一定程度上反映出大众对美国政府在2008年金融危机后所要求的金融支持水平的厌恶。

我曾为自己在摩根大通的从业经历感到自豪,并且我现在仍然为之感到骄傲。该公司自2008年开始呈现出优于任何一家同行企业的状态。诚然,它必须对监管者在某些特定协议上做出一定的妥协,任何一家企业都无法完全杜绝行业中一些不好的决策或者坏的行为。但是摩根大通的企业文化以及我与之共同奋斗的同仁都坚决反映出金融行业最好的价值观和正直感。

当然,我已经离开那家我几乎度过了整个青春期的大企业,我离开这样一家企业是为了经营规模小得多但却完全脱离官僚组织的生意。我的公司将会反映出那些与我一起并肩奋斗多年的优秀的金融同业人员的最好的价值观,因为我通过将客户的资金完全看作自己的资金来追求有利可图的长期投资。许多公司和许多人也都在做同样的事情,但是自2009年开始,我发现他们并没有都在做正确的事情。在提供给投资者的理财建议上仍然存在很大的改善空间。

当我们在自己不熟悉的事情上需要寻求帮助的时候,我们都需要相信专业人员的意见,不管是医疗诊断建议、法律事项建议还是汽车维修建议。我们通常是以外行人的知识和经验来购买产品和服务,也常常容易受到那些不良供应商的伤害。我们追求诚实,但是当我们没有遇到诚实的供应商时,我们有时会适时找到保护自己的方法,但有时我们也会找不到保护自己的措施。

投资咨询行业可以说是具有可怕的迷惑性。为退休生活进行储蓄日益成为每个成年人的责任,因为固定收益的养老金计划逐渐被淘汰,取而代之的是固定收益计划、401(k)计划和个人退休账户(IRAs)计划。除非你是公共部门的员工,他们的养老金仍然根据他们退休前的工资发放,不然的话,当你停止工作时你所拥有的资金将大大依赖于自身职业生涯几十年中所做出的投资决策。

我的客户,在这里我将称呼她为佩内洛普(这不是她的真名),坐在我的对面,正在等待我就她接受了哪些不好的投资建议做出尽可能准确的解释。她是与她的丈夫一起过来的,而我们是通过一个共同的朋友认识的。就像其他许多投资者一样,佩内洛普和她的丈夫已经取得了其所在专业行业内的成功,不需要彻底了解投资产品的错综复杂。佩内洛普在医药行业(在新泽西州非常普遍)工作,而她的丈夫在一家信息科技公司工作。

佩内洛普之前买入的投资产品是一个非常常见的投资项目,叫作房地产投资信托基金。房地产投资信托基金通常拥有能够产生利润的商业资产,包括商务写字楼、仓库、商业中心、可租赁公寓等。这是投资者通过一家专业公司来管理自有房产的非常好的方式。许多房地产投资信托基金产品可以公开交易,允许投资者以市场价格交易自己的份额,并且存在共同基金和交易所交易基金(ETFs)对房地产投资信托基金进行披露。通过合理利用,房地产投资信托基金可以成为投资者投资组合计划中的一个合理组成部分,能够为投资者带来收益,减少通货膨胀带来的损失。

但是并非所有的房地产投资信托基金产品都是好的,一个典型的房地产投资信托基金种类是“非交易性的房地产投资信托基金”,这种产品普遍被投资者所规避。然而,佩内洛普在不经意间将她的部分积蓄投资在了这种错误的房地产投资信托基金产品上,投资者在出售这种产品时需要付给经纪人特定的佣金,而在持有期间获得的收益也往往令投资者大失所望。

根据1940年《投资公司法案》,公开发行的证券需要在美国证券交易委员会(SEC)进行有效注册。而一家公司就其发行的证券在美国证券交易委员会的注册需要这家公司通过多种会计准则、透明度等的测试。进行证券注册的优势在于,通过注册的证券可以向普通大众销售。未进行注册的证券的潜在购买者是受到限制的,这种证券投资者必须是“老练的”(本书是指那些资金非常雄厚的富有的投资者),而发行机构对这种非注册证券必须实行一种针对性的营销手段,它们需要直接对那些可能对其产品感兴趣的顾客进行营销。通常情况下,你不会看到对非注册证券的公告,这是因为法律不允许对这类产品进行广告营销。

对冲基金(hedge funds)是另一种非注册性的证券种类。对它们的销售仅限于那些能够鼓励进行行业研究的“老练的”投资者。房地产投资者往往是购买注册的证券,并且这些证券通常可以公开交易,允许投资者在需要的时候能够适时卖出持有的证券。而那些“老练的”投资者,尤其是那些高净值的个人和机构投资者,并不需要这种类型的投资者保护措施,他们可以考虑进行那些非注册的投资项目,在可能获取较高投资收益的同时,其投资风险也会较高。

非交易性(也称未上市)的注册制房地产投资信托基金产品的界定介于两类投资产品之间。通过对产品进行注册,这类产品可以向普通大众进行销售。已经就产品在美国证券交易委员会得到有效注册进行了努力,那么我们理所当然

会问公司为什么不对这种产品进行公开上市呢？公开上市带来的高证券流动性主要是给投资者带来了利益，因此他们可以选择在未来进行出售。事实上，非交易性的房地产投资信托基金产品的流动性非常低，经常是完全没有流动性。它们只能被回售给发行机构，并且房地产投资信托基金的发行机构没有任何法定义务对其产品进行回购。它们是一种混合型的证券——没有公开市场的流动性，但是却可以向普通大众进行销售。

通常情况下，需要进行融资的公司，不管是进行股权融资还是债务融资，都希望能在高流动性的市场上发行它们的证券。行业普遍认同高流动性的市场能够有效降低企业的融资成本。这是因为当投资者变现的可能性非常有限时，他们通常会寻求非流动性溢价，或者是较高的投资收益。相比公开证券市场上的证券投资，私有股权投资者要求的证券收益将会更高。而与大盘股（large-cap stocks）相比，对小盘股（small-cap stocks）的投资者来说也同样会因为其持有股票的流动性低而要求获得更高的回报。

虽然月度收入是主要的销售卖点，但是非流动性意味着你对资产的持有期限将会超过其租赁期限。比如说，如果你已经投资的非交易性的房地产投资信托基金对资产具有5年的租赁期限，但是你却持有这项投资10年时间，那么相较于你没有实际获得的收入，你实际面临的投资风险将会更大。

债券发行机构非常关注自己所发行的债券的流动性，因此其在对债券承销商的选择方面也一定程度上考虑的是承销公司的承诺以及在债券发行后持续进行造市的能力。债券在未来市场上的销售能力将使得购买者接受相较于购买其他公司债券来说更低的收益，因而能够有效降低债券发行公司的利息支出。

高频交易者（HFTs）在股票市场上使用闪电般快速算法的理由是，这样能够提高其所持有股票的流动性。迈克尔·刘易斯（Michael Lewis）在《闪电小子》（*Flash Boys*）一书中，就高频交易公司如何通过提高他们的算法速度以提前执行订单来从投资者中提取客观的利润，提供了一种非常引人入胜的观点。在本书中，我不会对高频交易公司进行研究，但是这个例子足以说明隐藏在可能存在的最高流动性市场中的势不可挡的公共利益。

产品为什么不公开上市？

我们现在回到非交易性的房地产投资信托基金上，为什么一些公司已经对