

第 1 部分 对冲基金业简介

第 1 章 1980 年的分水岭事件

一直以来,老虎管理基金的朱利安·罗伯逊(~~名字和姓氏~~)和索罗斯管理基金的乔治·索罗斯被公认为伟大的对冲基金经理人。很多年以来,就旗下管理的资产规模来说,索罗斯始终是最大的对冲基金经理人,但在 1980 年,罗伯逊的资产超过了索罗斯。在他们的顶峰时期,两人都拥有大约 100 亿美元的资产。

这两个人都有长期成功的交易记录。索罗斯从 1962 年开始经营基金,而罗伯逊开始于 1965 年。二者都逐渐发展为全球宏观型基金经理人,能利用全世界的投资机会,投资于包括股票、债券、商品、货币以及期货在内的多种投资领域,并且拥有大量的杠杆性头寸。

到 1980 年中期,形势发生了急剧的变化。罗伯逊退休了,索罗斯也明显地改变了其组织和基金的目标。

1981 老虎基金解散了

我是在 1980 年的 1 月第一次见到朱利安·罗伯逊的。我们在

公园大道 猿号顶层他的办公室里一起共进早餐。他符合我早先经常听说的南方绅士的形象。在早餐过程中，他提到了他与《商业周刊》的诉讼问题。（《商业周刊》在 猿猿年 源月刊对朱利安·罗伯逊进行了封面报道，名为《华尔街智者的倒下》，着重介绍了他 猿源年和 猿缘年的“业绩”。第二年 猿月，罗伯逊向纽约州法院对《商业周刊》杂志、杂志出版者麦格劳·希尔（配刊附印公司、文章作者加里·韦斯（月刊年著）以及杂志编辑斯蒂芬·谢泼德（月刊年著）提起了诽谤罪的控诉，索赔 猿亿美元。该案于 猿猿年 猿月，杂志刊登了一名编辑的声明，声称他们对老虎基金的未来表现的预测并没有被后来的事实所证实后结案，赔偿的要求没有得以施行。这件事至今显然仍然是争论的焦点。

在我们的早餐中，罗伯逊同意在 猿愿年 猿月 猿日在百慕大举行的一个会议上通过卫星发表讲话。而后来，就在 猿愿年 猿月 苑日，也就是在其约定讲话发表的前几天，由于日元对美元汇率的升高，罗伯逊遭受了 猿亿美元的损失。尽管遭受到这样的挫折，而且当时市场上充斥着悲观的气氛，罗伯逊仍然信守其诺言，通过卫星在大会上发了言。朱利安·罗伯逊就是这样一个正直的人。所有人都知道，这个发言的承诺对当时的他来说不应该是最重要的事，他要处理的事要比这个发言重要得多。然而，他的观点是既然做出了承诺，就要信守诺言。而在那种情况下，其他的经理也许不用想太多就会取消约定。

卫星会议的大部分内容是由提问和回答组成的。听众大部分是基金经理和其他的行业专家，他们都被 愿月刚刚发生的俄罗斯政府债券违约事件和 怨月底长期资本管理基金倒闭事件所震撼。罗伯逊在回答问题的过程中没有提供过多的细节，但是他的回答对后来事

态的发展产生了影响。与此同时，他也为业界带来了一些安全感和舒适感。

他开诚布公地说：“我觉得自己就像个试了 1 万次但都碰不着球的击球手……即使我很自信，我也担心暴跌。”他讨论了由于近期事件带来的消极气氛所导致的业界普遍存在的赎回现象。

他间接谈到他在信息技术方面知识的缺乏，这一领域不是他的强项。在谈到在互联网上有关对冲基金的信息泛滥的问题时，他说他是一个彻底的电脑盲，即使尝试过也上不了网。尽管当时他没有提供过多的细节，但在随后一年，也就是 1999 年，有媒体报道他卖空了通讯设备与技术公司——朗讯技术公司和 3Com 技术公司的股票。他十分怀疑大部分互联网公司的价值，他在 1999 年 1 月聘用了美林公司的前任半导体分析员托马斯·库拉克。而托马斯·库拉克作为技术研究部的管理主任，在美林证券工作了近 10 年。

当他回答什么是他工作的动机时，我觉得他特别触动。“如果这一周华尔街的表现不是这么糟的话，这项工作确实是一项有趣的事业。我想我们这一行的大多数人几乎都可以无偿地工作，我们投入地工作是因为内在的巨大动机。我喜欢在工作中竞争，这使我感到非常有趣。想到我的同事和对手，他们是商业圈内优秀的一群人，我就觉得和他们打交道是十分有趣的事情。”

最后的一个问题是关于他选择的股票。他提到了他感兴趣的美国航空公司（American Airlines）和其他一些金融机构的股票，如译中文名（Merrill Lynch）、威尔士·法戈银行（Wells Fargo）、摩根·斯坦利和美洲银行。

1999 年 在北卡来罗纳州起步

朱利安·罗伯逊出生于北卡来罗纳州的索尔兹伯里市，父亲是一

名模特，罗伯逊的父亲将他的热诚连同财产都传给他的孩子们。即便到了 19 岁，老朱利安（朱利安）先生仍然积极地为纽约城的厄兰格（厄兰格）家族经营一个纺织厂，他的爱好之一就是投资股票。1929 年大萧条后，他成为一名活跃的投资家。当厄兰格家族成员相信市场会止跌回升时，他们把钱借给了朱利安先生，让他去进行投资。

“我仍然记得我第一次听说股票时的情景。我的父母出门旅游，姑姥姥同我呆在一起。她让我看报纸上一个叫联合公司的公司。当时该公司在主板市场上交易，价格大约是每股 100 美元。我甚至意识到我可以攒钱去买几股。我关注着这类事情，这些事渐渐激发起了我对投资的兴趣。”那时他只有 19 岁。

从北卡罗来纳大学毕业，获得商务管理的学位后，罗伯逊遵照义务加入海军，后来进入肯德尔·皮博迪（肯德尔·皮博迪）公司，并在那里工作了 10 年。在那些年的大部分时间里，他担任股票经纪人，后来他又加入韦伯斯特（韦伯斯特）基金管理公司，该基金是一个货币管理基金。

他于 1931 年 1 月用 100 万美元创立了老虎管理基金（老虎管理基金）——100 万美元是他自己的钱，100 万来自于外部投资者，到 1935 年，该基金旗下的资产就达到了 1 亿美元。在 1935 年 1 月的顶峰时期，老虎基金的资产达 1.5 亿美元，成为最大的对冲基金。

朱利安·罗伯逊手中有 3 只基金，全部以猫科动物的名字命名：老虎基金（老虎基金）专为美国投资者服务，美洲豹基金（美洲豹基金）是为非美国投资者与免税的美国基金和机构设立的。豹猫基金（豹猫基金）是老虎基金与唐纳森，勒夫金和詹雷特（詹雷特）公司一笔交易的产物，规定了 1% 的入门费（1% 的入门费），3 年的封闭期和 100 万美元的最低投资要求。该基金筹集了 1 亿美元的资金，并会一直封闭至 1936 年 10 月。狮子基金（狮子基金）相对而言是一只比较新的基金，可以说是老虎基金的克隆

体。黑豹基金(黑豹)于 1997 年解散,其投资者可转而投资于狮子基金。美洲狮基金(美洲)和黑豹基金一样,是为美国投资者设立的。

1999 年 投资策略

朱利安·罗伯逊以基本面为基础买卖股票,利用空头交易和指数看跌期权套期保值。为了管理风险并进行多元化投资,他拥有大量交易头寸。

他的投资信条在 1995 年的一期《商业周刊》上得到了较为全面的总结。首先,关注公司实质。买股票要像收购公司一样,要了解公司的产品和管理。第二,把水晶球放在一边,不要试图去预测市场涨落的时机——但是要通过卖空股票和期权来防止市场的下跌。第三,不要坐井观天,要有全球的眼光。海外的股票对多空双方来说都有无尽的机会。第四,如果你错了,就抛出,将损失减少到最小,在损失扩大之前将证券卖出。第五,当公众把什么股票当做王子追捧时,你应立即把它当做青蛙卖掉。如果某只股票的价格被高估,在公众对其还有错觉的时候就把它卖空。

罗伯逊是为老虎基金做出投资决策的人,他因其选股技巧而出名。他的分析团队为他提供定性和定量的信息,但他是主要的决策者。在老虎基金的顶峰时期,有大约 100 名分析员和投资组合管理人为他提供资讯。他们不仅在纽约的办公室,还分布在伦敦、东京和华盛顿等地。

1999 年 接班计划

1999 年时,朱利安·罗伯逊与银行家们进行了商讨以求卖出一部

分老虎基金，但这一工作没有什么进展。1987年，他又考虑将一部分股票出售给战略伙伴。他的其他可能的打算是发行优先股或出售老虎基金收入流的参与权，该权力可能包括付款方式的决定权。

1988年，罗伯逊聘请前摩根·斯坦利的首席财务长官菲利普·达夫(Philip Duff)作为首席运营长官。达夫的目标之一就是勾画出接班计划，并使公司的管理架构更为清晰。

1988年11月，当俄罗斯政府宣布其发行的债券作废时，老虎基金损失了2亿美元。后来由于日元汇率波动，老虎基金又遭受到1.4亿美元的损失。罗伯逊又将其全球宏观战略转向他最擅长的方式——股票挑选。罗伯逊遵循一种估价方法——购买低价但有良好收益前景的股票。低价股包括旧经济时代明星，如航空、汽车和造纸行业的股票。

尽管公司拥有微软和三星电子的股票，但在选股时基金却排斥了价格飞涨但没有收益的网络股。据证券及交易委员会(SEC)的资料，到1989年底，老虎基金拥有的股票分布如下：10%为美国航空公司的股份，10%为联合资产管理公司(United Asset Management)的股份，10%为西尔德航空公司(Schilder Aviation)的股票，10%为月利(10%)的股票。那时，由于受其旧经济股票特点的影响，罗伯逊的业绩落后于受到飞涨的技术股票吸引的年轻经理们的业绩。

大量的赎回行为造成了公司的损失，朱利安·罗伯逊不得不卖出他所持有的股票来应对赎回，并因此形成了恶性循环。抛售持有的股票会影响基金表现，而这样又会引发更多的赎回。这样周而复始，从1988年11月~1990年11月投资者共赎回了1.4亿美元。1989年11月，老虎基金宣布不再实行每季度赎回资产的制度，而是从1990年11月1日开始，每年赎回两次。

老虎基金大约有 150 名雇员。在 1993~1998 年间，罗伯逊失去了 100 名分析员，于是他又聘用了 150 名。那时，公司还是存在某种架构的，即以 150 名高级分析员为核心，构成了 150 个行业小组、一个货币与债券小组和一个商品小组。

1998 年 1 月，在老虎基金的年会上，当这些重大变革被公布时，罗伯逊还透露他已将他借取股票的数量从资本的 10 倍下调到 1 倍。

但在 1998 年的 1 月 1 日，罗伯逊宣布他将要退休，那时他 58 岁，而他的 150 个对冲基金的资产已缩水至 150 亿美元，其中 150 亿美元是他本人的。他在致投资者的信中写到：“没有理由让我们的投资者在一个坦白地说我也不理解的市场中冒险……在充分考虑之后，我已决定将所有资产返还给投资者，也就是说关闭老虎基金。”此言一出，基金当即下跌了约 15%。1998 年一整年中，老虎基金下跌了 15%。而老虎基金从其成立至 1998 年的平均年收益约为 15%（见表 11-1）。

投资者资产的 15% 以现金形式返还，15% 仍以由老虎基金持有的股票返还，其余的 15% 要在罗伯逊逐步将其持有的 150 个最多的股票——美国航空公司、联合资产管理公司、埃克斯特拉公司（Xerox）、诺曼底曼宁管理公司（Norman Minors）、摩根士丹利（Morgan Stanley）和基泰克持股公司（Kaiser）出售后再以现金返还。

罗伯逊仍管理他自己的资产，大约在 150 亿~200 亿美元之间。

表 11-1 老虎基金的净收益率（豫）

| 年 度 | 净收益率 |
|------|------|
| 1993 | 15% |
| 1994 | 15% |
| 1995 | 15% |
| 1996 | 15% |
| 1997 | 15% |
| 1998 | 15% |

(续)

| 年 度 | 净收益率 |
|-----------|------|
| 1982 | 10% |
| 1983 | 15% |
| 1984 | 10% |
| 1985 | 15% |
| 1986 | 10% |
| 1987 | 15% |
| 1988 | 10% |
| 1989 | 15% |
| 1990 | 10% |
| 1991 | 15% |
| 1992 | 10% |
| 1993 | 15% |
| 1994 | 10% |
| 1995 | 15% |
| 1996 | 10% |
| 1997 | 15% |
| 1998 | 10% |
| 1999 | 15% |
| 2000 | 10% |
| 2001 | 15% |
| 2002 | 10% |
| 2003 | 15% |
| 2004 | 10% |
| 2005 | 15% |
| 2006 | 10% |
| 2007 | 15% |
| 2008 | 10% |
| 2009 | 15% |
| 2010 | 10% |
| 2011 | 15% |
| 2012 | 10% |
| 2013 | 15% |
| 2014 | 10% |
| 2015 | 15% |
| 2016 | 10% |
| 2017 | 15% |
| 2018 | 10% |
| 2019 | 15% |
| 2020 | 10% |
| 2021 | 15% |
| 2022 | 10% |
| 2023 | 15% |
| 2024 | 10% |
| 2025 | 15% |
| 2026 | 10% |
| 2027 | 15% |
| 2028 | 10% |
| 2029 | 15% |
| 2030 | 10% |
| 2031 | 15% |
| 2032 | 10% |
| 2033 | 15% |
| 2034 | 10% |
| 2035 | 15% |
| 2036 | 10% |
| 2037 | 15% |
| 2038 | 10% |
| 2039 | 15% |
| 2040 | 10% |
| 2041 | 15% |
| 2042 | 10% |
| 2043 | 15% |
| 2044 | 10% |
| 2045 | 15% |
| 2046 | 10% |
| 2047 | 15% |
| 2048 | 10% |
| 2049 | 15% |
| 2050 | 10% |
| 2051 | 15% |
| 2052 | 10% |
| 2053 | 15% |
| 2054 | 10% |
| 2055 | 15% |
| 2056 | 10% |
| 2057 | 15% |
| 2058 | 10% |
| 2059 | 15% |
| 2060 | 10% |
| 2061 | 15% |
| 2062 | 10% |
| 2063 | 15% |
| 2064 | 10% |
| 2065 | 15% |
| 2066 | 10% |
| 2067 | 15% |
| 2068 | 10% |
| 2069 | 15% |
| 2070 | 10% |
| 2071 | 15% |
| 2072 | 10% |
| 2073 | 15% |
| 2074 | 10% |
| 2075 | 15% |
| 2076 | 10% |
| 2077 | 15% |
| 2078 | 10% |
| 2079 | 15% |
| 2080 | 10% |
| 2081 | 15% |
| 2082 | 10% |
| 2083 | 15% |
| 2084 | 10% |
| 2085 | 15% |
| 2086 | 10% |
| 2087 | 15% |
| 2088 | 10% |
| 2089 | 15% |
| 2090 | 10% |
| 2091 | 15% |
| 2092 | 10% |
| 2093 | 15% |
| 2094 | 10% |
| 2095 | 15% |
| 2096 | 10% |
| 2097 | 15% |
| 2098 | 10% |
| 2099 | 15% |
| 2100 | 10% |
| 平均每年综合收益率 | 10% |

① 至第一季度

尽管如此，罗伯逊仍然是一名热情高涨的滑雪、网球和高尔夫球爱好者。他最近在新西兰的考利克利夫建立了一个新的高尔夫球场。他还为慈善事业贡献了不少的时间和资源。在 1982 年罗伯逊成立了老虎基金会，目标是支持非盈利组织来为纽约市的贫困青年和家庭提供帮助。他还在北卡来罗纳州的索尔兹伯里市以他父亲的名义建立了一个慈善基金，其中 100 万美元捐献给社区教育和健康发展计划。杜克大学和北卡来罗纳大学都接受过来自他的 100 万美元的捐赠。他还为林肯中心的喷泉捐赠过 100 万美元，以纪念他的妻子，乔西。

1999 索罗斯传奇

1999 年索罗斯的量子基金帝国也开始分崩离析了。1999 年 1 月初，索罗斯基金管理公司(Quantum Fund)损失惨重。作为索罗斯基金管理公司的旗舰基金，量子基金(Quantum Fund)的年收益下降到了 10%。自从量子基金创立以来，它的平均年收益是 15%。

然而，索罗斯没有像罗伯逊那样关闭他的基金，而是进行了重大改革。一大批关键人物离去了，其中包括在量子基金作为首席投资长官长达 15 年，现年 55 岁的斯坦利·德鲁肯米勒(Stanley Druckenmiller)和一直管理量子基金的 45 岁的尼古拉斯·罗迪蒂(Nicholas Roditi)。两人的辞职都是于 1999 年 1 月 15 日宣布的。当索罗斯宣布他将重组他的 100 亿美元基金集团时，作为旗舰基金的量子基金在 1999 年下跌了 10%。当德鲁肯米勒宣布离职时，投资者从基金赎回了约 10 亿美元的投资。

两位高级管理人员的离职消息公布不久，其他的关键职员也决定辞职：首席执行官邓肯·埃纳(Duncan Egan)和首席财务长官彼得·斯特赖因格(Peter Strain)也宣布离职。斯科特·贝桑(Scott Bessent)，一个在伦敦炒卖 100 亿美元非美国股票 15 年的老手，在 1999 年 1 月 15 日离开转而创立了贝桑资本基金(Scott Bessent Fund)。从 1999 年就作为管理主任的沃尔特·布洛克(Walter Block)离职创立了原始资本管理(Raw Capital Management)基金。卡森·莱维特(Carson Levitt)加入佩科特资本(Pecos Capital)基金，迈克尔·卡什(Michael Cash)成立了卡什资本(Cash Capital)基金，而戴维·考维茨(David Kovitz)和谢尔登·卡索威茨(Sheldon Kassowitz)成立了因德斯资本管理(Indes Capital Management)基金。

索罗斯重组基金的原因是因为他认为其基金的规模过于庞大，更重要的是这意味着索罗斯管理基金的目标发生了改变。从那以后，量子基金开始采用低风险策略，索罗斯采取更保守的方式来交易。“在我进入老年以后，我变得更为保守。我想少用杠杆……这样风险低。我只追求 15% 的回报，而不是 20%。”

1995 年 1 月，索罗斯将量子基金与量子新兴成长基金(Quantum Growth Fund)合并为新的总值为 25 亿美元的量子天才基金(Quantum Renaissance Fund)。该基金将近一半的资产用于价值较平稳的宏观战略和套利战略，该基金的另一半资产用于股票投资。该基金较少使用杠杆，其目标定位于 15% 的更稳定的回报率，其杠杆率只有 1.5 倍，而原来是 2 倍。

量子天才基金中 15% 的资产属于索罗斯本人。索罗斯自己的资产一部分在公司内，一部分在公司外经营。当贝桑用约 1 亿美元创立他的公司时，据报道有 1 亿美元来自于索罗斯。其他接受过索罗斯资金的经理还包括达雷恩·戴维(Darren Davis)，他以百慕大为基地，采用全球宏观战略。有消息说，他管理着约 10 亿美元的资产，占索罗斯管理基金资产的 15%。1998 年 1 月，戴维的内克瑟斯基金(Nexus Fund)在得到 5 亿美元的资金后，其运营也与索罗斯的基金紧密相关。

乔治·索罗斯的儿子，17 岁的罗伯特·索罗斯担当着这次转变的协调者。1998 年，他最初在公司里管理个人股票和不动产。1999 年，他开始帮助运营量子工业持有基金(Quantum Industrial Holdings Fund)。

101 德鲁肯米勒的简单休整

德鲁肯米勒说，他早在 1998 年底就和索罗斯讨论过他离职的问

题。但直到 1980 年初，当量子基金下跌 10% 的时候，他才在基金跌得如此惨烈的情况下离开，这和他原来的打算相去甚远。

在 1980 年的第一季度，量子基金是排斥网络股的。作为管理 10 亿美元量子基金资金的德鲁肯米勒聘任了硅谷货币管理人卡森·莱维特 (Carson Levitt)。到 1980 年年中，索罗斯的基金开始购买技术股票，卖出一些旧经济股票。买入的股票包括达博克里克公司 (Datacube)、阿特兰蒂斯 (Atlantis)、尤内费斯公司 (Unifac) 和夸尔元母公司 (Qualtrics)。该措施果然有效。1980 年底量子基金上涨了 15%。

当 1981 年 1 月中旬，技术股抛售潮开始时，索罗斯管理基金仍然满仓持有高科技和生物技术股票。1981 年 1 月 15 日，那斯达克综合指数下跌了 10% 而道琼斯工业平均指数上涨了 10%。在随后的 30 天里，量子基金的年收益从 10% 变成了 0%。

据《华尔街日报》透露，德鲁肯米勒和索罗斯之间的纷争在一个名为韦里塞恩 (Verisec) 的网络证券公司事件上达到顶峰。按德鲁肯米勒的吩咐，他们在 1980 年 12 月将其持有的该公司股票的头寸增加一倍，至 100 亿美元。他们在 1980 年以每股 10 美元的价格购入该股，在 1981 年末将价格推至 15 美元。1981 年初股价跌到了 10 美元，进而 1981 年又跌至 5 美元。

德鲁肯米勒于 1981 年 1 月 15 日辞职，1 月 15 日对外公布。他休息了一个夏天，并谈到他将决定去做些什么——但他不大可能去运营一个大的公共基金。他继续管理迪凯纳资本管理基金 (Dickel Capital Management)。这是他 1975 年以 100 万美元起家的基金。迪凯纳的投资者包括他的母校鲍登学院 (Bowdoin College) 以及贝雷亚学院 (Berea College) 和丹尼森大学 (Denison University)。自从 1980 年，德鲁肯米勒接管该基金的管理后，其收益与量子基金相比还是很可观的——

每年大约 1 亿美元。目前迪凯纳旗下管理的资产大约 100 亿美元。

1.1 投资背景的优势

1928 年，索罗斯出生在匈牙利的布达佩斯。1950 年他去伦敦并于 1954 年毕业于伦敦经济学院。1956 年他来到美国，1957~1963 年，他在纽约的 云云公司做套利交易的工作。他发展了一种新的套利形式——内部套利——将普通股、股权证和债券在其被官方许可被分开之前进行单独交易。随后，1963~1964 年，他去了沃特海姆公司(沃特海姆公司)，接着 1964~1968 年在阿恩霍尔德和 杂布莱希罗德(阿恩霍尔德和杂布莱希罗德公司)工作。

索罗斯与他的同事相比有一个明显优势，就是他了解欧洲金融市场。那时，华尔街的人士对欧洲市场缺乏经验，只有少量的伦敦与纽约之间的套利。所以自从索罗斯来到美国，他就被公认为该领域的行家。

索罗斯劝说阿恩霍尔德 杂布莱希罗德公司的管理层成立了两个离岸基金，并授与他监管。1969 年，单鹰基金(云云)，一个只从事多头交易(云云)的基金成立了。双鹰基金(云云)，一只对冲基金，成立于 1970 年。成立第一只基金时，他注入了他自己的 100 万美元，其余的 100 万美元来自于了解他的欧洲人。离岸基金以库拉索岛^①为基地，而他在纽约进行运营。

1971 年，索罗斯与吉姆·罗杰斯(云云)进行合作。通常，罗杰斯从事调查，而索罗斯从事投资。

① 库拉索岛位于加勒比海。——译者注

经纪公司管理规则实施后，意味着罗杰斯和索罗斯不能再从他们的公司的股票交易中得到一分钱利润。这时他们辞职，设立了他们自己的公司。1980 年，他们设立了索罗斯基金管理公司。

1981 年，双鹰基金变成了索罗斯基金（*双鹰基金*），1982 年更名为量子基金——以纪念维尔纳·海森伯格（*海森堡*）在量子力学中的测不准原理。该原理认为在量子力学中不可能预测微粒子的运动。该基金表现非常出色，以至于供求关系紧张，它为其基金单位收取溢价费，该溢价费或折扣的高低反映了股东的情绪。

1983 年罗杰斯与索罗斯分道扬镳。罗杰斯离开时拿走了 10% 的收益，索罗斯的 10% 价值 1 亿美元。从 1983—1985 年，量子基金经历了被索罗斯称之为从高峰到低谷的周期。随后是短暂的混乱阶段，其间索罗斯将基金的一部分分给其他基金管理公司。然后他进行了一场利用金融市场来验证他的理论的实验，这成为他的《金融炼金术》一书的基础。接着 1987 年的大股灾带来了又一次从高峰到低谷的循环。斯坦利·德鲁肯米勒作为量子基金首席投资者的时期是从 1988 年开始，直至 1992 年 3 月。

1985—1989 年，索罗斯扩大了他的改革。1985 年，类星体基金（*类星体基金*）成立，其资金分配给 10 名外部基金管理者。1986 年成立的量子新兴成长基金着重关注新兴股票市场。另外，于 1986 年成立的限额基金（*限额基金*）是基金的基金，其资产被分配给 10 个外部经理人。

11.1 生存技巧

对索罗斯来说，他投资成功的关键在于他的生存技巧。在《索罗

斯谈索罗斯《~~杂~~》一书中，他回忆说 1956 年是他一生中快乐的一年。“我这样说是令人奇怪的，甚至会冒犯别人，因为 1956 年是大屠杀的那一年……对一个 10 岁的男孩，那是一个人难得的激动人心的神奇经历。这是很有影响作用的，因为我从长辈那里学到了生存的技巧。这与我的投资生涯是有必然联系的。”

“我很幸运能有一位有高超生存技巧的父亲，他作为战争囚徒的逃犯渡过了俄国革命时期。”他的父亲，(乔治)蒂瓦达尔(~~拜~~)，在国内战争时期，为了求生逃亡到了西伯利亚。一次大战时期，他是一名奥匈帝国的囚犯。不管做什么，只要能生存，他就去做，不管多么难以忍受。那时，生存成为乔治·索罗斯生命中最崇高的目标。

通过索罗斯父亲的安排，他们一家拿到假身份证，父亲还为他们寻找了地方居住和躲藏。在《索罗斯》一书中，罗伯特·斯莱特详细记录了索罗斯回忆他父亲如何买假身份证的，父亲使索罗斯变成了亚努斯·基什，匈牙利农业部一位专管没收犹太人财产的官员的教子。索罗斯将这件事描述为一种商业行为。父亲教给索罗斯有关生存技巧的宝贵经验：冒险没有关系，但当承担风险时，不要赌上全部家产。战争教给索罗斯另一条经验——感觉和现实之间是有巨大差距的。就像他父亲做过的那样，索罗斯明白，时常用非常规的方法解决问题是最好的。

索罗斯认为运营一个对冲基金最能检验他的生存本领。“当事事如意时，使用杠杆可以产生巨大的收益。但如果事实没有印证你的期望，就会让你倾家荡产。最困难的事是判断什么水平的风险是安全的。没有放之四海而皆准的标准，每种情形都应依具体情况而定。最后时刻，你必须依靠你的本能来求生。”

11.1 原因 改变投资风格

在索罗斯 1999 年撰写的《索罗斯谈索罗斯》一书的“站在时代前列”一章中，索罗斯认为他缺乏投资个性。他这样叙述道，“我试图改变我的风格以适应环境。如果回顾量子基金的历史，你会发现它多次改变了它的特点。在最初的 1973 年，基金实际上没有使用宏观战略工具。随后，宏观投资成为主旋律。但最近我们开始投资于产业资产……我不按既定的规则出牌，我寻找游戏中规则的变化。”

索罗斯能够识别驱动市场的主旋律。德鲁肯米勒和分析员做选择股票的工作，而索罗斯的哲学、战略和技巧确定基金的基调。市场上存在很多专业基金，但首席投资长官可以从它们那里吸取好的想法，应用于量子基金。

索罗斯还称自己是缺乏安全感的分析者。“我会意识到我也许错了，这使我不安。这种不安的感觉促使我保持清醒，总是准备着修改错误。”他解释道，“我观察事情的实际进展是否符合我的预期。如果不是，我就知道我错了。当我的预期与实际存在差异时，我并不抛出股票，而是重新审查并试着补救……但我肯定不会无动于衷，也不会忽视差异。在关键时刻我会开始审查。”

11.2 迹象 反射性

在《金融炼金术》中，索罗斯谈到了反射性观念对他分析市场行为的重要作用。这种想法就是要记录决策的过程——这不是科学实验而是炼金的实验——因为他希望他在进行一场有结果的实验。

用一个词总结这个概念，就是理解的不完全。一方面，现实被反映在人们的头脑中——这是大脑认知的功能。另一方面，人们做出决策来影响现实，并且这种决策并不是以现实为基础，而是以人们对现实的推想为基础——这就是参与的功能。

索罗斯说这两种功能的作用相反，并且在一定条件下它们可以互相影响。这种影响以双向反射回馈机制来产生相互之间的作用。

索罗斯观察到金融市场的特点之一就是在人们的推测与实际情况之间存在差异。一般地，这种差异是非常小的。在正常时期，推想与实际之间的差距不大，而且存在着将二者拉近的各种力量。这种力量的存在，部分是由于人们可从经验中学习，部分是因为实际上人们可以改变并形成新的社会条件。这被索罗斯称为接近均衡状态。当人们的推想与现实间差距过大，而且二者没有靠拢的趋势时，就会产生远离均衡状态。

市场普遍存在的偏见和普遍的趋势之间互相作用直至二者的差距越来越大，以致造成了崩盘，这叫做动态不平衡。静态不平衡则存在于非常教条的观念和非常刚性的社会条件之间。

索罗斯将动态不平衡与静态不平衡放在两个极端，而接近均衡状态处在二者之间。在正常状态下，反射性不重要。当二者接近或达到远离均衡状态时，反射性的重要性就显现了出来，此时被索罗斯称之为高峰到低谷的过程。

索罗斯说他不按既定的规则“出牌”（投资）。“我寻求游戏中规则的变化。我寻找不平衡状态出现的条件。这些条件发出信号，让我行动起来。”

索罗斯说他是时代的先驱。“我警惕预示目前趋势将要逆转的警示信号。这时我放弃我所持有的，并寻找另一个投资目标。在大多

数情况下，当我们逆势而为时就会受到惩罚。只有在转折点时获得收获。”

下面是索罗斯交易史上值得纪念的时刻：

1992 年 9 月 16 日 黑色星期三

索罗斯的理论是直觉至关重要，错误的直觉可以引发市场的反射行为，所以索罗斯能够在汇率机制危机爆发之前洞察到公众重大的错觉：即错误地期望银行联盟（尤其是欧洲）能够在任何情况下支持英镑。

1992 年的夏天，大家获知索罗斯正在卖空英镑，其他的投资者也纷纷仿效。

1992 年 9 月 16 日，星期三，索罗斯赚了将近 10 亿美元——10 亿美元来自英镑，另外 1 亿来自意大利和瑞典的货币以及东京股票市场的动荡。《财经时报》称索罗斯为“破坏英镑的人”。

1998 年 2 月 19 日 情人节惨遭损失

1998 年 2 月 19 日，索罗斯在他卖空 10 亿日元后遭受到 2 亿美元的损失。当时许多经理人认为日元会贬值，原因是克林顿总统和细川护熙首相将对贸易摩擦达成协议，这将促使美国政府允许日元贬值。在这之前，为了给日本在贸易谈判中加压，美国政府一直在促使日元升值，因为日元升值后将使日本出口产品更加昂贵，难以在世界市场销售。该次谈判破裂，日元再次升值。1998 年 2 月，同样的事情再次发生，又给索罗斯造成 1 亿 ~ 2 亿美元的损失。

1997 年 7 月 马来西亚

1997 年 7 月，马来西亚总理马哈蒂尔·莫哈穆德批判美国没有将索罗斯的货币投机行为认定为犯罪。“美国没有认定索罗斯是一个罪犯是因为美国不是受害者。我们是受害者，而且如果我们不站出来