

第 四 部分 明 星 经 理

第 四 章 明 星 经 理 们 的 共 同 之 处

尽管对冲基金业已从私人精英分子的俱乐部发展成为更广泛、更富有变化的行业，但是其中的精英们仍然具有与众不同的特点。

这些最优秀的、最聪明的经理们对他们所做的工作具有激情，他们并非仅仅被金钱驱动，而更多的是被预测市场以及识别在各种投资类别中存在关系的智力和情感的挑战而驱动。在不同的市场环境中均能获得出色业绩是他们的主要的目标，而不是要管理最多的资产。因此，他们中的许多人经常拒绝接受新投资。一些基金经理人只是在有赎回发生时才接受新投资，或只接受战略投资者。

在接受我的采访时，这些经理们旗下管理的资产均超过 10 亿美元。他们往往是他们那个类型的基金的最大投资者，拥有长期的交易记录，能在各种经济环境下保持不败，而且能够在长期内，将其收益保持和标准普尔指数的涨幅一样或超过标准普尔指数的涨幅。这些经理们也不可避免地经历过动荡时期，但他们都

设法挺了过来，并且变得更强大。他们不断地吸取教训，换句话说，这些经理们都知道他们并不比市场更聪明。管理下跌的风险是他们业务中重要的一部分，这种观点决定了他们所管理的基金使用什么样的杠杆、每一头寸的风险率的大小、投资多元化的程度以及投资组合中头寸的数量。他们还知道被他们所管理的信息流的重要性。

他们已经建立起了他们的事业，并试图使其制度化。他们正在发展基础组织和企业文化。他们也正向关键雇员赋予更多的决定权力。通常，企业的组织是围绕着专家团队的。

这些经理们中的许多人从机构投资者中获得了可观的投资，这为其提供了相对稳定的长期资产基础。

在本章中介绍的明星经理人的共同之处通常是普遍的，而对每一位经理来说，其行事、战略和细节可能又有明显的特别之处，彼此之间存在很大的不同。这些事项的重要程度因经理本人的喜好不同而不同。当某位经理认为哪项重要，就会在这方面有所强调，而我将对他的这种看法做出传达。出于对我将要阐述的范围和使文章内容富于变化，我将连续地提出这些观点。

雇员 最优秀和最聪明的人

每一次采访后，我都为每一个明星经理的背景和经历及其所具备的素质感到十分震撼。拿肯·格里芬(运策对冲基金)来说，他创建他的第一个对冲基金是在他大学二年级的时候，而 17 岁时，他旗下管理的资产总值将近 1 亿美元，有大约 10 人为其工作。另一个例子是利昂·库珀曼，他不停歇地搜寻信息，他能一边与我进行访谈，一边

与 猿和其他高级经理谈话。布鲁斯·科夫纳的分析来自于各种渠道的信息——甚至包括来自于他购买的作为情报来源的油轮的信息。拉贾拉特南(猿)作为加列翁集团公司的指挥,在他管理加列翁技术基金和新媒体基金(猿)时,不知疲倦,无所不在。他经常和分析员一起参加他们的公司会议,每天会见两三家公司的管理人员,每个月会抽出一周去走访加利福尼亚州的大约 猿家公司,并且力求自己亲自会见投资者,而不是把他们打发到其他人那里去。帕洛玛公司的 猿唐纳德·苏斯曼也令人印象深刻,他似乎总是走在时间的前面。自从 猿世纪 猿年代早期,他就关注市场中立战略,他建立内部的货币管理团队,让投资者而不是经理控制风险并进行风险管理。

给我印象深刻的事情还有,这些经理中有 猿位——安斯利(猿),奥克(猿)和拉贾拉特南(猿),他们除了 猿和 猿年以外,其管理的旗舰基金从未有过收益为负的年份,这两年中对冲基金业普遍下滑,下滑年还有 猿年,这一年是股市的不利年。他们在其他年份的业绩一直都很好。

还有就是有 猿年历史并传至第三代的坎伯兰(猿)联合投资公司,其历史之久在对冲基金业是罕见的。

这些就是经理们留给我的持久不衰的印象。

猿 热爱他们的工作

这些经理们首要的也是最重要的相似点就是他们都热爱他们所从事的工作——这是他们最首要的动机。他们每一个人都热爱其工作,并在这一行成为了最棒的人。库珀曼是一个典型的例子——他

每周工作 80 小时。他以出色地完成工作为动机，并且当他发现其他人不能像他那样富有激情地工作的时候，他就能获得更大的满足感。他承担了基金管理公司的所有责任。苏斯曼也以工作做得好并获得专业同行的尊敬而感到自豪。

金顿(迈克尔) 也被他对事业的热爱而激励——被智力和情感的挑战而激励。科夫纳，辛格(詹姆斯) 和斯塔克(约翰) 也同意这一观点，他们认为从事投资和解决疑难之间是有相似性的。

格里芬(约翰) 以竞争为动机——不管竞争是表现在投资上还是网球比赛中。安斯利，亨利(约翰)，拉贾拉特南和特普尔(莱斯) 也说过相同的话。

许多人说一旦他们不热爱他们的工作，就是退出的时候了。罗伯逊 35 岁时退休——比其他人退休晚得多，退休的时候他有一大笔钱。

赚钱并不是主要的动机。就像金顿说的那样，金钱只是保持记录的一种方式。罗伯逊在交易时，曾说这是一项有趣的事，除了那些非常困难的时期外。他，可能还有其他人，甚至可以无偿工作。他喜欢和聪明的人一起工作和交往，其他人也有相同的感受。格里芬从建立一个聪明人组成的能经常向他提出挑战的团队中获得极大的满足感。科夫纳也从建立一个聪明人组成的小团体，以便他能在一天中的任何时候与之讨论而获得满足。奥克以能建立最优秀的团队作为动机。

9.2 最低资产 10 亿美元

尽管各位经理对于基金什么规模最合适，以及如何发展业务方

面的观点不同，但是在他们接受采访时，所有人旗下管理的资产都至少是 10 亿美元。仅资产这一项事实就能说明他们是精英级的经理，因为全世界只有大约 100 位经理能达到这个标准。其中一些经理的资产在 10 亿 ~ 100 亿美元之间，他们是威尔科克斯(宰登堡)，亨利，特普尔，辛格，苏斯曼，斯塔克和库珀曼。在年底，奥克的资产达到 100 亿美元。超过 100 亿美元的经理包括拉贾拉特南，科夫纳，金顿，安斯利和格里芬。

101 拒绝接受新投资

许多经理们经常拒绝接受新投资，不过一些人可能接受战略投资者或为填补已经赎回的投资者的空缺。这说明他们已经认识到资产的增长不是最首要的问题，在不同市场环境下都能保持出色的业绩才是最重要的。成为规模最大的对冲基金不是主要目标。如金顿所说，资产规模是潜在被关注的对象，但不是目标。

科夫纳说，假如他感觉资产规模达到极限，他会将资产返还给投资者。1992 年，他将 100 亿的资产还给投资者，因为他觉得在当时的条件下，那时的资产规模已经十分不合理了。他说他以后会经常这样做。

特普尔在 1995 年中期决定将阿巴鲁萨(宰登堡)基金的规模缩减至 10 亿美元，并且重新回到具有核心竞争力的领域——不良资产和高收益债券上。他打算将大约 10 亿美元还给投资者，因为，他觉得通常基金的规模在 10 亿美元左右时业绩最好。

斯塔克认为对于他的核心风格——可转换套利来说，没有一个

固定的规模极限。规模的极限随着市场和环境的变化而变化。当市场上没有足够的投机机会和关注热点时，接受投资不是明智的事。在其他时候，似乎最大的套利基金也没有达到极限。

这些年来，一些经理们一直设法实现有控制的增长。这意味着要使用新的战略，采取新的主动。不断增长的资产规模已经成为格里芬，科夫纳，奥克，斯塔克和苏斯曼的问题。科夫纳观察到，一个基金要生存就必须能随着可获得的投机机会的变化而变化。格里芬意识到，如果你没有想到发展新的投资产品，就不可能长期生存。

在追求有控制的增长过程中，一些经理对于资产对业绩的影响做了定量的研究。例如，安斯利每个月将马弗里克(资产配置)的业绩同假设每个月没有交易的估计业绩相比较。每天，他们都观察按收盘价和成交量加权平均价计算交易执行情况。每一家公司也做了类似的滚动研究，以判断所持有的头寸对其所参与市场的影响。

9.2 自有资金所占的比例

经理们个人投在其基金的资产是很可观的。这表明他们对自己的才能有很强的信心，这也意味着他们自己的净资产与其基金的业绩高度相关。这样他们就有巨大的动力去做好。尽管他们对其参与情况的表述不同，但结果大都相同。

金顿声称他的全部金融净资产都在他的各基金中。斯塔克估计有大约 25% 的净资产在其基金中。奥克估计大约有 15%。

辛格，和他的家族及其委托人是他的基金的最大的投资者。而

格里芬说他和西特德尔(悦)的其他专家们是基金的第二大投资者。

目前凯森(悦)的委托人的资产占基金的比例在猿以下。库珀曼说他基金的猿的资产属于一般合伙人。在帕洛玛、阿巴鲁萨和坎伯兰基金中,委托人(包括撤资的委托人(悦))的资产占各自基金的比例大约是猿。斯塔克和他的职员占其管理总资产的猿。安斯利估计马弗里克基金的委托人和相关方在基金中的资产超过源亿美元,大约占总资产的苑。加列翁基金的合伙人和职员已投资了猿亿美元,大约是总资产的猿。亨利估计他的投资在猿~苑亿美元之间,占总资产的猿~猿。

在一些公司,有政策要求职员不能有自己的个人交易账户。这是为了确保诚信和防止提前抛售。加列翁基金和艾略特(悦)联合投资公司就是这样的。在西特德尔(悦)基金,全面个人交易政策限制职员交易西特德尔账户或投资组合的证券。所有职员的交易必须先得到同意。

源 交易记录

每一位经理都有长期在不同市场环境下取得持续骄人业绩的记录。在受访者中,所有人都至少有作为对冲基金经理 苑年的经历。坎伯兰(悦)从事投资要追溯到 世纪 苑年代,辛格开始于 苑年,亨利和苏斯曼两人都开始于 苑年,科夫纳和金顿都开始于 苑年。

业绩历史的长短可用来衡量在不同的经济和商业周期中是否具有与众不同的经历,就像股市的负收益年(以标准普尔指数衡

量) 1980 年和 1981 年, 以及对冲基金的不利年 1989 年和 1990 年。在相当长的年份里, 这些经理们取得了持续骄人的业绩。

对冲基金的业绩通常在长时期和不同的市场条件下都表现不错。综合平均年净收益从略高于标准普尔指数的每年 15% ~ 20% 之间。鉴于各基金使用不同的风格以及不同的业绩目标, 将基金经理之间进行比较是不公平的。一些经理可能使用标准普尔指数作为标准, 或者罗素 2000 (标准普尔 500) 的混合标准, 而一些基金经理没有标准。杠杆的使用和由此带来的不稳定性也使得比较他们的收益变得困难, 而且一旦出现困难的市场环境, 这种环境对某种交易风格来说可能是有利的也可能是不利的。

作为行业老大, 辛格和苏斯曼尽管受到各种限制, 他们的平均年收益仍然保持在 15% ~ 20%。库珀曼, 坎伯兰, 斯塔克, 奥克, 金顿和安斯利在 15% ~ 20% 之间; 特普尔, 科夫纳, 亨利和格里芬的综合年收益在 10% ~ 15% 之间; 拉贾拉特南的综合平均年收益大约是 10%。

9.1 连贯性

本书所介绍的大多数基金的交易记录在保持上升趋势方面具有一致性, 这一点十分有趣(见表 9.1)。安斯利, 拉贾拉特南和奥克从他们在 1980 及 1981 年开始交易时起就没有一年下跌。辛格, 斯塔克, 格里芬和特普尔分别从 1980, 1981, 1982 和 1983 年开始交易, 各自都只有一年下跌。

(续)

	拉贾拉特南的加列翁技术基金	辛格的艾略特联合基金	斯塔克的斯塔克投资基金	苏斯曼的帕洛玛合伙基金	泰珀的阿巴洛萨管理基金	威尔科克斯的坎伯兰合伙基金	标准普尔指数 (将红利再投资)
猿苑园						猿苑苑	猿苑猿
猿苑员						猿苑园	猿苑园
猿苑圆						猿苑苑	猿苑园
猿苑猿						猿苑园	猿苑园
猿苑源						猿苑园	猿苑园
猿苑缘						猿苑园	猿苑园
猿苑远						猿苑园	猿苑园
猿苑苑		猿苑苑				猿苑园	猿苑园
猿苑愿		猿苑愿				猿苑园	猿苑园
猿苑怨		猿苑怨				猿苑园	猿苑园
猿苑园		猿苑园				猿苑园	猿苑园
猿苑员		猿苑员		猿苑员		猿苑园	猿苑园
猿苑圆		猿苑圆		猿苑圆		猿苑园	猿苑园
猿苑猿		猿苑猿		猿苑猿		猿苑园	猿苑园
猿苑源		猿苑源		猿苑源		猿苑园	猿苑园
猿苑缘		猿苑缘		猿苑缘		猿苑园	猿苑园
猿苑远		猿苑远		猿苑远		猿苑园	猿苑园
猿苑苑		猿苑苑	猿苑苑	猿苑苑		猿苑园	猿苑园
猿苑愿		猿苑愿	猿苑愿	猿苑愿		猿苑园	猿苑园
猿苑怨		猿苑怨	猿苑怨	猿苑怨		猿苑园	猿苑园
猿苑园		猿苑园	猿苑园	猿苑园		猿苑园	猿苑园
猿苑员		猿苑员	猿苑员	猿苑员		猿苑园	猿苑园
猿苑圆	猿苑圆	猿苑圆	猿苑圆	猿苑圆		猿苑园	猿苑园
猿苑猿	猿苑猿	猿苑猿	猿苑猿	猿苑猿	猿苑猿	猿苑园	猿苑园
猿苑源	猿苑源	猿苑源	猿苑源	猿苑源	猿苑源	猿苑园	猿苑园
猿苑缘	猿苑缘	猿苑缘	猿苑缘	猿苑缘	猿苑缘	猿苑园	猿苑园
猿苑远	猿苑远	猿苑远	猿苑远	猿苑远	猿苑远	猿苑园	猿苑园
猿苑苑	猿苑苑	猿苑苑	猿苑苑	猿苑苑	猿苑苑	猿苑园	猿苑园
猿苑愿	猿苑愿	猿苑愿	猿苑愿	猿苑愿	猿苑愿	猿苑园	猿苑园
猿苑怨	猿苑怨	猿苑怨	猿苑怨	猿苑怨	猿苑怨	猿苑园	猿苑园
猿苑园	猿苑园	猿苑园	猿苑园	猿苑园	猿苑园	猿苑园	猿苑园
综合年	猿苑园	猿苑园	猿苑园	猿苑园	猿苑园	猿苑园	猿苑园
收益率	猿苑园	猿苑园	猿苑园	猿苑园	猿苑园	猿苑园	猿苑园

在 1994 年，标准普尔指数下跌了 10%。在本书介绍的 10 位经理当中，9 位的业绩为正，一位下降 10%。最终，有 7 位的业绩超过了 10%：格里芬的基金上升了 15%，科夫纳 14%，斯塔克 13%，安斯利上升 12%，苏斯曼 11%，辛格 10%，奥克 9%。拉贾拉特南，库珀曼，亨利和金顿都取得了 5% 到 9% 的业绩。特普尔和威尔科克斯当年的业绩都几乎持平。

1995 年又是另一种有趣的情况。标准普尔指数表现不错，上升了 10%。在这样的年份，鉴于对冲的头寸将为下跌提供保护但会有保护成本，大家都期望对冲基金表现良好，会跟随飚升的股市。1995 年，10 位经理当中，有 7 位业绩为正。拉贾拉特南和格里芬都上升了 14%，安斯利上升了 13%，科夫纳收益为 12%，奥克上升 11%，亨利上升 10%，金顿上升 9%。

而同时，另 10 位经理损失惨重。特普尔由于错误地相信俄罗斯市场的流动性，致使其主要基金下跌了 15%，苏斯曼因为期望差价扩大而损失大约 10%，斯塔克的基金下降了 9%，辛格损失了 8%，而库珀曼下跌 7%，坎伯兰下降 6%。

总体上，奥克和拉贾拉特南在 1993 年、1995 年和 1996 年都有两位数的增长，安斯利在这 3 年中都有增长，但在 1995 年和 1996 年增长两位数。这 10 位在 1994 年都未开始交易。而其他 9 位经理们在 1993 年或 1995 年都有所增长。

源起 技术信息

这些经理们的大多数都意识到技术信息的重要性——能够处理收到的信息并加以利用为其牟利。快速地采用技术似乎给这些经理

们带来优势。

信息流和信息管理对于奥克很重要。在前台，它们为分析家、交易者和投资组合管理所利用。在后台，信息技术被用来进行头寸和投资组合的管理，并且可实时追踪风险暴露的情况。奥克的观点是，由于这个世界变得更加一体化，更加复杂，他们拥有对冲和分析能力的竞争优势，就能集中关注于异常复杂的证券。

斯塔克，格里芬和科夫纳也在这一领域倾注了不少资源。斯塔克对股票、期权和可转换债券都有涉及，而且每一种都有不同的套期保值率。这要求强有力的风险管理工具和强有力的监察工具。

格里芬在硅谷有办公室并有 员名工作人员，还有数十个服务器提供市场反馈的支持信息、风险管理和前台决策所需的数据。他在芝加哥的雇员几乎有一半都是系统或技术专家。定量研究小组发展并提高了自有的数学模型的水平，他们为投资组合管理、交易的压力实验和投资组合的压力实验提供工具。并且，信息系统小组编写并维护代码以保持系统的通用性。投资和交易小组利用数学和统计模型、专有的定价技术和基础分析来识别投资机会。

愿 文化

大多数基金都发展了一种文化。“团队工作”（裁自增）这个词是对以下机构文化的一般描述：凯森公司，西特德尔投资公司，坎伯兰联合投资公司，艾略特联合投资公司，加列翁集团，金顿资本公司，马弗里克资本管理公司，奥克·泽夫资本管理公司，斯塔克投资公司。尽管基金中的个人也许有很强的个性，但他们都只是团队文化的一部分。“团队比作为组成部分的个人要强，”奥克说，“这个

公司的故事不是关于我个人的。我们有一起合作多年的强有力的、有深刻内涵的团队。这一说法得到许多经理人的认同。

库珀曼、拉贾拉特南和辛格都把他们的文化描述成一种盛行强硬工作规范的文化。库珀曼所推崇的企业文化是具有工作热情、要求严格并且能够保持进行不断研究的良好风范。辛格说使艾略特联合投资公司与众不同的是他们将更多的资源运用于这一领域。他关注于那些特别需付出更多努力的领域，甚至是需付出更多体力的领域。拉贾拉特南将此事比喻成每天收到汇报卡片。

一些经理推崇的企业文化强调耐心。他们对市场都持有长期的观点，并且经常长期持有头寸。金顿、亨利、库珀曼和威尔科克斯都持有这种观点。金顿回忆 1982 年是他最痛苦的一年，那时他在市场上像个懒熊，只投资了基金 1/3 的资产，而持有现金来坐等机会。到年终，他将投资上升了 1/3 多。亨利认为在交易困难时期保持耐心是一个经理人最重要的资产。他在几年中持有头寸不动是很难得的。库珀曼期望大部分的投资组合都至少持有两年以上。

还有其他的描述对冲基金企业文化的方式。格里芬将西特德尔投资公司的文化描述成接受变化，当公司增加新的战略，就会出现新的风险。因此，公司非常强调学习、分享和团队合作。在西特德尔，大部分职员的年龄在 30 多岁。

金顿将其文化描述为平衡和谐型——个人要同市场竞争，而不是彼此间相互竞争，每个人为自己的头寸负责。因为投资组合经理对新经理有否决权，这种文化被一直保持下来。

斯塔克将其文化描述为谨慎型。例如他们不投资于基于传闻的交易，他们要等待直到交易被宣布才会采取行动。他们也不急于增加新的战略，并且他们经常套期保值。

坎伯兰联合投资公司的投资组合管理结构中，互让、挑战、争论和妥协是受到鼓励的。在坎伯兰的所有投资组合中，经理们彼此之间相互独立。这种文化使得公司延续到了第三代。威尔科克斯将企业文化描述为组织累积的智慧，即能将现任和退休的合伙人留下来，其公司猿位中的猿位初始有限责任合伙人中的猿位目前仍然在位。

为加强公司的文化建设和促使公司更有组织性，大多数的对冲基金的机构都是围绕着团队和专家来架构的，一般是根据行业、地区、交易战略或环境类型来划分的。安斯利、库珀曼、坎伯兰、格里芬、金顿、科夫纳、奥克、拉贾拉特南、辛格和斯塔克都是这样。

尽管拥有专家，大多数的对冲基金仍然力求将那些有才华的关键性雇员留在公司里，他们拥有一定程度的决定权、承担一定的责任，他们不止是雇员，他们的利益与公司的利益息息相关。这种环境对于使公司管理职能组织化是很有利的，对确保实施接班战略也是如此。

在坎伯兰，共有猿位投资组合经理，每一位经理直接运营大约猿位的公司资产。这意味着他们资产的猿位是被其他搭档管理的，他们彼此之间是互相依赖的。

特普尔的组织似乎更松散，没有过多的对责任的描述。而约翰·宰·亨利公司(猿位)，鉴于其采用不同的交易方法(利用计算机跟随管理期货的长期趋势)，却是按职能来对公司进行管理的。

最后要说的是帕洛玛公司，苏斯曼的文化是基于独立经理们的企业家精神之上的。苏斯曼还将其描述为大家庭环境，在那里每个人的穿着和举止都很随便。他想要的是一种能使经理们的工作效率最高的环境。

在大多数公司，部门的业绩以及整个公司的盈利共同决定福利分配方案。在金顿资产管理公司，投资组合经理为其头寸承担责任，但是权力是共享的。每一位经理的报酬是基于他或她的头寸的业绩并加上整个公司基于当年业绩的奖金部分。在阿巴鲁萨公司的福利分配方案中，不但部门业绩是关键，基金的盈利水平也是很关键的。

在马弗里克公司，部门的主管有很大的权力。他们的报酬是根据整个基金的盈利水平和各自部门所做的贡献来共同决定的，但是前者所占的比例更大些。

在加列翁公司，报酬不仅基于公司的利润，而且对于分析员来说，还取决于他们所做的研究以及为公司所增加的专门知识。

然而在西特德尔、坎伯兰、奥克驛夫和斯塔克投资公司，职员的报酬主要取决于整个公司的业绩。斯塔克说在某些年，投资组合的部分要比其他的表现好，但如果二者的工作都很出色，那么报酬也基本一样。“你可能在情况严峻的市场做得很好，但仍然亏钱。”

在凯森公司，个人的表现极受重视，而团队的整体表现也是报酬多少的考虑因素。在欧米茄公司，投资组合经理或部门主管对其头寸负有很大的责任，他们根据其盈利或损失的结果来获得报酬。如果他们在 3 年内没有证明他们的能力，就会被要求离开。在帕洛玛公司，经理们在克服某个障碍后会获得奖励津贴。

源起 生存、诚实、损失和教训

生存是主要的驱动力。在长期中，经理们在不同时刻都经历过逆境。所有人都遭受过损失，但他们都幸存下来，并且从困境中学到很多东西。顺应力，一个金顿公司常用的关键词，指经理如何对

待困境和客户的赎回。尽管经理们承认若干年来犯过很多错误，但总有一种情形经常出现在他们的脑海里。他们所学到的教训当然很重要。

袁源年对于坎伯兰公司来说是值得记忆的一年。威尔科克斯说他们已经做了大量研究，但由于不良高收益资产市场流动性降低过快，到年底，他们不得不面对赎回问题，不得不在缺乏流动性的市场上融通资金。但在那一年，他们学会了一点，即应多注意投资组合的流动性。

袁源年，亨利在他的长期运营项目、金融和金属期货项目上损失了几乎袁豫的资产。这一损失促使他严格风险管理并减少使用杠杆。

对于库珀曼来说，袁源年的非美元债券事件和袁源年的俄罗斯固定收益债券事件的相继发生对他产生了很大的影响。结果是库珀曼不再将新兴市场和缺乏流动性的交易工具纳入到其投资组合中。

对于拉贾拉特南，一个难以忘记的困难时期是袁源年的第四季度，即亚洲金融危机发生的期间。那时基金得到的教训是应多花时间关注宏观事件。现在，如果基金在一个月内下跌源豫~缘豫，他们就会降低风险暴露。

对只在袁源年遭受到损失的斯塔克来说，他所学到的是，即使你在基本原则上是正确的，但短期流动性限制就能决定套利价格。袁源年的教训同样使他的公司提高了多样化的地位——战略的多样化和地理位置的多样化。对于投资组合中来源于借贷的部分被赋予更多的关注。在各种情形下，即便它的价格可能要比更低级别产品的价格高，也使用更多投资级别的产品。斯塔克已经提高了资产互换的比重和违约保护的程