

## 第 15 章 布鲁斯·科夫纳，凯森公司

### 15.1 基本面和宏观交易：适应生存环境，创造结构

背靠一面墙大小的世界地图，四周是计算机屏幕的包围，布鲁斯·科夫纳（布鲁斯·科夫纳）坐在自己纽约办公室里，现年 56 岁的他是凯森（凯森）公司的创始人与总裁。科夫纳将自己看作是坐在飞机的驾驶舱内，主管着来自世界各地巨大的信息流。科夫纳愿意交易任何具有流动性的东西，他目前交易的资产包括货币、固定收入证券、股票、指数、大宗商品与衍生工具。“我做全世界金融市场的交易，包括所有的资产类型”。

科夫纳办公室的墙上还挂了一幅他拥有的三艘油轮的照片。他从 1982 年开始购买油轮，油轮并不是公司基金的一部分，但提供了信息与情报来源的另一种渠道。

凯森公司创建于 1984 年 1 月，起始资产 2500 万美元，目前公司的总资产已经达到 150 亿美元，下属三个主要对冲基金——埃塞克斯（埃塞克斯）、凯森国际基金，此外还包括几个小型股票基金凯森埃斯曼（凯森埃斯曼）资本公司主要从事私募股票交易（凯森为弗雷德·埃斯曼提供场所与资本）。凯森国际基金的一小部分资产用于从事流动性较弱的交易，如私募股票交易。

凯森公司拥有 1500 名员工，其中有一半左右任职于纽约。科夫纳认为纽约市有很大的优势，“你可以在这里见到各种人，政府官员、学者、经济学家。纽约就像是世界之都……我不愿在任何其他地方工作。”公司在新泽西州的布兰斯保罗分部属于后备办公室与研发中心。

科夫纳的目标是绝对收益额。掌管着麾下 150 亿美元的资产，处在事业巅峰的科夫纳说“我不想让公司规模的增长超过能力的增长速度。”只有在公司的流动能力限度内，他才会接受资金的投入；一旦超过了流动性限度，他会将资金返还。举例而言，1982 年远月公司的资产达到了 150 亿美元，科夫纳为了提高业绩水平，将资本的 10% 返还给了投资人。在当时举行的一场新闻发布会上科夫纳这样宣称：“在目前的市场行情下，100 亿美元的交易资本量实际上是很沉重的。我想，较小的交易资本额可以帮助我们恢复到历史业绩水平……随着本金的扩大，在货币、固定收益证券与大宗商品资产上较低的流动性损害了我们的业绩，而且我也认为凯森变得臃肿官僚了。这一次的‘减肥’可以帮助我们业务更加集中，反应更为迅捷。”科夫纳计划不定期地支付红利以避免其企业成长超过了实际能力。

凯森公司委托人的资金所占百分比随着资产总量的变动而变动，目前低于 10% 的水平。

## 153 五个分散交易中心

科夫纳称公司采用的是自顶向下的方法，“我们首先做出世界行情是如何如何的假定，然后基于这一假定，我们接着提出问题，机会在哪里呢？有时候做股票前景颇佳，而另外时期则适合交易大宗

商品。”科夫纳密切地观察环境变化，并努力制定出能够利用这种环境下潜在机会的战略，他尽力区分经济形势中不同的风格、构成因素与总体轮廓——通胀—衰退、低利率—高利率——以及政策走向。

科夫纳交易所有与股票市场不相关的资产，“其中的原则是尽力贯彻不相关的投资策略。”鉴于其他的基金经理可能不会认真地采用这一策略，科夫纳确信这是其公司的优势所在。许多分析师习惯于度量不同市场间的不相关性，并根据一系列交易条件——即使交易条件现在已经消失，来从事买卖。

对科夫纳而言，分散化决非老生常谈，它更是一种生存的方式。“我们的目标是在任何政治或经济环境下从事盈利交易。这其中的决定性特征在于我们要把握住各类市场的机会。我们努力保持头寸的均衡，这样，如果出现判断失误或者意料之外的事件，也不必付出过于高昂的代价。”科夫纳不会为了某个想法而拿公司基金 10% 以上的资产去冒险。

科夫纳并不希望拘泥于任何一种方法，他不想成为那样一种市场参与者，即总是一再说，“市场错了或者市场表现不应该是这样，”或者“我对市场行情或事件很是反感。”相反，科夫纳需要的是一种多样化、稳定的集合收入流，其构成部分是不相关的，以便控制风险与关联性。

有鉴于此，科夫纳设立了 10 个交易中心来提供分散化。各中心的人数从 10 到 100 个不等，但一般情况下是 10 个人。有些交易中心代表地域，有些则按交易策略划分，如宏观交易、股票、套利或量化分析技术。每个交易中心自身具有优势，并且与其他中心关联度不高。

“采用这一组织结构，我们可以利用各种环境下的机会，并且不会过度陷于依赖某种单一投资风格的风险，”科夫纳进一步解释

道，“关键在于不断地调整并确定最能发挥作用的投资策略。”

科夫纳指出：“假定某种（特定的）投资条件能够永远延续不变是错误的。”举例而言，他认为由于资金流的原因，目前（~~1974年~~ 缘月）价值投资就不是太好；但在有些时候，价值投资也会成为很好的策略。他发现制定出能够指示某种投资条件何时结束的“指示牌”是非常有效的。具体来看，高度的意见统一就是一个很好的指示牌的例子，虽然不能百分百地保证不犯错误，但它的确可以指明机会存在的其他方向。

科夫纳不同意某些人关于国际宏观交易过时的预言，他说，这种预言往往出现在某一投资风格的流行周期结束的时候。“你应该避免群体选择，”当商业周期波动（如 联储紧缩或者中央银行活跃的时候），重大转变就发生了。在这种不确定的时期，全球宏观交易可以赚取很多利润。科夫纳说，鉴于目前处于较为稳定的时期，并且货币走势正常，所以应当是另外一种周期的黄金时期。“我们公司的组织结构给我们带来了集中一点、选择交易风格的机会，而这正适合当前阶段……国际宏观交易还会重现的”。

目前，国际宏观交易占到公司投资组合的 ~~10%~~ ~ ~~15%~~。这一百分比随着时期不同而有所变动，目前的份额比以前要小一些，典型的分配比率一般在 ~~10%~~ ~ ~~15%~~ 之间。“在过去的 ~~10年~~ ~~10~~ 个月中，国际宏观交易获得的回报一直很低，所以与其相关的风险也很低”。

科夫纳今天看到了许多机会，“困难的是如何平衡相关的风险。所有的资产类型——货币、固定收益、大宗商品与股票——都处于不平衡状态之中。”他说，许多投资人问到是否欧洲货币的统一排除了货币交易的机会。“其实现在的机会比以前更多了，有些货币（随着欧元的出现）消失了，但是现在可以交易的货币更多了，比如东欧

的货币，并且随着金融市场的发展，会出现更多的工具。在 1970 年代我开始从事交易的时候，只有短期国债与政府抵押贷款协会债券(即国库券)可以买卖，而现在我们有结构化证券的场外交易。金融市场的发展使得更多的工具展现出来，现在就已经有了多达百种的交易工具”。

科夫纳不喜欢公开论及市场走势，因为他不想被人看作是市场领袖；如果情况必须的话，他也需要改变观点——没有阻力地改变自己观点的灵活性。

1991 年，凯森埃塞克斯基金增长了 14%。科夫纳称，“凯森的分散化投资组合基本上在按我们所期望的方式运作，宏观交易部分上半年表现不佳，下半年很好，股票上半年势头强劲，下半年一般。我们的绝对收益与数量分析投资策略在全年表现都很好”。

科夫纳把大部分时间花在战略制定、风险控制与风险分摊上面。“大多数人不知道我并非主要的交易员，我只是让其他人更好地从事交易并把资源分配给他们。我制定的投资策略很有效，我关注的是你怎样把他们运用到业务中去，并制定出有效的交易形式。”科夫纳相信，通过制定不同的投资策略，经理人员可以让资产的规模增大。每个投资策略可以处理 1 亿美元数量的资金，将金额加总，你就可以在达到某个限度前持续的增长。

科夫纳称：“我的目标是培养出一个离开我或者没有我的大力支持也能独立运作的公司”。

## 1992 年 信息技术

科夫纳称他在股票市场的总头寸一直很低，目前只占到 1%，

正处于较低的历史水平。这反映出科夫纳认为目前股权交易环境较为低迷的观点。技术股仅占总投资组合非常小的百分比。

“有些基金经理陷入了他们本不该从事的交易……他们更倾向于成为市场走势交易商，还有些经理哪有行情就到哪里，他们投资于翻滚过山车般大起大落的纳斯达克股票。可是有时候卷入科技股交易容易，要想跳出来就难了，波动性是很棘手的”。

当然，科技对科夫纳来说还是很重要的，他需要使用技术来搜集全球各地的信息。“没有信息技术，处理(所有的信息流入)是很困难的，”科夫纳说。这一点可能是新一代基金经理区别于老一辈经理人而成功的决定因素。

科夫纳指出，有些年纪较大的基金经理可能不愿学习新的技术——这就导致他们逐渐落后，或者在其前进的路上出现障碍。“只有能够适应新的市场、适应信息技术，并且贯彻严格的风险控制策略的人才能够生存”。

## 沃伦·巴菲特 诚实精神

科夫纳说他以前在哈佛大学求学时的学术导师埃德·班菲尔德(Edwin Phillips Redkey)对其一生的影响最为深远，“他是纽约保守派运动的精神领袖，他实际上打破了个人崇拜……我从他那里学到了诚实精神。人有很多事情是不了解的，而你自身必须清楚这一点，诚实地看待你所不了解的东西……我认为自己绝对不会比他做得更好，所以就退出了这一学术领域”。

科夫纳将这种理念运用到了交易之中，他说，重要的并不是永远都正确，关键在于应当能够适应调整，并确定出最有效的策略。

“我犯的误差很多。虽然下面的例子不太恰当，但确实能道出其中含义，你可以假想一个人在用画笔作画，他可能犯了较大误差，但是单独的一笔不能说是是对还是错。我们做交易就是在不断地画一幅画”。

科夫纳说他们一直以来都存在损失，这是因为不断在市场中验证投资想法的缘故。后果并不重要，损失的存在告诉你有些东西现在还不适宜。但是如果损失超过了原来的预测或预期，那就应该仔细检查误差所在。为什么会错？误差怎样？理论分析到底错在哪里？当风险超出平常标准时，科夫纳最为关注。投资团队均分配了最高风险水平，他们能够在可以接受的风险水平内进行交易。

## 14.1 误差 风险控制、风险控制，还是风险控制

当被问及作为一个经理你的优势是什么之时，科夫纳承认“我们参加的是一种复杂的游戏，优势不是一眼就能够看出的……如房地产业，关键在于地理位置、地理位置还是地理位置，而对资金管理来讲，关键是风险控制、风险控制还是风险控制。”科夫纳投入大量时间与精力去了解与管理风险。他说自己不像其他的对冲基金经理那样拥有大额头寸，他通常只持有较小的头寸。“我们不希望看见整个基金的大幅波动，在过去的几年之中，我们的波动性一直在稳定地下降，原因就在于我们更为了解风险状况。现在的波动性可能是 5 年前的一半左右”。

虽然科夫纳也使用杠杆，但是却非常谨慎。杠杆是对冲基金的一大特色，它的存在既会放大收益也会放大失误。赚取收益的方法

有很多，但蒙受损失的方式同样也很多，科夫纳说到。

科夫纳指出度量公司究竟使用了多大杠杆率是很困难的，他承认“杠杆”一词会产生很多误导。“我们每天都精确的度量风险，从事大量的风险分析工作，而‘杠杆’一词并没有明确指明风险”。

凯森公司有一个部门专门负责风险管理，并从许多不同的角度度量风险。每天凯森公司都要进行大量的压力测验，例如，若股票发生重大变动，情况会怎样？若利率改变或者出现政治危机，情况会怎样？虽然每天都度量风险价值( ~~灾难~~ )，而且其指标值是很低的，但科夫纳仍然认为风险价值不能很好地反映出基本风险。科夫纳称：“我们已经研究出了度量风险价值以外风险的技术。”

科夫纳承认，市场波动性既有好的一面也有坏的一面。日交易商同样也对市场波动产生了影响。但是科夫纳认为，市场波动性总体来看是一种机会。“我们已经学会怎样利用波动性来获利——而不是让它带来损失。”科夫纳觉得这是公司的另外一个优势所在——而这正是其他基金经理可能比不上凯森公司的地方。

凯森公司认为，许多声称自己为对冲基金经理的多头股票交易商最终往往会在不可避免的股票熊市中被排除出去，原因就在于他们没有实施充分的风险控制。

## 沃伦 个人满足

科夫纳在哈佛大学读本科和研究生的时候，从事了大量的经济分析工作并参与了许多政治活动。从 ~~1955-1959~~ 年间，他在哈佛大学担任教学工作。科夫纳曾经在《评论》、《公众利益》与《新纽约》杂志上发表过文章。

从 1970 年到 1975 年，科夫纳加入大宗商品有限公司期间，他曾为美国国会、国家科学基金、宾夕法尼亚大学、哈佛大学与纽约州及类似机构或政府提供有关公共政策问题的咨询。科夫纳最终放弃了学术生涯，因为他并不喜欢坐在办公室里撰写文章的生活，他感到乏味的是无法知道自己是对或是错——因为没有反馈。

科夫纳认为他的职业生涯是一种很自然的演进过程。“我喜欢所从事的工作，我就像坐在飞机的驾驶舱里管理来自世界各地的信息……我会聘用可以更好地帮助我了解信息含义的人。我在世界各地的所有主要金融资本公司中都有朋友和生意伙伴。有多少人像我一样愿意在半夜 3 点中接电话？”建立一个充满聪明睿智的社交圈，与圈内朋友的谈话能给科夫纳带来很大的个人满足。

科夫纳在制定新的投资策略过程中也可以获得很大成就感。这种策略制定过程很能激发科夫纳的热情，他觉得脑力工作非常有趣。“解决问题非常有意思，市场行情就像是谜语，如果你是正确的，市场会证明这一点，而且你会获得很可观的资金回报。每当我正确的时候，我就会有一种成就感，这一过程很有意思，也很令人满足。”

## 1976 年 最难忘的交易时期

1976 年年初科夫纳从自己的万事达卡上借了 1 万美元，开始从事独立交易。他从前两笔交易中赚了 5000 美元——交易工具是铜期货与利率期货。

科夫纳称自己的早期交易经历最难以忘怀。他第一次对交易过程失去控制是在大豆市场。“这件事烙在了我的记忆中。”那时大豆市场出现了短缺，科夫纳所持有的 1 万美元的头寸在 2 个星期内飙

升到了 1.5 亿美元。“我的脑袋一发胀，放弃了进行套期保值避免价格下跌损失的机会，而价格真的下跌了。”在慌乱中，科夫纳扎平头寸出逃，导致损失 1 亿美元。当然他最终剩余 1.5 亿美元，已经是起始资本的五倍了。“我曾有机会获取巨额利润，但是在出逃之前损失了一半的收益……我在一个小时之内损失了一半的利润。然后我退出了这项交易，身体病了一个星期。回头反思，这其实是一件很好的经历，”科夫纳说，“它使我认清了风险并促使我建立风险控制机制”。

还有其他难忘的时期吗？对此科夫纳回忆到，那是在 1987 年股灾中，市场如何在 1 小时之内全部失去了方向。他记得自己看着全世界市场一个接一个的暴跌，市场一片跌停，根本没有买方出价。

结果 1987 年成为科夫纳业绩最好的一年，收益率几乎达到 100%（见表 10.1），这些收益大部分来自于货币市场。“我从货币交易与固定收益证券中获取许多利润……从少量的卖空股票中赚了一些利润。波动性令人恐怖……我从少量股票空头中赚了数百万美元，但是从货币与固定收益证券中赚了数亿美元”。

表 10.1 埃塞克斯有限公司的净收益率

年度	净收益率(豫)
1987	100%
1986	100%
1985	100%
1984	100%
1983	100%
1982	100%
1981	100%
1980	100%
1979	100%
1978	100%
1977	100%
1976	100%

(续)

年度	净收益率(豫)
1982	10.2%
1983	14.8%
1984	10.2%
1985	10.0%
1986	14.8%
综合平均年收益率	12.0%

① 自 1982 年 1 月 1 日起交易。

## 14.1 机构投资者的角色

科夫纳在许多捐赠基金管理委员会担任职务。他就捐赠基金管理机构与其他金融机构质疑债券角色的问题谈了自己的看法，债券产生的收益一直较低，且许多机构的资本分配中用于债券的份额约为总资产组合的 10%，这样机构投资者获得的回报率大约在 10%~12%。除去通货膨胀的影响之后，固定收益证券的收益非常之低，因此有些机构投资人降低了投资于固定受益证券的资本。那么他们将转出的那部分资本投到哪里去了呢？股票的峰期已经过了，因此人们开始寻求资本分散化，这就意味着，存在其他高质量投资工具的需求。

科夫纳觉得现在的机构投资者对资产组合理论与可选择投资工具的认识比以前成熟多了。“现在人们越来越了解绝对收益投资(即与标准普尔 500 指数不具相关性的投资)——这是一种很好的现象……在未来的 10 年中，人们的认识会更加深刻，进行与标准普尔 500 指数不相关的投资是很好的，无论标准普尔指数表现好还是表现

不佳，这类投资都能取得不错的收益。”这些投资能够提供相对较为稳定的回报并具有较高的夏普比率与较小的标准差。科夫纳预计对那些与标准普尔指数相关性较小、回报率质量较高的投资工具的需求会在未来 10 年内上升，并且机构投资者会向这类工具投入大量资金。

## 沃伦 音乐、教育与稀有书籍收藏

科夫纳也非常热衷于工作以外的其他活动，他对音乐尤为投入。虽然自言钢琴技艺不佳，但他仍然每日练习。他在朱利亚特学校非常活跃——既参加演奏也欣赏音乐。

科夫纳的另一个兴趣在于教育改革。1995 年，他投入 100 万美元为学校改革设立了一个基金。这个名为学校入选者奖学金基金的组织向纽约市内小学 1-3 年级的贫困学生提供奖学金，以资助他们在私立学校的学习。该基金使用付款单向 1000 名儿童发放每年不超过 1000 美元的资助，期限为 3 年。这种付款单使得家长们有了必要的经济手段，可以让孩子就读家长们选择的私立学校而不是指定的公立学校。

科夫纳还嗜好收集图书。凯森这一名称就是根据英格兰历史上第一位印刷商威廉·凯森(William Caxton)命名的。而且在我们采访结束的时候，科夫纳不无骄傲地向我展示了一本由设计家、版画复制家、插图绘画家与雕刻师——巴里·莫泽尔(Barry Moser)绘制插图的新版圣经。这本出版于 1995 年 10 月的新书是 16 世纪惟一的一版由一名艺术家完成插图绘制的圣经，该书有 1000 幅插图，巴里·莫泽尔花费了 3 年时间才完成。这一彭妮罗伊尔·凯森(Pennyroyal Caxton)出

版公司出版的圣经是英王詹姆士钦订圣经的两卷本再版印刷，采用凸版印制，限量发行 1000 本，每本价值 1 万美元（同时还有唯京唱片（~~灾难早先发行的~~的销售版，定价为 1 美元）。实实在在地说，科夫纳称，“是我把这书组织起来。”实际上，他承担了该版圣经 100 万美元的出版费用。

#### 个人简介

姓名：布鲁斯·科夫纳。

机构名称：凯森公司。

#### 组织机构

起始日：1981 年。

资产：

目前：10 亿美元。

最高：10 亿美元。

优势：从事与股票市场不具相关性产品的交易；风险管理。

公司地址：纽约州，纽约市；新泽西州，普莱恩斯波罗（~~马塞诸塞州~~）。  
波士顿。

人员数量：100 多人。

组织类型：1 个交易中心。

角色：监管人。

投资委员会：无。

薪酬体制：个人业绩所占权重很大，但团队表现也很重要。

投资者数量：100-150

合伙人拥有的资产：低于 100 亿。

捐赠基金：没有披露。

主要投资方法与投资组合结构

风格：自顶向下、全球宏观。

投资组合中的头寸数量：数千。

从事的交易：各种类型。

美国所占的比例：经常变动。

技术股所占的比例：经常变动，但比率较小。

私募股票的地位：较小。

宏观战略投资的地位：~~很小~~~~~适中~~（典型范围）。

对其他资金管理公司的投资：较少并有限度。

风险管理

净风险暴露：~~很小~~~~~中等~~（典型状况）。

对冲方法：分散化投资组合、非相关性。

最大杠杆率：可变。

值得纪念的损失：每天都存在。

风险管理：每个投资想法最多只能使 ~~中等~~ 的资产承担风险；持有较小的头寸；谨慎地使用杠杆；强调检验资产组合。

背景信息

初展锋芒：研究生院；在期货市场发现机会。

职业背景：学术，政治。

教育：哈佛大学。

动机和满足感：挑战聪明人的社交圈。

年龄：~~25~~岁。

闲暇：读书、音乐、教育改革。