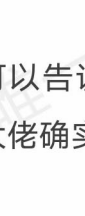


活码长期有效

(截图-识别-进群)



第19讲 | 高品质策略：巴菲..



19:15 26.7 MB

| 余剑峰 亲述 |

你好，欢迎来到清华五道口《行为经济学》的课堂，我是余剑峰。

前面我们讲的很多策略都比较抽象，比如说买入低风险，卖空高风险，买入被低估的，卖空被高估的。但是现实生活中有没有哪些投资大佬真的用了我们前面讲的这些策略？

可以告诉你，现实生活中，你听过的那些大佬确实也用了这些策略。

这节课我们就主要讲三个人的策略：

• 约翰·保尔森

• 索罗斯

• 巴菲特

我们来看看他们是怎么挣钱的，他们人生中比较有名的那些交易是怎么做出来的。

保尔森卖空美国次级债是怎么回事

那我们先看约翰·保尔森一个最有名的策略，如果你看过《大空头》应该知道这个人。他在2007年之前是华尔街上一个默默无闻的小辈，但是后来变得极其有名，是哪一个具体策略、交易使得约翰·保尔森变成了华尔街上的风云人物呢？其实就是在2007年的时候他做了一个大空头，卖空美国次级债券。

他是怎么做的呢？在2007年的时候，当时美国的很多次级债券被打包分成各个层次去卖，有的是比较安全的AAA；有的是BBB，就是没有那么安全的。当时BBB的债券预期的收益率只比国债高出1%，如果国债的收益率是5%，BBB债券预期的平均收益率只有6%。

为什么只会高1%呢？一个重要原因是美国很多机构只能买BBB以上的债券，因为BBB以下的就是垃圾债。很多机构不想买养老金，因为大家都喜欢高收益，高收益就要冒更多的风险，但是又不能买垃圾债，只能买垃圾债上面的BBB的债权。所以说当时对BBB的债券需求比较高，导致它们的价格比较高。

约翰·保尔森和他的团队就仔细研究了这些BBB的债券，尤其是研究底层的资产，也就是那些次级债券。因为次级债券相对来讲都比较不安全，打包在一起相对来讲会安全一点。他们发现了什么呢？

只要有6%的损失，基本上BBB的债券就一分钱都不值了。12%的次级债券违约好像概率挺大的，他们觉得很多都是垃圾债券，所以他们就决定要卖空BBB的次级债券。

约翰·保尔森的公司先开始卖空1亿美元BBB的次级债券。你想一下，1亿美元一年最多损失多少钱呢？因为BBB债券的利率比无风险债券利率高出1%，这样的话你的成本就是每年1%，一年最多亏损100万美元。

当时他们公司的管理规模大约是60亿美元，对60亿美元的管理规模来讲，一年亏100万美元是毛毛雨的小事情。所以他们就加仓，1亿变成5亿、10亿、20亿，最后变成了250亿美元，比他们公司的管理规模大了好几倍，250亿美元看似风险非常大，但是其实并没有那么大。

你想，250亿美元一年最多亏多少？亏1%也就是2.5亿美元，两年亏5亿美元，对一个60亿美元管理规模的基金来讲，这确实是有风险。如果你连续两年亏了将近10%的资本，可能最后很多人会撤资，你的基金就会被踩踏。

但是总的来讲，风险也不是那么大，最多一年亏2.5亿，但是挣的话能挣多少？只要有大约12%的次级债券有危机就能产生6%的损失，这样BBB的债券一分钱都不值，就可以挣250亿美元。

最后发生什么事情大家都知道了，慢慢开始有人违约了，BBB的次级债券就开始下跌，比如说从接近100美元跌到90美元，然后跌到80美元、70美元。这个时候约翰·保尔森就挣了很多钱，但是他一直坚持到最后BBB的债券一分钱都不值，直接挣了250亿美元，这是非常难的事情。

当BBB的次级债券跌到50美元的时候，他已经挣了将近125亿美金，一般人这个时候会想我应该收手，因为万一它又涨上去的话，这个钱就挣不到了，很多时候由于处置效应你会想锁定它的盈利。但是约翰·保尔森这个时候完全没有处置效应，一直坚持到最后，直到挣了250亿美元。

约翰·保尔森的这个策略现在回过头来看当然非常好了，因为风险跟收益非常不对称，输最多输1%，赢可能赢100%，是1对100的这种比例，是极好的投资。

但是在当时这种条件下，大家都觉得房地产是一直在往上涨，不会跌，不会跌就不会有违约，那BBB的次级债券当然就不会跌了。所以说当时虽然约翰·保尔森的这个策略看起来很牛，但是绝大多数人并没有去卖空次级债券。

约翰·保尔森为什么能把他的仓位搞这么大，虽然他的管理规模只有60亿美元左右，但是他的仓位是250亿美元。其实后来约翰·保尔森接受采访的时候，承认他自己做这么大的仓位是受到索罗斯的启发。

他刚刚入行的时候读了一本索罗斯写的书，叫《Soros on Soros》，索罗斯写了关于自己的一些投资经历，里面描述了索罗斯的一个交易过程。

当时索罗斯跟他的分析师在讨论卖空英镑，他们得出一个结论，英镑应该是被高估了，所以他们决定要卖空。当时他的分析师建议了一个仓位，比如说卖空多少，索罗斯说不行，一定要把它搞大。

索罗斯当时说了一句话，**如果你输也就是输2%，赢的话可能会赢20%，看到这么好的不对称的投资机会，不要管你的仓位有多大，总之一定要搞得特别大，因为虽然你的仓位大，但是你的风险其实并不大。**

约翰·保尔森应该是受了他的启发，所以把他的仓位搞得特别大，让他一战成名。你看这里面约翰·保尔森用的一个策略，其实跟我们前面讲的低风险高收益是有点相关的，因为他的策略的风险确实很低，将来产生的收益率是比较高的。

索罗斯卖空英镑是怎么回事

下面我们讲第二个交易，就是大名鼎鼎的索罗斯1992年卖空英镑。前面我们也提到过，那具体细节是什么样的呢？

当时欧洲有一个汇率机制，比如说英镑、马克都加入了这个汇率机制，这是欧元的前身。各国的汇率只能在2%的区间波动，不能有太大的波动。但是当时英镑加入这个欧洲汇率机制的时候，其实相对来讲已经被高估了，1英镑=2.95马克。

这可能跟英国人这种骄傲的性格有关，一定要让它的货币很值钱。英镑不但有点被高估，而且当时德国的通胀是比英国低很多的，这样过了一段时间，你会发现英镑更加被高估了，因为它有通胀。

由于东德和西德的合并，导致在东德有很多投资，德国担心经济过热，所以就提高了利率。提高利率，马克会变得更加值钱，因为货币的利率高，通胀又低，这样的话英镑就相对来讲更加被高估了。怎么办呢？

英国当然也可以提高利率，但是英国很难提高利率，因为英国的经济当时不行。我们都知道，当经济形势不行的时候应该放水，降低利率，如果提高利率会伤害实体经济，所以英国是很难去提高利率的。

索罗斯这个时候赌英镑会跌，就卖空英镑，卖空很大的仓位。他也考虑到了他的损失，英镑在欧洲汇率机制里面最多就是2%的波动空间，如果英国不大幅提高利息的话，损失的话最多损失2%。但是英镑要贬值的话肯定就不是贬值2%，可能是20%。

索罗斯当时看见这么好的投资机会，而且不会是经常有的，所以一定把仓位搞得特别大才行。

我们现在回过头来看，索罗斯的这个交易其实还是没有约翰·保尔森的交易吸引人，一个是2%对20%，一个是1%对100%，后面这个交易是更好的机会。

后来索罗斯在2007、2008年也看见这个机会了，卖空了次级债券。但是索罗斯并没有卖空特别大的仓位，他卖空的目的主要是为了对冲他已有的仓位，这样的话他就不会输钱。所以索罗斯也是非常敏感的，只不过可能因为有点要退休的状态，