**导读**

有位朋友曾将共同基金比喻为少林武当，而将对冲基金比喻为东邪西毒。

长久以来，在纷繁的金融世界中，对冲基金一直占据着那片风云变幻最激荡，也最神秘莫测的领域。人们从各国、各地区的金融危机中看到它们的身影，对于这些处于金融食物链最上端的猎食者心有余悸；谈论对冲基金技术的书籍不在少数，但它们的真正运作者却鲜被提及。在人们眼中，他们成了一群来无影、去无踪、翻云覆雨的怪人。

其实，与所有金融工具完全一样，对冲基金以管理风险、获得收益为目的，它们只是利用期货、期权等金融衍生品以及基础证券之间的关联性来对冲风险、赚取更高收益。它们的管理人和你我一样，是食人间烟火的正常人。

你手上的这本小书可以充分满足你对对冲基金的好奇。作者巴顿·比格斯除了没有获得诺贝尔奖外，在整个投资界的声誉和影响力几乎可与索罗斯、朱利安等一班金融大鳄匹敌。身为大摩（摩根士丹利）首席战略官时，他的一句评论就足以引发华尔街乃至全球投资者的震动；而作为对冲基金界的“老兵”，他所眼见和亲历的故事比投资界中多数人的见闻都波谲云诡。从40多年前建立格林尼治首家对冲基金到数年前的回归，他成长其中的这座康涅狄格州小镇已经发展为名副其实的全球对冲基金之都，汇聚着380多家对冲基金总部和1500亿美元资产。于是，这位当年耶鲁大学英文系的高才生，描写起“刺猬”（hedgehog）们惊心动魄的生涯来，似乎也比任何人都游刃有余。

一只只“刺猬”便是本书的主角。对冲基金管理人之所以得此名号，自然是因为他们的工作—对冲基金（hedge fund）。然而，不知是否出于巧合，这两种“动物”又真的如此神似—辛勤而怪异，迷人而危险，在浑身尖刺下隐藏着敏感的内心。最耐人寻味的是原著的书名“Hedgehogging”，它正隐隐道出了作者的心曲：做了刺猬，便别无选择，只能像刺猬一样生活。

刺猬的生活，或许就是像作者亲身的经历那样，在建立对冲基金的荣光背后默默洒下一路血水、汗水、苦水和泪水；或许是像珊迪那样，被无比功利和现实的投资者一下捧上天堂，一下抛入地狱；又或许是像投资失利的吉尔伯特，在未完工的豪宅里呆呆独坐；甚至是像身为对冲基金鼻祖的大师凯恩斯，算计着如何把剑桥国王学院的小教堂堆满被迫吃进的阿根廷小麦……这些不为人知的生活，若非身临其境，恐怕无法描摹得如此真切。

那些指望通过本书立刻找到“黄金屋”的人可能要失望了，书中并没有太多的量化分析和数学模型，也没有对如何选时、选点进行对冲操作加以系统的技术讲解。然而，细心的读者一定会发现，更宝贵的东西其实早已渗透在“刺猬”们的故事里：石油期货案例告诉你，坚持投资理念（哪怕明知是正确的理念）其实远不如想象中容易；“邪神”与赌场胜地恩怨让你发现原来中国的银广厦、蓝田水产等案例早有前车之鉴。

成长、价值、不可知论、群众性癫狂……种种投资信念和心理就埋藏在看似信马由缰的字里行间。

如果你有过投资经历，如果你想认真地了解投资，你一定会明白，也一定得明白，投资与其说是一项技巧，不如说是一种理念。了解你自己，了解你的潜在对手，了解他们的思维、行为甚至感情，这些往往才是决定投资成败的关键。

而这些，恰恰是巴顿·比格斯毫无保留地展现给你的。

译者

2006年11月

**前言**

随着20世纪90年代大牛市的落潮和泡沫的破灭，股市进入徘徊不前的低迷期，职业投资人风光不再，他们被说成拿着不该拿的钱、承诺着做不到的事的混混儿。对冲基金首当其冲，成为人们眼中骗人的黑幕把戏。似乎在金融市场的每次痉挛中，大家都要揪出对冲基金作为罪魁祸首，甚至于形成了一种普遍的认识：这些基金总是联手策划邪恶的阴谋，目的便是搅乱世界。有人把对冲基金比喻成抢劫无知者的金融强盗，而基金的管理者就是阴险贪婪的刺猬。一段时间以来，这种投资类别的表现已经大不如前。

众所周知，对冲基金的规模增长迅速，其资产从1991年的580亿美元扩大到2004年年底的9720亿美元。而人们不太知道的是，对冲基金是一种波动巨大和市场敏感度非常高的生意。根据摩根士丹利的统计，经过8年增长之后，在1999年，整个对冲基金业从4560亿美元的管理资产上获得了430亿美元的收益（管理费加奖金），相当于9.4%的收益率。而随着股市下跌，尽管对冲基金表现良好，其收益仍在接下来的3年中持续缩水，到2002年只有80亿美元，比3年前减少了81%。此后，因为股市的重振，其收益在2003年又冲上450亿美元的新高，直至2004年再次下跌。

接下来的章节将以印象派的眼光扫视投资这个行业以及参与其中的专业人士，我希望通过这些文字，让你理解那些正在管理着他人金钱的男男女女的紧张、压力、失误和不安。我既会让你看到这些人成功时的春风得意，也会让你看到他们失败时的苦闷绝望。但即使把所有需要承担的沮丧因素都考虑进去，职业投资人也仍然是这个地球上最诱人、最具挑战、收入最高的行业。

也许，职业投资者，或者刺猬们，在赚钱和索取报酬方面是贪婪的。但是在需要为各种慈善或政治目的捐出金钱时，他们又总是极为慷慨。很多时候，他们捐出的不仅是金钱，还有大把的时间，后者可能更为宝贵。在很大程度上，他们正逐渐成为新的乐善好施阶层。

为了避免冒犯好人、伤及颜面，也为了给那些热衷于替故事中人物对号入座的人出点难题，故事中的许多名字、地点和时间都被替换了。在这个过程中，许多我描写的人物几乎成了复合体—他们身上被掺进了其他人的特点。一方面，我希望我的伪装技术是成功的；另一方面，我描写的很多事件的确发生过。就像老话说的，真实往往比想象更离奇。

我为何会写这样一本书？因为我热爱投资这行，被这行里的人所吸引。多年以来，我发现经常写作，或者说是记下某种日记，不仅有助于理清我自己的投资思路，也能够为所有的对与错保留一份记录，以便在将来回顾时获得启示。作记录将帮你认清你对于人和事的看法哪些是对的，而哪些出了错。就像有的投资者靠讲话来思考一样，我靠写作达到同样的目的。对我来说，写作是一项重要的投入，也是我为自己定下的任务。

这本书展现了不同投资者的反思和他们的逸事，多数与我在摩根士丹利那些年月遇到的人和发生的事有关；其他的则比较新，来自于我身为管理合伙人的那只对冲基金创建的过程以及后来的投资失误。在书中，你还将看到我的一班投资界朋友和熟人，以及我对投资界生存之战的一点感想和回忆。这本书并非投资宝典，在书页间你无法得到如何成功投资的答案，因为我自己也并不知道。

投资业最让人着迷的一点就是：在这个行业中充斥着迷人的人物。对冲基金业中强悍、偏执甚至古怪的角色似乎尤其多。刺猬是迷人的动物，而对冲—就像刺猬不知疲倦地寻找橡果那样不知疲倦地寻找投资机会，则往往可以把这个族类性格中最美和最丑的方面都展现出来。这本书带来的是一个局内人的观点，我希望它能让你开心并多了解一些事，无论你是否曾经做过投资。

巴顿·M·比格斯

2005年12月于纽约市

**第一章 投资精英的晚餐会—闯进刺猬丛**

 1.

　　昨晚，我去参加了三角投资俱乐部的晚餐会，与会者大约有25人，一半来自对冲基金，另一半则是些非常激进的单向多头基金经理。年龄组合也平分秋色，既有满头银发、语气沉稳的耆宿，也不乏新潮时尚、说话飞快的才俊。无论老少，这里的每个人都是投资界的风云人物，正管理着这样或那样具有竞争性的公众财富。

　　三角是一家投资俱乐部，会员差不多每月聚会一次，共进晚餐。吃饭时大家交换一下心得，互相探探底细。我不常去。去那儿得有合适的心情，得一直挂着作秀的表情。因为虽然每个人看起来都那么亲切愉快，但实际上他们是全美国明争暗斗最激烈的一群人。大家的交流和谈话显然都带着戒心。反正，这绝不是那种可以放松一下的老友会。

　　昨晚和平常一样，大家先站着边喝边聊了大约半小时，话题集中在现在赚钱有多难上。我和乔纳森聊了聊，他如今是炙手可热的对冲基金精英，整天坐着自己的湾流喷气机飞来飞去，身价估计高达10亿。当年，他还是朱利安?罗伯逊传奇般的老虎基金里一名年轻的分析师时，我就认识了他。我喜欢他，他是那种脑子里有什么就说什么的人。

　　昨晚他不停摇头。还有一星期就是他大女儿的10岁生日，他问女儿，为这个年龄跨入双位数的大日子想要点什么礼物。她盯着他问：“要什么都行吗？”“对。”他说。“那你可别害怕，我的愿望和飞机有关。”他呆住了。自己都做了什么？可怜的有钱小姑娘！她已经想要一架自己的飞机了。“好吧，是什么愿望呢？”他磕磕巴巴地问。“爸爸，”她说道，“我都快10岁了，可还从没坐过一次民航飞机。除了我，学校里所有的女孩子都坐过。我最想要的就是让你带我去一次真正的机场，换登机牌、过安检、排队、让人搜身，然后坐普通飞机去一个什么地方。爸爸，连一次民航都没坐过真是丢人。”看来，有孩子的“刺猬”真是不容易。

**2.多嘴、贴金和砍人**

　　然后，我们走向一张布置着蜡烛和鲜花的长桌，准备吃晚饭。昨晚晚餐会的主席是利昂，他简单说了几句之后，大家开始轮流发言。通常的规矩是，每人用不到4分钟的时间谈一谈最近看好的股票或概念，并说明原因。每个人发言时，别人都做笔记，但很多人是在胡说。还有不少家伙一吹起来就滔滔不绝，这时主席就得无情地斩断他的发言，否则大家整晚都别想走了。有些人认为这些晚餐会让人颇受启发，可我从没有这种感觉。但是度过一个这样的夜晚之后，你确实能了解到会员们的情绪怎么样，以及哪些领域正在成为热点。

　　昨晚我却被弄糊涂了。多头和空头两派意见势均力敌。有的故事想象力丰富，充满了大胆的推测。说到能源热时，一个小伙子讲的故事让人难以置信，说是马来西亚一家石油钻井公司正在婆罗洲近海搭起钻探平台采油，而这个海域已经可以与北海媲美。他就是这么说的！一个共同基金经理则谈到了一种新的外科手术方法，据说可以使前列腺手术后丧失性功能的风险降低75%。然后，大家照例说起了不同时期的互联网奇迹，以及从健康食品连锁店到纳米技术的各式奇谈。

　　因为每个人都要推荐自己实际持仓的股票，所以多数人都在一开头说明自己的仓位。轮流发言时，下面当然少不了冷嘲热讽—不是嘟囔着说那几个出名爱捣鬼的家伙又在“贴金”，就是开玩笑地嚷嚷一句“砍人啦”！“贴金”就像它听起来那样—你把一个故事带到聚会上，把它说得天花乱坠，故意夸大一些基本面，当然那是对你有利的。换句话说，比如你想推荐赛门铁克的股票，说它明年的赢利会很高，而现在股价便宜，你可能会把赢利预测从每股3.50美元说成3.75美元，而实际上，每股3.30美元就已经算个小奇迹了。不过，谁能说准一家远在天边的科技企业赢利是多少，干吗不做做美梦呢？

　　“贴金”相对来说不算什么大罪过，因为在某种程度上，每个人都经常这么做。不过，会员们的鼻子非常灵，谁要是“贴金”贴得太过分，他的信誉就算完了。而且，如果还有别人了解你正在讲的故事的底细，他们会毫不留情地把你打断，纠正你的夸大不实之处。这可相当尴尬，但这也正是这类聚会的魅力所在。如果某人讲了一段新鲜有趣的故事而又没被打断，那就说明这个故事至少很新，而且，有可能是真的。

　　“砍人”是严重得多的罪行。如果你当场被拆穿，也就是所谓的“人赃俱在”，你甚至可能被踢出俱乐部。“砍人”是指你在讲故事时故意给它“贴金”，希望吸引别人去购买，而你却在暗中吐出那种股票。介绍自己做多或做空的股票是一回事（而且多数会员都会说明他们拥有某种仓位），“砍人”就完全是另外一回事了。“砍人”是说谎，是诈骗，是对这场金钱游戏规则的冒犯。

**3.像蛇一样令人讨厌并不说明他不会赚钱**

　　曾经是俱乐部会员的理查德素有“砍人”的嫌疑。这是一项严重的指控，但又很难被证实。只要没人受害，大家也就不太在意了。顺便说一句，理查德坚持不让别人管自己叫迪克。

　　在名声赫赫的对冲基金业中，有一群狡猾的家伙靠出卖信息甚至各种内幕消息赚钱。理查德的狡猾绝不逊色于这些人，别看他有着一副体面而有教养的哈佛毕业生外表，穿着雅致的套装，说话时带出一丝波士顿腔。但是，像蛇一样令人讨厌并不能说明他不会赚钱。理查德混迹于俱乐部很久，另外一名会员甚至还和他做过一阵子买卖，最后以一场纠缠不清的官司告终。理查德有一次得意扬扬地说他是“自己造就了自己”，他的前合伙人在一旁插话道：“而且你崇拜你的造就者。”理查德非常精明，也非常招人讨厌，他挣了非常多的钱，这些钱他多数留给了自己。他在谈论股票消息时，总是说得十分确凿和细致，我猜这就是我们容忍了他那么久的原因。

　　多年前，理查德和我打过四五次网球单打，那是恐怖痛苦的经历，虽然我明知道自己比他强。如果我击出的一个球落在界内但靠近底线，他经常会（当然不是永远）高喊“出界”。要是他击出的一个球明摆着出界了，但超出底线的距离不超过几英寸，他会跑到网边，费力地向落点张望。这样会弄得你不好意思，甚至不敢宣布球出界了。在我连续得分时，理查德会坚持走到场边坐一会儿，系上5分钟的鞋带。有时，他就此把比分记错了，当然错得永远对他有利。

我和别人说起这些，他们也曾有过同样的苦恼。有人告诉我理查德还有一次在对手领先三局时要求重新开一盘—老天！对付理查德的困难在于，难道你要认真跟他理论、说他捣鬼，好让别人看热闹？不，那太丢脸了，旁边球场上的人听到了会觉得你俩都是白痴。所以，你能做的只有小心翼翼地击球，不让它落到靠近底线和边线的地方。每次和他打球，我都下决心这是最后一次，但他会逼着我再打一场。就像我说的，本来明明知道一定能赢他，但他做的那些手脚太过分了，弄得我心烦意乱。最后，终于在打第四场时，他赢了。比这更让人恼火的是，他立刻就去四处宣扬，好像他总是赢我一样。

**4.**

　　终于有一回，理查德在三角俱乐部玩儿得过火了。那是几年前的一个晚上，他透露了一条诱人的消息，说是一家公司刚刚研发出一种没有副作用而效果显著的减肥药，尚秘而不宣。只要每天吃两次、每次一片，很快，一个月后你就能减掉10磅！这显然将成为轰向肥胖美国人的一枚重磅炸弹！他告诉我们他已经看到了盲测结果，还引用了斯坦福研究集团和美国药品协会的数据。美国食品与药品管理局（FDA）的批文马上就能拿到。好几个人都知道那家公司，那是一家正规的生物科技企业，也颇有几名像样的科学家，只是财务状况不怎么乐观。那家公司曾经宣布自己正在研制一种有前景的减肥药，但生物技术分析结果不明。

　　不少人被这条消息迷住了。如果他们一起行动，生物科技股肯定坐上火箭。理查德被细细盘问，但他应付得不错—我跟你说过他是多么机灵。“瞧，”他说，“辉瑞制药公司原来的董事长现在是斯坦福的一个头儿，我都认识他好多年了。我们都知道关于基因这种事没法说得太准，不过他告诉我大量实验证明这种药片对老鼠很有效，最棒的是它没什么副作用。老鼠比平时撒尿撒得多了，但体质没什么变化。你们随便吧，我反正是重仓，还得再吃进。”

　　第二天，有几个人下了买单，但让他们有点意外的是立刻就成交了，而且量很大。两周之后的一天早上，当这家公司突然宣布已从美国食品与药品管理局撤回药品申请时，他们的感受就不仅仅是意外了。这些药的确让老鼠减了重，但也让它们得上了无可救药的胃癌，都死了。股价立刻崩掉。接下来的一次聚会时我在，理查德没来。吃饭时，一个叫约翰的，也就是那群买了股票的家伙中的一个，谈起他的单子一下子成交时他曾多么疑心。后来他查了那个大卖主是谁，结果发现就是理查德常用的那名经纪！

　　会员们坐在那儿面面相觑，那情形就像一群牛仔终于弄清了谁是偷牛贼。约翰是个严肃的大块头，第二个月晚餐会前的鸡尾酒时间，他和另外几个人遇到了理查德。理查德吞吞吐吐地说他只卖出了一点股票来减轻仓位。“滚出去，你这垃圾！”约翰低声说。理查德走了，他再也没来参加过聚会，我听说他搬到了洛杉矶。

**5.刺猬们正在杀死它们的金鹅**

  昨晚饭后，我们几个人坐在一起聊起了对冲基金。我们这些三角俱乐部的会员、投资战场上的老兵，谁都不羞于表达自己的观点。况且，我们已相熟多年。一时间难听话满天飞，“密度”赶上了巴格达不走运的日子里空中的榴弹。一开始有人说起现在美国有8000只对冲基金，资金规模在1990年还是360亿，如今已差不多有1万亿。一个单向多头基金经理酸溜溜地抱怨了一大串：“对冲基金的黄金年代快要终结了，而且会天崩地裂地结束，绝不会无疾而终。资金的规模越来越大，基金雇用的人才越来越多，这就意味着从资产类别到个股，一切一切的定价都被疯狂的投资者严密监视着。这些人整天盯着电脑屏幕，拥有大量数据库，用光速转移大把金钱。结果就是价格被哄抬，投资收益减少。很显然，从前那种绝佳的套利机会现在差不多还没出现就蒸发了。事实上，大家可以抓住的机会就那么多，现在被分散到更多只基金、更大量的资本上，所以对冲基金作为一个资产类别来说收益降低了。同时对冲基金的风险又在加大，因为大家的仓位都更大更集中。你们这些贪心的刺猬正在杀死你们的金鹅。现在的情况不是有点危险，而是离死期不远了。”

　　“你不就希望这金鹅比你想象中的更不值钱，病得更重吗？”一位喝着白兰地酒的对冲基金经理说道。

　　“宏观基金就是导致破产的罪魁祸首。”另一个人说道，“新进入的资金太多了，你的动作一定要快才行。”他盯着我。

“现在宏观基金已经强手如林，”他接着说，“太多的人在玩儿这个，加上那些胆大的投资者，简直是在互相残杀。过去6个月就冒出来大约100只新的宏观基金，每个人都以为自己是下一个斯坦?德鲁肯米勒或刘易斯?培根。这些人里有的实在太嫩了，他们的愚蠢会误导你。偏偏这些家伙又财大气粗，要想跟他们硬碰，倒霉的是你。除了这些人，还有那么多大投行的资产交易部，加上各式劣迹斑斑的央行，像什么马来西亚国家银行啦，尼日利亚中央银行啦。上星期我就被一家亚洲的中央银行和几个新的宏观基金经理给整惨了。全都是些笨蛋！”那个宣称自己被整惨了的家伙看起来意气风发，我没吱声。

**6.**

　　“这就是金钱赌博！本来大家玩儿得好好的，谁知道新加进来的人越来越有钱，出手越来越快，结果是这游戏越来越难玩儿、越来越危险了。”另一个对冲基金经理闷闷不乐地说，“每个人都像吃了激素，拼得一天比一天惨，简直就像橄榄球联赛。”

　　“越来越多的基金根本挣不到超额回报，收那么高的管理费缺乏说服力。”另一个家伙说，“太多的资金涌进来，基金的表现记录要被毁了，投资明星的光环也要被毁了。这之后，大家对对冲基金的热情也就注定要冷了。整个对冲基金业的利润池还是那么大，但喝水的人是越来越多。甭问，下一个进棺材的就是你。”

　　“你说利润池没扩大，对这点我倒不是很肯定，”我反驳道，“就说这些懵懵懂懂刚闯进来的新手吧，胃口不小，经验不足，大多数得交点学费。他们亏的钱就是咱们这些人利润池的进项。”这时我发现一名基金老手正瞅着我，面带一丝诡笑。估计他脑子里在想：“你算个什么，小子，还在说别人嫩？”

　　“杠杆、杠杆、杠杆—你们这些人可能就要毁在这上面了。”那个单向多头基金经理说，“其实，自从长期资本管理公司（LTCM）带着它庞大的资产负债表和花里胡哨的尾期选择权（管它是什么东西）垮台之后，对冲基金已经在削减杠杆了。反而是投资者—既包括个人也包括组合基金—在加大杠杆。客户对于越来越低的回报不满意，于是组合基金就跑到银行去借钱。而银行（尤其是那些欧洲银行）非常乐意借贷给这些富有的个人客户，让他们去加大手中对冲基金的杠杆。从理论上说这没错。一揽子多样化的对冲基金比一只基金的波动性要小，所以，干吗不用杠杆来扩大回报呢？”

　　“是啊，”另一个声音说，“但是等到哪天晴空霹雳、山崩海啸的时候，你就知道厉害了。对冲基金组合缩水10%所用的时间不是一年而是一个月，而一只大量运用杠杆的组合基金经过一次震荡就能损失15%。那时，整个对冲基金世界又会怎样呢？我来告诉你们吧：吓破了胆的组合基金客户会忙不迭地赎回，这样组合基金也得跟着从对冲基金那儿赎回，于是整个资产类别大缩水。而且城门失火殃及池鱼，采用多空策略的市场中立基金也都得跟着完蛋，因为在大家都被迫兑现的时候，他们的多头会跌价而空头却会上涨。”

　　“反正全得玩儿完。”那个单向多头基金经理说。“我这不光是说给你们，而是说给大家，包括我。”一个晚上就这样结束了。

**第二章： 新刺猬可能曾战绩辉煌，但照样一败涂地**

**1.**

我说过，每有一个“麻雀变凤凰”的故事，就有至少两三个“麻雀变凤凰再变麻雀”的故事。2004年，估计有上千只基金退出了战场。尽管媒体喜欢渲染大事件，但真正像长期资本管理公司或拜誉（Bayou）那样轰轰烈烈倒台的还是极少数，大多都在无声无息地缓慢死亡。常见的情况是，几个人发起一只对冲基金，募集到1000万甚至5000万、1亿美元。他们按资产收取1.5%的固定管理费，再抽取利润的20%。仅仅靠固定管理费是维持不下去的：办公场所、会计、计算机、后勤、技术这些日常开支就不低，此外还得养活三个分析师、一个交易员，再加上一分都不能少的彭博终端和研究服务费。基金收取的固定管理费连应付日常开支都不够，也就是说，合伙人什么钱都拿不到。若不是原来有点积蓄，这些人恐怕只能喝西北风了。

于是，他们的命运就完全取决于基金头几年的表现。要是基金表现良好，合伙人赚到20%，再募集到更多资金，他们每晚都会笑着入眠。而如果头一年就把业绩弄砸了，投资人争相赎回，这时合伙人什么都别想落下。还有一种情况，就是头几年不好不坏、业绩平平，这样不可能有新的资金进来，办公室和家里的日子都不好过，因为零的20%还是零。纽约的伯恩斯坦研究公司估计：最大的200家对冲基金掌握着全行业80%的资产。其他的散兵游勇就盼着天上偶尔掉块馅饼，能让自己多支撑一阵。

我本人了解的过去几年里建立的基金就不下十几只，发起人都是些非常成功的分析师或机构销售精英。这些人曾是大牛市时期的金童，并且在20世纪90年代末挣到了大笔佣金，就此变得挥霍无度。他们是些很有魅力的男人和女人（说句实话，女人不多），但在某种程度上，他们可能把魅力加运气加牛市与投资头脑混为一谈了。成功的眩晕让他们习惯了奢靡的生活，从酒窖到共享直升机缺一不可。他们似乎无一例外地拥有金发飘逸的美丽妻子、好几个小孩、8间卧室和4个车库的大房子、位于西部的滑雪屋（在佛蒙特滑雪太没有档次了），以及数名苏格兰佣人。再加上孩子上私立学校的教育费（就算托儿所都要2万美元）、四五家有名的高尔夫俱乐部年费，以及多项捐助，日常开支之大可想而知。

**2.高盛三剑客**

举个例子，曾经有3个在高盛私人财富管理部干得相当不错的家伙，几年前跳出来建立了一只采用多空策略的市场中立基金。他们在高盛做得风生水起，其中两人一个对技术股嗅觉敏锐，一个对新股首次公开发行业务十分在行，但是只做一名成功的经纪人（私人财富管理人员通常就是经纪人）并且挣大钱还不够。经纪人似乎有点不入流，妻子们不愿意告诉女伴自己的老公是个经纪人。所以，这些家伙决定运作一只市场中立对冲基金，由自己来挑选股票，做真正的投资决策者。他们在高盛到底是负责投资还是筹资？我猜多半是后者。所谓市场中立，一般指的是一只基金经过风险波动率调整后的净敞口可能在30%的多头到10%的空头之间。市场中立基金很时髦，因为运作得好的话可以带来每年7%～12%的持续低风险回报。

抱歉，我却认为市场中立基金是一只烫手的山芋，尤其是定量型市场中立基金。太多的人在做着同样的事。20世纪80年代，摩根士丹利手中就握有一系列依靠基础和定量模型运作的市场中立基金。掌舵的都是些天才，这些人在柜台交易上已经赚了大钱，然后发明了一些纸上谈兵的模型，但这些模型在现实中没有一个带来过真金白银。有个家伙说他用电脑选股，选出来的股票标着颜色。他说得没错，是有颜色—他的资产负债表最后变成了红色。

言归正传，2001年1月1日，来自高盛的精英三剑客买卖开张。手中的初始资金是1亿美元，接下来的头两年只损失了10%，考虑到当时的熊市，业绩不能算坏。然后，到了2003年，他们太过于小心谨慎，结果基金只增值了5%。也就是说，头3年没有赢利，他们那20%的利润抽成带来的收入是零。而此时他们的家人仍旧在市郊富人区过着挥金如土的生活，私人花销已经快把他们压垮了。

三个合伙人中的一个—也就是那个在麦田镇有大房子和许多保姆的—退出了，又回到高盛私人财富管理部。麻烦的是他的老客户都已经被别人瓜分，他只得从头再来。剩下的两人放下架子，遣散了两名分析师，削减了日常管理费，还把孩子送进了格林尼治公立学校。但是当投资者听说一名合伙人离去和公司不景气的状况后，开始缓慢但坚决地撤回资金。我讲这个故事是想说明：虽然基金的业绩不算坏，但还是走上了末路。

**3.超级明星伊安带着他的投资组合入睡—边睡还边磨牙**

另一个类似的例子是伊安。有两年的时间，我和我的两名合伙人跟伊安共用一个办公室，他是我们在摩根士丹利时的勇敢战友。伊安不到30岁，瘦瘦的、刮了脸，一副苦行僧的外表。他非常聪明，以分析见长，说话快而热烈。我们4个人老早就是好朋友了。我觉得我非常了解伊安，他是典型的投资真理铁杆信奉者。可以说，他是安·兰德的伟大小说《源泉》中那个霍华德·洛克的对冲基金版，一个不计任何代价寻找自己事业“真理”的人。

伊安从伯克利毕业后，和我的合伙人西里尔一样被银行信托公司录用，加入了分析师队伍。他在那儿待了5年，直到我的另一名合伙人麦德哈夫引诱他跳槽到摩根士丹利，加入新兴市场投资团队。伊安在新兴市场领域战绩辉煌。到20世纪90年代末时，他已经身为董事总经理，管理着摩根士丹利庞大而利润丰厚的新兴市场业务。我是他的顶头上司。在我们眼中，他是一颗冉冉升起的超级明星。2000年快到年底时，我向公司力争，要求他们发给伊安一份巨额奖金，因为他是业务的顶梁柱，因为他的潜力如此之大，也因为我知道他的辛苦。于是，在2000年年底，伊安拿到了前所未有的高额大奖，部分是现金，部分延后支付。

2001年1月，在拿到钱的第二天，他来见我，带着点羞涩但又非常开心地告诉我：他要辞职了，准备发起一只全球对冲基金。我觉得被耍了，心里有点儿受伤，但更多的是意外。不过另一方面，我们的延后支付计划防备的也正是这种事。我开始努力劝他打消这个念头。我跟他说，他的工作很出色，现在离开很不划算。我知道他有妻子和3个小孩，在汉普顿有一栋不大的房子，还在纽约买了套公寓，他自己并没有什么财产可以发起一只对冲基金。我还告诉他，凭他的信誉还不足以筹集到资金。再在摩根士丹利待上几年不是很好吗？这样可以多赚些钱存下来，同时增强自己对于全球市场的认识。几年后，若是他仍旧钟情于对冲基金，到时再做也不迟—那时他就有条件筹到更像样的资金了。当然了，我心里盼望几年后他能回归理智，把对冲基金忘到脑后。

我的口舌自然是白费了。他决心已定，不管代价多高，也要成为一名真正的全球投资实战家。结果证明代价确实很高。因为辞职，他放弃了100万美元延后支付的奖金。在接下来的几个月中，他发现根本筹不来钱，除非放弃股权—即使是放弃股权筹钱也仍旧很难。为了能凑出一些钱来投资，这个狂人卖掉了他的公寓和汉普顿的房子，带着一家人搬进了一处寒酸的出租屋。只有上帝才知道这家人到底受了多少罪。2002年3月，伊安手握可怜的800万美元启动了他的基金。

伊安的投资风格开始转向全球宏观和全球选股的组合。他持有或卖空债券、外汇、商品、股指以及个股。头几年，他的成绩时好时坏。在此后的几年中，他的表现比MSCI指数（摩根士丹利资本国际指数）略好一点，甚至也跑赢了标准普尔500指数，然而每个月的成绩都极不稳定。有时一个月就增值10%，有时连续三四个月倒退3%～4%。2004年11月，他的成绩一下子蹿升17%。他的资金曾一度达到2500万美元，但一直没能吸引到什么大钱，我猜原因就在于他的不稳定。此外，作为一名纯粹主义者，他拒绝同任何要求他放弃基金部分控制权的筹资机构做交易。

我喜欢伊安的这种顽固劲儿。他带着他的投资组合入睡，他妻子说，有时半夜会听到他在梦里磨牙。我拿自家的钱只投了两只基金，一只是我自己的，一只是他的。我给他钱是因为我不仅欣赏他的头脑和勇气，也佩服他的克制和精神上的纯粹。伊安总结说，在摩根士丹利时，他的时间总被外界而不是自己所控制。

“我在那儿的时候，”他说，“老是得接电话、听分析师讲话、和人吃饭、跟战略部的人开会，他们控制着我的日程。骨子里我是个文明人，不太好意思在别人说废话时粗鲁地打断他们。但我需要的是事实，而不是见解。我发现，什么人都不见对自己最好，获得信息的最佳方式就是阅读报纸、行业杂志、事实材料还有一些研究报告。为做到全神贯注，我需要一个人静静地读东西和作研究，需要能够随时排除那些与我的投资主题无关的东西。”

他就是这样做的，整天埋头读报告。伊安乘电梯时手里从来都拿着一摞研究报告。在办公室里，他就像一个隐居的僧侣，寻找着他的真理。这是否意味着伊安将成为一个大赢家呢？不一定，但对于他来说，这是通向成功唯一的希望之路，而我也愿意拿出一些钱来赌他会成功。

2005年4月，伊安跑来告诉我，他在痛苦地思考之后，决定把钱还给投资者。换句话说，他准备关闭基金。我极度震惊。我知道过去几个月他的日子不好过。3月初时，他认为行情就要爆发，于是把他的空头平了仓，但就在第二天市场掉头下跌，连续跌了11天。我知道他在2005年的头4个月亏了16.5%，但他以前并不是没经过大风浪。2004年有一次他曾一下子跌了10%，但不管怎样，全年的总增长还是有22%。从基金发起到现在，在扣除所有费用后，他的投资者仍旧赚了10%。虽然比起同期上涨12.65%的标准普尔500指数来这不算多好的业绩，但也不能算差。

伊安却因为自己不断的起起落落而失去了信心，这使得他几乎不可能再吸引来新的资金。但是他告诉我说，这并不是促使他放弃的真正原因。原因在于，每天把心完全悬在投资组合上，这种压力让他越来越吃不消。（在形势不好的日子里，每天都要体会死一次的感觉。）他压下的赌注太多，每次市场上有点风吹草动都让他胆战心惊。他是个孤独的投资者，独自工作，与世隔绝—如今，他发现在心理上和经济上都已无法承受这样的压力。也许当初要是有一名合伙人和他分担这一切，结果就不一样了。

**4.热门年轻技术人士的遭遇**

还有一个故事，是关于我认识的一个年轻技术人士的，他原来在一家大公司工作。泡沫最疯狂时，他真是春风得意。那时他是一个又随和又有魅力的家伙，喜欢和你谈技术谈个不停（据我所知他现在仍是如此）。在他最辉煌的那段时期，他喜欢穿着牛仔裤和拖鞋参加格林尼治的鸡尾酒会，背上还背着孩子。他的办公室堆满了研究报告和计划书，但我相信他从来不看。他整天泡在电话上，和他那群爱传闲话的朋友聊天，散播各种小道消息，希望比别人早点知道奖金分配方案或是第二天谁要在会上说什么。

他反应敏锐，牛市那几年他的业绩登峰造极—为了那些骄人的数字，他把20世纪90年代末所有流行的手段都用上了。他交易频繁，为经纪人创造了大笔佣金，而他得到的回报则是在热门IPO（首次公开募股）中拿到巨大的份额。然后，他就把他的客户业务所带来的IPO股份全都放到一只公共基金里（碰巧就是他投进了大钱的那家基金），等股票大涨之后卖掉它们，狠赚一笔。他使用那家基金做自己的代理账户。有人问起时，他会说那些IPO股份不太适合于自己的机构账户。这么做并不犯法，但也不能说是光明正大。

他甚至被三角投资俱乐部请来过几次。面对这个如日中天的年轻人，头发花白的老家伙们聚精会神地听讲，时不时惊讶地摇着头，他们觉得自己也许真的过时了。

1998年年初，年轻人离开那家大公司，凭借辉煌的投资记录筹集到4500万美元，发起了自己的对冲基金。事实上，这是一只使用杠杆的多头技术基金。头一年他赚了40%，1999年又不可思议地赚了65%。我估计他自己拿到的就有3000万美元。2000年，大笔新资金涌进来，他手上操纵着6亿美元。那年11月，他带着妻子、两个孩子、一个保姆、他的岳父母，还有一个做他私人教练的远亲，坐着G-5型飞机到圣莫尼卡来参加一个大型技术研讨会。那年夏天的股价下跌让他损失了不少，但他仍然认为自己会安然无恙。他相信上帝保佑着他，星星照耀着他。他还像以前一样友善和健谈。

2001年是糟糕的一年，他损失惨重，但仍能支撑。而到了2002年，真正的灭顶之灾到来了。似乎他拥有的每种证券都沉到了海底。有的企业夸大了业绩，有的直接就是诈骗。他持有的一些股票在几年时间里就从每股150美元跌到每股3美元。到年底时，他的基金比高峰时缩水了80%左右，也就是说他得再增长400%才能让自己拿到业绩奖金。

2003年1月，他把基金关闭了，据说带走了500万美元—也就是头几年奖金里剩下的部分。他告诉别人他要休息一段，然后东山再起，不带负担，但他好像没再浮出水面。现在别人告诉我他住在马里布，每天冲浪。

 我讲这些小故事是想说明：开办并管理自己的对冲基金是一个非常艰巨的挑战，而失败将会给你的生活和精神带来巨大的创伤，它们可能永远无法痊愈！

**第三章： 抛空石油：低级笑话发生在我们身上**

**1.**

巴菲特说，不要仅仅因为价格下跌就卖出价格被明显低估的资产，那是非理性和愚蠢的做法。如果对冲基金不卖空，它们所能做的就只是运用杠杆做多并收取高额费用了。大家都知道，有杠杆的多头基金业绩波动极大。事实上，20世纪70年代和90年代后期两次长期大牛市结束后，许多对冲基金都变形为这类运用杠杆的多头基金。然而，真正意义上的对冲基金应该是时常卖空的。换句话说，它们总是在某种程度上开空仓，因为总是会有股票相对于其他股票价值被高估。从理论上讲，它们应该能够从多头对空头的表现差异中获利。

职业对冲基金进行两种不同种类的卖空。一种是卖空主要指数来对冲其多头，一种是在熊市时利用卖空个股作为保护基金的手段。许多优秀的基金经理都会使用第二种技巧，但他们对挑选有上涨潜力的股票非常自信，挑选将要下跌的股票则难得多。如今，整体来看，对冲基金行业对于自己的空头赢利能力并无信心，他们承认，卖空一些指数是必须要做的，但卖空个股或行业股则十分危险。

然而，卖空个股具有其独特的吸引力。空头投资者比多头投资者少得多，这也就意味着这片战场不那么拥挤，也不那么有利可图。对于喜欢独辟蹊径的投资者来说，这是一种很大的诱惑。做空者少的另一个原因在于，空头往往承受着更大的压力，与做多者相比，做空者更经常地处于不安和紧张之中。俗话说：“不要轻易卖出不属于你的东西，否则不是归还，就是进班房。”实践不断验证着这条训示的高明。当然，做空符合人类（尤其是那些天生怀疑一切、藐视一切的家伙们）的逆反心理。也正因为如此，尽管频见空头受挫，市场上仍总有空头存在。

**2.石油空头之劫**

长期以来，像我们这样可怜的投资者总是经受着痛苦的折磨。刚刚发掘出一个投资机会时，无论它是做空还是做多的机会，总会有一种探索的喜悦油然而生。这时，你会因各式各样的憧憬而兴奋莫名，一切恰如爱情之初的心之悸动。我们对自己的严谨分析和缜密逻辑充满自信，于是一边确定投资规模，一边幻想能赚大钱。但世事瞬息万变，恰如你的甜蜜恋人突然间变成了一个令你沮丧、狂乱、愤怒的怪物。当这一切发生时，那个怪物—当初设定的仓位，会主宰着你的资产组合和你的投资生涯。痛苦无法斩断，你不断地为你们之间该诅咒的关系苦恼，它不折不扣地影响着你的生活。

2004年5月做空石油就给我们带来了巨大的痛苦。当时油价是40美元一桶，我们也作了通常该作的所有分析和模型测算。我们认为剔除1990年因战争引起的油价上涨因素，石油的名义价格和实际价格均处于20世纪80年代初以来的最高点。我们认为石油供需之间的差距决定了石油价格，而影响石油供需的因素中，石油产量和石油库存都在增长，石油战略储备接近设计容量。随着全球和中国经济增速的放缓，石油消费也将逐步降低。这其中，中国因素是个关键，它对1992年至2002年全球石油消费增长的贡献率达到了31%，2003年则超过50%。借助一个复杂的回归模型，我们推导出石油的合理平衡价格应为每桶32.48美元，可笑的精确！一些能源专家当时估计得更低，他们估计石油的均衡价格在每桶20美元附近。

可与此同时，石油的牛市气氛渐强，原油的未平仓合约数量巨大。我们猜测，在这些未平仓合约的持有者中，相当大一部分是运用趋势模型的多头投机者。换句话说，他们是趋势投资者，买入石油仅仅是因为油价处于涨势，而不是基于对油价的任何分析（至少我们是这样认为的）。当然，对恐怖分子毁坏中东石油管线的风险，特别是最关键的石油产出国沙特阿拉伯遭受恐怖袭击的可能性，我们并非视而不见。业界普遍认同在每桶石油价格中有8美元为恐怖溢价，我们的模型也是如此认定的。但是，恐怖分子究竟可能把沙特阿拉伯的石油设施破坏到何种程度，大家莫衷一是。

在分析恐怖袭击因素时，我们认为，即便沙特阿拉伯的石油设施遭到破坏，修复起来应该也很快。也就是说，恐怖破坏对沙特阿拉伯石油产出的潜在影响相对有限。当然，如果沙特阿拉伯发生政变，油价可能被推升到每桶80美元。可是，这种事又有多大概率呢？几乎不太可能！此外，我们同样考虑到，世界其他石油产出国的闲置生产能力近来有所下降，任何一个产油国的设施停转都可能造成油价波动。我们在2004年5月致客户的信件中这样写道：“我们知道在目前情况下做空石油具有很大风险，但我们是在周详的风险收益测算后设定仓位的。”石油价格的波动率大致是标准普尔500指数波动率的两倍，计算结果表明，如果未平仓空头合约不超过管理资金的12%，则风险价值[2]将会被很好地控制在我们事先设定的范围内。

**3.深度分析可能让你陷入深渊**

所有这些分析只是纸上谈兵。我们错估了需求，没有预料到飓风的厉害和政治局势的发展，对市场心理及其影响也缺乏应有的重视。5月份，我们在每桶40美元附近开始卖空石油，可油价旋即上升到每桶42美元，我们开始感到一丝不安。6月的最后一天，油价跌到每桶36美元，我们曾想在那天下午平掉部分空头仓位，但没有这样做。我们是有理由的：既然分析显示当时的油价是虚高，为什么要在此时平仓呢？

很明显，我们错了。油价还在涨。随着恐怖分子破坏伊拉克石油管线、俄罗斯石油巨头因税收问题入狱、委内瑞拉总统选举重新计票，油价开始以近乎垂直的角度上涨。但我们认为，这些只是短期因素。就在这时，欧佩克宣布将增加石油产量，我们士气大振，买入了更多的空头。基本面和量化模型分析仍然显示：每桶石油的均衡价格应该在28～32美元。不是吗？你看，石油库存在增加，石油产出国在增产，世界经济增速放慢。既然油价能向上突破均衡区间，那一定也可以向下突破。我们对空头合约钟爱依旧。

此外，我们坚信，石油价格涨幅如此巨大，人们一定会尽力降低石油消耗，同时积极寻找替代能源。

从开业以来，为让投资合伙人很好地了解我们的市场判断和投资业绩，我们每月都向他们发出一封详细的信件。不幸的是，尽管我们要求投资人保密，但还是有人把信件的内容用电邮传播了出去，我们的业绩和持仓策略变得广为人知。在7月份致客户的信中，我们强调我们是价值投资者而不是趋势投资者。在我们设计的投资流程中，如果某种商品的价格与我们初始的判断出现了15%以上的差异，我们将会对商品的基本面进行重新评估，决定是加仓还是平仓。作为价值投资者，如果商品价格上涨而基本面没有发生变化，我们会增加空头仓位而非对原先的空头合约进行平仓。价格偏离只会使投资变得更有吸引力。别忘了，我们信奉的是价值投资，而不是趋势投资。

**4.**

对于这种境地，沃伦·巴菲特曾有过“疯狂合伙人”的形象比喻。有一次我去听他演讲，他是这样说的：

设想你在做生意，有一个合伙人，出资额和你一样多，我们不妨叫他市场先生。有时候，市场先生只看到积极面，结果对生意前景盲目乐观，他会开出一个高得离谱的价格来收购你手中的股份。很显然，你会卖给他。而有时候，市场先生又被困难蒙住了眼睛，对前途灰心丧气。这时，他愿意用低得出奇的价格把他的股份卖给你。那时，你也一定会买入。

巴菲特继续说：

不要仅仅因为价格下跌就卖出价格被明显低估的资产，那是非理性和愚蠢的做法。换句话说，市场先生如此歇斯底里地折腾，一会儿如入天堂，一会儿若陷地狱，他注定是一个大傻瓜（当然，也可能是个小傻瓜）。你完全可以不理市场先生或干脆利用他的习性，但要是你反过来受制于他，那就很危险了。举例说，你住的房子价格每天都在变，如果近几个月来价格一直下跌，你会仅仅因此就卖掉你的住房—一个舒适惬意的家吗？我想，你当然不会！从某种意义上看，一项诱人的投资就如同你舒适的家。

巴菲特的价值投资理念听上去十分有理，但如果你是从事商品期货交易的，你的客户在意你每时每刻的表现，那这样的理念就要碰壁了。8月19日，油价上冲至每桶48美元，我们的资产较年初缩水了7%。第二天的《纽约时报》上有篇文章，讲Traxis公司}fo因为做空石油遭受了重大损失，旁边还配了一幅我衣衫邋遢的照片，以强化我的失败者形象。我这个圈子里的人大多是《纽约时报》的读者，这倒确实让我沮丧了一阵。那个周末，我去一个乡村俱乐部参加宴会，感觉大家都在偷偷看我，但当我想和他们聊天时，他们的视线却很快地转开了。

**5.研究20世纪初市场之体会：市场并没有改变太多**

苦闷中，我又拿出埃德温·勒菲弗的《股票作手回忆录》重读，这本被我奉若投资圣经的书出版于1923年，很长时间以来未曾重印，但大家仍可以从网上读到。大家都知道这本书讲述的是传奇人物杰西·利弗莫尔的经历。《投资生存战》（The Battlefor Investment Survival，该书建议将所有的鸡蛋放入一个篮子里，然后看护好篮子）的作者杰拉尔德·洛布曾是利弗莫尔的经纪人，他告诉我利弗莫尔曾雇请勒菲弗作为他回忆录的速记员。不管真实作者是谁，这本书荟萃了身处20世纪前30年那个阴谋、内幕、操盘盛行的市场环境中一个职业炒家的智慧精华和逸闻趣谈。一个世纪以来，市场并没有改变太多。在这本有史以来描写投资交易的最佳书籍中，仍能看到当今市场的大部分特性。

利弗莫尔是个很有魅力的人，他是股票经纪行情记录观察员，按那个时代的模式进行交易，他对市场情绪和价值非常敏感。他强调，对一个投资者而言，理解人类的心理以及贪婪和恐惧之间的相互作用非常重要。在20世纪的最初几年，这个无名小子以芝加哥一家商行为交易对手做成了他出道后的第一笔大交易，这次谷物交易让对手损失惨重。利弗莫尔在1907年的市场波动中安然无恙，并于1908年带着300万美元来到了华尔街，在那个年代这可是个大数字。这个英俊、整洁、敏锐的家伙买了纽约股票交易所的一个席位，开始挑战华尔街的巨头们。J·P·摩根等金融大鳄们大多对股票炒家不以为然，但像利弗莫尔这样的人却能让他们如坐针毡。

若是对自己的判断缺乏信心，没有人能在这种游戏中走得太远。研究基本面、选择自己的策略然后坚持它—这就是我所学到的一切。我会无比耐心地等待，可以面对挫折不惊慌，因为我知道挫折只是暂时的。我已经做空大量股票，正经历着大牛市，我知道它以亿万计影响着我的账面财富。但在我的财富可能减半时，我一刻也没想过要平仓转为多头。我知道，如果我这样做了，我就偏离了我的策略，注定惨败。以上道理才是生财之道。

当然，“捂牢”并不是说即使你原先判断所依据的基本面恶化了，你还得坚持原来的策略。正如凯恩斯的名言：“如果事实变化了，我的主意也变了。你呢，先生？”

我们的一个投资者当了一辈子商品炒家，我把土耳其老人的话读给他听。“那么，”他问我，“你知道利弗莫尔的最后结局如何？”我说不知道。他告诉我：“在20世纪20年代后期的几年做空后，到1929年时，利弗莫尔挺不住了，转为重仓持有多头合约，最后在30年代大危机中彻底破了产。几年后，他自杀在毕尔特摩[6]的一个男厕所里。”我不知道这是真是假。

此时，油价继续在涨。

**第四章：卖空，绝非胆小者能玩儿的游戏**

2004年10月中旬的一个傍晚，仍处在石油仓位苦恼中的我与几个对冲基金朋友一起吃晚饭，大家谈起怎样做空和其中失败的事例。一个我称之为“老手”的朋友也在座，他讲起了乔克·鲁滨逊的故事。在此之前，我只是听说过这个名字，对此人所知不多。

**邪神**

20世纪70年代末至80年代初，乔克·鲁滨逊管理着一只非常成功的对冲基金，当时股市在一个宽幅区间内波动，做空操作因此有着良好的发挥空间。不过，与如今不同的是，那时专门进行卖空操作的对冲基金数量很少，做空机制很难真正发挥效用。乔克原本是一个严谨的分析师和优秀的多头投资者，但性格决定命运，他的忧郁气质和挑剔风格使他变成了一个天才的做空者。他热衷于分析财务报表上的每一行数据，研读那些晦涩的报表注释，寻找企业商业计划中的不足。每次发现企业在玩弄财务技巧或虚夸利润时，他总是愤慨难耐，那副仇恨的表情就好像他从小就曾饱受会计师们的欺凌。

他的特长很快得以发挥，他在那些将商业项目吹嘘得天花乱坠的股票上大量做空，直至骗局最终被揭穿。随着时间的推移，乔克在挖掘做空题材方面有了名气，有人称他为“邪神”，这个绰号渐渐地被叫开了。“老手”说：“当‘邪神’真的准备做空时，那可不是浅尝辄止，他简直能赌上身家性命。”

据“老手”说，乔克曾经在摩根银行担任分析师和组合经理，20世纪70年代末创办了自己的对冲基金。他没找其他的合伙人，只雇了几名年轻精干的分析师充当自己的助手。他们的业绩很好，做多的股票股价上涨，做空的股价下跌，基金不断增值，按那个年代的财富标准，邪神变成了财神。

**2.加勒比赌场恩怨**

在我们的故事中，乔克那时对一家我称之为“赌场胜地”的公司大量做空。这家赌场胜地公司拥有加勒比海地区的好多家破旧酒店，已经连续多年亏损，公司股票在美国股票交易所的价格一直在1.5～3.5美元之间徘徊。1980年，一伙迈阿密的房地产商以低廉价格掌控了赌场胜地，他们购进很多权证，并开始谋划向市场推介他们的股票。

此后不久，他们买下了波多黎各圣胡安市旁的一个名叫蓝岛的荒岛，策划将它建成一个休闲胜地。他们建了一座桥连接小岛与海岸，岛上建起了大酒店，正如他们所设计的，圆拱门匠心独运，激发起客人对酒店的巨大期望。酒店入口处，一组喷泉在古典音乐中摇曳。顺着酒店大堂中一只长长的、游着各种珍稀鱼类的弯曲鱼缸，客人们可以轻松自在地进入餐厅和赌场。酒店凡尔赛风格的后花园中有一座12世纪的奥古斯丁式回廊，花园里有3个螺旋形的游泳池。酒店旁还建起了两个很棒的高尔夫球场。因为小岛的海岸岩石嶙峋，没有沙滩，酒店想通过这些设施来使游客们忘却烦恼。

当然，蓝岛上最吸引人的还是梦幻赌场，这是加勒比海地区最大也是最豪华的赌场，计划于旅游黄金季节的2月1日开张。赌场本身也极富特色，自然光从圆形穹顶透过，赌客们白天可以享受舒适的午后阳光，夜晚可以仰望星空，这让他们觉得世间一切都有可能。赌场精心设计了芳香通风系统，赌客们在其中将保持一种轻度亢奋的状态。

所有这些投资的资金来源是个谜，圣胡安市有人传言，在银行巨额贷款的背后，其实是贩毒集团在洗钱。由于地点偏僻，游客不愿囿于一岛，这个庞大商业计划的初建成部分（当时赌场没有开业）在开始运营的6个月内亏损严重。但股票推介者们宣称，酒店的入住率和餐厅生意将随着赌场运营而暴增，蓝岛会成为名流富人们理想的去处，其辐射效应还将带动公司旗下的其他酒店生意好转。你别说，股票的走势还真的因此有了一丝启动的迹象！

在赌场胜地计划的推介得到一些响应后，公司聘请了一家大型公关公司作为顾问，一名曾经活跃在纽约多年的前政客加入了公司董事会。根据公关公司的建议，公司更名为“财岛置业”。一个令人惊讶的消息开始在坊间流传，有着强大营销队伍但名声不佳的一家华尔街投资银行—强生公司将担任财岛置业新股发行的中介。果然，其后不久，强生公司发布了一份装帧精美的研究报告，预测财岛置业1982年的每股收益为2美元，1983年的每股收益为5美元，整个宏大的项目完成后，每股收益将达到10美元。

在研究报告散播的同时，强生公司在纽约和波士顿组织了一系列商务餐会，公司管理层出席会议，郑重推介研究报告上提到的项目。在赌场巨大客流、酒店高入住率、公司其他酒店也将开办赌场这些假设下，公司的一切数据是那么荒谬的乐观和令人心动。当然，他们并非不知实情，附设赌场的酒店正试图通过低房价来吸引赌客光临，其他酒店所在地区的法律则禁止开设赌场。但是，股价上涨到了每股10美元，趁着热乎劲儿，公司向公众增发新股，圈回2亿美元。股价继续上升，16美元了！似乎没人在意，此时的财岛置业已是一个4000万股股本、6.4亿美元市值并身背巨额债务的公司。

**3.**

这样的公司，这样的推介，正是乔克理想的做空对象，对此他曾经屡试不爽。他参加了那些商务餐会，“天真”地问了一些很尖锐的问题，当然，他并没有太尖锐，他不愿意惊醒尚在美梦中的投资者们，更不愿意引起做空同行的注意。乔克派出了他最棒的分析师，一个去波多黎各，一个去其他酒店。正如他所料，其他酒店几乎毫无价值，那些赢利预测荒唐得不着边际。此时的乔克开始深入研究起赌博业来。

那些家伙还在变本加厉地推介，他们先将美国股票交易所的股票简称更名为“财发”，然后聘请了霍华德爵士为董事会主席。50岁的霍华德爵士身材肥胖，是个失意的投资银行家，曾被一家著名的英国银行劝退，原因没有公开，但据传是因为谎言或好色，更可能是两者兼而有之。这家伙一口贵族腔调，穿得像个花孔雀，装扮得如部队士官，但他一定没真正见过士官，否则不至于如此有碍观瞻。

当然，霍华德爵士可不是个傻瓜，他给自己要了一个包括大笔股票期权在内的好薪酬，他深谙股票推介与涨跌之间的玄妙。

强生公司在纽约举办了多次投资者午餐会，霍华德主持了这些聚会，乔克在多次聚会上的亮相逐渐引起关注，他的真实身份也为人所知，随着做空仓位的增加，乔克所提的问题也越来越尖锐。有一次，在乔克不卑不亢、不依不饶地追问财发的赢利和项目前景时，霍华德失去了冷静，他打断了乔克：“伙计，这是富有远见和想象力的投资者们的选择，不适合那些非挖一磅肉的夏洛克们。我知道你是谁，伙计，你是邪神。你辜负了我们的款待，这儿不是你待的地方！”乔克红着脸离开了，他对霍华德的取笑感到十分恼火，这在某种程度上已经演变成了一种个人恩怨。当乔克的追随者们开始抛售财发股票时，双方之间的对立进一步加剧。

1982年12月中旬，财岛置业的星尘赌场正式开张，名流云集，广告占据了纽约、迈阿密、亚特兰大的各式传媒。欢庆仪式由霍华德主持，他极力显示着自己的身份，一个性感的空中小姐嘬着斯托利酒吊在他的胳膊上。周末，大批游客涌向赌场，酒店房间爆满，公司有意无意地透露赌客在这里的赌桌和老虎机上将有更高的赢率，迈阿密、纽约、圣胡安市的报纸纷纷报道那些赢了钱的游客们对星尘赌场的不绝赞誉。当然，这一切均是周密安排的，有时甚至是金钱交易的结果。

**4.**

受这些消息刺激，财发股价从每股20美元攀升至25美元。但乔克不为所动，赌场的开业是很成功，但正如乔克指出的，公司发送了大量免费礼品，怎么会不成功呢？他认为，高入住率只是因为开业庆典的缘故。正如他的分析师通过具体调研所得出的结论，酒店为那些体育明星、名流、旅行社代理甚至保持活动“色”彩所必需的午夜女郎们提供了很多免费房间。他们的结论是：财发不可能达到它向公众描绘的预期赢利，事实上它应该还在不断亏损。乔克又卖空了20万股。

邪神一直是单身，事实上他从来没对异性表现出多大兴趣。可如今，已经50出头的他却不可自拔地爱上了一个非常年轻的姑娘，他告诉朋友们他终于觅到了真爱，找到了他的精神伴侣，他计划与姑娘一起去遥远的东方好好地旅游。1983年的2月初，乔克和他的未婚妻一起到了亚洲，这是他们盼望已久的时刻，他的未婚妻一直认为，他们应该有这样的一个机会来弄清楚，远离纽约那样的商业氛围后他们是否还能甜蜜共处。乔克吩咐他在纽约办公室的下属：除非因为特别要紧的事，否则不要给他打电话。这对恋人旅游的首站是雅加达，在文华酒店，乔克的分析师来电告诉他：星尘赌场的开业典礼过去4周了，但依旧宾客盈门；另外，纽约和迈阿密的报纸还报道星尘赌场的赢率高，老虎机的回报率大，甚至把它说成是赌博圣地；一些持有财发股票的旅行代理们更是一个劲儿地推荐蓝岛旅游；公司则宣称前两个月的赢利高于预期；财发股票已经攀升至每股28美元。但乔克却下令卖空更多的股票。

一时间，去星尘赌场可以赚大钱、去蓝岛可以遇见漂亮女人的传言甚嚣尘上，不少人开始心向往之。蓝岛上的每一间客房都被预订了，餐馆食客满座，游客们滞留在圣胡安市等着去蓝岛观光。公司宣称，尽管他们的赔率比拉斯韦加斯高，但由于客流大和赌资高，赢利依然超过早先的预期。财发股票的交易开始活跃，更多的分析师开始关注它，它变成了美国股票交易所最红火的股票。

此时，正在印尼巴厘岛上玩的乔克无法联系上。此前，他告诉他的交易商，如果股价达到35美元就再卖空20万股。股价确实达到了，他的指令也被执行了，此时他已经累计卖空了150万股财发股票。离开巴厘岛后，他们飞往新加坡，那是3月底，赌场胜地公司宣布他们冬季将在巴哈马拿骚的另一家酒店开一个与星尘规模相似的赌场，1984年的公司赢利将因此大幅上升。股价继续上升，38美元！在槟城珍珠海滩酒店，乔克凌晨3点被电话吵醒，他恼火地接起电话，被告知除非他另付一笔保证金，否则经纪商不能借给他他已经卖空的那20万股股票。多方开始逼仓了，乔克狠狠地挂上了电话。

**5.恐惧的客户和充满敌意的经纪人**

乔克他们到了泰国普吉岛，每天半夜都要被纽约的电话多次吵醒，简直无法入睡。随着财发股价走高，他的空头仓位越来越重，原先的经纪商需要他缴纳更高的保证金。更不利的是，他的空头仓位几乎尽人皆知，蓝岛的后台老板们放风要逼他爆仓。乔克的好朋友、很受人尊敬的艾伦·埃布尔森，此时会见了霍华德，见面时，霍华德把乔克称为“眼大无光的蠢人”，并放话“股价将涨到100美元”。一件意想不到的事情此时发生了。美国证券交易委员会公布的上市公司内部人员交易月报显示，财发的高管层包括霍华德本人正在大量抛售财发股票。艾伦·埃布尔森因此在著名的财经杂志《巴伦周刊》上写了一篇辛辣的文章，质疑公司的财务状况和所谓项目，股价应声从每股38美元掉到30美元，乔克轻松了好多。后来，公司解释说部分高管之所以套现股票只是为了偿还当初开办公司时的银行借款。不管如何解释，股价没有再涨，乔克感觉到，肥皂泡被戳破的时候就快要到了！

3月底，乔克到达香港，在豪华的半岛酒店开了一个套房。突然，财发股票又启动了！《纽约时报》旅游版刊登了一篇长文描述蓝岛的魅力和价值，文章作者和他的女友以及女友的父母受公司之邀，在蓝岛上度过了一个长周末，当他最后离开酒店准备付款时，酒店只收了他电话费。受此文章影响，赌徒们现在相信，星尘赌场是个金矿。整个事件开始呈现出了19世纪淘金潮的某些特征。

那是一种什么样的风景呀！女士们嘴里骂骂咧咧地争抢着占用老虎机；为了保留在赌桌上的一席之地，男人们尽力地张开身体，有些人为了不用上厕所而随身带着“容器”，没有如此准备的人则干脆尿在裤子上或附近的痰盂里。虽然这样的场景有些“动人”，但不利于“气氛”，赌场管理人员不得不有所干预，保安们将那些实在不像话的家伙架出场外。在股票市场上，经纪们总是谈论每股赢利7美元的财发，虽然是个荒唐的数字，但股价真的拔地而起，在4月中旬达到了每股60美元。

乔克陷入了担忧和恐惧之中，后一种情绪是他后来承认的。他开始感到不安，除了他的个人感情生活幸福外，巨大的财富损失给他带来了沉重的精神压力。那些当初出借股票的人要他归还股票，而他无法归还，因为敌意的经纪人要求他从市场上买回股票，那只会将股价推得越来越高。5月15日，财发股价冲至每股80美元，按这个价格计算，乔克的损失已经过亿。他的对冲基金一直表现良好，但这是20世纪80年代初，对冲基金规模还很小，乔克管理的基金规模也就4亿美元多点，因为做空了财发，基金资产在1983年的前4个月内缩水了22%。

吓破了胆的客户们开始纷纷来电，要求赎回基金。要想满足赎回要求，乔克要么买入财发股票去平掉部分空头合约，要么就得允许财发空仓在它的基金资产中占据更高的比例。勇敢的乔克开始有些动摇了，他嗅到了死亡的气息，经纪商开始传播他的基金面临挤提和清盘的消息。如果真的如此，他们推测，乔克必须买回所有他卖空了的股票，这将把股价推得更高。乔克的主要经纪商不断要求他追加保证金，他只好卖掉基金组合中的其他股票。这样一来，在他剩余的基金资产中，财发空头合约的比例占了近四成。空头乔克处于绝境的消息四处传播，有人开始买入财发股票，意图吸尽乔克的骨髓。股价到了90美元，乔克陷入终结者游戏的恶性循环中。

遗憾的是，这个故事没能以一个奇迹般的幸福结局收场。5月18日，已经承受了太多太多的乔克通知他的交易员，买入财发股票平掉空头仓位。尽管交易员很职业也很小心地执行他的指令，但不可避免地，乔克在平仓的消息还是传播开来。股票又上涨了10%。5月25日，乔克没有飞往他向往已久的京都，而是半道回了纽约。到5月30日，乔克平掉了所有的财发空头仓位，损失惨重。6月1日，他给所有投资者发信，告诉他们这次的损失和他已经平掉了空头合约，投资者们可在7月1日赎回基金。

消息传出后，财发股价开始掉头，6月中旬跌破60美元，到7月1日，尽管还有分析师在进行新一轮的业绩鼓吹，股价仍然跌到了45美元。但这对乔克来说太晚了。他的基金只剩下8000万美元，其中还有2000万是他自己的，他只留下了一个分析师，实际上是没生意可做了。在后来的年月里，乔克替自己和很少几个铁杆投资者管理着资金。他做得很好，老手告诉我，现在乔克的身家又超过了1亿美元。但他不再做对冲基金了，因为他永远无法忘记他在财发股票上的爆仓。

真正令人心酸的是，最终的结局表明，乔克在财发公司赢利能力和股价上的判断完全正确。经历了最初的红火后，星尘赌场调低了赔率，其后几年的运营很不景气。虽然又新开了一个赌场，但在对手的竞争压力下一直生意惨淡。因为公司股本太大，每股赢利从来就没有达到过2美元。至于股票，价格持续走低，到1985年的时候，股价为十几美元；到1990年的时候，股价在5～10美元间。但是，恶人在金钱上却没有得到恶报，霍华德和他的同伴们在股价为50多美元时执行了他们的期权，狠赚了一笔。

**痛苦不断延续**

这样的故事让我感觉很不自在。乔克所经历的许多境地我也曾身处其中。10月还没有过去，油价继续走高，突破了每桶48美元的历史高位后在每桶50美元上方震荡。其间，也有间或两三天的下挫让我们愉快地以为是回落的信号，但油价却总是反弹回去。10月21日，我们执行了持有的部分看涨期权，获得了不菲收益，但这同时也让我们的空头敞口暴露得更大。两天后，油价创下每桶55美元多的收盘新高。尽管在公众面前表现得镇定自若，但私下里我们已有些乱了阵脚。格林尼治的一个餐会上，在和投资者解释我们的空方立场时，我发现自己已有些力不从心。

这一年10月27日，因周三公布数据显示石油库存量高于人们预期，油价开始下跌。这本不是一个多大的意外，在数据公布后油价还涨了几分钟，然后开始回落，一度跌了6%。几天后，中国出人意料地宣布加息，油价继续下行。我们的办公室里传出了欢呼声，但我还是忍不住在想：这是否只是油价的一个短暂喘息而已—正如20多年前的那个春天，乔克在美国证券交易委员会公布数据后曾经碰到的一样？！

11月的前两个星期，油价继续走低。在此后两个星期的油价波动中，我们每天凌晨都反复思索着一个问题：我们是勇敢果断的价值投资者还是顽固不化的狂人？与客户的交流让我们明白：如果油价继续走高，我们一定会被当作顽固的疯子，滚进垃圾堆，从对冲基金经理的队伍中永远消失。

12月1日，油价终于顶不住了。周三上午10点30分例行公布的数据显示，石油库存增加了800万桶，比市场预计的350万桶高出了一大截，此前一周的库存数据同样超过了市场预计。我们将这看作是油价将要下行的重要指标，不过有一些失望，消息公布后油价每桶只微跌了0.75美元。

不过，当交易商们充分明白了上述数据的意义后，油价开始走低。整个下午呈单边下行走势，2点30分报收于每桶45.50美元的当天低点，全天每桶共下跌了3.64美元。我们兴高采烈，但旋即便犹豫是否需要在当时至少平掉部分空头仓位。第二天上午，油价继续下行，午间收盘时已跌去了5%。

那天下午，一个传闻引发了震动。索罗斯发起了反对布什连任的运动，并为之投入了数目不详但肯定巨大无比的金钱。与石油相关的一个关键问题是，索罗斯投资了50亿美元的石油期货，期货结算日是总统选举的前一个月，他此举的目的是打压股票市场，扰动经济，影响选民们的投票意向。你可知道，为显示他的能量，索罗斯从来不吝惜他的财富，因此如果索罗斯也认为油价将走高，那他一定拥有巨量仓位。不过，市场也传说，随着此次下跌，索罗斯被要求追加保证金，他正逐步平仓。

我不相信这样的传言。索罗斯是个绝顶聪明和超然的人，不会将政治和商业混为一谈。意识到做一个高仓位的投资者需要足够的勇气，在经历了这些波折之后，我们决定先平掉1/3的空头仓位。我们在每桶42美元多的价格买入石油，虽然交易没有成功，但至少有了补救的手段，我如释重负。

很多天后，发生了另外一件事，不过这是真的。注册在新加坡的中国航油股份有限公司宣布，因在石油衍生品交易中亏损5.5亿美元而濒于破产。索罗斯的传闻和中国航油股份有限公司的折戟提醒我，当一种全球性的主要商品价格剧烈波动时，传闻和冰山终将浮出水面。

10月8日公布的数据再次显示，石油库存高于预期。但是其后的几天，石油输出国组织的石油部长们发布公告，声称将通过限产来防止石油价格进一步下跌。12月10日，石油输出国组织宣布把每天的石油产出降低100万桶。因为卖空仓位依然很高，我们又局促起来。不过，油价在短暂上冲后又继续走低，收盘于每桶40.71美元的新低，当天跌幅达到4%。我们在每桶41美元位置又平了1/3仓。

12月中旬油价有过一次反弹，其中原因众多，例如冬季的来临、库存的下降、沙特的麻烦、本·拉登的新录音带等等。但在连续两周的库存剧增和市场内在力量的影响下，油价继续回落，2004年的最后一天再次下探至每桶42美元。12月30日、31日，我们平了所有的空头仓位。我们算了个总账，包括石油做空和中间看多期权在内，我们总计损失了2%多一点，但是真正的损失不在于此，而是我们经受了巨大的精神折磨，与许多客户之间的融洽关系也不复存在。

2005年1月3日，我们投资生涯中的第一个休息日，石油低开4.5%。尽管我们不知道，但从一开始，命运就在捉弄人。卖空，真的不是胆小者能玩儿的游戏！

**第五章：对冲基金创办历程：铤而走险的疯狂之旅**

**1.**

经过深思熟虑和反复讨论之后，2002年年底，马德哈夫·达尔、西里尔·穆勒-贝多和我决定发起一只对冲基金，取名“Traxis”（这是我们自己创造出来的词，没什么特别的含义）。我们3人是在摩根士丹利资产管理公司共事多年的好友。摩根士丹利在后台负责基金的运营和销售，给予了我们很多慷慨帮助。

就这样，我们踏上了攀登对冲基金之峰的漫长征程。一开始，虽然我对于基金成功募集抱着极大的希望，但也隐隐担忧，觉得缺乏绝对把握，我想到过我们可能需要承担许多压力、紧张、焦虑，但也可能会有惊喜。这样筋疲力尽的挑战我这辈子经历一次也就够了，我决定记录下这段历程。回头来看，这真是一段布满愁云惨雾的日子。

发起对冲基金是一次铤而走险的疯狂之旅。我们这些发起人天天挂着职业的微笑，内心却在忍受煎熬。我们得自己掏钱租用办公场所、建立交易核算系统以及其他的一些必要设施，得在监管要求下精心准备招募文件，还得招聘分析师、交易员和行政人员。当然，最重要的任务是会见各色投资者以募集资金。基金预定在2003年6月1日开始运营，我们从2月份开始销售，其间虽然有一些投资者表示愿意投资，但到3月初，真正的资金募集战才算紧锣密鼓地启动。以下是我对这段经历的记载。

**在布雷克斯募集资金的重要时刻**

2003年3月2日，募集资金的历险开始。带着满心憧憬，我和搭档马德哈夫一起飞往棕榈滩，参加摩根士丹利在布雷克斯酒店举办的对冲基金大会。这次会议吸引了世界上最大、最有钱的对冲基金买家，被普遍认为是资金募集者最重要的社交活动。以前我从未参加过这类会议，那真是一场了不起的聚会，至少500人应邀出席，海边酒店的豪华会议厅里和草坪上人头攒动。

会议以豪华晚宴开始，几个投资团队和不同风格的对冲基金经理首先发表演讲。看得出来，各个投资团队全都绞尽脑汁，努力通过演讲来展现他们的智慧。此后的两天内，主办方安排了不间断的分组介绍和一对一接触，所以人们都直奔主题，直到最后的精美闭幕晚宴前，整个活动一直保持着令人难以置信的高强度和快节奏。这次会议是由摩根士丹利机构经纪业务部出面组织的，主要意图是替潜在的对冲基金投资者和各种基金牵线搭桥，这些基金是通过摩根士丹利进行结算或准备通过它进行结算的（比如我们）。摩根士丹利机构经纪业务部的朋友很是帮忙，他们把我分在一个投资小组里，给我们安排了一个很好的演讲时段。

在机构经纪这项利润丰厚的业务中，摩根士丹利一直独占鳌头，它的机构经纪业务运营得棒极了，如同一座巨大的金矿为公司带来滚滚财源。这是如何做到的呢？原因并不复杂，这直接得益于对冲基金这支当今资产管理行业中最活跃军团的发展壮大。1990年，对冲基金管理的资金总额只有360亿美元，而到2004年年底，数字已经超过了1万亿美元。迄今为止，还没有其他哪项投资银行业务能有类似的增长率和收益。但是，大量的新机构试图进入这个行业，分流了现有客户，一些大的对冲基金将经纪业务利益分散，使用的主要经纪机构不止一家，害得这朵盛开的鲜花开始凋谢。

主要经纪机构都做些什么呢？它们提供做空融券、保证金贷款，以及交易清算、资产托管、研究支持、资产管理报告等服务，并协助企业进行融资。基金的一家主要经纪机构一般完成其25%～30%的交易，提供每日资产净值和基础风险管理方面的服务。主要经纪机构需要租赁办公场所，雇用行政人员、交易员，提供基础的财务系统支持。它们又靠什么赚钱呢？首先，它们获得佣金和指令费，目前经纪商1/3的交易量来自对冲基金。其次，也是最重要的一点，无论是融券业务，还是保证金贷款业务，主要经纪机构都可以从对冲基金那里获得不菲的价差。在业界，摩根士丹利拥有最大的主要经纪机构业务，其规模和利润每年保持20%的增长，目前该公司此类业务的收入超过10亿美元，是其最主要、最宝贵的利润来源。

主要经纪机构之间争夺客户的竞争体现在服务和后台支持上，也体现在所谓的“资金介绍”上。从法律上讲，主要经纪机构仅限于将对冲基金介绍给潜在客户，不能进行实质性的销售或者诱导—这些事只有对冲基金自己能做。对我们而言，摩根士丹利已经在如何作演讲、如何建立办公框架方面提供了诸多建议。作为主要经纪机构，在随后的日子里，它将组织餐会，安排我们和来自美国、伦敦、日内瓦和中国香港等地的潜在投资者见面，给我们一个向潜在投资者讲故事的机会。接着，它所能做的是打电话给那些潜在投资者，询问他们是否愿意进一步与我们交流。摩根士丹利等主要经纪机构每年为新基金在美国、欧洲和亚洲举行各类会议，而在布雷克斯的会议是其中最盛大的。

这次会议让我战战兢兢。在摩根士丹利工作的时候，我当然曾有过面对无动于衷或半信半疑的听众卖弄自己理论的经历，但这种经历养成了我的自负。在棕榈滩，我对与一帮庸人一起争取资金感到窘迫，我妒忌那些对冲基金界的明星人物，他们有用不完的资金，没必要来参加这种会议，只有像我们这种需要钱的，才会来这里乞求施舍。明星们有自己的市场经理，他们代为安排与投资者之间的年会，代为准备详尽的演讲材料。在朱利安·罗伯逊的老虎基金辉煌的那些日子，他让这种聚会的档次上升到新的高度，在每年的商业会议之后，通常会有时髦的晚宴和舞会，会议总是被精心安排在纽约大都会博物馆丹铎神庙、伦敦的惠灵顿公爵宅邸、巴黎郊外的法式城堡一类地点。当然，投资者不是傻瓜，宴会取代不了基金的业绩。老虎基金的投资者喜欢宴会，但他们更欣赏朱利安的业绩。

分组安排下的重复演讲让人备受折磨！每45分钟是一个时段，中间休息15分钟，人们在不同的房间进进出出，听取不同小组的演讲。面对10到30人的小组，马德哈夫和我一遍又一遍地作着基本相同的阐述，而那些家伙用怀疑的目光盯着你。这样的演讲重复了四五次后，我们想在演讲内容的顺序上作些变换，好让自己不至于闷得发疯，可是到了这个时候，我们已经无法记清哪些话说过、哪些话没说过了。

在布雷克斯的第二个晚上，主办方举办了一个露天鸡尾酒会。夜色清澈，星月明朗，佛罗里达州却已显得寒冷。冰冷苍白的月色下，美酒飘香，穿着优雅的人们觥筹交错，议论着基金的涨跌和基金经理的更替，各式口音交汇其中。此情此景下，如果你是瑞士口音，人们将会把你的智商高估50分；如果是牛津剑桥口音，可被高看25分；而可怜的老美，在这里是入不了品的。

要是啰唆起来话就多了。对冲基金及其经理人的职业生涯恰如摇滚明星般昙花一现，就管理资产的业绩表现而言，一只排名前20%的基金能连续3年站稳前20%的概率不到50%，基金的平均寿命就如美国橄榄球联赛的球队，只有短短的4年。由于业绩平庸赚不到大钱或者不为挑剔的投资者所接受，每年有大约1000只对冲基金被迫关闭。实际上在2004年，新成立的对冲基金有1000只，悄然关闭的对冲基金也有1000只。

参加会议的人来自不同的群体。首先是来自组合基金、基金会、捐赠基金和养老基金的专业人士。他们的眼神显得无聊而又玩世不恭，鼓掌也软弱无力。会议对他们来说是纯粹的商务活动，他们是来相“马”的。他们中的美国男人通常穿着西服，衬衫腋下早已汗透；美国女人则又高又瘦，衣着简单。而从伦敦来的贵族和绅士们与他们不同，常穿着蓝条衬衫，佩戴白色领结，他们的名字冗长难读，身材肥胖。瑞士人则是深蓝色西服打扮，相互之间用法语和瑞士德语闲谈，显得既冷淡又漫不经心。这些人怀揣大笔资金，挑剔地寻觅着投资对象。他们可以一下子给你2500万甚至5000万美元，但也可能一有风吹草动就迅速撤资，这让他们名声不佳。在设定的合伙协议中，我们禁止投资者在第一年内赎回基金，而其后的年份中投资人可以按季赎回。对于紧急情况下的基金赎回我们制定了相关条款，然而，瑞士人对我们第一年禁止撤资的条款不肯让步接受。

参加会议的其他人就是“业余选手”了，他们大多自己有钱或是来自成长期中的小型组合基金。从家族企业来的德国人挺着欧式啤酒肚，手像蛇皮一样湿冷，他们总跟穿着白衬衫浅色外套的阿拉伯人混在一起；前投资银行家们总是自视清高，学着外交辞令，相互交换着传闻；落魄的得克萨斯人脸上饱含沧桑，穿着夏威夷衬衣，呼吸中带着酸臭味，跟梳着油光水滑大背头的迈阿密私人银行顾问喋喋不休；那些退休的、富得流油的投资家，备有私人飞机，在各地买下住宅以享受不同气候，皮肤靠注射肉毒素来延缓衰老，他们谈论着高尔夫比赛，他们无聊的太太或衣着暴露的年轻女友则聚在一起胡侃；有钱的寡妇和单身贵妇们，不再年轻的眼睛里闪着矫情的光，粉砌的脸拉得长长的，扭着屁股，晃着腹部赘肉，穿梭于人群中—她们到底是来找基金还是找男人？她们的笑容让你感觉面对的是一盘盘冰冷的剩菜。不过，这些行外人一旦选择了对冲基金就不会轻易撤出，因此很值得关注。如果你打动了他们，他们有可能随随便便扔给你一大笔钱，而要从大的组合基金争取到这样的额度难于上青天。

对这种环境我感到陌生而迷茫。尽管是晚上，我却在流汗。在摩根士丹利那段弥足珍贵的日子里，我可以参加世界上几乎所有地方的投资晚宴，接触并认识各类投资界专家，然而这里的人群完全不同。除了一些做对冲基金的、正忙着推销而没空搭话的家伙，我谁都不认识。剩下的人如蜂鸟般瞄着人群，我喝着夏敦埃酒，跟他们有一句没一句地搭着话。我性格内向又没人认识，不愿意挤向人群，而热情奔放的马德哈夫早就兴奋起来，消失在人堆里。

**“扳机”吉姆：干了再说**

鸡尾酒会上，突然闪出一个我熟悉的面孔—吉姆，我原来就认识他，那时他和我一样是投资经理。作为一个资产组合经理，他对消息的反应太迅速了，所以圈子里的人都叫他“扳机”，意思是说他“一触即发”，总是先投资出去，再问问题，这个绰号不完全是恭维。“扳机”的做事方式是：“预备！开火！瞄准！”在牛市里，这套做法效果不错，但在现在不景气的市场中，就没那么有效了。

“扳机”是个加州帅哥，健壮而且棱角分明。合身的衬衣上面三粒纽扣都敞开着，运动夹克搭在肩上。我们的视线相遇了，吉姆显得有些激动，不过，在布雷克斯这样美妙的夜晚，有美酒和财富像音符一样流动着，谁会不激动呢？

“扳机”的职业生涯经历过一些波折。他总是在热点上跳来跳去，可惜有时候没踩在点子上。“扳机”一直是趋势投资者，换个说法就是炒家，他的长处（也是弱点）就是好了伤疤忘了疼。对于追逐热钱，他有无穷的动力，敢于将庞大的资金系于一个正火热的市场，总在公认的悬崖边缘游动。我喜欢这个家伙，他是真的相信自己对于每个市场热点的判断，他也从不否认自己是股票炒家。

刚认识吉姆是在20世纪80年代初，那时他的激进成长型股票基金里面都是一些题材股，比如小型石油开发公司和钻井公司，像什么“三兄弟公司”、“钻塔公司”。在1979年和1980年他的基金分别涨了45%和65%，大笔的钱哗哗流了进来。但在1981年，石油一夜间从“黑色黄金”沦为一般的商品，他的基金跌了55%，他差点因此丢掉工作，但到了1982年和1983年，他又凭着一些小型科技股和处于成长初期的、他称为“黑马”的股票东山再起。那时的他总是去参加小公司的推介会，跟那些嘴上没毛的鼓吹者见面、听他们的推销，然后出来就说：“这孩子天生是匹黑马，注定成功。”接着，连一个数据都不看，就买上几十万股。

到了20世纪80年代中期，他的“黑马”们死于非命，“扳机”真的被解雇了。但是他对投资有很好的理解，从不认输。当市场上价值概念取代成长概念变得更吃香时，吉姆意识到必须作一些改变以跟上新的热点，他开始投资“三低”类—低估的、低持有的、低关注的公司，他将这看成是一种风险套利。然而，价值概念对他的胃口来说太慢了，“扳机”的生活中不能没有激情和动力，仅仅因为便宜就爱上一只“难看”的工业股，对他而言实在是太难了。

记得那时，他对我说：“本·格雷厄姆和他的价值投资理论太失败了。根据账面价值分析来买便宜的股票，这是没见识的会计才做的事儿。我很想念那些追涨杀跌的日子，多有激情啊。”对价值投资者而言，本·格雷厄姆是他们的上帝，《证券分析》就是投资圣经，“扳机”这样的话简直就是大不敬。“扳机”抛弃了“三低”策略，去小的新兴市场淘金，有一段时间他在中国香港和欧洲以外的地方工作生活。慢慢地，泰铢和俄罗斯债券垮了，新兴市场成了半新兴市场。

好像是命中注定的，20世纪90年代后期他又回到科技股上。玩儿科技股对“扳机”来说可谓如鱼得水。上次我见到“扳机”还是在1999年，他在丹佛的一家大型进攻型共同基金公司管理一只科技概念的基金。那时市场流行新概念，“扳机”总是在全美各处作一些诱惑人的演说，什么高科技啦、网络生产力啦、新世纪啦。投资者们把大把的钱放在他的基金里，“扳机”的日子过得很是滋润。我见到他那次，他挽着一个年轻漂亮的女友参加午宴，姑娘喝着斯托利酒，不时向“扳机”投去懒散但暧昧的目光，但显然对谈论股票不感兴趣，我很奇怪“扳机”为什么带她。

丹佛的那家共同基金公司有许多年轻的小伙子和姑娘，他们聪明、敏捷、说话快，很有冲劲，好像得到什么信息都在我之前。记得那时我去拜访过一次，跟六七个孩子似的组合经理一起坐在会议室开会。看着那些年轻、单纯而又缺乏经验的面孔，让你怀疑这群孩子是不是牙箍还没摘掉，真不知说些什么才能和他们谈到一块儿。他们则把我看作无用的老古董，结果到了那天下午，我自己也有了同感。他们毫不关心市盈率、基本价值面和宏观经济面的变化，他们关心的是故事、行动和题材。随着会议的进行，我意识到他们一点也不单纯。他们是一群长着娃娃脸的职业杀手，单纯的恰恰是我。“扳机”的基金组合中全是新概念股票，那一年他们基金的净值上涨了85%。

但接着泡沫就破灭了，几乎在一瞬间，丹佛共同基金公司的资产损失了一半。“扳机”的基金在18个月里跌了75%，还惹了一场官司。原来，“扳机”那时在推销科技股时的许多宣传都经过了粉饰，至少是过分乐观的预测，基金里的大部分钱都是靠这样的宣传圈进来的。共同基金的投资总监被辞退，证券交易委员会对公司进行了突击审计，致力于成为“西部斯皮策”[1]的科罗拉多州首席检察官也介入了案件调查。这一年没有奖金了。“扳机”告诉我，当他被降薪的时候，他就知道麻烦来了，随后新的投资总监让他离职休假。我想，更有可能的是，他被解雇了。

“科技股没意思了。”他对我说，“现在，靠快速反应来操作完全不灵，那些玩儿科技股的小屁孩儿们动作都很快，从管理层搞内幕的做法不奏效了。像我这样搞技术分析的人太多，我们相互斗来斗去，看空操作也好不到哪里去。一切都打了折扣，赚不到钱了。”他感叹着说，“3年前我可以影响整个世界，而现在，我好像已经走投无路。”

我不清楚他来布雷克斯会议的目的何在。“我打算做对冲基金的生意，”他变得愉快了，“1.5%的管理费外加10%的利润，多好的生意！现在我得去推广业务了。”他对着一位有些年纪的蓝头发女人做了个手势，那女人被一个年轻些的男人搀着胳膊。“她是只狡猾的狐狸，”他接着说，“虽然老点儿，但绝对是只狐狸。从她那儿，我已经得到10个大客户了。今晚我们打算手挽着手去吃点好的。”

我喜欢“扳机”，因为他是一个直率的、真正开拓梦想的家伙，从不装假。“我总是对狂热的东西很敏感，”他说，“现在这东西就在眼前。”但是当“扳机”以确信的语气介绍一只股票并说“机不可失”时，一个微弱但坚定的铃声在我脑子里响起，就像无人应答的电话。我知道，他也很危险。

**组合基金是最强硬的客户**

会议本身是折磨人的，更没有时间打高尔夫或网球。我退出了一些投资者见面会，因为马德哈夫在推销Traxis和他自己时比我强多了。来自组合基金的代表是最严格的“考官”，现在可能有1000家组合基金吧，他们是对冲基金最大也是最无情的买家。如果你的表现不尽如人意，他们会猛烈地质问你，有的人可能还给你点儿机会，有的人则二话不说把你抛弃。我以前说过，这样的欧洲人是最坏的，而在商言商，想想他们付的费用，这样做又有什么不对呢？

组合基金通常遴选出多个对冲基金来构建一个组合，再把这样的组合出售给没有选择能力的个人和机构。对冲基金的运行情况由组合基金来监控，他们采用各种技巧对每只对冲基金进行分析，对整体资产的风险和暴露情况进行控制。几年前，由于一系列小概率事件的同时发生，一帮顶尖的诺贝尔经济学家运作的大型对冲基金—长期资本管理基金倒闭了。媒体就喜欢这种事情，他们披露了投资其中的个人和机构的名册，这些充满智慧的“老江湖”现在同样遭受了损失，感到很尴尬。自那之后，这些大型机构更加重视风险分析，成天把组合压力测试、风险价值、夏普值[2]（Sharpe ratios）等等挂在嘴边。

组合基金通过复杂的量化分析，在不同的对冲基金间进行战略配置以增加价值。对冲基金的投资方式通常可以分为7种：事件驱动型、固定收益套利型、全球可转债套利型、市场中性型、多/空持股型、全球宏观型、商品（期货）交易型。某一年，基金可能会重点投资全球宏观型和多/空持股型，而剔除或者少量持有市场中性型和全球可转债套利型。到了第二年，资产配置情况就可能完全不同。如果组合配置得当，那么组合基金完全可以在业绩上与单独的对冲基金拉开差距。

组合基金宣称，他们开发了某些程序，可以根据社会和统计数据提供早期预警信号，以便及时切换基金品种。毫无疑问，对冲基金经理不可能一直保持冲劲儿，表现最好的时候他们最受追捧，但严寒并不遥远，这种变化实在很难把握。一位颇有经验的组合基金经理曾对我说：“实际上，那些数量分析的东西都是装装样子的。我们做的工作好比管理一支棒球队，窍门就是要有一种直觉，让你的投手在被碰撞前，而不是受伤后下场。”

大部分组合基金关注的不仅仅是粗略的业绩数据，还包括一些社会因素。他们观察所投资基金的经理们，看他们在发财之后是否变得懒惰和自满。他们也关心经理们的婚姻、房产和健康情况。基金经理拥有飞机共享权是可以的，但如果自己买下一架飞机就过分了。经理们过于热衷慈善事业同样会让他们不满，一个来自组合基金的家伙听说马德哈夫的老婆怀上了三胞胎，竟然厚颜无耻地在20个人面前说这将在很大程度上分散马德哈夫的注意力。我知道，马德哈夫对这种指责会有巧妙的回答，他没有说“听天由命”之类的话，而是直瞪着对方的眼睛，告诉他额外的经济负担恰好是一种绝妙的动力。

组合基金收取的费用在100到150个基点之间，大部分还抽取5%～10%的利润分成。这对投资者而言是沉重的负担，投资者可以算算到底自己的收益是多少。举个最极端的例子（当然，在许多时候，组合基金的费率小于我举的例子），假设基金组合中的一只对冲基金经历了一个丰年，毛收益率达到20%；对冲基金标准费率包括利润的20%和资产额的1.5%，扣除这些后，对冲基金投资者的实际收益率降到了14.5%。接着是组合基金按资产的1.5%和利润的10%提取额外的费用，结果，最终投资者能拿到的回报从20%滑到刚过11.7%。尽管如此，我认为，除了对少数经验丰富、拥有自有资源的大型投资者，支付给组合基金的双重服务费是物有所值的，对业余投资者来说尤其如此。

数据显示，组合基金中虽然也有表现不尽如人意者，但总体来说确实干得不错，例如，在截至2003年3月的5年中，对冲基金的平均业绩是每年增长7.8%，收益率的中间数是6.3%，而同期标准普尔500指数平均每年的跌幅为3.8%。假设你投资对冲基金，获得的是表现最好的75%对冲基金的平均收益，那你一年能赚12.7%，而表现最好的75%的组合基金的平均收益率只有9.2%；但同时，排名最后25%的对冲基金的平均业绩只有3.2%，而排名最后的组合基金的平均业绩可以达到3.9%，因此，组合基金的分散投资策略是有效的。遴选对冲基金是一项十分具有挑战性的工作，既需要运气，也需要知识。对大型机构而言，基金扮演了重要的尽责中介作用。

为使自己付出的费用物有所值，组合基金让对冲基金的日子过得并不轻松。从这个意义上讲，组合基金扮演了那些将机构资金交给他们管理的投资人的角色。《机构投资者》杂志2004年6月刊登过一篇文章，题目有些过火—“组合基金让对冲基金难受”，文章指出，未来属于组合基金，“随着组合基金的成长，其对对冲基金业的影响力更大，基金，特别是新基金的业绩披露和业绩比较将更加频繁和集中。这对投资者而言是好消息，但对对冲基金经理而言，好日子就难找了”。

专业的投资者追求业绩，正如职业运动员追求胜利。不论对投资者还是基金管理者来说，如果只着眼于业绩的短期表现，那绝对不是好事。投资游戏中有运气的成分，再好的投资专家也有失手的时候。实际上，只要没有本质的改变，投资一只基金最好的时候是在它刚经历一次谷底时。我有个叫诺斯的朋友，他运作一个大型对冲基金多年，成绩非凡。在2000年的春天，尽管意识到科技股价格已经高得离谱，但考虑到还有油水可赚，他没有及时卖掉股票，结果等到夏天科技股崩盘的时候被迫斩仓，大客户们纷纷撤回资金，他闲荡了半年。我知道他一定对自己很生气，并且会尽力恢复自己的声誉，所以当他在2001年秋季复出时，我确信他一定可以干得很出色。后来，他的确做到了！

双重收费对客户是巨大的负担，我猜想，今后组合基金的费率架构将会面临很大压力。但另一方面，如果没有风险防御机制，即使最大的养老基金也不愿意冒险去持有大量的对冲基金，仍然会有大量新资金持续涌向在对冲基金运作方面很有经验的组合基金。一些理性的投资者相信，组合基金是有钱人和小型金融机构的首选。他们指出：与股票相比，组合基金可以在降低风险的同时提供更好、更稳定的回报；与固定收益投资相比，在现在的利率水平下，高等级的债券回报率顶多相当于组合基金的中间水平。于是人们会想：“既然这样，何必还要持有债券呢？”在诸多小型组合基金中，很多业余选手、离职的投资银行家、曾经的机构销售员混迹其中，现在的市场情况与泡沫破灭前风险投资和私募股权盛行的1998年和1999年有点相似了。

2001年春天，我在摩根士丹利《投资展望》杂志上发表了一篇题为“Alpha需求和金企鹅危机”[3]的文章。Alpha衡量的是超越市场平均收益率的能力。我的观点是，对冲基金行业在不同策略选择上已经初显泡沫。几年前，一些特定的对冲基金（比如可转债套利型）还很罕见，而且市场对其不能有效定价。但突然间，一些原因导致这个类型的基金产生了很高的回报，大量的投资资本和新基金蜂拥而至。

可转债套利型基金行情正热时，不少交易员甚至可转债套利型基金的销售人员都纷纷辞职，去发起新的可转债套利对冲基金。当这些专业人士几乎同时进入这一领域时，定价机制更加有效，高额收益就消失了，可转债套利型基金的小泡沫破灭了。即使他们不进来，也会有许多大的基金试着入场来分享高额收益。这样的情形正如更多更强壮的马匹在同一个池子里喝水，这样所有的马分到的水就都变少了。对于对冲基金投资者来说，总是追着市场热点的尾巴跑将导致失败。正如我前面已经提到过的，组合基金能够在不同基金之间进行战术切换，如果他们足够机敏，那么这种操作将创造价值。

**寻找新的救世主**

来到布雷克斯的买家，无论是何方神圣，都在费力寻找新的救世主：更年轻的“乔治·索罗斯”，他一定温和又帅气，眼睛和索罗斯一样能看透一切。问题在于，即使他们遇见了神童，他也有可能已经被财富和奉承宠坏了（当然，乔治现在还没有）。成功必然以某种形式滋养骄傲情绪，在对冲基金行业，自大傲慢与地位伴生。骄傲的结果是添置私人飞机，加入多家高尔夫俱乐部，在法国南部或南塔基特岛买下豪宅，以及娶个年轻的老婆。当然，有些人富有之后想起了拯救世界的童年梦想；有些人从对冲基金巨大的压力中解脱出来，对能够花花钱或者研究一下18世纪的法国文学很满意；还有一些人想在慈善事业或者政治领域展露一下身手，比如索罗斯，他可不想人们只记得他狙击了英格兰银行，他还希望人们记住他是一位慈善家、一位提出了“反身性理论”[4]的哲学家。

作为一类资产，对冲基金在3年熊市里致力于保护资本不遭受损失。2000年，标准普尔500指数下跌了9%，但对冲基金的平均回报率为9%；2001年，这组对比数字分别为-12%和+7%；2002年为-22%和+6%。在最糟糕的熊市里，虽然有些对冲基金（不仅是偏空策略的基金）宣称自己的收益率为20%，但不少大型对冲基金缩水了5%～20%。2002年，那些只做长仓的投资经理的业绩下降了20%～25%（高科技股下降了40%甚至更多），尽管对冲基金的表现要明显强于只做长仓的基金，但投资者还是觉得基金无论在熊市还是牛市都是应该赚大钱的，他们仍然感到失望。在我第一次参加布雷克斯大会的时候，我感到了这种低沉的气氛。2003年股市好转后，对冲基金的表现也难与高仓位的纯多头基金相比。但是，对冲基金的吸引力并没有消失，2004年还是有资金不断涌入对冲基金。

约有40位对冲基金经理参加了在布雷克斯的会议，大家陈述了不同的投资理念，即便那些未来买家的脸上挂着轻蔑，即便他们因司空见惯而显露出一点厌倦，即便他们带着不恭的神情好奇地打量我们，我们还是表现得轻松自信。为了得到钱，我们必须得这样表现。那些受到买家追捧、业绩突出的热门基金就不用这样强作欢颜，组合基金和捐赠基金恨不得手脚并用地钻进去，可以进入热门基金正是优秀大型组合基金竞争力的体现。

这真是漫长的3天。宴会和酒会上是无休止的推介和客套。闲谈是麻木的，在某种程度上已不再经过大脑。组合基金在追着基金会和富人们，“刺猬”们则追着所有的人。当一切结束的时候，我都不知道我们是否筹到了钱。（实际情况是，我们开始时没得到多少，后来有了一些收获。）在太多的竞争和老套的演讲面前，我并不认为我们显得有什么特别，也没有什么引人注意的地方能让投资者把钱交给我们。在15场演讲中，我们用尽所有的热情来讲述我们关于宏观投资的计划，而且毫不害羞地挥舞自己的简历。在那些听众的脸上，我没有感觉到他们的关注和太多的承诺。中场休息时，有些人表示可能会再跟我们接触，但没有人走过来屏住呼吸对我说他们打算进来。星期四晚上，我们筋疲力尽地乘坐蓝色喷气机航空公司[5]的航班夹着尾巴回到纽约。

**头痛、失眠以及失落**

2003年3月17日，我们回到纽约，开始紧张地搭建公司会计、法规、行政等基础框架，招募员工。即使摩根士丹利为我们提供了帮助，筹备的工作量仍然大得难以想象。对新的对冲基金而言，合伙人的担子相当重，这也是为什么通常筹办基金要花上半年到一年的时间。

接下来的几天，我们修改并重新印刷了市场推广计划书，然后把计划书提交给摩根士丹利的个人财富管理小组。有人提醒我，创业动机可能是大家最关心的问题，所以我在计划开头总结了我离开公司去创立基金的直接原因，大意是说，到6月1日我在摩根士丹利就干满30年了，在人们还需要你的时候选择离开感觉会更好一些。我告诉他们，我对高尔夫和希腊海岛游之类没什么兴趣，专业投资是世界上最好的游戏，我享受这种游戏中的竞争。另外，我说道，这可能是唯一的年纪还算得上优势的游戏了。

“关于卖空你有什么心得呢？”有人这么问我。我的回答是，在20世纪60年代末，我运作一只叫作费菲尔德的对冲基金，我们做空零售业和化工行业，那时这两个行业的市盈率是30倍，而市场平均市盈率在17倍，换句话说，市场对这两个周期性的行业给予了成长型行业的定价。此外，这两个行业的公司产能过度扩张，几年后，当它们无法实现收益时，市盈率大幅降低。我还告诉他们，计算机租赁类公司和多元化经营公司的股价兴衰让我意识到，当泡沫破灭时，那些被狂热分子视为成长型股票的题材股和垃圾股一般都会回到每股3美元。为什么会是每股3美元？没有答案，这大概是一个神奇的数字。我也告诉他们，在我们做空漂亮50[6]的那次，选择时机过早，平仓过快，我们当时是多么心痛。卖空，让你头痛失眠，但至少我已经不是新手了。

2003年3月，在伊拉克战争临近、宏观经济走势不清、公司丑闻频发等因素的作用下，股市环境变得非常恶劣，似乎所有的评论都认为大熊市即将来临，牛市正在绝望中远去。经验告诉我们，根据对熊市的定义，底部一定出现在跌落最厉害的那一点。如果这样的话，我们的基金最好关闭。当时美国股市已经下滑到2002年夏季的低点附近，全球的其他市场股指也已经跌破了2002年的两个低点。对技术分析人士来说，这可是一个非常糟糕的信号，意味着股指将连创新低，美国国家广播公司有线电视网的战略投资家甚至激动地宣称，标准普尔500指数将跌至500点（当时该指数为760）。一些价值投资学派的学者也附和这一观点，比如伦敦的安德鲁·史密瑟斯就站出来说，他的研究表明，根据重置成本账面价值的方法，美国股市毫无疑问被高估了30%。

如果我们的策略是正确的，如果市场真的处于一个重要的底部区域，这应该是我们启动基金的好时机。问题在于，在这种时候，我们能不能在自有资金外筹措到资金。眼看着股市隐隐约约要进入第四个不景气的年份，摩根士丹利的经纪人都显得情绪低沉。

一天晚上，我在中央火车站准备坐车去格林尼治。当我经过鸡尾酒廊和酒吧时，注意到年轻的销售员、交易员、分析师们坐在那里闲聊，相互之间在逗笑。我很诧异，为什么他们看上去如此健忘又满不在乎，难道他们不知道中东就要开战了吗？难道他们对动荡的经济没有感觉吗？难道他们没有意识到自己正面临失业—不仅仅是半年而有可能是永远吗？他们真的一点都不焦急吗？闲聊的人群看上去如往常一样开心，面孔如往常一样明朗而又好奇。我想起了奥登[7]的著名诗篇《1939年9月1日》，这首诗发表于一个相当阴暗的时期—那个时期希特勒的装甲车似乎是无敌的，世界走向战争的边缘。坐在五十二街的破酒吧里，奥登写道：“酒吧里的张张面孔/墨守他们寻常的一日/灯光必须一直照耀/音乐必须永远演奏。”诗人讲述的是在低沉年代之后他们那一代人是如何迷失希望的。如今，隔了两代人以后，摩根士丹利的经纪们感到无所适从和害怕，如同希望渐渐迷失。但世事总是如此，木已成舟，我们无路可退。

**第六章：路演的折磨：血水、汗水、苦水和泪水**

本章是一篇我的路演日记。它按时间顺序记录了在为新对冲基金募集资金的过程中我们遭受的折磨、侮辱以及所经历的辛苦。之后，我会跟你们讲讲基金实际发起时我们的焦虑，以及我对于较早前的一次投资冒险的回忆。

**彼得大帝：一个投资狂**

2003年4月5日：今天一个投资银行家打来电话，说是私募基金界以杠杆收购出名的传奇人物“彼得大帝”可能有兴趣放点钱到我们的基金里。我当然听说过“彼得大帝”，这个出身于克利夫兰蓝领工人家庭的奇才凭头脑和胆识成功的故事无人不晓。仅仅是关于他可能收购的传闻，已经足以引发从辛尼克高尔夫球场到洛杉矶乡村俱乐部的强烈地震。

“彼得大帝”办公室宽敞的接待间里摆设着东方地毯和精美的古董家具。“彼得早就不爱去盲溪俱乐部了，他觉得英式投资银行风格比较有品位。”领我去的投资银行家解释着，“他在旁边那间屋里还摆了几张老式的翻盖写字桌，弄了几个假英国人坐着，装装样子而已。”镶着护墙板的墙上，装了框的油画上是英国的猎狐场面。站在接待间的几个不说话的年轻人中有一个走过来，接过我们的大衣。“他们原来是特种部队的。”投资银行家压低声音跟我说，“自从彼得在文章里读到比尔·盖茨的保镖都是从特种部队退役的，他就决定也招几个。他们这儿弄了好多保密措施。编码啦、伪装啦、安全电话啦，你会觉得是在中情局。”

我们等待时，投资银行家又跟我讲了些彼得的事。“这家伙相当不好对付，能争好斗，又喜欢投机取巧。上大学时他是摔跤选手，上场前故意嚼大蒜，希望比赛的时候嘴里喷出的臭气能让对手分神，慢一秒半秒也好。他太爱出风头，恨不得自己是每场婚礼上的新郎和每场葬礼上的死者。他是我认识的唯一一个50多岁了打高尔夫还作弊的亿万富翁—老是挪球。他爱把自己弄成日理万机的样子，手头同时做的事永远不能少于两件。我听说他在加长轿车里安了一个自行车健身器，这样司机送他上班的路上他就可以边读报边看体育台边蹬车锻炼。听说他一天只睡4个小时。他们那儿是绝对的血汗工厂。他的分析师一半都精神崩溃了，进了俄勒冈的疗养院。”

一名前特种部队战士把我们带到彼得的办公室。那是一个巨大的房间，宽大的玻璃窗完整地呈现着对面高楼大厦在蓝天上的巨幅剪影。一个庞然大物蹲在屋子中间—又像书桌，又像控制台。桌边没有椅子，摆着一台“班霸”健身器，屋子一角还散落着几只金色的哑铃。彼得很瘦，皮肤晒成深褐色，没穿外套，但打扮得很精神—领带是马拉伯爵夫人牌，吊裤背带是红色。不过，他的指甲一定是被啃过，只剩了一点点。

“欢迎来到太空堡垒‘卡拉狄加’号[1]。”他说，挥手一指控制台的台面，上面各种不同颜色的股价正在各个屏幕上闪烁跳跃。下面一排的屏幕被分割成二十来个画面，每个画面可以监视到一名分析师或交易员。彼得给我们演示如何跟其中任何一个人直接通话并把他们的脸拉到大屏幕上。他说话快而急。“他们甭想逃过我的眼睛，也甭想看到我—除非我想让他们看到。我刚开掉了一个不停挖鼻孔的家伙。对我们这种生意，纪律和控制很重要。”

这时电话响了。我们能听到话筒里的只言片语，好像是说什么人的妻子有了外遇。彼得粗鲁地挂断了电话。“这些公司里的嫩瓜想要和我斗，就让他们等着瞧吧！”他高叫着。“我的人什么事挖不出来？我会让他们好看的。董事长的老婆勾搭网球运动员。”他做出恶心的表情，“他们以为能蒙过我就万事大吉了。这算什么？耶鲁—哈佛游戏？等我把这个衰人搞定之后，看他还有没有脸在奥古斯塔[2]露面！”

投资银行家好像爱听这话，虽然我知道他上过耶鲁。“去把他们搞定，彼得。这就是你的伟大之处。有你这种做事有创意的天才，他们怎么还会说杠杆收购基金里净是没用的寄生虫？伟大的公司不能让一些老婆爱上穿短裤运动员的小丑掌管。你就是活生生的市场经济，你最能改善资本主义的本质。”

彼得点着头，目光移到我身上。“现在，跟我说说，你都做什么？你想要什么？”

我按着我的老套路说了起来，但突然被他打断了。

“你的组合里有多少注？”

“20到25个吧。我们用杠杆，这样就能多样化一点。”

“我不相信多样化。我可以特别喜欢一个人，也可以只特别喜欢一瓶酒，为什么到了做投资组合的时候就得一视同仁？找一只你真正喜欢的股，持一个重仓，再用杠杆把它加大，这才是投资。否则的话只能算练练手。一切不过是贪婪对恐惧的较量，所谓控制风险是在浪费精力。”

我哑口无言。他接着说道：“钱袋就是我的主人！你最好明白这点！除了孩子，我可以卖出一切，可能也包括我老婆。我是个投资狂。我相信谁死的时候钱比别人多，谁就算赢了。不过，我也想给这个世界做点好事。就凭我捐的那么多钱，当上自然历史博物馆和福特基金会理事的应该是我，而不是现在那些蠢货。”

他紧紧盯着我：“你知不知道我捐了多少钱给慈善组织—宗教项目、黑人孩子的奖学金、关于转世投胎的研究？报纸从来不提这些，他们就会聒噪我收购公司时裁掉了多少人。这是阴谋。”突然他的心情变了：“我得忙了。谢谢你们过来。祝你们好运！”电话又响了。

我们等电梯时，投资银行家满脸鄙夷地说：“那个转世研究，他之所以感兴趣估计是想弄清楚他下辈子会投胎成谁，好在遗嘱里把钱都留给那人。祝你好运吧。”

每个人都在祝我们好运，我觉得这似乎不是好兆头。

**马不停蹄的演讲：从兴奋到乏味到怀疑到敌对**

2003年4月6日：今天，路演带着它所有的折磨开始了。路演是募资旅途中的必经站，它就像其字面意思一样：带好准备表演的东西，上路。没有任何人把它当成乐趣。我们的头3天将到旧金山，日程上排满了和机构、集团以及富有人士的早餐或晚餐会。有些会面，比如和斯坦福慈善基金的那次，就让人兴奋，彼此之间有良好的互动；有些见面则因为这样或那样的原因十分乏味；还有一些时候，我们需要面对怀疑甚至敌对的声音。我想这些都是筹资游戏的组成部分。

2003年4月7日：今天我们马不停蹄地作演讲。摩根士丹利私人财富管理团队（一群专门替大富翁服务的精英）中的一个人把我们带到了硅谷。我们见到的人中包括最热（如今是最冷）的风险投资公司“Placemark资本”的3位创始人。他们的接待室墙上昭示了他们曾经的辉煌，那里挂满了完成的交易公告，镶在框子里，就是人们所称的“墓碑”。这让人有点伤感，因为他们创建的公司里竟有那么多没能生存下来。

3位仍然非常富有的合伙人出现时都没精打采，带着如丧考妣的表情。（别忘了这是2003年4月，纳斯达克还在1200点左右徘徊。）他们礼貌地听完了我们的介绍，我也询问他们投资的公司情况如何。还没有反弹的迹象，他们低声嘟囔。公司订户非常谨慎。我问道，会不会有大量的延后需求，因为从1999年以后各公司大砍信息技术开支，而从那时到现在又有许多技术进步。不，他们说，过去几年真正意义上的创新很少，只是升级而已。无论是硬件还是软件投入都很难有大的起色。我觉得他们有点太悲观了。

2003年4月8日：我们有4个单独的会议，会见一些阔佬。他们都曾在小型科技股上投过大钱，现在正舔着伤口。他们对我们并无敌意，但我感觉到他们现在极度害怕风险，正因为前不久的损失而心灰意冷，毫无行动的欲望。所以，把钱投在一只新的对冲基金上并不是什么诱人的想法。我唯一的安慰是，市场的不景气虽然给我们的筹资造成了障碍，但或许会让我们的初期表现显得漂亮一些。

这天晚上，在Prime经纪公司为我们组织的晚宴上，我们像平常一样作了演讲，然后接受提问。就像平常一样，我们讲道：希望长期回报能够超过标准普尔500指数，但回溯测试显示，我们的波动性可能会和标准普尔500指数不相上下。换句话说，如果我们的长期平均年回报率能达到15%，每年的回报可能会在0到30%之间—也就是15%减加15%。一位来自某大型组合基金的女士站了起来，说她认为我们估计波动在15%可能是对的，但这样我们对于很多投资者来说就不合适了。她说，如果波动性那么大，有可能一个月就会下跌10%，这将不可避免地引发赎回，从而形成恶性循环，也就是赎回危机。真是一个愉快的设想！

2003年4月9日：今早我们飞到休斯敦，和20名私人财富管理的客户一起吃午餐。这是一群有钱的聪明人，问着刁钻的问题，但似乎对我们所说的话有兴趣。

摩根士丹利的私人财富管理团队是一群精英销售员和投资经理的组合，为有钱人和小型机构服务。他们精明、难对付，而且贪婪。换句话说，他们对金钱刺激“有动于衷”。不过，总体来说，他们真正效忠的是客户而不是他们就职的公司，因为前者才是他们的长期饭票。他们在与我们合作时通常还比较懂事，但偶尔我们也会受到侮辱，那天下午就发生了一次。

午饭后，马德哈夫和我去拜访一位上了年纪的石油大富豪。摩根士丹利的熟人告诉我，他是亿万富翁，一个很有希望的投资人。亿万富翁热情地到前台来迎接我们，拍着我的后背说我“比春天还年轻”。他看起来却糟透了，我一时没找出合适的恭维话来回敬。我们走进一间面积有麦迪逊广场花园那么大的办公室，开始简单地作介绍。

“太好了，”我们话音一落亿万富翁就说，“可是，小伙子们，我碰到些问题。我在委内瑞拉有几眼井干了，尼日利亚又刚刚把我的公司收归国有。还有，自从我的女朋友离我而去，我就成了一个孤单的老头子。为了排遣寂寞我开始参加休斯敦的这些慈善舞会。每个人都当我是大财主，敲诈我捐款。我答应了一些大数目的捐助，必须得兑现。所以，也就是说，小伙子们，我现在遇到了严重的流动资金危机。我很想给你们投钱，但今年是没戏了。”他忧郁地瞪着我们，我们也瞪着他。

终于他打破了沉默：“还有，我得了前列腺癌。他们用这些该死的放射粒子给我作放射治疗。你们知道裤裆里带着这些粒子走来走去是什么感觉吗？”他接下来向我们讲解了那些可怕的诊断和治疗细节，以及他的前列腺癌史。他对于直肠检查的可怕描述让我想吐，马德哈夫看起来也在恶心。

然后，尴尬的牵线人逃跑了，马德哈夫和我在如同鬼域的休斯敦市中心散步，那是一个炎热的春天下午。我们谁都没谈刚刚的见面，也没什么好谈的。在摩根士丹利时，我们都经历过糟糕的日子，但那时候至少你知道自己还能拿到工资。如今，我们极度清醒地意识到严酷的现实：如果不能筹到钱，我们就完了。回到酒店，我们去了健身房。

我热衷于锻炼，我认为这是保持健康的最佳药方—尤其是在困难的日子里。最好是打一场高对抗性的比赛或是爬一次山。但那天，在得克萨斯的休斯敦，我们没法临时安排比赛或是爬山。我也喜欢读书，但文字得好，至少得干净。我是一个文学爱好者。在举重或跑步时，我会在我的iPod上听有声书。我的口味不那么挑剔，从小说到历史都读。当我真正沉浸在一本精彩的书里时，它会刺激我上健身房。我的休闲阅读大多数都是流着汗完成的。我还在“班霸”健身器上读完过很多研究报告，这样做的好处是没人来打断你。

**终于可以喘一口气：和一位真正伟大的投资家共进晚餐**

4月10日我们应邀到法耶兹·沙罗菲（Fayez Sarofim）家里吃晚饭。法耶兹和我年龄相仿，我们是多年的朋友。他的投资管理公司法耶兹·沙罗菲公司战绩辉煌，而法耶兹是一位真正伟大的投资家。他的管理张弛有度，经营则非常谨慎。他的公司已经成长为一家大企业。另一方面，他喜欢研究个人的投资组合。他在宏观基金上压了大钱，还使用了很高的杠杆。我一直认为他最适合操作一只对冲基金。我很怀疑他会对Traxis感兴趣，我觉得销售员推荐我们会面只是为了显示自己很尽职。

“当然不是，”那家伙说道，“法耶兹告诉我他极感兴趣。”我迷惑不解，他并不需要我们。但我知道和法耶兹吃饭一定是种享受，无论从胃口上还是头脑上。

在法耶兹的大宅里可以见到优美的印象派作品，还有他最近一次婚姻生的小孩，以及成堆的研究报告。在他雅致的、装着护壁板的图书室里，地上、沙发上、茶几上都堆着成摞的报告。尽管仆从众多，宅子和花园里却透出一种可爱的凌乱。自行车、篮球和旱冰鞋乱放在门廊上。这位上了年纪、声若洪钟的埃及法老出现了，穿着黑色套装，威严镇定。他的部落和随从似乎人人欢欣。

我们吃了一顿很棒、很精致的晚餐，主人是法耶兹和他的大儿子—他已经在父亲的公司里做事。法耶兹是个巴洛克式的人物，他对于饭店、葡萄酒、美食、雪茄和股票的品位永远无可挑剔。他身躯庞大，与庞大的财富相配。他把客户的钱投到了一些高质量的成长型消费品企业股票上，这些企业拥有世界级的加盟专利权，无须像技术股那样每5年重新定位一次。他挑选企业的标准是：它们必须得产出自由现金流，能够回购股票并提高分红。他认为，在一个低增长、低通胀、低利率的世界中，带有这些特质的股票必然具备极高的稀缺价值，因而能以很高的市盈率出售，正如20世纪50年代末和60年代初那样。

购买并持有优秀的成长型股票，是他一贯的投资风格。“我最喜欢的持有期是永远。”他咧嘴笑着说。唯一的困难在于这类公司往往很难寻觅，而且非常昂贵。我们谈到了百事公司。法耶兹认为，虽然这家公司处于一个高度竞争的行业，年收入的增长多半在6%～7%，但赢利的年增长却可能达到12%。

法耶兹还是美国大型制药企业股的热情拥护者。相对于市场上的其他股票，这些股票正处于历史上的价格最低点。法耶兹认为，虽然这些企业面临着政策规定的束缚和新药品减少的困境，也许不会像以往那样增长迅速，但潜力依然巨大。关于法律问题，他认为它们现在和10年前菲利普·莫里斯公司遇到的困难差不多。法耶兹说道，成长就是指收入和分红增长的速度超过通货膨胀，这样股东的购买力就通过投资收益而提高。他提到30年前他为一名亲戚购买的默沙东公司股票，现在的分红已经是成本的两倍。经过计算发现，默沙东的分红增长是同期通胀率的3倍。对于普通纳税者来说，这是提高购买力最理想的方法了！

问题就在于如何从现有的增长型股票中挑选出长远的赢家—即便不是不可能，也的确很难。纽约的伯恩斯坦研究公司就公司持续成长的可能性作了一份调查，令人心寒的结论显示在表6-1中。在过去半个世纪，如要挑选出可以持有20年的成长型股票，成功概率只有4%，可以持有10年的也只有15%。即使是只想持有3年，挑对的概率也只略高于50%。大型制药企业和消费品企业似乎更稳妥一些。而研究报告没有提及的是，当一只成长型股票下跌时，往往不仅仅是硬着陆，而是摔得粉身碎骨。然而，法耶兹创造了自己的奇迹。他为富人们经营的投资组合赎回率极低，而他的5年成长型股票持久性比率保持在60%左右，真是太出色了！

那是一个令人兴奋的夜晚，我们交换了很多想法。我的合伙人被法耶兹的魅力迷倒了。食物和葡萄酒都很棒。然而，我自己也不清楚他是否有意给我们投资，因为我知道他多么喜欢自己主宰这些投资冒险。此外，他对我们的基金只字未问。

补记：我完全错了—法耶兹给我们投资了。我们深感荣幸。

**规模是业绩的敌人**

2003年4月10～12日：我们从休斯敦去了亚特兰大和棕榈滩。真正闪光的时刻似乎还没到来。我的印象是这些富人正不知该拿他们的钱怎么办好。他们对现在的投资顾问失望透了，但改变意味着更多的不确定性。他们说自己已经无处可藏。他们认为买债券会吃亏，因为长期利率会很快上涨。另一方面，货币市场利率低于通胀率，也就意味着你的钱实际上一直在损失。要和他们争论很难，但我觉得，当每个人都觉得无事可做的时候，也就意味着有很多事可做—或许是股票。

在棕榈滩，我和一个叫肖恩的家伙见了一面，还有点意思。肖恩来自“灯塔”，这是一家成绩骄人的年轻组合基金。几个月前我们在纽约向肖恩作过一次介绍，他那时就很让我们鼓舞。肖恩大约三十五六岁，又高又瘦，性格开朗，举止可亲。我不自觉地喜欢上了他。他非常专业，开门见山地说，他管理着一些对冲基金的组合，在这方面没有人情可讲。他只对他的组合和他的投资者保持忠诚，与对冲基金经理们的个人关系不在他的考虑范围之内。就像我们会卖出让我们失去信心的资产一样，他也会基于自己的判断，把一些基金经理不留情面地踢出去。正如被称为“亚当·斯密第二”的格里·古德曼所说：“股票不认识你这个股东。”你所拥有的对冲基金也不认识你，只要你加入这个金钱分配游戏，私人关系绝不会影响你做出持有还是赎回的判断。

肖恩谈到，他发现成功的对冲基金往往昙花一现，不仅因为规模是业绩的敌人，而且因为成功和财富会把出色投资家的头脑冲昏，或是促使他们提前退休。显然，在肖恩看来，两种结局都是命中注定的。他说，就连最棒的对冲基金天才也很难经受住成功的考验。对冲基金投资对人的要求太高了，而辉煌的战果总是能让人飘飘欲仙，这也就是为什么如此之多的优秀投资家终将自我膨胀并走向失败。

2003年4月16日：马德哈夫和我乘红眼航班飞到伦敦。春天的阳光下，海德公园绿得耀眼。我们在此的两天半日程十分紧凑，要参加摩根士丹利经纪人安排的一系列和富人、机构投资者以及组合基金的会面。我们已经面试过了一个想当分析师的俄罗斯小伙子—谢尔盖，他显得聪明而雄心勃勃，很瘦，看起来像是没吃饱饭的样子。我们的第三位合伙人西里尔在摩根土丹利时就跟谢尔盖共处一间办公室，对他知根知底，力主雇用他。马德哈夫和我有点犹豫，我甚至根本拿不定主意我们要不要用分析师。如果雇用分析师，就必须找出让他们研究的东西，倾听他们的发现，偶尔还得按他们建议的去做。我简直说不清他们是一笔财富还是一种累赘。有一位非常优秀的对冲基金经理曾经告诉我说，他要求所有的分析师都只用电子邮件和他联系，因为要打断面对面的谈话而又不显得无礼实在很难。电子邮件还能记录下他们的工作，在年底时便于评估。

管钱这项工作看重的只是业绩。你不是在参加魅力测试，肯定也不希望你雇来的人帮着你浪费时间。同理，也别把时间浪费在听销售人员的好话上，他们的工作就是把你侃晕。我刚刚提到的那位基金经理就是我所见过的最心狠手辣的谈话终结者。当他认为已经把想听的话听完后，会干巴巴地说一句“谢谢”，就这样。

**和查尔斯一起旅行**

到伦敦的头一晚，我和马德哈夫在巴克莱与一位老友共进晚餐。他叫罗伯特，虽然还不到40岁，但已经成功地管理一只全球对冲基金很长时间了。他独自经营基金，如今这种压力已经让他尝到了苦头。他现在得了慢性背部疾病，而且由于旅行太多，永远处于时差和失眠的折磨中。他的婚姻也一步步走向死亡。我们见他的时候，他的眼睛带着两个大大的黑眼圈，精神委靡不振。（回去后，我跟马德哈夫说，罗伯特需要一个女伴或是妻子。马德哈夫说：“哦不！他只需要拥抱着一个迷人的收益入睡。”）

马德哈夫说得没错！虽然罗伯特的长期业绩很棒，他的那些主要投资人却都是些不好对付的家伙。他们从不让他休息，不管他已经为他们赚了多少钱。在20世纪90年代末的一系列出色表现之后，罗伯特连续3年遭遇滑铁卢，管理的资产从10亿多美元落到4亿美元。这时，罗伯特在投资时变得小心翼翼了，不管是牛市还是熊市都不敢出手。他担心再做错一次就会满盘皆输，失去客户对他的最后一点信任。他怕他们会把钱撤走。我告诉他这种策略很危险，因为如果市场强劲反弹而他坐失良机，客户也一样会恼火。对冲基金向客户收取如此高的管理费，客户的挑剔和苛刻可想而知。他们没有忠诚度，也不应该有。他们对你这个人的判断仅仅依据你最近的表现。可惜，这样的想法是多么荒谬。如果投资经理是优秀的，如果他尽忠职守，那么一时的表现不佳本应是注资而不是撤资的良机。

补记：罗伯特的投资和私人生活依次有了起色。他和一个年轻貌美的女模特坠入爱河，不知是不是因为她的原因，他的基金在2003年增长了25%。接下来的2004年，虽然大多数投资者的日子都不好过，罗伯特的业绩却特别优异，又增长了38%。2005年，他的运气还在继续。

2003年4月18日：一大早，我们坐飞机从伦敦飞到日内瓦。那天风和日丽，阳光下的日内瓦湖波光潋滟，大喷泉把水柱高高射入蓝天。我们给日内瓦最大的私人银行Pictet et Cie作了一次介绍。我认识该银行的合伙人已经30年了，他们都是些有身份的高尚人士。原来的高级合伙人皮埃尔·彼克泰是我的一位老友。如今，这个家族仍旧控制着这家合伙制公司。Pictet et Cie拥有一只大型组合基金，但我很难辨别出我的听众是礼貌、好奇，还是真感兴趣。现在的高级合伙人查尔斯·彼克泰也来了，似乎是对我们的礼遇。然而，他的手机不停响着，老是把我们打断。更糟的是，他并不把它关掉，而是不停地接听—这可不是感兴趣的迹象。

然后，我们在春天的明媚阳光下走到桥对面的四季酒店，在那儿我们要为35位礼貌但多疑的瑞士人作一场介绍。他们又问起那个问题：“达尔先生，你真的要当三胞胎的父亲啦？这样你的精力不会分散吗？对你们的基金是不是也不好呢？”这次马德哈夫·达尔没用他的老说法来回答：“我得到的最好建议是从另一个三胞胎父亲那儿得来的。他跟我说：‘早上班，晚下班。’”显然瑞士人不觉得这个答案幽默，因为笑的只有我。吃午饭时，我确定这群人只是对我们的投资策略感到好奇，并且想听听我们对于市场的见解，但一上来就投资的可能性微乎其微。

那天下午、晚上和第二天我们都还有别的会。日内瓦的对冲基金相对来说较少，但组合基金有很多家，都是由私人银行运营的。瑞士银行的职业精神给我们留下了深刻印象。他们是聪明的分析师，顾客总是被他们摆在第一位。

离开瑞士，我到法国去看我女儿，在他们一家的农场度过了周末。整洁的树篱、高大的悬铃树、老式的石头屋，法国内地乡村的这种田园之美真的已经久违了。在孩子们的嬉笑和马儿的蹄声中，我似乎找到了某种少有的宁静。

**会见玛格丽特·撒切尔**

2003年4月22日：这几天我都在伦敦捕捉潜在的投资者。今天是我在伦敦的最后一天，我的一位老朋友和老战友朱利安·罗伯逊安排我和玛格丽特·撒切尔见面，地点是她在“王侯门”的办公室。玛格丽特·撒切尔一直是我崇拜的偶像。毫不夸张地说，是她从不幸与危机中重塑了英国，帮这个国家重新赢得了在世界上的地位。她是罗纳德·里根经济政策及对苏军事竞赛战略的背后智囊与支持者。正是这一战略导致了苏维埃体制的瓦解，给冷战画上了句号。里根只是对世界形势的大趋势有所感觉，而她却能清清楚楚地说出来。还记得那张著名的照片吗？唐宁街10号的晚餐上，撒切尔在讲话，坐在她旁边的里根全神贯注地盯着她，听得入迷。里根把这张照片寄给了她，在后面亲笔写着：“亲爱的玛格丽特，正如你看到的，我同意你说的每一个字。永远是！送上最亲切的友谊。你诚挚的罗尼。”他的话发自肺腑！1990年，她又在伊拉克入侵科威特时成为乔治·布什的坚强后盾。（她跟布什说：“这不是退缩的时候，乔治。”）

我最初遇到撒切尔夫人是在20世纪90年代中期，那时她和我都是朱利安·罗伯逊老虎基金董事会的成员。她精力充沛，对对冲基金如何运作兴趣浓厚，与其他被请入董事会的政治家截然不同。那些人虽然也很有魅力，但往往在投资方面不甚聪明，对经营管理的贡献也十分有限，而撒切尔夫人不是这样。我还记得她走过老虎基金的办公室和交易室，散发着活力与智慧地和每个人交谈，带着好奇心提出各种问题的情景。当老虎基金关闭时，她主动飞到美国来参加了摩根士丹利为朱利安举行的告别晚宴。

那是1998年6月，有一次在伦敦的老虎基金董事会午宴上我坐在她旁边。她问我对俄罗斯投资前景的看法，我说我正在卖空。她拉过我的手，掰着手指数出了5条理由，说明俄罗斯仍是一个巨大的投资机会。我完全折服在她的魅力之下。午饭一结束我就取消了卖单。不幸的是，那次她错了（至少一开始错了），因为几个月后就发生了俄罗斯的债市和股市崩盘。几年后，在老虎基金的关闭晚宴上，我和她坐在一桌。晚餐结束后的余兴活动是一个“读心”游戏。表演者在装模作样地露了几手之后，不识趣地走到撒切尔夫人面前，对整个宴会厅宣布他可以读出夫人在想什么。她面带轻蔑地看着那人，淡淡笑着说：“不一定，年轻人，不一定。”她就说了这么多。全场轰然而笑。

今天，她和往常一样穿着雅致的套装，头发一丝不乱，仿佛刚从发型师那儿出来。她坐在一把巨大的扶手椅上，光亮的窗子就在她身后。她请我喝咖啡。看着她，我不自觉地想起弗朗索瓦·密特朗的话：“她有罗马皇帝卡里古拉的眼睛和玛丽莲·梦露的嘴唇。”在77岁的年纪，她的健康已经开始出现问题，一些小病侵扰着她，但她的智慧和热情丝毫未减。

我先是问了撒夫人（就像她的身边工作人员对她的称呼）一个有点愚蠢的问题，问她这些年来遇到过的最难忘的人物是谁。她的答案挺实在。她说，罗纳德·里根很棒。但是很多人可能看不到他的伟大。他在工作和决策风格上比较宽松，但是会定下大的原则方向，让下属去执行。“罗尼知道哪些是大事，好比税收还有冷战。”她觉得他自信、善良，而且从不在国际会议上趾高气扬。此外，他是一个超级出众的演讲家，“声音的魅力无与伦比”。她说她非常喜欢他。然后，她问我是否了解里根的近况。南希还每晚给他喂饭吗？她也特别喜欢南希。不过，我当然不清楚南希是否仍然每晚给总统喂饭。我问撒夫人她对于当今世界的风险有何看法。她说，风险永远都在，但环境已不像冷战期间那样险恶。她接着说道：恐怖主义是个威胁，但我们已取得了进步，在这一点上我们绝不能妥协，任何时候都不能高枕无忧，我们必须要强硬。然后，她用富有感染力的语调说：“残暴的恐怖无法扼杀自由的呼吸。”

见过撒切尔夫人之后，我到唐宁街10号去拜访阿纳布·巴纳吉。阿纳布曾经是英国最大的一家投资管理公司的董事长，如今是托尼·布莱尔的私人秘书。他聪明过人，魅力十足。在他的带领下，我参观了唐宁街10号。徜徉在那些庄严富丽的房间和丰富的历史之间，我被这处绝妙的老建筑迷倒了。办公室和会议室里装饰着重要历史事件的老油画，主楼梯旁的墙上则向上按顺序悬挂着历届首相的肖像，最下面的是诺斯爵士，画框都很简朴。整个建筑散发出威严而内敛的历史感与帝国气派。比起美国那永远自诩为宇宙中心的白宫和它那挂满新主人照片的西侧墙，唐宁街10号是如此不同。

**带着伤心和失望回家**

2003年5月6日：我回来了。纽约下着雨，阴冷、凄凉。在低垂的青灰色云层下，柏油路反射着微光。我们继续和一批批潜在投资人见面，但感觉他们的情绪不高。我们的心情也好不到哪里去。之前对于所募资金的乐观估计已经彻底破灭。到目前为止，不算我们自己投进去的钱，真正签约、敲定和交付的资金似乎很少，只有1亿美元左右。每个人都跟我们说，一开始的规模不重要。他们说真正重要的是我们拿到钱之后的表现。但这和Prime经纪公司最初的估计相差太远，他们原来认为我们开张时的资金能达到8亿美元。真会信口开河！看现在的形势，能到2.5亿就不错了。

今晚我在中央车站坐上8点11分的火车，刚过125大街站，火车不知为何停了下来。我的目光无意识地飘向窗外一片沥青球场。这是个沉闷的纽约之夜，孩子们在球场上抽着烟、闲聊、拍球。旁边的一角，一个十几岁的男孩正对着一只没有网的篮筐练习中距离投篮。两个梳着长辫子的女孩（我猜是他的妹妹们）在后面为他捡球。他让她们把球扔回给他，她们扔得轻飘飘的，东一个西一个，他总得跑来跑去地接，接到后再投。空气很闷，他好像流了不少汗。一会儿工夫，他已经连续投进去4个。我看得入了迷。这时火车启动了，就在他从我的视线中消失之前，又进一球。干得漂亮！我想，一切都会好的。

2003年5月15日：今天得到了更多的坏消息。两个我们指望会投大钱的机构先后通知我们说，6月2日之前不可能投钱进来了，各有各的理由。不过另一方面，摩根士丹利前董事总经理们的积极回应又鼓起了我们的士气。特别是一些多年老友承诺了巨额投资，这让我心里好受多了。今天我们雇用了谢尔盖，就是马德哈夫和我在伦敦面试过的那个俄罗斯小伙子。这样，我们的研究团队就算是成立了。

2003年5月22～23日：这个周末，在田园俱乐部，6个会员（其中包括我的几个老熟人）分别答应投资50万到200万美元。不过事后再一想，我的高兴劲儿就烟消云散了：假如我们的基金表现不好，我该如何去面对这些人？去年我的朋友约翰就遇到了麻烦。约翰是一个出色的价值投资家，但他把不少钱交给一位基金经理，那人掉进了陷阱。虽然不完全是自己的错，约翰还是分外自责。在他所在的乡村俱乐部，很多人都放了钱在他的基金里，他再也不好意思露面了。他又加入了很贵的普切斯高尔夫俱乐部，在那儿他不认识什么人，至少可以静静地练球。约翰是个认真的人。

2003年5月23日：又是一个长长的星期，我们得作不少演讲。私人财富管理部门很尽职，替我们引荐的人非常多，但我的感觉是这些人各自投的钱不会超过50万或100万美元，没什么大主顾。作为我们投资大户的那家养老基金在条款和细节上为难起我们来，这尤其让人沮丧，因为正是他们去年8月份的鼓励才让我们最初萌生了发起基金的念头。

我和这家养老基金的头头很熟，而且替他管钱已经好多年了。他是个聪明人，是一位投资高手。2002年8月的一天，我坐在他开着空调的办公室里仍然微微冒汗。我跟他说起我们的想法，拿不准他的反应会是愤怒还是支持。“我们会给你5000万～7500万美元，3年不动。”他毫不犹豫地说。马德哈夫当时也在，我们离开时精神振奋。正是这个最初的承诺给了我们发起基金的勇气。而我们现在经历的失望则说明，募集资金的过程真是充满了意外—有时好，有时坏，有时只能怪时机不佳。你永远不知道最后得到的将是什么。

与此同时，资本市场表现不错，但这与我们无关，因为我们还坐在候补席上，无缘上场一展身手。或许到我们开张的日子，唯一能让我们宽慰的就是股市还算景气了。我的睡眠很差，西里尔的感冒也一直没有好。

**第七章：带着回忆和怀疑向前冲**

现在我们真正拥有了金钱，真正开始投资。同时，过去的记忆时常浮现。我想你们会说，我是衔着银汤匙出生的那种人。我父亲是一位非常成功的职业投资家，曾任纽约银行的首席投资官和多家企业的董事。在我们3个男孩子年满18岁时，各自从父母那儿得到了一个价值约15万美元、包含有15只股票的投资组合。他们鼓励我们了解自己拥有的投资并提出问题。当我们年龄更大一些时，晚餐桌上的话题开始围绕市场和经济展开，但我对此兴趣不大。有一年，我父亲组织了一个家庭选股大赛。我们每个人选出5只股票。结果我的成绩最差，赢的是我母亲。她对股市一窍不通，只是选了那些生产她喜欢的产品或是她有好感的企业，比如说，让她赚了大钱的两只股票分别是宝洁和艾奥瓦电力公司（她是在艾奥瓦出生和长大的）。我对此厌烦透了。

**自立门户**

我上耶鲁时，虽然已是和平时期，但兵役仍是强制性的。我选择了海军陆战队军官培训项目。连着两个夏天，我在身体和精神上经受着折磨，总算熬了过来。1955年，我从耶鲁毕业，同时获得美国海军陆战队少尉军衔。在匡提科市的基础培训长达10个月，而且比上学时更艰苦。然后我就被派往冲绳岛，在一个步枪连里担任排长。那是和平时期，整个服役期间我从未听到过任何一声枪响。不过，我喜欢军事学校，也喜欢在海军陆战队接受锻炼。1958年，我退役了，像许多年轻人一样无所事事。然后我进了华盛顿一家叫兰顿的预科学校，在那儿教英语，业余打打橄榄球，还梦想着写出伟大的文学作品。我并不留意股市，虽然也带着兴趣关注我的投资组合的成长。事实上，那时的我对于经济学毫无热情。当时的美联储主席威廉·麦克切斯尼·马丁到我家来吃晚饭时，他和我父亲关于经济形势的讨论我甚至听都懒得听。

此时，我的二弟杰里米从伦敦经济学院读了两年书回来（他比我晚3年上的耶鲁），很快就在华尔街的“美国钢铁和卡内基养老基金”找到了工作。于是，突然之间，我被排斥在晚餐桌上的谈话之外，像个傻子。我也厌倦了橄榄球和退稿信，于是跑去找我父亲，跟他说我想做投资家。他让我把本杰明·格雷厄姆的经典大作《证券分析》从头到尾细读一遍，然后再跟他讨论。我认真读完了那本600多页的著作，画了重点，做了笔记，然后去见父亲。他接过被我折满角的书，又递过来一本，说道：“再读读这个。”他希望我打下价值投资的良好基础，并且理解投资是一项艰苦、折磨人的工作。

以优异成绩从商学院毕业后，我于1961年进入华尔街，成为赫顿公司（E. F. Hutton）的一名分析师。这时我的银匙出身又发挥出了威力：赫顿的董事长西尔万·科尔曼是我父亲的好友，而我的教父管理着当时最优秀的研究公司贝克·威克斯。他也给了我一个分析师的职位。我选择赫顿只是因为他们给的工资更高：7200美元（贝克·威克斯允诺的工资是6500美元）。在1964年时美国只有一家对冲基金公司，也就是A·W·琼斯公司。它管理着两只基金，总规模大约在8000万美元。1949年，艾尔弗雷德·温斯洛·琼斯拿10万美元的资本金创立了这家公司，钱是他妻子的。琼斯本人曾在美国的外交和新闻界混过几年，不甚得志。他认为自己很聪明，是天生的创业家。作为哥伦比亚大学的社会学研究生，他还发表过一篇题目拗口的论文：《生命、自由和财产：一个关于冲突和冲突中的权力之衡量的故事》。

20世纪40年代，琼斯还只是《时代》和《财富》杂志的一名特约撰稿人。到60年代时，他已变成一个家财万贯、自命不凡的大人物。（人们始终叫他艾尔弗雷德而不是阿尔，就像没人敢管艾伦·格林斯潘叫艾尔·格林斯潘一样。）他的傲慢自有理由，是他发明了现代对冲基金的观念：使用杠杆对股票进行多头或空头投资的私人基金，积极管理其净多头风险，并收取业绩提成。我父亲告诉我，在1929年大崩盘以前，纽约也有不少使用杠杆的多头基金，但没有任何一家通过空头对冲来系统性地控制风险。

早在20世纪20年代，在伦敦，约翰·梅纳德·凯恩斯就管理着一家宏观基金，那是一家多/空头基金。

然后，到了20世纪30年代，本杰明·格雷厄姆也管理着一只叫作“格雷厄姆-纽曼”的基金。他使用缜密的价值基础证券分析方法来选取主要行业中最昂贵和最便宜的股票，然后卖空并进行等值的对冲，但效果不甚理想，原因在于操作时多样性不足。此外，本杰明·格雷厄姆虽然是一名出色的分析师，却可能有点过于理论化，对价值投资的观念过分执拗。基金卖空的经常是行业内最好的公司，而买入的却是最差的。和同时代的很多人一样，格雷厄姆可能也对1929年股市大崩盘的惨剧心有余悸，因而不愿冒险，在使用杠杆时有些放不开手脚。

不知为何，艾尔弗雷德·琼斯并不认为自己是一名投资家，而是把自己看作创新家和伯乐。这一定位十分准确。20世纪60年代，投资界仍然死气沉沉，大量资金躺在各个银行的信托部里，管理资金的经理们已经不怎么跟得上时代。那时，并没有任何规则去解决分析师们面临的利益冲突问题。琼斯相信，只要抢先挖到信息，再拥有几名头脑敏锐、反应迅速的投资组合经理，他的基金就一定能打败那些愚蠢迟钝的银行信托部。他还认为，这样优秀的基金有理由向客户收取更高的固定管理费，并从赢利中提成20%。

他自己的公司拥有几名投资组合经理，但同时他也大量使用各个经纪公司中的研究人才资源。比如说，如果经纪公司中的某位分析师提出了一些好的建议，琼斯会让对方做出一个模型或是模拟组合来试运行。他会要求分析师在投资组合发生变动时与公司的三名投资组合经理之一联系，说明自己的想法。

作为回报，分析师的公司能够以共享佣金的形式得到慷慨的酬金，共享佣金的一部分直接进入分析师的户头，因为那时最优秀的分析师都为零售经纪公司服务并被登记在册。如果投资组合模型运转良好，那么该模型将被A·W·琼斯公司采纳，运用于实战，成为真正的投资组合，而公司可能会继续支付更高的佣金。对于分析师来说，这是一笔重要的收入来源，而且在当时的年代完全合法。投资组合的表现越棒，分析师拿到的佣金就越多。琼斯从未暗示过分析师们应优先为自己服务，他只是明确了一点：分析师们将因好建议直接得到报酬，公司想要的只是这些建议，而不是冗长陈腐的研究报告。此外，琼斯做事不留情面。如果你的组合模型不行，你就只有走人了。艾尔弗雷德·琼斯对业绩游戏了如指掌，同时也十分懂得通过研究提前获得信息的好处。

1966年，他告诉《财富》杂志的卡罗尔·卢米斯，他开发出了一个在风险控制框架之下的交叉交易模型。我猜这是胡扯。琼斯的基本策略不过是通过支付佣金来提前获取信息，并雇用聪明的年轻人把这些信息的优势利用起来。幸好埃利奥特·斯皮策那时还兜着尿布。

到1964年年初，我已经在赫顿公司当了3年多的分析师。我的运气不算坏，说我真的走运也行，那时我不过是个年轻的商学院毕业生。琼斯是我父亲在哈佛晚一届的校友，不知怎么听说了我，于是邀我去他的俱乐部，和他的运营官一起吃午饭。他的公司名声还不太响，但正在飞速成长之中。从1955年5月创建开始，公司带给投资人的综合回报高达28%。当我们在餐桌前坐下时，他的第一个问题是：“如果你在吃饭中间去上厕所，解手前会不会洗手呢？”

我张口结舌：“解手之后洗，先生。”

他不高兴地看着我：“错。你是一个常规思考者，而不是理性思考者。我洗手总是在解手前，而不是之后。”

他坐在那儿，看上去有60多岁，身材矮胖，眼睛近视，神态倨傲。他瞄着我的简历，如同我是他的一匹马驹。我曾经当过海军陆战队军官和参加过耶鲁橄榄球队这两点让他很兴奋。他对市场所知不多，所以对于我个人的兴趣不下于对我投资技能的兴趣。他尤其注意我对他那些古怪问题的回答。后来我才明白，他唯一关心的是手下的人能否为他赚钱，至于对我的出身和经历感兴趣，不过是因为他希望自己的公司在那些富有而高贵的客户面前显得更可信赖。吃甜点时，他让我替他设计一个投资组合。

1964年，我所设计的投资组合业绩斐然。我还和A·W·琼斯公司的初级合伙人兼投资组合经理迪克·雷德克利夫交上了朋友。迪克比我大9岁，也住在格林尼治。5年前琼斯先生说服他离开怀特·威尔德公司，成为自己的全职雇员。到1965年1月时，艾尔弗雷德·琼斯开始向我施加巨大压力，要求我离开赫顿，加入他的公司。我进退两难。一方面，我为琼斯设计的投资组合运转得非常好。另一方面，我在赫顿的收入也很高，还在1964年年底时被提升为合伙人，而部分原因正是我从A·W·琼斯公司赚到了大笔的共享佣金。我知道如果我对琼斯说“不”，他会终止我们的合作，这将让我很难过，因为他们的佣金当时是我一半收入的来源。我喜欢对冲基金的概念，但不是特别喜欢琼斯先生。

过了一阵子，我跟雷德克利夫谈起我的烦恼。他笑着告诉我，他早就厌烦艾尔弗雷德·琼斯了，那个人既刚愎自用，又反复无常。那是春天的一天，我们出去吃午饭，我提出我们不如自己开办一家基金公司。雷德克利夫精神百倍，摩拳擦掌，建议地点就选在格林尼治。我父亲也支持我们，但语气生硬地警告我，战后的大牛市已经是强弩之末。“股票已经在太长时间里表现得太好了。接下来肯定是一个长达5到10年的熊市。”他警告着，“要作好思想准备。”我并不相信漫长的熊市真的会到来，心里想着，父亲不是太老了，就是还停留在20世纪30年代的思维里。

琼斯发现我们的计划之后怒不可遏。前一年，他的另一个投资组合经理卡尔·琼斯已经离开他成立了自己的对冲基金—城市合作基金。鉴于每个为琼斯工作的人（包括我）都享受着丰厚的报酬，他认为我们都应该心满意足并对他感激涕零。他立刻威胁说，要起诉雷德克利夫违反合约和偷走客户。

此后，在对冲基金的世界里，雇员离开亲爱的主人的故事一遍遍地上演。乔治·索罗斯、刘易斯·培根、朱利安·罗伯逊等“教父”级人物都对有才华的下属十分慷慨，让他们拿到大量提成。然而，这些大基金还是不断地损失着人才，尤其是那些才华最出众的年轻人。金钱只是诱使人们离开的部分原因，最重要的原因还是自立门户和自己做主的愿望。“教父”们让下属感到敬畏，他们的能力与自信促使他们牢牢控制着基金的管理权。老虎基金的朱利安·罗伯逊就深得下属的敬重与爱戴，虽然这并不能阻止他们离开他独自创业，但这些人会以罗伯逊的名义捐献奖学金并始终尊敬他。乔治·索罗斯的量子基金对投资者来说就像一个带着旋转门的大厅，大家想进就进想走就走。尽管乔治是一位深受尊敬的投资家，但也被认为是专横霸道的事后诸葛亮。不过，要求别太高吧！

**开门受挫**

1965年6月1日，迪克·雷德克利夫和我开办了费菲尔德合伙公司，起始资金970万美元，其中有我自己的20万。1965年5月30日，道琼斯工业平均指数收于912点，16年后又回到同样水平。所以说，我父亲的警告是正确的。到1981年时，经过通胀调整的道琼斯工业平均指数即使是加上分红后，仍丧失了其1965年购买力价值的一半多。这是后话。不管怎样，在1965年6月1日，雷德克利夫和我选出一些股票做多或做空，当天早上我们的资金就变成了投资。我们的理论是，有什么想法就要迅速去实现。到现在我仍然认为这是管理新资金的正确做法。但是当天下午，威望素著的美联储主席威廉·麦克切斯尼·马丁发表了一个悲观的演讲，把1965年的形势与1929年夏天的危险形势相提并论。

就像如今一样，这样的讲话必定引起股市的疯狂抛售。当天下午道琼斯工业平均指数就下跌45点，我们一下午就损失了资金的5%。整个6月，也就是我们发起基金的头一个月，我们总共损失了6.3%，而道琼斯工业指数当月的损失是4.7%。那个月，我们的多头头寸下跌了6.7%，而空头只跌了0.45%。有限合伙人们纷纷来电询问，焦急万分，有些人已经在问提前赎回需不需要交罚款。在6月最低谷的一天，我们的损失达到10%。我确信自己已经完蛋了。在如此糟糕的一场表演之后，我想我不可能再在投资行业找到另一份工作。

而结果是，我们的第一年以55%的增长而结束，同期道琼斯工业平均指数上涨3.6%。那一年市场上不同股票的表现差异很大，我们做空了化学、制铝等一些基础工业企业和一些市盈率高达25～30的零售企业，同时做多科技和中型成长股。投资之神向我们微笑了，我们的空头下跌，多头上涨。接下来的3年我们同样表现出色，到1969年6月1日时，我们的基金增长已经超过200%，而同期道 琼斯工业平均指数的增长只有4.7%。一位在1965年6月1日投入了20万美元的有限合伙人在支付我们的费用之后，得到了54.3万美元。我们管理的资金增长到5000万美元，这在那时是个惊人的数字。我们觉得自己是天才。雷德克利夫买了一艘更大的帆船，我们引入了第三位合伙人约翰·莫顿。我把老房子拆了，开始盖一所大得多的房子。

终于，洪水到来了。到1970年初，美国股市的投机性变得非常强。技术、计算机租赁、新时代成长股的估值都达到了天价。对冲基金如雨后春笋般诞生。销售员、交易员，以及形形色色你从未听说过的人都跑出来筹资，私人基金蔚然成风。1970年冬末，熊市不期而至，重大损失集中在1968年和1969年曾飞速蹿升的投机型成长股票上。当时我们持有的多头是一些最好的新时代股，而空头是一些差劲的新时代股。我们还做空了一些所谓“漂亮50”中的成长型蓝筹股，我们认定这些股票的价值被大大高估了。到1970年5月，我们持多头的成长型新股伤亡惨重，持空头的垃圾股却没有道理地表现良好，“漂亮50”也是。

那是一个让人绝望的时期。我的新宅正建到一半，我们住在一套简陋的小房子里。我还记得那段时间，我每天凌晨3点像上了闹钟一样准时醒来，浑身冷汗，一边听着孩子们均匀的呼吸，一边为我的投资组合发愁。我们该把Memorlex的空头平掉吗？我们该卖出“数字设备”的股票吗？识读设备公司是一家真实存在的公司吗？宝丽来会一直下跌吗？那是我曾经有过的最痛苦的感受。它夜以继日地折磨着我。股票不行了，我眼睁睁地看着我们的投资组合完蛋，而且是腹背受敌。我在惊恐中度过了4月和5月。长期以来，我父亲一直不赞同我们那不入流的选股手段，他总是怀疑那些新时代股的真实性，警告我们不要过度投机。

5月底的一天，我到纽约银行去和他吃午饭。他对我表示同情，但当我说起市场不够理性时，他引用了约翰·梅纳德·凯恩斯的话来告诫我：“不幸的是，市场保持非理性的时间总比你能支撑的时间长。”“我建议你们控制损失。”他这样说。我们侥幸渡过了难关，但1970年5月却成为我终生难忘的一课。当你管理一个投资组合的风险时，你必须时刻记住：灾难骤至的可能性永远存在。无论向上还是向下，市场都容易走火入魔。光景好时，我们认为流动性永远不成问题。如果一个仓位情况恶化，我们总是可以迅速逃脱，把损失控制在最小。而那年春天，在混乱的政治和经济形势之下，我才认识到：当市场崩溃时，不仅流动性烟消云散，而且价格的直线下跌也使得所有决策都可能带来严重的负面效果。而这一切，我是付出了惨重的代价才明白的。我发现，危机决策的诀窍便是“两害相权取其轻”，而我父亲后来跟我说：“在你的投资火刑里，你得到了一些经验，明白了杠杆的危险和止损的必要性，这是好事。不过，也别让这些经验过于困扰你。别像马克·吐温笔下的青蛙那样，因为烫着一次就再也不敢接近炉火，直到被冻死。”

**大熊市以及无底深渊般的恐慌**

结果，1970年6月1日结束的财年成为1969～1974年大熊市的第一个谷底。我们的合伙人中差不多有一半给了我们“黑点”，就像海盗船的船员在失去信心时给船长黑点一样。在接下来的一个财年中，市场有了起色，道琼斯工业平均指数上涨29%，我们的基金则上涨了67%。也就是说，我们把头一年的损失都补了回来。但是，我们基金的规模缩水了。不难理解，很多投资者都因为不能忍受这样的动荡而撤了资。

此外，对冲基金也失去了以往的光环。1970～1973年，很多对冲基金溃不成军，它们实际上都是杠杆多头基金，因而损失惨重。其他一些基金参与了私募股权风险资本交易，结果随着形势的急转直下而完全丧失了流动性。那时的基金还有一种做法，就是以极低的折扣价购买上市公司的私募证券，这种证券附有一纸所谓的“投资函”。发行私募证券的公司通常很可疑，要么就是急需资金。几个月后，这些对冲基金会以市场价格来记录它们手中私募证券的价值，尽管股权是无法卖出的。过后，当投资人开始赎回时，会发现基金投资组合中的很大一部分价格虚高，而且根本没法脱手。直到今天，对冲基金涉足私募股权的趋势仍让我忧虑。

1972年春天，摩根士丹利替我们从欧洲和中东募集到1000万美元资金。在这家公司有我几个耶鲁的好友和格林尼治橄榄球队的熟人。那时候，摩根士丹利还只是一家高品质的小型投资银行，它与大银行的关系之密切令人难以置信。高级合伙人多少有些贵族化的优越感，但他们狂热地信奉一个信条：雇用最聪明、最优秀的人才。那时，摩根士丹利并不发表任何研究报告，也不屑于经手任何并购生意，自己也没有销售能力。为完成承销业务，它在全美组织了各种地方企业的理事会。大型通讯社逐渐成为它们的威胁，因为这些通讯社拥有广泛的传播能力，并且开始努力发展投资银行方面的专长。

1973年是证券市场惨淡的一年。摩根士丹利也饱受痛苦的考验，它没有拿到任何承销业务。我的朋友，也就是那些年轻的合伙人们，希望拓展新的业务领域。他们认为，首要任务是培养研究队伍，同时组建一个机构销售团队，提高承销能力。我成了他们组建研究部和投资管理部的人选。1973年5月，他们请我出任合伙人，给我开出了公司3%的股权（相当于30万美元）和5万美元薪金的条件。我感到荣幸，接受了他们的提议。当我加入摩根士丹利成为合伙人时，公司共有27名合伙人、255名雇员、1000万美元资本。1973年和1974年，摩根士丹利的经营均出现小幅亏损。1974年夏天，当时的高级合伙人鲍勃·鲍德温宣布了一条内部规定：所有旅行（包括国际旅行），都不能享受商务旅行的待遇。

我们的费菲尔德合伙公司经历了20世纪70年代的熊市生存下来，直到1985年雷德克利夫和莫顿退休前，基金都运转得很好。

那段时间给我留下了三段无法抹去的记忆，它们总是不断烦扰着我：一是1965年6月我们开业头一天，一下午就损失了5%时，我体验到的恐慌无助；二是1970年那个可怕的5月我所感受的疲惫与绝望；三是1974年9月，股票日复一日下跌的恐怖气氛。2000年春天，科技股日创新高时，那段时日的记忆又袭上心头，我仿佛看到了往事映在水中的倒影。

如今，我的思绪快进到2003年。我们对当前的股市看好，但同时也心弦紧绷，且看下面的记录。

2003年5月26日：6月2日临近，市场在继续攀升，我们感受的压力也越来越大。今天，我凌晨3点钟醒来，满屋洒着银色的月光，我心头烦乱，思忖着钱到手后该如何投出去。让我最感不安的是，每个人都告诉我们：头几个月不亏钱十分关键。这是一种不求有功但求无过的心态。拿到投资的资金，然后立刻亏损10%，这种事被看作天大的灾难。然而另一方面，如果我们没能趁着股市反弹大赚一笔，人们还是会对我们不满，不管他们现在嘴上怎么说。经验告诉我们，正确的做法是照自己的步调前进，自己感到舒服就行，而不是玩儿花招做表面文章。我们都看好市场，所以我们一定会做巨大的净多头。今天，我们三人商量好，每人分头设计一个投资组合，要确定好具体的仓位规模，然后星期天下午碰头讨论。

2003年5月28日：看来我们的初始资金会达到2.7亿美元，还不算摩根士丹利和我自己投进去的钱。都加上的话，能达到3.9亿。我们一开始指望的5笔大投资中只有一笔能够最后兑现，而且就连这一笔也只投了原来承诺的一半。其他投资落空要么是因为法律原因，要么是因为时机不对。而另一方面，也有一些惊喜。一家伦敦的组合基金投进4000万美元，成为我们最大的投资者。奇怪的是，我们甚至想不起最初是怎么跟他们作介绍的。募集资金的全部经验告诉我们：刚作完介绍后的那股兴奋劲儿转眼就会消散，什么都说明不了，更不要指望什么。想到有那么多朋友投钱进来，我既高兴又担心。

2003年5月29日：我早早就醒了，听着窗外的蛙鸣声，开始为投资组合揪心。在整整3个月的股市攀升后，我们该怎么办？我继续思考着我所设计的开门组合。靠我们的投资风格和手段，几年后我们会创造相当不错的回报，这一点我很有信心。不管怎么说，我们都是老手。但让人担心的是，我们的生死取决于头一年，或者说是接下来的7个月—直到年底。在这么短的时间里，什么事都可能发生。我们不一定走运，有可能出师不利。如果在头一年剩下的时间里表现得不尽如人意，基金估计会缩水一半，那样就必须连续数年交上漂亮的成绩单才能重建我们的威信并吸引到新的资金。谁知道到时候我们三人能否携手渡过难关？我几乎已经能想象到所有讥讽的评论。最后一条坏消息是：因为一些讨厌的法律要求，我们的大型养老基金在6月1日无法注资进来了。西里尔的感冒还不好，今天作一场投资介绍时他还弄丢了东西，不知是不是神经紧张的缘故。股票的涨潮直冲到周末，我们只能袖手旁观。

2003年6月2日：星期六，我和山姆在格林尼治打了网球。山姆是个年轻人，管理着一只小型科技对冲基金。星期天我又和菲尔打，他开办自己的对冲基金已经好几年了。山姆聪明、有悟性，而且工作努力。他每周要和5到10名科技企业的管理人员见面谈话。他说，这些企业的订货量还是不见起色，他开始卖出一些股票。以前他是一名新兴市场投资经理，在俄罗斯恐慌之后转行投资科技股。我跟他说，他这是才下刀山又人油锅。他对新兴市场投资有不少高见，比如说，“强龙压不过地头蛇”—到头来做得最好的总是本国投资者。在政治事件引发的大恐慌之后，地头蛇们高高兴兴地从外国人手中接过价格已经触底的股票。可你要指望以后股票升值时还能卖给他们，那就是做梦。要想在新兴市场上获得利润，唯一的办法就是以更高的价格卖给比自己更傻的外国投资者。

菲尔这个投资老手看好股市。有人被过去的经历和失败吓怕了，但菲尔不会！赛完网球（他赢了）之后，我们在阴凉地坐下。他告诉我他是自己基金的最大投资者。在饱受折磨之后，他得出结论：管理基金时的心态应当是把所有的钱都当作自己的。也就是说，不要为了取悦基金的股东而刻意去做什么，做一个单纯的投资者就好。我觉得这是高论，就在不久前，人们还在劝说我们稳妥为上，头几个月要保证不亏钱。而我看好股市，正打算大干一场。菲尔的心态让他抓住了机遇，今年他的基金已经赚了25%。

菲尔是个敢想敢干的人。2003年1月，在经历了两年的坏年景之后，他提高了他的固定管理费。他跟投资者们说，他离“水位线”还差那么多，必须靠提高固定管理费才能留住他最好的分析师。如果他拿不出足够的薪酬，分析师们就会跳槽到其他不低于“水位线”的基金去，在那些地方，如果2003年表现良好，钱是不愁的。一些客户走掉了，还跟他说：“你在前几年景气时挣了几百万，所以应该自掏腰包养活分析师，而不是打我们的主意。”然后，菲尔拿全部资金孤注一掷，做了一个巨大的净多头，如今他可赚饱了。他真的是拿基金当自己的钱。

说到“水位线”，有必要解释几句。对冲基金除了固定管理费还收取20%的利润提成。如果某一年基金亏了钱，那么在下一年基金经理就无权提成，直到上年的损失被补回来为止。这就是所谓的“水位线”。对菲尔来说，在连续亏损两年之后，他有一大笔损失需要填平，在此之前他和他的手下都拿不到业绩提成。这种规定实际上会鼓励那些亏损的基金关门了事，再改头换面新发起一只基金。我觉得，在这种情况下关闭基金另起炉灶有点不道德，它违背了与投资者所签合约的基本精神。

然而，有些精明投资者的想法却完全不同。如果某个过去有着良好记录的基金经理失手亏损，掉到了“水位线”之下，关闭了基金，又重新发起新的基金，他们还会给他投钱。他们的逻辑就是：“回归平均值”的理论对任何事物都适用，对基金经理也是一样。此外，他们还认为一个人想要东山再起时会分外卖命。出于同一逻辑，他们认为“花无百日红”，可能会从连续几年表现优异的基金里抽出钱来。我的一个朋友杰夫就遇上了这样的事。他的业绩一向良好，最近两年更是连续增长40%。结果怎么样呢？有的投资者竟然撤回了资金，因为他太出色了。杰夫并不在意，他手里的资金多的是，但心里仍旧不舒服。如果一只基金不像杰夫的那样强大，可能就要遭殃了。做得不好会遭受赎回之苦，做得太好也会。

闲话少说，今天下午我去了纽约。我们的办公室在洛克菲勒广场1号的4层，是一个临时的办公空间，我向我的朋友约翰·列文租的。那个地方黑暗、肮脏、古旧、破败。会议室里的地毯散发出霉味，每次进去我都喘不过气来。不过，马德哈夫、西里尔、道格和我各自的小办公室所在楼层不高，都拥有宽大的玻璃窗，可以直接俯视下面生机勃勃的广场。打开窗户，广场上乐队和歌手的声音就飘送进来。多年来我们被密闭在高耸入云、不接地气的办公室里，现在，这样新鲜的空气和嘈杂的市声是多么惬意。或许我们该和着音乐跳上一段。

（后来的情况是，在开业的头一年，我们就不得不搬了3次家。每次环境都有所改善，最终落脚的地方虽算不上奢侈，却也非常舒适，而且拥有第五大道的绝妙视野。可惜的是，我们的投资业绩和环境成反比，最出色的成绩是我们在那个破旧、发霉的4楼创造的。）

我到办公室时，大家已经都在了，包括我们的交易员菲尔、几名分析师，还有办公室主任苏珊娜。当时的气氛让我想起体育大赛前的更衣室。你在担心一出场就打个大败仗，但此时已是骑虎难下，只有上场去拼了。不过，说着容易做着难。下午晚些时候，西里尔、马德哈夫和我在会议室开了几小时会，把我们各自准备的投资组合拿出来作比较。我们的选择惊人的相似，不知这是好事还是坏事。

然后，我们3人到洛克菲勒中心一家便宜的意大利餐馆去吃晚饭。我们要了一瓶像样的基安蒂红酒，我举起杯庄严地说道：“好吧，这要么是一个开始的结束，要么是一个结束的开始。”西里尔说我的祝酒词一点也不高明。等基安蒂红酒开始发挥作用以后，我感觉我们是一班兄弟，正要并肩投入战斗。战斗就是战斗，我们的敌人是市场，是全世界。

我有一位正在投资战役中挣扎的老朋友，鲍勃·法莱尔，他也是我所认识的最优秀的技术人员，对于市场历史和神秘性的把握让人叹服。鲍勃用电子邮件发来了一段话，引自一本不出名的旧书（巴尔尼·温克曼的《华尔街10年》）。我把它打印了3份，在餐桌上分发，人手一份。

在投机力量的撞击中，情绪所扮演的角色已经偏离了商业和行业的常轨。如果不重视这一点，就无法充分地解释股价脱离其商业环境的现象。在华尔街，“中庸”这个词并不存在，因为投机机制注定一切行为都会过度。就算是在幻想的高潮和失望的深渊过后，人们恢复性的反应都会过激，比正常的商业趋势波动更大。人们若是只想把股票变动与商业统计挂钩，而忽略股票运行中的强大想象因素，或是看不到股票涨跌的技术基础，一定会遭遇灾难，因为他们的判断仍是基于事实和数据这两个基本维度，而他们参与的这场游戏却是在情绪的第三维和梦想的第四维上展开的。

这个作者，不管他是谁，都是个明白人。金钱游戏是在第三维和第四维上玩儿的。

天太晚，我已经没法回格林尼治，于是跟马德哈夫去了他的公寓，吃过安眠药，在他的书房沙发上将就了一夜。明天将是极为艰难的一天，要让那么多新到手的钱运转起来，其结果是如此的胜败攸关。但这就是投资生涯，这就是它恼人的本质。

“现在”永远是最难做出投资决定的时刻，永远是最难解开第三维和第四维秘密的时刻。

**第八章：刺猬有各种大小和形状**

1.

整个星期平淡无奇。我们的办公室里人流不息，各式各样的战略师、经济学家、分析师被人带来，向我们推销各自的服务。我们听了他们的介绍，有的挺有意思，甚至十分诱人。但关键是，他们所冒的风险并不像我们这样。他们总是口若悬河，因为若是说错了，随时可以改正。我们可没这种福气。你总不能把业绩报表上的数字涂改了事。对我们来说，最聪明的办法便是和那些本身也是职业投资家的人交流，当然这些人得记录良好，同时多年来又深得我们的信任。他们可能不会告诉我们他们业务的全部真相，但至少他们和我们玩儿着同样的游戏，冒着同样的风险。

成为一名投资家，替别人掌管金钱，对于许多对自己的智力充满自信的男男女女很有诱惑力。投资家典型的素质包括：求知欲、好赌的天性，以及凭借不完整的事实做出艰难决策的能力。在成功投资家的排行榜上没有哈姆雷特的位置，因为他们的表现不是以任何人性化的标准来衡量的，而是完全反映在硬性的量化标准上。成者为王，败者为寇。不知为何，对冲基金投资尤其吸引着一些持有清晰世界观的巴洛克式人物。下面就是一些我曾交往的投资家。

**2.“做一只猪需要勇气”**

蒂姆

今天蒂姆来吃午饭。我们深感荣幸，他是对冲基金业中一个不折不扣的奇迹。蒂姆大约55岁，清瘦、英俊、深色头发。他说话带着不明显的英国口音，显得沉着冷静，举止文雅而迷人。蒂姆在肯尼亚的一个咖啡种植园长大，现在还是那里的主人。他的教养和学问都很好。虽然他现在不再公布业绩，但我们知道他做得很出色。蒂姆的投资组合如此集中，又使用了如此高的杠杆，使得他的业绩波动巨大。但这又何妨？如果你是一名长期投资者，你会更乐意接受一个高波动的25%的五年复合收益率，而不是稳稳当当的10%，但前提是你得经得住起起落落，并且在坏年景里避免焦躁。

蒂姆在伦敦郊区一个树木葱茏的小镇上拥有一间安静、宽敞的办公室，里面满是古董家具、精美的东方地毯和瓷器。他只有一个秘书。我猜他管理的资金超过10亿美元，可能有一半是他自己的。在他美丽的18世纪齐本德尔式写字桌上放着一块小牌子，上面刻着“Totis porcis”—意思是“完整的公猪”。还有一只小小的瓷猪，写着“做一只猪需要勇气”。我猜正是在上面刻字的人—斯坦·德鲁肯米勒—送了他这只小猪。为得到真正的巨额长期回报，你必须做一只猪。猪绝不会把吃进嘴里的食吐出来，你也得守住能赚钱的投资，不要急着跑掉，直到真正赚足为止。

蒂姆是个全球宏观投资者。他研究世界形势，寻找投资机会。他关注的是资产类别、国家和主要股票大类。2003年6月的一天，他来到我们办公室，那时他持有的多头包括日本银行、俄罗斯股票、国库券、欧元和韩国股票，同时在美元上持有巨大的空头。他做空的还有欧洲和美国的食品饮料等主要消费品股票。在他信心不足时，他会减少杠杆和下注的规模，他把这称作“靠岸”。

蒂姆的风格与惯常做法完全相反，他大幅使用杠杆，投资高度集中，而且不拘一格。要像他那样使用杠杆，必须具备钢铁般的意志和强大的自信。杠杆意味着波动性，也意味着犯错误的余地小得多。比方说，像蒂姆这样的人给自己的基金用4倍的杠杆易如反掌，但这也意味着，如果他的投资组合损失了10%，他的资本实际就要损失50%。要知道，一旦你的损失超过20%就很难再恢复元气，因为此后你只能靠少得多的资金翻本。假设蒂姆头一年亏了10%，也就是实际损失50%，第二年又赚了10%，那么两年加起来仍旧损失25%。在同样的情况下，未加杠杆的基金总共的损失则只有1%。更不用说每次你的基金跌幅超过20%时，你几乎总是会晕头转向，失去思考的能力。

**3.**

蒂姆觉得，正是来自客户的压力害苦了对冲基金。迫于这种压力，基金不得不时常思考如何避免自己的净值在每个月底呈现缩水。结果是，人们开始设定止损线，运用各种风险控制机制，由这些机制自动地替他们做出投资决策。这类决策多数都是坏决策，让人变得随波逐流。结果，这些人成了一些要素驱动的短线投资者。蒂姆认为，这就给那些勇于使用杠杆、乐于接受风险，并且在头脑中存有长期观念的投资者创造了机会。“要接受风险，要专注。”他说道，“多样化是业绩的敌人。”

蒂姆还有一个有趣的观点。他谈道：“管理投资组合是一种个人行为。对我来说，找合伙人是行不通的。因为最终，在无眠的深夜里做出买卖决策的只是一个脑瓜而已。”团队就意味着妥协，它做出的决策一定赶不上某个孤注一掷的个人。他说道，他自己也经常做出错误的决策，但至少决策的机制是正确的。

你要是想投资于蒂姆的基金，必须得完全信任这个人，还得学会对他造成的巨大波动安之若素。2002年他的基金跌去了20%，在2003年又涨了超过100%。2004年的某个时候，他的基金增长了18%，最后这一年以增长40%收尾。我猜想一定有几位大投资者长期以来坚定不移地支持着蒂姆，他甚至不屑于接听有投资意向的组合基金的电话。他每年写两封信，每次一张纸，说明他的想法。一张纸，真的就是一张纸！他每周在一个加密网站上公布一次他的资金净值，这样他的投资者们就能知道他的表现如何—若是他们有此雅兴。

除了少数几个人，任何策略师和分析师都别想找到蒂姆。但他乐意和其他基金经理或是企业老板交流。我猜他也不怎么读华尔街的那些研究报告，但他确实会留意相关的图表。当我问起他怎么获得了那些投资主意时，他先是呆住了，不知如何回答。思考了一会儿之后，他说，他的诀窍就是依赖长时间积累起来的知识基础。然后，当某些事件或只言片语的新消息出现时，他的思维程序马上会被触发，突然之间就发现了某个投资机遇。这种事不能强求，你必须耐心等待灵感的到来，如果它不来，“就靠岸”。

**4.**

蒂姆通常持有10个仓位，他认为，获得卓越业绩的正确方法是在你真正有把握的地方下大注。然后就把大量精力投到上面，密切关注这些投资。最近，他告诉我他有3个仓位：他在做空美元，仓位的规模是他总资产的3倍；他有超过总资产一倍的仓位在日本，一半在银行，一半在日本Topic指数；此外，他还有相当于资产两倍的仓位在两年期美国国库券上。有时他还会持有某些国外资产，好比现在他就拥有一家朝鲜银行的股份和一家圣彼得堡的商业房地产公司的分红。那家朝鲜银行的股份是以账面值1/3的价格出售的，而那家房地产公司的收益率是15%。

他不停地旅行。他是个好奇心很重的人，他的工作方式更像是个秘密代理人。比如说，蒂姆持有俄罗斯和日本银行的重仓。他并不满足于常规的商务会议，也不满足于只和莫斯科及圣彼得堡的官员见面聊聊。事实上，2005年他在西伯利亚泡了一星期，参观俄罗斯的石油企业，累得筋疲力尽。他这么做是因为俄罗斯经济的一切都与石油关系密切。至于日本银行，他则使用了一系列非常规的资源，我知道他与两家银行的高管签有长期合同，一年他要去东京四五次。

就像我前面说过的，蒂姆认为投资管理是一种独立、孤单、恼人的工作，而密切的人际关系只能让你分神。你的关注点必须完全放在投资组合上，对世界和市场保持机警，随时伺机而动。你的目标是业绩，而不是建立一家长盛不衰的公司或是培养出优秀的年轻宏观分析师。而在我认识的其他对冲基金经理中，几乎所有的成功者都希望创建起一个能够传承、能够在自己离去之后长久生存的公司。这一点经常困扰着他们，成为他们的滑铁卢。

蒂姆一定是个非常富有的人，但他丝毫也不招摇。他在伦敦有一处住宅，在肯尼亚有一片咖啡种植园。这就让人想不通：为何蒂姆还要以如此极端和紧张的方式来管理金钱？为何他还要疲惫不堪地奔波在日本、俄罗斯和印度之间？那些地方并不是什么洞天福地。他没有合伙人来分担焦虑，而他业绩的波动又是如此之大—即使是对于有着钢铁般意志的人物，这样的波动也一定是让人伤神的。时不时地就听到风传，说蒂姆正面临大额保证金追加，马上就要顶不住了。当然，传言一直没有成为现实。

我唯一能想到的答案就是他热爱高风险的投资，而且我知道，他认定这是管理金钱的正确方式。他一定也喜欢旅行。这个安静、清苦、绅士的男人一定是既享受着投机成功的刺激与兴奋，也能够顶得住风雨。如果你是一名对冲基金的投资者，你更喜欢在5年后得到什么呢？有风险的20%～25%复合增长还是稳稳当当的10%～12%？

**5.胡子先知**

**文斯**

我有个老相识叫文斯，下面这篇小文写于2005年夏天一次和他吃晚饭之后。初识文斯是在20世纪70年代末，那会儿他是当时最大的对冲基金的首席交易员。如今的他已经退休，经营着自己的对冲基金。他对市场的感觉十分老到，我从未把他仅仅看作一名交易员。事实上，他更善于高瞻远瞩、把握大局，而不是在蝇头小利上蝇营狗苟。没有人是完美的，但他的确拥有若干完美的长线投资。我还可以举出一些经常向文斯讨教的投资巨人的名字。1973年他盯牢了“漂亮50”；1980年他谈论着石油泡沫破灭、利率高峰，并认为罗纳德·里根会带来通货紧缩。他也犯过一些大错误，尤其是在日本。在投资科技股上他则比别人起步都早。他不是那种能轻易改变想法的人。如今，文斯经营着自己的小型对冲基金，钱大部分是他自己的，剩下的来自一些对他充满信心的好友。

有些人觉得文斯是疯子，或许他是有一点疯狂。

有人叫他“胡子先知”，我相信这是因为他总能预见到一些似乎超乎情理的未来趋势和别人意想不到的金融和社会事件。他大量阅读历史作品，是保罗·约翰逊及其“意外结果”论的追随者。当美国国库券的利率还是15%时，文斯说它至少会下滑到5%。当道琼斯工业平均指数股票以9倍市盈率销售时，他说市盈率会达到25倍。在那时，我认同他所说的大方向，但觉得他太夸大其词了。

文斯说话很快而且热情洋溢，笑起来很大声。我说不清该把他看成技术人士、历史学家，还是神秘主义者。他是希腊人，一个流亡移民，同时沾染了地道的纽约习气。他从未上过学，时常以故意显示没教养为乐。一次，他走进一家豪华酒店的鸡尾酒会，大声对钢琴师说：“弹几首毕加索，伙计。”钢琴师愕然地看着他，他又说：“算了，那就弹几首伦勃朗吧。”他胡须浓密，却对吻颊礼坚持不辍，和他见面或道别总要受一场针扎的考验。如今他不住在纽约，但今天突然打来电话，说有事要跟我谈。然后他开车来了，我们一起去吃晚饭，选的是一家光线幽暗、价钱昂贵的法国餐馆，连侍者都个个带着敏感而高贵的表情。

**6.**

文斯认为自己在社会和金融变革方面可称先知。他相信，从长远来看，价格和社会价值将围绕着一个核心价值回归平均值，但人类天生容易被感性因素所左右，因此倾向于打破常规，从而引起巨大的动荡。在一个由电视和互联网搭建起来的沟通无障碍的世界中，人们的非理智因素更容易相互感染并被迅速放大。20世纪90年代的异常行为到现在才开始真正显露出结果，其副作用将导致社会和金融行业的变革，从而破坏一大批人的纸上财富，引起社会形态的变化。文斯的宗教情结浓厚，开始跟我引述起了《传道书》：

凡事都有定期，天下万物都有定时。

生有时，死有时；栽种有时，拔出所栽种的也有时……

哭有时，笑有时；哀恸有时，跳舞有时……

寻找有时，失落有时；保守有时，舍弃有时；

撕裂有时，缝补有时；静默有时，言语有时。

“对美国来说，这是一个厄运降临的时刻。”文斯说，双眼在浓密的眉毛下闪出幽邃的光，“哭泣之时、失落之时正在到来。华尔街和企业界的严重腐败和贪婪在资本主义的金井里投进了毒药。通过电视和互联网，全世界的人们都知道了资本主义和全球化是邪恶的制度，只能使富人更富、穷人更穷。他们知道在过去20年里，首席执行官的薪水从普通工人的43倍平均涨到了531倍。谁知道这是不是真的，但人们相信它是真的。”

**7.**

文斯把烟喷到我脸上（是的，他还在抽红盒万宝路）：“如今，投资者们都清楚会计师也会腐败，而身为美国资本主义偶像的那些公司所报告的赢利完全被它们的英雄首席执行官们操纵着，这样他们才能执行他们的股票期权。就连一些最优秀的公司也在作假、雇用会说谎的会计师。经纪人成了替罪羊，被扔向狼群。至于华尔街，投资者们以前就知道它是个大赌场，但至少过去把它看成公平的赌场。如今，大家开始明白这里充满害人的骗局和陷阱。一两年之内人们是不会忘掉这些伤口的，这些印象造成的负面影响将长久存在，难以平复。”

“是啊，”我说道，“不过你说的这些在电视上和报纸头版上已经被报道得太多了。这就是股市连跌了3年的原因啊。这不是什么新闻了。”

文斯发出他典型的大笑。“没错，”他说，“可副作用还只是刚刚出现而已。在有史以来最大的牛市期间，标准普尔500指数的复合增长率达到17%，股票共同基金的投资者每年的收益率却只有6%，原因就在于他们总是在股价处于顶峰附近买入热门的股票。如今，很多股票共同基金已经从它们的最高位跌去了50%，技术股共同基金更是跌掉了70%。《纽约时报》的格雷钦·莫金森发起了一场对投资管理公司、投资组合经理和基金总监的讨伐战。这还只是个开头，集体诉讼律师们会继续寻根究底，直到挖出更多的黑幕。他们会拿到大钱，然后赎回风潮就该开始了—现在连开始都还不算，要重新建立信任至少还得一代人。别忘了在20世纪70年代，美国共同基金的资产从最高点跌掉了50%，日本共同基金在1990～2000年间损失了资产的90%。漫无尽头的大熊市只是刚刚揭幕。

“养老基金也要遇到大灾难。那些老老实实交了一辈子钱的人会陷入绝境：这些养老基金已经成为定时炸弹。这就是泡沫的后遗症。对银行家和经纪人的官司打也打不完，他们有的人会被迫吐出大笔的钱，有的人手里的股票会被折价出售，直到他们变成穷光蛋。”

我打了一个冷战，想起我的摩根士丹利股票。“我能理解，”我说，尽量让语调显得平静些，“但只有股市再跌很多才可能出现你说的这些情况。股价一崩，什么坏事都跟着来了，什么都可能发生。不过，沃伦·巴菲特不是说过吗：和美国打赌永远别想赢。”

“巴菲特已经是个老‘托儿’了。”文斯答道，“股票还会跌好多的，它们现在还是太贵了。美国经济发展会有很多年都快不上去：债务过高，储蓄过低，退休计划不合理。下一个爆发大灾难的将是住宅房地产市场。人们在借短期债务做长期投资，靠浮动利率按揭重复融资。当短期利率上升时，债务负担将会飞涨，房屋的价格会下跌，这样消费者不仅资产减值，可支配的收入也会降低，真是雪上加霜。这就叫‘文明衰落’，是大衰退和美利坚帝国崩溃的前兆。”

**8.**

“还有一个泡沫也快破灭了。在联邦房屋贷款公司的支持下，现在的房价每年涨7%～8%。从公园大道到贝弗利山，从南安普敦到阿斯彭，那些豪宅都会跌价的。在历史上的每次金融泡沫破灭之后，纸上财富都会大量蒸发，像风中的雾气那样迅速消散。去年，东京高档公寓的价格已经从120万美元均价落到了25万美元。还记得在20世纪30年代吗？艺术品的价格跌掉了80%，连东方地毯也变得特别便宜。这些后续效应总是相似的。这次又凭什么会不同呢？这些副作用发作需要一段时间，可能是好几年，尤其是当央行大幅削减利率使得流动性泛滥成灾的时候。这些事情没法避免，顶多只能被延缓。3年之内，美国经济就会陷入衰退之中，标准普尔500指数会跌到500点，美国会发生革命，那将是德国在20世纪30年代那样的法西斯革命。”

“文斯，你又钻牛角尖了。”我笑着，“你已经预测了9次大熊市，实际只发生了3次。世间不一定总有那么多神示。美国的社会经济体系是有史以来最灵活、最具适应性的，当局还拥有许多财政和货币武器，不会傻傻地坐视美国经济崩溃。20世纪30年代美国和20世纪90年代日本的那种大衰退不仅是泡沫破灭造成的，它们的根源都在于重大的政策失误。就算联邦政府再次犯错，我想最坏也就是造成经济停滞，不至于是大衰退。”

“太晚了！我还没说恐怖主义造成的经济影响呢。还有天花、核爆炸、商场里的自杀性炸弹……”

“我可以想象。那你打算怎么做呢？”

“我在纽约银行的保险箱里存了5万美元金币。不过我现在正在考虑这事。大型恐怖袭击可能会破坏纽约银行的地窖，这样说不定我连金子也拿不出来了。还有，这些大银行简直就是些娼妓。另外，到时候乱成一团，就算我能进地窖，金子也说不定会被人抢了。所以说，最好的对冲就是一把来复枪、一些罐头，还有一个在新西兰的家。”

最近我又见过文斯一次，他的观点没怎么大改。他承认他预测的时间太早了，但那一切是必然发生的。我为什么要听文斯说这类话呢？首先，因为我们必须对最坏的状况保持警觉。我们至少需要脑子里有这根弦，这样一旦灾难真的发生，我们能有所准备，有所行动。一次文斯跟我说：“你们这些天真的美国人一直生活在一个千载难逢的黄金时代，你们什么事都没经历过。我们这些欧洲流亡者的孩子则比较清醒，我们知道世界上总会有预料之外的灾难发生。”另外，他在一些大事上预测得非常准，而且话语中有不少真理。20世纪30年代的大劫难再度发生也并不是完全不可能。有时，我也会考虑弄一点金子存着，但转眼就忘到了脑后。黄金是一种收益为负的投资，没有什么明显的投资价值。它的价格主要取决于恐惧—对通胀、战争和纸币贬值的恐惧。

对我来说，文斯的话不过是些背景音乐。自从我成为投资者的第一天起，我就告诉自己可能会遇到一些不确定的祸患，比如战争、瘟疫、金融衰退。还有一些微乎其微的发生大难的可能性，就好像“9·11”和禽流感，但不能以此为基础来管理金钱。

**9.朱利安的伙计**

那是2003年夏天的一天，我和家人坐着朱利安·罗伯逊的飞机去太阳谷玩儿。

朱利安是我的好友，多年来他运营着史上最成功的对冲基金—老虎基金。如今他替自己管钱，同时也培养对冲基金新秀。换句话说，他把钱投给他所了解的年轻聪明的基金运营者，一般每笔1000万～2000万美元，并且让他们在自己的办公室里落脚。他从他们的基金管理费中提取20%，作为向他们提供办公场所和其他基础设施的费用。他还努力创造出良好的氛围，好让这些“小老虎”们相互激发灵感，而这正是朱利安所擅长的，因为他是这么一个又开明又和善的人。

在朱利安的飞机上还有他新提携的一个小伙子，那家伙30岁出头，自信、外向，很有魅力。他在哈佛上的本科，又进了哈佛商学院。此后，他的整个职业生涯就与对冲基金联系在了一起（他的妻子还是另一家对冲基金的兼职交易员）。一开始他在另一家基金工作，那家基金是原来从老虎基金出去的一个人开办的。再后来，在朱利安的帮助下，他自己也发起了一家基金。在2000～2002年的熊市期间他取得了逆势增长，如今，据朱利安说，大家都忙不迭地把钱托付给他。

这家伙经营的是一家多空头市场中立基金，规模大约在5亿美元。市场中立是指根据波动性调整长短仓位，把自己的市场风险保持在极低水平。也就是说，他们可能在波动调整后做资产80%的多头和60%的空头，这样他们的净敞口就只有资本的20%。他手下用着7名分析师，这些人死死瞄住了一些中小型公司，把它们了解得清清楚楚。他们做空那些他们认为存在浮夸或是在耍手段骗人的公司，然后做多那些他们认为价格合理或是拥有实在商业计划的公司。他告诉我说，现在他们做空了70只股票，做多了30只。他所说的那些公司的名字我多半都没听说过。但是，今年他们业绩不行，已经跌掉了几个百分点。

他非常健谈，也不避讳什么。他接着告诉我，2003年第二季度当标准普尔500指数上涨10%时，他手上有35%的净多头。那一个季度，他的多头上涨了11.5%，空头上涨了24%，最后他赚了2%。如果他们做空的公司那么差，为何还会上涨那么多呢？他说，并不是因为他的分析师失误，而是因为有太多的人在挑选公司做多或做空，大家彼此碍事，当很多人都需要对空头做出平仓时更是如此。分析师只能分析企业的基本面，却无法判断这种市场行情。他还说，这么多分析师已经让他有些应付不过来了，他已经成了一个分析师管理员，而不是负责选股的投资者，他觉得后者才是他想做也最擅长做的。和他谈话真是有意思。

**10.沙里淘金**

**塔勒波**

今天，我爬到了3200英尺高的巴尔德山上，在爱达荷州静谧的空气里思考我们的投资组合。当你想远离人群和深入思考时，最好去山里。其实，一个人待在这种地方，也很难不好好思考。

或许对于投资者来说，需要克服的最大问题就是持续不断的小道消息和权威意见。小道消息无处不在，多半是空穴来风，对投资决策起不到什么帮助。权威意见则来自那些有地位、有分量的人物，这类人物不在少数。投资者的一个艰巨任务就是对海量信息进行筛选，提取出真谛。真谛能带给人智慧，而智慧又会变成业绩—人们唯一关心的东西。如果你口才流利，外表聪明，或许会是一种不错的公关资本，但说实话，我们的投资者才不在乎我们是不是口齿清楚，他们在乎的是数字。筛选信息变得越来越难了，因为在当今这个网络时代里，你能获取的信息和观点都成倍数增长。

小道消息和权威意见都有损于你的投资健康，它们的传播量极大，很多时候别人向你散播这些信息也是好意。作为一名投资者，我每天都得应付它们。有个叫纳西穆·尼古拉斯·塔勒波的，写了本《成事在天》，谈到了许多关于小道消息和权威意见的观点。塔勒波的主要观点之一就是：聪明人听到真谛，而傻子只听到噪音。希腊诗人斐洛斯特拉图斯说：“上帝感知未来，常人感知现在，智者感知近前。”一个更近代的希腊诗人C·P·卡瓦菲斯则写道：

在深思中，传来万物隐秘的声音，他们凝神倾听，街上的人们却一无所闻。

**11.**

绝大多数投资者在失败时体会的痛苦都比挣钱时体会的幸福多。折磨总是大于享受。我不知为何会这样，但它千真万确，也许是因为投资这行充满不安全感。

但是，当投资者对于自己每天甚至每分每秒的业绩念念不忘时，就像上面数据显示的，痛苦的时间就不可避免地被拉长，而快乐的时间就变得更少了。再考虑到痛苦感总是比快乐感要强，投资者的心情可想而知。问题在于（数据中还没表现出这点），痛苦总是会带来焦虑，而焦虑又进一步造成投资者做出坏的决策。也就是说，时刻不停地监视自己的投资业绩既不利于你的心理健康，也不利于你的投资结果。以后，当那些供货商再卖力地向你推销实时组合管理系统时，你要在心里记得这一点。有的对冲基金公司在办公室的电脑屏幕上显示基金每分钟的损益情况，想想那些人每天还能干些什么吧。塔勒波认为，对冲基金经理们如果每个月甚至每年才看一次业绩报告，他们的表现会好得多，也会感觉快乐得多。（说实话，我觉得这有些不尽然。你不妨每天了解一下自己的业绩，但不要让自己的情绪被左右。）

多数投资者都认为他们是理性的，但实际上，他们总是会掉进随机性的陷阱中，并且饱受短期业绩波动带来的精神折磨。塔勒波说：“每次当我看到有投资者在手机或掌上电脑上查看实时股价、跟踪自己投资组合的变动时，我只有笑笑。”也就是说，塔勒波建议关掉彭博终端。当一名投资者把目光放在短时的涨跌上，他所关注的实际上是他投资的波动，而非实际收益。人天生容易被感情所左右，但作为投资者，我们需要克服感性的因素。塔勒波也明白这并不容易。

塔勒波说，他的做法是有时把自己和信息源隔离开来。“我更愿意读读诗。”他说，“我知道我需要坐在没有信息终端的公园长椅上或咖啡馆里展开思考，有时必须得强迫自己这样做。”他坚持认为，每周从头到尾认真读一次《经济学人》要比每天早晨读《华尔街日报》好，每周一次的频率更合适，《经济学人》带来的心智上的满足感也大大高于报纸。他在书中写道：“我这辈子唯一的优点就是，我清楚自己的某些弱点，最主要的是我无法以清醒的头脑去看待自己的业绩。”不过，我觉得，如果你也想坐在公园长椅上冥思苦想，最好是事先已经读过或听过点什么东西。

**12.明星投资者是如何炼成的？**

**杰克**

几天前，我和一位真正的对冲基金界的不落巨星—杰克通了一个长长的电话，他在过去20年中的业绩堪称经典。当然了，有时他也会犯点错误。如今他的基金规模在50亿美元左右，他所做的基本是宏观对冲。他大概拥有七八种资产类别（例如生物科技、亚洲、垃圾债券、欧洲、新兴市场等等）。他的投资经理们各自负责不同的领域，每人管理的金钱在1亿～4亿美元，规模的大小主要取决于杰克对这些领域的看法。杰克靠在这些资产类别间进行配置来创造业绩，而他的手下人做得比各自行业的平均指数更加出色，从而达到锦上添花的效果。有时杰克还会买入或卖出指数来对冲自己团队的业绩。如果手下人表现不佳，肯定会被炒鱿鱼。杰克的严厉是出了名的，但他也非常公平和慷慨。

仔细算算，这个世界上真正堪称投资巨星的人物屈指可数，可以称作“优秀投资者”的人有一些，此外还有大量的“赶路者”。像我刚刚提到的杰克一类的投资巨星手中总是握有巨资，他们通常都管理着自己的对冲基金。所谓的优秀投资者则可能数年保持好业绩，在扣除管理费之后仍能给客户带来高于指数若干百分点的回报，这已经很不容易了。至于说“赶路者”，他们有可能在一段时间内表现好些，但从长期来看并不能一直跑赢指数。那些表现永远糟糕的家伙我就不提了。

这并不是说“赶路者”是些笨蛋或坏人，事实上，这些家伙大多数都很聪明，头脑清楚，而且往往魅力四射，穿着得体，满口投资术语。你不用为他们感到遗憾。这个行业的一大讽刺就是：那些与基准指数表现差不多或略好一点的职业投资人与世界上从事任何行业的人士比起来，得到的收入都是相当丰厚的。这种反常现象的原因在于：投资管理是一个正在兴起的行业，而那些能够在扣除费率的基础上为投资者带来与指数相同回报的“赶路者”，对公司还是挺有价值的。对冲基金经理们能够拿到的报酬更多，但报酬完全取决于他们的业绩。他们其实和职业运动员非常相似。

至于巨星们，人们对他们的智慧看法不一。“优秀投资者”和大多数“赶路者”接受过同样良好的教育，同样专注认真，那么是什么使他们的业绩拉开了差距？是天赋？奇迹？还是多少有点运气的成分？好像是沃伦·巴菲特曾经做过一个比喻，把投资巨星比作一场全美扔硬币比赛的决赛选手。大意是这样。

假设有一个“全美扔硬币锦标赛”，每名选手要在报名参赛时交上10美元，凑成奖金发给最后入围的8名获胜者。想一想吧，如果有2亿人参赛，奖金就是20亿美元。每星期会有一场比赛，好让人们实现梦想。6个月过后，将有32名常胜将军脱颖而出，他们中的每个人差不多都已连续扔对硬币25次。想想媒体能煽起多大热潮吧！

到这时候，事态开始变得疯狂。有人成了杂志上大肆报道的草根英雄；有人跑到电视脱口秀上大谈扔硬币技巧，讲解自己如何让硬币在半空中获得神力，又是如何在它落地前用意念施法，每辑节目要向电视台收费5万美元；另一些人开始争先恐后出书，书名诸如“扔硬币扔成百万富翁”、“上帝为何让我赢”之类。这时，愤怒的大学教授们拍案而起，在《华尔街日报》上大谈“有效市场”、“扔硬币原理”、“零和游戏”等理论，力图证明大赛的结果只是出于随机。当然，32名常胜将军会挺身反击，质问他们：“如果没有人能做到，为何我们32个人做到了？”在第16轮比赛开始前的数周内，入围选手们对异性的吸引力显著提高，有些人还成了阿斯彭滑雪屋和佛罗里达房地产的推销对象。

如果我没记错，这是在把投资巨星比作全美扔硬币比赛的最后入围者。换句话说，在一个单场淘汰制的扔硬币大赛中，一定会有赢家。他们并非多聪明、多有天才，而只是在一系列随机的游戏中持续保持了运气。同样的现象也适用于投资世界。当所有的选手都如此相似而成绩却不同时，还有什么理由能够解释？巨星们并不拥有更伟大的助手、更出色的联考成绩，或是任何独特的个性。“赶路者”也参加同样的会议，会晤同样的分析师，阅读同样的研究报告，而且多数人工作也同样努力。

**第九章：市场长周期的宿命**

**1.**

股市有兴衰，它的兴衰周期势不可当、漫长难测，是投资者最大的煎熬。（当然，这也正是投资服务业存在的理由。）一代人或许只能经历一次长周期，其中的繁荣期往往长达10年以上；衰退期大多短些，但总是破坏力惊人，让数不清的财富、企业乃至生命销蚀其中。英文的循环（cyclical）源自周期（cycle）一词，韦伯辞典这样解释：“连续时间段内，特定的事件或现象以相同的规律不断重复。”

在一个市场长周期（或子市场周期）中，存在自身商业利益的投资管理公司[1]可能面临两难的抉择：某些手段能为公司带来巨大的短期收益，却有悖于投资原则，因此势必伤及长远利益。比如说，2000年网络泡沫即将破灭之前，因为市场仍有需求，摩根投资管理公司仍向投资者大力推销投资技术股和进攻型股票的基金。也不能说它不道德，在商言商，它的做法无可厚非。大批的资金很快募集，也在网络泡沫中迅速蒸发。摩根投资管理公司收获了短期销售收入，代价是投资者的损失和公司的长远声誉与利益。

2003年春天，摩根投资管理公司又犯下一个急功近利的错误，只是做法与上次不同：他们对专门投资于亚洲（除日本外）市场的一只股票基金进行了清盘。这只基金成立于10年前—正是亚洲经济奇迹最吸引全球注目之时。基金成立时的规模为3.5亿美元，到2003年已经缩水到1000万美元以下。对摩根投资管理公司来说，继续运营规模如此之小的基金确实是赔本买卖，投资者对亚洲股市好像也已热情不再。无疑，清盘维护了公司的短期商业利益。可是，当时亚洲一些中小市场的股票已经便宜得令人难以置信，整个地区的经济在快速增长，亚洲股市事实上正是很好的投资对象。我认为市场好转后基金规模一定会扩大，因此强烈建议予以保留。但无济于事，没人像我这样想。

表面上看，摩根亚洲基金的清盘像是一种不看好亚洲股市的信号，但如果投资者和投资管理机构盲目地相信这类信号，难免不误入歧途。人云亦云才是错误的。正如澳大利亚石油商约翰·马斯特在他的一份年报中所写：

你必须明白，高手都是寂寞的。与芸芸众生为伍确实比较舒适安全，但这种舒适安全说明你还不够“高”。离风险越近，才越可能获得巨大的回报。

**2.人们总是在错误的时机认购和赎回基金**

类似的例子其实可以在很多共同基金中看到。人们总是在一只基金达到巅峰之后蜂拥认购，又总是在它从低谷反弹之前急着撤资。1999年和2000年，在纳斯达克指数上冲5000点之时，数十亿资金涌向了科技股基金；2000年春天网络泡沫最盛时，80%的新增资金流入科技股基金。3年后，纳斯达克指数跌落至1000点，投资者损失高达60%～80%。可就在纳斯达克指数开始反弹并最终翻番前，2002年、2003年人们又在大量赎回基金。

有一次，有人向杰西·利弗莫尔请教他的投资策略是什么，他答道：“低买高卖。”道理看似简单，人们的做法却往往相反，总是高买低卖。出现这种现象的部分原因在于共同基金在巨大利益的驱动下，只顾推销那些最热门、最好卖的产品，却不管后果如何。而最热门的产品往往是价格最高的。人们总是重复地犯着同样的错误，共同基金也总是不错过任何一个赚钱的机会。当然，公平地讲，管理和销售共同基金的家伙也并非故意，在大家都因股价上涨而激动万分时，他们自己也天真地认为“这次大概与以往真的不同”。只不过遗憾的是，行情从来没有例外地“不同”过！

几年前，著名的大坝投资研究顾问公司曾经对普通投资者投资共同基金的回报作过专门研究，结论大致是这样的：在2000年结束的大牛市中，标准普尔500指数年均上涨16%，美国股票型共同基金的年均回报率为13.8%。这个结果并不奇怪，因为股票型共同基金的平均费率为220个基点。真正让人觉得惊讶的是，一般投资者获得的年均回报率只有7%。为什么？因为他们（或他们的经纪商）总是在错误的时机在不同基金间或基金与现金间转换。对于一般投资者而言，选时和捕捉市场热点是一项徒劳无益而成本极高的举动。新保守主义还提倡什么“美国人应该根据自己社保账户的余额进行积极投资和资产配置”，真是痴人说梦！

20世纪80年代和90年代，美国的共同基金模式给它的提供者（包括投资管理公司、经纪商、投资组合经理）创造了滚滚财富，但投资者得到的回报却与此相差甚远。这不禁让人想起温斯顿·丘吉尔关于伦敦空战的著名演讲：“有时，英国皇家空军中队突破了德军10倍力量的包围得以生还。在人类奋斗史上，或许从来没有过如此悬殊的力量反差。”身为戴维斯基金会主席和深刻思想家的克里斯·戴维斯则直接指出了这种反差。针对共同基金，他分析了投资者微薄的回报与基金经理丰厚的收入之间的巨大差距，意味深长地写道：“在金融商业史上，或许还从未出现过付出如此巨大而收获如此寥寥的现象。”这种说法让人沮丧，但确是事实。不过，商业史同时也是一部不公平现象逐渐被改写的历史，虽然它的过程并非一帆风顺。

当然，共同基金投资者的低回报也有其自身原因，无论在心理素质、研究资源，还是时间与精力上，他们都无法与专业投资者相比。普通投资者应该明白，不要去梦想自己能超越专业运动员，不要奢望自己可从专业牌手那里赢钱，在投资市场上也是如此。当然，个人投资者应该自己决定自己的长期资产配置，这就需要至少对市场周期和波动有一个基本的理解，必须具备辩证的思维。有时，指数型基金是一种可行的选择。

**3.牛市与泡沫：日本和美国的比较**

美国和日本的长期牛市有着很大的不同，在美国，2000年经历破灭的只是股票泡沫，它将很多财富化为乌有并引发了衰退；在日本，则连房地产业也未能幸免。日本房地产业在1990年达到了耸人听闻的高位，当时日本皇宫地块的价格相当于美国加利福尼亚所有房地产价格的总和。日本泡沫破灭后，整个国家的财富缩水了近50%。而在美国，人们虽在股市受损，但房地产价格上涨也使他们的资产增值，盈亏相互抵消。在这一点上差别就很明显。

固定资产价格的持续上涨会激发人们借贷投机的欲望，日本银行当初急切地给房地产商放贷终于酿下了苦果。房地产泡沫的破灭和不良贷款不可避免地增加，使日本银行背上了沉重的包袱，引发了通缩，使得日本经济经历了更持久、更痛苦的萧条。15年过去后，日本的银行终于缓过劲来，但依然弱不禁风，坏账问题还是没有彻底解决。

美国和日本泡沫还有一个重大区别，在美国股市狂热中，几乎所有资金都涌向了科技股和网络股，从大的方面看，这对于生产率的提高是起了作用的。虽说损失的资金不少，但这些资金支持下的许多公司也确实生产出了新产品，有了新的创造。日本的泡沫则体现在金融工程的狂热上，“财科技”是当时日本很流行的用词，它事实上并没有产生新的生产力。

美国泡沫和日本泡沫的第三点区别是，在日本泡沫破灭后，日本当局采用的金融和财政政策失当，引发了通缩和衰退的恶性循环，从而陷入一个难以走出的经济怪圈。当泡沫开始破灭时，日本央行提高了利率，经济开始恢复时，日本政府却加税了。美国的举措与此相反，美联储大幅调低了利率，联邦政府几乎立即实施了对收入和投资的减税政策。在这样史无前例的财政和货币政策下，美国经济获益良多，目前看来至少是避免了一次严重的衰退。当然，我说的是“目前看来”，到底是避免还是推迟，现在还无法定论。

**4.1969～1974年的长期熊市**

我努力指出日本和美国泡沫的不同，并不是想说美国的泡沫不严重，也不表明美国市场上没有过度的投资和欺诈。毫无疑问，美国股市正经历着长期熊市，股票在3年间连续下挫。我更关注的是，这次熊市，无论是其严重程度，还是其杀伤力，均远不及1969～1974年的那次，这也是我为什么要怀疑目前的熊市还没有结束。当然，1969年至1974年的熊市与20世纪30年代初的大萧条相比影响又要轻很多。道琼斯工业平均指数在1966年首次到达1000点以上，此后直到1982年才真正再次超越千点。在此期间，美国居民物价上涨了8倍，1966年投资在股票上的1美元在1982年只能换到13美分的商品。

那次长期熊市很特别，分为三个明显不同的阶段。在1968年12月道琼斯工业平均指数和很多二线股票价格达到高点后，麻烦真正开始。1970年5月26日，道琼斯工业平均指数跌至631点，跌幅达35.9%，二线股票状况更糟。20世纪60年代最受欢迎和关注的30家公司指数跌幅达到81%，这30家公司包括10家当时最大的多元化经营公司（如利通和LTV）、10家电脑公司（如IBM）和10家科技类公司（如宝丽来和富士）。后来，LTV股价从170美元跌至15美元，环球度假胜地公司股价从62美元跌至7美元，数据处理公司股价从92美元跌至11美元，而如全美学生市场、四季护理等不具有真实支撑的股票已接近废纸一张。

在经历了1970年5月26日的抛售狂潮后，股指出现过一轮涨幅51%的强劲反弹，道琼斯工业平均指数在1971年4月28日爬上了950点。那是一个无比混乱和情绪化的时期，当时一家已经伤痕累累的大型对冲基金于1970年5月28日转向重仓做空，结果在这轮反弹中全军覆没。在“漂亮50”的带领下，股市在1971年、1972年继续反弹，道琼斯工业平均指数于1973年1月11日到达了1051点。这次上涨集中在“漂亮50”股票和一些大盘蓝筹股上，20世纪60年代后期的那些热门股票的跌势并没有因此而改变。不过，此轮上涨重新刺激了不少人的热情，他们认为，新一轮牛市又开始了。一切正如今天一样。

在随后的下跌中，“漂亮50”不再漂亮，平均跌幅达到了60%，雅芳股价从135美元跌至18美元，宝丽来从70美元跌至6美元，康宁从61美元跌至13美元，美国股票交易所指数跌幅达56%，柜台市场更是惨不忍睹。1974年夏秋，当初的那些时髦股票，不管基本面如何，股价都只剩下三五美元而已。价值线指标的变化是对市场惨烈状况的很好度量，该指标在1968年达到顶点，但此后6年间的跌幅达到75%。考虑到通货膨胀因素后，主要股指跌幅都在70%左右。整个70年代，耶鲁基金的实际购买力下降了45%，校舍的维修都不得不推迟，人们甚至开始担心耶鲁还能否支撑下去。在那段时间，连慈善事业也受到了熊市的负面影响。

**5.**

处在长期熊市中是种什么感觉呢？想象一下吧，一家你很信任、看好，并多次拜访的公司股价不断走低，直到低得你想也不敢想，好像永远没有底，没有支撑位。1974年的夏秋，在这种永无休止的跌势中，你一定会忧心忡忡，担忧如何养家糊口，你会认为华尔街完了，开始犯愁如何在实业界找个工作。你所认识的这个行业的人，不管是销售员、基金经理还是对冲基金发起人，都失去了踪影，几年后，你陆续听说了他们的消息，有人搬家到了一个偏远的地方，有人经营起了五金店，有人改行做了老师，还有人当起了篮球教练。他们在那些高尚社区黄金地段的房产全在降价出售！

然后，就和现今一样，损失了投资者大量资金的共同基金业开始负面新闻不断，一些耳熟能详的共同基金面临关闭。很多华尔街20世纪60年代的英雄人物在70年代成了人们诅咒的恶魔，他们纷纷逃离这个行业。1973～1979年，投资管理公司的数量减少了40%，股票基金资产降低了50%。教授们和咨询顾问们开始撰文写书，证明投资管理人无法赢过市场，所谓的专业投资只是个亏钱的游戏。

20世纪70年代对冲基金的规模和影响力远不能与今天相比，它们同样在长期熊市中痛苦地挣扎。尽管不少对冲基金最初宣称要持有大量空头仓位，但实际上并未做到，结果损失惨重。它们只是杠杆式多头基金，换句话说，它们融资买入股票，但没有相应进行卖出对冲。一些对冲基金还涉足私募股权，最终投资的那些公司或是被清盘，或是跌到一文不值。（1929年我们也曾见证过类似的疯狂，高盛贸易公司的股价从104美元跌至2美元。）因为亏损和赎回，到1974年底，对冲基金的资本金减少了将近80%。

其后的5年间，一些最有名的对冲基金（包括当时规模第二大的基金）纷纷关闭。A·W·琼斯公司是那个年代的索罗斯，在1968年以前的10年间它曾创造了年均增长30%的辉煌业绩。但在20世纪70年代，连A·W·琼斯公司也未能幸免，虽然支撑了一段时间，但它再也没能恢复往日的风光。然而枯树前头万木春，一个新时代的开启者—乔治·索罗斯、迈克·史丹哈特、刘易斯·培根、朱利安·罗伯逊成长了起来。一个显著的区别是，60年代的超级明星大多是年轻小伙，而今天的热门人物大多（不是所有）已有四五十岁。

我相信，我们已经经历了此轮长熊的低点，但还需要有足够的心理准备！

**6.重新开始的妙处**

有时，在决定建立一个新组合或者仓位时，我会要求我的合伙人都回家冷静思考一下，设想一下如果此时我们手头持有的是现金，我们该如何去做。这是一个很好的方法，你不必一直纠缠于现有的组合，不必考虑当初投资的原因是否改变了，不必比较最初的成本，不必思忖是否卖得便宜了。对冲基金也好，其他投资也罢，人们在手持现金尚未建仓时总是关注最新的投资机会，总会买入在那个时刻他认为最好的品种，这大概就是产生所谓“首年现象”的原因。我看到的统计数据显示，现有的对冲基金中绝大多数都是第一年表现最好，当然，这并不等于说新基金表现最好。至于为何会出现这种现象，我认为并非因为基金管理人在头一年压力最大，而是出于其他原因。

当你手头已经握着一个投资组合并准备重组它时，潜意识中总会有某些因素使你难以客观冷静地做出决定。你会下意识地认为，这个组合已经为你所拥有，这是你信任的组合，它将表现良好，目前只是因为某些原因没有充分体现其市场价值而已。你自己很难下定决心去更改自己的组合，担心你一旦卖出股票就开始反弹，因此犹豫不决。人都会有不愿变化的倾向，在下意识中会认为换股将会犯第二次错误。由于类似原因，人们也很难下决心赎回表现良好的基金，总是期望它还能给自己带来更高的回报。

作为投资者，我们免不了在决策中掺杂个人情绪的色彩，但股票只是一个纸面的符号，决策过程需要完全的科学和理性。记住，“股票并不知道你拥有它”，这句话再正确不过了。对一只股票保持忠诚并不一定就能获得超额回报。有些股票你想卖觉得便宜、想买又觉得不够理想，持有这样的股票只能让你变成一个业绩平庸的投资者。

投资方面的著作我读过不少。20世纪前半叶有两位最杰出的投资家：伯纳德·巴鲁克和杰西·利弗莫尔。有意思的是，他们两个人都喜欢在拿不准市场形势时清空所有股票，然后休假。休假结束后，他们重新开始建立一个新组合。这样的案例在两人的书中有清晰的记载。不知这算是他们的一种策略还是先天直觉，但确实形成了他们投资运作的鲜明风格。

在那个年代，如果你想和市场隔绝，只需在佛罗里达或亚利桑那找一处风景名胜度度假。而如今，远离泡沫氛围的世外桃源似乎已经很难寻觅了。当然，要找总还是能找到。有一年圣诞节，我们全家去了离非洲西岸数百英里的加那利群岛中的扎罗特岛。小岛上有一座火山，曾在150年前爆发，岛上至今还覆盖着厚厚一层干化了的熔岩。小岛真是一个天堂般的所在，海风日夜拂过古朴的旅馆，吹进我的梦乡，没有报纸，没有广播，没有电子邮件，没有频繁的电话。在岛上，我读完了罗伯特·斯基德尔斯基的《凯恩斯传》前两卷。我关心的是天气、娱乐和网球，睡眠出奇的好。12天后，我们焕然一新地回到了纽约。

**第十章： 投资生产战：只有自大狂和傻瓜才幻想抓住顶部和底部**

**1.**

另一个老战友戴夫今天来到我的办公室。戴夫是个低调的人，他在中西部上的大学，当我1974年初识他时，他刚刚在中西部一家大型共同基金公司从分析师被提升成投资经理。他严肃、聪明、勤奋，那时是个极度关注基本面的价值投资者。后来，他管理了一家大企业的养老基金，业绩优秀。1987年，他成立了自己的投资管理公司，以激进策略管理一些基准导向型的机构账户。早在1987年底，他管理下的资产就已经高达7200万美元。

有趣的是，在这些年中，戴夫的信条完全改变了。对于一个职业投资者来说，这是一种彻底的洗脑，就如同一名天主教徒皈依犹太教。戴夫过去是一名基本面导向型的价值投资者，而如今，在饱经沧桑之后，他对基本面不再那么留意，变成了一名趋势投资者。他极为关注全球市场、行业和个股的长期力量对比模式。如他自己所说，他现在让市场告诉自己应该拥有哪些股票，而不是由自己告诉市场哪些股票值得拥有。或者说，他寻找的是可以持续一段时间的相对强势。如果一只股票或一批股票上涨得比市场快，他就会让手下的分析师研究它们。如果没有发现基本面有大问题，他就会买进这些股票，然后持有到它们的相对强势消失为止。他从不会因为一只股票便宜而去买，也永远不会试图抄底。他觉得购买那些没人喜欢、没人想要、价值被低估的股票是傻子才干的事。他购买和持有正在上涨的股票，卖出或避免持有下跌的股票。

戴夫的业绩一直波动很大，把钱托付给他需要胆量。1991年，当标准普尔500指数（他的基准）上升30%时，他赚了56%；1993年，标准普尔500指数上涨10%，他赚了31%。可是到1994年，标准普尔500指数小跌1.3%，他却亏了23%，接下去的3年他都稍微落后于指数。到20世纪90年代末他又得到了好收成，原因是他顺势而为，持有了大量科技股。1998年，标准普尔500指数上涨28%，他的基金赚了61%；第二年标准普尔500指数涨21%，他竟大赚90%。他管理的资产飞升到140亿美元。然而出色业绩的回报竟然是很多客户抽出了1/4或一半的资金，仅仅因为他前一阵表现太好，而手中资金的规模变得太大。

这些人的理由虽然毫无道理，但决定却非完全错误。在2000年开始的熊市期间，他受了损失，但比起基准也还不算太差，还没惨到全军覆没。他的投资观念帮他躲开了即将崩溃的股票。

比如，曾经有一段时间他持有北电网络的重仓，买入价在每股16美元左右。2000年4月我参观了北电网络，我想一个人无须是本杰明·格雷厄姆也能看出来这家企业会出事。赢利被夸大了100倍，会计漏洞百出。公司不做研发，而是花可笑的价钱收购科技创业公司。这家企业处在一个高度竞争的行业，它的副总裁却跟我说了一大堆“创新者两难和破坏性技术”之类的废话，他还告诉我北电网络是如何“有效地循环上升”的。真是疯了！北电网络根本不是什么成长股！它是一家高度循环性的资本商品公司，它让我想起了20世纪70年代崩溃的新时代股。

回到纽约后，我给戴夫打了电话，那时北电网络的股价是每股62美元。他认真地听完了我的想法，说道：“你可能是对的，但我要等市场告诉我。”股价继续上升，到5月份达到75美元。然后，那年秋天，当科技股开始下跌时北电网络的股价掉到了60美元。一天早晨，北电网络宣布第四季度收益将大幅下滑，而后备订单也在减少。那天上午一开盘，北电网络的股价就跌掉12美元，变成了48美元。那天戴夫平掉了所有仓位，在接下来的两年时间内北电网络的股价掉到了3美元。

“只有自大狂和傻瓜才幻想抓住顶部和底部。”他在我的办公室笑着说，“你是哪种呢？”现在他垂青美国科技股、亚洲、日本和新兴市场。我问起他对美国制药公司股怎么看，这些股票经过大幅下跌，已经达到1990年初希拉里·克林顿攻击医药行业后的历史最低点。我们手里就有不少制药股。“毫无兴趣。”戴夫说，“它们看起来很弱，而且越来越弱。你们怎么会愿意买这样的股票？你们只是在猜测它们已经跌到头了，但市场并没有这样说。”

**2.**

这时，西里尔和马德哈夫走了进来，戴夫又聊了一会儿。他进入我的彭博终端，在上面给我们演示中国H股、德国Dax和日经指数的图表。在每个图表上，每次市场创下一个新高，总是会紧接着再飙高10%左右。“这就像竖起烟囱后飘出的烟。”戴夫说。（那时他认为标准普尔500指数在下个月也会出现这种现象，后来证明他是对的。）他承认美国股票从总体上来看太贵了，经济大势也前景不明，但他拒绝评判。“市场比我、比你们都聪明。”他说，“现在市场正告诉我说它还会涨、亚洲又变成了老虎、美国经济会往前走，所以我想持有股票。或许市场比我们更了解世界经济。我想要投资的是那些具有很强周期性特征的股票。”

听他说话时，我不由得想起《股票作手回忆录》，我在第三章提到过的。书中的主人公土耳其老人承认自己是一个趋势投资者和贪欲的信徒。当股价突然对利好消息失去反应时，他给出了这样的建议：

如果消息仍然非常好，但市场领头企业开始失去相对强势，不再是买强卖弱时，总的来说，应少碰股票为妙。

对于有经验的交易者来说，这些现象已经足以使他们感觉到出了问题。不要期望市场会对你大喊大叫，而是要细心地倾听那一丝若有若无的细语：“快跑！”不然就会太晚。

我已经说过，戴夫那种极端的趋势跟随风格造成他的业绩相对于基准大幅波动。他的日子好起来会花团锦簇，糟起来也会一塌糊涂。在20世纪90年代末的成长股时期，他的表现真是出神入化，可当风向从成长转向价值，他的业绩开始落入低谷。虽说10多年来他的平均业绩每年高于标准普尔500指数600个基点，高于罗素1000成长指数800个基点，但他的波动性吓坏了那些谨慎的投资人。结果，到2002年底，他管理的资产一度跌到60亿美元，最近4年一直在85亿美元左右徘徊。机构投资者好像无法容忍他的波动性，尽管他们这些人实际应该关心的是长期表现才对。不管怎样，我喜欢和欣赏戴夫。他不是那种胆小如鼠、战战兢兢吊在指数上过日子的人。他大方地承认自己爱做投机，我们多数人也做，但不愿承认。戴夫是个真正的投资家。

戴夫的风格并非我的风格。我信奉价值投资，对趋势投资一向持反对和怀疑态度。事实上，我的投资理念差不多与他截然相反。然而，我仍对戴夫敏锐的判断力和市场嗅觉怀有深深的敬意。有些时候趋势投资能取得良好效果，而我们需要和最好的趋势投资者保持接触。每隔几个星期我都要和戴夫聊一聊。

**3.在市场到顶和触底时，多数人永远是错的**

2005年夏天，我的感觉是很多对冲基金投资者相信股市反弹得有点太快了，觉得害怕，于是开始卖出部分股票。每个人曾经津津乐道的乐观形势好像脆弱不堪，大家又都开始念叨说股市的牛气高得吓人，于是，他们又成为反潮流的看淡者。反潮流显得很有品位，麻烦在于现在人人都反起潮流来。就连华尔街的分析师们也变得反潮流了。最近高盛发表了一份研究报告，开头是这样的：“我们对通胀趋势的最新预测与众不同。”也就是说，作者认为这份预测中最重要的部分不是它的经济分析，而是它的与众不同。看来，现在要想时髦不能做反潮流者，而要做反反潮流者才行。

要解读出市场的情绪并不容易。内德·戴维斯研究公司的内德·戴维斯研究它们已经多年，他指出，在市场转折点附近，大多数人的感觉永远是错误的。他说道：“如果一个人能够准确地感知市场何时到了顶或触了底，他就差不多能做到永远正确。”然而，除了少数天才，几乎没人能做到这一点。人们的感觉可能比实际情况要早几周或是几个月，结果会令人十分痛苦。“内德·戴维斯市场情绪综合指数”于1999年1月开始表现出极度乐观状态，但事实上，到1999年12月乐观情绪才达至最高点，直到2000年春天股市泡沫才破灭。所以，对于那些1999年1月就卖出股票的人来说，整个一段大行情被错过了；而对于像我这样在1999年12月减持科技股的人来说，也痛失了一小段上升行情。不过，1987年“内德·戴维斯市场情绪综合指数”上升到历史最高点，一个月后就发生了大崩盘。对底部的感觉也是一样，1990年8月该综合指数达到了极度悲观点，其后的47天，标准普尔500指数又跌去了12%，达到了最低点。

内德的建议是使用止损手段，但说起来容易做起来难。多数止损指令设定的是10%的损失线。很显然，随着泡沫越来越大，价格不断飞升，那些原来做空或是过早卖出股票的投机者可能会跑回来，重新买入。但是，他们怎么知道何时该再次卖出呢？拿1990年的情况做例子，他们可能在8月份买进，然后，当市场下跌超过10%时，他们的止损机制被激活。刚刚卖掉股票，股市就出现了转机。所以说，止损操作的时间非常关键。如果你把这样的任务交给券商公司的经纪去执行，就很可能便宜了捡漏者。也就是说，你的止损抛售指令可能恰恰在该项资产反弹前被执行。

很显然，你不能永远逆潮流而动。因为在每个浪潮中，当市场情绪的影响尚未发挥到极致时，大多数人的情绪几乎永远能够正确地反映市场走向。这时需要耐心，等它发挥到极致为止。用图表就能很清楚地把这些动态捕捉下来。内德·戴维斯说道：“先随波乘浪直抵波峰，然后逆势而动。转折点往往就在此时。”美林证券作了一份有意思的研究，测试了4种主要的市场情绪指数，发现它们在市场顶峰时几乎没有任何预见力，而在底部时却十分合理。摩根士丹利就VIX指数[2]作了一项类似的研究，得出了相似的结论。如今，这个人们每天都要关心的心理指数已经跌到了相当低的水平。这本应意味着对当前股价非常高的心理认同度，也就是说，是熊市的前兆。但根据摩根士丹利的测试，VIX指数在预测顶部时往往不准。好了，流行的观点就谈这么多，这都不新鲜了。市场的性格在不断变化，没有任何一种检验系统能保持永远正确。

**4.**

另一个市场情绪的指针是媒体，但媒体不可避免地更关注刚刚发生的惊人事件（因为容易写成引人入胜的故事），而不是即将发生的事，所以多年来，《商业周刊》的封面故事是绝好的反向指针。事实上，我的一位朋友只是出于这一原因才订阅这本杂志的，他把所有的封面文章收集在了一起。其他平面媒体和电视商业新闻也能反映出很多东西。一个经典的例子是：在1979～1981年期间，油价

和通胀飞升。这时各种书籍纷纷问世，专家们预测着超高通胀将出现，随之而来的将是大萧条和美元的崩溃。曾有一度，畅销书排行榜上头10本中的7本都在谈论通货膨胀及应对措施。就连像约翰·坦普尔曼这样聪明的投资家也未能免俗。结果，接踵而至的却并非通货膨胀，而是长时间的通货紧缩，股市债市也进入欣欣向荣的时期。

在2004年12月，当美元处于低位时，《经济学人》（或许可称全球最受尊敬的商业杂志）刊出了一篇封面文章—《正在消失的美元》，数篇文章都在讲述沃伦·巴菲特如何大规模做空美元，以及另一位著名投资家将做空美元者比作“灌篮高手”。华尔街经济学家们滔滔不绝地讨论着双赤字；深受爱戴的皮特·彼得森推出了看淡美元的新书《凭空跃进》（Running on Empty），马上成为畅销书；对冲基金前所未有地做空美元。

我承认，在那样疯狂的大潮中，我也不得不屈服，和别人一样做空美元。结果怎样？美元触底之后强劲反弹，将DXY指数推升了将近10%。大幅使用杠杆的投机者损失惨重。当然了，后来美元再次坚挺，人们就又找出了许多美元应当坚挺的理由：欧洲大陆离心离德，美国短期利率高于欧元和日本短期利率，美国经济增长走强，美联储采取紧缩政策，双赤字开始缩水。到2005年春季末，新的媒体潮流又变成热议房地产泡沫及其破灭的恐怖后果了。这时，专家们又开始警告说：房地产如同一场淘金热，存在着巨大的泡沫，泡沫破灭将带来空前的灾难。2005年4月11日，《商业周刊》又忠于职守地推出了《房产热之后：即将到来的下滑对经济和对你意味着什么》。《财富》、《价值》、《经济学人》和《纽约时报》跟风而上，极力附和。我却不敢苟同。

**第十二章：大自然的神秘力量与集体智慧的愚昧**

**1.亚当·史密斯做出了解答**

亚当·史密斯的《金钱游戏》是一本投资佳作，它出版于1967年，正是股市在经历熊市后回暖的一年。那场熊市曾让很多投资者损失惨重。亚当·史密斯的主人公中有一个叫“大温菲尔德”的，此人管理着一只业绩出众的共同基金。他是那个时代“枪手”的缩影：愤世嫉俗，但感觉敏锐。

时间是20世纪60年代末，大企业集团及计算机租赁公司等一类题材股牛气冲天。但大温菲尔德无法说服自己去购买这些垃圾题材股，结果他的业绩大大落后了。瞧，大温菲尔德在20世纪60年代初题材股崩溃的那个熊市中受到过几乎致命的打击。对于投资组合大跌的那个恐怖日子，他记忆犹新。那段回忆困扰着他。结果，尽管心里觉得现在正是好时机，他还是始终不敢对科技股下手。

最后大温菲尔德想出一个办法，他临时雇用了几个29岁的年轻人。“小朋友们，”他说道，“这是你们的市场。”小朋友们没什么投资经验，他们买入科技创业企业这类题材股，当它们是永不破灭的神话。“小朋友们的优势在于：他们太年轻，心里还没有阴影，而且大笔赚钱让他们非常自信，自我感觉良好。”大温菲尔德这样说。

他管他们叫“比利小朋友”、“强尼小朋友”、“谢尔登小朋友”。当亚当·史密斯访问大温菲尔德的办公室时，他们眉飞色舞地谈起手里的那些计算机租赁公司和壳牌石油的股票。他们叫大温菲尔德“长官”，还在回答问题时立正。“他们多棒！”大温菲尔德骄傲地说，“他们很嫩，对吧？瞧瞧，像泰迪熊，但市场是他们的！”他命令他们讲一讲计算机租赁概念股。

“计算机租赁股，长官，”谢尔登小朋友操着西点军校生对教官的口气回答，“我买下可转债，到银行作抵押，拿到钱再继续买。对计算机的需求是无穷的，长官。”

大温菲尔德听得眉开眼笑。“瞧见没有？瞧见没有？长江后浪推前浪。太神奇了！这感觉就像看着自己的儿子！我的小朋友们！我的孩子们！”他批评亚当·史密斯是“中年老保守”，还说道：“看看这个肮脏的老头子脸上的怀疑吧！”

今天发生的事正好相反。那些小朋友，那些20世纪90年代末期的股市金童和技术股的忠实信徒，在技术泡沫破灭时受到了重创。他们伤得如此之深，差不多已经残废，再也不敢去碰技术股了。但是在今后几年，技术股还是有可能再度风光的，因为科技企业的订单和收益都将大大高于预期。所以，现在你不再需要雇用小朋友，而是该找像我这样的老家伙了。

**2.集体智慧=个人智慧+集体昏聩：投资会议需要一点冲突和争论**

前不久，我碍于一个朋友的情面，去参加了一次某大基金会的投资委员会会议。这类会议总是让人沮丧，因为老是能看到那么多人怀着良好的愿望执行着错误的决策，无论是资产比率、替代资产类别的作用、花销水平还是招聘和解雇经理……他们的判断老是出错。一群诚实的聪明人凑在一起，却总是做出错误决策，他们依据的多半是大家都能接受的流行观点。尽管这些观点明显有疏漏，大家却好像都视而不见。

在多数大型机构中，多数的重要投资决策都是由委员会做出的。但很少有人意识到集体互动的负面效果。我认为，在多数情况下，要想做出正确的决策，一群日理万机的聪明人还比不上一个人。集体智慧显然小于集体中每个个体的智慧之和，而且委员会的人越多，快速做出正确决策的概率就越小。尼采不是说过吗：疯狂在个人是偶然，在群体却是必然。

集体智慧（也许应该叫作“集体昏聩”）是每个委员会都存在的弊病，但大多数人竟对此毫无察觉。事实上，很多人还在下意识地纵容这种情况发生。集体越团结，成员之间就越互相敬爱。委员会规模越大、成员地位越显赫，做出错误决策的可能性就越高。若干年前，一位耶鲁大学心理学家欧文·贾尼斯写了一本很出色的小书《团体迷思》，很有说服力地论证了集体思考的危害，其中还有很多有趣的案例研究。可惜，那本书销路不畅，如今已经绝版。

贾尼斯把集体思考描绘成“一种小集团成员参与的思考模式，成员们为维护一团和气而不愿表达真实意见……一种因小集团压力而造成的对信息处理、事实检验与思考水平的扭曲”。他说的不是松散的政治团体，也不是由权威者操纵的一言堂。在一个团体中，即使领导者从善如流，即使成员们全都头脑聪明、积极直率，也还是可能出现集体昏聩。

投资团队和委员会在遇到不同意见时，可能出于尊敬和礼貌而改变正常的思考过程。这种情况在团队成员地位相近而缺乏绝对领导时更容易出现。这时，他们会岔开话题，不再继续争论。我曾经在一些小的投资团队中工作过，看到这种事时而发生。反对意见、激动的争论甚至怒气，在我看来都难能可贵。

集团的社会地位越高，成员地位越显赫，就越容易发生集体思考。这时候，个体成员不愿意因为坚持己见而失去人缘，因为成员地位为他们带来的实在太多。还有一个原因，参加会议的人越多，大家充分讨论、畅所欲言的机会就越少。贾尼斯举出的经典例子包括肯尼迪和约翰逊总统手下“最优秀、最聪明”的顾问们却在古巴和越南问题上判断失误。

威尔弗雷德·特罗特在他的经典著作《战争与和平时期的群居本能》（Instincts of the Herd in War andPeace）中，认为人类是“群居”动物。群居的一个重要素质就是保持和谐一致。从孩提时代起，我们就受到教育：要做团体的一员，不可特立独行。特罗特指出：“社会总是对新形态的观点施加可怕压力，这就是为什么离经叛道者的归宿总是地牢、绞刑台、十字架。”如果你是一个投资委员会的成员，你会感觉，纵使你的意见正确，和大家一起犯错也比独持异议要好。因为万一你错了，而别人都对了，你的威信就会大打折扣；而即便你对了，别人也多半不会记得。

**3.**

贾尼斯认为，团队领导必须创造一种鼓励“信任中的质疑”的会议氛围，当然这说起来容易做起来难。大家必须感觉到自己被团体接受和信任，并且提出批评或反对意见不会对自己的利益有负面影响。贾尼斯还认为，领导者必须坚定不移地支持大家展开争论，并表扬那些提出异议的人。有时，领导者应当在开会时回避，好鼓励大家更自由地发表意见。在每次会议上，至少指定一名成员扮演恶人的角色，专门挑战大家的共识。在作完重要决策之后，应当还有一次碰面机会，让所有人都说出自己还有什么疑虑，这样大家就有机会再重新考虑一番。

一团和气、开开心心的会议可能是陷入集体思考的前兆，而质疑、激烈的争论，甚至紧张气氛则是好现象。某些最优秀的投资管理公司的会议就火药味十足，但参加会议的成员并不会因此人人自危。贾尼斯说，委员会成员应当定期与可信的外部专家探讨自己的想法并将他们的意见向委员会报告。他认为这是弥补集体思考缺陷的一个办法，我却觉得有点舍近求远，不太可行。

我想，在那些拥有投资决策委员会的大型投资管理公司里，要想做出正确决策，最好是委员会的领导能够经常与一小群可信的顾问见见面（我认为顾问以3～5人为宜）。这些人可以帮助委员会领导分析问题，但最终还是由后者做出决策并为之负责。让一大群人民主投票听起来是个好主意，但可惜在投资方面，民主不管用。事实上，在这时候坚持民主注定要失败。决策权与责任必须由一个人承担。

贾尼斯可能比我还官僚一点。不过，如果你不得不在一家大型投资管理公司任职，听听他的话不无益处。他坚持认为，核心决策团队中应该包括不同职务、社会背景和信仰的人员。如果可能的话，不妨请一些好争论、不合群的人加入进来，同时大家应当尊重这样的人。集体中的每个人都应对决策的结果负责。这些会议不必请客户或公司其他部门的同事列席，尽管这样可能引起不快。在Traxis，我们3个人显然是背景不同，但尽管我们爱争论，却没人不合群（至少我这样认为）。此外，决策的结果自然与我们3人都利益相关，我们还有分工，每人都有一个特别的职位，工作成绩则由另两个人评价。

至于基金会一类必须由投资委员会来管理的组织，要找到一位强有力、有经验的主席不是那么容易。他们还应尽量把委员会保持在较小的规模，保证只吸纳有经验也有精力的人士担任委员。开会应当设定时间限制，这样，决策程序就不会被闲聊所扰乱。但很多基金会几乎都做不到这些。他们的主席是老好人，会议散乱拖沓，机构人员臃肿，大家参加会议三心二意，靠道听途说制订方案，决策时全体投票。这些问题在牛市期间可能还不那么突出，但当债市和股市都变得动荡时，决策是否有效可能就很关键了。请记住，找遍全世界的公园，也没有一尊雕像是为优秀的委员会成员立的。

**4.个人意志也很危险**

那种由一个强势人物控制委员会的个人思考可能与集体思考一样危险。独立思考者很容易变得刚愎自用。当一家企业的投资人同时也是负责人和老板时，企业尤其容易受到个人意志的损害。那些曾建立起伟大对冲基金帝国的人士无一不是非常强势、自信、有控制力的人。朱利安·罗伯逊、乔治·索罗斯、刘易斯·培根这些人都不是因为谦逊、懒惰或犯错误而变成富人的。吉米·霍法曾经谦虚地说：“我可能有些缺点，但犯错误显然不在其中。”

与商业企业一样，投资管理公司和对冲基金也特别容易被个人意志损害，因为一系列的错误行动很快就会影响到资产水平和收入，也容易引起人与人之间的矛盾。若是主宰者一直保持圣明，一切都会很好，但一旦他失去判断力，业绩又是如此无法掩饰，他的威信很快就会垮掉。我认识的一位年轻分析师曾跟我说起Circuits发生的事。Circuits是一家大型技术对冲基金，是由锡德一手创立的。锡德非常聪明、自信、努力。20世纪90年代他在市场环境好时赚了大钱；2001年他又身手敏捷地及时减持了科技股，逃过了那场大劫难。后来，他仍旧看淡市场，认为技术股依然太贵、新产品生命期还未开始。结果，Circuits公司的业绩大大落后了，一半的资产被投资人撤走。

那位年轻分析师（现在他已经离开那家公司）谈起了锡德是如何在每周的投资经理会上压制不同意见的。他告诉我：“在Circuits有4种情况：你赞同锡德，好；你赞同锡德而且赚了钱，很好；你反对锡德却赚了钱，不怎么好；你反对锡德而且亏了钱，被炒鱿鱼。”结果，在2003年全年的会议上，没人敢挑战锡德对市场基本面和科技股的悲观论调。他性格如此强悍，又是公司的老板，投资经理们在他面前都噤若寒蝉。更何况，他以前的业绩是如此辉煌，大家已经养成了对他随声附和的习惯，否则就像是大逆不道。

所以说，Circuits的会议不是集体思考，而是个人思考。在我看来，这同样是危险和脆弱的，因为在这种思考模式下，只有发号施令者保持永远正确，工作才会运转良好。当然了，有人会争论：虽说这种决策方式并不理想，但除了这个人以外，还有什么人堪当重任呢？是有经验的成功投资明星还是那些毛头小伙子？即便如此，我还是觉得锡德的思想应该更开放，应该创造出一种自由讨论的气氛，而不是把下属变成应声虫。像他现在这样做下去根本无助于提高业绩，而且会很快瓦解投资团队。如果一个团队领导在开会时滔滔不绝，而其他人都坐在那儿一言不发，那可不是好迹象。有思想的出色投资家会离去，只留下一群谄媚之徒。锡德应该少管、少说、多听。

**5.集体智慧并不存在**

说到集体思考的问题，我总是会想一屋子聪明人为何总是做出错误的决策。《经济学人》在2003年年底号的一篇文章中提及杂志赞助的在杰克逊霍尔的联邦储备委员会年会晚宴，这是全球经济学家的顶级聚会，只有经济界最高权威才能受到邀请。艾伦·格林斯潘和世界各大国央行行长均在会上发表演讲并相互切磋。

文章自嘲地讲述了每年《经济学人》的编辑们是如何邀请各路精英（这些人被叫作“杰克逊霍尔群英”）并为他们主办晚宴的。该杂志作了个调查，其结果更加强化了我认为“一屋子聪明人总是做出错误决定”的观念。这些人简直可以被当作反向指针。在股市达到顶部时，杰克逊霍尔群英被问道：“是不是有泡沫？”他们自信地答道：“没有。”2000年8月，他们说美国不会发生衰退；2002年，他们又预测短期利率不会降到1%；2003年8月，当欧元汇率在1.10美元时，有人问：“美元兑欧元明年会不会跌到1.25美元？”他们的回答又是掷地有声的“不”！只有一个人表示了异议。4个月后就跌到1.26美元，2004年又跌到1.37美元。这其中的关键问题是：最优秀与最聪明的人达成的共识通常是错误的。

说到我，我认为是否应该独自管理金钱这个问题值得思考。完全靠你自己，全部责任都由你承担，会让你的精神处于高压之下，感觉非常孤独。但是归根结底，作决策是一个人的事。在某些情况下，如果找对了伙伴，两人组合也能团结得像一个人，一加一大于二。我的经验是，超过两个人就有点多了，容易产生矛盾。安·兰德在《源泉》中写道：

……头脑是属于个人的，集体智慧这种东西并不存在……一群人达成的共识只是一种妥协和各人想法的平衡……最重要的事——理性思考的过程—必须是每个人独自完成的……这一创造性的过程无法被给予或接受，也无法被分享或借用。它只属于单独的、个体的人。

有的对冲基金有3个或3个以上的合伙人，这时他们就会把钱分成不同的组合分头管理，并记录下各自的业绩。这种体系或许能运转得非常好，只要大家能彻底地相互信任。每天，合伙人可以见面讨论一下自己的仓位，分享一下观点。这样做收效会很好，当然他们彼此之间不应相互较劲。公司里的每个人考虑的都应该是整个公司，而不仅仅是自己的业绩。外人甚至不应该知道公司各个投资组合之间的业绩差别。

假设在一家公司里，合伙人A的业绩不好但手里的资金却越来越多，合伙人C业绩出色但拿到的钱却越来越少，这就需要合伙人之间能够相互理解。这就是无情的回归平均值理论。当然了，大家应当心照不宣：如果A长期表现很差，他在公司中的地位将会被取代。我不认为每年根据合伙人业绩重新分配利益的方案切实可行。这么做的公司认为这样更简单清楚，而我却发现，这样做通常会导致合伙人分道扬镳。

最后，我相信一个团结的集体还是比个人强大，无论个人是多么聪明。没有人能够永远正确。当然了，一切要看你的合伙人是谁，他们的贡献有多大。显然，一个每年开6次会的投资委员会不可能像一只对冲基金那样运转。大多数投资机构都是在人员精干、彼此信任时表现更好，如果人们不相互敬爱和信任，就连组织最完善的企业也无法充分发挥出潜力。决策是投资过程中最重要的一环，要想建立起一个能够有效进行决策的组织机构，集体思考和个人思考的问题值得我们去认真对待—当然这并不容易。

**第十五章：人们记得的总是你最近的表现**

**1.**

如果你在一家大型公司里替共同基金管理资金，就准备好接受精神创伤吧。基金的单位净值和当年盈亏每天都要公布，谁都可以看到，似乎全世界都清楚你是英雄还是狗熊。如果公司营销人员和客户十分在意基金的短期表现，那么，哪怕你再沉着，心情也难免不随着每日净值的波动而上下起伏。替机构投资者管理资金当然也不轻松，但至少用不着每天面对估值的压力。投资组合表现良好时，你觉得自己已炼成金刚不坏之身，驯服了市场这只怪兽，冲破了投资的迷雾。但是，当你在竞赛中落后，而销售人员和客户又对你穷追不舍时，日子会变得十分难过。你搞不清哪里出了差错，因为构建一个投资组合往往涉及三四十个决策。你陷入了低谷，这时候，一个人更容易做出错误的判断。过不了多久，你就变得灰心丧气，开始自我怀疑。这样的低谷可能持续6个月、18个月，甚至许多年。

**2.并非人人都能忍受管理资金的折磨**

业绩是一杯醉人的鸡尾酒（说毒酒也许更合适），由成功的喜悦和失败的沮丧调成，喝下去可不那么轻松。一次漂亮的表现之后，你会有些飘飘然，暗自踌躇满志，甚至目中无人；而一次糟糕的表演又会把你的信心击个粉碎。在摩根士丹利时，我曾经提拔过一个家伙，让他独自负责一只基金。那人大约40岁，很聪明，以前担任分析师和与他人共管基金时表现十分出色。我知道，他心里一直期盼着有朝一日能独立管理基金。从资历和背景看，他完全胜任这项工作。更让人满意的是，他很善于自我调节，婚姻幸福、自信而沉稳，这些都让人放心。虽说一个人若是消化不良或得了抑郁症也有可能成为伟大的基金经理，但如果有选择，我还是更喜欢哈克贝里·芬[1]。

可惜，这个我如此精心挑选出来的家伙刚开始独立运营基金就出师不利。不知是他运气欠佳，还是我看人不准—也许他根本不具备我期望中的那种才华。总之，头一年，他管理的基金就在同类基金中排在后1/3的位置，落后于基准400个基点。在压力之下，他开始频繁地买进卖出，仿佛交易越多就说明他越勤奋。当然，这样做徒劳无益。频繁的买卖很少给投资带来好结果，一方面是因为交易需要支付成本，另一方面是交易中埋伏着一买一卖双重风险。当了18个月的基金掌舵人后，他的烦恼好像有增无减，就连公司的销售人员也开始嫌弃他。他告诉我说，他经常失眠，我让他把心情放轻松。投资是马拉松，不是百米赛，我们愿意多给他点时间。

又过了几个月，他来找我，提出辞职。他说他受不住了，工作已经影响到他的家庭生活。他不准备再干这行了，想带全家人搬到怀俄明州，当一个滑雪教练。我想劝他改变主意，人事部则建议他去找心理专家咨询，但都没有用。他又干了一段时间，完成了和另一位新经理的交接，年底时离开了公司。几年后，他又搬回芝加哥，在一家银行当上了研究部总监。但据我所知，他再也没有运营过资金。

**3.超级明星也可能出局**

还有一个更让人感慨的故事，它已像一根锋利的芒刺嵌入了我的脑海。那是几年前的一个1月份，我诧异地听说巨企投资管理公司[2]辞掉了他们曾经的超级明星珊迪·安德鲁。我猜他们一定支付了高额的离职补贴，尽管如此，这个消息还是令人难以置信。珊迪的经历是典型的“英雄末路”。请不要错解我的意思，我不是在说巨企作了错误和不公的决定，只是在感叹资金管理行业冷血的一面。

珊迪大约50岁，高高的个子，一头黑色长发，长得蛮耐看。她穿着得体，说话语速不快，带着点淡淡的南方口音。有时，她的眼神会忽然变得有些迷茫，仿佛一下子陷入了某种沉思。珊迪的背景并不显赫，她在佛罗里达州长大，在坦帕读的高中，毕业于迈阿密大学，她的人生并非沿着安多福[3]—耶鲁—哈佛商学院的辉煌路线一路走来。

1997年巨企合并惠添公司后，我认识了珊迪。她不知疲倦地工作，管理的基金表现优异，在惠添已经崭露头角。我理解，对珊迪来说，或者说对所有女性来说，要想获得一个独立管理基金的机会谈何容易。事实上，在这样一个由男性统治的投资世界，她得既保持业绩良好，又主动进取，才能获得一个施展的平台。我相信，她必须比那些好斗的“公鸡”更好斗。一二十年前，时运总是对女性资金管理者不公，如今，不公在某种程度上依然存在。

在投资管理领域，人们对女性投资经理怀有某种心照不宣的偏见。有一些大型多头基金的管理者是女性，但数量不多。而我好像还想不出有什么大型对冲基金是由女性担任经理的。投资管理业中的男人们，无论老少，都认为女人不适合这项工作。尽管他们从不说女性的智慧亚于男性，但认定她们有两大障碍：首先，女性比较容易情绪化；其次，也是最重要的一点，如果她是位母亲，她应该没有足够的热情和时间去管理投资。当然，他们的这种态度中包含了智力歧视、性别偏见、职业上的小心眼儿等各种微妙因素。

绝大多数男性投资管理者认为，有小孩的妇女在家中有太多的事情要做，缺乏精力开展研究，也没有足够的时间花在办公室或旅途上，而这些都是一个成功的投资管理人必须付出的。他们认为女性更适合和倾向于做一个好妈妈，这与投资之间将是一个难以调和的矛盾。或许等到50岁，孩子们长大了，她们可以从事投资管理，但那时候，她们多半早已落伍了。

在巨企时，我曾经听到一些年轻的男性投资人员宣称，女性最适合的岗位是在技术要求不是很高、压力不是很大的支持部门，如客户服务、市场销售和行政管理等，他们认为公司不该对女性投资经理的长期表现抱任何幻想。不过，巨企坚定地认为，一碗水要端平，女性和男性一样，可以在家庭和工作中找到平衡，但这并不能改变男员工们心中根深蒂固的偏见。

**4.**

在这样的环境下，珊迪闯出了自己的路。她很聪明，也很努力，当然最重要的是她对市场和股票的嗅觉非常灵敏。作为一名趋势投资者，她管理的基金在20世纪90年代的后几年表现得相当不错，她在卖方那里培育了很好的资源，也对向她提供宝贵信息的人给予了慷慨的回报。她很温柔，但那些簇拥在她周围的人又觉得她很有脾气。至于她是如何平衡家庭与工作的，我也感到不解。

当然，和其他许多优秀投资经理一样，珊迪并不容易相处，虽然我没有碰到过什么不快，但她手下的员工说她对自己和部下的要求都很严。正如我以前说过的，我认识的几乎所有真正优秀的投资经理脾气都不小，有几个还以大嗓门出名。赢利的压力把他们变成这样，当然，也是赢利的压力使他们变得优秀。

到1998年，珊迪管理的基金已经成为巨企表现最好、最受欢迎的基金之一，零售客户大量认购，基金规模达到200亿美元，即便是在整个市场最火爆的时期，她的表现也很抢眼。我喜欢珊迪，我们聊过天，还一起吃过几次饭，她是一个真正的投资家。不过我也庆幸我没有直接领导她，我可以感觉到她比较难管。

巨企和惠添合并后，我出席的第一次大型会议是在菲尼克斯举办的“投资视角研讨会”。这个研讨会是巨企公司销售部的一项重要活动，大约600名（从1万名中遴选出来的）客户获邀参会，巨企在盛宴款待他们的同时，向他们介绍公司的共同基金。参会的人都不是省油的灯，经纪人是业界最聪明、最成功的，企业家们也都拥有了自己的事业王国，无论是公司高管、组合经理，还是共同基金，都要经受他们挑剔眼光的考验。他们待人热情，但更大的热情在于赚钱。谁都不敢小瞧这些人。

那次会议在一个巨型会场举行，灯光、音乐、舞台特效齐备，组合经理在演讲之前都经过精心彩排，现场还配备了提词器。经纪商们对这种完全编排好的死板演讲并非全无兴趣，但他们都是些坐不住的人，总是不停地接听手机或起身走动。会议开到一半，好多经纪商已经溜到外面的走廊里读报、打电话或者闲聊。我作了一个演讲，虽然赢得了几回笑声，但还是感觉出他们的挑剔。在第五个基金经理开始演讲时，我已经感觉到场内听众的疲倦情绪了。

下一个演讲的是珊迪！突然间，我发现原本在外面走廊上游荡的经纪人们陆续走了进来。当珊迪伴着主持人的介绍走上演讲台时，听众们开始兴奋起来，先是一些经纪人站起来鼓掌，很快全场起立热烈欢呼，阵势让我惊讶。听众们是真诚的，珊迪给经纪人以及他们的客户带来了很好的回报，他们感谢她带来的数字，是那些数字让他们过上了体面生活。她是他们的明星，他们爱她。他们认真聆听她的演讲，就好像她正在传播着投资福音。

**5.**

珊迪喜欢这一切，演讲台上的她矜持地沐浴在听众的景仰中，脸含笑意。她喜欢受到关注，谁又不喜欢呢？尽管我没有感受过，但可以想象，那一定是热血沸腾的时刻！作为一个投资家，当你表现良好时，那种感觉会很棒，简直就是觉得自己无往而不胜。珊迪是投资管理这场芭蕾舞剧的首席明星，大量的资金涌向她的基金，她的一切需求在销售部都可以得到优先满足。几年来，珊迪一直觉得公司派的薪水没有充分反映她的价值，她开始向管理层要价，要求大幅增加薪酬和福利。尽管不高兴，但管理层还是满足了她。因为，她是他们的明星！

在接下来的几年里，珊迪保持着她的状态。1998年、1999年还有2000年的上半年，她管理的基金虽然算不上最辉煌，但也很不错。不过，作为一名趋势投资者，她在科技股狂潮中没能适可而止，对2001年的市场继续看多，直到2002年才被迫放弃，此时她的基金又募集了很多资金。更糟的是，在2002年秋天和2003年春天市场筑出双底后，她又坚持看空，在基金中保留了20%的现金。也就是说，先前的牛市思维持续过长，导致她后期的熊市思维也过长，结果那段时期她的业绩表现很不理想。

这么说吧，如果你管理的是一只每天面临市场和投资者压力的基金，你很容易在踩错一个节拍后步步都踩错。这不是说你将永远无法跟上正常的市场节奏，但一个错误的信号有其自身的惯性，往往经历多年才能纠正，珊迪的情形就是这样。她错了，而且全世界都知道她错了。那段时间我们交谈过很多次，在我看来，她显得有些顽固、偏执，不尊重市场。为了说明她保持高现金比例的正确性，她经常引用看空技术派人士的观点。但正如我以前曾经说过的，每一个人，我强调的是任何一个人，都有踏错节拍的时候。

基金业绩下滑后，珊迪更加频繁地交易，对手下的员工要求也更严。2003年年底，在基金业绩不佳、员工抱怨、管理不力这几个因素的共同作用下，巨企管理层终于要求珊迪离开，当然估计他们为此也支付了不菲的离职补偿。

我对巨企让珊迪离开的决定感到震惊，珊迪是一个优秀的投资家，任何一位优秀的投资家都有低潮期。珊迪是对员工很严，但管理一只大型共同基金可不同于娱乐竞赛，这是和市场之间生与死的较量。报纸每天评价你做得如何，你的经纪商和客户们可不关心你的秘书和分析师是否愉快。你不会忍受，也无法忍受平庸的下属，虽非故意，但他们的平庸将影响到你的表现，危及你的也包括他们自己的事业。

我为珊迪感到难过，她一直在努力成为一名明星投资家，如今却变成了人们口中的败军之将，这对她来说是一种深深的伤害。我欣赏她对市场的判断，在她离开公司后不久我和她联系过，她告诉我，离职前的业绩表现使她难以吸引投资者，她发起的对冲基金没有能募到足够的钱，她觉得很难重新找到自己的位置。

几个月后，一位朋友打电话给我。他管理着一只巨型对冲基金，正在考虑聘请珊迪出任分析师并管理部分资金，想问问我的意见，看她是否合适。我说珊迪很有才干，他表示同意，但觉得她不够泼辣、好斗。我不得不笑着告诉他，珊迪在这方面可毫不逊色。后来我听说，她做得很不错，手中资金的规模也增加了。

珊迪的故事并不是特例。早几年前，一个管理成长和收入型基金的家伙也曾有过相似的经历。几年的辉煌业绩，顶礼膜拜式的欢呼，经纪人的追捧，可没几年后，就只剩下一场冷静的告别宴。这就是这个行业的残酷！

我想通过上面这段令人伤感的描述来表达什么呢？首先想说的是，在投资这个行业，人们记得的只是你最近的表现，荣光易逝，荣与辱的转换只在一刹那间，这是一个数字的游戏。千万不要为客户的忠诚、销售员的追捧、老板的宠爱而得意，这些都只是昙花一现。顺风航行的旅程可能骤遇风暴，盛夏与严冬总是在交替。其次，如果你在一家人事关系复杂、“公司政治”色彩浓厚的大型投资企业工作，而你本性又不是一个谦和之人，那你最好一直保持着好的业绩。如果业绩良好，公司管理层可以容忍你的个性，哪怕是很可怕的个性。不过，在你运气一般时，你最好记得收敛自己的脾气！我还想告诫那些大公司的高管层：不理解基金业绩表现的周期性是极端错误的。他们必须学会接受他们为数不多的、真正的投资家们的瑕疵。一个大的投资企业中，可能有200个组合经理管理着100种产品，但其中只有10到15位是真正的投资家，他们才是企业不可或缺的宝贝。在我看来，珊迪就是一个！

**6.保守的投资家也可能失去客户**

史蒂夫是个谨慎小心的投资家，只持有自己真正熟悉并完全信任的30到40家成长型公司的股票。史蒂夫用传统估值模型进行定价，这种理性定价使得他在20世纪90年代后期的牛市中斩获不多，在熊市中他本可安然些，可又遭受了“安然事件”的打击。

史蒂夫在安然事件中蒙受了重大损失。他喜欢以理性的价格买入具有成长性的股票，而安然无疑符合这一特点。史蒂夫对安然研究得很透彻，多次去公司调研，对它深信不疑。所以，当市场上开始有些风声，而安然股价开始下行时，他又买入了—正如巴菲特所教诲的那样。史蒂夫不相信趋势投资，他不认为市场走势能预示什么。我个人认为，我们每个人都可能碰到安然事件，分析师和研究员对此是无能为力的，因为这是欺骗。巴菲特曾经说过，他所认识的两个最聪明的人——联邦家庭抵押贷款公司董事亨利·考夫曼和马蒂·里波维兹——在安然事件中损失达到60亿美元；我所知道的最优秀的投资家之一，安联公司的哈瑞森，在安然股票上也损失惨重。但是，史蒂夫的客户们可不这样理解。

**7.**

2003年，史蒂夫保持了很高的现金比例，一是因为他无法找到便宜的股票；二是在安然事件后，他开始对整个世界心存戒备。尽管他管理的账户在2003年升值了12%，但与涨幅达28.7%的标准普尔500指数相比还是差了不少。2004年，他管理的账户升值5%。换句话说，5年来他没有为投资者真正赚到钱，每个人总是记得安然事件中的他，他的客户们变得不耐烦，他管理的资产规模在下降。事实上，他的舞步也乱了。

面对这些，史蒂夫的笑容依旧。虽然他能理解这一切正是这个行业的特性，但我还是看出他因为一些忠实客户的怀疑和离去而深受打击。

事实上，基金最重要的客户撤销账户是基金低潮期行将结束的一个最佳信号。如果你的投资管理人真的“病入膏肓”、不能再集中精力，或者他真的只是昙花一现，很显然你最好的选择是立即结束这种关系。但如果他已经保持了长时间的良好记录，就算他和别人一样犯了错误，你也不该把他归入“昙花一现”之列，除非他表现得不再专注，出现了畏惧心理，或是改变了投资风格。如果他只是暂时失手，请克制住你撤销账户的冲动。如果你相信业绩回归平均值是投资的黄金律（如我这般相信），如果你相信聪明的管理人最终将超越基准（如我这般相信），那么在基金表现逊于基准时赎回没有任何意义，反而将是双重损失，因为你已经忍受了低于基准的痛苦，又将失去业绩反弹的快乐。

如果你的投资管理人过去曾有很好的记录但目前表现不佳，你要耐心。好的投资管理人可遇而不可求，一旦碰到了就别轻易放弃。寻找一个合适的替代者非常难。投资业绩的波动是周期性的，最优秀的投资家也会有某段时期甚至较长时期表现不如基准。投资经理收取了你的管理费，长期来看，他们带给你的年均回报应该比指数型基金高出几个百分点。尽管他们的管理费高出指数型基金不少，但这几个百分点按复利计算后意味着你的财富在若干年中将获得更显著的增长。例如，在约翰·邓普顿管理基金的30多年中，虽然各年光景不尽相同，但投资人最初的1万美元投资增长到了632469美元，如果投资道琼斯工业平均指数，相应收益则为35400美元。约翰也曾经有过几次连续3年输给基准，但他也曾经连续9年超越基准。

**8.最伟大的投资家也有低潮期**

几年前，在庆祝格雷厄姆与多德合著的《证券分析》发行50周年大会上，巴菲特在哥伦比亚大学作了一次题为《格雷厄姆－多德都市的超级投资者们》的演讲。在那次演讲中，巴菲特反驳了金融学教授们的“有效市场”理论。根据该理论的观点，股票价格中反映了一切信息，没有被低估的股票，那些超越市场的人只是幸运而已。

巴菲特举了10家投资公司做例子，它们均曾承诺将奉行价值投资理念。所有10家公司的长期表现均较多地超越了主要指数。例如，太平洋合伙公司在19年间平均年增长达到32.9%，有限合伙人收益为23.6%，比同期的标准普尔500指数高出7.8%；特崔第布朗公司16年间增长了936%，同期标准普尔500指数增长238.5%。巴菲特本人的业绩当然更不用说。

让人惊讶的是，这些超级明星（巴菲特除外）在被统计年份中竟有30%～40%的时间表现不如标准普尔500指数。不在巴菲特研究之列的邓普顿公司也有40%的年份落后于指数。没有一家公司是年年都能跑赢指数的。不过，在那些落后的年份里，基金的表现大多只比指数低一点，而在那些超越指数的年份里，与指数之间的差异就很大，甚至是极大。

大部分低谷都是紧随在表现出色的年份之后。除一两家之外，巴菲特所研究的这10家公司都有周期性的长时间落后期（定义为连续3年或在连续4年中有3年落后于基准），几乎无一例外，持续的业绩良好之后总是这些落后期相跟随。很显然，在基金表现不好时赎回基金是一个代价昂贵的错误决定。相反，在连续4～5年的收获后，保持谨慎倒是一个更好的技巧。

基金的相对表现一般都有3～5年的周期，具体与基金经理的风格和特定市场的热点相关。有些发现是惊人的，一个极端的例子是太平洋合伙公司，在连续5年大幅超越标准普尔500指数（最后3年给投资者的回报是120%、114%和65%）后，接下来的6年中有5年表现均低于标准普尔500指数，在这之后又以127.8%的增长回到了正常轨道，并保持了5年的良好表现。现在，你可能会说，作为客户，你不能忍受如此大的波动，这是可以理解的。但事实是，19年间标准普尔500指数增长了316%（年增长率7.9%），而太平洋合伙公司在提取管理费后增长了5530%（年增长率23.6%）。这样显著的差异是不是值得你的心脏多承受些负荷？

另一个例子是关于查利·芒格的，他后来成了巴菲特的合伙人。芒格曾经在连续5年中4年表现落后于标准普尔500指数，但从13年的时间跨度来考察，他的年投资收益为19.8%，而指数只有5%。特崔第布朗公司长期表现骄人，但也曾经在连续4年中3年落后于指数。同样，红杉资本在成立之初曾3年半落后于标准普尔500指数，后来才走到了今天的辉煌。

巴菲特没有说到的是，今天，如果一个基金经理连续2～3年（很少4年）表现落后于指数，那他极有可能被解雇—解雇他的是主导这个行业的人力资源顾问，或是机构客户。人们的记忆总是很短暂，资金管理人的职业周期在很大程度上取决于统计数据和靠换人赚钱的顾问们。

史蒂夫的困扰不足为奇。他无法找到他认为便宜的股票，他所作的努力受到忽视。他拿不准自己是不是落伍了、是不是需要调整投资策略。他陷入了严重的失眠，和客户见面前后胃总是疼得厉害，医生告诉他，那是焦虑所致。他甚至在考虑是否要放弃，多去打打高尔夫、认真打理自己的钱。我鼓励他挺住。史蒂夫才50岁上下，积极活跃、脑子闲不住。我想，要是真的退出这片战场成为旁观者，他一定会感到失落。我坚信，他会再次散发出耀眼的光芒，但在这个缺乏足够包容的行业中，处于低潮期的他真的很苦！、

**第十六章：拥有财富之后如何抓牢它**

**1.**

想让资产保值增值可不是件容易事，很多人做得都不成功。过去的标准做法是雇用一家大名鼎鼎的投资咨询公司，好比美国信托、摩根担保信托、Scudder基金管理公司之类，让它们来替你妥帖地管理金钱。不幸的是，这些机构现在已经雄风不再，剩下的只是当年的一点影子。这样说很遗憾，但在我看来，现在所谓的私人财富管理业总体上的投资能力（比起它们的推销能力来）确实很低。优秀人才因为受不了官僚主义而纷纷离去。在这一章里，我就带你们逛逛那些不常见的储存财富的仓库。

**天下大乱时，珠宝真管用**

几年前我有一次去香港，见到了某个非常富有的华人家族的族长。这个家族的钱部分是由我管理的。在那时，他应该已经年过九旬了，但仍喜欢人们叫他“将军”。他曾是一位国民党将军，参加过抗日战争。将军已经年迈衰弱，有点喜欢伤感怀旧。不过，无论什么人，若是像他那样阅尽世事沧桑，恐怕都会变得伤感怀旧吧。

这个家族有一大笔财富，分别由3家大型投资管理公司管理。但此时，将军却像哲人般地思考起财富的用场来了。他讲起在天下大乱时财富多有用，并且说，那才是你真正“需要”财富之时。纸上财富在平常是好东西，但到了灾难降临时却毫无意义。而灾难总是会降临，大约每半个世纪一次。在20世纪，它降临在亚洲、欧洲，与之相伴的是战争、饥饿、疫病和死亡，它们几乎成了主宰人间的“四大天王”。

在老人家看来，要想储存财富和抵御灾难，珠宝是最好的选择—比黄金都好。富有的家庭应当储藏珠宝，就如同上保险和设立遗嘱托管一样。他说，用来消灾解祸的财富必须是好带、好藏、易出手的。玛丽·安托瓦内特和俄国沙皇皇后就都曾在逃离宫殿时把珠宝塞进胸衣里。

他讲起1941年日本人攻占香港，他们这个大富之家一夜之间变得三餐无着。那时他远在军中，太平山的宅子里住着他的祖母、母亲、他和他的三个兄弟的妻子儿女们，要填饱的肚子很多。城市一失陷，英国的经济体系停止了运转，银行存款完全冻结。许多香港人相信，在可见的将来，甚至永远，都会是日本人和大东亚共荣圈的天下。新加坡陷落了，20万英国士兵投降了，两艘威力无穷的英国战舰“反击号”和“威尔士亲王号”也被日本飞机击沉了。他们家族在香港拥有大量房产出租，但到此时，没有房客再交租金。他们在国外也有钱，但无法提取。所有的经济来源都断绝了，而香港的经济回到了以物易物的时代。

结果，一大家子人熬过了接下去的几年，全靠妇人们用珠宝换取食物和保护。在1942年的香港，珠宝很吃香，因为日本军人的那些当地女伴无不眼馋珠宝。街头的妓女从日本兵那儿得到钱和日用品，但最美丽的高级妓女却向军官们索要珠宝—既为佩戴也为保值。于是，军官们收购珠宝以博美人欢心。莎士比亚写道：“珠宝总是沉默不语，却比多少言辞都能打动女人心。”日本人和他们的女人们似乎都看不上黄金，黄金没有装饰性。就这样，这家人靠变卖珠宝度过了1942年和1943年的黑暗日子。

老将军说，自古以来，占领军总是要在占领区找女人，而女人自然要索取值钱的东西作为回报。所以，同样的故事不仅发生在香港。珠宝一向被用来扮靓，同时也用来炫耀一个人的身份与财富。在物价飞涨的时期，珠宝还是坚实的财富。研究显示：金银都具有极高的抗通胀能力，由于珠宝首饰上通常带有大量的金银，它们在通胀时期至少能够保持购买力。在德国魏玛共和国时代和20世纪30年代初都是如此。与歌里唱的不同，女性最好的朋友不是钻石，而是珠宝。钻石只是一种价值被人为操纵的商品。

老将军继续探讨着他的珠宝理论。他说当今世界的银行系统依赖于复杂的计算机程序，很容易受到各种社会性和技术性的恐怖攻击，1941年香港的情况还有可能重演。若是出现长期断电、美国的银行和交通系统瘫痪，那么纸质货币可能会变得一钱不值。一旦经济形势恶化，珠宝可能会变成一种最受欢迎的货币。

这种观念很有意思。对于具有收藏价值的珠宝，人们并没有系统性的价格和利润统计。一位专家说，所谓“收藏性珠宝”的出现是在20世纪50年代前夕，有人则说这种概念至少在20世纪30年代就已存在了。那些由著名设计师签名设计的珠宝（例如卡地亚生产的“装饰艺术”珠宝系列）总是能卖出高价。专家认为，“一件珠宝越是具有艺术价值就越好”。现代的珠宝一定要设计时尚才能带来价值。在不久前的日内瓦拍卖会上，设计优良的珠宝珍品身价不菲，而钻石或大块宝石却卖得不好。

我还是很难把珠宝当成一种主要的资产类别。不过，作为一种保值工具，它与艺术品一样，确实具有审美以外的收藏价值。至少有一点，人们可以轻松地把它们送给女儿或儿媳，不用交赠予税。老妇人死后，继承她的珠宝也不用交遗产税。珠宝好带、好藏，所以人们逃难时总是用它来储存财富。而且，就像老将军说的那样，它在灾难时能派上大用场。

**考虑税费后的净收益**

另一天晚上，我和老友山姆吃饭。大约15年前，他卖掉他的公司，心满意足地拿到了一大笔钱。从那之后，他的主要工作就变成打高尔夫和让自己的财富继续增值。两方面他都做得很成功。在此过程中，他也总结出了不少有趣的心得，是关于美国纳税人应当如何管理金钱的。

山姆的哲学总结起来就是：在考虑回报时，一定要考虑你实际能得到的回报，尤其是税后回报。平时你看到的利润都是税前利润，具有欺骗性，你真正应该关注的是如何得到最高的税后收益。流动性和投资的透明性都至关重要。投资者应当有权改变主意或撤回资金。山姆喜欢让一切简简单单，因此不怎么去碰房地产和石油天然气这类生意。“太复杂了，流动性也太差，再说几乎无法计算回报，因为赚的钱要分10年才能拿到。”

山姆没有聘请财富管理公司来为他管钱。他说，他们喜欢围着机构账户转，个人客户得不到重视—即使你是有钱人。还有，在现在这样的环境下，最优秀、最聪明的投资人才自然都跳槽到了对冲基金。所以，他把重点放在了对冲基金上。他也不通过组合基金来投资对冲基金，因为感觉这些组合基金对对冲基金的了解并不比自己强，而他们收取的费用却会让自己的收益大大减色。不过，他倒是认为缺乏投资知识的人不妨购买组合基金。

山姆说，对冲基金很吸引眼球，如果你投资的基金正在飞涨，你就能成为鸡尾酒会上的谈话中心。但美国的纳税公民们拿到的只是一般合伙人抽取20%之后再交过税的收益。他个人投资在激进型的对冲基金上，并且愿意接受风险。市场中立型基金对他毫无吸引力。

山姆的经验是挑选一些长期表现出色的基金，深入了解它们的经理人，一旦投资进去就不轻易撤出。过去10年，他投资的3只主要基金在扣除费用后的税前内部收益率达到每年25.4%，而同期标准普尔500指数的年收益率只有11.1%。而这3只基金在此期间的波动性是21%，标准普尔500指数是15.8%。也就是说，这些基金时常会出现一个月就缩水10%的情况。然而，在交了联邦和加州的税款后，他的投资收益率降低到16.3%，因为他交易频繁，所以收益中71%都是短期利润。当然了，标准普尔500指数的收益率也是税前的。他发现免税基金的比例越来越高，因此合伙人对上税的问题也越来越不在意了。

山姆想找的是那种大型基金，管理要非常稳定，牛市时能跑赢市场，熊市时能保护投资—一只基金能做到这样也就没什么可挑剔的了。你不能奢求基金在熊市期间还能为你赚大钱，而且对于付税这点也要心里有数。很显然，对于免税机构来说就是另一回事了。山姆认为对冲基金是中等规模基金的好选择，因为它们不用担心缴税的问题，回报会高得多。

选择要投资的对冲基金和进入的时期需要做大量的研究工作，可不是一件容易事。进入的时间点十分关键。“很多人似乎对新创立的对冲基金失败率之高视而不见。要知道，一只基金就算宣布自己会保证低风险运营、会以大量的空仓对冲，也并不能说明它就不会亏大钱。”山姆也对美国的那些宏观对冲基金十分警觉。“那些人出了点小成绩，就以为自己有能力在国际市场和外汇交易上兴风作浪了。要知道，我的几个最好的朋友全是在外汇和日本股票上栽的跟头。”他沉着脸说。他还指出，20世纪90年代末冒出来的一批基金实际上都是杠杆净多基金，其中很多已经在熊市期间把本都亏掉了。

对于那些有信誉的运营者发起的新基金，山姆乐意投上个100万美元，“只是为了观察观察”。他想要多了解它们一些，读读它们的报告，参加它们的合伙人会议，弄清它们的风格。他会到那些合伙人的办公室去拜访他们。过几年之后，如果看到的一切让他满意，他会提高投资的额度。不过，他告诉我除了他主要投资的那3家基金之外，其他的新基金都表现平平。

山姆的策略是把75%的对冲基金投资放在四五家他十分了解的成熟基金里，然后把剩余的25%分散放在十来家“新星”基金里，它们是他的“第二梯队”。他也承认规模是业绩的敌人，但他的那四五家核心基金都规模巨大。世界一流的声誉自然会吸引来大量的投资，而且，一只基金也必须拥有相当的财力才能网罗到最优秀的年轻人才。在这些基金中，他只要看到一丝故步自封或放松懈怠的迹象就会开始回撤资金。但是，如果仅仅是某一年业绩不好或是某个月亏损巨大都不会影响他。只要他仍然相信那些投资经理，他对基金的信心就不会动摇。他希望他的投资经理是一些全心全意迷恋投资的人，哪怕是一些不受欢迎的人。他知道，很多优秀的投资经理对下属很凶，而且在华尔街的销售人员中口碑也很差—因为他们往往不肯听从推销员的蠢话。这类脾气暴躁的家伙很对山姆的胃口。

“新星”基金很具吸引力，因为它们的资产不那么大，还可以在中小型企业里占据重要的地位。它们转换起仓位来也比大型基金容易，在投资方向出问题时这是一大优势。综合起来考虑，山姆认为对冲基金是富人们的首选投资工具，但进行这种投资需要时刻关注，还得具备一定的知识。

**2.风险投资的高风险与高回报**

谈到风险投资和私募股权投资，山姆承认他错过了20世纪90年代的暴发期。不过，他觉得风险投资被吹得太神了，好像通过它一夜致富是那么容易。大家普遍认为，风险投资是一个奇迹般的资产类别，投资顾问们也总是能举出一些精彩的例子，好比耶鲁基金、惠特尼投资（J. H. Whitney）、Venrock投资这些长期从事风险投资的专业机构是如何获得惊人的长期高回报的。（这3家机构都在长达30年的时间里获得将近30%的年收益。）毫无疑问，如果风险投资运转良好，而你投资的又是最棒的企业，一切都会很好。不过，山姆告诉我，他的一些老友在喝多了之后透露，他们已经快死在风险投资上了。用冷静的眼光去观察风险投资，你会发现它是一种高风险的残酷生意，破产率高、违约率高、对新进者没什么门槛。此外，退出很难，钱根本拿不回来。不过，若是你选对了投资的时机和对象，也完全有可能赚得盆满钵满。

风险投资经济指数显示：1969～2002年间，风险投资基金的平均年回报率为15.8%，对于一种流动性极低的资产来说这样的收益基本合理。大型美国股票（流动性极高）在同期的回报率平均为每年10.6%。在计算风险投资的回报时，起算的时间点影响很大。《经济学人》的一项调查显示，在1988～2000年期间，风险投资的年回报率为12%。

经理人的选择对于风险投资来说至关重要，也十分困难。这一点与私募股权投资一样。旧金山的一家风险投资基金霍斯雷·布里奇斯的一项研究结果显示：1990年到2003年6月，1950亿美元涌入了风险投资基金。在所有的基金中，业绩表现前25%的基金共吸引到了200亿美元投资，回报给投资者的则是800亿美元，未来回报应该还会更多。其余砸进风险投资行业的1750亿美元却没给投资者带来任何净回报，从现金上看还损失了10%。随着这些基金的成熟和1999年、2000年的巨大投资产出成果，收益可能会提升，但也不能确定。在技术和互联网泡沫破灭后的今天，谁也无法确认当前的估价是否合理。其实，估价还是有可能过高。

有意思的是，硅谷的风险投资泡沫从未真正地缩小。人们估计到2004年第三季度，风险投资基金手中握着大约800亿～1000亿美元没投出去，而在2004年第四季度就又有100亿美元的新资金涌入。之所以会有这么多钱未能找到投资对象，是因为在风险投资最热的那段时间，投资者为了进入这些基金都承诺在基金的整个生命期不会撤资（合同中都不包括撤资条款）。此外，他们还同意无论钱有没有投出去都支付固定的管理费（通常是每年2%）。显然，这样风险投资基金就没有什么动力向投资者返还资金了，因为他们什么都不用做就能舒舒服服地净挣管理费。2004年第四季度，真正被投到创业公司中的资金是70亿美元，还不如新涌入的资金多。硅谷微妙的创业生态系统已经开始阻塞。

我觉得现在并不是把钱放到风险投资中的好时机。正如橡树资本创始人霍华德·马克斯的名言：“再好的投资主意也会被过高的门槛价格所毁坏。”风险投资如同耕地，要么让你喜获丰收，要么让你颗粒无收饿肚子，其周期与《圣经》描写的相仿（7个丰年接着7个贫年）。20世纪90年代是有史以来最大的丰年，那时募集到的资金到现在还有那么多没投出去。几年前有一次，戴维·斯文森向我透露了耶鲁基金的私募股权收益（见表16-1）。在25年的时间中，耶鲁从事风险投资的复合年收益率是35%，从事私募股权投资的复合年收益率是31%，两者都是扣除了费用后的数字！我还不知道其他什么拥有如此大型多样化投资组合的投资者能做得这样出色。2000年，耶鲁在一个20亿美元的私募股权投资组合上的收益率是168%，谁能不为这样的回报率着迷呢？

耶鲁聪明地逃过了技术泡沫破灭那一劫。斯文森并未透露他是如何做到的，但我猜想在1999年和2000年市场最疯狂的时期，耶鲁多半是买入了看跌期权并做空指数期货，用以对冲其在风险投资和杠杆收购基金上的风险。而且，在形势尚好的那段日子，当一家风险投资基金把创业公司运作上市并向投资者们发放股份之后，耶鲁立刻就把刚到手的股票沽出。

投资者还需考虑的一个问题就是：自己的内心是否足够坚强，能否承受住风险投资本质上的波动性。不妨再拿耶鲁基金做例子，看看它的杠杆收购投资回报：1980年增值231%，然后在接下来的3年跌去74%。想象一下在1984年向你的投资委员会解释这样的事实是什么情景吧。在丰收期，最佳的风险投资基金收益巨大，它们耀眼的投资表现吸引了大量的新资金和成群的仿效者，而这些人往往经验欠缺、能力不足。然后，回报消失了，后进者的情形如何就很少有人去关心了。

《经济学人》的研究还显示了选择风险投资基金的难度。在大多数的年份，表现好和表现中等的基金之间差距巨大。就算在好年景中，很多风险投资基金实际上也在亏损。在风险投资中，表现最好的1/4和表现最差的1/4业绩相差23个百分点，这无疑是所有资产类别中最高的。紧随其后的是杠杆收购公司，差距为14个百分点。而在多数股票和固定收益债券类别中，差距只有2～4个百分点。

**3.带着怀疑和谨慎选择对冲基金**

对冲基金的选择也很重要。根据TASS数据库的统计，在截至2003年3月31日的5年时间里，表现前25%和前75%的对冲基金业绩差距为9.5个百分点（分别增长12.7%与3.2%，同期标准普尔500指数年均跌幅3.8%）。不难想象，一般对冲基金比私募股权基金波动性低：对冲基金的波动率为15%，标准普尔500指数为21%。至于组合基金，表现好坏的差距更小一些：5.3个百分点（前25%和前75%的组合基金年增长率分别为9.2%和3.9%，波动性12%）。当然，对冲基金比私募股权投资流动性更强，通常也更透明。

想一想我那位老友山姆的投资方略和继承税的问题，我发现它非常适合于拥有1亿美元以上投资资产的机构。不过，让我们来做这么一个设想吧：你退休了，手里有2500万美元的金融资产，并且是投资领域的老手。你算了算，发现你每年需要40万～50万美元的税后收入才能维持你所习惯的生活方式，而每年你的养老金、社会保险等等收入大约有15万美元。于是你把500万美元买成了高等级的中期免税债券，每年能给你带来大约22.5万美元的收入。要是我的话，还会买下200万美元的10年期国库券，作为战略储备。（它们每年能有8.5万美元的税前收入。）然后，其余的1800万美元，我会买500万～700万美元的先锋股票指数基金，剩下的要么投资在5～10家对冲基金中（如果能管得过来的话），要么交给几家组合基金。这一策略的要点是：投资债券用于获得稳定的收入，投资股票期待成长，而对冲基金永远是重要的投资选择。当然，这一模型过于简单化，具体怎么做很大程度上要取决于你的收入水平、专业知识和你的投资顾问的能力。

山姆对于对冲基金行业的现状也有一些高见。他说那些长期记录良好的优秀对冲基金运营者已经快被涌来的资金淹没了，资金的规模已经超出了他们的运作能力。他们喜欢网罗那些有前途的年轻人。一位基金大亨就曾告诉他的客户：他拥有一只“新兴经理基金”，运营者是他这些年来见到过的最聪明的5个小伙儿。他知道那些无畏无惧的年轻人能够冲锋陷阵，但也知道无畏无惧会让他们犯下愚蠢的错误。所以，这位大亨准备亲自严格监视这几个年轻人，就像老鹰监视耗子一样。投资者们很开心，他们当然最喜欢看到这样的组合。

山姆谈到纽瓦克市一个叫吉米的家伙，他是个交易狂人，一直战绩辉煌。在吉米最得意的那段日子，他收取利润的50%，不要固定管理费。吉米不是傻子，他知道自己不可能拿着几十亿美元还像几亿美元时那样运营，所以决定改变费率结构，变成30%的利润提成加2%的管理费。他要打造一个对冲基金帝国。虽然收费奇高，但只要他保持着那种点石成金的投资能力，资金就会源源不断地涌来。上周出了条新闻，吉米从另一个对冲基金大亨那儿挖来一个风头正劲的年轻人，让那孩子管理3亿美元。他们的协议是：那孩子拿利润的15%和1%的固定管理费，等于和吉米平分。面对这么多钱，再出色的年轻人也很难不动心的。另一方面，那孩子也不一定干得长，吉米炒起别人鱿鱼来是有名的快手。你要是为他工作，最好能拿出点成绩来，否则，他炒你时，可别指望什么金色降落伞[1]。除了一个坏名声，你会两手空空地离去。至于吉米，他认为自己无论是挑股票还是挑人从来不会走眼，如果出现问题，一定是别人的问题。

组合基金也在上演狂热的一幕。不久前查利·芒格就说过，他喜欢“组合基金中的基金”（fund offunds of funds）的概念。他说道：“如果双重收费有自己的好处，那么三重收费就一定更好。”而且，老天，他所说的东西已经出现了。伦敦的一家规模38亿美元的组合基金为了进一步多样化和降低风险，正在创立一个投资于组合基金的“组合基金中的基金”，即将投资于11家组合基金。

还有一个最新进展，那就是银行也进入了组合基金领域，而且为客户提供杠杆。我就知道有个富人想花200万美元购买一只银行基金。

“我告诉您吧，”当时银行的那位私人财产顾问热情地鼓动他，“从记录来看，我们的基金波动性低，每年的回报率达到8%。干吗不再从我们这儿贷款400万呢？这样在付掉利息之后您一年还能赚将近20%。轻轻松松，没有一点儿负担。”

如今，18个月快过去了，市场徘徊不前，大家都在挣扎。那家组合基金几乎没什么收益，而双重管理费加上贷款利息已经把富翁的投资报表烧出一个大窟窿。结果是客户失望，纷纷从组合基金赎回，组合基金也只能跟着从对冲基金那里赎回。

有时，融资杠杆会给你带来大麻烦。设想一下，出于某种原因一家大型组合基金开始亏损，这时止损机制被激活，组合基金不得不指示它投资的那些对冲基金卖出部分多头，买回部分空头。为满足赎回要求而做出的空头平仓会导致人们的不理智举动。每个人都担心着自己的投资组合，结果是更多的损失和更多的赎回接踵而至。于是人心惶惶、谣言满天飞，真正的恐慌开始了，投资组合保险和长期资本管理公司的故事重复上演。虽然1987年的大崩盘不能说是投资组合保险引起的，但至少是被它大大激化了。杠杆是毒药。而且老话说得没错：流动性是个胆小鬼，麻烦刚一露头它就跑得无影无踪。

**不要自己做对冲：利用组合基金是正确选择**

很多组合基金并不提供杠杆，但它们为富人提供重要的服务。我的山姆老兄直接投资于对冲基金，把它们作为自己投资组合的核心。如果你也非常富有并且像他那样在行，那么直接投资是非常正确的。问题在于，你得保证在其中投入很多的时间，即便不是全职去做，至少也得把它当成一项严肃的业余工作。我想，你若是想把主要投资放在对冲基金上，就应当至少投资于5家基金，拥有5～10名主要的投资经理，还有5支后备队。在这种情况下，你就得花大量的时间去研究它们，拜访那些经理，甚至于去参加摩根士丹利的某些研讨会。一天听10场介绍可不轻松，自己投资于对冲基金是一项艰苦的工作。你必须得亲自研究你的投资，而不是靠道听途说。你得了解它们的投资过程，如果它们不能或不愿说明，就离它们远点吧。要是他们号称自己发明了某种神秘的计算方法，就更该赶紧和它们说再见。除非你确实能勤奋地完成上面的工作，否则还是选择组合基金，通过组合基金来投资对冲基金为好。优秀的组合基金不在少数，它们的经营者都极为职业化，会勤勉认真地开展大量研究分析工作。虽然这样你要多付一层费用，但对于没那么勤奋聪明的普通投资者来说，组合基金的多样化和专业性会让你觉得它物有所值。

历史显示，从较长的时间来看，一只管理良好的组合基金在市场景气时至少不会低于标准普尔500指数的涨幅，而在市场下滑时能保护你的投资，且波动性较低。这样真的就很不错了。在2003年3月之前的5年时间中，市场经历了巨大的起落，标准普尔500指数平均每年下跌3.8%，而表现中等的组合基金回报率是6.3%，表现居前25%的组合基金回报率是9.2%，居前5%的回报率是15.7%。所以说，组合基金是正确的选择——对山姆一类人除外。

**艺术品投资：爱作品本身，而非爱投资**

几星期前，我在一位朋友家吃晚饭。在过去的20年间（自从他在摩根士丹利赚了大钱开始），他一直孜孜不倦地收藏美国西部画家的作品。如今，他家里满是雷明顿和韦恩的作品，让朋友们又赞又羡。而且，他还因此赚钱！“我发现这些艺术品的价格每5年就翻一番，”他略带一丝得意地说，“这可比买股票划算。你总不能把股权证书挂在墙上吧，它们真的很丑。美女可不会因为你手上有英特尔的股票而跟你调情。”

我的朋友大概是对的，因为他的那些画在以每年14%的速度升值，当然这也得益于他在挑选作品时的好品位。但是，我们并未算进拥有艺术品的高成本—包括保险、保安、维持藏画环境之类的费用—每年这些费用可能高达艺术品价值的2%。我查过了，在股票熊市期间美国西部画家的作品仍在升值。优秀作品容易出手，流动性非常高，差劲的作品却绝非如此。对此我非常清楚，有一次我想卖掉15年前买下的一位18世纪平庸艺术家的平庸画作，可费了好长时间！但无论如何，我的朋友是对的，伟大艺术品是一种高级的投资方式，因为它既能提供巨大的投资回报，又能带来审美上的愉悦。这和拥有一片农场相似，即使你不想每天住在农场里，只要偶尔回到那田园诗般的环境中，看一看牛肥马壮、树木葱茏的景象，也能体会到那种财富之外的精神幸福。

根据艺术品行家理查德·罗世的研究，优质艺术品的长期回报在扣除成本之前约为每年9%～10%。还有证据表明：在艺术品方面也存在50～60年的波浪形康德拉季耶夫周期[2]。过去的几个艺术品市值高峰期分别发生在1770～1780年、1830年前后、20世纪80年代、1929年，然后就是20世纪80年代末到90年代初，也就是因为日本人的狂热购买而价格疯涨的那次。想想就能明白，泡沫能创造财富，富人多了，购买艺术品的人也就多了，艺术品的价格自然跟着飙升。反过来也是一样。从1990～1994年，以“艺术100指数”衡量的主要市场艺术品价格下跌了52%，另一个关于19～20世纪雕塑品的指数则跳水60%。但不要忘记，在此之前的1983～1990年，这两个指数一直在大幅攀升，回报之高令人瞠目。即使是在经历下跌之后，1984～1994年的10年复合回报率仍然达到11.5%，波动性标准差为35.7%。同期，标准普尔500指数的波动性标准差为17%，新兴市场股票为30.6%，美国新兴成长股为18.4%。“艺术100指数”自1976年诞生起到2004年底的复合增长率为10.5%，波动性标准差为27.9%。

这些统计都不够准确，因为拍卖机构和经纪人总是在想方设法制造一种假象：优秀艺术品的价格永远不会下跌。美元疲软也造成了艺术品在美国的升值和在伦敦、巴黎市场的贬值。你要是希望艺术品具有很高的流动性，又想在出手时得到一个好价钱，就可能有点奢求了。在过去的3年中，艺术品拍卖的流拍率高达25%。

当然，和选股一样，投资艺术品的回报主要取决于你选择了哪些艺术品，要看它们能否经得住时间和品位变化的考验。那些以大写字母G标记的杰作级艺术品通常是最佳投资。1921年，某个家族在巴黎以200法郎收购了莱杰的《红衣女人》，他们一直收藏着这幅画，直到2005年在佳士得拍卖行以2200万美元卖出。也就是说，在将近一个世纪的时间里，这笔投资的年回报率高达19%。凡·高的《鸢尾花》作于1899年，1947年被琼·惠特尼·贝松以8万美元购得。1987年大崩盘的几周后，她的儿子以5390万美元的价格将画卖出，等于在40年零几个月的时间里持续得到17.7%的年回报。一幅画在被这家人观赏多年之后又创造出这么大的价值，真是不错了。具有讽刺意味的是，《鸢尾花》的买家身份后来被曝光，也就是澳大利亚的啤酒大亨艾伦·邦德。他在收购时申请了索斯比拍卖行的一系列贷款。他所支付的天价引发了一个艺术品大牛市，索斯比成了主要的受益者。不久之后，邦德的企业帝国崩溃，他无法再继续归还贷款。于是，索斯比又获得了画的所有权，并于稍后以私下成交（价格未透露）的方式将画卖给了盖蒂博物馆。

某一件艺术品是否是好的投资在很大程度上要看潮流，这一点与股票不同。对于股票来说，从长期看还是资产价值、收益、分红这些硬性指标在起作用。艺术品市场的熊市不那么引人注目，但却杀气重重。“Rush艺术指数”在1925～1929年间从100点上涨到165点，到1934年时又跌落到50点。在长波段大循环中，还有一些因潮流变化引起的小波段，其中的价格波动更为剧烈。1780年前后，盖多·雷尼是炙手可热的画家，叶卡捷琳娜女沙皇曾以3500英镑的价格收购他的一幅作品，在那时可是天价。可是，雷尼后来不再时髦，1958年他的一幅画仍然只能卖到3500英镑，此时英镑已经不知贬值了多少倍！19世纪的英国收藏家曾经热衷于艰苦生活画派，那些描绘艰苦环境和苦工的作品一时大受追捧。反映悲惨世界的画作也曾经掀起过热潮，但现在两者都不再时兴了。我朋友的那些画着牛仔和印第安人的西部画家作品是否也会有这样一天？我不这样认为，但也难说。

关于艺术品潮流的一个极端例子是18世纪英国肖像画家隆尼、盖恩斯伯勒、雷诺兹等人的作品。他们在世时，为人画一幅祖先肖像画的收费相当于今天的17.5万美元。一代人之后，没人再愿意花那么多钱去购买别人那些发胖祖宗的肖像，于是画的价格跌到原来的10%。20世纪20年代，肖像风俗画一度再次吃香，但在大萧条期间又大幅跌价。2002年夏天伦敦有一场肖像风俗画大拍卖。盖恩斯伯勒的《蓝色男孩》的成交价是150万美元，而1921年威斯敏斯特公爵将此画卖给美国中西部的一位商人时，价钱是14.8万英镑（相当于今天的1000万美元）。雷诺兹的肖像画在1929年之前的价钱相当于现在的800万美元，而在2002年的拍卖会上却只卖到30～40万美元。

詹姆斯·杜维恩是有史以来最出色的艺术品交易商之一。这位来路不明却魅力出众、穿着无懈可击的男人取得了巨大成功。他的商业计划简单而大胆。他认为美国富人的艺术品位很差。于是，在“一战”后他收购了大量的祖先肖像画，然后在接下来的15年间把它们卖给美国的“新贵”们。这些富翁新建了豪宅，总想挂几幅古老的油画肖像权当自己的祖先充充门面。在杜维恩的全盛时期，他宣称他卖出的任何一幅画永远不可能贬值。有好几年的时间他稳稳地控制了祖先肖像画市场—就像20世纪90年代早期拍卖行控制艺术品市场一样。

1929年大崩盘之后的那几年，祖先肖像画的价格平稳。直到1934年克里斯蒂拍卖行的一次拍卖上，隆尼的一幅曾于1928年以70万美元（乘以11倍相当于当前价格）成交的作品无人真正竞价，最后只能以6.5万美元出手。这一事件引发了肖像画市场的跌价狂潮。到1940年时，大多数18世纪肖像画的价格都跌到了20世纪20年代高峰时的5%左右。杜维恩的许多富人客户都在股市危机中倾家荡产，其中包括朱尔斯·巴鲁克，他最后还欠了画商440万美元。1937年夏天的一个下午，杜维恩从伦敦克莱瑞支酒店走出来，遇到了3位美国贵妇，大家闲谈起来。在谈话当中，3位寡妇才得知自己亡夫的画像藏品几乎已经变得一钱不值。她们气得把杜维恩推到人行道上一通猛踢。S·N·贝尔曼写了一本《杜维恩》，描写了杜维恩和他的手下伯纳德·贝伦森在艺术品交易中的狡猾勾当，既有趣又发人深省。

另一场艺术品惨剧发生在20世纪晚期的日本，余震波及全世界。20世纪80年代日本股市飞涨，泡沫膨胀。到1990年时，财富的聚积对全世界的艺术品价格产生了影响。日本收藏者总是通过他们的交易商来收购，而且品位特殊。他们喜欢印象派、后印象派，还有1900～1950年期间的现代艺术品。有人估计，在1987～1990年间，拍卖会上40%的印象派作品都落入了日本买家之手。日本人的疯狂购买把艺术品价格推上新高。

到20世纪80年代末，艺术品牛市势头强劲。推动者是拍卖行和画商，他们用文化和鱼子酱把无知的富人们迷倒，把他们变成冤大头。1987年，一位著名的日本画商真田一贯组织了18名年轻而富有的日本企业界骄子和他们的妻子、女友，飞往美国开始了一次学习和购买之旅。一趟旅行下来，他把这些门外汉变成了疯狂的艺术品爱好者。在索斯比的大型秋季拍卖会上，这些人买下了印象派作品的半数以及10幅最贵画作中的5幅。在艺术品价格达到高峰的1990年之前的4年间，日本从西方进口了138亿美元的艺术品。

到20世纪80年代晚期，日本银行大力鼓动客户贷款购买艺术品。银行家们称艺术品是绝佳的收藏。日本的企业和商人花了大钱购买画作。安田火灾和海事保险公司买下了凡·高的《向日葵》，付出了3900万美元。大昭和纸业公司董事长齐藤良平在1990年5月15日花1.606亿美元收购了雷诺阿和凡·高的各一幅画，其中雷诺阿那幅7810万美元，凡·高的《加歇医生像》8250万美元，创下油画交易史上的最高价。

当时，齐藤大言不惭地宣布，他死后两幅画将随他火化。但10年后，手头拮据的他又把凡·高那幅卖回给佳士得拍卖行，据说只收回原价的1/8。而雷诺阿的那幅后来不知所终，有人说现在被一家日本银行收藏。另一个纪录由日本房地产投机家鹤卷智德创下，他于1989年11月30日以5130万美元买下一幅毕加索作品。据日本画商最乐观的估计，当年以50亿美元购入、现仍保存于日本各银行手中的画作如今最多能卖14亿美元。

我可以现身说法地告诉你：业余爱好者在进行收藏时，如果未能正确判断未来的流行趋势，一定会损失惨重。20世纪40年代末和50年代初，我父母对多萝西·道蒂的手绘瓷鸟着了迷。这些骨瓷模型均为真鸟大小，非常美丽。由于其精致和稀有，我父亲认定它们将来会成为极具价值的藏品。1957年伊丽莎白二世女王送了一对瓷鸟给艾森豪威尔总统，于是道蒂的作品价格飞涨。我父母收购了若干限量版的瓷鸟，每对的价格在8000～10000美元。而当时，一幅优秀的画作价格也不过5万～10万美元。50年后，那些瓷鸟还站在我的壁炉架上，美丽如昔。如果你能找到买主的话，一对还是只能卖到8000美元。想一想吧，若是它们的升值速度能达到一年8%，现在就该值469000美元一只了；若是12%，就是2890022美元；若是15%，就是10836574美元；若是17.7%，或者说与贝松夫人那幅画的升值速度一样，就是34580000美元。我父亲精于判断股票趋势，在判断艺术品流行趋势方面却十分失败。

如今，艺术品熊市似乎已经结束，价格再次上扬。但人们的狂热劲头已经不再—至少现在还未恢复。由于金融资产的回报率是如此之低，拥有艺术品造成的收入损失比10年前显得小得多了。而另一方面，有关CEO们贪欲的丑闻也使得美国和欧洲公司不敢再收购艺术品。泡沫破灭了，而艺术品价格正以较正常的速度上涨。

20世纪40年代早期，当纳粹的铁蹄横扫欧洲之时，大量犹太家庭准备逃亡。他们本来都是些富人，但手中的土地、房产还有经营了几代人的生意都突然变得一文不值，因为别人知道他们急于脱手，所以拼命压价。还有，占领区的货币不再值钱，而且没有兑换控制。珠宝（还记得中国将军的故事吧）和艺术品成了唯一比较容易兑现的可携带财产。他们千方百计地向美国偷运艺术品。后来，在这些家庭到达纽约后，艺术品成为他们赖以维生之物。

如今，对冲基金刺猬们也喜欢收购艺术品。有时候只是为了充门面—一种不怎么高明的炫耀。我的看法是，你应当因为喜欢一幅画而购买它，而不是把它当作分散投资的手段。

**第十七章：三类投资信条：成长、价值和不可知**

**1..**

正如艺术有不同流派，投资信条也有三大派别：成长、价值和不可知。我所认识的绝大多数投资者都可以被归入其中一类。我自己想成为一名价值投资者，但表现得更像个不可知论者。

**寻找成长型股票极其困难**

信奉成长理念的投资者认为，应该投资于那种赢利和分红稳定增长的公司股票。在他们看来，控制买入成本固然有用，但不如确认股票的成长性来得重要。从定义看，成长型公司指的是那些处于周期性特征不明显的行业中、利润良好、居行业领先地位、拥有优秀管理团队的公司。理想的投资方法是持有上升行业的股票，直到行业开始衰落，而卖出是因为行业前景发生变化而不是股价上涨。研究证明，如果你具有绝好的眼光，购买了赢利增长最快的公司的股票，不管它的估值如何，你得到的长期年均回报将超出标准普尔500指数11个百分点。这可不是个小数目！

问题在于，谁都没有绝好的眼光，人们总是对自己挑选成长型公司的能力过于自信和乐观。预先辨别公司的成长性极其困难，正如前几章曾经提到的，基于各种原因，成长型公司很容易丧失其原有的成长性。另外，当投资者可以清晰地将一只股票认定为成长型股票时，它的成长性多半已经在价格中得到了充分反映，此时，你只是花高价买入了一家好公司的股票而已。

与成长型投资者相反，价值投资者喜欢投资便宜股票，便宜不仅体现在相对价格上，也体现在绝对价格上。他们认为，大多数投资者都容易犯错，经常会对一家公司的基本面做出错误判断。通过以低廉的价格买入，价值投资者给自己的投资创造了一个安全边界。真正的价值投资者不会对差公司失去兴趣，极端价值投资者有时甚至认为“越‘差’的越‘美’”。他们喜欢三“低”公司—低持有、低关注、低估值。当然，他们也希望能以低价买到管理好、经营好的公司，但这样的机会少之又少。于是，他们投资于那些市值低于重置成本的公司、目前赢利低于其潜在赢利能力的公司，以及那些从传统估值角度来看股价被低估的公司。

价值投资者绝对不会爱上他们的股票。当他们持有的差公司股价上涨超过其内在价值时，他们会毫不犹豫地抛掉，再寻找下一只便宜股票。成长型投资者组合中都是些令人景仰的、拥有特许经营权和专利权的优秀公司，而价值投资者组合中都是些赢利不佳、负面报道频频的差公司。就定义而言，价值型股票是指那些因一般投资者的悲观态度而使股价没能很好反映出资产和赢利能力的股票。这些公司经常有一些坏消息，而喜欢推断的投资者们总认为它们还会继续有坏消息。

本杰明·格雷厄姆是价值型投资的教父，巴菲特对其推崇备至。巴菲特将格雷厄姆提出的内在价值定义进一步拓展到品牌和特许经营权等无形资产范畴。伯克希尔-哈撒韦公司的巨大规模注定巴菲特必然成为一名买入持有型的价值投资者。巴菲特喜欢产品为他熟知、现金流量充沛的公司，因为技术股不符合这样的要求，他从来不购买技术股。格雷厄姆建议投资那些具有安全边界的公司，在他看来，安全边界指的是公司资产的清算价值（其他同业愿意支付的资产购买价格）高于股票成本的那部分差额。格雷厄姆在其经典著作《证券分析》的扉页上引用了贺拉斯《诗艺》中的一句：“该典藏的正在坠落，该坠落的正绽放着荣光。”

不可知论者对成长型和价值型投资均不认同。他们认为，投资中的一切都是短暂的，“这也是会过时的”是他们的口头禅。他们认为，投资信条经常会在关键时刻失灵。当成长型股票相对便宜、整个经济环境良好的时候，他们会投资成长型股票。当价值型股票价格低廉而成长型股票价格高昂时，他们会选择价值型股票。有时，他们两者都做。他们认为，聪明的投资者会在价值型和成长型之间灵活切换。而成长型和价值型投资者认为，不停改变策略注定将成为输家。

我是一个不可知论者，但因为大多数情况下价值投资比成长型投资收益高，我更偏向于价值投资。

**成长与价值：谁的表现更好？**

从历史数据来看，成长型投资与价值型投资的表现差异明显，价值型投资的表现优于成长型投资，在小盘股方面尤为突出。权威机构如伊博森、权威人士如法玛及弗伦奇[3]都曾经构建过成长型股票和价值型股票指数，并计算了它们的表现。根据伊博森的研究，1927年以来，大盘价值型股票年化收益率为11.5%，小盘价值型股票为14.8%。与此同时，大盘成长型投资的年化收益率为9.2%，小盘成长型为9.6%。如果按75年的复利计算，那差距就更明显了。在1927年，如果投资1美元在小盘价值型股票上，则今天收获35957美元，而投资在大盘价值型、小盘成长型、大盘成长型股票上，则收获分别为4802美元、1089美元、820美元。小盘价值股与其他几种股票之间的差异令人惊讶，75年间，它的收益几乎是大盘价值股的8倍、大盘成长股的40多倍。这样的数据一定让格雷厄姆开怀大笑！按10年的区间划分，只是在20世纪30年代和90年代，大盘成长股的表现才超越大盘价值股。不过，在有些年份中，我们也会看到另一种令人惊讶的差异，例如在1998年，大盘成长股回报率为33.1%，而大盘价值股仅有12.1%。

如果只能在上述4种股票中选择一种，小盘价值股应该最为适合美国个人退休账户和长期指数型投资者。很显然，股票是高回报的资产类别，而小盘股最具潜力。不幸的是，在2005年年中这样一个特定时点，小盘股，无论是价值型的还是成长型的，与大盘股之间的价值比率都处于历史上的最高阶段。在过去的6年中，小盘股比大盘股表现要好得多，小盘价值股也远远超越了小盘成长股。现在，大盘股相对于小盘股更具吸引力，而大盘成长股相对于大盘价值股又被低估了。鲁德公司“大盘成长指数”90家公司的平均市盈率为20.5倍，“大盘价值指数”的平均市盈率为11.9倍，两者之比为1.68，而历史上此项比例的平均值为2.5。

成长型基金的管理者认为，先锋和伊博森的指数过于简单，他们宣称自己具有特别技能，可以筛选出持续增长的股票，淘汰那些不理想的公司。他们有时相信自己很有先见之明，在他们眼中，价值投资接近于捡垃圾。他们认为，前面那些数量化的指数并不能说明任何问题，真正的对比应该是成长型基金经理与价值型基金经理之间的业绩比较。他们同时指出，对于要纳税的投资者来说，因为价值型投资者在股价上涨后会选择卖出，而成长型投资者可以一直抱着一棵摇钱树很多年，价值型组合的周转率和税收均要明显高出成长型组合。

讲一个关于这方面差异的例子。20世纪70年代初，我父亲担心自己的健康状况、通货膨胀，还有我母亲未来的生活，他认为我母亲会比他多活很多年。父亲不喜欢债券，他经常说“买债券的辛苦捉小鱼，买股票的天天吃好鱼”。父亲为母亲选择了一个成长型（和周期性成长型）的股票组合，其中包括菲莫烟草、卡特彼勒、埃克森、可口可乐、美国国际集团、花旗、惠普、伯克希尔-哈撒韦、通用电气、默克、辉瑞等，全都是那种踏实得让人可以安心入睡的股票。母亲两年前以95岁高龄去世时，其中很多股票一年的分红就比当初的股价还要高。

母亲的股票组合在32年间的年化收益率为17%，她获得的分红也基本保持着这样的增速。我估算，母亲收入流的购买力每年大概以12%的速度增长。母亲唯一需付的税是股票分红税。年岁渐高以后，卖出股票对她而言已没有意义，不管这些股票是否被高估，她坚持持有，否则就要支付高额的资本利得税，子孙们还得支付55%的遗产税。当然，这一切建立在一个基础上：必须选准并持有那些能经受住时间考验的成长型公司。这可不是件容易事。我弟弟和我一直关注着母亲的股票组合，当其中一些公司变得糟糕时，我们会将它们剔除出去。

弟弟和我是幸运的，我们有专业背景的支持。我认为，对业余投资者而言，自己挑选个股是非常危险的。正如前面所说的，历史数据表明，大多数成长股的成长性极为短暂，而一旦转势，它可能将前几年带给你的利润全部抹去。共同基金的管理费很高，基金经理也不稳定，要碰到一个比尔·米勒[5]简直比登天还难。那该怎么办？正如我前面指出的，一个可行的选择是持有一种指数基金，它有各种风格和不同规模，费率也很低，这样你至少能获得指数的收益。迄今为止，管理指数型基金规模最大的两家公司是先锋和富达。

成长型投资因其买入持有策略而更具税收优势。不过，无须纳税的投资者可以忽略这点。事实上，价值型投资经理的表现仍然普遍强于成长型投资经理。表17-1是纽约研究机构伯恩斯坦根据6家机构管理的成长型基金与价值型基金的真实业绩编制的指数，指数计入了股票选择能力因素。1998～2001年间，指数在两种风格的投资间令人诧异的波动，坚定了我做一个不可知论投资者的决心。另一个必须指出的有趣事实是：即便是在成长性泡沫最盛的年代，也只是在1998年和1999年，成长型投资才超越了价值投资。

**第十八章：大有大的难处**

**1.**

今天我和赫伯吃了午饭。赫伯在一家大型投资管理公司工作，如今这家公司属于一家大型金融集团。他在摩根士丹利投资管理部工作了多年，我们交情甚好。赫伯既不是吊灯上最亮的那只灯泡，也不是投资狂人。他是个很好的家庭型男人，周末从不带许多文件回家。在管理40亿美元的美国股票组合时（部分属于机构投资者，部分为对冲基金），他的业绩总是不离基准上下50个基点的范围。去年他得到了120万美元的报酬，部分是股票，可以在两年中分批拿到。

**机构臃肿与官僚主义**

赫伯想跟我聊聊。他对他所在的这一类公司的前途深感不安—既忧心它们的财务状况，又担心它们的竞争力。他感觉大公司的利润正被臃肿的机构所吞噬。这样的架构搭建于公司的辉煌年月，并随着惯性和越来越严格的政策监管要求而继续膨胀。公司的管理者已经不是创业的老一代，他们是商人和官僚主义者。因为过去的问题—无论那些问题是真实存在还是凭空想象的—他们都感到紧张，害怕触犯法规，于是不断增设新的部门来管理投票代理权、检查是否符合规范、监管交易。

与此同时，投资管理费在压力下日渐降低，公司利润不可避免地下滑。随着熊市带来的管理资产缩水，利润率降低已经影响到了投资经理们的收入水平，而新设的那些管理职位上的人员也要从投资经理们的收入池中分一杯羹。不久之后，可能法律就会规定向客户公布投资经理的收入，那一定又会引起一场混乱。

赫伯担心大型资产管理公司正一步步走向衰败而无法回头。投资顾问们告诉大型机构，通过大型资产管理公司得不偿失。投资经理们一旦表现出色，不久就会挂冠而去，加入某家对冲基金；而如果他们表现差劲，留下来也于事无补。投资经理的高流失率也使得公司难以维持和投资顾问们的友好关系。如今，这些顾问们建议客户通过投资者自有的小型管理机构或对冲基金来投资。

赫伯对这一切情况了然于胸，他担心自己的收入也会降低。然而，他也不想冒险辞职去加入那些小型机构或弱肉强食的对冲基金。你也许会说，你一点也不同情赫伯，因为和其他经济行业的人士们相比，他的收入仍然高得过分，你是对的。不过，投资管理行业收入水平的降低似乎已是注定的结局。可不知怎么的，赫伯对我大声嚷嚷起来，好像这一切都是我的错。他这样抱怨着：

“高管、合规、代理、产品开发、人力资源，一层又一层，我们的利润都要被吸干了。我们甚至还专门有一个公关团队和一个公司史作者。人力资源部不停地组织各种联谊晚餐，设计新的评估表，为秘书们开生日派对。我们还弄出一个大学、组织了一个文化委员会。他们要求我加入委员会。管理层谈论的是生产利润，就好像我们是个工业企业。我们有成群的市场专员，大多数人除了热门的产品什么也卖不出去。投资管理得靠业绩说话。拿不出漂亮的数字，全世界的推销员也帮不了你。如今经营公司的不是投资者，而是一些商人。”

也许大型投资管理公司的致命问题就是：尽管它们同样公布业绩，但经营公司的商人们却不懂得或不想懂得如何创造出适当的环境、为客户创造持续的高回报。他们想的只是增加企业管理的资产，以便收取管理费。在这个行业中，为数不多的能够创造超常回报的企业要么是小型管理公司，要么就是对冲基金或投资合伙公司，它们才是真正的投资企业。大型投资管理公司的结构性缺陷太多，根本不可能持续创造高回报。

这一切并非理所当然。大型投资管理公司是可以成功的，但首先得让具备投资经验、懂得投资的人来管理。管理层必须懂得珍视他们的投资人，保护投资人的利益不受侵犯。他们应当懂得业绩第一的道理，业绩上去了，资产自然会扩大。就连共同基金都有可能做到这点。资本研究和管理公司（Capital Research）就是个很好的例子。

在整个投资管理行业中，由于专注于投资的小企业数量相对较少，它们完全有可能击败大型投资管理公司，取得优异的投资业绩，使他们的客户在支付交易成本和管理费后仍能获得可观的收益。管理费应当已经足够让优秀的小企业过上好日子，并激励他们控制管理资产的规模，吸纳优秀人才，与富有和忠诚的投资人建立稳固互利的关系。

**2.伟人总是特立独行**

有才华的投资专家总是面临许多诱惑。比如，20世纪80年代中期，我聘请了一位绝对聪明、漂亮的英国人（我叫他迈克），来替摩根士丹利开发一种伦敦发行的国际资本产品。他招募了优秀的年轻团队，打造出一项重要的高利润、高成长业务。可是，他不想被摩根士丹利这种巨兽般的大型全球投行吞到肚子里，对这一点他非常明确地表了态。虽然他承认摩根士丹利的名声和关系都是宝贵的资源，但他还是认为保持距离对自己更有利。他想远离摩根士丹利伦敦分公司那些官僚主义的经理，希望在公司外面拥有一个办公场所。他不愿意和伦敦分公司其他部门的负责人一起参加每周的运营委员会会议，以免分散精力。除了尽量提高自己的投资业绩，他对什么都不感兴趣。

1991年，我们5个摩根士丹利执委会成员开始对公司扩大后越来越严重的部门冲突而担忧。为促进合作，我们发起了一项“团结一心”的倡议。我们决定，以后每年年底在确定奖金金额之后，执委会还会再颁发50万美元的一次性特别奖金给为“团结一心”文化做出特殊贡献的董事总经理们，也会对破坏这一文化的人课以同样数额的罚款。获奖者和受罚者的人选由各经营单位来提名。结果，这一计划非常成功地促进了部门之间的合作。“胡萝卜加大棒”发挥了效用，各种争斗虽然没有完全销声匿迹，但至少是大大减少了。

计划实施的第一年，迈克上了伦敦分公司提交的黑名单，他被指为非常消极与不合作。公司的其他投资银行家、销售员或分析师想要见他，一律遭到拒绝。迈克明确表示，他要和公司的其他部分保持隔绝。在决定奖惩结果的执委会会议上，我大声为迈克辩护。我认为他的想法有道理，况且他正在为我们打造一项能赚很多钱的大生意，如果打击这样的人真是大错特错。他生性骄傲，也许会因此不干了。我们的文化应该能够容纳富有才华但特立独行的人。最后我胜利了，但另外四个人对迈克的态度仍然很不满。

1月份，我告诉迈克他必须改变做法，或至少表面上随和一点，不然下次就要受罚了。我费了很大力气来推动他融入公司，甚至包括带他参加公司管理层的“董事长杯”高尔夫球赛，但收效甚微。到年底，他再次被要求罚款，不过提出罚款的是另外一个部门。伦敦分公司德高望重的负责人某某爵士说，他是“害群之马”。我指出，迈克的投资业绩非常出众，他的业务在迅速成长，而且他也深得下属的喜爱和尊敬。另外4个人说，好吧，那多给他发些钱，但他也必须为这种敌意行为付出代价。我的求情再也没人去听。于是，我们给迈克定下了相当高的奖金，但也罚了他的款。我告诉迈克这一决定时，他当场辞了职。

没过多久，迈克就办起了自己的公司。他坚守价值投资理念，收益高得惊人。如今，他管理的资产已经将近120亿美元！管理费是1%，资金被分配给4个独立的团队来操作，后台工作则外包给了其他公司。据我所知，他手下有大约15个投资经理和几名客服人员，这就够了。你自己来算算吧，他的公司利润会有多高！前一阵我刚和迈克在伦敦吃过饭，他看起来非常开心。

最后，我们总算是克服了迈克离去造成的困难。迈克的一名年轻出色的副手在他离去后被提升，终于把那项业务继续发扬光大。如今，摩根士丹利的投资回报在大型投资公司里处于一流，堪称是资产管理行业王冠上的明珠。回头想想，迈克是那样一种人，而摩根士丹利又是这样一家大公司，他的离去似乎是在所难免的。

大型投资管理公司热衷的任何做法都极有可能引发恶性循环。无论投资还是择业，关键的一点便是进入良性发展的轨道，避免陷入恶性循环。在大型投资管理公司中，官僚主义作风盛行，利润缩水造成员工收入下降，结果便是最优秀的投资经理转投小型投资公司或对冲基金。在那里，他们可以更加专心致志地工作，发挥的空间也更大。而大型投资管理公司若是不能留住人才，其管理的资产自然会逐步流失。随着时间的推移，这些巨人终将变成行将灭绝的恐龙，留下的只是庸才与夸夸其谈之辈。而且，用不了多久，它们的机构业务也将面临费用缩水的压力。

在大型投资管理公司工作意味着你必须加入一场向上爬的战斗。经营这些公司的是律师和商人，而不是投资专业人士。这些人的经营方法无异于杀鸡取卵。由投资专业人士管理的公司，如富达和资本监管信托公司则属特例。这两家公司还具有另一个共同优势：它们都不是上市公司。对于上市公司的管理层来说，短期利润是经营时必须考虑的因素，这也就意味着他们总是把最热门的产品卖给客户，对其他产品则不愿推荐。从长期来说，这样经营公司是完全错误的。我担心，开设了投行业务的投资管理公司可能压力更大，因为它们面临着明显的利益冲突，这可不是好事。除了迈克那件事，我在摩根士丹利投资管理公司担任主席的30年间，还从未和别人发生过大冲突。我感到，大公司要想获得成功和赢利也不是不可能的，关键是管理层必须具备远见卓识，而这一点往往很难。

**耐心是一种投资智慧——奉行起来真难**

波士顿GMO投资公司的杰里米·格兰瑟姆为管理者树立了另一个楷模。这个价值投资至上、脾气有些乖张暴躁的家伙也被公认为一名严肃的思想者。他孜孜不倦地观察着外界的投资动向，寻找着真理，并且用心思考，可以不去在乎全世界的人怎么想。他绝非泛泛之辈，浑身散发出一种“坚毅的魅力”—不知你明不明白。

1995年，威瑞森基金向摩根士丹利、GMO和另外3家公司各委托了10亿美元。各家公司拿到的固定管理费都很低，但若是能跑赢威瑞森基金设定的基准，则可以拿到相当高的奖金。整个计划是约翰·卡洛和布里特·哈里斯的巧妙构想。我还记得，在1997年前后，杰里米·格兰瑟姆开始看淡整体股市，尤其是科技股。结果，他的业绩比起基准和我们这几家公司来都很差。事实上，到2000年春天，GMO公司的业绩在5家公司中垫底，比我们低500个基点，我们则是当时的第一名。

在接下来3年的熊市里，我们的业绩相对于基准还勉强过得去。格兰瑟姆则对自己的思路坚定不移，在那段时期大大提高债券的比重，减少股票的仓位，结果业绩明显改观。当我们原地踏步时，他赶超了我们。仅仅用两年，他就追回了4年的差距，真是不可思议！当然，这一切还要归功于布里特·哈里斯的良好声誉以及威瑞森基金首席执行官对格兰瑟姆始终如一的信任。

但这还不是故事的全部。到20世纪90年代末，GMO公司经受了严峻考验。许多因为害怕错失牛市良机而心急如焚的客户关闭了账户，几名看多的合伙人则离去创办自己的公司，结果，公司管理的资产下降了差不多40%。公司出现亏损，人们讥笑杰里米死抱着看空观点顽固不化，如同刻舟求剑。杰里米却不为所动。他继续向优秀的投资经理支付高薪、花钱改善客户服务，同时开辟新的投资战线，例如林场和对冲基金。在亏损期间，公司的员工甚至增长了50%。做到这一点可不容易。

终于，股市泡沫破灭，GMO公司苦尽甘来。在其后的熊市期间，他们的业绩分外出色。2003年股市开始重振时他们也依然表现良好，在新兴市场方面尤为成功。2003年，他们的新兴市场基金增值了70%，高于同期上涨的摩根士丹利资本国际新兴市场指数51.5%。大量资金涌入公司。到2003年年底，公司管理的资产增长到低点时的3倍，达到600亿美元，其中仅新兴市场基金的规模就达到100亿美元，为公司带来了丰厚的管理费收入。杰里米又有什么行动呢？因为感觉当时只是长期熊市的一个短暂反弹，尤其是新兴市场股票上涨得太高太快，杰里米决定，从2003年9月开始，基金对新投资者关闭。

2005年夏天，格兰瑟姆形容自己的任务是“在长熊中寻找成功”，他对“回归平均值”的基本投资理念坚信不疑。他说市场的无效性超出我们的想象，投资者应当学会等大鱼上钩。除非股价已极度偏离合理水平，否则不要拿过多的资金去冒险。耐心是一种投资智慧，但他也承认，保持耐心真的很难，因为股价回归到平均值可能需要很长时间。这些经验之谈我们都常常挂在嘴边，但奉行起来非常困难。杰里米则不仅是说，也严格地去做。

现在（2005年年中），他仍对大多数的资产类别存有怀疑。投资者的期望值依然过高，股票价格也仍旧较高，很多股票仍有大跌的可能，尤其是美国股票。在未来，它们的回报必将回归到平衡均值。假如上述现象在未来7年内出现，那么各种资产类别的利润都将微乎其微。格兰瑟姆通过计算得出的结论是：美国大盘股的实际复合年回报率将只有-1%左右。国库券的情况也好不了多少，但国际股票和新兴市场债券的回报率将达到每年2.5%～2.7%。最佳资产类别将是新兴市场股票和林场，林场的回报率将达到6%，别忘了这是实际回报，没有管理费和通胀因素。尽管杰里米的观点倾向悲观，但自2003年春天证券市场反弹以来，他的业绩仍然非常不错。

杰里米认为，现在长期投资者有几件大事可以尝试，都是什么呢？首先，把资金从美国股市中撤出，转移到国际股市。然后，增持波动性低的优质股票，减持波动性高、投机色彩较浓的小型股票。此外，他还特别建议投资者转向保守型的对冲基金、林场、商品期货以及保守型固定收益产品。杰里米66岁了，身体还很硬朗。他坚持不懈地保护着公司的独立性，以免它的经营权落入商人手中。他告诉《机构投资者》杂志，“如果公司易手，而新的主人期待的是快速回报，那么站在管理者的立场，亏损时就不可能像我们现在这样做。同样，关闭热门基金这样的事也将很难实现。我深信，保持独立是最符合公司和客户的利益的。”瞧，这就是正直！

我在想，一家投资管理公司要想真正变成伟大的企业，恐怕需要按照柏拉图学院的模式来设计。柏拉图努力在他的学院里创造出启迪性的氛围，好让聪明的年轻人接受从政的训练，成为希腊未来的领导人。他认为：如果不同学科的优秀学者（历史学家、艺术家、数学家、哲学家）能在一起切磋交流、相互启迪，大家的思维过程就会同时得到促进，从而形成更加睿智的见解。众人智慧一定高于个人智慧的简单相加。

**阿尔法投资是一场零和游戏**

我还记得2004年初和琼的一场谈话。琼是我的另一位老朋友，在一家大型投资管理公司工作，负责替大型养老基金管理巨大的欧澳远东（简称EAFE）投资组合。她的客户账户规模均在5亿～10亿美元之间，管理费是30～40个基点。琼采取宏观投资的策略，换句话说，也就是从国家和行业开始自上而下地选股。她是个经验老到的投资家，她的国际投资组合业绩良好，客户们也了解她、尊重她，他们都是些善良聪明的人。然而，不论是这些人还是他们的顾问，似乎重视的都只是当前业绩相对于基准的表现。

对于为大型基金服务的净空基金经理来说，绝对收益并不是他们需要关心的。投资人认为，基金经理的任务是确定资产配置方案，即在股票、债券、房地产、私募股权等方面各配置多少资金。在同一个资产类别之内，比如说股票方面，他们则决定多少应当投在美国股市，多少投在国际股市，多少投在新兴市场，以及所有的资产子类别。每个资产类别都有各自的基准。然后，投资人再聘请投资管理公司来操作投资，以便在各个类别之内创造出超额利润。如果投资管理公司做不到的话，就会被解雇。机构投资者们追逐的是超额利润，也就是可爱的阿尔法。这一点可以理解，但结果可能是负面的。由于投资人过于重视短期内投资收益相对于基准的表现，投资经理们的长远计划很容易被打乱。其实，真正重要的是如何在牛市期间让资产增值，以及如何在熊市期间保护投资免受损失。换句话说，重要的是绝对收益，而不是相对收益。

从这个角度来看，专业的阿尔法投资不是一场多赢的比赛，而是一场零和游戏，因为每有一个赢家就会有一个输家。其实，专业投资比零和游戏还不如。零和游戏就像NFL[1]一样，每个星期天赢家和输家的数目都正好相等。而专业投资因为交易和管理费用的关系，根本就是一场负和游戏。但由于投资组合经理的收入非常丰厚，这场游戏吸引了最聪明、最努力的优秀人才。虽然也有不称职者混迹其间，但数目很少，这类人总是会被自然淘汰，因为获取超额收益实在是一项艰苦、困难的工作。

据我所知，在过去的三五年中，琼的投资组合每年收益比欧澳远东基准高300个基点，在所有EAFE经理的业绩中居于前1/4。不过，2004年春天那次我和她聊天时，她不断为最近的业绩叹着气，发愁下次开会时该如何跟客户解释。

“3月31日结束的财年你表现怎么样？”我问。

“增长51%。”她告诉我。

“这难道还不好吗？！”我说道，“标准普尔500指数只涨了32%。”

“在我们这儿可不行，”她高声说，“我的基准EAFE指数上涨了56%，也就是说我比基准低500个基点。你的表现得和基准比较才做数。有两家大客户已经把我列入‘留用观察’名单了，一段时间以来我在他们的账户上表现都不好。”

“不过，在过去的三五年里，不论是比起基准还是其他经理，你的表现都算是好的。难道说仅仅一年落后于基准他们就来为难你了？”

“谁说不是呢！到现在为止还没人解雇我，不过我现在算是在试用期，我急死了，我们的公司也急死了，我担心他们今年会炒掉我。”

太可笑了！这样的业绩监控体系实在是草菅人命！恰恰是在2003年3月31日之前的两周，全球股票市场触底后开始巨幅反弹。此外，接下来的12个月中，有一大半时间美元大幅贬值，而国际货币汇率飞涨，日元和欧元的升值给EAFE市场的回报加了码。以本地货币衡量，EAFE指数的涨幅是36%，而汇率因素将其又抬高了20个百分点。要想捕捉到那20%的升势，一个EAFE投资组合就必须100%投资在股票中，因为EAFE组合是不允许持有外币现金的。

还有一个关键的问题，在连续3年的大熊市之后，2003年4月时，如果手里没有持有点现金就显得太不谨慎了。那时，每个人都已经陷入绝望，认为世界末日就要到来，通缩近在眼前。可是，市场风向一转，股票和外汇大幅上涨，持有现金就大大吃亏了。要知道，在波动的大牛市之中跑赢指数可并不容易。

我思考着这一问题，在我看来，衡量“相对”业绩表现应当看业绩和基准相差了多大比例。也就是说，如果指数上涨10%而投资组合上涨5%，即收益低了500个基点，这可是大事！因为业绩比基准低了50%（收益少5%相当于10%的一半）。但如果指数上涨56%而投资组合上涨51%，业绩则只比基准低了9%多一点（收益少5%相当于56%的9%），这就不算多么严重。此外，前面三五年的长期表现才真正说明问题。

琼在为上了客户的观察名单担心，业绩令她苦恼不已。客户要求超额收益的压力确实让她喘不过气来，而我也怕她在投资时会过于急切。事情总是这样，越是着急得到的东西越是得不到。这就和体育比赛一样，总是自信的选手能赢。投资者总是在没有思想包袱和心无旁骛时表现得最优秀。

关于这个问题，我又想了更多。以基准衡量业绩与只注重短期结果是投资的两大毒药。沃伦·巴菲特是这个时代的投资偶像，可以与凯恩斯爵士、本·格雷厄姆一起进入投资名人堂。但在人们心目中，他也是一个普普通通的美国老百姓，在这个贪婪、暴富、喜欢炫耀的时代，他还住在原来的镇上那栋老房子里。虽然他出门旅行时乘私人飞机，但人们并不因此觉得他有失简朴。就像他自己所说的那样：“我原来认为拥有私人飞机是不可饶恕的，现在觉得是不可缺少的。”

巴菲特曾经说过，想要当一位优秀的投资者，不妨想象自己是一场棒球赛中的击球手，但无须被迫击球。他们可能向你投过来45块钱的通用电气，你不一定要挥棒；他们也可能向你投过来28块钱的微软，你还是不一定挥棒。他们不停地投，而你就耐心地等着，不想挥棒的时候就不用勉强。这样，总是你占主动。你可能6个月没有挥棒，最后，当你等到自己想要的好球时，你就一棒把它打得不见踪影。你一定得耐心！

巴菲特这样的私人投资者也许可以说这样的话，但我们这些替别人理财的人就无法如此奢侈、让球一次又一次地飞过了。我们必须得击球。裁判就是投资顾问和客户，他们可没那么耐心，他们要求我们击球，而且几乎是每天都在考察我们挥棒的成绩。运营一只基金时，压力就在于又要取得好的绝对回报，又要随时保证水位不下降。水位下降就是资产净值的下滑。在部分投资人的压力下，如今我们每月公布两次资产净值。但至少我们无须为跑赢某种指数而担心，虽说我们也经常和标准普尔500指数比较。可是，可怜的琼就要面对双重的压力了。客户一方面要求她的长期业绩超出EAFE基准，一方面也关心她的短期表现。这两种要求都不利于投资经理做出优秀的长期投资决策，也没有多大意义。

那么，造成这种怪圈是谁的错呢？我觉得客户、投资顾问还有我们这些基金经理都有责任。客户想要的是业绩，无论他们是个人、一家公司，还是一个基金会。于是，他们向投资组合经理施加压力，督促他们提高业绩。同时，首席执行官们又总是抱怨公司运营得不好是因为那些持有他们股票的投资经理们太注重季度业绩。投资经理们一边抱怨客户太没有长远眼光，一边不停地进行短期交易。投资顾问们火上浇油，经理们被解雇了他们就有更多研究题目可做。每个人都在埋怨别人，但实际上，这是一个恶性循环。

少数目光长远的投资人则知道应该寻找真正优秀的投资经理，让他们长期为自己服务。这些人应该怎么做呢？第一，别施加太多压力；第二，找投资经理时要找那些有经验、思维方式与私人投资者相近的；第三，找一家财务状况健康的投资管理公司；第四，要找由投资专业人士经营的公司。比如说，找顾问公司时要找那种有信誉而不急于推销自己服务的；找对冲基金就找那种运营者自己也放了很多钱进去的。在大型企业中，擅长私人财富管理的人员并不少。

**第十九章：泡沫与真正的信徒**

长久以来，世界金融市场泡沫不断。仿佛任何东西都能产生泡沫：从郁金香到艺术品，从股票到房地产。所以，弄明白泡沫这回事对投资者来说非常重要。所有的泡沫都是从有力的实质性增长和确实存在的投资机会开始的。然而，当投资者们不是用理智判断，而是仅凭以前的辉煌业绩来盲目乐观地预测未来时，就产生了泡沫（或是狂热）。互联网、实时信息、成千上万新拿到证书的注册金融分析师、证交所的创新计划，所有这些都无助于增加市场的有效性或减少泡沫。市场本来就是无效的，而且永远不会有效，这是人类的天性使然，是贪婪和恐惧使然，是群体本能使然。就像塞思·克拉曼所说：“人们并不想在投资时被情绪左右，他们只是无法让自己不被情绪左右。”

泡沫各有不同。有两本关于泡沫的好书，一本是爱德华·钱思乐的《贪婪时代》，一本是罗伯特·曼希尔的《市场、群氓与暴乱：对群体疯狂的现代观察》（Markets Mobs&Mayhem: A Modern Look at theMadness of Crowds）。叶芝的史诗《第二次降临》的开头句若是用来形容金融疯狂之中的混乱与绝望，或许算是一种最富诗意和戏剧性的描绘。他写道：猎鹰向上盘旋又盘旋，再也听不到放鹰人的呼唤；“万事崩解，中心无法支撑”；无政府状态蔓延，暗黑的潮水横扫世界……而最适于用来描绘熊市底部恐慌与绝望的句子则是：“天真的情怀横遭淹没。好人失却信念，坏人则充满激情的亢奋。”

**两种类型的泡沫：坏的和很坏的**

泡沫有两种。第一种，在泡沫消失时，伤害不是很大；第二种，是十足的恶疾，而且极度危险。比较温和的那种是科技、铁路一类有生产力的资产或金融证券的泡沫，或者说是股票或债券泡沫。凶恶的那种则是没有生产力的资产，例如郁金香、东京高尔夫课程（1990年一家东京高尔夫俱乐部的会员费价格相当于当前的500万美元）、房地产或收藏品。这些充满泡沫的资产经常被用作抵押物向银行贷款。很显然，最危险的是那种能够吞没芸芸众生的泡沫，比如房地产泡沫。不过，房地产泡沫发展较慢，既是因为价格的上升不是那么明显，也是因为泡沫的产生依赖众口相传。

当银行融资支持的非生产性资产成为泡沫时，通缩和萧条就成为不可避免的结果。20世纪90年代的技术股泡沫的不良后果可能相对较小，因为科技是高度富有生产力的资产，而且泡沫是由股票和债券而非银行系统支撑的。在那期间，确实有数不清的可笑主意得到了融资，也有大量愚蠢的投机资金折戟沉沙，但这就是世界运转的方式。与此相比，日本在20世纪80年代的泡沫则是非生产性的资产（地皮、高尔夫课程、艺术品），而且主要是由银行融资支持的，其负面影响也就严重得多。

要想弄清泡沫何时破灭极为困难，它们持续的时间往往比最耐心的金融老手预测的还要长，也比大多数人相信的要更久。泡沫总是源于强大的实体，所以它是一个从理智到不理智，再到疯狂的过程。而估价方法和超买线所能预测出的泡沫破灭都远远太早。牛市情绪总是从狂热发展到狂野，再发展到狂躁。我曾经提到过《商业周刊》的封面是一个灵验的反向指针。2000年的头6个月，泡沫达到高峰时，《商业周刊》推出了至少5篇大力鼓吹科技和新经济的封面文章。

观察市场动向也没什么用处。20世纪90年代末期，确实有几次市场迹象显示狂热终于到顶、泡沫的破灭近在眼前。我还记得1999年4月互联网指数（IIX）已经在8个月中飙升了340%。看来更疯狂的情况不太可能再发生了，就连坚信牛市的人也都闭了嘴。果然，晴空一声霹雳，股票大跌。到8月初，互联网指数已经下跌了30%。eBay、亚马逊、雅虎、美国在线等许多一度飙高的股票价格跌掉了50%。关键的趋势线和支撑点被击穿，看来末日即将到来！

但末日并未到来。接下去的7个月中，互联网指数再次起飞，涨至原来的3倍，eBay从每股70美元涨到250美元，思科和英特尔等大盘股翻了番。我们这些看空者开始绝望：涨势到底还有没有尽头。然后，泡沫又开始间歇性地缩小。2000年早春，网络股崩溃了。仅仅两个月，互联网指数就从690点跌到400点。在一个已经过度膨胀的专业市场上，这样的大跌却被认为是暂时现象。那年夏天，科技巨头企业股价开始下跌，但互联网指数却不可思议地重新回到560点。技术和互联网世界看起来又平安无事了。“这是暂时间歇，孕育着市场形势的重新振作。”一位市场快报作者这样写道。

2000年7月，《高科技战略师》公布了一个表格，显示纳斯达克最大40只股票的平均市盈率为230倍。然后，到夏末，关于经济形势不佳的传闻开始发挥影响。9月，技术股横遭屠戮，状况惨不忍睹。在5周内，英特尔股价下跌45%，市值缩水2400亿美元。不排除在未来两年还会有短期回升，但泡沫确实已经破灭，技术和互联网股票的长期大熊市就在眼前。

当一场泡沫最终破灭时，所谓的“合成谬误”（fallacy of composition）[1]便开始发挥作用，并引发“暴民心理”。这一理论的含义是：在危机中，对个人来说理智的行为对群体整体而言则是非理智的，从而带来灾难性的后果。举个经典的例子：在一个满是人的剧场里响起“着火了”的喊声，这时，对于每个人来说，冲向出口逃命是理智的行为。但是，当每个人都同时冲向出口时就形成了恐慌，带来踩踏、死伤的惨剧。在一场金融恐慌中，每个人在卖出自己的股票时都是理智的，或者说，如果不考虑到大家都在做着同样的事，每个人都是理智的。但是，每个人在理智地拯救自己的同时，也一起害了大家。

**第二十章：神示，还是内部信息：一个让你毛骨悚然的故事**

**贾德的神秘《华尔街日报》**

每天清晨，在切斯特港车站熙熙攘攘的站台上，贾德会在报亭前站下，买一份《华尔街日报》。卖报的老头眼睛瞎了，话却多，在那儿卖报纸和咖啡已经好多年。贾德从他手里接过报纸，丝毫没有阅读的热情与渴望。不过，有些人却真的“渴望”《华尔街日报》，他们能从中看到新鲜事和赚钱的信息。但对贾德来说，读报只是一种任务，一个枯燥的仪式。他只是随便扫一扫，心里知道应该读得更认真，却总是心不在焉。一次他突发灵感冒出一句话，倒让我刮目相看。他说：“想通过读报来了解世界就像靠看手表上的分针来猜测时间一样。”

直到这会儿我还只介绍了背景，现在贾德和《华尔街日报》的故事才真正开始。我就来讲讲这个故事，那天在医院，贾德吸着氧就是这么跟我讲的。那是2月份的一个早晨，贾德登上常坐的那列火车，车厢里和平时一样脏兮兮的。和往常一样，他漫不经心地翻了翻报纸。他认真读的只有头版，此外就是看看他持有的几只股票的情况，再把成交最活跃的股票名单扫一遍。然后，他三心二意地翻出几篇哈德森的研究报告来读，却在到纽约之前睡着了。平常他总是把《华尔街日报》丢在车上，那天却不知怎么的，稀里糊涂地把它带下了车。在中央车站的站台上，他突然意识到手里还攥着报纸，于是把它丢进旁边的垃圾桶。

在进办公室之前的电梯上，他无意间听到两个穿着体面的年轻经纪人在谈论头一天的市场。

“卖出那1000万股通用电气的肯定是富达。”

“是啊，除了他们，还有谁手上有这么多股票，又能这么狠地往下砸？昨天通用电气成交量最大呢，一下子跌了3美元。”

贾德记得好像读到过相关的消息，一些东西渐渐地在脑子里显影出来。非常奇怪，他下意识地想起今早在《华尔街日报》上看到，英特尔才是成交最活跃的股票，涨了4美元，现在价钱是每股80美元。公司的第三季度赢利出奇的好。通用电气在成交最活跃股票名单上只列第六，而且他记得还涨了1.45美元。奇怪！他决定到办公室之后查一查。

那天上午，他像平常一样忙着打不受欢迎的电话，根据上午公司会议的布置，他邀请客户们共进工作午餐，研究一下市场。中午时分，他站在交易室里，收到一个客户的指令，是欧米茄公司，要买10万股英特尔。股价目前在每股76美元左右，英特尔的第三季度赢利公布后，他的交易员已经买入了5万股。既然消息早上已经见报，他就没再跟欧米茄的交易员杰克说什么。

突然间英特尔股价开始剧烈震动。报价系统显示在76.70美元成交了2万股，在77美元成交了1万股，在79美元成交了20万股。杰克的电话来了。

“那5万股你买了吧？”

“没有，杰克。你说在76美元左右买，可刚刚几分钟已经涨到79了。”

“见鬼！贾德，我说76美元的时候他们还没公布业绩！赢利涨了25%，审计数据非常理想。你没看到消息吗？干吗不给我打电话？”

“我看到了，杰克。我没给你打电话是以为你知道，早上的《华尔街日报》都登了。”

“你疯了！哪里登了？！消息刚出来。要不然刚才10分钟为什么猛涨？”

“我肯定今天早上在《华尔街日报》上读到了。”

“你脑子进水了？老兄！你在胡说些什么！股价蹿上去了，老板们都在我旁边。你倒真是有好借口！你跟我说你处理指令多在行，这次我好容易给你个指令，你就弄砸了。取消了5万股！”

贾德发着抖，汗也出来了。他能感觉到其他交易员的眼睛都在盯着自己。他抓过旁边桌上的一份《华尔街日报》，找到赢利报道版。没有英特尔的数字！连忙再翻到最活跃股票名单，英特尔不在上边！就像电梯里那人说的一样，成交最活跃的是通用电气。他又找到另一份《华尔街日报》，没错！确实没有英特尔。他再去问他的朋友弗雷德·祖克早晨有没有注意到报上英特尔公布赢利的消息。

“没有啊，贾德，”祖克说，“不是今天下午刚公布吗？大大高于预期。你没看见股价涨了那么多？”

“看见了。”贾德嘟囔着。

这时闭市了，最活跃股票名单马上就会公布。贾德心烦意乱地盯着彭博终端的屏幕。出来了。成交第一名是英特尔，涨了4美元到80美元。贾德揉着眼睛，茫然若失。他的头还在隐隐作痛。见鬼！该少喝点马爹利了，以后还得认真看报。不然真是不行。欧米茄的交易员一定还在为那没被执行的指令恼火吧？库珀曼[1]说不定已经亲自骂过他了。现在，10万股可不算小单子。但到了晚上，坐在回家的火车上，贾德已经把一切忘到了脑后。几杯酒下肚，他就打上牌了。

**脊背发凉**

第二天早上他差点误了火车，富余的时间刚够在车站报亭买一份报纸。那天快车少挂了两节车厢，好多人只能站着。在车厢的晃动中，贾德拿出《华尔街日报》来读。突然之间，当他的目光扫到最活跃股票名单时，脊背上一阵发凉。昨天最活跃的股票不是英特尔，而是安进，涨了6美元，45美元收盘；第二位是德州仪器，跌了4.20美元，31.45美元收盘。

那天在医院里，贾德告诉我，他看到市场评论栏时手都在抖。“安进宣布一种急性肠炎新药获得美国联邦食品与药品管理局批准，股价上涨6美元；德州仪器在高盛研讨会上的演讲则令人失望，之后股价下跌4美元。”

列车驶进中央车站，贾德被人流拥向昏暗的站台。那份《华尔街日报》被他紧紧抓在汗湿的手中，贴在胸前。他走下月台，人流渐渐散去。他突然猛吸一口气，哗地打开报纸，再次翻到股票版。英特尔：开82.25美元；最高83美元；最低78美元，当日跌2美元。他梦游般地向前走去，两眼发直。经过昨天那只垃圾桶时，他把报纸塞了进去。

到办公室时，他仍然满身虚汗，就像高烧后发了场大汗一样，衬衫冰冷湿黏地贴着皮肤，他的嘴却干干的。在街上，他曾经不顾一切地想再买一份《华尔街日报》，却不敢，什么东西阻止了他。他好像突然不会买报纸了，而且心里怕得要命。

“喂，弗雷德，”他跟祖克说，“我能看看你的《华尔街日报》吗？我的报扔在火车上了。”

他半是期待半是恐惧地接过弗雷德的报纸。在眼前的《华尔街日报》上，英特尔是昨天最活跃的股票，根本没有安进新药和德州仪器下跌的消息。贾德把报纸递回去，整个人昏昏沉沉。不过，在他头脑中的某个隐秘角落，好像有一部手机开始丁零零地响个不停。

现在是上午9点了，他得开始打电话。在平常，他最恨这份工作，觉得十分猥琐。多数时候他留言在投资经理们的语音信箱里，心里清楚他们听不上两句就会删掉。能直接和投资经理们通话的机会并不多。今天上午，却恰巧是大人物瑞内兰德亲自接听的电话。

“有事吗？”电话那头传来不耐烦的声音。

“安进今天会宣布一种急性肠炎新药得到批准。不是什么重磅炸弹，不过股价应该能涨4到5个点。我听说德州仪器情况不好，今天在高盛的研讨会上可能会说些丧气话。你最好今早把德州仪器的股票卖掉。”

“你怎么知道的？”

“哦，我……我听一个咨询顾问说过……我是在想……”

“别用这种白痴话浪费我的时间。”瑞内兰德根本不容他说完，啪的一声挂断了。

贾德能够感觉到，那种尴尬灰冷的表情正凝固在自己脸上，每次被人当白痴对待，他的脸总是僵成这样。突然间，他想起自己都知道些什么。一股自信涌上来，让他浑身发热，劲头十足。“白痴，嗯？瑞内兰德马上就会知道谁是白痴。”

开盘了。他的屏幕上能看到CNBC（消费者新闻与商业频道），英特尔开盘价82美元。他一时按捺不住，接通了欧米茄的交易员。

“哎，杰克，昨天你那5万股英特尔我误了你的事，太抱歉了。”

“你是该抱歉。李挨了批，我也被狠狠教训一通。股价现在都82了，又涨了2美元。”

“是啊，”贾德说，现在奔82.55美元去了，83美元有大卖单。”

“我已经在80美元下了5万股的单子。”

“听着，”贾德说，“把那5万股交给我，我保证你今天之内不到80就能买到。”

“你在说些什么，贾德？你保证？！你疯了？”

“我会在80美元以下给你买进5万股，否则的话我们公司负责赔偿你的损失。”

“老伙计，你的脑筋坏了。一大早你就开始喝啦？那只股已经坐上了火箭，不会再回到80美元。”

“不到78.50美元我就给你买到。”

“好吧，好吧，把单子交给你，80美元是上限。不过没用。你们公司的人可都听见你说什么了，贾德，你惨了，预备回家吧，不过别想高高兴兴晒太阳。”

直到下午3点，英特尔的股票在81美元到83美元之间成交活跃。这时，一个大卖家出现了。贾德在78.26美元的价格下了25000股的单子，到3点半成交了。最后半小时整个市场疲软，收盘前几分钟，贾德买入了其余的25000股，价钱是77.76美元。

收盘后，贾德给库珀曼的交易员打电话。“哦，贾德，干得漂亮！”杰克说。

知道吗？最热门的股票刚刚大涨过之后，千万不要跟风。”贾德说道，奇怪这些话是怎么如此容易地脱口而出，“我对热门股票的市场感觉一直很准。”

“哦，是啊，我相信是这样。我会告诉李，这种事他不会忘的。”

**“你手里抓着王牌，伙计”**

第二天早晨，贾德的《华尔街日报》又在报道下一天的情况。出于迷信，他害怕触犯什么妖魔鬼怪，仍旧只读最活跃股票名单和市场专栏。唯一的大动静只是摩托罗拉，涨了5美元，85美元收盘。然后，出于某种原始的本能，他把报纸深深地塞进同一个垃圾桶里。

那天上午，当他打电话到品尼高公司时，秘书告诉他，瑞内兰德先生想和他说话。“不知天高地厚的浑蛋，”贾德想着，“想和我‘说话’，而不是请我跟他‘谈谈’。太典型了。要是我的报纸每天都来，以后该是我决定谁要和谁说话了。”

“喂，贾德，”瑞内兰德操着哈佛口音说，“安进的新药和德州仪器的会上发言都被你说对了。不错嘛。”

“其实，任何人只要密切关注安进的研究材料，都会知道他们的药快出炉了。而德州仪器的生产线从上个月开始就开工不足。”贾德几乎不能相信是自己在说话，这样的伶牙俐齿似乎前所未有。

“哦，我想是这样，”瑞内兰德答道，“我的手下却没注意到。安进还有什么新消息可能出来？”

“最近没什么，不过我下周初会再和我的顾问聊聊，如果有大消息会让你知道。”

“哦，那好。”瑞内兰德说，“就是这样。现在你看好其他什么股票吗？”

“嗯，我想摩托罗拉今天很可能会涨，他们的3G手机系列有突破。今天估计他们该宣布一种价格更低、内置摄像头的新产品了。但我觉得这只是个短期机会，长期我没什么感觉。”

“是啊，他们要是在手机上装上摄像头，股票肯定涨。华尔街会感到惊喜的。他们的股票已经沉寂很久了。你替我买10万股，怎么样？”

贾德读到摩托罗拉在宣布消息后上涨了5个点，但他忘了注意消息公布的时间。他害怕错过时机，于是一开市就把全部10万股都下了单，马上就在79.80成交了。到11点时，因为市场疲软，摩托罗拉滑到77.80，比头一天收盘低了2.20。

你可真会操作！”瑞内兰德咆哮着，“你以前没做过10万股的单子吗？”

说实话，他最近还真很少拿到10万股的单子。但刚到下午，摩托罗拉宣布了消息，成交开始活跃，显示在80美元还有大量买单。接着，CNBC开始采访分析师，兴奋地谈论摩托罗拉的消息，股价涨到82.50美元。然后交易暂停，到收盘前重新开始交易，股价达到85美元。

收盘后，瑞内兰德打来电话。“嘿，贾德，你真了不起。你都把摩托罗拉摸透了。明天我该怎么办—持有还是卖掉？”

“让我晚上想想看。明天早晨我再告诉你吧。”

“好吧，博士，好吧。都听你的。你手里抓着王牌，伙计。”

第二天早上，贾德虔诚而认真地按老办法买了报，并且等上了车才打开。可是，他发现自己正盯着昨天的股价，那是一份普普通通的报纸。虽然有点意外和失望，他却并没觉得特别难过，甚至还感到某种轻松。

贾德既不是特别爱幻想，也不怎么喜欢思考。他的思考更多的是在喝酒之后。这件事原本就发生得太古怪，他也不想去费力分析或担忧它为何突然消失。出于一种说不清的宿命感，他非常相信他的《华尔街日报》“特刊”还会再次出现。他所需要做的就是忠实地保持他的习惯。结果，那天贾德并没变得心灰意懒或是魂不守舍，他倒是带着少见的认真读完了那份报纸。瑞内兰德打电话来时，贾德平静地告诉他，自己的猜测是摩托罗拉还略有一点上升空间。实际的情况是，接下来的几天股票确实又涨了几个点。

瞧，这就是事情的开始。一段日子过去了，贾德大约每周能拿到一次“特刊”，时间并不规律。他能够看出报亭并没什么玄虚。每天的《华尔街日报》数量有限，谁先来，谁就能买到。一次那位卖报的瞎老头病了10天，贾德就10天没见到“特刊”。8月的最后两个星期老头也休息，一样没有“特刊”可买。当特刊出现时，总是第二天的报纸。贾德为自己定下一条规矩：永远不读最活跃股票名单和“市场动态”专栏以外的内容。他感觉，读得太多可能是一种僭越，或许就会导致奇迹的消失。他从未跟任何人透露这个秘密，不让人知道他是怎么突然大获成功的。为什么要保密他也说不清，只是有一种强烈的感觉必须这样做。

贾德虽然小心翼翼，但还是非常聪明地对这些奇迹进行了最大限度地利用。要知道，它们不过是偶尔让他拥有一天的优势。在没有特刊的日子里，他精明地保持缄默。有时，特刊会谈论市场上的强弱力量，贾德就利用这些观点来打造自己的声誉，让别人认为他拥有非凡的短期市场感觉。华尔街和对冲基金虽然在其他方面缺点重重，但寻找摇钱树的机制却真的非常有效。不到6个月，贾德已经被大家说得神乎其神。一年后，他被公认为是最伟大的交易员之一，成了名流。

投资经理们黏在他身边，他们这样做很正确。在贾德能拿到特刊的日子里，早上和他聊几句就能在当天做出出色的交易。和他共进工作午餐用处就没那么大，而且五天里有四天贾德不愿透露什么大消息。不过，那些投资经理都着了魔，只要和伟大的贾德吃一次饭，他们就感觉受益匪浅，好像受到了重大启迪，其实多数人并没注意到，他们得到的东西并不多。CNBC开始不停地邀请他上节目，他都拒绝了，因为感觉那不会对自己有任何好处。他怕自己太得意忘形，会触怒冥冥中的神灵。

在那些没有特刊的日子里，贾德努力用爱尔兰式的热情和华尔街行话来为自己打掩护。他什么都不知道的时候就什么都不说，以免害人。有时，有些人实在忍不住好奇，半开玩笑地问他打哪儿得来的那些内幕消息。问的人太多，贾德练就了一套说辞，类似于“对中国经济形势的研究使我相信铁矿石价格即将大幅上涨”，说话的当天，克利夫兰·克利夫斯[2]的股票就会上涨4个点。他非常谨慎地避免泄露意外事件，例如公司总裁们的死讯，也很少提前传播并购或法律行动的消息。

一年过去，贾德成就辉煌。他成了明星，并且为哈德森公司带来大量业务。一家大型对冲基金邀请他去做首席交易员，索尼·林锡科姆则提出向他支付咨询费。哈德森公司的合伙人们不知该怎么办。这家伙那么多年都默默无闻，现在突然红得发紫。要是他真的那么棒，他们是不是该委派他来运营公司的自有资金？他们决定提升他为董事总经理，他拒绝了，说他更愿意从他的业绩中直接获得回报。据说2003年公司发给他400万美元。

就像你能猜到的那样，贾德的生活方式也发生了改变。他身上换上了雨果博斯精致而时髦的套装，以及很多年轻基金经理喜欢穿的品克牌衬衫。现在他把头发留得长了些，买了一套昂贵的巨人队比赛套票。他不再叫自己的妻子“老太婆”，甚至还开始谈论艺术品收藏。当然了，他仍然从切斯特港坐火车上班，只是现在经常乘汽车回家。

整件事中最荒唐的是，他从未真正利用那些信息为自己赚什么钱。那天在医院，他就是这么说的。一方面，对“抢先交易”的禁令繁多；另一方面，他忙于争取客户，根本没时间为自己买卖股票。而且，他自己说，他真正需要的是长期的资本收益，一天的优势相对来说没什么用处。

这时，我要出现在故事里了。在大多数的早晨，我都能在切斯特港车站碰到贾德，而且听说了他多么走运。尽管还算不上推心置腹的朋友，但我想我们也是不错的老相识了。不过，关于他的投资建议的神秘源头，我并不比其他人知道得多。我的对冲基金甚至还和贾德有些业务上的往来，但我们规模还不够大，不属于他提供信息的重点客户名单。就连我们一起走下火车时，他也从没趁机给过我任何建议。还有，我不得不承认，我从没注意到他早上看报的习惯有何反常之处。

那年6月，我的姑母因为臀部骨折住进了纽约医院。因为我们关系一直很近，我每周都要去探望她一两次。6月中旬的一天早晨，车厢里很多人在谈论贾德，说是头一天他在车上发了心脏病，人们用担架抬着他，从125大街站下车，直奔纽约医院。那天下午，在探视过姑母之后，我找到了贾德的房间。他正躺在氧气舱里，旁边有一名干瘦的私人护士。我只待了几分钟，说了些平常的安慰话就被人带了出去。

两天后，他的医生打电话到我办公室，说是贾德坚持要马上见我。“他暂时出了氧气舱，”医生告诉我，“一般来说我不会同意他见客，但他极其坚持要请你来。他说他必须跟你谈一谈。我得警告你，他的情况仍然非常危险。在火车上他不知受了什么惊吓，导致严重的心肌梗死，随时可能再次发生问题。实际上，他的心脏已经停跳了大约60秒，他的大脑可能已经因为缺氧受到了损伤。”

那天下午我见到了贾德，他正吸着氧，面色苍白憔悴，但神情机警。他说话开门见山：

“大夫跟你说过我的情况了吧？假设我还能活着—这点我一会儿再解释，我相信我会活下去，我希望生活得轻松一点。也就是说，我不想再以那么拼命的方式去利用我的‘优势’了。”他顿了顿。

“我会跟你解释的，”他接着说道，“我想我拥有某种优势，可以说是真正‘独一无二’的优势，我建议你的公司吸收我加入。我将告诉你当天的市场变化，你的基金可以根据这些信息决定买入什么股票，具体的操作由你来做。事实上，我要做的只是每天早上坐火车到中央车站，然后跟你聊一聊。待遇我们可以过会儿再谈。”

听到这里，我想他的脑子确实已经严重受损。可是接下来，他就讲出了上面那个故事。说实话，当我坐在他面前，盯着他的面孔听他讲述时，我也不知为什么完全相信了他。这个故事太离奇，一个人不太可能编造。而且别忘了，我是亲眼看到那个奇迹般的转变的：一个潦倒嗜酒的推销员摇身一变成了短期交易圣手。

“所以，你瞧，”贾德接着说下去，“我们可以干成点大事。我还是能拿到那样东西，但我只把它留给你，这事只有你知我知。我想我们可以把你每年的业绩提高10个百分点。就算你的基金规模扩大—当然它肯定会扩大，我想也不会有问题，因为这么长时间以来，还从来没有任何一次我的买卖行为能改变市场结果。虽然这也算内幕消息，但法院、安全局、证券交易委员会都奈何不了我们。不过，还是让我告诉你上周二发生了什么，你更要兴奋的。”

他说，上周二，他又拿到了一份特刊，但这次与以往不同。不是第二天（星期三）的报纸，而是下一个星期三的。

“你明白这意味着什么吗？”贾德问。他的上身探过来，双目炯炯，“想一想，我们有6天的时间，而不是1天，在这期间我们能抓住多大的价差！想想我们能赚多少。用不了多久我们就能变成全球最大的对冲基金。我知道出现一次这样的特刊并不说明以后每次都是，不过只要我们偶尔得到几次……”

我也开始想入非非起来，可就在这时护士走了进来。她说我们已经聊了两个多小时，坚持我应该走了。我和贾德握了握手，说了句“注意身体”之类的空话。

贾德的神色突然黯淡下来。“嘿，我还没告诉你在上周二的特刊上我还看到了什么。”

“哦，是啊，你没说。”

“在那张6月23日也就是下周三的报纸上，C-2版，就在‘市场动态’栏的旁边有一条讣告。哈德森公司沉痛宣布他们的挚友、高级经理贾德森·托马斯去世。”

我瞪着他，惊恐万分。他也望着我，然后调皮地眨眨眼。

“所以，你瞧，”他接着说道，“我所遇见的最幸运的事，除了得到那些特刊以外，就是上周二的心肌梗死。也许是因为在那条讣告上看到自己的名字，情绪太激动了。但这样一来，我提前进了医院，进了重症监护病房。下周一和周二我就重新回到氧舱里，危险期不过去我就不出来。我也告诉了医生下周二一定要守候在旁边。我可不想冒险。”

我哑口无言。心里不禁在想，如果他的股票买卖从没改变过次日报纸上的股价，他凭什么会认为这次他就能改变那条讣告呢？但我能说什么呢？只有点点头离开了。

周末我去了佛罗里达，那是一个早就定好的计划。星期六我打电话到医院，护士说他又进了氧舱，无法接电话。她的语气颇带调侃。贾德告诉我不用担心，可是……我真的担心。第二天我又打电话，护士说他还在重症监护室。我让她转告医生给我回电，但他始终没打来。

周二夜里我辗转反侧，心里挂念着贾德。第二天我很早就起身，去了车站。报亭刚开门，我翻到C-2版，看到了那条讣告。就像他说的那样，正在“市场动态”栏旁边。也许是昨夜刚刚加排进去的。我又买了份《纽约时报》，上面也有同样一条讣告，用了一张他的老照片。看来他确实是死了。医生、重症监护和氧舱都没能帮他改变特刊上的内容。

这一切发生在几年前。随着时间的流逝，我开始怀疑是不是贾德想象出的这一切。医生不是说，他心脏第一次停跳后头脑可能受损吗？或许那些只是幻觉。若是如此，那贾德的成功就真的很难得了。股市是个神秘的东西，就像大海一样，而且，“午夜的太阳下，隐藏着寻金人的怪异之事”，谁能说得清呢？

每天，我都在同一个报亭买一份《华尔街日报》，但“特刊”从未垂青于我。

**结语**

尽管数量分析师们不会同意，但我还是认为，投资与其说是一门科学，倒不如说是一种艺术。智慧、经验、勤奋、对历史的了解、开放的头脑、专注的心情，这些都是成为一只成功刺猬的要素—当然，直觉、想象力、灵活性，也许还包括一丝预知未来的本能，也同样重要。至于你应当如何获得这些素质、它们怎样组合起来才更好，就不是我能解答的了。没有哪种风格一定是最好的。

在我看来，投资的成功并非取决于一个人的简历有多漂亮，或年龄多大。就像愤世嫉俗的老萧伯纳所言：“人的聪明并非与经验成正比，而是与获取经验的能力成正比。”虽然如何做一名净多投资者或对冲基金经理并无一定之规，但我想，职业投资者要想成功，至少得对智力竞争怀有喜爱和激情，并能够应对压力和逆境。这不是胆小者或懒于思考的人能玩儿的游戏。专注和贪婪还不够，基金经理们应当真正热爱这场游戏的复杂性。不过，很显然，就像我所描写的那样，这场游戏也毁掉了许多执着的天才，所以说，不亲自从事投资的公司管理者应当注意自己的战士是否出现了疲惫的征兆。

做一只刺猬很难，做刺猬的主人更难。我只能祝大家好运。