

避險基金 交易祕辛

13位頂尖避險基金經理人談全球宏觀策略

Inside the House of Money

Top Hedge Fund Traders on Profiting in the Global Markets

Steven Drobny 著 / 洪慧芳 譯

這是一個最壞的時代，也是一個最好的時代；
透過鑑往知來，我們逐漸掌握現今避險基金的交易面貌

布列頓森林協定瓦解 / 廣場協議 / 股市崩盤 / 日本經濟泡沫化 / 黑色星期三 / 債市大空頭 /
墨西哥金融風暴 / 亞洲金融風暴 / 俄羅斯危機、長期資本管理公司危機、美元及日幣波動性 /
巴西幣貶值 / 美國股市泡沫化 / 全球宏觀年代已盡 / 九一一事件 / 阿根廷危機 / 新布列頓森林協定

史蒂文·卓布尼 Steven Drobny

卓布尼全球諮詢公司（Drobny Global Advisors, DGA）的聯合創辦人及合夥人。卓布尼全球諮詢公司是一家國際總體經濟研究與諮詢公司，許多全球頂尖的避險基金都是其服務的客戶。卓布尼曾於德意志銀行的避險基金事業群服務，曾駐倫敦、新加坡，及蘇黎世等地。卓布尼擁有倫敦政經學院碩士及巴克尼爾大學學士學位。

譯者簡介

洪慧芳

國立台灣大學國際企業學系畢業，美國伊利諾大學香檳分校 MBA，曾任職於西門子公司、花旗銀行，目前從事書籍及電腦軟體翻譯工作，譯有《中國 CEO》《年輕就學會當有錢人》《大師解讀行銷》《開會開到死》《主管別瞎忙》《看得見的領導》《引爆市場力》《別自個兒用餐》《中國製》。

名人推介

尼爾·弗格森 Niall Ferguson / 哈佛大學歷史系教授

除了實際操作的人以外，人人愛談避險基金。本書帶大家透視這個迄今難以捉摸的神祕世界，提出獨到精闢的見解，讓我們見識它的獨特魅力。未來的歷史學家將感謝卓布尼為這場悄然進行的金融革命披露箇中祕辛。

羅伯·希勒 Robert J. Shiller /

《聽林史班的非理性繁榮》（Irrational Exuberance）作者

我們從這些頂尖全球投資者的訪問中發現，他們都有共同的思維模式：「他們會考慮影響市場的眾多因素，敏銳觀察時機與歷史時點的隱約差異，最重要的是，他們的思維模式大多是經由多方歸納，而非推論而成。」

加文·戴維斯 Gavyn Davies / 高盛前任首席經濟學家

想要了解全球頂尖宏觀交易員是如何縝密思考的人，會將本書奉為經典。本書不僅描述他們的亮眼表現及多元特質，也說明他們如何從紐約及倫敦等據點創造億萬獲利。這是描述全球市場最稀有族群的精采之作，這些人似乎可以不斷地憑空幻化出財富。

Inside the House of Money

Top Hedge Fund Traders on Profiting in the Global Markets

避險基金 交易祕辛

13位頂尖避險基金經理人談全球宏觀策略

Steven Drobny 著 / 洪慧芳 譯

避險基金交易祕辛

目次 CONTENTS

序 4

前言 6

第一章 ● 全球宏觀避險基金簡介 10

尼可拉斯，HFR集團創辦人暨董事長

第二章 ● 全球宏觀避險基金簡史 13

第三章 ● 全球宏觀避險基金的未來 39

第四章 ● 家族財富經理人 43

萊特納，獵鷹管理公司，紐澤西州威考夫鎮

第五章 ● 自營交易員 80

席瓦裘西，高盛自營部前主管，倫敦桑珀宏觀基金

第六章 ● 研究員 112

安德烈，卓布尼博士，卓布尼全球諮詢公司，加州曼哈頓海灘

第七章 ● 財務長 142

波特博士，巴克萊資本，倫敦總部

第八章 ● 央行人士 172

威瓦尼博士，前英國央行貨幣政策理事會成員，倫敦威瓦尼資產管理公司

第九章 ● 電子商務專家 191

提爾，PayPal前執行長與共同創辦人，舊金山克雷恩資本管理公司

第十章・場內交易員.....210

哈里斯，芝加哥商業交易所，芝加哥普雷斯交易公司

第十一章・投資先進.....228

羅傑斯，紐約市

第十二章・大宗物資專家.....252

安德森，紐約市歐斯佩管理公司

第十三章・股市交易員.....281

貝森，紐約市貝森資本公司

第十四章・新興市場專家.....303

迪米特里耶維奇，邁阿密常豐資本公司

第十五章・固定收益專家.....323

高頓與史坦丁，倫敦多元基金管理公司

第十八章・貨幣交易專家.....340

匿名，倫敦貨幣基金經理人

結論.....357

附錄 A・為何全球宏觀策略才是最佳選擇.....358

湯瑪士博士

附錄 B・投資全球宏觀避險基金的注意事項.....365

序

我第一次遇見史蒂文·卓布尼 (Steven Drobny)，是在卓布尼全球諮詢公司 (Drobny Global Advisors, DGA) 所舉辦的避險基金研討會上。卓布尼全球諮詢公司是由史蒂文·卓布尼和事業夥伴安德烈·卓布尼 (Andres Drobny) 共同創辦的全球總體經濟研究與諮詢公司。雖然避險基金經理人向來不願透露他們的市場觀點與交易策略，但是當時有數十位頂尖經理人共聚一堂，暢談他們最滿意的交易及全球市場。

我覺得將這些經理人集結在一起最有趣的地方是，展現出全球宏觀投資界的另一種風貌。全球宏觀是集結多種小型策略、操作風格，與專業的廣泛策略。每位全球宏觀經理人面對全球交易機會時，都會發揮個人的特殊專長，展現獨特的操盤方式。每種操盤技巧都只代表全球宏觀 (global macro) 的單一面向，只有將他們齊聚一堂時，才能看出全球宏觀策略的完整風貌。

本書的獨到之處在於，它讓讀者可以登堂入室、一窺堂奧，由於全書是以訪談方式編寫，忠實呈現對談內容，訪談對象涵蓋多位全球宏觀投資界的頂尖經理人，內容多元豐富。

讀者很快就會發現，經理人的觀點各不相同。有些是本科系的專家、有些則離開學術領域甚久。有些人一輩子都是自己操盤、有些人則是從傳統銀行中慢慢晉升。有些坐鎮在主要金融中心掌握市場脈動、有些則偏好離群索居。

對好奇的投資人、交易員，及基金經理人而言，本書讓大家一探這些菁英如何因應全球市場，以及如何練就卓越的操盤技巧。投資界人士在閱讀本書後都能更深入地了解全球市場的動態。

對非金融從業人員而言，本書則是窺探避險基金的難得機會。在避險基金的世界裡，每天都異常緊湊，動輒牽連億萬資金。一般媒體往往會就避險基金經理人的風光形象多所著墨，但是本書是以第一人稱的敘述，呈現全然不同的風貌。這些經理人都是審慎、精明、創意十足的專業人士，在世界各地努力幫投資人尋找創造財富的機會。

——約瑟夫·尼可拉斯 (Joseph G. Nicholas)

HFR集團創辦人暨董事長，二〇〇六年一月於芝加哥

前言

如今到處都有避險基金。過去「避險基金」一詞往往讓人聯想到投機客在世界各地以各種標的或方式追求絕對獲利。像索羅斯（George Soros）或羅伯森（Julian Robertson）等手握上千億超大型基金的經理人舉世聞名，因為他們的套利功夫了得，但也有人直指他們是當代經濟問題的罪魁禍首，例如，嚴重干擾已開發國家的央行運作、造成第三世界的資本外流等。

二〇〇〇年股市崩盤後，避險基金展現卓越的績效，證明這是一種更卓越的資產管理方式。當多數全球投資人年年虧損時，避險基金的績效卻一枝獨秀、傲視群倫，也因此吸引大批法人把資金投注在這個另類標的上。在此同時，避險基金也因為過人的彈性及優厚的獎勵制度，從倫敦與紐約股市中吸引大批的菁英分子跨入這個領域。

避險基金的日益成熟，儼然已發展成一種事業，資金的大量湧入已經改變十幾年前的投機形象。這樣的改變也衍生出比較正式的產業結構。經理人往往採取比較特定、狹隘的策略，避險基金的投資人不再容忍數年的績效不佳，甚至連幾個月也不容許。激烈的競爭使報酬的上下波動趨緩，收益的減少也使大家開始針對避險基金的收費提出質疑。在此演變過程中，有一種投資策略自始至終都維持絕對獲利的承諾，從世界各地、各種資產類別、各種投資標的中，尋求獲利驚人的投資機會，那就是全球宏觀策略。

全球宏觀投資目前仍是大家比較陌生的資金管理領域，也遭到誤解，但是已逐漸引起大家的注意。由於我開設的卓布尼全球諮詢公司是專門為全球宏觀避險基金建議市場策略，大多數績效頂尖的基金都是我們的客戶，所以時常有人問我：「什麼是全球宏觀策略？」

全球宏觀策略的一般定義是：綜觀世界各地各種資產類別（股票、固定收益、外匯、原物料大宗物資等）、各種投資標的（現金或衍生性商品）的多空走勢，從總體經濟趨勢中掌握獲利機會的投資方式。但是這種定義往往無法滿足大家的需求。我想大家真正想知道的是：「頂尖的全球宏觀基金經理人實際上在做什麼？」這個問題就比較難回答了。全球宏觀策略是避險基金的操作策略中最難定義的一種，因為它並沒有基本定義。就像「避險基金」一詞可以用來形容多種投資方式一樣，全球宏觀策略的意義也不只一種。全球宏觀策略並沒有特定的規範，很難以數字或公式分類，而且由於經理人時常依市場狀況採取多元的投資原則，操作方式的更迭也是操盤策略的一環。即使是專業的避險基金投資者，有時候也難以解讀全球宏觀基金經理人的工作究竟為何。

為了幫提問者解惑，我想找一些相關的書籍與研究報告，推薦他們閱讀，但是收穫卻相當有限。過去幾年來，避險基金的資產量巨幅成長，發展日益錯綜複雜，但是當大家談到避險基金時，還是會聯想到全球宏觀策略的老前輩索羅斯，這點著實令人訝異。

全球宏觀策略的相關文獻付之闕如的另一個原因是，全球總體經濟變數會影響所有的投資策略。當共同基金增加現金部位、基金配置中加入不動產標的，或是股票多空策略中增加多頭部位時，這些操作基本上都是全球宏觀策略，即使經理人本身並未察覺。他們的投資決策都受到全球經濟、美元走勢、全球股市、全球利率、全球成長率、政情因素、能源價格，以及眾多他們可能一無所知的變數所影響。所以，對廣大的投資大眾而言，了解全球總體經濟概況應該是最重要的。

本書的目的是要彌補相關文獻的缺憾。由於全球宏觀策略的優質資訊相當稀少，我因此轉向認識的全球宏觀菁英請益。而職業本身的方便性，讓我得以擷取眾多的寶貴資訊。

原本與這些從業人員的討論只是想了解他們對全球宏觀策略的看法，但是討論的結果卻出乎意料地深入，因此了解到這些業界菁英對風險、投資組合架構、歷史、政治、央行人士、全球化、交易、競爭、投資人、人才招募、避險基金的演變，以及其他多元因素的看法，也因此衍生出更深入的研究計畫。

經過初步的討論後，開始約訪多位當今最頂尖的全球宏觀避險基金經理人。為了蒐羅最多元的見解，我訪問了具備不同專業、背景，與任務的菁英，主要以基本面分析為主，而不是光靠技術面分析或電腦交易模型操盤的經理人，因為分析基本面的經理人所依賴的是比分析工具更勝一籌的判斷力。訪談結果發現，想界定頂尖全球宏觀經理人的實際工作內容並不容易。全球宏觀策略因應市場的方法，就像科學因應未知的世界一樣。解決問題有很多種不同的方式，雖然很多方式都無法奏效，但有些截然不同的方法卻能得出不錯的成果，市場假設的發展與測試過程正是關鍵所在。

雖然全球宏觀基金各有其獨到的特質，但我發現所有的全球宏觀經理人一開始面對全球市場時，都是先廣泛採取由上而下的投資策略，之後再逐步鎖定細節。在鎖定細節的過程中，各自採取不同的操作方式，最後得出全然不同的操盤策略。就某方面而言，全球宏觀策略已經開始朝全球微觀策略發展，因為經理人可以自由發揮他們在多樣專業與市場中的細部專長，展現獨到的投資功力。

我也發現這些經理人有另一個共同點，那就是他們都熱愛自己的工作、認真，且聰明過人。但是即使他們都很睿智、見解獨到，在接受市場或同儕的考驗時，他們也都相當開通，很有彈性。願意坦承可能的錯誤，也是避險基金經理人有效控制下檔風險與減少虧損的祕訣。其實不論全球宏觀經理人採取何種特定的手法，他們的一貫目標都是要為投資人及自己賺取優異的低風險絕對報酬。

最終，本書並未回答「什麼是全球宏觀策略？」，而是帶大家探索當今市場上最卓越的從業人員如何看待他們的專業。希望本書也可以幫大家了解全球宏觀經理人的實際工作內容，讓大家知道何以只有極少數的菁英分子能在這個領域中脫穎而出。如果讀者看完本書後的收穫如同我採訪所得的收穫一樣多，這項研究就算成功。本書一開始是先請HFR集團創辦人暨董事長尼可拉斯以專業投資人的觀點，提出他對全球宏觀策略的看法。尼可拉斯從一九八〇年代開始即投資全球宏觀避險基金，現在他旗下的HFR資產管理公司共有四十億美元的資產投入避險基金。

接著，我會簡要說明全球總體經濟發展中的幾件關鍵歷史事件，提供一些有助於大家了解後續訪談內容的背景資訊與觀點。我想說明全球總體經濟從凱因斯以降到索羅斯的演變，之後再談競爭日益激烈及專業化等未來趨勢如何影響全球宏觀經理人的操盤策略。

最後，本書將帶大家深入了解十三位頂尖全球宏觀策略從業人員的訪談內容，每位專家對於全球市場都提出其獨到的觀點。這些都是二〇〇四年十月至二〇〇五年七月之間在世界各地進行的訪談結果。

第一章

全球宏觀策略基金簡介

HFR 全球宏觀策略基金簡介

第一章

全球宏觀避險基金簡介

HFR集團創辦人暨董事長

尼可拉斯

全球宏觀投資策略是根據股市、匯市、利率，及大宗物資市場的價格波動走勢，進行槓桿操作，以期獲得驚人的獲利。「全球宏觀投資策略」中的「宏觀」(macro)兩字，主要是因為經理人運用總體經濟原則，找出資產價格失衡的機會。「全球」兩字則表示他們的搜尋範圍涵蓋世界各地。

全球宏觀策略是所有避險基金操作策略中最靈活的一種，經理人可以投入任何市場或投資標的，他們通常會挑選下檔風險有限，但上檔獲利無窮的投資部位，以冒險集中投資或多元化投資組合的方式管理資金。

全球宏觀交易可分成「趨勢型」(directional)及「相對價值」(relative value)兩種。趨勢型是指經理人依他對特定價格走勢的判斷進行投資，例如，作多美元指數或放空日本債券。相對價值則是搭配兩種相似資產的長短部位，掌握價差失衡的獲利機會，例如，作多新興歐洲股市並放空美國股市，或是買二十九年期的德國債券並賣三十年期的德國債券。全球宏觀經理人尋找獲利標的方式有「經驗判斷」(discretionary)或

「系統交易」(systematic)兩種。經驗判斷是指經理人根據他對市場條件的主觀評估進行投資，系統交易則是根據計量指標或原則投資。獲利有賴於正確預估價格走勢及掌握價差變動。

宏觀經理人通常會尋找失衡狀態下的不尋常價格波動。如果價格走勢呈常態分配，只有當價格與平均值的差距超過一個標準差時，宏觀經理人才會認定市場有獲利的機會。這種情況通常發生在市場參與者的認知與經濟基本面的實際狀況有顯著差異時，這時就會形成價格趨勢或價差變動。宏觀經理人只要能正確掌握失衡的市場，抓對時機與標的投入，並在失衡狀態改善時出脫投資部位，如此便能掌握獲利先機。對宏觀經理人而言，時機是最大的關鍵。由於他們可以運用槓桿製造大量的獲利或虧損，所以媒體往往把他們形容成投機客。

但是許多宏觀經理人認為，全球總體經濟的議題與變數會影響所有的投資策略，所以宏觀經理人可以盡情發揮自由操作的優勢，在不同的市場及獲利機會間靈活進出，為他們的投資人賺取驚人的獲利。有些宏觀經理人認為，獲利應該來自於其他看似無關的投資方式，例如，股票的多空操作、投資地雷股(*distressed securities*)，及多種套利策略。宏觀經理人認為有些投資策略只在特定的總體環境下才能獲利。雖然許多特殊的操盤策略會對其他掌握龐大資產、投資策略較少的經理人造成流動性的問題，但是宏觀經理人可以把握住這些機會，將資金靈活運用在多元的投資型態上。著名的全球宏觀經理人索羅斯曾說過：「我不按牌理出牌，而是探尋遊戲規則的變化。」

結語

全球宏觀經理人完全不受特定市場或產品的限制，也因此他們可以在全球做有效的資金配置，投入獲利

圖 1.1 HFRI 宏觀指數與 S&P 500 指數的比較。



資料來源：HFR。

相對於風險特別有利的投資機會。雖然管理資產總額 (assets under management) 過大比較不利於某些集中投資方式，但是全球宏觀避險基金因為兼具彈性、深度，與流動性，所以管理資產總額的多寡並不會妨礙基金操作。雖然大家常因全球宏觀經理人的損益大幅波動，而把他們視為投機的炒手，但整體而言，全球宏觀經理人長遠下來還是創造了優異的風險報酬。

從一九九〇年一月到二〇〇五年十二月，全球宏觀避險基金的年平均收益是十五・六二%，年標準差是八・二五%。比起同期的標準普爾五百指數 (S&P 500) 獲利，全球宏觀基金的收益高出五百基點 (basis point)，波動性則少了六百基點。全球宏觀避險基金與一般股市表現之間也有較低的相關性。從一九九〇年起的十六年間，其中有十五年，宏觀基金都有獲利表現，只有一九九四年虧損四・三一%而已 (參見圖 1.1)。

就相關性、波動性，及獲利性而言，全球宏觀避險基金策略在所有投資組合中都是值得考慮加入的操作模式。