

宏觀交易 怪傑

揭露全球股匯作手、央行專家、
自營及場內交易員等
12位頂尖宏觀策略經理人的致勝策略

史蒂文·德羅布尼——著

Steven Drobny

黃嘉斌——譯

INSIDE THE HOUSE of MONEY

Top Hedge Fund Traders
on Profiting in the Global Markets

高度技巧的投資，其社會目標應該是擊敗那些籠罩著我們未來的時間和無知黑暗力量。

——約翰·梅納德·凱因斯

我們一旦體認到理解不完整乃是人類不可避免的情況，那麼犯錯就沒什麼可恥，可恥的是不糾正錯誤。

——喬治·索羅斯

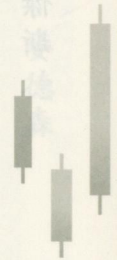
你所擁有的東西，到最後會回過頭來控制你。

序 (二〇〇九年版)
(二〇〇六年——泰勒·德頓(電影《門陣俱樂部》的虛構人物))

1 全球宏觀避險基金介紹 約瑟夫·尼古拉斯

2 全球宏觀避險基金發展史

目錄 Contents



推薦序 尼爾·弗格森

序

序 (二〇〇九年版)

序 (二〇〇六年版)

1 全球宏觀避險基金介紹 約瑟夫·尼古拉斯

2 全球宏觀避險基金發展史

0	0	0	0	0	0
3	2	1	1	1	0
1	5	9	6	1	8

10 9 8 7 6 5 4 3

全球宏觀避險基金的未來

家族理財辦公室經理人 吉姆·萊特納

自營交易者 克利斯蒂安·希瓦——喬西

大掌櫃 約翰·波特

中央銀行家 蘇希爾·沃德瓦尼博士

網路業者 彼得·提爾

場內交易員 伊拉·哈里斯

先驅者 吉姆·羅傑斯

3	3	2	2	2	1	0	0
2	0	7	4	0	5	7	6
9	1	5	5	1	1	3	7

史考特(Starr) 投資學(Investment) 德懷特·安德森

股票作手 史考特·貝森特

新興市場專家 馬爾科·迪米特里耶維奇

固定收益專家 大衛·戈頓、羅伯·施坦丁

外匯專家 無名氏

結論

附錄 關於全球宏觀給投資人的附註

謝詞

參考文獻

5 2 7 5 2 4 5 2 1 5 2 0 4 9 5 4 7 1 4 4 1 4 0 9 3 6 5

推薦序

二〇〇四年，我在巴塞隆納第一次見到史蒂文·德羅布尼(Steven Drobny)。他邀請我在他召集的某個全球宏觀避險基金討論大會發表一場主題演說。當時，我對於什麼是全球宏觀避險基金，頂多只有最粗淺的認識，但我還是接受他的邀請——沒有意識到這種場合的所謂主題演講，基本上就是一種餘興節目。所以，我喋喋不休地談論著即將崩解的美利堅帝國，還有難以維繫的美國經常帳赤字，以及某些地緣政治危機隨時可能引發的流動性危機等。其他參與會議的人士——幾乎都是宏觀避險基金經理人——多少都是基於禮貌而默默傾聽，但等到隨後的問題討論時，就毫不掩飾他們的懷疑立場。考慮到四年之後將發生有史以來最嚴重的金融波動，他們確實有理由持懷疑態度。

這場討論大會的真正目的，顯然不是我的這場餐後演講，而是隔天舉行的一對一個人座談。當我愈來愈著迷地聽著時，有幾位避險基金經理人站起來，極精準地解釋他們如何運用複雜的交易，賺取非比尋常的龐大獲利，完全是我過去聞所未聞。什麼是「交換交易」(swap)？「殖利率曲線」(steepener)？還有大家不斷談論的「瑞郎」(Swissie)究竟是什麼

東西？

我的專業生涯幾乎完全在大學度過——除了有一年前往英格蘭銀行從事學術研究——我多年來一直自得意滿地認為，學術工作者是世界上最聰明的人。撇開薪資待遇不特別好之外，畢竟還是能得到學術成就上的快樂與痛苦。然而，我一直擔心我和同事們在學術界討論的宏大理論，相較於混亂的實踐世界，兩者之間可能產生差距。多年來，我都稱呼自己是經濟史學家，自認為相當瞭解金融世界。可是，在研討會待上一天之後，我發現自己幾乎什麼都不懂。

關於這些全球宏觀經理人，讓我覺得印象最深刻的，是他們由傳統經濟學理論開始，然後進行實證研究，接著擬定某特定交易概念，再來是交易的執行——最終則是結果本身。這裡呈現一種社會科學和人文科學很多領域普遍缺乏的紀律。頂多一年，通常是一個月，就清楚知道某筆交易是否成功。要嘛賺錢，要嘛賠錢。

我在巴塞隆納的所見所聞，讓我印象深刻，心裡決定將來要參加更多這類的活動，如果可能的話，還要更接近避險基金管理這個行業。我想不到還有什麼更好的方法，可以學習經濟理論和金融實踐之間的關連。

史蒂文·德羅布尼記錄了一段異常的金融革命，並因此做出了寶貴的貢獻。避險基金的崛起，是過去十五年或二十年來金融市場發生的決定性結構變化之一。未來的歷史學家會感謝德羅布尼，尤其是本書提到的那些避險基金經理人，他們大概都不會自己寫回憶錄。

本書雖然完成於二〇〇四到二〇〇六年，遠早於二〇〇八到二〇〇九年次貸危機爆發引燃的信用緊縮和（可能的）經濟衰退，但今天重新閱讀本書仍然收穫匪淺。接受本書訪問的很多經理人，他們早就預期這類的危機可能發生，察覺到美國的信用高度膨脹，美國經常帳赤字擴大，這些問題都不太可能長期拖延下去。如果有人有動機去預測我們這時代將發生的重大結構性變動——尤其是美國的相對衰敗，以及東南亞和南亞國家的興起——那必然是宏觀避險基金。

隨著西方經濟體系面臨的衰退，許多傳統金融機構不僅在流動性上搖搖欲墜，甚至在償付能力方面都可能發生麻煩，我們正經歷著人們記憶史上最動盪的經濟時期。市場波動又捲土重來。最精明的宏觀基金預見到這點，它們建立適當的因應部位，甚至可以因此而實際獲利。如果有人想要仿效它們，應該可以受惠於史蒂文·德羅布尼藉由本書提供的見解。

尼爾·弗格森

威廉·齊格勒工商管理學教授

哈佛大學勞倫斯·蒂施歷史學教授

出版多本著作，包括：《羅斯柴爾德家族》與《金錢與權力》

麻薩諸塞州，劍橋

二〇〇八年七月

序

最初在二〇〇四年剛開始寫這本書時，幾乎沒有任何有關全球宏觀投資策略的資訊，除了某些明顯過時的書籍中保留了幾個章節。經由電話、會議、電子郵件等管道，很多投資人向我詢問有關全球宏觀策略的資訊，於是我開始動筆做紀錄，本書資料基本上就是整理自這些筆記。我原本打算針對全球宏觀策略提出明確的定義，但對於我來說，這個程序成了一次真正的教育和冒險，因為我發現自己在規劃一條新航線。

時光荏苒，很快就將近十年了，現在到處都在談論著全球宏觀。不僅每家銀行都有所謂的宏觀策略家，甚至還有中國宏觀策略家、固定收益宏觀策略家、新興市場宏觀策略家等。我們還可以看到各種全球宏觀研究快報、部落格，以及各種招攬客戶的媒介，它們大多宣揚著淒慘黯淡的前景。甚至是CNBC，這個節目過去幾乎總是談論科技股或道瓊工業指數，現在則沉迷於美元、LIBOR、歐洲利率、希臘股票、中國人民幣匯率、香港房價、商品價差，以及信用違約交換交易。

宏觀投資已經成為主流，但全球宏觀做為一種投資策略，其微妙程度顯然超過單純地談論

宏觀交易工具。隨著愈來愈多的宏觀訪客加入論戰，全球宏觀投資的藝術似乎已經在喧囂之中迷失了。

全球宏觀的藝術是深深嵌入在經理人的投資和風險管理程序中。每種投資決策幾乎都蘊含著某種隱含的宏觀賭注。當某位股票多／空經理人放空港幣，這並不代表他將因此成為全球宏觀經理人。當某位全球股票投資人預測殖利率曲線將趨於陡峭，或某位購套利經理人買進德國的信用違約交換交易，他們不應該因此被視為全球宏觀經理人。

全球宏觀策略的執行程序相當複雜，絕不只是偶爾建立某個避險部位，或針對某個機會進行交易。這是一種不容易瞭解的策略，不同於——譬如說——股票多／空策略，經理人可以透過各種不同方法進行交易。全球宏觀經理人可供運用的交易工具與市場非常廣泛；所以，對於某特定市場觀點，不同的五位經理人，他們建立的部位可能創造五種全然不同的盈虧流量，完全取決於他們究竟如何建構交易。同理，一位外匯專家，一位股票專家，以及一位利率專家，他們可能都是全球宏觀避險基金經理人，但他們對待市場的方法可能全然不同，結果他們所做的交易也可能完全不同，主要取決於他們偏好在哪裡或如何處理風險。由於這種涵蓋範圍與複雜程度，使得宏觀投資深具挑戰性。

其他避險基金策略比較容易理解，因為它們運用的交易工具範圍相對有限。另外，其他策略多數會嵌入股票貝他值，所以二〇〇八年受到頗嚴重的傷害（如果得以存活的話），但此後