

驚見綠豬！

—戲說避險基金三部曲

The Ineichen Dialogues

A Green Pig Down Wall Street, Act I,

LaRasmussteinmontians in Yellowstone Park, Act II,

Life is Like a Box of Chocolates, Act III,

作者



亞歷山大(Alexander Ineichen)於2005~2009年期間，曾擔任 Alternative Investment Solutions 的常務董事兼資深投資長，Alternative Investment Solutions 是 Alternative and Quantitative Investments 投資平台的事業單位之一，同時也隸屬 UBS 環球資產管理機構。亞歷山大主要負責的領域包括資產配置、風險管理及其他研究提案，1988年，亞歷山大在瑞士銀行(Swiss Bank Corporation)開始從事風險管理商品的開發，自此開啟了他的金融生涯。自1991至2005年，亞歷山大在UBS投資銀行負責有關股權衍生性商品、指數、資本流量及另類投資等不同領域的分析研究。

亞歷山大是“In Search of Alpha- Investing in Hedge Funds” (October 2000) 及 “The Search for Alpha Continues- Do Fund of Hedge Funds Add Value?” (September 2001) 這二份UBS所發行研究刊物的作者。截至2006年，這二份文件是UBS歷史上最常被印刷的文件資料。他也是“Absolute Returns-The Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing” (Wiley Finance, October 2002) 及 “Asymmetric Returns-The Future of Active Asset Management” (Wiley Finance, November 2006) 這二本書的作者。亞歷山大在許多同業審閱的學術性金融期刊上發表過股權衍生性商品及避險基金的相關研究，此外，除了在一些金融書籍上貢獻多篇章節外，也曾於金融報刊上撰寫大量文章。

亞歷山大擁有瑞士蘇黎世應用科技大學(Universities of Applied Sciences SIB)的經濟與企業管理聯邦文憑(SEBA)，同時也獲得財務特許分析師(CFA)及另類投資分析師(CAIA)的認證，以及持有金融風險管理師(FRM)證書，而目前他是CAIA協會董事成員之一兼AIMA投資委員會委員。

亞歷山大2009年10月成立投資研究公司-Ineichen Research and Management (<http://www.ineichen-rm.com>)，致力於另類投資領域的研究。

目錄

第一部曲

闖入華爾街叢林的綠豬.....	1
你見過綠色的豬嗎？.....	1
系統性的蝴蝶效應.....	2
平靜水面下的漩渦.....	3
七根香蕉皮.....	4
用電鋸來鋸樹還是鋸人.....	8
你對融資槓桿了解多少？.....	8
單調無趣所展現的力量.....	9
世界第八天然奇景.....	11
壓力下的聰明投資.....	12
少了個“d”的資產管理.....	14

第二部曲

黃石公園裡的異形.....	16
異形闖入了避險基金業.....	16
自然定律下的生存之道.....	18
資本主義與社會主義.....	20
沒有什麼比一個受過教育的人更愚蠢.....	23
龐氏騙局與監管失靈.....	26
至高的境界就是簡單.....	28

第三部曲

人生如同一盒巧克力.....	32
什麼是避險基金？.....	32
風險衡量與風險管理的差異.....	35
問題才是一切的答案.....	38
理論≠實務.....	40
避險基金膺品.....	41
謀定而後動.....	44
避險基金的展望.....	46

The Ineichen Dialogues

Act I- A Green Pig Down Wall Street- by Alexander Ineichen October 2009

第一部份 - 闖入華爾街叢林的綠豬

在不久以前，一隻名為熊市維尼(Winnie-the-Bear)的熊住在兆畝森林中。在某種程度上，它是隻有點糊塗和上了年紀的熊。儘管如此，它還是對爭論不休的避險基金究竟是什麼感到疑惑？他邀請了他的二位好朋友，一位是出名的避險基金經理人喬治瓊斯(George Jones)，另一位是有著崇高學術地位的著名央行行長班普(Ben Put)，來到兆畝森林聊聊避險基金。

你見過綠色的豬嗎？

——最不可能發生的事情一旦發生了，對每個人都會有很大的影響

熊市維尼：謝謝你們的加入，一起來探索避險基金。過去一年多的金融風暴真是個大災難。難道沒有任何人預見它的到來？

喬治瓊斯：確實很少。金融崩跌就是所謂的綠豬事件。預測這些事情幾乎不可能，即使可以預測也非常困難。

熊市維尼：何謂綠豬事件？

喬治瓊斯：這是金融市場中的用語，它是指一個最不可能發生的事情，只是一旦確實發生了，對每個人都會有著大大的影響。這名詞是來自一本有名的書籍「綠豬事件」(The Green Pig) - 隨機陷阱中不太可能發生的衝擊。

熊市維尼：那為什麼要叫綠豬呢？

喬治瓊斯：豬都是粉紅色的。但你卻無法斷言所有的豬都一定是粉紅色。若你認為所有的豬都是粉紅豬，一旦發現了一隻綠色的豬，那不是讓人吃驚嗎？

班 普：喬治所談的其實是歸納的問題，這是種哲學問題。也就是，歸納性的推論是否能夠代表這就是真確的。就如同大衛·休謨(David Hume)所指的：觀察到再多的粉紅豬也無法證明所有的豬都是粉紅色的，但只要有出現一隻綠豬就足以推翻這個結論了。

喬治瓊斯：我確信這會有助於你的了解。我再舉個例子給你。在大約650萬年前當小行星撞上地球時，所有的恐龍因此消滅。這個小行星就是個綠豬事件，它並不常發生，然而一旦發生則是個毀滅性的大災難。那時的恐龍可說是宇宙之王，此後就消失不見了。

熊市維尼：恐龍、宇宙之王、綠豬事件、大毀滅、有限的可預知性....這些怎麼聽來這麼像投資銀行業。

喬治瓊斯：這二者看來有些令人吃驚的相似處，不是嗎？只是這比喻也有其局限性。銀行最後是獲救了，但恐龍則沒有。

系統性的蝴蝶效應

—大事件的發生通常來自於不太起眼，讓人無法事先預期的開端

熊市維尼：有人向我說過混沌理論與金融危機的關連。他們指的是某種形式的蝴蝶效應，一隻在巴西煽動翅膀的蝴蝶會在美國德州引起龍捲風。我不太確定我是否說對了。

班 普：蝴蝶效應是指在一個動力系統中，初始條件下微小的變化能帶動整個系統長期巨大的連鎖反應。

熊市維尼：喬治??

喬治瓊斯：班嘗試要談的是，大事件通常來自細小的開端。而這細小的開端可能只是源自於蝴蝶對食物的不耐症。一個小小無關緊要的事件可能導致另一個原本不會發生的事。第二個事件可導致第三個原本不會發生的事產生，然後再引起第四個事件，就這樣一直下去。初始事件太不起眼，讓人無法事先預期。

熊市維尼：我瞭解了。大事件最終是由某種形態的連鎖效應而來。

喬治瓊斯：確實是如此。蝴蝶的震動並非導致強大龍捲風的直接成因，它只是個間接的起因。想想骨牌效應。首張骨牌的倒下並非造成最後一張骨牌倒下的主因，第一張骨牌並未直接碰觸到最後一張，但是它驅動了一系列的連鎖效應，這才是造成第二張骨牌到最後一張骨牌倒下的成因。

班 普：骨牌的系統是有次序性而非無秩序的。它的結果是結合了，一個先觸發的動作--若用維尼你的話來說，就像是隻劈劈拍拍作響的蝴蝶--和構成系統的各個組態。

熊市維尼：這太複雜了，為什麼我們不能只稱金融風暴為意外？然後就說意外發生了。

班 普：意外不只是發生了。在錯綜複雜的系統中，大意外儘管很少，但一般還是不可避免它的發生。這些意外事件是系統本身的特性。

熊市維尼：喬治？

喬治瓊斯：班想說的是，我們很難想像在商用飛機上的咖啡壺或娛樂系統會造成飛機墜落，但這些在過去都發生過了。大型班機是班所稱的複雜系統很好的例子：它裝載著大量易爆的燃料、高速飛行且在穩定與不穩定的界限間操作著。小小的影響就可以打亂系統，連鎖反應會造成儲放系統中大量能源的毀滅性釋放。有趣的是，有時當你想試著讓系統更安全卻可能造成系統變得更複雜，甚且導致意外的發生。這樣的描述並不需要有太多想像就可以類比適用今日的金融世界，不是嗎？

熊市維尼：是的，的確如此。

喬治瓊斯：鮑爾勳爵(Jack Bauer)曾提出一個觀點：安全的投資是指在投資的當下危險並未顯露。

熊市維尼：我並不知道傑克鮑爾受封為爵士，以為他只是個虛構的人物。不過，我對他那句話並不覺得驚訝？

喬治瓊斯：我說的是彼得托馬斯鮑爾(Peter Thomas Bauer)，他是瑪格麗特柴契爾夫人(Margaret Thatcher)的經濟顧問。鮑爾勳爵的觀點是個很好的引述，只因為你相信所有的豬都是粉紅色的，並不代表在未來的某一天，你不會發現一隻不是粉紅色的豬。

熊市維尼：我瞭解了。所謂理性的一個要件就是沒有什麼事是百分之百確定的。我認為我們甚至可以更進一步的說，唯一不變的就是改變本身，持續的改變，不可避免的改變，這都是當今社會的主要支配要素。

喬治瓊斯：沒錯。我們甚至可更進一步的說，無論是戰略、帝國、物種、貨幣系統、太陽系、生命、宇宙等所有一切終將消滅。長期沒有意外事件發生，會讓人誤以為世界是安全的，並因而自滿且低估了風險。事情永遠有可能出錯。就像莫非定律所說的：如果允許人們可以搞砸事情，那麼就一定會。

平靜水面下的漩渦

——平靜的大海代表風暴正在醞釀，而那反而才是該注意的地方

班 普：這可再談到明斯基(Minsky)的金融不穩定假說(*Financial Instability Hypothesis*)：金融體系遊走於堅實和脆弱之間，而這些都是過程中的一部份。明斯基主張在繁榮時期，當公司現金流量上升超過其所需支付的負債，投機性油然而生，而不久後當負債大於借款人所得所能負荷時，金融危機就產生了。像這樣投機性泡沫借款的結果就是，銀行和其他放款機構對那些即使有能力負擔負債的公司緊縮信用，而後伴隨的就是經濟體的收縮。

熊市維尼：喬治？

喬治瓊斯：班所嘗試要解釋的是長久以來水手間所傳誦的：平靜的大海代表著風暴正在醞釀成形。那反而才是該注意的地方。即使明斯基的龐氏籌資(*ponzi finance*；譯註：投資所帶來的收入無法償債，而必須依靠不斷擴大的新債才能還舊債)在資產價格不斷上漲時是可運作的，只是一旦泡沫被戳破了，系統的不穩定將如同大海中的暴風雨，一次性的釋放其被壓抑的能量，平靜之後又慢慢的建立下個風暴的能量。

熊市維尼：所以你是指在我們談話的同時，下一個崩壞的種子已被種下了？

喬治瓊斯：當然。當政府對系統中重要機構的隱含保證已經變成了外顯的事實，整件事將真正由此開始。

熊市維尼：天啊！聽來我們好像正走在岩石上。你是通膨派還是通縮派？

喬治瓊斯：我是明斯基派。明斯基推論，這世界上，大型金融機構以及過分強調對投資商品的生產，造成了產出和價格的不穩定。我們不該將通膨和通縮視為相反的二種情境，我們可能在這二種情況下都看到價格的不穩定，而管理者對這樣的情況卻逐漸喪失了控制性。

熊市維尼：看來，我們最好對這持續的波動做好準備。就你的觀點來看，2008年是個意外或是系統的崩壞？

喬治瓊斯：都是。讓我解釋給你聽。若你因踩到了香蕉皮滑倒而受傷，這是個意外，同意吧？

熊市維尼：嗯，我同意。我想我知道你這樣說的意思。若我預知了這個意外，它就不會發生，對吧？我想任何一個可預知未來的人都應換下上班制服，並披上吉普賽披肩，再戴上有著一輪新月的尖帽，並讓水晶球發出魔法般的聲音。若是這樣，每個人將會確切知道要發生什麼事以及有多少可信度。

喬治瓊斯：是的，就如同我們回頭去看1981年比爾蓋茲曾說：640K對所有人應該是足夠的了。意外依定義來說就是不可預知的。在一個複雜的系統中，事情就會有點複雜難懂。

熊市維尼：這就是為什麼它會被稱為複雜的系統。

喬治瓊斯：沒錯，研究複雜人為系統中的意外事件，顯示它不僅是由某個踩到香蕉皮這樣小事所引發，甚至是由5到7個香蕉皮依序造成。因此它兼具混沌和非隨機性的要素。就像大型客機、核電廠及金融體系。在一封英國銀行給女王的信中稱此瀕臨崩潰的金融體系是由是許多自我感覺良好聰明人集體想像的破滅。

熊市維尼：是的，當然是來自許多聰明人。在人類史上從未有過如此少數的人為社會帶來如此大的災難。所以這五到七個香蕉皮是什麼呢？

七根香蕉皮

——造成金融危機的七個主要因素

喬治瓊斯：首先第一個香蕉皮是美國總統贊同那些無法負擔房貸的人去擁有房子。

熊市維尼：那麼他的背書是在安隆弊案之前還是之後？

喬治瓊斯：第二，便宜的資金造成各市場風險溢酬的下降和槓桿的增加。央行的那些銀行家都在做好人，每次金融體系發生火警，都是他們帶來的，也是他們撲滅的。第三，銀行找到了一種可以將次級品的次貸牛肉漢堡當成頂級品銷售的方法。

熊市維尼：所以我們該責怪那些銀行家？畢竟華爾街有個說法，騙我一次，算你狠；騙我兩次，則是華爾街的恥辱。

喬治瓊斯：為什麼要責怪賣方而非買方？是那些買的人誤以為漢堡裡用的是菲力。難道那些愚蠢的人不該被懲罰？市場不就是個終極教師？從做中學學習不就是最好的教育方式？正如華倫巴菲特所說：針頭正等著每個泡沫。當二者相遇時，新的這波投資者學到了非常古老教訓：首先，在華爾街--一個品質管制未被重視的地方--會賣給投資者任何他們想買的東西；第二，投機行為最危險的時候，就在當它看來是最簡單時。

班 普：你講的真輕鬆。

喬治瓊斯：不，並非如此。每個買家在決定買進的當時，都認為他獲得了一個好交易，否則他就不會買。沒有人被強迫去買次貸漢堡。若你過去10年每天喝10杯義式濃縮咖啡，預期自己長的像喬治庫隆尼，卻仍然在酒吧關門後獨自走回家，這就不是咖啡製造商的錯。

熊市維尼：我了解。活到老，學到老。任何時候，我們都在學習。

喬治瓊斯：維尼，順帶一提，銀行其實是地球上監管最嚴格的產業。你或許也同樣會歸咎於銀行的監管制度。在若干年前，有個戲謔的說法，交易大樓全都被交易員佔據了，而那些法務人員只能窩在小角落，但很快的這情況將會反轉。這也不再是個笑柄。

熊市維尼：喬治，我察覺到你傾向將責任歸咎於該負責的一方。我喜歡這樣，這很合理不是嗎？

喬治瓊斯：是的，謝謝。在銀行的例子中，你當然也可以怪罪股東，因為是他們提供了資金給銀行並選出他們的代理人。大約在數百年前，德國銀行家卡爾菲斯滕貝格(Carl Fürstenberg)曾說過：股東是莽撞且愚蠢的，愚蠢是因為他們信任那些無法有效率幫他們控管資金的人；莽撞則來自於他們想要獲得股息，也就是他們竟想要從愚蠢的行為中得到回報。

熊市維尼：真是好笑。生命對那些只重感覺的人可說是個悲劇，但對那些有想法的人卻是喜劇。我也相信除非你已了解到最有趣的事，否則你無法處理這世上最嚴重的事。繼續吧！目前為止我們已經談了三個香蕉皮了。

喬治瓊斯：第四個香蕉皮則是評等機構

熊市維尼：這笑柄還是一樣吧。他們也受監管，是吧？

喬治瓊斯：是的，當然。他們在山寨版菲力牛肉蓋上許可的標章。總統的背書更幫零售銷售和提高槓桿操作護航，且信評機構的商業經營模式，相當怪誕且不為外人所知，看似無關痛癢且不會導致災難發生。但其實這些都是環環相扣。

熊市維尼：蝴蝶扯破了畫布，而歷史承擔了後果。請繼續往下談吧。

喬治瓊斯：第五個香蕉皮則是美國房價永不下跌的信念。

熊市維尼：這並不太讓我感到訝異。很少領域會像金融世界這樣，忽略人類過去的歷史。過去的經驗，是記憶的一部分，當人們對於無法置信的現況欠缺洞察能力時，記憶中的歷史經驗就被隱藏起來了。信念就變得很有力，對吧？

喬治瓊斯：是的，不同人有不同的信念。有些人相信人類可以跟恐龍一起散步，有些人就不；有些人相信市場是具效率的，有些則不；有些人自覺自己是高尚的，有些則不；也有些人相信義大利內閣總理調戲了年輕的少婦，有些....喔，別太在意。第六張香蕉皮的複雜度則更高了。人們要對自己不了解的東西負責。我們都忘了彼得林區(Peter Lynch)的至理名言：別投資在你無法用蠟筆簡單描繪的想法上。

熊市維尼：這就是「其出彌遠，其知彌少」的道理。(The farther one goes; the less one knows; 譯註：出自『道德經』第四十七章)

喬治瓊斯：我一直知道，你心中住著一個哲學家。這讓我想談談另一個相關的論點。在1960年代的華爾街，多角化分散投資觀念尚未出現前，當時最明智的做法是集中式的投資組合，而不是多角化分散。當時人們相信要持有對其有著信念或特殊見解的資產。

班 普：你不會是建議我們要重回1950年代的資產管理方式吧？

熊市維尼：我想我可以理解喬治所要表達的：你該走的是安全的中間路線，而不偏向某一邊。

喬治瓊斯：完全正確。結合這兩種觀點，投資者投資於避險基金應分散投資，即使是Ardi(譯註：Ardi她可能是迄今為止發現能直立行走的最早的人類祖先，距今約440萬年前)也知道。只是，避險基金本身非常專注於市場中某個特殊領域，且在運作上傾向企業經營模式，而非官僚和委員會的型態。其次則是在行銷上的利基，許多避險基金具高度的專業化，或在觀念上具有某種程度的比較利益。因此，一個避險基金的投資組合應結合此兩種觀點。一方面謹慎穩健以消除風險，但另一方面則擁有企業的動力且致力於報酬的產生。

熊市維尼：嗯，這我需要想一下。第六個香蕉皮有點複雜。我有件T-shirt上頭的字寫著“簡單是複雜的極致表現”。我想這明顯適用於每個人。

班 普：這來自一個“臨界狀態普遍性”的名詞。臨界狀態普遍性描繪我們關於體系運作的想法是由大多數細節組成的，而一旦達到臨界狀態，這些細節又變得無關緊要。也就是說，我們可以合理的忽略許多原本認為重要的事，這並不影響對於整個情況的掌握。事實上，我們必須這樣做，否則將會被過多的訊息誤導和混淆了。

熊市維尼：喬治？

喬治瓊斯：班所要講的是若有個人體重約在300-350磅，那你壓根不需要精確的數字就可以知道他很胖。

熊市維尼：喔，了解。那第七個香蕉皮又是什麼呢？

喬治瓊斯：影子銀行系統的運轉。

熊市維尼：什麼是影子銀行系統？聽起來怪可怕的。就好像某個人藏了些什麼東西。

班 普：影子銀行系統是由非銀行金融機構所構成，但它又對公司所需的營運資金貸放扮演關鍵角色。影子銀行一般是投資者和借款人的中介機構，根據定義，影子機構因為不似存款銀行接受存款，所以不在銀行業的監管範圍內。

熊市維尼：喬治？

喬治瓊斯：基本的想法是當資產的風險提高了，同時也需要擴大對資產負債表外的資金進行監管。而這些應該需要大規模監管的風險性資產，並沒有受到應有的監管。

熊市維尼：聽來有點不對勁。這些有定論嗎？

喬治瓊斯：不完全。將事情解決並不能累積政治資本，靠談論紅利卻能累積政治資本。

熊市維尼：或是妖魔化避險基金。任何傻瓜都可評論、譴責和抱怨--而大部份的傻瓜也確實這麼做。我想我了解這種狀況。還有其它的香蕉皮要談嗎？我們已談七個了。

喬治瓊斯：我認為我們大致談完了，當然我們也可以繼續。其中一些人會將這次的混亂現象歸因於市場放鬆管制的巨大變革，就結果來看，我們對於效率市場的信念太過強大。部份人士認為是由於將投資銀行的組織從個人承擔責任制改為有限責任的公司體制，誘使他們增加了槓桿運用程度。也有些人指責寡頭壟斷的銀行是問題的一部份。一些人認為是那些巴塞爾協定中的諸位先生女士們，是他們允許銀行在決定受規範的風險性資本時，可以用自己的風險模型，以及忽略證券集中化的系統風險。因而至少可以說，由於問題的蔓延和群聚效應，巴塞爾協定將需要重新思考。也有人認為是因為競選的捐款，使得國會監管不力。還有些人將這次危機歸咎於衍生性商品如信用違約交換合約，那兒顯然有部份監管的缺口。

用電鋸來鋸樹還是鋸人

—衍生性商品只是個工具，工具本身並不會傷人

熊市維尼：我聽過衍生性商品是大規模詐騙的武器...就像地獄，很容易進去，但進去後別想出來。

班 普：衍生性商品只是個工具，工具本身並不會傷人。就拿電鋸為例，電鋸是鋸樹最有效率的工具，若有某人用此工具鋸開其丈母娘，那不該是電鋸的錯，不是嗎？

熊市維尼：顯然不是。我知道你要談的論點，這是工具的使用，而不是工具本身會造成傷害。所以那是女婿的錯？

喬治瓊斯：只是，有人會說是丈母娘的錯...

班 普：不管情況怎樣，電鋸不該負此責任。如果有人決定吹倒一家位於新加坡的銀行，他或許會使用衍生性商品。衍生性商品只是讓你可以更有效率地吹倒一家新加坡的銀行。

熊市維尼：市場規模大小是主要考量嗎？

喬治瓊斯：班，你看輕了系統中衍生性商品的風險。你談到了複雜性及隱藏在後的槓桿，但沒談到資產負債表外的特性，這才是整體系統主要的風險。市場參與者或許忽略了這些系統風險，而相信他們總可以賣掉他們的部位。但監管機構不能忽略這些，因為一旦太多的參與者都站在相同的一方，部位是不可能在不引發市場崩潰或中斷的情形下出清。你不會希望自己是死亡金屬樂團的樂迷，那些可都是電鋸的專家，出現在演唱會上都裝備著電鋸，是吧？

班 普：我同意。對單一個體而言，濫用都是有害的。但對整體系統而言，市場規模大小及資產負債表外的風險都是個大問題。

你對融資槓桿了解多少？

—若你買了一棟100萬美金的房子，自有資金是20萬，那你的槓桿比九成的避險基金還高

熊市維尼：難道2008年金融市場的混亂不是避險基金造成的嗎？有人告訴過我，避險基金的操作使用槓桿的程度很重，包括衍生性商品，這是真的嗎？

喬治瓊斯：是的，他們確實是。在危機發生之前，平均的槓桿大約是股票的三倍。

熊市維尼：不會吧，三倍，那很可怕的。

喬治瓊斯：相當厚臉皮，是吧？儘管他們辯解，三分之二的避險基金使用一倍至二倍甚或更少的槓桿。這是在2008年風暴前的狀況。

熊市維尼：他們晚上如何能睡的安穩？我覺得二倍都很高了，純作多的策略是沒有槓桿的。這也讓我意識到遺漏了一些事，為什麼槓桿那麼重要？

喬治瓊斯：槓桿相對於自有資金是衡量一旦事情搞砸時，情況會有多糟。若你個人買一棟100萬美金的房子，而你的自有資金是20萬美金，那你的槓桿比九成至九成五的避險基金還高。

熊市維尼：什麼？

喬治瓊斯：是的，許多人不知道這點。如果你的房子跌價超過20%，那你可就有麻煩了。而銀行使用了他們資本的20、30、40甚或50倍的槓桿。

熊市維尼：什麼？

喬治瓊斯：如我們所說的，確實有個德國銀行資產負債表中有70倍的槓桿。

熊市維尼：我想避險基金風險很高，人們知道這一點嗎？我是指，人們知道銀行其實具有高槓桿，而相較之下避險基金顯得保守。

喬治瓊斯：不。只是他們現在知道了。德瑞克伯克(Derek Bok)曾說過：

熊市維尼：德瑞克伯克是指從水中走出的那個女孩？.....

喬治瓊斯：不，不是的。德瑞克伯克是哈佛大學的前校長，真是謝謝你的豐富想像...我談到那兒了？對了，我相信他以自私和堅定的語氣說過：如果你認為教育所費不貲，那就試試無知吧！

熊市維尼：我必須說，以今日的觀點來看，對於避險基金的槓桿顯得大驚小怪，卻又接受銀行超高的槓桿，這看來不是挺奇怪的嗎。既然你這樣說，我想再次引用你說的：若你認為避險基金風險很高，那就試試銀行吧。

喬治瓊斯：完善使用財務槓桿可大大增加績效。幾乎每個公司和家計單位都使用此型式的貸款、或房貸等等。只是過高的槓桿可能會帶來災難。現今的狀況是銀行和家計單位而非避險基金誤判了使用槓桿會帶來的危險。槓桿本身並不會有什麼危險，而是當整個系統使用了過高的槓桿才會帶來危險。底線是，當你每天晚上喝一杯紅酒對你是好的，但若你喝二大瓶那就不是了。

單調無趣所展現的力量

—存活下來是長期成功的先決條件，而能存活下來的通常都是那些看似無趣的

熊市維尼: 那組合式避險基金呢?我聽說他們並不使用槓桿, 那不是很單調無趣嗎?

喬治瓊斯: 當然, 是滿單調乏味的。不過, 那反而是件好事。就如哥頓·格哥(Gordon Gekko; 譯註: 在「華爾街」這部電影中, 由麥克道格拉斯飾演的哥頓·格哥, 藉由內線交易坐擁金權帝國)將會在他的新電影中談的: 乏味無趣是件好事。在無聊和成功之間有個潛在的相關性, 而它卻常被忽略。存活下來是長期成功的先決條件, 而能存活下來的通常都是那些看似無趣的。瑞士人就是個例子。

熊市維尼: 你是指那些唱著約德爾調、穿著皮短褲、吃著有洞的乳酪的阿爾卑斯山民族嗎?

班 普: 我想我知道你所要談的了。就如由奧森威爾斯(Orson Welles)在1949年所主演的著名電影黑獄亡魂(The Third Man), 當時的義大利經歷了30年的戰爭、恐怖攻擊、謀殺以及流血事件, 但它也產出了米開朗基羅、達文西和文藝復興運動。反觀, 瑞士在過去500年有著兄友弟恭般的愛、民主及和平, 卻產出了什麼嗎? 咕咕鐘。

喬治瓊斯: 我了解, 他們被視為單調沈悶。那是因為瑞士遠離了大的戰爭、沒有戰場的光榮和勝利, 沒有被殖民, 也沒有社會的動盪不安。在整個發展歷史中, 沒有過半的左派政府來擾亂他們的經濟, 甚至沒有任何的罷工事件。他們幾乎沒有出過任何世界知名人士, 沒有受國際社會讚賞的詩人、作曲家、哲學家、作家和畫家, 除了一些教育家、精神科醫生和一個網球選手。

熊市維尼: 別忘了從水中走出來的那位女孩....

喬治瓊斯: 喔, 當然。再次謝謝你豐富的想像力。說到那兒了? 對了, 瑞士。不管大家覺得他們是不是沈悶無趣, 重點是, 即便瑞士不是世界上最富有的國家, 但如果將生活品質納入計算, 無可否認瑞士的人均國內生產總值(GDP)一定是世界最高。

熊市維尼: 不太確定我是否知道你談的這點。

喬治瓊斯: 重點在於較大的損失通常會吃掉資本的複利效果。因而無聊是件好事, 或者如同奧斯卡·王爾德(Oscar Wilde)所說的: *永續的收入勝於迷人的收入。*

熊市維尼: 我想我可以了解這個。我關心能不能拿回我的資本, 勝於它所能產生的回報。

喬治瓊斯: 完全正確。如同一個著名避險基金經理人所言: *若投資是件愉快的事, 而你也覺得好玩, 想必你沒賺到任何錢。好的投資通常是無趣的。資本複利是沈悶無趣的, 要長期的成功就不能有較大的中斷干擾。*

世界第八天然奇景

—複利是我遇過最有力的事情, 不過指的是沒有重大中斷的連續複利

熊市維尼：我了解。複利是世界上第八個天然奇景，並且是我遇過最有力的事情。

喬治瓊斯：這就是組合式避險基金本質上嘗試在做的。

熊市維尼：什麼？又是無趣？

喬治瓊斯：不是，是沒有重大中斷的連續複利。一位投資家一針見血指出：投資的訣竅就在不賠錢。這也是最要緊的事。若你的錢每年複利9%，你遠比那些結果會上下波動的投資人好的多，他們可能有些年很好，但其它年則損失慘重。這些的損失會足以致命。它們會毀壞了你的複利率，而複利是投資中最神奇的事。

班 普：這在2008年不靈了，是吧？

喬治瓊斯：是的。只是，若10年前你投資\$100元在組合式避險基金，在2009年8月扣除所有費用，你還有\$143元；相同的錢，若你投資於美國股票，那你的財富將會是\$70元。

熊市維尼：慢著。這可是大大的不同。華頓商學院的人持續不斷的告訴我，股票長期是上漲的。

喬治瓊斯：很迷人，是吧？但最大的問題是，你可能沒辦法活得夠久去體驗所謂的長期。日經指數在未來的50年，需要每年有大於10%的複利率，才能在2059年時拾回過去70年該有的4%風險溢酬。

熊市維尼：我瞭解了。永恆是由現在組成的。要能經歷長期，先決條件是要能在短期存活下來。

喬治瓊斯：順帶一提，你要是相信股票在長期總是向上，那你必須或多或少忽略整個歷史。社會、貨幣和股票市場在過去都曾經崩壞過，未來也將會如此。去過德國、日本、中國、俄國、葡萄牙、埃及、阿根廷或辛巴威嗎？那兒大概有上百個理由可以說明為什麼單純作多策略在長期是有效的。只是我想不出一個合理的。

熊市維尼：我了解你為何這樣說了。這不是你不知道而讓你感到煩惱，而是你知道它並非如此。

喬治瓊斯：我已經說的夠清楚了。這也就是為什麼無聊是件好事，而且瑞士是那樣的富裕。股票市場是很刺激的，當你在10年中有兩次損失大半的投資，不是一次而已，真是刺激，又讓人興奮吧。

熊市維尼：困難的事情不在於新觀念的加入，而是在於要如何擺脫那些早已根深蒂固在我們腦中的舊觀念。

喬治瓊斯：維尼，這些有智慧的文字是誰說的？

熊市維尼：我剛說的啊。請繼續我們的正題。所以無聊是好的。就你剛剛所說的，我很想要提出投資的第一個法則，就是別損失你的錢。而第二條法則就是別忘了第一條。至於整體產業呢？能否生存下來？這可一點都不無聊。

壓力下的聰明投資

— 績效優秀者和其他人的不同，並不是他們沒有恐懼，只是不被恐懼消耗，且去管理它

喬治瓊斯：避險基金產業經歷了許多的風暴，而目前正從2008年的海嘯中復甦，並為下次做好準備。在壓力的情況或惡劣的環境中，能存活下來與否並非完全隨機發生。在登山運動中，不是最佳的登山者能在意外中存活，而是那些有做好最佳準備且能協調所感知的風險與真正的風險者。在宇宙和人類事務中，機會近乎無所不在，同時也發揮了作用。路易巴斯德(Louis Pasteur)所言，機會只給那些準備好的人。要在極限運動中求生存似乎也適用。或者正如班傑明富蘭克林(Benjamin Franklin)所說：未能做好準備，你就準備失敗吧。

熊市維尼：我了解。關鍵在於為未來做好準備，而非預測它。

喬治瓊斯：完全正確。這也適用避險基金。積極的風險管理者可能會因而陷入水深火熱中，他們可能失敗或持續存活下去，但那些對風險認知具有優勢者將可改善他們的存活機會。

熊市維尼：你是指在壓力下表現良好是個關鍵？

喬治瓊斯：是的，壓力在任何競爭環境下是不可避免的。

班 普：壓力會將可體松釋放到血液中。它會侵入海馬體並干擾它的運作。壓力會讓人們更集中精力在他們所認為最重要的事情上，只是這也可能是錯的。在壓力下，情緒會接管大腦中的思考部份，也就是新皮質，而它會影響人生存本能的反應。這被稱為情感意識的敵意接管。

熊市維尼：喬治??

喬治瓊斯：班所要陳述的是，在壓力下，最要緊的事不是你書庫中有多少書，而是你是誰。英國詩人赫胥黎(Aldous Huxley)所言：經驗不會從天而降；經驗只有通過實踐才能獲得。情感法則。情感是基因存活的機制，這個觀點對於個人而言並非永遠管用，但從大量關於維持物種生存的試驗來看是適用的。過去數百年來，個人或許會生存或死亡，但更多的哺乳動物存活下來因為他們讓情感接管，因而情緒是被當做存活的壓力反應。

熊市維尼：所以你的意思是：教育是一件可敬的事，只是要時刻牢記，真正值得知道的事不是教得會的。

喬治瓊斯: 是的，長久下來確實如此。就如一位著名的避險基金經理人所言：沒有任何事是亙古不變。沒有任何事會永遠如此。因而就我所觀察到的，能在風險管理領域中一直做的很好的人，那他們一定有很好的直覺，很好的本能。他們的直覺告訴他們某些事情。數學對他們來說很重要，因為他們要證明你清楚知道問題，但最終是否決定要承擔風險，從任何意義來講我認為那就是人的主觀判斷。

熊市維尼: 那在壓力下我究竟該如何表現？有任何的提示嗎？

喬治瓊斯: 說說笑話。

熊市維尼: 什麼？

喬治瓊斯: 幽默感能讓你妥善處理你的恐懼。良好的績效不會因為你缺乏恐懼就不存在。績效優秀者和其他人的不同，並不是他們沒有恐懼。他們同樣也是害怕，只是不被恐懼消耗，而是去管理恐懼。

熊市維尼: ...所以征服恐懼是智慧的開端..

喬治瓊斯: 沒錯。他們利用它來專注於對的行為上。情緒是具有傳染性的，而情緒狀態包含了微笑、幽默，當中大笑是最具感染力的。是否避險基金的投資者在他們基金表現不佳時會綻放笑容，我不得而知，但根據這個研究，他們應該是。

熊市維尼: 如果幽默是處理恐懼和壓力最好的方法，那最糟的是什麼？

喬治瓊斯: 驕傲。

熊市維尼: 我想我了解這點。一個人遭受最大的欺騙源自於自己的判斷。

喬治瓊斯: 完全正確。這也就是為什麼前面提到信念是一把雙面刃。底下是個真實的故事。一個在惡劣環境下存活且訓練有素的美國陸軍突擊隊員，他在一次商業性的泛舟運動中，掉落在淺灘中卻溺死。他拒絕任何人的救助。他平靜的往下游漂。他認為他並不處在任何真正的危險中，因為之前所受的訓練是更為險惡的情況。然後他來到了一個中間有塊大石頭擋住水流的地方，他因此被捲入淹沒而死。官方的報告提到：這位陸軍突擊隊員顯然沒有認真看待自己的處境。

熊市維尼: 真讓人感到難過。世界上最危險的莫過於真誠的愚昧及無知。

喬治瓊斯: 這個故事有雙重的意義。首先，精英式的訓練可能導致過分自信或對風險的低估。前述的陸軍突擊隊員就是個清楚的例子。其它例子還包含了曾登上了喜馬拉雅山的登山者，卻死於他們認為很熟悉，而且是一般初學者爬的山。其次，經驗是件好事。然而，多數有經驗的專家因自己有經驗，而過度自信。當這種自我的自信

應用於當前環境確實有益。然而，經驗可能在環境變化時不再適用了而不自知。環境的變化可能引起真實風險與認知風險之間的不協調，影響了一個人處理事情的能力。

熊市維尼：我想我了解了。你倡導的是開放的心胸與智力上的彈性運用。心思單純對於牛或狒狒是可行的，但對莎士比亞而言就不恰當了。風險依不同的環境有不同的定義，並適用不同的技能。我想世界最大的問題就在於，愚蠢者及狂熱者總如此肯定自身的能力，然而聰明人卻充滿著疑惑。

喬治瓊斯：確實，或者如同加爾布雷斯(Galbraith)所言：*經濟學中最大的智慧之一，就是知道你所不知道的事*。只是，存活下來的並非都讓人喜歡，例如蟑螂...

熊市維尼：我認為現行的避險基金像是蝗蟲。

班 普：我認為蟑螂會更恰當：他們會造成滋擾，而且從來不只一隻...

熊市維尼：你這樣說還不夠。而是“詞語應更狂放些，因為這是對未深思者的思想攻擊”。(譯註：凱因斯說的)

喬治瓊斯：每個人都不喜歡蟑螂，這意味著對於它們確實有些讓人值得注意的。事實也是。蟑螂是地球上存在最久的昆蟲，至少有3億2仟5佰萬年。它可以吃任何東西，也可以45天不吃任何食物，有著最強的防禦系統及有效的再生系統。

熊市維尼：我想我知道你所要講的：避險基金存在數十年了，可以滋養於幾近任何一個無效率市場中，可不用靠管理費存活，也可透過避險和短期停損迅速對市場做出回應。至於他們的再生系統，我想....

喬治瓊斯：...這超乎我們目前談的範圍了。

少了個“d”的資產管理

—管理別人的錢而不需對任何損失負責，不是輕鬆許多嗎？

熊市維尼：所以避險基金是不受歡迎的。當問題狀態出現當局是錯的，而你是對的，我想這種情況是危險的。高收費使得避險基金不受欢迎嗎？

喬治瓊斯：可能。道格拉斯·亞當斯(Douglas Adams)說過：*當然許多人會變得極為富裕，但這是自然而然形成，且沒有什麼令人感到羞恥的，因為沒有任何人是真正貧窮的，至少沒有人是值得一提的。*

熊市維尼：沒有辦法讓它們更受歡迎嗎？

喬治瓊斯：是的，沒有。

熊市維尼: 在這樣高的收費下他們是如何僥倖成功的?

喬治瓊斯: 傳統資產管理的費用之所以較低的原因是因為作為一個投資者並不需要額外的協助來獲得負的複利增長，是吧？股票純做多的經理人在這10年來有兩次而不是一次損失了50%的資本。以相對績效進行的資產管理與注重本金保全的資產管理是不同的。這也就是為什麼，有些甚至直指傳統的資產管理為“fun management”，而不是“fund management”，管理別人的錢而不需對任何的損失負責，不是輕鬆許多嗎？

熊市維尼: 金融就是一門將貨幣從這手換到另一手，直到其最終消失的藝術。這可能讓你好奇，不是嗎？但是在2009年股票市場上漲了22%，而避險基金只上漲20%。他們表現不佳。

喬治瓊斯: 誰在乎呢？在2008年股票跌掉了45%，這就代表投資者，一開始投入\$100元然後只剩\$55元，2009年回升的22%，只是讓它的錢回到\$67元。換言之，避險基金的投資人在2008年損失20%，因而他們的資金從\$100元降到\$80元，而2009年的上漲20%讓他們的錢回到\$96元。將別人的錢從\$100元變成\$67元一點也不困難，當然也就不需要訂高價囉。

熊市維尼: 等等，避險基金投資人只是從\$100元掉到\$80元，若他們在\$80元不贖回，就又回復到\$96元了。

喬治瓊斯: 是的，當然。但如果你買在高點又賣在低點，這結果一定有所不同。

喬治和班必需先離開。維尼非常感謝他們的耐心並且還留下些開放式的問題，等待另一天的討論。

【本文為虛構故事，除了歷史事件外，任何與現實中相似的人無論在世與否如有雷同純屬巧合。】

【Copyright © Alexander Ineichen 2009】

The Ineichen Dialogues

Act II - LaRasmussteinmontians in Yellowstone Park - by Alexander Ineichen November 2009

第二部曲 - 黃石公園裡的異形

(譯註: LaRasmussteinmontians一詞，是由四位歐國官員的名字所拼湊而成: Christine Lagarde (法國財政部長), Poul Nyrup Rasmussen (前任丹麥閣揆), Peer Steinbrück (前任德國財政部長), Giulio Tremonti (義大利財政部長)，泛指歐洲諸國對於避險基金採取嚴控管制論調的社會主義官員)

在不久以前，一隻名為熊市維尼的熊住在兆畝森林中。在某種程度上，它是隻有點糊塗和上了年紀的熊。儘管如此，它還是對爭論不休的避險基金究竟是什麼感到疑惑？他邀請了他的二位好朋友，一位是出名的避險基金經理人喬治瓊斯 (George Jones)，另一位是有著崇高學術地位的著名央行行長班普(Ben Put)，來到兆畝森林聊聊避險基金。

異形闖入了避險基金業

—政治是一門到處尋找麻煩，接著錯誤診斷再補上亂給藥方的藝術

熊市維尼: 感謝二位再次的參與。避險基金在爭議不斷後，顯然即將要面臨嚴格的監管，不是嗎？老實說，我覺得對避險基金監管這個議題很難理解，也相當不可思議。我很納悶，若“贊成”的反面是“反對”，那“進步”的相反是甚麼？

喬治瓊斯: 是的。避險基金的監管確實很不可思議。監管者監理銀行，搞砸了銀行，還發生了擠兌。銀行削減避險基金的信用額度，避險基金收回存放在銀行的現金，銀行系統接著垮掉。政治家們挽救了銀行然後再回頭怪罪避險基金。真是可悲的笑話。

熊市維尼: 在我看來，政治是一門到處尋找麻煩，接著錯誤診斷再補上亂給藥方的藝術。而且我發現，避險基金的監管在歐洲尤其不可思議。你知道，在2007年G8會議中將避險基金監管列入首要議程，然後在2008年銀行崩潰後，2009年還是繼續強調避險基金的監管，這似乎很奇怪。

班 普: 這確實很怪。你會認為政治力最好運用在其它地方，不是嗎？原因在於，金融監管在歐洲是由來自不同星球的物種在執行。

熊市維尼: 什麼？外星人？是火星人、克林貢人、魔獸人、還是博格人？

班 普: 不；都不是，是異形(LaRasmussteinmontians)

熊市維尼: 為什麼異形看來極力主張對於避險基金的監管？

班 普: 外星人也邁入中年。

喬治瓊斯: 維尼，班和你開玩笑的。他是個有趣的人。班使用外星人作為歐陸政治家的代號。

熊市維尼：為什麼？

喬治瓊斯：主要的原因來自，政客的推理方法與一般經濟常識相去甚遠，有時實在很難承認他們和我們住在同一個星球。

熊市維尼：我明瞭。政治應該是最古老的第二種職業。我漸漸覺得它非常像第一種。

喬治瓊斯：當拿破崙(Napoleon)說：在政治方面，愚蠢不是障礙，他很可能已知道些什麼了。哀嘆這些政客固然有趣，然而他們實際上可能並不像知識份子喜愛描述的那般愚蠢。在思想體系上，歐洲大陸的這些政治家，相較於盎格魯撒克遜同輩恰巧讀的書不同而已。

班 普：別告訴我你是奧地利人？

熊市維尼：維也納在這一年可說是相當不錯。

喬治瓊斯：班所指的是奧地利經濟學派，他們主張更多的經濟自由、小政府和廢除中央銀行。這些主張在1930年試驗過並慘遭失敗，造成西方國家國內生產總值消滅了近三分之一並伴隨著四分之一的勞工被迫失業。現在當權者及中央銀行用盡一切努力來防止這一切重演，迄今，他們是成功的。

熊市維尼：這次危機奧地利經濟學派是否指責中央銀行？

喬治瓊斯：是的，他們確實這樣做。他們認為這是央行低利貨幣政策和緊急貸款增強了信貸泡沫。我很高興，有些重要人士在金融危機中指責中央銀行，而其他大多數人則怪罪避險基金。

熊市維尼：對我而言，奧地利經濟學派聽來像19世紀的自由放任主義。

喬治瓊斯：它是。只不過，奧地利學派有幾項主張。其中一個是，他們認為人類複雜的行為使得不可能使用數學將市場發展模型化。其次，當解釋商業週期時，他們認為信用是重點而非貨幣。換句話說，他們對泡沫及破滅可以有更好的解釋。這是理性者和效率市場的信徒們包括我們那些央行的朋友們，直至今日仍奮戰不休的。第三，奧地利學派相信不斷進化的經濟世界太過複雜、變動太大，且受政治動物和官僚多方面的阻礙。他們也強調，經濟的失敗是相當自然且健康的。

熊市維尼：失敗是痛苦的，如何能夠是件好事呢？

喬治瓊斯：所有生物都經歷痛苦。痛苦會告訴你：停止你正在做的，且別再重蹈覆轍！這是最原始但卻是非常有效的學習和進步的元素。

熊市維尼：我想我可以認同這點。好的判斷來自於經驗，而經驗通常是來自於錯誤的判斷。

喬治瓊斯：是的，我喜歡將它說成“做中學”。經濟的失敗使脆弱者的手將他們的資金或剩

餘的一切交到強健者的手中。

班 普: 自由市場主義者認為唯一我們做對的事就是放手讓雷曼公司倒閉。我希望你不同意；你呢？

喬治瓊斯: 我盡量。我必須承認，至少奧地利自由市場主義有一個特點，允許破產者倒閉，並由具創造性的新力量取代，而非硬撐著成殭屍。金融機構已衰弱了幾個世紀，而世界還是運轉著。

熊市維尼: 這是事實嗎？

喬治瓊斯: 是的。平均而言，我們可以回溯自中世紀以來每10至15年就會出現金融危機。自由市場主義者認為，央行若在1998年讓長期資本管理公司(LTCM)倒閉，則雷曼兄弟、貝爾斯登則會依然健在。從網路、房市到消費者，這一系列瘋狂的泡沫中，人們損失那麼多資金的事就不會發生了。想想看如果選擇支撐雷曼免於破產，那將會在今日央行和政府裡出現更多的愚蠢行為。太多負債及太多消費的問題可以用更巨大的負債和消費解決，這樣的思路，真是太荒唐可笑了。

自然定律下的生存之道

—干預可能是善意的。然而，長期的後果可能會比不干預更糟糕

熊市維尼: 不太確定我是否真懂。

喬治瓊斯: 維尼，去過黃石公園吧？

熊市維尼: 當然。愛死了。

喬治瓊斯: 大家還記得，1988年的大火摧毀了150萬畝的森林。在此之前，閃電造成每年數以百計的大火，這些大火燒毀的面積大多不到一畝，也可能在熄滅前燒掉了幾英畝。截至1988年有紀錄以來，最大的一場大火燒掉了2萬5仟英畝。因而在1988年6月當閃電擊中了黃石公園附近南方邊界引起一場小火時，沒有人會太過驚慌。

熊市維尼: 大事件通常有個小開端。我們在上次有談過。

喬治瓊斯: 沒錯。造成這個事件如此特殊是由於當局從1890年起實行零容忍政策，即使是自然原因所引發的森林火災，他們都介入。這樣的干預產生一個意外的效果是森林開始老化。老樹無法由新樹取代。森林的自然演化改變了。麻煩的是，火災對維持森林穩定狀態是構成一項不可或缺的天然動力。

熊市維尼: 要將黃石公園效應應用於金融系統，不需要太多的想像力，是吧？

喬治瓊斯: 是的，它不需要。壓抑森林的自然動能，當局已將森林帶到一個不穩定的狀態，

到處都呈現高密度的可燃材料。所以結論是，最好讓森林不被打擾，它可自行定期的藉由汰舊弱換新強的方式照料自己。奧地利經濟學派認為這同樣適用我們的經濟體系。干預可能是善意的。然而，長期的後果可能會比不干預更糟糕。

熊市維尼: 當人們嘗試一個萬無一失的設計時，一個常見的錯誤是低估了徹底愚蠢者的聰明才智。我知道了。對於2008年金融危機中央銀行的干預你有什麼看法？

喬治瓊斯: 就負責著手處理的央行，我認為他們處理的很好。他們遇到的是自大蕭條以來最糟糕的經濟危機，而且做出在這種情況下央行應該做的事：提供市場充份的流動性。的確，從這些干預中可能會埋下長期未知的影響，而且沒錯，在完全自由市場和自由主義世界中，短期內將問題清理完畢對市場來說可能是較好的方法。只是你必需要能在短期內存活才能體驗長期。中央銀行做的是讓銀行系統短期需求獲得滿足，將短期的需要置於長期美好之前。

班 普: 謝謝。你所指的異形讀了不同的書是什麼意思？

喬治瓊斯: 他們有他們所謂的「秩序政策」(Ordnungspolitik)。

熊市維尼: 嗯，聽起來很嚴厲。就像是多些棒子少些胡蘿蔔。

班 普: 聽起來不像是棒子而更像是對我的鞭打。但，別在意。

熊市維尼: 班，謝謝你的想像力。

喬治瓊斯: 隨你怎麼說都行。不過，的確，歐洲大陸在處理經濟事務時比盎格魯撒克遜人更傾向干預主義者。秩序政策受到德國經濟學派的影響。

熊市維尼: 又是另一個學派？拜託，難道人們不能將不同的學派合併成一個嗎？

喬治瓊斯: 德國歷史經濟學派認為，歷史是人類行為和經濟問題的主要知識來源。這學派拒絕放諸四海皆準的經濟定理。他們認為經濟是小心求證及歷史分析的結果，而非來自邏輯和數學。他們同時喜歡以歷史、政治和社會經濟學角度看到的真實世界，而不是模型世界中的抽象數學模型。**熊市維尼:** 真是無趣！

喬治瓊斯: 這學派中大多數成員關心的是社會改革和大眾生活條件的改善。他們認為政府在經濟的干預是確實且必要的。德國歷史經濟學派後來導致政治哲學上倡導德國新自由主義的弗萊堡學派的誕生。

熊市維尼: 想一想還有另一個學派，這實在愈來愈無聊了。

喬治瓊斯: 我知道。但是，請大家多多包涵。這些思想在經歷金融危機後正完全的復活。秩序自由主義者主張競爭且反對大規模的社會福利。然而，關於人權、道德、社會規範和價值觀的責任他們建議最好別留給市場。其中一個擁護者威廉羅普克

(Wilhelm Röpke) 尋求讓每個公民擁有最大的經濟自由和自主。不過，他也看到，這種自主權的界限，必須排除那些會削弱社會秩序和破壞市場體系中公民基礎的活動。

熊市維尼: 為什麼我不熟悉這些觀點？

喬治瓊斯: 這些思想是在德國20世紀的上半葉寫成的，你可以想像，20世紀上半葉的德國，並沒有辦法讓你精確了解太多他們關於人類普世價值的想法，對吧？當時這些思想還未翻譯成英文，主流經濟學花了大量的時間在辯論究竟凱因斯主義或貨幣主義才是較好的論點。

班 普: 喬治，這只有部份是對的。我們可以主張...

熊市維尼: 好無趣！喬治，那基本論點到底是什麼？

喬治瓊斯: 在不同國家球隊參加的足球比賽中，你需要一套意見一致的規則，賽事組織和裁判都需了解該比賽，且裁判口袋中都放有黃色和紅色卡片。然後由足球運動員開始比賽，而不是賽事組織和裁判。

資本主義與社會主義

—資本主義固有缺陷是不平等的分享上帝的祝福；社會主義固有美德是平等的分享痛苦

熊市維尼: 我懂了。聽說資本主義固有缺陷是不平等的分享上帝的祝福；社會主義固有美德是平等的分享痛苦。這是事實嗎？

班 普: 維尼，真是智慧之語！資本主義創造了地球有始以來最高的生活標準。這無庸置疑。資本主義是建基於企業家精神。企業家精神在不受干預時最能彰顯。

喬治瓊斯: 看看誰在說話。賣權先生(Putoption)，你還隨身攜帶安蘭德(Ayn Rand；譯註：俄裔美國哲學家、小說家，哲學及小說強調個人主義)的照片在你的皮夾裡呀？

班 普: 有一說法：社會主義者沒有小孩，若有，那他們肯定不是社會主義者。

喬治瓊斯: 沒有這種說法。是你瞎掰的吧。

班 普: 是的，確實是。然而，以前可能確實有人說過。這意味著問題並未解決，只是包袱並轉移給未來，讓我們的孩子去解決。因為他們清楚知道孩子們並不能投票。

喬治瓊斯: 瞧！是誰在說話。資本主義好的一面和社會主義壞的一面確實是有趣的實驗。我不知道我們的孩子成年時，當他們知道他們與猴子有著共同的祖先或他們意識到他們欠父母和社會那麼多錢時會有多驚訝。他們甚至可能懷疑兩者間存在因果關係。**熊市維尼:** 收割短期利潤，同時創造一個長期混亂 ...我之前在哪裡聽過？

喬治瓊斯: 班，有趣的是，社會主義者今日也知道，自由企業和競爭是唯一可以持續增強財

富的促進劑。在我們說話的同時，資本主義國家正傾向左邊而先前的社會主義者和共產主義正轉向右邊，這不是很有趣嗎？歐洲自由主義者可能確實明白，避險基金對一個經濟體而言是個吸引人的生意。畢竟，它所創造出荒謬報酬的工作被今日多數人認同是件好事。他們也意識到，對於風險性資本及流動性的支持可以扮演資本市場中運轉輪軸的角色。此外，若某些業務從過大的銀行轉移到避險基金，從系統風險觀點來看那將是正面的。

熊市維尼：為什麼是那樣？

喬治瓊斯：銀行“大到不能倒”的問題尚未解決。避險基金產業是非常異質性，而銀行業同質性則很高。業務從大銀行轉移到規模小很多的避險基金和其它更小的金融公司，降低了整體系統的風險並創造更好的平衡。此外，那些非屬大到不能倒的機構則不太開心。許多非屬大到不能倒的同業他們努力經營，且在沒有政府的協助下挺過風暴，如今卻面臨政府所支持的殭屍銀行不公平的商業競爭。

班 普：我從來沒這樣想過。

喬治瓊斯：我清楚。這還有其他的考量。歐洲大陸渴望拾回“他們的”金融中心。今天，歐洲的金融中心是倫敦。但，在前一時期金融和貿易的中心是巴黎，更早之前是阿姆斯特丹，在它之前則是威尼斯。維尼，這運作方式在於金錢和商業活動會往它所想去的地方去。它喜歡在受歡迎、不被指責或不過度課稅的地方。它喜歡法規的存在，不喜歡法律的不確定性和法律開始生效並帶有追溯效力的地方。維尼，當你在一條小溪上建造水壩，一段時間後會發生什麼事？

熊市維尼：水當然會溢流出水壩。

喬治瓊斯：沒錯。資本市場也是一樣。那是自然的流動。你只能間歇性的控制這些水流。資本就如同水，尋找最少的阻力。若倫敦上緊發條，企業將前往瑞士，若瑞士搞砸了，企業將轉至新加坡或任何它想去的地方。那些異形們當然也清楚知道。

班 普：並非如此。當十年前歐元推出時，他們也認為，歐洲大陸可以從倫敦手上瓜分一些市場，這事並未發生。倫敦並沒有被動搖，甚至還因美國對企業不友善的干預行為而繼續獲得企業的青睞。有一說法，倫敦因為政府的監管而成為最適合做生意的地方，紐約即使有政府的監管仍然是做生意最好的地方。

熊市維尼：你又再編故事了？

喬治瓊斯：不，其實在幾年前確實有此一說，儘管這個說法有些時日了。

熊市維尼：所以你認為歐洲人可能正針對倫敦想辦法捲土重來？

喬治瓊斯：是。這可能因為他們預料新常態下所呈現的將是一個受嚴格規範的市場。

班 普：在此發生之前，義大利總理將戴著貞操帶。（譯註：比喻事情很難發生）首先，新倫敦會在哪裡？是巴黎、法蘭克福還是布魯塞爾，歐洲人對此不會有一致的意見。其次，並不是因為缺乏規範而助長這種混亂局面。它是反市場規範加上缺乏監督所造成的混亂。第三，那些所提議的規範是一種隱藏的貿易壁壘。本地的供應商在趕走外國供應商後將受到青睞。如果避險基金是乳酪，那歐洲大陸的政治力將希望歐盟的消費者，只消費來自歐盟乳酪製造商做成的乳酪，而這乳酪還得用歐盟草所飼養的歐盟牛所生產的牛奶製作。

熊市維尼：不可能要一個國家做出250種的乳酪。

班 普：確實。但我必須承認，我的比喻也有其局限性。歐洲確實有乳酪，然而如果歐元區沒有避險基金產業，那歐洲大陸將持續完全沒有值得一提的避險基金產業。

熊市維尼：真是可笑，當你得到整個政府的協助卻容易變成滑稽的人。

喬治瓊斯：班，我不會那麼肯定。若有一段期間對市場有更嚴格的規範，那就是現在。全球各地的政府無論正確與否，從自由市場中取回權力，尤其針對金融市場，藉口該市場已失靈。許多投資者已厭倦了行為不端的金融部門，和令人厭惡的華爾街與華盛頓關係。信任需要重建。恐懼與貪婪的量尺在2008年撲向恐懼，而後只能逐漸回復。

熊市維尼：所以你認為貪婪是好的而且將會再回來？還是如同過去一樣，可能不會重演，但肯定有相同韻味？

喬治瓊斯：是的，當然。且速度遠超過任何人8個月前所能想像。讓你無從得知..

熊市維尼：班，你前面提到的貿易壁壘。是不是最近在倫敦有一個G20會議，所有的領導人對自由貿易各自表態？

班 普：是的。這是修辭的運用，統稱為空談。為了不讓市場無障礙，許多政府很快速的築起了貿易壁壘。例如在西班牙、加拿大、巴西和澳洲的銀行相對經營的較好。如果市場無障礙，這些國家的銀行有可能從較弱銀行手中獲得剩餘的資金。然而，為了救助疲弱的本地銀行，這些國家的政府不僅已造成殭屍銀行，也阻隔了外國投資者。汽車產業也是一樣。所以每個市場介入者使用間接的方式築起對外國資本的貿易壁壘。

熊市維尼：你不是說這些國家有較好的監管，不是嗎？

班 普：他們也許有也許沒有較好的法律規範，但無庸置疑，以今日的觀點來看，他們有著更好的執行力。他們阻擋了來自大企業的壓力。

喬治瓊斯：本質上來講，維尼你先前所引用的，雷根所言：自古以來第二古老的職業是說對

了。

沒有什麼比一個受過教育的人更愚蠢

——只擁有聰明才智是不夠的，重要的是如何去使用它

熊市維尼: 謝謝。請繼續。我想問一個我一直很想知道的問題：避險基金經理人果真智慧過人？

喬治瓊斯: 取決於你怎麼看它。愛因斯坦或貝克漢，你認為誰較聰明？

熊市維尼: 你很難穿著短褲同時看來很聰明，因而我會說愛因斯坦。他是那個發明“相反論”(theory of reflexivity)的人吧。

喬治瓊斯: 那是相對論(theory of relativity)，不過，不要緊。這個問題其實並不像它開始聽來的那樣無聊。我們通常會將智慧與智商(IQ)相連結。我們變得習慣以智商測驗來衡量人類的腦力。然而，當貝克漢從一英哩外踢進了自由球，實際上是他的大腦將情境視覺化，分析了距離和動作所有的要素，並命令腳以某種他慣有的特定的彎度踢進得分。分析、做決策和執行都很快速的在他的腦中完成。我們只是沒有衡量像這樣大腦活動的智商測驗。究竟將一個好的足球球員轉為一個好的物理學家較容易，還是將一個好的物理學家轉為好的球員較簡單，這是很有爭議的。

熊市維尼: 我知道天才與愚蠢之間存在差異，天才是有極限的。只是我不確定我了解你談的東西。

喬治瓊斯: 你不覺得這是很令人著迷的。有多少聰明且受過良好教育的人其人生卻是一塌糊塗。

熊市維尼: 有那麼點兒。麻煩的是老鼠賽跑，即使你贏，你還是一隻老鼠。

喬治瓊斯: 原因在於智慧，關於智商測驗，只具備某種程度的重要性。成功還要由智商之外的其它因素所決定的。通常IQ的重要性是被高估的。

熊市維尼: 為什麼你告訴我這些？

喬治瓊斯: 你想知道是否避險基金經理人比較聰明。我們需要先界定我們所指的聰明究竟是什麼？

班 普: 避險基金是偽裝成一種資產類別的績效獎勵架構。他們不是聰明，而是精明。

熊市維尼: 班，這樣很不好喔。最近我看到姬蜂將活的毛蟲麻痺後在其身上產卵，毛蟲可提供蜂幼蟲長大所需要的食物。幼蜂聰明的依序吃內部的器官，首先取出脂肪組織和消化器官，將維生重要的心臟和神經系統留到最後，讓毛蟲儘可能長時間活著。

班，你可能不知道這些，但森林就在前方。它不是只有美的一面。弱者有時的確會被吃掉。在競爭下，你需要像狐狸一樣精明才能存活。雖然如此，我想說的是精明狐狸也時常被高估，因為牠也和雞一樣笨。是否這樣的比喻適用於投資管理，我想，依觀者所見吧。

喬治瓊斯: 班，有時精明也做貶抑用。但在投資管理中，我們經常使用悟性或街頭智慧而不是IQ或書呆子來形容這樣的屬性。

熊市維尼: 現在，我記住了。投資的秘訣並沒有什麼天大的秘密。成功投資仰賴的是良好的性格(EQ)，而不是高智商(IQ)。IQ頂多125就夠，再高也沒用。但你需要有一定的心理素質，同時要夠獨立思考。接下來，就是持續地等待機會來臨。您必需每天學習，卻不是每天交易。(譯註: 2005年波克夏股東會)

喬治瓊斯: 完全正確。承諾、高創造力、再加上機會和努力工作，都是成功的重要因素，而這些通常與你的IQ或你圖書館有多少書是不相關的。讓我測試你們的想像力。你們有30秒，寫下在你們腦中與使用毯子有關的字詞。

...30秒後...

喬治瓊斯: 班，你寫了什麼？

班 普: 保暖、將火悶熄、吊在樹上當吊床、臨時擔架。

喬治瓊斯: 維尼，你寫了那些？

熊市維尼: 在床上使用、作帳篷、燃燒作為煙霧信號、作為船帆、車子或雪橇、作為毛巾的替代物、當成弱視者射擊的目標練習、在大樓火燒時可接住跳下的人、掩護樹林中非法的性行為...

喬治瓊斯: ...謝謝，這些非常足夠了。班，你有可能是我們之中有最高的IQ且家裡可能有最多的藏書，但你卻沒有作為一個成功投資者該有的。而維尼有。他有想像力。他從毯子中得到許多的想法，確實是多才多藝。維尼的頭腦能毫無困難跳躍似的從極端的想像連接到性行為再到人跳樓，而不喪失連續性，但是班你的腦袋做不到。

熊市維尼: 想像力尤重於知識。知識有其侷限性。

喬治瓊斯: 確實。就如同羅傑斯所言：沒有什麼比一個受過教育的人更愚蠢，如果你把他所學的東西拿走。成功的投資者是精明的，這並非以傳統的方法來衡量。想像力和創造力是成功的關鍵因素，而不是高智商，儘管它有助益。

熊市維尼: 除非你獨立思考，否則你無法做好投資。事實上，因為人們同意你的看法，你就沒有所謂的對或錯。到最後，只要你的事實和理由是正確的，你就是對的。

喬治瓊斯: 是的，如路德維希米瑟斯(Ludwig Von Mises)所言：理由是人們為生存掙扎時的主要支撐力量。

熊市維尼: 我想我了解。只擁有聰明才智是不夠的，重要的是如何去使用它。但聰明的人可能高估了他們的聰明，是嗎？

喬治瓊斯: 他們可能會，這是人類的天性。過度自信與我們自認是地球上最聰明物種的信念有關。其實我們不是。

班 普: 什麼？

喬治瓊斯: 海豚才是。就知道格拉斯·亞當斯(Douglas Adams)所言：人類一直以為自己比海豚聰明，因為能夠成就那麼多的事…發明汽車、建造紐約、發動戰爭等等，而海豚們在水裡所做的事，就只有快樂的游玩。但反過來，海豚也因為基於相同的理由認為牠們自己，比人類聰明多了。

熊市維尼: 我能懂你為什麼這樣說。換一個說法：金融界的學者和顧問一直以為他們比絕對報酬投資者聰明，因為他們已經完成這麼多的…績效標竿、追蹤誤差、報酬貢獻分析等等，而所有的絕對報酬投資者所做的只有賺錢且快樂的混日子。但反過來，基於相同的理由，絕對報酬投資者相信他們比金融界的學者和顧問聰明的多。

喬治瓊斯: 沒錯。你這總結挺不錯的。

熊市維尼: 目前仍不清楚聰明才智在長期存活上有任何的價值。你必需自己去思考才能領悟。我想我懂這個了。所以只有最有領悟能力的人才能渡過風暴，對吧？

喬治瓊斯: 我問你，艾爾頓洗拿(Ayrton Senna；譯註：巴西賽車手，被稱為車神)是有史以來最好或是最差的賽車手？

熊市維尼: 當然是最佳的。他是真正的冠軍。那為什麼他會被認為是最差的呢？

喬治瓊斯: 因為他以135英哩的時速衝向水泥牆致死。其它多數賽車手並不會這樣做，而可以在之後繼續享受著被仰慕的日子。

熊市維尼: 我不確定是否知道你的論點。

喬治瓊斯: 我要談的有二點。首先，我們可以認為他是最好的，因為他達成了那麼多的記錄。但我們也可以說他是最差的，和他同時期的其他多數賽車手存活之際，他卻未能存活。通常，存活是一個重點。其次，我們可以說他是最佳的，原因並非在於他最有天分，而是因為他做了最危險的事。這些年來，他可能已經習慣在蒸氣壓路機前撿拾五分錢鏰幣。在更具競爭性及更多男性賀爾蒙刺激下奮戰，在最後關頭，愈需盡全力去獲得勝利。如馬里奧安德烈蒂(Mario Andretti)所言：如果一切都在控制之中，那表示你速度太慢了。

熊市維尼：我想我明白。有老的老飛行員，也有勇敢的飛行員；但沒有勇敢的老飛行員。

喬治瓊斯：完全正確。不需要有太多的想像就能將此應用於投資世界，是吧？

熊市維尼：的確不需要。讓我們繼續吧。我聽說有些避險基金是騙人的，這是真的嗎？

龐氏騙局與監管失靈

—嚴格的監管環境意味著有別人會負責，這會使人失去戒心

喬治瓊斯：沒錯，確實是。當一個黝黑的紳士開著他80年代的Corvette (譯註：Corvette是美國國寶級的跑車)，停在佛羅里達退休社區的入口，告訴那些居民們，他經營一家避險基金，然後拿走了1億美金，這時候人們通常會想，這就是避險基金的詐騙案。

班 普：避險基金不是有比這個更嚴重的騙局嗎？

喬治瓊斯：有的。只是，如果我們能夠精確的計算過去10年、20年、30年或40年金融詐欺事件，然後衡量避險基金所佔的比重，我確信我們會發現避險基金的“市佔率”遠遠小於它在整個金融產業中所佔的市場比重。我不確定是否金融雌雄大盜房利美和房地美可證實這點。

熊市維尼：為什麼相較之下避險基金的詐騙案較小？畢竟，避險基金並未如同其它金融機構受嚴格的監管？

喬治瓊斯：這就是關鍵點，他們並未受嚴格監管。不管怎麼樣，監管是用來保護投資人，而非投資人的錢。歷史一再重演，監管讓人們有安全的錯覺。當一個商人走進避險基金，他知道他必需靠自己，他需要小心。維尼，就如你所說的，叢林就在那兒。只是直到最近，當一個商人走進一間大銀行，商人的腦中都還未曾想過有所謂盡職查核(due diligence)這回事。但這是錯的。嚴格的監管環境意味著有別人會負責，這會使人失去戒心。維尼，你是否聽過游泳池效應？

熊市維尼：沒有，經濟學搞得我頭昏眼花了。

喬治瓊斯：每年有許多兒童在泳池中溺斃。當一個兒童在游泳池玩水，有個大人看著，通常平安沒事。原因在於大人“知道”她或他該負責。然而，有許多的場合一個孩童的溺斃通常是在有很多大人在場下發生。原因就在當許多大人在泳池邊時，沒有人認為自己該負責。他們都認為有其它人在看顧這個小孩，注意可能的危險。監管有著相同的效應。它鼓勵自滿，它鼓勵你產生是別人而非你自己應該對危險負責的行為。責任感是個重要的關鍵點。避險基金投資者知道他們孤立無援，這讓他們保持警覺，這是一件好事。

熊市維尼：不太確定是否被說服了，我還要再想想。我還是喜歡你的購者自慎(caveat emptor)

的態度，只是世界很明顯的正往另一方前進。2008年不是有個龐大的避險基金詐騙案嗎？

喬治瓊斯：一位叫Arnie Awfullymad(譯註：馬多夫的全名是 Bernie Madoff)主導了整件詐騙案。他已被捕並判處500年的監禁。

熊市維尼：這不會太嚴厲了嗎？

喬治瓊斯：是的。他不是詐騙投資者而是重傷了他們，而他只要監禁10年左右就能重獲自由。Awfullymad的例子通常被視為是避險基金的詐騙案，但其實不是。Awfullymad的身份是經紀商/交易商，而非避險基金。他的公司是受監管的。一般合夥和有限合夥的避險基金都是受害者而非詐騙者。不只是經紀商/交易商有受監管，主管機關多年來也屢次接獲對這家公司可疑情況的警告。

熊市維尼：聽來真是極度令我發怒。那些主管機關都睡著了嗎？

喬治瓊斯：是的，按此思路，一個可能的理由就是如此。艾略特史匹哲(Elliot Spitzer；前紐約州州長)近來指出：監管者直接了當地說他們無能，危機的產生是來自於監管失靈，然後再利用危機要求更高的權力，因而現在有著由一開始造成危機的那些人所組成的監管委員會。

熊市維尼：然而監管者都是好人。

喬治瓊斯：是，他們是。這也就是為什麼通常是這些人在競選公職。維尼，追根究底，Awfullymad的案子是人類歷史上最大的龐氏騙局，在管理不良的監管組織架構下配置著人力不足和資金不足的單位，是很難寄望監管單位能事先偵測出龐氏騙局。

熊市維尼：什麼是龐氏騙局(Ponzi scheme)？

喬治瓊斯：這個詞彙用在描述一宗詐騙案，用後來投資者的錢去支付早期投資者的報酬。這個架構會在收回資金的投資人數多於投入人數時崩潰。

熊市維尼：他從那裡獲得這種架構的想法？

喬治瓊斯：這與社會安全保障的運作方式有相同的基礎。

至高的境界就是簡單

—複雜的問題，需要一個錯綜複雜的解決方案嗎？

熊市維尼：所以，喬治，我們該如何改善這系統？這是個複雜的問題，想必需要一個錯綜複雜的解決方案是嗎？

喬治瓊斯：不必然。你知道亞歷山大(Alexander)嗎？

熊市維尼: 哪一個亞歷山大? 瑞士的分析師(譯註: 指本文作者)或美索不達米亞的征服者?

喬治瓊斯: 根據記載, 我想是後者。寒冷的冬天亞歷山大帝在哥帝爾姆(Gordian)遇到逆境時, 他以非正統的方式解決了一個看似難以解決的問題, 這與今日所需的非正統行為看似有相同之處。

熊市維尼: 那一定是後者, 前者是個夢想家、思想家、冒險的哲學家.., 或者就如他的妻子所謂的是一個傻瓜。

班 普: 所以, 喬治; 我們該如何修復這系統?

喬治瓊斯: 解決方案可以用一個字總結。

熊市維尼: 合乎特性、規矩、作風, 總的來說, 至高的境界就是簡單。我喜歡這樣, 一個字。那是什麼字? 給我點提示吧。

喬治瓊斯: 它的開頭是”L”

熊市維尼: 蝗蟲(Locusts)、精神錯亂(lunacy)、流動性(liquidity)、失落空間(lost in space)? 給點提示吧。

喬治瓊斯: 槓桿(Leverage)

熊市維尼: 最明顯的總是最難理解。請說明吧。

喬治瓊斯: 錢雖然重要, 但信用是有價值的。家計單位、公司、政府不可能一直花錢而不偶爾平衡預算。我們一向認為的20倍或更高的槓桿在某種情況下可行的做法是錯的...

熊市維尼: 因為情況隨時會改變, 對嗎?

喬治瓊斯: 沒錯, 無論是理論或假設都讓我們對於銀行有20、30、40、50、60或70倍槓桿時都還能感到自在是錯的。同樣的, 家計單位10倍或更高槓桿的理論與假設也是不對的。理論和假設背後所支撐的現行公司治理實務, 允許代理人舉債而出資者卻不知情也是錯的。同樣, 對於監管資本要求的確定也是錯的。解決了這些問題, 我們就大功告成了。雖然如此, 但市場已關注到這點了。整個構造已在變動了。縱觀歷史, 世界的中心都往資本及資產所在地轉移。在歷史上, 你未曾有過任何時期事物會移往負債的所在地。那些過去生活在社會資本之外的人將需重建信任否則將滅亡。一個龐大債務國的財務長, 被一門之外巨大債權國的學生嘲笑, 這事不常發生。但它確實發生了。

熊市維尼: 所以債務人的幣值將持續貶值。

喬治瓊斯: 當然。信仰貨幣貶值所持的信念是, 慢速的貶值將能增加市場的就業機會。只是, 我不認為歷史上有任何一個國家可以靠貶值而繁榮的。

熊市維尼: 嗯，為什麼我想到的是在巴塔哥尼亞高楚人牧場內美味的BBQ? ...喔..別太在意我說的。你說“我們已完蛋”是指我們在下次金融危機前已完蛋?

喬治瓊斯: 是的，當然。願所有純作多的投資者好運。

熊市維尼: 就知道你會這麼說。歷史給我們唯一的教訓就是我們從不吸取歷史教訓。你剛所指的整個構造已變動了是什麼意思呢?

喬治瓊斯: 我們有一種天性會去注意短期波動以致忽略大版塊變動，即長期變化之傾向，趨勢是慢慢發展的。以1910年瑞士股票市場市值為例，當時它比英國股市小22.5倍，比奧匈帝國股市小3.8倍。但在2008年底，扣除通貨膨脹因素，瑞士的股市市值雖仍小於英國的股市，但是倍數已降至2.1倍，並且是奧地利和匈牙利加總後的9.3倍。欠缺建立一個帝國的野心可能很無趣，同時也不確定會不會剝奪其公民良好的幽默感。只是，頹敗的帝國絕對是繁榮的殺手。

熊市維尼: 無趣是件好事。真好奇那個帝國會是下個要失敗的。

喬治瓊斯: 杜蘭特(Durant)所言，任何形式的政府往往因過多的基本原則而滅亡。克萊門特艾德禮(Clement Attlee)表示，民主就是政府是通過討論的，但只有在你能阻止人們談論它時才會有效。維尼，再加入這兩種觀點可能會給你一個暗示。

熊市維尼: 從你的提示，我知道了，文明毀於自殺而非他殺。

班 普: 喬治，你該不會是建議銀行該進行分割，是吧?

喬治瓊斯: 無論它如何變化。降低多少的槓桿並不重要。許多人覺得奇怪在數十年前的銀行是什麼樣子，而今日，本質上就是一個銀行加上一個避險基金。銀行應是籌集資金然後貸放給有需要的部門。如果你要將銀行與避險基金分開，你需要讓系統安全與更高的透明度合為一體。這是個哥帝爾斯結(Gordian Knot)(譯註: 此源於古希臘傳說的成語，哥帝爾斯是Gordius的形容詞，Gordius是公元前四世紀小亞細亞地區的一個國王，他把一輛牛車的車轅和車軛用一根繩子繫了起來，打了一個找不到結頭的死結，聲稱誰能打開這個難解的結誰就可以稱王亞洲。這個結一直沒有人解開。到了公元前三世紀，亞歷山大帝(Alexander)拔開身上的佩劍，一下子就把死結斬開了。此後哥帝爾斯結便用來指“難以解決的問題”).....看來格拉斯史迪格爾法案(Messrs Glass and Steagall)畢竟是對的。(譯註: 1930年代經濟大恐慌時期所制定的「格拉斯-史迪格爾法案(Glass-Steagall Act)」一直限制銀行從事資本市場業務，使得美國金融業者在金融業百貨化上更顯得力不從心；隨後美國國會亦注意到美國金融業者的競爭力問題，故於1999年生效的「Gramm-Leach Bliley 法案」將「Glass-Steagall 法案」的障礙排除，它允許銀行與保險公司合併。這創造了一個可以同時銷售銀行業務與保險業務的新金融機構：金融控股公司。)

熊市維尼: 等等，若銀行是由銀行再加上避險基金，那紓困銀行是指將納稅人的錢拿給了避險基金。

喬治瓊斯: 從本質上來說，是的。可笑的是，人們認為避險基金收費昂貴，然而，避險基金雖從獲利中收取20%的費用，但在無獲利的情況下則未收取績效費，此外，避險基金並未受到納稅人的資助，也沒有參與彌補損失的經營。而大到不能倒的銀行一方面不但為他們的員工拿了60%的獲利，且無論是否為股東賺錢也照常支付紅利，另一方面，除接受納稅人補助之餘，並在主管機關的刻意運作下，以人為方式維持著一個正的收益率曲線，讓他們賺了不少錢，不過這方式雖可提高承擔風險的誘因，但也會導致流動性驅動的資產通膨。

班 普: 我從未想過會像是這樣。

喬治瓊斯: 我知道

熊市維尼: 但銀行是在做神的工作，不是嗎？

喬治瓊斯: 維尼，這句話證明是個笑話。否則天空簡直就有頂了，是吧？

熊市維尼: 是的，我確定它是個笑話。

班 普: 喬治，你對銀行的觀感太負面了。畢竟在數百年前笛卡爾說過：*我思，故我的紅利在。*

喬治瓊斯: 以後見之明來看，我相信對大家都是明顯合理地，銀行加上避險基金的結合不一定是頂尖社會經濟的智慧。班，你曾到過雷克雅維克(Reykjavik；冰島首都)嗎？

班 普: 我覺得你的思路過於簡單化。

喬治瓊斯: 這是一個處於三個虛擬人物的對話，而一個是會說話的熊。你要期望什麼？

熊市維尼: 關於較大機構要求更高資本適足率的要求是指什麼呢？而這些較大的機構不該受國際監管嗎？

喬治瓊斯: 一個非對稱的資本適足率當然是個值得思考的想法，因為它道出現在已經很明顯的負外部性。理論上國際監管也是個好主意。儘管本地的監管看來對我的挑戰已很足夠了...

熊市維尼: 那流動性呢？看來也很重要。

喬治瓊斯: 流動性是由槓桿所衍生的。維尼，如果你的房子是付清的，假若價格晃動了些，你不需要太在乎是吧？如果你打電話給你的財務顧問，詢問你資產的價值，而他並未接聽，因為他正站在椅子往天花板上的橫樑扔繩索準備上吊，你也不必在意。因為你可以等(房價回升)。

熊市維尼: 等等。這是指若銀行和家計單位都過度使用槓桿，即他們有比避險基金更高的槓桿，當處理槓桿時，避險基金將是最靈敏的....。

喬治瓊斯: 是的，很有趣是吧？與一般大眾的想法則正好相反。即使在2007年的高峰，整個避險基金產業所管理的錢相較一些失控的銀行所掌管的還來得少。所有避險基金在2008年的損失比所有其他損失小100~150倍。

熊市維尼: 避險基金就像個謙遜的標誌嗎？哎呀！我需要一點時間來消化這些。無論情況可能是如何，它肯定會讓你想知道究竟讓人爭論不斷的避險基金是怎麼一回事。那麼為什麼避險基金也會搞砸了？

喬治瓊斯: 運氣不佳。時運不濟。避險基金與銀行是共生關係。這是避險基金產業的致命傷。當銀行倒閉時，避險基金很難不受牽連。任何風險管理者的噩夢不在市場下跌時，而是當市場失效時。

熊市維尼: 所以此危機的一個直接影響就是避險基金將會試著去改善他們的財務及融資。

喬治瓊斯: 是，這符合他們的最大利益。而它已在我們談話的同時完成了。只是，避險基金仍將是系統中的一部份。若系統崩壞則布蘭尼效應(Britney effect)將適用。

熊市維尼: 什麼是布蘭尼效應？

喬治瓊斯: 這是金融市場對於效應使用的行話，指的是若你認為事情不會變得更糟，那就會更糟。

喬治和班必需先離開。維尼非常感謝他們的耐心並且還留下些開放式的問題，等待另一天的討論。

【本文為虛構故事，除了歷史事件外，任何與現實中相似的人無論在世與否如有雷同純屬巧合。】

【Copyright © Alexander Ineichen 2009】

The Ineichen Dialogues

Act III-Life is Like a Box of Chocolates - by Alexander Ineichen, December 2009

第三部曲-人生如同一盒巧克力

在不久以前，一隻名為熊市維尼的熊住在兆畝森林中。在某種程度上，它是隻有點糊塗和上了年紀的熊。儘管如此，它還是對爭論不休的避險基金究竟是什麼感到疑惑？他邀請了他的二位好朋友，一位是出名的避險基金經理人喬治瓊斯(George Jones)，另一位是有著崇高學術地位的著名央行行長班普(Ben Put)，來到兆畝森林聊聊避險基金。

什麼是避險基金？

—避險基金是積極地風險管理者

熊市維尼：謝謝你們再次的參與。我想我瞭解避險基金被過度妖魔化這回事。但究竟什麼才是真正的避險基金？

班 普：避險基金是有錢人的神祕投資工具，他們透過承擔非常高的風險以獲取非常高的報酬。避險基金是由到處欺負動物、愛搶嬰兒糖果且在資本市場中賭上高槓桿的邪惡人士所經營的。

熊市維尼：這完全胡說八道，對吧？

喬治瓊斯：當然，避險基金的基金經理人是積極地風險管理者。

熊市維尼：...就這樣？

喬治瓊斯：就是這樣。維尼，你瞧，在傳統的財富管理中，投資組合的風險是由績效標竿所決定，而非經理人的投資技巧。在所謂純作多、買進—持有的投資方法，並不允許經理人實際上去控制風險，而這裡的風險指的是虧損。保全本金並非經理人的職責。這也是為什麼傳統純作多的方法有時被稱為買進--希望的策略。

熊市維尼：希望？...聽起來像總統的談話。

班 普：避險基金是短線交易者，而非長期投資者。他們是投機者。

熊市維尼：是嗎？我聽說那些保守且穩健但無知地投資者們，比起那些將錢投入純粹投機交易的人們損失了更多的金錢。

喬治瓊斯：避險基金被視為是近利主義者的原因，在於他們對財務損失的重視。對他們而言，我所說的綠豬有時也被稱作黑天鵝，隨時都可能到來。他們不使用長期投資眼光作為短期搞砸的藉口。

熊市維尼: 是的，就如有位超級哲學家說過：人生如同一盒巧克力，你從不知你將吃到的
是什麼口味。而每個人都知道這事。

喬治瓊斯: 完全正確。主動風險管理的目的是你需要對環境的改變做出因應。

熊市維尼: 聽來合理。當環境改變時，我的想法跟著轉變。班，你會怎麼做呢？

喬治瓊斯: 關於絕對報酬，評鑑家凱因斯的評論是相當明顯：若情況有變，你需要為此做些
什麼，而不是緊抱著你個人武斷的標竿。若意外在短期發生，人可能不會活得夠
久去經歷長期。

熊市維尼: 長期而言，我們都死了。我了解這個道理。時間是一位偉大的導師，但不幸地，
它扼殺了所有的弟子。

喬治瓊斯: 當然。如馬克吐溫(Mark Twain)所言：好事將會降臨在等待後，但同時你必需活
著。畢竟，長期是由許多的短期所構成的。假如歐洲核子研究理事會(CERN)的模
型與巨額融資的模型幾乎一樣，無論如何你真的沒有必要對長期感到憂心。

熊市維尼: 很可笑，不是嗎。人們有時想“大地女神將會照顧我們”，但這是錯的。若此概念有
任何的意義，那就是女神會自己照顧自己。而且對她而言最好的可能是擺脫我們。

喬治瓊斯: 關於避險基金仍存有許多的迷思。許多是基於誤導性的傳聞、事物過度單純化、
過於籠統、目光短視或只是歪曲了事實。

熊市維尼: 這都是人性，不是嗎？人們通常會被事實給絆倒，但大多數人會若無其事的趕緊
爬起來。

喬治瓊斯: 完全正確。儘管避險基金通常被視為是單獨的資產類別，有一說認為避險基金只
是在執行策略上異於純作多的那些同道們。不過，這兩者主要的不同在於其對報
酬目標的定義：避險基金致力於藉由平衡投資機會和財務損失的風險以獲得絕對
報酬。相反的，純作多的經理人，將其報酬目標定義為相對報酬。他們試圖擊敗
動態的績效標竿。但好玩的是，對於自己所投資的資金，相對報酬經理人也會關
心其絕對的回報。

熊市維尼: 絕對報酬？聽來真是有趣。該有人為它寫本書。只是，等等，若你將所有的風險
都避掉了，不會也避開了報酬嗎？

喬治瓊斯: 是的。你需要在承擔風險與控制風險中做出平衡。就如同賽車，你需要扭力和剎
車。

熊市維尼: 承擔可預估的風險，這與草率行事有相當大不同，我想我可以瞭解。所以在任何
時候避險基金並非完美地避險。這雖然有道理，但我不清楚是否每人都清楚這點。
港口內的船隻是安全的，但那不是造船的理由。

喬治瓊斯: 是的。避險基金嘗試以企業家的方式在尋找機會和利用機會之間找尋平衡點，同時持續地控制本金大幅跌價的風險。這與在彎道前立即地剎車而在出彎道後果斷且流暢地加速前進是相同的。

熊市維尼: 這不就是投資始終所談論的可輕易讓人理解的觀點嗎？

喬治瓊斯: 是的，人們可以輕易的談論。班傑明·葛拉漢(Benjamin Graham)可說是此主題的專家，曾說過：投資管理的本質是在做風險管理，而非報酬管理。這法則是在競爭的環境中，必須獲得正的報酬，而風險管理就像剎車，是在控制損失並能繼續存活。若一切順利，最終的結果是不對稱的報酬，也就是長期下來資本有正的複利報酬。

熊市維尼: 不對稱的報酬？聽來真有趣。我敢肯定又是另一本書的主題。

喬治瓊斯: 主動式風險管理的“主動”這一字是相當重要的。原因在於環境總是變動不居。風險確實是暴露於變化中。一切終將結束。文明世界是冰河時期的一個插曲。滅絕常見於商業和生活中。所有的生物物種中有 99.99%曾經存在但如今已滅絕。在一個較短期的時間尺度上，大多數的企業是失敗的，即使大型、成功壟斷性的企業也並非安全。

熊市維尼: 如我們現在所知的。

喬治瓊斯: 從生物物種和公司，再到政策與政府，都存在著一條失敗鐵律。

班 普: 我從未這樣想過。

喬治瓊斯: 我知道。物種、人類、公司、政府，當然還有避險基金，對於失敗他們有著驚人相似之處。他們都是複雜的實體，試圖在動態的環境中求生存，只是隨著時間的推移最終仍是失敗。儘管社會、經濟世界以及生物世界中，有著驚人的相似之處，但二者間還是存在基本的不同：生物物種的進化過程是無法事先計畫的。相反，在人類社會，個人、公司和政府都致力於有意識的為生存而制定各種成功的策略。隨著時間的推移適應這些戰略，而當環境改變時計劃也隨之改變。

熊市維尼: 瞭解。能夠生存下來的物種，既不是最強，也不是最聰明的，而是對於改變能最即時反應的。所以適應某種程度上也是主動的風險管理嗎？

喬治瓊斯: 是的，也就是對變化做出回應而非忽略它。上坡你需要較多的扭力和較少的剎車。在純做多的資產管理中你只有扭力而沒有剎車。然而會上漲也會下跌。下坡時你會需要較多的剎車和較少的扭力。

熊市維尼: 信不信由你，我確實知道這些。當你不再改變時，你也跟著完蛋了。只是風險管理專家在過去的風暴中沒有失去一些可信度嗎？我知道在美國及其它地方的一些銀行內有上千個風險管理經理。

風險衡量與風險管理的差異

—不是每件算的出來的事情，都是有意義的；也不是每一件有意義的事情，都能夠被算出來

喬治瓊斯: 嗯，沒錯。確實有些銀行員工名冊上有上千個 FRM....。

熊市維尼: FRM 是指飛行的水餃怪物(Flying Ravioli Monster)嗎？

喬治瓊斯: 不。FRM 是指金融風險管理經理(Financial Risk Manager)。在金融與飛行麵糰神教中有一些相似處，只是相信我，你不會想要我往那兒去。

熊市維尼: 我知道，我知道。人們很容易相信他們想要相信的。你們人類真是不可思議。當三百萬人在剛果挨餓和被謀殺時，卻鮮為人知。然而當一個王妃死於汽車意外時，地球中約有四分之一的人哭倒在地。

班 普: 這很奇怪不是嗎？想想看以假設我們是理性經濟個體的後代所設計出來的模型，竟然還不是巔峰智慧。

喬治瓊斯: 風險管理專家失敗的原因在於專家混淆了風險衡量與風險管理。在班的圖書館中，所有的書都聲稱風險管理事實上就是對風險的衡量。由於風險是可以衡量而不確定則無法衡量，所以是後者害死了你；文獻不僅無用而且是危險的，它給市場參與者虛假的安全感。

熊市維尼: 我想我理解這點。不是每件算的出來的事情，都是有意義的；也不是每一件有意義的事情，都是能夠被算出來的。

班 普: 我從沒這樣想過。

熊市維尼: 我知道。思考之於人類就像游泳之於貓，在絕對需要的時候我們都可以做得到，只是我們不太願意。

喬治瓊斯: 除了文獻的誤導，電腦的出現及其日益增加的處理能力也做了些實質的破壞。許多投資者認為它取代了做預測時的推理。我對於運用電腦去建構複雜及優雅的模型來做預測並不專精。我會將此工作留給 LTCM 的諾貝爾獎得主們，他們仰賴電腦模型...哦..等等，LTCM 已經倒閉了。哦，那好吧，我們將複雜的計算機模型留給雷曼兄弟經濟部門中優秀的成員，只是等等，他們也倒閉了。難道他們的模型錯了嗎？接著當然是貝爾斯登，他們有廣受好評的住房抵押貸款業務運作模式，及

經驗老道的專業人員可做出優雅和可靠預測。他們該不會也？他們也倒閉了嗎？該死！那麼也許國際貨幣基金(IMF)由博士所主導的經濟預測可做為借鑒？哦，等等！他們....

熊市維尼：我想我理解你的論點。科學給了我們知識但只有哲學能給我們智慧。請繼續吧！

喬治瓊斯：對風險管理和風險衡量的爭論，可以用科學及街頭智慧來類比，街頭智慧換言之就是，具有察覺某個市場的能力，且能從觀察發生的實務中洞悉事理。知識與判斷是存在差異的。一個科學與街頭智慧差異的例子是 2004 年聖誕節過後在蘇門達臘島北部西海岸的海嘯。所有西方的科學家並無法協助預測此次的地震或阻止破壞和死亡發生。這次海嘯一個引人注意的地方是幾乎沒有任何當地原住民部落死亡。他們能夠從動物的行為中推斷出壞事即將到來，在災難發生之前遷移到內地。他們知道他們的情況，並且正確的解讀訊息。我相信悟性是對他們最好的形容詞。

班 普：這是一個極端的例子。

喬治瓊斯：確實它是。然而它表明，某些方面的風險難以用傳統的科學方法例如：風險值、壓力測試、情境分析、極值理論，和其它的一切來衡量。生存戰略可能涉及也有可能不涉及科學。

熊市維尼：我知道。從理論上來講，理論與實務是一樣的。但實務上它們並不相同。

喬治瓊斯：完全正確。數學允許你去架構問題，但可能或可能不會協助提供解決方案。在最近的金融海嘯中這變得更為明顯，決策者是風險管理者，而不是在另一棟大樓中以合乎科學方法計算風險到小數點四位數的部門。風險管理並非一門科學，也不是藝術。而是有時所宣稱的。它是一項工藝：你要透過工作學習。它完全是“做中學”。

熊市維尼：我知道這個。成功就是能經歷一次次的失敗而不失去其熱情。曾有人告訴過我別讓學校干擾了你的教育。

喬治瓊斯：維尼，你的妙語非常適用於風險管理的行業。經濟學和金融經濟學在學術上尤其是理論層次已變成純粹的數學且讓參與者難以評估。這通常被稱為是種「物理羨妒」(physics envy)，也就是描述嚴謹的數學應用在科學中，使得它更像物理學-所有科學之母-而不在乎其是否具有意義。

熊市維尼：胡說八道是好的，因為常識總是有限的。

喬治瓊斯：沒錯。對於「艱深的數學在解釋行星運行或分子時將是有意義的，但可能不適用於某些社會科學」的認知與觀察，在不知什麼原因的情況下總是被主流思想所忽視。1974 年獲得諾貝爾獎的弗里德里希·海耶克 (Friedrich Hayek) 在其接受頒

獎的演講中極力反對在社會科學中運用硬科學所使用的工具（譯註：指不同於哲學、社會學等人文科學的自然科學，如物理學、化學、生物學、地質學等）。可能的一個例子是金融經濟不僅需要徹底找出新的途徑來解釋達爾文進化論中競爭下生存的觀點；也要將理論簡單化提供實踐者在不確定情況下訂定決策之依據。我們都應該要簡單化。

熊市維尼：我喜歡這一點。任何聰明的傻瓜都可以進一步的複雜化，但需要一個天才去保留或重現簡單化。

喬治瓊斯：完全正確。疑惑通常是高度思想者、知識份子和學術界的最後堡壘。相較於那些沒有品味的現代設計瘋子，我喜歡奧黛麗赫本簡單的黑色禮服。

班 普：廢話。風險管理需要獨立運作，這是眾所皆知的。

喬治瓊斯：是的，班，每個人都這麼認為。這是共識，風險管理者需要獨立於風險承擔，且不得對某一公司或企業進行重大投資或提供財務支援，並且對於市場將發生的事情不應有任何線索。只是，這是錯的。華倫巴菲特在他最近的年度報告中對於風險管理的技術有很好的解釋。數年前，當他收購一個公司時，帳上有相當大部位複雜的衍生性商品，他將整體縮減至他可以理解的程度，因為真正的風險就在於你不清楚自己在做什麼。

熊市維尼：這似乎很清楚不是嗎？除非你清楚你的風險，否則你不該參與遊戲。

喬治瓊斯：這聽來確實很清楚，難道不是嗎？之所以縮減衍生性商品且達到他可以理解的風險程度是因為他有責任感。若發生了虧損，那是他的錯。你不能將責任外包。然而巴賽爾的共識和一些可敬的先生們對於銀行如何處理風險的建議是：嘗試將責任交給一群有數學學位的二十歲少年郎。

熊市維尼：我敢確定他們都是非常好的人。只是順帶一提，將責任外包可以讓你有更多的時間打橋牌。

喬治瓊斯：是，他們都是很好的人。但那無關緊要。關鍵在於銀行已變的太大，致使組織的頭頭無法了解整體的風險。決議是由委員會做成的。但是一群應聲蟲並無法做成好的投資決策，況且他們也很容易就屈服了。

班 普：喬治，公平的來說，有些個案二十歲少年郎們確實知道也了解風險，只是被管理委員會和董事會視他們為蛋頭知識份子且對他們的警告置之不理。

喬治瓊斯：班，那就是部份的問題所在。

熊市維尼：我想我可以理解。你是說對避險基金業，有責任的人和知道將發生甚麼事的人之間是無法切割的。

喬治瓊斯：實質上是這樣沒錯。

問題才是一切的答案

—智慧不是學校教育的產物，而是要終身嘗試去獲得它。重要的是不要停止質疑

熊市維尼：雖然有道理，但這點我需要再想想。還有其它的嗎？

喬治瓊斯：另一部份就是風險管理專家們錯在尋找答案。這是不對的。經過萬年的文明和哲學思想，我們確實知道了生命、宇宙及任何一切的答案。

班 普：答案是什麼？

喬治瓊斯：42。

班 普：42？

喬治瓊斯：是的。42(譯註：根據道格拉斯·亞當斯的小說《銀河便車指南》，42是「生命、宇宙以及任何事情的終極答案」)。班，事實上答案幾乎或根本沒有意義。問題才是關鍵，而不是答案。

熊市維尼：我明白了。智慧不是學校教育的產物，而是要終身嘗試去獲得它。重要的是不要停止質疑。

喬治瓊斯：當然。風險管理是一種思考過程，不停質疑就是其主要任務。風險管理是哲學的努力而非數學的解謎。市場是由人所構成，而人會受事件、自身的感受、對事件的信念以及他們預期其他人的感受和信念所影響。就如同伯納德巴魯克(Bernard Baruch)所言：當任何人是個人時還算明智且理性，但成為群眾時，他立刻變成了傻瓜。

熊市維尼：是的。我了解。成功的投資是預期別人所預期的。這是由凱因斯的選美比賽而來的，對吧？但那究竟是怎麼一回事？

班 普：凱因斯在描述市場理性代理人的行為時，以虛構的報紙選美比賽為比喻。參賽者被要求要從六張女性的照片中挑選出一張最美的。參賽者所選的照片和最美臉孔一致者，將可獲得比賽的獎品。對一個有經驗的參賽者，若想有最大的勝算贏得獎勵，將需要去考慮多數人對美的看法，然後依他對大眾的認知做出決定。而「其它的參賽者也會有自身對於公眾意見的看法」的事實也會更進一步被納入考量。如此一直下去。

熊市維尼：喬治？

喬治瓊斯: 班試圖要說的是，烏合之眾有足夠多的頭但卻沒有大腦。在財務金融中並無基本法則。只要看看所有的金融教科書，你不會直覺的認為他們所談的事與人有關。所有金融的商業教科書其支撐物都是數學原理，而這用在人身上時根本是不正確。我不認為信任“trust”這個字曾在我草草翻過及收藏的所有正統金融教科書裏出現。然而，在一般的商業買賣中與特別的投資管理業中，如果存在一個的原理，那就是信任。

熊市維尼: 我知道。人類幾乎是唯一擁有學習別人經驗的能力，也因顯然不願這樣做而著稱。

喬治瓊斯: 你知道在“可轉讓證券集體投資計劃” Ucits III (“Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities”) 架構下，可以建構一個在 99% 的信賴區間下，月風險值是 20% 的投資組合，這投資組合比 LTCM 倒閉前的風險還要高？

熊市維尼: 很令人震驚，不是嗎？我對你所說的一無所知，但儘管如此，這真是令人震驚。

班 普: 看來一些人不免大感意外。

喬治瓊斯: 是的，金融的首要原理是錯的。華倫巴菲特曾開玩笑說，他願意資助大學教授傳授正統金融知識，那麼教授們就可以訓練更多被誤導的金融家，而他就可以贏得這些人的錢。

熊市維尼: ...像是在零和遊戲中。真是滑稽。難不成這是成功避險基金經理人會捐錢給一般正規教育和他們母校的原因？

喬治瓊斯: 當然。

熊市維尼: 所以你是說，如果模型的所有假設都是錯的，那麼結果也一定是錯的。

喬治瓊斯: 當然，垃圾進垃圾出(GIGO)。不同的努力，正如亞里士多德(Aristotle)寫的：需要不同程度的精確度。金融抽象的理論就像衷心的學習印度愛經，但卻未能找到配偶。

班 普: 我認為那通常被稱為次優狀態。

喬治瓊斯: 金融並非是一門自然科學；也不是經濟學。經濟教科書就像公元六世紀的物理學。當時，人們認為太陽繞地球轉，是因為一位有嚴重皮膚龜裂且留著山羊鬍子的傢伙以那是個絕妙的主意口吻說的--大概是蒙提派森(Monty Python；譯註：英國六人喜劇團體)的風格。然後當時的模型變得愈來愈複雜，經過一再的觀察仍無法符合預期。因而當時的專業人士們加上一層又一層複雜的模型以符合真實世界。

熊市維尼: 為什麼這聽來這麼熟悉？

喬治瓊斯: 在經濟與金融的世界也是一樣。一個又一個的證據顯示真實的世界並非根據理論所建議的運作。新古典經濟假設人類行為具通用法則，並創造日益複雜的經濟模型以捍衛其地位，而那就是理性和效率市場。

班 普: 所以喬治，你是說金融危機之於效率市場理論，就像哥白尼(Copernicus)的洞察力之於托勒密(Ptolemaic)的世界觀？

喬治瓊斯: 嗯，我會說效率市場理論之於投資管理就像送子鳥理論之於家庭計畫，但是你有捕捉到它的精神了。以地球為中心的模型終究被以太陽為中心的模型給取代。在金融及風險管理中，我們所處的狀態是大多數市場參與者及學者實際上都同意課本教的是錯的。

熊市維尼: 好奇心能在正規教育下存活真是個奇蹟。

理論 ≠ 實務

—在學術界形式勝過內容。研究的處理及提出比作對的事更重要

喬治瓊斯: 維尼，這有個真實的故事：一個備受敬重的金融家站在 150 位金融財務教師面前，他問：真正相信效率市場理論的人請舉手。

熊市維尼: 我察覺到每個人試圖告訴我市場並非有效率。有多少人舉手呢？

喬治瓊斯: 大概有 3 到 4 個人舉手。然後他問到，有多少人真正在教授效率市場理論。猜猜發生了什麼事？

熊市維尼: 我不知道。

喬治瓊斯: 全部都舉手了。

熊市維尼: 你在開玩笑吧。

喬治瓊斯: 不，這是真實的故事。在學術界形式勝過內容。研究的處理及提出比作對的事更重要。此外，學者對於犯錯並不需要負責，這與絕對報酬投資者形成鮮明的對比。通常大多學術研究是架構在讓方法適用於模型世界，但在真實世界中卻不具任何意義。在學術界，想法必須依正統的方式在科學期刊發表。我有告訴過你惡作劇的事了嗎？

熊市維尼: 什麼惡作劇？

喬治瓊斯: 多年前，一個法國物理學家想知道他是否可以寫篇科學的文章，但內容其實完全不具任何意義，然後可以在聲譽良好的科學雜誌中發表。那篇文章的標題是「跨越界線：通往量子力學重力理論的轉換詮釋學」

熊市維尼：聽來對我一點意義也沒有。

喬治瓊斯：這是完全荒謬無意義的。猜猜發生了什麼事？

熊市維尼：不知道。

喬治瓊斯：它被發表了。

熊市維尼：你在開玩笑啊。

喬治瓊斯：不，這是真的故事。該文章是惡作劇。只是這篇文章被接受且發表。刊出的當日作者立刻撰文揭露此惡作劇，引起了一般及學術報刊激烈的反應。此“測試”背後的想法是為了要顯示自然科學的濫用。他認為最常見的手法是利用科學或偽科學的術語，但不談太多那些字眼的實際意涵。

熊市維尼：我想常識比純粹的智力有意義。在這種情況下，儘管表面上看來供應過剩，畢竟常識是世界上分佈最廣的商品，每個人都確信他擁有足夠多的常識。

喬治瓊斯：完全正確。另一個觀察，物理學家想做的是將自然科學的觀念導入社會科學，但卻未給予絲毫概念或經驗的證明。

熊市維尼：你說的確實深具意義。投資是來自天性而非精確科學。我一直在想當我嘗試消化避險基金的學術文章時是否有什麼地方錯了。我認為外頭有很多學者試圖騙我。

避險基金膺品

—避險基金複製者所做的就是將一些歷史的時間數列放入帽子裡，搖一搖，然後宣稱他們有個有意義的產品

班 普：避險基金提供的貝它值(beta)巧妙的被行銷為阿爾發值(alpha)。避險基金的不斷複製使得避險基金逐步遭到淘汰。若有任何領域是避險基金特別擅長的，那就是行銷。

熊市維尼：喬治？

喬治瓊斯：在投資管理領域我們變得慣於使用術語如 alpha 和 beta。這些術語源自於半個世紀前的模型。1960 年代以來的這些模型通常意味著線性，也就是證券價格是常態分配，市場是完美無摩擦，且我們可以任何的市價執行交易，再者不需要理會變化無常的交易成本及稅賦。至於到底是誰提出 alpha 是一個明智的衡量方法來幫助投資者尋找避險基金投資，我就知道了。

班 普：你的觀點是什麼？

喬治瓊斯: 避險基金複製之於明智的投資者，就如癩四與大頭蛋之於有教育意義的科學。我相信在投資管理中最重要的一個字，有趣但也許並不奇怪，也不常出現在金融參考書中，那就是定罪(conviction)。

班 普: 假使大多數避險基金經理人正前往監獄的路上，那這個字深具意義。

喬治瓊斯: 我所指的‘conviction’是信念，而不是在法律上的使用。沒錯，你確實偶爾會看到金融專業人士在週末一大早六點時被戴上手銬從家裡被帶走。風暴之後當局者需要一個非常公開的絕版照片和替罪羔羊，因為通常是依非常單薄的證據斷章取義被起訴，以洗刷管理者的監管失靈。有時替罪羔羊是一個避險基金經理人。多半這些替罪羔羊會在一小段時間後當世界的注意力已移開時被釋放。就這點而言，問問 Ed Thorpe 他所想到的魯迪朱利安尼。(Rudy Giuliani；譯註：前紐約市長。其於任職聯邦檢察官時，以起訴許多受高度關注的案子而成為全國知名的人物。他曾高調的突然搜捕 Ed Thorpe 的基金公司(Princeton/Newport Partners)，但最終因為在起訴中被定罪者並無犯罪事實而在定罪後逆轉。)之所以有信念這個字就像秘密，並未在金融教科書中談太多，那是因為它無法計量且相當難以描述。

熊市維尼: 試著說說看。

喬治瓊斯: 以複製避險基金為例。聰明的投資者一開始就知道隱藏在避險基金複製背後那些天花亂墜的想法都是無稽之談，而在我們這些聰明的投資者的看法中有相當強的信念相信避險基金複製背後的主意都是胡說八道。不管怎樣除了常識很難去詳述，當然也就有不同的歧見...

熊市維尼: ...且並非平均分配。只有宇宙和人類的愚蠢這二件事是無限的，而且我還不大確定前者.....

班 普: 所以喬治，你提到的買這些複製品的人都是有科學頭腦的小旅鼠，他們相信市場是效率且無摩擦，並認為可以很便宜的得到風險溢酬，因而一般來說，他們缺乏常識？

喬治瓊斯: 本質上來講，是的。不過幾乎沒有任何買家。那些虛構的複製品買家朋友們還沒穿上他們買的靴子並結帳買下，產品還沒迅速流行開來。但隨著年紀增長我變得較為憤世嫉俗，我很想要證明只是對產品蓋上橡皮圖章的財務領域教授愈多，我想要避免它的信念就愈高。

班 普: 這是十分荒謬的。

喬治瓊斯: 我知道，我很抱歉，我相信那就是我。

熊市維尼: 喬治看來你正在走向危險的境地。對於真理而言，深信不疑比謊言更為危險。為什麼你對這個複製的概念這麼負面？若我們可以將鉛鍊成金那不是很棒嗎？不是

有個女孩可以將稻草紡成金線嗎(譯註: 此為格林童話故事)?你對歷史的了解到那去了?

喬治瓊斯: 避險基金做的事最好的形容就是如我們先前談的主動風險管理，而侏儒妖(Rumpelstiltskin)的女兒可能會也可能不會沿路旅行去奧斯陸(譯註: 挪威首都)領獎。主動風險管理的工作是你必須往前看而不是向後看。過去可能是也可能不是未來的序幕。你必須了解過去而非推斷它。對未來的思考是一個創造性的工作。你需要想像力。你不可能買賈伯斯(Steve Job)的傳記然後將一些參數打入 Excel 表格中運算，就預期你的筆記型電腦可以運作蘋果系統。世界不是這樣運作的。產生利潤同時主動地管理本金的損失風險是更為困難。

熊市維尼: 有任何近期發表的學術文章提出至少有些複製品不是操作的那麼差嗎?

喬治瓊斯: 有的。那個報告是根據 13 個月的期間所做成的分析。

熊市維尼: 是不是有點太短了?

喬治瓊斯: 是，是有點太短了不是嗎？且其架構在一段幾乎沒有資金投入的期間，從而降低了實務上更進一步的適用性。維尼，順帶一提，另一篇學術報告將這些產品定位成系統性地較真實避險基金為差的產品。這對於在投資管理領域的學術研究是有幫助的，因為每一個主張都可以輕易找到相對立的主張。

熊市維尼: 想想那可能就是這麼一回事。我最近偶然看見的一篇學術文章基於一些對我沒有意義的衡量指標主張，在本質上系統化操作基金優於自由裁量的基金。所以你是說要找到一篇文章基於一些其它任意的衡量標準，而主張自由裁量的基金優於系統操作的基金也是很容易的，對吧？

喬治瓊斯: 是的。你所選擇的衡量標準決定了你調查的結論。

熊市維尼: 所以你是說，那不僅是買者留心，而且也警告講者(讀者當心)?

喬治瓊斯: 是的，當然。

熊市維尼: 我了解了。你需要為你自己著想。我們在上次有談到。你的信念從那來，是從一般事件或來自複製避險基金的例子？

喬治瓊斯: 正如我說，這很難解釋。我猜這是一個直覺和經驗的混合。很顯然地，這二者是互相關聯。也許這是一個健全的世界觀，但我不確定。以魔術為例，多年來我看過數以百計的魔術，但每一次我看到繩索的舊把戲，還是會讓我目瞪口呆。然而，每次我看到魔術師將嫵媚動人的女助理切成兩半時，我卻非常相信他並沒有真正的將她切半。那只是個手法。即使我不知道那伎倆是如何運作的。除了我自己沒有偏好去將一個漂亮的女助理切成兩半，我的直覺、經驗和世界觀告訴我，那是

個花招。而極其不幸且對我來說是徹底失敗，因為我無法以數學的方法證明它是假的。我確信知道那迷人的女助理是安全完好的，而且那女助理當她未被切成兩半時可以繼續竭盡所能的做她想做的。

班 普：所以金融領域的學者現在也都是魔術師嗎？

喬治瓊斯：某種程度來說，是的。只是少了娛樂效果的部份。避險基金複製者所做的本質上就是將一些歷史的時間數列放入帽子裡，搖一搖，然後拿出一個個的算法，然後宣稱他們有個有意義的產品。他們當然不會將自己的錢投入產品中，但對他們的客戶，他們則宣稱那是個新潮流的產品。

熊市維尼：聽來複製避險基金就像是金融界 Marmite(譯註：麵包果醬)；你要麼愛它要麼恨它。你提到的信念在投資管理中是如此重要。我該如何得到信念？什麼標誌著一個好的投資呢？

謀定而後動

—做為一個投資者，只要你了解的東西比別人多，那你就有優勢

喬治瓊斯：從研究中獲得你的信念。

班 普：這完全是一個自私的評論，不是嗎？

喬治瓊斯：一點也不。周全的研究應當可以讓你洞悉和領會，然後可增強你對於某些特定想法的信念，歸結出你知道自己在做什麼。這意味著精通的投資者或可說較有果斷力的投資者進行了較多的研究，而可以獲得各種流動性及複雜性的溢酬。他們可以做成較佳的投資決策。投資者若未做任何研究將不會有必要的信念和毅力，在我看來，就像去參加宴會總是遲到的一方，在投資上就是買高賣低。在我的經驗中，每個題材、交易或策略都有著開始和結束。只有在對的時機進去是不夠的，你還必須在對的時機退出。

熊市維尼：不太確定我已瞭解這些。

喬治瓊斯：維尼，根本的底線是你要知道自己在做什麼。你要思考才能獲得知識。這需要努力。若你想洞察棉花市場的供需，只是讀維多利亞的祕密商品目錄是不夠的，你需要更深入的研究。當研究股票時，你需要找到可以推升股價上漲的催化劑...

熊市維尼：像什麼？就像參加環法自行車公開賽前去買醫藥類股嗎？

喬治瓊斯：這一個例子沒錯。同樣，你需有要一些想法、專業知識或優勢。否則你注定像剛剛所舉的例子一樣，犯下買高賣低的典型錯誤。你聽過知識金字塔嗎？

熊市維尼：我看來像蘭登嗎？(譯註：Robert Langdon The lost symbol 失落的符號中的主角)

喬治瓊斯: 知識金字塔代表一個五層金字塔，第一層是數據資料，第二層是資訊，接著是知識，然後是理解力，而最頂端的是智慧。讓我畫在沙上給你看。

熊市維尼: 看來不錯。我敢肯定，質疑聲浪會持續到有人使用知識金字塔做為企業標誌。數據不是愈多愈好嗎？

喬治瓊斯: 不盡然。以美國和其它國家的經濟數據為例。當局一直不斷將經濟切割成更細微的數據以轟炸投資者。只是，資料修正後產生的波動度也隨之增加，結果是市場對數據的信賴度隨之下降。當局不僅以可笑的方法衡量通貨膨脹或失業數據，就算排除失業，數據也通常無法顯示出實際的情況。愈來愈多的投資者寧願先選擇傳聞中數據或使人誤解、過分誇大、容易修訂的影子統計，最後才是官方數據。

熊市維尼: 喬治，這意思是什麼呢？

喬治瓊斯: 少也是多。運用基本常識、質疑正統說法、自己獨立思考以及對市場其它參與者的理解。這就是具理解力、洞察力和有理念的投資者該致力追求的智慧運用。一個德國避險基金經理人--我應該說是個哲學家-- 一直鼓吹的：做為一個投資者，只要你了解的東西比別人多，那你就有優勢。

熊市維尼: 這有道理。我從學校或閱讀聰明的書籍中獲得資訊和知識。而學校並未孕育進步和改進，只保存傳統不變的思維模式。理解力和智慧往往在非正統的思維和觀點中形成，它們改善了我的投資決策。

喬治瓊斯: 完全正確。這也是為什麼這個金字塔底層的價格和價值是較低，而當你往金字塔上方攀爬，價格和價值隨之提高。在正規的教育中，資料、資訊和知識只是獲取理解力、洞察力和智慧的墊腳石。金融書籍一點都不值錢，而與華倫巴菲特共進晚宴耗費數百萬。這就是市場對知識和智慧不同的定價。

熊市維尼: 喬治，請告訴我，若一個投資者過去 10 年來非常認真思考了關於避險基金的投資，看到這投資有二位數的獲利，在 2007 年高點投入，2008 年驚恐中贖回；你怎麼稱呼這些人呢？

喬治瓊斯: 次優。

熊市維尼: 是不是投資者被誤導了？畢竟，避險基金缺乏透明度，是吧？

班 普: 對的。這是個極不利的因素。

喬治瓊斯: 確實，政府計劃性贊助的重要企業有著比避險基金高的透明度，但那有幫助嗎？沒有資料、資訊和知識並非問題所在。問題是知識和理解力的脫節。世界上所有的資訊若你不知道它的意義，那對你就都沒有意義。

熊市維尼: 這落差可以藉由認真研究縮小嗎？

喬治瓊斯：是的。如果不是深思熟慮的研究那又是什麼呢？

熊市維尼：我們還沒談到商業道德。我對於金融專業人士的印象是一群貪婪的人，而其他人似乎看來較謙卑、可敬和正派。

喬治瓊斯：沒有人會對他擁有多少財富不感興趣。我們知道所有地球上的生物，都寧要多不要少。原因在於若你有太多的東西你可以丟掉不需要的部份。但若你沒有足夠的，例如食物、空氣和水等等，你的生存將受到威脅。

熊市維尼：動物狼吞虎嚥的吃是因為它不知道何時會再發現食物；這種不確定性是貪婪的源頭。儘管這是個很薄弱的論點。

喬治瓊斯：我知道了。值得一試。

避險基金的展望

—若歷史重演，最後才投資的人獲得的將只會是灰燼

熊市維尼：所以，喬治，你對於未來展望是什麼？我指的是避險基金產業和他的投資者，而不是生命、宇宙和其他的一切。

班 普：我敢確定他一定很樂觀。

喬治瓊斯：是的。很驚訝你會知道。十年前，長期資本公司一個被視為高度風險槓桿批發商的大型避險基金倒閉。在那之後，避險基金產業被宣佈死亡。很快十年過去了，另一個涉及超額槓桿和政府救贖的金融危機發生，使得避險基金再次陷入人氣谷底。過去可能不會重演，但它肯定會有一些相同。在 1998 年之後的一、兩年當塵埃落定，機構投資人開始評估避險基金，然後緩慢穩定且果斷地開始投資。我可以想像 2009-2014 年間機構投資者對避險基金的參與將會像 1999-2004 年間一樣。在 2009 年下半年金融頭條新聞和機構投資人的興趣以及基金的流入都與 1999 年在這方面相似。

熊市維尼：是什麼原因造成 1999 年開始起對避險基金興趣的提高？

喬治瓊斯：主要來自在本世紀初期對於股票市場預期未來十年的暗淡前景，還有尋求投資收益以及非相關的回報。請注意當時對於未來十年的暗淡展望已被證明是對的。2009 年剛結束的這個十年，許多股票市場在整個十年中無論是實質或名目報酬都是下跌的。

熊市維尼：所以這是個失落的十年？

喬治瓊斯: 是的。或者對純做多股票投資者是個失落的十年。舉例來說，在 10 年前投資\$100 元於美國股票市場，十年後約剩\$80 元。但另一方面，平均避險基金投資者同樣投入\$100 元，十年後則會有\$180 元。

熊市維尼: 這是很大的不同。在我看來，對於避險基金的爭論實際上可能是值得的。

喬治瓊斯: 是的。有趣的是，避險基金尋求絕對回報，然而卻是因為相對較好的報酬而將其推向機構投資者的懷中。假如在未來十年，大多數投資者預期股票及債券市場的報酬將繼續經歷極度波動，那避險基金主張的價值---積極控制資本的潛在損失，而能創造持續性正的複利資本回報---相較於其它商品看來將具有相當的吸引力。

熊市維尼: 而你也說過，若歷史重演，最後才投資的人獲得的將只會是灰燼，對吧？

喬治瓊斯: 是的。當然。

【本文為虛構故事，除了歷史事件外，任何與現實中相似的人無論在世與否如有雷同純屬巧合。】

【Copyright © Alexander Ineichen 2009】

譯者



傳富國際投資管理有限公司 (Protected Wealth Asset Management Ltd.), 自2000年成立以來一直專注於另類投資領域的投資趨勢與發展，並且秉持資產配置的哲學，致力為客戶嚴謹建構以避險基金為主軸的投資組合。

傳富國際投資管理公司同時也是台灣地區第一家加入全球AIMA組織的金融服務公司。

聯絡窗口: michaelwu@mail.pwam.com.tw
jane@mail.pwam.com.tw



身為全球唯一避險基金產業的代表性組織，另類投資管理協會 (Alternative Investment Management Association, AIMA)，在全球47個國家中，有超過1200個公司會員，成員包含頂尖的避險基金經理人、組合式避險基金經理人、主要經紀商、法律和會計服務機構與基金行政管理人。他們都受惠於AIMA對政策發展的積極影響、以及引領產業創新發展的舉措包含提供教育宣導及完整的實務手冊，以及在與各國監管單位和政策制定者的互動關係上所享有的絕佳聲譽。AIMA是一個機能性的組織，可以章顯成員所關心的議題，並且提供他們活躍的全球關係網絡。