鏡.6

超越指數

索羅斯的賺錢哲學

Soros on Soros

Staying Ahead of the Curve

喬治・索羅斯
George Soros◆著
霍達文◆譯

Photograph Courtesy of Sergei Gunyev/Time Magazine

Soros

作者簡介

喬治・索羅斯
George Soros

長期以來績效最佳的基金之一——量子基金的創始人，該基金從1969年成立之後，只有1981年賠錢，其餘25年都為投資人賺進大筆鈔票，平均每年報酬率達35%，投資功力普獲世人肯定。
著有《金融煉金術》、《開放蘇聯》等書。

譯者簡介

霍達文

台大中文系畢業、香港大學歷史碩士、語文學碩士，資深譯者，資歷達二十餘年。歷任港台各大報編譯。

●封面設計／黃聖文▶

超越指數

SOROS ON SOROS

Staying Ahead of the Curve

喬治・索羅斯　著

霍達文　譯

導讀

李挺生（群益投信企畫業務部副理）

索羅斯被視爲世界上最成功的投資專家之一，他的名氣奠立於他與吉姆・羅傑斯（Jim Rogers）共同設立的量子基金。此基金從一九六九年成立以來，只有在一九八一年賠錢，平均每年的報酬率高達三五%。但是大多數人無法了解複利的妙用，特別是以押寶方式投資股票的人，更無法體會資產每年成長三五%的滋味。所以，直到一九九二年，索羅斯的功力才普遍爲世人所認定。

當年，索羅斯把握德國統一後，德國央行與歐洲貨幣同盟間的政策矛盾，大舉放空里拉、英鎊等弱勢貨幣，非但替他的量子基金賺進十億美元，也造成歐洲金融市場的大動盪。並因匯率波動超出議定範圍，義大利與英國被迫暫時退出貨幣同盟，英格蘭銀行與其他歐洲國家央行將隔夜拆款利率拉高到一〇〇%以應付變局。此使央行在匯市不敗的神話破滅，並爲索羅斯建立「市場驅動者」名號。

出生於匈牙利的索羅斯，童年經歷納粹佔領與蘇聯共黨的統治。而在倫敦經濟

學院受教於卡爾・波柏，當時波柏以「開放社會及其敵人」一書著稱於世，書中把極右的法西斯與極左的共產同列爲民主自由的敵人，是開創戰後社會思想主流的大師之一。在跨入華爾街後，基本上索羅斯也把投資視爲實踐個人哲學的方法。在書中，他以「大起大落理論」作爲解釋重大投資決策的依據，也用來解釋蘇聯帝國的興亡。因而用哲學家稱呼他，將比投資家更能勾畫索羅斯的特質。此外，索羅斯與哈維爾（捷克總統）、葉爾欽（俄羅斯總統）亦有個人交情，對波士尼亞情勢也有其個人的意見，顯示他欲將個人哲學落實在政治上的企圖。

索羅斯運用三度空間與平面的比較，在看好時運用衍生性商品加大部位，看壞時融券放空，多了財務槓桿的運用。也因爲善用槓桿原理，他可以創造倍數於競爭對手的報酬率。在進行投資決策時，他重視「宏觀」的因素，也就是「大起大落理論」。掌握國家、產業、公司由盛轉衰與由衰轉盛的契機，而從中獲利。

索羅斯的哲學、投資理論及政治理想都在本書以對談的方式，坦誠呈現。相信讀者閱畢，對於世界金融市場的了解會有深度及廣度的增加，而對於他的個人哲學，則如品茗茶，甘醇持久，回味無窮。

目錄

獻給所有致力於建立開放社會的人，不論他們是否加入我的基金網路。

自序

這本書的緣起，是德國法蘭克福大衆報記者柯倫女士爲我所作的長篇訪問記，當時係以德文刊行。最初，約翰・韋里父子公司打算把訪問記錄譯成英文發行，但後來我決定著手寫一個全新版本。我覺得對談形式很適合我，而這樣的編撰方式就成了一項規模浩大的工程。

這本書是我一生事業的寫照：第一部分其實是由我的老友，也是摩根史坦利公司的投資策略顧問拜倫・韋恩採訪我的訪談聯綴輯錄而成，這一部分談的是我的個人背景以及我的基金經理人生涯；第二部分則是柯倫女士所作的訪問記錄，談的是我的政治見解和慈善事業；結尾部分也是拜倫・韋恩的傑作，談的是指導我賺錢和花錢的人生觀。

這些人生觀和金錢無關，而和人間世態有關。金融市場曾是我試驗個人各種想法的實驗室，在蘇聯帝國瓦解時，我也有幸把我的有關想法在當地試行，因而有

些重要信息希望能公諸於世。更重要的是我希望把我認爲的「開放社會」信息和衆人分享，否則這種信念就全無意義可言。書成之際，我覺得這一點我辦到了。

本書編輯邁拉爾斯・湯普森原來希望把我這本書導向對金融市場感興趣的讀者，我並不排斥這種主張，原因是我本人也對金融市場很感興趣，特別是在這個充滿動盪不安的轉捩點上。但我的目標是更廣泛的讀者，我很希望對金融市場不感興趣的人也覺得這本書值得一讀。

這本書的初稿，承蒙肯恩・安德森，史坦・杜魯根米勒，丹・歐勒，額米尼奧・法拉格，蘇珊・倫茲，加利・格拉史丹，卡倫・格倫堡，波丹・郝利拉辛，茱莉・朱瑞斯，阿里・阿比維納，安莉・拉伯雷，阿爾耶爾・尼爾，比爾・牛頓・史密斯，伊茲・雷夫，尼克・羅迪提，蘇珊・索洛斯，保羅・索洛斯，喬納森・索洛斯，米柯洛斯・瓦薩合里，比爾・札貝和約翰・茲段斯特拉諸君斧正。

對他們的高見，我在此表示謝意，本書所有的內容，則由我本人負責。愛美莉・蕾絲在編輯方面提供的協助，以及法蘭西絲・阿博賽特，施拉・歐特納和素恩・帕德森等諸君在各方面的幫忙，也一併致謝。

超越指數

SOROS ON SOROS

第一篇　投資與全球金融

拜倫・韋恩

第一章　投資專家

華爾街最近盛行這樣的說法：拉戌莫爾山正對面矗立著另一座山，這座山是獻給世界上最偉大的兩位基金經理人，山頭上高聳著兩座的人頭浮雕像，其中一位是華倫・巴菲特，另一位就是你——索羅斯。

世上恐怕沒有另外一對比我們兩人更不相像的了。

閣下認為你足以被稱為世上最偉大的基金經理人之一嗎？

問得好，我還不知道我已經那麼高高在上；但另外的一個問題是，我能夠在上面待多久？

目前你在基金管理方面已經不如從前活躍。

所以我才有機會留在那座山上。

量子基金是有史以來最成功的基金之一。假如投資分紅重投資，在一九六九年投資的一千元，現在就已經累積成兩百多萬美元。量子基金究竟有什麼過人之處？量子基金的獲利豐富，經營成功，除了有你的投資技巧外，是不是結構上有什麼特別的地方？

是的，它的結構的確是非比尋常，原因是我們使用「四兩撥千斤」的槓桿操作原理。我們把基金放在有利地位，利用股市趨勢伺機而動，這種手法我稱它爲「宏觀投資」（Macroinvesting）。我們挑選個別股票及不同的股票組合順勢操作，所以我們的作業有不同的層次。要理解這一點，最簡單的辦法莫如把一般的投資組合設想爲只有兩度空間的平面體；我們的投資組合則比較像一幢建築物，運用槓桿原理，有結構地操作。我們以股東資本（Equity Capital）爲基礎，建立起一個三度空間的立體結構，而支持這個立體結構的則是證券的抵押價值。舉例來說，我們以自有資金去買股票，其中五成用現金支付，其餘半數以貸款方式籌資。

假如買債券，則貸款比率可以更高，只要有一千塊錢，就至少可以買入價值五萬元的長期債券。而不論股票或債券，都可以賣空的方式操作：融券而來的股票日後以更低廉的價錢把它們買回來，賺取其中的利差；同時我們也建立貸款或指數期貨部位，不論是做多或做空，這些部位互相支援呼應，創造了此一立體的風險和機會結構。一般只要兩天——一天走高，一天走低——就可以看出基金的效益形勢。

這麼說來，你的基金和一般的投資組合在操作上有若干區別，其一是你利用槓桿原理，其二為你分別投資在不同的資產裏，不但投資貨幣，也投資其他金融商品；再者，你也做多或做空不同的資產。我說得對嗎？

對。

也因此你認為隨著這些不同投資組合所帶來的風險，是符合你的「宏觀」看法的。

對。

在其中衍生性金融商品也舉足輕重，對嗎？

在我們的投資組合中，衍生性金融商品所扮演的角色，其實不如外人所想的重要。爲了規避風險，有時我們的確操作指數期貨，不論做多或做空，目的只是希望能在市場上多多曝光。我們不常利用期權，原因是我們不知道如何將期權控制在我們能夠接受的風險中。通常在買期權時，投資人必須付給專業人士一大筆費用，而其所能得到的優勢我們用貸款買入股票也可以得到，而且所付出的代價更低。當然，用貸款建立股票部位比買進期權的風險大，但當面對的是實際風險時，我們也比較容易軋平隨之而來的風險。事實上，出售期權是靠承擔風險賺錢，這也可以是一本萬利的生意，但這和利用槓桿原理的投資組合格格不入，因此我們很少出售期權。在這裏，期權就好像伸出窗外要拖垮建築物的東西，它和我們的立體建構背道而馳，這也是我們很少利用期權的原因。

你現在所冒的風險是不是比基金規模還小的時候大？

不對。我們現在所承受的風險小多了，草創當初，我們把槓桿原理發揮到極致。

不知你所指為何？以一億美元而論，你當時的平均貸款額是多少？

這是一個沒有意義的比喻，原因是以一億美元投資國庫券和用一億美元投資三〇年期債券的風險因素很不相同。我們總是設法使事情簡單化，因爲我們無法預估其風險，操作衍生性金融商品的人有很複雜的風險計算方式。相形之下，我們只是玩票性質，我們還處在投資的「石器時代」，我們故意這麼做。

過去二〇年來，計算投資組合風險的方法有了長足的進步，為什麼你不採用這些科學的量化方法？

原因在於我們不相信這些方法。一般而言，這些方法是基於效率市場理論來假設，這種理論和我提出的「不周延理解及反射理論」互相衝突。我想這些方法百分之九十九的時候有效，只有百分之一的時間行不通，但我更關心的是這個百分

之一。這些理論一般是根據一個連續市場做假設，根本無法涵蓋我使用的系統風險。我最感興趣的操作方式並不連貫，所以他們的計算方式對我沒什麼用處。

我們總是設法使事情變得簡單，而不是愈搞愈複雜。舉例而言，在處理利率時，我們會把所有有關項目換算成相當於三〇年期的債券，比如把國庫券換算成相當於三〇年期的債券。我們把資金規劃成三個主軸投資，包括股票、利率和貨幣，風險則爲正一〇〇%和負一〇〇%之間。但這些投資的風險互相彌補，因此我們很少把資本集中在一個投資主軸上冒風險。

我們偶爾也會加入第四個投資主軸，即建立商品期貨部位，最近更增加了第五項，我設立了一個「量子工業控股」基金，這個基金主要目的在投資工業，成爲基業的東主或股東，這個量子工業控股基金保留二成的資產進行和量子基金同樣性質的投資。事實上，這兩成的資產已經有足夠的抵押價值或購買力，可以涵蓋整個基金的宏觀結構。其餘八成資產則供投資工業之用。但完全未經動用的資金——即原來供投資工業之用，但事實上分毫未動的資金——則暫時投資在量子集團的股票上。

這是一個簇新的操作概念，日後可能會比起量子基金更有效率地運用資金。

槓桿原理很顯然是成功的關鍵。假如你當初不應用槓桿原理，一千美元的投資能夠累積成多少錢呢？換言之，過去多年來量子基金的利潤中，到底有多少是拜槓桿原理所賜的？

這也是一個我無法回答的問題，因爲假如我們沒有運用槓桿原理，量子基金的表現可能和現在大不相同，假如不能運用槓桿原理，量子基金也就不會做那樣的投資。比起平面的投資組合，槓桿原理可以讓我們有較大的發揮彈性。對債券基金經理人來說，假如其對利率長期看漲，他們可以把投資組合的期限延長至十五年，假如對利率看跌，他們也可以把平均期限降至很短，如此一來就有很大的迴旋空間。行情看跌時，我們可以買空，但假如行情看好時，我們也不必購入長期票券，而可以充分應用槓桿原理購入短期票券。

這樣會比較有效嗎？

有可能。我可以最近發生的一件事爲例，一九九五年年初，假如你像我們一樣對利率看好，換言之，假如你認爲聯邦準備委員會將停止收緊貨幣供應，你就可以在短期票券上大有斬獲，但在長期票券方面，獲利就會比較差，原因是短期的表現比長期的好很多。

那是因為收益率曲線改變了。

正是如此。有時我們也來一點所謂「收益率曲線」交易，就像許多想降低風險的專業業者一樣，用長期和短期的票券對沖。但我們並不常做這種「收益率曲線」交易，原因是我們通常只對利率的一般走勢有把握，而在債券市場上運作，只是錦上添花的技巧而已，不過的確有專業人士只進行不同期限票券的對沖交易。

有人對基金經理人何以成功做了不少分析，結果發現投資組合的盈虧，約有八成是由資產規劃決定的，對股票的選擇和其他因素只能決定二成左右，你對資產規劃有什麼看法嗎？

沒有什麼特別看法。不過我想你說得對，因爲我們的投資是「宏觀投資」，宏觀投資相當於三度空間的資產規劃。宏觀投資的效率較高，原因在於平面的投資組合中，某一投資概念只能分配到一部分資本，但以我們的投資規劃卻可以分配到超過百分之百的資產。

量子基金還有其他獨到的成功因素嗎？

比起其他基金經理人，我們和投資人有著一種比較不同的默契。我們的基金注重績效，我們所得到的報酬和投資的利潤成正比，而不是依管理的金錢數額多寡而定。大部分基金經理人總是儘量募集資金，然後以相當負責的方式經營，以免投資者失望而打退堂鼓。換言之，他們總設法把基金的規模弄得愈大愈好，如此得到的報酬也會隨著經營的金錢數額增加；我們則設法把基金的利潤提到最高。原因是利潤的一部分歸我們所有，而且這些利潤是以絕對值計算，而不是根據某些指數計算的。

我們與其他基金之間還有另一個重大差別：我們也把自己的錢投資在基金內，

所以我也是基金的主要股東之一。由於我們把靠表現得來的報酬繼續投資在基金之內，只要基金存在的時間愈長且愈成功，經理人所占的基金單位就愈大。換言之，我們不但和客戶同安樂，也和他們共患難，股東和經理人之間的利益是一致的。我們和投資者之間的默契是，他們坐車，我們開車，但雙方要去的是同一個目的地，這種默契是伙伴性質的默契，而非託管責任的契約。當然，我們也同時履行我們的託管責任。

量子基金有何異於其他基金的特點？現在有不少基金在仿傚你，但你始終都是一位先驅人物。

目前並沒有任何一個基金和我們完全一模一樣的，時下有一批所謂對沖基金，但事實上對沖基金涵蓋的業務範圍很廣，我深深覺得全用一個標準來衡量所有的對沖基金是不對的。首先，有許多對沖基金不使用宏觀投資方法，而或許他們也使用宏觀投資法，但應用的方式卻和我們不同；也有部位對沖基金只使用宏觀投資工具，但並不投資個別股票。在我們立體結構的投資策略下，訂有不同層次的

決策，量子基金所採取的宏觀決策可說是是一種布局，在布局之內，我們做成買入或出售股票以及使用何種金融工具的決定。一般而言，只要能夠使用宏觀工具實行宏觀的投資策略，我們都不會透過其他特殊的投資實行。

這話怎麼說？

舉例來說，假如某一股票基金看好債券，該基金很可能就會去買進公共事業發行的債券，但我們絕不這樣做。我們會去買公共事業股，但純將只因對公共事業股感興趣才買，否則我們只會買債券，因爲這才是比較直截了當的投資。

你剛才提到目前有一批宏觀的對沖基金，量子基金有什麼特點，使它和其他宏觀基金不一樣？

這些特點比較具個人風格，這也是個人態度和作風發生作用的地方。

可否說明一下你的投資風格？