



投机和纪律是私募投资的最高境界

私募基金存在的价值只有两条：第一，你不能赔钱；第二，永远记住第一条。而要实现这一理念，除了理性之外，还要有一个东西，那就是纪律。纪律决定着行业的生死，决定着从业者的成败。所以，价值的背后是理性，理性的背后是纪律，纪律是成功投机者的伟大信条！

□ 文/国金证券首席经济学家 金岩石

作为机构投资者队伍的一个分支，私募证券投资基金在中国的证券市场上到底应该处在什么地位？首先，任何一个行业，要想得到社会承认，一定是用业绩开头，用自律规范，再从合法走向合规。

2008年，公募基金在比赛谁赔得少，私募基金在比赛谁赚得多。这就提出了一个重要问题：私募基金行业的评价标准到底是什么？它的竞争优势究竟在哪里？

索罗斯：私募基金的诸位都应该是投机者

有一本书，是索罗斯先生在美国的畅销书。2007年3月他突发奇想，在他的乡村别墅召集30多个人聚会，他说：“我的直觉告诉我，一场金融风暴即将来临”。当时很少有人同意他的观点，但是他把自己的儿子炒掉了，重出江湖，披挂上阵，大赚了一票，2008年盈利近29亿美元。他写了一本书《金融市场的新规范》，中文翻译成《索罗斯带你走出金融危机》。在这本书中，索罗斯先生自白：一个成功的投机者和一个失败的哲学家，这是他给自己一生的评价。

索罗斯先生的书，在美国真正成为畅销书的只有这一本。这本书告诉大家：私募基金到底是做什么的。每一个行业领袖都希望被奉为伟大的人。但在不同的行业，“伟大”的标准是不一样的。金融业“伟大”的标准是什么？我给大家推荐两本书，第一本书是美国人写的《伟大的博弈》，把伟大这个词首先给了博弈，也就是游戏。我们参与的是游戏，银行和公募基金，私募股权基金和私募证券投资，玩儿的是不同的金融游戏，这个游戏本身是伟大的。第二本书是《伟大的投机》，中文错误地译成了《资本战争》。这本书是德国人写的金融史，原名叫做《世界史上的伟大投机》，作者把“伟大”这个词给了投机。也就是说，金融业的“伟大”，

是博弈中的投机，所以我们私募基金的诸位都应该是投机者。

中国社会还没有承认投机是投资人的最高境界，所以对私募投资基金业颇有微词。但在过去若干年的经济学诺贝尔奖得主中，在14届中就有6届颁给了研究信息、研究博弈论、研究心理学的学者，说明我们进入一个不确定性的时代。而在这个时代当中，游戏规则变了，每个人都在追求着伟大的投机。

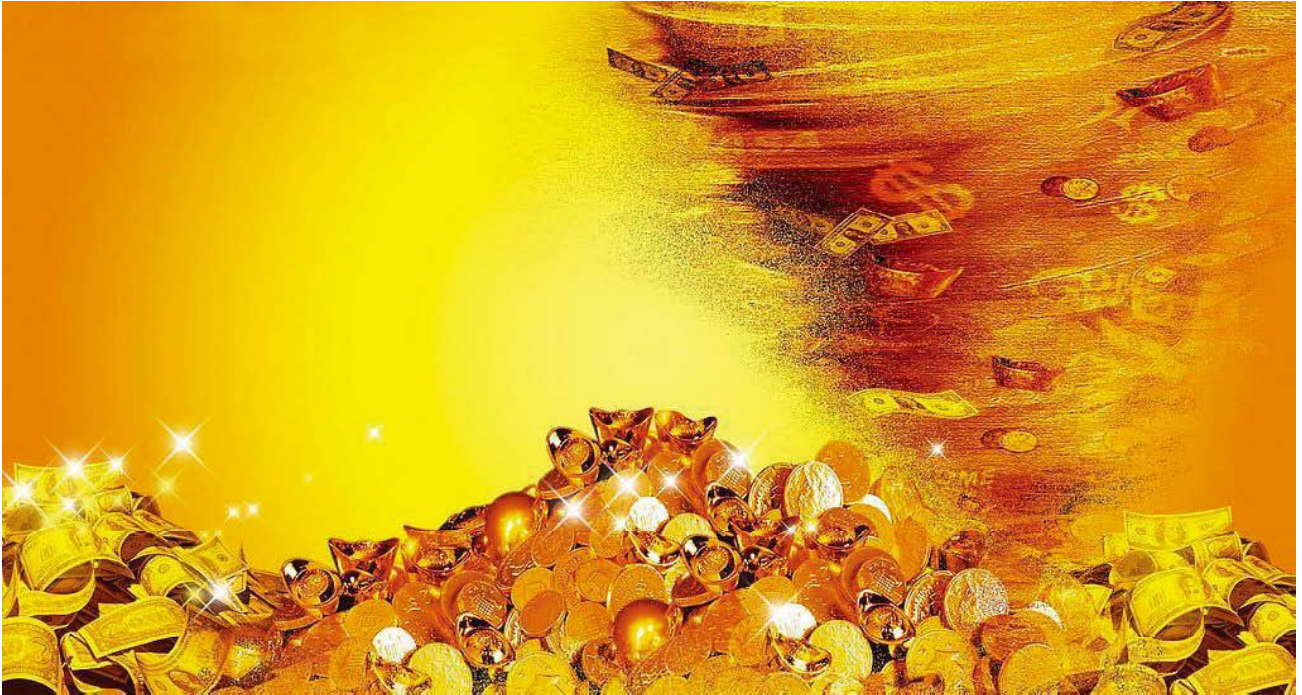
理性对待投资世界中的真实规律

私募基金的伟大，说的是伟大投机和伟大博弈，这会使我们又想到一个词：理性决策。理性意味着什么？诺贝尔经济学奖得主Sen发现，在哲学里，理性只有一个，英文叫Reasoning，股票交易如果有理性就没有市场，因为买卖双方必然有一方没有理性。在经济学中，从亚当·斯

密开始，这个英文词改成了Rational（合理的）。我们寻找每一个人在市场上的合理行为，但并不追求所谓绝对的理性。卖也合理，买也合理，这才有连续不断的交易。在合理交易的背后，Sen又发现了另一个理性，这就是投资界的理性，英文词是Discipline（纪律的）。当我们用合理和纪律两个标准来寻找投资机会时，就会发现这个市场在99%的时间内可能是正常的，这时可以用合理估值来寻找机会，但是这个市场总有1%的概率是不正常的。而在市场不正常的时候，能够让我们免于灾难甚至脱颖而出的却是铁的纪律。这就是索罗斯先生在书中告诉大家的：我们进入了一个不确定性的时代，要认识到经济学所假设的动态均衡永远不会存在，你就必须承认理性决策的合理性和易错性，这就是投资世界中真实的规律。

索罗斯先生告诉大家，每一个人对信息的解读都是两种反应：第一反应是认





知，但每一个人的认知都有缺陷；因此第二反应是曲解，每一个人的解读都必然包含着谬误，于是在投资世界当中，每个人都在不断做出错误的决策，从而不断创造错误的信息。但市场总是能够将错就错，你无法改变市场，只能顺势而为。所以我想说，对市场要心存敬畏，胜者感恩，败者服输。这是我对这个行业的真实感悟。

规律决定成败，估值决定盈亏

无论用多么合理的标准去发现投资机会，你都必须知道所谓的合理估值都是相对的，一旦市场变形，预期的高回报几乎必然转化为高风险。1998年我们在美国做了一个私募基金，1999年平均回报超过5倍，账户的最高回报达12倍。当时的副总统胡博士给老爷子汇报的时候，索罗斯先生只讲了一句话，“Rock, he will bewiped

out”。后来应验了，所以我终身牢记，从此不谈我的投资方法。索罗斯先生这句话的意思是：“你会彻底赔光的”，因为我们的投资方法赌的是小概率不会发生，在小概率不发生的情况下，可以让客户任意选择他所预期的投资回报，把小概率事件的高风险留给客户。

现在，很多人认为麦道夫是个骗子，其实最初他不是。他有一套投资理念并创造了一个投资模式，叫做Split-strike conversion，是在衍生套利的市场上，在大概率的情况下谋取暴利后分配利润。但是一旦市场变形了，他开始承受巨大的损失，当这种巨大损失无法遮盖的时候，游戏就变成了骗局，而骗局一旦开始就得继续骗下去。这说明，市场永远不会听我们的，它只是在不断地奖励成功者，惩罚失败者。

在私募投资界，几乎每一个人都把巴

菲特、索罗斯挂在嘴边，为什么他们能够脱颖而出？我想是因为他们都创造了新的商业模式。巴菲特的伯克夏公司从1965年上市到2006年间，投资二级市场的资金年平均回报不过12.8%，但他投资于私募股权所获得的利润却超过了31%。所以，巴菲特的成功在于他创造了一种商业模式，叫做PEPI（Private Equity and Public Investment），即用私募股权投资和私募证券投资两只手共同构建一个特殊的商业模式，建立了一个投资型企业。巴菲特是用保险作为融资工具，用投资来维持保险公司的运营。但是最近，这个商业模式也遇到了挑战。巴菲特公司的再保险业务为其他保险公司的投连险产品提供了再担保，用370亿美元保的是2030年道琼斯9500点之下的亏损，也就是说在2030年之前，如果道琼斯长期呆在6000点以下，人们就会看到“股神”不在，巴菲特破产。

所以，任何一个商业模式，一旦遇到市场变形，都会遭遇难以预料的风险，这时就只有一个理性在起作用，那就是纪律。纪律决定成败，估值决定盈亏。

索罗斯先生讲过，我一生成功的关键就在于我会及时认错。因为在投资市场上，没有对也没有错，只有结果，那就是：对的时候你赚了多少，错的时候你赔了多少。在他看来，控制风险的唯一方法就是纪律，而他的后背能够帮助他执行纪律，他能够在后背疼的时候立刻取消他的所有投资。市场在99%的时间是正常的，而索罗斯只对1%的时间感兴趣，因为这1%最终决定投资家的成败。那我们是做99%的还是做1%的？做99%市场的时候，需要知道合理估值，但做1%的时候，你必须知道铁的纪律。

私募基金突破传统边界

为什么在2008年股市暴跌时私募基金能够脱颖而出？为什么这个时点我们聚在一起讨论私募基金的行业标准？因为在2008年，私募基金的主要竞争优势是在1%的市场中体现出来的。所以，当公募基金比较谁赔的少时，私募基金可以比较谁赚得多。为什么呢？因为私募基金多了一个工具，可以空仓。其实，私募基金的工具就是可以创造不同的商业模式，超越传统投资市场原有的边界，不断扩大市场空间。多层次的资本市场，正是被私募基金不断突破传统投资模式的边界而创造出来的。新的使命已经出现，这就是私募基金业要承担创造多层次资本市场的历史使命。

回头去看，每一次标准化投资模式的突破，都是私募基金实现的，每一次突破都会带来一个新型的基金、新的明星，或者新的规范。久而久之，在金融史上恰恰是私募基金每一次突破传统的边界，创造新的规范，然后又在自律中逐渐被主流社会所接受。中国的私募基金今天还没有

被主流社会接受，但我们希望通过行业自律、共同的努力，让社会承认它的价值。

私募基金的优势体现

我们再回到起点，私募基金的竞争优势在哪里呢？在于可以不断创新，不断突破传统模式。每一个伟大的投资家，都是在他所处的时代突破了传统投资边界，创造了新的商业模式。这才是为什么我们今天谈巴菲特，谈索罗斯，他们在他们的时代突破了传统，开拓了一个新的投资天地。

私募分为两类，一类是股权私募；一类是证券私募，即通常讲的阳光信托。这两种私募改变了什么呢？改变了我们数钱的习惯。试想一下，股权私募基金是怎么数钱的？数倍数，因为这样才能弥补成功率。投资10个项目有两个成功，可以让全世界都知道，但是八具死尸必须收着，所以私募股权基金把按倍数数钱的方式变成一个新兴产业。公募基金作为股票市场上的主流基金，是数百分比的，他们把数百分比的模式带进了人们的生活。

有人数倍数，有人数百分比，那么私募基金数什么？因为没有权利让客户赔钱，所以必须是数钱的，必须以绝对投资回报为理念。当我们追求这个理念的时候，就会发现很多在这个行业的人还在模仿着公募基金的价值观来谈论私募基金的投資模式。有一个私募基金经理赔了钱还在讲他所谓的价值投资理念的时候，当场有人站起来说，我是你的客户，跟了你一年，我的一条体会是，如果你坚持你的理念，最好拿你自己的钱赔我的钱来坚持你的理念对我就不公平。这说明什么呢？虽然都在讲价值投资，但是在私募基金行业，这就错了。赔了客户的钱还给客户讲道理，那是公募基金的特权。私募基金存在的价值只有两条：第一，你不能赔钱；第二，永远记住第一条。而要实现这一理

念，除了理性之外，还要有一个东西，那就是纪律。纪律决定着行业的生死，决定着从业者的成败。所以，价值的背后是理性，理性的背后是纪律，纪律是成功投机者的伟大信条！

