

量化对冲英雄传（三）：克里夫·阿斯内斯，一 场量化投资的繁华旧梦

1994 年刚加盟高盛时，克里夫·阿斯内斯（Cliff Asness）的志向是将书本知识与华尔街的赚钱实践相结合，在以新观点赢得财富的同时获得知识的升华。

他是自由市场的忠实信奉者，诺贝尔奖得主尤金·法玛及其合作者所赞不绝口的学生，芝加哥大学经济系博士毕业生。他身材壮硕矮胖，表面上看不出年轻人的朝气，实际上聪颖万分，意气风发。

阿斯内斯在高盛一炮而红，他在搭建固定收益模型并交易抵押贷款支持证券的业务上做得风生水起，并很快带领团队琢磨出将量化策略延伸至高盛其他业务领域的实用方法。这颗新星冉冉升起，成为 20 世纪 90 年代以来美国对冲基金业界声名赫赫的宽客急先锋之一。

那是他们的“黄金十年”，但 2007 年以来，一轮金融海啸以排山倒海之势改变了一切。

量化投资的燃情岁月

在宾夕法尼亚大学沃顿商学院读本科时，阿斯内斯开始决定以金融为奋斗方向，他还同时获得了一个计算机学位，这对一个宽客来说，简直是最佳组合。

阿斯内斯在学术气氛浓厚的芝加哥大学接受了博士教育，他在研究一些跨度很长的市场

历史数据时，发现了一些奇特的趋势，例如：处于跌势中的股票总是比理论跌幅跌得深，而处于涨势中的股票则可能正好相反。他开始在芝大浩瀚的数据海洋中遨游，发掘出许多长期和短期的股价动量模式。当时，他并没有意识到这些发现有多么深远的意义，而只是为了能完成论文、获得学位而欢欣鼓舞。

阿斯内斯作为年轻的学术才俊被声名显赫的高盛所延揽，1994 年，28 岁的克里夫·阿斯内斯博士创建了高盛量化研究部（Quantitative Research Group）。一开始，这个小组并不直接管理资金，但有一次，他们被派去为高盛一个基本面选股小组在遴选外国股票时提供一些解决方案时，这个小组很快就用量化方法打通了“任督二脉”：

怎样在国家层面上指导投资决策呢？先测量一国股市的总市值，再除以市场上所有上市公司的净资产之和，就得到了整个国家的市净率。如果日本的市净率是 1.0，而法国是 2.0，那么日本就要比法国更便宜。投资决策自然是买入日本，卖空法国。

就是这么干脆利落！而且这一策略可以推广到全球来寻找投资机会。这件事让高盛高层对这群优秀的年轻宽客印象深刻，1995 年，高盛拨款 1000 万美元，为阿斯内斯小组量身制作，成立了一个内部对冲基金——全球阿尔法基金。

全球阿尔法开张的前 10 天，天天巨亏，但很快时来运转，并在接下来的很长一段时间内连续盈利，几乎每个月都在交出骄人数据，第一年总战绩为惊人的 95%，第二年为 35%。

由于利润令人咋舌，高盛不断向其中追加资金，到 1997 年末，全球阿尔法名下已包括了一个有 60 亿美元规模的纯多头组合和一个近 10 亿美元的对冲基金（可以持有空头头寸），阿斯内斯也在不断招兵买马，延揽高端人才。

“赶上了价值和动量策略的黄金时光”，数年后，人们在评价当时的情形时，开始有这样的说法。的确，20 世纪 90 年代晚期，整个资金交易体系都在向数字化、电子化发展，这也便利了众多技术天才和机构设计出计算机化交易策略，在全球市场中如鱼得水，掘取利润。

但在当时，阿斯内斯并不认为全球阿尔法的成功只是时代机遇所致，他志得意满，开始有更大的雄心，1997 年 11 月，他向高盛递交辞呈，1998 年 8 月 3 日，他创立的 AQR 资本管理公司正式成立，初始资本达到 10 亿美元——创下了当时对冲基金的初募纪录，但事实上，阿斯内斯还谢绝了约 10 亿美元的资金，因为他觉得自己的策略尚不足以操控这样庞大的资金。

阿斯内斯的梦幻团队眼前似乎正是一片玫瑰色的未来。

从巅峰回归平淡

AQR 成立之后正遇上互联网泡沫，这对于“投资低市净率的廉价股，卖空模型显示的价格过高个股”的 AQR 来说，不啻一场灾难，不过坚定相信市场有效的阿斯内斯熬过了最艰难

的时期：2002 年秋，互联网泡沫破裂，纳斯达克指数暴跌，价值股重现生机，AQR 的旗舰基金——绝对回报基金华丽复苏，在接下去的 3 年中反弹了 180%。

AQR 的模型魔力继续呈现，金钱在不断涌入，从涓涓细流演变成滔天洪水。2007 年年中，AQR 所管理的资产已接近 400 亿美元，阿斯内斯的个人财富和声誉如日中天，他开始享受起私人飞机、豪宅，并开始筹划 AQR 的公开上市计划。

受益于复杂量化投资策略的发展，美国对冲基金业在 21 世纪初蓬勃发展，数千亿美元涌入这片领域，新生代投资经理享受着华尔街的歌舞升平、纸醉金迷，但早已淡出江湖的量化投资先驱爱德华·索普却看到了盛世危象：由于各种量化投资策略被群起效仿，对冲基金业的利润率已趋向下降，这使许多对冲基金都借助于杠杆来提高投资回报。

AQR 借入极低利率的日元，投资于其他利率较高的资产，如债券、商品或其他货币等，这样的利差交易在华尔街十分风行，许多对冲基金都在做，而且使用了很高的杠杆。2007 年，日元升值造成的冲击一度引发了全球股市接近崩盘，交易员纷纷止损，AQR 在这场风波中也遭受了一些损失，但大部分人认为这不过是一个小趑趄，狂欢的音乐并不会就此中止。

2007 年夏，次贷危机全面爆发，一些在次贷 CDO 上有着巨额头寸的对冲基金首当其冲受到巨大冲击。恐慌相继蔓延，破产的多米诺骨牌被推倒了，从对冲基金到老牌券商，接下来又将美国和众多海外大银行吞噬。

起初，阿斯内斯和 AQR 的其他成员，以及众多过往表现卓越的量化基金一样，坚信自己能毫发无伤，他们的主要交易对象是股票、期权和期货合约，和次贷扯不上什么关系。

但“覆巢之下，焉有完卵”被证明是正确的，巨大的市场黑洞将 AQR 也吸噬进去了，2007 年 8 月，AQR 的绝对回报基金开始出现急速亏损，这一情形让人们目瞪口呆，这样的情形过去可从没出现过。

大危机之下，AQR 由华尔街最炙手可热的对冲基金变成了步履维艰的机构，阿斯内斯承受着巨大的压力，他在办公室经常暴跳如雷，把电脑显示器摔得粉碎，整个对冲基金业被数十年以来最动荡的市场压得喘不过气来。

几经震荡沉浮，2009 年，AQR 旗下基金业绩开始全面走好，阿斯内斯终于舒了一口气，他认为最坏的时光已经过去，开始率领 AQR 团队探索新的业务发展战略，为了显示对自己策略的信心，阿斯内斯还向 AQR 投入了大笔自有资金。

一切有如春风拂面，万物在复苏，但重挫之后，这些曾经大名鼎鼎的基金经理们都明白，再像过去那样，轻轻松松黄金万两的时代已经一去不复返了：客户的耐心，投资上的宽松程度，都在发生变化。

受冲击的不仅是基金经理们的个人荣耀和财富，整个金融市场及学术界都开始反思和探讨：

高频交易量化基金在市场中究竟扮演着怎样的角色？如果说以往它们为整个市场提供了大量流动性的话，一旦某种情势逆转，所有的基金同时回收流动性，会不会造成灾难性的后果？

不可预见的事件对量化基金是怎样的影响？既然量化模型不可避免地建立在历史数据之上，那么当“前所未有”的情况发生时，模型可能会束手无策、瞬间失灵。现在的量化模型是不是应该纳入更多的分析维度？

有效市场假说认为市场总是趋向稳定均衡，传统经济学认为人都会作出理性选择，那么如何解释在市场的漩涡、风暴之中，人们明显的非理性行为？如果人们不按常理出牌，阿斯内斯他们开发量化“神器”是否会英雄无用武之地？

这些恰恰是金融大动荡之后留给阿斯内斯他们的宝贵问题。

摘自：“华宝兴业官方微信订阅号‘环球凉热’”