

给耶鲁管钱管成传奇—专访斯文森

我见过不少大投资人的办公室，大卫•斯文森（David Swensen）的办公室最简朴。

从纽黑文惠特尼街55号上到5层出电梯，前台就是这个画风，看样子来自宜家。走进斯文森个人的办公室，同样是宜家风。



斯文森是耶鲁校产基金管理人，活着的传奇。耶鲁校产基金管理260多亿美元资金，仅次于哈佛，而斯文森在业界的影响无人可比。

校产基金（University Endowment）既不特殊也特殊。不特殊在于校产基金管理的也是资金，是资金就要有回报；特殊之处在于大学是永续的所以校产基金是永续的，它有超长的投资视野。

有多长呢？

耶鲁大学建校时间比美国建国还要长70年。校产基金运营的目标是支持大学延续到无尽的未来。

校产基金主要来自捐赠，在一流大学的资金来源中占有越来越重要的位置。耶鲁大学每年预算中有近一半总预算、十多亿美元来自校产基金。许多人认为，对耶鲁大学贡献最大的就是斯文森。

以耶鲁世界学人项目为例，大概一半预算来自校方拨款，一半来自捐赠。2016年获得美国保险业巨人格林伯格的1500万美元捐赠，加上现有的捐赠资金，保证项目得以永续。这些钱会到校产基金里，哪怕校方拨款出现什么不测问题，来自校产基金投资的收益也足以保证项目不受影响。

你看到的所有冠名讲座教席，无不如此。

斯文森是真正的学院派投资人。他在耶鲁求学，师从诺奖得主托宾，其职业生涯的绝大部分都在耶鲁校产基金度过，把安静、陈旧、保守的校产基金业带入了新时代。

他认为校产基金应充分利用其超长投资期优势，超出传统的股债组合，投资于更长期的低流动性资产，如私募股权（PE）、风险投资和其他另类投资工具，以获取低流动性带来的风险回报。这在今天已成常识，但在20多年前却属惊世骇俗。

这个逻辑有坚实理论基础，在过去20多年间，为耶鲁校产基金带来了两位数的复合增长率，显著战胜了标普指数，也使耶鲁逻辑覆盖整个业界。今天美国十大校产基金管理人中，七位出自斯文森门下。

永续只是校产基金管理的两大目标之一，另一个是支持教学研究的当下需求。两者之间存在张力：收益率过于稳定则不能永续，因为难以战胜通胀特别是教育通胀；过于着眼长期则可能发生眼下现金流压力。两者必须平衡。

2008年金融危机对校产基金是一次压力测试，整个金融体系流动性抽紧，那些投资于低流动性资产的基金无不承担重压，许多只好清盘。耶鲁校产基金也遭遇巨额损失，亏损20%以上。第一大校产基金哈佛也是如此。

校产基金投资受损，有可能直接影响到学校预算，哈佛就不得不推迟了修建一个科学中心的计划。耶鲁还好，斯文森对我说，校产基金还是筹出足够资金，保证了耶鲁的正常运营。

同为校产基金双壁，耶鲁校产基金与哈佛校产基金完全不同。哈佛校产基金好比是设在大学内部的对冲基金公司，完全市场化操作，薪酬也按对冲基金的市场标准来。年景好的话，管理人能拿到上亿美元收入，这在大学里面自然会造成很多非议：大学是以教学研究育人为尊？还是以挣钱为尚？去年哈佛校产基金表现不佳，管理人只能辞职了事。刚刚看到《华尔街日报》投资版头条，哈佛校产基金准备解雇一半员工，基本放弃现有模式，把钱交给外部基金经理来管。也就是说，准备像斯文森那样做。

斯文森在耶鲁所做完全不同。耶鲁校产基金管理260多亿美元，而他自己一年收入不过几百万美元，比教授当然是高不少，但与市场薪酬完全不成比例。谦退自抑，他使校产基金与耶鲁大学和谐共生。

耶鲁校产基金作多元化投资，50%投美国股债资产，15%投国际股债资产，15%投并购基金，15%投风险投资基金，剩下是其他。现在总共30来号员工，基本上都是耶鲁毕业，不直接管钱，而是选择恰当的外部基金，把钱交给他们管理。

耶鲁逻辑是这样的：

市场不是有效的，但利用市场无效获利又是极难的。斯文森及同事把几乎全部时间用来找那些能获得阿尔法的主动投资管理人。

怎样寻找和管理这些人？斯文森认为：

第一，定性标准远比定量标准重要。如果不分析基金历史表现的原因，动力何来，如何激励，什么流程，历史表现数据没有太大意义。

第二，主动投资管理人的策略本身要有靠谱的基本面逻辑，要完全了解其策略的各方面，不能说因为这是量化策略，所以技术黑盒不能向我们透明。

第三，重视自下而上的策略；不太倾向于宏观策略。

第四，这些主动投资管理往往高度集中投资，因为他们对投资对象非常了解。耶鲁校产拥抱这种做法，前提是自己也要做到对这些投资对象非常了解。

第五，要与外部管理团队所有人都见面，而不是只见负责人。

第六，目标是与外部管理人保持几十年的关系，而不是短期关系。如果基金管理人的薪酬跟基金表现关系不大，而跟自己公司股价的关系很大，这种关系就是不稳定的。斯文森希望这些机构有长期发展的人才结构和激励机制，希望他们与耶鲁共同投资，不论投什么，把钱一起放进来。

第七，着眼真正长期的投资周期，不在乎季度或者年度表现。绝大多数基金的时间观不是这样的，这给耶鲁以机会，是市场无效性的一部分。斯文森选择的几乎所有外部管理人都认同这个看法，给他们的报酬也不按年度考核，基于长期表现，比如五年。

第八，耶鲁校产基金经常是新设立基金的第一个投资者，以便一起打造管理结构，创造文化，这些刚刚设立的基金也是最饥渴最有激情的，虽然没有历史表现记录。有趣的是，耶鲁校产基金外部管理人表现最好的那些往往属于这一类，比如张磊的高瓴资本。张磊原在耶鲁校产基金做分析师，成立高瓴资本时毫无投资记录，斯文森拍板投资1000万美元。今天高瓴资本管理200多亿美元资金，只花了十余年时间。

第九，没有最低投资额。

第十，要求很高透明度。如果外部基金经理不准备提供有关全部投资对象的信息，斯文森就不会投资；如果外部基金经理偏离原来的投资风格，一定要沟通；不过，如果其表现低于基准，本身倒不一定是坏事，肯定要沟通，但沟通完了说不定会追加投资。

事实证明，耶鲁模式经受住了金融危机压力测试，今天耶鲁校产基金已经完全挽回损失。过去十年的平均复合收益率战胜标普500指数，且在大型校产基金中名列第一；过去一年呢？也是同样。身为巨人，短跑第一，长跑也第一。

我问斯文森，从冲击中归来，你获得什么教训？

“对流动性获得了更深的理解。”斯文森说。

我跟斯文森的谈话，从他《不寻常的成功》这本书开始。

王烁：你的全部职业生涯都在管机构资金，为什么会想到给普通人写这本书？

斯文森：就是因为有这个念想。普通投资者得不到好的投资建议，所以我想用管理耶鲁校产基金的经验给普通投资者提建议。我前后写了两本书，一本是《机构投资创新》（Pioneering Institutional Investing），一本就是《不寻常的成功》（Unconventional Success），前一本是机构投资，后一本是给普通投资者的。

其实我真正想写的是后面这本，但出版商跟我说，你的声誉是在机构投资领域里，所以必须先写前一本，才能给你出后一本，这是条件。于是我就两本都写了，但我的激情是在后一本上。

我知道，机构投资这本书出了中文版，给普通投资者的书在中国大概不会很受欢迎，因为他们只关心趋势投资，想尽快发财，但想尽快发财的话，结果是尽快变穷。世界不是这样玩的。

有趣的是，我刚开始写时想的是告诉普通投资者，我们在耶鲁做的投资中，他们可以做什么。我把我们的各种投资工具看了看，像LBO、风险投资、房地产这些追求绝对回报的投资工具，普通投资者无法获得。

现实就是这样：普通投资者没有高质量的投资工具，只有高成本的投资工具。

我不情愿地得出结论：我没法告诉普通人我们在耶鲁校产基金里是怎么做的，这没意义；我只能告诉他们：用低成本的指数化投资工具作多元化投资。

王烁：就是说普通投资者别去想什么阿尔法了，还是满足于选好自己觉得舒服的贝塔吧。

斯文森：对！不过再加一句，我认为几乎所有投资者都应该忘掉阿尔法。惟一适合去追逐阿尔法的就是像耶鲁、普林斯顿、斯坦福等大学校产基金，还有福特基金会和家族办公室（family office，豪富家族理财，比如索罗斯就把所有外部资金都退了，现在只管自己的钱——王烁注）这类。

王烁：这些机构的共同特点就是投资期可以极长。

斯文森：对，投资期要很长，还得有高水平投资专业人士，十个二十个三十个四十个优秀的专业投资者。他们得专注寻找市场中的失效，从中获得投资机会。没这些的话，要赢就非常非常困难，几乎不可能，结果反而是花了很高成本而业绩不佳。

所以，我就走极端，建议大家都要指数化。

王烁：阿尔法也有多种来源对吧？对冲基金大多数投资周期也很短，他们都不能提供稳定的阿尔法吗？

斯文森：如果你说的是高频交易型对冲基金，他们确实也拿到了阿尔法，但他们是寄生虫。高频交易利用目前市场结构中的异常牟利。交易所和高频交易者勾结，从所有投资者那里榨取财富以自肥，非常令人恶心。我认为这类做法应该宣布为非法。就算做不到，这样做是不道德的。

除了这一类外，我能想得到在较短投资周期能获得一定阿尔法的投资工具，是并购套利和困境证券投资。并购套利很难操作，好比在火车前捡硬币，而且周期是以月计。困境证券投资也差不

多，公司面临破产，证券价格很低，存在机会，周期也很短。这两个都很难操作，要选择好时机。这是我所仅知的两种存在阿尔法机会的相对短周期投资类别。

在这两类之上，我们极大地受益于五年到七年这样的长周期投资，绝大多数投资者没有这样长的周期。

王烁：你们是耶鲁校产基金，投资周期可以无限长。

斯文森：我们当然也要匹配现金需求。不过，许多可以作长周期投资的投资者事实上采取的是短周期投资，太蠢。

王烁：你对普通投资者的建议是三条：多元化、指数化、定期再平衡，这些建议逻辑上非常合理，但我们现在处于一个超低回报率的时代，这套做法需要相应做什么调整吗？

斯文森：你说得对，人们得对未来的投资回报率大幅调低预期。这套策略确实不会创造出高于市场给我们的回报。但是，市场能给你什么，你就只能拿着什么，不管它高还是低，因为其他选择更糟。

王烁：这对那些依赖于投资回报为生的人们会很痛苦，想想退休基金。

斯文森：确实。在你需要用钱的时候冒风险是件很糟的事情，想想看，如果市场跌了20%，你却不得不从中提钱出来消费，这对长期收益率来说损害很大。

将来有可能面临一场退休危机。社保基金对大多数人来说都不够维持生活，人们储蓄也不够，市场回报会显著下降，这是个有毒组合。最好的情况是，会有许多人退休后发现生活水平远不如意，很愤怒。最坏的情况是什么？不知道。

王烁：未来不仅会给我们更低的回报率，还会给我们更大的波动率。

斯文森：对！现在的投资回报率很低，同时波动率也很低，这让我很担心。我认为波动率会上来。做个思想实验，设想一个永续的现金流，如果基准利率从10%降到5%，其价值会上涨一倍，从5%降到2.5%，价值会再涨一倍，从2.5%降到1.25%，会再涨一倍，从1.25%降到0.6125%，会再涨一倍，在收益率极低的水平上，收益率的微小绝对波动会导致长期资产的价格巨幅振荡，但现在远远没有体现在市场中。

王烁：这也许说明，未来振荡真来的时候会更戏剧性。

斯文森：答对了。

王烁：对于泡沫和崩盘，你对普通投资者有何建议，怎样才能相对平安地度过？

斯文森：15%的政府债券，15%的通胀挂钩债券，再加30%的实物资产，相当比例的房地产投资信托（REITs），这就是个不错的多元化组合。

王烁：房地产占到多少合适？

斯文森：我书里说的是20%，当然现在，你也可以说只需要15%，而对新兴市场相应从5%提到10%。这个比例大体可以就行了。

王烁：金融危机的时候耶鲁哈佛校产基金都有二三成的损失，你从中学到了什么教训？

斯文森：我们从危机中脱身得还不错。我们没有被迫甩卖任何流动性不佳的资产，同时还保持了足够的流动性，以支持耶鲁的运营预算，当时是每年10亿美元。

我们意识到，将流动性不佳的资产限制在总资产的一半左右为好。因为耶鲁校产基金的流动性资产不够了，错过了在底部低价买入流动性不佳资产的机会。我们是抄了点底，但我本来想要买更多。现在这个结构是比较舒服的，就是流动性好到如有机会可以抄底，同时又有更好的长期投资回报。

我学到的最重要一课就是关注组合的流动性，更好地理解流动性。

王烁：耶鲁校产基金把钱交给一群外部基金管理人来管，你的工作最重要是选人，你看重什么？

斯文森：童子军般质朴、勤奋、创造力、操守。

王烁：你都没提业绩表现。

斯文森：我们帮许多人进入这个行业，而这些人没有传统意义上的业绩记录。我们给张磊1000万美元投资中国股票的时候，他还没有过投资中国股票的记录。这是要敢于相信人，结果押对了。

历史业绩有时可能是反向指标，许多人看历史业绩投资，涨就买跌就卖，结果付出代价。如果投资这么简单就好了。

王烁：耶鲁基金是主动管理，你对普通人的建议是被动投资，你怎么管自己的钱？主动还是被动？

斯文森：你听过这句话吗：补鞋匠的孩子没鞋穿。我自己的钱都放在指数基金里头，我放在里头的精力很少，估计现在相当大部分已是现金了，我得去看看了。有人会去选股什么的，我不做这个，没时间精力，我把自己的投资精力都用在耶鲁校产基金上了，全部。

-完-