

本书是我见到的阐述机构投资管理最好的著作

——楼继伟



最新版

(Fully Revised and Updated)

# 机构投资的 创新之路

Pioneering Portfolio Management:  
An Unconventional Approach to Institutional Investment

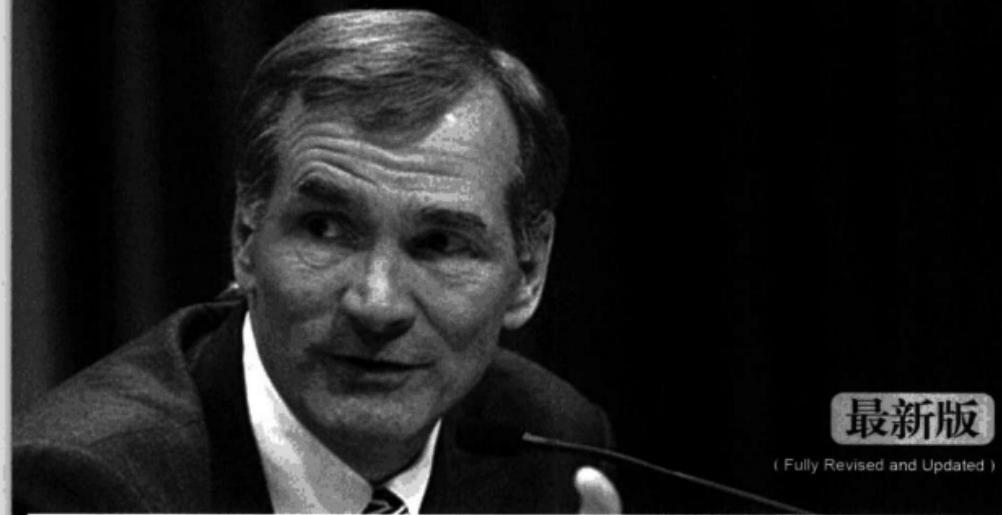
大卫·F·史文森 (David F. Swensen) /著

张 磊 杨巧智 梁宇峰 张惠娜 杨 娜 /译



中国人民大学出版社

Pioneering Portfolio Management:  
An Unconventional Approach to Institutional Investment



最新版

( Fully Revised and Updated )

# 机构投资的 创新之路

大卫·F·史文森 (David F. Swensen) /著

张磊 杨巧智 梁宇峰 张惠娜 杨娜 /译

中国人民大学出版社

·北京·



## 图书在版编目（CIP）数据

机构投资的创新之路/史文森著；张磊等译。

北京：中国人民大学出版社，2010

ISBN 978-7-300-11726-3

I. ①机…

II. ①史…②张…

III. ①金融机构-金融投资-研究

IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 031875 号

## 机构投资的创新之路

大卫·F·史文森 著

张 磊 杨巧智 梁宇峰 张惠娜 杨 娜 译

Jigou Touzi de Chuangxin zhi Lu

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242（总编室）

010-62511398（质管部）

010-82501766（邮购部）

010-62514148（门市部）

010-62515195（发行公司）

010-62515275（盗版举报）

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>（人大教研网）

经 销 新华书店

印 刷 北京东君印刷有限公司

规 格 180 mm×250 mm 16 开本 版 次 2010 年 3 月第 1 版

印 张 24 插页 2

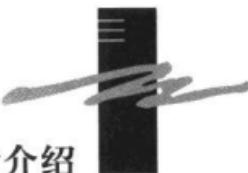
印 次 2010 年 3 月第 1 次印刷

字 数 387 000

定 价 58.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换



## 作者介绍



右为本书作者大卫·史文森，左为本书主译之一张磊

大卫·史文森是耶鲁的首席投资官，他管理着耶鲁大学高达 230 亿美元的捐赠资产。在他领导的 20 多年里，耶鲁捐赠基金创造了近 17% 的年均回报率，这在同行中无人能及。大卫·史文森早年在耶鲁获得了经济学博士学位，目前带领 20 人的投资管理团队在耶鲁大学位于纽黑文的校园内工作。

大卫·史文森 1985 年加入耶鲁，之前曾在华尔街工作 6 年，3 年在雷曼兄弟公司，3 年在所罗门兄弟公司。当时他的主要工作是开发新的金融技术。在所罗门兄弟公司，他构建了第一个掉期交易。

除了本书，大卫·史文森还是另一本畅销投资书《非传统的成功》的作者。

大卫·史文森在同行和竞争对手中享有极高的声望。世界上最大的投资管理公司之一先锋集团（Vanguard）的创始人约翰·博格尔（John Bogle）评价说：“大卫·史文森是这个星球上仅有的几个投资天才之一。”前哈佛管理公司首席执行官杰克·迈耶（Jack Meyer）说：“大卫是我们这里最强的。”前摩根士丹利投资策略官巴顿·毕格斯（Barton Biggs）说：“史文森是机构投资领域的沃伦·巴菲特。”普林斯顿大学教授伯顿·马尔基尔（Burton Malkiel）说：“史文森是真正的投资领导者。”

2007年，大卫·史文森因其对耶鲁大学的突出贡献获得了莫里杯。同年，他还获得了霍普金斯学校颁发的霍普金斯奖章。2008年，他获得了母校威斯康星大学的荣誉博士学位，并成为美国社会科学院的研究员。

大卫·史文森还是TIAA和布鲁金斯学院的受托人，是剑桥大学投资委员会的成员。他担任顾问的机构包括奥巴马总统的美国经济复苏顾问委员会、康涅狄格州和马萨诸塞州的州政府、纽约证券交易所以及多个教育研究机构和慈善基金。

在耶鲁大学，大卫·史文森长期教授本科生和管理学院的课程。





## 推荐序

中投公司 楼继伟

2007年3月，我奉命组建中国投资有限责任公司（以下简称“中投公司”），随后高级管理团队陆续到位，经过半年的紧张准备，中投公司终于在9月29日正式成立。从公司组建开始，我就要求每一位高级管理团队成员都要认真学习、研究大卫·史文森先生所著《机构投资的创新之路》（第一版）。我为什么这样要求，原因在于这本书是我们能够见到的阐述机构投资管理最好的著作，是大卫·史文森先生及其团队管理耶鲁捐赠基金近三十年来取得卓越业绩的实践总结。通过严谨的组合管理模式，使得耶鲁捐赠基金经受住了市场波动的多次考验，

其他机构投资者也纷纷效仿耶鲁捐赠基金的资产配置和组合管理模式。中投公司的使命决定了它必须逐步发展成为积极的组合投资管理者，“而这本书介绍的框架仅适用于那些有资源、有毅力去攀登高峰，并力争获得风险调整后的超额收益的投资者”。

中投公司作为主权财富基金，与捐赠基金有很多相似之处，从性质上看中投公司实质上就是一家超大型的捐赠基金。

首先，两者都只面对单一客户，获得的资金可用于长期投资。中投公司投资的资金是自有资本金，来自超额外汇储备；捐赠基金来自各界对教育机构的捐款，都可进行长期配置，致力于追求长期的、风险调整后的合理回报，资产配置和投资运作的时间窗口可以放得更长远，都不必过度关注短期收益及其波动。

其次，两者都要在年度回报与长期价值间寻求平衡。中东、挪威等传统主权财富基金的资金来源来自自然资源收入，目的是实现国家财富的国际转移，属于财富积累型主权基金，没有短期资金支付压力。而中投公司具有一定特殊性，成立中投公司时主要考虑两个因素：一是近年来中国外汇储备持续快速增长，从经济结构和人口结构看，在相当长一段时间内外汇储备仍会持续增长，因此，需要分流一部分超额外汇储备进行多元化投资。二是宏观调控面临回收偏多流动性的压力，但缺乏有效的对冲手段。结合上述两个方面，中国政府最终决定由财政部发行特别国债置换央行部分外汇储备，使用外汇资产成立中投公司的思路。财政部发行 15 500 亿元人民币的特别国债，每年需要支付 683 亿元人民币利息，因此，中投公司隐含着要承担特别国债利息支出的义务，一个重要经营目标就是年度分红争取高于 683 亿元人民币。大学捐赠基金也有年度支出目标，为教育机构的日常运营预算提供资金来源，耶鲁捐赠基金最近一个财年提供了耶鲁大学年度预算资金的 45% 左右。因此，两者进行资产配置时都要在年度回报与长期价值间寻求平衡，并充分考虑投资资金流动性和年度分红需要。

一个有利因素是汇金公司并入了中投公司，由于汇金公司控股的国有商业银行改革后收益较好，在财务上减少了境外投资短期回报压力。但从中长期看，随着控股机构资产规模扩大，以及补充资本摊薄收益的效应显现，汇金公司的收入贡献将逐步下降，但这毕竟为中投公司进行积极配置提供了较好的时间缓冲。

再次，两者都是商业化运作的机构，对外投资没有任何政治目的，不

寻求控制行业或企业，投资主要是追求财务回报。两类机构一般要定期接受外部审计，都保持一定的透明度。

当然，两家机构也有一些不同之处。一是中投公司管理资产规模比一般捐赠基金大得多。如果中投公司按照捐赠基金配置相同资产比例到另类资产，会受到市场规模限制，也不易找到符合条件的优秀外部管理人。二是中投公司只能进行境外投资，不能投资境内人民币市场，而捐赠基金往往以投资本国市场为主，可投资自己熟悉的企业和产品，具有信息优势。三是中投公司货币汇率风险问题突出。捐赠基金主要投资目标是保证按本币计价的资产购买力，中投公司的会计单位虽是美元，理论上不承担人民币升值的汇率损失，但实际由于每年股东分红要覆盖 683 亿元人民币特别国债利息，因此，实际上承担了汇率损失。这也要求中投公司要设置一个货币基准，该货币基准的变动与人民币汇率变动相接近。四是捐赠基金是管理教育机构的资金，本身没有太多概念，而中投公司背后是强大的中国，是全球经济增长最快的国家，有庞大的国内市场，因此，中投公司可利用中国概念，直接进行受中国因素影响的海外投资项目，开展一定比例的直接投资。当然中投公司也会受到更多的外部关注。

以上异同之处决定了，大卫·史文森先生提出的机构投资理论与实践，同样适合中投公司这个大型机构投资者，但中投公司在进行资产配置时较难做到如耶鲁捐赠基金那么积极，因为我们对国外金融市场的熟悉程度要差一些，投资团队的经验也还不足，同时资产再平衡和货币再平衡的压力也更大。借鉴了大卫·史文森先生和耶鲁捐赠基金的有益经验，目前中投公司已初步形成了符合自身特点的战略资产配置方案和投资管理模式。

大卫·史文森先生所著新版《机构投资的创新之路》，在前一版的基础上，增加了更多的案例，也更加强调积极战术资产配置调整的作用。在 2008 年全球金融风暴中，被动投资者遭受到较大冲击，而那些及时进行战术性配置调整的积极管理者损失则相对少一些，更好地应对了危机的冲击，这说明了在动荡的环境下进行积极的战术资产配置调整的重要性。在危机中，PE、对冲基金等一些非传统投资资产的表现较差，不同管理人业绩表现大相径庭，资产的低流动性也给投资人造成了很多额外困难。总之，此次危机给传统的投资管理理论带来了一些新的挑战。站在新的起点，我们应该重新审视不同资产类别之间的相关性，认真分析资产的收益和风险特性，着力完善资产配置构建模型和实施策略，加强风险预警、监控和应对。



工作。同时，以资产配置和再平衡为核心的投資管理模式在方向上依然是正确的，机构投资者应该坚持这一点，当然更重要也更难做到的是如何根据外部市场环境变化，及时进行动态资产再平衡和货币再平衡。

目前，中国的机构投资者和基金管理行业刚刚起步，在投资理念和投资策略等方面还存在诸多有待完善之处。《机构投资的创新之路》一书，全面、系统地对机构投资者的投资理念、资产配置、组合管理、业绩评估、风险控制等进行了深入研究和探索，对于中国投资管理行业的发展具有重要借鉴意义。“他山之石，可以攻玉”，希望更多的投资者能够从书中汲取有益经验。

郭伟

二〇〇九年十二月于北京



## 译者序：“守正用奇” ——论耶鲁基金的投资哲学

高瓴资本 张磊

1999年，在耶鲁读书的我，从不放过任何一次勤工俭学的机会。从本科生经济学助教到汉语陪聊，来者不拒。一个偶然的机会去一座不起眼的维多利亚式老楼面试耶鲁大学投资办公室，不想竟有幸师从了大卫·史文森先生，自此与投资结下了不解之缘。

我加入耶鲁投资办公室的时候，美国资本市场正如火如荼地上演着一场非理性繁荣的大戏。同学、朋友大多活跃于华尔街，从事衍生品投资等热门项目。而我的第一份任务，竟然是分析无人关注的森林（Timber）和其他实物资产（Real Assets）。然而正是这貌似简单的实



物资产给了我关于投资产品本质的启蒙：风险及内生收益。现在想来，虽然少了那些在资本市场中摸爬滚打练来的立竿见影的招招式式，却独得了长期投资理念及风险管理的意识，并对投资的组织构架及资产配置有了更深刻的认识。

作为一个远自东方而来的年轻学子，我近距离地参悟西方机构投资的教父——大卫·史文森——的投资实践，惊喜地发现史文森的投资哲学其实可以用老子的思想一语概括，那就是：以正治国，以奇用兵。或曰：守正用奇。

先说“守正”。“正”首先体现在投资管理者的品格上。史文森先生在书中用大量的篇幅论述了受托人应该如何服务于受益人的需要、代理问题发生的根源、表现以及应对。在当今的资本市场上，价值链的分割和金融工具的滥用，导致信息极不对称，投资管理机构与最终受益人的利益严重背离，代理问题成为这次金融危机的罪魁祸首。相比之下，史文森无视外面的高薪诱惑，30年如一日为耶鲁工作，体现了一个受托人“正”的境界。耶鲁在对外部经理的选择上，也把品格作为第一位的标准，这有力地保障了耶鲁的利益。史文森在书中以大量的反面案例对业界的代理问题进行了不留情面的剖析和痛斥，令人印象深刻。他的嫉恶如仇、直言不讳也着实令人钦佩。

“正”还体现在投资原则上。耶鲁投资模式的一个显著成就是构建了一套完整的机构投资流程和不受市场情绪左右的严谨的投资原则，包括投资目的的设定、资金的进出、资产负债的配比、资产类别的划分及配置、投资品种和投资工具的选择、风险控制、基金经理的选择等。史文森所强调的基本概念是：追求风险调整后的长期、可持续的投资回报，投资收益由资产配置驱动，严格的资产再平衡策略，避免择时操作。恪守这样的投资准则可以使投资者在瞬息万变、充满机会和陷阱的资本市场上，克服恐惧和贪婪，抓住投资的本质，获得合理的回报。以风险这个在金融危机后被谈到麻木的概念为例，大多数人的标准是看投资收益的波动方差。而我从第一天起就被要求看到数字背后的本质而忽略那些从“后视镜”中所观测到的标准方差：到底是什么样的自上而下的基本面和自下而上的基本面在驱动收益的产生及波动性？又有哪些因素会使预期的资本收益发生偏差？而这些基本面因素背后本质上有哪些相关性及联动性？从史文森那里我理解了只有把本质的基本面风险看清楚，才有可能赢到投资收益实现的那一天。这就是所谓的“管理好风险，收益自然就有了”（focus on the downside）。

and upside will take care of itself)。

再谈“用奇”。在“守正”的基础上，史文森在具体资产类别及投资策略上绝对是“用奇”的典范。他是一个本质上怀疑“羊群效应”的人，喜欢并鼓励逆向思维，每一个新投资策略的形成总是先去理解与传统市场不同的收益驱动因素及内生风险。历史上，大多数机构投资者会把资产集中于流通股投资和债券投资这样的传统资产类别。而史文森则认为，越是市场定价机制相对薄弱的资产类别，越有成功的机会。基于对市场的深刻洞察，耶鲁基金先于绝大多数机构投资者进入另类资产市场，1973年开始投资杠杆收购业务，1976年开始投资风险投资基金，20世纪80年代创立绝对收益资产类别。另类投资为先觉者耶鲁基金带来了硕果累累的回报，也因此越来越为机构投资者所重视。史文森在外部投资经理的选择上也不走寻常路。他欣赏那些有创新精神的基金经理，鼓励他们的术业专攻和逆势而为。他摒弃那些追求规模、明哲保身、“宁愿循规蹈矩地失败，也不要勇于创新地成功”的投资机构。

今天，在耶鲁基金支持下创建的高瓴资本，在短短的四五年中发展到了35亿美元的资产规模，并取得了56%的成立以来的年均复合收益率，在亚洲各国及其他新兴市场国家多有建树。这是践行“守正用奇”的投资理念的结果。

目前国内出版的投资书籍，内容大多是教股民择时和选股。而对于一个机构投资者来说，首先是资产及负债的配比分析，其次是资产配置和风险管理。据我们所知，机构投资中约90%的绝对收益来自于资产配置，而指导机构投资的资产配置和风险管理的著述非常有限。2002年，我和几位好友把大卫·史文森这本书的第一版介绍到中国，当时中国的机构投资方兴未艾，一些西方的投资理念就连很多业内人士也闻所未闻，很多关键的专业词汇甚至没有对应的中文。今天中国的机构投资已经发展得蓬蓬勃勃，各种基金应运而生。在我们这个日新月异、充满机会的国家，每天都有无数投资建议扑面而来，各种投资学说在市面上盛行。在网络时代，人们可以接触到大量的投资信息，而在我看来那些质朴而有力、历经时间考验的投资理念却往往被芜杂和浮躁所淹没，去芜存菁、化繁为简的“守正”在今天尤为重要。我非常感谢我多年的好友杨巧智、东方证券研究所的梁宇峰、张惠娜、杨娜和我一起完成艰苦的翻译工作。我们非常荣幸能把大卫·史文森的这本书带给大家。



## 原版序言

查尔斯·埃利斯

大卫·史文森（David Swensen）所著的《机构投资的创新之路》（*Pioneering Portfolio Management*）一书，自问世以来已广泛地被认为是讲解机构投资管理最好的一本著作，这一点我个人也非常认同。大卫以通俗易懂的语言，为我们阐释了三十年来，特别是最近二十三年来他本人的研究成果，亲身经历，所感所想。多年来大卫和他的耶鲁团队被公认为创新变革的先锋，并取得了一系列令人瞩目的成就。大卫·史文森以卓越的成就向人们证明了自己是当之无愧的世界范围内最伟大的投资专业人士之一。

现在请大家坐稳，因为下面我要向你们介绍耶鲁基金令人震惊的成绩：一是受益于史文森管理的耶鲁捐赠基金取得的优秀的投资回报，过去二十年中流入耶鲁大学的资金平均每日净增近 300 万美元。

二是耶鲁捐赠基金为大学的日常运作提供了强大的支持，基金每年为大学做出的贡献在总预算中所占的比例从 1985 年的 10% 增加至 2009 年的 45%，而且是在大得多的预算基数上。

三是按照现行购买力的标准计算，史文森创造的投资收益中，单是高出同类大学捐赠基金平均收益的部分，已比其他任何一位捐赠人都要“慷慨”好几倍。<sup>①</sup>

四是过去二十三年中，史文森、迪安·高桥（Dean Takahashi）以及他们的同事所创造的附加值（超出同行平均水平的部分）达到惊人的 165 亿美元。

五是在校长理查德·莱文（Richard C. Levin）富有智慧和创造力的领导下，财力雄厚的耶鲁大学一直是世界高等学府的佼佼者，志在为全人类造福。耶鲁的校友和朋友们，受到史文森出色的投资管理和莱文的卓越领导力的鼓舞，也向世人证明了他们为耶鲁及耶鲁的未来所做出的捐赠是多么的慷慨。

我在这里将耶鲁投资管理的突出优势归纳为以下七点：

一是长期投资回报率十分突出。

二是长期投资回报率保持在稳定的高水平。

三是在不利的市场情况下，组合结构方显“英雄本色”。尽管进攻型组合战绩也很出色，但主动型防御应该作为永远的主旋律，包括组合结构上的防御性，基金经理选择上的防御性，以及与基金经理关系管理上的防御性。

四是无论是挖掘创新型资产类别还是优秀的基金经理，都做到了独辟蹊径，行事果断。

五是从耶鲁大学捐赠基金到整个耶鲁大学的财务管理，始终坚持创新、积极、稳健。

六是耶鲁投资办公室一直以组织高效、团队协作著称，这一点的确令人羡慕。

<sup>①</sup> 唯一超过史文森的例外是沙特阿拉伯国王阿卜杜拉，最近他出资 200 亿美元捐建了阿卜杜拉国王科技大学。

七是耶鲁投资办公室与众多外部基金经理的和谐关系，为捐赠基金增加了不少优势，包括在招聘新的基金经理方面。

正是这些优势成就了耶鲁捐赠基金，继而成就了耶鲁大学为公众服务的能力。

史文森先生本人以独到见解著称，但他也善于吸收运用其他思想者的经典智慧。例如他提到凯恩斯（John Maynard Keynes）曾经批评资产受托人（fiduciaries）“宁可循规蹈矩地失败，也不要独树一帜地成功”。这方面史文森本人是个极好的反例。当年捐赠基金管理委员会的鲍勃·巴克（Bob Barker）曾经在向福特基金做出的报告中指出，从理论上讲，捐赠基金站在长远立场上应该倾向股票投资。史文森及耶鲁捐赠基金的成功无疑为这一点做出了最好的注解。此外书中还或直接或间接地提到不少大师的经典观点，例如托宾（Tobin）、马科维茨（Markowitz）、萨缪尔森（Samuelson）、夏普（Sharpe）、巴菲特（Buffett）、布莱克（Black）、舒尔茨（Scholes）、罗斯（Ross）、立波威茨（Liebowitz）、李特曼（Litterman）等。

实践是检验真理的唯一标准，史文森将抽象的学术理论与投资市场的现实很好地结合在一起，使书本上的知识“活”了起来。史文森本人也是一位出色的教师，他将自己思想和实践的精华融入这本书中，希望读者能够同样认识到严谨的逻辑在投资中的重要性——既做到使一切化繁为简，又避免过于简化做出冲动投资的决定。

耶鲁基金长期的超高投资回报自然吸引了大家的注意，特别是很多投资项目的创新与成功；但是仔细分析会发现，耶鲁基金成功的奥秘不在于连续5年、10年，甚至20年的持续高回报，而在于贯彻始终的防御、防御，还是防御（正如对于房地产而言，成功的奥秘无外乎地段、地段，还是地段）。

读者也许会有这样的疑问，耶鲁基金的收益率如此之高，怎么可能依靠防御呢？还记得长期投资的至理名言么？“如果你损失了50%，只有再获得100%的收益才能抹平。”“如果投资者可以避免重大的损失，高收益就是水到渠成的事情了。”相信资深投资者都有过这样的经历，对收益最重要的不是成功的大小，而是不要犯大的错误。只要避免出现大的灾难，一切就没有问题（正如对司机来讲，最重要的是不要出严重的交通事故）。

值得注意的是，耶鲁基金不仅常年保持优异的业绩，而且越是艰难的环境，越是激烈的竞争，耶鲁基金的表现反而越好，这也证明了史文森将

防御永远放在第一位的正确性。虽然在投资理念上强调防御，但史文森和他的团队处处不忘采取主动进攻，无论是挑选基金经理还是挖掘新的资产类别的投资机会。耶鲁的经验再一次证明在自由与活跃度高的市场中，最好的防御绝不是僵化或者谨慎，而是在投资过程的每一个环节，动用所有资源，该出手时就出手。

耶鲁基金构建组合时的宗旨就是保证即便有一天“暴风雨”来临（一定会发生，但何时发生无法预测）组合仍然能够平稳度过，并保证在所有的资本市场都能找到有效边界。耶鲁基金将过去多年的市场经验通过蒙特卡洛模拟融入组合构建过程中以取得最佳非协方差结果，尽量避免市场整体的困境给组合造成的损失。

耶鲁基金将主动型防御的投资理念贯彻于投资与管理的各个环节，取得了一系列创新性的成功。例如突破传统思维进行资产配置；在每一个资产类别中形成创新性投资逻辑；采取逆向思维投资于当时不受市场热捧的投资机会；在遵循一定招聘程序的情况下大胆启用名不见经传的基金经理；经过培训后敢于给年轻人机会；与外部投资经理建立更为合理的新型关系；将捐赠基金的管理与高等院校的财务管理有效结合。

耶鲁基金在构建投资组合和制定投资策略时非常注重压力测试，总结下来有三点独特之处：第一，所有预期收益一定要经过各种“噩梦般”情景假设；第二，投资委员会每年召开一次专项会议，对投资组合的各个方面进行考察辩论，他们相信，只有经得起反复测试的结论才值得被持续、有力地推行，这一点已成为传统；第三，无论是选择基金经理还是配置资产，为了保证投资策略的顺利实施，一定要时刻参考被市场屡屡验证的历史经验，争取把潜在的风险和困难在发生之前就果断地排除。

耶鲁基金对外部投资经理的成功选择不仅为组合提供了更强的防御性，也为基金的超高收益加了不少分。选择基金经理时一定要避免两点：不要聘用近期业绩表现最好的基金经理；不要解聘近期业绩达到底部的基金经理。耶鲁基金一直以来追求的是长久的有约束性的“婚姻”关系，而不是短暂的“约会”。耶鲁基金一般会选择事业刚刚起步的基金经理，这样可以将基金经理的激励机制与耶鲁基金的长远发展目标更好地结合起来，而且基金经理可以获得不断被加码、不断被赋予重任的满足感，而对耶鲁基金来讲，也可以保证外部投资经理关系的稳定性。

耶鲁挑选对其进行投资的机构时格外严格，可能有以下几个原因：第

一，耶鲁投资办公室的管理人员本身经验丰富而且对市场动态时刻把握；第二，对候选机构的尽职调查非常深入；第三，耶鲁有一套成熟的选用标准：候选人投资的技巧高低，候选机构的组织连贯性，投资策略是否清晰，收费和激励机制是否合理，最重要的是人品和职业道德是否过关。

这也许就是很多投资机构争相为耶鲁大学打理捐赠资产的原因：耶鲁基金是既“难搞”又理想的客户，耶鲁基金会对这些机构的投资策略、组织结构、公司治理机制、收费机制进行全面的评估，并很快给出反馈意见。史文森和他的管理团队本身对全球市场动态和新的投资机会能够敏感地捕捉和高效地决策，并总是能够在第一时间与最好的新投资经理进行合作。如果说有什么不好的，那就是每年有太多候选机构得到的答案是 No。

耶鲁基金对每家候选机构都会进行详细的尽职调查，包括历史业绩、投资理念、决策过程，以及每位高级管理人员的相关情况，总之是对候选机构的优劣势进行透彻的分析。投资委员会成员会很负责地阅读这些资料，通常是 15~20 页的深度报告，以便在每季度的投资委员会上对相关情况进行讨论。

在耶鲁大学，投资委员会就像是一场研讨会，主持人是同为耶鲁博士背景的莱文和史文森。（其实两人还有些不为人注意的共同点，比如他们都对机构经济学深感兴趣，获得这一领域的博士学位并因此发展出特殊的友谊；比如都热爱体育运动，而且喜欢带领自己的球队在赛场上风度地一较高下。）投委会成员的选任标准一般为：对耶鲁怀有感情，适合在小团队工作，在各自的领域是专家，最重要的是有判断力和洞察力，能够对投资经理提供有效的督导。

千里之堤，毁于蚁穴。最好的防守不仅仅是避免出现重大失误，同时要通过严谨的流程规避看似很小的失误。任何一家保持高水平业绩的投资机构，一定是在关键岗位选对了人。耶鲁基金有这样一支高素质的投资团队，每位成员除了是各自领域的专家，更重要的是他们在做出定性决策（而非可以精确测量的定量决策）时，仍然能够保持客观。无论是选择合作的基金经理还是管理与外部基金经理的关系，所有投资团队的成员都能够做到尽心尽力，因为他们都认同捐赠基金设立的初衷，一切为了更好地为大学服务。

作为本书的读者，我们都应该感到庆幸。正是史文森毫无保留的分享，让我们有机会通过他独特的、严谨而又易懂的表达方式，理解他的投资理

念。作为多年来一直“坐在前排的观众”，我得以有机会近距离了解耶鲁基金的成功历程，但正是由于我对耶鲁和史文森本人的了解，我知道以他谦虚的作风，很多重要的因素在他看来也许不值得单独提出算作成功的必要因素，所以还是让我这个近距离观察者来一一解密。

第一，尽管耶鲁基金的业绩非常出色，当然也吸引了几乎所有人的目光，但是我们前面分析过，所有创新决策和大胆投资的基础是“防御”。耶鲁基金创造性地投资于非传统资产类别，并且敢于将资金交给名不见经传的投资机构，这一切的基础就是经过严格测试的组合结构以及防御型的投资决策过程。

第二，在我看来，比出色的投资业绩更值得称道的应该是耶鲁的投资文化。在耶鲁投资办公室，所有工作人员相互尊重，正是这样的情感纽带将众多有才干、负责任的投资人才凝聚在一起，建立了卓越的投资团队。走近他们，特别是如果你像我一样有机会与世界各地的投资团队共事一段时间，你就会发现耶鲁的团队文化是多么难得。聚集了如此多明星基金经理的耶鲁投资办公室，既严谨客观，又不失“人情味”。在这里你看不到办公室政治的影子，也没有排名的钩心斗角，有的只是全身心的倾听和理解。

第三，这种业务上的尊重与生活中的友谊还深深地影响着耶鲁的数百位外部基金经理。耶鲁的投资文化不仅使外部基金经理在本机构的工作中获益，而且不断地激发他们新的思考和洞见，并把这些宝贵的洞见源源不断地传递给耶鲁。

第四，作为耶鲁大学的资产受托人，史文森和他的投资公司团队时时处处为其客户着想。史文森深深地明白捐赠资金在高等院校预算中的贡献越来越大，因此稳定的现金流非常重要。鉴于大学属于人力集中型机构，持续的支持非常重要，耶鲁捐赠基金最近还提高了每年的支出比率(spending rate)，修改了支出制度，同时调整了组合结构以提升稳定性。作为资产受托人，耶鲁基金将自己的长期责任看得很重，带着这样的理念，耶鲁基金主动对高等院校教学楼摊销折旧的评估方式进行了改进，将此前带有误导性的账面数据，变成了对财务管理很有意义的参考因素，效果可谓皆大欢喜。无论从定性还是定量的角度进行评估，史文森和他的投资团队为耶鲁大学的最佳利益所做出的贡献远远超出他们被要求做到的。

第五，也是耶鲁基金成功最重要的因素，依然是人。首先从公司内部来讲，凡是到过耶鲁基金办公室的人，除了感受到这里严谨的投资操作过



程外，印象最深刻的就是开放的组织架构和开心的工作氛围。这种文化在提高工作效率的同时，降低了员工流动率。多年来史文森和高桥将耶鲁打造成为投资经理的摇篮，培养出的人才不仅在耶鲁创造了佳绩，也向其他捐赠基金（包括 MIT、Bowdoin、Carnegie、Princeton、Rockefeller）输出了领导力量，并且耶鲁团队本身的任期在业内也属最长。

耶鲁基金在业内还有一个最，即人脉关系网最广。遍布世界各地的人脉关系网也是耶鲁基金成功的重要因素。每一位本身就已经非常优秀的投资经理周围都有很多同行可以分享有价值的见解和信息。史文森本人就是最好的例子，他以极大的个人魅力和出色的投资能力，像一块磁铁一样吸引着周围的人。更加难得的是史文森是乐于助人的楷模。很多人都主动向史文森提供信息和见解，这样既还了他的人情，又能够被史文森视为有价值的人，这是何等的满足！

第六，达尔文的进化论告诉我们，所谓的适者生存，物竞天择，并不是取决于生物本身的能力，而在于社会的喜好与取舍。在投资领域，永远是钱多于好的投资经理。手持大量资金的客户总会追逐出众的投资经理，希望将自己的资产交给他们打理。投资经理有自由选择自己喜欢和敬佩的客户，正如他们都喜欢与史文森打交道一样。尽管耶鲁捐赠基金的标准和要求都很高，很多业绩一直非常出色的投资经理都希望与史文森或他的团队合作，而史文森的鼓励和支持增加了他们为耶鲁创造佳绩的可能。

还有最后一条成功秘诀与史文森本人有关。无论做人还是做事（作为耶鲁捐赠资产的首席投资官，史文森本人依然战斗在投资的第一线），他都追求精益求精。史文森的目标不只是不断改进耶鲁基金的管理，而是改进所有大学捐赠基金的投资与管理。经过多年的创新、试验、规范，史文森将多年的投资管理及整合捐赠基金管理与机构财务管理的经验在这本书中与所有人分享。他鼓励更多的人投身到大学捐赠基金投资的伟大事业中来，在取得个人职业成就感的同时，为世界上一流的高等学府和慈善机构提供更强的财力支持。

一路走来，史文森为文化教育机构所做出的杰出贡献无人能比，更可贵的是，他还在不断地将自己的思路完善并发扬光大。所以我想说，大卫，这事，做得不错。



## 目 录

<b>第1章</b>	<b>绪论</b>	.....	(1)
<b>第2章</b>	<b>捐赠基金的目的</b>	.....	(9)
	第一节	保持独立性	..... (10)
	第二节	增强稳定性	..... (14)
	第三节	创造优越的教学环境	... (17)
	第四节	结论	..... (23)
	本章注释	.....	(24)
<b>第3章</b>	<b>投资目标和支出目标</b>	.....	(26)
	第一节	投资目标	..... (27)
	第二节	支出政策	..... (31)
	第三节	购买力评估	..... (35)
	第四节	支出的可持续性评估	... (38)
	第五节	基金会的投资目标	..... (41)
	第六节	异议观点	..... (43)

第七节	结论 .....	(48)
本章注释 .....	(49)	
<b>第4章</b>	<b>投资理念 .....</b>	<b>(50)</b>
第一节	资产配置 .....	(54)
第二节	择时 .....	(63)
第三节	证券选择 .....	(71)
第四节	结论 .....	(93)
本章注释 .....	(94)	
<b>第5章</b>	<b>资产配置 .....</b>	<b>(96)</b>
第一节	定量分析和定性分析 .....	(100)
第二节	资本市场假设 .....	(104)
第三节	检验资产配置 .....	(116)
第四节	结论 .....	(122)
本章注释 .....	(123)	
<b>第6章</b>	<b>资产配置管理 .....</b>	<b>(125)</b>
第一节	再平衡 .....	(127)
第二节	积极投资管理 .....	(131)
第三节	杠杆 .....	(133)
第四节	结论 .....	(143)
本章注释 .....	(144)	
<b>第7章</b>	<b>传统资产类别 .....</b>	<b>(146)</b>
第一节	美国国内股票 .....	(147)
第二节	美国长期国债 .....	(155)
第三节	国外发达市场的股票 .....	(162)
第四节	新兴市场股票 .....	(166)
第五节	结论 .....	(171)
本章注释 .....	(171)	
<b>第8章</b>	<b>另类资产类别 .....</b>	<b>(173)</b>
第一节	绝对收益 .....	(174)
第二节	实物资产 .....	(188)
第三节	私人股权 .....	(204)
第四节	结论 .....	(222)

本章注释 .....	(224)
<b>第9章 资产类别管理 .....</b>	<b>(227)</b>
第一节 积极投资管理的游戏 .....	(228)
第二节 外部顾问——个人品质特征 .....	(233)
第三节 外部顾问——组织机构特征 .....	(235)
第四节 投资管理报酬协议 .....	(249)
第五节 结论 .....	(269)
本章注释 .....	(271)
<b>第10章 投资步骤 .....</b>	<b>(275)</b>
第一节 积极管理还是被动管理 .....	(276)
第二节 运行环境 .....	(277)
第三节 组织结构 .....	(282)
第四节 使用中介机构 .....	(285)
第五节 投资决策过程 .....	(290)
第六节 投资决策中的挑战 .....	(293)
第七节 业绩评估 .....	(300)
第八节 内部控制 .....	(314)
第九节 结论 .....	(316)
本章注释 .....	(318)
<b>附录 固定收益类别中的莠草 .....</b>	<b>(320)</b>
第一节 国内公司债券 .....	(321)
第二节 高收益债券 .....	(329)
第三节 资产支持证券 .....	(334)
第四节 外国债券 .....	(339)
第五节 固定收益资产 2007 年的收益更新 .....	(341)
第六节 结论 .....	(342)
本章注释 .....	(342)
<b>致谢 .....</b>	<b>(344)</b>
<b>关键术语中英文对照 .....</b>	<b>(345)</b>
<b>关键术语注释 .....</b>	<b>(352)</b>



## 第1章 绪论

1999年初，当我为本书第一版撰写绪论时，耶鲁捐赠基金开创的投资策略已经创造出了卓越的业绩，用绝对收益和相对收益来衡量均如此。但是，这一投资策略尚未在恶劣的市场环境中一试身手。事实上，截至1998年6月30日的10年中，耶鲁捐赠基金的年均收益率为15.5%，比标准普尔500指数同期18.6%的收益率低3个多百分点。由于耶鲁基金的业绩逊于国内股票这一当时表现最好的资产类别，许多怀疑主义者开始质疑，我们致力于开创一个充分分散化、以股票为导向（equity-oriented）的投资组合这一艰巨的任务是否明智。

本书第一版出版后的几年中，耶鲁基金开创的资产配置策略的价值得到了充分验证。从

1999 年到 2000 年初的牛市行情中，耶鲁基金取得了惊人的业绩。截至 2000 年 6 月 30 日的一年中，耶鲁基金的收益率高达 41.0%，大大超过捐赠基金同期平均 13.0% 的收益。但是，耶鲁基金的投资策略真正面临考验是在 2001 年和 2002 年。当时，互联网泡沫破灭，上市股票崩盘，而耶鲁基金却取得了分别为 9.2% 和 0.7% 的正收益，而同期捐赠基金的平均收益率分别为 -3.6% 和 -6.0%。简而言之，以股票为导向的投资策略是耶鲁基金取得强劲业绩的驱动力，分散化投资是耶鲁大学实现资产保值的法宝。

从市场角度来看，2008 年初耶鲁基金的地位与 1999 年初不可同日而语。截至 2007 年 6 月 30 日的 10 年内，耶鲁基金 17.8% 的收益率大大超过标准普尔 500 指数 7.1% 的收益率。此前 20 年的收益比较也是如此，耶鲁基金的收益率为 15.6%，远远超过同期标准普尔 500 指数 10.8% 的收益率。事实上，耶鲁基金的崛起吸引了众多投资者的目光。随着越来越多的投资者认可并效仿耶鲁，耶鲁基金的投资策略不再像以前那样被人们视为初出茅庐时期激进的尝试，而是逐步成为主流、明智的投资方法。

尽管投资者纷纷效仿耶鲁基金的组合管理理念，但该基金的业绩仍遥遥领先于同行。截至 2007 年 6 月 30 日的一年中，耶鲁基金的收益率为 28.0%，超过所有参与 2007 年剑桥协会（Cambridge Associates）《年度高等学府投资收益调查分析》（*Annual Analysis of College and University Pool Returns*）的教育机构。更引人注目的是，以 5 年、10 年和 20 年期的业绩衡量，耶鲁基金仍在这一群体中领先。耶鲁基金开创的组合管理理念在理论和实践中均能发挥作用。

衡量耶鲁基金管理是否成功的一个最重要的指标是，它是否有能力为耶鲁大学的教育使命提供资金支持。1985 年我初到耶鲁时，捐赠基金对耶鲁大学的预算贡献是 4 500 万美元，占学校收入的比例为 10%，处于一个世纪以来的最低水平。耶鲁大学 2009 财年，捐赠基金对预算贡献大约为 11.50 亿美元，占学校收入的 45%，这在很大程度上归功于出色的投资收益。高质量的投资管理策略的确能够产生重大影响！

### 一、机构投资者和个人投资者

当我撰写第二本书《非传统的成功》（*Unconventional Success*）时，我将其要义归结为“明智的个人投资框架”，旨在区别以机构投资者为重点的《机构投资的创新之路》。事实上，我当时在描述目标读者时出现差错。现

在我已经认识到，投资界中最重要的区别不是区分个人投资者和机构投资者，而是区分有能力进行高质量积极投资管理的投资者和无力为之的投资者。很少机构投资者有能力投入大量资源对投资组合进行积极管理并创造出风险调整后的超额收益，能做到这一点的个人投资者较之更少。

对那些擅长积极管理的投资者和无力为之的投资者而言，适合他们的正确投资策略恰恰相反。积极型基金经理在投资国内股票和外国股票等传统资产类别时有机会超越大盘，这一点是大家所熟知的。除此之外，更重要的是，擅长积极管理的投资经理还有机会通过绝对收益、实物资产和私人股权等另类资产（alternative asset classes）来构建低风险、高收益的投资组合。投资传统资产类别时追求超越大盘的策略，或者将组合资产配置到另类资产类别中，这些做法都是积极投资管理的游戏，其代价高昂，只有那些擅于此道的投资者参与这场游戏才是明智的，对任何三心二意的参与者而言，进行积极投资管理注定要失败。

积极投资管理要么成功，要么失败，不存在中间地带。《非传统的成功》一书中介绍了低成本的被动管理策略，这一策略适用于绝大多数没有时间、资源和能力进行高质量积极管理的机构投资者和个人投资者。本书中介紹的框架仅适用于那些有资源、有毅力去攀登高峰，并力争获得风险调整后的超额收益的投资者。

## 二、捐赠基金管理的范畴

在许多人看来，捐赠基金管理高深莫测，正因为如此，它吸引了无数天才人物投身于此项工作中。他们负责管理机构资产，投资时限可以用世纪来衡量，其目的是通过资产投资的收益来支持高等学府的教学与研究工作，使其基业长青。这项工作充满了挑战，投资管理人需要付出巨大的心血和智慧。

捐赠基金的吸引力主要来自于它的慈善目的，除此之外，投资这一行业本身的特性也是其魅力所在。机构基金管理行业人才济济，他们天赋极高而且上进心极强。这一行业提供了无限的产品，能够帮助基金实现委托人目标的只有其中的一部分。因此，捐赠基金管理者的工作无异于沙里淘金，去挖掘真正的珠宝，这种激动人心的“淘金”经历正是该行业吸引基金经理之处。

要做出正确的决策，投资者所需要的知识是无止境的。成功的基金经理



理要想开发出高明的投资策略，不仅需要掌握金融理论，还要洞悉人类心理特点，深谙历史发展之道，并且通晓时事的来龙去脉。许多顶级的基金经理都承认，他们已经完全被这一领域的博大精深所折服了。

本书从宏观入手，首先讨论了捐赠基金的宗旨以及机构投资组合的目标。明确清晰的投资理念是制定资产配置战略的基础，资产配置战略是投资决策的核心，它决定了向各种投资机会配置资产的比重。

在介绍了投资组合的基本框架之后，本书继续探讨了成功实施投资项目过程中的一些关键细节，并进一步介绍了有可能阻碍实现投资目标的现实因素。接下来，“传统资产类别”和“另类资产类别”两章简要介绍了各种资产类别的投资特征和其中的积极管理机会。紧接着，本书概述了资产类别管理的相关问题。最后，本书收入了本人关于构建有效的决策程序的一些思考。

上述各个章节将投资过程直线铺开，但现实中组合管理并非这么简单。事实上，组合管理过程非常复杂，要做出正确的资产配置决定，既需要自上而下地把握各种资产类别的特征，还需要自下而上地评估各种资产类别的投资机会。由于收益、风险以及相关性等定量指标不能全面地反映问题，优秀的投资者必须对特定的投资品种有基本的定性把握，来弥补纯粹统计数据的缺陷。另外，对投资机会进行自下而上的分析能提供重要信息，这些信息能帮助投资者评估各类资产的吸引力，因此，明智的投资者在评估可供选择的投资组合时，必须考虑自下而上的因素和自上而下的因素，不可偏废。本书没有花费过多笔墨分析基金管理的复杂性，而是采取从宏观到微观的逻辑顺序，首先分析资产配置决策中所涉及的方方面面的问题，之后重点讨论特定投资组合的管理。

### 三、严密的投资框架

本书反复强调三个主题。第一个主题是，采取投资行动时，必须遵循并严格执行严密的分析框架，并且细致深入地考察特定的投资机会。在所有的投资决策中，大到宏观的资产配置，小到具体证券的选择，组合经理要想成功，都必须在与普遍观点发生分歧时坚定自己的选择。如果组合经理对自己的选择信心不够坚定，就可能随随便便、出尔反尔，就可能低价卖出高价买入，从而遭受双重损失。只有依靠完善的决策程序做出正确的决定，组合经理才能坚定信心，才能在市场狂热之时卖出股票获得超额收

益，在市场绝望之际发掘投资价值。

要建立严密的分析框架，受托人需要全面把握委托机构面临资金挑战，并根据机构的具体特点来评估这些挑战。很多情况下，受托人不能准确把握某一委托机构的特定需求，而是效仿其他类似投资机构的投资组合结构。还有些情况下，受托人评估单个投资策略时，往往根据采取同一策略的其他投资者的身份地位而非该策略本身的价值做出决定。受托人“效仿老大”的做法会将委托机构的资产置于巨大的风险之中。

严格执行投资决策可以确保投资者的收益和成本与机构的投资政策相符。尽管众多的投资行为都需要审慎监督，但是，维持投资政策中的资产配置目标是监督工作的重中之重。许多投资者花费大量的时间和精力来构建投资组合，但组合一经建立便疏于维护，结果导致组合跟随大市随波逐流。事实上，组合建立后，投资者需要进行大量的再平衡操作，买进低配的资产，卖出超配的资产，最终使各项资产的配置接近目标水平。可见，如果受托人不能严格维持组合政策中的资产配置目标，他们就无法实现机构组合的预期目标。

在管理投资项目的过程中，投资决策必须以周密的分析为基础。投资管理行业竞争激烈，因为这一行业是个零和游戏，也就是说，赢家赚取的利润恰恰是输家的损失。因此，大到投资政策的制定，小到具体证券的选择，周密的分析都是保证投资活动获利的唯一基础。

#### 四、代理问题

本书的第二个主题是代理问题 (agency issues)，它的普遍存在影响机构投资目标的顺利实现。代理问题是指，代理人从个人利益而非委托人利益出发做出投资决策，从而危及基金管理的方方面面。它主要包括但不限于：基金受托人希望在任期内对投资委员会产生影响，员工希望提高工作的安全感，组合经理为获取稳定的管理费收入而牺牲投资业绩，公司管理人员为了私利而挪用资产等。由于基金受益人与基金管理人之间存在利益冲突，基金的预期收益与实际收益之间往往存在偏差。<sup>①</sup>

基金委托人的目标与代理人行为之间的矛盾导致公司治理层面的问题发生，最终使投资决策不能服务于捐赠基金的长期利益。个人往往注重眼

---

<sup>①</sup> 这实际上是法人治理机制在基金管理中的体现。——译者注

前利益，因此会过分强调基金在短期内获取最大利润。另外，基金受托人为了维护自己的权力，避免异议出现，会拘泥于传统的投资理念。因此，许多投资委员会中都充斥着短期化倾向与妥协气氛，他们往往选择主流机构的投资策略，而错失通过长期逆向投资获取更高收益的良机，结果投资业绩平平。

上述问题出现的根源是外部投资经理与机构投资者之间的利益冲突。机构追求的是风险调整后的收益最大化，外部投资顾问追求的则是稳定的管理费收入。由于许多极具吸引力的投资机会往往不能提供稳定的、可预期的现金流，于是分歧产生。基金管理公司为了保持稳定的现金流，往往聚集庞大的资产规模，采取追随市场基准收益的投资策略，投资标的范围广泛，结果导致精力分散。虽然受托人试图通过合理的激励机制来减少与外部投资顾问的利益冲突，但是，不管激励机制考虑多么充分，基金管理人员与资本提供者之间存在利益冲突这一客观事实是无法被改变的。

大部分资产类别中的投资工具都带有一定的代理人风险，其中，公司债券是一个比较极端的例子。结构性问题导致公司债券作为投资组合的一部分时问题丛生。公司管理层利益与股东利益通常一致，但与公司债券持有人之间存在严重的利益冲突，因此，在几乎所有的利益冲突中，公司债权人都注定要遭殃。不过，在股票投资方面，尽管公司管理层与外部股东之间利益大致趋同，但代理问题依然没有消失。在所有的股权投资中，不管是上市公司的股权，还是未上市公司的股权，公司管理层都会不时地做一些对个人有利而直接损害股东利益的事情。为解决这一问题，投资者要尽量寻求那些将股东利益置于首位的管理层，而避开那些将公司看作是个人提款机的掌权者。

从投资管理过程的方方面面中，我们都可以看出机构基金与代理人之间的利益冲突。因此，充分把握代理问题的广度和深度将为基金经理构筑第一道防护墙。基金受托人要以健康的怀疑态度来评估每一位投资活动参与者，这样才有更大把握避免或减轻委托人和代理人之间严重的利益冲突。

### 五、积极投资管理的挑战

本书的第三个主题是积极投资管理策略面临的挑战。积极投资管理是指利用市场错误定价机会来超越大盘的策略。实施这种策略面临严峻的挑战，因为，无论是择时策略，还是证券选择，都是在高度竞争的环境中进

行的。在这种竞争中，大部分参与者都是输家。由于上市有价证券的定价效率高，采取积极管理策略的投资者面临巨大的障碍。

尽管流动性较差的非公开交易市场提供了许多被错误定价的产品，但是，这一市场上投资者的境遇并不一定好于高流动性的公开市场上的投资者，因为，在很多情况下，私人股权基金高额的费用负担抵消了风险调整后的收益。无论在公开交易市场上，还是在非公开交易市场上，积极型管理策略经常不能实现预期收益。

虽然积极投资管理策略面临巨大障碍，但是绝大部分市场参与者还是选择了这种失败者的游戏。就像沃伯根湖（Lake Wobegon）的居民都相信自己的孩子比一般的孩子要聪明一样，所有的投资者都认为他们的积极投资管理策略一定能够带来优异的业绩。然而残酷的现实表明，总体而言，积极型基金经理参与的是一个“负和游戏”，因为就总和来看他们必然会输掉游戏成本，包括管理费、交易佣金与中间商买卖差价。<sup>①</sup>那些试图超越大盘的投资者的总损失正是华尔街分得的蛋糕份额。

实施积极投资管理策略的机构还面临另一障碍——人才。要实现优异的投资业绩，就需要沙里淘金，对各种投资选择进行比较和筛选，从中发现“黑马”。能胜任这项工作的，非慧眼识珠者莫属。对大部分机构而言，雇用如此高素质人才的成本实在难以承担。如果机构投资者退而求其次，在追求积极投资策略的同时却在雇佣人才方面大打折扣，结果只能是将机构资产推进巨大的风险中。相对于那些愿意付出大量资源力求超越大盘的竞争对手而言，这些机构只不过是在“为人作嫁”，让自己损失的真金白银成为赢家纵横市场的猎物。

即使具备了足够的高素质人才，积极投资管理策略仍然要求投资机构杜绝机构的官僚性，但很少有机构能够解决这一问题。建立并维持不同寻常的投资框架需要一定的勇气和忍耐力，毕竟在世俗的眼光中，那些非传统的组合是非常鲁莽的。如果投资机构缺乏勇气维持逆向投资的头寸，他们很可能在困难时期屈服于传统观念的压力，在高位买入，低价卖出，结果导致名利双失。

虽然本书中所介绍的投资知识是针对教育机构捐赠基金的，但其中的

---

<sup>①</sup> 作者此处指出从事积极管理投资策略的基金经理们的业绩总和是一个“负和游戏”，而不仅是一个“零和游戏”，因为他们的业绩总和为零，但从中又产生出一些管理费、佣金等费用，所以减去这些费用后成为“负和交易”。——译者注



投资思想却适用于所有的金融市场参与者。更重要的是，本书将有助于读者了解积极投资管理策略获得成功所需的特殊条件。投资者要认清自己，通过深入分析判断自己是否具有积极管理的能力，并根据对自己的认识在投资过程中有所为、有所不为，从而提高投资成功的几率。

通过本书的学习，金融专业的学生可以掌握实际的投资技巧，了解大型机构基金管理中的思维方式。基金经理必须全面、准确地把握金融工具，不仅要能够利用现代金融技术严密地进行定量分析，还要能够从行为科学的角度做出定性判断。基金管理跨越了多个学科，必将引发众多市场观察者的兴趣。



## 第2章 捐赠基金的目的

教育机构将捐款积累起来，成立专门的捐赠基金，可用于多种目的。第一，捐赠基金能够增强教育机构的自主性。高等学府维持一定规模的捐赠基金，作为相对独立的收入来源，能够增强其自主性，降低对政府拨款、学费收入以及校友资助的依赖。第二，捐赠基金能够提高教育机构收入的稳定性。捐赠基金可持续的支出规模越大，机构收入的稳定性就越强，就越有利于实施长期规划、增强机构实力。第三，捐赠基金有助于创造优越的教学与科研环境。由于大学院校的学费水平大体相同，机构的捐赠基金规模越大，其收入增量就越多，就越有利于创造优越的教学与科研环境。

机构如果缺乏长期稳定的资金来源，就只



能靠临时收入来应付日常支出，但是资助者往往要求在机构管理中有自己的话语权，这无疑限制了机构未来的发展能力。政府给大学院校拨款时往往会附加大量的使用限制，而这些限制往往和教育机构寻求财务支持的初衷相矛盾。校友或社会人士的资助通常也会或多或少附带明确或隐含的条件，其中一些条件可能与机构意愿不相一致。在机构发展早期，任何一类收入来源对机构的存亡都有重大意义，因此，处于这一发展阶段的机构也往往容易受到外部收入来源附加条件的制约。

大学在运营中经常需要进行长期投入。例如，授予教员终身教授职位意味着这些教授的合同期可能长达数十年，他们的薪酬实质上是大学的一种长期债务。如果以临时性的资金来源来支付这类长期债务，必然会使大学及相关个人面临现金流中断的风险。而捐赠基金的长期性质恰好与终身教授职位的长期性相匹配。

机构内部有些成员对捐赠基金使命的理解往往只着眼于当前的需要。在校学生一般希望增加当前支出，期望用更多的支出来减轻学费负担，并提高教育质量；院系教师则希望有更多的资金来支持高层次的学术活动；而管理者则希望通过提高收入流量来挣脱预算约束；一些捐赠人希望提高捐赠基金的支出比率，以此来减轻机构筹措日常必要资金的压力。因此，受托人常常处于两难境地，既希望能够支持机构当前的项目，又要为后代履行资产保值增值的义务。

大学院校是社会上历时最悠久的机构之一，它们秉承独立的精神和教书育人的使命，薪火相传，为提升人类社会生活的质量做出了不可估量的贡献。在这一过程中，捐赠基金功不可没，它们增强了教育机构的独立性，提高了其财务稳定性，助其创造优越的教学环境。

## 第一节 保持独立性

募集捐赠资产并建立基金有利于保持机构的自主性，因为机构如果依靠非长期性资金来源来支持日常运营，将容易受到资金提供者附加条件的制约。例如，当利用政府拨款来支持某一特定的科研项目时，整个大学的学术活动都常常会受制于政府规章制度的约束，甚至连那些与拨款的实际受益人没有直接关系的部门和活动也要受到影响。同样，教育机构如果依

靠捐赠资金来支持日常开支，他们会发现捐资者通常也会要求对学校的活动施加一定影响。即使学校主要依靠学费收入来支持科研与教学活动，它们也常常会为了吸引更多的学生而被迫追随当前社会风尚，导致独立性大大降低。当学校的运营资金主要来源于外部拨款与学费收入时，外部影响尤为明显。

诚然，教育机构应当遵守政府政策、考虑捐赠者的意愿和学生需求。但是，这些因素有时会分散校方精力，使学校不能全力以赴追求目标。不过，建立捐赠基金后，学校就可以在满足各方需要的同时又不会受制于他们。

捐赠基金的捐赠人通常会对资金的使用附加条件，要求基金为特定目的提供长期资金支持。个别情况下，这些要求与机构发展目标相背离，比如捐赠者可能要求支持一门早已被学者们抛弃的学科。不过，更多的情况下，捐资者要求所捐资金完全用来服务于机构的核心目标，比如教学活动或者经济资助。即使在最初制定捐赠条款时，捐赠人对所捐资金的用途施加了较大影响，但是，一旦建立基金，捐赠人的影响就逐步减弱了。

机构如果过度依赖短期收入来源将会受制于众多限制因素，而机构如果可以从捐赠基金中获取长期稳定的收入，将能为大学提供预算支持，将有更大可能保持较高的独立性、学术研究自由度和管理自主性。

### 耶鲁大学与康涅狄格州的案例

18世纪初，耶鲁大学尚处于幼年时期，其早期成长曾受惠于康涅狄格州的法律和资金支持。1701年10月，康涅狄格州议会通过了五位牧师的提议，决定成立一所高等学府：“在上帝的保佑下，年轻人将在这里接受人文科学和自然科学的教育，他们将是教会和世俗国家的后备军。”此后，州政府对耶鲁大学提供各种支持，包括拨给土地、提供专项拨款用于建设与维修校园建筑物、授权发行债券以及对牧师、教师、学生实行税收豁免。布鲁克·马瑟·凯利（Brooks Mather Kelley）在《耶鲁的历史》（*Yale—A History*）一书中估计：“在整个18世纪，康涅狄格州的资助占耶鲁大学所接受的全部捐助的一半以上。”<sup>[1]</sup>

但康涅狄格州对耶鲁大学的支持也是有条件的。例如，1755年，州议会以战时支出为名否决了对耶鲁大学的年度拨款计划，而其实质是为了报复耶鲁大学，因为时任耶鲁大学校长托马斯·克莱普（Thomas Clap）就宗教在大学中的地位这一问题与议会持相反意见。1792年，作为继续给予财

政支持的交换条件，康涅狄格州州长、副州长与六位议员成为耶鲁大学的董事会成员。州政府指派代表的存在导致董事会经常发生矛盾和争吵，争论的焦点涉及教职员的宗教信仰、州议会改革学校弊病的权力等。

直到1871年，州政府取消了对耶鲁大学的支持，州政府指派代表的制度才被取消，此时六位供职于耶鲁大学的最后一批州议员从学校撤离。<sup>[2]</sup>六位议员留下的空缺席位由耶鲁校友会选举产生的人员担任，从此学校董事会才真正掌握了控制权。耶鲁大学的经历是当时全美国趋势的一面镜子。随着南北战争结束，达尔文主义与自由放任思想盛行，人们不再认为州政府应当在资助私立教育发展中扮演主要角色。历史学家弗雷德里克·鲁道夫（Frederick Rudolph）曾经说过：“资助大学教育曾经是政府的传统职责，曾对高等教育的发展发挥了重要作用，但是现在却变得不那么重要了，甚或阻挠了教育的发展。”耶鲁大学是幸运的，州政府的资助撤出后，取而代之的是校友与社会人士有组织的资助。<sup>[3]</sup>

历史上，政府官员以进入耶鲁大学管理委员会为条件向学校提供资助的例子充分表明，学校如果过度依赖外部资金来源，将导致控制权的丧失。虽然耶鲁大学是一个比较极端的例子，它处于州政府直接控制下长达80年之久，但是，许多其他有关外部影响的问题正在不断挑战着受托人的智慧。在管理教育机构的过程中，如何平衡加强机构控制力与满足资金提供者的合理要求之间的关系，仍是一个富有挑战性的问题。

### 联邦政府支持学术研究的案例

在私立教育机构发展过程中，依赖政府资助的利与弊始终存在。20世纪60年代美国研究型大学的地位上升，许多学者将其归功于这一时期联邦政府加大对高等院校研究活动的支持力度。但是，政府支持也产生了负面影响，大学管理的灵活性普遍下降，这种情况在20世纪70年代逐步凸现出来。

通过对研究型大学的深入考察，休·格雷厄姆（Hugh Graham）与南希·戴蒙德（Nancy Diamond）认为，联邦政府对研究活动的支持导致“政府过多地卷入教育机构中、过分强调专门的研究，政府对私人部门进行监管的趋势开始出现”。<sup>[4]</sup>20世纪60年代末70年代初，联邦政府的监管缓慢但稳步渗透到高等院校的各个方面：大学教职员的雇用、提升与解聘以及研究工作、招生、有毒废物的处理、人类和动物研究、残疾人权益、管

理者的工资与薪水、养老金和福利政策、大型设备的购置与管理、资料保管、体育运动的推广、资金筹集和某些课程的设置等。总之，政府的影响无所不在。<sup>[5]</sup>

政府对高等院校的监管导致教育机构成本增加、官僚主义作风盛行。哈佛大学校长德里克·博克（Derek Bok）指出，20世纪70年代中期，为了满足政府相关监管规定，哈佛员工需花费6万多个小时的劳动，成本增加将近830万美元。这组数据被广为引用。1980年的一项研究表明，为满足联邦政府监管规定所需的成本占教育机构总预算的7%~8%。<sup>[6]</sup>

此外，政府支持导致高等院校管理层自主性降低，对学校管理构成巨大威胁。在《1974—1975年校长报告》（Report of the President for 1974—1975）中，耶鲁大学校长金曼·布鲁斯特（Kingman Brewster）这样说道：“近几年的历史警告我们，大学里只要有一项活动依赖政府资助，必然会使整个学校都受制于众多的限制条件，这将削弱学校教职员和受托人掌握学校命运的能力。”

教育机构如果拥有规模较大的捐赠基金，那么，在接受外部资助时，捐赠者的附加条件虽然会对机构政策造成影响，但这种影响通常较小，不会对机构的自主性构成威胁。捐赠基金对教育机构的财力支持越雄厚，教育机构就越有能力谢绝附加繁杂苛刻条件的外来资金，也更有能力通过谈判改变对自己不利的一些规定。相反，如果一个教育机构没有相对独立的收入来源，外来资金的提供者就有可能以此作为要挟，从根本上改变这个机构。

### 桥港大学的案例

20世纪90年代初，桥港（Bridgeport）大学陷入严重的财务困境中，在苦苦挣扎之后，为了生存，它不得不放弃独立性。20世纪70年代，该校繁荣时期学生人数曾多达9 000人，而到1991年，学生人数已不足4 000人。招生日益困难导致学校财务状况江河日下，学校被迫考虑采取极端措施。不过，尽管处境十分窘迫，1991年10月，桥港大学最终还是放弃了来自世界和平教授学会（Professors World Peace Academy）的5 000万美元的资助，因为该组织是牧师文鲜明（Sun Myung Moon）领导的统一教<sup>①</sup>的

<sup>①</sup> 统一教，英文名为“Unification Church”，全称为“世界基督教统一神灵协会”（Holy Spirit Association for Unification of World Christianity，简称 UC），由韩国人文鲜明（Sun Myung Moon）于1954年创立。一些国家和地区将其认定为邪教。——译者注



下属机构。为了保持独立性，学校理事会毅然决定从学校 90 个学位中缩减近三分之一，并向法官请求从有限的捐赠基金中拨款为教职工发放工资。

1992 年 4 月，在山穷水尽之际，学校理事会突然改变了方针，将学校的控制权拱手让与世界和平教授学会，目的是为了在五年内获取 5 000 多万美元的资助。随着统一教控制学校董事会，具有 65 年发展历史的桥港大学被赋予了新使命：“成为所有有志于实现国际和平和理解的大学的基地”。<sup>[7]</sup>

三年后，桥港大学授予文鲜明牧师名誉学位，尊他为“宗教领袖与具有真正精神力量的人”。<sup>[8]</sup>文鲜明牧师在大学校园期间，声称共产主义的衰亡是他的功劳，并声称自己可以解决中东问题和朝鲜半岛冲突。他说，“尽管整个世界竭其所能置我于死地，但是此刻，我昂立于世界之巅。”<sup>[9]</sup>《纽约时报》评论道，这些言论又为批评家提供了更多证据来证明“一个曾经备受世人尊重的学校”为了获取资金而将其控制权拱手让与一个“自封为救世主的宗教狂”。

桥港大学的终结是多种因素所致，但是，假如学校当初有相当规模的捐赠基金，它也许可以保持其独立性。正是由于缺乏稳健的财务基础，桥港大学的命运才历经如此坎坷，学校各方的痛苦自然不言而喻。

高等院校的外部资助者往往会提出一些要求，这些条件可能影响机构的行为。在极端的情形下，外部捐助者甚至要求彻底改变机构的基本特征。由此可见，捐赠基金对机构提供的支持力度越大，机构就越有能力独立地追求自身发展目标。

## 第二节 增强稳定性

捐赠基金可以为教育机构的预算提供稳定可靠的现金流，有助于维持机构运营的稳定性。非长期性资金来源有可能随着政府政策的调整、捐赠人意愿的改变与学生偏好的转移而波动、减少甚至消失。捐赠基金则有助于降低教育机构收入的波动程度，便于学校实施长期计划，增强其长期发展能力。

### 耶鲁大学与乔赛亚·威拉德·吉布斯的案例

在耶鲁大学历史上，曾多次出现当期收入波动导致预算紧张的问题。

很多时候，耶鲁大学都是在赤字状况下运营的，以至于员工被迫放弃部分工资。在极端的情况下，耶鲁大学的著名学者都有可能入不敷出。以被誉为“耶鲁历史上最杰出的学者”——乔赛亚·威拉德·吉布斯（Josiah Willard Gibbs）为例，1871年，这位以物理学和工程学研究举世闻名的学者被聘为无薪数学物理学教授。耶鲁大学在聘书上说，“并非我们对您缺乏敬意，而是因为耶鲁大学实在太穷了。”1880年，约翰·霍普金斯大学（Johns Hopkins）试图以年薪3000美元从耶鲁挖走吉布斯教授。

当时，在耶鲁大学教授、著名的地质学家和矿物学家詹姆斯·德怀特·达纳（James Dwight Dana）的力劝下，时任耶鲁校长诺厄·波特（Noah Porter）承诺为吉布斯教授提供年薪2000美元的工资，并保证今后资金一旦到位立即为其加薪。在致吉布斯的一封信中，达纳请求他继续留在耶鲁大学。信中说：“我毫不怀疑约翰·霍普金斯大学希望得到您的声望与服务，也许您正在考虑接受他们的邀请，毕竟耶鲁大学尚未采取任何措施来授予您捐赠教席教授<sup>①</sup>的荣誉，而且也没有财力和进步的迹象来鼓舞教授、吸引更多勤奋好学的学生。但是，无论如何，我仍然希望您能够与我们并肩作战。耶鲁基金正在建立，您的价值必将在不远的将来得到认可……约翰·霍普金斯大学可以没有您，但我们不能。”<sup>[10]</sup>

最终，吉布斯教授以其杰出的成就获得了耶鲁著名的贝克莱（Berkeley）研究员奖金。这一奖金由约翰·贝克莱（John Berkeley）于1731年捐赠成立，他将位于罗得岛（Rhode Island）州新港市（Newport）的96英亩农场捐赠给耶鲁大学，用农场收入作为该奖金的资金来源。获此奖金支持的杰出耶鲁毕业生还有达特茅斯（Dartmouth）学院第一任院长埃利埃泽·惠洛克（Eleazer Wheelock）和第一位获得博士学位的美国人尤金·斯凯勒（Eugene Schuyler）等。

如今，对学者们而言，捐赠教席在很大程度上被视作赋予有杰出贡献教员的荣誉，而在吉布斯的年代，这不仅是荣誉，更重要的是财力保障。即便是在今天，长期财务稳定的教育机构依然在吸引与保留人才方面享有优势。

---

<sup>①</sup> 捐赠教席教授是企业赞助的一种形式，是大学职称中的最高级别，是对学校也是对捐赠教授本人的学术和教学水平的认可，象征着一种荣誉。——译者注

### 斯坦福大学的案例

有些时候，经营捐赠基金的作用不仅限于为教育机构提供稳定的年度财务支持。在严重的经济困难时期，机构如果拥有大规模的捐赠基金，可以通过提高捐赠基金的支出比率来缓解困难、渡过难关。如果机构的长期资金来源不足，它所遭受的财务困难会更加直接。

1991年，斯坦福大学失去了来自联邦政府的一大笔财务支持，原因是学校与联邦政府之间就后者赞助的一个研究项目的费用偿还问题发生争执。有人指控斯坦福大学向政府索要的费用超过研究项目本身的花费，目的是将多余的资金用于偿还建造一艘72英尺长的维多利亚游艇和太浩湖畔避暑设施的相关费用，这一指控曾轰动一时。<sup>[11]</sup>由于丧失了来自政府的拨款，1992年斯坦福大学出现高达3250万美元的赤字，约占其收入的3%。

随后，斯坦福大学预计接下来三年的亏损将达1.25亿美元。面对困难局面，大学管理层试图“开源节流”。其中，“开源”计划中的一个要点是要将捐赠基金的支出比率从1993年的4.75%提高到1994年的6.75%。也就是说，在斯坦福大学的过渡期间，捐赠基金预计将增加5800万美元的资金支出用于支持学校的正常运转。

通过提高捐赠基金的支出比率、降低费用和增加借款等多种措施，斯坦福大学的财务状况重归稳定。1995年，随着大量财政预算盈余出现，斯坦福大学将捐赠基金的支出比率降到5.25%，接近最初4.75%的常规水平。<sup>[12]</sup>通过大幅提高捐赠基金的支出比率，斯坦福大学成功地将突发性大规模资金损失对学校造成的破坏降至最低。

但是，用长期资金来弥补短期赤字是要付出代价的。在斯坦福大学大幅提高捐赠基金支出比率后的五年内，由于投资收益强劲，捐赠基金资产价值增长了一倍以上。事后分析，如果斯坦福大学当初将捐赠基金的支出比率保持在4.75%的常规水平上，通过筹集低成本的借款来弥补预算赤字，效果会更好一些。从以上分析中可以看出，提高捐赠基金的支出比率将导致长期性资金规模下降，从长期来看，必将加大最终成本。

总而言之，捐赠基金稳定可靠的资金支出有助于增强教育机构的稳定性。在正常情况下，捐赠基金规模越大，越有利于提高机构收入的质量，机构就有可能更大限度地依靠自身收入来保障正常的教学与科研活动。在出现严重的财务困难时，捐赠基金可以起到缓冲作用，机构可以通过提高

捐赠基金的支出比率或者以捐赠基金为担保通过对外借款来解决突发性财务问题。捐赠基金支出的大量资金还可以营造出宽松的日常预算环境，增强机构应对财务困难的能力。

### 第三节 创造优越的教学环境

捐赠基金可以帮助教育机构创造优越的教学环境。一般而言，当其他条件相同时，教育机构的捐赠基金收入越多，越有利于吸引优秀的学者，提供尽可能优良的设施，并且可以支持开创性研究。尽管雄厚的财力并不能直接转化为教育成果，但更多的资金的确有利于教职员、管理层与受托人建设高水平的教育机构。

#### 一、捐赠基金与教育机构的质量

捐赠基金的规模与教育机构的质量密切相关。一项针对主要的私立研究型院校的调查表明，大学的捐赠基金规模越大，它在《美国新闻与世界报道》(U. S. News and World Report) 杂志上教育机构中的排名就越靠前。<sup>[13]</sup>尽管人们对《美国新闻与世界报道》的大学排名争议不断，但争论的焦点是各个院校的具体排名。我们将主要的研究型大学分为四个档次，将类似的院校归为一档，这样可以淡化人们对伯仲叔季具体顺序的关注。这种四大档分类法显示，捐赠基金规模的大小与院校质量的高低密切相关。

由于州政府支持的公立高等院校的预算问题与私立院校有很大差异，因此，本次研究将这类院校排除在外。例如，与私立院校相比，政府拨款在公立院校的发展中扮演着十分重要的角色。如果政府希望把社会各界对教育机构的支持维持在特定水平，那么，这类机构所获取的捐赠收入发生变化时，政府就会相应增减拨款来抵消捐赠收入的变化。捐赠基金大幅增加时，政府的资助可能相应缩减；而捐赠基金来源减少时，政府可能加大支持力度。公立院校的投资与支出等预算问题与私立院校有根本不同。

主要研究型大学的学费收入惊人地相似。2004年的一项调查表明，排名在前20位的研究型大学的本科生学费基本上都在19 670~32 265美元的范围内，扣除最高值和最低值，基本都在24 117~29 910美元之间，差别并不大。而排名前五位的研究型大学的本科生学费则大致在28 400~29 910

美元的范围内，差异更小。由此可见，在排名靠前的高等院校中，学费差距并不大，至少对外公布的标准如此。

主要的私立院校都经营庞大的企业。2004 年，它们的收入从 7 400 万美元到将近 28 亿美元不等，平均达 7.22 亿美元。在这 61 家教育机构中，有 11 家机构的收入水平甚至可以与《财富》杂志 1 000 强公司相媲美。<sup>[14]</sup>

学费收入是研究型大学的主要资金来源，占收入的比例超过 48%。拨款 (grants and contracts) 大约占 25%，投资收入占 13%，捐赠占 8%，其他收入占比不到 6%。

对教育机构的质量进行排名是一项十分艰巨的工作，因为仅用一个数字来归纳十分复杂且具有多面性的教育机构是非常困难的。尽管如此，《美国新闻与世界报道》对大学院校每年一度的排名仍为社会各界所普遍采用。

要十分准确地对大学进行区分排名几乎是不可能的，因此排名必然引起广泛争论。在排名过程中，《美国新闻与世界报道》评估了教育机构的学术声誉、学生保有率、人力资源、招生质量、财力、毕业率以及校友捐赠率等指标。<sup>[15]</sup>通过对 SAT 考试成绩<sup>①</sup>、班级规模、毕业率等指标的综合考虑，该杂志对大学院校进行排名。虽然具体的排名顺序引发许多争议，但是其直观性还是很明显的。

我们按照学术地位将大型私立大学分为四档，比较各档院校的财务与质量数据，这样能够淡化排名顺序，减少一些干扰因素，有利于重点考察投资收入与机构质量之间的关系。表 2—1 对各档院校进行了比较。

**表 2—1 捐赠基金规模与高等院校质量高度相关  
(截至 2004 财年的数据)**

档次	院校	捐赠基金的平均规模 (百万美元)	学生人均享有的 捐赠基金(美元)	院校的平均历史(年)
前 三 名	哈佛大学 普林斯顿大学 耶鲁大学	14 934	1 255 667	310
第 一 档	布朗大学 加利福尼亚理工学院 哥伦比亚大学 康奈尔大学 达特茅斯学院	6 053	529 573	196

① SAT 考试指的是学习能力倾向测验，美国大学本科标准入学考试。——译者注

续前表

档次	院校	捐赠基金的平均规模 (百万美元)	学生人均享有的捐赠基金 (美元)	院校的平均历史(年)
	杜克大学			
	哈佛大学			
	约翰·霍普金斯大学			
	麻省理工大学			
	西北大学			
	普林斯顿大学			
	斯坦福大学			
	宾夕法尼亚大学			
	华盛顿大学			
	耶鲁大学			
第一档	波士顿学院	1 802	189 379	143
	布兰德斯大学			
	卡耐基·梅隆大学			
	西储大学			
	埃默里大学			
	乔治城大学			
	里海大学			
	圣母大学			
	纽约大学			
	莱斯大学			
	塔夫斯大学			
	芝加哥大学			
	罗切斯特大学			
	南加州大学			
	范德比尔特大学			
	威克弗里斯特大学			
第二档	仁斯利尔理工大学	569	61 517	137
	贝勒大学			
	波士顿大学			
	克拉克大学			
	福特汉姆大学			
	乔治·华盛顿大学			
	佩珀代因大学			
	南方医科大学			
	圣路易斯大学			
	斯蒂文斯理工学院			
	雪城大学			
	杜兰大学			
	迈阿密大学			
	乌斯特理工学院			
	叶史瓦大学			

续前表

档次	院校	捐赠基金的平均规模（百万美元）	学生人均享有的捐赠基金（美元）	院校的平均历史（年）
第 四 档	美国天主教大学	324	43 429	123
	德雷克塞尔大学			
	霍华德大学			
	伊利诺伊理工大学			
	洛约拉大学			
	马凯特大学			
	东北大学			
	得克萨斯基督大学			
	丹佛大学			
	塔尔萨大学			
	代顿大学			
	太平洋大学			
平 均	圣地亚哥大学			
	旧金山大学			
		2 181	205 703	150

资料来源：Moody's Investors Service.

从表 2—1 中可以看出，教育机构的质量与捐赠基金的规模之间呈现出较高的相关性。第一档机构的捐赠基金规模平均超过 60 亿美元，而最后一档机构的捐赠基金平均只有 3.24 亿美元。从第一档到第四档，机构的捐赠基金规模明显呈现出阶梯状下降趋势，表明捐赠基金资产规模与机构成就之间存在直接联系。

另一个指标是考察每个学生人均享有的捐赠基金规模，这一指标也说明了同样的问题。第一档大学中每名全日制学生人均享有的捐赠基金规模高达 53 万美元，第二档大学为 19 万美元，第三档为 6.1 万美元，最后一档大学则只有 4.3 万美元。由此也可以看出捐赠基金规模与教育机构质量之间关系密切。

对于不同的机构，投资收入占机构预算的比例差异十分明显。从表 2—2 中可以看出，对于第一档机构，投资收入占总收入的比例高达 19.1%，而在第四档机构，投资收入仅占总收入的 6.8%，这一比例仅为前者的 1/3。

表 2—2 高质量机构中投资收入在总收入中占比高  
(截至 2004 财年的数据)

档次	院校	平均总收入 (百万元)	学费收入	拨款	捐赠	投资收入	其他收入
前	哈佛大学	1 736	19.7%	23.5%	6.0%	31.2%	8.6%
三名	普林斯顿大学						
耶鲁大学							
第	布朗大学	1 463	24.5%	37.7%	8.4%	19.1%	8.1%
一档	加利福尼亚理工学院						
哥伦比亚大学							
康奈尔大学							
达特茅斯学院							
杜克大学							
哈佛大学							
约翰·霍普金斯大学							
麻省理工大学							
西北大学							
普林斯顿大学							
斯坦福大学							
宾夕法尼亚大学							
华盛顿大学							
耶鲁大学							
第	波士顿学院	733	45.2%	25.9%	9.0%	14.5%	5.4%
二档	布兰德斯大学						
卡耐基·梅隆大学							
西储大学							
埃默里大学							
乔治城大学							
里海大学							
圣母大学							
纽约大学							
莱斯大学							
塔夫斯大学							
芝加哥大学							
罗切斯特大学							
南加州大学							
范德比尔特大学							
威克弗里斯特大学							

续前表

档次	院校	平均总收入(百万元)	学费收入	拨款	捐赠	投资收入	其他收入
第 三	仁斯利尔理工大学 贝勒大学	422	58.9%	19.0%	6.9%	9.4%	5.8%
档	波士顿大学 克拉克大学 福特汉姆大学 乔治·华盛顿大学 佩珀代因大学 南方医科大学 圣路易斯大学 斯蒂文斯理工学院 雪城大学 杜兰大学 迈阿密大学 乌斯特理工学院 叶史瓦大学						
第 四	美国天主教大学 德雷克塞尔大学	271	64.5%	16.2%	8.1%	6.8%	4.3%
档	霍华德大学 伊利诺伊理工大学 洛约拉大学 马凯特大学 东北大学 得克萨斯基督大学 丹佛大学 塔尔萨大学 代顿大学 太平洋大学 圣地亚哥大学 旧金山大学						
平 均		722	48.2%	24.7%	8.1%	12.5%	5.9%

资料来源：Moody's Investors Service.

因为高质量的教育机构一般规模较大，收入总额较多，因此，投资收入占比较高实质上意味着投资收入的实际数额要远高于低档次院校。在第

一档机构中，捐赠基金对学校运营提供的资金平均达 2.74 亿美元，而第四档机构中只有 1 700 万美元。

学生所交纳的学费是对投资收入的补充。机构的质量越高，预算收入对学费收入的依赖程度就越低。第一档机构的学费收入占总收入的比例为 24.5%，第四档机构则达到 64.5%，差距高达 40%。由此可见，低质量机构对学费收入的依赖度相当高。不过，按人均计算，第一档机构人均学费收入为 26 800 美元，第四档机构为 19 400 美元，相差并不大。由此可见，捐赠基金规模较大的机构可以利用其财力营造更优越的教学环境。

拨款与机构质量之间的关系也同样密切。第一档机构中，拨款占总收入的比例高达 38%，而第四档机构中，这一比例降至 16%。和投资收入的情况类似，由于第一档院校的收入总额多、拨款占比大，因此，拨款的实际数额巨大，这为学校的研究活动提供了有力支持。

每年捐赠金额占收入的比例一般在 6.9%~9.0% 的范围内，各档次院校之间没有明显的特征。尽管第一档院校的收入中，当期捐赠资金所占比例较小，但这些大学每年接受的捐赠资金的实际数额超过了其他所有教育机构接受捐赠资金的数额之和。

虽然捐赠基金的规模与教育机构质量之间关系密切，但是其中的因果关系仍不清楚。是因为高水平的教育机构可以吸引更多的捐赠资金，从而形成自我强化的良性循环，还是因为庞大的捐赠基金可以帮助教育机构提高自身水平，从而取得一流的成就？无论因果关系的方向如何，可以肯定的是，机构的财力越雄厚，就越有能力吸引高素质的人才，改善校园设施，为营造良好的教育环境提供有利条件。

## 第四节 结论

捐赠基金可以帮助教育机构实现许多目标：保持独立性、增强稳定性与创造优越的教学环境。高等教育机构对社会的最大贡献是，为社会各阶层提供自由开放的论坛供人们交流碰撞思想，而不必受传统观念的约束与束缚。但是，高等院校如果过分依赖外部资金来源，其附加条件往往会对自由辩论的气氛形成限制，迫使学者屈从于社会习俗。

对历史悠久的教育机构而言，建立捐赠基金可以最大限度地增强教育



机构的经营独立性与财务稳定性。教育机构保留一定规模的长期性资金，有助于受托人摆脱政府干预，拒绝捐赠人不合理的要求。大规模的捐赠基金还可以帮助学校管理层减轻金融危机等外部因素带来的破坏性影响，帮助学校顺利渡过财务困境。

对成立不久的教育机构而言，捐赠基金在某些时候甚至能够决定机构的生死存亡。截至 2007 年 6 月的 10 年中，一百多家授予学位的教育机构被迫关门，这一数字占美国高等教育机构总数的 3%。<sup>[16]</sup> 捐赠基金规模较大的机构有财力应对财务困难和经营困境。有时，即使少量的捐赠基金也会产生重大意义。

捐赠基金为学校提供资金支持，在学校建造一流学府的过程中添砖加瓦。捐赠基金规模大的机构资金实力更为雄厚，更有利于营造优越的教学环境。由此可见，捐赠基金成就了高等院校的卓越品质，在高等教育发展中发挥着重要作用。

理解建立捐赠基金的目的是构建投资组合的第一步。受托人只有了解捐赠基金存在的原因，才能准确地把握具体的投资目标，为制定基金的投资政策与资产配置策略打下基础。

## 本章注释

- [1] Brooks Mather Kelley, *Yale: A History* (New Haven: Yale University Press, 1974).
- [2] 州长和副州长依然留在耶鲁大学内，但如今他们已经不能实际参与大学的管理了。
- [3] Merle Curti and Roderick Nash, *Philanthropy in the Shaping of American Higher Education* (New Brunswick, N. J.: Rutgers University Press, 1965); Frederick Rudolph, *The American College and University: A History* (Athens: University of Georgia Press, 1962).
- [4] Hugh Davis Graham and Nancy Diamond, *The Rise of American Research Universities* (Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1997).
- [5] Ibid.

- [6] Howard R. Bowen, *The Costs of Higher Education: How Much Do Colleges and Universities Spend per Student and How Much Should They Spend?* (New York: McGraw Hill, 1980). See also Graham and Diamond, *Universities*, p. 97.
- [7] Denise LaVoie, "School Year Begins with New Unification Church Affiliation," *Associated Press*, 28 August 1992.
- [8] *New York Times*.
- [9] Joseph Berger, "University of Bridgeport Honors Reverend Moon, Fiscal Savior," *New York Times*, 8 September 1995.
- [10] Lynde Phelps Wheeler, *Josiah Willard Gibbs* (New Haven: Yale University Press, 1951): 91–92.
- [11] Leonard Curry, "Congressional Hearing Puts Stanford Officials on Hot Seat," *The Orange County Register*, 14 March 1991.
- [12] 与最初的 4.75% 相比, 0.5% 的增量是为了“支持学校基础设施建设”, 见《1995 年斯坦福大学年度财务报告》(*Stanford University Annual Financial Report, 1995*)。
- [13] 这项关于捐赠基金规模与机构质量之间关系的调查结果没有公开发表, 其依据是耶鲁大学投资办公室所进行的研究。
- [14] “The Fortune 1,000 Ranked Within Industries,” *Fortune*, 28 April 1997.
- [15] “Best Colleges 1998,” *U.S. News & World Report*, 1 September 1997. 《美国新闻与世界报道》杂志对 29 家大学中的 28 家予以排名。由于洛克菲勒大学不授予学位, 因此不在此排名范围内。
- [16] The National Center for Education and Statistics, *Directory of Post Secondary Institutions, 1987—1997*, vol. 1.



## 第3章 投资目标和支出目标

捐赠基金经理有两大目标：第一，保持资产的购买力；第二，为教育机构的日常运营预算提供大量的资金来源。这两个目标本身是相互冲突的，但是，如果受托人能够通过制定合理的投资和支出政策成功解决两者之间的冲突，那么教育机构就能够持续从捐赠基金中获得资金支持教学研究项目。如果能够同时实现资产保值和提供稳定的预算支持这两个目标，受托人就可以实现捐赠基金积累的宗旨：保持教育机构的独立性、增强稳定性和创造优越的教学环境。

本杰明·富兰克林（Benjamin Franklin）曾有名言，只有死亡和纳税是人生中的确定性事件。对捐赠基金经理而言，却并非如此，因为

多数教育机构都努力造福千秋万代，而且捐赠基金一般都享受税收豁免。由于高等教育机构长期永久存在，教育捐赠基金管理成为投资界最具吸引力的职业之一，基金经理们既要实现资产长期保值，又要满足教育机构当前经营的大量资金需求，其挑战是不言而喻的。

首先，保持资产购买力是一代代捐赠基金经理需要为之奋斗的长期目标。成功的捐赠基金有能力持续向教育机构提供一定水平的财力支持，使其成为名副其实的永久性资产。要实现捐赠基金资产的长期保值，就需要追求较高的收益率，而这必然伴随着相应的基本面风险和市场波动风险。

其次，为教育机构的日常经营提供稳定的流动资金是捐赠基金的中期目标，这是由教育机构预算周期较短的特点决定的。由于教育机构不能轻易缩减教学研究项目，他们需要依赖捐赠基金相对稳定的支出来维持日常运作。捐赠基金要提供稳定的资金支出来满足教育机构日常运作的需要，就必须降低基金组合的波动性，而这意味着在降低风险的同时也降低了预期收益水平。

高风险、高收益的投资策略适合资产保值增值的目标，而低风险、低收益的投资策略能更好地为教育机构的日常经营预算提供稳定的资金来源，两者之间存在冲突。支出政策正是为了解决这一冲突而制定的，其目的是限制捐赠基金组合波动向机构预算传导。此外，支出政策要权衡捐赠基金资产保值和为日常经营预算提供稳定的流动资金这两个目标的相对重要性，明确说明机构更注重实现哪个目标。从这个意义上讲，是支出政策决定了捐赠基金在多大程度上满足当前之需，在多大程度上服务于未来之用。

## 第一节 投资目标

耶鲁大学已故的经济学教授詹姆斯·托宾阐述了受托人在投资问题上的原则：

“捐赠基金的受托人是资金未来的守护者，他们要力求避免当前需求过度膨胀，他们的使命是实现‘代际平等’，保证每一代人平等享有捐赠基金的支持。拥有捐赠基金的教育机构的受托人假定学校将永远存在，因此他们需要制定可持续的基金支出比率。……用术语表示就



是说，受托人的时间偏好为零，也就是说他们对当前支出和未来支出并无偏好。

捐赠基金支出的首要前提是，捐赠基金未来有能力继续支持现在所支持的一切活动，这一前提表明，当前的支出水平不应该因为预期捐赠资金的注入而提高。只有当新注入的捐赠资金扩大了基金的规模后，可持续的支出水平才能相应增加，所支持的活动范围才能因此扩大。”<sup>①</sup>

托宾关于“代际平等”的思想与捐赠基金的双重目标一致，即保持资产购买力的同时为机构预算提供稳定的流动资金。通过保持通货膨胀调整后的资产规模，机构未来将有能力“支持现在所支持的一切活动”。通过为机构运营提供稳定的流动资金，捐赠基金将能够持续一贯地支持教育机构的各项活动，避免所提供的流动资金中断对学校教学科研活动造成干扰。

### 一、捐赠资产与捐赠基金

在捐赠时，捐赠人总是希望向指定的活动提供永久性支持。如果基金经理仅能保持捐赠资产的名义价值，那么通货膨胀将在不知不觉中吞噬资产的实际价值。耶鲁大学历史最悠久的捐赠基金是蒂莫西·德怀特（Timothy Dwight）教授基金，它始建于1822年，一直致力于支持教学和研究，原始资产略微高于27 000美元。到2007年，由于物价水平在过去185年间上涨了27倍多，此时，资产规模为27 000美元的捐赠基金的支出显然要比当年同等规模捐赠基金的支出逊色许多。尽管在德怀特教授基金存续期间，其资产规模增长超过18倍达到将近500 000美元，但是经通货膨胀因素调整后，它目前的价值仍低于资产规模目标近1/3。尽管耶鲁大学在21世纪初仍能得到该基金的支持，但是扣除通货膨胀因素后，它所提供的支持能力已经远不如19世纪初了。受托人原则一般只要求维持捐赠资产的名义价值，而事实上只有维持捐赠资产的实际价值（扣除通货膨胀因素），捐赠资产才能实现对机构的长期支持。<sup>②</sup>

① 截至2007年6月30日，已经有48个州和哥伦比亚特区接受了《机构基金统一管理法案》(UMIFA)。该法案的第二章强调，机构必须履行保持捐赠资产历史价值水平的义务。有些州还增加了保持资产购买力之类的条款。2006年，美国统一各州法律全国代表大会建议通过《统一谨慎管理机构基金法案》(UPMIFA)，该法案明确建议各州在制定相关法律时考虑机构基金购买力保值问题。截至2007年6月30日，已经有12个州根据UPMIFA制定相关法律。

托宾明确提出新增捐赠资产要“扩大基金的支持范围”，这一原则对捐赠基金受益人至关重要。一些机构将新增的捐赠资产用于支出活动，使消费水平等于捐赠基金投资组合的预期实际回报率加上新增的捐赠资产。1974年，哈佛大学在制定支出政策时假定，“大学的支出增长将超过长期通货膨胀率约2个百分点”。<sup>[2]</sup>然而，其再投资率目标只能抵消一般的通货膨胀水平，却无法覆盖大学开支增长超出通胀率的那部分。显然，要确保未来捐赠基金能够支持与过去相同的活动，基金资产规模增长率就要和大学开支增长率（而非仅仅是一般的通胀率）保持同步。因此，哈佛大学的再投资比率无法满足学校的支出目标。为了维持捐赠基金的购买力，哈佛大学最终确定的目标是，通过积累充足的新增捐赠资产来弥补一般通货膨胀率与大学开支增长率所形成资金缺口。由此可见，哈佛大学明确地利用新增捐赠资产来弥补通货膨胀给捐赠基金带来的损失。<sup>[3]</sup>

然而，如果教育机构用新增捐赠资产来弥补通货膨胀对资产价值的侵蚀，那么捐赠基金将无法“支持更多的教育活动”。比如说，如果一个用于支持经济学院教席教授的基金购买力下降，就通过新设立基金来支持一名法学院的教席教授，那又怎么可能弥补经济学院的损失呢？因此，从微观的角度来看，捐赠人有权期望每一个捐赠基金都能永远保持资产购买力。

## 二、权衡当前之需和未来之用

如果基金经理的目标仅仅是保持投资组合的购买力，这不困难。投资者只需要将资产投资于美国财政部发行的抗通胀债券（TIPS）<sup>①</sup>，就可以获得政府担保的、超越通胀率的收益率。然而，遗憾的是，大学开支的通胀率超出了一般物价通胀率，将消耗从TIPS中获得的增量收益，因此机构几乎不能留下任何实际收益。如此单一的资产运作无法满足机构的需要，这种只具有稳定购买力的资产对教育事业的贡献微乎其微。

捐赠基金要为教育机构的运作提供大量稳定可靠的营运资金。仅仅做到这一点在中短期内也并不困难，基金经理可以通过持有波动较小、收益相对稳定的投资组合来实现这一目标。这样，机构预算的制定者在预测支出时也有合理的把握。然而，低风险通常意味着低收益，这样的投资组合

<sup>①</sup> “TIPS”是Treasury Inflation Protected Securities的简写，又叫通胀保值债券。除了拥有一般国债的固定利率息票外，TIPS的面值会定期按照CPI指数加以调整，以确保投资者本金与利息的真实购买力。

难以为机构提供大量的流动资金，也难以实现资产保值的目标。只强调对当前运营的稳定支持容易发生“寅吃卯粮”的现象，取悦了当代受益人，却损害了未来受益人的利益。

因此，捐赠基金经理必须在资产保值和支持机构运营这两个目标之间进行权衡。如果基金经理偏重捐赠资产的保值，那么，投资组合价值的剧烈波动将导致捐赠基金难以向机构预算提供稳定的流动资金。如果基金经理强调向机构预算提供大量稳定的流动资金，那么，基金资产的购买力会受到影响。

我们来考虑两种极端的支出政策。一种极端是以保持资产购买力为中心，基金每年的支出完全依赖于投资组合所获得的实际收益。假设某一年名义投资收益率达到10%，而通货膨胀率仅为4%，那么捐赠资产的6%将可用于大力支持学校的运营部门，另外4%将用于再投资以抵消通货膨胀的影响、保持捐赠基金的购买力；如果下一年投资收益率降至2%而通货膨胀率上升至7%，那么机构将面临严重的问题。为了对冲通货膨胀对基金的影响，基金需要7%的再投资，但是由于它只有2%的收益，基金经理无法弥补5%的差额，他们总不能要求学校的运营部门退还5%的资产用来保持组合的购买力吧。因此，捐赠基金至多只能取消当年支出，并寄希望于未来几年能够增加实际收益来抵补资产上一年实际价值的损失，并能够继续向机构提供财力支持。从经营预算的角度来看，强调保持购买力高于一切的支出政策是不可行的。

另一种极端的政策是要求捐赠基金为机构预算提供稳定的流动资金，要求每年扣除通货膨胀后的支出数额保持固定。短期内，该政策能保证捐赠基金为机构预算提供的流动资金扣除通胀后保持绝对稳定。在正常的市场条件下，这种策略不会对捐赠基金造成损害，但是，当市场条件恶化时，它会导致基金亏损。在股票和债券市场深陷熊市并且通胀率居高不下时，不考虑资产价值的支出政策可能会对捐赠基金造成永久性损害。

支出政策要求受托人既要为机构的未来实现捐赠资产保值，又要为当前受益人提供资金支持，同时权衡这两个目标的相对轻重。合理的支出政策能够减少支出稳定性目标与保持资产购买力目标之间的冲突，使捐赠基金有更大可能在满足当前之需的同时又能满足未来之用。

## 第二节 支出政策

为了缓解捐赠资产保值和支出稳定性这两个目标之间的矛盾，机构需要制定合理的支出政策。合理的支出政策在制定捐赠基金当年的支出目标时，既要考虑上期支出，也要考虑当期的资产价值，前者是决策者依赖的基础，后者能使支出政策敏感地反映市场波动的影响。

### 一、耶鲁基金的支出政策

耶鲁大学捐赠基金的支出政策是由经济学家詹姆斯·托宾、威廉·布雷纳德（William Brainard）、理查德·库帕（Richard Cooper）和威廉·诺德豪斯（William Nordhaus）共同制定的。这一政策在制定捐赠基金当年的支出目标时，既考虑上一年的支出水平，又考虑捐赠基金上一财年末的市场价值。耶鲁大学的支出原则是：特定一年的支出包括两部分，第一部分等于上年支出额的 80%，第二部分等于上一财年末捐赠基金的市场价值乘以长期支出比率所得金额的 20%。两部分相加之后根据通胀率进行调整得出当年的目标支出水平。既然前期的支出水平取决于捐赠基金以往的市场价值，那么当前的支出可以通过过去的市场价值来表示。具体的方法是，按时间顺序排列过去年份捐赠基金的价值，并分别赋予其权重，权重大小按时间顺序呈降幂排列，年代越久远，当年基金的价值在计算中所占的权重就越小。

图 3—1 显示了分配给过去年份捐赠基金价值的权重（忽略通货膨胀因素）。用权重乘以相应年份的捐赠基金价值，然后相加便得出今年的支出水平。请注意，年份越久远，当年捐赠基金价值在计算中所起的作用就越小，最近的影响就越大。相比之下，如果采用 4 年算术平均方法的话，将会给最近 4 年的数据分别分配 25% 的权重。

投资风险资产难免造成捐赠基金价值的波动，为了减少它对经营预算的影响，支出政策采取了多年平均的方法，使机构的教学和研究活动免受忽高忽低的预算支持的困扰。合理的支出政策能减轻投资组合波动带来的后果，使基金经理能够投资高风险、高收益的项目，同时还可以避免机构出现预算亏空的不利局面，可谓一举三得。

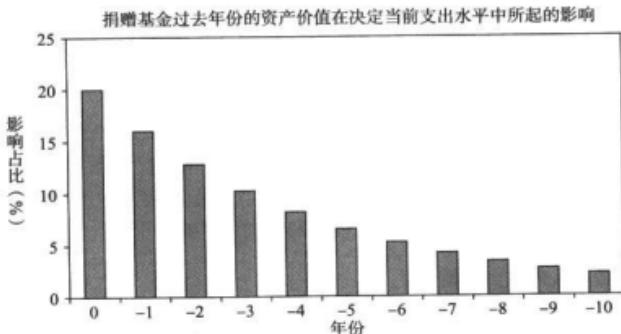


图 3—1 耶鲁基金的支出政策使大学预算免遭市场波动的影响

资料来源：Yale University Investments Office.

耶鲁基金的支出原则卓有成效地平滑了捐赠基金对大学预算的支持力度，大大增加了投资政策的灵活性。在计算中，如果采用简单的算术平均方法，会轻易放弃年代久远的数据，而倾向于采用最近几年的数据。因此，耶鲁大学并未采取这种方法，而是给各个年份的捐赠基金价值赋予权重，权重大小按时间久远程度呈降幂排列，这样，捐赠基金资产价值某一年份的异常波动不会在制定当前支出水平时产生过大影响。这种方法的平滑作用大大减少了投资收益波动对机构经营预算造成的冲击，也允许投资组合采取更为激进的策略，以期获取更大的收益。

耶鲁基金在制定支出政策时，赋予上年支出水平 80% 的权重，赋予当前目标支出水平 20% 的权重，这是在支出稳定性和资产保值这两个目标之间进行权衡之后做出的选择。每个机构会根据自身情况做出不同的选择，而且，随着时间的推移，同一家机构也会对上述两个目标进行调整。事实上，随着耶鲁基金在学校总收入中的占比从 20 世纪 80 年代中期的 10% 上升到 21 世纪初的 1/3，学校更加注重捐赠基金对经营预算支持的稳定性。耶鲁基金的支出政策中，赋予上年支出的权重从 70% 上升至 80%，从而降低了支出大幅下滑对学校预算造成破坏的可能（当然，这样做的代价是资产保值的风险加大）。

## 二、其他支出政策

在 20 世纪的绝大部分时间里，大多数机构仅将捐赠基金的利息、股息和租金收入用于支出。1965 年，耶鲁大学改变了传统的做法，提出“适当地将捐赠基金增值部分”用于支出，原因有二：

“首先，传统做法难以平衡当前支出和未来支出。……其次，当把上述收入作为满足当前需要的唯一途径时，由于这些年来需求不断增长而且将继续增长，投资政策将被迫追求当前收益。第二次世界大战以来的市场表现证明，过分追求当前收益将丧失很多潜在的获利机会。”<sup>[4]</sup>

由于担心资本金受到侵蚀，一些机构主张以投资的现期收益来决定支出政策。可是，正如耶鲁大学所言，现期收入和资本增值的区别十分容易受到人为的操纵，因此这种主张难以成为制定支出政策的基础。

试想一下，有折价、平价和溢价三种债券，它们对利率变动的敏感性相当，那么对支出水平的影响是否也一样呢？答案是否。如表 3—1 所示，尽管三种债券的投资特征极为相似，但对采用以当期收入来决定当期支出政策的机构来说，其对支出的影响大不相同。零息债券不提供任何当期现金流，平价债券有 6% 的票息收入，而溢价债券将有 12% 的票息收入，远超市场平均水平。因此，持有低息债券将导致当期支出较少而捐赠基金未来资产价值较高，而持有高息债券将导致当期支出较高而捐赠基金未来资产价值较低。幸运的是，目前采取当期收入决定当期支出政策的机构要比 20 世纪 80 年代少得多，当时大约有 1/5 的教育机构都采取这种支出政策。<sup>[5]</sup>

表 3—1 类似债券提供的现金流差异惊人

三种不同类型债券的息票率、久期、价格和收益率比较

债券种类	息票率 (%)	久期 (年) <sup>a</sup>	价格 (美元)	收益率 (%)
零息债券	0	10	55.4	6
平价债券	6	10	100.0	6
溢价债券	12	10	166.5	6

a. 零息债券的到期日是 10 年，平价债券的到期日是 15 年，溢价债券的到期日是 18.5 年。

目前，70% 的教育机构都采用以捐赠基金资产价值移动平均数的一定

百分比来确定支出水平的政策。在支出政策中，考虑捐赠基金以往年份的价值有利于保证支出的稳定性，因为往期价值在一定程度上决定了前一年份的支出水平。同时，在支出政策中考虑现期的资产价值则有利于保证支出水平与市场状况挂钩，避免支出水平脱离捐赠基金资产价值而造成损失的可能性。

有的机构将捐赠基金上一财年末市场价值的一定百分比作为下一年度的支出比率，结果导致投资组合的波动直接影响到预算水平。相反，也有一些机构将前一年支出的一定百分比作为当年支出的标准，这种政策会因忽略当前市场状况而危及资产保值。

还有一些机构逐年确定支出比率，或者根本就没有明确的支出政策。这种做法看似合理，但不能像严谨的支出政策那样能规范机构的财政行为。由于缺乏明确的支出政策，预算平衡极易受到操纵。支出委员会可以通过改变支出水平来达到预算平衡、预算赤字或预算盈余的目的，从而控制机构的预算状况，而与此同时，财政纪律被搁置一旁。

### 三、目标支出比率

目标支出比率在平衡当代利益和未来利益中发挥至关重要的作用。如果支出水平与投资收益不相符，捐赠基金的未来价值既可能增加也可能减少。如果当前支出过多，捐赠基金的未来价值将降低，但当代学者将受益；反之，如果当前支出过少，捐赠基金的未来价值将上升，未来学者将得到更多的资助。因此，捐赠基金经理要选择一个与基金投资组合相适应的支出比率，以便更好地实现当前需求和未来责任之间的平衡。

教育机构捐赠基金的目标支出比率相差极大，低的仅为 0.1%，而高的竟达 15.5%。超过 70% 的机构将目标支出比率定在 4%~6% 的范围内，其中 1/6 的机构选择了 5% 的目标支出比率。<sup>[6]</sup> 制定适当的目标支出比率主要依据以下三个因素：投资组合的风险收益特征、支出政策的结构、在提供稳定的预算支持和实现资产保值这两个目标之间受托人更偏重哪个。

我们通过对投资政策和支出政策的分析，得出了以下结论：教育机构捐赠基金的支出比率一般都超过了捐赠基金创造收益的能力。耶鲁大学投资办公室进行的一系列模拟实验显示，中期来看，普通的捐赠基金提供的预算支持发生破坏性下降的概率是 20%。更糟糕的是，长期来看，捐赠基

金丧失一半购买力的概率大约为 40%。<sup>①</sup>以上高概率均表明，组合的预期收益与目标支出比率之间不协调。由此可见，如果教育机构的捐赠基金管理难以满足其核心目标，该机构就应当考虑降低支出水平或提高预期收益。

普通的捐赠基金无法实现预定目标的概率相当高，相比之下，有合理的投资政策和支出政策的捐赠基金成功实现目标的可能性相当高。例如，耶鲁大学一直以来制定并执行明确、规范的投资政策和支出政策。目前，学校预计捐赠基金支出水平发生破坏性下降的概率为 5%（远低于普通捐赠基金 20% 的概率）、购买力损失的概率为 15%（远低于普通捐赠基金 40% 的概率）。由此可见，卓有成效的投资政策和支出政策大大提高了捐赠基金成功的概率。

总之，捐赠基金的支出政策平衡了两个相互冲突的目标，既保证为大学运营提供大量稳定的资金来支持当代学者，又能实现资产保值为未来的学者服务。受托人面临的挑战是要不断评估投资目标和支出政策，使它们能够满足上述两个目标。受托人在选择投资政策时，要同时运用投资组合构建工具和支出政策，使投资政策能够满足捐赠基金管理的核心目标，同时又能根据机构需要有所侧重。

### 第三节 购买力评估

保持购买力意味着每一份捐赠资产都要有能力持久“支持某些活动”。这意味着，捐赠基金在扣除支出金额后，其资产规模增长必须至少与高等教育行业的通货膨胀率保持一致，并随着新增捐赠资金的投入而不断扩大。

教育机构要想衡量自己是否有能力持续购买高等教育专用的商品和服务，就需要准确地把握高等教育行业面临的通货膨胀率。因为高等教育机构的支出与消费者个人支出和整个经济体的支出差别较大，个人消费支出的通胀率（消费者物价指数）或整个经济体的通胀率（国内生产总值平减指数）并不适用于高等教育机构。

高等教育物价指数（HEPI）是完全根据教育机构的成本测算的，它赋

<sup>①</sup> 根据 2006 年全美大学商务经理协会（NACUBO）公布的数据，模拟过程假设收益率与捐赠基金的平均资产配置目标水平的收益率保持一致，以基金价值 5 年移动平均制定的支出比率 5%。中期的支出下降是指 5 年中实际价值下降 25%。评估购买力保值水平的时间期限是 50 年。



予工资和其他人力成本较高的权重。高等教育物价指数显示，过去 46 年中，教育成本每年的增速要高出国民生产总值实际增速约 1.4 个百分点。教育机构劳动生产率增长缓慢是造成这一现象的主要原因，因为教育是一个劳动密集型行业，所以其效率的提高往往伴随着教学质量的下降。举例而言，采用视频技术来代替教师上课会提高生产率，但会降低教学效果和教育体验。同样，扩大班级规模能够提高生产率，但同时无疑会降低教育质量。只要国民经济其他部门生产率提高的步伐快于教育行业，高等教育成本的增长就会比一般通货膨胀率高出一定的百分点。

### 一、耶鲁大学捐赠基金的购买力

图 3—2 显示的是 1950—2006 年间耶鲁捐赠基金的购买力水平。这项分析从 1950 年的数据开始，因为在这之前校方缺乏关于捐赠、支出和投资收益的准确记录。在 20 世纪的多数时间里，财务报表只记录了金融资产的账面价值，几乎没有反映资产的市场价值。只有对每笔金融交易进行单位会计处理，机构才能够将各种资金流入和流出加以区分，这个优点使单位会计法在 20 世纪 70 年代早期得到了广泛的认可，但也增加了对早期数据解释的难度。

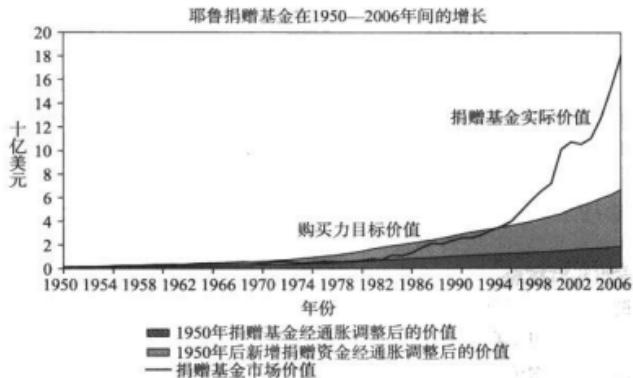


图 3—2 耶鲁捐赠基金的价值远远超过 1950 年的购买力目标

资料来源：Yale Financial Statements, Higher Education Price Index data from Research Associates of Washington.

上述购买力分析以 1950 年的捐赠基金资产价值为起点，在随后的年份

中，按当年的通胀率对上一年的资产价值进行调整，从而得出一系列购买力目标价值。因为新增的捐赠资金能够支持机构“扩大活动范围”，因此，每年的购买力目标价值中要加入当年新增的捐赠资金。当然，在随后的年份中，新增的捐赠资金也要按上述过程对通胀因素进行调整。

请注意，新增捐赠资金对捐赠基金至关重要，2006年的目标价值中约3/4来自1950年以来的新增捐赠资金。换句话说，假如过去56年中没有新增捐赠资金，那么，2006年耶鲁捐赠基金的价值大概只有实际价值的1/4。

通过比较捐赠基金的购买力目标价值与实际资产价值，我们可以看出捐赠基金在多大程度上实现了保持购买力的目标。截至2006年6月30日，耶鲁捐赠基金的购买力目标价值为67亿美元，而市值已经达到180亿美元，耶鲁基金成功地实现了资产保值增值的目标。<sup>①</sup>但这一过程并非一帆风顺，在有些年份，耶鲁基金的处境相当困难。

20世纪50年代，耶鲁基金在资产增长和保持购买力这两个目标之间大体实现平衡。到1959年，基金出现大约17%的盈余。20世纪60年代多数时间里，两个目标基本保持平衡。但是，随后不断增加的通胀压力开始波及捐赠基金，并造成严重问题。20世纪70年代，金融市场危机肆虐，通胀率高企，耶鲁基金遭受重大损失。到20世纪70年代末，资产规模已低于目标价值56%。到1982年，耶鲁基金跌至低谷，其资产价值仅为购买力目标水平的42%。幸运的是，20世纪80年代的大牛市扭转了70年代的糟糕局面。到1994年，耶鲁基金重新达到1950年资产规模按通胀进行调整并且加入新增捐赠资金后的目标水平。截至2006年6月30日，由于投资收益强劲，基金的资产规模相对于目标水平出现超过170%的盈余。

近年来，耶鲁基金购买力急剧增长引起了许多质疑。有人质问：耶鲁大学的受托人是不是倾向于将基金用于支持未来学者，而牺牲当代人的利益？尽管人们对最适宜的支出水平这一问题争论不休，但目前资产的增长是强劲的市场表现和有效的支出原则共同作用的结果，如果未来市场下跌，捐赠基金将能为耶鲁大学提供一个缓冲地带。

对于那些久经风浪的市场评论员而言，实际购买力和目标价值之间出现剧烈波动毫不稀奇。1982年，耶鲁基金与目标水平相比出现将近60%的赤字，24年后，投资组合出现170%的盈余。尽管市场波动总会导致机构财

<sup>①</sup> 事实上，耶鲁基金的增长中，一大部分来自于投资收益。过去20年中，相对于其他大学院校捐赠基金的平均业绩，耶鲁基金大约增长了124亿美元。



富发生增减变化，但聪明的投资组合经理会根据长期资本市场走势来安排投资和支出。评估资产的购买力是否得到保持时要考虑市场波动的积极结果和消极结果，并把它放在一个较长的时间框架中予以考虑。

当意外获得丰厚的投资收益时，人类本能的反应是将这笔财富消费掉。但是，如果市场一旦表现强劲就相应地提高支出比率，可能会给捐赠基金带来长期损失。主要原因如下：首先，如果机构在“丰年”提高支出比率，可能会把本该用于补充“歉年”的缓冲资金消费掉。其次，支出水平具有一定的刚性，提高后很难再降低，这会减少经营支出的灵活性。如果在市场繁荣时期提高支出比率，那么，在市场萧条时期，机构将面临双重困境，既没有缓冲资金来缓解财务困难，又要承受预算基数增加的负担。

维持目标支出比率是机构财政纪律的核心，因此，有责任感的受托人不会轻易改变目标。理智、冷静的基金经理不会因近期投资业绩强劲而盲目地增加支出，而是会审视过去的好运气未来能否持续，以便未雨绸缪，应对未来的不时之需。只有当机构的投资政策和支出政策发生根本性好转时，受托人才能改变目标支出比率。

人们要用长远的眼光来评估捐赠基金是否维持了购买力。在投资损失惨重的年份降低支出率或者在投资收益丰厚的年份提高支出率的做法均不可行，均会伤害教育事业。如果在熊市中削减教学科研项目，在牛市中扩张教学科研项目，那么，教育机构将遭受无谓的波动，捐赠基金将无法缓冲金融市场价格波动对大学正常运行造成的影响。有责任感的受托人往往并不注重市场变动引起的资产价值短期波动，相反，他们总是坚决地保护资产的长期购买力。

#### 第四节 支出的可持续性评估

捐赠基金管理者致力于为教育机构提供大量、可持续的资金支持。为了保证在任何时候都可以“支持相同的活动”，捐赠基金每年的支出增长率至少要达到受捐赠机构所消费的商品和服务价格的实际上涨率。当新增捐赠资产“扩大支持的活动范围”时，基金支出的资金必须相应增加以便能够持续支持新增加的活动。

与保持资产购买力的长期目标不同，为教育机构提供大量、可持续的

资金支持是捐赠基金的中期目标。因为捐赠基金支出的巨大波动会破坏教育机构预算的稳定性，所以，捐赠基金经理要努力支出基本稳定的资金来支持教育机构运营。

### 一、耶鲁捐赠基金的支出

图3—3显示的是支出持续性的分析结果，与图3—2中的购买力评估结果相对应。这项分析以1950年基金的支出水平作为基数，随后每年的目标支出水平增长幅度等于当年的通货膨胀率加新增捐赠资金的支出。为了便于分析，我们假定新增捐赠资产的支出比率为4.5%，与耶鲁大学的长期支出比率保持一致。

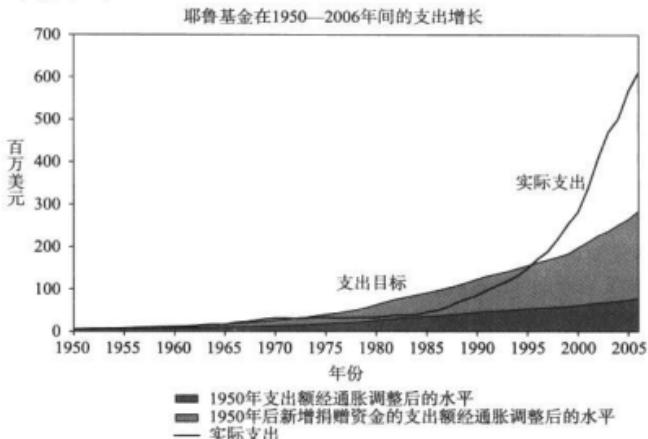


图3—3 耶鲁基金支出水平增长超过了通货膨胀率

资料来源：Yale University Financial Statements. Higher Education Price Index data from Research Associates of Washington.

通过对过去56年的支出分析可以发现，耶鲁基金每年都成功地增加或维持名义支出水平。然而，经通胀调整后，每年的支出水平参差不齐。20世纪五六十年代，耶鲁基金连续20年达到经通胀调整后的支出目标，但是，从20世纪70年代开始，耶鲁基金的实际支出水平落后于恶性上升的通胀率。从20世纪80年代中期开始，支出迅速增长并超过通胀率，逐步弥补了实际支出与经通胀调整后的支出目标之间的缺口。但是，尽管20世纪八九

十年代支出增长强劲，直到 1996 年，耶鲁基金的支出水平才再次超过经通胀调整后的目标支出水平。

到 1994 年，耶鲁基金的购买力达到了 1950 年资产加新增资产的购买力水平，两年后，1996 年，耶鲁基金的支出水平才达到相应的目标，这两年的时滞主要归因于支出政策的平滑机制所起的抑制作用。虽然从 20 世纪 80 年代早期开始到 90 年代末，耶鲁基金增值速度很快，但支出原则中使用的移动平均方法使基金的支出增长低于资产增值的速度。

平滑机制的效果在 2006 年的支出水平上表现得更为明显。当时耶鲁基金的总值为 152 亿美元（截至 2005 年 6 月 30 日），如果按照 5.25% 的目标支出比率，预计支出应为 7.99 亿美元（忽略通胀因素），但 2006 财年的实际支出水平仅为 6.18 亿美元。随着时间的推移，支出原则将使实际支出逐渐向目标水平靠拢，也就是说，如果耶鲁基金维持目前 152 亿美元的资产规模，那么几年后支出水平就可以达到 7.99 亿美元。

有时，捐赠基金当代的受益人会抱怨基金支出增长落后于资产增长，但是，支出政策的平滑机制在减弱基金资产价值波动对支出流量的影响方面确实起到了重要作用。事实证明，耶鲁基金的支出政策在抑制波动方面卓有成效。过去 56 年中，支出水平每年变动百分比的离差（dispersion）（标准差为 6.9%）远远小于基金资产价值变动的离差（标准差为 12.4%）。有效的支出原则可以使机构进行风险较高的投资，并同时避免投资收益波动对机构预算支持的影响。

有时，如果遇到市场暴跌，即便是最有效的支出政策也无力保护资产。20 世纪 70 年代，捐赠基金提供稳定预算支持的政策就曾遭遇惨败。当时，美国国内股票和债券的收益率都低于通货膨胀率，在这种环境下，基金经理无计可施。尽管 20 世纪 70 年代初实际支出水平高于经通胀调整后的 1950 年目标水平，但是，到 1980 年，实际支出水平不到经通胀调整后的目标水平的一半。面对 20 世纪七八十年代恶劣的市场环境，耶鲁基金只能努力保持名义支出水平，而这在当年通胀率高企的环境中是远远不够的。尽管 1980 年后名义支出水平开始上升，但目标水平上升更快。到 1984 年，实际支出水平达到低点，仅为目标水平的 44%。

以五年时间作为各自单独但彼此并不独立的时间区间来看，耶鲁大学在 1971—1981 年间所经受的实际支出水平六度下降超过 25%。实际支出水平严重下降表明，这段时间内捐赠基金提供稳定预算支持的努力完全失

败了。

捐赠基金投资与支出政策成功与否，最终体现在它是否能够提供大量稳定可靠、可持续的资金来支持机构运营。也许有时市场环境会影响基金实现目标，但是，如果投资者推行明智的资产管理和支出政策，将有利于实现资产保值目标与提供大量、稳定的预算支持目标之间的平衡。

## 第五节 基金会的投资目标

基金会和教育机构捐赠基金有一些共同之处。与教育捐赠基金一样，基金会一般也都享有税收优惠，并持久存在。然而，对许多基金会而言，持久存在只是一种选择而非义务。如果基金会的使命是支持紧急的项目，譬如为某种急性传染病研究提供资金，这时基金会受托人可以决定动用所有资金以便尽快实现目标。即使基金会没有承担紧急项目，受托人也有权选择按一定速度使用基金资产直至耗尽。

基金会和教育捐赠基金也有一些不同之处。捐赠基金经理一方面有权决定组合配置、管理捐赠资产，另一方面要制定支出政策、规定捐赠资产的义务。由于受托人可自行制定投资政策与支出政策，其灵活性更高，更有可能实现机构的目标。

在管理方面，基金会和教育捐赠基金一样，受托人也享有较高的灵活性，能够完全控制资产配置政策。但是，在支出方面，基金会用于支持慈善事业的支出至少要达到资产的5%，否则就要面临高额税率的惩罚。这种强制性的最低支出要求意味着，基金会面临的投资问题与教育机构捐赠基金经理面临的投资问题相去甚远。

捐赠基金分配的资金为教育机构提供了大量支持，当它陷入停顿时，教育机构可以用其他收入来源来补充预算。捐赠基金分配的资金通常只占教育机构经营预算的一小部分，在多数研究型大学的支出中，其占比平均大约仅为12.5%。<sup>[7]</sup>对于大多数教育机构而言，捐赠基金分配的资金大幅减少会给它们造成困难但不至于威胁生存。

相比之下，基金会几乎完全依靠投资收益来支持运营。2006年，10家最大的资助型基金会（grant-making foundation）中，有8家的总收入几乎完全来自投资收益。尽管基金会在增减其所资助的项目方面比教育机构更

灵活，但是，基金会也需要维持相对稳定的资金流以避免经营中断，特别是当某些资助项目延续多年时，资金流的稳定性尤显重要。由于基金会高度依赖投资收益，因此，管理人在构建投资组合时要以低风险资产为主。

相比之下，大学经常会得到校友和社会各界的资助，这些新增的捐赠资产是支持学术项目的重要资金来源。市场不景气时，新增的捐赠资产可以弥补捐赠基金对大学预算支持的不足。市场景气时，新增的捐赠资产可以帮助大学扩大支持项目的范围。随着时间的推移，新增捐赠资产的累积效果将对大学产生重要作用。

### 一、新增捐赠资产的影响

通过考察哈佛大学、耶鲁大学和卡耐基基金会在 20 世纪的经历，我们可以更深刻地了解新增捐赠资产的重要作用。华盛顿的卡耐基基金会是安德鲁·卡耐基 (Andrew Carnegie) 的众多慈善事业之一，它主要是用于资助天文学、植物学、胚胎学、全球生态学和土壤科学等学科最前沿的研究工作。该基金会成立于 1902 年，资产规模为 1 000 万美元，在 1907 年和 1911 年先后两次增加资产 200 万美元和 1 000 万美元。卡耐基基金会 2 200 万美元的资产规模与 1910 年哈佛大学 2 300 万美元的基金规模相比不相上下，远远高于耶鲁大学 1 200 万美元的资产规模。

在过去近一个世纪中，卡耐基基金会资产增长超过了通货膨胀。截至 2006 年 6 月 30 日，其资产规模已经达到 7.20 亿美元，原资产规模经通胀调整后为 4.90 亿美元，实现了一定幅度的增长。但是，最初规模与之接近的哈佛捐赠基金现在已经达到 292 亿美元，耶鲁基金也有 180 亿美元，都远远超过了卡耐基基金会。投资目标与支出政策差异的确可以部分解释这一现象，但缺少持续的新增捐赠资产流入是卡耐基基金会远远落后于哈佛基金和耶鲁基金的最根本的原因。

基金会受托人总会面临一系列相互冲突的目标，既要提供稳定的运营收入，又要保证基金会持续存在，还要达到税务部门规定的最低分配要求。由于没有其他外部收入来源，基金会容易受到投资收益恶化的影响。要维持短期资金支出的稳定性，基金会需要投资于波动性较低的组合；而要维持资产的长期购买力并且保持较高的支出比率，基金会只能选择风险更高的投资组合，以期获得更高的收益。通常，基金会会选择低风险投资，以期为所支持的项目提供稳定的资金来源。结果，基金会的支出比率往往不按

照资产保值的要求来设计，这意味着，长期来看，随着购买力下降，大多数基金会的作用将减弱。

尽管捐赠基金和基金会表面上有许多相似之处，但它们在许多重要方面都存在差异，包括对支出的控制、所支持的项目对基金分配的依赖程度，以及能否持续获得外部新增资金等。虽然两者在投资特征上有不少相同之处，但它们之间的区别导致这两种基金的目标存在显著差异。这一现象再次强调了仔细考虑投资基金与机构目标之间关系的重要性。了解基金的宗旨以及制定相关的机构目标是基金管理过程的重要起点。

## 第六节 异议观点

在学术界，对于一些重大问题，人们总是众说纷纭，莫衷一是。对于捐赠基金，争论的焦点总是代际问题，即如何权衡当代利益与未来利益：当代受益人总是认为基金的支出水平未能给大学运营提供足够多的支持。

耶鲁大学法学院教授亨利·汉斯曼（Henry Hansmann）对建立捐赠基金的适当性提出了质疑，不过，他提出的问题超越了基金支出比率领域本身。1998年8月2日接受《纽约时报》采访时，汉斯曼表示，“一个外行人可能会认为私立大学的主业就是运作大量的投资资产，教育机构不过是它们的副业，它们可以随意扩张或紧缩教育项目来缓冲投资收益。”<sup>[8]</sup>他认为受托人追求的“真实目标”是积累一个规模庞大并且不断增长的基金，教育经营是对无限制积累金融资产的束缚。管理者和员工们之所以寻求捐赠资金，是希望得到工作保障和良好的校园环境，并且减轻工作量，而捐资校友们关注的是名誉资本，希望分享富足的教育机构所带来的荣耀。

在《大学为什么需要捐赠基金》一文中，汉斯曼用20世纪六七十年代的经历来支持自己的观点。他认为，“20世纪70年代的金融危机”给高等教育带来损害，因为“对私立教育的需求下降，政府对大学的支持停滞，能源成本急剧增长”。<sup>[9]</sup>汉斯曼认为，大学纷纷发现自己正受到收入减少和开支持续增长的巨大压力。他评论道，“几乎没有证据表明大学把捐赠基金主要作为经营预算的后备缓冲。”<sup>[10]</sup>

### 一、耶鲁捐赠基金的缓冲作用

汉斯曼的观点其实根本站不住脚，只需要分析捐赠基金对他的雇



主——耶鲁大学——的作用就足以证明这一点。20世纪60年代繁荣时期，耶鲁基金利用支出政策抑制了支出的过度增长；20世纪70年代萧条时期，捐资基金则帮助耶鲁大学缓冲了财务困境。在整个20世纪60年代，耶鲁基金平均每年支出4.4%用于支持学术项目。尽管预算支持强劲、投资收益突出，但这段时期耶鲁基金的支出水平仍然坚守长期可持续原则。

相反，20世纪70年代，为了部分抵消经济不景气的冲击，捐赠基金将支出比率提高到年均6.3%的水平。尽管当时为了支持大学预算，耶鲁基金的支出比率高得难以持续，但耶鲁大学在这十年中还是年年出现赤字。“逆势而为”的政策使捐赠基金损失严重，尽管有大量新的捐赠资产注入，但1968—1982年间，耶鲁基金资产的购买力还是下降超过60%。

历史纪录表明，耶鲁大学运用捐赠基金减轻了严重的收入波动对学校预算造成的负面影响。20世纪50年代、60年代、80年代和90年代，学校的运营环境整体平稳，所以基金的支出比率基本稳定在3.8%~4.4%的范围内。相比之下，在赤字比较严重的20世纪70年代，基金的支出比率大幅提高，1971年达到根本不可持续的7.4%的高位。如果20世纪70年代没有捐赠基金的大力支持，耶鲁大学的经营将会更加困难，甚至可能会对学校本身造成长期损害。

历史表明，耶鲁大学利用了捐赠基金来缓冲经济困难对学术项目的影响，除此之外，学校的支出政策本身也把预算稳定性的目标放在了突出位置。耶鲁大学每年的支出等于通胀调整后的上年支出水平的80%加上上一财年末捐赠基金经通胀调整后的市场价值乘以长期目标支出比率所得金额的20%。耶鲁大学非常重视预算的稳定性，十分注重运用捐赠基金来减轻金融波动所造成的冲击。

## 二、支出政策的两个极端

支出政策的两个极端分别是强调保持支出稳定和强调基金资产保值。在这两个极端中，耶鲁大学的支出政策更强调保证捐赠基金为大学运营提供稳定的资金支持。如果大学更看重基金积累而非教育发展，那么支出水平就要与资产保值的目标一致。举一个极端的例子，如果机构只注重维持捐赠基金的资产规模，就会只支出投资收益中高出通货膨胀率的部分；反过来，如果学校只注重保证捐赠基金支出水平的稳定性，那么支出水平将会随通货膨胀率的上升而上升，丝毫不会理会基金资产市场价值的波动。

图3—4A显示了这两种极端的支出政策下的支出模式，其中所采用的收益率是20世纪六七十年代的市场收益率。图3—4A(a)模拟了保持实际支出水平不变的情况下的支出状况，图3—4A(b)模拟了强调资产保值情况下支出的显著波动。如图所示，如果以保持基金购买力为唯一目标，那么，按照模拟结果，在超过半数的年份中基金都无法为学校运营提供任何资金支持。

图3—4B显示了极端的支出政策对捐赠基金规模的影响。如图3—4B(a)所示，如果执行保证支出稳定的政策，捐赠基金的实际价值将发生剧烈波动。相反，如图3—4B(b)所示，如果执行只重视保持捐赠基金购买力的政策，基金的资产价值就会表现相对平稳。

如图3—4A(a)和图3—4B(a)所示，强调捐赠基金提供稳定的经营预算支持的政策只有在良好的金融市场环境才能成功发挥作用。图中用20世纪60年代和70年代数据模拟的结果截然不同恰恰证明了这一点。

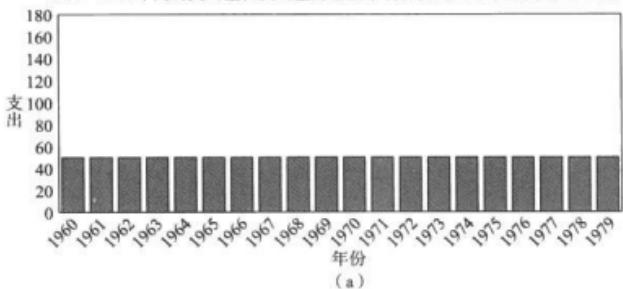
20世纪60年代，投资者获利丰厚，股票和债券的年收益率分别达到7.8%和3.5%，而与此同时，每年的通货膨胀率只有2.5%。因此执行稳定的支出政策对基金影响并不大，购买力下降大约只有10%。

进入20世纪70年代以后，经济与金融形势发生了急剧变化，通货膨胀率高企，各种证券表现极其糟糕，结果捐赠基金投资组合的收益一塌糊涂，严重地威胁教育机构运营。此时，每年的通货膨胀率高达7.4%，比国内股票收益率高5.9%、比债券收益率高7.0%，比现金资产收益率高6.3%，投资者简直陷入走投无路的境地。模拟结果表明，如果在1970年投资组合坚持执行保持支出水平稳定的政策，那么到20世纪70年代末该组合的购买力损失将超过60%。

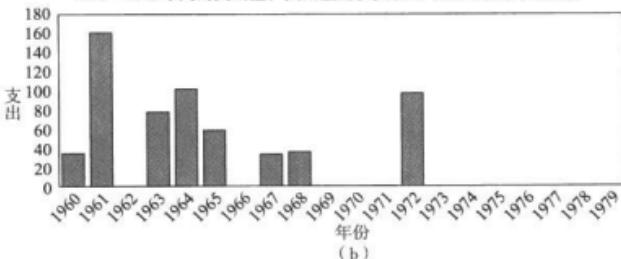
如图3—4A(b)和3—4B(b)所示，如果执行只注重维持捐赠基金资产规模的政策，捐赠基金在1960—1979年的20年中有12年无法提供任何经营预算资金，这说明片面强调资产保值是不可行的。即使是在市场环境良好的20世纪60年代，如果执行该政策，捐赠基金在10年中仍有3年无法为学校运营提供任何预算支持。在市场环境恶劣的20世纪70年代，如果执行该政策，捐赠基金在10年中只有1年能够为学校提供部分预算支持，即便如此，保持资产规模稳定的政策也没有达到预期效果，因为基金的购买力在这一时期下降了将近24%。

如图3—4A(c)和3—4B(c)所示，耶鲁大学的支出政策更接近于保

保持支出水平稳定的政策（模拟）有助于基金持续提供经通胀调整后稳定的预算支持  
1960—1979年间的支出量，支出量为基金市场价值的5%，并按通胀率调整



保持捐赠基金购买力稳定的政策（模拟）不能为机构提供可靠的预算支持  
1960—1979年间的支出量，支出量为投资收益中超出通胀率的部分



耶鲁基金的支出政策为大学提供了稳定的预算支持  
1960—1979年间的支出量，耶鲁基金的实际支出政策

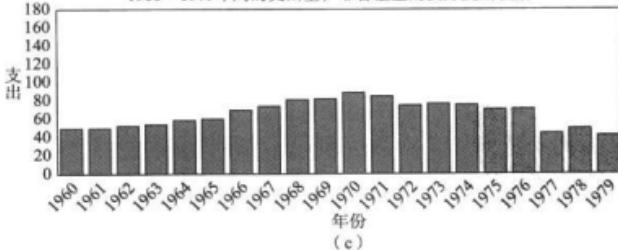
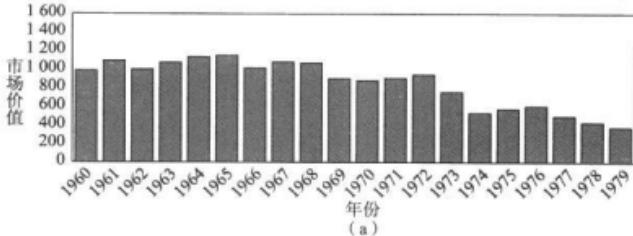
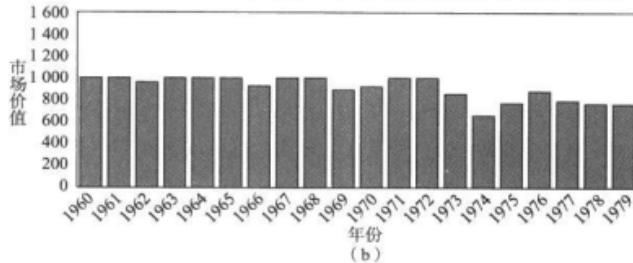


图 3—4A 极端支出政策下捐赠基金支出资金量的比较

保持支出水平稳定的政策（模拟）侵蚀了经通胀调整后捐赠基金的市场价值。1960—1979年间捐赠基金的市场价值，支出量为市场价值的5%，并按照通胀率调整。



保持捐赠基金购买力稳定的政策（模拟）有利于保护捐赠基金的资产价值，并能对冲通胀影响。1960—1979年间捐赠基金的市场价值，支出量为投资收益中超出通胀率的部分。



耶鲁基金的支出政策注重提供稳定的预算支持，但要以资产保值为代价。1960—1979年间耶鲁基金的实际市场价值。

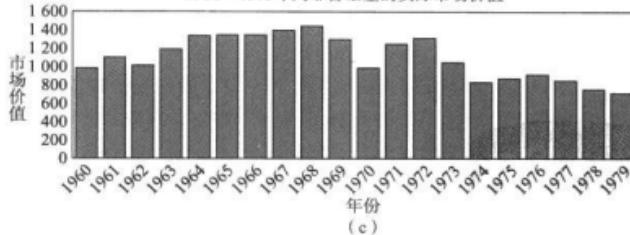


图3-4B 极端支出政策下捐赠基金市场价值的比较

持支出稳定的政策。与其他教育机构一样，20世纪70年代市场萧条时期，为了提供资金支持耶鲁大学的学术项目，耶鲁基金遭受了严重的资产损失。



难以持续的高支出比率使资产的购买力下降超过 40%。耶鲁大学的做法推翻了汉斯曼关于维持捐赠基金价值占据了支配地位、教育活动的扩张与收缩仅是为了缓冲基金资产规模的论点。

## 第七节 结论

投资政策和支出政策服务于教育机构积累捐赠基金的根本目的是提高稳定性、增强独立性和创造一流的教育机构。如果实现了资产保值的长期目标和保证稳定预算支持的中期目标，大学院校就满足了经济学家詹姆斯·托宾对捐赠基金的要求——“能为每代人都提供相同的支持”。<sup>[1]</sup>

捐赠基金受托人面临的挑战是如何权衡相互矛盾的两个目标——资产保值和支持机构的当前运营。支出政策可以通过明确指出资产保值和提供稳定的预算支持这两个目标的相对重要性解决这两个目标之间的矛盾。在决定基金能否实现平等支持各代人的目标中，目标支出比率的作用至关重要。如果支出比率过高，当代学者受益较多；如果支出比率过低，未来学者受益较多。

捐赠者总希望能够为指定的活动提供长期支持，要求基金经理无论何时都能保持购买相应商品和服务的能力。教育机构的通货膨胀率超过了一般物价水平上涨，因为高度依赖人力资源的教育机构通常难以在保证质量的前提下提高生产率，这增加了保持基金购买力的难度。新增捐赠资产并不能缓解这种压力，因为资金注入的同时也扩大了机构需要支持的活动范围，从而扩大了需要保值的投资组合的规模。

不同类型基金的基金管理人在提出和制定目标的过程中都能受益匪浅，也会据此得出各异的结论。即使像捐赠基金和基金会这样如此相似的两个机构，机构性质的不同也会导致两者的目标相去甚远。在各自不同的经营环境下，基金经理需要制定适合本机构的投资目标来适应本机构特有的优势和局限。

投资目标是基金管理过程的重要基础，是评估各种投资政策与支出政策的最终标尺。投资目标影响构建投资组合的原则，是基金经理的重要行动指南。投资者在投资过程中应将制定组合目标置于核心地位，并以能否满足机构目标为标准来评价资产配置和支出政策的优劣。

## 本章注释

- [1] James Tobin, "What Is Permanent Endowment Income?" *American Economic Review* 64, no. 2 (1974): 427 - 432.
- [2] Harvard University, *Managing Harvard's Endowment* (Harvard University, 1990).
- [3] 尽管哈佛大学 1974 年的支出政策存在漏洞，但是实践中哈佛大学支出水平仍保持在比较谨慎的水平，与可比机构接近。
- [4] Yale University, *Report of the Treasurer, 1965—1966*, ser. 62, no. 19 (New Haven: 1966), 6 - 7.
- [5] 全美大学商务官员协会 (NACUBO)。数据来源于剑桥协会对捐赠基金的各种研究 (Endowment Studies)。
- [6] 在 2006 年 NACUBO 调查中，335 个机构表示正在使用目标支出比率。
- [7] 参见表 2—2。
- [8] Karen W. Arenson, "Q&A. Modest Proposal. An Economist Asks, Does Harvard Really Need \$15 Billion?" *New York Times*, 2 August 1998.
- [9] Henry Hansmann. "Why Do Universities Have Endowments?" *PONPO Working Paper No. 109*, Program on Non-Profit Organizations, Institution for Social and Policy Studies, Yale University. January 1986, 21.
- [10] Ibid., 23.
- [11] Tobin, "Endowment Income," 427.



## 第4章 投资理念

成功的投资者总是遵循连贯一致的投资理念，并自始至终将其应用到投资组合管理过程的每个环节。成功的投资理念经得起时间考验，对投资活动洞察深刻，并且已经上升为一种持久的职业信仰。面对市场时，投资者的核心信念是，如何找到能够实现机构目标、获取投资收益的最有效的方法。

常用的投资组合管理工具主要有三种，即资产配置、择时（market timing）和证券选择，它们是创造投资收益的主要动力。投资者在构建组合的过程中自行决定这三种工具的相对重要性，使其发挥各自的作用，为投资组合收益做出应有贡献。

资产配置是构建投资组合的第一步，它包

括选择并定义构建投资组合的各种资产类别，以及决定各资产类别在投资组合中的比重。机构的投资组合中，典型的资产类别包括国内股票、外国股票、固定收益及绝对收益类投资、实物资产和私人股权。投资组合政策描述的正是基金中配置各资产类别的目标比重。

择时是指通过短期内偏离长期资产配置目标来获利的一种投资策略。例如，假定一个基金的长期资产配置目标是股票和债券投资各占 50%，但是，当基金经理认为当时股票价格相对便宜而债券价格相对昂贵时，他会提高股票投资比重到 60%，降低债券投资比重到 40%。这种通过提高股票比重、降低债券比重而获取的收益归功于择时策略。

证券选择是指对单个资产类别进行积极管理。积极型基金经理构建投资组合时不会像被动型基金经理那样完全忠实地复制市场。当一个投资组合的资产配置状况与市场整体不同时，其投资收益的一部分要归功于积极投资组合管理策略。例如，在一个特定的投资组合中，对美国股票这一资产类别进行证券选择所产生的收益将是该投资组合中美国股票收益与国内股票整体收益〔以威尔希尔 5 000 指数（Wilshire 5000）等为基准〕的差额。

### 一、资产配置的作用

许多投资者都信奉一个金融法则，即合理的资产配置决策决定投资收益，择时和证券选择的作用是次要的。在 2000 年发表的一项研究中，罗杰·伊博森（Roger Ibbotson）和保罗·卡普兰（Paul Kaplan）考察了多篇关于资产配置对投资收益贡献的研究论文。他们评论说：“平均而言，资产配置政策对组合收益的贡献略超出组合的总收益”，这意味着证券选择和择时对投资收益没有任何实质性贡献。<sup>[1]</sup>伊博森和卡普兰总结道：“长期来看，基金投资收益的变化中大约 90% 可以归因于资产配置政策的变化。”<sup>[2]</sup>这一结论无疑再次印证了资产配置决策的核心作用。

资产配置决定投资收益，投资者经常认为这是一个不言自明的道理，然而，事实并非如此。伊博森和卡普兰的研究描述的是投资者行为，而非金融理论。试想一下，如果有这样一个特殊的投资组合，它仅由一只股票组成，并且执行买入并长期持有的策略，那么这一组合的收益就主要取决于证券选择的结果。此外，对那些短线交易债券期货的投资者来说，择时决定了他们的投资收益。

很明显，机构投资组合通常包含不止一只股票，而且很少采用短线炒作（day-trading）的投资策略。实际上，机构投资者持有广泛分散化的投资组合，并且尽量避免择时操作，因此资产配置决策便成为决定投资组合收益的最重要因素。由于准确择时和选择合适证券的难度相当大，投资者通常避免频繁调换投资组合，并且进行分散化投资。因此，资产配置决策是投资组合管理的合理基础，也是投资收益的最大决定因素。

对投资组合的决策者来说，首先他们要认识到投资者要自行决定资产配置、择时和证券选择三者的相对重要性。有见识的投资者不会被动地将资产配置奉若神明，而是把这三个因素均作为重要、独立的投资收益来源。他们在投资理念中阐述资产配置、择时和证券选择三者各自的作用，投资管理过程的基本特征也在这一过程中形成。

资产配置是投资过程的核心环节，是投资者进行投资决策的稳定基础，并且符合长期政策目标。把资产配置决策作为投资管理的重心，择时和证券选择决策的重要性也将随之减弱，投资业绩对易变、不可靠因素的依赖程度也将降低。

在投资组合中选择合适的资产类别至关重要，这在很大程度上决定了投资的成败。为了选择合适的资产类别，投资者需要重点分析各种资产的功能特征，并考虑它是否能为投资组合带来收益或者是否能够降低组合的风险。偏重股权投资可望提高潜在收益，而追求分散化投资则可望降低风险。对长期投资者而言，资产配置决策是他们各项工作的重中之重。

稳健的长期投资者在资产配置中要体现股权偏好和分散化投资的基本原则。历史经验和金融理论都证明，股权投资的收益比债券投资高。因此，追求高收益率的投资者自然会倾向于配置大量的股票资产。同时，由于将组合资产集中配置于一种资产类别的风险较高，谨慎的市场参与者要采取分散化投资策略。在偏重股权投资的同时维持适度的分散化是构建投资组合的基础。

## 二、择时的作用

查尔斯·埃利斯（Charles Ellis）认为，择时是一种失败的投资策略。“没有任何证据表明，机构有能力持续在市场低迷时进入，在市场高涨时退出。在预期市场即将发生异动时在股票和债券、股票和现金之间转换的策略成少败多。”<sup>[3]</sup>

择时操作使投资组合的特征偏离资产配置政策的预定目标，从而不可避免地使风险和收益与预期不符。如果择时投资者不看好股票市场，他将降低股票仓位，增加现金头寸，那么投资组合面临的风险将下降，但长期预期收益水平也将随之下降。由于这样的择时策略降低了组合的预期收益，采用该策略的投资者择时成功的几率必须大幅超过50%才能最终取得投资成功。不过，对于那些拥有大量现金头寸以期见机而行、超越大盘的投资者而言，市场上的投机气氛、交易成本以及交易对市场产生的影响都将成为他们取得成功的障碍。

如果择时投资者增加高风险资产的配置、降低低风险资产的配置，整个投资组合的风险水平将被提高，那么基金受托人必须考虑投资组合的风险水平超过预定目标的做法是否可行。如果高风险投资组合符合机构的目标，那么，基金经理应该考虑采用这种投资组合。如果高风险使基金受托人感到不安，那么出于谨慎考虑，受托人应该拒绝那些哪怕只是临时增加风险的行为。稳健的投资者应避免择时策略。

### 三、证券选择的作用

在有效市场中，择时之类的积极管理策略往往会使投资者的整体收益。就相对收益而言，证券选择同样是一个零和游戏。例如，国际商用机器公司（IBM）的股票（其他任何上市交易的股票也一样）在美国股票市场上所占的市值比例是确定的、可以测量的，因此一些投资者超配IBM的股票必然导致其他投资者低配IBM的股票。超配IBM股票的积极型基金经理在建仓的过程中，其交易行为将对市场产生影响，并且产生交易成本。与之相对应，低配IBM股票的积极型基金经理同样也将对市场产生影响，并同样产生交易成本。然而，他们中间只有一方会是正确的。按照IBM股价相对于市场的变动，成功一方获得的收益恰恰等于失败一方遭受的损失。但是，积极型投资者要为这一零和游戏付出高成本，总体来说，他们的损失等于交易成本、管理费用和市场影响。

在低效市场中，积极投资管理可以产生巨大的潜在收益。事实上，在非公开交易市场上，被动地复制基准收益是不可能的。比如，在风险投资、杠杆收购、房地产、森林、石油和天然气市场上，即使可以获得这些市场的基准收益，投资者还是偏好于运用更加有选择性的投资组合管理方法。长期历史记录显示，总体而言，流动性较差的资产类别的投资收益比风险

较低的公开市场证券略逊一筹。

资产定价效率与积极投资管理的机会多少之间存在负相关关系。被动投资管理策略适用于有效市场，如美国国债市场。在高效市场上，市场基准收益就是投资收益，积极投资管理很少能够创造出超额收益。不过，在低效市场中，如私人股权，市场基准收益水平对投资者最终的业绩影响很小，投资业绩最终依赖于对投资品种的选择，积极投资管理策略却大有用武之地。

市场参与者如果愿意接受非流动性资产，将有机会获得风险调整后的超额收益。通常，高流动性资产的市场价格较高，因此严谨的投资者可以避免投资于价格过高的高流动性证券，而选择不为市场密切关注的、流动性较差且价格相对较低的资产来获取投资收益。

此外，价值导向的投资策略能够大大增加证券选择决策获得成功的可能性。投资者可以通过购买那些价格低于公允价值的资产来获得价值，也可以通过利用非常寻常的技能改善公司经营来创造价值。价值导向的投资者享有较大的安全边际，但冒进的投资者却没有。

不同资产类别中积极投资管理的机会存在差异，这是投资组合管理过程的重点之一。投资者重点投资于具有较多积极投资管理机会、定价效率低的资产类别中，可以大大提高成功的可能性。合理接受非流动性资产并采取以价值为导向的投资策略是一个明智、谨慎的组合管理方法。

投资者在构建投资组合时，自觉或不自觉地要对资产配置、择时和证券选择这三种工具各自的作用做出选择。坚实的投资组合管理框架以资产配置决策为基础，偏重股票资产投资并保持组合适当的分散化。由于择时策略通常难以成功，而且会导致投资组合的特征与目标产生偏差，因此严谨的投资者总是避免择时。对证券选择而言，尽管屡战屡胜的难度非常大，但是它有可能增加投资收益。合理地接受低流动性资产、采取价值导向的投资策略，投资者可以大大提高他们取得超额收益的可能性。

## 第一节 资产配置

### 一、股权偏好

由于投资风险较高的股权类资产可以产生较高的收益，所以许多成功

的长期投资者都对股权类投资情有独钟。高收益有助于实现基金保持购买力的目标，并且可以持续为机构运营提供预算支持。事实上，只有提高投资收益，基金实现资产保值和为机构提供运营支持这两大目标之间的矛盾才能得到缓解。

金融理论认为，接受更高的风险可以带来更高的预期收益，罗杰·伊博森和雷克斯·辛克费尔德（Rex Sinquefield）所搜集的历史数据也恰恰支持了这一论断。表4—1列出了投资于美国各种资产的财富乘数<sup>①</sup>以及通货膨胀的倍数。

**表4—1 长期来看，股票投资收益最为出色  
(美国各类资产的财富乘数和通货膨胀的倍数)  
(1925年12月到2005年12月)**

资产类别	财富乘数
通货膨胀	11倍
美国短期国债	18倍
美国长期国债	71倍
公司债券	100倍
大盘股	2 658倍
小盘股	13 706倍

资料来源：Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation. 2006 Year Book*.

表4—1的数据表明，如果1925年底将1美元投资于美国短期国债并将所有收益都进行再投资，那么到2005年12月31日，这1美元将增加到18倍，即为18美元。乍一看，18倍的投资收益似乎还算令人满意，但是，由于通货膨胀会吞噬大约60%的增长，经通胀调整后的投资收益就显得黯然失色。其实短期国债的低收益不足为奇，因为至少从两个方面来说，它的风险接近零。首先，投资者几乎不会面临任何信用风险敞口，因为美国政府也许是世界上信用最高的机构。其次，短期国债还能够对冲通货膨胀的影响，因为它的收益密切跟随物价波动。由于短期国债具有低风险、抗通胀的优点，其实际收益水平非常低。因此，对于那些追求较高实际收益（扣除通胀后的收益）的机构投资者来说，短期国债并非合适的投资工具。

<sup>①</sup> 财富乘数衡量的是各类资产2005年的价值是其1925年价值的倍数，反映了不同资产类别的长期收益。——译者注

再看风险略高于短期国债的长期国债。如果 1925 年底将 1 美元投资于长期国债，那么到 2005 年底，这 1 美元将会增加到 71 倍，即为 71 美元。长期国债与短期国债同样享有很高的信誉，但是它的实际收益却具有较高的不确定性。以伊博森与辛克费尔德的研究中所采用的 20 年期国债为例，在购买这种债券时，投资者面临长达 20 年未知的通货膨胀风险；如果持有期小于到期日，不仅实际收益率而且名义收益率也会频繁波动。较高的风险为长期国债带来了较高的收益，但它仍然不是那些追求较高实际收益的投资机构者的理想选择。

除政府债券外，另一种投资选择是公司债券。如表 4—1 所示，过去 80 年中，公司债券的财富乘数为 100，远远高于无信用风险的长期国债（71 倍）。其中超额收益部分是对公司债券的信用风险和赎回风险<sup>①</sup>的补偿。从本质上讲，高级别公司债券是一种混合型投资工具，除了具有债券的特征外，它还具有部分类似股权的风险和期权性（optionality）风险。

短期国债投资的 18 倍财富乘数、长期国债投资的 71 倍乘数和公司债券投资的 100 倍乘数是贷款的收益率。相对而言，贷款是低风险资产。就短期国债和长期国债而言，它们享有美国政府的完全信用担保，美国政府保证及时还本付息。就公司债券而言，债权人拥有对公司资产的优先索偿权。也就是说，公司在向股东分配利润之前必须先向公司债权人支付本息。

很明显，作为剩余价值的索取者（residual claimant），股东比债权人面临更大的风险。在极端情况下，当公司无力偿还债务时，股东也许会一无所获。尽管存在这些风险，或者说由于这些风险的存在，长期来看，美国股票的表现远远优于债券的表现。

再来看股票。如果 1925 年底将 1 美元投资于普通股，那么，如表 4—1 所示，在过去 80 年中，这 1 美元将会增长到 2 658 倍。与谨慎的现金投资 18 倍的财富乘数和长期国债投资 71 倍的财富乘数相比，风险相对较高的股票投资的财富乘数高达 2 658 倍，其中差别竟是如此之大。

股票投资的长期收益随风险的增加而增加。当投资者愿意承担更高风险投资于小盘股时，同样 1 美元的投资会增加到 13 706 美元。这一收益对

<sup>①</sup> 赎回风险是指债券发行人在到期日之前按固定价格赎回债券导致投资者收益降低的风险。通常利率下降（债券价格上涨）时发行人会赎回公司债券，这样公司可以通过发行新的低利息债券来以新还旧，降低融资成本。因此一般来说，当发行人赎回债券时，债券持有人往往会遭受一定损失。

其他类别资产来说，简直是天文数字。尽管人们对伊博森与辛克费尔德的研究中小盘股收益的测算方法存在争议，但我们仍然可以从中窥见，承担更高的股权风险的确可以带来更高的长期收益。

虽然伊博森和辛克费尔德研究中采用的 80 年数据已经得出了令人信服的结论，但是，如果我们考察更长时期的数据，股票收益的优势将更为明显。沃顿商学院教授杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）在《股市长线法宝》（*Stocks for the Long Run*）一书中，考察了 1802—2001 年间各种资产的投资收益。结合伊博森最近几年的研究，我们可以把西格尔的研究时间段进一步扩展到 2005 年。从中可以发现，从 1802 年到 2005 年这两个多世纪里，投资于美国股票的 1 美元可以增值到 1 030 万美元，而同期 1 美元的现金投资只能增加到 4 800 美元。正如表 4—2 所示，长期来看，股票投资收益远远高于国债。

另外，这一期间黄金投资的财富乘数仅为 27 倍，不仅远远低于低风险的短期国债，而且仅能勉强抵消同期 16 倍的通货膨胀，热衷于黄金的投资者定会感到失望。

**表 4—2 长期来看，股票投资可以产生令人惊叹的收益  
(美国各类资产的财富乘数和通货膨胀倍数)  
(从 1802 年 12 月到 2005 年 12 月)**

资产类别	乘数
通货膨胀	16 倍
短期国债	4 800 倍
长期国债	19 500 倍
大盘股	1 030 万倍

资料来源：Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation, 2006 Year Book*; Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run* (New York 2002); Bloomberg.

以上分析均表明，长期投资者可以通过投资高风险、高收益的股票而非政府债券或公司债券来实现财富最大化。这个结论看似显而易见，但仍需进一步解释。

仅仅关注美国证券市场收益的研究会遗漏一些重要信息。最近，威尔·格茨曼（Will Goetzmann）和菲利普·乔瑞（Philippe Jorion）对其他国家投资者收益的研究削弱了长期投资者优先投资于股票的信心。<sup>[4]</sup>他们的研究表明，20 世纪初，俄罗斯、法国、德国、日本和阿根廷市场交易活跃，



但随后这些市场都曾因种种原因一度中断，“这些原因包括政治动乱、战争和恶性通货膨胀等。很显然，在有关资本市场的长期研究中，这些市场所占比重相当小，影响较小。即使是美国、英国等最稳定的股票市场也在第一次世界大战期间被迫关闭了几个月”。<sup>[6]</sup>仅仅关注美国市场长期投资收益的研究忽略了一个事实：在国外市场中，投资者的业绩逊于美国投资者，有时甚至非常糟糕。

投资者偏好股权类投资或许仅仅是因为有限的地域投资经验所致，除此之外，存活者偏差<sup>①</sup>（survivorship bias）也会夸大股票投资的历史收益。一项研究表明，“美国股票市场 5% 的实际长期收益率是非常罕见的，其他国家股市的收益率通常比美国低 3%。”如果这一结论导致投资者对长期股权投资的收益预期降低，那么股权偏好投资策略的可行性将大打折扣。

总的来说，不仅历史经验表明，长期投资组合要偏重股权投资，而且金融理论也告诉我们，高风险伴随着高收益。尽管未来股票投资收益未必像美国股票历史收益那样丰厚，但是股权偏好的投资策略依然适用于长期投资者。

## 二、分散化投资

尽管关于市场收益的研究表明，较高的股票敞口可以为长期投资者带来收益，但是相关的风险却很少为人们所关注。过分集中于单一资产类别会给整个投资组合带来巨大风险。幸运的是，分散化投资为投资者提供了一种强有力的风险管理手段。通过分散化投资，投资者将组合资产分散到对市场因素反应不同的各种资产类别中，构建一个更加有效的投资组合。在给定的风险水平下，充分分散化的投资组合收益高于未充分分散化的投资组合。反之，收益水平相同时，充分分散化的投资组合面临的风险较低。现代投资组合理论首倡者哈里·马科维茨（Harry Markowitz）认为，分散化投资可以在不牺牲预期收益的情况下降低风险水平，对投资者而言，相当于是一顿“免费的午餐”。

① 当样本数据中不包括已经消失的市场（或投资基金、单只证券）时，存活者偏差现象发生。由于低收益、高风险市场（或投资基金、单只证券）中的投资往往比高收益、低风险市场（或投资基金、单只证券）中的投资更容易失败，因此仅包含存活者的样本数据总是会高估实际收益，而低估实际风险。

### 耶鲁基金和雄鹰银行的案例

耶鲁基金早期历史上曾因投资组合过度集中产生了灾难性后果。世纪初，耶鲁基金错误地把大量资金投资于一家银行——雄鹰银行（Eagle Bank），结果，雄鹰银行后来倒闭，耶鲁基金投资的资产几乎全部付之东流。这次失败的投资经历导致耶鲁大学几乎破产，它所造成的严重后果一直持续了数十年。这一案例充分说明了集中投资的巨大风险。

事情是这样的，1811年，耶鲁大学的财务主管詹姆斯·希尔豪斯（James Hillhouse）和他的一些著名同事——如伊莱·惠特尼（Eli Whitney）、威廉·伍尔西（William Woolsey）和西米恩·鲍德温（Simeon Baldwin）——成功地获得特许执照创立纽黑文雄鹰银行。当时纽黑文地区经济健康发展，商人阶层不断壮大，但只有一家银行为之服务。雄鹰银行把扶持工商业发展作为自己的目标，在成立之初便获得公众的高度信任。

雄鹰银行的第一任总裁威廉·伍尔西是一名经验丰富、头脑精明的商人和银行家。他先前曾经在纽约做过蔗糖投机交易商、硬件商人和商业银行家，后来回到纽黑文地区。考虑到雄鹰银行由伍尔西掌舵，而且其创建人也是纽黑文的优秀市民，耶鲁大学的财务人员丝毫不怀疑雄鹰银行的安全性，而且还向康涅狄格州申请了特殊分配额度，允许其投资于雄鹰银行的资金规模超过投资于一家银行股票的法定限额（5 000 美元）。事实上，耶鲁基金的投资不仅远远超过了法定限额，而且基金受托人还通过举债实现投资杠杆化。1825年，除了少数市政项目的股票外，耶鲁基金的其他全部资产都投资在雄鹰银行。

不幸的是，耶鲁大学对雄鹰银行的信心只不过是一厢情愿的美好愿望。1825年，总裁伍尔西返回纽约进行商业活动时，他提拔了乔治·霍德利（George Hoadley）继任雄鹰银行总裁一职。霍德利毕业于耶鲁大学，是一名执业律师，同时也是纽黑文市市长。当时，雄鹰银行的其他创始人因公务缠身而无暇监督霍德利。1825年9月，霍德利以未完全要求抵押的形式贷出雄鹰银行几乎所有资金。此后，整个泡沫破灭了，雄鹰银行宣布破产。耶鲁大学因此损失了21 000多美元，捐赠基金总价值骤降至1 800美元，学校尚未偿还的债务总额高达19 000多美元，校长杰里迈亚·戴（Jeremiah Day）被迫进行紧急融资。雄鹰银行的倒闭给纽黑文市带来灾难性打击，其经济从此加速陷入萧条。乔治·霍德利羞愧至极，移居俄亥俄州克利夫兰市，在那里担任法官一职度过余生。

### 克拉克基金会和雅芳的案例

尽管耶鲁基金过度集中的投资发生在 19 世纪初，但类似情况至今仍然存在。美国十五大基金会中，有两家——利里基金（Lily Endowment）和斯达基金会（Starr Foundation）——几乎将所有资产投资于单只股票，另外一家——罗伯特·伍德·约翰逊基金会（Robert Wood Johnson Foundation）——投资于单只股票的资产远超过总资产的 50%，还有一家——安妮·凯西基金会（Annie E. Casey Foundation）——投资于单只股票的资产超过总资产的 25%。这些基金的受托人并没有意识到，他们过去集中投资的良好收益在一定程度上归功于好运气，而且已经接近强弩之末，因此，他们继续因循过去的成功经验，将资产集中投资到单一证券中。成也萧何，败也萧何，许多曾经因集中投资而大获成功的机构，最终也因同样的原因失败、被人遗忘。许多投资于单只股票的基金最终为其过分集中的投资策略付出了代价。

有时，即使投资者花大力气进行分散化投资，其结果也可能令人失望。20 世纪 70 年代初，埃德娜·麦康奈尔·克拉克基金会（Edna McConnell Clark Foundation）的受托人决定减少所持雅芳（Avon）公司的证券头寸（克拉克基金会是由雅芳公司出资成立的）。他们决定出售雅芳公司的部分股票，将所得资金交给外部投资管理公司来管理，以达到分散化投资的目的，从而减轻对雅芳的过分依赖。这个决定的时机非常好，因为当时正值大盘成长股的大牛市，雅芳公司和其他一些“漂亮 50”（Nifty Fifty）<sup>①</sup> 公司的股价已涨到前所未有的高位。

克拉克基金会的受托人选择了当时最强大的资产管理公司摩根大通为其管理投资组合。摩根大通效仿以往行之有效的策略，迅速将克拉克基金会的资产分散投资到其他一些高质量成长型股票中，结果，由于克拉克基金会的这种分散化投资只是在“漂亮 50”股票之间进行，所以，后来成长股泡沫破灭时，克拉克基金会丝毫未能因分散化投资而幸免于难。

耶鲁大学集中投资于雄鹰银行的案例和克拉克基金会投资于“漂亮 50”

---

<sup>①</sup> “漂亮 50”是 20 世纪 70 年代初的一种现象，指的是当时大约 50 家高质量成长公司的股票。投资者认为这些股票是一种特殊的“单一决策”股票，也就是说，这些股票的前景非常光明，只需要决定什么时候买入，是不可能卖出的。

公司股票的悲惨结局警示投资者，要避免投资组合过分集中。真正的分散化投资要求投资者将资产分散投资于对市场驱动因素反应不同的各种资产类别上。

### 1. 股票和大萧条

有时，即使是覆盖范围广泛的资产类别也可能会给投资者带来难以承担的风险。表 4-3 显示了在 1929 年 10 月大萧条期间小盘股的财富乘数。

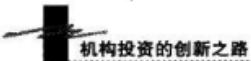
**表 4-3 高风险资产遭遇百年不遇的大萧条  
(1928 年 11 月到 1932 年 6 月，小盘股的财富乘数)**

日期	财富乘数
1928 年 11 月 30 日	1.00 倍
1929 年 12 月 31 日	0.46 倍
1930 年 12 月 31 日	0.29 倍
1931 年 12 月 31 日	0.14 倍
1932 年 6 月 30 日	0.10 倍

资料来源：Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation, 2006 Year Book*.

表 4-3 表明，小盘股股价在 1928 年 11 月阶段性见顶。如果当时投资 1 美元，到 1929 年 12 月它将损失 54%，到 1930 年 12 月又会损失 38%，到 1931 年 12 月又将损失 50%，最后到 1932 年 6 月再损失 32%。因此从 1928 年 11 月到 1932 年 6 月，市场大跌几乎使所有的原始投资化为乌有。不管是机构投资者还是个人投资者，没有任何人可以承受如此之痛。在那段时期，随着市场大跌导致部分股票缩水高达 90%。投资者纷纷抛售小盘股，将所得资金投资到国债上，并发誓今后再也不会进入股票市场。很明显，在 1932 年 6 月大萧条最严重时期抛售股票是非常不明智之举。如果当时投资小盘股 10 美分，到 2005 年 12 月 31 日，将增长超过 137 000 倍，回报相当可观。

1937 年 4 月 3 日，罗伯特·洛维特（Robert Lovett）在《星期六晚报》（The Saturday Evening Post）上发表了一篇题为《金边证券的不安全性》（Gilt-Edged Insecurity）的文章。从文中，我们可以看出 20 世纪 30 年代投资者中到处弥漫的对股票投资的怀疑态度。洛维特开篇回顾了股市的历史



收益率，建议读者“应该认真考虑一下用‘安全’一词指代股票和债券是多么荒谬”<sup>①</sup>。他的研究表明，如果投资者在 20 世纪初向每只大众喜爱的股票投资 100 股，那么他们初始投资的 295 000 美元到 1936 年底时将只剩下 180 000 美元。在文章结尾，他告诫读者：(1) 企业很容易就会破产，而且破产现象时有发生；(2) 当市场一片繁荣时，你一定要特别小心；(3) 你购买的是风险而不是“安全”；(4) 政府也会像企业一样不守信用；(5) 没有投资品种值得长期拥有。<sup>[6]</sup>洛维特的评论生动地解释了为什么 1932 年 6 月只有很少一部分投资者愿意拿出他们仅存的少量资金去投资小盘股。

## 2. 分散化投资策略

由于股票投资的风险高，机构投资者一般将国内股票的持仓量控制在可承受范围内，同时增加大量的债券和现金投资来减轻投资组合的波动性。截至 2005 年 6 月 30 日，教育捐赠基金平均有 53% 的资产投资于国内股票、23% 投资于国内固定收益证券、5% 投资于现金，总共大约有 81% 的资产投资于国内上市有价证券。<sup>[7]</sup>

这些教育捐赠基金将整整 28% 的组合资产集中投资到低收益的债券和现金中，因此承担了巨大的机会成本。在过去 80 年内，股票可以增值 2 600 多倍，但捐赠基金为了分散投资将这部分资产投资于固定收益证券，而固定收益类证券中，公司债券同期只能增长 100 倍，长期国债增长 71 倍，现金仅仅增长 18 倍。

捐赠基金将超过 80% 的资产投资于美国证券市场，而且其中整整一半的资产集中在国内股票上，这种做法违背了分散化投资的基本原则。投资者如果将 50% 以上的组合资产投资于单一资产类别——国内股票上，将面临不必要的过度集中风险。由于国内股票和债券之间高度相关，集中投资于国内股票的后果进一步恶化。由于利率在市场中发挥重要作用，利率上升（下降）会导致债券、股票价格同时下降（上升），因此，分散化投资的预期效果被降低。许多情况下，一个普通教育机构的投资组合中，有超过五分之四的资产受同一经济因素影响，价格变动方向相同。

要想在实现分散化投资的同时减少固定收益类投资的机会成本，投资者需要寻找那些与国内上市有价证券相关度不高的高收益资产类别。对美国投资者来说，最常用的策略是在投资组合中加入一些外国股票。另外，

<sup>①</sup> 英文中“安全”和“证券”是同音词，均为“security”，所以作者怀疑用“security”一词指代证券是否明智。——译者注

投资者还有其他选择，比如房地产、风险投资、杠杆收购、森林、石油和天然气以及绝对收益投资策略。如果这些类别的资产能够产生像股票一样的高收益，但收益模式又不同于核心资产（美国国内股票），那么，投资者既实现了高收益，又能分散风险。尽管对特定资产类别而言，高预期收益难免伴随着价格的剧烈波动，但是，由于这些风险资产之间的相关性不高，投资组合的整体风险实际上得以降低。这种分散化投资策略在降低风险的同时并没有牺牲预期收益，因此，对投资者而言，它相当于是一顿“免费的午餐”。

将股权偏好原则和适当的分散化投资原则结合起来是制定资产配置政策目标的基础。根据股权偏好和分散化投资原则，投资者应该找出各种高收益的资产类别，而且这些资产投资的获利方式要各不相同。通过构建包括多种不同资产类别的投资组合，并且投资于多个市场实现组合充分分散化，投资者可以减少过分集中的风险，在低风险的情况下产生较高的预期收益。

## 第二节 择时

运用择时策略有悖于严格的投资组合管理原则。凯恩斯（John Maynard Keynes）在国王大学（Kings College）投资委员会的备忘录中写道，“由于种种原因，择时的想法是不可求的，也是不现实的。那些企图择时的人，经常卖出太晚、买入太晚或者同时买入和卖出太晚，因此要承担巨大的代价，而且择时会助长投资者不安定的投机心理。”<sup>[8]</sup>故意使投资组合短期内偏离长期政策目标会给投资带来巨大风险。

表面上看，那些攻击择时策略的原因与支持资产配置策略的理由非常相似。例如，投资者拒绝采纳择时策略可能是因为它要求的投资过于集中、难以分散，还可能是因为影响资产价格的变量因素难以预测和辨清。然而，尽管择时策略和资产配置策略的影响因素相似，时间框架的不同将二者区分开来。

择时是指使投资组合在短期内背离长期资产配置目标的策略，它要求投资者对那些短期内难以预测的因素做出正确判断。通常，投资者能够合理地判断长期收益的重要驱动因素，而短期异动在可预测的长期趋势中则

显得微不足道。因此，明智的投资者要避免背离机构制定的资产配置目标进行集中投资，这样才能降低投资组合与长期目标不符可能带来的严重损失。

### 一、策略性资产配置

20世纪50年代，许多投资者根据股票和债券的相对收益率进行择时操作，他们相信“……优良股票的股息收益率一定比优良债券的收益率高……”<sup>[9]</sup>因此当股票的股息收益率远远高于债券收益率时，投资者便会认为股票具有吸引力并加大股票投资比重；相反，当债券收益率接近股息收益率时，他们便会倾向于债券投资。历史经验也一度为这一策略的应用提供了坚实的基础。“仅仅在1929年、1930年和1933年这段很短的时间里，股息收益率低于政府债券的收益率。”<sup>[10]</sup>直到1958年股票的股息收益率最后一次超越债券收益率之前，这一策略都屡试不爽。20世纪50年代末60年代初，随着债券收益率相对于股息收益率的优势日渐明显，择时者集中投资到固定收益证券上，同时削减股票投资的比重。在投资者苦等股票的买入时机时，他们承受了巨大的机会成本。最终，这一根据相对收益率的择时投资策略失败，应用者被迫对其进行改良。

策略性资产配置（tactical asset allocation, TAA）便是上述20世纪50年代投资策略的“现代升级版”，它根据一个精密的数量模型的测算结果，对投资组合中的资产配置水平进行调整，使其在目标水平附近上下波动。1987年股灾中，TAA表现良好，深得机构投资者喜爱。但是，随着时间推移，它曾经的辉煌逐渐被人们淡忘，吸引力也逐渐消退。尽管TAA采用的数量推导看上去合理，但是仍未能避免其他择时投资策略内在的弱点。

TAA包括标准的三向投资（股票、债券和现金投资），它在如何解决模型识别的定价错误方面存在明显的问题。当短期利率等于或超过长期利率时，或者说收益率曲线平坦或倒挂时<sup>①</sup>，TAA模型往往偏好现金投资，建议投资者持有大量现金头寸，这样在利率上升时能受到更好的保护，因为利率上升将导致债券价格下降，同样也可能使股票价格降低。（尽管股票与债券之间关系十分复杂，但利率上升通常会导致股票价格下降。）因此，

① 收益率曲线是以图形方式来说明具有同样信用的债券的收益率和到期日之间的关系。正常的收益率曲线是向上的曲线，到期日越长，收益率越高。平坦的收益率曲线说明债券的收益是与到期日无关的，是固定的、连续的。倒挂的收益率曲线则说明短期利率高于长期利率。

利率上升时，采用 TAA 策略的投资者通过大量持有现金，能够更好地保护自己的组合，免受股票、债券价格下跌之苦。

但是，如果收益率曲线急剧下降，持有大量现金头寸的投资组合将会遭遇难以挽回的机会成本损失。收益率曲线下转通常是由债券市场回暖引起的，而债券市场回暖通常会导致股票市场回暖。由于采用 TAA 策略的投资者持有大量现金头寸，此时只能获得微薄的投资回报，然而此时债券和股票的回报率却非常高。在这种情况下，投资者遭受的机会成本损失是难以挽回的，尽管最初现金似乎是最便宜的资产，但是随着利率全面下降，现金投资只能带来很少的回报。与债券和股票持有者所获得的数量可观的回报相比，对奉行 TAA 策略的投资者而言，微不足道的现金投资收益简直就是难以下咽的苦药丸。

对长期投资者而言，现金资产并非一种理想的资产类别，所以，当择时策略要求大量持有现金资产时，可能会对整个捐赠基金资产带来巨大危害。如果投资者错误地提高现金资产的比重而降低那些具有高预期收益资产的比重，那么未来随着长期资产价格上升，捐赠基金可能遭受永久的价值损失。在不同的高预期收益资产类别之间进行择时操作时，尽管出现错误所造成的影响可能不像持有过量现金的后果那么严重，但是最终后果取决于投资者能否恪守投资纪律，在最初择时操作出现损失后能采取相反的应对措施。对于那些企图择时的投资者而言，要做到严守投资纪律并不容易。

## 二、再平衡和 1987 年股灾

尽管只有少数投资者公开承认自己推行择时策略，但是市场波动难免导致大多数投资组合偏离目标水平。市场发生剧烈波动时，如果投资者不能严守投资纪律调整组合使其达到平衡，那么投资组合将面临较大损失。1987 年股灾发生前后的情形充分说明了这一点。

在 1987 年股灾发生之前，捐赠基金严守投资纪律进行再平衡，但是，在股灾发生后凄惨的市场中，捐赠基金近乎非理性地进行择时操作。1987 年 6 月股灾发生前不久，普通的捐赠基金中国内股票的配置稍高于 55%，债券和现金的配置大约为 37%。<sup>[11]</sup>此时的资产配置状况标志着投资组合高度稳定时期的结束。在此之前，从 1985 年到 1987 年这两年中，股票资产配置比例在 55.0%~55.4% 的范围内变动，固定收益资产配置比例则在 36.7%~

36.9%的区间变动。我们可以推断，在这段时间内，捐赠基金的投资者采取了再平衡操作，抵消了市场价格变动对组合中资产配置比例的影响。由于这两年中股票收益比债券收益高出25%~70%，因此，投资者只有进行逆市操作，才有可能在连续三年的财务报表中保持对国内股票和债券的配置比例基本不变。

1987年10月股灾发生后，市场大幅波动导致投资组合中股票的比重降低、债券的比重升高，组合的稳定性也随之消失。股市暴跌之际，普通捐赠基金经理在恐慌中纷纷抛售股票，导致组合中股票的比重进一步下降。与此同时，高质量债券市场大幅上扬，捐赠基金经理又在贪婪心理驱动下买入更多债券，导致债券在组合中的比重进一步提高。从1987年6月到1988年6月，股票的配置比重从55.3%下降到49.1%，跌幅超过股市本身的下跌幅度。与此同时，固定收益类证券的配置比重从36.7%上升到41.9%，涨幅超过债券市场本身的上涨幅度。回过头来看，当时这些捐赠基金事实上都高买低卖了。

1987年股灾之后，捐赠基金投资者重新进行资产配置，将超过5%的资产从股票转移到债券和现金。因此，当市场迅速恢复后，他们遭受了巨大的机会成本损失。股灾让投资者心有余悸，就连此后面临强劲的股价走势，投资者的恐惧心理阴影犹存。一直到1993年，捐赠基金中债券、现金资产的配置比重一直高于股灾前的水平，这种低风险的投资组合持续多年，而低风险意味着低收益，因此这些大学院校遭受了巨大的机会成本损失。

对股灾后投资者纷纷抛售股票的一种解释是，20世纪80年代初，在强势股票市场中，许多机构投资者没有注意到，由于市场上涨他们的股票配置比重已超过了预期水平。也许，正是1987年的股灾使股票在机构投资组合中比重过高的现象暴露无遗，并促使基金受托人出售部分股票来降低风险水平。如果这一推断成立，那么投资者在股灾后降低股票配置的做法无疑是对过高的风险水平滞后、笨拙的反应，而且代价昂贵。

还有一种解释是，也许是1987年的股灾使投资者认识到，股票的一些风险特征与他们先前的看法已大不相同，这一解释或许可以说明投资者在股灾后减持股票的合理性。也许，投资者过去对股市波动性的认识大大低估了真正的风险；也许，股票收益的变化比投资者先前的预测更加频繁和剧烈。无疑，这场前所未有的股灾迫使投资者重新评估股票收益模式，这很可能促使股票投资向其他低风险资产投资转换。

对那些试图对机构投资者行为做出合理解释的人而言，1988年11月和12月的股票抛售行为看似一次合理的投资组合调整，但是，20世纪90年代股票在组合中比重上升的事实否定了这一解释。在贪婪心理驱动下，股灾前投资者持有大量股票资产，结果股灾发生后他们大幅削减股票仓位。然而当市场信心恢复时，投资者“好了伤疤忘了疼”，又重新提高股票配置比重，瞬间改变了不久前刚刚做出的资产配置决定。股灾中，教育机构在贪婪和恐惧之间摇摆，他们非理性的反应给投资组合带来损失。

事后来看，股灾后买入股票是非常明智的，那些有勇气不随波逐流的投资者会因此获利丰厚。事实上，1987年底买入普通股的投资者很容易赚到钱，这大大激发投资者对“下跌时买入”(buying the dips)策略的兴趣。

整个20世纪90年代牛市气势如虹，投资者甚至把股价的微幅下跌都看作是低价买入的大好时机。投资者到底有没有从1987年股灾中吸取教训采取再平衡策略呢？还是市场快速反弹把投资者引入了歧途？

从1987年股灾中，我们似乎可以得出“下跌时买入”策略容易获利的结论，但实际上该结论缺乏坚实的基础，因为当时10月份的市场崩溃是极其罕见的。标准普尔500指数一日内暴跌23%是一件25个标准差的事件<sup>①</sup>，这对于一个正态分布的变量而言是无法想象的。以1987年的股灾和随后的市场恢复作为依据，以市场温和的下跌来推断未来股价的上扬是危险的做法。尽管股灾后买入股票在短期内能够获利说明再平衡策略发挥了正面作用，但是，投资者不能将再平衡策略与“下跌时买入”策略混为一谈，事实上，前者的目的是控制风险，后者的目的是获取收益，但是这一获取收益的策略不可靠。

### 三、市场的过度波动性

耶鲁大学经济学家罗伯特·希勒(Robert Shiller)认为市场呈现出过度波动性。<sup>[12]</sup>也就是说，当决定企业内在价值的基本面因素如企业盈利和利率等因素发生变化时，证券价格通常反应过度。换句话说，“如果价格的波动性降低，那么价格将能更好地用以预测基本面。”希勒“有争议的观点”表明“有效市场模型失效”。<sup>[13]</sup>任何人如果试图从基本面的角度来理解1987

<sup>①</sup> 在正态分布变量中，1个标准差的事件的发生概率约为1/3，2个标准差的事件的发生概率约为1/20，3个标准差的事件的发生概率约为1/100。按一年250个工作日来计算，标准差为8的事件则是每6亿万年才发生一次，标准差为25的事件的发生概率则是现有能力所无法描述的。

年10月份的股灾，他们都能看出希勒观点的价值所在。

在过度波动的市场中，投资者非常关注证券价格波动的方向。价格下跌带来买入机会，价格上涨带来卖出机会。有时，资产价格大幅下跌后，投资者可以以更低价格买入，实际风险反而降低，“抄底”的投资者根据常识得出的结论和统计学家的结论完全相反，后者认为，资产价格急剧下跌增加了波动性的历史观测值，意味着资产的风险水平更高。当然，只有当价格变化超出基本面变化时，价格波动才能提供获利机会。

#### 四、实时再平衡策略

通过频繁地进行再平衡操作，投资者可以维持组合稳定的风险水平，并且利用证券价格剧烈波动带来的机会获得收益。而且，通常实时再平衡策略的成本较低，因为反方向的交易通常更容易为市场接受。频繁进行再平衡操作的投资者在市场下跌时立即买入、在市场上涨时立即卖出，从而为大多数进行反方向操作的交易员提供了流动性。虽然很少投资者有时间和资源随时随地进行再平衡操作，但通过集中考察再平衡策略的优势，我们能更好地理解这一策略的价值。

下面我们来看一看耶鲁大学采取再平衡策略的例子。耶鲁大学拥有其他大多数投资者所不具备的优势。耶鲁基金享受免税待遇，因此可以频繁交易而不用顾及资本利得税对收益的负面影响。此外，耶鲁大学拥有一个专业投资团队负责基金的日常管理，成熟的专业人士为投资这种管理密集型活动提供了足够的人力支持。耶鲁大学的税收优势和专业投资团队使耶鲁基金能够实时进行再平衡操作。

从截至2003年6月30日这一财年里耶鲁基金的交易活动中大致可以窥见，再平衡策略可以带来巨额利润。这一财年中，按照威尔希尔5000指数计算，美国股市的总收益为1.3%。按照这一收益率，如果投资者每年一次审核调整组合的资产配置，他们年底时几乎不需要对国内股票的仓位进行调整，除非其他资产类别的收益率过高或过低导致国内股票在组合中的比重发生明显变化。但是，事实上，耶鲁基金这一财年组合的整体收益率为8.8%，这意味着耶鲁基金在保持组合资产配置稳定性的同时，适当进行了再平衡操作。

在耶鲁大学2003财年，股市跌宕起伏。该财年初，市场崩盘了。在7月份短短一个月内，威尔希尔5000指数跌幅超过18%。随后，市场强劲反

弹，到8月底几乎重上7月份高点，收益率超过19%。8月份见顶后，市场继续下跌，到10月9日累计下跌超过19%至该财年最低点。此后，市场继续大起大落，到11月份上涨21%，接着次年3月份又下跌14%。到6月中旬市场上涨将近27%至该财年高点，此后，市场又一路下跌，到该财年末，又回到起点。

股市的剧烈波动为投资者提供了大量机会进行再平衡操作。股市每次大跌都为投资者提供了低位买入的机会，而每次大涨又带来高位卖出的机会。2003财年，耶鲁基金进行了大量的再平衡操作，产生了大量收益。

耶鲁基金在日常管理中，每个交易日开盘前先评估基金各个组成部分的市值。当各类上市有价证券（国内股票、国外发达国家股票、新兴市场股票、固定收益类证券）的比重偏离目标水平时，耶鲁大学投资办公室便会采取措施使各部分资产的配置比例恢复到目标水平。2003财年，耶鲁基金在对国内股票进行再平衡操作中，产生的交易量大约为38亿美元，买入和卖出大约各占一半。再平衡操作产生的净利润高达大约2600万美元，在市值总计16亿美元的国内股票组合中超额收益为1.6%。

尽管再平衡操作能产生利润，对投资者而言实乃一笔额外的奖励，但是，再平衡策略的根本动机是维持组合的长期政策目标。投资者在经过深思熟虑制定组合的政策目标后，要通过再平衡操作维持组合合理的风险水平。若能在控制风险的同时又产生利润，投资者将无往而不胜。

很少机构有能力每日对投资组合进行再平衡操作，能做到这一点的个人更少。但是，不管投资者进行再平衡操作的频率如何，努力维持资产配置目标是控制组合风险、提高收益的重要、宝贵的手段。深思熟虑的投资者要通过再平衡操作维持资产配置的政策目标。

对于那些希望通过再平衡操作短期内获利的投资者而言，最终他们的长期投资业绩将令人失望。长期来看，与市场随波逐流的投资组合中，风险资产的仓位会不断升高，因为高风险资产的收益高，会挤掉其他资产的仓位。再平衡策略的根本目的是控制风险而非增加收益，它能修正各资产类别因收益差异产生的配置比例偏差，使投资组合与长期政策目标保持一致。严谨的再平衡操作要求投资者有坚强的忍耐力，因为在低迷的熊市中，再平衡操作对投资者而言似乎是一种失败的策略，投资者要不断把资金投资到价格相对疲软的资产类别上。

下面我们将1987年股灾后采取再平衡策略的投资者的良好收益、耶鲁

大学 2003 年再平衡操作的收益和 1973 年及 1974 年熊市中投资者的亏损进行对比。在 1973—1974 年的熊市中，股价下跌后，再平衡策略促使投资者买进股票，随后价格进一步下跌使股票价值缩水，投资者被迫再次买进股票。再平衡策略带来的损失令投资者感到痛苦，他们甚至开始重新考虑在熊市里采取再平衡策略是否明智。20 世纪 70 年代初，对于那些努力维持长期组合目标不变的投资者来说，连续两年“跌跌不休”的股市为其带来了巨额损失。

股票价格上涨时投资者也面临一系列类似的挑战。在持续的牛市中，再平衡策略似乎又是一个失败的策略，因为它要求投资者不断地卖出价格走势相对较好的资产。数年过去了，投资者除了知道自己投资组合的风险和收益特征维持在期望水平外，却似乎收不到任何回报。

但是，如果不对投资组合进行再平衡操作使其达到目标水平，组合经理实际上在不知不觉中采取了一种特殊的跟随大势的择时策略。因为那些跟随大势的投资者能够很快获得短期收益，再平衡策略就像其他一些逆向投资策略一样显得愚不可及。但是，严谨的投资者却不顾自己的声誉可能受损，避免采用跟随大势的权宜之计，而是应用严格的再平衡策略来维持整个投资组合的风险水平。

伯顿·马尔基尔 (Burton Malkiel) 在他的《不确定时代的风险管理》(*Managing Risk in an Uncertain Era*) 一书中写道：“我们非常反对这种观点，即大学应该根据它对股票市场未来趋势的预测来决定入市或离场。采用择时策略的投资者必须对经济、公司利润、利率甚至是影响证券市场的国际经济、政治和社会发展具有不同寻常的预见能力。但是，很难用证据证明投资者是否具备这种非同寻常的能力。”<sup>[14]</sup> 19 世纪的一位棉花交易员曾说过：“有人认为 [市场] 价格将会上升，有人认为会下降，我也经常这样预测。反正怎样预测都是错，所以想怎么做就马上做吧。”对那些应用择时策略的投资者而言，这段话可谓更直白的忠言警语。

择时策略使投资组合明显偏离长期政策目标，而且使投资机构遭受无谓的风险。资产配置的政策目标体现了投资者对风险和收益的偏好，严谨的投资者要努力保持实际组合与政策目标尽可能一致。为了确保实际组合能够反映预期的风险和收益水平，投资者应该避免使用择时策略，而应采取再平衡策略，使各种资产的配置比重与目标水平保持一致。

## 第三节 证券选择

### 一、市场效率

希望通过积极投资管理来超越大盘的投资者面临的障碍重重。尽管没有一个市场上资产价格自始至终等于公允价值，但是在大多数市场上、大多数时间资产价格合理有效，因此，投资者侥幸获利的机会少之又少。另外，积极投资管理的成本是成功道路上的又一障碍，比如，投资者需要支付管理费、承担交易成本，而且交易活动也会对市场产生影响。聪明的投资者在运用积极管理策略时要有所为有所不为。

通常，积极型投资经理对定价效率低的市场情有独钟，而对待定价效率高的市场则慎之又慎，可惜现在还没有明确的方法来衡量市场的定价效率。事实上，许多金融学家围绕市场效率争论不休，一方认为市场上不可能存在风险调整后的超额收益，而另一方则认为投资者行为创造出了许多积极投资管理的机会。

#### 1. 不同市场上积极投资管理的机会

由于没有指标直接衡量市场的定价效率，我们可以根据积极型投资经理的行为管窥不同市场上积极管理的机会有多大。在机会有限的市场中，投资经理很少偏离市场，获得的收益通常与市场水平一致。为什么有效市场中投资经理倾向于选择市场基准收益呢？我们来分析一下有效市场中投资经理的组合大幅偏离市场时会产生什么样的结果。如果投资组合大幅偏离市场基准水平，组合经理的收益也将大幅偏离市场收益。业绩逊于大盘的投资经理将会面临客户流失和资产损失。业绩超越大盘的投资经理则会暂时赢得客户、增加资产并获得公众赞誉，但是，因为有效市场中没有可被利用的错误定价机会，积极型投资经理良好的投资业绩只能归功于运气，而非投资技巧。因此，在有效市场中，积极型投资经理的成功犹如昙花一现。这样长期下去，有效市场上的投资经理逐渐转向与市场指标挂钩，构建与市场偏差很小的投资组合，这样做尽管业绩平平，但可以保证生存。

相比之下，在低效市场中，投资经理的收益却有很大差异。事实上，许多非公开交易市场中不存在投资经理可以参考的基准收益水平，因此也就不存在与市场指标挂钩的问题。在低效市场中，技术高明的投资经理可

以获得巨大成功，而相应的，技术平平的经理则业绩糟糕。在低效市场中，拥有第一手信息和交易机会便能占据先机，勤奋和智慧会得到丰厚的回报。

在一个特定的资产类别中，积极投资管理机会的大小可以从相应的收益分布中略见一斑，收益分布越分散，其中积极投资管理的机会就越多。表 4—4 中列出了 2005 年 6 月 30 日之前十年内各类资产中积极管理的组合收益的各个四分位数<sup>①</sup>，其中第一四分位数和第三四分位数的差额（值域）说明，定价效率高的资产中积极投资管理的机会少，而定价效率低的资产中积极投资管理的机会比较多。

**表 4—4 从各个资产类别积极投资管理收益的分散程度中可以看出应用该策略的机会大小(%)**  
(不同四分位数的收益，截至 2005 年 6 月 30 日的十年间)

资产类别	第一四分位数	中位数	第三四分位数	值域
美国固定收益类证券	7.4	7.1	6.9	0.5
美国国内股票	12.1	11.2	10.2	1.9
国际股票	10.5	9.0	6.5	4.0
美国小盘股	16.1	14.0	11.3	4.8
绝对收益	15.6	12.5	8.5	7.1
房地产	17.6	12.0	8.4	9.2
杠杆收购	13.3	8.0	-0.4	13.7
风险投资	28.7	-1.4	-14.5	43.2

资料来源：关于上市有价证券的数据来自于罗素/梅隆投资服务公司 (Russell/Mellon)。关于绝对收益、房地产、杠杆收购和风险投资的数据来自剑桥协会。房地产、杠杆收购和风险投资的数据代表的是 1995—1999 年间成立的基金的收益，不包括新基金，因此新基金不成熟的投资将不会导致收益数据偏小。

在全球所有市场上，高质量的固定收益类证券是公认的定价效率最高的资产，参与交易的主要是那些具有专门投资技能的金融机构。除了美联储，也许没有人知道下一步利率将会如何变化，因此很少有投资经理采用利率预测投资策略。由于机构无法押注利率变化来产生超越大盘的收益，

<sup>①</sup> 四分位数 (quartile) 是用来描述分布发散程度的一个衡量指标，以表 4—4 中美国固定收益类证券收益的分布为例，第一四分位数为 7.4%，表示投资收益高于 7.4% 的投资经理占 25%，第三四分位数为 6.9%，表明投资收益低于 6.9% 的占 25%，而介于 7.4%~6.9% 之间的占 50%。中间四分位数即为中位数，表示低于 7.1% 的占 50%。值域等于第一四分位数与第三四分位数的差。——译者注

它们的投资组合对利率的敏感度（久期）通常与市场一致。由于投资经理通常只采用温和的证券选择策略，大多数积极型投资经理的收益与市场基准收益水平基本一致。对积极型投资经理而言，在表4—4研究的十年里，固定收益类证券的投资收益中，第一四分位数和第三四分位数的差异仅有0.5%。

大盘股的市场定价效率稍低一些，在积极管理收益中，第一四分位数和第三四分位数的收益差异为1.9%。股票定价的难度高于债券。股票估值不像债券估值那样将相对固定的现金流进行折现，而需要将更难预测的公司盈利进行折现。同时，股票市场的高波动性也导致积极投资管理的收益出现更大差异。如表4—4所示，在定价效率较低的国外发达市场上，这十年中股票收益率的第一四分位数和第三四分位数平均每年差额为4.0%；而同期美国小盘股的差额为4.8%。因此我们可以直觉地判断，不同类别的上市有价证券中，应用积极投资管理策略的机会随市场定价效率的降低而逐渐增多。

从流动性强的公开交易市场转到流动性差的非公开交易市场，积极投资管理的机会急剧增多。绝对收益、房地产、杠杆收购和风险投资收益水平的分散程度明显高于前面几个市场。如表4—4所示，绝对收益类投资中，这十年收益率的第一四分位数和第三四分位数之间平均每年差额为7.1%，而房地产投资和杠杆收购中的收益差异更为极端，分别达到9.2%和13.7%。风险投资的收益差异更是令人瞠目结舌，高达43.2%。

在非公开交易市场上，第一四分位数水平（即最好的25%）投资经理的收益远远高于在公开市场处于同样水平的投资经理。在公开市场上，举个极端的例子，在固定收益类证券投资中，第一四分位数水平经理的年收益率仅比中等水平投资经理高出0.3%。相比之下，在非公开交易市场上，第一四分位数水平风险投资家的年收益却比中等水平投资家的年收益高30.1%，前者能为整个投资组合做出更大贡献。在资产定价相对低效的非公开交易市场中，发现高级投资管理人员比在定价有效的证券市场上更容易。

## 2. 积极型投资经理的收益

不管积极投资管理的机会是多还是少，投资者要想超越大盘总会面临巨大困难。如表4—5所示，最受机构欢迎的两类资产——国内固定收益类证券和国内股票中，扣除费用后，中等水平投资经理的收益均接近市场基

准收益水平。在定价效率极高的美国债券市场中，中等水平投资经理的年收益率扣除费用后要低于市场基准水平 0.2%，而第一四分位数水平经理的年收益率仅高于市场基准收益水平 0.1%。因此，对固定收益类证券采取积极投资管理策略是一个典型的失败者的游戏。在开始对债券投资采取积极管理策略之前，投资者应该认真考虑一下沃伦·巴菲特（Warren Buffet）的一句名言：“切记，如果你坐在牌桌前辨认不出谁是傻瓜时，你就是那个傻瓜。”

**表 4—5 有效定价的市场对中等水平的积极型投资经理构成一大挑战（%）**

（相对于市场基准水平的中位数收益，截至 2005 年 6 月 30 日的十年间）

资产类别	收益的 中位数	市场基准	预估费用	扣除费用后 的相对收益
美国固定收益证券	7.1	6.9	0.4	-0.2
美国股票	11.2	9.9	0.8	0.5
美国小盘股	14.0	12.9	0.9	0.2

资料来源：费用的数据来自于美国剑桥协会的投资经理数据库，并且四舍五入到小数点后一位数。各资产类别的市场基准分别为：雷曼兄弟美国固定收益证券的政府债券指数，标准普尔 500 种股票指数和标准普尔 600 种小盘股指数。

与固定收益类证券相比，国内股票投资中运用积极管理策略获得成功的胜算略高一筹。扣除费用后，中等水平积极型投资经理每年的收益率超越市场基准收益 0.5%。不过，扣除费用后，第一四分位数水平投资经理每年收益率超越市场基准收益 1.4%，能创造实际价值。在对小盘股投资进行积极管理方面，中等水平投资经理的收益率仅仅超越大盘 0.2%。不过，第一四分位数水平的投资经理每年收益率超越市场基准收益 2.3%。由此可见，市场定价效率越低，进行积极投资管理的机会也就越多。

从以上分析中可以发现，在国内有价证券中，不管是债券、股票还是小盘股，中等水平投资经理的收益都接近市场基准水平。这说明一个道理，投资者要么避免运用积极投资管理策略，要么在十分谨慎而且有合理现实预期的情况下才采用这种投资策略。

我们来考虑一下各种证券交易的市场状况。国内固定收益类证券的交易主体是机构投资者。积极型投资经理取得的收益是成熟投资者之间博弈的结果。交易员要在这场博弈中占据上风极其困难。因此，积极型投资经理的业绩往往只在很小的范围内波动，其中，中等水平投资经理的收益低

于市场基准水平，第一四分位数水平投资经理的收益仅略高于市场基准水平。可以说，固定收益市场是一个极端高效、竞争极其激烈的市场。

国内股票市场同样也充满残酷的竞争，但其中积极投资管理的机会要多于固定收益市场。投资国内股票时运用积极管理策略同样也是一个“负和”游戏，其中中等水平投资经理的收益接近市场水平。但是，不管是投资于大盘股还是小盘股，扣除费用后，第一四分位数水平以上的投资经理能够超越市场基准收益，而且定价效率更低的小盘股中，进行积极投资管理的机会更多。

市场定价效率越低并不意味着投资者获得成功的平均几率就越高。非公开交易市场就是一个明例。风险投资和杠杆收购的中等收益水平大大落后于上市股票的中等收益水平，尽管此类非公开市场投资的风险更高、流动性更差。截至 2005 年 6 月 30 日的十年内，风险投资的年收益率低于标准普尔 500 指数年收益率的幅度高达 11.3%，杠杆收购的差距也达 1.9%。经风险调整后，这一差距将会更大。为了使私人股权投资在组合中的确能够带来收益，投资者必须挑选一流的投资经理，否则，在非公开交易资产投资中面临的风险、花费的时间和努力均将事倍功半。

### 3. 存活者偏差

上文对积极投资管理的收益和市场基准收益进行比较后，投资者可能会感到积极投资管理的前景暗淡。尽管如此，对那些希望超越大盘的投资经理来说，所面临的挑战远不止数据本身所显示的。因为目前关于投资经理业绩的数据只包括强者（存活者）的信息，而排除掉弱者（失败者）的信息，所以这种存活者偏差现象使数据中的业绩显得比实际情况要好。

在咨询顾问提供的报告中，关于投资经理业绩的数据如果包含范围不足或包含范围过宽都会发生偏差，降低报告的分析价值。当投资经理退出市场时，数据容易发生包含范围不足的问题，而当新参与者出现在历史数据中时，则容易出现包含范围过宽的情形。

人们在编制投资收益数据时，通常只包括当时活跃在市场上的积极型投资经理的投资业绩，而不包括那些已经消失的产品和投资经理，这就使得收益数据略显乐观。如果把那些未能存活下来的投资经理的不良收益也包括在数据库中，那么，积极型投资经理超越大盘就显得更加困难。

即使把失败的投资经理的业绩也包含在数据库中，这些数据也只有在逐年考察投资收益时才能提供合理的参考。时间框架越短，数据质量也越

高，因为短期内退出市场的投资经理人数相对较小。但是，当考察多年期投资业绩时，数据就会出现严重的问题，因为这些年中退出市场的投资经理人数较多。由于投资经理通常会在业绩较差时消失，因此，多年期业绩比较中所采用的数据往往因包含了存活者的高收益而被夸大。

当数据收集者把新公司的历史业绩加入数据库中时，就会发生包含范围过宽的偏差。由于新人行的公司通常为了吸引机构的目光而产生出色的投资业绩，因此，在数据库中加入新公司的历史业绩会人为地提高积极投资管理策略报告的收益，我们称之为回填偏差（backfill bias）。

通过考察罗素投资集团（Russell Investment Group）编制的投资收益数据，我们可以清楚地看到存活者偏差对报告的投资收益的影响。罗素是一家备受尊重的咨询公司，它编制出版的投资收益数据库广为人们引用。

但是，罗素编制的数据库存在明显的存活者偏差。表 4—6 显示的是美国股票投资经理的中等收益。按照罗素数据，1996 年，一个包含 307 位美国股票投资经理的样本中，收益率的中值为 22.4%。随着失败者退出、新秀崛起，随后几年报告的 1996 年业绩稳步提高。到 2005 年，报告的 1996 年中等水平投资经理业绩升至 23.5%，超出最初记录的业绩一个多百分点。值得注意的是，2005 年出版的 1996 年业绩报告中只包括 177 个样本，比 1996 年报告中整整少了 130 个。

此外，罗素编制的数据还受到包含范围过宽和包含范围不足这两个因素的影响。请注意，从 1997 年到 1998 年，样本中投资经理的数量增加了 9 位，表明这其中存在一定程度的回填偏差。由于罗素没有分别报告数据库中每年增加的总数和删减的总数，观察人士缺乏必要的信息来衡量新进入者和退出者孰轻孰重。尽管如此，在 1996 年报告业绩的公司中，在其后的十年间，有超过 40% 的公司从样本库中消失这一事实表明，失败的投资经理退出市场是发生存活者偏差的主导原因。

要准确地衡量存活者偏差对罗素数据库的影响是不可能的，因为，业绩下滑的投资经理逐渐从数据库中消失的同时，业绩强劲的后起之秀不断被添加到数据库中。尽管如此，从最初报告的收益与后来报告的、有偏差的收益的差异中，我们仍然可以窥见存活者偏差的影响之大。如表 4—6 所示，偏差最大的是 2000 年的数据，2000 年报告收益时，中等水平投资经理的损失为 3.1%，而 2005 年报告 2000 年的收益时，这一数据飙升 4.3 个百分点至盈利 1.2%。偏差最小的是 2005 年，也就是分析的最后一年，当年

的数据没有变化。平均而言，存活者偏差导致每年报告的中等水平投资经理的收益升高 1.6%。

**表 4—6 存活者偏差导致报告的美国股票收益与实际情况不符**

美国中等水平股票投资经理的业绩 (%)

		各年份收益									
		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
报告年份	1996	22.4									
	1997	22.8	30.6								
	1998	23.3	31.5	23.0							
	1999	23.4	31.6	24.5	18.0						
	2000	23.5	31.6	25.9	20.1	-3.1					
	2001	23.5	31.7	26.4	20.9	-3.3	-10.8				
	2002	23.5	31.5	25.9	21.1	-2.9	-9.9	-22.1			
	2003	23.5	31.6	25.5	20.5	0.7	-8.7	-21.3	30.0		
	2004	23.5	31.5	25.8	21.2	-0.1	-8.3	-21.2	30.2	11.9	
	2005	23.5	31.5	25.3	20.6	1.2	-7.6	-21.0	30.2	12.3	7.4
差异		1.1	0.8	2.2	2.6	4.3	3.2	1.2	0.2	0.4	0

		报告业绩的投资经理人数									
		各年份收益									
		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
报告年份	1996	307									
	1997	303	326								
	1998	312	342	365							
	1999	278	307	334	352						
	2000	265	294	323	346	361					
	2001	237	269	299	341	369	393				
	2002	230	262	285	325	363	398	412			
	2003	205	230	253	292	331	373	403	424		
	2004	188	211	233	275	322	367	401	423	446	
	2005	177	199	223	265	314	361	389	415	445	471
净变化		-130	-127	-142	-87	-47	-32	-23	-9	-1	0

资料来源：Frank Russell Company.

另外一种估算存活者偏差长期影响的方法是将每年受存活者偏差影响的收益数据的中值和不受存活者偏差影响的收益数据的中值分别连起来，比较这两条中值线的差距。这种方法不尽完美，因为，除非出现巧合，连起来的收益中值不代表同一位投资经理的收益历史。即便如此，通过这种比较，人们仍然可以大致合理地估算存活者偏差影响的大小。

#### 4. 积极投资管理的障碍重重

如前文所述，管理费用、存活者偏差和回填偏差组成的“三重奏”完

全改变了积极投资管理的实际收益。表 4—7 显示的是扣除存活者偏差影响后积极投资管理的相对收益，其中结果无疑让那些推崇超越大盘策略的投资者备感失望。在固定收益投资领域，投资者纷纷追随市场基准表现，十年下来，扣除费用后，积极型投资经理的收益低于市场基准收益 0.2%。即便如此，如果扣除存活者偏差的影响，这一本已令人失望的投资收益还要再减去 0.2%，结果，扣除费用后，中等水平积极型投资经理的收益低于市场基准收益 0.4%。由此可见，积极型投资经理面临的考验是多么严峻。

国内股票投资方面，扣除费用后，积极型投资经理的每年收益超越大盘 0.5%，但是，扣除存活者偏差影响后，这一收益水平变成每年落后于大盘 1.2%，这说明积极投资管理的收益水平并非原先看上去的那么乐观。由此可见，大多数炒股高手还是输给了追随市场基准收益这一简单、低成本的投资策略。

**表 4—7 扣除存活者偏差（估算值）影响后，积极投资管理策略的吸引力大减（%）  
(截至 2005 年 6 月 30 日的十年间)**

资产类别	扣除费用后 的相对收益	估算的存活者 偏差影响*	估算的 相对收益
美国固定收益	-0.2	-0.2	-0.4
美国股票	0.5	-1.7	-1.2

\* 存活者偏差影响的估算值是以下 (a) 和 (b) 之差：(a) 受存活者偏差影响的中数水平投资经理每年收益；(b) 不受存活者偏差影响的中数水平投资经理每年收益。

存活者偏差问题从根本上改变了投资者对积极投资管理的看法。如果数据显示大多数投资经理超越指数，那么投资者受到鼓舞将参与积极投资管理的游戏；但是，如果数据显示大多数投资经理未能赶上指数收益，投资者将会对积极投资管理策略感到失望。因此，由于存活者偏差夸大了实际业绩，必然会导致投资者对积极投资管理策略的信心过高。

下面我们来看一看机构投资者用来评估积极型投资经理的数据。表 4—8 显示的是未扣除管理费和存活者偏差影响的收益数据，这些数据无疑将鼓励那些试图超越大盘的投资者跃跃欲试。如表 4—8 所示，在固定收益类投资中大约 3/4 的投资经理超越市场基准收益，因此，采用积极管理策略似乎可以成功。但是，扣除管理费和存活者偏差的影响后，超越大盘的几率大降至不到 1/5。简单粗糙的比较显示 80% 的国内股票投资经理超越大盘，

但扣除管理费和存活者偏差的影响后，超越大盘的几率不到 1/4。因此，总的来说，收费的资产管理机构获得超额收益的代价是机构投资者支付大量费用。

有些批评人士认为，资产管理行业之所以使用被夸大的数据来评估积极型投资经理的表现，是因为它们希望能够从中受益。积极型投资经理和编制数据的咨询顾问都想鼓励客户聘请积极型投资经理来管理资产。他们对积极投资管理的过往业绩进行美化，无疑将鼓励许多投资者去追求超越大盘的收益，而这种美好的愿望通常不过是一厢情愿。

另一种衡量积极投资管理策略效果的方法是考察那些旨在超越大盘的投资策略所能创造的增加值。简单的收益数据往往夸大增加值。理由如下：基金经理最初管理的资产规模较小，为了吸引机构的兴趣，他们的业绩通常也比较好。但是，由于随着资产规模增加，投资业绩容易降低，因此，那些从业时间久并且管理资产规模大的基金经理的业绩通常黯然失色。但是，在编制投资收益时，编制者通常分配给每位基金经理相同的权重，因此，新基金经理（通常管理的组合规模较小）在排名中产生的影响过大。如果按照基金经理管理的资产规模采用加权平均法评估积极投资管理的收益，其结果无疑将给那些运用超越大盘策略的投资者泼一盆冷水。

**表 4—8 简单粗糙的业绩比较会鼓励投资者采用积极管理策略 (%)  
(完全扣除费用和存活者偏差影响的充分调整后的收益)**

**(截至 2005 年 6 月 30 日的十年间)**

资产类别	收益中值	基准收益	超越基准收益的比例	调整后的基准收益	超越调整后的基准收益的比例
美国固定收益	7.1	6.9	74	7.5	18
美国股票	11.2	9.9	80	12.4	23

基准收益：雷曼兄弟美国政府信贷固定收益类指数，标准普尔 500 股票指数。

注：调整后的基准收益为基准收益扣除费用（估算值）和存活者偏差影响（估算值）。

具有讽刺意味的是，有时受存活者偏差影响，积极型投资经理的业绩显得不及同行，而事实并非完全如此。2000 年实现资本保值的美国股票投资经理的经历就是一个明例。如表 4—6 所示，2000 年，中等水平投资经理的业绩为 -3.1%，当年实现资产保值的投资经理（收益率为零）显著胜于同行，在业绩排名中位于第二四分位数，相当体面。但是，随着时间推移，



存活者偏差对数据的影响逐渐显现，2005年报告的2000年中等水平投资经理的业绩变成了1.2%。结果，当年收益率为零但显著胜于同行的投资经理的排名从第二四分位数下滑至第三四分位数。由此可见，受存活者偏差影响，投资经理的相对业绩黯然失色。

积极型投资经理面临的障碍重重，因此，投资者要以审视的目光看待那些旨在超越大盘的投资策略。由于存活者偏差的影响，我们难以辨清历史纪录的真实性，因此，在评估积极型投资管理策略的效果以及评估具体某位投资经理的业绩时，就会面临种种问题。在国内上市有价证券投资领域，扣除费用和存活者偏差影响后，投资者在积极管理这场游戏中获胜的几率将大大降低。在上市有价证券投资领域，相对于高成本的积极型投资管理策略，被动型投资管理策略显然成本更低。如果投资者决心采用积极型投资管理策略，那么要把重点放在低效市场上，这样获得大量收益的可能性更高。在效率最低的非公开交易市场上，被动型投资管理策略无用武之地。即使有，接近市场水平的投资业绩也会令投资者失望。总而言之，明智的投资者采用积极型管理策略时应该有现实的预期，并且合理地保持谨慎。

## 二、流动性

能够带来高收益的投资机会通常被人们遗忘在黑暗的角落里，而非处在聚光灯下，因此，严谨的投资经理通常要在流动性相对较差的市场上寻找机会。这些被隐藏的、不同寻常的投资机会通常不会得到华尔街研究机构的重视，因为对华尔街而言，寻找那些能够带来巨大交易量的投资机会是生存发展之本。

市场玩家一般会追求高流动性的投资头寸，这样可以迅速放弃昨天的失败，立刻抓住今天的热点。投机者和资产收集者（asset gatherers）为高流动性资产支付溢价，期望能够在市场上迅速进行反向交易而尽量不对价格产生影响。

相比之下，对流动性较差的资产进行投资需要坚持长期的投资理念。非流动性证券的投资者不能依靠流动市场交易放弃错误的投资，他们需要签署长期协议，购买企业所有权的一部分。因此，投资流动性较差的资产要想获得成功，投资者要更加谨慎，考虑更加周密，更加恪守投资纪律。

因此，严谨的积极型投资者要避免投资于市场玩家喜欢的高流动性证券，而将重点放在流动性较差的资产上，这些资产通常能够提供良好的投

资机会，能够帮助投资者以低于公允价值的价格构建头寸。

### 1. 享有完全信用担保的政府债券

上市有价证券中有许多低流动性带来的投资机会。在享有美国政府完全信用担保的国债投资领域，有时，仅仅因为市场流动性不同，其他方面完全相同的债券的交易价格会有差异。交易最为活跃的是新发行的国债（on the run issues），它通常享有溢价，收益率一般低于已发行国债（off the run issues）5~10个基点<sup>①</sup>。目前政府新发行国债的期限有二年、五年、十年和三十年几种。当财政部标售新的十年期国债时，市场注意力将从已发行的十年期国债转移到新发行的国债上。由于新发行国债享有溢价仅仅是因为市场流动性充裕，因此，当新发行国债取代旧国债时，原来的高流动性就会消失，因此已发行国债的溢价也将消失。

此外，美国政府还发行一些享有完全信用担保但流动性不及美国国债的债务工具，其收益率高于其他高流动性的美国国债40~50个基点，投资于此类工具通常存在获利机会，但是这些投资工具通常结构复杂，因此，谨慎的投资者事先要仔细地进行尽职调查<sup>②</sup>。另外，由于每次可供投资的证券数量较少，投资经理要“用茶匙装满浴缸”，积跬步以致千里。尽管如此，坚持投资于不同寻常的、流动性差的证券，投资经理将会积少成多，形成具有价格优势、高质量的资产组合。

有时，市场会为那些愿意接受低流动性资产的投资者送一份大礼。1998年秋天市场恐慌性灾难发生后，相对于高流动性资产，一些换手率不高的资产产生了更大的收益。比如，1998年11月12日，一种2004年2月到期、票息率为5.875的中期已发行国债的收益率比当时新发行的2003年11月到期、票息率为4.25的国债高18.5个基点。

如上例所示，在已发行国债中，流动性稍差的资产的收益率非常高。除此之外，享有美国政府完全信用担保的非公开发行债券中，有时也存在令人难以置信的机会。例如，海外私人投资公司是美国政府一家代理机构，其宗旨是促进发展中国家经济发展。该机构曾发行过一种2004年3月到期的债券，其收益率比同类可比的新发行国债高100多个基点。仅仅因流动性

<sup>①</sup> 一个基点即0.01%。——译者注

<sup>②</sup> 尽职调查（due diligence）指的是投资者在投资前对投资目标进行充分、适当、合理的调查研究。尽职调查在投资与企业并购的决策中具有重要地位。详细情况请参见本书后面所附的解释。——译者注。

较低，非公开发行债券的收益率便高于国债 1%，这对市场是否理性提出了严肃的质疑。

即使是在市场运行平稳时期，投资于低流动性证券也能带来巨大的超额收益。例如，2006 年初，投资者可以考虑美国国家档案信托（National Archives Facility Trust）发行的债券。该债券通过美国国家档案记录署（National Archives and Records Administration）发售，美国国家档案记录署是一个独立的政府部门，致力于保存、评估和管理美国政府的宝贵文献。这些债券的到期日为 2019 年 9 月，票息率为 8.5%，其收益率比可比的新发行国债高 45 个基点。美国国家档案记录署大约发行了 3 亿美元债券。与美国政府同期发行的大约 225 亿美元的 10 年期国债相比，这一数字固然不大，但是，有耐心的投资者仅需要承担这种债券的低流动性便能够获得高出美国国债大约 0.5 个百分点的收益率。

## 2. 新兴市场的债券

在新兴市场上，主权发行人发行的债券中，美元债券的交易价格相比于非美元债券有显著的溢价。危机时期，这种现象尤为突出，因为投资者更加看重美元计价的投资工具的流动性。因此，投资者只需要利用外汇远期合约来消除汇率风险，就可以在这两种债券之间进行套利。套利者可以买入相对便宜的非美元债券，卖出相对昂贵的美元债券，并利用外汇远期合约来消除汇率风险。通过套利，更有耐心的投资者可以享用“免费的午餐”，而这顿“午餐”正好是由为美元债券支付溢价的投资者“买单”的。

1998 年整整一年中，亚洲市场崩溃导致经济紊乱，但也给投资者提供了一些不同寻常的机会。这些机会中，有的需要依赖市场复苏才能实现，有的几乎可以万无一失地给投资者带来收益。例如，三星公司是韩国一家综合性电子制造商，公司负债比率高，发行了包括美元、韩元、日元和马克在内的多种货币债券。其中，美元债券因为高流动性而享有溢价。1998 年秋，三星公司债券间的价格差异达到了极点，其中，2003 年 5 月到期、票面利息为 9.75% 的美元债券的到期收益率高达 16%（大约高出美国国债 1 200 个基点），2003 年 4 月到期、票面利息为 3.3% 的日元债券的到期收益率达 18%（大约高出日本政府债券 1 700 个基点）。因此，投资者可以购买相对便宜的日元债券，然后将未来得到的日元现金流转换成美元，这样投资者未来便能获得一系列的美元现金流。投资者利用远期外汇市场将日元现金流兑换成美元后，便创造出了一种合成美元资产，其到期收益率高达

21%。这种合成美元资产收益率（21%）与三星美元债券收益率（16%）间的差额为套利者提供了机会，他们可以买入相对便宜的合成美元资产，卖出相对昂贵的美元债券，从而锁定这部分收益率差。<sup>①</sup>如果收益率差距缩小，投资者可以通过反向交易获利；如果没有，投资者可以将债券持有到期，从中获得一系列的利息和本金。如果适当使用杠杆，投资者的持有期收益率约为24%；如果不使用杠杆，收益率大约为18%。

### 3. 学生贷款协会股票

不同类别股票的交易价格通常能够反映各自的流动性差异，学生贷款协会（Sallie Mae）就是一例。该协会成立于1973年，由那些参加联邦政府担保学生贷款项目的各家机构筹资成立，负责向这些机构提供流动性。1983年，该协会增资扩股，发行了一种广泛持有、无投票权的股票，为公司融得资金支持一些增长性项目，其中一项旨在满足成千上万学生的贷款需求。尽管新发行的股票没有投票权，但是相对于原始股仍有15%~20%的溢价。市场参与者把价差归咎于原始股的低流动性。为了减少原始股的折价，学生贷款协会定期发出收购要约允许投资者将价格较低、流动性较差、有投票权的原始股转换成价格较高、流动性较好、无投票权的股票。尽管从1984年到1989年间，每年参与股票转换的比例从28%~41%不等，但折价现象一直存在。大量有投票权的原始股东竟没有利用这种投资机会，实在令人感到惊讶。1989年3月最后一次收购要约发出时，尽管市场参与者对此已很熟悉，但是发行在外的870万股原始股股票中，仍有150万股的持有者忽略了最后的机会，他们原本可以将原价为83.5美元的股票按91.875美元卖出。这种现象表明，投资者的行为很难总是最有效的。1991年，美国国会授权学生贷款协会发行单一类别股票，不同类别股票间的折价现象从此消失，同时，利用低流动性进行套利的机会也随之消失。

### 4. 低流动性和信息

通常，关于低流动性证券的信息不多，因此，投资者可以通过挖掘股价中尚未反映的信息来获利。相比之下，高流动性的大盘股受到人们广泛关注，投资者可以掌握大量关于它们的信息。比如，2006年，美国市值最

<sup>①</sup> 三星公司债券的套利需要对相对昂贵的美元债券进行卖空。卖空者必须借来债券才能完成这笔交易。套利的风险之一在于损失掉借来的债券，这样投资者将被迫在到期前平掉当前的空头头寸。在运转良好的资本市场中，持有空头头寸的问题不会很大，但是在运转良好的资本市场中，代表相同现金流（三星债券所代表的）的债券之间不会存在如此大的价差。

大的股票埃克森美孚被 22 位华尔街分析师研究覆盖，被《华尔街日报》引用 659 次。相比之下，市值排名第 5 000 位的埃维斯达通讯公司（Avistar Communications）却没有得到任何一位分析师的研究覆盖，《华尔街日报》也仅仅引用 3 次。

**表 4—9 大公司得到研究机构的广泛覆盖  
(小公司为利用信息优势提供了机会)**

公司	市值排名	平均市值 (美元)	覆盖公司的分析 师人数(平均)	《华尔街日报》 平均引用次数
埃克森美孚				
通用电气				
微软	1~5	3 275 亿	25	954
花旗集团				
美国银行				
美国合众银行				
联合科技				
美国高通公司	50~54	622 亿	24	119
美敦力公司				
泰科国际				
第一资本金融公司				
哈利伯顿公司				
金伯利克拉克公司	100~104	310 亿	22	90
瓦莱罗能源公司				
嘉年华公司				
航星国际公司				
泰利福公司				
德莱塞兰公司	1000~1004	25 亿	7	10
阿斯邦保险				
零售商 Big Lots				
埃维斯达通讯公司				
每日日志公司				
伯富利公司	5000~5004	6 370 万	0	1
安塔瑞斯制药公司				
JL 哈尔斯公司				

资料来源：Bloomberg and The Wall Street Journal Online.

乍一看，埃克森美孚在全球范围内经营大量复杂的业务，积极型投资经理似乎可以从中挖掘机会。事实上，由于每位证券分析师都可以运用大量的公开信息研究该公司，他们在激烈的竞争中通常难以获得优势。但是，

在埃维斯达通讯公司中，分析师通过自下而上的研究却能找到更多的投资机会。埃维斯达通讯公司的信息固然难以获得，但是它的价值却因被分析师专有而得到提升。

很明显，在非公开交易市场中，拥有信息的优势更为明显。华尔街的分析师不研究非上市公司，媒体也不热衷于追踪非上市企业，部分是因为政府要求非上市企业公开披露的信息相对较少。非上市公司的信息难以获得，对投资者而言，既充满挑战也孕育着机会。在非公开交易市场上，获得完整、有价值的信息是投资者成功的关键。

#### 5. 流动性的短暂本质

投资者重视流动性是因为它允许投资者在短时间内买入、卖出证券。然而遗憾的是，流动性总是在投资者最需要它的时候消失。《总统市场机制特别工作组报告》(Presidential Task Force on Market Mechanisms) 中描述的 1987 年 10 月股灾就是一个明例：“10 月 19 日，随着市场加速下跌，证券市场的效率也急剧恶化。到下午时，各大股票交易所的做市商似乎放弃了阻止价格进一步下跌的努力。在期货和期权市场上，做市商当时尚未发挥重要作用……从星期一下午一直到星期二（10 月 20 日），面对投资者疯狂的抛售，做市商无能为力，市场价格变化和交易行为显得异常变幻莫测。事实上，在出现 10 月份这样剧烈的股票抛售时，股价理性地下跌是根本不可能的。做市商既没有能力也不愿意吸收如此巨大的股票抛盘。”<sup>[15]</sup> 就在投资者最需要流动性的时候，它偏偏消失了。

凯恩斯在他的《就业、利息和货币通论》(The General Theory of Employment, Interest, and Money) 一书中论述道：“在所有传统的金融格言中，没有一个比流动性崇拜更违背社会规则了。这一教条认为，对机构投资者来说，把资金集中投资于高流动性证券上有好处。但是它忘记了，对投资者整体而言是不存在流动性的。”<sup>[16]</sup>

凯恩斯曾突发奇想，是否可以通过降低市场流动性来普及长期投资理念。在《就业、利息和货币通论》中，他写道：“从现代投资市场的大发展中，有时我会得出这样的结论，应该使投资像婚姻一样长久、不可解约，除非死亡或出现其他严重的原因，这也许能够有效地革除当前市场的弊病。因为如此一来，投资者将被迫去关注并且只关注长期投资机会。”<sup>[17]</sup>

投资者追求的应该是成功，而非流动性。在非公开交易的市场上，如果投资流动性较差的资产获得了成功，那么当这些投资标的公司首次公开

募股，并且被投资者热烈追捧后，流动性会不请自来。在公开市场上，流动性一度较差的股票带来强劲的收益后，它们将会得到华尔街的认可，流动性也将因此增加。相反，在公开市场上，如果流动性良好的投资品种带来的是失败，那么投资者的兴趣将会下降，流动性也将不复存在。因此，基金经理应该担心的是失败，而非低流动性。

### 三、价值导向

成功的投资中最可靠的策略是价值型投资策略，按照这种策略，投资者以低于公允价值的价格买入资产，“以五十美分买入一美元”。要推行价值导向型策略，投资者必须具备非凡的技能、过人的智力和旺盛的精力，否则，等待他们的可能只是失败。此外，价值型投资机会往往不受主流投资者青睐，利用这些机会的投资者需要信念和勇气。

#### 1. 托宾的“q”值

凯恩斯在《就业、利息和货币通论》一书中详述了价值的概念。他写道：“如果建立一个新企业的成本高于在当前市场上收购已经存在的类似企业的成本，那么建立新企业将是毫无道理可言的。但是，如果一个新项目公开上市交易可以立刻获得收益，那么开建新项目的吸引力就比较高，尽管投资数额可能相当大。”<sup>[18]</sup> 詹姆斯·托宾和威廉·布雷纳德（William Brainard）把这种观点用“q”值来概括。“q”值等于市场价值与重置成本的比值。

市场均衡时，在一系列合理的条件下，托宾—布雷纳德的“q”值等于1，这时资产的市场价值与重置成本相等；当市场价值高于重置成本时，“q”值大于1，这就促使企业家去创建新企业，然后在公开市场上上市，从中立刻获得收益；当重置成本高于市场价值时，“q”值小于1，这会促使投资经理在市场上收购公司资产，而不是从无到有去创建新公司。通常，在“q”值小于1的市场环境中，价值型投资者容易获得成功。

#### 2. 安全边际

著名投资者本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）提出了“安全边际”的概念，这一概念浓缩了价值导向型投资策略的精髓。“安全边际”指的是一种价值缓冲，通过持有“预期盈利大幅高出当前债券收益”的公司股票可以获得。格雷厄姆写道：“安全边际这一概念在低估值廉价证券上体现得更为明显。低估值廉价证券的交易价格和评估价值之间存在价差，这

一价差即为安全边际，它可以用来消化吸收因投资失误或者运气不佳带来的负面影响。投资者购买廉价证券时，特别看重投资对象抵御不利因素的能力，因为大多数情况下，投资者对这类公司的前景并不抱太大希望。当然，如果投资前景实在乏善可陈，不管股票价格多低，投资者也不应投资。但实际上，价值低估的证券是受到多种因素影响才被低估，其中最常见的情况是，投资前景既非一片光明，也非漆黑一片。如果购买价格足够低，即使公司盈利稍微下降，也不妨碍投资者取得满意的回报。这样，安全边际的存在也就达到了其目的。”<sup>[19]</sup>

在如今高效率的证券市场上，要想以低于公允价值的价格购买资产，机会少之又少。即使回过头来看，投资者也难以判断以前买入证券的价格是否低于内在价值。此外，考虑到风险因素以及随后发生的外部事件或利或弊的影响，要对最初的投资决策做出客观的评估难上加难。因为价值型投资策略的效果如何实在难以证明，许多投资者只是把它作为一种信条。

或许，对价值型投资策略最有力的支持来自于逆向投资原则。市场容易走极端，受欢迎的股票估值升高，受到冷落的股票估值在低位徘徊。通过挖掘被遗忘的证券，逆向投资者有更大可能获利。

然而，盲目进行逆向投资会增加投资组合的风险。有时受欢迎的公司理应享有估值溢价，受到冷落的公司理应遭受估值折价。因此，对严谨的投资者而言，发现不受欢迎的证券只是起点，还需要进一步分析。只有当分析证明该证券的确存在良好的获利前景时，投资者才应该出手。

不加选择地买入低市盈率（PE）或低市净率（PB）股票的策略是幼稚的。因为如果投资者只看到股价相对于当前盈利或账面价值显得便宜，会忽略公司的管理质量及未来盈利前景等重要因素。

历史上，这种幼稚的价值投资策略虽然取得了优异的收益，但也使投资组合面临相当高的基本面风险。<sup>[20]</sup> 波士顿资产管理公司 GMO（Grantham Mayo Van Otterloo）的杰里米·格兰瑟姆（Jeremy Grantham）曾提醒大家注意“60年一遇”的灾难，这种灾难一旦发生，将会使多年依靠买入便宜股积累起来的收益化为灰烬。真正的价值是通过购买价格低于公允价值的资产而非简单地购买便宜股获得的。购买价格低于公允价值资产的理念具有前瞻性，它考虑了风险调整后的预期现金流。

价值型投资者没有必要局限于低成长性或处于困境的企业中。即使在高成长性行业中也存在估值具有吸引力的企业。S Squared 的科技股投资经

理塞·戈德布拉特 (Sy Goldblatt) 在参加行业会议时，总是避免进入那些挤满追踪“当月热点”的分析师的会议室，而是走不寻常路，接触那些不引人注目的企业。虽然许多人认为，价值型投资理念难以运用于高科技类股中，但是，将两者结合起来却可能形成一种强有力的组合。价值型投资者追求的应该是以低于公允价值的价格来购买企业的股票，而不是单纯的低成长性或困难企业的资产。

本杰明·格雷厄姆注意到，细心的投资者可以在不同寻常的地方发现价值。他写道：“只要关于未来的测算是谨慎的，并且相对于支付的价格有合理的边际，成长型股票就可以像普通股票一样提供可靠的安全边际。但是，成长型股票投资的风险恰恰也在于此。对这些受欢迎的成长股，市场定价总是高于对未来盈利进行保守预测所得的结果。投资的安全边际总是取决于所支付价格的高低。在某一价格上，安全边际可能会很大；但是随着支付价格上涨，安全边际将会缩小甚至消失。正如上文所言，如果大多数成长型股票的平均市场价格水平过高，不能为投资者提供足够的安全边际，在此领域中简单地进行分散化投资将不能取得令人满意的结果。明智的投资者需要有不同寻常的预见力和判断力，这样他的个人选择才能战胜这些股票较高的价格中所固有的危险。”<sup>[21]</sup>尽管如格雷厄姆所言，在成长型股票中，可以偶然发现能够提供安全边际的投资机会，但是，对价值型投资者来说，受人冷落的证券中的机会更多、更具吸引力。

### 3. 逆向投资

通常，在被公众遗忘的市场角落里，人们能够发现可以大幅低于公允价值的价格购买资产的机会。当某些资产类别处于低谷时，会遭众人躲避，因此，那些敢于涉足于此的投资者经常会被发现，他们的责任感和理智受到人们的质疑。事实上，对这些逆向投资者，凯恩斯是这样描述的：“在普通大众眼中，逆向投资者的行为是古怪的、反传统的和冒险的。”<sup>[22]</sup>这些逆势而为的投资经理虽然不可避免地也会遭受激烈的批评，但是，他们成功的可能性更大。

20世纪90年代早期，房地产市场存在明显的折价投资机会。1994年1月，耶鲁大学参与购买了一处房地产，该房地产附带一份租赁契约，其承诺收益率为14.8%。在租期内，租金全部以现金形式支付，租金收益在扣除最初购买房地产的投资后仍有利润，而且，租约到期时还留下一笔价值较高的共有资产。即使不考虑任何残余价值，这笔房地产投资将近15%

收益率也大大高出可比美国短期国债 5.75% 的收益率。但是，上述事实不足以说明这笔投资是否具有较大价值。租赁收益率和无风险国债收益率之间的巨大差额可能是因为投资者面临承租人违约的风险。但事实上，由于美国政府负责支付该处房地产的租金，因此，其租金收入的质量堪与国债投资相媲美，比该处房地产更好的折价投资机会恐怕是凤毛麟角。更具讽刺意味的是，这个低价投资无风险现金流的机会却是来自于美国政府的一家机构——重整信托投资公司（RTC）。虽然通常 RTC 公司的资产处置工作相当有效，但是百密一疏，吸引人的投资机会偶尔还是会浮出水面。

廉价购买房地产资产起源于 20 世纪 80 年代末房地产市场的供应过度。当时，房地产是机构投资者的香饽饽，也是资产配置中的首选。投资者认为，地区性商业中心是一种具有垄断地位的、不可替代的资产，因此便以低于 5% 的现金收益率购买了商业中心及其附近的办公大楼。

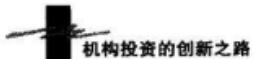
到 20 世纪 90 年代初，市场状况急转直下。随着房地产价格急剧下降，前十年中过度建设、过度举债和过度支付的后果凸现出来。受到“大型零售中心”（power center）等其他新兴零售业态的冲击，传统的地区性商业中心变成了“恐龙”，为投资者所遗弃。而且，随着家庭办公逐渐取代往来市中心办公，商务区的办公大楼也面临消亡的危险。

价值型投资者意识到，现在的市场状况虽然不像 20 世纪 80 年代初那样好，但也不像 20 世纪 90 年代初那样差。只需要简单地分析市场价值和重置成本之间的关系，投资者本该在 20 世纪 80 年代抛售而在 20 世纪 90 年代初买入。高抛低买，而非高买低抛，才能取得投资收益。

#### 4. “追涨杀跌”的行为

绝大多数投资者没有勇气进行逆向投资，他们通常跟随市场趋势，结果投资收益平平。投资者选择进出采取积极管理策略基金的时点就是一个明证。理想的情况下，严谨的投资者应该在投资经理在情有可原的情况下取得相对出色的业绩之后、并且在预期他将取得优异的业绩之前将资金交给他管理。而事实上，投资者的行为恰恰相反。

晨星公司的基金研究主管罗素·金奈尔（Russel Kinnel）编制的证据清晰地表明，共同基金投资者的投资决策不合理，而且在各类基金中均如此。如表 4-10 所示，晨星公司的研究中比较了共同基金的时间加权收益和投资者的金额加权收益，其中时间加权收益是指共同基金发售文件和宣传册子中载明的基金行业收益，金额加权收益是指考虑现金流人和流出之后共同



基金投资者的收益。此项研究考察了 10 年的业绩，覆盖了国内所有股票型基金并将其分为 17 类。在每个类别的基金中，投资者的实际收益均低于基金行业报告的收益。换句话说，投资者在基金取得良好业绩之后、开始转糟之前投资基金，而在基金业绩一塌糊涂之后、开始好转之前撤出基金投资。

金奈尔指出：“波动性加剧了这一问题。”科技股投资基金报告的收益和投资者的实际收益每年存在高达 13.4% 的差距。通讯、医疗保健等行业性投资基金以及小盘成长股、中盘成长股、大盘成长股投资基金中的差距次之。

表 4-10 共同基金投资者总是追涨杀跌 (%)  
(截至 2005 年 4 月 30 日的十年内的收益)

类别	金额加权收益	时间加权收益	差额
科技行业	-5.7	7.7	-13.4
通讯行业	3.0	8.4	-5.4
医疗保健行业	8.5	12.5	-4.0
大盘成长型	4.4	7.8	-3.4
小盘成长型	5.4	8.4	-3.1
中盘成长型	6.3	8.8	-2.5
小盘平衡型	9.0	11.3	-2.4
自然资源类	10.3	12.4	-2.1
小盘价值型	11.6	13.6	-2.0
房地产行业	13.4	15.4	-2.0
中盘价值型	10.4	12.2	-1.7
大盘平衡型	7.5	9.1	-1.6
金融行业	12.8	14.4	-1.6
温和配置型	7.3	8.4	-1.2
中盘混合型	10.6	11.4	-0.8
大盘价值型	9.6	10.0	-0.4
保守配置型	7.2	7.5	-0.3

注：由于存在四舍五入，上表中数据不可相加。

资料来源：Morningstar Fund Investor, July 2005, Volume 13 Number 11.

尽管所有类别的基金中，投资者的决定均不明智，但波动性较低的基金中情况稍好一些。表4—10中，保守配置型基金报告的收益与投资者实际收益之间的差距最小，但每年仍有0.3%的差距，这一结果令人失望。其他投资者表现较好的低波动性基金包括大盘价值型、中盘平衡型、温和配置型。

晨星公司的研究表明，个人投资者表现出“追涨杀跌”的行为，而且在各类基金中均如此，“追涨杀跌”导致投资收益降低。由于积极型投资管理的成本本身已经较高，再加上投资者持续非理性地投入、撤出资金，因此，个人投资者成功的几率大大降低。

不过，目前尚没有完整的可比数据来考察机构投资者投入、撤出积极型投资经理管理的基金的情况。尽管如此，仍有证据表明，机构投资者和个人投资者一样也出现“追涨杀跌”的问题。波士顿著名的机构资产管理公司GMO的经历就是一个明例。尽管在资产管理行业中，GMO长期以来业绩名列前茅，但是，公司业绩较差时投资者仍大批离去。

20世纪90年代末期，市场一片疯狂之际，推行理性、系统化价值型投资风格的GMO公司业绩落后于市场，恐慌的投资者纷纷离去。1998—1999年间，尽管股市如日中天，GMO管理的资产规模却从300亿美元大幅下滑至200亿美元。<sup>[23]</sup>而事实上，此时撤资的投资者遭受了三重损失：第一，他们在低点抛售了GMO；第二，他们将资金重新配置在动能驱动的投资经理中，注定将要失败；第三，他们失去了从GMO业绩复苏中获利的机会。那些最初聪明地选择了GMO的投资者却在机会最好的时候愚蠢地放弃了GMO并且放弃了GMO严谨的投资策略。这对积极型投资管理策略而言可谓是一大诉状。

我们来具体看一看GMO的数量驱动型国际内在价值策略的经历。从1987年初创立之日起到2006年底，该基金每年收益率为11.1%，大幅超出EAFE指数（代表的是欧洲、非洲以及远东经济体）每年7.0%的收益率。国际内在价值基金的长期投资者收益非常好。

但是，总体而言，投资者行为将成功变成了失败。20世纪90年代初，该基金卓越的收益吸引了投资者的兴趣。如表4—11所示，从1990年到1993年间，该基金平均每年超额收益高达8.7%，由于连续三年的业绩超越大盘，资金源源不断地流入，该基金管理的资产规模从3.78亿美元大幅飙升至26亿美元！到1996年底，资产规模攀升至28亿美元的顶峰。由此可



见，本该理性的机构投资者追逐了GMO的业绩表现。

到1997年，由于该基金连续三年的超额收益转为负值，大批客户开始撤离，到2002年，该基金管理的资产规模从1996年28亿美元的高峰最低降至5.78亿美元。由于1994—1999年间GMO的投资业绩相对较差，那些急功近利的投资者放弃了一个明智的积极管理策略。

很自然，GMO东山再起时，半途而废的投资者未能从中获利。2000年初的互联网泡沫崩溃后，随着市场重归理性，GMO在随后五年中平均每年的超额收益高达9.5%。GMO许多客户高买低卖的做法给他们的投资组合带来了永久性损害。

表4-11 GMO的机构投资者高买低卖  
(国际内在价值策略基金)

年份	收益(%)	EAFFE	超额收益 (%)	客户资金流动 (百万美元)	基金管理的资产规模 (百万美元)
		指数(%)			
1990	-8.1	-23.2	15.1	256	378
1991	14.4	12.5	1.9	503	990
1992	-1.1	-11.9	10.7	182	1 218
1993	39.9	32.9	7.0	471	2 595
1994	4.2	8.1	-3.9	(23)	2 234
1995	10.3	11.6	-1.2	307	2 606
1996	9.6	6.4	3.2	85	2 838
1997	0.9	2.1	-1.1	(1 257)	1 607
1998	13.6	20.3	-6.7	(784)	1 095
1999	14.6	27.3	-12.7	(190)	1 057
2000	-1.4	-14.2	12.8	(220)	802
2001	-12.1	-21.4	9.3	(27)	647
2002	-0.6	-15.9	15.4	(7)	578
2003	43.5	38.6	4.9	1 116	1 981
2004	25.3	20.2	5.0	597	3 162
2005	14.3	13.5	0.7	886	4 680

注：表中数据不考虑GMO可以在多个策略基金中配置资产的账户。

资料来源：GMO。

从1993年到2003年，GMO国际内在价值策略每年超越大盘2.8%。

尽管GMO业绩靓丽，但客户资金流动导致他们的投资收益令人失望。按金额加权平均计算，客户每年跑输大盘2.0%。由于投资者向GMO国际内在价值策略基金投资时和撤出时欠缺思考，这一原本成功的投资工具对他们而言却是失败的。

在上市有价证券这一封闭的投资领域，根据简单的逻辑判断，我们便知道大多数资产都不能超越大盘，由于存在管理费用和交易成本，大多数参与者的业绩并不好。在积极投资管理策略普遍失败的情况下，像GMO国际内在价值策略这样的成功便显得弥足珍贵。然而，高质量基金经理的客户却“追涨杀跌”，毁灭价值，从而导致原本就面临严峻形势的积极投资管理策略更是雪上加霜。

价值型投资策略是构建投资组合的坚实基础，因为以低于公允价值的价格购买资产能够提供安全边际。在许多情况下，价值型投资是令人焦虑不安的，因为最具吸引力的投资机会通常蕴藏在毫不起眼的地方，甚至是令人望而却步的领域。所以，许多投资者放弃明智的策略，去追逐流行的投资风潮。如果投资者坚持不懈地执行价值型投资策略，投资组合的稳定性将增强，将减少市场沉浮对其的影响，减少组合经理面临的风险。

## 第四节 结论

投资理念是投资者为获取组合收益而采取的投资方略，是贯穿于整个投资过程中的根本原则。投资收益有三个来源，资产配置、择时和证券选择，其中每个来源都是投资者进行组合管理的工具，都能帮助投资者实现机构目标。明智的投资者根据明确、清晰的投资理念，合理地运用各种组合管理工具。

机构总是倾向于稳定持有充分分散化的上市有价证券投资组合，因此资产配置政策是投资组合收益的主要来源。整个投资过程的基础是构建一个由各类资产组成的、分散化、以股票类资产为主的投资组合，而且组合中各种资产的收益驱动因素要有根本性不同。

择时策略导致投资组合与政策目标组合发生偏差，会影响基金实现长期投资目标。由于择时策略通常由恐惧或贪婪引起，它会降低投资收益水平。许多机构投资者无法维持组合与长期政策目标一致，相当于采取了隐

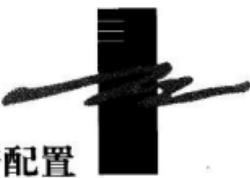
性的择时策略。风险控制要求对投资组合定期进行再平衡操作，以确保投资组合能够反映出机构的偏好。

在应用积极的证券选择策略时，尽管大多数投资者的收益相对较差，但是，在几乎所有的机构投资项目中，该策略仍然扮演非常重要的角色。基金经理把投资重点放在存在巨大投资机会的低效市场上，将能够大大提高成功的可能性。非流动性资产会给耐心的长期投资者带来高额收益，而价值型投资策略则会提供安全边际。即使投资者聪明、认真地应用积极投资管理策略，但是，由于资产定价效率高，投资者发掘和实施超越大盘的投资策略时面临极大的挑战。由于投资者追逐业绩强劲的资产管理公司、放弃业绩疲弱的公司的现象频频发生，其收益超越大盘的几率大大降低。合理的市场效率外加非理性的投资者行为导致证券选择策略成功的难度大大增加。

## 本章注释

- [1] Roger G. Ibbotson and Paul D. Kaplan, "Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?" *Financial Analysts Journal* 56, no. 1 (2000): 32.
- [2] Ibid., 29.
- [3] Charles D. Ellis, "Winning the Loser's Game," *Timeless Strategies for Successful Investing*, 3d ed. (New York: McGraw Hill, 1998): 11.
- [4] William N. Goetzmann and Philippe Jorion, "A Century of Global Stock Markets," *Journal of Finance* (forthcoming).
- [5] Stephen J. Brown, William N. Goetzmann, and Stephen A. Ross, "Survival," *Journal of Finance* 50, no. 3 (1995): 855.
- [6] Robert Lovett, "Gilt-Edged Insecurity," *Saturday Evening Post*, 1937.
- [7] Cambridge Associates, Inc. 1997 NACUBO Endowment Study. Washington, D.C.: National Association of College and University Business Officers, 1998.
- [8] John Maynard Keynes, "Memorandum for the Estates Committee, King's College, Cambridge, May 8, 1938." in Charles D. Ellis, ed.,

- Classics: An Investors Anthology* (Homewood, Ill.: Business One Irwin in association with the Institute of Chartered Financial Analysts, 1989); 79-82.
- [9] Gilbert Burck, "A New Kind of Stock Market," *Bank Credit Analyst*, April 1998, 22. First published in *Fortune*, March 1959.
- [10] Ibid.
- [11] 捐赠基金资产配置数据来自剑桥协会。剑桥协会是一家专门服务于非营利客户的咨询公司。
- [12] See Robert J. Shiller, *Market Volatility* (Cambridge: MIT Press, 1989).
- [13] Ibid., 2-3.
- [14] Burton Malkiel and Paul Firstenberg, *Managing Risk in an Uncertain Era: An Analysis for Endowed Institutions* (Princeton, NJ: Princeton University, 1976).
- [15] Brady Commission, *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms*, January 1988 (Washington, D. C.: GPO, 1988); 53.
- [16] Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (New York: Harcourt and Brace, 1964); 155.
- [17] Ibid., 160.
- [18] Ibid., 151.
- [19] Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (New York: Harper Business, 1973); 279.
- [20] See Eugene Fama and Kenneth French, "Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns," *Journal of Finance*, 50, no. 1 (1995): 131-155, and Eugene Fama and Kenneth French, "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance* 47, no. 2 (1992): 427-465.
- [21] Graham, *Intelligent Investor*.
- [22] Keynes, *General Theory*, 157.
- [23] Douglas Appell, "GMO's Grantham Not Worried about the Bulls," *Pensions & Investments*, 5 March 2007.



## 第5章 资产配置

资产配置过程表明，投资决策过程中需要将科学和艺术紧密结合起来，因为单纯依赖定性的判断或单独依赖定量分析都不能为投资者带来持续的成功。一方面，凭经验做出的决策不够严密，因为它忽略了一些信息，对其他信息要么过分重视，要么重视不足。另一方面，机械地应用定量分析工具会得出幼稚的、有时甚至是危险的结论。投资组合资产配置过程中，将艺术化的经验判断和科学化的数量分析有机结合起来是有必要的。

构建投资组合的第一步是定义并挑选资产类别。许多投资者只是简单地将组合资产配置到当时流行的资产类别中，各类资产的配置比例也与其他投资者接近，这样构建的组合不会

引起争议，但也未必能满足机构的需要。投资者如果效仿他人的做法来构建投资组合，他就未能履行最根本的受托责任——构建一个能够满足机构特定目标的投资组合。

### 一、资产类别和投资风格变迁

随着时间的推移，投资者用以构建投资组合的各种资产类别会发生变化。从过去150年耶鲁基金投资组合的变化中，我们可以窥见组合结构的演变过程。1850年，耶鲁基金的投资组合中，房地产投资几乎占据半壁江山，剩下的为“有抵押担保的债券和票据”。20世纪初，占据主导地位的资产类别包括抵押债券、铁路债券和房地产，而“各种公司股票”和“非铁路公司债券”只占相对较小的比例。到20世纪50年代，组合中包括国内债券、国内普通股、优先股和房地产。到21世纪初，耶鲁基金的组合充分分散化，其中包括国内债券、国内普通股、外国普通股、绝对收益类投资、实物资产和私人股权。

就像服装时尚不断变化一样，投资风格也潮起潮落。19世纪末20世纪初，铁路债券在资产配置中赢得了投资者的特别关注，因为当时铁路在美国经济发展中发挥着支配作用。投资者愿意将资金出借给看上去安全可靠的铁路公司，而且出借期限长达百年，因为他们知道，即使个别铁路公司破产了，它们留下的宝贵的铁路通行权仍将为自己的投资提供可靠的保障。

因此，当继承了19世纪90年代遗风的投资经理在得知利哈伊谷（Lehigh Valley）铁路公司债券的命运时，其吃惊程度可想而知。1891年1月，包括费城德雷克塞尔（Drexel）、摩根大通和纽约布朗兄弟（Brown Bros）公司在内的几家著名公司联合承销发行利哈伊谷铁路债券，发行价为102.5，1989年到期，票面利息为4.5%。由于该债券能及时支付利息，所以在发行后的四十年里很少被人们关注。但是，20世纪30年代的经济大萧条中，利哈伊谷铁路公司遭受致命打击。到1938年，公司被迫通过债务调整计划来缓解资金紧张状况。然而，这一妥协方案未能巩固公司的财务状况。到1949年，经过进一步谈判公司又达成了债务调整方案。但是，多年后，重组也未能最终解决公司的困难，到1970年10月1日，公司终于无力支付利息。债券持有人——也就是14.4英里铁路〔从黑泽尔·格雷克（Hazle Greek）到黑泽尔顿（Hazleton）的7.9英里和从阿什莫尔（Ashmore）到海兰峰（Highland）的6.5英里〕抵押权的首先受益人——并没有因抵押感



到丝毫的安慰。1972年，公司债券的价格跌至票面价值的5%。尽管并非所有的铁路债券都遭到如此悲惨的命运，但是多数铁路债券都未能达到投资者的期望收益。<sup>[1]</sup>

随着铁路行业从19世纪90年代的景气高点一路下滑，铁路债券已不再是一种单独的资产类别。当初投资者由于过分集中投资于铁路债券，只少量投资于国内普通股，结果错失了获取高额收益的良机。回过头来看，哪些资产可以为投资者带来利润自然一目了然。但是，投资者面临的根本挑战是，如何构建出一个投资组合，使其在未来的环境中能够取得成功。

在资产配置过程中，投资者首先要挑选各种不同的资产类别，然后配置不同的仓位使其能够满足投资的根本目标。机构的投资组合中，一般需要包含能够产生相当于股票收益的资产，如国内股票、外国股票、绝对收益、实物资产和私人股权。此外，为了降低各类资产特有的风险，投资者需要积极进行分散化投资，确保各类资产的配置比例适中，既能发挥作用，又不会对组合产生过大影响。只有了解各种资产类别并指明每种资产的作用，投资者才能为机构资产投资奠定坚实的基础。

## 二、资产类别的定义

在对资产类别进行定义时，很难实现纯粹性。极端的情况下，投资者甚至定义出几十种资产类别，结果名目繁多，难以管理。对投资组合中应该包含多少种资产类别，市场参与者莫衷一是。尽管如此，资产类别的数目要大小适中，确保每类资产既能在组合中发挥作用，同时又不会对组合产生过大影响。在一个投资组合中，如果某类投资的配置比例不到5%或10%，将没有什么意义，因为配置比例过低，该类投资无法影响组合的整体业绩。但是，如果某类资产的配置比例超过25%或30%，将产生过度集中的风险。对大多数投资组合而言，资产类别的合理数量大约为6种。

在定义资产类别时，资产的功能特征发挥主导作用，结构性、法律性特征处于次要地位。按照不同的特征，可以有多种方法定义资产类别，例如，债券和股票、国内和国外、通胀敏感和通缩敏感、公开市场与非公开市场、流动性和非流动性。最终，投资者要对各种资产进行分类组合，将具有类似特征的投资产品归为一类。各种资产类别是构建投资组合的基本材料。

固定收益类资产包括多个层面。如果投资者想利用固定收益类资产来

抵御偶发性金融事件的影响，那么只有高质量、长期、不可赎回的债券才能满足要求。尽管从法律角度和结构特征来讲，投资级别以下的债券（即，垃圾债券或高收益债券）也属于固定收益资产类别，但是它们缺乏抵御金融危机的重要功能。垃圾债券的本息支付主要取决于债券发行人的财务状况，它的风险类似于股票。即使债务人履行了合约的义务，债券持有人也可能因赎回风险<sup>①</sup>而蒙受损失，因为当利率降低或公司财务状况得以改善后，发行人可以在债券到期日前以固定价格赎回。具有讽刺意味的是，不管公司前景恶化抑或改善，垃圾债券的持有人都可能会遭受损失。因此，无论如何，投资级别以下的债券都不能抵御严重的经济萧条，因为在经济困难时期，高收益债券持有人可能因公司违约而蒙受损失。

在抵御金融危机方面，政府债券是最主要的资产类别，它能高效地保护投资组合。但是，并非财政部发行的所有债券都属于同一资产类别。抗通胀债券（TIPS）就不能出现在合理定义的固定收益资产类别中。当发生超预期的通胀时，传统的固定收益资产通常价格下降，因为未来固定支付的本息将会贬值。相反，与通胀挂钩的债券却能提供更高的收益。面对超预期的通胀这同一种变量，这两种资产的反应恰恰相反，因此它们属于不同的资产类别。

许多投资者在组合中加入外国债券，将其视作一种广义的固定收益类资产或单独一种资产类别。然而，这两种做法都没有实质意义。首先，固定收益组合的宗旨是对冲通货紧缩或金融危机，外国债券不符合这一宗旨。在国内发生金融危机时，外国债券会如何表现，投资者无从知晓，因为国外的状况可能与国内不同。而且，由于汇率因素影响，外国债券的投资收益可能产生巨大的、难以预知的变化。其次，如果把外国债券作为一种单独的资产类别，其中高质量的债券无法获得投资者的关注，因为它的预期收益低，并且存在汇率风险，这两个因素抵消了它作为非国内固定收益证券的优点。投资者购买债券是为了安然度过危机，并要为此付出代价（债券的预期收益率低），因此，这些债券必须能够明确、直接发挥作用。

谨慎的投资者要从功能的角度来定义资产类别，并结合各种资产类别的特点以及它们在特定组合中需要发挥的作用。在固定收益类资产中，信用风险、赎回风险和汇率风险的存在削弱了它们抵御金融危机的功能。然

<sup>①</sup> 赎回风险（call risk）指的是债券发行人在债券到期日之前按预先规定的价格赎回债券，导致投资者收益降低的风险。请参见本书后面的解释。——译者注



而，为了获得收益或用更容易的方法超越大盘，大多数机构投资组合中债券资产的配置比例不合需求，而且也不是只包括纯粹的美国政府债券。最终的结果是，这样的组合既不能产生相当于股票的收益，也不能起到抵御市场危机的作用。

在定义各种资产类别时，判断力发挥着重要作用。尽管资产配置过程中要应用统计分析，但是如果统计分析不是建立在对资产类别进行合理定义的基础上，那么最后得出的投资组合将不太可能满足机构的需求。

## 第一节 定量分析和定性分析

制定资产配置的政策目标时，投资者需要将定量分析和定性分析有机地结合起来。金融市场需要量化，收益、风险和相关性适合用数字来测算。投资者可以运用多种理论或模型来分析可能的投资组合构成。这些理论或模型包括资本资产定价模型（CAPM）、套利定价模型（APT）和现代投资组合理论（MPT）。定量分析是构建投资组合的基础，要求投资者在构建投资组合时严谨认真。投资者要系统地指定资产配置模型的输入变量，这样才能使组合管理的核心问题明确化。

诺贝尔奖得主哈里·马科维茨和詹姆斯·托宾开发出了一个投资组合分析模型，即均值—方差最优化（mean-variance optimization）模型，这一模型被人们广泛地运用而且效果上佳。根据这一模型，投资者可以找到有效组合，即在给定风险水平上能够实现最大收益的投资组合。模型中的输入变量有预期收益、预期风险和预期相关性。根据这些变量，最优化模型对各种资产的组合进行评估，并最终识别出最优投资组合。这些最优投资组合构成有效边界（efficient frontier），理性的投资者将从有效边界上选择适合自己的投资组合。

### 一、识别有效组合

看到“均值—方差最优化模型”这几个字，投资者可能会望而却步，脑海中浮想起常人难以理解的复杂的量化分析方法。然而事实上，最优化模型的基本概念相当简单，就连略懂金融学的学生都可以理解。

均值—方差最优化模型的核心任务是识别有效组合。有效组合优于其

他所有可产生同等收益或面临同等风险的投资组合。也就是说，在给定的风险水平上，没有其他投资组合的收益比有效组合更高；同样，在给定的收益水平上，没有其他投资组合的风险比有效组合更低。注意，这里的“有效”完全是针对收益和风险而言的，均值一方差最优化模型没有考虑资产类别的其他特征。

投资者在应用模型时，一般假设资产类别的收益呈正态分布（钟形曲线分布），这样以来，仅用均值和方差两个变量就可以完整地描述收益的分布特征。尽管利用正态分布有助于均值方差分析，但是现实世界中，证券收益也可能呈现出非正态分布的特征，因此模型的结论被打折扣。

相关性指的是一种资产类别收益与其他资产类别收益之间的变化关系，用来衡量该投资组合的分散化能力，因为投资组合中各资产类别对收益驱动因素的反应各不相同。除了风险和收益外，各资产类别之间风险收益的相关性是投资组合的又一特征，会对构建投资组合产生影响。

在规定了各种可投资资产类别的预期收益、风险和相关性特征之后，投资者便可以开始寻找有效组合。在给定的风险水平上，模型将逐一评估各个投资组合，最终识别出能够创造出最高收益的组合，这个最优组合构成有效边界上的一个点。重复上述过程，模型将识别出一系列的风险水平各自对应的最高收益组合。将这些最高收益组合所在的点连接起来就构成了有效边界。

均值一方差最优化模型的核心非常简单，即，利用给定的资本市场特征，定量分析模型应用严格反复的方法来寻找有效组合。投资者可以在有效边界上挑选出一组最优的资产组合。

## 二、均值一方差最优化模型的局限

不加限制地运用均值一方差最优化模型通常难以得出真正合理的投资组合。理查德·米肖（Richard Michaud）曾批评过均值一方差最优化模型。他写道：“均值一方差最优化的证券组合，从本质上讲，就是‘估计错误最大化’的证券组合，这一事实解释了为什么许多‘最优’投资组合难以被认可。均值一方差最优化模型总是会超配（低配）那些具有较高（较低）预估收益、负（正）相关和较小（较大）方差的证券。而这些证券正是最有可能发生估计错误的证券。”<sup>[2]</sup>尽管米肖的批评针对的是各种证券构成的组合，但是也同样适用于由不同资产类别构成的组合。



一些基本问题限制了均值一方差最优化模型的效用。

首先，有证据表明，证券收益并非呈现正态分布，市场中发生极端事件的概率要比正态分布中极端事件发生的概率高许多。《我们自己制造的魔鬼》（*A Demon of Our Own Design*）一书的作者理查德·布克斯特伯（Richard Bookstaber）说，“以往经验显示，每个金融市场中，每年单日价格波动幅度达 4 个标准差的情形至少发生一次<sup>①</sup>。在任何一年中，通常至少有一个市场会发生单日价格波动超过 10 个标准差的情形。”<sup>[3]</sup>因为市场价格极端波动发生的频率远远高于正态分布所预计的，因此，均值一方差最优化模型忽略了一些极其重要的信息。事实上，投资者更关注的是类似于 1987 年股灾这种处在正态分布尾部的特殊情况，而不是那些处于正态分布中心的正常情况。

其次，资产类别之间的相关性可能不稳定。例如，危机发生时，原本独立运行的市场可能会同步波动。1987 年 10 月，全球股票市场同时崩溃，结果，那些原本希望通过国外投资来缓冲国内股票价格下跌风险的组合经理备感失望。虽然 1987 年 10 月股灾之前和之后，各国股市的相关性远远小于 1，但是，紧随着 10 月份股灾发生，各国股市的表现开始呈现出高度的相关性，许多投资者开始质疑分散化投资到底是否有效。在预估均值一方差最优化模型的输入变量时，许多投资者高度依赖历史经验；然而，由于市场结构不断发生变化，历史收益、风险和相关性的指导价值降低。因此，采用定量分析模型的投资者既要合理地考虑历史数据的指导意义，又要适当地融入自己经过深思熟虑后的主观判断，这一任务的挑战可想而知。

再次，均值一方差最优化模型完全依靠预期收益和预期风险来考察资产类别收益的分布特征，但是它却没有考虑资产类别的其他重要特征，如流动性和可交易性。事实上，用均值一方差最优化模型来分析低流动性资产时会出现一些重要问题。通常，均值一方差最优化模型中需要分析每年资本市场的数据，这意味着，模型中假设投资者每年都会对投资组合进行再平衡操作。也就是说，如果组合中股票配置比例高于目标、债券配置比例低于目标，那么到组合年度调整时，投资者将会卖出股票而买入债券，使各资产类别的配置比例重新恢复到目标水平。很明显，对私人股权和房地产投资等可交易性较差的资产，投资者不可能以低成本、有效的方式使

<sup>①</sup> 正态分布变量的标准差为 4，意味着每 15 780 次尝试会发生一次。按每年 250 天来计算，标准差为 4 的事件是每 63 年发生一次。

其恢复目标配置比例。由于投资者难以按模型假设的方式来管理流动性较差的资产，因此，均值一方差最优化模型得出的结论的可应用性降低。

最后，投资时限问题。许多情况下，投资者要满足多重目标，这些目标又跨越不同的时间期限。例如，捐赠基金经理的中期目标是保证支出的稳定性，但同时他还面临资产保值的长期目标。如果优先考虑支出稳定性目标，那么在均值一方差最优化模型中合适的时间期限是3~5年；如果优先考虑资产保值的目标，那么模型中大概需要采用长达几十年的时间期限。但是，均值一方差最优化模型中普遍采用的时间期限为一年，对捐赠基金的上述两个目标均无济于事。由此可见，均值一方差最优化模型灵活性不够，无法考虑现实世界中捐赠基金投资者的需要。

归根到底，均值一方差最优化模型将各种资产类别丰富繁杂的特征浓缩成一组简洁、精确定义的统计学特征，这既是它最大的吸引力，也是它最根本的缺陷。由于均值一方差最优化模型采用的假设条件被大大简化，因此根据此模型得出的资产配置方案只是资产配置过程的开始。

### 三、定性判断

由于均值一方差最优化模型具有上述局限性，投资者在资产配置过程中必须融入定性判断。投资者要根据自己的判断，在配置某种资产类别时附加一些合理的约束条件。例如，为了分散风险，投资者可能会将每种资产类别的配置比例限制在30%以内，以确保没有哪一种资产类别能够左右组合的收益。此外，从逻辑上说，对私人股权的超前配置应该在现有的配置比例上逐步增加。由于私人股权投资流动性较差，而且投资机会通常不可分割，通常难以严格按照组合的目标水平增加，因此，逐渐递增的方式相对合理。

循序渐进的方式本身就有优点，在资产配置过程中也能发挥效用，因为资产配置过程中充满了不确定性。凯恩斯笔下“时间和无知的隐秘力量”笼罩着未来，甚至连对资本市场特征周密的估计也显得不可靠。<sup>[4]</sup>依据高度不确定的数据来对资产配置做出重大改变是不可靠的，因此，投资者要对均值一方差最优化模型进行合理修正，限制资产类别配置比例的大幅变动。

但是，投资者必须注意避免一点，不能仅仅为了构建表面上看起来合理的投资组合而对各类资产的配置比例进行限制。极端地说，如果在均值一方差最优化过程中加入过多的限制条件，那么模型就几乎完全按照投

资者的偏好被改头换面，其结果就像计算机科学家所熟知的 GIGO (garbage in/garbage out) 一样——无用输入，无用输出。

另外，投资者可以从有效边界附近（而非有效边界本身）的一系列组合中寻找合理的优化组合。事实上，除非现有的组合恰好位于有效边界上，否则将会有更多的组合可供选择，它们要么在相同甚至更低的风险水平上承诺更高的预期收益，要么在相同甚至更高的收益水平上承诺更低的风险。这些选择可能比处于有效边界上的组合更加合理，而且让投资者在获得卓越收益的同时感到更加安心。

通过定量模型分析，投资者可以看出如何改变投资组合能够带来收益。通过对现有的投资组合进行均值一方差最优化分析，投资者可以测算出现有组合要达到最优化水平需要向哪个方向移动多少，这样，投资者将更清楚未来资产配置的方向。根据模型测算的结果，投资者可能需要增加具有吸引力的资产类别的配置比例，甚至可能超过限制水平，而降低那些不具吸引力的资产类别的配置比例。根据最优化组合是否“喜欢”某种资产类别以及“喜欢”的程度，投资者可以相应增加或减少该类资产的配置比例，这是对定量分析结论初步进行的定性评估。用合理的判断来修正和解释均值一方差模型的结论能够完善资产配置过程。

## 第二节 资本市场假设

预期收益和预期风险是对任何投资组合进行定量评估的核心。尽管历史数据可以指导定量评估，但是，投资者要想得出真正有用的结论，绝不能仅仅将历史数据输入均值一方差最优化模型中。

在组合最优化模型中，确定一系列的输入变量的预估值困难重重，主要原因是预估值的前瞻性。尽管历史规律可以为未来假设提供重要的参考，但是历史数据必须经过修改才能得出符合未来市场现实的数据。考虑周全的投资者在确定变量假设时，既会尊重历史规律，还会力求符合实际情况，并努力在两者之间取得平衡。

资本市场总是需要调整。证券价格的均值回归 (mean reverting) 规律意味着物极必反，高收益时期过后，随之而来的必然是低收益时期，反之亦然。著名的资产管理人杰里米·格兰瑟姆 (Jeremy Grantham) 认为，均