

雪球专刊 270 期——致敬资产配置大师大 卫·史文森

第 270 期

2021/05/28

出品人：方三文

策划：冯冬杰

封面设计：卢宛莹

浙版数媒

目录

关于《雪球专刊》

内容概要

章节介绍

- 1、David Swensen, 大学捐赠基金模式之父
- 2、从大学运营角度理解大卫斯文森的资产配置
- 3、致敬大卫·斯文森：资产配置的始祖、太祖和太宗
- 4、资产配置大师大卫·史文森给我的启发
- 5、学习大卫斯文森投资思想优化本人的投资体系
- 6、史文森资产配置的启示：个人投资理念的进化
- 7、低调不掩才华，大卫斯文森的投资模型思考
- 8、资产配置，长期收益和风险的决定性因素
- 9、大卫·斯文森在耶鲁大学的客座演讲
- 10、《不落俗套的成功：最好的个人投资方法》书摘分享

关于《雪球专刊》

《雪球专刊》是国内领先的投资交流交易平台“雪球”上的用户讨论集锦。本专刊全部内容均由雪球社区每日产生的大量高质量财经类UGC产生,按照不同专题进行组织、编辑和校对。专门为渴望财务自由,想拓展财经知识却无法长时间使用雪球的朋友,提供最好的阅读体验。

关于雪球：

雪球公司成立于2010年,是国内领先的投资交流交易平台。雪球致力于为中国投资者提供跨市场(沪深、港、美),跨品种(股票、基金、债券等)的免费实时行情资讯,专业优质的互动交流和便捷高效的交易服务。雪球集团肩负「连接投资的一切」的使命,旗下拥有雪球股票、雪盈证券、蛋卷基金等三款移动应用和雪球网站。

知识产权：

此电子周刊中内容版权由对应的用户和雪球共同所有。第三方若出于非商业目的，此电子专刊的内容转载，应当在作品正文开头显著位置，注明原作者和来源于雪球。

若需要对作品用于商业目的，第三方需要获得原作者和雪球的单独授权，并按照原作者规定的方式使用该内容。转载授权等相关事宜，请发邮件到 secretary@xueqiu.com。

本刊部分图片和文字来源于网络，如有侵权，请和我们联系。

内容概要

投资大师、耶鲁大学首席投资官大卫·史文森 (David F.Swensen) 于2021年5月5日因癌症去世，享年67岁。

史文森1980年获得耶鲁大学经济学博士学位，1985年开始接管耶鲁捐赠基金。自史文森上任以来，耶鲁捐赠基金的资产规模不断扩大。截至2020年6月30日，耶鲁大学捐赠基金过去10年的年化回报率为10.9%，过去20年的年化回报率为9.9%。

耶鲁捐赠基金会是世界上长期业绩最好的机构投资者之一，“耶鲁模式”成为机构投资标杆，史文森也成为机构投资的教父级人物。耶鲁模式有两个核心：第一，以资产配置为出发点，多元化配置，进行分散投资；第二，大比例超配长期投资、另类资产这样的能够穿越牛熊的配置方式。

领航集团创始人约翰·博格 (John Bogle) 曾评价称：“大卫·史文森是这个星球上仅有的几个投资天才之一。”前摩根史丹利投资管理公司董事长巴顿·毕格斯也曾表示：“世界上只有两位真正伟大的投资者，他们是史文森和巴菲特。”

为向这位伟大的投资大师致敬，雪球特此发起主题征文活动#致敬资产配置大师大卫史文森#。我们精选10篇好文汇编成册，希望对你了解投资大师大卫·史文森有所帮助！

章节介绍

1、David Swensen，大学捐赠基金模式之父

摘要：史文森开创的“耶鲁模式”不仅帮助耶鲁大学捐赠基金走出了财务及管理上的困境，还被许多其他大学捐赠基金奉为圭臬，也使史文森成为了与彼得·林奇、本杰明·格雷厄姆和沃伦·巴菲特等人齐名的投资界传奇人物。

以激进的另类资产配置和投资组合多元化为主要投资策略的“耶鲁模式”，在 20 年里帮助耶鲁大学捐赠基金实现了 9.9%的年回报率，高于其他大学捐赠基金 5.6%的平均回报率。

2、从大学运营角度理解大卫斯文森的资产配置

摘要：大卫斯文森开始管理耶鲁基金后，在那个只会投资股票和债券的八十年代，开创性地将绝对收益基金（各种对冲套利策略）、各种私募股权、PE、VC 投资基金等非公开市场另类投资引入耶鲁基金。单独看某一只私募股权基金，都是高风险高收益，但是，将这些不相关资产组合在一起，就能在不损失太多收益的前提下降低组合整体的波动性。

3、致敬大卫·斯文森：资产配置的始祖、太祖和太宗

摘要：在资产配置的理论和实践过程中，马科维兹、大卫·斯文森、瑞·达里奥分别做出了非常重要的贡献。所以，在这篇文章中，将马科维兹称为资产配置的始祖，大卫·斯文森称为资产配置的太祖，瑞·达里奥称为资产配置的太宗，传奇永不落幕，这篇文章也是对大卫·斯文森先生的致敬。

4、资产配置大师大卫·史文森给我的启发

摘要：对于投资者来说，比的不是一次收益，一月收益或一年收益，而是怎么能赌运长久，可能最重要的一件事是控制风险。资产配置，简单理解就是做投资组合，雪球上很多大神都单吊一只个股，咱除了佩服还为其捏一把汗。

5、学习大卫斯文森投资思想优化本人的投资体系

摘要：斯文森认为投资获得收益主要有三种方法：资产配置，择时交易和证券选择。他指出，约 90%的收益来自资产配置，只有 10%左右是靠证券选择和择时交易。资产配置如此重要，但在现实中却远不如证券选择和择时交易那样受重视。可能的原因是绝大多数人不愿费力去做长期和整体性的考虑。相比之下，证券选择和择时交易要考虑的因素更少，技能能更快得到反馈。

6、史文森资产配置的启示：个人投资理念的进化

摘要：我与大师的渊源是席勒教授耶鲁的金融市场公开课，其中有详细讲到史文森的资产配置，投资组合的 diversification，以及组合里资产的相关性等知识点，现在依旧铭记在心，后文会谈如何实践。说来也巧，个人 14 年的二级市场经历，也只有 2008 年是亏损的，其他年份皆是正收益，除了运气不错，还有一部分可以归因为认知的变现，趁着这个机会来梳理下投资理念的进化。

7、低调不掩才华，大卫斯文森的投资模型思考

摘要：在 1985 年，当斯文森开始管理捐赠基金时，基金只价值 13 亿美元，而到 2018 年，基金价值 294 亿美元，33 年翻了 22 倍多。

2018 财年，耶鲁大学捐赠基金实现了 12.3% 的净收益率（扣除管理费）。从长期来看，该基金过去 10 年的平均年回报为 7.4%，过去 20 年的平均年回报为 11.8%。

8、资产配置，长期收益和风险的决定性因素

摘要：2019 年指数基金教父约翰博格刚走，2021 年资产配置大师大卫史文森又离开了，作为指数基金和资产配置的拥趸，内心还是觉得很伤感的，尤其是史文森，只有 67 岁，还属于比较年轻的。

心理有种莫名的期望，希望这些信奉长期主义的投资大师自身也能够长寿，让他的生命和投资一样，都成为时间的朋友，就像巴菲特和芒格两位老爷子一样，依然在延续着人生的传奇。不过，斯人已逝，亦只能节哀顺变，还是来说说史文森对个人的启发，以表纪念。

9、大卫·斯文森在耶鲁大学的客座演讲

摘要：对于长期投资者来说，股权偏好的存在是长期投资获利的重要基础，但是分散投资也很重要。你必须把手中持有的风险资产限制在一个合适的比例水平，并且即使到了最差的市场环境下，你依旧能够承受这些风险资产。

10、《不落俗套的成功:最好的个人投资方法》书摘分享

摘要：在 2019 年 10 月第一次读到大卫斯文森的《不落俗套的成功:最好的个人投资方法》，当时感觉收获很大，也认真做了书摘，今天得知大师离世，特分享出来以资纪念。

1、David Swensen，大学捐赠基金模式之父

作者：@海投全球

发表时间：2021-05-10

5月5日，耶鲁大学首席投资官、带领耶鲁大学捐赠基金从10亿美元扩大到312亿美元的美国传奇投资人 David Swensen（大卫·史文森）因癌症逝世，享年67岁。

史文森开创的“耶鲁模式”不仅帮助耶鲁大学捐赠基金走出了财务及管理上的困境，还被许多其他大学捐赠基金奉为圭臬，也使史文森成为了与彼得·林奇、本杰明·格雷厄姆和沃伦·巴菲特等人齐名的投资界传奇人物。

以激进的另类资产配置和投资组合多元化为主要投资策略的“耶鲁模式”，在20年里帮助耶鲁大学捐赠基金实现了9.9%的年回报率，高于其他大学捐赠基金5.6%的平均回报率。

在投资人的身份之外，史文森还是一位受人爱戴与尊敬的大学教授。他的投资理念培养了许多美国大学捐赠基金经理，包括常春藤大学在内的多所美国大学捐赠基金都采用了“耶鲁模式”。

在深受史文森投资理念影响的人里，还包括中国著名投资人、高瓴资本的创始人张磊。在缅怀恩师的文章中张磊说道，史文森在教书育人上花费了大量精力，并孜孜不倦地帮助身边人充分发挥自己的潜能，引导他们走向一条为社会创造价值的道路。

从华尔街到耶鲁

在史文森成为耶鲁大学首席投资官，并带领耶鲁捐赠基金走向成功以前，已经在金融领域工作多年，并取得了辉煌的成就。#致敬资产配置大师大卫史文森#

1975年，史文森被耶鲁大学经济学专业录取，随后获得了该校经济学博士学位。在校期间，史文森师从两位著名经济学家——诺贝尔经济学奖得主、资产组合选择理论开创者 James Tobin 和经济学教授 William Brainard，并遇到了一生的挚友 Dean Takahashi，二人共同开创了颠覆大学捐赠基金管理模式的“耶鲁模式”（Yale Model）。

在两位导师的指导下，史文森完成了博士论文——“公司债券估值模型”。这篇论文成为了史文森进入华尔街的敲门砖。

加入耶鲁捐赠基金以前，史文森先后在所罗门兄弟和雷曼兄弟工作了6年。在所罗门兄弟公司期间，史文森策划了金融史上首次货币互换交易。在雷曼兄弟，他担任高级副总裁，负责公司的掉期业务，并取得了不错的业绩。

但史文森最终还是决定放弃华尔街的高薪职位，甘愿减薪80%，接受了耶鲁捐赠基金经理的职位，尽管当时的他还没有任何管理机构投资组合的经验。

1985年，31岁的史文森正式加入耶鲁大学捐赠基金，此后便再也没有离开过耶鲁。在他的带领下，耶鲁大学捐赠基金发展成为全球最大的大学捐赠基金之一。

截止到2020年9月，耶鲁大学捐赠基金的规模从1985年的13亿美元扩大到了312亿美元，排名仅次于419亿美元的哈佛大学捐赠基金。

激进配置私募股权，重振耶鲁大学基金

在美国，大学捐赠基金的资金池是许多大学经费支出的重要财务组成部分，资金用途涵盖教职人员薪资、奖学金、建筑维护等校园建设各个方面。一所大学拥有的捐赠基金规模越大，投资回报率也会越高，相应地，这所大学也就有了更加雄厚的资金实力用于发展壮大校园。

在史文森加入以前的很多年里，耶鲁大学捐赠基金一直处于管理不善的状态，70年代的高通胀和股市糟糕的表现极大地削弱了货币购买力。彼时的耶鲁大学急需一位能够带领耶鲁捐赠基金走出困境的基金经理。这对于当时完全没有机构投资组合管理经验的史文森来说是一个不小的挑战。

在史文森担任耶鲁大学捐赠基金经理的前20年里，该基金实现了每年平均16.1%的投资回报率，超过了当时其他任何一家美国大学捐赠基金的投资表现。哈佛大学捐赠基金在当时的投资回报率是14.9%。

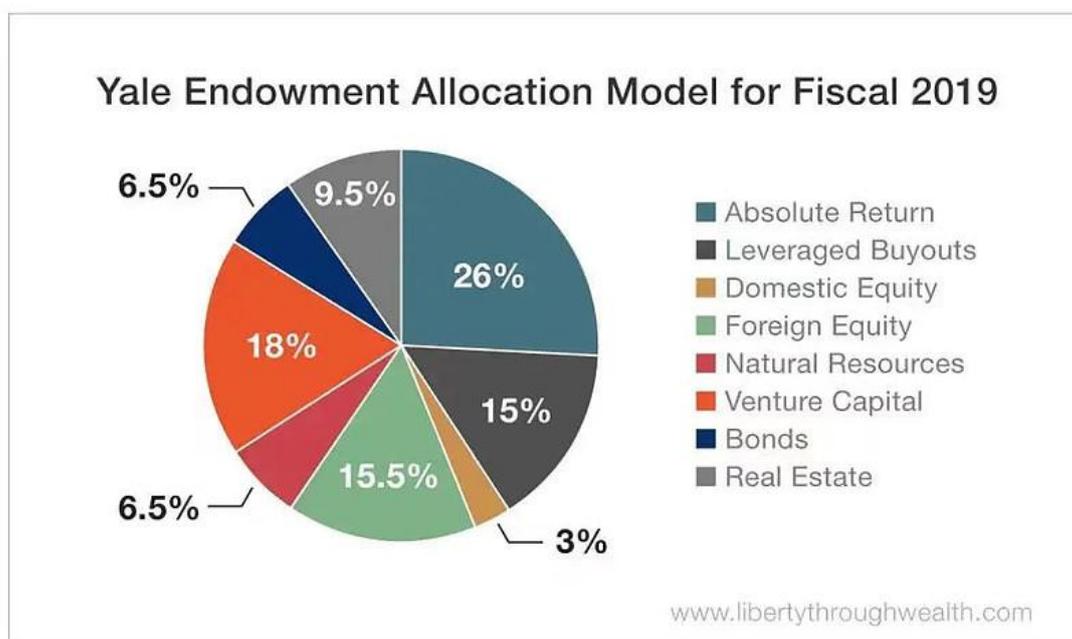
此外，随着基金规模的扩大，捐赠基金在耶鲁大学支出中的占比从1985年的十分之一提高到了2019年的三分之一。

和一般基金经理的职责类似，大学捐赠基金经理的核心职责也是进行资产配置。史文森领导下的耶鲁大学捐赠基金最主要以及最终帮助该基金走出财务困境的投资策略就是激进押注私募股权，同时秉持分散化投资的原则。尽管这种投资策略现在看来非常符合常理，但在当时却具有颠覆性意义。

上世纪80年代早期，耶鲁大学捐赠基金有75%以上的资产由股票、债券和现金组成。深受投资组合理论影响的史文森意识到这种“将鸡蛋

全部放在同一篮子里”的配置方式是一个极大的错误，不仅承受着极高的风险，同时还可能错失其他收益更高的投资机会，例如外国股权、绝对收益类资产，以及**房地产、大宗商品**和**私募股权**等另类资产。这些资产不仅能够产生类似于股权的收益，受美国股市波动的影响也较小。

2019 财年，耶鲁大学捐赠基金的资产类别中，占比排在前四位的资产类别分别为绝对收益类资产（26%），风险资本（18%），外国股权（15.5%），以及杠杆收购（15%）。股票和债券的占比仅为 3%和 6.5%。



这种多元化的投资组合，在 2000 年初的**互联网泡沫**期间更是为耶鲁大学捐赠基金带来了丰厚的回报。在耶鲁 2000 财年，也就是纳斯达克指数达到了峰值期间，耶鲁大学捐赠基金投资组合的回报率达到了 41%，是其他捐赠基金平均回报率的三倍以上。在接下来股市暴跌的 12 个月里，分散化的投资组合更是为耶鲁大学捐赠基金带来了 9.2% 的回报率。

但在 2008 年席卷全球的**金融海啸**中，配置了大量低流动性资产的“耶鲁模式”未能幸免于难。2009 财年，耶鲁大学捐赠基金的回报率为 -24.6%，基金价值跌至 163 亿美元，最终花了五年时间才恢复到危机前的水平。这场危机使史文森深刻地意识到，任何投资策略在系统性风险面前都不是无坚不摧的。

当代大学捐赠基金模式之父

在“耶鲁模式”取得成功以后，许多美国大学都试图复制“耶鲁模式”，这也使得各大高校捐赠基金对于耶鲁系投资人才的需求急剧上升。

一些高校更是直接请来了史文森的直系门徒来主导大学捐赠基金的投资业务，包括普林斯顿大学的安德鲁·戈尔登(Andrew Golden)、麻省理工学院的赛斯·亚历山大(Seth Alexander)、斯坦福大学的罗伯特·华莱士(Robert Wallace)、宾夕法尼亚大学的彼得·阿蒙(Peter Ammon)、卫斯理大学的安妮·马丁(Anne Martin)，以及鲍登学院的宝拉·沃伦特(Paula Volent)。

他们用史文森的投资理念颠覆了美国高校捐赠基金的投资模式。截止到2014年，美国高校的投资组合中有51%的资产投资于对冲基金、私募股权和房地产等另类资产。这一比例是2001年的两倍。

尽管一些大学捐赠基金管理者有时会对“耶鲁模式”激进的投资风格持怀疑态度，但这些基金经理的耶鲁大学教育背景，特别是史文森门徒的身份往往能在很大程度上使他们安心。一些人甚至将耶鲁大学视为大学捐赠基金领域的通用电气公司，能够源源不断地输出投资管理人才。

Andrew Golden 曾坦言，自己绝大部分好的管理理念都来自史文森。哈佛大学捐赠基金负责人 N.P. (Narv) Narvekar 更是将史文森称为当代投资组合管理领域的“捐赠基金模式”之父

(the modern ‘Endowment Model’ of portfolio management)。

在史文森门徒的带领下，许多美国高校都见证了大学基金规模的翻倍成长，也取得了高于美国大学捐赠基金平均回报率的成绩，但很少有人能打破史文森创造的记录。

在过去的20年里，耶鲁捐赠基金实现了9.9%的年均回报率，高于美国股市6.2%的收益率，以及其他大学捐赠基金5.6%的年均回报率。

从传奇投资人到良师益友

耶鲁大学捐赠基金的成功不仅得益于“耶鲁模式”，还与史文森本人极为重视“投资于人”的理念密不可分。对这一理念的坚守使他在世界范围内激励并培养了许多顶级投资人，其中一个便是中国著名投资人、高瓴资本的创始人张磊。

与史文森刚刚加入耶鲁大学捐赠基金时的年龄类似，张磊在 32 岁时创立了高瓴资本。那时的他也和刚加入耶鲁大学捐赠基金时的史文森一样，从未管理过投资基金。但史文森还是慷慨地为张磊投入了创始资金。

尽管当时张磊和他的合伙人投资经验不足，但他们都有着“无限的求知欲和对中国未来的信心和向往”，也正是这点吸引了史文森。史文森告诉张磊，“当你和合适的人一起工作时，一定会有好事发生”。

在投资人的身份之外，史文森还是一位受人爱戴与尊敬的大学教授。1954 年，史文森出生在美国威斯康星州里弗福尔斯一个有着教育背景的家庭，爷爷和父亲都是教授，母亲是一位路得教牧师。作为教育工作者的史文森遗传了父母身上乐于助人与分享的高尚品格。

在耶鲁，史文森从来不会让新人仅仅只做枯燥乏味的工作，而是会邀请他们一起开会，一起看投资项目，一起讨论并参与投资决策。

张磊在缅怀恩师的文章中写道，史文森在教书育人上花费了大量精力，并孜孜不倦地帮助身边人充分发挥自己的潜能，引导他们走向一条为社会创造价值的道路。

在过去的 35 年里，史文森与挚友兼同事 Dean Takahashi 共同讲授了《投资分析》课程。即便是在 2012 年被诊断出肾癌晚期，他也一直坚持任教。就在去世的几天以前，他和 Dean Takahashi 讲授了本学期最后一堂投资分析课。

2、从大学运营角度理解大卫斯文森的资产配置

作者：@闪电考拉

发表时间：2021-05-07

可以说哈佛、耶鲁、斯坦福这样的大学奠定了美国超级大国的基础。而美国大学能持续经营，最重要的经济来源不是学费收入，而是各个大学的捐赠基金。2018 年耶鲁大学的学费收入只占大学总收入的 17%，抛开返还学生的 7% 的奖学金，最后只占 10% 多一点，而耶鲁大学捐赠基金每年给耶鲁捐款超过总收入的三成。

运营一个大学捐赠基金，其最大的挑战就是在力争取得更多收益的同时，还要能够保证每年近似固定支出一定的资金。不能因为发生股灾了，基金今年收益不好了，那就削减学生数量、福利、教授降薪或裁员、将课题研究经费砍掉，这样肯定是大学所不愿看到的。各大学捐赠基金

在考虑每年给大学的支出时，主要就是参考上一年的支出水平（历史为准），同时兼顾基金当前的市值（考虑现实）。

由于有办学的固定支出，所以在很早以前，各大学捐赠基金都是按照股债平衡进行资产配置。

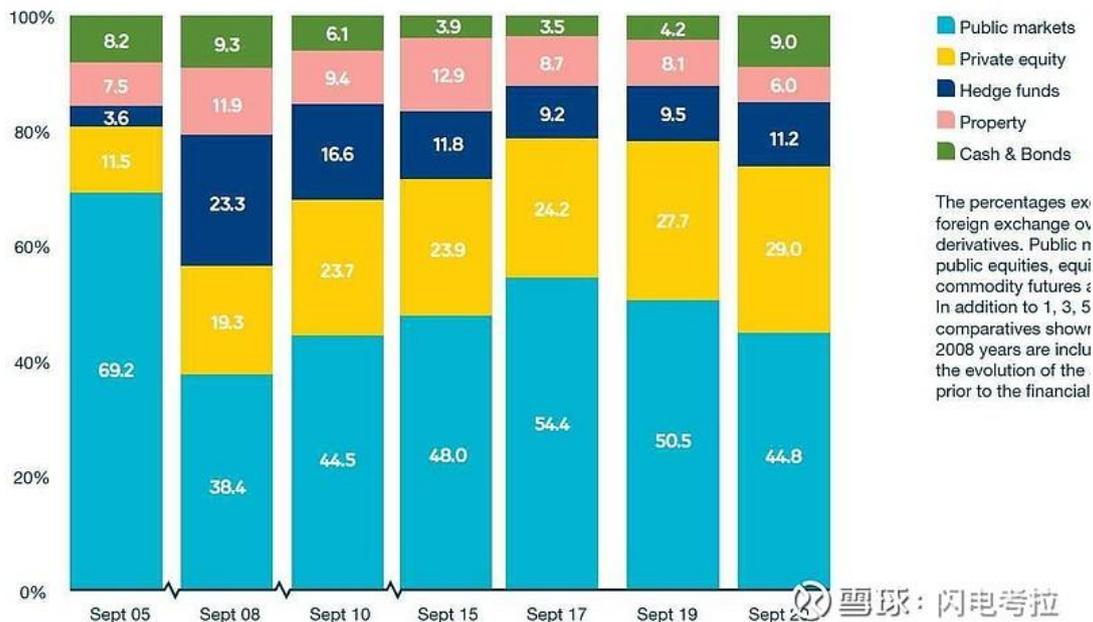
大卫斯文森开始管理耶鲁基金后，在那个只会投资股票和债券的八十年代，开创性将绝对收益基金（各种对冲套利策略）、各种私募股权、PE、VC 投资基金等非公开市场另类投资引入耶鲁基金。单独看某一只私募股权基金，都是高风险高收益，但是，将这些不相关资产组合在一起，就能在不损失太多收益的前提下降低组合整体的波动性。因此，引入这些跨品类、跨市场、跨区域的资产的作用不仅仅是增加投资收益，更重要的是降低组合内各资产的相关性。股票市场的下跌和风投或套利收益没有直接关系，这样就可以保证捐赠基金在本金长期增长的同时，每年都可以稳定支出一部分资金给大学办学使用。

耶鲁大学捐赠基金所有风投中我们最熟悉的的就是张磊的高领资本，该基金已经累积给耶鲁基金回报了几十亿美元。

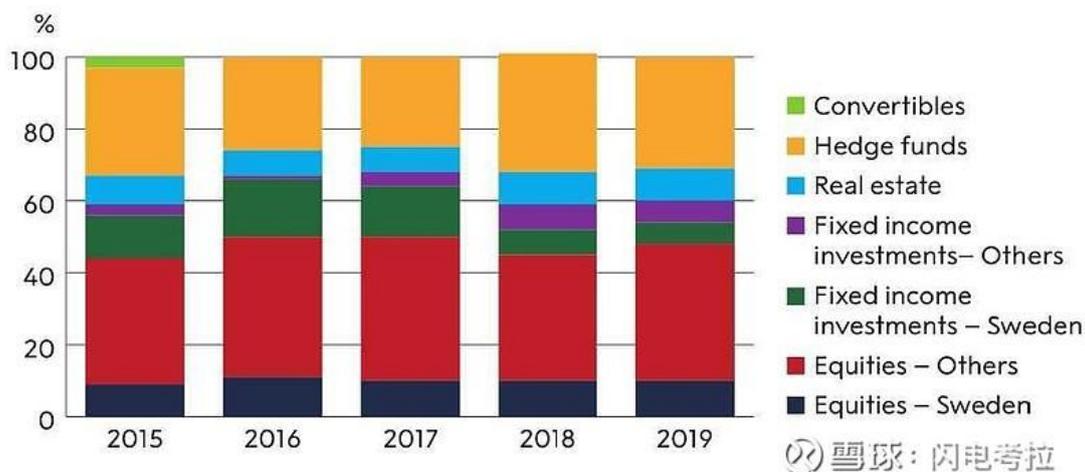
最后，耶鲁也为美国各大高校捐赠基金提供了很多基金管理人，从而将耶鲁模式推广到其他大学捐赠基金，这也使得大卫斯文森真正成为教父级人物。

正如指数基金之父约翰伯格和指数基金大发展互相成就一样，大卫斯文森和美国大学也可以说是互相成就的典范。

今天除了各大高校捐赠基金效仿耶鲁模式外，几乎所有的慈善基金都效仿耶鲁模式，包括大家熟悉的规模 5.6 亿美元的诺贝尔奖金基金，以及位于英国的 290 亿英镑的医疗慈善基金惠康信托，因为这些基金每年都有固定的慈善支出，所以降低资产波动性是他们的刚需。下面两图分别是惠康信托和诺贝尔基金的资产配置图。



Allocation of capital exposures



其实我们个人的资产配置也可以借鉴大卫斯文森的资产组合理论。所谓以权益类资产配置为主，就是在年轻时努力工作提高工资，因为这是年轻时收益最大的投资。所谓多元分散配置，就是等本金攒够了就进行房产、理财及股票均衡配置、股票考虑全球化指数配置、被动指数投资和主动私募投资结合，保证我们的本金能不断增值，同时又能应对日常生活、游山玩水以及大病应急等各种支出。

刚刚看到一位腾讯员工退休后的发帖：

35岁，已经准备好退休了。走之前给年轻人一个参考，到我这个年纪在大厂确实可能会碰到职业发展瓶颈，但并不意味着你们一毕业就去国企公务员是更好的选择。我不是被辞退，也不是离职就找不到工作，只是懒得打工了，1kw的房产+1kw的腾讯股票+3百万的现金，不拼学位房不买豪车，勉强够用了。

我知道很多人会说通货膨胀什么的，但我不相信腾讯的股票会跑不赢通胀。

我知道还会有人说找个轻松的工作稳妥点，但我觉得这是浪费生命，995拼了10多年就是打算把别人一辈子的钱提前赚完的。

不知道该去哪个行业工作的话，看看上市公司的市值排名，再看看福布斯排行榜，哪个行业出镜率最高就去哪，大佬们吃肉还是会给小老弟们留点汤的。

人到中年

要改的职场习惯

腾讯控股如果以后继续大幅上涨，这位拥有 1kw 腾讯股票的前腾讯员工就实现了他人生的戴维斯双击，赚腾讯工资和股票的双收益，万一腾讯股票下跌，他就迎来人生的戴维斯双杀，即丢失工作又股票贬值。虽然我觉得他双击可能性大，不过资产配置太单一了显然不提倡。

3、致敬大卫·斯文森：资产配置始祖、太祖和太宗

作者：@巴蜀养基场

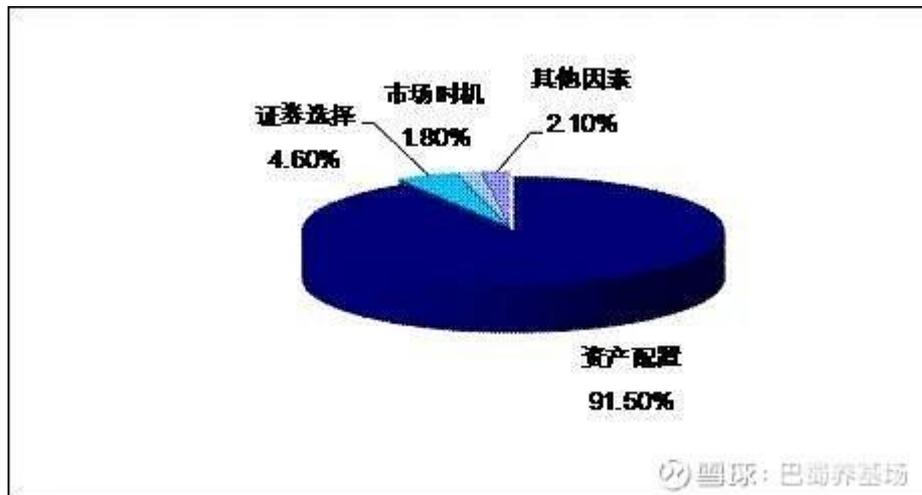
发表时间：2021-05-10

在资产配置的理论和实践过程中，马科维兹、大卫·斯文森、瑞·达里奥分别做出了非常重要的贡献。所以，在这篇文章中，将马科维兹称为资产配置的始祖，大卫·斯文森称为资产配置的太祖，瑞·达里奥称为资产配置的太宗，传奇永不落幕，这篇文章也是对大卫·斯文森先生的致敬。

1、资产配置的始祖——马科维茨

资产配置理论是 1952 年由马科维茨提出的，至今快 70 年了，后面基本所有有关资产配置的理论与实践都是在其现代投资组合理论的基础上进行的延伸和扩展。

但大家用的听得比较多的可能是这句话，“投资收益的 91.5% 由资产配置决定，择股只占 4.6%，择时则占 1.8%！”



这个结论出自美国学者 Gibson，在 1986 年发表于《金融分析家》上的《组合绩效的决定》一文，根据其与美林证券在 1974~1983 年发起研究的 91 项大型退休计划项目的长期投资收益，证明资产配置是投资组合绩效的主要决定性因素，择时操作和证券挑选只起到了次要作用。

我们把时间轴拉回到 1952 年，马科维兹在《金融杂志》第七期发表了著名的《投资组合选择》，在这篇文章里，他把不同收益和风险的资产混合构成投资组合，然后建立了数学模型，来说明这样的混合投资

组合的波动性其实是可以得以减弱的。这是他第一次也应该是人类历史上第一次结合了基数效用和序数效用的分界，用简洁的数学形式表达了证券价值的一个计量问题，描述了资产的本质，也就是收益和风险之间的关系。也因为他在投资领域带来的突出贡献，于**1990**年获得了诺贝尔经济学奖。

大家看到没有，诺贝尔奖获奖者都是在特定领域做出突出贡献之后三四十年的之后，才最终获奖了，这也验证了我的好朋友马文亚之前在九思公开课中的观点，虽然目前我国的诺贝尔奖获得者非常少，但不代表现在我们的科学研究不先进，它只能代表**7, 80**年代我们的科学研究不先进，我们的持续获奖或许会在**20,30**年之后。

60/40 股债混合策略

回到资产配置，当时马科维兹在提出投资组合理论的同时，也进行了股债混合组合的测试和验证，这就是非常经典的**60/40**股债混合策略，通过研究，股债**60/40**组合的收益率最高，风险也较为适中。这是一种传统的资产配置模型，虽然看似简单，但在实践中却能击败大多数组合。所谓的**60/40**股债混合策略是指将**60%**的资金投资于股票，**40%**的资金放在债市，每年平衡一次资产，根据市场的走势再回归到**60%**和**40%**即可。相比而言，这是和等权重组合一样简单的配置方法，对于资产的预期收益率、风险均无需给出预测，可以视为资产配置中最为简化的模型，在过去的确也取得了非常不错的收益。这种简单策略，不仅在海外取得了成功，在国内市场，依然具有很好的适用性。

投资组合（每年进行一次再平衡）											
	沪深300	中证全债	股债								
			10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	Oct-90
累计收益率	231.00%	76.30%	124.20%	171.70%	215.90%	254.10%	283.40%	301.70%	306.90%	297.40%	272.30%
年化复合收益率	10.50%	4.80%	7.00%	8.70%	10.10%	11.10%	11.90%	12.30%	12.40%	12.20%	11.60%
波动率	67.40%	5.80%	5.70%	11.50%	18.20%	25.10%	32.10%	39.20%	46.20%	53.30%	60.40%
最大回撤	-66.00%	-2.40%	-1.70%	-2.40%	-8.60%	-16.80%	-25.00%	-33.20%	-41.40%	-49.60%	-57.80%
夏普比率	0.09	0.12	0.49	0.4	0.32	0.28	0.24	0.21	0.18	0.15	0.12

从**2005**年到**2017**年，如果我们用**60/40**股债混合模型做投资，每年进行一次再平衡，可以看到最终我们能够获取的复合年化收益率是**12.3%**，并且组合的波动率从单一投资股票的**67.4%**下降到**39.2%**，值得关注的另外一个数据是，当我们将股票投资占比在组合里提升到**40%**及以上时，最终组合的复合年化收益率就开始要高于单一投资股票及单一投资债券资产的收益率了，单一投资股票资产这里就按照沪深**300**为例从**2005**年到**2017**年，**12**年的时候的复合年化收益率是

10.5%，单一投资债券资产，这里就以中证全债指数为例，年化复合收益率是 4.8%。

为什么看似如此简单的 60/40 的资产配置方案可以得到一个还不错的投资效果呢，其实他背后是一个跟追涨杀跌完全相反的投资逻辑。大家可以想象一下，如果说市场非常好的话，我们投资的股票赚了很多钱，那么根据 6040 原则（60%的权益资产，40%的固定收益类资产），我们在下一年到到底是应该追加股票的仓位还是降低股票的仓位呢，答案是我们应该降低仓位，因为我们的投资比例是既定的，而当我们投资股票赚了钱的话，无疑会被动地提升仓位，所以需要主动的在第二年去把它调整到 6040 的原则当中。如果说投资股票亏了钱的话，那么仓位就会被动的下降，第二年就需要主动的把它调高。所以亏钱的时候要调高，赚钱的时候要降低，就变成了追跌杀涨，而不是追涨杀跌，这跟我们常规习惯性的操作就不太一样了，这种操作模式在投资中叫做逆向投资。

其实这是资产配置中第二个免费的午餐，第一个免费的午餐是“资产非相关”的组合结果，第二个就是上面所说的工具化的逆向投资方式，也就是我们平时所说的“动态再平衡”。

但 60/40 股债混合模型有没有局限性呢？答案是当然有的，虽然 60%股票+40%债券的经典组合，分散了部分风险，但因为资产种类仅两种，风险降低的还远远不够。特别是当股、债在经济处于滞涨周期时，往往呈现明显的正相关效应，所以引入股、债之外的另外资产就显得比较必要和迫切了。

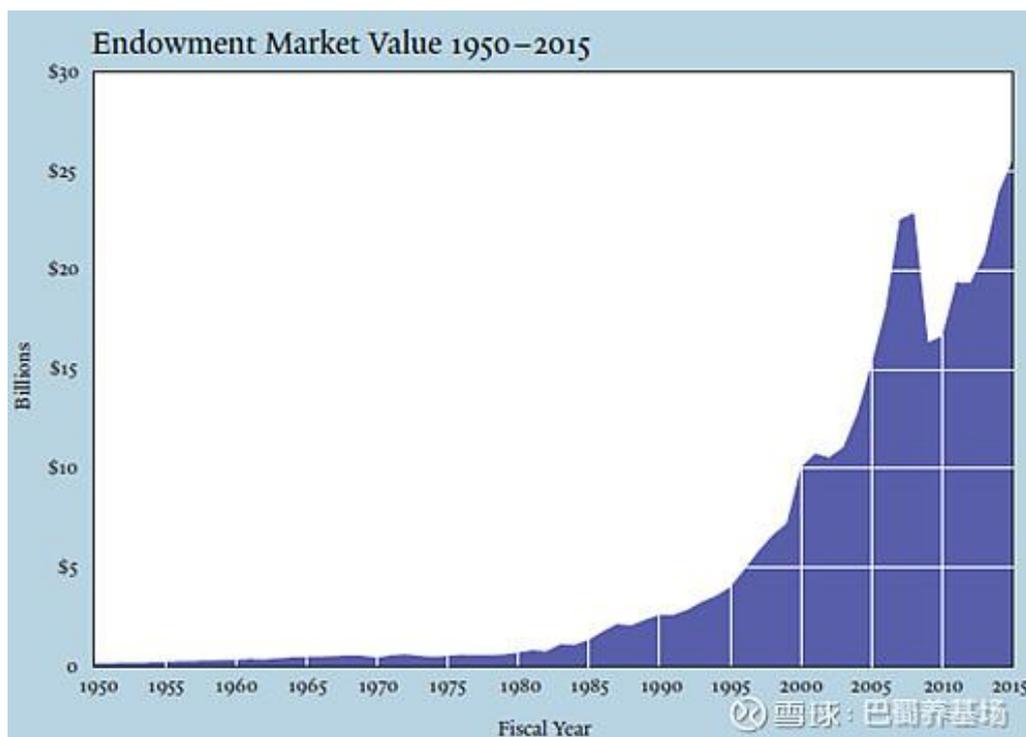
2、资产配置太祖——斯文森的耶鲁模型

耶鲁大学基金会首席投资官大卫·斯文森先生在机构投资者当中享有着和巴菲特齐名的声望和盛誉，他也是国内目前最大的股权投资机构高瓴资本创始人张磊的恩师。

高瓴资本的第一笔资金就来源于耶鲁大学基金会，张磊曾就读于耶鲁管理学院，师从斯文森，在耶鲁基金办公室工作的几年内积累了大量投资经验。2005 年，张磊回国，利用耶鲁基金办公室提供的 3000 万美金创办了高瓴资本，专注于中国市场投资。

而之所以张磊能够专注股权投资，并取得如此大的成功，可以说与其在耶鲁大学基金会的工作经验密不可分，说到这，就要回溯一下经过耶鲁大学基金会改良之后的资产配置模型了。

资产配置太祖——大卫·斯文森



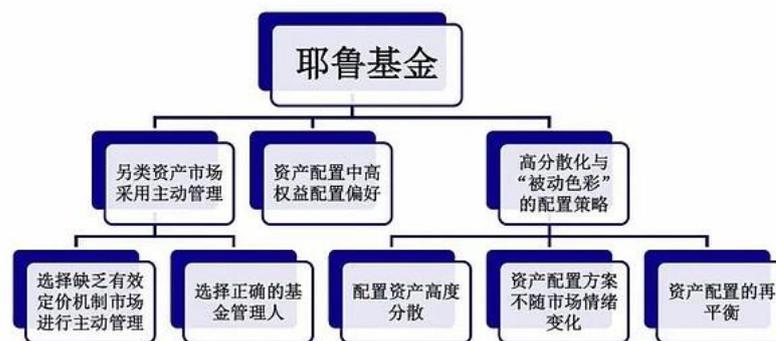
斯文森是耶鲁基金由衰转盛的转折点，在斯文森上任前的很长一段时间，耶鲁基金遵从大部分大学捐赠基金的配置方法，按 60/40 配置美股和美债、现金。在此配置策略下，基金收益并不稳定，基金规模未见明显增长，1985 年，耶鲁大学聘用斯文森为其捐赠基金首席投资官，斯文森上任后，大刀阔斧改变投资策略，截止 2015 年年底取得 12.8% 的复合年化回报，并且 30 多年仅 2009 年亏过一次，由此推动耶鲁基金市值快速增长，从 1985 年到 2016 年 6 月，耶鲁基金市值从 13 亿美元增加到 254 亿美元，管理资产规模扩大了超过 19 倍。关于“耶鲁模型”，清科有个统计：

图 2 2005-2014 年耶鲁大学捐赠基金资产配置情况 (%)



可以清晰的看出“耶鲁模型”和“股债模型”的区别：美债和美股两个核心投资品种被边缘化，加入房地产、油气林矿、PE 股权、对冲基金等多元化配置，坚持长期投资、定期调整，最大程度的分散风险，稳健增值。

耶鲁基金的资产配置策略



资料来源：国泰君安证券研究

而由国泰君安证券首席团队覃汉、肖成哲给出的研究结论，耶鲁大学基金会的资产配置策略可以概括成另类资产市场的主动管理，资产配置中高权益配置的偏好选择，高分散化与“被动策略”的配置策略。

大卫·斯文森在他的个人专著《机构投资者的创新之路》中也有对基金会投资的详细分析，所以大卫·斯文森及耶鲁大学基金会因为资金期限长，因为是捐助基金会，资金成本也非常低，国内很多机构投资者都在学习和借鉴他们，同时国内的一些财富管理机构和私人银行，也将其模式放在高净值或超高净值客户的资产配置模型当中，加大另类资产的投资。但对于一般投资者和多服务于一般投资者的一线理财经理而言呢，在可投资金相对有限的情况下，如何选择标准化产品，做好股债及另类资产的配置，或许是更加现实且有意义的话题，关于这部分内容，我在之前的文章中写过一篇《4大步，9小步，财富管理机构的资产配置全流程图》，可以给大家更多的借鉴。

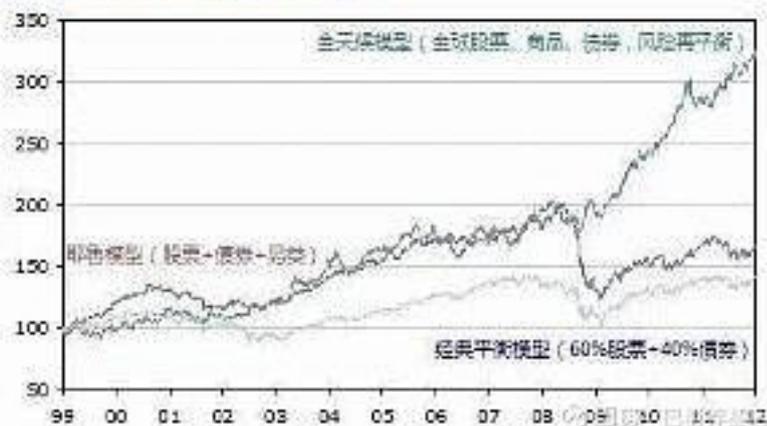
3、资产配置太宗——瑞·达里奥的全天候模型

2018年年初时，有一本叫《原则》的书火爆全球，国内也旋起了一波《原则》热，该书的作者就是接下来我们要和大家聊到的资产配置太宗——瑞·达里奥。

美国金融届的确是个猛人辈出的地方，瑞·达里奥创办的桥水基金已取代索罗斯，成为全球最大的对冲基金。过去10年管理资产以每年25%的速率增长，现管理约1200亿美元资产。桥水的“日常观察（DailyObservation）”是全世界各大央行高管以及养老基金经理的必读。

达里奥的“全天候资产配置模型”和前面两者最大差异，简单的说，就是在前两者基础上，发现一个资产的收益率很难测算，但风险却相对容易计算。所以在配置各类资产时，更重视背后的风险计量。这个模型是以风险作为配置的标的，也被称为风险再平衡或叫风险均衡模型。这个模型会配置在全球的股票、债券和另类资产当中去。

资产配置方法论的演化



简单来说，主要的操作手段：利用杠杆对资产组合进行风险评价，在不损失收益率的情况下分散风险。由于大比例配置股票，会导致投资组合在通缩型经济衰退中遭受较大损失，这时资产组合暴露在经济环境不及预期的风险之中，此外，当股票下跌时，此类资产的变动方向应与其相反，且与股票有着相同水平的波动水平。

达里奥认为，传统的股债 60/40 配置将大部分风险集中在股票上，所以要降低股票的配置比例，利用杠杆增加相关性弱的低风险资产比如债券或黄金的配置比重，使得低风险资产达到与股票相当的水平，将在不牺牲收益率的情况下，实现风险的多样化。所以，“全天候基金”（绿线）的组合收益率的波动很小，在获得与股票市场相同累积收益的同时，其风险仅仅是股票市场风险的三分之一。

什么是全天候的资产配置

 君子九思，汇智赋能

□ 全天候模型（风险再平衡 Risk-Parity）

Alpha：超额收益

• A叫做阿尔法收益，是管理人能创造的超额收益。

Beta：资产收益

• B叫做贝塔收益，是这类资产能给投资人创造的回报。

Cash：现金收益

• C叫做现金收益，把现金也当作一类资产看待，所以叫做现金收益。

➤桥水认为：1、阿尔法的创造是不可持续的，长期做资产配置应该围绕贝塔为核心；2、如果要预测某个资产未来的走势，难度非常高，但如果要预测它的风险，则相对比较容易。所以，全天候模型的重点是在做资产配置的时候应该去配置风险。

➤传统的那种经典平衡中，虽然股票和债券的投资比例是6：4，但是它的风险创造其实不是6：4。这个组合当中可能90%的风险来自股票，因为债券本身波动很小，所以他的风险是相对小的。你如果按照6：4这个模型去做配置，那你的风险配置比例可能是9比1，甚至是9.5比0.5。那你的风险是不平衡的。  雪球：巴蜀养基场

关于桥水，2018年6月底桥水完成了中国境内私募管理人的备案登记，正式成为境内私募管理人（PFM）。2018年10月9日，桥水投资成立了首只私募基金——桥水全天候中国私募投资基金一号，随后该基金于10月17日在基金业协会完成备案并公示，托管人是招商证券，募集对象为中国合格机构、高净值客户。而在国内，影响桥水或学习桥水全天候资产配置策略的各大机构可能最大的掣肘就是单个品种工具的只可做多很少能够做空。

而对于投资者或理财经理而言，了解达里奥的全天候模型，拓展自己对资产配置理论和实践的专业认知，是有价值的，现有的投资产品不管是针对高净值客户还是普通客户也都有对应的对冲产品在提供。我们

也相信随着未来国内的投资环境的越来越宽松，投资品种的越来越丰富。基于全天候模型的资产配置会更加有生命力。

4、资产配置大师大卫·史文森给我的启发

作者：@物不足智不明

发表时间：2021-05-10

纵横资本市场十几年（实际上是混了十几年股市的老韭菜），几个大师级人物对我启发很多，一是戴维斯家族，知道了双击双杀，至今我对保险股总有偏爱；二是巴菲特芒格，知道了买股票就是买生意；三是大卫·史文森，知道了资产配置。

5月6日消息，投资大师、耶鲁大学首席投资官大卫·史文森于5日因癌症去世，享年67岁，和巴芒相比，算英年早逝了。借助此文悼念并致敬一下史文森君。

1、先看看史文森的业绩，可以说不输股神巴菲特。

在35年的投资生涯里，史文森取得了13.1%的年化回报率——同期伯克希尔·哈撒韦带给投资者的年化回报率约14.3%。

过去20年，史文森取得了年化9.9%的回报，同期伯克希尔·哈撒韦带给投资者的年化回报约9.4%（截止2020年底）。

雪球：物不足智不明

前摩根史丹利投资管理公司董事长巴顿·毕格斯说过：“世界上只有两位真正伟大的投资者，他们是史文森和巴菲特。”

2、为什么要做资产配置？

看过史文森的公开课、视频资料以及他的两本书的投资者，应该都知道他的核心思想还是资产配置，这也是为什么他能向哈佛大学捐赠基金、麻省理工大学捐赠基金、普林斯顿大学捐赠基金、洛克菲勒基金会、希尔顿基金会、卡耐基基金会等重要投资机构输出了领导力量。

资本市场比较关心的两个热点是选股和择时，但选股和择时一样困难，巴菲特最近一次股东会提了 30 年后市值最大企业名单可能面目全非，如果你喜欢挑选个股来投资，很难确保能挑到很多年后还存活的公司，择时更不用多说，方丈说了好几次，如果能择时早就世界首富了。

耶鲁大学也做过一个研究，表明了投资者 90% 以上的回报都可以被归因到资产配置决定，在很多情况下，择时和证券选择对投资者收益的贡献是负的。所以有人说：资产配置是唯一免费的午餐。

3、资产配置的核心

对于投资者来说，比的不是一次收益，一月收益或一年收益，而是怎么能赌运长久，可能最重要的一件事是控制风险。

资产配置，简单理解就是做投资组合，雪球上很多大神都单吊一个股，咱除了佩服还为其捏一把汗。

资产配置核心一：大类资产种类的选择，按品种分如股票、债券、商品期货、房地产、现金等；按地域分境内资本市场、境外资本市场等，有很多种分法。

资产配置核心二：资产的相关性低，投资组合就是要把你的资产分成若干份，投入到相关性较低的各类资产中。相关性强的品种肯定是一荣俱荣一损俱损，这样就规避不了风险，比如沪深 300 和上证 50 相关性就很强，但沪深 300 和标普 500 的相关性就弱一些。

资产配置核心三：资产占比定期平衡，定期平衡实际上可以理解为被动的高抛低吸，资本市场牛熊轮动，大部分投资不赚钱是因为牛市追高，熊市低卖，既然牛熊择时不能判断，定期平衡很好解决这个问题，例如标普 500 和沪深 300 各 50%，每个季度或每个半年平衡一下，相当于卖掉部分涨得好的资产，买入部分跌得多的资产。

再复习一下，核心一二解决了选股问题，核心三解决了择时问题，完美。

抛砖引玉，如果现阶段做个资产配置的投资组合怎么搞？

1、沪深 300ETF，恒生指数 ETF，中概互联 ETF，各三分之一，三个不同市场，最优质的中国资产，定期平衡。

2、沪深 300ETF，中概互联 ETF，纳斯达克 100ETF，各三分之一，两个不同市场，最优质的中国核心资产+中国互联网+美国科技，定期平衡。

当然还有很多种干法，比如白酒+互联网+科技，比如消费、医药、医疗等等长牛品种纳入组合做个资产包。至于个股也一样，选 5 到 10 只历史业绩优秀，历史相关性弱的标的长期持有动态平衡就好。愿大家赌运长久。

5、学习大卫斯文森投资思想优化本人的投资体系

作者：@红魔 CJ

发表时间：2021-05-16

有关西方的投资大师我们耳熟能详就是巴菲特、芒格、格雷厄姆、费雪、林奇等等，对于大卫斯文森其实我们国内接触并不多，我也是最近才知道他的，通过读《价值》这本书，我了解到他是高瓴资本张磊的第一任投资导师，公布的年化 15%的投资收益率在顶尖的投资高手手中并不算太高，不过投资界对他的评价极高，有人说“他是这个地球上仅有的几个投资天才之一。” 还有人说：“世界上只有两位真正伟大的投资者，他们是斯文森和巴菲特。” 这么高的评价，引发我的兴趣，就尝试去深入了解，他主要有两本著作，我都浅读了一下，一本是针对机构投资者的《机构投资者的创新之路》，对个人投资者来说最主要的著作就是《不落俗套的成功》。

我了解的斯文森

由于知道的较晚，我对大卫斯文森的认识也比较肤浅，所以简单的聊几点：

大卫斯文森认为盈利性的基金业一直都在让普通投资者们失望，从过高的管理费用到投资组合的经常性炒作，基金管理公司对利润的不懈追求伤害了个人客户，追涨杀跌这种常见的操作损害了投资组合的收益，又增加了税负，对投资者是一种双重打击。斯文森的解决方法就是一种逆向投资策略，选择多元化的股票导向型，模拟市场（被动指数基金）的投资组合，有勇气坚持下来的投资者便会获得回报。

斯文森认为投资获得收益主要有三种方法：资产配置，择时交易和证券选择。他指出，约 90%的收益来自资产配置,只有 10%左右是靠证券选择和择时交易。资产配置如此重要，但在现实中却远不如证券选择

和择时交易那样受重视。可能的原因是绝大多数人不愿费力去做长期和整体性的考虑。相比之下，证券选择和择时交易要考虑的因素更少，技能能更快得到反馈。

资产配置有三大原则“**偏重股票、多元化和重视税负**”。配置的资产主要是**股票、债券和房产**，**股债搭配**的原因在于在通胀可预期时，**股债与利率都是负相关的**，而**股债之间是正相关的**，而在特殊时期，比如经济危机时，股债是负相关的，这为抵御危机提供了保障。

择时交易的根本问题在于对一个精心设计的长期目标投资组合来说，做短期的投机性交易是自相矛盾的。当然，中长期来看，择时自然是必要的。另外传统的择时策略，容易高估已经走强的，低估已经走弱的，导致追涨杀跌，而长期和整体来看市场是均值回归的，所以大多数择时是跟理性的再平衡相对立的，对个股来说往往是强者恒强。正确选择是一种选择接受非系统性风险的行为。从市场整体来看，主动管理其实是一场零和游戏，胜者的收益永远等于败者的亏损。几乎每个人都会高估自己，认为自己能够打败市场，打败别的投资者，所以这种主动管理的倾向是很难消除的。所以说制定一个合理的长期资产配置目标才是投资的首要问题，可惜投资者通常不会这么做，他们会把注意力过多的转移到证券选择和择时交易这些次要问题上，结果就是大多数人无法获得满意的结果，原因就在于他们没有遵守最基本的投资准则。

学习斯文森的投资思想

我的理解是对于普通投资者来说，相对于巴菲特、芒格，斯文森的投资更容易学习，巴菲特芒格的价值投资是很难模仿的，在学习价值投资之前，必须明白价值投资所依赖的基本面分析存在的缺陷：第一，我们获得的信息和所做的分析可能不正确；第二，我们对“内在价值”的估计值可能不正确；第三，市场可能不会矫正自身的“错误”，因而股票价格可能不会向内在价值的估计值收敛。如果你没有对商业模式的**理解极为透彻、对股票市场理解极为透彻，把握信息质量极高和准确、很难做到无视市场的波动，坚持你认为的正确的东西**，最可怕是你坚持了你自以为是正确实际上是错误的东西。

所以，我们看到的事实是巴菲特芒格自己赚钱厉害，但方法基本没法复制，他们也没培养出什么优秀的投资人。但斯文森不但自己厉害，还培养出非常多的优秀投资人，比如张磊。投资理念也广为流传，影响了很多投资者，我想这应该是投资界为什么对斯文森评价极高的原因之一吧。

向任何投资大师的学习，首先要遵守的一个原则，就是不能教条，斯文森介绍的几类核心资产在我国并不是都有的，比如我国绝大部分的国债是机构交易的，个人很难投资，投资国外的股市也非常不方便，国内

的房地产市场与国外的也完全不一样。而被斯文森所批评的主动性基金，在国内市场是可以跑赢大盘的，所以我认为学习斯文森建立在理解他投资思想的本质的基础上。

虽然本人以前没有接触过斯文森，但本人通过自己几十年的投资实践形成“低估、分散”的投资系统与斯文森的长期资产配置投资思想有很多相通的地方，投资最重要的是学以致用，用以促学，学用相长，知行合一。下面结合本人的投资实践，谈谈我是如何学习斯文森的投资思想，优化本人的投资体系的：

第一、充分发挥个人优势，坚持长期投资

斯文森一直强调个人投资者相对机构投资的最大的优势，甚至可以说是唯一的优势，就是资金的期限，所以作为个人投资者应该扬长避短，投资任何企业都应该遵循长期的视角，不要被市场短期股价的波动左右投资策略，本人的投资体系也是一直遵循这个原则。

第二、投资首要问题是长期合理的资产配置的目标，而非择时和选股

这里强调是两个词长期和合理，要理解资产配置的核心，比如为什么要偏权益以及弱相关等原则。从长期和整体性的考虑，用资产配置去抵御风险，稳定的回报就能发挥复利的这个“核弹”的威力，所以合理的目标也是非常重要的，本人投资体系中的“分散”的策略也可以视同一种资产配置，当然我今后要以资产配置的思路，去优化我的股票选择，这方面过去几年也有非常大的改善，以前我是一个纯粹的银粉，现在股票配置更加合理了，另外最近几年也尝试进入港股市场和 B 股市场，拓展可选择配置的资产，总之，合理的长期资产配置目标才是投资的首要问题。

第三、逆向投资，相信均值回归

斯文森投资也充分体现了逆向投资的思想，他指出市场容易高估已经走强的，低估已经走弱的，导致追涨杀跌，而长期和整体来看市场是均值回归的，联系本人的投资体系，选择低估值策略并不是简单的认为市场是错的，但是市场会往往矫枉过正，相信市场始终会均值回归。所以在合理的预期目标的基础上，在规避价值陷阱的前提下，低估分散的投资策略一定能够长期跑赢市场，这是斯文森的投资思想带给我的信心。

由于本人对斯文森理解还十分肤浅，今后还需要不断的学习和思考，仅以此文向投资大师的致敬！传奇永不落幕！

6、史文森资产配置的启示：个人投资理念的进化

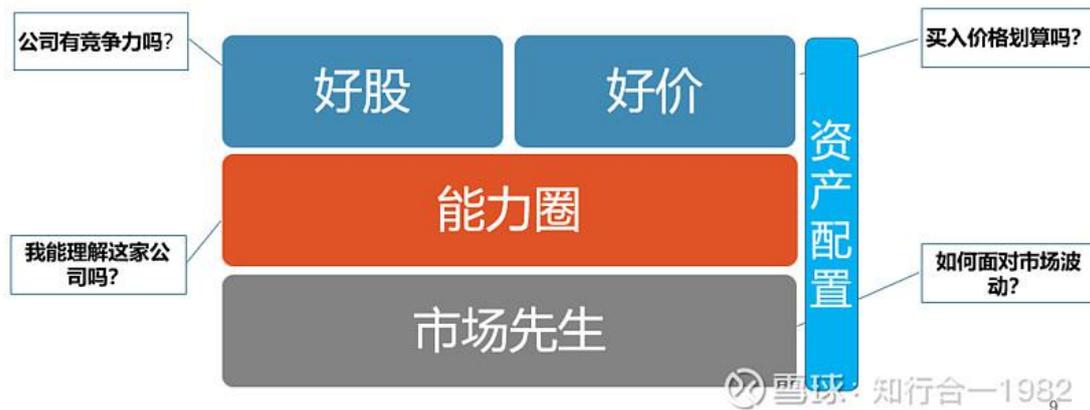
作者：@知行合一 1982

生态型企业投资常见两种类型，一类是流量饥渴型，比如阿里巴巴，它投资的企业像被施了吸星大法，逐渐干枯萎缩；另一种类型是流量赋能型，比如腾讯、小米，它们投资的企业生机勃勃，枝繁叶茂；以上说法是跟朋友的饭后调侃，可能有失偏颇。再提起这个，也是有感于高瓴张磊的成长，史文森就是那个赋能者。

我与大师的渊源是席勒教授耶鲁的金融市场公开课，其中有详细讲到史文森的资产配置，投资组合的 diversification，以及组合里资产的相关性等知识点，现在依旧铭记在心，后文会谈如何实践。说来也巧，个人 14 年的二级市场经历，也只有 2008 年是亏损的，其他年份皆是正收益，除了运气不错，还有一部分可以归因为认知的变现，趁着这个机会来梳理下投资理念的进化。

个人投资理念进化大约可以分成两个阶段，第一阶段是从 2007 年到 2016 年，这个阶段视角主要是向外看，主要弄清楚投资的一些基本常识以及投资理念的构建。在常识方便，就是几个简单的问题，比如为什么投资是一件长期胜率非常大的事情？投资过程有那些坑不要去踩？投资的盈利来自于哪里？再白话些，就是买什么？为什么你能买？用什么价格买？再直白点，就是下面这张图：

■ 市场先生：理性面对市场波动是投资的底层逻辑



上图算是对第一阶段投资的概括，资产配置贯穿整个投资阶段，如果把投资比做造房子，资产配置就是房子的框架。

从上图也看得出来，我是主动投资的理念，超额收益是投资的主要目标，实际的结果就是不断上升的市值。在第一个阶段，最开始接触的是利物摩尔的投资理念，大名鼎鼎的“let profit run, cut lost short”，根据当时浅显的理解，叫追涨杀跌，仅仅根据股价表现的理念如同空中楼阁，结果可想而知，在 2008 年割了小腿再割大腿，哭完了继续寻找重生真经，然后学习彼特林奇、巴菲特、芒格，这个阶段主要解决图里

左边的几个问题，算是第一次投资理念进化，也深深影响我的投资行为，比如我更倾向 C 端的企业，通过产品的体验，能够感知到企业的发展态势，利用市场的大幅下挫的机会加仓优质企业等等。如今再来看利物摩尔的那句经典，完全是不同的味道和不同的理解，比如企业发展态势好就持有，变糟糕就卖出；企业估值合理就持有，估值高企就卖出，还是一样的话，之前是割 jj，现在可以一定程度帮助规避系统风险。资产配置到底如何帮助我第二次进化的？资产配置的主要价值在于构建相关性低的投资组合，然后在风险一定的情况下，获取更高的收益。首先风险的概念澄清下，风险在资产配置里主要指的是波动率，这个风险在巴式投资里是不叫风险的；投资组合里不同的标的的波动率是不一样的，比如据历史统计大盘股的平均波动率是 15%，小盘股是 20%，长期公司债券是 8%，短期国债就更小了是 0.20%，大宗、贵金属、房产以及 retis 也不同，其次是资产波动相关性，组合标的可以负相关，也可以正相关，来个最直白的比喻，比如买了正股，还继续买入看涨股指期货，这个就是正相关，市场向上的时候收益非常惊人，但市场像下收益会比较惨；如果买了正股，再买入看跌股指期货，这个就是负相关，不管市场向上或者向下都可以平抑波动。个人在资产配置上的运用，主要体现在市场风险偏好高的时候，配置相关性高和波动率大的品种，市场风险偏好低的时候，配置相关性低和波动率小的品种；至于市场偏好的判断，主要来自经验和直觉，还有一部分来自数据的纠偏，具体案列之前的文章也有涉猎。

投资的第二阶段是从 2016 年至今，这个阶段视角主要是向内看，算是第三次的进化，这个阶段主要解决在投资过程中个人状态的问题，包括身心灵；于是就是有了教练式投资，不是今天的重点，就不表了。最后上一张耶鲁大学捐赠基金的市场价值变化图，不管做为受托人还是为自己的钱袋子，不要忘记使命。



7、低调不掩才华，大卫斯文森的投资模型思考

作者：@韭零财基

发表时间：2021-05-11

前几天，一位投资界的巨星陨落：大卫斯文森因病逝世。

这位投资天才可以用朴实低调来形容了，但是他的功绩和创造出的耶鲁模式是值得我们思考的。

今天鄙人就发表愚见，对其投资模型进行简析，用来表达对这位投资老前辈的尊敬。



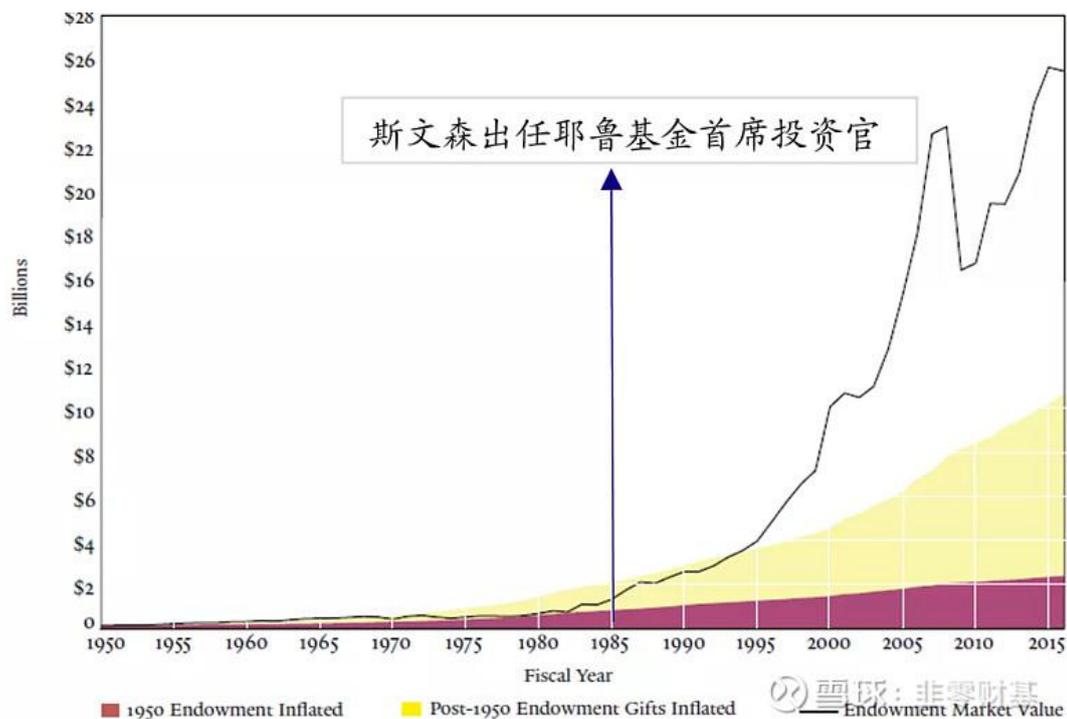
01

在 1985 年，当斯文森开始管理捐赠基金时，基金只价值 13 亿美元，而到 2018 年，基金价值 294 亿美元，33 年翻了 22 倍多。

2018 财年，耶鲁大学捐赠基金实现了 12.3% 的净收益率（扣除管理费）。

从长期来看，该基金过去 10 年的平均年回报为 7.4%，过去 20 年的平均年回报为 11.8%。

耶鲁大学前校长，经济学家 Richard Levin，斯文森对耶鲁的贡献大于过去 20 年的所有捐款总额。“我们做得更好”，Levin 说道，由于斯文森的出色能力去选择最优秀的外部基金经理。



02

这样惊人的收益其实有一套十分有效的模型理论在里面的：

文森特通过权益偏好与分散化来实现这一投资模型。

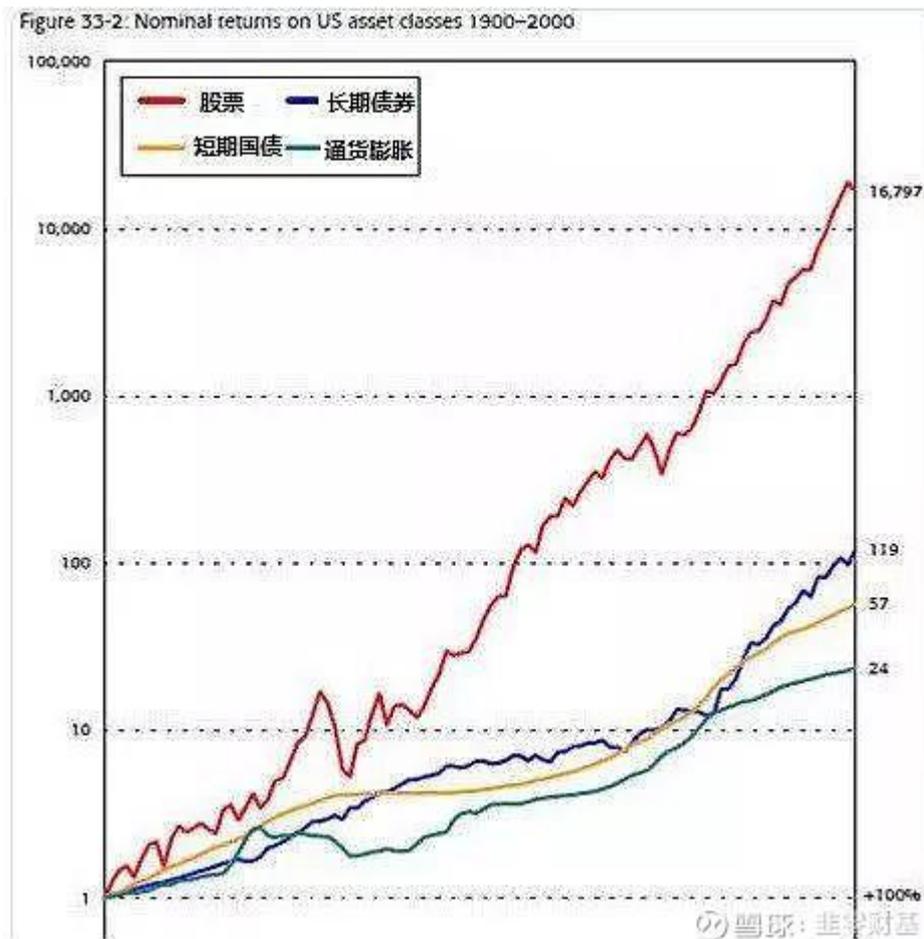
美国的历史数据显示，虽然权益类资产短期风险巨大，但其长期表现，要远好过债权类资产。

而最好的前 25% 的债券投资者，与最差的后 25% 的收益差距只有 0.5%。而在风投市场，这个差距是 43%。差距可见！

因此，在大方向上试图通过权益类资产的属性增强组合的超额收益。

这一点是正确的，也是必然的选择。

有一本书叫《百年投资收益率》，在研究了 16 个国家的 1900-2000 的各类资产收益率并剔除掉通货膨胀来算实际收益，股市全部都是上涨的。以美国为例，100 年来股票收益达到了 16797 倍，远超过长期债券的 119 倍。



确实，股票完胜债券的原因很简单，假如说股票收益没有债券收益高，那么企业家们就不会去投资创办企业，直接购买债券就可以获得比股权投资更高的收益。

03

一个组合一般追求的就是两方面：超额收益以及分散风险。

斯文森通过上诉做法将超额收益的基础打好，配合后期对组合的调研调整就能做得更好。

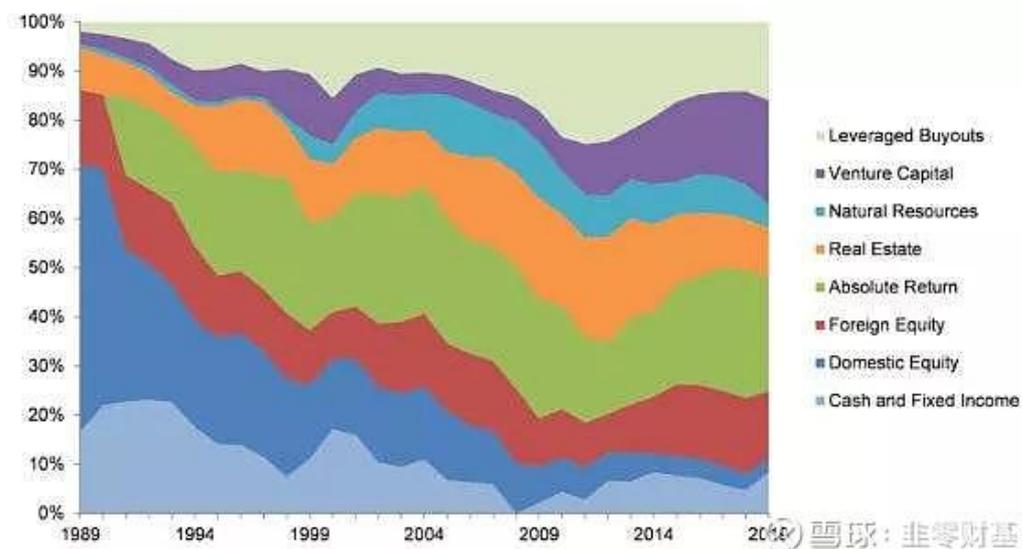
但是选择高比例的股权那如何控制风险呢？

他采用了配置多种低相关度的权益资产来降低波动，这样可以长期保持较高的权益仓位。

原理很简单：假设有 10 种相关性为 0 的资产，其预期收益率都为 10%，标准差都为 20%；如果你的组合只投资其中 1 种，那你的标准差也将是 20%；如果你等权投资 10 种，标准差将降低至 $(20\%/\sqrt{10})$ ，而收益率不变。

同时斯文森更注意对资产分类并分散化管理：

耶鲁捐赠基金定义了八类资产。通过考虑它们的风险调整和相关性调整组合内的权重，以达到均值-方差最优化模型下的有效前沿最优配置。



我们会看耶鲁捐赠基金组合分类资产近 10 年与 20 年的收益表现发现，耶鲁捐赠基金的回报潜力和多样化让其实际收益比预期回报率要高得多，波动性也低。

资产类别	10年年化收益	20年年化收益
绝对回报 (Absolute Return)	6.40%	8.80%
风险资本 (Venture Capital)	20.00%	20.20%
杠杆收购 (Leveraged Buyouts)	16.10%	12.60%
外国股票 (Foreign Equity)	16.00%	14.70%
房地产 (Real Estate)	8.00%	9.00%
债券和现金 (Cash and Fixed Income)	1.60%	3.90%
自然资源 (Natural Resources)	5.70%	14.70%
国内股票 (Domestic Equity)	15.50%	11.40%

新全球资产配置

雪球：韭零财基

另外一点值得注意的是，除了本身组合模型的优化，对于选择基金经理也是一个重要的环节。

耶鲁投资办公室每年均会会见无数的外部基金经理，然后将范围缩小至那些尤为吸引人的候选基金经理。再通过数轮会谈和无数层的尽职调查，用以评估外部基金经理的潜力。

04

斯文森的大部分投资都来自于一级市场，对于大部分普通投资者来说不现实，但下面几点是值得投资者思考的：

我们首先可以将斯文森的投资简单分为两部分，用来给我们进行适合普通投资者的参考：

一部分是组合本身的分散风险能力，通过分类资产以及配置低相关性来实现。

一部分是组合外部的操盘能力通过优秀的基金经理来优化。

这两点学到的话已经很实用的了。

我们也可以将资产进行分类，大致可以分为权益类，债权类，商品类，现金类。

资产类别	资产名称	标的指数	指数代码	数据源	数据起始日期	数据截至日期
权益	沪深 300	沪深 300 全收益	H00300.CSI	Wind	2006-01	2021-04
	中证 500	中证 500 全收益	H00985.CSI	Wind	2006-01	2021-04
	恒生指数	恒生全收益	HSI1.HI	Wind	2006-01	2021-04
	恒生国企	恒生国企全收益	HSI21.HI	Wind	2006-01	2021-04
	标普 500	标普 500 全收益	SPXT INDEX	Bloomberg	2006-01	2021-04
	纳斯达克 100	纳斯达克 100 全收益	XNDX INDEX	Bloomberg	2006-01	2021-04
	欧洲 STOXX50	欧洲 STOXX50 全收益	SX5T INDEX	Bloomberg	2006-01	2021-04
债券	日经 225	日经 225 全收益	NKYTR INDEX	Bloomberg	2006-01	2021-04
	中国 10Y 国债	中债 10 年期国债财富	CBA04501.CS	Wind	2006-01	2021-04
	美国 10Y 国债	DS 美国 10 年期国债全收益	BMUS10Y	DataStream	2006-01	2021-04
	德国 10Y 国债	DS 德国 10 年期国债全收益	BMBD10Y	DataStream	2006-01	2021-04
	英国 10Y 国债	DS 英国 10 年期国债全收益	BMUK10Y	DataStream	2006-01	2021-04
	法国 10Y 国债	DS 法国 10 年期国债全收益	BMFR10Y	DataStream	2006-01	2021-04
	日本 10Y 国债	DS 日本 10 年期国债全收益	BMJP10Y	DataStream	2006-01	2021-04
商品	豆粕	南华豆粕指数	NH0015.NHF	Wind	2006-01	2021-04
	有色金属	南华有色金属	NH0700.NHF	Wind	2008-04	2021-04
	黑色商品	南华黑色商品	NH0800.NHF	Wind	2014-01	2021-04
	能源化工	南华能源化工	NH0500.NHF	Wind	2009-04	2021-04
	黄金	黄金 (T+D)	AU(T+D).SGE	Wind	2006-01	2021-04
	原油	标普高盛原油	SPGSCLTR INDEX	Bloomberg	2006-01	2021-04

然后就是分配了，我们可以参考美林投资时钟，除了依照自己的年龄、投资属性、市场状况等因素，决定将多少的资金比例配置到各类资产当中，根据宏观经济择时调整比例也很重要。



可以通过 GDP 和 PPI 来判别目前的经济状况调整。

另外，为了通过低相关性来分散风险，我们可以从投资品种的风格来进行配置调整。

比如你的组合可以依照表格里面的标的配置：

境内与境外：沪深 300 与标普 500；

大盘与小盘：沪深 300 与中证 500；

资产类别：权益股票类与国债；

对于组合之外优秀的基金经理选择每类资产最优秀的基金经理管理，不一定都需要自己做，例如股权类策略比较优秀的谢治宇，“固收+”策略比较优秀的张清华。

而这些优秀的基金经理背后的核心就是长期持有国内优质赛道的品种。

8、资产配置，长期收益和风险的决定性因素

作者：@海鸣凰

发表时间：2021-05-10

感受：不好受

2019 年指数基金教父约翰博格刚走，2021 年资产配置大师大卫史文森又离开了，作为指数基金和资产配置的拥趸，内心还是觉得很伤感的，尤其是史文森，只有 67 岁，还属于比较年轻的。

心里有种莫名的期望，希望这些信奉长期主义的投资大师自身也能够长寿，让他的生命和投资一样，都成为时间的朋友，就像巴菲特和芒格两位老爷子一样，依然在延续着人生的传奇。不过，斯人已逝，亦只能节哀顺变，还是来说说史文森对个人的启发，以表纪念。

启发：升认知

作为普通投资者，认识史文森，一是来自于他掌舵的耶鲁捐赠基金。不仅有着长期来可观的复合收益率，根据耶鲁投资办公室披露的数据，截至 2020/6/30，该基金的规模达到了 312 亿美元，近 20 年的年复合增长率为 9.9%，近 30 年的年复合增长率为 12.4%（这绝对是非常卓越的成绩，因为基金每年都有新资金进来，同时也要拿出很多资金满足耶鲁大学的开支，所以资金在不停地流入流出）；

而且史文森还开创了一套美国大学捐赠基金的投资方式（与以往最不同的就是大学捐赠基金这一看似非常稳健的机构资金，居然配置了私募基金和衍生品等看似高波动高风险的产品）；

当然，个人感受最深的，还有史文森的个性和品质，远离华尔街，安心在耶鲁，将其一生投入到了耶鲁捐赠基金的运作，这种人生态度，绝对也是少见的，有种孤舟蓑笠翁、独钓寒江雪的孤傲感。

第二，就是来自于他写的两本书了。

1.

《Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment (Free Press, 2005)，中译本：《不落俗套的成功：最好的个人投资方法》（中国青年出版社，2009），当然去年刚出了新的翻译版，《非凡的成功：个人投资的制胜之道》（中国人民大学出版社，2020）

2. Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment, Fully Revised and Updated (Free Press, 2009), 中译本：机构投资的创新之路（中国人民大学出版社，2015），也已经 5 年多了，希望后面也有出版社能出一个新版。这两本书具体可见之前整理的一个帖子：[网页链接](#)。

作为个人投资者，当然先读了第一本，受到了很大的启发，尤其是史文森将投资所有的事归纳总结为三件：资产配置、择时交易、证券选择。这三件事也成为了个人后面制定投资策略、或者评判其他组合投资策略的一个基本标准。

通过学习和思考，也越来越清楚地认识到了所有投资者在这三件事上的真实情况，越来越清楚地认识到资产配置这件事的绝对重要性，这是个人对投资这件事的一次认知上的升级。

正如多位投资大师都做出过的经典总结，比如：投资收益的波动 90%由资产配置这一件事决定，择时交易和证券选择只占不到 10%；更有甚者，认为长期来看，投资收益本身也基本是由资产配置这件事决定的，择时交易和证券选择起到的作用并不大；还有一种说法更绝：认为长期下来，资产配置决定的投资收益比例超过了 100%，因为频繁的不恰当的择时交易和常更换的不合适的证券选择往往最终带来的反而是负的收益。

因此，无论如何，资产配置这件事绝对是投资入门的第一课，也是最重要的一课，无论对于机构投资者，还是个人投资者，在投资中，都必须也应该首先做好资产配置。

这本书完整的读书心得可见《投资三把斧：配置核心资产、被动择时交易、选择指数基金——《不落俗套的成功》心得》[网页链接](#)。

第二本书，近期也在研读，虽然说对象是写给机构投资者的，但从各方面的信息来看，其中的理念、方法等对个人投资者也有很大的启发，当然也是学习史文森的投资思想的最好的材料了。

行动：唯配置

如今，在自己的投资实操中，也将资产配置作为了最重要的因素，无论是习得的能力，还是投入的精力，比如自己做的组合，就模仿了多位投资大师的经典资产配置组合，包括：达里欧的全天候组合，哈利布朗的永久投资组合，还有史文森推荐的稻草人组合，以及威廉伯恩斯坦推荐的傻瓜组合等。

对于手中有的一大笔资金，或者需要一次配置的资金，根据资金的使用时间、加上个人客观的风险承受能力和主观的心理偏好等，都可以用资产配置这一利器来做出相应的投资方案。

当然，对于那些定期或者不定期的、金额不算大的新增资金，如果希望长期投资，那么基金定投是最简单、最方便、最适合个人投资者的方法，当然定投的基金可以是纯股票型，也可以是股债混合的，或者偏债券型的，这同样可以根据资金的使用时间、加上个人客观的风险承受能力和主观的心理偏好等来做出选择。

事实上，基金定投在本质上也是一种资产配置的思路，因为这一投资方法中基本没有主观的择时交易和过多的证券选择。

因此，作为普通投资者，或者精确的说就是普通的个人投资者，我们做投资，真的只需要做好资产配置这一件事，长期下来大概率就能获得投资的成功，并且事实上做资产配置只需要你花费很少的精力，在事前做好就行，在之后的长期过程中，基本上不需要投入额外太多的时间精力。

9、大卫·斯文森在耶鲁大学的客座演讲

作者：@财申君 Plus

发表时间：2021-05-07

让我从一个相对争议的话题开始。投资管理业务，当剥离种种表象追溯到其本质时，其实非常简单。——【财申君 Plus】荐读 #致敬资产配置大师大卫史文森#

David Swensen 教授：让我从一个相对争议的话题开始。投资管理业务，当剥离种种表象追溯到其本质时，其实非常简单。为什么这么说？如果我们今天在这里分组，把你们分成四人、五人或六人的小组，让你们讨论在长期投资组合的管理中，真正重要的是什么，我想所有小组都会得出非常相似的结论。如果进行长线投资且存在股权偏好，那么从长期看，股票是上涨的。鲍勃·希勒（金融市场一课主讲教师，金融学教授，《非理性繁荣》一书作者）的朋友杰里米·西格尔有一本著作，标题很简单——《股票长线法宝》，你们都知道，该书是指定书目。

另一个需要讨论的话题是，分散投资很重要。事实上，任何一个读过金融基础教材的人，任何一个以正常思维来考虑投资问题的人，都知道分散投资是投资管理的一条重要的基本原则，事实上，哈里·马科维茨就把分散投资比喻为“免费的午餐”。我们都学过经济学入门课程，知道世上没有免费的午餐这回事，但马科维茨称分散投资是免费的午餐，

给定回报率可以降低风险，给定风险水平可以提高回报率。听上去不错，相当简单是吧！两个原则，长期投资中的股权偏好以及分散投资。

鲍勃在介绍中提到，我 1985 年刚来耶鲁时，已经在华尔街待了六年，完全没有任何投资组织者的经验，我觉得那样也挺不简单的，那时我在耶鲁要管理上十亿美元的投资组合。在当时，那是笔巨款，而我却没有任何投资组织者经验，我该怎么做？一种我认为比较实际的做法，就是关注周围的人在干什么，于是我观察了各个大学是如何进行资产配置的。结论是，19 世纪 80 年代中期的捐赠资产 50%用于普通股投资，40%用于美国债券和美元现金投资，10%用于其他投资。我观察和思考发现其中并无玄机，你将半数资产投资于单一类别美国普通股，另外 40%投资于债券和现金，于是 90%的投资都在本国有价证券中，仅 10%用于比如不动产、风险资本或私募股权投资，这一小块几乎对投资回报没有什么作用。抛开惯常思维和传统做法，我们在耶鲁开创了一条新路，一条我认为从根本上改变了机构投资管理方式的新路。

几年前，我写了《机构投资的创新之路》一书，我用这个大胆的标题，原因是我们已经从传统模式，即 50%股票、40%债券和现金，转变为更加倾向权益和更加多样化的投资模式。今天我想讲的就是，我们如何从传统模式转变为所谓耶鲁模式，我想要透过讨论可用的投资工具来讲述这个过程。不论是对机构投资者还是对个人投资者，这些工具是相同的，讲讲我们如何应用这些工具，以及这些工具怎么发展成现在的投资组合。这些工具是资产配置、市场时机选择和证券选择。

首先，资产配置主要是指你的投资组合包括哪些资产，以及每种资产所占的比例。第二，市场时机选择涉及偏离长期资产配置的短期操作。第三，证券选择，说的是如何管理每个单独的资产类别。你是应该持有市场投资组合，指数化资产，获取与市场一致的回报率，还是积极管理每项资产，力求获得市场水平以上的回报率，以及风险调整后的超额收益。

一、让我们从第一点开始，资产配置。

我认为，人尽皆知，资产配置是投资者可用的工具中最重要工具。事实上，我们普遍相信资产配置是最重要的工具，以至有人得出结论，资产配置是最重要的工具，已经算是一条金融学定理了。事实上，资产配置的核心地位还称不上是金融学定理，但它确实已不仅仅是对我们行为的描述。

耶鲁现在的资产已经与 1985 年开始时的十亿美元不可同日而语，昨天上午我拿到的估算报告称，我们的资产已达 225 亿美元，不错的业绩。如果我今早下课之后回到办公室，把耶鲁的 225 亿美元全部投资于谷歌股票，资产配置在这种情况下，对耶鲁的回报率就没有多少影响了。

事实上，在这种情况下，证券选择将决定回报率，谷歌股票在从买入到卖出这一段时间里的走势，将决定耶鲁的回报率。或者，如果我回到办公室把耶鲁的 225 亿美元投资于即日平仓的债券期货，在这种情况下，证券选择不会影响回报率，资产配置也不会影响回报率，回报率仅仅取决于我选择买卖期货的市场时机能力。

当然，这两种做法我都不会选。我不会用耶鲁的全部资产买谷歌股票，我也不会用耶鲁的全部资产买债券期货。一方面是因为这对我个人不利，一旦人们发现我搞这样的投资，我肯定会被炒鱿鱼。更严重的是这对学校不利，这么做不合理。实际上，耶鲁会继续保持一个相对合理多样化的投资模式，来进行多种资产的投资。当你观察每一种资产，比如国内股权、国外股权、债券、不动产、绝对收益和私募股权这其中每一种，比起单一交易或单一证券风险都是相对分散的，因为在这种情况下，资产配置是学校投资回报率的支配性的决定因素。因为持有相对稳定和相对分散的投资组合，证券选择不再是决定投资者回报率的重要因素，而市场时机选择也不会成为决定回报率的重要因素，能决定回报率的只剩下资产配置，它将决定机构投资和个人投资的回报率。

罗格·伊博森是我和希勒在管理学院的同事，他在回报率来源的研究方面做了大量的工作，得出结论——机构投资中，超过 90% 的回报率变动要归因于资产配置，我想这是罗格·伊博森的文章里面被人引用得最多的结论，我认为他的研究中更有意思，也更简明的一个结论是，超过 100% 的回报是由资产配置决定的。这怎么可能？资产配置怎么能决定 100% 以上的投资回报？唯一的可能性就是证券选择和市场时机选择给机构和个人带来的是负的回报。其实很好理解，想想看，投资者群体可能由于证券选择决策失误而蒙受损失。

如果证券选择是一个零和游戏，赢方赚得的金额等于输方赔付的金额，谁赢谁输取决于双方投资在证券选择后的表现。这听起来确实像个零和游戏，但如果考虑到交易行为会对市场产生影响，交易时要支付佣金，以及要经常支付可观的金额给顾问们，不论是共同基金经理还是机构基金经理，系统中就会有损耗，这就导致了从投资者整体来看，回报可能出现负值（因此有人称证券投资是负和游戏）。同理，市场时机选择，我的意思是，在长期策略下进行短期操作就需要进行交易，而交易是昂贵的，非常昂贵。不仅需要考虑直接成本，还要考虑支付给帮你做决策的顾问们的费用，因此资产配置能解释 100% 以上的回报也不足为奇了。对投资者整体来说，市场时机选择和证券选择是有代价的，降低了总的投资回报。

讲一点稍稍离题的内容，我发现过去二十年中，这种损耗，减损资本所有者收益所得的系统性损耗有相当巨大的增长。想想差不多 20 或

25年前，对冲基金刚出现时，它就像雷达屏幕上的一个小点。如今，对冲基金是基金管理体系重要的一环，那些对冲基金经理的收费远比证券投资经理的收费高，系统的损耗大约 1.5%或 2%的管理费率，用来支付给对冲基金经理，加上 20%的利润提成，显著减少了资本所有者可以得到的回报。

现在，被动地进行资产配置（如指数基金配置）所获得的回报，与活跃主动的投资者所得到的实际收益，两种方式下收益数字之间的差距，随着时间的推移变得越来越大，在为提供投资管理服务的公司带来越来越丰厚回报的同时，也使得雇佣外部顾问的投资者所得到的回报越来越少。言归正传，我们来看看资产配置。它是投资者决策的核心，这一观点的基础是什么。

我们已经讨论了两点。其中假设性的一点，我在课程刚开始时，提出划分小组进行讨论时就已经讲到了。第一，股权偏好。先回到管理学院的罗格·伊博森所进行的开创性研究，描述了在相当长的时期内，资本市场的收益情况。我想你们已经读过《长期股票投资》，见过长达 200 年的资料。罗格·伊博森的数据可追溯至 1925 年，这些真实的数据在我们开始应用均值-方差优化模型之初，也曾被用于分析模拟之中。为了求出耶鲁投资的合适配置，相信大家很熟悉以下计算。

如果你在 1925 年底把一美元投资于各种资产，然后持续持有这种资产，比如，81 年时间直到 2006 年底，你用一美元买了短期国库券，最终你的投资会翻 19 倍，听上去很不错吧？81 年后你的钱翻了 19 倍。但是如果考虑通货膨胀，在此期间侵蚀了 11 倍的收益，而且如果你是像耶鲁这样，减去通货膨胀调整到实际回报后再论支出，那么将钱投资于短期国库券不会让你赚得多。

假设你愿承担更多风险，将一美元投资于债券市场，经过 81 年时间，你翻了 72 倍。现在看看剔除通货膨胀后，可供消费的真实回报率。

当你转变投资方式，从借钱给政府，即透过短期债券或长期债券的形式，变成投资于股票市场，回报率的差别会大到让你吃惊。仅仅将钱投资于一个多样化的普通股组合，你就会获得本金的 3077 倍。

如果你愿承担更多的风险，将钱投资于小盘股组合，你就能获得本金的 15922 倍。股票的收益率远远超过债券，小盘股的收益差不多 16000 倍于本金，而大盘收益也翻了 300 倍以上。相比长期债券的 72 倍和短期债券的 19 倍。

这种差距会让你怀疑，分散投资是否有意义？我的意思是，我为什么这么做？如果股票收益能有 16000 倍，为什么还要买债券？债券 72 倍的收益看起来像在拖后腿，为什么还要投资于债券呢？这个问题，特别在 20 世纪 80 年代末，对我个人而言是非常重要的，因为那时我们正试着为耶鲁设计一套合理的投资组合。如果这套合理的投资组合只包含识别高风险资产，并把所有资产都投到比如小盘股，投资委员会花不了多久功夫就会明白，他们不必花钱雇我来做投资，他们自己就可以。如果他们不雇我，我就没有任何收入来养妻活儿。因此，投资远不仅仅是识别高风险资产，投资其中，然后就放任自流。

我进一步查看了罗格·伊博森的资料，诸多例子都能说明这一点，但是印象最深刻的，发生于 1929 年 10 月的那次股灾崩盘前，市场达到峰值时，投在小盘股里的每一分钱，到了 1929 年底都会损失 54%，到 1930 年底又损失掉 38%，到 1931 年底资产再损失掉 50%，到 1932 年 6 月份再损失掉 32%。于是，市场峰值时，价值一美元的资产到 32 年谷底时就只剩 10 美分了。当一块钱变成一毛钱，你会说，得了吧，这太荒谬！持有这些高风险的小盘股对我而言没什么好处。那么你要是卖掉小盘股，又会把钱用到哪呢？购买长期国库券还是短期国库券呢？当然，绝大部分投资机构，在上个世纪 30 年代以及 40 和 50 年代就是这么做的。

只要人们还记得在大萧条期间，股市崩盘的痛苦经历，人们都会觉得不要持有风险资无论对信托机构还是对个人来说，这种叫股票的高风险玩艺没有任何好处。事实上，我看过一些当时的文章，一些很受欢迎的文章，有一篇是《周六晚间邮报》中的文章，主要是说不应该把股票叫做证券（英文是 security，也有安全之意），用这么个有安全含义的词太荒谬了，它们应该叫做危券，因为风险实在是太高了。不过，这个看法来的非常不是时候。如果你在 1932 年 6 月买一美元小盘股，那么到 2006 年底，你的收益将会有 159000 倍之多。就在最好的投资机会来临的时候，人们对股票市场看空的程度却刚好达到顶峰。

对于长期投资者来说，股权偏好的存在是长期投资获利的重要基础，但是分散投资也很重要。你必须把手中持有的风险资产限制在一个合适的比例水平，并且即使到了最差的市场环境下，你依旧能够承受这些风险资产。

二、接下来我们讲第二点，市场时机选择。

这里我要引用一个观点。数月前，我以前的一些学生，还有以前的同事，在耶鲁俱乐部举办了一次精彩的派对。20 世纪 80 年代我刚到耶

鲁时经常上大型课程，而且我在讲课的最后，总会提及凯恩斯的《通论》，从这个我认为是最优秀作家之一的凯恩斯的著作里，引用一些关于投资管理的内容，我用过的那本已经翻烂了。实际上，那是本平装版，我想书脊也不知断了八处还是十处。组织派对的人还记得，在派对上把这本书给了我作纪念，这让我怀疑他们是不是在暗示我应该退休了？感觉那就像是退休派对。我觉得自己离退休应该还远着吧！作为礼物，他们送了我凯恩斯的《通论》第一版。

后来有一次我在坐火车回纽黑文的路，无意中翻到这么一段话。凯恩斯写到一向批发转型行不通也不合宜，大多数试图晚卖或晚买的人，或者经常既晚卖又晚买的人会损失惨重，而且变得心神不定，还特别喜欢投机。他说的完全正确，我写的第一本书，我已经提到过了，《机构投资的创新之路》，讨论了机构投资者所面临的挑战。随后，我写了《不落俗套的成功》，是关于个人投资者的。在这本书里，我对 2000 年 3 月网络股暴跌时，共同基金购买和销售中的个体行为做了研究。我选了十个表现最好的投资网络的基金，分析它们 1997 至 2002 年的收益情况，我觉得这是个意外的起点。这十个表现最好的网络投资基金，从 1997 年到 2002 年时间加权回报率是每年 1.5%，基金一路涨涨跌跌，但算下来回报率每年还是正的 1.5%。时间加权回报率是你在招股说明书中，或是在广告中会看到的数字。你会说，没什么大不了，既没损失也不违法。还有另一种考察回报率的参数——货币加权回报。货币加权回报实际上是描述基金参与者收益的一个更好的指标。

货币加权回报率显然是把现金流入以及流出考虑在内，当你关注货币加权回报时，你会发现，有 137 亿美元都用于投资这些基金。这 137 亿美元的投资中 99 亿都蒸发了，所以投资于基金的这笔钱损失了 72%，因为共同基金的收益还涉及到缴税的问题，所以你会有张税单，上面写着基金的收益部分该缴多少税，即使在实现收益的期间，你并不持有基金股份，但还是要缴税。所以，除了损失的 99 亿美元以外，基金中的另外 33 亿美元还是有收益的，占投资金额的 24%。那么，雪上加霜的是，你损失了 72%还要拿张税单，告诉你剩下的 24%还要缴税，不是什么让人高兴的经历。

在我写完这本书之后，晨星公司对他们跟踪研究的每种股权资产做了更进一步的研究，其中一共是 17 种股权共同基金。将它们的货币加权回报率和时间加权回报率进行比较，发现这 17 种基金中的每一种货币加权回报率都是低于时间加权回报率的，这是怎么回事呢？这与这些投资者，和网络技术基金蒙受损失的道理是一样的。基金上涨后他们买入，

基金下跌他们就卖出，当你高价买入低价卖出时，是很难产生回报的，不管你有多大交易热情或有多大交易量。晨星公司这一研究结果，谴责了个体投资者的市场时机选择能力。

投资者都一窝蜂似的，上涨之后才买进，下跌之后才卖出，对于波动最大的那些基金问题更严重。在晨星公司所称的“保守配置型基金”中，每年大约存在 0.3% 的缺口，看起来这不是个巨大的数字。明显地，当你希望获得高于市场水平一到两个百分点的回报率，却由于抓不住市场时机，而每年亏个 0.3% 就很糟糕了。但是如果你关注科技投资基金，十年间，货币加权回报率和时间加权回报率间的差距是每年 13.4%，这是非常夸张的。按 13.4% 复利算一下 10 年期的结果，你会发现，在招股说明书和广告里给出的，用来反映投资机构实际业绩水平的时间加权回报率，和货币加权回报率数字之间有着巨大的差异。我不仅在批评个人投资者，我也要批评机构投资者。我为第一本书《机构投资的创新之路》所做的其中一个研究，是关于 1987 年 10 月那次股灾前后，各种捐赠和基金的表现。之前我提过 1987 年 10 月的股灾，但没有详细解释具体情况。秋季学期我仍然会在经济系开一个关于那次股灾的研讨班，当我提到 1987 年 10 月所发生的事，我环顾整个教室，意识到 1987 年在座各位可能只有三四岁，还没有读过那时的《华尔街日报》。

那就给你们说点来龙去脉。那次股灾确实相当惊人（俗称黑色星期一，见下图道琼斯指数走势），根据我的估算，那次波动偏离均值有 25 倍标准偏差之巨，落在一个标准偏差之外的几率是 1/3，两个标准偏差之外的几率是 1/20，三个标准偏差之外是百分之一，而八个标准偏差的偏离就意味着六万亿分之一的几率，你根本无法想像出一个数字来描述这个偏离 25 倍标准偏差的事件。对我们普通人来说，这是个难以想象的天文数字。实际上，这次股价暴跌，股价一天内的跌幅，当然，在美国国内，要看你参考的是哪种股指，但基本上一天之内暴跌 21-22%。有趣的是，其他国家主要资本市场要是出现这么大幅的暴跌，就关门大吉了吧！股价一天之内有如此程度的暴跌本来是根本不可能的，当然，这只是股价上的变化，整个经济或是各个上市公司并没有发生根本的变化，它仅仅是一个金融事件。

1987 年 7 月-1988 年 1 月道琼斯指数走势

当股价下跌，顺便提一下，债券价格会上涨。当人们卖出股票，钱就去了别的地方，流入了债券市场。1987 年 10 月 19 日，长期国债的价格大幅上升，于是股票更加便宜，债券更加昂贵，你会怎么做呢？你

肯定买贱卖贵嘛！但那时捐赠和基金在干什么？如果你去看看他们那时候的资产配置年报，1987年6月，权益资产的比重达到15年来的最高点，70年代股票投资一直萎靡不振，多头市场在1982年才露端倪。历经五年多头市场，人们越来越兴奋起来，股市持续攀升，权益投资达到了15年来的最高点。当然投资股票的钱不是凭空变出来的，于是债券投资所占比例跌至15年来最低。

1988年6月底前夕，股票投资比例降低。当然降低的不只是股票投资比例，比起1987年10月19日崩盘时的股价跌幅，股票投资比例的降幅更甚，同时资产配置中的债券投资比重，以高于当年债券价格上涨的速度有了显著增加。你能得出的唯一结论是，这些本应很有经验的机构投资者，在11月、12月和1月间甩卖股票，因为他们怕了，并且在10月、11月和12月购进债券，可能是因为他们担心或者是他们太贪婪，情绪主导了投资决策，而不是理性的经济学计算。代价是巨大的，不仅仅是卖掉股票和买进债券的直接交易成本，这些机构直至1993年，整整六年时间才恢复到1987年10月崩盘之前的债券投资配置，这就是史上最旺多头市场之一的来龙去脉。当然，估量一下这段从1982年到2000年的多头市场，有些人会说，2000不是结束，我们仍处于多头市场中。但不管你怎么算，整整六年时间处于多头市场之中，大学的基金由于1987年6月那次崩盘的影响，过度投资于固定收益债券。

股灾的教训是，别指望靠市场时机选择赚钱，因为进行市场时机选择往往是感性因素起推动作用。恐惧、贪婪、追涨、失望、杀跌，对比理性行事适度增持有吸引力的资产，而后逆风而行将资产卖出一即使资产业绩良好。

三、最后一个收益来源—证券选择

我们已经讨论过证券选择是个零和游戏，要增持福特公司股票唯一途径，就是找一个想要减持福特股票的人，两方中只有一方能做出正确的证券选择，之后的业绩表现可判输赢，而且赢方赚的钱就等于输方赔的钱。但是交易本身会产生巨大的成本，事实上，当把付给投资经理和对冲基金的费用都算进去的话，这个游戏的成本越来越高。所以，考虑到市场冲击、佣金、规费，这一零和赛局变成了负和游戏。

当你看到金融机构的投资回报率时，你看到的就是你所期望的，这是来自罗素公司的十年资料。道琼威尔希尔5000指数截至2005年6月30日的10年间，该指数年收益率为9.9%，而主动管理型股权基金的年平均收益率为9.6%，我们落后30个基点。可能平均每个机构都会落

后 30 个基点，这就有点像沃比冈湖效应（即高估自己，源自盖瑞森·凯勒(Garrison Keillor)虚构的草原小镇，那里所有儿童的智慧都高于平均水平。这个心理学效应是说大多人都认为自己高于平均水平，但事实上不可能），大家都觉得自己能高过市场平均水平，30 个基点会赶上的，不算什么大的差距。当查阅这些主动管理型基金经理留下的历史收益记录时，有个很重要的现象，的确如此，不论你在观察可接触到的基金经理个人，还是观察一些机构资料，就像我刚引用过的那些，这个现象就是生存偏差。

那些用于分析过去 10 年市场的数字，只能来自于目前仍在营业的公司，在这 10 年间可能有很多企业已经破产，你们认为哪些公司破产了呢？肯定不会是那些业绩良好的公司。当你去观察基金市场，会发现问题更严重，因为基金管理公司会玩一个偷梁换柱的把戏。如果他们旗下有一支表现不佳的基金，他们可能会让基金退市，当然这种情况不常发生；更常见的做法是，把运作不佳的基金合并到另一只表现良好的基金中去，于是运作不佳的基金消失了，改头换面以优异基金的形式出现，其优良的记录可以用来做基金销售的依据。于是当我们去查阅统计资料时，只能看到资产规模巨大，且运作良好的基金，那些运作不佳的基金随着合并与它的纪录一起消失了。

生存偏差有多重要？看看罗素公司的资料，我引用了从 1996 年开始截至 2005 年 6 月 30 日的十年收益。在 1996 年有 307 位经理人公布收益，到了 2005 年底只有 177 位经理人公布收益，130 位经理人消失了。其实失败的经理人超过 130 位，因为除了“生存偏差”之外，还有称为“回填偏差”的影响，即在 10 年期开始后，每出现一位新的基金经理，不仅是新的业绩数字会进入数据库，新经理的历史记录也会填入数据库。那么数字会向哪个方向变化呢？当然是会让指数起点偏高，因为经理人倾向于提供那些举手说，找到有趣的新方法来管理国内股权投资，或其他投资的、成功的历史资料。

生存偏差去掉了那些糟糕的记录，回填误差又加入了一些好的记录，这两点都会导致主动管理型基金的收益总体数字上显得比实际情况要好。因为就这个例子来说，其中有很多因素与机构投资者的平均资历无关，有些时候投资者的数量很大，像 2000 年市场的流动性很大，因为在那一年互联网泡沫破裂，看看国内证券的收益。2000 年公报的平均收益率是负 3.1%，如果把时间快进至 2005，5 年后公报的 2000 年平均收益变成了 1.2%。因此在生存偏差和回填偏差的共同作用下，造成了两个收益率之间 4.3% 的差值，2000 年期的公告中这个数字为负

3.1%，但是如果你去查 2005 年公告的数字，坏记录已经调整而消失，有利的投资记录被加入，转瞬之间，年平均收益升至 1.2%。这极其重要，因为当你看这些数字时，刚才说过基准收益是 9.9%，但是主动管理型基金经理人的平均净利润只落后了 30 个基点，或者说 0.3%，你可能会说这个游戏我不介意玩一玩，那么如果你算上生存偏差，你会发现缺口不是 0.3%，事实上是 2%。

换句话说，如果你比市场多赚了 1 或 2 个百分点，再减去整整 2%，是非常让人沮丧的。以上就是生存偏差和回填偏在相对成型的国内股权投资投资中带来的问题。在相对新鲜的投资领域，你会发现这个问题更加严重。比如在对冲基金领域，为什么是这样呢？如果对冲基金在 15 年前就变成主流，那么你会在它们的历史记录中看到什么呢？你只会看到在这 15 年的历史数据中，所有对冲基金都有着极佳的回报，这都是事后调整确认的，至少对于国内股市来说。当你回顾 10 年前的收益率，会得到一个非常稳定的基准数字，所以生存偏差和回填偏差会是对冲基金领域里一个相当重大的问题。

伯特·麦基尔写过一本书叫《漫步华尔街》，如果不在你们的阅读清单中，应该赶紧加上，好好看一看，因为书写得实在生动有趣又发人深省（不过该书的最后结论是主动投资不如买指数基金）。看看生存偏差和回填偏差在对冲基金领域的影响，他取样了一组对冲基金，是 1996 年的 331 支，到 8 年后的 2004 年，其中的 75% 都消失了。分析这个特定的样本，他估算其生存偏差每年达到 4.4%，回填偏差每年达到 7.3%，因此我们说这组基金总体上，大概产生了略高于 10% 的收益率，他算出的数字是每年 11.7%。结合了生存偏差和回填偏差，罗杰·伊博森研究了更大的样本组，3500 支基金 10 年间的表现，算出其生存偏差是每年 2.9%，回填偏差是每年 4.6%。

大量机构基金和个人基金都将进入对冲基金领域。看一下过去 5 到 10 年间，公报中的对冲基金年平均收益率，普遍来说是 12%、13%、14%，在伯特·麦基尔的资料中超过 11% 的年平均收益，在罗杰·伊博森的数据中，7% 到 8% 的年平均收益可以用生存偏差或回填偏差来解释。如果你从公布的数字中减去这些偏差因素，投资者投资于基金所获得的实际收益率是很低的，可能只有 0.5 左右，远远低于人们预期的，承担了如此大的风险后，主动管理型基金经理的回报预期。

我想说的最后一点是就以证券选择而言，运气也会带来一些差别。一旦你决定了要当主动管理型基金经理人，努力追求高于市场收益的策略，你会如何决定？在哪些方面投入时间和精力？理论上说，如果你想获得优于市场水平的收益，在时机恰当时你就能做到战胜市场，何时机会最佳？当资产不是有效定价时，就是最佳机会。怎么知道资产何时无法有效定价？遗憾的是，金融经济学家们还没有任何市场有效性的具体量度工具，但我认为是有方法可以帮你从众多主动型基金经理人的收益情况中，鉴别出那些未能进行有效定价的资产。

如果某种资产的构成都是有效定价的，那么就很难产生超额回报。事实上，如果资产都是有效定价的，那么根本不可能获得任何超额收益。如果你主动一搏，要从市场中获利，那么无论得失都只能靠运气了。在面对有效定价的资产时，基金经理会怎么做呢？当然，他们就不会搏得太大，搏大了可能会侥幸那么一次、两次或三次，但最终运气是会用完的。当时运用尽，他们只有公布坏的结果，然后被解雇。

如何在这个行业生存？想存活就要关注很多，比如市场，哪个市场是有效定价的？一般来说，债券市场，尤其是优质债券可能是最容易定价的，只是数学游戏，对于政府债券不必担心会有违约风险。一般来说，没有必要去担心期权性风险或赎回条款，就只是数学游戏。每六个月你会收到一次利息，当债券到期，你可以赎回本金，所以对于政府债券或者优质债券，超额收益的空间不大。

其他市场是如何运作的呢？这里的其他市场是指很难有效定价的那些市场。事实上，甚至也许没有一个指标能用来衡量这些市场的投资结果。想想风险投资领域，如何掌控风险投资领域？你不能，它是非常特殊的。如果你做的是早期创业投资，你是在支持创业者及其创意，而他们可能正在不起眼的地方白手起家，比如硅谷崛起的故事。实际上许多其他地方也有类似的例子，但是对于风险投资者来说，指数化风险资本市场是绝对不可能的。如果观察一下主动管理型的基金经理们，和他们的投资收益分布，我想它会告诉你一些信息。哪些资产是有效定价？

如我之前所示，如果观察债券市场中的第一和第三个四分位数（四分位数，**Quartile**，即统计学中把所有数值由小到大排列并分成四等份）三个分割点位置，分别就是三个四分位数，考虑十年期的主动型的收益，截止于 2005 年 6 月 30 日，在债券这个固定收益市场，第一和第三个四分位数每年只差 0.5%。这是个极其紧凑的收益分布，半数基金收益都集中于 0.5% 大小的区间。如果你转而观察难以有效定价的市场，比如大盘股，第一和第三个四分位数相差 2 个百分点；小盘股比大盘股更难定价，第一和第三个四分位数的差距有 4.7%；在对冲基金中，这个差距有 7.1%；不动产投资中的差距是 9.3%；杠杆收购中是每年 13.7%，

以上都是十年期收益。我们现在谈的是一些显著的差距，当然在最无法有效定价的风险投资领域，第一和第三个四分位数之间的差距可以达到**43.2%**。

如果我想主动地管理我的投资组合，是否应投入时间和精力专注于战胜债券市场呢？即使你能找到一位一流的经理人，但在债券市场收益中，第一和第三个四分位数之间几乎没有区别。还是说我应该投入时间和精力去找一流的债券经理人？一流的不动产或杠杆收购经理人，或者一流的风险投资经理人？我想答案是相当明显的，你应该投入所有的时间和精力去追逐最不能有效定价的资产，因为在那里才能透过一流的风投经理人，获得巨额的投资回报。而在债券市场，即使债券优质、经理人一流，回报微乎其微。

总而言之，在资产配置方面，你要创造一个股权导向的多元化投资组合，别太寄望于市场时机选择。证券选择方面，要考虑自身能力与市场有效性，从而决定是采用被动型管理，还是主动型管理。耶鲁是如何实践这些原则的呢？我们当前的投资组合中，**11%**是国内股，**15%**是国外股，**4%**是债券，所以传统有价证券占总资产的**30%**，由对冲基金组成的绝对收益组合，是为了实现非相关收益占了资产的**23%**。不动产投资包括木材、石油、汽油、房地产，占资产的**28%**；私募权益，包括风险投资和杠杆收购，占资产的**19%**；因此资产的**70%**分布于绝对收益组合、不动产、私募权益等广泛的投资品种中。

如果用今天课程开始时所讲到的原则来检视一下耶鲁的投资组合，即权益导向和投资多元化，那么这个组合明显就是股权导向的，**96%**的资产都投资于能在相当长的时期内产生权益收益的工具中。投资多元化方面，投资于六种不同的资产类别，权重从**4%**至**28%**不等。如果你看到了这些资产配置，再对比一下**50%**投资国内股，**40%**投资国内债券和现金，剩下**10%**投资其他资产的模式，就会说，这确实已经是比我们开始时提到的传统模式更加多元化的投资组合，它取得的成绩也不错。过去**20**年间，我们的年收益率达到**15.6%**，虽然媒体头条报导这一收益率，总强调与投资组合的股权导向有很大关系，但没有描述出投资多元化的重要性。**1987**年以后我们就没有亏损过，正是刚提过在十月发生了股灾的那个**1987**年。在那一年，我们还处于投资组合多元化的初期，刚刚开始**2**年。即便如此，股灾时我们的亏损小于**1%**，这只是一个轻微的亏损。

对这个组合更严峻的考验可能是 2000 年那场互联网泡沫的破裂，截至 2001 年 6 月 30 日，或者到 2002 年，机构投资者的收益率在这两年中是平均为负的，而耶鲁在 1987 年之后每年都能保持正的收益率。股票导向型投资会推动收益率上升，但多元化能让收益更平稳，这对于耶鲁这样的机构极为重要，因为它需要稳定的资金供给为学校运营提供财务支持。我 1985 年开始管理耶鲁基金时，运营预算是 4 千 5 百万美元，占了收入的 10%，这个比例是整个 20 世纪的最低水平收入的 10%。截至 2008 年 6 月 30 日，我们的年支出是 8 亿 4 千 3 百万美元，占了收入的 37%。我们明年的支出预算是 11 亿 5 千万。

我们取得的成绩的确是十分出众的。在衡量成绩时，我喜欢的做法是，将过去 20 年耶鲁模式下获得的资产，与市场平均收益率计算的资产进行比较，其他大学的平均收益率与耶鲁的收益率的差距，为耶鲁财政增加了 144 亿美元。不管是从增值的角度还是从收益率的角度衡量，过去 20 年里耶鲁的表现是所有大学中最好的。接下来我很乐意回答同学们的问题。

四、问答清单

学生 1：.....（不清楚）

教授：提问是，如果一群耶鲁校友创立一个对冲基金，他们如何才能说服我入股投资呢？多年来我们一直做的一件事情就是，开放思维去支持那些传统投资者不会涉足的领域。如果你与一位公司养老计划或联邦养老金负责人打过交道，就知道他们有一套很官僚的程序，可能要你填 50 页、甚至 100 页的表格，你还必须应对一些咨询顾问，你还必须拿出 10 年或 5 年审计后的业绩资料，我们往往认为这些不是渔肥利厚的最佳投资机会。我们觉得回报更佳的投资机会并不在那些已经饱和的主流投资领域中，而可能在那些不那么传统的新兴领域。

就是说，我们不会单凭一份漂亮有趣的简历就贸然雇用，我们想要的是投资管理公司举荐的，市场能力已经得到确认的人才。我想，我们看重的是一些硬性的量化因素，这可能比那些抽象的特质属性更为重要。这就像对男童军或女童军的要求——高度诚实和正直、无可指责的品行、聪明能干、异常勤勉。而在投资领域来说，需要一心专注于市场，不会以尽可能地攫富来定义成功的人，如果他们真的是那样的人，就可能为达到攫富的目的而罔顾投资者的收益。

我们需要能完全专注于战胜市场的人，来产生卓越的投资收益，这点非常重要。仔细想想，如果你只想着赚钱，你可以拼凑一份合理出色的投资记录，然后募集到巨额资金，规模会影响投资表现，于是这巨额

的资金会削弱基金经理持续创造高收益的能力，但经理们依旧能保住饭碗，一如既往地巨额资金中获得佣金。我们一直在寻求的经理人是会努力追求出色的回报，能不断适度增加投资者的财富，贴近新的投资者，以战胜市场来衡量成功与否，而不是以为自己赚取巨额佣金来衡量，这是一系列客观属性和主观性格的结合，最终才能为大学基金找到合适的合伙人。

学生 2: 耶鲁基金是怎样应对房价下跌的？您提到过耶鲁也有地产投资。

教授：提问是，我们是怎样应对房价下跌的？我们并没有直接投资很多在建筑或住房工业领域，我们大多数不动产投资是机构性的，比如主要是在商业中心地区大量收购办公大楼。你会发现耶鲁占有股份的办公大楼分布纽约、华盛顿、芝加哥、旧金山、洛杉矶，二级市场也有一些，但绝大部分集中于大都市商业区。也有一些酒店和商场物业投资，以及一些零散的工业物业，没有太多地投资于个人住宅，唯一偶然涉及个人住宅领域的方式，是透过一些大型的融资行为，但那一般不是我喜欢的。

我认为，总的来说，住房工业不是一个好的投资品种，因为它时常有着强烈的周期性。我们确实曾持有很多次级抵押担保证券的空头（卖空操作），它们为耶鲁赚了不少钱，并且在过去的 9 个月或 1 年间，为资产保值发挥了实在的作用。我想，总的来说，希勒来讲这个话题比我有权威得多。次贷泡沫不是突然的，我认为耶鲁摆正了自己的位置，妥善利用了这次并不突然的房价崩溃。

这难道不是个市场时机选择的例子吗？这都取决于你的考虑。正如我之前定义的市场时机选择，是偏离长期策略目标的短期操作。我提过我们的国内股投资占总资产的 11%，如果下周我上班时，认为国内股票价格偏高，我会把权重调低到 8%，用我描述过的方式，这就是个市场时机选择的操作。我们一般很谨慎并不会轻易那么做，我们设定了这些资产配置，每年都会评估一次，这些指标已经很多年没有变过了，十分稳定。即使我们要调整，也不会有很大幅度。这并不意味着我们不是主动型管理，如果发现特别有吸引力的投资领域，我们也非常乐意进行资产配置调整，从我们认为的那些便宜的或昂贵的资产中获利。

1999 年和 2000 年我们大幅做空互联网股票，为学校赚得了很多利润。正如我提到的，在过去几年中，抵押贷款和公司债券它们的息差都太窄了。我们认为，如果它们的定价是合理的，那么息差应该会更大一些，于是我们做空，得以从中赢利。如今我们正从危机证券中寻找投资机会，其中许多在 2005 年、2006 年和 2007 年前期发放的贷款息差都非常之小，而购入这些银行贷款却是好机会，因为这些贷款处于资本

结构的上游，相信按 80 年代的价格它们是优良资产。如果市场证明它们确实是优良资产，那么几年后你就能获取利息，每 85 美分可以获利 1 美元利息。如果市场给我们这个机会，我们是非常乐意利用的，为此我们会做价值评估，关注研究资产和行业的细节，看它们是便宜了还是贵了，来发掘投资的机会。但至少在我所定义的市场时机选择方面并不包括这些。

学生 3: (不清楚)

教授：第一个问题是，耶鲁投资组合的 **beta** 系数是多少？这一般不是我们考虑的关键，但我相信耶鲁投资组合的风险水平在统计数字上是非常低的，远远低于持有有一个传统的可交易证券主导的投资组合的 **beta** 系数。我认为耶鲁 **beta** 系数低的原因是，我们有卓越的多元化投资，这确实降低了耶鲁资产的风险。很多人看到耶鲁的投资组合后说，你们做风险投资，这风险就大了，你们还做木材？确实，这些我们都有，都被认为是有各自风险的投资。但多元化的魔力之一在于，如果你持有各自都有风险的资产，而它们彼此间又没有很大相关性，那么投资组合的整体风险水平就会很低，我相信耶鲁因此才有一个低风险的组合。

第二个问题是关于我们在国外资产投资上的变化。这一直是我们很感兴趣的领域，我们的境外投资并不限于可交易证券类，那只占总资产的 15%。也有境外不动产投资、境外杠杆收购，以及境外风险投资渗透入了整个投资组合，并提供了很有吸引力的盈利机会。因为很多国外市场没有美国国内市场程度的有效定价，我认为，我们的资产中 useful 非美元计价的国外投资这点，也是相当有吸引力的，对学校来说是个很好的多元化延伸。

学生 4: (不清楚)

教授：问题是，在经济表现出走向衰退时，我们是否会做更多空头？我想这个问题的另一面就是，在那种情况下如何保持市场信心，我可以用我同行的一句话来回答这个问题。他在我眼中是最优秀的投资经理，他叫塞斯·卡拉曼（知名价值投资者，著有《安全边际》一书），在波士顿的 **Baupost** 基金工作，他说他的工作就是自上而下地担心，自下而上地投资。每天早晨读华尔街日报的时候，我会担心有没有信贷危机？担心我的信用卡、担心汽车贷款、担心公司贷款、担心银行系统的偿付能力。然后我去上班，努力抓住所能遇到的最好机遇。自上而下居安思危是必要的，因为你不会想让自己因宏观或行业环境逆转而受到伤害，但不可能揣着 225 亿美元在市场有吸引力时就进入，当市场衰退时就退出，于是你只能说：好吧！这就是我们要应对的宏观环境，我们绝对要全力以赴，发掘独特、明确，由下而上的机会来配置基金进行投资。

学生 5：.....（不清楚）

教授：其中一个问题，提问是，怎么能够成功地投资于一个有所谓抄底行情的市场？某资产价格下跌了 30%，你买入而后，它反弹又上涨 50%，我认为上涨只是时间问题，尤其你如果是个价值导向型投资者，会倾向于早早买入。如果你买入一项有良好健全基础的资产，而价格在你买入后却下跌，你需要做好充足的资金准备，在价格更低时继续买入，但你要对自己的投资理念有充足的信心，才能撑过一路跌势迎来市场，对你所认定价值的认同。

我认为金融市场上最为普遍的问题就是投资期限太短，只关注基金的季度收益率是相当不妥当的。我的意思是，你无法靠只持续了一季度的投资，或月进月出的方式来获得巨额收益，显著失常的定价不会在短短几月或几周内就在市场中显示出来，因此类似月进月出那些是一种愚蠢的行为。只有透过将投资延长至三年、四年乃至五年，才会出现大量的获利机会。沉迷于愚蠢的短线操作是无法得到这些机会的，因此买进一项你认为有吸引力的资产之后，其价格却跌了 20%或 30%，甚至 40%，也没什么大不了，也许反应该说是件好事，因为你就有机会以更低的价格补仓。只要在 3 年、4 年或者 5 年之后，你的投资理念最终被证明是正确的，你就最终能盈利出仓。

10、《不落俗套的成功：最好的个人投资方法》书摘分享

作者：@长线渔民

发表时间：2021-05-07

我是 19 年 10 月第一次读到大卫斯文森的《不落俗套的成功:最好的个人投资方法》，当时感觉收获很大，也认真做了书摘，今天得知大师离世，特分享出来以资纪念。

第一部分读后几点收获：

1. 大卫斯文森投资哲学中的核心是“偏股、多样化、税负敏感”，这个是有现实借鉴意义的；

2. 导致投资收益变动的三大原因：配置、选股、择时。斯文森通过大量数据及研究证明，后两者对股价提升的影响非常小，90%的上涨是配置贡献的。通过多元化投资（配置），投资者可以在降低风险的同时

保持收益不变，或在风险不变的情况下提高收益，多元化堪称“免费的午餐”。

3. 斯文森建议：在构建多元化投资组合的过程中，每种资产类别的配置既不能太少以致无法影响到整个组合，也不能太多到在组合中占据支配地位。具体讲，每种资产类别至少要占到总资产的 5%~10%，同时不能高于 25%~30%；

4. 再平衡非常重要（为了维持预期的资产配置情况，卖出相对升值的资产并买进相对贬值的资产；买进已经过时的并卖出正在流行的头寸）；

5. 投资组合中包含不超过 25% 的外国股票可以有效降低风险；

6. 债券不值得；外国政府发行的债券不值得；对冲基金不值得；共同基金不值得；风险投资不值得；

7. 回避绝大多数的 ETF（包括根据资产规模(小盘、中盘和大盘)、投资风格(成长型和价值型)、市场领域(医疗卫生、电信、公共事业等)和地理位置等因素建立的投资组合）。

第二部分 65 条书摘：

1. 资本市场为投资者们提供了三种能获得投资收益的工具:资产配置、择时交易和证券选择。如果对这三种投资组合管理工具在性质和影响力上有了清楚的认识，投资者们就会重视那些最可能有利于长期投资目标的因素，并忽略那些最可能妨碍长期投资目标的因素；

2. 资产配置的决策在决定投资结果上起着主导作用。根据大量受好评的、对机构投资组合的研究，在投资收益的变动中，大约 90% 是源于资产配置，只有大约 10% 是由证券选择和择时交易所确定的。另外一项对机构投资者业绩的重要研究表明:100% 的投资收益都是来自资产配置，认为证券选择和择时交易的作用微不足道。所以，谨慎的投资者会密切关注目标资产类别的确定；

3. 在结构合理的投资组合中，以下三条基本投资准则影响着资产配置的决策。第一，长期投资者在构建投资组合时应明显偏重股票。第二，谨慎的投资者应构造一个非常多样化的投资组合。第三，理智的投资者在构造投资组合时应考虑税负方面的因素。这三个准则，即股票型、多样化和对税负敏感，既符合常理，又是学术理论所倡导的。使人惊讶的是，在现实的资产配置活动中，这几项基本投资准则似乎并不受推崇；

4. 严格从金融角度来看，多元化能够提高投资组合的特性，因为它能使投资者在特定的风险水平上获得更高收益(或在特定的收益水平上经受更低的风险)。历代的经济学研究者都知道“天下没有免费的午餐”，但有一点可能会让他们惊讶，那就是诺贝尔奖得主哈里·马柯维茨(Harry Markowitz)就将多元化称为经济界里罕见的“免费午餐”。通过多元化投资，投资者可以在降低风险的同时保持收益不变，或在风险不变的情况下提高收益；

5. 要想获得喜人的预期收益，增持过去表现强劲的资产并减持过去表现疲软的资产并不是一个好方法。强有力的证据表明市场行为表现出均数回归的倾向，也就是说好的业绩随后会变差，而差的业绩随后会好转。在具有均数回归特征的市场上，投资者们如果不能按照长期目标对投资组合进行再平衡，他们就会买进大量近期升值的资产，这种做法最容易使未来的投资结果变糟。投资者们只有根据长期目标定期对投资组合进行再平衡，才能实现与政策资产配置决策相一致的收益；

6. 根据一项结构严谨的研究(涉及1963到1997年间三个大致相同的时期)，一个由两种证券组成的投资组合所含有的风险是市场风险的两倍或三倍。相比之下，一个由20种证券组成的投资组合所含有的风险水平比市场的总体风险水平高出大概1/3或2/3。最后，一个含有50种证券的投资组合所表现出的风险特点就与市场风险非常类似了，而且基本没有可分散风险。换个说法，对于一种由几十种甚至几百种证券组成具有代表性的多元化股票型投资组合，其收益基本上由市场决定；

7. 当然，大量的投资者都奉行主动管理的策略，试图战胜市场，获取超额收益。但是，一个主动的投资者只有在当市场上其他投资者减持一只股票时才能增持这只股票。从定义上看，增持的头寸必须等于减持的头寸，从而使股市上的总头寸保持不变。很明显，根据这只股票随后的表现，加仓者和减仓者就分别成为赢家和输家(或者输家和赢家)。如果这只股票的表现比股市好，那么加仓者胜而减仓者败。而如果这只股票的表现比股市差，那么加仓者败而减仓者胜。如果不考虑交易费用，积极管理似乎就是一场零和游戏，即胜者的收益恰好抵消了败者的亏损。但不幸的是，对于主动的投资组合管理人，投资者在执行打败市场的策略时要面临巨大的成本。选股者要为交易支付佣金，并通过买进和卖出对股市造成影响。购买共同基金的投资者除了要向咨询公司支付管理费用，向经纪公司支付分销费用外，还要面临同样的市场交易成本。这一体系中如果出现费用漏损，主动管理就成为负和游戏，即主动投资

者的总收益要少于股市的整体收益。证券选择也许能为技术娴熟的投资者带来丰厚的超额收益，但这些超额收益直接的来源是其他收益相对较差的投资者的钱袋。如果对所有主动管理的投资组合进行收益加总，则最后的结果必然与股市总收益类似，但还要减去这场游戏的总成本。对于整个投资团体来讲，证券选择在投资业绩中起了减少收益的作用；

8. 目前的税法主要通过两种方式给予长期收益相比股息和利息收入的优惠：对资本收益的税率较低，并且只有在实现收益以后才对其征税。按税法中的规定，只有在实现了收益以后才应交税，这就可以让投资者将交税推迟到很久以后的未来。对资本收益延期征税为投资者们创造了巨大的经济价值；

9. 高等教育信托，即所谓的 529 计划，可以使用于孩子接受高等教育学费的储蓄存款在逐渐增加的同时享受免税的待遇。如果用这个信托中的基金来支付学费或用于其他合理用途，税负就由延迟征收变为免除，这项信托对于有税负意识的投资者来说便成为一个极为有效的投资工具；

10. 在构建投资组合的过程中，多元化要求每种资产类别的配置要能够影响整个投资组合，即每种资产类别至少要占到总资产的 5%~10%。多元化还要求任何一种资产类别都不能在投资组合中占据支配地位，即每种资产类别在总资产中的比重不能高于 25%~30%；【批注：投资组合中每只股票所占仓位最少 5%，最多 30%，这是一个很重要的参考，在大多数情况下可以起到降低风险同时几乎不影响收益的作用。】

11. 核心资产类别包括股票、债券和房地产。被投资者用于为投资组合带来收益的资产类别包含国内股票、国外发达市场的股票和新兴市场的股票。被投资者用于使投资组合多元化的资产类别包括美国长期国库券和美国通货膨胀保值国债，前者能在发生财政危机时实现保值，后者能保证在发生通货膨胀时资产不会贬值。最后，房地产股权所面临的资产类别风险使其具有了既类似于股票又类似于债券的混合属性，能在发生通货膨胀时实现保值，并且机会成本也低于其他的投资产品；

12. 历史表明，股票的长期收益鼓励了投资者持有股票。杰里米·西格尔用 200 年的数据向人们表明美国股票的年收益率是 8.3%，而罗格·伊博尔则用 78 年的数据表明美国股票的每年的收益率为 10.4%。其他任何一种资产类别都没有如此引人注目的长期业绩；

13. 在公司的资产结构中，股票代表的是一种剩余利益，它只有在偿付了其他所有对公司的索取权后才具有价值。持有股票具有更高的风险，这就使得理性的投资者要求获得更高的预期；

14. 即使投资者们认为历史上美国股市是最佳的，我们也有理由质疑过去的市场对未来市场的指导价值。看一下过去 200 年里股市的业绩，它带来的收益是股息、通货膨胀、实际股息增长和估值上升这四者的结合。根据罗伯特·阿诺特(Robert Arnott)在 2003 年 4 月发表的一项名副其实的研究《股息和它的三个阻碍因素》，股息在长期股票收益中占最大比重。阿诺特的这项研究表明，过去 200 年里，股票的年均总收益是 7.9%，其中整整 5% 来自股息。通货膨胀占到 1.4%，实际股息增长占 0.8%，而估值上升只占到 0.6%。阿诺特指出，股息在历史上的股票收益中极为重要，这和人们的传统看法——认为股票带来的首先是增长，其次才是收入——大相径庭；

15. 杰里米·西格尔指出：股价“在长期内能很好地抵消通货膨胀带来的损失”，但在短期内却不能很好地抵消物价上涨带来的损失。通货膨胀与股价在长期内的正面关系也许是由于投资者的理性行为，因为市场的参与者会权衡在现实经济世界获得一定资产的成本与在金融交易所获得类似资产的成本。而通货膨胀与股价在短期内的负面关系可能是由于投资者的非理性行为，因为他们在面对突然发生的通货膨胀时做出的回应是提高未来现金流的贴现率，而不会根据上升的通胀率来对未来的现金流做出调整。虽然资本市场的发展历史证实了西格尔的观点，但股价对通货膨胀的反应在长期内和短期内是不同的，这就形成了矛盾。由于长期是由一系列的短期构成的，没有哪种理论能够解释为什么股价对通货膨胀的保值能力在短期内很差，而在长期内却很强。不论如何，如果投资者试图规避通货膨胀带来的损失，那他的目光就不能仅局限在有价证券上；

16. 在 1999 年，桑迪·威尔对 AT&T(美国电话电报公司)股票的评级是“持有”，他要求杰克·格鲁伯曼(Jack Grubman)这位花旗集团的所罗门美邦分公司的研究分析员对这只股票进行重新评级。如果格鲁伯曼抬高对 AT&T 股票的评级，那么花旗集团就更有胜算从 AT&T 公司争取到投资银行的业务，而且可能拉拢 AT&T 首席执行官兼任花旗集团董事会成员迈克尔·阿姆斯特朗(Michael Armstrong)，从而帮助桑迪·威尔将花旗集团前任首席执行官约翰·瑞德(John Reed)排挤出董事会。虽然杰克·格鲁伯曼在他的证券分析员生涯中一直都不看好 AT&T，但他意识

到如果他抬高了对 AT&T 的评级将会为自己的双胞胎女儿争取到好的教育机会。格鲁伯曼在写给桑迪·威尔的一份题为“AT&T 和第 92 街道 Y”的备忘录中，抱怨了幼儿园接收孩子的复杂过程，并说出了很有名的一句话：“在统计上看，想进第 92 街道 Y 的幼儿园比进哈佛还要难”。桑迪·威尔对此做出了回应，他为格鲁伯曼的孩子给这所幼儿园打了电话，并使公司向第 92 街道 Y 送出了 100 万美元的大礼。随后这所幼儿园接收了格鲁伯曼的双胞胎女儿，同时 AT&T 的研究评级被抬高，但投资者却为之付出了巨大代价；

17. 债券让投资者们觉得迷惑不解。事实证明，利率和债券价格的反向关系(利率上升时债券价格下降，反过来，利率下降时债券价格上升)对于人们认识固定收益在投资组合中的作用至关重要。但是，对投资者的调查问卷显示:大多数的个人投资者连最基本的债券数学分析都不会，甚至一些备受尊敬的市场评论家有时都会搞错；

18. 以美国和日本股市的收益来做比较。在 20 世纪 80 年代，日本在全球股市占据着支配地位，其年收益率达到 28.4%，而其他非美国股市的年收益率为 16.5%，美国股市的年收益率则为 17.4%。日本股市在此轮牛市期接近尾声时总市值位列世界第一，甚至已经在规模上超过了市值巨大的美国股市。20 世纪 90 年代，日本的命运发生了逆转。在 20 世纪的这最后 10 年里，由于日本经济的崩溃，日本股市平均每年下跌 0.9%。相比之下，其他非美国股市的年均收益率达到 13.5%，美国股市的年收益率更是达到令人咋舌的 18.2%。随着日本股市的下跌，日本逐渐失去了全球股市的霸主地位，与美国的差距更是越拉越大，日本股市的一单位市值不足美国的 1/5。很明显，在不同股市上进行的投资表现各异，收益也各异，这就使投资者持有的投资组合实现了多元化；

【批注：我的投资组合在美股、港股、A 股中再平衡的重要性。】

19. 理性的投资者追求多元化是把它当成一种降低风险的措施，而非追逐业绩的手段。不管市场形势如何曲折多变，如果投资者都能严格遵循持有多元化投资组合的原则，就为取得长期的投资成功创造了条件。事实上，如果考虑市场情况，投资者在经历不佳业绩之后可以通过增加资产类别的种类来提高成功的胜算。在任何情况下，国外股票都是降低投资组合风险的一种重要工具，而且还不会减少预期收益；

20. 只要用外汇持有的投资没有占到投资组合总资产的大概 1/4 以上，外汇风险可以减少投资组合的总体风险。如果超过了 1/4，外汇风险将会带来意外风险；

21. 房地产的风险和回报介于债券和股票之间。由于房地产投资能带来类似债券的租金收入和类似股票的剩余价值，投资者就希望它的投资结果能在大体上介于投资债券市场和股票市场之间。伊博森合伙人公司过去 78 年的数据显示股票的年收益率是 10.4%，而政府债券的年收益率则为 5.4%。进行一下折中的话，房地产投资者期望每年得到比投资债券高出大约 2.5% 的收益是符合实际的；

22. 即使上市交易和私人持有的房地产投资工具对投资者而言都是房地产资产，但是公开上市的证券经常以偏离公平价值的价格进行交易。绿色街道顾问公司是一家专门关注公开上市的房地产股票的研究公司，它会定期调查市场价格与公平价值的差异。调查结果使短线投资者有所犹豫。根据绿色街道顾问公司的估计，在 1990 年的某个时候，房地产证券的交易价格要比公平价值少 36%。而到 1993 年，股市发生了逆转，和房地产有关的股票在估值上比公平价值高出 28%。在 1994 年底，市场价格又比公平价值少了 9%，而到 1997 年，股票投资者需要付出高于公平价值 33% 的市场价格。20 世纪 90 年代末对房地产证券来说行情很差(对大多数其他证券而言行情却好得很)，2000 年初，估值的差额达到 20% 还多。2004 年初，股市的非房地产板块进入熊市，而房地产证券则呈现出牛市的特征，市场价格高出公平价值 22% 还多。上市证券的市场价格和公平价值波动较大，这就使得上市交易和私人持有的房地产资产在收益上关联度较低；【批注：利用地产类股票价格的波动性（周期性），在低估期间买入持有至高估阶段卖出，可以创造超额收益。】

23. 房地产投资者在公开市场和私人市场上都面临大量的投资机会。2003 年 12 月 31 日，据美国房地产投资信托基金会(NAREIT)的追踪，房地产证券的总值达 2302 亿美元。REIT 的股息收益率达 5.7%，交易价格比公平价值高出 17.5%。在 2003 年 12 月 31 日，美国房地产投资信托评议委员会(NCREIF)测算的全国地产指数显示:无负债的房地产资产的总价值为 1324 亿美元。私人持有的房地产证券支付给投资者的股息收益率为 8.0%，高出 10 年期美国国库券 3.8% 的收益；

24. 投资者放弃了预期收益以保证投资组合能够抵御意料之外的通货膨胀或通货紧缩等经济状况。美国的通胀保值国债确实能够抵御通货膨胀的风险，而持有**房地产**也在一定程度上保证能抵御通货膨胀。在长期(正如约翰·梅纳德·凯恩斯的一句有名而恰当的话所言：“那时，我们都已不在人世。”)国内股票使投资组合更具有对冲通货膨胀风险的特征，但在短期内，国内股票在对冲通货膨胀方面是非常不可靠的；

25. 不切实际地相信自己会成功是由于个人没能认识到他们的投资限制。耶鲁大学的经济学家罗伯特·希勒(Robert Shiller)指出，“人类普遍存在过度自信的倾向”，这会使投资者们“表达过于强硬的观点，并急于做出判断”。过度自信造成投资者一连串的失误，包括多元化程度不足、过于热衷证券选择，以及适得其反的择时交易。在数不胜数的案例中，投资者对各种资产类别和各种证券的预期收益出现信心失误，使他们错误地配置了资产并积极进行证券交易，这就使得成本增高，风险增加，从而导致收益降低。名副其实的投资者技能才会创造出超额风险调整收益，但这种情况几乎寥寥可数；【批注：基于“人类普遍存在过度自信的倾向”的特点，建立弱者体系——即以自己的研究水平无法超越专业机构为前提的投资体系——来进行低风险投资是非常必要的。】

26. 多大程度的投资风险是合适的，这要取决于这些资金还有多长时间就会被花费。如果是大约一两年的时间，那么投资者应该选择银行存款、货币市场基金或短期债券基金；

27. 对于 8 至 10 年甚至更长的时间，投资者面临很多更为有趣、更为可怕、收益也可能更为丰厚的投资选择。一个股票型的多元化资产配置方案最有可能为取得较长时期内的成功提供框架。投资期限较长的投资者接受了风险投资组合所固有的更高的重大风险和金融风险，因而也就有机会获得更高的收益。那些投资期限居中的投资者，比如说 2 至 8 年，应该将风险高的长期资产与风险较低的短期投资结合起来。投资期限长的投资者在刚开始时，投资组合全部由风险资产构成。然后随着投资期限的缩短，他会将高风险资产转移到低风险资产上。最后，当距离花费这些资金只剩下一两年时间时，这个投资组合就全部由低风险资产构成。投资组合的风险特征不需要改变，只需改变各种风险资产的权重；

28. 信用风险的可能性源于公司没能履行全额、及时偿还债务的义务。评级机构，如标准普尔和穆迪投资服务公司，会公布债券的评级，旨在对它履行承诺的可能性进行分级。在评定一个债券发行人的偿付能

力方面，最重要的因素就是支撑负债的股本权益和维护负债的现金流。对于信用最高的借款人，投资级别的评级从 **AAA**(最高级别)到 **BBB**。高收益债券或者“垃圾”债券的评级是 **BB** 或更低。评级较低的债券具有较高的信用风险，并且表现出更类似股票的特性。穆迪将 **AAA** 级债券描述为“质量最高”，具有“最低水平的投资风险”，同时利息的偿付“受到保护”，本金也很“安全”。**AA** 级债券表现出“用所有标准衡量的高品质”，而 **A** 级债券“拥有很多良好的投资属性”。投资等级最低的 **BBB** “暂时”足够安全，但是“缺乏杰出的投资特性”。尽管对 **BBB** 级的描述有一些苍白，但穆迪还是为投资级的债务款项描绘了一幅光明的景象。不幸的是，从一个公司债券投资者的角度看，**AAA** 级债券在信用质量上只会降低。有时候，债券持有人的经历是债券质量下滑到较低级别，尽管仍然还属于投资级。而在其他时间，债券持有人面临的信用恶化像是在经历一个漫长的酷刑，这将他们放逐到了一个充满垃圾债券的“堕落天使”的国度。**AAA** 级债券有时可以保住地位，然而，**AAA** 级债券绝不可能得到升级；

29. 20 年来 **IBM** 公司偿付能力的下降和 **WorldCom** 公司信用等级的快速崩溃反映出公司债券市场上的一个趋势。近来，债券降级的公司远远多于债券升级的公司，这使债券投资者不得不逆风而行。截至 2003 年 6 月 30 日的 20 年里，穆迪投资服务公司将 5955 家债券发行机构降级，而只升级了 3412 家债券发行机构。仅在过去的 10 年里，4.5 万亿美元的债券质量下降，而只有 3.4 万亿美元的债券质量上升；

30. 对企业价值的描述强调在股票持有人和债券持有人的利益之间做一个清晰、直接的权衡。企业的价值取决于债务的价值和股票的价值之和。公司所有人会降低债券持有人所持头寸的价值，就这一点来看，股票持有人将从中获益，股票持有人把亏损强加给债券持有人并从中获利。因为公司管理者的利益通常和股票投资者的利益一致，债券持有人发现自己与公司管理层是立场相反的。认识到依赖公司管理来保护债权人的利益的想法非常脆弱，债券投资者会使用复杂的合同，即契约，来使公司债务发行人为债权人的需求服务。然而，对于债权人来说不幸的是，合同一般不足以影响公司以他们意想中的方式行事，尤其是当他们要求的行为与经理层的经济利益相冲突时；

31. 小结：许多购买公司债券的投资者希望获得比美国长期国库券收益更多的收益。如果公司债券的利率高于无违约风险的美国长期国库券，从而使投资者得到足够的溢价来弥补公司债券的信用风险、流动性

低和可回购性，那么公司债券可能会在投资者的投资组合中占据一席之地。不幸的是，在正常的情况下，投资者得不到足够的补偿来弥补公司债券的不利特征。在每一天结束时，由于信用风险、流动性不足和期权性风险都不利于公司的债权人，超额收益就成为一种幻觉，并没有为公司债券的投资者带来什么。公司债券投资者发现形势对他们不利，因为对于股票投资者的愿望和债券投资者的目标来说，公司经理层的利益与前者更为一致。债券投资者面临的另一个障碍是呈左偏态分布的投资结果，使获利的潜力受限，但却没有减少亏损的可能性；

32. 历史收益证明了投资者并没有得到足够的补偿以弥补公司债券的一系列内在风险。截至 2003 年 12 月 31 日的 10 年间，美国长期国库券的年收益率为 6.7%，而投资级公司债券的年收益率为 7.4%。然而由于市场特征中的特定指数差异和特定时期对市场收益率的影响，使这个比较没有完全达到同类比较的标准，长期国库券和公司债券的年收益率仅相差 0.7%，没能使公司债券投资者在违约风险、流动性不足和期权性风险方面得到足够的补偿。美国长期国库券提供了一个更好的选择。【批注：结论是债券投资的风险收益比不高！】

33. 从资产规模看，以外币计价的债券代表着一个巨大的市场，它的总市值仅仅落后于以美元计价的债券市场。然而，尽管市场规模大，外国债券并没有给美国投资者带来多少价值；

34. 如果投资者购买的外币计价债券主要是由发行国的国民持有，那么这些投资者很可能会从较好的利益一致性中获利。然而，如果外国政府发行的债券主要在外国持有人的手里，那么利益一致就不复存在了。事实上，如果政治考虑胜过了合同义务，政府债券的外国持有人遭受的损失会比处于困境的公司债券持有人更糟糕。如果国际政治活动参与进来，外国债券的持有人就会遭殃；

35. 以长期资本管理公司(Long Term Capital Management, 简称 LTCM)的记录为例，它旗下的对冲基金臭名昭著，几乎摧垮了全球的金融系统。崔盟资本管理公司(Tremont Capital Management)是对冲基金数据的主要提供者，据《纽约时报》报道，该公司的数据库中包含的 LTCM 公司的业绩只记录到 1997 年 10 月，这大约是 LTCM 公司倒闭的前一年。从业绩报告的开始到终止(1994 年 3 月到 1997 年 10 月)，LTCM 公司对投资者来说，每年的净收益率达到 32.4%，这对大量资本而言是一项非常不错的收益。很显然，长期资本公司的早期记录夸大了对冲基金业的总体业绩。从 1997 年 10 月长期资本公司停止报告投资结果到 1998 年 10 月该公司倒闭，其收益(如果能称之为收益的

话)达到-91.8%。如此惊人的亏损并未出现在崔盟公司宝贵的数据资料库里。崔盟公司报告的收益记录是每年 32.4%，而 LTCM 公司的实际业绩记录是每年-27%，两者的巨大差异造成了观念和现实之间的鸿沟。对 LTCM 公司内部统计数据的遗漏夸大了历史，在对冲基金投资的真实特征上误导了投资者；

36. 虽然对冲基金的前景对很多市场参与者很有吸引力，但如果投资者不能找出真正技高一筹的主动管理人，那么实际情况将很糟糕。如果没有优秀的证券选择能力，回避市场风险的投资策略将带来类似货币市场的预期收益。对冲基金的费用很高，使原本就很低、与现金类似的收益被侵蚀到难以忍受的地步，尤其是进行了风险调整以后。对冲基金的投资者发现要创造额外风险调整收益几乎是不可能的；【批注：坚定了不投资对冲基金的信念。】

37. 在私人股权领域，主动管理与投资成功是相伴相生的。国内股票和固定收益证券等资产类别中包含被动管理的投资产品，投资者可以相信市场。持有一只指数型基金，投资者可以在低成本的情况下获得可靠的市场收益。在低效率的私人股权领域，投资者不能相信市场，因为不存在一个可供投资的指数。即使存在一个杠杆收购指数，基于以往的业绩，与指数类似的投资结果也不能满足投资者对更高风险调整收益的渴望。事实上，只有业绩排名前 1/4 或前 1/10 的基金才能带来足够的收益以对私人股权更高的非流动性和更高的风险进行补偿。如果没有真正高超的基金选择能力(或非同寻常的运气)，投资者就应该远离私人股权投资；

38. 截至 2003 年 6 月 30 日的 20 年间，投资咨询公司剑桥协会 (Cambridge Associates)对 304 只收购基金进行了追踪，结果显示，它们的平均收益率为 11.5%。在同一时期 S&P500 的收益率为 12.2%。收购投资者经受了更高的风险，交纳了更高的费用，但却得到了更低的收益，这几乎算不上成功的投资；

39. 风险资本业绩的残酷现实对投资者不幸的是，在风险资本支持下取得成功的公司备受瞩目，但它们所创造的利润并不足以整个行业带来可观的收益。在长时期内，风险投资者获得的收益不超过市场平均水平，但却要经受明显更高的风险。风险资本没有兑现它的承诺；【批注：坚定了不投资、不参与风险投资的信念。】

40. 非核心资产类别为投资者提供了大量的投资选择，它们虽然表面上很吸引人，但最终的业绩都很糟糕。很多固定收益市场缺乏美国政府的无违约风险和完全信用担保义务所起到的那种分散投资的作用。信

用风险、回购条款、非流动性和汇率风险等多种因素使投资级公司债券、高收益债券、外国债券和资产担保证券的吸引力下降。其他的投资选择主要靠主动管理创造收益。事实证明，在管理对冲基金、杠杆收购合伙人公司和风险资本投资的个人中，只有那些才能极高(或运气非同寻常)的才会取得成功。要识别和聘用优秀的主动管理人非常困难，所以谨慎的投资者不会选择那些主要依靠打败市场的策略来创造收益的资产级别；

41. 主动的择时交易者通常会失败。择时交易要求持有相对较少、一般没有达到多元化的头寸。择时交易的决策涉及资产类别估值的众多问题，这就迫使短期资产配置者要了解范围无比广泛的一系列因素。即使择时交易者能够恰当地赎回从而反败为胜，众所周知，反复无常的市场在短期内可能也无法解决估值不同的问题。谨慎的投资者会避免走入择时交易的陷阱；

42. 要切实执行一个合理的投资方案，第一步应该是避免在牛市时买进，放弃在熊市时卖出；

43. 极为理智的投资者会在共识的指导下采取进一步的行动，通过买进已经过时的并卖出正在流行的头寸，将投资组合的长期目标进行再平衡；

44. 很明显，晨星评级体系的威力源于投资大众在为自己做投资决策寻找一则指南。但不幸的是，投资者并没有从晨星公司那里获得有用的帮助，因为该公司的评级体系被证明是极其幼稚的。以往的业绩，再加上对风险的衡量，为星级评价提供了便利。该公司最初对风险的定义是：“业绩低于 90 天期的短期国库券。”根据晨星公司的定义，“如果一只基金每个月的收益都超过这一基准水平，那么它就可以被视为是无风险的。”即使是最没经验的金融专业学生，也不会贸然将哪只股票型的基金称为是无风险的。晨星的这一体系明显有缺陷，其败笔在于它只关注过去，只考虑定量测度，并且只使用在基本面上折中的方法来衡量风险；

45. 看一下晨星公司在互联网泡沫时代对技术基金的评级情况。1997 年技术基金的平均评级是 2.1 星，比倒数第三个等级的基金稍高一点。当然，用评级来筛选共同基金的投资者是不会被低评级的基金所吸引的。1999 年，由于技术股的业绩极佳，技术基金的平均评级也骤增到 4.7 级，距离最高等级只有一步之遥。事实上，到 1999 年底，在定级的技术基金中有 90% 都已达到五星，如此高的评级又将投资者的资本吸引到这些定价过高的股票上。2001 年，在这场泡沫崩溃之初，技术

基金的平均评级降至 2.4 星，再一次略低于基金市场的平均水平。晨星公司对技术类共同基金的评级被证明是绝对荒谬的；

46. 但晨星公司至少为投资者提供了一项服务。通过计算去除了前端费用和其他费用的净收益，它的评级往往倾向于那些管理高效、有利于股东、免佣或者低佣的基金。晨星公司把投资者的注意力转移到了成本的重要性上，即使是通过间接的方式，这也算是帮助了客户。但不幸的是，宣传现在的低成本基金并不足以弥补推荐以往业绩好的基金所带来的损害；

47. 理性的投资者不会追随潮流，而是以严肃的态度独立行事。这种严肃表现为：开始时，认真制订合理的投资组合目标，接着严格遵循选定的投资组合。忠诚于资产配置目标要求投资者经常买进已经过时的并卖掉正在流行的投资产品，这就要求投资者做出异于主流的相反举动；

48. 再平衡是指采取行动以保证当前投资组合的特点能尽量与投资组合资产配置目标的可行性相匹配。由于多种市场力量会造成各种资产价值的起落，投资组合中各种资产所占的比重也相应地有起有落。为了维持预期的资产配置情况，投资者会卖出相对升值的资产并买进相对贬值的资产。除非投资者对投资组合进行系统性的再平衡，那么，现有投资组合的风险和收益情况就会一直与预期投资组合有差异。再平衡要求投资者采取背离传统观念的行为。在正常的市场条件下，系统性的再平衡会减持赢家而增持输家，这与传统观念是格格不入的。在极端的市场条件下，进行再平衡的投资者将面临一场勇气的考验。引人注目的熊市示意人们需要大量买进输家，而非同寻常的牛市则号召人们大量卖出赢家。当市场发生巨大变化时，投资者要么展现出坚持自己信念的勇气，要么展现出不能坚持自己信念的怯懦；

49. 再平衡的心理反向行为是绝大多数成功投资策略的核心所在。但不幸的是，对于投资者来说，人性总是渴望追随大众而获得正面强化。对这种传统最好的诠释就是莎莉·鲍尔斯在电影《酒店》里所说的：“每个人都喜欢胜利者，所以没有人喜欢我。”反向的投资行为要求投资者回避众人喜爱的产品，而接受众人冷落的产品。但大多人的做法却是截然相反；【批注：逆向投资，人弃我取。】

50. 接受并一直持有非主流的投资头寸需要坚定的信念和极大的勇气，因为朋友和熟人所谈论的投资方案与你的完全不同，媒体所推崇的投资观也与你存在巨大分歧。经纪公司则会催促你卖出昨天的输家而买进今天的热门产品，广告宣传的也是一种新投资方式。面对这种看上去占据压倒性优势的共识，成功的反向投资者会对众多人的游说置若罔

闻。建立反向投资头寸只是打完了这场投资战的一半而已。对于丧失勇气的反向投资者而言，等待他们的还是失败。假设一位投资者起初回避市场的热门投资产品，可是在数月、数季度以至数年之后，这位立场不够坚定的反向投资者最终还是屈服了，转而追随新时期的主流看法。当然，在他们买进的同时疯狂的市场也达到了顶点，这使得人们虽然付出了却没能得到回报。采取反向投资法却没能坚持到底，最后的投资结果会非常糟糕。再平衡是一种极其理性的行为。在市场发生变动时，要维持投资组合的目标就必须卖出业绩相对强劲的产品而买入业绩相对不佳的产品。换句话说，严肃认真的再平衡操作者会卖出热门产品而买进冷门产品。在正常情况下进行再平衡仅需要一定程度的勇气。而在市场发生极端性的变化时，再平衡就需要更大的勇气；

51. TIAA-CREF 的投资者是一批受过高等教育、见识极其广博并且非常熟悉金融知识的人，但是这项研究所针对的投资者中很少有人会定期变更投资组合的资产配置。在 10 年的时间里，**47%** 的个人没有对将资金投入哪种资产做出任何改动，有 **21%** 的投资者只做过一次改动。换句话说，在这 10 年中，接近 **70%** 的投资者对新注入资金的配置没做过什么改动，即使有，也是极小的改动。事实证明，对现有资产的配置也出现类似的情况。大约 **73%** 的投资者在 10 年内没做过任何改动，有 **14%** 只做过一次改动。也就是说，接近 **90%** 的投资者没变更过现有投资组合的资产配置，即使有，也是极小的变动；

52. 实时再平衡经常进行再平衡能使投资者保持在一个固定不变的风险水平，并利用证券价格过度波动所创造的收益机会。而且，实时的再平衡往往成本更低，因为事实证明，这些交易一般都能够适应市场。经常进行再平衡的投资者会在下跌时立刻买进并在上涨时立刻卖出，这两种情况都为那些奉行与此相反的主流投资方法的交易者提供了流动性。虽然只有很少的投资者有时间和勇气来进行实时再平衡，但是，看一下大力进行再平衡的好处就能理解这一策略的价值所在；

53. 虽然再平衡是一种重要的投资组合管理工具，理性的投资者也应该密切关注再平衡交易所带来的税收后果。如果使用递延税账户进行交易或增投资金到持有量不足的资产类别中，投资者可以在不负纳税义务的情况下实现投资组合的目标。如果再平衡交易会增加税负，那么投资者必须在确定的税收成本和不确定投资组合收益之间做一个权衡。通常投资者会选择让资产配置略微偏离目标水平，以避免增加头寸带来的税收；

54. 费用是造成投资者愿望和实际业绩出现差距的重要原因。共同基金业征收各种各样的费用，包括前端费用、递延销售费用、法定管理

费以及分销和销售核定额和奖金。支付给共同基金管理人的总报酬实际上保证了投资者将不能获得超越市场平均水平的投资收益；

55. 不幸的是，事实证明传统观念并不明智，主动管理型共同基金始终不能带来更高的收益，其税前收益比模拟市场、被动管理的基金少很多。税收使主动管理的投资组合产生了更令人沮丧的巨大差额。如果考虑销售费用，主动管理型共同基金的失败将会达到令人吃惊的程度。归根到底，主动管理只会给基金管理公司带来好处，却不会给投资者带来好处，在资产管理公司获利的同时投资者却遭受亏损；

56. 15 年的税后收益为反对主动管理型的共同基金提供了最为有利的证据。仅有 4% 的基金带来了超越市场平均水平的税后收益，而它们的领先优势也仅有 0.6%。其余 96% 的基金都没能达到或超过先锋 500 指数型基金的收益水平，而落败的劣势达到了每年 4.8%，这对财富造成了毁灭性的影响。阿诺特指出：“如果从 1984 年开始，以相同数额的资金开始投资，那么 15 年以后，投资者投资于一只失败了的普通基金上的财富将会缩水一半，而这些钱如果用于投资先锋 500 指数型基金将会积聚出一笔财富。”极少数的赢家以微弱优势获胜，而大量的输家则以很大的劣势落败；【批注：坚决不投主动管理型基金，最差的结果就是投指数 ETF。】

57. 金融理论告诉我们：对有价值证券实行主动管理是一场“负和游戏”，因为主动进行证券选择在费用、佣金和市场影响(这是玩这场游戏要付出的成本)方面肯定要低于被动选择。一些结构严谨的学术研究也证实了这一理论假设；

58. “一分钱一分货”这句格言并不适用于共同基金领域。根据标准普尔的一项研究，收费越低的基金总能带来越高的收益。在该公司数据库中的 17,000 只基金进行研究时，研究者把这些股票基金按规模分为三类(小盘, 中盘和大盘), 按类型分为三种(价值型, 混合型和成长型), 再把它们分为“高于平均费用”和“低于平均费用”，总共分为 18 类。在国内股票基金中，有 8/9 的低费用基金战胜了高费用基金，前者的 10 年期年收益比后者高出 0.8 到 3.8。只有在中盘混合型基金中，高收费的管理与低收费的管理旗鼓相当；

59. 高换手率的投资策略几乎总会使应纳税的投资者想要取得可喜税后收入的目标落空。鉴于共同基金资产占到了应课税账户的绝大部分，过度好动的基金经理们无法满足大多数投资者的需求。即使将其归

咎于动机这个最仁慈的解释，频繁换手的基金管理策略也是失败了。对共同基金经理行为最不客气的一种解释是，高交易量是为了赢得经纪业的支持。目前，成交量巨大的交易员，主要在软性费用和定向佣金之间做选择，这两个花哨的名字描述了分别以实物或现金进行支付的两种回扣，软性费用和定向佣金都使基金经理获益而使投资者受损。不管软性费用和定向佣金本身的未来如何，共同基金都将一直设法利用投资者的资产来买通华尔街的分销商，反之亦然。没有哪条法规反对用共同基金的资产来为华尔街创造佣金，反对华尔街分销共同基金产品。共同基金是赢家，华尔街也是赢家，只有投资者是输家；

60. 相比之下，Russell2000 指数的构造则极其不合理。该指数选取的 2000 只成份股在市值上仅次于市值最大的 1000 只股(以每年 5 月 31 日的股价为准)，它的换手率非常高。每年 7 月，Russell 指数系列都要进行重新调整，Frank Russell 公司会用市值最高的 1000 只股票构造 Russell1000 指数，用市值次之的 2000 只股票构造 Russell2000 指数。市值最高的 3000 只股票则构成了 Russell3000 指数。Russell2000 的变化发生于市值排名表的两端。在顶端，构成 Russell2000 指数的公司如果能使前一年的相对市值取得充分增长，就可以从 Russell2000 指数转而进入 Russell1000 指数。而对于原来构成 Russell1000 指数的公司，如果相对市值大幅跌落，就会从 Russell1000 指数退位到 Russell2000 指数(或者，如果市值出现巨大跌落，就将从 Russell 指数中彻底消失)。在末端，如果 Russell2000 成份股公司的相对市值下跌到一定程度，它就会很不光彩地被该指数排除在外，取而代之的是股票中的新秀。过高的换手率有可能导致不必要的高额交易成本和毫无必要的高额税单。Russell 指数在每年进行重新构造的过程是透明且有章可循的，这给关注指数的投资者又带来了一系列的成本。当 5 月 31 日(对股票按市值进行排名的日子)临近时，敏锐的套利者会辨认出哪些股票最有可能被选入或逐出 Russell 指数。他们知道指数基金经理会机械的买入那些刚选入指数的新股票，并不假思索地卖出那些以前被排除掉的旧股票，因此他们便会买进那些可能被选入指数的股票，并卖出那些可能被排除出去的股票。等到 7 月指数进行了重新调整时，套利行为就使得基金经理要花更多的钱买进股票，并在卖出股票时获利更少。这样，遭殃的就是 Russell2000 指数基金投资者；

61. Russell 指数的结构不合理使其换手率高于最优水平。在 Russell1000 指数的成份股中，只有市值最低的部分会有变化，截至 2003 年 12 月 31 日的 3 年时间里，该指数的年平均换手率是 15.8%。Russell2000 指数的成份股则会在两端都发生变动，它在同一时期内的年平均换手率为 23.4%。Russell 指数的换手率大大超过设计更合理的 S&P500 和 Wilshire5000 指数，也给指数型基金的投资者造成消极影响，使他们遭受损失；

62. 伟大的投资经理以近乎于痴迷的激情来从事这份工作。最成功的从业者有时感到很惊奇(在私底下):他们竟能够从事这样一份激发智力的职业并获得报酬。因为我们难以描述对市场的影响范围，生活的每个方面几乎都使投资经理有利可图，允许市场渗透到生活中的主动管理人更有可能取得投资成功(如果不是个人的成功)；【批注：投资即生活。】

63. 技高一筹的投资者喜欢赢，但是那些指望把基金委托给其他人的投资者务必要了解这个正在进行的游戏。如果能识别出把打败市场当作胜利的投资者，基金持有者的成功几率将大大增加。另一方面，如果把钱交给把收取最大费用作为胜利标准的基金经理，基金持有者几乎肯定是要失望；

64. 并非所有的 ETF 对投资者都有用。截至 2004 年 1 月，在美国的交易所进行交易的 ETF 共有 135 只，其中仅有 14 只为投资选择了多元化的核心资产。剩下的 121 只 ETF 或者是选择了结构不合理的基准，或者是集中投资于高风险的资产类别，或者两者兼有。大多数有缺陷的基准所选择的结构都会带来不必要的高换手率，在个别情况下也与选股技术不佳有关。投资者发现将资产集中于一些行业基金是有风险且不受欢迎的，包括根据资产规模(小盘、中盘和大盘)、投资风格(成长型和价值型)、市场领域(医疗卫生、电信、公共事业等)和地理位置等因素建立的投资组合。明智的投资者会回避绝大多数的 ETF；【批注：如果以 ETF 投资为主，也需要选择资产多元化的 ETF 以减少风险。】

65. 由核心资产类别组成的 ETF 以更低的成本为投资者选择了更多的资产类别。如表 10.8 所示，核心 ETF 的平均费率为 0.24%，比非核心 ETF 的平均费率(0.49%)低一半还多。由核心资产类别组成的 ETF 成本更低，且结构更合理，能带给其投资者更高的投资收益。

最后，一点感慨，中国人讲圣人不朽的三标准：立德、立功、立言。在投资领域，这三点斯文森应该是全都满足了。

风险提示：上述文章所涉及个股仅供参考，不构成投资建议，据此买入风险自负。更多优质内容可以登录雪球免费查看。