

清科观察：耶鲁基金 PE 投资 20 年平均 36% 收益，把市场秒成渣

清科研究中心 2015-05-26 桂洁英

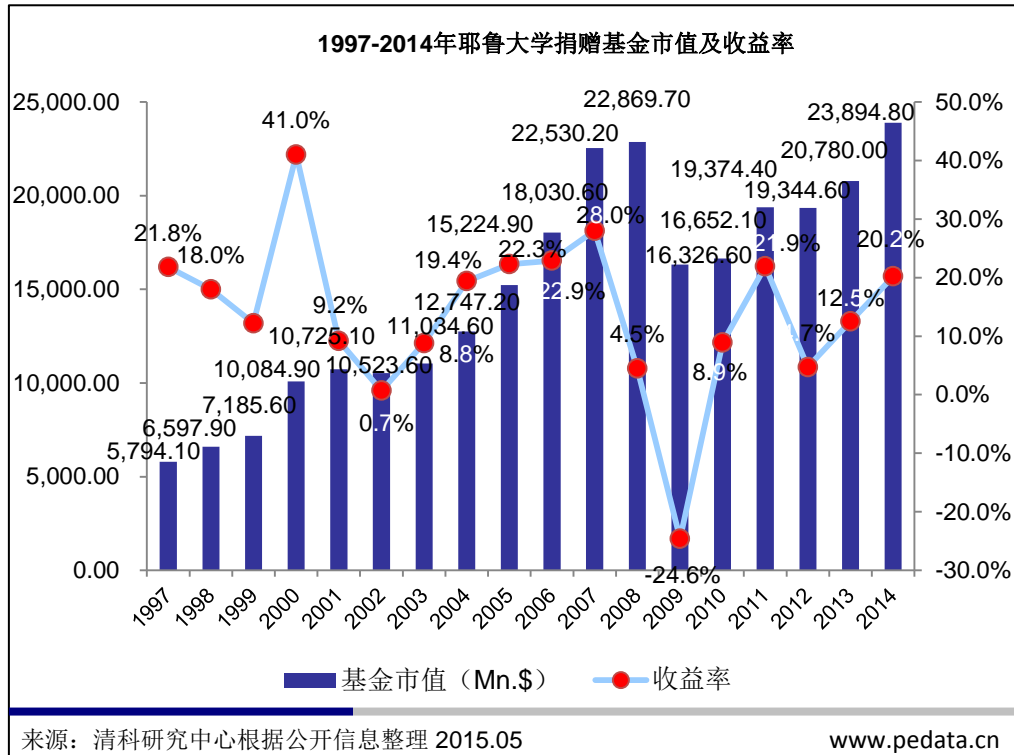
耶鲁捐赠基金（The Yale Endowment）被称为是全球运作最成功的学校捐赠基金，备受世人瞩目，“耶鲁模式”也创造了机构投资史无前例的成就。其市值在 30 年里增长了 11 倍之多，从 1985 年的近 20 亿美元增长到 2014 年的 238.95 亿美元，基金以 20.2% 的投资回报率领跑全球高校基金，续写着耶鲁神话。耶鲁捐赠基金中收益率最高的资产是 PE，在过去的 20 年时间里，PE 资产的年化收益率高达惊人的 36.1%。同时，PE 资产也是目前捐赠基金中最大的资产类别，2014 财年末的目标权重为 31%，实际权重为 33%，而同年教育机构基金的 PE 权重均值仅为 10%。

2014 年收益率高达 20.2%，领跑全球高校基金

耶鲁基金一路走来并非一帆风顺，也经历过濒临破产的重创，大卫·斯文森（David F. Swensen）改写了耶鲁大学基金的历史。1985 年，斯文森出任耶鲁首席投资官，他凭借独特的投资理念、果敢的投资决策风格、极高的团队领导魅力等特点使耶鲁的基金业绩遥遥领先于全球高校基金，逐步将耶鲁基金打造成“基金帝国”。至今，斯文森已经在耶鲁大学的投资战场上奋战了 30 年，他和他的团队所创造的附加值在业界称雄，基金得到快速稳健的发展。

根据 2014 年耶鲁大学捐赠基金年报的数据，2014 年耶鲁基金市值达到 238.95 亿美元，是 1997 年基金市值 57.94 亿美元的 4.1 倍。2014 年的投资收益率为 20.2%，投资所得为 40 亿美元。过去 20 年，年均净收益率为 13.9%；过去 10 年间，年均净收益率为 11.0%，高于全美捐赠基金的平均回报率。从 2005 年到 2014 年，其每一年的投资收益率在剑桥大学联合会公布的大学捐赠基金收益率中排名第一。值得注意的是，由于耶鲁大学捐赠基金偏好非流动性资产的资产配置方案，2009 年的金融危机使得基金收益率为负 24.6%。但之后，投资收益率获得了较快的恢复，并在 2014 年达到近七年的最高点。

图 1 1997-2014 年耶鲁大学捐赠基金市值及收益率



偏好投资非流动性资产，PE 配置超三成

耶鲁大学捐赠基金的配置资产中大致分为八类：分别为绝对收益类资产、国内股票资产、固定收益资产、境外股票资产、油气林矿、PE、房地产和现金类资产。纵观近十年耶鲁大学基金的投资组合，不难发现其中非流动性资产类别包括私募股权、房地产及油气林矿三类的配置比例一直呈现上升的态势，2012年达到最大值 65.3%。这反映出了耶鲁大学捐赠基金偏好投资非流动性资产等另类资产的投资策略。相对于流动性高的资产来说，非流动性资产存在价值折扣，这就增加了非流动性资产投资市场的投资机会。此外，耶鲁大学捐赠基金作为永久性的基金，其对非流动性的承受能力要高于大部分投资者，因此可以享受资产长期持有的溢价。

近十年间，耶鲁大学捐赠基金的资产配置结构中，绝对收益类、固定收益类和国内股票类资产的配置比例总体上逐步下降。1994年国内股票资产和固定收益类资产占比 38%，2014年两者占比为 8.8%。近十年来，PE 资产的配置比例增加最为明显，2014年耶鲁基金在 PE 资产上的配置比例为 33.0%，远远高出其他教育机构 10.0%的平均配置比例。早期的高校基金均采用稳健保守的投资策略，比如投资固定收益、绝对收益类等，斯文森掌管耶鲁大学捐赠基金后，决定突破传统思维采用新策略，加大另类资产的投资比例，逐渐收紧对

股票和债券的投资。在这种非传统的投资方式下，投资组合的各种资产的“互不相关”使得基金的整体收益率得到提升。

图 2 2005-2014 年耶鲁大学捐赠基金资产配置情况 (%)

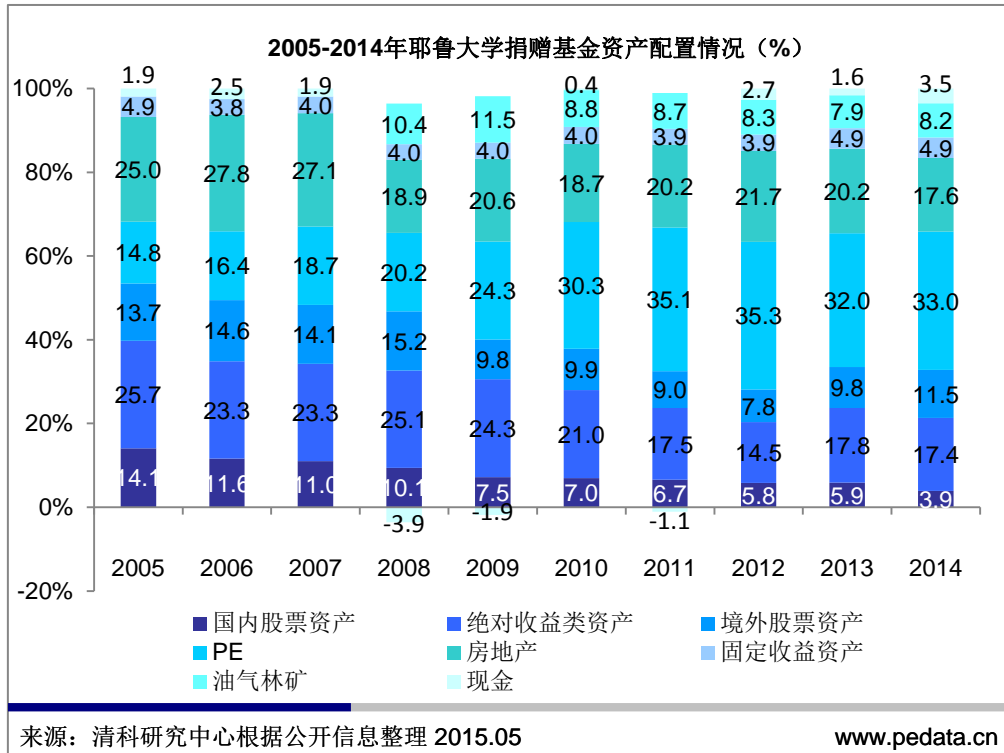


表 1 2014 年耶鲁大学捐赠基金资产配置情况

资产类别	耶鲁大学捐赠基金 实际资产配置	耶鲁大学捐赠基金 目标资产配置	其他大学捐赠基金 平均资产配置
国内股票资产	3.9%	6.0%	19.3%
绝对收益类资产	17.4%	20.0%	23.3%
境外股票资产	11.5%	13.0%	22.0%
PE	33.0%	31.0%	10.0%
房地产	17.6%	17.0%	4.2%
固定收益资产	4.9%	5.0%	9.3%
油气林矿	8.2%	8.0%	8.5%
现金	3.5%	0.0%	3.5%

来源：清科研究中心根据公开信息整理 2015.05

www.pedata.cn

PE 投资包含 VC 投资和 LBO 投资，20 年平均收益率达高达 36.1%

耶鲁大学捐赠基金的投资回报主要源于私募股权投资和油气林矿。根据 2014 年耶鲁大

学捐赠基金报告的数据，过去 20 年平均收益率中 PE 资产的收益率最大，为 36.1%，油气林矿的收益率相对较高，绝对收益类资产、固定收益资产和现金的收益率最低。PE 是长期的，收益共享，风险共担，极具吸引力的投资标的。过去 20 年里，耶鲁的 PE 投资赢得每年 36.1% 的惊人回报，正是源于耶鲁大学捐赠基金追求分享潜力企业的成长价值的投资策略。此外，按照耶鲁投资办公室（YIO）的划分，PE 资产不仅包括风险资本的投资（VC 投资），也包括杠杆并购（LBO 投资）。YIO 把所有投资于非上市公司成长阶段的股权投资都划分在 VC 投资项目下。

表 2 2014 年耶鲁大学捐赠基金七大类资产预期收益情况

资产名称	预期收益	风险	过去 20 年平均收益	特点
绝对收益类	5.3%	12.9%	10.6%	分为事件驱动和价值驱动投资两种；收益率与股票、债权市场走势相关性较低。
国内股票资产	6.0%	20.0%	14.5%	比债权和现金的风险高，但收益较高；借助积极管理策略，发现被低估股票买入进行投资。
固定收益资产	2.0%	8.0%	5.7%	提供稳定名义现金流收益；同其他资产类别相关性较弱，可对金融危机及其他非预期事件形成的冲击形成对冲。
境外股票资产（新兴市场及部分发展中国家）	7.5%	22.5%	14.0%	发达国家市场配置 5%，发展中国家配置 3%，中国、印度、巴西等存在机会的地区配置 5%；
境外股票资产（发达国家）	6.0%	20.0%		通过积极管理策略，发现被低估国家、行业等投资机会。
油气林矿	6.3%	20.5%	18.1%	可较好防御非预期性的全球性通胀；可提供较高的可视的现金流；

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15308

