

## 清科观察：世界最赚钱耶鲁基金资产配置解密，超三成配置 PE

清科研究中心 2014-06-17 苗旺春

耶鲁大学捐赠基金近 20-30 年成功运营的案例一直是大学捐赠基金界，乃至投资界津津乐道的案例，其资产配置策略也是投资者较为关注的话题。清科研究中心根据耶鲁大学捐赠基金 1997-2013 历年经营信息，对其资产增值情况、其资产配置特点及配置策略适用性进行了总结，主要观点如下：

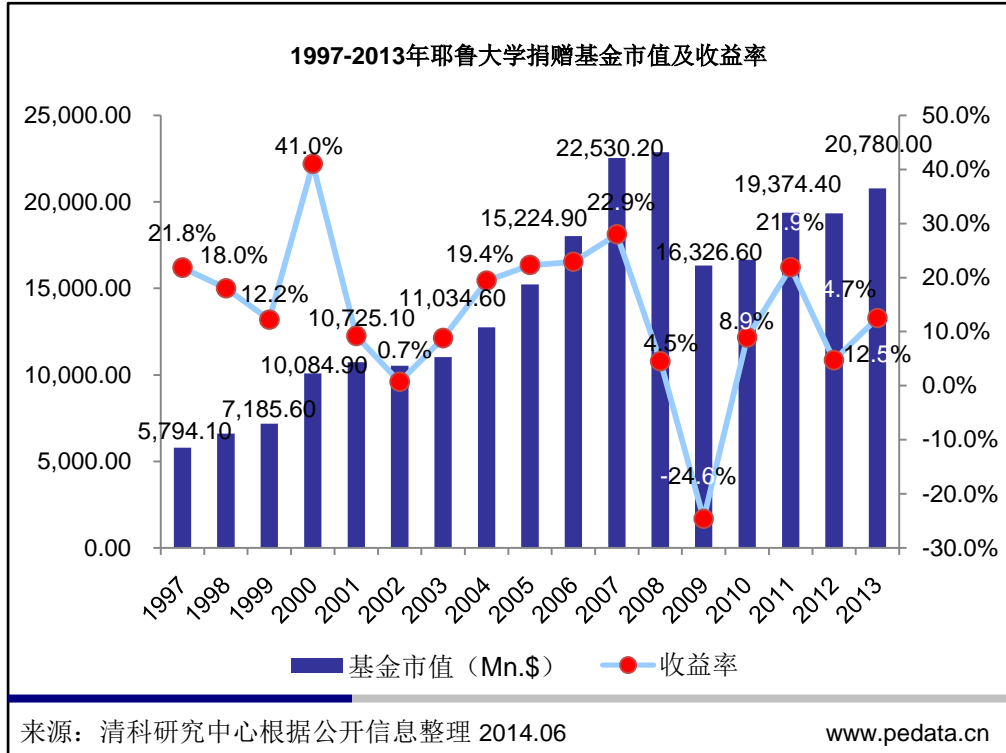
- 对各类资产特点足够了解
- 技术性资产配置为基础
- 积极的管理策略为价值创造的核心
- 强调长期收益最大化

### 年平均收益率 13.5%，领跑美国大学捐赠基金

如今耶鲁大学捐赠基金的投资策略及成就需要归功于 1985 年聘任的大卫斯文森，这之前的耶鲁大学捐赠基金表现平平，投资态度较为保守。但是之后，尤其是 1995 年后，耶鲁大学捐赠基金的市值开始快速增长。根据 2013 年耶鲁大学捐赠基金报告的数据，基金市值达到 207.80 亿美元，当年的投资收益率为 12.5%，高于全美捐赠基金的平均回报率 11.3%，投资所得为 22.90 亿美元。过去 10 年间，保持了年均 11.0% 的净收益率；过去 20 年，保持了年均 13.5% 的净收益率；过去 10 年中的 9 年，其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。

2009 年，由于受金融危机的影响，受限于其偏好非流动性资产的资产配置方案，耶鲁大学捐赠基金收益率为 -24.6%，对其长期平均投资收益率形成较大冲击，但之后，投资收益率恢复较快。图 1 给出了 1997-2013 年耶鲁大学捐赠基金市值及投资收益率的分布状况。

图 1 1997-2013 年耶鲁大学捐赠基金市值及收益率



### 非流动性资产受青睐，超三成配置 PE 资产

耶鲁大学捐赠基金的配置资产中大致分为八类：分别为绝对回报资产、本土股票资产、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。每年度，基金管理者会根据历史数据及实际经济状况对各类资产的收益及风险进行合理重估调整；获得各类资产的预期收益及风险数据后，通过另类资产配置模型，计算出各类资产的配置比例；以模型得出的比例为基准，基金管理者通过实际市场走势及机遇，在获得投委会的许可后，对实际配置比例进行调整。每年的配置决策思路基本不变。表 1 给出了除现金类资产外的其他七大类资产的特点、2013 年耶鲁大学捐赠基金对各类资产的预期收益及风险估值水平及历史上各类资产的实际收益水平。其中境外股票资产分为新兴市场股票资产和发达国家股票资产，前者的收益及风险水平都较后者高。

从表 1 可以看出，绝对回报资产和固定收益资产是七大类资产中收益率最小的资产，而现金类资产的收益会更低。正是出于这一基本思路，在斯文森掌管耶鲁大学捐赠基金后，开始彻底放弃之前大学捐赠基金主要投资固定收益及绝对回报资产的保守投资策略。借助另类资产配置模型，基金管理者在通过多元化投资策略控制投资风险的前提下，通过提高股票型资产及 PE、房地产及油气林矿等非流动性资产的配置比重，使得基金的整体收益率得到提升。

**表 1 2013 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 10 年平均收益	收益概况	特点
绝对回报资产	5.3%	12.5%	9.7%	从 1990 年开始，年平均回报率为 11.2%	分为事件驱动和价值驱动投资两种； 收益率与股票、债权市场走势相关度较低
本土股票资产	6.0%	20.0%	10.8%	过去 20 年该项资产平均回报率为 13.1%	比债权和先进的风险高，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%	3.4%	过去 20 年的年平均收益率为 5.6%	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%	19.3%	过去 20 年的年平均收益率为 14.1%	发达国家市场配置 5%，发展中国家配置 2%，中国、印度、巴西等存在机会的地区配置 4%； 通过积极管理策略，发现被低估国家、行业等投资机会
境外股票资产 (发达国家)	6.0%	20.0%			
油气林矿	6.3%	20.3%	15.6%	从开始统计至今，年均回报率为 16%	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； 存在较多的非有效配置的投资机会
PE	10.5%	26.8%	14.4%	从 1976 年开始，年平均收益率为 29.9%	在资产配置低效的情形下，可提供极其优异的长期风险调整收益； 包括风险投资和杠杆收购； 强调企业价值增值，弱化财务指标
房地产	6.0%	17.5%	7.2%	从 1978 年开始，年平均回报 11.6%	稳定的收入流和股票增值可对非预期性通胀形成自然对冲，同时不影响预期收益；

来源：清科研究中心根据公开信息整理 2014.06

www.pedata.cn

图 2 给出了耶鲁大学捐赠基金从 2004 年到 2013 年的实际资产配置比例。其中 2004-2007 年中，油气林矿资产同房地产算作房地产资产，2008 年后，这两类资产开始独立单独统计。由于现金类资产一般视同为无风险资产，且大学捐助基金隶属于教育机构管理

可享受贷款、发债及监管上的便利，因而可通过出实现金类资产从而增加其他资产的配置比例，形成现金类资产为负的现象。

图 2 2004-2013 年耶鲁大学捐赠基金资产配置情况 (%)

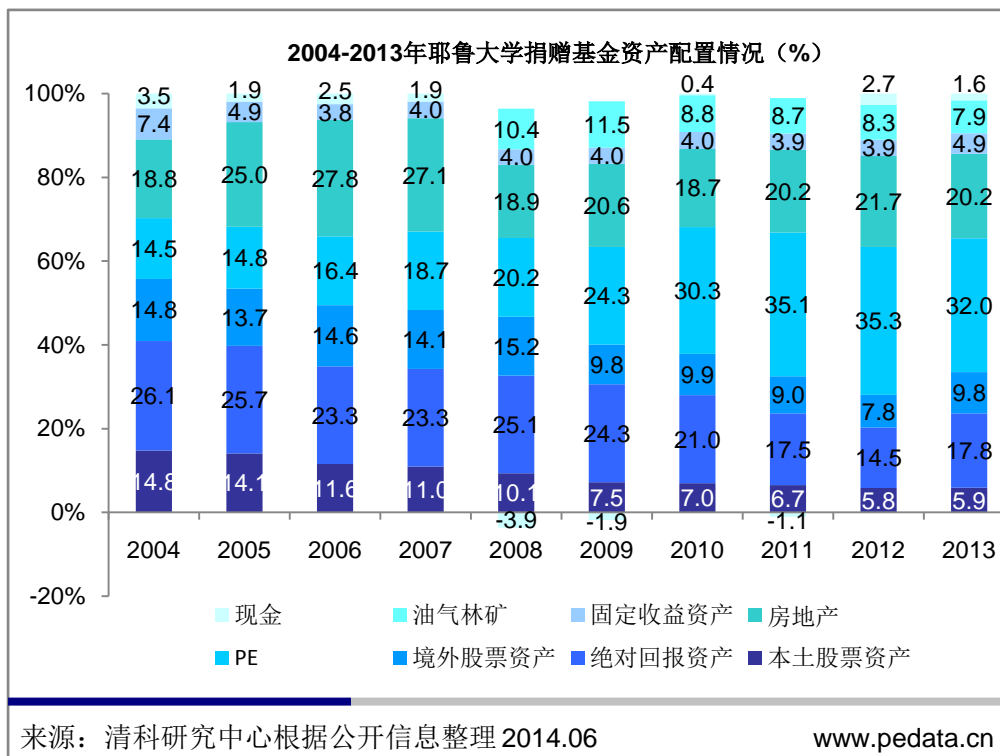


图 2 表明，在过去 10 年间，耶鲁大学捐赠基金的资产配置结构中，绝对回报类、固定收益类和本土股票类资产的配置比例大致上逐步下降；而 PE 资产的配置比例增加最为明显。房地产和油气林矿的配置比例基本保持稳定。境外股票资产伴随着 2008 年金融危机的发生，比例下降较为明显，但 2013 年其配置比例有回升的迹象。图 3 给出了耶鲁大学捐赠基金从 1997 年到 2013 年 PE、房地产及油气林矿三类非流动性资产的总配置比例，可以看出，整体上非流动性资产的配置比例一直呈现上升的态势，也反映了耶鲁大学捐赠基金偏好非流动

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\\_15405](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15405)

