

耶鲁大学捐赠基金的大类资产划分

2019年9月25日 战略发展部 杨可

耶鲁大学捐赠基金（Yale Endowment）成立于1890年，基金的主要用途包括：教席、教学资助、奖学金、维护费用、书籍、其他特定用途等。1985年，大卫斯文森开始担任首席投资官，自此基金在他的带领下进入了新的时代。耶鲁通过其独特的投资管理方式，形成了业界耳熟能详的“耶鲁模式”。截止2018年6月30日，基金规模达到294亿美元。基金在过去10年取得了7.4%的年化收益率（其他学校捐赠基金平均5.5%）。在过去20年里，年化收益率达到11.8%（市场平均6.8%）。

对于大型机构投资者来说，一般采用自上而下的资产配置方法，而大类资产配置则是整个投资环节中至关重要的一环。资产大类一般根据投资范围、实际投资的资产特征、策略种类来进行划分。合理的资产分类是自上而下研究和配置的重要基础。

耶鲁捐赠基金的资产大类目前有九个，分别是：绝对收益、国内股票、国外股票、固定收益、LBO、自然资源、房地产、VC以及现金。但这样一个分类并非一成不变，而是经过多次调整才形成。除了传统的权益、固收以及现金外，1990年，耶鲁是第一家将绝对收益策略定义为一个资产大类的机构投资者；2009年，实物资产被分拆为自然资源 and 房地产；2013年，PE被分拆为LBO与VC。

资产大类/年	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
绝对收益														
国内股票														
国外股票														
固定收益														
现金														
实物资产									↓					
自然资源														
房地产														
PE														
LBO														
VC														

资料来源：<http://investments.yale.edu/>，万家基金整理

绝对收益作为一个资产大类在国内并不普遍，但绝对收益的概念在近年来逐渐流行，从最初的银行保险养老资金，到现在部分公募基金，对绝对收益的诉求逐渐凸显。耶鲁基金的绝对收益与目前国内公募基金采用的保本策略或者固收+策略有所不同，主要投资于两类策略：事件驱动策略和价值驱动策略。两类策略多运用于对冲基金，事件驱动旨在通过捕捉兼并重组分拆等机会而获利，价值

驱动则旨在通过对基本面的分析以及对冲工具的使用去获利。过去二十年，该类资产年化收益率达到 8.3%，并且保持了与国内股票债券市场的低相关性。

	预期收益率	预期风险	配置比例*
绝对收益	4.80%	8.60%	26.00%
业绩基准：巴克莱9-12个月美国国债指数			
*配置比例为2019年目标配置比例			

资料来源：<http://investments.yale.edu/>，万家基金整理

可以看到耶鲁基金近年来的资产划分变化主要是一个精细化的过程。特别是在低流动性另类资产（illiquid alternative）划分上。因为“耶鲁模式”的一大特征就是超额配置低流动性另类资产，在长期投资框架下以牺牲流动性来获得超额回报。而大量的配置需求使得对该类资产分析必须进行细分。

实物资产中的自然资源主要包括油气资源、林业资源和农业。这类资产可以提供超预期通胀的保护、较高水平可预期的现金流以及风险分散。在过去 20 年里，耶鲁投资该类资产的年化收益率达到 15.2%。从实物资产分离出来的另一类是房地产。房地产能够提供稳定的收益并抵抗通胀。同时，房地产有很强的周期性，使得优秀的管理人能够从中捕捉超额收益。过去 20 年里，耶鲁基金投资的房地产年化收益率达到 9%。同样作为实物资产，自然资源和房地产呈现出不同的风险收益特征及配置意义。

	预期收益率	预期风险	配置比例*
自然资源	6.50%	24.50%	6.50%
房地产	5.50%	15.00%	9.50%
LBO	10.00%	23.60%	15.00%
VC	16.00%	37.80%	18.00%
*配置比例为2019年目标配置比例			

资料来源：<http://investments.yale.edu/>，万家基金整理

LBO 和 VC 虽然同属 PE 范畴，却也有明显的特征差异。VC 一般投资于初创公司，目标是获取类似期权一样的收益。耶鲁拥有非常强的 VC 投资团队来辨别好的投资机会并帮助初创企业家成长。在过去 20 年里，耶鲁投资 VC 带来 165.9% 的年化收益率。而 LBO 则明显不同，无论是交易结构、介入公司的阶段及收益类型都有明显区别。耶鲁基金特别看重 LBO 中 GP 和 LP 在长期利益上的一致性，而该类资产也为耶鲁提供了不错的风险调整后收益。过去 20 年里，耶鲁的 LBO 投资年化收益率达到 12.1%。

目前国内公募基金领域的 MoM 和 FoF 模式方兴未艾。这两种模式的诞生与发展与海外的机构投资密不可分，所以在配置逻辑上也是一脉相承。耶鲁捐赠

基金这类机构投资者对于大类资产划分思路对于国内采用自上而下配置策略的投资者提供了有意义的借鉴：在研究中，资产大类的划分无需过于遵循教条，而是应该基于自身投资逻辑与实际所投资资产的风险收益特征。而大类资产的划分不仅仅是数据上的分类，还将深刻影响到后续的投资研究、团队搭建和最终的投资结果。