

耶魯大學投資學堂上篇

比肩巴菲特 掌管基金年均回報13%

耶魯股神投資秘笈：多元+ETF

耶魯大學捐贈基金前首席投資總監大衛·史文森 (David Swensen)，並不是家喻戶曉的投資大師，一直專注大學工作的他，投資績效卻追得上美國「股神」巴菲特。史文森所管理的捐贈基金在過去35年年均回報達到13%；比較30年投資績效，僅僅跑輸巴郡一個馬鼻。剛於今年5月辭世的史文森，遺留給投資界的，是改寫美國院校捐贈基金的投資法則，以及指點散戶提高勝算的投資技巧。

大公報記者 周寶森

美國教育院校的捐贈基金 (Endowment) 早期投資策略偏向保守，流於「不求有功，但求無過」的態度；這些捐贈基金主要配置三大類資產：美國股票、美國債券、美元。因此，當美國經濟有任何「頭暈身熱」，捐贈基金表現就會受到損害。以1968年至1979年間為例，美國通脹高企，美股乏善可陳，標普500指數在那12年間上漲12%，耶魯大學捐贈基金情況更差勁，購買力大幅蒸發45%。耶魯大學唯有長期凍結支出。

主張分散投資提高組合收益

史文森在1985年獲聘任為耶魯大學捐贈基金首席投資總監，當時捐贈基金規模已縮減至13億美元。史文森投資格言非常簡單：第一、不會把全部雞蛋放在同一個籃子裏面；第二、分散投資是一頓免費午餐，能夠提高組合收益。在1989年接手前，捐贈基金配置3/4資產投放在於美股、美債、美元；而到今天，美股、美債、美元佔組合比重不足10%，餘下資產則包括海外股票、私人股權公司、房地產、私募基金、樹林。

至於史文森的投資哲學，信奉效率市場假說 (Efficient-market hypothesis)。這個學說認為，在交易所買賣的證券產品，資產真實價值已經反映在交易價格上；譬如滙豐控股 (00005) 今天收市股價就是其真實價值，投資者很難獲得撿便宜的機會。正因這個緣故，史文森喜歡在私人市場尋寶，因為私人市場欠缺流通性，資產價格很可能遭到低估，從而獲得撿便宜的機會。

此外，史文森以「均值-方差分析 (mean-variance analysis)」作為理論框架，設定不同資產類別在投資組合內的比重。按照每項資產的獨特風險與回報，通過「均值-方差分析」，設計出一個風險盡量低、回報盡量高的投資組合。史文森對資產配置有着一份偏執。他接受訪問時表示，資產配置對組合回報的貢獻多於100%；選股及擇時入市 (market timing) 對組合回報則是負數。不過，在耶魯大學網頁上，他卻有另一個觀點角度。他指出，資產配置、有效篩選外聘基金經理，使得耶魯大學捐贈基金在過去超過30年跑贏整體捐贈基金的平均值約1.9%、2.4% (每年)。

帶領團隊直接操盤投資

史文森的操盤手法，首先與其帶領的團隊直接操盤投資，另一方面會委託第三方基金公司代為投資。在篩選基金公司時，他偏向專精於個別行業的基金公司。

第二是基金經理對所投資的公司是否深度認識；為了解這一點，史文森會與基金經理拜訪所投資的公司，並詢問公司管理層，哪一位投資者最認識該公司情況。第三，基金經理必須投資所管理的基金。第四，基金收費要低。

2008年全球爆發金融海嘯，耶魯大學捐贈基金當年損失24.6%，相當於59億美元。面對天文數字的損失，史文森面對坊間批評，質疑其投資理念，就是分散投資及買入低流通量資產。這些批評者似乎忘記耶魯大學捐贈基金在2002年的優異表現。標普500指數在2002年跌超過23%，但耶魯大學捐贈基金獲得0.7%的正回報。

回顧史文森過往投資績效，由1985年至2020年6月底止，耶魯大學捐贈基金年均回報達到13.1%。另外，Morningstar.com 專欄作家 John Rekenhaller 指出，截至2020年6月底止的30年，耶魯大學捐贈基金年均回報輕微跑輸股神巴菲特投資旗艦巴郡。經過數十年的營運，耶魯大學捐贈基金現時總規模超過310億美元，相比史文森接手時的13億美元，有天壤之別。

因為耶魯大學捐贈基金的彪炳績效，美國許多校院的捐贈基金亦效法史文森的投資法，進行分散投資；值得一提的是，不少校院捐贈基金的投資總監曾經與史文森合作，故被稱為「耶魯幫」。

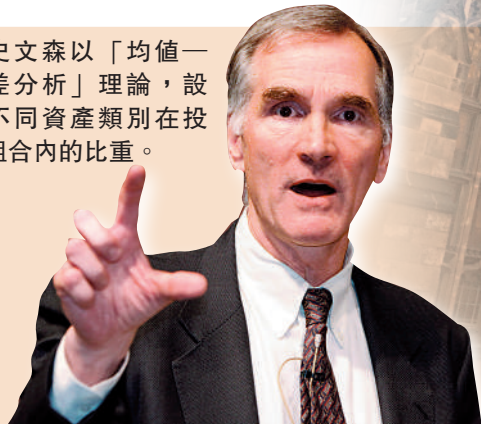
ETF產品為散戶投資瑰寶

多年來投資者希望向耶魯大學捐贈基金「偷師」，複製成功投資組合。不過，史文森對此大潑冷水，認為散戶投資者無法複製他的投資手法，因為散戶既無資源，而且買入低流通性資產，需支付高昂使費。為解大眾之渴，史文森早年出版《Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment》，書中建議散戶投資使費低廉的ETF產品，並提供ETF配置類別及組合：

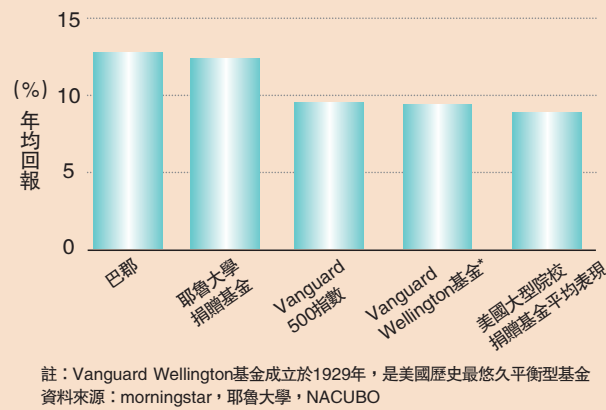
美股ETF，佔比重30%；美國REITs，佔比重20%；美債ETF，佔比重15%；美國通脹掛鈎債券，佔比重15%；海外成熟市場股票ETF，佔比重15%；新興市場股票ETF，佔比重5%。

在2008年，史文森曾修正配置建議。當年正值美國樓市爆發時，他接受訪問時建議，美國REITs的佔比重降至15%；新興市場股票ETF佔比重增至10%。由於史文森沒有指明「心水ETF」，許多專家因應他的資產分配建議，設計模擬投資組合。下期將會探討這些模擬組合的績效情況。

史文森以「均值-方差分析」理論，設定不同資產類別在投資組合內的比重。

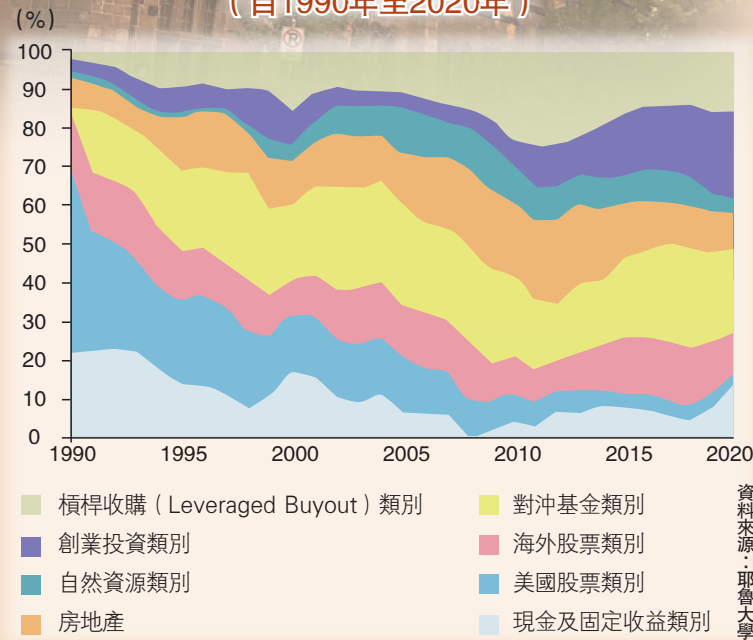


耶魯大學捐贈基金過去30年年均回報 (自1990年7月至2020年6月)



註：Vanguard Wellington基金成立於1929年，是美國歷史最悠久平衡型基金
資料來源：Morningstar, 耶魯大學, NACUBO

耶魯大學捐贈基金歷年資產配置變化 (自1990年至2020年)



最後布局中覓啟示

借鑒取經

耶魯大學捐贈基金投資績效驕人，坊間一直想窺探該基金的投資細項，只可惜史文森拒絕向外披露任何訊息，而且直言不諱，

倘若外界知道基金裏各項投資，將對日後的績效造成損害。幸好，按照美國證券規例，史文森必須每季度呈報基金內持有美股變動，投資者則可藉此借鑒、取經，更圖學得一招半式以傍身。

捐贈基金在今年8月中旬，上載截至6月底止持有美股情況，組合內合共有16隻證券，當中11隻是新加入的；另外，第二季清倉4隻股票。四大布局戰績如何，拭目以待。

1 不沾個股 投資揀歐美ETF

史文森多次呼籲散戶投資者不應沾手個別股票，而選擇ETF產品建構投資組合。捐贈基金在上半年持有6隻ETF，包括投資已發展市場股票的VEA及安碩MSCI歐美亞ETF (iShares MSCI EAFE ETF, US: EFA)，專注歐洲股票的先鋒富時歐洲ETF (Vanguard FTSE Europe ETF, US: VGK)。另外，有三隻美股ETF：先鋒整體市場指數基金 (Vanguard Total Stock Market ETF, US: VTI)、SPDR標普500 ETF信託基金 (S&P 500 ETF TRUST ETF, US: SPY)、安碩核心標普全美股票ETF (iShares Core S&P Total U.S. Stock Market ETF, US: ITOT)。

耶魯大學捐贈基金最新美股持倉 (截至2021年6月底)		
股份	價值 (萬美元)	按季變化
領航富時已開發市場FTF (VEA)	23925	+13254%
Asana Inc (US: ASAN)	532	新建倉
先鋒富時歐洲ETF (US: VGK)	511	新建倉
DocuSign (US: DOCU)	372	新建倉
來車福Lyft (US: LYFT)	357	新建倉
Stitch Fix (US: SFI)	335	新建倉
Progyny (US: PGN)	157	新建倉
Upstart (US: UPST)	65	新建倉
RAPT Therapeutics (US: RAPT)	51	新建倉
道格拉斯埃美特 (US: DEI)	35	新建倉

大公報製表

2 MCHT套現 棄新興市場ETF

捐贈基金今年首季曾經新加入安碩MSCI中國ETF (iShares MSCI, US: MCHI)，當時總價值達到3028萬美元，但在第二季已經沽得一乾二淨。MCHI首季單位價格升0.9%、次季升1.1%，但第三季卻大跌18%。捐贈基金沽貨時機非常神準。沽出MCHI後，捐贈基金暫時並無其他新興市場ETF。

3 次季重倉Asana 總值531萬美元

有見史文森在今年5月因病離世，這份持股名單也許是他的最後投資啟示。第二季捐贈基金倉位最大的證券是領航富時已開發市場FTF (Vanguard FTSE Developed Markets ETF, US: VEA)，持有440萬股，總價值2.39億美元。捐贈基金第二季新加入軟件公司Asana (US: ASAN)，持股8577萬股，總價值531萬美元，已經是組合第二重倉股份。

4 房託換馬 吸道格拉斯埃美特

在史文森向散戶建議投資理想組合內，包含房託基金 (REIT)。在第二季，捐贈基金沽清大埃阿斯 (Great Ajax Corp, US: AJAX)，換入道格拉斯埃美特 (Douglas Emmett, US: DEI)，總價值35萬美元。AJX並非一般房託基金，是收購銀主盤、投資住宅及商業按揭貸款，住宅及商業物業作為抵押的小額商業貸款。DEI的投資標的就簡單得多。DEI主要持有甲級商業大廈及豪宅，物業主要位於洛杉磯及夏威夷。

醫藥研發外包股跌出「黃金坑」

滄海桑田

倪相仁

港股在連續下跌七個交易日之後，終於趁美聯儲落實削減購債計劃，於上周四弱反彈近200點。踏入11月以來的港股表現，實在慘不忍睹，與迭創新高的美股形成冰火二重天，難怪不少投資銀行叫客戶轉去買美股。往上看，制約大市的因素仍然在雲裏霧裏，其中又以地緣政治和政策兩大風險為最。

被寄予厚望的聯合國氣候大會上月初在蘇格蘭舉行。在會議舉行之前，中國釋放善意，公開宣布不再支持興建火電項目，又不惜犧牲經濟發展速度採取了嚴厲的雙減行動，可惜未能得到美方的善意回應。相反，華盛頓繼續在地緣政治上挑戰中國底線，其後果是白白浪費了一次中美緩和關係的契機。

缺少了中國及俄羅斯兩個大國領袖的參與，這次氣候會議難免給人一種雷聲大雨點小的印象。美國總統拜登和其民主黨政府，原意希望藉着是次氣候峰會，樹立美國重新領導世界的高大威猛形象，可惜美國人對自己的實力地位太過自信，力不從心似乎更能形容他們在這次會議上的所作所為。不可否認，世界已發生了微妙的變化。

在很多國家看來，經歷了美國前任總統特朗普的棄船事件，要像以前一樣相信美國的道德高地已是有些困難了。就算拜登再怎麼道歉，恐怕也難以洗刷花旗國自私自利的另一幅面孔。

巧合的是，氣候大會一結束，就傳出了美國扣留中國新能源龍頭隆基的太陽能產品，罪名是涉嫌新強迫性勞動。這是不是美方對中方領導人不出席氣候峰會的報復，外人不得而知。但是美方這種又要合作，又要打壓甚至置人於死地的伎倆，確實不太光彩。聽一位國際關係專家說，美方最近之所以在中國台灣問題上不斷觸碰中方底線，是因為在談判桌上得不到他們想要的。筆者的看法不變，中美關係的不穩定，會時不時擾動市場，但最終都會回到理性的軌道上來。

很多人在說，我們正在經歷人類歷史上的百年大變局。也就是說，在歷史的巨輪面前，很多對市場習以為常的觀念，不一定對上號。

作為中國市場的局外人，美國「股神」巴菲特的夥伴查理·芒格 (Charlie Munger) 對近期的政策有一番精闢的見解。他最近在接受CNN採訪時，認為中國在面對經濟繁榮時採取更加謹慎的態度，比美國要好。

芒格稱，中國顯然認識到在經濟繁榮期放任其發展，會給國家帶來很大的麻煩。中國不會乾等着「大蕭條」來臨，「我很佩服這一點，就此而言，他們是比我們聰明的」。「這讓我覺得很有趣，中國在處理經濟繁榮時表現得比資本主義的美國更明智。」

確實，身處港股風暴眼的投資者，難以弄清在中美關係質變的大環境下，如何面對百年大變局帶來的風險和機會。成功避開下半年市場下跌的基金也有不少，他們的共同點是跟政策走。拋棄三座大山 (地產、教培和醫藥)，緊抱新能源、新製造。

過去3個月A股和港股市場的醫藥股出現大幅下跌，其中A股的中證醫藥指數下跌了15%，而港股的恒生醫藥指數更下跌25%。這個星期，輪到了醫藥研發外包板塊CXO補跌，市場傳聞是受私募基金高瓴三季度減持三家醫藥股影響，而高瓴的減持行為，帶來羊群效應。不過CXO行業的景氣度有基本面支持，這次補跌相信是殺估值居多，也可能先殺出一個黃金坑，再迎接明後年的大升浪。