

常青藤投资组合

如何像顶级捐赠基金那样
投资并规避熊市？

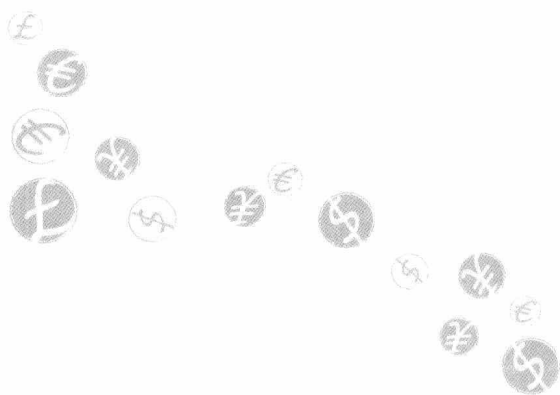
梅班·T. 费伯 (Mebane T. Faber) 著

埃里克·W. 理查森 (Eric W. Richardson)

周瑜 译

THE IVY PORTFOLIO

梅班·T. 费伯，坎布里资产管理公司 (Cambria Investment Management) 投资组合
经理，阿尔法克隆投资研究网站 (AlphaClone) 合伙创始人，“世界尝试” (World
Beta) 博主，多产作家及评论家。
埃里克·W. 理查森，密歇根大学法学博士，坎布里资产管理公司总裁兼首席执行官。



常青藤投资组合

如何像顶级捐赠基金那样
投资并规避熊市？

梅班·T.费伯 (Mebane T.Faber)

埃里克·W.理查森 (Eric W.Richardson)

著

周 瑜 译

图书在版编目(CIP)数据

常青藤投资组合:如何像顶级捐赠基金那样投资并规避熊市? /
(美)费伯(Faber, M. T.), 理查森(Richardson, E. W.)著. 周瑜译.
—上海:上海财经大学出版社, 2011. 9
(东航金融·衍生译丛)

书名原文: The Ivy Portfolio: How to Invest Like the Top Endow-
ments and Avoid Bear Markets

ISBN 978-7-5642-1090-8/F·1090

I. ①常… II. ①费… ②理… ③周… III. ①基金-投资-研究-
美国 IV. ①F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 107364 号

□ 策 划 温 涌
□ 责任编辑 温 涌
□ 封面设计 张克瑶
□ 责任校对 胡 芸
林佳依

CHANGQINGTENG TOUZI ZUHE

常 青 藤 投 资 组 合

——如何像顶级捐赠基金那样投资并规避熊市?

梅班·T. 费伯
(Mebane T. Faber) 著
埃里克·W. 理查森
(Eric W. Richardson)
周 瑜 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海市印刷七厂印刷

上海崇明南海印刷厂装订

2011 年 9 月第 1 版 2011 年 9 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 14.25 印张(插页:2) 204 千字

印数:0 001—3 000 定价:44.00 元

图字:09-2011-042 号

***The Ivy Portfolio : How to Invest Like the Top
Endowments and Avoid Bear Markets***

Mebane T. Faber, Eric W. Richardson

Copyright © 2009 by Mebane T. Faber, Eric W. Richardson
All Rights Reserved. This translation published under license.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning or otherwise, except as permitted under Sections 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act, without the prior written permission of the Publisher.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS, Copyright © 2011.

2011 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有 翻版必究

总 序

20 世纪 70 年代,随着布雷顿森林体系的瓦解,美元与黄金挂钩的固定汇率制度遭到颠覆,金融市场出现了前所未有的大动荡。风险的巨大变化,带来了巨大的避险需求。以此为契机,金融衍生品逐渐从幕后走到前台,成为了风险管理的重要工具。金融期货是金融衍生品最重要的组成部分。1972 年,以外汇期货在芝加哥商业交易所的正式交易为标志,金融期货在美国诞生。金融期货的本质,是把金融风险从金融产品中剥离出来,变为可度量、可交易、可转移的工具,被誉为人类风险管理的一次伟大革命。经过 30 年的发展,金融期货市场已经成为整个金融市场中不可或缺的组成部分,在价格发现、保值避险等方面发挥着不可替代的作用。

我国金融期货市场是在金融改革的大潮下诞生的。2006 年 9 月 8 日,经国务院同意、中国证监会批准,中国金融期货交易所上海挂牌成立。历经多年的扎实筹备,我国第一个金融期货产品——沪深 300 股指期货——于 2010 年 4 月 16 日顺利上市。正如王岐山副总理在贺词中所说的,股指期货正式启动,标志着我国资本市场改革发展又迈出了一大步,这对于发育和完善我国资本市场体系具有重要而深远的意义。

股指期货到目前已经成功运行一年半,实现了平稳起步和安全运行的预期目标,成功嵌入资本市场运行和发展之中。股指期货的推出,对我国股票市场运行带来了一些积极的影响和变化:一是抑制单边市,完善股票市场内在稳定机制。股指期货为市场提供了做空手段和双向交易机制,增加了市场

平衡制约力量,有助于降低市场波动幅度。机构投资者运用股指期货,可以替代在现货市场的频繁操作,增强持股信心。同时,股指期货具有一定的远期价格发现功能,可在一定程度上引导现货交易,稳定市场预期,减少股市波动频率。二是提供避险工具,培育市场避险文化。股指期货市场是一个专业化、高效的风险管理市场。股指期货不消除股市风险,但它使得股市风险变得可表征、可分割、可交易、可转移,起到优化市场风险结构、促进股市平稳运行的作用。三是完善金融产品体系,增加市场的广度和深度,改善股市生态。发展股指期货等简单的基础性风险管理工具,不仅能够完善金融产品体系,增加市场创新功能,提高市场运行质量,同时也有助于保障金融资源配置的主动权,实现国家金融安全战略的重要选择。

股指期货的成功上市,打开了我国金融期货市场蓬勃发展的大门。中国是一个经济大国,一些重要资源、重要基础商品、金融资产的定价权,必须通过稳健发展金融衍生品市场来实现和完成。“十二五”规划提出,要加快经济发展方式转变,实现经济结构调整。这需要我们不断扩大直接融资比例,积极稳妥地发展期货市场,同时也对我国金融期货市场的发展提出了更高的要求,给予了更加广阔的空间。下一步,在坚持国民经济发展需要、市场条件具备、交易所准备充分的品种上市原则的基础上,中金所将进一步加强新产品的研究与开发,在风险可测、可控、可承受的条件下,适时推出国债期货、外汇期货等其他金融期货品种,为资本市场持续健康发展,为加快推进上海国际金融中心建设,做出应有的积极贡献。

金融期货在我国才刚刚起步,还是一个新的事物,各方对它的认识和了解还需要一个过程。因此,加强对金融期货等金融衍生品的功能作用宣传、理论探索和实践策略的分析介绍,深化投资者教育工作,事关市场的功能发挥和长远发展。

东航金融作为东航集团实施多元化拓展战略的重要金融平台,始终对境

内外金融衍生品市场的现状和演变趋势保持着密切关注,在金融衍生品市场风险研究与资产管理实践等领域,努力进行着有益尝试。这套由东航金融携手上海财经大学出版社共同推出的“东航金融·衍生译丛”,包含了《对冲基金型基金》、《看不见的手》、《对冲基金表现评价》、《对冲基金大师》、《常青藤投资组合》五本著作。它们独辟蹊径,深入浅出地向读者展示了国际金融衍生品市场,特别是对冲基金领域的奥秘与风景。相信此套丛书一定能够有助于广大投资者更加深入地了解金融衍生品市场,熟悉投资策略,树立正确的市场参与理念和风险防范意识,为中国金融衍生品市场的发展贡献力量。

朱玉辰

中国金融期货交易所总经理

2011年8月

前 言

我做了什么？

2008 年，当许多投资者在几乎所有资产类别上都面临巨大亏损时，他们也在问自己这个同样的问题。股票、不动产、商品甚至许多对冲基金均遭受了 30% 乃至更多的价值重挫。环顾如此困顿的迷局，投资者们都开始重新审视他们的投资组合管理方法。在此环境下，《常青藤投资组合》一书如何帮助投资者们保护他们的投资资本呢？

本书首先审视了两家最大型的捐赠基金——耶鲁大学和哈佛大学捐赠基金——成功背后的投资理论、操作流程以及管理原则。为兼顾投资新手和老练的专业人士，我们对这些象牙塔专业投资人管理其投资组合的技巧进行了去神秘化剖析。以上述捐赠基金的政策投资组合 (Policy Portfolios) 为线索，《常青藤投资组合》一书向投资者展现了如何针对各种资产类别构建核心资产配置的方法，以期在不同经济环境下均能从中获得稳定回报。

其次，《常青藤投资组合》一书详细介绍了战术资产配置的一个简单方法，它能帮助投资者投资组合抵御 2008 年资产类别所遭遇的大幅下跌。规避代价高昂的熊市是投资组合中资本保值的基础，而上述方法在 2008 年也有令人称道的表现。

最后，本书详细阐述了如何坐上顶级对冲基金在选股能力方面的轿子，从而跟随敏锐资金并构建股票投资组合的方法。因为自 1976 年以来，仅仅是简单仿效沃伦·巴菲特选股方法的投资组合，每年都超越标普 500 指数表现 10% 以上。如果掌握上述跟随技巧，投资者即可为自己构建一个基于顶级投资经理人基金的

多元化基金,与此同时,仍能保留管理个人持仓的灵活性。

读者不禁会问:“市面上关于资产配置的书已经汗牛充栋,而且其中还有两本是史上最牛投资组合经理的作品,我们为什么还需要一本探讨此话题的书呢?”我想说的是,本书绝不是又一本关于资产配置入门读物。事实上,对于那些不熟悉资产配置领域的读者,我们仍然推荐他们选读罗杰·吉布森(Roger Gibson)《资产配置》或者大卫·达斯特(David Darst)《精通资产配置艺术》的伟大著作,以作为阅读本书的良好先导。

对大师本人的作品感兴趣的投资者可以阅读大卫·斯文森(David Swenson)专门针对专业投资人撰写的《创领投资组合管理》以及针对个人投资者的《非传统制胜》。同样,在对冲基金、私募股权以及捐赠基金领域都有大量优秀入门书籍供读者参考(例如,您可以浏览本书末尾给出的阅读书目清单)。

总而言之,《常青藤投资组合》的要旨首先是向读者奉献一本剖析顶级捐赠基金的具有高度适读性的书籍,其次是探索投资者如何能在规避熊市的同时复制其回报的可能方法。本书关注的焦点依然在实践应用层面,如此投资者方能将阅读本书的收获立即付诸投资组合的掌控行动之中。

贯穿始终,本书都会涉及大量并非属于本书讨论范畴的文章和主题。读者可以在本书的参考网站 www.theivyportfolio.com 中获得有关这些内容的白皮书和原始资料链接。我们欢迎读者就本书提出各种评论和问题,您可以通过 ivy@cambriainvestments.com 发送电子邮件与我们进行交流。

致 谢

一切始于某个为单多投资组合寻找最优对冲策略的下午：首先是完结工作的一篇研究论文，然后是一个博客，最终是一整本书。一路走来，无数的人和机构为我们提供了无私帮助。

我们首先要感谢的是奈德·戴维斯研究公司(Ned Davis Research)的拉里·温勒和丹尼尔·萨博恩，感谢他们在为本书绘制图表过程中所做的杰出工作。一直以来，奈德·戴维斯研究公司提供的工作成果都是定量分析商业领域的黄金标准。

感谢我们的博客网站——世界贝塔(World Beta)——的所有读者。感谢你们的电子邮件、评论以及建议，因为它们为我们开启了众多我们未曾想象的研究道路。

感谢梅金·亚达拉，他的创业雄心成就了我们的博客贴吧并将其打造成一家软件公司。我们也要感谢詹姆斯·阿尔图彻，感谢他在 13F 文档研究进程上给予的远见和激励，同时也感谢斯科特·希尔德布兰在手工回溯测试原始模型上提供的帮助。感谢格里芬教授将我们引进对冲基金的王国。

感谢克里斯·克拉克、韦恩·费伯以及斯科特·班纳吉在早期手稿编撰上提供的帮助，同时感谢林德赛·乔特的慷慨分享。我们也对允许我们在本书中引用其图表的黑星公司(Blackstar)的埃里克·克里特顿和科尔·威尔考克斯心存感激。

感谢(美国)全国大专院校经营官协会(NACUBO)的杰西卡·赛德、全球金融数据服务公司(Global Financial Data)的布莱恩·泰勒、剑桥联合公司(Cam-

bridge Associates)、亨尼斯咨询集团(Hennessee Group)、瑞士信贷/特里蒙特(Credit Suisse/Tremont)以及对冲基金研究公司(Hedge Fund Research),感谢上述个人和机构允许我们在本书中使用他们的研究数据。

我们也要感谢威利出版公司的各位编辑和出版人员,他们一直容忍着我们的不断询问和修订。劳拉、比尔、艾米丽,谢谢你们。

感谢所有顶级捐赠基金、校友基金以及投资基金的从业先锋人士们——没有你们的实践,本书出版亦无可能。

最后,离开本书作者的每位家庭成员和朋友的支持,本书也无法顺利付梓;谢谢你们!

目 录

总序/1

前言/1

致谢/1

第一部分 构建你的常青藤投资组合

第1章 超级捐赠基金/3

捐赠基金各不相同/4

捐赠基金规模很重要……/8

投资表现也同样重要……/11

主动管理超越被动管理/15

本章小结/16

第2章 耶鲁大学捐赠基金/18

耶鲁大学捐赠基金的历史/19

大卫·斯文森的攀登之路/23

关于阿尔法值和贝塔值/32

勾勒耶鲁投资流程/36

常青藤投资组合

本国股票/36
外国股票/38
固定收益/39
实物资产/40
私募股权/41
绝对回报率/42
本章小结/42

第3章 哈佛大学捐赠基金/43

哈佛大学捐赠基金的历史/43
所有者的理性/45
哈佛捐赠基金的斯文森/47
更多资金,更多问题/50
哈佛如何行事/52
本章小结/55

第4章 构建你自己的常青藤投资组合/57

跟我学——做超级捐赠基金的影子/58
风险调整后回报/67
照我说的做/70
通胀是敌人/72
通过指数化构建全天候政策投资组合/74
实施你的投资组合/78
再平衡你的投资组合/81
本章小结/83

第二部分 另类资产

第5章 私募股权/87

何为私募股权? /88

历史回报与基准化/89

如何投资公开上市的私募股权/96

本章小结/99

第6章 对冲基金/101

对冲基金简介/102

基金的基金/107

投资于对冲基金的选择/116

个人对冲基金/126

基金的基金/128

操作注意/133

本章小结/134

第三部分 主动管理

第7章 以不损失制胜/139

亏损之伤/140

量化系统/146

样本外测试与系统化战术资产配置/153

时间选择模型扩展/163

轮动系统/164

操作注意与税收/166

纪律/168

常青藤投资组合

系统与捐赠基金对比/171

为什么它起作用/172

本章小结/175

第 8 章 跟随灵智资本/176

13F 介绍/177

整合顶级基金经理以构建你自己的基金的基金/187

本章小结/191

第 9 章 制订行动计划/192

实施你的常青藤投资组合/193

《常青藤投资组合》讨论的投资组合/196

附录 A 动量与趋势跟随系统简介/199

附录 B 补充图表/202

附录 C 推荐阅读材料/210

第一部分

构建你的 常青藤投资组合

