

资本市场运作经典译丛

机构投资与 基金管理的创新

Pioneering Portfolio
Management

[美]大卫·史文森 著

David F. Swensen

张 磊
王宏欣
何良桥 主译校

 中国人民大学出版社
The Free Press

CAPITAL

MARKET

OPERATION

CLASSICS

著作权合同登记号
图字：01-2002-0209号

Pioneering Portfolio Management

◎ “这部杰出的作品出自真正的名家之手。我们在哈佛祝愿大卫·史文森前程远大。”

——杰克·R·迈尔 / 哈佛管理公司董事长兼首席执行官

◎ “这本书中的真知灼见来自世界上最成功的机构基金经理之一——大卫·史文森丰富的经验与敏锐的洞察力，机构投资者和明智的个人投资者一定不能错过。”

——伯顿·G·马克勒 / 普林斯顿大学首席经济学教授

◎ “这是一部优秀的作品，无论对于什么样的投资者而言，都应当仔细研读。大卫·史文森先生是业界的领袖与先锋，他的这本书是勇气、正直与智慧的完美结合。相信我，本书是不会让你失望的。”

——彼得·L·伯恩斯坦 / 伯恩斯坦公司董事长

◎ “大卫·史文森先生是当代最优秀的受托人之一。他的思想经过了实践的检验，可以创造巨大的财富。”

——巴顿·M·比格斯 / 摩根斯坦利公司投资管理部总经理

◎ “大卫·史文森的投资方法极具创造力，并且十分严格。它为耶鲁大学教育成就的蒸蒸日上提供了必要的资源。能够汲取这本书的智慧和精华的投资管理人士同样可以为他们所服务的机构带来巨大的财富。”

——理查兹·C·列文 / 耶鲁大学校长，经济学教授

CAPITAL

MARKET

OPERATION

CLASSICS

资本市场运作经典译丛

机构投资与 基金管理的创新

ISBN 7-300-04036-5



9 787300 040363 >

ISBN 7-300-04036-5/F·1234

定价：40.00元

资本市场运作经典译丛

机构投资与 基金管理的创新

Pioneering Portfolio
Management

[美]大卫·史文森 著

David F. Swensen



中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

机构投资与基金管理的创新 / (美) 史文森著; 张磊等译
北京: 中国人民大学出版社, 2002
(资本市场运作经典译丛)

ISBN 7-300-04036-5/F·1234

I. 机…

II. ①史… ②张…

III. 金融机构-投资-基金-资金管理

IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 010048 号

Pioneering Portfolio Management: an Unconventional Approach to
Institutional Investment/David F. Swensen.

@ 2000 by David F. Swensen

Original published by the Free Press

All rights reserved

资本市场运作经典译丛

机构投资与基金管理的创新

[美] 大卫·史文森 著

张磊 王宏欣 何良桥 主译校

郑艳文 沙飞 李鹏

毛真海 罗宏兵 李新 译

贾毓玲

出版发行: 中国人民大学出版社

(北京中关村大街 31 号 邮编 100080)

邮购部: 62515351 门市部: 62514148

总编室: 62511242 出版部: 62511239

E-mail: rendafx@public3.bta.net.cn

经 销: 新华书店

印 刷: 涿州市星河印刷厂

开本: 787×980 毫米 1/16 印张: 22 插页 2

2002 年 4 月第 1 版 2002 年 5 月第 1 次印刷

字数: 344 000

定价: 40.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

总序

资本市场与生态系统

资本市场的生态系统

17 世纪下半叶，当清朝初定中原，修缮长城之际，荷兰人在美洲新大陆当时自己称为“新阿姆斯特丹”（纽约）的地方沿着哈德逊河也在修筑城墙，以抵御印第安人和英国移民的入侵。城墙边的一条小道被称为 WallStreet（城墙街），就是中文的华尔街。1792 年的 5 月 17 日，24 家证券交易商签订了巴顿伍德（Buttonwood）协定，这就是今天坐落在华尔街十一号的纽约证券交易所的前身。从一个松散的券商联盟到如今具有 16 万亿美元市值、3 000 多家上市公司的美国金融中心，纽约证券交易所是美国金融市场发展的一个缩影。宛如从地球早期的单细胞生物到如今的复杂生态系统，美国的金融市场也经历了弱肉强食的原始社会，历经多次经济和金融危机，终于发展成一个高度分工、高度现代化的超级金融生态系统。

正如任何一个生态系统一样，金融市场看似无序却有着高度的自我调节功能，看似混乱却有着高度的效率并在现代经济中起着中枢神经的作用。“江山如此多娇，引无数英雄竞折腰”。正如诺贝尔经济学奖获得者纳什在他的《博弈论》中所述，在重重的动机诱导之下，市场处在一



种动态平衡之中，并进一步产生了各种分工和基于分工基础之上的专业机构。上市股权的交易一方面为配置资源、集聚财富提供了机遇；另一方面也加剧了所有权和经营权的分离，产生了几十年后人们才认识到的法人治理问题。债券和衍生产品等标准化和约的交易一方面提供了风险的分工和流通；另一方面又增大了系统风险。

市场的短期失衡为投资者创造了机会并为经济发展提供了新的诱因。金融危机则是由于经济信息的严重扭曲和由于外在或内在因素而对市场和经济产生破坏性的长期和严重失衡。金融危机的主要表现是信用危机。其根本原因是代理问题和由此而来的效益扭曲及非理性行为。为了保障经济的健康发展和投资者的利益，当然也是自身存活与进化的要求，金融市场逐步发展出一套行之有效的**内生免疫系统**和**外部战略防线**。

1. 资本市场的自我平衡机制：买卖双方力量的均衡。资产收益的内在规律要求资产定价在理性的空间中运行。做空机制及指数投资的引进，为系统性的抑制食物链中任何一方的非理性繁荣（irrational exuberance）提供了最为原始也最为强有力的制约。危机本身也反映了资本市场及其系统中的问题，从而为新的理论和新的金融工具的发明，以及更合理的金融体系的建立提供了契机。

2. 资本市场的行业自律：互为唇齿的集体智慧的结晶。美国 NASD 券商协会、NYSE 等证券交易所、AIMR 证券分析师协会等，其自身的发展，或是危机之后的痛定思痛，或是前瞻性的未雨绸缪。来自于私营部门的行业自律在系统的存续及发展上起着重要的作用。

3. 虽然在经济发展的初始阶段政府往往会有政策倾斜和强力参与，但从长期来看政府不应当与民争利，而应当作一个公平严格的裁判，创造一个有利于竞争和创新的环境。政府监管的作用似乎是不言而喻的，但关键在于监管的内容与方式。

4. 媒体与公众的监督。资本市场是建立在信用之上的虚拟经济。而信息的不对称性（informational asymmetry）则是资本市场的普遍现象和危机根源之一。媒体与公众的监督有利于信息及时准确的反映，有利于公司管理阶层的自律和忠诚。政府监管、信誉及信心是任何一个机构长期发展不可或缺的要素，对于资本市场来讲尤为重要。评级的下降直接增加了融资成本，甚至导致危机的发生。



5. 严谨一致的法律体系的建立与健全。耶鲁大学管理学院企业治理中心主任洛佩斯 (Lopez) 著名的“法律环境与投资者保护”的研究表明了法律渊源及实施是资本市场长期健康发展的基石,也是解释资本市场成熟程度的重要标准。

在现代金融活动中,任何一家公司都有着其特定的专业和业务,既服务自己的客户同时自身又是其他专业公司的客户。根据金融市场的食物链我们可以把金融活动中的参与者归类为上市公司、投资者、基金公司、券商和投资银行,及金融咨询公司等等。如笔者所服务的耶鲁捐赠基金 (Yale Endowment) 和阿卡迪恩 (Acadian Asset Management) 就是典型意义上的机构投资者的代表。上市公司是金融行业的主要服务对象,通过融资、咨询服务和投资者监督,促进优秀公司和产业的发展,淘汰落后和效率低下的公司和产业。券商和投资银行是金融市场的核心中介,其本质功能是融资。由于其他市场参与者都直接或间接地是其客户,人们通常称其为卖方。这决定了它们从本质上是经济活动中的极端乐观主义者。由于投资者和上市公司有着根本的利益冲突 (上市公司希望它们的股票高价卖出;投资者希望低价买进,高价卖出),券商和投资银行往往会权衡各种利益得失而从事对它们而言的利益最大化行为。美国联储主席格林斯潘在 2002 年 3 月 26 日的听证会上明确指出了券商行业的利益冲突和不客观性:1985—2001 年,美国上市公司的平均年利润增长率是 7%,而华尔街券商的预测平均值则是 12%,大大高于实际数值。互联网泡沫的兴起和破灭,及安然的兴起及破产,直接肇因就是华尔街券商的超乐观预测和推波助澜。事实上,金融活动的终极服务对象应当是投资者,这些投资者既包括众多的投资散户,也包括如养老金和捐赠基金在内的各种机构投资者。金融市场的运行和法规的制定,应当最终有益于资本的积累和增值,有益于投资者财富的管理和增长。投资者为了有效地保护自己的利益和实现财富的最优化组合和增长,需要明晰自己的市场角色,了解自己的有利和不利地位,明确自己的投资目标,制定和实施合理的投资战略,有效地监督和评估自己的投资对象和管理者。金融咨询公司在金融活动中扮演者辅助角色,通过数据收集、市场调查和评估,以及分析研究为公司和个人提供决策服务。

资本市场的研究需要一套严谨的分类体系、深入的历史考证和细致的量化分析。从资本市场的经济学原理到现代金融理论和金融工具创



新，从金融市场的融资功能到投资者的利益保护，从金融法规的制定到金融机构的设置和运营，西方社会有着多年的实践经验教训和理论建树。资本市场运作经典译丛本着全面深入的原则，力图从汗牛充栋的西方金融著述中，选择那些既有理论性，又有实践指导意义的力作来介绍给读者，从而为中国的金融建设和中西经济交流做出贡献。

美国人魏斐德（Frederic E. Wakeman, Jr.）所著的《洪业——清朝开国史》中开篇时提到了一段鲜为人知的史实：“对当今的历史学家们来说，明朝末叶中国与世界货币体系的关系是相当清晰的。由于国际收支经常出现有利于中国工商业的赤字，白银从全世界源源流入中国。中国，自罗马时代以来便是欧洲货币的归宿，17世纪通过与西属菲律宾的贸易，又成了美洲白银的主要吸收者。西属美洲所产白银，有20%被西班牙大帆船直接运过太平洋到达马尼拉，然后运往中国购买丝绸和瓷器。”可见当时的中国是国际货币与资本市场的中心之一。弹指一挥间。具有五千年文明史的中国，只是在最近的二百多年中才徘徊于下游。子曰“君子学以致其道”。资本市场经典译丛的编委和译者也试图为“君子所学”抛砖引玉，尽微薄之力。

张磊 王宏欣

于美国纽黑文，波士顿

2002年4月

内容简介

耶鲁大学管理学院教授

大卫·史文森是耶鲁基金首席投资主管，管理着上百亿美元的投资基金。在史文森的领导下，耶鲁基金实现了 18.3% 的年收益率。现在，这位著名的基金管理专家将他在金融市场长期奋斗的成功经验与深厚的理论功底结合在一起，形成了一套完整的投资战略。

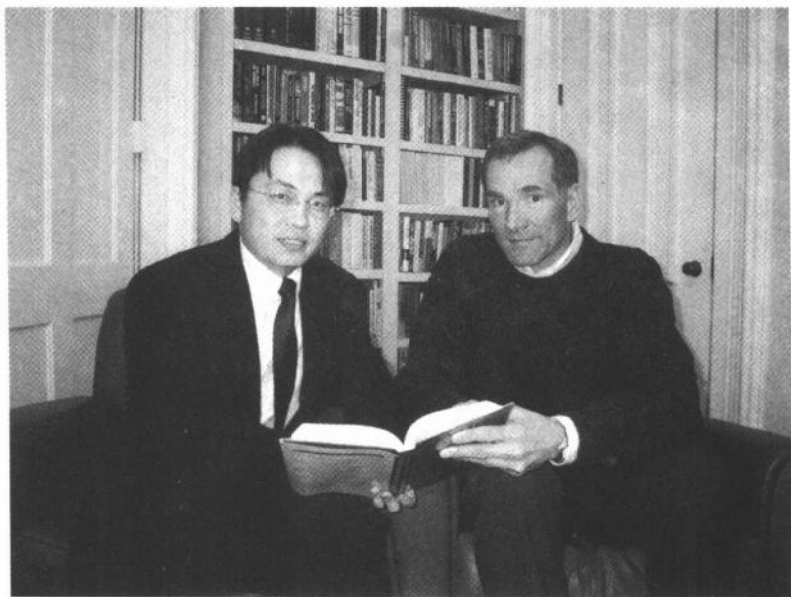
在本书中，史文森将机构基金经理、养老基金受托人、投资经理以及大学、博物馆、医院、基金会的受托人所构成的投资领域生动地展示在读者面前。他将自己管理耶鲁基金的感受与经验无私地奉献给了读者，大到捐赠基金的目的与投资理念，小到组合管理的战略与战术，还强调了一些基本概念，如操作风险、投资顾问的选择、单个资产类别投资的机会与缺陷，并借助具体案例来加强读者对这些概念的理解。

该基金在大卫·史文森管理的十多年中，历经美国 1987 年的“黑色星期一”、20 世纪 80 年代末的经济“滞胀”、90 年代的“克林顿繁荣”、高科技浪潮、2000 年前后的互联网高潮及“泡沫”，直到最近的全球经济疲软和市场的连续下跌。其资产从 26 亿美元激增到 107 亿美元，成为世界上长期业绩最好的机构投资者之一，从而受到基金管理和华尔街的高度关注。耶鲁大学办公室的案例也被哈佛大学、斯坦福大学、耶鲁大学等商学院录用，成为众多商学院投资管理的经典教材。

在当今这个突飞猛进的时代，金融市场上的竞争态势越来越激烈，史文森的这本书无疑可以帮助机构基金经理构建成功的投资框架。

作者简介

资本市场运作经典译丛



右为本书作者大卫·史文森，左为本书主译之一张磊

大卫·史文森是耶鲁大学捐赠基金的投资主管 (chief investment officer)，耶鲁大学投资办公室管理着 107 亿美元的耶鲁大学捐赠基金及数亿美元的养老金基金，耶鲁大学捐赠基金在过去的 10 年中，资产从 26 亿美元激增到 107 亿美元，保持了净（除去费用）年均滚动收益率 18.3% 的骄人业绩，成为世界上长期业绩最好的机构投资者之一，其长期非凡的业绩使其成为美国机构投资者的典范。史文森先生师从诺贝尔奖获得者经济学家托宾 (James Tobin)，早年在华尔街崭露头角，后应恩师之邀毅然放弃薪资优厚的华尔街工作而返回母校。史文森毕业于耶鲁大学，获经济学博士学位。

正像摩根斯坦利投资管理公司董事长巴顿·彼格 (Barton M. Biggs) 所言



“史文森是当今最好的而且最有创新的资产受托人 (fiduciary) 之一”。耶鲁基金的强劲竞争对手哈佛基金管理公司的总裁杰克·梅尔 (Jack R. Meyer) 毫不掩饰无奈的幽默，称史文森先生的这本书“是一本大师所著的大师级的著作。我们哈佛希望斯文森最好赶紧换工作。”而伯顿·麦克 (Burton G. Malkiel) 则鲜明地指出“耶鲁大学捐赠基金是世界上最成功的机构投资者之一”。



美国机构投资综述

“虽小道，必有可观者焉；致远恐泥，是以君子不为也。”

——《论语》

2001年是耶鲁大学建校300周年。这个比美国历史还要悠久的大学坐落在美国东北部康涅狄格州的纽黑文小城。典雅的校园沉浸在金色秋天的节日喜庆中，一时间冠盖云集。络绎于途的校友包括美国前总统老布什、克林顿，现任总统布什，参议员希拉里，及诸多的政商学界名人要员，徜徉在前景大街，途经一座朴实的维多利亚式的小楼。这就是美国机构投资界闻名遐迩的耶鲁大学投资办公室。该办公室管理着107亿美元的耶鲁大学捐赠基金（以下简称耶鲁基金）和数亿美元的耶鲁大学教职员工的退休养老金，作为大学的有力金融后盾，该办公室按校长理查德·莱文（Richard C. Levin）的说法，是“耶鲁大学今天的繁荣昌盛所不可或缺的重要组成部分”。

理查德·莱文的欣悦是不无道理的。在过去的15年中，耶鲁基金对大学的贡献呈直线上升趋势。1987年耶鲁基金的年支出额为1700万美元，是耶鲁大学年收入的11%。而到2001—2002年，这一数额将达到4.5亿美元，占耶鲁大学年收入的20%。根据来自波士顿的剑桥投资咨询公司（Cambridge Associates）的统计，自大卫·史文森（David



Swensen) 和迪安·高桥 (Dean Takahashi) 开始管理以来, 该基金的年收益率一直名列前茅。历经美国 1987 年的“黑色星期一”, 20 世纪 80 年代末的经济滞胀, 90 年代的“克林顿繁荣”、高科技浪潮, 2000 年前后的互联网高潮及泡沫, 直到最近的全球经济疲软和市场的连续下跌, 耶鲁基金在过去的 10 年中, 资产从 26 亿美元激增到 107 亿美元, 保持了净 (除去费用) 年均滚动收益率 18.3% 的骄人业绩, 成为世界上长期业绩最好的机构投资者之一, 从而获得了基金管理界和华尔街的高度关注。耶鲁基金的案例也被哈佛商学院选用, 并一版再版, 成为各大商学院的基金管理经典教材。^①

作为耶鲁基金的投资主管 (chief investment officer), 史文森先生有着带传奇色彩的经历。师从诺贝尔奖获得者, 经济学家吉姆·托宾 (James Tobin), 早年在华尔街崭露头角, 应恩师之邀毅然放弃薪资优厚的华尔街工作而返回母校, 在纽黑文这个平静的小城几十年如一日兢兢业业负担起耶鲁大学的金融理财重任, 并兼职耶鲁大学商学院, 把自己多年的投资管理心得传授给学生。作为机构投资领域的先驱和佼佼者, 史文森先生的教学和著述给每一个学生和读者提供了一个宝贵的机会来领略机构投资的意义、决策运作方式和组织管理, 进而了解金融市场的结构、运行机制和规律。正像摩根斯坦利投资管理公司 (Morgan Stanley) 董事长巴顿·彼格 (Barton M. Biggs) 所言, “史文森是当今最好的而且是最有创新的资产受托人 (fiduciary) 之一”^②。耶鲁基金的强劲竞争对手哈佛 (Harvard) 基金管理公司的总裁杰克梅尔 (Jack R. Meyer) 毫不掩饰无奈的幽默, 他说: “这是一本大师所著的大师级的著作。我们哈佛希望史文森最好赶紧换工作。”^③ 而伯顿·麦克 (Burton G. Malkiel) 则鲜明指出, “耶鲁基金是最成功的机构投资者之一”^④。

① 最新版本为“耶鲁大学投资办公室续: 2000 年 7 月”, HBS case #9-201-048。有趣的是, 本书的译者之一何良桥, 就是在芝加哥大学商学院读书时, 对此产生了浓厚的兴趣, 欣然接受本书主译张磊之约, 加入到翻译团队中来的。

② 原文: “David Swensen is one of the best and most original fiduciaries of modern times. His thinking has survived the battlefields and it has worked for big money.”

③ 原文: “A masterful work by the master himself. We at Harvard wish that David Swensen would find a new job.”

④ 原文: “One of the world’s most successful institutional fund managers presents powerful insights to help us become better investors. A must-read for both institutional and serious individual investors.”



谈耶鲁基金就离不开对机构投资的介绍。美国机构投资的历史也是一个从无到有、从混乱到有序、从失败中寻找出路、从变化中寻找契机的逐步演变过程。早期的美国金融市场充满着混乱、投机和各种非常规乃至非法交易和运作。大部分的投资者是散户和投机商。这一点在1929年的股市崩盘和20世纪30年代的大萧条中得到充分反映。随着金融立法的充分完善、正常市场机制的建立以及机构投资的发展，美国金融市场逐步进入了稳定健全的发展轨道。耶鲁基金的雏形来源于1822年不足3万美元的捐款。美国的第一家开放式基金在1924年成立于马萨诸塞州，原始资产只有5万美元。从20世纪五六十年代开始，机构投资得到迅速发展。各种专业化的投资管理公司开始了规模化、现代化的经营，并得到了投资者的信任。各种各样的特定功能的机构投资，从洛克菲勒基金会（Rockefeller）、福特基金会（Ford）等信托基金，到保险基金，再到养老金和诸多学校及慈善机构捐赠基金，开始在金融市场发挥越来越重要的作用。根据2001年的统计，美国的共同基金（mutual funds）约有6万亿美元，养老金（pensions）、捐赠基金（endowments）和信托基金（foundations）约有7万亿美元，其中仅养老金一项就占6万多亿美元。作为对比，美国的私人银行储蓄约有5万亿美元，私人直接的股票投资不足1万亿美元，连纽约证券交易中心的股票资本总量也不过14万亿美元。

美国金融界通常称以上各种投资管理公司和机构投资者为金融市场的买方。作为金融证券的需求者和资金的提供者，它们以长期的投资回报为目的，通过研究和选择买入绩优股票、债券、基金及其他金融证券来达到盈利的目的。庞大的资产、严格的管理、严谨客观的研究使得它们在与华尔街证券商的交易和对上市公司的监管上掌握着主动权。作为金融市场买方中心城市的波士顿，有着美国许多最大的投资公司和最先进、最现代的投资管理知识和技能。

与之相对应的金融市场的卖方就是大家所熟知的华尔街券商和投资银行。它们主要是作为金融市场的中介，在资金需求者（企业和个人）和资金供给者（投资公司及捐赠基金、养老金、信托基金和个人投资者等）之间搭起桥梁、提供信息、促使交易的达成。它们的投资部门主要负责公司上市、发行新的股票和债券，并从事企业兼并、收购和改组。它们的证券部门主要从事二级市场证券的短期买卖，以调节投资公司在



证券买卖过程中暂时的供需不平衡，并从中收取佣金。它们的金融研究部门则跟踪分析市场变化及上市公司的业绩，对公司的盈利提供预测并向投资者提出买卖的建议。研究的目的，一方面是为投资部门提供服务，另一方面是为投资客户提供信息和建议从而拓展生意。由于资金需求者（企业和公司）和资金供给者（投资者）都是它们的客户，双重生意目的往往会产生利益冲突从而影响证券分析的客观公正性。以美国最大能源公司安然（Enron）2001年12月的破产案为例，华尔街金融分析师迟迟不肯调低他们的乐观预测。最后是因为买方分析师（包括做空基金）跟踪研究，发现大量账面问题和管理弊端而纷纷抛售才导致政府的调查和公司最终申请破产。

金融市场买卖双方有着分工及不同特点。作为市场的集散地，卖方机构多集中在某个中心城市如美国的纽约和英国的伦敦。它们注重销售、促进资金的流动、从短期的市场波动和交易佣金中获利。而作为金融市场原动力的买方机构，则分布在不同的经济区域。它们的研究是为了自己的投资利益。真正的投资理念、投资战略往往是在这些千千万万的投资管理公司和机构投资者中形成的。它们的长期投资战略和稳健的投资方法有利于金融市场的稳定和健康发展。正像社会达尔文主义所预言的那样，它们的资金支持和产业投资选择促成了美国的产业变革和高科技产业革命。

金融市场的买方也有其分工和不同投资管理风格。散户的直接股票投资只占美国投资的很小一部分。大部分的投资都是机构投资。作为机构投资核心的专业投资管理公司在它们的资产规模、投资风格和研究方法上各擅其长。大型投资公司有着很强的销售和服务功能。但过大的资产规模也会使其投资风格趋于保守并限制了它们投资的灵活性。小型投资公司会更看中投资专家的技能，更注重投资业绩和研究创新。在投资风格上，有的基金侧重增长型股票，有的基金侧重价值型股票，有的基金专门投资小型股票。另外还有国际股票基金、债券基金、风险基金和对冲基金等。在研究方法上，主要有基本分析和数量分析的区别。基本分析侧重对个别公司和产业进行深入研究。它通过对经济形势、产业变化、公司产品、销售市场、企业管理和会计报表的分析来评估证券的公平价格，预测市场的回报率。这种研究需要很多的人力和资源，而且有很强的主观性。其优点是能够获得独家信息。数量分析则是从大量的历



史数据和诸多的金融证券中发现规律和市场的不平衡状态。它的特点是具有客观性、全面性和快速分析能力。许多公司的投资研究是两者不同程度的结合。

机构投资也包括各种信托基金、保险基金、养老金和学校及慈善机构捐赠基金等。它们的特点是具有固定的资产来源和特定的支出原则。它们的投资原则是确保基金的支出目标、侧重长期回报率并强调风险管理。它们或者由自己的分析师和基金专家来管理，或者雇用专业投资公司来为其理财。

机构投资者掌握充分及时的信息，有着充分的资金和专业人员。以信托基金、保险基金、养老金和捐赠基金为例，机构投资有以下四个特点：

第一，理性的回报预期、长线的投资目标，及重要投资理念的确立。金融市场瞬息万变，起伏之间充满着机遇和诱惑。如何确立重要的投资理念和战略、辨识纷繁具体的投资技巧，这一切考验着每个投资者的智慧和应变能力，也是机构投资者首先要思考和解决的问题。

机构投资不同于股票炒作。单一的股票有着很大的个体风险。短期的价格波动往往受许多外在因素和偶然事件的影响。而机构投资的一大优点则是通过基金组建，投资多家股票而达到风险分散的目的。除股票市场外，机构投资还会选择其他的投资领域。根据权威统计，股票市场只占世界流动投资市场的30%左右，各种债券占40%左右，另外30%包括现金、房地产、森林和稀有金属等。

不同资产类别有着不同的长期回报率。根据著名的伊博森伙伴(Ibbotson Associates)金融咨询公司的研究，1925—2001年，美国股票市场的长期年均回报率是10.7%，长期政府债券的平均年回报率是5.3%，短期政府债券的平均年回报率是3.8%。^① 国际投资近二三十年来受到美国投资者的重视，其整体长期年回报率也应与美国相近。但在具体的年份，不同国家和地区的投资效益会有很大差别。无数的学者和投资专家的研究和实践表明，金融市场存在着有效的竞争机制，在每一个特定的市场或资产领域，要想长期超越大盘和业界的平均收益是一件极其困难的事情。一个投资机构或个人的长期投资回报率，在更大程度

① Ibbotson Associates, "Stocks, Bonds, Bills and Inflation 2001 Yearbook," Ibbotson and Sinquefeld.



上取决于其能否有效地辨识不同市场、国家、产业及特殊资产领域的相对变化趋势和价值定位，并依此进行有效的资产配置，且坚定地执行下去而不受短期市场波动的诱惑和干扰。

第二，专业化的投资管理和分工协作。金融投资是一个高风险的行业。成千上万的上市公司和证券分布在不同的国家和行业，信息源源不断地流入市场，投资模型、操作方式千差万别，它要求全面、及时的信息、严谨的研究和分析、细致的分工协作以及有效的评估监督机制。因此，投资管理也相应地成为一个极其现代化的行业。

投资是一个既大众化又专业化的领域。金融市场的活跃和发展离不开大众的了解和参与。它可以帮助个人更好地计划自己的财政收支、增加自己的财富。发达的信息、便捷的交易渠道使每个人都可以进入市场。但市场价格的大幅度变化和种种各样的分析报告往往会给投资者一个错觉，认为自己可以很快地赚钱，并以过去市场的收益作为佐证。事实上，各个国家、个人和机构投资的历史表明，过去的收益并不能代表未来，散户投资和短期市场炒作带来的收益往往不能持久并充满着风险。

机构投资则力求不受过去业绩和短期市场波动的影响、减少人为因素和情绪干扰，客观分析市场未来走向和自己的投资目的及特长，而专业分工则是机构投资者扬长避短、求精求细、稳健发展的不二法宝。譬如养老金和捐赠基金的管理，通常由基金受托人作出目标分析和资产配置，然后根据不同的资产类别确定业界基准(benchmark)，雇用投资经理，投资经理再进行具体的证券选择和买卖操作。在此基础上，机构投资者还会定期进行业绩评估、风险管理和资产再平衡(或动态调整)。这种机构投资者组织内部的专业设置和分工协作有效地保证了决策的科学化和制度化，并增强了决策效率。

第三，强烈的风险意识和严谨的风险管理。金融市场没有常胜将军。即使像巴菲特(Warren Buffet)和索罗斯(George Soros)之类的投资大师，也都有过失败和错误的经历。机构投资以理性和稳健为宗旨，以追求可以达到的长期、稳定的回报率为目标。为此，机构投资者要制定切实可行的投资战略及构建有效的投资组合，严格地设定风险承受水平及相关的风险参数，与咨询公司及资产管理者保持密切的联系并建立定期的汇报机制，以达到限制不必要的收益波动和操作误差，在可承受