

白宫重击高校波及华尔街

美国高校和政府，最近打成了“一锅粥”。

4月11日，美国政府官员致信哈佛大学，要求学校进行“有意义的治理改革与重组”，否则将削减联邦资金的拨付。14日，哈佛大学拒绝了此要求。美国政府随即宣布，冻结该校总额22亿美元的多年期拨款以及6000万美元的多年期合同款项。21日，哈佛大学将美国政府告上法庭，指控政府试图以冻结联邦资金为手段操纵哈佛大学的学术决策。

5月2日，美国总统特朗普在社交媒体上发文称，有意取消哈佛大学的免税资格，让哈佛“作为一个政治实体纳税”。13日，美国政府又宣布，将在先前冻结对哈佛大学的22亿美元多年期拨款基础上，再取消4.5亿美元拨款。哈佛大学随即向法院提交了新的诉讼要求。

5月22日，美国政府和哈佛大学的矛盾再度激化。美国国土安全部突然撤销哈佛大学“学生和交流访问学者项目（SEVP）”认证，严禁该校招收国际学生，还要求现有国际学生转学，否则将失去合法身份。23日，哈佛大学表示已对该禁令提起诉讼。

最新进展是，美国政府6月30日向哈佛大学发出一份“违规通知”，称“若该校不按要求整改，将失去所有联邦资金支持”。

遭受暴击的不只是哈佛。哥伦比亚大学已经被取消了4亿美元的联邦经费，普林斯顿、斯坦福等大学也受到了冻结拨款、终止合同等威胁。另有业界人士提醒，因社会议题立场，加州大学伯克利分校、芝加哥大学、耶鲁大学等均有可能成为接下来的“开刀”对象。

白宫的重拳影响了大学的运营，更带来一系列连锁反应。

美国高校的收入主要来自四方面：其一为政府拨款，包括联邦、州及地方政府的资助和合同拨款；其二为学费和住宿费收入，其中又以国际生的收费标准比较高；其三为包括校友、企业及个人捐赠等在内的捐赠基金及其投资收益；其四为科研

费，主要来自政府机构和私人企业合作项目。

联邦资金是美国高校的命脉。以哈佛为例，2024年该校总运营收入和总运营支出差不多都是65亿美元，而断供22亿美元意味着学校来年的收入一下子被砍掉约三分之一。哥伦比亚大学的年度预算中，也有约12%依赖联邦拨款。财政拨款断供不仅威胁了这些高校的日常运营，更引发信用评级机构穆迪将整个美国高校行业展望下调至“负面”。

此外，本届美国政府自上台伊始便削减了许多高校和机构的科研经费，并叫停了大量合作项目。这意味着，这些学校主要收入来源中的第一项和第四项都受到了严重打击。

同时，美国高校的第二项收入来源也不容乐观。虽然目前哈佛被禁招国际生一事仍在走法律程序，尚未有定论，但肯定会有国际生因SEVP前景不明，放弃哈佛而选择其他学校；也必然会有更多国际生因为担心更多美国高校SEVP被撤销，选择到其他国家继续学业。

当四大收入来源中的三个都受到威胁，美国高校能从哪儿找钱，填补亏空呢？短期来看，唯有第三项收入来源可解燃眉之急。

美国高校有非常悠久的捐款传统。多年来，捐赠基金及其投资收益一直是顶尖私立大学的核心收入来源。公立大学的捐赠基金规模虽然普遍会低一些，但同样也是学校运营资金的重要组成部分。不过，对于大多数高校而言，捐赠基金本身并不会被轻易支取，它们中的绝大部分会被纳入一个统一的资金池，用于投资，而投资收益部分才会用于学校日常用途。

截至2024年底，美国大学捐赠基金的资产总额已经超过8700亿美元。如果将其视作一个经济体，其规模排在瑞士（0.94万亿美元）之后、波兰（0.84万亿美元）之前，位居全球第21位。其中，哈佛大学捐赠基金规模为520

亿美元，位居全美第一；得克萨斯大学、耶鲁大学、斯坦福大学和普林斯顿大学则凭借480亿美元、410亿美元、380亿美元和340亿美元的基金规模分列其后四位。这样的资金体量，哪怕只是打个寒颤，也足以导致金融市场紧张。

进一步说，目前美国高校捐赠基金主要采取的是“耶鲁运营模式”。这是美国著名机构投资者、耶鲁大学前首席投资官大卫·史文森在1985年创立的。

在他接手之前，这些捐赠资金普遍采取的是比较保守的投资方式，也即以求稳为主，兼顾流动性，投资比例大体围绕六成投资股票、四成投资固定收益类产品小幅调整。

不过，史文森认为，捐赠基金不能只求稳，还得增值，因此需要投资一部分高收益资产。同时，捐赠基金只需要保持必要的流动性即可，因而也可以参与一些低流动性的长期投资。这也是为什么史文森会尤其青睐私募股权和对冲基金。二者都属于非公开募集的长期投资，加在一起共占耶鲁基金总额的60%。

事实证明，史文森的投资策略非常成功。1985年史文森接手时，耶鲁的基金规模是13亿美元。到2021年他离世时，基金规模已经达到312亿美元。在其管理基金会的35年里，基金会累计创造的投资收益超过456亿美元，这也间接把耶鲁推上了全美最富大学前三的位置。

相较于数字的增长，更有说服力的是同行的跟随。自从耶鲁模式出现，很多美国高校跟进了这种投资模式。比如，目前哈佛的投资篮子里，私募股权的占比就接近40%。

今天来看，这样的投资比例恰恰是华尔街最恐惧的事情。

为应对随时可能出现的资金危机，不少美国高校正在考虑调整自己的投资组合。综合各国媒体报道，普林斯顿大学捐赠基金正在评估其私募股权份额的潜在出售方案；哈佛大学正在就出售约10亿美元私募基金份额进行谈判。而作为

高校投资先驱的耶鲁大学也已行动起来，试图通过二级市场处置私募股权资产，潜在交易规模可能高达60亿美元。

对此，已经有多位华尔街分析师警告，假如风波继续下去，这些高校在二级市场出售资产“只是时间问题”，且“不能排除其他高校跟进的可能性”。

另有市场分析人士提醒，美国高校一直是私募股权投资市场的风向标。尽管目前这些大学正在洽谈出售的私募股权基金体量不大，但可能引发的连锁效应不容忽视。如果真出现高校抛售潮，难保其他投资者不会跟进。届时，私募股权行业估值下探，风险投资陷入疲软，有可能引发金融市场整体震荡。

与华尔街同样紧张的还有硅谷。私募股权投资本身就是伴随着科技型中小企业的成长而发展起来的一种股权融资基金，重仓科技股是其存在的应有之义。如果私募股权投资疲软，金融业还可能依靠债券、公募基金以及复杂的衍生品市场等慢慢“回血”，处于成长期的科技型企业恐怕就没有这么幸运了。而那些正处于攻关关键阶段的科技项目，恐怕也会步高校及科研机构研究项目的后尘，胎死腹中。

换句话说，在美国，高校不仅事关教育，而且已经通过投资的方式渗透到社会的很多领域。暴击美国高校的行为，就像是推倒了又一张多米诺骨牌，后续难保不是又一片“稀里哗啦”。

重读《证券分析》

任何经典都是时代的产物。经典作品的具体表述或许不适用于新的环境，但是它之所以被称为经典，一定提出了某些超越时代的论点。

价值投资理论鼻祖本杰明·格雷厄姆撰写的《证券分析》正是如此。

这本著作诞生于1934年，已经有90多岁的“高龄”。它的特殊历史背景是1929年的股市崩盘以及后续的大萧条，那是一个让投资者心有余悸的时代，格雷厄姆本人也在这场大萧条中蒙受了资产的重大损失。《证券分析》正是他的痛定思痛之作。他反思且批判了股市崩盘前牛市期间的选股标准，当时的投资人在狂热的氛围中已经不再参考确定的股息回报、稳定充足的盈利记录以及有形资产的安全保障，而全面转向对未来盈利的预测，线性外推盈利上升的趋势，逐渐将预期资本化而忘记了估值的约束。

作为股灾的亲历者，对安全边际的重视成为格雷厄姆构建理论体系时的第一性考量因素。而大萧条期间大量企业的股票被以远低于账面价值甚至净流动资产的价格抛售，又为格雷厄姆的选股标准提供了特殊的土壤——以极低的价格买入被市场忽视的股票。

这种被称为“捡烟蒂”式的选股方法后来被巴菲特和芒格所扬弃，逐步演变为“价值投资2.0版本”——以合理的价格投资优质的公司。

这背后同样是时代背景的变迁。随着第二次世界大战后美国经济的修复，到处“捡便宜货”的机会不复存在。

更深层的原因则在于产业形态和商业模式的变化。如果说格雷厄姆时代对财产、厂房、设备等有形资产的投资定义了企业的价值，那么到了20世纪八九十年代，企业价值的定义逐步开始让位于专利、版权、商标和品牌等无形资产；而到了21世纪，网络效应应为企业竞争力

的核心要素。

可见，经典的适用需要依时代之变而变。

那么，《证券分析》又提出了哪些可以超越时代变迁的原理呢？

第一，股权思维。投资是价值基础上的博弈，价值是投资的基础。价值要求投资者从企业所有者的角度来看待投资标的，也就是要有股权思维。格雷厄姆的名句“股市短期是投票机，长期是称重器”一语道破股权思维的本质。可以说，股权思维就是投资的“初心”，只要守住这一条，投资就不会偏离正道太远。同时，股权思维也是长期主义之根，只有所有者才会乐意与企业一起成长，所谓“有恒产者有恒心”。

第二，逆向思维。从众效应是人类的天性，股市中的从众效应尤其明显，它会造成投资行为的扭曲。格雷厄姆刻画的“市场先生”形象非常精妙：他情绪多变且极不稳定。当他情绪乐观时，会给出极高的价格；情绪悲观时，又会报出极低的价格。他的报价并非基于企业的真实价值，而是被自己的情绪所左右。然而通常来说，基于均值回归的规律，一切异常都无法持续太久，事物总会回归到它本来的样子。正如《证券分析》扉页引用的诗句：“现在已然衰朽者，将来可能重放异彩。现在备受青睐者，将来却可能黯然失色。”因此，理性投资者应当敢于对大众共识或情绪泡沫提出疑问，并且在此基础上进行博弈，反其道而行之，“买在无人问津处，卖在人声鼎沸时”。

第三，风险思维。投资界有句俗语：有胆大的投资者，有老到的投资者，但没有又胆大又老到的投资者。因为金融的世界充满了“黑天鹅”，虽然它并不时时发生，但是一旦发生就破坏性

极强。这导致金融风险的非对称性特征——辛苦半年一年的收益积累可能毁于一旦。应对非对称风险需要借助“数学思维”：其核心要义是，绝不干不可逆的事情，输了就没机会翻本的生意或投资绝对不干。从更高的层次看，则是要从全概率的角度对“黑天鹅”给予高度重视。落实到投资策略上，就是要求该策略必须具备“遍历性”（统计学术语，大体是指一个系统在运行一段时间后回归到统计平衡状态），如果一种策略不具备遍历性，那么就意味着有爆仓或出局的可能。

事实上，安全边际概念本身就包含着投资的本质。在格雷厄姆看来，投资是一项“承诺本金安全和回报率令人满意”的操作。尽管这种“承诺”并不是指合约上的绝对保证，但它应当是投资人努力追求、争取无限靠近的目标。如果没有这种意愿和决心，那么投资也就无从谈起。

总而言之，在出版90多年后的今天再来推荐《证券分析》，并不是要对其内容亦步亦趋，而是因其内核中蕴含的股权思维、逆向思维和风险思维是投资中可以跨越时代的原理。深刻理解并运用它们，将对我们的投资生涯有莫大的助益。