

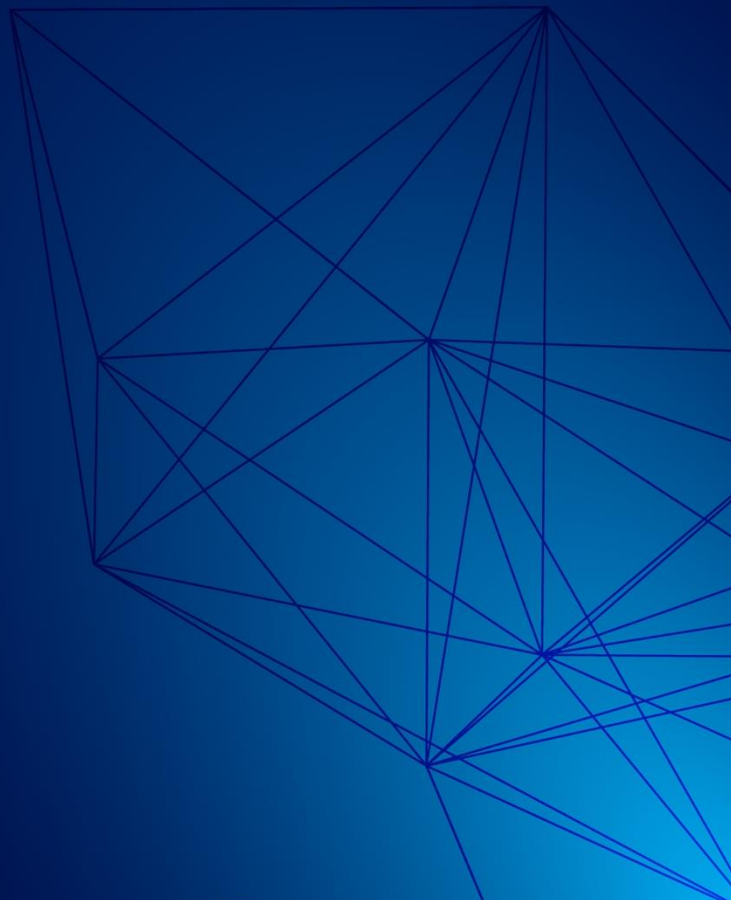


北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2018年第3期 总第3期



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：鞠琳琳（执行） 叶静 曹明明 方培豪 朱伟豪 都闻心

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写 HFRI）成立于 2008 年 12 月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于加强国内外著名高校、金融研究机构、以及知名金融学者之间的交流，构建开放的学术、政策交流平台，旨在提高中国金融理论与政策的研究水平，促进学术繁荣与发展，加强与政府决策部门的联系与合作，为政府决策提供参考意见，为国际金融体制改革和中国金融业的发展做出贡献。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

新布局 新触角 新领悟

——2018 年投资策略分享报告

主持：巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

嘉宾：殷哲（歌斐资产创始合伙人和首席执行官、诺亚控股有限公司创始人）

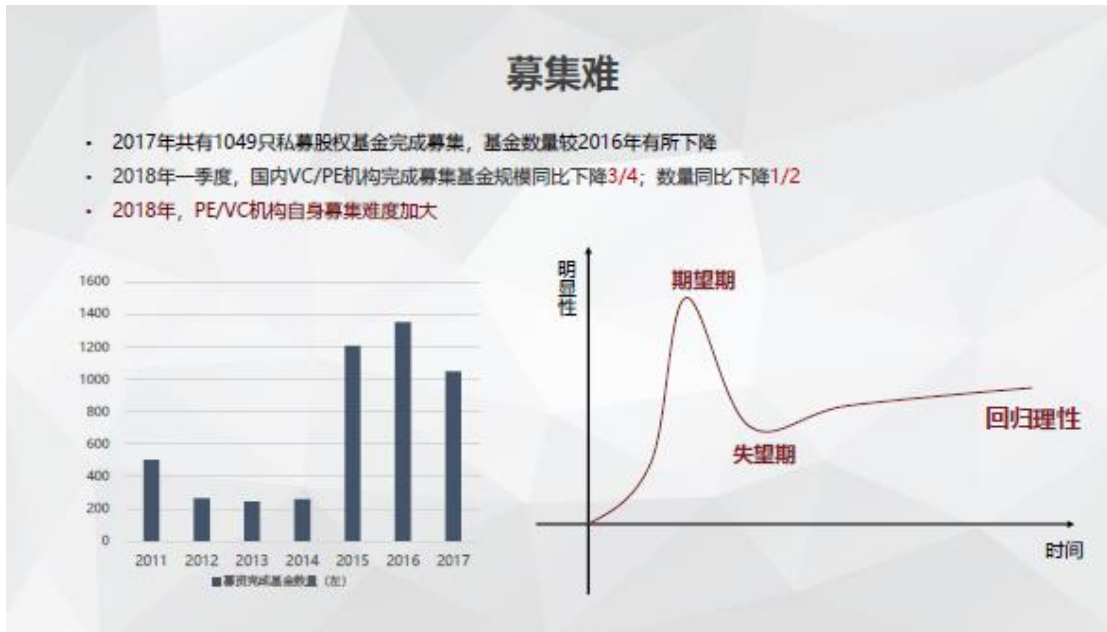
近期，私募股权又成为大家关注的话题。一方面，私募股权对于实体经济的发展到底产生了怎么样的促进作用？另一方面，私募股权作为一个资产管理行业，从过去的另类投资逐渐变成主流的投资基金产品，它在目前的行情和国家发展阶段下应该使用何种发展策略？

一、 发展背景及情况

发展私募股权行业是中国的重要发展战略之一。资本市场的使用效率和资本市场使用效率的前置条件，是私募基金在推动创新型商业模式和公司发展的原动力，就像硅谷在美国经济发展中起到的重要作用。近几年，中国创新的商业模式雨后春笋般发展，其中也遇到了许多挑战。当前首先是贸易战；其次是中国去杠杆，货币创造的主要渠道都在紧缩；再次是控制金融风险，资管回归本源，资本的市场化配置能力持续加强；最后是科技与人才的竞争，强国的竞争是科技的竞

争，科技的竞争是人才的竞争。千人计划、万人创新等都使得 PE 变成一个重要且不可或缺的战略。到 2023 年，亚洲新兴市场中产阶级将占全球总量的 60%。中国的中产阶级会从过去 1.5 亿人次，发展到 11 亿人次。中产阶级的崛起代表了中国消费者在消费市场规模的扩大、消费结构的变化，对新商业模式、新产品和新服务产生了巨大需求。这些都离不开私募股权基金在背后的重要推动。技术创新改变了金融形态的方方面面，从移动互联网到大数据云计算、区块链和人工智能等，让时代的商业发展速度越来越快。从数据来看，2016 年，全球范围内有 291 家中企完成上市。沪深两市新增 IPO 总数量 227 家，位列全球所有交易所之首。2016 年国内 VC/PE 支持的 IPO 达到 174 起，创下近 5 年新高。2007 年至 2016 年国内 VC/PE 机构在企业 IPO 的渗透率由 38.8% 上涨至 59.8%。过去十年间，中国私募股权行业迅速发展，其发展已经超出美国当初私募股权发展的客观规律。这些变化很大程度得益于新的互联网技术，尤其是信息的分享传播速度，让投资人更深入地了解私募股权的投资方式。2004 年，VC 行业活跃的基金只有 10 多家，每年投资不超过 10 亿美元。目前，市场上有 2000 多家创投机构，每年投资超过 500 亿美元。

二、当前发展中遇到的困难

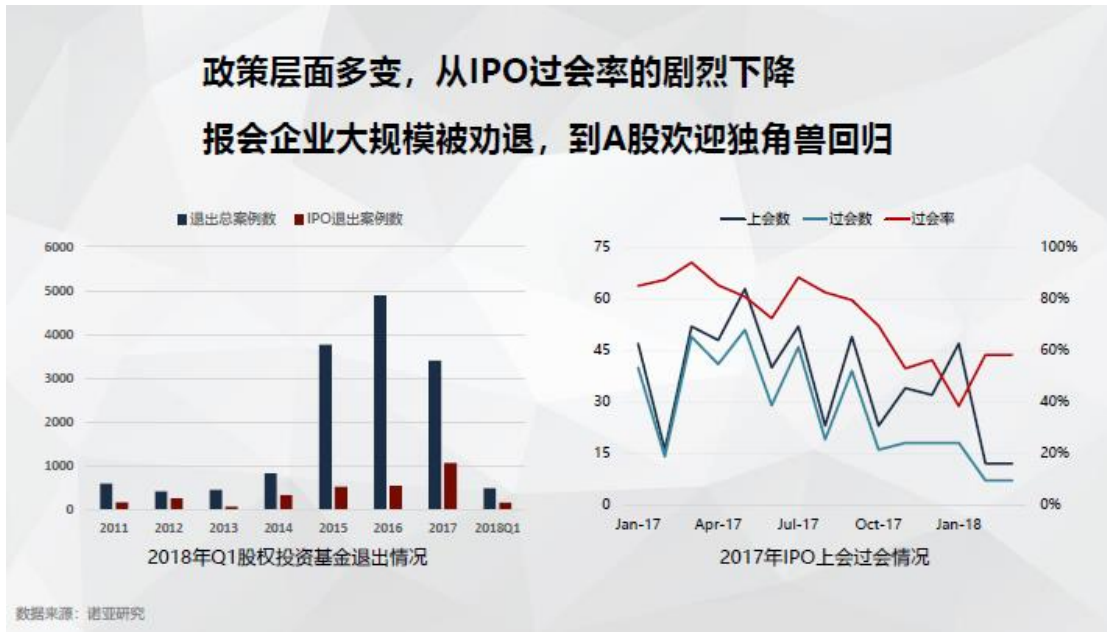


通过上图可以看到，2015年到2017年市场的募集速度很快。从2008年到2014年，私募股权行业增长呈现比较良性的发展，再到2015年到2017年，每年平均募集数量是过去的三倍至四倍。私募股权行业的发展应该符合客观规律。如果资金太多，投资本身就是变得不易。这三年的增长，一方面背后是国家资本产业资金纷纷涌入市场；另一方面也代表了行业若持续涌入，可能会产生阶段性泡沫。因此，在2017年年底逐渐形成了分水岭。

大家也关注到出台的最严“资管新规”。“资管新规”本身对于促进资本市场长期健康发展而言是有利的，对于私募股权行业也没有产生太大的直接影响。第一，它对合格投资者提出了具体的认定条件，从投资者的投资经验和金融资产状况两方面评估投资者的风险识别能力和风险承担能力，强调产品和投资者匹配原则。第二，禁止期限错配和资金池。金融机构应当做到每只资管产品的资金单独管理、单

独建账、单独核算，不得展开或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。股权投资基金运作受影响，但 LP 结构将趋于健康化。第三，去通道化，强调主动管理。严厉禁止金融机构提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。资金回归资产管理本质，重构金融机构参与股权投资业务形式。第四，打破刚性兑付。加强监管，强调私募基金正本清源，回归主业。跨大类资产进行专业化配置监管要求细化。同时打破理财资金池将使部分配置在期限资产的理财产品产生兑付问题。

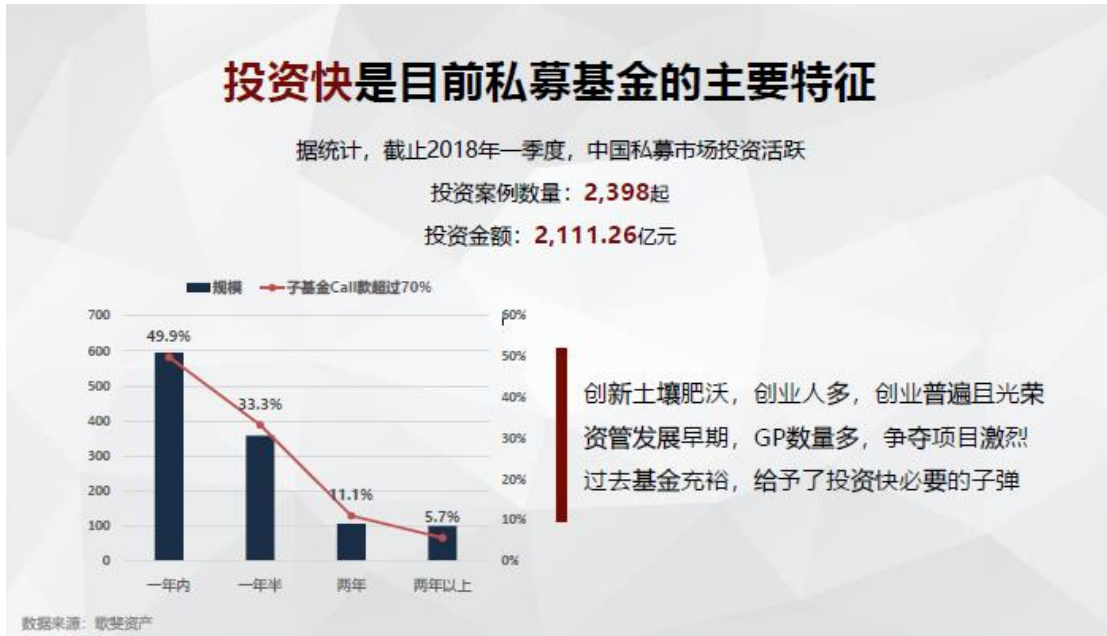
因为“资管新规”规范的是资金池和期限错配，实行短期的理财产品，基金类的投资产品，或者固定收益的产品等。私募股权是长期的资金匹配，投资高风险的项目，没有刚性兑付的要求。但私募股权资金背后，有很多银行理财资金，或者是通过地方政府的融资平台，变相进入到私募股权行业基金。从它背后的 LP 结构来看，存在一些短钱长投的现象。但国家的大产业基金一般可以靠财政收入或再融资，续上它本身的短期借款资金，所以其短钱长投显现并不明显。但正是因为这样的限制，很多 LP 资金来源，最终穿透到底受到了一些政策上的限制，出现了阶段性可能使资金断流的情况。



过去十年的时间，是金融高度开放的过程，但现在开始进入金融强监管周期，因此很多投资者受到影响。中国内部去房改、外部中美贸易战、地缘政治等，对于投资者信心有很大的抑制作用。私募股权基金从LP结构来看，来源主要是国有引导资金、民营企业、高净值人士和小部分保险资金。而这些结构中政府的资金，背后银行贷款或银行理财资金知识缺乏；加之民营企业家由于股票流动性问题，出现了很多股票质押爆仓的情况。这些投资私募股权基金的主力选手，或多或少都遭遇了流动性危机。在这个情况下，私募股权基金的市场资金不可能持续投资。

从退出面来说，中国的IPO市场通过率一直很低，政策情况快速多变。虽然国家出台了很多政策，以达到完善资本市场的目的，但需要时间。CDR回归独角兽的方式，在现在看来更像使用一剂猛药来治理资本市场，实际上短期来看似乎并没有完全达到循序渐进的作用。

资本市场退出，依然是制约 VC/PE 发展的重要因素。同时让投资者资金难以回流，导致市场退出困难。



此外，中国的私募股权市场 VC 和 PE 基金，其投资速度比国外活跃。如上图，中国的私募股权基金 call 款比例达到 70% 的速度很快。我们投资的基金中，约 50% 在一年之内，使得 call 款收入达到了 70%。33.3% 基金在一年半使得 call 款数达到 70%。由此可见，中国私募股权 PE 投资基金的速度较快。

一方面国内的私募股权基金投资速度较快，但另一方面退出又较慢，所以其繁荣背后存在拔苗助长的非理性因素。这使得中国大部分基金的 DPI（现金回流速度）非常慢。例如存续 5 年到 7 年的基金，DPI 基本上低于 20%。投资的时间为一至两年，退出时却需要至少七、八年才能够使 DPI 回到合理水平。从这个角度来看，资金的周转速度不够，也导致了现在全面爆发了 PE 基金和 VC 基金募集困难。

三、全球 PE 二级市场发展多样化



从 90 年代开始，PE 二级市场逐渐开始出现。近几年，二级市场交易量飞速增长，逐渐成为市场上很多 FOF 机构标配产品。PE 二级市场，简单说就是受让基金份额。通过加入原有的基金，或受让原有基金 LP 份额，或受让当中部分项目老股，或对于整个基金期限进行再结构化。全球 PE 二级市场基金总规模占到 VC、PE 总募集规模的 8%到 10%左右。在 2008 年到 2017 年，全球 PE 二级市场基金募集规模超过 2000 亿美金。

全球 PE 二级市场有很多优势。第一，缩短投资周期。PE 二级市场原有基金 LP 份额基本上都已持有了平均五年时间，可以有效缩短之前的 LP 投资时间。第二，降低盲池风险。PE 二级市上投的项目基金，组合项目可见，降低了盲池的风险。第三，费用更优化。它介于 FOF 和直接投资之间，对于每个直接投资项目是需要有它主观判断，过程中没有双重收费的概念。第四，可以构建历史组合。机构投资若

想从分散年份的角度来看，可以构建历史组合。



中国私募股权基金存量巨大，2013 年之前设立的基金面临退出压力。2008 年起至 2013 年，市场共计成立 5029 只私募股权基金，募资 3717 亿美元。2008 年至 2013 年甚至更早的未退出基金陆续完成投资，但却有着一大批未退出份额。再加之中国的资本市场对于退出有一定限制，例如每个季度不能减持超过 1% 等规定，大大降低了退出速度。

通过新的 S 策略（Secondary Funds）深化一级市场 FOF 投资。S 策略对 LP 而言，第一，可以控制风险，锁定 IRR；第二，一次性回笼大笔资金（投资本金）；第三，保留未来可能的增长的收益。对于 GP 而言，第一，可帮助 GP 提升 LP 满意度；第二，支持 GP 更长时间持有优秀公司的股权，分享长期收益；第三，保持 GP 的 IRR，同时提供更灵活的减持策略。

S 策略具备许多重要的核心能力。第一个是估值能力，S 策略需

要对“一篮子”项目进行估值。第二个是交易机会的把握能力。每一个 LP 在流动性诉求都各有不同，交易的机会也是稍纵即逝，所以准确估值判断，抓住 LP 的交易的诉求，快速做出交易决策很重要。此外，项目搜索能力、谈判能力、执行能力和经验等都是做好 S 基金的核心竞争力。

四、 重点关注的投资领域

金融科技是人工智能、区块链、云计算、大数据与传统金融的结合。由此延伸出智能投顾、量化投资、大数据风控、数字货币、互联网银行、移动支付、供应链金融等其他新的金融业态。2016 年亚太地区的金融科技融资规模实现翻番，首次超越北美，中国贡献了亚太地区投资总额的九成。

消费升级在中国是一个非常重要的主题。一方面，居民的生活水平越来越高，物质需求逐步精神化。另一方面，在消费升级过程中，从数量消费要求进化到品质要求，现在更多是对于品牌和品位的消费，未来可能升级为对品格的消费。所以说在这个阶段过程中，消费在不断升级。在消费升级过程中，代际间的消费者特征差异也非常之大。主要的原因是随着技术的进步，互联网的信息传播方式使得信息的获取越来越便捷。对于 80、90、00 后这样的新人群会产生许多不同的消费特征。

“降维”和“跨界”的创业者升级让企业的发展越来越有品质。创业者从互联网行业进入了传统跨业。例如滴滴与出租车的结合，改

变了人们的出行方式；小米与传统家电的结合；新美大、饿了么与餐饮服务行业的结合等等。在消费领域我们也特别关注隐私升级、旅游升级、教育和知识升级以及空间升级。我们相信这是长期具有中国特色的投资主题。

医疗行业投资现在是非常重要的窗口期，一方面人口老龄化越来越严重，大家对于健康的关怀和需求趋势越来越明显，消费能力和质量越来越高。缺口大、增速快，发展需求强劲，具有抗周期性，是永远的朝阳行业。在医疗行业，中国的原创技术越来越重要，从制药到器械，中国的医疗产业创业水准在拉高。

五、 私募股权基金未来发展趋势

在局部领域，私募股权基金的投资争夺依旧白热化。经历 10 年的发展，私募股权行业发展也更加理性。虽然现在阶段由于资金原因或市场的情绪，私募股权基金面临着阶段性挑战，但是从长期来说，还是看好中国私募股权行业未来的发展。通过把资金落实到实体经济，推动实体经济这个行业的发展，以对中国经济的发展产生有强有力的支持。

对于私募股权未来发展趋势，有几个判断：第一，资产管理行业将进入优胜劣汰的新的周期；第二，退出慢现象长期存在，促使 Secondary 市场发展；第三，二级市场对一级市场的影响因素在加大。很多二级市场基金经理也在开始看一级市场的项目投资，去理解一级市场的投资行业，也为二级市场未来的发展准备好投研的能力；第四，

投资者从币种的配置更多关注到地域的配置；第五，强监管周期，长期促使股权市场健康发展。既要推动私募股权长期发展，又要能够整治存在的乱象，这对于监管本身而言需要一定的研究和权衡。

最后，分享一下我们这段时间自己尝试总结的投资经验和体会。第一，所有投资都是以信念为基础出发，需要相信自己的投资选择。第二，少而精的投决机制是重要方式。第三，寻找到好的合作伙伴。

六、 问答环节

Q1: 一种观点认为，目前私募股权市场备案的有 14000 多家，管理资金 8 万多亿，市场竞争激烈，同时，当前环境下好资产少，且估值依旧不低，退出难度大，认为未来几年是洗牌期，您认可这个观点吗？

A1: 我认为是未来几年的洗牌一定存在，且为必然趋势。一方面行业退出慢，LP 在众多基金中也在选择优胜劣汰。经历完一个周期，就可以看出基金表现是好是坏。另一方面是投资者对于投资 GP 的选择标准、对 GP 筛选能力在不断升级，所以我觉得未来的洗牌是必然存在的。无论是数量还是规模上，都应该会有向美国基金靠拢的趋势。

Q2: 2018 年中国强监管、去杠杆、经济下行、中美贸易战、A 股二级市场低迷，这种市场情况影响股权投资项目的收益和募集吗？今年私募股权投资人的风险偏好有所下降吗？

A2: 其实这几年股权投资收益呈下降趋势。一方面是因为大量资金涌入市场，但不会因此而有超额收益。之前看到的 PE 投资神话，

实际上行业终将会回归理性。投资者也在不断成熟过程中，收益预期逐渐下调。从大类资产角度看，去掉经过风险调节后收益，其实大家都差不多。所以，PE 市场承担的高风险，理论上应该可以获得更多收益，但是实际上波动性也会越来越大。在众多基金中，不可能所有的基金表现都很好，相当一部分基金都会被市场所淘汰。所以，投资者经过风险以后，他的预期也会回归合理化。

Q3: 歌斐资产的 Secondary 基金选择 GP 合作一般关注哪些方面？

A3: Secondary 基金更多是要看项目，我们把 Secondary 基金分为几个不同策略。

一种是 Early “S”，即基金存续期在三年以内，投资可能刚刚构建完成或即将完成，投资者 call 款刚刚完成或即将完成，基金项目刚刚明朗。后续 GP 对于项目的投入管理能力要求很高。所以这时对于 GP 的选择压力特别大。

第二种是 Late “S”，即基金投资存续期限在四年到七年的阶段。此时基金部分项目也陆续可见些许端倪。这时候在选择 Secondary 基金要更多关注被投公司从投资端投资开始时到现在的发展情况以及未来的预期。但同时基金还在存续期，所以还是需要 GP 投后的管理能力。

第三种是 Tail “S”，是基金在七年以上正在退出期，但是由于退出慢，回款速度不够，这时候对于项目估值能力和判断要求更

高。

最后一种类型叫受让老股的机会，即直接收到老股或者老股的资产包，与直投需要同样的策略判断，与 GP 弱相关。

因此，在不同的投资阶段，Secondary 基金在不同投资标的类型中，对于 GP 的选择能力也不同。但有一种比较独特的情况就是基金原来的 LP 结构重组时，对原来的 GP 的选择也变得更为重要。

Q4: 目前你们在运作市场化的母基金的过程中面临的最大问题是什么呢？

A4: 从全球趋势来说 FOF 商业模式化在发生变化。在国外，发展处于萎缩的阶段。在国内，经历过前几年风生水起的发展，但近几年也在调整阶段。背后主要原因是：第一，投资者对于信息的获取程度比过去多，很多投资者不愿意再付双重费用。因此 FOF 需求在减少。第二，FOF 难度不如直投难度这么大。第三，在国外优秀的基金屈指可数，所以大家能够形成主流基金的配置，因此不愿意再为 GPSH 差异化能力来付钱。

FOF 有自己的价值，它有自己的专业的团队，在选择、管理、GP 治理结构都相对专业。在众多 LP 结构中，FOF 所扮演的角色很重要。综上，市场化的母基金最大的能力是募资能力。

Q5: 在你们到目前为止的投资组合中，VC 投资和 PE 投资的比例大概是多少？VC 投资和 PE 投资的行业侧重点是否一样还是有所不同？

A5: 在中国，VC 和 PE 行业区分越来越大。过去 VC 和 PE 区分度弱，策略类似。但现在这几年 VC 和 PE 的逐渐变得泾渭分明。在中国 VC 基金比较多，主要的原因是本身投资进入的门槛对资金的要求不那么高，在当时的条件下靠勤奋就可以。因此，竞争的格局越来越大。但对于 PE，在中国真正的 PE 基金很少，越到后面它追求的是确定性。因此这两种模式不同，偏好也不同。PE 主要看公司对行业判断和潜力，同时对财务素质要求很高。VC 更多看的是行业和未来的发展趋势。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“全球市场与中国连线”第二百七十七期(2018年8月14日)内容整理而成,特邀嘉宾为歌斐资产创始合伙人和首席执行官、诺亚控股有限公司联合创始人殷哲先生。

殷哲先生为中欧国际工商学院 EMBA, 现任歌斐资产创始合伙人和首席执行官、诺亚控股有限公司联合创始人、中国证券投资基金业协会母基金专业委员会联席主席, 在金融理财、组合投资管理方面拥有 20 余年丰富经验, 2016 年荣膺“2016 年度华人经济人物”。歌斐资产是以母基金为核心的多元化资产管理公司, 业务范围涵盖私募股权投资、房地产基金投资、公开市场投资、另类信贷投资、机构渠道业务、家族财富及全权委托等多元化领域。

【免责声明】

“全球市场与中国连线”为中国与全球市场间内部专业高端金融交流平台。本期报告由巴曙松教授和王志峰博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“全球市场与中国连线”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

