

清科观察：《2018 年母基金报告》发布，解密中国母基金市场发展新动向

清科研究中心 张蕾 2018.11.21

目前，国内宏观经济持续下行，去杠杆成为国内现阶段宏观经济调整的重要工作，实体经济去杠杆与金融去杠杆并行推进。在此过程中，我国主要以“三去一降一补”为重要抓手的供给侧结构性改革，通过支持市场化债转股、加大股权融资力度、强化国有企业财务杠杆约束等措施逐步降低企业杠杆率。因此，股权投资基金、政府引导基金以及私募股权投资母基金在我国结构性去杠杆中发挥了重要的作用。同时，随着《资管新规》及其相关配套细则的正式落地，私募股权投资母基金募资难度加大的同时也为其作为股权投资基金的 LP 带来机会，更能发挥私募股权投资母基金的长期资本优势。同时，国内母基金市场主体更加多元化，国资基金管理人、市场化基金管理人纷纷试水母基金业务，为母基金市场增添新成员。在此背景下，清科研究中心推出《2018 年中国母基金市场发展研究报告》，主要对国内市场化母基金的设立、标杆市场化母基金的管理资本量、投资情况进行样本分析，以瞥见国内市场化母基金市场的整体情况；同时，重点介绍了国内市场化母基金的投资策略、运作管理模式、退出管理模式、收费以及收益分配模式。最后，对母基金市场的整体发展趋势和发展问题进行了提炼分析。2018 年 11 月 21 日上午，在武汉经济技术开发区管委会与武汉市金融工作局主办的“2018 中国产业资本创新融合发展论坛”上，清科研究中心联合武汉市经济技术开发区正式发布了《2018 年中国母基金市场发展研究报告》。



私募资产配置基金正式纳入中基协备案，将推动母基金市场规范化发展

在市场监管方面，私募资产配置基金的落地将大幅推动母基金市场的规范化发展。2018年8月29日，中国证券投资基金业协会发布《私募基金登记备案相关问题解答（十五）》，指出中国证券投资基金业协会私募基金管理人会员机构确有开展跨资产类别配置的投资业务需求的，申请私募基金管理人登记时，可通过资产管理业务综合报告平台提交相关申请材料，进行私募资产配置管理人备案。自此，私募基金管理人由过去的三类私募证券投资基金管理人、私募股权、创业投资基金管理人、其他基金管理人变为四类，新增私募资产配置基金管理人，私募资产配置基金管理人被正式纳入协会备案。私募资产配置基金主要采用 FOFs 的运作模式，要求投资组合中 80% 以上的已投基金资产应当投资于已备案的私募基金、公募基金或者其他依法设立的资产管理产品。私募资产配置基金投资于单一资产管理产品或标的的比例不得超过该基金资产规模的 20%。这意味着，**私募资产配置基金将突破一、二级市场限制，“变相”打破协会专业化经营的要求而成为真正的资产配置基金。**从基金品种角度，随着私募资产配置基金备案的实施，未来国内私募 FOFs 的品种将更加丰富，除私募股权投资 FOFs、创业投资 FOFs 外，私募资产配置基金的亮相将丰富 FOFs 基金品种。

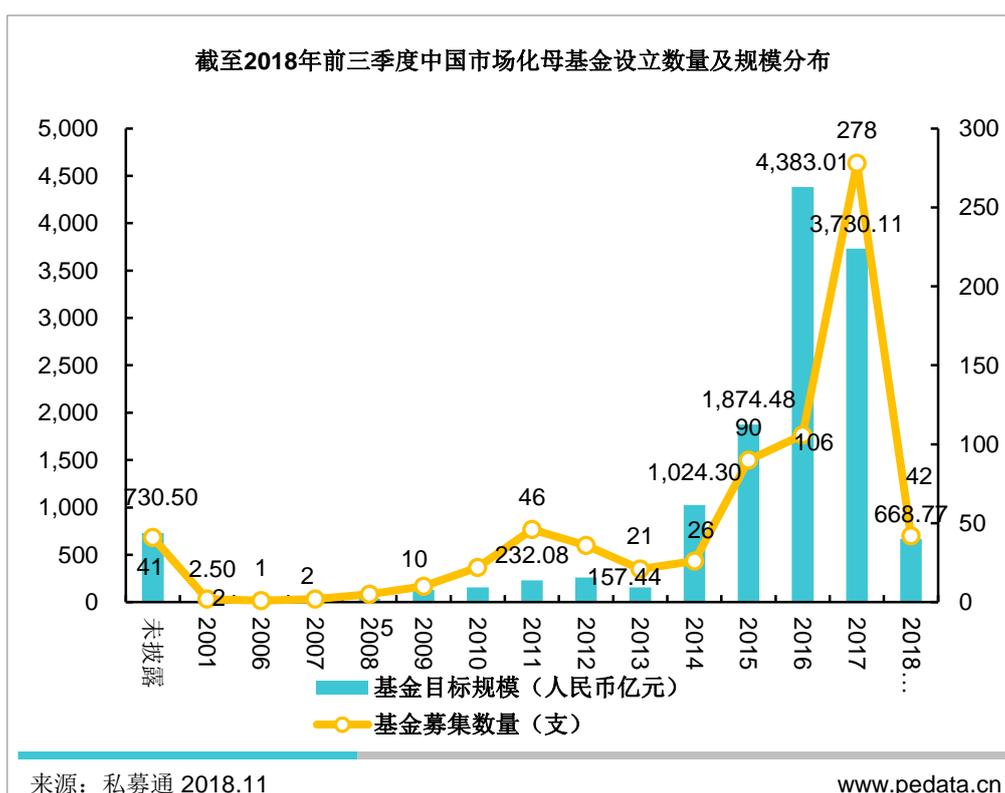
募资难使市场化母基金设立步伐放缓，2018 年前三季度市场化母基金新增 42 支

市场化母基金作为中国私募股权投资市场最专业的 LP 之一，近年来有了长足发展。目

前，市场化母基金在股权投资市场中的地位继续上升，根据清科研究中心旗下私募通统计，截至 2018 年前三季度，中国共设立市场化母基金 728 支，基金目标规模共达 1.34 万亿元人民币。其中，2018 年前三季度新增市场化母基金数量达到 42 支，仅占 2017 年度新增市场化母基金数量的 15.1%。随着资本市场整体资金面的紧张以及资管新规的影响，母基金设立步伐明显放缓。

同时，市场化母基金的基金管理主体趋于多元化，既有国资背景基金管理人，也有民营、外资机构管理人，既有专门从事母基金管理业务的基金管理人，也有初涉母基金业务的股权投资基金管理人。值得注意，母基金作为现阶段国内少数设立私募股权二手基金进行二手基金交易的市场化投资机构，凭借专业的投资能力，丰富的私募股权二手基金管理经验，未来将成为推动我国私募股权二手基金市场发展的主角。

图 1 截至 2018 年前三季度中国市场化母基金设立数量及目标规模分布



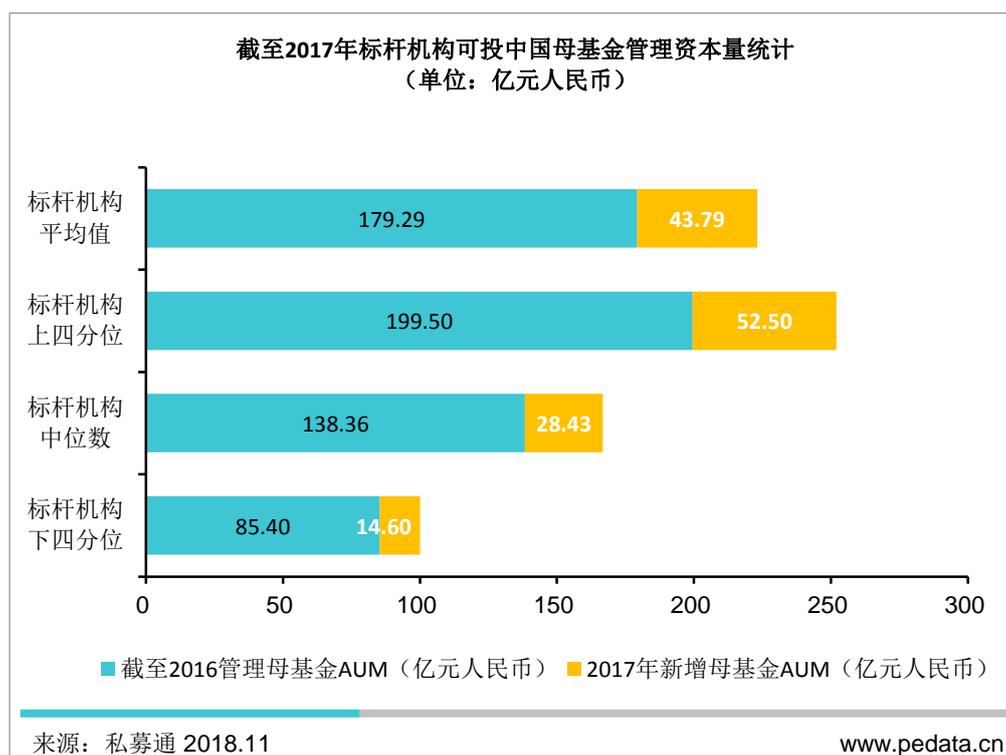
标杆机构截至 2017 年平均可投中国母基金 AUM 223.08 亿元，平均投资子基金 29 支

清科研究中心根据“2018 年中国私募股权投资市场机构有限合伙人榜单”TOP30 机构有限合伙人，挑选了 20 家主要管理市场化母基金的母基金管理机构(以下简称“标杆机构”)

作为样本对中国本土母基金管理机构的**管理资本量**进行分析。截至 2017 年底，标杆机构母基金业务板块平均可投中国资本量达到 223.08 亿元人民币；上四分位达到 252.00 亿元人民币；中位数达到 166.79 亿元人民币；下四分位达到 100 亿元人民币。可以看到，上四分位标杆机构可投中国母基金管理资本量达到下四分位的 2 倍多。

从母基金 LP 属性角度来看，目前，国内市场化母基金管理机构管理资本量体量较大的仍主要为**国资背景母基金**。其中包括亦庄国投、开元国创、粤科母基金、前海母基金、元禾辰坤等。以歌斐资产、宜信母基金为代表的**第三方财富管理出身**的母基金管理机构发展较快，保持了较高的活跃度。另外，一些**产业背景、金融背景**的母基金管理机构在当前市场资金紧张的大背景下仍保持了一定的募资活跃度。

图 2 截至 2017 年标杆机构可投中国母基金管理资本量统计

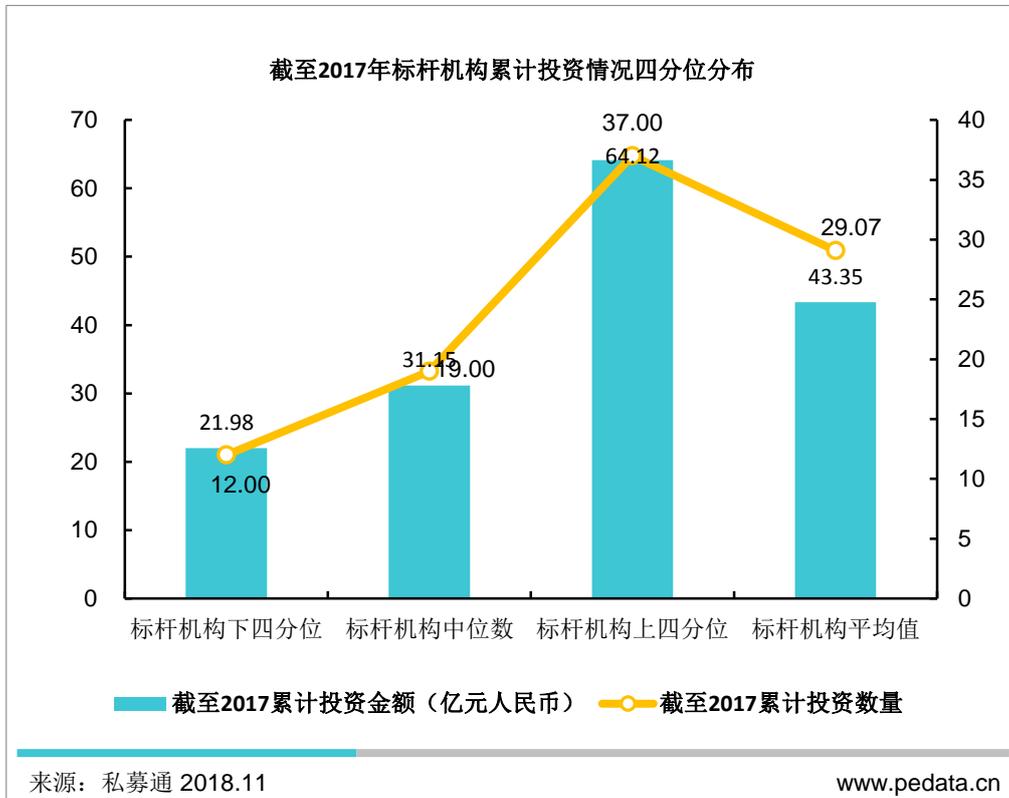


在投资方面，在市场整体资金紧张的大背景下，标杆机构 2017 年投资活跃度较高。根据清科研究中心 2018 年中机构有限合伙人排名调研，上榜的标杆机构截至 2017 年底累计投资子基金数量共计 436 支，累计已投资金额达到 866.91 亿元人民币。其中，2017 年投资占比较高：2017 年新增投资子基金数量 183 支，占累计投资子基金数量的 42.0%；2017 年新增投资金额 266.88 亿元人民币，占累计投资金额的 30.8%。从中可以看到，2017 年度，

在股权投资市场整体募资难的大背景下，母基金作为股权投资基金的重要长期资本 LP，发挥了重要的作用。

同时，值得注意，20 家上榜市场化母基金累计已投资金额仅占在管母基金资本总量的 19.4%，侧面反映了国内已设立母基金整体仍处于投资的初级阶段，母基金的大规模投资期尚未来临。但另一方面，从单个标杆机构的已投金额占其母基金总体管理资本量的分布来看，单家上榜标杆机构已投资规模占在管母基金资本量规模比例差距相当大，一些机构仍“弹药充足”，而一些机构受资管新规波及，自身 LP 出资困难，也将面临“弹尽粮绝”的窘境。

图 3 截至 2017 年标杆机构累计投资情况四分位分布



母基金参与主体更加多元，国资基金管理人、知名市场化基金管理人、财富管理机构纷纷试水母基金业务

随着母基金市场规模的扩大，目前，母基金市场的参与主体日渐多元化，除传统市场化母基金管理机构外，国资背景基金管理人、一线知名市场化基金管理人、财富管理机构、券商私募基金公司等都成为母基金市场新晋参与主体。

首先，在国资背景基金管理人方面，以政府引导基金为代表的国有资本逐渐加快了股权投资市场的投资，此外随着国资背景基金管理人运作管理模式市场化程度的不断提高，以及其相对较强的风险控制能力，管理资本总量也在不断提高，比较典型的国资背景母基金管理人有开元国创、中金资本、深创投。其次，在知名市场化股权投资基金管理人方面，以 IDG、红杉、深创投为代表的知名基金管理人纷纷试水母基金业务。知名基金管理人通过联合知名母基金管理机构、产业资本或借助地方政府及国资资源开始形成广泛意义上的类资产管理平台，从而一定程度上加速整个股权投资行业的整合。在当前股权投资市场整体收益下滑，优质投资项目竞争加剧的大背景下，为降低单一股权投资业务带来的风险，一线机构已纷纷拓展业务线，包括开展母基金业务。此外，在第三方财富管理机构方面，一些第三方财富管理机构开始转型母基金管理人，成为目前母基金市场较活跃的新秀。过去第三方财富管理机构利用自身的渠道优势，主要协助股权投资基金进行募资，有些会聘请外部基金管理人作为投资顾问。随着当前母基金市场竞争的加剧，一些第三方财富管理机构也纷纷转型组建自身的投资团队及投后管理团队对母基金进行主动管理，而不再仅作为“渠道”的角色。

母基金投资策略随市场发展更加创新发展，多策略模式日渐受到母基金宠爱

随着国内高净值个人及机构投资者资产配置理念的日渐成熟，国内市场化母基金管理机构的投资策略在多年的发展中不断创新发展。从最初的单一投资策略为主，发展到后期向综合投资策略转型。目前，国内市场化母基金管理机构较为主流的母基金投资策略包括头部基金/白马基金投资策略、First-Time Funds 投资策略以及最近几年发展较为迅速的二手基金投资策略。

头部基金/白马基金投资策略是指母基金主要通过对市场上优秀的基金管理人管理的基金进行投资的投资策略。该策略下，通过分享优秀基金管理人管理的头部/白马基金收益进而提高母基金收益。在市场化母基金市场发展的早期，母基金管理人主要通过筛选老牌知名机构管理的基金来进行投资，一方面可以带来品牌效应；另一方面，知名机构管理的基金收益也往往较高，且基金业绩稳定。

First-Time Funds 投资策略是指母基金主要针对新机构设立的 First-Time Funds 进行投资的模式。First-Time Funds 是指新投资机构设立运作的第一支股权投资基金。目前，在国内股

股权投资市场，新机构多来自于老牌机构投资人或连续创业者，主要包括老牌机构裂变机构、合伙人从传统金融机构离开创办的投资机构、产业背景新机构。总体来看，First-Time Funds 投资策略具有以下两方面优势：一是 **First-Time Funds 投资领域更加聚焦**。对基金管理人来说，选择所熟悉领域进一步深耕更能发挥自身的优势，且新机构在成立初期人员数量较少，采取多行业覆盖的投资策略对新机构来说精力有限。因此，新机构往往选择一个或多个垂直领域作为重点投资方向。二是 **First-Time Funds 往往采用投管一体的扁平化管理模式，且投资决策高效**。First-Time Funds 投资管理团队内部一般“精而小”，团队多体现“精兵”特征，主要以投资人员为主，实行投管一体化发展，投资团队成员通常兼顾项目投后管理工作。同时，在投资决策方面，一般情况下，新机构鉴于团队精简，投资决策流程较短，投资决策相对高效。

二手基金投资策略即母基金的主要投资策略为通过私募二级市场购买其他股权投资基金出资人持有的私募基金二手份额的方式进行投资。持有这样投资策略的基金叫作私募股权二级市场基金。当投资者参股一支基金后，在基金完全实现清算退出之前，投资者可以根据自身情况，将所持有的基金份额转让给其他有意向购买的投资者。私募二级市场交易对象涵盖范围较广，包括早期投资基金、创业投资基金以及股权投资基金、房地产投资基金、私募债权基金、基础设施投资基金等。私募股权二级市场基金投资策略的主要优势包括：**首先，投资回报周期较短**。普通私募基金的存续期一般为 8-10 年，而私募基金二手份额转让交易在达成时，标的基金往往已运作一段时间，相对于普通私募基金份额持有者，买方能够更快地获得投资收益。**其次，投资风险较小**。由于拟交易标的基金已运作一段时间，买方能够了解基金已投项目情况，并能够根据基金运行情况对其未来表现做出合理的判断，进而做出正确的交易决定。**再次，有一定的价格折扣带来更高的收益**。由于 PE 市场的私募性质，缺乏

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14727

