

清科观察：六要素影响 PE 行业走势，“大资管”利好市场回暖

2013 年 08 月 07 日 清科研究中心 朱毅捷

清科研究中心的数据显示，2013 年上半年中国私募股权投资市场仍然延续了下滑的态势。期间，新募集基金共计 121 支，募资总额 78.24 亿美元，同比大幅下降 64.4%及 57.6%；VC/PE 基金的投资案例数合计 516 起，投资总额 99.15 亿美元，同比分别下降 45.2%和 21.0%；机构的退出活动并不活跃，上半年仅完成了 73 笔退出，同比大降 68.0%；中国私募股权投资市场处于近期低点。

图 1. 2006-2013H1 中国私募股权市场募资情况

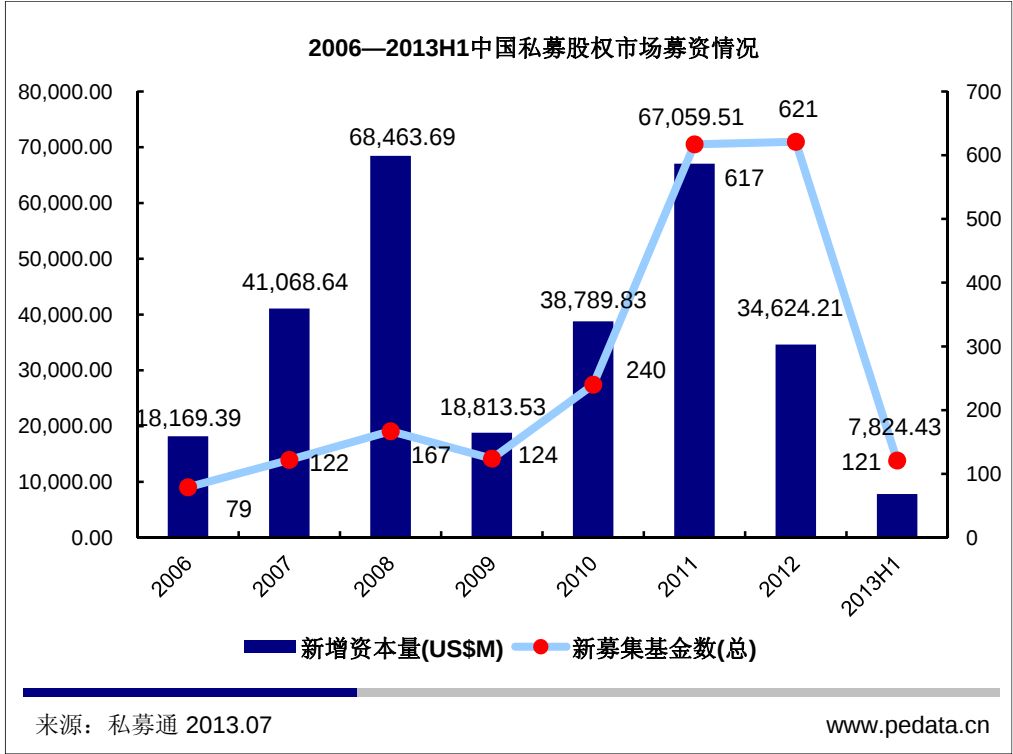


图 2. 2006-2013H1 中国私募股权市场投资情况

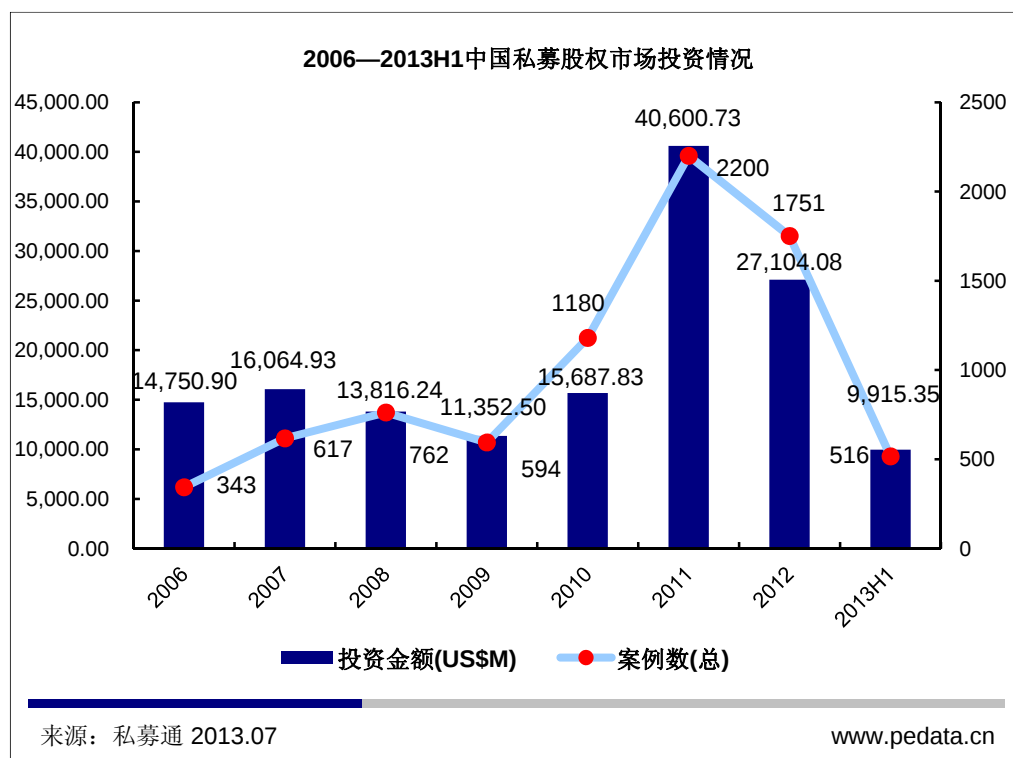


图 3. 2006-2013H1 中国私募股权市场退出情况



中国私募股权市场的持续趋冷，引发了行业内部的强烈关注。市场何时能回暖，就成为了人们最为关心的问题之一。清科研究中心认为，中国私募股权市场的回暖，主要受到六大要素的影响：

一、宏观经济的情况

目前中国经济的运行状况仍不令人如意，相对于 2012 年末经济数据反弹时的信心勃勃，市场已对“强复苏”逐渐丧失了信心。目前，中国经济表现出工业生产活动持续偏弱、内需不强和出口乏力的现象，在此情况下，若没有强大的外部因素对经济产生促进作用，下半年中国经济可能只会出现中等，甚至偏弱的复苏力度，下行压力较重。但即使如此，部分市场参与者依然对中国经济的中期走势信心满满，其原因在于很多人对下半年可能出台的“城镇化”等政策形成了较强的预期，认为中国经济仍有可能在年末出现较强的复苏力度。可以说，现在人们的意见相左，市场还未对中国经济的中期走势形成一致性预期，这就造成了不确定性的上升。

对投资活动而言，不管是空方还是多方，往往都只会在市场方向较为明确的时候大肆出手，因此不确定性无疑是影响交易行为的一大负面要素。在经济运行现状不理想，同时缺乏对未来判断的情况下，对于 GP 而言，一方面其已投项目的业绩会受到影响，另一方面很多投资人也不敢在此时大量增加投资组合对宏观经济整体的风险敞口，因此投资活动的下降也就成了必然；而对于 LP 而言，一方面他们之前的投资在目前回报预期有所下降，另一方面经济的不明朗也令他们趋于谨慎，并更多选择持币观望，这也就造成了募资活动的下滑。

清科研究中心认为，宏观经济的未来走势在年末将初现端倪。届时若是政策力度较小，中国经济偏疲软，则私募股权行业可能在 2、3 年以后才能恢复到之前的水平；而若是新政策的出台对经济有一定的刺激作用，GDP 的中期增速能维持在 7.5% 以上，那么私募股权行业可能会在相对短的时期迎来较大改善。

二、国际资本配置

国际投资者在中国私募股权行业扮演了极其重要的角色，尤其是互联网等美元基金投资的热门领域。对于国际投资者而言，对中国以及其他发展中国家投资的重要动机主要为两点：一是享受发展中国家更高的投资回报；二是提升投资组合的多样性、降低整体风险。因此，中国与其他国家间相对回报水平的降低，以及资产配置者对风险感知的提升，都将直接导致国际资本减少对中国的配置，这在近年中国私募股权市场的募资活动中表现明显。

首先，美国次债危机所引发的恐慌，令避险情绪高涨，国际投资者的风险偏好趋于保守，在中国投资项目的风险并未显著上升的情况下，中国私募股权市场的外币基金募资额在 2009 年出现巨幅下滑，人民币基金的募资总量首次超过外币基金；此后，2012 年，欧洲危机、美国大选等多个悬念的同时发酵令国际资本市场的不确定性大幅提升，国际投资的风险也因此上涨，外币基金的募资总额再度明显下滑；与此同时，2012 年以来中国经济的走弱也令项目的回报水平出现下滑，而同期美国的投资回报显著上升，令中国市场的相对回报水平下降，并进一步降低了国际投资者对中国的投资意愿。

从国际资产配置的现状来看，目前其结构仍相对稳定。除非中国出现强复苏并带动投资回报上涨，或

是国际资本的流动性大幅上升、投资者的风险偏好提高，否则短期内，国际投资并不会为中国私募股权市场的回暖带来明显的动力。

三、“大资管”时代的到来

2012 年 9 月，证监会发布修订后的《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》，打通了基金公司进入私募股权市场的通道；2013 年 2 月，证监会发布《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》，明确了符合条件的资产管理机构可以开展公募证券投资业务；这两项政策的出台，标志着“大资管”时代即将到来。

对于中国私募股权市场而言，“大资管”战略的执行将带来两个方面的影响。一方面，基金公司的获准进入将导致市场扩容，然而因为该项操作建立在“专项资产管理业务”上，所以难以利用基金公司公开募资的渠道优势，因此其扩容效果仍待考量；另一方面，符合条件的资产管理机构获准开展公募证券投资业务，不仅将为 VC/PE 机构带来更高的管理资本量，也将提高私募股权市场投资策略的多样性。从这两方面来看，“大资管”的发展将有助于中国私募股权市场的回暖，然而这一点需要时间的沉淀，因此其在短期内的帮助仍然有限。

四、不同资产类别回报率的变化

在可投资本总量一定的情况下，不同资产类别的回报水平会显著影响投资者的配置比例。目前国内市场的情况为：债市的回报处于历史较高水平；股市震荡不休；房市则前景不明，整体而言中国私募股权市场具有相对较强的吸引力。然而近年以来，VC/PE 基金的整体回报已趋于正常水平，其赚钱效应的消失令投资者的狂热逐渐消退。在未来的一段时间，若中国股市进入牛市阶段，对中国私募股权市场而言将有利有弊：一方面，牛市会使股票的发行市盈率上升并提高 IPO 退出的潜在回报，进而提升私募股权投资的吸引力；另一方面，股票市场本身的赚钱效应有可能会吸收更多的可投资本量，这可能会对中国私募股权市场的募资情况造成一定的冲击。

五、其他另类投资手段的回报率变化

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_15534

