

# 价值衡量® 变化中的私募基金 市场前景



## 引言

今年，我们的讨论围绕两大重要发展。首先，在过去一年里，随着中国持续发展壮大，市场上的金融企业也日趋多元化，同时相当一部分国内投资资金的流动在很大程度上并未受到监管。

---

2010年上半年，人民币基金的发展速度差不多是2009年上半年的三倍，令许多观察机构都出乎意料

扮演人民币私募基金的信托公司也在市场上扮演重要的角色，通过从大型国有银行取得证券化的贷款，推出新的金融产品，这些公司都只是近来才受到监管者的详细审查。

其次，对境外金融投资者的门户更加开放，包括开放部分先前受限制的行业，和进一步放宽已经开放的行业。多个官方公告也在推动这方面的讨论，包括2010年4月的《国务院关于进一步做好利用外资工作的若干意见》，以及2010年5月国务院发布以引导民间投资健康发展为重点的“新36条”文件。然而尽管新的行业即将开放，所带来的实际机遇仍然不甚明朗，明细目录尚待正式发布，而监管机构的执法行为也尚待考验。同时最近关于国际贸易和投资的争论也使外部环境硝烟弥漫。

从市场和监管的角度看，正在发生的变化可能会成为中国影响全球金融体系的转折点。在探讨美国和中国于后金融危机和后经济刺激时期角色的背景下，这些变化已经在近期展开。

## 《私募基金投资信心调查》简评

---

### 今年调查受访者对中国投资环境的信心依然保持增长……

但他们也继续强调环境中的挑战，尤其是来自监管和竞争方面的挑战。这点与我们后续的分析相一致。

受访者认为有限合伙人（LP）的利益将增加或维持强势，从而推动更多投资活动。他们预测交易规模将有适度增长。另一方面，他们预期，投资并不会如政府期望并持续推进的向二线城市转移；而在投资准备方面，他们的中国投资目标也不会出现明显改善。

就对所投资的行业的兴趣意欲而言，约半数受访者赞同政府对外国直接投资和私人投资的优先措施，超过百分之四十的受访者认为，私募基金对消费品/零售和矿业/能源行业的投资兴趣最殷切。

---

政府对外商直接投资的鼓励政策也将促进如绿色增长等重要战略的发展

总体而言，人民币基金活动增速超过预期，且受访者表示，人民币基金活动仍会是未来投资的主要驱动因素。当问及未来哪一类投资者会最活跃时，答案出现明显变化。2009年，百分之三十六的受访者认为是外国私募基金经理人。2010年，该数字跌至百分之九，反映出国内投资渠道的迅猛增长。与之相关的是，绝大多数（百分之九十四）的受访者表示，预计首次公开招股将是主要的退出模式。

一方面，投资经理人和他们的有限合伙人对中国兴趣浓厚，且乐观地认为中国或许是现今最佳的投资地点之一，因为其投资水平与规模均在发展，同时退出机遇亦在改善。另一方面，他们受到中国发展模式的显著影响，这种模式不单保障国有企业的主要地位，也包括受国有企业资助的“民间”投资。它还包括中国法规和行政的特殊性；市场和监管方向非常迅速的改变和较为模糊的转变；以及来自本土投资者激烈的竞争，这些投资者灵活的投资方式有时会令全球投资经理人望尘莫及。

---

今年的私募基金投资信心调查清楚说明，中国给全球的投资经理人提供了独特的机遇，也提出了独特的挑战

### 人民币基金的发展和面临的问题

2010年将会是值得铭记的一年，因为这一年人民币基金步入正轨，并成为中国资本市场前景的“重头戏”。由2010年4月浦东发行试点规定作为起点，外资管理的人民币基金的监管框架历时数年终于成形。众盼已久，国务院发布《外国企业或者个人在中国境内设立合伙企业管理办法》（合作办法），办法于2010年3月1日生效，加快人民币基金的发展进程。如今，随着多个县市政府争相设立人民币基金，新的本土规定突显各城市间所带来的机遇差异，如上海浦东、北京、天津和重庆。但是由于国家合作、投资和货币法规中一致性与矛盾性尚待探究，使得人民币基金的前景令人困惑但又引人入胜。

2010年上半年，总共有32个新的私募基金设立，其中26个以人民币计值，募集资金达45亿美元。今年迄今为止，现存的100多个人民币基金已筹集91.3亿美元，占（2010年至今）所有以中国为重点的私募基金集资额的百分之七十七。自2009年起，以人民币计值的私募基金已占主导地位，2009年初，其交易总值不少于36亿美元，而非人民币计值的基金交易价值则为28亿美元。

根据Preqin的数据，截至2010年6月，总值853亿人民币（125亿美元）的18个基金已售予投资者，较2010年初总值508亿人民币（75亿美元）的12个基金推出市场而言，增加了百分之六十七点九。

在达成人民币融资目标时，外币基金面对监管和市场的挑战。迄今为止，外资经营的人民币基金已募集约238亿人民币（35亿美元），其中2010年的募集资金则达151亿人民币（22.2亿美元）。这意味着，过去三个季度（2010年1月-9月），仅募集到所有外资管理人民币基金的百分之六十四资金。外资经营人民币基金步伐加快，但挑战依旧存在。

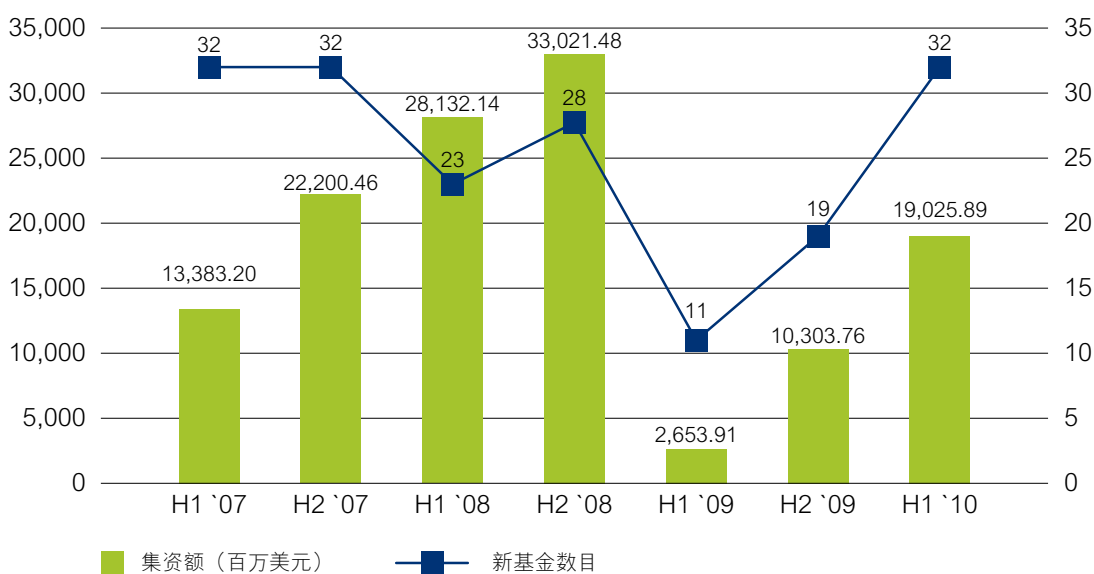
---

人民币基金种类繁多，由国际基金管理人管理的人民币基金与急速增长的纯国内基金在多方面表现较大差异

国内基金需要行动迅速、更短的尽职审查、简短文书，以及可靠性承诺，比起国际管理的人民币基金依据法律框架，其依据更多的是关系。外币基金正采用多种方法，部分会集中单一地区与人民币基金，其他则看重多个地区与稳健的本土合作。

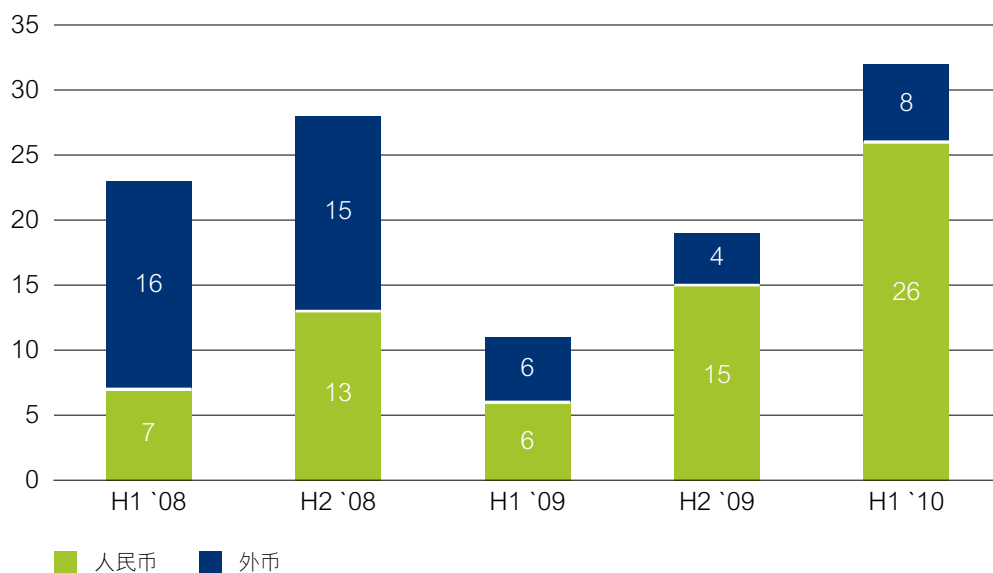
除了反映新人民币基金数量及其总资本的强势增长外，下列图表均显示，新基金的规模正在缩小，这是由于大量新国内投资者进入市场所致。

**图1：2007年上半年 - 2010年上半年私募基金集资总额环比**



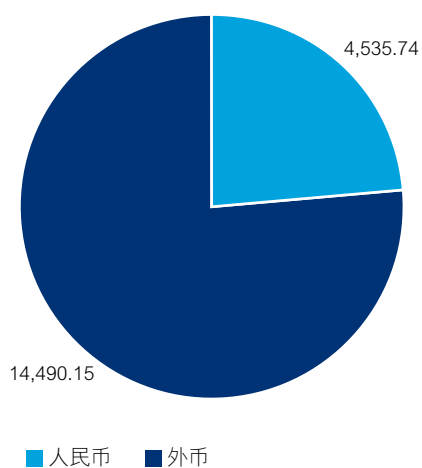
资料来源：清科研究中心，2010年4月 (www.zero2ipo.com.cn)

图2：2008年上半年 - 2010年上半年新募集私募基金币种分布情形（按募集的新基金数目计）



资料来源：清科研究中心·2010年4月 (www.zero2ipo.com.cn)

图3：2008年上半年 - 2010年上半年首新募集私募基金币种分布情形  
(按集资额计，百万美元)



资料来源：清科研究中心·2010年4月 (www.zero2ipo.com.cn)

### 信托制私募基金

不对近期的激增的信托模式稍加理解，中国私募基金策略就不能称作全面。信托就像中国改革本身一样由来已久，可追溯到1979年中国国际信托投资公司（CITIC）的成立。经历将近30年的起伏动荡和监管混乱后，监管机构中国银监会于2007年建立起中国目前的信托模式。

中国加入WTO时信托业开始接受严格审查，2004年更加严厉。2007年新增的主要管理框架加强了管理监察，并扩大了信托活动范围，创造了一种中国独特的金融服务模式，融合了理财、银行业务、私募基金等诸多功能。

---

## 继30年的放任式监察后，银监会最近对信托的业绩和风险进行了近距离的观察

按照设计，只有高净值的个人和公司才允许加入融资信托。高净值的个人投资者人数最多不超过50人，但对公司投资者没有数量限制。

---

## 政策的目的是显然着眼于为可投资的公司资产发展专业投资渠道

2007的第三季度，银监会颁布规定明确允许国外投资参与信托，比例最高为百分之二十。在国外投资方面，信托制度仿效了银行的相关规定，不同的是，对多名国外投资者总共持有信托权益的总额并未设限。但是，国外投资者最多只能投资2家信托，且必须有最低10亿美元的资产认证方能进入。符合上述规定的第一笔国外投资在2007年作出，自2008年开始，投资者数量激增。

在我们对中国私募基金所作的分类中，信托与国外投资人民币基金最为相似，以此能够快速运作资金、免除国家外汇管理局各程序的繁琐，并可在其项目中吸入当地投资资本，投资方式有直接投资信托，也可与信托共同投资。但信托在某些情况下更加灵活，因为它们可以进入对那些信托开放的行业，而这些行业可能不对私募基金开放，不管是来自国外还是国内。这些行业包括金融服务和房地产等若干类型。信托能够出售金融产品、发放贷款、直接投资、资金借贷及承销证券。

中国信托长久的混乱需要更严密的规章制度来监管，市场亦忧虑对信托公司所赋予相对自由的市场空间。步入2010年下半年，中国试图收紧房地产开发行业的贷款，商业银行减少了贷款量，但信托却没有。在该年度上半年，信托就房地产产品发放了667亿人民币的贷款，比2009年全年增长百分之六十五。银监会察觉到房地产潜在下滑的巨大风险，敦促信托对其房地产风险敞口进行压力测试。在最近的监管举措中，银监会详查了商业银行放贷证券化的情况，这些贷款通过信托售予投资者，可将银行资产负债表上的高风险贷款潜在地转移。

如同海外私募公司管理下的人民币基金一样，国外投资信托与国内独资信托的未来发展方向仍不明朗。但他们很可能是现金充裕的国有企业增加资产管理方式，降低极不稳定部门的风险，提高回报率的重要渠道。因具备此功能，他们将继续扮演自身的角色并不断发展，尽管有不可避免的政策波动。发展初期，他们可能对海外基金提供切实难得的机会使其得以进入中国经济中某些更具吸引力但也更隐蔽的领域。同时，百分之二十的投资上限制约了凭借合法权利、通过信托活动对国外投资者的控制力度，并引起对各持有方之间关系的慎重考虑。

### 本土人民币基金分类

由于中国股权投资市场纷繁复杂，基于以上描述的各类投资者，下表大致划分了本土人民币基金的类型，包括哪些与私募基金及其竞争对手相似的投资者。在资本快速变化的进程中，不少投资者类型的界限都非常模糊，但下表或许可以帮助投资者理解今后几年这个复杂市场的一些内部经营方式。

本土私募类型	特点	趋势	展望
传统私募	<ul style="list-style-type: none"> <li>同时经营美元和人民币基金</li> <li>本地管理</li> <li>具有国际背景的投资团队</li> <li>活跃的市场参与者</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>与国际私募融合来扩大关系面</li> <li>俱乐部投资</li> </ul>	市场主导
证券公司的直接投资公司	<ul style="list-style-type: none"> <li>上市前交易的“赞助及直接股本投资”</li> <li>寻求交易来源的相关强大网络</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>极少数拥有巨额资本基金的大型证券公司成为市场主导</li> <li>但面临更严格的政策监管</li> </ul>	独立私募
保险 - 资产管理公司	<ul style="list-style-type: none"> <li>市场中相对较新的参与者</li> <li>对大型资产通过活跃投资获得更高回报有强大需求</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>建立附属公司投资私募股本和房地产等不被中国保监会正式允许的产业</li> </ul>	基金的基金
具备国有企业背景的投资基金	<ul style="list-style-type: none"> <li>与政府和国企关系牢固</li> <li>拥有更多机会收购控股股份，特别是国企股份</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>达到成熟阶段时扩展经营品种</li> <li>但未来可能专注于核心业务</li> </ul>	基金的基金
地方政府设立的投资基金	<ul style="list-style-type: none"> <li>包括产业投资基金、创业投资引导基金等</li> <li>快速涌现</li> <li>投资受地理范围和行业限制</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>由于受各级政府支持，新基金将继续成立</li> <li>学习如何更有效的市场定位和管理</li> </ul>	?

### 外国直接投资的机会窗口

国家商务部公布计划，将更新详细说明各行业的国外投资规范的目录。该文件始编于1980年中期，最近一次更新于2007年，即在经济危机之前。

---

指导方针的变化表明当局鼓励外资投入到具有更高增值的业务之中，以满足中国的迫切需要，譬如实现绿色增长和构建和谐社会的目标

这些举措凸显出国家的长远计划（如促进自主创新），与亟需在优先工程项目上（如电气化交通、可再生能源）取得进展的紧迫压力之间的矛盾。

整理出新目录中有价值的信息以及第12个五年计划中的有用信息，我们预计将会在以下方面出现重大机遇：

- 光机电一体化
- 地球空间与海洋
- 电子信息
- 航空、航天
- 生物医学与医疗设备
- 软件
- 环境保护
- 新材料
- 新能源资源与有效节能
- 现代农业

---

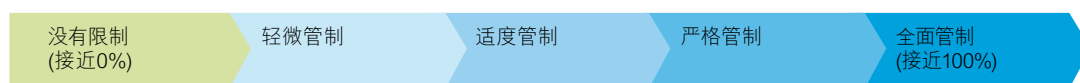
但是，即使目录是于2010年公布，我们仍预计该目录和新指导方针的实施能保留一些模糊性，以为中央和地方的规管者在解释时留下足够的余地

外国直接投资法规的交换性质反映在以下表格。由于在某些服务行业（如IT增值业务、电信基本服务以及媒体）上遭到重要贸易伙伴的威胁，WTO 诉讼又增加了一层不确定性。





行业	曾经	目前	前景
农业、林业	严格管制	严格管制	生物燃料与农作物的生产、加工以及研发等方面可能稍微放松。
商业服务	适度管制	轻微管制	将保持轻微管制或继续微幅放松。
建筑	轻微管制	适度管制	将比以前严格，因政府打击产能过剩，或低端/高污染的行业。
配送、物流	严格管制	适度管制	政府试图引导投资进入物流和电子商务行业，但这仍然是敏感性/战略性板块，可能将保持适度管制。
电力	严格管制	稍加严格管制	管制将稍微放松，因政府着重于高端板块，以及能源、能效、新能源技术。
能源	严格管制	适度管制	该板块做出了大幅的放松管制，因政府着重于高端板块，以及能源、能效、新能源技术。
金融服务	严格管制	更加严格管制	着重于强化国内金融服务供应商，没有给国外公司留下多少余地。
酒店餐饮	轻微管制	适度管制	该领域并非监管重点。
制造	适度管制	轻微管制（除关键行业，如汽车、化工等）	虽然管制已持续放松，但似乎会趋于严厉，政府着重于高科、高端板块，打击产能过剩、污染及能源密集型的板块。
媒体	全面/严格管制	严格管制	也许仍保持严格管制。
房地产	适度管制	轻微管制	也许会严格，因政府管制产能过剩的板块。
资源	严格管制	严格管制	依然是敏感性/战略性板块，但也许将会开放并着重于发展新能源/能效。
社会（医疗、教育、文化）	适度管制	适度管制	政府注资扶住发展。
电信	严格管制	全面/严格管制	依然是敏感性/战略性板块，在即将进行的政策调整中不是重点关注。
运输、基础建设	严格管制	更加轻微管制	敏感性/战略性板块（特别是汽车、化工、菜油等物品的运输）也可能在节能/环保等板块的未来政策扶持下加速发展



### 前景展望

在中国目前的商业环境下，中央和地方领导通过两个主要渠道发挥作用。第一是通过设定并实施规章制度，沿供应链从许可经营范围到设定税务及优惠水平乃至制定价格。二是非制度式，我们称之为“机遇管理”，通过代理参与方直接或间接参与公共资源合作，以建立投资和营商环境。

比如，一家能够运用公共基金的国有投资机构能够影响私募投资机构目标企业的交易价格或者在市政竞拍中影响到私人开发商的目标土地交易价格，正如最近发生的惊人涨价风潮。

## 在中国特色的市场模式下，国有或重量级投资者作为市场参与者加入，但在特定投资中，他们的目标更多地出于政治利益而非商业利益

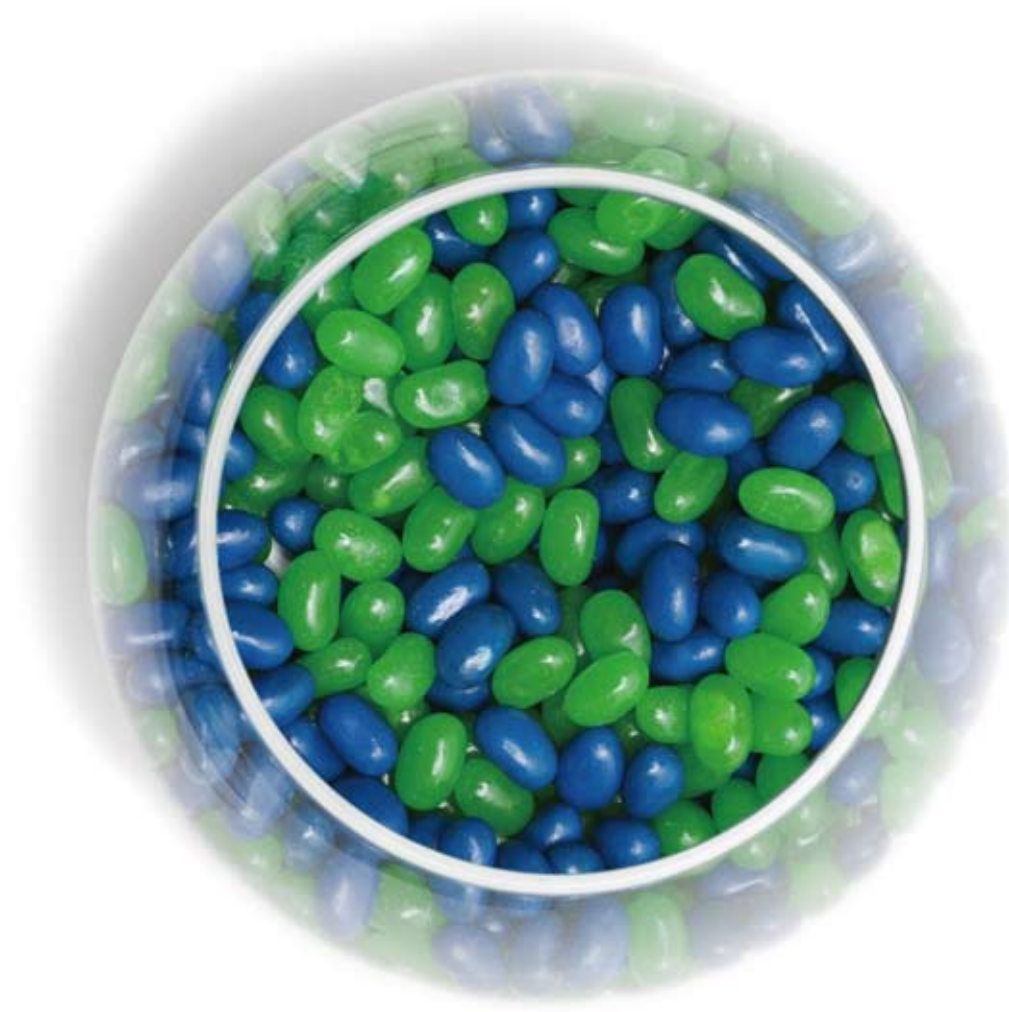
他们可能选择对行业进行财政支持式投资，相当于救援行动，或者用于稳定其他方面价格，可算是贸易保护主义。

在考虑投资前，国内外的投资者应将业内的资本链以及涉及具体目标的常见审查问题作为一个整体来进行理解。

## 不断增加的投资者和交易方需考虑到在中国竞争所作的必要适应，包括授权当地团队促进良好交易的管理及结束

如此，才能适应竞争，且非商业压力扰乱价格的风险及交易完成后的运作目标能清楚辨识，并可制定合适条款

在中国方兴未艾的金融服务行业，包括越来越多的各类私募基金和信托投资者在内，投资者来源的多元化表明某些领域正在逐步开放。并非所有参与者均作为金融投资者在同样的商业规则下，为了同样的市场目标而展开竞争，他们给中国的金融服务带来了真正的竞争，正如数十年来其他行业领域的竞争一样。而外国直接投资目录的扩大同样有利有弊，所以中国需要细化其利益所在，大力改善自身的专业技能，以实现其发展目标。



# 联系

如果您对于本期内容有任何疑问，请联系以下专业人士：

## 北京

杜志豪

总监

德勤中国研究与洞察力中心

电话：+86 10 8512 5601

电子邮件：kdewoskin@deloitte.com.cn

王鹏程

合伙人

审计

电话：+86 10 8520 7123

电子邮件：wangpc@deloitte.com.cn

请到访[www.deloitte.com/cn](http://www.deloitte.com/cn)而获得更多信息

## 关于德勤中国研究与洞察力中心（CRIC）

德勤中国研究与洞察力中心成立于2008年，其宗旨是为中国客户和全球客户提供可能与其业务密切关联的中国发展趋势之见解。

CRIC刊物包括对中国重大议题及发展趋势的深层研究报告，以及对最新发展及其相关影响的简述。CRIC还与德勤全球各主要研究中心合作，并参与德勤全球研究报告的撰写。

## 关于德勤全球

Deloitte（“德勤”）泛指德勤有限公司（一家根据英国法律组成的私人担保有限公司，以下称“德勤有限公司”），以及其一家或多家成员所。每一个成员所均为具有独立法律地位的法律实体。请参阅 [www.deloitte.com/cn/about](http://www.deloitte.com/cn/about) 中有关德勤有限公司及其成员所法律结构的详细描述。

德勤为各行各业的上市及非上市客户提供审计、税务、企业管理咨询及财务咨询服务。德勤成员所网络遍及全球逾140个国家，凭借其世界一流的专业服务能力及对本地市场渊博的知识，协助客户在全球各地取得商业成功。德勤约170,000名专业人士致力于追求卓越，树立典范。

## 关于德勤中国

在中国，我们通过德勤·关黄陈方会计师事务所和德勤华永会计师事务所有限公司，以及其下属机构和关联机构提供服务。德勤·关黄陈方会计师事务所及德勤华永会计师事务所有限公司共同为德勤有限公司的成员所。

德勤中国是中国大陆及港澳地区居领导地位的专业服务机构之一，共拥有逾8,000名员工分布于包括北京、重庆、大连、广州、杭州、香港、澳门、南京、上海、深圳、苏州、天津、武汉和厦门在内的14个城市。

早在1917年，我们于上海成立了办事处。我们以全球网络为支持，为国内企业、跨国公司以及高成长的企业提供全面的审计、税务、企业管理咨询和财务咨询服务。

我们在中国拥有丰富的经验，并一直为中国会计准则、税制以及本土专业会计师的发展作出重大的贡献。在香港，我们更为大约三分之一在香港联合交易所上市的公司提供服务。

本文件中所含数据乃一般性信息，故此，并不构成任何德勤有限公司、其任何成员所或上述其关联机构（统称为“德勤网络”）提供任何会计、商业、财务、投资、法律、税务或其它专业建议或服务。本文件不能代替此等专业建议或服务，读者亦不应依赖本文件中的信息作为可能影响自身财务或业务决策的基础。在做出任何可能影响自身财务或业务的决策或采取任何相关行动前，请咨询合格的专业顾问。任何德勤网络内的机构不对任何方因使用本文件而导致的任何损失承担责任。

