

激发私募股权基金市场活力 推动创新型经济发展

● 招商银行首席经济学家 丁安华

私募股权投资市场面临下行压力

根据清科研究中心数据，私募股权投资行业面临下行压力，具体表现在：

一是募资乏力，政府引导基金成为主要亮点。一季度，国内新募集基金1374只，披露募集金额4093亿元（含400亿元REITs基金），同比下降3.2%。其中，受到政府加快投资政策影响，一季度新设立政府引导基金33只，同比增加27%。其中有15只新设基金规模超百亿元，成为各路私募基金追捧对象。

二是投资市场不振。一季度股权投资市场投资个案2155起，同比下降27.5%；投资金额1968亿元，同比下降47.1%，几近腰斩。由于二级市场表现不佳，市场估值中枢明显回落。

三是退出渠道不畅。受外围因素影响，美元私募基金的退出渠道受阻。

四是并购市场趋冷，大额并购交易急剧减少。一季度并购市场共发生交易519起，同比上升6.8%，但主要是前几年落地的并购业务整合和执行，新增大额并购交易较少。

政府引导基金在发力

在市场调整的同时，政府引导基金仍具活力。据投中研究院数据，截至2021年末，国内共成立1437只政府引导基金，总规模达2.46万亿元。2021年政府引导基金设立数量和规模增幅达77%和207%，华中、西南区域发力明显。我国政府引导基金已经成为私募股权市场上最积极的力量，具有体量大、增速快的特点，处于窗口机遇期。

与此相对应，美元基金快速退潮。根据Preqin数据，今年一季度投资中国的美元基金募集14亿美元，这是2018年以来同期的最低水平，也是连续三个季度下滑。

在构建创新型国家中发挥重要作用

日本在上世纪九十年代初经济泡沫破灭后，陷入长期的经济衰退。首先是资产价格下降，导致持续的去杠杆过程，进而使得资产价格进一步下挫，形成螺旋式的恶性循环。有日本学者将其称为资产负债表衰退。

自经济泡沫破灭以来，日本经济已经停滞了三十年。最近十年，日本原有的资产价格泡沫早已消失殆尽，金融机构的不良资产也已出清，银行的融资功能全面恢复；日本长期采取零利率政策，央行资产负债表大幅扩张。但是，日本经济还是没有起色。可见，原有的资产负债表衰退理论已经无法解释近十年的低增长、低通胀（通缩）现象。日本长期发展的停滞，绝不仅仅是短期资产泡沫引发的后遗症，一定有更为深刻的长期性、结构性原因。那么，什么是导致日本发展停滞的根本原因呢？

笔者认为，原因是日本创新型经济发展动力不足，在移动互联网和人工智能时代处于落后位置。日本的优势产业，都是上世纪八十年代的产物，例如汽车、电视机、家用电器、电子产品、光学仪器等行业。近十年来，这些传统产业受到新技术特别是互联网、半导体、人工智能和新能源产业革新的剧烈冲击。以信息与通讯技术产业的全要素生产率来看，日本严重落后于美国、韩国等国家。

为什么日本创新型经济发展乏力？这可能与创投基金和私募股权基金发展缓慢有关。日本的创投基金和私募股权基金规模偏小，创业投资市场不活跃。有数据显示，疫情前日本初创公司每年获得的风投资金仅为十亿美元量级，而中国和美国的初创公司均在百亿甚至千亿美元量级。

为什么日本会在新一轮技术创新中落伍？原因有很多方面，其中一个不容忽视的因素是与老龄化相关。日本目前的人口年龄中位数为48岁，高于中美10岁。高科技创新创业主体，大多以年轻人为主。美国麻省理工学院调查发现，校友创业的年龄存在日益年轻化趋势，最活跃的创业年龄段从上世纪70年代的30-40岁，下降到目前的25-35岁。而日本人口逐渐老龄化，日益偏离最佳的创业时间窗口，也许是他们在本轮以移动互联网、人工智能为主的创新浪潮中被抛下的重要原因之一。

对我国而言，从人口结构看，我国也已经进入老龄化社会。因此，相关部门反复强调要建立一个个创新型国家是非常及时的。只有通过创新提升（全要素）生产率，才能确保中国经济的持续稳定增长。

建设创新型国家，最为关键的是完善创新机制和激发市场活力，两者缺一不可。完善创新机制，其中最重要的是通过创投基金和私募股权基金的市场机制，为创新者（年轻人）提供风险资本；激发市场活力，就是要充分调动民间资本的积极性和创造性。从建设创新型国家而言，当前私募股权基金和创投市场值得高度关注。

发挥国有资本引领作用

如何应对后疫情时代私募股权投资市场的挑战？笔者认为，国有资本正发挥重要作用。

随着财政资金基金化使用和国有资本投资运作的日趋活跃，国资背景的私募股权基金加



丁安华简介

中国金融四十人论坛（CF40）常务理事
深圳金融学会副会长
香港中文大学（深圳）客座教授
资本市场学院特聘教授

当前，我国私募基金市场（含创投基金）募资端乏力、投资端不振、退出渠道不畅、并购市场趋冷，需要政府部门在科技成果转化过程中发挥积极作用，尤其是发挥国有资本链接和整合资源的能力，激发私募股权基金市场活力，推动我国创新型经济发展。

速入场，成为私募股权市场发展的一大动力。根据清科研究中心统计，2021年具备国资背景的LP（有限合伙人）出资次数占比为12.6%，而出资认缴总规模占比达到68.0%。2022年一季度，10亿元人民币以上的人民币基金，半数以上由国资背景的基金管理人管理，而超百亿元人民币基金则全部由国资背景基金管理人管理。

投资母基金是国有资本参与私募股权市场的主要方式。2021年以来，各省市都在加快设立政府引导基金。当前，政府引导基金已经成为带动区域经济和转型发展的重要工具，获得地方政府的青睐。其重要作用不仅体现在助力地方招商引资、引产业，而且在推动科技创新、扶持创新中小企业、促进金融资源高效配置等方面，发挥着财政资金“四两拨千斤”的作用。

除引导基金外，在国企带动下，持续低迷的市场化母基金活跃度也有所提升。2021年，市场化母基金出资超过1200亿元，出资占比从前一年的4%显著提升至6.9%。央企招商局资本、华润资本、国能资本、国科控股以及地方国资江西金控等多家国企都发起成立市场化母基金。近期，由上海国投、上汽金控、宁德时代、B站等10家企业共同成立的市场化母基金“上海号”，再次受到市场高度关注。

可以看到，在经济放缓期，国有资本的独特优势愈发凸显。一方面，国有资本具有“长期”特质，资金体量大、风险承担能力强，与其他类型基金相比，更能承受科技创新发展的长周期；另一方面，国有资本同时追求经济效益和社会效益，兼具增值性和正外部性的双重价值取向，能够在政府与市场之间整合资源，为创新企业提供扶持和帮助。因此，需要进一步理顺国有资本的功能定位，充分发挥国有资本作为长期资金在创新资本中的引领作用。

以天使母基金助力早期投资市场发展

在政府引导基金中，天使母基金设立迎来热潮。早期投资是科技成果实现创新转化的重要环节，因其投资风险高、不确定性强、投资回报周期长等特点，一直是私募股权投资行业最薄弱的领域。尤其是2018年以来，在股权投资市场，机构避险情绪明显，偏好中后期项目，早期投资市场跌入“冰点”。目前，这一情况正出现转机。在国家“投早、投小、投科技”

的政策引导下，深圳、苏州、常州、成都、青岛、广州、武汉、天津、沈阳等地出台政策鼓励天使投资、设立天使母基金，国家级天使母基金也呼之欲出，早期投资蔚然成风。

天使母基金的爆发对早期投资市场、推动科技创新是一个积极信号。事实上，天使资金在创新体系中不仅体现为要素投入，更重要的是其引领资本和资源快速向创新前沿集中。例如，投资决策过程中需要专业团队的行研、尽调，做出专业判断，加快资本、人才向高科技、高增长产业集聚，最终形成资金集聚与创新发展互为因果的良性循环。

此外，天使母基金是“投资人的投资人”，发挥着培育天使投资人的角色功能。目前国内规模最大的天使母基金——深圳天使母基金，在2019年发起成立“深港天使投资人联盟”，成员单位包括投资机构、科研院所和高等院校的科技成果转化机构、天使生态服务机构、产业龙头企业等。通过与广泛的市场主体合作、优势互补，营造良好的早期投资氛围。

除了“深圳经验”，在早期股权投资领域“合肥模式”也颇具特色。与国内近年密集成立的天使母基金不同，合肥市天使投资基金采用直投方式。这种选择与此前合肥缺少成熟的天使投资机构和个人有关。值得一提的是，合肥天使投资基金虽然以国资背景涉足直投，但强调市场化、专业化运作，在制度上也较早地提出了尽取负责、风险容忍度等等。

完善创新创业生态激发市场活力

激发私募股权基金市场的活力，离不开良好的生态环境。一直以来，创投基金和私募股权基金被称为中小科创企业成长的助推器。除了提供资金，创投基金更重要的是帮助企业获得其发展所必须的各类资源，如创业咨询、空间、人才、技术设备，以及市场、会计、律师、投行等中介服务。与此同时，私募股权基金自身的发展也离不开发达的多层次资本市场和并购市场。

在这方面，美国和新加坡提供了不少案例和成功经验。上世纪70年代，美国在面临传统产业衰退、经济滞涨困境时，大力推行供给侧改革，放松管制，鼓励支持信息产业发展，将资本利得税由49.5%降到28%，后又降到20%，推动创业投资蓬勃发展，并于1971年创办纳斯达克市场，完善多层次资本市场建设。

近年来，新加坡成为全球最活跃的投资枢纽之一。2021年，因为疫情影响与科技趋势推动，新加坡的风险创投额猛增至225亿美元，共达成303个投资交易，吸引投资总额165亿美元，比2020年吸引的投资（52亿美元）高出2倍以上（数据来自36氪）。在这片只有500多万人口的土地上，新加坡构建起完善的初创生态系统，孕育了大量独角兽企业。

总结美国和新加坡经验，我们发现私募股权基金市场从成长、活跃到繁荣，离不开政府的推动和生态体系建设。在发达的创新创业生态中，私募股权基金与其他市场主体和创新主体之间，能够建立广泛和深入的联系，实现要素资源的高效流动。

在我国现阶段，这一理想状态仍难达到，不同机构与体系之间的对接互通较难通过市场机制自发完成。面对这一现状，需要政府在科技成果转化过程中发挥积极作用，尤其是发挥国有资本链接和整合资源的能力，激发私募股权基金市场活力，推动我国创新型经济发展。



绿色+数字：气候变化背景下两大投资关键词

● 华宝基金可持续发展投资部 基金经理 徐欣

气候变化的概念，听起来距离人们的生活似乎很遥远。但如果说起极端强降雨、油价上涨和电力供应的波动，相信大家不会感到陌生。气候变化导致各类自然灾害频发，从干旱、山火到飓风、暴雨，我们的生存环境面临气候变化加剧带来的挑战。为了应对气候变化，做到节能降碳，石油和煤炭行业资本开支预计将长期下行，油价波动与电力供应的影响或加剧。

如何把对风险和成本上升的担忧，转化为发展机遇，成为企业生产与居民生活中的重要议题。

全球行动应对气候变化

2016年，《巴黎协定》正式实施，明确了全球应对气候变化的长期框架。《巴黎协定》的目标之一是把全球平均气温升幅控制在工业化前水平以上低于2℃之内，并努力将气温升幅限制在工业化前水平以上1.5℃之内，同时认识到这将大大减少气候变化的风险和影响。

为了应对气候变化风险，部分国家纷纷提出碳达峰与碳中和目标，控制温室气体排放。2020年，我国提出了“二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和”的双碳目标，引发国内外广泛关注，体现了负责任大国的担当。

我国在应对气候变化与减碳的道路上，相较其他国家与地区存在差异。一方面，相比海外，我国的一次能源结构呈现富煤、贫油、少气的特点，双碳目标达成在起点上就面临较多挑战。另一方面，在清洁能源发电和储能领域，我国已经建立竞争优势和产业集群。对这种优势的巩固，在未来的发展过程中将更多体现为机遇。

把握投资机遇

我国双碳目标的提出，将持续影响未来的能源结构、产业结构以及资产配置方向。受益于低碳转型的新兴产业快速崛起，各种新技术、新应用层出不穷。从资产配置角度来看，全球资管行业对气候变化相关投资的重视程度不断提升。在海外主权基金、养老基金等长期投资机构的管理规模占比增加。国内市场方面，据统计，与气候变化、低碳转型相关的资产管理产品在整体管理规模中的占比也呈长期向上趋势。

笔者认为，考虑气候变化影响的分类方法和投资框架，更有助于挖掘影响行业和公司长期价值的因子，对传统的行业划分和投资框架构成有效补充。在此背景下，我们目前重点关注绿色经济与数字经济两大投资方向。

绿色经济方面，清洁能源发电和新能源车等领域及配套产业链预计将在长周期内维持较高景气。外部政策支持与自身技术降本能力成为渗透率提升的核心驱动力。据国际能源署

（IEA）最新报告测算，在原材料价格上涨、供应链面临挑战的环境下，全球可再生能源新增装机量在2021年达到创纪录的2.95亿千瓦，预计2022年将进一步增长至3.2亿千瓦。清洁能源占比提升，分布式电源增加，以及电车充电桩等新型负荷的接入，对以基荷能源和集中式电源为主的存量电力系统带来了新的挑战。电网升级改造、储能技术与规模扩张、火电灵活性改造等手段，将成为应对系统复杂度提升的有效措施，而在此过程中的价格机制演进与产业沟通协作同样至关重要。

数字经济包括电子、通信、计算机等行业的硬件产品提供者，以及在硬件产品支持下提供软件和服务的各行各业。数据作为生产要素，赋能经济增长的价值已得到认可。数字经济通过提升运营效率、减少线下活动，间接减少碳排放的价值，在交通、

3.2亿千瓦

据国际能源署（IEA）

最新报告测算，在原材料价格上涨、供应链面临挑战的环境下，全球可再生能源新增装机量在2021年达到创纪录的2.95亿千瓦，预计2022年将进一步增长至3.2亿千瓦。

制造和建筑等领域也有众多实证案例。从产业的全球竞争力来看，中国的工程师红利仍具备较长释放周期，产业集群和基础设施配套优势有望继续保持，用户侧的庞大规模与多样化需求则为产品服务的快速迭代更新提供了坚实土壤。

从长期的发展方向看，落实到产业推进层面，固然会存在反复，股票市场对这一过程中的噪音又会起到放大作用，但笔者始终相信，既然发展动能的积累不是一蹴而就，具备全球范围内的长期必要性，也就不会因为阶段性的外部扰动而迷失方向。区域局部冲突催化传统能源价格上涨，国家安全自主需求带来对清洁能源装机器的更大热情，众多国家和国际组织加强了对可再生能源技术部署的承诺，远期渗透率目标上修。前期受疫情扩散影响的产业经营数据，在复工复产及各类扶持政策的推动下，有望迈向正轨。绿色经济与数字经济领域的众多优秀公司，通过持续研发创新和经营管理能力提高，在充满不确定性的外部环境中保持甚至增强了自身的发展韧性，终将体现为股东收益和社会责任层面的多赢。

应对气候变化与减碳行动，功在当代，利在千秋，是人类生存发展的共同利益所在，也是我国经济社会高质量发展发展的必然结果，将在不断超预期的产业数据中得到印证。作为资产受托管理者，我们希望实体经济参与者积极把握气候变化背景下的产业转型升级机遇，也希望能与资产持有人携手，共同分享产业发展的成果。



视觉中国图片