

机构强势崛起 S市场“鲶鱼效应”凸显

□本报记者 杨皖玉

今年以来，私募股权二级市场——S市场迎来大幅扩容。其中，保险、券商、银行、信托等金融机构迅速崛起，以较强的资金实力、中低水平的收益追求，成为S市场里的“鲶鱼”，极大提高了S基金的交易活跃度，也间接促进了私募股权创投基金发挥服务实体经济的使命。

中国证券报记者调研发现，资产明晰、回报周期短是不同背景的金融机构进行S交易时关注的重点。目前来看，金融机构参与S基金交易仍在资产估值、合规性、股东限制等方面，面临一些困难。



视觉中国图片

S市场扩容

“你们收LP（投资人）份额还是项目份额？”“你们基金盘子里能拿出多少比例做S？”“除了接续，重组能做吗？”

近日，在第二届中国私募股权基金流动性峰会暨2023尚贤湖创投峰会上，不少私募股权行业人士在“转让基金”，有买方，也有卖方，现场好像股权投资基金的交易市集，好不热闹。

在私募股权市场里，专注于二手基金份额转让的基金被称为“S基金”，交易过程中形成的市场被称为“私募股权二级市场”，业内常称之为“S市场”。

多家机构的最新数据显示，2021年起，私募股权二级市场快速扩容，多家数据供应商的数据显示，2022年，S基金的规模同比有40%—50%的增幅。“主要原因是从卖方、买方和政策角度，都给予了这个市场大力的关注和支持。”晨鸣集团CEO王云帆表示。

S基金之所以在近两年“走红”，与私募股权投资市场的基金结构有很大的关系。

“2021年起，国内人民币私募股权基金市场中首次出现到期基金数量超过活跃基金的情况，预示着国内私募股权市场正式走进存量时代。”据王云帆观察，由于经济环境出现变

化，大量机构开始更主动地出售份额。GP（管理人）原来主要追求IRR（投资内部收益率），现在都追求DPI（现金回报率），越来越重视退出的问题，并且愿意释放优质的额度，所以整个市场的交易越来越活跃。

“S基金发展快有很多原因，最主要的原因是市场需求决定的，从买方和卖方来讲都有需求。”中保投资副总裁陈子昊表示，对于买方来说，以前没有机会进入一级投资的机构，可以通过S市场买入一些优质资产，同时风险相对较低，投资期限相对较短，回报更有确定性，由于卖方有流动性需求，可能在交易当中给予流动性折扣。对于卖方来说，通过S市场，一方面资产变现快，可以满足回收现金、再投资等需求；另一方面可以锁定既有收益，提高收益的确定性，调整资产配置比例等。

金融机构入场

在高速扩容的同时，S市场中的买方结构逐渐发生变化，以金融机构为主的新买家凭借充足的自有资金、中低区间的收益目标，在S市场中迅速崛起。

“我们今年接触的S基金非常多，从估值或者卖方心理价位来看，市场预期都提高了。”信达资产战略客户三部总经理助理李文涛说。

汉领资本董事总经理及亚太投资联席主管夏明晨表示，S基金投资

不是机会型的、抄底型的随机性投资，应把S基金当做一个大类资产来配置，和投股权创投基金、母基金一样。据他和团队观察，海外成熟机构投资人的投资组合当中，已经有10%—20%的资金专门配置到S基金里。

“S基金规模向右”是王云帆发现的一个新趋势，而这也与金融机构的加速入局有关。他表示，对于保险、银行、信托这种大体量机构来说，S基金取得中等收益区间更符合他们的投资偏好，而且资金成本又相对较低。整体上来看，大规模交易能够更大程度地解决市场的流动性痛点。“至于中等收益区间，对股权投资机构来讲，可能会觉得不那么‘美好’了。它需要进行复杂交易去提升交易的收益率。”王云帆表示。

“S基金的投资逻辑，每家金融机构不太一样。”李文涛表示。据中国证券报记者观察，资产明晰、回报周期短是不同背景的金融机构进行相关交易时关注的重点。

根据实操经验，陈子昊总结了险资在进行S基金交易时所关注的重点：第一，险资机构希望基金底层项目比较清晰，并且能够尽快收回投资，比较偏好明池资产比例比较高的S基金业务，以提高底层资产的确定性；第二，对头部机构较为认可信任，对S基金管理人或者是母基金管理人的管理能力和退出能力要求比较高；第三，对估值的折扣比较在意，因为

这是增加投资安全性和投资回报确定性的因素。

券商背景的李文涛则表示，他和团队更多关注处于投资期后期、退出期或者延长期阶段的S基金交易。“我们更多关注明池资产，因此选择的基金阶段肯定偏后期，这样在投资策略上，S基金的资产会清楚一些，投资成本也更确定，周期性回报相对也比较短一些。”

服务实体经济

在多层次资本市场体系中，“投早、投小、投创新”是私募股权创投基金的投资风格和投资策略，故此，私募股权创投基金是支持科技创新、服务实体经济和中小微企业发展的重要力量。在不少业内人士看来，S基金的快速发展将进一步促进私募股权创投基金发挥服务实体经济的使命。

“对于信达资产这类处理不良资产的金融机构而言，在一级市场上投资的专业性程度不如市场化机构，对市场的灵敏度、敏锐度、市场触角并不那么深，因此通过S基金跟市场化GP合作，可以更多为实体企业，尤其是高新技术企业的发展做贡献。”李文涛表示，“私募股权创投基金穿透来看是服务实体企业的，如果私募股权创投基金的退出生态链没有出现问题，影响将会蔓延到实体经济。”此外，李文涛认为，金融机构通

过S市场承接国有平台、国有出资人的私募股权投资基金份额，对于国有资产存量盘活、科技自立自强等方面有较为重要的意义。

目前来看，金融机构参与S基金交易仍在资产估值、合规性、股东限制等方面，面临一些困难。

“要不要穿透底层项目去尽调？全部尽调还是部分尽调？”“上一轮的估值结果能不能作为这一轮的交易定价依据？”峰会现场，不少业内人士提出当前参与S市场的问题和困惑。

“现在在S基金的底层项目数能达到几百个，甚至接近千个。对单个项目逐一尽调，难度可想而知，基本上是不可能完成的任务。”陈子昊坦言。他表示，S基金的估值比较困难，目前对现存基金的估值一般依赖于GP定期出具的管理报告，而管理报告一般依赖于底层项目最近一期的融资估值的情况。但险资需要自己对底层项目进行估值，这产生了一定的矛盾。

另外，险资是一个强合规的行业，对于投资S基金，基金的管理人是否要满足险资对普通GP的主要考核的指标？某投资机构总经理对中国证券报记者表示，险资机构选择GP时主要考核的指标有：GP的管理规模、历史业绩、团队能力等。其中，在管基金规模不低于30亿元，GP注册资本不低于1亿元等，历史业绩则聚焦于机构的DPI和IRR等方面。

多数私募看多做多 青睐顺周期板块

□本报记者 朱涵

近期，A股市场积极信号不断涌现。近六成私募机构认为，A股调整接近尾声，四季度宏观层面面向好的趋势比较明确，对四季度的A股市场判断偏乐观，投资组合将增加对经济复苏敏感性较高的顺周期类品种。

市场估值或已触底

10月中下旬以来，A股市场经历了一波调整探底回升的行情。在此期间，部分私募坚持入场看多做多。

据私募排排网调查结果显示，64.52%的私募认为沪指2900点是近期市场底部，在政策助力叠加经济回升的双重支撑下，A股市场调整空间有限。同时有35.48%的私募认为市场底部目前难以确定，需要进一步观察。

丹羿投资称，站在沪指3000点位置，无需过度悲观，目前指数处在重要支撑点附近，大多数行业与细分板块具备了较高的性价比。看好中国优势企业海外市场出口的机会，新技术新消费以及传统行业里供小于求的领域也有很多投资机会。

看好顺周期板块

相聚资本表示，后续看好顺周期、成长逻辑板块。一方面，资本市场对未来并不悲观，并预期有更多政策出炉；另一方面，政策对于实体经济有显著拉动效果。站在当前时间点，有理由更加乐观一些。政策陆续落地带来的是市场交易思维的转变：政策转向意图尚未落地时，市场更多交易的是政

策预期本身；在政策陆续落地后，市场转而开始交易基本面变化的预期。

清和泉资本表示，看好上游资源、顺周期以及估值处于低位的板块。随着各项稳增长政策的出台和落实，保持对市场的乐观预期，经济敏感性更高的行业有望体现出业绩和估值的弹性；另外，对科技领域的重大创新保持密切跟踪，看好能够参与供应链且受益的优质成长股。

洋京资本表示，后续看好低估值叠加高分红的顺周期行业、高成长的全球化布局公司。整体来看，国内经济依旧在去库存阶段，政策层面持续加码，预计复苏预期会逐步强化，长期经济结构转型依旧需要时间和耐心，信心的恢复可能需要看到数据端

的验证，短期政策底明确，市场期待更强有力的刺激措施。

关注结构性机会

望正资产表示，市场层面，沪深300指数经过长达两年半的调整，整体估值水平已不高，市场当前正处于中长期非常重要的底部区域。

望正资产称，主要看好四类资产的投资机会：一是3年—5年内有突破性进展的新兴产业，主要包括智能汽车、机器人、人工智能（AI）等蓬勃发展的产业；二是价值充分显现的蓝筹股，这一类公司已经过较长时间的调整，部分行业仍处于渗透率提升阶段，行业贝塔因素和公司经营阿尔法因素同在；三是可选消费行业，居民

资产负债修复明显，压制的需求未来仍会释放，看好汽车、医疗服务、中高端化妆品、次高端白酒、境内外旅游等可选消费未来的发展潜力；四是细分行业中竞争格局明确，发展前景好的优质企业，这些产业成长速度快，竞争格局清晰，长期持有可能带来很好的回报。

久期投资表示，经过了长期的调整，A股市场总体估值比较便宜。7月以来经济基本面和企业业绩逐渐企稳，展望未来，将关注结构性机会，第一，看好高壁垒的优势制造业，尤其是供应端格局较好的优势行业；第二，看好可能出现基本面正向驱动的医药板块；第三，中长期持续看好低估值高分红的“中特估”标的。