

原深圳市地方金融监督管理局局长何杰:

解放思想 营造耐心资本长期生态

□本报记者 杨皖玉

近日,高层强调,要积极发展风险投资,壮大耐心资本。原深圳市地方金融监督管理局局长何杰在接受中国证券报记者专访时表示,新质生产力发展需要耐心资本的陪伴,风险投资短期具有高风险、高收益特征,但长期收益率较为稳定,契合科创企业盈利周期长、失败风险大的特点,同时需要耐心资本的长期支持和资金投入。

他呼吁,放松长线资金进入创投行业政策限制,提升国家资本跨周期运营管理能力,为耐心资本供给创造适宜的长期生态。同时,加快资本市场基础制度改革,优化投融资环境,提高直接融资比例,完善多层次资本市场体系,特别是科创板、创业板、新三板等市场的建设,为耐心资本的退出提供更多便利。

新质生产力需要耐心资本

中国证券报:日前,高层会议强调,要因地制宜发展新质生产力。要加强国家战略科技力量布局,培育壮大新兴产业,超前布局建设未来产业,运用先进技术赋能传统产业转型升级。要积极发展风险投资,壮大耐心资本。你如何理解耐心资本?耐心资本有哪些特征?

何杰:耐心资本指的是那些愿意进行长期投资,不追求短期内快速回报的资本。耐心资本更加注重企业长远发展、可持续性以及对社会和环境的积极影响。

耐心资本从特征上看,一是长期投资策略。耐心资本的投资周期长,更能够支持早、小、科技型企业长期发展。二是注重可持续发展。对环境、社会和公司治理(ESG)问题的重视是耐心资本的重要标志。这些投资者倾向于支持能够带来社会和正面环境效应的项目。三是对短期风险的容忍度更高。由于期待的是长期而非短期回报,耐心资本相对能够承担较高的短期风险,特别适合投资于初创企业或尚在转化早期阶段的科技成果。四是能够穿越周期。耐心资本并非在风险投资市场火热的时候加大出资力度,在市场低迷的时候减少出资力度,而是长期在一级市场稳定出资,以资产



视觉中国图片

配置等为主要目的,赚取长期回报。

有利于支持长期创新项目

中国证券报:为何发展风险投资,需要壮大耐心资本?

何杰:风险投资短期具有高风险、高收益特征,但长期收益率较为稳定。

根据PitchBook数据,在截至2023年3月的12个月里,全球VC基金的内部收益率(IRR)为-14.51%。这也导致大学基金的收益率大幅下滑,2023年弗吉尼亚大学基金私募股权和风险投资组合亏损-5.3%。但从长期来看,风险投资的收益较为可观。根据清科数据,国内2011年设立的风险投资基金,到2021年MOIC(基金的总价值比基金总对外投资额)接近3.5,长期回报率接近10%。从美国等发达国家经验来看,也是如此。美国养老金计划是典型的耐心资本,根据Cliffwater对53个美国养老金计划的统计,截至2021年6月30日的21年时间里,美国养老金计划私募股权投资的年化回报率为11.0%,与二级市场6.9%的年化回报相比高出4.1个百分点。

具体来看,一是耐心资本有利于支持长期创新项目,新质生产力发展需要耐心资本的陪伴。原创性、颠覆性的科技创新活动,需要大量的研发

投入和来实现商业化和规模生产,这些项目往往在初期不会产生快速的经济回报,也面临着更多的不确定性。耐心资本的长期支持和资金投入,更加契合科创企业盈利周期长、失败风险大的特点,能够为相关企业提供稳定的长期保障,也会帮助被投资企业积累长期竞争力。

二是耐心资本有助于减少市场的波动性,是与风险投资特征相匹配的资金。风险投资机构主要通过募集产品投向未上市中小微企业,基金产品具有长期性、封闭性、高风险性、低流动性等特征,不适合短期资本的投机性参与。同时,创投行业募资的难易程度也影响着对企业出资的稳定性。耐心资本的长期性投资策略有助于减少市场的波动性。在经济下行或市场动荡时,耐心资本可以提供稳定的资金支持,减轻市场压力,有助于维持企业的持续运营和发展。

三是耐心资本本质是增加了资本的短期风险承担能力。耐心资本由于其对长期投资回报的期待,增加了对高风险、长周期项目的资金供应,从而推动这些领域的技术创新和产业升级。

四是有利于促进可持续发展。耐心资本往往更注重投资项目的社会、环境效益,通过支持这些项目,不仅

可以促进经济增长,还能推动社会整体的可持续发展。例如,在环保、清洁能源、公共健康等领域的投资,需要长时间积累效益,但对社会和环境的长远影响是深远的。

放松长线资金进入创投行业限制

中国证券报:哪些资金有望成为耐心资本?它们目前进入风险投资领域有哪些困难和限制?

何杰:有望成为耐心资本的资金来源包括但不限于,一是国家(政府)引导基金。通常由中央或地方政府发起设立,旨在通过财政资金的引导作用,吸引社会资本共同投入到重点行业和领域,支持创新发展。它们更注重长期投资回报和社会效益,而不是短期财务回报,具有一定的耐心资本特征。二是保险资金,其具有长期、稳定的特点,随着监管政策的逐步放开,保险资金参与风险投资的空间和渠道不断拓展。三是企业年金、养老金、慈善基金、捐赠基金等资金。这些资金管理人从资产配置的角度出发,寻求长期稳定的回报,因此,它们更可能成为耐心资本。四是大型产业资本。包括国有企业、大型民营企业等。这些企业在发展自身产业链、生态圈的同时,通常需要进行产业布局 and 战略投资,它们更注重长期战略目标而非短期收益。

这些资金进入风险投资领域存在一些困难和限制:一是政策和法律障碍,例如目前地方养老金、企业年金难以投资风险投资项目,保险资金主要受限于创投基金在“偿二代”体系中的风险因子较高。二是部分资金对风险容忍度较低。部分资金来源,特别是保险资金、企业年金等极为注重资产安全和稳定回报,而风险投资的不确定性和较长的回报周期与其目前的考核机制可能不匹配。三是部分耐心资本专业投资能力不足。风险投资需要对行业发展、技术趋势有深刻的理解和判断。但一些传统的资金来源缺乏这方面的专业团队和经验,增加了投资难度。四是目前创投行业退出机制的不完善。风险投资的退出主要通过上市、并购等方式实现。然

而,当前的资本市场在IPO审核、并购重组等方面还存在一些问题和障碍,影响了投资者的退出效率和收益。

中国证券报:应该如何培育壮大耐心资本?

何杰:我特别呼吁解放思想,放松社保基金、保险资金、企业年金等长线资金进入创投行业的政策限制,提升国家资本跨周期运营管理能力,推动探索由政府发行“超长期特别国债/政府债”,合理转化为耐心资本的资金来源。当然,需要同步优化监管机制和约束激励机制,如建立专门的风险投资审计机构,代表国家进行常态化专项业务审计;打造适合国家/政府引导基金的强制跟投制度和自愿跟投机制,为耐心资本供给创造适宜的长期生态。

除了拓宽和深化资金来源之外,还可以从以下几个方面着手:一是政府应继续完善相关政策和监管框架,为耐心资本的形成和发展创造良好的外部环境。这包括完善并购市场和S市场建设,优化创投行业税收优惠机制,以及制定相应的风险补偿机制等。

二是加快资本市场基础制度改革,优化投融资环境,提高直接融资比例,完善多层次资本市场体系,特别是科创板、创业板、新三板等市场的建设,为耐心资本的退出提供更多便利。

三是加强对潜在耐心资本(如大学基金会、捐赠基金等)的引导和培训,提高他们对长期投资价值的认识,以及关于风险评估、投资管理等方面的专业能力,为耐心资本的形成营造良好的文化和心理基础。

四是鼓励多方协同合作,形成政府、市场、社会资本共同推进的良好局面。这涉及到鼓励创新企业和项目,支持科技成果转化,以及推动产业投资基金等多种形式的耐心资本参与。

五是加强对大类资产尤其是风险投资项目的专业分析和评估,运用现代金融工具和机制来管理和分散风险,降低系统性风险。

六是鼓励耐心资本重视并承担更多的社会责任,注重ESG投资理念,这不仅能够带来长期的、可持续的回报,同时也是符合未来发展趋势的需求。

平均仓位创年内新高 私募机构保持多头思维

□本报记者 王辉

近期A股市场持续偏强震荡,经过上周(5月13日至17日)先抑后扬的表现之后,上证指数、沪深300等主要股指均已逼近年内高点,或已再创年内新高。第三方机构监测数据显示,截至4月末,国内股票私募机构平均仓位创出年内新高。而综合多家一线私募的最新策略研判来看,当前私募机构整体对A股市场保持看多做多态度。

主要股指震荡回升

受外围股市高位波动、全球大宗商品强劲上扬、国内政策面暖风频吹等因素共同影响,上周A股先跌后涨,主要股指整体维持5月以来的偏强运行格局。

从上周主要股指的具体表现来看,截至上周五(5月17日)收盘,上证50、沪深300等权重股指表现领先,中证500、中证1000、国证2000等中小市值指数表现相对滞后。从领涨行

业板块角度来看,房地产、建材、建筑、保险、银行等板块整体表现强势,尤其是房地产链市场情绪高涨。与此同时,低空经济、新型城镇等主题指数领涨两市。

另外,Wind数据显示,5月17日当周,两市个股涨跌比为2327:2936,也显示出市场在个股层面的显著分化。

在市场估值方面,通联数据显示,截至5月17日收盘,深证成指、创业板指、科创50的市盈率分别处于近三年25.82%、15.66%、35.10%的分位,上证指数的市盈率则已回升至近三年来的1/2以上水平。整体来看,A股主要股指的市盈率估值优势较为突出。分行业看,估值较低的休闲服务、食品饮料、汽车三个行业的市盈率,分别位于近三年2.61%、5.08%、9.89%的分位,接近最近三年的最低水平,在所有A股行业中也明显处于低估的状态。

私募仓位升至年内新高

值得注意的是,在A股市场整体

震荡回升的同时,当前国内股票私募机构在仓位应对上,也保持“积极持股”的策略。第三方数据显示,截至4月30日,国内股票私募机构的平均仓位为79.40%,环比前一周加仓0.39个百分点。在实现“五连涨”的同时,4月30日股票私募的平均仓位水平一举创出年内新高。

具体来看,截至4月30日,重仓或满仓(仓位大于80%)的股票私募机构占比达58.26%;中等偏重仓位(仓位在五成至八成之间)的股票私募占比为27.59%;仓位在五成以下的股票私募占比合计不足15%。此外,4月30日当周,除50亿至100亿元规模组别的股票私募外,100亿元以上、20亿至50亿元、10亿至20亿元、5亿至10亿元以及5亿元以下其他五个规模组别的股票私募机构均出现不同程度的加仓。

截至4月30日,近五成百亿级股票私募为重仓或满仓。第三方数据显示,有占比高达46.62%的百亿级私募处于重仓或满仓水平;39.50%

的百亿级私募的仓位处于中等偏重水平。

另据第三方机构日前公布的国内证券私募机构业绩监测数据显示,受4月行情温和回升等因素推动,截至4月末,监测到的总计3607家股票私募机构今年前4个月平均亏损2.89%;相较于前3个月3.08%的平均亏损幅度,4月份股票私募机构平均盈利0.19个百分点。业内人士表示,A股市场及私募行业整体赚钱效应的回升,显著提振了股票私募在仓位把控上的信心。

策略研判积极

从多家一线私募机构的最新策略研判来看,目前私募业内对于A股市场的短中期机会,普遍保持积极态度。

丹羿投资分析,从基本面因素来看,相较于去年底,当前投资者对于今年国内经济的复苏信心有所增强。近期经济数据显示,宏观经济供需两端均有所改善,特别是从产需视

角来看,生产指数和新订单指数显著回升,超出市场预期。与此同时,宏观经济也出现多个亮点,房地产市场政策刺激力度加大,以高科技为代表的新的生产方向蓬勃发展,海外需求拉动外需行业板块表现强势。整体而言,在出口和制造业投资的拉动下,今年中国经济有望逐步走强。进一步结合近期市场的运行表现,该机构认为,A股市场有望展开一轮中长期的震荡上行行情。

国雄资本认为,当前A股市场在人民币资产以及全球主要权益市场配置中依旧属于“低位资产”。从基本面来看,当前中国经济处于库存周期底部,后续政策面力度和经济数据有望持续向好,并有望推动资金继续流入A股市场。从策略应对角度来看,该机构建议把握好后期市场回调机会,重点关注周期类资产、科技类资产及其他前期超跌的优质资产。从市场脉络看,该机构认为,A股有望在年内继续震荡走强,“高股息”等投资主线值得重点关注。