

编著

德邦证券股份有限公司

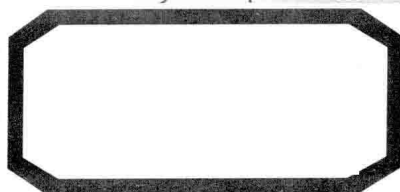


中国 私募基金投资 年度报告 2015

Annual Report of

**Private Equity
Investment**

in China 2015



中国 私募基金投资 年度报告 2015

Annual Report of
**Private Equity
Investment**
in China 2015

编著

德邦证券股份有限公司



 江苏人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国私募基金投资年度报告. 2015/德邦证券股份有限公司编著. —南京:江苏人民出版社, 2015. 7

ISBN 978-7-214-16220-5

I. ①中… II. ①德… III. ①投资基金—研究报告—中国—2015 IV. ①F832.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 173403 号

书 名 中国私募基金投资年度报告 2015

编 著 者 德邦证券股份有限公司

责 任 编 辑 朱晓莹

责 任 监 制 王列丹

出 版 发 行 凤凰出版传媒股份有限公司

江苏人民出版社

出版社地址 南京市湖南路 1 号 A 楼, 邮编: 210009

出版社网址 <http://www.jspph.com>

<http://jsrmcbs.tmall.com>

经 销 凤凰出版传媒股份有限公司

照 排 江苏凤凰制版有限公司

印 刷 江苏凤凰新华印务有限公司

开 本 718×1 000 毫米 1/16

印 张 16.25 插页 2

字 数 260 千字

版 次 2015 年 8 月第 1 版 2015 年 8 月第 1 次印刷

标 准 书 号 ISBN 978-7-214-16220-5

定 价 68.00 元

(江苏人民出版社图书凡印装错误可向承印厂调换)

序

——经济新常态的大类资产配置

中国经济步入发展新常态,从高速增长转为中高速增长,从过度依赖投资、基础设施建设转为更多依靠消费和开放金融体系,新经济将成为中国创新发展中的主角。新常态,是经济增速放缓的新常态;是改变旧有模式,深化改革的新常态;是中国经济融入全球的新常态。

2015年经济仍处于稳中趋降的格局,GDP或有可能稳步下行到7%左右。经济下行压力,降低融资成本是大势所趋,这必然使得货币宽松格局还会维持一定的时间,无风险利率继续下降。长远来看,改革创新才是推动经济增长的新动力。

在新一轮经济发展中,创新驱动离不开以股权融资为主的金融市场,金融改革备受瞩目。金融市场化改革加速推进,存款保险制度的出台为市场化改革建立了长效机制;随着金融机构业务创新与交叉融合不断深化,金融监管体系也在逐步地构建和完善,探索风险控制下的审批、创新监管的手段和策略;我们也看到了政府从管制转向与周边地区一体化的政策方向,比如自贸区、沪港通,以及未来可能的深港通、沪台通……

而新常态的宏观经济环境,必然意味着新常态的财富管理模式和投资策略。过去几年,国内的资产配置在产业间严重不平衡,房地产市值达到200万亿,而股票资产市值仅50万亿左右,普通家庭80%—90%的资产都置了房产。然而随着本轮金融改革和无风险利率下降,未来,房地产市场将不再是全社会最大的资金池,中国人的财富配置将发生历史性转变:大类资产配置将从房地产流向股市、从固定收益类产品流向权益类产品、从债权融资时代走向以注册制为代表的股权融资时代。从2014年3季度开始,我国

居民的存款首次下降,这不仅意味着我国利率市场化进入新阶段,更表明了全民理财的时代背景下,资产配置的流动。

新经济的另一个常态,是中国加速融入全球,资产的跨境流动成为配置的重要一环。在2015年的全国两会政府工作报告中,李克强总理也明确指出:“加快实施走出去战略”、“稳步实现人民币资本项目可兑换”、“开展个人投资者境外投资试点”,既为中国资本和产业的海外投资,也为个人的海外投资指明了方向,打开了中国个人海外投资的政策之门。在这种背景下,富裕人群将个人的部分财富进行海外配置与投资已逐渐成为一种趋势。

面对财富管理的新需求,国内资产管理行业的发展也面临新的挑战 and 机遇。

其一,财富管理大市场为行业提供了广阔的空间。首先,伴随30年来的经济快速增长,我国居民积累了大量财富,其中更是涌现出了大量的高净值群体阶层,收入分配体制改革更将扩大居民财富增长空间;其次,当前的经济结构调整使得产业资本领域出现了大量闲置资金;最后,随着中国房地产价格快速上涨预期的消失,居民财富配置将逐渐由不动产转向金融资产。这三者共同催生了大量的财富管理需求,为我国财富管理行业提供了广阔的市场需求空间。

其二,目前泛资产管理行业已经形成,不仅包括银行理财部门、券商资管机构、信托公司、基金公司及其子公司、保险资产管理公司、私募基金等资产管理机构,还有第三方财富管理机构,家族办公室的加入和壮大,资产管理行业竞争更加白热化。

其三,面对当前的宏观背景,资产管理机构不仅需要提供丰富的产品,更需要具备强大的资产配置能力和风险管理能力。我国资产管理机构的风险偏好不同,资产配置差异较大。其原因更多的是对管制套利的依赖,以至于对非标准债权资产的配置较高。未来多样化的资产配置、对权益类资产以及量化投资的倾斜,或将成为资产管理机构获得超额收益的途径。

德邦证券率先在行业中明确提出财富管理的战略方向,并且一直致力于另类投资领域的跟踪和研究——阳光私募、私募股权投资、房地产私募基

金为另类投资最重要的三大组成部分。公司连续多年发布《中国阳光私募年度报告》和《中国私募股权投资(PE)年度报告》。本书结合了德邦证券多年的基础研究以及业务实践,深入探讨了财富管理、阳光私募、私募股权、房地产基金,从行业现状、未来展望、政策建议等多方面全方位论述,内容翔实,以飨读者。



德邦证券股份有限公司总裁

目 录

CONTENTS

第一篇 财富管理大市场

第一章 2014 年市场篇——巨大的市场，股权投资正当时	003
一、我国财富管理市场快速增长	003
(一) 大众富裕阶层	004
(二) 高净值客户	005
(三) 超高净值客户	006
二、经济新常态下的财富管理——股权投资正当时	007
(一) 经济新常态	007
(二) 资本市场改革——政策红利推动股权投资	011
第二章 2014 年机构篇——各路机构竞相争夺，券商优势明显	013
一、银行的私人银行业务率先探索	013
(一) 私人银行业务在国内发展情况	014
(二) 私人银行业务在银行体系发展较缓	017
二、第三方理财机构野蛮成长	017
(一) 我国第三方理财机构的发展路径	018
(二) 第三方理财机构的运营模式	019
(三) 互联网理财机构迅速壮大	021
(四) 第三方理财机构有待规范	023

三、信托着眼于通道业务,面临转型	025
(一) 信托从事财富管理具有先天优势	025
(二) 选择了财富管理链条上的通道业务	026
(三) 财富管理转型——“起了大早,赶了晚集”	027
四、公募基金在财富管理市场中以产品占优	029
(一) 竞争环境的变化,加入财富管理市场	029
(二) 公募基金业务与财富管理	030
(三) 公募基金事业部制改革	031
五、保险资产管理政策红利不断	032
(一) 保险资产管理公司相继成立	032
(二) 投资范围放宽,资产配置更趋多元化	033
(三) 保险产品线日益完善	034
(四) 积极寻求财富管理的差异化道路	035
六、证券公司的财富管理乃后起之秀	035
(一) 券商发展财富理财的背景	035
(二) 券商发展财富管理的优势	036
(三) 西方国家券商发展财富管理模式	038
(四) 国内券商财富管理的发展	039
(五) 券商财富管理的发展与创新	041
 第三章 2014年产品/模式篇——财富管理就是资产配置	043
一、产品模式的多元化——FOF、MOM将迎来大发展	043
(一) TOT(Trust of Trust)	044
(二) FOF(Fund of Funds)	045
(三) MOM(Managers of Managers)	049
二、市场配置的多元化——跨境投资趋势渐明	049
(一) 海外房产投资仍是国人首选	051
(二) 海外金融投资受到关注	052
三、下一个爆发性点——家族财富管理	053

第二篇 私募股权(PE)基金年度报告

第四章 2014 年 PE 投资行业募集以政府产业基金推动为主	059
一、2014 年整体募资情况有所回暖	059
二、LP 多元化、规范化,政府型的产业基金迅猛发展	060
三、国资背景的大型产业基金是 2014 年 PE 行业的参与主力	067
(一) 产业基金概述	068
(二) 国资背景产业基金快速发展原因	069
(三) 产业投资基金发展历程及特点	071
(四) 城镇化基金——变相的“影子平台”	074
第五章 2014 年 PE 投资基金的运营	078
一、2014 年 PE 基金的收益率延续下降趋势	078
二、2014 年 PE 基金的投资方向回顾	081
(一) 投资领域——互联网投资活跃度较高	081
(二) 往上游 VC 延伸——PEVC 化	083
(三) 往海外走——海外投资	085
三、2014 年 PE 基金的运营模式回顾	090
(一) “PE+上市公司”模式进入井喷行情	090
(二) 掘金新三板	094
四、2014 年 PE 基金的退出回顾	098
(一) IPO 开闸,A 股退出活跃	098
(二) 投资成本水涨船高	099
(三) 整体投资回报率美股最佳	101
第六章 2014 年房地产 PE 投资基金	103
一、行业变迁与转型,房地产基金面临挑战和机遇	103
(一) 房地产行业进入白银时代	103
(二) 房地产 PE 基金进入精耕细作 2.0 时代	103

二、2014 年房地产 PE 投资基金的回顾——以融资为目的的黄金期已成过去	107
(一) 募集量下滑,管理机构多元化	107
(二) 投资格局发生变化	108
(三) 业绩分布曲线整体向左平移	110
(四) 风险开始暴露	110
三、房地产 PE 基金探索资产证券化的方向	111
(一) 背景	111
(二) 全球商业地产证券化的现状	112
(三) 我国商业地产资产证券化的探索	113
(四) 房地产 PE 基金,资产证券化的难点	115
四、探索与互联网结合的模式	116
 第七章 私募股权基金的退出机制	119
一、当前 PE 基金退出的几种模式	119
二、私募股权基金退出机制面临的问题	122
(一) 专门的监管细则有待出台	122
(二) 组织形式对私募 PE 基金退出的限制	123
(三) 各种退出渠道的局限性	124
(四) 平台建设有待完善	125
(五) 场外市场退出的难点在于估值和隐私性	129
三、国外私募股权基金退出的相关经验	129
(一) 监管体系,重点在于加强投资者和信息披露的监管	129
(二) 场外市场是私募股权基金退出的重要市场	130
(三) 发达的 PE 二级市场	133
(四) 完善的中介服务	134
四、对我国私募基金退出机制的启示	135
(一) 完善私募股权基金的监管	135
(二) 大力发展新三板	135
(三) 鼓励和推动 PE 二级市场的发展	136

第三篇 阳光私募基金年度报告

第八章 2014 年阳光私募行业的规范化发展	139
一、监管权明晰及监管制度的不断完善与落地	139
二、多层次资本市场建设助推阳光私募成长	141
(一) 全球场外市场结构	141
(二) 我国的资本市场现状	143
(三) 政策力推私募市场, 报价系统应运而生	143
(四) 政府积极打造私募金融集聚区	149
第九章 2014 年阳光私募行业的蓬勃发展	152
一、阳光私募 2014 年行业发展概览	153
(一) 2014 年阳光私募产品发行情况综述	153
(二) 2014 年阳光私募收益综述	160
(三) 2014 年阳光私募风险指标综述	162
二、阳光私募百花齐放, 投资策略不断丰富	168
三、量化对冲投资之阿尔法策略	182
(一) 阿尔法策略介绍	183
(二) 2014 年遭遇黑天鹅的阿尔法对冲策略	184
第十章 阳光私募行业蓬勃发展下私募基金外包服务市场潜力巨大	191
一、政策放开, 券商 PB 业务扬帆起航	191
(一) 主经纪商业模式	192
(二) 我国 PB 业务模式与现状	196
(三) 国内 PB 业务发展初期问题犹存	202
二、私募行业欣欣向荣, 独立第三方行政管理人服务受到关注	204
(一) 独立行政管理人在私募基金中后台管理中扮演重要角色	204
(二) 后金融危机时代全球行政管理人快速发展	206

(三) 行政管理人相比 PB、信托公司在外包服务方面的独特优势	209
(四) 我国的基金行政管理人市场	211
第十一章 阳光私募行业创新与发展	214
一、阳光私募的成长烦恼	214
二、阳光私募基金规模有望持续扩张	217
(一) 私募基金发行公募基金产品有望破冰	217
(二) 阳光私募产品有望与保险资金“一对一”亲密接触	218
三、金融衍生品助力阳光私募创新发展	221
(一) 金融衍生品市场发展历程	221
(二) 我国场内金融衍生品上市步伐加速助推阳光私募基金机构化 发展与金融创新	225
四、中国的私募基金国际化进程	232
(一) 资本市场改革、A 股国际化助推海外资金入境	232
(二) 全球化投资布局——阳光私募积极出海	232
(三) 全球对冲基金聚焦亚太市场带来的新机遇与挑战	239
后 记	244

第一篇

财富管理大市场

第一章

CHAPTER 1



2014 年市场篇

——巨大的市场，股权投资正当时

一、我国财富管理市场快速增长

一般来说，财富管理是指以净资产超过一定数额的客户为中心，设计出一套全面的财务规划，通过向客户提供现金、信用、保险、投资组合等一系列的金融服务，将客户的资产、负债、流动性进行管理，以满足客户不同阶段的财务需求，帮助客户达到降低风险、实现财富增值的目的。

近年来，随着我国经济的快速增长，我国富裕人群财富也在快速增长。2013 年末，中国私人可投资资产总额约 94.1 万亿元，较上年增长 13.3%。随着财富的增长，富裕人群对财富管理需求也随之上升。

根据国际研究机构的划分标准，资产为 60 万—600 万元人民币的人群被划分为大众富裕阶层人士。2011 年，银监会在《商业银行理财产品销售管理办法》中明确规定金融资产达到 600 万元以上的客户为私人银行客户，银行可为私人银行客户专门开发产品。因此，本文将资产在 600 万—1 亿元区间的客户定义为高净值客户；而将资产规模在 1 亿元以上的，划分为超高净值人群。

表 1-1 我国高端人群分类

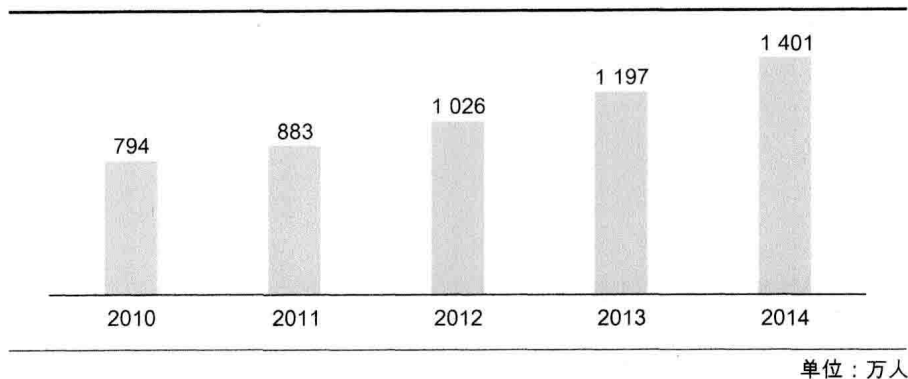
客户类型	可投资资产规模(元)
大众富裕阶层	60 万—600 万
高净值客户	600 万—1 亿
超高净值客户	1 亿以上

资料来源：公开资料整理

（一）大众富裕阶层

根据宜信财富与福布斯共同发布的一份报告——《2014 中国大众富裕阶层财富白皮书》，2010 年至 2013 年，中国富裕阶层人数稳步增长，由 2010 年的约 800 万人到 2013 年的近 1 200 万人，年均复合增长率达 14%。按此增长率估算，预计到 2014 年底的人数为 1 368 万人。

图 1-1 2010—2014 年(E)中国大众富裕阶层人数



数据来源：福布斯中文版私人财富分布模型

从年龄组成上来看，我国富裕阶层中 30—50 岁人群占大多数，约为 60% 左右。50—60 岁人群占 14%，30 岁以下人群占 20%。由于 30—50 岁人群这一年龄段的人群正处在智力、体力的高峰时期，同样也处在职业发展或者创业的黄金时段，经验累积比较丰富，因此所占比例会相对较高。根据抽样的结果来看，在性别比例上，男性比女性约多 10%，男性占 54.7%，女性占 45.3%。从学历构成上看，约 50% 的人有大学本科学历，27% 的人有专科学历，研究生学历占比近 10%。由此可见，富裕阶层人群的学历都较高。

从其所从事的工作及所在行业来看，金融、贸易及制造业是从业人数最多的三类行业，占比分别为 21%、18%、11%。这与该人群的高学历也相互印证。此外，房地产也是大众富裕阶层所从事的热门行业，占比近乎 10%。从单位性质来看，大众富裕阶层中超过 50% 来自私营企业，国企 18%，外企 15%；企业主占该人群 30%，企业管理层占 28%。

据宜信与福布斯共同出版的报告指出，大部分的富裕阶层人群都较为保守，追求中等风险中等收益与低风险低收益的人数占到了 90% 以上。但大众富裕阶层内部，随着可投资资产的增加，风险偏好也会有所增加。这一方面与我国近年来股市低迷有较大关系，另一方面大众富裕阶层可投资资产不多，资产

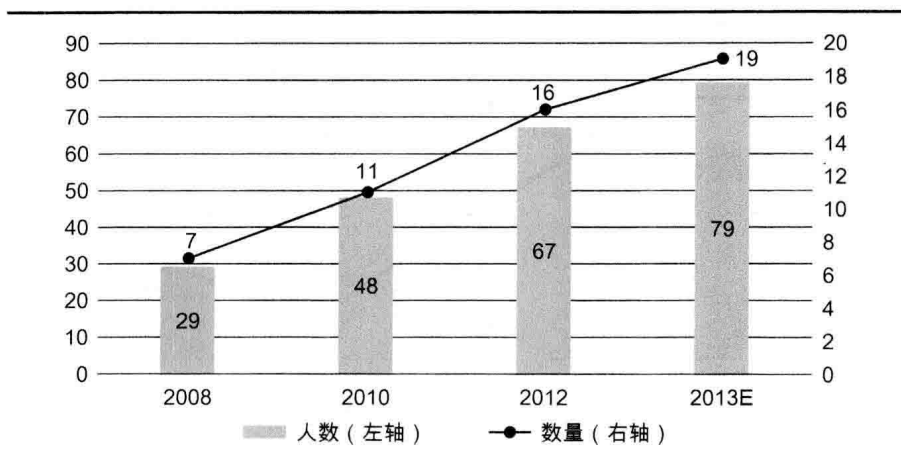
增值并不是其财富增加的主要来源，故其对资产保值的要求更为迫切。

（二）高净值客户

私人银行对其客户资产的最低要求为 600 万元。私人银行服务是一种向具有一定资产数额的客户提供的以财富管理为核心的一揽子金融服务，具有定制化、专业化、私密性极强等特点。

据贝恩咨询公司与招行共同发布的《2013 中国私人财富报告》，2008 年中国高净值人群数量为 29 万，可投资资产规模 7 万亿；至 2013 年，高净值人群数量为 79 万，可投资资产规模 19 万亿。两者增长速度较为一致，复合增长率均达到 28%。由此可见我国高净值客户近年来增长十分迅速，未来对财富管理需求将会稳步增长，财富管理市场潜力无限。

图 1-2 2008—2013 年高净值人群规模(万人)及可投资资产规模(万亿)



数据来源：贝恩公司报告

从高净值人群的地域分布来看，经济发达地区高净值人群数量依然遥遥领先于欠发达地区。广东、上海、北京、江苏、浙江、山东等地区高净值人群数量均超 3 万。但近年来，越来越多的内陆省份尤其是中西部地区省份高净值人口过万。据贝恩公司报告相关数据，广东省的高净值人士数量的总量和增量连续多年位居全国首位，2014 年高净值人士数量约 12.8 万人，是首个高净值人数突破 10 万人的省份。相较于 2012 年，广东高净值人士增量达 3 万人以上，年均复合增长约 16%；四川成为首个高净值人群数量超过 5 万人的内陆省份。2012—2014 年，高净值人群地域分布集中度不断下降，区域分布更为平衡。广东、上海、北京、江苏和浙江 5 个东部沿海省市的高净值人士人数占中国内地总数比例约为 46%，较 2012 年下降 4%。区域增速方面，中西部地区增长强势，与沿