

# COVID-19对私募基金的影响

- 一年之后

2021年5月

# 简介

2020年4月，在世界卫生组织宣布2019年新型冠状病毒肺炎疫情（“**新冠疫情**”）为疫情之后不久，我们发表了《**新冠病毒对私募基金资金募集的影响、与08年金融危机对比和展望**》一文（“**2020 新冠病毒文章**”），文章总结了当时的基金募集环境。自该文章发表以来，虽然新冠疫情本身尚未被击败，但基金募集活动已经发生了很多变化。

总而言之，疫情并未像许多人所预期的那样对私募基金的资金募集活动产生严重不利影响。事实证明，2020年与2007至2009年全球金融危机（“**全球金融危机**”）并不类似。虽然与全球金融危机时期一样，很多国家都运用了一系列财政和货币刺激措施，但与全球金融危机不同的是，由各国央行主导的经济复苏手段在2020年进展更快。自市场于2020年3月触底以来，股票价格出现了大幅上涨，随后刺激了许多零售交易商再次对公开市场感兴趣，并且大量科技公司的估值达到了最高水平。

我们在先前的2020年新冠病毒文章中，还讨论了动荡时期低估值带来的一丝曙光。在2020年3月至4月这一现象曾短暂地出现过，但是由于各国央行的及时行动，估值迅速恢复并在某些领域达到前所未有的高位。与此同时，基金管理人和投资者们也在为新冠疫情后经济时代做准备。

在本文中，我们将着眼于总体经济环境，在宏观层面上讨论相关事件现状，再深入探讨具体的募资领域。其后，我们将简要讨论基金二级市场、可投资资金、交易、估值和回报，并提出对2021年的展望。

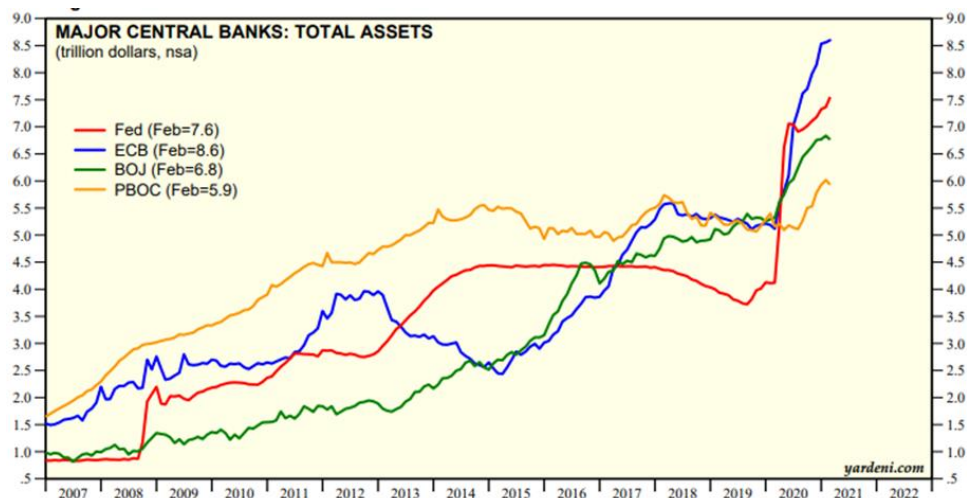
## 宏观环境

我们发布2020年新冠病毒文章时，多国央行和政府已经开始采取一些财政和货币刺激措施，但我们对这些措施是否能继续保持市场内部流动性直到新冠疫情消退表示担忧。一年之后，相比于流动性、偿付能力、资金募集、投资组合和经济的问题，目前我们主要关注新冠疫情何时结束。鉴于基金管理人和投资者对央行有意愿和能力为了民生而保持经济和金融资产直到新冠疫情结束，并重新开始经济发展非常有信心，人们对实体经济的担忧已被推到了遥远的未来。根据如图1所示的全球主要央行的总资产证明，央行毫不犹豫地在2020年使用大量的量化宽松。

---

*“凡提及“香港”均指“中华人民共和国香港特别行政区”。*

图 1: 主要央行的总资产

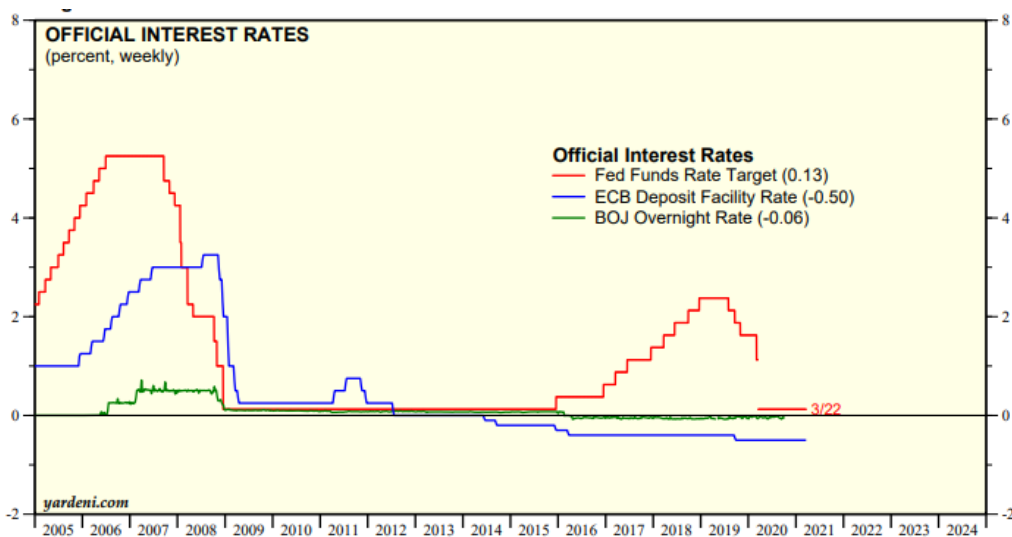


资料来源: <https://www.yardeni.com/pub/peacockfedecbasets.pdf>

从上图可知, 不仅央行所使用的量化宽松幅度远大于在全球金融危机时的量化宽松, 而且美国联邦储备委员会 (“**美联储**”)、欧洲中央银行 (“**欧洲央行**”)、日本银行 (“**日本银行**”) 和中国人民银行 (“**中国央行**”) 均迅速使用了巨大的量化宽松, 而在全球金融危机中, 积极的财政刺激措施主要均由美联储实施。

除了量化宽松之外, 大多数全球范围内的央行均在2020年大幅降低利率, 从而降低了金融机构、企业和消费者的借贷成本。正如图2所示, 美联储有降息的空间, 但由于欧洲和日本的一直以来的低利率, 欧洲央行和日本银行分别几乎没有变动利息的空间。

图 2: 全球范围内的短期利率



资料来源: <https://www.yardeni.com/pub/gllr.pdf>

这种财政和货币刺激的政策背景为私募基金管理人和投资者带来了比人们在2020年初所预期的更为有利的宏观经济环境。



# 资金募集

## 已募集资本总量和基金数量

全球央行和政府的许多量化宽松以及财政和货币刺激措施起初可能与私募基金的资金募集活动并没有紧密联系，但全球金融体系之间的联系日益紧密，且财政刺激措施分配不均。在2020年，由于出行限制和封锁措施，没有失业的人可能会使用经济刺激支票和/或额外的闲暇时间来投资于金融资产。尽管大多数散户投资者会在公开市场上进行投资，但股价飞涨以及众多特殊目的收购公司（“SPAC”）的上市影响了投资组合公司的预期退出价格，刺激了私募交易估值倍数上涨并同时激发了人们对资金募集的兴趣。财政和货币刺激措施对私募市场的资金募集量产生了积极影响。如下图3所示，虽然私募基金的成立数量处于多年低点，但资金募集总额高于2016年的水平，且与2017至2019年的水平相差无几。

图 3: 资金募集活动, 2010-2020



资料来源: S&P Global Market Intelligence, 2021 Global Private Equity Outlook, 第4页

自2017年以来，资金募集总额总体上呈上升趋势，而基金的设立数量呈下降趋势。这表明平均而言，基金规模正在变大，并且一些中小型基金也开始消失。

## 延迟

与一年前一样，私募基金的投资者持续看到新冠疫情对其投资活动或计划以及个人商业活动的影响。正如我们在2020年新冠病毒文章中预测，缺乏面对面的会议可能会导致即将启动的募资活动搁浅。由于世界各地的旅行限制，我们的确不断看到众多投资者最初希望将资金募集的时间推迟几个月，但随着人们意识到新冠疫情和旅行限制将持续比最初认为的时间更长，投资者出于务实的考虑，会通过Zoom、Webex、Microsoft Teams和其他视频会议平台上举行越来越频繁的视频会议来最终确定对他们基金的投资。

我们客户的资金募集节奏并没有减慢，但是一些资金募集活动最初被推迟了3至6个月。这是因为一些投资者最初持有这次疫情可能会在2020年中期结束的想法而希望等待一段时间。因此，投资者活动在2020上半年放缓，但在2020下半年急剧上升，并在2021年第一季度继续保持高位。然而，由于对基金管理人和目标资产的尽职调查仍然非常困难，我们持续看到一些投资者在投资新基金管理人时仍在观望，并且由于旅行限制、封城和隔离的要求，基金管理人很难向新投资者进行募资。

## 条款

在我们撰写的2020年新冠病毒文章中，提到一些投资者由于与新冠疫情相关的市场波动对是否做出投资犹豫不决，而急于和这些投资者完成交割的基金管理人，会考虑在其基金文件中加入特别针对新冠疫情的条款以安抚投资者。这些条款包括推迟投资期的开始时间，与投资者举行定期会议来讨论投资期的开始时间并展示储备项目，设置最后截止日期并在该截止日期后投资期将自动开始或投资者可退出基金，且若投资期间再次出现疫情，给予投资者一定的权力选择退出或暂停投资期。但是，过去一年里由于被一系列财政和货币政策的支持，2020年的资金募集环境趋于稳定，我们看到很少有投资者要求上述类别的条款，也很少有基金管理人因为新冠疫情愿意在基金文件中提供对有限合伙人更友好的条款。部分投资者确实要求提供对有限合伙人更友好的条款，包括使有限合伙人更难被认定为违约有限合伙人，降低管理费，通过普通合伙人回拨机制来获得更多保护，并在新冠疫情持续的情况下拥有退出的权利；但是大多数管理人有足够的议价能力来拒绝这些要求。因此，总体上我们在基金文件中未发现任何对有限合伙人更友好的实质性转变。

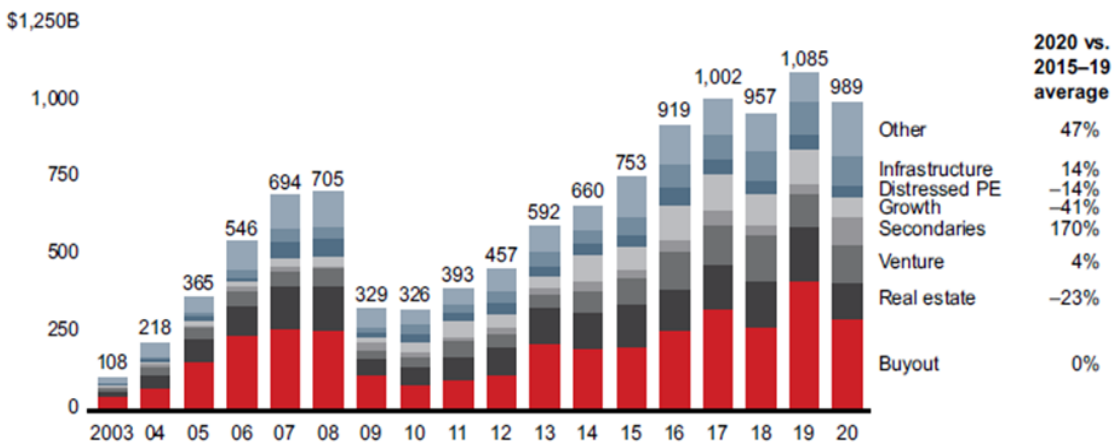
与我们在2020年新冠病毒文章中所预测的一致，有形资产在2020上半年符合投资者的降低投资风险的心理，因此投资实物资产在资产管理安排中有所增加。某些投资者愿意拿出部分现金来购买这些目标实物资产，但前提是他们能对交易分配有较大控制权。例如，在我们协助的一支单一投资人的基金中，该投资者通过谈判取得了较大的再投资权，从而该投资者被允许在进行额外出资时可以采取观望的态度。

## 基金种类

就去年成立的基金类型而言，我们看到了在新冠疫情期间已经出现的加速发展趋势。随着人们更加敏锐地意识到全球卫生系统的脆弱性，人们对医疗保健和生物技术相关的基金开始重新关注。金杜协助了更多与互联网经济和医疗健康相关的基金设立，比如物流、生物技术、医疗保健、医疗设备、软件即服务、在线服务、在线教育和云计算等领域。

从全球设立基金类型的趋势来看，如下图4所示，与2015至2019年的平均水平相比，更多基础设施、基金二级市场、风险投资和其他类型的基金有所增加，而不良私募股权、增长类和房地产基金则有所减少。

图 4: 全球范围内根据基金类型划分的私募资本



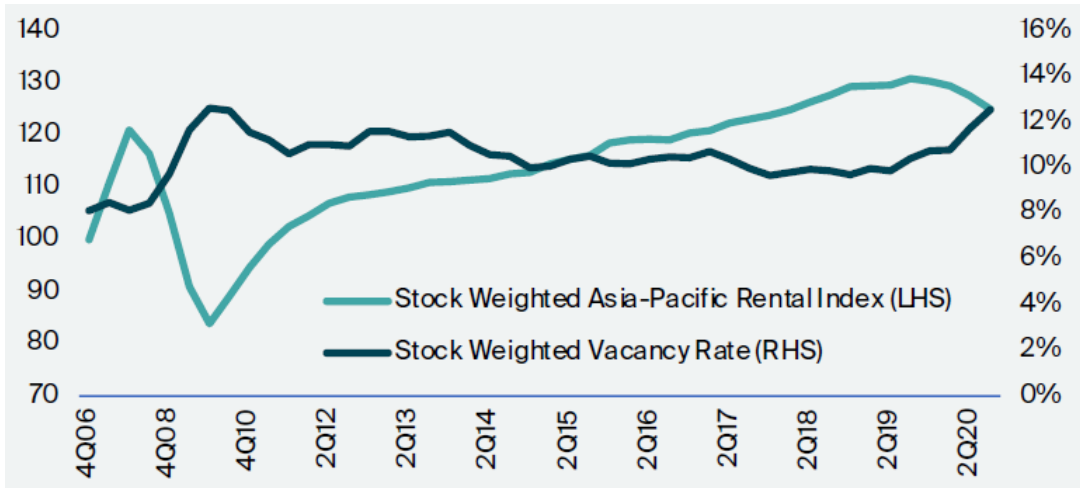
资料来源: Bain & Company, Global Private Equity Report 2021, 第19页

<sup>1</sup> 其他包括SPAC集资、对公开股权的私募投资、混合型基金、夹层和自然资源: Bain.

## 房地产基金

就目标实物资产而言，我们在2020年新冠病毒文章中讨论了一些私募房地产基金的投资者一直关注当前租户在新冠疫情期间履行租金偿付的能力和意愿，并希望推迟交割直到这一点具备更大的确定性。然而，由于全球范围的财政刺激措施，许多租户得以在2020年全年持续支付房租，导致房地产基金投资标的的空置率高于2019年，但并没有像疫情初期所预期的那样糟糕。如下图5所示，亚太地区的空缺率在2020年略有上升，但并不比最近几年高很多。

图 5: 亚太地区办公室租赁与空置指数图



资料来源: Knight Frank Asia-Pacific, Asia-Pacific Real Estate Outlook – 2021, 第11页

我们在2020年新冠病毒文章中提到，许多行业的评级被下调可能成为坐拥大量可投资资金的私募基金的一线希望。因为这将导致不良资产大量增加，特别是在酒店行业和零售业，这些行业的估值将在新冠疫情之后回升。这一现象在去年出现了一段时间。但是，由于各国央行采取了强有力的财政和货币刺激措施，美联储甚至在其可以购买的资产清单中增加了高收益债券，因此许多负债累累的行业不仅能够生存，而且还能比预期以更快的速度恢复部分或全部资产估值。

一旦封锁和出行限制结束，许多房地产行业，例如办公、零售和住宿/度假胜地将从下降的空置率中获益，而对在这些行业中募集房地产基金的基金管理人来说，他们将有更容易说服投资者相信他们的目标资产空置率变低。然而，由于一些公司可能会选择延续“在家工作”或“在任何地方工作”的方案，因此对办公室房地产基金的阻力可能会持续。

## 物流和数据中心基金

2020年，金杜观察到物流行业资金募集的加速发展，毫无疑问部分是因为新冠疫情而使得电子商务和供应链安全性呈增长趋势。尽管人们希望在新冠疫情结束后走出家门，但是零售贸易将难以维持其市场份额。这是因为5G加快了互联网的连接速度，发展中国家逐渐变高的互联网覆盖率以及日趋完善的基础设施将支持电子化商务的持续发展。如下图6所示，在线零售渗透率在2020年强劲增长，并且未来仍有很大的增长空间。

图 6: 2020年在线零售渗透率和增长

Market	Est. end-2020 online retail penetration	Est. online retail growth in 2020 (%YoY)
Chinese Mainland	33%	12%
Japan	12%	20%
Australia	15%	13%
India	5%	8%
South Korea	30%	20%

资料来源: Knight Frank Asia-Pacific, Asia-Pacific Real Estate Outlook – 2021, 第14页

此外, 尽管供应链将在新冠疫情之后有所缓解, 但建立一个不过度依赖外国的供应链已成为许多国家(包括中国、美国和其他国家)越来越重要的优先事项。

在2020年, 我们看到许多物流基金管理人非常忙碌。在其他物流资金募集中, 金杜助力乐歌集团 (LOGOS) 设立了一支投资中国内地基金规模为8亿美元的物流开发基金, 该基金旨在为北京、上海、广州和中国内地中西部特定市场提供服务的主要物流市场中开发高质量的物流和工业设施。去年, 乐歌集团还在越南设立了规模为3.5亿美元的合资企业。这是其在越南的第一家合资企业, 目的是在胡志明市、河内和大岷港地区发展系列物流设施。作为另一个制造业中心, 越南很可能在2021年继续受益。

对于由华平投资 (Warburg Pincus) 支持的物流平台New Ease来说, 2020年也是忙碌的一年。New Ease与其他基金一起在中国内地与基金管理人Actis成立了规模为2亿美元的合资企业, 并与JP Morgan Asset Management共同筹集了规模为6亿美元的合资企业, 旨在投资于中国内地各地的物流设施。过去的一年, 中华人民共和国香港特别行政区 (“香港”) 的Baring Private Equity Asia、新加坡的GLP和JLL子公司以及芝加哥的基金管理人LaSalle Investment Manager等也完成了重大的物流资金募集项目。

2020年, 亚太地区的数据中心行业募资活动也有所增加。香港的Gaw Capital Partners与阿布扎比投资局 (ADIA) 和其他投资者, 募集了一支价值13亿美元的基金投资中国的数据中心项目, 以及总部位于北京的GDS Holdings Ltd.与一支由中信私募股权基金管理有限公司管理的基金, 设立了一支投资中国内地总投资额为26亿元人民币的合资平台。在2021年, 云计算和5G使用率的增长将维持对数据中心的需求。

物流基金管理人在2021年也一马当先。加拿大养老基金管理人QuadReal Property Group和New Ease最近设立了一支规模为10亿美元的合伙企业, 旨在为在中国内地多个城市投资和开发物流设施。中国内地缺乏高质量的物流设施, 再加上电子商务和供应链安全的持续发展趋势, 可能会在2021年余下的时间里带来强劲的物流资金募集活动。



## 首期基金

在2020年新冠病毒文章中，我们指出新冠疫情会使得首次募资的基金管理人雪上加霜，特别是对于从未亲身与投资者会面的基金经理而言。这无疑新冠疫情带来的影响，如果没有新冠疫情，许多基金管理人和投资者通常会在基金首次交割前会面。对于首次进行资金募集的基金管理人而言，路演一直是个大问题。在这样的情况下，我们看到许多首次进行资金募集的盲池基金很难募集到资金。我们去年看到的大多数基金，都是投资者跟随着他们熟悉的基金管理人参与新的基金或后续基金。这是预料之中的，因为基金管理是一个竞争激烈的行业，过往业绩记录尤为重要，新冠疫情给旅行带来的限制使得路演与基金推介更为困难，从而提高了行业门槛。为了在该等环境下进行基金的首次募资，基金团队和关键人士需要展示其在过往平台上取得的优秀业绩。

对于拥有优秀的业绩记录和强大战略合作伙伴的基金管理人来说，他们仍然能够在不出差的情况下筹集到大量资金，甚至在拒绝投资者或降低投资者的认购份额。软件即服务（SaaS）行业在2020年是一个特别蓬勃发展的领域，尤其是在中国内地。虽然我们看到了平均3-6个月的延迟，但资金募集的速度也取决于基金管理人的业绩记录。对于一些业绩记录优秀的大型基金，特别是二级市场基金，它们能够毫无延迟地募集资金，并被超额认购；但对于没有业绩记录的小型基金而言，由于无法与投资者面对面交流，有些基金的募集时间被推迟了一年或更长时间。首次募资的基金管理人募集资金尤其困难，因为他们缺乏与投资者的现有联系，也很难在新冠疫情期间亲自拜访投资者。正如资金募集—已募集资金总量和基金数量部分所述，基金募集总额在总体上呈上升趋势，而募集的基金数量自2017年以来呈下降趋势。这一事实表明，平均而言，基金规模越来越大，而一些中小型基金的数量开始下降。

## 基金在岸化 - 香港与新加坡

我们看到一种持续存在的趋势是，基金管理人将基金从离岸司法辖区转移到包括中国内地、香港和新加坡在内的在岸司法辖区。在过去的一年中，我们看到众多香港有限合伙基金（“**有限合伙基金**”）成立。有限合伙基金制度出台于2020年8月31日。截至2021年4月30日，已有211支有限合伙基金根据《有限合伙基金条例》（香港法例第637章）设立，其中金杜协助设立了68支有限合伙基金，包括首支有限合伙基金，占在香港设立的有限合伙基金总数的32%以上。我们也注意到部分基金管理人选择使用香港开放型基金公司（“**开放型基金公司**”）、新加坡可变资本公司（“**可变资本公司**”）以及新加坡有限合伙企业以实现其在岸化。但是，开放型基金公司的接受程度并不如有限合伙基金、可变资本公司以及新加坡有限合伙企业一样高。开放型基金公司制度出台于2018年7月30日，但截至2021年4月30日，仅有13家开放型基金公司及32支子基金在香港证券及期货事务监察委员会（“**香港证监会**”）注册，其中金杜协助其客户设立了其中的3家开放型基金公司，占在香港注册的开放型基金公司总数的23%以上。<sup>2</sup>在新加坡，可变资本公司架构于2020年1月15日出台，截至2021年4月30日，共有263家可变资本公司在ACRA（Accounting and Corporate Regulatory Authority，“**ACRA**”）注册。<sup>3</sup>

开放型基金公司制度一直在努力获得市场认可，香港政府借鉴了推行开放型基金公司的经验教训，从而使有限合伙基金的推行更为顺利。我们持续看到香港与中国内地的基金管理人希望探索利用香港基金工具的趋势，但是只有在他们对这些基金工具更为熟悉后，接受度才会增高。我们也见到有限合伙基金与离岸结构相结合使用，或者作为联接基金进入离岸基金结构。例如，在我们协助设立的一支有限合伙基金中，个人投资者投资于香港有限合伙基金从而间接投资于开曼合伙企业，然后通过开曼合伙企业间接投资于特拉华的合伙企业。因此，有限合伙基金可以作为香港及中国内地投资者在岸投资的工具，同时，如果其他地区的投资者由于对已设立的离岸基金工具更熟悉而更愿意通过离岸架构投资，该等投资者也可以通过离岸架构投资，可以是“主基金-联接基金结构”或者是“平行基金结构”。

<sup>2</sup> 资料来源：<https://www.sfc.hk/en/Regulatory-functions/Products/List-of-registered-open-ended-fund-companies>.

<sup>3</sup> 资料来源：<https://www.vcc.bizfile.gov.sg/p/IShop/SearchRegister?UEN=VKNND>.

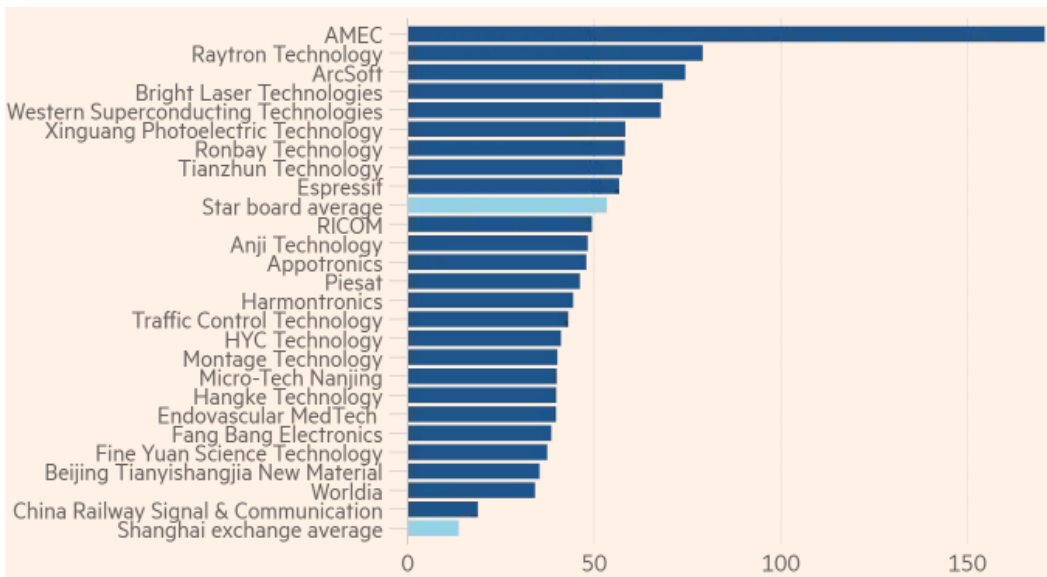


## 中国内地基金

2020年初，疫情导致了中国内地部分地区封城，因此2020年上半年的募资活动比往年慢得多。然而，市场在2020年下半年异常活跃。在中国内地，我们注意到领先的基金管理人更容易募集到资金，特别是那些专注于创新产业的基金管理人经常出现超额认购的情形。对于中等规模和表现不佳的基金而言，新冠疫情使得其资金募集更为困难。

对于在中国内地募资的基金管理人而言，去年他们更为关注人民币基金而非美元基金，因为大多数没有中国内地护照的人无法进入中国内地。起初，很多人以为可以在2020年下半年恢复美元基金的募资活动，但是到了下半年，虽然中国内地的情况已经稳定，但是其他国家的情况并未稳定，并且出入境限制一直到现在仍然存在。通常而言，美元基金的设立数量会多于人民币基金，部分原因是因为资本管制以及人民币基金近年来受到的更强的监管。不过，就中国内地的投资组合公司而言，中国内地的基金管理人现时有了更多的退出选择，上海证券交易所科创板允许公司在盈利前上市，同时也允许外国公司上市。因此，未来的趋势是可能将会有更多的基金管理人和投资者设立人民币基金，这会提升中国内地投资组合公司的估值。如下图7所示，在上海证券交易所科创板上市的前25家公司的平均市盈率远高于在上海证券交易所上市股票的平均市盈率。

图 7： 在上海证券交易所科创板上市的前25家公司的盈利率

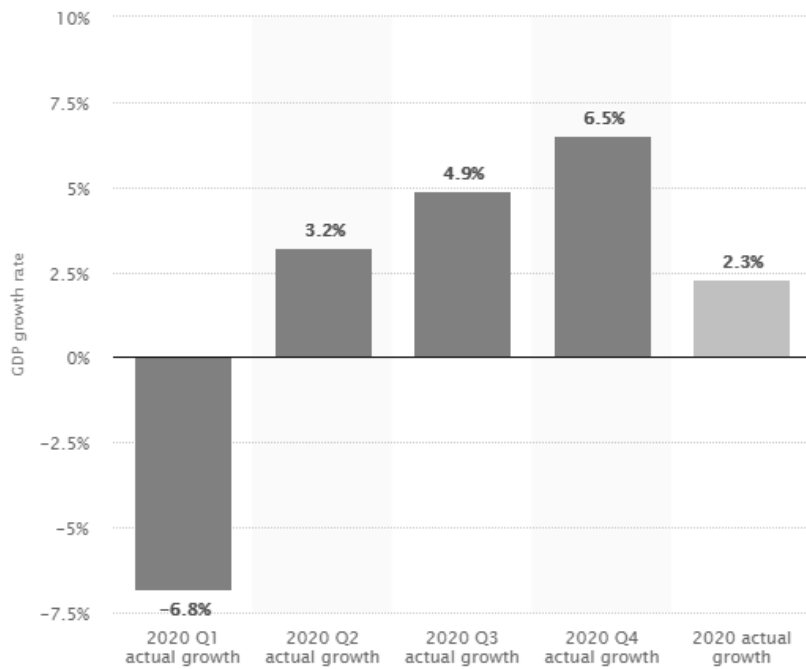


资料来源: <https://www.ft.com/content/3a3115d4-a86c-11e9-984c-fac8325aaa04>

话虽如此，但并非我们所有的客户都从美元基金转向了人民币基金。我们注意到部分曾经投资人民币基金的客户希望尝试投资于中国内地基金管理人募集的美元基金，以便他们能够更自由地利用离岸投资收益。

考虑到许多境外的基金管理人和投资者可能无法前往中国内地，人们可能会认为外国基金管理人和投资者在中国内地的活动会放缓，但我们却看到外国基金管理人和投资者在中国内地的活动更为活跃。这无疑是中国内地更快摆脱了疫情的结果，中国内地地区于2020年年中取消了内部出行限制，同时中国内地成为了2020年仅有的GDP正增长的主要经济体，其2020年的增长率为2.3%（如下图8所示）。

图 8：2020年中国内地GDP增长率



资料来源：<https://www.statista.com/statistics/1102691/china-estimated-coronavirus-covid-19-impact-on-gdp-growth/>

在国内出行和消费方面，中国内地的生活已经基本恢复正常。由于消费者数量和购买力的提高，大多数新兴市场的投资者仍将中国内地视为最好的投资地点之一。

在中国内地，我们还看到对“新消费”基金重新产生了兴趣，这些基金主要关注对初创企业的投资，旨在使中国内地经济更加自给自足，减少对进口的依赖，这是中国内地和美国贸易政策紧张导致的结果。

我们看到合格境外有限合伙人（“QFLP”）在中国内地成为受外国投资者欢迎的工具，特别是在深圳、重庆、上海和青岛。人们利用QFLP来投资各类投资产品，包括基金、债券、贷款、固定收益和股权。QFLP由当地机构监管，越来越多的城市开始制定政策以允许在当地设立QFLP。这些城市相互竞争，以吸引更多管理人在当地设立QFLP。这种竞争对于投资者而言是有利的，因为这意味着某些区域将会有对投资者更友好的政策和更多的灵活性。基金管理人和投资者可以与地方政府沟通，从而去评估哪些地区可以提供更优惠的政策与激励措施。对于在中国内地私募市场投资的外国投资者而言，QFLP提供了通过外商投资企业（Wholly Foreign-Owned Entity, “WFOE”）结构进行投资的替代方式。

自去年的改革以来，我们也看到了更多投资者参与合格境外投资者（Qualified Foreign Institutional Investor, “QFII”）和人民币合格境外投资者（Renminbi Qualified Institutional Investor, “RQFII”）。去年的改革放宽了对QFII/RQFII的限制，取消了额度的限制，加速了申请程序，简化了资金汇回流程，同时QFII/RQFII的可投资产品范围扩大，除了股票、债券、期货以及公募证券投资基金外，QFII/RQFII如今还可以投资于场外证券与股票、固定收益、利率以及外汇衍生品、商品期货、期权以及私募投资基金（前提是其最终投资范围应当与QFII / RQFII的可投资产品的范围一致）。

## 不良债权

在中国内地，我们看到在过去的一年很多人对不良债权基金感兴趣。因为许多公司的债务负担使得其需要在私募市场进行重组交易，从而为不良债权基金提供了很多机会。来自中国内地的数据显示，不良贷款数量的不断增加，为不良债权的投资者提供了更多机会。2020年8月，中国银行保险监督管理委员会主席预计2020年将处置的不良贷款3.4万亿人民币，并且2021年的处置目标会更大（详见如下图9）。

图 9：中国内地银行业每年度不良贷款处置及减记情况



资料来源：<https://www.allaboutalpha.com/blog/2021/01/04/the-challenges-and-opportunities-of-chinese-distressed-debt/>

中国内地的去杠杆化给高负债的公司带来了挑战，但也为愿意承担更大风险的投资者提供了机会。

## 环境、社会与公司治理

我们看到人们对环境、社会与公司治理（Environmental, Social and Governance, “ESG”）的持续关注。许多人将新冠疫情视为一个可以重新设定我们生活环境的机会，使得人们更快地向低碳生活转变，他们主张气候变化对于人类的威胁比新冠疫情及一般的传染病更大。在金杜，我们看到许多基金投资者，特别是开发融资机构（Development Finance Institutions, “DFIs”），对ESG相关要求的敏感度在不断增强。尽管一段时间以来，ESG一直是许多投资者关注的问题，但对ESG的要求却越来越详细。我们在基金文件中看到的有关ESG的要求包括需要基金进行以下工作：

- 建立并遵守ESG政策；
- 在顾问委员会下设ESG小组委员会，根据ESG政策就ESG的相关事宜提供建议；
- 确保投资组合公司遵守ESG政策，并确保投资组合公司受合同约束有义务这样做；
- 遵守投资者本身的ESG政策；
- 就基金和投资组合公司遵守ESG政策的情况准备ESG年度报告；
- 在季度报告中纳入有关ESG事宜的最新信息；
- 遵守国际劳工组织工作中基本原则和权利宣言；
- 遵守国际劳工组织的基本就业条款和条件；
- 遵守国际金融公司的环境与社会可持续绩效标准（2012年版）；
- 遵守世界银行集团环境、健康和安全管理指南；
- 遵守亚洲基础设施投资银行环境和社会政策；
- 遵守联合国商业和人权指导原则；以及
- 遵守欧洲金融发展机构的负责任融资原则。



此外，与许多投资者对清洁能源的担忧一致，我们还看到要求基金禁止投资于以下领域，或投资者有权要求被排除于投资以下领域：

- 煤炭勘探、开发、开采或加工；
- 石油勘探或生产；
- 独立的天然气勘探和/或生产；
- 主要用于煤炭发电的运输及相关基础设施；
- 原油管道；
- 炼油厂；
- 新建或翻新任何现有的燃煤发电厂（包括双发电厂）；
- 新建或翻新任何仅使用重质燃料或仅使用柴油的电厂；
- 为公共电网生产能源并导致绝对二氧化碳排放量增加的工厂；
- 计划扩建发电或供热自备煤炭的任何业务；以及
- 核能发电。

尽管这些要求并不新鲜，但是投资者对于ESG的要求和请求数量的敏感度随着时间而增强。大部分的基金管理人与希望投资于ESG友好的基金的投资者持同一看法。然而，随着基金管理人需要遵守的ESG准则数量的增加以及ESG报告数量的增加，将会导致基金管理人在ESG相关管理问题上花费更多的时间和成本。

2020年下半年绿色债券强势反弹，达到创纪录的2,695亿美元，绿色债券的发行也体现了对ESG的关注。中国内地是2020年全球第四大绿色债券发行方，仅次于美国、德国和法国。我们预计，随着投资者意识到某些活动对气候的影响和/或寻求从破坏性的气候友好型经济变化中获利，有ESG投资限制和与气候相关的基金将进一步获得更多的募资。

## 地区

不同国家受到新冠疫情的影响不同。例如，受灾最严重的地区是欧洲和美洲，然而大部分投资者仍然从长远的眼光来分析哪些地区和国家最适合投资。在亚洲，我们看到中国内地和新兴东南亚国家仍然具有吸引力，因为这里的劳动力成本仍大幅低于发达国家。许多国家（如越南）也因为人口的中位年龄低于发达国家而展现出有利的人口结构。一些投资者的关注焦点也在于供应链的断裂可能惠及某些制造供应链中的经济体（如越南）。与此同时，中国内地与欧洲新的投资协定使得投资者获得了更大的市场准入，可能会给欧洲国家带来投资的增长。美国总统乔·拜登也可能在贸易问题上采取对抗性较低的措施，这种做法将减缓供应链多样化的进程，但如果美国、中国内地与其他国家和地区之间的贸易紧张局势仍然存在，那么供应链多样化可能仍然是一个重要的优先项。

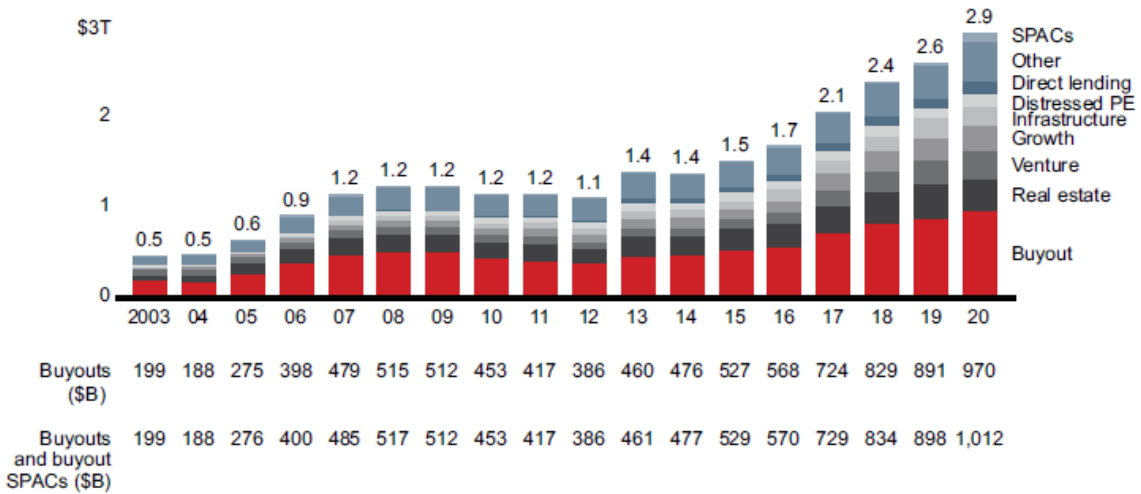
# 基金二级市场活动概况

2020年的全球二级市场基金募资活动有大幅增长，2020年募集的资金与2015年至2019年平均水平相比增加了170%。<sup>4</sup> 在去年之前，我们看到在中国内地设立了多支二级市场基金，但是我们去年在中国内地见到了比往常更多的二级市场基金的募资活动。总体而言，在2008年全球金融危机后，许多基金在二十一世纪第一个十年的早期至中期募集，现在这些基金即将到期，如果基金期限延长其有限合伙人则可能希望退出。有些有限合伙人因为新冠疫情影响可能存在流动性需求。一些有限合伙人可能认为现在估值较高，因此是退出的好时机。中国内地二级市场基金增加的另外一个原因是，中国内地的私募基金市场已经更加成熟，基金管理人和投资者对于基金二级市场更为专业与熟悉。去年北京还建立了一个试点项目，鼓励组建二级市场基金。<sup>5</sup> 鉴于中国内地基金管理人和投资者日益专业，同时其对基金二级市场也越来越熟悉，我们预计二级市场基金的募资活动将会在2021年继续活跃。

## 可投资资金

在私募市场上，资金募集的速度比使用的速度快，这就导致了私募基金的可投资资金持续增加。如本文资金募集—已募集资本总量和基金数量部分所述，2020年募集资金总额略低于2017年至2019年的水平，但可投资资金在2012年至2020年间一直在持续不间断增长（如下图10所示）。

图 10：全球私募基金可投资资金（按基金类型划分）



资料来源：Bain & Company, Global Private Equity Report 2021, 第13页

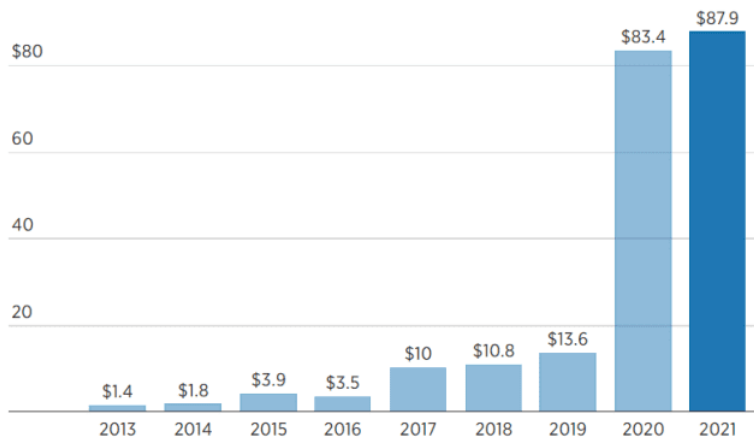
## SPACs

2020年通过SPAC上市的数量创下了纪录，2020年可以称为SPAC之年，同时对SPAC的乐观情绪持续到了2021年，因为美国的SPAC已经在2021年的前三个月就筹集到了比整个2020年更多的资金，详见如下图11。

<sup>4</sup> 资料来源：Bain & Company, Global Private Equity Report 2021, 第19页。

<sup>5</sup> 资料来源：<https://en.ciftis.org/en/xwzx/fmdt/2020123018513541010/index.html>;  
[http://jrj.beijing.gov.cn/jrgzdt/202103/t20210329\\_2331029.html](http://jrj.beijing.gov.cn/jrgzdt/202103/t20210329_2331029.html)

图 11：通过美国空白支票交易募集的资金（美元/十亿）



截至2021年3月31日。资料来源：<https://www.cnn.com/2021/03/19/spacs-break-2020-record-in-just-3-months.html>

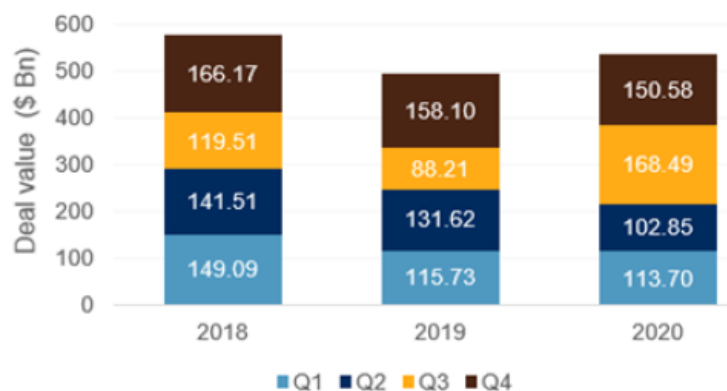
自2020年初以来，从Shaquille O’Neal, Serena Williams, Stephen Curry, Alex Rodriguez到Colin Kaepernick等体育明星，到Larry Kudlow, Wilbur Ross and Paul Ryan等前任政治家，再到Ciara等流量明星，都参与到SPAC的募资工作中。<sup>6</sup> 因此，对于投资于热门领域的基金来说，去年是高估值也是退出投资的好时机，无论是出售给私募基金、IPO还是出售给SPAC。SPAC在美国上市的速度在2021年加快，我们可能会看到其他辖区的SPAC越来越多。例如，在香港，香港证监会和香港交易及结算所（“港交所”）在今年早些时候宣布，他们正在研究允许SPAC在香港交易所募集资金的提案。<sup>7</sup> 此外，2021年3月31日，新加坡交易所（“新加坡交易所”）就新加坡交易所主板市场的SPAC拟议上市框架发布了一份咨询文件。<sup>8</sup>

## 交易

### 交易价值

2020年第一季度和第二季度的交易量大幅下降，但如下图12所示，第三季度和第四季度大幅上升的交易量弥补了第一季度和第二季度的损失。

图 12：2018-2020年全球私募股权 / 风投交易价值



资料来源：<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/research/2021-global-private-equity-outlook>

这与我们对2020年实际发生的交易情况所观察到的一致，也与我们在上文资金募集中就延迟融资所作出的观察类似 — 投资者在2020年的上半年度一直持观望态度。

<sup>6</sup> 资料来源：<https://edition.cnn.com/2021/02/23/investing/spac-arod-kaepernick-celebrities/index.html>;  
<https://finance.yahoo.com/news/5-celebrity-spacs-consider-shaq-222007933.html>

<sup>7</sup> 资料来源：<https://www.reuters.com/article/us-hong-kong-spac-idUSKCN2AU0CA>

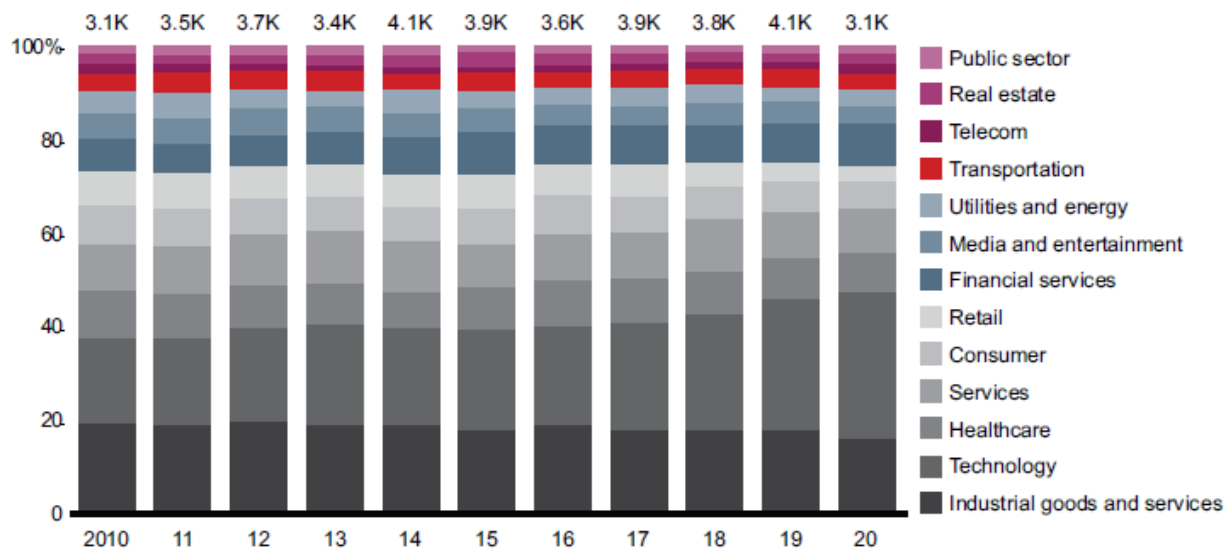
<sup>8</sup> 资料来源：<https://www.sgx.com/regulation/public-consultations/20210331-consultation-paper-proposed-listing-framework-special>;  
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-04-06/spac-bubble-fears-lead-hong-kong-singapore-down-cautious-path>



## 交易类型

尽管2020年全球并购交易数量较前几年有所下降，但如下图13所示，科技行业在全球并购交易所占的份额仍在不断增加。

图 13：按行业划分的全球并购交易数量统计



资料来源：Bain & Company, Global Private Equity Report 2021, 第16页

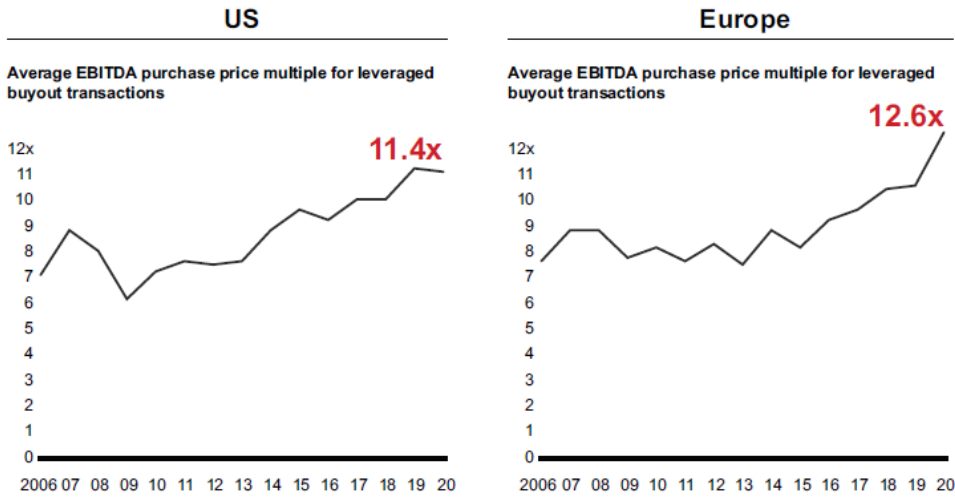
新冠疫情前就已经呈现出交易量上升趋势的多个行业的一个共同点是，这些行业均涉及尚未被成熟开发的创新产品和/或未来收入来源很难估值且不可预测的线上服务业，这是因为针对这些可能具有颠覆性但尚未盈利或有时甚至没有销售业绩的公司而言，预测其未来收入具有内在的不确定性。在财政方面，由于量化宽松，整体经济环境有了更多的资金。在资金方面，鉴于某些国家的利率较低以及政府允许公司在疫情期间获得额外资金贷款（例如贷款以支付员工薪水），贷款变得更加容易，且债务更容易展期。如上文可投资资金部分所述，市场上有了更多的可投资资金。在公开市场，2020年可以称作是上文SPACs部分所述的SPAC年。因此，私募市场上可投资资金和SPAC募集到的资金都在争夺交易。这一背景使得涉足这些领域的投资组合公司能够更快地达到更高的估值，需要向投资者证明的概念也变得更少，同时也使得投资组合公司更容易在早期通过IPO或SPAC合并退出。2019年，WeWork在提交IPO文件时面临了非常严格的审查，最终WeWork的潜在投资者在IPO文件披露后对WeWork失去了信心，WeWork最终撤回了IPO申请，其估值也因此遭受了严重的打击。相比之下，如果IPO的平均首日回报率（“IPO Pop值”）可以作为评估指标，那么2020年对选择上市的公司而言非常有利。例如在美国，去年就有471家公司在美国证券交易所上市且IPO Pop值为38%，这是自互联网泡沫以来（1999-2000年间的IPO Pop值超过了50%）最高的IPO Pop值。<sup>9</sup> 尽管投资银行确实经常对IPO Pop值作出定价，但2020年IPO几乎达到互联网泡沫水平的事实表明去年投资者的热情甚至超过了投资银行的预期。

<sup>9</sup> 资料来源：<https://www.nasdaq.com/articles/trends-in-ipo-pops-2021-03-04>.

# 估值

泡沫估值不仅在公开市场明显，在并购交易中也同样明显，如下图14所示，美国和欧洲的EBITDA（税前折旧前摊销前利润）倍数达到或接近历史最高水平。

图 14：美国和欧洲的投资估值



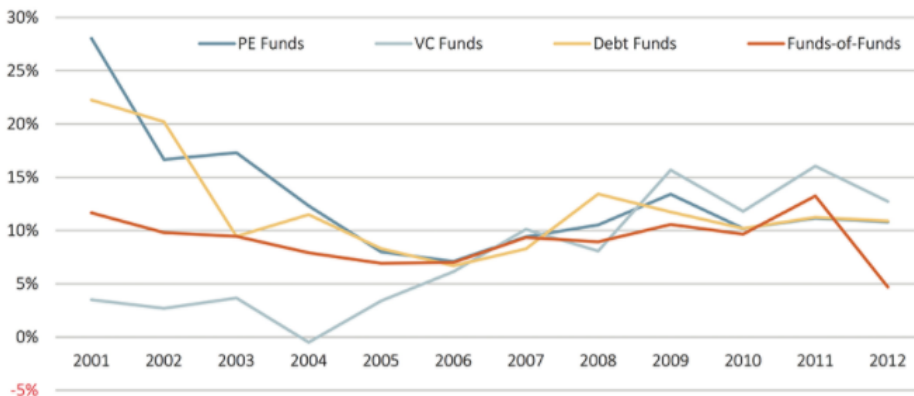
资料来源：Bain & Company, Global Private Equity Report 2021, 第11页

我们在2020年新冠病毒文章中提到，能够在2020年完成基金交割的基金管理人可能比在2020年前就完成基金交割的基金管理人更有能力为投资者提供回报。我们还注意到，只要经济毋须经历较长的衰退后才复苏，度过新冠疫情危机的基金管理人 and 投资者都将受益于投资估值的缩减。然而，由于各国央行的强势回应，我们未见投资估值下降，且现在仍处于或接近历史最高水平。因此，美国、欧洲以及度过新冠疫情危机的基金管理人 and 投资者都将面临激烈的竞争且需要为资产支付更高地投资款。

在全球金融危机中，资产价值大幅下降且回升缓慢，使得长期复苏开始时（即在2009年）完成募资的基金获得了高额的回报。但是在2020年，资产价值急剧下降但回升得也非常快，2020至2021年完成募资的基金并没有太多投资价值洼地的机会。

因此，展望未来，基金管理人需要相应地管理投资者的预期（包括在向投资者发布的募资文件），因为2020至2021年份的基金可能较难找到价格具有吸引力的交易，因此相比于2009年的基金，该等基金将更难实现高内部收益率。如图15所示，2009年所有基金类型的内部收益率中位数高于10%。

图 15：按基金类型和年份划分的全球平均内部收益中位数

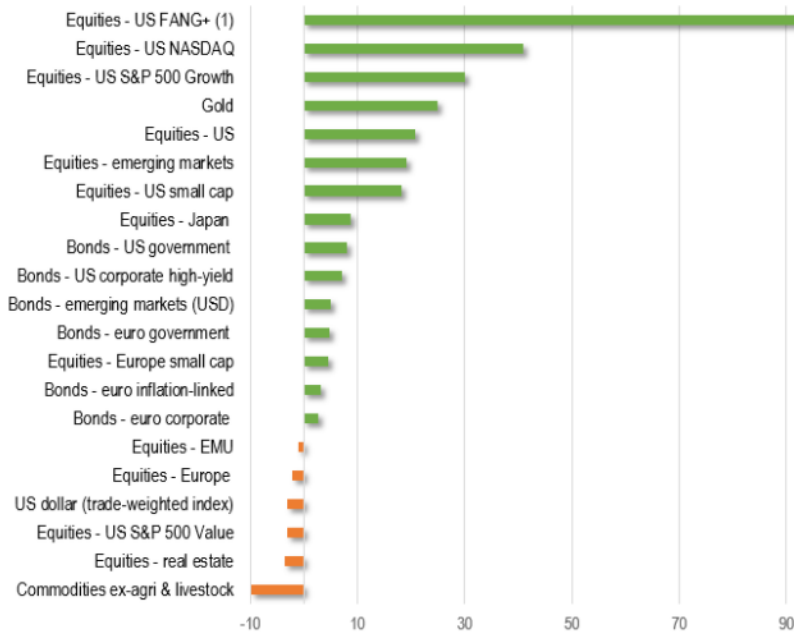


资料来源：<https://pitchbook.com/news/articles/video-draft-3q-2015-pe-vc-benchmarking-report>

# 公开市场及私募市场的投资回报

如下图16所示，就投资回报而言，资产类别回报也超出了最初预期，尽管回报率在2020年初大幅减少，但大多数行业的股权、债券和黄金的回报在2020年底仍为正值，包括脸书、苹果、亚马逊、Netflix和谷歌在内的FANG+指数也因此受益，科技公司占比较高的纳斯达克成为2020年“宅”经济商机的最大受益者。

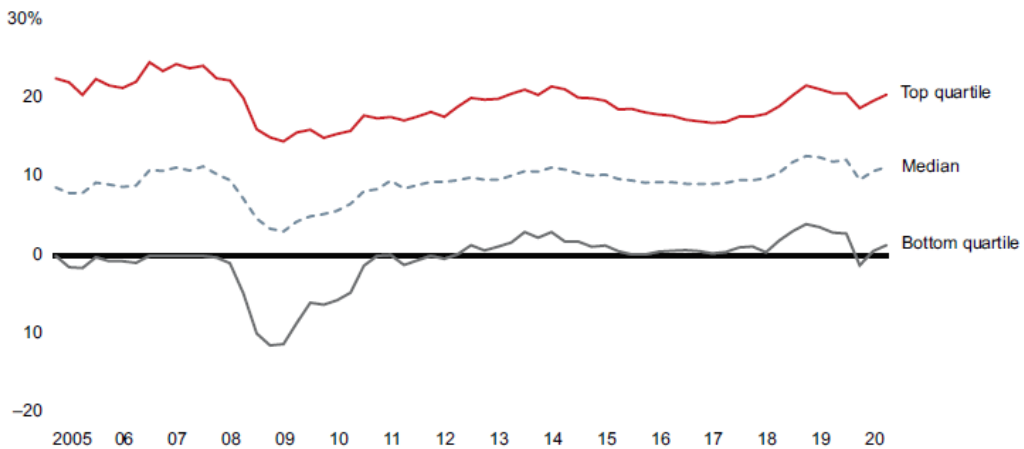
图 16：以当地货币计算的资产类别总收益 (%)



资料来源: <https://investors-corner.bnpparibas-am.com/markets/chart-of-the-week-2020-market-wrap/>

私募市场的投资者感受到了投资组合的积极表现。如下图17所示，2020年全球并购的10年年化内部收益率实际上有所上升，这并不符合大多数人在疫情最严重时所预期的结果。与大多数人在去年年初时的预期相反，由于各国央行均采取了迅速行动，2020年与全球金融危机的情况大不相同。

图 17：全球收购交易的10年年度内部收益率



资料来源: Bain & Company, Global Private Equity Report 2021, 第22页

然而，正如我们之前提到的，随着美国和欧洲的投资估值达到或接近历史最高水平，基金管理人和投资者需要警惕未来的投资估值趋势。



## 2021展望

由于经济环境发生了根本性的变化，许多在新冠疫情时期加速发展的投资趋势仍可能会继续。然而，许多行业的高估值对投资于这些行业的所有投资者而言未必有益。尽管如此，投资的估值基于传统估值标准是否合理在2021年对于部分投资者来说似乎并不重要。如果有足够多的这类投资者，可能会反过来影响相关资产的供需，从而让这类投资者至少在短期内可能会有所盈利。此外，考虑到宏观经济背景和市场的乐观迹象，估值在未来一段时间可能还是会继续保持高位。

然而，历史证明，全球范围内的央行最终将通过提高利率和减少量化宽松来收紧宽松的经济环境，对新型冠状病毒的担忧也将会被其他问题代替，届时还会发生其他黑天鹅事件。然而，目前基金管理人和投资者最担心的是新冠疫情的连锁反应和宏观经济环境的变化。后新冠疫情时代将会成为新常态，但这也将为基金管理人和投资者提供机会，使其能够迅速适应疫情带来或加速的世界变化。

---

## KWM 联系人



### 范凯敦 (Hayden Flinn)

联席管理合伙人  
香港特别行政区  
T +852 3443 1113  
hayden.flinn@hk.kwm.com



### 李帼孙

合伙人  
香港特别行政区  
T +852 3443 8507  
guosun.lee@hk.kwm.com



### 江竞竞

合伙人  
香港特别行政区  
T +852 3443 8504  
jingjing.jiang@hk.kwm.com



### 石璧宁

合伙人  
香港特别行政区  
T +852 3443 1233  
cindy.shek@hk.kwm.com

免责声明：本文仅为概括提供资料之用，因而不构成法律或其他专业意见书。阁下应在寻求适当意见后再决定是否依赖本文中所载资料采取或不采取任何行动。

凡因查阅、使用或依赖该等资料行事所引起的任何损失，金杜律师事务所一概不予负责。

除非另有说明，本文所载资料一律保密，且未经金杜律师事务所事先书面许可，不得采用任何方式或通过任何方法加以使用、披露、复制、存储于检索系统、或传递给他人，但用于直接与本文相关的用途除外。

金杜律师事务所是指由金杜律师事务所国际联盟中的成员事务所组成的法律服务网络。所有成员律师事务所均各自独立提供各项法律服务。不论成员事务所还是其任何合伙人或成员，均不得以其他成员事务所或其任何合伙人或成员的代理人身份行事。任何成员事务所的合伙人或成员不对任何其他成员事务所具有约束力。

详情参见kwm.com。

©金杜律师事务所2021

## 关于我们

金杜律师事务所被广泛认为是全球最具创新力的律所之一，能够提供与众不同的商业化思维和客户体验。金杜拥有3000多名律师，分布于全球29个城市，借助统一的全球平台，协助客户了解当地的挑战，应对地域性复杂形势，提供具有竞争优势的商业解决方案。

作为总部位于亚洲的国际领先律师事务所，我们为客户发掘和开启机遇，协助客户在亚洲市场释放全部潜能。凭借卓越的专业知识和在核心市场的广泛网络，我们致力于让亚洲走向世界，让世界联通亚洲。

我们始终坚持以伙伴的合作模式为客户提供服务，不止步于满足客户所需，更关注实现客户目标的方式。我们不断突破已取得的成就，在重塑法律市场的同时，打造超越客户预期的律师事务所。

加入对话:



订阅我们的“金杜说法”微信。请搜索: KWM\_China  
[www.kwm.com](http://www.kwm.com)



亚太区 | 欧洲 | 北美 | 中东