

对于风险投资（VC/PE）行业而言，已经走过的2012年注定是不平凡的。这一年里，VC/PE行业在募资、投资、退出等方面全面陷入低潮。大浪淘沙之后，VC/PE市场在新的一年里出现了哪些变化？弄潮于其中的各路机构在投资方面又有哪些新的动向？

步入2013年，在政策与行业导向方面，从号称史上最严的IPO在审企业财务核查，到符合条件的VC/PE机构可开展公开募集证券投资基金管理业务；从“新三板”符合条件的挂牌企业可直接向交易所进行上市申请，到监管层明确回应IPO重启没有时间表，监管层的多措并举，给VC/PE行业留下了深浅不一的印记。

风投还在冬天

本报记者 何 川

行业投资分化，几家欢喜几家愁

据清科数据库统计，今年前两个月，我国VC/PE市场共发生投资案例50起，披露金额案例共40起，投资总金额达10.69亿美元。其中，1月份VC/PE投资受去年整体形势影响，投资案例数及金额处于低位，总投资金额环比下降28.0%。受农历新年长假和整体行业调整影响，2月份VC/PE投资案例数及金额依然没有走出低谷，总投资案例数环比下降38.7%。前两个月里，京东商城获得的沙特王国控股公司领投的4亿美元融资为投资最高案例。

从投资的案例数来看，前两个月，互联网行业大受青睐，在清科数据库分类的一级行业里其名列榜首，共计19起，占总案例数的38%。排在第二的有四类行业，分别是电子及光电设备、生物技术及医疗健康、房地产、清洁技术等，均有4例。

从披露的投资金额来看，前两个月，互联网行业依旧独占鳌头，共获得5.08亿美元融资，占总投资金额的47.51%。排在第二位的是能源及矿产行业。虽然前两个月里该行业只有海祥（天津）创业投资管理有限公司和瑞基资产管理有限公司认购甘肃酒钢集团宏兴钢铁股份有限公司非公开发行股份这一笔投资，但因其投资金额高达1.37亿美元，排在榜眼位置。排在第三位的是房地产行业，投资额为0.89亿美元。

3月份以来，VC/PE市场延续了前两个月不温不火的态势。据Wind资讯显示，截至3月13日，市场共发生7起投资案例，披露金额的案例有5起，投资总金

额达16.9亿元人民币。其中，臻阳房地产获得的来自芜湖歌斐基金所投资的11亿元人民币为投资最高案例。

清科研究中心分析师徐志鹏表示：“今年以来，投资机构比较青睐互联网行业原因较多。相比实体经济面临产能过剩和需求不足的困境，互联网领域具有行业比较优势，其背后存在庞大的市场需求规模。清科数据显示，去年我国网上零售市场交易规模达到1.38万亿元人民币，同比增长高达68.72%。另外，随着政府及企业大力推动物联网、云计算等战略性新兴产业的发展，整个互联网行业将因此受益，未来发展空间广阔。”

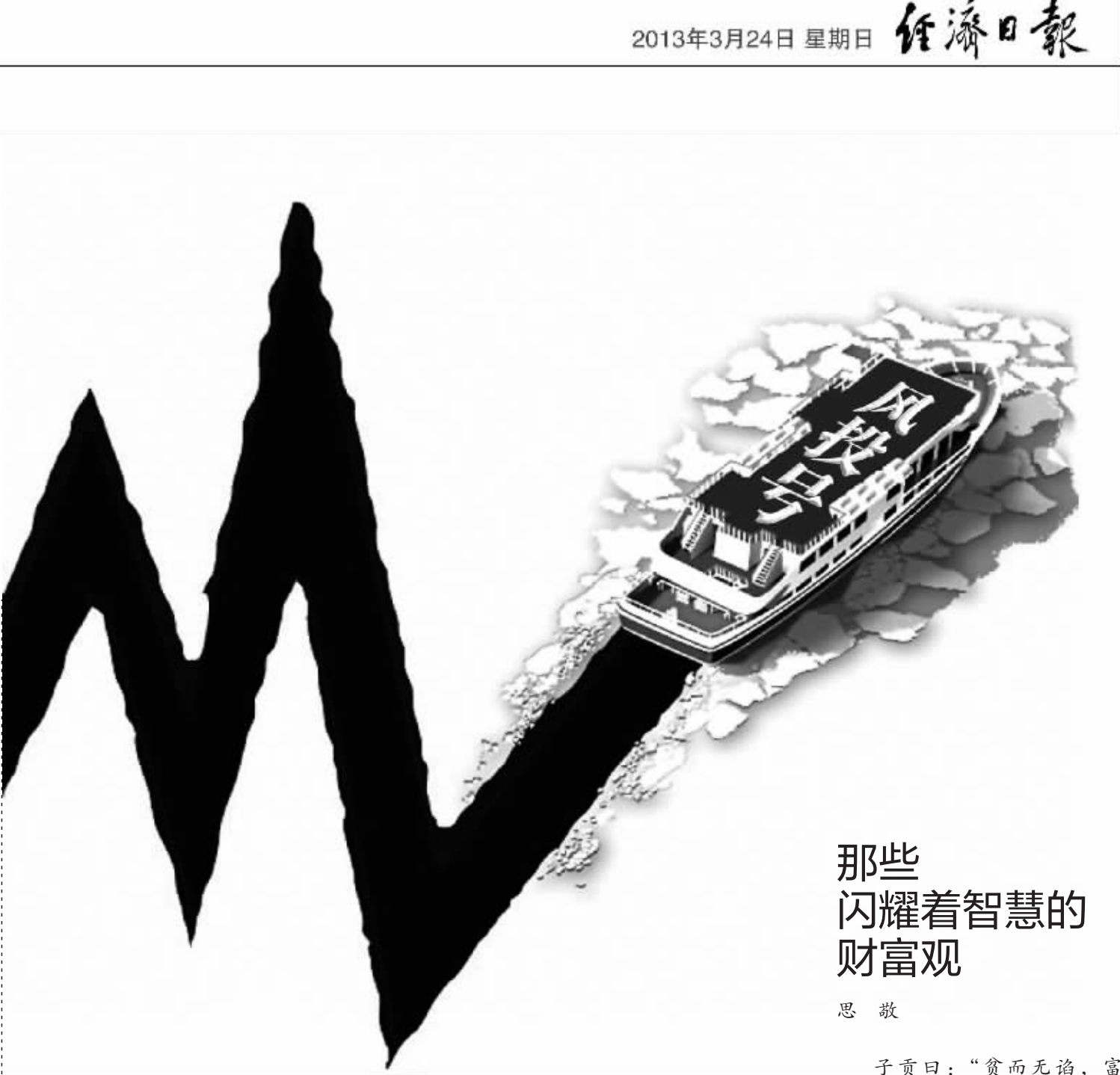
从互联网行业的细分领域来看，今年以来，包括电子商务、网络营销和网络服务等均获得融资，服务于特定行业的互联网企业也受到投资机构的关注，如广告、支付、导购、云技术和房屋租赁等。而此前投资情况较好的传统行业则表现欠佳。“自IPO在审企业财务专项检查工作开展以来，化工、船舶和机械制造等被认为是撤回IPO申请的‘高危’行业，这些行业受经济周期影响较为强烈，并存在一定的产能过剩现象，影响了机构投资的热情。”清科研究中心分析师蔡建飞表示。

冬天来了，春天还有多远？

“只有当潮水退去的时候，才知道谁在裸泳。”处于寒冬中的VC/PE市场，给了行业重新洗牌的机会，那些具有强大专业能力和增值服务能力

的VC/PE机构或将是这一轮行业调整的大赢家。

中科招商投资集团董事长兼总裁单祥



双表示：“2012年中国PE行业面临着投资规模、融资规模、退出收益等大幅下降的困难，今年PE行业应积极转变经营方式，坚持‘前后左右中’战略，在危机中把握机会。”

在单祥双看来，PE行业应向前转，即PE可尝试早期项目，将投资领域向前端VC扩展。向后转，即除IPO外，PE还应加大并购力度，不断提高并购退出占比。以中科招商集团为例，去年通过上市退出的数量不多，仅有6例，但是通过并购退出的数量已有21例。向左转，即PE向证券市场、公募基金和保险等金融行业转变，参与全资产管理。向右转，即PE向实体产业转变，积极参与创业。保持中间，即在PE自身中发掘机会。

“前后左右中”战略是业内人士采取策略应对危机的一个缩影，政策面上，监管层也积极响应市场需求，出台了相关利好措施，助推VC/PE行业走出寒冬。

今年1月，工信部、发改委等部委着力推进包括钢铁、水泥、机械制造、电解铝等九大行业并购重组启动。据统计，这

九大行业共涉及900家左右上市公司，占到目前A股上市公司的一半，总市值超过4万亿元。

“在境内IPO发审状况短期内仍然收紧的情况下，有退出压力的VC/PE机构可借助此次九大行业整合并购的机会，寻求投资入股以及并购退出。”中科招商集团一位内部人士表示，“从国外的经验来看，并购才是VC/PE机构的主流退出渠道，IPO只是其中一部分。待VC/PE行业整体回归理性之后，并购或将受到市场的重视。从长期来看，并购退出的平均收益率其实并不比IPO差。”

随着1月份全国中小企业股份转让系统揭牌成立，非上市公司股份转让的小范围、区域性试点开始渐次面向全国范围运行，我国场外市场建设获得重大突破。清科研究中心分析师张琦表示：“虽然目前‘新三板’融资规模有限、交投活跃度有待提升，但对于投资机构而言，在国内外IPO退出渠道不畅的背景下，通过‘新三板’实现部分被投资项目股权转让也不失为一条退出途径。”

那些闪耀着智慧的财富观

思 敬

子贡曰：“贫而无谄，富而无骄，何如？”子曰：“可也，未若贫而乐，富而好礼者也。”——《论语·学而》

常言道：“君子爱财，取之有道”，那么，“取财”之后，君子应该怎样“持财”呢？孔子在《论语》的“学而”篇中，借子贡的发问亮出了他的答案：“好礼”。

子贡即孔门七十二贤之一的端木赐，他头脑灵活，赚钱麻利，是当时有名的生意人。孔子曾说，“赐不受命，而货殖焉，亿则屡中”，即子贡不安本分，去囤积投机，猜测行情，竟每每猜对了，可见子贡的确颇具商业才能，是个理财高手。就是这样的一位大商人向老师请教说：“贫穷却不巴结奉承，有钱却不骄傲自大，老师，您怎么看？”

孔子先微微一笑，点头曰“可也”，然后话锋一转，言“未若贫而乐，富而好礼者也”。师徒两人一问一答，精彩非常。

宋代理学家朱熹在《四书集注》里解释孔子这句话时，说“凡曰可者，仅可而有所未尽之辞也……而夫子之答如此，盖许其所已能，而勉其所未至也”，也就是说，孔子认为子贡说的这样还算可以，但实际上仍然不够，真正的大境界应该是贫而能乐道，富而知好礼。子贡做生意起家，致万贯家财，孔子这么说当然也是在勉励子贡。

那么，什么是孔子所言的“礼”呢？《论语》一书区区二十篇，约万字，但提及“礼”竟有74处之多，其含义包括礼意、礼仪、礼制、礼法等。孔子在“颜回”篇中讲“克己复礼为仁”，把“礼”与其理论核心“仁”结合起来，视仁与礼为内容与形式的关系。后世的孟子更是把“礼”解释为“恭敬之心”和“辞让之心”，“礼”成为儒家伦理规范，并与仁义智信同列为“五常”之一。

总体来讲，“礼”属于精神层面上的，与“财”这种物质层面上的东西不一样，它强调的是一种更高层次的道德品质修养。一个人即使富裕了，也不应该傲慢无理或者穷奢极欲，相反，他应该努力提升自身的精神境界，做到谦逊敬让，乐善好施。

《史记·货殖列传》记载，陶朱公范蠡发财后，“十九年之中，三致千金，再分散与贫交疏昆弟”，司马迁称赞他“此所谓富而好行其德者也”，这或许真正体现了孔子之谓的“富而好礼”的本意。

债市投资进入精耕细作期

交银施罗德固定收益部总经理 胡军华

今年以来，债券市场在流动性推动、春节前债券供应节奏略缓、经济弱复苏但上半年通胀压力不大等多重因素影响下，呈现明显的卖方市场特点，信用债券一券难求。

接下来，债市行情将如何演变？债券投资正回报是否可期？

在欧、美、日等主要发达经济体央行全力实行超宽松货币政策影响下，全球经济增长止跌企稳，但受制于美国财政悬崖、欧债危机、高负债、财政赤字、高失业率等问题，经济复苏的稳定性仍堪忧。

2008年国际金融危机之后，我国强调转变经济增长方式，由于土地、劳动力、资源等生产要素价格的正常化，相对于高速增长的改革开放前三十年，未来中国潜在经济增速趋于放缓。

今年以来，我们观察到央行高度关注通货膨胀变动，在公开市场主动灵活操作，总体以回笼资金为主，1月份净回笼3000亿元，2月份净回笼2530亿元，通过不同期限的正逆回购搭配，保持合理的市场流动性，引导市场利率平稳运行。我们

从宏观基本面分析，中国宏观经济弱复苏，因经济增长方式转变及生产要素价格正常化，长期来看经济增速趋于放缓；央行主动灵活调控，2013年通胀压力预计在可控范围内；因全球超宽松货币政策及较低风险偏好影响，资金面相对宽松，债市所处的外部环境或依然有利。

从债券估值、供求变化及资金利率等因素分析，我们认为短期债券市场收益率可能进一步下行的空间有限，债券市场进入精细化管理期，需综合分析收益率波动引发的资本变动与票息收入，甄选风险收益较优的资产类别。

认为，央行货币政策已由去年末的中性偏宽松转为中性，有利于合理引导通胀预期。

受全球超宽松货币政策影响，2013年通胀压力趋于上行，预计全年平均在3%至3.5%左右，总体通胀压力或可控。

当前，市场流动性总体宽松，以7天回购为代表的货币市场利率在3%左右，票据贴现利率月息3.35%，接近2012年6月低点，与此同时，央行公开市场操作总体以回笼资金为主，因此我们认为剧增的外汇占款可能是流动性的主要来源。一方面源自欧、美、日超宽松货币政策及货币贬值效应下，人民币相对升值所导致的资金流入；另一方面反映因超宽松货币政策，利率接近零的环境下，发达市场风险偏好偏低，资金追逐高收益流入新兴经济体。在主要经济体超宽松货币政策退出、市场风险偏好升高之前，流动性总体相对宽裕。

当前，债券市场收益率总体下行后、信用利差进一步收窄，信用利差与等级利差估值吸引力减弱；央行公开市场主动灵活操作，市场资金最宽松的时期可能已过去；春节之后，利率债与信用债发行加速，债券市场供求失衡有所改善。从债券估值、供求变化及资金利率等因素分析，预计短期债券市场收益率进一步下行空间有限，债券市场进入精细化管理期，需全

面分析收益率波动引发的资本变动与票息收入，甄选风险收益较优的资产类别。

综合中长期经济增速放缓，央行主动应对、2013年通胀总体或可控，全球超宽松货币政策及低风险偏好影响、流动性相对宽裕等因素分析，可以适当关注短久期、中等评级AA左右的信用产品，采取骑乘策略、并适度使用杠杆，未来债市表现依然可期。

骑乘策略

债券投资中常用的策略之一，是指当债券收益率曲线比较陡峭时，也即相邻期限利差较大时，可以买入期限位于收益率曲线陡峭处的债券，也即收益率水平处于相对高位的债券，随着持有期限的延长，债券的剩余期限将会缩短，债券的收益率水平将会较投资初期有所下降，对应的将是债券价格的走高，而这一期间债券的涨幅将会高于其他期间，这样就可以获得丰厚的价差收益即资本利得收入。



远 志 / 文
段涛涛 / 绘



唐僧股份有限公司登陆神斯达克路演



天宮会计师事务所盘点资产



会计师疑问：去西天取经，路途遥远，你连个车都没有，怎么去？

