

文 | 陈之琰、于丽丽

编辑 | 刘旌

美元基金的连锁反应

事情正在起变化。

过去两周，中概股的世界一日千里。3月14日收盘时，被认为最能反应在美上市中国公司表现情况的“纳斯达克中国金龙指数”（HXC.O），收于5181.3点，跌幅达到11.7%，创下了该指数有史以来最大的单日跌幅。而上一次的纪录，还保留在金融危机爆发的2008年。

有“海外最大中国股票ETF”之称的中证中国互联网基金（KWEB）的同日跌幅超过11%。2022年以来，该基金跌幅已超过40%，抹去了2013年上市以来的所有涨幅。九年涨幅，一夜归零。

这是市场情绪最浓烈的一天。从2021年年初至3月14日，280支在美上市的中概股中有261支下跌。即便拉短时间轴从年初看起，也有184支中概股跌幅超过20%，其中53支跌至腰斩甚至更低。过去两天，「暗涌Waves」从多家美元基金人士处获悉，他们也已暂停了投资，“所有发了TS、但没有发SPA的deal，全部搁置”。

投资人甚至产生了前所未有的自我怀疑。“我们需要很大的转型。”一家知名美元基金成长期阶段的投资人对我们悲观地表示，他们之前赖以生存的Growth/PE策略可能不再奏效。有双币基金最近密集开会，讨论财务投资之外还有无新的交易机会——比如Buyout（控股并购）。

尽管历史上每当中概股遭遇风波时，都会不可避免地波及美元基金。比如2020年初的瑞幸咖啡造假丑闻。但这次的情势并不相同。

在过去二十年的中国新经济浪潮中，美元基金是一股当仁不让的主流。在国内一级市场，相较于人民币，美元基金也长期占据着绝对话语权。尤其是伴随着疫情后的美元超发，2020年至2021年上半年，在中国的美元基金大多实现了意料之外的募资，原本令VC们难以想象的10亿美元单期规模，甚至一时间屡见不鲜。

在洪策资本创始人甘剑平回忆中，截至去年6月30号，最顶级美元基金背后的主要出资人之一——美国多家大学基金也相继报出了历史最高回报，“有的是50%，甚

至是60%”，“要知道，这是几百亿美金的60%。”当然这未必只受益于中国地区。

拐点出现在去年7月。当在线教育——这个众多美元机构，尤其是mega fund（超大规模基金）重押的领域崩塌之后，有关美元基金在中国的长期命运，开始成为一个反复被讨论的话题。今年1月，官媒《证券时报》也曾撰文指出，美元基金的现状是：“投不进硬科技”，“难募集人民币”。

此次中概股的激烈起伏，无疑进一步加剧了美元基金的生存焦虑。因为这直接撼动了他们长期以来的立身之本：投资新经济公司，搭建离岸控股结构，在境外的交易所上市，退出回笼资金。尽管从表面上来看，受影响最大是轮次更靠后的PE基金，但如果情况长期没有好转，任何阶段的美元基金都难以幸免。

过去两天，「暗涌Waves」采访了多位美元基金人士。他们中的许多人难掩焦虑。有一位刚刚加入一家mega fund的投资人告诉我们，作为一个入行五六年的投资人，他原本只关心公司和赛道的变化，但这几天他浏览了可能有生以来最多的分析文章，试图理解他所在的这个行业正在发生什么。

是的，想要在一个大时代中活下去，只看脚下远远不够，你得抬头望望天。

“鄙视链”的迁移

他们可能在同一座CBD里工作，可能会在同一间咖啡厅里闲谈，也可能同时投入一家公司。但所有人都知道，长期以来美元和人民币投资人之间是存在“鄙视链”的。

大体的脉络是：一个是主力投资互联网新经济公司，并以境外股市退出为主导的美元市场；另一个则是更多押注产业端和确定性机会，由A股退出为核心的人民币市场。

币种没有高下之分，但美元与人民币基金之间却隐藏着似有似无的权力格局。比如，LP层面上，美元与人民币出资者的能力判断显然不是等价的，市场中美元基金募人民币基金者众多，而人民币基金能够成功募集美元基金的则是凤毛麟角。

2019年11月底，洪泰基金5周年年会上，洪泰基金创始人盛希泰当着在场员工和LP

的面说：“不做美元基金没有饭吃。”作为本土基金的典型代表，钟鼎资本创始合伙人严力也直到募集第二支美元基金时，才觉得自己“上了一级市场的主桌”。在很长一段时间里，美元基金募集人民币被视为一种抵抗货币周期的投资策略，而人民币成功募集美元基金反倒有种为“团队投资能力背书”的意味。

2009年创业板开市前后，包括红杉中国、IDG资本在内，一批先觉的美元GP就开始了人民币基金募资，但这似乎也不是美元基金的必然选择。过去四年，「暗涌Waves」采访过的多位典型美元投资人，在谈及人民币基金时，他们的态度也颇为暧昧，基本都是“重点关注、却行动有限”。

比如华平投资、DCM，这两家在资本市场颇具名望的美元机构，至今也都没有真正意义上的人民币基金。不过据我们了解，华平已经在积极筹办人民币基金；DCM在2020年接受我们采访时也表示，他们已经设立一个人民币主体。

美元基金在中国一级市场的“优越感”还体现在两方从业者的“刻板印象”上。美元基金操盘手多是留洋背景、金融出身，是“追求改变世界”的创新卫道士，是穿越周期的“时间朋友”。而人民币基金的从业者们，不是有着“政府背景”、“产业属性”，就多以“草根”、“接地气”的字样来形容，投资标的也多是sexy、无法拯救世界的“传统公司”。

就在盛希泰发誓“不管有多难洪泰都要募美元”的那一年，有超过30家中概股赴美上市。新氧、云集、跟谁学、斗鱼、网易有道、房多多、青客公寓、荔枝FM.....翻看其背后的资方列表，几乎清一色的美元基金，即便有少量人民币基金出现，大多也是美元起家的双币基金。

这已然是过去二十年中国一级市场中美资本间的缩影。老牌人民币基金同创伟业创始人郑伟鹤曾说：“过去的20年美元基金和人民币基金同台竞技，最挣钱的案子还是今日头条，SIG通过这一个项目就创造了辉煌。未来的20年会不会有上千亿人民币的回报？可能这是一个可遇不可求的目标。”你能很快从这样一番表态中读出这位人民币老兵的复杂情绪——羡慕、无奈，以及一丝不甘。

1、外资机构的美元，以捐赠基金、养老基金等“长钱”为代表；2、中国人的海外基金，比如各类家族办公室；3、外国人的财富基金；4、中国机构投资人的美元资金。这其中占比最大的、也被视为最优质的钱的是外资机构的美元。

”

美元GP并不是能力比人民币GP强，而是资金性质好

。”一位互联网企业家的家族办公室管理人向「暗涌Waves」强调，人们对美元基金的能力多有谬断：很多人没有意识到，美元基金过去的成功“不是个人智识的成功，而是美国式的资本模式的成功”。

经过国外资本市场的多年发展，这些“长钱”面对中国股权投资已经形成了成熟的“资产配置观念”，即“100元中拿出10元来押注高风险、高回报”。这也使得美元基金平均能有12-14年的投资期限。耐心与创新的赌性相关。更有耐心、周期更长的美元资金能够产生对创新的强拉动，也成为过往这些年超额回报的沃土。

与之相较，人民币基金受制于LP的回报要求，往往采用“5+2”的期限设置，这使得人民币更青睐有确定性回报的项目，从而消减了自身的声量。

另一方面，人民币GP所面对的来自LP的“特殊要求”也复杂得多。“人民币GP的行为是被多方扭曲的：母基金、险资穿透到底，还是大量政府的钱，追求确定性；政府引导基金，政绩大于盈利；产业资本也有大量企业家自身和上市公司的考量。”有人民币基金投资人对「暗涌Waves」如此表示。

还有一重因素是退出渠道。在科创板出现前，人民币的核心退出渠道A股对上市公司有着明确的盈利要求，这从源头上止住了过去十余年作为中国商业世界主流的互联网公司国内上市的步伐。“审批上，A股比港股严，港股比美股严。美股更灵活，流动性也更好。”有基金管理公司的中概股专家向36氪分析，加之美股从2009年开始的十年大牛市，使得中国互联网神话的主场是在美元基金和境外市场。

募资和退出端的特点也直接影响了美元基金和人民币基金对于标的截然不同的选择：人民币基金通常偏向于投资稳健的、政策利好型项目，而美元基金则更偏好风险较高的前沿科技类、互联网类公司。

两类公司的差异，放在过去十年的商业世界里，就演变成了美元基金和人民币基金地位和话语权的高低。

但如今，当在中国生存的美元基金长期依赖的出资人心态、以及退出渠道都发生变化时，他们的命运就不止和中概股的一时涨跌有关了。

难解的谜题

过去几年，关于美元基金式微的声浪时有浮现。这背后的一个关键变量是：人民币

市场的转强。

比如人们常谈到的人民币基金存续期过短的问题，其实已有一定改善。一家人民币基金合伙人告诉「暗涌Waves」，人民币的LP中，险资、教育基金会以及成熟的母基金，都属于相对的长线。事实上，在去年完成大额人民币募资的基金中，险资确实已经成为关键力量。比如市场盛传在源码资本最近完成的超70亿人民币募资中，有十家保险资金的参与。

不过，多位接受我们采访的美元投资人认为，当下对他们最大的挑战并不是出资人的问题（对于头部美元基金来说，这一点更不重要），而是国内资本市场的集体转向。

当硬科技成为一条几乎隐没在所有行业背后的大逻辑时，美元投资人的项目焦虑空前。除了这些项目本身的回报空间、周期等问题之外，“你甚至需要面对找地建厂、和地方政府长期互动等资源的聚拢。”一位美元投资人认为，这完全是他原有的能力禀赋之外的。这也基本代表了「暗涌Waves」接触过的多数美元投资人的想法。

于是，一些美元投资人开始寻找新时代的“互联网式”机会。比如，web3。有85后美元基金投资人发现，身边的同辈们纷纷从教育、消费、fintech赛道出发向web3挺进。但此路也并非中国美元基金投资人们的最佳出路。“投web3还是要去国外sourcing的，同时要承受很大的社会压力。除了这些，中国web3创业者还不占优势，主流还在欧美创业者这边。”

不过，一家投资了国内中国美元基金的海外母基金向我们表示，其实有很多双币GP已经在积极布局“典型人民币项目”，比如智能制造、工业等等。“这可能不是VC们想要的，但对美元PE来说，其实这里是有一些机会的。”

这里还有必要交待的一个背景是——正如一位知名海外母基金的中国负责人在接受「暗涌Waves」采访时所言，现在全球范围都普遍存在创投项目紧缺的问题，“红杉做永续基金，Tiger猛投VC上——一个往后，一个往前，都在一定程度上表明了这一点。”

时代的分岔口，人才是更灵敏的风向标。曾经因为不同的“薪酬体系”、不同的中后台效率，乃至那虚无缥缈的“身份象征”，少有美元基金从业者会加入人民币机构。而最近，一家从业多年的金融猎头告诉我们，“有很多人最近主动找过来，表示想看看人民币（双币）机会”。

某国有基金投资人告诉我们，最近两年，像招银国际这样的机构陆续从高盛、红杉

、IDG等美元基金用高职级挖了不少人，“晋升甚至是连升两级，比如从投资经理到董事”、“待遇不仅可以拉平，甚至更高”。

但上述种种，并不意味着人民币基金就会取代美元。

在甘剑平看来，当下美元基金在A股退出是通畅的。“除却需要ICP证类公司，美元基金在退出上没有任何问题”，“你现在去注册一个中外合资公司，比5年前容易太多”，“A股最近两年上市、估值比较好的，不管是生物医药还是半导体，很多都是美元基金在里面，很多创始人自己本身都是外籍华人”。

至于当下很多创业者更倾向于拿人民币的状态，他补充道：“也许早期如此，但如果想要拿大钱，还是需要美元基金。”这背后其实是一二级市场间长期的隐形逻辑：一个优质的项目，只有一级市场的大型投资机构投入了大量资金，到二级市场才会有投资者接盘。从全球规模的资金体量上看，美元占据主流的状态很难在短期内发生改变。

一家给股权投资机构提供咨询服务的负责人在接受「暗涌Waves」采访时表示，尽管当下人民币基金来势汹汹，但相比来说，美元基金在资金层面的操作会更灵活，比如美元可以直接把股票分给LP，然后拿股票的carry，而人民币则不然。

同时，人民币基金市场仍有不少陈疾有待解决。在一家募资三方机构负责人看来，人民币是更复杂的生态，需要的能力、经验和背景，要求GP是一个高超的多面手。

他举例道：当你面对一个政府引导型基金，你可能需要各种业绩考核，采集各种数据：对经济指标的贡献，完成返投的比率，以及对税收的贡献，以及面对领导换届后的接续问题；当你面对险资，如果对方非常在意能否产生当期收益，意味着可能需要你打折卖老股，而这样无疑会对财务回报带来影响。

除此之外，人民币市场的返投困境、存续期、出大钱能力等等问题，也依然待解。

所以这是一场并不会会有清晰答案的求解：即便美元基金萎缩是趋势，也不能必然推导出全是人民币基金的天下。关于美元基金在中国的未来，短期内很难得出一个旗帜鲜明的结论。

许多直接相关、间接相关，甚至看起来毫无关系的因素，都有可能彻底推翻问题的答案。

但这不正是我们身处的这个时代的特征：除了信念，没有什么是一成不变的。