

近日黑石的房地产收入信托基金 (BREIT) 获得了40亿美元战略投资，我的同事陶老师以《黑石也玩起了保底收益》撰文，原因是若BREIT年化回报低于11.25%，那么将由黑石注资的10亿美元进行补偿。

黑石作为全球最大的另类资产管理公司，也玩儿起了保本保收益，去年的投资市场困难可见一斑，全球的各种不确定性，加剧了资金对于确定性收益的追求，关于这点，我在《有头有脸的PE都去放贷了》一文中详述。

本期后窗的主人公Monica (化名) 目前在一家外资银行任职，负责该银行针对国内创业公司的“投贷联动”投资。她2010年进入股权投资行业，曾在一家风光无限的互联网公司战投部任职，但只休了个产假的功夫，公司战投部就解散了。

而后她转战券商直投、美元基金，却未能收获哪怕一个轰动的案子，她还曾与前领导尝试合伙募资，未果后因缘巧合到了一家中资银行，传统银行的放贷在叠加上股权后重新焕发出新的生命力，丰富的股权背景让她在“投贷联动”这项新业务中如鱼得水，年化收益百分之二、三十都不在话下。

这也正是大资金目前追求的确定性，不过说起来，银行的“创新”也是被倒逼的，优质资产的贷款额度有限，还要被各大银行瓜分，只能把目光投向资产质量没那么高的创业公司，谁先走一步，先发优势也就确立了，因此Monica所在的银行成了行业翘楚。

不过因为要承担决策风险，中资银行这块业务规模上限不高，人往高处走，Monica最近又去了一家投贷联动刚起步的外资银行，但干的时间越长，Monica反而又羡慕起基金来，倒不是对“风险投资人”这个角色有什么执念，而是基金在做这类业务天生就比银行灵活得多。

人就是这样，只有翻过山才能看到山后的风景。Monica从业这么久，经历过不少波折却觉得自己“挺顺的”，虽说不是一个目标性非常强的人，但Monica并没给自己设限，股权与债权并不存在谁更高级、谁更低级的关系，强如黑石，也无非都是市场推着走罢了。对于大多数投资人来说，个人主观能动性最大的意义，可能就是像Monica一样，别给自己设限。

以下是Monica的讲述：

我是学工科的，毕业后以管培生身份去的互联网公司，一年之后轮岗到了投资部，不是我刻意去追求这个事情，我不是一个目标性非常强的人，但回顾这一路基本上还是挺顺的。2010年到投资部，先开始是分析师，大概2012年左右的时候，就开始做投资经理了，投资确实也蛮适合年轻人，进入的门槛很低，但要做好非常难。

海归、年轻人有的是时间精力，然后又对新鲜事物感兴趣，教育背景又很好，中国就会选这样的人来做投资，但坦白说他可能连职场的起伏都没有经历过，怎么能理解一个CEO在创业的过程中，比如如果遇到合伙人关系不和，会对公司造成多大的影响？

尤其是创业公司，我见过的独角兽要解决的问题太多了，你怎么指望年轻投资人能把这些问题全部都能看明白？所以其实很多时候都是合伙人希望抓住某一波红利机会，他又需要大量的人去帮他筛选、找到标的，其实年轻投资人无非是承担了这部分责任而已。

但是真正考验你一个人的能力或者说运气，是在大量的“沙子”中淘出“金子”来，然后金子还要被加工成你希望的样子，这才是投资行业真正站住脚的一个标志。

在中国，整个VC行业也就二三十年的光景，早期有大量结构性的机会。VC伴随着中国第一批互联网公司登陆纳斯达克，但那时相对来说比较早期，大家还是在各种摸索，而且LP、GP机制都还不是特别成熟，谁有钱谁就可以做投资。

一些VC把自己包装得好像门槛很高，但其实像我们是游戏起家的，本身资金比较充裕，老板又对前沿的东西特别感兴趣，就去做VC了，中国的PE和并购成熟度可能还更低，我觉得这都是后面10来年发展，让VC形成了这种（很专业）印象，尤其是这两年投硬科技。

我入行的时候是移动互联网伊始，效仿的是互联网时代，真正的用户就是年轻人，那么投资人就从年轻人里面去选，一个门槛很低的事情，再加上发展太快，大概只有3到5年就是一个周期，如果你在这个周期里没有特别成熟的案例，很可能就会被挤出这个行业，甚至可能机构都不存在了。

2015年左右有一波比较疯狂，我的很多朋友都出去自己做基金，到现在正好是一个周期，7年，很多基金都没有了，就是说每次都是只要抓一波结构性的机会，如果这次机会你没抓到，你可能就没有第二次机会了，这是我觉得残酷的地方。

那年我和原来的合伙人就一起出来试图募资，合伙人是我以前的老板，有一定的资源和背景，募资也以他为主，但其实没有那么顺利。

当时签的基石投资人是我们之前投资的一家企业，但因为后来实际经营没那么好，所以即使签了commitment letter还是毁约了，基石确定不了，后面的投资人就更难找了，几个月之后我就去银行做债了，最后合伙人又折腾了一年，也回到了之前的美元基金。

做VC这种事其实是挺考验耐心的，而且其实很多时候市场上一些评判标准是非常不理性的，比方你投了哪个明星项目，但其实对你的衡量是看投资回报率究竟有多少，也不止账面价值，而是DPI，如果你只给了他10%、20%年化，那跟做债是没有区别的，到了这种程度已经失去了这个行业的特性了。

我刚入行的几年也是非常幸运，因为中国中概股带来的回报是几百上千倍的回报，与传统完全不是一个量级的回报，才诞生了这个行业。

但是现在市场上没有这种结构性机会出现的时候，这个行业的回报自然会拉平，再加上本身进入的基金也非常多，你去看他们成立的时间，就是一茬一茬，从头茬到目前还在的屈指可数，包括现在表现很猛的一些基金，你再过5年去看他很可能就不在了。

这某种意义上也是我的故事。我一开始比较没有目标，公司安排到了这样一个岗位，我却并不知道这个行业的特点和残酷性在哪里，可能就是把它当成一份工作，中间休息了一段时间，就正好错过了一个黄金期，后来休产假的时候战投部就解散了，包括现在我知道的很多美元基就是这样，人还在，基金没了，变化太快了。

然后我又去了券商直投、美元基金、合伙募资，就发现那时候市场是泡沫比较大，也拿不出一个特别牛X的案例去证明自己，股权投资也做了七八年，身边的朋友能有个持续的平台就已经非常不错了。退出的节奏如果把握不好，也很可能就会错过时机，我们当年的一些项目没有在巅峰时期退出，后来这个项目就死掉了，很多其他机构当年多么风光的项目都是这样。

市场很疯狂的时候，我所在的美元基金中，有个朋友也是蛮风光的，当年投出去不少轰动的案子，打出名声去了，因为他比较年轻，在基金里面升职也非常快，后来某顶级机构就给了他6000万美金，让他出去去投，现在也没有第二只基金了。

我觉得不管那时候我们有没有募到钱，能不能存活到现在都是一个问题，从微观上看可能都是一些具象的个人经历，但是从宏观上看，其实是整个行业的变化。

这时候随着市场的发展，创业公司的债权投资逐渐发展起来了，一个机缘巧合的机会，一家中资银行需要一个股权背景的人，看中了我的经历和经验适合接下来这个业务——科创投贷联动，当年我看的很多在VC阶段的、天使阶段的项目，还活着的都比较成熟了，可能需要债权会更多一点，所以我就走到了债这条路。

在银行做科创投贷联动，主要是债权，然后也会配一些期权，加上期权部分上市前的退出，年化回报基本能在20%以上，尤其是我做的大部分都是从类型上讲都是中概股、港股，目前显然在上市前退会比较好的。

现在国内我们这种投贷联动的投资机构还是比较稀缺的，很多美元的债券基金里面都是这样操作，只是他们在中国市场有没有成功过我是没看到，因为对创业公司这种高风险的项目，在具体项目选择、金额上，都要有很大的决策权。

所以最终机构还是要承担挺大的决策风险，到后面这个中资行就觉得如果将科创投贷联动作为主业还是挺难的，前一段时间一个外资银行也想大力发展投贷联动这个方向，但步伐会比中资银行慢一点，换句话说你可以说是内卷，大家没有很优质的资产，只能往前做。

但面对这么高风险的一个市场，传统的贷款没法吃，那就会诞生前端收益和后端收益，只有你提高收益率至少得有百分之二、三十的收益，才能对抗这个高风险。看上去是卷，但是针对这个卷的行情，也要有新的办法去应对它，归根结底是根据市场发展必然诞生的商业模式。我去了之后，等于我摸索过的事情，现在在外资银行又摸索一遍。

之前在VC的时候因为各种情况，错过了市场上的一些黄金事件，但一去银行我又可以频繁的出手，而且每个案子基本上都在5000万以上，那段时间感觉自己又重新回到了投资机构，就是不停在放钱，还挺爽的。

总之做投资不出手是很难受的，因为你一定要跟企业发生金钱上的关系，一定要给过他钱，你才会了解他的真实状况。

但出于牌照或者是机制等各方面原因，银行不会有基金运作得那么简单顺畅，又放贷又做股权，因为如果在基金里面运转这个模式的话，决策机制是比较短的，目前我知道的只有淡马锡的债项基金、黑石债项基金能做这样的事情，在银行里面的话我们也可以这样做，但是第一是需要很多牌照，第二个就是涉及到集团内的联动，流程上肯定相对来说会很长。

所以我的从业经历其实是随着行业周期在变化，我的驱动力就是市场，现在是普遍性的机会比较少，大家追求相对比较稳定的回报，LP的资产结构需求决定投资人的机会和岗位。

从互联网公司的战投部到了券商的直投部，然后又到了美元基金的投资部，还尝试自己募基金，后来就是做债，中资银行、外资银行，从股到债，从早期到后期，我现在判断一家企业视角会更加全面，当我觉得我的能力可以俯视一家创业型公司的时候，我再去做投资也是一个好时机，任何时候都不晚，市场上总会有这样的机会，只是说有些时代更疯狂，有些时代更理性，繁荣周期也越来越短。（文/张楠，来源/投中网）