

2024年7月11日

政府引导基金的问题、对策与展望——政府引导基金系列报告之守望篇

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部

王婷
wangting@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

主要内容

我国政府引导基金处于不断发展壮大中，但也出现了一些与初衷背离的矛盾：例如：规模井喷与落地有限的矛盾，政府资金扩张与社会资本被挤出的矛盾，直投模式盛行与专业性欠佳的矛盾，引导基金向区县级下沉、但区县级管理能力有限的矛盾等。

截至2023年底，项目实际落地规模或不足计划的1/3；国资认缴出资规模占比达到50%，社会资本越来越少，政府LP也越来越倾向直投，这与引进专业投资机构、撬动社会资本的政府引导基金初衷有所背离。

1. 五大问题与对策

第一，规划和诉求不清晰。部分产业底子薄且不能因地制宜、资金诉求不清晰、项目同质化的地区，出现了基金功能定位重复、基金设立定位与当地产业格局匹配度低等问题；此外，项目同质化还导致资金过度沉积在单一行业，行业头部公司高估值，但中尾部则会迅速变成过剩产能。

对策：（1）设立母基金前，对地区的产业优势、产业规划、协同规划、资金诉求做好摸底工作；（2）加强相关政策宣传与学习，鼓励与专业基金管理机构合作。

第二，投资机构参差不齐。部分投资机构对政府性资金投资经验不足，拿到政府引导基金出资款后，并未按计划完成设定目标，包括返投比例没有达到预定目标，高科技产业链招商引资成效不明显、项目退出一再“延后”导致政府引导基金资金回笼难度加大等。

第三，各方诉求不一。导致社会化募资困难，项目难以推进，资源闲置，资金使用低效：落户企业要求配套设施、产业链，没有明显的支柱产业，企业落地倾向不强；社会LP单体出资不稳定，追求短期盈利目标，与国资注重资金安全的目标相背；GP在政府设立与地区实力不匹配的高目标下，投资谈判、项目运作难度加大，大量政府资金趴在账上闲置；政府LP由于考核、招商和返投等要求难以与GP达成一致，找不到合适的GP，直投又缺乏资源和渠道，资金无法投出。

二、三对策：（1）加强对投资机构过往政府性资金投资经验的考察；（2）探索多种让利机制，撬动和引导社会资本参与；（3）设置合理考核目

标，吸引优秀基金管理人。

第四，区县级基金运行难上加难。一是，区县级基金规模偏小、议价能力有限，很难撬动社会资本和上级财政资金，且难免定位重复或模糊；二是对专业投资机构吸引力不足；三是更看重返投比例，将其视为兜底条款，导致“逆淘汰”，最终只能选择本地 GP，无法实现“引增量”；四是部分区县自设 GP，但人员大多出身政府、银行等，对基金运作并不熟悉。

对策：（1）采用集群化发展模式，在全省/市统一部署下，自上而下打造省市县三级联动；（2）积极推进混改和体制改革，设置激励机制，加强团队持股，吸引优秀人才。

第五，退出渠道不畅。国内绝大多数 GP 过度依赖 IPO 退出，创投基金 90%以上项目退出主要通过 IPO 实现，并购基金、S 基金发展相对滞后，加上当前 IPO 节奏放缓，有效退出方法并不多。此外，国资监管也导致部分亏损项目涉嫌国资流失而无法及时核销，项目无法退出，影响基金后续运营。很多引导基金为退出甚至起诉 GP，这种到期刚性退出的政策带来较大负面影响。

对策：（1）推动全周期投资，壮大“耐心资本”；（2）推动并购基金、S 基金等多退出渠道的发展；（3）增加保险、社保等长资金出资；（4）完善国有资本开展创业投资考核制度，试点推行尽职免责机制。

2. 市场展望

（1）外部环境变化将是政府基金发展最大的不确定性因素：包括政策变化、投资者风险偏好变化、地缘政治因素变化等；（2）市场竞争加剧，品牌意识增强，头部效应愈趋显著；（3）国有资金主导地位持续增强，重塑市场格局与产业生态。

总而言之，政府引导基金是伴随着政府鼓励创业投资和科技企业发展的政策举措而出现，在当前股权财政仍是国企改革大方向的背景下，未来数年政府引导基金仍将继续活跃于国内创投和股权投资市场。

本次政府引导基金系列报告分为三大篇，对政府性基金进行全面讲解与分析：基础篇——详细介绍了政府引导基金的定义内涵、发展历程、各类政府性基金的辨析、以及政府引导基金的市场规模与投资特点；实务篇——首先分析了当前最新发展趋势，再从实务的角度，分析政府 LP 对项目的关注点、政府 LP 如何甄选合格 GP，并用实际案例详细讲解如何构建政府引导基金体系；守望篇——包含当前政府引导基金面临的问题与对策，最后对我国政府引导基金的未来发展进行了展望。

一、政府引导基金面临的问题与对策

当前，我国政府引导基金处于不断发展壮大中，已经成为促进创新创业、支持产业升级的重要抓手。同时，我们也看到一些发展趋势出现了与初衷背离的矛盾，例如：规模井喷与落地有限的矛盾，政府资金扩张与社会资本被挤出的矛盾，直投模式盛行与专业性欠佳的矛盾，引导基金向区县级下沉、但区县级管理能力有限的矛盾等。

截至 2023 年底，政府引导基金目标规模约 12.19 万亿元，已认缴规模约 7.13 万亿元，实际认缴率仅为 58.5%；部分号称百亿、千亿元规模的引导基金，项目实际落地规模或不足计划的三分之一。此外，政府资金占比越来越高，截至 2023 年底，国资认缴出资规模占比达到 50%，社会资本越来越少，再加上社会资本与政府资本在目标层面天然的不一致，导致社会募资越来越困难，政府 LP 也越来越倾向直投，这与引进专业投资机构、撬动社会资本的政府引导基金设立初衷已有所背离。

以下我们从具体问题出发，并有针对性地给出建议和对策，供各方参考。

第一，规划和诉求不清晰。政府 LP 是否有明确的产业规划、科学清晰的资金诉求是地方政府基金能够真正助力创新创业、产业升级成功的关键。虽然政府引导基金都希望成为下一个“合肥”，但若设立之初没有制定清晰策略，没有“盘清家底”，一味把所有的希望都寄托在 GP 身上，或直接套用其他地区引导基金的“大纲”，缺乏因地制宜的科学论证，提出过多诉求，则易导致投资失败或不及预期的后果。从近几年的发展情况来看，在产业基础好、产业规划清晰、资金诉求科学的地区，政府资本真正起到了撬动作用，激活了企业孵化、技术转化、产业创新、人才聚集等整体链条；而在产业底子薄且不能因地制宜、资金诉求不清晰、项目同质化的地区，则出现了基金功能定位重复、基金设立定位与当地产业格局匹配度低等问题，陷入投资停滞，产业、收益两不靠的尴尬境地。此外，各地项目同质化还会导致资金过度沉积在单一行业，行业头部公司高估值，但中尾部公司则会迅速变成过剩产能，造成投资资金的浪费。

对策：从实际出发，因地制宜，因城施策，推动地方政府引导基金专业化、特色化、体系化发展。（1）地方政府和基金管理机构在设立母基金前，就应对地区的产业优势、产业规划、协同规划、资金诉求做好请务必阅读正文之后的免责声明

摸底工作，避免资金的沉淀和无效投资，也避免各地项目同质化。(2) 加强相关政策宣传和学习，鼓励与市场化、专业化基金管理机构合作，结合当地实际情况与产业发展需要，例如：推广“一产业一基金”的模式，构建主题基金群；支持针对中小企业、科技研发等关键环节设立专项发展基金；或者根据产业的不同发展阶段和发展水平来匹配不同类型的基金，构建功能型基金群，打造基金体系化发展。

第二，投资机构参差不齐。政府引导基金相较于社会 LP 在投资偏好上有所不同，部分投资机构对接政府性资金的投资经验不足，部分地区存在投资机构在拿到政府引导基金出资款后，并未按计划完成政府引导基金设定的目标，包括返投比例没有达到预定目标，高科技产业链招商引资成效不明显、项目退出一再“延后”导致政府引导基金资金回笼难度加大等。因而部分地区引导基金从政府率先出资、由此吸引社会资本出资，转为政府引导基金不再率先出资，而是要求投资机构先募集到社会资本后，再经过一段时间观察投资机构的实际投资管理能力是否符合要求，再决定是否跟进投资。这也是导致 2023 年以来政府出资趋缓的主要因素之一。

第三，各方诉求不一。导致社会化募资困难，项目难以推进，资源闲置，资金使用低效。落户企业层面，配套设施、产业链是必须纳入考虑的问题，而部分资源匮乏或产业薄弱、结构单一的地级市，没有明显的支柱产业，企业落地倾向不强，引入难度较大。社会 LP 层面，特别是民营资本，单体出资不够稳定，大多追求短期盈利目标，天然与国资注重资金安全的目标相背，社会化募资困难，这也导致近年来国资出资越来越高、社会资本越来越少。基金管理人层面，尽管第一目标是管理规模而不是投资收益（通常管理费是基金管理人第一收入来源，而不是超额收益分成，因此在收益层面与国资目标不存在冲突），但实际业务中，部分地区在配套设施尚未同步完善的情况下，政府引导基金急于引入项目，在子基金中设定了较高的返投比例要求，不仅增加了基金管理人投资谈判、项目运作的难度，导致大量政府引导基金资金长期趴在账上，未充分利用，即使最终引入了项目，最终也难以实现最初承诺的返投比例，导致实际落地效果不及预期。政府 LP 层面，有部分引导基金成立后，由于考核、招商和返投等多方面要求难以与基金管理人达成一致，引导基金找不到合适的基金管理人，直投又缺乏资源和渠道，资金无法投出，造成闲置浪费。

针对上述两个问题，我们提出对策：(1) 加强对投资机构过往对政府性资金投资经验的考察。不仅考察基金管理公司的过往投资回报业绩，还应特别针对政府引导基金性质的投资，从过往项目落地的比例、是否有一定的项目储备、甚至要求拟投资项目应具备实质性进展、基金管理人能吸引的社会资本实力等多方面考察基金管理人。具体参见本系列报告实务篇的“政府 LP 的关注点以及如何甄选合格 GP”章节。(2) 探索多种让利机制，积极引导社会资本。遵循“保障财政资金安全”和“让利于民”的原则，通过参股比

请务必阅读正文之后的免责声明

例、股权转让、利润分配、税收优惠、补助补偿等方面的让利措施，撬动和引导社会资本。(3) 设置合理考核目标，吸引优秀基金管理人。根据当地产业发展水平、政策环境设定合理的返投比例要求，并且不应过度关注返投比例，实践证明，是否能引入产业真正落地、带动地区就业情况等更值得政府 LP 关注，因而设置更加合理的考核目标，才能吸引更加优秀的基金管理人来合作。

第四，区县级基金运行难上加难。尽管当前区县级引导基金越来越多，但实际上区县级基金的运作是难上加难。一是，区县级基金规模总体偏小、议价能力有限，难以撬动社会资本和上级财政资金的直接参与，社会化募资困难，并且由于投资方向总体有限，基金难免出现功能定位重复或模糊问题。从区县级新设政府引导基金的投资布局来看，集中在半导体、新能源、清洁技术等战略性新兴产业，但事实上这些定位与很多地区的产业格局匹配度并不高。二是区县级引导基金对专业投资机构吸引力不足，即便是在长三角等发达地区，区县级基金要招募到有能力的基金管理者也是十分困难的。三是区县级引导基金自身经验不足，很多下沉区县的产业基础较为薄弱，甚至没有上市公司（侧面反映地区的金融资源有限，影响项目的退出），因此越是欠发达地区，政府对返投比例越看重，越把它视为兜底性的条款，所有这些问题又导致出现“逆淘汰”，一些引导基金最终只能选择本地的投资机构，几乎不具备“引增量”的能力。四是一些地区自立基金管理公司，但基金管理人员和投决委员会成员也大多出身政府、银行等相关部门，对基金的市场化运作体系并不熟悉，再加上薪酬不高、机制滞后，整体运行较为困难。

对策：采用集群化发展模式，打造省市县三级联动。(1) 由省、市级单位牵头组建基金集群，区县级在省市级基金的统一布局下，有针对性地设立地区引导基金或产业基金，提升投资效率，减少重复投资。

(2) 对于难以引进专业投资机构的地区，可以优先考虑“自主管理模式”，在省市县三级联动下，以省市经验带动区县级经验的不断丰富。(3) 积极推进混改和体制改革，设置激励机制，加强团队持股，吸引优秀人才。

第五，退出渠道不畅。从前文知道，2015~2017 年是我国政府引导基金设立的高峰期，由于大多数基金的存续期限为“5+2”或“7+2”，因而近两年是政府引导基金集中到期的窗口期。我国私募股权市场退出一直是一大难题，国内绝大多数 GP 过度依赖 IPO 退出，有效的退出方法并不多，数据显示在我国，创投基金 90%以上项目退出主要通过 IPO 实现，而并购基金、S 基金（Secondary Fund，即创业投资二级市场基金）发展相对滞后，再加上当前 IPO 节奏放缓，多元化的退出渠道亟待拓宽。据 CVSource 投中数据显示，2024 年 4 月，全球市场中企 IPO 数量及金额均整体呈现下降趋势，IPO 募资金额再创一年内新低；VC/PE 机构 IPO 渗透率为 44%，创近一年内新低。根据执中 ZERONE 统计，2023 年，中国私募股权 S 市

请务必阅读正文之后的免责声明

场交易额规模为 740 亿元，较 2022 年下降 28%，这也是 S 市场交易额自 2018 年以来首次下降。

事实上，不仅退出困难，当前引导基金一级市场“募投管退”四环节均处于历史低谷，“募投管退”难以形成闭环。退出不畅导致政府引导基金投资难以形成闭环，不利于基金的滚动循环与可持续发展。此外还会加剧期限错配，部分项目孵化期本身要长于基金存续期，而缺少二手份额转让的 S 基金和成熟的私募股权投资二级市场，那么政府引导基金就无法实现份额转让和有序退出，加剧期限错配，影响基金的持续发展和对基金管理人的评价。此外，国资监管也导致部分亏损项目无法及时核销，进而项目无法退出，给基金后续运营带来负面影响。

因此当前的现实情况是，部分政府引导基金由于项目投资回报不及预期，缺乏上市、并购和转让等退出渠道，加上被投企业工商核销手续繁琐、取证难度大以及部分国资项目按现价退出可能触碰国资流失红线等原因，真正实现如期退出的基金少之又少，更常见的情况是申请延期退出，很多引导基金为退出甚至起诉 GP，这种到期刚性退出的政策，对基金持续运营、对被投科技企业持续经营均会造成负面影响。随着引导基金成为最重要的 LP 群体，政府性基金和市场化基金如何发展与平衡成为一级市场上的重点难题。

对策：（1）推动全周期投资，壮大“耐心资本”。在当前大力推动科创企业发展的大背景下，越来越多的企业需要经历从研究成果到产业转化、再到实现批量生产等各个阶段，因而需要早期基金帮助这些企业渡过难关。在实务中，可适当延长资金存续期限，按照企业发展的全周期规律来做匹配。据相关统计，约 50% 的引导基金可以支持十年的存续期，对于投资战略性政策性项目占比较高的基金，允许其延长至 20 年左右。目前，已有越来越多的引导基金开始支持早、中期，特别是种子期的投资，同时，引导基金发展较为先进的地区已经在探索更长期限的引导基金以及延长引导基金期限，如浦东科创母基金等，甘做长期资本、耐心资本。

（2）推动并购基金、S 基金等多退出渠道的发展。2024 年 6 月 19 日，国务院办公厅发布《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》（简称“创投十七条”），五项措施、十七条细则涵盖创业投资“募、投、管、退”全链条。在“创投十七条”中也提出：“优化创业投资基金退出政策。支持发展并购基金和创业投资二级市场基金，优化私募基金份额转让业务流程和定价机制，推动区域性股权市场与创业投资基金协同发展。推进实物分配股票试点”。创投基金向投资者实物分配股票试点也是新兴退出渠道，创新退出模式、发展新渠道有助于缓解退出渠道不畅的现状。

（3）增加保险、社保等长资金出资。学习国外先进经验，鼓励社保基金、保险资金等长资金积极参与地方政府引导基金，不仅能更好地与项目周期匹配，还能增加社会出资，丰富政府基金投资人结构。目

请务必阅读正文之后的免责声明

前我国保险、银行、社保资金对股权投资的参与已处于试水阶段，2023年，保险业机构和社保基金对股权投资基金出资占比分别为7.1%和1.1%。

（4）改革地方政府引导基金管理办法，完善国有资本开展创业投资考核制度，试点推行尽职免责机制。适当放宽国有资产保值增值要求，允许其以促进地区经济发展、增加就业等更宽泛的考核指标来考核基金管理公司业绩，探索建立更为灵活的国有资本定价机制，允许经合规程序认定为履职尽责失败的项目及时核销，促进项目退出。“创投十七条”也提出：“优化政府出资的创业投资基金管理，改革完善基金考核、容错免责机制，健全绩效评价制度。系统研究解决政府出资的创业投资基金集中到期退出问题”；“落实和完善国资创业投资管理制度。健全符合创业投资行业特点和发展规律的国资创业投资管理体制和尽职合规责任豁免机制，探索对国资创业投资机构按照整个基金生命周期进行考核。”这两项举措的推出，能帮助政府性基金和市场化基金之间保持平衡，促进利益一体化。

并且试点推行尽职免责机制。尽职免责机制目的在于引导投资团队更勇于投资创新创业项目，而不因避于承担责任只找低风险的保守项目，良好的尽职免责机制可以帮助实现这一目标。尽职免责机制是一种相对可实施的容错机制，包括免责的前提、可免责的情形、不可免责的情形，以及相应的流程和处理方式。有了这些基础设置之后，再加上主管部门或股东的积极决策，是尽职免责机制能够落地的重要保障。

二、政府引导基金市场展望

外部环境变化将是政府基金发展最大的不确定性因素

一是政策变化。发展政府引导基金是未来财政资金运作的大趋势所在，由土地财政向股权财政转变，也是我国地方政府招商引资向市场化变革的重要一环，随着政府对创新创业支持力度的加大、对地区产业结构升级需求的增强，预计未来还将出台更多的鼓励政策以及引导社会资本参与政府引导基金，包括税收优惠政策等，以更好地发挥税收杠杆作用，提升政府引导基金的投资回报率，吸引更多的机构和社会资本参加。同时，为防范金融风险，也将加强对政府引导基金的监管，一方面是引导政府基金越来越规范性发展，另一方面，也提醒市场各方，政策的变动可能带来投资策略和投资方向的调整，增加投资的不确定性。

二是投资者风险偏好变化。在经济形势不明确的背景下，各方会更加偏向低风险的项目和品种，或将对政府引导基金的投资策略产生影响。**三是地缘政治因素变化。**一些尖端产业赛道或面临断供风险，例如AI、下一代信息技术、新材料等硬科技领域，易受到政治因素干扰。

市场竞争加剧，品牌意识增强，头部效应愈趋显著

随着政府引导基金规模越来越庞大，千亿级基金不断涌现，地市县级引导基金也遍地开花，竞争正在

请务必阅读正文之后的免责声明

逐步加剧，如何能够在诸多同质基金中脱颖而出，打造地区股权投资 IP，这就对基金的业绩和品牌建设提出了更高的要求。对于取得成功的地方政府基金，则会吸引更多的资本和优质项目，而管理能力不强、产业基础薄弱地区，若不能突出重围，则会面临被淘汰局面。如何吸引优质项目和优秀的投资机构，是当前存量时代下政府引导基金面临的挑战。

国有资金主导地位持续增强，重塑市场格局与产业生态

因地缘政治因素，海外美元 LP 退潮；经济形势不明朗，民营资本有所退出；同时，在政策鼓励下，越来越多的国有企业开始探索以股权投资形式引领战略性新兴产业发展，地方国资已成为政府引导基金的重要资金来源，中国股权投资市场结构正在被重塑，在未来几年，这种格局仍有可能继续维持。政府 LP 的诉求，不同于以往 LP 追求利润的单一目标，政府 LP 不仅项目要聚焦硬科技赛道，同时还包括招商引资、前置返投、资源整合等多维度能力，这将是对新老投资机构资源整合能力和行业积累深度的考验。投资机构必须有实力打造强大的金融生态和产业体系，才能承接住国资拥有的区域优势和行业资源。

总而言之，政府引导基金是伴随着政府鼓励创业投资和科技企业发展的政策举措而出现，在特定历史时期有其合理性，在当前股权财政仍是国企改革大方向的背景下，未来数年政府引导基金仍将继续活跃于国内创投和股权投资市场。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
- 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
- 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际） 三楼 电话：0755-82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘 府东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北 段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话：028-82000210
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济 南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室 电话：+852 36158343 传真：+852 35966140