引用格式：林志帆，汤梓燊. 政府投资基金：理论、中国特色事实与研究展望[J]. 技术经济，2026，45(6)：1-14.

Lin Zhifan，Tang Zishen. Government investment funds：Theory，stylized facts with Chinese characteristics and research prospects[J]. Journal of Technology Economics，2026，45(6)：1-14.

宏观技术经济

政府投资基金：理论、中国特色事实与研究展望

林志帆[1]，汤梓燊[2]

（1. 北京师范大学湾区国际商学院，珠海 519087；2. 北京师范大学经济与工商管理学院，北京 100875）

摘 要：政府投资基金通过财政出资引导、撬动社会资本投向关键领域，成为科技金融体系的核心载体，也是地方政府培育新兴产业及招商引资的重要工具。本文在介绍中国政府投资基金发展史及“募投管退”运作模式基础上，构建涵盖1900余支政府投资基金设立、逾2万笔股权投资事件和六千余条退出事件的微观数据库，刻画其典型事实：①始于2014年中央对地方政府不规范的税收、财政补贴、土地等优惠政策的约束，政府投资基金作为促进区域产业发展的替代工具快速扩张；②地方政府基金投资呈强烈的本地偏好；③基金投资的行业整体布局分散，但在战略性新兴产业的趋同有低水平重复建设风险；④基金退出渠道单一且受证监会IPO政策的影响较大；⑤区域分化加剧，中西部省份呈“设立多、退出难、回报低”的特征。本文进而从样本选择、研究视角、风险评估、绩效评价等方面探讨若干研究方向，以期为规范地方政府经济促进行为、推动政府投资基金高质量发展、在有效市场与有为政府相结合模式下培育耐心资本提供事实基础与方向启示。

关键词：科技金融；政府投资基金；财政股权资本；地方政府；产业政策；耐心资本

中图分类号：F812 **文献标志码**：A **文章编号**：1002-980X(2026)06-0001-14

DOI：10.12404/j.issn.1002-980X.J26041901

一、引言

党的二十大报告将加快实施创新驱动发展战略置于现代化建设全局的重要位置，强调坚持创新在中国现代化建设全局中的核心地位。在新一轮科技革命与产业变革加速演进的背景下，实现高水平科技自立自强、推动新质生产力发展的紧迫性愈发凸显。作为衔接科技创新与金融资源的关键纽带，科技金融不仅是现代金融体系的重要组成部分，也是国家创新生态的重要支柱和国家治理体系现代化的重要载体[1]。党的二十届四中全会通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》，要求大力发展科技金融。上述战略部署回应的现实问题是，科技创新固有的高风险、长周期、信息不对称强等特征，与传统金融体系的风险偏好和抵押逻辑存在错配，由此形成的融资约束已成为制约创新发展的关键瓶颈。如何引导金融资源有效配置于科技创新领域，是金融供给侧结构性改革的核心问题[2-3]。

在诸多金融工具中，风险投资与私募股权基金（venture capital/private equity，VC/PE）有助于拓宽直接融资渠道，是引入“耐心资本”的重要载体。在VC/PE领域，民营资本虽然具备一定的风险偏好，但其投资逻辑仍以财务回报为核心，天然地倾向于在可预期周期内能实现高倍数退出的项目。在需要超长研发周期、

收稿日期：2026-04-19

基金项目：国家自然科学基金青年科学基金项目“税收征管独立性对企业税负公平的影响研究：基于国地税合并的准自然实验”（72303021）；广东省自然科学基金面上项目“财政分权视角下政府投资基金的高质量发展研究”（2026A1515010371）；广东省哲学社会科学规划一般项目“中国上市公司‘规劝性’利润分配的非预期后果研究”（GD26CYJ07）；北京师范大学中央高校基本科研业务费专项（310425209503）

作者简介：林志帆（1989—），北京师范大学湾区国际商学院副教授，博士研究生导师，研究方向：财税政策、中国资本市场、政府投资基金；（通信作者）汤梓燊（2001—），北京师范大学经济与工商管理学院博士研究生，研究方向：资本市场改革与监管、公司金融、政府投资基金。

巨额持续投入、社会效益显著但短期商业回报不明确的领域,可能形成“市场失灵”而导致投资不足。因此,政府基金的核心功能在于填补市场空白,引导社会资本投向重点领域和薄弱环节,可视为“产业政策金融化、财政资金基金化”[4-6]。有别于西方VC/PE行业以私人资本为主导的传统模式,中国的政府投资基金①由各级政府通过预算安排,单独或与社会资本共同出资设立,历经10余年已成为中国VC/PE市场最大的有限合伙人群体,承担着“投早、投小、投长期、投硬科技”的功能定位,其发展在过去20余年间经历“零星萌发→快速扩张→存量优化”的演变。

2002年,中关村创业投资引导资金的设立开启了政府以股权方式支持创新的探索。但此后10余年间,政府性股权基金仅零散存在。转折点出现在2014年国务院发布《关于清理规范税收等优惠政策的通知》,系统整顿地方违规减免税收、提供补贴及低价出让土地等行为,大幅收窄了地方政府在这些传统工具上的操作空间。在工具受限而府际竞争依然激烈的约束下,政府投资基金作为替代工具迎来爆发式增长。2016年全国新设基金逾四百支,地市级及以下占比近八成;此后,基金由发达地区向中西部延伸、由省级向区县级下沉;至2024年底存量超两千支、认缴规模逾8万亿元。

然而,规模扩张伴随着风险累积。例如,不少地方政府设立投资基金用于招商引资,母基金对子基金设置了一定的“返投比例”②要求,也往往对接受股权投资的企业作出迁址或布置生产基地的要求,这可能与金融资金逐利的市场逻辑形成冲突。同时,负责政府投资基金运营的“体制内”人员由于担心投资失败被问责,往往更倾向于“稳妥行事”——避开需要长期培育、风险较高的早期科技创业项目,甚至通过附加“业绩对赌协议”等方式,要求被投企业在发展不及预期的情况下“回购股权”,形成“明股实债”关系,导致司法诉讼案例逐年增加。2025年初的《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》明确提出,“完善分级分类管理机制,合理统筹基金布局,防止同质化竞争和对社会资本产生挤出效应……促进形成规模适度、布局合理、运作规范、科学高效、风险可控的高质量发展格局”,这标志着政策层面对上述问题作出回应,也为学术研究提供明确指向。

研究发现,与政府投资基金“遍地开花”的实践形成鲜明对比,学术研究相对滞后,且结论存在明显分歧。在正面效应上,政府投资基金倾向于投资私营机构忽视的早期项目与弱信号企业,混合型融资带来更高的退出概率[7-8];其通过缓解信息不对称发挥“融资造血”功能[9],提升被投企业核心技术领域的创新产出[10],促进企业全要素生产率提升[11-12],并对域内企业产生正向溢出效应[4,13]。此外,政府投资基金的跨区域投资在“远交近攻”策略下也能在客观上促进城市间的市场整合[14]。部分研究揭示了政府投资基金运行中的制约因素,包括私营基金为规避行政干预而不愿与国资基金合作[15]、投资回报率偏低[16-17]、投资期限错配而未能有效介入早期阶段[18]、创投机构策略性迎合考核要求而非响应政策导向[19]、激励不足与治理缺陷抑制企业创新[20]、抑制非政策支持领域的创业活动[21]。杨其静和王康宁[22]在揭示政府投资基金能够促进高技术制造业布局的同时,也指出地方在产业布局过程中可能存在产业同构和重复建设等问题。综合来看,现有文献研究思路尚不够系统。一是在分析框架上缺乏对政府投资基金募集与投资动因的深层挖掘,特别是其与传统招商工具替代关系、地方政府行为逻辑之间的关联尚未厘清,对返投约束、风险规避、“明股实债”等运行偏离机制的考察也不够系统;二是在研究议题上也明显滞后于实践进程,退出困境、估值刚性、有限合伙人(limited partner,LP)与一般合伙人(general partner,GP)之间的冲突、潜在的产业同构与产能过剩等当前最为紧迫的问题缺乏学术回应,对存量风险的规模与传导路径亦缺少量化评估。

本文旨在系统梳理政府投资基金的制度逻辑与运行困境,为后续研究提供事实基础与方向启示。基于清科私募通数据库,获取1900余个有工商实体注册的各级政府投资基金设立信息、逾2万条股权投资事件和六千余条退出事件数据。经人工逐条核对并补充工商信息,通过多层股权穿透识别政府持股,构建涵盖设立、投资与退出的多维数据库,主要发现如下典型事实:①政府投资基金的兴起始于地方政府培育新兴产

① 学术界和业界对政府设立的股权基金有多种称呼,除政府投资基金外主要还有政府引导基金、政府产业基金、政府创业投资基金等。本文以2025年1月国务院办公厅印发的《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》为准,将此类基金统一表述为政府投资基金。

② 返投比例指投资者或基金在获得某地区或机构的资金支持后,需要按照一定比例将资金重新投入到该地区或指定的行业或项目中。该机制旨在促进地方经济发展、产业升级和实现招商引资目标。

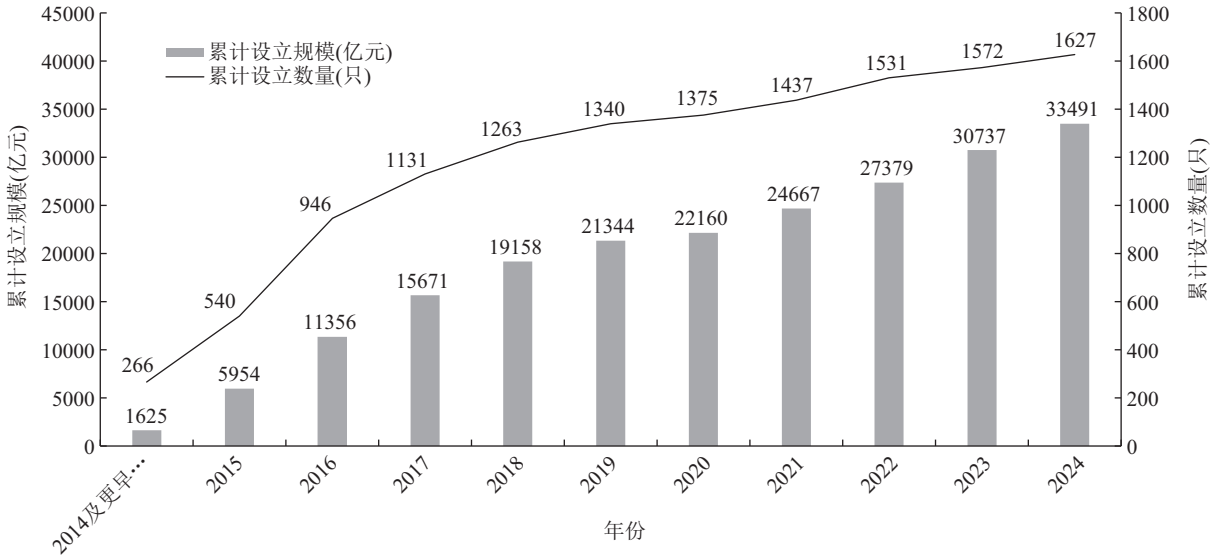
业及招商引资的模式转型。2014 年中央显著收紧“税收、补贴、土地”传统工具后，基金作为替代机制快速扩张，已演变为地方政府的重要工具。②基金投资呈现显著的本地偏好。本省投资占比长期处于高位，返投约束与地方保护交织，资本流动受制于行政边界而非市场规律。③基金投资行业分布呈现“整体分散、局部集中”的格局，其在战略性新兴产业、传统制造业升级、未来产业等领域的潮涌投资未能有效嵌入区域资源禀赋与比较优势框架，可能加剧区域间“内卷”竞争、挤出民间投资，并诱发特定产业产能过剩。④基金退出渠道单一且淤塞。高度依赖首次公开募股（IPO）退出，“保值增值”考核导向形成估值刚性。2023 年以来资本市场收紧使大量项目面临退出窗口收窄，LP 与 GP 之间的目标分歧日益凸显。⑤区域分化加剧。中西部省份在传统招商模式受限后更多依赖政府投资基金，基金设立增长较快但退出少、内部收益率低，呈现“设立多、退出难、回报低”的特征。

在此基础上，本文提出若干研究方向：在研究对象上，应适当减少研究政府投资基金对上市公司的影响，增加对全量企业尤其是未上市中小微企业的关注；在研究视角上，将地方财政状况、官员特征与政治周期纳入基金行为分析；在绩效评估上，结合近年来 IPO 政策的变化，尝试量化退出困境的风险规模；在区域后果上，侧重考察返投约束下资本空间配置的扭曲效应与区域异质性，以及潜在的产业同构和产能过剩风险。

二、中国政府投资基金的“募投管退”简介

政府投资基金由财政资金和国有资本出资，由政府通过预算安排单独或与社会资本共同设立，采用股权投资等市场化方式支持相关产业与创新创业，其设立数量走势如图 1 所示。政府投资基金的运作逻辑是在明确“参股不控股、有限干预”的责任边界下，把产业导向和区域经济发展目标写入基金规则，借助市场化 GP 完成项目筛选、投后增值与退出变现。在此过程中，还会因引入社会资本而发挥杠杆作用，体现引导功能，其“募投管退”全生命周期流程如图 2 所示。

在“募资”环节，政府投资基金以财政资金（一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算）为“种子资本”，多实行认缴制、按投资进度分期实缴，并设定母基金对子基金出资比例上限（通常为 20%～30%）。母基金通常以公开遴选方式选择子基金管理机构，形成覆盖不同赛道与阶段的子基金“丛林”，并要求子基金面向金融机构、产业资本、长期资金等募集配套资金，撬动社会资金杠杆。合伙协议中一般会前置关键人锁定、GP 跟投、托管与审计、信息披露与穿透报送、负面清单、重大事项决策与退出安排等条款。



数据来源于投中网

图 1　全国累计设立政府投资基金情况（2014—2024 年）

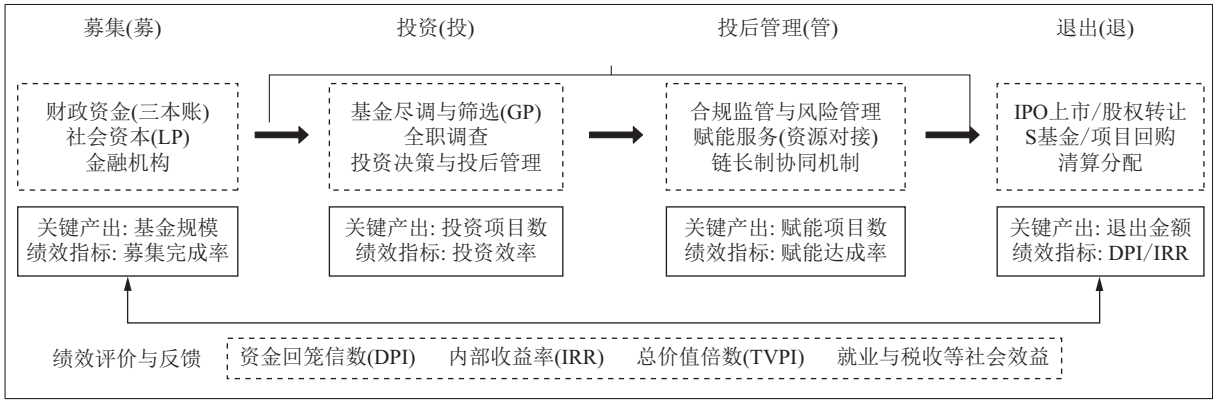


图 2　政府投资基金的全生命周期运营流程

从图 3 可以看出,在“投资”环节,政府投资基金主要采取两种运作模式:一是“出资人模式”(亦称母基金或参股模式),即基金作为 LP 参股市场化子基金,借助专业 GP 完成项目筛选、估值定价与投后管理,更好体现“参股不控股、有限干预”的责任边界。二是“直投模式”,即基金直接对目标企业进行股权投资,深度参与尽调、谈判与投后赋能。两种模式在风险承担、专业能力要求与政策传导链条上存在显著差异。前者通过“政府赋能+市场专业能力”的组合实现政策性目标与市场效率的协同[5],后者则缩短资金配置链条,更便于将地方产业培育意图直接传导至被投企业。从演变趋势看,政府投资基金早期以“出资人模式”为主。近年来,伴随地方政府对招商落地与产业资源直接掌控的迫切诉求,“直投模式”的比重逐步提升,对基金管理团队的项目识别、投后赋能与风险管控能力提出更高要求。无论通过哪种方式,基金最终会在被投企业中持有一定比例的股权,从两个层面谋取回报:一是若被投企业为具有重大发展潜力的高新技术企业,基金可望在其成长后通过退出机制得到股权投资收益;二是无论被投企业位于本地还是外地,投资行为本身往往附带产业落地条款(如要求企业迁址或在本地设立产能),从而通过引导优质项目、技术或产业链环节集聚,激活地方产业生态,实现长期产业培育与区域经济发展。因此,政府投资基金不仅关注财务回报,更注重通过资本引导推动地方产业结构优化与转型升级,兼具经济效益与战略发展双重目标。

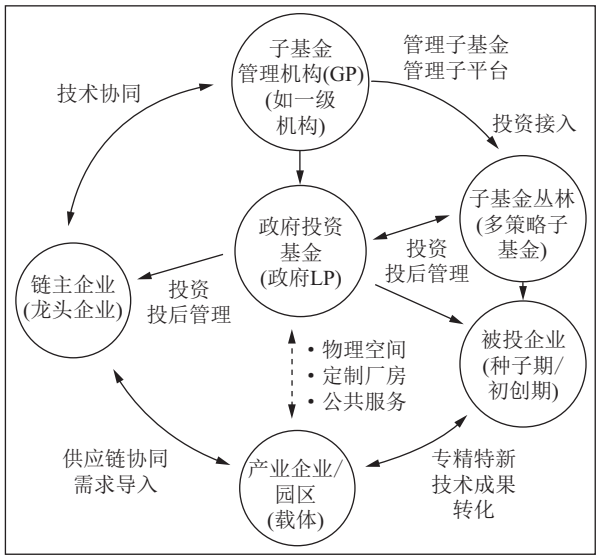


图 3　政府投资基金的典型投资模式

在“管理”环节,政府投资基金的资金来源和投资标的如图 4 所示,其管理过程主要包括两方面:一方面是合规与风控,即确保财政和国资资金在基金层面的使用边界清晰,托管、审计、披露、穿透监管与重大事项报备可执行,并以过程性监测约束投资进度与风险暴露;另一方面是投后赋能,将园区载体、中间试验平台、人才补贴政策、应用场景开放、投贷联动等创新融资模式资源导入被投企业,提高技术转化与规模化的成功率。实践中常见的“链主+基金+基地”,可视为地方基金投后环节的组织形态。即链主提供产业链需求、订单与协同标准,基地提供空间、配套与公共服务,基金提供资本、治理与激励安排,三者合力把投资事件转化为产能落地、研发集聚与上下游配套,实现产业培育。

在“退出”环节,政府投资基金主要退出途径包括 IPO、并购、股权转让与回购,子基金层面还包括清算退出与份额转让。近年来,由于 IPO 政策收紧,份额转让与私募股权二级市场基金(secondary fund,S 基金)的使用频率在退出不确定性上升背景下趋增,以缓解期限错配并加快现金回收。在绩效评价上,财务方面以资金回笼倍数、内部收益率、总价值倍数与回款节奏为核心,强调真实可回收性与资金周转;政策目标方面以

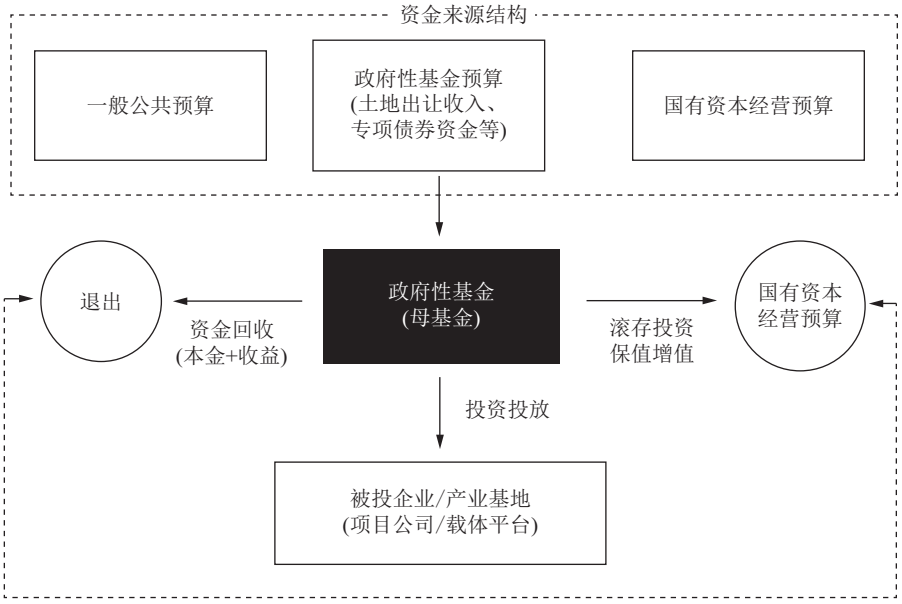


图 4　政府投资基金的资金循环模式

产业方向完成度、落地与返投兑现度、专精特新培育、就业税收等为核心，强调公共目标的可验证实现。二者能否兼容，取决于退出条款、容错与尽职免责边界，以及评价结果对后续出资、续聘与激励约束的可执行反馈。

三、中国政府投资基金的若干典型事实

（一）数据来源

本文数据主要来自清科私募通数据库（Zero2IPO）的“LP 对接-政府引导基金库”（因数据缺失，未含港澳台地区）。在基金设立层面，截至 2025 年底，数据库收录超过 1900 支有工商实体注册的各级政府投资基金。本文逐条提取基金名称、管理机构、基金级别、注册地、成立时间与设立规模等信息。在投资事件层面，按基金品牌逐条提取并核对，获得 51448 条投资记录，涉及 31086 家被投企业。随后合并企业现用名与曾用名，手工与 EPS、爱企查、企查查、天眼查的工商注册信息匹配，补齐国家标准行业分类及企业所在省份。

在投资口径界定上，区分狭义与广义两类。狭义口径包括政府投资基金（能在清科数据库直接识别为政府投资基金、基金名称含“引导基金”、经北京基金业协会等公开信息明确认定为政府投资基金的主体所发生的投资）的直接投资，以及 LP 中含政府投资基金的子基金所发生的间接投资。广义口径参照唐为等[5]做法，基于工商信息逐层穿透股东结构，将任一层级股东包含政府部门的基金投资纳入统计范围。

本文最终使用的政府相关基金投资事件合计 24350 笔。此外，在退出事件层面，逐条提取得到 9843 条基金直接投资项目的退出信息，涵盖退出时间、方式、账面回报倍数与内部收益率等。剔除境外企业及关键字段缺失记录后，纳入分析的退出事件为 6439 条。

（二）典型事实分析

1. 地方产业培育模式转型与政府投资基金的兴起

从发展脉络看，政府以股权投资支持产业发展并非新事物，但作为一种规模化、制度化的政策工具，政府投资基金在中国的兴起具有特定的历史脉络。萌芽期始于 2002 年中关村设立创业投资引导资金。这是国内最早以“引导基金”命名的政府投资基金，其设立初衷是弥补早期创业企业的融资缺口，引导社会资本进入风险投资领域。此后，深圳、上海等创新活跃地区相继设立类似基金，但这一阶段政府投资基金仅作为少数地区的创新试验存在，未形成全国性的规模。究其原因，地方政府彼时拥有更直接的产业培育和招商引资工具——税收返还、土地优惠、财政补贴——传统“三板斧”工具操作简单、见效迅速。相较之下，政府投资基金的运作周期长、专业门槛高、效果滞后，对地方政府的吸引力有限。

2014 年出现了重大转折。当年国务院印发《关于清理规范税收等优惠政策的通知》，不仅禁止违法违规

制定与企业缴纳税收挂钩的优惠政策，还明确禁止以优惠价格或零地价出让土地、违规提供财政补贴等行为，并要求各地区专项清理已有优惠政策，对违规政策予以纠正。这意味着地方政府长期依赖的核心招商工具被纳入合规审查，传统竞争手段的操作空间大幅收窄。然而，地方政府培育本地产业并进行府际竞争的激励机制仍然存在。招商引资关乎地方税源、就业和官员政绩和晋升前景，故若传统工具受限，政府必然寻求替代。政府投资基金由此涌现，在形式上符合市场化要求，规避了传统工具的政策红线；在功能上保留了地方政府在资源配置方面的主导权。额外的好处还在于其效果具有杠杆属性，政府能够以有限的财政出资撬动更大规模的社会资本。而后，2015 年财政部印发《政府投资基金暂行管理办法》，为政府投资基金的运作提供了制度框架，政府投资基金迎来爆发式增长。从图 5 可以看出，2016 年后地市级和区县级基金占比逐步上升，政府投资基金的运营已成为这两个层级地方政府的典型事权。2025 年国务院办公厅印发的《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》提出县级政府应严格控制新设基金，财力较好、具备资源禀赋的县区如确需发起设立基金，应提级报上级政府审批，意在治理政府投资基金分散运营所引发的一些问题。

为呈现政府投资基金设立与地方产业培育模式转型的关系，本文从北大法宝网检索各地政府涉及招商引资的文件，以 2010—2024 年相关文件数量（除以 GDP 做平减）来反映各地政府的招商引资激进度。从图 6 可以看出，以招商引资方式培养产业发展最为积极的地区，往往是产业基础薄弱、长期依赖中央转移支付的地区，这符合常规认知。由于《关于清理规范税收等优惠政策的通知》对“税补地”传统工具加以限制，这些地区的受影响程度越大，可能也是政府投资基金设立上最为积极的。图 7 和图 8 呈现了各地政府投资基金设立数量与目标规模数据（除以 GDP 做平减），印证了这一猜想。从图 9 可以看出，文件层面的招商引资强度与政府投资基金的实际设立情况存在明显正相关关系，启示政府投资基金很可能是地方政府“税补地”传统工具的替代机制。

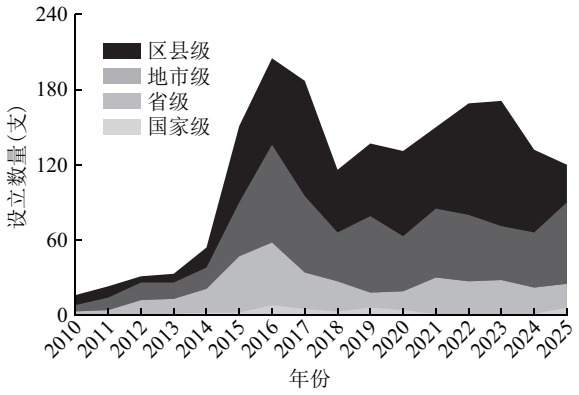


图 5　全国新设立政府投资基金情况
（区分基金层级，2010—2024 年）

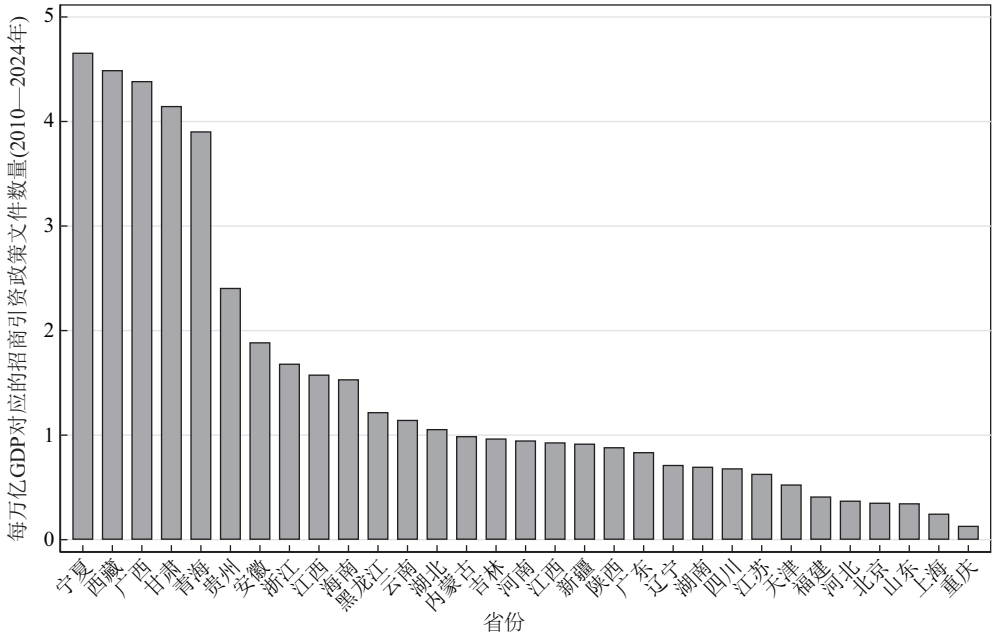


图 6　各省份招商引资政策数量（GDP 标准化）

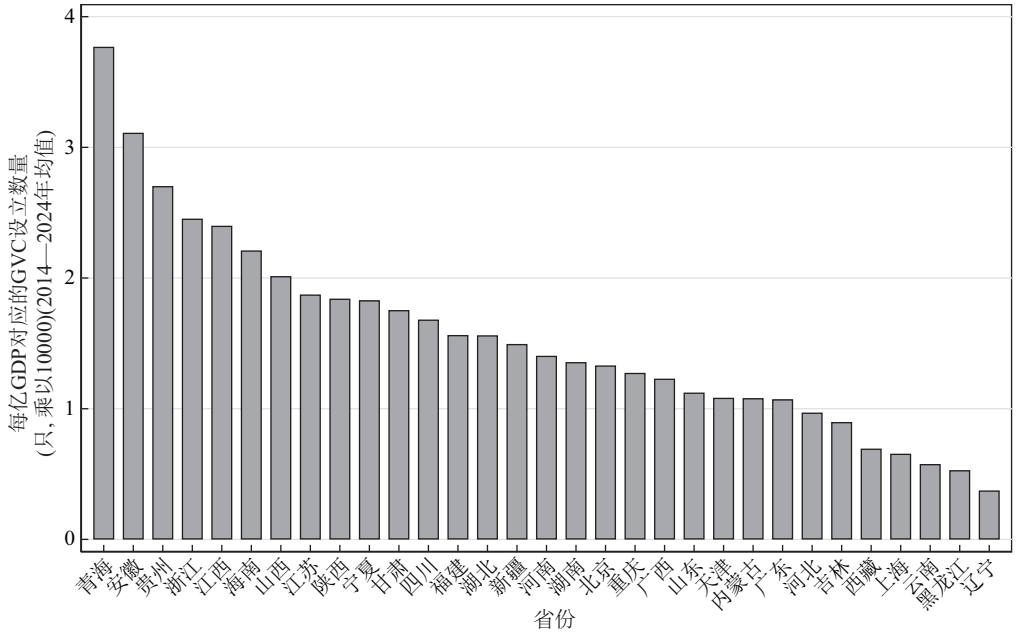


图 7　各省份 2014 年后政府投资基金设立数量

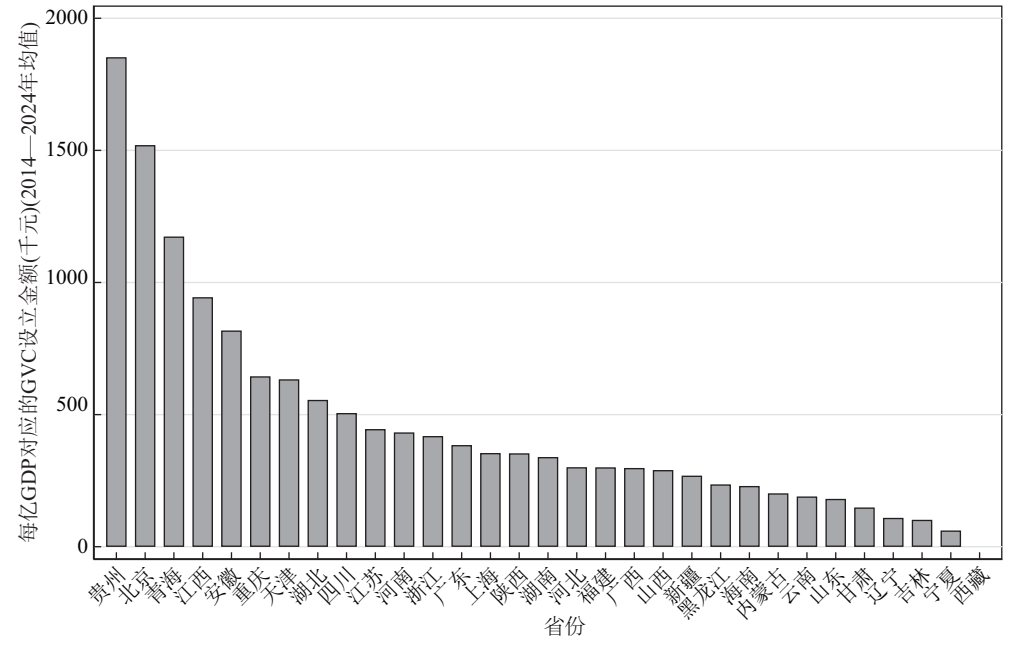


图 8　各省份 2014 年后政府投资基金设立金额

在空间维度上，基金设立呈现从核心到外围的扩散规律，早期集中于北京、上海、深圳等经济发达地区，2014 年后向长三角、珠三角其他城市及中西部省会城市扩散。地方政府围绕国家重大战略和省（市）产业布局“投资圈”重点，以投资基金方式吸引招商引资，推动地方产业转型升级，从而填补产业集群布局空白。区别于国外普遍由私人资本主导并在全国、全球范围内寻找投资机会的模式，中国政府投资基金的设立与投资决策高度反映地方政府意志。

2. 投资的本地偏好与返投约束

返投条款是政府投资基金区别于纯市场化基金的重要特征。多数政府基金由地方政府设立、地方财政出资，返投条款旨在确保财政资金服务于本地产业发展。当政府资金作为 LP 投资子基金时，通常要求子基金将一定比例资金投回出资地区。返投条款的设计在不同基金间存在差异。具体表现为，返投比例从 0. 5

倍到 2 倍;返投认定标准存在宽严之别,严格标准仅认定投资于注册地在本地的企业,宽松标准则将在本地设立子公司、产生税收或就业的企业也纳入认定范围;返投期限通常与基金存续期挂钩,部分基金设置阶段性考核。

然而,返投条款的实际运作存在矛盾:对于与政府基金合作的市场化基金管理机构,投资决策应遵循风险-收益原则,在全国范围内寻找最优标的;而返投要求将投资范围人为限定于特定区域,可能与效率标准产生冲突——在创新资源富集、高成长潜力企业集聚的发达地区,返投约束较易满足;而在优质标的稀缺的欠发达地区,返投要求可能构成难以逾越的障碍。基于本文构建的投资事件数据,图 10 展示了省级及以下层级政府设立的投资基金在本省投资占比的年度演变情况。可以发现,无论以投资次数还是投资金额衡量,本省投资占比长期处于高位,投资流向呈现强烈的“本地偏好”特征。由此引发的问题是,当本地优质标的数量有限时,基金面临两难选择,可能产生“为投而投”的行为。基金并非因为项目足够好而投资,而是因为必须完成返投任务而投资,可能扭曲资源配置效率。

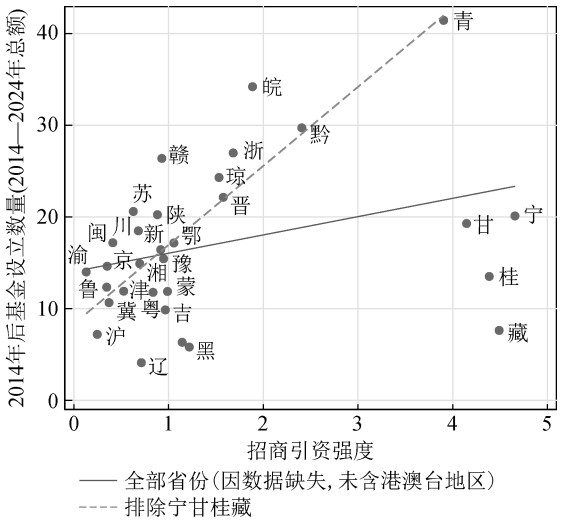


图 9　各省份 2014 年后政府投资基金设立金额与招商引资文件强度的关系

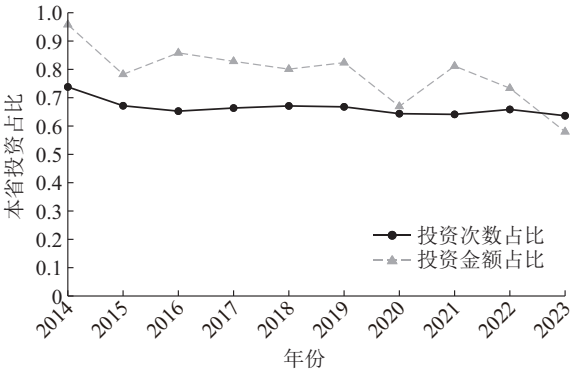


图 10　省级及以下政府投资基金在本省份投资的情况(2014—2023 年)

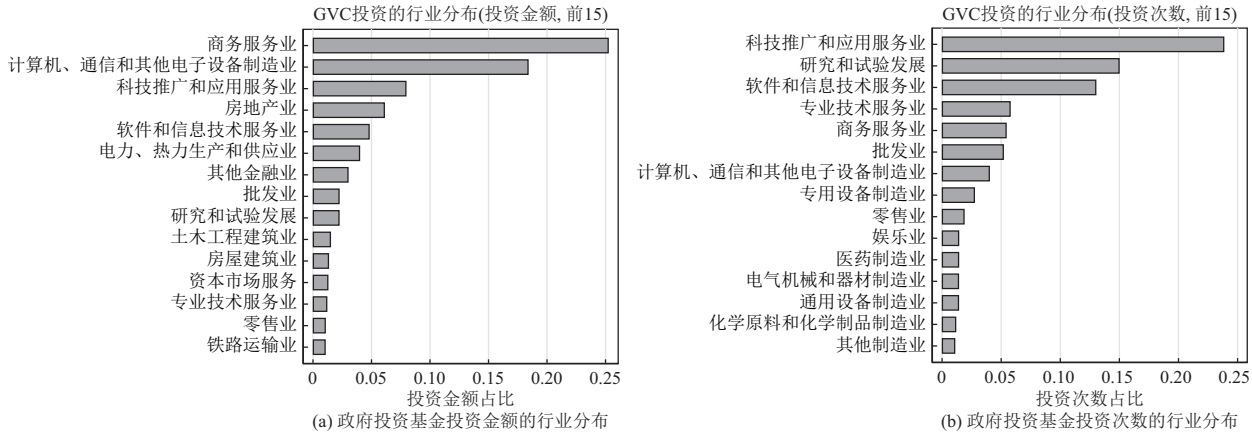
本质上看,返投比例是将地方政府的区域目标嵌入投资约束,其代价是压缩管理机构的策略空间,进而可能影响优质机构参与意愿与基金回报的可持续性。近年来,实践中出现了一些旨在缓解上述矛盾的调整。例如,下调返投倍数要求(如由过去普遍约 2 倍降至 1 至倍)、扩大返投认定口径、弱化注册地硬约束,或通过让利、分档激励等方式,将“硬约束”转化为“可兑现的激励”。对地方而言,“基金招商”得以成立,不仅在于资金的撬动作用,更在于基金条款能与地方所提供的要素供给(如园区、审批、场景、人才、金融服务等)形成联动,从而提高项目落地与扩产的可行性。

3. 行业分布:整体分散与重点行业集中并存

整体行业上,基于本文构建的投资事件数据,图 11(a)和图 11(b)展示了政府投资基金投资金额和投资次数排名前 15 的行业分布。从投资金额看,商务服务业、计算机通信和其他电子设备制造业、科技推广和应用服务业、房地产业位居前列;从投资次数看,科技推广和应用服务业、研究和试验发展、软件和信息技术服务业占主导,制造业中专用设备、医药、通用设备、电气机械等细分行业投资活跃。综合来说,政府投资基金在投资行业较为分散。

但在战略性新兴产业、传统制造业升级领域的布局上,各地政府投资基金呈显著的潮涌投资特征。表 1 展示了各省份第一大政府投资基金列示的重点投资领域。可以发现,几乎所有省份都在重点发展先进装备制造、新能源智能网联汽车、节能环保、新材料、生物医药、大数据等领域,“硬科技崇拜”凸显。大量地方官员热衷于学习“合肥模式”“苏州模式”“深圳模式”等直投经验丰富的城市。投资基金“蜂拥而上”直接投资相关产业,导致区域产业规划高度趋同。但实际上,仅有少数省份具有产业基础和比较优势。

这种投资趋同既反映了国家产业政策“自上而下”的传导,也反映了地方政府在产业选择上的“安全策略”。对于地方官员,投资于中央鼓励的领域,无论成功或失败,政治风险较低;但若投资于上级政府未明确支持的领域则更需要决策魄力,投资失败被问责的风险更大。然而,当各地基金竞相涌入同一赛道时,可能



(a) 政府投资基金投资金额的行业分布　　(b) 政府投资基金投资次数的行业分布

图 11　政府投资基金投资的行业分布

表 1　各省份第一大政府投资基金列示的重点投资领域统计

地区	先进装备制造类	新能源智能汽车类	新材料类	节能环保类	生物医药类	大数据及数字经济类	新一代信息技术类	文化和旅游产业	人工智能类	半导体和集成电路类
北京		√			√				√	√
天津	√	√	√	√	√	√	√		√	√
河北		√	√		√	√			√	
山西	√	√	√	√	√	√	√			√
内蒙古	√		√	√		√				
辽宁	√									
吉林	√	√	√		√			√		
黑龙江	√		√		√	√		√		
上海	√	√	√		√	√	√		√	√
江苏	√	√	√	√	√	√	√		√	√
浙江	√	√	√	√	√	√	√			
安徽	√	√	√	√	√	√	√		√	
福建	√	√	√		√	√		√		
江西	√	√	√	√	√	√	√			
山东	√	√	√		√		√	√		
河南	√	√	√	√	√	√			√	
湖北	√	√	√	√	√		√			
湖南		√	√	√	√	√		√		
广东	√	√				√			√	√
广西	√	√			√	√				√
海南			√	√	√	√				
重庆	√	√	√		√		√			√
四川	√		√		√		√			√
贵州	√	√				√	√		√	
云南	√	√	√	√	√			√		
西藏				√				√		
陕西	√	√	√				√			
甘肃	√		√	√	√		√	√		
青海	√	√	√		√	√			√	
宁夏			√	√			√	√		
新疆	√		√	√	√	√		√		

注：数据来源为作者检索统计；各地区对不同行业表述有差异，统计时做归并处理。

产生重复投资和产能过剩，有违“因地制宜发展新质生产力”原则。“前车之鉴，后事之师”：光伏产业作为中国在清洁能源领域确立核心优势的范本，虽已占据全球 70%的产能，其产业化进程却因地方政府干预资源配置而经历过很长的“阵痛期”——税收减免、补贴、土地政策等非市场化手段催生的低端产能过剩不仅引发长达 20 年的内卷竞争，更使光伏成为全球涉华贸易纠纷最频发的领域[23-25]。习近平总书记在 2025 年中央经济工作会议上指出，一些地方不顾实际，盲目追风口。看别人搞芯片，自己也搞。看别人搞“新三

样”③,自己也不甘落后。生物有多样性,地区有差异性,有老年人,有青年人,有的年幼有的年长,为什么都选择干一样的活呢？各地政府投资基金在产业政策重点领域的盲目跟进可能导致区域发展背离比较优势、地区间分工不足,经济发展蒙受效率损失。

2024—2026 年《政府工作报告》相继提出“加强重点行业统筹布局和投资引导,防止产能过剩和低水平重复建设”“健全创投基金差异化监管制度”“深入整治‘内卷式’竞争,营造良好市场生态”的要求。2025 年印发的《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》明确指出,投资基金应“结合相关产业在全国各地区产能利用情况,引导地方围绕当地产业发展实际调整政府投资基金布局”,亦反映出各地政府投资基金重复布局的严重性。若当下各地政府投资基金在行业布局上缺乏恰当的顶层设计,战略性新兴产业及未来产业的同质化竞争持续加剧,必将诱发新一轮产能过剩,难以利用统一大市场的超大规模与分工贸易优势打造真正具有国际竞争力的产业,从而基金投资收益与地方财政可持续性也难以保障。

4. 退出困境与风险积累

股权投资的退出包括 IPO 上市、并购重组、股权转让、回购退出四种渠道。被投企业通过 IPO 退出通常能让股权基金实现最高投资回报,但对企业质量和市场政策要求严格。并购退出确定性相对较高,但收益倍数通常低于 IPO。股权转让灵活性最强,但需要有愿意“接盘”的买方。回购退出一般认为是最差选项,依赖于被投企业和原股东的偿付能力。基于本文构建的退出事件数据,图 12 展示了政府投资基金的退出渠道结构。

从图 12 可以看出,IPO 退出占比接近四成,加上上市后减持则约为半数,这在 VC/PE 实务中是相当亮眼的成绩。然而,本文认为其背后可能隐藏着更深层的退出难题。在许多政府投资基金的已投项目中,有相当比例因被投企业成长乏力、IPO 市场收紧或并购渠道不畅而难以寻觅合适的退出路径。2023 年以来,受证监会调控的影响,A 股 IPO 节奏显著收紧。从直接冲击看,2018—2022 年期间在科创板设立和注册制改革预期下,政府投资基金大量投资于具有 IPO 潜力的项目。这些项目的估值已隐含 IPO 预期溢价,当 IPO 通道收紧后,退出预期落空,估值逻辑面临重构。若通过股权转让或企业回购等方式退出,往往意味着确认项目投资亏损,触及国有资产保值增值的问责红线,管理团队面临财政、审计、巡视、纪检等多部门的多头管理和问责,可能陷入“不敢退、不能退”的决策僵局。

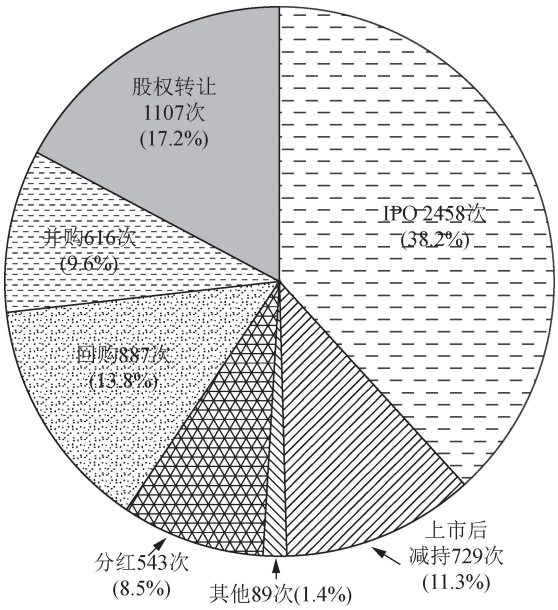


图 12　政府投资基金的退出方式统计

因此,目前较高的 IPO 退出比例未必完全反映整体资金的高效运营,反而可能暗示大量项目因估值或问责压力处于“僵滞”状态。随着大批于 2016—2018 年募资高峰期间成立的基金集中进入退出阶段,2024—2028 年将是政府投资基金集中到期的时段,届时存量项目的退出压力将全面显现,使政府投资基金面临严峻的流动性压力。

综合退出数据看,完善容错免责机制与优化考核评价体系,对破解政府投资基金“不敢退、不能退”的困境至关重要。否则,政府投资基金可能偏好接近 IPO 的成熟期项目、规模较大企业和确定性高的商业模式,或以“明股实债”这一更隐蔽的形式表现出来——名义上进行股权投资,实际通过回购条款、固定回报承诺等方式将风险转嫁被投企业。2025 年国务院办公厅印发的《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》提出“建立健全容错机制”,“优化全链条、全生命周期考核评价体系,不简单以单个项目或单一年度盈亏作为考核依据”,核心在于建立以尽职合规责任豁免为核心的容错机制,并将考核重点从单一财务回报转向政策目标综合实现情况。此举旨在从制度层面为基金管理“松绑”。唯有通过科学的容错与考核机制,才能

③ 指近年来中国外贸出口中表现亮眼的电动载人汽车、锂电池、太阳能电池。

引导基金真正承担起“投早、投小、投硬科技”的风险，成为发挥跨周期调节作用的“耐心资本”，从而疏通退出堵点，实现投资良性循环。

5. 区域分化与能力匹配问题

图 6~图 9 展示了 2014 年后各省政府投资基金设立金额和数量的排名。反映的事实是，经济发达、财政自给率高、优质投资标的供给充足的省份排名中后，反而是产业基础稍弱、财政吃紧的省份有着最为激进的投入，有悖“有多少钱办多大事”的常规认知。这一事实提示，政府投资基金的运营与地方政府招商引资、培育税源的动机密切相关。那么，值得关注的是，这些“相对弱”省在广泛设立政府投资基金后绩效表现如何。

本文聚焦于数据质量较高的 IPO 和并购这两种退出渠道做分析。图 13 展示了各省份政府投资基金直接投资项目的退出次数分布，图 14 展示了各省份平均账面回报倍数。可以发现，中西部省份在传统“税补地”

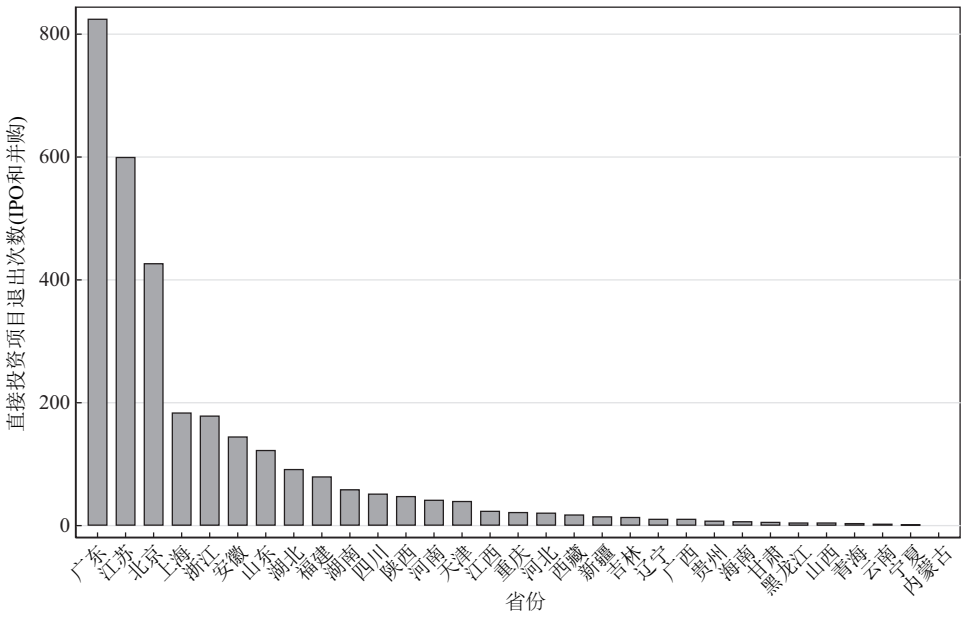


图 13　各省份政府投资基金直接投资项目退出次数(IPO 和并购)

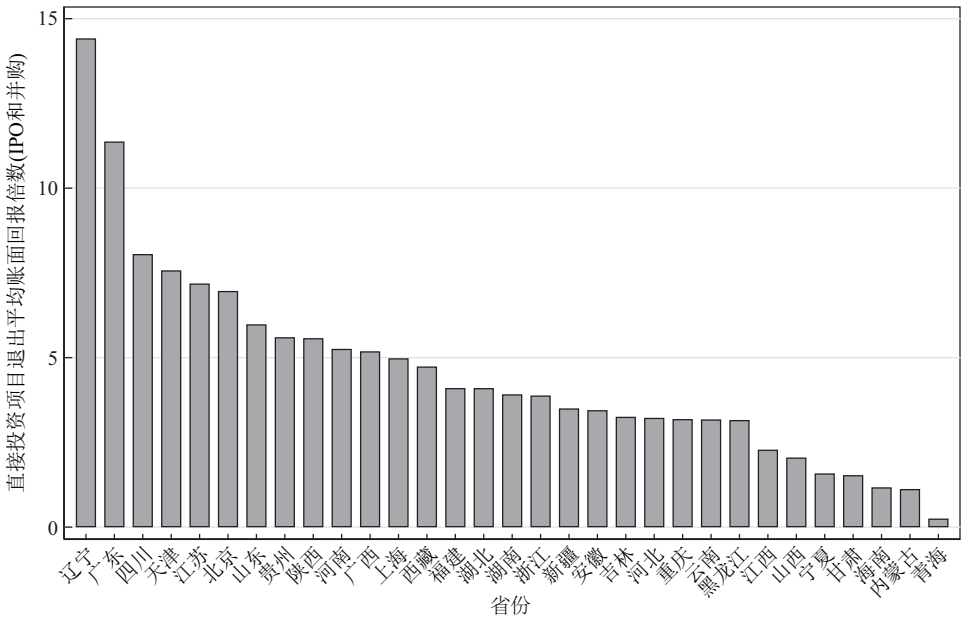


图 14　各省份政府投资基金直接投资项目平均账面回报倍数(IPO 和并购)

工具受限后更多依赖政府投资基金，基金设立规模与数量增长较快，但退出较少、内部收益率偏低，呈现“设立多、退出难、回报低”的特征。

四、研究方向展望

政府投资基金作为产业政策与财政、金融交叉融合的制度创新，已在中国形成万亿级规模，深刻影响着创业投资市场与区域资源配置格局，但实践运行中存在诸多方面的问题。当前政策层面正着力推动政府投资基金高质量发展，如何在完善央地协同机制、建立容错纠错机制、推进估值市场化的基础上，实现从“招商引资工具”向“产业资本枢纽”的转型，以耐心资本推动“科技—产业—金融”良性循环，是亟待回答的核心命题。

本文在现有研究与前述典型数据事实基础上，提出若干未来研究方向，以期深化对政府投资基金运作逻辑、实际效果与潜在挑战的理解。

第一，研究样本应从上市公司扩展至“全样本”，系统揭示基金对“早、小”企业的真实影响。研究发现，可能由于数据易获取、质量较高且更新及时等原因，现有不少研究以上市公司数据为样本检验政府投资基金的功效。但一个不可忽视的数据事实：截至2025年末，全国公司制企业数量接近6000万家，而A股上市公司仅有5000余家，意味着上市公司是全样本中“万里挑一”的头部企业。故若以上市公司为分析对象，实际上与中国政府投资基金旨在扶持大量“早、小”企业的政策初衷错位。政府投资基金99.5%以上的投资事件针对非上市公司。若以上市公司为样本进行研究，不仅在统计意义上代表性不足，还可能涉及对政策效果的误判：上市公司是从种子轮、天使轮、A/B/C轮、Pre-IPO轮等股权投资环节经过层层筛选，最终得到证监会和交易所认可的“最终赢家”——以这部分样本评估基金投资效果，实际上只观察到成功案例，忽略了大量未能上市甚至经营失败的被投企业，可能高估基金投资效果。此外，上市公司与非上市公司在融资约束、治理结构等方面存在本质差异，政府投资基金对两类企业的作用机制可能截然不同。

呼吁未来研究应致力于构建覆盖非上市企业的全生命周期数据库，整合工商注册、企业年报、税调数据等多源信息。近期研究中，魏薇等[12]利用国家税收调查数据匹配清科私募通投资事件，对获得政府投资基金与获得其他PE/VC的企业进行比较，发现政府投资基金对非上市制造业企业全要素生产率的提升效应主要体现于短期，并依托产业集聚与供应链协同发挥长期作用。沿此思路，未来研究还可深入探究基金在企业发展不同阶段（尤其是“死亡之谷”阶段）的作用机制与成败规律，回答基金是否真正实现了“投早、投小、投科技”的既定目标。

第二，研究视角应深入地方政府行为与制度环境，剖析基金运作扭曲的深层逻辑与协同潜力。本文的数据分析揭示，政府投资基金的设立与运作深度嵌入于地方官员的晋升激励、任期周期与府际竞争框架中，但现有研究框架多将其视为“黑箱”，对其决策扭曲的制度根源挖掘不足。未来研究可重点关注：官员个人特征与任期如何影响基金的投资偏好与风险承担；在“财政资金基金化、产业政策金融化”的背景下，如何通过设计差异化的考核体系与容错机制，引导基金从“招商引资工具”向“产业资本枢纽”转型。未来研究可在“微观企业—地方政府行为”的互动框架中，进一步检验基金运作模式（出资人模式与直投模式）与制度环境的匹配程度。将基金置于更广阔的地方政府行为与政策体系中考量，是理解其真实运行逻辑的关键。

同时，有必要关注专项债与政府投资基金之间的协同与交叉影响。长期以来，地方政府专项债券与政府投资基金是两条并行的财政资金运作路径。专项债作为规范的地方政府债务融资工具，聚焦于有收益的公益性项目建设；政府投资基金作为股权投资工具，致力于产业培育与科技创新。两者在资金性质、运作方式、风险收益特征上存在显著差异，长期处于“各自为战”的状态。这一格局在2024年12月迎来根本性转变。国务院办公厅发布《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，首次实行专项债投向领域“负面清单”管理，而政府投资基金未被列入禁止范围。这一政策变动打破了以往“地方政府不得将专项债券作为政府投资基金资金来源”的制度壁垒，为两项工具的协同融合打开了政策空间。2025年以来，已有不少地方政府发行专项债来募集政府投资基金的资本金。因此，一个亟待探索的全新研究方向是：这两大工具如何协同？如何设计有效的央地协同与政策联动机制，以优化财政资金使用效率，避免政策冲突与资源浪费？

第三，研究焦点应前瞻评估集中退出期的潜在风险，为存量风险化解与市场化退出机制设计提供依据。既有案例研究集中于“合肥模式”等成功范例及京沪穗鹏四大一线城市的先进做法，缺乏对其他地区扎堆跟风而功效不佳的反思；实证文献也以报告积极影响为主，对基金可能引发的地方保护主义、重点行业潮涌投资与产能过剩、政策初衷偏离、LP-GP 管理冲突、国资背景对 IPO 市场的挤出效应等负面效应关注甚少。这诚然有正面结论的论文更易受到“发表偏倚”影响，但缺乏对政府投资成败得失的系统评估，这无疑无助于推动经济高质量发展。随着 2024—2028 年大量基金进入集中到期阶段，退出压力将成为严峻挑战，但学术界对这一风险的规模、分布和传导机制缺乏系统性量化评估。

未来研究需回答：面临退出压力的项目规模有多大？风险分布呈现何种特征——集中于特定行业、地区还是投资年份？退出压力集中释放可能对地方财政、LP-GP 关系、后续基金募集造成多大冲击？“创投成，则产业兴、财政活”；若投资绩效不佳、退出受阻，地方经济转型发展阻滞，则财政可持续性承压，甚至可能冲击股权融资体系。这要求研究者超越对单一基金绩效的评估，转向对行业整体风险的量化模拟与压力测试。同时，应深入研究如何通过培育 S 基金市场、建立常态化的项目估值调整与损失确认机制、规范回购条款等市场化手段，构建高效、多元的退出渠道，从而为化解系统性风险、提升财政可持续性、实现“出资—管理—退出”的良性循环提供决策支持。

第四，研究内容应深化行业异质性与空间关联分析，为优化基金产业定位与区域布局提供证据。政府投资基金多聚焦战略性新兴产业，但不同行业的技术经济特征迥异，基金的作用效果与传导机制可能存在显著行业差异。

未来研究需回答：对于技术不确定性高、研发周期长的“硬科技”领域，政府资金介入是弥补了市场失灵，还是由于信息劣势反而加剧资源错配？政府投资基金与行业特定产业政策的作用是互补还是替代？在考察政府投资基金的间接效应，尤其是对域内其他上市公司的溢出效应上，传导过程仍不够明朗，未来研究在样本选择上仍需聚焦，区分直接被投企业与间接受益企业的差异化影响机制。与此同时，各地基金在战略性新兴产业的“潮涌”投资可能加剧区域间“内卷式”竞争，未来研究需评估政府投资行业趋同是否导致产能过剩和重复投资，为优化基金产业定位提供依据。

参考文献

[1] 陈雨露，蓝焕琪，马勇. 金融创新、金融结构与企业创新[J]. 经济研究，2025，60(3)：38-53.

[2] 高昊宇. 培育壮大耐心资本与中国科技创新[J]. 人民论坛，2024(16)：28-31.

[3] 田轩. 资本市场支持科技创新的制度建设与机制设计[J]. 人民论坛·学术前沿，2025(8)：35-46.

[4] 蔡庆丰，刘昊，舒少文. 政府产业引导基金与域内企业创新：引导效应还是挤出效应?[J]. 金融研究，2024(3)：75-93.

[5] 唐为，邱旋，陈子曦. 政府引导基金与战略性新兴产业发展——产业发展中的政府与市场协同视角[J]. 数量经济技术经济研究，2025，42(9)：52-71.

[6] 汪德华，杨璐. 政府投资基金的运行成效与改革展望[J]. 经济问题，2025(2)：1-11.

[7] BRANDER J A，DU Q，HELLMANN T. The effects of government-sponsored venture capital：International evidence[J]. Review of Finance，2015，19(2)：571-618.

[8] ZHANG J，GU Q C. Unraveling the puzzling risk-return relationship：Distinctive roles of government involvement in venture capital investment[J]. Strategic Management Journal，2024，45(11)：2307-2339.

[9] 宫义飞，张可欣，徐荣华，等. 政府引导基金发挥了“融资造血”功能吗[J]. 会计研究，2021(4)：89-102.

[10] 吴超鹏，严泽浩. 政府基金引导与企业核心技术突破：机制与效应[J]. 经济研究，2023，58(6)：137-154.

[11] 张倩倩，韩洁，张晓玫. 逆向效应：政府引导基金异地投资与中小企业高质量发展[J]. 南开管理评论，2025，28(8)：148-158.

[12] 魏薇，解恩泽，徐铭桔，等. 政府引导基金、产业集聚与制造业企业全要素生产率[J]. 数量经济技术经济研究，2026，43(4)：183-210.

[13] 韩洁，张倩倩，刘涛. 政府引导基金可得性与企业数字化转型——基于耐心资本视角的分析[J]. 财贸经济，2026，47(1)：142-160.

[14] 聂辉华，李睿之. 寓合作于竞争：地方政府引导基金能否促进统一大市场的形成[J]. 学术月刊，2025，57(9)：35-47.

[15] COLONNELLI E，LI B，LIU E. Investing with the government：A field experiment in China[J]. Journal of Political Economy，2024，132(1)：248-294.

[16] LI J. Government as an equity investor：Evidence from Chinese government venture capital through cycles[J]. Available at SSRN，2022，4221937. DOI：10.2139/ssrn.4221937.

[17] KÖPPL S, KÖPPL-TURYNA M, CHRISTOPOULOS D. The performance of government-backed venture capital investments[J]. Research Policy, 2025, 54(8): 105270.
[18] 徐明. 政府引导基金是否发挥了引导作用——基于投资事件和微观企业匹配数据的检验[J]. 经济管理, 2021, 43(8): 23-40.
[19] 李善民, 梁星韵. 创投机构响应政策还是迎合政策？——基于政府引导基金激励下的投资视角[J]. 证券市场导报, 2020(9): 14-23.
[20] 徐明. 政府风险投资、代理问题与企业创新——来自政府引导基金介入的证据[J]. 南开经济研究, 2022(2): 51-67.
[21] ZHANG I. Government venture capital and entrepreneurship: Evidence from China[J]. Journal of Empirical Legal Studies, 2025, 22(4): 568-598.
[22] 杨其静, 王康宁. 地方政府引导基金与高技术制造业布局——基于国有建设用地出让数据的观察[J]. 中国人民大学学报, 2025, 39(2): 89-103.
[23] 韩秀云. 对我国新能源产能过剩问题的分析及政策建议——以风能和太阳能行业为例[J]. 管理世界, 2012(8): 171-172,175.
[24] 余东华, 吕逸楠. 政府不当干预与战略性新兴产业产能过剩——以中国光伏产业为例[J]. 中国工业经济, 2015(10): 53-68.
[25] 颜晓畅, 黄桂田. 政府财政补贴、企业经济及创新绩效与产能过剩——基于战略性新兴产业的实证研究[J]. 南开经济研究, 2020(1): 176-198.

Government Investment Funds: Theory, Stylized Facts with Chinese Characteristics and Research Prospects

Lin Zhifan[1], Tang Zishen[2]
(1. The Bay Area International Business School, Beijing Normal University, Zhuhai 519087, China;
2. Business School, Beijing Normal University, Beijing 100875, China)

Abstract: Government investment funds leverage fiscal capital to guide and mobilize private capital toward key sectors. They have become a core component of the science and technology finance system and an important instrument for local governments to cultivate emerging industries and attract investment. The development history of Chinese government investment funds and their operational model of "fundraising, investing, managing, and exiting" are introduced. A micro-level database was constructed, covering the establishment of more than 1,900 government investment funds, over 20000 equity investment events, and more than 6,000 exit events. Several stylized facts are documented. Since 2014, when the central government began to restrict irregular preferential policies adopted by local governments, including tax incentives, fiscal subsidies, and land concessions, government investment funds have expanded rapidly as an alternative tool for promoting regional industrial development. Strong local investment preferences are exhibited by local government funds. The overall industry allocation of fund investments is dispersed, yet convergence in strategic emerging industries generates the risk of low level redundant construction. Exit channels are relatively limited and are significantly affected by the IPO policies of the China Securities Regulatory Commission. Regional disparities are widening, and central and western provinces display the characteristics of numerous establishments, difficult exits, and low returns. Several future research directions are proposed from the perspectives of sample selection, research orientation, risk assessment, and performance evaluation. A factual basis and directional insights are provided for regulating local governments' economic promotion behavior, advancing the high-quality development of government investment funds, and cultivating patient capital under a model that combines an effective market with a proactive government.

Keywords: science and technology finance; government investment funds; fiscal equity capital; local governments; industrial policy; patient capital