

□ 2025年，政府投资基金加强整合、明确定位，形成哑铃式投资模式，即：一端投早投小培植硬科技，培育创新；一端强链补链延链，稳固产业。

□ 专家表示，当前地方政府在选择基金管理人时，越来越看重其产业深耕能力和项目储备质量。能否精准引入产业链关键环节、构建完整生态，已成为遴选管理人的核心标准。

政府投资基金这一年：从“活水”到“引擎”，质变如何发生？

◎ 记者 邓贞 何瀚

种下梧桐树，引得凤凰来。

新能源的赛道上，技术迭代加速突破；低空经济的蓝天下，创新企业蓬勃发展……科技创新生态跃迁的背后，一股关键力量——政府投资基金，始终在场。从上海张江的科创孵化园到珠江畔的产业基金集群，再到天府之国的创投工坊，政府投资基金的身影遍布培育、壮大新质生产力的关键环节。它们既是滋养创新的“活水”，更是驱动产业升级的“引擎”。

据执中ZERONE统计，2025年前三季度，全国私募股权投资市场募资规模达7744亿元，报告期内各级政府合计发布基金遴选公告372条。全国社保基金等国家级长线资本加速布局浙江、江苏等科创高地，精准滴灌硬科技与战略性新兴产业。

2025年初，《国务院办公厅关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》发布，提出了高质量发展的纲领。各地政府紧随其后出台了一系列政策，引导基金调整投资策略，重点关注“两端”，细化放宽基金考核机制，落实基金“长钱”定位等。

面向“十五五”，《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》提出，完善民营企业参与重大项目建设长效机制，发挥政府投资基金引导带动作用，激发民间投资活力，提高民间投资比重，增强市场主导的有效投资增长动力。在此背景下，政策有力推动着政府投资基金从规模扩张迈向“质效提升”的新阶段，成为构建现代化产业体系的重要支撑。

一端投早投小 一端强链补链

科技创新从“单点突围”到“生态协同”，离不开资本的系统性布局。2025年，政府投资基金加强整合、明确定位，形成哑铃式投资模式，即：一端投早投小培植硬科技，培育创新；一端强链补链延链，稳固产业。

“航母级”基金率先示范。今年3月，国家发展改革委主任郑栅洁宣布设立“航母级”国家创业投资引导基金，吸引带动地方、社会资本近1万亿元，引导金融资本投早、投小、投长期、投硬科技，加快孵化更多的独角兽和瞪羚企业。

地方政府迅速跟进。8月底，浙江省国有资本运营有限公司董事长姜扬剑宣布设立科技创新新质生产力基金，基金由早小硬科技基金、新兴产业基金等组成，聚焦“投早、投小、投硬科技”，深度孵化培育颠覆性技术和前沿产业。10月，成都高新区与富华资本、联想之星、鼎兴量子等6家基金管理人（GP）集中签约，天使母基金累计合作规模超200亿元，基金围绕国产化替代等项目开展投资，加快推动科技成果转化落地。

深圳市天使投资引导基金管理有限责任公司总经理李新建对上海证券报记者表示，在培育新质生产力的过程中，科技成果转化项目研究周期长、风险高，需要长期资金支持，政府投资基金能够提供“活水”。

各地政府投资基金不断整合资源，在聚焦投早、投小、投硬科技的同时，加速布局成熟产业投资。5月，由深圳担任管理人的深圳市半导体与集成电路产业投资基金“赛米产业私募基金”完成工商登记注册，基金重点围绕深圳集成电路重大制造项目，集群建链、补链、强链、延链，进而构建“自主可控、高效协作、紧密配套”的本地产业链供应链。此外，东莞科创集团管理的东莞科创创投基金和东莞科创知识产权基金在7月完成对德聚技术的追加投资，帮

助企业跨越发展关键期。

同创伟业总经理余英栋对上海证券报记者表示，经过调整，政府投资基金的投资策略呈现清晰的“哑铃式”投资布局，一端培育新兴增长点，一端巩固成熟产业优势，此举有利于满足基金财务回报与服务地方产业发展的双重目标，共同构成了兼顾短期成效与长期潜力的投资组合。“这恰好符合高质量发展对政府投资基金的要求，使其角色逐渐升级为产业生态的构建者和推动者。”余英栋说。

多元资本汇流 充盈“耐心资本池”

创新产业蓬勃生长，需要长期资本的持续浇灌。2025年以来，AIC资金、科创债、专项债等多元资本密集涌入，为“耐心资本”注入新动能，构建起“科技—产业—基金”的良性循环。

据投中嘉川CVSSource数据，2025年1月至11月，各类发债主体用于基金出资的科创公司债规模达1222.91亿元，其中地方国资委、地方政府及地方国企发行规模合计831.91亿元，占比68%。

专项债的入场是募资机制创新的关键。11月28日，广东、四川、上海合计发行200亿元专项债，分别注入广东省政府投资基金、成都市创业投资基金和上海未来产业基金等。此前，北京、江苏、广州、浙江等地已发行超600亿元相关专项债，目前披露的投向政府投资基金的地方政府专项债总规模已超800亿元。

资金来源多元化趋势明显。重庆产业引导基金公司董事长卓仁华对上海证券报记者表示，其资金来源从最初几乎全部依赖财政资金，到现在已扩展至国企、央企、区县资金等多元主体，未来还可能通过科创板进一步拓宽渠道。

业内人士分析，2025年专项债、科创债的大规模注入，成为资金补充机制的重要创新，也为政府投资基金扩大“耐心资本”规模提供了可能。

在地方实践中，多元资本协同的案例不断涌现。以苏州创新创业集团（简称“苏创投”）为例，其积极与“国家队”“省队”以及国内外机构合作，吸引各类资本落地苏州、投资苏州。苏创投预计2025年新增加投资规模超900亿元，新增管理基金规模超600亿元。

例如：与国家社保基金合作的500亿元江苏（苏州）科创基金落地，由苏创投集团担任管理人，按市场化原则开展直投和子基金投资，赋能全省及苏州市战略性新兴产业和未来产业发展；与江苏省战略性新兴产业母基金合作，设立两批次总规模240亿元的苏州市战新基金，累计投资项目超30个，投资总额超77亿元，11只子基金已通过决策，合计总规模超110亿元，子基金已投资项目17个。

此外，7月无锡新尚资本发行2025年第一期科创债，规模5亿元、期限3+2年，全场认购倍数2.43倍，票面利率2.24%，创下江苏省AA+主体科创债同期限利率新低。

在银行资金方面，工银资本董事长陆胜东11月27日在第19届中国投资年会·有限合伙合伙人峰会现场介绍，工银资本正在构建“募投管退”良性循环的生态体系，与中央企业国家基金、地方政府引导基金、专业投资机构及顶级PE机构建立战略合作，共同支持科技创新和产业升级。

“柔性退出”解困容错机制护航

2025年，“柔性退出”模式的探索

与容错机制的细化，为政府投资基金长期服务科技创新发展提供了宽松环境。据执中ZERONE统计，2025年前11个月，全市场共有超过17800起退出事件，回购退出占比同比下降超30%。

何为“柔性退出”？宜春国投投资副总经理周文军告诉上海证券报记者：“对已触发回购条款的项目，我们不会立即执行，而是通过资源对接、客户引进、资金支持等方式帮助企业改善经营。部分项目还尝试‘股转债’，将股权转让为债权，减轻企业即时现金流压力。”

东莞科创投资则形成了更系统的实践经验。“针对早期直投项目，即便约定回购，执行时也会灵活处理。”东莞科创投资总经理王庆东对上海证券报记者举例称：若被投资企业经营不善面临破产，会将原投资金额平移至创始人新创业实体，按原投资额折价入股，实现投资资源再利用；对有稳定现金流但短期上市困难的企业，推行“分期回购”，制订宽还款计划；作为LP，在子基金项目面临回购诉讼时，还会协调GP与企业以非诉方式解决纠纷，避免企业陷入经营困境。

母基金研究中心创始人唐劲草观察到，多数新设政府投资基金已在章程或合伙协议中增设“退出条款专章”，避免“到期必退”的刚性压力，同时探索“股转债”“分期回购”“份额平移”等柔性模式。这种差异化方案既能缓解企业压力，也为基金退出保留空间，实现“企业存续”与“资金回收”的双赢。

“柔性退出”的落地，离不开容错机制的支撑。“此前部分省份的容错政策缺乏操作细节，今年浙江、安徽等地将审计部门纳入基金政策制定，湖北、江苏、浙江等省份则从企业成长阶段入手，细化考核机制。”唐劲草对上海证券报记者表示，过去容错机制多停留在“尽职免责”的顶层设计，现在则根据早期、成长期、成熟期企业的不同风险特征制定差异化监管标准，这让基金管理人敢投、愿投早、小、硬科技项目，真正发挥政府投资基金的引导作用。

政府投资基金从“求量”到“求质”

2025年，千亿元级政府投资基金的身影正在淡出视野，行业正从数量扩张全面转向质量提升。今年上半年这个趋势已然开始形成。母基金研究中心发布的《2025上半年中国母基金全景报告》显示，上半年，国内新设政府投资基金（不包括直投基金）31只，新设规模为798.04亿元，同比下降66%和50%。

在统一大市场政策背景下，区域发展更强调高质量和特色化，大家不再简单拼规模、拼返投，而是真正拼产业理解、拼资源整合。唐劲草表示：“当前地方政府在选择基金管理人时，越来越看重其产业深耕能力和项目储备质量。能否精准引入产业链关键环节、构建完整生态，已成为遴选管理人的核心标准。”

卓仁华分享道，重庆产业引导基金目前已调整投资策略，强化市区协同和细分领域聚焦。基金会根据子基金的投资方向精准匹配落地区域，比如新能源汽车项目匹配相应产业基地，传感器类项目对接重庆市北碚区等。

多名受访人士认为，展望2026年及即将开启的“十五五”时期，随着多元资金供给机制的完善以及退出、容错制度的细化，政府投资基金将更趋活跃，在培育新质生产力、构建现代化产业体系中发挥更重要的力量。

创投2025：投硬投新，已是春来？

◎ 记者 何瀚

“回望中国创投市场，起起伏伏。在过去一个周期里，我们经历了冬天，现在大家普遍感受到拐点的到来。”12月初，清科集团董事长倪正东在第二十五届中国股权投资年度大会上的发言，是创投行业2025年的一个写照——在经过两年多的深度调整之后，创投行业最冷的寒冬已然过去，暖意悄然到来。

在募资端，国资、银行系AIC、险资等多元长线资金不断涌入；在投资端，投向半导体、生物医药、人工智能等“硬科技”领域的案例层出不穷；在退出端，并购重组如火如荼，IPO加速回暖，S基金加大布局等，退出渠道进一步顺畅……创投行业生态优化的“齿轮”正在加速转动。

资金结构迎来优化

2025年，创投市场在资金端呈现出“国资领航，市场协同”的多元格局。人民币基金持续巩固主导地位，国资平台加速入场成为行业“压舱石”，银行、保险等长线资金稳步入市，形成有效资金供给。

倪正东在回顾中国创投行业20多年的发展历程时提到，国资逐渐成为中国创投的主力军。到今年，国资LP比例进一步上升，达到了55%，国资控股比例也从15年前的27%增长到今年的81%。此外，今年国资参股基金也占了8%。也就是说，在当前中国股权投资市场，国资体系已经占到了近90%。

清科研究中心数据显示，截至三季度末，存续登记的股权投资基金管理人共计1.16万家。其中：国资背景管理人数量为4099家，占比35.3%；国资背景管理人管理的基金规模为17.42万亿元，占比64.5%。

“这意味着，中国股权投资市场资金结构已经发生历史性转变，从全民参与变成了由国资主导。”倪正东说。

除国资主导外，银行、保险等市场化机构也在加速入场，不断丰富创投行业的资金来源。

11月，兴银金融资产投资有限公司、信银金融资产投资有限公司、招银金融资产投资有限公司等3家AIC获准开业，自此，国内AIC获批的名单已达9家，“国有六大行全阵容+股份行新势力”的竞争新格局初步形成。

11月17日，阳光人寿与阳光恒益（青岛）私募基金管理有限公司、招商银行青岛分行正式签订基金合同。这意味着此前阳光人寿拟出资200亿元参与投资的试点基金项目迈入实质性落地阶段，成为今年内落地的第7家保险系私募。此外，今年以来，广东、四川、天津、陕西等地也陆续出台文件，鼓励和支持险资投资创投基金。

“创投行业正迎来资金结构优化的关键窗口期，壮大‘耐心资本’成为行业高质量发展的核心抓手。”同创伟业总经理余英栋在接受上海证券报记者采访时表示，当前，创投行业投资资金开启“结存”进场模式，不仅从源头上缓解了创投行业长期存在的资金供给压力，更能通过两类资本的优势互补重塑资金结构，为创投行业锚定长期价值投资方向、筑牢高质量发展的资金底座提供坚实支撑。

投硬投新是主旋律

投资“硬科技”、投资科技创新，成为创投的主旋律。2025年以来，创投行业进一步聚焦“赛道深耕，技术聚焦”，投资信心逐步回暖。

根据执中ZERONE数据显示：2025年前三季度，新质生产力赛道主导投融资市场，天使轮投资项目占比从一季度的17%提升至三季度的25%；创投行业对初期项目的投资意愿长期保持高位，占比达到50%左右。截至三季度末，创投行业投资新质生产力赛道的占比首次超过七成。其中，电子信息、生物医药、生产制造业投资占比排名前三，新材料、新能源投资占比在不断提高。

君联资本总裁李家庆在第二十五届中国股权投资年度大会上表示，公司在科技创新的很多细分领域都有投资，每次前往企业调研，心情都特别好，对企业的中长期发展特别有信心。中长期看，中国市场有望成长出更多的千亿元、万亿级科技公司。

前海方舟资产管理有限公司董事长、前海母基金首席执行官李海涛在第二十五届中国股权投资年度大会上建议，应围绕五大进程进行布局：一是补短板进程，聚焦“卡脖子”环节，保障供应链自主可控；二是数字化进程，以数字技术改造传统产业，布局产业互联网、机器人、无人驾驶等领域；三是碳中和进程，把握能源结构转型趋势，支持固态电池等前沿技术；四是大健康进程，关注基因、细胞等领域创新；五是重视消费对经济的支撑作用，支持消费企业创新发展。

据9月发布的《2025年中国创投风投行业白皮书》称，中国创投风投行业正在从消费互联网和商业模式创新主导的传统格局，向以“硬科技”为核心的新范式转变。展望未来，这一轮变革的深度和广度将决定中国创投行业能否在新技术周期中保持全球竞争优势，也将对中国经济能否顺利实现从要素驱动向创新驱动的根本性转变产生影响。对于投资机构而言，只有真正理解产业逻辑、具备长期耐心、敢于承担风险的创投机构，才能成为推动中国经济高质量发展的中坚力量。

工具组合更加多元

2025年，创投行业运用多元工具组合，助力完善“长钱长投”生态：科创债规模化推广，成为民营创投机构融资方式的新突破；OFLP（合格境外有限合伙人）等开放型工具、措施出台，进一步激活国际资本进入国内市场，为创投行业注入活力。

11月底，基石资本、同创伟业、盛景嘉成、道禾长期等4家私募股权投资机构合计发行科创债9.3亿元。此次发行创新采用“政策性+市场化”“增信+投资”的协同模式，其中3家机构由科创债风险分担工具提供增信，1家由中债信用增进投资股份有限公司提供市场化增信。

“科创时代的创新，呼唤着与之相匹配的融资工具的创新。相比早期‘双创债’等融资方式，本次科创债发行有效破解了规模小、期限短、增信难的问题，为创投行业注入了长期资本和稳定资本。”基石资本执行总裁、合伙人王启文11月底在基石资本微信公众号上表示。

截至目前，加上东方富海、中科创等新5家民营创投机构，今年已有9家民营创投机构成功发行科创债。科创债为机构打开了新的融资渠道，让机构得以通过更长周期、可持续的资金安排，投早、投小、投科技。

此外，国际资本也重新回流中国创投市场。11月底，新加坡丰隆星河拟通过设立5亿元规模的OFLP基金，投资上海科创三期基金。深圳还推出十大核心举措，从协调机制、落地支持、投融资便利化、项目对接等多维度系统发力，有意吸引海外主权基金落地，为当地“20+8”现代产业体系注入强劲动力。

“外资逐渐认识到，中国科技产业发展趋势良好，具备较强的投资价值。同时，与国资合作，更容易获取优秀资产的投资机会，提升投资回报率。”余英栋谈到，政府推出多项措施吸引国际资本进入中国市场，有利于进一步丰富创投行业的资产结构，进而形成庞大的长期资本生态。随着制度型开放向纵深推进，国际资本参与中国创投市场的渠道将更加畅通，将为硬科技投资带来更多源头活水。

多元破解退出痛点

IPO逐步回暖，让参与投资科技创新企业的创投机构迎来收获季。执中ZERONE数据显示，2025年1月至11月，191个A股、港股IPO背后，涉及1114家投资机构，机构持有项目的周期平均达到3.5年，在IPO首日IRR（内部回报率）均值高达47.14%。

与此同时，随着并购重组热度的不断升温，S市场参与者日益活跃，创投机构的退出压力有望得到进一步缓解。清科研究中心数据显示，2025年前三季度国内并购交易共完成1855起，涉及交易金额6330.46亿元人民币，占并购整体交易数量、交易规模的比例分别为95.1%和91%。各地还纷纷设立并购基金，为基金退出疏通渠道。

市场对S交易的认可度也在不断提升，市场化母基金、政府引导基金、银行、保险、地方国企和产业集团等，已加强布局S基金。由地方政府、国资主导设立S基金加速进场，逐渐推动S交易从捡漏型向配置型转变，进一步完善创投全周期产品生态。

当然，退出的压力依然不容忽视。“当前，行业盈利仍高度依赖IPO市场的景气度。”倪正东表示，存量基金退出压力依然存在，超过17亿元元资金有待破局。其中，7.38万亿元规模基金进入延长期，10.22万亿元规模基金进入退出期，退出压力成为创投行业面临的核心问题。

元禾厚望创始管理合伙人曾之杰在第二十五届中国股权投资年度大会上表示：“退出是整个行业的难题，单靠一只基金的努力是不够的。前提是资本市场保持活跃、健康、良好，大河有水，小河才能受益。”

寒冬过后，春潮在望。投资，是一场长跑，需要耐心、信心、恒心。一场深刻的变革之后，创投行业只有不断加强自身建设，才能更好跑赢未来的“马拉松”。

周恒 制图