智库圆桌（第40期·总329期）

积极发展壮大耐心资本

耐心资本是专注于长期投资并对风险有较高承受力的资本，对加强科技创新、提高创新效率具有重要意义。当前，我国金融市场存在融资结构不合理、短期投机行为频现等问题，壮大耐心资本的重要性和紧迫性日益彰显。党的二十届三中全会将"发展耐心资本"作为健全因地制宜发展新质生产力体制机制的重要内容。2024年中央经济工作会议再次强调"壮大耐心资本"。本期特邀专家围绕相关问题进行研讨。

发展耐心资本服务新质生产力

什么是耐心资本？如何理解其对改善金融结构和投资生态的重要意义？

杨涛（中国社会科学院金融研究所研究员、支付清算研究中心主任）：在较长一段时间内，我国经济增长都需要大规模、持续、稳定的中长期资金支持。资本短期化与耐心资本发展不足，反映了我国金融体系结构与融资结构的失衡问题，金融服务能力尚存短板。一是银行业与非银行金融机构的综合实力差距较大。2024年末我国金融业机构总资产495.59万亿元，其中银行业金融机构资产总额444.57万亿元，证券业机构总资产只有15.11万亿元。二是间接融资与直接融资差异较大。2024年末社会融资规模存量为408.34万亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款余额为252.53万亿元，相比之下，非金融企业境内股票余额为11.72万亿元，企业债券余额为32.3万亿元。

事实上，虽然银行间接融资成为金融资源配置的绝对主体，但其自身一直存在"短存长贷"的挑战，容易引发商业银行的流动性风险。一方面，相对短期化的活期存款约占居民存款的三成。另一方面，资金运用长期化趋势明显，2024年企（事）业单位贷款增加14.33万亿元，其中企业中长期贷款约占增量的70%，与2019年的62%相比明显提高。

发展耐心资本并非简单增加中长期资本，而是通过改善直接融资与间接融资的占比结构、优化资金来源与运用的期限配置等，改善金融机构、金融市场、金融产品的结构与效率。

耐心资本的内涵可从多方面理解和把握。从资本特征看，耐心资本通常指中长期资本，对风险承受能力较高，并且追求中长期收益。相较短期资本，受市场短期波动的干扰小，能够有效支持基础设施、科创企业等较长时间才能产生效应的项目。从运作特点看，耐心资本通常关注支持对象的成熟度和成长度，不追求快速的利润增长，而是通过提供各类相对宽松的融资条件，提升企业与项目的稳定性和可持续性，使其跳出短期财务压力，更专注于长期目标。耐心资本可以是贷款和股权的混合，为被投资方提供综合解决方案。从范围边界看，壮大耐心资本离不开直接融资。银行业、保险业等领域，也有发展耐心资本的较大空间，可与多层次资本市场服务体系形成合力。从制度保障看，打造耐心资本的关键离不开"耐心"二字，需有更加完备的法律、法规和生态环境加以保障。直接融资与间接融资相比，中长期与短期融资活动相比，都面临更多风险与不确定性，需要有高效的制度要素充分保障各方利益，形成激励相容机制。

壮大耐心资本目的是服务新质生产力。新质生产力以劳动者、劳动资料、劳动对象及其优化组合的跃升为基本内涵，以全要素生产率大幅提升为核心标志。提高全要素生产率的重要着眼点是推动科技创新。科技企业的金融需求具有一定特殊性，科技创新特别是重大科技创新的成功是小概率事件，需要长期稳定耐心资本的保驾护航。

发展耐心资本有助于提升金融市场内在稳定性，改善市场价值投资的基础条件。A股集聚了众多优质科技企业，但围绕创新持续提供激励约束的能力还有所不足；科创板着眼于硬科技，逐渐形成集聚效应和示范效应，但存在定价机制和市场流动性分化等挑战。新三板服务中小企业科技创新的能力尚未充分发挥。区域股权市场存在融资门槛较高、交易活跃度较低、信息披露不规范等问题。只有把多层次资本市场服务科技创新的功能做扎实，才能使市场本身获得更稳固的发展基础、更持续的生命力。就场外市场来看，发展耐心资本的主要切入点是畅通创投机构"募投管退"全链条，除了提升创投基金自身管理能力之外，还要完善政策环境，引导投资者偏好，从而真正实现股权投资基金与科创企业共赢发展。

完善机制引导长期资

胡海峰

科技创新产业化面临周期长、高投入、高风险等挑战，亟需耐心资本和长期资本支撑。美国、欧洲等发达国家和地区通过政策引导、市场机制创新和生态培育，形成相对成熟的耐心资本供给体系，具有一定学习和借鉴意义。

政府设立创业投资引导基金充当耐心资本，吸引私人资本投向早期科技创业企业。2008年国际金融危机之后，许多发达国家推出政策措施，尤其是在政府层面设立创业投资引导基金，为吸引私人资本进入高科技产业发挥重要引导作用。2011年，美国出台小企业信贷计划，通过财政部设立母基金、遴选创投基金以及天使投资人，将联邦机构、企业、高校、科研院所、风险投资机构等连接起来，对科技、信息、制造等行业的创新企业进行投资。成立至今，已为中小企业提供了40亿美元融资，诞生了SpaceX、OpenAI等一批全球顶尖独角兽企业，有效促进了就业和经济增长，为美国抢占未来科技创新制高点打下坚实基础。

采取多种措施扩大耐心资本资金来源。为鼓励养老基金、保险基金、大学捐赠基金等长期资金流入风险投资行业，许多国家对养老基金制度等进行改革，对长期资本投资范围和比例实施较为宽松的监管和优惠的税收制度。美国1974年颁布《雇员退休收入保障法案》，修改审慎人条例，同时大幅度降低税收比例，将风险投资总税率由49%降到20%，1978年又将长期资本收益的最高边际税率降为28%。上述举措有力刺激了风险投资发展，为风险投资长期支持高回报的科技创新铺平道路。目前，美国风投基金近三分之一的资金来自养老基金。英国2017年出台《养老金改革法案》允许养老金投资高风险资产，包括风险投资和成长型股权基金，同时还允许养老基金、保险资金投资非上市科技企业股权，锁定期10年以上。

世界各国推动科技创新的经验表明，建立完善的创业创新生态系统、构建良好的创业栖息地，进而有效提高创业成功率是推动科技创新的关键。作为高科技产业集聚地区，美国硅谷最大的优势在于拥有使创业精神转化成科技创新成果的环境和条件，形成良好的创业生态系统。高水平研究型大学是基础研究的主力军。美国斯坦福大学设立技术许可办公室，对企业开放大学[illegible]形成"[illegible]业"[illegible]发展模式，衍生出数千家企业，并以产业实际需求为导向形成涵盖孵化基金、风险投资、法律咨询等的创新链条服务体系。

发展壮大耐心资本是一项复杂的系统工程，可借鉴发达国家经验做法，推动社会各界协同合作，形成贯穿科技企业全生命周期的政策支持体系，引导长期资金"愿意投、敢于投、能退出"，营造政府、市场、社会共同发展壮大耐心资本良好局面。

积极培育耐心理念。耐心资本提倡的是忍受短期波动、不急功近利、坚持长期投入、看重长期回报、以"时间换空间"的投资价值观。要强化投资者教育和舆论宣传，提高对长期投资价值的认识并增强在风险评估、投资管理等方面的专业能力，让社会各界充分了解耐心资本对企业和市场的长远影响，引导各类投资者树立长期投资理念，形成尊重资本运行规律、注重资产安全性和稳定性、追求可持续增长的心理认同基础。

健全发展耐心资本的制度环境。完善考核和容错机制，进一步巩固政府创业投资和风险投资引导基金的耐心程度和资金供给。建立与长期投资相匹配的评价体系，对因不可抗力、政策变动或者市场风险等因素造成的投资损失，不追究决策机构、受托管理机构责任。制定和完善相关制度，拓宽耐心资本来源，促使更多中长期资金进入耐心资本市场。推动探索由政府发行"超长期特别国债/政府债"合理转化为耐心资本的资金来源。鼓励各类私人耐心资本发展，打通保险资金、社保基金、企业年金、理财资金等成为耐心资本的堵点卡点。畅通创业投资退出渠道，让投资者获得实实在在的收益，激发投资动力。

营造良好的耐心资本发展生态。过去几十年，世界各地都试图在某些方面复制或模仿硅谷的成功经验，但大多数没有成功，究其原因是对硅谷生态系统运作模式的理解有限。创业创新投资的长期性需要稳定的政策支持，政出多门、政策多变不利于形成稳定预期。建立稳定、透明、可预期的政策环境，以及市场化、法治化、国际化的营商环境，对形成发展耐心资本创新生态系统来说至关重要。

（作者系北京师范大学经济与工商管理学院金融系主任、教授）

发展壮大长期资本、耐心资本。合理确定政府投资基金存续期，发挥基金作为长期资本、耐心资本的跨周期和逆周期调节作用，积极引导全国社会保障基金、保险资金等长期资本出资。

——《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》

发挥政府投资基金引导带动作用

政府投资基金作为耐心资本的重要来源，具备哪些特点和优势？发展成效如何？

杨萍（国家发展改革委投资研究所所长）：政府投资基金是各级政府通过预算安排，单独出资或与社会资本共同出资设立，采用股权投资等市场化方式，引导各类社会资本支持相关产业和领域发展及创新创业的投资基金。

按照投资方向，政府投资基金主要分为产业投资类基金和创业投资类基金。产业投资类基金在产业发展方面发挥引领带动作用，围绕完善现代化产业体系，支持改造提升传统产业、培育壮大新兴产业、布局建设未来产业，重点投资产业链关键环节和延链补链强链项目，推动提升产业链供应链韧性和安全水平，打造具有国际竞争力的产业集群。创业投资类基金围绕发展新质生产力，支持科技创新，着力投早、投小、投长期、投硬科技，推动加快实现高水平科技自立自强，提升自主创新能力和关键核心技术攻关能力，解决重点领域"卡脖子"难题。

政府投资基金立足于同项目一起成长，追求长期超高收益，具有成为耐心资本的诸多优势。一是通过放宽基金存续期要求、延长基金绩效评价周期、适当提高政府出资比例等，发挥其作为长期资本、耐心资本的跨周期和逆周期调节作用。二是在需要长期布局的国民经济和社会发展关键领域，采取接续投资方式，确保投资延续性。从我国情况看，政府投资基金设置的存续期限显著长于市场化基金。例如，国家集成电路产业投资基金三期于2024年5月成立，存续期15年。2025年1月，上海市财政全额出资设立的未来产业基金通过中国证券投资基金业协会备案，作为上海市政府设立的投资母基金，存续期限长达15年，还可根据情况申请延长3年。

近些年，政府投资基金呈稳步增长态势。截至2024年末，我国累计设立政府引导基金2178只，总目标规模约12.84万亿元，已认缴规模约7.70万亿元。其中，剔除PPP基金（政企合作投资基金）后，产业类和创投类引导基金数量为2023只，总目标规模为10.39万亿元，已认缴规模6.44万亿元。从基金类型看，我国新设立政府引导基金仍以产业投资类基金为主，2024年新设产业类政府引导基金89只，占比78.8%；已认缴规模2759.40亿元，占比89.9%，且以垂直型产业类基金为主，投资领域主要集中在半导体/集成电路、医疗健康、人工智能、绿色产业及先进制造等。与此同时，本年度创业投资类政府引导基金市场占比虽有所上升，但设立数量和认缴规模仍然不大，分别为产业类政府引导基金的1/4和1/7。

政府投资基金在服务国家战略、推动产业升级、促进创新创业等方面发挥了积极作用。

以国家新兴产业创业投资引导基金为例，通过发挥跨周期和逆周期调节作用，鼓励长期投资和价值投资。当前，我国人民币创业投资基金平均存续期明显短于美元基金，国家新兴产业创业投资引导基金在推动延长创业投资基金存续期、体现创业投资基金"耐心"特点方面作出较多探索。在符合各方利益诉求、保证国有资产安全前提下，国家新兴产业创业投资引导基金优先选择存续期较长的创业投资基金参股；在签署合伙协议时，鼓励创投基金在合规前提下设置较长存续期；在资本市场波动、部分项目存在退出困难时，积极协调各类出资人，在协商一致前提下适当延长基金存续期。国家新兴产业创业投资引导基金历年参股基金中，存续期8年及以上的接近一半，显著超过创投市场平均水平。其中，存续期8年的基金累计共94只，占比25.3%；存续期9年的基金累计共27只，占比7.3%；存续期10年的基金累计共51只，占比13.7%；存续期超10年的基金共4只，占比1.1%。

国家新兴产业创业投资引导基金通过控制出资规模和出资占比、帮助参股基金对接金融资源等方式，积极撬动社会资本对参股基金出资。在所有参股基金中，国家新兴产业创业投资引导基金出资规模不足1亿元的占比在六成以上，出资规模超过3亿元的仅占2%；持股比例低于20%的占比在六成以上，持股比例超过30%的仅占4%。

国家新兴产业创业投资引导基金坚持支持新兴产业发展定位，主要投向以战略性新兴产业为主要投资标的的创业投资基金。自运行以来，参股基金投向战略性新兴产业、未来产业的规模和比重不断提升，为培育形成新质生产力提供重要支撑。截至2024年底，参股基金中，重点投向新一代信息技术产业的共220只，占比43.9%，募资规模1307.8亿元，占比48.3%。

开展耐心资本投入先行探索

北京、上海等地已先行先试探索壮大耐心资本的方式和路径，积累了哪些经验做法？

何青（中国人民大学财政金融学院教授、国家金融研究院副院长）：耐心资本不以短时间内获利为目标，追求投资标的长期价值和发展性。由于投资目标通常是创新型企业，投资过程中势必经历企业创新成果的孵化和落地等过程，创新研发的不确定性和落地后的市场接受度都要求对风险有较高承受能力。耐心资本通常不受市场短期波动干扰，适合支持科技创新、基础设施建设、绿色转型和未来产业等长周期、高风险的项目。

耐心资本在欧美市场已有较长历史，近年来在我国逐渐成为推动新质生产力发展和经济转型升级的重要金融工具。我国已有多个大中城市开展对耐心资本投入的先行探索，采用多种形式对多元业态的初创企业进行投资。

以政府引导为发力点，带动产业集群发展。北京作为我国政治中心，一直是新政策实施的桥头堡。早在2023年7月，全国社保基金理事会就与北京市达成合作，设立首期规模为50亿元的社保基金中关村自主创新专项基金，期限超过10年。该基金的设立打响了耐心资本助力小微企业和科创企业创新发展、提供长期稳定资金支持的"第一枪"。2024年，北京市共设立8只市级政府投资基金，总规模1000亿元，同时与国内市场化专业化投资机构开展深度合作，以政策先行、资本助力，促进资本与产业深度融合。在2025中关村论坛年会耐心资本服务新质生产力论坛上，"耐心资本+"服务伙伴计划正式启动，多家银行和创投机构协同联手，构建全链条服务体系，降低创新成本，促进科技成果转化提质增速，以长期价值为核心陪伴创新企业高质量发展。总体来说，北京发展耐心资本的逻辑是积极发挥政治中心优势，以政府引导作为耐心资本的主要引入方式，委托专业的市场化资本管理人运营，带动小微企业和初创企业形成产业集群发展。

以制度创新为先导，鼓励产业链链主企业开展风投。上海作为我国金融开放的前沿阵地，是金融创新实践的试验田。2024年7月起，上海先后宣布设立总规模1000亿元的集成电路、人工智能、生物医药三大先导产业母基金和未来产业基金，又于9月宣布组建总规模100亿元的未来产业基金，聚焦超导材料、雷达芯片、人形机器人等未来产业项目投资。上海在2024年政府工作报告中提出引导长期资本、耐心资本支持科技创新的战略方向，随后在《关于进一步促进上海股权投资行业高质量发展的若干措施》中细化出32条专项政策，从募资到退出全流程优化股权投资生态。上海在制度创新上持续发力，不仅开创性地鼓励保险、社保等长期资金加大股权投资，还首提支持产业链链主企业开展风险投资等突破性举措。在退出机制上，率先探索私募股权和创业投资份额转让等创新渠道，提供多元化退出路径。

依托粤港澳大湾区，以"大胆资本"全方位扶持企业。深圳作为粤港澳大湾区的核心引擎之一，展现了敢闯敢试的特区精神。利用跨境资本联通优势，支持香港私募基金直接申请在前海设立合格境外有限合伙人基金，推动深港共建河套跨境双币母基金，以免税政策吸引跨境资金进入耐心资本供应源。创新推出"深圳商行+香港投行"服务模式，通过大中型银行和香港创业投资机构联动，为科技企业提供股债联动融资。这些突破性举措让深圳成为连通境内外创新资本的关键枢纽。2025年3月，《深圳市促进风投创投高质量发展行动方案（2025—2026）》出台，以制度创新引领耐心资本发展。不仅明确"投早投小投硬科技"基金规模年均增长15%的目标，还首创性提出"大胆资本"理念，旨在通过探索取消早期基金返投限制、构建投资容错和尽职免责机制，为国资基金松绑减负，鼓励国资基金大胆试错。深圳探索的特色在于将特区速度与长期主义结合，保持快速决策、敢为人先的改革锐气，"大胆资本+耐心资本"双轮驱动，建立起支持科技创新的长效资本机制。

以上城市独具特色的耐心资本运作方式体现了国有资本赋能创投产业发展的重要作用，为其他地区打造耐心资本生态提供了启示和借鉴。其一，制定相关政策要以长期价值为导向。优化考核机制，避免设计短期业绩导向的考核标准。建立差异化容错机制，允许硬科技投资出现较高失败率。其二，构建全链条支持的市场生态。拓宽长期资金来源，推动社保、年金等资金入场，通过创新长期金融工具的方式吸引更多资金。建立多元化退出渠道，完善私募股权二级市场、探索股债结合的退出形式，建立科技成果估值和知识产权交易体系，以多种形式保障资本退出不受阻碍。其三，将资金支持与辅助服务相结合。聚焦初创企业需求，以配套服务与直接资本投入形成有机联动，提供专业人才、研发环境、产业链对接等多方面服务，为初创企业创造良好的成长环境。其四，积极与跨境资本达成协作。吸引跨境资本进入耐心资本投资渠道，构建与国际接轨的有限合伙人保护条款，保障跨境资本投资的安全性。

本版编辑 裴 文 美 编 吴 迪 来稿邮箱 jjrbjjzk@163.com