

是什么造成投资圈的集体焦虑

唐劲草

母基金出手放缓了

根据母基金研究中心的数据统计，截至 2024 年 6 月 30 日，中国母基金全名单共包括 433 支母基金。其中，政府引导基金有 318 支，总管理规模达到 45186 亿人民币，较 2023 年底增长了 7.8%；市场化母基金有 106 支，总管理规模为 10214 亿人民币，较 2023 年底增长了 2.8%；S 基金（只做 S 基金并无正常母基金业务的机构）有 9 支，总管理规模为 28 亿人民币。全部 433 家母基金的总管理规模达到了 55428 亿元，较 2023 年底增长了 6.5%。

母基金的管理规模总体增长不多，不少投资人都说体感 2024 更“寒冷”了。母基金行业在今年上半年的投资规模大幅下降——2024 年上半年中国母基金总投资规模仅有 2940 亿元，相比于 2023 年上半年的 3705 亿元与下半年的 5588 亿元，降幅分别达到 20.6% 与 47.4%。

投资圈的集体焦虑映射

创业投资在科技创新进程中，具有关键性支撑作用。而事实上，中国市场发展创业投资仍存在诸多堵点与障碍，甚至用“到了危急时刻”形容亦不过分。

按中国证券投资基金业协会数据，2024 年上半年，共 47 家股权基金管理人完成登记，相比于 2023 年同期的 219 家降幅近八成；同期注销机构数量达到 604 家，约为当期新登记管理人数量的 13 倍。VC/PE 行业这场史无前例的大出清已进入到关键节点。

为重振经济、摆脱困局，中央推出了一系列战略措施，强调科技创新的重要性，强调金融对实体

唐劲草，清华大学经济管理学院 2000 届硕士毕业生，水木资本董事长，中国国际科技促进会母基金分会会长、母基金研究中心创始人，先后担任了国家新兴产业创投引导基金和深圳市政府引导基金绩效考核专家组组长。



经济的支持、创投的重要作用和作用及发展，也提出了一系列新的希望和要求。最新的国务院常务会议，专门研究了促进创投发展的主题，并出台了新的创投国十七条。各地政府基于区域经济发展和招商引资的考虑，对创投普遍给予了更多的重视与关注。

创投本应迎来一波新的发展热潮，但目前各地创投机构的反应却是“冰火两重天”：有些机构欢欣鼓舞，但也有些机构非但没有感受到对创投的进一步重视和关爱，还普遍遭遇更多新的困难和问题。与中央和地方政府的重视出现了许多相背离的情形，创投不只是能否进一步发展的的问题，有些机构甚至再次发出了能否继续生存的呼声，甚至于网上出现了中国创投要推倒重来的呼吁。究竟什么原因催生了投资圈的集体焦虑？

造成投资圈集体焦虑的原因

第一，创投业到底是金融行业、还是科技服务业？

为何这个问题非常重要？因为这决定了各级政府、主管部门的监管或支持力度、看待视角，看似不痛不痒，实则事关创投业发展的根本。

透过现象看本质，创投机构（特别是天使、早期、VC阶段创业投资基金和母基金）应属于科技服务业，而非类金融机构。

LP 出资、GP 专业管理、创业者创新创业的三位一体架构和运行模式是科技创新领域的重大机制创新，在充分发挥管理人专业能力的基础上，以免费或极低价格为创业公司提供了全方位的专业赋能服务，从而促进高科技产业长期的蓬勃发展。

同时，VC 架构通过专业管理和投资组合风险分散，革命性降低了出资人投资创新的风险，并通过母基金（FOF）- 基金（VC）- 创业者的双层分散配置和双层专业管理架构，进一步将出资人投资创新的风险趋近于足够低，在不改变“创新本身是高风险”的背景下，创造性地实现了“投资创新的风险是可控的”高难度转变。

因此，创投业以基金管理人的专业能力与勤勉尽责作为中间枢纽，由 LP 出资人支付年度管理费和业绩报酬服务费等形式付费购买了 GP 管理人的专业服务，委托管理人 GP 发现、判断有潜力的创业公司，并通过免费赋能和投后服务等形式助力被投创业公司成长和发展，其本质是由 LP 出资人承担了对创业公司提供免费专业服务的相应成本和风险，并向管理人（GP）支付相关专业服务的对价，出资人在被投企业上市或被并购退出时通过出售股权回笼资金获取预期收益（或亏损）。

因此，出资人是享受投资收益、承担投资风险的主体，才是真正意义的“投资人”，而基金管理人只是提供专业服务的专业人士，其本质是高端专业赋能服务机构，并非真正意义上的“投资人”或“资本”，所投资在创业公司的资金并非是管理人自有资金，基金中往往仅有小比例资金来自于管理



唐劲草在 2021 年中国母基金峰会上致辞

人，是为了实现与 LP 出资人的风险共担捆绑机制，减少管理人不勤勉尽责的道德风险。

在创投业专业支持下，一代代新兴创业公司或者通过科技创新，或者通过商业模式创新为国富民强、为国人更美好的生活与工作创造更多价值，为促进共同富裕、激活国民经济做出重要贡献；同时，在大国竞争等方面亦能发挥重大作用。离开了创投业的专业服务，一代代创业公司将丧失前进的动力和支持，将使得中国新经济活力大打折扣，严重制约中国经济转型升级和跨过中等收入陷阱，在科技博弈中难以后来者居上。

创投业是科技服务业，并非金融行业，总规模并不大、出资人门槛高、投向为科技企业，国际监管惯例较为宽松，却因为少数害群之马的不良行为，被采用了类金融机构的强监管政策，近年来强力监管持续加强、有效扶持颇为有限，极大地束缚了科创事业所需要的创新活力，中国市场化创投行业正处于严重下滑态势，经营困难日益严峻。

反之，期房模式下的房地产企业本质是类金融企业，规模非常巨大、期房方式风险巨大，涉及国计民生、普通百姓，多年来却被当作类似实体企业进行弱监管，高负债模式酝酿了巨大的金融风险。

近年来，创投业各个维度的监管日益严格，在

工商、税务、基金业协会、证监会、银保监会等多部门政策的“合成管理”之下，税负稳定难、早期基金银行托管难、基金备案类型变更难、市场化募资难、IPO退出难、工商变更难、基金延期难，管理人面临的问题与痛点越来越多，这样一个重大的战略性环节活力尽失，日益陷入困境。

创投业的急速冰冻，已经对中国科创企业发展产生了重大负面影响，科技企业融资难以为继，企业科技研发投入骤降，与“新质生产力”的国策背道而驰。

因此，如果认可创投业的科技服务业属性，就应大力扶持民营创投公司的发展壮大，在进行基础性必要监管的背景下，以扶持和促进为主基调，出台相关政策全方位鼓励创投业做强，而非单纯的防风险、频出收缩性政策，让整个创投行业日益萎缩，这对大力发展新质生产力是非常不利的。

第二，民间资金不愿意进入创投业，创投基金给予基金投资人的回报和盈利水平太低

回报低是目前中国创投行业的核心问题，这也是目前向社会投资人募资难的根本原因所在。除了少数基金，在一些特殊的时点和一些特别的项目，获得了较大的盈利外，市场上绝大多数基金的整体盈利水平，都不能满足社会出资人的盈利预期和回报。国家的社保基金，以非常商业化的方式，选择了市场上少数的优秀基金管理人管理的基金进行投资，十几年后进行综合评价和分析，平均的基金年化回报率也仅有10%左右。保险资管协会，对保险资金出资的基金的回报水平做了分析，也基本如此。社保资金和保险资金，选择的都是市场上表现最优秀的基金，市场上有80%以上的基金，回报水平根本达不到上述的回报水平，有一半以上的基金十年的DPI达不到回本的水平。

第三，周期长、退出难

创业投资挖掘与培育的早期科技型企业，往往

要在资金支持下走过漫长的研发亏损周期，这使得创业投资较其他投资而言，本就是7年回本，7-12年获得收益的长期投资，需要耐心资本的参与。而近期的政策变化进一步拉长了投资回报周期，让民间资金望而却步。

以原研创新药公司为例，新药靶点发现、药理与毒理研究、药物结构的确定与符合GMP标准的生产工艺，紧赶慢赶也需要3年左右时间，才能递交IND临床申请。此后陆续经历漫长的临床一期、二期、三期临床试验，又是5-7年时间，才能递交NDA新药上市申请。换言之，在药物开始研发的10年内，Biotech公司既无收入，又要承担巨额的研发费用，只能靠创业投资机构持续投资。

伴随IPO通道收紧，科技型企业投资退出周期被拉长，科技企业融资状况正在显著恶化，同时，耐心的民间资金可以等待7年8年，却难以等待12年、15年，民间资金进入创投行业的热情被进一步打击，创投业资金面将进一步恶化。

如何通过完善一级市场的产业链全链条，解决资金退出难的问题，这需要系统性思考，拿出突破性的解决方案。同时，二级市场围绕如何支持发展新质生产力，仍有持续的政策优化空间，要知道，持续推动优秀的科创公司上市是二级市场健康发展的唯一成功路径，如果科创企业在发展过程中都倒下了、降速了，二级市场又如何能最终走向成功呢？

第四，环境变化风险大

单个企业的创新本身是高风险的，这无可厚非，因此，专业创业投资机构已经用投资组合——母基金更进一步用不同基金投资组合——的方式一定程度上化解掉了整支基金“全盘皆输”的风险。但是，在一个基金长达十年的周期中，各类行业监管政策、上市政策和市场环境等随时都可能会改变，随时都会导致创新创业企业被迫停业或者难以持续融资、难以上市，这些都增大了创投业风险。

因为周期长，所以科技企业、创投基金对各类

政策的收紧、变化都极为敏感，极为脆弱，几乎没有抗风险能力和回旋余地。因此，中国如果真正要发展新质生产力，发展耐心资本，就必须在科创领域对友好政策保持稳定，持续推出利好政策，谨慎推出打击政策，对必须推出的调整政策给予较为充裕的缓冲周期和补救性应对方案，进行前期充分的调研和广泛征求市场建议，切实维护科技企业和耐心资本的信心。

第五，税负高

中国创业投资普遍采用有限合伙企业形式运营，2019 年“创业投资基金”投资者享受“单一基金”20% 税率核算的政策，一定程度上安定了市场信心。但是，在 2019 年前曾备案为“私募股权投资基金”的主体，尽管实质上是“创业投资基金”，理应享受 20% 的优惠税率，但至今 5 年以来，基金变更备案类型落地通道尚未开放，让投资者处于高税率之下。

近年来，因为各地税收压力，存续基金的个人 LP 陆续被要求按照“生产经营所得”，即 5-35% 的差额累进税率纳税。LP 作为出资人，并不参与创业投资基金的日常运作，无生产不经营，“生产经营所得”本无从谈起。一旦基金冒着较大的风险、经过了七八年的长期煎熬，却被要求按最高 35% 的税负纳税，这必定会逼退大量民间资金，不再继续做耐心资本，纷纷转去税率几乎为零的二级市场炒股票。

创投行业不是暴利行业，创投行业对国家最大的贡献，不是直接的税收，而是对国家创新战略的支持，是对创新型企业的资金和管理上的支持。可以说没有创投，就没有一级市场的繁荣，没有一级市场的繁荣，就没有二级市场的繁荣，是创投为二级培育和输送了大量的优质企业。二级市场的社会投资人，在具有充分的流动性的同时，享受了充分的免税待遇，而比二级市场投资人忍受更长的期限、更大的风险的一级市场投资人，却没有享受与二级

市场投资人一样的免税优惠。

要从鼓励更多的社会投资人响应国家号召、支持国家创新战略的角度，对社会投资人给予更多的宽容和支持。现在的创投，已不是社会资本云集需要严格控制风险的年代，而是如何生存和发展的课题。允许和鼓励更多的长期资本、耐心资本的参与，必须使长期资本和耐心资本在牺牲短期流动性的同时，能够获得更优、更好的回报。

周期长、风险大、税负高等因素打击了中国民间投资人参与长期创业投资的热情。由于目前的 market 环境下，国资出资人普遍要求市场化资金占到一定比例（往往是 50% 以上），因此，即使国资仍在踊跃布局，因为缺乏民间资金，中国新设市场化基金募集困难的局面雪上加霜，形成了当前基金募集的巨大“堵点”。

如何让投资圈走出焦虑？

为了鼓励长期投资、壮大耐心资本，引导投资圈走出焦虑，母基金是至关重要的“源头”。

首先，大力发展市场化母基金。创业投资母基金具备着双层专业管理、双层分散风险的优势，目前国资母基金已占据市场 90% 以上的份额，民营市场化母基金受制于国资出资人亲自下场，日渐被挤出。但因面向天使投资机构、天使投资项目需要巨大的赋能服务工作量和较高专业性，国资背景出资人往往难以在早期天使投资中扮演这一“干脏活累活专业活”的角色，建议国资应作为“祖母基金”给市场化母基金出资，出资占比应达到 80-90%，并协助市场化母基金建议专业赋能服务平台，面向广泛的科技企业提供具有相当覆盖面的、生态型的赋能服务。

其次，在 S 基金、并购基金阶段，中国的缺口非常明显，建议将保险资金等作为出资主力，出资占比达到约 50%，各类国资资金、市场化资金各 1/4，可平衡国资资金的收益期限，增加中短期的资

金回笼，同时，这个阶段基金的规模化发展，可以将创业全链条资金周转提速，具有重要意义。另外，银行资金可为并购基金配套并购贷款。

此外，在税收方面，建议保持长期税率稳定，应尽快落实基金类型变更通道，实事求是，让“创投基金”个人出资人 LP 应缴税率稳定在 20% 的合理水平。应对长期投资持股给予一定的税收优惠，如持股超 7 年以上退出变现的创业投资基金，建议参照高新技术企业的税收政策，可给予 15% 的优惠税率，让 7-10 年后的合理税收政策有效促进当下的科技投资发展，时不我与，应立即实行。

最后，鉴于科技投资的专业性、长期性、复杂性、风险性，除少数特殊领域之外，各级政府应坚持以出资人 LP 为主要角色，通过委托专业的市场化基金管理人（GP）为主进行专业股权投资，一方面通过科学、公正、开放透明的制度遴选市场化基金管理人，另一方面，可通过市场化出资人对管理人 GP 的市场化制约，高效实现资金监管的初衷。

国资 / 地方政府与市场化机构应该错位发展，在出资人层面应更进一步，做好“祖母基金”或母基金，在市场部分失灵的基金品种上加强引导，加大出资比例，而在管理人层面则应退后一步，原则上减少亲自参与下场踢球的情形，更多为市场化创投机构、创业者做好增值服务，搭建良好的生态系统或营商环境。

我们建议政府母基金要做到“五宽一高”，即：宽注册、宽出资、宽返投、宽激励、宽容错，高效率。

第一，宽注册

只要子基金管理人保证完成返投任务等要求，所配资的子基金注册在哪里都不是太大问题，城市之间相互“搭盘子”的情况会越来越多，也利于各方把事情做成，各得其所。

第二，宽出资

出资比例适当提高，已经有地方引导基金或母基金增加到 70-80%，甚至 90%，以利于子基金尽

快落地及实现政府希望的资本招商目标。关于政府母基金“出资比例不能最大”的问题也在突破、也要突破，有的地方母基金平台在子基金的出资比例可超过 40%，可以作为第一大出资人。

还有出资顺序问题，政府平台出资如果都等别人出资后再出资，这样“你看我，我看你”，基金募资永远无法完全到账。可以约定，各家出资资金到位后基金才能开始投资，这样就不会为难基金管理人了。

第三，宽返投

什么是科学合理的招商引资返投？

一是关注产业链或供应链集聚效应，关注良好的商业效应。即地方产业环境与所吸引的被投资企业之间是“情投意合”“双向奔赴”的，而不是“拉郎配”，更不是“相互欺骗”“真戏假唱”。因此，地方政府要把功夫用在地方产业战略规划上，形成充分发挥当地“比较优势”的差异化产业链或供应链集聚，避免一窝蜂地追热点、抢明星项目，产业同质化发展，陷入同质化的恶性竞争。中国企业之间的同质化恶性竞争背后往往有着各地方政府产业引导同质化的影子和影响。同质化的产业规划是当前地方政府引导基金低效运行的根源，尤其对于二三四线城市引导基金更需“从源头改起”，即从同质化的产业规划改起。

二是设置合理的返投比例。鉴于过高的地方返投比例致使基金管理人实际运作难度急剧增加，对基金组合业绩影响较大，一线 GP 出于提高基金运作效率和质量考量，往往难以接受地方政府引导基金的出资，尤其是北上广深之外的返投任务完成挑战度较高。因此，建议地方引导基金出资返投比例大力下调为 50%，且是宽口径，减少“拉郎配”或凑数，真正回归于招商引资实效。即回归到“产业招商”的第一性原理，“资本招商”只是补充，而非本末倒置，以“资本招商”为主，产业配套却被忽视或弱化，产业链或供应链集聚、产业增值服务、

良好的营商环境、优秀的人才供给和解决人才的后顾之忧等才是对优秀企业的真正吸引力，投资款其实只是纽带而已，仅仅希望依靠投资款完成招商引资，未必能找到优秀企业。筑巢引凤，只要地方政府构建了前述“软能力”，自然而然会吸引更多的优秀企业主动集聚，创投基金是桥梁、是纽带、是招商引资政策的组成部分，而不是招商引资的决战点。

第四，宽激励

对于基金管理人在完成目标任务后，多给予后端让利，比如完成或超额完成返投任务的，或超出门槛收益多少以上的，都给予较大比例的后端的让利。政府引导基金应该对其他的社会出资人有适当的激励补偿机制，才能更好的发挥引导基金的引导带动作用，吸引更多的社会资本，支持和服务国家创新战略。

第五，宽容错

政府引导基金必须具有相应的包容性。创投行业具有天然的风险，再优秀的基金管理人，也无法保证基金绝对的成功和绝对的回报。基金出资人和基金管理人高度利益一致化的制度设计，已经给基金管理人提供了足够的动力，而由于基金管理人队伍高度的信誉积累和追求，在信息充分公开的情况下，表现不佳的基金管理人，无法完成后续基金的募集，就是对基金管理人最大的惩罚。基金行业本身，就具有很好的优胜劣汰的淘汰机制。政府引导基金，对表现不佳的参股子基金和基金管理人，应该具有充分的包容性，只要在引导基金引导带动放大作用得到了充分落实的情况下，政府出资部分引导社会出资共同对国家创新战略给予了支持，依然具有十分重要的贡献和作用。

并且，政府引导基金的管理，是行政化管理的财政资金，与市场化运行的创投资金的转换器和链接接口。作为一种政府资金新的运用方式，政府引导基金的具体管理人员，承担了上下两个方面的巨大

压力。财政对引导基金的出资和管理，应该具有财政和市场化运作的双重属性，对于引导基金的考核和评价，应该着重以引导基金管理的规范性和长期绩效为主，只要引导基金管理部门严格按照相应的制度审批选择了符合条件的基金管理人，并确保引导带动的社会资本的足额到位，同时监督所有的资金都按照投资方向的要求和约定，只要个人没有廉洁方面的问题，都不应该进行追责。

现在，很多国资LP（Limited Partners，即有限合伙人）为退出“批量”起诉GP（General Partners，即一般合伙人），而LP压力传导至GP，创投机构密集向被投资企业发起回购诉讼。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都已经构成了显著的负面影响。因为科技创新需要极大的创新热情，要敢于颠覆、破坏式创新。专业投资机构也必须敢为人先，在非共识阶段做出投资决策，并用10年为期的募投管退完整周期验证自己的投资理念，建设产业赋能能力。某种意义上，在构建“耐心资本”方向上，政府引导基金、国资在基金到期后的“刚性退出政策”并未体现为耐心资本的表率作用。因此，建设完善相关的容错机制、灵活的退出机制至关重要。

第六，高效率

母基金效率也是投资环境。政府母基金的招募效率要提高，要简化招募程序。当前已有多地引导基金的招募流程作了优化，力争从申报材料到审批完成不超过三个月时间。如果招募进度太慢，会影响子基金管理人的资金募集节奏，也会影响已储备的产业项目的及时招商和落户。当然，母基金在实现高效率的同时，也要做好高水平服务。

最后，祝愿中国母基金行业发展得越来越好。相信在多方共建之下，中国创投业在发展新质生产力的进程中将扮演最为重要的战略性力量之一。