

加速政府投资基金的规范化及市场化运营

——基于城投视角解读《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》

公共融资部 周晓庆

一、政府投资基金在城投转型中的作用

政府投资基金自 2002 年试水以来，呈持续扩量态势，并在城投转型需求加剧的情形下愈加受到地方政府的重视，成为地方政策及资金引导作用于产业布局的重要工具。政府投资基金拟通过公共资本投入，吸引社会资本参与，以市场化方式运作来支持地区重点产业发展。目前来看，地方产业投资运营是城投企业的主要转型方向之一，在诸多转型案例中，其又以政府投资基金为重点业务方向及核心资产。化债背景下城投新增融资受到严控，各地产业投资运营主体自一揽子化债政策推行以来加快组建。对于城投企业来说，参与政府投资基金，一方面可获取来自财政端的资金，另一方面有望培育出未来的现金流，改善资产负债表，在促进地方经济增长和产业升级的同时也完成自身的转型。但随着国资的大量入场，投资基金招商引资和科技创新的诉求矛盾、国资保值与耐心资本的属性区别、区域同质竞争等问题逐步显现。

2025 年 1 月 7 日，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》（国办发[2025]1 号，简称“国办 1 号文”）出台，对政府投资基金的定位、管理和运作等提出具体要求，也对正在转型过程中的城投企业带来机遇与挑战。

国办 1 号文肯定了政府投资基金在支持现代化产业体系建设、加快培育发展新质生产力方面的作用，因此产业投资类基金仍是地方推动产业升级、促进产业集聚的重要工具，仍属城投转型可利用的资源和可服务的方向之一。同时，国办 1 号文提出对基金设立进行分级管理，并加强省级政府对本地区的统筹。其中要求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；要求省级政府综合考虑本地区财力、产业资源基础、债务风险等情况，找准定位，加强对下级政府设立基金的指导。在一定程度上，部分城投企业借力政府投资基金实现转型市场化的压力或将上升。近年来城投企业出于自身的转型发展需求以及地方政府招商引资的需求，通过代地方政府出资设立政府投资基金的案例不胜枚举。国办 1 号文要求设立政府投资基金不以招商引资为目的，可能会影响地方政府设立政府投资基金的积极性，加之县级

严控新设政府投资基金，预计地方新设基金数量和规模将趋于下降。同时，在“统一大市场部署”下，中央、省级和具备产业优势地级市的基金马太效应将增强，从而对大部分欠发达地区和区县级的经济发展和产业升级产生挤出效应。城投企业尤其是低行政层级、经济欠发达地区城投企业的新增政府投资基金或将受限，城投企业借力投资基金进行转型的方式面临一定压力。

当前城投企业已出资的政府投资基金未来的管理模式值得关注。当前城投企业出资的政府投资基金，大多由政府主导，在最新政策文件指导下需将决策机制放权给管理人，在过渡期内如何把控政府投资基金稳健运行及协调好后续政府与市场利益取向，是城投企业在政府投资基金经营管理中的难题。在政策导向下，政府投资基金的管理将趋于专业化和市场化，完善容错机制、绩效体系，适当放宽返投比例、注册地等限制，逐步放权给市场，基金管理人的主观能动性将被加强。城投企业参与的政府投资基金有望按照市场化运行实现一定的财务收益，但也会面临盈利波动、投资亏损等风险，因此基金具体投资标的内容、相应的行业环境变化及运行状况属于关注重点。

二、国办1号文背景解读

自2002年首支“中关村创业投资引导资金”试水以来，我国政府投资基金¹持续扩张，近年已成为地方稳投资的重要抓手之一。与此同时，为规范和指导政府投资基金的发展，各部委陆续出台管理文件。2005年11月《创业投资企业管理暂行办法》首次提出国家与地方政府可以设立创业投资引导基金。2015年11月财政部颁布《政府投资基金暂行管理办法》，政府投资基金制度化管理初步形成，并且将政府投资基金的范畴从“创业投资”领域扩展至“产业投资”、“基础设施和公共服务”等领域。后续多个文件出台进一步完善流程链条以及管理细则。但随着投资规模快速扩张、基金设立下沉区县，政府投资基金投向同质化、社会资本撬动不足、资金投放使用效率低下等问题也有暴露，前期政策文件对最新基金发展针对性和适应程度存在欠缺。

2024年以来，党中央、国务院高度重视政府投资基金管理工作。党的二十届三中全会提出，鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资，更好发挥政府投资基金作用，发展耐心资本。2024年《政府工作报告》提出“鼓励发展创业投资、股权投资，优化产业投资基金功能”；当年12月16日国务院常务会研究促进政府投资基金高质量发展政策举措。在此背景下，国办1号文出台，完善了政府投资基金管理顶层设计，提出促进形成规模适度、布局合理、运作规范、科学高效、风险可控的政府投资基金高质量发展格局。

¹ 在不同年份发布的政策文件中出现“政府引导基金”、“创业投资引导基金”、“政府投资基金”、“政府出资产业投资基金”等多个名称，本文中统一使用“政府投资基金”名称。

图表 1. 政府投资基金主要政策梳理

时间	政策文件	主要内容
2005.11	《创业投资企业管理暂行办法》（发展改革委等十部委令 2005 年第 39 号）	国家与地方政府可以设立创业投资引导基金，通过参股和提供融资担保等方式扶持创业投资企业的设立与发展。
2007.07	《科技型中小企业创业投资引导基金管理暂行办法》（财企[2007]128 号）	科技型中小企业创业投资引导基金用于引导创业投资机构向初创期科技型中小企业投资。明确了支持对象、资金投向、资金来源、运作原则、引导方式、管理与监督等。
2008.10	《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》（国办发[2008]116 号）	引导基金是由政府设立并按市场化方式运作的政策性基金，主要通过扶持创业投资企业发展，引导社会资金进入创业投资领域。引导基金本身不直接从事创业投资业务。从性质与宗旨、设立与资金来源、运作原则与方式、管理、监管与指导、风险控制等方面做出指导。
2015.11	《政府投资基金暂行管理办法》（财预[2015]210 号）	政府投资基金是指由各级政府通过预算安排，以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，引导社会各类资本投资经济社会发展的重点领域和薄弱环节，支持相关产业和领域发展的资金；并指出各级财政部门一般应在支持创新创业、中小企业发展、产业转型升级和发展、基础设施和公共服务领域设立投资基金。在政府投资基金的设立、运作和风险控制、终止和退出、预算管理、资产管理、监督管理等方面做出了明确安排。
2016.09	《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》（国发[2016]53 号）	提出充分发挥政府设立的创业投资引导基金作用，加强规范管理，加大力度培育新的经济增长点，促进就业增长。对于已设立基金未覆盖且需要政府引导支持的领域，鼓励有条件的地方按照“政府引导、市场化运作”原则推动设立创业投资引导基金，发挥财政资金的引导和聚集放大作用，引导民间投资等社会资本投入。
2016.12	《政府出资产业投资基金管理暂行办法》（发改财金规[2016]2800 号）	明确了政府出资产业投资基金指政府出资，主要投资于非公开交易企业股权的股权投资基金和创业投资基金。对政府出资产业投资基金的募集、投资、管理、退出等环节的操作机制进行了规范，并明确了建立信用评价和绩效评价体系建设的具体细则。
2019.10	《关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》（发改财金规[2019]1638 号）	对适用该通知的政府出资产业投资基金明确了相应条件，包括政府认缴出资占基金总规模的比例、基金投向、基金运作不涉及新增地方政府隐性债务等。
2020.02	《关于加强政府投资基金管理 提高财政出资效益的通知》（财预[2020]7 号）	强化政府预算对财政出资的约束，着力提升政府投资基金使用效能，实施政府投资基金全过程绩效管理，健全政府投资基金退出机制，禁止通过政府投资基金变相举债，完善政府投资基金报告制度。
2024.06	《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》（国办发[2024]31 号）	发挥政府出资的创业投资基金作用，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。
2025.01	《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》（国办发[2025]1 号）	明确政府投资基金是创新财政资金使用方式、支持产业发展和科技创新的重要政策工具，涵盖基金设立、募资、运行、退出全流程，分八部分提出 25 条具体措施。

资料来源：公开渠道，新世纪评级整理

三、国办1号文重点内容总结

国办1号文围绕政府投资基金设立、募资、运行、退出全流程，提出25条具体措施，不仅为政府投资基金的高质量发展提供了明确的方向和指引，还有助于优化政府投资基金的布局 and 结构，提升其使用效率和效益。下文就国办1号文内容重点进行总结。

1. 明确基金定位，提出分类管控

国办1号文对政府投资基金的定义基本沿用了财政部2015年11月颁布的《政府投资基金暂行管理办法》，但国办1号文进一步明确了“支持相关产业和领域发展及创新创业”。同时明确基金定位是“聚焦重大战略、重点领域和市场不能充分发挥作用的薄弱环节，吸引带动更多社会资本，支持现代化产业体系建设，加快培育发展新质生产力”。

根据投资方向，国办1号文将政府投资基金分为产业投资类基金和创业投资类基金。具体来看，产业投资类基金要求发挥产业引领带动作用，聚焦改造提升传统产业、培育壮大新兴产业和布局建设未来产业三大方向，重点支持产业链关键环节、延链补链强链项目，打造具有国际竞争力的产业集群；创业投资类基金要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，解决重点关键领域“卡脖子”难题。对于不同类型基金差异化管理，能够更好的发挥各类基金优势，由于创业投资类基金通常更多投资早期科创企业，在提升自主创新能力和关键核心技术攻关能力方面具有较高的效率，同时面临项目风险较高、基金年限与科技企业发展周期错配的压力，国办1号文明确提出，对创业投资类基金可适当提高政府出资比例、放宽基金存续期要求、延长基金绩效评价周期，鼓励其发展。

2. 加强区域统筹，整合优化布局

针对政府投资基金持续向区县下沉，投向同质化，投资效率不及预期等问题，国办1号文提出要完善分级管理机制，控制区县新增、整合优化存量，加强统筹和整合。具体来看，将区县政府投资基金设立审批提级管理，严格控制新设县级基金，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。在推动整合优化层面，鼓励国家级基金与地方基金联动，加强财政资源统筹；新增基金原则上同一政府不在同一行业或领域重复设立，以防止同质化竞争及过多投入而挤出社会资本，但基金可按市场化原则对同一项目集合发力、接续支持；存量基金分不同情况处理，同类且投资领域交叉重合较多的基金，鼓励整合重组，强化规模效应；因缺乏产业基础、资源禀赋等导致政策效应不明显或

募资、投资进展缓慢的基金，推动其通过优化投向等方式积极提升效能，可防止资金沉淀，提高资金运营效率。

3. 厘清政府与市场边界，提高基金专业化市场化运作水平

针对政府投资基金过多依赖行政指令、市场化程度不足的问题，国办1号文提出要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，推动有效市场和有为政府更好结合。

在基金管理方面，国办1号文明确原则上采取市场化方式遴选确定具有专业能力、投资能力、管理能力以及具有相关管理经验、投资管理业绩的基金管理人，托管机构应选择在中国境内具有基金托管业务资质的金融机构。政府部门要充分尊重政府投资基金发展规律和项目投资特点，不以行政手段干预基金日常管理事务和具体项目投资决策，开展存量政府投资基金优化调整工作应把握好节奏和方法，不搞“一刀切”，主要通过监督投向、跟踪投资进度、委派观察员和托管报告等形式了解基金运行情况，促进基金市场化运行程度。

在基金运营及考核指标方面，国办1号文提出建立健全绩效管理、激励、尽职免责机制等，同时在地方政府招商引资与返投要求方面有所放宽，符合社会资本和管理人的利益诉求，也是实现引导基金市场化的重要措施，有助于提高基金主观能动性和投资效率。具体来看，国办1号文中提出优化全链条、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，侧重长期考核和整体评价；综合采取调整管理费、超额收益分配等措施加强绩效评价结果应用，体现激励约束；鼓励建立以尽职合规责任豁免为核心的容错机制，完善免责认定标准和流程；提出不以招商引资为目的设立政府投资基金，鼓励取消政府投资基金及管理人注册地限制、降低或取消返投比例等，有利于优化募资环境、降低募资难度。

随着早期设立的政府投资基金陆续进入退出期，退出渠道有限、退出机制不健全等问题逐步显现。对此，国办1号文优化退出及接续机制，促进投资良性循环。文件明确要研究制定政府投资基金退出政策指引，完善不同类型基金的退出政策，政府出资退出时，应按照章程或合伙协议约定的条件退出；没有约定的，应依法依规进行评估，采取市场化方式确定转让价格。从当前政府投资基金退出方式来看，主要集中于IPO和并购重组等方式，由于资本市场IPO节奏收紧，项目退出预期走弱，一定程度上影响了资金退出及循环。国办1号文鼓励发展私募股权二级市场基金（S基金）、并购基金等，完善多层次资本市场体系，提高新三板和区域性股权市场服务股权投资的能力。同时，进一步保护社会资本合法权益，明确政府投资基金应在收益分配、损失分担等方面公平维护各方出资人利益。构建更加畅通的退出机制，包括探索简化项目退出流程，优化政府投资基金份额

转让业务流程和定价机制，推动完善政府投资基金评估体系。此外，国办1号文提出政府投资基金要发挥长期资本、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，在需要长期布局的领域可采取接续投资方式，对长期资本与耐心资本培育、基金延续提供了政策指导。

4. 明确政府部门监管责任及职责分工，健全风险防控体系

历史上政府投资基金存在多头监管、监管责任区分不明晰问题，国办1号文明确了三大部门监管职责及分工，并要求加强部门协同。具体而言，财政部门履行政府出资人职责，负责政府投资基金的预算管理、绩效管理、国有资产管理 and 信息统计工作，并会同有关部门对基金实施全过程绩效管理。发展改革部门负责政府投资基金信用建设和信用信息登记，会同行业主管部门加强对政府投资基金投向的指导评价。证券监督管理机构按职责组织开展政府投资基金登记备案和相关监管工作。同时，文件中还要求有关部门按职责分工制定出台政府投资基金预算和国有资产管理、绩效考核、信息统计、信用建设、登记备案等配套细则，构建“1+N”制度体系，预计后续配套政策将陆续出台，有望推动政府投资基金管理制度体系的进一步完善。

在风险防范方面，部分地方政府为了吸引社会资本，政府投资基金承诺回购本金或设定最低投资收益，变相增加地方政府债务，也有通过国有企业借道融资，存在一定的合规性问题。国办1号文强调严禁地方政府通过违法违规举债融资进行出资，不得新增地方政府隐性债务，不得强制要求国有企业、金融机构出资或垫资。

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。