



宏观研究

【粤开宏观】政府引导基金：发展历程、运行机制及对隐性债务的影响

2021 年 06 月 23 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】澄清土地财政的五个认知：土地收入税收，无实质性触动地方利益》
2021-06-06

《【粤开宏观】全球税收体系大变局：G7 达成历史性协议》2021-06-07

《【粤开宏观】全球贫富分化：现状、成因和影响》2021-06-16

《【粤开宏观】消费增速乏力的四大原因：5 月经济数据解读》2021-06-16

《【粤开宏观】制造业投资：当前五大特征与未来走势》2021-06-22

导读：随着防风险成为“三大攻坚战”之首，中央化解隐性债务风险的决心日益坚定，作为隐性债务重要来源之一的政府引导基金引起广泛关注。政府引导基金是财政资金使用的重大创新，在促进创新创业、引导产业结构优化升级等方面发挥着重要的作用，但在实际运行中，存在隐性担保、明股实债等问题，产生了事实上的地方政府隐性债务。什么是政府引导基金？发展历程以及现状如何？运行机制是怎样的？对地方政府隐性债务有怎样的影响？当前存在的问题以及未来发展方向？本文借助私募通数据回答以上问题。

摘要：

一、定义与内涵：政府引导下的政策性基金

政府引导基金是由政府出资弥补资金缺口、市场化运作引导投资方向的政策性基金，兼具“政策导向”与“市场运作”双重属性。引导基金的成立初衷是利用政府“有形之手”发挥财政引导和放大作用，克服初创与高新技术领域股权融资“市场失灵”问题，提高财政资金使用效益。引导基金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，由专业投资管理机构以股权投资等市场化方式，投资于经济社会发展的重点领域和薄弱环节，达到促进创新创业、推动产业结构优化升级的政策目的。

二、发展历程：从遍地开花到存量管理，历经三个发展阶段

我国政府引导基金经历的三个发展阶段：

2002 年-2007 年，初步探索阶段。进入 21 世纪后，政府希望解决创投企业股权融资市场失灵问题，又不希望以传统直接财政补贴的形式耗费大量财政资金，引导基金模式应运而生。这一时期政府积极推动设立引导基金，试点成立创业投资引导基金、科技型中小企业创业投资引导基金，2002 年中关村创业引导基金成为我国第一支真正意义上的政府引导基金。但这一阶段的政策文件仅仅提出成立引导基金的设想，对于基金的组织架构、运作机制、风险控制等并未做出具体安排。

2008 年-2016 年，规范发展阶段。引导基金以“小出资、大杠杆”的优点受到了各级政府的大力推崇，2015 年 1 月和 9 月两次国常会分别提出设立总规模为 400 亿元的国家新兴创业投资引导基金和 600 亿元的国家中小企业发展基金。这一阶段关于政府引导基金的规范文件频出，从资金来源、投资领域、监督与指导、风险控制等方面全方位规范政府引导基金的设立与运作。在政策大力倡导下，2014-2016 年各地政府引导基金设立呈井喷之势，新设基金目标总规模分别为 3271 亿元、1.64 万亿和 3.73 万亿，三年复合增速达到 368.8%。

2017 年至今，增量趋负，存量精耕细作阶段。前期成立的政府引导基金出现资金闲置、政策目标重复、投资效率低下等问题，导致政府设立引导基金的意愿降低。2019 年国务院《政府投资条例》加强对政府资金的预算约束，并规定“不得违法违规举借债务筹措政策投资基金”，客观上，政府可投资于政府



引导基金的财政资金减少。同时，央行于 2018 年发布《资管新规》消除多层嵌套和通道、禁止资金池业务，加大银行资金投资于引导基金的难度，社会资本缺位、募资难问题严重制约了引导基金的发展。这阶段政府引导基金的重点转向存量基金的精耕细作，不少基金通过修改出资比例、返投比例、返利政策等激活现有引导基金。2017 年-2020 年，新设引导基金目标规模逐年减小，年复合增速为-39.0%。

三、当前现状：区县级基金依然火热，华东地区密集分布

总体上看，引导基金的设立自 2017 年开始逐年放缓，2021 年一季度新设立引导基金仅有 26 支，但由于 2015 年-2016 年的井喷式扩张，引导基金的存量规模巨大，截至 2021 年一季度基金数量达 1877 支，目标总规模达 11.59 万亿，已到位资金 5.69 万亿。

从级别来看，区县级和地级市政府引导基金数量较多，分别为 570 支和 866 支，但由于单支基金规模较小，目标规模仅有 1.48 万亿和 3.4 万亿。国家级和省级平均单支基金规模体量可达百亿级别，数量仅有 38 支和 403 支，但目标规模达到 2.67 万亿和 4.05 万亿。

分类别来看，政府引导基金主要包含产业基金、创投基金和 PPP 基金三大类，以产业基金为主，目标规模达 7.87 万亿，占总体的 67.9%，主要投向智能制造、医药康养、文化旅游等国家倡导领域；近年创投基金的设立热度较低，目标规模仅有 0.92 万亿，重点投资种子期、初创期科技型企业；PPP 基金数量小，单支规模大，目标规模达 2.79 万亿。

分地区来看，江苏、浙江、广东政府引导基金数量位于全国前列，分别为 212 支、163 支和 160 支；北京由于设立基金多属于国家级，基金数量仅有 90 支，但目标基金规模达到 1.72 万亿，遥遥领先于其他省份。

四、运作模式：政府引导、市场化运作

引导基金的组织形式包含有限合伙制、公司制和契约制三种，其中以有限合伙制为主。有限合伙制属于非法人实体，由普通合伙人 GP 和有限合伙人 LP 组成，前者负责日常事务管理并承担无限连带责任，后者主要负责出资，不参与日常经营管理，并以出资额为限承担责任。

在运作结构上，引导基金多以母子双层结构为主，子基金由母基金全额或部分出资，母子基金均可引入社会资本，最大限度地撬动社会资本。在权益结构上，引导基金的 LP 又可分为优先级与劣后级，一般由社会资本认购优先级，享有固定收益，国企或政府指定主体认购劣后级，为优先级资金垫底。

引导基金的运作模式主要包含参股、跟进投资及融资担保三种，以参股为主。参股模式下引导基金作为母基金仅仅充当出资占股的角色，吸引社会资本进入。

五、政府引导基金加大了隐性债务：或增加地方政府隐性债务规模 1.96~4.54 万亿，提高负债率 1.9~4.5 个百分点，至 37.9%~40.4%

明股实债的现象增加了地方政府隐性债务。基金收益不足以支付固定收益时由财政资金补足，或者按照可覆盖本金和固定收益的约定价格回购基金份额，这两种模式下社会资本实际充当债权人角色，增加了地方政府的隐性支出。

考虑政府引导基金后，地方政府负债率增加 1.9~4.5 个百分点达到



37.9%~40.5%。假设政府出资 10%、社会资本隐性担保比例 90%，我们测算引导基金增加地方政府债务 4.54 万亿，增加地方负债率 4.5 个百分点；假设政府出资 30%、隐性担保比例 50%，预计引导基金增加地方政府债务 1.96 万亿，增加地方负债率 1.9 个百分点。2010 年以来，考虑城投债和政府引导基金后，地方政府负债率从 3.2% 快速攀升至 40.4%，隐性债务问题日益严峻。

六、存在的问题与出路：厘清政府与市场边界

政府引导基金最大的矛盾是其既有政策上的目标约束也有市场收益的诉求，使得募资、投资、绩效评价三个运行环节均出现一些问题。在募资环节，前期为了吸引银行等社会资本进入，不惜承诺投资收益，产生隐性债务问题；同时资金来源单一，后资管新规时代，银行、保险等资本投资引导基金的难度增加，导致许多基金无法设立。在投资环节，为了完成政策目标，引导基金会设置严苛的返投比例等限制，导致其对于优秀基金管理人的吸引力下降，同时在实际操作中基金管理人会巧妙避开这些限制，使其流于形式。在绩效评价环节，引导基金有保值增值的需求，基金管理人因怕承担国有资产流失的责任，而倾向于投资成长期、成熟期项目，与促进创新创业的初衷相背离，甚至还会产生资金沉睡问题。

政府解决以上问题的核心在于厘清政府与市场的边界，回归引导性、服务性政府角色，将基金运营中的市场问题交给市场解决。其一，广泛吸收海外资本、PE/VC、主权财富基金等风险承担能力更高的投资主体进入，丰富社会资本来源。其二，放宽返投比例、注册地等硬性限制，着眼于提高本地区的投资吸引力。其三，落实容错机制，对于投资过程中出现的过失，只有没有以权谋私、符合程序规定，免于行政追责和效能问责，充分发挥基金管理人的主观能动性。

风险提示：政府资金预算约束收紧、金融去杠杆力度加大



目 录

一、政府引导基金内涵：政府引导下的政策性基金	1
二、发展历程与现状：从遍地开花到精耕细作	1
(一) 政府引导基金的发展历程	1
(二) 政府引导基金的现状	1
三、政府引导基金运作：政府引导，市场化运作	1
(一) 组织形式	1
(二) 基金结构	1
(三) 运作模式	1
四、与隐性债务的联系：明股实债增加财政支出压力	1
五、引导基金的作用、问题与未来：重塑政府与市场的边界	1
(一) 政府引导基金的作用	1
(二) 政府引导基金的问题	1
(三) 政府引导基金的出路	1

图表目录

图表 1：有关政府引导基金重要政策一览	1
图表 2：历年政府引导基金设立规模	1
图表 3：各级别引导基金目标规模与资金到位情况	1
图表 4：平均单支引导基金规模	1
图表 5：不同类别政府引导基金设立情况	1
图表 6：2021 年一季度成立的部分政府引导基金	1
图表 7：各省地方政府引导基金已到位资金情况	1
图表 8：山东省 PPP 发展基金运作模式	1
图表 9：政府引导基金增加隐性债务规模测算	1
图表 10：引导基金增加地方隐性债务	1
图表 11：地方负债率相对中央快速攀升	1



一、政府引导基金内涵：政府引导下的政策性基金

政府引导基金是一种由政府发起设立、引导社会资本参与的政策性私募基金。政府引导基金只是一种习惯称谓，尚无官方定义。2015 年 12 月，财政部在《政府投资基金暂行管理办法》(下文称财预 210 号文)中首次明确了政府投资基金的定义，即政府投资基金是指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。2016 年 12 月，发改委在《关于印发<政府出资产业投资基金暂行办法>的通知》中指出，政府出资产业投资基金是指有政府出资，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。综合多个政策文件可知，政府引导基金是一种政府发起的，吸收银行、非银金融机构及民间资本等社会资本共同设立，不完全以营利为目的，利用政府资金撬动社会资本，发挥政府资金的杠杆放大效应，引导资本投资方向，以达到招商引资、促进当地产业发展等目的。

相较于市场化私募基金而言，引导基金在设立目的、资金来源、运作与管理、投资方向、利益与风险分配五方面具有显著的特点：

1. 设立初衷

政府引导基金不以营利为目的，成立初衷在于促进创新创业、支持相关产业发展。相比于其他类型的投资，创新创业、产业转型升级、基础设施和公共服务等领域的投资具有风险大、周期长、流动性差等特点，社会资本并不愿意涉足这些领域。政府引导基金的设立，充分发挥了财政资金的杠杆效应与政府的引导作用，撬动社会资本投资到相关领域，达到改善相关产业融资环境、促进产业结构优化升级的目的。

2. 资金来源

政府引导基金中必须有政府出资，可以单独出资或与社会资本合资。政府出资来自于财政部门通过一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算等安排的资金，并由财政部门根据本级政府授权或合同章程规定代行政府出资人职责。社会资本包括银行、非银机构以及民间资本等，目前以银行、保险资金为主。

3. 基金运作

引导基金按照“政府引导、市场运作，科学决策、防范风险”的原则进行运作，政府一般不参与日常管理事务。财政部门仅指导投资基金建立科学的决策机制，确保投资基金政策性目标实现，一般不参与基金日常管理事务。引导基金的募资、投资、投后管理、清算、退出等均通过市场化方式运作。

4. 投资方向

政府引导基金主要投向经济社会发展的重点领域和薄弱环节，目前有四大投资领域以及七类负面清单。财预 210 号文明确了四大重点领域：支持创新创业；支持中小企业发展；支持产业转型升级和发展；支持基础设施和公共服务领域。同时提出了七类负面清单，不得投资于以下业务：从事融资担保以外的担保、抵押、委托贷款等业务；投资二级市场股票、期货、房地产、证券投资基金、评级 AAA 以下的企业债、信托产品、非保本型理财产品、保险计划及其他金融衍生品；向任何第三方提供赞助、捐赠（经批准的公益性捐赠除外）；吸收或变相吸收存款，或向第三方提供贷款和资金拆借；进行承担无限连带责任的对外投资；发行信托或集合理财产品募集资金以及其他国家法律法规禁止从事的业务。

5. 利益与风险分配



政策明文规定出资方按照“利益共享、风险共担”的原则进行收益处理和亏损分担。归属于政府的投资收益和利息等，除明确约定继续用于投资基金滚动使用外，应及时足额上缴国库。基金投资的亏损由出资方共同承担，政府应以出资额为限承担有限责任。同时财预 210 号文明确规定，为了更好发挥政府出资的引导作用，政府可适当让利，但不得向其他出资人承诺资本金不受损失，不得承诺最低收益。但在实际操作中，为了吸引社会资本的进入，政府会承诺社会资本的固定收益，存在“明股实债”的现象，形成政府隐性债务。

二、发展历程与现状：从遍地开花到精耕细作

（一）政府引导基金的发展历程

自 2002 年我国第一支投资引导基金——中关村创业引导基金设立至今，政府引导基金行业已近经历了三个阶段。

1. 2002 年-2007 年，初步探索阶段

2002 年，中关村创业引导基金成立，成为我国第一支真正意义上的引导基金，此后政府引导基金开始进入摸爬滚打的初步探索阶段。进入 20 世纪以来，解决中小企业特别是高新技术企业融资难问题成为政府的重要任务之一，而直接补贴形式又对财政资金的消耗较大，所以政府引导基金应受到政府的青睐。但这一时期法律文件仅提出设立政府引导基金设想，但对基金的组织架构、风险控制、推出机制等尚未作出规定，对实际操作缺乏指导意义。2002 年 6 月，《中小企业促进法》提出国家设立中小企业发展基金，引导和带动社会资金支持初创期中小企业，促进创业创新，确立了政府引导基金的法律基础。2005 年 11 月，发改委等十部委发布《创业投资企业管理办法》，明确国家和地方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发展。2007 年 7 月，财政部和科技部联合制定了《科技型中小企业创业投资引导基金管理暂行办法》，规定科技型中小企业创业投资引导基金专项用于引导创业投资机构向初创期科技型中小企业投资。

2. 2008 年-2016 年，规范发展阶段

这一阶段有关政府引导基金的专门性规范陆续出台，明确了引导基金的性质与宗旨、设立与资金来源、运作原则与方式、基金管理、监督与指导、风险控制等，全方位规范引导基金的设立与运作。2008 年 10 月，发改委、财政部、商务部联合制定了《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》，为各级地方政府设立引导基金明确了操作指引，并明确引导基金的性质——由政府设立并按市场化方式运作的基金。在这一阶段，政府引导基金受到越来越多的重视，经常出现在国务院常务会议议题中。2014 年 5 月，李克强总理在国常会中提出，要成倍扩大中央财政新兴产业创业引导资金规模，加快设立国家新兴产业创业投资引导基金，完善市场化运行长效机制，实现引导资金有效回收和滚动使用，破解创新型中小企业融资难题。2015 年 1 月，国常会决定设立总规模 400 亿元的国家新兴产业创业投资引导基金，助力创业创新和产业升级。2015 年 9 月，会议又提出中央财政出资 150 亿元发挥杠杆作用和乘数效应，建立总规模为 600 亿元的国家中小企业发展基金，重点支持种子期、初创期成长型中小企业。政府引导基金的聚焦领域也在创业创新的基础上不断扩大，根据 2016 年 12 月发改委发布的《政府出资产业投资基金暂行办法》，引导基金应主要投资于非基本公共服务、基础设施、住房保障、生态环境、区域发展、战略性新兴产业和先进制造业、创业创新等七大领域。



随着各项法规和指导意见的出台、政府会议的开展，政府引导基金的设立在 2014 年-2016 年呈现井喷状态：根据私募通数据显示，2014-2016 年新设基金数量分别为 95 支、365 支、499 支，三年复合年增速达到 113.9%；目标规模分别为 3271 亿元、16363 亿元、37308 亿元，三年复合增速达到 368.8%。

3. 2017 年至今，精耕细作阶段

随着各级政府批准设立的政府引导基金的规模逐渐扩大，政策目标重复、资金闲置和碎片化等问题日益突出，政策目标开始转向加强对设立基金或注资的预算约束、提高财政出资效益上。2019 年 5 月，国务院公布的《政府投资条例》中提出，国家加强对政府投资资金的预算约束，政府及其有关部门不得违法违规举借债务筹措政府投资基金。2020 年 2 月，财政部在《关于加强政府投资基金管理提高财政出资效益的通知》中再次明确强化政府预算对财政出资的约束，对财政出资设立基金或注资须严格审核，纳入年度预算管理，报本级人大或其常委会批准，同时禁止通过政府投资基金变相举债，地方政府债券资金也不得用于基金设立或注资。同时，受资管新规落地的影响，结构化方式撬动银行资金受到限制，政府引导基金中的社会资本缺位，募资难问题制约引导基金的发展壮大。政府引导基金在设立阶段经历“遍地开花”的大规模增长后，在投资阶段面临着“政策性与市场化”的矛盾引起的投资步伐缓慢、财政资金利用率低下等问题，近年来很多政府引导基金修订管理办法，在出资比例、准入门槛与注册地要求、激励与返利政策、绩效评价体系等方面做出了修订，向精细化投资方向迈进。

2017 年以后，新设政府引导基金的数量及目标规模逐年回落。2017 年-2020 年，新设基金数目分别为 265 支、160 支、128 支、102 支，年复合增速为-32.8%，目标规模分别为 26485 亿元、13700 亿元、9446 亿元、5164 亿元，年复合增速仅为-39.0%。

图表1：有关政府引导基金重要政策一览

发布时间	发布机构	发布文件/会议	主要内容
2002-06-29	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国中小企业促进法》	国家设立中小企业发展基金。国家中小企业发展基金应当遵循政策性导向和市场化运作原则，主要用于引导和带动社会资金支持初创期中小企业，促进创业创新。
2005-11-15	发改委、科技部、财政部等	《创业投资企业管理暂行办法》(发展改革委等十部委令〔2005〕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。
2006-02-09	国务院	《国家中长期科学和技术发展规划纲要》	探索以政府财政资金为引导，政策性金融、商业性金融资金投入为主的方式，采取积极措施，促进更多资本进入创业风险投资市场。
2007-07-06	财政部、科技部	《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(以下简称引导基金)专项用于引导创业投资机构向初创期科技型中小企业投资。
2008-10-18	发展改革委、财政部、商务部	《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》	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
2010-12-09	财政部、科技部	《科技型中小企业创业投资引导基金	引导基金股权投资收入上缴中央国库，纳入中央一般



		金股权投资收入收缴暂行办法》(财企〔2010〕361号)	预算管理,列《政府收支分类科目》103类“非税收入”06款“国有资本经营收入”下一般预算收入相关科目。
2011-07-07	财政部	《国家科技成果转化引导基金管理暂行办法》(财教〔2011〕289号)	为贯彻落实《国家中长期科学和技术发展规划纲要》,加速推动科技成果转化与应用,引导社会力量和地方政府加大科技成果转化投入,中央财政设立 国家科技成果转化引导基金 (以下简称转化基金)。
2014-05-13	发改委	《关于进一步做好支持创业投资企业发展相关工作的通知》(发改办财金〔2014〕1044号)	继续加大国家新兴产业创投计划实施力度。……鼓励新兴产业创投计划参股创业投资企业进一步加大对战略性新兴产业和高技术产业领域中小企业的投资力度。
2014-05-21	国务院	国务院常务会议	会议决定,成倍扩大中央财政新兴产业创投引导资金规模,加快设立国家新兴产业创业投资引导基金,完善市场化运行长效机制,实现引导资金有效回收和滚动使用,破解创新型中小企业融资难题。
2014-08-08	科技部、财政部	《国家科技成果转化引导基金设立创业投资基金管理暂行办法》(国科发财〔2014〕229号)	引导基金对子基金的参股比例为子基金总额的20%-30%,且始终不作为第一大股东或最大出资人。
2014-11-16	国务院	《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》(国发〔2014〕60号)	鼓励发展支持重点领域建设的投资基金 。大力发展股权投资基金和创业投资基金,鼓励民间资本采取私募等方式发起设立主要投资于公共服务、生态环保、基础设施、区域开发、战略性新兴产业、先进制造业等领域的产业投资基金。
2015-01-14	国务院	国务院常务会议	会议决定,设立总规模400亿元的国家新兴产业创业投资引导基金,助力创业创新和产业升级。
2015-09-01	国务院	国务院常务会议	会议提出,中央财政出资150亿元发挥杠杆作用和乘数效应,吸引民营和国有企业、金融机构、地方政府等共同参与,建立总规模为 600亿元的国家中小企业发展基金 ,重点支持种子期、初创期成长型中小企业。
2015-11-12	财政部	《关于印发<政府投资基金暂行管理办法>的通知》(财预〔2015〕210号)	投资基金各出资方应当按照“ 利益共享、风险共担 ”的原则,明确约定收益处理和亏损负担方式。对于归属政府的投资收益和利息等,除明确约定继续用于投资基金滚动使用外,应按照财政国库管理制度有关规定及时足额上缴国库。投资基金的亏损应由出资方共同承担,政府应以出资额为限承担有限责任。为更好地发挥政府出资的引导作用, 政府可适当让利,但不得向其他出资人承诺投资本金不受损失,不得承诺最低收益 。
2015-12-04	科技部、财政部	《关于印发<国家科技成果转化引导基金贷款风险补偿管理暂行办法>的通知》(国科发资〔2015〕417号)	贷款风险补偿是指转化基金对合作银行发放用于转化国家科技成果转化项目库中科技成果的贷款给予一定的风险补偿。



2015-12-25	财政部	《关于财政资金注资政府投资基金支持产业发展的指导意见》（财建〔2015〕1062号）	使市场在资源配置中起决定性作用，更好发挥政府引导作用。协调好财政资金杠杆放大作用和多种所有制资本相互促进作用，加强顶层设计，坚持市场化运作，规范有序推进，推动解决产业重点领域和薄弱环节的资金、市场、技术等瓶颈制约。
2016-07-18	中共中央、国务院	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发〔2016〕18号）	根据发展需要，依法发起设立 基础设施建设基金、公共服务发展基金、住房保障发展基金、政府出资产业投资基金 等各类基金，充分发挥政府资金的引导作用和放大效应。
2016-09-20	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）	发挥政府资金的引导作用。 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。充分发挥 国家新兴产业创业投资引导基金、国家中小企业发展基金、国家科技成果转化引导基金 等已设立基金的作用。
2016-12-30	发改委	《关于印发<政府出资产业投资基金管理暂行办法>的通知》（发改财金规〔2016〕2800号）	政府出资产业投资基金，是指由政府出资， 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。
2017-04-27	国务院	《关于转发<国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案>的通知》（国办发〔2017〕38号）	采取市场化方式推动设立国有企业结构调整基金、国有资本风险投资基金、中央企业创新发展投资引导基金等相关投资基金。
2019-05-05	国务院	《政府投资条例》	国家加强对政府投资资金的预算约束。政府及其有关部门不得违法违规举借债务筹措政府投资资金。
2020-02-24	财政部	《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）	一、强化政府预算对财政出资的约束。 对财政出资设立基金或注资须严格审核，纳入年度预算管理，报本级人大或其常委会批准；数额较大的，应根据基金投资进度分年安排。 五、禁止通过政府投资基金变相举债。 严格遵守党中央、国务院关于地方政府债务管理的各项规定，不得通过基金以任何方式变相举债。地方政府债券资金不得用于基金设立或注资。

资料来源：中央人民政府网站、财政部官网、发改委官网、粤开证券研究院

（二）政府引导基金的现状

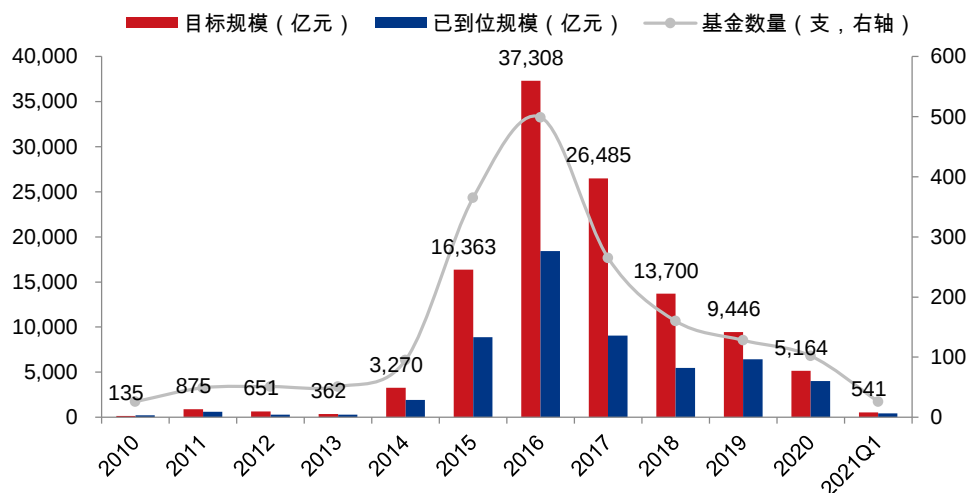
1. 整体上，引导基金设立节奏有所放缓，资金到位率逐年提升

自 2017 年开始，新设立引导基金的数量与规模逐年递减，但存量规模不容小觑。截至 2021 年第一季度，国内共设立 1877 支政府引导基金，目标规模 11.59 万亿，已到位资金规模 5.69 万亿，资金到位率约 48.98%。

2021 年一季引导基金设立规模继续放缓，但资金到位率提升。2021 年第一季度新设引导基金 26 支，同比下降 7.69%；基金目标规模 540.5 亿，同比下降 50.9%；已到位规模 441.0 亿元，同比下降 2.82%，资金到位率约为 81.6%，同比增长 31.9 个百分点。



图表2：历年政府引导基金设立规模



资料来源：私募通、粤开证券研究院

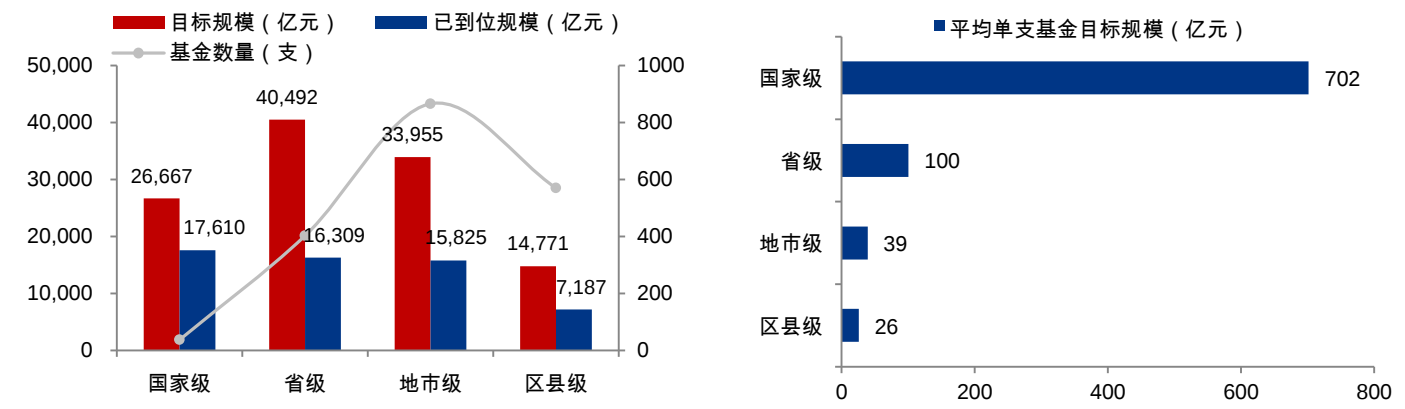
2. 区县级、地级市政府引导基金设立数量逐步增加

截至 2021 年第一季度，我国政府引导基金数量仍以地级市、区县级居多，但地级市、区县级单支引导金规模较小。国家级、省级、地市级、区县级政府引导基金数量分别为 38 支、403 支、866 支和 570 支，但基金总规模上看以省级、地市级居多，国家级、省级、地市级、区县级政府引导基金目标基金规模分别 2.67 万亿、4.05 万亿、3.40 万亿和 1.48 万亿，已到位资金规模分别为 2.67 万亿、4.05 万亿、3.40 万亿和 1.48 万亿。从平均规模来看，单支引导基金目标规模与级别呈现正相关关系，平均依次为 720.7 亿、105.2 亿、41.8 亿和 27.5 亿。

2021 年第一季度新设立的 26 支基金中，区县级引导基金设立数量最多，国家级、省级、地市级、区县级基金数量依次为 0 支、6 支、8 支、12 支，目标规模占比依次为 0%、29.05%、46.52%、24.44%。

图表3：各级别引导基金目标规模与资金到位情况

图表4：平均单支引导基金规模



资料来源：私募通、粤开证券研究院

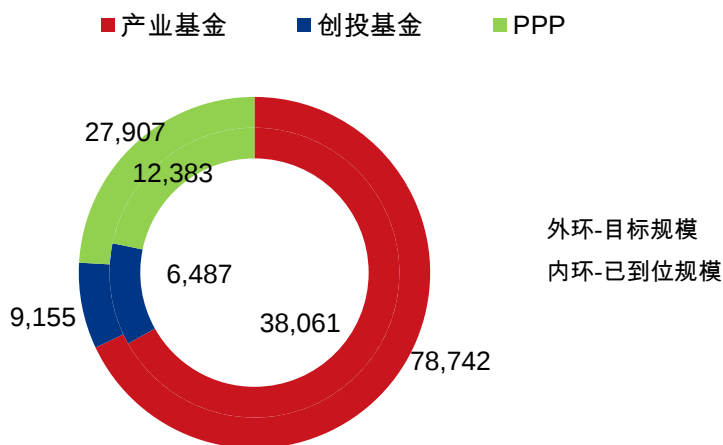
资料来源：私募通、粤开证券研究院

3. 政府引导基金以产业基金为主，着力发展新兴产业、医疗、生态等方向

目前政府引导基金主要包括产业基金、创投基金和 PPP 基金三大类别，以产业基金为主导。截至 2021 年第一季度，政府引导基金以产业基金为主导，基金数量高达 1157 支，目标规模和已到位资金规模分别为 7.87 万亿和 3.81 万亿，分别占总体的 67.9% 和 66.9%；创投基金设立热度较低，基金数量有 525 支，目标规模和已到位资金规模仅有 0.92 万亿和 0.65 万亿；PPP 基金数量较小，仅有 195 支，但目标规模和已到位资金规模分别达到 2.79 万亿和 1.24 万亿。

2021 年第一季度，政府引导基金新设立 23 支产业基金、1 支创投基金和 2 支 PPP 基金。从扶持方向来看，新设立基金多数投向智能制造、新能源、医药康养、文化旅游等方向，助力区域产业结构升级，响应国家“碳中和”等相关政策。创投基金为苏州天使投资引导基金，目标规模 60 亿，重点投资种子期、初创期科技型企业。

图表5：不同类别政府引导基金设立情况



资料来源：私募通、粤开证券研究院

图表6：2021 年一季度成立的部分政府引导基金



基金名称	企业性质	注册地	基金级别	基金类别	目标规模 (亿元)	已到位资金 (亿元)	投资领域
京津冀协同发展产业投资基金	有限合伙	天津	省级	产业基金	100	41.5	高端制造业、城乡基础设施、城市轨道交通、区域提质升级
苏州天使投资引导基金	有限合伙	苏州	地级市	创投基金	60	60.1	种子期、初创期科技型企业
南京浦口智思集成电路产业基金合伙企业	有限合伙	南京	区县市	产业基金	30.3	10.1	集成电路
浮梁韦希大数据产业投资基金(青岛)中心	有限合伙	青岛	区县级	产业基金	15	5	大数据及相关领域
重庆市南川新兴产业股权投资基金合伙企业	有限合伙	重庆	区县级	产业基金	10	10	智能制造、新材料、新能源、医药康养、文化旅游
甘肃省兰州新区产业投资基金合伙企业	有限合伙	兰州	区县级	产业基金	9	9	--
和生铜陵经开区产业发展基金	有限合伙	铜陵	区县级	产业基金	6	6	铜陵经开区及全国范围内优质的非上市企业股权投资、上市公司定增等
海南旅游文化体育产业投资基金合伙企业	有限合伙	三亚	省级	产业基金	5	5	海南省内旅游、文化、体育产业
阜阳市颍泉区颖智产业引导基金合伙企业	有限合伙	阜阳	区县级	产业基金	3	3	主要用于工业、农业、服务业、科技等产业的直接投资和领域内企业的股权投资

资料来源：私募通、粤开证券研究院

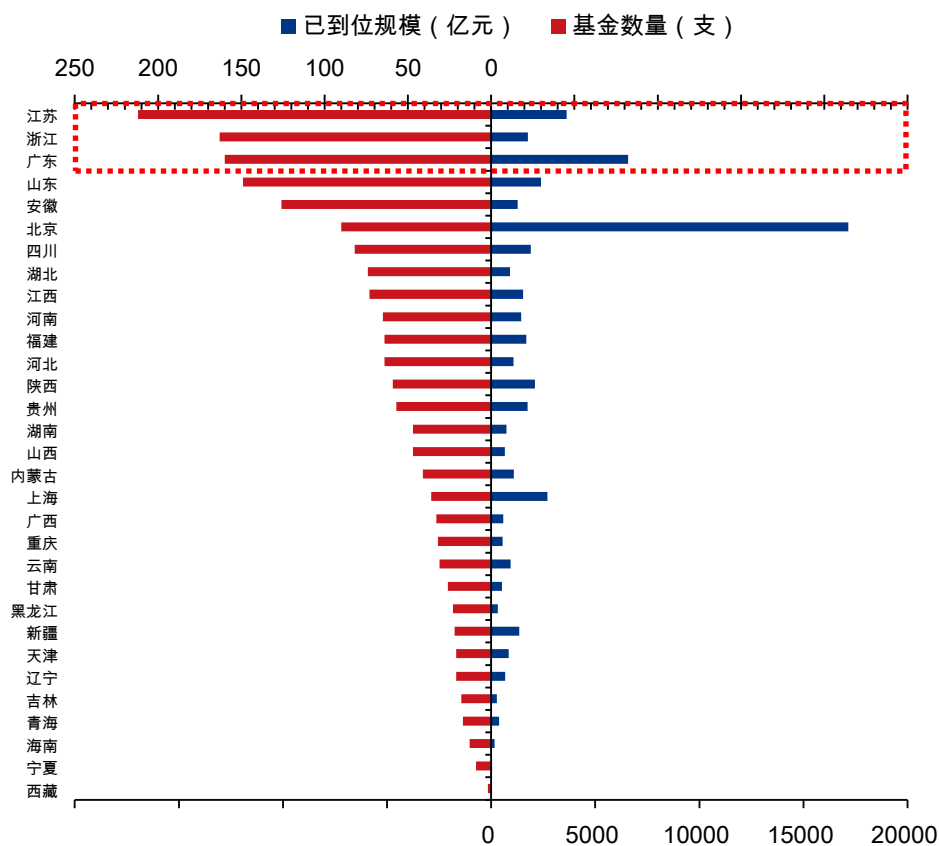
4. 江苏、浙江、广东等地引导基金数量居全国前列，北京引导基金规模遥遥领先

截至 2021 年第一季度，江苏、浙江、广东政府引导基金数量位于全国前列，分别为 212 支、163 支和 160 支。北京、广东、江苏政府引导基金已到位规模居于全国前列，分别为 17151 亿元、6582 亿元和 3620 亿元，其中由于北京设立了许多国家级政府基金，虽然基金数量仅有 90 支，但总规模遥遥领先于其他省份。

2021 年第一季度，江苏、山东两地的政府引导基金已到位资金规模及设立数量均居于全国前列，已到位资金规模分别为 160 亿元、130 亿元，设立数量分别为 6 支和 4 支。



图表7：各省地方政府引导基金已到位资金情况



资料来源：私募通、粤开证券研究院

三、政府引导基金运作：政府引导，市场化运作

(一) 组织形式

根据 310 号文的规定，设立政府投资基金，可采用公司制、有限合伙制和契约制等不同组织形式，目前我国政府引导基金以有限合伙制为主。

1. 有限合伙制

有限合伙制是我国政府引导基金最为常见的组织形式，由普通合伙人 (GP) 和有限合伙人 (LP) 组成。普通合伙人通常是资深的基金管理人，负责基金的日常管理事务，出资很少，一般仅为 1%，但对合伙企业的债务承担无限连带责任。有限合伙人主要是机构投资者，是投资基金的主要提供者，不参与日常管理事务，以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任，依法享有合伙企业财产权，对基金运作有一定监督权。

2. 公司制

公司制基金是依据公司法成立的法人实体，通过募集股份筹集资金进行投资。基金公司由所有股东选举董事会，由董事会组建或聘请第三方基金管理公司，负责管理基金的日常事务。

3. 契约制



契约制基金即信托基金，是指依据信托协议，通过发行受益凭证而组建的基金。这类基金由基金管理人、基金托管人和基金投资人三方共同订立一个信托投资契约。基金管理人基金的发起人，通过发行受益凭证将资金筹集起来组成信托财产，并根据信托契约进行投资；基金保管人依据信托契约负责保管信托财产；基金投资人即受益凭证的持有人，根据信托契约分享投资成果。

(二) 基金结构

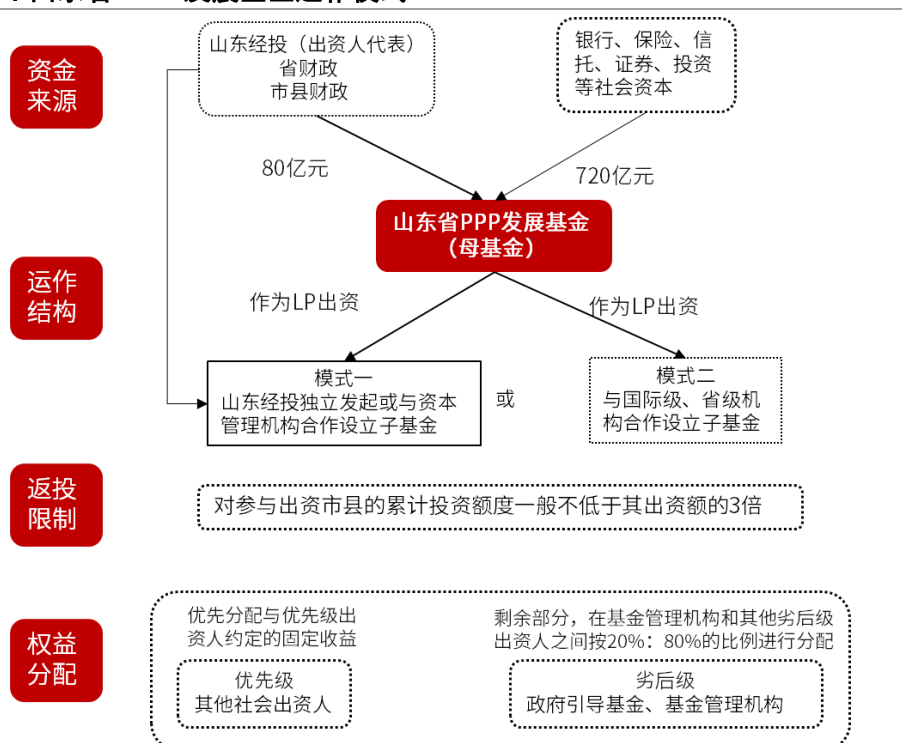
1. 运作结构——以母子基金双层架构为主

政府引导基金的运作结构主要包含母基金单层架构、母子基金双层架构两种。母基金单层架构是指由母基金直接投资于目标项目。母子基金双层架构中，子基金由母基金全额或部分出资设立，这种模式充分撬动各层资金杠杆，最受市场欢迎。以山东省 PPP 发展基金为例，该基金作为母基金，既可以参股方式支持设立市场化运作的子基金，有专业投资机构对 PPP 项目以股权、债券或股权债权组合等方式进行投资；也可由山东金投作为主发起人设立子基金，对纳入省际推广或示范的重点 PPP 项目进行直接投资。

2. 权益结构——优先劣后两级结构容易产生政府隐性债务风险

引导基金权益结构由平层结构和多层结构两种。平层结构即所有投资人的收益分配顺序一致，多层结构即不同级别的投资人享有不同的分配顺序、分配方案，最常见的是优先劣后两级结构。为了吸引社会投资者，优先级份额一般由银行、非银金融机构认购，国企或政府指定主体认购劣后级，为优先级资金垫底。例如山东省 PPP 发展基金，由政府引导基金、基金管理机构等主发起人出资作为劣后级，其他社会出资人作为优先级。子基金所得收益，首先用于分配与优先级出资人约定的固定收益；基金收益超过优先级出资人固定收益的剩余部分，在基金管理机构和和其他劣后级出资人之间按 20%：80% 的比例进行分配。

图表8：山东省 PPP 发展基金运作模式





资料来源：山东省财政厅、粤开证券研究院

(三) 运作模式

目前政府引导基金的运作模式有参股、跟进投资及融资担保三种。

1. 参股

引导基金主要通过参股方式，吸引社会资本共同发起设立创业投资企业。在这种模式下，引导基金作为母基金向子基金或具体企业或项目进行股权投资，不参与子基金的日常管理，仅仅充当出资占股角色。这种方式通过发起设立创业投资基金引导民间资本投资初创期企业，从而起到政府资金的杠杆放大作用。

2. 跟进投资

跟进投资是指其他产业投资基金投资早期创业企业或政府重点扶持产业领域创业企业时，政府投资基金可按适当比例向该目标企业投资。政府投资基金投资形成的股权与共同投资机构享有同等权益，并委托共同投资的创投机构进行管理，按投资收益一定比例向投资机构支付管理费和效益奖励。

3. 融资担保

融资担保模式，是指引导基金对历史信用记录良好的创业投资企业提供信用担保，提高其债券融资能力。在这种模式下，政府引导基金并不直接出资，并不增加额外的财政负担。2018年3月，国常会决定由中央财政及有意愿的金融机构发起设立国家融资担保基金，采取股权投资的形式支持各省区市开展融资担保业务。

四、与隐性债务的联系：明股实债增加财政支出压力

优先劣后的权益分层结构容易产生明股实债的现象，增加地方政府隐性债务。在实际操作中，银行作为政府引导基金的重要社会资本来源，风险偏好较低，一般认购优先级LP份额，由政府指定的平台公司或国企认购劣后级LP份额。为了吸引银行资金进入，基金合伙协议中会规定基金年度收益不足以支付固定收益的由财政资金补足，或者签订回购协议，劣后级LP按照可覆盖本金和固定收益的约定价格回购优先级基金份额。这种方式下银行等社会资本以明股实债的方式参与政府引导基金，政府对银行等金融机构存在隐性担保，增加了地方政府的隐性债务。

考虑政府引导基金后，地方政府负债率或增加1.9~4.5个百分点达到37.9%~40.5%左右。引导基金的出资人分为政府出资人和社会资本两部分，政府出资人包括政府财政、下一级政府财政以及地方城投融资平台等，一般出资占基金总规模的10%-30%，为了更好地发挥财政资金的杠杆作用，更多集中在10%，例如山东省PPP发展基金政府出资人占10%，天津引导基金要求政府出资不得超过10%等；社会资本包括银行、保险、信托等金融机构以及民间资本，出资占基金总规模的70%-90%。城投融资平台的债务在城投债中考虑了，为了避免重复计算，此处仅考虑社会资本对政府债务的影响。此处做出六种假设：对于政府出资规模，考虑10%和30%两种极端情形，对于社会资本出资部分，考虑政府担保比例分别为50%、70%和90%三种情形。在假设一下，政府引导基金增加隐性债务最多，为4.54万亿，地方政府负债率达到40.4%；在假设六下，增加隐性最少为1.96万亿，地方政府负债率达到37.9%。

地方政府负债率在2013年后进入高斜率增长，城投融资平台、政府引导基金等隐性



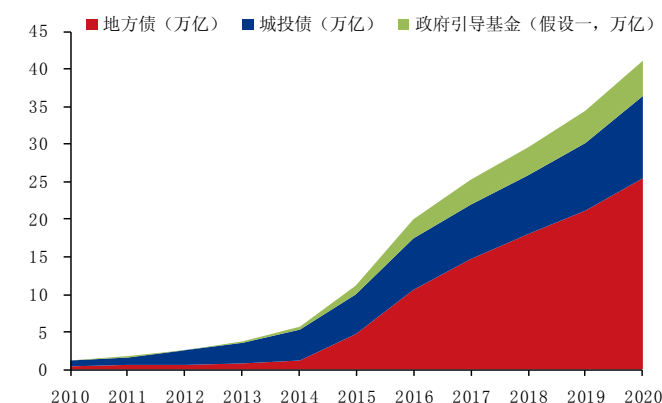
债务是重要的贡献项。2010 年以来，中央负债率一直保持在 16% 左右，2020 年由于疫情原因增加到 20%，一直处于相对可控区间；但地方政府负债率从 3.2% 快速攀升至 40.5%，增加 37.2 个百分点。在地方政府债务中，以地方债的形式存在的显性债务由于纳入财政预算体系，风险相对可控，但以城投平台、政府引导基金等形式存在的隐性债务，由于规模大、信息不透明，潜在的风险更大，也是防范化解隐性债务风险工作的重点关注领域。

图表9：政府引导基金增加隐性债务规模测算

指标名称	政府引导基金（假设出资 10%）						政府引导基金（假设出资 30%）					
	假设一：隐含担保占比 90%		假设二：隐含担保占比 70%		假设三：隐含担保占比 50%		假设四：隐含担保占比 90%		假设五：隐含担保占比 70%		假设六：隐含担保占比 50%	
	增加隐性债务（万亿）	增加负债率（%）	增加隐性债务（万亿）	增加负债率（%）	增加隐性债务（万亿）	增加负债率（%）	增加隐性债务（万亿）	增加负债率（%）	增加隐性债务（万亿）	增加负债率（%）	增加隐性债务（万亿）	增加负债率（%）
2010	0.05	0.13	0.04	0.10	0.03	0.07	0.04	0.10	0.03	0.08	0.02	0.06
2011	0.10	0.21	0.08	0.16	0.06	0.12	0.08	0.16	0.06	0.13	0.04	0.09
2012	0.13	0.23	0.10	0.18	0.07	0.13	0.10	0.18	0.08	0.14	0.05	0.10
2013	0.15	0.25	0.12	0.19	0.08	0.14	0.12	0.19	0.09	0.15	0.06	0.11
2014	0.31	0.47	0.24	0.37	0.17	0.26	0.24	0.37	0.18	0.29	0.13	0.20
2015	1.03	1.49	0.80	1.16	0.57	0.83	0.80	1.16	0.62	0.90	0.44	0.64
2016	2.52	3.38	1.96	2.63	1.40	1.88	1.96	2.63	1.52	2.04	1.09	1.46
2017	3.25	3.91	2.53	3.04	1.81	2.17	2.53	3.04	1.97	2.36	1.41	1.69
2018	3.70	4.02	2.87	3.13	2.05	2.23	2.87	3.13	2.24	2.43	1.60	1.74
2019	4.22	4.27	3.28	3.32	2.34	2.37	3.28	3.32	2.55	2.58	1.82	1.85
2020	4.54	4.47	3.53	3.48	2.52	2.48	3.53	3.48	2.75	2.70	1.96	1.93

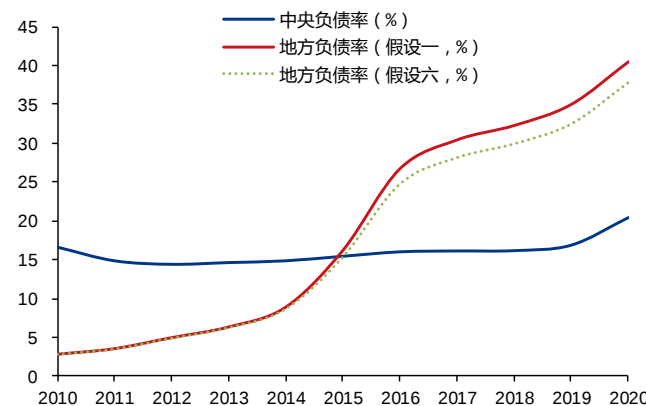
资料来源：私募通、粤开证券研究院

图表10：引导基金增加地方隐性债务



资料来源：wind、私募通、粤开证券研究院

图表11：地方负债率相对中央快速攀升



资料来源：wind、私募通、粤开证券研究院



注：中央负债率=国债/GDP

地方负债率=（地方债+城投债+政府引导基金负债）/GDP

五、引导基金的作用、问题与未来：重塑政府与市场的边界

（一）政府引导基金的作用

1. 优化社会资本配置

由于资本的先天逐利性，市场机制配置资源过程中，容易造成在部分领域的投融资市场失灵。政府引导基金通过政策的引导示范效应，吸引、撬动社会资本，再通过市场化的手段把社会资本配置到创新创业、中小企业发展、产业转型和发展等外部性较高的领域，达到优化社会资本配置的目的。

2. 发挥财政资金的杠杆效应

传统促进产业结构转型升级、中小企业发展采用直接财政补贴、税收优惠等措施，这种方式对于财政资金消耗较大，能够发挥的作用有限。而引导基金模式利用政府信用背书，以较少的财政资金，吸引几倍到几十倍的社会资本参与到风险投资中，更好地发挥财政资金的杠杆效应。

3. 提高财政资金和社会资金的使用效率

对于财政资金而言，政府引导基金不仅要求收回成本，还会取得投资收益，实现了财政资金分配管理从直接到间接、从分散到集中、从无偿到有偿的转变，极大地提高了财政资金的使用效益。对于社会资金而言，政府引导基金以政府信用作为所投企业、行业增信，为社会资本提供投资指引，有助于解决银行等金融机构资金沉淀的问题。

4. 协调区域经济发展，促进产业结构优化升级

政府引导基金通过向融资困难、经济发展落后地区倾斜，可以缩小区域间经济发展的差距，促进区域经济协调发展；通过定向投资于新型战略性新兴产业、高新技术产业，促进这些产业的发展和成熟，推动产业结构优化升级。

（二）政府引导基金的问题

政府引导基金的政策属性决定其与一般私募基金存在较大的区别，既要改善创新创业、产业转型升级等传统融资困难企业的融资环境，又要按照市场原则运行实现一定的收益，这二者之间天然存在政策导向与市场化运行之间的矛盾，导致其在募资、投资、绩效评价等三个方面面临困境。引导基金要想突破现有的困境，必须首先明确政府与市场的边界，将政策重心放在创造良好营商环境、简化审批流程、完善配套资源等服务性工作中，将具体投资管理工作放权给市场。

1. 募资困境：前期隐性担保问题遗留，资管新规后社会资本缺位

政府引导基金中社会资本的主要出资人为银行、保险等金融机构，募资对象较为单一。前期本着不与市场争利、吸引社会资本进入的理念，政府引导基金通过直接让利和优先回购来满足银行、保险等金融机构的风险收益需求。这种地方政府直接背书，对未来的基金股份回购资金来源做出连带担保的承诺，增加了地方的隐性债务。2018年4月，



资管新规要求去通道、破刚兑下，银行、非银机构投资受限，导致社会资本募资不足，政府引导基金又通常作为最后的出资人，没法完成出资，导致许多政府引导基金无法如期设立。

2. 投资困境：投资限制较为严苛，实际执行可能流于形式

政府引导基金的核心诉求在于促进地方产业发展，因此政府引导基金在投资地区与领域上面都有较为严格的限制，最为常见的是通过设置返投比例限制引导基金的投资与本地地区的投资额。一方面，返投比例较高的地区，投资机会相对较少，项目挖掘周期较长，政府引导基金效率低下，资金闲置问题突出；部分基金管理人视其为“卡脖子”资金，参与到政府引导基金的积极性下降。另一方面，很多基金在临近截止日才会着手返投适宜，或者通过在外地设立子公司，将部分资金转移到子公司，年末合并财务报表时将其计入本地，实际投资却发生在外地，使返投比例限制流于形式，并未真正达到促进当地产业发展的目的。

3. 绩效评价困境：管理人不敢大胆投资，资金沉睡问题突出，偏离政策目标

政府引导基金虽然不以营利为目的，但国有资产属性要求保值增值，管理人怕出过错担责，不敢将资金投入处于种子期、初创期的创新创业领域。引导基金虽然没有明确规定属于国有资产，但一般认为纯国资、国资合计持股超过 50%、或虽持股未超过 50%但由国资实际控制的基金均属于国有基金，参照国资监管，具有保障国有资产保值增值的任务。因此政府性引导基金虽不以营利为目的，但也不能容忍大幅亏损。因此大部分政府引导基金实际投资于成熟期等偏后期项目，或直接购买理财产品，甚至直接闲置，没有达到促进创新创业企业、引导产业结构升级的政策目标。

（三）政府引导基金的出路

当前背景下，政策对于引导基金的监管从积极引导新基金设立转向盘活存量基金，主要通过以下三种途径：丰富资金来源解决社会资本募资不足的问题，修订返投比例、出资比例、准入门槛等诸多限制增加引导基金对优秀基金管理人的吸引力，完善容错机制和绩效评级体系激活基金管理人的主观能动性。

1. 实现社会资本来源从传统到新型、从境内到境外的多元化发展

以往政府引导基金的募资对象主要是银行、保险等传统金融机构，这些金融机构虽然资金量充足，但风险承担能力弱，更倾向于固定的投资回报率，与政府引导基金回收期长、回报率不稳定的特质不符。往后引导基金的募资对象可转向 PE/VC 投资机构、主权财富基金、高净值个人等风险承担能力与投资项目更匹配的投资主体。同时，募集资金的范围也不应局限于国内，在金融大开放的背景下，引导基金可以尝试与境外金融机构联合设立基金，广泛吸收海外资本，再返投于国内。

2. 适当放宽返投比例、注册地限制等诸多限制，逐步放权给市场

实践证明，政府对引导基金限制种种限制并未达到促进本地区产业发展的初衷，反而产生无法吸引优秀基金管理人、扭曲管理人投资动作、基金运营效率低下等问题。不如适当放开返投比例、注册地等限制，让基金按照市场化有原则运行。近几年来已有多支资金开始返款返投比例、准入门槛与注册地要求、政府引导基金出资比例等限制，例如青岛市新旧动能转换引导基金将返投倍数由 2.0 倍降至 1.1 倍、河南省省级政府引导



基金将“80%投资于河南省相关产业”调整为“不低于引导基金对子基金实际出资的 1.5 倍”。

3. 落实尽职尽责容错机制，充分发挥基金管理人的主观能动性

为了让基金管理人敢于按照真实的意愿进行投资，引导基金必须完善容错机制。一方面，对已尽职履行的投资决策因不可抗力、政策变动等因素造成的投资损失，不追究受托管理机构责任。另一方面，按照引导基金投资规律和市场化原则进行综合绩效评价，不对单支子基金或单个项目的盈亏进行考核。早在 2019 年 1 月，国务院在《关于推广第二批支持创新相关改革举措的通知》中就指出要“以地方立法形式建立推动改革创新容错机制”、“推动政府股权基金投向种子期、初创期企业的错机制”，目前还需要在实际操作中进一步落实。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任研究院副院长、首席宏观分析师，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许的范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址: www.ykzq.com