

## 中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：刘官菁 中国银行研究院  
电话：010 - 6659 4027

签发人：陈卫东  
审稿：周景彤 赵雪  
联系人：王静 刘佩忠  
电话：010 - 6659 6623

\* 对外公开  
\*\* 全辖传阅  
\*\*\* 内参材料

## 我国私募股权投资市场

## 发展动态、国际比较及相关建议\*

2023年中央经济工作会议指出，要鼓励发展创业投资、股权投资。2024年4月30日，中共中央政治局会议提出，要积极发展风险投资，壮大耐心资本。私募股权投资作为科技创新和产业创新的重要催化剂，曾经孵化和培育了以阿里巴巴、腾讯、美团等为代表的一大批独角兽科技企业，为推动形成创新资本、培育新质生产力和产业结构调整发挥着越来越重要的作用。特别是自注册制实施以来，许多优秀的中国科技企业在私募基金支持下成功上市，形成了良好的正向反馈。根据中基协统计，2022年科创板、创业板、北交所新上市公司中，私募基金支持率分别为89%、57%、100%。但是，当前我国私募股权投资市场发展也面临一些挑战，需要进一步推动养老金、家族办公室等长期资本、耐心资本入市，优化募资、投资、管理、退出模式。

## 我国私募股权投资市场发展动态、国际比较及相关建议

2023 年中央经济工作会议指出，要鼓励发展创业投资、股权投资。2024 年 4 月 30 日，中共中央政治局会议提出，要积极发展风险投资，壮大耐心资本。私募股权投资作为科技创新和产业创新的重要催化剂，曾经孵化和培育了以阿里巴巴、腾讯、美团等为代表的一大批独角兽科技企业，为推动形成创新资本、培育新质生产力和产业结构调整发挥着越来越重要的作用。特别是自注册制实施以来，许多优秀的中国科技企业在私募基金支持下成功上市，形成了良好的正向反馈。根据中基协统计，2022 年科创板、创业板、北交所新上市公司中，私募基金支持率分别为 89%、57%、100%。但是，当前我国私募股权投资市场发展也面临一些挑战，需要进一步推动养老金、家族办公室等长期资本、耐心资本入市，优化募资、投资、管理、退出模式。

### 一、中国私募股权投资的定义及发展历程

中国私募股权投资的相关概念萌芽于 20 世纪 80 年代。1985 年，中共中央发布的《关于科学技术改革的决定》中提到了支持创业风险投资。1986 年，国家科委和财政部等部门筹建了我国第一个风险投资机构——中国新技术创业投资公司（中创公司），这标志着中国在私募股权投资领域的首次尝试。但当时由于市场体制机制的不成熟，中国私募股权投资没有得到进一步的发展。改革开放后，中国私募股权投资行业先后经历了外资主导、本土探索、快速扩张、理性调整等阶段，迅速发展壮大，在有效服务实体经济、推动高科技领域创新发展、促进民营和中小企业发展等方面发挥了积极作用。

#### （一）中国私募股权投资基金的定义、特点及主要类型

根据中国证券基金业协会给出的定义，在我国当前的法律和监管规则下，一般所称“私募股权投资基金”的准确含义应为“私募类私人股权投资基金”。国内所称“股权投资基金”，其全称应为“私人股权投资基金”（Private Equity Fund），是指主要投资于“私人股权”（Private Equity）的投资基金。私人股权即非公开发行和交易的股权，包括未上市企业和上市企业非公开发行和交易的普通股、可转换为普

通股的优先股和可转换债券。在国际市场上，股权投资基金既有以非公开方式募集（私募）的，也有以公开方式募集（公募）的。在我国，目前股权投资基金尚只能以非公开方式募集。

作为一种重要的资产配置，私募股权投资基金具有**投资期限长、流动性较差、投资后管理投入资源较多、专业性较强、收益波动性较高等特点**，主要类型包括 VC（Venture Capital，创业投资基金/风险投资基金）、创投类 FOF（Fund of Funds，母基金）、PE（Private Equity，私募股权投资基金）、私募股权类 FOF 等（表 1）。目前中国市场上比较有名的 VC 机构包括 DCM 投资、IDG 资本、北极光创投、晨兴资本、红杉资本、今日资本、经纬中国等，PE 机构包括淡马锡、MBK、中信资本、软银、PAG 等。

表 1：私募股权投资基金的类型和定义

基金类型	定义
VC	主要向处于创业各阶段的未上市成长性企业进行股权投资的基金（新三板挂牌企业视为未上市企业）。全美风险投资协会给 VC 的定义是“由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、具有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本”
创投类 FOF	创投类 FOF，主要投向创投类私募基金、信托计划、券商资管、基金专户等资产管理计划的私募基金
PE	指通过私募形式对私有企业，即非上市企业进行的权益性投资，在交易实施过程中附带考虑了将来的退出机制，即通过上市、并购或管理层回购等方式，出售持股获利
私募股权类 FOF	私募股权类 FOF，主要投向股权类私募基金、信托计划、券商资管、基金专户等资产管理计划的私募基金

资料来源：中国证券基金业协会；作者根据公开资料整理

## （二）中国私募股权投资市场发展历程及现状

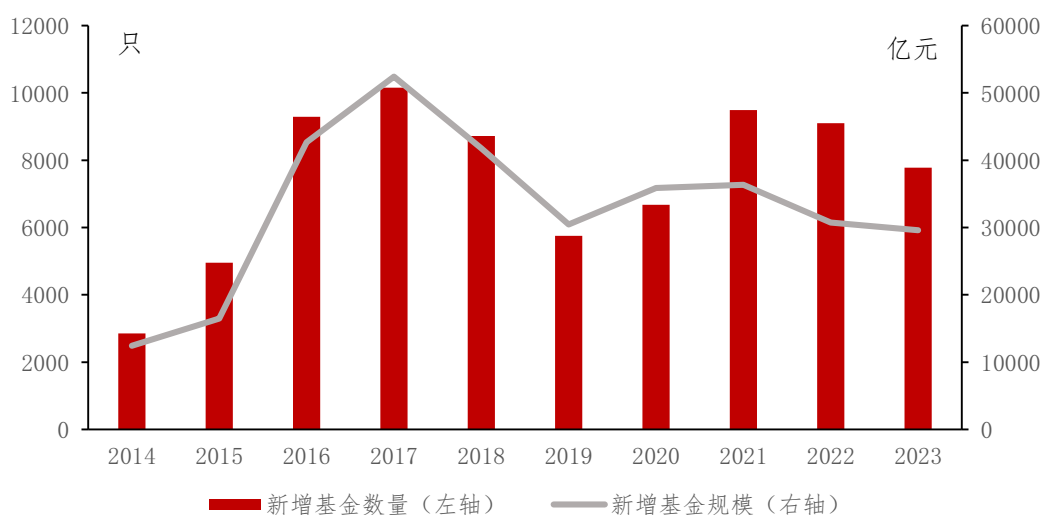
第一阶段（1992—2007）：外资主导。在改革开放的政策红利下，许多资金雄厚、发展成熟的外资机构进入中国私募股权投资市场“淘金”。1993 年，IDG 资本进入中国。1995 年，《设立境外中国产业投资基金管理办法》通过，允许注册于境外的基金投资于国内的产业，大批外资机构抢占中国市场。二十一世纪初，网易、腾讯、百度等互联网公司在港股和美股上市，为外资风投机构带来了丰厚的回报和声望，进一步

巩固了其主导地位。

第二阶段（2008—2014）：本土探索。2008年，华泰、国信等八家符合条件的证券公司相继获准开展直投业务，全国社保基金获准自主投资经国家发改委批准的产业基金和在国家发改委备案的市场化股权投资基金，同时《关于创业投资引导基金规范设立与运作指导意见》获准颁布，本土机构融资渠道大为拓宽。2009年，创业板正式开板，标志着国内私募股权获得了本土化的退出平台，人民币基金募、投、退的完整链条被打通。

第三阶段（2014—2017）：快速扩张。2014年，随着移动互联网技术得到快速发展和广泛应用，互联网创业成为新的风口。同年，中关村创业大街在“大众创业、万众创新”的号召中正式开街，中国掀起创业和风投的热潮。此外，该阶段影子银行过度扩张、资金面流动性充裕也促成了私募股权投资行业的爆发式增长，催生了一定的泡沫。

图 1：历年新成立私募股权投资基金数量及规模



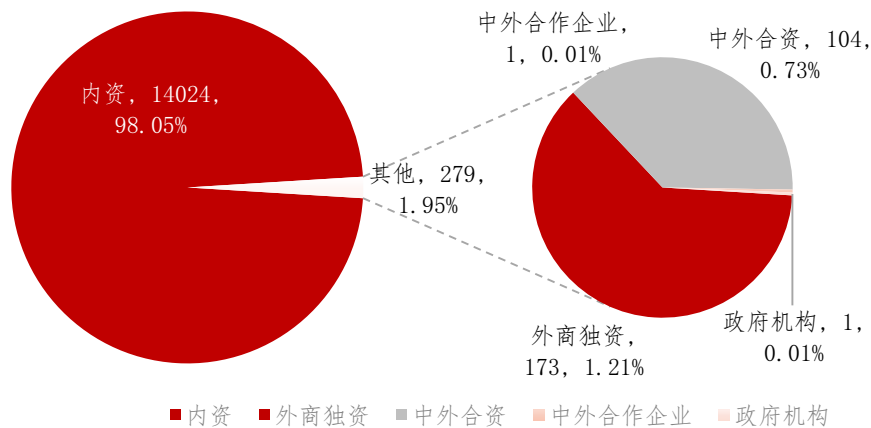
资料来源：私募通

第四阶段（2018—）：理性调整。2018年，资管新规落地，影子银行业务收缩，金融业去通道、去嵌套、去杠杆，私募股权投资行业募资难度也开始上升。2019年之后，新冠疫情、全球经济下行使得全球私募股权投资活动受到负面影响。2020年以来，

中国私募股权投资行业监管政策不断强化、正本清源，大量不规范机构出清，行业调整步伐加速（图1）。

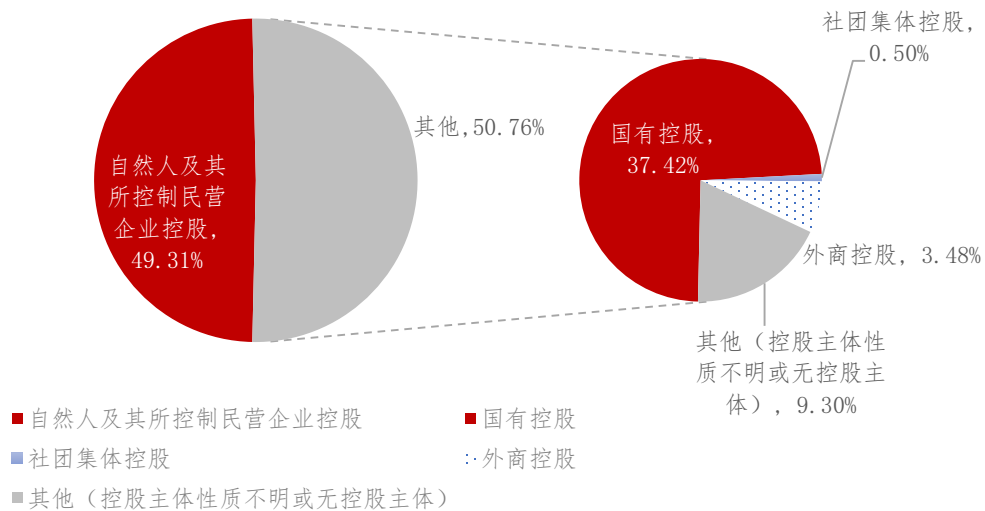
截至2022年末，我国已备案私募股权投资基金数量达到31523只，基金规模11.11万亿元，其中PE、VC规模占比达到69%。从行业投向上看，投资案例数量最多的前五大行业分别为计算机运用、资本品、医药生物、半导体、医疗器械与服务。从被投资企业特征看，投资于中小企业的投资案例数量最多，占总投资案例数量的56.19%，在投金额占比25.57%；投资于高新技术企业的案例数量和在被投金额占比分别为41.12%、26.07%；投资于初创科技型企业的案例数量和在被投金额占比分别为14.02%、3.80%。从基金管理人股权性质来看，当前我国PE、VC以内资为主，2022年末内资管理人数量和规模占比分别为98.05%、97.22%（图2）。从控股类型来看，自然人及其民营企业控股的管理人数量和规模占比最大，其次为国有控股（图3）。从管理规模集中度来看，当前私募股权投资基金行业头部效应较为明显，行业排名前20的管理人管理规模占比达12.85%，排名前20%的管理人规模占比达89.42%。

图2：基金管理人股权性质分布（按数量）



资料来源：中国证券基金业协会

图 3：基金管理人控股类型分布（按规模）



资料来源：中国证券基金业协会

## 二、中国私募股权投资市场发展新特征

### （一）市场低温延续，募、投、退规模全面缩减

在多重因素影响下，2023 年中国私募股权投资市场延续低温，募资、投资、退出市场规模和交易数量都在缩减，延续了自 2021 年以来的下滑趋势。据清科研究中心统计，2023 年募资市场新募集基金数量为 6980 只，总规模为 18244.71 亿元人民币，同比分别下降 1.1%、15.5%；投资市场共发生案例数 9388 起，披露投资金额 6928.26 亿元，同比分别下滑 11.8%、23.7%。根据 CVSource 投中数据，2023 年共计 303 支私募基金以并购方式退出，同比下降 24.44%；共 274 家具有 VC/PE 投资背景的中国企业实现 IPO，同比下降 23.25%。

中国股权投资市场的不景气与全球私人资本市场融资状况偏紧、私募股权投资市场面临退出“寒冬”不无关联。**第一**，在美元加息、宏观经济下行等背景下，全球私人资本市场整体融资状况偏紧。根据 Pitchbook 统计，2023 年，全球私人资本市场募资金额为 11755 亿美元（图 4），同比下降 20.5%，其中，PE 募资规模 5538 亿美元，同比下降 1.1%；VC 募资规模 1618 亿美元，同比下降 47.3%（图 5）。**第二**，在经历

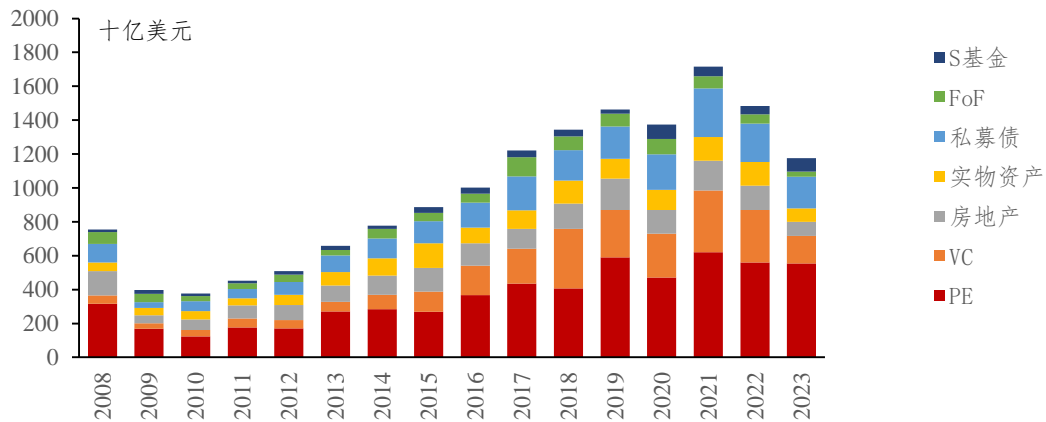
2021年的短暂繁荣后，私募股权投资市场正面临前所未有的退出“寒冬”。一方面，存量未退出资产规模达历史高点。据贝恩咨询统计，截至2023年，行业未出售资产总额高达3.2万亿美元，投资机构持有四年或四年以上的被投企业占总数的46%，达到2012年以来的最高水平。另一方面，2023年投资、退出交易数量骤减，交易流量的减少使得退出压力进一步抬升。据Dealogic、Preqin统计，与2021年的峰值相比，2023年全球私募股权市场投资成交规模和案例数量分别下降60%和35%，退出市场成交规模和关闭的基金数量分别下降66%和50%。

图4：全球私人资本市场募资规模



资料来源：Pitchbook；中国银行研究院

图5：各类型私人资本市场募资情况



资料来源：Pitchbook；中国银行研究院

## （二）地缘政治摩擦背景下，美国机构投资中国的阻力增大

在中美科技领域摩擦升级背景下，许多在华展业的美元基金纷纷选择加速与母基金切割，规避地缘政治风险是重要考量。近年来，中美科技博弈不断加剧，美国政府开始限制本国机构对中国在科技领域的投资，这使得美元 LP 的投资意愿降低。2023 年 7 月，美国国会众议院“中国问题特别委员会”向纪源资本、金沙江创投、华登国际和高通创投发出问询函，要求这些美国风投机构提供他们对中国人工智能（AI）、半导体和量子领域初创企业的投资信息。对此，许多机构选择拆分中国业务，规避地缘政治风险。例如，红杉资本宣布将完成美欧、中国、印度/东南亚三大区域的独立拆分，独立后的红杉中国将会成为一个完全独立的单独实体，与美国业务分开；蓝驰创投宣布将其英文品牌名改成“Lanchi Ventures”，不再与硅谷风险基金“BlueRun Ventures”同名共享；纪源资本宣布正式独立运营，不再使用已沿用 18 年的“GGV”这一英文品牌名。除了拆分市场外，许多美元基金已开始尝试募集人民币资本，或尝试向中东主权基金、欧洲、新加坡、东南亚等非美国本土的 LP 进行募资。

中美摩擦还使得许多美元 LP 投资的中国科技企业面临融资和退出的不确定性，这同样损害了美元 LP 的利益，影响他们投资中国企业的信心。IPO 和并购是私募股权最重要的退出方式，其中通过 IPO 将股权由“私募”变为“公募”可获得的回报率最高，更受投资人青睐。过去二十年中，美国私募股权投资机构投资了一大批中国互联网科技企业，部分企业已在美股、港股上市，为投资机构带来了丰厚的回报和声誉，但近年中美在审计方面的阶段性摩擦也曾使中概股 IPO 遇冷；部分企业仍为私有化状态，如字节跳动等。2024 年，在美国国会推动下，TikTok 被要求从字节跳动剥离，否则将面临封禁，这使得字节跳动在美股 IPO 难度大大上升，而通过并购交易方式出售 TikTok 也并非易事。对于向字节跳动投资了数十亿美元的泛大西洋资本集团、海纳国际集团、红杉资本等美国投资机构来说，尽管字节跳动估值的快速增长让他们积累了巨额账面投资收益，但股权难以变现的压力十分严峻。

在地缘政治摩擦等因素影响下，外币基金募资、投资及跨境并购活动热度明显下降。募资方面，根据清科研究中心统计，2023 年共 77 只外币基金完成新一轮募集，



同比下降 32.5%；募资规模约为 1088.71 亿元人民币，同比降幅 56.4%。相比之下，2023 年人民币基金募集数量和规模同比降幅分别为 0.6%、10.1%，降幅明显小于外币基金，人民币基金募资规模占全市场比重也由 2022 年的 88.4% 增长为 2023 年的 94.0%。投资方面，外币投资活跃度下降也更为明显，特别是投资案例数大幅跳水。根据清科研究中心数据，2023 年外币投资总金额和案例数量同比分别下降 30.2%、54.4%，而人民币投资总金额和案例数量同比仅分别下降 22.2%、7.4%。跨境并购方面，根据 CVSource 投中数据，2023 年跨境交易案例数同比下降 4.25%，其中披露金额的交易规模总计 119.26 亿美元，同比下降 49.27%，该规模约为 2017 年的 1/12。

### （三）国资 LP 成为市场主力，中西部地区政府引导基金表现活跃

国有资本正成为私募股权投资市场中人民币基金最主要的出资方，地位日益重要。中国第一只政府引导基金是成立于 2002 年的“中关村创业投资引导资金”。2014 年 10 月，国务院出台《关于加强地方政府性债务管理的意见》，对地方政府债务实行规模控制和预算管理，并鼓励推广使用政府与社会资本合作模式，地方政府投资模式开始向“拨改投”转变，新设政府引导基金数量快速攀升。近年来，国有资本在私募股权投资市场中的参与度不断提升，为下行的市场注入了信心与活力，同时也培植了一批优秀的科技企业。例如，合肥市政府投资的京东方、蔚来、科大讯飞等。根据清科研究中心统计，2023 年政府机构/政府出资平台/政府引导基金的合计披露认缴出资金额占新募人民币基金总规模的 40.6%，同比增长 1.4%，其次是产业资本和个人及家族基金，占比分别为 26.7%、10.5%。从新募人民币基金的 LP 属性来看，2023 年具备国资背景的 LP（包括国资参股、国资控股）披露的认缴出资总规模约 1 万亿元人民币，占比达到 LP 出资总规模的 77.8%，同比上升 4.6%。

从区域发展情况来看，华东地区政府引导基金累计数量和规模居全国首位，但近年来中西部地区表现活跃、持续发力。东部地区经济较为发达，地方政府财政实力较强，且基础设施、产业发展条件较好，私募股权投资市场发展水平也较高，因此政府引导基金数量和规模均排在全国前列。但近年来随着国内产业转移和地方政府招商引资、促进产业升级的客观需要，中西部地区政府引导基金募资活动表现活跃，新设基

金数量和规模攀升较快。根据 CVSource 投中数据，截至 2023 年第三季度，华东地区累计成立 688 支政府引导基金，合计规模超过万亿，数量和规模均居全国首位；华东、华中、西北地区政府引导基金自身规模增长率分别为 4.73%、23.77%、7.72%。

#### （四）资本市场监管强化，行业优胜劣汰、加速出清

私募股权投资行业监管升级，存续管理人数量下降，不规范机构加速出清。2023 年，随着《私募投资基金登记备案办法》及配套指引、《私募投资基金监督管理条例》等政策措施的出台，私募基金行业进入强监管时代，不符合运作和管理规范的机构大批量出清，行业生态得到大幅改善。至此，私募股权投资行业法律法规和监管体系逐渐完备（表 2）。中基协私募基金管理人登记及产品备案月报显示，2023 年以来，每月新登记私募基金管理人数量持续大幅低于注销数量，市场存续管理人数量不断减少。以 2023 年 12 月为例，当月新登记私募基金管理人 38 家，其中，私募证券投资基金管理人 14 家，PE、VC 管理人 24 家，而当月仅协会注销的私募基金管理人数量就达到 112 家<sup>1</sup>。截至 2023 年 12 月末，市场存续 PE、VC 基金管理人 12,893 家，较 2022 年 12 月末的 14,303 家同比减少 9.86%。近期存续管理人数量的下降主要是一批运作和管理不规范的机构受到集中清理。据清科研究中心统计，2023 年全年，协会注销、依公告注销的私募基金管理人数量超总注销数量比重超过九成，注销原因一般为受到纪律处分、异常经营、失联及登记后或全部基金清算后未在规定时间内进行备案等。

IPO 上市难度提升，对私募股权投资行业产生外溢效应，使私募投资者选择 IPO 退出时需再“多跑一公里”。IPO 是私募股权投资退出的重要方式，而科创板、创业板、北交所等因其较低的上市门槛，成为中小企业、创业企业融资从私募走向公募的重要通道。根据中基协统计，2022 年科创板、创业板、北交所新上市公司中，私募基金支持率分别为 89%、57%、100%。2023 年 8 月末，证监会提出“阶段性收紧 IPO 节奏”，加大对 IPO 的审核和监管力度。IPO 市场收紧会使私募投资机构预期到更高的退出失败风险和更长的退出周期，从而更谨慎地进行项目筛选，减少投资。融资压力

---

<sup>1</sup> 私募基金管理人注销类型分为主动注销、依公告注销、协会注销。

将首先传导至C轮、pre-IPO等融资市场，然后再向前传导至B轮、A轮甚至更早阶段的融资市场，最终影响整个私募股权投资行业。根据Wind数据统计，2023年A股IPO市场共新增313家企业发行上市，同比减少26.87%，首发募集金额3565.39亿元，同比减少39.25%；其中，科创板IPO数量同比减少45.97%，接近腰斩。2024年以来，资本市场“严监严管”进一步升级，IPO上市标准提高，增加私募变现难度。2024年4月12日，《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（简称新“国九条”）发布，提高主板、创业板上市标准，完善科创板科创属性评价标准（表3）。在新“国九条”下，创业板IPO上市企业净利润规模、预计市值、营业收入等标准均明确提升，科创板研发投入金额、发明专利数量及营收增速要求也有所上升，这在保护公募投资者的同时，也使得私募投资者需要付出比之前更多的努力才能推动企业上市，再“多跑一公里”。

表2：私募股权投资行业主要政策动态梳理

时间	相关政策动态
2006年3月	《创业投资企业管理暂行办法》施行
2008年10月	国务院办公厅转发《关于创业投资引导基金规范设立与运作指导意见》
2012年12月	《证券投资基金法》首次修订
2013年6月	《证券投资基金法》将私募基金纳入统一规范
2014年1月	《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》发布
2014年8月	《私募投资基金监督管理暂行办法》正式施行
2020年12月	《关于加强私募投资基金监管的若干规定》成文
2022年6月	《关于私募基金管理人登记备案工作相关事宜的通知》发布
2023年5月	《私募投资基金登记备案办法》及配套指引正式施行
2023年9月	《私募投资基金监督管理条例》正式实施
2023年12月	《私募投资基金监督管理办法（征求意见稿）》发布

资料来源：作者根据公开资料整理

表 3：2024 年 4 月新“国九条”发布后各板块 IPO 上市标准变化

	IPO 上市标准变化
沪市主板	将第一套上市标准中的最近 3 年累计净利润指标从 1.5 亿元提升至 2 亿元，最近一年净利润指标从 6000 万元提升至 1 亿元，最近 3 年累计经营活动产生的现金流量净额指标从 1 亿元提升至 2 亿元，最近 3 年累计营业收入指标从 10 亿元提升至 15 亿元；将第二套上市标准中的最近 3 年累计经营活动产生的现金流量净额指标从 1.5 亿元提升至 2.5 亿元；将第三套上市标准中的预计市值指标从 80 亿元提升至 100 亿元，最近 1 年营业收入指标从 8 亿元提升至 10 亿元
深市主板	将第一套上市标准的最近三年累计净利润指标由 1.5 亿元提高至 2 亿元，最近一年净利润指标由 6000 万元提高至 1 亿元，最近三年累计经营活动产生的现金流量净额指标由 1 亿元提升至 2 亿元，最近三年累计营业收入指标由 10 亿元提升至 15 亿元；将第二套上市标准的现金流指标由 1.5 亿元提高至 2.5 亿元，进一步突出主板大盘蓝筹定位，提升上市公司稳定回报投资者的能力；适度提高主板第三套上市标准的预计市值、收入等指标，将第三套指标的预计市值由 80 亿元提高至 100 亿元，最近一年营业收入由 8 亿元提高至 10 亿元，强化行业代表性，为市场提供更加优质多元的投资标的
创业板	适度提高创业板第一套上市标准的净利润指标，将最近两年净利润指标由 5000 万元提高至 1 亿元，并新增最近一年净利润不低于 6000 万元的要求，突出公司的抗风险能力；适度提高创业板第二套上市标准的预计市值、收入等指标，将预计市值由 10 亿元提高至 15 亿元，最近一年营业收入由 1 亿元提高至 4 亿元，支持规模、行业及发展阶段适应创业板定位要求的企业上市
科创板	最近三年研发投入金额要求由累计在 6000 万元以上调整为累计在 8000 万元以上；应用于公司主营业务的发明专利数量要求由 5 项以上调整为 7 项以上；最近三年营业收入复合增长率要求由达到 20%调整为达到 25%

资料来源：作者根据公开资料整理

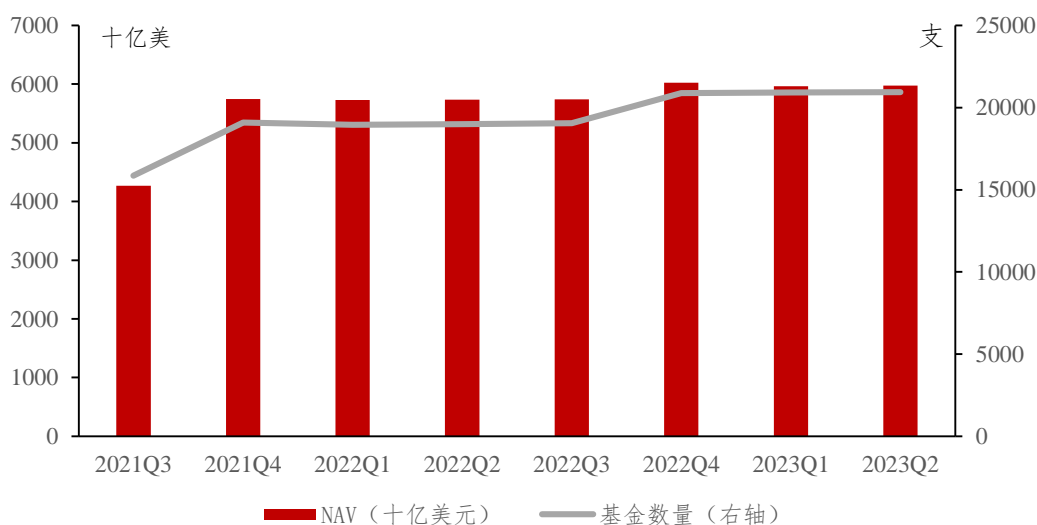
### 三、美国、新加坡股权投资市场发展情况及中国挑战

#### （一）美国：市场发展成熟，以机构投资者和长期资金为主

与中国相比，美国私募股权投资市场发展历史较长，规模较大，退出方式多元化，成熟度较高。美国私募股权投资萌芽于 19 世纪末，当时已有一些富人在石油、钢铁、铁路等高风险的新兴产业开展投资。1946 年，全世界第一家真正意义上的创投公司——美国研究与发展公司 (American Research and Development Corporation) 诞生于美国，标志着美国私募股权投资模式由个人直接投资向专业的机构管理投资转变。20 世纪 80 年代，随着美国高科技、软件行业的高速发展，大量公司在风险投资推动下迅速成长，私募股权投资行业快速扩张。2000 年互联网泡沫破裂后，美国 IPO 市场萎缩，私募股权投资行业亦开始调整，投资周期拉长，并购退出在退出市场中的地位开始超

过 IPO，成为主流；同时，私募股权二级交易兴起，S 基金（Secondary Fund）开始流行。经过多年发展，目前美国已拥有全球最大的私募股权投资市场。相较之下，中国私募股权投资行业发展历史至今仅有不到 40 年，管理、退出经验等仍不成熟。根据中国证券投资基金业协会统计，截至 2022 年末，中国私募股权投资基金规模约为 11.11 万亿元，而同期美国私募股权投资基金规模为 6.02 万亿美元（图 6），约为中国的 4 倍。

图 6：美国私募股权投资基金数量及规模

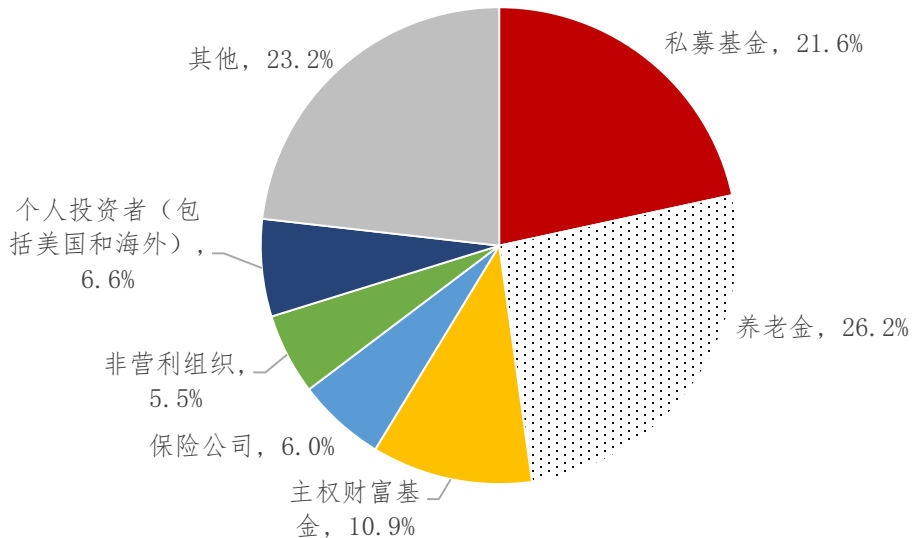


数据来源：SEC；中国银行研究院

美国私募股权投资市场机构投资者构成更为丰富，养老金等中长期资金占比远高于中国，发挥了重要的“蓄水池”功能。根据美国 SEC 数据统计，截至 2023 年第二季度，按基金单位资产净值（Net Asset Value, NAV）规模计算，各类养老金计划是美国私募股权投资市场最大的受益人，占比达到 26.2%，其次是私募基金（21.6%）、主权财富基金（10.9%）和保险公司（6.0%），美国国内和海外个人投资者仅占 6.6%（图 7）。较大的机构投资者和中长期资金占比为美国私募股权投资市场的理性投资和健康运行提供了重要保障。根据《中国证券投资基金业年报 2023》，按出资规模统计，中国私募股权投资各类型投资者中境内法人机构（企业等）占比最大，达到 56.80%，其次是私募基金产品（17.37%），自然人（非员工跟投）占比 7.75%；而值

得关注的是，进行中长期投资的养老金及社保基金占比仅为 0.51%，境外资金合计占比 0.70%，与美国存在较大差距。

图 7：美国私募股权投资市场各类型受益人占比



数据来源：SEC；中国银行研究院

## （二）新加坡：高净值人群与专业化的投资机构助推行业发展

外资和高净值人群的流入为私募股权投资的发展提供了重要动力。新加坡是世界知名的国际金融中心之一，得天独厚的地理位置、发达的金融市场、较强的政治稳定性和政策的可预测性以及国际连通性一直是吸引外资流入的重要优势。近年来，在国际政经环境变化以及新加坡政府较为科学的疫情管控措施影响下，许多海外资金及高净值个人迁移至新加坡，使得新加坡资产管理规模大幅增长，私募股权投资市场也随之迎来繁荣发展。根据新加坡金融管理局统计数据，2021 年底新加坡 PE、VC 市场规模较 2019 年底增长约 1.3 倍。以 2021 年为例，新加坡净流入资金达 4480 亿元，家族办公室数量亦由 2020 年底的约 400 个激增至 2021 年的约 700 个。在此背景下，2021 年新加坡资产管理总规模同比增幅 16%，另类投资规模增幅 30%，其中 PE、VC 资产管理规模同比增速分别达到 42%、48%，增速远高于其他类型另类投资，表明私募股权是高净值人群较为青睐的投资标的，海外资金和高净值人群投资的增加有利于私募股权

市场的发展。

表 4：新加坡 2020—2022 年资产管理市场增长情况

	2020	2021	2022
资产管理总规模同比增速	17%	16%	-10%
另类投资规模同比增速	31%	30%	-10%
PE 规模同比增速	54%	42%	0.30%
VC 规模同比增速	49%	48%	

资料来源：新加坡金融管理局；中国银行研究院

管理经验丰富的专业化投资机构能够产生巨大的经济效益。新加坡的淡马锡、GIC 是私募股权投资市场的重要参与者，“淡马锡模式”闻名全球。新加坡政府每年可从淡马锡和 GIC 净投资回报中获取丰厚且稳定的额外财政收入，由新加坡金融管理局、GIC 及淡马锡控股提供的储备净投资回报贡献（Net Investment Returns Contribution, NIRC）自 2016 年起已成为新加坡政府最大的收入来源。积极参与被投企业管理决策和公司治理、投前审慎评估项目盈利能力、培养优秀的职业经理人队伍、进行全球化投资布局等是淡马锡、GIC 多年以来持续从私募股权投资中获得高额投资回报的重要原因。

淡马锡、GIC 与中国的政府引导基金同样为私募股权投资市场中的国资参与者，但二者存在许多不同之处。**首先**，从出资主体和基金性质来看，淡马锡和 GIC 为新加坡财政部出资设立，本质上属于主权财富基金，而中国的政府引导基金的出资方包括中央政府和省、市、区、县各级地方政府，出资主体更为多元，投资决策也更为分散。**其次**，从投资目的来看，淡马锡和 GIC 均以实现资本的稳健增值为目的，而中国政府引导基金的设立目的主要为促进产业升级、创新创业、招商引资。**再次**，从投资对象来看，淡马锡和 GIC 投资标的较为多元化，淡马锡目前的投资组合包括上市公司股权和以成熟阶段、成熟产业为主的私募股权，初创企业投资在淡马锡非上市投资组合中的比例不到 10%，GIC 的投资标的更是遍布于上市公司股权、私募股权、房地产、债券等多个领域，而中国政府引导基金主要投资于初创期中小企业、新兴产业等领域的股权。**最后**，从投向区域来看，淡马锡海外投资规模超过七成，约 64% 投资于发达经济

体，GIC 海外投资比例则更高，超三成资金投资于美国，而中国政府引导基金则完全投资于境内。虽然二者存在许多不同，但在中国地方政府财政承压的背景之下，学习借鉴新加坡国资基金的优秀管理经验，提升资金的投资效率，能够使政府引导基金的发展更具有可持续性。

### （三）中国私募股权投资行业面临的挑战

在经历过快速扩张期后，中国私募股权投资市场已具备一定规模，但与境外成熟市场相比，行业的健康可持续发展仍面临一些挑战。

**一是长期资本发挥作用有限。**与美国相比，中国“长钱”在私募市场占比仍然较低，特别是养老金发挥的作用有限，这与中国养老金规模较小、参与私募投资较少有关。根据 OECD 数据，2022 年末美中养老金规模分别为 35 万亿美元、4129 亿美元，美国约为中国的 87 倍。此外，与新加坡相比，中国家族办公室等超高净值人群财富管理产业不够发达，富人进行股权投资的潜力未被充分挖掘。**二是以 IPO 退出为主的结构亟待转型。**美国私募市场历经多轮周期考验升级，IPO、并购、S 基金等多种退出方式发展均衡完善，且并购退出占主导地位，能够较好地保证退出收益的稳定。而中国目前仍以 IPO 退出为主，并购退出不是主流，S 基金市场也尚处于起步阶段。在我国资本市场监管日趋完善、上市标准提高的形势下，A 股市场证券化红利正逐渐减少，IPO 退出不确定性高企、回报率不断降低，退出市场结构亟待转型。**三是投资效率、管理能力和全球化程度较低。**与美国、新加坡相比，中国本土专业的投资管理人队伍仍有待壮大。各类政府引导基金数量众多，但许多基金设立目标和定位不明确，相应的考核评价体系不完善，在一定程度上存在重复建设、资源浪费、效率低下、资金闲置率高等问题。此外，投资聚焦于国内，也限制了资金全球化布局优势的发挥。

## 四、相关启示与建议

**第一，多措并举扩大养老金市场规模，进一步鼓励长期资金投资私募股权。**一方面，中国养老金规模存在较大增长潜力，2022 年末占 GDP 比重仅为 2.4%，远低于美国的 137.5%，也低于 OECD 国家 86.7% 的平均水平。应当采取大力发展商业保险年金、开



展养老理财产品试点、推动特定养老储蓄试点发展等多种方式优化个人养老金相关金融产品供给，同时进一步深化投资者教育及养老金融知识普及，促进个人养老金市场快速扩容。另一方面，应考虑在控制风险的前提下适度放开第二、三支柱投资私募股权的限制。尽管 2023 年我国社保基金可投资于股权类资产的最大投资比例已上调至 30%，但在安全至上、优中选优的原则下，社保基金遴选基金管理人一直较为审慎，未来大规模加注私募股权可能性较低。但应当认识到，长期投资、价值投资的特性与养老金投资理念相契合，年金和个人养老金配置私募股权在发达国家已是较为成熟的做法，也获得了高收益率。美国养老金投资私募股权比例之所以较高，原因之一是其占比超过 80%的第二、三支柱均可投资于私募股权。未来可考虑以试点形式放开对于年金、个人养老金投资私募股权的限制，在控制风险和投资比例的前提下，允许一批具备投资管理经验的大型金融机构开设可配置于私募股权的养老金融产品。

**第二，增强对于高净值个人进行私募股权投资的激励，鼓励设立家族办公室。**绝大部分 LP 要求私募投资基金的存续期不得超过十年，投资期一般为五年，退出期一般为三年，部分 LP 会再给予两年宽限期，而在“投早投小投科技”的战略主题下，一个真正好的技术成果转化和科技企业发展壮大平均年限往往超过十五年。这导致许多私募股权基金无法开展天使轮投资，也可能导致许多具有巨大潜力的早期项目因融资困难而夭折。相对而言，高净值人群对于投资期限的容忍度更高，也具备相应的风险承担能力，适于进行高风险、高回报、超长周期的早期投资。可考虑对高净值人群投资私募股权制定相应的激励政策，例如提供税收减免和抵扣、制定针对设立家族办公室的扶持措施等，鼓励高净值人群通过家族办公室对私募股权投资进行专业化的管理。

**第三，鼓励商业银行以股权投资方式支持中小微科技型企业发展，推动“科技—产业—金融”良性循环。**我国金融体系以间接融资为主，银行业资产在金融业中占比接近 90%，商业银行是重要的金融市场主体，具备较强的信息、资金与资源整合能力，进入股权投资领域有一定优势。2023 年出台的《商业银行资本管理办法》中，对获得国家重大补贴并受到政府监督的股权投资，其风险权重已由原先的 400%变更为 250%，大幅降低了商业银行的风险资本占用压力。商业银行应以此为契机进一步探索和优化

投贷联动模式，加强对科技企业的投资、管理与帮扶，同时依托自身丰富的风险管理经验，密切监测企业融资状况，助其预防和化解破产风险。

**第四，各级地方政府引导基金应结合自身要素禀赋，因地制宜形成差异化的投资策略，避免重复建设、资源浪费。**尽管国家鼓励对科技型创业企业进行投资，近年来新设政府引导基金也多投资于先进制造、生物医药、新能源等领域，但扎堆投资往往易催生估值泡沫，甚至引发新的产能过剩风险。此外，孵化科技型企业对地方科技实力、高校资源、收入水平、市场发达程度等均要求较高，部分地区并不具有比较优势，反而可能对地方财政造成较大负担。各地政府可结合自身产业特征和要素禀赋进行差异化投资，例如部分中西部地区也可聚焦于投资文化、旅游题材的优质创业企业，鼓励企业充分挖掘本地的自然资源及文化宝藏，推动本地旅游业、文化产业发展和消费升级。

**第五，加强投资管理考评，推动退出市场结构转型。**优化完善投资管理绩效考核办法，建立以退出为导向的考核机制。针对政府引导基金，应构建系统科学的考核指标，对基金的产业、就业、税收带动效果，基金的运作效率、信息披露水平、风险管理机制的完善程度以及投资业绩进行综合评价。通过多种方式鼓励产业资本、私募基金通过杠杆收购等方式促进产业整合，优化资源配置。例如，扩展并购贷款的适用范围，让并购贷款支持更多样的交易形式，进一步放宽关于融资比例、融资期限等方面的限制，增强市场主体的自主权等。大力推动 S 基金发展，对 S 基金落地运营给予配套政策支持，推动银行理财、保险资金、信托资金、国资母基金等加大对 S 基金的投资布局。

