

新质生产力系列（三） 耐心资本赋能新质生产力投资

策略研究 · 策略专题

证券分析师：王开
021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

证券分析师：陈凯畅
021-60375429
chengkaichang@guosen.com.cn
S0980523090002

- **耐心资本发展历程梳理：**自2023年7月起，“耐心资本”在许多重要会议和政策中开始被提及和关注；2024年4月30日，“耐心资本”首次在中央政治局会议上被提及。“耐心资本”源自欧美早期投资市场，其特点为强调长期价值而非短期回报，能容忍波动和回撤，私募股权投资是典型形式。在我国，养老金和保险资金作为价值投资、长期投资和责任投资的代表，符合“耐心资本”的定位，做大做强养老金是壮大“耐心资本”的先决基础。“耐心资本”契合基础设施融资和直接投资。
- **一级市场的耐心资本发展启示：**市场优质资产稀缺导致VC/PE回报率下降，需更深入地挖掘项目或创新模式以寻求超额收益，对“耐心资本”需求增加。综合来看，我国各区域经济有不同的优势，如采矿业主要分布在我国的中西部地区；制造业方面东部城市都呈现出绝对优势，但是侧重点有所不同。京津冀协同发展强调“疏解北京非首都功能”；长三角地区尤为强调产业集群的概念，强调强化区域优势产业创新协作；粤港澳大湾区的定位偏向于国际化。从产业集群分布来看，长三角多且分散，粤港澳则强而集中。从目前的一级市场投资情况来看，近5年VC/PE投资较为突出的省份也主要是经济产业较为发达的省份。其中、北京、上海、江苏、广东、浙江5个省份显现优势。
- **二级市场的中长期资金投资布局：**险资企业股权投资规模在2019-2022年逐年递增，在2022年达到770亿元，在2023年有所下降。选取2020-2024Q1长线资金连续五年进入公司前十大股东的118支个股，以此为样本进行分析：长线资金基于长期投资、价值投资的原则，其股票投资相对于公募基金等是缓慢变量，对个股持仓比公募、保险等在中长期视角相对稳定，长线资金TOP10大股东数量长期高于公募，且近年来有上升趋势。2021年以来，延续持股样本TOP10席位数量和持股比例均呈上升趋势。中长期看，2021-2022年，长线资金在长期重仓个股中权重上升，2022年以来，长线资金的市值占比逐年回落，多为其他机构操作导致的被动变化。长线资金布局股票和债券市场的中长期资金有效平抑了市场波动，发挥市场压舱石作用。在席位数量持平的语境下，长线资金作为耐心资本的持股变化往往更为关键，基本推定2024年Q1是长期资金属性主动加仓行为。
- **壮大耐心资本对市场的影响：**1) **对一级市场：**“耐心资本”契合基础设施融资和直接投资；促进区域经济协同发展，优化资源配置；引导资金流向，促进产业升级；2) **对二级市场：**促进价值投资，推广长期投资理念；增强市场稳定性，减少波动和回撤。
- **风险提示：**美国货币政策前景不明，降息的时点、节奏和幅度偏离市场交易主线；海外地缘冲突和贸易问题尚未缓解，对经济构成潜在拖累；海外库存周期见底时点的滞后，补库存带动需求回暖尚需时间等。

- [01] 耐心资本的发展历程梳理
- [02] 一级市场的耐心资本发展启示
- [03] 二级市场的中长期资金投资布局
- [04] 结论：壮大耐心资本对市场的影响

“耐心资本” 受到关注

- 2023年7月开始，“耐心资本”在我国许多重要会议和政策中开始被提及和关注。2024年4月30日，中共中央政治局召开会议。习近平总书记主持会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议强调，要积极发展风险投资，壮大“耐心资本”。这是“耐心资本”首次在中央政治局会议上被提及。

图：“耐心资本”在重要的会议和政策中被关注和提及的发展脉络

时间	政策/会议/报告	耐心资本相关表述
2023年7月	国资委国有企业改革深化提升行动研讨班	推动国有资本向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业集中，向提供公共服务、应急能力建设和公益性等关系国计民生的重要行业集中，向前瞻性战略性新兴产业集中，坚守主责、做强主业，当好“长期资本”“耐心资本”“战略资本”。
2023年12月	证监会党委（扩大）会议	大力推进投资端改革，推动健全有利于中长期资金入市的政策环境，引导投资机构强化逆周期布局，壮大“耐心资本”。
2024年1月	《2024年上海市政府工作报告》	配合推动科创板完善科创型企业发行上市制度，加快设立科技创新引导基金，引导长期资本、耐心资本投早、投小、投硬科技。
2024年4月	中共中央政治局会议	要因地制宜发展新质生产力。要加强国家战略科技力量布局，培育壮大新兴产业，超前布局建设未来产业，运用先进技术赋能传统产业转型升级。要积极发展风险投资，壮大耐心资本。

资料来源：中国政府网，万得，国信证券经济研究所整理

“耐心资本”溯源

- “耐心资本”源自欧美早期投资市场，其特点为强调长期价值而非短期回报，能容忍波动和回撤。
- 私募股权投资是“耐心资本”的典型形式，20世纪80年代后，随着制度变革，私营养老基金开始投资私募产品，推动“耐心资本”规模大幅增长。特别是美国劳工部对《雇员退休收入保障法案》的修改，允许养老基金投资私募基金，进一步促进了“耐心资本”的发展。

图：海外代表性机构在培育“耐心资本”上的举措和认知

机构	“耐心资本”认知	投资品种理念	投资策略观点	管理运作认识
耶鲁捐赠基金	重视股票资产的投资，包括公募市场和私募市场。从历史上看，股票资产的业绩远远好于债券资产；债券工具通常会随着通货膨胀而贬值。	实现投资多样化。通过对任何单一资产类别的风险敞口进行限制，而不是试图预测市场涨跌，可以更有效地降低风险。	除了最常规的投资或指数化投资，所有投资都应当聘请外部管理人。赋予外部投资顾问相当大的自主权。极度关注外部管理人面临的显性和隐性激励。	在非有效性市场中寻找投资机会。在有效性低的资产类别中，不同的管理人之间的收益差异要大得多。因此选择更优秀的管理人所带来的收益，也会高得多。
丹麦养老基金	投资对象要具备比较低的需求和价格风险。项目的需求与商业周期相关性不高，或是项目的价格可以长期锁定如配电网、有固定价格协议的受管制的公用事业等。	投资对象要具备比较低的监管风险或政治风险。所以，丹麦养老基金把投资范围限制在欧洲和北美市场，私人基础设施投资的监管框架更为健全。	规模在主权基金中偏小，更加灵活。能够追求那些“不被同行注意到”的较小投资机会。愿意参与很多其他基础设施投资者尽量避开的项目早期投资机会。	法律规定50%投资上限，需要寻找经验丰富、有自身技术专长和相同风险偏好的工业企业合作人。在投资生命周期中利益要保持一致，因此设置交易结构并要求合伙人持有大量股份。
加拿大养老基金	重点关注“自有资金投资”。起初团队尝试和私募股权集团共同投资一些项目，在完善投资交易流程后以共同发起人的身份来进行投资。积极尝试基础设施和私人借贷领域的投资机会。	调整投资策略，2005年前采用被动投资策略，至少70%投资于国内。寻找并投资顶级的私募股权基金。从关注北美和欧洲（超）大型收购集团拓展到更多的全球和中型市场基金。	投资委员会的会议频率和成员任期会使长期投资对业绩产生影响。对投资太精细的管理很有可能导致投资策略上的改变，违背长期投资的初衷。	在养老金计划内，建立一种国有企业内的合作模式。为计划的受益人实现最佳的基于风险权重的长期回报，免受政治影响，对其章程的任何修改，都需要经过严格修改流程。
剑桥大学国王学院捐赠基金（凯恩斯）	积极主动地挑选投资品种时，需要专注于长期和耐心的投资策略。他还在长期投资组合中确立了“以股票投资为中心”核心理念，摒弃了其他看起来风险更低的投资方式。放弃了短期预测市场的策略，转而采取了一种新的投资策略，即买入并耐心地长期持有特定股票。	投资大量投资股票，而不是房地产、现金或债券。20世纪40年代，其投资组合里包括大约60只股票。所持股票公司高度国际化、多样化，多是小公司的股票和“价值”型股票，或者是相对于市值来说能产生大量分红的股票。	创建“可自由支配的投资组合”。投资组合可以自由地选择投资品种，并且不受限于1893年和1900年英国政府颁布的《受托人法案》，该法案只允许捐赠基金投资于非常有限的一些品种，其中还不包括股票品种。	凯恩斯对捐赠基金的管理提出大胆设想。由于国王学院已经存在了近5个世纪，将来也还会长久地存在下去，凯恩斯特别指出，应该充分利用学院的这种长期投资视野来制定投资策略。第一个策略就是，在市场低迷期，捐赠基金可以作为反向投资者来进行投资。

资料来源：Ivashina V, Lerner J. Patient capital: The challenges and promises of long-term investing[M]//Patient Capital. Princeton University Press, 2019, 国信证券经济研究所整理

- 从资金属性界定，做大做强养老金是壮大“耐心资本”的先决基础。养老金作为价值投资、长期投资和责任投资的代表资金，充当资本市场稳定器作用，符合“耐心资本”的定位。
- 截至2022年，中国养老基金占GDP比例为2.4%，低于韩国、德国等国，个人养老金也远低于美国、加拿大等国。将养老金扩充至保险资金领域，我国保险资金也有较大扩容空间。

图：资金视角下国内各类“耐心资本”的分布情况



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- “耐心资本”契合基础设施融资和直接投资。它依赖国内银行部门和机构投资者转化长期储蓄，国际金融机构在公共储蓄转国际开发资金中作用关键。非上市股权工具或基础设施基金适合作为投资工具，且与创业资本密切相关。

图：基础设施融资工具分类以及“耐心资本”的作用

资产类别	基础设施融资工具			市场工具	买方/出资方
	工具	基础设施项目	企业资产负债表	资金池	“耐心资本”或短期资本
固定收入	债券	项目债券	公司债券、绿色债券	债券指数、债券基金 (ETF)	拥有“耐心资本”或非耐心资本的所有参与者
		市政、子主权债券			
		绿色债券，伊斯兰债券	次级债券		
	贷款	直接投资贷款、银团项目贷款、资源融资基础设施贷款 (RFD)	对基础设施企业的直接投资贷款、银团贷款、证券化贷款 (ABS)、抵押贷款债券 (CLO)	债券基金 (GPS)、贷款指数、贷款资金	“耐心资本”：多边开发银行、双边捐赠资助银行或基金、半公共资助投资银行或公司、一些国家开发银行
混合	混合	夹层融资	可转换债券	夹层债务基金、混合债券基金	混合参与者
股权	上市	收益公司	上市的基础设施和公用事业股票、封闭式基金、房地产投资信托基金 (REIT)、HIT、MLP	上市的基础设施股票基金、指数、信托基金、ETF	“耐心资本”：主权财富基金、养老基金及其他
	未上市	对基础设施项目股权的直接投资、公私合营 (PPP)	对基础设施企业股权的直接投资	未上市的基础设施基金	“耐心资本”：主权财富基金、养老基金、创业资金、直接投资、拟设立的全局结构转型基金

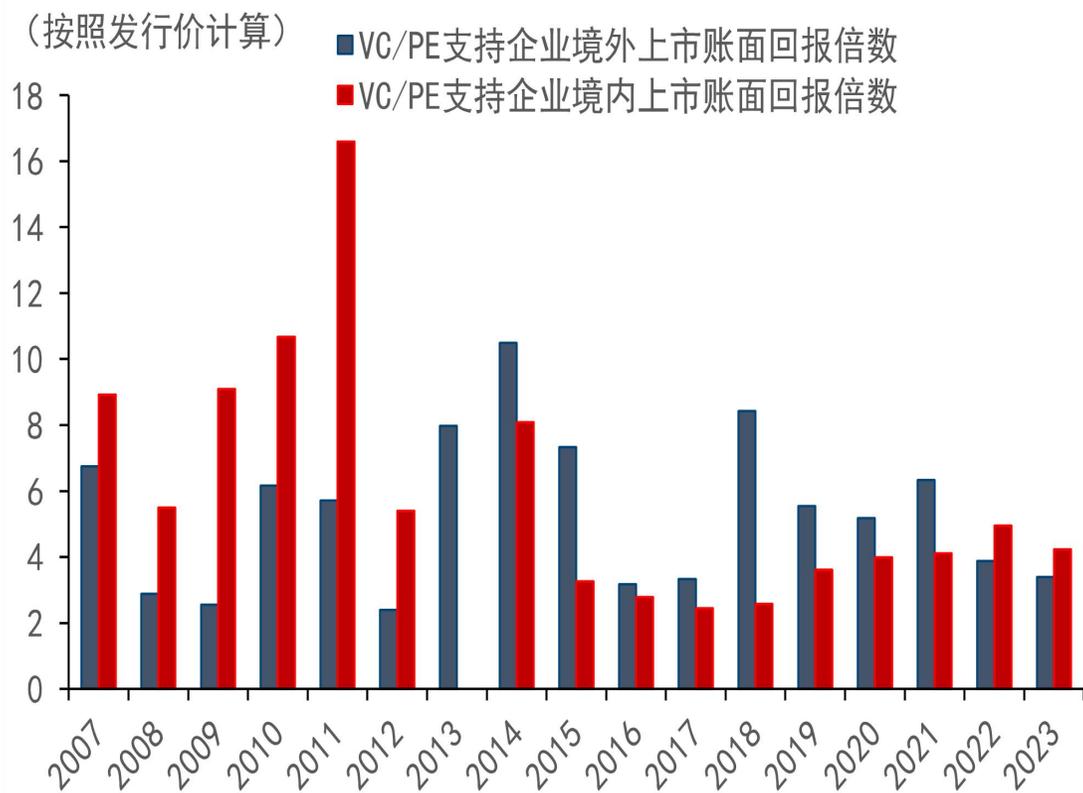
资料来源：林毅夫, 王燕. 新结构经济学: 将“耐心资本”作为一种比较优势 [J]. 开发性金融研究, 2017, 11 (01): 3-15, 国信证券经济研究所整理

- [01] 耐心资本的发展历程梳理
- [02] 一级市场的耐心资本发展启示
- [03] 二级市场的中长期资金投资布局
- [04] 结论：壮大耐心资本对市场的影响

VC/PE回报率

- 市场优质资产稀缺导致VC/PE回报率下降，需更深入地挖掘项目或创新模式以寻求超额收益，对“耐心资本”需求增加。
- 2023年VC/PE支持中企IPO增长19%，但融资总额下降36.6%。近六年IPO总量和金额呈倒U分布，2021年达高峰。2023年VC/PE支持上市公司数量为267家，渗透率连续五年超60%。半导体领域在VC/PE支持中表现突出。

图：VC/PE支持IPO中企境内外平均账面回报倍数



资料来源：清科研究中心，国信证券经济研究所整理

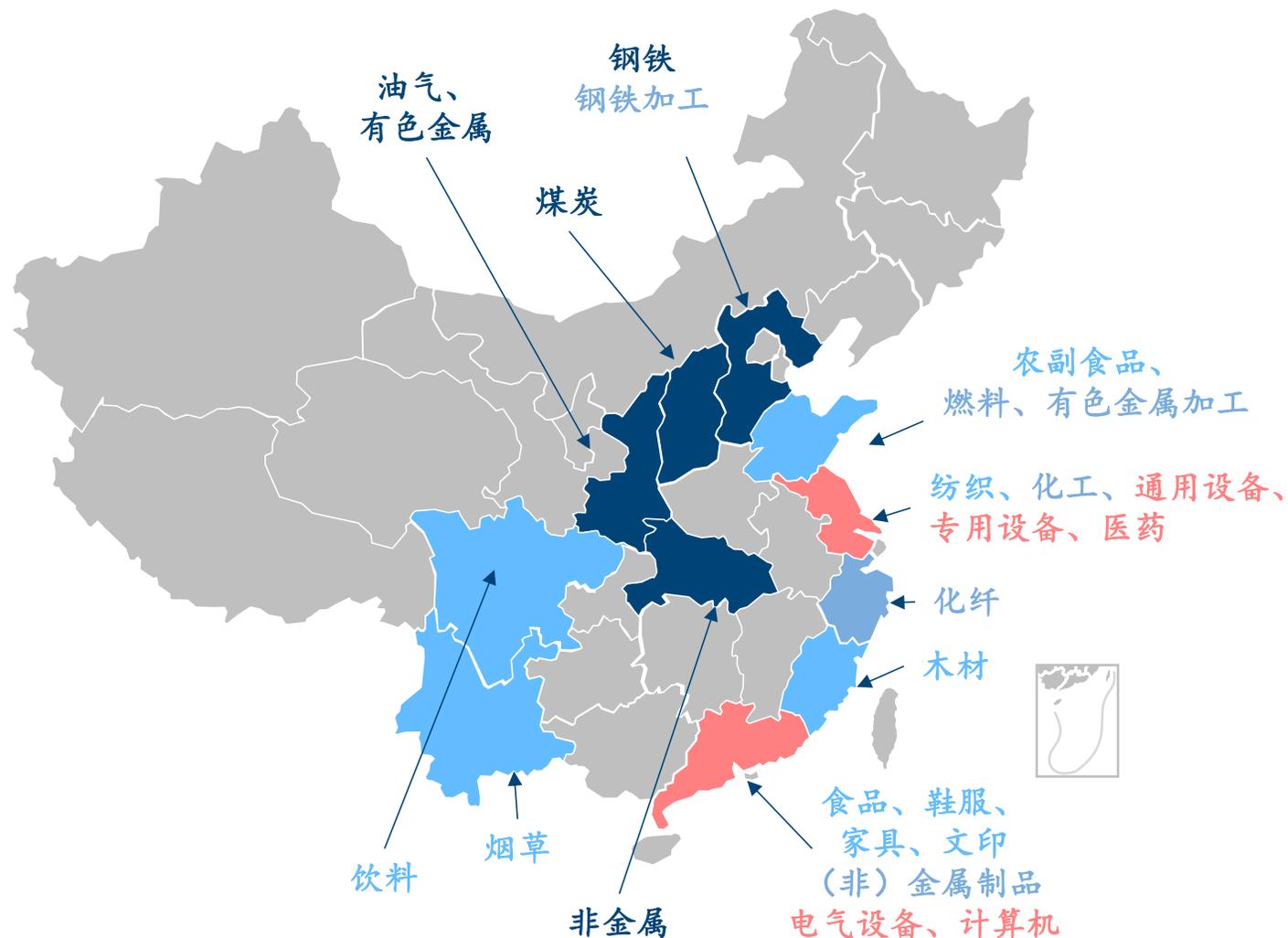
图：VC/PE支持各行业上市中企平均账面回报倍数

排名	2023	平均账面回报倍数	2022	平均账面回报倍数	2021	平均账面回报倍数	2019	平均账面回报倍数	2018	平均账面回报倍数
1	半导体及电子设备	6.64	连锁及零售	9.46	半导体及电子设备	18.12	半导体及电子设备	2.08	互联网	2.33
2	广播电视及数字电视	6.46	半导体及电子设备	6.86	化工原料及加工	12.32	互联网	2.06	IT	2.18
3	能源及矿产	5.33	清洁技术	5.97	互联网	10.31	IT	2.06	机械制造	2
4	食品&饮料	4.42	IT	5.02	生物技术/医疗健康	7.27	电信及增值业务	2	电信及增值业务	2
5	其他	4.35	食品&饮料	4.82	娱乐传媒	7.22	纺织及服装	1.93	纺织及服装	1.93
6	机械制造	4.26	房地产	4.76	机械制造	6.62	能源及矿产	1.88	能源及矿产	1.92
7	汽车	4.12	机械制造	4.33	其他	6.49	化工原料及加工	1.84	生物技术/医疗健康	1.86
8	电信及增值业务	3.68	生物技术/医疗健康	4.24	能源及矿产	5.49	清洁技术	1.84	化工原料及加工	1.85
9	互联网	3.61	化工原料及加工	3.86	清洁技术	5.38	机械制造	1.81	清洁技术	1.85
10	娱乐传媒	3.61	能源及矿产	3.84	连锁及零售	5	其他	1.77	半导体及电子设备	1.83
11	连锁及零售	3.6	建筑/工程	3.7	食品&饮料	4.73	金融	1.72	其他	1.82
12	化工原料及加工	3.59	其他	3.47	建筑/工程	4.6	生物技术/医疗健康	1.71	金融	1.79
13	IT	2.58	汽车	3.47	IT	4.53	娱乐传媒	1.65	汽车	1.69
14	生物技术/医疗健康	3.4	纺织及服装	2.68	金融	3.98	汽车	1.61	娱乐传媒	1.66
15	农/林/牧/渔	3.4	农/林/牧/渔	2.57	纺织及服装	3.84	建筑/工程	1.59	建筑/工程	1.65
16	物流	2.75	物流	2.54	农/林/牧/渔	3.59	农/林/牧/渔	1.56	农/林/牧/渔	1.54
17	清洁技术	2.58	互联网	2	汽车	3.53	食品&饮料	1.49	连锁及零售	1.5
18	建筑/工程	2.58	娱乐传媒	1.72	电信及增值业务	3.45	物流	1.4	物流	1.4
19	金融	0.95	金融	1.49	物流	2.12	连锁及零售	1.37	食品&饮料	1.37
20	教育与培训	0.66	电信及增值业务	1.47	房地产	0.49	房地产	1.16	房地产	1.18

资料来源：清科研究中心，国信证券经济研究所整理

- **综合来看：**采矿业主要分布在我国的中西部地区；制造业方面东部城市都呈现出绝对优势，但是侧重点有所不同，例如广东地区计算机通信设备较为强势、苏浙地区化纤制造具有绝对优势等。此外细分制造业，可以看出，重化工业和高端制造业的壁垒相对更高一些，西部和东北地区在这两个方面的差距相对更大一些。

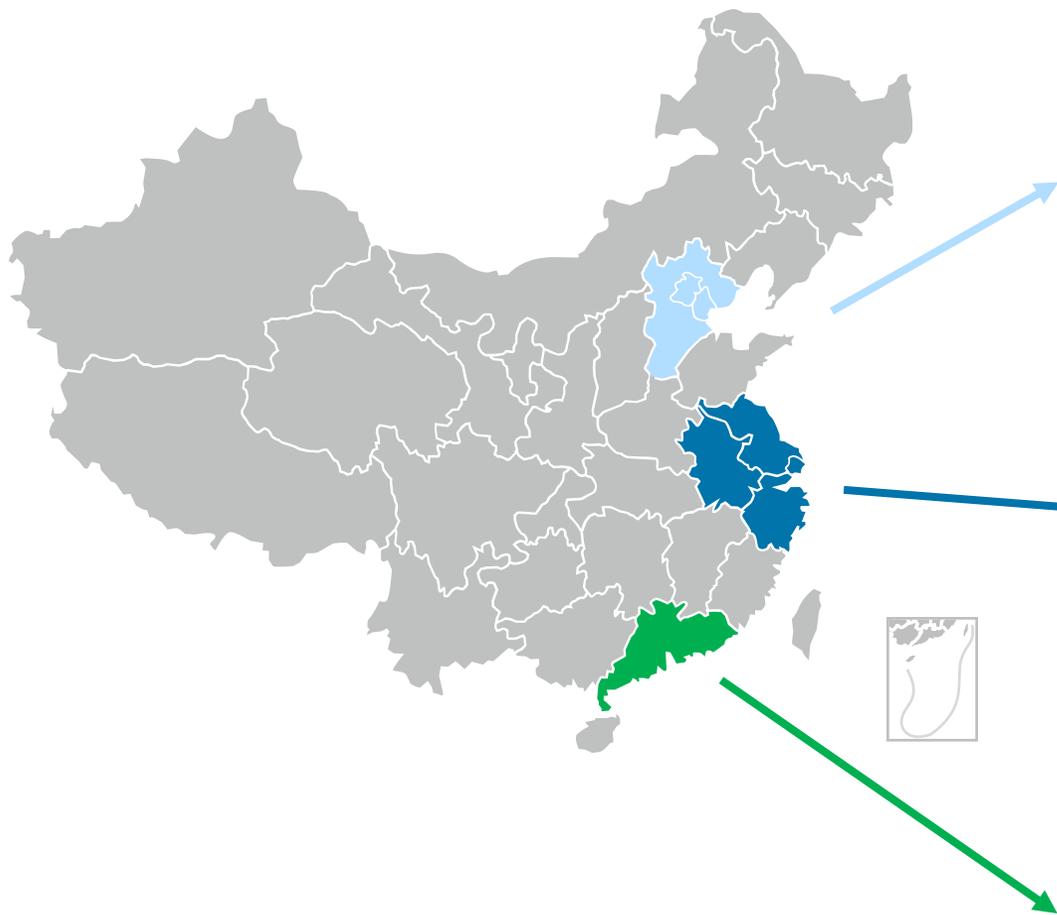
图：各区域经济的产业优势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- 从政策视角来看，粤港澳、京津冀、长三角代表地区未来规划和政策侧重如下：

图：三大产业区产业规划侧重点分布情况



京津冀协同发展

京津冀协同发展**强调“疏解北京非首都功能”**。未来在深化交通一体化、生态环境保护、产业升级转移等重点领域会有一些的发展倾向。其中，雄安新区的发展更是重中之重。它作为推动高质量发展的全国样板，强调实现城市智慧化管理，适度超前布局智能基础设施，打造全球领先的数字城市可以预见，新城将创新驱动发展，**交通运输、环保产业、高端高新产业，高端服务业以及新基建**等具有众多布局机会。**短期来看，侧重人工智能、生物医药、绿色产业的发展。**

长三角一体化

长三角地区尤为**强调产业集群**的概念，强调强化区域优势产业创新协作。重点发展的产业领域主要有电子信息、生物医药、航空航天、高端装备、新材料、节能环保、海洋工程装备及高技术船舶等，同时**聚焦量子信息、类脑芯片、物联网、第三代半导体、新一代人工智能、细胞与免疫治疗**等领域，努力实现技术群体性突破，支撑相关新兴产业集群发展。**短期来看，侧重高端农业、专精特新产业的发展。**

粤港澳大湾区

粤港澳大湾区的**定位偏向于国际化**。强调利用香港的金融优势，注重对金融科技的发展支持。重点发展的产业领域有电子信息产业、绿色石化产业、智能家电产业、汽车产业、先进材料产业、现代轻工纺织产业、软件与信息服务产业等。**短期来看，侧重新能源、电子信息产业的发展**

粤港澳、京津冀、长三角代表地区核心产业集群



- 根据2023中国民营经济发展论坛发布《2023中国百强产业集群》报告，**长三角区域表现突出，共有47个百强产业集群**。长三角地区优势主要体现在机械制造业方面。**粤港澳大湾区共有14个产业集群上榜**，主要涉及到通信、医疗、电子、新材料等领域。**京津冀地区仅有4个产业集群上榜**，分别是北京大兴生物医药产业集群、北京集成电路产业集群、保定汽车零部件产业集群及石家庄新型电子光器件及设备制造集群。
- 从集群分布来看，**长三角相对多且分散**，涉猎范围比较广，多类产业链相互交织嵌套在一起。**粤港澳则呈现强而集中**，前8名中有5个集群属于粤港澳大湾区。可以推断，粤港澳大湾区可能更多是以政策吸引企业加入，长三角地区则已经建立了一定的产业集群优势。

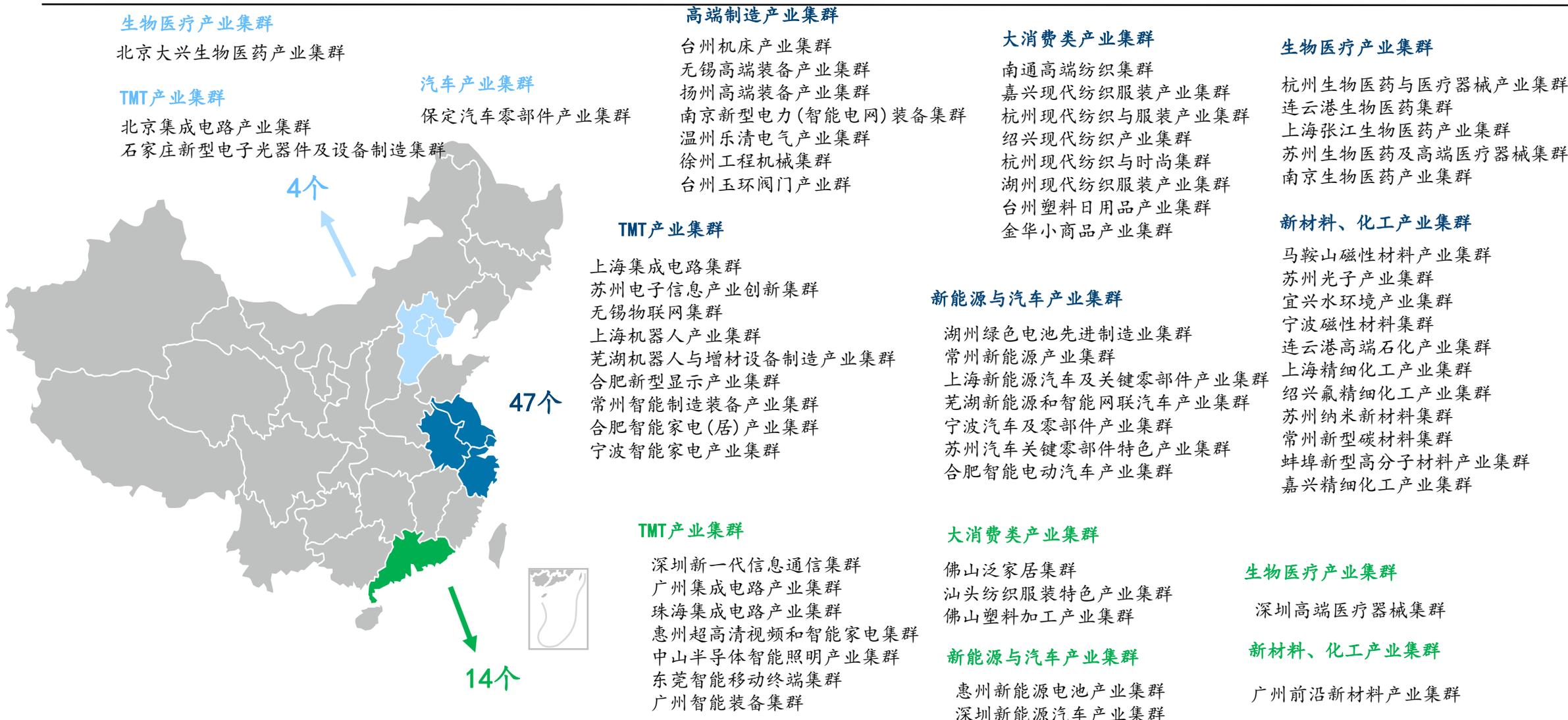
图：粤港澳、京津冀、长三角代表地区核心产业集群

序号	集群名称	所在城市	序号	集群名称	所在城市	序号	集群名称	所在城市	序号	集群名称	所在城市
1	深圳新一代信息通信集群	深圳市	26	嘉兴现代纺织服装产业集群	嘉兴市	51	马鞍山磁性材料产业集群	马鞍山市	76	汕头纺织服装特色产业集群	汕头市
2	上海新能源汽车及关键零部件产业集群	上海市	27	合肥智能电动汽车产业集群	合肥市	52	广州前沿新材料产业集群	广州市	77	苏州纳米新材料集群	苏州市
3	上海集成电路集群	上海市	28	南京新型电力(智能电网)装备集群	南京市	53	苏州光子产业集群	苏州市	78	柳州汽车整车及关键零部件创新型集群	柳州市
4	东莞智能移动终端集群	东莞市	29	无锡高端装备产业集群	无锡市	54	南京生物医药产业集群	南京市	79	佛山塑料加工产业集群	佛山市
5	深圳新能源汽车产业集群	深圳市	30	佛山泛家居集群	佛山市	55	淄博高端精细化工产业集群	淄博市	80	西宁锂电产业集群	西宁市
6	上海张江生物医药产业集群	上海市	31	芜湖新能源和智能网联汽车产业集群	芜湖市	56	大连轴承产业集群	大连市	81	保定汽车及零部件产业集群	保定市
7	惠州超高清视频和智能家电集群	惠州市	32	苏州生物医药及高端医疗器械集群	苏州市	57	宜兴水环境产业集群	无锡市	82	乌鲁木齐风电及高端专用设备制造集群	乌鲁木齐市
8	广州智能装备集群	广州市	33	广州集成电路产业集群	广州市	58	宁波磁性材料集群	宁波市	83	聊城轴承产业集群	聊城市
9	合肥新型显示产业集群	合肥市	34	宁波汽车及零部件产业集群	宁波市	59	长沙电子信息产业集群	长沙市	84	宁波智能家电产业集群	宁波市
10	重庆电子信息先进制造集群	重庆市	35	合肥智能家电(居)产业集群	合肥市	60	郑州汽车产业集群	郑州市	85	石家庄新型电子元器件及设备制造集群	石家庄市
11	北京大兴生物医药产业集群	北京市	36	徐州工程机械集群	徐州市	61	珠海集成电路产业集群	珠海市	86	杭州现代纺织与时尚集群	杭州市
12	武汉光电子信息集群	武汉市	37	上海机器人产业集群	上海市	62	连云港高端石化产业集群	连云港市	87	常州新型碳材料集群	常州市
13	长沙工程机械集群	长沙市	38	台州玉环阀门产业群	台州市	63	台州塑料日用品产业集群	台州市	88	新余动力电池产业集群	新余市
14	台州机床产业集群	台州市	39	苏州电子信息产业创新集群	苏州市	64	绍兴氟精细化工产业集群	绍兴市	89	江西上饶光伏产业集群	上饶市
15	北京集成电路产业集群	北京市	40	湖州现代纺织服装产业集群	湖州市	65	宜宾动力电池产业集群	宜宾市	90	蚌埠新型高分子材料产业集群	蚌埠市
16	深圳高端医疗器械集群	深圳市	41	青岛智能家电集群	青岛市	66	赣州稀土新材料及应用集群	赣州市	91	扬州高端装备产业集群	扬州市
17	绍兴现代纺织产业集群	绍兴市	42	杭州生物医药与医疗器械产业集群	杭州市	67	郑州现代食品与加工集群	郑州市	92	包头稀土新材料产业集群	包头市
18	常州智能制造装备产业集群	常州市	43	温州乐清电气产业集群	温州市	68	南通高端纺织集群	南通市	93	滨州纺织服装产业集群	滨州市
19	无锡物联网集群	无锡市	44	烟台高端化工产业集群	烟台市	69	威海高端医疗器械产业集群	威海市	94	淄博新医药产业集群	淄博市
20	宁德动力电池集群	宁德市	45	郑州智能传感器产业集群	郑州市	70	中山半导体智能照明产业集群	佛山市	95	嘉兴精细化工产业集群	嘉兴市
21	重庆汽车产业集群	重庆市	46	连云港生物医药集群	连云港市	71	惠州新能源电池产业集群	惠州市	96	泉州工程机械产业集群	泉州市
22	苏州汽车关键零部件特色产业集群	苏州市	47	晋江纺织服装产业集群	泉州市	72	株洲先进硬质材料产业集群	株洲市	97	湖州绿色电池先进制造业集群	湖州市
23	上海精细化工产业集群	上海市	48	芜湖机器人与增材设备制造产业集群	芜湖市	73	宜春锂电新能源产业集群	宜春市	98	乐山晶硅光伏产业集群	乐山市
24	常州新能源产业集群	常州市	49	福州纺织产业集群	福州市	74	重庆摩托车产业集群	重庆市	99	杭州现代纺织与服装产业集群	杭州市
25	厦门电子信息产业集群	厦门市	50	鹰潭有色产业集群	鹰潭市	75	金华小商品产业集群	金华市	100	潍坊智能农机产业集群	潍坊市

资料来源：中国民营经济发展论坛，国信证券经济研究所整理

粤港澳、京津冀、长三角代表地区核心产业集群

图：三大地区核心产业集群分布

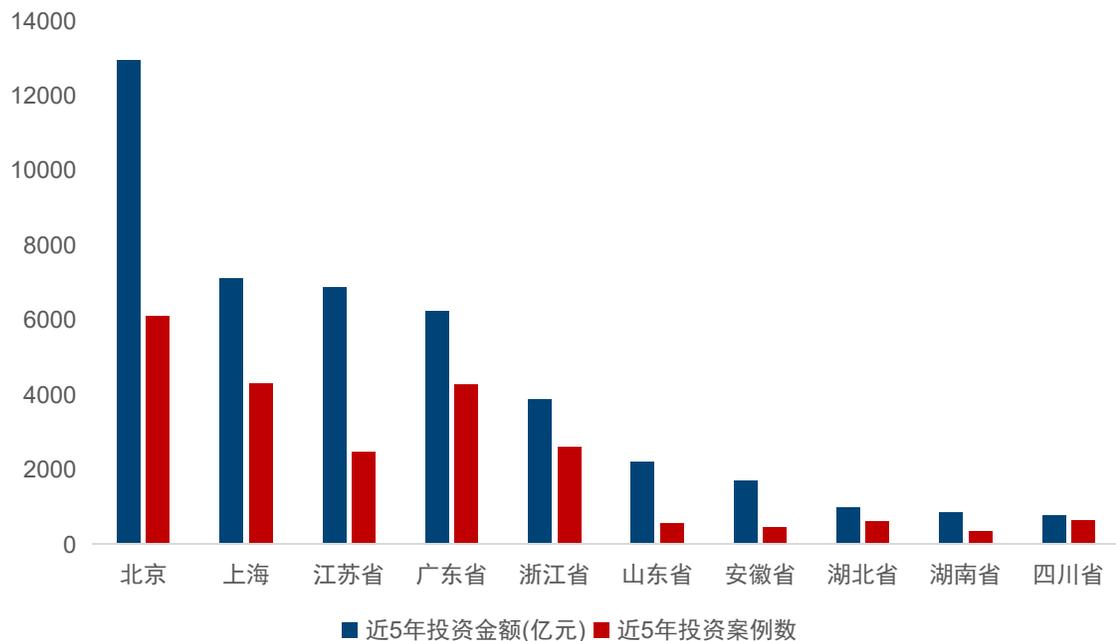


资料来源：中国民营经济发展论坛，国信证券经济研究所整理

市场的选择——VC/PE投资概况

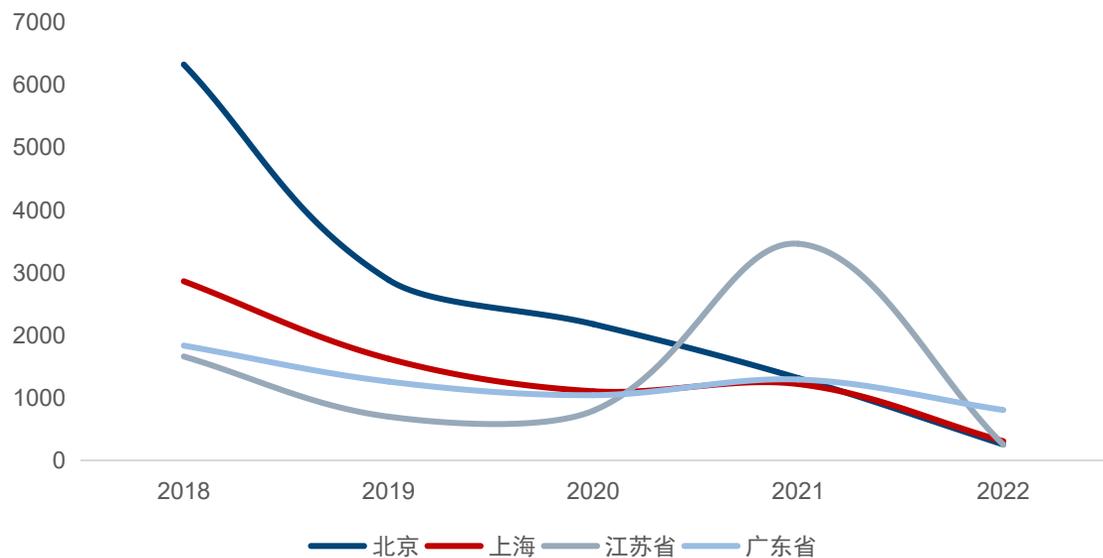
- 从目前的一级市场投资情况来看，近5年VC/PE投资较为突出的省份也主要是经济产业较为发达的省份。其中、北京、上海、江苏、广东、浙江5个省份显现优势。
- 近几年VC/PE投资情况较前几年边际放缓，如对于北京来看，从2018年至今，整体的VC/PE投资情况出现了的减少。广东和上海也是呈现出逐渐下滑的趋势。值得注意的是，江苏地区虽然VC/PE投资情况在2018年时远不及北上广地区，但在2021年则呈现出逆势增长的趋势。一方面是由于政策对于制造业的大力支持，当地独角兽、专精特新企业数量较多，另一方面也是由于江苏地区是有较为密集的高端制造业产业集群，而集成电路等热点概念是当下VC/PE的重点投资方向。

图：近5年VC/PE投资金额排名前十省份（亿元）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：2018-2022年VC/PE投资规模逐渐减少（亿元）

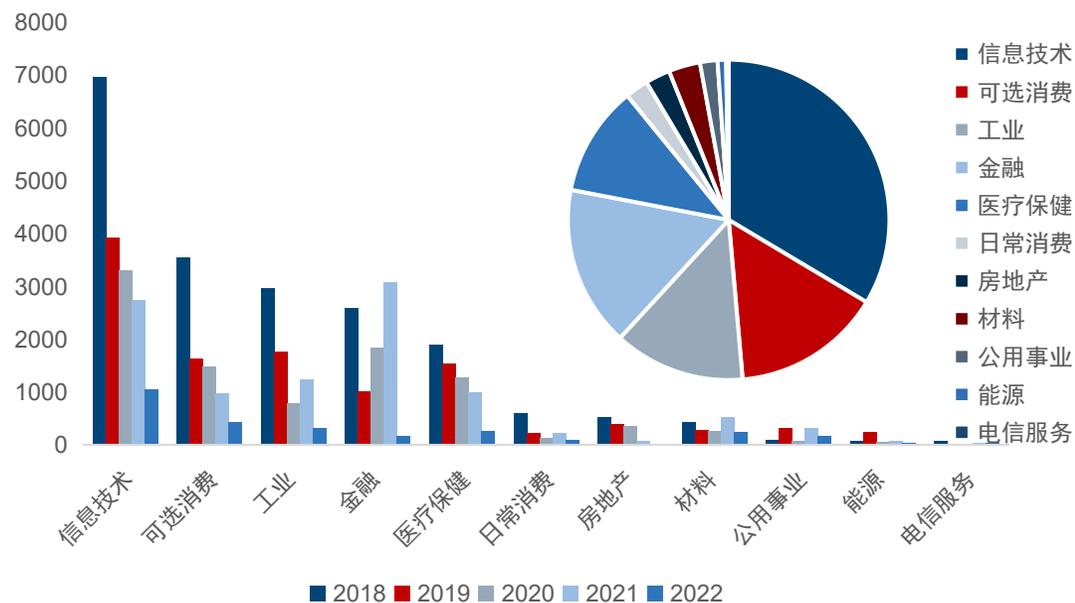


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

市场的选择——VC/PE投资概况

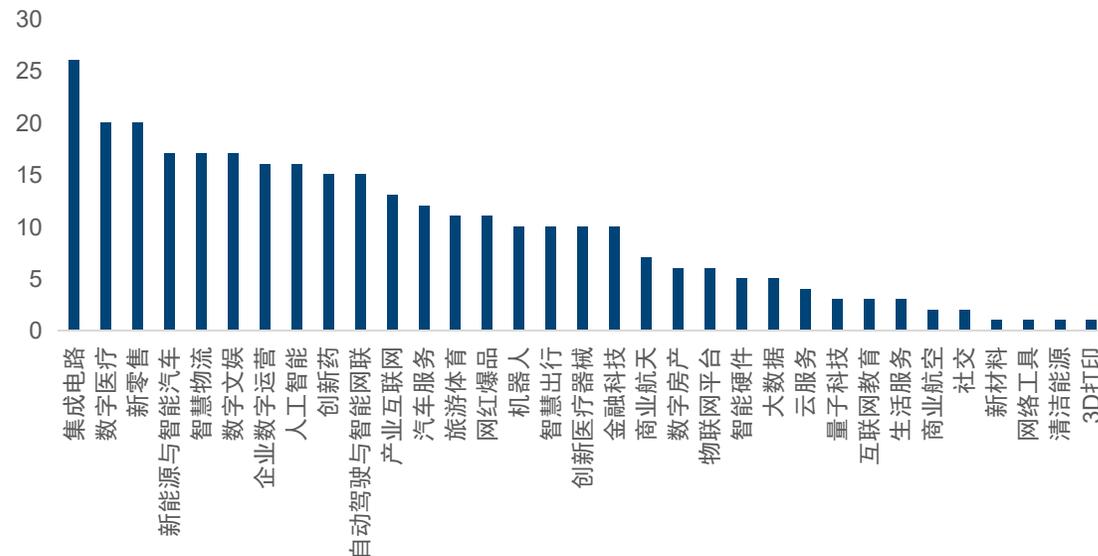
- 从目前的一级市场投资情况来看，行业主要分布在信息技术、金融、可选消费、工业等领域，分别占比33.6%、16.2%、15.0%、13.2%。
- 按照独角兽企业情况来看，2021年中国独角兽企业中处于前沿科技领域企业200家，占比63.3%，同比增长124.7%。
- 2022年中国潜在独角兽企业分布于41个赛道——集成电路是潜在独角兽企业数量最多的赛道，达116家；合成生物、农业科技等赛道首次出现潜在独角兽企业。2022年新晋241家潜在独角兽企业，分布于35个赛道，其中，集成电路赛道新晋企业数量最多。

图：VC/PE投资主要集中在信息技术领域（亿元）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：2021年新晋前沿科技独角兽企业赛道分布赛道（家）

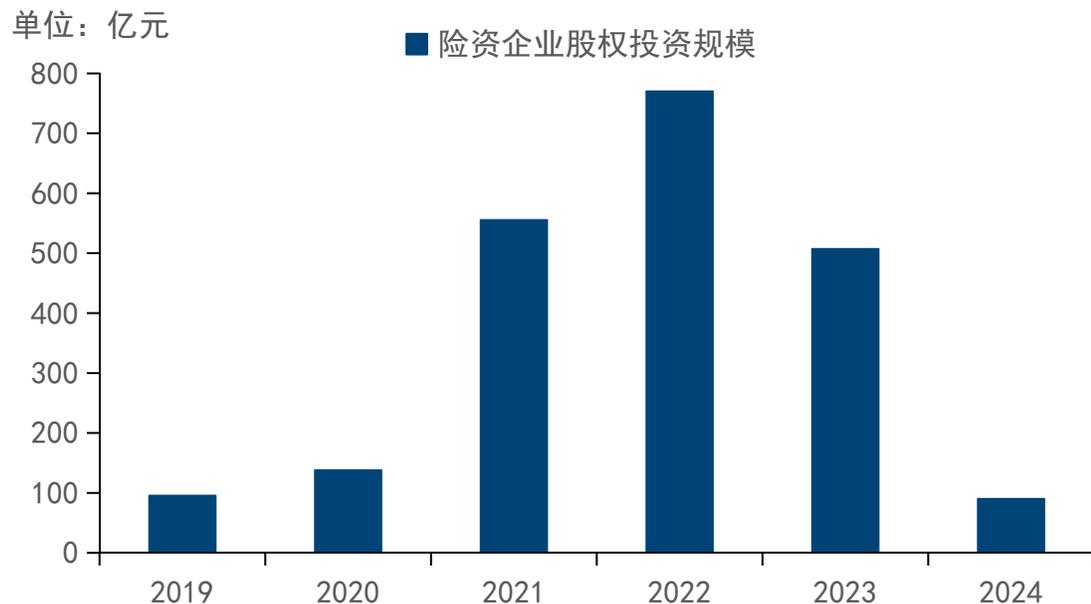


资料来源：长城战略咨询（2023）《中国独角兽企业研究报告2023》，国信证券经济研究所整理

- [01] 耐心资本的发展历程梳理
- [02] 一级市场的耐心资本发展启示
- [03] 二级市场的中长期资金投资布局
- [04] 结论：壮大耐心资本对市场的影响

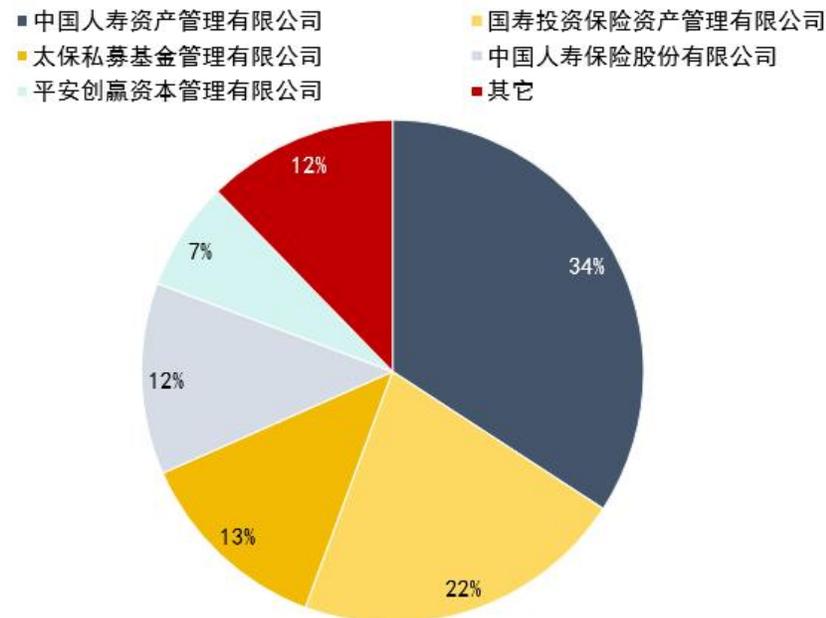
- 险资企业股权投资规模在2019-2022年逐年递增，在2022年达到770亿元，在2023年有所下降。
- 根据公开数据整理，中国人寿资产管理有限公司是最大的保险类股权投资者。其他头部机构还包括为国寿投资保险资产管理有限公司、太保私募基金管理有限公司、中国人寿保险股份有限公司、平安创赢资本管理有限公司，前五大投资者总计占比为87.7%。

图：险资企业股权投资规模变迁



资料来源：保险资管协会，国信证券经济研究所整理；
注：2024年数据为截止到2024年5月中旬的数据。

图：险资企业股权投资主要投资者结构

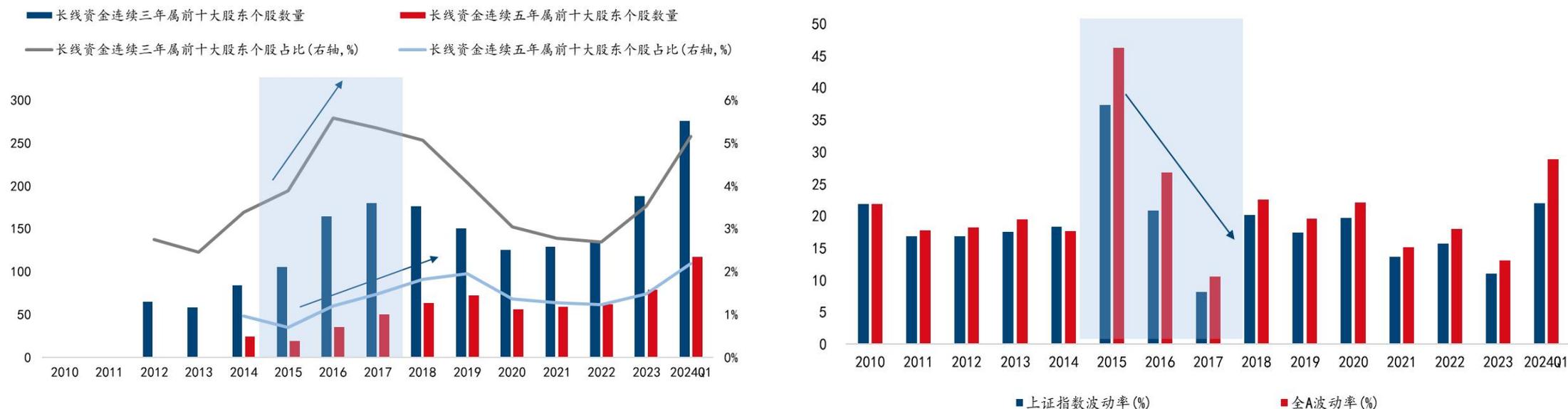


资料来源：保险资管协会，国信证券经济研究所整理

样本选取：连续五年长线资金重仓个股

- 样本选取方面，我们选取2020-2024Q1长线资金连续五年进入公司前十大股东的118支个股，以此为样本进行分析。从持续比例来看，长线资金连续五年长期重仓个股数量占全部A股的比例自2022年起逐年增加。
- 从长线资金长期重仓连续性上看，市场波动下行期间，长线资金长期重仓数量占比上行。如2015-2017年间，长线资金长期重仓比例增加，市场波动下行。

图：长线资金长期重仓占比上行期间，市场波动率下行

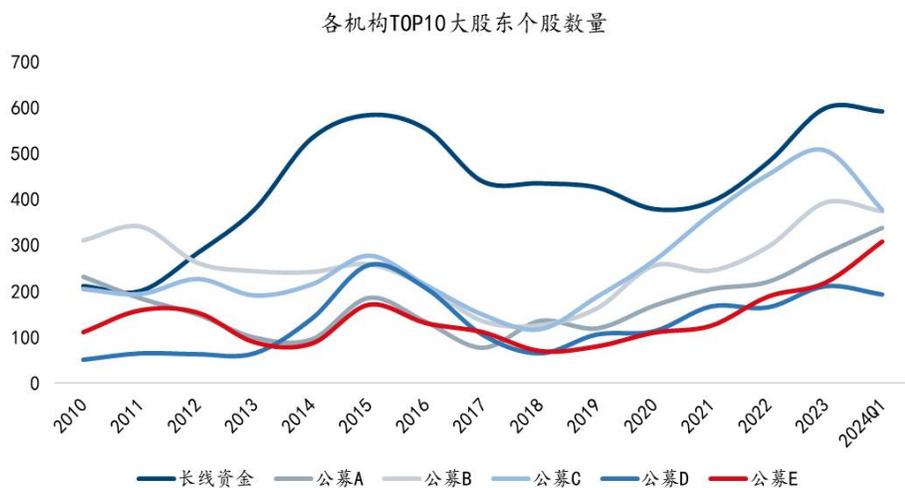


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

逻辑剖析：长线资金席位数量

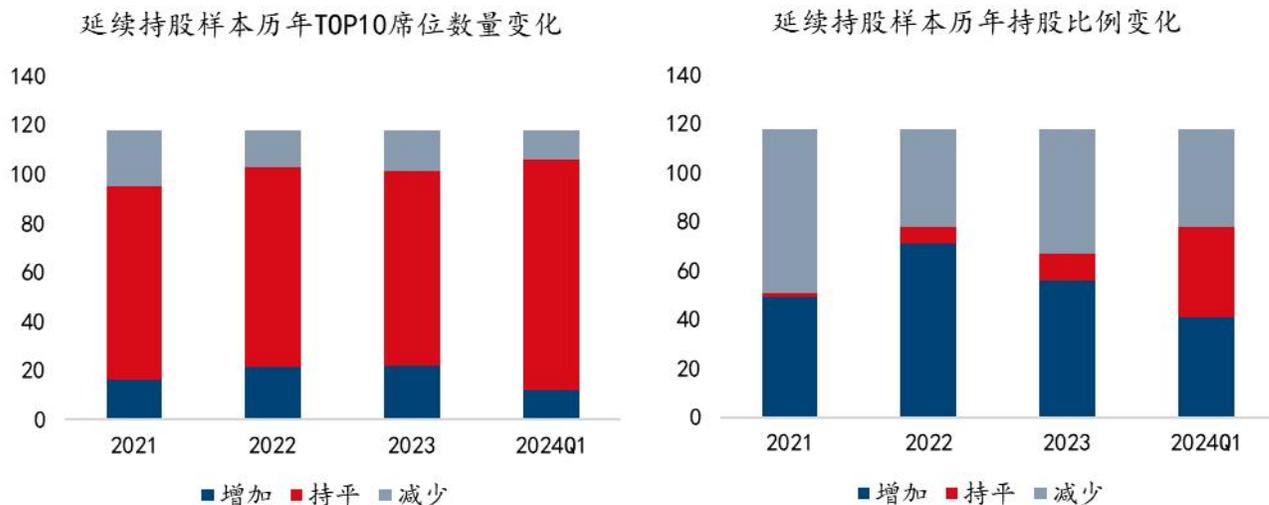
- 长线资金基于长期投资、价值投资的原则，其股票投资相对于公募基金等是缓慢变量，对个股持仓比公募、保险等在中长期视角相对稳定，长线资金TOP10大股东数量长期高于公募，且近年来有上升趋势。由于公司的前十大股东是基于产品组合统计的（例如长线资金105组合、全国长线资金602组合会分别算在前十大股东中的两席），在这些被长线资金长期持有的公司中，长线资金所占前十大股东席位的变化存在以下逻辑：
- 若长线资金所占前十大股东席位减少，则存在两种发展路径：1) 长线资金主动减仓，导致某些组合掉出个股的前十重仓席位，2) 其他机构投资者抢筹码，导致长线资金在前十大股东中被动减小比例。若长线资金所占前十大席位占比增多，侧面说明其他重仓股东持股分散、羊群效应驱动下撤离市场，长线资金占比被动提高。
- 2021年以来，延续持股样本TOP10席位数量和持股比例均呈上升趋势。

图：各机构TOP10大股东个股数量（全A）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：延续持股样本历年TOP10席位数量变化、持股比例变化

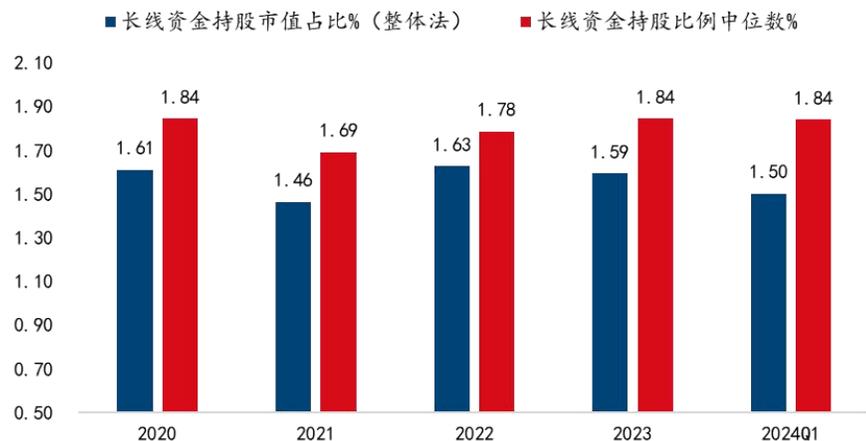


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2022年以来长线资金权重逐步回落

- 中长期看，2021-2022年，长线资金在长期重仓个股中权重上升，2022年以来，长线资金的市值占比逐年回落，多为其他机构操作导致的被动变化。上述长线资金长期重仓的个股，长线资金席位减少的样本数量逐年递增，一定程度也反映了2022年长线资金进入前十大股东的个股数目增加，有市场风格分散、份额被动抬升的因素。但对于这些长期波动性较低的个股来说，在2023年以来拔价值行情占优的核心资产估值重塑过程中，其他机构重新加仓买入又造成了长线资金的权重进一步降低。
- 长线资金布局股票和债券市场的中长期资金有效平抑了市场波动，发挥市场压舱石作用。长线资金的证券价差收入与股市回报在方向上基本正相关，但由于同时布局债券等资产，分散化的资产配置和良好避险能力下，即便股市录得大幅回撤的年份也可以做到抵御风险，而在股市上涨的年份中回报弹性则更强。

图：2020-2024Q1长线资金连续五年重仓个股中，长线资金持股比例变化



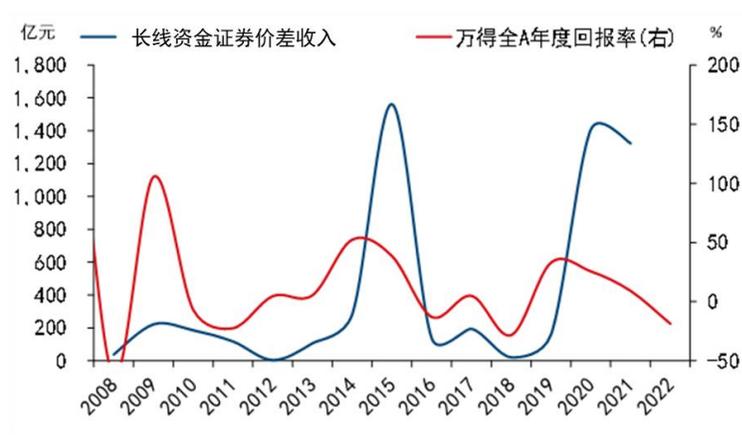
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：长线资金的规模 and 全A波动率



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：长线资金的证券价差收入和全A收益率

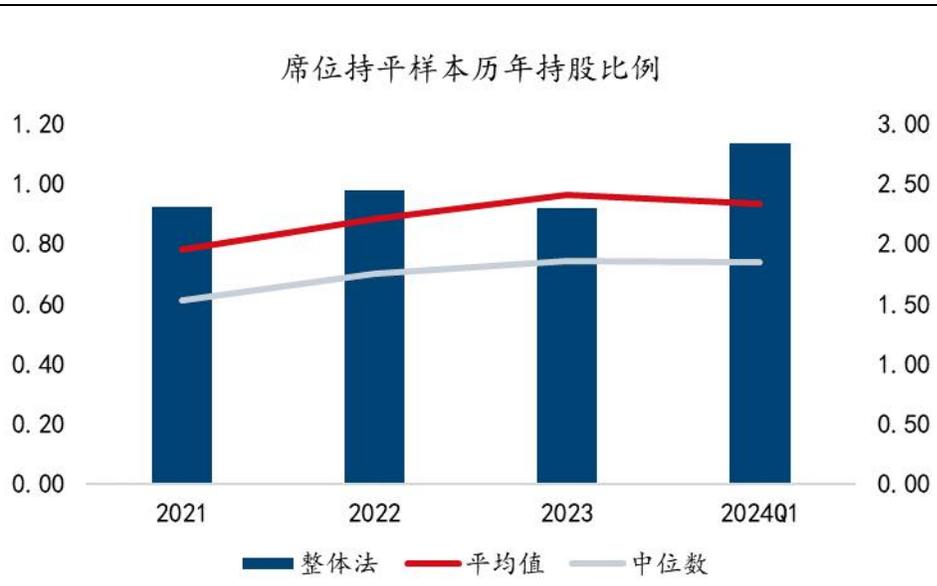


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

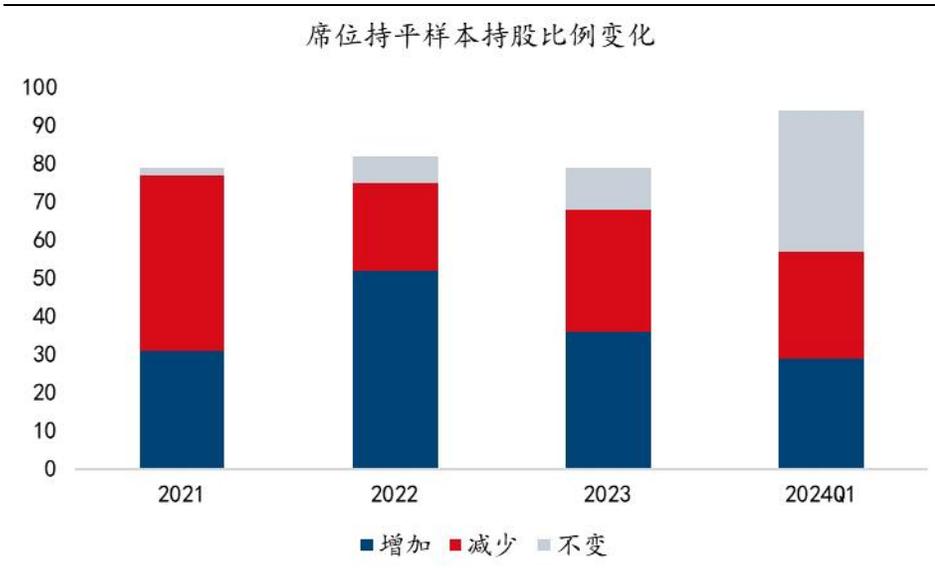
席位数量持平语境下长线资金持股变化

- 在席位数量持平的语境下，长线资金的持股变化往往更为关键。从样本整体统计的角度看，2024Q1相较2023长线资金持股比例显著增加，考虑2023年下半年的市场整体回撤，基本推定2024年Q1长线资金是长期资金属性主动加仓行为。
- 2024Q1的整体法口径下长线资金持股比例增加，但平均值和中位数并未增加，样本内持股比例增加的个股数量也并不多，可以推定长线资金主动加仓集中在部分重点市值较高的个股。

图：席位持平样本历年持股比例走势



图：席位持平样本历年持股比例的变化分布



- [01] 耐心资本的发展历程梳理
- [02] 一级市场的耐心资本发展启示
- [03] 二级市场的中长期资金投资布局
- [04] **结论：壮大耐心资本对市场的影响**

对一级市场：

- **“耐心资本”契合基础设施融资和直接投资：**“耐心资本”的长期导向可视为一种潜在比较优势，国内银行部门和机构投资者转化长期储蓄，非上市股权工具或基础设施基金打包盈利和非盈利项目，在基础设施融资中获得显性竞争优势。
- **促进区域经济协同发展，优化资源配置：**“耐心资本”可以发挥我国各区域经济的产业优势优化资源的配置和利用，根据三大产业区产业规划的侧重点，注入“耐心资本”，发挥产业集群优势。
- **引导资金流向，促进产业升级：**近5年VC/PE投资较为突出的省份也主要是经济产业较为发达的省份，“耐心资本”引导资金流向高端制造业产业集群，重点投资热门概念，促进产业升级。

对二级市场：

- **促进价值投资，推广长期投资理念：**长久期资产践行价值投资过程中有助于行业稳定、健康发展，也是资金稳定性的体现。长线资金基于长期投资、价值投资的原则，其股票投资相对于公募基金等是缓慢变量，对个股持仓比公募、保险等在中长期视角相对稳定，长线资金TOP10大股东数量长期高于公募，且近年来有上升趋势。
- **增强市场稳定性，减少波动和回撤：**长线资金持股稳定性更强，羊群效应相对明显的年份，长线资金重仓上市公司整体市值占比较高，凸显长线资金的压舱石作用。从长线资金长期重仓连续性上看，市场波动下行期间，长线资金长期重仓数量占比上行。

- 美国货币政策前景不明，降息的时点、节奏和幅度偏离市场交易主线；
- 海外地缘冲突和贸易问题尚未缓解，对经济构成的潜在拖累；
- 海外库存周期见底时点的滞后，补库存带动需求回暖尚需时间等。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032