



弄潮儿向涛头立：中国风险投资的历程、挑战与路径

李明洲 张 明

摘 要 中国风险投资行业从 20 世纪 80 年代起步，历经数十年发展，已成为推动科技创新和产业升级的重要力量。当今世界科技变革日新月异，全球秩序格局持续重塑，以新质生产力推动经济高质量发展尤为重要，风险投资是其中的关键环节。本文对我国风险投资行业发展历程的四个阶段进行归纳总结，提炼各阶段特征以及我国风投行业发展的成功经验，剖析梳理行业正面临的若干风险挑战，并提出如下政策建议以更好推动风投行业发展：畅通退出渠道；进一步推动耐心资本参与股权投资；持续引导资金投早、投小、投硬科技；提升外资在中国开展风险投资的便利度；优化各类资本参与风险投资制度环境。

关键词 风险投资 耐心资本 股权退出机制

一、引言

2023 年中央金融工作会议提出的金融“五篇大文章”中，科技金融位列首位，而以风险投资为代表的金融支持是科技金融的关键组成部分，发挥着服务科技创新的重要作用。党的二十届三中全会审议通过《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，提出要“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”，要“构建与科技创新相适应的科技金融体制，加强对国家重大科技任务和科技型中小企业的金融支持，完善长期资本投早、投小、投长期、投硬科技的支持政策”。我国风险投资历经起步期、探索期、

调整期与发展期，从无到有、从弱到强，对支持经济高质量发展起到重要作用。

本文对风险投资行业发展历程与困境挑战进行系统梳理剖析，并提出政策建议。本研究的意义在于：一是系统梳理中国风险投资行业自 20 世纪 80 年代至今的四个发展阶段，并提炼了各阶段的特征与成功经验，填补了现有文献中对新兴市场风险投资发展路径系统性研究的不足，提供了较为完整的历史分析框架；二是运用风险投资相关理论对行业现象进行阐释；三是归纳总结当前中国风险投资行业面临的困境与现实问题，系统分析其背后的深层原因，并提出畅通退出渠道、推动耐心资本参与股权投资等政策建议。

李明洲，中国建银投资有限责任公司投资研究院、中国人民银行金融研究所博士后；张明，中国社会科学院世界经济与政治研究所副所长、研究员、教授。



二、中国风险投资发展历程

中国风险投资起始于 20 世纪 80 年代, 发展历程可分为以下几个阶段。

(一) 起步期 (1985—1992): 政府主导

1985 年, 中共中央、国务院发布《关于科学技术体制改革的决定》, 首次提出“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作, 可以设立创业投资给以支持”, 由此拉开中国风险投资的帷幕。1986 年, 中国境内第一家风险投资公司——中国新技术创业投资公司 (中创公司) 成立, 注册资本约为 1 000 万美元, 由国家科委和财政部分别持股 40% 和 23%, 成立的主要目的在于为高新技术产业提供资金支持。同年, 中共中央批准实施“国家高技术研究发展计划”, 国家科委实施星火计划; 1988 年, 国务院批准实施发展高新技术产业的指导性计划——火炬计划。上述系列政策分别旨在促进基础科学研究、推动农村科技进步、促进高新科技成果产业化, 体现出中国对高新技术产业发展的高度重视。

1991 年, 国务院发布《国家高新技术产业开发区若干政策的暂行规定》, 指出“有关部门可在高新技术产业开发区建立风险投资基金, 用于风险较大的高新技术产品开发。条件比较成熟的高新技术开发区, 可创办风险投资公司”。在此背景下, 广州技术创业公司、江苏省高新技术创业投资公司等地方性创业投资机构纷纷成立。

起步阶段, 中国风险投资呈现两个特点。一是主要由政府主导, 风投资金主要来源于政府财政拨款和银行科技贷款, 在政策引导推动下风险投资业得到初步发展。二是风险投资领域主要为国家重点发

展的高新技术产业, 实质是以政策性资金培育支持战略性产业。

(二) 探索期 (1992—1997): 外资介入

1992 年, 中国确立了社会主义市场经济体制目标, 开始以市场为取向的经济体制改革。中国经济活跃度提升, 创新创业活力增强。国内发展潜力引起了外资的兴趣, 国际资本介入风险投资市场。考虑到政策环境等风险, 外资介入初期多以合资方式运作。1993 年, 美国太平洋风险投资基金出资 2 000 万美元与上海市科学技术委员会成立第一家中美合资的风险投资企业“太平洋风险技术投资 (中国) 基金” (后更名为“IDG 资本”), 成为首家进入中国市场开展风险投资业务的外资投资机构。IDG 资本投资腾讯、百度、携程、搜狐等项目, 获得了丰盈回报。同年, 美国安泰保险公司和中国银行共同出资 4 100 万美元成立中安基金, 委托汉鼎亚太管理。此外, 世界银行所属公司组建的华登风险投资基金在深圳开展高技术项目投资; 华登国际投资集团等三家风险投资公司对四方利通公司 (新浪网前身) 进行 650 万美元风险投资。

在探索期, 我国风险投资市场呈现两个鲜明特点。一是外资占据主导地位, 外资的先进经验和独特视野为风投市场带来了正外部性, 中外联合资本、本土创投机构纷纷开展风险投资。监管部门出台的政策对境外资本投资给予指引, 1995 年, 中国人民银行发布《设立境外中国产业投资基金管理办法》, 允许境外注册的资金投资国内产业, 针对我国投资者单独或者与境外投资者在境外共同设立产业投资基金投资于国内产业的产业投资基金进行管理规范。外资成为中国风险投资市场中的新



鲜力量和活跃动力。二是风险投资领域以互联网为主，百度、腾讯等互联网公司获得投资资金后得以发展壮大，外资机构对推动中国的互联网行业发展和科技进步做出了重要贡献。

（三）调整期（1998—2009）：多元化格局形成

1998年，全国政协九届会议上，民建中央提交的《关于加快发展我国风险投资事业的提案》中建议明确把发展风险投资作为推动科技进步和经济发展特别是高新技术产业发展的基本政策，鼓励、支持建立风险投资公司。这一提案被列为当年的“一号提案”，受到各界关注。1999年，国家科技部等七部委联合出台《关于建立风险投资机制的若干意见》，为国内风险投资发展构建初步框架体系，营造良好的政策环境。配套政策和法律法规对风险投资发展至关重要，国内首家风险投资公司中创公司在1998年宣布破产，很大程度源于制度不完善与经验缺乏。计划经济体制下，中国资本市场发展不足，风险投资退出困难。中创公司风险投资业务发展受阻，后续业务偏离发展模式，最终被清算。

此期间内，资本市场改革发展进程启动，有助于为风险投资提供退出渠道。1999年，中共中央发布《关于加强技术创新、发展高科技、实现产业化的决定》，提出优先支持有条件的高新技术企业进入国内和国际资本市场，在做好准备的基础上，适当时候在现有的上海、深圳证券交易所专门设立高新技术企业板块。然而在内外环境因素影响下，创业板市场迟迟未设立。国际方面，2000年纳斯达克指数从历史高点一路下跌，股市市值蒸发三分之二，互联网泡沫破灭。国内方面，由

于股市违规事件等负面因素影响，创业板计划遭到搁置，风险投资市场热度有所下降。根据统计，2000年中国风险投资机构数量为249家，同比增速为111%，2001年、2002年机构数量同比增速大幅下滑至29.7%、13.3%，且在2003年、2004年增速为负。2004年，深圳中小板正式推出，为中小企业提供上市融资渠道，也为风险投资提供了IPO退出方式。2005年，证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，股权分置改革启动，进一步推动中小板的发展，完善资本市场退出环境。《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020）》提出，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，促进更多资本进入风险投资市场”。政策性资金、商业性资金以及外资纷纷发展壮大，风险投资市场多元化格局初显。据统计，在创投企业资金占比中，政府参股与国有独资比例从2002年的53%下降至2005年的36%，企业性质资金为33%，与政府性质资金相差不大，外资资金占比为11%（王元等，2006）。

政府背景资金方面，政府引导基金是政策性资金的重要来源。2005年，发展改革委等部委联合发布《创业投资企业管理暂行办法》，提出“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”。2008年，国务院转发发展改革委、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》，明确了引导基金的性质是由政府设立并按市场化方式运作的政策性基金。政府引导基金有助于引导社会资金流入创投企业，且政府引导



基金投资标的一般是国家重点发展扶持的高新技术等领域,能够对产业发展起到重要的助推作用。在政策引导下,政府背景的基金数量增加,上海、天津、北京、武汉等地纷纷成立政府产业发展引导基金。国家开发银行和中新苏州工业园区创业投资公司共同出资设立苏州工业园区创业投资引导基金,规模为10亿元,是国内第一家金融机构参与设立的母基金;北京市海淀区设立创业引导基金,运用财政性资金投资,每年财政拨款不少于7 000万元。2006年,第一只中资产业投资基金——渤海产业投资基金正式设立,全国社会保障基金理事会、国家开发银行等机构分别投资认购基金10亿元,基金总规模为200亿元,以封闭方式运作,对企业进行股权投资。政府产业发展引导基金能够发挥杠杆效应,增强财政资金引导功能,引导社会资本流入关键核心技术领域(吴超鹏和严泽浩,2023),有效缓释资金缺口,拓宽产业发展的融资渠道(郑联盛等,2020)。

商业资金方面,企业风险投资是风险投资中的重要力量。企业风险投资一般指由有明确业务的非金融企业发起,围绕公司业务本身进行的投资,企业自有资金是投资资金的主要来源。早期中国企业风险投资呈现财务回报目标与战略协同目标相融合的发展特点(孙兰珠和马旭飞,2022)。2006年,阿里巴巴成立阿里创投,在传媒、物流等方面为集团提供战略协作。2008年腾讯设立投资并购部,投资游戏、电商等领域,聚焦“社交+内容”的圈层式投资。2009年TCL创投成立,投资新能源、半导体等领域。企业风投能够帮助大型科技企业以更具风险收益比的方式获取外部颠覆式创新(谢超等,2025b)。蔡

文婧等(2022)通过研究阿里巴巴和腾讯对同一标的公司的投资决策,发现企业风险投资和被投资机构倾向于在对方核心资源对己赋能较高时点开展投资或接受投资,双方在生态系统结构改善需求和资源赋能需求均达到匹配,以推进战略目标和财务回报实现。

外资方面,外资创投对中国互联网等领域积极展开布局。2000年,凯雷对携程网投资800万美元,携程网成功登陆纳斯达克后,凯雷投资回报超过14倍。2003年,软银亚洲对盛大投资4 000万美元,拥有盛大网络约四分之一股权。第二年,盛大在纳斯达克上市,软银亚洲在股价高位处退出收获5.6亿美元,成为中国风投史上成功案例之一。2004年,阿里巴巴获得日本软银集团、富达等机构8 200万美元的战略投资。在外资加持下,中国互联网企业迎来发展期。中国市场的前景和潜力吸引一批外资基金设立机构,包括红杉资本中国基金等。2007年,商务部批准IDG VC人民币基金成立,这是第一家外资独资的人民币风投基金。

整体而言,在调整期,风险投资市场呈现如下特点。一是资本市场退出渠道逐渐形成。随着中小板、创业板陆续开通,人民币基金“募投管退”完整链条形成闭环。二是政府资金、商业资金、外资等纷纷涌入股权投资市场,呈现资金来源多元化格局。三是创业投资产业法律制度不断完善,《公司法》《合伙企业法》《企业所得税法》《证券法》等修订完成,厘清各方法律责任,为风险投资实践提供法律依据,有力推动了风投发展。2006年,中国创业投资市场投资金额为17.8亿美元,同比增长52.1%,成为世界创投投资总额排名第

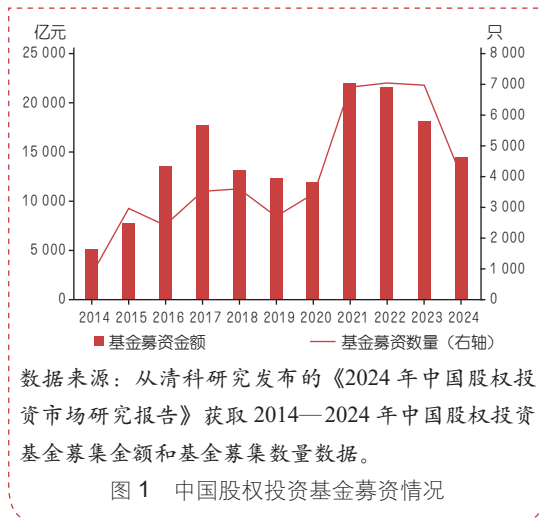


二的国家，仅次于美国。

（四）发展期（2010 年至今）：理性扩张

2010 年以来，风险投资业组织模式日益丰富，风险投资机构间复杂度和关联度增强，机构专业化程度提升（张俊芳和郭戎，2016）。影子银行扩张带来的资金面流动性充裕一定程度上推动了风险投资快速增长（刘官菁，2024）。2010 年至今，我国风险投资行业理性扩张，其间经历了两个高峰期，分别在 2017 年和 2021 年。2014—2017 年，股权投资基金募资和投资规模呈现逐年上升趋势，中美募资金额之比一度达到 87%。2017 年后行业步入三年下行期，主要原因是资管新规颁布以及行业转型调整。2017 年资管新规出台，去通道、控嵌套、禁止资金池，一定程度上造成风投资金约束（谢超等，2024），2018—2020 年基金募资金额有所下降。而互联网等传统领域从高增长的成长期步入成熟期，市场呈现饱和，资金转向高端制造等新兴领域，但短时间内新兴行业规模增长力度较弱。2021 年股权投资行业显著回暖，在全球宽松货币政策背景下风投行业迎来高峰期，基金募集金额与数量陡增（图 1）。

2021 年至今，我国股权投资募资规模呈下降态势，2024 年募资规模为 14 449.29 亿元，同比下降 20.8%；新募基金数量为 3 981 只，同比下降 43%。投资方面来看，2021 年之后我国股权投资金额与案例数量均连年下滑，2024 年我国股权投资金额及案例数分别同比下降 7.9% 和 10.4%（图 2）。与美国相比较，2024 年中国股权投资市场募资金额占美国 VC/PE 募资金额的 56%，比 2017 年高峰期 87% 下降了 31%。投资



规模差距更为悬殊，2024 年中国股权投资市场投资金额仅占美国 VC/PE 投资金额的 8%，股权投资市场活跃度较低（图 3）。

2021 年以来行业增长乏力主要动因包括全球经济增长放缓、外资基金收缩、退出压力激增等。受疫情冲击影响，全球经济艰难复苏、增长放缓，2022 年全球风险投资总额同比下降 31%，中国股权投资机构的积极性也明显减弱。逆全球化趋势下保护主义盛行，出于规避地缘政治风险的考虑，外资基金尤其是美元基金大幅收缩。另一方面，由于上一个阶段的高峰期积累了大量项目，存量项目的退出需求旺盛，但退出渠道高度依赖于资本市场 IPO 能力（肖星和李诗林，2023），除 IPO 以外的并购等方式尚未形成规模。私募股权投资退出呈现“堰塞湖”现象（于永恒和田惠敏，2024），客观上导致大量资金被锁定。退出预期对资金流入形成制约（韩宇泽，2025），强化市场下行压力。

从资金性质来看，国有资本在风险投资行业中发挥重要作用，国资机构通常以人民币投资为核心，能够作为耐心资本承担社会效应强、战略意义大的投资，且伴

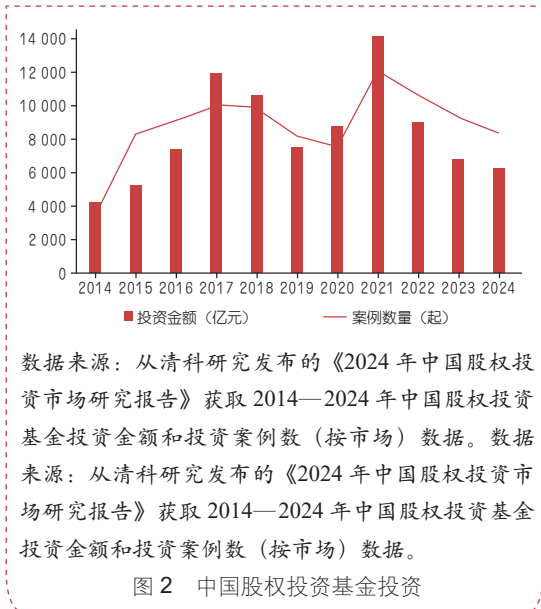
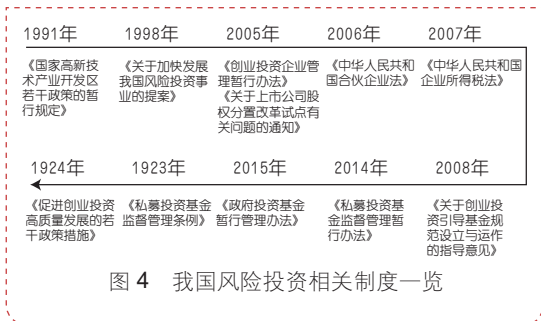


图 2 中国股权投资基金投资



图 3 中国与美国股权投资情况对比



随国有机制体制市场化程度提高，国有创投竞争力显著提升（方溪源等，2021）。以深创投为例，其由深圳市政府出资设立，是以创业投资为核心的综合性投资集团。截至 2024 年 9 月 30 日，深创投集团已投资创投项目 1 841 个，累计投资金额约 1 102 亿元，已退出 610 家投资企业。政府引导基金在此期间发挥更强的引领示范作用。2015 年，财政部发布《政府投资基金暂行管理办法》，规定了政府投资基金设立、运作、风险控制、监管等方面内容。各地设立政府投资基金的积极性持续升温，纷纷成立百亿级、千亿级母基金。2023 年，广州成立 1 500 亿元的广州产业

投资母基金，重点投资半导体与集成电路等领域。2024 年，总规模 500 亿元的江苏省战略性新兴产业母基金启动运行。截至 2023 年 11 月底，全国政府引导基金出资总额达 3.43 万亿元。政府引导基金是促进科技创新的重要工具，是“有为政府”和“有效市场”相结合的良好实践。

在发展期，我国风险投资市场呈现以下特点。一是政策性资金等国资背景资金在股权投资市场出资结构中地位日益重要，政府引导基金密集设立。据统计，2024 年新设立政府引导基金 113 只，新增认缴规模 6 525.53 亿元；截至 2024 年，我国累计设立政府引导基金为 2 178 只，总目标规模约为 12.84 万亿元。金融机构方面，金融资产投资公司（AIC）受政策引导参与股权投资积极性显著提升，银行系资金流向一级市场有望提升。此外，受地缘政治摩擦等因素影响，美元基金投融资活跃度明显下降（刘官菁，2024）。二是投资热点从传统制造业、互联网等领域转向战略性新兴产业，如先进制造和硬科技等赛道。2015 年，网络、软件、IT 服务



业、通信设备等行业项目占比为 40% 以上；2024 年，半导体及电子设备、IT、生物技术 / 医疗健康、机械制造、化工原料及加工等行业投资金额占比位居前列，投向变化体现出产业升级转型的新趋势更注重培育新动能和新质生产力。三是投资区位聚焦效应明显，风险投资多集中于江苏、广东、北京、上海、浙江等经济活跃地区。

三、国际比较与中国风险投资困境挑战

（一）国际比较

美欧等成熟风险投资市场在法律制度、税收政策及人才培养体系上的差异为我国提供了多维度的经验参考。从监管模式看，美国采用以法律监管为主、行政监管和行业自律为辅的混合模式，联邦证券交易委员会（SEC）等负责宏观监管。美国在私募创投基金监管方面出台《投资公司法》《小企业促进投资法》《多德 - 弗兰克法案》等法律法规，其中《多德 - 弗兰克法案》标志着创投基金监管豁免制度的建立，降低了创投基金在金融监管领域的合规成本（习超和韩斯睿，2019）。欧盟对创投基金出台支持性法律，《欧盟风险投资基金条例》对公募、私募和创投基金进行严格区别，规定创投基金投向中小企业的比率不得低于 70%。相较而言我国以行政监管为主，将创业投资纳入证券投资基金监管框架，对创业投资设置的注册、备案、审查等规定较为烦琐（郭戎等，2025）。

在税收政策方面，美国通过差异化的税率设计激励创新，美国对持有期超过一年的风险投资实行较低的长期资本利得税率，投资发生损失后允许抵扣总应税收入。英国政府给予三类投资于中小企业股权的

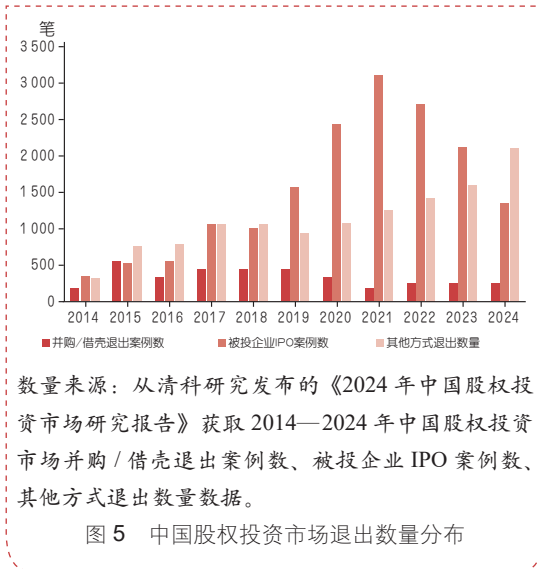
投资计划以税收优惠，包括创业企业投资计划、种子期创业投资计划与创投信托计划。我国目前的税收优惠力度有限，2018 年财政部、税务总局发布《关于创业投资企业和天使投资个人有关税收政策的通知》，规定有限合伙制创业投资企业采取股权投资方式直接投资于初创科技型企业满 2 年的，法人合伙人和个人合伙人可以按照对初创科技型企业投资额的 70% 抵扣分得所得。但税收优惠政策适用性和覆盖范围有限，如限定直接投资方式、限定主体类型等，导致政策在实践中可能面临问题。

人才培养体系方面，美国通过 STEM 政策吸引全球人才，并在高校开设人工智能等前沿学科，同时推动产学研协同创新，实施国家制造业创新网络计划促进先进制造技术向生产力转化。欧盟则通过“地平线计划”等政策强化科技研发创新研究。相比之下，我国高等教育需打破“象牙塔”壁垒，加强跨学科培养与实战能力，促进科研成果的市场化应用。风险投资行业本身也需专业化升级，如建立技术转移型投资人培养机制，通过“耐心资本”支持硬科技企业长期发展，避免短期套利倾向。总体而言，美欧经验表明，风险投资生态的繁荣离不开法律制度的弹性设计、税收政策的精准激励以及人才培养的系统性革新，我国需在监管包容性、政策连贯性和教育开放性上进一步突破。

（二）中国风险投资面临的困境与挑战

近年来，中国风险投资进入调整阶段，面临若干困境挑战，主要体现在以下几方面。

一是退出机制受限。现阶段，退出困难是一级市场面临的最重要挑战。根据《VC/PE 基金回购及退出分析报告》，截至



2024 年 8 月中旬，约 1.4 万家公司的 13 万个项目面临退出压力。IPO 是风险投资最为常见的一条退出渠道，然而近年 IPO 持续收紧，2024 年，中国 A 股上市公司通过 IPO 募资金额为 673.53 亿元，同比下降 81.11%；IPO 企业数量为 100 家，同比减少 68.05%。IPO 市场萎靡对股权投资退出产生显著影响。清科研究中心数据显示，2024 年股权投资市场共发生 1 333 个 IPO 退出案例，同比下降了 37.2%，占比仅为 36.1%（图 5）。受制于 IPO 渠道收窄，风险投资机构转而寻求并购回购等多元化方式退出。根据清科发布数据，并购交易方面，2023 年共有 2 654 个并购交易，同比增长 4.6%，交易金额 9 847.89 亿元，同比下降 2.7%；2024 年，共发生 2 335 个并购交易，交易规模为 6 000.9 亿元（图 6）。回购交易方面，2024 年共发生 1 031 个回购案例。尽管并购重组等市场有所升温，但尚未成为最为主流的退出方式，其占比增加主要是 IPO 退出锐减所致。在我国股权投资市场，创新企业选择并购退出会被降低估值，使得并购市场活跃度有所减弱

（邹碧颖，2024）。并购退出困难核心矛盾在于信息不对称引发的市场效率损失。根据柠檬市场理论，当买方无法准确识别资产质量时，会倾向于依据资产平均质量出价，导致优质资产退出受阻。并购退出场景中，信息不对称通过双重机制影响市场活跃度，一是逆向选择机制，收购方难以掌握标的企业核心技术参数而采取保守估值策略；二是道德风险机制，企业为促成交易可能操纵财务数据，通过高估业绩来获取更高交易价格，这种行为损害收购方的利益从而降低并购市场活跃度。而在美国等风险投资发展较成熟的国家并购交易活跃，其较为健全的中介服务体系能有效降低信息摩擦，缓解信息不对称现象。根据 Pitchbook 数据，2023 年美国股权投资市场并购类基金投资规模占比为 69%，并购类退出占比为 95%。相较而言，我国并购市场发展有待进一步成熟完善。

二是“耐心资本”有所欠缺。耐心资本是指重视长期资本回报且对风险具有较高容忍度的资本，其核心在于关注长期价值创造，而非追求短期经济利益。长周期

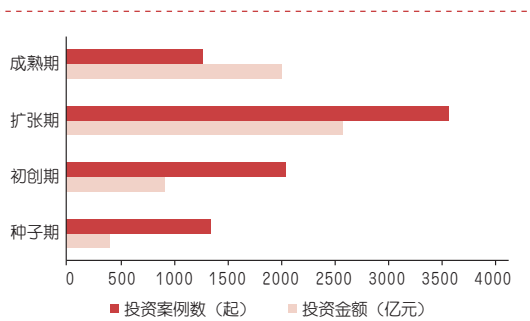


的科技研发适配于长周期的耐心资本，否则研发中期资金链断裂很可能导致企业无法存续。然而，中国的风险基金封闭期短则 3~5 年，长则 7~8 年，资金期限有限，而美元基金投资周期长达 10~12 年。根据清科研究中心数据，截至 2024 年第三季度，耐心资本（养老金、捐赠基金、保险资金、主权财富基金等）在我国股权投资市场出资占比仅为 7.3%。耐心资本不耐心的原因与国有股权投资机制有关，在国有股权投资机制中，考核期限和亏损容忍度是影响资本耐心的重要因素。考核期限的设置会影响资本的耐心程度。如果考核期限较短，资本可能更倾向于追求短期收益，而难以支持长期高风险的投资。相反，若考核期限较长，资本将会更专注于长期价值的积累。政府对国资平台考核期可能与资本投资的投资期、退出期不适应（陆岷峰和欧阳文杰，2025）。同时，传统的国资考核机制对亏损容忍度很低，使得国资机构在面对高风险投资时倾向于避免亏损，在面临触发违约条款时经常“强退”以避免被问责。资本耐心不足的潜在后果是风险投资偏离“高风险、高潜在收益”本质，成为类债权业务。比如，投资机构缺乏耐心急于短期退出会采取相应策略保障投资安全，这就在一定程度上导致对赌协议被普遍使用。资料显示，2023 年到 2024 年上半年上交所受理的 IPO 项目中，占比为 54.8% 的项目设置了对赌回购条款。与股权投资基金周期相适应，对赌协议期限设置偏短，我国签署对赌协议股权投资项目约有 80% 期限在三年以下。且对赌条款设置通常较为严苛，若企业未能在既定期限内达成业绩目标触发对赌条款，企业可能需支付大额补偿，并会降低其信誉从而影

响后续融资（高金智库研究部，2024）。

三是一级市场投融资活跃度显著下降且偏好审慎。《中国风险投资发展报告（2024）》指出，随着 PE/VC 行业进入调整期，募投管退各环节面临阻塞。募资方面，据财联社创投通-执中数据，2024 年，我国新备案私募股权投资基金数量为 4 186 只，同比下降 45%，总注册资本为 2.23 万亿元，同比下降 23%。与此同时，行业主体出清速度加快，截至 2024 年末，在中基协登记的存续私募股权、创业投资基金管理人为 12 083 家，同比下降 6.7%。投资方面，2024 年，我国股权投资案例数量同比下降 7.9%，投资金额同比下降 10.4%。从投资阶段来看，2024 年中国股权投资市场中种子期、初创期投资金额占比分别为 6.83%、15.66%，扩张期投资占据主导地位，规模占比为 43.53%，这体现出股权市场投资偏好较为稳健审慎，更多投资于存活到扩张期、“确定性”更强的企业（图 7）。

四是外资风投募资与投资规模呈下滑趋势。2024 年，外币基金募集金额为人民币 599.12 亿元，同比下降 48.6%，仅为人民币基金募集金额的 4%；外币基金投



数据来源：从清科研究发布的《2024 年中国股权投资市场研究报告》获取 2024 年中国股权投资市场种子期、初创期、扩张期、成熟期的投资案例数量和投资金额数据。

图 7 2024 年中国股权投资市场投资阶段分布



资金额为人民币 944.55 亿元，同比下降 17.6%，是人民币基金投资金额的 18.5%。外币基金募资与投资规模自 2021 年以来连续三年下降。外资风险投资下滑主要是地缘政治冲突影响所致。近几年“逆全球化”背景下美国对中国实施科技“脱钩”，美国政府通过《芯片与科学法案》等政策限制对我国高科技投资，导致外资风投意愿受到极大冲击。此外，我国 IPO 退出机制不畅、部分行业对外资进入存在壁垒等情况也导致外资信心受挫，外部环境和内部环境不利因素叠加的共同作用下，外资风投基金逐渐边缘化。

五是各类资本参与风投面临异质性困境。就国资而言，国有资产保值增值的要求与风险投资高风险、高收益的特征存在一定程度的偏离，国资风险投资面临多重目标难题（谢超等，2025a），对于高风险技术研发的态度倾向于谨慎，导致对早期科技创新的支持力度不足（金观平，2024）。就民资而言，因面临部分市场行业准入限制和隐性壁垒，参与积极性有所下降。据 LP 投顾发布的《2024 年度活跃机构 LP 画像报告》，2024 年，LP 中民企和上市公司数量共有 1 673 家，同比减低了 14.03%，占机构 LP 数量比例下降了近 8 个百分点。民企和上市公司累计出资 1 833 笔，同比下降 7.94%；累计认缴出资 1 256.04 亿元，在认缴出资总额所占比例也有所下降。就外资而言，受法律准入限制、退出渠道缩窄、地缘政治风险等因素制约，参与我国风投困难较多。

四、中国风险投资行业发展建议

经过数十年发展，我国风险投资从无到有、从弱到强，成为全球瞩目的风险投

资市场。我国风投行业发展的成功经验可以概括为以下几点。一是政策引导支持。中国政府对风险投资的鼓励支持是行业发展的关键动力，起步期通过出资设立风险投资机构、实施“星火计划”等一系列举措开启创投行业萌芽，在此后各个阶段持续出台关于风险投资机制建设、股权分置改革、政府投资基金管理、外商招商、税收优惠等政策，为创投高质量发展制定顶层设计。从制度经济学视角，政府的政策设计能够降低交易成本，稳定投资者预期，减少制度性摩擦，营造有利于风险投资的良好政策环境。二是资本市场持续发展。股权分置改革启动使股市流动性提升，中小板、创业板的推出有效畅通了被投资企业退出通道。资本市场的改革发展是风险投资行业重要的推动力。三是国际资本带来成功经验。在初始发展阶段，外资机构活跃在中国股权投资市场，成功投资了携程、阿里巴巴等中国企业。国际风投机构以其资源与丰富经验为中国风投行业带来了正向溢出效应，客观上促进了中国风险投资行业发展。可以说，发展阶段特征塑造了行业基础，但也埋藏了结构性矛盾。起步期遗留问题在于过于依赖政策引导，未建立市场化退出机制；探索期和调整期依赖问题在于退出对 IPO 依赖度过高，并购市场未得到充分发展；发展期核心矛盾在于历史积累问题和外部环境变化叠加导致当前困境。

为更好地推动中国风险投资行业高质量发展，可从以下几方面着手。

一是畅通退出渠道。成熟完善的退出机制是维护股权投资市场稳定、提升投资者信心的必要保证。二级市场是一级市场重要的估值锚定，且二级市场流动性直接



影响股权投资者的退出预期。优化退出机制通过缩短退出周期、提高退出收益，可吸引更多社会资本流入一级市场。研究发现，科创板设立显著增加了强科创属性行业的股权投资事件数量与金额（张圣一等，2024）。2024年4月，国务院发布《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》，明确要进一步畅通“募投管退”循环，发挥好创业投资、私募股权投资支持科技创新作用。IPO方式在该循环中扮演重要角色，IPO退出保持在稳定范围有助于统筹一二级市场的动态平衡（高金智库研究部，2024），可在保障拟上市企业质量关的前提下开展IPO常态化发行。另外，并购重组、股权回购、S基金等方式重要性与日俱增，但目前相关市场还未发展成熟，市场活跃度有待提升。可进一步鼓励央企国企等机构通过并购重组整合产业链上下游资源，大力发展并购重组市场，提高中介机构服务水平质量；支持建立统一S基金交易平台，优化S基金行业生态环境，提高信息披露透明度，完善监管政策。

二是进一步推动耐心资本参与股权投资。保险资金、社保基金、企业年金、产业资本等是耐心资本的重要组成部分，能够提供持续资金支持。耐心资本具备长期性和稳定性，耐心资本支持下被投资企业有更强动力潜心着眼于实现长远目标，从而提升科技研发创新质效，提升竞争力和市场地位（余湄和边江泽，2024；胡海峰，2023）。2024年6月，国务院发布《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》，鼓励长期资金投向创业投资，支持保险机构等按市场化原则对创业投资基金投资，股权投资政策环境不断完善。但目前监管政

策对于保险资金参与股权投资仍有较为严格的限制约束，如偿二代二期规定保险公司需满足偿付能力和风险管理能力要求，根据《保险公司偿付能力监管规则第8号：市场风险最低资本》，未上市股权风险因子大幅提高为0.41，这导致保险公司需配置更多资本。为提升保险资金等耐心资本积极性，可适当放松监管要求限制，释放更多股权投资额度。推动社保基金、保险资金等长线资金通过进入二级市场间接支持一级市场。如体量巨大的耐心资本提供金融支持，将为风险投资行业带来显著积极影响。

三是持续引导资金投早、投小、投硬科技。股权投资市场承载着助力科技、产业、金融良性循环的使命，是宏观经济新旧动能转换的重要推动力，随着科技产业变革日新月异，培育新动能新优势刻不容缓。为加快推动关键技术攻坚，股权投资机构未来将在政策引导下逐渐前移投资节奏，将投资资金更多向天使轮、pre-A轮、A轮等轮次倾斜，政府资金则会更多移向初创期和种子期。从投资领域来看，未来股权投资可能以半导体、先进制造、新能源、生物医药等行业作为重要投向，集力量培育战略性新兴产业。可支持鼓励企业风险投资发展，企业风投多背靠大型科技企业，通过企业风投培育应用层创新，有助于推动颠覆式创新成果生成。

四是提升外资在中国开展风险投资的便利度。优化国内环境的便利度能够有效提升外资来华开展风投的积极性。应深化外资准入开放，在满足国家安全要求下缩减外商投资准入负面清单，适当放松外资风投基金的准入限制。法律制度方面，进一步完善外商投资创投企业法律制度，简



化审批流程、明确设立资格。出台外资税收优惠政策，对外资风险投资机构投资初创期、种子期企业实施税收减免。此外，可规范合格境外投资人的试点制度，适时扩张试点范围，建立跨境投资绿色通道，引导鼓励境外风险投资机构开展投资。引导鼓励各类基金与外资机构开展股权投资合作，还可以探索设立政府-外资联合基金吸引外资投向新兴产业。

五是优化各类资本参与风险投资制度环境。可积极推进完善国资风险投资机构生命周期考核管理机制，健全绩效评价制

度，为国资创投营造更宽松环境。优化社会资本和政府基金的合作模式，构建投资项目信息共享平台。加大风险投资行业税收优惠力度，降低行业整体税负，提升企业所得税、增值税优惠政策覆盖范围。探索实施差异化监管政策，根据投资机构类别不同进行有针对性的监管。增强政策的连续性、透明度和稳定性，打破社会资本面临的隐性壁垒，放松市场准入限制，持续优化各类资本参与风险投资的政策环境和制度机制。^① 

学术编辑：韦燕春

The Evolution, Challenges, and Pathways of Venture Capital in China

LI Mingzhou^{1,2} ZHANG Ming³

(1.Research Institute, China Jianyin Investment Limited; 2.Postdoctoral Station, Research Institute of the People's Bank of China; 3.Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences)

Abstract China's venture capital industry emerged in the 1980s, and after decades of development, it has become an important force in promoting scientific and technological innovation and industrial upgrading. In today's world, scientific and technological changes are arising rapidly, and the global order continues to evolve. Promoting high-quality economic development with new quality productivity is a key policy objective, and venture capital can play a critical role in realizing this goal. This paper summarizes the four stages of the development of China's venture capital industry. It describes the characteristics of each development stage and analyzes risks and challenges facing the industry. It also offers the following policy suggestions to better promote the industry's development: establishing smooth exit channels, promoting patient capital participation in equity investment, and guiding funds to invest early, invest small, and invest in hard technology. It also recommends removing impediments to foreign investment and optimizing the institutional environment for all kinds of capital to participate in venture capital.

Keywords Venture Capital, Patient Capital, Equity Exit Mechanism

JEL Classification G24 G18 G34

① 参考文献[1]~[24]，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。