



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的话题中。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子基金管理暂行办法》(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。
			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

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20305

