

地方政府投资基金退出影响因素分析

张德亮¹

1 沈阳恒信安泰股权投资基金管理有限公司, anny_606418@163.com

摘要: 2025年以来,随着国家层面陆续出台多个政府投资基金管理规范文件,一大批地方政府投资基金按照新政导向开始新一轮筹备与运营。在新规政策体系下,如何达到地方政府投资基金退出效果,是当前各级政府投资基金设立运营管理需要考虑的核心问题。本文从地方政府投资基金退出角度出发,通过分析影响退出效果的基金投资领域、基金规模、基金 LP 结构、GP 类型、本地团队五个因素,研究并提出建议,达到优化和完善地方政府投资基金体制机制、建立合理投资逻辑,推动地方政府投资基金的可持续发展。

关键词: 政府投资基金, 基金退出, 影响因素

1 研究背景与意义

2025 年以来,国家层面陆续出台包括《国务院办公厅印发关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》(以下简称“国办一号”)等多个文件规范,对各地政府投资基金发挥高效能、高效率提出新要求和新引领,指导各级政府完善本地政府投资基金管理规则和体系规范。在此背景下,一批地方政府投资基金按照新政导向开始新一轮筹备与运营,预计未来数年新投资的私募股权基金将达数千亿元甚至更高。在当前中美经贸对抗加剧、国内产业升级的大背景下,地方政府投资基金支持实体、推动优质科创企业发展的积极作用更加凸显。那么在新规政策体系下,如何发挥已积累经验,优化投资逻辑、完善投资策略、做好顶层设计,是当前各级政府投资基金设立运营管理需要考虑的核心问题。

投资策略的制定需结合地方政府投资基金核心诉求。地方政府投资基金核心诉求除支持地方经济发展的返投诉求外,与其他 LP 一致,均要求从基金中顺利退出形成资金循环取得财务回报。可见,做好政府投资基金的退出,有利于财政资金循环利用,政府投资基金通常由财政资金引导设立,退出后回收的资金可用于再投资,形成“投资—退出—再投资”的良性循环,提升财政资金使用效率。若基金到期无法退出,将阻断这一循环,影响长期政策支持能力。建立健全退出机制,有助于高效发挥政府资金产业扶持发展作用,引导资本投向战略性新兴产业、科技创新等重点领域,契合地方产业战略。有利于多层次资本市场构建,通过上市、S 基金、并购基金等多种途径,提供私募股权多元化退出路径,使得资本市场流动性与效率的提高。因此本文从退出角度入手,分析影响政府投资基金退出效果的相关重要因素,由终及始,以退定投,可为政府投资基金在新一轮发展中优化投资逻辑、完善投资策略提供一些有益参考,也有益于存量的地方政府投资基金的整合和优化。

2 地方政府投资基金特点及发展现状

2.1 地方政府投资基金特点

地方政府投资基金分为直投和母基金投资两种模式,直投模式一般由地方政府所属机构负责,按项目阶段分为重大项目直投、市场化项目直投、中早期培育项目直投等;母基金投资模式即地

作者简介: 张德亮,男,沈阳恒信安泰股权投资基金管理有限公司。

方政府投资基金作为 LP 参与各类 GP 发起的私募股权投资基金, 各层级政府如国家级、省级、地市级、区县级乃至个别发达区域的街道级均已广泛参与。受政府投资基金国资属性、专业能力有限、政府资金未放大、直投决策压力大等因素影响, 政府投资基金通常直投数量较少, 多数选择母基金投资模式。政府投资基金的主要特点有: 由政府作为发起人并主导出资; 不以盈利为唯一目的; 主要起到产业引导、扶持重点新兴产业发展等目的; 坚持市场化方式运作; 利益共享、风险共担, 政府投资基金产生收益由出资人享有, 发生亏损由各出资人共同承担^[2]。

2.2 地方政府投资基金发展现状

我国以母基金投资模式为主的政府投资基金发展主要从 2000 年开始, 至今大约 20 余年。根据行业三方机构统计, 政府投资基金目标规模超过 11 万亿元, 认缴规模超 7 万亿元, 数量超过 1000 个。行业发展可概括为三大发展阶段: 一是初步成长期。2000—2014 年, 这一时期属于国内政府投资基金早期运作阶段, 各地一般称之为地方引导基金, 各地多由发改委或者高新区发起, 主要在上海、北京、天津、苏州、广州、深圳等发达城市设立, 整体数量少, 规模较小 (一般数千万元到数亿元), 最大规模不超过 20 亿元, 相对知名引导基金十余个, 遵循规则较为保守, 对基金和管理机构有双落地要求, 投资领域主要为新兴产业领域, 投资阶段集中在创业投资阶段。二是快速增长期。2015—2024 年, 伴随着财政部文件发布和中基协对基金行业的规范, 在此期间政府投资基金数量迅速增加 1000 个左右, 规模增加 3 万余亿元, 全国主要省级和经济体量较好的城市均设立政府投资基金, 规模一般数亿元到百亿元, 相对知名引导基金也极大增加, 遵循的规则开始变化, 比如优化返投倍数、放开管理人注册地、投资领域更加多元、投资阶段细分为产业与天使等多个阶段, 并适度开始直投。三是新一轮提质改革期。2025 年至今, 受国办一号文件影响, 超大规模基金纷纷涌现。三大区域国家创投引导基金等多个国家级基金开始运作、社保基金与各 AIC 联合与多个省市合作落地百亿元的地方社保科创基金, 北京、上海、广东等主要地方省级政府基金规模也大幅增加, 达到数百亿元规模, 最高达到 2500 亿元, 投资领域更加聚焦和细分, 地方同时纷纷修订管理办法, 普遍开始整合 2025 年以前各地的存量政府投资基金。

因此, 二十余年的发展, 当前地方政府投资基金面临的主要问题已经从初期起步时的做大基金数量和规模, 逐步转变为如何应对新规范、高效整合大量存量基金、做好新基金规模迅速增加新形势下的投资决策等, 同时, 经过第二阶段的快速增长, 当前政府投资基金沉淀了大量未退出的基金和项目, 这更需要在政府投资基金设计之初, 重点考虑退出策略, 有利于存量和新增的基金的持续发展。

2.3 地方政府投资基金退出现状

由于基金本身是一个长周期, 高风险, 不确定性强的行业, 底层项目退出周期长, 由于在过去 10 余年全国数百个地方政府投资基金集中作为 LP 进入基金领域, 参与了大量基金, 涉及规模数万亿, 因此多地均存在政府投资基金退出问题, 又因 2015 年至 2018 年设立的政府投资基金近年均进入退出期, 更出现存量项目集中退出现象, 使得退出压力进一步传导至 GP 和企业, 因此近两年地方政府投资基金或其他 LP 与 GP 矛盾逐步增加, 追责 GP 和诉讼底层回购企业事件时有发生。同时, 存量基金退出难又导致存量资金无法形成募投管退的资金循环。在近年来地方政府财力日趋紧张的情况下, 退出难导致地方政府缺少回笼资金, 所以很多新基金仅是空喊的认缴规模, 没有实缴规模。也导致新的政府投资基金不敢投不敢决策的情况。部分地区认为地域限制及返投要求是导致基金投资退出受限的主要原因, 因此通过允许参与异地基金、降低返投倍数 (目前普遍为 1 倍, 深圳开始无返投)、优化返投认定、提高容错比例、设置超长期存续期、提高出资比例等措施, 解决退出难问题。但目前效果尚未显现。因此在新一轮基金体制改革的背景下, 笔者着手研究影响地方政府投资基金的退出因素, 便于分析和应对新形势下地方政府投资基金退出难问题。

3 地方政府投资基金退出影响因素分析

影响政府投资基金退出的因素有很多,包括基金所处周期、行业政策、上市导向与标准、企业发展情况和融资能力、企业所处地域、基金覆盖各企业的整体价值、并购市场情况、S 市场情况、GP 的投资策略、GP 的退出资源、各 LP 退出意愿等,但从地方政府投资基金的 LP 视角分析,基金投资领域、基金规模、基金 LP 结构、GP 类型、本地团队五个因素是影响政府投资基金退出的较为核心的因素。

3.1 基金投资领域对退出的影响

投资领域因素对地方政府投资基金退出影响较大,影响主要是资产集中度问题,地方政府投资基金通常参与综合性领域、单一垂直领域、专项基金三类基金,一是综合性领域基金,按照政府投资基金管理规则,一般要求基金对主投领域的投资额不低于基金规模 60%,若剔除基金运营费用,实际基金约 70%资产将集中在主投领域,因基金退出周期通常为 5—10 年,其间会出现主投领域的行业与上市政策调整进而影响退出的情况,例如 2014 年前后的互联网领域和 2018 年前后集成电路领域的基金退出效果均相对较好,反之,聚焦医疗领域的基金因近几年行业政策调整、企业成长周期较长等原因,退出效果相对一般。二是垂直领域基金,基金主要资产均集中于 GP 擅长的特定行业中,单一领域内资产集中度更高,若出现政策调整,可能导致基金整体退出难度提升。三是专项基金,一般仅覆盖 1—2 个特定项目,特定项目退出效果好,基金整体就好,但一旦出现风险或长期难以退出,基金退出就较难实现,例如,在 H 股和 A 股上市窗口打开的大环境下,行业中仍沉淀了较大数量的退出周期长、退出不确定性的专项基金,部分项目因所处行业政策调整,无法独立上市,只能采取并购、分红、S 基金、回购等方式实现退出。

因此在投资决策之初,要将地方政府投资基金主投领域作为重要研判因素,考虑拟投领域的发展规律和相关政策调整的可能性;同时基于政府投资基金的母基金配置属性,建议在布局各子基金时将综合性领域基金、垂直领域乃至专项基金形成搭配,适度分散,充分考虑基金因领域差异带来的退出周期和退出资金的差异。

3.2 基金规模对退出的影响

目前各地政府投资基金运作日趋成熟,各地频现 10 亿元以上的大型基金。基金规模越大,减少 GP 在募集方面的精力分配,一般有利于 GP 专注投资。对政府投资基金而言,大基金杠杆效应更好、项目扶持力度更明显,决策压力和管理成本更低、宣传效果更佳,但规模越大对基金退出的影响也很显著。首先,因规模越大,基金一般对应募集与投资周期变长,退出周期也相对较长,以某地规模 30 亿元的基金为例,因基金规模大,出现 LP 和 GP 若干调整,导致募集周期达 4 年才落地运营,这期间政府投资基金和私募基金的投资和退出政策发生较大变化,给退出效果增加了不确定性。其次,规模越大基金占用资金更大,即使多数分期到位,也给政府投资基金带来了出资压力,政府每年都需要在资金预算做出安排中,放在优先级,否则可能出现违约事件,这在各地财政资金较紧的背景下,限制了政府投资基金布局新方向的可能。第三,大规模基金通常布局单笔投资额大、相对稳健、上市概率相对大的项目,但这也导致可能出现大额资产退出路径相对有限、退出路径和退出节奏更长等问题,若上市项目较少,则资金回笼周期会相对更长。例如,某支国家级基金,基金规模达数百亿,覆盖项目数十个,单笔出资多超亿元,虽然部分项目企业上市后收益较好,但因基金整体规模过大,项目数目过多,导致整体退出、资金回笼周期较长;相对的,某些规模适度的地方基金,项目数量相对较少(一般不超过 10 个),通过控制整体项目质量,只要 2 个企业上市,基金整体即可有望实现资金回笼。

因此在布局出资基金时,不同层级政府要结合自身实际,充分考虑不同规模基金给政府投资基金带来的资金占用压力、未缴出资的资金压力、资金退出周期等影响,布局规模合适的基金,配置不同规模的基金。

3.3 基金 LP 结构对退出的影响

目前地方政府投资基金参与基金中的 LP 主要有各级地方国企、金融机构、产业方、高净值个人等类别。不同类别 LP 对基金的认知与理解、出资和管理诉求、退出诉求、内部机制和文化、团队构成等存在差异，因此 LP 的类别和特点会对基金产生较大影响。决策层面，LP 以合伙人、投决委、观察员等身份参与到基金的合伙人会议、投决会或专业咨询委员会等决策机构中，不同 LP 在基金决策各类事项时态度不同，直接影响基金投资和退出。实践中，因个别 LP 不同意基金延期、基金合伙人会议决策直接进入清算期，直接影响后续项目的退出；因 LP 对领域划分或返投标准异议，影响其委派观察员在基金投决会前合规审查的意见，进而影响投决会结果；尤其在退出期，LP 委派投委或进行合伙人会议时审议存在一定损失的退出议案，因 LP 对项目退出损失风险承受能力不同，导致某些 LP 迟迟不决策，错过较好退出时机，最终导致回款减少。运营层面，不同的 LP 因对基金认知和理解、自身文化、团队结构等存在差异，导致在基金各类运营事项（例如后期出资、各类会议组织、各类信息披露和投后管理流程等）处理方式不同，直接影响基金运营效率，一定程度上影响基金的退出方式、退出导向、退出机会和退出节奏。实践中，因 LP 出资诉求不同、其中一个 LP 不出资，导致基金无法进行二期出资；个人 LP 与机构 LP 对于基金出资和风险承受能力也差异较大，影响基金各类会议的组织、召开和运营效果。

因此地方政府投资基金在出资基金之初，除考察 GP 外，更要充分考虑基金 LP 结构将给退出带来的影响。在目前国资为主的背景下，基金 LP 结构过于单一或过分多元化，均不利于基金长远稳定运营，LP 结构过于单一，存在单一大客户问题，互相之间缺少制衡或标准参考；过分多元，存在诉求难以调和等问题。合理搭配省市区、跨区域国资、国家级基金、民营 LP，形成适度平衡的 LP 结构，更有利于基金运营。

3.4 GP 类型对退出的影响

GP 是基金的最核心因素，GP 负责募集资金、发现和投资项目、投后提供增值服务、推动项目退出等基金募投管退全流程事项（类似公司的董事长兼总经理），因此也是影响地方政府投资基金退出的最主要因素。目前 GP 类型主要有国家级基金的管理机构、央企和地方国企机构、产业 CVC 机构、金融机构所属机构、履历丰富的个人控制的机构等。每类机构有不同特点，因此 LP 对 GP 类型的研判较为重要。首先，在从业时间、行业接触面、信息对称度等方面，多数 LP 专业度不如 GP，政府投资基金对 GP 而言仅是其管理的若干基金中的一个 LP 而已（类似小股东），加之政府投资基金在本金退出诉求外提出的返投诉求，使得选择履职专业、匹配度高、擅长沟通的 GP 尤为关键，直接影响政府投资基金的最终退出效果。实践中，履职充分的 GP 会在基金投后管理、投后增值服务、退出方面投入较大精力，对于触发退出约定项目，也会及时履行职责，有效推动基金退出。其次，受 GP 自身战略、团队结构、经营策略、主投行业变化、募资与退出环境等影响，自身也是一个企业的 GP 也存在生存与发展的问題。目前全行业私募管理人总量持续下降，从最高峰已经下降近半数。较多小规模管理人因无法募集新基金和原有基金进入退出期或清算期，公司失去稳定收入来源，生存难以维系，更无法履行基金管理职责。因此在基金存续期普遍为 5—10 年的背景下，提前预判不同类型 GP 成长或衰退预期，选择稳定生存并有一定成长潜力的 GP，对基金的退出是重中之重。

因此实控人稳定、愿景清晰、战略和经营策略稳定、文化契合、内部机制清晰、财务回报诉求好的 GP，其稳定生存和发展潜力一般更高，也更好沟通，建议政府投资基金选择此类 GP，有利于基金退出。

3.5 本地团队对退出的影响

本地团队对地方政府投资基金退出影响主要在挖掘项目和投后两个方面。挖掘项目方面，地方政府投资基金多数要求在本区域内实现项目返投，GP 需要在该区域内展业，但因国内近 80%

的 GP 聚集在北上广江浙五个省份,五个省份外的其他省份的多数政府投资基金常遇到本地没有 GP 团队的问题,出现外地 GP 无法在本地挖掘到优质项目或招引项目不落地问题,导致无法完成返投或难度增大,因此本地团队 GP 直接关系到投资和退出效果。以近些年某北方区域上市的数个科创板企业为例,部分具有较好本地团队参与的政府投资基金取得了较高倍数回报,而同期使用外埠团队的政府投资基金,虽也接触过上市项目,因后续跟进、价值判断等偏差错过了较好的盈利项目,没有本地团队可能是影响因素之一。投后方面,GP 在各政府投资基金所在地投资或招引项目落地后,均需要开展投后管理与增值服务及大量的与 LP 沟通工作,本地与外地团队因工作半径差异,提供的投后管理与增值服务也存在较大差异,与 LP 的沟通也差异极大,直接影响基金投后与退出效果。实践中,本地团队能够熟悉招引项目落地区域情况,在落地政策、园区选择、资质办理、选址装修、人员招聘、开拓市场方面具有优势,这极大提升落地企业概率和展业速度。因此地方政府投资基金在布局基金时,要将 GP 是否拥有本地团队作为考量因素之一。通常选择在本地拥有较稳定团队或设置本地团队的 GP,且该本地团队人员具有较全面投资管理和同 LP 沟通经验,在 GP 内部具有一定话语权,对地方政府投资基金的退出效果影响较大。

4 完善地方政府投资基金退出体系的建议

传统政府投资基金在确定投资策略时,一般较为关注能否完成返投、关注 GP 知名度和能力,包括其募资能力、投资能力、退出业绩、招引能力、财务回报能力等方面,笔者认为,最终取得较好的退出效果应是政府投资基金考量的重要因素。因此结合前述分析,笔者建议未来政府投资基金在确定投资策略时,应以退定投,集中考虑五个方面完善退出体系:一是投资策略方面,充分考量参与基金的主投领域现实情况和未来走势,把未来退出周期作为考量核心要素之一,考虑政府投资基金参与到各领域的资金比例,形成梯次化退出机制。二是规模方面,充分考虑投资规模对退出效果的影响,包括不同规模基金给政府投资基金带来的资金占用压力、未缴出资的资金压力、资金退出周期等影响,不同规模基金形成合理退出搭配。三是 LP 结构方面,考量不同基金 LP 结构中自身的话语权,GP 配合度,基金运营顺畅度或有堵点难点等,致力于构建一个较合理的 LP 治理结构,有利基金退出。四是 GP 类型方面,与自身匹配度高的 GP 会提升退出效果,因此选择 GP 除关注募投管退等能力与业绩外,更要关注其类型,判断不同类型 GP 履职程度、生存能力与长远发展趋势,找到匹配自身的 GP 类型。五是本地化团队方面,在选择 GP 时要考量并与 GP 协商好本地化人员配备计划或通过其他措施代替本地化团队作用,确保项目挖掘、落地与退出时有本地团队协同推进。

综上所述,由终及始、以退定投、全流程思维,更有利于地方政府投资基金的可持续发展,充分考虑基金投资领域、基金规模、基金 LP 结构、GP 类型、本地团队五个因素,对于优化和完善地方政府投资基金体制机制、形成更为合理的投资逻辑、积累投资经验具有积极的作用。

参考文献:

- [1] 许一新,张继勤,赵翔.优化地方政府投资基金运作的路径与思考[J].财政科学,2024(01):120-129.
- [2] 吴国晨.审计视角下地方政府投资基金的运作模式及存在问题研究——以 G 公司为例[J].中国科技投资,2025(06):1-3.

Analysis of Factors Influencing the Exit of Local Government Investment Funds

Deliang Zhang¹

1 Shenyang Hengxin An Tai Equity Investment Fund Management Co., Ltd.,
anny_606418@163.com

Abstract: Since 2025, with the gradual introduction of multiple government investment fund management regulations at the national level, a large number of local government investment funds have begun a new round of preparation and operation in accordance with the new policy direction. Under the new policy system, how to achieve the exit effect of local government investment funds is the core issue that needs to be considered for the establishment, operation and management of investment funds at all levels of government. This article starts from the perspective of the exit of local government investment funds, and analyzes five factors that affect the exit effect: fund investment field, fund size, fund LP structure, GP type, and local team. It studies and proposes suggestions to optimize and improve the system and mechanism of local government investment funds, establish a reasonable investment logic, and promote the sustainable development of local government investment funds.

Keywords: Government Investment Fund, Exit of Funds, Factors Influencing