



科创投资生态如何构建？

刘健钧：激发市场化资金活力 创投行业大有作为



刘健钧

与时俱进看待国资参与创投市场

中国证劵报：这几年，国资成为创投行业第一大出资主体，且占据绝对主导地位，这会成为行业的常态吗？

刘健钧：国资作为创投行业出资主体，一方面是由目前国情所决定的；另一方面，我不认为这是一个常态，应该只是创投行业发展过渡阶段的现象。

中国证劵报：如何理解这一过渡阶段？

刘健钧：目前，国内民营资本参与创投的政策法规体系还不够完善，完全市场化运作的创投主体尚未发展起来，国资创投主体便承担了当前的主力军重任。

未来，相关条件有利于民营资本进入后，还是应该更多让民营创投主体担当主力军。

中国证劵报：虽然目前处于过渡阶段，市场比较关心大量国资参与创投市场，如何发挥优势？国资在创投市场有所为有所不为的边界在哪里？

刘健钧：对于民营创投和国资创投的边界，我认为要与时俱进进行考量。

目前，募资难、退出难、税负重。这三大困难极大影响了民营创投主体的积极性。因此，目前限制国资创投发展不太符合实际。国资创投包括政府引导基金在内，具有资金实力雄厚的优点，在目前市场环境不尽如人意的情况下，不妨允许其一马当先。

但未来随着“募、投、税”各方面政策的完善，民营创投发展起来后，双方有必要形成优势互补的良性格局。

相较国有资本，首先，民营资本更有利于建立起激励机制，聘请到专业化的管理团队；其次，民营资本能更好地发挥产权约束机制的作用，更好地防范各种道德风险。未来，国资创投有望在关键性的战略领域，特别是早期阶段发挥更大作用；而在更多的市场化竞争领域，民营资本则更有用武之地。

中国证劵报：在一定程度上，国资成为创投市场主体是受到了地方招商环境变化的影响，对此你怎么看？

刘健钧：从国家层面来看，要考虑统一大市场的建设，中央政府需要更多考虑如何解决市场失灵问题，比如关键领域和早期阶段的投资。至于地方政府，难免会受地方利益驱动而更多考虑招商引资，很难要求地方政府完全把政策着力点放在关键性行业和早期阶段。当然，如果创投环境好了，民营创投进一步发展起来，地方政府也会愿意通过财政资金引导民营资本投资地方所关心的行业领域。

中国证劵报：所以核心还是要激发市场化民营创投资金的活力。现在各方对于国资机构的容错考核机制非常关心，除了用长期的、组合化的思路考核国资机构，还有没有其他办法？

刘健钧：2024年12月，国务院国资委、国家发展改革委联合出台政策措施，推动中央企业创业投资基金高质量发展，支持中央企业发起设立创业投资基金，重点投早、投小、投长期、投硬科技。其中提到，中央企业创业投资基金合理容忍正常投资风险，根据投资策略合理确定风险容忍度，设置容错率。重点投向种子期、初创期项目的基金，可设置较高容错率。对于这一探索，我认为是非常有意义的。

中国证劵报：如果风险指标明确化、数字化，会不会产生一定的弊端？

刘健钧：我最大的担心也是在这。所以，未来还是要更好地发挥民营创投主体的作用。因为，民营创投主体对于容错率可以有更大的灵活性：一方面，其能够建立起有效的产权约束机制；另一方面，其可以对投资团队进行业绩激励，甚至股权激励，构建起投资团队和投资人激励相容的机制。这种机制，并不容易嫁接到国资创投机构之中。

“募退税”激发市场化资金活力

中国证劵报：当下有哪些办法可以进一步激发市场化创投资金的活力？

刘健钧：激发市场化民营创投资金的活力，在政策环境上，关键涉及“募退税”三个环节。

在国外，创投基金募资主要靠商业保险资金（如人寿保险）、社会保险、民营企业、富有个人投资者“四路大军”。在国内，如果把上述“四路大军”参与创业投资的通道进行疏通，“募资难”的问题就会迎刃而解。

当下为什么会出募募资难？

第一，现在大量的民营企业经营本身面临一定困难。

第二，富有个人投资者的投资积极性大幅度降低。首先是前些年出现了不少投资失败的案例，总体实际回报不符合起初的预期；其次，原来地方政府给创投基金提供了一些税收优惠政策，由于这些优惠政策不符合个人所得税法，陆续被清理整顿。与此同时，当下我国尚未构建起符合基金特点的税收制度，个人投资者税负较重。

第三，商业保险资金参与创投仍存在较多限制。例如，受“风险投资”字面含义影响，“风险投资”只能投资风险较高项目的观点深入人心。2014年12月出台的《保

中国证劵报：关于税收，当下创投行业非常渴望能够“减负而行”，在你看来，如何给创投行业税收减负？

刘健钧：我过去有一个思路，主要基于创投基金的收益特点。一般的工商类公司是从事积极的经营活劢，产生收益后往往要将其相当部分转化为资本，因此它是积极的经营主体，也是收益主体，所以将它作为纳税主体天经地义。但是，创投基金只进行被动的财务投资，而且往往要委托专业的管理机构进行管理，并不是积极的经营主体，而且为了满足财务投资要求，往往每年均会将基金的收益分配给投资者，因此基金不是实际的收益主体。

在国外，公司型、合伙型、信托型基金只要把收益分配给投资者，基金就不再作为纳税主体，而是将一笔一笔的收益穿透到投资者环节进行应纳税所得的核算，进行缴税。在这种情况下，既可避免双重征税，又可在投资者个人环节进行税收分类。如果是短期投资，课税高；如果是长期投资，则享受优惠性税率。

此外，由于创业投资基金具有高风险性和规模不经济的特点，在避免双重征税和鼓励长期投资之外，还可以再追加鼓励投资者投资创投基金的税收抵扣政策。

我认为，一定要构建起适应创投基金特点的税收优惠政策。第一，基于税收中性理念，解决基金双重征税的问题；第二，通过长期投资的税收优惠政策，鼓励投资者做耐心资本；第三，通过创投基金投资者税收抵扣政策，鼓励更多的社会力量投资创投基金。

中国证劵报：回顾过去三十多年，你曾执笔起草了诸多创投行业的法律法规和政策。站在当下，对于行业未来发展，你有些哪些期许？

刘健钧：国家现在鼓励耐心资本。我认为耐心资本有两个特点，第一，耐得起寂

调动渠道与资源优势 银行系公募试水ETF成效初现

● 本报记者 王鹤静

近期，ETF赛道迎来了以银行系基金公司为代表的新一批入局者。浦银安盛中证A500ETF、兴业上证180ETF首发规模双双超10亿元的亮眼成绩，让市场看到了银行系公募发展ETF及指数业务的决心，全市场首只通用航空主题ETF——永赢通用航空ETF也为银行系公募未来的产品创新提供了思路。

时隔多年再度聚焦指数业务，部分银行系公募人士感慨说，一方面，标的指数要符合普惠金融和新质生产力的发展方向；另一方面，银行系公募要立足于自身的差异化优势，产品运营、市场推广、渠道建设等众多环节可以依托母行的资源优势，形成联动与发展合力。

银行系公募发力ETF赛道

为顺应被动投资热潮，多家银行系公募近期加快了发展指数业务的脚步。银行系公募在指数产品端，特别是在ETF领域开始大展拳脚。

时隔近两年半，浦银安盛基金推出了公司旗下第8只ETF产品——浦银安盛中证A500ETF。根据成立公告，该ETF历时7个交易日完成募集，2024年12月30日成立，最终净认购金额达到15.07亿元。

同在2024年12月底，兴业基金时隔近四年半推出了公司旗下第3只ETF产品——兴业上证180ETF，该ETF历时10个交易日完成募集，净认购金额达到12.67亿元。值得注意的是，兴业基金还运用固有资金认购了该ETF2000.11万元。

Wind数据显示，截至2025年1月14日，浦银安盛中证A500ETF、兴业上证180ETF成为2024年12月以来全市场首发规模最大的两只ETF。目前，这两只ETF分别于1月13日、1月8日在深交所、上交所上市交易。

同为银行系公募的永赢基金，将发力点选在细分主题ETF赛道。2025年1月2日，全市场首只通用航空主题ETF——永赢通用航空ETF正式成立，该ETF历时5个交易日完成募集，并且于1月10日在深交所上市交易。1月3日，永赢基金还上报了全市场首只卫星通信主题ETF——永赢国证商用卫星通信产业ETF，目前证监会已接收申报材料。

持有人结构差异较大

值得注意的是，从近期披露的ETF上市交易公告书来看，银行系公募在ETF方面的布局思路不尽相同，吸引的投资者群体也存在较大差异。

例如，浦银安盛中证A500ETF的前十名持有人中出现了多家保险机构，中国太平洋人寿保险股份有限公司、中国人寿保险股份有限公司、弘康人寿保险股份有限公司分别持有该ETF2.00亿份、1.00亿份、1000.18万份。

兴业上证180ETF的前十名持有人中则有多只私募产品现身，例如玄元科新285号私募证券投资基金、涌乐富鑫1号私募证券投资基金、运舟成长精选1号私募证券投资基金分别认购该ETF2500万份、1000万份、1000万份。

永赢基金旗下的通用航空ETF吸引了大量个人投资者的关注，个人投资者持有该ETF的基金份额占比高达97.21%。在前十名持有人中，有九位个人投资者，最多认购了1120.10万份。

永赢通用航空ETF的基金经理刘庭宇对中国证劵报记者表示，由于新兴行业处于发展初期，公司的业绩数据较难反映行业的景气度，而核心产品的重要进展、配套政策支持以及关键技术的突破等因素，对板块走势的影响会更明显，所以对于追求胜率 and 确定性的机构投资者来说，投资部分新兴行业较难与既有的投资框架做到兼容，而个人投资者更加关注新兴行业的发展前景及最新动向，追求投资的赔率，因此新兴细分行业ETF的持有人中，个人投资者的占比往往会明显高于机构投资者。

适配银行渠道需求

时隔多年再度聚焦指数业务，银行系公募有了全新的体会与感悟。

兴业基金表示，在指数的资产选定和编制策略上，需要沿着A股市场估值提升和投资者认知度增加的路径，谨慎选择对应的指数，同时还要符合普惠金融和新质生产力的发展方向；在产品创设之前，需要根据公司资源禀赋和产品特征，与主要渠道伙伴提前做好产品营销和销售推广的各项规划。和过去十年指数产品“重首发轻持营”的情况不同，未来指数产品持营的重要性也将提升，需要基金公司持续不断地做好投教陪伴工作。

面对目前市场上指数投资的白热化竞争，作为“后发者”，兴业基金指数投资团队表示，能否立足于自身的差异化优势显得尤为重要。兴业基金的指数业务能够从各个条线与母行——兴业银行密切合作，特别是在产品运营、市场推广、渠道建设等众多环节，可以依托母行的资源优势，形成联动与发展合力。

浦银安盛基金表示，一方面，公司以ETF及指数增强基金为主要载体，覆盖不同市值风格、不同板块的宽基指数，为投资者提供立体化投资的工具；另一方面，公司积极布局新质生产力相关“硬科技”指数，响应国家发展新质生产力号召，引导金融资源助力实体经济高质量发展。未来将持续挖掘市场长线投资机会，力争前瞻性地布局一些产品，当市场风向转变时，投资者可以较为轻松地找到对应的投资工具。

兴业基金表示，需要在未来一段时间快速补齐自身的产品线。在符合监管政策和导向的前提下，公司将充分利用自身渠道完善和资源联动的优势，计划打造一批符合“策略透明”“风格稳健”“具备长期超额收益”“波动较小”等特征的指数产品。

“未来永赢基金将继续在行业主题、策略类指数产品中延续类似的开发思路，以深度的基本面或量化研究为基础，打造更多有特色的精品指数基金和ETF产品。”刘庭宇介绍。



视觉中国图片

险资金投资创业投资基金有关事项的通知》明确规定：创投基金投资的“创业企业”只能是“处于初创期至成长初期，或者所处产业已进入成长初期但尚不具备成熟发展模式的未上市企业”。这导致创投基金一旦申请保险资金投资，投资范围就会受到限制。此外，在考核机制上，尚未建立起适应创投基金特点，按“整个基金组合和完整存续期”进行考核的机制。

第四，社会保险参与创投还缺乏应有的法律依据。

所以，我认为各方还要进一步疏通上述“四路大军”进入创投市场的渠道。

中国证劵报：近年来并购退出话题在行业备受关注，大力发展并购能否成为缓解创投基金退出难的好办法？

刘健钧：并购退出肯定是重要的退出方式。但是，要把这个方式用足用活，还需要解决两个问题。

一是并购主体多元化。成熟的并购交易市场里有三类主体，第一类是独立的财务性并购基金，这是并购市场最重要的主体；第二类是未上市企业集团担当战略并购主体，既能提供产业资源支撑，还能提供专业管理支撑；第三类是上市公司。目前监管层发布的并购规定，均是针对上市公司主体。今后，应当支持上述三类主体一起发挥并购作用，形成良性竞争的格局。

二是要推进注册制走深走实，促进并购交易公允价格的形成。如果注册制尚未走深走实，已上市公司在某些领域有很强的垄断优势，创投基金所投资项目邀请上市公司来收购时，创投基金会处于被动地位，其盈利空间大概率被人压缩。

行业处于转型关键期

中国证劵报：三十多年前，你就参与过国内第一只创投基金淄博基金的管理工作，创投行业历经30多年的发展，怎么看待当前行业所处的阶段？

刘健钧：当前我国创投行业正处于向高质量发展转型的关键时期。虽然目前创投行业的发展遇到一些困难，但无论是创投行业发展本身，还是国家创业投资的体制、机制，都发生了翻天覆地的变化。

上世纪90年代初，原国家体改委、人民银行开始探索按国际惯例推进发展创业投资基金。当时，原国家体改委正在山东淄博开展全国农村经济改革试点示范区，故推动和指导原中国农村发展信托投资公司筹备成立淄博乡镇企业投资基金。1992年11月11日，经中国人民银行总行批准，淄博基金以公司形式成立，这是我国被公认的第一只创投基金。后来，我曾以淄博基金公司代理董事会秘书身份直接参与了管理工作。

到了1999年，“科教兴国”战略受到各方高度重视，在原国家计委研究制订基金管理办法、证监会推进创业板建设等多方面因素的推动下，北京、上海、深圳等地陆续成立了一批不叫“基金”但类似基金的创投机构。

2005年11月15日，为促进创业投资企业发展，规范其投资运作，鼓励其增加对中小企业特别是中小高新技术企业的投资，依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国中小企业促进法》和国务院有关部门的职责分工，国家发展改革委、科技部、财政部、商务部、人民银行、税务总局、工商总局、银监会、证监会、外汇局制定并审议通过了《创业投资企业管理暂行办法》经国务院批准发布，自2006年3月1日起施行。这标志着我国创投（基金）企业发展进入了法制化轨道。

经过30余年的发展，如今创投行业的环境好了很多。目前，我国创投基金已经有了足够的数量和规模，在绝对规模上已经是全球第二大。展望未来，我认为，中国的创投行业大有作为。

中国证劵报：决策层近期频频提及培育和发展新质生产力，要鼓励发展股权投资、创业投资，为什么当下创投行业的战略地位获得了显著提升？

刘健钧：显著和过去相比，创业投资支持创新创业的必要性、迫切性更加凸显。

在百年未有之大变局之下，技术创新日益成为国家提升核心竞争力的制高点。与此同时，由于地缘局势并不稳定，若要在全球层面赢得主动权，就必须发展新质生产力，培育新兴产业和未来产业发展，让一批科技型、创业创新型企业做大做强。

在支持科技型、创业创新型企业方面，传统的以银行为主体的间接金融存在诸多“水土不服”情况，比如风险收益不对称等。创业投资支持科技创新创业能有效解决风险收益的不对称问题，而且能够提供全方位的投后管理服务，为所投资企业创造价值，包括进一步提升被投资企业的融

● 本报记者 杨婉玉