仅供内部参考，请勿外传

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·政策研究

【中信建投政策研究】从“土地财政”到“股权财政”：地方政府产业投资范式研究

政策研究

核心观点

股权财政的兴起是土地收入中枢下移、化债约束与招商监管规则重构三重逻辑交汇的结果，标志着地方财政运行机制的长期转变。对于各地方政府来讲，没有最好的模式、只有最适合的模式。合肥模式的核心在于“平台矩阵+以投带引+链式重仓”的体系化投资能力。投资回报应按“股权回报+税基扩张”全口径评估，且收益分布高度右偏。可复制的是容错考核、母子基金架构等机制建设，产业判断力难以速成，窗口期、幸存者偏差与同质化构成三重边界。范式演变呈现立足本地、协同发力、投资生态三个方向。对资本市场，一级市场关注 GP 头部化与险资参与路径，二级市场跟踪投向、持仓与退出三类信号，债市关注供给收缩与定价逻辑向主体基本面的迁移。

摘要

股权财政兴起于传统模式的双重困境与政策环境的系统性重构。土地出让收入自 2021 年 8.71 万亿元的峰值连续四年下行，2025 年降至 4.15 万亿元，2026 年前 8 个月同比再降 28.6%；一揽子化债约束城投新增举债、退平台进入收官，《公平竞争审查条例》清理违规招商优惠，政府投资基金监管转向规范投向与绩效。地方政府从“经营土地”转向“经营资产、经营产业”，股权财政成为现实转型方向：股权财政是“表”，收入体现为股权分红与退出回报；产业财政是“里”，产业培育带来广义财力持续扩张。

地方政府产业投资已形成四种代表性模式，差异本质是禀赋与工具的匹配：深圳浅介入、分散海选，苏州依托母基金与园区分散，合肥深介入、链式重仓，武汉服务国家战略单点重仓。合肥的体系化特征在于三大平台“功能分工+风险隔离+资金滚动”的架构，回报应按“股权回报+税基扩张”全口径验证。财政与产业两道门槛划定重仓模式的适用范围，窗口期、幸存者偏差与同质化构成三重边界；资本金组织与容错机制可经制度建设移植，但产业判断力需长期积累；可学的是“禀赋—工具”的匹配方法。范式演变呈现立足本地、协同发力、投资生态趋势。对于各地方政府来讲，没有最好的模式、只有最适合的模式。

股权财政对资本市场的影响可转化为可跟踪策略变量。一级市场：国资 LP 主导募资结构，“投早投小投长期投硬科技”改善硬科技早期融资，GP 竞争转向“投资+落地服务”并加速头部化，险资可经基石 LP、联合投资、S 基金参与。二级市场：政府基金投向构成行业配置新信号，地方国资持仓变动比静态持仓更有信息量，基金退出期的减持公告构成事件驱动机会，关键在于区分“被动退出”与“主动撤离”。债券市场：城投债供给趋势性收缩，转型主体定价从区域财政转向经营基本面，产业投资成效较好区域存在信用重估空间。“十五五”开局与化债收官叠加，上述判断仍在强化。

胡玉玮
huyuwei@csc.com.cn
SAC 编号：S1440522090003
SFC 编号：BWP409

周之瀚
zhouzhihan@csc.com.cn
SAC 编号：S1440524090001

发布日期： 2026 年 10 月 01 日

相关研究报告

2026-09-10	【中信建投政策研究】“六张网”建设产业篇：宏观拉动、微观路径与长线资金机遇
2026-08-21	【中信建投政策研究】新型政策性金融工具再扩容：机制、投向与效果
2026-08-10	【中信建投政策研究】K 型分化：辩证视角看科技与地产的再平衡
2026-07-05	【中信建投政策研究】城市更新“十五五”规划解读与投资机遇分析
2026-07-01	【中信建投政策研究】“六张网”投资规模全景测算与产业链受益路径探析
2026-06-16	【中信建投政策研究】地方“十五五”规划全景透视：战略共识、因地制宜与投资主线
2026-06-06	【中信建投政策研究】未来产业监管模式研究：国际比较与中国路径
2026-05-12	【中信建投政策研究】制度跃迁，技术引领——国家产业规划历史复盘

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、股权财政兴起：土地减收、化债约束与规则重构下的长期转变 1
（一）传统模式难以为继：土地收入与举债空间同步收缩 1
1、土地收入中枢下移具有不可逆性 1
2、化债收官重构地方融资可得性 2
（二）股权财政的优势：匹配产业周期、回报可持续 2
1、长期资本匹配产业培育周期 2
2、退出回笼形成可持续的资金循环 3
（三）政策脉络：招商、监管与考核规则系统性重构 3
1、招商之变：从补贴优惠到基金招商 3
2、监管之变：从鼓励设立到规范投向与绩效 3
3、考核之变：容错免责化解国资投资激励约束 4
二、地方政府产业投资模式对比：禀赋与工具的不同匹配 4
（一）合肥模式：平台矩阵支撑链式重仓 4
1、平台矩阵：三大平台功能分工与资金滚动 4
2、基金招商："以投带引"绑定链主落地 5
3、链式重仓：以链主撬动配套集聚 6
（二）深圳模式：充分授权放权的市场化海选 6
（三）苏州模式：母基金加园区的生态打法 7
（四）武汉模式：举全省之力对接国家战略 7
三、模式比较与可复制性：机制可移植，产业判断力难速成 7
（一）模式比较：介入深度、资本组织与产业选择的分化 7
（二）成功经验：全口径回报与三大要素的验证 8
1、回报测算：股权回报与税基扩张双重兑现 8
2、成功要素：资金可组织、机制可建设、产业判断力最难速成 9
（三）可复制性：两道门槛与三重边界 10
1、前提：机制可移植，财政与产业是硬门槛 10
2、边界：窗口期、幸存者偏差与同质化 10
四、演变趋势：立足本地、协同发力、投资生态 10
（一）立足本地：从追逐热点到为禀赋定价 11
（二）协同发力：城市群分工与央地出资结构趋于清晰 11
（三）投资生态："基金+场景+订单"组合扩展 13
五、资本市场影响：三条可跟踪的策略线索 13
（一）一级市场：国资 LP 主导融资结构，险资通道打开 13
（二）二级市场：投向、持仓与退出三类信号 14
1、投向信号：政府基金清单指引行业配置 14
2、持仓信号：变动方向比静态持仓更有信息量 15
3、退出信号：被动减持带来事件驱动机会 15
（三）债券市场：供给收缩与定价逻辑向基本面迁移 15
风险分析 16

仅供内部参考，请勿外传

表目录

表 1: 土地财政与股权财政的特征对比 3
表 2: 深创投累计投资企业数与上市企业数变化（根据公开可得时点整理） 6
表 3: 四种产业投资模式的多维度对比 8
表 4: 地方政府产业投资代表性案例回报测算汇总 9
表 5: 国家级产业基金与地方配套出资结构一览 12

图目录

图 1: 全国国有土地使用权出让收入及同比增速（亿元，%） 1
图 2: 土地出让收入占地方政府性基金收入的比重（%） 1
图 3: 城投债发行额、偿还额与净融资额变化 2
图 4: 合肥市属国资平台产业投资架构与资金流向示意图 5
图 5: 合肥三大产业集群：链主企业与配套集聚 6
图 6: 2025 年新设基金数量居前省份（支） 11
图 7: 政府引导基金认缴规模层级分布（截至 2025 年底） 12
图 8: 私募股权市场中国资性质资金占比（%） 14

仅供内部参考，请勿外传

一、股权财政兴起：土地减收、化债约束与规则重构下的长期转变

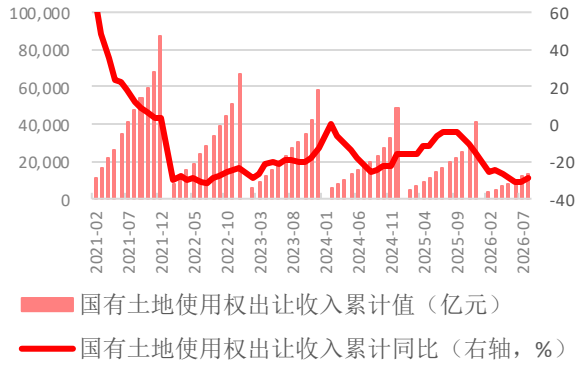
股权财政的兴起同时回应了三个问题——土地收入收缩后的财力接续、化债约束下的发展工具重置、招商与监管规则变化后的合规抓手。三重逻辑的交汇决定了这并非阶段性的权宜安排，而是地方财政运行机制的长期转变。

（一）传统模式难以为继：土地收入与举债空间同步收缩

1、土地收入中枢下移具有不可逆性

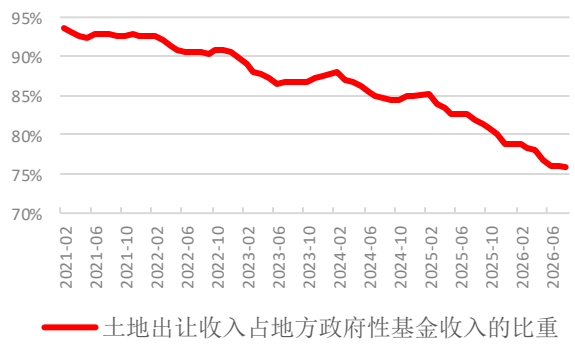
近年来土地出让收入收缩已成为持续性的中枢下移，2026 年降幅的再度扩大表明企稳基础尚不牢固。财政部数据显示，全国国有土地使用权出让收入 2021 年达到 8.71 万亿元的峰值，此后连续四年下行，2025 年降至 4.15 万亿元、同比下降 14.7%，较高点累计回落约 52%。2025 年降幅收窄曾引发市场对 2026 年企稳的期待，但 2026 年 1-8 月土地出让收入仅 1.38 万亿元、同比下降 28.6%，降幅较 2025 年全年扩大近一倍；同期契税、土地增值税分别下降 14.2%和 13.6%，“拿地—销售—税收”链条同步收缩。土地出让收入长期占地方政府性基金收入的主体，其趋势性收缩意味着依托土地增值的传统财政运转模式正在弱化，地方财政收支平衡亟需寻找新的接续力量。

图 1：全国国有土地使用权出让收入及同比增速（亿元，%）



数据来源：Wind，中信建投证券

图 2：土地出让收入占地方政府性基金收入的比重（%）



数据来源：Wind，中信建投证券

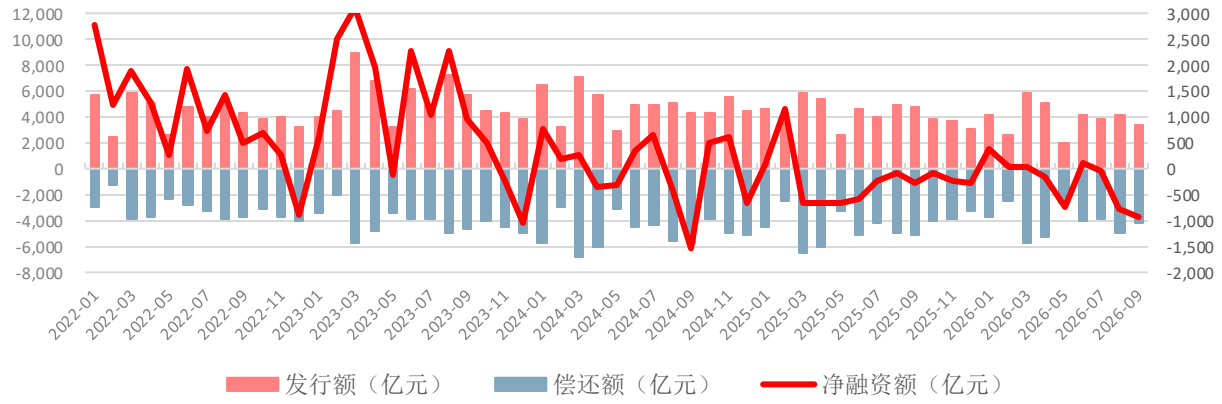
本轮土地出让收入的下行由供需两端共同驱动，持续性显著区别于以往的周期性波动。需求端，城镇化速度放缓、人口结构变化与房地产市场深度调整，使土地出让规模中枢系统性下移，同时国企和城投平台托底式拿地受到更严格的审批约束，非市场化的兜底需求也被大幅压缩；供给端，2024 年起自然资源部建立对应商品房去化周期和土地存量的住宅用地供应双向调节机制，2026 年《政府工作报告》进一步明确“控增量、去库存、优供给”，各地普遍主动调减年度供地计划、转向“以需定供”，2026 年 3 月自然资源部等部门印发《关于进一步做好自然资源要素保障的通知》（自然资发〔2026〕38 号），确立新增建设用地与存量建设用地盘活挂钩机制，年度新增城乡建设用地原则上不得超过盘活存量土地面积、且原则上不用于经营性房地产开发，多层约束叠加，使土地供给从“增量扩张”正式转向“存量盘活”。2026 年前 8 个月土地出让收入近三成的同比降幅，正是供需两端约束共同作用的现实验证。供给端的制度约束意味着，即便未来地产需求企稳，土地出让也难以回到前期高点，收入中枢的下移具有不可逆性，“以地引资、以地融资、以地增收”的传统模式难以持续。

仅供内部参考，请勿外传

2、化债收官重构地方融资可得性

一揽子化债政策约束地方新增举债空间，“举债—基建—卖地”的旧循环运转受阻。2023 年 7 月中央政治局会议部署一揽子化债以来，城投新增融资严格受限，退平台进度持续快于计划安排：截至 2025 年末，全国已有超 82%的融资平台实现退出，融资平台存量经营性金融债务规模下降超 74%，隐性债务余额从 2023 年末的 14.3 万亿元压降至 2025 年末的 6.5 万亿元；2023 年至 2026 年 9 月末，公告退平台的城投主体累计已近 1800 家，内蒙古、吉林已先后退出地方债务重点省份序列。城投债市场同步转入存量压降阶段，2026 年以来净融资整体为负、4 月以来净偿还明显扩大，广义借新还旧比例升至历史高位，新增融资空间明显收窄。供给收缩已从阶段性压降演变为趋势性缩量，叠加沪深交易所窗口指导将新增融资审核从结构合规转向实质经营，净偿还态势在四季度到期高峰下难有逆转，城投债“存量稀缺化”特征将进一步强化。按照监管设定的 2027 年 6 月底前融资平台全部退出的时限要求，清退工作已进入收官阶段。对地方政府而言，这一变化的实质是融资可得性的重构，过去依靠平台举债放大基建投资的机制基本失效，发展产业所需的资金必须寻找新的形成机制。

图 3: 城投债发行额、偿还额与净融资额变化



数据来源：企业预警通，中信建投证券

从政策表述的演变看，化债的重心已从风险处置转向能力建设。2025 年末中央经济工作会议首次将融资平台经营性债务纳入重点化解范围，2026 年政府工作报告提出“分类有序推动改革转型”并部署多措并举化解平台经营性债务风险，2026 年 5 月国常会进一步要求“增强地方自主偿债能力”，7 月中央政治局会议则强调“实施好一揽子化债方案”、有力有序有效推进地方融资平台出清；从进度看，财政部数据显示，截至 2026 年 7 月末，三年 6 万亿元置换债已累计发行 5.73 万亿元、发行进度约 96%，2026 年化债迎来收官。“自主偿债”的提法值得注意，它意味着政策要求平台形成经营性现金流以覆盖债务，地方政府的资产经营能力取代资产注入规模成为化债的关键变量。在土地财政退潮、举债空间受限的双重约束下，地方政府从“经营土地”转向“经营资产、经营产业”，股权财政由此成为地方财政转型的现实方向。

（二）股权财政的优势：匹配产业周期、回报可持续

1、长期资本匹配产业培育周期

股权财政首先回应的是财政工具与产业周期之间的期限错配问题。半导体、新能源、生物医药等战略性新兴产业从技术突破到产业化成熟往往需要 8-10 年，而传统财政奖补按年度预算安排、使用分散，土地出让收入属于一次性资源变现，两者都无法匹配新兴产业的长期大额资本需求。政府产业投资基金 10-15 年的存续期设

仅供内部参考，请勿外传

计，使政府资本能够跨越产业周期持续投入，2026 年国家发改委《政府投资基金投向评价管理办法（试行）》“投早投小投长期投硬科技”的导向正是对这一期限匹配逻辑的确认。以长鑫科技为例，从 2016 年项目发起到量产爬坡经历了多年高强度投入期，这类项目的融资结构中长期资本的占比直接决定成败。

产业成长形成的持续税基，构成股权财政区别于土地财政的第二层优势。落地企业创造的增值税、所得税、就业岗位与上下游集聚，是可持续的增量税源；土地则属于不可再生的存量要素，出让规模受资源禀赋硬约束。两者结合，可以给出股权财政的一个分析框架：股权财政是“表”，财政收入表现为股权分红与退出回报；产业财政是“里”，产业培育带来广义财力的持续扩张。评价地方政府产业投资的成效，也应同时考察这两个层面，而非仅看账面浮盈。

表 1: 土地财政与股权财政的特征对比

维度	土地财政	股权财政
收入性质	一次性资源变现	可持续：股权分红与退出回报滚动再生
资源基础	存量土地，受资源禀赋硬约束	增量产业，可通过培育持续扩张
收入周期	与供地节奏同步，年度间波动大	跨产业周期，基金存续期 10-15 年
风险特征	与房地产周期高度绑定，2021 年后收入中枢下移	项目投资风险与退出流动性风险
对实体经济的带动	间接，主要经由基建与地产链传导	直接，产业链培育带来税基、就业与集聚

资料来源：财政部，自然资源部，国家发展改革委，中信建投证券

2、退出回笼形成可持续的资金循环

股权分红与退出收益形成可循环的财政收入来源，可部分替代一次性的土地出让收入。土地出让是对未来数十年土地收益的一次性变现，而股权投资回报可以滚动再生：项目退出后资金回流至基金或国资平台，再投向新的产业标的，形成“投资—培育—退出—再投资”的循环。合肥的实践提供了直观例证：建投投资京东方项目的回报达百亿级，回笼资金继而支撑蔚来、长鑫等后续项目，单个项目的成功转化为持续的产业投资能力。

需要指出的是，循环机制能否闭合取决于退出渠道的通畅程度。当前政府投资基金普遍面临 DPI 偏低的压力，退出不畅会直接削弱滚动投资的能力，这也是近年 S 基金、并购退出受到政策与市场双方重视的原因。退出渠道对资本市场的依赖，使股权财政与二级市场形成了双向联系。

（三）政策脉络：招商、监管与考核规则系统性重构

1、招商之变：从补贴优惠到基金招商

2024 年 8 月《公平竞争审查条例》的施行，将公平竞争审查从制度文件上升为行政法规，地方政府招商的工具箱随之系统性收紧。条例实施后，违规税收优惠、低价供地、财政补贴等传统工具受到全面规范，招商引资由政策优惠竞争转向资本与产业生态竞争。股权工具恰好同时满足合规与绑定两个要求：以基金出资入股既不属于被清理的优惠范畴，又能与企业形成长期利益绑定。合肥等地先行探索的“以投带引”资本招商，由此从地方个案扩散为全国性的主流选择。

2、监管之变：从鼓励设立到规范投向与绩效

政府投资基金监管从“鼓励设立”转向“规范投向与绩效”，对地方政府的投资能力提出更高要求。2015

仅供内部参考，请勿外传

年财政部印发《政府投资基金暂行管理办法》确立制度框架后，政府投资基金数量与规模快速扩张，清科研究中心数据显示，截至 2025 年底全国累计设立政府投资基金 2164 只，累计已认缴规模约 7.19 万亿元，形成“国家级—省级—地市级—区县级”四级架构；规模扩张的同时，返投约束扭曲、同质化竞争与退出不畅等问题逐渐积累。2025 年 1 月国务院办公厅发布《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》（简称“国办 1 号文”），提出 25 项举措，系统覆盖“募、投、管、退”全流程，进一步完善政府资金引导机制；2026 年 1 月国家发改委、财政部、科技部、工信部四部门发布《关于加强政府投资基金布局规划和投向指导的工作办法（试行）》，国家发改委同步出台《政府投资基金投向评价管理办法（试行）》，共同建立投向清单、负面清单与穿透式评价体系；2026 年 6 月国务院办公厅印发《关于加强监管防范风险促进私募投资基金高质量发展的指导意见》（国办函〔2026〕54 号），进一步严控新设政府投资基金，县区原则上不得新设，并坚决制止国有企业滥设投资基金，监管约束从中央延伸至县域，政府投资基金由“量的扩张”全面转入“质的规范”阶段。2025 年设立的国家创业投资引导基金已投入运行，以千亿级中央财政出资撬动万亿级社会资本，将“投早投小投长期投硬科技”的导向落到 20 年存续期的制度设计中，树立政府基金规范发展的标杆。

其中穿透式评价机制的影响值得单独一提：母子基金将按出资比例加权计算投向得分、直达底层资产，这意味着政府投资基金的投向数据将首次被系统性采集和评价。对投资者而言，这实际上打开了一个观察政府资金流向的新数据窗口，后续政府基金投向的透明度有望显著提升。

3、考核之变：容错免责化解国资投资激励约束

考核与容错机制的完善，解决了国资开展产业投资的激励相容问题。国资机构过去的考核以保值增值和单个项目盈亏为核心，对高风险的早期科技投资形成明显的负激励；国务院国资委推动中央企业创业投资基金高质量发展，明确建立尽职免责与长周期考核机制，上海、广东、安徽等地相继出台国资创投考核与容错细则。考核方式从单个项目盈亏转向投资组合整体绩效评价，直接缓解了国资投资的短期化倾向，构成政府产业投资可持续运作的制度支撑。

二、地方政府产业投资模式对比：禀赋与工具的不同匹配

地方政府产业投资已形成四种代表性模式，差异本质是禀赋与工具的不同匹配。合肥以市属平台深度介入，围绕链主企业实施链式重仓；深圳把投资决策交给市场化团队，以广覆盖的组合投资换取整体回报的稳定性；苏州政府位置明显靠后，通过母基金筛选管理人、以园区载体承接项目落地；武汉由国资平台主导，举全省之力对接国家战略、单点重仓。

（一）合肥模式：平台矩阵支撑链式重仓

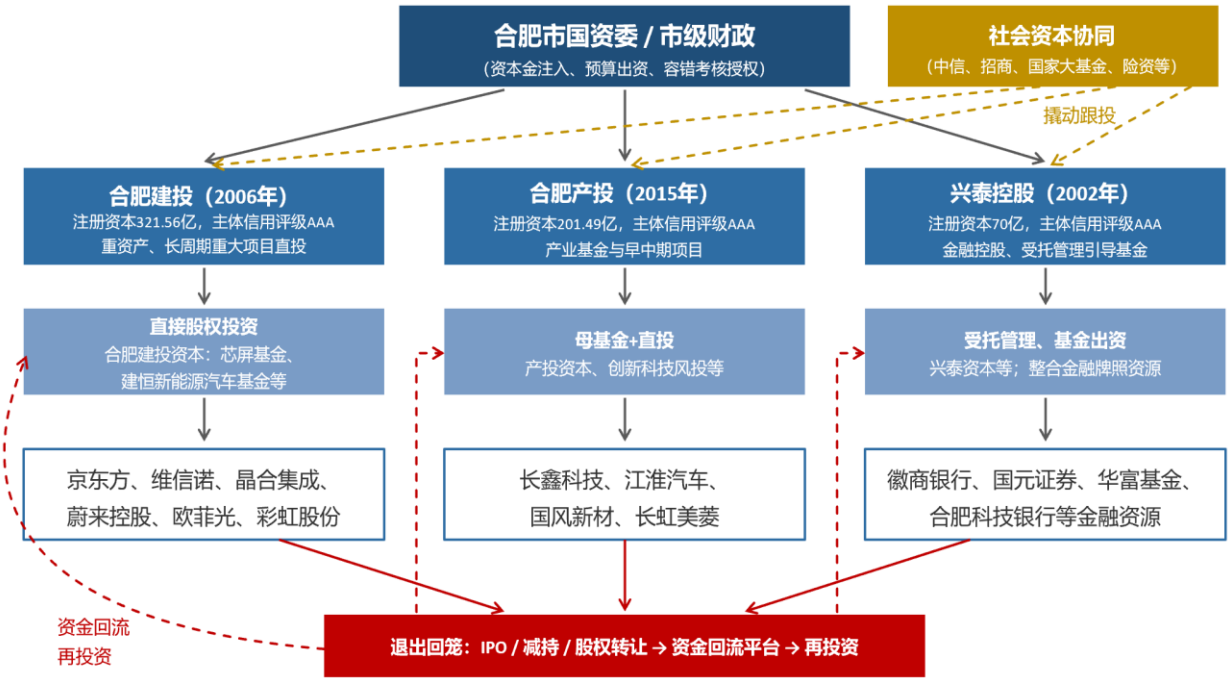
1、平台矩阵：三大平台功能分工与资金滚动

合肥的三个投资案例广为人知，背后持续运转的平台体系构成合肥模式。2008 年合肥以百亿级投资引入京东方 6 代线，当年市级财政承受了较高的出资压力；2016 年合肥产投与兆易创新合作发起长鑫项目；2020 年合肥建投牵头，联合国投招商、安徽高新投等以 70 亿元战略投资蔚来中国，对应蔚来中国 24.1%的股权。三个案例的出资结构呈现组织复杂度的逐步提升：京东方项目主要依赖合肥建投单点出资，蔚来项目发展为多平台联合投资，长鑫项目则形成“产投牵头+省级国资+国家大基金”的多层结构。2026 年 5 月长鑫科技科创板 IPO 过会、7 月完成发行上市，实际募资总额约 579 亿元，发行前合肥国资体系合计持股约 36.79%，上市首日总市值

仅供内部参考，请勿外传

突破 3 万亿元、对应账面浮盈超万亿元，成为合肥模式账面回报集中兑现的标志性事件。平台体系的组织复杂度随项目逐次提升，合肥的产业投资能力也在这一过程中逐步沉淀成型。

图 4：合肥市属国资平台产业投资架构与资金流向示意图



数据来源：合肥建投官网、合肥产投官网、兴泰控股官网、中国证券报、中信建投证券

三大平台的分工对应产业投资的三种功能，法人隔离则构成财政与项目风险之间的防火墙。建投承接重资产、长周期的重大项目直投，以资产负债表承接大额资本开支；产投负责产业基金与早中期项目，以轻资产方式扩大项目覆盖面，长鑫即由其牵头；兴泰作为金融控股平台受托管理引导基金、整合金融资源。三个法人主体分别承接不同风险收益特征的项目，单一项目的波动被隔离在平台层面，不会直接穿透至市级财政；同时退出回笼资金在体系内滚动，京东方项目的回报成为后续投资的资本来源之一。这套“功能分工+风险隔离+资金滚动”的架构，是合肥模式区别于一般地方政府零星投资的关键所在。

2、基金招商：“以投带引”绑定链主落地

基金招商改变了地方政府招商投入的会计属性：从费用化的补贴变为资本化的股权资产。传统招商“先给地给政策、再等企业成长”，投入以补贴形式费用化，项目失败即沉没；资本招商“先投资入股、再引入落地”，政府以股东身份与企业绑定，投入保留回收与增值的可能。在财政紧平衡与《公平竞争审查条例》清理违规优惠的双重约束下，这一转变的财政含义尤为直接。

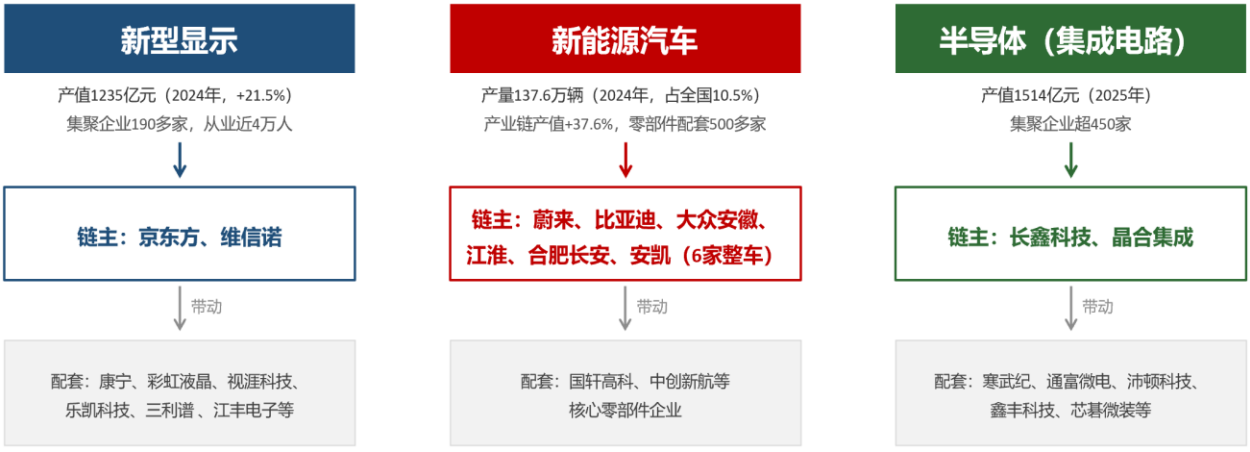
从博弈结构看，股权绑定还重塑了政企双方的激励。一次性补贴模式下，企业在获得优惠后缺乏持续经营好当地项目的强激励，政府的后续服务也缺乏回报支撑；股权模式下，企业经营改善同时惠及股权增值与地方税收，政府有内生激励持续提供配套与服务。此外，股东身份使地方政府能够早于市场获得企业扩产、技术路线与供应链信息，用于前瞻规划配套；在引入链主企业的上下游时，股权纽带也提供了更强的谈判地位，招商由单点谈判转为沿链推进。这些隐性收益不体现在投资回报的数字里，但构成了合肥模式真实回报率的一部分。

仅供内部参考，请勿外传

3、链式重仓：以链主撬动配套集聚

合肥的产业选择呈现清晰的链式逻辑：以链主企业为支点带动配套集聚，最终兑现为产业集群的税基回报。新型显示领域以京东方为链主集聚了维信诺及一批材料、设备配套企业；新能源汽车领域以蔚来为支点带动整车与零部件集群落地；半导体领域以长鑫为核心延伸设计与封测环节。链式布局使单一项目的回报函数变为股权回报与配套集聚的乘数，这也是合肥敢于重仓的底层算术。

图 5：合肥三大产业集群：链主企业与配套集聚



数据来源：合肥市统计公报、新华社、人民日报、央广网、上观新闻、中信建投证券

支撑重仓布局的是专业化的决策机制，但重仓策略也隐含着集中度风险。合肥形成了懂产业的干部队伍与快速决策机制（蔚来项目从接触到达成战投仅用时约两个月），并以容错机制保障决策效率；同时，组合分散度不足使个别项目的成败直接映射到平台资产负债表，集中度风险客观存在。这一特征是合肥模式高收益的来源，也是讨论其可复制性时必须正视的边界条件。

（二）深圳模式：充分授权放权的市场化海选

深圳模式提供了一个重要对照：同样是国资出资，深圳选择把投资决策交给市场机制。深创投 1999 年由深圳市政府出资设立，运作机制对标市场化创投机构——投资团队项目跟投、超额收益分成、决策链条短。依托深圳本地高密度的创新企业供给，深创投采取广覆盖的组合策略，截至 2026 年 6 月累计投资企业超过 1800 家、培育上市企业近 300 家、管理各类资金规模约 5700 亿元，以组合分散换取整体回报的稳定性。深圳与合肥的差异可以从机会集的角度理解：当本地优质项目供给充足时，分散投资的期望收益优于单点重仓；合肥当年的产业基础相对薄弱，集中资源撬动链主企业是禀赋约束下的理性选择。两种策略各有其成立的前提。

表 2：深创投累计投资企业数与上市企业数变化（根据公开可得时点整理）

时点	累计投资企业/项目数	累计上市企业数	管理各类资金规模
2017 年 11 月	792 个创投项目	130 家	—
2019 年 7 月	1016 个项目	151 家	3472 亿元
2020 年 4 月	1093 个项目	162 家	—
2024 年末	1582 个存续创投项目	269 家	—
2025 年 5 月末	超 1700 家企业	274 家	近 5100 亿元
2026 年 6 月	超 1800 家企业	近 300 家	约 5700 亿元

仅供内部参考，请勿外传

资料来源：深创投官网，上交所债券募集说明书，深圳政府在线，中国证券网，中信建投证券

深圳模式的另一支柱是投资与园区载体的联动，以及最为成熟的退出通道。深圳湾科技、深投控等平台提供从孵化空间到产业用地的全链条载体，企业成长与空间供给同步匹配；依托深交所与多层次资本市场，本地创投的 IPO 退出效率高于其他地区。退出效率决定资本循环速度——同样的出资规模，周转越快，单位时间的投资产出越高，这是深圳模式能够高频运转的基础，也是多数城市短期内难以复制的条件。

（三）苏州模式：母基金加园区的生态打法

苏州模式中政府的角色位置明显靠后：不直接选择项目，而是通过母基金选择管理人、通过园区提供载体，让市场完成项目筛选。元禾控股（前身为苏州创投集团，2001 年设立）以母基金业务集聚了大量市场化 GP，将资本触角延伸至自身团队覆盖不到的赛道，据公司官网显示，截至 2026 年 8 月底，其累计基金管理规模超 1300 亿元，通过元禾母基金投资子基金 229 只；苏州工业园区则以数十年积累的载体、人才政策与服务配套，承接子基金所投企业的落地需求。这一结构的财政含义是撬动倍数高、风险分散充分：政府出资通过母基金—子基金两层放大，且项目风险由市场化管理人分散承担。

产业选择上，苏州锚定生物医药、纳米技术等长周期赛道，以持续投入换取产业壁垒。工业园区 BioBAY 等载体经过十余年培育，已形成国内领先的生物医药企业集聚；元禾系基金与园区服务联动，为被投企业提供“资本+载体+政策”的组合支持。苏州的约束条件是缺乏单点突破的产业题材，优势是制造业配套密度，母基金加园区的组合恰是将密度优势变现的机制。这一模式对产业配套与服务能力的要求高于对单笔财力的要求，适合产业基础扎实但缺乏重大项目机会的城市。

（四）武汉模式：举全省之力对接国家战略

武汉模式的资金结构中，国家级基金的角色显著重于其他三城。武汉的产业投资以湖北科投（2005 年设立，东湖高新区国资平台）为主要执行主体，实质是举全省之力对接国家战略。以长江存储为代表：项目由国家集成电路产业投资基金、湖北科投与紫光集团等合作设立，总投资 240 亿美元，依托光谷“光芯屏端网”的产业基础展开；其中国家大基金自设立起即作为发起股东深度进入——不同于合肥长鑫中大基金二期仅为后续轮次的财务投资人，也有别于苏州国创母基金投向全国的母基金平台定位。省、市、区三级国资与国家级基金共同进入的出资结构，使其资源调动范围与信用支持超出单一市级平台的承受能力。

从目标函数看，武汉模式遵循的是重大专项逻辑：在关系产业链安全的关键领域，投资承担的首先是国家战略功能，财务回报并非首要目标，其成败评价也应有别于市场化投资。这决定了武汉模式的可复制性最依赖产业题材的国家战略层级——普通地市既难以获得国家级基金的配套，也缺乏承接千亿级项目的产业基础，套用该模式的空间有限。

三、模式比较与可复制性：机制可移植，产业判断力难速成

综合来看，财政与产业两道门槛划定了重仓模式的适用范围，窗口期、幸存者偏差与同质化三重边界提示直接复制的期望收益显著低于叙事水平。可学的是匹配方法与机制建设，单个明星项目的参考价值有限。

（一）模式比较：介入深度、资本组织与产业选择的分化

仅供内部参考，请勿外传

四种模式的分化首先体现在政府介入产业链条的位置不同。武汉以国资平台对接国家重大专项，直接承担千亿级项目的组织职能；合肥以市属平台做股东，介入链主企业的股权与治理；苏州通过母基金把项目筛选权交给市场化管理人，政府只保留对 GP 的选择；深圳政府充分授权放权，决策交给市场化团队。深介入模式下产业判断与容错机制的作用更为关键，浅介入模式则更倚重市场化机制与高密度项目供给，各地的介入深度选择是与自身禀赋条件相匹配的结果。

资本组织方式的差异决定了四种模式的资金撬动结构与财政承压分布。合肥以市属平台直投为主，资本金依赖平台资产负债表与市级出资的协同，财政承压集中在投资期；苏州通过“母基金—子基金”两层结构放大，政府出资撬动社会资本的比例最高，财政压力分散的代价是让渡了项目选择权；深圳以一次性注资设立市场化创投机构，此后依靠滚动回报运转，对财政的持续依赖最小；武汉引入国家集成电路产业投资基金等国家级资本共同出资，省级财政的承压因国家资本分担而减轻，但这种结构依赖题材的国家战略层级，一般产业项目难以获得同等配套。

产业选择逻辑的不同，对应着各地对自身禀赋的定价方式。合肥重仓“链主”，以单点突破换取配套集聚的乘数回报；深圳依托高密度创新企业供给做组合分散；苏州通过母基金网络将制造业配套密度变现；武汉在产业链关键环节承担国家战略功能。四种逻辑各有成立前提，并无优劣之分；真正值得注意的是各地选择与自身约束条件的自洽性。

表 3: 四种产业投资模式的多维度对比

维度	合肥	深圳	苏州	武汉
介入深度	深介入：链主企业股权与治理	浅介入：充分授权放权，决策交给市场化团队	中介入：选择 GP，不选项目	深介入：承接国家重大专项
资本组织方式	市属平台直投，财政承压集中在投资期	一次性注资设立创投机构，滚动回报运转	母基金—子基金两层放大	国资平台+国家级基金共同出资
产业选择逻辑	重仓链主，以点带链	组合分散，以覆盖面换稳定性	母基金网络变现配套密度	关键环节承担国家战略功能
回报来源	股权回报+税基乘数	组合退出回报	撬动倍数与子基金收益	战略价值为主，财务回报次之
核心能力要求	产业判断、快速决策、容错机制	市场化团队与退出通道	GP 筛选与园区服务	资源调动与跨层级协调
适用禀赋条件	财政实力强、有承接基础的城市	创新企业供给高密度城市	制造业配套密集城市	国家战略题材+科教资源城市

资料来源：各地方政府及平台官网，中信建投证券

（二）成功经验：全口径回报与三大要素的验证

1、回报测算：股权回报与税基扩张双重兑现

合肥模式的账面回报已达到可验证的量级，但全口径测算才能反映其真实收益。仅看股权口径，建投投资京东方 6 代线的回报达百亿量级，蔚来 70 亿元战投已通过回购与分批减持收回全部本金并实现可观收益；2026 年 7 月长鑫科技登陆科创板、实际募资总额约 579 亿元，发行前合肥国资体系合计持股约 36.79%，上市首日总市值突破 3 万亿元、账面浮盈超万亿元，合肥国资体系的账面回报进一步集中兑现。完整的回报函数还应计入税基扩张与集聚效应——京东方落地后合肥新型显示产业产值从零起步增至千亿量级（2024 年产值达 1235 亿

仅供内部参考，请勿外传

元），落地企业创造的增值税、所得税与就业构成持续的财政回流。若将税收增量按合理资本化率折算，全口径回报显著高于股权口径，“敢于重仓”的底层算术在事后得到了验证。

将视野扩展到其他地区的代表性案例，回报分布呈现明显的右偏特征，少数项目贡献主要收益。深创投累计投资的 1800 余家企业中上市企业近 300 家（截至 2026 年年中），收益同样集中于头部项目，组合海选并没有改变幂律分布本身；武汉长江存储的财务回报正随 IPO 进程逐步显现，2026 年 5 月启动上市辅导、一季度营收突破 200 亿元，但其价值锚点仍在产业链安全维度，而非单纯的财务口径。这一分布特征对评估方法有直接含义：以单一案例的成败评价政府产业投资必然失真，可靠的参照系是组合层面与全口径的回报数据。遗憾的是，目前缺乏政府投资基金整体 DPI 的官方统计，各地审计报告中的零星披露显示，相当比例基金的退出进度落后于预期，这构成股权财政短期替代土地财政能力的现实约束。

表 4: 地方政府产业投资代表性案例回报测算汇总

案例	政府出资	回报口径	浮盈/收益	产业带动
合肥-京东方	项目总投资 175 亿元，市级国资为主要出资方	股权退出	减持退出净收益约 140 亿元	新型显示产值千亿量级（2024 年 1235 亿元）
合肥-蔚来	70 亿元战投	回购+分批减持	已收回本金并实现可观收益	新能源汽车集群落地
合肥-长鑫科技	发行前合肥国资体系合计持股约 36.79%	IPO 发行	2026 年 7 月上市，上市首日账面浮盈超万亿元	半导体设计、封测集聚
深圳-深创投组合	累计管理各类资金约 5700 亿元	组合退出	培育上市企业近 300 家（截至 2026 年年中）	累计投资企业超 1800 家
武汉-长江存储	大基金一/二期+湖北长晟、湖北科投等	战略价值为主	科创板 IPO 已获受理，账面价值随上市进程逐步显现	存储产业链安全

资料来源：各公司公告，深创投官网，Wind，中信建投证券

2、成功要素：资金可组织、机制可建设、产业判断力最难速成

资本金组织能力是成功案例的第一道显性门槛。合肥在京东方项目上集中百亿级出资，依赖的是平台资产负债表与市级财政的协同调度；到长鑫项目，已发展为“市级平台牵头+省级国资+国家大基金”的多层出资结构。多数地市的短板不在单笔资金规模，而在缺乏把财政资金、平台信用与社会资本分层嵌入同一项目的结构能力——资金组织方式的差距，比资金总量的差距更难弥补。

产业判断与专业化团队的积累无法速成，是各要素中最难跨地区移植的部分。合肥对京东方的重仓建立在对显示产业技术路线与产能周期的独立判断之上，决策团队对产业理解的深度直接决定了重仓勇气的来源；深圳依赖市场化团队的行业网络，苏州依赖对 GP 的筛选能力，同样以专业化为前提。按要素可得性排序：资金可以通过举债或向上争取解决，机制可以通过发文建立，唯独产业判断力需要以十年为周期的实战积累，这构成了各地最难在短期内补齐的短板。

容错文化与决策效率构成制度层面的支撑，其作用在重仓模式下被显著放大。重仓意味着单项目盈亏可以直接映射到平台报表与主政者考核，缺乏尽职免责与组合考核机制时，决策主体会天然倾向于少投、慎投；合肥以容错安排保障了蔚来等项目的快速决策（蔚来项目从接触到达成战投仅用时约两个月）。值得注意的是，安徽、上海、广东近年相继出台的国资创投容错细则，实质是把合肥的隐性经验显性化、制度化的过程——机制的可移植性远高于禀赋，这正是可复制性分析的支点。

仅供内部参考，请勿外传

（三）可复制性：两道门槛与三重边界

1、前提：机制可移植，财政与产业是硬门槛

从模式比较与案例验证反推，可复制的首先是机制，而非具体项目。容错考核、母子基金架构、平台法人隔离、长周期资本安排都属于制度设计，各地可以通过规则建设直接移植；而合肥押中的具体产业与标的属于历史路径，复制标的本身难以重现其收益逻辑。这一区分看似简单，但实践中大量“学合肥”的动作恰恰停留在后者——围绕相似赛道设立基金、争取链主项目，机制建设反而滞后。

财政实力与产业基础构成两道硬门槛，划定了重仓模式的适用边界。财政端，重仓模式要求地方政府能承受单项目数十亿至百亿级的出资与潜在亏损而不冲击财政基本盘，按此标准筛选，全国具备条件的地级及以上城市数量有限；产业端，链式布局要求本地已存在可承接的配套能力或要素禀赋——合肥得益于承接近邻长三角的制造业转移，武汉依托科教资源与光电子产业积累，缺乏禀赋支撑的“无中生有”式复制难以成立。

退出与 DPI 管理能力是被普遍低估的配套条件。复制的讨论多聚焦“怎么投”，而合肥经验的完整链条包含“怎么退”：京东方项目的回报通过二级市场分批减持逐步回笼（2017 年 12 月起实施，收回全部本金后仍保留少量股权），再投入蔚来、长鑫等后续项目，滚动机制由此闭合。当前全国政府投资基金普遍进入退出期、DPI 偏低，若复制者只学到投资端的重仓而未建立退出端的安排，资金无法回流，股权财政的滚动机制将难以闭合，财政资金面临新的沉淀风险。从这个意义上说，S 基金、并购退出等二级市场工具的建设进度，本身就是各地复制能力的前瞻指标。

2、边界：窗口期、幸存者偏差与同质化

产业窗口期的不可再现，是复制者面对的第一重边界。合肥三个案例分别对应面板产能向中国转移（2008 年前后）、存储芯片国产替代起步（2016 年）、新能源汽车渗透率拐点（2020 年）三个时间窗口，其共同特征是技术路线趋于收敛而产能格局未定，此时重仓链主的收益风险比最优。当前多数战略性新兴产业已越过这一阶段，产能格局趋于固化，同样的重仓动作在今天的收益风险结构下已完全不同，简单复制难以获得同等回报。

幸存者偏差导致的认知扭曲，构成第二重边界。公开叙事中的政府产业投资以成功案例为主，失败案例既缺乏披露动力也缺乏研究关注；从各省审计报告与基金清理整顿的公开信息看，投资亏损、基金长期无法退出的情况并不罕见。若以成功案例的回报率作为复制的期望值，将系统性高估这一模式的收益；更可靠的参照系是政府投资基金整体的回报分布，这正是 2026 年穿透式评价体系数据未来的研究价值所在。

同质化复制本身会侵蚀复制对象的收益基础，这是第三重也最容易被忽视的边界。当数十个城市同时学习“合肥打法”、集中投向新能源、半导体等少数赛道时，政府资本的集中涌入加快了相关赛道的产能扩张，链主企业的股权回报面临摊薄——复制行为的加总改变了被复制模式的收益函数。2025 年以来光伏、锂电、汽车等行业相继成为“内卷式竞争”整治的重点领域，政策端已着手对这一机制进行纠偏。对地方政府更现实的启示是：应当复制合肥“禀赋—工具”的匹配方法，而非复制其产业选择本身。

四、演变趋势：立足本地、协同发力、投资生态

政府产业投资正呈现三个趋势——从“简单模仿”到“立足本地”、从“单打独斗”到“协同发力”、从

仅供内部参考，请勿外传

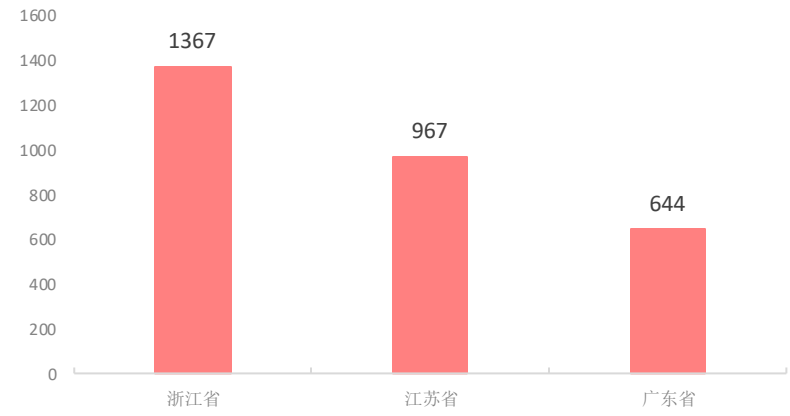
“投项目”到“投生态”，共同指向从财务投资逻辑走向区域经营逻辑。立足本地解决“投什么”的定价问题，协同发力解决“谁来投”的分工问题，投生态解决“怎么投”的工具问题；三者叠加意味着评估地方产业投资不能再盯着单个明星项目或单只基金，而要转向区域产业链分工、央地出资结构与生态工具组合三个新变量。

（一）立足本地：从追逐热点到为禀赋定价

同质化复制的收益递减正在倒逼地方政府从“追热点”转向“为禀赋定价”。当数十个城市集中投向新能源、半导体等少数赛道时，复制行为的加总会摊薄链主企业的股权回报；政策端的纠偏信号也在同步加强——2025 年 7 月中央财经委第六次会议提出“依法依规治理企业低价无序竞争”，2026 年政府工作报告将表述升级为“深入整治‘内卷式’竞争”并部署制定全国统一大市场建设条例，7 月中央政治局会议对条例的制定实施与继续综合整治“内卷式”竞争作出进一步部署；2026 年以来围绕光伏、储能电池、平台经济等领域的专项整治行动已开展十余次，全国统一大市场建设对地方差异化定位的要求趋于刚性。双重压力下，新设政府基金的投向开始出现分化迹象：部分中西部城市转向承接型产业（电子信息组装、装备制造配套），资源型地区转向能源产业链延伸与新材料，不再简单对标合肥的赛道选择。

差异化打法的实质，是把产业选择从“需求侧想象”拉回“供给侧清点”。可供清点的禀赋大致有四类：存量工业基础（老工业城市的设备、技工与工艺积累）、区位与物流条件（枢纽城市的承接能力）、科教资源（高校院所密集城市的技术源头）、能源与自然资源（绿电、矿产等要素成本优势）。从这四类禀赋出发的产业定位，与追逐热门赛道相比，单个项目的爆发力可能更低，但回报的稳定性与可复制性显著更高。

图 6: 2025 年新设基金数量居前省份（支）



数据来源：投中嘉川 CVSource，中信建投证券

对投资者而言，差异化趋势意味着区域主题机会的识别框架需要同步调整。过去“某城市复制合肥”的单城市叙事逐渐失效，更有效的线索是沿产业链做区域映射：一条产业链的研发、制造、配套环节分别落在哪些城市，决定了各地政府资本的真实敞口与潜在受益标的。

（二）协同发力：城市群分工与央地出资结构趋于清晰

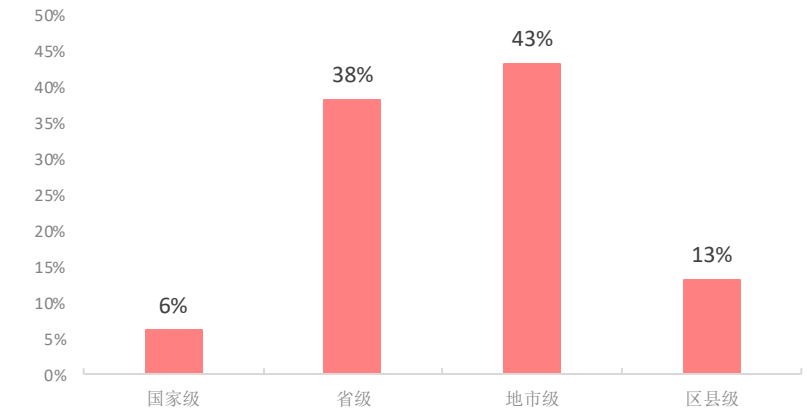
城市间的产业竞争正在让位于城市群内部的产业分工，核心城市带动周边的格局初步成形。长三角 G60 科创走廊的沿线城市以联合基金与产业链图谱协作分工，深莞惠之间形成“深圳研发+莞惠制造”的稳定结构，合肥对皖江城市带的带动也呈现同一方向。分工能否成立，取决于产业链环节的可分性：研发与制造环节在空间

仅供内部参考，请勿外传

上分离程度越高的产业，核心城市的外溢效应越能压过虹吸效应；反过来，对人才与场景高度敏感的环节仍向核心城市集中。判断一个城市群处于分工还是虹吸阶段，产业链环节的空间分布是最直接的观察变量。

央地协同的顶层设计明显加强，国家资本与地方资本的分工结构趋于清晰。国家集成电路产业投资基金三期于 2024 年设立，注册资本 3440 亿元，显著超过前两期，国有大行等金融机构成为重要出资方；2026 年以来大基金三期进入密集出资期，9 月通过子基金华芯鼎新出资 6.255 亿美元参与无锡华虹宏力三期 12 英寸产线增资（项目总投资 69.5 亿美元、注册资本 41.7 亿美元，公司公告口径），并在设备、材料等环节连续落子；2026 年国家发改委等部门《关于加强政府投资基金布局规划和投向指导的工作办法（试行）》的投向清单与负面清单机制，实质是把国家产业战略转化为地方基金的投向约束。由此形成的结构是：中央负责定方向、出资本金、扛战略级风险，地方负责选项目、做配套、承担落地服务——与武汉模式中“举全省之力对接国家战略”的个案相比，这一结构正在制度化、普遍化。

图 7: 政府引导基金认缴规模层级分布（截至 2025 年底）



数据来源：财新网，清科研究中心年度报告，中信建投证券

表 5: 国家级产业基金与地方配套出资结构一览

基金	设立时间	注册资本/规模	主要出资方	投向
国家集成电路产业投资基金一期	2014 年	987.2 亿元	财政部、国开金融、中国烟草等	芯片制造为主，覆盖设计、封测、设备材料
国家集成电路产业投资基金二期	2019 年	2041.5 亿元	财政部、国开金融、中国烟草、中国移动等	制造+设备材料+下游应用
国家集成电路产业投资基金三期	2024 年	3440 亿元	财政部、国开金融及六家国有大行等	制造、设备、材料等全产业链
国家制造业转型升级基金	2019 年	1472 亿元	财政部、国开金融、中国烟草等	制造业转型升级、新材料等
国家中小企业发展基金	2020 年	357.5 亿元	财政部（第一大股东）、中国烟草、上海国盛等	中小企业早中期股权投资
国家创业投资引导基金	2025 年	中央财政出资 1000 亿元，首批三只区域基金目	中央财政出资，联合地方与社会资本	投早投小投长期投硬科技

仅供内部参考，请勿外传

标规模均超 500 亿元

资料来源：财政部，国家企业信用信息公示系统，各基金公告，中信建投证券

（三）投资生态：“基金+场景+订单”组合扩展

政府投资的标的正在从单个企业扩展为产业链组合与创新基础设施。早期做法是重仓链主企业、以点带链；近年的演进方向是链主、配套、平台三线并投——在引入龙头的同时，系统性布局上下游中小项目，并出资建设中试基地、共性技术平台、检验检测等公共服务设施。合肥的“科大硅谷”、深圳“20+8”产业集群政策均体现了从项目逻辑到生态逻辑的转变。生态投资的回报函数与直投不同：股权退出的贡献下降，税基扩张与集聚溢价的贡献上升，政府对单只基金 DPI 的容忍度相应提高，这一点在评估各地基金绩效时需要特别区分。

工具组合也在同步扩展，“基金+场景+订单”成为生态打法的新配置。除股权出资外，地方政府开始以应用场景开放（如自动驾驶测试路段、政务数据授权运营）、首购首用订单、厂房代建与设备租赁等方式降低企业落地成本；投后服务从被动配套转为主动经营的竞争点。这一转变对市场化机构同样重要：GP 与政府基金的合作重心从返投指标的机械完成转向投后与落地服务的深度绑定，具备产业服务能力的管理人将在新一轮政府基金选聘中获得结构性优势。

五、资本市场影响：三条可跟踪的策略线索

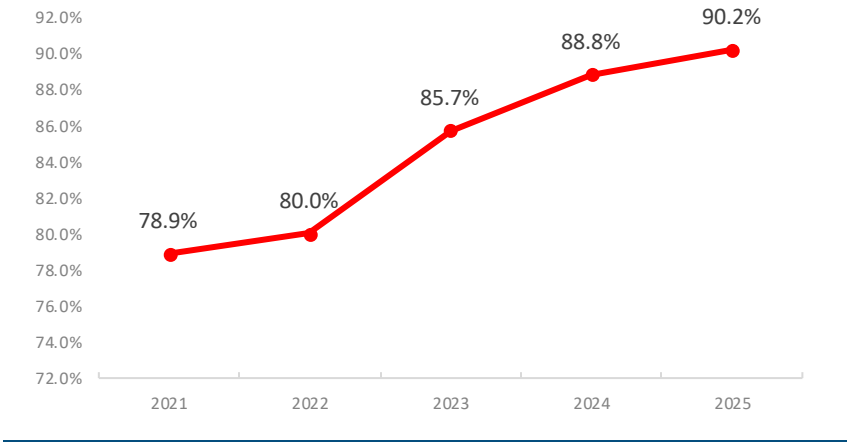
股权财政对资本市场的影响可分解为可跟踪、可定价的策略变量。一级市场体现为融资供给结构与管理人格局的重塑，二级市场体现为投向信号、持仓信号与退出事件三类可跟踪策略，债市体现为供给收缩与定价逻辑迁移；统一的分析主线是把地方政府的产业投资行为当作可分析、可定价的变量纳入研究框架。

（一）一级市场：国资 LP 主导融资结构，险资通道打开

政府投资基金对一级市场的第一层影响，是改变硬科技早期融资的供给结构。国资背景 LP 已成为国内一级市场募资的绝对主力，根据执中 ZERONE 发布的 2025 年私募股权投资行业出资全景数据，国资性质资金占 LP 出资的比重已从 2021 年的 78.9%逐年升至 2025 年的 90.2%，政府资金的偏好正在塑造整个市场的投向；2026 年《政府投资基金投向评价管理办法（试行）》“投早投小投长期投硬科技”的导向与国资容错机制的完善相叠加，早期硬科技项目的融资可得性明显改善，2025 年设立的国家创业投资引导基金进一步将重心压向成立三年以内的早期硬科技企业。但资金流向同时呈现头部化特征：政府基金选聘管理人的标准持续提高，产业服务能力取代返投指标成为核心筛选条件，中小 GP 获得政府出资的难度上升，管理人格局的分化将快于市场规模的增长。对 GP 而言，与政府基金合作的竞争已从募资能力转向“投资+落地服务”的综合能力。

仅供内部参考，请勿外传

图 8: 私募股权市场中国资性质资金占比（%）



数据来源：证券时报，执中 ZERONE，中信建投证券

险资参与政府基金的路径正在从个案走向制度化，障碍的拆除进度值得跟踪。保险资金的久期与政府基金 10-20 年的存续期天然匹配，但参与长期受制于偿付能力占用与考核约束；政策约束近年持续松绑——2024 年 6 月国办“创投十七条”明确支持保险资金按市场化原则投资创业投资基金，2025 年 5 月科技部等七部门科技金融政策举措进一步支持险资参与 AIC 股权投资试点、推进保险资金长期投资改革试点，保险资金长期投资改革试点三批合计 2220 亿元已全部获批；出资数据也在印证通道的打开——险资 LP 出资持续活跃，在 S 基金市场的参与度显著提升。可行的参与路径有三：一是作为基石 LP 直接出资国家级或省级基金；二是与政府基金联合投资具体项目，共享尽调与投后；三是通过 S 基金承接政府基金份额的转让，以折价获取成熟资产——随着政府基金集中进入退出期，S 基金路径的供给端正在快速扩大，中汇人寿受让云锋基金份额、中国人寿联合福建国资设立规模约 40 亿元的接力科创 S 基金等险资参与案例已相继落地。

筛选政府基金标的时，险资可借用本报告前半部分的评估框架，重点关注四个维度。其一，行政层级：国家级、省级、市级基金的信用支撑与政策稳定性依次递减；其二，GP 与平台治理：优先选择治理结构清晰、有组合考核与容错机制支撑的平台；其三，区域禀赋：财政实力与产业基础两道门槛决定重仓模式是否成立；其四，条款设计：超额收益让渡、优先/劣后安排可提供一定安全垫，但需注意监管对变相保本的规范约束，安全垫的真正来源是地方政府持续投入的意愿与能力，而非纸面条款——对区域财政与平台治理的判断因此先于对条款的计较。

收益风险特征上，政府基金与市场化基金的差异需要在定价中单独体现。存续期长、DPI 前置压力大是共性约束；差异在于政府让利机制（管理费优惠、超额收益让渡）与政策资源（落地配套、订单与场景支持）带来的隐性回报。以同等账面回报衡量，政府基金项目的产业协同价值更高；以流动性衡量，则明显弱于市场化组合。对险资而言，更合理的定位是把此类配置归入“长期战略资产”而非财务投资，匹配相应的考核周期，方能与政府基金的运作节奏相容。

（二）二级市场：投向、持仓与退出三类信号

1、投向信号：政府基金清单指引行业配置

政府基金的投向清单为二级市场提供了新的行业配置信号。政府资本正持续向半导体、人工智能等硬科技

仅供内部参考，请勿外传

赛道集中，赛道集中度仍在提升；这些资本集中流入的赛道内，上市公司在股权融资、银行授信、订单与场景资源上均获得相对优势，“拿到政府基金的钱”本身构成对基本面的边际改善信号；随着穿透式评价体系的运行，政府资金流向的透明度将系统性提升，信号的可得性会越来越好。操作上，可从政府基金投向往两条线映射上市公司：一是被投企业的已上市供应商与客户，二是股东名单中已有地方国资平台或政府基金身影的标的。

2、持仓信号：变动方向比静态持仓更有信息量

地方国资在二级市场的持仓已具备成为策略信号的体量，且持仓变动比静态持仓更有信息量。合肥建投、合肥产投、深圳国资系平台等在多家上市公司中位列重要股东，其进入方式涵盖定增、协议转让、二级市场增持与基金解禁承接。增量信息集中在变动方向：增持公告对应地方政府加码该产业的意愿，往往伴随后续订单与配套政策；减持公告则更多对应基金期限到期的被动退出，信息含量有限。持仓变动方向由此构成可纳入策略框架的跟踪信号。

3、退出信号：被动减持带来事件驱动机会

政府基金集中退出期的减持公告，构成可日历化跟踪的事件驱动机会。2020 年前后密集设立的政府基金正批量进入退出期；2025 年以来退出通道明显回暖，全市场退出案例与 IPO 退出数量同比大幅增长，积压的退出需求正借回暖窗口集中释放，减持公告将显著增多。与市场化机构相比，政府基金的退出行为有三点特殊性：一是节奏可预判，基金设立时间公开透明，退出窗口可提前推算；二是减持由基金期限与国资监管规则驱动而非估值择时，价格敏感性低，抛压与公司基本面的相关性更弱；三是部分份额通过 S 基金、协议转让等方式由地方国资或产业资本承接，实际抛向二级市场的筹码小于公告面值。其策略逻辑在于：多数政府基金减持是基金期限到期的被动行为，不携带对公司基本面的负面信息，但减持公告造成的短期流动性冲击会压低股价，基本面未受影响的标的可能出现短期超跌；逆向布局的筛选条件是减持方为财务性政府基金而非产业平台、减持方式以大宗交易或询价转让为主（对二级市场冲击较小）、公司本身处于政府持续加码的赛道。反之，若减持方是承担产业职能的国资平台且伴随产业定位调整，则需作为负面信号处理。总而言之，区分“被动退出”与“主动撤离”是该策略的核心。

（三）债券市场：供给收缩与定价逻辑向基本面迁移

对债市而言，平台转向产业投资的含义集中在供给端与定价逻辑两端。供给端，城投债净融资自一揽子化债以来持续处于低位，2026 年以来净偿还持续扩大，预计 2026 年全年净偿还格局难有改观；平台转型的推进意味着传统城投口径的债券供给将趋势性收缩，存量债券的稀缺性上升。定价端，转型主体的信用分析框架需要重构：区域财政实力的权重下降，主体自身的产业投资能力（平台治理、全口径回报、退出安排等）成为新的定价变量，城投利差的中枢下移与个券分化将同时发生。具体机会上，合肥等产业投资成效较好区域的转型主体，其债券存在信用重估空间；风险端则需警惕重仓模式下个别平台集中度风险的暴露，产投平台的信用分析将越来越接近产业债而非城投债。

仅供内部参考，请勿外传

风险分析

（1）特朗普政府关税政策出现超预期大幅调整，如推翻中美经贸联合声明形成的共识，推行更高幅度“对等关税”，或出台其他对华贸易限制性政策，进一步冲击中美贸易，抑制中国对美出口。（2）中国国际经贸关系大幅恶化，除美国外，其他国家跟风采取贸易限制措施，增加贸易壁垒，阻碍中国产品出口。（3）全球贸易保护主义持续抬头，部分国家以产业保护等为由，针对中国出口商品设置技术、环保等各类严苛标准，影响中国产品国际市场份额。（4）地缘政治冲突升级，影响全球供应链稳定，干扰中国出口产业链正常运转，削弱出口竞争力。

仅供内部参考，请勿外传

分析师介绍

胡玉玮

首席政策分析师。经济学博士、牛津大学博士后、欧盟访问学者。曾担任中国证监会研究院国际金融部负责人、西班牙对外银行（BBVA）驻华代表（养老金与保险）、经济合作与发展组织（OECD）经济学家。世界银行、国际货币基金组织等国际组织顾问专家，中国社科院、中国人民大学、上海对外经贸大学客座研究员。参与或主持多项国际、国家和部委重大经济金融领域研究课题。主要研究领域：宏观经济、国际金融、资本市场。

周之瀚

中信建投政策分析师，中国人民大学理学学士、经济学学士，北京大学金融学博士，曾挂职于中信集团。主要研究领域包括：宏观经济、货币政策、金融监管等。联系电话：18813198117；邮箱：zhouzhihan@csc.com.cn。

仅供内部参考，请勿外传

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15％以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk