



中华股权投资协会
China Venture Capital and
Private Equity Association

CVCA 行业动态季刊

2026年3月

目录

CONTENTS

近期协会活动4

并购投资的逻辑和实践 - 金拱门案例 4

支持活动：2026 长期资本大会 6

2026 Apex Invest Event 9

会员机构动态10

科勒资本旗下全球私募二级市场平台成功募资 170 亿美元 10

太盟投资集团完成安阳盈德出售 10

德勤中国成功协助东鹏饮料在香港联交所上市 10

红杉中国宣布完成对莫西沙星全球业务收购 11

Ardian 与主权财富基金阿布扎比投资局共建 S 投资平台 11

支持创新药研发，国寿科创基金联合领投熙华检测 12

中国边缘 AI 芯片领军企业爱芯元智成功登陆香港交易 12

宏济医疗完成 C 轮及 C+ 轮融资，启明创投独家投资 C 轮 12

瑞凝生物完成近亿元 C 轮融资，启明创投联合领投 13

红杉中国迎来一位投资合伙人 13

元思生肽（Syneron Bio）完成 1.5 亿美元 B 轮融资 13

获高瓴、北大系基金联投超千万美元，
中国“原生”NEO Lab 攻坚世界模型 14

政策动态与指引15

全国政协委员张懿宸：优化 QFLP 税收政策，畅通国际资本流入通道 15

深圳天使母基金发布

《深圳市天使投资引导基金申报指南及遴选办法（2026 年版）》 18

百亿国投科创基金落地上海，全国社保支持地方科创，
壮大耐心资本又一重大布局 21

会员研究24

理性看待“返投”：比取消返投更紧迫的，是放开基金注册地限制 24

意见领袖27

慢牛时代——未来十年，投资中国（续） 27

对话启明创投邝子平：未来 20 年，AI 是中国投资的最大确定性 40

春华胡祖六：以并购破解内卷，培育长期价值投资文化 48

1 近期协会活动

并购投资的逻辑和实践 - 金拱门案例

信跃升 信宸资本 高级合伙人

4月20日·上海

时间: 4月20日(星期一)

签到: 13:30-14:00

分享: 14:00-15:30

汉堡大学参观: 15:30-16:00

地点: 上海徐汇区龙腾大道2121号麦当劳总部3楼中国教室

报名: 请发送姓名、机构、职位、邮件地址和手机号码至

孙宁: ning@cvca.org.cn

并购投资在中国开始成为PE投资的主流,但并购投资和成长型及VC投资有本质型区别。开展并购投资时,要认识并购投资的内在逻辑,发现机会、判别风险,以及综合利用团队和组织再造、运营提升、财务杠杆、接续基金退出等多种模式创造价值和实现DPI。金拱门项目是过去十年中发生的大型并购项目中的标杆案例,展示了如何通过并购投资实现价值创造的全过程。培训将在金拱门上海总部巨无霸魔方举行,邀请信宸资本高级合伙人,金拱门董事信跃升先生结合金拱门案例分享中国并购投资的逻辑和实践。

信跃升先生于2002年加入中信资本,现为信宸资本(中信资本旗下私募股权投资业务)的高级合伙人,代表项目有分众传媒、豪威科技、亚信科技、麦当劳中国、上海建科院、嘉信立恒、TCL实业、顺丰等。信先生亦是信宸资本中国基金的投委会成员之一。加入本公司之前,他曾在麦

肯锡咨询公司上海与华盛顿特区分公司担任管理咨询顾问，为全球客户制定业务战略。信先生亦担任香港竞争事务委员会委员（特首任命）、香港创业及私募投资协会理事、哈佛商学院亚太咨询委员会委员、北京大学企业家俱乐部理事、北大创业训练营理事。信先生拥有哈佛商学院的工商管理硕士和北京大学经济学学士学位。

特别感谢中信资本董事长张懿宸的支持和信宸资本的精心安排，给 CVCA 会员们带来重磅分享及参观学习的机会。同时感谢 CVCA “活动策划工作小组” 组长许明茵的牵头组织和策划，以及小组成员方敏、龙宇、孟亮、夏明晨的支持。麦当劳案例的分享在快餐服务业这一热门领域很具代表性，欢迎踊跃报名。

协会今年成立了四个工作小组，助力推进几项主要工作，包括活动策划、政策研究与社会贡献、经典案例分析、以及会员维护与发展。目前各小组工作都在积极推进，协会的发展取决于全体会员的贡献，期待并感谢所有会员的继续参与和大力支持！

支持活动：2026 长期资本大会

4 月 21-22 日·杭州

去年 4 月，LP 投顾与合作伙伴联合举办的 2025 长期资本大会在杭州圆满落幕。近 350 位来自各类 LP 及部分 GP 齐聚一堂。它不仅是一场思维碰撞的盛宴，更是长期主义力量的集中展示，为处于转型期的股权投资市场注入了难能可贵的信心与内生动力。

2026 年，中国创投行业在“十五五”规划开局之年迎来系统性重构，国家创业投资引导基金千亿级“航母”启航，推动行业在耐心资本支持下聚焦硬科技攻坚。随着智谱 AI、MINIMAX 等头部企业在 2026 年成功登陆港交所，前沿科技投资进入真实回报兑现期。在此背景下，投资机构正从财务管理者向国家战略践行者与产业共建者进化。

在第十届万物生长大会召开之际，LP 投顾将联合多方力量，于 2026 年 4 月 21-22 日在杭州举办 LP 投顾 2026 长期资本大会。旨在汇聚 LP、GP 及产业核心力量，深度聚焦创投行业热点、痛点，共同探讨如何构建多样共生、合作共赢的创投生态圈。

2026 长期资本大会筹备工作已全面启动，席位有限。如果您是来自政府引导基金、母基金、险资、产业资本等机构 LP 代表，请通过下方联系方式申请参会名额。

【报名咨询】

联系人：LP 投顾助手 小雨

微信：lpi-rain

邮箱：research@lpi.org.cn

大会亮点

亮点一：重塑创投新生态，打破信息孤岛实现产业链深度协同

大会依托万物生长大会深厚土壤，汇聚政府、LP、GP 及硬科技企业，通过深度对话与资源对位，打破机构边界，驱动创投生态从资本套利向高质量共建系统性转型。

亮点二：锚定耐心资本航标，解码硬科技攻坚与 AI 投资进阶之路

紧扣国家战略，深度探讨千亿级引导基金启航下的投资范式，通过巅峰视野环节研判大国重器的投资趋势，引导资本在容错机制革新下，转化为驱动新质生产力的耐心动能。深度对话环节，引入 AI 大模型参与嘉宾话题交流，打开人机交流想象力。

亮点三：LP 投顾独家智库图谱发布，以独家底层数据穿透创投市场迷雾

依托 LP 投顾深厚的智库底色，现场发布 LP 画像、A 股退出画像业绩基准等重磅研究，用真实、严谨的实证基准为行业设立标尺，帮助机构在周期波动中洞察募资趋势与退出卡点，锚定价值重心。

亮点四：礼赞长期主义荣耀，权威榜单致敬穿越周期的行业中流砥柱

长期资本 LP&GP 榜不仅表彰穿越周期的卓越 GP，更致敬坚守价值的机构 LP，通过多维度的专业评选，树立行业标杆，为中国创投市场构建科学、健康的评价基准。

亮点五：精准对位生态链接，路演专场开启高效募资

特设 GP&LP 对接专场，定向邀请国家大基金、险资及地方国资等多类核心出资人，通过高效的面对面交互与路演秀，缩短募资链路，在私享场景中实现资本与优质资产的精准“化学反应”。

2026长期资本大会

2026 LONG TERM CAPITAL CONFERENCE

A1时代的投资新坐标与生态重构

指导单位：中国投资发展促进会创投专委会
主办单位：LP投顾、杭州市创业投资协会
支持单位：中华股权投资协会、北京基金业协会、上海国际股权投资基金协会、
四川省股权与创业投资协会、重庆股权投资基金会、吉林省基金业协会、
湖北省创业投资同业公会、江苏省创业投资协会、陕西省创业投资协会

时间：2026年4月21日-22日
地点：杭州
规模：200-300人

大会议程

2026.4.21

下午

- 14:00-18:00 耐心资本生态发展闭门研讨会（定邀）
- 18:00-20:00 VIP晚宴（定邀）

2026.4.22

上午

- 09:00-09:20 领导致辞
- 09:20-09:35 主办方、联合主办方致辞
- 09:35-10:10 高端对话1V1
- 10:10-10:20 报告发布1：《LP调研报告》
- 10:20-10:45 主题演讲1
- 10:45-11:35 圆桌对话1：“十五五”耐心资本新范式
- 12:00-13:30 VIP午餐（定邀）

下午

- 14:00-14:30 主题演讲2
- 14:30-14:55 主题演讲3
- 14:55-15:40 圆桌对话2：
国资与政府引导基金：变与不变
- 15:40-15:50 报告发布：
《VC/PE机构A股退出画像报告2026》
- 15:50-16:35 圆桌对话3：AI投资新坐标
- 16:35-17:20 圆桌对话4：退出与流动性创新实践
- 17:20-17:40 “长期资本榜”LP/GP系列榜单发布
- 17:40 大会结束
- 17:40-20:00 2026万物生长大会特色晚宴（定邀）

会议合作与咨询
扫描下方二维码，联系LP投顾小雨



2026 Apex Invest Event

May 17-19 • Singapore



时间：2026年5月17日-19日

地点：Ocean Way, W Hotel • 新加坡

参会人员：投资人和管理人

确认将会有 100+ 投资人参会，40% 是亚洲大型家办，其余包括欧美、中东、新加坡、日韩东南亚等地的主权财富基金，FoF，以及机构投资者。大致参会比例 - 投资人：管理人 =4:1

参会费用：投资人免费；注意管理人要收取一定费用，具体费用可邮件咨询详情

会议语言：英语

报名方式及联系人：活动由 Apex Invest 主办。

许同 Tony XU, tony.xu@apexgroup.com, 电话: +86 21 60976789 咨询报名。

名额有限，感兴趣的朋友，欢迎咨询和报名！

2 会员机构动态

科勒资本旗下全球私募二级市场平台成功募资 170 亿美元

全球规模最大的专注于私募资产二级市场的投资公司科勒资本（Coller Capital）今年 1 月宣布，其史上规模最大的基金 Coller International Partners IX (CIP IX) 已完成最后关账。在最新一轮募集周期中，科勒资本私募股权二级市场平台累计募集资金达到 170 亿美元。科勒资本的私募股权二级市场平台涵盖集合基金、共同投资工具、单独管理账户及永久股权基金。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/FXYlseEJb5qi-6fJOoENeA>

太盟投资集团完成安阳盈德出售

太盟投资集团近日宣布，向 Indorama Corporation（“Indorama”）转让其持有的安阳盈德已经完成。本次交易是继太盟于 2025 年 1 月完成杭州盈德气体（前称“气体动力科技”）股权出售后，又一项气体动力集团下属资产的重大交易。作为气体动力清洁能源业务的一部分，安阳盈德总部位于河南省安阳市，是国内知名尿素和化肥生产商，产品组合主要包括尿素和合成氨。太盟投资集团合伙人及私市股权联席主管黄德炜先生表示：“我们对 Indorama 选择安阳盈德作为进入中国市场的重要首站感到非常高兴。这既是对安阳盈德运营实力的认可，也为公司持续发展注入了强劲动力。我们尤其认可 Indorama 的国际视野与专业能力，也非常期待安阳盈德在 Indorama 的引领下再攀新高。”

全文链接：https://mp.weixin.qq.com/s/dQmT__dLnuIth-6olkw29A

德勤中国成功协助东鹏饮料在香港联交所上市

德勤中国协助东鹏饮料（集团）股份有限公司（“东鹏饮料”，股票代码：09980.HK，605499.SH）于 2026 年 2 月 3 日在香港联合交易所（“联交所”）成功上市，以融资额计算，成为 2026 年迄今香港最大型新股、2026 年开

年香港市场的首只超大型新股，并且为香港首只先 A 后 H 双重上市的功能饮料新股。在本次全球发售中，东鹏饮料公开发行 40,889,900 股，每股发行价为 248 港元，融资总额约 101 亿港元。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/g2DydlCho4S4ojuD-0Nckg>

红杉中国宣布完成对莫西沙星全球业务收购

红杉中国宣布已于 2026 年 2 月 3 日正式完成对氟喹诺酮类抗生素核心产品莫西沙星（商品名：拜复乐®/Avelox®）相关业务与资产的全球收购，并成立专注抗感染与呼吸领域的创新型生物医药企业——杭州杉泽生物医药有限公司（以下简称“杉泽生物”）及其母公司 Ascenda Pte. Ltd. 负责该项业务的运营。根据协议，杉泽生物及其母公司 Ascenda Pte. Ltd. 获得了拜复乐® 在全球范围内的特定资产，包括相关国家和地区的药品注册证、知识产权及业务合同等，为该产品在全球市场的持续供应与未来发展奠定了坚实基础。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/U85qZ6Y3dvnwa6NfhjCtDw>

Ardian 与主权财富基金阿布扎比投资局共建 S 投资平台

近日，全球私募投资机构 Ardian 与阿联酋主权财富基金 ADIA（阿布扎比投资局）旗下全资子公司正式达成合作协议，共同推出全新不动产二手份额投资平台。作为全球私募领域的标杆机构，Ardian 在私募股权、基础设施二级投资领域深耕多年，具备成熟的投资运营体系与底层资产穿透能力；ADIA 作为全球知名长线资本，拥有海量长期资金储备与多元化资产配置经验，二者的此次联手并非偶然，而是基于对当前市场趋势的精准研判。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/clQtGFbm3-hYul-Begbfsw>

支持创新药研发，国寿科创基金联合领投熙华检测

近日，国寿投资旗下国寿资本公司管理的国寿科创基金携手上海国投孚腾资本、浦东创投，成功联合领投上海熙华检测技术服务股份有限公司（以下简称“熙华检测”）的F轮战略融资。本次投资是中国人寿深度践行产业协同战略，提升生物医药产业链韧性与创新水平的重要金融实践，也是以耐心资本响应培育新质生产力驱动高质量发展的“十五五”规划核心主线，推动中国生物医药行业从“跟跑”向“并跑”“领跑”跨越的又一关键举措。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/UesmYJELfX3F0VKfiL3xXg>

中国边缘 AI 芯片领军企业爱芯元智成功登陆香港交易

启明创投投资企业、中国边缘 AI 芯片领军企业爱芯元智成功登陆港交所，成为“中国边缘 AI 芯片第一股”。爱芯元智（00600.HK）发行价为 28.2 港元/股，市值 165.8 亿港元。启明创投于 2020 年初领投了爱芯元智的 Pre-A 轮融资，是公司最早的投资方，并在后续两轮融资中继续支持公司发展。IPO 前，启明创投持有爱芯元智超 6% 的股份，是公司第二大机构投资者方。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/3vXnZCoW-qBVGEF3X30qGw>

宏济医疗完成 C 轮及 C+ 轮融资，启明创投独家投资 C 轮

近日，启明创投投资企业深圳市宏济医疗技术开发有限公司（下称“宏济医疗”）成功完成 C 轮及 C+ 轮融资，两轮融资累计金额达数亿元人民币。其中，C 轮为老股东启明创投独家投资。宏济医疗创立于 2014 年，依托 110+ 项核心专利、80+ 个产品型号、140+ 张全球医疗许可证、100+ 个国家及地区的销售渠道以及 90% 以上零部件自产能力，构建了“以临床及市场前瞻性牵引产品迭代、以规范化流程夯实质量体系、以临床反馈闭环持续提升产品”的协同动态发展格局，成功跻身一次性内窥镜行业前列。

全文链接：https://mp.weixin.qq.com/s/BmWmSJbn-9JH7JN8-nT_sQ

瑞凝生物完成近亿元 C 轮融资，启明创投联合领投

近日，上海瑞凝生物科技有限公司（下称“瑞凝生物”）完成 C 轮融资，启明创投联合领投。本轮融资的落地，将加速推进企业核心产品的临床与商业化，在全球市场为患者带来更优的治疗选择。瑞凝生物成立于 2018 年，总部位于上海。公司搭建了全球领先的医用水凝胶技术平台，致力于为肿瘤治疗等重大临床场景提供创新医疗器械解决方案。

全文链接：https://mp.weixin.qq.com/s/P8lfoHED7TNP8Z1oN_dejA

红杉中国迎来一位投资合伙人

曾任耐克大中华区董事长兼 CEO 的董炜（Angela Dong）将于 4 月 1 日作为投资合伙人，正式加入红杉中国。董炜，在大消费产业有超过 20 年的高管经验。在加入红杉之前，她曾任耐克大中华区董事长兼 CEO，在大中华区市场为这一国际体育品牌构建了世界一流的本土团队与创新生态。她自 2021 年起还担任雅诗兰黛集团（stée Lauder）独立董事。此前，她曾在宝洁和可口可乐等知名跨国企业担任重要管理职务，商界地位卓然。

全文链接：<https://news.pedaily.cn/202603/562265.shtml>

元思生肽（Syneron Bio）完成 1.5 亿美元 B 轮融资

3 月 31 日消息，智能化平台驱动的大环肽药物研发企业元思生肽（Syneron Bio）宣布完成 B 轮融资。本轮融资由一家国际生物科技基金领投，并由德诚资本与鼎晖 VGC 联合领投，阿布扎比投资局（ADIA）旗下全资子公司、淡马锡独立全资子公司淡明资本、启明创投、博远资本及知名产业投资机构跟投。同时，原有股东阿斯利康、礼来亚洲基金、创新工场、五源资本、高领创投（GL Ventures）、Biotech Development Fund 及联想创投等机构持续加持。

全文链接：<https://news.pedaily.cn/202603/562257.shtml>

获高瓴、北大系基金联投超千万美元，中国“原生”NEO Lab 攻坚世界模型

「逆矩阵科技」完成超千万美元轮融资，投资方为高瓴创投和北大系基金燕缘创投。公司核心创始人是 1998 年的吉嘉铭和 2004 年的陈博远，分别来自北京大学智能学院与人工智能研究院、元培学院，公司业务将聚焦世界基础模型与强化学习。此次筹集的资金将主要用于世界模型核心技术的研发与团队的进一步扩建，由高鹄资本担任独家财务顾问。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/aHcgqZalMZ6f6ahNNmGCoA>

3 政策动态与指引

全国政协委员张懿宸： 优化 QFLP 税收政策，畅通国际资本流入通道

2026 年全国政协会议召开之际，资本市场高质量发展、餐饮等消费行业复苏及高水平对外开放成为各方关注的热点。

全国政协委员、中信资本控股有限公司董事长张懿宸今年主要关注三个方面的问题：重点聚焦并购基金参与资本市场重组、提振餐饮消费以及优化 QFLP 税收政策。

近日，张懿宸接受了中国基金报的专访，就上述关注议题背后的深层逻辑进行了详细解读。

以下为专访内容：

中国基金报：当前中国经济迈入高质量发展新阶段，您在今年特别关注了并购基金在参与资本市场并购重组、助力上市公司做强做大方面的作用。请问，您认为并购基金目前的参与面临哪些痛点？对此有何具体建议？

张懿宸：这是当前一个非常关键的问题。过去一段时期形成的规模超 10 万亿元的私募股权基金正密集进入退出周期，而资本市场容量相对有限，绝大部分基金和项目都难以依赖上市实现退出，所以就形成了一级市场所谓的“退出堰塞湖”。监管层对这个问题也高度重视，进行了大量密集的调查研究，包括我们在内的很多机构都积极配合。后续我们看到证监会等部门相继出台了一系列支持和鼓励政策。

从资本市场新“国九条”明确提出“加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场”，到 2024 年 9 月证监会发布“并购六条”，明确支持私募股权基金以产业整合为目的收购上市公司，再到 2025 年 5 月新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》将“并购六条”核心精神制度化，引入私募基金“反向挂钩”安排，这些都为并购基金深度参与资本市场奠定了政策基础。

从某种意义上可以说，2025 年是中国资本市场并购重组的元年。从数字上就可见一斑，A 股重组公告案例同比增长 232%，过会率增长 167%，过会比例从 85% 增长到 98%。监管的支持态度非常明确。同时境内战略并购交易金额达 2390 亿美元，同比增长 83%；私募并购退出达到 4300 亿元，同比增长 139%。

并购重组市场重新活跃，无疑令人欣喜。作为从业者，我们实际上更关注政策的持续优化和创新，特别是对于并购基金如何更好发挥服务科技创新、产业升级、国企改革、提升上市公司质量等方面的作用，我们结合近期的一些实践也有不少思考。概括起来有四点建议：

一是建议监管层在保障交易公平的前提下，适当放宽业绩承诺、对赌、同业竞争等方面的监管要求，鼓励持有优质产业资源的并购基金与上市公司合作。

二是正视并购基金的合理退出诉求，建议推广 S 基金、接续基金等工具，为存续期届满的基金提供顺畅退出渠道，同时鼓励社保基金、保险资金等长期资本注入。

三是引导并购基金聚焦零售、供应链等具有规模效应的行业，杜绝单纯资本炒作，支持头部机构打造标杆案例。

四是持续优化政策体系，特别是针对穿透审查、同业竞争等难题，建议借鉴国际经验，探索中国特色的风险管理模式。

中国基金报：餐饮业是实体经济的重要组成部分，但数据显示 2025 年部分一线城市餐饮收入出现下滑。针对这一现状，您认为应如何通过政策发力提振餐饮消费？

张懿宸：餐饮行业目前面临供强需弱、利润空间受挤压等挑战，受到各界广泛关注。若趋势得不到扭转，将对就业、社零、商业地产等产生连锁负面影响。结合中央经济工作会议“坚持内需主导”的精神，我认为在政策方面应加大扶持力度，丰富和创新支持手段；同时奖罚并举，破解内卷难题，推动餐饮行业长期健康发展。

具体而言，我建议重点可以考虑将餐饮行业也纳入“两新”政策覆盖范围，支持连锁餐饮企业进行数字化、智能化、绿色化设备更新。

其次，出台鼓励到店餐饮消费的专项政策，比如优化消费券结构，提高堂食比重；对逆势扩张的连锁企业给予奖励；引导出租方对长期承租商户给予租金优惠等。

再次，要“奖罚并举”治理行业内卷，严厉打击恶性竞争，同时奖励绿色餐饮和供应链共赢的标杆企业。

最后，特别建议优化和调整餐厨废油管理政策，将其视为应对气候变化的资源，探索餐饮企业与石化央企合作，推进生物柴油、航空燃料试点，服务国家“双碳”战略。

中国基金报：在稳外资背景下，QFLP（合格境外有限合伙人）制度是吸引外资的重要渠道。对此您有何优化建议？

张懿宸：QFLP 制度推行十余年来，累计认缴规模逾 6000 亿元，已成为链接国际资本与中国市场的重要桥梁，也有效服务了国内国际“双循环”相互促进的新发展格局。

去年我们在业务开展中，注意到针对 QFLP 的税收政策执行口径发生了一些调整 and 变化，不少国际投资者也都对此高度关注，希望能够予以进一步明确和优化。

为了更好落实“扩大金融开放、吸引外资”的导向，建议财税部门应尽快整合跨境投资模式的税收规则，正式明确统一“被动投资”与“主动经营”的税率标准，还应明确不追溯历史所得，要给予市场主体消化和反应的过渡期。此外，可以积极吸收有关国家的经验，结合我国国情，给予一些特定情形下的优惠税率鼓励。比如对投资硬科技、先进制造等国家鼓励产业的 QFLP，是否可以享受优惠税率，以更好引导外资投向战略性新兴领域。也可以考虑在海南自贸港、上海临港等区域形成“开放特区”示范效应，对符合条件的 QFLP 保留优惠税率。

最后是建议各部门间加强沟通，在出台新政特别是涉外政策前后做好增信释疑工作，多倾听外资机构的声音，多做稳定市场预期的工作，这一点非常重要。

文章来源：中国基金报、亚布力企业家论坛 CEF

深圳天使母基金发布

《深圳市天使投资引导基金申报指南及遴选办法（2026年版）》

近日，深圳天使母基金发布《深圳市天使投资引导基金申报指南及遴选办法（2026年版）》（以下简称2026版办法），在创投圈刷屏。

时隔六年，深圳天使母基金推出新版遴选办法。2026版办法中有多个亮点，比如全面放宽返投约束条件、取消基金管理人注册地限制、延长存续期与新增接续投资、探索循环运作机制等，其中“返投松绑”最受业内关注。

不少受访的机构人士认为，这无疑是2026年创投行业最具开创性的探索之一。

国浩律师事务所合伙人、政府投资基金专家杜建敏高度赞赏，深圳市天使母基金作为政府投资基金，本身带有极强的政策属性。2026版办法在“行政主导”与“市场化引领”的平衡中做出了大胆探索，为落实国办1号文政策精神，重塑和理顺政府投资基金和管理人关系提供了落地方案。

“取消强制返投”而非“取消返投”

LP投顾创始人国立波告诉记者，2025年年初国务院办公厅1号文《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》中提到“不以招商引资为目的设立政府投资基金，鼓励取消基金及管理人注册地限制，鼓励降低或取消返投比例”。“过去一年以来，降低返投比例的政府投资基金很多，但是取消返投的，深圳市天使母基金给行业做出了表率。”

根据2020年《深圳市天使母基金申报指南及遴选办法》，子基金可投实缴金额中投资于在深圳注册登记的企业的比例原则上不低于天使母基金对子基金实缴出资比例的1.75倍，而2026版办法取消了上述项的返投约束条件。

杜建敏则告诉记者，从严格意义上说，2026版办法并未取消投资项目在深圳落地的引导要求，但改变了约束方式——从“强制倍数”转向“激励引导”。

在他看来，国家发改委 2025 年 12 月发布的《政府投资基金布局规划和投向工作指引》进一步明确，“设立政府投资基金要落实建设全国统一大市场部署要求，不以招商引资为目的”。2026 版办法率先取消强制返投，正是对全国统一大市场理念的先行先试。

杜建敏表示：“然而需要指出的是，2026 版办法并未彻底放弃对本地投资的引导。子基金若想获得回购或让利资格，仍需满足‘投资深圳金额不低于天使母基金实缴出资金额’的条件。”这意味着深圳仍通过正向激励保持对本地项目的引导力，但这种引导更符合市场化逻辑——用利益共享代替行政强制手段。

国立波也指出，在原则性取消天使阶段的返投要求外，深圳市天使母基金采取了更为“柔性”的返投策略。例如，在相关条款中，要求子基金投资深圳的金额在满足产业方向、投资轮次等要求之外，如果子基金投资深圳的金额不低于天使母基金实缴出资金额，并满足相关退出要求，子基金有权选择回购或者让利的奖励机制。这种柔性返投将返投与激励挂钩，把“硬指标”变成“软激励”，让返投真正产生正向“化学反应”。这对于其他地区的政府投资基金，特别是投早投小的创投引导基金，极具借鉴价值。

根据以前的返投要求，子基金必须以约定比例的资金投向当地企业，被称为“直接返投”，或者将企业总部、工厂或者研发中心迁入本地，被称为“迁入式返投”。后者也是政府最喜欢的“基金式招商”。

“为完成返投，部分地区出现了一些乱象。例如：项目与本地区禀赋并不适配，强行引进，最终企业出现经营问题；部分 GP 为满足返投额度，开展‘虚假落地’，同时也导致了基金业绩下滑。”国立波认为，采取正向激励的“柔性返投”，有利于增强政府投资基金与子基金管理人的利益一致性，最终有利于产业目标的达成和创投生态的良性循环。

国立波表示：“我们对返投也要有理性的认识。并不是所有地方都适合取消返投。对于产业基础、科创生态相对薄弱的城市和地区，如果一刀切取消返投，当地的政府就没有动力拿财政资金去支持创投和股权投资了。我们要根据地方产业特点和资源禀赋，做出科学的返投要求。”

制度创新打造“耐心资本”

除了全面放宽返投要求之外，深圳市天使母基金还针对早期投资“长周期、高风险”的特点，在制度设计上进行创新，体现了“耐心资本”的新范式。

首先，2026 版办法中提到，子基金存续期将从 10 年延长至不超过 15 年；此外，还建立了“接续投资”体系和资金循环机制。在接续投资方面，2026 版办法中提到，为有效推进“20+8”产业集群接续投资，子基金可在项目投资协议中设置“20+8”产业基金在该项目后续轮次融资中拥有同等条件下的优先投资权。在投资后管理及退出方面，2026 版办法中新增了参照《深圳市天使投资引导基金循环投资方案》及其后续修改、增补、更新的相关规定执行。

对此，杜建敏分析道，上述新规通过循环投资机制设计，探索财政资金的滚动再投资，为破解政府投资基金“退出即回收”的困局提供了可行方案，也将市场化基金常用的循环投资理念予以落实。

事实上，2026 版办法具体细则不限于此，还包括取消普通管理人在当地注册等硬约束。不过，国立波呼吁，政府投资基金更需关注国务院办公厅 1 号文中关于“取消基金注册地限制”的提法。“如果能取消基金注册地的限制，不仅大大缓解基金管理人‘募资难’的问题，还能打破地域资金隔阂，形成地域联动，使得基金更加聚焦‘返投’实质，从而提升地方政府投资基金的效率和质量。这更有利于地方政府引导基金回归扶持本地实体经济和发展新质生产力的本质和初心。”

杜建敏还建议，国办 1 号文构建了政府投资基金“1+N”制度体系的顶层框架，而深圳新规作为地方实践，在容错机制细则上，进一步具体明确“合法合规、勤勉尽责、未谋取私利”情形下的免责条件；在绩效评价与让利挂钩机制上，考虑出台或完善配套细则，明确评价指标的权重、周期、主观与客观比例，增强市场预期；在循环投资的制度保障上，明确资金回笼后的再投资审批程序，防止“退出即回收、回收即沉淀”。

文章来源：中国基金报

百亿国投科创基金落地上海，全国社保支持地方科创， 壮大耐心资本又一重大布局

3月24日，由全国社会保障基金理事会（以下简称“全国社保”）出资参与的国创启程（上海）创业投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“国投科创基金”）在上海签约揭牌，基金规模100亿，其中全国社保出资30%。国投创新投资管理有限公司（以下简称“国投创新”）担任管理人。

组建国投科创基金，是深入贯彻国家创新驱动发展战略，创新科技金融服务，充分发挥长期资金、耐心资本优势和作用的重要举措，对上海发展新质生产力、构建现代化产业体系、推动上海国际金融中心和国际科技创新中心联动发展具有重要意义。

这也是全国社保自2025年底以来，支持地方科创发展、壮大耐心资本方面的又一重大布局。相较于之前采取的“母基金+直投”或基金集群模式，国投科创基金为直投策略，树立了长期资本服务国家战略的市场化新标杆。



图片来源：上海发布

国投科创基金规模100亿元，其背后出资结构多元，由全国社保（30%）、国投集团及管理人（30%）、银行AIC（25%）及上海地方国资（15%）构成。

 投顾 | 聪明的LP都在这里

序号	出资人名称	出资人类型	认缴出资（亿元）	认缴比例
1	全国社会保障基金理事会	LP	30	30%
2	国家开发投资集团有限公司	LP	28	28%
3	建信金融资产投资有限公司	LP	12.49	12.49%
4	交银金融资产投资有限公司	LP	12.49	12.49%
5	上海浦东引领区投资中心（有限合伙）	LP	10	10%
6	上海国投资本管理有限公司	LP	5	5%
7	国投创新投资管理有限公司	GP	1.5	1.5%
8	上海新盈恒裕企业管理中心（有限合伙） ¹	SLP	0.5	0.5%
9	交银资本管理有限公司	GP	0.01	0.01%
10	建信金投私募基金管理（北京）有限公司	GP	0.01	0.01%
合计			100	100%

注1：团队持股平台。

资料来源：国家企业信用信息公示系统、LP投顾整理

基金存续期12年，专注于集成电路、人工智能、生命科学、高端装备、新能源智能汽车等科创领域投资机会。

基金坚持“耐心资本+专业管理”的双轮驱动模式，通过高度市场化、专业化的投资运作，将党中央、国务院关于强化国家战略科技力量、推进高水平科技自立自强的宏观决策部署，转化为可持续的资本行动。

基金将成为服务国家战略和落实市场化机制的典范，体现了“国家战略导向—市场化专业运作—长期财务回报”三重核心价值，树立央地合作与长期资本协同的标杆。

全国社保在国投科创基金中认缴30亿元（30%），为第一大LP。2025年以来，社保已陆续在浙江、江苏、福建、四川、湖北等地部署科创基金，引导社会资本，壮大耐心资本，着力于增加支持科技创新和产业创新深度融合的有效投资，在服务科技强国建设、助力科创企业成长中实现基金安全和保值增值。

投顾 | 聪明的LP都在这里

基金名称	备案时间	基金规模(亿元)	社保基金认缴规模(亿元)	社保基金认缴比例	管理运作架构	聚焦方向
浙江省社保科创股权投资基金合伙企业(有限合伙)	2025年11月	500	200	40%	"1+6"母子基金矩阵	上层基金负责战略统筹与绩效评估, 下立3支FOF型子基金(聚焦战新、未来产业、并购)和3支直投型子基金(聚焦省级、杭州、宁波重大项目)
江苏社保科创股权投资基金(苏州)合伙企业(有限合伙)	2025年12月	500	200	40%	FOF+直投	战略性新兴产业(AI、集成电路、生物制造、新能源等)
福建(厦门)社保科创股权投资基金合伙企业(有限合伙)	2025年12月	200	40	40%	上下两层、联合管理	福建"555X"产业集群和厦门"4+4+6"现代化产业体系
四川社保科创股权投资基金合伙企业(有限合伙)	2026年1月	总规模500亿, 首期200亿	40	40%	FOF+直投	人工智能、低空经济、生物医药和软件信息服务等四川"15+N"重点产业链
湖北社保科创股权投资基金合伙企业(有限合伙)	2026年2月	首期200亿	40	40%	/	湖北光电子信息、汽车制造、生命健康、高端装备等特色产业、优势企业, 服务传统产业改造升级、新兴产业培育壮大、未来产业前瞻布局"三线并进"
国创启程(上海)创业投资基金合伙企业(有限合伙)	/	100	30	30%	直投	集成电路、人工智能、生命科学、高端装备、新能源智能汽车等科创领域

资料来源：国家企业信用信息公示系统、LP投顾根据公开信息整理

国投科创基金以项目直投为主，市场化导向。投资布局采取“优质赛道+优势区域”的最优配置，不仅赋予基金在挖掘非市面上公开项目和获取产业链协同上的比较优势，更将为被投企业提供从技术落地、后续融资到IPO上市退出的全生命周期支持。

全国社保在浙江、江苏、福建、四川、湖北、上海等地设立科创系列基金，释放了国家顶层长线资金坚定进入实业投资领域的信号，系统化、成体系为科创赛道注入了宝贵的源头“活水”和耐心资本，有效带动并引导更多社会资本布局新质生产力。在当前一级市场募资面临结构性挑战的背景下，全国社保成为一级市场长期资本和耐心资本的“定海神针”和风向标。

通过这些基金的设立我们可以发现，全国社保成功推动构建了“中央信用背书+地方产业根基+国有银行金融杠杆”的黄金三角。中央（全国社保）提供具备国家高度的源头“活水”和战略方向导向；地方（省市国资）提供丰富的科创项目储备库、政策配套及属地化执行力；金融（工、农、建、交等）通过投贷联动、综合金融服务大幅提升资本效能。这一模式打破了以往单一LP出资的局限，为未来规模化、长周期的战略性新兴产业和未来产业投资提供了可复制、可推广的样板。

文章来源：LP投顾

4 会员研究

理性看待“返投”： 比取消返投更紧迫的，是放开基金注册地限制

最近，深圳创投圈极具风向标的一幕引发了行业的震动与热议——深圳天使母基金正式发布《深圳市天使投资引导基金申报指南及遴选办法（2026年版）》，全面放宽了返投约束条件，原则上取消了天使阶段的返投要求，同时取消了基金管理人本地注册的硬性要求。

作为2026年创投行业最具开创性的探索之一，深圳无疑给行业做出了表率。但在为“返投松绑”叫好的同时，我们也想呼吁全行业：对于返投，大家要有理性的认识，不能简单地“一刀切”。在当下，比起取消返投，放宽基金注册地限制才是更为重要和紧迫的事情。

一、返投的“前世今生”：从基金招商到柔性激励

回溯国内政府引导基金的发展历程，随着各地引导基金的急剧生长，基金招商蔚然成风，“返投”渐渐成为悬在VC/PE机构头顶最核心的任务之一。过去的返投要求往往是硬指标，包括“直接返投”，例如要求子基金必须以约定比例（如1.5倍甚至更高）投向当地企业，或者“迁入返投”，要求将企业总部、研发中心迁入本地。

但实践经验表明，过高或过严的返投标准，往往会让优秀的投资机构望而却步，甚至导致市场化头部机构婉拒合作。为了完成苛刻的返投任务，行业内出现了一些乱象：有的强行引进与本地区产业禀赋并不适配的项目，导致企业出现经营问题；有的GP为了凑额度开展“虚假落地”，最终拖累了基金的整体业绩，也违背了政府引导产业发展的初衷。

目前创投行业大趋势是降低返投标准，“一倍返投”正逐渐成为各地政府引导基金的主旋律，同时各地在返投认定上也更多地采取了宽松的解释方式。去年年初国务院办公厅1号文也明确指出，“不以招商引资为目

的设立政府投资基金，鼓励降低或取消返投比例”。

在这一趋势下，深圳探索出了一条看似取消返投实则是“柔性返投”的新路径。深圳新规将返投与激励深度挂钩，采取了“让利后置”的模式：只要子基金投资深圳的金额不低于天使母基金实缴出资金额，并满足相关退出要求，子基金就可以选择回购或者让利的奖励机制，最高可将超额收益 100% 让渡给社会资本。

把“硬指标”变成“软激励”，让返投真正产生正向的化学反应，这对于投早投小的创投引导基金极具借鉴价值。

二、理性看待：各地不能一刀切，需因地制宜

尽管 1 号文鼓励取消返投，深圳也打响了第一枪，但这并不意味着所有地方都适合盲目跟风取消返投。

我们要清醒地认识到，对于产业基础和科创生态相对薄弱的城市和地区，如果一刀切地取消返投，当地政府也就失去了拿财政资金去支持创投和股权投资的动力，这种模式将不可持续。

一座城市有一座城市的优势产业，并非每个地区都具备像深圳那样吸引全球创新资源的底气。因此，各地方政府必须根据自身的产业特点、资源禀赋和创投生态，做出科学合理的返投安排。只有这样，才能在基金招商和尊重市场规律之间找到平衡点，形成创投生态的良性循环。

三、破局关键：放开基金注册地限制，形成资金合力

在当下的创投环境中，其实相对于返投比例的高低，很多地方政府引导基金面临着更为严峻的挑战——限制大家投资效率的核心，是某些地方对基金注册地的强制要求。

一方面，当前地方财政资金普遍紧张，部分地方动辄发起几十亿甚至百亿级别以上规模的基金，后续资金往往难以为继；另外一方面，即使地方政府有钱，但也面临投不出去的挑战，往往政府及国资出资比例达到 70%，还缺少 30% 的社会化资本或者外地资本。在这种情况下，很多地方引导基金依然死守“基金必须注册在当地”的底线，导致基金设立和落地

的效率极低，也难以与真正优秀的 GP 开展合作。有很多地方辛辛苦苦通过遴选合作的子基金，最终基金真正能够在当地设立起来的成功率仅有 2-3 成。

因此，我们呼吁，业界更应关注国办 1 号文中关于“鼓励取消基金及管理人注册地限制”的提法。对于取消管理人限制，由于中基协对于基金管理人登记的规定，目前也不是什么大的问题。过去的双落地（管理人注册在当地 + 基金注册在当地），目前普遍是单落地（基金注册在当地）。

在当前财政资金紧张的局面下，放开基金注册地的限制，才是当下更为重要的事情。

如果各级政府能够打破地域资金的隔阂，取消注册地限制，不仅能大大缓解基金管理人“募资难”的问题，还能让各地联手，形成不同地域资金合力。这将使得子基金能够更加聚焦于返投扶持产业的实质，大幅提升地方政府投资基金的投资效率和质量，真正回归扶持本地实体经济和发展新质生产力的初心。

降返投是大势所趋，但科学安排是前提，一刀切取消返投也并不可取，柔性返投更加有吸引力；而打破子基金注册地藩篱，则是当下中国创投行业破局内卷、形成合力，提升各地资金引导效率的关键一步。

文章来源：LP 投顾

5 意见领袖

慢牛时代——未来十年，投资中国（续）

2024年我应邀参加投资人年会，在一个论坛上发言。最后大家提问，几乎所有的问题都是针对印度火热的IPO和美国AI。我坐在台上，非常寂寞。最后主持人礼貌地请我给投资人一个投资建议，我说未来十年最好的投资机会是投资中国资产。全场安静，大家用奇怪的眼神看我。

不奇怪，投资是一种对未来的信仰，是对一种叙事的共识。投资中国曾经是投资高增长的代名词。2022年俄乌战争改变了市场风向，冲突与安全替代了和平与发展，成为世界的新底色。在美国的围堵下，中国的国家风险溢价大幅上升，外资流出，资产价格大跌。房地产的调整，又让中国经济进入了痛苦的转型期，普遍的高增长消失了。再加上老龄化，低生育的叙事，全球投资人对中国资产的认知变成日本加俄罗斯——低增长、高风险资产。

我们需要重新建立投资中国的信仰，重新讲投资中国的故事。于是在2024年写了“未来十年投资中国”。结论是三加一的投资策略：短期二级市场会随着流动性回归反弹；中期并购投资成焦点；长期——中国创新，全球市场；附加收益，人民币升值。

到2025年，我的预测都得到了验证，中国股市大涨，全球表现最好；Deepseek时刻使全世界看到了中国创新的力量；并购火爆；人民币也很捧场，年底对美元汇率破7，升值了4%。我不禁沾沾自喜，到处分享。2025年底，有一次我分享“未来十年投资中国”后，一位投资人指着一幅图，问了一个问题，让我思考良久。

中美主要股指2010-2025年累计回报率对比



从2010年到2015年15年间，美国纳斯达克指数平均年回报16%，涨了9倍。标准普尔500指数也回报了12%，涨了6倍。全球投资人形成了信仰——美股就是一个造富机器，投资美股是最好的财富保值增值策略。

反观A股和港股指数，基本是一条直线，年回报只有2%，而且是2025年大涨后的数字。快牛慢熊，每次上涨，都跟随着大跌，让投资人吃尽了苦头。为什么这次不是短期炒作，而是长期牛市哪？为什么我敢说未来十年投资中国哪？

我盯着这张图，越看越觉得不合理。2010年到2015年是中国经济高速增长时期，GDP从2010年的41万亿人民币增加到2025年140万亿人民币，年化增长率6.8%。中国的基础设施、科技创新能力和人民生活都发生了巨大变化，在很多方面已经赶上和超过了西方发达国家，但没有反映在股市上，为什么？

美股不跌的神话？

先要探究美股慢牛的深层原因，再对比看中国股市。按照股票长期牛市一定有“庄家”的逻辑看美股，或许能找到美股慢牛的秘密。那谁是美股的庄家哪？

2008年金融危机，雷曼兄弟倒闭，美股标普指数下跌57%，2009年3

月美国政府出手量化宽松、零利率等一系列政策，开始了延续 11 年的新一轮牛市。

2020 年 3 月新冠疫情，美国股市 10 天熔断 4 次，当月美国就启动了紧急降息，无限量量化宽松和“直升机撒钱”。股市迅速反转，纳指 6 月就创出历史新高。2021 年的两次新冠反弹，美国政府都迅速介入，股市下跌后立即反弹创下新高。

美国政府以美联储为核心、财政部为配合，通过货币宽松、财政救助、流动性兜底、预期管理、危机干预的组合拳，持续为股市提供“安全垫”。本质是将股市稳定纳入宏观政策目标，直接催生美股史上最长牛市。美国政府为股市托底成为市场预期。

美国政府是美股的大“庄家”。

因为美国股市是美国经济的锚，是美国信仰的核心。美股崩盘，美元崩盘，美国经济崩盘，美国制度崩盘。股票市场不仅仅是投资问题，也不仅仅是经济问题，已经变成政治问题，变成生存与毁灭的问题。所以美国股市是政府托底，机构投资者共同维护的慢牛。看几组数据：

金融美元

石油美元只是一个旧传说，金融美元才是美元的基础。目前全球石油交易额每年 2-3 万亿美元。而股市交易额每天 1 万亿美元，全年 365 万亿美元。再加上美国债市每年 250 万亿美元的成交量，金融美元是石油美元交易额的 200 倍以上。这还没算外汇，衍生品，ETF，回购等等围绕股市的金融产品。美国股市垮了，全球资本流出美国，美元霸权就垮了。美联储救市，本质是救美元体系。美国政府托市，本质是托全球对美元的信心。机构抱团取暖，本质是维护整个美元生态体系。

财富的蓄水池

美国居民财富 32% 来自股权，21% 来自养老金和保险等长期储蓄，在低利率时代也要以股权收益来满足支付要求。所以，美国的财富有超过 50% 以上与股权挂钩。所以股市垮掉，美国居民财富将大幅缩水，消费就会垮掉，经济也就垮了。而且美国退休金体系庞大，有超过 35 万亿美元。

股市的回报是退休金正常支付的保证，股市大跌不只是经济问题，更会成为社会问题和政治问题。

科技创新的动力

美国经济增长的核心动能是科技创新。股市是创新体系的枢纽，形成了研发 - 高估值 - 上市融资 - 再研发的正向循环，成为美国科技领先的底层制度设计。例如，亚马逊亏损 20 年，但股价一直涨。英伟达靠股市融资搞研发，马斯克靠股市融资去实现他的伟大梦想。科技创新成为美股的造富机器。2024 年美股七姐妹市值合计 15.4 万亿美元。2000 年到 2025 年，美国新科技公司（含上市和独角兽）总财富增量超 20 万亿美元。

股市也是一级市场投资的动力来源。美国风险投资公司 2000 年到 2025 年累计投资 4.5-5 万亿美元，70% 投向科技公司。孵化出超过 15 万亿美元的市值。形成高风险 - 高回报 - 再投资创新的闭环。

所以，没有繁荣的股市就没有美国的创新和经济增长。

美国已经形成了政府 + 央行 + 华尔街的立体股市托底体系。

1. 美国政府 - 托底；建立股市必救的预期
2. 长期资金 - 稳定器；包括养老金，保险等持仓超过 50%，再加上共同基金和海外主权基金形成全球资金长期持有仓位，成为美股的压舱石。
3. 华尔街机构 - 做市、护盘和预期管理
 - a. 做市商（如城堡，高盛等）关键点提供流动性，接盘，防止踩踏
 - b. 投行 / 资管：负责讲故事，一致唱多基本面 + 科技增长
 - c. 对冲基金：多空平衡，减少极端波动
4. 监管加制度 - 防崩盘，稳信心；严监管，保护投资者；熔断机制防止恐慌扩散；回购机制，直接护盘股价。

美股是美国经济、财富和金融霸权的命门。只要美国霸权不倒，美股慢牛就会继续。

用这个思路来看中国。

中国经济锚点的转移

2020 年以前，城市化是中国经济增长的主要动能。中国以土地财政 + 基建 + 房地产为引擎，实现了从 36%-68% 的城市化飞跃。房地产和基建成为经济增长的动力、政府收入的来源、金融机构的底层资产和居民财富的基石。

旧动能下，房地产和基建是中国经济的锚。

同期中国股市只是边缘性资产，主要的目的是开拓融资渠道。形成以央企为核心，金融、房地产龙头企业引领，辅以大量中小传统制造业为主的市场。是一个高估值，多融资，少分红的抽水市场。同时，散户交易占比达到 60-70%。全民炒股，被戏称娱乐价值大于投资价值。

股市不同定位使中国股市错过了上一轮科技创新的红利。中国最好的科技公司，腾讯、阿里、百度、美团等都是在美国上市。而 A 股前十大是以银行、地产、白酒等为主的传统行业，仅宁德时代一家科技龙头。港股也有类似的问题。

2015 年的“中国制造 2025”吹响了新的集结号 – 中国经济未来的增长动能是科技创新。科技创新的最终价值是股权。

新经济锚点是股市。

中国未来 10 年的发展如美国一样，需要一个慢牛的股市。一个慢牛的股市将成为科技创新的动力，成为刺激消费的手段，成为政府财政的新来源，成为金融机构的底层资产，成为老龄化社会养老金的保证，成为人民币国际化的基石。所以这次牛市不是简单的流动性驱动的牛市，而是一次慢牛的开始，是一次范式的转变。

牛市将成为科技创新的动力

中国的科创投资 2020 年达到峰值 2.08 亿元。但随着股市大幅下降，到 2024 年降到 1.27 万亿，下降 61%。没有退出，形成了堰塞湖，难以为继。2025 年牛市开始，出资开始回升到 1.89 万亿，增长 43%。以 IPO 和并购

为退出，打通资本市场的堵点，将成为保证中国科技创新投入的关键。在 AI 竞争中，中国需要资本市场的弹药。

牛市是土地财政向股权财政转型的必要条件

慢牛也为地方政府的财政转型奠定了基础。地方政府土地财政收入 2021 年峰值达到 8.7 万亿，到 2025 年腰斩到 4.15 亿。靠税收来弥补这个缺口是不可能的。过去 5 年，尽管地方政府财政紧张，但勒紧腰带，坚持科创投资，成为股权市场投资的主力，为什么哪？

我和一个地方政府投资平台领导探讨这个问题，他指了指窗外说：“政府拥有大量城市资产，这些资产可以低利息发债，可以贷款。资金用来投资，一方面带动地方经济发展，同时可以形成投资收益。未来地方政府要靠股权财政过日子”。

其实全国地方政府股权资产约 30-40 万亿，再增加 15-20 万亿的投资，在慢牛的市场环境下，假设 8% 的投资回报（相当于社保基金正常年度平均回报），将逐步形每年 4-5 万亿新增财政收入，足以替代土地收入下降的缺口。未来，大量地方政府的“类主权基金”也将成为中国特色投资生态重要的一部分。

牛市提振消费信心

房地产调整使中国居民损失了约 100 万亿的财富，财富效应拖累了每年 2 万亿左右的消费。如果股市估值翻倍，将创造约 100 万亿的财富，虽然股市的财富效应小于楼市，但慢牛的股市可以提振信心，为其他消费刺激政策打下基础。

用慢牛的回报迎接老龄化

到 2035 年，中国 60 岁以上人口将占总人口的 30%，进入超级老龄化。如无重大改革，2035 年养老金累计余额将耗尽，累计缺口达到 12 万亿元。因此，国家社保基金和补充养老金及居民个人财富要大幅提高投资收益，在低利率环境下，有良好回报的股市是必由之路。

牛市是人民币国家化的基础

美国股市是美元的基础。人民币要国际化要让国际投资者可以把人民币资本投资人民币资产。股市的慢牛和人民币升值预期将互相促进，将成为人民币国际化的重要一环。

中国需要慢牛，但能做到吗？

从 2018 年科创版的设立，国家已经开始了锚点转移的战略。2024 年 9.26 开始发力，牛市开始形成。这不是短期的流动性推动的市场调整，而是中国经济增长范式的变革。我们要有信心，中国有能力打造一个慢牛的股市。

要打造一个健康的股权市场，要有强大的底层架构，要有大量的优质资产供给，要有大量长期资金的流入。

底层架构的搭建已经成型

中国股市已经从融资市场转型到财富市场。2017 以来，A 股正从“融资市”加速转向“财富市”。A 股分红金额从 2017 年的 10700 亿元增加到 2024 年的 24000 亿元，7 年增涨 108%。平均股息率从 2017 年 1.8% 增加到 2024 年的 2.5%。2025 年分红加回购的综合收益率已经达到 3.06%，大大超过国债水平，与美股的 3.19% 相当。港股综合收益率已经达到了 3.21%，超过了美股。而且 2024 年 A 股分红加回购总额达到了 2.7 万亿元，远远超过 IPO 加再融资加减持总额的 1.8 万亿元，资金生态从“抽血”转向“造血”。

向科技转型

A 股和港股正在全面转向科技创新。A 股科技股占比从 2021 年的 21% 到 2024 年的近 50%。港股新经济市值也从 2021 年的 35% 增长到 2024 年的 50%。恒生科技指数股占市值超过 40%。已经与美股的 46% 相当。

并购重组成为打通资本市场堵点

以新国九条为总纲，将并购重组定位为资本市场服务科技创新、产业升级、国企改革、提升上市公司质量的核心工具，形成“融资—成长—并购—再融资”的健康资本循环。2025 年成为中国资本市场并购重组的元年。

A 股重组公告案例同比增长 232%，过会率增长 167%，过会比例从 85% 增长到 98%。监管的态度明确。同时境内战略并购交易金额达到 2390 亿美元，同比增长 83%，私募并购退出达到 4300 亿元，同比增长 139%。作为长期从事并购投资的老兵，我深切感受到并购大潮的来临。

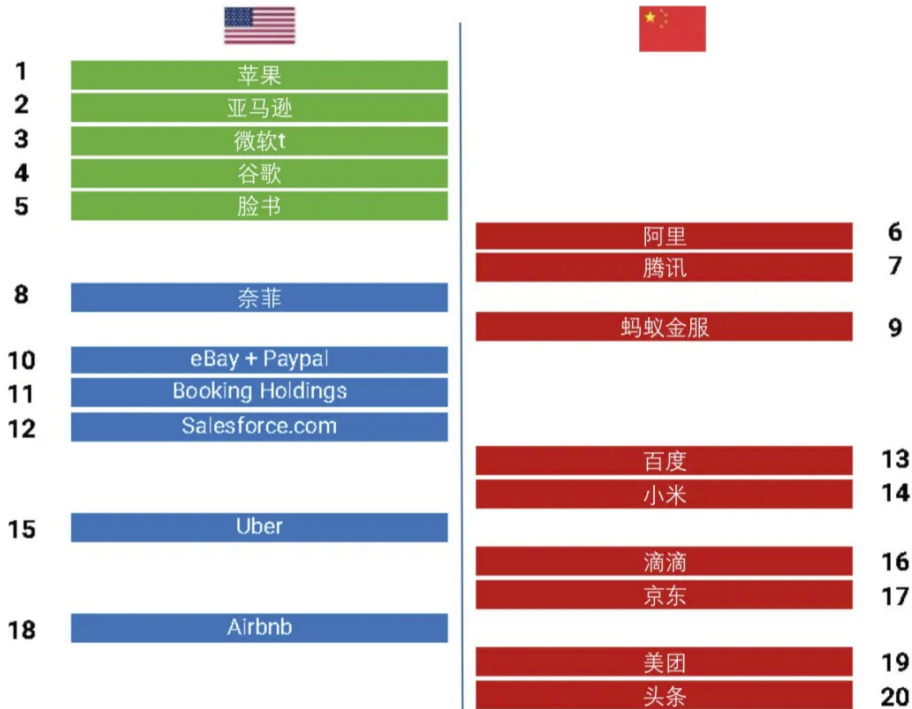
用监管护航 2017 年以来，A 股监管全面转向依法从严、全链条从严。在大数据和人工智能加持下，中国股市正在成为监管最严格，最透明的市场。

优质资产供给充分

2019 年我到一家海外主权基金拜访，他们请我分享投资中国。但时间有限，我只好用一张图解释了投资中国的逻辑。

移动互联网时代，中国互联网企业占据全球半壁江山

2018年全球市值排名前20的互联网企业



2018 年全球市值前 20 科技公司 11 家来自美国，其余 9 家全部来自中国，为什么呢？

答案是规模。数字时代与传统工业时代的市场阈值发生根本性跃迁。传统工业时代，5000 万 -1 亿人口的单一市场即可支撑德国、日本等工业强国。但互联网时代要求 10 亿人口级别的统一市场，才能孕育出世界级科技龙头。中国拥有 14 亿人口统一大市场，美国依托本土加发达经济体合计近 10 亿高购买力人口，成为全球仅有的两个满足条件的国家。这也是互联网龙头全部出自中美的根本原因。

进入 AI 时代，这一规律将进一步强化，全球龙头仍将由中美主导。未来 10 年，若中国 AI 企业市值能提升至当前美国水平的 50%，对应市值增量将超 10 万亿美元，足以催生一批万亿级龙头，创造史诗级财富增长。

在已上市科创企业方面，科创板作为核心承载平台，目前已有 604 家上市公司，总市值约 11.35 万亿元，涵盖新一代信息技术、高端装备、生物医药等关键领域，成为 A 股科创板的核心力量。

未来，随着未上市独角兽企业逐步登陆资本市场，仅当前 409 家独角兽企业 1.5 万亿美元的总估值，若顺利上市，将为股市新增巨大市值增量。

中国股市错过了互联网时代，AI 时代为我们带来了翻盘的机会。未来十年若中国科技公司估值达到美国今天的水平（即中国科技板块总估值从 11.7 万亿美元提升至 25 万亿美元），不考虑其他公司市值增长，中国股市总规模将达 31.23 万亿美元，相当于美国当前股市总市值的 66.4%，实现超过 90% 的增长。

事实上，中国已经在科技创新和管理效率上全球领先。伴随着企业出海浪潮，未来各行各业都会出现全球领先的企业，这些企业也将创造巨大的市场价值。中国 A 股加港股规模追上和超过美国股市是一个可期的目标。

“资金如潮水一样涌来”

我的投资人是以险资为主的机构投资者。我们 2026 年初举办了一次投资人聚会，会后我心中只有一句话：“资金如潮水一样涌来”。中国股权市场正迎来充足的长期资金支撑。

首先国资是市场的守门员。中国股市呈现鲜明的国资主导特征。截至 2025 年底，A 股国有上市公司总市值比重接近 50%。与此同时，A 股各类投资机构中，国资背景机构占据主导地位。社保基金、保险资金、国有券商、产业引导基金等国资系资金合计持股占 A 股总市值比重超 40%。强大的国资掌控能力使其成为股市名副其实的“压舱石”，有效抵御市场大幅波动。

其次，中国 10 年期国债收益率降到 1.8%，低于日本的 2.2% 和美国的 4.05%，是主要经济体中最低的国家，已经低于 A 股的分红率。资金跟着收益走，大量资金被“赶”向股市等权益类资产。

对于保险公司、社保基金等长期机构投资者而言，股权投资是实现收益目标的必然选择。社保基金需维持年均 7% 以上的投资收益率以保障养老金发放，保险公司负债端成本普遍在 3.5%-4.5% 之间，而银行存款、债券等固定收益类资产已难以覆盖收益需求。数据显示，截至 2025 年底，保险资金股权投资占比已提升至 28%，社保基金股权投资占比达 32%，且仍在持续提升，成为股市中长期资金的核心供给来源。

居民的财富分配也在发生快速转变。2025-2027 年将迎来一轮明显的“存款搬家”浪潮，进一步为股市注入增量资金。据测算，2025 年初国内居民储蓄存款余额达 130 万亿元，其中定期存款余额超 80 万亿元。随着低利率环境持续，预计 2025-2027 年三年间，迎来定期存款到期潮。预计将有累计 5%-8% 的居民定期存款转向股市及基金等权益类产品，对应资金规模约 4-6.4 万亿元人民币。这部分增量资金将直接增厚股市资金供给，助力市值规模提升。

长期来看，以养老为目的的储蓄资金将成为股市最稳定的长期流入。随着人口老龄化加剧和居民养老意识提升，国内养老储蓄规模持续扩大。截至 2025 年底，个人养老金参保人数超 2.3 亿人，累计缴费规模达 1.8 万亿元。考虑养老储蓄的持续增长，预计未来 10 年养老资金为股市带来的增量资金将超 8 万亿元人民币，成为支撑股市长期稳定成长的核心力量。

外资什么时候回来？

历史上，全球资本配置亚洲市场的资金中 50% 流向中国。截至 2021

年底，外资投资中国股权的总规模达 3.2 万亿美元。但 2022 年俄乌战争爆发后，全球地缘政治风险升温，引发外资阶段性撤离，直接导致中国核心资产被超卖、估值处于历史低位。

2025 年 A 股和港股牛市启动，开始扭转外资对中国资产的悲观预期，外资入场节奏明显加快。与此同时，多重核心利好因素共振，进一步推动外资持续回流：

一是地缘政治环境改善。特朗普“美国优先”战略持续发酵，导致美国同盟出现裂痕、逐步瓦解，全球政治格局重构。中国国家风险溢价随之大幅下降，投资中国的政治障碍正逐步移除。

二是科创认可度提升。2025 年 DEEPSEEK 时刻的影响持续扩散。中国在人工智能、集成电路等核心科创领域的突破得到全球投资人的广泛认可，叠加中国科技资产当前估值仍处于低位，形成“又好又便宜”的核心投资主题。

三是资金面驱动。全球美元降息周期开启，美元流动性宽松背景下，新兴市场资产吸引力提升。叠加人民币升值预期明确，进一步倒逼全球资金重回中国市场。

2026 年初迹象已经很明显，外资 PE 机构开始不愿意低价出售中国组合。某量化投资巨头中国投资基金比上年增长了 10 倍。大摩的 MSCI 指数大幅增加中国公司，投行集体上调中国股市预期。香港 IPO 火爆，中东投资人大幅加仓。二级市场的规律是“三条阳线改变信仰”，新的投资中国的信仰正在形成。

为什么是慢牛而不是疯牛？

本轮 A 股牛市相比 2007 年 6000 点，2015 年 5000 点时明显更平稳。除了国资压舱石的平准作用外，核心原因在于人口结构与财富主体的代际切换。中国财富最集中、规模最大的人群是 60 后与 70 后，合计约 4.5 亿人，掌握社会财富超 60%。他们目前正集中进入退休阶段，风险偏好从高风险炒股转向稳健收益，不再直接入市交易。

数据显示，50—65 岁人群直接持股比例已从 2015 年的 30% 以上降

至 10%—15%，而 70% 以上资金配置于保险、理财与基金。A 股散户交易占比从 2015 年的 85% 降至目前的 55%，机构与外资持股市值占比接近 50%，市场机构化程度显著提升。这一系列数据印证，退休潮带来的风险偏好下移，正是本轮牛市冷静、稳健、以机构为主导的根本原因。和美股类似，A 股的机构化将成为慢牛的关键因素。

慢牛时代如何投资？

理解了慢牛时代的逻辑，我们就可以找到建立投资组合的思路。在一个长牛短熊的市场中，耐心资本，长线投资是核心。可以按照“三跟随，一避免”来打造投资组合：跟着大钱走；跟着政策走；跟着趋势走；避免跟风炒作。

跟着大钱走 – 构建底仓资产。保险公司，养老金和政府基金等长期资金都需要有期间收益和稳定现金流的资产。因此会大量配置高股息 + 低波动 + 现金流稳定 + 久期匹配的股票。分红加回购的综合收益率成为关键词。银行，公用事业 / 能源，高股息消费 / 医药等行业会持续获得支撑。这类资产成为类固定收益资产，是优良的底仓资产。

跟着政策走 – 创造 BETA，超额收益。国家鼓励的行业将持续保持高速增长。AI 算力及应用，半导体、新能源、高端制造、创新药和新消费等行业将保持高速增长。这类资产是公募基金的重仓资产。每次科技革命都会带来指数级的财富创造。美国七姐妹市值超过整个市场的 20%，英伟达一家的市值，超过通用汽车 + 福特 + 波音 + 可口可乐 + 宝洁 + 卡特彼勒的总和。中国的科技企业在新一轮科技革命中将创造巨大的增量财富。

跟着趋势走 – 中国处于“大航海时代”，中国的生活方式将引领世界。在这个大趋势下，越来越多的中国公司将成为全球的行业领袖。这些公司将创造巨大的财富。从字节到大疆，从泡泡马特到蜜雪冰城，从希音到安踏，全球化的中国品牌将创造巨大价值。

避免跟风炒作 – 机构投资者需要大盘股，主力资金将向头部集中。在市场机构化和严监管的环境下，跟风炒作中小盘股的散户思维将成为过去。

慢牛市场还将带来股权投资行业的繁荣。过去 5 年保险、资管、证

券、PE/VC 等金融赛道均实现快速增长。保险总资产与资管规模年化增速超 12%，大资管总规模从 130 万亿增至 180 万亿，公募、ETF 与权益类产品高速扩容。证券行业依托投行、并购、两融与财富管理实现稳健增长，并购业务量大幅攀升。PE/VC 聚焦硬科技，投资规模稳居高位。并购投资迎来爆发。

实体经济是阳，资本市场是阴。中国过去 30 年实现了实体经济高速发展，但资本市场的发展过度依赖美国，与实体经济不匹配。目前中国上述行业整体规模仅为美国的 20%—40%，中国保险、资管、券商、创投行业未来 5—10 年具备高速增长、结构快速向成熟市场收敛的巨大潜力。只要坚持资本为实体经济服务，保持阴阳平衡，中国经济将迎来新一轮成长的高潮。

2022 年以来经济下行，资产贬值，生意难做，大家有点迷茫。在大转折的时代，我们不能只埋头拉车，要抬头看路。按照旧的模式走，处处碰壁，都是困难。看清方向，勇于创新，中国依然是遍地黄金。

中国已经拥有全球领先的科技创新能力，全球最有竞争力的企业，教育素质最好的人民，最好的基础设施、全世界最安全和谐的社会。我们还需要全球最牛的股市为新经济的腾飞插上翅膀。

继续奋斗，十年为期，我们会看到一个重回顶峰的中国。

对话启明创投邝子平：未来 20 年，AI 是中国投资的最大确定性

邝子平的投资履历早已广为业界熟知。2006 年，他离开英特尔创立启明创投，带领团队投出小米、美团、哔哩哔哩、影石创新、泰格医药、甘李药业等上百家标杆企业，如今管理基金规模已达 95 亿美元。在早期科技、医疗创新并非单纯以技术为核心驱动力的年代，启明创投形成了一套成熟的投资逻辑——聚焦全球市场已验证过的互联网模式、科技产品或医疗赛道，邝子平判断中国必然会出现本土化创新与替代升级的机会，其团队全力寻找赛道中最优质的创业团队，雷军、周剑、刘靖康等创业者便在此列。



但 2018 年起，邝子平目睹新一批中国创业者在芯片、创新药、人工智能（AI）等领域开启更前沿的攻坚，意识到固守跟随式创新的模式将错失超十倍、百倍回报的“Home run（本垒打，在创投行业意指带来极高回报的成功投资）”级机会，由此围绕人才体系、组织架构掀起深度变革。

此次变革让启明创投跟上了新时代的步伐。以启明创投近期在 AI 赛道所收获的 IPO 项目为例，其投资时间均走在主流共识之前：2019 年中国 GPU 赛道尚处空白阶段，启明创投便为仅有寥寥数人的壁仞科技注入 1500 万美元的首轮创业资金；同年以 700 万美元布局的英矽智能，当时其 AI

新药研发尚处探索阶段，发展前景充满未知；而 2022 年初投资智谱时，人工智能的商业化仍像攀登一座未知的雪山，前路并不清晰。

在启明创投的 AI 项目储备库中，还蛰伏着阶跃星辰、Sharpa、银河通用、无问芯穹等一众行业公认的明星企业，且启明创投均在这些企业成立未满一年的早期阶段，完成了首笔投资。

“未来 20 年，投资 AI 是中国投资最大的确定性。” 邝子平表示。

本次证券时报对话邝子平，既为了解启明创投在中国企业早期发展阶段的投资内核，也是从一位顶级投资人的视角，解读中国创新生态演进、产业升级逻辑，深度理解中国产业升级脉络的一次重要探寻。

拆解启明创投：战略专注、动态进化 投资“快半步”

证券时报：成立 20 年来，启明创投的长期竞争力源自哪里？

邝子平：过去 20 年创投行业有很多起伏，而我们始终坚持以不变应万变，核心就两点：一是坚定地看好中国市场的长期发展潜力，深耕中国市场；二是坚持创新驱动。

当然在这过程中，我们也有过内部的反思和动摇。举个例子，我们也尝试跟着大势做了二三十笔看似方向明确、路径稳定的布局，但最后结果并不好。或许这类打法本就不在我们的基因里，还是要回归到我们擅长做的事情，就是去捕捉新的创新趋势和创新方向，更早地布局。

20 年来，我们管理着 11 只美元基金、7 只人民币基金，基本每一只基金里，至少有一个或两三个“Home run”级项目。选择创新赛道，注定失败率更高，但成功的回报足以覆盖所有试错成本，这也造就了启明创投过去 20 年的核心投资风格。

其实在前些年地缘政治变化较多的时候，行业里都在讨论要不要做全球化布局，我们最终还是选择将所有重心和精力，放在自己能做到最好的事情上——专注中国市场，坚守创新驱动，围绕这两点不断完善组织架构、完善团队建设。

证券时报：科技、医疗产业在过去 20 年发生了巨大变化，启明创投

自身在投资策略方面做了哪些相应调整？

邝子平：启明创投的投资策略，是坚守科技、医疗创新两大核心赛道。

科技板块我们最初聚焦 TMT（科技、媒体和通信），把握“以互联网应用为主，科技为辅”的机会，10年前演变为 T&C（科技及消费），以“技术为主，应用为辅”，到今天绝大多数聚焦“科技”这一核心。当然，未来科技板块的投资组合可能还会变化，比如最近大家认为，未来3年，随着 AI 基础设施的完善，应用模式、应用平台又会迎来新的变革。我认为，与其强调科技领先，更重要的是要认识到，科技造就的创新是一个不变的主旋律。

我们对医疗创新板块的布局也在一步步演进。早期的布局更多偏向优质医疗服务，后续逐步转向国产自研的药品、器械——最初是挖掘跟全球前沿水平接轨、但价格更适配中国市场的“Me-too”（仿效他人的）类机会，2021年开始布局面向全球市场的中国创新药。

证券时报：“快半步”投资如今已经是启明创投的标签之一，有哪些做法可以分享？

邝子平：“快半步”的核心，是让专业的人做专业的事。

投资要做到“快半步”，团队成员必须对底层技术有深刻理解，不能单纯依赖于市场信息获取投资机会。特别是在现在技术为主的环境下，我们的团队构建极度强调科班出身，万金油式的选手无法把握“快半步”的节奏，他们或许能判断大方向，但具体的“半步”之差，必须由领域内的专家来担当。

我们要求团队和行业同行交流时，不能是科普式的对话。现在很多 VC/PE（风险投资和私募股权投资）和早期科技企业沟通时，投资人要么是抱着谦虚学习的态度，要么是傲慢地问无厘头问题，这两种状态都不好。能和创业者同频道对话的投资人，往往需要受到早期创业者的认可。毕竟早期项目充满不确定性，核心是投资人是否能理解创业者的技术底座和发展方向，至少不能问出外行问题，这是我们在团队建设中比较期望的。

当然，每一次行业底层逻辑发生重大变革时，都会伴随人员管理的巨

大挑战。因为机构要保持活力，人才必须有合理的流动机制。比如在科技领域，长期研究互联网应用的投资人很难短时间吃透底层技术。生物医药板块也是如此。早年的逻辑很简单：看美国什么药卖得好，判断中国大概率也有需求，毕竟人群发病率相近，这个逻辑很好把握。但现在完全不同，需要关注全球尚未解决的重大病种，当下有什么样的新技术、新方案，再找到中国有能力落地的科学家和技术团队。在这个过程中，创业者会向我们解释具体的技术路径，因此必须依靠团队专家。这些专家未必能自己发明技术，但至少能听懂、能判断：这个方向是否属于全球科研前沿，有没有其他科研机构正在推进并取得突破，以及创业者的技术基础和积累是否扎实。只有这样，我们才敢投早期的硬科技项目，这份底气，完全来自团队里的这些领域的专家。

然而，科班出身的人在刚进入创投行业的时候，可能投资能力，甚至寻找项目的能力是欠缺的，这时启明创投就必须给他们创造良好的成长空间。这个趋势大家都明白，但做起来不容易。

回到最初的问题，我们的“快半步”投资有明确的原则：依托专业的科班团队紧跟技术趋势，当技术在实验室被充分验证、即将走向市场时出手。出手太早，技术论证不足，相当于投到实验室阶段；太晚的话，市场已经形成共识，就失去了“快半步”的优势。

智谱就是典型案例。在大模型出现前，AI领域静默了相当长一段时间，但是我们依然保持深度关注，所以2018年Transformer架构（一种深度学习模型）出现，团队就开始推动对AI的重新布局。智谱成立时做的是商业智能，但他们的创始团队在大模型领域有深厚技术基础，且2021年希望切入这个赛道，我们便为其提供转型所需要的资金，成为其早期投资人之一。

组织进化：以平权合伙机制实现基业长青

证券时报：启明创投在新老交替方面有哪些机制？您在思科、英特尔的从业经历，对启明创投的企业文化和组织变革有何影响？

邝子平：影响非常大。我在大型跨国企业工作了十几年，深刻认同“创投机构也是企业”的理念。VC/PE机构在投决会时，总会关注被投企业的团队、企业文化、战斗力和凝聚力，但很多机构自身却很松散，“老大意志”

主导一切。当老大心灰意冷，机构就停滞；老大热血沸腾，机构就 All in。

所以，从创办启明创投之初，我们就建立了平权合伙机制，所有主管合伙人的待遇、决策权限完全一致，不过分强调个人意志和影响力，内部决策由多位主管合伙人共同参与，科技、医疗创新板块均是“双负责人”制，这样，无论谁在职、谁离开，都不会给启明创投带来大的影响。

我将要“退休”也被市场传了 10 年，即便明天真的退休，也不会影响启明创投的运转——当我离开的时候，同事也能顶上来，这才是企业长期发展的关键。

国资时代：要为“非主流”创新留足空间

证券时报：随着创投市场进入国资主导阶段，这种生态变化对启明创投是否有影响？

邝子平：先说一下募资市场。现在的国资 LP（有限合伙人）已经非常专业，无论是上海、苏州还是北京等地的政府引导基金团队，对创投市场和产业的理解，绝不亚于市场化机构。不能用过去的眼光看待国资，他们懂行，只是出发点与纯市场化机构不同，大家各取所需即可。

至于国资直投，我认为作用具有两面性。一方面，在市场化资金不足时，国资填补了市场空缺，这一点至关重要。比如去年和前年中国 AI 投资陷入低谷，美国在 AI 基础设施的投资是中国的 50 倍，这时国资挺身而出，相当于挑起了大梁。

但另一方面，如果国资直投占比过高也有隐忧，可能会让大量早期项目被动迎回国资偏好，挤出“非主流”创新，中国的创新生态便失去多样性。回顾历史，阿里巴巴创业时并非政策鼓励方向，却成长为中国经济、民生都有贡献的伟大企业；OpenAI 当初堆算力时也无法预知结果，但市场化资本愿意为他们买单。

中国必须为“非主流”创新留足空间，这不是短期问题，而是关乎那些今天被忽视的“小苗”能否在 10 年后成长为参天大树。

证券时报：启明创投怎么发挥市场化机构的作用？

邝子平：我们终究是投资机构，投资的前提是判断项目未来能否打通商业模式。只不过，我们更愿意提前一步布局。

我们对早期项目的决策可以拆解为四个方向：方向是否长期看好、天花板是否足够高、团队是否足够强、所需资金能否足额募集。早期投资不能只盯着本轮融资，更要前瞻性地预判企业在后续多轮融资以及上市前的整体资金需求，这往往是我们关注最多的。

以壁仞科技为例，它是我们近年来内部比较有争议的项目。2019年我们初步接触时，公司尚未正式注册（同年9月成立），当时英伟达市值仅1000亿美元，且没有被限售。所以，我们当时的判断并非基于“AI泡沫”或者“国产替代”，而是聚焦三点，一是创始人张文及早期团队的能力、经验和背景足够强，特别在公司未成立时，“人”就是核心。二是GPU赛道有突破机会，即便AI需求未爆发，游戏行业也能消化部分算力，且相比CPU，GPU有差异化空间；三是团队能否融到更多钱。做芯片与做应用不同，应用可以“看菜下饭”，钱多了多推广，钱少了慢慢来，但做芯片需要巨额资金，我们测算至少需要1亿—2亿美元，因此，若壁仞科技只能融资5000万美元，公司将一文不值。但是张文的组织能力和融资能力回应了我们的问题。

证券时报：在医疗领域的创新发展中，我们关注到市场对创新药海外BD有两种声音：一种认为是资源浪费，另一种认为是转嫁风险、实现弯道超车。您怎么看？

邝子平：我认同后者。回顾中国IT行业的发展，80、90年代IBM、思科等跨国企业进入中国，吸引了大量本土人才。当时有人说是“人才流失”，但后来这些人才纷纷加入中国企业，成就了华为等一批企业。

创新药本质上也是一回事。例如，辉瑞等药企在张江设立研发中心，看似是利用中国更具性价比的人力资源，实则培养了一批人才，他们学习、成长、离开、创业，形成了良性循环。

如果中国有一大批创新药企业的部分管线以 5000 万元亦或 50 亿元卖出，这些企业家、科学家大概率会选择再次创业，因为他们会反思“上次卖早了、卖便宜了”，希望下次创业能走得更远，慢慢地创新生态就起来了。

证券时报：您认为 AI 领域是否有泡沫？

邝子平：我坚定认为中国 AI 无泡沫，2026 年将迎来 AI 应用的爆发。核心原因包括：

第一，AI 是未来 20 年影响世界的核心潮流，未来 20 年，投资 AI 是中国投资最大的确定性。中国 AI 崛起时，恰逢私募股权投资市场低谷，如今 AI 投资看似火热，但离“100 度沸腾”还有距离。前几年壁仞科技、智谱都在为“下一顿饭在哪里”担心，根本谈不上泡沫。

第二，中国 AI 应用尚未爆发。美国大量投入数据中心，是因为企业应用已开始大规模消耗 Tokens（AI 世界的计量单位），而中国最大的应用还是在 C 端，企业应用几乎空白。过去几年我们一直在铺 AI 基础设施，2026 年 Tokens 成本会大幅下降，因此会有大量的 AI 应用涌现。

整体而言，我对 2026 年及中长期的科技融资信心很足。

20 年回望：“给公司打 80 分，给自己打 90 分”

证券时报：复盘 20 年发展，您给自己和启明创投打多少分？

邝子平：启明创投 20 年，我给公司打 80 分，给自己打 90 分。

启明创投过去的不足主要体现在两个方面：一是错失电商、新能源两大浪潮。我们在互联网到移动互联网转型中，在社交领域的布局还不错，投资了 B 站、Musical.ly（2017 年被今日头条收购，与 TikTok 合并）等企业，但在电商领域却错过了拼多多等一批项目。在第一代新能源车浪潮中，我们也缺位，错过了宁德时代这样的伟大企业。我们内部对错失这两大领域有过讨论，前者是“关注了但没做好”，需要深刻检讨；后者是“策略选择未覆盖”，因此未来是否要将投资触角拓展到新能源领域，值得继续思考。

二是好的项目加仓魄力不足。医疗创新团队在好项目上的加码工作做得比科技团队好，部分同行也比我们出色。

回到自身，过去 20 年，我的能力上限一定程度上决定了启明创投的现状。但未来属于团队，如果有更优秀的同事涌现，启明创投便能做得更好。当然，这也要求我们的组织文化，需要敢于在好项目上“下重注”，更果断、更坚定。

文章作者：张天伦 作者系证券时报·全国创投协会联盟智库中心研究员

春华胡祖六：以并购破解内卷，培育长期价值投资文化

2026年3月27日，春华创始人胡祖六博士受邀参加博鳌亚洲论坛，并围绕资本市场制度创新、活跃并购市场与长期价值投资等议题分享洞察。

胡祖六指出，中国已成为全球第二大资本市场，但并购市场的活跃度与市场规模并不匹配，而并购是破解产能过剩、推动行业整合、培育长期价值投资的关键所在。



他进一步披露这一结论背后的具体数字：中国资本市场经过数十年发展，股票市场市值接近17万亿美元，债券市场近29万亿美元，规模仅次于美国。但尽管2025年并购额创下高峰，达到4000亿美元，占股市市值比例约2%，对比美国数万亿美元的并购规模仍相去甚远。

他表示：“在一个成熟活跃的市场，并购交易额占市值比例通常稳定在4%-5%”，中国目前的并购活跃度远远不够，甚至去年差点被经济和股市规模远小于中国的日本反超。

为什么并购如此重要？胡祖六博士分析：“当前中国经济面临的最大的瓶颈之一就是内卷和产能过剩。以新能源汽车为例，中国虽是全球领先的电动车大国，但很少有企业真正盈利。”他认为，活跃的并购市场能够推

进行行业集中，淘汰落后产能，让头部企业获得更大发展空间，从而扭转内卷和通缩趋势。

在分析中国并购市场不够活跃的原因时，他指出三个关键因素：一是上市公司缺乏并购压力。“在中国，上市如高考般艰难，但一旦上市，日子就好过了。只要不触犯监管红线、不违法，基本没什么压力。”如果上市公司面临失去控制权的风险，势必更为谨慎、更有动力给股东创造价值。

二是上市公司中，国企占比较高，政府影响力较大，一定程度上影响了市场化并购的活跃度。三是并购融资渠道相对单一，目前主要依赖银行贷款，缺乏夹层融资、私募债等多样化工具，且银行贷款的限制较为苛刻。



他特别提到，2025年并购活跃度的提升，与证监会推动的上市公司资产重组新管理办法密切相关。他希望今年能进一步完善相关制度，让中国并购市场更加活跃。

除了供给端的并购市场，胡祖六还提到需求端的长期资本问题。他援引两组数据：中国储蓄率全球最高，原因之一在于社会保障体系不够健全、养老保障不足。中国养老基金总额仅约2.5万亿美元，而美国为44万亿美元，3000万人口的澳大利亚养老基金为2.9万亿美元。

“中国有 14 亿人口，老龄化加速，出生率断崖式下降，以后的养老问题怎么解决”，他认为，养老保障体系改革是根本出路之一。中国不应只有全国社保基金，只有建立起匹配 14 亿人口、更大的养老基金，中国才能真正拥有耐心资本、长期资本，才能培育长期价值投资的文化。

最后，他呼吁政府监管部门、立法机构与学术界共同携手，深化制度改革、提升效率，“只有并购市场越来越活跃，才能真正解决宏观经济面临的很多问题，给予上市公司持久的压力，共同改善经营业绩、提高股东回报——这是长期价值投资的根本源泉。”

协会/简介

中华股权投资协会（CVCA）成立于2002年，是大中华区成立最早的创业投资和私募股权投资行业协会组织。协会依托国际化的背景，秉持独立性、专业性的理念，通过市场化运作，致力于推动创业投资和私募股权投资在大中华地区的健康、可持续发展。CVCA 现有逾百家会员公司，囊括了一大批国际国内最知名最具影响力的机构，包括凯雷、KKR、华平、TPG、鼎晖、贝恩、弘毅、高盛、红杉、IDG、启明创投、春华资本、方源资本、中信资本等等。截止目前，CVCA 会员机构管理的大中华地区美元基金约370支，总额近一万亿美元；人民币基金约1170支，总额超过两万亿人民币。他们拥有世界一流的投资经验和金融人才，经过全球不同地区和不同经济周期的历练，回归深耕中国市场，并成功投资于大中华地区的众多行业领域；他们致力于在中国大陆推动中国私募股权市场的繁荣和行业发展，同时也为众多最具创新性和成长潜力的公司带来快速发展机会。



地址：北京市建国门外大街1号国贸写字楼1座31层3108室
电话：86 10 6505 0850
邮箱：info@cvca.org.cn
网址：www.cvca.com.cn