

2020
创投风投行业
年度白皮书

序

岁末年初，突如其来的新冠肺炎疫情深深牵动着私募基金行业全体同仁的心。响应国家防控疫情政策号召，私募基金主动作为、勇于担当，联手生态链企业，尽最大努力整合资源，及时捐赠防控物资、帮助被投资企业复工复产。据不完全统计，截至2020年3月31日，共有258家私募基金管理人捐款2.8亿元。私募股权、创投机构积极发动组织，引导、推动所投资的生态链企业捐款13.9亿元，通过追加投资或新增投资支持疫苗、检测试剂、医疗器械、医药等防疫抗疫类企业加大研发生产；截至2020年3月31日，私募股权及创投基金对防疫抗疫类企业（含医疗医药类企业）在投项目602个，在投金额385.8亿元，为生物医药前沿技术研发提供了强有力的创新资本支撑，在抗击疫情的各个环节发挥了重要作用，充分展现了行业的专业价值与责任担当。

当前，国际疫情持续蔓延，世界经济下行风险加剧，不稳定不确定因素显著增多，大国之间的竞争日益加剧。从国际经验看，每一个大国的崛起，无不建立在领先的创新能力基础上，而领先的创新能力都得到了与之相匹配的创新资本的支持。面对严峻复杂的世界经济政治形势，我国必须深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，推动从间接融资转向直接融资，为实体企业转型升级与创新发展提供更多风险资本支撑。私募基金特别是股权、创投基金通过高度分散的市场化投资活动直达实体经济，深度融入从技术到产品、从产品到企业、从企业到产业的完整创新链条，承担投资风险，支持企业创新，已经成为现代金融体系中直接融资的重要力量，是创新资本形成的重要载体。以创投基金为例，截至2019年末，在中国证券投资基金业协会备案的创业投资基金资产规模达1.2万亿元，在投项目3.5万个，在投本金6567亿元。其中，在投中小企业项目2.7万个，在投本金3465亿元；在投高新技术企业项目1.3万个，在投本金2684亿元；从行业分布看，创投基金在投本金前五大行业分别是“计算机运用”、“资本品”、“医药生物”、“医疗器械与服务”和“原材料”，在投项目数量合计2.3万个，在投本金合计3783亿元。

但是，在我国私募基金发展过程中，出现不少“伪私募”风险事件，扰乱行业正常发展秩序。其风险的主要根源是有悖于管理人信义义务的利益冲突问题，例如，部分私募基金名为投资，实为单一项目的借贷业务，甚至以为实际控制人及其关联方自融为主要目的；部分私募基金变相从事P2P等类金融业务，沦为非法集资等违法违规行为的保护伞。

要进一步激发私募基金活力，必须进一步改善私募基金行业治理，规范风险投资活动，为更广泛的创新和更高质量的发展提供持久动力。

IOSCO 明确指出，基金治理以防止利益冲突为核心，关键在于对基金管理人信义义务的规制。利益冲突管理是各国私募基金监管的重点，也是难点。美国《1940 年投资顾问法》第 206 条要求，投资顾问作为其客户的受托人，承担着以客户最大利益为出发点行事的基本义务；该项义务的关键是要求投资顾问全面公平地披露所有重要事实，并且应尽其最大努力识别、减轻或消除任何重大利益冲突。欧洲经济区《另类投资基金管理人指令 HAIFMD）以及《欧盟授权条例》第 231 号规则明确了基金领域利益冲突的监管规则要点，包括利益冲突相关方、利益冲突类型、冲突业务隔离、利益冲突政策、防止或管理利益冲突的程序及措施、利益冲突的披露和风险管理等。各国对防范利益冲突的监管各有侧重，但均对信息披露、识别利益冲突的具体情形并进行有效防范和管理提出实质性要求。

利益冲突会严重侵蚀基金行业信义义务基础，动摇行业发展根基。因此，落实信义义务、防范利益冲突、保护投资人权益是行业自律的根本要求，也是推进行业法治化、市场化的基本保障。中国证券投资基金业协会自开展私募基金登记备案及自律管理以来，坚持从投资人利益出发，努力甄别一切潜在的利益冲突问题，通过行业行为规范和最佳实践引导机构合规展业、落实信义义务；同时，协会不断提升登记备案规范化、透明化程度，按照不同类别私募基金管理人和基金类型，形成差异化登记备案申请材料清单，向全社会全面公布，做到“单外无单”。

私募基金高度融合资本、专业、管理、科技等现代经济要素，特别是风险投资，其投向以民营经济和早期中小企业、新技术企业及初创科技型企业为主，其活跃程度已经成为一个国家或地区市场活力的重要象征。青岛全球创投风投智库推出的《全球创投风投行业年度白皮书》，对中国、美国、欧洲等风险投资大国的行业发展与制度环境作了比较分析，综合分析运用基金业协会的统计数据，系统客观地梳理了我国风险投资业自纳入统一监管以来的历史发展脉络，从募、投、管、退等各个环节全景呈现我国创投基金发展特点及行业趋势，并结合科创板设立等最新资本市场改革动态和监管政策，对行业发展问题、机遇与展望做了客观分析，为认识我国风险投资业提供了宝贵视角。

目 录

第一章 宏观经济.....	5
1.1 全球贸易局势紧张，经济增长需新动力.....	5
1.2 全球负利率债券规模创历史新高.....	6
1.3 疫情影响下全球经济增长面临着较大的下行压力.....	6
1.4 新基建带来科技化之路上的中国新机遇.....	7
第二章 创投风投概述和内涵.....	8
2.1 创投风投的定义.....	8
2.2 创投风投的内涵.....	9
第三章 中国创投风投行业发展历史与发展特点.....	11
3.1 创投风投发展历史.....	11
3.2 创投风投的发展特点.....	13
3.2.1 科创板规则完善，创投风投退出渠道拓宽.....	13
3.2.2 母基金发力，国资助力创投风投募集.....	14
3.2.3 集中趋势突显，山东成为创投风投新阵地.....	15
第四章 中国创投风投行业概况.....	16
4.1 创投风投基金在资产管理中的发展格局.....	16
4.1.1 金融资管大环境概述.....	16
4.1.2 创投风投基金概况.....	17
4.2 创投风投基金行业监管格局.....	17
4.2.1 更加完善的监管体系.....	18
4.2.2 创投风投基金的支持更加明确具体.....	18
4.2.3 中国证券投资基金业协会监管透明化标准化.....	19
4.3 中国创业投资市场募资统计分析.....	19
4.4 中国创业投资市场投资统计分析.....	19
4.5 中国创业投资市场退出统计分析.....	19
第五章 中国创投风投行业问题及展望.....	21
5.1 中国创投风投行业问题.....	21
5.1.1 国内创投基金专业化和规范运作水平有待提高.....	21

5.1.2 政府引导基金运营效率和市场化水平有待提高.....	21
5.1.3 募资环境成熟度有待提高.....	22
5.2 2020 年我国创投风投展望.....	23
5.2.1 科创板利好创投风投行业.....	23
5.2.2 疫情影响下的 2020，创投风投机遇与挑战并存.....	24
5.2.3 新基建带来创投风投新机遇.....	24

第一章 宏观经济

1.1 全球贸易局势紧张，经济增长需新动力

受贸易局势紧张、金融动荡及地缘政治紧张局势升级的影响, 2019 年全球经济增长出现失速, 主要经济体均出现增长缓慢的现象。全球经济活动继 2017 年和 2018 年初的强劲增长之后, 在 2018 年下半年显著放缓, 随着中 美贸易战对全球经济影响的逐步突显, 各主要经济体国家开始使用宽松的货币政策以刺激经济, 欧盟进一步扩大了负利率, 并开启量化宽松操作, 美联储在 2019 年内三次降息, 中国央行也实行了降息降准。联合国《2020 年 世界经济形势与展望》报告显示 2019 年全球 GDP 不变价为 84.35 万亿美元, 较 2018 年增长为 2.3%, 增速为近 10 年来最低水平。东亚仍是全球增长最快的地区, 也是对全球增长贡献最大的地区。巴西、印度、墨西哥、俄罗斯和 土耳其等其他新兴大国也在全球经济增长动力不足之时保有了相对稳定的增长趋势。

2020 年初, 新冠性病毒疫情爆发, 先是集中于东亚地区, 随着疫情的变化, 以中国为首的国际供应链受阻, 经 济发展出现了较大的阻力, 随后疫情覆盖全球, 避险情绪反映为对流动性的需求, 全球资产均出现了不同程度的 贬值, 消费、投资均出现放缓情形, 疫情影响、贸易局势影响加之地缘政治问题使得 2020 年的全球经济增长面临 较大压力。

美国经济增速减慢

美国在 2018 年经济实际增长 2.9%, 2019 年美国实际经济增长为 2.3%。美国 GDP 总量或由 2018 年的名义 20.494 万亿美元增长到名义 21.43 万亿美元, GDP 增量下降到万亿美元。虽然美国在 2019 年增长速度开始回落, 但得益于国内产业链的完整及很强的创新能力, 对国际经济状况变化的抗力较强, 在整体经济增长失速的情形 下, 依旧保持了全球最高的经济总量。2020 年第一季度末, 美国成为了全球疫情影响最严重的国家, 疫情的冲击 引发了资本对流动性的更高需求, 实体经济现金流问题凸显, 引发产业链供血不足、失业率提高等问题, 经济走 势不良。美联储积极响应救市, 打出降息和无限量化宽松的手牌, 虽然对稳定经济起到了一定作用, 但依靠货币 政策或有一定隐患, 真正的经济恢复, 可能需要疫情得到实质的控制。

欧洲经济面临衰退风险

受累于经贸争端形成的外部冲击加剧, 叠加内部制造业遇冷和投资不足, 2019 年欧

洲经济堪忧，英国（增长 1.4%）、法国（增长 1.3%）、德国（增长 0.6%）、意大利（仅增长 0.2%）等传统发达国家经济增速令人堪忧，部分经济体甚至滑落至衰退边缘。随着货币宽松政策操作空间愈发缩小，欧洲经济更是步履维艰，经济回暖缺乏良策。欧洲央行公布数据显示 2019 年欧元区经济增速为 1.2%，在主要经济体中处于低位。

1.2 全球负利率债券规模创历史新高

当前全球货币市场负利率程度不断加深 2019 年全球负利率债券规模一度超过 17 万亿美元，占全球债市规模的 27% 以上，创历史新高。目前实行负利率的主要国家或地区有欧元区，日本，丹麦，瑞士以及匈牙利。与此同时，日本、德国、法国、瑞士、丹麦、荷兰、奥地利、比利时等国还发行了收益率为负的长期国债。

世界经济处于长期债务周期顶部，宽松政策对实体经济的促进作用有限，且将进一步割裂全球经贸体系。债务的扩张依赖于央行降息以保持债务融资的扩张。当前美欧日等主要国家基准利率均处于历史较低水平，货币政策空间有限，各部门加杠杆能力及意愿下降。整个债市市场在 2019 年均有一定的波动，美国国债进入 2019 年后随着贸易战的进行一路下跌，年底才有所好转。在降息空间受限、原有货币政策框架遭受挑战的条件下，未来各国央行或将通过重启或加大扩表、创新货币政策工具的方式进一步释放流动性。2019 年，全球经济下行压力加剧以及多国央行的进一步宽松，使得全球负利率加剧。

2019 年内，美联储降息三次，欧洲央行重启量化宽松政策（QE），澳洲联储降息三次，日本依旧维持超低利率水平；从欧日实际经验来看，宽松货币乃至负利率，对经济的刺激作用边际递减，负利率及量化宽松难以改变欧日人口老龄化、高福利社会问题，此外欧盟内部结构性矛盾的日益突出、财政与货币政策的不断割裂，进一步拖累欧盟经济。脱离配套改革内容的宽松货币政策，或成为 2020 年的经济运行的一个风险点。

1.3 疫情影响下全球经济增长面临着较大的下行压力

2019 年末至 2020 年初，新冠病毒疫情作为近年来最大的“黑天鹅”事件悄然到来，并在短短数月内在全球范围内蔓延。各国为防止疫情扩散采取了更广泛和严格的措施，信贷市场出现紧缩、金融状况大幅收紧，为应对来势汹汹的疫情，各方陆续推出了一系列救市政策，包括向市场注入流动性，出台大规模经济刺激措施等。尽管如此，疫情已造成的影响很难完全弥补，各国经济计划及预期势必在不同程度上偏离原定路线。随着中国疫情基

本得到控制，中国复产复工有序推进，中国制造业虽还未能完全恢复 PMI 仍处在较低水平，但已经出现了明显恢复迹象。随着防控常态化，疫情对中国国内生产的影响预计将长期持续，制造业完全恢复仍然需要时间。中国制造业恢复在一定程度上放缓了全球制造业快速下行的节奏，但新冠肺炎疫情的全球化蔓延为全球经济发展带来了前所未有的严峻考验，全球经济面临较大的下行压力。疫情对经济的冲击导致许多国家经济活动停滞或大幅放缓，全球需求减少，贸易和投资明显下滑，全球产业链受到冲击。

1.4 新基建带来科技化之路上的中国新机遇

2019 年随着全球经济的增长减速，中国经济总量增速出现了下滑，2019 年 GDP 增速 6.1%，为近 10 年来的最低值。2019 年底疫情的到来更是增加了经济增长的不确定性。2020 年初中国对疫情快速反应，疫情防控和经济社会复苏两手抓，疫情基本得到控制后在经济和科技发展的双重需求下，作为经济新增长动能的新基建引发了越来越多的关注。

新基建主要立足于科技端，本质上是信息数字化的基础设施，主要包含：5G 基站建设、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网等七大领域。“新基建”围绕科技这一经济新硬核掀起的基础建设浪潮，可以为中国经济转型升级注入强大“数字动力”，同时释放出乘数效应，成为驱动变革的加速器，在推动产业升级上强劲发力。

新基建是数字经济时代的必然趋势，也是推动中国经济结构转型的重要举措。在当下，新基建对推动经济恢复正常轨道也有积极作用。为了降低疫情对经济的负面影响、缓解 GDP 增长波动，通过对新基建领域的投入，给予总需求相应回弹力，进而通过需求端的率先复苏，带动生产端走出困局。随着疫情开始全球蔓延，今年我国面临的外部环境压力有可能进一步加大，外需增长有可能遇到更多困难，因此更要依靠内需发力，推动经济平稳发展。新基建可能使中国在 2020 年的全球性衰退中为最为明亮的灯塔。

第二章 创投风投概述和内涵

2.1 创投风投的定义

创投风投全称创业风险投资，风险投资在中国是一个约定俗成的具有特定内涵的概念，广义的风险投资泛指一切具有高风险、高潜在收益的投资，狭义的风险投资是指以高新技术为基础，生产与经营技术密集型产品的投资。在狭义理解上，风险投资又被称为创业投资，主要是指向初创企业提供资金支持并取得该公司股份的一种融资方式。

其概念最早起源于美国，由于创业投资具有较强的时空依赖性，与各国创投行业的发展程度以及相应的法律政策等具有密切的关系，因而，各国学者及机构对创业投资的定义都不尽相同。

美国风险投资协会(NVCA, National Venture Capital Association)将创业投资定义为由创业投资机构投入到新兴、迅速发展、具有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。

世界经合组织科技政策委员会将创业投资定义为一种向极具发展潜力的新建企业或中小企业提供股权资本的投资行为，基本特点是：投资周期长，一般为3-7年；除资金投入之外，投资者还向投资对象提供企业管理等方面的咨询和帮助；投资者通过投资结束时的股权转让活动获得投资回报。

1999年科技部、国家计委等七部委联合制定的《关于建立风险投资机制的若干意见》中，对创业投资定义为向主要属于科技型的高成长性创业企业提供股权资本，并为其提供经营管理和咨询服务，以期在被投资企业发展成熟后，通过股权转让获取中长期资本增值收益的投资行为。

国内对创业投资最成熟的定义最早出现于国家发改委等十部委2005年9月发布的《创业投资企业管理暂行办法》。根据该暂行办法，创业投资指向创业企业进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后主要通过股权转让获得资本增值收益的投资方式。创业企业指在中国境内注册设立的处于创建或重建过程中的成长性企业，但不含已经在公开市场上市的企业。

2016年9月，国务院发布《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》(国发〔2016〕53号)，基本沿用了《创业投资企业管理暂行办法》对创业投资的定义，将创业投资界定为“向处于创建或重建过程中的未上市成长性创业企业进行股权投资，以期所投资

创业企业发育成熟或相对成熟后，主要通过股权转让获取资本增值收益 的投资方式”。该意见作为国家鼓励发展创业投资的纲领性政策文件，标志着对我国对创业投资的官方定义正式 形成。该意见同时指出，“创业投资是实现技术、资本、人才、管理等创新要素与创业企业有效结合的投融 资方式，是推动大众创业、万众创新的重要资本力量，是促进科技创新成果转化的助推器，是落实新发展理念、实 施创新驱动发展战略、推进供给侧结构性改革、培育发展新动能和稳增长、扩就业的重要举措”。

2017 年 8 月，国务院法制办就《私募投资基金管理暂行条例》征求意见，征求意见稿继续采用了《创业投资企 业管理暂行办法》以及《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》对创业投资的定义。《私募投资基金管理暂 行条例》如果正式发布，其性质属于行政法规，在法律效力层级中具有较高地位，将标志着创业投资的重要性在 国家立法层面得到确认。

综上所述，尽管国内外对创业投资的界定不尽相同，但创业投资支持“创业”或“再创业”的本质内涵却不离其 宗。所谓创业投资系指向具有高增长潜力的未成熟企业进行股权投资，并通过提供创业管理服务参与所投资企业 的创业过程，以期在所投资企业发育成熟后通过股权转让等方式实现高资本增值收益的资本运营方式。

2.2 创投风投的内涵

与创业投资的定义相对应，可以将创业投资的本质特征归纳为以下三个方面：

以股权的方式投资于具有高增长潜力的未成熟创业企业，从而建立起适应创业内在需求的“风险共担、 收益共享”的机制；

积极参与所投资企业的创业过程，提供积极主动的投后管理服务，一方面弥补所投资企业在创业管理经 验的不足，另一方面主动控制创业投资的高风险；

并不经营具体的产品，而以整个创业企业作为经营对象，即通过支持“创建企业”并在适当时机转让所持 股权，来获得资本增值收益。

从国家鼓励创业投资基金发展初衷来看，国家把帮助种子期、初创期等科技型企业的发展壮大作为政策引导 的明确方向。以企业发展生命周期中的盈亏平衡点为界，业界对平衡点之前的投资成为天使投资，之后为创投风 投即 VC，充分体现我国创业投资基金“投早投小”、“投长投新”，注重追求长期的价值投资，从源头推动实体经济 创新发展的内

涵。

为了客观和全面的反映 2019 年全球创投风投行业发展情况，本报告中若无特殊说明，创投风投指的是企业 在早期和成长期阶段所对应的融资即天使投资和风险投资 VC。

第三章 中国创投风投行业发展历史与发展特点

创投风投是推动创新创业的核心力量之一。从 1998 年政协“一号文件”开始，中国创投风投行业经历了 20 余年的砥砺发展，取得了巨大的成就。随着 2019 年中国的独角兽数量超过美国，创投风投作为独角兽诞生的背后重要力量，逐渐受到了更多重视，独角兽数量的增多也为创投风带来了更多优质的投资标的。随着 2019 年科创板的正式开板、证券发行实行注册制以及创投企业减持新规等政策的出台，创投风投的退出渠道逐渐拓宽，迎来一系列政策利好。历经 20 年，创投风投行业从鲜有人知，到如今业政策成熟、行业规范、人才汇聚、广为人知，形成了具有中国特色的创投风投发展历史和发展环境。

3.1 创投风投发展历史

萌芽阶段（1985 年-1997 年）

中国创投的概念始于 1985 年，在中共中央、国务院发布的《关于科学技术体制改革的决定》文件中，首次提出“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资机制给以支持”。同年，经国务院正式批准，由国家科委和财政部发起设立中国首家创业投资公司——中国新技术创业投资公司，中国本土创投基金正式诞生。随后，国家出台了一系列以促进科技进步为目的的政策，对本土创投给予高度重视，推动了中国创业投资业的初步发展。由此，大量政府主导的创业投资机构在 20 世纪 90 年代诞生。借此，中国开始了解、认识创业投资，经过萌芽阶段的探索，国家对创投给予了高度关注，促使国家出台了一系列政策文件，为中国的创业投资公司发展创造了良好的环境并奠定了坚实的基础。

发展初期阶段（1998 年-2005 年）

1998 年 3 月，在全国政协九届一次会议上，时任全国政协副主席的成思危代表民建中央提交了《关于尽快发展中国风险投资事业的提案》（被列为当年全国政协一号提案），明确建议把促进创业投资作为推动高新技术产业发展的基本政策，而后在 1999 年 3 月，科技部联合七部委颁布了《关于建立风险投资机制的若干意见》，各地方政府积极响应，分别出台了一系列利好政策，极大地激发并活跃了国内创投市场，中国创投真正进入发展阶段。在 PC 互联网热潮的助推下，海外创投机构开始在中国市场崭露头角。

2005 年 11 月，国家发改委等十部委共同颁布了《创业投资企业管理暂行办法》，首次就创业投资公司的组建、设立和投资运行进行了明确规定，同时允许政府设立创业投资引导基金，用以引导创业投资公司的投资行为，对创业投资公司发展形成示范效应。2005 年中国创投市场募资创新高，美元创投基金的管理团队开始快速本土化，中国创投也从 1.0 步入 2.0 时代。2005 年成为了中国创业投资发展史上的分水岭，被称为“中国创投元年”。

快速扩张阶段（2006 年-2011 年）

2006 年 2 月，《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020 年）》发布，其中明确提出：“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投风投市场。”《公司法》、《合伙企业法》、《证券法》相继出台或修订，对创业投资从设立、投资、退出的全链条环境加以改善。2009 年境内资本市场 IPO 重启、创业板开启，以及创业投资行业相关税收优惠政策的出台，也极大地促进了创业投资的发展。在众多政策利好下，我国创业投资迎来黄金发展期。

理性规范发展阶段（2012 年-2018 年）

2012 年以来，受国内外宏观经济环境的影响，资本市场低迷不振，传统产业举步维艰，投资阶段逐步前移。2014 年 9 月，随着“大众创新、万众创业”口号的提出，中国经济进入“新常态”，科技进步和改革创新成为培育经济新增长点的重要力量。在“双创”大发展和“供给侧改革”的共同推动下，大批民营创投机构、国资机构、金融机构以及战略投资者纷纷入场，为中国创投市场注入活动，行业竞争不断加剧，但随着 2017 年全国金融工作会议提出回归本源以及金融去杠杆，2018 年出台《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，开启了资管行业规范发展的新篇章，中国创投市场进入了调整期，市场逐步回归理性投资。

创投风投再起航（2019 年——）

2018 年 11 月，国家主席习近平宣布设立科创板并试点注册制，2019 年 6 月科创板正式开板，中国打造多层次资本市场的战略部署得到了进一步完善。科创板的出现标志着创投风投与资本市场的进一步打通，对创投风投资金和机构有重大激励作用。2019 年，发改委、人民银行、财政部等六部门联合发布了《关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》，放宽对创投基金的监管限制，

允许资产管理产品向符合条件的创投基金出资时适度豁免禁止“嵌套”的规定,有利于创投基金拓宽融资渠道,缓解了创投基金的募资压力。市场红利与政策红利共同扬起了 2019 年创投风投再起航的风帆,创投风投有望在接下来大展拳脚形成一股更为强劲更为理性的投资势力。

3.2 创投风投的发展特点

3.2.1 科创板规则完善, 创投风投退出渠道拓宽

2019 年 6 月, 科创板正式开板, 7 月 22 日, 科创板首批公司上市, 就此科创板正式开启了其连接资本市场与创新创业企业的功能。根据私募通的数据, 科创板在 2019 年虽然仅正式运行了半年, 但却为创投风投行业带来了 121 笔退出事件, 占据了全年 IP。退出事件的一半, 极大地拓宽了创投风投基金的退出渠道。科创板打破了传统的 A 股上市 23 倍市盈率的惯例, 在未来也将进一步影响一级市场的退出逻辑和定价逻辑, 并在长期内对行业结构和市场参与者产生更深远的影响, 创投风投市场收益也将会因此受到更多的关注, 科创板为创投风投市场带来的影响有三。

其一是此前由于 A 股上市标准限制, 短期难以盈利的技术创新企业和前期研发周期较长的医药企业此前一般优先选择海外上市, 因而较早就会架设红筹结构、只能接纳美元资金, 而早期的人民币资金因为出境困难往往不得不提前退出, 导致无法享受资本市场溢价。因此在新技术领域, 美元基金募资和投资往往比人民币基金更有优势。科创板的发行和上市制度多方借鉴采纳了纳斯达克、港交所等海外成熟市场的优势, 将吸引更多符合标准的优质企业留在国内上市, 有利于人民币基金参与新技术领域的创业项目, 中长期看有利于改善人民币基金的募资和投资环境。目前绝大多数创投风投基金是人民币基金, 并很多资金带有国资背景, 科创板对人民币基金是重大利好, 有利于吸引更多的社会资本参与创投基金。

其二是 2018 年以来, 创投行业的募资环境不理想, IPO 退出渠道不畅进一步加剧了“募资难”的现象。科创板实际实行注册制, 其推出为一级市场投资提供了更宽阔的退出渠道。此前, A 股上市排队及审核时间较长 (平均超过 1 年)、审核通过率较低 (2018 年仅为 55%)。o 科创板制度框架下, 企业上市申报加回复问询时间原则上不超过 6 个月, 周期大幅缩短; 并且实质性的审核权由中国证监会转移到交易所。上述变化为优秀的创业企业拓

宽了 IPO 退出的通路，在创投风投行业整体“退出难”的背景下，让优秀的创投风投机构脱颖而出。

其三是此前 A 股对盈利等财务指标的硬性要求较高，可上市企业基本已进入成熟阶段，其市场规模、公司体量以及技术发展均已达到一定水平，业务增长进入相对稳定期，而科创板的推出使得创新型企业上市融资的阶段提前。创投风投基金对优质科技创新企业的投资期限会进一步缩短，有利于改善创投风投基金的流动性。

3.2.2 母基金发力，国资助力创投风投募集

随着国内政策环境和资本市场的逐渐完善，人民币基金已经成为中国私募股权投资市场的主力军。各种不同类型市场主体纷纷加入 LP 的队伍，形成了具有中国特色的 LP 群体，经过二十多年的发展，中国的 LP 群体逐渐变得成熟，LP 群体正在从高净值个人为主力的时代，向民营企业、母基金、政府机构、国有资本、大型企业集团、上市公司、金融机构等为主力的时代转变。

母基金既是一种组合及分散投资的策略，也具有引导和杠杆的功能。我国母基金主要分三大类，包括政府引导基金、国有企业参与设立的母基金和民营资本设立的母基金，其中，政府引导基金近年来蓬勃发展，在各类母基金中一枝独秀，已成为推动母基金发展的“新引擎”。

政府引导基金是指由政府设立并按市场化方式运作的政策性基金，主要用于增加股权投资中的政府资金供给，克服单纯通过市场配置股权资本的市场失灵问题，促进创新企业股权融资，发挥财政资金的杠杆放大效应。党的十九大报告明确提出我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。与此同时，党的十九大报告、中央经济工作会议、全国金融工作会议中均强调了强化金融服务实体经济的重要性。各地政府积极响应国家战略，通过发力政府引导基金，有效引导社会资本投向拟扶持的行业、产业及其他领域，探索运用引导基金拓宽实体经济融资渠道、加快产业发展和结构调整的新路径。

在经历了探索起步、逐步试点、规范化运作、全面发展、积极转型五个阶段后，引导基金已步入市场化运作阶段。2011-2019 年期间，引导基金数量增加了 1862 支，目标设立总规模增加了 11.2 万亿元。2015 年后引导基金呈现出爆发式增长的势态，数量和规模

同比增长率分别为 238.8%和 395%，2016 年数量和规模在 2015 年的基础上 又分别增长了 95.6%和 64.3%。2017-2019 年间，引导基金数量增加了 701 支，新增引导基金总规模达 6.1 万亿元，规模超 2011-2016 年间引导基金目标规模总和，其中投向创业基金和创业项目的基金 110 支，为创投风投行业 发展提供了大量的资金支持和引导效应。

3.2.3 集中趋势突显，山东成为创投风投新阵地

整体来看，中国创投区域发展不均衡，市场分布具有较为明显的区域特征，包括北京、上海、广东、江苏、浙江 等在内的经济发达地区一直是创投最为聚集的地区，聚集了全国四分之三的创投资源，而就创投人才而言，这五 个省市的人才聚集比重也更高，而其他地区的创投机构和创投资本的活跃度明显不如上述五个省市，创业投资 的土壤还需进一步开垦。根据中国证券投资基金业协会数据，2019 年底，北京、上海、广东、江苏、浙江 备案的基金 数量占全国总额的 80%，基金规模占全国的 74%。

在发展趋势方面，山东省的发展势头值得关注，随着山东省以青岛为抓手打造创投风投阵地，创投氛围提升 很快，逐渐形成了新的创投风投聚集地。截止 2019 年底，山东省创投风投基金的数量为 417 支，排名全国第六，上 升势头非常明显。

第四章 中国创投风投行业概况

在本章中，创投风投基金指中国证券投资基金业协会备案的私募创业投资基金，管理机构指早期机构和 VC 机构。

4.1 创投风投基金在资产管理中的发展格局

4.1.1 金融资管大环境概述

创投风投基金是一类资产管理产品，在资管行业中属于私募基金的子类别，是私募基金最重要的组成部分之一，创投风投基金的发展格局与私募基金的整体发展息息相关，金融资管的大环境对创投风投基金有着较大影响。

在过去的几年中，金融机构的资管规模逐年上升，2014-2016 年间整个资管行业发展迅速，管理规模从 2014 年的 52.31 万亿元增长至 2016 年的 97.52 万亿元，增长接近 1 倍。2017-2018 年间资管规模增长相对放缓，一年间仅增加了 5000 亿元，多类金融机构在 2018 年间甚至出现了管理规模的负增长的情况。2019 年资管总规模出现了下跌，较 2018 年减少了 3.3 万亿元人民币。截至 2019 年底，中国金融机构资管总规模为 107.76 万亿元人民币。银行理财资金仍占据着国内资管规模中的最大份额，占比达 24.91%，而私募基金则首次超过券商资管规模，在当年占总规模的 12.75%。

私募基金的管理规模从 2014 年的 1.49 万亿元在六年内上升至 2019 年的 14.08 万亿元，增长超过 9 倍。

私募基金近年来蓬勃发展，其增速在 2019 年前一直位列所有金融资管机构之首。国内近五年金融机构资管规模增速如图 8.1.1.2 所示。自 2014 年以来中国资管规模增速逐步放缓，宏观环境由增长转至稳健，政策环境由抓增长转至稳经济，投资者趋于谨慎，银行理财、信托计划以及券商资管在某些年度甚至出现了负增长。目前，私募基金的整体规模虽仍在增长，但增速呈下降趋势，2019 年私募基金的管理规模增速首次低于公募基金及保险资管。

2019 年，金融资管产品规模首次出现整体负增长，除公募及保险资管外，增速都出现了明显的下滑。负增长的出现表明行业已经从高速成长期步入稳定发展的成熟期，资源向行业龙头集中，二八效应明显，资金的募集难度更大了。

4.1.2 创投风投基金概况

截至 2019 年底,基金业协会已登记私募基金管理人 24,471 家。已备案私募基金 8.17 万支,管理基金规模 14.08 万亿元。其中创投基金 7978 支,管理规模 1.21 万亿元。

各类私募基金的规模占比如下图所示。从图中可以看出,股权投资基金增长最快,占据了私募基金管理规模的半壁江山。证券投资基金、私募商品基金以及其他类私募基金整体呈均衡态势,增长较小。

私募基金的发展经历了三个阶段,第一个阶段是 2008 年以前,机构数量少,且以美元基金为主,私募发展整体处于探索阶段,也创造了最早的一批优质头部机构。第二个阶段是 2009 到 2014 年,二级市场行情的转变逐步归于平静,“公奔私”热潮兴起,行业不断壮大,2014 年随着《私募投资基金监督管理暂行办法》的出台,私募基金走上了规范化发展的轨道,私募基金的合法性也正式得到认可。第三个阶段是 2014-2016 年,为行业的增长爆发阶段,私募基金管理人增长 3 倍,管理规模增长 4.2 倍,市场资金量的增长导致了项目估值虚高,与此同时监管逐渐加强,一些行业乱象得到整治,行业的发展愈发规范。第四个阶段是 2017 年以后,资管行业开始去杠杆调整,投资项目估值逐步回归理性,行业加速洗牌,行业自律体系日趋完善。

创投基金过去几年中在整个私募基金规模中的比例一直小于 10%,但近两年来增速一直处于领先地位。

2018 年私募管理规模整体增速为 28.29%,创投基金管理规模增速为 62.17%,增速为私募的 2 倍以上。2019 年私募管理规模整体增速为 7.45%,创投基金管理规模增速为 26.38%,增速超过了私募基金整体的 3 倍。

4.2 创投风投基金行业监管格局

创投风投规模稳步增长离不开监管紧锣密鼓的跟进以及政策的持续支持。目前各监管机构对私募管理人的备案登记、私募产品的资金募集、信息披露、外包业务、合同指引等方面进行了全面规范,创投风投作为私募中的一类自然也在其列,但相比其他私募基金更受政策支持,这也造就了近年来创投风投资管规模在经济趋稳的情况下走出了高速增长的态势。

4.2.1 更加完善的监管体系

自 2013 年《证券投资基金法》修订版法案通过以来，国内私募管理体系从单个法律逐步发展为外律与自律相结合、行业监管与司法惩戒多位一体的健全的系统。我们认为未来私募行业监管将向体系化、细分化发展，整体监管会越来越严格，监管将倾向覆盖细化领域，相应的法律监管体系将不断完善。未来将建立更加专业化的私募基金行业标准和监管条例，合理界定投资者的范围，严格规范投资方向，根据不同私募基金的特点和运营方式，制定与之相对应的具体化监管条例和操作细则。

监管主体层面，包括中国证监会在内的中央层面主要负责制定相关的监管思路与监管政策，包括地方证监局、工商部门在内的地方层面主要负责政策的落实及执行具体的监管方案。可以预见，未来中央层面与地方层面将有更紧密的结合，同步各地监管水平，使各地监管水平一致化。

信息披露层面，目前发生的众多“爆雷”事件的根源在于私募基金机构自行运作，投资者和监管者无法获知相关的真实信息。对信息披露的全面性、及时性要求未来或将更加严格。同时，中国证券投资基金业协会中国证券投资基金业协会将探索行业信用体系建设，营造良好信用生态，逐步将信用信息报告服务扩展到中国证券投资基金业协会全部私募类会员。

监管方法层面，随着私募基金行业的不断发展，未来会出现越来越多的私募基金管理人与私募基金产品，中国证券投资基金业协会作为重要的监管力量，面临的监管工作压力也会越来越大，单纯依靠过去传统的监管模式势必会出现监管力量无法与监管要求相匹配的问题，因此在传统的监管手段之外，发展新型的监管方式势在必行。中国证券投资基金业协会目前也在尝试利用新技术增强自身的监管能力。一方面，中国证券投资基金业协会正在利用互联网技术，加强对私募基金行业舆情信息的监控，另一方面也正在利用大数据技术结合既往的违规数据，增强违规产品识别能力和违规线索搜寻能力。未来中国证券投资基金业协会的实时监控能力将会不断增强。

4.2.2 创投风投基金的支持更加明确具体

2019 年 10 月份改财金规(2019)1638 号中对资产管理产品出资创业投资基金和政府出资产业投资基金适用资管新规及其实施细则等问题加以明确。资产管理产品在向“两类

基金”出资时可适度豁免“嵌套”相关规定，创投基金的募资难度得到了一定的缓解，也明确了创投基金是未来政策支持私募发展的重要方向。

4.2.3 中国证券投资基金业协会监管透明化标准化

中国证券投资基金业协会近期发布的清单，并称“单外无单”，体现了监管的进一步透明化和标准化，给基金管理人提供了明确的指引。

4.3 中国创业投资市场募资统计分析

截至 2019 年末，我国私募基金存续数量共有 81710 支，基金规模达 14.08 万亿元人民币。其中，私募证券投资基金共计 41392 支存续基金，基金规模为 2.56 万亿元人民币；私募股权投资基金共计 28477 支存续基金，基金规模为 8.87 万亿元人民币；创业投资投资基金共计 7978 支存续基金，基金规模为 1.21 万亿元人民币；私募资产配置基金共计 5 支存续基金，基金规模为 5.48 亿元人民币；其他私募投资基金共计 3858 支，基金规模为 1.44 万亿元人民币。

4.4 中国创业投资市场投资统计分析

2019 年中国创业投资市场的投资案例共 7276 起，投资总规模超过 1534.05 亿元人民币。无论是从投资案例数量还是投资金额来看，较前几年都有所下降。从投资阶段角度看，2019 年的创投风投较前几年出现了更加明显的投资阶段后移现象，扩张期、成熟期投资的金额占比上升。从投资轮次看，A 轮投资的数量已经超过了天使轮，B 轮投资的数量也和天使轮相当。上述现象表明国内创投风投的投资风格逐渐趋于保守和理性。

4.5 中国创业投资市场退出统计分析

过去几年间，创业投资项目的退出数量并不稳定。2016 年和 2018 年退出案例均较上一年大幅减少，而 2017 年和 2019 年的退出案例又大幅上升。随着科创板和注册制改革等利好的退出，近三年平均退出时间呈下降趋势。2019 年全年，创投风投项目中完全退出及部分退出共计 2569 项，退出次数达 3613 次，实际退出金额 521.33 亿元。整体而言，2019 年国内创业投资市场的退出端呈现明显的向好发展趋势，是一个退出的“大年”。

从 2019 年我国创投市场项目退出案例次数及金额分布来看，主要以协议转让、境内

上市、企业回购等方式退出。其中协议转让退出案例次数为 1265 次，退出金额 231.61 亿元；境内上市退出案例次数为 153 次，退出金额 131.23 亿元；退出案例次数为 839 次，退出金额 97.78 亿元。

第五章 中国创投风投行业问题及展望

5.1 中国创投风投行业问题

近几年来，中国的风险投资行业发展异常迅速，对促进中国高新技术产业的发展，推动产业结构调整、优化资本配置等方面都起到了重要的作用。但与成熟的市场经济国家相比，中国的风险投资业起步较晚，中国的发展历史还比较短，中国创投风投行业还存在着一些需要完善和提高的地方。

5.1.1 国内创投基金专业化和规范运作水平有待提高

最近几年，在创投行业的飞速发展中，由于国内创投市场尚在完善中，创投机构的专业化程度和运作水平参差不齐，面临很大的挑战，部分机构没有投入足够的经历提高专业运作能力。在完成投资之后，有些机构缺乏为企业提供增值服务的专业能力，无法帮助企业有效成长，反而成为企业发展过程中的不确定因素。

5.1.2 政府引导基金运营效率 and 市场化水平有待提高

政府引导基金是由政府出资并吸引社会资本，不以营利为目的，投资于创业风险投资机构或新设创业风险投资基金，以支持创业企业发展的专项资金，进而发挥资本的导向作用和产业拉动效果。

政府引导基金的资金使用往往带有很强的地方政策性色彩。一般而言，政府引导基金参股的创业投资基金都有一些条件约束，比如设置较高的返投比例，往往出现“择地不择优”的现象，部分地方政府要求与其合作的基金管理人必须设立在当地，基金也必须设在那里，不利于吸引和培养优秀的投资管理机构。尤其是一些三、四级城市的政府引导基金，由于脱离地方发展实际，在运作方式上盲目模仿一线城市，导致一些优秀的创投企业不敢与政府引导基金合作。长此以往导致引导基金资金出现沉淀、闲置现象，资金利用效率低下，政府资金的引导作用受到严重制约。

纵观国内外引导基金案例，市场化水平、运营团队专业能力、政策环境支持力度等关键要素决定了基金运营的成败。首先，强化市场化运作，提高引导基金运行效率。被赋予过多政策性目标的引导基金，在基金注册地、投资地域、投资范围、返投比例等方面有诸多限制，加大了投资的难度，导致资金出现闲置现象，资金利用效率低下，最终无法实

现撬动更多社会资本的目标。所以，基金运作应坚持尽量向市场化方式靠拢，政府应有所为有所不为，重点做好顶层设计，在明确投资方向、聚焦产业领域后应减少行政干预。其次，坚持专业化管理，完善绩效评价体系。基金投资风险很高，属于智力密集型行业，应提高基金运营的专业化水平，政府负责设定合理的激励约束机制，侧重实施中长期激励，促使基金团队不断提高专业管理能力，增强人才引进竞争力，形成团队凝聚力，为管理团队的长期稳健发展奠定基础。最后，政府应努力完善制度和政策环境，营造基金发展生态圈。政府引导基金的健康发展离不开政府的支持与服务，政府在明确市场定位、分工的基础上，应适时、适度发挥政府效能，提供包括优化审批环节、提供税收优惠、落地政策等在内的政府服务和政策支持，特别是要保持相关政策的稳定性和延续性。

5.1.3 募资环境成熟度有待提高

从资金来源看，中国私募股权与创业投资基金长期资金占比较低。根据 2019 年 1 月 11 日中国证监会副主席 阎庆民在中国私募基金行业高峰论坛上发表的《完善私募基金治理，推动经济转型升级》讲话，境内私募基金的出资人中，银行理财以及各类资产管理产品出资占比高达 83%，但养老金、保险资金、社会公益基金等真正的长期资金合计占比仅为 3.1%。而在美国等成熟市场，各级养老金计划在私募股权投资基金中的出资占比高达 32.7%，构成私募股权投资基金最重要、最稳定的资金来源。

这种现象出现的主要原因是一方面是国内创投风投机构的管理和运作规范性有待提高，另一方面则是国内专业投资人的数量较少、成熟度不够，很多创投风投基金的主要资金来源还是高净值自然人。在实践中，不同类型的投资人有过多不同的诉求，各种诉求叠加导致基金的运作艰难，政府资金要求实现社会效益和地方经济发展目标；国有企业资金往往要求绝对安全，和国有资产保值增值挂钩；金融机构资金往往追求固定收益或者优先级回报，债权思维明显，对权益类投资的接纳程度不高；高净值个人往往对绝对收益要求高，更青睐专项基金等募集时有明确标的的产品；民营企业和上市公司往往把参与基金当成杠杆，甚至是上市公司提振股价的手段，很少以专业投资者的心态参与。

我们认为，“募资寒冬”短期内会加速创投风投行业的优胜劣汰，长期有利于创投风投行业更加成熟，不能为投资人带来足够回报的投资机构会退出市场，投机型、套利型的非专业投资机构将被逐出市场，市场的总体投资逻辑向商业本质回归，向价值投资演进。

伴随着创投风投的发展，募资环境将逐渐成熟和优化，投资者将更加规模化、专业

化，风险承受能力与判断能力逐渐增强，刚性兑付、过度诉求、深度干预等现象将退出历史舞台，投资者将用更加专业的方式选择机构，了解行业特性与规律的投资者将占主导地位，长期资金的占比会越来越多。

5.2 2020 年我国创投风投展望

5.2.1 科创板利好创投风投行业

2019 年全年中国企业境内外共上市 332 家，其中 70 家来自科创板；融资总额 4,737.88 亿元，其中 824.27 亿元来自科创板。2019 年，科创板仅正式运行半年便创造了中企 1/5 的上市企业数量和 1/6 的融资金额。为创投风投行业带来了 121 笔退出事件，占据了全年 IPO 退出的半壁江山，极大地提高了创投风投基金的退出能力。

近期，上海证券交易所发布了《科创板上市公司股东以非公开转让和配售方式减持股份实施细则（征求意见稿）》。对于科创板市场而言，是推动形成市场化定价约束机制，增加市场流动性的重大举措，对投资机构而言作为科创板公司的首发前股东，允许其与专业投资机构以更灵活的定价机制和方式完成转让交易，增加了退出渠道，是保障私募基金流动性，促进退出的重大政策利好。

对于创投风投行业来说，科创板提供了更优质的退出渠道，此前 A 股对盈利等财务指标的硬性要求较高，可上市的企业基本已进入成熟阶段，其市场规模、公司体量以及技术发展均已达到一定水平，业务增长进入相对稳定期，而科创板的推出使得企业上市融资的阶段提前。创投风投基金的投资期限可进一步缩短，侧面提升其资金流动性。同时，此前由于 A 股上市标准限制，短期难以盈利的技术创新企业和前期研发周期较长的医药企业此前一般优先选择海外上市，因而较早就会架设红筹结构、只能接纳美元资金，使得中国私募领域、尤其是中后期的 PE 市场中，美元基金募资和投资往往比人民币基金更有优势。科创板的发行和上市制度多方借鉴纳斯达克、港交所等海外成熟市场优势，将吸引更多符合标准的优质企业留在国内上市，未来创业企业将更乐于接受人民币资金的早期投入，进而在中长期有利于人民币基金的募资和投资环境改善。目前绝大多数创投风投基金是人民币基金，很多资金带有国资背景，科创板的引流使主流的创投风投人民币基金受到更多青睐，也易于撬动更多社会资本。

2020 年，随着科创板制度的逐步完善，操作方式逐步成熟，创投风投行业将从募集

及退出两端受益，用更优质健康的资金流更好地支持我国的创新创业，未来发展可期。

5.2.2 疫情影响下的 2020，创投风投机遇与挑战并存

2020 新年以来随着新冠肺炎在国内外持续蔓延，国内国际经济和金融市场动荡不堪，疫情导致 200 多个国家和地区受到不同程度的影响，中国、美国、欧盟三个最大经济体已经成为全球最大的疫情重灾区。

疫情的全球化蔓延，将导致全球经济压力陡增。首先，削弱了以中日韩为首的亚洲供应能力，导致全球供应链出现了松动。其次，美国金融市场出现的恐慌势必会影响到全球金融市场，全球股市在短短几个交易日内蒸发了数万亿美元市值。最后，生产停滞以及各国采取的更加严格的疫情防控措施，会影响很多行业的业务，并降低全球供应链的恢复预期，全球企业的现金流均会受到不同程度的影响。

我国在疫情中积极反应将疫情的影响控制在了最小，经济稳步复苏，但国际环境受疫情影响仍较大。2020 年受疫情影响，经济发展的主基调应是稳中求进，但疫情可能影响我国经济发展节奏，却无法动摇长期的发展趋势。每次黑天鹅事件在影响某些行业的同时，都会给一些行业和技术带来发展，例如 03 年的非典促进了电商与物流的腾飞；08 年金融危机迎来了社交、消费和移动互联网的爆发；这些都为投资创造了机遇。对创投风投行业而言，疫情下的 2020 年，创投风投环境会受到一定的影响，但总体看是机遇与挑战并存

5.2.3 新基建带来创投风投新机遇

2020 年 3 月 4 日中共中央政治局常务委员会召开会议，会议指出，要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。要注重调动民间投资积极性。根据相关报道，“新基建”最可能集中于 7 大领域：一是 5G 基站建设（5G 板块），二是特高压，三是城际高速铁路和城市轨道交通（基建和高铁），四是新能源汽车充电桩，五是大数据中心，六是人工智能，七是工业互联网。

与传统基础设施投资相比，“新基建”为 5G 技术、云计算、人工智能研发等提供配套基础设施建设，能有效拉动相关投资。同时，也能为产业转型升级提供支撑。我国将 5G 技术、互联网、大数据、人工智能等信息和智能技术与强大的制造业结合在一起，可以实现发展动力转换，形成新的更大的创新力和竞争力。

政策的大力支持下，5G 技术、互联网、大数据、人工智能的发展环境将逐渐成熟，

并逐步进入快车道。对创投 风投来说，相关的投资机会将会成为 2020 年的主要关注方向。