



(2026 年第 8 期，总第 211 期)

中国证券投资基金业协会

2026 年 9 月 9 日

壮大耐心资本的国际实践与启示

【编者按】耐心资本是专注于长期投资并对风险有较高承受力的资本，对加强科技创新、提高创新效率具有重要意义。党的二十届三中全会将“发展耐心资本”作为健全因地制宜发展新质生产力体制机制的重要内容，壮大耐心资本的重要性和紧迫性日益彰显。本文从供给结构视角切入，系统梳理美国、日本、英国三类典型培育模式的结构特征与共性规律，结合我国耐心资本供给端的情况，剖析当前存在的结构性问题，并提出针对性优化路径，为完善我国耐心资本供给体系提供参考。

一、耐心资本的内涵与供给结构

（一）核心内涵

耐心资本是以长期价值创造为核心导向，能够承受阶段性市场波动与产业周期不确定性，原则上以 5 年以上投资或

锁定期为基本识别口径，可根据技术研发、产业化落地、基础设施建设等实际需求延伸至 10 年以上，通过股权、债权、基金等方式嵌入实体经济全周期的资本形态。其核心属性体现为三点：一是期限长期性，资金来源稳定且久期较长，以跨周期收益为核心目标；二是风险包容性，能够容忍技术研发失败、企业阶段性亏损等不确定性，以长期价值增长覆盖短期风险；三是战略导向性，投资决策锚定产业长期价值与国家战略方向，而非单纯追逐短期财务回报。

（二）供给结构的四类主体

从资金来源属性与功能定位出发，耐心资本的供给体系可划分为四类核心主体：

政府公共资本：包括各级政府引导基金、政策性金融机构、国有资本运营平台等，核心功能是弥补市场失灵、引导产业方向、承担早期风险，是耐心资本体系的“压舱石”与“指挥棒”。

机构长期资本：包括养老金、社保基金、保险资金等契约型长期资金，核心特征是负债端久期长、现金流稳定，是耐心资本体系的核心供给底座。

产业战略资本：包括实体企业风险投资（CVC）、企业留存收益、产业链长期股权投资等，核心逻辑是产业协同与技术布局，对投资周期的容忍度显著高于纯财务资本。

市场化风险资本：包括专注长期赛道的 VC/PE 机构、家族办公室、大学捐赠基金等，核心功能是专业化价值发现与投后赋能，是耐心资本对接创新企业的关键载体。

二、主要经济体耐心资本的供给模式与经验启示

（一）美国：市场主导型，机构长期资本为核心底座

美国是全球耐心资本规模最大、体系最成熟的市场，供给结构以市场化机构长期资金为核心，形成了“长期资金—专业资管—多层次资本市场”的完整闭环。

一是契约型长期资金构成供给主力。1979年美国修订《雇员退休收入保障法》（ERISA）“谨慎人规则”，放开养老金对高风险资产的投资限制，直接推动风险投资行业的爆发式增长。数据显示，1999年美国风险投资资金来源中，养老金占比达23%，是第一大出资主体；大学捐赠基金是另一重要来源，以耶鲁大学捐赠基金为代表，私募股权资产配置比例长期维持在30%以上，其“跨代际购买力维持”的目标与耐心资本属性高度契合。

二是专业化资管机构承接资金配置需求。美国拥有全球最发达的VC/PE与公募基金体系，风险投资基金普遍采用7-10年封闭运作模式，深度覆盖科技企业从种子期到成熟期的全生命周期，成为耐心资本落地的核心载体。

三是多层次资本市场保障退出循环。纳斯达克等板块为科技企业提供了顺畅的退出渠道，叠加资本利得税差异化优惠政策，形成了“投入—增值—退出—再投入”的良性资本循环，持续放大耐心资本的供给能力。

（二）日本：产融协同型，产业资本与政策性资本双轮驱动

日本耐心资本植根于协调性市场经济体制与主银行制度传统，供给结构呈现“产业资本为特色、政策性资本为引领、关系型投资为核心”的特征。

一是政策性金融发挥顶层引导作用。日本产业革新投资机构（JIC）、日本政策投资银行（DBJ）等政策性金融机构，

通过设立母基金、直投等方式聚焦深科技、早期创业等市场失灵领域，其旗下深科技（Deep-tech）专项基金单只规模可达 200 亿日元，以超长期视角支持硬科技创新。日本政府养老金投资基金（GPIF）管理规模超 250 万亿日元，是全球最大的养老金资产管理机构之一，以长期价值投资为核心策略，持续提升权益资产配置比例，是资本市场的核心稳定力量。

二是产业资本构成特色供给主体。依托主银行制度与企业集团传统，日本大型实体企业形成了上下游交叉持股、长期战略合作的关系型投资生态。丰田、索尼等头部企业均设立规模庞大的 CVC 基金，投资决策以产业协同与技术储备为核心目标，而非短期财务退出，能够为被投企业提供十年以上的资金陪伴与产业链赋能。数据显示，2024 年日本 CVC 出资占创投市场比例约 18%，显著高于全球平均水平。

三是渐进式创新与稳健投资形成协同。日本耐心资本更偏好风险可控的渐进式技术创新，与日本企业持续迭代的产业文化高度契合，在高端制造、精密材料等领域形成了长期竞争力。

（三）英国：政府撬动型，公共资本引导市场化资本

英国耐心资本发展以弥补创新企业长期融资缺口为核心目标，形成了“政府牵头搭台、市场化机构运作、税收政策激励”的供给模式，核心是通过公共资本撬动社会资本放大供给规模。

一是专项引导工具发挥杠杆效应。为应对脱欧后欧盟资本撤离、创新企业成长期融资不足的问题，英国政府 2018 年通过国有英国商业银行设立英国耐心资本平台（British

Patient Capital），初始财政出资 25 亿英镑，目标撬动社会资本至 75 亿英镑，杠杆倍数达 1:2，重点投向生命科学、数字科技、清洁能源等创新领域。截至 2024 年，该平台管理的总基金与联合投资规模达 23 亿英镑，是英国最大的风险投资与成长资本投资者之一。

二是税收政策精准激励长期投资。英国推出企业投资计划（EIS）、种子企业投资计划（SEIS），对投资初创企业的个人与机构投资者给予所得税减免、资本利得税豁免等优惠，政策累计覆盖超 2 万家初创企业，年均带动投资超 150 亿英镑，大幅降低了长期投资的制度成本。

三是政策推动下供给规模快速增长。数据显示，2017-2021 年间，英国风险投资总投资价值大幅上升 256%，风险投资占 GDP 的比例从 0.27% 提升至 0.76%，政策引导的供给放大效应十分显著。

（四）全球实践的共性规律

综合三类模式，全球耐心资本培育存在三点普遍规律：第一，长期资金是供给底座，养老金、保险资金等负债端稳定的契约型资金，是耐心资本最核心、最可持续的来源；第二，专业载体是转化关键，VC/PE、专项基金等专业化机构，是连接长期资金与实体企业的核心纽带；第三，配套制度是重要保障，税收激励、退出渠道、考核机制等制度安排，直接决定了长期投资的意愿与效率。

三、我国耐心资本的供给现状与结构性问题

（一）供给端发展现状

一是政府公共资本占主导地位。政府及国资控股机构是长期股权投资的第一大出资主体，承担“压舱石”与政策引

导功能。政府引导基金近年规模与活跃度双升，省级基金占引导体系主体，重点投向科技创新、产业升级领域，对社会资本的撬动效应逐步显现。

二是产业资本市场化活跃度最高。非上市企业是产业资本的核心出资方，在产业资本中的占比超七成。企业风险投资（CVC）保持高速增长，聚焦硬科技、高端制造等领域，以产业协同、技术储备为核心目标，投资周期与风险容忍度均高于纯财务投资。

三是金融与社保保险资本潜力持续释放。银行业长期股权投资规模近年大幅增长，占金融机构出资半数以上，是金融端长期资本的核心增长极。社保基金、寿险资金天然具备长负债久期、稳现金流特征，与耐心资本属性高度匹配，随着投资限制放宽，长期配置比例稳步提升。

（二）主要结构性问题

一是主体结构失衡，市场化供给不足。整体供给过度依赖政府与国有资本，纯市场化长期资本占比偏低。保险、社保等制度性长期资金在创投领域的配置比例显著低于海外成熟市场；居民储蓄向长期产业资本转化渠道不畅，内生增长动力不足。

二是期限错配突出，长期属性未充分释放。市场化股权投资基金多为“5+2”年期，与硬科技、生物医药等领域8-10年的研发产业化周期明显不匹配。政府引导基金也普遍存在中期退出压力，对种子期、初创期高风险项目覆盖深度不足。

三是退出渠道单一，资本循环效率偏低。VC/PE退出高度依赖IPO渠道，并购退出占比偏低，S基金等二手份额转让市场仍处发展初期。退出渠道狭窄直接拉低资本周转效

率，削弱了长期资金的参与意愿。

四是配套激励不足，制度成本偏高。尚未建立按持有期限分级的税收优惠体系，短期化考核机制普遍存在；产权保护等基础制度仍不完善，长期投资的制度成本相对较高，制约市场主体长期投资意愿。

四、对我国培育耐心资本的启示与建议

（一）拓宽市场化长期资金供给，夯实供给底座

一是推动制度性长钱加大配置力度。进一步放宽养老金、保险资金、社保基金对长期股权投资、另类资产的配置比例限制，优化长周期考核机制，允许设置3-5年的考核周期，弱化短期收益要求；针对硬科技、绿色产业等战略领域，出台专项监管支持政策，鼓励保险资金、年金基金设立专项长期配置计划。

二是引导居民储蓄向长期资本转化。完善个人养老金制度，提高个税抵扣额度，丰富持有期5年以上的权益类养老产品供给；推动银行理财、信托等机构发行3年以上封闭式长期投资产品，通过阶梯式费率、税收递延等方式，引导居民资金从短期理财转向长期实体投资。

三是培育多元永久资本形态。鼓励家族办公室、企业基金会、大学捐赠基金等具备永久资本属性的主体发展，引导其加大对科技创新、基础研究等长周期领域的投入，丰富耐心资本的供给层次。

（二）优化政府引导机制，提升杠杆撬动效能

一是优化政府引导基金运作模式。调整政府引导基金考核体系，弱化财务收益指标权重，强化产业带动、科技成果转化、就业贡献等战略成效考核；完善让利机制，对投向早

期、硬科技领域的子基金，可通过收益让渡、亏损分担等方式，进一步撬动社会资本参与。

二是强化政策性金融的支持作用。发挥政策性银行的长期信用优势，扩大科技型企业长期信贷规模，推广“贷款+股权投资”联动模式；支持政策性金融机构设立专项母基金，聚焦种子期、初创期科技企业，承担市场失灵环节的早期风险。

三是推动国有资本向耐心资本转型。深化国有资本投资、运营公司改革，鼓励其设立产业投资基金、长期持股平台，优化考核机制，允许对科技创新项目设置更长的容错期与考核周期，强化国有资本的战略引领作用。

（三）畅通资本循环链条，提升退出效率

一是完善多层次资本市场退出渠道。发挥科创板、北交所服务创新型中小企业的功能，优化上市标准，提升对硬科技企业的包容性；推动上市公司并购重组市场化改革，简化审批流程，鼓励龙头企业通过并购整合创新资源，提升并购退出占比。

二是健全二手份额转让市场。大力发展S基金，鼓励地方政府设立S基金引导基金，拓宽股权投资的退出路径；完善股权交易市场功能，支持区域性股权市场开展股权投资份额转让试点，提升资本流动性与循环效率。

三是探索多元化退出方式。鼓励通过回购、股权转让、资产证券化等多种方式实现退出，丰富退出工具供给，降低对单一渠道的依赖，提升耐心资本的周转效率。

（四）完善配套制度环境，强化长期激励

一是建立差异化税收激励体系。借鉴国际经验，对持有

期限超过3年、5年的股权投资实施分级资本利得税优惠，持有期限越长税率越低；对投资种子期、初创期科技企业的机构与个人，给予投资抵扣、税收递延等优惠，降低长期投资的制度成本。

二是强化产权保护。完善知识产权保护法律体系，加大侵权惩罚力度，明确长期投资产生的创新成果收益归属，稳定创新主体与投资者的长期预期；落实公平竞争制度，保障不同所有制资本在投资、融资、退出等环节享有平等权利。

三是培育长期投资文化。加强舆论引导，宣传长期价值投资理念，推广耐心资本支持科技创新的典型案例；推动行业建立长周期业绩评价体系，减少短期排名炒作，营造鼓励长期投资、宽容失败的市场氛围。

壮大耐心资本是一项系统性工程，需要政府、市场、社会多方协同发力。立足我国制度优势与产业基础，坚持“政府引导、市场主导、多元参与、制度保障”的原则，持续优化供给结构、畅通循环机制、完善配套环境，就能逐步构建起具有中国特色的耐心资本体系，为培育新质生产力、实现科技自立自强、推动高质量发展提供坚实的长期资本支撑。

【本文为中国证券投资基金业协会公开遴选研究成果，由兴银基金管理有限责任公司独立董事卢江供稿，中国证券投资基金业协会审校】