

耐心资本的内涵特征、运作逻辑与发展路径

郑世林^{1,3}, 龙薪旭², 李俊洁³

(1.中国社会科学院数量经济与技术经济研究所,北京 100732;2.中国社会科学院大学商学院,北京 102488;

3.中国社会科学院大学应用经济学院,北京 102488)

摘要:当前国际科技竞争持续加剧,中国面临关键核心技术被“卡脖子”风险,亟须通过耐心资本破解短期资本偏好与长周期创新之间的矛盾。将耐心资本界定为以长期价值为导向,通过深度参与和风险共担,重点支持科技创新领域的战略性资本。我国耐心资本发展面临国有资本主导、养老基金风险承受力低、新兴产业不确定性高、监管滞后等现实挑战。借鉴美、英、日等国经验,应从完善法律与税收协同保障机制入手,构建“风险共担—收益共享”体系,推行准入约束与柔性治理并行双轨制,健全资本市场退出机制,推动“科技—资本—产业”良性循环。

关键词:耐心资本;科技创新;关键核心技术

中图分类号:F832

文献标志码:A

文章编号:1672-7835(2025)03-0164-13

一、问题的提出

当前,国际科技竞争日益激烈,我国在关键核心技术领域面临严峻的“卡脖子”挑战。然而,传统资本追求短期回报的偏好往往与核心技术突破的长周期、高风险属性相悖,尤其是涉及基础理论突破的原始创新,更需要持续稳定的资本支持。因此,亟须壮大能够适应科技创新规律、承受研发不确定性的耐心资本。在此背景下,2024年4月30日,中央政治局会议首次强调“要积极发展风险投资,壮大耐心资本”。2024年7月,党的二十届三中全会进一步提出要“健全因地制宜发展新质生产力体制机制”,并强调“鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资,更好发挥政府投资基金作用,发展耐心资本”。可见,耐心资本对于促进我国颠覆性技术创新和培育新质生产力具有重要的战略意义。

关于耐心资本的理论内涵与实践路径研究最早起源于欧美。早在20世纪,美国以长期投资、价值投资等形式探索资本耐心属性,并从创新活动的内在规律出发构建理论框架。Holmstrom率先揭示创新的非线性特征,指出其具有高失败概率、路径不可预测等特性^①。基于此,Manso认为激励创新的最佳方案是容忍甚至奖励早期失败,并对长期创新成果予以回报^②。随着理论研究的深入,学界开始对耐心资本的内涵进行界定。在市场领域,Kingston & Bolton指出耐心资本是以低于市场利率支持非营利组织的长期资本^③。Deeg认为耐心资本是在不利市场条件下仍坚持长期目标的投资行为^④。在此基础上,Ivashina & Lerner将耐心资本的主要投资者归类为在长期投资中发挥引领作用的组织者,如公共养老

收稿日期:2025-02-16

基金项目:国家社会科学基金重大项目(24&ZD049)

作者简介:郑世林(1975—),男,山东日照人,博士,研究员,博士生导师,主要从事科技创新与中国重大经济问题研究。

①Holmstrom B. “Agency Costs and Innovation”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1989, 12(3):305-327.

②Manso, G. “Motivating Innovation”, *The Journal of Finance*, 2011, 66(5):1823 - 1860.

③Kingston J, Bolton M. “New Approaches to Funding Not-For-Profit Organisations”, *International Journal of Nonprofit and Voluntary Sector Marketing*, 2004, 9(2): 112-121.

④Deeg R, Hardie I. “What is Patient Capital and Who Supplies It?”, *Socio-Economic Review*, 2016, 14(4): 627-645.

金、保险公司、主权财富基金、大学捐赠基金等^①。基于以上定义内涵,Tian & Wang^②和 Cremers & Pareek^③实证研究表明,耐心资本不仅能促进被投资企业的创新产出,还能提升投资主体的超额回报。

在国内,林毅夫和王燕率先引入和研究耐心资本。他们从新结构经济学的视角指出,将耐心资本投向消除经济增长瓶颈的基础设施,可以提高经济增长潜力和质量以应对危机冲击导致的经济下滑^④。2024年4月中央政治局会议首次提出“耐心资本”后,国内学界的关注重点转向创投领域,认为耐心资本主要包含了科技信贷、风险投资、股票市场三种形式^⑤。此外,多数学者认为耐心资本的作用是,通过塑造“耐心”环境,聚焦技术落地,从而赋能新质生产力^⑥。其赋能路径主要为以下三方面:一是为科技创新提供稳定资金支持。培育新质生产力的核心引擎是科技创新,而科技创新往往伴随着较大的不确定性和风险,因此需要耐心资本为其提供长期稳定的金融保障^⑦。二是产业转型升级的重要抓手^⑧。新兴产业和结构升级是新质生产力的主要载体,耐心资本有助于全流程培育战略新兴产业^⑨,精准锁定未来产业核心赛道与关键技术节点,系统性降低信息摩擦成本,进而形成“科技—产业—金融”的良性循环^⑩。三是优化金融结构与稳定市场环境。面对外资撤离与本土长期资本短缺的结构性矛盾,耐心资本有助于优化金融供给结构^⑪。同时,其长期价值导向能有效抑制短期逐利行为引发的市场波动,增强金融体系抗风险韧性,维护金融市场稳定^⑫。

基于耐心资本的内涵与作用,近年来一些研究实证检验了耐心资本对企业创新水平和新质生产力的影响。杨芳等采用沪深A股上市公司2011—2022年的数据,以稳定型股权占比和关系型债权占比衡量企业拥有的耐心资本,发现两者均显著提升了企业新质生产力水平,其中稳定型股权占比的作用更为突出^⑬。姜中裕和吴福象从战略型股权和关系型债权两个维度构建耐心资本指标,结果表明耐心资本显著提升了制造业企业创新效率,其中关系型债权的促进作用更为明显^⑭。此外,邱蓉等利用2009—2022年上市公司数据,从长期性、风险性与战略性三个维度构建了耐心资本评价体系,发现耐心资本不仅显著抑制实体企业金融化倾向,还降低了企业盈利波动率^⑮。

综上所述,虽然现有国内研究从表现形式、主要作用等多个维度探讨了耐心资本的特征,但未结合我国科技发展现状对耐心资本进行全面定义。此外,部分实证研究将企业拥有稳定股权和长期借款等同于耐心资本^{⑯⑰},然而这些财务指标难以充分反映耐心资本对投资期限和风险承受能力的要求。在作用机制方面,国内外研究主要聚焦风险容忍度和稳定资金供给,分析耐心资本促进科技创新的路径,缺乏对项目筛选机制、风险共担模式等微观运作逻辑的系统性剖析。在政策制定方面,由于耐心资本这一概念来源于国外,其发展模式与各国制度背景与市场结构密切相关。当前研究尚未深入结合我国制度环境与市场特性,探索适合国情的耐心资本发展路径。

为此,本文的贡献主要体现在以下三方面。一是结合耐心资本的长期性、高风险承受能力及社会价

①Ivashina V, Lerner J. Patient Capital: The Challenges and Promises of Long-Term Investing. Princeton University Press, 2019, p.7.

②Tian X, and T.Y. Wang. "Tolerance for Failure and Corporate Innovation", *The Review of Financial Studies*, 2014, 27(1):211-255.

③Cremers M, Pareek A. "Patient Capital Outperformance: The Investment Skill of High Active Share Managers Who Trade Infrequently", *Journal of Financial Economics*, 2016, 122(2):288-306.

④林毅夫,王燕:《新结构经济学:将“耐心资本”作为一种比较优势》,《开发性金融研究》2017年第1期。

⑤洪银兴,姜集闯:《培育和壮大耐心资本 推动新质生产力发展》,《经济学家》2024年第12期。

⑥戚聿东,荣霄:《耐心资本赋能新质生产力发展:内在逻辑与实现路径》,《北京师范大学学报(社会科学版)》2024年第6期。

⑦胡海峰:《培育壮大耐心资本:内涵、意义、举措》,《人民论坛·学术前沿》2025年第2期。

⑧沈坤荣,尚清艺,赵倩:《耐心资本赋能新质生产力:内在逻辑、现实挑战与策略选择》,《南京社会科学》2024年第11期。

⑨沈悦,袁伟,程茂勇:《金融支持高水平科技自立自强的逻辑框架和关键突破》,《吉首大学学报(社会科学版)》2024年第5期。

⑩庄芹芹,王颖,王起健:《“科技—产业—金融”良性循环:理论逻辑、现实问题与对策建议》,《经济纵横》2024年第8期。

⑪李嘉,王励晴:《基于全生命周期的耐心资本国际比较研究》,《价格理论与实践》2024年第10期。

⑫王希峰,李名梁,范信宇:《耐心资本赋能新质生产力发展的时代价值、现实困境和应对策略》,《中国证券期货》2024年第5期。

⑬杨芳,张和平,孙晴晴等:《耐心资本何以助力企业新质生产力发展?》,《西部论坛》2024年第6期。

⑭姜中裕,吴福象:《耐心资本、数字经济与创新效率——基于制造业A股上市公司的经验证据》,《河海大学学报(哲学社会科学版)》2024年第2期。

⑮邱蓉,田子豪,丁睿:《欲速则不达:耐心资本与实体企业金融化》,《中国经济学》2025年第1期。

值导向等特征,立足我国科技创新发展的现实需求,提出耐心资本的全面定义。二是从技术创新的转化路径和资本运作的“募、投、管、退”两个视角出发,探寻耐心资本的运作逻辑,并构建耐心资本的全生命周期分析框架,指出其促进科技创新的核心机制在于分散风险并形成风险共担模式。三是通过国际比较研究,总结发达国家耐心资本发展的差异化模式和经验,结合我国耐心资本发展的现状与挑战,提出针对性的政策建议。

二、耐心资本的定义特征及运作逻辑

(一)耐心资本的定义特征

耐心资本是一种以长期价值创造为核心导向的资本形式。从实践来看,投资于创业市场的风险资本、私募股权基金、长期资金(如养老金,社保基金)等稳健资本都属于耐心资本范畴。虽可适用于基础设施、公益项目等多种场景,但其核心价值主要体现在科技创新领域。耐心资本通过“投早、投小、投长期、投硬科技”,专注扶持早期阶段的科技创新企业,助力其突破“从0到1”的转化瓶颈。因此,结合我国创新驱动发展的现实需求,本文将耐心资本定义为:以长期价值为导向,通过深度参与和风险共担,重点支持科技创新领域的战略性资本。基于上述定义,耐心资本具有以下重要特点。

第一,长期性。耐心资本的长期性体现在长周期投资视野和持有长期性两个方面。一方面,长周期投资视野即为投资初始就具备“耐心”态度,注重长期价值创造。这种长期性的视角不仅关注投资期限的延长,还涉及对企业发展前景和发展战略的深度认同与支持。耐心资本以价值投资为核心,通过深入分析企业的基本面、行业趋势和宏观经济环境,筛选出具有长期增长潜力和稳定现金流的企业进行投资^①。另一方面,持有长期性则为投资周期长。耐心资本属于超长期资本,投资周期通常在10年以上,其持有者具有较强的财务能力,能够与合作伙伴共同分担风险,实现长期互利共赢。

第二,高风险承受能力。耐心资本的投资者通常具备较高的风险承受能力,秉持长周期投资视野,能够在市场的波动中保持战略定力,不受短期市场变化的影响,为企业提供长期而稳定的资金支持。因而特别适合投资初创企业或尚在转化早期的科技创新成果^②。耐心资本较高的风险承受力主要来自如下几个方面:一是科学投资,通过准确把握全球经济科技发展大势,选准投资“风口”;二是分阶段投资。根据创新企业不同发展阶段的特征动态调整投资组合,有效分散和平衡高风险;三是市场分类管理,一级市场风险较高,耐心资本主要支持“从0到1”的创新企业,而二级市场风险较低,适合养老基金、保险资金等长期资本参与。

第三,积极参与治理。耐心资本之所以倾向于长期持有并能够承受风险,根源于投资者与企业间的高互信度和紧密利益联结,超越了单纯资金支持的范畴。耐心资本的出资者凭借自身的专业知识与广泛资源联系,深入参与所投资公司的管理中。投资者通过提供战略规划、市场拓展、人才引进及技术创新等支持,助力企业发展,并借助在董事会中的席位及投票权利,积极介入企业的重大决策流程,确保企业成长路径与长期投资目标一致。

第四,“投早、投小、投硬科技”。耐心资本的“投早”特性体现为愿意在科技创新萌芽阶段介入,为初创项目提供关键的早期资金,助其度过脆弱的起步期。“投小”则强调了耐心资本对于中小企业的重点关注,这些企业往往是科技创新的重要源泉,但因规模小、风险高而难以获得传统金融的支持。“投硬科技”则反映了耐心资本对高技术壁垒和高成长潜力领域的偏好,这些领域往往需要长期的研发投入和市场培育,与耐心资本的长期投资回报目标高度契合。

第五,稳定性。耐心资本的稳定性是其区别于其他资本形式的关键特征之一,这种稳定性源于耐心资本投资者对长期价值创造的重视。即使在宏观经济或市场出现短期波动时,耐心资本仍坚持对投资项目持续提供资金支持,不轻易撤资或改变投资策略。这种长期视角使得耐心资本能够支持企业穿越

^①沈坤荣,尚清艺,赵倩:《耐心资本赋能新质生产力:内在逻辑、现实挑战与策略选择》,《南京社会科学》2024年第11期。

^②胡海峰:《培育壮大耐心资本:内涵、意义、举措》,《人民论坛·学术前沿》2025年第2期。

经济周期,持续投资于研发和创新,从而促进企业乃至整个行业的长期稳定发展。此外,耐心资本的稳定性还有助于减少金融市场的过度波动,为市场提供持续的流动性支持,增强其抗冲击能力。

第六,战略性与注重社会效益。耐心资本超越了传统的财务回报目标,将国家战略、社会责任和可持续发展等因素综合纳入其投资决策中,体现为战略性资本特征。一方面,其遵循国家战略导向,优先投资战略新兴产业,如新能源、人工智能、生物医药等领域,相较于其他资本更注重战略性创新。另一方面,耐心资本不仅追求经济效益,还强调社会效益的创造,愿意持续支持基础科研、区域科技基建等社会效益显著但回报周期较长的项目,从而实现经济效益与社会效益的协同发展。

由于兼具上述长期导向、风险容忍度与战略协同等特征,耐心资本的核心来源主要有以下五类:一是政府引导基金。此类基金依托财政资金的长期性与政策导向,通过杠杆效应撬动社会资本,重点扶持战略性新兴产业。二是大学捐赠基金。这类基金逐步从保守投资转向长期权益配置,通过设立母基金等形式,加速高校科研成果产业化。三是企业风险投资(CVC)。依托母公司战略资源与自有资金灵活性,CVC为突破性创新提供持续性支持,并容忍阶段性失败,推动技术与产业的深度融合。四是中主权财富基金。基于国家财富代际传承理念,此类基金以多元化策略布局中国硬科技领域,推动经济结构转型。五是养老金与保险资金等长期资金。此类资金凭借负债周期长、资金规模大的优势,聚焦长期增值目标,弱化短期市场波动干扰,为科技创新提供稳定资本支持。上述来源通过突破传统资本的逐利性与短期约束,为培育和发展新质生产力提供了适配的资本供给模式。

(二) 耐心资本的运作逻辑

耐心资本是一种以长期价值为导向的新型资本形态,兼具长期性、高风险承受能力及社会价值追求等特征。理论上,耐心资本可投向多元领域,但结合我国培育新质生产力的现实需求,当前主要聚焦创业投资领域。部分天使投资、风险投资及私募股权投资,凭借“投早、投小、投长期、投硬科技”的特性,均可归为耐心资本。基于此,本文旨在从以下两个视角深入探讨耐心资本的运作逻辑:一是技术创新路径视角。从实验室到市场的技术转化是创新成果落地的关键环节,耐心资本通过“分段注资与生态整合”的复合机制,系统化解转化难题,跨越产品化与产业化的双重“死亡之谷”。二是企业全生命周期视角。耐心资本构建了“募投管退”全流程的动态支持体系,形成价值共创与风险管理的双轮驱动机制,最终实现从资本注入到稳健退出的完整闭环,推动创新成果从概念验证迈向商业应用阶段。

1. 分段注资与生态整合:耐心资本跨越“死亡之谷”的运作逻辑

图1表明,科技创新成果从实验室到产业化需经历“基础研究—应用转化—产业扩张”三个关键阶段,跨越两大“死亡之谷”,因此任何环节的中断都可能导致创新失败。创新过程起始于基础研究环节,高校与科研机构围绕国家战略需求开展课题研究,产出原创理论成果和核心技术。这些成果通常以论文、专利等形式存在,具备科学价值但缺乏直接应用性。随后进入应用转化阶段,基础研究成果需要转化为实际产品,即产品化阶段。这一阶段涉及市场需求对接、产品验证、小批量试制及推广测试等关键环节。最后是产业化阶段,当技术完成产品化后,只有经过市场验证、获得消费者广泛认可的产品才能真正实现商业价值。

总体而言,从基础研究到产业化的过程需要跨越两个“死亡之谷”。第一个“死亡之谷”出现在技术向产品转化阶段,实验室成果需经历从应用研究中试验证的双重考验,既要解决技术落地难题,又要验证生产工艺的稳定性,确保核心技术由概念转化成现实产品。第二个“死亡之谷”则存在于产业化阶段,量产产品必须突破市场接受度、经济可行性、供应链协同等多重关卡,最终形成市场接受并可持续发展的商业模式。这两个风险区分别对应着技术创新链的产品化瓶颈与市场化瓶颈,只有系统性地打通整个创新链条,才能实现从实验室成果到产业竞争力的完整跃迁。

在产品化阶段,耐心资本通过“种子注资+技术验证+商业定位”的三维机制推动科学成果向实体产品转化。针对风险资本回避早期研发所导致的资金断档问题,耐心资本以小额种子资金覆盖技术可行性验证环节,并通过风险共担机制撬动社会资本参与,主动承担创新试错的高失败风险。针对科研端与市场需求脱节的痛点,耐心资本依托行业智库资源引入技术转化顾问,强化科研端与产业端之间的深度

对接。此类复合型人才兼具技术、创业和风投经验,能够帮助实验室成果精准锚定应用场景并制定商业计划。例如,将纳米材料的理论突破转化为医疗检测传感器的核心元件,从而避免基础研究成果止步于论文和专利的转化困境。

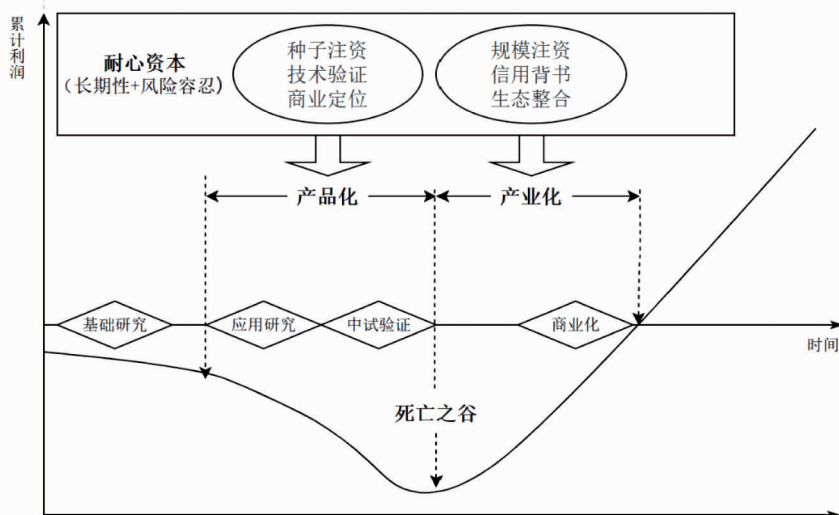


图1 技术创新路径

进入产业化阶段后,耐心资本主要通过“规模注资+信用背书+生态整合”发挥作用。针对产品规模化扩张中的资金缺口风险,耐心资本以大额产业基金为核心,通过规模注资撬动社会资本共同覆盖量产成本与市场推广投入,化解资金缺口风险。针对产业链上下游合作惯性强、新产品难以快速融入的问题,耐心资本通过上下游资源网络为新技术开辟嵌入通道:一方面依托自身行业声誉为新产品提供信用背书,减轻下游企业的合作顾虑;另一方面利用渠道资源直接连接上下游,推动新技术嵌入既有供应链。此外,针对科研团队商业管理能力薄弱与产学研协作低效的痛点,耐心资本构建了生态化服务网络,不仅为初创企业提供资金支持,还整合政策、金融、人才、空间、科研、产业等全方位资源及服务,营造有利于技术进入市场的外部支持环境。

在技术创新路径转化过程中,耐心资本的核心贡献体现在三方面:一是分段风险匹配。通过在早期创新阶段以小额种子资金承受高失败风险,在成熟阶段以规模资本对接可控风险,耐心资本实现了创新全周期的精准风险配置。二是生态整合能力。耐心资本通过整合专业人才、政策支持、科研协作与产业资源,构建“资金—技术—市场”联动的支持生态,有效破解市场需求不清、概念验证失败及产学研协作壁垒等难题,从而形成创新合力。三是政策协同效应,耐心资本紧密对接国家战略,与政府资金形成优势互补,这不仅能够放大资本效能,也有助于引导市场力量参与战略性创新。

2. 价值共创与风险管理:耐心资本“募投管退”全周期动态支持的运作逻辑

耐心资本的运作逻辑不仅体现在资金投入的长期性上,更在于构建一个覆盖企业全生命周期的动态支持体系。其运作核心在于,精准筛选潜力项目并深度赋能企业成长,通过分散风险和平衡收益,推动企业实现颠覆性创新和商业转化。这一体系以“长期价值共创”为目标,通过“募、投、管、退”四个阶段的有机衔接,形成了一套完整的价值创造与风险管理机制。

第一阶段为募资阶段,即耐心资本的供给,其主要包含两种模式。一方面,由投资机构发挥主导作用,主动向潜在的耐心资本来源进行资金募集,如养老金,保险资金,企业投资等。这些机构因自身特性而倾向于长期投资,追求稳定回报,因此成为耐心资本的理想来源。投资机构通过专业运作,吸引并整合这些资金,形成具备耐心、注重长期的耐心资本池。另一方面,资金来源方能够自行组建专业团队或在企业内部成立专门的下属投资部门,依据自身的战略规划与风险承受能力,对资金进行自主配置,灵活开展投资决策,无需依赖外部专业投资机构。

第二阶段为选择投资对象阶段,即耐心资本的配置阶段,这一阶段的重要任务是初步接触与项目筛选。在这一过程中,耐心资本结合国家战略导向,聚焦于新兴产业、未来产业以及产业转型升级等关键领域,采用长视的投资策略对目标创业企业进行多维度、深层次的评估。评估范围广泛,既涵盖企业的商业模式成熟度、市场潜力、团队背景及行业经验等显性指标,还着重考察企业与耐心资本投资策略的契合度,包括双方价值观与发展理念的匹配性等。通过深入考察企业的各项能力,投资机构或部门力求挖掘出那些能够引领行业变革、具有颠覆性创新的企业,这一过程也被称为“审慎调查”。在这一阶段,耐心资本全方位、多层次的投资特点也得以展现,其不仅仅局限于某一特定的投资阶段或领域,而是广泛覆盖从天使投资到私募股权投资的各个阶段。这使得投资机构能够根据不同初创企业的生命周期阶段和资金需求,灵活配置资源,提供精准支持。

第三阶段为投资后的管理阶段。完成尽职调查并做出投资决策后,耐心资本与初创企业便建立起基于长期合作与共同发展的战略伙伴关系。这种伙伴关系不仅体现为稳定的资金支持,更体现为战略协同、市场拓展、管理优化等多方面的深度合作。耐心资本方通过提供战略咨询、市场资源对接、管理培训与提升等增值服务,助力初创企业实现持续的价值增长与核心竞争力提升。在这一阶段,耐心资本展现出其独特的耐心与战略定力,陪伴企业从初创期走向成熟期,根据企业发展的不同阶段与需求,动态调整支持策略。此外,耐心资本还可能会预留一部分基金,对于非常看重且投资后表现优秀的项目进行追投。

第四阶段为退出阶段,标志着耐心资本投资的终点。与追求短期套利的风险资本不同,耐心资本更注重对投资项目的培育心态,强调对风险的包容、对发展过程的支持以及对项目前景的坚定信心。这种特质使得耐心资本在退出决策上表现出显著的战略定力,行使退出权的意愿相对较低。在具体退出策略方面,耐心资本往往采取“价值最大化”原则,倾向于为企业提供充分的时间窗口和发展空间,而非追求短期套现机会。通过以上运作逻辑的分析不难发现,耐心资本之所以能在高风险投资环境中保持稳健表现,其根本优势在于其独特的资本属性与投资哲学。

总结而言,耐心资本区别于传统资本的核心在于,其不仅关注单一财务目标,还将社会责任履行、长期价值创造以及国家战略需求等多元维度纳入综合评估体系。这种复合价值导向使得耐心资本在应对高风险环境时展现出更强的韧性和适应性。更为关键的是,耐心资本的投资策略具有全周期覆盖的特点,其布局贯穿企业发展的各个阶段——从初创期的天使投资,到成长期的创业投资,再到成熟期的私募股权投资,形成了一套接力式、多层次的投资体系。这种模式不仅为创业企业提供了持续稳定的资金支持,还通过阶段分散化有效降低了系统性风险。基于全生命周期的布局逻辑,耐心资本在收益模式上并非依赖简单的“分散风险”或“收益覆盖风险”,而是通过多层机制设计实现风险可控:一方面,资本方通过严格控制投资比例,限制高风险领域的资金规模,确保整体投资安全可控。另一方面,收益平衡不仅依靠明星项目的超额回报,还依托中后期成熟项目的稳定收益,形成长短结合、高低互补的收益结构,这一机制设计有助于耐心资本以确定性对冲不确定性。因此,由于耐心资本项目筛选基于技术可行性验证与商业化潜力评估,即使其聚焦高风险领域,也能通过审慎投资决策保证风险可控。

三、我国耐心资本的发展现状与存在问题

近年来,中央高度重视耐心资本的发展,并出台了一系列政策措施鼓励和规范天使投资、风险投资、私募股权投资等长期投资形式。党的二十届三中全会特别强调了发展耐心资本的重要性。当前,我国的耐心资本主要来源于国有资本,包括政府投资基金等,同时也在积极动员社会资本参与创业投资,特别是通过优化激励机制来吸引养老金、保险资金等长期资金。但也存在长期资本来源不足、体制机制不完善等问题。为了全面展示我国耐心资本的发展现状及其面临的挑战,本文将深入分析政府引导基金、风险投资等主要类型的耐心资本。

(一) 政府引导基金耐心不足

我国政府引导基金发展迅速,规模不断扩大。从发展规模来看(如图 2 所示),自 2014 年进入高速

增长周期后,基金设立数量始终保持强劲增长态势,年均新增超百支。截至2024年上半年,全国累计设立政府引导基金已达2 126支,认缴总规模突破7.4万亿元。在功能定位方面,随着外国风险资本参与度下降,政府引导基金已成为创业投资领域的“压舱石”。相关数据显示,2023年新募集的人民币创投基金中超过40%的资金来源于地方政府及出资平台^①。在政策支持方面,2025年1月国务院出台《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》,从国家层面构建了产业基金与创投基金分类管理体系。随后在2025年全国两会期间,国家发改委负责人透露拟设立基金存续期长达20年的国家创业投资引导基金,以做优、做强、做大创新型企业^②。这一重大举措不仅体现了国家对政府引导基金发展的高度重视,更预示着其将在创投市场中扮演更加关键的战略角色。

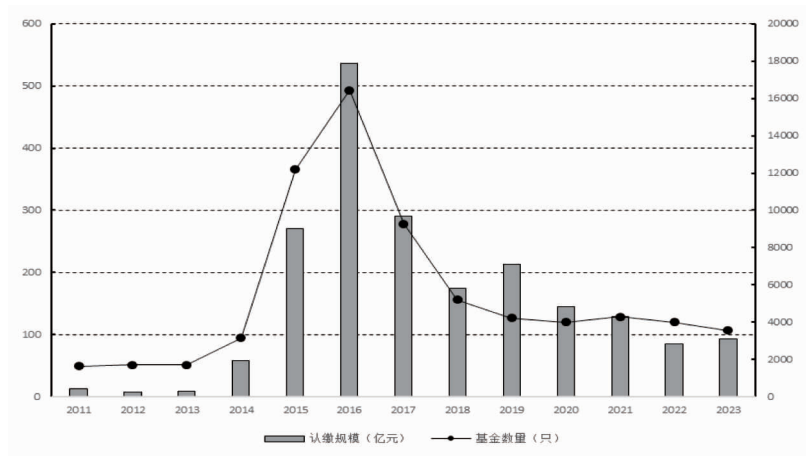


图2 2011—2023年我国政府引导基金募集情况

然而,当前政府引导基金在实践运作中仍面临若干结构性矛盾,主要体现在以下三个方面。一是容错机制不完善,对保值增值的要求过高。由于政府引导基金接受财政出资,基金管理机构将国有资产保值增值的要求套用为在参股基金的投资经营策略上,将风险投资基金作为保本理财项目。国有资产保值增值的刚性要求与早期投资的高风险特性形成冲突,导致国资背景基金“不敢投早投小”。二是任期考核机制引发短期行为倾向。地方政府主要负责人面临任期内的考核压力,导致决策层倾向投资能快速拉动GDP的项目。因此政府引导基金重点支持产业链成熟、税收贡献高的中后期企业,这类项目落地周期短、规模效应明显,容易在任期内显现政策效果。相比之下,早期和初创企业因培育周期长、风险高、经济拉动作用滞后,普遍难以获得同等支持,这与耐心资本主要目的相违背。三是同质化投资导致市场效率损失。当前,政府引导基金的投资方向主要集中在医疗健康、人工智能、计算机、互联网等新兴产业和先进制造业。然而,部分地方政府盲目跟风,资金扎堆进入热门领域产生了市场泡沫,这种“羊群效应”已引发一系列市场扭曲。一方面,资金过度涌入造成部分领域估值泡沫化,储能、新能源汽车等赛道已出现明显的投资过热现象;另一方面,社会资本因难以获取合理回报而逐步退出,反而削弱了市场的可持续造血功能。这种非理性的投资格局,不仅降低了资金配置效率,更与差异化、专业化的投资理念相背离。

(二) 养老保险基金的低风险承受力与创新高风险特质相矛盾

作为我国重要的民生保障资金,全国社会保障基金和基本养老保险基金在资本市场中扮演着关键角色。这些长期资金具备规模优势和持续增长潜力,理论上可以成为耐心资本的重要来源。自2022年11月个人养老金制度试点实施以来,仅半年时间养老金缴存规模就突破182亿元。截至2024年9月,基本养老保险基金委托投资规模已达1.9万亿元^③。个人养老金账户持续扩容,有望逐步形成A股市

①应晓妮,王励晴:《我国长期资本支持创业投资的现状、问题与建议》,《西南金融》2024年第8期。

②《国家发展改革委主任郑栅洁:将设立国家创业投资引导基金》,《中国证券报》2025年3月7日。

③数据来源于人力资源社会保障部2024年三季度新闻发布会。

场重要增量资金。

然而,这些资金的实际创投参与度却明显不足,主要存在三重制约因素。一是风险偏好错位。由于社保资金和养老基金的核心任务是保值增值,这要求此类基金投资时必须将资金安全性放在首位,避免高风险投资,与耐心资本要求的高风险容忍以及“投早,投小”等特性存在显著矛盾。二是考核机制短期化。养老金和保险基金等对基金公司、保险资管等受托管理机构的年度甚至季度、月度考核机制,进一步强化了资金管理方的风险规避倾向。三是投资范围受限。现行政策将养老金股权投资对象严格限定为央企及其一级子公司、地方龙头企业,同时明确禁止企业年金、职业年金等补充养老基金投资创投领域。这种多重约束导致养老体系资金高度倾向于低风险资产配置,实际投入创投比例较低,难以与支持科技创新的国家战略需求有效衔接。

(三) 美元基金退出与中东基金补位不足

自 20 世纪 90 年代风险投资机制引入中国后,美元基金便作为全球化资本的代表,与本土人民币基金共同构建起“双轨制”投资体系。在移动互联网发展的黄金十年中,美元基金凭借三大核心优势深度嵌入中国创新生态:一是平均 12 年—14 年的超长基金存续期,使其能够适应科技企业长研发周期,助力创新企业成长。二是打通国外上市通道,实现了“募、投、管、退”的完整闭环。三是引入硅谷成熟的风险定价模型,推动中国创投市场的专业化进程。依靠这三大优势,美元基金在半导体、生物医药等硬科技领域持续投入,成功孵化出字节跳动、商汤科技等独角兽企业。然而 2023 年以来,在地缘政治紧张和美联储激进加息的双重冲击下,美元基金大规模撤离,当年募资规模同比骤降 72.4%^①。这种结构性撤退导致硬科技企业面临严峻的融资断层——原本依赖美元资本支持的 B 轮融资缺口扩大,实验室成果向产业化跨越的“死亡之谷”风险陡增。

与此同时,中东主权财富基金加速向我国涌入。截至 2024 年 6 月,海湾国家主权财富基金在中国的投资达 70 亿美元,同比增长 400%,增速迅猛^②。然而,目前来看,中东主权财富基金不能完全替代美元基金在创业投资市场中的作用,其投资图谱与美元基金存在显著差异。从投资阶段看,由于中东主权财富基金的主要目的是获得资本增值或投资收益,其更倾向于投资资产规模较大的中后期成熟项目。从市场层级来看,中东主权财富基金在中国的投资策略比较保守,主要集中在二级市场,对于一级市场和一级半市场的参与度较低。这种保守策略的形成,既源于美元高利率环境下中国企业面临硅谷等国际创新中心的竞争压力,导致主权基金更倾向于选择成熟资产避险,也源于跨文化协作障碍影响投资信任度和效率。综上所述,主权基金的涌入虽能缓解短期资金压力,却难以建立覆盖科技创新全周期的资本支持体系。

(四) 企业风险投资初创投资不足

近年来,中国企业风险投资呈现出蓬勃发展的态势,已成为中国创投生态的重要组成部分。从发展轨迹看(如图 3 所示^③),自 2012 年起,我国企业风险投资逐渐步入高速发展期,CVC 机构的投资事件数从最初的百余起增长到如今的千余起。从地域分布来看,CVC 所投资的企业主要集中于经济发达地区,所投资的行业集中在高科技和服务业。在投资战略上,多数中国 CVC 机构秉持着专业专注的理念,将投资标的重点锚定在本公司的主营业务上,通过在自身熟悉的垂直领域进行投资,致力于打造产业链生态,实现协同发展与产业升级。与此同时,随着市场环境的变化和企业发展需求的多样化,中国也涌现出一批勇于突破的企业风险投资。这类企业风险投资不再局限于主营业务,而是将目光投向能够助力公司突破发展瓶颈或拓展未来版图的非主营业务及新兴产业,以追求高成长和高回报。例如,百度积极布局文化娱乐领域,借助其在互联网技术和用户资源方面的优势,探索新的业务增长点。

①应晓妮,王励晴:《我国长期资本支持创业投资的现状、问题与建议》,《西南金融》2024 年第 8 期。

②数据来源于 SWF Institute 主权财富基金研究所。

③数据来源于清科研究中心。

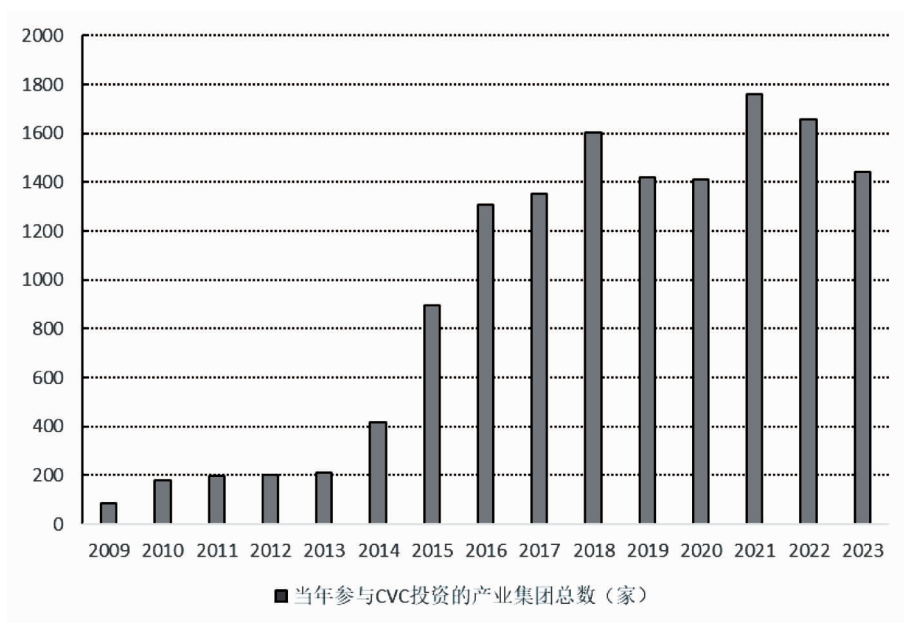


图3 2009—2023年中国参与CVC投资的产业集团数量

尽管CVC规模持续扩张,但其战略依附性特征正逐渐陷入深层次的发展困境,主要体现在以下三个方面:一是战略从属性制约投资独立性。企业风险投资通常必须服从母公司的战略布局,这限制了其投资的独立性。一方面,企业投资选择难以完全遵循市场化原则,必须优先考虑与母公司业务的协同性;另一方面,战略协同的动态变化可能引发投资冲突,典型案例包括Google投资Uber最终演变为竞争关系,反映出战略依附模式的内在矛盾。二是官僚化决策机制影响市场响应。相较于独立风投机构,CVC需要遵循母公司复杂的投资决策流程。在瞬息万变的市场环境中,这种多层审批机制严重制约了投资效率。三是对初创企业关注度不够。虽然CVC在资金上具有优势,但由于其主要重视企业商业目标,缺乏对一些具有技术突破潜力但商业化前景尚不明朗的早期项目的关注,从而弱化了CVC对早期科创企业的培育功能。

总的来说,我国潜在耐心资金来源充足,总体发展潜力较大,在运营实践上也取得了一定成功经验,例如“合肥模式”通过政府产业基金高效赋能新兴产业发展,孵化出多个高科技龙头企业。但同时面临着募资端长期资金耐心不足等问题,限制耐心资本真正实现“投早投小”,难以为初创企业和新兴产业赋能。

四、发达国家耐心资本发展经验和政策借鉴

耐心资本作为推动科技创新与产业升级的重要动力,已在发达国家实践多年,形成了各具特色的管理体系。美国以市场主导模式构建了高效的“募投管退”体系,英国通过政府与市场的协同机制填补融资缺口,日本则依托关系网络与社会文化培育长期投资生态。本文将通过剖析这三个国家的典型案例,系统梳理其耐心资本发展的核心路径与制度设计,以期为我国优化培育、壮大耐心资本提供有益启示。

(一) 美国——市场主导模式

美国是世界上风险投资的发源地,也是风险投资最发达、风险投资机制发育最完善的国家,其投资阶段可分为“募投管退”四个阶段。在募资端,美国的长期资金主要来源于养老金、共同基金、保险公司等机构投资者,这些机构投资者拥有庞大的资金规模,能够稳定地为市场提供长期资金支持。与此同时,美国资本市场高度的流动性和相关政策激励也为资金募集提供了良好的市场环境。美国联邦政府通过差异化资本利得税激励长期投资,对持有超1年的资产征收15%税率,而短期交易税率最高达37%,这有助于拉长资本持有周期。此外,1958年美国专门出台了《小企业投资法案》,为长期资金进入

创业投资领域开辟了通道,并设立 SBIC 计划,通过政府提供低息贷款或融资担保的方式撬动社会资本投资初创企业,解决中小企业融资难的问题。

在投资端,美国风险投资主要有三个特点。一是投资方向聚焦科技创新。美国资本市场发达,吸引了全球范围内的投资者。近年来,科技创新成为美国的投资重点,尤其是在人工智能、量子计算等前沿领域。二是渐进式注资方式盛行。风险资本通过种子轮、A 轮、B 轮的渐进式注资,合理分散风险,实现真正的耐心。三是以私募股权投资作为核心运营模式。采用有限合伙制的形式,注重对创业投资经理和专业 GP 团队管理能力的审核,并给予机构较高自由度,减少对具体投资的干预,实现投资决策市场化。

在管理端,美国风险投资机构展现出两大核心优势。一是战略规划的持续性与系统性。美国头部投资机构普遍建立了跨周期的战略管理体系,通过灵活的股权融资结构和动态资本配置机制,既保持资本运作的稳健性又增强市场敏锐度。二是构建了完善的投后赋能体系。美国机构投资发展成熟,培育了专业化的人才梯队,有充足的人才,能够提供优质投资后管理增值服务。并且非常强调人才团队的结构稳定,通过降低人才投资团队的流动性,积累行业经验,形成可持续的投资风格。

在退出端,与我国主要依赖 IPO 不同,美国的退出渠道更加多元化,拥有包括 IPO、并购、股份回购、清算及新兴的 SPAC 和直接上市等多层次退出渠道,确保了资本的高效流动与增值。虽然在经济不确定性和波动性的影响下美国的海外投资退出承压严重,但凭借已完成建设的多重退出通道,基金管理人仍然可以通过多渠道实现资金循环。

总体而言,美国依托其高度成熟的资本市场机制,在全球范围内引领耐心资本的发展。一方面,政府通过税收优惠、监管优化等政策工具,系统性引导市场机构配置长期资本。另一方面,通过完善的知识产权保护体系、创新创业文化培育以及稳定的法治环境,构建了支持长期价值投资的生态系统。这种“市场主导+政策赋能”的双轮驱动模式,不仅为耐心资本提供了制度保障和营商环境支撑,更形成了科技创新与资本增值的良性循环,持续巩固美国在全球风险投资领域的领先地位。

(二) 英国——政府与市场结合模式

英国耐心资本发展的核心在于政府引导与市场化相结合。为应对“脱欧”后资本外流对科技初创企业的冲击,英国政府于 2018 年创新性地设立英国耐心资本公司(British Patient Capital, BPC),并运作规模达 25 亿英镑的“英国耐心资本基金”,有效填补了市场融资缺口。在资金募集层面,英国政府尝试性地将养老基金纳入高风险耐心资本配置范围。2024 年工党政府通过推出“英国增长伙伴关系计划”进一步推动养老金投资多元化,该计划与 BPC 同属英国商业银行体系,重点引导固定缴费型养老金进入风险投资领域。目前,BPC 为英国最大的本土风险和风险增长资本投资者。

在投资运作层面,BPC 的投资机制主要有委托投资和直接投资两种。一方面通过委托投资模式担任基石投资者,与专业基金管理人建立长期持续合作关系。另一方面对具有显著创新潜力的企业实施直接投资。此外,为保障战略方向正确,创新支持方向与总体一致,董事会引入了英国创新署高管担任非执行董事。为保障日常运营独立性,多数情况下政府不干预投资项目的选择,单笔超 7 500 万英镑的重大投资才需提交英国实业银行董事会审批。同时,英国的政策优惠也彰显了对科创企业投资的高度重视,为投资者的“耐心”保驾护航。科创企业投资失败后,其创始人损失的投资款可以在未来年度的所得税中抵扣,这有效降低了投资者在创新领域的投资风险预期,降低了其因短期亏损而匆忙退出投资的可能性,从而为创新企业提供了相对稳定的资金支持。

在管理机制层面,英国坚持长期导向的考核激励机制。BPC 在英国商业银行的监管框架下实施年度评估,核心指标聚焦于对创新企业的支持成效,尤其强调资金投入规模而非短期财务回报。其考核体系将投资拉动效应列为首要评估维度,长期业绩则作为次要考量。具体而言,银行将资金承诺额与实际投放量的完成度作为关键绩效指标,财务回报仅作为辅助性评价标准,参照基准设定为政府 5 年期债券利率。2023 年 BPC 公司账面亏损达 5030 万英镑,但集团年报明确指出,实业银行和 BPC 都是跨周期

的投资者,更关注长期的现金回报,在创新公司成熟后再谋求退出,并不介意单一年度的亏损^①。此外,在薪酬体系方面,BPC注重建立长期性、综合性的激励机制以吸引顶尖的人才参与风投市场。绩效工资分为公司绩效和个人绩效两部分,个人绩效关注每年年初制定目标的完成情况,而不将基金投资项目的盈利亏损情况作为评价标准。

(三)日本——关系协同模式

日本耐心资本的发展根植于其独特的制度设计、企业治理模式与社会文化共识。在制度设计方面,日本通过交叉持股制度与主银行制形成了企业与企业、企业与银行间长期稳定的关系网络。日本对于无股权关联的企业之间交叉持股采用宽松政策,大企业间通过相互持股紧密联系在一起,形成利益共同体,从而抑制短期投机行为。日本的银企关系则采用主银行制,主银行往往也是企业的大股东。主银行制通过长期低息贷款与深度治理参与实现风险共担。具体而言,主银行会给关联企业提供融资,进行持股,并介入经营管理。这既保证了企业拥有稳定的资金来源,也为银行带来了稳定的客户群体和投资对象,促进了日本产业的发展。然而,过于紧密的银企关系也可能导致过度投资,企业僵化以及不良贷款的累积,这些隐藏的弊端也在日本经济泡沫破裂后集中爆发,因此在实施这种制度的同时,必须搭配严格的外部监督来进行风险控制。

在制度设计的基础上,日本企业的治理模式以“适正利润”为核心导向,摒弃以往对于“利润最大化”的过度追求,转而追求合理利润与长期竞争力的平衡。企业将市场占有率置于利润之上,注重通过技术迭代与品质提升来巩固行业地位,例如丰田以“持续改善”理念推动精益生产,而非依赖价格战抢占市场。同时,日本企业主动承担社会责任,将利润投入研发创新、环保减排及员工技能培训,形成“利润反哺发展”的良性循环。此外,在员工管理上,日本奉行“终身雇佣制度”。在这一制度下,员工视企业为终身事业平台,遭遇危机时通过集体降薪、自愿减时等方式与企业共同度过避免了裁员引发的信任崩塌。部分企业引入员工持股计划以强化员工对企业长远目标的认同。管理层则通过平衡股东分红、员工福利与客户利益,塑造“行稳致远”的经营文化,抵御资本市场短期逐利压力。

日本耐心资本的培育深植于独特的社会文化土壤。日本社会极其推崇“匠人精神”,这潜移默化中塑造了资本的耐心:投资者深谙真正的价值需要时间积淀。这种文化土壤正是日本耐心资本的核心根基。由此可见资本耐心绝不仅仅是投资者的事情,而是需要整个社会共同努力,形成长期耐心的文化氛围。在当今时代,竞争格局、消费需求和企业形态始终处于动态变革之中,倘若科研人员丧失创新动力、企业家忽视经营本质、资本一味追逐短期回报、劳动者缺乏职业专注、社会价值取向趋于单一,那么国家的科技突破、经济持续增长、企业稳健发展和社会和谐稳定都将沦为无源之水。

由美国、英国、日本的经验可知,耐心资本的培育需从市场机制、政策引导、社会文化等多维度协同发力。美国依托成熟的资本市场与差异化的税收激励,为长期资本注入活力。英国通过BPC和长期创投激励,有效填补融资缺口。日本则以关系型治理和社会文化共识为基础,塑造了企业、资本与员工共荣的长期生态。

五、政策建议

近年来,中国创业投资市场面临着“耐心资本”供给不足的问题,这已然成为制约科技创新与产业升级的关键瓶颈。为此,党的二十届三中全会明确提出要“发展耐心资本”,并相继出台《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》等一系列专项政策,着力构建支持长期价值投资的制度环境,以增强资本市场服务实体经济的韧性和可持续性。在此背景下,本文结合我国创新驱动发展的现实需求,将耐心资本定义为以长期价值为导向,通过深度参与和风险共担,重点支持科技创新领域的战略性资本。从“募、投、管、退”运作逻辑出发,研究发现我国耐心资本发展主要面临国有资本占据主导地位、养老保险基金风险承受能力有限、新兴产业技术发展不确定性较高、现有监管规则对新兴投资模式响应滞后四个

^①张佳康:《英国耐心资本公司的经验与启示》,《中国金融》2024年第22期。

问题。通过对美国、英国、日本等发达经济体的比较研究,总结提炼出构建市场化资本运作机制、完善资金保障体系以及塑造长期导向社会氛围等耐心资本发展经验。基于以上研究结论,本文提出以下政策建议。

(一) 构建法律与税收协同保障体系

要推动耐心资本的培育与发展,必须从制度层面夯实法律与税收两大基础支撑,形成“法治护航+税收激励”的协同机制,增强资本对长期创新投资的信心和稳定性。一是健全法律保障机制。一方面,强化知识产权法治屏障。应加快健全知识产权保护法规体系,加大对于侵权行为的惩罚力度,为创新投资筑牢安全边界。同时,推动建立专业化的司法处置程序,建立高效透明的纠纷处置机制,确保司法裁判的一致性与可预期性,使法律真正成为被侵权主体的坚实后盾。另一方面,完善投资行为的合规框架。针对当前新型投资模式中法律边界不清、监管滞后等问题,建立负面清单动态调整机制,明确禁止性行为,提升监管灵活性与前瞻性,引导资本在合法合规的前提下实现高质量发展。

二是完善税收协同保障体系,兼顾系统性优化与精准激励。在宏观层面,应构建鼓励长期持有的税制框架,通过降低短期套利收益、提高长期持有回报的方式,引导资本更多投向科技创新等长周期领域。在微观层面,需根据不同类型投资主体的资金来源与风险偏好,设计差异化的税收规则。例如对风险投资基金实施“整体净收益课税”模式,允许跨项目盈亏互抵,避免单项目征税对投资组合策略的扭曲,通过包容失败、奖励成功的税收导向,引导资本敢于承担科技创新长周期风险。

(二) 建立风险共担与收益共享平衡机制

构建“风险共担—收益共享”的动态平衡体系,是激发资本耐心、推动长期投资的关键。应通过制度设计实现风险可控、收益覆盖风险的目标,让更多注重回报率的资本敢于进入长周期、高不确定性领域。首先,推行全周期分层投资模式。针对资本普遍存在的长周期风险规避倾向,实施覆盖企业从种子期到成熟期的全生命周期投资策略。通过不同阶段项目的组合配置,形成跨期风险收益互补机制。其次,合理控制高风险资产配置比例。以政府引导基金为例,在设立之初即应明确投向高风险领域的资金占比,并在此基础上建立风险隔离机制,即该部分投资损失不影响整体绩效考核。只要其他低风险或中等风险资产带来的收益能够覆盖高风险部分的潜在亏损,便可实现整体回报的稳定性和可持续性,从而提升资本的耐心水平。最后,优化投资绩效考核与激励机制。应设置更长的投资考核周期,允许在总收益中动态核销阶段性投资损失,避免因短期波动影响长期战略判断。同时,配套建立超额收益分成制度,完善容错纠错机制,鼓励管理人敢于承担合理风险。对于养老金等具有长期属性的资金,也可探索“基础收益保障+超额收益共享”模式,通过跨周期资产配置与多类型风险资产组合,在风险可控的前提下提升整体回报。

(三) 构建准入约束与柔性治理并行的双轨体系

为有效协调政府引导基金在政策导向与市场化运作之间的张力,应建立“严准入、宽管理”的双轨治理体系。即政府在基金管理人遴选环节设置严格标准,把好入口关;而在具体投资运作中减少直接干预,聚焦把握核心目标而非操作细节,通过“约束+激励”相结合的方式强化监管效能。以政府引导基金的返投要求为例,在实现带动地方就业、增加税收、培育产业、推动区域经济高质量发展的前提下,应避免对子基金的市场独立性造成过度干扰,确保其在合规框架内自主决策、灵活运作。要实现这一目标,需从两方面发力:一方面,地方政府应明确自身发展需求,深入梳理优势产业链上下游的关键痛点,引导返投资金精准投向本地区产业发展的薄弱环节,从而撬动区域优势产业集群的整体升级和协同发展。另一方面,在保障政策目标落地的同时,应创新监管方式,维护子基金的市场化运行机制。例如,通过建立动态更新的优质项目池,引导资金流向符合区域战略方向标的。探索设立政府观察员列席投委会机制,增强信息透明度而不影响决策独立性。同时配套超额收益让利等激励机制,形成“激励+约束”的双重作用力,推动政府目标与市场利益协同发力。

(四) 健全资本市场退出机制

构建高效、多元、畅通的资本退出机制,是推动“募投管退”全链条良性循环的关键环节。应以市场

化、法治化为导向,打造多层次的退出保障体系,通过优化资本市场分层制度设计和完善法律配套措施,增强资本对早期创新项目的风险容忍度和长期配置意愿,引导主权基金等长期资金向关键核心技术攻坚领域倾斜,真正实现“投得早、投得准、退得出”。具体而言,应加快构建“进退有序、渠道多元”的市场生态,优先完善 IPO 审核与注册制的有效衔接机制,畅通优质企业上市通道。同时,积极发展股权转让、份额回购、并购重组等多元化退出路径,形成覆盖不同发展阶段企业的退出支持网络,增强市场流动性与资源配置效率。监管层面则应在防范系统性风险的同时,保持适度弹性,鼓励市场创新。只有当资本确信能够通过灵活、多元的退出策略实现“投早投小不投死”,才能真正激发其参与早期科技创新的积极性,进而形成可持续的投资闭环。通过上述举措,有望吸引更多如中东主权基金等具有战略视野的国际长期资本,积极参与我国早期科技项目的布局,最终构建起“科技—资本—产业”深度融合的创新循环体系,为高质量发展注入强劲动能。

Connotative Characteristics, Operational Logic, and Development Pathways of Patient Capital

ZHENG Shilin^{1,3}, LONG Xinxu² & LI Junjie³

(1. Institute of Quantitative & Technological Economics, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100732, China;

2. School of Business, University of Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 102488, China;

3. School of Applied Economics, University of Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 102488, China)

Abstract: Amid intensifying global technological competition, China faces significant risks of “chokepoint” constraints in key core technologies. There is an urgent need to resolve the contradiction between short-term capital preferences and long-cycle innovation through patient capital. This study defines patient capital as strategic capital oriented toward long-term value creation, characterized by deep engagement and risk-sharing, with a focus on supporting technological innovation. However, the development of patient capital in China confronts multiple challenges, including the dominance of state-owned capital, low risk tolerance of pension funds, high uncertainty in emerging industries, and regulatory lag. Drawing on international experiences from the United States, the United Kingdom, and Japan, this paper proposes policy recommendations: establishing legal and fiscal collaborative safeguards, constructing a “risk-sharing and benefit-sharing” ecosystem, implementing a dual-track system combining access constraints with flexible governance, improving capital market exit mechanisms, and fostering a virtuous cycle of “technology-capital-industry” integration.

Key words: patient capital; technological innovation; key and core technologies

(责任校对 徐宁)