2018 年度创业投资市场观察与思考

张俊芳，张明喜
（中国科学技术发展战略研究院，北京 100038）

摘 要：自 2002 年以来，科技部持续开展全国创业风险投资调查工作，跟踪行业发展的最新动态。本文结合 2018 年发展的宏观态势、第 17 次全国创投专项调查数据，以及行业调研数据，分析了 2018 年全球与我国创业投资行业发展的新态势。同时，对行业未来发展提出了思考与展望。

关键词：创业投资；引导基金；科技金融
中图分类号：F279.2 **文献标识码**：A DOI：10.3772/j.issn.1009-8623.2019.09.004

创业投资，又称风险投资，根据美国全美风险投资协会（NVCA）的定义，是由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、具有巨大竞争潜力的企业中一种权益资本 [1]。国内外理论与实践表明，创业投资作为一种创新创业投融资机制，并不只简单地承载提供资金的功能，它还在创新项目孵化、创新成果转化、市场开拓、企业管理等方面发挥着重要作用 [2]。

1 2018年全球创业投资市场浅析

1.1 全球宏观经济环境浅析

2018 年以来，全球经济总体延续复苏态势，但不同经济体之间差异扩大，全球经济增长的同步性降低。主要发达经济体经济复苏步伐出现分化，美国经济增长较为强劲，欧元区、英国和日本经济复苏势头有所放缓。新兴市场经济体总体增长较快，但内部表现继续分化，部分经济体仍面临调整与转型的压力 [3]。国际货币基金组织预计 2019 年和 2020 年世界经济增长预测值调低到 3.5% 和 3.6%[4]。

2018 年，全球金融脆弱性有所上升，国际金融市场走势分化、波动加剧。主要发达经济体复苏态势良好，发达经济体货币政策趋于正常化 [5]。全球流动性紧缩可能导致资产价格骤降，金融市场波动加剧。全球经济前景不明确、贸易摩擦升级、地缘政治冲突多点爆发，可能推动投资者避险情绪上升，引发投资回撤，并转向安全资产。与此同时，与金融科技等新技术相伴而生的新风险亦不容忽视，对全球金融监管构成新的挑战。

1.2 国外主要创业投资市场发展概述

2018 年，全球主要国家创业投资市场仍然保持着较高的活跃性，行业机构数和管理资本量等多项指标均达到历史最好水平，募资增长强劲。如，美国创投市场新募集资金 540 亿美元，达到有史以来最高的额度，占全球市场的 67%；管理资产规模同比增长 14%，达到 4 030 亿美元；创投机构总量增幅 8.9%，达到 2 931 家 [6]。欧洲创投市场新募资金 125.6 亿美元，增幅 11%，管理资本总量达到 1 141 亿美元的新高纪录；机构总量超过 600 家 [7]。韩国创业投资发展创下自 2008 年以来新高，新募基金 47 亿美元，管理资本总量 201.2 亿美元；新增机构 140 家，达到 940 家创投机构 [8]。

在投资方面，2018 年全球创投活动也达到了创纪录的高点，在近 15 300 宗交易中投资了 2 540 亿美元 [9]。其中，美国创投企业投资额占全球总投资

第一作者简介：张俊芳（1978—），博士，研究员，主要研究方向为科技金融、创新体系政策。
项目来源：科技部战略研究专项“适应创新驱动发展的投融资体系研究”（ZLY201607）。
收稿日期：2019-08-31

的 51%，全年共有 8 948 家企业获得了 1 310 亿美元的创投资本融资 [6]。欧洲创投市场创下了历史最好水平，共有 4 400 家企业获得 90 亿美元投资 [7]。韩国创业投资也达到历史最好水平，全年投资项目 1 399 项，投资金额 28.7 亿美元 [8]。

2　2018年中国创投市场发展的新态势

2018 年，为打好防范化解金融风险攻坚战，中国金融市场延续了去杠杆 / 稳杠杆政策以及防范系统性金融风险的相关政策监管措施，整体金融环境有所收紧，同时，受国际环境影响，股票市场指数下跌，债券市场、货币市场收益率下行，保险业资产增速放缓。但另一方面，中国金融市场改革与创新持续深入，国家在金融市场制度建设方面做出积极探索，包括：统一资产管理产品标准规制、加强对非金融企业投资金融机构的监管、进一步规范证券公司短期融资券管理、加强证券期货业监管制度建设等 [10]。整体上，我国金融行业服务于民营中小微企业等实体经济的功能更趋优化，对外开放举措有序推进，宏观杠杆率趋于稳定，金融风险防控取得进展，金融对实体经济的支持力度较为稳固。

2018 年，在资本寒冬的背景下，中国创投行业逆势而上，仍然保持着较高活力，市场全面进入洗牌期，整体投融资表现稳中有升。在政策方面，财政部、税务总局推广税收抵扣优惠政策在全国范围实施，证监会制定了创投基金投资企业上市解禁期与投资期反向挂钩政策，推动了早期科技项目和创业投资市场的发展。

2.1　行业持续活跃，机构数与资本总量再创新高

2018 年，中国创业投资机构数量持续扩张，专业的创投基金与管理机构合计 2 800 家①，较 2017 年增加 504 家，增幅 22.0%。其中，创投基金 1 933 家，创投管理机构 869 家（见图 1）。

尽管全年机构数量明显增长，但募集的资金管理规模却增速缓慢，部分新募基金尚未募集成功。全国创业投资管理资本总量达到 9 179.0 亿元 ，较 2017 年增加 306.5 亿元，增幅仅为 3.5%；基金平均管理资本规模为 3.28 亿元（见图 2）。

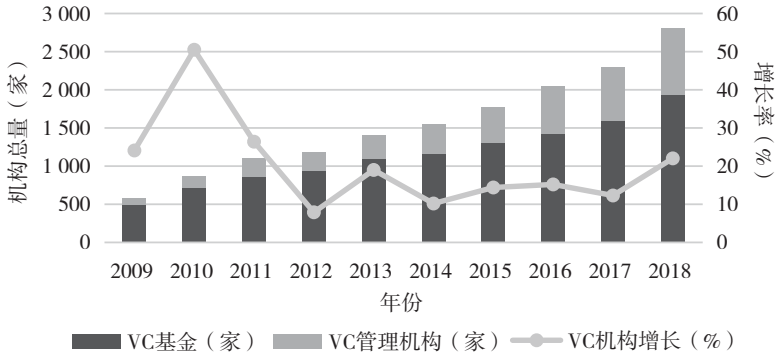

图 1　中国创业投资机构总量及增长率（2009—2018 年）

2.2　整体资金面趋紧，募资呈现两极分化现象

2014 年以来，私募投资基金行业开始加强规范化监管。特别是 2018 年，整个市场资金面在强监管、紧信用、去杠杆的背景下趋紧，商业银行参与股权投资基金投资进入“严监管”时期，行业竞争进一步加剧，均影响了创投行业的资金募集。但另一方面，保险机构和全国社保基金的股权投资限制逐渐放开，政府引导基金扩张进一步加剧，也推动了一些资金进入创投市场。

据调查，2018 年中国创业投资的资金来源构成中，政府引导基金出资占比 9.05%，其他政府财政资金出资占比 8.47%，国有独资投资机构出资占比 12.66%，三者合计占比 30.18%，较 2017 年上升了 4.14 个百分点；高净值个人投资占比 9.13%，较 2017 年略有下降；外资企业占比 1.75%，下降了 1.63 个百分点；此外，社保基金占比 0.33%，大幅增长（见图 3）。按照资金来源的金融属性划分，银行、保险、证券等金融机构资本合计占比 7.04%，

① 为实际存量机构数，主要包括创业投资企业（基金）、创业投资管理企业。该数据已剔除不再经营创投业务或注销的机构数。

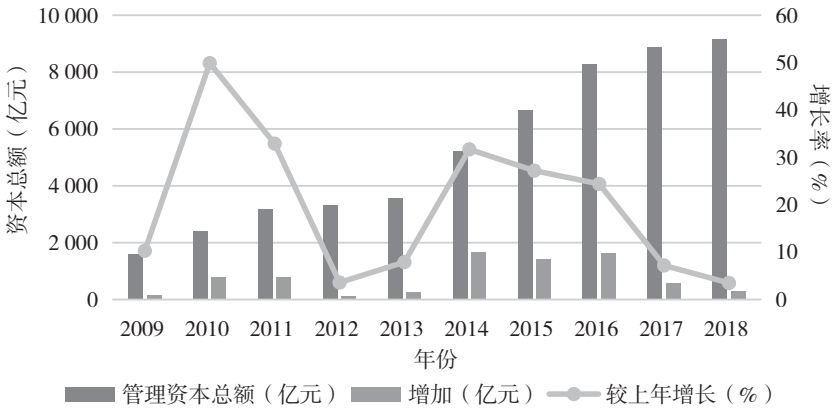

图 2　中国创业投资管理资本总额及增长率（2009—2018 年）

较 2017 年大幅下降 4.95 个百分点。其中，银行资本占比较往年大幅下滑；主要资金仍来源于非金融资本，且占比上升，达到 65.99%（见图 3）。

在市场资金面持续紧张的情况下，头部机构基于品牌影响力、历史优秀业绩等因素更容易获得投资人的青睐，中部及尾部机构募资难度不断加大。

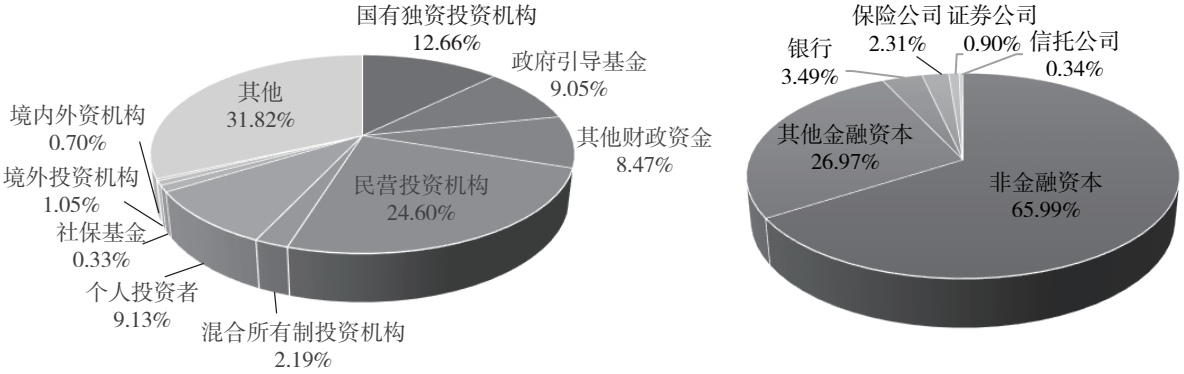

图 3　中国创业投资资本来源占比（2018 年）①

调查显示②，2018 年大型创投机构的管理资本持续扩张，管理资本规模在 5 亿元以上的机构的管理资本占比较 2017 年明显上升，从 72.2% 提高至 85.7%，而其他资金规模的创投机构占比均有所下降。

2.3　投资强度增大，人工智能、物联网与大数据等引领新一轮产业革命的领域持续成为投资热点

据统计，截至 2018 年底，全国创业投资机构累计投资项目数达到 22 396 项，累计投资金额 4 769 亿元。2018 年当年披露投资项目 2 740 项，披露投资金额为 527.2 亿元，项目平均投资强度 1 222 万元 / 项，投资强度明显增大。

按行业板块划分，高新技术产业类别的投资项目占比达到 61.5%，信息软件行业、生物医药行业、新能源环保业依然是中国创业投资的热点领域。从趋势看，2018 年创业投资对医药生物业领域的投资金额有所下滑，投资资金占比 15.27%；对信息服务业、计算机通信业的投资金额大幅度上升，投资资金占比达到 23.84%。特别是，对物联网与大数据、人工智能、绿色经济等概念板块的投资持续

① 总样本 2 800 份，有效样本数 1 666 份。
② 总样本 2 800 份，有效样本数 1 663 份。

高涨，投资金额占比分别达到 12.23%、10.46%、7.81%。

2.4 多项政策齐发，促进投资阶段大幅前移

2018 年，国务院出台《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》指出，要充分发挥引导基金的作用，支持初创期、早中期创新型企业发展。多项国家政策进一步细化落地，如证监会实施了创投基金投资企业上市解禁期与投资期反向挂钩政策；财政部、税务总局制定了天使投资税收抵扣优惠政策。以上政策均旨在引导投资阶段前移，促进早期投资。

调查结果显示，2018 年投资于早期阶段的项目占比明显上升。投资于种子期、起步期的金额分别占 10.94%、32.96%；投资于种子期、起步期的项目占比分别为 24.10%、40.30%，均明显高于往年（见图 4）。

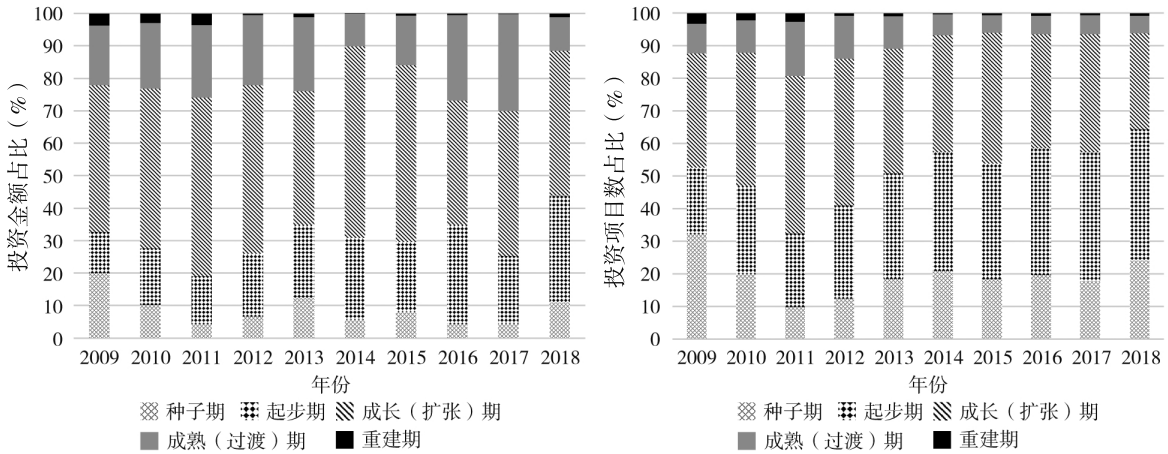

图 4 投资项目所处阶段分布占比（2009—2018 年）

2.5 地方政府注重营造投资环境，吸引积聚效应明显

2018 年，中国创业投资积聚效应依然明显，呈现出东部沿海和经济发达地区创投积聚，中部地区崛起，而西部广大地区平稳发展的态势。其中，北京、江苏和浙江的创投机构数量明显高出其他地区，分别为 592 家、560 家、536 家，合计占比 60.3%；北京、江苏、广东三个地区的管理资本总量位居前三甲，分别为 2 134.4 亿元、1 946.8 亿元、1 616.2 亿元，合计占比 62.1%。

各地政策频出，积极引导投资方向，营造投资环境。其中，北京、江苏、四川、天津等地区种子期投资的项目占比超过了 30%。从投资机构的注册地与投资项目所在地可以看出①，北京、江苏、浙江、广东、上海地区吸引了大量的投资机构和投资项目。相比而言，上海、江苏、浙江等地的投资环境更优，投资项目占比超过了注册机构占比（见图 5）。

2.6 受国内外宏观形势影响，投资收益有所下滑

2018 年，受国内宏观经济影响和中美贸易摩擦影响，市场流动性紧张程度加剧，行业收益有所下滑。披露信息的创业投资机构主营业务平均年收入 1 340.80 万元，低于 2017 年水平。其中，股权转让增值收入占全部收入的 44.36%，分红收入占 21.97%，管理费、咨询费收入占 15.53%，其他收入占 18.14%。

退出转让是创投机构获得收入的重要来源。受资本市场股指下挫的影响，2018 年，创投上市退出账面回报率 10.99 倍，较 2017 年相比有所下滑；通过并购退出的项目回报率为 130.13%，也出现了大幅下降。相比而言，新三板市场退出项目收益率出现大幅度上涨，总体收益率达到 171.85%。全行业退出项目亏损占比 45.9%，行业退出回报率下降到 205.8%，年均回报率 31.1%（见图 6）。受行业投资阶段前移影响，退出步伐略微放缓，项目平均退出时间为 4.7 年。

① 说明：图中按照项目投资地统计的投资额为其他地区向当地的投入，因此为流入值，所以采用了纵轴正值作图；而按照注册地统计的投资额，是指创投企业在当地，但投资地区未知，所以采用了负值计量。

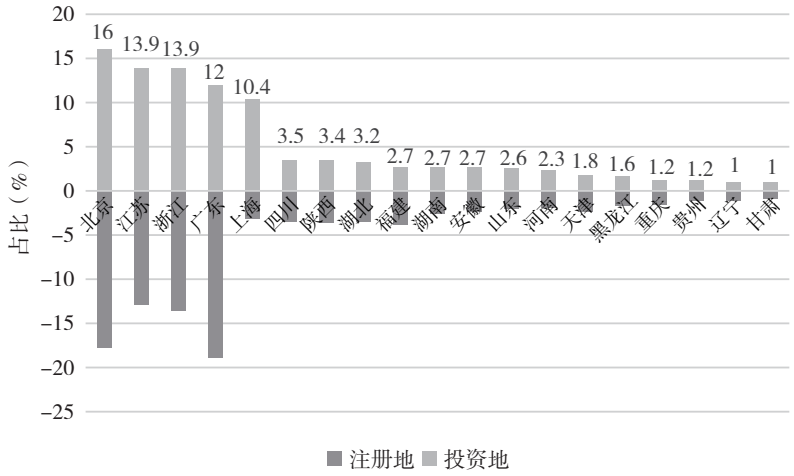

图 5　创投机构注册地与项目投资地对比（2018 年）

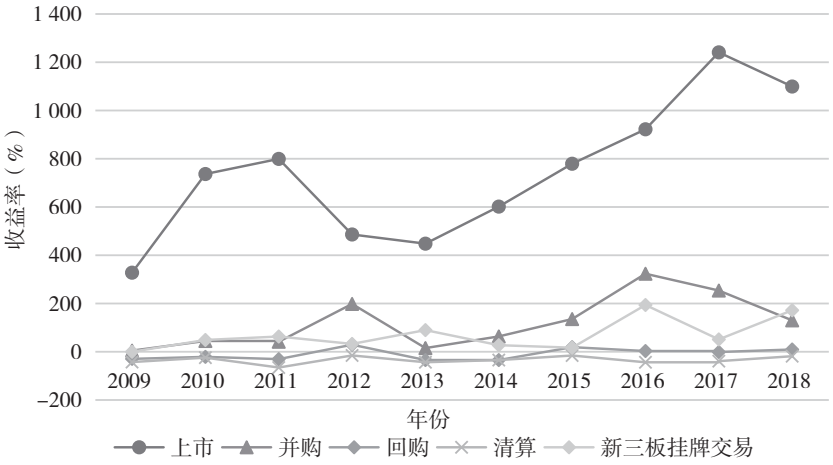

图 6　不同渠道的创业投资退出项目总体收益率（2009—2018 年）

2.7　政府引导基金扩张放缓，引导效果明显

从 20 世纪 90 年代末至今，政府引导基金经历了初期探索、快速扩张与规范发展阶段，在引导社会资本抚育初创期成长中发挥了有效作用。2018 年，受资管新规落地等监管趋严因素影响，政府引导基金采用结构化方式撬动银行资金受到限制，许多基金募集受阻无法落地，新设基金数量和目标规模均大幅下滑。据调查显示，截至 2018 年底，我国政府引导基金带动的创业投资参股基金共计 492 只，其中，政府引导基金出资 865.65 亿元，引导带动创业投资机构管理资金规模合计 4 848.2 亿元。

调查显示，在获得政府引导基金的创投基金中，政府出资平均占比 21.1%，与未获得引导基金的基金相比表现出以下差异：一是基金规模明显偏大，获得引导基金的基金平均单只规模 14.26 亿元，而未获得引导基金支持的基金平均规模 4.72 亿元；二是获得引导基金支持的机构更加倾向于起步期阶段的投资，其投资金额占比达到 37.5%，高于未获得引导基金支持的创业投资机构的 29.6%；三是获得引导基金支持的创业投资机构更倾向于高新技术企业投资，2018 年获得引导基金支持的创业投资机构所投资的高新技术企业占总投资项目数的 26.9%，明显高于未获得引导基金支持的创业投资机构占比（17.7%）。

2.8　市场竞争加剧，基金管理内部水平有所提升

2018 年，伴随着市场资金趋紧，行业头部效

应更加明显，市场竞争加剧。据调查，“影响投资效果的主要原因”仍主要来源于“退出渠道”“政策环境”以及“市场竞争程度”，其中，市场竞争程度的影响占到了 17.4%。

另一方面，面对日益严峻的市场环境，提高机构募、投、管、退各方面的综合实力成为获得竞争优势的关键。伴随着市场的成熟，我国创投行业职业经理人素质有所提高，内部管理能力逐步增强。调查显示，2018 年“影响投资效果的主要原因”中的“内部管理水平有限”占比由 17.1% 下降到了 13.9%。统计显示，机构的投后管理意识已逐渐加强。2013 年仅有 16.1% 的机构设置了专门的投后管理团队，而 2018 年的相应百分比已达 70.3%。

3 思考与展望

中国创投行业从 20 世纪 80 年代开始，经历了萌芽期、起步期、快速扩张期和调整期，30 余年起起伏伏，市场已日趋成熟，行业发展的环境整体向好。展望未来，我们认为，中国创投业应沿着“制度专业化”“管理精细化”“渠道多元化”“环境生态化”的路径不断发展与完善。

一是走专业化路径。专业化是全球私募基金发展的普遍规律。从国际看，私募基金可分为证券类私募基金和股权类私募基金，而股权类私募基金又分为创投基金、股权基金（并购基金）、不动产基金等专业化运作基金。许多学者认为，专业化发展是我国私募基金实现高质量发展的必由之路。只有专业化，才能避免各类伪私募基金的泛滥，促进行业回归本原；只有专业化，才能打造基金管理品牌，有效提升核心竞争力；只有专业化，才能按照不同基金的特点实行差异化监管，精准施策。建议进一步完善私募基金法律的概念体系，明确证券投资基金、创业投资基金以及其他类股权投资基金的投资边界，为专业化发展奠定法律基础。进一步完善区别化的政策扶持体系和差异化的行政监管制度，避免“一刀切”行为，在行业注册、审批、监管、退出以及扶持优惠等方面给予充分考虑，推进落实创新容错机制，实施差异化政策。

二是走精细化路径。精细化管理源于日本 20 世纪 50 年代的一种企业管理理念，是一种以最大限度地减少管理所占用的资源和降低管理成本为主要目标的管理方式。精细化管理是社会分工的精细化以及服务质量的精细化对现代管理的必然要求，也是我国创投行业提质增质、做强做大的必然要求。我国创投行业发展正从粗放式管理走向规范化管理，未来应向精细化管理迈进。建议学习国际创投的先进管理经验，提高机构募、投、管、退各部门的专业实力，根据被投企业不同发展阶段、投资金额进行差异化的资源分配和管理服务，最大限度地利用投后资源提升被投企业的效益。加大对创业投资人才的培养、引进和使用力度，集聚国内外优质创业投资管理人，对高端人才引进给予适当奖励和便利服务。

三是走多元化路径。畅通的资本流动是创投行业发展的关键要素。与国外创投相比，募资与退出不畅一直是影响我国创投业发展的重要原因。未来，应进一步发展多元化的资金募集渠道与多元化的资本退出渠道。建议在法律法规允许的框架范围内，创新各类资金募集手段，鼓励各类有风险承受能力的主体（包括企业、个人、非营利组织等）开展创业投资业务；完善制度设计，放宽银行、保险资金、社保基金等金融与类金融机构投资创业投资基金的门槛；鼓励和支持运作规范的创业投资企业，通过上市、发行企业债券、发行资金信托等方式，拓展多元化的融资渠道。进一步完善多层次资本市场建设，大力发展科创板，建立稳定的市场化运作机制，完善创投企业上市及退出相关制度建设，畅通创投机构的退出通道。

四是走生态化路径。创投行业的发展离不开项目的挖掘、选取、培养、退出等各个环节，需要完善生态系统的构建。建议优化鼓励专业化发展的市场环境，加快税收优惠等扶持政策的落地；继续完善优秀项目的孵化培育机制，通过建立国际合作孵化器、加速器、国际科技合作基地等方式，加快境外优秀项目的培养与引入[11]；充分发挥科技投资服务平台作用，建立联通科技创新项目、各类基金以及科创板等市场板块的纽带，丰富创业投资企业的投资和退出渠道；推动银行、保险、券商、各类基金、担保公司以及其他专业科技金融机构之间的联动衔接，形成全方位一体化的金融服务生态。

特别感谢

调查组全体成员：郭戎、李希义、魏世杰、朱欣乐、郭腾达、白瑞亮、赵淑芳等。■

参考文献：

[1] Feldman R. Patent Demands & Startup Companies: The View from the Venture Capital Community[J]. Yale Journal of Law & Technology, 2015(16): 236.

[2] 张俊芳，张明喜 . 2016 年中国创业风险发展态势与思考 [J]. 全球科技经济瞭望，2017（10）：29-38.

[3] 统计科学研究所宏观经济预测分析小组 . 2018、2019 年我国宏观经济主要指标分析预测 [J]. 调研世界，2018（12）：3-7.

[4] International Monetary Fund. World Economic Outlook[R/OL]. [2019-08-28]. https://www.imf.org/zh/Publications/WEO/Issues/2019/10/01/world-economic-outlook-october-2019#ExecSum.

[5] 央行最新报告点出全球经济四大风险 [N]. 中国贸易报，2018-11-19（7）.

[6] National Venture Capital Association. NVCA 2019 Yearbook[R]. Washington DC: Thomson Reuters, 2019: 11.

[7] Europe Venture Capital Association. 2019 European Private Equity Activity[R]. Belgium: Invest Europe, 2019: 5-6.

[8] 胡志坚，张晓原，贾敬敦，等 . 中国创业投资发展报告 [M]. 北京：经济管理出版社，2019：138.

[9] CB Insights. MoneyTreeTM Report[R]. London: PWC，2018: 8.

[10] 中国人民银行 . 2018 年中国金融市场发展报告 [M]. 北京：中国金融出版社，2019.

[11] 张俊芳 . 中国创投发展的新态势、问题与建议 [J]. 全球科技经济瞭望，2018（8）：15-27.

Observation and Reflection on Venture Capital Market in 2018

ZHANG Jun-fang, ZHANG Ming-xi

(Chinese Academy of Science and Technology for Development, Beijing 100038)

Abstract: Since 2002, the Ministry of Science and Technology has continued to carry out the national venture capital survey, tracking the latest development of the industry. Based on the macro trend of development in 2018, the 17th National Venture Capital special survey data and industry survey data, this paper analyzes the new trend of development of the global and China's venture capital industry in 2018. At the same time, the future development of the industry is put forward.

Key words: venture capital; fund of fund; science and technology finance

（上接第8页）

Problems and Challenges Facing China's STI Policies under WTO Subsidy Rules

HUANG Ning

(Chinese Academy of Science and Technology for Development, Beijing 100038)

Abstract: Under the WTO framework, the SCM Agreement has formed a general constraint on the issue of subsidies for China's science and technology innovation (STI) policies. The key to harmonize China's STI policies with the SCM Agreement is "specificity". However, the compliance risks of different types of STI policies also differ. With the improvement of the competitiveness of China's high-tech industries, the strengthening of technological restrictions imposed by developed countries, and the reform of multilateral subsidy rules, the issue of subsidies for China's STI policies will face new challenges. This paper also puts forward related suggestions.

Key words: WTO; the SCM Agreement; STI policies; subsidy