

“耐心资本”自出现以来就与科技创新紧密联系在一起，被寄予厚望，成为“热词”。2024年底，中央经济工作会议强调要以科技创新引领新质生产力发展，其中一条重要举措，就是“健全多层次金融服务体系，壮大耐心资本，更大力度吸引社会资本参与创业投资，梯度培育创新型企业”。学习时报高端智库版就如何培育壮大耐心资本、发挥其实效开展深入探讨。

培育完善的耐心资本供求生态

□ 张晓晶 李俊成

耐心资本已上升为国家创新体系建设的核心议题。新一轮科技革命与大国战略博弈深度交织，正在重塑全球创新版图与产业链格局。在此背景下，实现高水平科技自立自强及培育发展新质生产力，不仅关乎经济高质量发展，更是我国在日趋激烈的国际竞争中掌握发展主动权的关键举措。作为国家创新体系的重要支撑，耐心资本在助力高水平科技自立自强、培育新质生产力中的作用正日益凸显。

耐心资本是一种秉持长期主义理念的资本形态，其核心特征在于突破短期逐利导向，着眼于跨越经济周期的价值成长。相较于传统资本对即时回报的追求，耐心资本更注重培育具有战略价值的投资标的，具备较长的投资周期预期和较高的风险耐受度。具体来说，耐心资本主要具有以下特点。其一，坚持长期主义。耐心资本采用低折现率决策框架，以中长期投资为主，是一种长期性、稳定性的价值投资，与科技研发、产业转化的周期规律相匹配。其二，耐受风险波动。与重视短线决策的“热钱”“快钱”不同，耐心资本能够承担较高的短期风险，能够在市场波动中保持冷静，并积极开展逆周期布局。其三，重视价值投资。耐心资本主要围绕经济社会发展的战略目标和重点领域进行有针对性的投资，并深度介入被投企业和项目的发展，注重与实体经济活动保持良性互动。

耐心资本的突出优势。这主要体现在支持科技创新、驱动产业升级及促进科技、产业、金融良性循环方面。在支持科技创新方面，耐心资本的重要作用不仅体现在直接的资金投入，更体现在对创新主体成长的全周期陪伴以及对创新路径演进规律的精准把握上。传统的投资模式往往对失败的容忍度较低，一旦项目在某个阶段未能达到预期目标，资金支持可能会立即中断。为有效应对科技创新的不确定性和高风险性，耐心资本通过技术保险、跨期损失递延等机制，将“允许试错”的理念转化为可操作的金融方案。基于对主体长期发展的关注和对创新过程的深刻理解，耐心资本为创新主体提供了一个相对宽松的资金环境，避免因短期压力中断创新，从而大大提高了创新成功的概率。

在驱动产业升级方面，耐心资本通过对资本估值逻辑的系统性纠偏，将资源配置重心从短期套利转向长期价值锚定，为技术的持续突破及产业升级提供有力支持。产业升级的本质动能源于技术创新，而技术从实验室到产业化之间横亘着被称为“死亡之谷”的关键断层——这一阶段的技术成熟度尚不足以吸引传统资本，却又亟须持续投入以实现商业突破。耐心

资本通过重构资本的时间偏好，有效突破技术转化的“贴现困境”。具体来说，耐心资本通过调低折现率，重新校准价值判断的时间尺度，从而为人工智能、量子计算等前沿领域的持续投入提供财务可行性基础，也因此打破了传统资本短视决策引发的技术路径依赖。

在促进科技、产业、金融的良性循环中，耐心资本不再将资本当作单纯的生产要素，而是作为重构生产函数的关键变量。通过纠正市场在跨期决策中的失灵问题，推动形成“技术突破—产业验证—资本反哺”的正向增强回路；在技术突破阶段，耐心资本为研发活动提供坚实的资金保障；在产业验证阶段，耐心资本陪伴企业完成技术的转化应用；当企业取得成功并获得收益后，部分收益就会反哺投入新的技术研发和产业项目里，形成一个良性循环。这种循环不仅提升了单一要素的生产效率，还通过系统协同，产生了“1+1>2”的聚合效应。与此同时，这种良性循环也有利于促进金融市场的稳定与发展，从而为耐心资本的进一步发展营造良好环境。

发挥耐心资本作用亟待形成完善的供求生态。长期以来，耐心资本在供给端和需求端存在不相适配的情况。一方面，耐心资本的供给相对稀缺，难以满足当前高水平科技自立自强和新质生产力培育的迫切需求；另一方面，信息不对称的存在以及价值发现机制的缺失，导致资本需求难以得到精准供给，进一步加剧了供求不匹配的现象。

在供给端，耐心资本的生成逻辑需突破传统金融的期限错配陷阱。从生命周期理论的角度来看，资本供给方的跨期决策受到流动性偏好和风险厌恶的双重约束。一个完善的供给生态需要建立期限转换和风险分散机制，以提高资本的跨期配置意愿和能力。一方面，金融工具的创新是解决这一问题的重要抓手。例如，永续债等创新型金融工具能够有效实现短期资金流向长期资本沉淀的转化。与此同时，资产负债匹配管理技术（如久期管理）的运用，可显著缓解金融机构面临的流动性压力，增强其跨期资源配置的稳定性。另一方面，有效的机制设计与制度安排同样不可或缺。多元化配置下的投资风险分散、有限合伙制下的有限损失承担，以及有效的信息披露机制等，均有助于提高耐心资本对短期波动的承受能力。从制度环境的视角看，法治化与高标准市场体系建设对于耐心资本的有效供给具有基础性意义。特别是在人工智能、基因编辑等前沿科技领域，监管政策的时滞性与不确定性问题尤为突

出。例如，随着技术迭代加速，数据安全、隐私保护以及伦理道德等新型风险逐渐显现，部分投资者对监管政策可能出现的“风向突变”存在合理担忧，这种不确定性可能导致资本流向短期领域，从而限制耐心资本的规模化发展。对此，政府与监管机构应当在坚守技术伦理底线的前提下，提供清晰透明且具有前瞻性的政策指引。通过建立政策沟通机制、完善监管沙盒制度以及出台长期技术发展规划，缓解投资者对政策不确定性的焦虑情绪，引导更多长期资本流向具有战略意义的科技创新领域，从而为耐心资本的有效供给提供坚实的制度保障。

在需求端，科技创新对耐心资本的吸纳能力取决于价值发现机制的完善程度。耐心资本价值的释放，不仅依赖于资金供给的充裕性，更取决于是否存在可供长期持有的优质资产，以及能否精准对接高回报的科技项目。信息经济学显示，技术创新的“模糊前端”阶段存在严重的信息不对称，容易导致市场出现“逆向选择”。破解这一困局，需要构建一个多层次的信号传递体系：在微观层面，企业应通过动态披露技术成熟度评估、专利质量指数、研发投入强度等非财务信息，降低投资者的信息搜寻成本；在中观层面，第三方技术认证机构（如技术经纪平台）需强化专业背书功能，建立基于技术生命周期的分级认证标准；在宏观层面，产业政策应通过绘制动态技术路线图提供长期价值锚点，明确战略性新兴产业的关键技术节点。这种多层次信息结构的构建，本质上是通过降低信息不对称来释放耐心资本的配置效能。推动形成“技术发现—价值确认—资本赋能”的良性循环机制，为耐心资本在科技创新领域的精准配置提供制度保障。

供求互动层面，耐心资本效能最大化的关键在于构建激励相容的契约网络。一个完善的资本供求生态体系需要通过治理结构的创新来实现利益的再平衡。具体来说，对于耐心资本的供给方，可采用阶梯式收益分配（如优先回报条款）和风险补偿机制（如政府担保），重塑风险—收益匹配曲线；对于耐心资本的需求方，可引入对赌协议和股权动态调整条款，将管理者薪酬与长期技术指标挂钩，保证管理人利益与投资者的长期利益保持一致，从而更好地服务于科技创新和产业升级需要。此外，退出机制的完善是保障耐心资本循环的关键环节。通过完善多层次资本市场体系，为投资者提供多样化的退出渠道，可增强投资者的信心和长期投资意愿。同时，对于未达预期的技术项目，应建立规范的清算与止损机制，通过设

立技术破产保护制度，平衡投资者权益保护与创新试错空间的需求。

多措并举完善耐心资本供求生态。完善耐心资本供求生态，本质在于重塑经济系统的“时间观”，需通过制度设计将长期价值理念嵌入市场基因。这一目标的实现，需要政府、市场以及社会等多元投资主体的协同，从多个维度共同发力。

构建多层次的耐心资本体系。一是拓宽资金供给来源。积极吸引民营资本、社保基金、商业保险、养老金等各类资金进入耐心资本领域，构建多元化的资金供给格局。适度放宽对社保基金、企业年金、养老金、保险资金以及国有企业资本等长线资金进入创投行业的政策限制，为耐心资本的积累提供稳定且多元的资金来源。创新金融工具，例如发行“超长期特别国债”，引导社会资本转化为耐心资本，确保耐心资本能够获得长期、稳定的资金供应。二是优化供给结构。注重引导和发挥包括公共养老保险、商业保险机构等在内的不同投资主体的作用，充分运用和调动各类市场投资主体的差异化优势，推动科技创新资本的协同配合。通过合理的资金配置和接力机制，使资金供给更好地适应科技创新不同阶段的需求特征，为科技创新的全过程提供精准的资金支持。三是畅通退出渠道。完善和利用多层次资本市场，鼓励社会资本设立市场化并购母基金或创业投资二级市场基金，为耐心资本提供多样化的退出选择。通过促进耐心资本投入与退出的良性循环，有效增强投资者的信心和耐心资本的供给意愿。

提高耐心资本供求的匹配效率。一是增强技术演进方向的可见性。鼓励国家实验室、产业创新联盟等权威平台定期发布技术成熟度评估报告，重点关注人工智能、生物医药、新能源等前沿领域，明确各技术所处的发展阶段及未来趋势。同时，提供未来产业细分赛道分析及市场投资形势解读，助力耐心资本精准对接具有潜力的科技项目。二是建立健全科技企业信息披露和监督机制。引导科技企业加强对技术研发进度、市场前景预估等方面的信息披露，同时建立严格的监督机制，确保信息的真实性和可靠性。通过减少信息不对称，降低耐心资本投资者的筛选和评估成本，提高资本配置效率。三是提高投资者的专业投资能力。鉴于新产业、新业态、新技术的复杂性，可通过线上线下培训、投资者教育基地等多元手段，增强投资者对于前沿科技的理解能力。探索建立“科学家+企业家+投资人”协同的技术挖掘与甄别机制，开展前瞻性、针对性、储备性的技术研究。培育“技术型投资机构”群

体，鼓励产业龙头设立风险投资基金，提高耐心资本配置的科学性、精准性。

优化耐心资本承受短期波动的机制设计。一是创新预期引导工具。开发风险证券化工具，如技术路线保险、专利池担保等风险转移机制，帮助耐心资本投资者分散风险。建立技术期权交易市场，允许投资者购买技术路线选择权，为耐心资本投资者对冲创新方向不确定性提供更多的选择和应对策略。二是出台鼓励长期投资的优惠政策。对于“投早投小”项目给予更大的税收优惠，有效引导资本流向早期科技创新项目。推行科技创新投资税收递延政策，对持续持有硬科技企业股权超过一定年限的资本实施资本利得税阶梯式减免。通过税收激励，提高企业对于短期业绩波动的容忍度，鼓励长期投资行为。三是建立匹配耐心资本风险偏好的评价考核体系。优化长期考核机制，建立基于全链条、全生命周期的考核评价体系，更加全面、客观地反映投资项目的实际价值和潜力。完善管理人激励机制，试点“基础管理费+超额收益分成+战略达成奖励”的复合薪酬模式，激励管理人更加注重项目的长期发展和战略目标的实现。

推动宏观政策、监管规则与长期投资逻辑相协调。一是增强宏观政策取向的协同性、一致性。统筹长期战略与短期目标实现，加强财政、货币、产业、科技等政策之间的协调配合，避免短期政策波动可能带来的干扰，引导资本更好地满足科技创新特别是原创性创新、颠覆式创新目标，培养资本市场的长期主义文化，引导资本市场的参与者更加注重长期价值的创造和积累。二是提高监管环境的稳定性和透明度。在前沿技术领域，实施负面清单规则，明确非禁止即允许的监管原则，为创新留出足够的空间。同时，推行监管沙盒容错机制，允许在量子计算等特殊领域试点“先试后管”的创新模式，促进新技术、新业态的发展，为耐心资本投资者提供稳定和可预期的监管环境。三是落实落细“三个区分开来”。明确区分市场风险与决策失误，对于因技术路线竞争、产业政策调整等不可抗力导致的损失予以免责；科学区分个体项目与整体组合，允许在组合收益率达标的情况下存在一定比例的失败项目；合理区分勤勉尽责与道德风险，建立投资决策全流程留痕制度和专家评议机制，为投资者和管理人提供更加公平、合理的评价和追责标准。

（作者分别系中国社会科学院金融研究所所长、国家金融与发展实验室主任，中国社会科学院金融研究所副研究员）

治理之道

当前，我国正处于世界新一轮科技革命和产业变革与国内发展方式转变的交汇期。从国内环境来看，培育和发展新质生产力，必须依靠科技创新引领产业创新；从国际环境看，抢占科技和未来产业制高点已成为大国博弈的核心目标。作为畅通科技、产业、金融循环的关键力量，耐心资本已上升为国家创新体系建设的核心议题。总体上，我国耐心资本发展已取得积极成效，但相比科技创新的需求仍有较大差距。破解这一难题，关键在于加快形成完善的耐心资本供求生态。

近年来，耐心资本因其长期性、战略性和风险容忍度，以及对支持颠覆性技术创新、培育战略性新兴产业、赋能中小企业成长的作用，成为市场“热词”。2024年末，我国存续创投基金总规模达3.36万亿元，同比增长4.7%。为实现其培育壮大，国务院办公厅于2025年1月出台《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》，建立健全容错机制，简化项目退出流程，为发展壮大耐心资本、切实发挥实效作出了具体部署。然而，我国资本市场短期化、逐利化倾向尚未得以根本扭转，耐心资本培育仍然面临一些挑战。一方面，耐心资本的区域分布不均衡，投资主要集中在北、上、广、深、苏、浙等几大区域。另一方面，退出渠道仍以IPO为主，多元化退出机制尚待完善。因此，要培育壮大耐心资本，使其更好服务于国家长远发展大局，亟须从“引导”与“放活”两个层面协同发力，妥善处理好科技投资领域的政府与市场关系，构建一个既有战略导向又能充分激发市场活力的良好生态。

培育耐心资本，政府的有效引导至关重要。这种引导并非简单粗暴的

行政干预，而是通过科学的政策设计和精准的资源配置，为耐心资本的形成和发展指明方向、提供支撑，使其更好地与国家战略同频共振。首先，优化财税激励政策，提升长期投资吸引力。例如，可以考虑符合国家战略方向的长期投资基金在所得税、资本利得税等方面给予阶段性减免或递延纳税；对投资“卡脖子”技术领域、初创期科技企业的资本，适当提高亏损结转年限或加大税前抵扣力度，引导社会资本从短线思维转向长线价值，甘做“时间的朋友”。其次，发挥政府引导基金的“催化剂”与“风向标”作用。政府引导基金应进一步优化运作模式，更多地投向市场失灵、社会资本不愿或不敢进入的早期创新领域和关键核心技术攻关项

目，强化此类基金的“耐心”属性，适当放宽对短期回报率的考核，更加注重其对社会资本的撬动效应和对战略性新兴产业的培育效果。最后，构建国家层面的战略性新兴产业甄别与推送机制。提升精准识别具有战略价值和长期潜力的企业与项目的能力，确保这些项目能够被有效发掘并进入耐心资本视野。同时，建立跨部门、多领域的专家咨询评估体系，对关乎国家长远发展和产业链安全的关键项目进行筛选、评估和认证，形成优质项目库，向合格的耐心资本进行精准推送和对接。

耐心资本的培育，更离不开一个健康、高效、富有活力的资本市场环境。“放活”的核心在于遵循市场规律，减少不必要的行政干预，打通资

本“募、投、管、退”各个环节，激发经营主体的内生动力。首先，资本的“耐心”并非无限，畅通的退出机制是吸引长期投资的关键前提。应畅通多元化、市场化的退出渠道，持续深化资本市场改革，完善多层次资本市场体系，支持符合条件的科技创新企业通过IPO、并购重组、股权转让等多种方式实现价值变现。特别是要进一步提升科创板、创业板、北交所等板块的包容性和流动性，为早期投资者和长期资本提供灵活、高效的退出路径，形成“有进有出、良性循环”的格局。其次，政策的连续性和稳定性是培育耐心资本的重要保障。要营造公平竞争、预期稳定的市场环境，坚持市场化、法治化改革方向，最大限度减少对微观经营活动的直接

干预，确保各类所有制企业在要素获取、准入许可、经营运行、招标投标等方面享有平等待遇。强化知识产权保护，严厉打击侵权行为，保护创新者的合法权益，让长期投资者对未来有稳定预期，敢于进行长期布局。最后，培育耐心资本，需要在激励与风险之间找到平衡点。应健全激励约束与风险分担机制，鼓励发展市场化的风险投资、创业投资，并探索建立与之相适应的尽职免责和容错机制。不仅要容许企业在创新探索中失败，也要为那些秉持长期价值理念、审慎进行风险评估的投资机构提供合理的风险缓冲和分担路径。

“引导”与“放活”并非相互割裂，而是辩证统一、相辅相成的两个方面。有效的“引导”能够为“放

活”指明方向、优化环境，确保市场活力在国家战略轨道上充分释放；充分的“放活”则能为“引导”提供市场反馈、激发微观主体动力，让政策目标更有效地落地。当前，培育耐心资本，就是要处理好政府与市场的关系：政府聚焦于提供公共服务、弥补市场失灵、维护公平竞争、创造稳定预期；市场在资源配置中发挥决定性作用，激发各类投资主体的活力和创造力。培育耐心资本是一项系统工程，必须坚持“引导”与“放活”双轮驱动，一方面，通过精准有效的政策工具，引导资本服务于国家战略需求，甘做“栽种者”而非单纯的“摘果者”；另一方面，通过深化市场化改革，优化营商环境，畅通循环路径，为耐心资本的成长壮大提供肥沃土壤。唯此，才能汇聚起磅礴的资本力量，为中国式现代化建设注入持久而强劲的动力。

（作者系中央财经大学经济学院教授）

