从宏观变局到国有资本价值创造

临平国投的战略选择：增长范式转换、资本配置重构与产业运营能力提升

邓燕飞

浙江财经大学经济学院

2026 年 11 月 18 日

从“融资建设”到“投得准、管得好、退得出”

报告结构

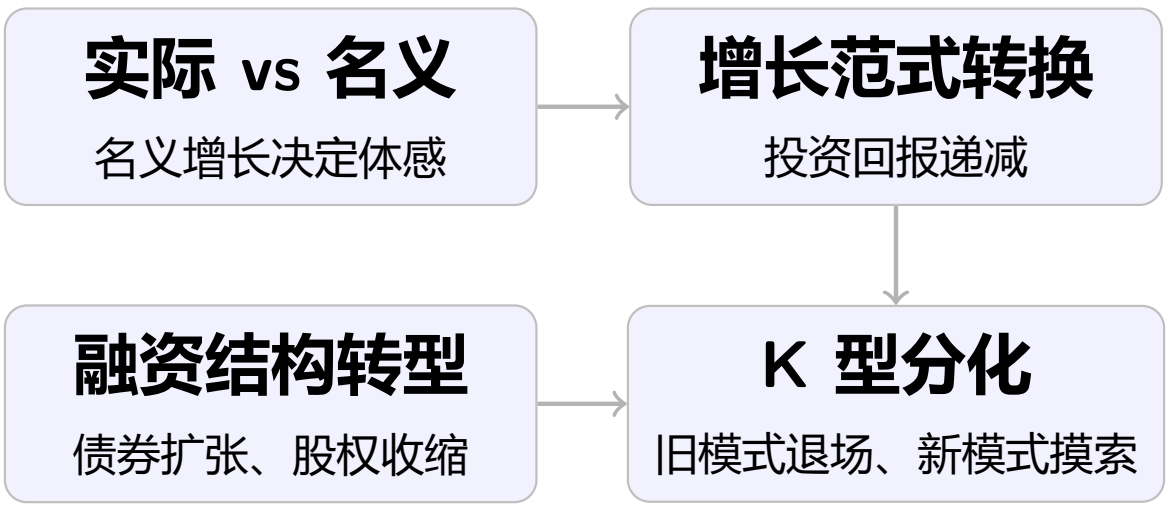


【提示】中场有个简单的问卷调查，期待各位的实战直觉与学术研究的碰撞。

第一部分概览：认识变化

本部分要讨论的问题

为什么“经济还在增长”，但企业、财政和平台的**体感偏冷**？名义增长、投资回报递减、融资结构变化和 K 型分化，是四个相互关联的答案。



实际增长 vs 名义增长

一个恒等式

$$Y^N = P \cdot Y^R$$

名义 GDP = 价格水平 × 实际 GDP

实际 GDP

- 反映**产出数量**变化
- 2026 年前三季度增长 **4.6%** (三季度单季 **4.5%**)

名义 GDP

- 同时反映**数量和价格**
- 2023 年，-0.51；2024 年，-0.8
- 2025 年，-0.96；2026 年，

关键含义

企业收入、利润、税收、债务偿付能力，常以**名义变量**统计记录。实际增长尚可，但名义增长低迷时，微观主体的“体感”会明显偏冷。

讨论：为什么 GDP 增长，企业却不一定赚钱？

一个反常识问题

2026 年前三季度实际 GDP 增长 4.6%，但不少企业反映“增收不增利”。为什么？

- 平减指数偏低 $\rightarrow$ 产品价格上不去 $\rightarrow$ 收入增长慢于成本
- 债务是名义的：名义收入增长慢，偿债压力被动上升
- 资产估值也看名义现金流：名义增长低迷，资产重估压力 $\uparrow$

对临平国投的含义

投资项目的**回报测算**基于名义现金流。**名义增长是项目收益的“分母环境”。**

名义增长与债务动态：一个简单框架

债务/收入比

$$\frac{D}{Y^N} = \frac{D}{P \cdot Y^R}$$

即使实际产出 Y^R 增长，若价格 P 低迷，名义收入增长缓慢，债务负担**被动加重**。

政府债务动态方程（宏观机制类比）

$$d_t = \frac{1 + i_t}{1 + g_t} d_{t-1} - pb_t$$

d_t：债务/GDP；i_t：名义利率；g_t：名义 GDP 增速；pb_t：当期财政盈余/GDP。

对企业的含义

- 收入增长慢于债务利息
- “增收不增利”
- 资本开支意愿下降

对平台的含义

- 债务是名义的，收入依赖名义增长
- 实际偿债压力上升
- 现金流比资产规模更重要

注：该方程作为宏观机制类比，地方国企债务结构与政府债务不完全相同。

三条曲线同步“下台阶”

五年移动均值	阶段一	阶段二	阶段三	阶段四
固定资产投资增速	23.5%	22.6%	15.1%	4.0%
居民消费支出增速	17.5%	12.4%	12.9%	8.2%
GDP 平减指数	6.8%	4.8%	3.0%	1.5%

关键词

房地产、基建、传统消费“三达峰”后的投资收缩，不是短期波动，而是**趋势性下台阶**。

2026 年前三季度：投资全面承压，但结构有亮点

指标（2026 年 1—9 月）	同比增速	备注
固定资产投资	-7.2%	可比口径累计同比
基础设施投资	-4.2%	专项债发行进度偏慢
制造业投资	-2.1%	企业资本开支意愿偏弱
房地产开发投资	-20.6%	销售、开工、资金来源同步承压
民间投资	-10.4%	预期偏弱的直接体现
高技术产业投资	$+4.9\%$	结构性增长
知识产权产品投资	$+9.3\%$	新动能投资仍在扩张

数据来源

国家统计局 2026 年 10 月 19 日发布的前三季度数据。

从投资回报递减到创新驱动

增长函数

$$Y = AK^{\alpha}L^{1-\alpha}$$

传统增长主要依靠资本积累 K 和劳动投入 L 的增加。

- 随着资本存量提高，资本边际产出 $MPK = \partial Y/\partial K$ 递减。
- 过去修一条路，新增经济效益大；后来再修一条路，新增效益明显下降。
- 若无产业、人口、技术和真实需求支撑，新增投资的回报可能**不足以覆盖融资成本**。

对国企管理者的含义

不是不能投资，而是投资的评价标准必须从**投资规模**转向**边际回报**。资本边际效率（MEC）与投资边际回报率（MROI）应成为项目决策的核心标尺。

一个基础性宏观问题：总需求不足，还是供给结构调整？

机制	主要表现	政策含义
总需求不足	消费、投资意愿下降	扩大有效需求
供给结构错配	部分行业过剩、部分领域供给不足	产业结构调整
生产率分化	新产业增长快、传统行业承压	资本重新配置

三者共同作用

三个机制**同时存在**，不是非此即彼。这能避免把所有问题都归结为货币传导不畅或单纯“放水不够”。

对国资平台的含义

若主要是总需求不足，国资平台应配合财政做需求托底；倘主要是供给错配和生产率分化，国资平台应做**资本重新配置**（两者对应的投资逻辑完全不同）。

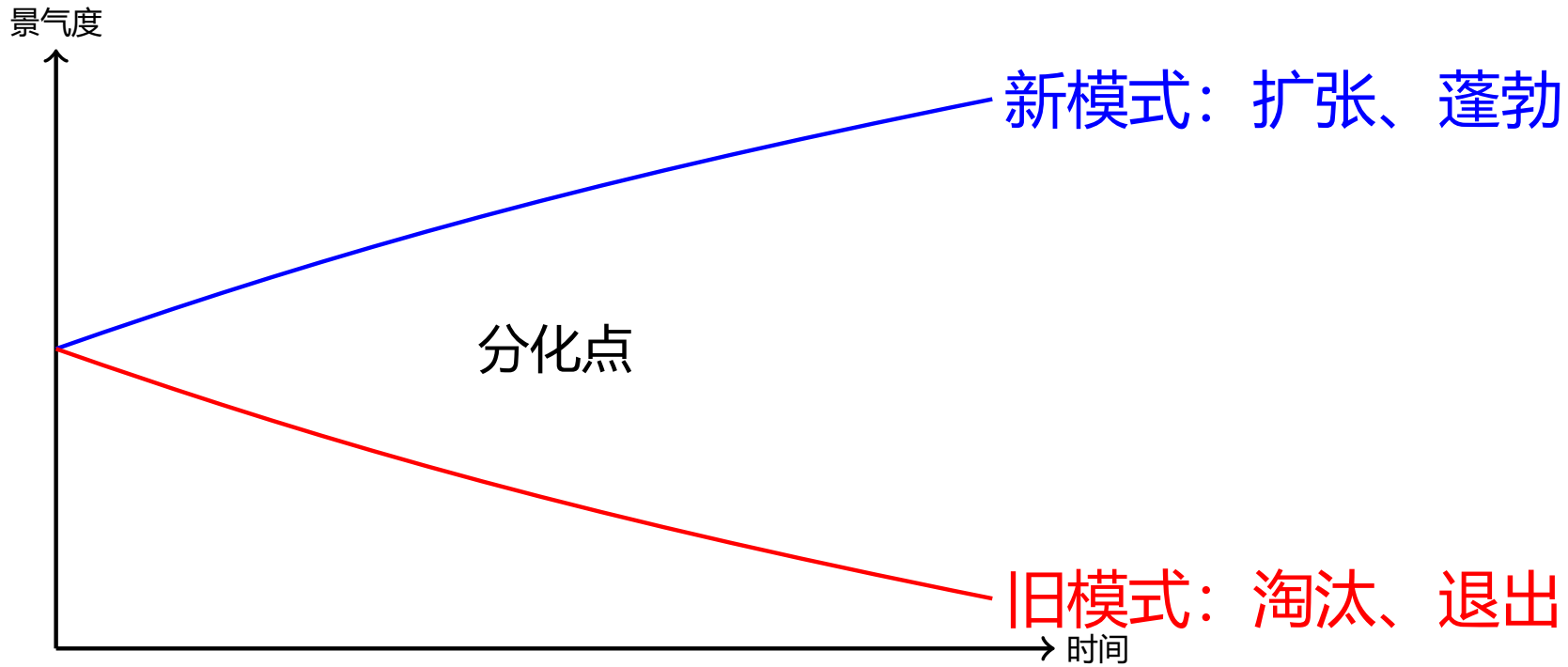
融资结构转型：“信贷单轨”到“双轨”

- 2025 年直接融资增量占比 **46.9%**，首次高于人民币贷款
- 2026 年 9 月末社融存量同比 7.1%；分项：
  - 政府债券余额同比 **+13.7%**
  - 企业债券余额同比 **+9.3%**
  - 非金融企业境内股票余额同比 **+5.8%**
- 结构非对称：**债券扩张、股权收缩**
  - 股权投资市场投资额：2021 年峰值 1.42 万亿 $\rightarrow$ 2024 年约 0.64 万亿（清科/投中口径）

对临平国投的含义

直接融资扩容是方向，但股权市场收缩意味着“耐心资本”稀缺，**谁能提供长期资本，谁就有结构性优势。**

K 型分化：旧模式退场，新模式摸索



- 旧模式（房地产、传统基建、低端制造）在收缩中退出
- 新模式（硬科技、绿色、数字、AI 应用）在摸索中扩张
- 分化不是“一起变差”，而是**结构在换血**

判断

K 型分化的本质，是旧模式被淘汰、新模式在摸索扩张。关键是**人力资源再就业、资产再配置、信贷再分配**能否平稳完成。

过渡期的当务之急：平稳换轨

- 前途是光明的，但光明到来之前，要保证经济**平稳过渡、不发生大的变动**
- 三个“再配置”是核心考验：
  - **人力资源再就业**：旧行业释放的劳动力，能否被新行业吸收？
  - **资产再配置**：土地、厂房、基建等旧资产，能否转化为新用途、新现金流？
  - **信贷再分配**：银行信贷能否从旧抵押品转向新资产形态？
- 这对政府调控、对国资平台的运营能力，都是直接考验

对临平国投的含义

平台既是“旧资产”的持有者，也是“新产业”的投资者。过渡期的价值，就在于**把旧资产盘活、把新产业扶上马。**

宏观变局下的微观决策：“预期管理”

从宏观到微观的桥梁

K 型分化与名义增长低迷，意味着外部信号愈发嘈杂。决策者面临的核心约束不再是“信息不够”，而是**有限注意力（RI）**。

理论视角

- 获取信息是有成本的（时间、精力）
- 个体只能**分配注意力**到最关键的信息源上
- 注意力配置决定了**预期形成**的精度

国企实践

- 看宏观数据（CPI/PPI/社融），还是跑企业调研?
- 信政策指引，还是信市场反馈?
- 你选择看什么，决定你对未来的预期，最终决定 10 亿元投向了哪里

在信息过载的环境里，**“看什么”比“看多少”更重要**。注意力配置本身就是一种决策，它先于投资决策，却决定了投资决策的质量。

第一部分小结

1. **名义增长**：决定企业利润、财政能力和偿债压力
2. **投资驱动模式系统性收窄**：边际回报递减，评价标准从规模转向回报
3. **融资结构转型非对称**：债券扩张、股权收缩，“耐心资本”是稀缺品
4. **K 型分化是结构换血**：过渡期考验“三个再配置”
5. **总需求不足与供给错配并存**：政策工具不同，投资逻辑也不同

关键点

经济增长不等于资产增值，
实际增长不等于名义收入增长。

第二部分概览：理解机制

本部分的核心问题

为什么流动性充裕，不等于有效需求充裕？传导链条的梗阻在哪、为什么梗阻、后果是什么。

货币政策传导的五个环节



- 环节①畅通：央行降准降息、再贷款，流动性充裕
- 环节②**梗阻**：银行不敢贷、企业不敢借
- 环节③**失效**：没有有效投资机会，借钱干什么？
- 环节④⑤传导断裂：投资不转化为收入，收入不推动价格

对照：传统融资逻辑 vs 新阶段融资逻辑

比较维度	传统融资逻辑	新阶段融资逻辑
融资依据	看抵押物	看项目质量与未来现金流
价值判断	看资产规模	看资本回报
信用基础	看政府信用	看企业自身信用
项目评价	看建设进度	看运营效率
发展目标	看融资能力	看价值创造能力

“结构性锁定”：十把钥匙开一把锁

比喻

工具箱里有十把钥匙（降息、降准、再贷款、PSL、结构性工具等），但开的都是同一把锁：**房地产 + 基建。**

- 过去十几年，几乎所有宽松最终都通过房地产和基建传导到总需求
- 原因：这两个部门有**可抵押资产**（土地、房产、政府信用），产业链条长，资金能传导到居民收入
- 现在，旧路被主动收窄（去金融化、化债），这是对的
- 但新路（科技、绿色、数字经济）缺抵押品、缺政府隐性担保，银行不敢贷

核心判断

旧路收窄 $\rightarrow$ 新路未通 $\rightarrow$ 流动性滞留金融体系 $\rightarrow$ 物价难回升。**降低融资成本，不等于创造有效投资机会。**

信用渠道 vs 货币渠道

货币渠道（传统）

央行 $\rightarrow$ 降息 $\rightarrow$ 融资成本下降 $\rightarrow$ 投资消费增加

信用渠道（Bernanke）

央行 $\rightarrow$ 银行风险偏好 $\rightarrow$ 信贷可得性 $\rightarrow$ 投资消费增加

- 当银行风险偏好下降、企业抵押品不足时，**货币渠道失效，信用渠道梗阻**
- 这就是“宽货币、紧信用”的微观基础
- 对中国：房地产调整 $\rightarrow$ 抵押品价值下降 $\rightarrow$ 银行惜贷 $\rightarrow$ 信用收缩

讨论：降息了，为什么企业仍不愿借钱？

不是利率不够低，而是**没有值得借的项目**。信用渠道看的是“未来现金流能不能覆盖本息”，而不是“利率便不便宜”。

资产负债表衰退与一个关键问题

居民

房产资产缩水、负债刚性、消费倾向下降

银行

抵押品价值下降、不良压力上升、风险偏好下降

企业

需求不足、利润下降、偿债优先、投资意愿下降

地方政府及国有平台

土地收入下降、债务约束加强、投资能力收缩

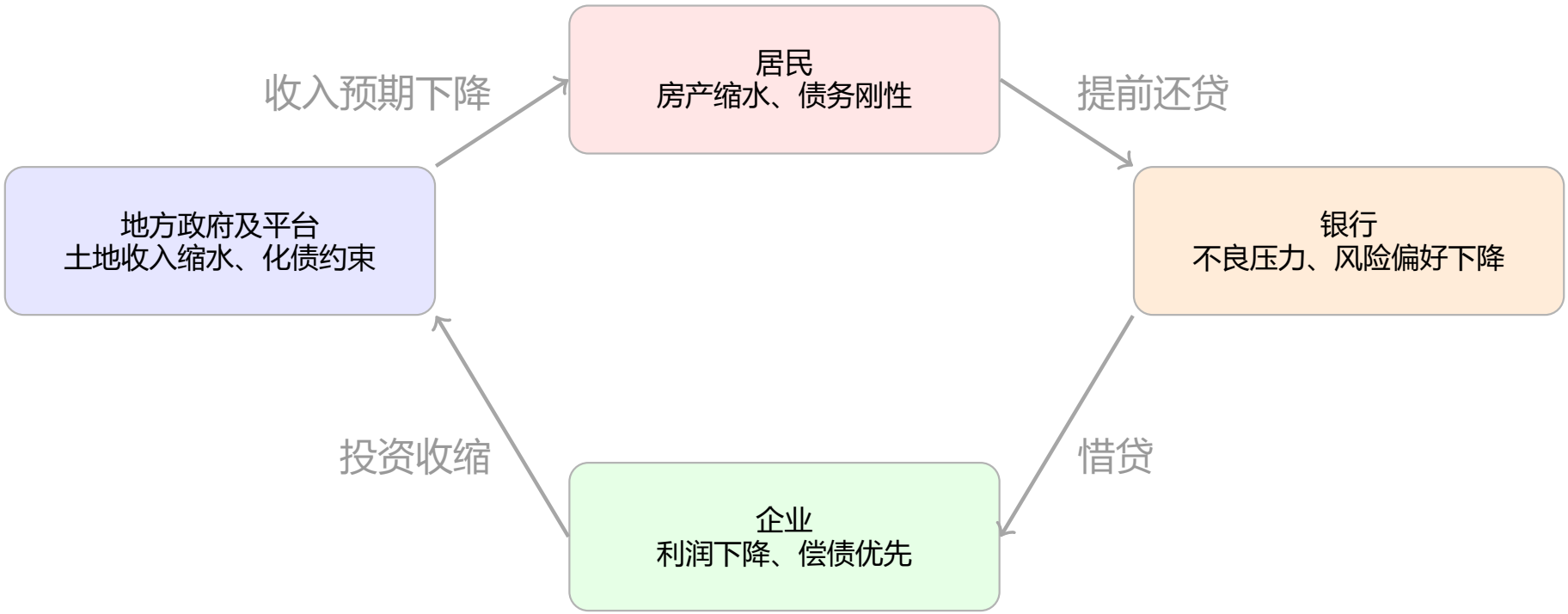
递推链条

收入下降 $\rightarrow$ 偿债优先 $\rightarrow$ 消费与投资下降 $\rightarrow$ 收入进一步下降

一个值得讨论的问题

如果所有经济主体都在努力修复资产负债表，
谁来承担扩大总需求的责任?

资产负债表衰退：四个主体联动



机制

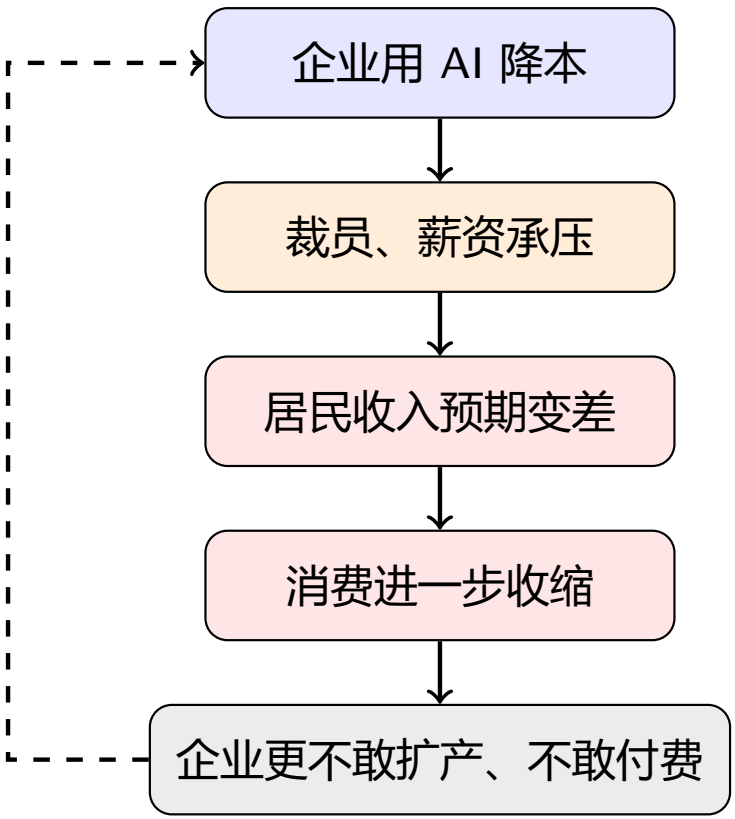
四个主体相互强化：居民缩表 → 银行惜贷 → 企业投资收缩 → 政府收入下降 → 居民收入预期下降 → 进一步缩表。（注：不同渠道影响不同步，非机械因果链。）

AI 专题：生产率提高为何不一定立即带来需求扩张？

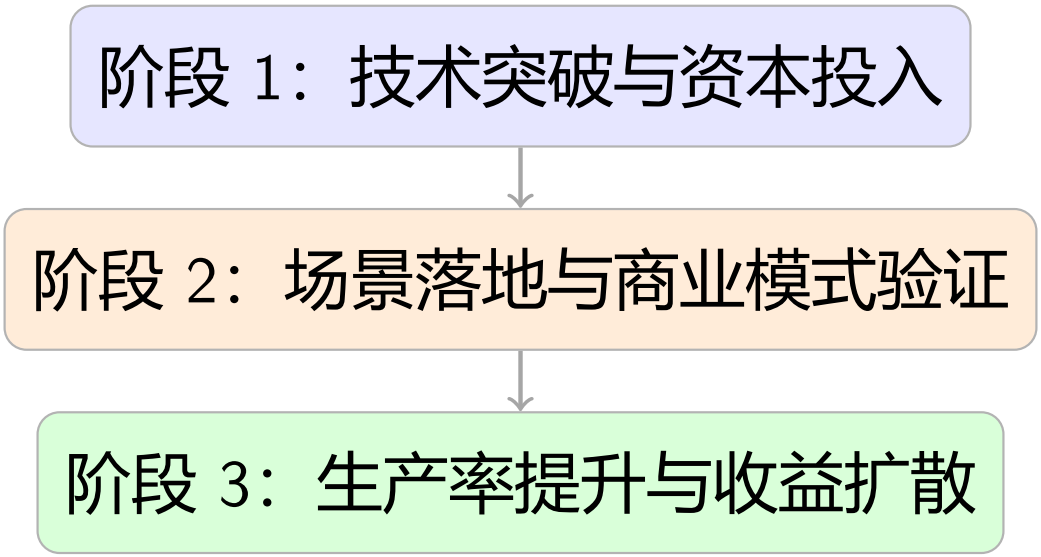
两条相反路径

路径一（正向）：AI 应用 → 效率提高 → 成本下降 → 实际收入提高 → 需求扩张

路径二（负向）：AI 应用 → 劳动替代 → 收入分配变化 → 消费结构变化 → 需求收缩



AI 的破局路径：从资本热潮走向真实生产与商业价值



- 资本市场估值调整与技术商业化是**两个不同过程**
- 泡沫破裂不一定推动技术应用，也可能伤害有潜力企业的融资
- 关键是应用侧能否创造出**愿意付费的新场景**

对国资平台的含义

产业投资不能只看“AI 概念”，要看**应用侧是否真的创造出愿意付费的新场景**。谨慎对待纯算力、纯硬件的估值押注。

财政与货币的协同

- 2026 年赤字率 **4%** 左右，新增政府债务总规模 **11.89 万亿元**
- 超长期特别国债 **1.3 万亿元**：8000 亿“两重”、2500 亿以旧换新、2000 亿设备更新、500 亿财政金融协同促内需
- 地方政府专项债 **4.4 万亿元**
- 支出结构从“投资于物”转向**“投资于人”**

协同而非简单先后

当私人部门资产负债表修复和信用传导受阻时，**财政政策可以发挥更直接的需求支持和结构调整作用**，货币政策则提供适宜的金融条件。

第二部分小结

1. **货币不是主角。**降息空间有限，传导修复需要时间
2. **财政是先行修复者。**修复渠道、创造需求、投资于人
3. **AI 在需求收缩期是“双刃剑”。**破局靠应用侧创造新付费场景
4. **国资平台是载体。**承接财政资金，但要换方式：从“建设”转向“运营 + 产业”

关键点

流动性不等于有效需求，
资金不等于投资。

中场休息与问卷调查

休息 10 分钟

欢迎交流上半场的问题

问卷调查：不确定性下的注意力与决策

为什么做这个问卷调查

上半场我们反复看到同一个机制：**信息有成本、注意力有限、预期会偏**。从名义增长下的“看什么”，到信用渠道里的“信什么”，再到 AI 应用中的“付费场景在哪里”，这些判断，最终都落在决策者如何分配注意力、如何形成预期上。

实验内容

- 注意力配置：面对一组宏观与产业信号，你先看哪几条？
- 预期形成：在信息不完整时，你如何给出判断？

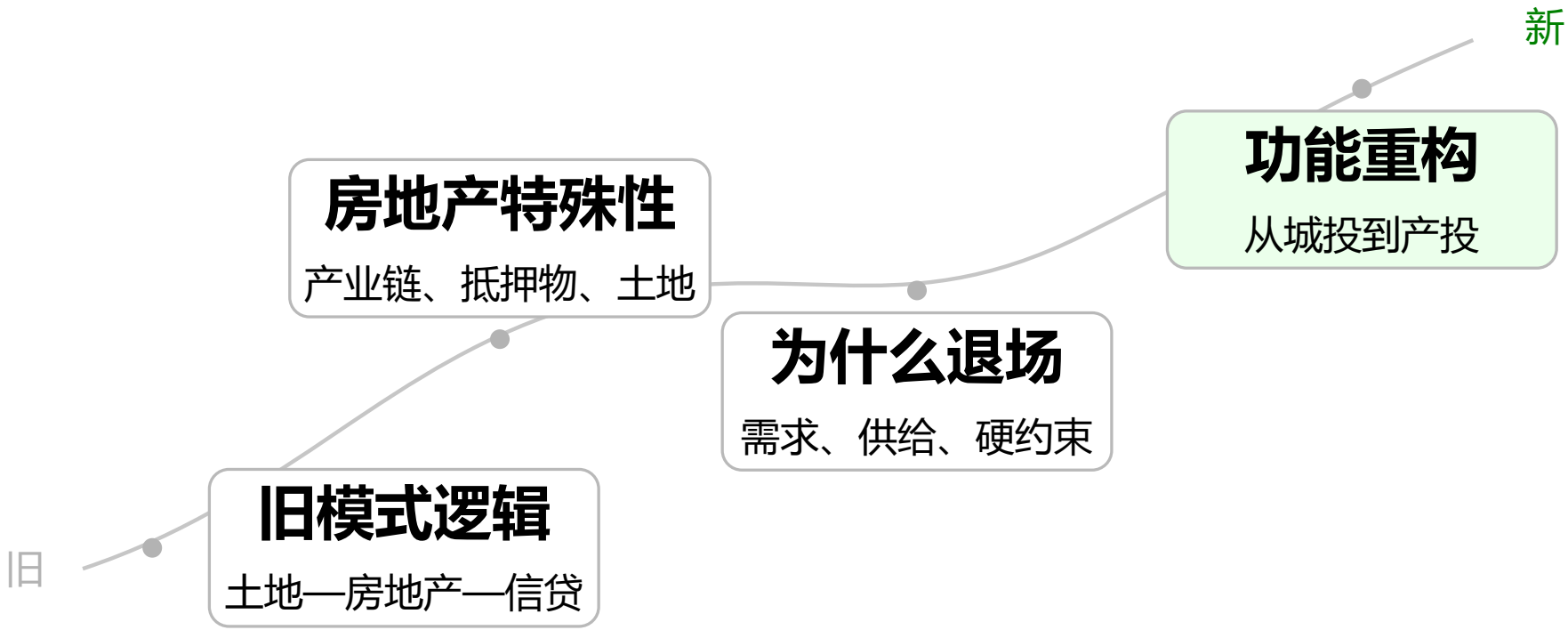
实验内容

- 决策倾向：给定有限资金，你如何在几类资产间配置？
- 沟通信任：不同表述方式下，你对政策信号的信任度

说明

这是教学与研究用途的小实验，不涉及任何商业信息；各位的实战直觉，恰好能与文献中的“有限注意力”“预期形成”“前瞻指引信任度”相互印证。

第三部分概览：识别约束

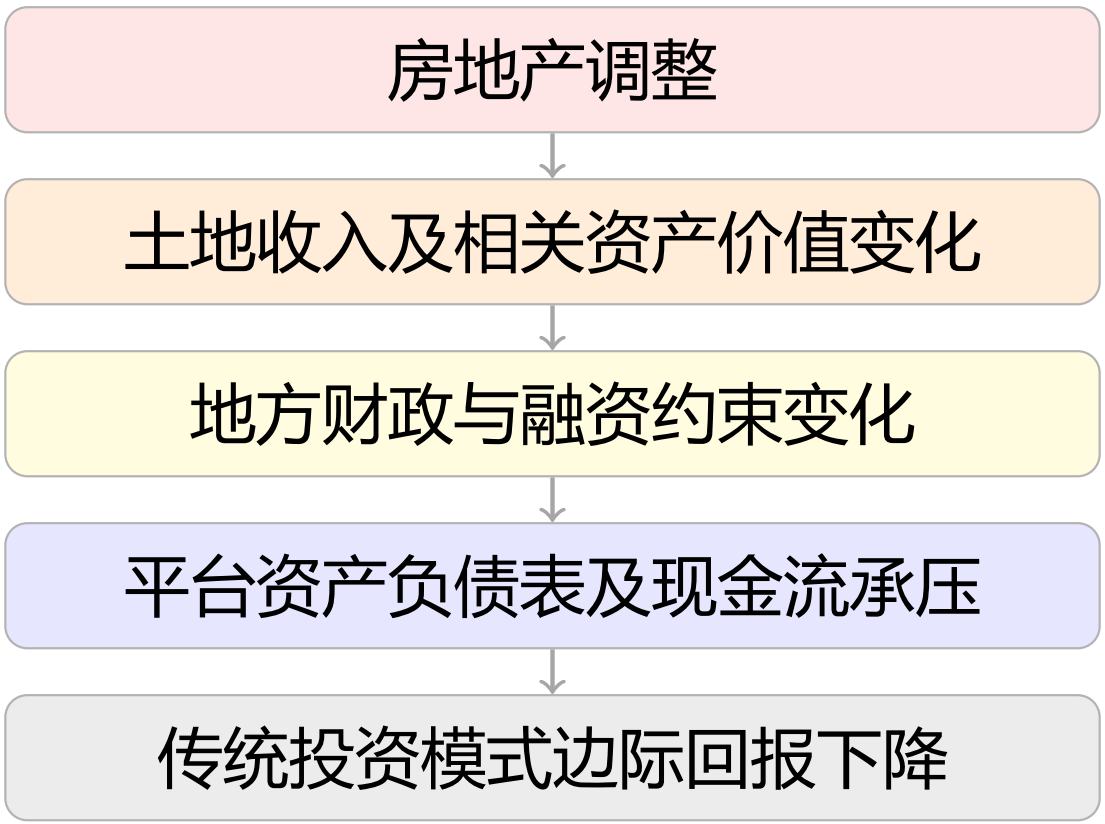


本部分要回答的问题

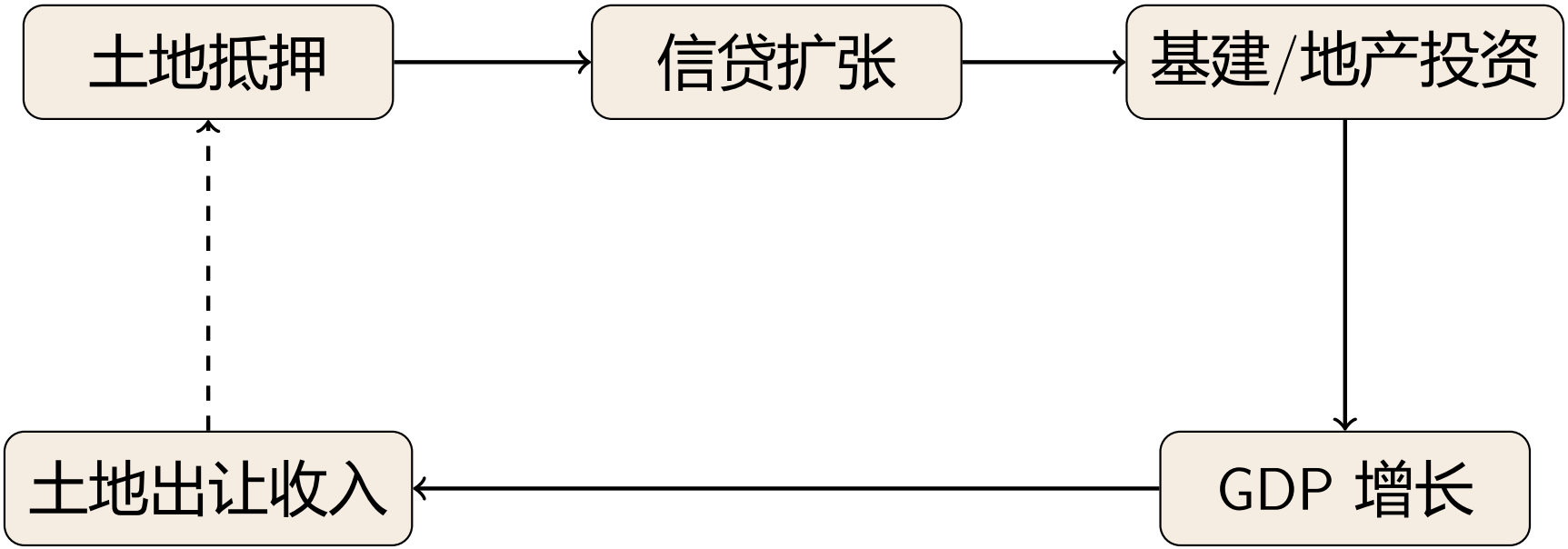
旧模式怎么运转？房地产为什么特殊？为什么必须退场？地方国有资本功能如何重构？

宏观传导机制变化，如何改变地方国资经营环境？

房地产调整对地方财政、国资平台和银行的影响存在**不同渠道**。下图是简化示意。



旧模式：土地抵押—房地产—信贷扩张



- 地方政府“财权事权不匹配” $\rightarrow$ 依赖土地收入
- 银行偏好“硬抵押” $\rightarrow$ 土地和房产是最顺手的抵押品
- 三者咬合，形成自我强化的制度均衡

房地产为什么是“旧支柱”：三重特殊性

1. **产业链长**：上游钢铁、水泥、基建施工队；下游家具、家电、餐饮。带动面广，就业吸纳强。
2. **抵押物属性**：房地产是银行信贷最重要的抵押品，房价上涨 $\rightarrow$ 抵押品增值 $\rightarrow$ 信贷扩张 $\rightarrow$ 再投资。
3. **土地归地方政府掌控**：政府有巨大动力和动机去培育这个市场。这是房地产与其他所有产业最大的区别。

结果

三重特殊性叠加，形成“土地—财政—金融—增长”的自我强化循环。这也是为什么过去每一轮宽松，最终都流向房地产和基建。

旧模式的历史贡献、代价与退场

维度	历史贡献	代价
增长	快速城市化、基础设施超前建设	投资回报率递减
财政	土地出让支撑地方支出	对土地依赖过重
金融	信贷扩张支持建设	地方债务累积、隐性风险
治理	集中力量办大事	重建轻养、重规模轻运营

需求侧

- 人均住房面积接近发达国家水平
- 人口达峰
- 商品房销售面积从峰值腰斩

供给侧/政策侧

- 房地产去金融化（“三道红线”）
- 地方债务管控
- 化债约束下，从“投资”转向“还债”

判断

旧模式不是“错了”，而是**完成了历史使命**。2026 年 1-9 月房地产开发投资下降 20.6%，旧引擎已经熄火。这是**制度性转向**，不是周期性回调。

旧模式无法持续的三个硬约束

1. **杠杆水平与加杠杆空间受限。**居民、企业、政府三部门杠杆率均处高位，需区分“杠杆水平高”与“偿债能力强”，加杠杆空间有限。
2. **人口形势变化。**人口达峰、老龄化加速，住房需求总量扩张时代结束。
3. **产能过剩、投资回报率下降。**继续靠投资拉动，边际回报递减，债务越滚越大。

几乎是共识

三重硬约束叠加，旧趋势无法持续，**必须刹车。**调整期必然痛苦，但要精准施策，做好托底和消化。

地方债务治理的“三道线”

1. **红线**：坚决遏制新增隐性债务
2. **底线**：稳妥化解存量隐性债务
3. **界线**：分清政府与企业责任，打破“刚性兑付”预期

对临平国投的含义

- 政府隐性债务红线不能碰：项目包装、政府担保要格外谨慎。
- 存量债务要化：通过资产盘活、债务重组、REITs等方式。
- 政企责任要分清：平台不是政府的“第二财政”。

国企改革政策地图：四个维度

维度	核心政策	对临平国投的含义
管资本	国有资本投资/运营公司改革	争取“两类公司”授权试点
投融资	地方政府债务管理制度	控增量、化存量，守住流动性底线
基金	国办发〔2025〕1 号文	严控新设基金，县级确需设立须提级审批
资产盘活	国有资产盘活、基础设施 REITs	存量资产证券化，形成资本循环

用法

每条政策对应一个可操作的平台动作。

两类公司：投资公司 vs 运营公司

维度	国有资本投资公司	国有资本运营公司
核心功能	产业投资、战略布局	资本运作、股权管理
资产形态	控股实业为主	持股为主、流动性更强
收益来源	产业分红、股权增值	资本运作收益、分红
考核导向	产业培育、战略任务	资本回报、资产周转
对临平国投的启示	产业基金、直投	资产盘活、REITs

判断

临平国投更接近“**投资公司 + 运营公司”的混合体**：既要投产业，又要盘资产。这决定了考核不宜“一刀切”。

国办发〔2025〕1 号文：政府投资基金的“紧箍咒”

- 县级政府**严格控制新设基金**；财力较好、具备资源禀赋的县区如确需发起设立，应**提级报上级政府审批**
- 强调基金要“投早、投小、投长期、投硬科技”
- 规范返投比例、让利机制、考核评价
- 防止“一窝蜂”、防止“基金招商”变成“补贴竞赛”

对临平国投的含义

已有“3+5+N”基金架构，下一步不是“再设新基金”，而是**把已有基金管好、返投做实、退出跑通。**

更深一层

政府投资基金的价值，不在于基金规模有多大，而在于能否**有效撬动社会资本、支持产业成长并形成可持续的退出机制。**

转型方向：从“城投”到“产投”

维度	城投模式	产投模式
价值来源	政府投资、土地开发、基础设施	企业成长、产业集聚、运营效率
主要资产	土地、工程、基础设施	股权、知识产权、经营性资产
收入来源	代建、财政相关收入、资产收益	经营收入、股权分红、退出收益
风险来源	债务、流动性、政策	技术、市场、管理、估值
核心能力	融资、建设、协调	产业研判、投资、治理、运营
资本周期	相对依赖建设和融资周期	长期培育、退出与再投资

核心转变

从“替政府融资建设”转向**“替产业配置资本”**：融资能力不是产业投资能力，拥有资金也不意味着拥有识别产业机会的能力。

产业投资为什么比基础设施投资更难？

一个科技企业的不确定性

- 技术路线可能发生变化
- 产品可能无法实现商业化
- 客户可能迟迟不愿意付费
- 企业可能长期亏损
- 股权估值可能与实际经营价值严重偏离
- 即使企业成功，国有资本也不一定能顺利退出

三个公司金融概念

信息不对称

投资者不如创业者了解技术真实进展

委托代理

管理者与出资人目标不一致

实物期权

分阶段投资，保留放弃权

国资平台“难看懂”科技企业？信息不对称与预期偏差

核心矛盾：硬信息 vs 软信息

传统融资依赖“硬信息”（抵押物、历史报表），而科技企业依赖“软信息”（技术路线、团队预期）。这种错配导致了严重的**信息不对称**。

当信息严重不足时

- 决策者对未来的判断会产生**预期偏差**
- 要么过度乐观（跟风投资）
- 要么过度悲观（“不敢投、不愿投”）

如何形成合理预期？

- 靠外部信号（政策指引、专家意见）？
- 靠自身调研（分配注意力去搜寻信息）？
- 还是靠分阶段投资（用真金白银试错）？

刚才问卷中“信息不完整时你如何判断”的那组题，对应的正是这个机制：**预期不是凭空来的，它取决于你把注意力放在哪、信什么信号。**

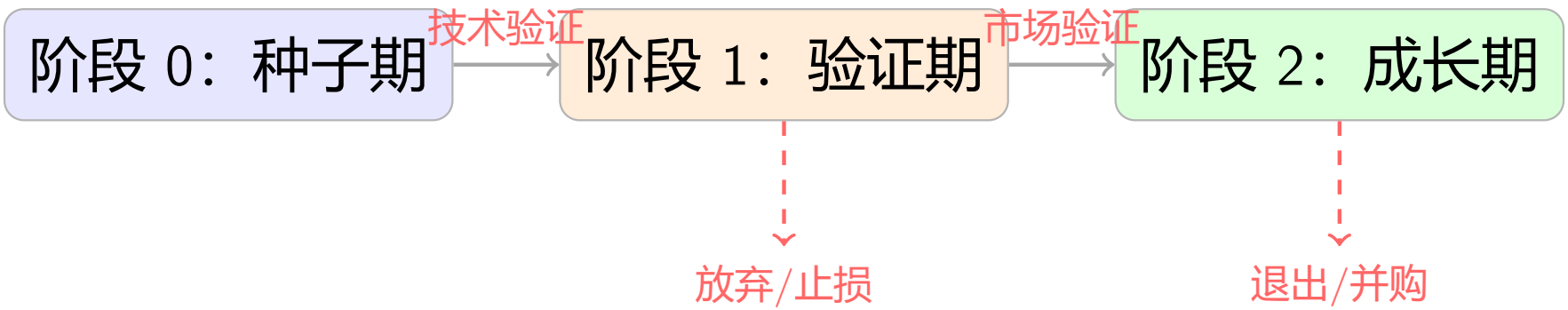
实物期权：分阶段投资而非一次性押注

核心思想

对技术尚不成熟的项目，不一定要一次性投入，可以采取**分阶段投资**：

$$I_0 \to I_1 \to I_2$$

每个阶段根据技术进展、市场需求和现金流表现，决定是否继续投资。



对国资平台的含义

分阶段投资不仅是风险控制工具，也是**保留未来选择权**的机制。不确定性越高，期权的价值越大。

更深层的适配问题：传统授信与科技企业融资

维度	传统授信的优势	科技企业融资的难点
资产	有形资产抵押	无形资产估值困难
现金流	历史现金流稳定	未来收益不确定
经营模式	成熟经营模式	商业模式尚未验证
偿债能力	稳定偿债能力	研发周期长、收入波动大

真正的问题

无形资产占比较高、研发周期长、现金流尚未形成的科技企业，与传统银行风险识别和授信机制之间存在一定**适配困难**。

出路

科技金融、知识产权融资、风险投资和政府投资基金，功能不同、适用条件不同，需要**组合使用**。

考核方式：工业时代的尺子量不了 AI 时代的人

- 不宜仍然用上世纪工业时代的考核方式，来考察现在的人。
- 就像 AI 时代仍然考察最基本的记忆与概念，不是说不重要，而是**需要新模式来考察智慧。**
- 企业的人力资本在迅速更替，银行的人力资本依然是老的，银行看不懂企业，就无法服务好企业。

对国资平台的启示

产业投资团队的考核，不能只看“一年期财务指标”；对科技企业的尽调，不能只看“抵押物和当期利润”。**能力结构不换，业务结构就换不了。**

生产力发展与生产关系的适应性改革

一个马克思主义政治经济学视角

生产力发展要求生产关系与之相适应。

- AI、数据和新技术推动生产力发展
- 产业组织、资本配置和金融制度影响生产要素的组合方式
- 传统融资、考核和激励机制可能不适应新产业的发展要求
- 因此需要推动金融机制、组织治理和资本配置方式的**适应性改革**

形势倒逼我们对体制机制进行改革，来适应“**投资于人**”的新时代要求。让银行和金融机构适配新质生产力，必须调整相应的生产关系。

第三部分小结

1. 土地财政收缩 $\rightarrow$ 平台“青黄不接”：旧债要还、新项目缺资本金
2. 传统“代建 + 融资”业务增量空间收窄
3. 银行授信方式与新质生产力资产形态错配
4. 必须寻找**新的收入来源和资产形态**：产业股权、经营性资产、数据资产

关键点

政府信用不能替代企业经营能力

第四部分概览：五种核心能力

本部分逻辑

围绕**五种核心能力**逐项展开：从看清方向，到投得准，到管得好，再到退得出。



国有资本价值创造的四个层次

资本形成
钱从哪来？ → 资本配置
投向哪里？ → 资本运营
如何收益？ → 资本循环
如何退出？

价值公式

$$V = \sum_{t=1}^{T} \frac{E(CF_t)}{(1 + WACC)^t}$$

资本的价值，最终取决于未来能创造多少现金流，以及创造这些现金流需要承担多大风险和资本成本。

理论落脚点

国有资本的竞争力，不在于能融到多少钱，而在于能否以**合理资本成本**，将资金配置到具有**真实生产率和持续现金流**的领域，并通过专业运营实现价值增值和资本循环。

临平国投概况

规模指标（截至 2024 年底）

- 资产总额 **834.79 亿元**
- 净资产 **420.97 亿元**
- 经营收入 **53.02 亿元**
- 全区首家**双 AAA** 主体信用评级产业投资类国企

从“有什么”到“面临什么问题”：资产负债表分析

指标	需要回答的问题
有息负债	债务规模及融资成本如何?
短期债务	一年内偿债压力有多大?
经营性现金流	能否覆盖日常运营和利息?
投资性资产	有多少能够形成稳定现金流?
非经营性资产	有多少资金被长期占用?
股权投资	已投项目的估值、退出和回收情况如何?

实际数字需以集团审计报告及内部资料为准。

现金流分析：比资产总额更能解释真实经营能力

一个直观框架

现金流入 − 经营支出 − 资本性支出 − 债务偿还 = 可自由支配现金流

- 对于拥有大量基础设施和公共服务资产的国企，**账面资产规模**与**可用于再投资的现金流**可能差异很大
- 资产规模大，不等于资本能力强
- 现金流才是再投资、化债、分红和应对风险的**真实基础**

对临平国投的含义

下一步的资产盘点，应该以**现金流**为口径，而不是以**账面规模**为口径。

战略业务组合分析：四类业务

业务类型	主要功能	融资方式	考核标准
现金流创造型	稳定现金流、支撑集团	债务/REITs	现金流、ROE
产业成长型	产业培育、资本增值	基金/股权	返投、IRR、退出
政策功能型	公共服务、战略任务	财政/政策性金融	成本规制、服务质量
战略培育型	新赛道探索	专项资金/合作	里程碑、期权价值

讨论

每一类业务应该承担什么功能？采用什么融资方式？适用什么考核标准？**是否应该退出或压缩？**

核心

转化为**资产组合和业务组合**的重新配置。

临平国投的“四轮驱动”与基金架构

四轮驱动

投资招商　金融服务
数智科技　资产运营

2024 年投资招商

- 对接项目 **296 个**（+77.3%）
- 主导产业基金 **7 支**、规模 **34 亿元**
- 12 家入选杭州准独角兽

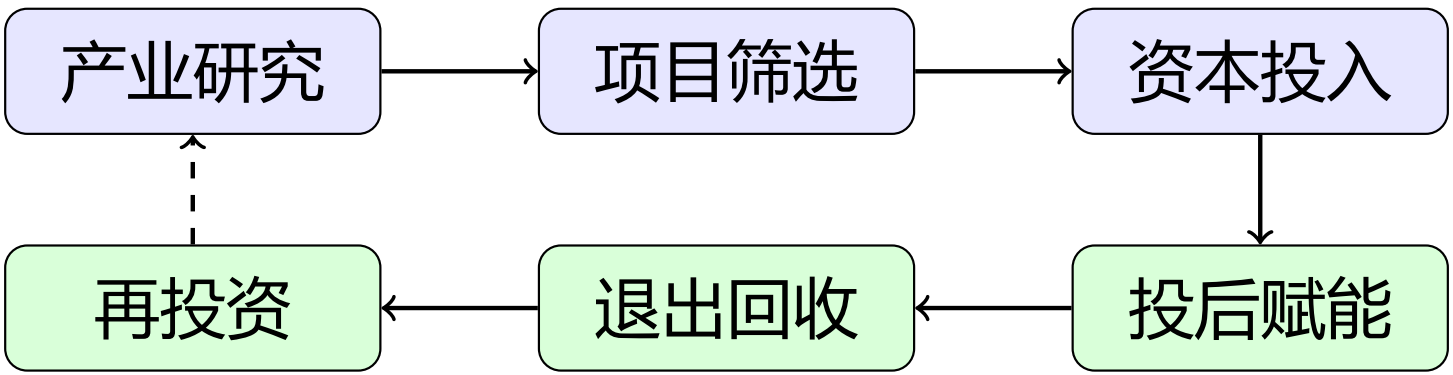
“3+5+N”产业基金

- 数智科创基金：50 亿元（投早投小）
- 产业发展基金：300 亿元（延链补链）
- 国企并购基金：150 亿元（市场化运作）
- 总规模力争 **500 亿元**

口径核实

需区分：**目标规模** ≠ **政府实际出资** ≠ **已实缴资本** ≠ **已投资金额**；并核实母基金/子基金/独立基金属性。

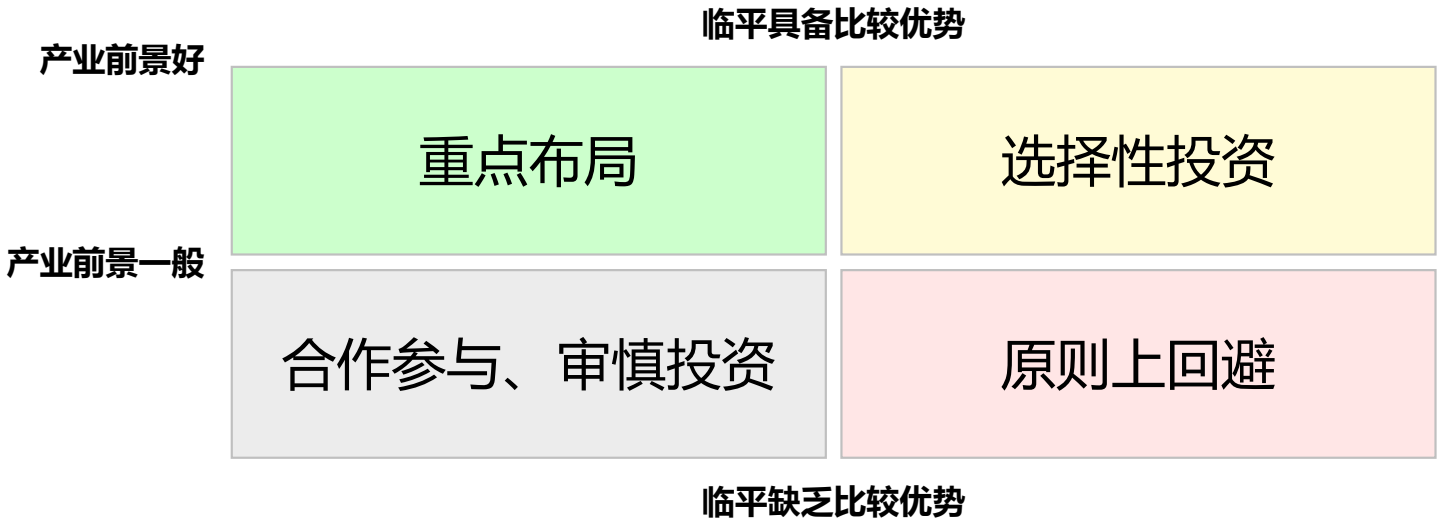
核心逻辑：“管基金”到“资本循环”



核心判断

真正的竞争力非“管理了多少基金”，而是能否建立**持续的资本循环**：投得进、管得好、退得出、再投得出。

专题 A：投资什么？产业选择矩阵



产业经济学的三个追问

1. 临平在产业链中处于什么位置？
2. 临平是否具有产业集聚和协同优势？
3. 投资能否带来本地新增就业、税收、产业配套和技术溢出？

两个关键判断

产业前景好，不等于适合临平投资；项目技术先进，不等于投资价格合理。

产业链、产业集群与地方外部性

- **产业链上下游**：一个龙头项目能否带动配套企业集聚？
- **规模经济**：产量越大、单位成本越低
- **范围经济**：共享基础设施、劳动力池、知识溢出
- **产业集聚**：地理集中降低交易成本、促进技术外溢

一个重要区分：项目财务收益 $\neq$ 地方综合经济收益

投资企业获得的	地方获得的
股权收益	税收、就业
	上下游配套机会
	技术扩散带来的生产率提高

对国资投资评价的含义

应建立**商业回报与政策性、社会性目标相结合**的分类评价体系，不能只用财务收益衡量产业投资。

专题 B：怎么投？五道闸门

闸门	追问	不通过的典型信号
战略	是否符合临平产业方向？	“什么热投什么”
产业	是否有真实需求和技术竞争力？	只讲赛道、不讲客户
财务	收入从哪来？现金流何时形成？	只算退出估值、不算经营现金流
治理	谁决策、谁执行、谁监督？	投后“挂名董事”
退出	如何退出？不能退出时如何管理？	没有退出预案

五道闸门本质上是在问：在有限的信息和注意力下，你愿意在哪一道门上多花时间？刚才问卷中“面对一组信号你先看哪几条”的题，对应的正是这个取舍。

专题 B 续：投资组合，而非单个项目

组合优化框架

$$\max_{w} \left[w^\top \mu - \frac{\lambda}{2} w^\top \Sigma w \right] \quad \text{s.t.} \quad \sum_i w_i = 1,\ w_i \geq 0$$

w：各资产权重；μ：预期收益；Σ：协方差矩阵；λ：风险厌恶系数。

地方国资平台的现实约束：

- 投资期限与负债期限匹配
- 流动性储备
- 单一行业集中度
- 国有资本保值增值和功能性任务约束

比公式更重要的一个问题

为什么投资组合的最优收益，不一定等于单个项目收益率最高的组合？因为组合关注的是**风险调整后的整体回报**，而不是单个项目的账面收益率。相关性、期限错配、流动性压力都会改变最优选择。

案例讨论：10 亿元如何在三类资产间配置？

三个模拟项目（上限合计 13 亿元，可用资金仅 10 亿元）

项目	建议上限	主要特征
A 产业园区运营	4 亿元	相对稳定的经营现金流
B 半导体产业基金	6 亿元	长周期、高不确定性
C AI 产业应用	3 亿元	市场空间大、商业模式待验证

集团可用资金 10 亿元。请在心里快速决定：

1. 是否全部投资？若不全部投，砍掉哪一部分？
2. 是否分阶段投资？
3. 哪些直投、哪些通过基金？
4. 是否需要设置退出条件？
5. 如果两年后现金流低于预期，怎么办？五年后仍无法退出，如何处理？

【提示】问卷中的配置题与此同构，可以对照自己的直觉与这里的清单。

一个看起来非常成功的项目，为什么可能失败？

情境

- 企业技术先进，政府高度支持，产业前景广阔
- 投资时估值很高
- 企业实现了快速扩张
- **但客户付费意愿不足，现金流始终没有转正**

核心追问

技术成功、企业成长、投资成功，
是不是同一件事？

理论串起来

产业经济学（需求是否真实）→ 信息不对称（估值是否合理）→ 公司金融（现金流能否覆盖资本成本）→ 退出机制（能否实现回报）

专题 C：怎么管、怎么退？退出方式的经济逻辑

退出方式	经济逻辑	主要风险
IPO	资本市场实现价值发现	上市周期与市场波动
并购	产业整合实现溢价	买方需求及估值分歧
股权转让	向其他投资者转让	流动性不足
回购	按协议约定退出	回购主体履约能力
基金份额转让	LP 权益转移	估值和交易折价

关键判断

回购不能被当作没有风险的刚性退出保障。**没有退出机制的产业投资，往往不是完整的资本配置，而是长期占用国有资本的风险敞口。**

讨论

一个项目账面估值增长了 50%，但没有现金退出，算不算成功？

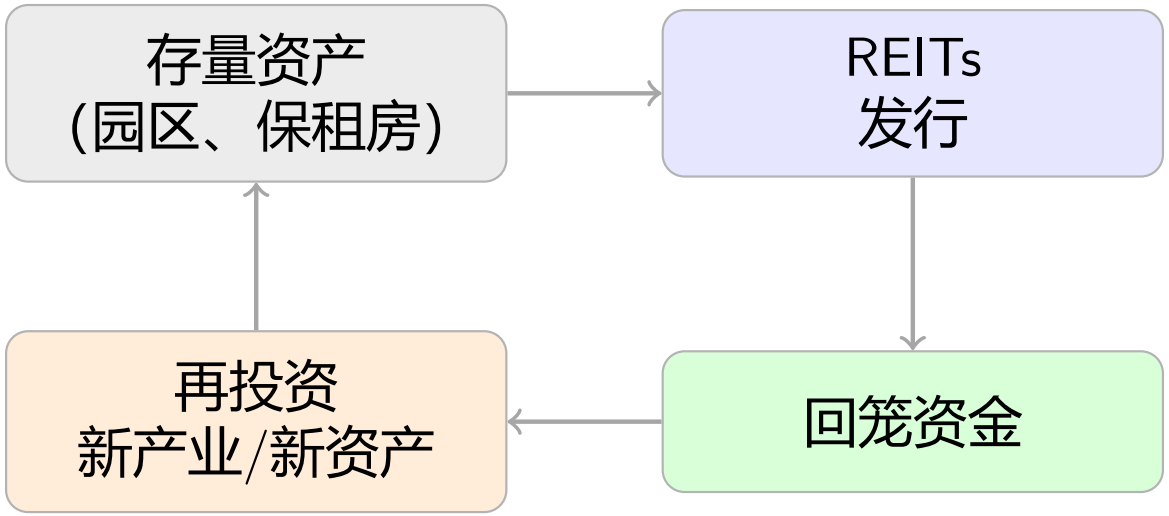
四种模式比较：核心能力、可借鉴、不可照搬

模式	核心能力	可借鉴点	不可照搬点
合肥	产业研判 + 长期资本	专业尽调、长周期考核、产业链培育	50 年科教积累不可复制
苏州	园区运营 + 产业生态	专业化园区、产业链招商、运营服务	需要土地和区位条件
深圳	市场化资本运作	基金化管理、退出机制、人才激励	市场化制度基础不可速成
REITs	资产盘活 + 资本循环	存量资产证券化、回笼资金再投资	需要稳定现金流资产

真实案例的价值在于揭示机制

不把合肥的成功简单归结为政府投资，讨论其产业基础、区位、人才、市场和风险承担机制。

REITs：资产盘活的资本循环与适用边界



适用条件

资产权属清晰合规、运营收入持续、现金流可预测、运营管理独立、估值与投资者回报要求匹配。

边界

REITs 不是解决资产经营困难的万能工具。公益性基础设施不能简单把财政付费或可行性缺口补助视为稳定商业现金流，应严格区分**项目经营收入、依法合规的财政支付与政府隐性担保**。保障房需明确为符合政策条件的**保障性租赁住房**等具体类别。

临平国投的“资产—现金流”盘点

资产类型	现金流稳定性	证券化可行性	下一步
产业园区	中（租金）	较高（REITs）	提升出租率、规范租约
保障性租赁住房	中（租金）	较高（REITs）	纳入保租房 REITs 储备
基础设施	低（公益性）	低	区分经营收入与合规财政支付
股权/基金份额	波动	中（份额转让）	建立退出机制

业务策略：存量、增量、功能三板块

存量“稳现金流”

从“新建”转向“运营 + 维护”；提升资产证券化能力；重运营、轻持有，算清全生命周期现金流

增量“投产业”

基金少而精；聚焦高端装备、生物医药、绿色能源、AI；“基金 + 直投 + 场景开放”；做耐心资本 LP

功能“做增信”

融资担保、信用信息、知识产权质押；对接政策性金融工具；探索数据资产服务

临平抓手

临平数智城、临平北枢纽等重大板块：不是“建完就走”，而是配套运营能力的同步建立。杭州数据要素运营中心（中国数谷·临平）是“做增信”的前沿方向。

功能性业务：如何改善产业融资环境与要素配置？

工具	性质	适用条件
政策性金融工具(PSL 等)	有特定政策用途	符合政策投向、项目条件
地方政府专项债	政府债务融资工具	不能直接等同于平台企业融资
特别国债	中央政府债务融资工具	特定用途、中央统筹
数据资产	要素服务	确权、合规、估值、交易、现金流转化均有条件

不能混为一谈

政策性金融工具、专项债、特别国债、数据资产**不能简单视为国企可直接申请使用的融资工具**。数据资产不能简单视为可直接增信的抵押物。

定位

功能性业务的目标是**改善产业融资环境与要素配置**，而不是替平台自己融资。

机制改革（一）：分类考核与基金指标

分类考核

公益类	成本规制 + 服务质量
功能类	战略任务 + 返投 + 现金流
商业类	ROE+ 退出回报

基金考核指标

TVPI	总价值倍数
DPI	现金分配倍数
RVPI	剩余价值倍数
IRR	内部收益率

关键

不能用同一把尺子量三类业务。

注意

早期基金 DPI 可能长期为零，不能简单用它衡量管理人能力。**不同生命周期使用不同指标。**

机制改革（二）：容错机制的制度化

容错的边界

容错不是“不追责”，而是把**程序合规的失败**和**决策失误**区分开。

- 根据行业属性、基金期限和投资阶段，建立**长周期考核与尽职免责制度**
- 对履行必要决策程序、尽调充分、持续跟踪且不存在利益输送等违规行为的**正常商业风险**，依法依规落实尽职免责
- 激励：项目跟投、超额收益分享、中长期激励

行为经济学提醒

纯经济激励能提高数量，但可能降低质量。产业投资团队的激励，**职业声誉、专业成长通道、项目质量的社会认可**可能比跟投收益更可持续。

“不敢投、不愿投、不会投”：三种问题、三种改革

表现	深层原因	对应改革
不敢投	责任不对称、问责不确定	尽职免责、容错机制
不愿投	短期考核、激励不匹配	长周期考核、激励相容
不会投	专业能力与信息不足	专业队伍、外部合作

理论联系

委托代理理论、信息不对称、多任务委托代理、短期主义与跨期激励、组织学习和声誉机制。

核心判断

三种问题**原因不同、药方不同**，不能指望一个容错文件同时解决“不会投”。

风险防控：四张清单与组合视角

债务风险

控增量、化存量，守住流动性底线

合规风险

政府隐性债务红线、国有资产流失红线

投资风险

产业研判能力建设，避免“拍脑袋”和“人情项目”

声誉风险

公共服务质量与舆情管理

组合风险视角

不仅看单项目能否赚钱，还要看**相关性、集中度、期限错配、流动性风险和压力测试。**

能力建设：三支队伍与组织改革

1. **产业研判队伍**：懂行业、懂技术、能看懂团队
2. **资本运作队伍**：懂金融、懂估值、懂退出
3. **运营管理队伍**：懂服务、懂成本、懂用户体验

与现实组织改革相联系

三支队伍不可能同时从零建起。优先顺序：**先借外力（合作机构、外部专家），再建内力（招聘 + 培养），最后形成制度。**

关键

能力建设是**组织架构、薪酬机制、决策流程**的配套改革。

前瞻指引与政策沟通：如何让市场“信你”？

从央行到国资平台：沟通的本质相同

政府或平台对外释放产业信号（如设立基金、发布规划），本质上也是一种“前瞻指引”。目标是通过有效沟通，引导市场预期。

沟通的两种模式

- **奥德赛式（明确指引）**：直接告诉市场未来的具体路径和数值
- **德尔菲式（模糊指引）**：只给方向性描述，留给市场自己去猜

沟通失效的风险

- 说得太明确：如果达不到，会损害公信力
- 说得太模糊：市场摸不着头脑，预期发散
- 关键取决于：市场对你的**信任度**

刚才问卷中关于“不同表述方式下你信不信”的那道题，测的正是这个：**同样的信息，不同的说法，信任度不同，预期就不同**。国资平台发布产业规划、基金招募，同样适用。

与政府的关系

- 政府定战略、给资源、定规则；平台市场化运作、自负盈亏
- 建立“项目清单 + 成本规制 + 绩效付费”的**契约化机制**
- 争取“两类公司”授权试点，减少行政干预

临平的特殊性

临平国投同时控股交通集团、城建集团、开投集团，集团层面的战略协同，比单个子公司的市场化更重要。

第四部分小结

1. **近期（1 年）**：认清临平国投自身的基本情况、稳住现金流、把已有基金的返投和退出跑通
2. **中期（3 年）**：形成 1-2 个优势产业赛道的深度认知，跑通“基金 + 直投 + 场景”模式
3. **长期（5 年）**：成为杭州城东的产业资本运营标杆，实现“融资—投资—运营—退出”闭环

关键点

资本规模不等于资本能力，
投资完成不等于价值创造。

第五部分概览：综合案例

决策清单

1. 战略匹配：三个项目分别对应临平什么产业方向？
2. 产业判断：各自的市场需求、竞争格局、技术路线风险
3. 财务测算：NPV（净现值）、IRR（内部收益率）、现金流拐点、WACC（加权平均资本成本）
4. 治理安排：谁投、谁管、谁监督
5. 退出设计：IPO、并购、回购、份额转让的可行性与风险
6. 组合视角：三类资产的相关性、期限搭配、流动性匹配

一组参考判断（非标准答案）

项目 A 提供稳定现金流，可作为组合的“压舱石”；项目 B 通过基金参与、分散单个项目风险；项目 C 以较小直投 + 场景开放验证商业模式。核心不是“选最好的”，而是**让组合能承受不确定性。**

国际经验：三个视角

国际经验	值得讨论的问题	对临平国投的启示
日本泡沫后资产负债表修复	为什么企业从追求利润转向偿债?	资产负债表修复与需求恢复
美国硅谷风险投资	为什么风险资本能支持技术创新?	专业投资、分阶段投资和退出
德国工业集群	为什么中小企业能形成产业竞争优势?	产业链配套与专业化分工

从规模逻辑走向价值创造逻辑

规模逻辑（过去）

- 资产规模越大越好
- 融资能力 = 竞争力
- 政府任务承接 = 安全

价值创造逻辑（未来）

- 现金流和 ROE 比规模重要
- 产业研判能力 = 核心竞争力
- 资本循环能力 = 可持续性

一句话

渠道不通时，放水无益；锁未开时，用力徒劳；但锁是可以打开的，关键在**换钥匙**，即从“融资建设”到“投得准、管得好、退得出”。

值得一起再讨论的五点建议

1. 把**现金流**放在**资产规模**前面
2. 把**产业研判能力**当作核心能力来建，不满足于“跟投”
3. 用足财政政策工具，但**算清配套资金账**
4. 产业投资“少而精”，把已有基金管好，做**耐心资本**而非“一窝蜂”
5. 用**一致性记录**积累政策可信度，基金返投、招商承诺、退出安排，说到做到

行为视角下的四个提醒

1. **信息成本决定决策质量**：降低关键信息的获取成本，比增加审批环节更有效
2. **声誉可能是瀑布，不是信号**：警惕“跟投惯性”，建立独立研判的“最小能力单元”
3. **经济激励管数量，不管质量**：产业投资团队的激励，声誉与成长通道比跟投收益更重要
4. **可信度是资产**：政策信号的一致性记录，决定企业和市场对你的“折扣率”

结语

1. **一个判断。**当前是阶段转换，不是周期波动；旧路收窄、新路未通，是“结构性锁定”；K 型分化是结构换血，过渡期考验“三个再配置”。
2. **一个框架。**从“城投”到“产投”，核心是建立**资本循环**，即投得进、管得好、退得出、再投得好。
3. **一个工具。**产业投资**五道闸门**，即战略、产业、财务、治理、退出。

谢谢！ 欢迎讨论