

经济政策不确定性与 政府引导基金的投资“稳定器”功能

邱旋¹, 唐为^{1,2}

(1. 上海财经大学 财税投资学院, 上海 200433; 2. 上海财经大学 浦发银行金融创新研究院, 上海 200433)

摘要:在经济环境日益复杂的背景下,经济政策不确定性(EPU)已成为影响社会资本投资决策的重要宏观因素,政府投资在其中如何发挥稳定投资以及其如何引导社会资本投资备受关注。文章通过收集和整理 2011—2022 年中国政府引导基金(GVC)与市场化投资基金(PVC)的投资数据,并基于 Baker 等(2016)构建的中国 EPU 指标,系统考察了 EPU 上升时基金投资行为的变化,并重点探讨了 PVC 投资下降时 GVC 的投资“稳定器”功能。研究发现:第一,当 EPU 上升时,PVC 倾向于减少投资,而 GVC 会扩大投资;第二,GVC 在投资标的选择上表现出更强的结构稳定性,当 EPU 上升时,PVC 会减少对本地企业和重点产业的投资,而 GVC 则会维持对本地企业和重点产业的投资;第三,在 EPU 上升时,GVC 对投资发挥了引导作用,其更倾向于“领投”和“早投”,并显著提升了企业后续获得 PVC“跟投”的可能性;第四,GVC 的投资扩大受到政府激励与财政约束共同驱动,其作用主要发生在增长压力更大、PVC 收缩更明显的地区,且财政压力较低的 GVC 扩大力度更强,并普遍采用“小额多笔”和联合投资等风险分散策略。文章研究表明,GVC 在经济政策不确定性加剧时具有制度性优势,可在一定程度上缓解模糊的政策信号对市场投资的冲击,文章的结论为完善政府与市场协同的投融资机制提供政策参考。

关键词:经济政策不确定性;政府引导基金;市场化投资基金

中图分类号:F812.45 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2026)02-0109-15

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20260118.402

一、引言

在全球地缘政治变化、国内发展动能切换的背景下,政策环境的不确定性日益成为抑制市场主体投资意愿的重要因素。政府投资是宏观调控的重要“稳定器”,如果其在不确定性冲击下能够发挥稳定投资和引导社会资本的功能,那么这对宏观经济平稳运行与产业政策有效传导有重大影响。2024 年中央经济工作会议明确要求“加强财政与金融的配合,以政府投资有效带动社会投资”。政府引导基金作为政府投资的重要工具,在弥补市场投资不足和引导市场投资方面应发挥更加重要的作用。2025 年国务院办公厅《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》中指出,要“发挥基金作为长期资本、耐心资本的跨周期和逆周期调节作用”。因此,政府引

收稿日期:2025-08-12

基金项目:国家自然科学基金面上项目(72273086)

作者简介:邱旋(1996—),男,山东潍坊人,上海财经大学财税投资学院博士研究生;

唐为(1985—)(通讯作者),男,河南商丘人,上海财经大学财税投资学院、浦发银行金融创新研究院副教授,博士生导师。

导基金在复杂政策环境中应发挥投资“稳定器”作用,通过信号传递和风险分担稳定市场预期,并带动资本有序进入市场。

现有研究主要关注经济政策不确定性(EPU)对企业投资决策和融资环境的影响,但对于政府引导基金(GVC)在经济政策不确定性背景下的行为机制仍缺乏深入讨论。EPU反映的是政策制定与执行过程中因调整频率、执行节奏或预期分歧而产生的政策不确定性。当EPU上升时,市场主体普遍面临未来政策方向、税收制度、产业扶持政策等方面的模糊预期,这导致风险厌恶情绪上升,投资决策趋于保守。作为以财务回报最大化为目标的市场化资本,市场化投资基金(PVC)的投资决策遵循“风险-收益”匹配原则,因此在EPU上升时通常表现为“避险收缩”,即减少投资规模。GVC具有明显的政策属性,其设立目的在于通过财政资金的杠杆作用引导社会资本流向经济社会发展的重点领域和薄弱环节。当EPU上升导致PVC主动收缩投资时,GVC在政策目标和财政支持的共同作用下,更可能通过扩大投资参与度、保持对关键领域的资金供给来释放政策信号,从而发挥“稳定预期、引导资本”的功能。

本文通过收集和整理中国GVC和PVC的相关数据,并基于Baker等(2016)构建的中国EPU指标,系统考察了EPU上升时基金投资行为的变化,并重点探讨了PVC投资下降时GVC的投资“稳定器”功能。本文的实证结果表明:第一,当EPU上升时,PVC倾向于减少投资,而GVC则会扩大其投资规模,该结论在一系列稳健性检验中保持一致。第二,GVC在投资标的的选择上表现出更强的结构稳定性。当EPU上升时,PVC会减少对本地企业和重点产业的投资,而GVC则会维持对本地企业和重点产业的投资。第三,当EPU上升时,GVC发挥了引导作用,其更倾向于“领投”和“早投”,并显著提升了企业后续获得PVC“跟投”的可能性。第四,GVC的投资扩大反映了政府的激励与约束。一方面,EPU上升时的GVC投资扩大主要发生在经济增长目标较高、PVC对当地经济发展影响较大和PVC受EPU负向冲击程度较大的城市中;另一方面,GVC的投资扩大会受到财政资源约束的影响,约束较小的GVC更有可能扩大投资,同时GVC在扩大投资时普遍采取“小额多笔”和联合投资等风险分散策略。

与现有研究相比,本文可能具有以下两方面的边际贡献:第一,本文拓展了有关经济政策不确定性影响的研究视角。已有研究大多关注经济政策不确定性对企业投资决策和融资环境的影响(Wang等,2014;李凤羽和杨墨竹,2015;饶品贵等,2017;谭小芬和张文婧,2017;蒋腾等,2018;彭俞超等,2018;刘贯春等,2019;宋全云等,2019;李增福等,2022),而对于股权投资基金在经济政策不确定性变化下投资策略的变化,则较少有文章进行研究。作为创业企业重要的直接融资渠道,股权投资基金对企业的创新和经营发展具有关键作用。因此,在当前强调扩大直接投资比例的背景下,应进一步明确影响股权投资基金投资的因素。本文通过收集和整理政府引导基金与市场化投资基金的投资数据,深入探讨了在经济政策不确定性变化时两类基金的投资策略情况,从而进一步丰富了有关经济政策不确定性影响的相关研究。第二,本文为评估政府引导基金的投资效果提供了新的视角。政府引导基金作为市场化运作财政资金的创新工具,其已逐渐成为地方政府推动产业升级和经济发展的重要手段。因此,对政府引导基金投资行为和投资绩效的评估具有重要的现实意义。现有文献主要关注政府引导基金在支持重点产业发展方面的作用(张果果和郑世林,2021;Chen等,2022;Li,2022;Ge等,2024;唐为等,2025),并对政府引导基金投资企业的经营状况进行了深入分析(Zhang和Mayes,2018;吴超鹏和严泽浩,2023;蔡庆丰等,2024)。如果实体经济投资活力不足,那么,探索政府投资如何有效弥补社会投资不足和带动社会资本投资是非常重要的课题。本文研究了在经济政策不确定性上升时,政府

引导基金与市场化投资基金的投资策略差异以及政府引导基金如何发挥投资“稳定器”功能，并为评估政府引导基金的投资效果提供了新的视角，为进一步发挥政策性资金在弥补和引领市场投资方面的作用提供了微观证据。

二、文献综述与理论分析

（一）文献综述

1. 经济政策不确定性与企业投融资

经济政策不确定性(EPU)会显著影响企业的投融资活动。在投资方面,大量研究表明,EPU上升会抑制企业投资决策,且主要通过实物期权效应与金融摩擦渠道传导。基于中国EPU的实证发现,EPU上升会抑制企业固定资产投资(Wang等,2014;李凤羽和杨墨竹,2015;饶品贵等,2017;谭小芬和张文婧,2017),这一效应在资产可逆性较低、融资约束较强的企业中更为突出(刘贯春等,2019)。此外,EPU可能对企业金融资产配置存在以下影响:一方面,EPU可能通过提升经营风险预期促使企业减少投机性金融资产,降低整体金融化水平(彭俞超等,2018);另一方面,企业为应对流动性需求与治理结构转变,可能增加金融资产配置,从而加剧“脱实向虚”趋势(刘贯春等,2020)。总体而言,EPU上升会增加企业决策的不确定性,这就要求政策制定者在调控力度与预期稳定之间取得平衡。

在融资方面,EPU会通过信贷收缩、融资成本上升和期限结构恶化等途径影响企业融资环境。实证研究表明,EPU上升会降低企业银行借款规模(蒋腾等,2018),且这一效应在融资约束较强、产业政策不支持或周期性行业的企业中更为显著。同时,银行因“自我保险”动机增强而提高贷款利率,导致中小企业和私营企业债务融资成本显著增加(宋全云等,2019)。此外,EPU上升加剧了企业融资的结构性分化:国有企业因隐性担保使得杠杆率逆势上升,而非国有企业杠杆率下降(纪洋等,2018)。此外,EPU还迫使企业通过“短债长用”缓解长期融资缺口,虽然短期维持经营,但显著提升其破产风险(李增福等,2022)。上述发现表明,EPU上升不仅会抑制融资总量,更通过改变融资结构加剧了其金融脆弱性。因此,政府应减弱不确定性对其的冲击,并改善长期融资环境。

对于政府引导基金在经济政策不确定性变化下投资策略变化的讨论是对上述文献的有益补充。一方面,股权投资基金一般都是合伙制企业,现有研究对实体企业在经济政策不确定性变化下的投资决策进行了讨论,但较少对股权投资基金等金融企业投资逻辑变化进行讨论;另一方面,由于股权投资基金是初创企业的重要融资来源,关于经济政策不确定性对股权投资基金投资影响的讨论还可以对企业融资的相关文献进行补充。

2. 政府引导基金的行为逻辑和政策效果

政府引导基金(GVC)是由政府部门单独出资或政府部门与社会资本共同出资设立的政策性投资基金,采用市场化运作模式,引导社会资本投资到政府关注的重点领域,支持相关领域企业发展和推动地区经济增长。^①与市场化投资基金相比,GVC的投资行为有显著的产业政策属性,其在投资时机把握和投资标的的选择上具有鲜明的政策导向。一方面,GVC的投资具有“早投、投小”的特点(Ge等,2024;唐为等,2025)。GVC不仅在风险投资市场发展速度下降时加大投资(Li,2022),还会在经济环境受到负向冲击时加大对企业的投资(Chen等,2022)。另一方面,GVC会选择产业政策关注行业中的企业进行投资,相比于PVC,GVC会更多地投资国家

^① 学术界主要使用政府引导基金来表示政府财政资金参与股权投资基金市场的投资模式(宫义飞等,2021;吴超鹏和严泽浩,2023;唐为等,2025)。

规划中重点的产业(Ge等, 2024), 尤其是对市场关注较少的新兴产业进行投资(唐为等, 2025)。政府引导基金的投资对社会资本可以起到引导作用。第一, 根据“信号传递”假说, 政府引导基金可以通过隐性“信用担保”提升被投资企业的融资可得性(Cumming和Li, 2013; Guerini和Quas, 2016; 丛菲菲等, 2019; 宫义飞等, 2021; 蔡庆丰等, 2024); 第二, 根据“良性循环”假说, 政府引导基金能够促进风险投资市场的发展与完善(Lerner, 2009); 第三, 政府引导基金能够发挥政策导向作用, 其可以引导资本流向国家或地方产业政策所支持的领域(Ge等, 2024; 唐为等, 2025)。

经济政策不确定性是抑制市场主体投资意愿的关键因素。政府引导基金作为政府投资的重要资金来源和投资形式, 应该在经济政策不确定性升高时通过扩大投资来稳定市场主体的预期, 进而推动市场化资本投资。本文通过考察经济政策不确定性变化时GVC和PVC投资策略的差异性变化, 对关于政府引导基金政策功能评价的相关文献进行了补充, 这有助于更好地理解政府引导基金的行为逻辑和政策效果。

(二)理论分析

经济政策不确定性(EPU)反映了政府在政策制定与执行过程中产生的不确定性, 通常源于政策调整频繁、执行节奏变化或预期不一致。当EPU上升时, 市场主体普遍面临未来政策方向、税收制度、产业扶持政策等方面的模糊预期, 导致风险厌恶情绪上升, 投资决策趋于保守。在股权投资市场上, 市场化投资基金(PVC)主要依托社会资本和金融机构募集资金, 其投资决策以财务回报最大化为目标, 高度依赖市场收益预期和风险评估。当EPU上升时, 基金管理者面临的未来政策环境更加模糊, 政策信号的不稳定性直接影响基金的风险收益判断, 导致其在投资决策中呈现出更强的风险厌恶倾向。首先, 经济政策不确定性放大投资风险。EPU上升意味着政策方向、税收制度或产业补贴的可预期性下降, 未来收益波动加剧。投资机构为补偿风险承担而提高预期收益要求, 减少项目入选数量。其次, 融资环境趋紧。在政策不确定时期, 金融机构普遍出于“自我保险”动机收紧信贷, 提高风险溢价(蒋腾等, 2018; 宋全云等, 2019)。PVC在融资中受到更大约束, 募资能力下降, 进一步削弱其投资能力。最后, 信息不对称与评估成本上升。政策频繁调整削弱了市场信号的稳定性, 增加项目评估的不确定性。投资机构在面对制度性波动时会推迟或取消投资计划, 以规避潜在风险。因此, 当EPU上升时, PVC投资更有可能呈现出“避险收缩”特征, 即倾向于缩小其投资规模。

与PVC不同, 政府引导基金(GVC)兼具政策性与市场化属性, 其投资行为不仅受市场收益约束, 更体现了政府投资维持资本供给、稳定预期的政策目标(Chen等, 2022; Ge等, 2024)。如图1所示, 当EPU上升导致PVC投资收缩、社会资本撤离时, 政府部门为稳定经济预期、防止资本过度收缩, 会通过政策性资本扩大投资, 以弥补融资缺口和缓解经济下行压力(Li, 2022; Shahnazarian, 2023)。财政出资的稳定性和政府“信用背书”使得GVC不易受到市场融资环境恶化的影响, 其能够扩大投资。因此, 本文从理论上预期当EPU上升时, GVC更有可能稳定投资, 甚至扩大投资。

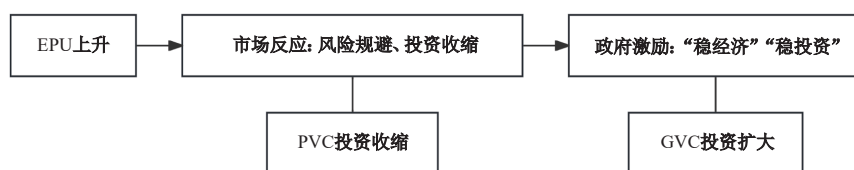


图1 经济政策不确定性影响基金投资的逻辑

EPU 上升不仅影响投资规模，还可能会改变不同类型资本的投资结构、动机与路径。与 PVC 相比，GVC 在政策目标、信息来源和财政约束等方面具有制度性差异，使其在 EPU 上升时呈现出稳定投资、引导投资与差异化扩大并存的特征。

首先，GVC 在投资标的选择上表现出更强的结构稳定性。当经济政策不确定性上升时，PVC 更倾向于退出政策敏感度高或风险暴露大的领域，减少对重点产业和本地企业的投入。而 GVC 具有政策性资本的属性，需要维持对战略性新兴产业、重点产业领域以及本地企业的长期支持(Ge 等, 2024; 唐为等, 2025)。

其次，GVC 在 EPU 上升时具有稳定市场预期和引导社会资本的功能。在不确定性较高的环境中，私人资本往往采取观望态度，也可能减少投资规模。GVC 通过“领投”或“早投”，向市场传递政策支持意图，从而缓解信息不对称并改善市场预期。GVC 的“示范效应”和“信号效应”能够降低 PVC 对不确定性较高项目的风险预期，从而提高其后续“跟投”的可能性(Cumming 和 Li, 2013; 宫义飞等, 2021; 蔡庆丰等, 2024)。

最后，GVC 在 EPU 上升时的投资扩大具有明显的异质性，反映了政策激励与财政约束的共同作用。一方面，当 EPU 上升时，GVC 有扩大投资的激励。当 PVC 在不确定性升高的环境中减少投资时，政府有更强的“稳经济”和“稳投资”的动机，从而促使 GVC 扩大投资(Li, 2022)。因此，在经济增长压力越大和 PVC 对地区经济发展影响越大的地区，GVC 扩大投资的激励越大。另一方面，GVC 的扩大能力会受到不同地区财政资源、政府约束程度及风险控制要求的影响。财政实力越雄厚的 GVC 越有能力通过扩大投资来弥补 PVC 撤退造成的资金缺口，而在财政压力较大的地区，GVC 在财政能力约束下的投资策略会更加保守。此外，GVC 在扩大投资的同时需兼顾财政资金安全与风险控制，这促使其采取更加稳健的投资策略，降低投资风险，从而实现“稳投资”与“防风险”的平衡。

综上所述，当 EPU 上升导致 PVC 变得谨慎、缩减投资时，政府会通过 GVC 的扩大投资来弥补市场资本的下降。GVC 在此过程中会表现出投资扩大、结构稳定的特点，并具有引导效应，这反映了在经济政策不确定环境中政府对政策目标和现实约束权衡后进行的选择。

三、经济政策不确定性与基金投资

本文的理论分析表明，当 EPU 上升时，PVC 倾向于缩小其投资规模。而与以财务回报最大化为目标的 PVC 不同，GVC 兼具政策性与市场化双重属性，其投资决策不仅受市场风险收益约束，更体现政府在特定宏观环境下的政策意图和激励机制。当 EPU 上升导致社会资本投资意愿下降时，政府为稳定经济预期、防止资本过度收缩，有激励通过政策性资本的扩大来弥补市场性资本的缺失。因此，当 EPU 上升时，GVC 和 PVC 可能进行方向相反的投资。结合 Baker 等(2016)构建的中国 EPU 指数和中国股权投资基金的投资数据，本文考察 EPU 上升时 PVC 和 GVC 投资规模的变化情况。

(一)实证设计

本文对每个股权投资基金每年的投资情况进行加总，生成每个基金 2011—2022 年的年度投资面板数据，并区分每个基金是 PVC 还是 GVC。为了考察 PVC 和 GVC 在不同的经济政策不确定性环境中的投资差异，本文分别对 PVC 和 GVC 的样本进行分样本回归，具体如模型(1)所示：

$$Invest_{it} = \beta_1 EPU_{t-1} + \beta_2 Controls_{it} + \theta_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中，被解释变量 $Invest_{it}$ 为基金 i 在 t 年的投资数量。核心解释变量 EPU_{t-1} 表示 $t-1$ 期的中国经济政策不确定性指数。使用滞后一期的 EPU 作为解释变量的原因为：一是减少反向因果的影响；

二是基金投资从计划投资到实施投资需要一定的时间。由于 EPU 会与时间固定效应产生完全共线性,因此基准回归模型中无法控制年份的时间固定效应,为尽可能缓解遗漏变量问题,本文加入一系列控制变量 $Controls_{it}$,包括基金所在城市当年的 GDP、人口数量、财政收入和支出、第一产业占 GDP 比重、第二产业占 GDP 比重等。本文进一步控制基金固定效应(θ_i),并将标准误差聚类到基金层面。

本文使用模型(2)对全样本回归来讨论 GVC 投资和 PVC 投资的差异,具体如下所示:

$$Invest_{it} = \beta_1 EPU_{t-1} + \beta_2 EPU_{t-1} \times GVC_i + \beta_3 Controls_{it} + \theta_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

模型(2)在模型(1)的基础上增加了变量 EPU 和 GVC 的交乘项。当基金为 GVC 时,变量 GVC 取 1, β_2 表示 GVC 和 PVC 投资的差异。模型(2)的其余变量设定与模型(1)保持一致。

(二)数据说明

1. 经济政策不确定性指数

本文使用 Baker 等(2016)构建的经济政策不确定性指数来衡量政策层面的不确定性。该指数基于香港《南华早报》新闻报道内容对中国经济政策不确定性进行度量,由斯坦福大学与芝加哥大学研究团队联合发布,已成为衡量中国经济政策不确定性最具代表性的指标之一。本文参考顾夏铭等(2018)、李增福等(2022)等的一般做法,使用每年 12 个月的算术平均值除以 100 得到我国每年的经济政策不确定性指数(EPU)。

本文所使用的 EPU 指标并不反映政策的紧缩或扩大方向,而是度量政策信号的不确定性与波动性。饶品贵等(2017)指出, Baker 等(2016)提出的 EPU 指数的构建方法是通过媒体对经济政策不确定性的关注程度来推断当时企业、家庭、投资者进行经济决策时面临的不确定性程度。EPU 上升表明政策环境的稳定性下降,经济主体对未来政策导向的预期更不确定; EPU 下降表明政策环境相对明晰、预期一致。在本文的研究框架中, EPU 的上升代表政策信号模糊性增强,而非宏观经济周期的变化。

2. 政府引导基金和市场化投资基金数据

本文使用的基金投资相关数据主要来源为清科私募通数据库,该数据库被认为是研究中国风险投资和股权投资问题较为权威的数据来源(Chen, 2023; Colonnelli 等, 2024)。其数据通过多渠道持续更新,但也存在一定程度的信息缺失与误差,本文在使用过程中结合多种数据来源对原始数据进行了补充与校正。

首先,本文将私募通数据库的基金数据与企查查中的工商企业信息进行匹配,核实并完善基金的基本工商属性,同时修正明显的错误;其次,本文从“企查查”网站中提取基金管理人的对外投资信息,筛选出其中属于私募股权投资基金的企业,以构建一个尽可能全面的基金样本库;最后,本文将上述基金样本与私募通数据库中记录的企业融资事件进行匹配,并结合工商企业数据完善融资企业的基本信息,从而形成更为完整的基金投资事件数据库。

在政府引导基金(GVC)的识别方面,本文综合利用私募通数据库中标注的政府引导基金信息、北京基金业协会发布的国家及地方引导基金名录以及工商登记中政府单位出资记录,对现有基金样本进行补充和校正。对于所有被识别为 GVC 的基金,本文标注其所对应的政府层级及所属区域,并结合工商企业数据校正其身份和特征信息,最终通过与企业融资数据库的交叉匹配,形成政府引导基金及其所参与投资的完整数据集。

3. 变量定义及描述性统计

表 1 是本文使用的主要变量的定义和描述性统计。

表 1 变量定义及描述性统计

变量名称	变量说明	样本量	均值	标准差
投资数量	基金每年投资数量(个)	107053	0.4555	1.4275
<i>EPU</i>	中国年度EPU指数	107053	4.4936	2.2382
<i>GVC</i>	基金是否为政府引导基金	107053	0.1183	0.3229
<i>GDP</i>	基金所在城市当年GDP(万亿元)	107053	1.6558	1.1571
人口	基金所在城市当年人口规模(百万人)	107053	10.0025	7.7474
财政收入	基金所在城市当年财政收入(百亿元)	107053	23.9384	21.9222
财政支出	基金所在城市当年财政支出(百亿元)	107053	28.8275	25.6840
一产占比	基金所在城市当年第一产业占GDP比重(%)	107053	2.5035	3.1358
二产占比	基金所在城市当年第二产业占GDP比重(%)	107053	38.9752	10.7218

(三) 基准回归结果

表 2 汇报了经济政策不确定性与 PVC 和 GVC 投资数量关系的实证结果。列(1)和列(2)分别是使用模型(1)对 PVC 和 GVC 样本进行回归的结果。分样本回归结果与理论分析一致,当 EPU 上升时, PVC 显著减少了年度投资数量,而 GVC 会增加投资。列(3)是使用模型(2)讨论 GVC 和 PVC 在 EPU 变化时投资差异的结果,此时使用全部的基金样本。回归结果表明, EPU 的系数显著为负, EPU 与 GVC 交乘项的系数显著为正,列(3)的结果进一步表明 EPU 与基金投资的关系在 PVC 和 GVC 中存在显著差异。当 EPU 上升时, PVC 显著减少了投资,而 GVC 相比 PVC 增加了投资。经济政策不确定性与基金投资的总体关系符合本文理论分析的预期。当 EPU 上升时,以财务回报最大化为目标的 PVC 出于规避投资风险的原因,会倾向于减少其投资规模,而 GVC 在社会资本投资意愿下降时,其会通过扩大投资来弥补市场性资本缺失,其投资规模反而增加。

表 2 经济政策不确定性与基金投资数量

变量	(1)	(2)	(3)
	投资数量	投资数量	投资数量
	PVC样本	GVC样本	全样本
<i>EPU</i>	-0.0255*** (0.0023)	0.0625*** (0.0139)	-0.0271*** (0.0026)
<i>EPU</i> × <i>GVC</i>			0.0880*** (0.0129)
控制变量	控制	控制	控制
基金固定效应	控制	控制	控制
<i>N</i>	94390	12663	107053
<i>R</i> ²	0.3514	0.4688	0.4210

注:括号内为基金层面的聚类标准误;*、**和***分别表示在10%、5%和1%水平上显著;下表同。

(四) 稳健性检验^①

1. 工具变量法

本文参考文献(顾夏铭等, 2018; 刘贯春等, 2019; 李增福等, 2022)中的一般做法,使用美国经济政策不确定性指数作为中国经济政策不确定性指数的工具变量对本文的基准结果进行重

① 限于篇幅,省略稳健性检验的结果,留存备索。

新估计。美国的经济政策会影响中国经济政策的制定和实施,但不会直接影响中国股权投资基金的投资行为。工具变量回归结果表明,美国 EPU 指数是中国 EPU 指数较好的工具变量,使用美国 EPU 指数进行工具变量回归得到的结果与本文的基准结果保持一致。

2. 改变经济政策不确定性的度量方式

本文的基准分析中使用月度 EPU 指数的算术平均值来衡量每年的经济政策不确定性。按照文献的一般做法(顾夏铭等, 2018; 李增福等, 2022), 本文分别使用月度 EPU 的几何平均值和月度 EPU 的加权平均值来计算年度经济政策不确定性, 对基准回归结果进行重新估计。结果表明, 使用不同的 EPU 指标的构建方式并不会改变本文的基本结论。

3. 使用泊松伪最大似然法回归

本文使用泊松伪最大似然估计方法并结合高维固定效应对基准回归进行重新估计, 验证基准结果的稳健性(Correia 等, 2020)。在有异方差或零值较多的情形下, 该方法的参数估计仍能保持一致。根据回归结果, 本文的基准回归结果是稳健的。

4. 控制宏观经济发展周期

本文在基准回归的基础上加入了反映宏观经济运行状况的控制变量, 包括全国宏观经济先行指标和地区 GDP 增速。回归结果与基准回归结果基本保持一致, 说明本文的主要发现并非由宏观经济周期波动所驱动, 而是反映了基金对政策不确定性变化的反应差异。本文所关注的“稳定器”作用并非传统意义上针对经济衰退或繁荣阶段的逆周期调节, 而是针对政策层面不确定性上升时的市场预期稳定功能。

5. 进一步考虑时间因素

参考现有研究中的一般做法, 本文还使用了三种方法来尽可能减少时间因素的影响: 第一, 由于本文最关心的是 EPU 变化时 PVC 和 GVC 投资策略变化的差异, 在只保留 $EPU \times GVC$ 的交互项回归中, 本文加入年份固定效应(张成思等, 2023); 第二, 参考 Bonaime 等(2018)、顾海峰和于家珺(2019)、邢斐等(2023)等的研究, 本文在基准回归的基础上加入时间趋势项; 第三, 参考申宇等(2020)、李增福等(2022)、祝树金等(2023)等的研究, 本文对基准回归采用时间维度上的聚类标准误。在尽可能减少时间因素的影响后, 本文的基本结论仍然成立。

6. 考虑 GVC 是 EPU 变动的来源

GVC 的投资变动是政府公共政策的一部分, 也可能是 EPU 的来源之一。针对这一问题, 本文补充了以下几个方面的稳健性分析: 第一, 通过检验中央层面政府引导基金重要政策文件发布时间与 EPU 指数变化的关系, 发现二者在时间上不存在显著相关性, 表明政府引导基金相关政策发布并未系统性影响 EPU 水平; 第二, 在基准回归中进一步控制基金所在省份当年是否发布政府引导基金相关政策文件的变量, 核心结论依然稳健。结果表明, 在外部冲击导致的政策不确定性显著上升后, GVC 相较于 PVC, 其投资增加更加明显。总的来说, GVC 的变动并非 EPU 上升的主要来源, 且在控制了 GVC 有关政策变动和进一步考虑反向因果问题后, 本文的基本结论依然成立。

四、政策不确定性情境下 GVC 的投资行为特征与作用机制

本文从投资结构、投资引导和扩大逻辑三个方面系统检验 EPU 上升时 GVC 的投资行为特征, 并进一步识别其背后的激励与约束机制, 以验证理论分析的推论, 为理解政府资本在经济政策不确定性背景下的经济功能提供经验证据。

(一) EPU 上升时 GVC 与 PVC 的投资结构差异

1. 本地企业投资

本文使用基金当年投资事件中发生在注册地所在城市本地企业占比作为被解释变量,使用模型(2)考察经济政策不确定性对基金本地化投资策略的影响。表3的列(1)汇报了回归结果,当 EPU 上升时, PVC 倾向于扩大项目搜寻的范围,会在更大的地理范围内寻找投资标的,导致本地投资比例下降,而 GVC 相对于 PVC 而言,其对本地企业的投资保持相对稳定。这在一定程度上反映出 GVC 在不确定性环境中可能倾向于支持本地经济发展,或者其可能在本地拥有更强的信息优势和资源网络,使其本地投资策略相对 PVC 更具稳定性。

表3 EPU 上升时 GVC 与 PVC 的投资结构差异

变量	(1)	(2)	(3)
	本地企业占比	新兴产业占比	重点产业占比
	全样本	全样本	全样本
<i>EPU</i>	-0.0035*** (0.0004)	-0.0092*** (0.0006)	-0.0125*** (0.0007)
<i>EPU</i> × <i>GVC</i>	0.0043*** (0.0015)	0.0119*** (0.0016)	0.0131*** (0.0019)
控制变量	控制	控制	控制
基金固定效应	控制	控制	控制
<i>N</i>	107053	107053	107053
<i>R</i> ²	0.2509	0.1882	0.2056

2. 重点产业投资

本文接下来讨论在不确定性环境中 PVC 和 GVC 在支持重点产业和新兴产业发展上的差异。本文选取战略性新兴产业和各省五年规划中提及的重点产业作为重点产业的代表,将模型(2)的被解释变量替换为基金当年投资于重点产业的项目数量占其总投资项目数量的比例进行重新回归。表3的列(2)、列(3)汇报了回归结果。其中,列(2)结果是将战略性新兴产业视为重点产业,列(3)结果是将各省五年规划中明确重点发展的产业视为重点产业。回归结果表明,使用战略性新兴产业和省级规划重点产业来定义重点产业的回归结果基本一致。解释变量 *EPU* 的系数显著为负,表明 *EPU* 的上升通常会伴随 PVC 对重点产业投资比例的下降。而交乘项 *EPU* × *GVC* 的系数显著为正,表明在经济政策不确定性加剧的时期,相对于 PVC, GVC 对重点产业的投资比例保持相对稳定。回归结果表明, GVC 的投资体现出积极的产业政策导向,当 *EPU* 上升导致 PVC 对重点产业投资下降时, GVC 会保持对国家和地区战略扶持的关键领域的投资,这在一定程度上缓解经济政策不确定性对重点产业融资造成的负面影响。

(二) EPU 上升时 GVC 的投资引导作用

1. EPU 上升时, GVC 相比 PVC 更有可能“领投”和“早投”

本文从 EPU 变化时基金投资行为的差异视角来检验 GVC 的投资引导作用。在投资特征上,本文关注基金是否为“领投”和“早投”。一般而言,被投资企业可获得多个基金的多次投资,如果 GVC 在投资中处于领先投资的地位,那么其对 PVC 的引导效果会更好(唐为等, 2025)。本文将被投资企业最早一批获得的投资中投资金额最大的基金看作“领投资方”,并且限定“领投”发生在企业初创期。此外, GVC 发挥引导作用的一个前提是比 PVC 投资得更早。本文选取两个变量来考察“早投”,分别是被投资企业的发展阶段和年龄。使用具体的投资事件数据,用模型(3)来检验 GVC 是否更有可能“领投”和“早投”。

$$Lead_{jt} \text{ or } Stage_{jt} \text{ or } Age_{jt} = \beta_1 EPU_{t-1} + \beta_2 EPU_{t-1} \times GVC_j + \beta_3 Controls_{jt} + \delta_p + \gamma_d + \varepsilon_{jt} \quad (3)$$

其中,被解释变量 $Lead_{jt}$ 表示投资事件 j 中的基金是否为“领投”; $Stage_{jt}$ 表示具体的投资阶段;^① Age_{jt} 表示被投资企业年龄;为尽可能缓解遗漏变量问题,加入一系列宏观控制变量 $Controls_{jt}$, 包括基金所在城市当年的 GDP、人口数量、财政收入和支出、第一产业占 GDP 比重、第二产业占 GDP 比重等;本文还控制了基金设立年份和注册资本、被投资企业的注册资本以及投资的金额;本文进一步控制被投资企业所在省份固定效应(δ_p)和行业固定效应(γ_d),并将标准误聚类到基金层面。

表 4 列(1)的被解释变量表示该基金的投资行为是否为“领投”。根据回归结果, EPU 的系数显著为负,表明当 EPU 上升时,整体上基金“领投”的概率会显著下降。而交乘项 $EPU \times GVC$ 的系数显著为正,表明当 EPU 上升时,相较于 PVC , GVC 更有可能“领投”。表 4 列(2)和列(3)的被解释变量分别为投资阶段和被投资企业的年龄,来检验经济政策不确定性变化时基金的“早投”行为变化。回归结果显示, EPU 的系数均显著为正,表明随着 EPU 的上升,基金倾向于投资更成熟阶段和年龄更大的企业,基金有一定的避险倾向。交乘项 $EPU \times GVC$ 的系数显著为负,意味着当 EPU 上升时,相较于 PVC , GVC 更倾向于投资早期阶段和更年轻的企业, GVC 更有可能“早投”。上述结果表明, GVC 在经济政策不确定性上升时会体现出“早投”的政策导向,为市场注入投资信心,并对创业企业提供资金支持。

表 4 EPU 上升时 GVC 的投资引导作用

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	“领投”	投资阶段	企业年龄	是否有过 GVC 投资
EPU	-0.0154*** (0.0013)	0.0278*** (0.0032)	0.1188*** (0.0173)	0.0611*** (0.0017)
$EPU \times GVC$	0.0066*** (0.0010)	-0.0193*** (0.0027)	-0.1070*** (0.0144)	
控制变量	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
N	70352	70352	70352	47248
R^2	0.0497	0.1153	0.1580	0.2481

2. EPU 上升时, PVC 更有可能选择之前获得过 GVC 投资的企业进行投资

本文通过检验 GVC 投资能否提升企业后续获得 PVC 投资的概率来讨论 GVC 的投资引导作用。表 4 的列(4)直接检验了 PVC 的投资选择是否会受到企业以往获得 GVC 投资的影响。对于每一个 PVC 投资事件,根据投资发生时间和被投资企业以往获得 GVC 投资的情况,生成被投资企业在获得该 PVC 投资前是否已经获得过 GVC 投资的变量。本文使用 PVC 投资事件数据,被解释变量为是否获得过 GVC 投资,核心解释变量为滞后一期的 EPU ,其余设定同模型(3)。回归结果显示, EPU 的系数显著为正。这表明,当 EPU 越高时, PVC 在进行投资决策时会更加倾向于选择曾经获得过 GVC 投资的企业。 GVC 的事先投资行为提供了“认证信号”,降低了 PVC 在不确定性环境中的风险预期,从而引导了社会资本后续进入此类企业。

^① 投资阶段具体分为种子期、初创期、扩张期和成熟期,分别赋值为 1、2、3 和 4,数值越小表示投资阶段越早。

综上所述,在经济政策不确定性加剧的时期,GVC不仅自身充当了“稳定器”和“风险承担者”,更通过“领投”和“早投”等行为和对被投资企业的“认证作用”有效引导了PVC的投资方向,放大了政策资金对创业企业的支持效果。

(三)EPU上升时GVC扩大投资的激励与约束

1. GVC扩大投资的激励

第一,考虑追求经济增长。本文根据每个城市每年的GDP增长率目标,计算每一年所有城市经济增长目标的中位数,将每一年的所有城市分为高增长目标城市和低增长目标城市,分样本考察两类城市中的GVC投资与EPU变化之间的关系。^①结果如表5的列(1)、列(2)所示,与理论分析相一致。当EPU升高时,低经济增长目标的城市中的GVC投资规模保持相对稳定,而较高经济增长目标的城市出于发展经济的动机,其GVC会进一步加大投资。

表5 EPU上升时GVC扩大投资的激励

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	投资数量	投资数量	投资数量	投资数量	投资数量	投资数量
	高增长目标	低增长目标	PVC占比高	PVC占比低	PVC受影响大	PVC受影响小
<i>EPU</i>	0.0647** (0.0260)	0.0303 (0.0318)	0.0781*** (0.0154)	-0.0348 (0.0220)	0.0852*** (0.0200)	0.0242 (0.0181)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
基金固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	5178	3219	11615	1048	7008	5655
<i>R</i> ²	0.5231	0.5239	0.4696	0.2834	0.4361	0.5047

第二,缓解PVC投资减少的影响。当PVC行业对城市经济发展的重要性较高时,GVC更有激励通过扩大投资来弥补EPU上升导致的PVC投资减少。本文使用PVC设立数据,计算每年每个城市设立的PVC资金规模占城市当年GDP的比重,并生成每个城市样本期内PVC占GDP比重的均值。根据所有城市的中位数,本文将城市分为PVC占经济比重高和PVC占经济比重低两组,分样本考察两类城市中的GVC投资与EPU变化之间的关系。结果如表5列(3)、列(4)所示,在PVC占经济比重较高的城市中,PVC行业的发展对该城市的经济发展影响相对更大,为了缓解EPU上升导致PVC投资减少对经济发展的负向影响,GVC有扩大投资并稳定经济发展的动机。而在PVC占经济比重较低的城市中,EPU对GVC的影响系数并不显著为正。由于PVC行业对经济发展影响较小,其短期内的波动不会使GVC有通过扩大投资稳定经济的动力。另外,PVC受EPU变化影响的程度可能不同。对于PVC样本,本文分城市回归得到每个城市EPU对PVC影响的系数,根据系数大小将城市分为PVC受EPU变化影响较大和PVC受EPU变化影响较小两类城市,然后分样本考察两类城市中的GVC投资与EPU变化之间的关系。结果如表5列(5)、列(6)所示,在PVC受EPU变化影响较大的城市中,当EPU上升时,PVC减少投资的幅度更大,为了缓解PVC投资减少对资本供给和当地经济发展的影响,GVC会有扩大投资的激励;在PVC受EPU变化影响较小的城市中,当EPU上升时,PVC投资下降幅度较小,GVC扩大投资的动力也较小。

综上所述,表5的结果表明,GVC有通过投资稳定经济发展的激励,为了缓解EPU上升导致PVC投资减少的影响,GVC在EPU上升时不仅会稳定投资,而且会增加投资规模,这种

^① 限于数据可得性,这里使用2011—2020年的回归样本。

GVC 扩大投资的情况主要发生在高经济增长目标、PVC 对当地经济发展影响较大和 PVC 受 EPU 负向冲击程度较大的城市中。

2. GVC 扩大投资的约束

当 EPU 上升导致 PVC 投资减少时，GVC 有通过扩大投资稳定经济发展的激励，但是考虑到 GVC 的资金部分来源于财政资金，其投资扩大行为可能受到政府财政能力的约束。因此，需要对 GVC 在 EPU 上升时扩大投资规模的结论进行深入讨论，本文从三个方面对 GVC 投资面临的约束条件进行了考察，并汇报了相应的实证结果。

第一，国家级 GVC 和地方 GVC 资金实力的差异。国家级 GVC 是由财政部等国家部委联合其他社会资本出资设立，相比于地方 GVC，其资金实力更为雄厚，面临的财政资金约束更小。当 EPU 升高时，国家级 GVC 也更有能力通过扩大投资稳定市场预期，支持产业升级和经济发展。表 6 列(1)、列(2)分别是使用国家级 GVC 和地方 GVC 样本的分样本回归结果。结果表明，当 EPU 上升时，国家级 GVC 投资扩大程度更大。

表 6 EPU 上升时 GVC 扩大投资的约束

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	投资数量	投资数量	投资数量	投资数量	单笔投资额	联合投资占比
	国家GVC	地方GVC	较高财政压力	较低财政压力	全部GVC	全部GVC
<i>EPU</i>	0.2176*** (0.0581)	0.0529*** (0.0138)	-0.0119 (0.0322)	0.0723*** (0.0148)	-0.8768 (0.6533)	0.0106*** (0.0025)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
基金固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	1925	11439	750	11913	12663	12663
<i>R</i> ²	0.3888	0.4772	0.2713	0.4696	0.1783	0.2840

第二，地方政府财政压力的影响。GVC 的资金来源包括地方政府的财政资金，因此地方政府的财政压力与其投资行为密切相关，财政压力越高的地方的 GVC 越有可能受到财政资金安全性的约束。本文使用地方政府一般公共预算收支缺口与其一般公共预算收入的比值来衡量每个城市每年面临的财政压力，并计算每个城市样本期内的财政压力均值，根据城市财政压力的中位数，将高于中位数的城市定义为较高财政压力城市，低于中位数的城市定义为较低财政压力城市，分样本考察两类城市中的 GVC 投资与 EPU 变化之间的关系。结果如表 6 的列(3)、列(4)所示，当 EPU 上升时，GVC 投资扩大来源于较低财政压力城市，较高财政压力城市的 GVC 在 EPU 上升时并不会扩大投资规模，并且列(3)中较高财政压力城市的回归样本较少，这意味着较高财政压力的城市设立 GVC 的数量本身就较少，也进一步表明，当 EPU 上升时，较高财政压力的城市中的 GVC 没有能力扩大投资规模。

第三，GVC 扩大投资时的风险分散策略。一方面，本文根据 GVC 每年的投资总数量和投资总金额，计算 GVC 每年的单笔平均投资金额，并将其作为被解释变量进行回归。根据表 6 列(5)的回归结果，*EPU* 的系数为负，表明 EPU 上升时，GVC 倾向于通过“小额多笔”的投资策略来分散风险。另一方面，本文根据基金投资事件数据区分 GVC 在进行投资时是否和其他基金联合投资来生成联合投资事件占全部投资事件的比例，将其作为被解释变量进行回归。根据表 6 列(6)的回归结果，*EPU* 的系数显著为正，表明当 EPU 上升时，GVC 会更多地选择和其他基金共同投资来降低投资风险。表 6 列(5)、列(6)的结果表明，当 EPU 上升时，由于受到财政资金安全性的约束，GVC 会通过减少单笔投资金额和联合其他基金共同投资来降低投资风险。

表6的结果表明，GVC的投资扩大能力受到所属政府的财政约束的影响，约束较小的GVC更有可能扩大投资，并且GVC的投资行为也表现出一定分散风险的特征。因此，GVC的投资兼顾了“稳投资”和“防风险”的双重目标。

五、结论及政策建议

经济政策不确定性是影响投资决策的重要宏观因素，在实体经济投资活力不足的背景下，如何通过政府投资稳定预期并引导社会资本具有重要现实意义。政府引导基金是兼具政策赋能与市场化运作优势的新型产业政策工具，探讨其是否具有投资“稳定器”功能，可以为完善政府与市场协同的投融资机制提供政策参考。本文通过收集和整理中国政府引导基金(GVC)和市场化投资基金(PVC)的相关数据，对经济政策不确定性(EPU)与股权投资基金投资之间的关系进行了实证考察，并重点探讨了PVC投资下降时GVC的投资“稳定器”功能。本文研究发现：第一，当EPU上升时，PVC倾向于减少投资，而GVC则会扩大其投资规模。第二，GVC在投资标的选择上表现出更强的结构稳定性。当EPU上升时，PVC会减少对本地企业和重点产业的投资，而GVC则会维持对本地企业和重点产业的投资。第三，GVC在EPU上升时的投资发挥了引导作用。其更倾向于“领投”和“早投”，并显著提升了企业后续获得PVC“跟投”的可能性。第四，GVC的投资扩大反映了政府的激励与约束。根据本文的研究结果，提出以下几个方面的政策启示：

第一，强化政策性资本对社会资本的逆向调节功能，同时提升政策可预期性稳定社会资本预期。如果政府投资扩大缺乏清晰的政策边界和稳定的规则预期，那么反而可能加剧市场对政策取向的不确定预期，这会导致政策不确定性上升。一方面，应通过减少政策调整频率、明确产业扶持的中长期目标和实施路径、发布清晰的政策路线图等方式，提高政府投资行为的可预期性，从而缓解EPU波动；另一方面，在不可避免的不确定性上升阶段，应通过制度安排使GVC的扩大行为更多体现为对市场投资收缩的补充，而非临时性、随意性的政策干预，从而真正发挥稳定预期、引导社会资本的功能。政府应减少经济政策不确定性，从而发挥政府投资带动社会资本投资的积极作用。

第二，优化政府激励与财政约束的匹配机制，提升GVC的“稳投资”能力。应进一步优化政府激励与财政能力之间的匹配机制，使政策性资本能够在社会资本投资意愿下降时发挥更有效的补充作用。一方面，可在绩效考核体系中纳入考核指标，引导地方政府利用GVC来弥补PVC等社会资本投资收缩带来的融资缺口。另一方面，应根据地方财政状况实施差异化支持策略：对财政压力较大的地区，可通过中央财政加大配套、设立专项资金、推广跨区域合作基金等方式缓解其资金来源约束；对财政状况较好的地区，则应进一步激励其发挥更强的作用。同时，建议在GVC扩大投资时设立风险分散机制，从而提高财政资金使用的稳健性。

第三，提升GVC市场化运作与引导效率，增强对重点产业和创新企业的持续支持。应进一步强化GVC在结构稳定性、专业化运作和资本引导方面的能力建设。可以通过引入专业化管理机构、完善市场化激励机制等方式，进一步提升GVC在项目筛选、风险识别和价值增值方面的市场化水平。应鼓励GVC与PVC之间建立长期合作机制，从而增强对科技创新、战略性新兴产业等领域的持续支持。此外，应增强GVC在重点产业布局中的“稳定器”作用，通过完善信息披露制度，提升政策透明度，使其投资行为能够被市场主体准确识别，从而增强其预期引导作用与示范效应。

主要参考文献:

- [1]蔡庆丰,刘昊,舒少文.政府产业引导基金与域内企业创新:引导效应还是挤出效应?[J].金融研究,2024,(3):75-93.
- [2]丛菲菲,李曜,谷文臣.国有创投资本对民营资本的引导效应研究[J].财贸经济,2019,(10):95-110.
- [3]宫义飞,张可欣,徐荣华,等.政府引导基金发挥了“融资造血”功能吗[J].会计研究,2021,(4):89-102.
- [4]顾海峰,于家珺.中国经济政策不确定性与银行风险承担[J].世界经济,2019,(11):148-171.
- [5]顾夏铭,陈勇民,潘士远.经济政策不确定性与创新——基于我国上市公司的实证分析[J].经济研究,2018,(2):109-123.
- [6]纪洋,王旭,谭语嫣,等.经济政策不确定性、政府隐性担保与企业杠杆率分化[J].经济学(季刊),2018,(2):449-470.
- [7]蒋腾,张永冀,赵晓丽.经济政策不确定性与企业债务融资[J].管理评论,2018,(3):29-39.
- [8]李凤羽,杨墨竹.经济政策不确定性会抑制企业投资吗?——基于中国经济政策不确定指数的实证研究[J].金融研究,2015,(4):115-129.
- [9]李增福,陈俊杰,连玉君,等.经济政策不确定性与企业短债长用[J].管理世界,2022,(1):77-89.
- [10]刘贯春,刘媛媛,张军.经济政策不确定性与中国上市公司的资产组合配置——兼论实体企业的“金融化”趋势[J].经济学(季刊),2020,(1):65-86.
- [11]彭俞超,韩珣,李建军.经济政策不确定性与企业金融化[J].中国工业经济,2018,(1):137-155.
- [12]饶品贵,岳衡,美国华.经济政策不确定性与企业投资行为研究[J].世界经济,2017,(2):27-51.
- [13]申宇,任美旭,赵静梅.经济政策不确定性与银行贷款损失准备计提[J].中国工业经济,2020,(4):154-173.
- [14]宋全云,李晓,钱龙.经济政策不确定性与企业贷款成本[J].金融研究,2019,(7):57-75.
- [15]谭小芬,张文婧.经济政策不确定性影响企业投资的渠道分析[J].世界经济,2017,(12):3-26.
- [16]唐为,邱旋,陈子曦.政府引导基金与战略性新兴产业发展——产业发展中的政府与市场协同视角[J].数量经济技术经济研究,2025,(9):52-71.
- [17]吴超鹏,严泽浩.政府基金引导与企业核心技术突破:机制与效应[J].经济研究,2023,(6):137-154.
- [18]邢斐,海梦碟,曹瑜强.经济政策不确定性与企业技术型并购——基于企业间的策略性互动关系视角[J].中国工业经济,2023,(6):137-155.
- [19]张成思,孙宇辰,阮睿.经济政策不确定性、企业货币政策感知与实业投资[J].财贸经济,2023,(7):75-90.
- [20]张果果,郑世林.国家产业投资基金与企业创新[J].财经研究,2021,(6):76-91.
- [21]祝树金,申志轩,文茜,等.经济政策不确定性与企业数字化战略:效应与机制[J].数量经济技术经济研究,2023,(5):24-45.
- [22]Baker S R, Bloom N, Davis S J. Measuring economic policy uncertainty[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131(4): 1593-1636.
- [23]Bonaime A, Gulen H, Ion M. Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2018, 129(3): 531-558.
- [24]Chen J. Venture capital research in China: Data and institutional details[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2023, 81: 102239.
- [25]Colonnelli E, Li B, Liu E. Investing with the government: A field experiment in China[J]. *Journal of Political Economy*, 2024, 132(1): 248-294.
- [26]Cumming D, Li D. Public policy, entrepreneurship, and venture capital in the United States[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013, 23: 345-367.
- [27]Ge G Q, Xue J, Zhang Q. Industrial policy and governmental venture capital: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2024, 84: 102532.

- [28]Guerini M, Quas A. Governmental venture capital in Europe: Screening and certification[J]. *Journal of Business Venturing*, 2016, 31(2): 175–195.
- [29]Lerner J. *Boulevard of broken dreams: Why public efforts to boost entrepreneurship and venture capital have failed and what to do about it*[M]. Princeton: Princeton University Press, 2009.
- [30]Shahnazarian H. Fiscal stabilization rule[J]. *Journal of Macroeconomics*, 2023, 77: 103528.
- [31]Wang Y Z, Chen C R, Huang Y S. Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2014, 26: 227–243.
- [32]Zhang Y J, Mayes D G. The performance of governmental venture capital firms: A life cycle perspective and evidence from China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2018, 48: 162–185.

Economic Policy Uncertainty and the “Stabilizer” Role of Government Venture Capital

Qiu Xuan¹, Tang Wei^{1,2}

(1. *College of Public Finance and Investment, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*; 2. *Research Institute of Financial Innovation of Shanghai Pudong Development Bank, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*)

Summary: In an environment of increasingly complex policy dynamics, economic policy uncertainty (EPU) has become an important macro factor shaping private investment decisions. How public investment can stabilize overall investment and guide private capital under such uncertainty has therefore attracted considerable attention. Using a dataset of investment events by Chinese government venture capital (GVC) funds and private venture capital (PVC) funds over 2011–2022, and employing the China EPU index constructed by Baker et al. (2016), this paper systematically examines the heterogeneous effects of EPU fluctuations on the investment behavior of these two fund types and further investigates the role of GVC as an investment “stabilizer” when PVC investment contracts.

The main findings are as follows: First, rising EPU leads PVC to reduce investment, whereas GVC expands investment. Second, GVC maintains stable investment patterns toward key industries and local firms even when EPU increases. Third, GVC plays a guiding role under heightened EPU, as it is more likely to act as a lead investor and invest at earlier stages, significantly increasing the likelihood that investee firms subsequently receive PVC follow-on financing. Fourth, the expansion of GVC investment is jointly driven by governmental incentives and fiscal constraints: It is more pronounced in regions facing stronger growth pressure and larger PVC contractions, and is stronger among GVC with lower fiscal pressure, which also tend to adopt risk-diversification strategies. The results suggest that GVC possesses institutional advantages under heightened EPU and can partly cushion the adverse effects of ambiguous policy signals on market investment.

The policy implications of this paper are threefold: First, in periods of rising EPU, enhancing policy predictability is crucial for strengthening the countercyclical role of GVC in stabilizing private capital investment. Second, improving the alignment between governmental incentives and fiscal capacity can enhance the capability of GVC to offset contractions in private investment. Third, further strengthening the market-oriented operation and guiding efficiency of GVC is essential for sustaining investment in key industries and innovative firms.

Key words: economic policy uncertainty; government venture capital; private venture capital

(责任编辑 顾 坚)