

推动科技金融行稳致远的历史镜鉴 ——科技股波动背后的制度思考

联合资信 主权部

过去二十年，房地产业、基础设施建设是中国经济发展的重要驱动力量，吸收大量的金融资源实现规模扩张。随着经济发展阶段转换与周期下行，2020年以来，这两个产业先后进入了出清、化债的阶段，传统模式积累的结构性风险集中暴露。当前，科技创新被定位为驱动中国高质量发展的新引擎，金融资源正在显著向该领域倾斜聚拢，科创板、创业板持续扩容，硬科技领域股权与债券融资规模稳步提升。近期全球科技股经历大幅回调，热门赛道估值快速回落，暴露出资金同质化聚集、定价偏离基本面等隐忧，市场对科技投融资逻辑的思考显著升温。科创领域是否能够打破传统产融循环的制度惯性？

本报告以地产—城投传统模式为历史镜鉴，提炼其运行逻辑与风险演化规律，以此为参照审视当前科技金融实践。研究发现，科技金融并不会系统性重演传统产融模式下的风险，二者的资产属性、风险特征、政府介入强度存在本质差异，但制度惯性引发的路径依赖迹象仍然存在，结构性错配、风险定价弱化、顺周期共振、财政风险传导等潜在风险不容忽视。对此，可从制度层面切断路径依赖的传导链条，推动考核激励、风险定价、差异化监管与政府介入的深层优化，厘清产业政策引导与市场主导的合理边界，才能推动科技金融更好地坚守支持创新的本源，实现长期可持续发展。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

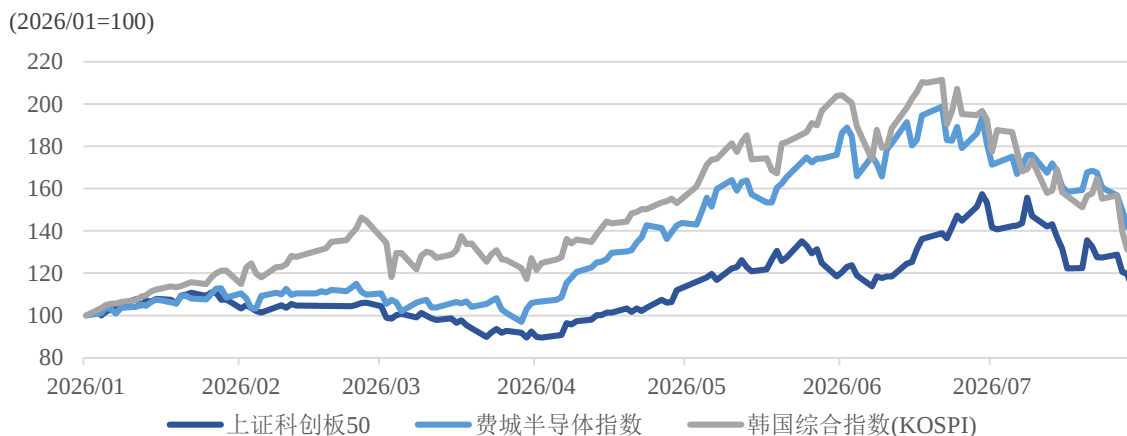


一、引言

（一）研究背景

2026 年 6 月以来，全球资本市场迎来一轮大范围的科技股深度回调。截至 7 月 30 日，对比各自 6 月的历史高点，作为全球芯片景气度风向标的费城半导体指数累计回撤 22.77%；在三星电子、SK 海力士等存储半导体龙头拖累下，韩国综合指数（KOSPI）跌幅达 38.63%，近两个月已触发 6 次熔断机制；国内上证科创 50 指数同步回撤 28.06%。AI 算力、存储半导体、光模块等前期资金高度集中的热门赛道估值大幅下挫，暴露出资本同质化追逐、估值脱离基本面等风险隐忧，引发各界对科技领域投融资模式的重新审视，凸显了理性评估科技金融发展路径的必要性。

图 1.1 科技股走势情况



数据来源：上海证券交易所、韩国央行、Wind，联合资信整理

当前我国经济正处于增长动力转换与产业结构升级的关键阶段。过去二十年，房地产业与基础设施建设是中国经济发展的重要驱动力量，同样经历了金融资源持续聚集、杠杆水平持续抬升的扩张周期。信贷端，房地产相关贷款一度占据银行业信贷总量的近三成，是金融机构信贷资产投放的核心赛道；债务端，依托土地抵押与政府信用背书，地方投融资平台债务规模持续扩张，成为债券市场最重要的发行主体之一。随着内外部发展环境转变，此前过度集中的金融资源被动抽离，抵押物价值缩水与债务压力风险集中暴露，先后进入出清与化债阶段。

与此同时，战略性新兴产业、高新技术产业等为代表的科创板块在国民经济中的比重持续上升，进入了规模快速扩容的发展阶段，是当前经济转型阶段投资与信贷增量的核心承载领域。值得注意的是，长期形成的制度安排、考核逻辑与行为惯性具有路径依赖性，可能不会随产业赛道的切换自动消解，原有发展模式下的资源配置逻辑

可能在新兴领域继续维持惯性，与新产业的发展特征形成错配——**科技创新产业与地产—城投模式的风险性质和产业逻辑**虽然存在根本差异，但它们在产业政策驱动机制、金融资源配置方式和政金关系结构上，可能存在值得审视的相似性或延续性。特别是我国科技金融体系仍处于探索发展阶段，在规模快速扩张的过程中，有必要对传统模式的路径迁移风险保持审慎关注，避免因制度惯性积累新的结构性矛盾。

（二）核心问题

基于上述背景，本文重点围绕三个核心问题展开研究：

第一，以房地产与地方投融资平台构成的传统产融模式的金融供给逻辑是否存在延续性表现，具体体现在哪些方面；

第二，当前科技金融实践中，若前述延续性表现持续演化且缺乏约束，哪些潜在风险值得关注；

第三，如何通过制度层面的优化调整，提前防范相关风险，推动科技金融坚守支持创新的本源。

（三）分析视角与方法

在研究定位上，本文跳出科技金融领域侧重工具创新、规模扩容的常规讨论，不针对产业与金融的全面适配性展开体系化构建，而是聚焦路径依赖风险的识别与防范，重点从制度层面提出优化方向，力求为科技金融的稳健发展提供审慎视角。

在研究视角上，本文立足我国经济运行的体制特征，**从国内产业与金融互动的历史实践中提炼分析逻辑**。以房地产与地方投融资平台构成的**传统产融**循环为历史参照，提炼传统模式的核心运行特征、风险演化路径与内在教训，以此作为分析当前科技金融问题的参照基准。

在研究方法上，本文采用特征对照的分析思路，将传统模式的核心制度特征与当前科技金融领域的实践表现进行比对，识别其中存在的路径依赖迹象，并分析其可能引发的结构性错配与风险演化路径。

二、传统模式的金融供给逻辑

过去较长时期内，依托房地产与地方基础设施建设形成的产融循环，是支撑我国经济规模扩张的重要模式，其运行建立在一套相互强化的制度逻辑之上。理解这套逻辑的内在构成与演化规律，是研判当前科技金融领域路径依赖风险的核心参照。

单一资产抵押与政府信用背书的定价基础。传统模式下，相关领域融资的定价基

础并非完全依赖项目自身的现金流与盈利能力，房地产领域依赖土地和房产的抵押价值，城投领域依赖地方政府的隐性信用背书。

规模导向下的激励模式。地方发展层面，经济增长、固定资产投资规模是核心政绩目标，房地产与基建是拉动短期增长的重要抓手；金融机构层面，资产、权益、营业收入与利润等规模类指标为核心考量因素，相关领域资产收益稳定、投放效率高，与规模扩张目标高度契合。两者目标导向高度一致，形成政策与资金的合力推动融资规模快速扩张。

确定性的单边预期特征。在房地产领域，表现为土地与房产价格长期单边上涨的预期，资产增值的确定性预期覆盖了经营风险；在城投领域，表现为地方政府隐性信用背书下的债务刚性兑付预期，信用风险被系统性低估。

金融机构同质化竞争行为模式。金融机构普遍形成的业务标准、客户选择、风控模式高度趋同，整体风险偏好同质化高。在经济上行期，这种趋同效应更容易放大，进一步推升整体投放规模。

上述定价基础、激励模式、预期特征以及行为模式四个层面相互支撑、彼此强化，构成了传统产融模式自洽的规模扩张逻辑。定价基础为规模扩张提供了底层条件，激励模式为规模扩张提供了动力，确定性预期为规模扩张提供了心理支撑，金融机构同质化的行为则进一步推升了规模扩张。

三、科技金融的路径依赖表现

本章结合上文提炼的传统模式内在逻辑，识别当前科技金融领域是否存在延续性表现。需要明确的前提是，科技金融与传统产融模式在资产属性、风险特征、政府介入强度上存在本质差异，因此本章的对照聚焦于制度逻辑与行为惯性层面。

（一）定价基础：“技术定价”仍面临转型困难

科技金融的定价基础与传统模式有着根本不同。科创企业的核心资产是技术能力、知识产权和人力资本，缺乏传统意义上的可抵押资产，也不同于城投的政府信用支持。这意味着对科创企业的风险定价，需要基于企业技术变现能力、商业化前景和团队竞争力来判断其未来偿债能力。

当前科技金融的“技术定价”仍面临两方面的转型困难。一是金融机构仍带有传统模式的路径依赖。部分机构仍习惯性寻找“类抵押物”，如创始人的房产、企业的设备，或者过度依赖国有股东背景、政府基金持股等要素，本质上仍是“资产抵押驱动”“政府信用驱动”的传统定价思路，尚未真正转向“技术价值驱动”。二是技术价值的评估和处置尚缺乏成熟的制度基础。知识产权评估、交易、处置的市场化建设

仍在推进中，技术资产难以像传统抵押物那样标准化定价和便捷流转，客观上增加了金融机构对技术进行独立定价的难度。

（二）激励模式：规模导向的考核目标趋同

当前科技金融在考核激励体系方面的延续性较强，从国家宏观战略到地方执行层面，形成了一套自上而下的政策导向体系，共同推动金融资源向科创领域集中。传统产融模式与科技金融的核心差异在于政策目标的本质不同，传统模式的规模扩张围绕重资产增量建设展开，而科技金融的规模增长以创新主体培育为出发点。

国家战略规划层面，“十五五”规划将全社会研发经费投入增长、每万人口高价值发明专利拥有量及数字经济核心产业增加值占 GDP 比重等指标纳入经济社会发展发展的主要指标，并明确了相应的量化目标，表明了对科创投入规模与产出数量持续增长的宏观政策导向。

地方政府层面，科技信贷规模、科创市场主体培育数量已普遍纳入科技创新工作与金融服务的考核评价体系。财政部 2024 年印发的《关于实施支持科技创新专项担保计划的通知》明确，对融担基金科技创新再担保业务单列年度业务规模等绩效考核指标，并要求地方财政部门完善相应考核制度。国家金融监督管理总局 2025 年印发的《银行业保险业科技金融高质量发展实施方案》提出，探索建立科技金融监测评估体系，强化监管正向激励作用。地方实操中，河南省 2025 年发布的《河南省科技金融“科技贷”业务实施方案》规定，每年对全省“科技贷”业务开展专项绩效评价，考核包含年度贷款额度、服务科技型中小企业数量等规模类指标。

金融机构层面，科技信贷增速、科创业务占比、服务企业户数已普遍纳入银行内部绩效考核体系，基层机构面临明确的规模增长压力。截至 2025 年末，六家国有大行科技贷款余额合计突破 23 万亿元，整体增速保持在两位数以上，显著高于全行贷款平均增速，科技创新领域正成为资产扩张的关键板块。

在规模导向的激励驱动下，政府引导基金出资、政策性担保、风险补偿资金等各类政策性支持工具的覆盖面和使用强度随之上升，成为撬动金融资源的重要手段。

（三）预期特征：形成政策长期支持的预期

当前科技金融在预期特征维度存在一定程度的延续，市场对政策扶持的长期连续性形成了稳定预期，在融资定价中可能会产生实质性影响。但这一延续与传统模式存在本质区别，传统模式的“房价只涨不跌、城投债务刚兑”两类确定性预期都是全域性的，直接指向抵押物价值或债务兑付安全。而科技创新不同，尽管当前市场对科技

创新的高风险属性具有普遍共识，但科创领域的政策预期仅作用于赛道层面的风险判断，并未形成对具体企业的债务兑付承诺。

信贷市场层面，李广子、刘力（2020）基于上市公司逐笔贷款合约的实证研究显示，产业政策支持会显著改变银行的信贷决策。政企关系对贷款条件的影响被放大，而代表企业经营效率的全要素生产率对信贷决策的作用明显弱化。核心机制在于，产业政策传递了行业长期发展的稳定信号，形成了政府隐性支持的市场预期，降低了金融机构对企业个体经营风险的敏感度。

债券市场层面，栗宇丹等（2025）针对全市场非金融企业信用债的研究进一步验证，纳入产业政策鼓励行业的企业，债券一二级利差平均收窄 3.63 个基点，发行溢价幅度下降近三分之一，且该效应在政策不确定性较低时更为显著，说明稳定的政策预期是定价优化的重要前提。

（四）行为模式：业务投放呈现集中化特征

当前科技金融在行为模式维度的延续性较强，但需注意科创产业与传统模式在产业属性上的根本差异。房地产与基础设施建设本身属于相对单一的产业概念，产业链条集中、资产形态趋同。而科技创新是一个涵盖多个行业和产业链的集合概念，从半导体到生物医药、从新能源到人工智能，不同细分领域在技术路线、商业化周期、风险收益特征上差异显著，产业分布本身具有分散化的特点，这一特征客观上降低了传统模式中全行业高度同质化的制度惯性在科创领域全面重演的基础。

但需要关注的是，当前金融机构仍延续了“规避不确定性、追逐确定性标的”的避险倾向，业务选择呈现较为明显的同质化特征，资金集中投向政策支持力度大、市场预期一致的细分产业领域。在客户选择上，资金普遍向成熟期科创企业、行业龙头企业集中，这类企业经营相对稳定、具备一定可抵押资产，符合传统信贷的风控标准；而处于早期阶段、轻资产运营的中小科创企业，融资可得性仍然偏低。在赛道选择上，资金集中流向新能源、人工智能等政策支持力度大、市场关注度高的热门领域，部分技术路线前沿、商业化周期较长的细分赛道获得的金融支持相对有限。

四、路径依赖与行业属性叠加下的潜在风险

当前传统产融模式的核心运行逻辑体系并未在科技金融领域形成系统性复制，但在激励机制、行为模式维度存在较为明显的路径依赖迹象。同时科创产业自身具有轻资产、高不确定性、深度绑定资本市场的鲜明特征，路径依赖惯性若与行业自身属性叠加演化，且缺乏制度约束，可能引发结构性错配、风险定价功能弱化、产业周期波动放大以及财政与信用风险传导等系统性风险。

（一）结构性错配风险：规模导向下的资源配置偏离创新本源

结构性错配风险的根源在于激励结构与行为模式的叠加，在规模导向考核驱动下，资金集中涌入科创领域，同时金融机构延续了“追逐确定性标的”的行为惯性，导致资金在科创产业内部向特定阶段和赛道过度集中。

需关注可能引发的两类结构性错配。一是阶段错配，资金过度向经营稳定、有信用记录成熟的企业集中，真正处于研发突破关键期、缺乏抵押品与现金流的早期硬科技企业，长期处于金融供给的边缘地带，科技金融“投早投小投硬科技”的政策初衷被弱化；二是赛道错配，金融资源集中涌入新能源、新一代信息技术等商业化路径清晰、政策支持力度大的成熟赛道，部分技术路线前沿、产业化周期长、不确定性高的细分领域获得的金融支持相对有限。

（二）风险定价功能弱化：对传统思维的路径依赖

当前部分金融机构尚未建立以技术价值、商业化前景为核心的独立定价体系，习惯性寻找“类抵押物”或依赖国有股东背景、政府基金持股等要素。同时，在规模导向的激励结构下，叠加政策长期扶持的稳定预期，使得机构缺乏足够动力去深入研判企业的技术变现能力和商业化前景。这一趋势若持续强化，市场自身风险定价能力的发育将受到抑制，削弱金融体系的风险识别韧性。

从行业自身属性看，科创企业的核心价值在于技术能力与成长潜力，但技术迭代速度快、商业化路径不确定性高、知识产权价值难以标准化量化，本身就对定价能力提出了极高要求。在基础设施不完善、专业评估能力不足的背景下，市场难以形成统一、精准的定价标尺，容易出现“跟风定价”“政策定价”的倾向，进一步加剧定价功能的弱化。

（三）顺周期共振风险：同质化行为放大市场波动

金融机构在客户选择和赛道投向上高度趋同，资金集中投向政策预期一致的产业领域。在产业上行期，全行业同步加大投放，推高资产估值；一旦技术路线更迭、行业周期下行或政策支持力度调整，可能同步收缩，形成集体抽贷。

当前部分硬科技赛道已出现资金快速聚集、估值持续攀升的特征。尽管科技创新领域的技术进步与高成长性可以消化部分估值，且科创领域整体杠杆水平远低于传统重资产领域，但顺周期共振的风险传导机制具有相似性。特别是在政策预期高度集中的赛道，一旦产业政策方向调整或技术路线发生重大迭代，市场预期可能快速逆转，此前基于政策持续性预期形成的资产估值面临重估压力。

与传统产融模式相比，科技金融的融资结构和市场特征可能会进一步放大顺周期共振风险。地产与基建领域的金融资源主要集中在银行信贷和债券市场，而科技创新产业在股票市场的权重要高得多。传统地产板块巅峰期总市值占A股比重不足一成，而当前A股科技板块市值占比已超过三成，市值超千亿上市公司中，科技企业占比已达45%，资金集中度远超当年的地产板块。由于二级市场天然具有追涨杀跌的顺周期交易特征，在市场下行阶段，赎回压力与股价下跌可能形成负反馈循环，调整幅度往往超出基本面所能解释的范围。此外，部分头部科技龙头企业上市首日市值一度突破3万亿元，个体波动对板块整体的影响权重显著提升，进一步放大了集中化交易的波动效应。

此外，科技企业往往同时涉及信贷融资、债券发行和股票质押等多种融资方式，一旦科技股出现大幅调整，可能通过股票质押品价值缩水、可转债转股预期逆转等渠道向银行信贷和债券市场传导，形成股债联动的风险链条。当前科创领域整体杠杆水平虽远低于传统重资产领域，但跨市场风险传染的潜在路径值得保持关注。

（四）财政风险传导：政策性工具的隐性负担

当前在规模导向的考核激励驱动下，地方政府和金融机构有动力持续扩大科创融资规模，各类政策性风险分担工具的覆盖面和使用强度可能随之上升。若这一趋势缺乏有效的总量约束和风险监测机制，可能逐步积累财政的或有负债规模。

尽管单笔业务的代偿规模受限于制度规则，但当覆盖面扩大至足够规模、且投放存在行业集中特征时，若特定赛道出现系统性经营困难，金融机构资产质量可能同步承压，部分风险需通过利润核销、资本补充等方式吸收。与此同时，政策性担保等工具的代偿压力上升，政府引导基金可能面临退出困难或投资亏损，风险最终向公共部门转移。但这与传统城投模式中政府直接兜底债务不同，而是政府体系作为风险分担机制的参与方，在覆盖面和使用强度持续上升后，承担的尾部风险相应增加。

五、规避潜在风险的制度优化路径

由于路径依赖根源于激励机制、行为惯性与市场预期等多重叠加，单纯依靠金融工具层面的局部创新不足以破解深层制度惯性，规避风险的关键在于推动制度层面的深层调整，在产业政策引导与市场主导之间构建清晰的制度边界。

（一）调整考核激励导向，推动从“规模导向”转向“质量导向”

针对规模导向双向对齐引发的阶段与赛道错配，需将考核重心从总量增长转向结

构优化与创新质效，从源头打破同质化投放的激励闭环。

一是调整地方政府科创融资考核指标。在科技信贷规模、科创企业数量等规模类指标之外，强化早期企业覆盖率、首贷户占比、硬科技赛道融资可得性等结构性、质量类指标，弱化单纯追求规模扩容的激励强度。

二是完善金融监管与机构内部绩效考核体系。监管层面，将早期企业服务占比、信用贷款占比、风险定价精准度等更多质效指标纳入监管评价体系。机构层面，对科技金融业务设置差异化考核维度，区分成熟期企业融资与早期企业融资，对“投早投小投硬科技”业务给予更高的风险容忍度和更长的考核周期，避免基层机构因短期业绩压力而向确定性标的集中。

三是建立长周期评价机制。科技创新的产业化周期较长，短期考核难以客观衡量科技金融的实际成效。探索建立与创新规律相匹配的长周期评价框架，将考核周期从年度向跨年度延伸，将获贷企业的技术突破、成长质量、产业化成效纳入后续评估，扭转“重投放、轻效果”的短期倾向。

（二）回归创新价值本源，强化市场化风险甄别能力

针对市场定价能力弱化风险，制度优化的关键在于强化对企业自身技术创新能力与经营可持续性的独立评估。

一是完善科创企业评价体系，培育市场化第三方专业服务支撑。引导金融机构在授信审批中，将技术竞争力、研发投入强度、专利质量、核心团队稳定性等反映企业内在创新能力的指标纳入核心评估框架，降低对所有制属性、政府背景等外部标签的依赖。同时支持专业技术评估机构、知识产权服务机构、科创信用评价机构等第三方市场化主体发展，提供独立的技术尽调、价值评估、风险研判服务，弥补金融机构自身技术专业研判能力的短板，为市场化风险定价提供中立、专业的第三方支撑。

二是持续丰富风险定价的基础设施。加快知识产权评估、交易、处置的市场化制度建设，为无形资产的独立定价提供可参照的市场基准，使技术价值具备可评估、可流转、可处置的信用锚功能。

（三）强化差异化监管与风险分散机制，缓解同质化共振风险

针对顺周期共振风险，制度优化的关键是打破全市场高度趋同的行为模式，一方面通过监管工具引导差异化经营，降低机构行为的同步性，弱化金融行为对产业周期的放大效应；另一方面通过市场化机制拓宽风险分散渠道，引导风险向更有承担能力的机构转移。

一是推动科技金融业务的差异化发展。引导金融机构根据自身定位、资源禀赋和风险偏好，在科技金融领域形成差异化的发展策略。大型金融机构可侧重全链条综合服务，中小金融机构可聚焦特定赛道或特定成长阶段的科创企业，创投机构可强化对早期硬科技项目的专业筛选能力，避免全行业在客户选择和赛道布局上高度趋同。

二是建立科技金融的逆周期调节框架。在特定赛道资金快速聚集、估值持续攀升的阶段，通过宏观审慎工具引导金融机构审慎评估集中度风险；在行业周期性下行、金融机构资金投放收缩阶段，通过结构性政策工具维持对优质科创企业的融资支持，平抑顺周期波动。

三是拓宽科创金融风险分散化渠道。进一步发展私募股权、创业投资等直接融资渠道，引导社会资本通过市场化方式参与科创企业融资，发挥其在风险识别、价值发现和长期陪伴方面的专业优势，同时降低银行体系的集中度风险。同时探索推动科创信贷资产证券化等创新产品发展，盘活银行体系内沉淀的科创信贷资源，通过结构化设计将风险分层转移至具有不同风险偏好的投资者，实现风险的分散化分担。

四是加强行业集中度监测。建立科技金融投放的赛道集中度、客户集中度监测指标体系，定期评估金融资源在重点赛道的分布状况，为逆周期调节和风险分散化政策提供数据支撑。

（四）坚持政府介入的制度化原则，防范财政风险的隐性积累

针对财政风险，制度优化的重点是坚持“有限支持”安排的基本原则，防范政策性支持在规模压力下向隐性信用兜底方向偏移，积累财政或有负债风险。

一是坚守风险分担工具的制度化边界。政策性担保、风险补偿等政府支持工具，严格维持既定的风险分担比例与代偿上限，不随意扩大政府兜底责任。明确政策性工具的定位是弥补早期市场失灵，而非全链条风险托底，仅针对初创期、轻资产等市场难以有效覆盖的环节发挥作用，避免向成熟期、成熟赛道过度延伸。

二是建立集中度与总量双重约束机制。对政府性担保、风险补偿资金设置行业集中度管控要求，避免政策性资金过度集中于单一热门赛道，降低单赛道周期波动向公共部门传导的尾部风险。同时，建立政府性科创融资规模与地方财政承受能力的匹配机制，合理控制政策性担保的杠杆倍数，防控财政或有负债的过度积累，守住财政风险底线。

三是强化政府性担保机构的市场化运作。减少对政策性担保机构的行政干预，推动其建立专业化的技术风控与项目评审能力，避免其沦为地方政府扩大融资规模的工具，确保风险分担机制的商业可持续性。

六、结论

本文以房地产与地方投融资平台构成的传统产融循环为历史镜鉴，提炼其核心金融供给逻辑与风险演化规律，并以此为参照，系统审视了当前科技金融领域是否存在传统模式逻辑的隐性延续。围绕引言提出的三个核心问题，主要结论如下：

第一，传统模式的制度惯性在科技金融领域存在隐性延续现象，但延续程度在不同维度上存在显著分化。

传统产融模式的核心运行逻辑建立在定价基础、激励模式、预期特征与行为模式四个层面的相互支撑之上。这一逻辑体系并未在科技金融领域形成系统性复制，但在不同维度上呈现出程度不一的路径依赖迹象。激励结构和行为模式的延续性较强，预期特征存在一定延续但与旧模式有本质区别，定价基础的底层逻辑完全不同，但仍存在传统定价思维的路径依赖，向“技术定价”转型仍面临困难。

第二，若上述路径依赖迹象持续演化且缺乏约束，叠加科技行业自身属性，可能引发结构性错配、风险定价功能弱化、顺周期共振、财政风险传导等系统性风险。

规模导向的考核激励驱动金融机构同质化集中投放，形成阶段错配与赛道错配，使科技金融偏离“投早投小投硬科技”的政策初衷。结构性错配叠加政策预期，推升风险定价中对政策支持要素的权重，对技术能力与市场前景的独立研判权重相对不足。风险定价功能弱化在行业周期逆转时触发顺周期共振，集体行为调整放大产业与经济波动，叠加资本市场追涨杀跌效应，科技板块市值占比高、股债联动路径丰富，波动传导速度更快、溢出效应更广。最终，若政策性工具的覆盖面和使用强度持续上升，在系统性压力下尾部风险可能会向公共部门转移。

与传统模式相比，当前科技金融领域的风险积累在程度和性质上存在显著差异。科技创新的高成长性可以消化部分估值压力，且科创领域整体杠杆水平远低于传统重资产领域。但传统模式的历史教训清晰表明，制度惯性的积累往往发生在风险被充分认知之前，对苗头性风险的审慎关注和提前防范，是避免结构性矛盾积累的关键。

第三，规避风险的根本出路在于制度层面的系统化调整与协同优化。

破解深层的制度惯性问题需要从多个方面协同推进制度优化。一是通过调整考核激励导向，推动从“规模导向”转向“质量导向”，打破无序规模扩张的制度闭环；二是通过完善评价体系、培育市场化第三方专业服务支撑和丰富风险定价基础设施，强化对企业创新价值的独立研判能力；三是通过差异化监管、逆周期调节与拓宽风险分散渠道，缓解金融机构同质化共振的风险，引导风险向更有承担能力的机构转移；四是通过坚持政府介入的制度化原则，守住“有限支持”的边界，防范财政风险的隐性积累。

参考文献

- [1] 李广子和刘力,2020,《产业政策与信贷资金配置效率》,《金融研究》第 5 期,第 114~131 页。
- [2] 栗宇丹、郭雅婷和罗炜,2025,《产业政策与债券发行定价效率》,《金融研究》第 5 期,第 152~170 页。

联系人

投资人服务 010-85679696-8704 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。