城投转型专题（5）：城投产业基金的信用风险形成与传导机制

公用二部| 付国晶、史瑞瑞

2026 年 11 月 10 日

摘要：

产业基金是城投参与股权投资、推动产业化转型的常见工具之一，在土地财政持续收缩与地方政府债务约束趋紧的背景下，其信用风险的生成与传导路径值得持续关注。本文聚焦城投产业基金在募集、投资、管理、退出各环节中的信用风险形成机制，包括募集环节中不同资金来源的杠杆效应与出资义务的刚性程度，投资环节中决策机制的市场化水平与项目筛选标准，管理环节中控制力边界与风险归属的清晰度，退出环节中通道畅通性与资金回收的可预期性，并从出资补缴义务、隐性兜底安排、亏损并表处理以及声誉影响对再融资的间接作用四个维度重点分析基金层面的风险向城投母公司传导的可能路径。同时，本文进一步结合典型案例提炼评级实务中的评估要点，为产业基金类资产的审慎评估提供分析基础。

关键词：城投产业基金；信用风险；形成机制；传导路径；审慎评估要点

正文：

一、引言

（一）概念界定与运作模式

城投产业基金是指以城投公司作为主要出资方之一，以支持地方产业升级、招商引资或基础设施建设为目的采取市场化基金运作方式设立的产业投资基金，其核心特征为城投平台深度参与、具有政策导向性。从组织形式看，有限合伙制是城投产业基金的主导形态，这主要源于《中华人民共和国合伙企业法》规定国有独资公司、国有企业、上市公司以及公益性的事业单位、社会团体不得成为普通合伙人（GP），因此城投公司几乎均以有限合伙人（LP）身份参与产业投资基金，承担有限责任；基金管理人则由专业机构或城投下属专门子公司担任。

根据城投公司参与角色的不同模式，城投产业基金业务开展主要分为以下三种模式：

表 1　不同业务参与模式下城投产业基金模式对比

业务模式	城投公司角色	盈利来源	风险承担
基金管理人模式	基金管理人[1]	管理费+超额收益分配	基金经营管理风险
出资人模式	有限合伙人	投资收益分配	项目投资损失（以出资额为限）
混合模式	基金管理人+有限合伙人	管理费+投资收益+超额分配	基金管理风险+项目投资损失

资料来源：大公国际整理

（二）产业基金的四项结构性优势

在土地财政持续收缩与地方政府债务约束趋紧的背景下，城投平台以产业基金为载体参与股权投资，已成为地方推动股权财政转型和产业招商的普遍选择。根据公开数据，2025 年政府引导基金认缴出资 3,982 亿元，同比增长 73%；地方国资认缴出资 7,961 亿元，同比增长 85.2%；2026 年上半年，政府引导基金、央企产业基金与地方国资平台出资合计占总募资额的 74%。

城投平台选择产业基金而非继续举债或简单收缩，根本原因在于产业基金在四个结构性维度上同时优于传统融资模式。在出资结构上，基金形式引入社会资本同股同权，将原本由平台独担的出资压力转化为多方分担，财政资金以引导基金形式作劣后或让利，可在不推高有息负债率的前提下放大国有资金的杠杆倍数。在资产结构上，资金投向由基建和土地整理转向先进制造、新能源等产业股权，持有期资产以权益科目列示，资产周转与重估空间显著大于沉淀多年的重资产。在收入结构上，收入来源由代建回购与补贴结算转向股权增值与分红，市场化属性更易验证，契合“335”指标对城投类收入占比压降的审核方向要求。但同时需要指出，基金分红与股权增值能否在“335”口径下被认定为市场化收入，实务中主要考虑基金底层项目是否涉及本地政府主导项目或返投安排，若存在较强的政府信用关联，相关收益仍可能被归入政府性收入范畴。在招商功能上，以基金投资为纽带绑定优质企业，实现以投带引、以投促产，将资本输出锁定为本地产业增量，平台角色由基建承建方升级为区域产业组织者。但必须正视的是，财政出资型引导基金在设立端依然受制于 2026 年 6 月发布的《国务院办公厅关于加强监管防范风险促进私募投资基金高质量发展的指导意见》（国办函【2026】54 号文）（以下简称“54 号文”）的约束。

[1] 实务中多指城投公司通过设立具备基金管理资质的全资或控股子公司来担任 GP 或基金管理人。

图 1　产业基金相较传统融资模式的四项结构性优势

出资结构：从单一举债到多元共担 1）引入社会资本同股同权，出资压力由平台独担转为多方分担； 2）财政资金以引导基金形式作劣后或让利，放大国有资金杠杆倍数； 3）表内债务不被等额放大，规避直接推高有息负债率	**资产结构：从重资产沉淀到权益化配置** 1）资金投向由基建、土整转向先进制造等产业股权； 2）持有期资产以权益科目列示，资产周转与重估空间更大； 3）产业资产与地方税源形成正循环，反哺平台自身现金流
收入结构：从代建结算到投资收益 1）收入来源由代建回购、补贴结算转向股权增值与分红； 2）契合“335”指标对城投类收入占比压降的审核方向要求； 3）收入可验证市场化属性，有利于主体信用评级重塑	**招商功能：从被动配置到主动引产** 1）以基金投资为纽带绑定优质企业，实现以投带引、以投促产； 2）返投比例设计将资本输出锁定为本地产业增量； 3）城投公司角色由基建承建方升级为区域产业组织者

数据来源：大公国际整理

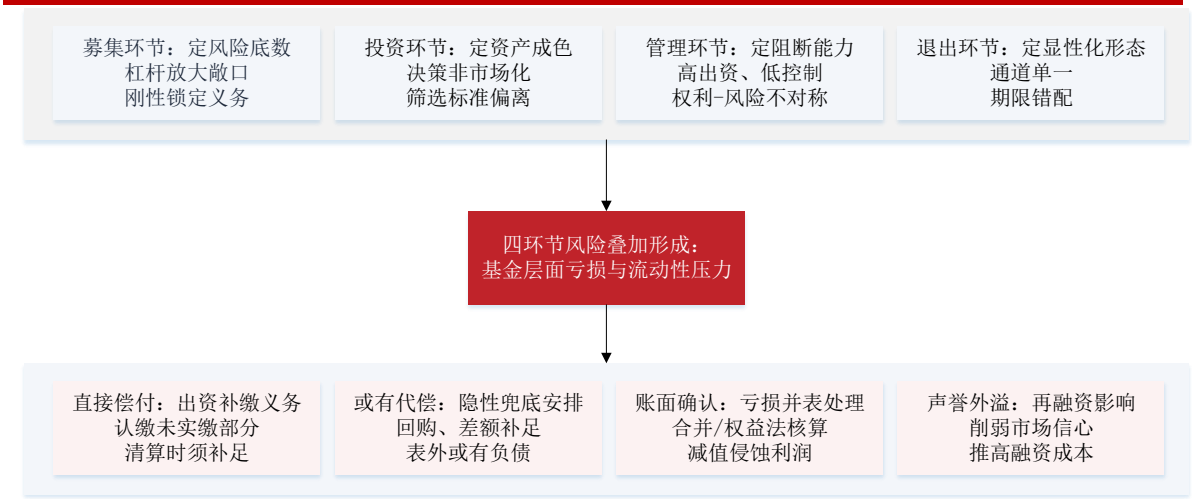
（三） 政策边界：城投产业基金是否受 54 号文约束

值得注意的是，关于城投产业基金是否受 54 号文中“严控新设政府投资基金，县区原则上不得新设”这一要求的约束，关键在于该基金在现行规则下是否构成“政府投资基金”。根据财政部《政府投资基金暂行管理办法》及 2026 年四部委《关于加强政府投资基金布局规划和投向指导的工作办法（试行）》的规定，政府投资基金的定义性要素之一是资金源于财政预算安排。据此，以城投自有资金出资、资金不涉及财政拨款或财政性资金注入，且基金按市场化原则独立决策运作的产业基金，原则上不属于政府投资基金的范畴，不直接适用 54 号文关于县区新设政府投资基金的限制。需要说明的是，若城投用于出资的自有资金实质上来源于财政性资金，或者基金虽以城投名义设立但承担政府招商返投等政策性职能、受政府意志直接支配，则仍存在被穿透认定为政府投资基金的可能，从而落入 54 号文的规制范围。这一区分之所以重要，是因为它决定了不同资金来源和运作逻辑的城投产业基金所面临的政策约束强度不同：真实自有资金主导的基金在设立和投向上具有更大的市场化空间，而具有财政属性或政府主导的基金则需在 54 号文的框架内接受更严格的约束。

二、信用风险的形成机制

基金投资过程中的“募、投、管、退”四个环节各自生成性质不同的风险，且四个环节并非彼此孤立，前一环节的输出恰恰构成后一环节的输入条件，风险沿时序逐环累积、逐环放大。

图 2　城投产业基金信用风险形成与传导路径



数据来源：大公国际整理

（一）募集环节：杠杆效应与出资义务的刚性

募集环节的风险根源在于出资能力与出资意愿的结构性错位。产业基金的出资人结构在形式上多元，但认缴制下不同主体的出资义务在约束机制类型上存在实质差异，而非简单的有无义务之分。财政资金受预算管理程序约束，拨付节奏与年度预算安排及投资进度挂钩，其出资具有制度规范性，但决策链条较长；市场化社会资本以财务回报为出资前提，在项目收益不及预期时，其后续实缴进度可能放缓，违约的法律后果依合伙协议约定处理，但这与商业上的出资意愿是两回事；城投平台作为 LP 的实缴义务源于协议约定，其缺乏退出弹性主要来自商业与信用层面，即其作为地方国企，拒绝履行补缴义务可能触发违约责任并波及区域信用环境，从而形成事实上的行为约束。正是这一差异，使得基金面临追加投资或清算补缴时，名义上多元的出资结构在压力情景下更可能向城投平台一侧收敛，形成“名义分散、实际兜底”的格局。

表 2 三类主要出资人的义务特征对比

出资人类别	核心诉求	出资义务的约束来源	实际履约中的行为特征
政府引导基金	兼顾政策目标与保值增值	纳入财政预算管理，拨付与年度预算及投资进度衔接	出资节奏受预算程序约束，决策链条较长；政策性诉求（如返投、让利）通常作为出资条件嵌入
市场化社会资本	以财务回报为核心	依合伙协议或基金合同约定实缴；未履行出资义务的，依协议承担违约责任，其他合伙人可经一致同意将其除名	实缴进度高度依赖项目预期；收益不及预期时可能放缓或停止后续出资，退出或要求回购的意愿上升
城投平台	兼顾市场化转型与政策性任务	实缴义务源于合伙协议或章程约定；同时受国资监管程序约束	不履约可能触发违约责任并影响区域信用，形成事实上的行为约束；不合规的场外兜底安排构成额外的或有风险

资料来源：大公国际整理

（二）投资环节：决策独立性与项目筛选的偏离度

投资环节的风险关注点在于决策独立性的实际执行情况。产业基金名义上遵循市场化投资决策程序，但在地方招商引资竞争较为激烈的时期，返投比例要求、地方招商指标与领导任期目标等非市场化因素往往构成穿透投委会的实质性约束。尽管伴随监管趋严，此类约束的规范性与具体形态有所调整，但其考核压力依然存在，并持续引导项目筛选标准从回报与风险的最优匹配向招商引资贡献的最大化偏移。在这种导向下，尽职调查容易让位于政府背书，估值谈判让位于落地速度，行业研究让位于政策文件的方向指引。其结果是，相当一部分资产在入表之初就存在成色缺陷，即估值虚高使账面资产脱离真实变现价值，行业集中使组合缺乏分散效应，退出条款缺失使后续处置丧失主动权。投资环节的脆弱性还在于它具有滞后暴露的特征，当期报表无法反映资产的真实质量，等减值迹象显现时，损失的规模往往已经超出基金的可吸收范围。如果说募集环节决定了风险的数量，投资环节则决定了风险的质量，即劣质资产一旦以公允价值形式进入资产负债表，后续环节的所有努力都只是在为既成的错误定价争取缓冲。

（三）管理环节：控制力边界与风险归属的清晰度

管理环节的风险本质上是控制权边界与风险承担的错配，且这一错配的具体形态视基金的层级与治理结构而异。在城投主导型基金中，城投平台通常掌握核心投资决策权，但此类模式下，管理风险往往转化为行政意志对市场化决策的过度替代，或者由于平台自身产业研判能力的局限，出现有权但无力阻断风险的情况（如盲目服从地

方招商指标而忽视底层项目的商业可行性）。在城投参与型基金中，城投平台通常在多数产业基金中扮演高出资、低控制权的角色，其出资比例靠前，但在投委会席位、关键条款否决权与信息获取通道上明显滞后于市场化机构。这种不对称直接削弱了风险的阻断能力，主要表现为，在投后监控机制上，知情权缺位使平台难以及时识别底层资产的质量变化，投后管理往往停留在定期收取财务报表的层面，对项目公司的经营异动、资金挪用与关联交易缺乏穿透式监控手段；而在风险处置权限上，决策权受限使平台即便识别出风险，也难以推动及时的处置动作，止损窗口在反复协调中关闭。此外，无论何种治理结构，管理环节的脆弱性还体现在人才与机制的双重短缺上，产业投资所需的行业研判、投后赋能与退出设计能力，与传统城投平台的人才结构几乎完全不兼容，多数平台的投后团队由原融资部门转岗组建，风险识别能力的建设速度远落后于资产扩张速度。管理环节由此成为四环节链条中最隐蔽的一环，原因在于它不直接制造风险，却决定了前面环节生成的风险能否被拦截、被稀释，阻断能力的缺失使早期的小额瑕疵得以一路放行至退出环节。

（四）退出环节：通道畅通性与资金回收的可预期性

退出环节将前三个环节累积的风险从账面推向现实。产业基金的主流退出通道包括 IPO、并购、股权转让与回购，但在当前市场环境下，各类退出渠道的畅通性均面临现实的制约。受资本市场发行节奏与宏观环境等影响，IPO 退出不确定性有所提高，并购市场受一二级市场估值倒挂及买方资金面约束，交易活跃度及市场化定价面临挑战，同时回购条款的执行也常受制于义务人的实际流动性状况。退出不畅的直接后果是期限错配的显性化，产业基金普遍以“5+2”或“7+2”为存续期设计，但底层产业的培育周期与退出周期经常超出基金寿命，延长期与展期安排在 LP 之间引发新的博弈。对于城投平台而言，退出环节的风险显性化具有强烈的报表冲击效应，即未能按期退出的项目需计提减值，面临回购诉讼的义务需确认预计负债，基金到期清算形成的缺口则转化为平台的即期资金压力。更为关键的是，退出环节的风险无法再被基金结构内部消化。在实务中，当社会资本已经先行退出或未完全实缴，且缺乏有效的风险缓释安排（例如向 GP 追责、第三方担保/保险代偿、政府统筹协调等）时，相关损失与流动性缺口在实质上将主要由城投平台承担。至此，前三个环节累积的所有风险，在退出环节易形成从或有到实有的转换。

三、基金风险向城投母公司的传导路径

基金层面的亏损与流动性压力，沿四条路径向城投母公司传导，包括最直接的出

资补缴偿付、不同会计处理下基金亏损对报表的影响和通过主观判断将风险隐性化、隐性兜底安排带来的或有代偿，以及通过声誉外溢传导进而影响区域内全部城投主体的再融资条件甚至跨区域传导。

（一）直接偿付：出资补缴义务

基于前文所提到的刚性出资义务，认缴未实缴部分是母公司最显著的风险敞口。同时，需关注的是法律责任的延伸：依据《中华人民共和国公司法》相关规定及司法解释，城投若以基金份额出资后通过关联交易、虚构债务等方式变相抽回出资，实质上构成抽逃出资，将对外承担补充赔偿责任，严重损害债权人利益的乃至承担连带责任。当基金投资的某个项目出现经营困难或违约时，基金的整体收益受损，若基金存在结构化分层，优先级投资者的固定收益无法兑付，进而触发劣后级出资人的补足义务，若劣后级由城投平台承担，则风险从项目层面传导至城投层面。出资补缴义务的信用含义在于：它直接挤占母公司当期流动性，且在多只基金同时到期时集中释放。在评级实务中，实缴金额与认缴金额之间的缺口是衡量该路径冲击的关键比率。

（二）或有代偿：隐性兜底安排

回购、差额补足、保底收益等场外承诺构成母公司的表外或有负债。其风险特征有三：一是隐蔽性，相关安排多以抽屉协议形式存在，不入表却法律有效，评级机构可通过核查协议、访谈 GP、比对资金流水等方式主动识别；二是顺位劣后性，因城投处于劣后级，基金损失须先由劣后级吸收，故其兜底义务的触发概率并不低；三是判例约束，司法实践对明股实债安排的效力认定存在不确定性，合同无效情形下预期收益无法实现，仅能主张资金占用费。隐性兜底的或有负债属性，使其成为城投信用分析中最容易被低估的风险敞口。

（三）账面确认：亏损并表处理

会计处理决定基金损失何时、以何种形态进入公司报表。依据持股比例与控制/重大影响程度的不同：对能够实现控制的基金，纳入合并报表，底层项目亏损直接侵蚀城投公司利润与净资产，抬高杠杆率；对具有重大影响的基金按照权益法计入长期股权投资，亏损则直接侵蚀投资收益；对于不构成控制和重大影响的基金，计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，通过公允价值变动损益科目影响当期损益。但产业基金存续期较长，损失确认滞后且存在主观空间，若退出环节通道不畅通或面临回购诉讼义务等，风险显性化直接冲击报表。评级实务中可重点核查：长期股

权投资科目规模与增速、减值计提的充分性与一致性、以及权益法下确认的投资收益与实际分红现金流的背离。

（四）声誉外溢：再融资影响

前三条路径均以资金流动为载体，第四条路径则以信息为载体。基金风险事件通过公开报道、审计通报、司法文书等渠道进入市场信息集，信息不对称下市场以单一项目推及区域治理与财政韧性、代表性启发式判断，削弱金融机构对城投及其所在区域的信心，其信用影响表现为：发行利差走阔与发行期限缩短、银行授信额度收缩与担保条件趋严、以及评级展望的负面化。声誉路径的特殊性在于它的非线性和区域外溢性，即单一基金项目的违约，可能被市场解读为区域基金治理与财政韧性的信号，进而影响区域内全部城投主体的再融资条件；当核心产业主体在多地设立基金时，还会引发跨区域的传染性重定价。相比直接的资金损失，声誉损耗对城投再融资能力的边际影响往往更持久。

四、典型案例分析

城投产业基金是平台产融结合的重要载体，信用风险形成于各个环节，沿着多条路径进行传导。本章节首先揭示县域基金异化的三种形态，并选取覆盖四环节形成机制、多条传导路径的典型案例进一步解析，从而归纳城投产业基金运作的常见风险和合规瑕疵。

表 3　本章选取典型案例所体现风险形成机制与传导路径一览

典型案例	体现风险形成机制	体现风险传导路径
A 城投案	募集环节：隐性兜底安排； 管理环节：风险归属扭曲； 退出环节：合同无效风险等	或有代偿：隐性兜底安排
B 产业基金回购案	管理环节与退出环节的机制性缺位	-
引进哪吒汽车案	投资环节：项目筛选脱离属地实际	或有代偿：隐形兜底安排； 账面确认：亏损并表处理； 声誉外溢：再融资影响

资料来源：大公国际整理

（一）县域基金异化：三类形态与 54 号文的清理对象

54 号文针对的县区基金异化呈现三种形态：（1）从产业投资工具异化为融资通道（保底条款、回购安排、刚性兑付使基金成为绕开债务约束的融资替代品）：2024 年，云南省审计厅审计结果公告【2024 年第 2 号（总第 197 号）】公开披露某产投公司违

规利用政府投资基金质押担保，融资借款 19.28 亿元；（2）从耐心资本异化为财政资金的沉淀器：湖北 2024 年预算执行报告中披露 14 只基金以明股实债方式投资项目 12.69 亿元，因前期手续不到位等原因，14 只基金长期闲置，涉及金额 28.85 亿元；（3）从市场化工具异化为招商引资的补贴工具。三类异化分别对应募集环节的兜底嵌入、管理环节的空转失效与投资环节的目标偏离，也是基金风险管理的重点对象。

（二）A 城投案：明股实债的司法否定与债务悬空

A 城投公司与基金管理公司于 2017 年共同发起设立产业发展基金（首期规模 6 亿元）投资某科技股份有限公司，该城投公司出资 20%作为劣后级 LP，并对优先级份额承担回购及差额补足义务，市政府另行承诺资金补足，并约定在本次基金发行到账后半个月内该科技股份有限公司将 1.2 亿元返还 A 城投公司。中华人民共和国最高人民法院民事裁定书【(2021)最高法民申 5486 号】认定该基金设立安排是为了促进该科技股份有限公司向银行融资，优先级入股股东成为合伙人的前提是转让合伙企业财产份额退出合伙企业，相关安排名为合伙、实为借贷，合伙协议无效。该案例中产业投资工具异化为融资通道，使得基金成为化债背景下的融资替代品，同时也体现了产业基金设立多环节存在的风险——募集环节的隐性兜底安排、管理环节的风险归属扭曲、退出环节的合同无效风险，以及运作过程中居间费分成、官员受贿等衍生合规风险，直接体现了隐性兜底安排带来的或有代偿传导路径。在评级实务中，尤其值得关注劣后承接优先级退出的结构，把握产业基金的实质。

（三）B 产业基金回购案：投后管理缺位的典型

根据地方报道，某市产业投资基金的子基金 B 公司于 2014 年 7 月投资某热能设备公司 2,500 万元，该投资项目于 2019 年 9 月触发回购条款且未豁免回购，截至 2024 年审计局调查时，该热能设备公司仍未回购 B 公司所持的股份。对此，市审计局建议被审计单位督促基金管理机构加强基金投后、退出等环节管理，落实风险应对处置机制，及时签署股权回购协议并收回股权回购款。在此基础上，B 公司收回股权回购款。本案例表明，在回购条款本身可执行、对手方有偿付能力的条件下，审计监督能够实质性推动资金回收，这也提示外部监督是产业基金风险防控的有效补位。该案例直观展示了投后管理与退出管理的机制性缺位；实务中可将审计通报、整改公告作为前瞻性信息源纳入监测体系。

（四）引进哪吒汽车案：资本招商失败的代价

根据公开资料，我国东南部某城市并无汽车产业基础，仍出资近 20 亿元收购合众汽车（哪吒汽车母公司）股份，另花费近 3 亿元代建厂房并给出 10 年租金减免等优惠。随着哪吒汽车陷入经营危机，地方政府面临投资损失与产业配套投入的双重沉淀。国资出资 20 亿元形成巨额长期股权投资敞口（账面确认），企业经营危机后地方政府面临追加流动性支持的隐性义务（或有代偿），央视《焦点访谈》等公开报道对区域招商信誉的冲击（声誉外溢）。该案例深刻体现了投资环节项目筛选的重要性，以及多条传导路径可以在单一项目中同时激活，且声誉路径的影响远超项目本身。

五、评级实务中的审慎评估要点

城投产业基金的信用风险形成于“募、投、管、退”各个环节，并通过多条路径向城投母公司传导，且产业基金投资时间较长，前期风险识别难度相对较高，但一旦爆发，多重因素叠加后可能形成先侵蚀利润、后消耗流动性、再抬高融资成本的递进式冲击。在评级实务中，通过审慎评估每个环节中的要点，核查关键事项，从而尽早识别产业基金类资产潜在风险。

表 4　评级实务中四环节审慎评估要点

环节	评估重点	关键核查事项
募集	出资能力与承诺性质	认缴/实缴缺口及实缴时间表；结构化分级中城投的劣后位置；备案文本与场外协议的一致性
投资	决策独立性与集中度	投委会构成与一票否决权归属；单一链主/关联项目投资占比；投向与核准领域的一致性
管理	控制权与风险归属	观察员权限边界；场外承诺规模；长期股权投资减值计提充分性
退出	通道畅通与回收预期	存续期与底层项目退出进度匹配度；已触发回购条款的执行情况；同批基金集中到期压力

资料来源：大公国际整理

（一）募集环节：出资能力与承诺性质

募集环节需重点核查内容包括：（1）城投对基金的认缴总额及认缴未实缴余额，测算期末现金及现金等价物余额、经营性净现金流对认缴未实缴缺口的覆盖程度；若覆盖不足，未来补缴出资可能对流动性形成挤压，相关情形需纳入流动性压力测试。（2）关注基金结构化分层比例与嵌套层数，若劣后级份额由城投或政府方承担，其实质风险敞口高于账面出资比例，应按照实际风险承担原则而非名义出资比例调整风险敞口。（3）同步重点核查备案文本与场外协议的一致性，识别项目潜在风险。评级实务中，建议要求提供合伙协议全文，重点核对出资违约条款、补缴触发机制与违约后

果；对 “认缴大于实缴” 部分建立台账，并纳入年度复核。

（二）投资环节：决策独立性与集中度

政策导向主导投资决策的基金，通常将返投、招商落地等作为首要遴选标准，项目市场化质量往往偏弱，应下调投资组合预期回报假设。同时核查投资决策独立性，判断投决机制是否由政府方/财政代表一票否决或实质主导。针对投资项目，评估基金投向是否契合本地产业基础、投资布局是否过度分散或盲目追逐热点；对单一项目、单一 LP 关联方的投资占基金规模比重设置阈值。单点重仓模式下，风险波动的隔离效果完全依托治理架构，需同步核查各平台主体间的风险隔离是否真实有效。评级实务中，建议调取投决记录、尽调报告样本，核查审批程序留痕的完整性；将 “近三年新增项目中政策性指标（返投额、招商落地数量）与市场化指标（IRR、跟投比例）的权重对比”作为量化参考依据。

（三）管理环节：控制权与风险归属

管理环节重点关注：（1）母公司会计处理与并表判断。结合长期股权投资规模、减值计提比例的同比变动，比对权益法核算的投资收益与实际分红现金流，重点关注长期账面收益较高、无现金分红的投资组合。（2）通过协议审阅、访谈、管理层问卷等方式，识别未纳入报表的差额补足、远期回购、流动性支持等场外安排，采用可识别场外承诺规模/净资产指标衡量隐性兜底压力。（3）城投对基金管理人的实际控制能力，是否有权获取被投企业核心经营信息以识别底层资产风险，以及相关从业人员是否具备专业能力，实现风险的有效识别与管控。评级实务中，建议建立“控制力不对称”清单，对照核查城投实际承担风险与其在基金项下享有的权利是否匹配；每年复核并表口径及减值计提的充分性。

（四）退出环节：通道畅通与回收预期

退出环节重点核查退出渠道通畅性，确认前期是否已约定清晰的退出触发条件、退出路径与时间窗口；评估回购义务主体的实际偿付能力，判断其偿付安排能否与底层项目退出进度匹配。同时测算未来三年基金到期、退出回款的时间分布，若多只基金集中到期、回款渠道单一，将显著加大退出难度，易倒逼城投使用自有资金接续出资，进而转化为流动性风险。评级实务中，建议将“已实现退出规模/累计投资规模”、“回笼资金再投资比例” 纳入年度复核清单；对临近退出期的存量基金，逐只设置压力情景开展测试。

需要注意的是，上述风险评估要点并非一成不变的通用模板，而应结合区域产业基础、财政实力与城投层级等具体条件差异化运用：产业基础扎实、财力较强、层级较高且投研体系完备的主体，风险生成概率与传导烈度相对可控，评估重点可放在治理结构与退出机制的规范性上；产业根基薄弱、财力承压或层级较低的主体，同样的基金结构可能意味着更高的兜底隐患与流动性传导风险，应从严把握出资补缴、隐性担保与并表损失等路径的审查颗粒度。分析框架是方法论的通用标尺，其刻度需按区域禀赋与层级定位重新校准。

综上所述，产业基金在服务产业升级、培育新质生产力中的政策价值已被制度确认，合肥、苏州、深圳等产业基础扎实、投资能力成熟地区的实践亦证明了模式的有效边界。风险的生成不在于工具本身，而在于募、投、管、退各环节中市场化机制的缺位与权利—风险的错配。对评级机构而言，可通过将四环节分解、逐环节识别风险，以四条传导路径追踪风险归属，以前置化的信号监测替代事后的损失确认，从而为产业基金类资产的审慎评估提供可持续的分析基础。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的合法性、真实性、准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议或决策依据。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。