

乘科创之势，破资产之局

低利率环境下金融机构股权投资策略研究

优于大市

核心观点

低利率环境的持续深化，传统金融机构普遍面临资产收益率下行与负债成本刚性的双重挤压。参与科技创新企业的股权投资，成为银行、保险及券商等机构优化资产配置、提升长期回报的战略选择。在这一背景下，股权投资不仅是应对“资产荒”的被动选择，更是主动对接国家创新驱动发展战略、分享经济结构转型红利的关键举措，旨在通过构建多层次资本市场，引导资金从“重资产”抵押转向“轻资产”价值发现，对金融机构而言，传统票息、股息逐步让位于IRR、退出倍数等评价体系。

券商层面，股权投资已形成“投行+投资”的双平台模式。通过设立另类投资子公司和私募股权投资基金子公司，券商分别以自有资金参与科创板跟投和撬动外部资本。这一模式借助科创板保荐跟投机制，将券商利益与企业长期价值深度绑定，倒逼其提升产业判断力，从而在上市前融资、IPO和后续并购等全生命周期中获取资本增值与承销费用的综合收益。

保险层面，险资凭借长久期、来源稳定的负债特性，天然适配科创企业的长周期培育需求，成为“耐心资本”的代表。保险机构主要通过直接股权投资、作为私募股权基金有限合伙人（LP）、发起设立保险系基金（GP）以及参与S基金等四种模式进行布局。其核心逻辑在于重构“资产端与负债端”的再平衡，利用股权投资的高收益对冲固收资产的利率下行风险，并通过产业协同（如获取数据优化保险定价）实现综合价值创造。

银行层面，受限于《商业银行法》关于不得直接进行非金融企业股权投资的规定，银行主要依赖金融资产投资公司（AIC）作为核心平台开展业务。AIC业务已从最初的市场化债转股，逐步扩展至不以债转股为目的的股权直投试点，投资范围亦从上海扩大至试点省份。银行通过AIC连接“商行”与“投行”，以“投贷联动”模式服务科技企业，其综合收益不仅体现为股权投资收益，更在于带动存款、贷款及中间业务收入，实现业务的全面协同。

投资建议：当前金融板块安全边际突出，股权投资机会构成期权机会：证券板块PB仅约1.2倍、处近十年6%分位，科创改革深化驱动券商“科创属性”迎系统性重估，建议关注中信证券、中金公司、华泰证券、招商证券；保险资金权益配置正由防御型向“长久期固收+硬科技前置布局”复合体系升级，建议关注资负匹配清晰、估值厚实的中国太保及财险护城河最强的中国财险；银行端维持2026年业绩筑底改善、净息差降幅明显收窄的判断，继续推荐“稳健红利”主线招行、江苏银行与“绩优城商行”主线宁波银行。

风险提示：宏观经济超预期下行可能从多方面影响银行业。

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2026E	2027E	2026E	2027E
600030.SH	中信证券	优于大市	25.66	3,803	2.40	2.64	10.70	9.73
601995.SH	中金公司	优于大市	32.48	1,568	2.47	2.77	13.15	11.73
601688.SH	华泰证券	优于大市	19.37	1,749	2.13	2.37	9.08	8.19
600999.SH	招商证券	优于大市	17.20	1,496	1.62	1.78	10.61	9.65
601601.SH	中国太保	优于大市	32.51	3,128	6.16	6.26	5.28	5.19
2328.HK	中国财险	优于大市	15.23	3,388	2.01	2.13	7.57	7.16
600036.SH	招商银行	优于大市	38.90	9,811	5.89	6.19	6.61	6.28
600919.SH	江苏银行	优于大市	11.73	2,153	2.06	2.27	5.68	5.16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

银行

优于大市 · 维持

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

证券分析师：王文静

0755-81981648

wangwenjing@guosen.com.cn

S0980526050001

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《适应利率市场化改革方向-《人民币存款利率管理规定（征求意见稿）》点评》——2026-06-06
《银行理财2026年6月月报-降波动模式走向分化》——2026-06-05
《银行业点评-中央汇金ETF减持测算及对银行影响》——2026-06-01
《居民偿债压力测算：零售不良演化》——2026-05-19
《银行理财2026年5月月报-规模重回高增，格局版图渐变》——2026-05-13

内容目录

从长鑫科技上市看金融机构投资新机遇	4
券商：“投行+投资”双面协同	5
模式解构：从通道中介到产业资本的范式跃迁	5
监管政策演进：政策引导资本流向硬科技	7
财务收益影响：与二级市场走势联动	8
资本管理实践：平衡资本消耗和项目回报	9
国际比较：从财务投资到价值创造	10
保险：另类资产破局“资产荒”	11
资产负债再平衡：险资科创股权投资的底层逻辑	11
从约束到赋能：险资股权投资监管演进	14
保险资金股权投资四类配置模式探析	16
银行：AIC 助力投贷联动	19
银行股权投资的约束与实现	19
AIC 成为银行股权投资新渠道	20
银行投贷联动应看重综合收益而非股权投资收益	21
投资建议	23
风险提示	23

图表目录

图 1: 金融机构积极参加新兴产业股权投资	4
图 2: 证券公司进行股权投资的双平台架构	6
图 3: 中信金石投资新基金备案规模 (单位: 亿元)	6
图 4: 中信金石投资营收及净利润表现 (单位: 亿元)	6
图 5: 华泰创新投资投资规模 (单位: 亿元)	7
图 6: 华泰创新投资期末存续项目数量 (单位: 个)	7
图 7: 证券公司股权投资相关监管政策演进	8
图 8: 科创+创业+北交所 IPO 数量及占比 (单位: 个)	8
图 9: 科创+创业+北交所 IPO 规模及占比 (单位: 亿元)	8
图 10: 上市券商另类子公司净利润合计值及占集团净利润合计值比重 (单位: 亿元)	9
图 11: 上市券商私募子公司净利润合计值及占集团净利润合计值比重 (单位: 亿元)	9
图 12: 上市券商净资本合计值 (单位: 亿元)	9
图 13: 上市券商自营权益类证券及衍生品/净资本平均值	9
图 14: 截至 2026Q1 末, KKR 的 AUM 分布 (单位: 十亿美元)	10
图 15: 保险资金运用余额 (单位: 亿元, %)	11
图 16: 10 年期及 30 年期国债收益率 (单位: %)	12
图 17: 2022 年-2024 年险企投资各类资产占比 (单位: %)	12
图 18: 2022 年-2024 年险企对各类股权投资资产规模占比 (单位: %)	13
图 19: 2022 年-2024 年险企对各类股权投资资产规模及增速 (单位: 亿元, %)	13
图 20: 保险公司股权投资资产负债协同框架	14
图 21: Horizon 的“认股权证投资收益/债权投资平均余额”长期平均值为 0.7%	22
图 22: 硅谷银行的“认股权证投资收益/科技类贷款平均余额”长期平均值为 1.0%	22
表 1: 上市金融保险、券商及银行对长鑫科技持股情况	5
表 2: 监管针对保险公司偿付能力充足率的 3 个标准 (需同时满足)	15
表 3: 针对保险资金股权投资的相关监管政策梳理	15
表 4: 保险公司各类资产基础因子	16
表 5: 保险资金股权投资四种模式对比	16
表 6: 保险资金直接股权投资典型案例	17
表 7: 险企以 LP 模式股权投资典型案例	18
表 8: 险资 GP 模式股权投资典型案例	18
表 9: 险资 S 基金投资典型案例	19
表 10: 现有 AIC 的 2025 年度经营数据	20
表 11: 截至 2025 年末长鑫科技正在履行的 50 亿元及以上的重大借款合同情况	21

从长鑫科技上市看金融机构投资新机遇

在低利率市场环境下，银行、保险及券商等传统金融机构面临资产收益率下行与负债成本刚性的双重挤压，参与科技创新企业股权投资成为其优化资产配置、提升长期回报的战略选择。

具体而言，银行主要通过设立金融资产投资公司（AIC）作为核心平台，依托债转股业务积累的经验，开展市场化股权投资，重点布局国家战略支持的高端制造、新能源等领域，在风险隔离的前提下探索“商行+投行”的综合化经营模式。

保险机构则充分发挥长期负债资金的天然优势，通过加大对未上市科创企业股权的配置力度，拉长资产久期以匹配负债特性，缓解利差损压力。具体实践中，险资主要借助债权计划、股权计划等另类投资工具，以及通过保险私募基金等方式，在严格控制信用风险与市场波动的前提下，获取相对稳定的长期超额收益，实现资产负债管理的动态平衡。

证券公司凭借其投行业务的专业壁垒，深度介入科创企业股权投资链条，既是连接产业资本与金融资本的纽带，也是市场重要的机构投资者。券商主要通过另类投资子公司开展直投业务，并利用科创板保荐跟投机制强化一二级市场联动，同时通过私募子公司管理产业基金，既服务于实体经济的融资需求，也通过市场化运作提升自有资金的利用效率与投资收益。

图1：金融机构积极参与新兴产业股权投资



资料来源：中国基金报，国信证券经济研究所整理

金融机构参与股权投资的实践已经开始。2026年5月27日，长鑫科技科创板IPO顺利过会，成为科创板史上第二大IPO。长鑫科技招股书中列示了其发行前的股本结构，其中包含大量金融投资机构，包括券商、保险、银行旗下AIC等。

券商方面，穿透股权结构，至少八家券商以不同路径参股：招商证券（穿透持股约 0.75%）、华安证券（穿透持股约 0.39%），以及中信建投、国泰海通、广发证券、中金公司、方正证券、国元证券等。**保险方面**，险资的参与优质股权路径已形成直接持股、保险资管股权投资计划及保险系基金的三种模式。和谐健康、阳光人寿、中邮人寿以保险公司直接股权投资形式参与长鑫科技 Pre-IP0 投资，而国寿投资、人保资本通过股权投资计划持股，人保科创则是以保险系投资基金作为股东持股。此外，2023 年 3 月，建信领航战略性新兴产业发展基金作为直接股东投资长鑫科技，多家保险公司（建信人寿、中邮人寿、中国人寿、人保资本、大家人寿等）作为该基金 LP，按出资比例间接分享长鑫科技上市收益。**银行方面**，多家 AIC 成为长鑫科技股东，此外银行也通过其他形式进行了投资，如建设银行通过建银投资入股了长鑫科技。

表1：上市金融保险、券商及银行对长鑫科技持股情况

金融机构	持股渠道	发行后持股比例（穿透后按金融机构计算）
招商证券	中安招商基金	0.75%
	招证投资	
	安徽交控	
华安证券	安华创新	0.39%
	大基金二期	
国泰海通	海通徽银	0.09%
中国人保	人保寿险	0.36%
	人保财险	
	人保资本	
	人保科创	
	建信领航	
阳光保险	阳光人寿	0.34%
中国人寿	国寿财险	0.31%
	建信领航	
中国财险	人保科创	0.04%
招商银行	招银云亭	0.20%
农业银行	农银投资	0.86%
建设银行	建信投资	1.38%
	建银国际	
	建信领航	
工商银行	工融金投	0.57%
中国银行	中银资产	0.34%
交通银行	交银金融	0.34%

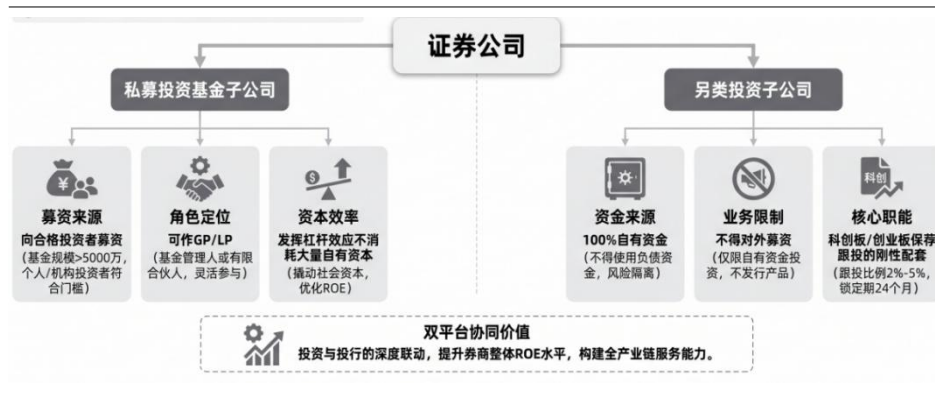
资料来源：长鑫科技招股书，Wind，国信证券经济研究所整理

券商：“投行+投资”双面协同

模式解构：从通道中介到产业资本的范式跃迁

我国证券公司股权投资业务的制度架构，经历了从“混沌直投”到“双轨并进”的深刻演化。回溯历史，券商直投业务的制度基因可以追溯至 2007 年——彼时证监会允许券商以自有资金设立直投子公司，中信证券金石投资、海通开元等第一代券商直投平台应运而生。然而，2011 年“保荐+直投”利益输送风险集中暴露，监管层亮出红牌，券商直投进入调整期。真正的范式转折发生在 2016 年底，中国证券业协会发布《证券公司私募投资基金子公司管理规范》及《证券公司另类投资子公司管理规范》，将券商一级投资拆分为两条泾渭分明的轨道：私募股权投资基金子公司及另类投资子公司。

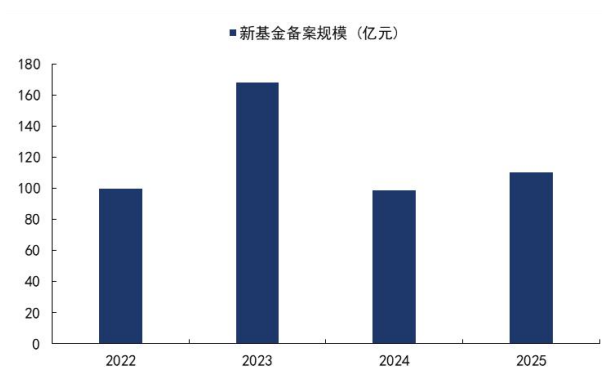
图2：证券公司进行股权投资的双平台架构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

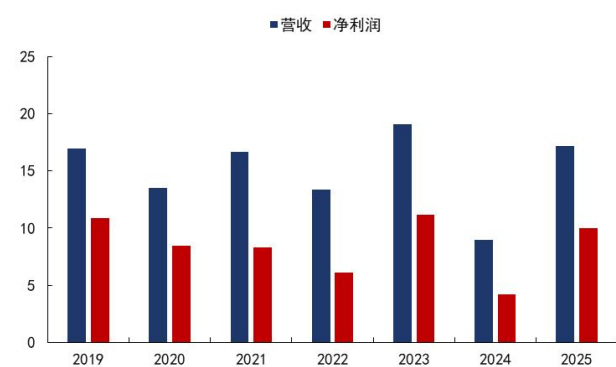
私募投资基金子公司：可向合格投资者募资，开展“募投管退”全流程股权投资。私募子既可以作为GP发起设立股权投资基金，也可以作为LP出资参与第三方基金。这一模式的优势在于杠杆效应——通过撬动外部资金，券商可在不大量消耗自有资本的前提下构建庞大的投资组合。典型案例如中信金石投资，2025年新基金备案规模达110.5亿元，管理规模持续扩大，且当年新增了并购策略并落地并购基金。

图3：中信金石投资新基金备案规模（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

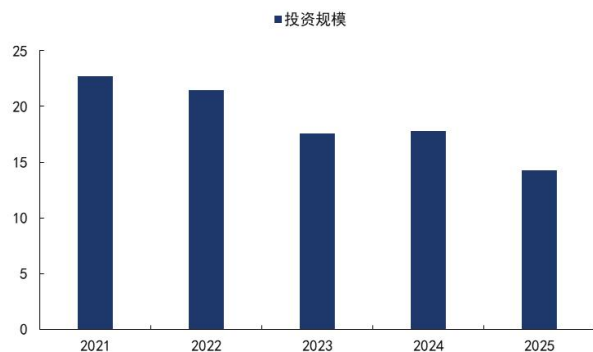
图4：中信金石投资营收及净利润表现（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

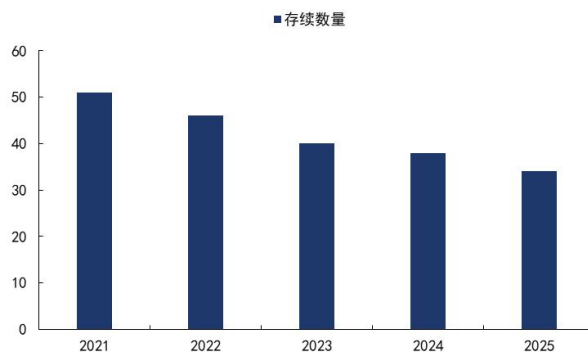
另类投资子公司：仅使用券商自有资金，不得对外募资。其核心使命是参与科创板/创业板IPO跟投、北交所战略配售以及产业链直投。另类子的定位是“投行服务的资本延伸”——由于券商保荐的企业在科创板上市必须以自有资金跟投，另类子成为投行业务链的刚性资本配套。以华泰创新投资为例，截至2025年末存续投资项目34个，投资规模约14.27亿元，核心聚焦金融科技股权投资、科创板跟投和北交所战略配售。

图5: 华泰创新投资投资规模 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 华泰创新投资期末存续项目数量 (单位: 个)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2025 年是券商系股权投资的里程碑之年。2019 年以来券商另类子公司累计净利润总和近 500 亿元, 券商私募子公司累计净利润总和超过 239 亿元。2025 年中国 VC/PE 市场新成立基金数量共计 6,127 只, 较上年同期增加 1,293 只, 同比增加 27%, 募资规模同比增加 26%; 投资案例数量 11,015 起, 同比上涨 30.6%, 投资规模同比上升 23.43%。在退出方面, 共有 294 家中国企业实现 IPO 上市, 同比增长近三成, 其中境外 IPO 占比 61%。行业全面回暖固然是重要背景, 但更深层的驱动力是制度变革——科创板跟投制度使券商的利益与上市公司长期价值深度绑定, 倒逼券商从项目选择阶段就必须具备产业判断力和定价能力。

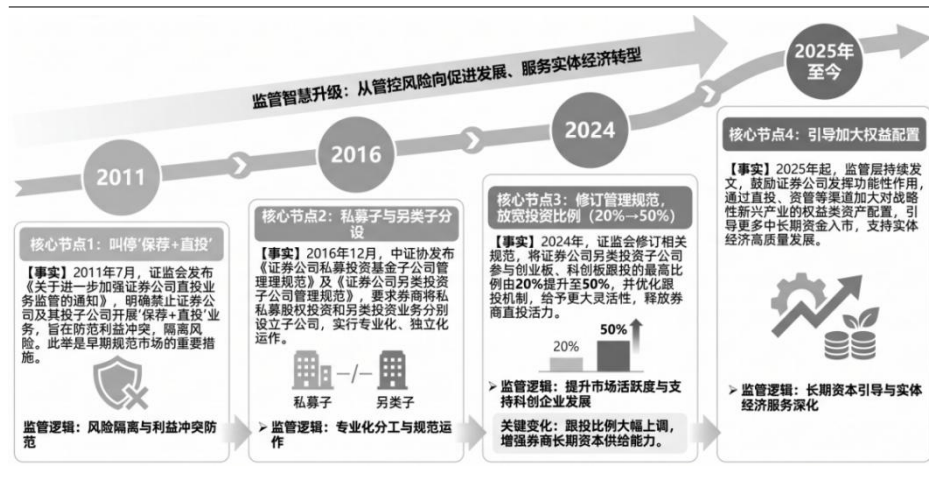
监管政策演进: 政策引导资本流向硬科技

2019 年科创板开板, 同步引入的保荐机构强制跟投制度, 是中国资本市场最具创新性的制度安排之一。规则明确规定: 券商保荐的每一家科创板 IPO 企业, 都必须以另类投资子公司的自有资金参与战略配售, 跟投比例为 IPO 规模的 2%-5%, 锁定期 24 个月。在跟投制度落地前, 投行盈利模式高度单一——收取承销保荐费后, 企业上市后的股价表现与投行利益完全脱钩。由此衍生的“荐而不保”、过度包装、高发行价低质量等道德风险屡禁不止。跟投制度则从根本上重构了激励框架: 若企业质地优良、技术领先、商业化路径清晰, 上市后估值提升带来的股权增值收益往往远超承销费用; 若企业技术路线模糊、营收难以兑现、上市后破发, 券商自有资金将直面亏损, 形成硬约束。

券商股权投资的政策演变是一部监管智慧不断升级的历史: **2011 年:** 证监会叫停“保荐+直投”模式, 要求券商在签订保荐协议后, 关联方不得再投资该企业。此举旨在切断利益输送链条, 但也切断了投行与企业的长期利益绑定。**2016 年:** 中证协发布两项管理规范, 私募子与另类子分设, 开启专业化发展之路。**2024 年:** 中证协全面修订两项管理规范, 将另类子跟投业务正式纳入规范体系, 同时将私募子对单只在管基金的投资比例上限从 20% 大幅提升至 50%, 极大释放了券商一级投资活力。**2025 年至今:** 监管持续引导券商加大权益配置, 证监会发布《关于进一步优化证券投资基金资产管理业务有关事项的通知》, 中证协修订《证券公司自营业务管理指引》。

早年监管的首要任务是防范利益输送和道德风险。而在注册制改革深化、科技创新成为国家战略的背景下, 政策重心转向引导券商资本向硬科技领域集聚, 成为“耐心资本”和“战略资本”。

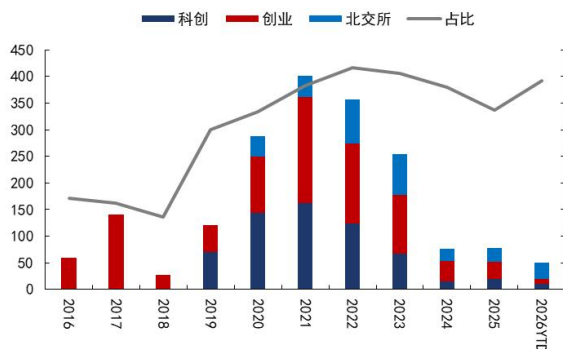
图7：证券公司股权投资相关监管政策演进



资料来源：证监会，中证协，国信证券经济研究所整理

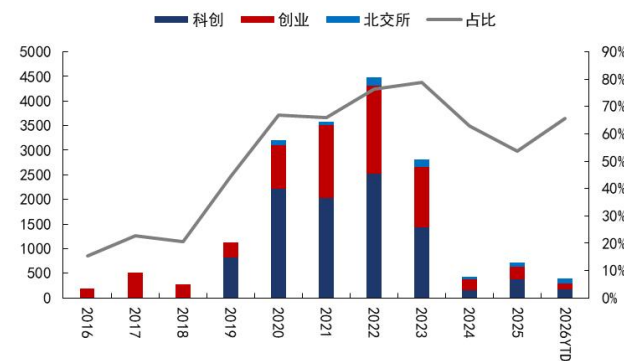
全面注册制改革是券商股权投资得以蓬勃发展的“基础设施”。注册制大幅缩短了科技企业上市审核周期，降低了上市门槛的不确定性，使券商私募子/另类子投出的项目退出路径更加通畅、更可预期。2025年全年，证券行业服务116家企业IPO，其中78家登陆科创板、创业板、北交所，IPO家数占全市场的67.24%，融资金额708.98亿元，融资金额占全市场的53.80%。注册制改革为券商股权投资提供了从“投资”到“退出”的全链条制度保障。

图8：科创+创业+北交所 IPO 数量及占比（单位：个）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：科创+创业+北交所 IPO 规模及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务收益影响：与二级市场走势联动

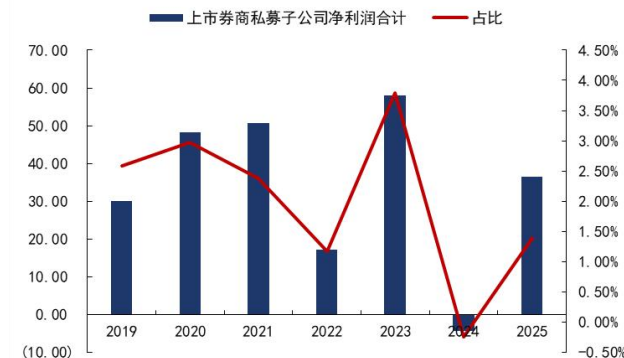
就行业整体来看，股权投资业务与二级市场走势高度联动，牛市中跟投项目解禁退出带来高额收益，显著增厚券商利润；熊市中未退出项目浮亏扩大，拖累当期业绩。当前，注册制全面深化为券商股权投资业务提供了广阔空间，头部券商凭借项目储备、资本实力和风控能力优势，将持续受益于行业集中度提升。

图10: 上市券商另类子公司净利润合计值及占集团净利润合计值比重 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 上市券商私募子公司净利润合计值及占集团净利润合计值比重 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

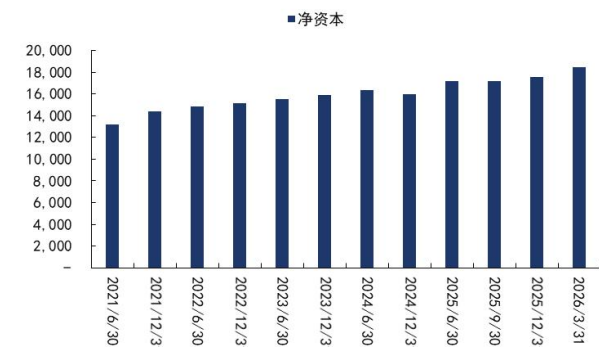
资本管理实践：平衡资本消耗和项目回报

股权投资对券商资本的消耗体现在三个层面：

第一，直接资本占用。另类子公司仅使用券商自有资金，每一笔跟投和直投都直接消耗净资本。这意味着跟投规模大的券商，大量资本被“冻结”在未上市或上市未解禁的股权中，影响资本使用效率和流动性。

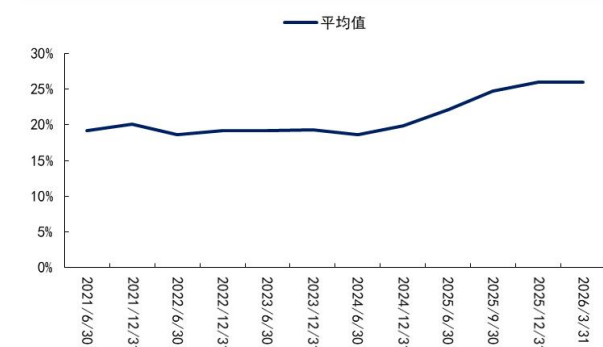
第二，风险资本计提。根据《证券公司风险控制指标管理办法》，券商对非上市股权的投资需按较高比例计提风险资本准备。根据中国证券业协会数据，2025年42家上市券商泛投资业务资产配置中，股权类资产的配置比例虽有所回升，显示上市券商在加强权益资产投资方面意愿有所提升，并且未来仍有空间。

图12: 上市券商净资本合计值 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 上市券商自营权益类证券及衍生品/净资本平均值



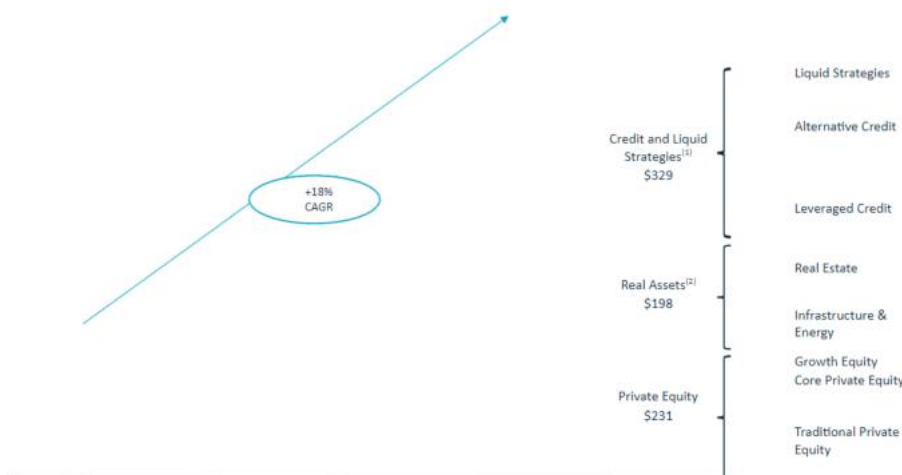
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

头部券商在资本管理上已形成相对成熟的框架。“私募子做规模、另类子做精度”的资本分工策略。私募子利用外部LP资金做大规模，收取管理费和业绩报酬，资本消耗低且收入稳定；另类子精选项目做直投和跟投，资本消耗高但是回报弹性大。例如中信证券的金石投资2025年新基金备案110.5亿元，管理规模较大，但对母公司资本消耗却不高；而中信证券投资则精选标的，聚焦具身智能、半导体装备等硬科技赛道，因为使用自有资金，故资本消耗较高。

国际比较：从财务投资到价值创造

从资产管理规模来看，中国券商与国际 PE 巨头之间存在数量级差距。以 KKR 为例，截至 2026 年 Q1 末，AUM 达 7,578 亿美元，其中私募股权投资 AUM 为 2,310 美元。中信证券作为国内股权投资规模最大的券商，其金石投资累计管理规模为百亿人民币级别，与 KKR 等国际巨头尚有较大差距。

图14: 截至 2026Q1 末，KKR 的 AUM 分布（单位：十亿美元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

这一差距不仅体现在规模绝对值上，更体现在能力维度上。国际 PE 巨头普遍具备全球化投资网络、全资产类别覆盖以及跨周期运营能力。尤其是 KKR 的核心投资哲学有深刻的借鉴意义：一是杠杆收购（LBO）能力：KKR 以“杠杆收购+深度运营+长期持有+专业退出”为核心策略，利用债务融资收购目标企业，通过优化运营、重组资产提升价值后退出。其开创性的管理层收购（MBO）模式将管理层利益与投资人利益深度绑定。二是投后管理能力：KKR 不仅投入资本，更深度介入被投企业的运营改善。KKR 设有专门的运营团队，为被投企业提供供应链优化、数字化转型、市场拓展等增值服务。三是多策略、多资产类别的投资矩阵：KKR 的业务横跨私募股权（AUM2,310 亿美元）、信用及流动性策略业务（AUM3,289 亿美元）、不动产（AUM1,979 亿美元）等，多资产类别的协同效应使得 KKR 在任何单一市场周期中都能保持业绩韧性。

但换一个视角，国内券商也拥有国际 PE 巨头不具备的独特优势。一是“投行+投资”已形成生态闭环这一优势，是国际 PE 机构无法复制的。券商既是企业的资本提供者，又是企业的资本运作操盘手。从早期融资到 IPO、再融资、并购重组，券商可以为企业提供全生命周期的资本服务，这种“投行即渠道”的生态优势是 KKR 等所不具备的。二是本土产业网络与政策资源。国内券商深耕本土市场，在半导体、新能源、人工智能等国家战略性产业中拥有深厚的产业关系和政策理解力。科创板跟投制度更是赋予券商独特的“独家投资权”——只有保荐券商才有资格参与跟投，这种制度性红利在全球范围内亦是较为特殊的。

保险：另类资产破局“资产荒”

资负再平衡：险资科创股权投资的底层逻辑

保险资金加速向股权投资，尤其是新兴产业股权投资迁移，其根本原因在于资产负债两端的再平衡压力。

负债端：长周期负债属性，适配科创产业培育节奏

寿险行业具备显著的长久期负债特征，这一特性让保险资金形成了稳定性强、赎回压力极低、风险偏好审慎的核心特质，是资本市场中稀缺的长期“耐心资本”。从产业端来看，硬科技领域的技术研发、成果转化、市场化落地，对资本的持有周期、风险承受能力有着极高要求。二者属性高度契合，险资的长期投资特质，能够精准匹配科创产业的长周期发展规律，有效推动科技创新与实体产业的深度融合。

在监管计量层面，险资布局硬科技股权具备独特制度优势。当硬科技股权被计入长期股权投资科目，监管对其久期缺口测算执行12年固定取值。该规则有效对冲了科创企业研发周期偏长、发展节奏难以预判引发的久期波动问题，显著缓解险资面临的期限错配风险。凭借长期属性与监管规则加持，险资可全程伴随科创企业成长，从技术攻关、产业化到上市实现全周期布局，最大化挖掘产业价值。

资产端：重构多元配置体系，拓宽资金收益边界

根据国家金融监督管理总局公布保险公司资金运用情况数据显示，2020年至2025年，保险资金运用余额由21.7万亿元增至38.5万亿元，长期资金规模持续扩张。

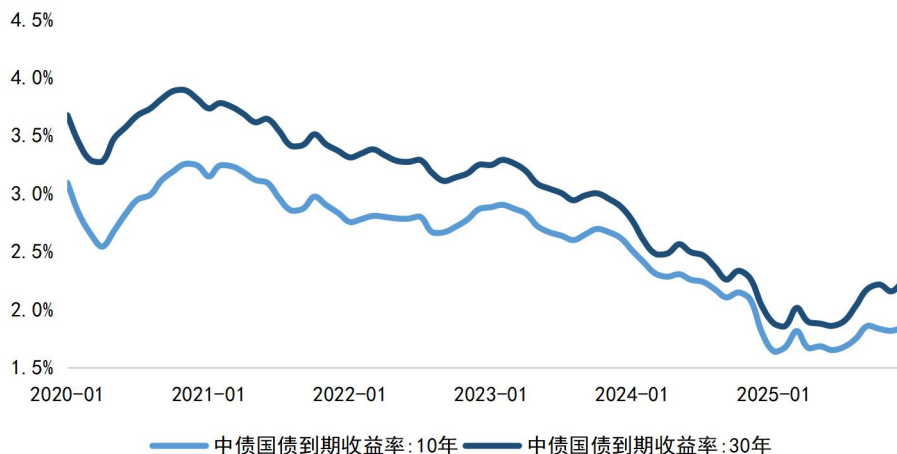
图15：保险资金运用余额（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

然而，10年期国债收益率月度均值已由2020年1月的3.09%下行至2025年12月的1.85%附近，传统固收资产的收益中枢明显下移，使险资面临典型的资产荒与利差损压力双重约束。在此背景下，股权投资逐渐从边缘型另类配置，转向提升组合收益率、优化久期匹配并服务国家战略的关键抓手。

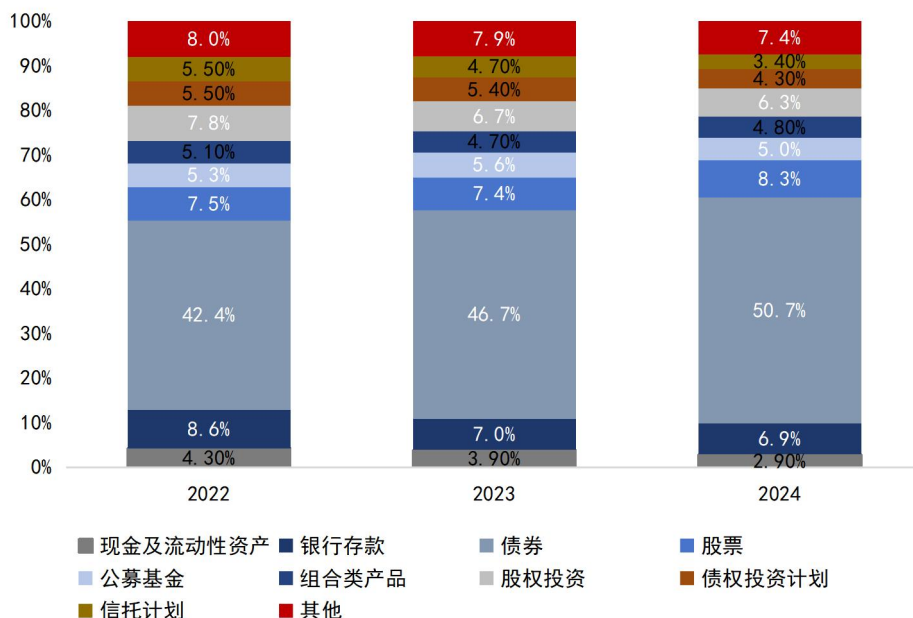
图16: 10 年期及 30 年期国债收益率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

根据《中国保险资产管理业发展报告（2025）》统计数据，2022 年至 2024 年末，保险行业固定收益类资产始终是保险资金稳健运营的核心支撑，但内部结构呈现明显的结构性切换。权益资产配置节奏随市场环境动态调整，股票投资占比在阶段性回落之后，于 2024 年触底回暖、持续修复，占比为 8.3%，较前期提升 0.9pct。与此同时，国内长期低利率环境导致市场信用风险持续暴露，传统以债权资产为核心的配置模式增长空间持续收窄，倒逼保险机构转变投资思路，逐步向股权多元化配置转型，行业投资布局迎来全新的优化空间。

图17: 2022 年-2024 年险企投资各类资产占比（单位：%）

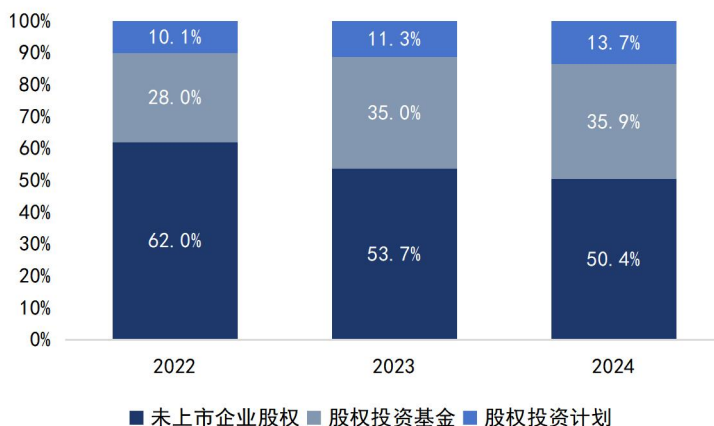


资料来源：中国保险资产管理业发展报告（2025），国信证券经济研究所整理

截至 2024 年末，保险公司股权投资资产规模为 1.92 万亿元，占总投资资产的

6.35%，规模同比增长12.95%。从各类股权投资资产的规模占比来看，未上市企业股权（直接股权投资）占比逐年下降，2024年占总股权投资资产的50.4%，而股权投资基金及股权投资计划（间接股权投资）占比呈逐渐小幅上升态势，截至2024年末分别占总股权投资资产的35.9%和13.7%。

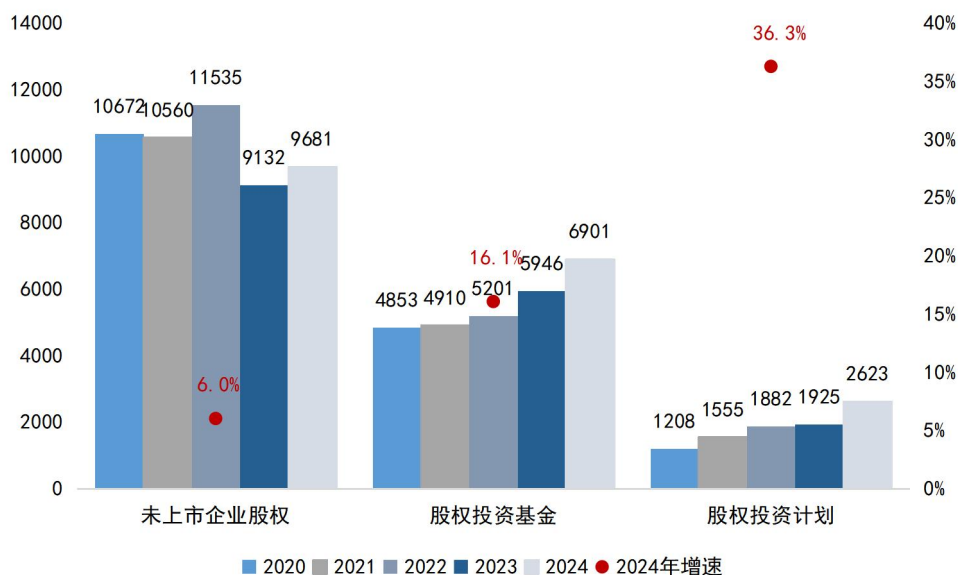
图18: 2022年-2024年险企对各类股权投资资产规模占比（单位：%）



资料来源：中国保险资产管理业发展报告（2025），国信证券经济研究所整理

从各类股权投资资产的规模增速来看，2024年股权投资计划同比增长36.3%位列第一；股权投资基金和未上市企业股权规模分别同比增长16.1%和6.0%。国内保险行业正主动调整战略配置方向，以私募LP的身份加大一级市场布局力度，重点聚焦硬科技等优质新兴赛道开展长期资产配置。

图19: 2022年-2024年险企对各类股权投资资产规模及增速（单位：亿元，%）



资料来源：中国保险资产管理业发展报告（2025），国信证券经济研究所整理

综合收益视角：保险的生态协同逻辑

对保险机构而言，参与长鑫科技这类硬科技企业股权投资的意义，不止于获取单一项目的资本利得，而在于围绕“资金供给、产业赋能、主业协同、价值反哺”形成更高层次的综合价值创造闭环。核心逻辑体现在三方面：

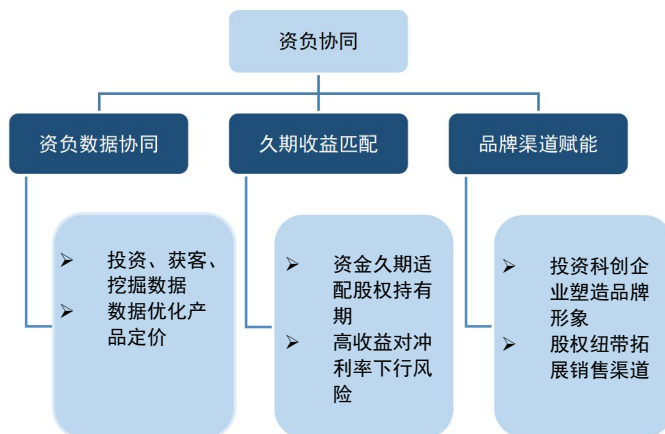
一是资产端与负债端的协同，如保险公司通过投资新能源车企获取车险定价数据，通过投资医疗机构获取健康险理赔精算数据。这种投资即获客、获客即获数据、数据即优化定价的闭环逻辑，是保险资金股权投资区别于其他金融机构的独特之处。

二是久期匹配的战略意义。寿险资金久期 10-20 年，与股权投资持有期 5-15 年天然匹配。股权投资的预期收益率（IRR15%-25%）显著高于固收资产（收益率 3%-5%），在利率持续下行环境下能够有效改善资产端收益率。

三是品牌与渠道的价值。保险公司通过投资长鑫科技，向市场传递“支持科技创新、践行耐心资本”的积极信号，同时被投企业的员工和上下游合作伙伴也是保险产品的潜在客户，通过股权纽带可以建立更紧密的销售渠道。

例如中国人寿提出“资产配置 3.0”概念，核心特征定位为“生态融合、价值共创”，构建“投资构建生态，生态赋能销售，销售保费反哺投资”的闭环。这一逻辑同样可以外推至科技投资：对科技企业的股权布局，可与科技保险、网络安全保险、知识产权保险等产品体系形成耦合，使险资围绕科技企业全生命周期提供投融资、风险管理及保障服务的综合方案。

图20：保险公司股权投资资负协同框架



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从约束到赋能：险资股权投资监管演进

保险资金股权投资监管的出发点，始终是在安全性、流动性、收益性三重约束下，为长期资本服务实体经济寻找制度平衡点。保险资金天然具有久期长、规模大、来源稳定的特征，理论上最适合承担科技企业研发周期长、现金流回收慢、退出期限长的股权资本供给角色。但与此同时，未上市股权又具有估值不透明、流动性弱、投后治理复杂等属性。因此，监管体系必须同时解决两类问题：一是放开投资工具和行业边界，二是控制资本消耗、关联交易和风险传导。

从业务路径看，保险资金的股权投资已形成直接与间接投资并行的制度框架。这

一结构意味着监管并非单点管控某一投资动作，而是覆盖了准入资质、资金来源、比例约束、偿付能力占用、项目穿透、投后管理与信息披露的全链条安排。

表2: 监管针对保险公司偿付能力充足率的 3 个标准（需同时满足）

名称	及格线
综合偿付能力充足率	≥100%
核心偿付能力充足率	≥50%
风险综合评级	B 及以上（含）

资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

2020 年至今，保险资金股权投资的监管主线可以概括为“投资范围逐步放宽、资本约束先紧后松、行为监管显著强化、政策导向加速转向科技创新与耐心资本”。整体脉络呈现出从有序放开到体系化规范，再到 2020 年后围绕“松绑范围、提升比例、降低资本占用、优化考核机制”与“强化穿透监管、规范投资行为”双向并进的趋势，旨在引导保险资金作为“耐心资本”更有效地服务于国家战略与实体经济，尤其是科技创新领域。

表3: 针对保险资金股权投资的相关监管政策梳理

时间	政策	核心内容
2020 年 11 月	原中国银保监会发布《关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》（54 号文）	取消了保险资金财务性股权投资的行业限制，允许 保险公司自主选择投资行业 ，通过“负面清单+正面引导”进行管理。
2023 年 9 月	国家金融监督管理总局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》	首次差异化设置风险因子 ：明确投资国家战略性新兴产业未上市公司股权，风险因子为 0.4 ；投资科创板上市普通股股票，风险因子从 0.45 调整为 0.4 。
2025 年 1 月	中央金融办、中国证监会、财政部等六部门联合发布《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	顶层设计引导险资入市。明确对国有保险公司实行 三年以上长周期考核 ，并引导大型国有险企增加 A 股（含权益类基金）投资规模 。
2025 年 3 月	国家金融监督管理总局发布《关于进一步扩大金融资产投资公司股权投资试点的通知》	拓宽险资股权投资渠道 ，支持保险资金依法合规投资金融资产投资公司（AIC）通过附属机构发行的私募股权投资基金、发行的债券或参股 AIC。
2025 年 4 月	国家金融监督管理总局发布《关于保险资金未上市企业重大股权投资有关事项的通知》（10 号文）	扩大重大股权投资范围 ，新增与保险业务相关的“科技”、“大数据产业”等企业；同时设立“ 八大禁令 ”，强化穿透监管与合规要求。
2025 年 4 月	国家金融监督管理总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》（12 号文）	上调权益投资上限 ：简化分档，将部分偿付能力充足率档位对应的权益类资产比例 上调 5 个百分点 ，最高可达 50% 。同时将投资单一创业投资基金的集中度比例由 20% 提高至 30% 。
2025 年 5 月	国务院新闻办公室（金监总局）召开“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”新闻发布会	提出三大举措：1）拟再批复 600 亿元 扩大保险资金长期投资试点；2）调整偿付能力规则，将股票投资风险因子 进一步调降 10% ；3）推动完善长周期考核。
2025 年 7 月	财政部发布《关于引导保险资金长期稳健投资进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》	细化长周期考核机制 ，将净资产收益率考核调整为“ 当年度指标（30%）+3 年周期指标（50%）+5 年周期指标（20%） ”相结合的方式，强化耐心资本导向。
2025 年 12 月	国家金融监督管理总局发布《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》	差异化下调风险因子以鼓励长持 ：持仓超三年的沪深 300 等成分股，风险因子从 0.3 下调至 0.27 ；持仓超两年的科创板股票，风险因子从 0.4 下调至 0.36 。

资料来源：国家金融监督管理总局，财政部，国信证券经济研究所整理

若将 2020-2026 年分阶段观察，可以发现清晰的三步走路径：2020-2021 年重在松绑投资边界；2022-2023 年重在以偿二代二期工程重塑资本约束；2024-2026 年则进入支持新质生产力叠加严控合规风险的精准引导阶段。在这一框架下，长鑫科技所代表的战略性新兴产业，恰好处于政策鼓励与审慎监管的交汇点，一方面享受着更低的风险因子和更宽的投资范围，另一方面也受到“八大禁令”、穿透监管、信息披露和投后治理等更严格的约束。

表4: 保险公司各类资产基础因子

资产大类	细分板块	偿二代一期基础因子	偿二代二期基础因子
股票	沪深主板股	0.31	0.35 变为 0.3
	中小板股	0.41	0.4
	创业板、科创板股	0.48	0.45 变为 0.4
长期股权投资	未上市公司股权	0.28	0.41
	保险子公司	0.1	0.35
	合营和联营上市公司	0.15	0.35
	合营和联营非上市公司	0.15	0.41
	国家战略性新兴产业未上市公司股权		0.4
基金	债券基金	0.06	0.06
	股票基金	0.25	0.28
	混合基金	0.2	0.23
	货币基金	0.01	0.01
	REITS (未穿透)		0.6 变为 0.5
投资型房地产	成本法	0.08	0.15
	公允价值法	0.12	
信托计划 (无法穿透部分)	权益类	0.31	0.6

资料来源: 国家金融监督管理总局, 国信证券经济研究所整理。

保险资金股权投资四类配置模式探析

从实操维度看, 保险资金股权投资形成四种差异化配置路径: 直接股权投资、LP 模式、GP 模式、S 基金。四种模式在会计入账、资本计提、收益弹性等方面均存在显著差异:

表5: 保险资金股权投资四种模式对比

模式	定义	会计处理	资本消耗	特点
股权直投	自有资金直接持股	多按 FVTPL 计量; 重大影响可按权益法	风险因子 0.4, 受偿付能力约束	弹性高、波动大; 适合资本充裕、产业协同的头部险企
LP	基金出资人间接持股, 不参与管理	主要按 FVTPL 计量, 收益扣除管理费与超额收益报酬	资本计提按底层资产加权, 损失以出资额为限	风险可控、流动性差; 适合中小险资或资本约束较强机构
GP	基金管理人, 收取管理费与超额收益报酬	管理费与超额收益报酬确认为业务收入; 自有出资按 FVTPL 计量	自有出资少, 资本占用有限; 运营成本高	管理费收益稳定, 超额收益靠项目命中率; 适合有投研能力的险资平台
S 基金	投资存量基金份额, 聚焦退出与再配置	主要按 FVTPL 计量; 折价部分一次性计入当期损益或分期摊销	底层资产加权计提, 折价降低资产风险	匹配险资期限与现金流偏好; 适合大中型险资配置

资料来源: 国家金融监督管理总局, 中国银行保险资产管理业协会, 国信证券经济研究所整理

一、直接投资股权

保险资金直接投资股权, 是指保险公司以出资人名义投资并持有企业股权的行为。投资标的从早期限于金融企业逐渐扩展至能源、资源、现代农业、新型商贸流通等领域。直投模式下保险公司直接成为被投资企业的股东, 可参与经营决策, 但对投资管理和风控能力要求较高。

根据保险公司持股比例和影响力大小, 分为三种会计处理方式:

(1) 控制性投资 (子公司): 采用成本法核算

保险公司初始计量按实际支付的购买价款 (含手续费、交易税等) 作为初始投资成本入账; 后续计量若账面价值保持不变, 只有在追加投资、收回投资或发生资产减值时调整; 被投资单位宣告分派的现金股利或利润, 确认为当期投资收益。

(2) 重大影响或共同控制（联营/合营企业）：采用权益法核算

保险公司计量初始投资成本与应享有被投资单位可辨认净资产公允价值份额比较，前者大于后者时不调整，前者小于后者时差额计入当期损益并调整长期股权投资成本；后续计量按照应享有或应分担的被投资单位净损益的份额，确认投资损益并调整长期股权投资账面价值；被投资单位其他综合收益变动按持股比例确认。

(3) 无控制、共同控制或重大影响：保险资金作为金融资产核算，分为 FVTPL 和 FVOCI 两种会计处理方式。

直接投资股权模式资本消耗最高，适合偿付能力十分充足、有长期战略投资意图的头部险企。

风险因子：保险公司未上市股权投资对应的基础风险因子为 0.41，这意味着每投资 10 亿元，就需要计提 4.1 亿元的最低资本。但实际消耗可能更高，因为还需要考虑集中度风险、行业风险等附加因子。

额外约束：保险直接股权投资还面临减值处理的压力。偿二代新规明确，市价持续一年以上低于账面价值或市价低于账面价值比例超过 50%，需按差额计提减值，这进一步增加了资本管理难度。

表6：保险资金直接股权投资典型案例

投资时间	投资主体	项目名称	投资规模	核心要点
2009 年	中国人寿	杭州银行、广发银行	杭州银行累计出资约 16.35 亿元，广发银行为长期战略持股	杭州银行 IPO 前核心战略投资者，上市前持股 5.55%；广发银行为险资长期财务投资标杆项目
2015 年 7 月	中国人寿、中国人保、新华保险、中国太保	蚂蚁金服 A 轮融资	四家机构出资合计 36 亿元	四家各获蚂蚁金服约 0.5% 股权，头部险资联合布局科创赛道的标杆项目
2023 年 3 月	和谐健康保险股份有限公司	长鑫存储技术有限公司（长鑫科技）	持股 9.01 亿股，占发行前总股本 1.5%	国内险资首次大规模布局国产存储半导体赛道的标杆项目
2024 年	泰康人寿	英国欣克利角 C 核电项目	累计出资约 77.9 亿元人民币（英镑折算）	国内险资首次投资海外核电项目，通过境外特殊目的公司间接收购项目中方联合体 13.3% 股权
2024 年 11 月	平安人寿	浙江盈德股权项目	实际出资 37.5 亿元	以非重大股权投资方式投资
2024 年 11-12 月	中邮人寿	华能新能源股份有限公司	实际出资 40 亿元	获得华能新能源 4% 股权，为 2024 年国内新能源行业最大私募股权融资项目

资料来源：中国银行保险资产管理业协会，Wind，国信证券经济研究所整理

二、LP 模式（私募基金出资人）

LP 模式是指保险公司作为有限合伙人（LP）向私募股权基金出资，不参与基金日常管理和投资决策，以出资额为限承担有限责任。这是保险资金参与股权投资最为普遍的模式。其核心优势在于风险隔离与专业分工：险资作为 LP 不承担超出出资额的责任，有效控制单一项目失败带来的系统性风险；同时借助专业 GP 完成科技赛道的筛选与投后管理。

会计处理方面，保险公司作为 LP 出资到私募股权基金，通常不构成对基金的控制或重大影响，一般分类为金融资产，实务中多采用 FVTPL 和 FVOCI 两种方式。但也存在特殊情形，若 LP 对基金具有重大影响（如持有较大份额、参与投资决策委员会），需穿透判断底层资产，可能按权益法核算；此外结构化产品常采用优先级及劣后级安排，保险公司作为优先级 LP 获得固定收益，财务上若被视为债权投资将按摊余成本计量。

资本消耗方面，LP 模式投资资本计提按底层资产加权，且不同出资方式资本消耗存在差异，分红险账户存在损失吸收效应，资本占用可能显著低于传统险账户；LP 模式风险因子相比于直接持股，通过基金间接投资的风险资本系数通常低于直接持股；若采用优先级及劣后级结构化安排，优先级 LP 资本消耗更低，但劣后级 LP 资本占用则显著增加。

表7：险企以 LP 模式股权投资典型案例

投资时间	投资主体	项目名称	投资规模	核心要点
2023 年 3 月	建信人寿、中国人寿、太平洋人寿等多家险企	长鑫科技	-	多家险企通过多只基金间接布局国产半导体龙头，中邮人寿采用双重 LP 布局
2023 年 12 月	新华保险、中金资本	新华-中金基金	100 亿元	新华保险作为 LP 出资 99.99 亿元，基金存续期 8 年，主要投资持有型不动产
2024 年 8 月	平安人寿	深圳市政平私募股权投资基金	100 亿元	平安人寿出资 94.49 亿元，联合地方政府设立，资金主要投向深圳重点基建与产业项目
2025 年 5 月	人保系多家机构	人保现代化产业投资基金	100 亿元	人保系联合发起，聚焦重大基建与战略性新兴产业
2026 年 6 月	太保长航基金、友邦人寿、平安人寿等 20 余家险企	宇树科技	-	二十余家险企以 LP 身份集体布局人形机器人赛道，项目已成功过会

资料来源：中国银行保险资产管理业协会，Wind，国信证券经济研究所整理

三、GP 模式（保险系 PE）

保险系 PE 基金是指保险公司通过其资产管理机构的下属机构，作为普通合伙人（GP）发起设立股权投资基金，直接负责基金管理和投资决策。保险公司兼具 GP 和 LP 双重角色，对基金拥有更大控制权，但也需承担无限连带责任。

会计处理方面，分为以下三项情况计入：

（1）GP 出资：保险公司或旗下资管公司需对基金进行少量出资（通常<5%），该资产计入长期股权投资或金融资产。

（2）合并报表：若保险公司对基金构成控制，需将基金纳入合并报表；否则按权益法或金融资产处理。

（3）管理费与业绩报酬：GP 每年按照一定认缴金额比例收取管理费，再依据业绩报酬提取部分超额收益，体现为该保险公司的营业收入。

GP 模式的重大优势在于杠杆效应：能以少量自有资金撬动大量外部资金。例如，平安人寿以 94.49 亿元 LP 出资设立 100 亿元基金，而作为 GP 的出资可能仅需 1-5 亿元，却可管理整体基金的投资决策。若保险公司对基金构成控制，需纳入合并报表，会显著影响资产负债结构和资本充足率指标；同时 GP 每年收取的管理费及超额收益业绩报酬将增加实际资本，间接补充偿付能力。

表8：险资 GP 模式股权投资典型案例

投资时间	保险系 GP	基金名称	基金规模	核心投资亮点
2018 年 12 月	华泰投资	宁波华淳投资管理合伙企业（华泰基金一号）	-	国内险资 GP 早期标杆试点案例，核心投向大数据、云计算等“互联网+”战略性新兴产业
2025 年	人保资本	人保现代化产业投资基金	100 亿元	人保系联合发起设立，核心投向国家重大基建、新能源、新材料等战略性新兴产业
2025 年 6 月	太保私募基金	太保战新并购私募基金（上海）合伙企业	首期 100 亿元，目标总规模 300 亿元	聚焦上海国企改革与集成电路、生物医药、AI 等现代化产业，打造长期资本、并购整合及资源协同的产业生态
2026 年 1 月	国寿资本	汇智长三角（上海）私募基金	50.52 亿元	国寿资本担任 GP，70%资金定向投向长三角人工智能、智能芯片、自动驾驶等硬科技赛道
2026 年 1 月	国寿股权投资	北京国寿养老产业股权投资基金二期	85 亿元	核心聚焦养老不动产并购与普惠型养老项目，采用轻重资产结合模式
2026 年 1 月	国寿鑫创	山东省新旧动能转换国寿	50 亿	聚焦高端装备制造，对接国企混改与债转股需

	高端装备股权投资基金	求
--	------------	---

资料来源：中国银行保险资产管理业协会，Wind，国信证券经济研究所整理

四、S 基金（Secondary Fund）

S 基金（私募股权二级市场基金）是指专门投资于私募股权基金份额或资产组合的基金。保险资金参与 S 基金的主要形式包括主动受让成熟基金份额、通过 S 母基金间接参与、份额置换等。S 基金是四种模式中资本消耗相对较低的一种，适合希望缩短投资周期、获取折价收益、优化资产组合的险企，目前市场处于起步阶段。

会计处理方面，保险公司直接受让 LP 份额会计上视为对原基金的替换，通常维持原金融资产分类；保险公司出资到专注于 S 策略的母基金，会计上视为同 LP 模式。其中特殊情况在于折价部分需要一次性计入当期损益或分期摊销。

S 基金的核心优势在于：（1）周期缩短效应：投资已运作一段时间的存量基金份额，持有期较新基金短 2-4 年，风险暴露时间更短；（2）折价优势：折价收益可增加实际资本，改善偿付能力指标；（3）底层资产确定性：资产已过一段运营期，价值与风险状况更明确，信息不对称程度低于新基金；（4）组合调整：通过出售高资本占用旧份额、购入低资本占用新份额，实现资本消耗的主动管理。

表9：险资 S 基金投资典型案例

投资时间	投资主体	基金/项目名称	投资规模	核心项目细节
2023 年 7 月	阳光保险集团	朗姿韩亚 S 基金	-	国内险资参与 S 基金的首单案例，受让存量基金份额
2024 年 2 月	太平洋保险	上海科创中心二期 S 交易	8000 余万元	首单通过上海股权托管交易中心完成的场内 S 份额交易
2024 年 7 月	中国人寿	北京科创接力基金（首期 S 基金）	首期 200 亿元，国寿出资约 20 亿元	大型人民币 S 基金，重点投向科创类存量基金资产
2025 年 2 月	中国人寿、泰康人寿、太平洋保险、大家投控	中金启融基金 S 交易	-	多家险企联合参与，底层覆盖科技、医疗、先进制造等赛道
2025 年	中汇人寿	云锋旗下麒麟投资中心	11.45 亿元	布局 S 策略投资，受让存量基金份额与底层资产
2025 年	中国人寿	福建鑫睿科创接力基金	28 亿元	专项科创类 S 基金，聚焦存量股权资产接续投资

资料来源：中国银行保险资产管理业协会，Wind，国信证券经济研究所整理

四种股权投资模式在收益弹性、确定性、资本约束上呈镜像分布——股权直投弹性最高但波动与资本占用最大；LP 模式居中，底层资产分散但信息与流动性受限；GP 模式以轻资本撬动管理费叠加超额收益，但收益取决于管理能力；S 基金以折价叠加回款确定性提升配置效率。因此，保险资金股权投资的平衡策略可以归纳总结为以偿付能力为底线，以久期匹配为约束，以 LP 分散化为主体，以少量高质量直投提升组合弹性。

银行：AIC 助力投贷联动

银行股权投资的约束与实现

《商业银行法》第四十三条规定“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务，不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资，但国家另有规定的除外。”目前商业银行本身不能直接开展股权投资业务，但可以通过 AIC 子公司、境外子公司或表外理财等方式开展股权投资，此外，“国家另有规定的除外”也提供了一些特殊情形下的投资。其中：

- ✓ AIC 方面，根据《国家金融监督管理总局办公厅关于进一步扩大金融资产投资公司股权投资试点的通知》（金办发〔2025〕19 号），AIC 目前可以在试点省份进行股权投资，比如长鑫科技的股东中就有多家 AIC。
- ✓ 境外子公司方面，部分银行通过在香港设立子公司的形式开展股权投资业务，比如招商银行曾通过招银资本投资宁德时代，建设银行子公司建银国际也出现在长鑫科技的股东名单中。
- ✓ 表外理财方面，银行理财产品也可以开展股权投资业务。比如据《中国证券报》报道，杭银理财创新推出“金钻创投”系列私募股权理财产品，截至今年一季度末累计发行金钻创投股权类理财产品 20 只，募集资金规模超 9 亿元。
- ✓ 此外，在特殊情形下经监管部门批准后，商业银行也可以进行股权投资。比如国家集成电路产业投资基金三期就有多家银行参与投资，以建设银行为例，其获准参与投资设立国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司，投资金额 215 亿元人民币，持股比例 6.25%。

AIC 成为银行股权投资新渠道

AIC 原本是指经国家金融监管总局批准，主要从事银行债权转股权及配套支持业务的非银行金融机构。AIC 原本是在上一轮供给侧结构性改革过程中，为支持有较好发展前景但遇到暂时困难的优质企业渡过难关、采取市场化债转股等综合措施提升企业持续健康发展能力而设立的金融机构，2017 年最早设立了五家，2025 年试点范围扩大，截至目前已有 9 家 AIC 设立或者获准开业。

表10: 现有 AIC 的 2025 年度经营数据

公司名称	总资产（亿元）	净利润（亿元）	获准开业时间
工银投资	2,026	53	2017 年
建信投资	1,270	38	2017 年
农银投资	1,323	43	2017 年
中银投资	960	30	2017 年
交银投资	788	20	2017 年
中邮投资	—	—	2026 年
招银投资	—	—	2025 年
信银投资	—	—	2025 年
兴银投资	100	0.04	2025 年

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

AIC 的主要业务原本是市场化债转股，但 2021 年以来开启并扩大 AIC 股权直投试点。所谓市场化债转股，即对标的企业进行股权投资，并限定企业将该资金用于偿还自身正常类债务，从而实现降低企业财务杠杆的作用。所谓股权直投，即向标的企业进行股权投资不用于偿还债务，是真正意义的股权投资。2021 年以来监管部门开始推动 AIC 的股权直投业务发展，分为三步：

- ✓ 一是 2021 年开始在上海试点 AIC 股权直投业务。2021 年 11 月，原银保监会发布《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》，提出“鼓励金融资产投资公司在业务范围内，在上海依法依规试点开展不以债转股为目的的科技企业股权投资业务”，标志着金融资产投资公司股权直投业务试点开始。
- ✓ 二是 2024 年 AIC 股权直投业务试点范围扩大。2024 年 6 月，国务院办公厅印发《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》，提出“支持金融资产投资公司在总结上海试点开展直接股权投资经验基础上，稳步扩大试点地区范

围。”2024年9月，金融监管总局印发《关于做好金融资产投资公司股权投资扩大试点工作的通知》，将金融资产投资公司股权投资试点扩至18个城市，并且放宽了股权投资金额和比例限制。

- ✓ 三是2025年AIC股权直投业务进一步放宽。2025年3月，金融监管总局发布《关于进一步扩大金融资产投资公司股权投资试点的通知》，从三个方面扩大试点：一是进一步放开投资范围，将金融资产投资公司股权投资范围扩大至试点城市所在省份；二是金融资产投资公司扩容，支持符合条件的商业银行发起设立金融资产投资公司；三是拓宽资金来源、引入耐心资本，支持保险资金投资金融资产投资公司通过附属机构发行的私募股权投资基金、金融资产投资公司发行的债券或者参股金融资产投资公司。

根据金融监管总局披露的信息，2024年9月金融资产投资公司股权投资试点范围扩大并纳入稳增长一揽子增量措施后，已实现18个城市签约全覆盖，签约金额超过3500亿元，取得积极成效。

银行投贷联动应看重综合收益而非股权投资收益

对银行而言，由于其传统商业银行业务体量很大，因此AIC在各银行中的业绩贡献占比不高，比如五大行旗下AIC在2025年共实现净利润184亿元，仅占五大行归母净利润的不到1.4%，其中股权直投业务的利润贡献会更低。

但是对银行而言，AIC的意义在于拓宽银行服务手段，提升银行在科技金融领域的服务能力。目前银行业服务科技企业尤其是初创期科技企业的主要模式以各种类型的投贷联动为主，是传统信贷与投行、投资等直接融资手段相融合的模式，AIC股权直投业务发展有利于银行更好地支持科技企业发展，且银行的收益并不仅仅体现为股权直投业务的盈利，还更多体现为这些科技企业客户带来的存款、贷款、中间业务等各方面收益，也是银行适应经济结构转型升级、客群结构和客群需求变化的重要路径。以长鑫科技为例，其除了从银行集团获得股权融资外，还从银行获得大量债务融资。

表11：截至2025年末长鑫科技正在履行的50亿元及以上的重大借款合同情况

序号	合同名称	借款人	贷款银行	合同金额
1	固定资产银团借款合同	长鑫集电	工商银行、国家开发银行、北京银行、中国进出口银行、农业银行、中国银行、交通银行、邮储银行、建设银行	294 亿元
2	固定资产银团借款合同	长鑫科技、长鑫存储	国家开发银行、农业银行、徽商银行、工商银行、建设银行、交通银行、浦发银行、中国银行、邮储银行、广发银行、华夏银行、招商银行、民生银行	154 亿元
3	固定资产银团借款合同	长鑫新桥	工商银行、中国银行、农业银行、建设银行	147 亿元
4	人民币资金银团借款合同	长鑫存储、长鑫科技	国家开发银行、农业银行、徽商银行、工商银行、建设银行	85 亿元
5	固定资产银团借款合同	长鑫新桥	工商银行、中国银行、农业银行、建设银行、徽商银行、中国进出口银行	79.12 亿元
6	固定资产银团借款合同	长鑫存储	农业银行、工商银行、中国银行、建设银行、浦发银行	65 亿元
7	外汇银团借款合同	长鑫存储、长鑫科技	国家开发银行、农业银行、徽商银行、工商银行、建设银行、交通银行	10.72 亿美元

资料来源：长鑫科技招股书，国信证券经济研究所整理

从美国情况来看，传统商业银行也确实与股权投资机构之间存在较大差别，商业银行尽管也会从事一些投资业务，但其收入仍然主要来自利息收入，高利率仍然是风险补偿的主要措施，投资收益则是补充手段。以两家机构 Horizon 和硅谷银行为例，其中 Horizon 主要从事风险贷款业务，其风险贷款收益率长期稳定在14%-16%之间，多年平均来看比美国最优惠贷款利率高出大约1100bps，而用“认

“认股权证投资收益/债权投资平均余额”计算的认股权证收益率的长期均值约为70bps。从硅谷银行的数据来看，其“认股权证投资收益/科技类贷款平均余额”的长期平均值为100bps。可见商业银行或类似机构与股权投资机构之间还是有较大差别。我们认为高利率仍然是风险补偿的主要措施，股权投资则应定位于服务客户的手段。

图21: Horizon 的“认股权证投资收益/债权投资平均余额”长期平均值为 0.7%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22: 硅谷银行的“认股权证投资收益/科技类贷款平均余额”长期平均值为 1.0%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议

证券：当前证券板块 PB 估值约 1.2 倍，约处于近十年 6%分位数，安全边际充足。科创改革深化背景下，券商“科创属性”有望迎来系统性价值重估。建议关注中信证券、中金公司、华泰证券、招商证券等综合实力领先、科创项目储备充足、全链条服务能力突出的头部券商。

保险：保险资金正在由传统的“长久期债券匹配高分红股票”防御型权益配置，升级为“长久期债券、二级市场底仓及一级市场硬科技前置布局”的复合型权益体系。当前会计波动、偿付能力约束、估值定价难、退出渠道有限等问题仍然存在，险资更适合以中后期项目、产业基金、S 基金、直投加间投的组合模式建立风险收益匹配的资产配置框架。建议关注资产负债匹配优化清晰、净资产波动可控、估值安全边际较厚的中国太保以及财险护城河最强、COR 持续改善、长期资产端收益确定性较高的中国财险。

银行：我们维持 2026 年上市银行业绩筑底边际改善的判断，核心受益于净息差降幅明显收窄。我们继续推荐“稳健红利”与“绩优城商行”双主线，其中稳健红利主线重点推荐招商银行、江苏银行，绩优股主线重点推荐宁波银行。

风险提示

若宏观经济增速不及预期，将压制资本市场整体景气度，拖累非银板块核心业务盈利表现。若 A 股持续宽幅震荡、成交持续缩量，将直接冲击券商经纪、两融及期货资管等核心业务收入。若资本市场及非银金融行业监管政策超预期收紧，将对相关机构业务开展形成约束。若非银金融行业同质化竞争持续加剧，可能导致行业整体盈利空间被持续挤压。若市场去杠杆进程延续，资金持续流出，将加剧板块估值承压与个股流动性波动。若推荐标的核心业务进展、盈利表现不及市场预期，将导致股价表现不及预期。

保费收入不及预期；资本市场延续震荡；长端利率下行；渠道转型导致保费增速放缓等。

若宏观经济超预期下行，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差可能产生负面影响，宏观经济下行时期借款人偿债能力下降可能会对银行资产质量产生不利影响等。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，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，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032