



中华股权投资协会
China Venture Capital and
Private Equity Association

CVCA 行业动态季刊

2025年6月

目录

CONTENTS

近期协会活动	4
协办活动：2025 长期资本大会.....	4
理事分享活动：孙强 - 中国五大消费新趋势.....	8
理事分享活动：信跃升 - 中国并购投资逻辑与案例分享.....	10
支持活动：HKVCA：大中华私募投资高峰会 2025.....	12
LP/GP 圆桌会议及交流晚宴.....	13
会员机构动态	14
高瓴资本拟收购星巴克中国业务，交易结构尚未敲定.....	14
半导体材料产业链供应商「詹鼎材料」完成 2 亿元融资.....	14
KKR 拟收购大窑饮品 85% 股权.....	14
高瓴设立 30 亿北京新基金.....	15
北京首单落地！君联资本成功发行 2025 年度第一期“科创债”.....	15
创世伙伴 × 红松：共话 AI 商业化新机遇，破局银发经济新蓝海.....	16
天辰生物 C 轮融资超 2 亿元，启明创投共同领投.....	16
中信资本与南开大学签约.....	16
浩博医药完成 5000 万美元 B+ 轮融资，鼎晖 VGC 持续加注.....	17
汉坤为曹操出行在香港主板上市提供法律服务.....	17

政策动态与指引18

央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》 18

中国证监会公告允许合格境外投资者参与 ETF 期权交易 25

中国证监会发布

《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》 26

会员研究30

壮大耐心资本路在何方? 30

汉坤律师事务所发布《保险资金运用合规手册》（第二版） 38

美国 SEC 拟重新评估“外国私人发行人”（foreign private issuer）制度 49

意见领袖52

启明创投邝子平:

中国新质生产力正走向世界, 创投行业可以发挥重要作用 52

1 近期协会活动

协办活动：2025 长期资本大会

4 月 22-23 日 · 杭州



The banner features a blue and purple gradient background with logos for GAPI, LP 投顾, and 创投协会 at the top. The main title '2025 长期资本大会' is written in large white characters, with the English translation '2025 LONG TERM CAPITAL CONFERENCE' below it. The theme '壮大耐心资本 发展新质生产力' and the date/location '杭州 · 2025.4.22~23' are also prominently displayed.

2025 长期资本大会
2025 LONG TERM CAPITAL CONFERENCE
壮大耐心资本 发展新质生产力
杭州 · 2025.4.22~23

- 指导单位 · 中国投资发展促进会 全国创投协会联盟
- 主办单位 · 中国投资发展促进会创投专委会 LP 投顾 杭州市创业投资协会
- 承办单位 · 交通银行浙江省分行
- 协办单位 · 浙江财通资本投资有限公司 中华股权投资协会
深圳市创业投资同业公会 宁波市股权投资与创业投资行业协会
- 支持单位 · 北京基金业协会 上海市国际股权投资基金协会
江苏省创业投资协会 浙江省创业投资协会 四川省股权与创业投资协会
陕西省创业投资协会 辽宁省股权和创业投资协会 湖南省股权投资协会
重庆股权投资基金协会 山西省投资基金业协会 成都天使投资协会
合肥市投资基金协会 青岛市股权与创业投资行业协会 湾区投资基金协会联盟

2025年以来,以DeepSeek、宇树科技为代表的杭州“六小龙”迅速出圈,在AI、机器人等领域展露身手,为杭州增添了科技创新的新名片。而“六小龙”成功的背后,离不开杭州这片充满活力的创新土壤,更离不开市场化创新资本的浇灌。解码杭州创投生态实践与经验,如何做好创投生态建设,真正做好长期资本、耐心资本,持续支持科技创新企业发展,成为各界关注的焦点。

值此2025第九届万物生长大会召开之际,中华股权投资协会(CVCA)作为协办单位,支持并协助LP投顾集结全国及地方创投生态建设的力量和资源,举办“2025长期资本大会”,力邀国内外最具代表性和影响力的各类型LP、头部GP,深度聚焦创投行业热点、痛点,共同探讨如何构建和谐共生、合作共赢的LP生态圈和因时制宜的退出实践和募资策略,为2025年私募股权行业发展注入信心和力量。

活动议程

4月22日 下午

- 14:30 - 15:00 来宾签到
15:00 - 17:30 LP×GP高层闭门交流会（定邀）
18:00 - 20:00 交流晚宴（定邀）

4月23日

地点：杭州市国际博览中心1F多功能厅

上午

- 08:30 - 09:00 来宾签到
09:00 - 09:05 主持人开场
09:05 - 09:25 主办方、承办方致辞
周怡兼 中国投资发展促进会副会长、杭州创投协会会长
国立波 LP投顾创始人
陈俊 交通银行浙江省分行党委书记、行长
- 09:25 - 09:40 主题演讲 1：
《提升权益资产配置质效，发挥长期资本积极作用》
曹德云 中国保险资产管理业协会原党委书记、
执行副会长兼秘书长
- 09:40 - 09:55 主题演讲 2：
《为期十年投中国》
信跃升 信宸资本高级合伙人
- 09:55 - 10:10 主题演讲 3：
《在不确定性中寻找确定性》
姜明明 盛世投资董事长
- 10:10 - 10:25 报告发布：
《2025年LP调研报告》
- 10:25 - 11:15 圆桌论坛 1：
长期资本Talk：做好耐心资本的最佳实践
国立波 LP投顾创始人
安瑾 中金资本运营管理委员会委员、董事总经理、
中金启元基金管理公司总经理
沈毅 国新基金首席运营官
郑钧 浙江金控投资管理有限公司董事长
温治 上海国投先导私募基金管理有限公司总经理
刘迎捷 交银金融资产投资有限公司副总裁
苏郁松 清华大学教育基金会副秘书长
- 11:15 - 12:00 圆桌论坛 2：
政府投资基金高质量发展的趋势、挑战与实践
于佳 启明创投合伙人、人民币基金总经理
曾维启 杭州科创集团总经理
王舒 财通资本总经理
郑玉蓉 宁波市创投引导基金董事长、总经理
肖彪 海南财金集团总经理
潘艳 福建金投基金总经理
丁珍 长江产投基金党委委员、副总经理
- 12:00 - 13:30 VIP午餐（定邀）

下午

- 14:00 - 14:05 主持人开场
- 14:05 - 14:25 主题演讲 4:
《运用税收政策鼓励长期投资的底层逻辑》
刘健钧 湖南大学股权与创业投资研究院院长、
金融与统计学院教授与博导
- 14:25 - 14:45 主题演讲 5:
《科技的力量 创投的力量》
陈 玮 深圳市创业投资同业协会会长、东方富海董事长
- 14:45 - 15:00 报告发布:
《VC/PE机构A股退出报告2024》
- 15:00 - 15:50 圆桌论坛 3:
创投眼中的六小龙：经验与教训总结
陈向明 浙江银杏谷投资有限公司创始人、董事长
周 宁 盈富泰克公司总经理
高立新 上海金浦投资管理有限公司联合创始人、总裁
沈琴华 晋华资本创始管理合伙人
陈 斌 浙江赛智伯乐投资管理有限公司联合创始人
兼董事长
黄金平 浙江容亿投资管理有限公司董事长
吴 彬 杭州道生投资管理有限公司联合创始人
常 静 华登国际董事总经理
- 15:50 - 16:40 圆桌论坛 4:
新形势下的并购机遇与并购基金发展
王 仑 金研资管联合创始人、总裁
江 伟 爱建证券董事长
张 晶 春华资本合伙人
张 琳 上海国投孚腾资本合伙人
蒋逸凡 海康威视投资总监
杨 帆 鼎晖投资董事总经理
杨 潇 太平金控股权投资基金副总经理
- 16:40 - 17:30 圆桌论坛 5:
退出与流动性的最佳创新实践
毛 杰 广州乡村振兴控股集团总裁
姜 浙 信达资本董事会执行委员会委员
覃韦杰 尚合资本联合创始人
杨 战 科勒资本北京公司总经理
张昊轩 博华资本合伙人
李 岩 上实盛世5基金总经理
王良荣 浙江省股权交易中心总经理
赖雅璇 国寿投资5基金负责人
- 17:30 - 17:40 现场调研结果发布:
《2025年投资机构信心调研》
- 17:40 - 18:00 LP投顾榜单发布及颁奖:
真金白银榜
长期资本榜（机构LP人物）
- 18:00 大会结束
- 特色活动
- 18:30 - 20:00 2025万物生长大会晚宴（定邀）

理事分享活动：孙强 - 中国五大消费新趋势

4月24日·线上

The poster features a blue and white color scheme with a stylized city skyline at the bottom. It includes logos for CKGSB (长江商学院) and CVCA (中华股权投资协会). The main title is '中國五大消費新趨勢' in large, bold characters. Below the title, it specifies the broadcast time as 2025.04.24 | 16:30-18:00. The guest is identified as 孫強 (Sun Qiang), CEO of CKGSB and former Chairman of TPG's China Region. A photo of Sun Qiang is shown on the right side of the poster.

CKGSB 香港 校友會
长江商学院

中华股权投资协会
China Venture Capital and
Private Equity Association

线上直播

中國五大消費 新趨勢

直播時間
2025.04.24 | 16:30-18:00

分享嘉賓
孫強

CEO首期
長江商學院香港校友會會長
TPG集團原中國區董事長

在经济风云变幻的当下，消费市场的风向正悄然转变，成为影响商业格局与投资决策的关键力量。你是否好奇，未来的消费浪潮将如何涌动？哪些新兴趋势正重塑着 14 亿人的消费版图？

本次线上分享活动，中华股权投资协会（CVCA）联合长江商学院香港校友会，邀请协会创始人及名誉理事长孙强先生，为大家深度剖析中国五大消费新趋势！

直播时间：

2025 年 4 月 24 日下午 16:30-18:00

分享嘉宾：

孙强

中华股权投资协会名誉理事长
长江商学院香港校友会会长
TPG 集团原中国区董事长

孙先生为 TPG 集团原中国区管理合伙人、董事长，现为其资深顾问。在加入 TPG 之前，孙先生任他创建的黑土地集团董事长。1995 年至 2015 年，孙先生是美国华平投资集团合伙人、全球经营管理委员会成员，并担任亚太区主席。此前孙先生曾任高盛集团投资银行部的执行董事、乐泊克公司的投资经理、联合国总部翻译官。

孙先生持有北京外国语大学学士学位、联合国译员训练班研究生证书、美国沃顿商学院劳德研究院工商管理硕士及国际问题研究硕士双学位。孙先生是中华股权投资协会（CVCA）的创始人和名誉理事长，中华地产开发投资商会（CREDIA）的创始人和常务副会长，美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院劳德研究院董事会校董，以及中国企业家俱乐部理事。孙先生还担任香港浸会大学 / 北京师范大学联合国际学院的客座教授和清华五道口金融学院的业界导师。

理事分享活动：信跃升 - 中国并购投资逻辑与案例分享

5月13日·线上

2024年以来，国务院及有关部委相继出台一系列鼓励和支持并购的政策措施，地方政府纷纷出台支持并购行业高质量发展的政策文件，为并购市场的活跃发展提供重要支持。随着我国经济步入高质量发展新阶段及政策红利的持续释放，并购基金和并购投资也迎风起航、蓄势待发，迎来发展新机遇。

并购基金如何助力高质量发展？如何赋能企业，通过内生增长获得收益？进行并购投资需要哪些核心能力？如何控制风险？本期讲师信跃升先生将结合丰富实战案例，深度解析提高并购实操能力的有效策略，剖析国内外并购基金的现状，分享对中国并购基金及并购投资所面临机遇及挑战的洞察。



活动时间：

2025年5月13日（星期二）上午 10:00-11:30

分享嘉宾：**信跃升**

信宸资本（中信资本旗下私募股权投资业务）高级合伙人

信跃升先生于2002年加入中信资本，现为信宸资本（中信资本旗下私募股权投资业务）的高级合伙人，代表项目有分众传媒、豪威科技、亚信科技、麦当劳中国、上海建科院、嘉信立恒、TCL实业、顺丰等。信先生亦是信宸资本中国基金的投委会成员之一。加入本公司之前，他曾在麦肯锡咨询公司上海与华盛顿特区分公司担任管理咨询顾问，为全球客户制定业务战略。信先生亦担任香港竞争事务委员会委员（特首任命）、香港创业及私募投资协会理事、哈佛商学院亚太咨询委员会委员、北京大学企业家俱乐部理事、北大创业训练营理事。信先生拥有哈佛商学院的工商管理硕士和北京大学经济学学士学位。

支持活动：HKVCA：大中华私募投资高峰会 2025

5月28日·香港



HKVCA 的旗舰活动——大中华私募投资高峰会 (GCPES) 将汇聚超过 600 名行业代表，参会人士包括积极参与中国各个行业、阶段和地区的活跃投资市场的高级管理人员和首席高管。这次聚会为行业领导者提供了交流思想、分享知识和促进有意义的合作的平台。

演讲嘉宾阵容包括 60 多名有限合伙人、投资者、顾问和行业专业人士，他们将就行业人士在中国需要应对和评估的关键机遇和挑战发表了发人深省的观点。讨论将涵盖中国私募股权领域的各个方面，包括家族办公室、私募信贷、退出、人工智能和大数据、电动汽车等主题。

日期：	2025 年 5 月 28 日 (星期三)
时间*：	会议：香港时间 9:00 - 17:00 鸡尾酒会：香港时间 17:00-18:30
地点：	香港会议展览中心
形式：	线下
网站：	http://cpes.hkvca.com.hk

LP/GP 圆桌会议及交流晚宴

6月12日·北京

中华股权投资协会（CVCA）于6月12日（星期四）在北京·柏悦酒店举办了一年一度的“2025年CVCA LP/GP 圆桌会议及交流晚宴”。

“CVCA LP/GP 圆桌会议”为协会高端闭门会议，受邀人员均为协会理事、LP/GP 会员机构及特邀海内外知名投资机构高管。本次会议我们将共同探讨当前的经济形势状况，以及当下行业的发展趋势和面临的焦点问题。受邀人员会后共同参与了LP/GP 交流晚宴，加深交流沟通。

主办单位：中华股权投资协会（CVCA）

赞助单位：中伦律师事务所

支持单位：LP 投顾

活动议程：

6月12日	北京·柏悦酒店（三层悦轩厅）
15:30-16:00	签到
16:00-18:00	LP/GP 圆桌会议 主题研讨：当前经济形势与行业发展趋势及存在问题 主持人：邝子平 CVCA 理事长 / 启明创投创始 主管合伙人
18:00-20:00	LP/GP 交流晚宴
20:00	结束

2 会员机构动态

高瓴资本拟收购星巴克中国业务，交易结构尚未敲定

6月23日，据知情人士透露，高瓴资本近日参与了星巴克中国区的反向管理层路演，表达了对收购星巴克中国业务的兴趣。此次路演还吸引了凯雷投资、信宸资本等多家投资机构参与，在此前的报道中显示，已有KKR、方源资本、PAG、华润控股以及美团等表达了收购兴趣。目前交易结构尚未敲定。星巴克中国业务估值约为50至60亿美元，由高盛担任独家财务顾问。该交易预计将持续到2026年。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/LA1q5GiRCOoO-DIDzauVaw>

半导体材料产业链供应商「詹鼎材料」完成2亿元融资

6月23日，南通詹鼎材料科技有限公司（以下简称“詹鼎材料”）宣布成功完成人民币2亿元融资。本轮融资由红杉中国、长江创新投、鼎峰投资等多家知名投资机构共同参投，八亿时空、趋势资本、厚雪资本等老股东持续加码。詹鼎材料，全球半导体材料产业链的重要供应商，致力于为国际头部芯片制造企业及大型数据中心提供性能可靠，技术领先的电子氟化液系列产品。产品广泛应用于半导体、人工智能算力市场，帮助客户实现精准温控、安全运行保障和能效优化。

全文链接：<https://news.pedaily.cn/202506/551433.shtml>

KKR 拟收购大窑饮品 85% 股权

据36氪，美国私募股权机构KKR拟收购一家中国饮料公司85%股权，猜测是内蒙古大窑嘉宾饮品有限公司（大窑饮品）。报道引述知情人士称“这笔交易谈了一年。”对此消息，大窑方面回应记者称：不予置评。早前曾有报道，内地饮品公司大窑饮品据悉考虑拟赴香港进行5亿美元的IPO，

可能寻求 2025 年下半年在香港上市。

全文链接: <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1835789270059840268&wfr=spider&for=pc>

高瓴设立 30 亿北京新基金

6 月 17 日, 门头沟区在京西智谷创新大厦隆重举行京西瑞瓴基金启航仪式。京西瑞瓴基金由北京国有资本运营管理有限公司和门头沟区共同发起设立, 由北京京国瑞股权投资基金管理有限公司作为管理人, 北京京国瑞投资管理有限公司和北京高瓴裕清投资管理有限公司共同担任普通合伙人。基金目标规模 30 亿元, 首期规模 10 亿元, 聚焦人工智能、智能制造、新材料等重点产业, 通过“以投带引”模式, 将为门头沟区的科技企业提供强大的资金支持。

全文链接: <https://news.pedaily.cn/202506/551306.shtml>

北京首单落地! 君联资本成功发行 2025 年度第一期“科创债”

6 月 17 日, 中关村发展集团旗下的北京中关村科技融资担保有限公司服务君联资本管理股份有限公司(简称“君联资本”)发行 5 年期、3 亿元“科技创新债券”, 助力君联资本成为全国首批、北京首家成功发行“科技创新债券”的民营股权投资机构。据悉, 此次发行的是君联资本 2025 年度第一期定向科技创新债券, 所募集资金将全部通过基金出资、股权投资等方式用于科技创新领域, 叠加民营机构的市场灵活性, 为科技型企业提供更高效率的股性资金支持。债券发行后, 将充分发挥资本撬动作用, 助力完成百亿元规模的基金设立, 直达科技创新“靶心”, 成为“科技—产业—金融”良性循环的典型案列。

全文链接: https://www.ncsti.gov.cn/kjdt/xwj/202506/t20250620_208302.html

创世伙伴 × 红松：共话 AI 商业化新机遇，破局银发经济新蓝海

近日，由 IT 桔子主办、创世伙伴创投与昆仑巢协办的「破局者，AI 的商业化之路」主题沙龙在北京成功举行。活动中，创世伙伴创投合伙人梁宇与创世伙伴创投早期投资企业红松集团副总裁黄雄飞做了主题演讲，共同探讨 AI 的商业化之路。创世伙伴创投合伙人梁宇基于其国际化视野解读了中美 AI 创业趋势的相同和不同之处，并看好 AI Infra 中间层、AI 应用层的一些创业机会，提醒大家不要迷信大模型，警惕新评价体系的范式变革。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/ShI8khA0hcgUIRWmNpOuw>

天辰生物 C 轮融资超 2 亿元，启明创投共同领投

启明创投投资企业天辰生物医药（苏州）有限公司（下称“天辰生物”）宣布完成超 2 亿元 C 轮融资。本轮融资由原有股东方启明创投共同领投。融资资金将重点用于核心管线——新一代抗 IgE 抗体 LP-003 的 3 期临床和后续的商业化准备，以及全球首创补体双功能抗体 LP-005 的多个适应症的 2 期临床开发，进一步巩固天辰生物在过敏与补体疾病领域的创新优势。

全文链接：https://mp.weixin.qq.com/s/ZS1i9Qqtv_CdNomJtRZ44A

中信资本与南开大学签约

5 月 18 日，南开大学与中信资本控股有限公司在八里台校区海冰楼举行战略合作签约仪式。校长陈雨露、中信资本董事长兼首席执行官张懿宸出席并见证签约。副校长方勇纯、中信资本副首席运营官刘墨分别代表双方签署协议。校长助理于海，中信资本董事总经理张斌、执行董事冯彦妍，广东省国研科技研究中心有限公司董事长苏建章参加活动。根据协议，南开大学和中信资本将围绕“高校 + 资本”模式，从设立投资实体、创新完善支持体系、共建投资管理平台、共建联合实验室、加强人才培养与交流等方面达成战略合作，提升科研成果转化的针对性、有效性。

全文链接: https://mp.weixin.qq.com/s/JGRjHITDBdX_V7VjOv062Q

浩博医药完成 5000 万美元 B+ 轮融资，鼎晖 VGC 持续加注

5 月 29 日，浩博医药（Ausper Biopharma Co., Ltd. 和 AusperBio Therapeutics Inc.）宣布完成 5000 万美元 B+ 轮融资，本轮融资由全球知名产业投资机构领投，鼎晖 VGC 持续加注。浩博医药是一家临床阶段的创新药研发公司，专注于研发自主创新的靶向递送小核酸药物，致力于实现慢性乙型肝炎临床治愈目标。本轮融资紧随着公司于 2024 年 12 月完成 B 轮 7300 万美元融资，彰显了投资者对 AusperBio 领先产品、专有技术平台以及战略方向的坚定信心。

全文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/RLY-kHhZZeGhbSKKOgcl8g>

汉坤为曹操出行在香港主板上市提供法律服务

汉坤律师事务所作为联席保荐人的中国法律顾问，为 CaoCao Inc.（“曹操出行”，股票代码：02643.HK）于香港联交所主板上市的项目中提供中国法律服务。曹操出行是一家由吉利集团孵化的中国网约车平台，打造中国最大共享出行定制车队。曹操出行主要服务包括提供出行服务（主要指为乘客提供网约车服务及为司机提供派单服务）、车辆租赁，以及车辆出售。

全文链接: <https://mp.weixin.qq.com/s/lkFe45DgqXqmTj5kZszwVQ>

3 政策动态与指引

央行等六部门联合印发 《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》

为贯彻落实党中央、国务院决策部署，完善扩大消费长效机制，更好满足消费领域金融服务需求，近日中国人民银行、国家发展改革委、财政部、商务部、金融监管总局、中国证监会等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》（以下简称《意见》）。

《意见》以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入践行金融工作的政治性、人民性，引导金融机构从消费供给和需求两端强化金融服务，满足各类主体多样化融资需求，推动扩大高质量消费供给，助力释放消费增长潜能。《意见》从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出 19 项重点举措。

《意见》指出，要夯实宏观经济金融基础，支持居民就业增收，优化保险保障，积极培育消费需求。强化结构性货币政策工具激励，加大对服务消费重点领域信贷支持，发展债券、股权等多元化融资渠道。

《意见》强调，要聚焦消费重点领域加大金融支持，结合消费场景和特点创新金融产品，持续推动消费领域金融服务提质增效。优化消费支付服务，健全消费领域信用体系建设，加强金融消费者权益保护。

下一步，中国人民银行将会同有关部门加快推动《意见》各项政策实施落地，强化跟踪监测，指导金融机构持续加大消费领域金融支持力度，为更好发挥消费对经济发展的基础性作用提供有力金融支撑。

附件：

中国人民银行 国家发展改革委 财政部 商务部 金融监管总局 中国证监会 关于金融支持提振和扩大消费的指导意见

为深入贯彻党中央、国务院决策部署，推动大力提振消费，完善扩大消费长效机制，强化商品消费和服务消费金融供给，更好满足消费领域金融服务需求，现提出以下意见。

一、总体要求

支持提振和扩大消费，是金融服务实体经济的重要内容，是金融工作政治性、人民性的具体体现。要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻落实党的二十大和二十届二中、三中全会和中央经济工作会议精神，完整、准确、全面贯彻新发展理念，不断完善金融服务体系，提升金融服务能力，聚焦消费重点领域和环节加大金融支持力度，为更好发挥消费对经济发展的基础性作用提供有力支撑。

——坚持促进优化供给与扩大需求相结合。把实施扩大内需战略同深化金融供给侧结构性改革有机结合起来，加大消费供给的金融资源投入，提升消费需求的金融服务水平，促进生产、分配、流通、消费良性循环。

——坚持金融创新与市场化、法治化相结合。鼓励金融机构在依法合规、风险可控的前提下，优化金融资源配置，加强金融产品和服务创新，为消费领域提供多样化、差异化金融服务，有针对性地满足合理消费融资需求。

——坚持线上服务和线下支持相结合。不断强化金融服务与消费场景的融合，基于移动终端载体，运用互联网、大数据等技术手段，拓宽线上金融支持消费渠道，强化线下金融服务，提供便捷高效的消费金融支持。

二、支持增强消费能力，培育消费需求

（一）夯实宏观经济基础，稳定消费预期。加大实体经济支持力度，强化金融与财政、产业等政策协同联动。实施好货币政策，加强逆周期和跨周期调节，综合运用准备金、再贷款再贴现、公开市场操作等多种货币

政策工具，保持流动性充裕，持续推动社会综合融资成本下降。实施好财政政策，更好发挥消费在畅通国民经济循环、拉动经济增长中的积极作用。健全投资和融资相协调的资本市场功能，推动中长期资金入市，促进资本市场稳定发展。

（二）支持居民就业增收，增强消费信心。强化民营和小微企业、个体工商户等吸纳就业能力强的经营主体金融服务。深入实施创业担保贷款政策，鼓励因地制宜适当放宽创业担保贷款申请条件，简化审批流程，促进符合条件的个人和企业创业增收。加快推进劳动、资本、知识、技术等要素市场化配置和融资服务机制健全完善，增加居民家庭可支配收入。创新适应家庭财富管理需求的金融产品，规范居民投资理财业务，提高居民财产性收入。

（三）支持优化保障体系，提升消费意愿。鼓励金融机构研发符合参加人养老需求、具有长期限特征且具有一定收益率的个人养老金专属产品，促进养老财富储备和稳健增值。加快推进商业保险年金产品创新。扩大商业健康保险覆盖面，提升服务保障水平。发展商业长期护理保险。推动商业健康保险加大创新药支持力度，满足人民群众多层次、个性化的健康保障需求。支持发展老年旅游保险，鼓励扩大旅游保险覆盖面。

三、着力提升金融机构专业化服务能力，扩大消费领域金融供给

（四）发挥信贷支持主渠道作用。鼓励金融机构建立健全内部组织架构和专业团队，提供精准、高效、便捷的消费领域金融服务。在风险可控的前提下，创新优化信贷产品，加大对符合条件的消费行业经营主体首贷、续贷、信用贷、中长期贷款支持力度，满足消费领域多样化金融需求。鼓励利用政府性融资担保增信措施，支持更多消费领域贷款投放。推广互联网、大数据等技术与消费金融的融合应用，优化线上消费信贷产品申请、审批和放款流程，提高消费融资便利度。支持金融机构提升风险管理能力，在确保覆盖经营成本和商业可持续前提下自主理性定价，合理适度扩大客户支持范围，促进消费贷款提质增量，增强金融服务可持续性。

（五）强化结构性货币政策工具激励。鼓励引导金融机构针对批发零售、住宿餐饮、文体娱乐、旅游、教育、居民服务等服务消费重点领域的

各类经营主体发放贷款，支持其提升服务消费供给质效。设立服务消费与养老再贷款，额度 5000 亿元，对 21 家全国性金融机构以及 5 家属于系统重要性金融机构的城市商业银行发放的服务消费重点领域贷款，可按照贷款本金的 100% 申请再贷款。用好用足支农支小再贷款额度，对其余地方法人银行机构发放的服务消费重点领域涉农、小微企业贷款，给予相应支持。

（六）加大债券市场融资支持力度。支持符合条件的文化、旅游、教育等服务消费领域企业发行债券。鼓励符合条件的科创企业通过债券市场募集资金，推动智慧养老、智能医疗等消费产品提质升级。支持符合条件的消费金融公司、汽车金融公司、金融租赁公司发行金融债券，拓宽资金来源，扩大消费信贷规模。推动个人汽车、消费、信用卡等零售类贷款资产证券化增量扩面，促进盘活信贷存量，提升消费信贷供给能力。

（七）积极发展股权融资。支持生产、渠道、终端等消费产业链上符合条件的优质企业通过发行上市、“新三板”挂牌等方式融资。引导社会资本加大对服务消费重点领域投资，通过“长期资本”“耐心资本”满足长周期消费产业融资需求。积极发挥私募股权投资基金和创业投资基金作用，加大对处于种子期、初创期企业的股权投资。鼓励有条件的地方利用政府投资基金，以市场化方式参与康养、文旅等消费重点项目和数字、绿色等新型消费领域。鼓励发行消费 ETF 等特色投资产品。

（八）拓展多元化消费融资渠道。引导消费金融公司提升自主获客和自主风控能力，合理确定贷款综合利率水平。发挥汽车金融公司专营特色功能，丰富居民购车消费信贷产品供给，做好对汽车经销商的信贷支持。规范小额贷款公司业务发展，聚焦服务小微企业、个体工商户和农户等群体促进扩大商品服务生产和消费。鼓励商业银行、消费金融公司、汽车消费公司和小额贷款公司在符合监管要求前提下，相互合作、优势互补，开发符合各类消费场景需求的金融产品。

四、加大消费重点领域金融支持，助力挖掘释放消费潜力

（九）推动扩大商品消费。鼓励金融机构多渠道、多方式做好消费品以旧换新金融服务。加大对报废机动车回收拆解、废旧家电回收及家电以

旧换新、家装厨卫“焕新”、生活必需品保供相关企业信贷支持力度。积极开展汽车贷款业务，综合借款人信用水平、还款能力等，合理确定贷款发放比例、期限和利率，适当减免汽车以旧换新过程中提前结清贷款产生的违约金。加强对绿色智能家电家居生产和消费的金融支持，优化审批流程，提升服务质效。强化金融支持外贸企业拓内销力度，完善内贸险服务，扩大外贸优品消费。

(十) 支持发展服务消费。坚持促消费与惠民生相结合，加大对服务消费重点领域信贷支持力度，结合服务消费具体场景和特点，提供个性化、差异化金融产品和服务。增加对批发零售、餐饮住宿、家政服务、养老托育等领域信贷投放，重点丰富适合小微企业的信用类金融产品，支持经营主体产业升级、业态融合，助力挖掘基础型服务消费潜力。围绕文化旅游、体育、娱乐、教育培训、居住服务等领域创新融资模式，在依法合规、风险可控前提下结合产业发展周期适当延长贷款期限，积极开展应收账款、知识产权等质押融资业务，促进激发改善型服务消费活力。

(十一) 助力培育新型消费。探索金融支持数字消费、绿色消费、健康消费等新型消费的有效渠道和方式。加强金融创新，支持发展体验消费、智能消费、定制消费等消费新模式。鼓励金融机构与商家合作开发适合新型消费特点的金融产品和服务，积极参与商家促消费活动，为消费者适当减费让利。引导金融机构依法合规与社交电商、直播电商等开展合作，健全适应互联网贷款业务特点的内部管理机制，在风险可控、权责明确的基础上，合理确定授信额度、期限和利率，积极满足商户和消费者融资需求。

五、强化消费基础设施和流通体系的金融支持，促进提升消费供给效能

(十二) 支持消费基础设施建设。围绕文旅体育设施、赛事演艺场馆、医疗养老设施、通信基站、充电装备、适老改造等消费基础设施建设重点领域，探索创新适应资金需求特点的金融产品和融资模式。鼓励金融机构主动对接消费领域重大工程、重点项目，优化金融产品和服务，根据借款人资信状况和偿债能力、项目投资回报周期等，优化贷款审批条件，合理设置贷款期限，加大贷款投放力度。支持国际消费中心城市、消费新业态新模式新场景培育建设，为步行街（商圈）改造提升、商业设施改造提升、社区便民服务设施建设、县域商业体系建设提供全产业链条、全生命周期

金融服务。支持符合条件的消费基础设施发行基础设施领域不动产投资信托基金。

（十三）支持商贸流通体系建设。鼓励金融机构加大对交通、物流、仓储、供应链等商贸流通项目信贷支持力度，支持骨干市场设施、冷链物流基地、乡镇商贸中心、商场超市、集贸市场等改造升级，加快推进数字化商品流通建设，降低综合物流成本和终端消费成本。探索开发针对农村电商的专属贷款产品，打通农村电商资金链条。做好航运企业金融服务，提高海运、水运信贷供给，支持建设国际海运、内陆水运物流网络。深化信息协同和科技赋能，结合商业应用场景，为商贸、物流、供销企业提供资金结算、财务管理等综合服务。

六、加强基础金融服务，助力优化消费环境

（十四）持续优化支付服务。支持金融机构聚焦“食、住、行、游、购、娱、医”等重点消费场景，持续推进支付便利化建设，有效提升现金、银行卡、移动支付、数字人民币等各类支付方式的兼容性，为消费者提供更高效、便捷的支付体验。持续提升适老化支付服务水平，优化重点领域外卡受理环境，深化信用卡消费与各类场景的合作，有效满足老年人、外籍来华人员等群体支付服务需求。鼓励试点地区在消费领域积极稳妥推行数字人民币。

（十五）健全消费领域信用体系建设。依托全国信用信息共享平台加强消费领域信用信息归集共享，支持征信机构依法依规深化对消费领域信用信息的共享应用，精准识别各类商户、消费者信用状况，打造满足消费领域金融服务需求的专业化信用产品和服务，以信用建设推进信用贷款投放。推动行业协会、商会信用体系建设。开展“诚信兴商宣传月”活动，营造诚信守法的营商环境。

（十六）加强金融消费者权益保护。建立健全金融消费者权益保护机制，将金融消费者权益保护贯穿于金融业务全流程、各环节，强化金融产品和服务信息披露，规范产品营销宣传和销售行为。加强数据安全和个人信息保护，强化合作机构管理，严格规范逾期催收行为。完善金融消费纠纷处理机制，构建运转高效的业务咨询和投诉处理渠道。加强金融消费者教育，

倡导健康消费文化和习惯，引导合理借贷、理性消费，自觉防范、抵制非法集资及电信网络诈骗等非法金融活动。

七、强化组织保障

(十七) 加强组织统筹和协调推动。各地金融管理部门要加强与当地发改、财政、商务及消费相关行业主管部门的沟通协调，充分发挥金融与财政、产业等政策合力，因地制宜搭建政金合作机制，切实做好金融支持提振和扩大消费工作。各金融机构要统筹内部资源，强化公司部门和零售部门协调联动，及时制定本行金融支持消费具体实施细则。

(十八) 完善统计监测和考核评估。研究完善消费相关领域贷款统计口径，强化部门间信息共享，提高金融支持消费工作针对性和有效性。各地金融管理部门要加强对消费领域融资情况的监测分析，督导金融机构持续完善融资管理和服务。鼓励各地结合实际，探索开展金融支持消费政策效果评估并加强结果运用，推动金融机构加大信贷资源投入。

(十九) 强化工作宣传和信息报送。加强金融支持消费的政策和产品宣传，丰富宣传形式、扩大宣传范围，让更多企业和个人及时获得消费领域金融信息和服务。中国人民银行各省级分行要定期报告金融支持消费各项工作进展、存在问题，提出政策建议。各金融机构要认真总结相关工作经验、典型案例和问题建议，及时向金融管理部门报告。

中国证监会公告允许合格境外投资者参与 ETF 期权交易

中国证监会近日发布公告称，经商中国人民银行、国家外汇局，将从 2025 年 10 月 9 日起允许合格境外投资者参与场内 ETF 期权交易，交易目的限于套期保值。

这是中国证监会落实党的二十届三中全会“优化合格境外投资者制度”决策部署的具体举措之一。今年以来，中国证监会先后放宽合格境外投资者参与境内商品期货、商品期权和 ETF 期权等产品的限制。此举旨在持续拓展合格境外投资者可投资范围，发挥合格境外投资者制度的优势和吸引力，便利境外机构投资者特别是配置型资金运用适配的风险管理工具，有利于提升外资机构投资行为的稳定性，促进其对 A 股的长期投资。

后续，中国证监会还将出台更多优化合格境外投资者制度的改革举措，有力推进资本市场高水平制度型开放。

附件：

中国证券监督管理委员会公告

〔2025〕13 号

根据《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》等有关规定，经商中国人民银行、国家外汇局，中国证监会现就合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者（以下合称合格境外投资者）参与股票期权交易有关事项公告如下：

允许合格境外投资者参与在国务院或中国证监会批准设立的交易场所上市交易的交易型开放式指数基金期权（ETF 期权）交易。合格境外投资者参与 ETF 期权交易应当遵守中国证监会以及有关交易场所的交易规则，交易目的限于套期保值交易。自 2025 年 10 月 9 日起施行。

中国证监会
2025 年 6 月 17 日

中国证监会发布

《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》

为深入贯彻党的二十届三中全会精神，认真落实中央金融工作会议、中央经济工作会议和《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》部署要求，深化资本市场投融资综合改革，增强科创板制度包容性、适应性，更好服务科技创新和新质生产力发展，中国证监会制定了《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》（以下简称《科创板意见》）。

《科创板意见》在持续抓好“科创板八条”落地实施的基础上，以设置专门层次为抓手，重启未盈利企业适用科创板第五套标准上市，推出一揽子更具包容性、适应性的制度改革，着力打通支持优质科技型企业发展的堵点难点，同时进一步加强投资者合法权益保护。一方面，设置科创板科创成长层，在科创成长层的定位、企业入层和调出条件、强化信息披露和风险揭示、增加投资者适当性管理等方面明确具体要求。另一方面，围绕增强优质科技型企业的制度包容性适应性，推出6项改革举措，主要包括：一是对于适用科创板第五套上市标准的企业，试点引入资深专业机构投资者制度。二是面向优质科技型企业试点IPO预先审阅机制，进一步提升证券交易所预沟通服务质效。三是扩大第五套标准适用范围，支持人工智能、商业航天、低空经济等更多前沿科技领域企业适用。四是支持在审未盈利科技型企业面向老股东开展增资扩股等活动。五是健全支持科创板上市公司发展的制度机制。六是健全科创板投资和融资相协调的市场功能。

下一步，中国证监会将组织上海证券交易所及市场有关各方扎实推进各项改革举措和示范案例落实落地，加强宣传引导和政策解读，不断增强制度吸引力、竞争力，持续提升市场获得感，进一步促进科技创新和产业创新深度融合发展，更好服务中国式现代化。

附件：

关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见

中国证监会各派出机构，各交易所，各下属单位，各协会，会内各司局：

为深入贯彻党的二十届三中全会精神，认真落实中央金融工作会议、中央经济工作会议和《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（国发〔2024〕10号）部署要求，深化资本市场投融资综合改革，增强科创板制度包容性、适应性，更好服务科技创新和新质生产力发展，制定本意见。

一、主要原则

（一）坚持目标导向、问题导向。落实国家创新驱动发展战略，聚焦市场关切，有针对性地改革优化科创板发行上市等制度，着力打通堵点难点，促进科技创新和产业创新深度融合。

（二）坚持聚焦重点、综合施策。尊重科技创新规律，适应科技型企业盈利周期长、研发投入大等特征，将更好支持优质科技型企业作为改革重点。统筹推进投资端、融资端改革举措，推动有力支持科技型企业发展与有效保护投资者合法权益相协调。

（三）坚持稳字当头、试点先行。统筹平衡好促改革与防风险、强监管的关系，在市场化法治化轨道上推进改革创新，维护市场平稳运行。进一步发挥科创板“试验田”作用，部分增量改革措施先行先试，条件成熟后再逐步推广至其他市场板块。

二、设置科创板科创成长层

（一）科创成长层的定位。科创成长层重点服务技术有较大突破、商业前景广阔、持续研发投入大，但目前仍处于未盈利阶段的科技型企业。

（二）企业入层和调出条件。未盈利科技型企业全部纳入科创成长层，调出条件实施新老划断。其中，新注册的未盈利科技型企业符合下列条件之一的，调出科创成长层：（1）最近两年净利润均为正且累计净利润不低于5000万元；或（2）最近一年净利润为正且营业收入不低于1亿元。存

量未盈利科技型企业符合现行取消特殊标识条件的，调出科创成长层。

(三) 强化信息披露和风险揭示。科创成长层企业股票简称后添加“U” (Unprofitable)，作为特殊标识。科创成长层企业应当定期披露尚未盈利的原因及对公司的影响，并在公告首页的显著位置，对企业尚未盈利的相关风险作出提示声明。

(四) 增加投资者适当性管理要求。个人投资者参与科创成长层股票交易，应当满足科创板投资者适当性管理要求。其中，投资新注册的未盈利科技型企业的投资者还应当签署科创成长层企业股票投资专门风险揭示书，风险揭示书应当充分揭示未盈利企业经营风险及相应的股票投资风险、股价波动风险等事项。证券公司应当切实落实好科创成长层投资者适当性管理责任，多维度强化投资者风险评估并充分告知相关风险。

三、增强优质科技型企业的制度包容性适应性

设置科创板科创成长层的同时，在科创板推出以下改革举措。

(一) 对于适用科创板第五套上市标准的企业，试点引入资深专业机构投资者制度。将资深专业机构投资者入股达到一定年限、数量、比例等因素，作为适用科创板第五套上市标准企业审核注册时的参考，进一步健全市场化精准识别优质科技型企业的制度机制。上海证券交易所建立资深专业机构投资者认定标准，健全信息披露要求，完善行为规范，加强动态管理，建立“黑名单”制度，严厉打击利益输送、商业腐败等违法违规行为。

(二) 面向优质科技型企业试点 IPO 预先审阅机制，进一步提升证券交易所预沟通服务质效。开展关键核心技术攻关或符合其他特定情形的科技型企业可以在正式申报 IPO 前，申请证券交易所对申报文件开展预先审阅。相应的，预先审阅过程、结果不公开。完成预先审阅的科技型企业正式提交 IPO 申报，加快推进审核注册程序。

(三) 扩大第五套标准适用范围。根据产业发展和市场需求，支持人工智能、商业航天、低空经济等更多前沿科技领域企业适用科创板第五套上市标准，加大对新兴产业和未来产业的支持力度。

(四) 支持在审未盈利科技型企业面向老股东开展增资扩股等活动。

允许在审未盈利企业或其子公司基于持续研发等合理发展需求面向老股东开展股权融资，专款专用。建立不同股东之间的利益平衡与保护机制。

（五）健全支持科创板上市公司发展的制度机制。提升再融资便利度，优化战略投资者认定标准。支持上市公司聚焦做优做强主业，吸收合并上市不满3年的科创板上市公司，同时严格落实限售期相关监管要求。

（六）健全投资和融资相协调的市场功能。丰富科创板指数及ETF品类，将科创板ETF纳入基金投顾配置范围，促进更多中长期资金向发展新质生产力集聚。研究推出更多科创板ETF期权和期货期权，为中长期资金提供风险管理工具。

四、组织实施

（一）统筹做好防风险、强监管、促高质量发展工作。持续抓好《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》落实落地。强化风险监测预警和早期纠正，健全针对创新举措的风险应对处置预案，切实维护市场平稳运行。落实监管要“长牙带刺”、有棱有角，深入贯彻资本市场财务造假综合惩防工作意见，重拳治理、从严打击科创板欺诈发行、财务造假等恶性违法行为，保护投资者合法权益。

（二）切实抓好改革落实和宣传引导。证券交易所加强对拟上市企业、证券公司等中介机构的市场沟通和政策培训，加快推动典型案例落地形成示范效应，稳定市场预期，增强市场信心。开展多种形式的投资者宣传教育，进一步提升投资者对科技创新和产业发展规律的认识，增强风险意识。加强政策宣传解读和舆论引导，积极营造有利于资本市场支持科技创新的舆论环境。

中国证监会

2025年6月18日

4 会员研究

壮大耐心资本路在何方？

4月22-23日，由中国投资发展促进会、全国创投协会联盟指导，LP投顾、中国投资发展促进会创投专委会、杭州市创业投资协会联合主办的“2025长期资本大会”在杭州成功举办。CVCA作为协办单位支持并邀请会员参与本次活动。

22日下午，本次大会特别举办了LPxGP高层闭门交流会，旨在打破信息壁垒，为LP与GP提供一个私密、高效的交流场景，助力创投高质量发展。

当前，壮大长期资本、耐心资本成为推动中国创投高质量发展的核心议题。本次LP×GP高层闭门交流会汇聚了来自政府引导基金、国资平台、市场化母基金、险资、GP及产业界的众多领军人物，他们的真知灼见，为我们描绘了一幅行业变革的生动画卷，也为我们指明了前行的方向。



一、风云变幻：行业格局深刻演变，挑战与期待并存局

LP 投顾创始人国立波在开场便点明了当前创投行业面临的深刻变革与严峻挑战。

（一）GP 优胜劣汰加速，国资力量凸显

管理人数量从高峰期的 1.5 万家降至约 1.19 万家，头部化趋势明显，约 8% 的机构管理着 80% 的资金。国资管理人虽只占总数的 20%，却管理着行业近 50% 的规模，且占比持续提升，市场化中小 GP 生存空间被挤压，“僵尸机构”增多。

（二）LP 结构国资化，引导走向主导

过去十年，政府与国资 LP 出资占比从 20% 飙升至 70%-80%，深刻改变了行业生态。如何平衡政府引导基金的多元诉求，有效激发社会化耐心资本的活力，成为行业可持续发展的核心关切。

（三）投资策略同质化，优质项目难觅

在政策引导、二级市场预期及“以退定投”逻辑下，赛道拥挤，投中好项目的难度加大。

（四）退出渠道受阻，流动性困局待解

IPO 作为重要的收益来源，其发行节奏远未常态化。据统计，A 股减持退出规模自 2021 年以来持续下滑。并购与 S 交易被寄予厚望，但缺乏活跃二级市场和充足流动性的支撑，规模效应难以形成。

与此同时，政策层面也在发生深刻变化。年初国办 1 号文为政府投资基金高质量发展指明方向，预示着行业规则将迎来重大调整。中国创投正处在新旧动能转换、迈向高质量发展的关键十字路口。

二、国资主导时代：机遇、挑战与平衡之道

政府与国有资本成为 LP 市场的主力军，这既带来了稳定性和引导力，也引发了新的思考和担忧。

（一）双重关切

中国保险资产管理业协会原党委书记、执行副会长兼秘书长曹德云指出，国有资本占比过高引起了国资方和市场方的共同关注。国资机构担心在严格的考核体系下，难以实现完全市场化运作并满足保值增值要求。而市场化机构则担忧，过高的国资比例可能导致投资策略、目标的异化，降低市场化程度。他认为，当前的国资高占比是特殊情况下的产物，未来应会随着经济结构调整而改变，不应固化为常态。

（二）央企的积极布局与审慎预期

国新基金首席运营官沈毅分享了央企视角。他提到，央企正积极响应国资委要求，设立基金围绕主业加大投资，特别是投向央企体系外的项目，以引入外部产业、激发内生活力。这表明央企对科技投资、强链补链的态度是积极的。但他同时强调，要对收益有合理预期，GDP增速放缓背景下，不可能再追求过往的高回报。行业分化将加剧，并非所有机构都能“好过”。

（三）地方政府的耐心与探索

上海国投先导总经理温治介绍了千亿级上海国投先母基金的实践，该基金期限长达15年，是典型的耐心资本。他认为政府出资是经济下行期的逆周期调节，是“有为政府”的体现。资源正从房地产转向科技创新，政府资本要扮演好“一级市场活水”的角色，支持战略性新兴产业发展，尤其是在美元基金退潮的背景下。杭州科创集团总经理曾维启则以杭州实践证明，政府引导基金可以做到长期和耐心，近二十年政策稳定、资金不断，已合作150多家机构，参股230多支基金。他认为当前的挑战是行业向更高阶进化的表现，是“解构中重构，分化中进化”的过程，需要时间。宁波市创投引导基金董事长、总经理郑玉蓉也强调，政府基金需要提升专业性，找准适合自身城市基因的赛道，并为机构赋能，而不仅仅是资金扶持。

（四）挤出效应与社会资本困境

中国投资发展促进会副会长、杭州创投协会会长周恺秉担忧，当前国资LP往往要求民营LP承担更多风险，甚至成为唯一的垫底者，这使得社会资本极难进入。深圳市创业投资同业公会会长、东方富海董事长陈玮也

指出，目前社会化资本占比远低于历史高点，除了行业赚钱效应减弱，投资环境对社会资本不够友好也是重要原因。

三、退出迷局：S 基金与并购能否打破僵局？

退出难是压在行业头上的另一座大山，S 基金和并购被视为潜在的突破口。

（一）S 交易的机遇与现实堵点

LP 投顾研究员李文浩分析指出，全行业存量资产高达 14.3 万亿（净资产口径），按本金计算回收期长达 15-20 年。S 交易对买方存在结构性机会，能更快实现 DPI，且在下行周期表现出优于直投的潜力。然而，国资通过 S 交易退出面临合规流程模糊、审批环节多、评估定价难（保值增值红线与市场化折扣的矛盾）、决策链条长、交易结构复杂（多为份额转让，底层资产难挑选）等诸多堵点。LP 投顾正在探索通过“内部重组 + 打包转让 SPV”等模式，尝试解决定价难题，推动国资 S 交易落地，并已在推进央企基金和国家一级基金的资产包交易案例。

（二）并购的潜力与挑战

信宸资本高级合伙人信跃升认为，并购是当前解决流动性的重要手段。A 股上市公司（尤其是中小市值公司）内生增长乏力，但手握大量现金（非金融类近 15 万亿），有强烈的并购需求以打造第二增长曲线。然而，上市公司并购能力普遍不强，需要 PE 机构扮演“装修工”的角色，提升标的质量，使其“拎包入住”。沈毅也提到，央企对战略新兴产业的并购需求旺盛，国资委有明确考核要求，并购平台日趋活跃，是增强流动性的重要方式。

（三）IPO 常态化仍需时日

多位嘉宾提及，IPO 虽然不是退出数量最多的方式，却是收益贡献的主力。但当前 IPO 通道收紧，远未实现常态化发行，这无疑加剧了退出压力。

四、税收政策迷思：如何真正激励长期资本？

税收是影响长期资本形成和投资决策的关键变量。湖南大学股权与创业投资研究院院长、金融与统计学院教授与博导刘健钧对此进行了深入剖析。

（一）核心逻辑：优惠源于“长期”而非其他

刘健钧指出，境外创投税负相对较低的关键，在于对“长期投资”而非“投资行为本身”或“合伙形式”的税收优惠。例如，美国对长期资本利得（持有超3年或5年）实行远低于普通所得的税率（最高15%-20%），法国对持有满4年的创投基金投资收益税率减半，对投向小微企业的甚至免税。

（二）中国税制的特殊性与障碍

中国的税收实践与美式“穿透”征税逻辑不同。中国的合伙企业通常被视为“准实体”，需在合伙层面进行所得核算，导致无法像美国那样将各类所得（如股息红利与股权转让）清晰穿透至最终投资人并区分处理，也难以区分长短期投资收益以适用不同税率。此外，个人所得税法对投资所得未完全纳入综合计税，而是按“偶然所得”处理，适用20%比例税率但不能扣除成本费用和亏损，这与基金投资的实际运作存在矛盾。过去试图按基金整体核算并适用20%税率的政策尝试，因与税法基本原理冲突而效果不佳，且阻碍了后续针对长期投资的优惠设计。公司制基金方面，虽有企业所得税优惠探索（如浦东和雄安试点），但条件苛刻，实际效果有限。

（三）未来路径：修订《基金法》，实现税收中性与长期激励

刘健钧建议，应抓住《基金法》修订契机，明确（去除“证券”二字后）所有投资基金的税收由份额持有人承担，将基金视为税收管道。在投资所得实现全面综合计税前，可适用20%税率（不扣费、不抵亏），但允许针对长期持有的项目进行税基式减免。未来若实现综合计税，则可在允许跨基金、跨周期扣除成本费用的基础上，参照国际经验，对长期（如20%）和超长期（如15%）投资收益设定显著低于最高累进税率（如45%）的优惠税率。

（四）其他建议：递延纳税与亏损抵扣

周恺秉提出，考虑到中国税收实践中退税和亏损抵扣（需破产清算等，操作难）的困难，能否探索递延纳税，即在基金整体DPI大于0之后再缴纳所得税。

五、引水入渠：如何吸引社会资本活水？

在国资占据主导的背景下，如何有效引导和壮大社会化资本，构建更均衡、更可持续的 LP 生态，成为一项重要课题。

（一）险资：潜力巨大的长线活水

曹德云分享的数据令人振奋，截至 2024 年底，保险全行业股权投资达 1.92 万亿，同比增长 13%；其中通过基金等间接投资达 9500 亿，同比增长 21%。险资对境内私募股权基金的实缴额同比增长高达 31.6%。寿险资金是主力（占 92%），大型寿险公司尤为活跃。险资投资范围广泛，涵盖泛行业基金及医疗、新能源、芯片、制造、消费等多个领域，投资方式也日趋多元（PE、VC、FoF、S 基金、夹层等）。他强调，募资难与找好资产难并存，GP 需要更深入地理解险资的需求和风险偏好，设计合适的合作模式。

（二）银行与上市公司：待挖掘的资金富矿

信跃升分析指出，银行体系拥有庞大的资产（超 400 万亿），资管新规在当前形势下或可考虑适度调整，释放部分资金进入股权市场。上市公司，特别是现金充裕但内生增长乏力的中小企业，有通过并购实现战略转型的内在需求，是潜在的产业资本来源。

（三）产业资本的诉求与合作模式

沈毅提到，许多产业资本倾向于自己做 RCT，但参与创投基金也是其发掘跨界发展机会、寻找合作标的的有效途径。郑玉蓉女士也认为，要实现 LP 利益一致，需理解不同 LP（高净值、产业资本、政府）的诉求，产业资本不仅要盈利，也有战略考量。

（四）产品设计与服务创新

信跃升强调，基金管理人需要调整产品策略以适应不同 LP 的需求，例如为险资提供有期间收益的“双曲线”策略产品，为上市公司提供具有战略整合价值的并购标的。河南创新投资集团副总经理、河南投资集团汇融基金总经理葛党桥分享了他们作为母基金如何努力成为 GP 的“好朋友”，

通过跨区域出资、保姆式服务、解决 GP 募资“最后 20%”难题、宽反投逻辑等方式，与市场化机构建立良好合作关系。

六、行稳致远：深化改革，优化生态，拥抱未来

面对机遇与挑战，与会嘉宾纷纷建言献策，为政府投资基金的高质量发展描绘了改革路径与生态建设蓝图。

（一）完善顶层设计与政策落地

多位嘉宾呼吁深化体制机制改革。健全容错免责机制是国资敢投、愿投的关键，需要从原则性口号走向具体化、可操作的细则。沈毅建议研究修订央企基金监管办法，推动容错机制、长周期考核等政策落地。税收政策改革更是众望所归，需要顶层设计和持续推动。

（二）建立科学估值体系与专业能力

沈毅指出，一级市场尤其是科技投资领域缺乏统一、合理的估值体系，建议由协会层面牵头研究估值指引，助力国资放心投资。郑玉蓉强调政府引导基金自身也要提升专业性，深入研究产业，选择与地方禀赋匹配的赛道和 GP。温治也提到管理人需要迭代能力，建立对科技资产的深度认知（ME），招聘复合型人才。

（三）强化金融服务与生态协同

沈毅建议健全综合金融服务体系，创投基金聚焦 0 到 1 阶段，企业后续发展需银行等其他金融工具接力支持。温治先生提出要“建生态”，欢迎优秀管理人落户，共同营造科技创新土壤。北京科创基金常务副总经理陈涛分享了北京科创基金在退出端联动交易所、引入险资、服务国家级大基金、促进生态建设方面的探索。深圳市南山区引导基金（汇通金控）总经理莫剑波介绍了通过“引导 + 直投”联动、覆盖企业全生命周期的投资矩阵打法，以及探索更高容错率的“南山六个一”政策。葛党桥倡导跨区域引导基金间的合作，互相解决 LP 募资难题。

（四）保持耐心与战略定力

曾维启的比喻发人深省：行业正经历解构与重构、分化与进化，这是

走向成熟的必经之路，需要时间和耐心。陈玮则以“长期阳光明媚，短期乌云密布”形容当前处境，强调要站在国家科技战略高度看待创投行业的重要性，熬过周期，等待环境改善。

七、结语

中国政府投资基金的高质量发展之路，机遇与挑战交织，前路并非坦途。从国资主导下的生态重塑，到退出渠道的多元化探索；从税收政策的深层博弈，到社会资本的有效引入；从容错机制的落地，到专业能力的提升……每一个环节都考验着行业的智慧与韧性。

正如本次闭门会所凝聚的共识，唯有正视挑战，深化改革，优化生态，保持耐心，方能引导长期资本真正服务于科技创新和实体经济，最终驶向高质量发展的广阔蓝海。这场思想的激荡只是开始，前行的路上，需要所有参与者携手并肩，共同书写中国创投的新篇章。

汉坤律师事务所发布《保险资金运用合规手册》（第二版）

2025年6月11日-今日，汉坤律师事务所（以下简称“汉坤”）发布《保险资金运用合规手册》（第二版）（以下简称“《手册》（第二版）”），并在其网站顺利上线。

汉坤推出《保险资金运用合规手册》的初衷，系源于在实务过程中感慨于保险资金运用领域监管规则制度体系的庞杂，希冀通过对现行监管体系下各类保险资金运用形式的投资要求和关注事项进行系统整理，以此实现两个目标：第一，整理和汇总各类资金运用形式下的主要监管文件，展现目前保险资金运用的制度体系全貌；第二，梳理各类监管文件规则的新老交替情况，使相关保险投资机构能够更好地了解和掌握各种投资品类的现行监管细则。为此，自2023年2月《保险资金运用合规手册（第一版）》出版以来，受到了业内广泛关注，其中有不少同仁表示受益匪浅，也向我们提出了宝贵建议。

然而，自第一版问世至今的两年左右时间内，保险资金运用市场环境发生了巨大变化。国家金融监督管理总局管理下的监管环境呈现“长牙带刺”式强监管态势，导致保险资金运用方向、保险资金投资模式等方面新规频出，“非标转标”、“债性投资转股性投资”、“合规风险引发合法性风险”等新形势显而易见。为此，汉坤于2024年启动保险资金运用合规手册的第二版起草工作。

本《手册》（第二版）紧密贴合监管趋势与实务需求，亮点诸多：

- 全面更新监管规则：系统梳理截至2025年4月末出台及修订的重要监管规定，进一步梳理更新监管文件的新老交替情况。
- 强化实务操作指引：在“股权投资”、“不动产投资”等关键章节，新增更具操作性的合规性核查方式，为保险机构评估具体投资标的提供实用参考。
- 聚焦新兴投资领域：新增“ESG投资”、“境外投资”等前沿议题，梳理相关监管框架，回应行业热点与可持续发展需求。

本《手册》（第二版）共设七章，结构清晰，内容全面。其中，第一章阐述保险资金构成及原则、投资管理能力建设、投资方式及运用范围等核心基础；第二章至第六章围绕保险资金可投范围进行展开，深剖保险资金投资银行存款、有价证券、不动产、股权及金融产品的五大领域的详细合规要求与监管要点；第七章聚焦 ESG 投资，在绿色金融蓬勃发展的背景下，系统梳理 ESG 投资的发展历程、监管政策及合规考量。

以下是部分页面节选



有点仓促的序

还有两周就要印刷了，小编问我：“徐律师，是不是需要写个序？”
是的，虽然很仓促，但还是要写一个序，
毕竟第一版的时候，仓促到忘了写序。

2012年，一家保险资管公司找到我，问有没有做过保债计划法律意见书？我说可以……后面“试试”两个字还没来得及说就被拉着去尽调了。于是我们边看模版边翻规则，边和客户讨论边打电话问监管，手忙脚乱地干中学。后来和客户熟悉了，我告诉他其实那是我的第一单保债业务，他笑着说，也是他的第一单。

2013年中国大资管时代开启，信托、保险资管、基金子公司、券商资管、银行理财子、期货子公司纷纷涌现。一时间百花齐放，百家争鸣。当时，我们和客户一起设计新的交易结构，创设新的增信方式，研究新的投资标的，那是一个值得怀念的黄金时代。

2016年开始监管收紧，2018年资管新规颁布，2019年《九民纪要》出台，2020年民法典颁布，2023年金融监管局成立。至此，我们完整的经历了中国的大资管时代从九龙治水的野蛮生长，到如今长牙带刺，有棱有角的金融强监管。监管规则的不断完善，监管要求的不断严苛，使客户对律师的需求也从积极创新转向稳健合规，而对律师的专业性要求也越来越高。

于是，在2023年2月我们的第一版《保险资金运用合规手册》出版，但的确很仓促，甚至还有不少的错别字。2024年8月初，我们决定启动第二版的修订。在二版起草之前，我给起草小组写了一份《关于《保险资金运用合规手册》二版修订的个人拙见》，我特意也把这个文件作为附件，一方面让大家看出我们做二版的初心和动因，另一方面也可以看到我们本次修订的重点和亮点。当然也有遗憾，比如其中的境外投资、刑事风险合规等章节因为各种原因还是没有完成。

一直拖到今天，不是我们效率低，而是定稿的速度总赶不上新规出台的速度。2024年底刚定稿，《保险资金运用内部控制应用指引》出台；25年一季度校稿过程中《保险资金未上市企业重大股权投资有关事项的通知》出台；马上一周后《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》出台……然后就拖到了今天。

曾有客户问我，监管越严苛，律师是不是越难做。
我觉得优秀的律师，不靠法治的不完备而生，
而是始终希望身处一个更好的法治环境，因为我们不仅是一个律师，更是一个公民。

写到这里，我想到了一个朋友说的话：
“愿此去一路，桥都坚固，隧道都光明。”

徐宇舟
于2025年5月21日 小满

徐宇舟



业务领域：
银行和金融、资产管理、结构化金融和资产证券化、金融服务和金融监管、保险

周成曜



业务领域：
私募股权和风险投资、兼并和收购、外商直接投资、境外投资、项目融资、保险资金运用和险资监管

周林

业务领域：
投资基金设立和运营、资产管理、一般公司事务



权威

业务领域：
金融科技、数据保护、金融服务和金融监管、一般公司事务



王洁



业务领域：
资产证券化及结构化金融、资产管理、银行和金融、融资合规

李珣



业务领域：
金融科技、金融服务和金融监管、银行和金融、数据保护

参与本手册编写的有：

崔璨、高远、李焯、廖涵、刘璐懿、孙亚南、汤琳佳、王艺轩、肖婕、张怡雯、郑博、郑佳欣。

感谢李宏明、张旭、周亚娟、朱晓丹予以本手册格式及排版工作的支持。

目录

CONTENTS

前言	01
第一章 保险资金运用概述	03
第一节 保险资金构成及原则	03
第二节 投资管理能力建设	04
第三节 投资方式	06
第四节 保险资金运用范围	14
第五节 险资禁止投资类别	17
第六节 强化资产穿透要求	20
第七节 关联交易	21
第二章 办理银行存款	31
第一节 重要监管文件	31
第二节 投资银行存款的内部控制要求	31
第三节 投资银行存款的合规要求	32
第四节 保险公司开展银行存款业务的禁止行为	33
第三章 投资有价证券	35
第一节 债券	35
第二节 股票	41
第三节 证券投资基金份额	53
第四节 其他有价证券	54
第四章 投资不动产	57
第一节 重要监管文件	57
第二节 投资不动产的类型	58
第三节 投资不动产的方式	65
第四节 相关主体的合规要求	67
第五节 投资行为的合规要求	71
第五章 投资股权	75
第一节 重要监管文件	75
第二节 股权投资的分类	76
第三节 直接股权投资	78
第四节 间接股权投资	92

第六章 投资金融产品	109
第一节 保险资管产品	109
第二节 其他金融产品	128
第三节 保险私募基金	164
第七章 保险资金运用与 ESG 投资	173
第一节 ESG 投资概述	173
第二节 ESG 投资发展的历史	176
第三节 ESG 投资的类型	178
第四节 ESG 投资的原则与方法	179
第五节 保险资金运用所关注的 ESG 议题	182
第六节 开展 ESG 投资实践的挑战	184

第四章 投资不动产

重要监管文件

一、主要监管文件列举

1. 《保险资金运用管理办法》（保监发〔2018〕1号）
2. 《保险资金投资不动产暂行办法》（保监发〔2010〕80号，“《投资不动产办法》”）
3. 《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》（保监发〔2012〕59号，“《投资股权和不动产通知》”）
4. 《中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》（保监发〔2014〕13号，“《加强和改进险资运用比例通知》”）
5. 《中国银保监会关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的通知》（银保监发〔2021〕47号，“《修改险资运用领域文件通知》”）
6. 《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》（中国保险监督管理委员会主席令第二号，“《投资基础设施管理办法》”）
7. 《中国银保监会关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》（银保监发〔2018〕26号，“《参与长租市场通知》”）
8. 《中国银保监会办公厅关于保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金有关事项的通知》（银保监办发〔2021〕120号）

二、迭代关系说明

2006年，原中国保监会颁布《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》（中国保险监督管理委员会令2006年第1号）³⁶及国务院颁布《国务院关于保险业改革发展的若干意见》（国发〔2006〕23号）³⁷，打响了保险资金迈入不动产领域的号角。

2009年，全国人民代表大会常务委员会对《中华人民共和国保险法》进行修订，正式将“投资不动产”纳入保险资金运用范围之内³⁸，为保险资金投资不动产提供了法律依据。

2010年至2012年期间，保监会根据《保险法》的要求³⁹相继出台了《保险资金运用管理暂行办法》（中国保险监督管理委员会令2010年第9号，该文件已被2018年版《保险资金运用管理办法》替代）、《保险资金投资不动产暂行办法》（即目前仍在适用的《投资不动产办法》）、《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》（即目前仍在

³⁶ 《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》第十条规定，“投资计划的投资范围，主要包括交通、通讯、能源、市政、环境保护等国家重点基础设施项目，投资计划可以采取债权、股权、物权及其他可行方式投资基础设施项目。”

³⁷ 《国务院关于保险业改革发展的若干意见》规定，“在风险可控的前提下，鼓励保险资金直接或间接投资资本市场，逐步提高投资比例，稳步扩大保险资金投资资产证券化产品的规模和品种，开展保险资金投资不动产和创业投资企业试点。”

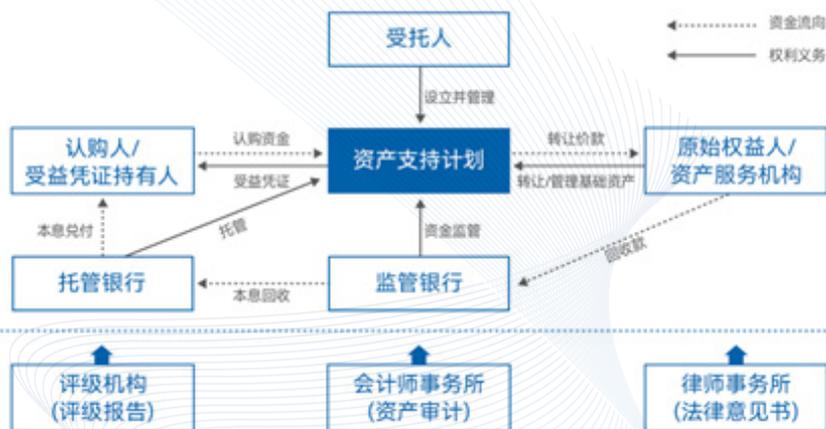
³⁸ 《中华人民共和国保险法（2009修订）》第一百零六条第2款规定，“保险公司的资金运用限于下列形式：（一）银行存款；（二）买卖债券、股票、证券投资基金份额等有价证券；（三）投资不动产；（四）国务院规定的其他资金运用形式。”

³⁹ 《中华人民共和国保险法（2009修订）》第一百零六条第3款规定，“保险公司资金运用的具体管理办法，由国务院保险监督管理机构依照前款的规定制定。”

第五章 投资股权

标的企业合规性要求	监管依据	核查方式
股东及高级管理人员诚信记录和商业信誉良好	《投资股权办法》第十二条第三项、《财务性股权投资通知》第四条第四项	<ul style="list-style-type: none"> 核查标的企业股东和高级管理人员名单、标的企业股东及高级管理人员的征信报告、信用评级情况（如有），是否存在重大违约情况等 公开检索标的企业的股东及高级管理人员是否属于失信被执行人、是否受到重大行政处罚及商业信誉情况 对相关主体进行访谈，详细记录访谈笔录，并要求相关主体签署和/或出具书面确认函
产业处于成长期、成熟期或者是战略新兴产业，或者具有明确的上市意向及较高的并购价值	《投资股权办法》第十二条第四项、《财务性股权投资通知》第三条	<ul style="list-style-type: none"> 核查标的企业最近三年的审计报告、财务报表 核查标的企业产业是否属于战略性新兴产业分类 核查标的企业是否具有明确的上市意向/出售方案，如是否发布上市意愿公告/就出售签署意向文件 核查标的企业的商业模式、营利能力及企业估值文件
具有市场、技术、资源、竞争优势和价值提升空间，预期能够产生良好的现金回报，并有确定的分红制度	《投资股权办法》第十二条第五项、《财务性股权投资通知》第四条第一项	<ul style="list-style-type: none"> 核查标的企业市场优势的相关说明 核查标的企业市场核心技术及其来源、取得方式，以及具备技术优势的相关说明 核查标的企业的资源优势说明，包括有形资源、无形资源；核查标的企业具备竞争优势的相关说明 核查标的企业最近三年的审计报告、财务报表、投资回报率及现金回报率指标 核查标的企业的分红制度及发布该制度的内部决议

第六章 投资金融产品



(四) 产品发行的合规要点

1. 基础资产的合规要点

(1) 一般性合规要点

根据《资产支持计划登记业务问答（一）》第1条，存量资产支持计划基础资产主要涉及债权、收（受）益权及权益类资产。债权包含金融及融资租赁债权、消费金融债权、企业应收账款债权、不良资产重组债权、保单质押贷款债权、信托贷款债权、保理债权、商业地产租赁债权等；收（受）益权包含高速公路、供水、供电等未来经营收益权、租金收益权、信托受益权、私募基金份额收益权等；权益类包含未上市公司股权。

考虑到上述各类基础资产均有相应的特殊合规要点，本处仅就基础资产的一般性合规要点进行罗列。

监管项目	监管指标	监管依据
基础要求	<ol style="list-style-type: none"> 1. 可特定化，权属清晰、明确； 2. 交易基础真实，交易对价公允，符合法律法规及国家政策规定； 3. 没有附带抵押、质押等担保责任或者其他权利限制，或者能够通过相关安排解除基础资产的相关担保责任和其他权利限制； 4. 依据穿透原则确定基础资产。 	《资产支持计划管理办法》第八条

HANKUN

 汉坤律师事务所
 Han Kun Law Offices

北京

 北京市东城区东长安街1号东方广场C1座9层
 邮编: 100738
 电话: +86 10 8525 5500
 传真: +86 10 8525 5511 / 5522
 邮箱: beijing@hankunlaw.com

上海

 上海市静安区石门一路288号兴业太古汇香港兴业中心二座33层
 邮编: 200041
 电话: +86 21 6080 0909
 传真: +86 21 6080 0999
 邮箱: shanghai@hankunlaw.com

深圳

 深圳市福田区中心四路1-1号嘉里建设广场第三座20层
 邮编: 518048
 电话: +86 755 3680 6500
 传真: +86 755 3680 6599
 邮箱: shenzhen@hankunlaw.com

香港

 香港中环皇后大道中15号置地广场告罗士打大厦43楼
 4301-10室
 电话: +852 2820 5600
 传真: +852 2820 5611
 邮箱: hongkong@hankunlaw.com

海口

 海口市龙华区滨海大道105号百方广场A座19层1903室
 邮编: 570100
 电话: +86 898 3665 5000
 传真: +86 898 3665 5011
 邮箱: haikou@hankunlaw.com

武汉

 武汉市洪山区珞喻路10号群光中心31层3107-18室
 邮编: 430070
 电话: +86 27 5937 6200
 传真: +86 27 5937 6211
 邮箱: wuhan@hankunlaw.com

新加坡

 莱佛士坊1号#53-00 莱佛士坊一号1座
 邮编: 048616
 电话: +65 6013 2999
 传真: +65 6013 2998
 邮箱: singapore@hankunlaw.com

纽约

 美国纽约市第五大道620号2层洛克菲勒中心
 邮编: 10020
 电话: +1 646 849 2888
 邮箱: newyork@us.hankunlaw.com

Beijing

 9/F, Office Tower C1, Oriental Plaza, 1 East Chang An Ave.,
 Dongcheng District, Beijing 100738, PRC
 Tel: +86 10 8525 5500
 Fax: +86 10 8525 5511 / 5522
 Email: beijing@hankunlaw.com

Shanghai

 33/F, HKRI Center Two, HKRI Talkoo Hui, 288 Shimen
 Road (No. 1), Jing'an District, Shanghai 200041, PRC
 Tel: +86 21 6080 0909
 Fax: +86 21 6080 0999
 Email: shanghai@hankunlaw.com

Shenzhen

 20/F, Kerry Plaza Tower 3, 1-1 Zhongxinsi Road,
 Futian District, Shenzhen 518048, Guangdong, PRC
 Tel: +86 755 3680 6500
 Fax: +86 755 3680 6599
 Email: shenzhen@hankunlaw.com

Hong Kong

 Rooms 4301-10, 43/F, Gloucester Tower, The Landmark,
 15 Queen's Road Central, Hong Kong SAR, PRC
 Tel: +852 2820 5600
 Fax: +852 2820 5611
 Email: hongkong@hankunlaw.com

Haikou

 Room 1903, The Form Plaza Tower A, 105 Binhai Road,
 Longhua District, Haikou 570100, Hainan, PRC
 Tel: +86 898 3665 5000
 Fax: +86 898 3665 5011
 Email: haikou@hankunlaw.com

Wuhan

 Room 3107-18, Chicony Center, 10 Luoyu Road,
 Hongshan District, Wuhan 430070, Hubei, PRC
 Tel: +86 27 5937 6200
 Fax: +86 27 5937 6211
 Email: wuhan@hankunlaw.com

Singapore

 1 Raffles Place #53-00, One Raffles Place Tower 1,
 Singapore 048616
 Tel: +65 6013 2999
 Fax: +65 6013 2998
 Email: singapore@hankunlaw.com

New York

 620 Fifth Avenue, 2nd Floor, Rockefeller Center,
 New York, NY 10020, USA
 Tel: +1 646 849 2888
 Email: newyork@us.hankunlaw.com

如想获取完整版报告内容，欢迎扫描下方二维码



美国 SEC 拟重新评估“外国私人发行人” (foreign private issuer) 制度

作为未来规则修订的试水，美国证券交易委员会（“SEC”）于 2025 年 6 月 4 日一致投票通过发布一份概念性公告（“公告”），旨在征求公众对修订现行“外国私人发行人”（foreign private issuer, “FPI”）定义的意见。出于更好地保护美国投资者的目的，公告将探讨在全球资本市场、企业架构以及 FPI 整体情况自 2008 年（SEC 上一次全面评估 FPI 监管框架的时间）以来发生重大变化的背景下，是否应收紧 FPI 的定义。

目前绝大多数中国在美上市企业均属于 FPI，而 FPI 可享受 SEC 披露和申报要求方面的某些便利和豁免，而这些优惠待遇是美国本土发行人无法获得的，例如：提交年度报告的期限更长；无需提交季度报告、委托书声明或披露内部人持股的 Section 16 报告；不受禁止选择性披露的 Regulation FD 约束；以及可使用 Form 6-K 提交当前报告，而不是更为严格的 Form 8-K。

SEC 为 FPI 提供便利的初衷是，大多数 FPI 在其本国司法管辖区将受到实质的信息披露和其他监管要求，而且 FPI 的证券同步在这些海外市场交易。但 SEC 指出，目前相当数量的 FPI 已不再符合这一假设。

FPI 目前的定义

根据现行定义，满足下列条件的任何外国发行人（外国政府除外）可被认定为 FPI：

- 如果其已发行的有表决权证券中，50% 或以下由美国居民直接或间接持有；或
- 如果其已发行的有表决权证券中，50% 以上由美国居民持有，但不存在以下任何与美国的联系：（1）大多数高管或董事为美国公民或居民；（2）超过 50% 的资产位于美国；或（3）其业务主要在美国运营。

FPI 整体情况的演变

根据 SEC 对已注册 FPI 的最新统计显示，过去二十年来，FPI 在注册地、

总部所在地及主要交易市场方面发生了重大变化，具体包括：

- 2003年至2023年，FPI的主要注册地从加拿大和英国（监管体系健全）转变为大多数注册于开曼群岛、总部位于中国大陆的公司。

- 过去十年，FPI股票的全球交易日益集中于美国资本市场。截至2023年，大多数（55%）FPI仅在美国或主要在美国资本市场交易，而非其本国（2014年该比例为44%）。此外，几乎只在美国资本交易的FPI中，大多为总部设在中国、注册地在开曼群岛的企业。

重新评估 FPI 范畴并可能施加额外监管措施

考虑到上述 FPI 整体情况的演变，SEC 希望藉由这份概念性公告向公众征询对于一系列 FPI 议题的意见：讨论目前 FPI 享有的便利是否应继续适用于现行定义下的 FPI，以及是否有必要调整 FPI 的定义以更准确地惠及 SEC 最初希望受益的非美国发行人。文件长达 71 页，共有 69 项待讨论议题（大多带有多个子项），其中包含多个修订现有规则的潜在方案，例如：

- 更新现有 FPI 资格标准
- 增加外国交易量要求
- 增加主要外国交易所上市要求
- 纳入 SEC 对 FPI 所受外国监管健全性的评估
- 建立与外国监管体系的互认新机制
- 增加国际合作安排要求

SEC 欢迎公众就上述各项方案对 FPI 和美国投资者的潜在成本与收益提出意见，包括部分外国发行人在失去 FPI 身份后可能受到的影响，以及是否有更好的替代方案或结合方案。概念性文件还讨论了 FPI 修订之后的生效节点和过渡安排等事宜。

公众意见征集

公众意见征集期将在概念性公告在《联邦公报》登载后 90 天内开放，

预计将持续至 9 月中旬。SEC 邀请利益相关方针对文件中的一般性或具体问题提出意见。我们建议中概股企业（作为 FPI）及其他利益相关方应积极利用 SEC 征求意见的机会，与 SEC 工作人员进行充分交流并帮助其更好理解相关议题。同时，也鼓励企业浏览概念性公告，并考虑单独或通过行业协会提交意见函，因为这些反馈将在 SEC 的规则制定过程中发挥重要作用。

对于后续正式规则的制定流程，目前时间表目前尚不确定。但 SEC 在采纳任何最终规则前都会经过正式的规则制定流程，这一周期可能耗时 12-24 个月。

高锐律师事务所是一家极负盛名的美国律所，全球精选 400 多名顶尖律师，设立 12 个办公室 – 硅谷、北京、新加坡、圣保罗、波士顿、纽约、圣迭戈、安娜堡、洛杉矶、旧金山、奥斯汀和亚特兰大。我们为 4,500 多家创业、上市公司和数以千计的全球顶级风投和成长型股权投资基金提供值得信赖的法律服务。我们日常谈判所涉及的资金占全球筹集的风投资金的约三分之一，每年处理超过 2,000 个风投和成长型融资项目，被认为是代表风投和成长型基金投资活动的全球领导者。对于受风投支持的公司，我们为其从公司设立到上市及之后发展阶段的全生命周期提供法律服务，并作为其管理团队的辅助力量为公司下一阶段发展做准备。本所利用对市场的深度理解和广泛的业务关系，与国际化背景相结合，为我们的客户提供独一无二的法律咨询服务。

5 意见领袖

启明创投邝子平： 中国新质生产力正走向世界，创投行业可以发挥重要作用

5月19日，以“新质生产力：投资中国新机遇——开放创新的深圳市场”为主题的深交所2025全球投资者大会在深圳举行，启明创投创始主管合伙人邝子平受邀发表《创投资本与新质生产力发展》主题演讲。邝子平表示中国的“新质生产力”正在走向世界，投资潜力巨大。全球对中国科技产品、科技企业的认同正在提升，中国打造世界一流科技企业的潜力、机会已经具备，非常值得期待。

在此过程中，中国创投行业将发挥重要作用。具体看，创投机构容忍高风险、锚定长期价值等特征，决定了创投具有冒险精神，愿意支持技术创新；通过构建从输血到造血的创新闭环，创投机构能够深度参与企业发展；创投机构能够寻找到最有潜力的创业者和创新方向。



启明创投创始主管合伙人邝子平

以下系演讲实录：

各位领导，各位嘉宾，各位同行，大家早上好。非常高兴今天有机会跟大家分享我对中国的新质生产力，以及围绕新质生产力的投资机会的一些看法。我的主要观点有两点：第一，中国的新质生产力正在走向世界，投资潜力巨大；第二，在这个过程当中，中国的创投行业可以发挥非常重要的作用。下面就这两个主要的观点展开来谈一下。

一、中国新一代 AI 能力处全球第一阵营

谈到中国的科技、中国的新质生产力，肯定离不开最近一个非常热门的话题，就是 DeepSeek 去年年底、今年年初的“破圈”。我们先重温一下发生了什么：去年的 12 月 26 日 DeepSeek 开源了它的旗舰模型 V3；今年的 1 月 20 日 DeepSeek 进一步开源了它的推理模型 R1。通过 DeepSeek 自己公开的论文以及开源的算法，很多国际的大的算力中心、AI 基础设施提供商，在很短的时间里面，用 DeepSeek 的模型搭建了推理的模型、训练的模型，确实得出来的结果非常惊艳。这个结果有两点，第一，它的推理效果和 OpenAI 的 o1 非常接近，可以媲美 o1。但是更重要的一点是它的成本，是 OpenAI 以及大家已经知道的大模型，包括美国的一些大模型的三十分之一的成本。这一点在全球的科技界尤其是 AI 界，掀起了非常大的冲击波。在前面一段时间里面，大家都认为中国有 AI 的能力，但是跟国际的先进水平仍然有两年左右的差距。DeepSeek 出来之后，大家意识到中国和世界最先进水平的差距也就是两、三个月的时间，美国主流的商业媒体都在报道。

在 DeepSeek 横空出世之后没过多久，《麻省理工科技评论》发表了一篇题为《关注 DeepSeek 之外的四家中国人工智能初创公司》，列举了阶跃星辰、面壁智能、智谱 AI、无问芯穹（编者注：均为启明创投投资团队所投企业）四家企业。这篇文章说明一点，DeepSeek 只是中国 AI 能力“出圈”的一个代表企业，并不是中国 AI 领域唯一有竞争能力的企业。DeepSeek 的“出圈”是向世界说明了，在中国有足够的 AI 能力，在目前生成式 AI 浪潮里面是站在全球的最前列。我希望带来的一个观点就是在 DeepSeek “出圈”之后，大家应该有的一个心态是不需要突然觉得中国的 AI 特别厉害，更不需要妄自菲薄觉得中国的 AI 不行。

刚刚说到 DeepSeek 的 R1 和 OpenAI 的 o1，大致上是两、三个月的差距。也许过一段时间以后，变成是六个月的差距、一年的差距，但是也有可能中国的某些 AI 模型甚至会超越目前最先进的国际上的模型，这里面最关键的一点仍然还是信心。DeepSeek 的出现，让我们可以非常自信地相信中国的新一代人工智能的能力是排在世界的第一阵营的。

二、中国新质生产力正走向世界

2月7日，《华尔街日报》刊发一篇报道，标题是《中国制药行业也迎来了自己的 DeepSeek 时刻》。这意味着不单是在人工智能行业，中国的生物制药领域正在经历同样的情况，以更快的速度、更低的成本，创造世界最先进的新一代的生物医药的制品。我们来看看中国生物医药领域最近这些年的数据，事实上我没有展示在 PPT 上的另一张图表更说明问题——2024 年全球的大药企 license-in（许可引入）的 30% 来自于中国的优秀生物医药创业企业。对比而言，2019 年，这个数字是 0。这里面有一个背景，即全球最大的跨国药企，有一部分新药通过内部研发获得，另外很大一部分新药是通过外部的协作，包括从中小生物研发机构、生物研发企业购买专利。过去中国是 license-in，是海外先进医药的主要承接国，现在中国已经变成了 license-out（对外授权）的主要发源地。

这两个现象并不是在 2024 年突然发生的，如果我们看回去，中国过去 20 年的出口，已经从传统的最大的品类是纺织等等制品，变成现在的第一大品类是机器、机械、电气设备、消费电子及其零部件等等，占到了全年出口总额的 42%。而增长最快的品类是车辆、航空、船舶运输，特别是中国的新能源电动车展现出强劲的全球竞争力。

为什么我今天在谈到中国的新质生产力、中国的投资机会的时候，这么强调中国新质生产力、中国科技企业的国际化，中国企业的出海？我们来看一看美国最大的科技企业，即美国科技七巨头，这七家企业，海外业务收入占比大部分都超过了 50%，即便是在美国电商为主战场的亚马逊，也有 37% 的收入是来自于国际市场。也就是说一家伟大的科技企业，肯定是一家全球化的科技企业。

我们来看一看中国的大科技企业，这些年其国际化、全球被接受程

度也正在逐步提高。具有代表性的优秀的中国科技企业，到目前为止还没有哪一家的海外业务收入占比超过 50%。不过，这些企业的成长势头非常强劲，从深圳的比亚迪到宁德时代、字节跳动、阿里巴巴，以及更新一点的科技巨无霸小米集团（编者注：启明创投投资企业），他们海外业务的占比都是在逐年上升，而且占比也已经比较高。

这个现象不但在中国的大的科技企业发生，在中国小的科技企业也正在发生。这里面列举了几家中国的新兴科技企业：石头科技（编者注：启明创投投资企业），用激光雷达、人工智能的算法把扫地机器人做到横扫全球，成为世界最领先的企业，全球销量第一名；深圳企业影石创新（Insta360，编者注：启明创投投资企业），从一个大学生创业项目，发展到今天在全球的运动相机特别是在全景相机领域遥遥领先，海外业务占比已经达到 80%，覆盖超过 60 个国际和地区；禾赛科技（编者注：启明创投投资企业），其主要产品为激光雷达。在过去的几年里面激光雷达也从美国公司为主要的供应商变成是中国的企业在全球的市占率非常高，禾赛科技就是其中一个非常具有代表性的公司；梅卡曼德机器人（编者注：启明创投投资企业），用人工智能的视觉和机器手配合起来给产线去提供人工智能的解决方案。

大大小小的企业都在走向世界。总结的话，在改革开放的早年，通过十年、二十年的时间我们向世界证明了中国的制造能力、中国的制造质量；中国的科技企业通过过去几年一步一步走向世界，也向世界证明了其强大的竞争力。而对一个国家科技产品的认同，对一个国家科技企业的认同，所需要的时间、能力远超过一个国家的制造能力要走过的这段时间。中国的科技企业、中国的新质生产力的能力，通过过去十几年的努力，已经走出了这条道路。我们认为在中国打造世界一流的科技企业的潜力、机会已经具备，很值得期待。

三、中国创投行业可以发挥巨大作用

我今天讲的第二个观点，在这个过程当中，中国的创投行业可以发挥非常重要的作用，也有很多投资的机会。

创投和科技发展有非常天然的一种关系。创投的特性是高风险容忍与

长期价值锚定，这决定了创投资本最愿意冒风险支持技术创新；创投的作用机制是从输血到造血的创新闭环，也就是说和其他的金融产品非常不一样的地方是，创投不但是能够投资，而且在企业造血的过程当中能够参与到里面的很多工作；创投能够寻找到最有潜力的创业者和创新方向；中国绝大部分创投的投资都投向了科技创新领域，包括AI、先进制造、医疗健康、新能源等等。

经过十多年的高歌猛进之后，过去的几年，中国创投行业面对不少的挑战。最近我在跟国际投资人、美元LP谈到中国机会的时候、谈到挑战的时候，我都会跟大家讲这个观点：从全球来看，要做创业投资，要把钱投向哪里？看看这张图答案就出来了。这里面是从1990年开始，创投投资过后来最大市值超过千亿美元的企业都有哪些。如果我们仅仅看拿过创投的钱，且2010年后创立的企业，截止到今年的4月25日，其市值超过千亿美元的，全球一共有7家企业，其中6家来自于中国。这就是投资中国的原因，这就是投资中国的机会。我相信中国的新质生产力、中国的科技创新，还会产生更多巨大的投资机会，造就更多有投资潜力、巨大回报的企业。

机会都来自于哪里？我列了一些我们关注的领域，包括人工智能、生物医药、再生能源、具身智能/机器人等等。人工智能，从过去几年投资人工智能的基座、基础设施，到未来几年人工智能从“能用”变成“好用”，而且是可以比较随意、随心、便宜地去使用。未来几年，这个大的转折就会发生，我相信从2025年开始，人工智能去赋能千行百业这个事情就会带来巨大的投资机会；生物医药，人口老龄化，以及不断有新的、特别小的病种变得越来越受到关注，这些都是生物医药新一代创新非常好的机会；再生能源，历史上的能源大国都是拥有自然资源禀赋的国家，未来的五十年里面，我相信能源大国是制造大国，是科技大国，谁能够把新材料的研发做得更好，谁能够把新能源的设备设计得更好，谁就是能源大国。

今天我们是在深圳交易所的主场参加全球投资者大会，作为创投机构，也希望在中国的上市公司的质量提升过程当中起到积极的作用：无论是源源不断地向交易所输送优质的待上市企业，还是在这些企业的发展过程当中，以董事、股东等等角色参与，提升公司的治理规范……此外，在收购

兼并这些方向，我们也在做一些新的尝试。

希望通过和深圳交易所及中国的资本市场的同行者更深入、更进一步的合作，让中国更多的新质生产力的企业成长得更好。

协会/简介

中华股权投资协会（CVCA）成立于2002年，是大中华区成立最早的创业投资和私募股权投资行业协会组织。协会依托国际化的背景，秉持独立性、专业性的理念，通过市场化运作，致力于推动创业投资和私募股权投资在大中华地区的健康、可持续发展。CVCA 现有逾百家会员公司，囊括了一大批国际国内最知名最具影响力的机构，包括凯雷、KKR、华平、TPG、鼎晖、贝恩、弘毅、高盛、红杉、IDG、启明创投、春华资本、中信资本等等。截止目前，CVCA 会员机构管理的大中华地区美元基金约390支，总额约为六千多亿美元；人民币基金约1,290支，总额超一万亿人民币。他们拥有世界一流的投资经验和金融人才，经过全球不同地区和不同经济周期的历练，回归深耕中国市场，并成功投资于大中华地区的众多行业领域；他们致力于在中国大陆推动中国私募股权市场的繁荣和行业发展，同时也为众多最具创新性和成长潜力的公司带来快速发展机会。



地址：北京市建国门外大街1号国贸写字楼1座31层3108室
电话：86 10 6505 0850
邮箱：info@cvca.org.cn
网址：www.cvca.com.cn