

险资另类投资图谱——模式篇

寻找中国保险股的 Alpha 系列之七

优于大市

核心观点

另类资产已成为保险资金突破固收收益瓶颈、缓解资产负债久期缺口、平滑组合波动的“**资产新增长点**”。本报告作为保险机构参与另类资产策略系列的第二篇，聚焦“模式”维度，系统梳理五类另类资产的适配标准、参与路径、业务空间与风险约束，并提出可落地的分层配置体系。

核心底仓：另类债权及公募 REITs 构筑稳健收益底盘。pre-ABS、pre-REITs、优质经营性物业债权等创新另类债权依托实体项目经营性现金流提供稳定本息回报，是险资传统非标转型的重要载体；公募 REITs 分为产权类、经营权类两大分支，依靠法定强制分红机制输出类固收现金流，兼顾标准化交易属性，二者共同承担组合防御职能，匹配负债刚性赔付需求。

卫星提升：私募股权、黄金、FOF/MOM 实现收益增厚与风险对冲。（1）私募股权划分为 VC、成长型 PE、S 基金，VC 作为前沿科技战略期权，成长型 PE 为股权底仓，S 基金优化一级市场流动性，通过直投、LP 出资、政企联合基金、S 份额受让等多元模式布局科创与实体产业；（2）黄金作为试点放开的实物对冲工具，不以博取高收益为目标，依靠低相关性对冲通胀、地缘等尾部风险，属于小比例配置的卫星防御资产；（3）FOF/MOM 为轻量化委外工具，分为固收增强、平衡多策略、权益优选三级梯队，帮助不同体量险资补齐投研短板，实现小众赛道、多元策略的分散布局。

以资产负债匹配为核心，兼顾收益、风险与久期匹配，险资布局另类资产的四个核心思路：一是**股权布局战略赛道**，依托资金长期属性，通过私募股权、专项股权计划布局半导体、新能源、高端装备等新兴产业，捕捉产业成长收益。二是**加快非标转标**，深耕稳健固收类另类资产，聚焦核心城市优质不动产、保障性租赁住房、基建 REITs 等现金流稳定标的，通过非标转标提升资产流动性与收益确定性。三是**拓展海外配置**，在 QDII 监管框架下适度布局海外不动产、私募股权与基建资产，实现跨市场风险分散。四是**推进康养产业协同布局**，通过投资医疗、康养实体项目，实现资产端长线投资与负债端养老、医疗产品客户运营深度绑定，形成资负协同、客资联动的长效经营闭环。

投资建议：建议关注中国财险、资产负债匹配较好的中国平安、中国太保。

风险提示：保费收入增速不及预期；渠道手续费下降导致销售积极性降低；资产端收益下行等。

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		P/EV 及 P/B	
					2026E	2027E	2026E	2027E
2328.HK	中国财险	优于大市	14.42	3207	2.01	2.13	1.03	0.97
601318.SH	中国平安	优于大市	54.46	9257	8.64	9.31	0.61	0.56
601601.SH	中国太保	优于大市	32.15	2890	6.16	6.26	0.47	0.44

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

非银金融 · 保险 II

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：陈莉

0755-81981575

chenli@guosen.com.cn

S0980522080004

证券分析师：王文静

0755-81981648

wangwenjing@guosen.com.cn

S0980526050001

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

《从保险法修改看中小保险化险-保单兑付延续，化险处置健全》——2026-09-06

《保险业 2026 年中报综述-负债端转型深化，资产配置再平衡》——2026-09-03

《自然灾害频发对财产险影响的量化测算-如何评估自然灾害对产险的动态影响？》——2026-08-27

《《保险资产负债管理办法》正式稿解读-引入利率风险对冲指标，险资资产配置再平衡》——2026-08-23

《险资另类投资图谱——趋势篇-寻找中国保险股的 Alpha 系列之六》——2026-08-18

内容目录

另类债权	5
(一) 适配保险资金的另类债权	5
(二) 业务空间测算：上限约束与理论空间	6
(三) 核心品类 pre-ABS：供应链与消费金融前置布局工具	7
(四) 核心品类 pre-REITs：公募 REITs 资产孵化配套债权	9
(五) 核心品类优质物业配套债权：核心经营性不动产运营融资工具	10
(六) 结论与风险	12
私募股权	12
(一) 适配保险资金的私募股权	12
(二) 业务空间测算：监管框架与配置潜力	13
(三) 核心品类风险投资（VC）：前沿赛道长期配置工具	15
(四) 核心品类成长型 PE：产业升级核心配置标的	18
(五) 核心品类私募股权二级市场（S 基金）：份额转让优化流动性	20
(六) 结论与风险	22
公募 REITs	22
(一) 公募 REITs 的险资筛选标准	22
(二) 业务空间测算：监管框架与配置潜力	23
(三) 核心品类产权类公募 REITs：长久期标准化权益底仓	24
(四) 核心品类经营权类公募 REITs：高票息类固收替代工具	27
(五) 结论与风险	29
实物资产：以黄金为例	29
(一) 适配保险资金的黄金资产	30
(二) 业务空间测算：监管框架与配置潜力	30
(三) 品种属性与配置定位：宏观对冲型卫星防御资产	32
(四) 险资参与方式与配置策略体系	33
(五) 典型案例	33
(六) 结论与风险	34
FOF/MOM	34
(一) FOF/MOM 的险资筛选标准	34
(二) 业务空间测算：监管框架与配置潜力	35
(三) 核心品类稳健固收增强 FOF/MOM：低波动底仓核心品种	36
(四) 核心品类平衡多策略 FOF/MOM：跨周期收益增厚工具	37
(五) 核心品类权益优选 FOF/进取型 MOM：弹性收益增厚品种	38
(六) 结论与风险	39
总结及建议	39
风险提示	41

图表目录

图1：2022年-2024年险企投资各类资产占比（单位：%）	5
图2：2021年-2025年保险资管资产支持计划登记规模（单位：亿元）	8
图3：私募股权投资基金及创业投资基金存续规模（单位：亿元）	14
图4：保险行业长期股权投资余额及增速（单位：亿元，%）	14
图5：创业投资基金存续规模（亿元）及同比增长情况	15
图6：创业投资基金存续数量（只）及同比增长情况	15
图7：2025年国内VC/PE市场主要投资领域及投资规模（单位：亿元）	16
图8：私募股权投资基金存续规模及同比增长情况	18
图9：2021-2025年S基金交易规模	21
图10：2021-2025年S基金交易笔数	21
图11：我国公募REITs市场发展情况（单位：亿元，只）	24
图12：我国公募REITs产权类资产发行规模（单位：亿元）	26
图13：交通基础设施、能源基础设施、生态环保三大板块REITs发行规模（亿元）及派息率	28
图14：伦敦金现走势图（单位：美元/盎司）	31
图15：FOF基金市场规模（单位：亿元）	36
图16：2026年6月末FOF构成及占比	37
表1：保险资金另类债权三级差异化配置梯队	6
表2：监管政策拓宽保险资金股权投资边界	13
表3：险资布局宇树科技VC项目出资明细	17
表4：险资持股长鑫科技明细（单位：百万股，%）	20
表5：国内黄金市场与险资配置核心数据对比（2023年-2025年）	1
表6：保险资金FOF/MOM三级差异化配置梯队	35

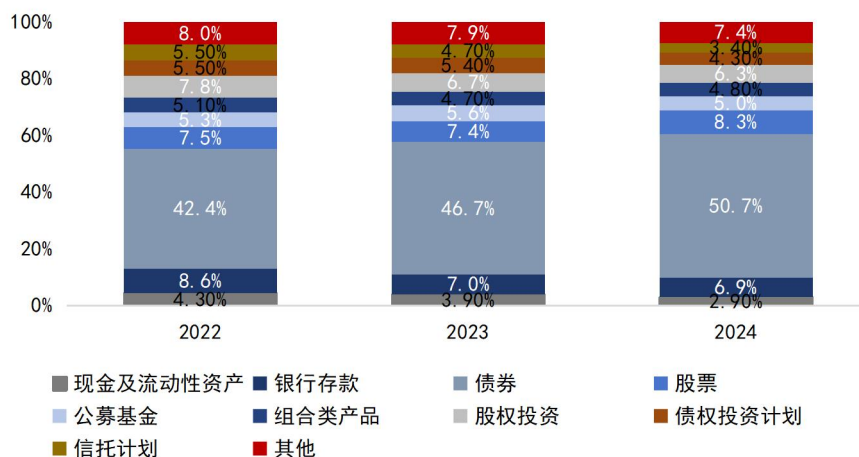
另类资产区别于传统股票、债券与现金，相关资产赛道涵盖 *债权投资计划*、*股权投资计划*、*不动产*、*私募股权基金*、*公募 REITs*、*资产证券化产品* 等。另类资产具有久期长、现金流稳定、与传统公开市场资产低相关甚至负相关、可获取非流动性溢价等特征。

在低利率常态化、优质标准化固收资产供给收缩的背景下，另类资产已成为保险资金突破固收收益瓶颈、缓解资产负债久期缺口、平滑组合波动的“资产新增长点”。本报告作为保险机构参与另类资产策略系列的第二篇，聚焦模式维度，系统梳理五类另类资产的适配标准、参与路径、业务空间与风险约束，提出可落地的分层配置体系。

另类债权

在国内利率中枢长期下行、优质标准化固收资产供给持续收缩的宏观大环境下，银行间、交易所高收益信用债逐年稀缺，叠加传统地产、城投类非标资产集中到期、风险持续分化，保险行业资产配置结构迎来颠覆性重构。据《中国保险资产管理业发展报告（2025）》统计数据，截至 2024 年末，保险行业债权投资资产规模达 1.04 万亿元，占总投资资产比重仅 4.3%，配置占比持续回落，行业债权资产收缩态势明确。本轮债权资产持续压降并非源于险资配置意愿下滑，核心驱动因素为存量非标资产自然到期、市场优质底层非标资产供给大幅缩减。

图1：2022 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

在此背景下，以 pre-ABS、pre-REITs、优质经营性物业配套债权为核心的创新型另类债权资产，可以填补传统非标退出后的配置空白。此类资产兼具长久期、稳现金流、低波动、标准化、退出路径清晰的核心优势，高度契合保险资金体量大、负债久期长、现金流刚性、风控严格的核心禀赋，成为险资突破固收收益瓶颈、优化资产负债匹配、实现“固收+”稳健增值的核心配置品类。

（一）适配保险资金的另类债权

保险资金受偿付能力监管、负债刚性赔付、新会计准则约束，对另类债权资产设置严苛准入标准，同时满足五大核心条件的标的，方可纳入险资核心投资池：

一是久期精准匹配，保险主力寿险负债久期普遍超 10 年，优先遴选期限 10 年以上的债权标的，拉长整体资产久期，缓释利率下行周期中资产滚动再投资的收益率压降压力；**二是现金流稳定可控**，优先布局具备持续、可预测经营性现金流的底层资产，现金流可足额覆盖债权本息，精准匹配保单理赔、满期给付、大额退保等刚性现金支出需求；**三是风险缓释机制完善**，标的需配套不动产抵押、差额支付承诺、现金流超额覆盖、分层结构化设计等多重增信措施，严控尾部风险；**四是资本效率优异**，兼顾 AC、FVOCI、FVTPL 三类会计计量规则，优先筛选偿付能力资本占用低、季度利润波动小的标准化另类债权品类，适配险资合规考核要求；**五是退出渠道多元清晰**，标的需明确回售、赎回、资产证券化、REITs 上市、自然到期兑付等多重退出路径，规避长期资产流动性枯竭、期限错配风险。

结合底层资产风险收益特征、久期属性与合规适配度，适配险资的另类债权资产可划分为三大差异化配置梯队，精准匹配大、中、小型险企不同负债结构、风险偏好与配置需求，形成分层布局、梯度风控、有序迭代的配置体系。

表1：保险资金另类债权三级差异化配置梯队

配置梯队	涵盖品类	配置定位
第一梯队 (核心重仓)	pre-ABS、pre-REITs 配套债权、保租房 /仓储/产业园经营性债权	久期高度匹配寿险长负债、现金流稳定、政策扶持力度强、退出渠道完备，行业优先配置长期核心底仓
第二梯队 (标准替代)	保险资管资产支持计划、持有型不动产 ABS、公募 REITs 优先级债权	标准化按月估值披露，偿付能力资本占用更低，用于逐步置换存量高风险传统非标
第三梯队 (审慎限额)	优质物业配套债权	设置总资产投资红线，执行单项目限额管理

资料来源：国信证券经济研究所整理

（二）业务空间测算：上限约束与理论空间

监管对保险资金另类投资设置明确比例约束。《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》（银保监办发〔2021〕47 号）现行有效，文件明确：投资不动产类资产账面余额合计不高于上季末总资产的 30%；其中，未在交易所、银行间等场内挂牌的场外非标不动产，投资规模上限为上季末总资产的 25%，自用不动产不计入该比例核算。

对比监管上限，行业当前实际配置比例远低于上限。2025 年财报显示，头部险企不动产配置比例普遍在 1.3%-3.1% 区间，与监管设置的配置空间仍有较大配置空间。结合海内外成熟寿险机构资产负债管理实践，行业中长期不动产均衡配置中枢普遍参考 8%-10%，5% 为短期稳健过渡目标。以 2025 年末全行业 38.48 万亿元保险资金运用余额作为测算基数：若不动产配置比例由当前行业均值 3% 稳步提升至 10% 中长期均衡中枢，对应理论增量空间 2.69 万亿元；若仅提升至 5% 保守水平，增量规模也将达到 0.77 万亿元。

该万亿级增量测算具备充分现实支撑：国内 pre-ABS、pre-REITs 等多层次市场体系日趋完善，完整搭建不动产“培育—运营—证券化退出”闭环；保障性租赁住房、现代化仓储等政策鼓励类底层资产持续供给，同时 10% 的中长期配置中枢远低于 30% 监管总量红线，能够预留充足风险缓冲区间，兼顾收益增厚与集中度风控要求。

（三）核心品类 pre-ABS：供应链与消费金融前置布局工具

1. 产品定义与适配逻辑

在传统地产、城投非标持续压降、市场优质长期固收供给稀缺的行业大背景下，pre-ABS 应运而生，成为衔接实体产业融资需求与保险长久期资金配置的核心过渡型债权工具。pre-ABS 全称资产证券化前置培育债权，指交易所 ABS 正式完成申报、拿到无异议函并公开募资前，保险资管作为专业机构提前介入底层资产归集、现场尽调、交易结构搭建全流程，投放阶段性私募培育资金；待 ABS 成功挂牌发行、募集资金全额到账后，一次性收回本金与前置培育阶段产生的流动性溢价收益，完整实现资金闭环流转。

从底层资产属性来看，pre-ABS 优先筛选工程机械融资租赁、制造业全链条应收账款、小额分散消费信贷三类核心底层标的，天然具备多重适配险资的优质特征：资产包内单一授信额度严格设限、全国多区域分散投放，可有效降低单一大客户集中暴雷风险；底层现金流按月或季度稳定回款，回款轨迹可长期预判，大幅减弱现金流大幅波动风险；产业赛道全部锚定先进制造、普惠小微等政策扶持领域，契合中央金融工作会议提出做好科技金融、普惠金融的核心要求。对比高波动权益、弱资质传统非标，保障性租赁住房、仓储等现金流类优先级 pre-ABS 兼具信用风险可控、合规属性突出的特征，是保险机构置换存量老旧非标、增厚组合收益的优质标准化替代品类。

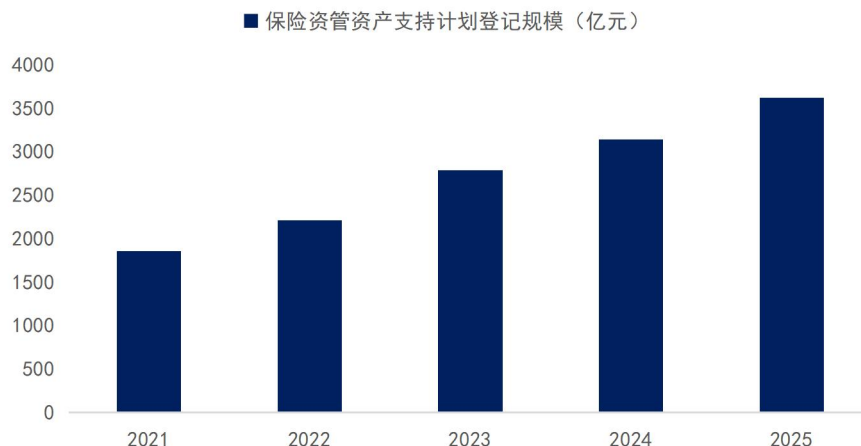
2. 险资参与方式与全维度规模数据

当前国内险资布局 pre-ABS 已形成三条成熟、规模化落地业务路径，各类模式登记、申报规模均有完整行业统计数据支撑，市场分层格局清晰：

一是通过保险资管发行登记“资产支持计划（保险版 ABS）”自主落地 pre-ABS 底层培育业务。2021 年监管将资产支持计划由注册制调整为登记制（实行首单核准、后续产品登记），大幅压缩项目落地周期，行业参与热情持续走高。2025 年全行业资产支持计划总登记规模达 3625.14 亿元，全年 15 家保险资管参与发行，光大永明、平安资管、民生通惠为核心参与主体。

从底层资产结构来看，2025 年资产支持计划底层资产进一步向实体债权类资产转型，小微消费金融、供应链、融资租赁为主要的实体类基础资产，合计占据绝大部分登记规模。整体资产底层持续聚焦实体经济，小额分散特征显著，信用风险结构持续优化。

图2：2021 年-2025 年保险资管资产支持计划登记规模（单位：亿元）



资料来源：中保保险资产登记交易有限责任公司，国信证券经济研究所整理

二是头部险资联合交易所协同开展 ABS 投资与结构设计,同步布局一二级 pre-ABS 培育环节。2023 年 10 月,沪深交易所向国寿资产、泰康资产、太保资产、人保资产、平安资管 5 家头部保险资管出具无异议函,确定为首批交易所 ABS、公募 REITs 双试点机构,打通“前置培育+挂牌投资”一体化业务链条。据证券时报统计,截至 2025 年末,五家试点机构累计向沪深交易所申报 20 单完整 ABS 项目,总申报规模 320.53 亿元;细分品类中,产业类 pre-ABS 衍生专项 ABS 共 13 单,规模 210.69 亿元,持有型不动产配套 ABS 共 7 单、规模 109.84 亿元,产业类培育项目申报数量、规模显著高于不动产赛道,充分体现险资对供应链、装备制造类 pre-ABS 的倾斜布局力度。

三是前置过桥融资专项模式,专门针对尚未完成归集的优质产业资产池提前布局。不少保险资管联合保理、租赁公司,在底层应收、租赁资产尚未打包成型阶段投放短期过桥培育资金,提前锁定稀缺产业底层资源,抢占优质标的发行窗口期,相比挂牌后直接投资,可额外赚取约 0.3%-0.5%的流动性培育溢价,小幅增厚组合综合收益,该模式 2025 年新增落地项目同比翻倍增长,逐步成为中小保险资管差异化布局抓手。

3. 典型案例

案例一：国寿创工融资租赁 ABS 项目

该项目于 2024 年 4 月落地,是行业首单由保险资管作为管理人发行的交易所 ABS,也是险资实践“前置培育、挂牌发行”pre-ABS 模式的代表性项目,精准落地“金融服务先进制造业”政策导向,有效打破传统产业非标集中度高、底层资质参差不齐的痛点。项目原始权益人为徐工集团旗下核心工程机械租赁平台,基础资产为分布全国十余省份、面向数千家中小装备制造企业形成的融资租赁债权,项目设置单户债权投放上限,资产实现较好的小额分散效果,区域、行业、单户主体风险得到有效稀释。项目发行总规模 8 亿元,专项计划法定到期期限 12 年,久期属性与寿险资金长久期负债特征较为匹配,有效对冲利率下行阶段的再投资压力;产品优先级年化收益约 2.3%,收益确定性强、波动极低。

该产品属于存量融资租赁债权证券化,通过盘活徐工工程机械租赁存量债权,助力原始权益人持续为中小设备制造主体提供设备更新相关融资租赁服务,间接赋

能专精特新中小企业发展。项目搭建资产隔离、超额覆盖、动态资产替换三重风控机制，培育阶段资产表现保持稳健，被市场视作上交所 pre-ABS 标准化培育代表性实践，为险资运用标准化工具替代传统产业非标、服务实体经济提供可复制、可规模化的业务范式。

案例二：光大永明新材料科技园绿色资产支持计划

2025 年 3 月落地，作为中保登首单绿色属性 pre-ABS 示范项目，该项目由光大永明资产主导发行，聚焦绿色工业园区节能环保赛道，底层资产为国家级新材料科技园蒸汽收费收益权，属于政策重点扶持的绿色基础设施资产，高度契合绿色金融与实体产业升级双重导向。项目以园区长期稳定的经营性收费现金流作为核心还款来源，现金流抗周期、抗风险能力优异；交易结构采用纯资产信用定价模式，弱化主体担保依赖，依托底层绿色资产收益独立兑付，大幅提升产品标准化与合规层级。该项目发行规模 10.5 亿元，期限 3+3+3 年，获联合赤道 G1 级最高绿色认证。该项目填补了保险资管绿色 pre-ABS 细分赛道空白，丰富险资绿色另类债权配置标的，在增厚组合稳健收益的同时精准赋能实体绿色产业升级，打造出“政策契合、风险可控、收益稳定”的优质配置范式，充分印证 pre-ABS 具备多赛道适配、有效赋能实体经济的业务优势。

（四）核心品类 pre-REITs：公募 REITs 资产孵化配套债权

1. 产品定义与适配逻辑

随着公募 REITs 市场常态化扩容，单纯依靠股权资金难以覆盖基础设施、保障性租赁住房、仓储物流等项目漫长培育周期的资金需求，pre-REITs 配套债权应运而生，成为衔接不动产资产孵化与公募 REITs 上市退出的中长期融资工具。pre-REITs 配套债权主要投向具备公募 REITs 申报潜力的不动产项目，项目尚处于物业改造、出租率爬坡、现金流打磨的培育阶段，由保险资金投放中长期经营性融资，资金可用于项目改扩建、运营资本投入、存量债务置换。从交易安排看，该笔债权需要在公募 REITs 正式设立之前完成清偿；原始权益人获取 REITs 收购项目股权的交易对价后，用于偿还债权本息，业务逻辑类比一级市场 pre-IP0 配套债权，在“资产孵化—运营成熟—证券化退出”链条中提供稳定资金底座。

底层资产集中于保障性租赁住房、现代化仓储物流、医药产业园、产业园区等政策鼓励的基础设施类不动产，具备显著契合险资的特质：底层依托持续经营性租金现金流，回款来源清晰可追溯；资产带有公募 REITs 预期退出通道，相比普通物权不动产流动性显著改善；项目运营周期多为 5-8 年，能够较好匹配寿险中长期负债久期。当前传统固收收益率持续下行，保障性租赁住房、仓储、产业园区类 pre-REITs 项目综合收益区间约 4.5%-5.2%，较同期限利率债存在可观利差，同时契合国办发〔2022〕19 号盘活存量资产政策导向，是险资布局不动产赛道、践行长期价值投资的核心工具，也是区别于传统非标地产融资的标准化转型方向。

2. 险资参与方式

近年 pre-REITs 市场依托存量资产盘活政策红利持续扩容，险资凭借长久期负债、低风险偏好的配置特质，成为市场核心机构投资主力，行业落地模式趋于成熟，形成三类主流运作范式：一是“股权+债权”协同投放模式，也是当前市场主流模式。险资在认缴 pre-REITs 基金股权的同时，配套投放中长期项目培育债权，债权设置为优先级受偿，为整体投资筑牢信用安全缓冲；二是头部险资资管全周期统筹培育模式。由国寿、平安、泰康等头部保险资管主导项目投融资、资产梳理、物业改造培育等前期全链条工作，联合第三方专业运营机构开展物业运营，并协同公募基金完成后续公募 REITs 申报相关筹备工作；三是投顾统筹分层投资模式，

保险资管输出专业投研能力，搭建股债复合的收益风险分层架构，联合多方机构资金共同参与项目，同时依托尽调能力精准筛选锁定优质底层标的。

3. 典型案例

案例一：天津家寓保障性租赁住房 pre-REITs 孵化基金

该基金为 2025 年落地的险资保租房 pre-REITs 标杆项目，契合国家存量资产盘活与保障性住房政策导向。项目总规模 45 亿元，由大家人寿、友邦人寿等 5 家险企联合出资，险资持股占比 99.93%，属于险资主导的市场化大型保租房孵化基金。

基金采用“股权孵化+债权赋能”模式，重点投向京沪核心区位保租房资产包，计划将资金用于物业智能化改造、渠道拓展及前期运营补亏，致力于缓解保租房投资周期长、前期现金流承压的行业痛点。项目搭建现金流封闭归集、超额覆盖、动态运营管控多重风控机制，资产安全性充足。项目以公募 REITs 上市作为资产培育的目标退出路径；若项目配套债权类融资，则需在公募 REITs 设立前完成债权清偿，由原始权益人取得 REITs 收购项目股权的交易对价用于偿还债务。基金尚处于资产投资培育阶段，目标打造“股权培育、资产增值、REITs”退出的全周期业务模式，推动保险资金从单纯财务投资向深度参与不动产全周期运营转变，为保租房 pre-REITs 业务规模化开展提供可供借鉴的实践样本。

案例二：九州通医药仓储物流 pre-REITs 孵化基金

九州通医药仓储物流 pre-REITs 基金 2024 年启动标的资产交割筹备，于 2025 年 4 月完成募集及基金备案，是国内首单医药仓储物流专项 pre-REITs 孵化基金，填补险资医药冷链基建孵化赛道空白。基金由高和资本联合九州通医药集团共同发起设立，认缴总规模 10.65 亿元，九州通旗下主体作为基石投资人认购 20% 份额，剩余 80% 份额由瑞众人寿牵头，联合多家机构共同参与出资，投向上海、杭州、重庆三处医药仓储物流物业，合计建筑面积约 24 万平方米。依托医药流通刚需属性，底层资产具备抗周期、现金流稳定、政策适配性强的优势。项目以仓储租金为核心现金流来源，参照不动产私募投资基金通行安排设置现金流封闭管理、超额覆盖、运营考核等风控机制，夯实资产安全垫。通过阶段性运营培育持续优化资产运营指标，达标后申报公募 REITs 实现退出，目标构建“险资赋能—存量提质—证券化退出”业务闭环，验证产业仓储类 pre-REITs 孵化模式的可行性，为险资深耕实体基础设施、盘活存量资产提供优质示范样本。

（五）核心品类优质物业配套债权：核心经营性不动产运营融资工具

1. 产品定义与适配逻辑

优质物业配套债权是不动产存量运营阶段下险资资本运营的核心融资工具，主要投向一线及强二线城市核心商圈写字楼、购物中心、酒店、产业园区等成熟经营性存量物业，投放中长期经营性融资。资金用途覆盖大宗资产收购价款支付、物业硬件更新改造、存量高息债务置换、运营现金流补充等场景；还款来源依托底层物业持续稳定的租金、运营服务费等经营性现金流，远期可通过 ABS、REITs、股权转让、持续经营还本等多元方式退出。

该品类区别于高风险地产开发贷，聚焦存量成熟运营资产、无开发建设风险，具备实物资产抵押充足、估值稳定性强、资产流动性优良的特征。据中国 REITs 论坛联合戴德梁行开展的《中国 REITs 指数之不动产资本化率调研报告》结果显示，2025 年国内核心写字楼资本化率中枢为 4.5-5.5%，显著高于 10 年期国债 1.7% 的

收益率中枢水平，长期配置利差空间充足。配套债权可优化险资大宗并购的资金投放节奏，助力险资实现“直接持有”向“资本赋能+专业运营+多元推出”精细化资本运营模式升级。

2. 险资参与方式

结合近年市场实践，险资布局优质物业配套债权形成四类主流路径，大宗不动产交易热度持续带动债权业务扩容：

一是大宗物业并购配套中长期经营性债权。保险资金联合产业方设立并购基金收购核心物业时，同步投放配套债权，分摊收购资金压力。近年险资大宗不动产收购案例集中涌现：中邮保险相关基金 108 亿元收购上海博华广场、大家保险 24.5 亿元收购杭州滨江宝龙城、招商信诺人寿联合利安人寿 9 亿元收购上海东锦江希尔顿逸林酒店；2024 年以来险资参与收购的万达广场项目已有十余个。上述大型并购交易中普遍搭配配套债权工具，拉长资金久期、平滑资本占用。

二是不动产产业基金框架下的“股权+债权”联动投资。采用“所有权与运营权分离”架构，险资以基金 LP 出资，同时提供配套债权，由具备品牌与运营能力的专业机构负责资产管理。典型如英格卡集团联合高和资本设立专项基金持有多地荟聚购物中心资产，险资作为财务投资人出资，配套债权补充项目资金，由英格卡保留品牌运营管理，充分发挥运营方能力与险资资金优势。

三是投资持有型不动产 ABS 优先级份额（标准化物业债权工具）。2023 年 12 月市场首单持有型不动产 ABS 正式发行，填补长期工具空白。相较私募债权，持有型不动产 ABS 在交易所挂牌、定期估值、信息披露规范，偿付能力资本占用更优，适合追求标准化、低处置摩擦的保险资金。截至 2025 年末，5 家险资 ABS 试点机构累计申报 7 单持有型不动产 ABS，规模合计 109.84 亿元，市场供给持续扩容。

四是物业改造过桥债权。针对具备价值提升潜力的成熟物业，在装修升级、业态调整阶段投放阶段性过桥资金，待改造完成、租金上调后，通过续贷或证券化方式实现退出，赚取物业价值增值阶段的融资溢价。

3. 典型案例

案例一：华泰—中交路建清西大桥持有型不动产 ABS

该专项计划于 2023 年 12 月成功设立，为国内首单基础设施持有型不动产 ABS，具备行业里程碑意义。项目总发行规模 19.6 亿元，底层资产为广东清西大桥及接线工程，依托高速通行费形成刚性稳定的经营性现金流，抗周期属性突出。项目原始权益人为央企中交路建，采用真实出售、风险隔离交易架构，实现底层资产与原始权益人主体信用有效剥离，交易架构合规完善。

国寿资产（中国人寿资产管理有限公司）作为项目核心险资机构、最大优先级投资人，实缴出资 14.2 亿元，深度参与方案设计、架构搭建与存续期管理，并牵头搭建现金流封闭归集、超额覆盖、动态管控的多重风控体系，保障保险资金本息安全。项目打通基建资产“存量盘活、证券化融资、轻量化运营”业务闭环，助力央企盘活存量基础设施、优化资产负债结构。作为场内标准化产品，持有型不动产 ABS 具备信息披露规范、偿付能力资本占用更优的特征，高度匹配寿险资金长久期、追求稳健收益、重视合规运作的配置需求，为行业内险资布局基建、仓储、商办等品类持有型不动产 ABS 打造标准化实践范本。

案例二：杭州滨江宝龙城物业运营配套融资项目

该项目为 2025 年大家保险落地的核心商业不动产投资实践，是险资落地“并购整合+债权培育+运营增值”模式的典型实践。项目整体交易规模 24.5 亿元，底层资产为杭州滨江核心商圈滨江宝龙城购物中心及配套酒店资产。交易由大家保险体系平台作为收购主体取得项目公司全部股权，同步规划配套中长期经营性物业债权，资金可用于商业业态升级、硬件翻新与精细化运营投入，有效分摊并购资本金支出、平滑资本占用，适配寿险资金长久期负债配置特征。

项目区位优势，资产运营成熟，租金与物业管理费现金流具备稳定性与可持续性，不动产资本化率相对传统固收资产具备优势，能够贡献稳健超额收益。风险管控层面，交易架构设置实物资产抵押、现金流封闭归集、持续运营考核等多重保障机制，筑牢保险资金本息安全垫。项目践行“险资股权持有+债权培育+持续运营提质”一体化路径，持续挖掘存量商业资产增值潜力；中长期可依托 ABS、消费基础设施公募 REITs 实现标准化退出，目标构建存量商业资产全周期盘活业务闭环，充分印证经营性物业配套债权是险资优化不动产资产配置、增厚固收组合收益、助力实体存量资产盘活的优质工具。

（六）结论与风险

低利率与资产荒背景下，另类债权投资已从“非标债权为主”转向“标准化、权益化、不动产化”的多元格局。pre-ABS 培育债权提供中短期稳定票息与现金流，pre-REITs 提供中期孵化增值与 REITs 退出期权，优质物业提供长期抗通胀现金流，三者构成覆盖资产全生命周期的配置体系。对比不动产类资产 30% 的监管配置上限，当前险企不动产相关投资整体处于较低水平，为后续扩容提供了明确的理论空间；多层次 REITs 市场的完善亦为一级市场提供了更清晰的估值锚。

具体风险层面：一是估值与信用风险，底层资产运营不达预期可能导致估值下修；二是流动性风险，pre-REITs、物权资产退出依赖公募 REITs 发行节奏，存在期限错配可能；三是资本占用风险，不同品类债权偿付能力计量规则存在差异，需统筹管理资本占用效率；四是合规风险，需严格遵守不动产投资比例、关联交易及穿透监管要求，杜绝监管套利行为。

私募股权

私募股权作为核心权益类另类资产，凭借长久期、低市场相关性、隔离二级市场短期波动、依托实体产业兑现长期溢价的独特优势，高度契合险资金体量大、久期长、现金流稳定的禀赋特征，是险资打破固收依赖、构建“固收+”均衡配置体系的关键抓手。伴随国内股权投资市场日趋成熟、监管政策持续优化，险资私募股权布局稳步深化，呈现规模扩容、结构迭代、赛道升级的发展态势，现已成为国内一级市场核心长线机构 LP，在赋能科创产业、服务实体经济高质量发展中发挥着重要作用。

（一）适配保险资金的私募股权

保险资金受偿付能力监管、负债刚性赔付、会计准则多重约束，可纳入投资池的私募股权基金须同时满足五大核心条件：一是久期适配，优先遴选基金存续期 8-12 年的产品，契合保险资金长期负债属性，借助长期投资平滑短期市场波动；二是收益风险特征清晰，追求稳健的复合回报，严控尾部风险，偏好具备现金流创造能力、退出路径可预期的底层资产；三是管理人治理成熟，要求投资团队历史业绩可回溯、投决机制完善、内控合规体系完备，具备完整的投后赋能能力；四是资本效率可控，充分考量偿付能力资本消耗，合理搭配成长型基金与现金流

型基金，平滑资本计提压力；五是多元化退出渠道，标的需要搭建 IPO、并购重组、管理层回购、S 份额转让等多元退出路径，弱化单一资本市场行情冲击。

（二）业务空间测算：监管框架与配置潜力

监管体系持续迭代优化，持续拓宽保险资金股权投资边界、放宽配置约束，为险资深耕私募股权赛道提供完善制度支撑。目前险资股权投资已形成“直投+基金投资+二级市场”的全品类合规投资体系，可合规开展未上市企业直接股权投资、私募股权基金投资、创业投资基金投资、私募股权二级市场 S 份额投资等多元业务。核心监管政策依据包括：《关于保险资金未上市企业重大股权投资有关事项的通知》（国家金融监督管理总局金规〔2025〕10 号），进一步扩容险资直投产业范围，新增科技、大数据产业，覆盖养老、医疗、汽车服务、现代农业等领域，引导保险资金加大战略性新兴产业布局；《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》（国家金融监督管理总局金规〔2025〕12 号），将单一创业投资基金出资比例上限由 20% 提升至 30%，有效释放险资股权投资配置空间。整体来看，当前险资私募股权实际配置比例长期显著低于政策上限，叠加长周期考核机制落地，行业短期波动容忍度提升，长期股权投资布局意愿与能力持续增强，增量扩容潜力充足。

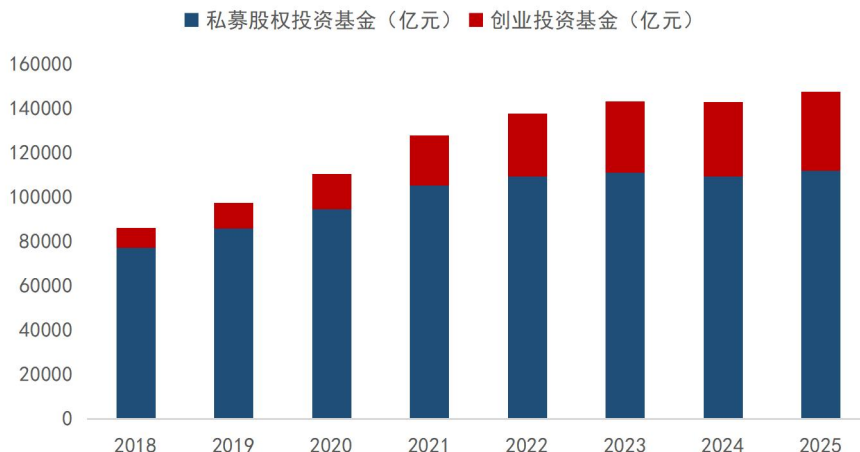
表2：监管政策拓宽保险资金股权投资边界

相关文件	相关内容
《关于保险资金未上市企业重大股权投资有关事项的通知》（金规〔2025〕10 号）	进一步扩容险资直投产业范围，新增科技、大数据产业，覆盖养老、医疗、汽车服务、现代农业等领域，引导保险资金加大战略性新兴产业布局
《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》（金规〔2025〕12 号）	将单一创业投资基金出资比例上限由 20% 提升至 30%，有效释放险资股权投资配置空间

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

市场资产供给端持续扩容，为险资投资提供充足标的储备。截至 2025 年末，中国证券投资基金业协会数据显示，国内存续私募股权投资基金规模 11.19 万亿元，创业投资基金存续规模 3.58 万亿元。伴随注册制常态化、并购市场活跃度提升，国内 S 基金市场迎来爆发式增长，2025 年国内 S 市场全年交易金额 1179 亿元，交易笔数 1114 笔，再创历史新高；2015-2018 年设立的私募股权基金集中进入退出周期，千亿级项目储备持续丰富险资可投资标的。赛道层面，先进制造、硬科技、生物医药、仓储物流、保障性租赁住房、数据中心等政策支持赛道，底层资产现金流稳定、成长性突出，高度匹配险资投资偏好，成为核心布局方向。

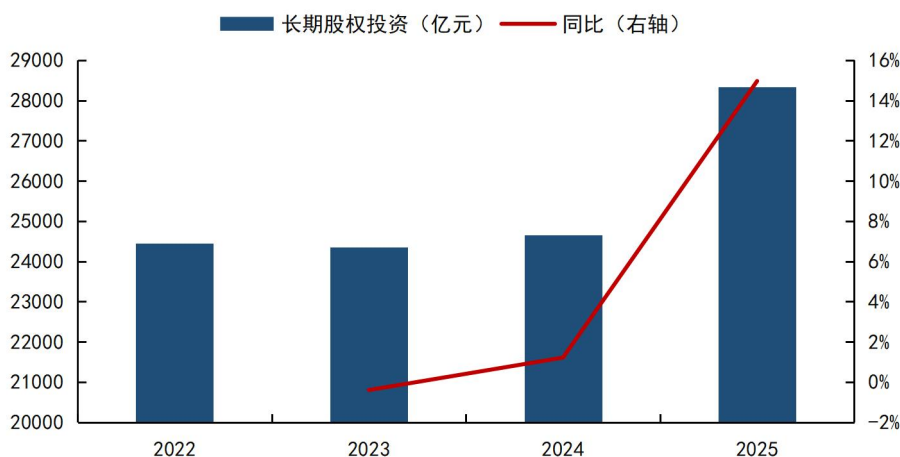
图3: 私募股权投资基金及创业投资基金存续规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从行业投资现状来看，险资私募股权配置规模持续扩容、布局力度持续加码。从全行业最新配置体量来看，根据国家金融监督管理总局 2025 年四季度官方公示数据，截至 2025 年末，保险行业长期股权投资余额进一步扩容至 2.83 万亿元，同比提升 14.97%，占全行业资金运用余额的 7.36%。相较于二级市场股票资产，私募股权能够有效隔离资本市场短期情绪波动与估值扰动，依托实体产业长期成长逻辑兑现投资收益，有效补齐险资权益配置短板、优化组合收益结构、平滑跨周期收益波动。

图4: 保险行业长期股权投资余额及增速（单位：亿元，%）



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

险企私募股权另类资产配置比例大多维持在 7%，结合海内外成熟机构资产负债管理实践，行业中长期股权投资中枢普遍参考 10%-20%，10%为短期稳健过渡目标。以 2025 年末全行业 38.48 万亿元保险资金运用余额作为测算基数：若股权投资比

例由当前行业均值 7.36%稳步提升至 10%中长期均衡中枢，对应理论增量空间 1 万亿元，国内险资私募股权中长期增配空间充足。整体而言，私募股权与传统固收资产相关性极低，能够有效对冲低利率环境下的收益下行压力，既是险资推进“固收+”转型、破解经营压力的核心举措，也是依托长线资金优势服务实体产业、布局科创赛道的重要路径。

（三）核心品类风险投资（VC）：前沿赛道长期配置工具

1. 产品定义与适配逻辑

风险投资（VC）是私募股权体系中聚焦前沿创新、挖掘产业未来增量的核心品类，主要投资人工智能、创新药、前沿新材料、高端机器人、半导体等领域的初创及早中期科创企业，专注布局颠覆性技术与新质生产力赛道，具备高成长潜力、高不确定性、长培育周期的典型特征，是资本市场赋能硬科技突破、助力产业迭代升级的核心载体。从投资模式来看，VC 机构主要分为两类，一类为聚焦单一赛道的专业化基金，深耕细分领域形成技术与产业认知壁垒；另一类为全行业布局的综合类基金，通过广泛分散投资平滑单一赛道风险，核心投资逻辑为批量布局高潜力初创企业，依托企业成长实现估值跃升，最终通过 IPO、并购重组等方式退出获利。

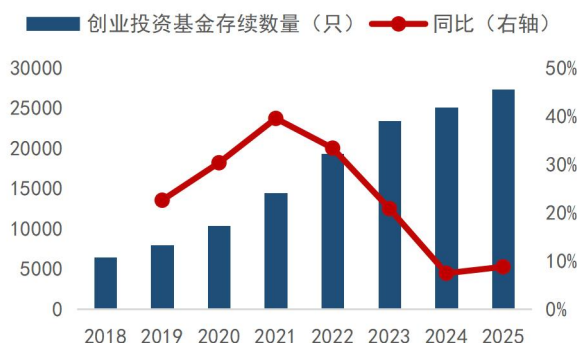
从行业发展现状来看，2025 年国内创投基金存续规模稳步扩容，截至 2025 年末，国内存续创业投资基金规模达 3.58 万亿元，同比增长 6.54%；存续创业投资基金达 27,342 只，同比增长 8.79%，为险资布局前沿科创领域提供充足标的储备与成熟市场生态。

图5：创业投资基金存续规模（亿元）及同比增长情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

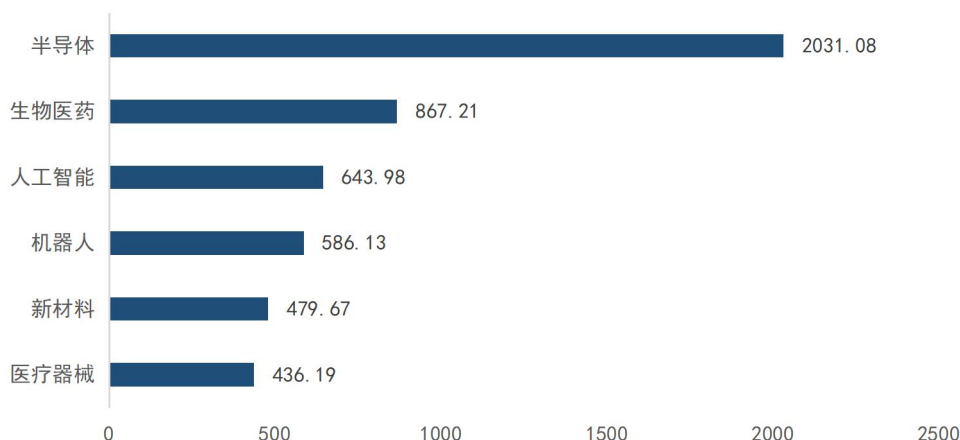
图6：创业投资基金存续数量（只）及同比增长情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

赛道布局高度集中，产业导向清晰。2025 年半导体、生物医药、人工智能三大硬科技赛道投资总额达 3542 亿元，战略性新兴产业已成为 VC 市场绝对核心布局方向，与国家科技创新、产业升级政策高度契合。同时，注册制常态化、北交所转板机制完善、并购市场活跃度提升，显著拓宽 VC 项目退出渠道，大幅改善行业长期盈利确定性，VC 行业逐步从“高风险投机”转向“产业价值投资”，稳定性与可持续性显著增强。

图7：2025 年国内 VC/PE 市场主要投资领域及投资规模(单位：亿元)



资料来源：投中嘉川 CVSource，国信证券经济研究所整理

对于保险资金而言，VC 资产属性与传统固收、成熟 PE 资产形成有效互补，是险资完善全周期股权布局、捕捉长期科技红利的“战略期权”。但受限于负债刚性赔付、偿付能力监管、风险合规约束，险资无法像市场化 VC 机构重仓早期项目，形成了**小额分散、精选头部、赛道聚焦、比例严控**的专属配置原则，不追求短期收益，重点布局具备技术壁垒、商业化雏形、政策扶持明确的硬科技早期项目，以极低仓位布局未来产业赛道，对冲长期资产收益下行风险，完善大类资产配置版图。

2. 险资参与方式

结合自身风险偏好与监管要求，当前险资参与 VC 市场已形成分层布局、多元落地、风险可控的三类成熟模式，适配不同体量、不同风险等级的保险机构，行业配置体系日趋完善，且各模式均形成可量化、可落地的实操标准与标杆案例。

第一，头部市场化 VC 基金 FOF 出资模式（主流标配模式）

该模式是当前中小险企及多数头部险企布局 VC 赛道的绝对主流。险资普遍以纯 LP 身份出资头部专业化 VC 基金、国家级科创母基金，不直接介入项目直投与投决，全面依托头部管理人的赛道研判、项目筛选、投后风控体系批量布局早期科创项目。凭借母基金天然的多标的、多赛道、多时点分散属性，能够有效对冲单一初创企业研发失败、商业化不及预期的暴雷风险，较好适配险资负债刚性、风控严格的合规要求。

从行业实操标准来看，保险行业已形成统一的风险管控阈值，普遍将 VC 品类整体仓位严格控制在私募股权总配置规模的一定比例内，绝不盲目扩容风险敞口。头部机构落地数据更为清晰，太保资本、泰康资产等主流险资资管机构部分采用“70% 投子基金 FOF+30%直投”的配比结构，以稳健 FOF 布局作为 VC 底仓。

第二，国资联动协同出资模式（政策适配模式）

该模式为近年险资下沉区域科创市场、增厚合规收益的核心增量方式，险资参与地方科创引导基金、国家级产业基金联合设立 VC 基金的出资规模近年实现较快增长，增量贡献显著。险资深度联动地方政府科创引导基金、国家级产业投资基金，

联合设立区域专项科创 VC 基金，依托政府平台的产业资源、政策背书、优质初创项目储备优势，优先遴选区域专精特新、硬核科技初创企业，有效破解早期科创项目信息不对称、尽调难度大、政策不确定性高的行业痛点，实现政策红利、产业价值、投资收益三重叠加。

第三，头部险企直投精品模式（高端进阶模式）

该模式仅适用于投研体系成熟、偿付能力充足的头部险企，以中国人寿、平安人寿、太保寿险为核心代表，中小险企极少涉足。头部险企依托自有股权投资平台、专业化硬科技投研团队，严格遵循 VC 赛道投资逻辑，专注布局扩张早期、技术落地初期、具备基础营收与专利壁垒、尚未启动 Pre-IPO 上市冲刺的科创企业，重点规避无商业化落地的纯研发初创标的与成熟 Pre-IPO 冲刺标的，在保留前沿赛道成长潜力的同时，大幅压低早期投资不确定性，适配险资稳健配置需求。该直投模式省去外部基金管理费率，压缩中间投资成本，同时险资可深度参与企业投后治理、产业资源赋能，进一步提升项目成长确定性与长期回报空间。

从行业量化数据来看，头部险企合规 VC 直投项目平均持有周期 5-7 年，显著短于市场化纯天使/种子轮 VC 的超长培育周期，头部险企相关项目全周期退出表现优于全市场早期 VC 平均水平，风险收益比更适配保险资金负债特征。

3. 典型案例（多赛道分层布局）

案例一：多家险资组团布局宇树科技

太保长航股权投资基金、友邦人寿、中美联泰大都会人寿等多家保险机构，通过头部市场化 VC 基金南京经纬创叁号投资合伙企业（有限合伙）间接组团投资人形机器人龙头宇树科技，是险资小额分散布局高端制造前沿 VC 赛道的标杆案例。该基金直接持有宇树科技 1.193% 股权，多家险企分层出资、抱团布局，出资明细清晰、风险结构可控，具体出资明细如下：

宇树科技聚焦人形机器人研发、生产与商业化落地，属于国家重点扶持的高端装备科创赛道，突破多项核心技术壁垒，已实现产品规模化销售与商业落地，区别于无营收、无落地的纯初创项目，风险可控、成长空间广阔。本次险资组团合计出资 11 亿元，占据基金半数以上份额，以小额分散、多家联合的模式入局，既精准卡位机器人产业风口、完善高端装备赛道布局，又通过组团模式有效分散单一早期项目投资风险，较好契合险资 VC 投资“小额、分散、稳健、前瞻”的配置原则，为中小险企轻量化、低风险布局前沿硬科技 VC 赛道提供成熟参考范式。

表3：险资布局宇树科技 VC 项目出资明细

投资主体	认缴出资金额	基金份额占比	穿透持有宇树科技股权比例
太保长航股权投资基金	5.00 亿元	24.59%	0.293%
友邦人寿	4.00 亿元	19.67%	0.235%
中美联泰大都会人寿	2.00 亿元	9.84%	0.117%
险资合计	11.00 亿元	54.10%	0.645%

资料来源：宇树科技招股书，国信证券经济研究所整理

案例二：中国人寿等险资布局频准激光

中国人寿、太保寿险、建信人寿、中邮保险等保险机构作为 LP 出资国投（广东）科技成果转化创业投资基金，间接投资科创板企业频准激光，是险资参与国家级成果转化科创母基金布局 VC 项目的典型实践。

频准激光专注高功率精密工业激光器研发制造，属于高端装备硬科技赛道；投资处于扩张早期，已完成技术验证，产品实现下游客户落地，规避无商业化基础的纯研发初创标的。国投广东基金属于国家级科技成果转化创投母基金，联动地方国资资源，重点挖掘广东省内硬科技成果转化项目。险资以 FOF 方式参与出资，依托母基金多标的分散机制对冲单一项目研发风险，无需自建完整 VC 投研团队，实现轻量化布局。险资发挥长期资金优势，助力区域科技成果产业化落地，体现险资 VC 依托国资科创载体布局硬科技的配置逻辑，为中型险企参与地方科创 VC 投资提供参考范式。

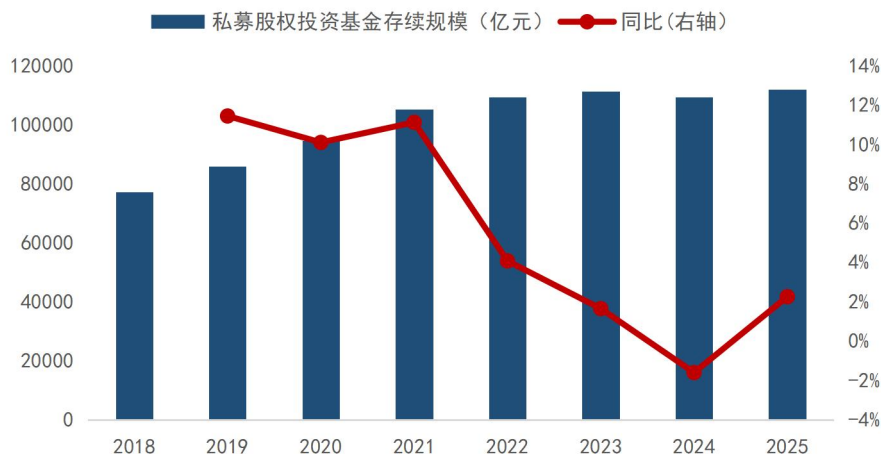
（四）核心品类成长型 PE：产业升级核心配置标的

1. 产品定义与适配逻辑

成长型 PE 是私募股权体系中衔接早期 VC 技术孵化与二级市场价值兑现的核心中坚品类，主要聚焦处于成长期、扩张后期、商业化落地成熟、尚未正式登陆资本市场的优质科创与实体企业，覆盖半导体、高端装备、人工智能、新材料、生物医药、先进制造等国家战略性新兴产业赛道。区别于 VC 阶段侧重技术研发、赛道挖掘、高不确定性的投资逻辑，成长型 PE 核心投资标的已完成技术验证、商业模式跑通、具备稳定营收与客户订单、产能持续扩张，核心成长逻辑由“技术突破”转向“市场份额提升、规模化盈利、国产替代落地”，风险收益特征更稳健、成长确定性更强。

成长型 PE 投资周期普遍为 5-8 年，较好匹配保险资金长久期、低风险偏好、负债刚性赔付的核心特征，是险资私募股权配置体系中的核心底仓资产。**从行业发展现状来看**，2025 年国内成长型 PE 市场步入高质量扩容阶段，产业属性、价值属性、政策属性持续强化，成为一级市场最核心、资金容纳体量最大的细分板块。截至 2025 年末，国内存续私募股权基金规模 11.19 万亿元，同比增长 2.25%，是一级市场绝对主力配置品类，市场优质成长期标的供给持续扩容。

图8：私募股权投资基金存续规模及同比增长情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2. 险资参与方式

结合自身负债属性、偿付能力监管要求与风险偏好，当前险资布局成长型 PE 已形成**分层落地、梯度配置、风险可控、体量稳定**的三类成熟标准化模式，适配大、中、小型保险公司差异化配置需求，是险资私募股权配置中体系成熟、落地规模较大的核心板块。

第一，以 LP 身份出资头部市场化 PE 基金

该模式是全行业险资布局成长型 PE 的绝对主流，是中小险企、中型险企股权底仓的核心配置方式。保险机构以 LP 身份大额认缴头部成熟 PE 机构产业基金、成长基金，依托头部管理人成熟的项目筛选、投决体系、产业资源与投后赋能能力，批量布局细分行业龙头、专精特新成长期企业。基石 LP 身份具备认缴份额稳定、费率优惠、项目优先级高、份额稀缺性强的优势，能够持续锁定优质硬科技、高端制造成长标的。头部险资普遍采用“成长 PE 底仓+VC+S 基金弹性配置”的结构，严控组合波动、稳定长期收益。该模式风险分散度高、管理人成熟、退出路径清晰，较好适配险资合规风控要求，是行业标准化配置标杆。

第二，政企联合产业专项 PE 基金

该模式为近年险资扩容 PE 配置、增厚政策红利收益的核心增量渠道，增量贡献突出。险资联动国家级产业基金、地方政府国资平台、央企产业资本，联合设立产业主题专项成长 PE 基金，单只基金规模多集中于 40-50 亿元区间，聚焦地方重点培育的半导体、高端装备、数字经济、生物医药等硬核赛道。依托国资产业背书、项目储备、政策扶持资源，优先遴选区域细分龙头、具备规模化营收的成长期企业，有效降低信息不对称风险、提升项目确定性，实现政策红利、产业成长、投资收益三重叠加。

第三，头部险企产业直投精品模式

中国人寿、平安人寿、太保寿险等头部险企依托自有股权投资平台、专业化硬科技投研团队，开展成长期企业直接股权投资，跳过外部基金层级、压缩管理费率、提升资本利用效率。直投标的严格聚焦营收稳定、订单充足、技术壁垒高、处于扩张冲刺阶段、距离上市 3-5 年的成熟成长企业，规避早期研发不确定性与二级市场估值波动，深度参与企业产能扩张、技术迭代、产业资源整合，通过投后赋能持续抬升企业价值，实现更高性价比的长期回报。

3. 典型案例

案例一：中国人寿天津晟和芯程半导体成长 PE 基金

2026 年 7 月，中国人寿公告拟设立天津晟和芯程半导体专项成长股权投资基金，总认缴规模 50 亿元，公司自身认缴 49.99 亿元，基金存续期 8 年，完全适配险资长久期配置特征。该基金精准聚焦半导体国产替代核心赛道，重点投向为芯片设计公司提供工艺配套服务的标的，覆盖芯片设计配套、晶圆制造配套、半导体材料与设备等产业链环节，重点投资具备规模化营收、稳定客户体系、核心技术专利壁垒的半导体细分龙头与专精特新成长企业，有效规避早期无营收、无落地的研发类初创标的。基金搭建“IPO 为主、并购重组+份额转让为辅”的多元退出体系，风险收益匹配度优异。该项目是保险业单机构大额重仓硬核科技成长 PE、以长钱赋能实体产业升级的标杆项目，充分体现成长型 PE 作为险资股权底仓资产的稳定性与增值能力。

案例二：六大险资组团投资长鑫科技

2023-2025 年，国寿投资、人保资本、阳光人寿、中邮人寿、和谐健康、人保科创六大保险机构，在国产高端存储芯片龙头长鑫科技上市前私募成长阶段集中组团布局，是近年险资抱团重仓硬核科技成长 PE、分散赛道风险、长期赋能实体产业的标杆项目。本次投资集中落地于 2023 年 3 月，对应长鑫科技前身睿力集成电路第六次股权转让环节，六家险资主体合计认缴出资 23.85 亿元，上市前合计持股比例达 3.96%，IPO 后股权稀释至 3.57%。长鑫科技聚焦 DRAM 存储芯片研发与规模化量产，属于国家战略核心硬科技赛道，技术壁垒高、国产替代空间广阔，投资阶段为典型成长期、商业化落地成熟、无早期研发不确定性，较好适配成长型 PE 投资定位。各家险资具体投资明细如下：

表4：险资持股长鑫科技明细（单位：百万股，%）

保险主体	参与类型	认缴出资对应股数 (百万股)	发行后比例
和谐健康保险	和谐健康直接股权投资	901.31	1.35%
中国人寿财产	通过国寿投资—睿力集成股权投资计划持股	476.05	0.71%
人保寿险、光大永明人寿	通过人保资本—睿力集成股权投资计划持股	467.04	0.70%
阳光人寿	阳光人寿直接股权投资	225.33	0.34%
中邮人寿	中邮人寿直接股权投资	225.33	0.34%
人保系险企、国寿系险企及其他中小险企	通过人保科创股权投资基金持股	90.13	0.13%
合计		2385.19	3.57%

资料来源：长鑫科技招股说明书，国信证券经济研究所整理。

（五）核心品类私募股权二级市场（S 基金）：份额转让优化流动性

1. 产品定义与适配逻辑

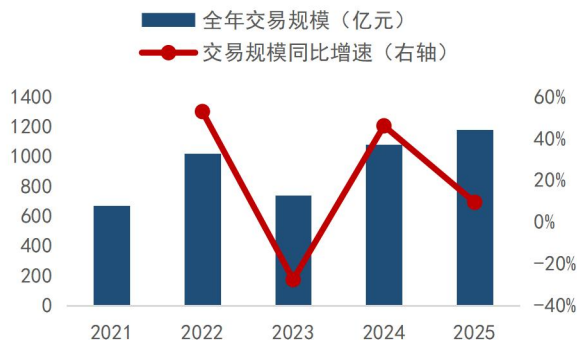
私募股权二级市场（S 基金）是衔接一级私募股权与二级市场交易的特色补充品类，核心投资标的为存续期内的私募股权基金份额、未上市企业存量股权及合伙权益转让资产，涵盖成长 PE、成熟期 VC、产业基金等全品类存量股权资产。区别于传统一级股权基金从零培育项目、长周期等待退出的投资逻辑，S 基金依托**存量资产交易、中段入局、临近退出窗口**的核心特征，有效破解传统一级股权资产 J 曲线效应显著、资金回笼周期长、投资期资金集中投放、流动性匮乏的行业痛点。其投资逻辑不再依赖早期项目技术孵化与长期估值抬升，而是依托成熟存量资产的确定性成长、份额折价空间、短期退出预期赚取稳健收益，资产风险波动更低、收益兑现更快、组合适配性更强。

S 基金存续期普遍为 5-8 年，远短于传统一级 PE/VC 8-12 年的培育周期，能够快速回笼现金流、平滑险资长期负债久期匹配压力，较好适配保险资金长久期、稳现金流、低波动、重视回撤保护的负债特征，是险资私募股权配置体系中重要的流动性优化工具与收益平滑工具。在当前利率下行、股权资产扩容、一级项目竞争内卷的市场环境下，S 基金可与成长型 PE、早期 VC 形成梯队互补：PE 打底仓、VC 拿长期期权、S 基金优化现金流与资产流动性，共同构建“稳收益+高弹性+强流动”的多层次股权配置体系，助力险资完善全周期股权投资布局。

伴随国内一级市场 2015-2018 年密集设立的股权基金集中进入退出清算周期，叠加注册制常态化、份额转让试点扩容、S 交易机制不断完善，国内私募股权二级市场进入规模化、规范化高速扩容阶段，为险资布局存量股权赛道提供充足优质

标的储备。2025 年国内 S 市场交易总额达 1179 亿元，同比增长 9.36%，全年交易笔数 1114 笔，市场活跃度、交易成熟度持续提升。

图9：2021–2025 年 S 基金交易规模



资料来源：执中数据（ZERONE），国信证券经济研究所整理

图10：2021–2025 年 S 基金交易笔数



资料来源：执中数据（ZERONE），国信证券经济研究所整理

从险资配置格局来看，执中 ZERONE 数据显示，险资是金融机构 S 交易的压舱石，连续两年交易规模超过 230 亿元，2025 年达 263.0 亿元，同比增长 10.6%，约占当年金融机构买方总量的四分之三，占据绝对主导地位。相较于银行、券商、AMC 等市场化机构，险资布局 S 基金不追求短期波段套利，侧重长期持有、现金流稳定、退出确定性强的存量优质资产，布局逻辑与产业价值投资高度契合，持续推动国内 S 市场规范化、常态化扩容。

2. 险资参与方式

当前险资布局 S 基金已形成分层适配、轻重结合、风险可控的三类标准化落地模式，适配头部、中型、中小险企差异化布局需求，行业落地体系日趋成熟。

第一，FOF 份额出资模式

该模式是中小险企布局 S 赛道的核心标配方式，门槛低、风险分散、无需搭建专业二级投研团队。机构以纯 LP 身份出资头部市场化 S 专项基金、科创存量接力基金，依托专业管理人的存量资产筛选、估值定价、份额交割、投后退出体系批量布局优质存量股权资产。通过多基金、多标的、多赛道分散布局，有效规避单一存量资产估值波动、退出不及预期的风险，以轻量化布局分享 S 赛道折价红利与稳健产业收益，较好适配中小险企投研能力有限、风控严格的配置特征。

第二，头部险企直投受让模式

中国人寿、平安人寿等投研体系成熟的头部险企，依托自有股权投资平台与专业化二级股权投研团队，直接参与优质机构存量份额协议转让、交易所挂牌 S 份额交易，跳过中间基金层级、省去部分管理费率、压缩投资成本。直投标的严格筛选存续期过半、项目成熟、退出路径清晰、硬科技赛道优质的存量份额，聚焦半导体、高端制造等国家战略赛道，通过精准择时、折价入局提升资产收益确定性，同时深度参与存量资产后续退出治理，优化组合现金流结构。

第三，政企联合接力 S 基金模式

近年险资深度联动地方国资、产业园区、政府科创引导基金，联合设立区域专项科创接力 S 基金，成为扩容 S 赛道配置、增厚政策红利的核心增量方式。此类基金聚焦区域内已落地、成长期、具备稳定经营能力的科创存量企业，依托地方国

资产业资源、项目储备与政策背书，盘活区域科创存量资产，降低存量份额信息不对称与估值风险，实现政策赋能、资产保值、现金流优化三重收益，是中型险企差异化布局 S 赛道的核心路径。

3. 典型案例

案例一：中国人寿 118 亿元集成电路 S 基金

2023 年，中国人寿落地总规模 118 亿元集成电路专项股权投资计划，通过协议受让方式承接头部产业基金优质半导体存量股权份额，开创险资标准化布局硬科技 S 资产的行业先例。本次投资覆盖半导体设计、晶圆制造、先进封测、核心设备材料全产业链 18 家成熟科创企业，标的均处于成长期、商业化落地成熟、退出预期清晰，有效规避早期研发不确定性。相较于一级直投，该项目大幅缩短资金培育周期，依托份额折价优势增厚安全边际，同时精准卡位半导体国产替代核心赛道，实现流动性优化与产业价值增值双向赋能，是头部险企依托 S 基金优化股权组合结构、重仓硬核科技赛道的标杆项目。

案例二：中国人寿福建鑫睿科创接力 S 基金

2026 年 4 月，中国人寿联合地方国资平台设立总规模 40.15 亿元的鑫睿科创接力 S 基金，自身认缴出资 28 亿元，是区域科创存量资产盘活的核心主力资金。该基金聚焦新一代信息技术、生物医药、高端智能装备等战略赛道，重点受让区域内优质存续科创企业股权与基金份额，依托险资长久期资金优势承接存量资产、缓解前期投资机构退出压力，同时陪伴优质科创企业持续成长、完善产业化落地，实现险资资产优化、地方产业升级、科创企业赋能的三方共赢，是险资联动国资布局 S 赛道、深耕区域科创市场的典型实践。

（六）结论与风险

长期利率下行环境下，私募股权是保险资金突破固收收益瓶颈、获取长期股权溢价的核心资产。VC 充当前沿科技长期配置期权，成长型 PE 构筑稳健长期增值底仓，S 基金优化现金流、缓释传统一级基金压力，三类品种形成梯度互补、风险分层的完整股权投资体系。伴随国内股权投资市场生态持续完善、退出渠道不断拓宽、险资投研能力持续成熟，私募股权中长期配置比例具备持续上行空间。

风险层面需要重点关注五大约束：一是宏观与行业周期风险，实体经济下行将压制企业盈利与估值，拉长退出周期、压低回报水平；二是流动性风险，私募股权锁定期较长，资本市场低迷将放缓 IPO、并购退出节奏；三是管理人风险，机构投研、风控、投后能力分化显著，管理人遴选失误易引发业绩亏损；四是监管与会计准则风险，相关政策与核算规则调整将影响险资资本占用与配置意愿；五是估值风险，非上市企业无连续公开交易价格，基金估值存在主观性，易引发组合净值阶段性波动。

公募 REITs

在国内利率中枢持续下行、传统固收资产收益空间不断压缩、优质非标资产供给持续收缩的宏观大环境下，公募 REITs 凭借“强制高分红+底层经营性现金流稳定+场内标准化交易+适度资本增值”的独特收益结构，已成为保险资金破解“资产荒”、优化大类资产配置、实现类“固收+”稳健增值的核心标准化权益工具。

（一）公募 REITs 的险资筛选标准

保险资金受偿付能力监管、负债刚性约束、长周期考核机制、会计准则规范多重限制，并非全品类公募 REITs 均可纳入核心投资池，需结合自身风险偏好与负债结构，建立精细化筛选体系，核心遵循五大筛选标准。

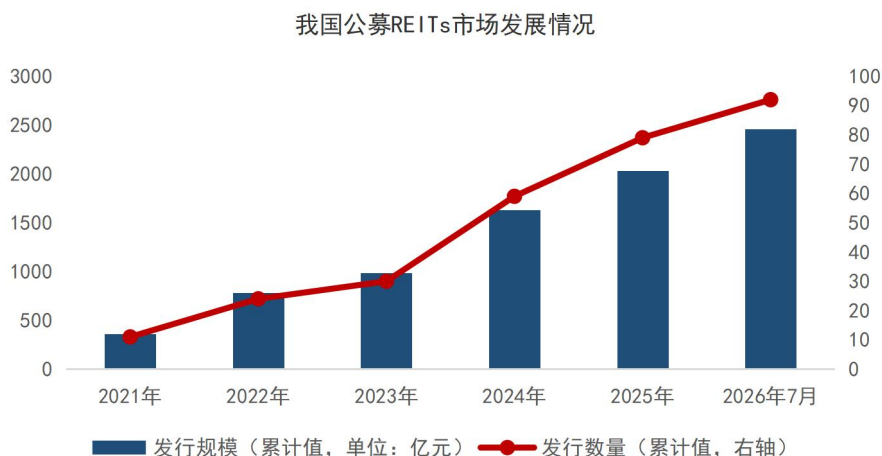
一是底层资产资质优质，优先遴选现金流稳定、运营模式成熟、行业壁垒较高的基础设施类、产业园区类 REITs，规避产能波动大、政策不确定性高、现金流偏弱的小众赛道资产，保障底层收益可持续。**二是**收益风险匹配合理，重点筛选存续期长、年化分派收益率稳定、净值波动可控的标的，优先配置中长期年化回报稳健、回撤可控的产品，严控高波动、高溢价、现金流承压标的，贴合险资稳健投资定位。**三是**管理人运营能力成熟，要求基金管理人具备完善的不动产投研、资产运营、投后管理体系，历史分红稳定、扩募能力突出、项目运营瑕疵少，能够持续夯实底层资产现金流、维护产品长期净值稳定。**四是**资本占用效率可控，充分考量不同品类 REITs 的偿付能力资本消耗差异，优先配置资本占用低、收益稳定的核心品类，合理搭配不同赛道标的，优化整体资本使用效率。**五是**估值与流动性适中，规避二级市场高溢价、高估值泡沫标的，优先配置估值合理、交易活跃度适中、场内流动性充足的产品，兼顾长期持有收益与阶段性调仓灵活性。

（二）业务空间测算：监管框架与配置潜力

国内公募 REITs 监管框架持续优化完善，为险资常态化、规模化配置奠定坚实制度基础。核心合规依据为 2021 年银保监会发布的《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〕12 号），文件首次明确险资投资公募 REITs 的准入资质、风控标准与投资规范，正式打通险资配置 REITs 合规渠道。监管通过偿付能力、资产负债管理能力等硬性指标把控投资风险，同时优化长周期考核机制，弱化短期净值波动考核压力，有效提升险资长期配置意愿与风险容忍度。比例管控方面，依据《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），符合监管认定条件的公募基础设施 REITs 纳入不动产类资产统一管理；不动产类资产整体投资余额不超过上季末总资产的 30%，单一不动产资产投资余额不高于上季末总资产的 5%；对于混合型组合产品投资，实行底层资产穿透式分类管控。此外，REITs ETF 等创新产品持续推进，有望进一步降低机构准入门槛，提升市场流动性与定价效率。

当前险资公募 REITs 配置比例处于低位，相较监管上限具备广阔增量空间。截至 2026 年 7 月末，全市场公募 REITs 上市产品 92 只，总市值达 2462 亿元，市场持续扩容。

图11: 我国公募 REITs 市场发展情况（单位：亿元，只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

当前，底层资产覆盖交通、能源、生态环保、产业园区、仓储物流、数据中心等十一大细分赛道，市场已形成多元化、常态化发行格局。

从机构持仓来看，保险机构为公募 REITs 核心基石投资者，2025 年末险资持仓占流通盘比例 17.45%，对应持仓规模约 410 亿元。以 2025 年末全行业 38.48 万亿元保险资金运用余额测算，险资公募 REITs 实际配置比例极低，远低于 30% 的不动产投资监管上限。增量空间维度，若行业配置比例提升至 0.5% 短期目标，对应配置规模约 1924 亿元，可释放增量资金约 1500 亿元；若提升至 1% 中长期均衡中枢，对应配置规模约 3848 亿元，增量空间约 3400 亿元。随着商业不动产 REITs 常态化发行、存量项目持续扩募，市场资产供给持续扩容，为险资增量布局提供充足支撑。

从收益回报维度来看，2025 年沪市全部公募 REITs 二级市场除权价格平均上涨 6.3%；若假设分红全部进行再投资，复权口径涨幅可达 11.9%；分红派现方面，沪市 REITs 全年实施分红 110 次，累计派发近 78 亿元，较 2024 年增长 30%。

险资长久期、低波动的资金属性，与公募 REITs 稳定分红、跨周期抗风险的资产特征高度匹配，重点布局现金流稳健、政策确定性强的基建、清洁能源、保租房等优质赛道。在长期低利率、资产荒市场环境下，公募 REITs 可有效补充保险固收组合收益，随着监管体系持续完善与市场不断成熟，险资配置比例有望稳步抬升。

（三）核心品类产权类公募 REITs：长久期标准化权益底仓

1. 产品定义与适配逻辑

产权类公募 REITs 是指以持有基础设施或不动产产权（而非特许经营权）为核心底层资产、在交易所公开发行的封闭式证券投资基金，底层资产涵盖保障性租赁住房、产业园区、仓储物流、消费基础设施、数据中心等持有型不动产。区别于经营权类 REITs 以特许经营权到期归还为核心特征，产权类 REITs 底层资产具备土地产权或房屋所有权，资产存续期限与产权年限挂钩，普遍长达 20-70 年，不存在特许经营权到期价值归零风险，资产保值增值属性更为突出。

从底层资产运营特征来看，产权类 REITs 依托持续稳定的经营性租金、物业服务费等现金流，回款来源清晰可追溯、可长期预判。上交所《沪市公募 REITs 2025 年年报》数据显示，沪市产权类 REITs 运营表现优异：保障性租赁住房板块出租率维持 95% 高位且租金收缴率达 100%；消费基础设施板块平均出租率达 98%、收缴率接近 100%；产业园区与仓储物流板块中，东久 REIT、京东仓储 REIT 等项目更实现满租运营；沪市产权类 REITs 整体分派率达 4.18%。产权类 REITs 为险资提供了“稳定分红+适度增值”的双重收益结构，高度契合保险资金长久期、稳现金流、低波动的核心配置需求。当前传统固收收益率持续下行，产权类 REITs 4%-5% 的年化分派率较同期利率债存在可观利差，是险资布局不动产标准化赛道、践行长期价值投资的核心工具，也是区别于传统物权直接持有的轻量化、标准化转型方向。

2. 险资参与方式与市场规模数据

当前国内险资布局产权类公募 REITs 已形成三条成熟、规模化落地业务路径，各类模式均有完整行业统计数据支撑，市场分层格局清晰：

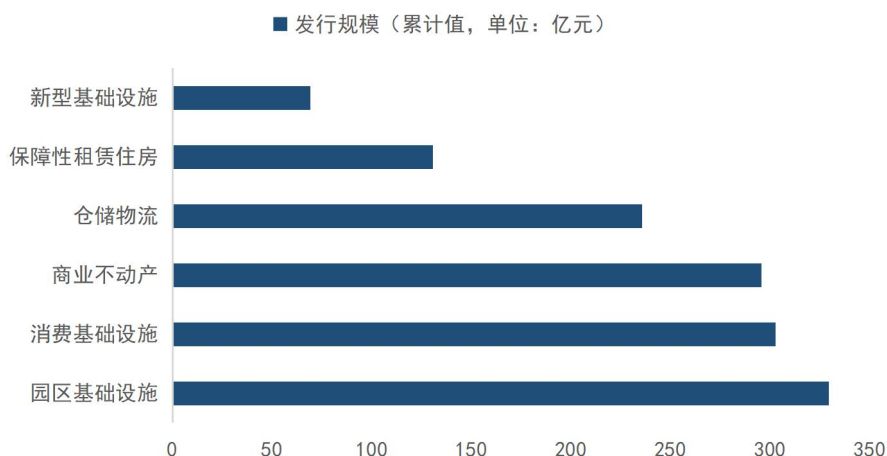
一是战略配售参与模式。公募 REITs 发行采用“战略配售+网下发售+网上认购”机制，原始权益人或其同一控制下关联方参与战略配售比例合计不低于基金份额发售总量的 20%，扣除战略配售份额后的剩余发售规模中，网下发售比例不低于 70%。保险机构作为专业机构投资者，可直接参与战略配售，以发行价格锁定优质份额，锁定期实行差异化安排：原始权益人及其关联方对应基础 20% 份额持有期自上市之日起不少于 60 个月，超过 20% 部分持有期不少于 36 个月；其他外部专业机构投资者参与战略配售的，持有期自上市之日起不少于 12 个月。

二是设立专项 REITs 投资基金模式。头部险企通过设立专门投资公募 REITs 的基础设施不动产投资基金，以基金化方式批量布局优质 REITs 资产。该模式可实现 REITs 资产的组合化、专业化管理，有效分散单一项目风险，适配大型险企规模化配置需求。

三是二级市场增持与扩募跟投模式。在战略配售锁定底仓后，险资可通过二级市场择时交易增减持仓，优化组合久期与收益结构；在已上市 REITs 扩募发行时，险资可作为战略投资者或网下投资者参与扩募份额认购，持续加仓优质标的。

产权类公募 REITs 整体具备资产保值性强、经营稳定性高、存续周期长的核心特质，同样高度契合险资长久期配置诉求。产权类 REITs 主要包含园区基础设施、消费基础设施、商业不动产、仓储物流、保障性租赁住房、新型基础设施六大品类，赛道供给更为丰富多元。其中消费基础设施、园区基础设施、商业不动产为产权类核心主力赛道，据 2026 年 7 月末市场统计，总市值分别达 373.00 亿元、259.55 亿元、297.98 亿元，资产体量位居板块前列，依托稳定的租赁与经营性现金流实现持续稳健运营。仓储物流、保租房、新型基础设施赛道体量相对偏小，总市值依次为 209.80 亿元、197.17 亿元、83.49 亿元，细分赛道成长性突出。

图12: 我国公募 REITs 产权类资产发行规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

整体来看, 产权类 REITs 以不动产完整产权为底层支撑, 无特许经营到期移交带来的资产价值归零风险, 资产摊销压力相对更小, 资产保值增值属性显著; 相较于经营权类高派息特征, 产权类整体派息水平相对温和, 收益更多依托资产长期运营与价值提升, 波动更低、抗周期能力更强, 是险资优化资产组合、平滑收益波动、夯实底仓资产的重要配置方向。

3. 典型案例

案例一: 中国人寿战略配售华夏华润商业 REIT

2024 年 3 月上市的华夏华润商业资产封闭式基础设施证券投资基金 (简称华夏华润商业 REIT), 是市场首批、发行规模最大的消费基础设施公募 REITs 之一, 底层资产为青岛万象城购物中心。中国人寿直接认购 6.86 亿元, 占总募集资金规模的 10%, 成为该项目第一大外部战略投资人。该 REIT 底层资产位于青岛市核心商圈, 可供出租面积约 13.98 万平方米, 2025 年报告期末出租率达 99.09%, 租金收缴率 100%, 2025 年实现收入 7.62 亿元、经营活动现金流净额 4.42 亿元、现金流分派率 3.72% (口径为基金口径)。中国人寿作为最大外部战略投资者, 以发行价锁定优质份额, 深度参与 REITs 存续期管理与资产运营监督, 并同步跟踪该 REIT 后续扩募 (拟购入昆山万象汇、杭州萧山万象汇等项目), 以“首发战配+扩募跟投”全生命周期模式持续增厚组合收益, 为险资以标准化方式参与消费基础设施 REITs 投资提供了成熟范式。

案例二: 中金普洛斯仓储物流 REIT

中金普洛斯 REIT (508056.SH) 为国内首批完成“首发+扩募”的公募 REITs 之一、上交所首支仓储物流类基础设施 REIT, 底层资产为分布于长三角、粤港澳、京津冀等核心经济圈七大物流枢纽的 10 大仓储物流园, 总建筑面积约 61 万平方米, 发行阶段资产估值 33.8 亿元。2025 年实现总收入 4.23 亿元、可供分配金额 3.35 亿元, 年化现金流分派率达 5.34%, 全年四个季度末出租率维持 90% 高位、同比提升 3.17 个百分点, 租金收缴率 100.91% (含押金补缴等因素), 其中 7 个园区出租率超 92%, 3 个园区实现 100% 满租。上市以来累计完成 15 次分红, 分红总额达 14.61 亿元, 历史年度分红比例近 100%。底层资产高效服务约 80 家企业, 涵盖零

售电商、快递物流、食品冷链、生物医药等多个新经济行业，直接受益于内需消费提振与高端制造升级驱动的高端仓储需求增长。该 REIT 凭借“高出租率+高分派率+高成长性”三重优势，成为险资以标准化工具布局仓储物流赛道、分享产业升级红利的核心配置标的，是市场代表性仓储物流 REIT 标杆之一。

案例三：多险资组团参与南方润泽科技数据中心 REIT

2025 年上市的南方润泽科技数据中心 REIT 为全国首批以数据中心为底层资产的公募 REITs 之一，底层资产为大型数据中心基础设施，依托 AI 算力服务需求爆发式增长形成稳定经营性现金流，2025 年可供分配金额完成同期预测的 165%，业绩表现远超预期。在该 REIT 的 76 家战略投资者中，国寿资产、平安健康保险、平安产险、太平洋产险、太平洋寿险、中意资产、东吴人寿等多家保险机构参与战略配售；南方润泽科技 REIT 与南方万国数据 REIT 网下险资投资账户配售份额占比均超过 10%。该项目标志险资集体布局数据中心这一新型基础设施 REITs 赛道，底层资产受益于 AI 算力需求持续扩张，兼具稳定现金流与成长弹性，是险资把握数字经济产业红利、以标准化工具布局算力基础设施的标杆案例，也为险资从传统基建 REITs 向新型基础设施 REITs 配置升级提供了成熟范式。

（四）核心品类经营权类公募 REITs：高票息类固收替代工具

1. 产品定义与适配逻辑

经营权类公募 REITs 是指以基础设施特许经营权（而非不动产产权）为核心底层资产、在交易所公开发行的封闭式证券投资基金，底层资产涵盖收费公路、能源发电（含风电、光伏、水电、生物质发电）、市政环保（含污水处理、垃圾处理、市政供热）、水利设施等特许经营项目。区别于产权类 REITs 以持有不动产产权为基础，经营权类 REITs 底层资产本质为特许经营权或收益权，在特许经营期内资产产生稳定现金流，但经营权到期后资产归还政府或原始权益人，一般无不动产残值，因此产品存续期内需通过较高比例的当期分红实现本金回收，分派率通常高于产权类 REITs，全周期内部收益率（IRR）是经营权类 REIT 核心定价指标。

从底层资产运营特征来看，经营权类 REITs 底层依托收费公路通行费、电力结算收入、污水处理费、市政供热费等刚性公共服务收费，需求弹性低、现金流确定性极强。上交所《沪市公募 REITs 2025 年年报》显示，沪市经营权类 REITs 全周期内部收益率（IRR）约 4.05%，对于保险资金而言，经营权类 REITs 的收益结构高度接近“高票息固收替代品”，底层资产现金流刚性属性突出、违约风险极低。同时，经营权类 REITs 底层资产特许经营期限通常为 15-30 年，与寿险长周期负债形成较好久期匹配。但需注意特许经营期满资产无偿移交政府，无剩余资产处置价值，投资时需通过全周期 IRR 测算确保本金回收充分性，并关注特许经营期内的剩余期限与资产维护资本支出节奏。

2. 险资参与方式与市场规模数据

险资参与基础设施 REITs 形成“战略配售打底、二级市场波段优化、存量扩募持续加仓”的多元布局模式。头部险企依托专业投研能力，优先遴选区位优势、运营成熟、现金流稳定的路桥、水务类标的长期持有；中小险企以稳健配置为主，择优参与成熟基础设施 REITs 投资。

当前险资布局经营权类公募 REITs 已形成三类成熟落地模式，适配不同体量、不同风险偏好的保险机构：

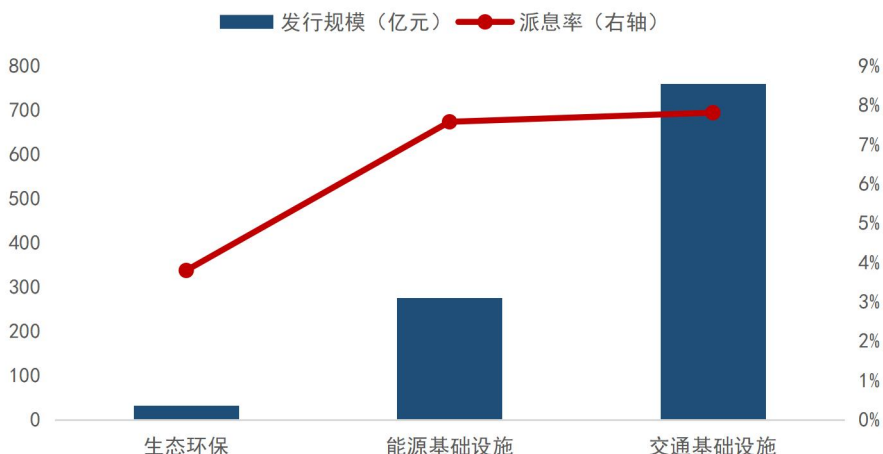
一是战略配售+长期持有模式。头部险企以战略投资者身份参与经营权类 REITs

首发配售，外部战投锁定期不少于 12 个月，原始权益关联方份额锁定期最长可达 60 个月，以长期持有获取稳定分红为核心策略，不追求二级市场短期波段交易。

二是网下申购+二级市场配置模式。中小险企通过网下发售环节参与 REITs 申购，部分中小险企在网下打新中签后短期内卖出，赚取一级二级市场价差，如华贵人寿 2025 年参与网下打新中签后在上市 7 个交易日内全部卖出，以低风险方式分享 REITs 打新红利。**三是专项基金批量配置模式。**通过设立专门投资 REITs 的基础设施投资基金，批量配置多只经营权类 REITs，实现组合化、分散化管理。中国人寿牵头设立的首期出资 35 亿元的北京平准投资基金，已投资华夏华电清洁能源 REIT 等经营权类产品，通过组合配置分散单一项目特许经营风险。

目前经营权类公募 REITs 存续规模稳居 REITs 市场首位，资产供给充足、品类丰富、流动性适中，是险资增量布局的核心方向之一。截至 2026 年 7 月末，交通基础设施、能源基础设施、生态环保三大板块合计发行规模 1067.38 亿元，在全部公募 REITs 发行总规模中占比 43.3%；交通基础设施 REITs 发行规模 759.26 亿元，板块平均派息率 7.81%；能源基础设施 REITs 发行规模 276.24 亿元，板块平均派息率 7.57%；生态环保 REITs 发行规模仅 31.88 亿元，板块平均派息率 3.79%。交通、能源板块供给体量较大、收益中枢相近，现金流稳定性突出，为市场主力品类。

图13: 交通基础设施、能源基础设施、生态环保三大板块 REITs 发行规模（亿元）及派息率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3. 典型案例

案例一：中国人寿参与国家电投清洁能源 REIT

国家电投集团新能源 REIT 于 2023 年上市，底层资产为国家电投集团旗下海上风电项目，属于国家重点扶持的清洁能源基础设施资产，底层现金流依托电力结算收入，需求刚性极强、政策适配性突出。该项目是市场首批新能源公募 REITs 之一，底层资产对应能源板块 2025 年结算电量超 40 亿千瓦时，国家电投 REIT 占其中约 30%，营收完成率达 106%，绿电价值充分释放。中国人寿通过战略配售深度参与该项目，长期持有获取稳定分红收益，充分体现险资对清洁能源基础设施赛道的高度认可与长期配置意愿，是险资以标准化权益工具布局新能源基础设施、服务绿色金融战略的典型实践。

案例二：多险资组团参与中航中核汇能新能源 REIT

2026 年 7 月上市的中航中核汇能新能源 REIT，是上交所风电经营权类公募 REIT，底层为新疆北塔山、广西富川两座风电场特许经营权，合计装机容量 196MW，年均发电量约 4 亿千瓦时，跨区域布局可平滑气候与发电波动，现金流稳定性较强。

底层收益依托风电上网电费收入，属于典型特许经营资产，特许经营到期后资产按约定移交，无不动产残值，全周期 IRR 为本产品核心定价指标，2026 年发行阶段预期年化分派率约 7.2%。本次发行网下认购倍数达 361.36 倍，公众认购倍数 424.36 倍，市场热度较高。战略配售与网下环节，国寿资产、太保寿险、太平人寿、中意资产等多家保险机构参与认购，险资作为长期资金配置主体，重点看重风电项目现金流刚性、票息稳定、久期适配寿险负债等特征。该项目代表险资持续加大清洁能源经营权类 REIT 布局，依托电力结算形成稳定分红，作为高票息类固收替代工具，是险资布局新能源赛道、服务绿色投资的最新标杆案例。

（五）结论与风险

在长期低利率、资产荒常态化的市场环境下，公募 REITs 是保险资金优化大类资产结构、突破固收收益瓶颈、构建稳健“固收+”组合的核心可选品类。保租房 REITs 构筑超低波动稳健底仓，传统基础设施 REITs 夯实跨周期收益基本盘，产业创新类 REITs 提供超额收益弹性，三类品种梯度互补、风险分层，形成适配险资负债特征与监管约束的完整 REITs 配置体系。伴随国内 REITs 市场常态化扩容、品类持续丰富、制度持续完善，叠加险资长周期考核机制落地，公募 REITs 中长期配置比例具备持续上行空间，将持续担当险资固收替代、收益增厚、风险分散的核心工具。

风险层面需要重点关注五大核心约束：

一是底层资产运营风险，宏观经济波动、行业景气度变化、区域供需调整可能导致项目现金流不及预期、租金收益下滑，拖累分红与净值表现；二是估值波动风险，二级市场溢价波动、市场情绪变化可能引发产品净值阶段性震荡，影响组合短期收益表现；三是流动性风险，部分小众赛道、存量偏小的 REITs 产品场内交易活跃度偏弱，大额调仓可能面临流动性约束；四是政策监管风险，基础设施行业监管、不动产政策、税收政策、分红规则调整，将直接影响底层资产收益与产品估值；五是利率波动风险，市场无风险利率上行将抬升资产折现率，对 REITs 估值形成压制，带来阶段性净值调整压力。

在国内保险大资管体系中，公募 REITs 是衔接不动产非标投资与标准化资本市场的核心创新工具，有效破解传统不动产流动性弱、盘活难度大、透明度低的痛点，凭借稳定现金流、低波动、低相关性的特征，成为保险资金另类核心资产的重要配置底盘。当前险资已成为公募 REITs 流通盘内规模最大、持仓稳定性较强的专业机构投资者，持续发挥市场压舱石作用，流通盘持仓占比位居各类机构前列。

实物资产：以黄金为例

在国内利率中枢持续下行、传统股债资产同质化波动加剧、尾部宏观风险频发的宏观大环境下，大类资产收益持续承压、组合分散难度加大。黄金作为独立于信用货币体系、不依赖实体经营现金流的标准化实物资产，凭借“零信用风险+强抗通胀属性+超低大类相关性+尾部风险对冲”的独特配置价值，成为保险资金破解资产同质化难题、完善全天候防御体系、优化风险收益结构的核心卫星对冲工具，与公募 REITs、私募股权、另类债权等收益型资产形成精准互补，是险资另类配置体系中不可或缺的避险补缺品类。

（一）适配保险资金的黄金资产

黄金在险资大类资产配置中承担“宏观风险对冲、跨周期波动平抑”的专属职能，是组合防范通胀上行、地缘冲突、市场系统性恐慌的防御型压舱石资产，核心价值具备其他另类资产不可替代的独特性。保险资金受偿付能力监管、负债刚性约束、长周期考核机制、合规风控体系多重限制，并非黄金相关品类均可纳入投资池，需结合自身长久期、低波动、重稳健的配置偏好，建立精细化筛选体系，核心遵循四大筛选标准。

一是底层资产合规标准化，优先遴选上海黄金交易所场内挂牌、交易机制成熟、信息披露透明的标准化黄金品种，严格规避场外非标、小众衍生品、实物出入库交易等高风险品类，保障资产运作规范、风险可控。**二是**风险收益特征适配，重点筛选波动可控、流动性充足、定价公允的品种，聚焦长期宏观对冲价值，摒弃短期投机博弈标的，贴合险资稳收益、控波动的核心定位。**三是**分散对冲属性纯粹，优先选择价格由全球流动性、地缘格局、供需基本面主导、与国内股债基建资产低相关的纯黄金标的，最大化发挥组合分散效果，弱化市场周期共振风险。**四是**资本占用与监管合规可控，严格匹配险资黄金试点监管规则，控制配置比例、规范交易模式、完善投后风控，保障业务全程合规落地。

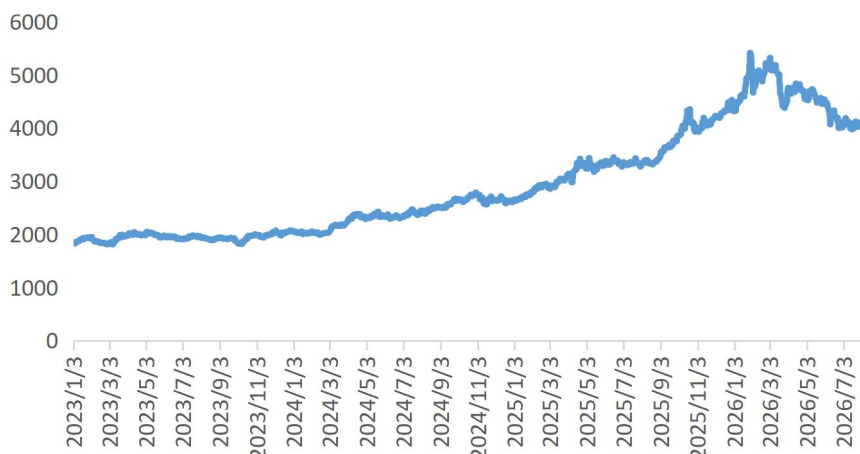
（二）业务空间测算：监管框架与配置潜力

国内险资黄金投资监管框架实现从空白到规范化落地，为险资常态化、小比例对冲配置筑牢制度基础。核心合规依据为 2025 年 2 月国家金融监督管理总局发布的《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》（金监办发〔2025〕7 号），文件首次放开险资黄金合规投资渠道，明确试点主体、投资标的、交易规则与风控要求，补齐了险资宏观尾部风险对冲工具短板，推动险资配置从单一收益导向，转向收益、稳健、风险对冲三位一体的均衡模式。

比例管控方面，监管明确试点保险机构黄金投资账面余额不得超过上季末总资产的 1%，严格限定对冲类卫星资产的配置边界，杜绝重仓投机风险。本次试点纳入 10 家头部保险机构，覆盖行业主流大型险企，按 2025 年末保险资金运用余额 38.48 万亿元测算，全行业理论上限约 3848 亿元，其中 10 家试点机构可实际带来最高约 2000 亿元的合规黄金配置增量空间。

从全球市场格局来看，黄金近三年走出跨周期牛市行情，价格持续走强、资产保值增值属性全面凸显，进一步印证险资配置黄金对冲风险、增厚组合收益的重要价值。复盘 2023-2025 年伦敦现货黄金价格走势，金价实现连续三年稳步上涨，走出罕见的长周期牛市：2023 年金价震荡上行，全年涨幅 13.16%，年末站稳 2000 美元/盎司关键关口；2024 年行情持续升温，年度涨幅扩大至 27.23%，价格中枢显著抬升；2025 年黄金行情迎来爆发式拉升，全年涨幅高达 64.56%，年末价格逼近 4400 美元/盎司，三年累计涨幅超 137%，在股债市场波动加剧、收益持续承压的背景下，展现出极强的独立行情与抗跌增值能力。

图14: 伦敦金现走势图（单位：美元/盎司）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

价格持续走强带动全球机构配置需求持续抬升，2025 年迎来爆发式增长，长线资金增配趋势明确。据世界黄金协会 2026 年 1 月发布的《2025 年全球黄金需求趋势报告》，2023 - 2024 年全球黄金总需求维持 4000 吨以上高位平稳运行，分别为 4123 吨、4286 吨；2025 年首次突破 5000 吨关口，达 5002 吨，同比增长 16.7%。机构投资需求保持增长，2025 年年度投资需求升至 2175 吨，同比增幅 84%。

国内黄金 ETF 作为机构配置核心标准化载体，近三年规模持续扩容，2025 年迎来历史性增量，近两年实现翻倍式增长，成为境内机构对冲宏观风险的核心工具，境内外黄金资产配置热度同步上行。在传统大类资产同周期波动、收益中枢下行的背景下，黄金持续走强的牛市行情，充分验证其跨周期抗通胀、对冲尾部风险、独立增值的核心价值，是险资完善全天候配置体系、弥补传统资产收益短板的关键稀缺品类。

当前国内险资黄金配置整体处于试点起步阶段，行业额度利用率偏低、配置规模尚未充分释放，整体配置比例近乎空白，相较 1% 的监管上限具备极为广阔的提升空间。随着试点机制稳步扩容、机构投研体系持续完善、宏观不确定性常态化，险资黄金常态化对冲配置比例有望稳步抬升，成为优化组合防御属性的重要增量方向。

表5: 国内黄金市场与险资配置核心数据对比（2023 年-2025 年）

数据板块	核心指标	2023 年	2024 年	2025 年	变动说明
国内黄金 ETF	年度资金净流入	286 亿元	523 亿元	1100 亿元	连续三年高增，增速逐年抬升
	年末总持仓	92 吨	115 吨	248 吨	2025 年同比+116%，实现翻倍
	年末管理规模（AUM）	705 亿元	1002 亿元	2418 亿元	2025 年同比+141%，爆发式增长
	四季度单季资金流入	132 亿元	246 亿元	510 亿元	2025Q4 创国内历史最强单季流入
险资配置指标	监管配置上限	—	—	1%	不超过上季末总资产（2025 年试点落地）
	行业可释放增量空间	—	—	约 2000 亿元	按 2025 年末保险资金运用余额 38.48 万亿元测算，其中 10 家试点机构可实际带来最高约 2000 亿元的合规黄金配置增量空间。

资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

（三）品种属性与配置定位：宏观对冲型卫星防御资产

1. 产品定义与核心属性

黄金是独立于主权信用体系、无经营主体、无信用违约风险、无到期兑付压力的标准化实物资产，区别于固收、权益、REITs 等依赖经营现金流或信用背书的资产品类，核心价值集中于风险对冲与价值保值，本身无经营性现金流、无固定票息，仅可通过租借业务获取少量浮动收益，属于典型的防御型卫星资产。当前险资合规配置的黄金品类，以上海黄金交易所场内标准化品种为主，涵盖黄金现货实盘、集中定价合约、场内黄金 ETF 及规范黄金租借业务，交易机制成熟、流动性充足、定价透明，适配险资大体量、低换手、严合规的运作特征。

2. 资产适配优势与配置边界

从适配优势来看，黄金与险资负债特征、风控要求、配置体系高度契合。其一，跨周期抗通胀，黄金价值与全球通胀走势深度绑定，可有效对冲货币宽松、物价上行引发的资产实际收益缩水，锁定组合长期真实收益。其二，超低相关性强分散，黄金价格走势独立于股、债、基建 REITs 等传统资产，能够打破大类资产同涨同跌桎梏，显著降低组合整体波动率。其三，尾部风险对冲能力突出，在地缘冲突、金融震荡、系统性恐慌等黑天鹅场景中避险属性凸显，可有效兜底组合下行风险，充当资产压舱石。其四，市场容量充足、运作规范，能够承接险资大体量资金配置，调仓灵活度高。

从配置边界来看，黄金存在天然属性短板，无法替代收益型底仓资产，配置比例具备严格约束。一方面，黄金无稳定经营性现金流、无固定分红付息收益，无法覆盖保险长期负债成本、支撑年度收益考核，不能作为组合收益核心来源；另一方面，黄金短期存在阶段性价格波动，不适合大比例重仓博弈，仅可作为小比例卫星对冲品种。该属性决定了险资黄金配置“只对冲、不投机、小比例、长持有”

的核心定位，与 REITs、固收等收益底仓形成明确分工、有效互补。

（四）险资参与方式与配置策略体系

国内险资黄金投资依托试点规则，已形成合规清晰、层级分明的标准化参与体系，适配头部险企与中小险企的差异化配置需求，全程坚守对冲定位、严控交易风险。

一是场内标准化品种长期配置模式。试点险企依托上海黄金交易所场内现货实盘、集中定价合约、黄金 ETF 等标准化工具，以中长期资产配置为核心目标，分批稳健建仓，搭建常态化黄金对冲底仓，杜绝短期波段投机，适配险资长周期考核机制。

二是规范黄金租借业务运作模式。头部试点险企可审慎参与合规黄金租借业务，对手方仅限持牌金融机构，严格控制单一对手方集中度风险，在坚守对冲定位的基础上小幅增厚闲置资产收益，实现稳健保值与适度增收兼顾。

三是极简战术微调模式。险企以宏观信号为核心依据，围绕全球流动性周期、通胀预期、地缘风险、美元走势等核心变量，对黄金底仓进行小幅区间调仓，严控交易频次与波动敞口，不追逐短期行情，始终维持组合防御属性稳定。

整体配置策略层面，险资形成“战略底仓为主、战术微调为辅”的成熟运作体系。战略端，依托 1%监管上限，搭建 0.5%-1%的常态化黄金对冲底仓，长期对冲通胀、地缘、流动性尾部风险，夯实组合防御底盘。战术端，基于宏观环境变化小幅优化仓位结构，兼顾配置稳定性与市场适配性，完全贴合保险资金低换手、稳运作、重长期的经营特征。

（五）典型案例

案例一：首批四大险企落地行业首单黄金交易

2025 年 3 月，在险资黄金试点政策落地后，人保财险、中国人寿、平安人寿、太平洋人寿四大头部险企同步获批成为上海黄金交易所首批保险会员机构，并分别落地行业首单差异化黄金交易，标志险资黄金标准化配置正式破冰。其中，人保财险完成行业首笔黄金竞价交易，以场内标准化竞价模式实现黄金现货建仓；中国人寿落地首笔黄金询价交易，适配大体量资金批量建仓需求；平安人寿完成首笔上海金集中定价交易，依托公允定价机制锁定长期底仓；太保寿险落地首笔黄金现货大宗交易，高效完成大额资产配置落地。四大险企差异化交易模式，分别覆盖竞价、询价、定价、大宗主流合规渠道，为全行业险资黄金场内标准化配置提供了完整落地范式，确立了“合规场内、长期配置、风险对冲”的核心运作基调。

案例二：平安体系黄金战略底仓布局

平安集团作为首批试点机构，坚持“纯对冲、不投机”的配置思路，将黄金纳入集团大类资产防御底仓体系，稳步推进额度落地，完成黄金现货、场内黄金 ETF 多元布局。2025 年黄金价格大幅上行，若以 2025 年 3 月险资试点建仓实时点测算，黄金资产存在较为可观的理论账面收益；在股债市场波动加剧、固收收益承压的环境下，有效对冲了组合净值回撤风险，显著平滑了全年资产收益波动。该案例充分验证，小比例、长周期的黄金卫星配置，能够有效补齐险资组合的尾部风险短板，实现“稳收益、抗波动、防风险”的配置目标，是头部险企完善全天候资产配置体系的典型实践。

案例三：多险企组团布局黄金 ETF

相较于头部险企现货大宗交易模式，中小险企以场内黄金 ETF 为核心工具，实现轻量化、低门槛、高灵活的对冲配置。2024 年末至 2025 年，中国平安、太平洋人寿、东吴人寿、陆家嘴国泰人寿等多家保险机构持续增持主流黄金 ETF，位列产品前十大持有人。黄金 ETF 凭借交易透明、跟踪误差小、流动性充足、无需实物交割的优势，适配中小险企小额、灵活、低运维成本的配置需求。在 2025 年金价持续创新高、宏观地缘风险反复扰动的背景下，险资通过黄金 ETF 常态化布局，有效对冲了通胀上行与货币波动风险，以轻量化标准化工具实现了组合防御属性升级，为中小险企落地黄金对冲配置提供了成熟参考范式。

（六）结论与风险

在低利率常态化、资产荒持续演绎、宏观不确定性加剧的市场环境下，黄金是保险资金完善全天候配置体系、补齐尾部风险对冲短板的核心卫星品类。区别于 REITs、固收等收益型底仓资产，黄金不承担增收职能，核心价值在于分散风险、抵御通胀、对冲尾部危机，与传统资产、另类收益资产形成梯度互补、风险分层的配置格局。随着黄金试点机制稳步成熟、市场体系持续完善，险资黄金常态化配置比例有望稳步提升，持续优化大类资产结构、平滑组合波动、提升跨周期防御能力。

风险层面需要重点关注四大核心约束：

一是宏观利率与汇率波动风险，全球无风险利率上行、美元走强将压制黄金估值，引发阶段性价格震荡，影响组合短期账面表现；二是市场情绪与资金波动风险，黄金 ETF 资金大幅进出、市场投机情绪切换，可能导致短期价格剧烈波动，扰动组合净值稳定性；三是政策合规风险，黄金试点规则、交易管控、对手方监管要求调整，将直接影响险资配置模式与业务落地节奏；四是配置效率风险，黄金无内生收益，若宏观环境趋于平稳、风险事件出清，高比例配置将拖累组合整体收益水平，需严格把控配置上限与仓位节奏。

FOF/MOM

FOF/MOM 作为专业化大类资产配置工具，能够有效弥补保险机构投研边界不足、小众赛道覆盖有限的短板，是险资轻量化布局另类资产、实现专业分工、提升配置效率的重要载体。近年来，随着另类资产品类扩容、市场精细化程度提升，保险机构 FOF/MOM 委托投资规模持续高速增长，已成为险资参与私募信贷、小众商品、早期科创股权、海外另类等非标资产的主流轻量化落地方式，有效拓宽险资另类投资边界。

（一）FOF/MOM 的险资筛选标准

受偿付能力监管、负债刚性赔付、长周期考核及合规风控约束，险资不可盲目配置全市场 FOF/MOM 产品，需结合自身负债久期、风险容忍度与资本占用要求，搭建精细化筛选体系，核心涵盖五大维度：**一是配置框架成熟**，具备宏观研判与周期轮动能力，可动态调整资产及策略权重，适配跨周期配置需求；**二是风控体系严苛**，产品回撤、波动率可控，风险收益比优异，具备完善的仓位管控、分散配置及止损机制；**三是管理人优质稳定**，投研团队经验扎实、人员稳定，拥有成熟的子管理人筛选与投后跟踪迭代体系，中长期业绩稳健可追溯；**四是资本效率优良**，权益、另类资产仓位可控，偿付能力资本消耗偏低，适配险资监管考核规则；**五是运作透明适配**，信息披露规范、申赎机制清晰，产品久期贴合险资负债周期，兼顾配置稳定性与调仓灵活性。基于上述筛选标准，FOF/MOM 可划分为三级配置

梯队，精准适配不同险企的偿付能力、负债结构与风险偏好。

表6：保险资金 FOF/MOM 三级差异化配置梯队

配置梯队	涵盖品类	配置定位
第一梯队 (核心重仓)	固收+FOF、稳健型 MOM、 纯债增强 FOF	以固收资产为底仓、小幅权益与另类增强，回撤极低、收益稳定、 资本占用少，匹配险资底仓配置需求，作为组合稳健收益基本盘
第二梯队 (标准补充)	平衡型 FOF、多策略对 冲 MOM、宏观配置 FOF	股债均衡、多策略对冲，波动适中、收益弹性充足，能够穿越牛 熊周期，丰富组合收益来源，适配绝大多数险资“固收+”增厚 需求
第三梯队 (适度精选)	权益优选 FOF、行业主 题 FOF、进取型 MOM	权益弹性突出、收益增厚空间大，但波动与回撤相对更高，仅适 配偿付能力充足、风险偏好适中的大中型险企小额布局

资料来源：国信证券经济研究所整理

（二）业务空间测算：监管框架与配置潜力

监管体系持续放开、投资工具持续扩容，为险资规模化布局 FOF/MOM 产品提供了完善的制度支撑。保险资金投资公募 FOF、私募 FOF 及 MOM 产品均属于合规标准化投资品类，核心监管框架依托《保险资金运用管理办法》（银保监会 2018 年第 1 号令），明确保险资金可合规投资各类证券投资基金及委托外部专业机构投资管理产品，为 FOF/MOM 配置奠定基础合规框架。同时，配套大类资产比例差异化监管、长周期考核机制改革，持续弱化短期净值波动考核压力，鼓励险资依托外部专业管理人体系开展多元化、多策略配置，进一步打开 FOF/MOM 增量配置空间。

从市场扩容空间来看，国内 FOF/MOM 行业进入规范化、规模化高速发展阶段，产品体系持续完善、策略日趋丰富、管理人专业化程度持续提升。截至 2026 年 6 月末，国内公募 FOF 存续规模达 3358 亿元，私募 FOF、券商 MOM、银行 MOM 等全市场多策略组合产品规模持续扩容，覆盖稳健固收增强、平衡多策略、权益优选、宏观对冲等全品类策略，能够全方位匹配险资分层配置需求。伴随机构专业化分工深化、委外投资规范化发展，FOF/MOM 凭借专业投研、分散风险、平滑收益的核心价值，成为机构投资者增量配置的核心方向，可为险资提供充足可投标的储备。

图15: FOF 基金市场规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从行业配置现状来看，当前险资 FOF/MOM 整体配置比例仍处于低位，增量空间广阔。中小险企受限于投研团队人员不足、策略储备有限、主动管理能力偏弱，具备强烈的委外配置需求；头部险企为进一步丰富策略维度、分散单一团队投资风险，也持续通过 FOF/MOM 引入外部优质管理人策略，实现内外投研互补。在低利率、高波动市场常态化背景下，FOF/MOM 的跨周期平滑能力、专业赋能能力愈发凸显，未来险资配置比例有望持续稳步抬升。

（三）核心品类稳健固收增强 FOF/MOM：低波动底仓核心品种

1. 产品定义与适配逻辑

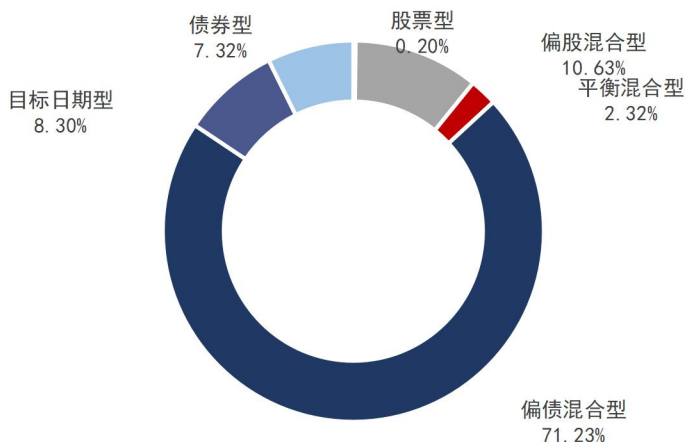
稳健固收增强型 FOF/MOM 以利率债、高等级信用债、政策性金融债等纯固收资产为核心底仓，辅以少量可转债、利率互换、小额权益、REITs 等资产做收益增强，整体以“稳收益、低波动、控回撤”为核心目标，是 FOF/MOM 品类中风险最低、收益最稳定、适配性最强的核心品种。产品策略保守、资产分散充分、权益敞口严格受限，净值走势平稳，极端行情回撤可控。

该品类高度适配险资底仓配置需求：一是收益确定性强，依托高等级固收底仓锁定基础收益，小幅增强资产增厚超额收益，长期回报稳健可持续；二是波动极低，整体净值曲线平滑，能够有效平抑保险组合整体波动；三是资本占用优势明显，权益敞口小、风险权重低，适配险资偿付能力监管要求；四是久期灵活可调，可根据保险负债久期动态匹配资产久期，优化资产负债匹配效率。

2. 险资参与方式与市场规模数据

险资布局稳健固收增强 FOF/MOM 以长期底仓配置、定额布局、持有为主的模式为主，极少短期波段交易，核心用于替代传统纯债产品，提升固收组合收益水平。目前固收增强类 FOF/MOM 是险资配置规模最大、认可度最高的组合类产品，中小险企配置占比尤为突出。截至 2025 年末，全市场公募固收增强 FOF 存续规模超 2000 亿元，产品供给充足、策略成熟、运作规范，持续为险资提供低波稳收益配置标的。

图16: 2026 年 6 月末 FOF 构成及占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

3. 典型案例

2024-2025 年, 复星保德信人寿、中宏人寿、北部湾财险等中小型寿险、财险公司集中加码固收增强 FOF、稳健型 MOM 委外配置, 针对性弥补自身投研短板、破解低利率底仓收益下行困境。其中, 复星保德信人寿聚焦低波稳健配置思路, 2025 年持续落地券商资管定制化稳健 MOM 组合, 以长久期高等级利率债、政策性金融债为核心底仓, 搭配小额可转债、量化对冲策略小幅收益增强, 通过外部管理人专业化信用甄别与动态久期调整能力, 严控信用违约与利率波动风险, 其固收增强类 MOM 组合 2025 年度净值表现稳健, 回撤控制优于行业普通固收产品, 有效夯实账户底仓收益。同时, 中宏人寿、北部湾财险等中小机构批量配置信银理财慧盈象固收增强 FOF、财通资管低波债券 FOF 等标准化产品, 该类产品以 80% 以上高等级固收资产为压舱石, 小幅分散配置权益、黄金、可转债资产增厚收益, 成立以来年化收益稳定在 4.6%-4.8% 区间, 最大回撤严格控制在 1% 以内。相较于中小险企自主纯债投资, 该类固收增强 FOF/MOM 产品无需耗费大量投研人力, 即可实现“稳底仓+微增强”的配置效果, 适配中小险企人员配置精简、风控严格、追求稳健复利的投资特征, 成为现阶段中小险企优化固收底仓、对冲资产荒压力的核心抓手。

(四) 核心品类平衡多策略 FOF/MOM: 跨周期收益增厚工具

1. 产品定义与适配逻辑

平衡多策略 FOF/MOM 采用“股债均衡、多策略对冲、跨资产轮动”运作模式, 固收资产提供安全底仓, 权益、商品、对冲策略提供收益弹性, 通过宏观择时、风格轮动、管理人优选实现跨周期收益增厚。产品不押注单一市场、不固化单一风格, 在牛市增厚收益、熊市控制回撤、震荡市打磨超额收益, 跨周期适配能力极强。

对险资而言, 平衡型 FOF/MOM 是“固收+”组合的中坚配置品种: 一方面, 相比纯固收产品具备更高的收益弹性, 能够突破传统固收收益瓶颈; 另一方面, 相比直接股票、单一权益基金波动显著更低, 风险收益比更优。能够有效弥补险资自主

权益择时能力短板，通过外部专业大类资产配置能力，实现组合风险收益的最优平衡，适配大部分大中型险企的核心增厚需求。

2. 险资参与方式与市场规模数据

险资参与平衡多策略 FOF/MOM 形成“核心底仓打底、动态调仓优化、长期持有增厚”的成熟模式。头部险企将其作为权益替代、收益增厚的核心工具，中小险企将其作为多元化布局、优化资产结构的重要抓手。现阶段全市场平衡型 FOF、宏观多策略 MOM 产品持续扩容，策略体系日趋完善，成为机构投资者增量配置主力，可为险资持续提供优质跨周期配置工具。

3. 典型案例

2025 年，平安人寿、人保寿险、泰康人寿等头部险企集中落地多策略 MOM 委外配置项目，依托专业资管机构打造定制化平衡型 MOM 账户，践行多策略对冲、跨周期轮动配置模式。其中，平安人寿于 2025 年 3 月设立平安基金-平安人寿混合配置 5 号 MOM 单一资管计划，聚焦股债均衡、宏观对冲、风格轮动策略，通过遴选多类风格外部管理人、分散策略敞口，规避单一市场波动风险；人保寿险依托人保资管多元配置 MOM 产品，兼顾固收底仓稳健收益与权益、商品小幅增强收益；泰康人寿通过外部头部管理人定制多策略 MOM 组合，平衡波动与收益弹性。该类产品通过价值、成长、红利、量化对冲多策略分散布局，在 2025 年权益震荡、利率窄幅波动的市场环境中，持续兑现稳健超额收益，组合净值稳定性显著优于普通主动权益组合，精准落地“平滑波动、稳健增厚”的固收+配置目标。

（五）核心品类权益优选 FOF/进取型 MOM：弹性收益增厚品种

1. 产品定义与适配逻辑

权益优选 FOF 与进取型 MOM 以权益资产为核心配置方向，通过优选股票型、偏股混合型、量化权益类优秀管理人，结合风格分散、行业均衡、动态仓位调整，最大化捕捉权益市场超额收益，属于高弹性、高收益潜力的增厚型资产。产品收益弹性突出，能够充分分享资本市场长期成长红利。

该类标的适配险资差异化增厚需求：适合偿付能力充足、风险容忍度相对更高、追求长期超额收益的大中型险企，以小比例仓位布局，不冲击整体组合稳健性的前提下，增厚整体组合收益。通过 FOF/MOM 优选外部顶尖权益管理人，弥补险资内部权益投研覆盖不足、选股能力有限的短板，实现权益能力外溢。

2. 险资参与方式与市场规模数据

险资布局权益类 FOF/MOM 坚持小额分散、精选头部、长期持有、严控回撤的核心策略，严格控制整体仓位占比，避免权益敞口集中风险。2024-2025 年，资本市场机构化、专业化程度持续提升，优秀权益管理人超额收益持续分化，优质权益 FOF、量化 MOM 产品持续扩容，为险资提供精细化、专业化权益布局工具，成为险资权益增量配置的重要补充。

3. 典型案例

上市险企精选权益 FOF，布局长期成长红利

2025 年，中国人寿、友邦人寿、大家人寿等偿付能力充足的上市险企，持续小幅加码权益优选 FOF 精细化布局，聚焦科创成长、高端制造、专精特新等高成长性赛道。其中，中国人寿通过公募头部机构权益 FOF 产品，分散布局多赛道、多风格优质权益管理人，规避个股与行业集中风险；友邦人寿、大家人寿依托均衡型

权益 FOF 工具，以小比例仓位参与权益市场行情，兼顾收益弹性与组合稳定性。相较于险企自主择时重仓模式，FOF 模式依托专业管理人投研能力、动态风控体系与风格均衡配置优势，在保留权益长期增值潜力的同时，大幅降低单一标的暴雷、单一风格回撤风险，成为头部险企精细化布局权益市场、增厚长期组合收益的标准化工具。

（六）结论与风险

在低利率常态化、资产荒持续、资本市场波动加剧的行业环境下，FOF/MOM 是保险资金补齐投研短板、优化大类资产结构、完善“固收+”配置体系的核心可选品类。稳健固收增强 FOF/MOM 构筑超低波动固收替代底仓，平衡多策略 FOF/MOM 夯实跨周期收益增厚基本盘，权益优选 FOF/进取型 MOM 提供弹性超额收益，三类产品梯度互补、风险分层，形成适配不同险企负债特征、偿付能力水平与风险偏好的完整配置体系。伴随资管行业专业化分工深化、险资委外体系规范化发展、长周期考核机制落地，FOF/MOM 在险资大类资产配置中的占比有望持续提升，成为险资平滑周期波动、突破收益瓶颈、实现稳健增值的重要工具。

风险层面需要重点关注五大核心约束：

一是管理人风险，外部投资管理人存在策略漂移、风格不稳定、团队流失、业绩变脸等问题，可能导致产品收益不及预期、波动放大；**二是**策略失效风险，市场风格快速切换、宏观环境剧烈变化，可能导致原有大类资产配置策略、对冲策略阶段性失效，超额收益回落；**三是**叠加波动风险，权益敞口、衍生品工具运用会带来阶段性净值波动，极端市场环境下仍存在回撤压力；**四是**流动性风险，部分定期开放、持有期型 FOF/MOM 产品存在申赎限制，险资应对负债流动性波动时存在调仓约束；**五是**双层费用风险，FOF/MOM 存在母基金管理费+底层子产品费用的双层费用结构，长期可能对超额收益形成一定侵蚀。

总结及建议

在全球低利率常态化、国内优质固收资产稀缺、资本市场波动加剧的宏观新格局下，传统股、债、存款等标准化资产收益中枢持续下行、投资同质化问题凸显，已难以覆盖保险行业刚性负债成本、支撑长期稳健经营目标。另类资产凭借久期灵活、收益多元、与公开市场低相关、深度锚定实体产业的核心禀赋，彻底突破了传统标准化资产的配置瓶颈，成为新时代保险资金穿越利率周期、缓释系统性风险、增厚组合收益、构筑差异化核心竞争力的核心战略引擎。

对于保险资管机构而言，另类资产不再是传统固收配置的补充工具，而是优化资产负债匹配、破解利差损压力、实现跨周期稳健增值的核心抓手，更是行业摆脱同质化价格竞争、依托实体产业深耕培育专属投资能力、构建长期经营壁垒的核心突破口，是险资实现高质量转型发展的关键支撑。

结合保险资金长久期、重安全、稳现金流、控尾部风险的核心属性，以及五类另类资产的风险收益特征、功能定位差异，国内险资可搭建适配自身负债约束与监管要求的“核心底仓稳健打底+卫星资产弹性增效”的立体化另类配置体系，实现安全性、收益性、流动性与久期匹配性的动态平衡。

1. 核心底仓组合：筑牢组合安全垫与收益基本盘

核心组合以现金流稳定、风险可控、久期适配性强的稳健型另类资产为主体，承担“防御盾牌”职能，持续为投资组合输出确定性基础收益，精准匹配保险负债

刚性赔付需求，守住行业经营安全底线。核心配置品类以另类债权与公募 REITs 为主：其一，基础设施债权计划、不动产债权计划、优质私募信贷等另类债权资产，依托实体项目持续经营性现金流实现本息兑付，存续期长、收益稳定、抗周期能力强，是险资另类体系中规模最大、安全性最高的底仓资产；其二，公募 REITs 依托法定高比例分红机制，能够持续输出类固收稳定现金流，同时实现非标不动产资产标准化、流动化转型，有效优化组合收益结构、平滑市场波动。二者协同发力，共同构筑险资稳健投资的核心底盘，持续覆盖负债成本、对冲利率下行风险。

2. 卫星增效组合：拓宽收益边界、博取超额回报

卫星组合以高成长、高弹性、具备溢价空间的多元化另类品类为补充，承担“进攻利剑”职能，依托一级市场价值挖掘、实体产业成长红利与跨周期对冲能力，突破传统资产收益天花板，为组合增厚超额收益、打造差异化竞争优势。卫星资产主要包含私募股权、黄金资产、FOF/MOM 工具及优质高收益另类债权：私募股权依托企业内生成长、产业整合与估值修复，捕捉二级市场无法覆盖的价值洼地，长期超额收益显著，是险资增厚长期收益弹性的核心抓手；黄金资产凭借零信用风险、低相关性、抗通胀、对冲尾部风险的属性，作为专属宏观对冲工具，完善组合全天候防御体系；FOF/MOM 轻量化工具则打破险资投研边界局限，实现小众赛道、多元策略的分散化布局，补齐专业化配置短板。多品类卫星资产功能互补、风险分散，在严控整体组合风险的前提下，持续放大长期收益空间。

我们对下一步险资加大另类资产构建的具体建议如下：

第一，坚守现金流优先的底层投资哲学，筑牢稳健经营根基

相较于市场化资管产品的短期逐利逻辑，保险资金另类投资的核心底线是负债成本覆盖与持续现金流回流。无论底仓资产还是卫星资产布局，均需以可持续、可预判、稳定的内生经营性现金流为核心评审标准，优先布局基建、保障性住房、仓储物流、成熟实体企业等抗周期、稳收益赛道，严控无稳定现金流、依赖估值博弈的高风险资产准入。通过依托底层资产常态化现金流兑付，持续应对保单赔付、退保、满期兑付等刚性支出，从根源上规避流动性风险与利差损风险，契合险资审慎稳健的经营本源。

第二，拥抱金融产品创新，依托标准化工具拓宽配置边界

面对传统优质资产供给收缩、资产荒常态化的行业格局，险资需主动依托金融创新工具破解配置痛点、盘活存量资产。一方面，充分利用公募 REITs、ABS 等标准化创新产品，实现传统非标不动产、存量债权资产的“非标转标”，兼顾长期收益属性与标准化流动性优势，拓宽合规配置边界、优化资产流动性结构；另一方面，依托 FOF/MOM、标准化私募信贷等轻量化工具，降低小众赛道、新兴产业的布局门槛，弥补内部投研与项目储备短板，实现另类资产规模化、专业化、精细化布局，适配大中小各类险企的差异化配置需求。

第三，秉持长期价值投资理念，发挥长久期资金专属优势

保险资金久期长、资金稳定、考核周期长效、短期兑付压力可控，具备天然的长期价值投资禀赋，与另类资产长周期锁定期、赚取非流动性溢价的属性高度契合。险资需彻底摒弃短期波段交易、行情博弈的思维，坚持长期产业投资逻辑，深耕高端制造、科技创新、绿色基建、民生保障等政策导向优质赛道，陪伴实体企业长期成长，持续赚取产业成长、估值修复与产业整合带来的长期复利收益。同时借鉴耶鲁模式、大都会人寿等海外成熟机构的长期配置经验，弱化短期净值波动

约束，拉长投资考核周期，依托跨周期配置能力穿越市场波动，实现资产长期稳健增值与服务实体经济的双向赋能，推动保险另类投资行稳致远、长效发展。

风险提示

若宏观经济增速不及预期，将压制保险行业整体景气度，比如保费收入不及预期等；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。

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