

从上海直接融资“20 条”理解科技企业全生命周期金融服务——区域经济系列研究（三）

核心观点

上海发布的《上海市充分发挥直接融资功能 进一步加强科技金融服务的若干措施》（以下简称“上海 20 条”）标志着地方政府科技金融政策的思维重心转向系统性的制度建设。其核心逻辑在于打通募、投、管、退全链条的制度堵点，旨在构建一个能够陪伴科技企业全生命周期成长的综合性政策工具包。本文通过逐条解读《上海 20 条》的创新要点，展示了地方政府科技金融政策体系的图景，也展示了政策如何针对企业在不同发展阶段的差异化融资需求，提供精准、连贯的金融支持。对于其他省市而言，《上海 20 条》提供了一个可资借鉴的完整政策图谱，各地可结合自身资源禀赋，因地制宜地选择和组合政策工具，打造陪伴本地科技企业成长的政策体系。

摘要

2026 年 7 月 23 日，上海市委金融办等 9 部门联合印发《上海市充分发挥直接融资功能 进一步加强科技金融服务的若干措施》，围绕提升早期投资领投定价能力、构建股权投资接续机制、发挥资本市场枢纽作用、丰富多元长期资本供给、优化配套制度环境五大板块提出 20 条举措。

本报告对《上海 20 条》进行了逐条拆解和深度解读，认为其政策核心在于构建一个覆盖科技企业全生命周期的金融支持体系。在早期阶段，通过探索慈善捐赠、认定合格天使投资人等方式解决定价难题；在成长期，通过设立 S 母基金、升级份额转让平台等方式构建接续机制；在成熟期，通过推动科创板改革、便利再融资等方式发挥资本市场枢纽作用。同时，政策着力丰富社保、保险、CVC 等长期资本供给，并通过优化国资考核、建设直接融资试验区等措施优化配套环境。

风险提示：（1）政策协同落地节奏存在不确定性；（2）早期项目定价机制的有效性有待验证；（3）资本市场改革推进节奏受多重因素制约；（4）长期资本参与早期投资的规模和意愿存在波动。

多元金融

维持

强于大市

赵然

zhaoran@csc.com.cn

021-68801600

SAC 编号:S1440518100009

SFC 编号:BQQ828

李梓豪

lizihao@csc.com.cn

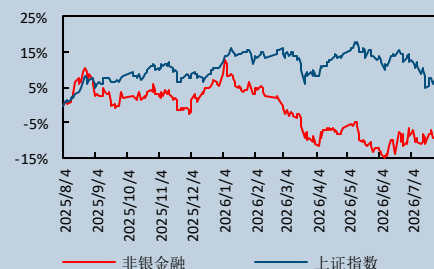
010-56135214

SAC 编号:S1440524070018

SFC 编号:BXU681

发布日期：2026 年 08 月 07 日

市场表现



相关研究报告

26.07.28	【中信建投非银金融】：周报 20260724：年内预定利率预计保持稳定，储蓄险长期竞争优势不改
26.07.26	【中信建投非银金融】：市场的 K 型火热与负债端相对理性——公募行业季度综述（2026 年 2 季度）
26.07.21	【中信建投非银金融】：私募股权投资市场月报(2026 年 6 月)
26.07.20	【中信建投非银金融】：周报 20260717：成交回落不改景气底色，估值低位仍看好非银板块
26.07.15	【中信建投非银金融】：消费金融 ABS 和金融债月报（2026 年 6 月）（更新）

目录

一、《上海 20 条》逐条拆解和解读.....	1
（1）提升早期投资领投定价能力（第 1 至 4 条）	1
（2）构建完善股权投资接续机制（第 5-9 条）	3
（3）发挥资本市场关键枢纽作用（第 10-12 条）	5
（4）丰富多元长期资本供给（第 13-15 条）	8
（5）优化配套制度环境（第 16-20 条）	9
二、从《上海 20 条》理解地方政府科技金融政策工具	11
风险分析.....	13

一、《上海 20 条》逐条拆解和解读

《上海 20 条》全文 5 大板块 20 条举措，可归纳为 5 条相互衔接的科技金融痛点：定价机制解决敢不敢出价的问题，接续机制解决中场怎么退的问题，资本市场改革解决终点通不通的问题，长期资本供给解决大钱愿不愿来的问题，考核激励改革解决国资敢不敢陪跑的问题。这 5 条线索构成一个正向循环的制度闭环：考核改革让国资敢投早，长钱入场让 GP 陪得起，S 生态让 LP 退得出，资本市场包容让企业上得去，成功的退出案例又反过来强化长钱的配置信心。

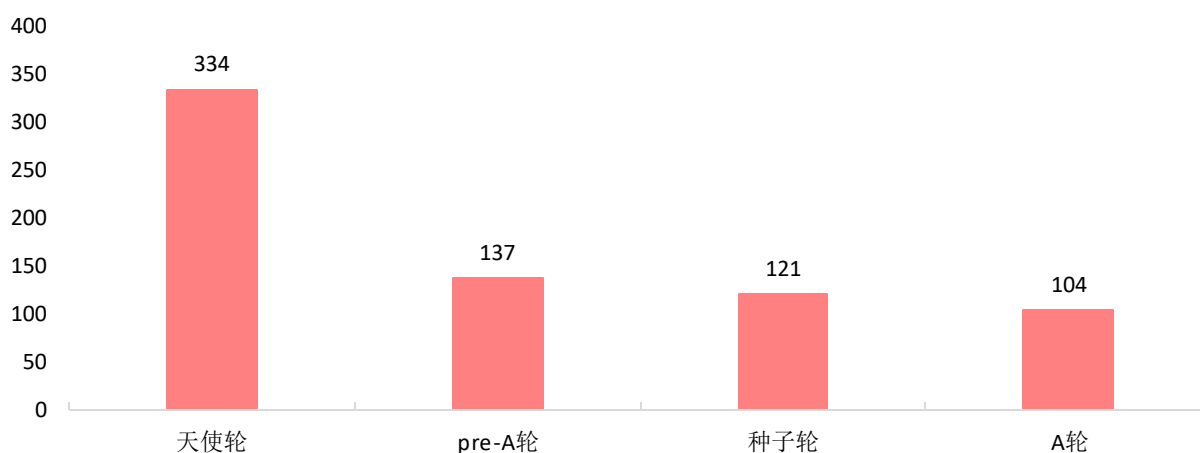
（1）提升早期投资领投定价能力（第 1 至 4 条）

第 1 条：提升天使投资社会组织功能。强化国资整合赋能，打造上海天使会升级版。率先探索形成“合格天使投资人”认定标准，推动人员落户、就医服务等方面便利化，促进天使投资人群体在沪集聚。综合运用份额转让、S 基金交易、企业挂牌等多种手段建立天使投资流通机制。（市委金融办、市国资委、市人才局按职责分工）

本条提出率先探索形成合格天使投资人认定标准，并配套落户、就医等人才便利化措施。这是全国范围内首次将天使投资人作为一类专门人才群体进行制度化认定，并以城市公共服务资源进行实质性激励。同时，综合运用份额转让、S 基金交易、企业挂牌等多种手段建立天使投资流通机制，为天使投资这一流动性较弱的资产类别提供了退出路径设计。2026 年 4 月 19 日，由上海国投公司、上海科创金融研究院和上海天使会联合主办的 2026 天使投资大会中披露，上海天使会成立两年以来，已聚集了数百名天使投资人、400 家投资机构，累计路演硬科技项目超 300 个，服务了超过 1000 家科创企业和科技创业者。

据烯牛数据 MCP 数据，截至《上海 20 条》发布的 7 月 23 日，2026 年上海已披露融资事件 916 起，其中天使轮 334 起、Pre-A 轮 137 起、种子轮 121 起、A 轮 104 起，占比分别约为 36.5%、15.0%、13.2%和 11.4%——仅天使轮就超过总量的三分之一，四个早期轮次合计占比高达 76.1%。天使轮不仅是科创企业从 0 到 1 的“第一口粮”，更是整个股权投资接续机制的源头活水。

图表 1：2026 年上海市已合计披露融资事件的轮次结构（截至 2026/07/23）



资料来源：烯牛数据 MCP，中信建投证券

第2条：优化天使投资出资机制。探索**国有资本、社会资本等以慈善捐赠等形式对早期科创项目给予资金支持**。支持产业资本投资种子基金、天使基金及早期项目，依法依规对所属产业集团给予政策支持。鼓励我市各类引导基金、母基金支持专注于硬科技、投长期的天使投资基金。（市国资委、市经信委、市规划和自然资源局、市生态环境局、市发改委、市科委、市财政局按职责分工）

本条最具突破性的思考是提出探索以“慈善捐赠”形式支持早期项目，这其实是科技金融认知的大转变——承认了从0到1的原始创新具有公共品属性，其资金属性更接近公益资本而非商业资本。这为各地政府引导基金、产业资本、国有资本如何与慈善信托、社会捐赠资金结合，共同分担源头创新的高风险，而不再局限于追求财务回报的单一维度，提供了全新的制度试点。

上海市天使投资引导基金是上海市人民政府设立，由上海创业接力科技金融集团受托管理，按照市场化方式运作的政策性基金，旨在发挥财政资金的杠杆效应和引导作用。截至目前，上海市天使投资引导基金已过会基金超过140支，总规模超过170亿元，覆盖了1400余家被投企业，持续鼓励天使投资企业对初创期企业实施股权投资，提供高水平创业指导及配套服务，助推初创期创新型企业快速成长。同时鼓励社会资本参与天使投资母基金，促进机构化天使投资企业发展。

第3条：强化国有资金引领功能。加快设立**上海社保科创基金**，遴选专业市场化投资机构组建专项子基金，打造领投定价“风向标”。支持**长三角创业投资引导基金、未来产业基金**等精准识别领投定价能力强的早期投资机构及团队，在子基金遴选中给予支持。我市股权投资集聚区加强综合服务，吸引优质早期投资机构及团队在沪发展集聚。鼓励早期投资机构与我市概念验证平台等开展合作对接，**引导资金重点投向“中试-产业化”等关键阶段**，为科技企业实现跨越式发展提供充足资金支持。（市国资委、市财政局、市委金融办、市发改委、市科委按职责分工）

本条的核心是“定价”，是一个三段式递进的安排，先树标杆、再聚主体、最后落场景。（1）先立定价标杆，明确提出加快设立上海社保科创基金，成为领投定价的“风向标”。依托社保基金作为国家级长期资本的信用背书与风险耐受度优势，给出市场公认的估值基准。（2）再聚集定价主体，将“领投定价能力”作为主要筛选标准，支持长三角创业投资引导基金、未来产业基金等政府引导类基金，择优遴选具备专业定价能力的早期投资机构及团队。同时通过股权投资集聚区的综合服务配套，吸引更多优质早期投资机构在沪集聚，逐步形成专业化的定价主体梯队，让国资的定价引导作用有可靠的承接载体。（3）最后落地定价场景，引导早期投资机构与概念验证平台、中试平台等科创服务载体对接，将资金重点投向“中试-产业化”。这样既有平台的专业技术判断作为估值参考，又能通过国资投入明确项目的产业价值，形成“技术+资本”双重背书的公允定价，向社会资本释放清晰的引导信号，带动更多社会资本跟进。

图表2：如何实现国有资本引领早期项目定价？

步骤	支持制度	核心主体
确立定价标杆	成为领投定价的“风向标”。依托社保基金作为国家级长期资本的信用背书与风险耐受度优势，给出市场公认的估值基准	上海社保科创基金
聚集定价主体	1. 择优遴选具备专业定价能力的早期投资机构及团队，如长三角创业投资引导基金、未来产业基金等； 2. 吸引更多优质早期投资机构在沪集聚，逐步形成专业化的定价主体梯队	精准识别领投定价能力强的早期投资机构及团队

落地定价场景

引导早期投资机构与概念验证平台、中试平台等科创服务载体对接

概念验证平台、中试平台

资料来源：沪委金融办，中信建投证券

第 4 条：完善评估定价机制。支持**技术交易所、数据交易所**等汇集早期科技企业的研发、专利、人才等数据，为投资机构提供便捷、高效的查询与应用服务。发挥**上海未来启点社区**作用，联动科学家、创业者及投资人等多方主体，为提升投资机构对前沿科技及未来产业理解与认知、强化决策判断及投资引领能力等提供支持。鼓励**证券公司等专业研究队伍研究领域向一级市场延伸覆盖**，提升针对早期科创项目的价值发现、估值定价能力。（市数据局、市经信委、市科委、上海证监局按职责分工）

紧接上条，早期项目“定价难”这个痛点的原因有很多，本条一一实现针对性解决，例如：

（1）**提供充足的企业数据**，鼓励技术交易所、数据交易所等数据库机构汇集初创企业的各类数据，包括但不限于研发数据、专利数据、人才数据等，弥补非上市企业缺少财报、信息披露少的痛点；

（2）**提供科技项目的“投资者教育”，补充机构认知**。如未来启点社区、WeStart 投早投小联盟。其中，上海未来启点社区由上海未来产业基金和上海市科委发起，是一个开放的人才服务平台，为颠覆性技术领域创业者提供孵化服务。这个社区不仅为很多投身创业的科学家补充产品意识、市场经验和管理能力的认知，还把科学界、产业界、投资界的人才和资源集聚起来，提升 LP/GP 对于前沿科技及未来产业理解与认知。

（3）**鼓励券商研究覆盖一级市场**，为 LP/GP 的早期判断提供一个可被第三方交叉验证的研究体系。站在券商角度，通过投研、投资、投行、投顾四项业务联动，把 IPO 专业定价能力用在早期科创项目上，这既能给国资等长期资本提供第三方估值参考，帮它们判断项目价值、降低决策风险，也能破解早期项目定价难的问题，撬动更多长期资本投早投小。

（2）构建完善股权投资接续机制（第 5-9 条）

第 5 条：构建投资接续长效机制。加快与全国社保基金会合作设立优选项目基金，建立资本接力、协同赋能的长效机制。研究设立 S 母基金，引导更多 S 基金在沪集聚，吸引**保险公司、金融资产管理公司（AIC）、金融资产管理公司（AMC）等多种主体出资设立 S 基金或参与份额交易**。探索推动将 S 基金纳入嵌套层级豁免范围。（市国资委、市委金融办、市财政局、市发改委、市经信委、上海证监局、人民银行上海市分行、上海金融监管局按职责分工）

本条的核心是搭建 S 基金生态。提出研究设立“S 母基金”，是为 S 基金提供稳定的资金来源，解决“钱从哪里来”的问题（S 基金的 LP）。同时，把保险、AIC、AMC 等长久期的资本也纳入 S 基金背后的 LP 的范围。据麦肯锡《Global Private Markets Report 2026》报告，2025 年全球私募股权二级市场交易额增长 48% 至 2400 亿美元，其中 GP 主导的接续基金交易额达 1150 亿美元。上海此举顺应了全球流动性解决方案主流化的趋势，为全国解决基金到期退出难题提供了“上海方案”。

第 6 条：提升基金份额转让平台功能。增强上海**私募股权与创业投资份额转让平台功能**，打造私募股权二级市场升级版，依托大模型、区块链等完善基金份额估值体系，鼓励开展接续型、重组型等创新交易。探索将份额转让平台转让服务范围扩大至全国，吸引各类国资和市场化份额挂牌交易。**支持我市政府投资基金、国资**

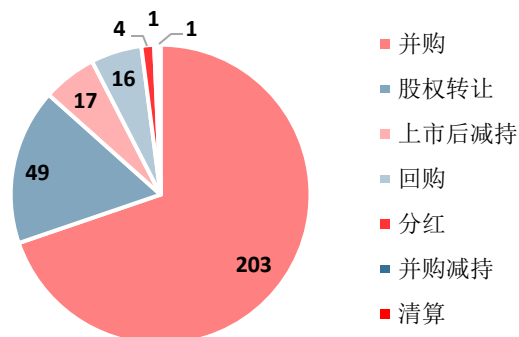
基金及其投资的企业股权通过份额转让平台退出，完善估值交易流程，提高退出效率，为规范关联交易、提升合规水平等提供助力。（市委金融办、上海证监局、市财政局、市国资委按职责分工）

本条旨在将份额转让平台从一个区域性交易场所升级为国家级基础设施。提出依托大模型、区块链等技术完善估值体系，是解决 S 交易中“定价难”。本条明确支持国资基金通过平台退出，为国资的合规退出提供了一条制度通道，这对于盘活庞大的国资存量至关重要。

第 7 条：健全科技并购生态体系。持续强化上市公司并购科技企业审核标准公开，支持交易双方以多元化的评估方法为基础协商确定交易作价。发挥第三方市场化服务平台功能，建设科技企业并购案例库和估值数据库。**推动科技企业适用简易审核程序典型案例落地，鼓励开展第三方并购。**做好国家级并购基金对接服务，发挥我市国资并购基金矩阵作用，吸引集聚市场化并购基金，围绕科技企业产业链开展并购交易。鼓励国内保险公司与海外机构开展技术合作，开发并推出本土化并购保险产品。（市委金融办、市经信委、市科委、上海证监局、上海金融监管局、上交所、市发改委、市国资委按职责分工）

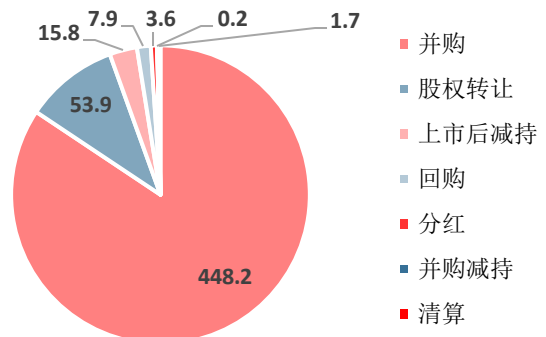
本条从五个维度系统地培育并购市场：审核透明、估值数据库、简易审核程序、国资并购基金矩阵、本土化并购保险。其中，“建设科技企业并购案例库和估值数据库”与“开发本土化并购保险产品”是填补国内空白的关键举措。据清科研究中心数据，2026年上半年中国股权投资市场并购退出案例数达368笔，同比上升94.7%，并购已成为 VC/PE 退出的第二主通道。上海的做法表明，培育并购市场不能仅靠喊口号，而要通过搭建信息基础设施和风险分担机制，切实降低产业并购的交易成本和风险。

图表3： 2025 年以来上海市退出案例数量



资料来源：清科私募通，中信建投证券；截至2026/07/23

图表4： 2025 年以来上海市退出案例规模（亿元人民币）



资料来源：清科私募通，中信建投证券；截至2026/07/23

第 8 条：优化一二级市场投资接力。做好科创板重点硬科技企业规范培育工作、境外上市沟通协调工作和创业板地方政府推送企业信息工作，市区联动做好企业合规辅导，支持我市重点科技企业对接境内外资本市场。优化面向科技企业的上市辅导体系，整合中介机构资源，提供精准的资本市场培训与对接服务。**支持设立基石投资基金，并为其跨境投资提供审核备案汇兑等便利。**鼓励公募基金、银行理财等资产管理机构设立更多科创主题 ETF 基金、科创理财产品等，培育二级市场科技投资力量。（市委金融办、市经信委、市科委、市发改委、上海证监局、上海金融监管局、上交所按职责分工）

本条逻辑是“接力”——一级市场培育企业，政府做好合规辅导，基石基金在发行端提供确定性，公募 ETF 和理财资金在二级市场承接。其中，“支持设立基石投资基金并为其跨境投资提供便利”颇具新意。基石投资基金是指专项以战略投资者身份参与科技企业境外 IPO、为其上市发行提供信用背书与定价锚定的长期资本载体。

以上实集团与国泰海通联合发起的沪港新兴产业基石基金为典型，目标规模 30 亿港元，聚焦集成电路、生物医药、人工智能等先导产业企业赴港上市，采用沪港双管理人架构运作。而提高其跨境投资便利性的带来的正向影响，一是**护航科技企业境外上市**，基石参与可增强发行确定性、向市场释放公信力信号，缓解破发与认购不足风险。二是**疏通国资及长期资本合规出境通道**，在审核、备案、汇兑环节降本提速，避免借道衍生工具带来的合规冲突。

第 9 条：强化直接融资与间接融资联动。支持**金融机构在集团内加强“信贷+理财子公司+AIC+投行”的协同**，强化“贷款+外部直投”联动。鼓励保险机构探索推出知识产权侵权责任险、研发中断险、关键研发人员意外险、产业链“链主”保险等科技保险产品。引导融资租赁机构加大力度面向科技企业提供生产、研发设备的租赁服务。加强科技企业供应链金融服务，依托航贸链推动订单、物流、仓储等关键环节信息上链与数据开放共享，为金融机构开展应收账款质押融资、订单融资等提供支持。（上海金融监管局、人民银行上海市分行、市委金融办、市经信委、市数据局按职责分工）

图表5：我国拥有“信贷+理财子公司+AIC+投行”的金融机构梳理（排序不分先后）

金融集团	信贷业务主体	理财子公司	AIC 主体	投行主体
中信集团	中信银行	信银理财	信银金融资产投资	中信证券、中信建投证券、信银投资
工商银行集团	中国工商银行	工银理财	工银金融资产投资	工银国际
农业银行集团	中国农业银行	农银理财	农银金融资产投资	农银国际
中国银行集团	中国银行	中银理财	中银金融资产投资	中银国际
建设银行集团	中国建设银行	建信理财	建信金融资产投资	建银国际
交通银行集团	交通银行	交银理财	交银金融资产投资	交银国际
邮储银行集团	中国邮政储蓄银行	中邮理财	中邮金融资产投资	中邮证券、总行投行部
招商银行集团	招商银行	招银理财	招银金融资产投资	招银国际
兴业银行集团	兴业银行	兴银理财	兴银金融资产投资	兴银国际
平安集团	平安银行	平安理财	无	平安证券
浦发银行集团	浦发银行	浦银理财	无	浦银国际
光大集团	光大银行	光大理财	无	光银国际、光大证券
民生银行集团	民生银行	民生理财	无	民银国际
华夏银行集团	华夏银行	华夏理财	无	总行投行部
广发银行集团	广发银行	广银理财	无	总行投行部

资料来源：中信建投证券；注：本表格也覆盖了具备三项资质的主流金融集团（普遍缺失 AIC 牌照）

（3）发挥资本市场关键枢纽作用（第 10-12 条）

第 10 条：推动科创板持续深化改革。推动出台**科创板人工智能、低空经济等企业适用第五套标准上市审核指引**，推动可控核聚变、具身智能、大模型、量子计算、脑机接口等新兴产业和未来产业领域企业在科创板上市，持续扩大科创板第五套上市标准的适用范围，增强资本市场对前沿科技领域未盈利企业的制度包容性与适应性。用好优质科技企业试点 IPO 预先审阅机制，推动进一步完善上海证券交易所与优质投资机构及专业投资

者的沟通交流机制。（上交所、上海证监局、市委金融办、市经信委、市科委按职责分工）

图表6： 2026 年年初以来，科创板上市标准五中待上市的企业梳理

证券简称	审核状态	科创主题	拟募集资金(亿元)	保荐机构及主承销商	注册地
汇禾医疗	已问询	生物产业	11.10	东吴证券, 国泰海通证券	上海
艺妙生物	已问询	生物产业	25.00	中信证券	北京
术锐股份	已问询	生物产业	7.00	中信证券	北京
纽脉医疗	已问询	生物产业	13.64	中信证券	上海
天泽云泰	已问询	生物产业	25.03	国泰海通证券	上海
博睿康	已问询	生物产业	25.00	中信证券	上海
迈科康	已问询	生物产业	29.29	中金公司	四川省
蓝箭航天	已问询	航空航天产业	75.00	中金公司	北京
新通药物	已问询	生物产业	9.00	中信证券, 开源证券	陕西省
同心医疗	已回复	生物产业	10.64	中信证券	江苏省
汉诺医疗	已回复	生物产业	10.62	中信证券	广东省

资料来源：wind，中信建投证券；数据统计截至2026/07/23

本条将科创板第五套标准（不要求营收和利润）的适用范围扩展至人工智能、低空经济企业，可能未来会进一步延伸至可控核聚变、具身智能、大模型、量子计算、脑机接口等前沿领域。这不仅是为本地企业开路，更是在为国家层面的资本市场改革探路，争夺未来产业的定价权和规则制定权。**从当前在审项目结构看，第五套标准的实践基础已较为扎实。**根据 wind 数据，年初至今科创板第五套标准在审的 11 家企业中，生物产业占据 10 席（涵盖创新药、高端医疗器械、基因治疗、脑机接口等细分赛道），航空航天产业 1 席（蓝箭航天，拟募资 75 亿元），合计拟募集资金约 241.32 亿元。

图表7： 截至最新，科创板排队企业中拟募资规模 top20 的科技企业排序

企业名称	状态	拟募资规模 (亿元人民币)	省份	保荐机构	产业方向
蓝箭航天	已问询	75.00	北京	中金公司	商业航天/低空
燧原科技	证监会注册	60.00	上海	中信证券	半导体/集成电路
上海超硅半导体	已回复	49.65	上海	长江保荐	半导体/集成电路
思朗科技	已问询	44.26	上海	国泰海通	半导体/集成电路
宇树科技	正在发行	42.02	浙江	中信证券	机器人
中科宇航	已问询	41.80	广东	国泰海通	商业航天/低空
兆芯集成电路	已回复 (第二次)	41.69	上海	国泰海通、东方证券	半导体/集成电路
映恩生物	已问询	41.00	上海	中信证券	生物医药
华卓精科	已问询	35.00	北京	招商证券	半导体/集成电路

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

英韧科技	已问询	32.33	上海	国泰海通	半导体/集成电路
集益威半导体	已问询	30.00	上海	国泰海通	半导体/集成电路
信诺维医药	证监会注册	29.40	江苏	国泰海通	生物医药
迈科康生物	已问询	29.29	四川	中金公司	生物医药
海和药物	已问询	29.00	上海	国金证券	生物医药
华太电子	已问询	27.81	江苏	华泰联合	半导体/集成电路
天科合达	已问询	27.80	北京	中金公司	半导体/集成电路
维嘉科技	已问询	26.62	江苏	国投证券	半导体/集成电路
神州半导体	已问询	25.22	江苏	国泰海通	半导体/集成电路
天泽云泰	已问询	25.03	上海	国泰海通	生物医药
云深处科技	已问询	25.03	浙江	中信建投	机器人

资料来源：wind，中信建投证券；数据统计截至2026/08/06

科创板硬科技集聚效应持续巩固，上市梯队梯次衔接有序，改革深化的支撑效能逐步显现。当前处于审核及发行流程的战略新兴产业与未来产业企业高度聚焦硬科技赛道，生物医药、新一代信息技术、高端装备等领域储备充足。其中，在审企业已覆盖具身智能、商业航天、脑机接口、量子计算等前沿方向，例如宇树科技、蓝箭航天、博睿康、国仪量子等代表性企业进入发行或问询阶段。场外后备队伍持续扩容，机器人、量子科技、商业航天、大模型、可控核聚变等领域均有多家优质企业蓄势待发。随着改革持续深化，科创板将进一步畅通科技资本产业良性循环，为高水平科技自立自强提供坚实资本市场支撑。

第 11 条：便利科技企业再融资。用好再融资支持政策，优化再融资审核流程和再融资时间间隔，**允许按照未盈利标准上市且尚未盈利的企业及存在破发情形的企业再融资**，优化再融资申报材料等，支持科技企业灵活运用增发、配股、可转债等多种工具进行融资。推动再融资储架发行制度落地实施。（上海证监局、上交所、市委金融办按职责分工）

本条包含两个关键突破：一是允许未盈利及破发企业再融资。这打破了“破发即失去融资资格”的僵化规则，对研发周期长、股价波动大的科技企业是重大利好。二是推动“再融资储架发行制度”落地，使企业可以在市场窗口期快速融资，无需每次重新走完整流程，赋予了科技企业更大的融资自主权。

第 12 条：深化债券市场“科技板”建设。推动科技创新与民营企业债券风险分担工具、国家融资担保基金等政策工具在上海落地，鼓励金融机构创设信用风险缓释工具，形成央地协同的增信体系，为科技创新债券发行提供支持。用好我市有关贴息政策，支持更多符合条件的企业发行科技创新债券。深化科技创新债券产品创新，支持更多科技企业发行科创可转债等股债关联产品。（市委金融办、市科委、人民银行上海市分行、上海证监局、上海金融监管局、市财政局、上交所按职责分工）

本条核心是“央地协同增信体系”，通过国家层面的风险分担工具、担保基金与地方贴息政策叠加，使科创债的信用基础从企业单体信用提升为多元增信。根据 wind 数据，2025 年全年上海市发行了 85 只科创债，合计发行规模 1273.1 亿元，占全国比重为 6.8%。

（4）丰富多元长期资本供给（第 13-15 条）

第 13 条：拓展金融资本来源。探索经相关决策程序后，**对优秀基金管理人设定差异化国资出资比例、门槛收益率等条件**，积极吸引社保基金、保险资金等在我市出资设立股权投资基金。引导保险、养老金等长期资本扩大以“优先股+可转债”方式参与早期科技企业融资的规模。借鉴巨灾债券的风险分层设计，探索发行结构化科技金融产品。鼓励我市国资基金与 AIC 合作设立股权投资基金。（市委金融办、市国资委、上海证监局、上海金融监管局、市人社局、市财政局、人民银行上海市分行按职责分工）

本条核心是提出对优秀基金管理人设定“差异化国资出资比例、门槛收益率”，意味着国资 LP 将更加市场化地实施出资、考核制度，与下面的第 16 条形成互补。同时，提出引导保险、养老金等长期资本以“优先股+可转债”方式参与早期融资（在此前的第 9 条的基础上补充说明，同步强化保险资金的直接融资和间接融资联动），可能能够缓解了长期资本追求安全与科技企业高风险之间的矛盾。

第 14 条：扩大产业资本投入。推动“链主”企业、上市公司等积极开展企业风险投资（CVC），股权投资集聚区加大对 CVC 的扶持力度。依托股权投资基金快速通道等机制，提升 CVC 落地服务效率。**鼓励 CVC 向产业链上下游初创企业提供“资本+技术+市场”的综合赋能**。支持 CVC 依托母公司的产业优势与国际化布局，助力被投企业链接海外市场与融资渠道，开展战略并购与产业整合，在跨境资本流动等方面提供便利化支持。**推动 CVC 参与全球产业投资标准制定，支持其联合海外中资企业设立跨境产业基金，构建全球科技投资网络**。鼓励在沪央企设立的 CVC 与我市地方政府引导基金、社会资本合作，共同设立专注于填补供应链空白、攻克“卡脖子”技术的专项子基金。（市经信委、市国资委、市委金融办、市发改委、各股权投资集聚区按职责分工）

CVC 其中之一的优势是产业资本的非对称优势——即“订单+技术+场景”的综合赋能，来解决硬科技投资中极高的技术不确定性。随着技术的迭代加速，识别、找准高潜力企业愈发困难，但大平台凭借独特的数据优势，在《上海 20 条》的背景下，CVC 成为创新生态核心节点，科技和金融“双向赋能”，对创新趋势的敏锐把握，以及强大的投资能力和庞大的产业生态，成为科创投资非常重要的生力军。其角色不再仅是财务投资，而是基于产业生态进行战略性布局，成为连接技术创新与商业应用的枢纽。

我们认为，未来的政策端将持续鼓励平台、链主企业和科技领军企业设立 CVC 机构，并为之营造更宽松的市场环境。一方面“对内”支持中央企业创业投资基金发展，可以视为一种“国有 CVC”形态，旨在服务国家战略任务与产业链安全。另一方面，“对外”推动 CVC 依托母公司国际化布局，为被投企业对接海外渠道、融资资源，提供跨境资本流动便利。

第 15 条：鼓励高效利用外资。深化合格境外有限合伙人（QFLP）试点，发挥国资基金管理人的本土资源优势，**推广“外资内管”模式，吸引境外优质资金**。探索引入境外离岸人民币资金支持境内科技创新。对运作成熟、信誉良好的外资管理机构，推动优化设立审批流程，完善外汇资金汇兑便利，加强税务合规操作辅导。（市委金融办、人民银行上海市分行、市商务委、市市场监管局、市税务局按职责分工）

本条提出推广“外资内管”模式（境外资金 LP+国资管理人 GP），巧妙化解了外资想投中国科技但缺乏本土能力的矛盾，进一步探索引入“境外离岸人民币”支持境内科创。在复杂的国际环境下，对科创企业而言，若该通道落地，那么在境内人民币融资与美元基金之外，新增一类跨境资本来源，尤其对处于成长期的硬科技企业具有补充意义。

（5）优化配套制度环境（第 16-20 条）

第 16 条：优化政府投资基金和国资基金出资要求。根据不同定位分类设置政府投资基金管理要求，合理确定政府出资比例，推动加强资源共享和协同联动，鼓励社会资本积极参与投资，推动形成匹配产业全生命周期的基金生态链。支持创业投资类基金、国家和我市重点发展的**战略性新兴产业领域投资基金适当延长存续期**，积极推动创业投资类基金作为耐心资本投早、投小、投硬科技。（市财政局、市国资委、市发改委、市科委按职责分工）

本条提出“分类设置管理要求”的背景是政府投资基金已经成为人民币基金市场最大的 LP 群体，其规则就是行业的事实标准。据清科研究数据，国资背景管理人仅占 35.2%，却管理了行业内 71.1% 的资金，分类管理意味着投早投小的基金将不再被迫套用产业基金的考核框架。

“适当延长存续期”则让“耐心资本”第一次有了与时间匹配的制度，是针对战新产业硬科技长周期属性与传统人民币基金期限错配矛盾的纠偏。战新领域（如集成电路、创新药、人工智能、量子科技等）从研发到中试再到产业化普遍需 10 至 15 年，而过往政府引导基金与市场化基金多采用 5+2、7+3 结构，导致企业在技术拐点未到时就被迫退出，形成早期不敢投、中期断供的死亡谷。假如此类基金存续期从 7 至 10 年普遍拉长至 10+2、15+3，甚至部分国家级引导基金达 20 年（10 年投资期+10 年退出期），这是一个明显的政策信号——以超长线供给替代快进快出逻辑，引导社保、险资、央企等长期资本接力，真正适配新质生产力培育节奏，例如上海未来产业基金 15+3、江苏战新母基金 15 年已落地示范。

第 17 条：完善综合绩效评价体系。推动建立**跨周期的长效考核机制**，构建涵盖经济效益与社会效益、短期回报与长期价值的综合评价框架，综合考量财务性指标和非财务性指标。有序开展政府投资基金信用信息登记和投向评价工作，科学引导社会资本投向重点领域和亟需领域，防止产能过剩和低水平重复建设。落实《市国资委监管企业私募股权投资基金考核评价及尽职免责试行办法》，推动有关企业制定尽职免责清单等细则。强化国资、财政与审计等部门的协调机制。（市财政局、市国资委、市发改委、市审计局按职责分工）

科技创新发展需要各类要素的协同参与，其中不仅是人才、技术、资金等方面的贡献，更需要在产权保护、市场准入、公平竞争等方面有更细致规范的安排。“十五五”规划中提出的全国统一大市场并非追求单一化，而是通过打破壁垒、统一规则，形成要素自由流动的“高速公路网”。因此，本条从三个维度（时间、效益、免责）重构了国资 LP 的激励结构：建立“跨周期长效考核机制”、构建“经济与社会效益”综合评价框架、落实“尽职免责清单”。过去国资 LP 的内在矛盾在于使命是投早投小，考核却是年度财务回报。本条的落地将使国资 LP 敢当“耐心资本”，真正与市场化 GP 的目标函数对齐。

第 18 条：深化科技金融数智化建设。鼓励投资机构加大金融科技应用力度，利用人工智能大模型、智能体等技术提升投研能力。探索人工智能赋能科研新范式，推动国资基金提升投资运作数智化水平，加强对投资决策、投后管理、项目退出等重点环节的监测，建立健全基金风险预警和防范机制，**打造符合科技创新规律的“敏捷资本”**。（市委金融办、市国资委、上海证监局按职责分工）

本条首次提出了“敏捷资本”这一新概念，并将 AI 大模型、智能体明确写入投研和基金监测场景，让私募股权市场、一级市场投资也成为 AI 落地的场景之一。与此前第 4 条的技术交易所、数据交易所联动，用庞大的初创企业数据去训练“私募股权”大模型，提升资本识别、定价和管理科技风险的能力，打造符合科技创新规律的“敏捷资本”，在新一轮科技竞争中抢占先机。

第 19 条：建设直接融资试验区。依托我市股权投资集聚区及张江科学城、大零号湾等高能级科创集聚区，规划建设直接融资试验区。建立政策评估与反馈机制，定期梳理政策落地堵点，推动及时解决落实，总结形成可复制推广的经验做法。推动在试验区内形成资本、人才、技术、信息的高度集聚，构建覆盖从“0 到 1”概念验证，到“1 到 10”孵化加速，再到“10 到 100”产业放大的全链条融资服务体系。（市委金融办、市科委、市发改委、市经信委、市国资委、上海证监局按职责分工）

本条“建设直接融资试验区”是上海科技金融战略的核心载体，聚焦三大维度破解融资难题。**其一，精准滴灌科创痛点**，依托张江科学城等科创高地，靶向“0 到 1”概念验证及“1 到 10”孵化阶段，构建覆盖全生命周期的融资服务体系，填补早期投资市场缺口。**其二，探索制度创新范式**，建立政策评估与反馈机制，动态优化制度设计，形成可复制的“上海经验”，助力全国科创金融改革。**其三，强化要素集聚效应**，通过试验区整合资本、人才、技术等资源，促进“科技-产业-金融”高效循环，打造全球领先的科创金融生态。该政策体现了上海以制度创新破解“死亡之谷”融资瓶颈、以要素集聚提升服务效能、以试点先行辐射全国的战略意图，旨在夯实国际金融中心与科创中心定位，为科技企业成长提供系统性金融支撑。后续需关注试验区政策落地成效及创新模式的推广价值。

第 20 条：加强数据分析和监测预警能力。加强对直接融资的数据分析和趋势研究，做好宣介引导工作。强化**对私募基金募投管退各业务环节的跟踪研判**，持续推进上海金融风险监测预警系统建设，提升风险预警能力。（市委金融办、上海证监局、人民银行上海市分行、上海金融监管局按职责分工）

本条将私募基金“募投管退”全环节纳入政府监测体系，并与城市金融风险预警系统挂钩。这条政策与第 18 条科技金融数智化建设同步，第 18 条是从资本供给方（投资机构、国资基金）的角度出发，要求其主动拥抱 AI 大模型、智能体等前沿技术，让资本能更敏锐、更高效地识别和支持符合科技创新规律的项目，实现对“投前、投中、投后”的全流程数智化管理。而第 20 条则是“加强数据分析和监测预警能力”，是从市场监管方（市委金融办、证监局等）的角度出发，利用数据分析和监测预警系统，实现对创新投资等金融活动的“穿透式监管”，目标是提升“风险预警能力”，确保金融创新在安全的轨道上运行，防止因监管滞后而引发系统性风险。

我们认为，上海一方面鼓励资本“大胆用数、积极赋能”，以提升服务实体经济的效率；另一方面又通过建立强大的监管科技能力来守住底线、防范风险。

二、从《上海 20 条》理解地方政府科技金融政策工具

《上海 20 条》既有科技金融领域新颖的政策创新，也有传统科技企业扶持政策的升级与优化，因此我们借鉴。以下表格以科技企业的成长阶段为脉络，梳理各类科技金融政策工具，为地方政府如何构建覆盖科技企业全生命周期的金融支持体系提供参考。

图表8：从《上海 20 条》理解地方政府科技金融政策工具体系

成长阶段	融资需求特征	政策工具	核心内容
种子期：0 到 1	技术风险极高； 无营收无抵押； 资金需求小；持 续性要求高	慈善捐赠支持	探索国有资本、社会资本以慈善捐赠形式支持早期科创
		天使投资引导基金	2014 年设立，投资种子期初创期企业，持续扩大规模
		合格天使投资人认定	全国首创认定标准，配套落户、就医便利化
		上海天使会	天使投资人组织化平台
		第三方研究	支持券商研究延伸至一级市场
		概念验证合作	投资机构与概念验证平台对接，投向中试产业化阶段
初创期：1 到 10	技术风险释放； 产品原型验证； 团队扩张；可能 仍处亏损状态	上海社保科创基金	社保资金设立，市场化机构管理子基金，打造领投定价风向标
		未来产业基金	重点投向概念验证和中试阶段硬科技和未来产业
		科技保险产品矩阵	知识产权侵权险、研发中断险、关键人员意外险、链主保险
		沪科专贷/专贴	央行再贷款工具
		评估定价基础设施	技交所、数交所提供数据
成长期：10 到 100	产品已验证；营 收快速增长；股 债融资并行；开 始规划上市	投贷联动机制	银行集团内信贷+AIC+投行+理财子协同，先投后贷
		S 母基金与 S 生态	设立 S 母基金，吸引保险/AIC/AMC 参与，探索嵌套豁免
		份额转让平台	平台升级，服务扩至全国，支持国资通过平台退出
		科创债与科创票据	央地协同增信
		供应链金融	航贸链上订单物流仓储数据上链，开展应收账款和订单融资
成熟期：100 以上	商业模式成熟； 准备上市；并购 整合需求；上市 后持续融资	科创板第五套扩容	未来适用范围扩展至 AI、低空、可控核聚变、具身智能、量子、脑机接口
		未盈利企业再融资	允许未盈利和破发企业再融资，推动储架发行
		科技并购生态	审核标准公开，建并购案例库和估值库，推简易程序，发展并购保险
		基石投资基金	支持设立基石基金，便利跨境投资备案汇兑
		CVC 生态构建	链主上市公司开展 CVC，提供资本+技术+市场赋能，支持跨境布局
全生命周期制度保障		跨周期考核与尽职免	建立跨周期考核，综合财务非财务指标，制定尽职免责清单

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

	责	
	基金存续期延长	创投基金和战新产业基金可适当延长存续期
	直接融资试验区	张江、大零号湾等地试点，政策先试先行，全链条服务
	数智化与风险监测	大模型智能体提升投研，募投管退全流程监测预警

资料来源：沪委金融办，中信建投证券

在种子期，政策工具的核心是解决“从 0 到 1”的原始创新风险与定价难题。针对技术风险极高、无营收无抵押的特征，政策创新性地引入“慈善捐赠支持”概念，承认源头创新的公共品属性。同时，通过设立天使投资引导基金、首创“合格天使投资人”认定标准并配套人才服务、支持券商研究延伸至一级市场等组合拳，旨在培育早期投资生态，为高风险的初创项目提供价值发现和资金支持。其他省市可借鉴此思路，例如，科教资源丰富的城市可重点复制“概念验证合作”与“合格天使投资人”认定模式，而产业基础雄厚的地区则可鼓励本地龙头企业设立天使基金，解决早期项目来源问题。

进入初创期，政策重心转向为“从 1 到 10”的技术验证与团队扩张提供定价标杆和风险保障。设立上海社保科创基金，旨在发挥国家级长期资本的信用背书作用，打造领设定价的“风向标”。同时，通过未来产业基金、科技保险产品矩阵（如知识产权侵权险、研发中断险）以及技术交易所和数据交易所等评估定价基础设施，共同分担技术风险，引导资金重点投向“中试-产业化”等关键阶段。对于其他省市，若不具备设立社保科创基金的条件，可考虑由地方引导基金联合市场化母基金，共同遴选并支持具备专业定价能力的早期投资机构，形成区域性的定价引导力量。

在成长期，政策工具聚焦于构建“从 10 到 100”的接续机制与多元化融资渠道。针对企业营收快速增长、股债融资并行的需求，政策着力构建完善的股权投资接续机制。通过设立 S 母基金、吸引保险和 AIC 等机构参与 S 基金、升级份额转让平台，为早期投资者提供了有效的退出路径。此外，投贷联动机制、科创债与供应链金融等工具，为企业提供了丰富的债权融资选择，满足其快速扩张的资金需求。其他省市可重点学习其构建 S 基金生态的思路，即便无法设立大规模的 S 母基金，也可通过政策引导，鼓励本地国资基金、市场化母基金参与 S 份额交易，并依托区域性股权市场探索建立份额转让的对接机制，盘活存量资产。

步入成熟期，政策体系旨在支持企业上市、并购整合及上市后的持续发展。政策通过推动科创板第五套标准扩容至人工智能、低空经济等前沿领域，并允许未盈利和破发企业再融资，显著增强了资本市场对硬科技企业的包容性。同时，通过建设科技并购生态体系（如建立估值数据库、发展并购保险）和支持设立基石投资基金，为企业提供了并购重组和境外上市的关键支持，助力其成长为行业龙头。各地政府可积极对接交易所，建立本地科技企业上市后备库，提供精准的合规辅导。同时，可借鉴“科技并购生态”的建设经验，设立地方性的并购贷款贴息或风险补偿机制，鼓励上市公司围绕产业链开展并购整合。

贯穿企业全生命周期的，是制度层面的根本性保障。跨周期考核与尽职免责机制的建立，从根本上解决了国资 LP“不敢投早”的激励错配问题，鼓励其成为“耐心资本”。适当延长基金存续期则从制度上匹配了硬科技产业的长周期属性。直接融资试验区的建设为政策创新提供了先行先试的土壤，而数智化与风险监测体系则确保了金融创新在安全可控的轨道上运行。这是所有地区在制定科技金融政策时最应优先关注的底层逻辑。无论地方财力如何，推动国资考核机制改革、落实尽职免责清单、延长政府引导基金存续期，都是成本最低、效果最直接的制度供给，能够为整个区域的科技金融生态注入活力。

风险分析

（1）**政策协同落地节奏存在不确定性。**该政策涉及国资委、财政局、科委、证监局、金融监管局等多个条线，各项举措的实施细则出台时间和执行力度可能存在差异。部分创新举措如慈善捐赠支持早期项目、S 母基金设立等尚处于探索阶段，缺乏成熟的制度先例和操作经验，实际推进节奏可能慢于市场预期。

（2）**早期项目定价机制的有效性有待验证。**本文所讨论的早期项目的定价体系依赖于概念验证平台、技术交易所、券商一级市场研究等多方主体的协同配合。早期科技企业普遍缺乏标准化财务数据，估值锚定难度较高。若相关数据基础设施建设和第三方研究覆盖进展不及预期，国资领投定价的引导效果可能受到制约，社会资本的跟投意愿亦可能受到影响。

（3）**资本市场改革推进节奏受多重因素制约。**科创板第五套标准向人工智能、低空经济、可控核聚变等领域扩容，以及未盈利和破发企业再融资等举措，涉及交易所审核规则调整和证监会层面的制度安排。相关改革的推进需兼顾市场承受能力和投资者保护，若宏观经济环境或市场情绪出现较大波动，监管层对扩容和再融资节奏的把控可能趋于审慎。

（4）**长期资本参与早期投资的规模和意愿存在波动。**社保基金、保险资金、养老金等长期资本配置早期科技股权，受制于其自身资产负债匹配要求、偿付能力约束及内部风控标准。若权益市场整体回报承压或利率环境发生显著变化，上述机构对另类资产的配置比例可能阶段性收缩，从而影响政策所期望的长期资本供给规模。

分析师介绍

赵然

中信建投研究发展部非银金融与前瞻研究首席分析师。中国科学技术大学应用统计硕士。曾任中信建投金融工程分析师，覆盖大类资产配置和 FOF 研究，2018 年 Wind 金牌分析师金融工程第 2 名团队成员，2020 年，2021 年 Wind 金融分析师非银金融第 1 名，2020 年，2021 年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第 1 名。目前重点覆盖非银金融行业与金融科技领域研究，聚焦财富管理、科技金融、数字金融等热点领域。多次参与监管机构及各类金融机构等深度课题研究。

李梓豪

非银金融与前瞻研究分析师，南开大学学士，伦敦大学学院硕士。2022 年加入中信建投证券，覆盖消费金融行业、美股信贷科技、金融租赁、科技金融及私募股权等领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk