

基金法律业务前沿

(2023年第十期，总第一百四十一期)

上海市律师协会
基金专业委员会

2023年10月31日

内部资料仅供参考
不代表正式法律意见

目 录

一、 基金动态.....	3
【01】公募基金规模承压 ETF 逆势扩张.....	3
【02】民企公募 REITs 再上新 嘉实物美消费 REIT 获受理	4
【03】9 月公募基金发行回暖 发行数量及份额较上月均增 30%以上.....	6
【04】看好权益市场前景 公募基金公司月内积极自购	6
【05】百亿“独门基”取消限购 公募看好四季度行情	7
【06】超百份“处分”落地 监管力促私募行业健康发展	10
【07】股票私募积极布局 平均仓位升至 80%.....	12
【08】私募股权基金有望加码北交所市场	15
【09】中国储能产业私募股权投资市场全景	16
【10】收购股权、新设公司、申请牌照齐上阵 券商资管公募化进程再提速 ...	23
二、 政策、法规、通知.....	25
【01】【第 55 号公告】《关于修改〈公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)〉 第五十条的决定》	25
【02】【第 57 号公告】《关于修改〈公开发行证券的公司信息披露内容与格式 准则第 26 号——上市公司重大资产重组〉的决定》	26
三、 观点和争鸣.....	27
【01】从银行“资本新规”看证券资本监管优化方向	27
【02】公募 FOF 产品的资产配置策略分析	36

一、基金动态

【01】公募基金规模承压 ETF 逆势扩张

10月25日，天相投顾数据显示，三季度末，公募基金资产净值规模达27.21万亿元，7月末、8月末时，这一数据曾保持在28万亿元以上。

具体到基金公司和基金类型上看，华泰柏瑞基金、华夏基金等基金公司三季度规模增长较为显著。部分纯指数型基金规模高歌猛进，其中，华泰柏瑞沪深300ETF突破千亿元，是三季度规模增长最多的基金；华夏上证科创板50成份ETF、南方中证500ETF等基金规模超500亿元。

华泰柏瑞基金规模增长最多

天相投顾数据显示，9月末公募基金资产净值规模达27.21万亿元。7月末，公募基金规模首次突破28万亿元，达到28.8万亿元；8月末时，公募基金规模持续保持在28万亿元以上。

从管理规模看，三季度，66家基金公司管理规模实现增长，87家基金公司管理规模出现下降。其中，华泰柏瑞基金规模增长670.26亿元，是管理规模增长最多的基金公司。此外，泰信基金、国泰基金、国寿安保基金、万家基金、浦银安盛基金、长信基金等管理规模增长超过100亿元。鹏华基金、景顺长城基金、永赢基金、天弘基金、博时基金、南方基金管理规模减少超200亿元。

从非货规模来看，三季度，67家基金公司非货管理规模实现增长，86家基金公司非货管理规模出现下降。其中，华泰柏瑞基金非货规模增长452.51亿元，是非货管理规模增长最多的基金公司，华夏基金非货规模同样增长超400亿元。此外，泰信基金、国金基金、嘉实基金、金鹰基金非货规模增加超过100亿元。鹏华基金、广发基金、工银瑞信基金、交银施罗德基金、富国基金、景顺长城基金非货规模减少超150亿元。

纯指数型基金受追捧

从开放式基金规模来看，三季度末股票型基金总规模达2.84万亿元，较二季度末增加1292.82亿元。其中，纯指数型基金规模增加最多，达1738.8亿元；混合型基金总规模4.14万亿元，较二季度末缩水4009.54亿元；债券型基金8.33

万亿元，较二季度末增加 1488.95 亿元；货币基金 11.21 万亿元，较二季度末减少 569.18 亿元。

具体到基金方面，华泰柏瑞沪深 300ETF 在三季度规模突破千亿元，达 1200.4 亿元，较二季度末增长 481.69 亿元，是三季度规模增长最多的基金。

此外，广发天天红货币、华泰柏瑞货币、华夏上证科创板 50 成份 ETF、万家天添宝货币 4 只基金三季度规模增加超过 200 亿元。

【02】民企公募 REITs 再上新 嘉实物美消费 REIT 获受理

REITs 市场持续扩容，首批消费基础设施 REITs 有望近期落地。10 月 26 日，中国证监会和上海证券交易所官网显示，嘉实物美消费封闭式基础设施证券投资基金（以下简称“嘉实物美消费 REIT”）正式申报，并已获受理。该项目为首批消费基础设施 REITs，将进一步盘活优质商业存量资产，促进消费领域投资发展，提升消费市场竞争力。

今年 3 月，中国证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》，就推进 REITs 常态化发行、完善基础制度和监管安排、健全市场功能进一步提出具体要求。同月，国家发展和改革委员会发布《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》（以下简称“236 号文”），提出优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs。2023 年 10 月 20 日，中国证监会发布《关于修改〈公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)〉第五十条的决定》，从指引层面正式将公募 REITs 试点资产类型拓展至消费基础设施。

首批消费类 REITs 项目获正式受理，显示出我国公募 REITs 已初步具备在保质提效基础上实现常态化发行的趋势。随着我国公募 REITs 市场“首发”+“扩募”双轮驱动的发展格局正式成型，将有效推进 REITs 产品常态化发行，推动公募 REITs 市场高质量发展。

消费基础设施公募 REITs 有利于优化消费场景，激发市场潜力，进一步扩大内需、提振消费和拉动经济增长。同时，消费基础设施 REITs 也将有助于扩大公募 REITs 市场的规模和深度，为投资者提供多元化的投资选择，进一步丰

富和健全公募 REITs 市场资产谱系。

公开资料显示，嘉实物美消费 REIT 原始权益人为北京物美商业集团股份有限公司（以下简称“物美商业”），此次入池资产为物美商业位于北京市中心城区的消费基础设施资产，入池资产区位优势明显，资产质量优质，经营情况稳定。入池资产包括华天项目、德胜门项目、大成项目和玉蜓桥项目，总建筑面积 77894.28 平方米，当期目标不动产评估值总额为 10.44 亿元。各项目主要经营物美、麦德龙等品牌超市，以及餐饮、理发、药店等贴近社区生活的便民商业，是典型的保障首都基本民生的社区商业项目。项目运营超十年，项目收入包括经营租赁收入、物业管理费收入和其他收入，投资回报良好，现金流来源真实稳定，具备长期稳定持续运营能力，市场竞争能力较强，风险较低，体现了消费基础设施项目服务并保障民生的特性。

嘉实物美消费 REIT 基金管理人为嘉实基金管理有限公司（以下简称“嘉实基金”）。一直以来，嘉实基金作为全市场最早开展 REITs 业务的基金公司之一，在 2006 年便已开始研究推动 REITs 试点，利用多维度 REITs 服务平台，打通了资产从培育到上市的全链条，通过深度挖掘资本市场价值，为客户提供“募、投、管、退” REITs 全生命周期服务方案，在 REITs 领域积累了丰富经验。嘉实基金旗下首单民企仓储物流公募 REITs——嘉实京东仓储物流 REIT 已于上海证券交易所上市，首单水电公募 REITs——嘉实中国电建清洁能源 REIT 也已获受理。

值得一提的是，从 2021 年 6 月 21 日首批 9 只公募 REITs 在沪深交易所正式上市以来，公募 REITs 不断上新，持续扩容。消费基础设施 REITs 的正式推出有望进一步促进消费升级，未来将提供更多资金用于改善和升级存量项目，提高购物和零售体验，满足消费者不断增长的消费需求，同时也有望加速商业地产现代化进程。

消费基础设施 REITs 的面世反映了 REITs 市场的持续创新和高质量发展，也将推动相关产业链发展，创造更多就业机会，促进国内消费市场增长，为投资者提供更多投资机会，进一步助力宏观经济稳步增长和提振资本市场信心，为国内经济注入新的活力。

【03】9月公募基金发行回暖 发行数量及份额较上月均增 30% 以上

记者 10 月 10 日从中国银河证券基金研究中心获悉，9 月公募基金共有 129 只新基金成立，较上月增加超 34%，总发行份额超千亿份，较上月增长超 36%。

2023年公募基金发行募集规模					
数据来源：中国银河证券基金研究中心					
数据截止日期：2023-09-30					
序号	统计项目内容	主基金数量(只)	基金数量占比(%)	首次募集基金资产净值(亿元)	首次募集基金资产净值占比%
1	1 股票基金	235	25.68	1030.56	13.09
2	2 混合基金	300	32.79	1791.11	22.75
3	3 债券基金	233	25.46	4616.30	58.64
4	4 商品基金	2	0.22	0.28	0
5	6 QDII基金	45	4.92	87.59	1.11
6	8 基础设施基金(REIT)	4	0.44	141.27	1.79
7	10 基金中基金(FOF)	96	10.49	205.57	2.61
合计		915	100	7872.68	100

（银河证券基金研究中心微信公众号截图）。

截至 9 月 30 日，今年各个类型公募基金合计发行已超过 910 只，募集规模超 7800 亿元。根据中国银河证券基金研究中心数据，其中，股票基金 235 只，占比超 25%，募集规模超千亿元；混合基金 300 只，占比超 32%，募集规模近 1800 亿元；债券基金 233 只，占比超 25%，募集规模超 4600 亿元。

【04】看好权益市场前景 公募基金公司月内积极自购

10 月份开市仅三日，至少有利兴银基金管理有限公司（以下简称“兴银基金”）、华西基金管理有限公司（以下简称“华西基金”）两家机构宣布自购，看好权益市场前景成“共识”。

具体来看，10 月 10 日，华西基金公告称，基于对中国资本市场长期健康稳定发展的信心，公司拟出资 500 万元认购华西优选成长一年持有期混合型证券投资基金。

10 月 9 日，兴银基金公告表示，基于对中国资本市场长期稳定健康发展和公司主动投资管理能力的信心，公司全资子公司上海兴瀚资产管理有限公司拟于兴银智选消费混合型证券投资基金（以下简称“兴银智选消费”）募集期内出资 1000 万元认购基金 A 类份额。

兴银基金相关负责人对《证券日报》记者表示：“基金公司宣布自购产品，

彰显了对市场和对自家产品的信心，向市场传递了积极信号。”

兴银基金本次自购的是旗下一款消费主题权益基金。兴银基金相关负责人表示，消费板块在经历了过往两年的调整后，当前整体性价比较高，估值水平处于较低位置。另外，近期消费相关利好政策频出，或将持续对消费产生提振作用。

“我们对消费板块比较乐观。”兴银智选消费拟任基金经理袁作栋介绍，首先，消费板块向下的空间有限；其次，消费者的消费倾向正在加强；此外，产品力更强或供应链效率更高的公司会优先复苏，这些公司未来表现会更好。

8月18日，证监会发布“活跃资本市场，提振投资者信心”一揽子政策措施，提出“加快投资端改革，大力发展权益类基金”。要求“引导公募基金管理人加大自购旗下权益类基金力度”“建立公募基金管理人‘逆周期布局’激励约束机制，减少顺周期共振”。

基于当前市场行情，公募机构此时自购也是落实逆势布局之举。兴银基金相关负责人表示，从权益市场整体来看，当前市场的估值分位较低。从估值指标PE和PB上看，Wind数据显示，上证指数当前的PE分位数是18.4%，PB分位数是3.8%；中证800指数的PE分位数是26.91%，PB分位数是5.85%。从反映A股投资性价比的指标之一股债利差上看，当前的股债利差已经达到了6.25%。从历史数据上看，当股债利差达到6%以上时，市场大概率会有一波反弹。

中国金融智库特邀研究员余丰慧在接受《证券日报》记者采访时表示，“逆周期布局”策略，是在市场下跌时增加投资，以期在市场回升时获得更好的收益。对于投资者来说，通过逆周期布局可以降低投资风险，增加投资回报。对于基金公司来说，有利于提振市场信心，吸引更多投资者。

【05】百亿“独门基”取消限购 公募看好四季度行情

国庆长假结束后，多只基金纷纷宣布取消限购，其中包括睿远基金总经理饶刚唯一在管的“独门基”睿远稳进配置两年持有混合，还有今年前三季度普通股票型基金业绩排行冠军金鹰科技创新股票等。

业内人士认为，放宽大额申购背后是基金公司和基金经理对后市的看法开始趋于乐观。近日，多家公募基金发声表示，宏观经济已出现诸多积极信号，后续政策或将继续推出，四季度市场有望出现回升。

饶刚“独门基”

恢复大额申购

10月11日，睿远基金公告称，为满足广大投资者的投资需求，决定自2023年10月19日起恢复睿远稳进配置两年持有混合基金的正常申购（含定期定额投资）及转换转入业务，这是继该基金在自2022年3月18日起单日单个基金账户累计申购（含定期定额投资）的申请金额不得超过10万元之后，首次恢复大额申购。

值得一提的是，该基金成立于2021年12月，是睿远基金总经理饶刚目前在管的唯一一只基金，也是一只即将届满的两年持有期基金。截至2023年二季度末，该基金规模为102.58亿元。

饶刚此前在公开论坛上表示，回溯历史，在所有资产中，股票资产在超长期维度的确定性上在每个国家都是一致的，而且这种确定性依赖于持股期限。拉长周期看，全球股市总体都是在波动中上行。长期视角下，经济与股市表现并非一定呈正相关，估值是长期回报的重要影响因素。我们正处于市场估值较低时期，尽管面临着经济增长与国际环境压力，但大部分悲观预期已经在估值中体现，当前隐含的股票未来回报较高。

另外，该基金今年1月增聘基金经理侯振新，侯振新日前在接受记者采访时表示，6月中旬以来，实体经济层面和政策层面均出现了一些积极变化，高频指标显示宏观经济有企稳迹象，宏观经济大概率企稳回升。

多只基金取消限购

此外，国庆长假结束之后，已有多只基金公告取消限购。

10月9日，金鹰基金公告称，为满足广大投资者的投资需求，针对旗下金鹰科技创新股票基金，决定从10月9日起取消对机构客户在全部销售机构的大额申购业务（含转换转入及定期定额投资）的50万元上限。

根据此前公告，该基金在9月26日起对机构客户在全部销售机构单日单个基金账户累计申购（含转换转入及定期定额投资）超过50万元（不含）的申请进行了限制，并在9月27日发布分红公告。有业内人士分析，该基金因为国庆节前拟进行分红，提前进行了对机构的限购操作，可能是基于保护投资者利益的考虑。

今年前三季度，金鹰科技创新股票收益率达 30.46%，位列全市场主动权益基金收益率前五，位列普通股票型基金收益率第一。截至二季度末，金鹰科技创新股票规模为 11.26 亿元。该基金基金经理陈颖表示，展望四季度，中国经济将呈现温和复苏的趋势，当前权益市场也在磨底的过程中，科技板块或是中长期值得重点关注的领域。

同一日，泰康基金公告称，针对旗下泰康策略优选混合基金，自 10 月 10 日起，取消单日单个基金账户累计申购基金总金额不高于 10 万元的限制，恢复办理大额申购业务，金额不设上限。中信保诚基金公告，旗下中信保诚至诚混合基金自 2023 年 9 月 22 日起，暂停 100 万元以上（不含 100 万元）大额申购、大额转换转入业务。根据该基金当前投资运作情况，为满足广大投资者的投资需求，该基金于 2023 年 10 月 9 日起恢复办理上述大额申购及大额转换转入业务。

据基金公司人士表示，基金恢复申购、转换转入和定投，一般是因为基金公司对后市信心较强，可以加大资金流入，有利于基金经理和投资者逆势布局。

公募看好四季度行情

展望四季度，多家基金公司看好市场出现回升。中欧基金认为，在当前估值处于低位区间时，A 股具备中长期再配置价值。近期市场担心的资金面风险正在逐渐释放，资金面往往并不是市场的领先指标。相反有些时候资金的流向在放大情绪，反而是市场的滞后指标。进入四季度后市场逐渐将更加关注对明年边际变化的预期，这有望部分缓解当前低迷的市场情绪。

摩根士丹利基金认为，9 月份的价格指数提供了很好的业绩指引，预计三季报 A 股上市公司较半年报出现显著改善，四季度有望转正，因此从基本面角度看，A 股市场或许已经度过了压力最大的阶段，估值水平显著低于海外多数市场，具备较高的性价比。结构上，顺周期与科技均迎来很好的配置机会，看好符合科技自立自强以及真正受益于 AI 产业高速发展的科技板块、景气度保持在较高水平并且受益于政策持续加码的高端制造板块以及业绩增速稳步抬升的医药等板块也正处于较好的布局期。

诺德基金基金经理谢屹认为，复苏如期加速，7 月以来经济数据的改善是比较显著的，仅仅看 PMI（采购经理人指数）的话，已经上升突破了 51，进入明确的扩张区间。消费、地产、制造等领域都看到了需求的改善。股市对基本面的

滞后反应或许不会持续很久，预计在今年第四季度随着经济数据的持续改善，有望出现较为显著的回升。

【06】超百份“处分”落地 监管力促私募行业健康发展

今年以来，中国证券投资基金业协会（简称“中基协”）已披露的面向私募机构的处分书（告知书）超过百份，受处分人员超 200 人，数量明显超过 2021 年和 2022 年。《经济参考报》记者注意到，上述机构被处分的原因包括未充分履行信息披露义务、基金管理人程序不规范等。

在分析人士看来，这在一定程度上反映了监管层对私募机构的监管趋严，而处罚的加快落地也有助于涤荡私募行业的市场环境。目前，我国私募已经进入高质量发展阶段，监管趋严有利于行业长期规范健康发展。

近期多家私募机构被处分

近日，中基协对外发布了对深圳前海国恩资本管理有限公司（简称“前海国恩”）的纪律处分决定书。经查，前海国恩存在三大违规事实：一是未有效执行内控制度；二是未妥善保存基金资料；三是未充分履行信息披露义务。因此，协会决定对前海国恩进行警告，同时对前海国恩法定代表人李向东、时任合规风控负责人顾兴智也进行警告。

具体来看，前海国恩管理的相关私募基金的投资决策文件体现为债券入库审批单，需经投资经理、投资总监及合规风控负责人签字确认，但相关审批单投资总监签字一栏空缺；前海国恩未能按要求向协会提交“国恩回报 2 号”“国恩回报 5 号”的投资决策文件；“国恩回报 2 号”“国恩回报 5 号”成立前期即 2019 年 3 月至 2022 年 2 月 14 日期间为信息披露空白期，未能提交在此期间向投资者履行信息披露义务的证明材料。

无独有偶，10 月 26 日，中基协对外发布了两份纪律处分决定书，剑指上海广怀投资管理有限公司（简称“广怀投资”）和晋江壹点纳锦资产管理公司（简称“晋江壹点”）。

其中，广怀投资存在两大违规行为，即未履行管理人谨慎勤勉义务、未及时报送更新相关信息。晋江壹点则存在未履行投资者适当性义务、对投资者风险测评进行提示、诱导以及适当性制度不完善等三大违规行为。

更早之前的 10 月 13 日，中基协连续对外披露了五份纪律处分决定书/纪律处分事先告知书送达公告，涉及的私募机构包括北京艾亿新融资本管理有限公司、江苏睿谷私募基金管理有限公司、前海纽黑文资产管理（深圳）有限公司、深圳前海信新供销基金管理有限公司、汇君资产管理（北京）股份有限公司等。从处分内容看，上述私募机构存在的违规行为包括募集程序不规范、基金管理人程序不规范等。

被处分机构和人员数量明显增多

据《经济参考报》记者初步统计，今年以来中基协面向私募机构、受处分人员已披露的处分书/告知书已分别超过 100 份、200 份。而 2022 年，中基协向私募机构和私募人员发布的处分书/告知书合计不到 150 份；2021 年，中基协向私募机构、私募人员发布的处分书/告知书合计不到 100 份。显然，今年以来私募违法违规行明显增多。

在上述被处分机构中，不乏百亿私募。例如今年 9 月，中基协对上海迎水投资管理有限公司（简称“上海迎水”）发布的纪律处分决定书，指出其存在两大违规行为，分别是部分私募产品募集完成后未向协会备案、违反专业化经营要求等。官网资料显示，上海迎水成立于 2015 年 6 月，2015 年 9 月 2 日在中基协登记备案，目前上海迎水的法定代表人、执行董事为卢高文。

今年 9 月 15 日，中基协一口气在官网上披露了 14 份纪律处分决定书，处分对象包括深圳雪杉基金管理有限公司（简称“雪杉基金”）、上海执古资产管理有限公司（简称“执古资产”）、上海漱石投资管理事务所（有限合伙）（简称“漱石投资”）、上海映雪投资管理中心（有限合伙）（简称“映雪投资”）和杭州莱茵映雪投资管理公司（简称“莱茵映雪投资”）等 5 家私募和 9 名相关人员。

《经济参考报》记者注意到，这 5 家私募之间存在千丝万缕的联系。天眼查显示，从股权结构来看，映雪投资直接持有莱茵映雪投资 51% 的股份，映雪投资直接持有雪杉基金的 4.2% 股份，映雪投资还直接持有执古资产 20% 的股份。映雪投资和莱茵映雪投资的实控人均均为郑宇，郑宇曾为漱石投资股东。

“这在一定程度上反映了监管层对私募机构的监管趋严，私募行业的市场环境加速涤荡。监管趋严的意义在于，一是增强投资人对私募基金的信心，提高私

募基金透明度，二是规范私募基金行为，对违法违规保持震慑，三是适应私募产业不断壮大的现状，加强监管投入力度，推动私募高质量发展。”浙江大学国际联合商学院数字经济与金融创新研究中心联席主任、研究员盘和林在接受《经济参考报》记者的采访时表示。

监管趋严利于行业健康发展

业内人士认为，目前我国私募基金市场已经进入了数量和质量并重的发展阶段，监管趋严有利于行业长期规范健康发展。

今年 5 月，《私募投资基金登记备案办法》正式施行。明确要求管理人实缴资本不低于 1000 万元、私募基金规模不低于 1000 万元，私募法人或高管要有 5 年以上相关工作经验。今年 7 月，中基协发布了《中国证券投资基金业协会自律检查规则》《私募基金管理人失联处理指引》。其中，《中国证券投资基金业协会自律检查规则》明确了中基协对私募管理人实施现场检查、非现场检查的具体要求；《私募基金管理人失联处理指引》重新制定了私募管理人失联的相关处理流程。

今年 9 月，《私募投资基金监督管理条例》正式实施，该条例共七章 62 条，重点对五个方面内容进行了规定：一是明确了条例的适用范围；二是明确私募基金管理人和托管人的义务要求；三是规范资金募集和投资运作；四是对创业投资基金作出特别规定，国家对创业投资基金给予政策支持，鼓励和引导其投资成长性、创新性创业企业；五是强化监督管理和法律责任。

盘和林认为，为促进私募行业高质化发展，还需进一步疏通私募流通渠道，减少私募投资人进入和退出障碍，并加强私募行业信息透明度，提高资本市场有效性。此外，监管层加强信息披露质量监管，在流动性上对私募松绑，在信息披露上强化治理水平，也是非常必要的。

【07】股票私募积极布局 平均仓位升至 80%

受多重因素影响，股票市场持续震荡表现，创业板指数、港股指数等近期还创出年内新低，不少个股大幅走低。

虽然市场表现欠佳，但不少私募基金却逆市加仓。私募排排网数据显示，截至 9 月底，股票私募的平均仓位升至 80%，较 8 月底上涨 3%，基金经理对 A 股

的信心指数也较 9 月初有所抬升。

展望四季度，不少私募管理人表示，市场底部特征明显，在策略上应该耐心布局。

私募逆市加仓

自三季度以来，监管层频频出手，相继出台印花税减半、个税增加抵扣额、购房首付和贷款利率实质性下调等一系列组合拳，不少投资者倾向于认为 A 股底部已经探明。

不过，由于支柱产业房地产表现不及预期，市场整体信心仍然不足。节后，A 股震荡走弱，上证指数跌破 3100 点，创业板指数跌破 2000 点大关，市场情绪依然低迷。

值得关注的是，在这样的市况下，一些私募基金反而逆市加仓。私募排排网数据显示，截至 9 月底，股票主观多头策略型私募基金的平均仓位达到 80%，较 8 月底上涨 3%。

具体来看，仓位在五成仓以上(含)的私募基金占比 90%，较上月下降 3.33%；29%的私募则处于满仓及加杠杆状态，比上月上涨 2.33%；仓位在 80%以上（不含满仓）的私募占比 38%，较上月上涨 4.67%。

深圳某私募表示，“节后我们抄底了 A 股和黄金，然后闭上眼坐等行情起来。”10 月，基金经理对 A 股的信心指数为 122.40，相较 9 月上涨 0.64%，表明私募管理人进一步看好后续行情。

经济环比改善

虽然市场担忧房地产行业导致经济复苏不及预期，但从当下的经济数据来看，环比改善已开始显现。

9 月 30 日，国家统计局公布的 PMI（采购经理指数）数据显示，2023 年 9 月中国官方制造业 PMI 为 50.2%，预期 50.1%，前值 49.7%；官方非制造业 PMI 为 51.7%，预期 51.7%，前值 51.0%；综合 PMI 为 52.0%，前值 51.3%。可见，9 月制造业 PMI 好于预期，再度回到荣枯线上。

聚鸣投资董事长、投资总监刘晓龙表示，地产政策推出后，房地产市场迎来了短暂的井喷，之后又陷于环比下行，显示信心和需求仍然疲弱。不过，仔细观察对比，除了地产外，其余的经济数据已在环比改善，这和一些微观的行业需求变化也能对得上，说明经济没有继续恶化，实际上是改善的。

“回到基本面本身，我们看到多数行业已经触底或触底回升，少数行业还在继续下行。经济基本面的调整貌似接近底部，市场磨底的特征较为明显，结构应该比仓位更重要一些。”刘晓龙说。

此外，消费和旅游均在复苏，国庆长假出境游持续恢复。根据文旅部数据，假期 8 天国内旅游出游人数 8.26 亿人次，较 2019 年增长 4.1%；实现国内旅游收入 7534.3 亿元，较 2019 年增长 1.5%；人均消费 912 元，预期为 873 元。根据国家移民管理局预测，假期日均出入境旅客将达到 158 万人次，是 2019 年同期的 90%。

盈峰资本认为，虽然客流低于预期，但人均消费超预期而且出境游持续恢复。考虑到近期国家持续出台的多项稳增长政策或提升居民的收入预期和消费信心，预计内需恢复仍有后劲。

底部区域耐心布局

展望四季度，私募机构普遍认为 A 股已经处于底部区间，在策略上应该耐心布局。

中欧瑞博董事长吴伟志表示，A 股市场已经处于底部区间，是不少投资者的共识，多数投资人比较纠结 A 股何时展开行情，还有一些投资人希望信号能够更加精确一些，待市场确认上行趋势初期再介入，这些心态都是可以理解的。“更应该做的是耐心在底部区间布局优秀公司，给政策药效一点时间，给‘庄稼’充分的时间去生长，不去揠苗助长，静待春暖花开。”吴伟志说。

重阳投资认为，当下的市场处于一个比较宽的底部区间，因此整体仓位处于一个比较高的水平。在底部的时候不要失去仓位，因为风险正在逐步被充分定价。

望正资本指出，沪深 300 经过长达两年半的调整，整体估值水平已不高，市场当前正处于中长期非常重要的底部区域。从结构上来看，不同类型的资产估值分位不均衡，与宏观经济相关性强的资产由于短期的经济压力，处于相对低的分位；产业发展前景好的部分标的，前期已有不错表现，股价隐含了不低的增长预期，因此处于相对较高的分位水平。

展望未来，望正资本主要看好四类资产的投资机会：一是紧跟时代浪潮，寻找 3~5 年内有突破性进展的新兴产业；二是价值充分显现、经过较长时间调整的蓝筹股；三是汽车、医疗服务、中高端化妆品等可选消费；四是细分行业中竞争格局明确、发展前景好的优质企业。

【08】私募股权基金有望加码北交所市场

随着近期政策利好接连发布，北交所市场有望迎来更多“源头活水”。

近日，中国证券投资基金业协会官网发布了《私募投资基金备案指引第2号——私募股权、创业投资基金》（简称《指引》）。《指引》规定，除创业投资基金之外的私募股权基金投资的公司，在北交所上市后，基金可以通过公开发行或公开交易增持上市公司股票。《指引》放开了私募股权基金通过二级市场买入北交所股票的路径，有效增强了市场买方力量。

证监会此前发布的《关于高质量建设北京证券交易所的意见》，提出允许除创业投资基金之外的私募股权基金通过二级市场增持其上市前已投资的企业在北交所发行的股票。《指引》明确了私募股权基金参与北交所二级市场的投资方式和具体要求，也是对改革意见中相关要求进行了细化和落实。私募股权基金管理人可以按照《指引》要求，进行私募股权基金投资和备案。

私募股权基金一直是北交所、新三板市场的重要参与主体，是最熟悉企业情况和市场规则的专业机构投资者。私募股权基金投资主要面向早期中小企业，而北交所的定位是打造服务创新型中小企业的“主阵地”，双方高度契合。北交所设立后，私募股权基金不能继续买入上市公司股票，只能单边卖出。业内人士认为，本次规则的出台，充分考虑了北交所上市中小企业大都处于成长期的实际，提出允许私募股权基金通过二级市场增持北交所股票，有利于更好促进私募股权基金“投早投小投科技”。

市场人士表示，本轮改革畅通了私募股权基金通过二级市场投资北交所的路径，有望引来更多私募股权基金参与；同时有助于培育一批专注于北交所、新三板市场的优质私募机构，并将为北交所、新三板带来更多“源头活水”。

“本次改革前，不少北交所上市公司的PE股东只能减持、不能增持，造成了北交所在一二级市场估值倒挂时缺乏很好的估值稳定器。”申万宏源专精特新首席分析师刘靖表示，允许私募股权基金通过二级市场参与北交所投资，将有利于一二级市场估值倒挂的公司修复估值。

【09】中国储能产业私募股权投资市场全景

中国储能网讯：全球实现碳达峰和碳中和的长远愿景催生了蓬勃的绿色投资市场。根据 Bloomberg 数据，2022 年全球能源转型投资规模突破 1 万亿美元，中国的投资金额达到 5,460 亿美元，居世界首位。能源转型将改变现有电力供应结构。随着中国总发电量中新能源占比逐年提升，风光发电存在的随机性、间歇性和波动性等特点对电网的影响日益凸显，使用储能系统实现跨时间调节电力供应需求愈发迫切。相应地，中国储能市场规模及相关股权投资活跃度也不断提升。在此背景下，清科创业（01945.HK）旗下清科研究中心正式发布《2023 年中国储能产业发展研究报告》，通过系统梳理储能产业政策、产业链结构、股权投资市场募投相关数据、行业发展机遇及风险、以及机构投资风险及建议等，为市场呈现储能产业私募股权投资市场全景。

01、宏观政策规划先行，地方补贴支持行业发展

储能产业自 2016 年起就多次出现在国家级政策规划中。2016 年后，国内新能源装机量快速攀升，逐渐超出电网原有消纳能力，“弃风弃光”现象逐渐显现。储能作为跨时调节电力的关键技术进入政策视野，被纳入《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》、《能源技术革命创新行动计划（2016-2030 年）》等重大发展战略和规划中，行业指导意见和发展计划等也陆续颁布，在政策层面确定了储能行业先由研发示范向商业化初期过渡，再实现商业化初期向规模化发展转变的两阶段发展目标，并提出加强先进储能技术研发，推进电力体制改革，完善电力市场化交易机制等要求。这一时期的相关政策主要停留在宏观规划层面。“双碳”目标确定后，国家级规划中开始出现针对储能技术发展的具体目标。2021 年，发改委、能源局发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，确定了国内新型储能装机总规模到 2025 年达 30GW 以上的发展目标。2021 年 10 月，《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》提出加快推进抽水蓄能和新型储能规模化应用，加强电化学、压缩空气等新型储能技术攻关示范和产业化应用。同月，在《2030 年前碳达峰行动方案》中，到 2025 年新型储能装机容量达到 30GW 以上的发展目标被重申。2022 年 3 月，国家发改委和能源局发布的《“十四五”新型储能发展实施方案》中计划到 2025 年推动新型储能由商业化初期步入规模化发展阶段。这一阶段，国家层面的新型储能发展宏观目标

更为明确，这为地方政府制定针对性产业政策提供了政策依据，也增加了储能相关投资的确定性。

在这一时期，储能参与电力市场的渠道也不断畅通。《“十四五”现代能源体系规划》中提出推动新型储能参与各类电力市场，完善适合新型储能的辅助服务市场机制。2022 年 6 月发改委和能源局在《关于进一步推动新型储能参与电力市场和调度运用的通知》中明确鼓励新型储能作为独立储能参与电力市场。2022 年底，国家能源局发布《电力现货市场基本规则（征求意见稿）》和《电力现货市场监管办法（征求意见稿）》，标志电力现货市场落地进程加速。电力市场改革加速，有助于进一步明确储能电力系统中的商业模式。

地方层面，强制配储与相关补贴构成储能产业发展直接动力。目前已有 20 多个省级行政单位强制要求电站配置一定容量的储能设施，构成储能设施，特别是电化学储能设施采购与建设需求。

部分地区也提供了对储能设施投资和运营的补贴政策。多数补贴政策由市或区级主管部门制定，通常以建设容量、投资额度或参与电网统筹调度程度给予补贴。在电力交易市场机制尚未完善，电力价格未能完全体现储能设施在电网中的价值的背景下，政府补贴可部分降低储能项目盈利门槛，一定程度上调动行业投资积极性。

02、募投阶梯式增长，机构青睐产业链中游项目

政策引导下储能相关基金阶梯式增长

2021 年后大额基金频出

根据清科研究中心不完全统计，截至 2022 年第三季度，中国股权投资市场中共有接近 60 支基金将储能作为主要投资或关注领域，累计募集资金 717.39 亿元。从时间分布来看，2017 年和 2021 年的募集数量和金额均出现大幅增长，且多数大额基金出现在 2021 年及之后，这与国家制定的“由示范应用向商业化初期阶段过渡”，以及“由商业化初期向规模化发展转变”的产业发展规划时间节点大体重合，反映出国家政策对于储能产业的引导性作用。

从基金管理人背景来看，参与设立储能领域基金的管理人背景比较多元，既有与电力或清洁能源相关的产业资本，如国家能源集团下属的中国神华、国华投资、三峡集团、宁德时代、保利资本、上汽投资、国网英大等；也有将储能产业作为重点产业发展的地方国资背景管理人，如江苏省投资管理、深创投等；此外，

也有将新能源、绿色低碳、储能等作为投资方向的市场化股权投资机构，如凯辉基金、源码资本、IDG 资本等。

产业投资呈阶梯式上升

年投资规模超过 200 亿元

投资方面，截至 2022 年 9 月，中国股权投资市场对储能领域项目投资累计近 400 起，涉及投资金额约 1,300 亿元。储能领域项目投资在时间分布上的走势与基金募集情况十分相似，也呈现阶梯式上升特征。2016 年之前，机构在储能领域的投资布局有限，每年所投项目数量不超过 20 起，全年投资金额最多在 10 亿元水平，单笔投资金额也较少，市场整体情况较为平淡。2016 年后，随着储能在国家能源规划中地位提升，与基金募集规模增加同时，市场中对于储能项目的投资显著增多，年投资项目数量达到 40 家，投资规模超过 100 亿元。2021 年，储能领域投资项目数量和规模水平进一步抬升，年投资项目数量超过 50 家，投资规模在 200 亿元以上。

从储能领域投资与基金募集的相对变化来看，一方面，2020 年及之前的投资事实上更多瞄准动力电池赛道，此后则借由项目企业的业务范围自然延伸而切入储能领域。另一方面，2021 年后储能相关基金募集的快速增加，也反映出储能作为电力市场中的新兴行业，其未来发展很大程度上仍受国家政策影响，当前的市场环境下尚未形成能够持续推动储能产业发展的自发性需求。

多数投资投向电化学储能

投资机构偏好产业链中游项目

从储能技术方向上看，绝大多数投资投向了与电化学储能相关的项目，其中的绝大多数与锂离子电池相关，少数其他方向项目包括钠离子电池、液流电池、水系电池等。股权投资市场对储能技术的选择基本上与储能市场中新型储能占比吻合，这一方面反映出当前锂离子电池在性能、价格 and 安全性等方面已较为贴合储能应用需求，另一方面也反映出储能技术路线仍存不确定性，多数机构对可能替代锂离子电池的潜在技术路线仍持观望态度。

从产业链角度分析，包括锂离子电池在内的各类电化学储能技术在电极材料、电解质和结构件等方面有所差异，但产业链基本具有相同环节，通常可被分为上游材料及零部件、中游核心系统集成和制造，以及下游的应用。

全部被投项目中，5.1%为产业链各环节均有所涉足的综合性储能企业，15.5%

为专注于上游相关材料和零部件【1】制造的企业，35.2%专注于中游包括电池在内的储能装置【2】的生产，24.3%的项目可以提供集成后的储能系统产品【3】，5.6%为在产业链下游运营储能项目的企业。电化学储能领域中，投资布局向中游集中更为明显，超过 70%的被投项目处于产业链中游，下游被投项目占比不足 1%。

所有被投项目中接近半数有不同程度产品综合能力，其中既有实现从材料到储能集成产品布局的综合性企业，如宁德时代、国轩高科等，也有整合上游材料与中游电芯生产，或在中游整合电芯生产与其他辅助系统，或可以集成多个子系统输出成套方案的集成厂商。

整体来看，储能装置和电池、辅助系统和材料是机构主要的投资领域。时间分布上，产业链中游项目始终是机构投资的重点产业链环节，除个别年份外数量占比基本保持在 60%至 70%之间，其中对专营电池和辅助系统的项目投资数量长期占据多数，这一定程度上与新能源汽车领域投资热度较高相关。2016 年后，机构所投项目中由独立研发电池或管理系统进而延伸至储能系统生产的项目数量明显增多，反映储能产业逐渐形成单独的投资赛道。

从单个项目累计获投金额看，动力电池的发展对储能产业投资带动效应很大，累计获投规模较大的项目包括锂离子电池上游材料企业，或同时涉足动力电池、储能电池、消费电池等两个或多个行业的电芯企业。这也部分说明了锂离子电池储能何以成为当前主流新型储能技术：受益于各方在新能源汽车及动力电池领域资金与科研资源的持续投入，国内目前已形成了较为完善的锂离子电池产业链，显著降低了锂离子电池成本，并积累了相应的生产与运营技术，为锂离子电池大规模应用于储能领域奠定基础。

从参与投资的机构来看，储能领域投资较为活跃的机构投资阶段都偏早期。其中部分是关注新能源较早的机构，此前主要布局动力电池产业链，在近年转向储能领域投资。如深创投长期关注新能源和新材料领域，2020 年前即对动力电池、电池材料等新能源相关行业有较多投资。随着“双碳”战略确立，机构关注重心进一步转向“双碳”背景下的能源结构升级，陆续投资分布式储能运营系统服务商库博能源、锂电行业科技型企业昆宇电源等项目。国投创新在 2016 年进入锂离子电池赛道，先后投资宁德时代、比亚迪等项目；2020 年后在锂离子电池领域进一步加码，连续两轮投资蜂巢能源。类似机构还包括松禾资本和北汽产投等，

均是较早时布局新能源车相关的动力电池领域，近年所投项目的业务扩散至储能领域。部分机构则在近年开始转向新能源领域投资。例如，源码资本是基于对绿色转型产生的真实需求的认知，开始关注双碳领域“源-网-荷-储”全产业链，目前已在光伏电池、储能技术、新型材料等行业有所布局，如光伏薄膜领域的曜能科技等项目。在储能赛道，源码资本尤其关注科技与商业的结合，寻找具有科技驱动变革能力和品牌竞争能力的企业，目前已布局户用储能领域的德兰明海，储能系统领域的奇点能源，动力电池领域欣旺达 EVB 等项目。近年在储能领域较为活跃的还有瞄准前沿技术应用的天使投资机构。例如，中科创星除布局传统锂离子电池赛道外，还投资了研发固态锂电池的卫蓝新能源、压缩空气储能项目中储国能等。英诺天使基金就关注储能系统运营中可以实现降本增效的关键技术，并对其他新型储能技术与锂离子电池储能的混合储能应用前景保持关注，目前已布局国润储能、云储新能源等储能技术和辅助系统项目。整体上看，包括活跃机构在内的股权投资机构更加青睐生产储能装置或为储能系统提供关键辅助系统的中游厂商。

03、需求与盈利迷局交织

机构寻找回报与风险平衡点

投资机构所投储能相关项目多数为生产储能装置或提供关键辅助系统的中游厂商，下游运营类项目较少，这种产业链上的不均匀分布主要由运营类项目的重资产属性以及模糊的商业盈利前景等因素导致。

储能下游需求以实用为主

商业运营盈利模式有待探索

目前储能系统的运营者包括发电企业、电网、储能场站投资方、工商业和家庭用户等主体，其中发电企业、电网、储能场站投资方对储能系统的需求和建设规模趋近，可统称为大型储能；小型工商业和家庭用户所用储能通常被称为小型储能，包括微型储能系统和户用储能。

大型储能根据下游建设和运营方，又可被分为发电企业配建，电网企业自建和独立储能三类。其中发电企业主要的储能需求包括新能源发电强制配储（发电侧配储），及传统能源发电企业加装储能（火储联调）。前者目前已在全国范围内被广泛推行，超过 20 个省级行政区要求新增新能源发电项目配套储能系统，配储比例在 10%到 20%之间不等，配储时长要求均为 2 小时以上。而后者则是

当前技术条件下传统发电企业提升自身灵活性的必要需求，如上海电气为广东粤电大埔电厂建设的火储联调项目，就采用 18MW/9MWh 电化学储能系统，使项目 2 台机组综合性能指标进入市场前 10%。电网企业主要的储能需求包括缓解调峰压力、提高电网可靠性和电能质量、延缓输配电投资等，投资建设储能项目多为收益机制更为明确的抽水蓄能项目，单独投资建设新型储能项目相对较少。电网企业在 2018 年及之前对建设储能设施积极性较高，但在 2019 年 5 月国家发改委和能源局明确电储能设施成本费用不计入输配电定价成本后，建设储能设施积极性逐渐消退。

独立储能是近年兴起的，独立于发电或电网企业，直接与电力调度机构签订并网调度协议，以独立主体参与电力市场的储能项目投资运营形式。区别于发电企业和电网，独立储能以经济收益为导向，同时开展多种商业模式以实现最大收益。目前，独立储能的主要盈利途径是作为共享储能提供容量租赁、参与电力辅助服务市场和参与电力现货市场等。小型工商业和家庭用户对储能系统的基本需求是保障稳定供电、电力自发自用和容量费用管理等，在部分具备电网和制度条件的地区还可以开展峰谷价差套利。例如浙江有望于 2023 年开展试点的“隔墙售电”，就是由分布式能源生产者通将电力直接销售给周边的能源消费者的新模式。

通过对电力市场中对于储能系统的需求分析不难看出，对储能系统有明确商业盈利需求的主要为独立储能，但尽管独立储能项目通常尽可能同时开展多种商业模式以最大化收益，如“新能源容量租赁+有偿调峰调频”或“新能源容量租赁+现货市场峰谷价差套利”等，但当下收益率仍难以刺激大规模投资。由于国内采用大电网系统，电力市场化机制尚未形成，峰谷价差套利等海外较为成熟的储能盈利模式获利空间较窄，无论测算下游储能项目的内部收益率（IRR）或全寿命储能度电成本（LCOS），其水平均较难达到多数市场化 VC/PE 机构的收益门槛。因此，机构投资目前集中在需求较为确定、盈利前景较为清晰的储能产业链上中游。而对下游储能运营项目的投资则主要来自产业方或“五大四小”等电力相关企业的投资。

从国际经验来看，更为灵活的电力市场机制和较大的电力峰谷价差有助于提升储能设施的经济效益。一方面，更加市场化的电力供需结构有助于各类主体平等参与电力市场，方便储能设施运营商以各类模式获取经济收益；另一方面，更

大的峰谷价差也使得独立储能和用户侧储能的容量费用管理和价差套利更具盈利性。储能走出明晰的具体商业模式仍有待市场改革进一步发力及运营主体持续探索。

机构自下而上聚焦赛道

密切关注政策变动与技术前沿

具体到投资策略，由于储能系统的需求和应用环境复杂，不同应用场景对于储能设备的需求差别很大；但从市场整体看，对于储能设备的需求又是真实确定的，所以活跃机构普遍采用自下而上的研究方法，从机构自身较为熟悉的场景出发，通过分析该场景下储能系统所需具备的技术特性，沿产业链向上，结合安全性、经济性、资源可持续性指标，逐步聚焦赛道。赛道选择上，多数机构仍然选择锂离子电池储能技术路线。锂离子电池受益于新能源汽车产业的快速发展，技术成熟度高，市场规模较大，应用于储能领域已具备一定的经济性。但业界对于未来的主流储能技术仍有一定分歧，锂离子电池长期来看在储能容量、安全性和资源可持续性等方面也面临压缩空气储能、氢储能等其他储能技术的挑战，锂离子电池技术本身也有继续迭代空间。因此，部分机构因此选择追踪行业技术发展前沿，慎重选择其中具有规模化能力和商业价值的项目，但同时需要注意技术迭代可能带来的主流路线变更

在当前由市场需求拉动的储能行业生态尚未完全形成的背景下，电力市场改革、产业扶持倾向、补贴等政策均会对储能设施需求和相应技术路线发展产生较大影响，机构应当密切关注政策变动，以及商业运营盈利前景变化。此外，尽管短期内电力价格市场化可能拉开峰谷价格差距，但随着储能渗透率提升，其削峰填谷功能可能使峰谷价格趋于收敛，从而影响储能系统未来盈利水平，间接放大机构未来收益的不确定性。因此，机构投资者应密切关注政策变动对行业方向、盈利水平和项目估值的影响，谨慎评估项目前景。

项目层面，由于当前储能需求受限于市场格局尚未完全释放，具有较多下游资源储备的厂商将收获机构更多关注。同时，基于海外市场对于储能系统的中短期和长期需求，以及国内锂电池产业链的优势地位，国内部分储能系统提供商将执行国际化战略。机构可以关注其中具有海外用户资源，较早布局海外市场或具备本地化经营能力，具有核心技术的团队和项目。

04、结语

长期来看，在“双碳”目标背景下，到 2060 年可再生能源将提供中国 90% 的能源供给，随着可再生能源比例持续提高，电力系统对灵活电网和储能存在刚性需求，根据 CNESA 预测，2022-2026 年中国新型储能市场的复合年化增长率将达到 53.3%至 69.2%。然而受限于现有电力市场，储能设施的价值还不能完全体现在运营者的收入中。因此，短期内市场对于储能设施的需求难以完全释放，产业发展仍主要需要相关政策支持。此外，未来储能市场不同技术所占比例也未形成共识，机构投资储能领域项目需要在中短期的相对确定性与长期的发展不确定性中权衡。更多内容详见报告完整版目录：

【10】收购股权、新设公司、申请牌照齐上阵 券商资管公募化进程再提速

资管行业大变革时代下，券商资管规模持续呈现“私募”降、“公募”升的态势，公募业务成为券商寻求业务增长点及突破口的重要抓手，利润贡献度持续提升。10 月份以来，券商布局公募赛道消息频频，新设公募基金公司、申请公募基金牌照、增持（收购）公募基金公司股权等办法齐上阵。

国金证券有望实现“一控一牌”

从“一参一控”到如今的“一参一控一牌”，政策助力推动了券商资管公募化发展进程。作为券商资管业务转型破局的利器，券商布局公募市场途径主要体现在三大方面。

首先，通过设立资管子公司再申请公募牌照，这是当前券商布局公募市场的一种常见途径。10 月 16 日晚间，证监会接收了国金证券资产管理有限公司（以下简称“国金资管”）的《公募基金管理人资格核准》的申请材料。同时，申请公募牌照的资管子公司还包括广发资管、兴证资管、光大资管、安信资管等。

近年来，国金证券积极推进设立资管子公司。国金资管于 2022 年 9 月 28 日成立，并于 2023 年 4 月 11 日正式对外展业。5 月 30 日，国金证券发布公告称，拟以自有资金向资管子公司进行增资，增资总金额为 8 亿元。与此同时，国金证券还持有国金基金 51% 股权，若本次公募牌照申请进展顺利，国金证券则将实现“一控一牌”。

其次，通过收购、增持公募基金公司股权从而获得公募牌照，实现参股、控股也是券商布局公募市场的路径之一。券商可以借助旗下公募基金公司品牌及资源等优势，加速自身在公募市场中的发展。10月11日，证监会官网显示，国联安基金的《公募基金管理公司变更持有百分之五以上股权的股东、持股不足百分之五但对公司治理有重大影响的股东或者实际控制人审批》已被接收。同日，上海市市场监督管理局也公示了国泰君安收购国联安股权案。2023年9月份，国泰君安证券与安联集团签署《股权转让协议》，约定由国泰君安收购安联集团所持有的国联安基金49%的股权。若上述事项进展顺利，国泰君安则有望实现“一参一控一牌”。

中原证券携手苏豪投资申请设立公募基金公司

再次，券商布局公募市场还有一种选择就是直接申请设立公募基金公司获得公募牌照。

10月16日晚间，证监会接收了中原证券股份有限公司（以下简称“中原证券”）的《设立公募基金管理公司审批》的申请材料。

中原证券曾发布公告称，将与苏豪投资共同发起设立中原苏豪基金管理有限公司，拟从事公开募集证券投资基金管理、基金销售、私募资产管理和证监会许可的其他业务。其中，中原证券出资1.6亿元，出资比例为80%。

近年来，中原证券一直在加大布局公募业务的力度。2021年6月份，中原证券与合煦智远及其股东签署了《投资合作意向协议书》，中原证券有意向以增资等方式成为合煦智远的控股股东，拟持有合煦智远50%以上的股权。然而，由于外部因素发生变化，中原证券经审慎考虑并与协议方协商一致，决定终止上述协议。中原证券在终止上述协议后即表示：“将继续围绕既定战略，研究探寻市场机会，推动公募基金业务发展。”

上市券商前三季度资管收入有望增长

目前，证券行业共有资管子公司28家，13家券商或资管子公司持有公募基金牌照。从布局公募业务的佼佼者来看，东证资管无论在管理规模还是产品数量上均稳居业内第一；财通证券资管、中银证券的公募基金管理规模均超千亿元，券商布局公募市场成效明显。

国泰君安非银金融首席分析师刘欣琦预计：“前三季度，上市券商资管业务收入同比增长1.01%至339.51亿元，主要来自管理费率微升。券商资管部门

及旗下公募基金资产管理规模整体平稳、同比微降 0.64%；从全年来看，受益于市场行情回暖带来的业绩报酬释放及券商资管主动管理转型等，资产管理费率稳中微升，实现资管业务收入微增。”

总之，券商无论选择哪种路径布局公募市场，都取决于对自身的战略定位、资源禀赋以及市场环境等诸多因素的考量，只有坚持以主动管理能力为核心、巩固完善投研体系、提升产品创设能力以及综合金融服务水平等，才能推动资管业务真正走上高质量发展道路。

二、政策、法规、通知

【01】【第 55 号公告】《关于修改〈公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)〉第五十条的决定》

发布机构：中国证券监督管理委员会

发布时间：2023 年 10 月 20 日

关于修改《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》第五十条的决定
(2023) 55 号

第五十条第（二）项修改为：“基础设施资产支持证券是指依据《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》等有关规定，以基础设施项目产生的现金流为偿付来源，以基础设施资产支持专项计划为载体，向投资者发行的代表基础设施财产或财产权益份额的有价证券。基础设施包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，百货商场、购物中心、农贸市场等消费基础设施，污染治理、信息网络、产业园区、保障性租赁住房、清洁能源等符合国家重大战略、发展规划、产业政策、投资管理条例等相关要求的其他基础设施。”本决定自公布之日起施行。《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》根据本决定作相应修改，重新公布。

【02】【第 57 号公告】《关于修改〈公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组〉的决定》

发布单位：中国证券监督管理委员会

发布时间：2023 年 10 月 27 日

关于修改《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组》的决定
(2023) 57 号

第六十九条修改为：“上市公司应当披露本次交易所涉及的相关资产的财务报告和审计报告。经审计的最近一期财务资料在财务报告截止日后六个月内有效；本次交易涉及发行股份的，特别情况下可适当延长，但延长时间至多不超过三个月。

交易标的的财务资料虽处于第一款所述有效期内，但截至重组报告书披露之日，该等资产的财务状况和经营成果发生重大变动的，应当补充披露最近一期的相关财务资料（包括该等资产的财务报告、备考财务资料等）。交易标的财务报告截止日至提交中国证监会注册的重组报告书披露日之间超过七个月的，应当补充披露截止日后至少六个月的财务报告和审阅报告。有关财务报告和审计报告应当按照与上市公司相同的会计制度和会计政策编制。如不能披露完整财务报告，应当解释原因，并出具对相关资产财务状况、经营成果的说明及审计报告。交易标的涉及红筹企业的，应当按照《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 24 号——注册制下创新试点红筹企业财务报告信息特别规定》及其他相关业务规则披露交易标的财务会计信息。上市公司拟进行重组上市的，还应当披露依据重组完成后的资产架构编制的上市公司最近一年及一期的备考财务报告和审计报告。其他重大资产重组，应当披露最近一年及一期的备考财务报告和审阅报告。

发生第二款规定情形的，上市公司应当在重组报告书管理层讨论与分析中披露相关变动情况、变动原因和由此可能产生的影响，并作重大事项提示。发生第三款规定情形的，上市公司应当在重组报告书管理层讨论与分析中披露交易

标的财务报告截止日后财务信息和主要经营状况变动情况。发生第二款和第三款规定情形的，独立财务顾问还应当就交易标的财务状况和经营成果是否发生重大不利变动及对本次交易的影响出具核查意见。”本决定自公布之日起施行。

《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组》根据本决定作相应修改，重新公布。

三、观点和争鸣

【01】从银行“资本新规”看证券资本监管优化方向

作者：戴豫升，邓惠峰

来源：《清华金融评论》2023 年 9 月刊总第 118 期

党的二十大以来，金融行业最重大的变动莫过于金融监管体系改革，伴随着中央金融委及其办公室和国家金融监督管理总局的设立，“两委一行一局一会”的中国特色金融监管框架正式搭建，审慎监管和行为监管的“双峰”模式更加清晰，以商业银行为代表的金融中介和以资本市场为代表的金融市场将在更广范围、更大程度发挥资源配置作用。与之相伴的是，试行十年之久的《商业银行资本管理办法》近期迎来了重大修订，新的征求意见稿进一步夯实巴塞尔协议三大支柱的基础，对于风险加权资产计量规则、监督检查规定、信息披露标准与内容均有较大程度的调整，既对商业银行和金融市场产生深远影响，又为优化证券公司资本监管路径提供了可资借鉴的经验与参考。

征求意见稿的主要变化

相较于 2012 年的试行版，新的征求意见稿根据国内银行业变化情况和国际监管改革最新成果，主要修订完善了以下三个方面内容：

健全差异化资本监管体系

征求意见稿根据调整后表内外资产余额、境外债权债务情况，将商业银行划分为三个档次，不同档次的商业银行适用于不同的资本监管规定。其中，表内外资产余额超过 5000 亿元（含）或境外债权债务余额及占比满足一定标准的划分为第一档次，其资本监管规则全面对标巴塞尔协议Ⅲ最终方案，信用风险适用新

权重法或新内评法，市场风险适用新标准法或新内部模型法，操作风险适用新标准法。商业银行表内外资产余额超过 100 亿元（含），或不满足以上标准但存在境外债权债务的，划分为第二档次，其资本监管规则相较于第一档次有所简化，其中信用风险适用相比第一档银行有所差异且简化的权重法，市场风险适用简化标准法，操作风险沿用现行规定适用基本指标法。商业银行表内外资产余额小于 100 亿元且不存在境外债权债务的，划分为第三档次，适用于单独的《第三档商业银行资本监管规定》。差异化资本监管体系有利于在控制银行业总体风险水平的前提下，促进不同银行在业务布局和经营策略上的主动性，以提升经营效率。

完善风险加权资产计量

征求意见稿对风险加权资产计量规则和相关要求进行了优化，其核心目标是进一步提升计量结果的风险敏感性，并有效防范资本监管套利风险。具体包括：一是信用风险方面，重点细化权重法下的风险暴露分类标准（如新增房地产风险暴露、已违约风险暴露，细化公司风险暴露、零售风险暴露等），引入风险驱动因子，弱化外部评级依赖，强化银行账簿资管产品与资产证券化穿透管理，提高权重法与内评法的逻辑一致性；限制内评法使用范围，例如对于金融机构风险暴露、企业年营收超过 30 亿元的一般公司风险暴露不得采用高级内评法计量信用风险加权资产。二是市场风险方面，新标准法不再基于头寸和资本计提比例计算监管资本，而是结合风险因子、敏感度指标进行确定；为有效评估极端情况下的市场风险，优化内部模型法，使用预期尾部损失（ES）替代风险价值（VaR）。三是操作风险方面，新标准法以业务指标为基础，引入内部损失乘数作为资本要求的调整因子。

强化二、三支柱监督约束

征求意见稿进一步强化了对第二、第三支柱的要求。第二支柱方面，主要体现在完善监督检查内容，加强制度衔接和落实。具体包括：设置风险加权资产永久底线、完善储备资本达标分红比例限制、完善第二支柱下银行账簿利率风险及流动性风险评估标准、强化全面风险管理要求等。第三支柱方面，征求意见稿建立了一套全面的差异化信息披露体系，提升了风险信息透明度和市场约束力。其中，第一档银行必须披露全套报表 70 张，内容涵盖风险管理、关键审慎监管指标和风险加权资产概览、不同资本计量方法下的风险加权资产对比等 17 个大项。

第二档银行适用简化的披露要求，披露风险加权资产、资本构成、资本充足率、杠杆率等 8 张报表。第三档银行仅须披露资本充足率、资本构成等 2 张报表。

与证券公司监管体系的差异

作为抵御风险的最后一道防线，资本在金融机构持续经营过程中起着举足轻重的作用，并受到外部监管的严格约束。为防范系统性风险，我国商业银行和证券公司均建立起宏观和微观审慎框架，形成了较为完备的资本监管体系，但两者在演化路径、基本思路和具体内容方面存在着一定差异：

监管演化路径的差异

我国商业银行资本监管演化绕不开巴塞尔协议的变迁。1992 年，人民银行深圳经济特区分行颁布出台《深圳市银行业资产风险监管暂行规定》，首次借鉴“巴塞尔协议 I”的计量方法，建立起资本监管与巴塞尔协议的初步联系。2004 年，银监会颁布《商业银行资本充足率管理办法》，大幅吸收借鉴“巴塞尔协议 II”的阶段共识，搭建起“三大支柱”体系框架。2009 年，我国正式成为巴塞尔银行监督管理委员会会员，商业银行资本监管与巴塞尔协议的联系更加紧密。2012 年，银监会发布《商业银行资本管理办法（试行）》，充分吸收金融危机后“巴塞尔协议 III”的改革经验，系统性重构风险加权资产计量框架，重点解决原标准法过度依赖外部评级、风险敏感性不足、与内部评级法逻辑不一致等缺陷，并于 2023 年修订完成《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》，形成了中国版巴 III 最新方案。

相较而言，我国证券公司资本监管结合了国际证监会组织（IOSCO）经验和国内资本市场特点，并兼顾巴塞尔协议的相关理念（巴曙松等，2004）。中国证监会于 1995 年加入 IOSCO 成为正式会员，并于次年发布《证券经营机构股票承销业务管理办法》，首次引入“净资本”监管理念。2001 年，证监会公布《证券公司管理办法》，在参考 IOSCO 证券监管目标和原则的基础上首次提出总量监管要求，规定综合类、经纪类证券公司净资本分别不得低于两亿元、两千万元，且证券公司净资本不得低于对外负债的 8%。2006 年，证监会在借鉴巴塞尔协议 II 的基础上发布《证券公司风险控制指标管理办法》，引入“风险资本准备”的概念，提出比例监管要求，明确了资本与各项风险准备之和的比例、净资本与负债的比例等监管指标。2016 年，证监会对《证券公司风险控制指标管理办法》进行

重大修订，完善风险覆盖率指标定义，增加资本杠杆率、流动性覆盖率、净稳定资金率三项监管指标，正式确立以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系，但在资本分类方式上仍然沿用巴塞尔协议 II 的框架。总体上看，证券业资本监管同样受巴塞尔协议理念的影响，但影响相对间接和滞后。

监管基本思路的差异

在监管基本思路上，银行业和证券业因发展阶段、资产规模、业务结构、资本充足水平的差异而有所区别。银行业强调微观审慎和宏观审慎相协调，在设定适度的资本监管底线标准基础上，通过系统性重要机构监管、逆周期调节等宏观审慎工具防范系统性风险（周小川，2011；范小云、王道平，2012）。证券业侧重于微观审慎监管，通过设定更为审慎的资本监管底线标准强化单个机构的风险管控，对于宏观审慎尤其是逆周期调节和系统重要性券商的关注相对有限（王春玲，2011；李清政、宋坤，2013）。

第一，资本监管底线标准差异

商业银行资本监管核心指标较为聚焦，主要是资本杠杆率和资本充足率。从具体指标来看：杠杆率指标方面，商业银行的杠杆率底线要求为不低于 4%，即 1 单位一级资本净额最大可撬动 25 单位表内外资产。资本充足率指标方面，虽然商业银行的最低资本充足率为 8%，经计算口径差异调整后，与证券公司风险覆盖率最低要求一致，但从主要可比业务看，商业银行所需资本计算标准相对较低。例如，针对资产管理业务，商业银行直接开展理财业务原则上无须计算风险加权资产；对于已设立独立理财子公司的商业银行，按照《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）》，理财资金投资固定收益类证券、股票等标准化资产无须计算风险资本。从运行效果来看，我国商业银行资本利用效率整体较高，截至 2022 年末，商业银行平均财务杠杆高达 12.53 倍，与国际大型投资银行杠杆水平接近。

证券公司资本监管指标体系相对宽泛，除了风险覆盖率、资本杠杆率两个核心监管指标，还须满足净资本/净资产、净资本/负债、相关业务品种资产规模占净资本比例、单一证券持仓规模占净资本比例等指标要求。从具体指标来看：杠杆率指标方面，证券公司的资本杠杆率底线要求为不低于 8%，不考虑计算规则具体细节差异，较商业银行的杠杆率底线要求高出一倍。衡量资本充足指标方面，

证券公司风险资本准备的计算标准更为审慎。以资产管理业务为例，证券公司须按照资产管理规模的 0.3%~20% 计算特定风险资本准备，显著高于商业银行资本监管要求。此外，证券公司信用债自营投资、融资融券、股票质押等业务风险资本准备计算标准也较高，暂未考虑抵质押物的信用风险缓释效果。从运行效果来看，我国证券公司资本利用效率偏低，截至 2022 年末，证券公司平均财务杠杆约 3.3 倍（剔除代理业务），远低于商业银行和国际大型投资银行。

第二，宏观审慎监管要求差异

2008 年金融危机暴露出以微观审慎为核心的资本监管框架体系的缺陷和不足，为更有效应对“大而不倒”、银行“顺周期行为”等问题，巴塞尔协议III从机构维度、时间维度分别引入了系统重要性银行监管、逆周期调节等宏观审慎工具，提升金融体系的稳定性和系统性风险抵御能力，国内资本监管同样遵循了这一理念。根据征求意见稿及相关规定，商业银行在满足 8% 的最低资本要求基础上，须计提 2.5% 的储备资本、0.25%~1.5% 的系统重要性银行附加资本和一定比例的逆周期资本。具体来看：一是机构维度方面。2020 年 12 月，人民银行、原银保监会发布《系统重要性银行评估办法》，针对系统重要程度分别提出附加资本要求。根据 2022 年最新评估结果，目前我国共有五组 19 家国内系统重要性银行，分别适用 0.25%、0.5%、0.75%、1% 和 1.5% 的附加资本要求。二是时间维度方面。2020 年 9 月，人民银行、原银保监会发布《关于建立逆周期资本缓冲机制的通知》，根据当时系统性金融风险评估状况和疫情防控需要，逆周期资本缓冲比例初始设定为 0，并定期评估和调整。此外，2016 年起实施的宏观审慎评估体系（MPA）也引入了宏观审慎管理理念，其核心指标“宏观审慎资本充足率”主要由最低资本充足率、储备资本、系统重要性附加资本、逆周期缓冲资本构成。

相较而言，证券公司在宏观审慎监管方面与商业银行存在较大差异。具体来看：一是机构维度方面。当前证券业资本监管底线标准较高，暂未对系统重要性机构提出附加资本要求。事实上，与商业银行提高系统重要性机构资本要求不同，当前证券公司实施的分类评价体系，一定程度上造成了业务体量越大资本监管标准越低的效果。2008 年，证监会修订《证券公司风险控制指标管理办法》，明确证监会可根据证券公司治理结构、内控水平和风险控制情况，动态调整不同类别证券公司的监管标准和计算要求。各类证券公司风险资本准备根据分类评价结果

进行调整，评级越高、折算系数越低，其中连续三年 A 类 AA 级以上（含）的证券公司风险资本准备折算系数低至 0.5。根据 2019—2021 年证券公司监管分类评价结果，分类为 A 类 AA 级的均为大型券商。二是时间维度方面。2016 年，证监会再次修订《证券公司风险控制指标管理办法》，引入逆周期调节监管理念，明确证监会可以根据市场发展情况和审慎监管原则，对各项风控指标标准及计算要求进行动态调整。证券公司资本监管已初步建立逆周期调节机制，但由于目前尚未执行过逆周期调节措施，评估标准、逆周期缓冲资本比例等具体内容暂未确定。

计量规则及要求的差异

第一，计量规则差异

商业银行监管资本计量以权重法、标准法等初级方法为主，兼顾内部评级法、内部模型法等高级计量方法，计量规则相对完善。一方面，权重法、标准法下风险加权资产计算标准以业务实际风险暴露和风险驱动因子为基础，风险敏感性较强。以债券投资为例，根据业务模式不同划分为银行账簿和交易账簿两类，其中银行账簿债券投资风险系数设计侧重于反映信用风险，交易账簿债券投资监管资本计量规则侧重于反映市场风险。另一方面，允许符合验收条件的商业银行在一定标准内采取内部模型法等高级计量方法计算风险加权资产。2014 年，工行、农行、中行、建行、交行和招行获准按照高级方法要求计算风险加权资产和资本充足率，有助于在精确反映风险承担水平的基础上实现资本节约。

证券公司监管资本计量规则相对简化，但根据巴塞尔协议改革经验，权重法、标准法等初级方法下计量结果的风险敏感性难免不足（沈沛龙、任若恩，2002；王胜邦，2015）。一方面，部分业务的风险系数设计与商业银行存在明显差异。同样以债券投资为例，证券公司资本监管未根据业务模式差异划分不同账簿，风险系数设计侧重于体现债券的信用风险，即信用等级越低，风险系数越高。实际上，证券公司债券自营的业务模式主要为交易目的而持有，以市场风险为导向的风险系数设计思路更能反映实际风险暴露。另一方面，内部模型法等高级方法尚无明确应用标准。根据《证券公司风险控制指标管理办法》，证券公司可以采取内部模型法等风险计量高级方法计算风险资本准备，但截至目前监管部门尚未发布具体执行规定。

第二，计量要求差异

相较于证券公司，商业银行监管资本计量要求的一个重要差异是必须进行风险穿透。2014年，银监会发布《关于规范金融机构同业业务的通知》，要求金融机构同业投资应按照“实质重于形式”原则，根据所投资的基础资产的性质，准确计量风险并计提相应资本与拨备。此次征求意见稿专门配套了《资产管理产品风险加权资产计量规则》，规定银行应根据可获取信息的程度，采用穿透法、授权基础法计量资管产品风险加权资产。

证券公司监管资本计量以证券公司直接持有的金融资产为基础，未对底层资产进行穿透。根据《证券公司风险控制指标计算标准规定》，资管计划、信托计划等资管产品的风险系数为25%~50%。较高的风险系数设计虽然有利于引导证券公司足额计算资管产品的风险资本准备，避免风险穿透可能带来的合规成本过高和监管套利风险，但也在一定程度上弱化了计量结果的风险敏感性，不利于反映资管产品的真实风险暴露水平。

二、三支柱监管要求的差异

商业银行资本监管“三大支柱”实施以来，监督检查和市场约束的执行层面要求相对具体，可操作性较强。此次征求意见稿围绕构建差异化资本监管体系，对第二支柱内部资本充足评估程序、第三支柱信息披露标准和内容进行了详细规定，进一步夯实了“三大支柱”监管体系。具体而言，征求意见稿要求商业银行按照规定建立内部资本充足评估程序，根据评估结果确定额外的第二支柱资本要求；同时，商业银行须按照固定的模板详细披露第三支柱相关信息。

相较而言，当前证券公司资本监管体系更多侧重于第一支柱，对于第二、三支柱的执行层面要求相对宽泛。例如，《证券公司风险控制指标管理办法》及其配套规定明确了风险控制指标、资本监管标准、风险资本准备计量规则等内容，但对于指标编制和披露、监督管理等要求则相对较为简化。在自律监管层面，中国证券业协会于2014年发布《证券公司资本补充指引》，对于证券公司建立内部资本充足评估程序提出了原则性要求，但缺少关于治理结构、风险评估、资本规划、压力测试和监测报告的具体规定。

除了上述提及的四个主要方面区别，证券公司与商业银行资本监管在并表监管、风险暴露等方面也同样存在差异。比较而言，商业银行资本监管底线标准相

对审慎适度、计量规则更为复杂，须结合系统重要性银行监管、逆周期调节、第二及第三支柱监管、穿透式计量等手段强化风险约束；证券公司资本监管底线标准更偏审慎、计量规则较为简化，为有效提升资本利用效率，通过分类评价等制度设计适度放宽对于风险管理能力较强的证券公司的资本约束。

证券公司资本监管优化建议

近年来，证券公司资产负债规模持续扩张，证券自营、信用交易、场外衍生品等业务加快发展，资本约束效应不断增强，迫切需提升资金运用效率和资本管理精细化水平，强化资本市场服务实体经济功能（戴豫升，2020）。与此同时，证券公司强顺周期性的资产负债结构特征决定了其面对系统性风险时的天然脆弱性，客观上要求强化对证券公司的宏观与微观审慎监管（袁闯等，2012；孙国茂等，2021）。为此，我们在借鉴商业银行资本监管理念的基础上，提出优化证券公司资本监管的相关建议：

适度放宽监管底线标准，提高行业资本利用能力

在推动资本市场高质量发展的战略背景下，证券公司资本利用效率不仅直接决定了自身发展和经营效益，且存在较强的外部性。证券公司以自有资金参与首次公开募股（IPO）跟投促进直接融资发展、成立资管计划支持民营企业纾困、满足投资者信用交易及风险对冲需求、开展自营做市交易提升市场流动性，其资本利用效率高对资本市场运行效果具有重要影响。建议在有效防范风险的前提下，适当放宽对证券行业的整体资本约束，缩小证券公司和商业银行的资本监管差异，释放证券公司资本利用效率增长潜力。例如，进一步简化资本监管指标体系，有序放宽净资本/净资产、持有一种权益类证券或非权益类证券占净资本比例等指标限制；适当下调 8% 的最低资本杠杆率要求；降低证券公司资产管理业务投资标准化资产的风险系数；参考商业银行住房贷款引入贷款价值比、考虑合格抵质押物风险缓释等处理规则，进一步优化融资融券、约定购回等存在抵质押物的风险暴露的风险资本准备计量等。

完善宏观审慎管理体系，强化精准、相机调控

参考巴塞尔协议III和商业银行资本监管，在整体放宽证券行业资本监管底线标准的前提下，进一步完善证券公司资本监管的宏观审慎管理体系，通过对机构维度、时间维度的灵活动态调节，强化政策精准调控、相机调控。一是机构维度

方面，加强系统重要性证券公司资本监管，合理设定系统重要性券商的附加监管要求。根据人民银行、原银保监会和证监会联合印发的《关于完善系统重要性金融机构的指导意见》，尽快制定针对证券公司的系统重要性金融机构评估框架体系，完善相应的评估指标、评估流程、评估方法、附加监管要求、特别处置机制等。二是时间维度方面，根据证券行业强顺周期特点，适时出台逆周期调节的具体措施。建议在当前逆周期调节原则性规定的基础上，尽快明确证券公司资本监管逆周期调节的具体规则和标准，细化一般性要求和特殊要求，有效引导证券公司资产负债配置行为，进一步提升系统性风险抵御能力。

优化风险资本准备计量规则，提升风险敏感性

一方面，优化初级法下风险系数设计，提高风险敏感性。例如，根据不同业务模式制定差异化的债券投资监管资本计量规则。其中，分类为银行账簿的债券主要面临债务人违约带来的信用风险，针对银行账簿下债券投资的资本要求，可以继续沿用当前的计量规则，即信用等级越低，风险系数越高。分类为交易账簿的债券主要面临利率波动产生的市场风险，针对交易账簿债券投资的资本要求，应从市场风险监管角度出发，根据债券投资的利率敏感性进行风险系数设计，利率敏感性越高，风险系数越高。另一方面，适时推进内部模型法等高级计量方法。目前证券行业不少机构已建立或部分建立风险计量高级方法，可按照《证券公司风险控制指标管理办法》，尽快制定专门的制度规定，明确采取高级方法计算风险资本准备的具体执行标准，并有序试点推广。

完善资本计量穿透管理，准确反映业务风险实质

在资管新规和行业转型推动下，近年来我国资管业务的专业化、特色化程度不断提高，金融机构间业务合作逐步加深，有必要进一步强化对资管产品的风险监管。建议参考商业银行资本监管以及保险行业“偿二代”二期改革经验，进一步完善证券行业风险穿透管理，按照证券公司持有资管产品的底层资产计算风险资本准备，准确反映资管产品的风险实质，还原资管产品的真实风险水平和监管资本占用。具体而言，证券公司可根据管理人提供的底层资产清单进行风险资本准备计算，并根据资管产品杠杆水平进行调整，风险系数根据不同基础资产的类别进行确定。

强化二、三支柱监督约束，完善资本监管框架

在当前第一支柱资本监管基础上，进一步强化第二、第三支柱约束，健全证券公司资本监管框架体系。一方面，规范内部资本充足评估程序运行机制，强化第二支柱约束。结合《证券公司资本补充指引》，参考征求意见稿，进一步细化证券公司资本管理的一般规定、治理结构、风险评估、资本规划等要求，并明确资本充足监督检查的内容及程序、第二支柱资本要求、监管措施。另一方面，完善信息披露规则，强化第三支柱约束。进一步细化《证券公司风险控制指标管理办法》中关于信息披露的要求，明确具体的披露内容、披露频率及相关要求，要求证券公司在年度报告中详细说明资本管理和计量情况，或者披露专门的资本充足情况报告，充分发挥第三方机构和投资者的监督作用，强化外部市场约束。

【02】公募 FOF 产品的资产配置策略分析

作者：毕慧

来源：《中国产经》2023 年第 20 期

近年来，我国金融市场快速发展，市场波动剧烈，无论是股票市场、债券市场，还是 P2P 市场，都出现了很多新的问题。很多投资者开始青睐于投资稳定、效益好，以及风险水平低的基金产品。在资管新规出台之后，资产多样化配置成为市场发展的重要原因，FOF 基金就是在这样的背景下发展起来的，这是一种基金产品创新结合销售渠道创新的新型基金品种，可以使投资成本大大降低，是一种长期投资的金融工具。

一、FOF 的概述

（一）FOF 的定义

FOF 是“Fund of Funds”的缩写，也被称为“母基金”，是一种专门投资于基金的基金。对于普通的基金来说，通常是以股票、债券及大宗商品等资产作为投资标的，而 FOF 的投资标的则是普通基金。FOF 可以通过持有其他基金的方式来间接地持有股票、债券等资产。2022 年 4 月，银保监会发布了《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，提出在新的发展阶段，要促进公募基金行业向着高质量发展的方向推进，坚定深化改革，构建起行业发展的新格局。这也为公募 FOF 产品的发展创造了良好的条件。根据 Wind 数据库的资料，

2021 年 FOF 资产净 值为 19 325 649.11 万元，资产总值为 19 578 800.59 万元。[2] 具体的年报信息如表 1 所示。近年来，公募 FOF 产品快速发展，FOF 基金规模也实现了快速增长。

（二）FOF 的特点

1. 二次分散的风险

FOF 是一种投资组合，属于分散投资的形式。FOF 基金 投资的目的是获得基金收益，通过二次分散投资的形式还可以实现风险的降低。国内外的很多投资者都针对 FOF 展开了针对性的研究，这使 FOF 基金产品能够在实现风险分散的基础上获得更为稳定的收益。研究者发现，通过直接投资于企 业的投资策略所产生的收益率表现出了较强的易变性特征，该策略的风险也高于直接投资基金。而 FOF 的风险更为分散，整体风险小于直接投资基金。

2. 降低投资门槛

对于投资者来说，通过购买基金的形式通常只是在专业 管理人员的支持下获得更多的投资收益。但实际上，市场中有很多优秀的基金，投资者为了获得更多的收益并分散风险，通常会同时购买多只绩优基金。但优秀基金的投资大多门槛较高。比如，我国很多私募基金的最小投资额为 100 万元。在这种情况下，投资者为了实现风险的分散，需要提供高额的资金。基于 FOF，这一问题可以得到解决，投资者能够以现有的资金投资于多只基金，实现收益的获取和风险的分散，降低了投资成本。

二、公募 FOF 产品资产配置的问题

（一）缺乏持续稳定的资金来源

公募 FOF 产品最先是在美国发展起来的，美国的养老金 政策也为该产品的推广提供了充足的动力。当前，很多国家 公募 FOF 产品的发展都依托于企业发起的养老金计划。这使 公募 FOF 产品的资金来源相对稳定。[3] 在我国，公募 FOF 基 金的来源主要是个体投资者，这些投资者所关注的是基金的 收益水平，因此与发达国家相比，基金的稳定性比较弱。同 时，公募 FOF 产品的特点是使基金的风险和收益都变得更为 缓和，这对于个体投资者来说收益水平难以达到预期，很多 投资者会中途放弃投资，这给 FOF 管理者带来了较大的压 力。在资产配置的时候，他们会担心无法很好地利用客户的 基金，无法达成

客户的预期收益。部分管理者为了满足客户的期望，甚至改变了公募 FOF 产品平滑风险的本质特征。尽管如此，仍然有很多个体投资者会放弃公募 FOF 产品，这使得 FOF 基金在后期发展的过程中缺乏稳定的资金来源。

（二）产品配置风险比较高

对于公募 FOF 产品来说，虽然具有二次分散风险的特征，但在资产配置方面的风险仍然是比较高的。FOF 风险主要包括投资风险和管控风险。在对投资风险进行防控的时候，需要构建起完善的投资策略，同时还要对基金选择的方式进行优化。但是，当前我国还没有形成科学合理的基金分析方法，在对公募 FOF 产品进行评价的时候，通常只是将其以往的效益作为依据。由于很多公募 FOF 产品的排名情况都会明显波动，如果在对基金产品的发展前景进行评价和预测的时候，仅仅依赖以往的数据，则难以做到客观、准确。在对管控风险进行防控的时候，要确保投资决策的有效性，同时还要在基金运行的过程中对其进行跟踪评价。FOF 管理者还要根据实际情况对管理程序进行优化。但是在我国，相关机构对公募 FOF 产品的风险防控不够重视，尤其是在资源投入方面存在不足。

（三）缺乏科学的产品配置工具

与股票等基金产品的投资相同，公募 FOF 产品的投资路径中自下而上的方式是最为常用的，在这种方式中人们会将大量的精力放在标的基金经理的选择上。而在公募 FOF 业务中，对资金进行专业化投资是最为重要的内容，这可以降低风险。因此，FOF 基金经理和基金管理者，需要从宏观的角度对不同类型的资金进行把控，对资产的配置情况进行规划。在这个基础上，只需要在不同种类资产配置领域中，选择与投资市场相互匹配的基金经理就可以完成投资。但是，当前我国在这方面还存在不足，在对公募 FOF 产品进行配置的时候缺乏科学的工具，基金经理对消费、科技、农业等不同板块的阶段性发展行情不够了解，因此无法对行业内的优势股进行配置。同时，在资产配置的时候，基金经理也只是从众多的资金产品中选择相应的产品进行投资，对于配置中所需的标的基金种类不够明确，这导致产品配置无法满足复杂多变的市场环境。

三、公募 FOF 产品的资产配置策略

（一）运用风险均衡策略吸引资金

在对公募 FOF 产品的资产进行配置的时候，无论是配置策略的构建，还

是投资标的的选择，都会耗费大量的时间。一方面，FOF 基金投资领域缺乏专业的人才；另一方面，投资者会出现很多不理性的行为。为了解决这一问题，就要从吸引机构投资者和个人投资者这两个角度出发来吸引优质长线基金。

1. 吸引机构投资者

机构投资者一次性投资额更大，可以为公募 FOF 产品提供更为充足的资金来源。但对于银行业、保险业等机构中的投资者来说，容易受到负债端的资金约束，对风险的规避意愿更强，为了更好地对风险进行防控，机构投资者通常会在内部设置严苛的投资范围和投资比例。为了吸引这类投资者，可以推出风险均衡策略型的公募 FOF 产品，这些产品可以基于大类资产配置的方式来实现风险的降低，为机构投资者提供稳定的收益。在《养老目标证券投资基金指引（试行）》颁布之后，大范围养老金入市成为重要的趋势。无论是从产品形态的角度来说，还是从投资运作的角度来说，养老金与风险均衡策略型的公募 FOF 产品都具有相似性，二者的投资理念也相符。在未来，公募 FOF 产品将提高资产配置能力，吸引更多稳健的机构投资者。

2. 吸引个人投资者

根据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，所有资产管理类的产品都要采取净值管理的形式来打破保本承诺。在这之后，允诺本息兑付类理财产品的数量在不断减少，对于那些提前设置安全垫的理财产品来说，在未来同样会面临本金受损的风险。对于大多数个人投资者来说，需要寻找新的资产投向，而类固定收益型的产品就是他们的首选。公募 FOF 产品的业绩稳定、风险可控，资产配置也可以及时调整，受到了个人投资者的青睐。为了满足这部分群体的投资需求，公募 FOF 产品需要实现由利润导向型到目标导向型的转变，以此来满足不同群体的需求。比如，针对年轻的个人投资者，要致力于满足他们在医疗、住房等方面的需求；而针对老年的个人投资者来说，则要致力于满足他们在退休养老方面的需求。在公募 FOF 产品资产配置的时候，要结合客户的风险偏好以及收入结构，给出有针对性的投资建议，同时增强产品设计的有效性。

（二）全流程管理

首先，在对公募 FOF 产品进行资产配置之前，要充分了解不同投资者的需求，在这个基础上选择合适的标的基金构建资产组合策略，使投资者在获取收益

的同时降低风险。因此，在开展公募 FOF 业务和设计公募 FOF 产品之前，要先了解投资者的投资目标。其次，对于 FOF 基金管理者来说，要做到专业化资产管理和分散化资产投资，帮助投资者获得长期、持续的回报。对于投资者来说，则要对养老金账户进行有效规划，树立起 FOF 长期投资的理念。最后，在公募 FOF 基金产品发行之后，还要做好积极的“售后服务”，能够根据客户在投资后出现的问题和疑惑予以耐心的指导。同时，还要基于产品说明书、基金募集规模、基金资产净值等做好信息披露，这可以使投资者对公募 FOF 产品更为了解，同时也使他们对 FOF 基金的信心倍增。在全流程管理的过程中，公募 FOF 产品管理者要与投资者保持持续沟通，为他们提供最新的基金信息，通过有效的手段为投资者的权益提供保障。国家和各地区还可以出台相应的法规和制度对 FOF 基金管理人的行为进行约束和规范。

（三）利用风险评价进行资产配置

在基金投资领域，风险平价策略展现出了较强的适用性。它可以通过对不同券种的仓位进行调节，实现组合波动贡献率的平衡，最终促进基金净值的平稳增长。同时，基于该策略还可以对资产波动率进行预测，并基于预测的结果对资产进行调节。因此，在公募 FOF 产品资产配置的过程中，要充分利用风险平价策略。面对增进方案，可以通过控制回撤的方式，对基金组合之后的整体风险进行有效控制，以此降低组合波动率，促进夏普比率的提高，进而促进基金收益率的提升。在这个基础上，还可以运用更为主动的资产配置策略，如利用美林投资时钟理论的周期轮动策略、资金与资产利率利差杠杆策略等增加资金组合收益。实践证明，风险平价策略可以实现基金组合风险的分散，同时可以降低回撤，使净值曲线变得更为平滑，这有利于推动公募 FOF 产品的净值化转型。在开展资产配置工作的时候，要将资产波动率作为基准，并将其作为加仓和减仓的参考条件。但在实际操作的过程中，投资经理还需要做好宏观控制和合理把控。

（四）注重市场差异进行资产配置

市场经济在发展的过程中会表现出特定的规律和普遍适用的逻辑。在特定的经济条件下，市场还会出现特定的行为，这也是美林投资时钟理论所表达的观点。在经济形势比较好的时候，公募 FOF 产品的表现通常也更好。因此，在不同的经济周期进行公募 FOF 产品投资的时候，要选择合适的标的。在公募 FOF 产

品资产配置的时候，也要充分关注市场差异，做到动态化调整。具体来说，要根据市场经济的走势对现行的公募 FOF 产品指标进行预判，进而在经济周期的不同阶段选择合适的资产进行投资。

如果经济处于衰退期，需要配置债券型的基金；如果经济处于复苏或好转的状态，要配置股票型的基金；如果经济处于过热状态的话，需要适当降低股票型基金的配置比重，更多地配置平衡型的基金；如果市场经济处于滞胀阶段的话，则要对低风险的货币型基金进行配置。如果某种资产处于牛市或者熊市的周期内，并且该周期持续时间比较长的话，大类资产价格处于价值低估区间，可以主动对风险预算和资产权重进行调整，同时捕捉资产轮动和上涨的机会。而如果某类资产的市场表现具有一定的延续性特征，则在未来一段时间内该资产的市场表现将会保持原来的趋势。从整体上来看，基金经理在对公募 FOF 的仓位进行调整的时候，要充分参考历史投资区间内资产收益率的变化，基于动态化的原则对资产配置的比例进行调整和优化。

四、结束语

我国公募 FOF 产品的发展时间比较短，与发达国家相比，规模比较小，种类也不够丰富。在资产配置环节出现了一系列的问题，缺乏持续稳定的资金来源，配置风险处于比较高的状态，同时还缺乏科学的配置工具。为了解决这些问题，在公募 FOF 产品进行配置的时候，要吸引优质长线基金，要对基金和产品进行全过程管理，要基于风险评价原则来开展资产配置，还要在其中充分关注市场差异。在未来，要进一步对公募 FOF 产品的资金配置方法进行创新，使资产配置变得更为合理。

若您对本资料有任何意见或建议，请联系：jjjinwei_shlx@163.com