

基金法律业务前沿



上海市律师协会基金专业委员会

二〇二五年第6期

总第一百六十一期



(内部资料仅供参考，不代表正式法律意见)



目录

基金动态

- 1 -

- 【01】** 公募基金公司 2024 年业绩统计：12 家净利润超 10 亿 华泰柏瑞、中金基金等
营利双增 - 1 -
- 【02】** 中基协：5 月新备案私募基金规模超 600 亿元 - 5 -
- 【03】** 上半年权益基金发行明显回暖 创新产品多点开花 - 7 -
- 【04】** 公募基金总规模再创 33.74 万亿元新高 货基债基为主力增量 - 11 -
- 【05】** 锚定硬科技发力新赛道 国资系基金加速涌现 - 13 -
- 【06】** 银行股配置升温 下半年料迎资金面业绩面共振 - 17 -
- 【07】** 首批新型浮动费率基金陆续结募 已募集份额超 120 亿份 - 22 -
- 【08】** 中金中国绿发商业 REIT 于深交所上市 - 25 -
- 【09】** 美联储继续维持联邦基金利率目标区间不变 - 27 -
- 【10】** 5 月 VC/PE 募投市场同比回暖 芯片与 AI 受追捧 - 28 -

政策、法规、通知

- 31 -

- 【01】** 关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见 - 31 -

【02】期货市场程序化交易管理规定（试行） - 34 -

观点和争鸣 - 40 -

【01】并购重组新规落地：私募基金参与新路径——以邝子平控股天迈科技为例 - 40 -

【02】从申请案例看上市公司设立私募基金管理人的路径与合规要点 - 48 -

【03】对中国经济形势的中短期分析与政策建议 - 55 -

委员风采 - 58 -

【01】张景盛律师在德和衡 2025DH&DHH 青年菁英律师训练营上作主题分享 - 58 -

-

【02】庄晓鸣律师受聘为上海商学院客座教授 - 59 -

【03】刘婧律师在国创律师事务所“国创晨会”中作主题分享 - 60 -



基金动态

【01】公募基金公司 2024 年业绩统计：12 家净利润超 10 亿 华泰柏瑞、中金基金等营利双增

根据不完全统计，70 家公募基金公司披露了 2024 年收入、利润数据。其中，易方达基金 2024 年营业收入、净利润均居行业首位。此外，南方基金、华夏基金等 10 余基金公司 2024 年净利润突破 10 亿元。

另一方面，10 家基金公司 2024 年净利润告负，包括苏新基金、九泰基金、富安达基金等。

从增速来看，22 家基金公司 2024 年营收、净利润双增，包括华泰柏瑞、中金基金等公司。受行业降费等因素影响，中邮基金、景顺长城基金等 28 家公司净利润出现下滑。

易方达、南方、华夏基金净利润居前

数据显示，2024 年，易方达基金营业收入、净利润均居行业首位。根据广发证券 2024 年年报，2024 年末易方达基金公募基金规模合计 20536.08 亿元。2024 年，易方达基金实现营业收入 121.09 亿元，同比下滑 3.13%，净利润增加 15.33% 至 39 亿元。

华夏基金、南方基金 2024 年营收紧随其后，分别实现 80.31 亿元、75.23 亿元，同比分别增长 9.61%、11.59%，而广发基金营收同比下滑 5.01%。

从净利润来看，在披露 2024 年业绩数据的公募基金公司中，2024 年净利润超过 10 亿元的公募基金公司有 12 家，较 2023 年减少 2 家；上述

12 家基金公司合计净利润超过 200 亿元，占公募基金公司总利润比重超六成，头部效应较为明显。

2024年净利润超过10亿元的公募基金公司				
公司名称	营业收入(万元)	同比增长(%)	净利润(万元)	同比增长(%)
易方达基金管理有限公司	1,210,896.08	-3.13	390,048.31	15.33
南方基金管理股份有限公司	752,260.46	11.59	235,159.93	16.92
华夏基金管理有限公司	803,100.00	9.61	215,800.00	7.20
工银瑞信基金管理有限公司	-	-	211,000.00	8.65
广发基金管理有限公司	725,993.68	-5.01	199,967.30	2.56
富国基金管理有限公司	640,534.25	-4.62	175,121.11	-3.46
天弘基金管理有限公司	539,352.53	14.59	167,949.41	19.29
招商基金管理有限公司	530,800.00	0.26	165,000.00	-5.90
汇添富基金管理股份有限公司	482,763.25	-10.12	154,714.15	9.30
博时基金管理有限公司	458,896.31	0.01	152,820.36	1.12
兴证全球基金管理有限公司	327,900.00	-9.20	141,300.00	3.20
国泰基金管理有限公司	370,709.59	10.36	130,184.38	20.62

注：仅统计披露2024年业绩数据的公募基金公司

数据来源：新华财经、面包财经、基金公告

图 1：2024 年净利润超过 10 亿元的公募基金公司

具体来看，南方基金 2024 年实现净利润 23.52 亿元，同比增长 16.92% 排名第二。华夏基金净利润紧随其后，同比增长 7.2% 至 21.58 亿元。

另一方面，10 家基金公司 2024 年净利润告负。苏新基金、九泰基金、富安达基金 2024 年亏损额居前，亏损额均超过 3000 万元。

华泰柏瑞、中金基金等 22 家公司营利双增

2024 年实现营收、净利润双增长的则有 22 家，包括华夏基金、南方基金、华泰柏瑞基金、永赢基金等公司。

华泰柏瑞基金 2024 年的营收增长超过 30%，净利润增长超过 45%，业

绩增速较快。根据华泰证券 2024 年年报，华泰柏瑞不断优化产品设计和投资策略，持续丰富产品线品类，指数类基金规模增长明显。根据沪深交易所统计数据，截至报告期末，华泰柏瑞旗下宽基指数基金沪深 300ETF 规模为 3,596.27 亿元，位居沪深两市非货币 ETF 规模市场第一。

中金基金 2024 年营收实现 4.58 亿元，同比增长 30.34%；净利润实现 1.09 亿元，同比增长 170.17%。根据中金公司年报，截至 2024 年 12 月 31 日，中金基金管理公募基金规模增长至 2,073.3 亿元，同比增长 63%。2024 年，公司发行多只 REIT 基金，公募 REITs 管理规模保持行业前列。

2024年营利双降的部分基金公司				
公司名称	营业收入(万元)	同比增长(%)	净利润(万元)	同比增长(%)
南华基金管理有限公司	5,991.50	-16.17	-1,048.51	-978.08
中邮创业基金管理股份有限公司	32,426.11	-37.65	-1,925.39	-122.73
国金基金管理有限公司	32,624.42	-22.02	1,036.99	-78.21
光大保德信基金管理有限公司	36,051.54	-25.61	4,652.97	-47.47
方正富邦基金管理有限公司	26,560.96	-2.26	2,562.65	-42.53
信达澳亚基金管理有限公司	64,408.67	-31.24	10,067.05	-42.11
浙商基金管理有限公司	18,674.86	-36.50	2,047.62	-42.06
西部利得基金管理有限公司	38,441.91	-15.25	5,066.54	-22.73
诺安基金管理有限公司	93,125.96	-15.15	20,680.18	-20.57
华富基金管理有限公司	31,435.41	-12.84	3,134.02	-20.35

注：仅统计披露2024年业绩数据的公募基金公司

数据来源：新华财经、面包财经、基金公告

图 2：2024 年营利双降的部分基金公司

另一方面，28 家基金公司净利润出现下滑。其中，23 家基金公司营收、净利润双降，包括富国基金、景顺长城基金、万家基金等公司。南华基金、中邮基金 2024 年净利润由盈转亏。

其中，中邮基金业绩下滑幅度较大，公司 2024 年营业收入为 3.24 亿元，同比减少 37.65%，净利润为-1925.39 万元，较 2023 年下滑 122.73%。公司称，业绩下滑主要是受到行业降费影响等原因导致本期管理费收入同比减少、母公司及子公司首誉光控净利润同比减少影响所致。

基金动态

【02】中基协：5月新备案私募基金规模超600亿元

6月26日晚，中国证券投资基金业协会（以下简称“中基协”）发布了2025年5月的私募基金管理人登记及产品备案月报。数据显示，今年5月，新备案私募基金数量达1219只，新备案规模超600亿元，以私募证券投资基金为主。截至5月底，存续私募基金共140870只，存续基金规模为20.27万亿元。

据中基协统计，当月，在协会资产管理业务综合报送平台（以下简称“AMBERS系统”）办理通过的机构4家，其中，私募证券投资基金管理人2家，私募股权、创业投资基金管理人2家。2025年5月，注销私募基金管理人63家。

新备案基金方面，中基协数据显示，2025年5月，新备案私募基金数量1219只，新备案规模607.26亿元。其中，私募证券投资基金880只，新备案规模438.91亿元；私募股权投资基金125只，新备案规模67.07亿元；创业投资基金214只，新备案规模101.28亿元。

值得注意的是，自今年3月以来，私募基金备案热情持续高涨，新备案私募基金数量连续三个月突破千只。据中基协统计，今年3月、4月，新备案私募基金数量分别为1423只、1060只；新备案规模也均达到了600亿元以上，分别为631.30亿元、643.72亿元。而在今年1月、2月，新备案私募基金规模仅分别为465.84亿元、314.01亿元。

从存续视角来看，截至2025年5月末，存续私募基金140870只，存续基金规模20.27万亿元，已站稳20万亿元“关口”。其中，存续私募证券投资基金83829只，存续规模5.54万亿元；存续私募股权投资基金30201只，存续规模10.98万亿元；存续创业投资基金25973只，存续规模3.41万亿元。

机构数量方面，截至2025年5月末，存续私募基金管理人19832家，管理基金数量140870只，管理基金规模20.27万亿元。其中，私募证券投资基金管理人7802家；私募股权、创业投资基金管理人11835家；私募资产配置类基金管理人6家；其他私募投资基金管理人189家。

地域方面，据中基协统计，截至2025年5月末，已登记私募基金管理人数量从注册地分布来看（按36个辖区），集中在上海市、北京市、深圳市、广东省（除深圳）、浙江省（除宁波）和江苏省，总计占比达72.20%，与4月份持平。其中，上海市3710家、北京市3241家、深圳市2993家、广东省（除深圳）1589家、浙江省（除宁波）1584家、江苏省1202家，数量占比分别为18.71%、16.34%、15.09%、8.01%、7.99%和6.06%。

从管理基金规模来看，前6大辖区分别为上海市、北京市、深圳市、广东省（除深圳）、江苏省和浙江省（除宁波），总计占比达75.06%，高于4月份的75.02%。其中，上海市50892.65亿元、北京市47034.42亿元、深圳市19704.47亿元、广东省（除深圳）13024.16亿元、江苏省11796.18亿元、浙江省（除宁波）9669.65亿元，规模占比分别为25.11%、23.21%、9.72%、6.43%、5.82%和4.77%。

基金动态

【03】上半年权益基金发行明显回暖 创新产品多点开花

2025年上半年公募基金新发市场“成绩单”出炉。整体来看，上半年新成立基金总数661只，总发行规模5261亿元。新成立基金数量对比2024年上半年的624只和2023年上半年的609只，呈现出上升趋势。

整体来看，上半年随着A股市场逐渐震荡回升，权益基金发行已明显回暖。业内人士表示，下半年权益基金发行有望继续升温，并预计权益基金将成为各家基金公司布局的重点。

新发债基同比下滑 权益基金发行回暖

截至6月29日，数据显示，在上半年新发基金中，债券型基金发行规模占比比去年下滑，但比例仍较高。

从产品类型看，债券型基金上半年发行规模达2469.98亿元，发行规模占比为46.95%，平均单只基金募资19.92亿元。从更细的分类看，中长期纯债基金占据主导，多只产品发行规模超50亿元。其中，东方红盈丰稳健配置6个月持有A以65.73亿元的发行规模摘得榜首，富国盈和臻选3个月持有A、京管泰富中债京津冀综合A等5只产品募集规模均超50亿元。

被动指数型债券基金在上半年也加速扩容，国泰中债优选投资级信用债指数A募集59.99亿元、兴银中债优选投资级信用债指数A募集59.93亿元。此外，同业存单指数基金发行也持续升温，上半年发行了9只产品，并且取得不错的成绩。其中，金鹰同业存单指数7天持有和宏利同业存单

指数 7 天持有分别达到 50 亿元顶额募集。

值得注意的，尽管上半年债基发行规模高，但相对比 2024 年同期的 81.24% 和 2023 年同期 63.69% 的份额占比，今年上半年债券型基金发行占比已明显下降，发行更为集中在少数产品上，说明市场对债券市场的热度有所降温。

股票型基金方面，2025 年上半年股票型基金发行数量为 380 只，远高于 2024 年上半年的 228 只和 2023 年上半年的 142 只。发行规模达到 1855.32 亿元，这一数字不仅远超 2024 年同期的 664.41 亿元，甚至超过 2023 年全年股票型基金的总发行规模 1406.58 亿元。股票型基金发行规模占比为 35.27%。

业内人士认为，股票型基金发行数量大增与两个方面因素有关，首先是政策红利释放，监管层推动 ETF 互联互通扩容、优化基金费率改革等举措，降低投资者参与门槛；其次，上半年市场信心修复，A 股走出结构性行情，人形机器人、人工智能、创新药等主题轮番活跃，权益类产品赚钱效应显现。

创新产品多点开花

在传统产品扩容的同时，创新型基金成为市场重要增量。

上半年共发行 REITs 产品 10 只，总募集规模 48 亿元，南方顺丰物流 REIT、中金中国绿发商业资产 REIT 等底层资产多元化特征显著。另外，上半年指数增强型基金迎来爆发，鹏扬中证 A500 指数增强 A、贝莱德中证 A500 指数增强 A 等 18 只产品通过量化策略抢占细分赛道。

值得一提的是，公募基金管理人的国际化布局加速推进，QDII 基金发行数量同比翻倍。中欧恒生消费指数 A 募集规模达到 18.97 亿元、大成恒生医疗保健联接 A 等产品聚焦港股特色标的；华泰柏瑞上证科创板 100 联接 A、摩根 30 天持有 A 等跨境指数工具填补了市场空白。此外，养老目标基金创新升级，广发养老目标 2055 五年持有等持有期产品推动长期资金入市。

“指数权益基金呈现出百花齐放的发展格局。”晨星（中国）基金研究中心高级分析师李一鸣表示，相比 2024 年同期来说，2025 年上半年公募基金新发市场的重要特点是被动股票基金的发行数量明显增长，反映市场对低成本、透明化投资工具的需求增长。基金公司积极布局新指数赛道，包括今年新发的科创综指指数基金等适合投资者作为资产配置的宽基指数基金。今年密集发行的自由现金流指数基金，创新性地引入了自由现金流和盈利质量因子概念，为投资者提供了捕捉“现金奶牛”投资机会的有力工具。还有更为细分的子行业指数产品，比如科创板人工智能指数基金、港股通消费主题指数基金、港股通创新药指数基金、通用航空产业指数基金等，响应经济最前沿的发展方向。

权益产品有望成布局重点

上半年，公募基金行业还迎来了历史性重要文件。5 月 7 日，《推动公募基金高质量发展行动方案》发布，该方案为公募基金行业的高质量发展指明了具体方向。随后首批新型浮动费率基金启动发行，为上半年的权益基金发行增彩不少。

随着政策持续利好新基金的发行，下半年，哪些类型的产品有可能会成基金公司和投资者布局的重点？

李一鸣表示，在国内经济经历转型升级的大背景之下，以硬科技为核心的科技主题基金可能会继续受到投资者关注，例如人工智能、半导体、新能源、机器人等领域的发展，可能带动投资者对相关基金产品的需求。此外，消费复苏、新消费的涌现以及创新药行业的景气上行可能会带动相关的投资机会，基金公司也可能趁机布局相关基金产品。虽然权益基金发展前景良好，但由于国际经济以及地缘因素波动影响，投资者也可能会选择在投资组合中继续维持固收基金的配置，以抵御市场波动的风险。

天相投顾基金评价中心也认为，权益基金将是下半年各家基金管理人布局的重点，其中以指数产品及指数增强产品为主。对于纯指数产品，需要管理人不断挖掘市场需求，及研发具有长生命周期的指数；对于指数增强产品，或许还是以对标主流宽基指数为主，指数增强产品管理费也高于指数产品，对于管理人而言或更具性价比，若能做出头部私募产品的超额收益，或将吸引大量资金。除此之外，由于稳健型投资者对于产品收益的诉求，“固收+”产品或是基金公司关注的一个重点，尤其是在 A 股市场有“国家队”托底的情况下。

基金动态

【04】公募基金总规模再创 33.74 万亿元新高 货基债基为主力增量

我国公募基金总规模再攀高峰，截至 2025 年 5 月末已达 33.74 万亿元。这一数字不仅彰显了我国资产管理行业的蓬勃发展态势，更反映出投资者对专业投资机构服务的持续青睐。

6 月 26 日，中国证券投资基金业协会发布的最新数据显示，截至 2025 年 5 月底，我国境内公募基金管理机构共 164 家，其中基金管理公司 149 家，取得公募资格的资产管理机构 15 家。以上机构管理的公募基金资产净值合计 33.74 万亿元，较 4 月末增加 0.62 万亿元，增幅为 1.87%。

这已是自 2024 年以来公募基金总规模第 8 次刷新历史纪录。公募基金总规模持续攀升，屡创新高，展现出我国资产管理行业的强劲发展势头。

具体来看，截至 5 月底，开放式基金资产净值合计为 29.98 万亿元，封闭式基金资产净值合计为 3.76 万亿元。其中，开放式基金持续扩容，规模、份额、数量均较 4 月底有所增长，分别增加 6292.47 亿元、4781.03 亿份、70 只；封闭式基金的规模、份额和数量则均较 4 月底稍有缩水。

开放式基金包括股票基金、混合基金、债券基金、货币基金和 QDII（合格境内机构投资者）基金等五大类。截至 5 月底，上述五大类基金规模分别为 4.58 万亿元、3.57 万亿元、6.78 万亿元、14.40 万亿元和 0.65 万亿元。

基金规模方面，除了混合基金规模稍有下降外，股票基金、债券基金、

货币基金和 QDII 基金的规模均较 4 月底有不同程度的增长。货币基金和债券基金是此次公募基金总规模增长的重要“助推器”，上述两类基金规模分别较 4 月底增加 4071.30 亿元和 2218.76 亿元；QDII 基金、股票基金规模也实现小幅增长，分别较 4 月底增加了 102.54 亿元、34.31 亿元。

基金份额方面，货币基金和债券基金份额呈现增长态势，分别较 4 月底增加 4079.42 亿份和 1594.91 亿份。股票基金、混合基金、QDII 基金份额的份额则有所减少，分别较 4 月底减少 462.26 亿份、264.83 亿份、166.22 亿份。

谈及未来债券市场的投资者机会，大摩安盈稳固六个月持有期债券基金经理吴慧文表示：“要重视监管部门提到的债券市场‘科技板’，大量企业借道科创债政策发行公司债，预计科创债会逐渐成为债券市场新的供给方向。”

中国证监会近日发布的《推动公募基金高质量发展行动方案》指出，“大力提升公募基金权益投资规模与占比，促进行业功能发挥”。从基金数量来看，权益类基金仍是公募机构积极布局的重要方向，2025 年 5 月底股票基金数量较 4 月底增加 60 只，显示出公募机构对权益市场的长期看好。

嘉实基金相关人士认为，在全球不确定性提升、国内经济温和复苏的环境下，权益资产适合继续维持哑铃型配置，一方面关注产业趋势日益明朗、流动性支持下高弹性特征明显的科技成长类资产，另一方面可继续关注高股息的红利类、部分顺周期类资产。

基金动态

【05】锚定硬科技发力新赛道 国资系基金加速涌现

作为首批中央企业创投母基金的诚通科创投资基金正式启航、中国石化氢能产业链创业投资基金正式设立、上海三大先导产业母基金再出手 17 支子基金……近期，从中央到地方国资系基金加速涌现、动作频频，锚定硬科技、发力新赛道，构建起多方参与协同的投资生态，以资本引擎激发产业新活力。

近日，诚通科创投资基金（北京）合伙企业（有限合伙）在京完成工商登记，标志着总规模 300 亿元、首期 100 亿元的诚通科创投资基金正式启航。

作为首批中央企业创投母基金，该基金由中国诚通牵头，联合中国石化、中国航油及北京市海淀区政府共同出资设立，形成“央企资本+产业龙头+地方资源”的多元协同架构，重点布局新材料、先进制造、新一代信息技术三大核心领域，通过“股权投资+生态孵化”的组合策略，构建从技术攻关到场景应用的完整投资链条。

2024 年 12 月召开的中央经济工作会议提出，健全多层次金融服务体系，壮大耐心资本，更大力度吸引社会资本参与创业投资，梯度培育创新型企业。从国务院国资委、国家发展改革委联合出台政策措施支持中央企业发起设立创业投资基金，到《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》明确“发展耐心资本”，今年以来国资正成为创投市场的重要力量。

5月29日，由中国石化发起的氢能产业链创业投资基金正式完成工商注册与中国证券投资基金业协会备案，首期规模50亿元，将对氢能“制储运用研”全产业链环节中具有较大发展潜力的关键材料、核心装备和原创技术进行前瞻性布局和培育孵化，打造氢能产业生态圈。

上海国有资本投资有限公司信息显示，上海三大先导产业母基金5月30日发布了第二批子基金遴选结果公示，共有17支子基金入选，其中集成电路2支、生物医药10支、人工智能5支；拟投资金额共41.5亿元，基金总规模241.5亿元，放大倍数5.82倍。

真金白银之下，国资加快布局新技术新赛道、激活产业新活力的决心显而易见。国务院国资委数据显示，今年一季度，中央企业战略性新兴产业投资同比增长6.6%。按照部署，2025年中央企业战略性新兴产业收入占比要达到35%。

以中国国新为例，其战略性新兴产业投资占比已近80%，目前正在加快战新基金和国新创投基金设立运营。

锚定硬科技投资主航道、精准培育新质生产力，诚通科创投资基金同样体现出这一特点。据介绍，该基金设计期限达15年，重点关注种子期、初创期、成长期的科技创新企业。同时，力争瞄准央企未来3至5年、甚至10年以上的核心技术需求，前瞻布局具有颠覆性技术、原创性引领性强的前沿科技公司。

值得一提的是，国资系基金战队持续壮大，构建起国有资本引领创新、社会资本广泛参与的投资生态，激发了更多企业的发展活力。

比亚迪、宁德时代、寒武纪……这些耳熟能详的明星企业的成长历程，都能见到国投集团的身影。数据显示，截至2025年3月，国投系基金累计投资1175个项目，助力296家企业登陆资本市场，其中，科创板上市143家，突破323项关键核心技术，培育319家国家级“小巨人”企业。“中央财政拿一块钱，最终在项目上能体现出超过5倍的放大效应。”国投集团党组成员、总会计师柴艳丽说。

据透露，未来国投系基金将继续加大战略性新兴产业投资力度，并持续锚定未来产业，以“实验室-生产线”全链条赋能机制推动新质生产力发展和科技强国建设。

“国资系基金是国有资本支持科技创新、推动产业升级的‘探头’和‘触角’，也是国有资本履行功能使命的主要抓手。”与数家国资创投机构进行过合作的阳光时代律师事务所合伙人朱昌明认为，随着国企改革深化提升，国资系基金已不仅仅是“资金提供者”，而是在支持科技创新、推动产业升级方面扮演了“长期资本引领者、创新资源整合者、产业生态构建者”的三重角色。

近日，国务院国资委党委召开扩大会议，提出要有序发展战略性新兴产业和未来产业，深入实施“产业焕新”行动，加快培育启航企业、领军企业、独角兽企业。

朱昌明表示，战略性新兴产业和未来产业具有创新性强、研发风险高、市场变动大等特征，需要有为政府和有效市场“两只手”共同发力，避免盲目扩张、重复建设与资源错配等产业发展风险。他建议，遵循产业发展规

律和节奏，通过科学规划、精准施策与制度保障，有效配置国有资本。国资系基金在持续加大对战略性新兴产业和未来产业投资的同时，要完善基金公司考核、治理和运营等机制，强化国民协同、央地协同，形成基金投资合力。

基金动态

【06】银行股配置升温 下半年料迎资金面业绩面共振

今年以来，银行板块在多维资金合力助推下，热度持续升温。多家券商研究机构最新发布的中期策略报告指出，增量资金有望持续流入银行板块，叠加上市银行盈利或延续筑底修复，继续看好银行股配置价值。

增量资金有望持续流入

Wind 数据显示，截至 2025 年 6 月 24 日，申万银行行业指数今年以来累计上涨 14.57%，在 31 个中万一级行业中涨幅居首。细分板块来看，国有大型银行、股份制银行、城商行、农商行分别上涨 7.38%、18.81%、15.05%、16.11%。年初至今 42 家 A 股上市银行中 41 家收涨，青岛银行、兴业银行等 13 家银行涨幅超过 20%。

从资金面数据来看，中国银河证券分析师张一纬表示，主动资金对银行重仓比例短期出现边际下降，长线资金对银行持仓保持高位。从主动型公募基金持仓数据来看，一季度资金风险偏好程度有所上升，对银行重仓比例下降，低配比例略有扩大。整体来看，零售股份行、优质区域行和高股息、低估值、低风险的国有行仍为公募基金主要配置方向。长线资金方面，2025 年一季度，社保基金、保险公司权益投资中对银行持仓占比分别为 49.23%、27.2%，仓位分别较上年末上升 0.26 个百分点、1.93 个百分点，银行板块受长线资金青睐程度不减。综合考虑市场避险偏好、中长期资金入市以及公募基金改革等因素，预计二季度银行板块将持续受益增量资金

流入。

“回顾上半年，高股息策略继续强势演绎，资金面催化下，银行板块绝对收益、相对收益明显。”中信建投证券研究表示，今年上半年，市场内没有明显主线题材，整体市场风险偏好下移的背景下，银行板块作为稳定性强的高股息标的备受青睐。在国家队、长期资金入市以及公募基金积极配置下，银行板块估值在基本面未见明显改善的情况下实现了稳步复苏。个股来看，高股息、低估值的中小银行涨幅好于大行。

华泰证券研究也表示，多维资金助推板块行情，近一年险资、ETF 持续买入，公募、外资为新增量。一方面，险资普遍加大红利股配置力度，银行股盈利稳健、股息回报较高，为增持优选。除享受红利收益、资本利得之外，长股投方式可享受并表收益与银保合作生态附加值，配置吸引力较强；中央汇金等资金增持以沪深 300 为代表的 ETF 产品，高权重的银行板块持续受益。另一方面，随着公募改革新规落地，当前主动权益基金深度欠配银行板块，考核体系变化有望引导资金配置行为纠偏；中国资产重估与全球资金再配置背景下，外资逐步回归，增量资金有望流入银行板块。

业绩料逐步筑底回稳

从基本面来看，机构普遍预判下半年息差改善，上市银行业绩将延续筑底趋势。

“当前国有大行、优质城商行真实盈利能力较强。预计后续银行核心业务盈利有望企稳，国有行和优质城商行长期盈利能力优势有望继续凸显。”浙商证券研究表示。

华泰证券研究分析称，预计2025至2027年上市银行业绩逐步筑底回稳，优质区域行韧性更强。负债端，利率持续下行趋势下，银行存款增长或有一定压力。资产端，预计上市银行信贷投放整体稳健，金融投资资产增速高位下行。定价方面，存量定期存款迎集中重定价周期，驱动息差降幅收窄，此前定期占比高的银行更为受益。非息方面，预计债市利率步入震荡区间，去年高基数下，上市银行投资类收益增长仍有压力；银保费率压力逐步消化，中收增速有望自低基数回稳。资产质量方面，预计上市银行账面不良率保持平稳，拨备反哺利润仍有空间，但小微、零售等领域风险仍需关注，预计不良生成仍有波动。

中信建投证券研究也表示，银行基本面将延续当前筑底趋势。规模方面，业绩信贷增速保持7%至8%左右，存款定期化趋势逐步放缓；价格方面，负债端成本优化对冲LPR下调影响，息差降幅有望逐步收窄；非息收入方面，中收边际改善，其他非息明显拖累，资本市场回暖，中收有改善趋势；资产质量方面，不良率保持稳定，不良生成率上行，零售、小微风险持续暴露。

“我们认为下半年银行业有望实现量价险三因素共振，迎来业绩实质性改善。”张一纬表示，从“量”上看，2025年下半年银行信贷投放受益于财政政策和货币政策的支撑，对公信贷基本盘有望保持稳健增长，银行增资为信贷投放能力提供保障；零售端，按揭贷款受益利率下行和早偿率下降面临改善空间，消费贷仍受制于需求薄弱。从“价”上看，货币政策适度宽松环境下，利率下行趋势将延续，但政策组合拳之下银行息差的可

控度在上升，负债端成本优化有望成为下半年息差改善和基本面拐点的关键变量。从“险”上看，对公资产质量有望持续改善，关注零售不良风险。

万联证券分析师郭懿表示，净息差或逐季改善。“受债务置换因素的影响，我们预计整个信贷表观增速或仍有放缓可能，而对公业务优势行仍可保持稳定的规模增长。2025 年一季度净息差下行，不过降幅呈现收窄态势，负债端成本压降则对息差降幅边际收窄起到了重要作用。随着负债端成本的进一步优化，以及政策的呵护，我们预计后续季度净息差有望逐季改善。”

银行股红利价值或继续强化

展望下半年，多家机构称继续看好银行股配置价值。

中金公司研究指出，中期维度的经营压力倒逼上市银行机构加快改革步伐，越来越多银行摆脱规模诉求进而兼顾量价险，从核心业务数据、负债成本、信用成本以及最终盈利层面出现积极变化。

中信建投证券研究认为，板块配置上，国内银行实际经营和预期的底部进一步夯实，以底线思维、高置信度、高胜率为核心诉求的配置型需求安全边际进一步提升。但由于经济环境目前尚未显现强劲复苏特征，因此银行板块内部仍难以全面切换至顺周期品种，继续看好高股息率红利策略。

“当下不是行情的下半场，而是长周期的开始。”浙商证券研究建议用牛市思维看待和参与本轮银行股重大级别行情，趋势的力量（低利率大时代+人民币资产重估）是本轮行情的底层逻辑，“时间的玫瑰”是本轮行情的选股思路。2025 年 A 股风险偏好回升，A 股重点推荐经济发达地区的改善型银行，港股关注价值型央企背景银行。

张一纬表示，立足增量资金驱动和配置偏好变化，建议关注三大主线：一是公募欠配修复，优质城农商行存在结构性机会。2025 年 5 月，《推动公募基金高质量发展行动方案》发布，政策约束引发公募仓位调整，并且这一调整结果具备持续性，一定程度上有望扭转银行板块长期低配格局，带来短期增量资金流入，助力估值快速修复。公募基金调仓并不一定完全按个股权重复刻，预计会更多地关注基本面优异的银行，且未来主题风格策略多元化仍有较大空间，进一步增强优质银行股的投资价值。二是“中长期资金入市+考核长周期”继续强化银行股红利价值和战略配置。银行股凭借低波动、高股息、低估值的特点持续受到长线资金的青睐，叠加国企改革深化、市值管理力度加大和低利率环境等因素共振，红利价值进一步凸显。三是主要宽基指数 ETF 扩容提质，把握成分股投资价值。从当前阶段来看，ETF 扩容已经具备良好的政策环境并且呈现加速增长的趋势，本轮改革有望进一步促进指数基金提质扩容加速，银行作为宽基指数权重板块，有望显著受益增量资金流入。以沪深 300ETF 为例，测算每年相关 ETF 规模增长为银行板块带来增量资金约 710.1 亿元。

基金动态

【07】首批新型浮动费率基金陆续结募 已募集份额超 120 亿份

于 5 月 27 日起发行的首批新型浮动费率基金陆续迎来结募。据不完全统计，目前结募的新型浮动费率基金已有十余只，累计募资额超 120 亿份。除此之外，剩余新型浮动费率基金也在陆续完成发行。

6 月 21 日，包括银华成长智选、华夏瑞享回报、宏利睿智领航、博时卓睿成长、华安竞争优势、汇添富均衡潜力、富国均衡配置以及平安价值优享等 8 只新型浮动费率基金发布了基金成立公告。此前，还有东方红核心价值、易方达成长进取、天弘品质价值、嘉实成长共赢、广发价值稳进等率先成立的浮动费率基金，至此，已有 13 只新型浮动费率基金发布了成立公告。

据 Wind 统计，上述已成立的 13 只新型浮动费率基金合计募资总份额约为 126.01 亿份，其中，东方红核心价值、易方达成长进取和平安价值优享的首次募集份额超过 10 亿份，分别为 19.91 亿份、17.04 亿份、13.22 亿份。除此之外，银华成长智选、天弘品质价值以及嘉实成长共赢 3 只浮动费率基金的首次募集份额也达到了 9 亿份以上，接近 10 亿份水平。

值得注意的是，募集份额位居榜首的东方红核心价值也是这批新型浮动费率基金中，唯一实施末日比例配售的产品，其募集上限为 20 亿份，仅用 6 天便完成了募集。

今年5月7日，证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》（简称《行动方案》）明确提出，对新设立的主动管理权益类基金大力推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式。

在此背景下，首批26只新型浮动费率基金在10日内快速完成了申报、受理和获批流程。5月27日，包括易方达、汇添富、广发、富国、嘉实、天弘、华夏、平安、南方、宏利、银华、博时等基金公司旗下的16只新型浮动费率基金正式开售。此后，其余新型浮动费率基金也陆续迎来了发行。

而按照此前监管要求的发行节奏，首批产品大部分要在5月底前启动募集发行，6月底前基本完成募集。

据悉，剩余新型浮动费率基金也在陆续完成发行。6月20日，交银瑞安、南方瑞享两只基金结募，尽管尚未披露成立公告，但从渠道数据来看，交银瑞安募集规模超15亿元，其中交通银行销量超13亿，其余为浦发银行贡献；而南方瑞享方面，截至18日，中信银行单一渠道规模接近9亿元。

而在26只首批新型浮动费率基金中，仍有信澳优势行业、华商致远汇报尚未敲定发行时间，其余均已经完成发行或者进入发行尾期。

“浮动管理费机制以优化费率激励管理人提升业绩，强化利益共担，具有强调长期投资、扶优限劣、超额收益与风格明晰等正面导向。”华夏基金方面表示，后续将持续做好宣传推广和投资者服务工作：通过多种宣传渠道和方式，向投资者详细解读产品的费率结构、业绩比较基准以及投资策略等关键信息，帮助投资者更好地理解产品特点、理解掌握费率结构、费率变化规则以及相关风险研判，更好地进行投资决策。

南方基金也表示，将以《行动方案》为指引，继续以投资者最佳利益为根本出发点，通过持续的投研能力建设和投资者陪伴，为投资者在波动市场中寻求长期价值投资提供新选择。

基金动态

【08】中金中国绿发商业 REIT 于深交所上市

6月27日，中金中国绿发商业资产封闭式基础设施证券投资基金（简称“中金中国绿发商业 REIT”，基金代码：180606）在深交所上市。

公开资料显示，中金中国绿发商业 REIT 首发基金份额共计 5 亿份，每份发售价格为 3.160 元，募集资金合计 15.80 亿元。该基金原始权益人为山东鲁能商业管理有限公司（简称“鲁能商管”），基金管理人为中金基金管理有限公司（简称“中金基金”），计划管理人及财务顾问为中国国际金融股份有限公司（简称“中金公司”）。

中金中国绿发商业 REIT 首次发行投资的基础设施资产为位于山东省济南市市中区的领秀城贵和购物中心，合计建筑面积 20.09 万平方米。基础设施资产 3 公里范围内，共有小区 216 个，常住人口规模 47.55 万人，人口基数庞大，为项目提供核心客群。项目主要辐射周边社区居民，作为区域内综合性购物中心，定位全能型生活广场，功能上满足都市家庭消费、休闲、生活需求，与所辐射人群消费需求高度契合。

作为中金中国绿发商业 REIT 原始权益人和外部管理机构，鲁能商管近年来在中国绿发集团的业务规划与指导下，持续致力于将中国绿发集团的商业运营版图拓展至全国范围，聚焦一二线省会及核心城市，在京津冀、长三角、环渤海、川渝、海南和新疆等国家重点发展区域布局了“鲁能城”、“美丽汇”等商业购物中心品牌，由鲁能商管本部进行统筹管理及资源共

享，经营管理中国绿发集团商业项目 10 个，合作品牌超 4500 家，构建了完善的大会员体系，展现了较强的商业运营管理能力和明确的产业布局思路。

基金动态

【09】美联储继续维持联邦基金利率目标区间不变

美国联邦储备委员会 18 日结束为期两天的货币政策会议，宣布将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.50% 之间不变。这是美联储货币政策会议连续第四次决定维持利率不变。

美联储决策机构联邦公开市场委员会当天发表声明说，近期指标显示，美国经济活动继续以稳健的速度扩张，失业率保持低位，劳动力市场状况较稳固，但通胀率仍然略高。

声明表示，美国经济前景仍具较大不确定性，联邦公开市场委员会将继续监控风险因素，并准备视情况调整货币政策立场。

同时，美联储发布的经济预测显示，美联储官员对美国今明两年的经济增长预期均作出下调。其中，今年经济增速预测中值从此前的 1.7% 降至 1.4%。

美联储主席鲍威尔在当天下午举行的新闻发布会上表示，特朗普政府的关税政策对终端消费者的影响已开始显现，预计今后数月将更为明显。

基金动态

【10】5 月 VC/PE 募投市场同比回暖 芯片与 AI 受追捧

投中研究院日前发布了 5 月 VC/PE 报告。报告显示，募资市场方面，今年 5 月，VC/PE 市场新成立基金数量共计 490 只，环比减少 12%，但同比增加 10%。投资市场方面，5 月投资案例数量近 600 起，同比增加 5%，投资规模则同比增加 47%至 739 亿元。从投资热门行业来看，电子信息、先进制造、医疗健康、能源及矿业投资规模均超过百亿元。

CVSource 投中数据显示，2025 年 5 月，VC/PE 市场新成立基金数量共计 490 只，较上月减少 69 只，环比减少 12%；但和去年同期相比增加 45 只，同比增加 10%。

机构方面，5 月共有 418 家机构参与设立基金，其中 90%的机构成立 1 只基金，6.5%的机构完成 2 只基金新设，3.5%的机构完成 3 只及以上基金新设。去年同期，成立两只及以上机构占比为 10.1%，机构活跃度同比较为稳定。

从地域方面来看，浙苏粤基金数量再度领跑，青岛、嘉兴尤为活跃。2025 年 5 月，共计 24 个省市区（含港澳台）新设基金，其中，浙江省新设数量 94 只位居榜首，江苏省新设基金 75 只次之，广东省新设基金数量 54 只位列第三。同比来看，5 月海南省基金数量增幅最大，较去年同期增加 6 只，增幅 172%。

5 月 VC/PE 市场还出现了多只值得关注的重点新设基金。其中，由人

保资本、中意资产、中诚资本共同出资设立北京保实诚源股权投资合伙企业（有限合伙），出资额达 130.01 亿元，而这也是保险机构积极探索股权投资的又一尝试。此外，由中国诚通牵头，联合中国石化、中国航油及北京市海淀区政府共同出资设立的中央企业创投母基金——诚通科创投资基金也在近期完成工商登记。该基金规划总规模 300 亿元，首期规模 100 亿元，锚定“硬科技”投资主航道，重点布局新材料、先进制造、新一代信息技术三大核心领域。

投资市场方面，5 月投资案例数量环比小幅回落，但规模和数量同比均回暖，其中规模同比增加近五成。CVSource 投中数据显示，2025 年 5 月，VC/PE 市场投资案例数量 597 起，环比减少 17%，同比增加 5%，投资规模同比增加 47% 至 739 亿元。

从 5 月的热门投资赛道来看，电子信息领域以 166 起投资案例稳居榜首；此外，先进制造领域的投资数量同样超过百起，为 113 起；医疗健康领域投资案例数量位居第三，为 93 起。而从上述两大赛道的细分领域来看，半导体、人工智能、新材料项目最受追捧；电池与储能技术、生物医药、半导体领域更为吸金。

投资规模方面，电子信息、先进制造、医疗健康、能源及矿业四大领域的投资规模均超过百亿元。其中，能源及矿业投资规模位居首位，达 167.71 亿元。

此外，考虑市场融资轮次细分，A 轮以 192 起案例（占比 32%）主导交易数量；而从融资规模细分来看，上市及以后轮次规模占比 22%、B 轮

交易规模占比 17%，在 5 月表现更为突出。

从市场交易量级来看，数据显示，中小规模交易频发支撑市场，已披露实际金额事件交易规模在 1000 万元至 5000 万元区间占比 41.7%居首。结合上述投资交易轮次细分情况来看，这也意味着相关机构“投早投小”热度依旧显著，10 亿元以上大额交易占比为 5.6%，整体来看，市场虽然谨慎，但优质项目仍具吸引力。

政策、法规、通知

【01】关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见

发布机构：中国证监会

发布时间：2025年6月18日

中国证监会各派出机构，各交易所，各下属单位，各协会，会内各司局：

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

一、主要原则

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

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

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

二、设置科创板科创成长层

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

（二）企业入层和调出条件。未盈利科技型企业全部纳入科创成长层，调出条件实施新老划断。其中，新注册的未盈利科技型企业符合下列条件之一的，调出科创成长层：

(1) 最近两年净利润均为正且累计净利润不低于 5000 万元；或 (2) 最近一年净利润为正且营业收入不低于 1 亿元。存量未盈利科技型企业符合现行取消特殊标识条件的，调出科创成长层。

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

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

三、增强优质科技型企业的制度包容性适应性

设置科创板科创成长层的同时，在科创板推出以下改革举措。

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

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

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

(四) 支持在审未盈利科技型企业面向老股东开展增资扩股等活动。允许在审未盈利企业或其子公司基于持续研发等合理发展需求面向老股东开展股权融资，专款专用。

建立不同股东之间的利益平衡与保护机制。

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

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

四、组织实施

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

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

政策、法规、通知

【02】期货市场程序化交易管理规定（试行）

发布机构：中国证监会

发布时间：2025年6月13日

第一章 总则

第一条 为加强期货市场程序化交易监管，规范程序化交易行为，维护期货交易秩序和市场公平，根据《中华人民共和国期货和衍生品法》（以下简称《期货和衍生品法》）等法律法规，制定本规定。

第二条 在中华人民共和国境内期货市场的程序化交易相关活动，适用本规定。

第三条 本规定所称程序化交易，是指通过计算机程序自动生成或者下达交易指令在期货交易所进行期货交易的行为。本规定所称高频交易，是指具备以下一项或者多项特征的程序化交易：

（一）短时间内报单、撤单的笔数、频率较高；

（二）日内报单、撤单的笔数较高；

（三）中国证监会认定的其他特征。

高频交易具体标准由期货交易所制定。

第四条 从事程序化交易应当遵守相关法律法规和期货交易所、行业协会业务规则，遵循公平原则，不得影响期货交易所系统安全和正常交易秩序。

第五条 中国证监会及其派出机构依法对程序化交易相关活动实行监督管理。期货交易所、中国期货业协会按照职责制定程序化交易相关业务规则，对程序化交易相关活动实行自律管理。中国期货市场监控中心按照职责对程序化交易进行监测监控。

第六条 期货交易所、中国期货市场监控中心、中国期货业协会、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会等单位，应当建立健全期货市场程序化交易信息统计和监测监控机制，加强程序化交易跨交易所跨市场信息共享和监测监控。

第二章 报告管理

第七条 期货公司接受客户程序化交易委托前，应当与客户签订程序化交易委托协议（以下简称委托协议），约定双方的权利、义务等事项，明确报告管理、风险控制等要求。委托协议的必备条款由中国期货业协会制定。

第八条 期货公司客户从事程序化交易前，应当向期货公司报告有关信息。期货公司应当对客户报告信息是否符合本规定和期货交易所要求进行核查。核查无误的，期货公司应当向相关期货交易所报告，并在收到期货交易所反馈后向客户确认。客户收到期货公司确认后，方可从事程序化交易。

第九条 非期货公司会员等按照规定可以直接进入期货交易所交易的，从事程序化交易前，应当向期货交易所报告有关信息，经期货交易所确认后，方可从事程序化交易。

前款所述交易者不得从事高频交易。

第十条 程序化交易者应当按照规定真实、准确、完整报告以下信息：

（一）账户基本信息，包括交易者名称、交易编码、委托的期货公司、产品管理人等；

（二）交易和软件信息，包括交易指令执行方式和交易软件名称、基本功能、开发主体等；

（三）期货交易所要求的其他信息。除前款规定应当报告的信息外，高频交易者还应当报告交易策略类型及主要内容、最高报撤单频率、单日最高报撤单笔数、服务器所在地、技术系统测试报告、应急方案、风险控制措施等信息。程序化交易者报告信息发生重大变更的，应当及时进行变更报告。

第十一条 期货公司应当定期或者不定期对程序化交易客户报告的信息进行核查，发现未按规定报告的，应当督促客户改正。经督促仍不改正的，期货公司应当按照期货交易所规定和委托协议约定，拒绝继续接受其开仓委托。

第十二条 期货交易所应当定期或者不定期对程序化交易者报告的信息进行核查，重点核查高频交易者报告的交易策略类型、最高报撤单频率、单日最高报撤单笔数等信息，发现未按规定报告的，按照业务规则采取自律管理措施。

第三章 系统接入管理

第十三条 提供交易信息系统外部接入服务的期货公司、与期货公司交易信息系统对接的程序化交易客户应当遵守中国证监会有关规定和期货交易所、中国期货业协会

业务规则，遵循合规审慎、风险可控原则，不得影响期货交易所系统安全和市场公平，不得侵害其他交易者的合法权益。期货公司应当将系统外部接入管理纳入合规风控体系，建立健全接入测试、交易监测、异常处理、应急处置、退出安排等全流程管理机制。

第十四条 交易者用于程序化交易的技术系统，应当符合期货交易所规定，具备有效的异常监测、阈值管理、错误防范、应急处置等功能。

第十五条 期货公司使用的交易信息系统，应当符合中国证监会和期货交易所规定，具备有效的认证管理、验资验仓、权限控制、异常监测、阈值管理、错误处理、应急处置等功能。

第十六条 期货公司客户用于程序化交易的技术系统，在接入期货公司交易信息系统前，应当由期货公司自行或委托第三方机构进行测试。期货公司应当妥善保存前款要求的测试记录，保存期限不得少于二十年。

第十七条 期货公司为程序化交易提供期货经纪业务服务前，应当按照期货交易所规定，建立独立于生产环境的仿真测试环境，对自身的交易信息系统进行测试。期货公司应当妥善保存前款要求的测试记录，保存期限不得少于二十年。

第十八条 期货公司不得将交易信息系统与客户的技术系统部署于同一物理设备，不得将交易信息系统的管理权限开放给客户，不得将客户的技术系统直接接入期货交易所交易系统。程序化交易者不得利用系统对接非法经营期货业务，不得招揽交易者或者处理第三方交易指令，不得转让、出借自身技术系统或者为第三方提供系统外部接入。

第四章 主机托管和席位管理

第十九条 期货交易所应当建立主机托管信息报告制度和交易席位管理制度。期货交易所提供主机托管服务和分配交易席位，应当遵循安全、公平、合理原则。期货交易所应当定期核查期货公司、程序化交易者使用主机托管资源和交易席位情况，发现未按规定使用的，按照业务规则采取自律管理措施。

第二十条 期货公司应当建立主机托管资源管理制度，合理使用主机托管资源，保障交易公平，并按规定向期货交易所报告程序化交易客户使用主机托管资源的情况。对频繁发生异常交易行为、技术系统出现重大技术故障或者违反期货交易所相关规定的程序化交易客户，期货公司不得向其提供主机托管服务。

第二十一条 期货公司应当建立交易席位管理制度，公平分配交易席位，并按规定

向期货交易所报告程序化交易客户使用交易席位的情况。

第五章 交易监测与风险管理

第二十二条 从事程序化交易的法人和非法人组织，应当建立并有效执行程序化交易内部控制、风险管理、合规管理等制度。

上述组织中负责合规和风险管理的责任人员应当对程序化交易的合法合规性、风险管理有效性进行监督和检查，并不得兼任与前述职责存在利益冲突的职务。

第二十三条 期货公司应当建立并有效执行程序化交易内部控制、风险管理、合规管理等制度。

期货公司应当加强对客户程序化交易行为的监控，按照期货交易所规定进行程序化交易委托指令审核，及时识别、管理异常交易行为，并配合期货交易所采取相关措施。

首席风险官应当对期货公司程序化交易相关活动的合法合规性、风险管理有效性进行监督和检查。

第二十四条 期货交易所应当建立并有效执行程序化交易风险监测、预防预警、应急处置等制度，保障期货交易所系统安全，维护市场交易秩序。

第二十五条 期货交易所对程序化交易进行实时监测监控，对下列可能影响期货交易所系统安全和正常交易秩序的程序化异常交易行为予以重点监测监控：

（一）短时间内报单、撤单的笔数、频率达到一定标准，或者日内报单、撤单的笔数达到一定标准；

（二）短时间内报单、撤单的笔数和报撤单成交比达到一定标准，或者日内报单、撤单的笔数和报撤单成交比达到一定标准；

（三）短时间内大笔、连续或者密集报单，成交达到一定标准，且期货交易价格或者交易量出现明显异常；

（四）期货交易所认为需要重点监测监控的其他情形。

程序化异常交易行为具体标准由期货交易所制定。

第二十六条 期货交易所对高频交易实行重点管理，密切监测监控高频交易行为变化，及时评估市场影响。

期货交易所可以建立报撤单收费、交易限额等制度，并适时调整报撤单收费标准、交易限额标准等。

期货交易所可以对高频交易手续费实施差异化管理。

第二十七条 中国期货市场监控中心按照职责对程序化交易进行监测监控，对跨交易所跨市场程序化交易风险予以重点监测监控。

第二十八条 交易者从事程序化交易，因不可抗力、意外事件、重大技术故障、重大人为差错等突发事件，可能引发期货价格或者市场重大异常波动的，应当立即采取暂停交易、撤销委托等措施。出现上述情形的，期货公司客户应当及时向其委托的期货公司报告，直接进入期货交易所交易的非期货公司会员等应当及时向期货交易所报告。

期货公司发现客户出现前款情形的，应当按照期货交易所规定和委托协议约定，立即采取暂停接受其委托、撤销相关报单等措施，并及时向期货交易所、公司住所地中国证监会派出机构报告。

出现本条第一款情形，影响期货交易所系统安全和正常交易秩序的，期货交易所可以依法采取暂停交易、调整开市收市时间、取消交易等措施，并及时向中国证监会报告。

第六章 监督管理

第二十九条 期货交易所依法建立程序化交易报告制度，明确报告内容、方式、核查要求等。

第三十条 程序化交易相关机构和个人违反有关规定的，期货交易所和中国期货业协会按照业务规则采取自律管理措施。

第三十一条 中国证监会及其派出机构可以依法对程序化交易相关机构和个人进行检查，对涉嫌违法违规行为的开展调查，被检查、调查的程序化交易相关机构和个人应当予以配合。

第三十二条 程序化交易相关机构和个人违反本规定的，中国证监会及其派出机构可以依照《期货和衍生品法》等采取行政监管措施。

第三十三条 违反本规定从事程序化交易，构成影响期货交易所系统安全或者正常交易秩序的，依照《期货和衍生品法》第一百二十九条处罚；构成操纵期货市场、内幕交易等违法行为的，依照《期货和衍生品法》第一百二十五条、第一百二十六条等处罚。违反本规定，情节严重的，依照《期货和衍生品法》第一百五十条对有关责任人员采取期货市场禁入措施。

第三十四条 对在期货市场程序化交易监管工作中失职失责造成重大损失、严重后果或者恶劣影响的，应当依规依纪依法严肃追责问责。

第七章 附则

第三十五条 做市商以程序化交易方式从事做市业务的，由期货交易所按照本规定的原则另行规定。

第三十六条 在上海国际能源交易中心从事程序化交易的，适用本规定。

第三十七条 本规定自2025年10月9日起施行。

本规定施行前已经从事程序化交易相关活动的，应当自施行之日起6个月内达到第七条至第十二条要求。

观点和争鸣

【01】并购重组新规落地：私募基金参与新路径——以邝子平控股天迈科技为例

作者：杨敏

来源：微信公众号 德恒律师事务所

发布时间：2025 年 6 月 24 日

引言

2025 年 5 月 16 日，中国证监会正式发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》，并同步修订了《上市公司监管指引第 9 号》，上海、深圳证券交易所亦随即更新《重组审核规则》及配套指南（以下简称“新规”）。这一系列制度更新，标志着资本市场向更加市场化、法治化方向迈进。

长期以来，重大资产重组作为企业跨越式发展的重要路径，遭受着繁琐程序和高门槛的限制。一方面，传统重组制度强调交易审核的完备性，但在实操中往往导致效率低、落地难；另一方面，制度对壳价值的限制过度保护，反而挤压了优质资产借助资本市场发展的空间。

“新国九条”提出“畅通并购重组市场”，背后逻辑是中国资本市场在注册制改革新的背景下，必须进一步打开优质资产整合的通道。

一、新规之三大制度突破：企业并购的“新自由”

为了真正激发并购市场的活力，新规未选择简单地降门槛或放审批，而是从企业最关心、最受限制的几个关键环节出发，做出了实质性的制度松绑。这种松绑体现在并购的时间安排、审核流程、交易结构三个方面，分别对应的是企业资金安排的自由度、提升效率，以及战略资金参与的灵活性。

（一）时间自由：48 个月有效期+分期支付机制

改革前，上市公司实施发行股份购买资产交易时，通常需要一次性完成全部股份发行和对价支付，容易导致资金集中、时间紧迫的问题，影响交易落地。

新规设立了“一次注册，分期支付”的制度安排：在取得证监会同意注册决定后，允许企业在最长 48 个月内分阶段完成股份发行、对价支付，从而显著缓解现金流压力，提升交易灵活性。

这一制度不仅提高了并购重组的可操作性，也为战略投资者设计更科学的退出路径、分期激励机制与绩效对赌条款提供了制度空间。

改革前	改革后
<p>第三十三条：自完成相关批准程序之日起六十日内，本次重大资产重组未实施完毕的，上市公司应当于期满后次一工作日将实施进展情况报告，并予以公告；此后每三十日应当公告一次，直至实施完毕。属于本办法第四十四条规定的交易情形的，自收到中国证监会注册文件之日起超过十二个月未实施完毕的，注册文件失效。</p>	<p>第三十三条：完成相关批准程序之日起六十日内，本次交易资产未交付或者过户完毕的，上市公司应当于期满后次一工作日将实施进展情况报告，并予以公告；此后每三十日应当公告一次，直至本次交易资产交付或者过户完毕。</p> <p>属于本办法第四十五条规定的交易情形的，自收到中国证监会注册文件之日起超过十二个月未实施完毕的，注册决定失效。</p> <p>上市公司发行股份购买资产，可以申请一次注册，分期发行。申请一次注册、分期发行股份支付购买资产对价的，自收到中国证监会注册文件之日起超过四十八个月未实施完毕的，注册决定失效。募集配套资金申请一次注册、分期发行的，注册决定有效期按照相关规定执行。</p>

（二）流程自由：简易审核机制带来的交易提速

针对市值较大、信息披露质量高的上市公司，新规首次引入“简易审核”程序。适用“简易审核”程序审核并报注册的，中国证监会在五个工作日内作出予以注册或者不

予注册的决定。

这不仅极大压缩了行政审批时间，也体现了监管以信息披露为核心，有利于发挥市场机制决定交易成败的作用。

改革前	改革后
<p>第二十八条：中国证监会收到证券交易所报送的审核意见等相关文件后，依照法定条件和程序，在十五个工作日内对上市公司的注册申请作出予以注册或者不予注册的决定，按规定应当扣除的时间不计算在本款规定的时限内。</p>	<p>第二十八条：中国证监会收到证券交易所报送的审核意见等相关文件后，依照法定条件和程序，在十五个工作日内对上市公司的注册申请作出予以注册或者不予注册的决定。证券交易所采用简易审核程序审核并报注册的，中国证监会在五个工作日内作出予以注册或者不予注册的决定。按规定应当扣除的时间不计算在本款规定的时限内。</p>

（三）结构自由：业绩承诺方式更多元，“反向挂钩”激励私募长期投入

新规在明确鼓励私募基金参与上市公司并购重组的同时，建立了“反向挂钩”机制，将投资期限与股份锁定期联动，提升制度灵活性与市场吸引力。

具体而言，若私募基金投资期限达到 48 个月，在第三方交易中，其所取得股份的锁定期可由原先的 12 个月缩短为 6 个月；在重组上市交易中，控股股东、实际控制人及其控制的关联人以外的股东，其锁定期也可由 24 个月缩短为 12 个月。这一制度安排既保障了市场稳定，又有效激励了长期资本参与企业战略重组。

“反向挂钩”机制本质上是一种鼓励长期价值投资的政策导向——持有时间越长，退出机制越宽松。它不仅增强了私募基金在并购重组中的参与意愿，也为其设计中长期治理与协同策略提供了制度空间，从而推动“资本助力实业”的正向循环。

在此背景下，私募基金不再只是短期套利的财务投资者，而成为可为上市公司引入产业资源、优化治理结构的长期合作方。

改革前	改革后
<p>第四十六条：特定对象以资产认购而取得的上市公司股份，自股份发行结束之日起十二个月内不得转让；属于下列情形之一的，三十六个月内不得转让：（一）特定对象为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人；（二）特定对象通过认购本次发行的股份取得上市公司的实际控制权；（三）特定对象取得本次发行的股份时，对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间不足十二个月。属于本办法第十三条第一款规定的交易情形的，上市公司原控股股东、原实际控制人及其控制的关联人，以及在交易过程中从该等主体直接或间接受让该上市公司股份的特定对象应当公开承诺，在本次交易完成后三十六个月内不转让其在该上市公司中拥有权益的股份；除收购人及其关联人以外的特定对象应当公开承诺，其以资产认购而取得的上市公司股份自股份发行结束之日起二十四个月内不得转让。</p>	<p>第四十七条：特定对象以资产认购而取得的上市公司股份，自股份发行结束之日起十二个月内不得转让；属于下列情形之一的，三十六个月内不得转让：（一）特定对象为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人；（二）特定对象通过认购本次重组发行的股份取得上市公司的实际控制权；（三）特定对象取得本次重组发行的股份时，对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间不足十二个月。属于本办法第十三条第一款规定的交易情形的，上市公司原控股股东、原实际控制人及其控制的关联人，以及在交易过程中从该等主体直接或间接受让该上市公司股份的特定对象在本次交易完成后三十六个月内不得转让其在该上市公司中拥有权益的股份；除收购人及其控制的关联人以外的特定对象以资产认购而取得的上市公司股份自股份发行结束之日起二十四个月内不得转让。</p> <p>特定对象为私募投资基金的，适用第一款、第二款的规定，但有下列情形之一的除外：</p> <p>（一）上市公司关于本次重大资产重组的董事会决议公告时，私募投资基金</p>

	<p>对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间已满四十八个月，且不存在第一款第（一）项、第（二）项情形的，以资产认购而取得的上市公司股份自股份发行结束之日起六个月内不得转让；</p> <p>（二）属于本办法第十三条第一款规定的交易情形的，上市公司关于本次重大资产重组的董事会决议公告时，私募投资基金对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间已满四十八个月，且为除收购人及其控制的关联人以外的特定对象的，以资产认购而取得的上市公司股份自股份发行结束之日起十二个月内不得转让。分期发行股份支付购买资产对价的，特定对象以资产认购而取得的上市公司股份，锁定期自首期股份发行结束之日起算。</p>
--	--

二、监管模式转型，重视信息披露

新规在放宽制度约束、提升市场活力的同时，也同步强化了监管深度和责任传导机制，体现出“放得开、看得住”的改革逻辑。

首先，在信息披露方面，新规强调交易各环节的信息应当真实、准确、完整，尤其在估值依据、交易逻辑、资产权属、财务预测等方面披露要素更为细致。监管不再以结果判断是否放行，而是要求市场主体“讲清楚、说明白”，让投资者据以判断。

其次，对中介机构的职责提出更高要求。保荐机构、律师、会计师事务所需对其出具的材料负全责，若出现重大遗漏或误导性陈述，将追究法律责任。中介机构不再是“过手盖章”，而是真正成为并购交易的信息把关人。

此外，在审核机制上，由“实质审核”向“以信息披露为核心”的监管模式转型，不意味着监管弱化，而是将主动审核转化为持续监管与市场监督相结合。这一变化将倒逼交易各方提升专业水平和自我约束能力，在遵循市场逻辑的前提下防范制度套利。

最后，对于高风险交易类型（如跨行业并购、未盈利资产收购等），新规虽然在门槛上给予放宽，但在风险揭示和持续披露方面设有更高标准，确保市场能及时识别并响应潜在风险。

这场制度重构不仅释放了交易空间，也意味着更强的监管穿透力。谁敢对市场“讲假话”，谁就要承担相应的法律后果。

三、案例分析——邝子平控股天迈科技

2025 年 1 月，天迈科技（300807.SZ）发布公告称，苏州启辰衡远股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“苏州启辰”）拟通过协议转让方式收购其 26.10% 的股份，成交金额约为人民币 4.52 亿元。交易完成后，苏州启辰成为控股股东，启明创投创始人邝子平通过其控制的 GP 机构苏州启瀚股权投资管理有限公司（以下简称“苏州启瀚”）成为实际控制人。

这笔交易不仅在资金结构上高度市场化，更在交易安排、信息披露、业绩约束等关键方面体现出对 2025 年 5 月 16 日新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》及其配套规则的积极响应。

（一）交易结构呼应“股份对价分期支付”新机制

天迈科技此次控制权变更并未采用发行股份购买资产的传统路径，而是通过协议转让完成控股权交接，并在结构设计上体现出与 2025 年重组新规高度契合的要素。

根据公告，受让方苏州启辰拟以现金方式受让公司原控股股东熊波、第二大股东李世俊、第三大股东袁鑫合计持有的 26.10% 股份，转让总价款为人民币 45,208.26 万元。

苏州启辰为有限合伙制基金，由苏州启瀚作为普通合伙人（GP）及执行事务合伙人出资设立，具备完整的私募基金管理资质。值得注意的是，苏州启瀚为启明创投创始合伙人邝子平控制的投資平台，其通过直接或间接持有苏州启瀚全部股权，构成对天迈科技的实际控制。

公告中明确指出，在完成上述股份转让后，公司控股股东将变更为苏州启辰，实际控制人变更为邝子平。这种通过“GP+LP”架构设立专项基金并取得控制权的路径，正

是近年来私募基金在并购重组中广泛采用且受到新规政策鼓励的做法。

尽管本案并未涉及发行股份购买资产，也未明确采用“对价分期”机制，但从资金安排及交易架构看，其内核具备了新规中“先投后募、结构灵活”的设计思路。即通过GP先期出资完成受让，再由基金引入有限合伙人完成后续融资，形成封闭式持股平台并承担长期管理职责。这不仅在资金操作上具备分期特性，也为后续激励、整合预留操作空间。

同时，该基金在信息披露中展现出结构清晰、控制路径明确的特征：GP与执行事务合伙人职责合一，控股人身份穿透识别，投资资金来源合法可溯，均符合新规关于“信息披露真实性、完整性、可核查性”的监管核心要求。

综合来看，邝子平通过苏州启瀚—苏州启辰这一平台化控股路径，虽然不属于新规所定义的“简易审核”或“股份支付”交易范畴，但在交易逻辑、资金安排及权属结构方面，体现出新规导向下市场型交易的典型特征。对未来希望通过私募控股方式参与上市公司重组的机构投资者而言，该案例提供了规范可循的操作模板。

（二）信息披露充分，反映“以披露为核心”的简易审核精神

天迈科技此次控制权变更虽然采用的是协议转让方式，但其在信息披露层面的处理，已充分体现出新规所强调的“以信息披露为核心”的监管转型要求。公告全文信息结构清晰，披露内容覆盖交易背景、各方主体关系、股份转让明细、资金来源、控制权变动路径等关键要素，有效提升了投资者对交易实质的理解能力。

首先，在交易结构披露方面，公告明确列示了苏州启辰为受让方，其背后为由苏州启瀚担任苏州启辰普通合伙人和执行事务合伙人。苏州启瀚同时由启明创投创始合伙人邝子平控制，受让完成后成为上市公司的实际控制人。控制权实现路径和穿透层级在公告中有清晰呈现，符合监管对实际控制人识别要求的透明性标准。

其次，在资金来源与支付安排方面，公告披露交易金额为人民币4.52亿元，并明确受让方苏州启辰将通过自有资金及融资安排完成股份对价支付。这一点回应了市场对资金穿透、资金实缴能力的基本关注，也回应了监管要求对“资金来源可识别、路径可追溯”的规范要求。

第三，公告在信息的完整性和可理解性方面进行了较好平衡。对控股权变更后公司治理安排、业务经营计划以及后续整合方向，公告虽未给出详细规划，但合理提示了相

关风险因素，并说明此次交易不涉及表决权委托、不构成一致行动关系。这种适度披露、边界明确的处理方式，体现了信息披露合规意识。

（三）市场反馈积极，体现政策引导效果初显

控制权变更公告披露后，天迈科技股价在短期内明显上涨，市场对本次交易的反应整体偏向积极。投资者对新控股方的行业背景和投后能力表示认可，尤其是启明创投在先进制造与智能硬件等领域的深度积累，被视为可能为上市公司引入产业资源、优化战略路径的重要加分项。

从信息披露、结构安排到控股路径，本次交易整体规范，未引发监管或市场层面的负面舆情。反映在股价层面，也体现出投资者对交易本身的信任，以及对“财务+产业型控股人”结构的偏好。

当然，市场的积极态度仍以后续治理与执行为前提。但从目前情况来看，交易本身释放出的信号是正面的，为后续市场接受更多私募主导的控制权变更项目，提供了参考与信心。

四、结语

天迈科技的控制权变更，不仅是一次常规的股份转让，更是私募基金以市场化方式参与上市公司控股的典型样本。其“GP+LP”结构清晰、资金路径合规、控制权安排透明，同时也契合了监管对私募参与并购重组的鼓励导向，也为同类交易提供了可借鉴的实践路径。

在新规推动下，私募基金不再仅作为财务投资者出现，而逐步转向长期治理者与战略协同者的角色。这一转变背后，是对其信息披露能力、公司运行执行力的系统性考验。天迈科技项目落地初期的市场反应积极，说明资本市场正以更开放的姿态看待“产业+资本”的结合方式，但能否延续仍有赖于投后管理和战略协同的实质成效。

观点和争鸣

【02】从申请案例看上市公司设立私募基金管理人的路径与合规

要点

作者：邹菁、李元婷

来源：微信公众号 国浩律师事务所

发布时间：2025 年 6 月 11 日

摘要：近年来，CVC 基金（Corporate Venture Capital，企业风险投资）在资本市场中“大显身手”，已然成为私募股权投资市场里不可或缺的关键力量。与此直接相关的是，上市公司及相关主体申请私募基金管理人资格受到市场的特别关注。我们结合近期相关案例，总结了相关主体申请私募基金管理人资格的路径以及合规要点，供业界参考。

在私募行业高速发展的十几年，上市公司以各种形式参与一级市场私募股权投资，其主要目的是挖掘、孵化、锁定相关行业及上下游产业链中的优质标的，拓展产业发展与投资的路径。而由上市公司主导的 CVC 基金在资本市场中“大显身手”，已然成为私募股权投资市场里不可或缺的关键力量，但又因此饱受市场的诟病。这是因为上市公司本身处于公募市场，可以募集社会公众的资金，而其又可在私募市场募集合格投资人的资金，往往可能产生利益联结，对于证券市场的影响力放大，故这种业务模式近年来被冠上“类金融”业务的标签，受到证监会、证券交易所（以下简称“交易所”）等监管部门的严格限制，从而使得 A 股上市公司参与私募业务受到直接冲击。

设立上市公司背景的 CVC 基金，第一步是上市公司及相关主体在中国证券投资基金业协会（以下简称“中基协”）申请私募基金管理人资格。自《私募投资基金登记备案办法》（以下简称《登记备案办法》）于 2023 年 5 月 1 日正式实施以来，与上市公司有关的私募管理人已成功落地多个案例，本篇文章拟对管理人资格申请的路径及合规关注点进行分析，以供市场参考。

一、上市公司及关联方设立私募基金管理人的路径选择

经笔者查询尽调宝、中基协公示信息，据不完全统计，自2023年5月1日至2025年5月1日期间，中基协共审批通过16家与A股上市公司相关联的私募基金管理人。其中，1家系上市公司的全资孙公司、4家由上市公司实际控制，10家由上市公司直接或间接参股设立、以及1家由上市公司的实际控制人设立并实际控制。总体而言，上市公司及关联方设立私募基金管理人一共有如下四条路径可以选择，以下将逐一探讨。

（一）路径一：上市公司全资设立私募基金管理人

在《登记备案办法》实施以前，市场上不乏上市公司全资设立私募基金管理人的案例，如博彦科技（002649.SZ）、安克创新（300866.SZ）、德方纳米（300769.SZ）等，多家上市公司成立了全资控制的私募基金管理人。

但在《登记备案办法》实施之后，私募基金管理人的法定代表人、执行事务合伙人或其委派代表、负责投资管理的高管被要求应当直接或间接持有管理人一定比例的股权或财产份额，且合计实缴出资比例不低于20%，这给上市公司全资设立私募基金管理人带来了一定障碍。除非该上市公司同时也属于《登记备案办法》中的金融机构、政府及其授权机构控制的主体，方可被豁免该项要求并仍可以全资设立子公司的形式设立私募基金管理人。例如，物产中大（600704.SH）的全资子公司物产中大集团投资有限公司全资设立的某物产中大君安（杭州）私募基金管理有限公司，于2024年1月8日通过中基协登记。这一案例中，物产中大（600704.SH）是省管国企，属于政府及其授权机构控制的主体。然而，在绝大多数情况下，上市公司无法适用豁免情形，即大多数上市公司仅能以控股或者参股的形式来设立私募基金管理人。

（二）路径二：上市公司作为实际控制人设立控股型私募基金管理人

在管理人的股权架构中，上市公司直接或间接持有私募基金管理人的股权比例大于或等于50%，或为第一大股东且具有实际控制权的，上市公司将被认定为私募基金管理人的实际控制人。据不完全统计，自《登记备案办法》实施以来，通过中基协登记并由上市公司控股的私募管理人共有4家，具体如下：

序号	管理人名称	登记日期	控股上市公司及持股比例
1	浙江杭润私募基金管理有限公司	2024/9/5	润达医疗（603108.SH）持股 65%
2	青岛亿洋创业投资管理有限公司	2024/3/25	海信家电（000921.SZ）持股 50%
3	杭州商旅私募基金管理有限公司	2024/1/26	杭州解百（600814.SH）持股 75%
4	上海永瑞天诚私募基金管理有限公司	2024/1/8	来伊份（603777.SH）持股 90%

由于“类金融”业务的嫌疑，监管部门并不支持上市公司作为实际控制人设立私募基金管理人并发行私募基金产品。在 2023 年 5 月至 2023 年底期间，曾集中爆发过一批上市公司因监管询问而发布终止投资私募股权基金的公告，甚至也有个别机构因此错过在取得管理人资格后 12 个月内发出首个基金产品的机会，而被监管强令退出私募行业。从公开检索的案例情况看，自浙江杭润私募基金管理有限公司于 2024 年 9 月 5 日获准登记之后，迄今并无新的上市公司控股型私募基金管理人通过中基协登记。

（三）路径三：上市公司与第三方合作设立参股型私募基金管理人

在上市公司参股模式下，私募基金管理人的实际控制人由其他方担任，其通常为专业投资机构或具有丰富股权投资经验的自然人，而上市公司属于财务或战略投资人的角色。据不完全统计，自《登记备案办法》实施以来，通过中基协登记的私募基金管理人由 A 股上市公司参股设立的共有 10 家，具体如下：

序号	管理人名称	登记日期	参股上市公司
1	成都风帆创新私募基金管理有限公司	2025/4/30	阿尔特 (300825.SZ)
2	上海智微私募基金管理有限公司	2025/4/21	中微公司 (688012.SH)
3	合肥晶合汇信私募基金管理有限公司	2025/3/11	晶合集成 (688249.SH) 汇成股份 (688403.SH)
4	深圳市震峰私募证券基金管理有限公司	2025/1/13	联发股份 (002394.SZ)
5	广东弘发创业投资基金管理有限公司	2024/10/25	广弘控股 (000529.SZ)
6	苏州隐峰私募基金管理有限公司	2024/9/13	科沃斯 (603486.SH)
7	芯联私募基金管理（杭州）合伙企业（有限合伙）	2024/6/7	芯联集成 (688469.SH)
8	上海林洋与君私募基金管理有限公司	2023/12/18	林洋能源 (601222.SH)
9	北京同为私募基金管理有限公司	2023/9/4	创新奇智 (02121.HK)
10	厦门溥泉私募基金管理合伙企业（有限合伙）	2023/8/21	宁德时代 (300750.SZ)

从上述案例看，上市公司参股模式是《登记备案办法》实施以来，上市公司及其相关主体合作设立私募管理人是较为可行的一条路径。

（四）路径四：上市公司的实际控制人新设管理人

鉴于监管机构对上市公司出资设立管理人的关注较高，实践中，上市公司的实际控制人新设管理人的案例逐步呈现，即由上市公司的实际控制人（通常为自然人）自主设立控股型私募基金管理人，并担任该管理人的实际控制人。经笔者查询公开渠道信息，悦安新材（688786.SH）的实际控制人李某奎于2023年7月作为执行事务合伙人设立赣州赣悦盈私募股权投资基金管理合伙企业（有限合伙），并于2024年2月通过中基协登记成为私募管理人。这条路径下，上市公司属于私募管理人的关联方，除了需要在未来展业过程中履行信披义务和关联方责任之外，并无禁止或限制性法律规定或监管要求阻碍该类管理人的正常登记及展业。

总体而言，从上述管理人资格申请的四条路径看，第一、二条路径下私募管理人由上市公司直接控制并发行私募产品的业务模式，容易被监管机构视为“类金融”的展业模式，受到更为严格的监管；第三、四条路径下，上市公司仅作为财务或战略投资人、或者由上市公司关联方而非上市自身参与设立私募基金管理人，则可行性较强，具备落地性。其实，不论是中基协还是交易所均未在《登记备案办法》实施之后完全禁止上市公司设立私募基金管理人，但会根据申请人的具体情况进行差异化监管。

二、上市公司作为实际控制人设立私募管理人的合规要点

路径一和路径二中，上市公司本身系私募基金管理人实际控制人，故受到更为严格的监管。从中基协的监管看，根据《管理人登记指引2号》，私募基金管理人的控股股东、实际控制人为上市公司，该上市公司应当同时满足以下条件：1. 具有良好的财务状况；2. 按照规定履行内部决策和信息披露程序；3. 建立业务隔离制度，防范利益冲突。因此，财务状况不良甚至亏损的上市公司在申请时将存在障碍。此外，私募管理人还应与上市公司就业务风险隔离、避免同业化竞争、关联交易管理和防范利益冲突等内控制度作出合理有效安排，并应当满足《登记备案办法》规定的相关诚信要求以及自身在合规承诺函中的义务与责任。从各交易所对上市公司的监管来看，主要集中在如下方面：一是信息披露监管，上市公司出资设立私募基金管理人属于上市公司的对外投资行为，需要根据各交易所的《股票上市规则》，根据交易涉及的资产总额、交易标的（如

股权)涉及的资产净额、交易的成交金额、交易产生的利润、交易标的的营业收入、交易标的的利润中任一指标占上市公司相应标准的比例不同、以及绝对金额的不同,履行内部审议程序及信息披露。鉴于《登记备案办法》对私募基金管理人的注册资本金实缴金额为不低于1000万元,但这一金额本身并不高,因此未必达到信息披露的门槛标准;二是关联交易,上市公司作为实际控制人新设管理人的,如果涉及与关联方合作出资,则涉及关联交易。根据各交易所的《股票上市规则》,与关联自然人发生的交易金额在30万元以上的交易;或与关联法人发生的交易金额在300万元以上,且占上市公司最近一期经审计净资产绝对值0.5%以上的交易,应当进行信息披露并经过独立董事过半数同意后履行董事会审议程序。目前来看,涉及这类关联交易披露的案例不在少数。

三、上市公司参股设立私募管理人的合规要点

路径三涉及到上市公司参股新设管理人,这条路径中上市公司往往是财务或战略投资人的角色,但也会被重点关注参股私募基金管理人的目的正当性问题。

从中基协的监管来看,这类私募管理人重点被关注是否通过架构安排规避关联方或实际控制人要求,是否存在委托他人持股或隐瞒关联关系的情形。一方面,如果私募基金管理人的员工、高级管理人员(尤其是法定代表人与合规风控负责人)系从上市公司离职后直接入职管理人,或仍存在上市公司兼职的情况,则可能被中基协质疑上市公司能够实际控制或支配管理人,甚至存在上市公司委托他人持股以规避实际控制人或关联方认定的嫌疑。另一方面,如果上市公司持有私募基金管理人的股权比例较高,或股权结构较为复杂,则容易被认定为“未根据实质重于形式原则将上市公司披露为管理人的关联方”。此时,通常需要从上市公司参与设立管理人的目的之正当性(如财务投资或支持业务发展等)入手,说明上市公司与管理人之间除了股权关系之外,不存在其他安排。

从各交易所对上市公司的监管来看,上市公司设立参股型私募基金管理人,往往是上市公司依托具备丰富投资管理经验的合作方开展私募基金管理业务,合作方很可能是上市公司的关联方或前关联方,因此需要特别注意履行交易所规则项下的关联交易内部审议和信息披露义务。总体而言,这种模式下上市公司出资比例较低,交易所对于该类私募管理人设立的监管相对宽松。

四、上市公司的实际控制人设立私募基金管理人的合规要点

路径四中，上市公司的实际控制人直接设立控股权型私募管理人，上市公司与拟设私募管理人的实际控制人为同一人。对于中基协而言，根据《管理人登记指引 2 号》，上市公司将被认定为管理人的关联方，需要向中基协进行披露，并承担管理人的关联方职责。如果实际控制人还在上市公司担任高管，那根据《登记备案办法》，上市公司还应当出具其知悉情况的相关说明。对于各交易所而言，实际控制人应当根据《上市公司信息披露管理办法》及时向上市公司董事会报送上市公司关联人名单及关联关系的说明，也即实际控制人应当将新设私募管理人作为关联方报送给上市公司。此外，后续如果上市公司投资该管理人发行的私募产品，还应当履行关联交易的审议程序和信披义务，并严格执行关联交易回避表决制度。总体而言，这种模式下上市公司并不直接出资，监管部门对于该类私募管理人设立并无实质障碍，而需要关注的更多是基金运作阶段的合规性。

五、上市公司及关联方设立私募基金管理人的风险防范

上市公司及关联主体设立私募基金管理人后将发行私募产品，成为投资领域的买方，上市公司往往可能构成卖方，需重点规避以下风险：一是内幕交易与市场操纵，上市公司实际控制人及管理人不得利用该上市公司内幕信息（如业绩预告、重组计划）指导投资，或通过资金优势联合炒作上市公司股价。监管部门对“抢跑交易”“对倒交易”等行为持续高压，近年来已查处多起私募机构操纵市场案件。二是背信损害上市公司利益，即上市公司的董监高利用职务便利，从事损害上市公司利益的行为，例如通过不公允的关联交易向私募管理人输送利益（如低价转让上市公司优质资产供管理人投资）。三是利用未公开信息交易（俗称“老鼠仓”），管理人需建立从业人员交易申报制度，禁止其员工在知悉相关证券、期货交易活动的未公开信息（如基金即将建仓、出仓的信息）时，提前自行或指示他人通过个人账户交易相关证券。此类行为一旦查实，将面临没收违法所得、市场禁入，甚至刑事追责。

因此，与上市公司关联的私募管理人需以全流程合规为核心，重点防范利益冲突与触碰法规红线，建立长效利益冲突隔离机制，明确上市公司与私募管理人在业务范围、投资决策、人员管理上的边界，建立跨机构的“防火墙”，禁止上市公司的内幕信息未经审批流入管理人投资决策流程。还应当制定《公平交易制度》、《从业人员行为准则》等内控制度，并与上市公司制度相衔接。

六、小结

结合近年来的实操经验，本文总结了上市公司设立私募基金管理人的四条路径，并结合案例与法规明确了实操中私募业务监管与上市公司监管的关键合规节点及风险防范方向。我们认为，上市公司参与私募业务的核心争议在于“类金融化”的风险，本质是平衡“产业投资需求”与“金融监管红线”。总体而言，监管对控股/全资模式持严格限制态度，鼓励参股模式或其他模式服务于产业投资。未来政策对上市公司涉足私募业务的态度存在灵活性，既防范资本无序扩张，也认可其服务实体经济的价值。对于拟参与私募业务的上市公司及相关主体而言，无论选择何种路径，唯有通过“实质重于形式”的关联关系披露、精细化的内控设计、常态化的合规培训，建立长效风控机制，才能在服务实体经济的同时，避免因合规瑕疵引发监管处罚与市场信任危机。

观点和争鸣

【03】对中国经济形势的中短期分析与政策建议

作者：陆挺

来源：清华金融评论

发布时间：2025 年 6 月 4 日

在未来一两个月内，中国经济的运行状况预计将保持相对良好。这一态势的重要原因之一是出口领域前期存在积压订单。由于后续约九十天内将进行贸易谈判，且谈判结果存在一些不确定性，可能会引发“抢出口”现象，因此五、六月份中国的出口增速将维持在较高水平，可能会与四月份 8% 的增速相近。另一方面，以旧换新政策对零售业的推动还将产生积极影响。综合这两个因素来看，预计二季度 GDP 增速仍可维持在 4.8% 左右。但估计下半年经济的形势可能会面临更大的挑战。

对中国经济形势的中短期分析

在未来一两个月内，中国经济的运行状况预计将保持相对良好。这一态势的重要原因之一是出口领域前期存在积压订单。由于后续约九十天内将进行贸易谈判，且谈判结果存在一些不确定性，可能会引发“抢出口”现象，因此五、六月份中国的出口增速将维持在较高水平，可能会与四月份 8% 的增速相近。另一方面，以旧换新政策对零售业的推动还将产生积极影响。综合这两个因素来看，预计二季度 GDP 增速仍可维持在 4.8% 左右。但我们估计下半年经济的形势可能会面临更大的挑战，原因如下：

第一，从出口角度看，与去年相比，美国对中国产品加征的关税实际上升了约 35 个百分点，特别是中国对美小包裹出口的关税从零上升到约 54%，上升幅度较大，对中国对美出口会产生显著的影响。尽管我们不应夸大这种影响，但应该清醒的认识到，在一轮“抢出口”现象之后，中国对美出口可能会出现实质性的萎缩。

第二，在耐用品消费方面，随着以旧换新政策的两轮高峰逐渐过去，去年针对汽车和家电、今年针对电子产品的刺激政策所发挥的正面效应即将结束。预计到今年下半年，不仅难以再看到显著的正面效果，甚至可能由于此前大规模刺激政策的影响，出现一些

负面效应。毕竟，耐用消费品的购买需求增速不可能长期维持在高速水平。

第三，房地产行业是中国内需中极为重要的板块，目前已进入第五年的萎缩期，而且整个行业的年化下行幅度还在10%左右，新房开工同比降幅还在22%左右。在此背景下，稳定内需还会面临较大的困难。房地产行业不仅与地方政府财政密切相关，对基建产生深远影响，还会从居民财富和就业等角度来影响消费。目前，除极个别城市外，房价普遍处于小幅下跌状态，对居民财富产生负面影响。此外，过去几年“新三样”领域产能过剩，可能对今年的制造业投资产生一定的影响。中美贸易战无论最终谈判结果如何，我估计也会对制造业投资产生一些影响。综合这些因素，下半年经济增速可能较上半年放缓超过一个百分点，这是我对整体经济形势的分析与预测。

相关政策建议

从政策角度来看，需探讨在当前形势下哪些政策能够有效稳定经济、促进复苏，并抵御贸易冲突带来的负面影响。

首先，回顾从4月2日美国对全球加征关税以来的各国的情况，中国政府的表现较为出色。中国央行通过再贷款等手段直接干预股市，稳定了市场预期，使得股市波动幅度相对较小，目前已基本恢复到4月之前的水平。我认为这一举措对于稳定中国经济和金融系统发挥了重要作用。另一项非常值得肯定的政策是中国政府维持了人民币兑美元的汇率稳定。曾有一段时间，境外人民币兑美元的汇率贬值至7.4以上。若任由汇率贬值，将对国内楼市、股市稳定以及直接投资产生不利影响。与2018-19年相比，当时可通过人民币贬值来对冲美国关税上升的影响，主要是因为当时国内楼市较为稳定、资本外流问题并不突出，而当前形势已发生显著变化，我国楼市从2021年开始就进入下行期。因此，维持人民币汇率稳定是一项极为重要的政策安排，我认为未来一段时间仍应坚守这一政策选择。

第二，在今年下半年，除了在过去一个月中已实施的降准、降息等政策之外，面对经济下行的预期，需要进一步探讨哪些政策能够在下半年有效稳定经济。

一方面，应更多地考虑财政政策，加快财政支出的执行力度，在今年既定额度内进一步加速发债和支出。另一方面，鉴于当前形势，应提前谋划一些宽松刺激政策，从现在开始布局安排，以便在下半年逐步推出相关措施，稳定市场预期，真正提升内需。以下是一些值得考虑的方面：

针对当前形势，下半年出口增速可能明显下行，这使得房地产市场的稳定变得尤为重要。在过去四五年间，尽管房地产行业萎缩幅度超过 50%，但出口约 45% 的高速增长在一定程度上对冲了房地产的下滑，使得中国经济并未陷入极为困难的局面。然而，中国经济未来几个季度可能会面临出口与房地产同时下行的双重压力，因此房地产市场的稳定比以往更为关键。稳定房地产市场不仅需要降息和取消限购等传统工具，更重要的是推动房地产市场债务的出清。具体说来，应允许房地产开发商该破产的破产，该生存的生存，对有些开发商，政府则应提供必要的救助。不能让债务无限制无限期地累积，而应确保债务该偿还的偿还，预售房该建设的建设，必须保证交付；若实在无需交付，则应该给购房者合理的补偿。从过去几十年世界各国处理金融危机和房地产危机的经验来看，以中央财政为基础，由中央政府出面进行大规模市场清理，是应对此类危机的关键。

第三，进一步推进消费领域的“以旧换新”的空间已经有限，因此应考虑通过更具结构性、制度性的措施来推动消费复苏。应适度加快中国社保体系的改革进程。近期，社会各界关于这一问题的讨论已较为广泛，其中最为核心的是如何提升占全国养老人群 55%（主要是农村老人）的养老收入水平。目前，该群体每月平均政府所发的养老金仅为 243 元，若能将其提升至 400 元或 500 元，不仅有助于改善 1.7 亿老年人的消费能力，还能减轻 3 亿农民工的养老负担，并提升其未来的收入预期。在过去，经济可通过房地产、基础设施建设和出口拉动时，社会福利体系的搭建或许并不重要，但当经济需要以消费作为其经济增长的支柱时，养老体系和医保等社会福利体系的完善就显得尤为重要。

第四，财政改革至关重要。去年四季度中央开始新一轮地方政府化债之后，地方政府债务情况有所改善，但近期还是有不少企业家认为地方财政紧张状况还在影响当地营商环境。在中国房地产行业持续萎缩五年、地方政府卖地收入在 2025 年前四个月仍以 11% 的速度下降的背景下，如何改革中央与地方的财政关系，使地方财政拥有房地产以外的独立财源，是亟待解决的问题。有效的财政改革能够改变市场预期，优化营商环境，激励地方政府积极发展经济，以及保护本地民营企业家。这类改革有助于遏制“远洋捕捞”式执法和趋利性执法行为，这也是提升中国内需的关键。

委员风采

【01】张景盛律师在德和衡 2025DH&DHH 青年菁英律师训练营上作主题分享

2025年6月9日至14日，“鲲鹏展翅·扶摇万里”2025年DHH&DH青年菁英律师训练营在深圳举行。全国共计82名同仁齐聚一堂，在六天高强度、多元化的沉浸式培训中，共绘青年律师成长新图景。

6月11日下午，上海办高级权益合伙人张景盛律师带来《律师代理对赌回购案件的经验分享》主题分享，张景盛律师结合实际办案经验，对赌协议回购纠纷的焦点问题进行讲解，给律师提供了诸多办理对赌回购案件中的建议。



委员风采

【02】庄晓鸣律师受聘为上海商学院客座教授

为积极响应国家关于加强产学研协同创新、培养高素质应用型人才的号召，2025 年 6 月 18 日下午，上海商学院与北京炜衡（上海）律师事务所在奉贤校区行政楼隆重举行了“产教融合签约暨客座教授和实务导师聘任仪式”。上海商学院文法党总支书记朱永莉向炜衡上海所庄晓鸣律师颁发客座教授聘书。

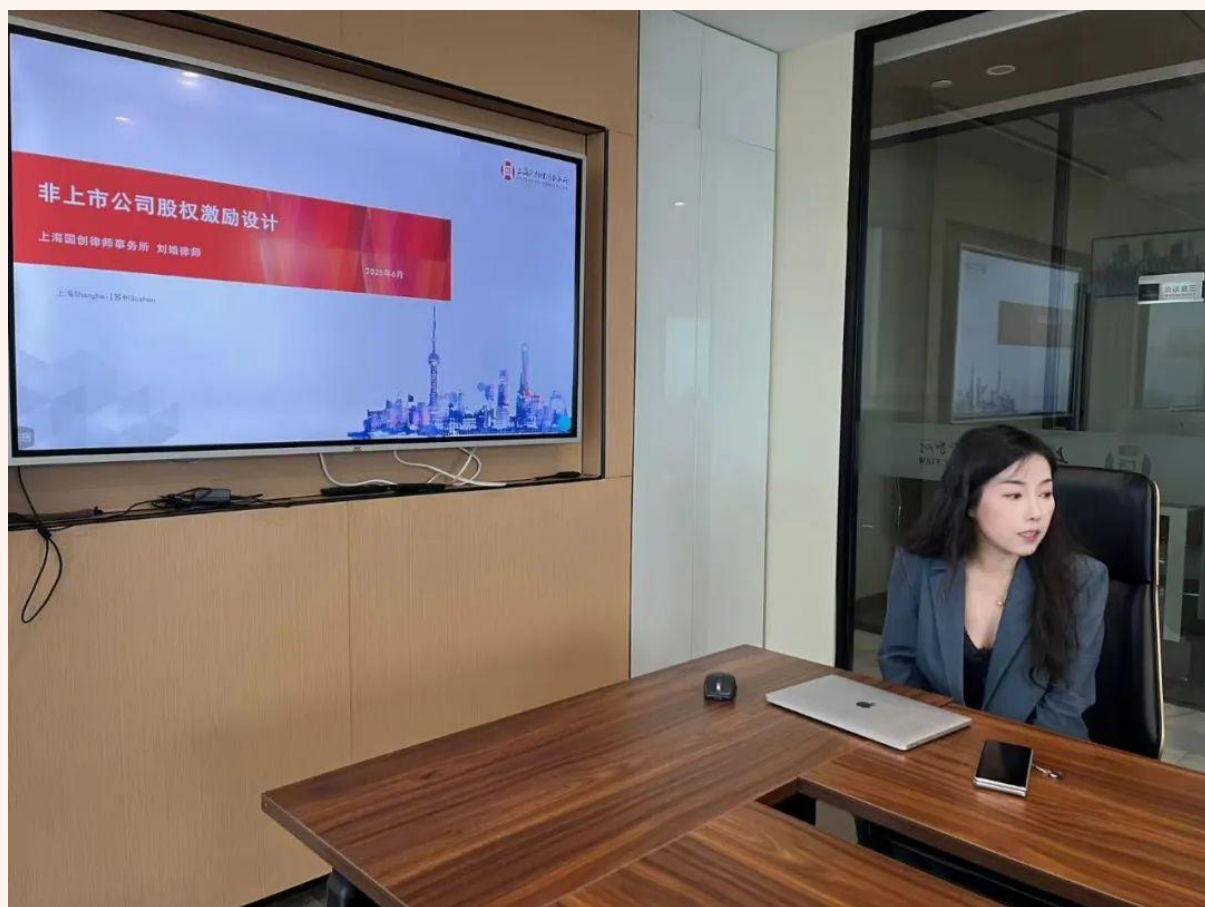


委员风采

【03】刘婧律师在国创律师事务所“国创晨会”中作主题分享

为进一步促进律师的业务交流和学习，共同提升法律专业水平，上海国创律师事务所将定期举办“国创晨会”，通过实操分享与课堂讨论，全面提升律师专业化、协作化及新业务能力，打造多元律师精英与交流新平台，推动法律职业共同体建设。

2025年6月9日上午，上海国创律师事务所高级合伙人刘婧律师以“非上市公司股权激励设计”为题进行了相关分享。



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



上海市律师协会基金专业委员会

基金法律业务前沿

二〇二五年第6期

总第一百六十一期

