



2025 年 2 月 第二期

# 金融工具与金融基础设施业务

法律资讯

FINANCIAL INSTRUMENT AND FMI LAW  
NEWSLETTER



政策法规



专业文章



市场动态



上海市律师协会

金融工具与金融基础设施专业委员会



上海市律师协会

金融工具与金融基础设施专业委员会

金融工具与金融基础设施法律资讯

financial instruments and financial infrastructure newsletter

## 金融工具与金融基础设施专业委员会成员

主 任： 张伟华

副主任： 苏 萌 朱 峰 张卫工

委 员： 包俊刚 鲍晓晔 陈健民 段洁琦 韩红彩 金易文 刘春彦 林 剑 刘明昊 刘沁  
茹 林 嵘 刘 毅 欧阳群 曲 峰 钱 豪 石彩霞 施天佑 史羽鸿 陶灏婷 王 彬  
王 洁 王卓君 杨 冰 张博超 张 弛 张 锴 周明浩 郑伟杰 赵伟喆

干 事： 庞 平 汪 澄 周红节 赵哲楠

本期编辑： 张卫工 周红节



## 目 录

◎ 政策法规 .....	4
关于加强银行间债券市场反洗钱自律管理的通知 .....	4
关于发布《深圳证券交易所股票发行上市审核业务指南第 1 号—— 业务咨询沟通（2025 年修订）》的通知 .....	6
◎ 专业文章 .....	14
家族信托财产独立性的法律挑战与制度反思 .....	14
私募基金监管趋严 管理人注销成常态 .....	21
◎ 市场动态资讯 .....	29
接入 DEEPSEEK！险企“狂飙” .....	29
“关税冲击波”下美股狂泻，带崩亚洲股市，回调几时休？ .....	35
美股明星科技股遭大抛售，中国互联网巨头涨势能否延续？ .....	41





## ◎ 政策法规

### 关于加强银行间债券市场反洗钱自律管理的通知

各市场成员：

近期，交易商协会在对银行间债券市场违规案件查处中发现，银行间债券市场大量违法违规行为与反洗钱违规行为相互交织。部分市场成员存在反洗钱内控制度建设薄弱、在相关业务活动中未有效履行反洗钱义务等情形，一些违规主体受到了反洗钱行政处罚，这些情况凸显了加强银行间债券市场反洗钱管理的重要性、必要性和紧迫性。

为切实贯彻落实新《[反洗钱法](#)》，构建银行间债券市场行政监管和自律管理相结合的反洗钱监管框架，增强市场成员在银行间债券市场展业过程中的反洗钱合规意识，筑牢反洗钱防线，交易商协会将在反洗钱行政主管部门的指导下，加强对银行间债券市场的反洗钱自律管理，包括但不限于：一是参与反洗钱行政主管部门银行间债券市场反洗钱制度制定。二是结合银行间债券市场业务属性和风险特征，适时出台相关反洗钱自律工作指引。三是根据银行间债券市场特征，有针对性地开展反洗钱培训及会员交流，提升市场成员反洗钱认识水平和风险意识。四是对市场成员在银行间债券市场展业过程中的反洗钱义务履行情况进行自律管理，及时提示风险。五是自律管理中发现涉嫌违反反洗钱法律法规及自律管理规定的，及时向反洗钱行政主管部门移交报告，对相关案件开展“一案双查”。

各市场成员在银行间债券市场展业过程中应强化反洗钱履职，加强反洗钱内控制度建设，针对银行间债券市场业务特征有效开展客户尽职调查，构建体现银行间债券市场风险特征的可疑交易报告



上海市律师协会

金融工具与金融基础设施专业委员会

金融工具与金融基础设施法律资讯

financial instruments and financial infrastructure newsletter

制度，有效保存客户身份资料和交易记录，提升银行间债券市场反洗钱工作质效。

特此通知。

中国银行间市场交易商协会

2025 年 2 月 27 日



## 关于发布《深圳证券交易所股票发行上市审核业务指南 第1号——业务咨询沟通（2025年修订）》的通知

深证上〔2025〕143号

各市场参与人：

为了进一步规范本所股票发行上市审核相关业务咨询沟通，提高咨询沟通质效，发挥服务市场主体效能，本所对《深圳证券交易所股票发行上市审核业务指南第1号——业务咨询沟通》进行了修订，现予以发布，自发布之日起施行。

本所于2023年2月17日发布的《深圳证券交易所股票发行上市审核业务指南第1号——业务咨询沟通》（深证上〔2023〕117号）同时废止。

深圳证券交易所

2025年2月27日

附件

**深圳证券交易所股票发行上市审核业务指南第1号——业务咨询沟通（2025年修订）**

### **第一章 总则**

**第一条** 为了规范深圳证券交易所（以下简称本所）发行上市审核相关业务咨询沟通，及时解决重大疑难问题，提高申报和审核质量，根据《深圳证券交易所股票发行上市审核规则》《深圳证券交易所上市公司证券发行上市审核规则》《深圳证券交易所上市公司重大资产重组审核规则》《深圳证券交易所关于北京证券交易所上市公司向创业板转板办法（试行）》《深圳证券交易所创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定》等规定，制定本指南。



**第二条** 本指南适用于发行人、上市公司、转板公司（以下统称发行人）和保荐人、独立财务顾问以及会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等证券服务机构（以下统称中介机构）在项目申报前及审核过程中与本所上市审核中心（以下简称审核中心）进行的业务咨询沟通。

业务咨询沟通包括书面、电话、视频和现场等方式，本所对书面沟通全程留痕，对电话沟通全程录音，对视频沟通和现场沟通全程录音录像。

**第三条** 发行人、中介机构在提交首次公开发行上市申请文件前，或者在提交再融资、发行股份购买资产、转板申请文件前，对于重大疑难、无先例事项等涉及本所规则理解和适用问题，可以与审核中心进行预沟通；在首轮审核问询发出后，对审核问询问题存在疑问的，可以与审核中心进行在审项目的咨询沟通；在上市审核委员会（以下简称上市委）、并购重组审核委员会（以下简称重组委）审议会议后，可以与审核中心、上市委、重组委就审核中关注的相关问题和后续工作要求进行咨询沟通。

**第四条** 下列情形不属于业务咨询沟通事项范围：

- （一）无实质咨询沟通内容，属于礼节性拜访的；
- （二）打听审核具体进度或者相关审核工作安排等情况的；
- （三）属于中介机构应当自行核查把关的问题；
- （四）未按要求提交咨询沟通材料的；
- （五）已就同一事项进行过沟通且本次拟沟通的相关事实情况较前次沟通无明显变化的。

**第五条** 发行人、中介机构应当按照本指南要求认真梳理所需咨询沟通问题，进行深入分析和审慎判断，履行内部相关程序，对咨询





沟通适用范围、需解决的问题及咨询沟通材料质量予以把关。

**第六条** 审核中心将对咨询沟通问题及时进行分析研究，提出明确的意见和建议。

审核中心根据具体情况可以主动安排相关沟通，加强重大事项主动告知、重要节点主动反馈、重点问题主动回应，提高咨询沟通质效。

**第七条** 审核中心应当至少安排 2 名工作人员参加现场和视频沟通。现场沟通应当在审核中心指定的会议室进行。

## **第二章 申报前的预沟通**

**第八条** 发行人、中介机构原则上在首次公开发行上市申请文件申报前或者在再融资公告、发行股份购买资产方案、转板公告披露后，可以与审核中心进行预沟通。

在再融资公告、发行股份购买资产方案、转板公告披露前，发行人、中介机构按要求对预沟通材料进行脱密处理后可以提起预沟通。

**第九条** 发行人、中介机构可以通过本所发行上市审核业务系统（以下简称审核系统）“咨询与沟通-预沟通”栏目提交预沟通材料；发行人也可以通过信函等渠道提交预沟通材料，并注明“上市审核预沟通”。

**第十条** 预沟通的业务问题，主要包括：

- （一）涉及发行条件、上市条件、重组条件、转板条件、板块定位和信息披露等要求，按照现有规则难以做出判断的重大疑难问题；
- （二）发行上市审核中尚未有案例支持的无先例事项；
- （三）因国家产业政策调整涉及发行上市审核标准适用的相关问题；
- （四）确需咨询沟通的其他问题。

**第十一条** 发行人、中介机构应当按照要求提交预沟通材料（参考示范格式见附件），并加盖公章；需要咨询沟通多个问题的，原则





上应当一次性提出。

**第十二条** 审核中心收到预沟通材料后，将及时组织专业人员认真分析研究，材料需要完善的，退回补充；材料完备的，及时形成明确的回复意见。

**第十三条** 审核中心原则上在收到完备的预沟通材料后 5 个工作日内，对事实清楚、答复意见清晰明确的咨询问题，通过电话或书面答复；对疑难复杂的咨询问题，与发行人、中介机构商定视频沟通或者现场沟通时间。

**第十四条** 发行人、中介机构等参加视频和现场预沟通的人员应当熟悉项目情况、具有相关决策权限，人数原则上不超过 8 人，确有需要增加的，可以提前向审核中心报备。

**第十五条** 预沟通回复不表明本所对发行人相关事项作出实质性判断或者保证，发行人、中介机构不得将预沟通回复作为判断能否通过审核的依据。

### **第三章在审项目的咨询沟通**

**第十六条** 发行人、中介机构在首轮审核问询函发出后，对审核问询问题存在疑问的，可以通过审核问询函中预留的审核人员的录音电话直接进行沟通或者通过审核系统“咨询与沟通-业务咨询和项目沟通”栏目提起书面沟通、视频沟通或者现场沟通。

保荐人、独立财务顾问还可以通过审核系统“项目详情-相关功能-即时沟通”栏目与审核人员进行沟通。

**第十七条** 首轮问询函发出后沟通的业务问题，主要包括：

- （一）对审核问询问题存在疑问，需要进一步明确的；
- （二）在审期间发生新情况，可能影响发行条件、上市条件、重组条件的；



（三）其他需要沟通的重大疑难事项。

**第十八条** 审核中心收到书面沟通材料后，原则上应当在 5 个工作日内通过审核系统对咨询问题进行解答。咨询问题属于重大疑难、无先例事项的，审核中心按照相关程序研究讨论后予以答复并及时通过审核系统通知发行人、中介机构。

审核中心收到视频沟通或者现场沟通需求的，原则上应当在 1 个工作日内确定沟通时间。

#### **第四章上市委、重组委审议会议后的咨询沟通**

**第十九条** 上市委、重组委审议会议结束后，发行人、中介机构可以参照本指南有关规定，就审核中关注的重要问题、会后事项和后续工作要求等与审核中心进行咨询沟通，审核中心可以视情况邀请上市委委员、重组委委员参加。

**第二十条** 对于符合发行条件、上市条件、重组条件、转板条件和信息披露要求的发行人，审核中心可以就审核中关注的重要问题、会后落实事项等进行沟通。

**第二十一条** 对于不符合发行条件、上市条件、重组条件、转板条件和信息披露要求的发行人，审核中心可以就不符合的情况、审核重点关注问题、持续改进相关建议等进行沟通。

#### **第五章廉洁要求和工作纪律**

**第二十二条** 发行人、中介机构等参加咨询沟通的人员不得向审核中心工作人员赠送或者承诺赠送任何礼品、礼金、消费卡和各种有价证券、支付凭证、商业预付卡、电子红包等各类财物。

审核中心工作人员不得以任何形式接受前款规定的各类馈赠。

**第二十三条** 审核中心工作人员除按本指南要求进行沟通咨询外，不得与发行人、中介机构及其他有关各方相关人员就项目审核事项



进行私下接触。

**第二十四条** 参与业务咨询沟通的人员应当对咨询沟通中需要保密的事项严格做好保密工作；涉及内幕信息的，信息知情人应当遵守相关保密要求。

未遵守前款要求，造成失密泄密、内幕交易等事件的，本所将按照有关规定进行处理。

**第二十五条** 参与业务咨询沟通的人员应当严格按照本指南开展工作，遵守廉洁从业有关规定和工作纪律。

## 第六章附则

**第二十六条** 本指南由本所负责解释。

**第二十七条** 本指南自发布之日起施行。本所于 2023 年 2 月 17 日发布的《深圳证券交易所股票发行上市审核业务指南第 1 号——业务咨询沟通》（深证上〔2023〕117 号）同时废止。

## 附件

×××（中介机构）关于×××（发行人）申报前咨询沟通相关材料（参考示范格式）

上市审核中心：

×××（中介机构）与×××（发行人）准备提交首次公开发行上市申请文件，或者×××（发行人）已披露×××（再融资公告/发行股份购买资产方案/转板公告），或者×××（中介机构）已履行×××（发行人）项目质控等内部控制程序，根据《深圳证券交易所股票发行上市审核业务指南第 1 号——业务咨询沟通（2025 年修订）》等有关规定，现就×××事项提请申报前的书面/现场/视频咨询沟通。本咨询沟通材料已经履行公司质控等内部控制程序，保证





内容的真实、准确、完整；若包含涉密信息的，已按照相关要求进行了脱密处理。

## 一、发行人基本情况（请结合咨询问题填写）

（一）股权结构、控股股东及实际控制人

（二）主营业务

（三）主要客户和供应商

（四）主要财务数据及财务指标

（五）选择的具体上市标准（IPO 企业适用）

（六）募集资金情况

（七）持续经营能力（未盈利企业适用）：未盈利企业应当按照《监管规则适用指引——发行类第 10 号》等规则要求，详细分析尚未盈利的原因、影响、趋势、风险等事项，并结合研发进度、商业化前景等因素，谨慎估计预计实现盈利时间等前瞻性信息，说明相关依据及假设基础。

（八）是否涉及“四重大”情况：发行人是否存在已经关注到的重大敏感事项、重大无先例情况、重大舆情、重大违法线索，如涉及，应当详细说明。

（九）前次申报情况（如有）

## 二、咨询沟通问题和初步判断意见

（一）板块定位问题

咨询主板定位的，应当按照《首次公开发行股票注册管理办法》《深圳证券交易所股票发行上市审核规则》等有关规定，说明发行人符合业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性相关要求的情况。中介机构应就发行人在主营业务所属行业内是否具有较高地位，经营规模在同行业排名是否靠前，主营业务密切相



关的核心技术和工艺是否相对成熟、符合行业趋势、能够促进稳定经营和转型升级等事项发表明确意见。

咨询创业板定位的，应当按照《深圳证券交易所创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定》等有关规定，说明发行人的创新性与成长性。中介机构应就发行人符合创新、创造、创意发展趋势，与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合，具有成长性等情况发表明确意见。

## （二）重大疑难、无先例事项等问题

咨询重大疑难、无先例事项等涉及本所规则理解和适用问题的，中介机构应对咨询问题进行深入核查、分析，做到事实清楚、逻辑清晰、依据充分、措施可行，并形成初步判断意见。

发行人（盖章） 中介机构（盖章）

年月日 年月日



## ◎ 专业文章

### 家族信托财产独立性的法律挑战与制度反思

上海锦天城律师事务所 庞平

信托制度作为英美法系中的一种独特财产管理工具，已在全球范围内得到广泛应用。其中，信托财产的独立性作为信托制度的核心特征之一，为信托关系的正常运作奠定了基础，使信托制度在众多法律体系中脱颖而出，成为财富管理和传承的重要工具。

在家族信托中，信托财产的独立性尤为重要，它不仅关乎个人及家庭的财产安全，也关系到信托的合法性与有效性。然而，家族信托面临多重法律挑战，特别是在保障财产独立性与防止信托滥用之间，如何寻求平衡点。这一问题不仅事关信托的合法性，更关系到家庭财富的可持续传承。

本文将简单探讨信托财产独立性的发展及其保护意义，同时分析家族信托面临的困境与挑战，旨在揭示保护信托财产独立性与避免家族信托滥用之间的平衡。

#### 一、信托财产独立性的发展及其意义

信托制度起源于中世纪的英格兰，最初源于十字军东征时期财产所有者将其资产委托他人管理的实践。这一背景下，信托的形成旨在保护个人财产和延续家族财富。早期的信托主要依赖口头约定，缺乏系统的法律确认，受托人名下仍归属于财产的所有者。

伴随着信托法的不断演变，尤其是 19 世纪英国《信托法》的出台，信托财产的独立性逐渐得到了法律确认。此时，信托财产被视为一个独立的法律实体，与受托人、委托人和受益人的财产实现





了分离。信托财产的独立性不仅为法律保护提供了依据，也保障了财产的自由流动与管理。

由于信托财产的独立性能够有效防止受托人因个人债务或委托人破产对信托财产的侵害，避免委托人对信托财产的不当控制，这使得受益人在不受受托人个人财务状况影响的情况下，享受到信托财产的利益，进而实现信托的基本目的。此外，信托财产的独立性还提高了财产管理的效率，减少了因所有权混同而引发的管理和分配困难。

通过对信托财产独立性的法律确认，我们不仅看到了信托制度发展的重要里程碑，同时也为现代家族信托实践和法律保护奠定了基础。这一特征在当今社会尤其显得重要，因为它为家族财富的传承与保护提供了可行的法律框架。

## 二、法律对信托财产独立性的保护<sup>1</sup>

中国的信托法律体系起步较晚，但随着经济发展和资本市场的深入，信托制度逐渐受到重视并得以规范。2001年《中华人民共和国信托法》（以下简称“《信托法》”）的实施，从以下三个方面明确了信托财产独立性的法律地位：

### 1、信托财产独立于委托人的责任财产

根据《信托法》第15条的规定，“信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别”，这意味着委托人的债权人无权对信托财产实施强制执行。因此，委托人无法通过法律手段剥夺信托财产，

---

<sup>1</sup> 赵廉慧，《赵廉慧 | 信托财产独立性研究——以对委托人的独立性为分析对象（上篇）》，微信公众平台，见于2024年12月9日，  
[https://mp.weixin.qq.com/s/WwxqpzU54uzUD1j\\_0WRvBw](https://mp.weixin.qq.com/s/WwxqpzU54uzUD1j_0WRvBw)。



使其得以独立维护。

## 2、信托财产独立于受托人的固有财产及责任财产

《信托法》第 16 条、第 18 条和第 28 条规定，受托人的固有财产必须与信托财产保持独立，以避免信托债权人追索受托人个人资产。此外，受托人不得将其责任财产与委托人名下的其他财产混同使用，也不得将信托财产用于偿还个人债务。这些规定旨在保护信托财产免受受托人其他财务行为的影响，确保信托财产的完整性和独立性。

## 3、信托财产独立于受益人的责任财产

尽管《信托法》未对这一点进行直接规定，但信托财产的独立性与受益人的责任财产的分离是显而易见的，这一原则保护了受益人的合法权益，使其不受受益人债务的影响。

综上所述，信托财产的独立性是构建有效信托结构的基础，这一原则对维护信托制度的公信力和稳定性至关重要。然而，家族信托仍存在委托人利用信托财产的独立性滥用信托制度，以逃避债务、为同居人获得财产等目的钻法律漏洞，事实上控制权仍然掌握在委托人名下，这些行为不仅可能导致信托财产所有权混乱，也将降低财富传承的合法性和信托制度的公信力。<sup>2</sup>

## 三、家族信托财产独立性的困境

经过数百年的演变，家族信托从最初的财富传承发展成为财富保障与增值的综合管理工具，受托人以其财务服务功能对信托财产进行全方位管理。高净值家庭对家族信托的信任，不仅源于其管理

---

<sup>2</sup> 《“国内家族信托被强制执行第一案”的初步分析 | 威科先行》，见于 2024 年 12 月 9 日，<https://mp.weixin.qq.com/s/N4gf8Aw1YpBnbfc-2LZ41g>。



功能，更在于其风险隔离能力，使得委托人在面临债权人要求时仍能维护信托资产的独立性，从而确保财产的安全性。

在合理的设立目标下，家族信托能够有效防范财产混同、债权人追索和婚姻侵权等风险。然而，家族信托的隔离功能也可能被滥用，存在恶意设立的风险。在许多案例中，家族信托常常演变为亲属关系下的财产转让保障，委托人对自身权利的保留使得风险进一步加剧。

从受托人的角度看，受托人的权利保留可能导致其义务的弱化。信托法是一种私法制度，使委托人能在信托文书中保留适当的权力，包括经营、撤销及更改受益人等权利。然而，当事人权利保留范围的扩张，不仅可能让委托人获得对信托财产的实际控制，也为利用信托名义进行财产转移创造了便利。这一变化对信托的法律地位产生了重大影响，并同时缩减了受托人的权力，使其只能按照委托人的指令行事，从而其承担的责任减少。

另一方面，从受益人的立场出发，如果缺乏完善的保护机制，委托人和受托人容易侵害受益人的利益。家族信托通常持续时间较长，受益人多为妻子或子女，若受益人缺乏独立能力或年幼，则需要委托人和受托人之间的相互监督。此外，若委托人权力过大，可能利用信托进行财产转移，从而损害受益人的利益。

因此，建立健全保护受益人权利的机制显得尤为重要。《信托法》仅在公益信托中设立了信托监督员制度，但在实际操作中，信托监督员的引入及其对受益人利益的保护仍缺乏明确的法律基础。这一方面需要进一步完善法律规定，以确保家族信托在保护个人财富和实现财富增值过程中的有效性与公正性。

#### 四、家族信托独立性的挑战





以被称为“国内家族信托被强制执行第一案”（2020）鄂 01 执保 230 号执行通知书为切入点，该案的基本情况如下：

胡某与杨某为夫妻关系，而胡某与张某因婚外情生有一子小张。2016 年，张某作为委托人，信托公司为受托人，小张等五人为受益人设立了一份家族信托。2020 年，张某变更信托受益人为小张。2019 年，杨某以胡某和张某为被告，向武汉中院提起不当得利之诉，并申请财产保全，最终冻结了张某的家族信托资金及收益。随后，张某分别以个人名义和小张监护人的身份提起两次执行异议，但武汉中院第一次驳回了张某的异议申请<sup>3</sup>，第二次作出了裁定中止对信托收益的执行，但维持对信托资金冻结的决定<sup>4</sup>。

#### （一）关于被强制执行的几点争议

##### 1、案涉保全措施是否破坏家族信托财产独立性？

虽然《信托法》为信托财产创造了一个不受其他财产风险影响的真空状态，但其第 17 条规定了以下四种特殊情况允许强制执行信托财产的情况：（一）设立信托前，债权人已对该信托财产享有的优先受偿权，并依法行使该权利；（二）受托人处理信托事务所产生的债务，债权人要求清偿该债务；（三）信托财产应负担的税款；（四）法律规定的其他情形。

就本案而言，信托财产并非杨某事先拥有优先受偿权的财产，

---

<sup>3</sup> 《关于张晓丽提出执行异议一案的执行裁定书|裁判文书|威科先行·法律信息库》，见于 2024 年 12 月 9 日，  
<https://law.wkinfo.com.cn/judgment-documents/detail/MjAzMjc2MDcxODQ%3D>。

<sup>4</sup> 《关于张某提出执行异议一案的执行裁定书|裁判文书|威科先行·法律信息库》，见于 2024 年 12 月 9 日，  
<https://law.wkinfo.com.cn/judgment-documents/detail/MjAzMjc2NDYwMjg%3D>。



其余几种情况也未符合规定，因此，该案并不满足排除信托财产独立性的条件，理论上不应被强制执行，但法院认为，该信托收益属于张某的不当得利，因而应停止信托公司对张某支付信托财产或收益，以防止张某撤销信托或随意变更信托受益人，从而实现资金转移目的。

## 2、案涉家族信托委托人是否有资格提出强制执行异议申请？

根据《信托法》第十七条第二款，委托人、受托人或受益人均有权对违反第一款规定的强制执行信托财产向人民法院提出异议。在家族信托有效的情况下，委托人具备提出异议的权利。

在本案中，武汉中院首次驳回张某的异议申请，理由是其主体不适格。第二次执行异议中，武汉中院裁定中止对信托收益的执行，但维持信托资金的冻结。前后两次裁定存在逻辑矛盾。<sup>5</sup>

## 五、结语

“国内家族信托被强制执行第一案”引发了法律界的广泛讨论，这一案例不仅突显了家族信托财产独立性与不当得利返还、民法公序良俗原则之间的复杂权衡，更揭示了家族信托在现实操作中的潜在风险和挑战。尽管法院并未否认信托财产的独立性及其风险隔离功能，但出于实质正义的考量，在处理此案时，法院考虑到家族信托的效力待定、委托人权力过大以及不当得利的情况，最终保持信托资金被强制冻结的决定，这一决定也反映了法律对家族信托机制

---

<sup>5</sup> 《“国内家族信托被强制执行第一案”的初步分析 | 威科先行》，见于 2024 年 1 月 9 日，<https://law.wkinfo.com.cn/professional-articles/detail/NjAwMDAxMjA1OTE%3D?q=%EF%BC%882020%EF%BC%89%E9%84%8201%E6%89%A7%E4%BF%9D230%E5%8F%B7&module=&childModule=all&from=editorial&searchId=2eafcd3eea884dd7bec02bfc0d8dc62c>



中的潜在滥用问题的关注。

为应对家族信托在实践中面临的挑战，亟需加强对信托法律的细化和解释，以确保信托当事人的权益得到合理保护，这不仅有助于维护信托制度的公信力，也能促进家族信托业务在中国的健康发展。只有在法律框架内，理顺信托独立性与其他利益之间的关系，才能够更好地发挥家族信托在财富管理和传承中的积极作用。





## 私募基金监管趋严 管理人注销成常态

陈胜（北京大成（上海）律师事务所）

洪浩熠（北京大成（上海）律师事务所）

### 一、引言

自 2014 年 2 月开展登记备案工作以来，中国私募基金行业在九年时间里经历了迅猛发展，管理人数量一度接近 2.6 万家。随着《私募投资基金监督管理条例》《私募投资基金登记备案办法》和《私募证券投资基金运作指引》等法规陆续实施，监管力度显著增强，对私募基金管理人的合规要求也日益提高。受此影响，私募基金管理人主动注销的现象逐渐增多，已成为行业常态。

本文将深入探讨私募基金管理人主动注销的流程、原因及关注要点等，并结合中国证券投资基金业协会（以下简称“中基协”）于 2025 年 1 月 24 日发布的《关于发布私募基金管理人主动注销登记业务流程“一图通”及配套说明的通知》（以下简称《通知》），对私募基金管理人主动注销的现状和趋势进行分析。

### 二、私募基金管理人

#### （一）注销情况

在监管趋严、市场趋紧等多重因素影响下，私募基金管理人主动注销的需求日益增长。中基协对违规私募及高管的纪律处分数量明显增长，根据中基协公示数据，近十年私募基金管理人注销情况如下：



年份	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
主动 注销	279	383	921	355	218	211	124	55	248	21
依公 告注 销	16	44	11	32	18	92	325	613	3551	0
协会 注销	514	1298	474	332	336	280	56	67	3	0
12个 月无 在管 注销	103	0	0	0	0	0	0	0	0	0
合计 数量	912	1725	1406	719	572	583	505	735	3802	21

## （二）注销增多原因

### 1.清理空壳企业

2016 年之前，私募基金行业存在大量空壳机构。2016 年加强监管后，基金业协会对空壳机构进行集中清理，已登记满 12 个月且尚未备案首只私募基金的产品的私募基金管理人，需在规定时间内整改，逾期未整改的将被注销登记。这一举措促使大量空壳机构被注销。



## 2. 设定准入要求

2023 年 5 月《私募投资基金登记备案办法》(以下简称《办法》)正式施行,对私募基金管理人准入提出了更高要求,包括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,以及私募法人或高管需具备 5 年以上相关工作经验等。这使得一些实力不足或不满足条件的私募基金管理人难以继续存续,进而选择注销。

《办法》及《私募基金管理人登记指引第 1 号——基本经营要求》要求法定代表人、负责投资管理的高管人员,应当合计持有私募基金管理人不低于实缴资本 20%的股权。旨在通过股权绑定的方式,提高私募基金管理人运营的稳定性,确保法定代表人和负责投资管理的高管与私募基金管理人的利益高度一致

## 3. 监管趋严、投资受限

2023 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》和《私募基金管理人失联处理指引》两项自律规则。9 月,中基协进一步发布《私募投资基金监督管理条例》(《条例》)及《私募投资基金备案指引第 1 号——私募证券投资基金》等三项指引,并修订相关材料清单,推动形成覆盖私募基金“募投管退”全流程的自律规则体系。这些规则的完善,加强了对私募基金行业的规范和约束,促使不符合要求的私募基金管理人被清理出市场。

## 三、私募管理人注销流程

### (一) 主动注销流程概述

#### 第一步：清理在管基金

私募基金管理人无展业意愿拟主动注销登记的,应首先完成在管基金清理。私募基金管理人应按照合同约定和清算程序对基金进行清算,基金清算应当符合《办法》《私募投资基金备案指引第 1





号—私募证券投资基金》《私募投资基金备案指引第2号—私募股权、创业投资基金》相关规定。特殊情况下，私募基金管理人也可选择基金注销。

私募基金管理人也可将在管私募基金变更给其他私募基金管理人。相关变更应当符合《私募投资基金备案指引第3号—私募投资基金变更管理人》规定，经投资者同意并重新签署基金合同后，按照相关规定和合同约定履行变更程序。

## 第二步：会员机构申请退会

会员机构向会员服务邮箱（[membership@amac.org.cn](mailto:membership@amac.org.cn)）发送以“XXX 公司退会申请”为主题的邮件，并附退会申请书，协会将对退会申请进行初核。

初核通过后，管理人登录 AMBERS 系统选择“会员管理”中“退会申请”填报信息并提交签章齐备的材料（系统内嵌填报模板）。退会申请流程办结后，管理人联系人邮箱将收到会员服务邮箱（[membership@amac.org.cn](mailto:membership@amac.org.cn)）发送的办结通知邮件。会员资格终止后，协会官网信息公示中管理人的会员类型将变更为非会员机构

## 第三步：提交主动注销登记申请

管理人通过 AMBERS 系统提交注销登记申请，需提交材料包括：工商营业执照、注销申请单（系统内嵌填报模板）和责任声明（系统内嵌填报模板）。管理人提交前需确认相关材料签章齐备。

管理人注销登记材料不齐备的，协会将在 1-5 个工作日内退回；材料齐备后，协会核查材料时间一般在 10 个工作日内（机构补充材料时间不计入总时长）。

社会各界可通过协会官网“已注销私募基金管理人公示”界面查询已注销登记的私募基金管理人信息。



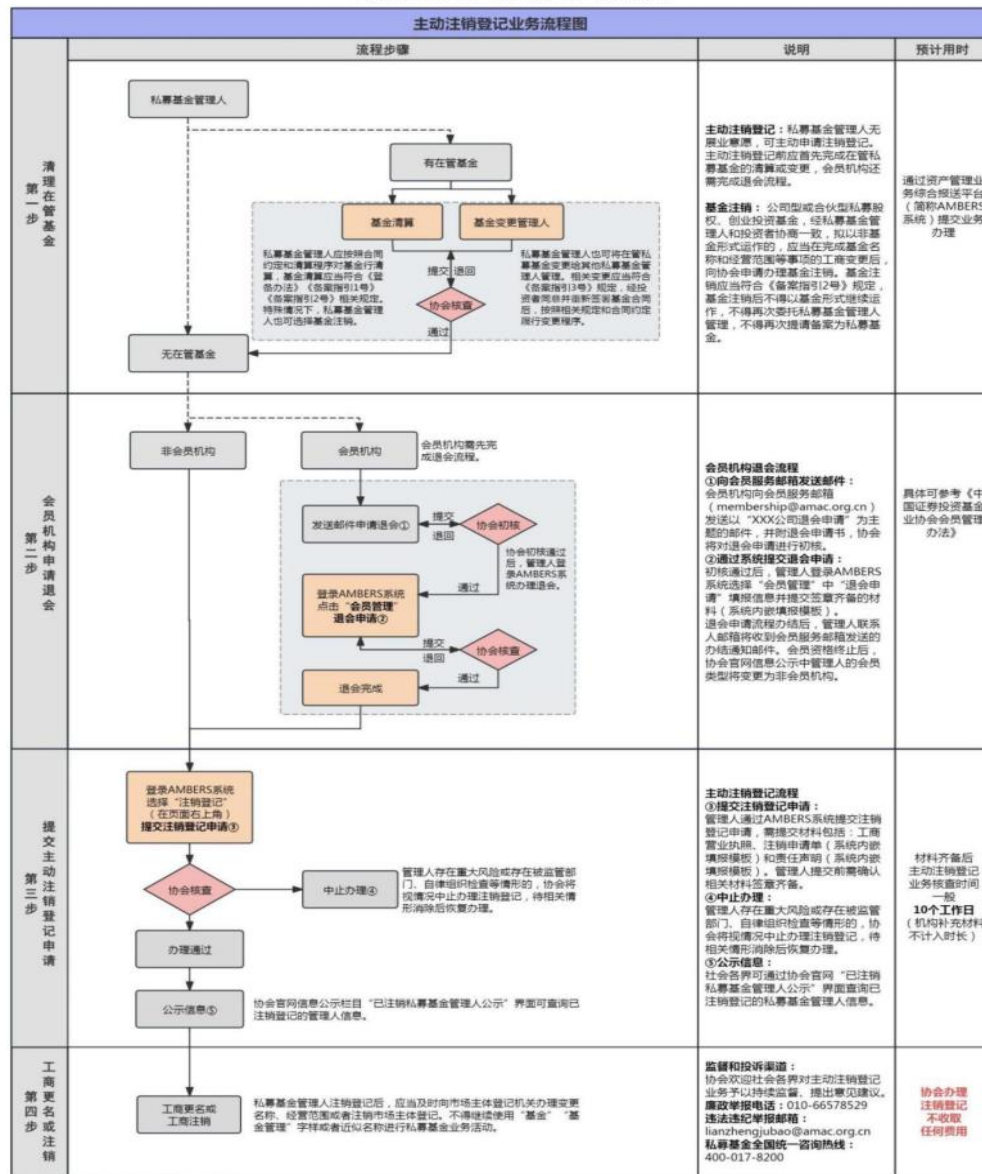
#### 第四步：工商更名或注销

私募基金管理人注销登记后，应当及时向市场主体登记机关办理变更名称、经营范围或者注销市场主体登记。不得继续使用“基金”“基金管理”字样或者近似名称进行私募基金业务活动。如未及时处理工商变更或注销登记，根据《条例》可能面临的法律后果包括：①责令改正；②没收违法所得；③处违法所得1倍以上5倍以下罚款，若没有违法所得或违法所得不足100万元的，处10万元以上100万元以下罚款；④对直接负责的主管人员和其他责任人员给予警告，并处3万元以上30万元以下罚款。

#### （二）注销流程图示



私募基金管理人主动注销登记业务流程图



注:蓝色为AMBERS系统;红色为协会核准

(图片源于《私募基金管理人主动注销登记业务流程“一图通”及配套说明》)





## 四、注销关注要点

### （一）申请时点

私募基金管理人主动申请注销通常是受监管政策影响、集团战略调整、经营业绩未达预期、合规成本上升、核心投资团队变动等原因。如果私募基金管理人名下已无在管的私募基金，即可择机主动选择注销申请。对于存在异常经营情形的基金管理人，若预估难以完全满足监管审核要求，且不属于应提交专项法律意见书的异常经营情形，建议及时向协会提起主动注销申请，以避免可能面临的进一步监管措施或对从业人员后续执业造成不利影响。

### （二）必备条件

一是基金管理人的在管基金已全部完成清算或注销，“注销登记预处理”方式尚未落实到实操中，因此在管基金完成清算或注销依然是管理人主动注销的首要要件。二是主动注销的理由正当，需填写《私募基金登记备案信息变更申请单》，载明“机构不再从事私募业务，向协会申请注销登记”。三是如果私募基金管理人已申请为协会会员、观察会员，或已提交了入会申请，则其提起主动注销需要先在中基协提起会员注销申请，完成退会或撤销入会申请后，才可以提起注销登记申请。

### （三）同步办理工商注销和中基协注销

管理人注销的中基协程序与工商程序一般无直接的关联，若基金管理人在向协会申请主动注销的同时，也拟注销工商实体的，其在中基协层面的注销程序和工商层面的注销程序可分别推进，亦可同时进行。为节省管理人注销时间，可同步办理工商注销和中基协的注销，先对基金管理人在工商层面进行清算组公告和债权人公告，再同步提起中基协层面的注销申请。



#### （四）从业人员后续执业

私募基金管理人主动注销不会影响从业人员的后续执业。根据相关规定，若基金管理人注销后从业人员未被记入诚信档案，且不影响其后续在私募基金行业任职。

#### 五、结语

私募基金管理人已逐步被纳入类金融机构管理模式，这种模式在强化市场主体责任、强化监管机构监管手段、提高监管效率等方面具有优势。管理人有序退出有助于私募基金行业扶优限劣，促使那些不再具备展业条件或存在违规行为的私募基金管理人主动退出市场，减少市场中的“僵尸机构”和风险机构，提升私募基金行业的整体自律水平。



## ◎ 市场动态资讯

### 接入 DeepSeek！险企“狂飙”

作者：杨倩雯 责编：徐燕燕

**DeepSeek 宛如一把钥匙，开启保险行业智能化变革的大门。**

当 DeepSeek 的浪潮涌来，正在努力进行数智化转型升级的保险业自会努力拥抱新变革。

第一财经记者不完全统计发现，自 2 月初起，已有超过 20 家保险公司宣布部署或接入 DeepSeek，另有多家保险资产公司、保险中介等公司亦表示已有相关应用。这样争先恐后地“官宣”在保险业内并不多见，足见保险业对于 DeepSeek 横空出世的兴奋。

“它宛如一把钥匙，开启保险行业智能化变革的大门，有望重塑保险生态，助力行业在未来市场竞争中破浪前行，实现飞跃式发展。”北京社科院研究员王鹏在近日的一篇题为《DeepSeek 赋能保险行业：变革、优势与未来展望》的撰文表示。

那险企目前都用 DeepSeek 来干些什么？和之前的大模型相比，DeepSeek 对险企来说有什么不一样？DeepSeek 会替代保险代理人吗？险企运用 DeepSeek 又会有何挑战？带着一连串的疑问，第一财经记者采访了多位业内人士。

**险企目前都用 DeepSeek 干些什么？**

第一财经记者梳理了上述数十家保险公司对于 DeepSeek 的布局发现，目前 DeepSeek 在保险行业的应用场景可归纳为销售智能化、客户服务升级、内部运营提升、理赔提效、合规风控增质这几大核心方向。

为销售赋能是目前保险公司运用 DeepSeek 最为常见的场景。





例如，大家人寿基于 DeepSeek 大模型升级“智能营销助手”，可以通过精准客户画像，实时输出定制化销售策略，并内置产品特色介绍、核保标准顾问等模块；又如北大方正人寿正式上线了基于 DeepSeek 大模型的智能展业助手——“方灵”，依托其自然语言处理与推理能力，旨在为代理人提供从基础工具到全链路的智能助力。北大方正人寿人士对第一财经记者表示，自“方灵”上线以来，近 50% 的活动代理人已高频使用，人均交互 2.1 次，达到初期预期。

在内部运营提升方面，亦有多家险企正在依托 DeepSeek 实现增效。例如太平人寿使用 Deep Seek 模型并依托前期积累打造了内勤 AI 助手。该助手具备深度理解对话、文档及图片的能力，能够为内勤人员解决复杂问题提供高质量的方案，从而大幅提升工作效率。太平资产亦表示，通过本地化部署 DeepSeek，能够在要素提取、智能检索、知识问答等领域，提供行业趋势分析、本地数据解析等内容服务，助力员工更便捷地处理海量信息数据，提升工作效率。

客户服务升级也是险企应用 DeepSeek 的重要场景之一，平安人寿近日就宣布已完成 DeepSeek 本地化部署，上线专为寿险打造的 DeepSeek 智能平台，而客户服务就是该智能平台的三大核心场景落地应用之一。

而在理赔方面，多家险企表示 DeepSeek 的强大功能可以进一步提升理赔效率和质量。人保财险表示，目前通过模型精调已可支持自动化理赔质检，准确提取理赔资料中的案件时效、损失部位等关键质检信息，有针对性地指导理赔业务管控。

另外，在合规风控方面，亦有大家人寿、中华财险、人保资产等多家险企表示该领域是部署 DeepSeek 后的应用方向之一。

从目前保险业的布局来看，大多数险企在 DeepSeek 应用上的



已有探索或未来计划已横跨多个场景。事实上，将 DeepSeek 融入公司的大模型底座所提升的并非单一场景下的处理能力，而是公司多个流程甚至全流程的效率和质量。

“通过深度融合 DeepSeek 等大模型技术，不仅能够不断优化现有业务流程，还能探索更多跨场景应用，如风险预测、精准营销和客户服务等，进一步提升全流程的智能化水平，打造高效、可信的数字运营体系。”太平人寿相关负责人在接受第一财经记者采访时表示。

### DeepSeek 对险企来说有什么不一样？

在 DeepSeek 横空出世之前，保险业已在积极拥抱科技浪潮，布局各类大模型等 AI 工具。那和之前的大模型相比，DeepSeek 对险企来说有什么不一样？

上述太平人寿相关负责人对第一财经记者分析称，DeepSeek 的核心优势在于深度推理与上下文理解。“传统大模型往往侧重于生成‘套路’语言，而 DeepSeek 通过强化推理能力，使得模型能够更准确地分析业务文档、提取关键信息，并给出更具洞察力的建议。这种优化使得模型在处理专业领域任务时，不仅能完成简单的信息匹配，还能进行复杂逻辑判断和情境推理。”

另外，该负责人认为，DeepSeek 在应用中往往与企业内部定制的知识库和专业数据紧密结合，充分利用领域知识来指导推理过程。这一机制确保了模型生成的答案更符合实际业务需求，减少了传统大模型在泛化场景下可能出现的“胡言乱语”问题。同时，相比于一些依赖于简单检索增强生成（RAG）能力的方案，DeepSeek 更注重对业务语境的深刻解读，这使得它在面对涉及多层逻辑和专业术语的问题时，能够提供更高质量的响应，在处理复杂业务场景时展



现出更高的准确率和稳定性。

而之前困扰险企的成本问题，也是 DeepSeek 的显著优势。该负责人称，以往大模型参数量大、效果一般，私有化部署成本高。DeepSeek 通过高质量训练数据和蒸馏技术，有效提升了模型性能，即使参数量较小，也能满足一般需求，为私有化部署提供了条件，降低了成本。

成本的降低也使得 DeepSeek 对于中小险企更加“友好”。因此，在此轮险企部署 DeepSeek 的“官宣”潮中，也不乏中小险企的身影。

“DeepSeek 可采用轻量化部署，降低对硬件算力的需求，适合中小企业部署，相比传统超大模型更具成本效益。”上述北大方正人寿人士称，“同时，开源策略让 DeepSeek 允许保险公司根据自身需要选择所需的数据规格，使用自有的业务数据进行私有化训练，提升智能化水平。”

### 是赋能还是取代？

随着 DeepSeek 的影响力逐渐加大，越来越多的保险代理人第一时间“尝鲜”这项工具。在各类社交媒体上，“我问 DeepSeek 如何买保险”“Deep Seek 给出的保险配置建议靠谱吗？”之类的话题层出不穷。而随着 DeepSeek 生成的一份份在业内看来详细且有一定专业性的保险规划，数量已然大幅减少的保险代理人到底是被赋能还是会被取代再次成为行业热议的话题。

“人工智能并非取代，而是赋能。”上述北大方正人寿人士对第一财经记者表示。该人士认为，AI 并非替代专业，而是强化专业。目前 AI 的作用是将代理人从重复性事务中解放，使其更专注于高价值服务与客户关系深耕。通过模拟实战场景与即时反馈，AI 工具可





系统性提升代理人产品解读、需求挖掘等核心能力，打造“专业+科技”复合型队伍。

显然对于险企来说，DeepSeek 等 AI 工具的使用现阶段并不是要取代代理人队伍，而是推动代理人从“销售执行者”向“专业顾问+资源整合者”转型，人工智能扮演的是强大队伍、提升服务品质的核心引擎角色。

“我一点不慌。”面对第一财经记者提出的是否担心被 DeepSeek 取代的问题，某寿险公司代理人李芳（化名）表示。尽管她承认在第一次看到 DeepSeek 生成的保险规划确实有被“惊艳”到，但是她认为，DeepSeek 暂时还是无法取代自己和客户“面对面”的效果。“DeepSeek 确实有其优势，但相对而言还是提供较为标准化的答案，而且是在客户已经有较为明确的需求情况下。它所生成的答案和如何提问也有关系。但保险代理人可以根据客户的具体情况、不同想法或是顾虑提供更为精准的方案，有时聊着聊着也可以挖掘一些客户之前并没有意识到的需求。而且，代理人可以提供长期的、有人情味的以及主动的增值服务和理赔服务，甚至有些可能和客户相处成了朋友，这些 DeepSeek 如何实现？”

也有业内人士表示，DeepSeek 或许会让代理人队伍继续“洗牌”，淘汰一些专业能力不足的代理人或者简单的销售者，而高素质的顾问型人才不会轻易被取代。

### 有何挑战？

尽管 DeepSeek 能力强大，但关于 AI “胡言乱语”的通病以及客户隐私、数据安全等问题对于包括险企在内的应用者仍是需要应对的挑战。

上述北大方正人寿人士对此回应第一财经记者称，在应用层面



减少 DeepSeek 可能出现的“胡言乱语”影响，场景选择至关重要。对于准确性要求不高的通用场景，可以优先使用大模型的标准能力；而在严肃且非通用的场景中，则需要通过构建和优化领域知识库，持续提升回复的准确性和可靠性。而针对数据隐私与安全问题，不同场景应匹配合适的大模型部署方式。若应用不涉及公司或客户敏感数据，可采用大模型 SaaS 服务，以降低运维成本并提升模型可用性；而对于高度专业化的非通用场景，建议采用私有化部署方式，以确保数据安全和业务合规性。此外，在应用前端需严格控制用户使用授权、权限，并在交互过程中对敏感词汇进行脱敏和过滤，进一步强化安全防护措施。

上述太平人寿相关负责人表示，严格的文档权限管理策略，流程化的安全扫描机制等管理流程上的风控点，也是保障数据内容安全性的必备要素。

王鹏建议称，鉴于 DeepSeek 等人工智能在保险行业的广泛应用，建立统一的行业标准迫在眉睫：一方面制定关于数据使用的规范；另一方面，针对 DeepSeek 的模型评估、性能监测等也应出台相应标准。同时，保险行业必须强化人才建设，要培养既懂保险业务又懂人工智能技术的复合型人才。另外，DeepSeek 未来可与区块链等技术深度融合，由此增强数据的安全性与可信度。



## “关税冲击波”下美股狂泻，带崩亚洲股市，回调几时休？

作者：周艾琳 责编：徐燕燕

特朗普表示，将从3月4日起对墨西哥和加拿大征收25%的关税，并对中国再加征10%的关税（税率提高至20%），还威胁对欧盟征收25%的关税。

英伟达在财报公布后第二天重挫8%，美国总统特朗普重启关税大战，导致美股回调势头难止，标普500和纳斯达克100指数隔夜分别重挫1.59%和2.75%。

若不算本周三的短暂反弹，美股至今已连续大幅下挫5天，一周累计跌幅高达5%，部分例如Applovin、Palantir以及“美股七巨头”等热门成长股跌幅逼近20%-30%。

受此影响，亚洲股市出现跳水，气势如虹的港股遭遇冲击，2月28日（周五）收盘，恒生指数大跌3.28%报22941点，恒生科技指数跌幅高达5.52%。

接受第一财经采访的海外交易员提及，一系列因素都在影响市场情绪——特朗普关税冲击波反复、美国经济降温担忧加剧、英伟达业绩报告的超预期幅度不足、美联储降息预期降温、通胀居高不下等等。短期来看，美股难言大幅反弹。标普500上周一度突破历史高点6147点，如今已经跌破了5948点这一关键支撑，因而出现更大的反转可能性，下一个支撑位将指向5812点和5721点，而6000点则可能阻力位。





上海市律师协会

金融工具与金融基础设施专业委员会

金融工具与金融基础设施法律资讯

financial instruments and financial infrastructure newsletter



关税冲击波冲击美股



美股近期已经摇摇欲坠，而市场情绪雪上加霜的是特朗普的关税政策。

特朗普隔夜表示，将从3月4日起对墨西哥和加拿大征收25%的关税，并对中国再加征10%的关税（税率提高至20%），还威胁对欧盟征收25%的关税。

“避险情绪令大型科技股隔夜遭遇全面抛售，这使得本就已经失去上涨动能的三大股指集体下跌，其中纳斯达克下挫近3%。或者说，关税风暴给了美股持续调整的理由。”嘉盛集团资深分析师陈杰瑞（Jerry Chen）对记者表示。美元指数获得支撑升至107上方，非美货币重启跌势，欧元失守1.04关口，离岸人民币跌至7.3。

关税导致美国通胀预期攀升，1月时通胀已超出预期，美联储降息预期只剩下1次，陡增的不确定性增加了市场的避险情绪。

第一财经近期就报道，技术面仍是一个阻力因素，本周CTA（商品交易顾问）在当前市场水平已经抛售了110亿美元的标普500指数筹码。如果标普500跌破5886点（中期动量转为负面，目前已经跌破），CTA的卖出量可能会增加至少2倍。2月24日，标普500就跌破了50日均线，25日又跌破了100日均线，28日凌晨收盘在5861点附近。

此外，从去年四季度开始，对冲基金大幅减持美股“科技七巨头”，但当时特斯拉是一个例外，这可能与特朗普交易相关。同时，当时机构大幅加仓Applovin、Palentir等热门中型成长股。然而，近期这些热门股也遭遇天量抛售，Applovin股价从510美元附近的高位跌落至300美元附近，跌幅超出30%。Palentir则从2月18日的124美元附近跌至80美元区间，跌幅亦接近30%。

不过，关税也存在反转的可能性，毕竟2019年美国曾表示要对墨



西哥征收关税，但最终并未落实。陈杰瑞表示，从表面来看，关税是解决“不平等贸易”以及降低美国近 1 万亿美元的贸易逆差的有效方法。从商人角度来看，在美国财政状况如此严峻的今天，关税是创收的途径之一（政府部门裁员、与乌克兰的矿产协议、出售黄金签证等都是在开源节流），也是为之后的延长减税法案预留财政空间。

但上述都还只是停留在经济层面。从国际关系来看，关税无疑是一个“低成本高回报”的谈判工具，以墨西哥为例，关税政策可以迫使墨西哥更积极地管理边境和非法移民问题，而这正是特朗普在竞选时最主要的承诺，也是美国民众的痛点。对墨西哥来说，其 80% 的出口都是去往美国，并且出口贡献了墨西哥 GDP 的 40%，这使其在关税谈判中没有任何筹码。由此可见，对实力相对较弱的国家而言，“关税武器”屡试不爽。

在机构人士看来，特朗普和他的团队不可能没有考虑到关税大战可能引发通胀的风险（同样可能带来通胀的还有驱逐非法移民和国内减税政策），因为这关乎经济、政绩甚至是政治遗产。但权衡之下，或许特朗普认为通过关税能够获取的战略利益要高于短期的代价，又或者有把握通过“降本增效”来抵消通胀风险，但这仍需要时间来验证。

本周五的美国 1 月 PCE 物价指数（21:30）至关重要，市场预期核心 PCE 将从 2.8% 降至 2.6%，这是美联储最青睐的通胀指标。若通胀暂时回落，可能一定程度缓解美股的压力，但在交易员看来，在关税大战的背景下，美股的通胀预期仍然居高不下，这或帮助美元维持强势。

**英伟达财报难以取悦投资者**





在抛压之下，英伟达的财报一度被寄予厚望，然而这份超预期的财报也没能取悦挑剔且避险情绪加重的投资者。

北京时间周四凌晨，英伟达在财报发布后的盘后交易时段就由涨转跌，周五凌晨收盘更是跌超 8%。

高盛方面提及，财报结果和指引基本符合预期，唯一的偏差是毛利率指引不及预期。第四季度营收超出市场预期 3%，达到 393 亿美元，同时公司指引第一季度营收为 430 亿美元，高于市场预期的 420.7 亿美元，但毛利率指引为 71%，低于市场一致预期的 72.2%。

在业内人士看来，英伟达的毛利率指引较上年同期下降 3 个百分点，凸显 Blackwell 架构量产爬坡对利润率的侵蚀。尽管下季度 430 亿美元的营收指引（同比增长 65%）仍显强势，但毛利率预期进一步下探至 70.6%，显示出供应链调整的阵痛期尚未结束。

高盛提及，早在英伟达财报发布前的 5 个交易日，基本面多空对冲基金年初至今回撤超过 250BP，为去年 8 月以来最糟糕的 5 天，也是过去两年内第二差的 5 天。这一回撤对 TMT（科技、媒体、通信）和医疗保健多空基金影响最大。对冲基金已大幅降低 TMT 敞口，目前 2 月的美股 TMT 板块去杠杆规模（degrossing）可能成为纪录中第二大，仅次于 2021 年 1 月冲击华尔街的“网红 MEME 股狂潮”时期。

### 港股大涨后暂时存在回调需求

美股暴跌也导致亚洲股市周五大幅回调。中国 A 股、港股、日本股市等普遍跌幅在 2%-3%。热门股阿里巴巴大跌 6.04% 报 127.5 港元，腾讯跌 3.39% 报 478.6 港元。

据记者从某美资投行处了解到，追踪主经纪业务（PB，主要为对冲基金）的数据显示，年初至今专注中国市场的基本面多空管理人



的表现优于亚洲近 2.5 个百分点，A 股和港股的净仓位上涨 1.5% 到 8.5%。尽管过去几周资金持续流入中国，但到现在对冲基金在中国的持仓仍低于去年 9 月，也低于 2023 年全年水平。去年 10 月宏观政策刺激后的仓位水平接近 10%。

第一财经本周四就报道，据记者了解，海外投行交易平台方面的数据显示，本周看到了比较明显的外资获利了结行为，包括可选、通信服务、必选和医疗。在大涨过后，暂时的获利了结实属正常。此轮上涨更多由内地的南向资金拉动。

海外投行人士对记者提及，“最近和投资者交流，更多开始关注国内经济是否筑底复苏。对应持仓上，可能会考虑增加顺周期的仓位，包括地产、家电、饮料。大家也会关心科技的增量资金，以及是否回调后是加仓的机会，这也间接反映了这一轮中国科技复苏交易并不像此前博弈政策，还是可以期待逢低买入。短期中概股在美国优先投资备忘录里没有明确新增限制，美国养老金在港股的持仓也只有低个位数，边际影响有限。”

高盛也提及，内需消费数据看起来还是偏弱，但是看到一二线城市二手房成交量复苏。下周召开的两会受到关注，各界聚焦中央财政赤字率，以及加上专项债、特别国债等的广义财政支出，“但总体看，市场预期还是较低。也反映了 4 月 1 日关税政策变化，以及中美两国首脑会面才是确定 4 月底的政治局会议是否加码的关键。”

目前，市场焦点转向增量政策和未来的关税噪音。更多机构认为，3~4 月仍是关税可能再生波澜的窗口期，需要警惕市场回调，但回调或仍可能是布局的时机。



## 美股明星科技股遭大抛售，中国互联网巨头涨势能否延续？

作者：周艾琳 责编：石尚惠

港股可能在 3 月上旬到 4 月初面临较为明显的获利回吐压力，但也将提供较好的买入机会。

美股已经连续 4 天遭遇抛售，热门明星科技股纷纷高位跳水，累计跌幅在 10%~35% 不等，“科技七巨头”的跌幅基本都超过 10%。北京时间 2 月 26 日凌晨收盘，美国大型科技股全军覆没，其中特斯拉股价重挫 8%，公司 1 月在欧洲的注册量几乎腰斩。

与之形成对比的是，港股连续拉升六周，本周经历了短暂回调后，26 日大幅反弹，截至收盘，恒生指数上涨 3.27% 报 23787.93 点，恒生科技指数涨 4.47% 报 5953.79 点，再度逼近近期创下的历史新高。

年初以来恒生中国企业指数上涨近 20%，恒生科技指数上涨近 40%。同期标普 500 指数和纳斯达克指数的涨幅几乎归零，表现远远落后于中国和欧洲股市。有市场观点认为，此情景或意味着美国“例外主义”叙事发生逆转。

“本轮港股行情以 DeepSeek 主题为核心驱动。尽管短期内市场面临超买压力，需注意交易节奏，但长期上升空间已被打开。我们决定上调今年恒生指数目标价至 25000 点，恒生科技指数至 6300 点。估值重估刚刚开始。”建银国际港股首席策略师赵文利对第一财经表示。他也提及，考虑到估值修复空间以及 4 月特朗普对等关税可能落地等事件窗口，3 月上旬到 4 月初市场或面临较为明显的获利回吐压力，但也将提供较好的买入机会。





## 散户、对冲基金纷纷抛售美股成长股

近期，诸多因素导致美股大幅回调，尤其是对利率、经济增速尤为敏感的成长股。

2月25日的数据显示，美国2月谘商会消费者信心指数连续三个月下滑且创下2021年8月以来的最大跌幅，这与上周的密歇根大学消费者信心调查结果一致，也成为美股下跌的导火索，并导致美元指数继续下行，考验106一线的支撑。

据记者了解，高盛交易平台方面给客户的信息显示，近期散户再次退出市场。比特币下跌近10%，GSXUMEME（高盛网红股指数）指数25日也下跌了8%，过去5个交易日累计下跌27%。目前市场正处于一个负反馈循环中——由于散户需求保持低迷，对冲基金的动量交易平仓再次被触发。

技术面仍然是一个阻力因素，本周CTA（商品交易顾问）在当前市场水平已经抛售了110亿美元的标普500指数筹码。如果标普500跌破5886点（中期动量转为负面），CTA的卖出量可能会增加至少2倍。2月24日，标普500就跌破了50日均线，25日又跌破了100日均线，26日凌晨收盘在5955点附近。

近期，对冲基金再次大幅减仓，而从去年四季度开始，对冲基金就大幅减持美股“科技七巨头”，但当时特斯拉是一个例外，这可能与特朗普交易相关。同时，当时开始机构大幅加仓Applovin、Palentir等热门中型成长股。然而，近期这些热门股也遭遇天量抛售，Applovin股价从510美元附近的高位跌落至377美元附近，跌幅逼近30%，Palentir则从2月18日的124美元附近跌至87.84美元，跌幅亦接近30%。

近期，美国通胀回升、消费者信心趋弱的态势导致投资者陷入



风险规避的状态，年内美联储降息的预期也只剩下 1 次。投行在研报中普遍提及，自 2024 年 6 月以来，消费者信心指数首次跌破 80，通常意味着未来可能会出现经济衰退。未来 12 个月的平均通胀预期从 5.2% 大幅上升至 6%，这一上升很可能反映了多重因素的影响，包括顽固的通胀压力、关键生活必需品（如鸡蛋）价格近期的飙升，以及预期中的关税影响。

估值过高、增长预期放缓等因素基本都是热门股跳水的推动力，尽管多数科技巨头都有良好的中长期基本面支撑。例如，移动应用开发和营销公司 AppLovin 的股价在过去一年内暴涨约 780%，市盈率达到 64.1 倍，远高于历史平均水平，这使得其股价容易受到负面消息的影响。公司首席执行官和其他高管出售大量股票，也引发了投资者的不满和恐慌。加之科技股整体面临调整，投资者对高估值的公司变得更加谨慎。同理，大数据分析和整合的软件公司 Palantir 的估值被认为过高，预估市盈率达到 160 倍以上。而且各界担忧美国政府可能削减国防预算，这引发了投资者对 Palantir 依赖政府合同的担忧。

高盛集团资深分析师陈杰瑞 (Jerry Chen) 对记者表示，周三 (26 日) 重点关注美股盘后英伟达的财报，英伟达股价隔夜收盘在低于 200 天均线的 126 美元附近。想要扭转股价颓势和近期市场的悲观情绪，不仅需要强劲业绩支撑，更需要乐观的业绩指引。市场预期，财报公布当日股价或有 8% 左右的波动。

### 中国互联网估值重估持续，更宜回调买入

一般而言，当全球经济增速预期放缓，且美股在遭遇抛售时，中国股市尤其是港股往往会跟跌，然而此次似乎情况有所不同。

相比之下，中国科技股的整体估值仍然处于低位，在上涨之前



都在 10 倍附近，而如今在大涨之后，例如阿里巴巴的估值倍数也仅约 15 倍。这使得它们在全球抛售潮中获得了一定的安全垫。

更关键的一点在于，这一波港股反弹是由内地资金占据主导的，海外资金的参与仅限于对冲基金，长线外资的反应仍然较慢。例如，2 月 26 日港股市场，南向资金净买入 103.99 亿港元，净买入最多的个股是阿里巴巴、小米集团、腾讯。

摩根士丹利近期将中国股市的评级从低配上调至标配。摩根士丹利中国首席股票策略师王滢对记者表示，海外长线资金的行动往往更慢，仍处于观望的状态。就以往的经验来看，美国投资机构对于中国超大盘互联网公司的投资占比大约为 10%~13%。

“全球投资人对中国的配置比例仍是非常低配的状况，海外最大规模的公募基金基本上都是相较基准低配中国 3~4 个百分点，如果它们从目前非常低配的位置恢复到平配的位置，所带来的增量资金将很可观。”王滢称。

赵文利对记者表示，近期中国科技板块成为当之无愧的领涨主力。从资金层面来看，本轮行情主要由交易性资金推动，即便是南向资金，虽然整体上呈现逢低买入的长线倾向，但在高位时同样会选择获利了结。而国际 Long-only 资金（长线多头）正在重新审视中国市场的投资价值——去年 9 月的踏空让它们意识到中国市场的可交易性，而本轮行情则可能促使它们对中国市场的看法从可交易性转向可投资性。

在他看来，市场对 3 月的两会有较高预期，相较于短期内财政赤字或特别国债等数字指标的变化，深层次的改革政策所释放的持续性影响更值得市场与投资者深度观察与评估。

此外，美国方面的潜在不确定性依然存在，包括中美经贸磋商





以及特朗普政府可能祭出的关税措施。如果 4 月美国对等关税落地，欧洲或有相应反制行动，全球贸易摩擦升级的风险将随之上升，从而为市场带来一定的系统性压力。机构认为，3 月上旬到 4 月初市场或面临获利回吐压力，但这也提供较好的买入机会。