

# 商业银行“代销”私募办法落地 行业生态加速重构

近年来商业银行代销业务快速发展，在相关监管制度不断压实金融产品发行人、管理人责任的基础上，国家金融监督管理总局近日印发《商业银行代理销售业务管理办法》，进一步明确了商业银行作为代销机构的义务。

对于商业银行与私募基金的合作，业内人士认为，《办法》首次明确了商业银行代销的产品可投资于私募产品或聘请私募管理人担任投资顾问，认可了现行商业银行与私募管理人的合作模式，但对于私募机构提出了更高的准入标准，审批流程趋严。未来，私募行业格局或加速重构。

● 本报记者 王宇露 王辉

## 对私募代销整体影响不大

由于私募基金管理人不属于“持有金融牌照的金融机构”，按照2016年5月印发的《关于规范商业银行代理销售业务的通知》中的商业银行代销业务的监管政策，商业银行不能直接代销私募基金产品。

实际上，当前商业银行私人银行部向高净值客户代销私募产品，多是通过信托计划投资于私募，即所谓的T0F模式，其中私募基金管理人并非以“主动管理”方式出现，而是以“担任投资顾问”的角色出现。

近年来，商业银行代销业务发展迅速，代销产品数量和类型日益丰富，客户覆盖面广泛。然而，也出现了一些误导销售、捆绑销售、夸大宣传等侵害消费者权益的问题，同时部分私募基金产品也面临较大的业绩压力。对此，早在2024年6月，就有传闻称相关部门将修订商业银行代销私募投资基金相关规定，或将全面禁止商业银行代销私募基金或通过借道其他持牌金融产品的方式变相代销私募基金。

此次《办法》落地，无疑为私募行业吃下一颗“定心丸”。上海市锦天城律师事务所许瀚律师表示，《办法》对私募产品代销整体影响不大，此前商业银行不得代销私募产品的规定仍然延续。值得注意的是，《办法》首次明确了商业银行代销的产品可投资于私募产品或聘请私募管理人担任



视觉中国图片

投资顾问。一家百亿级私募也表示，新规相当于认可了现行商业银行与私募管理人的合作模式。

## 银行与私募合作门槛提升

新规对商业银行代销私募产品提出了更严格的要求，提高了私募机构的准入门槛。涌津投资表示，新规要求商业银行对代销产品进行尽职调查，由相关部门综合评估，并获得银行高级管理层批准，这将促使私募基金管理人提升自身实力和产品的质量，提高私募行业的整体水平，对于引导私募行业健康发展非常重要。

此次新规对于“投资于私募产品或聘请私募管理人担任投资顾问”的模式提出了私募管理人的底线要求，其中证券私募需满足“规模达到3亿+备案登记满3年”。前述百亿级私募认为，这相当于进一步规范了私募合作的范围，收紧了商业银行与新登记成立私募管理人的合作空间，过去明星基金经理“公奔私”的传统路径可能在一定程度上受阻。

上海德禾翰通律师事务所律师张晓欣表示，随着商业银行代销私募类产品的准入标准和审批流程趋严，部分私募机构将

失去这一代销渠道，或无法与商业银行继续合作。虽然《办法》第五十四条并未明确规定过渡期，但原则上需在10月1日《办法》施行前实现平稳过渡，逐步完成存量化解。

格上基金研究员崔波表示，商业银行渠道力强，客户覆盖面广，在代销相对高风险的私募产品时一定要必要的销售规范流程和筛选机制。对于银行来说，产品引入及销售内控方面都面临不小的挑战，同时在销售端销售留痕、不捆绑销售、宣传材料整改、风险匹配、合规展业经营等方面要持续推进相关工作。未来银行销售私募产品，大概率不是“多而全”，而是“大而精”。《办法》对于推动私募业务合规展业、保护投资者利益具有十分重要的意义。

## 推动私募行业向专业化和透明化发展

《办法》将于2025年10月1日起施行，未来私募行业在产品发行端、销售端可能出现什么样的新趋势？

前海钜阵资本首席投资官龙舫认为，新规对商业银行代销私募产品的准入有明确规定。这些规定主要是为了压实银行作为代销机构的责任，加强对代销私募产品

的风险控制，短期会促使私募行业进一步两极分化，对中小型私募机构的发展造成一定负面影响；长期来说，有利于推动私募行业从“粗放扩张”转向“合规导向”，促进私募市场的健康发展。对于私募行业来说，提高了银行代销的准入门槛，将导致行业马太效应加剧，中小私募机构很难通过银行渠道销售，而头部私募机构将获得更多的银行渠道募资资源，进一步做大做强。

涌津投资表示，未来在与银行合作的产品发行中，私募产品的设计和发行将更加注重合规性，严格遵守新规的各项要求，私募基金管理人将更加注重提升自身的专业管理能力，加强投研团队建设，提高投资决策的科学性和准确性，以满足更高的监管要求和市场竞争，必将加快行业整合。

上海鑫鉴投资管理有限公司合伙人陈莉表示，新规出台后，私募行业将加速分化并重构行业生态，行业或将呈现“头部集中和科技赋能”的趋势。新规以“严准入、强穿透、重服务”重塑代销生态，短期虽加剧了行业洗牌，但长期将推动私募行业向专业化、透明化发展。私募机构需以合规为盾、创新为矛，在分化中精准定位，方能在竞争中抢占先机。

# 左手周期右手科技 外资QFII最新调仓路径曝光

● 本报记者 魏昭宇

随着上市公司2024年年报的陆续披露，各路机构持股动向浮出水面。截至3月25日，Wind数据显示，合格境外机构投资者（QFII）在2024年末持有40只A股。从配置方向来看，化工、电子等行业成为QFII的核心配置。

多位外资机构人士表示，在中国经济持续复苏和政策进一步支持下，上市公司业绩有望持续提升。在企业治理和公司业绩持续改善的背景下，A股市场的长期投资机会值得关注。

## 增持周期与消费标的

在已披露2024年年报的上市公司中，持有汉字集团的QFII机构家数最多，4家QFII机构新近成为其前十大流通股股东，分别是高盛集团、摩根士丹利国际股份有限公司、摩根大通证券股份有限公司、瑞银。公开资料显示，汉字集团主营业务为高效节能家用电器排水泵的研发、生产和销售。

值得注意的是，多只化工股成为QFII机构青睐的对象。Wind数据显示，阿布达比投资局尽管在去年四季度减持了东方雨虹，但新近成为宝丰能源前十大流通股股东。此外，知名的比尔及梅琳达·盖茨信托基金会尽管在去年三季度小幅减持了卫星化学，但在四季度再次增持该股。主权财富基金科威特政府投资局则新近成为卫星化学的前十大流通股股东。

从持股数量变动情况来看，不少能源股受到QFII加仓。Wind数据显示，在已披露2024年年报的上市公司中，紫金矿业、卫星化学、中国巨石、新集能源、中煤能源成为获QFII机构增持数量居前的五家A股公司。上述公司大多交出了较为亮眼的年报

业绩。如紫金矿业2024年全年实现营业收入约3036.4亿元，同比增长3.49%；对应实现归属净利润约为320.51亿元，同比增长51.76%。卫星化学2024年实现营业收入456.48亿元，同比增长10.03%；对应实现归属净利润约60.72亿元，同比增长26.77%。

## 青睐半导体与电子消费个股

不少半导体企业亦受到QFII机构青睐。Wind数据显示，与2024年三季度末相比，摩根士丹利国际股份有限公司在2024年四季度增持了康强电子；巴克莱银行有限公司则新近成为康强电子前十大流通股股东。公开资料显示，康强电子是一家专业从事各类半导体封装材料开发、生产、销售的高新技术企业。

另外两家半导体企业——上海合晶和必易微，分别获得了摩根大通证券有限公司和摩根士丹利国际股份有限公司的青睐，公开资料显示，两家QFII机构在2024年末新近成为前十大流通股股东。多只消费电子、通讯行业等硬件设备赛道的企业获QFII增持。如摩根士丹利国际股份有限公司新近成为创维数字和超声电子前十大流通股股东；瑞银新近成为世纪鼎利前十大流通股股东；瑞银和高盛集团在2024年四季度增持了日海智能；高盛集团新近成为路畅科技前十大流通股股东。

生物医药赛道方面，截至2024年末，澳门金融管理局新近成为华润双鹤前十大流通股股东、高盛和摩根士丹利国际股份有限公司小幅减持了新天地。

## 外资频频唱多中国资产

近日，多家外资机构表达了对中国资产的重视。高盛亚洲（除日本外）股票资本



视觉中国图片

市场联席主管王亚军日前在接受媒体采访时表示，中国市场的低估值为国际长期投资者提供了极具吸引力的投资机会。“相较于全球其他主要市场，中国股票的估值更具性价比，意味着在相同的风险水平下，投资者有望获得更高的回报。”王亚军表示。

瑞银证券中国股票策略师孟磊认为，从全球比较而言，中国A股相对全球新兴市场目前折价约20%。在2022年以前，A股估值一般较新兴市场有所溢价。这意味着今年如果有更多的海外投资者进入A股市场，折价率会进一步收窄，甚至有可能变成平价或者溢价，股票市场的空间会进一步打开。“今年的企业业绩增长会好于去年，处于复苏的态势，尤其是非金融板块。”孟磊说。

展望未来，摩根资产管理认为，稳定房

地产市场、支持消费（尤其是服务消费）以及推动创新和提高生产率，或是稳定中国经济增长的关键。中国的经济结构性转型仍在持续推进，投资和消费之间的调整需要循序渐进，目前新经济板块的发展令人鼓舞。

“2025年，A股市场在企业盈利增长与政策的支持下，预计维持震荡向上的态势。此外，近期以人工智能、具身机器人等为代表的新质生产力增强了市场对于中国经济转型和长期增长前景的信心，A股有望享受系统性的估值修复。”外商独资公募安联基金表示，“就投资策略而言，增强型GARP策略（哑铃型策略）是2024年最好的策略，我们继续看好该策略在2025年的表现。当前阶段，优质的成长资产相对红利资产具有更强的吸引力。”

# 降费降佣效果显现 “真金白银”切实让利基民

● 本报记者 王鹤静

2025开年以来，以QDII为代表的高费率产品降费为公募第一阶段降低管理费用画上句号，高于1.2%的年管理费率逐步退出市场。此外，近期披露的2024年基金年报以及公募基金交易佣金支付情况显示，公募第二阶段降低交易费用也取得初步成效。

在稳步降低公募基金的综合费率的大背景下，2025年公募第三阶段降费将聚焦基金销售费用。相关研究机构预计，下调尾随佣金分成比例、下调基金销售服务费、基金赎回费计入基金资产或为第三阶段基金降费的主要措施。

## 高于1.2%年管理费率逐步消失

2025开年以来，以QDII为代表的高费率产品陆续加入降费行列。Wind数据显示，经过大面积调降之后，公募基金高于1.2%的年管理费率逐步退出市场。

3月25日，摩根资产管理发布公告称，为了更好地满足广大投资者的投资理财需求，降低投资者的理财成本，自3月31日起，摩根欧洲动力策略股票（QDII）、摩根日本精选股票（QDII）、摩根亚太优势混合（QDII）、摩根全球新兴市场混合（QDII）、摩根全球天然资源混合（QDII）的年管理费率由1.8%降至1.2%。

此外，同为执行1.8%年管理费率的多只QDII产品近期陆续宣布降费。

根据公告，自3月31日起，宏利印度股票（QDII）的年管理费率由1.8%调整至1.2%；自3月3日起，国富亚洲机会股票（QDII）的年管理费率由1.8%调整至1.2%；自2月28日起，浦银安盛全球智能科技（QDII）的年管理费率由1.8%调整至1.2%；自2月14日起，华宝海外中国混合的年管理费率由1.8%调整至1.2%。

此外，宏利复兴混合、宏利行业精选混合、汇丰晋信龙腾混合、汇丰晋信低碳先锋股票、摩根科技前沿混合、摩根中国优势混合、国富大中华精选混合（QDII）、国富全球科技互联混合（QDII）、大成港股精选混合（QDI-I）、大成中国优势混合（QDII）等原年管理费率为1.5%的众多权益类产品，也于近期将年管理费率调降至1.2%。

## 佣金费率显著降低

除降费外，公募降佣成效近期也陆续显现。根据《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》以及《关于通报2022年市场平均股票交易佣金费率的通知》，自2024年7月1日起，被动股票型基金的佣金费率不高于万分之2.62，其他类型基金的佣金费率不高于万分之5.24。

近期，华泰证券资管、易米基金率先披露了2024年旗下公募基金通过证券公司证券交易及佣金支付情况。

根据公告，2024年下半年，华泰证券资管旗下被动股票型基金、其他类型基金的股票交易成交金额分别为5.06亿元、25.79亿元，应支付给券商的股票交易佣金分别为9.92万元、117.97万元，平均佣金费率分别为0.02%、0.046%。华泰证券、长江证券、广发证券、兴业证券、信达证券为华泰证券资管2024年下半年支付佣金最多的前五大券商，佣金均在15万元以上。其中，华泰证券为华泰证券资管全资控股股东，华泰证券资管向其支付的佣金最多，达到19.50万元，占总佣金的14.26%。

易米基金2024年在被动股票型基金、其他类型基金上的股票交易成交金额分别为9428.46万元、24.87亿元，应支付给券商的股票交易佣金分别为3.86万元、128.08万元，平均佣金费率分别为0.041%、0.051%。易米基金表示，公司已于2024年6月30日前按照《规定》要求完成对存续证券经纪商股票交易佣金费率的调整。

另外，以最新披露2024年年报的中庚基金旗下产品为例，中庚价值先锋租用东方证券交易单元进行股票投资，2024年成交金额为148.06亿元，应支付该券商的佣金为895.64万元，以此计算，平均佣金费率为0.06%。对比来看，2022年、2023年该基金租用东方证券交易单元的平均佣金费率均为0.073%左右。

## 第三阶段降费箭在弦上

证监会主席吴清1月23日在国新办新闻发布会上表示，要进一步稳步降低公募基金的综合费率，2025年还将进一步降低基金销售费用，预计每年合计为投资者节约大概450亿元的费用。2月证监会发布的《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》提到“稳步降低公募基金行业综合费率，规范基金销售收费机制，引导短期交易资金转为长期配置资金”。

根据东吴证券非银金融研究团队测算，2024上半年，公募基金管理费、托管费、销售服务费、交易佣金“四大费用”合计同比减少12%至939亿元，较2023年上半年减少123亿元。2024上半年，管理费、客户维护费（尾随佣金）、托管费、交易佣金分别同比减少14%、20%、9%、31%；销售服务费同比增长13%，主要系债券型、货币型基金销售服务费增长所致。

对于第三阶段如何降低基金销售费用，东吴证券非银金融研究团队预计，一是下调尾随佣金分成比例，2024年上半年公募基金行业客户维护费占比管理费27%，若调降至20%，则有约41亿元从代销机构流入公募机构。二是下调基金销售服务费，截至2025年1月23日，以年为单位测算，股票型、混合型、债券型、货币型基金销售服务费率调降至0.2%合计可节省67亿元，调降至0.1%合计可节省177亿元。三是基金赎回费计入基金资产，对比2023年末，2024上半年主动权益型基金规模下降2097亿份，新发规模为368亿份，净赎回约2465亿份，若统一将0.5%作为基金赎回费率，2024上半年基金赎回费计入基金资产约为12亿份。