

赎回新规“靴子落地” 公募债基或顺势重构生态圈

日前，《公开募集证券投资基金管理规定》发布，针对市场此前密切关注的债基赎回费环节额外设置了豁免条款，对于个人投资者持续持有期限满7日的指数型基金、债券型基金份额以及对于机构投资者持续持有期限满30日的债券型基金份额，基金管理人可以另行约定赎回费收取标准。

中国证券报记者调研多家公募机构了解到，由于基金销售新规的整改缓冲期由6个月拉长至12个月，给市场提供了足够的时间来消化这一变化。随着债基整体灵活性和性价比弱化，尤其是对于流动性要求较高的银行理财，其在场外配置债基的意愿有所下降，未来可能更偏向选择货基、同业存单指数基金、债券型ETF等作为流动性管理和波段交易的工具。

尽管债基的赎回便利性有所削弱，但出于对弥补投研短板、扩大投资范围等方面的考虑，业内人士认为，债基仍将是机构投资者的主要投资标的。

●本报记者 王鹤静

对债基赎回费设置豁免条款

目前发布的《公开募集证券投资基金管理规定》回应了市场对于基金产品赎回费的关切。对比此前的征求意见稿来看，针对机构资金持有占比较高的债券型基金，正式文件在赎回费方面明显放宽了限制。

根据征求意见稿，债券型基金与股票型基金、混合型基金、基金中基金(FOF)在赎回费方面的规定一致，即对持续持有期少于7日的投资者，收取不低于赎回金额1.5%的赎回费；对持续持有期满7日、少于30日的投资者，收取不低于赎回金额1%的赎回费；对持续持有期满30日、少于6个月的投资者，收取不低于赎回金额0.5%的赎回费。

而此次发布的正式文件，对债券型基金、指数型基金额外设置了豁免条款：对于个人投资者持续持有期限满7日的指数型基金、债券型基金份额以及对于机构投资者持续持有期限满30日的债券型基金份额，基金管理人可以另行约定赎回费收取标准。并且，对于已发售基金份额销售费用结构和费率水平不符合规定的，基金管理人的调整时间从自规定施行之日起6个月拉长至12个月。

华创证券固收团队表示，在债基的主要机构投资者中，银行自营偏好持有中长期纯债基金，基金销售新规落地对银行自营赎回基金的影响相对有限；而

对银行理财这类流动性诉求较高的机构可能影响更大，银行理财申购“固收+”产品的意愿明显提升，未来有望承接部分赎回资金。

缓冲期拉长 消化时间充分

中国证券报记者从多家公募机构调研了解到，基金销售新规的正式文件放宽了债基的赎回费要求，超出行业预期。并且，由于拉长了整改的缓冲期，市场有足够的消化时间。

鑫元基金表示，此前市场担忧债基因赎回费约束引发集中赎回，基金销售新规通过给予基金管理人更大的费率自主权，有助于平衡资金流动，降低因流动性冲击导致的债券被动卖出风险，债市情绪可能得到一定支撑。

不过，随着债基整体灵活性和性价比弱化，沪上某公募固收人士王峰(化名)表示，尤其是对于流动性要求较高的银行理财，其在场外配置债基的意愿有所下降，“未来银行理财可能更倾向选择货基、同业存单指数基金、债券型ETF等，作为流动性管理和波段交易的工具；银行自营将更看重债基的长期收益率；保险资金长期持有的优势或将进一步强化，非银客户更多会把流动性需求转换到场内。”

在国内债券收益率持续下行的大背景下，机构资金在债基上的赚钱效应受到明显冲击，产品费率的侵蚀效应曰

益凸显。

在多家公募机构看来，债基在机构资金配置组合中的重要性和功能性有所下降，机构资金对债基的配置态度可能难以回到积极状态。银行自营虽然对流动性因素没有那么敏感，但考虑到债基的性价比不断下降，部分可能会转向配出现券，以获取更稳定的收益。

“征求意见稿发布后，债基赎回费相关内容扰动债市情绪。虽然正式文件落地后市场较为乐观，但对债市的影响很快就结束了。”王峰对中国证券报记者表示，债市开年以来整体表现不尽如人意。很多2025年底冲量的资金快速撤退，近几日债基整体的赎回规模有所增加。Wind数据显示，2026年开年仅两个交易日，债券型ETF就已净流出超450亿元；此外，宏利悦利利率债、东兴兴诚利率债等场外债基接连发生大额赎回。

尽管债基的赎回便利性有所削弱，但由于对弥补投研短板、扩大投资范围等方面考虑，业内公募机构一致认为，债基仍是机构投资者的主要标的。

由于公募债基本身非常多元，包含不同久期风格、信用风格、是否投资衍生品、是否投资含权类资产等各类策略，在丰富产品线、做出特色化优势等方面，债基依然还有发掘空间，要着重突出资产管理的主动管理和增值角色，通过长期稳定、风格明确的产品表现来吸引投资者。

国泰基金表示，纯债基金聚焦配置型资金，强化投研优势，深耕长期稳健收益；“固收+”基金加速工具化转型，以低波底仓、权益增强的策略，吸引有一定进攻性需求的资金；债券型ETF凭借赎回费豁免与高流动性，成为短期交易需求的核心工具。通过客户分层服务与差异化优势构建，公募债基有望在低利率与理财净值化背景下形成互补共生的市场生态。

国泰基金表示，基金销售新规对ETF等基金产品在赎回费方面的豁免，让业内机构进一步重视债券型ETF在流动性管理方面的发展前景。

国泰基金表示，基金销售新规对ETF的赎回费豁免安排优于普通债基，叠加ETF交易灵活的优势，将推动更看重流动性的机构资金向债券ETF倾斜。王峰举例称：“对于那些需要配置纯债的机构投资者，可能会选择直接投资现券

生较大改变。

以广发资管平衡精选一年持有混合型集合资产管理计划为例，变更为广发平衡精选混合型基金后，该基金由基金经理王瑞冬管理，产品运作方式从锁定持有期1年变更为普通开放式、不设置锁定持有期。变更后，A类份额和C类份额的管理费率仍为0.6%/年不变，但删除了原集合计划的业绩报酬。投资范围限制也有较大变化，其股票投资比例从“50%至95%”变更为“60%至95%”，并删除了部分债券回购相关条款。同时，业绩比较基准也同步调整。

高管理费率现象引争议

中国证券报记者关注到，部分货币型大集合产品转型为公募产品后，管理费率的变更却较为滞后。不少产品仍延续了此前的高管理费率，甚至因为7日年化暂估收益率过低触发降费要求，但在情况消除后，管理费率又迅速恢复至较高水平，这进一步引发了市场争议。

例如，1月6日，某货币型基金公告称，根据基金合同和招募说明书中关于管理费的相关约定，此前，因按0.90%的管理费率计算的当日7日年化暂估收益率小于或等于中国人民银行最新公布的活期存款利率(税后)的2倍，基金管理人将该基金的管理费率下调为0.25%，以降低每万份基金暂估净收益为负并引发销售机构交收透支的风险。而因上述情况已消除，基金管理人自1月6日起将管理费率恢复至0.90%/年。

根据中国证券报记者不完全统计，截至1月7日，目前仍有13只货币型基金(包含2只尚未转型的货币型大集合产品)采取0.9%的年管理费率，还有8只的年管理费率在0.4%以上。此外，还有不少产品是

从转型结果来看，转型为公募基金的大集合产品在运作方式、管理费计提方式、投资范围、业绩比较基准等方面均发

因为7日年化暂估收益率过低触发降费要求，暂时将管理费率调低至0.3%及以下。

作为对比，不少公募货币型基金的管理费率仅有0.2%或0.15%。

在货币型基金收益率持续走低的背景下，高额管理费的计提进一步压缩了投资者的收益空间。从收益率来看，不少由大集合产品转型而来的货币型基金最新7日年化收益率已低至0.7%左右，出现收益率与管理费“倒挂”情形。

此前，货币型大集合产品有其特殊性，多为券商保本基金产品。据一位券商资管人士介绍，这类产品主要是为了帮助股票交易型客户管理闲置资金，在不影响投资者正常交易的前提下，为其获得额外收益。因支持自动申赎、交易保证金联动等，需与交易系统无缝衔接，维护成本较高，因此管理费率要高于一般的公募货币型基金。

“从便利性来说，投资者将银行里的钱转到券商账户准备购买股票，这笔闲钱本身是没有隔夜收益的，但买入保本基金产品可以获取超额收益；从交易形式来说，这类产品管理成本高于普通货币基金。因此，不能简单与普通货币型基金对比。”上述券商资管人士表示。

“早年间的货币型基金收益率普遍很高，7日年化收益率3%以上是常态，管理费率对货币型基金收益的影响较小。”沪上某公募基金零售业务负责人表示，当前，面对普遍跌至“1开头”甚至“0开头”的7日年化收益率水平，相关产品采取高管理费率并不合理。

在货币型基金收益率持续走低的背景下，调降管理费已成大势所趋。今年以来，已有多只货币型基金主动调降管理费率、托管费率，易方达基金、天弘基金、国新国证基金等公募旗下的货币型基金均主动进行了降费让利。



视觉中国图片

智谱上市 谁是大赢家

●本报记者 王雪青

1月8日，智谱正式在港交所挂牌上市，成为“大模型第一股”。

作为清华系AI明星公司，智谱一直是国产大模型“六小虎”中最受关注的那只。公司不仅集结了一群清华大咖，其融资历程更是一路席卷创投圈。

在逾50家(同一集团不同投资主体分开计算)投资机构名册上，既有美团、阿里、腾讯等互联网大厂，还有君联资本、启明创投、“风投女王”徐新旗下今日资本、达晨财智等头部VC机构，多国资基金也驻扎其中。其中，中科创星作为早期投资人，“早”到智谱公司还没成立就敲定了投资。

随着智谱上市，投资人究竟能在港股的聚光灯下兑现多少回报？谁又将成为大赢家？

中科创星：智谱未成立已敲定投资

招股书显示，智谱成立于2019年6月，由一支拥有清华大学深厚学术背景的团队创立，致力于追求通用人工智能(AGI)创新。

在众多投资智谱的机构中，中科创星的身份颇为不同——既是外部股东，也是“共同发起设立方”。据悉，中科创星早在智谱尚未成立时，就已决定投资。

近日，中科创星创始合伙人米磊接受中国证券记者采访时表示，早在2018年底，中科创星就与智谱团队敲定了投资金额和投资方案。2019年上半年，中科创星一方面协助团队成立公司，另一方面在内部启动对智谱的投资流程，在智谱成立前便已完成项目的判断和内部决策。中科创星不仅参与发起设立智谱，还在后续融资中帮助对接华控基金等投资方。

能够提前锁定智谱团队，来自于中科创星深耕硬科技投资的长期积累。“中科创星始终聚焦投资下一代技术。”米磊表示，“2018年，我们通过行业研究，确定了自然语言处理、知识图谱是机器视觉(CV)之后，AI行业最重要的技术发展方向，由此开始在国内寻找该方向的顶尖人才。”

对于人工智能而言，2019年属于行业低谷期，AI项目融资颇具挑战。米磊坦言：“在投资智谱时，中科创星内部其实是有不同看法的。反对意见主要集中于投资金额远超常规，当时中科创星平均单个项目投资额仅在千万元左右；此外，当时智谱选择的技术应用场景暂不明确。经过激烈讨论，我们最终还是决定支持智谱团队。”

作为一家刚刚成立的公司，智谱初期的投后估值为3.75亿元。“当时来看，这个估值很高，并且应用场景不如今天的大模型那么明晰，但中科创星仍坚持作为独家投资方，给智谱投了4000万元，支持其从0到1的发展。这笔投资也是当时中科创星那只基金单笔金额最大的投资和全年单笔金额最大的投资。”米磊说。

招股书披露，2023年10月，中科创星将智谱的注册资本人民币342314元转让予上海云璇。目前，中科创星还持有智谱59123万股，按照IPO发行价估值约为6.87亿港元。

对此，米磊坦率回应称：“2022年初，VC市场陷入寒冬，大部分LP(有限合伙人)从关注收益率转为关注回款额。天使基金生存压力加剧，投资智谱的那只基金进入退出期，因此做出该决策，平衡各方需求。”

豪华阵容加持

当下，智谱已成为中国领先的人工智能公司。根据权威机构的资料，按2024年的收入计算，智谱在中国独立通用大模型开发商中位列第一，在所有通用大模型开发商中位列第二，市场份额为6.6%。

站在智谱身后的，堪称中国创投界的“明星天团”。

据招股书披露，在IPO之前，智谱共经历了8轮融资，累计募资近84亿元，逾50家投资机构参与。投资机构可概括为互联网大厂、VC机构、国资基金等。在招股书中，君联资本、美团、启明创投三家机构被列为“资深独立投资者”。

按背景划分，智谱的投资机构有以下几类：一是互联网大厂及产业资本，如美团(天津三快)、蚂蚁集团(上海云璇/上海飞璇)、腾讯投资、北京顺航(雷军系)等。

二是VC/PE机构，如君联资本(君联道相、君联锦帆、社保中关村创新基金)、启明创投(启明融乾、启明融凯)、今日资本、达晨财智资本、华控基金、中科创星等。

三是国资或政府引导基金，如武清国资、海淀国资、珠海国资、浦东国资、北京国资旗下人工智能基金、大兴产业基金、成都国资等。

此外，还有中东资本——沙特阿拉伯国家石油公司(简称“沙特阿美”)旗下Prosperity7。

按照智谱IPO发行价116.20港元粗略估算，智谱IPO市值预计超116.20亿港元，与公司最后一轮投后估值244亿元人民币相比，涨幅接近90%。

若以“筹码大小”定义赢家，部分股东的浮盈具有想象空间。君联资本目前共计持有智谱2710.91万股，对应IPO账面市值约31.50亿港元；美团持有1721.73万股，对应IPO账面市值约20亿港元；蚂蚁集团持有1608.47万股，对应IPO账面市值约18.69亿港元；今日资本持有1134.99万股，对应IPO账面市值约13.19亿港元；启明创投持有1001.89万股，对应IPO账面市值约11.64亿港元。

当然，不同股东的入局时间和成本不同，对回报金额和倍数均有较大影响。从入局时间来看，中科创星、达晨财智、君联资本、启明创投等头部VC是在比较早期投资智谱的机构。

国资险资加码

在港股IPO里，基石投资者往往是发行定价的“压舱石”。智谱招股书披露，本次基石投资者合计按发售价认购约29.84亿港元，对应约2568.16万股，约占全球发售股份的68.63%(假设超额配股权未行使)。这一比例不低，也意味着相当一部分筹码在智谱公开发售前就被长线资金抢先锁定。

从构成看，智谱IPO基石投资阵容并非单一资金来源，而是呈现出国资、险资、公募资管、对冲基金、产业资本等多元化的资金结构。具体包括：北京国资旗下JSC International Investment Fund SPC、泰康人寿、广发基金、高毅资产、进益资本、WT Asset Management、3W Fund、雾松资本、凌云光等机构。

其中，机器视觉公司凌云光为科创板上市公司，也是智谱的客户之一。本次参与智谱IPO基石投资的凌云光技术国际有限公司为凌云光的全资附属公司。

此外，参与本次IPO基石投资的进益资本相关基金的资金来自清华大学教育基金会。