

私募募集入口“设卡”

加速行业优胜劣汰

□本报记者 王宇露

9月4日,证监会就《私募投资基金募集监督管理办法(征求意见稿)》公开征求意见,旨在贯彻落实《私募投资基金监督管理条例》,规范私募投资基金募集业务活动,保护投资者以及相关当事人合法权益。

业内人士认为,新规通过卡住“募资”这个入口,从行业源头切实提高合规意识,加强投资者保护。短期来看,机构募资难度或将提升,但长期有助于加速行业优胜劣汰,推动私募回归“私”募本质,告别野蛮生长,引导行业向合规化、高质量发展转型。

把合适的产品卖给合适的人

新规提高合格投资者标准,就个人投资者而言,需具有二年以上投资经历,同时家庭金融资产不低于500万元,或者家庭金融资产不低于300万元,或者近三年本人年均收入不低于50万元等硬指标,且首期实缴不低于100万元。

星石投资表示,这意味着未来私募募集层面的“去散户化”,真正回归面向高净值人群的“私”募本质,通过抬高门槛,做实投资者保护。

上海市锦天城律师事务所律师高级合伙人许瀚表示,《募集办法》中关于个人合格投资者的标准,既有宽松之处,比如新增家庭金融资产作为衡量个人合格投资者的标准之一,将特定机构的高管直接纳入合格投资者范围;也有趋严的内容,比如对私募管理人普通员工跟投要求是特定岗位,且家庭金融资产不低于100万元。适当性方面总体趋严,如第5条、第6条规定“可以认定为合格投资者”的,均被要求应“具备相应风险识别能力和风险承受能力”。

在抬高门槛的同时,《募集办法》也进一步加强了对自然人投资者的保护力度。许瀚表示,比如第7条增加了对风险较大的投资标的,如不动

产项目公司股权、单一标的、境外投资、场外衍生品等,制定了更高的自然人投资者标准,客观上加强了对投资者的保护。

一家百亿级私募的市场总监表示,合格投资者门槛提升,短期看,会使得私募管理人募资难度加大,但长期逻辑是“把合适的产品卖给合适的人”,长期看有利于降低纠纷、提升行业公信力。对真正有实力的管理人来说,客户质量提高反而是好事。

在格上基金研究员蒋睿看来,《募集办法》聚焦合格投资者认定与募集环节,贯穿“卖者尽责、买者自负”原则,加速私募基金“1+N+X”规则体系建设,补齐私募行业2026合规大年拼图。该办法严打拼单、代持、伪造资产等乱象,以专用账户、外部监督、内控及穿透追责构建资金安全框架,抬高合规门槛,推动行业规范与分化。

厘清私募基金募集红线

《募集办法》明确募集方式,私募基金管理人应当自行募集资金或者委托具有基金销售业务资格的机构募集资金,严禁通过其他机构或者个人募集资金。同时,《募集办法》细化《私募投资基金监督管理条例》关于私募基金管理人、私募基金销售机构及其从业人员在募集过程中的禁止行为,严禁开展任何形式的保本保收益、诱导性宣传、虚假宣传等违法行为。《募集办法》明确资金募集过程和监管要求,并针对每一环节作出规范。

许瀚分析,《募集办法》提出多项“明确”。例如,第15条明确了私募募集行为“八不得”;第16条明确了私募可公开宣传的内容边界;第17条要求私募管理人和销售机构明确投资者风险评估频次及有效期管理;第33条明确私募销售机构不得擅自变更私募管理人的募集文件等。

星石投资表示,《募集办法》封堵过去依赖

AI算力硬件现涨价潮

基金经理:利润分配天平短期或偏上游

□本报记者 郝健

近期,从覆铜板、MLCC到模拟芯片,电子制造产业链密集涨价。部分基金经理认为,本轮涨价由AI服务器建设带来的需求结构变化驱动,高端产能紧缺与供给弹性有限共同推高上游价格。当前AI产业链呈现明显上下游利润分化格局,上游硬件企业利润持续兑现,下游应用端却陷入盈利困境。

涨价函密集落地

近期,电子制造链条多环节密集调价。覆铜板环节,南亚塑胶上调CCL及半固化片价格;建滔积层板下发年内第七份涨价函;受铜箔、玻璃纤维成本上涨影响,松下上调部分产品价格,最高涨幅达30%。在被动元件领域,太阳诱电9月再度上调MLCC价格,三星电机于8月将MLCC出货价上调30%。在模拟芯片环节,市场渠道流出德州仪器年内第三轮涨价预告函,亚德诺下发通知即将开启年内第二轮涨价。

原材料成本上涨是直接推手,而需求端成为更深层的原因。针对本轮涨价潮,鹏扬基金的基金经理章宏帆表示,涨价潮由AI服务器建设带来的需求结构变化向整条供应链传导。他认为,涨价扩散主要有三层原因:AI设备总量增长带来材料需求增量;单台设备材料规格升级提升单位价值量;高端产能被优先分配后,普通产品供给相对收缩。同时,新增产能需经历设备投入、客户认证与良率爬坡,短期供给弹性有限。宝盈基金的基金经理倪也表示,随着算力需求不断提升,AI服务器向更高功耗、更高带宽、更复杂互联的方向演进,对材料、设备和元器件提出了更高要求。未来或许会看到从芯片、元器件、材料到设备制造的AI算力全链条价值重估。AI服务器对高频高速、低损耗、高功率密度材料的需求增加,正在改变电子制造业的供需

结构。财通基金的基金经理金梓才表示,随着AI产业的基本盘越来越大,显著拉动了各个环节的增长斜率,进而导致各个上游环节出现了涨价弹性。

上下游利润分化

金信基金的基金经理孔学兵观察到,AI产业链似乎正在经历一场结构性分化,上游计算和存储资源价格因供给刚性约束持续通胀,下游Token(词元)消费价格因大模型能力提高与市场竞争加剧而持续承压。

从最新财报看,上游环节正在兑现利润。海力士、三星电子、美光科技营收均大幅增长。国内DRAM龙头长鑫科技上半年营收同样靓丽。在覆铜板环节,巨头公司生益科技、建滔、南亚新材上半年营收增长势头引人注目。

与此同时,下游应用端面临着“规模不经济”困境。近期,数据服务商Silicon Data发布的大语言模型Token支出指数首次跌破每百万Token/1美元关口,报0.97美元,创该指数推出以来的最低纪录。

东兴基金权益投资部认为,AI应用层面商业模式尚不清晰,用户付费意愿不足,企业端投入产出比缺乏保障,C端产品易陷入免费竞争,行业整体盈利路径尚未明朗。

对于上游持续涨价是否开始阻碍下游应用商业化,章宏帆认为,上游涨价已对下游构成一定门槛,但尚未普遍阻断应用商业化。受影响最大的是低客单价、低频使用、长上下文和大量重复调用的应用,它们难以将算力成本转嫁给用户。下游的应对手段包括使用更小更便宜的模型、模型路由与缓存、限制免费额度、优先发展能直接节省人工或提高转化率的垂直场景。算力涨价会淘汰一批缺乏商业闭环的应用,但也会推动行业从“模型展示”转向对单位经济性和真实ROI(投资回报率)的考量。

“保本保收益”话术、借道第三方违规代销的“捷径”,募集流程中强制性的“双录”留痕和严格的适当性管理,将促使私募基金从“短期博弈”转向“长期配置”。

蒋睿表示,《募集办法》落实后,管理人及销售机构将严格执行特定对象确认、适当性评估、风险揭示、录音录像等全流程留痕安排,规范招募说明书、风险揭示书、投资者承诺书等募集文件,并强化资金安全与内控,按要求开立并使用募集结算专用账户,配合监督机构监督,加强合规风控、财务管理等内控制度建设。

从规模扩张转向高质量发展

前述百亿级私募市场总监表示,从《募集办法》的内容可以看到未来私募行业将会出现新的变化,行业有望从规模扩张转向高质量发展,从获客驱动转向服务驱动,从销售导向转向投资者陪伴导向,这将会促进私募行业销售、市场考核体系以及人员管理模式的积极变化。

许瀚认为,《募集办法》后续正式出台,对厘清私募基金募集红线,进一步促进私募基金募集行为的规范化,体现不同投资风险的差异化意义重大。同时,通过加大对募集行为违法违规行为的惩处,也将进一步加强对私募基金投资者保护力度。

星石投资表示,《募集办法》通过卡住“募资”这个入口,从行业源头树立合规意识。新规精准打击“通道”“自融”等乱象,将直接加速行业的优胜劣汰和生态重塑。短期看,部分不合规的中小机构和风险项目面临募资难,但长期看,合规经营的头部管理人将获得资金青睐,市场资源将向真正的价值发现者集中。总体而言,此次征求意见稿释放了明确的信号:私募基金告别“野蛮生长”,监管正在引导长期资本、耐心资本有序进入,为行业未来的“健康扩容”铺平道路。

睿远基金的基金经理赵枫认为,随着应用发展,产业内价值分配必然在上游硬件与下游应用之间发生变化,应用价值占比将逐步提升。

利润格局或改变

上游的景气度,还能持续多久?资金流向提供了直观的信号。只是,信号本身也充满了矛盾。上周,跟踪上证科创板芯片指数的相关ETF净流入26.76亿元,跟踪科创板半导体材料设备指数的相关ETF净流入12.9亿元;拉长到月度,7月跟踪上证科创板芯片指数和科创半导体材料设备指数的ETF分别净流入153.87亿元和431.47亿元,8月前者净流出15.32亿元,后者净流入5.74亿元。

主动基金层面的操作同样呈现分歧。张海啸管理的永赢先锋半导体智选三季度以来增持兆易创新近30万股,同时减持君正股份、江波龙、佰维存储;祁禾管理的易方达高端制造和张明昕管理的华商均衡成长均加仓三环集团,金梓才管理的财通成长优选则减仓三环集团。

对于后市,章宏帆表示,当前利润向AI产业链上游集中的格局短期仍将维持,高端硬件瓶颈尚未完全缓解。随着供给释放和硬件标准化,利润率大概率会从极端水平回落,但不会平均分配给所有环节。真正能够留住利润的,仍是稀缺设备、关键材料、平台人口和高黏性应用。

章宏帆认为,目前AI产业链大致处于“高景气已被确认、长期空间仍在定价、部分环节开始进入业绩验证”的阶段。市场已经不再只交易AI需求预期,而是开始关注订单兑现、产能利用率、现金流和利润率。

赵枫表示,未来算力需求仍将保持较快增长,但增速受制于人机协作程度与 workflow 改造进度。硬件效率提升与软件工程优化正在推低单位算力成本,供需关系可能从全产业链紧缺步入不同环节分化阶段,AI产业链利润分配将在不同环节和上下游之间发生结构性变化。

上海少数派投资周良:超额来自多数人的误区

□本报记者 王辉

在私募行业,成立超过10年、管理规模长期站稳50亿元以上、且完成“主观+量化”融合转型的机构屈指可数。上海少数派投资管理有限公司是其中之一。创始人周良1991年入市,有30余年的证券投资生涯。2013年创立少数派投资以来,公司从一条股票产品线起步,逐步迭代出覆盖不同风险等级的七条产品线矩阵,底层逻辑始终锁定的判断是:超额收益来自多数人的误区。

从“好公司”到“好投资”

周良对经典投资理论的反思,始于一个朴素的疑问:当你发现一家好公司时,难道别人不知道吗?

在他看来,传统投资分析建立在“理性经济人”的假设之上,但真实市场远非如此。过度自信无处不在——每一笔成交背后,买卖双方都认为自己的判断更为高明;羊群效应让高点人声鼎沸,低点无人问津;近因效应则使投资者过度放大近期事件的影响,忽视长期规律。

周良将少数派投资的理念归纳为:超额收益来自多数人的误区。这一理念并非抽象口号。早年市场普遍质疑银行股资产质量、认为其不良率的“水分”较大时,少数派投资通过深入研究,发现事实并非如此,于是逆势重仓。当时市场对银行股的定价,正是多数人认知偏差的体现。这种逆向选择的背后,是少数派投资一以贯之的行为金融学逻辑。

三条路径融合主观与量化

2018年起,周良感受到量化技术对投资方法的深刻改变。他将主观分析视为演绎法,量化视为归纳法,二者各有优劣。少数派投资的策略迭代,围绕三个结合点展开。

第一个结合点是主观逻辑的量化检验。过去积累的主观投资逻辑,要通过多因子模型的历史实证来验证真伪。周良直言,主观逻辑中有许多似是而非的东西,需要用量化方法来伪存真。

第二个结合点是量化初筛与主观精选。当前全市场5500余家上市公司中,仍有很多公司没有机构研究覆盖,仅靠主观研究无法实现全覆盖。少数派投资用量化模型做全市场初筛,再对筛选出的一两家公司进行深入的主观研究。

第三个结合点是主观选时选风格、量化选股。牛熊转换、风格切换是数年一遇的低频事件,每次的驱动因素各不相同,历史数据难以归纳出规律,更适合主观判断。高频重复的选股环节,则交给多因子模型。周良坦承主观判断的把握“大概六七成”,但即便这样也值得去做。

七条产品线背后的判断

产品线的扩张,源于周良对资管行业本质的重新认识。少数派投资成立后的前些年只做一条股票产品线,后来逐渐意识到,真正愿意投资股票型产品的客户只占少数,多数人的需求是稳健型配置。

目前少数派投资形成了七条产品线,覆盖从高到低的不同风险等级,包括小微盘、主动风格、景气成长、传统股票策略、红利价值、年年宝和天天宝。其中,传统股票策略由周良亲自管理,当前为大盘股、成长股与小微盘股的组合配置。年年宝作为混合对冲策略,通过中证1000期指和期权对冲部分市场波动,目标是在控制回撤的基础上实现年度正收益。天天宝则以北交所打新为策略,定位为类现金管理工具,运行以来净值波动极低。

谈及当前和未来的A股市场,周良认为,低利率环境下,沪深300指数的分红收益率已超过10年期国债收益率,股票的投资价值凸显;房地产财富效应弱化后,股市可能成为新的财富承载渠道;居民超额储蓄规模庞大,一旦赚钱效应出现,资金会快速进入。