

■ “解读公募规则系统性升级”系列报道

从“冲首发”到“稳持营” 基金生存阈值迎深刻重塑

● 本报记者 王鹤静

近日,证监会发布《公开募集证券投资基金运作管理办法（征求意见稿）》,对于公募基金成立与退出机制做出了重大调整。

发行端来看,非固收类基金的成立要求由募集份额总额不少于2亿份、募集金额不少于2亿元,降低至募集份额总额不少于5000万份、募集金额不少于5000万元。退出端来看,基金资产净值或者基金份额持有人数量连续60个工作日不满足基金成立时要求的,如果拟持续运作,基金管理人应当承担基金运作固定费用;基金管理人应当在基金合同中明确约定基金资产净值连续低于一定规模的,基金合同终止;发起式基金在基金合同生效3年后继续存续的,与普通基金保持一致。此外,召开基金份额持有人大会的情形进一步聚焦投资目标、范围、策略、运作方式等重大变更。

“此次《运作办法》的推出可以说是公募市场成熟的表现,通过进一步的制度松绑,让基金公司、基金产品能够真正回归市场。”某中型公募机构董事长对中国证券报记者表示。在业内看来,公募基金行业从规模导向转到质量导向成为大势所趋。

减少顺周期发行路径依赖

2亿元的基金成立门槛,一直是基金公司布局产品绕不开的底层约束,尤其当市场行情不利、市场风险偏好较弱时,即便基金公司判断当前市场具备中长期配置价值,新产品也很难落地。

甚至为达到新发基金的募集要求,基金公司会寻求“帮忙资金”保成立,这已经成为公募基金行业的共识和默认操作。然而,寻求“帮忙资金”的后果是产品成立后即面临大额赎回,不仅影响后续产品的投资运作,带来较大的冲击和波动,更是背离了真实的客户需求。

华泰柏瑞基金表示,在原有2亿元的成立门槛要求下,基金产品布局需要同时平衡内部投研观点、渠道档期、市场热度等多重因素,从产品立项、上报审批、渠道排期到最终发行成立普遍存在4-6个月的时间滞后。由于基金公司受较高成立规模约束的影响,发行需要迎合当期市场热点、依赖渠道力量,客观上容易形成顺周期发行的路径依赖。

“当权益基金、FOF等非固收产品立项不再受到2亿元门槛的影响,基金公司可以更多从投资价值、客户真实需求出发来规划产品布局,让有长期价值的产品在市场低位也能发得出来,同时消除帮忙资金保成立的需求基础。”某大中型基金公司产品部负责人张骏(化名)在接受中国证券报记者采访时表示。

张骏进一步举例,比如过去很多具备长期价值而容量偏小的细分策略、行业主题产品、多资产FOF等受制于2亿元的成立门槛难以落地,后续基金公司可以尝试开发策略更聚焦、容量可控的精品。此外,部分养老FOF产品早期募集规模不是很大,但这类产品需要长期培育,募集要求降低有利于养老产品线的持续完善。

基金成立门槛降低,叠加对逆周期布局的明确要求,在中银基金看来,基金公司



编者按

证监会近日就《公开募集证券投资基金运作管理办法（征求意见稿）》及配套规则公开征求意见,这也是现行《运作办法》2014年以来首次予以完善修订。本报特推出“解读公募规则系统性升级”系列报道,从规范公募基金投资运作、支持权益类基金发展、提高公募基金运作灵活度等角度,探讨《运作办法》修订将如何重塑公募基金高质量发展新业态,推动行业回归“受人之托、代客理财”的本源,切实提升投资者获得感。

视觉中国图片

可以在市场相对低位、长期价值显现时,以低成本“播种”。同时,基金公司探索差异化发展的“试错”成本将下降,细分赛道、策略创新型产品可以“小而真”先跑通、再扩容,公募行业的产品供给有望从同质化竞争转向差异化、精品化竞争。

然而基金成立的募集门槛降低,并不意味着基金产品将大举扩张。

此次《运作办法》还出台了相关的配套条款,以进一步压实细则,包括基金管理人使基金的投资组合比例符合基金合同的有关约定期限由6个月缩短至3个月、开放式基金的基金合同约定基金管理人自基金合同生效之日起不办理赎回的期限不得超过3个月、开放式基金不得出现接受某一投资者认购或者申购申请后导致其份额占基金总份额的比例超过50%等。

“封闭期到了能不能开放取决于建仓情况,以往那种封闭期不建仓或者低仓位等开放时再让帮忙资金迅速撤离的模式将难以维系,短期冲量、帮忙资金的风险会更大。综合来看,虽然发起端便宜了,但存续端贵了,基金公司在产品布局上的考量会更为规模而发转向为策略而发。募集期、封闭期、建仓期三个3个月如何衔接,这些较大影响条款的落地口径有待进一步确定。”张骏表示。

从“制度性到期”到“经济性筛选”

不仅是调整基金成立的这一“入口”要求,此次《运作办法》对迷你基金退出这一“出口”要求也做了进一步调整。

迷你基金一直是公募行业的顽疾所在,按照《运作办法》对于基金成立门槛的要求,Wind数据显示,截至6月末,债券型基金、货币市场型基金中规模不足2亿元的产品多达800余只,其余类型基金中规模不足5000万元的产品多达1500余只。

在业内看来,完善迷你基金的退出机制,将进一步倒逼公募基金行业加速产品的优胜劣汰,产品的存续逻辑也从“制度性到期”变成了“经济性筛选”。

华泰柏瑞基金表示,由于迷你基金的固定运营成本压实由基金公司承担,多只迷你基金累积形成的成本压力将促使基金公司在产品立项时更加审慎评估策略的生命力,并且主动清盘长期缺乏市场需求的产品,这有助于避免产品数量无序膨胀、推动产品结构优化。

“基金公司需要对存量产品建立常态化的评估机制——对于那些策略失效、持有人较少、没有持续运作价值的,可以主动清盘、合并,加快劣质产品的出清;对于那些策略有特色、持有人稳定、长期有价值的体量产品,可以在评估后承担固定费用以继续运作,保留策略供给,可以减少不必要的清盘扰动。尤其发起式基金成立满三年后成为清盘的重灾区,以后更多是看基金公司是否愿意自己掏钱‘养产品’,其实给产品提供了更长的培育周期,鼓励基金公司敢于长期布局。”张骏对中国证券报记者表示。

在严守投资者知情权与核心权益的前提下,摩根资产管理(中国)认为,监管的一系列调整显著提升了迷你基金运作灵活性与调整效率,建立了更科学的尾部产品处置机制,这些举措有助于引导基金公司在产品发行、持续管理阶段更加审慎。

并且,随着产品结构的进一步优化,天相投顾基金评价中心认为,资金有望更多流向投资策略清晰、管理能力突出、长期业绩稳定的基金产品,推动公募基金行业更好发挥长期财富管理的功能。

从规模导向转到质量导向

在基金产品“进出”规则的一放一收之间,《运作办法》成为落实推动公募基

金行业从规模导向转向高质量发展的关键棋子。

基金产品生存阈值规则的完善,不仅缓解了基金销售端迫于压力导致的动作变形,同时也倒逼基金销售端与投资端共同围绕客户长期资产配置需求,建立全生命周期的配置体系。

“当渠道不必为了保成立而引入短期资金,销售端可以更加理性向合适的投资者推介产品,投研团队也可以更早期地介入到产品定位、投资者适当性评估环节中,基金销售的重心将从一次性的首发营销延伸到持续营销、投资者陪伴、定投服务、持长期沟通等方面,投资和销售的协作模式将从新发短期项目制逐步转向长期客户经营制。”张骏说。

“综合来看,可谓‘入口放宽、过程管严、出口顺畅’。”华南某基金公司市场部人士在接受中国证券报记者采访时表示,这套政策组合拳改变的是基金产品生存阈值的定价方式,过去是靠发行时点一次性“定生死”,未来则是靠长期运作能力持续“付费续命”,明确从规模导向转到质量导向。

天相投顾基金评价中心认为,未来基金产品的竞争将更加回归投资能力本身,基金管理人需要围绕自身投研优势和投资者长期需求打造差异化产品。

面对市场需求端天然的顺周期特性,叠加渠道营销激励机制、投资者认知等多重因素,“好发不好做、好做不好发”仍是公募基金行业难以根治的问题,在《运作办法》这一重要制度抓手的基础上,业内人士普遍认为,未来还需要克服渠道考核与代销中收入仍与保有量和首发规模挂钩、个人投资者申赎决策仍以情绪驱动为主、中小基金公司受到固定成本和尾随佣金双重挤压等阻力。总而言之,公募生态承担着“受人之托、代客理财”的重要责任,根本改善仍需各方持续共同努力。

风格快速切换 行业竞争加剧

公募量化站在策略迭代岔路口

● 本报记者 魏昭宇

2026年的A股市场,无疑是对公募量化策略有效性的压力测试。上半年,以AI为代表的科技成长风格一枝独秀,市场进入罕见的极致抱团行情;三季度以来,随着科技股抱团的快速解体与市场的剧烈震荡,公募量化产品经历了从“超额削薄”到“业绩修复”的转折。

在风格快速切换与行业竞争加剧的双重挤压下,公募量化正站在策略迭代的十字路口。面对超额收益波动加剧、策略趋同导致的“内卷”困境,如何通过风险管理与模型升级,在捕捉收益的同时剥离风格暴露带来的扰动,成为摆在每一位量化基金经理面前的核心课题。近期,中国证券报记者深度调研了多家公募量化团队,试图还原这场市场变局下的策略进化图谱,探寻公募量化穿越风格周期、回归超额本源的破局之道。

策略体系不断迭代

今年的极致科技行情对公募量化人来说是一场较大的考验。从4月到6月,科技行情几乎呈现一枝独秀的局面,而后迅速震荡。基于此,不少量化基金经理有了更多思考,同时在投资策略方面有了不少动作。

中信保诚沪深300指增的基金经理姜鹏向中国证券报记者坦言:“经历今年的行情后,重要的感受还是要尊重常识,从长期有效的逻辑逻辑出发,做好风险管理,即使市场出现阶段性的非理性,最终也会回归常识,从量化角度看,挖掘长期有效的因子和交易逻辑,避免因市场波段而过度追求短期的热点因子,长期来看可能是正确的思路,后续再进行研究和迭代策略时,也会兼顾中高频交易因子和长期基本面因子的均衡,避免集中于某一种风格。”

为了应对波动较大的权益市场,博道基金量化团队向中国证券报记者透露,今年7月,团队在风控方面进行了一次较为重要的升级迭代。“从2026年7月起,我们团队启用了动态风控模型,实时检测当前市场波动较大的风格因子并动态收紧风控,增强市场巨幅波动下的抗回撒能力。”据了解,这是自2025年以来该量化团队的第三次重要迭代。

中欧基金则表示,三季度以来量化投研团队在两大方面进行策略升级。一是丰富阿尔法来源。持续拓展和引入更多低相关性的选股信号,推动“三元低相关”策略的深度融合与协同应用,从而降低单一阿尔法来源在极端市场环境下的出现阶段性承压的风险,提升收益来源的多元化水平,增强整体策略的稳健性。二是提升极端环境适应能力。针对市场拥挤、风格反转以及极端波动等状态,持续推进模型优化,增强模型在极端环境下的适应能力与表现稳定性。

超额收益逐渐恢复

尽管上半年的极致行情让不少量化基金经理直呼“难受”,但三季度以来,不少公募量化产品的超额收益似乎正在逐步回暖。

开源证券的研报表示,三季度公募量化300/500/1000增强产品超额收益分别为3.5%、4.4%、3.5%,私募量化300/500/1000增强产品超额收益分别为4.6%、9.6%、10.1%,公募指增和私募指增产品超额均大幅反弹。

分析这一情况的背后原因,姜鹏认为,最近随着科技股抱团的解体,市场拥挤度下降,阿尔法宽度有所增加,有效的中低频基本面因子数量增加,尤其前期表现一般的红利低波类因子大幅修复,以中低频策略为主的公募量化整体表现较好。

还有业内人士表示,近期公募量化超额反弹,是市场环境、策略特性、投研迭代多重因素共振的结果。第一,市场个股分化抬升,板块轮动趋于均衡,个股定价偏差增多,多因子分散选股的模型或更容易捕捉超额机会。第二,市场成交活跃度回升,流动性改善,量化信号或更容易落地,冲击成本有所回落。第三,公募机构持续优化模型与风控体系,借助AI工具提升因子挖掘效率,有望在风格修复阶段兑现收益。

提升稳定性是较大挑战

但拉长时间来看,不少公募量化产品今年的整体超额依然受到了市场风格快速切换的较大影响。

谈及这一现象,天相投顾基金评价中心的研究人员分析,大概率是因为新产品发行放缓,加上近两年指增产品扎堆、竞争加剧,超额被摊薄。另外,从观察的数据上看,以私募沪深300指增为例,部分产品在2026年6月底至7月净值大幅回撤,或因其在某类风格或行业暴露过度,导致超额收益剧烈波动。

在姜鹏看来,2026年市场风格极为极致,收益更多受到贝塔因素的影响,阿尔法获取空间被压缩,今年的主要挑战是波动率的控制,即如何在获取超额收益基础上控制跟踪误差和回撤,避免超额大起大落,这种极端波动的行情容易使超额表现得像是Smart Beta,承担的风险过大,如何提高稳定性是比较大的挑战。

面对这一挑战,路博迈基金量化团队有不少心得。路博迈基金基金经理韩羽辰向中国证券报记者表示,2025年7、8月AI行情中,市场结构分化程度较大,经历几轮冲击后,2025年9月团队做出关键调整:全面严控风格暴露,专注纯粹的选股阿尔法。“风格暴露虽能增厚收益,但波动过大且极端行情频发,仅靠阿尔法已足以支撑产品表现与持有体验。”他表示,2025年的调整效果在2026年得到验证:5、6月AI板块出现极端分化,团队旗下产品未现大幅回撤;7、8月市场高低切换、风格趋于均衡,组合整体表现不俗。

天相投顾基金评价中心的研究人员亦表示:“从我们观察的数据看,部分在行业或风格暴露上控制较好的产品,超额曲线仍保持原有斜率,没出现明显衰减或大幅波动,说明其策略能较有效地捕捉个股阿尔法。未来量化团队或可更聚焦个股阿尔法挖掘,而不是依赖行业轮动或风格择时。”

展望未来,姜鹏表示,中信保诚基金量化团队的规划是从长期有效的逻辑逻辑出发,做好风险管理。具体而言,后续除了继续深入研究机器学习方面的应用,也会重新梳理并且深入整理基本面方面的研究,探索AI等技术 with 基本面研究的结合,同时探索行业轮动、ETF及衍生品等策略在量化选股和指增方面的应用,为后续可能的市场交易模式以及监管政策的潜在变化做准备。

谈及公募量化领域的发展机遇,有业内人士表示,首先,AI大模型将大幅提升另类数据挖掘、因子筛选的效率,打开新阿尔法来源;其次,A股市场广度持续拓展,北交所、细分产业等数据不断丰富,将带来更多差异化选股信号;第三,机构资金配置需求提升,将量化作为分散组合波动的配置工具,会进一步带来长线资金。

华夏基金顾鑫峰：

北交所产品迎来低位逆向布局窗口

● 本报记者 张舒琳

今年以来,北证50指数从高位回落,估值持续消化。与此同时,北交所的资金生态更加健康,存量指数基金及北交所主题基金稳固流动性“基本盘”的同时,公司回购规模明显增长,政策红利也从预期走向逐步落地。在华夏基金的基金经理顾鑫峰看来,北交所市场经历充分调整后,风险与机会的天平正在发生倾斜,当下时点发行北交所主题基金处于相对市场低位,适合寻找估值、政策与增量资金共振下的中长期机会。

当前位置风险小于机遇

2022年,北证50指数从1000点出发,如今又回到1000点附近,期间经历了大幅波动。近期,首批北交所3个月持有期基金开启“逆向持有”。10月12日,华夏北交所优选3个月持有期混合型基金正式发售,由具有丰富北交所投资经验的顾鑫峰担任基金经理。

“发产品的时机很重要,当前位置,我认为风险是小于机遇的。”顾鑫峰表示,首先从指数位置来看,北证50从高位时的1600点以上重新回到1000点附近,这意味着基金发行所面对的估值风险已经得到

了释放。截至2026年7月24日,北证A股市盈率(TTM)为30.92倍,较2025年高点已经明显回落,这一数值显著低于创业板和科创板的估值水平。

相比于单纯比较指数估值,顾鑫峰更关注上市公司自身的行为。“一个公司如果跌到自己都在不断回购,那么它很可能真的被低估了。”顾鑫峰表示,今年以来,北交所上市公司的回购行为明显升温,截至7月24日,已有45家公司披露股份回购预案,合计回购金额10.54亿元,较2025年全年增长696.68%。

除了回购以外,政策与资金生态也在发生变化。2026年是北交所开市五周年,融资、交易和资金端的改革措施持续推进。截至10月上旬,跟踪北证50指数的基金已达成48只,规模达到145亿元。在顾鑫峰看来,这意味着越来越多活水进入北交所,形成了沉淀资金。“一个市场要想发展得好,沉淀资金要越多越好。指数基金等长期资金进入后,需要持续维持较高仓位,这部分资金的沉淀会减少市场上的可交易筹码。”顾鑫峰表示。

三个月持有期是更优解

低估值并不意味着低风险,北交所最

大的特点之一就是高弹性,而高弹性必然伴随着高波动。由于北交所股票实行30%的涨跌幅限制,且小市值成长股占比比较高,在流动性改善、成长风格占优时,市场容易出现较强的上弹弹性;市场调整时,个股同样可能出现大幅波动。当北交所股票出现持续大幅下跌时,个人投资者可能较难承受这种波动,而公募基金可以通过择股、择时和组合管理降低单个股波动对投资者体验的影响。

此次发行的新产品设置为三个月持有期,顾鑫峰认为,相比于此前存量产品两年定开的设计,三个月持有期是一个更优解。他表示,两年定开模式虽然能够在一定程度上稳定基金规模,但对于个人投资者而言,较长的封闭期限也会提高资金配置的门槛。三个月持有期则在两者之间寻找平衡,一方面保留一定的持有纪律,避免投资者因短期市场波动频繁申赎;另一方面又显著缩短资金锁定时间,将提高产品的流动性。

此外,两年定开的设计在遇到开放申赎的节点时,往往面临大量集中赎回,为了应对赎回,基金经理需要提前几个月降仓位,反而对管理产品的冲击很大。而三个月持有期的申赎是分散的,以个人投资者为主。并且,产品控制规模上限,并分散