

■ “解读公募规则系统性升级”系列报道

# 丰富底层投资工具 公募配置盘蓄势待发

公募基金多资产配置的热潮愈发旺盛。近日,证监会就《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。其中,多项围绕基金投资范围的松绑条款引发行业关注,如非FOF产品投资其他基金的比例上限拟从10%上调至30%、允许FOF投资ETF联接基金等。此外,FOF成立门槛拟降至5000万元。

在业内人士看来,这是一组为资产配置型产品“量身定制”的松绑条款,将进一步拓宽相关产品的策略空间,提升基金组合的配置效率。未来,公募基金将更加强调多资产组合管理能力,而天然具有资产配置属性的FOF和“固收+”产品将是各家公募机构竞争的重要方向。

● 本报记者 张舒琳

从征求意见稿来看,本就站在风口上的FOF更受到市场关注。对FOF投资而言,允许配置ETF联接基金是一个“小而关键”的修补。过去,由于ETF联接基金底层主要投向目标ETF,为了避免出现“FOF—联接基金—ETF”的多层嵌套,FOF无法配置ETF联接基金。此次放开,恰好击中了一线投资的痛点。一位FOF基金经理向中国证券报记者表示,目前FOF老产品可投的海外工具较少,主要是互认基金和ODII类基金,而场外

ODII产品因额度原因普遍限购,可投的主要是ETF,但ETF又普遍处于大幅溢价状态。“如果是新发基金或者增量资金去买高溢价的ETF不合适,而ETF联接基金没有溢价的问题,在阶段性额度释放的情况下就适合FOF做申购。”该FOF基金经理同时建议,若互联互通ETF等也能纳入老产品可投范围,工具箱将进一步丰富。

此外,此次修订允许股指期货、国债期货合约价值轧差后计入相应资产类别,衍

生品工具的松绑也为多资产产品提供了更丰富的运作空间。景顺长城基金表示,此次修订为产品创新拓宽了空间,提升非FOF基金投资其他基金的比例上限、允许FOF投资ETF联接基金,有助于提升公募基金资产配置效率,更好满足养老金、保险资金和居民长期理财的多元需求。此外,在投资范围和比例方面,允许股指期货、国债期货合约价值轧差后计入相应资产类别,为基金运用衍生品工具进行风险管理和丰富投

资策略提供了制度依据。

除了投资工具的放宽之外,FOF的入场门槛也在降低。征求意见稿将FOF等产品的一般成立门槛降至5000万元,这一下调对于FOF领域的意义不容小觑。过去,FOF往往重首发、轻持营,2亿元的成立门槛意味着FOF新品的发行成本和失败风险较高,中小公募机构布局FOF态度谨慎。门槛降至5000万元后,产品供给侧的活力有望明显释放,持营的重要性也进一步提升。

此次修订最受关注的条款之一,是将非FOF基金投资其他基金的比例上限由基金资产净值的10%提高至30%。此前,普通公募基金投资其他非货币基金受到较为严格的比例约束,基金经理通过ETF等产品进行资产配置的空间有限。国联安基金认为,此次修订放宽了基金互投相关规则,拓展了ETF作为底层配置工具的应用场景。规则优化后,“固收+”等多资产策略产品能够更加充分地借助ETF工具开展资产配置,完善FOF大类资产配置的工具链条,进一步提升指数工具在组合投资中的运用效率。

目前,除了FOF以外的主动管理型公募基金,持有ETF的比例相对较低。根据中金公司统计的数据,截至2026年上半年末,混合型基金、债券型基金持仓ETF比例均不足0.1%;而同期公募FOF的ETF持仓仓

位比例已达15%,其中债券ETF占ETF持仓的45%左右,股票ETF占33%。将比例上限从10%拓展到30%,有望使行业主题ETF、债券ETF等品类获得机构配置盘增量。中信证券表示,相关调整有助于丰富公募基金底层投资工具,提升组合构建和资产配置的灵活性。特别是对于“固收+”等多资产策略产品而言,基金管理人可更多通过股票ETF等工具获取权益市场敞口,在降低个股选择及交易管理成本的同时,提高权益仓位调整效率,进一步丰富收益来源。

事实上,近年来,无论是发行端还是需求端,公募基金行业一线对“固收+”基金的直接感受都较为火热。在存款利率持续下行、居民存款搬家提速的背景下,“固收+”基金今年迎来规模大爆发。Wind数据显示,截至2026年二季度末,全

基额度。

对此,申万宏源研究认为,这为基金投资REITs在制度设计层面提供了支撑,有望提升“固收+”、混合型基金配置REITs的灵活性,公募端需求空间或逐步打开。潜在增量资金的规模颇为可观,截至2026年一季度末,披露持有公募REITs的公募FOF有190只,合计投资规模仅2.4亿元;另有23只二级债基持有公募REITs,合计约

0.2亿元。截至10月11日,沪深交易所已上市公募REITs共103只,但成交活跃度仍然偏低、增量资金诉求迫切。未来,公募配置盘有望成为REITs市场从“供给驱动”转向“需求驱动”的关键变量。

从新发产品的动向来看,市场端对于配置REITs的需求十分强劲。2026年以来,新发二级债基逐步将公募REITs纳入投资范围,4月以来发行数量明显增加。截至10

月11日,今年以来已有70只新发二级债基明确将REITs纳入投资范围,合计发行规模约492亿元,南方基金、大成基金、富国基金等管理人旗下产品规模居前。

在业内人士看来,考虑到非货公募规模十分庞大,即使REITs配置比例小幅提升,对应的潜在配置规模也可达到数百亿元。此次修订有助于丰富公募组合配置工具。

## 国海富兰克林基金张志强: 关注AI商业化落地投资机会

● 本报记者 王鹤静

今年以来,国海富兰克林基金进一步发挥自身在全球投资方面的优势,尤其在市场相对低位阶段,逆势布局港股指数系列产品,目前已推出国富中证港股通科技指数基金、国富标普港股通低波红利指数基金。

近期发行的国富中证港股通互联网指数基金,是国海富兰克林基金发力港股指数业务的又一重要见证。该基金拟任基金经理、国海富兰克林基金量化与指数投资总监兼金融工程部总经理张志强近期在接受中国证券报记者专访时谈到,随着AI行情趋势逐步从硬件向软件扩散,拥有丰富应用场景和数据生态的港股互联网公司,有望成为AI商业化落地的重要载体。

### “一键打包”AI商业化落地载体

此次国海富兰克林基金推出的国富中证港股通互联网指数基金,紧密跟踪中证港股通互联网指数。

根据中证指数公司数据,该指数从港股通范围内涉及互联网软件、家庭娱乐软件、互联网零售、互联网服务、移动互联网业务的上市公司证券中,按照过去一年日均总市值由高到低排名选取排名前30的证券作为指数样本,同时剔除过去12个月或过去3个月平均月换手率不足0.15%的证券(除非该证券过去一年日均成交额达5000万港元)。

Wind数据显示,截至10月上旬,中证港股通互联网指数的前五大权重股分别为阿里巴巴、腾讯控股、百度集团、小米集团、美团,合计权重超57%。

张志强提示,预计AI资本开支或继续扩张,无论是海外云厂商还是国内互联网大厂,都在释放加大AI投入的信号。

“2025年下半年以来,制约港股科技板块的主要因素是HALO(重资产、低淘汰)交易,港股互联网公司也因资本开支较大、预期收入不乐观等情况,估值承压。但是这样的情况在慢慢改善,随着AI Agent出现,AI行情正逐步从硬件端向软件端、平台应用等方向扩散。港股互联网公司拥有从大模型到云服务以及各种智能体等全链条产业,丰富的资源储备为现象级应用的出现提供了土壤,这将是未来AI商业化落地的核心载体。并且,随着传统业务改善以及AI投入带来相关业务的增长,港股互联网公司未来具备较大的盈利提升空间。”张志强表示。

### 港股价值有望重估

港股市场整体受外资影响。张志强认为,前期的行情表现已经包含了市场对于美联储政策的预期,未来还要持续跟踪和评估美联储后续加息的影响。“长期来看,美联储大概率不具备继续大幅加息的空间,虽然的确有通胀的压力存在,但10年期美债收益率已经来到历史高位区间,在美债存量庞大的情况下,继续加息可能带来沉重的利息负担。”

如果后续国际流动性环境能够进一步舒缓,叠加人民币升值趋势持续,在张志强看来,港股市场的吸引力有望进一步提升,资金流入港股市场、投资人民币计价资产将受益于人民币升值的环境。

近年来,国海富兰克林基金在港股指数业务上持续发力,张志强表示,主要是出于公司对于港股市场的看好。港股市场承担着资本双向循环、人民币国际化、融资、全球资产配置等重要战略功能,并且随着越来越多的公司赴港上市,港股市场结构正不断改善。

“基于公司对港股市场价值的认可,后续我们将进一步完善对港股指数产品的布局,包括港股创新药、港股信息技术等方向,我们将积极评估和筹备。”张志强说。

谈及对四季度市场的展望,张志强提示,重点或在于应对市场风格可能的转向:“资金面表现是我们近期持续跟踪的焦点,主要考虑到前期成长投资的盈利效果较好,四季度可能会有止盈资金提前离场,此前年份就出现过四季度市场风格突然转向的情况。”

## ■【广发证券“投研财富+”投资者教育专栏(五)】

一直以来,广发证券主动担起金融机构的主体责任,发挥业务优势,打造丰富的投教载体,贯彻资本市场人民性立场,树牢金融为民的理念,引领投资者教育工作走在行业前列。随着一系列新政策的出台,我国资本市场进入新发展阶段,广发证券特在中国证券报开设“投研财富+”投教专栏,聚焦新质生产力方向和市场热点,向广大投资者普及专业投研框架、分享专业机构观点,帮助投资者掌握投资分析方法,更加有效维护投资者特别是中小投资者合法权益,持续提升投资者的获得感,聚力推动我国资本市场实现高质量发展。

广发证券金材首席分析师 陈凯丽

当AI算力浪潮席卷全球,市场目光多聚焦于GPU、光模块与服务器整机,却往往忽略了一个隐藏在电子制造产业链深处的关键角色——锡。这种地壳丰度仅0.004%、静态储采比仅约20.7年的稀缺小金属,正因其在芯片封装、PCB制造与电子元器件焊接中不可替代的作用,悄然站上AI算力风口的中心。当前,锡行业供需持续趋紧,锡价中枢有望继续上移,一场由“算力金属”属性驱动的价值重估正在上演。

供给刚性:稀缺资源遇上多重扰动,短期增量有限

锡的稀缺性首先体现在资源禀赋上。根据USGS数据,2025年全球锡储量约600万吨,按照当年全球锡精矿产量29万吨计算,静态资源保障年限仅约20.7年,在有色金属品类中属于典型的稀缺战略性矿产。更关键的是,全球锡资源分布高度集中,中国、印尼、秘鲁、巴西、玻利维亚前五大产锡国合计储量占比超过75%,三大核心产区贡献全球超五成锡矿供给。这种高度集中的资源格局,使得全球锡供给极易受主产国政策、地缘冲突与开采限制的冲击。

从实际产量来看,近十年全球锡供给并未出现明显增长,总量

稳定在30万吨区间。2023年缅甸低邦锡矿停产以来,全球锡矿产量小幅回落。短期来看,新增产能极为有限:锡矿建设周期普遍在2年以上,多个规划项目投产时间集中在2028年之后。当前唯一可预期的增量来自缅甸锡矿复产,但受排水、炸药审批、雨季等多重因素制约,曼相锡矿复产水平仅为禁矿前的40%—50%,整体进度持续低于预期。

其他主要生产国的扰动因素也在持续增加。印尼持续收紧矿产出口政策并打击非法开采,2025年10月更下令关闭邦加—勿里洞省1000座非法锡矿,合规压力压缩供给弹性。刚果(金)锡矿生产区域聚集在东北部北基伍省、南基伍省,持续遭受武装冲突与疫情风险,Bisie矿2025年3月一度临时停产,地缘扰动成为产能最大变量。

需求新引擎:AI算力资本开支高增,单位耗锡量显著提升

锡的下游需求结构中,焊料占比高达53%,是最大的应用领域。锡在电子行业的应用涉及芯片封装、PCB生产制造、电子元器件与PCB板焊接等环节,具有不可替代的作用。过去五年,全球锡消费量在36万—39万吨之间周期波动,与半导体周期紧密相关。2025年全球锡消费量约38.94万吨,同比增长3%,主要受半导体高景气拉动。

AI算力的崛起,正在为锡需求注入新的增长动能。云服务商厂商资本开支加速扩张,根据Prismark数据,2026年全球主要云服务商厂商Capex合计达到6080亿美元,较2025年同比增长62%,2023—2026年CAGR高达66%。由此推动AI服务器出货量快速增长,Trendforce预计2026年全球AI服务器出货量达269万台,同比增长28%,占全球服务器出货量比例由14%提升至16%。

更值得关注的是,AI服务器正朝着“Scale-up”方向持续迭代,单个服务器GPU数量、PCB面积及层数不断上升,带来单位耗锡量显著提升。传统服务器通常有4或8个GPU,而GB300 NVL72服务器GPU数量达到72个,Rubin NVL144进一步提升至144个。PCB板方面,传统服务器主板层数在12—16层,AI服务器在22层以上,甚至最高达到78层。GPU数量与PCB层数的双重提升,直接拉动了锡焊料在芯片封装与PCB制造环节的用量。根据Prismark数据,2025—2030年数据中心领域PCB产值CAGR预计达17.2%,数据中心占PCB下游需求比重将从2025年的18.4%提升至2030年的28.1%。

消费电子方面,短期受存储涨价影响,低端机销量承压,2026年一季度全球智能手机出货同比下降4.99%,但AIPC渗透率持续提升,Gartner预计2026年AIPC出货量达1.43亿台,同比

增长84%,渗透率达55%,有望成为锡需求的中长期增量来源。光伏领域,2025年全球光伏装机580GW,同比增长9%,但2026年国内装机预计同比下降24%—43%,增速放缓,对锡消费的边际拉动减弱。

供需趋紧,锡价中枢有望上移

综合供需两端来看,锡行业正呈现“供给刚性、需求边际向好”的格局。供给端,短期缅甸复产进度持续低于预期,印尼、刚果金等主产区面临政策与地缘扰动,中长期缺乏资本开支,新增项目投产普遍在2028年之后。需求端,虽然消费电子与光伏需求短期承压,但AI资本开支持续增加,AI服务器“Scale-up”趋势带动单位耗锡量显著提升,边际提振锡下游消费。广发证券测算的锡供需平衡表显示,2026—2027年全球精炼锡供需缺口或将进一步扩大。

在此背景下,我们建议可以从三条主线把握锡行业投资机会:一是资源禀赋突出、产量稳定的龙头企业;二是具备新增产能弹性、成本优势明显的成长型企业;三是产业链一体化布局、受益于AI算力需求拉动的加工环节标的。同时,投资者也应关注缅甸复产进度、印尼出口政策变化、AI资本开支节奏以及宏观经济波动等关键变量,从而形成更加全面的投资视野。

## 小金属锡,“算力金属”属性驱动价值重估