

■ “解读公募规则系统性升级”系列报道

明边界定方向

公募投研迎来“基准锚定”大考

● 本报记者 魏昭宇

公募基金产品“名不副实”、风格边界模糊的争议正迎来制度性回应。近日，监管部门就《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，多项围绕产品风险收益特征透明化的约束条款引发行业关注，如基金名称显示投资方向的须以可量化方式界定投资范围，混合基金按权益仓位细分为偏股、偏债与其他三类，业绩比较基准被要求对投资行为形成硬约束等。

在业内人士看来，这是一系列为基金产品“所见即所得”量身定制的立规条款，将有效压缩风格漂移空间，推动实际持仓与合同定位对齐。值得关注的是，上述条款的落地并不止于合同文本层面的“改名换类”。多位基金业内人士向中国证券报记者表示，要让风格稳定从规则变成现实，必须把业绩比较基准嵌入组合归因、风险预警乃至基金经理考核全流程，同时针对投资策略重大调整完善持有人告知与表决安排——这轮修订真正考验的，是机构把契约精神转化为日常投研动作的能力。

让风险收益特征更加清晰
增强产品风险收益特征的透明度这一意图，体现在本次征求意见稿的多项规定中。首先，本次修订新增加了两条关键约束：第一是基金管理人应当为基金设置业绩比较基准，建立全流程管理机制，确保基准有效表征投资风格，衡量业绩并约束投资行为；第二是基金名称显示投资方向的，须以可识别或可量化方式清晰界定，且80%以上基金总资产属于该方向，并建立投资对象风格库；非行业主题基金不得集中投资单一行业或主题。从中长期视角看，中金公司表示，上述政策表述或意在推动公募基金投资风格的“白盒化”：一方面，产品名称所示投资方向须以可识别、可量化的方式清晰界定；另一方面，通过风格库制度与分散投资要求，确保基金实际持仓与合同约定相一致。而从投资方向界定来看，中金公司表示，监管对命名口径与计量口径做了收紧。命名端强调了“符合市场基本常识和普遍认知、与投资方向直接相关”。计量端则将80%比例的计算口径由“非现金基金资产”调整为“基金总资产”，避免产品通过保留高现金仓位稀释实际



视觉中国图片

持有占比。值得注意的是，本次修订将“投资方向”列举为特定市值、行业、主题、市场板块、地域、策略、资产类别等，也同步强调其他全市场型产品应当加强分散投资，监管要求更加具体和细化。

除了从业绩比较基准和投资风格方面进行规范，本次修订还进一步细化了混合类基金的风险区分度。具体来看，偏股混合基金的权益比例下限为60%以上，偏债混合基金的上限为30%以下，其他混合基金的上下限区间幅度原则上不得超过40个百分点。此外，本次修订还规定，权益比例可以高于80%的产品按股票基金管理风险等级；权益与可转债、可交换债比例上限合计高于30%的混合基金，不得使用“固收增强”“稳健收益”等表述。

这在招商证券基金评价团队看来，产品分类细化、宣传表述更紧密地对应合同风险上限，有助于减少信息不对称与风险认知偏差。在摩根资产管理看来，本次修订加强投资风格稳定性管理，强化业绩比较基准约束作用，持续压实管理人信义义务。本次修订引导公募基金约束随意风格切换，严守产品契约定位，让每只基金的风险收益特征清晰可预期，有利于投资者“所见即所得”。

持续优化投研团队建设
在产品端，征求意见稿从多个维度优化了

基金的风险收益特征，而这也对基金管理人提出了更高要求。对于基金公司而言，组建研究功底过硬、投资决策科学的投研团队迫在眉睫。

征求意见稿第九条提出，基金管理人应当建立健全覆盖研究、投资、交易的全流程管理制度，加强研究对投资决策的支持，建立投资授权体系，明确界定投资权限，加强公平交易管理，强化各环节之间的监督制衡，有效管理基金经理的投资行为，提高投资决策的科学性和客观性。

中金公司还注意到，本次修订新增“他人下达投资指令或违规提供投资建议、为规避监管提供便利、非公平交易与利益输送、违规返管理费、进行不必要交易”等禁止情形，并提高处罚幅度，增加对责任人员的处罚依据。研究与投资的独立性、交易的必要性论证以及“谁在做决策”的可追溯性都将被更严格地审视。

在风控端，招商证券基金评价团队表示，本次修订还要求对市场、流动性、信用、操作等风险进行识别、评估和应对，并对规模较大或投资者较多的基金采取更审慎的管理手段。

中欧基金向中国证券报记者表示，本次修订将投资者体验进一步融入产品持续运作和退出处置，并明确了基金管理人的责任不仅在于产品发行，更在于持续提升投研、风控和运营质量，为投资者创造长期、可持续的投资回报。

展望未来，中欧基金表示，将积极落实相关监管要求，坚持以持有人利益为出发点，完善产

下偏绝对收益目标定位的产品，今年以来都同步上线了新迭代的仓位管理系统，希望能避开较大回撤场景，突出产品以绝对收益为目标特性。

据他介绍，仓位信号由两类变量融合：一是估值信号，在经典股债性价比基础上改进；二是量价信号，利用了神经网络模型，反应更快。两者“一慢一快”拼接，同向加强、反向制衡，最终给出仓位浮动区间。“从历史回测来看，引入仓位调整后，相关组合的最大回撤有所改善，夏普比率 and 卡玛比率也有提升。”

另外，稳定、可持续、有竞争力的超额收益一直是博道量化团队的核心目标，风控端也在持续迭代。据悉，博道量化团队2025年上线自研风控模型，从底层原理出发用AI重构风险因子体系；随后引入全局组合优化，兼顾考虑收益最大化与交易冲击成本；2026年7月起进一步启用动态风控模型，实时监测波动较大的风格因子并动态收紧敞口，以增强市场大幅波动下产品的抗回撤能力。

在底层选股模型上，刘玮明通过博道“双均衡”多因子模型框架进行操作。这一框架以“追求长期可持续、有竞争力、波动可控的超额回报”为最终目标，在多维度主动做均衡配置。

完善北交所发行承销制度 稳妥实施新股市值配售

从创新动能看，新一轮科技革命和产业变革加速演进，新兴产业新业态新模式不断涌现，一大批优质企业亟待资本市场赋能助力，为市场高质量发展打开了广阔空间。从制度环境看，新“国九条”和资本市场“1+N”政策纵深推进，投融资综合改革持续深化，北交所、新三板制度包容性与适应性不断增强。从市场生态看，北交所上市公司长期投资价值逐步显现，流动性基础日益稳固，投资者信心持续增强，为市场行稳致远奠定了坚实的基础。

持续优化上市公司结构
“广纳优质企业，厚植创新发展根基。”商庆军表示，创新是引领发展的第一动力，资本市场在促进创新资本形成、畅通“科技—产业—资本”循环方面具有独特优势。商庆军说，证监会将立足服务创新型中小企业定位，发布北交所创新性评价标准，更加精准识别各类创新要素，明确申报预期，更好服务处于行业细分领域前沿，具有较强创新能力、持续成长潜力和专业化发展优势的创新型中小企业，持续优化上市公司结构；进一步强化新三板规范

让持有人利益得到更多保护
品全生命周期管理、风险控制和投资者服务机制，持续推进专业化、工业化、数智化的投研体系建设，为长期业绩的持续产出筑牢基础设施，努力将专业投资管理成果更好转化为投资者可感知的获得感。

近年来，如何提升基民获得感，成为业内广泛热议的话题之一。针对这一课题，征求意见稿不仅在产品设计、投研建设等方面给出了优化思路，还从负债端管理、持有人大会等角度提出了建设性方案。

以负债端管理角度为例，本次修订要求管理人建立大额资金申购赎回的监测、识别与管控机制，可采取控制募集规模、暂停申赎、限制单一持有人比例、拒绝大额申赎等措施；相关配套规则进一步明确，除特殊情形外，开放式基金不得接受导致单一投资者持有份额超过50%的申购，超过20%的须确认持有期不低于3个月且单日净赎回不超过总份额10%。

有业内人士向中国证券报记者表示，对大额资金的约束与监控有助于减轻大额申赎对组合及其他持有人的冲击。而对基金经理来说，资金面的稳定直接关系到日常买卖操作。

对持有人大会的改革亦是本次修订的重要方向之一，其中不少变化值得关注。招商证券基金评价团队表示，根据本次修订，在对持有人利益无实质性不利影响等前提下，部分增加风险收益特征无重大差异的工具、调整某类工具比例不超过净值10%且不导致风险收益特征重大变更、细化策略描述及符合规定的业绩比较基准变更等事项，可由管理人或托管人协商一致，在开放期前提前30日公告后办理；开放期不足30日的须在开放期前公告，并履行备案、告知等要求。团队认为，合同调整程序的简化有利于处理日常完善事项，提高持有人大会的治理效率。

摩根资产管理向中国证券报记者表示，现有法规下持有人大会触发条件偏宽泛，投资比例微调、增加部分投资工具等常规优化操作，均需召开持有人大会表决。对于公募基金而言，通常持有人较为分散，实操层面难度较大。本次修订明确了当产品投资目标、范围、策略、运作方式等发生重大变更时，才需要召开持有人大会。这一调整在严格守住投资者知情权与核心权益的前提下，显著提升了存量基金运作灵活性与调整效率。

中期风格切换概率加大

谈及当前市场，刘玮明结合量化模型给出的信号，把判断拆成宽基和风格两层维度。

宽基维度上，模型提示主流指数预期盈利增速或已到偏高位置，估值方面，近期随着市场调整，估值分位数已回落到中位数附近。“盈利不往上拔，估值回到合理区间，后面更可能是泛化行情，而不是单边冲顶。”结构上看，AI硬件、科技等前期热门板块估值仍偏高，但相当一部分行业仍处在相对低位，指数层面震荡的可能性或大于继续下跌。

风格维度上，他表示：“成长一枝独秀的阶段大概率过去了。三季度以来行情已经开始呈现分散化的特征，价值与成长风格已进入拉锯阶段，中期风格切换的概率正在加大。”

博道的量化“固收+”策略不做高频率的风格或行业择时，靠的是清晰的量化策略，在双均衡框架下追求可验证、可持续的超额收益，契合“白盒固收+”方法清晰、收益来源可拆解的内涵。从产品定位看，博道衍昭混合更适合把“固收+”当作组合压舱石、能承受一定波动、持有期相对较长、风险收益预期介于现金理财与股基之间的投资者。

资管时代·基金A03Institution

发展。同时，完善风险监测预警和应急处置机制，切实维护市场秩序，保护投资者合法权益，共同营造稳定健康的市场生态。

紧盯上市公司“关键少数”

商庆军表示，坚持严监严管，提升上市公司质量。上市公司是资本市场的基石，打造高质量上市公司群体，有利于改善市场生态、优化资源配置、增强投资者信心，更好服务实体经济发展。北交所主要服务创新型中小企业，部分上市公司仍处于发展早期，需要在提升公司治理水平、保障规范成长方面下更多功夫。

一方面，证监会将依托上市公司治理专项行动，督促上市公司中小企业练好自我提升的“内功”，支持独立董事、审计委员会主动、有效履职，调动机构投资者、中小股东参与公司治理的积极性，强化公司内部监督与制衡。

另一方面，证监会还将加强对大股东、实控人的规范约束，紧盯上市公司“关键少数”，对欺诈发行、财务造假、资金占用等严重侵害中小投资者利益的行为及时出手、严厉打击，触及重大违法退市标准的坚决出清。

包容性改革聚焦支持新质生产力发展

（上接A01版）落实落细“两创板”改革举措。“科技创新企业普遍具有研发投入较高、盈利兑现周期较长、商业模式不断迭代等特点，传统以盈利水平为核心的上市标准难以完全适配此类企业的融资需求。改革举措有助于提高资本市场与科技创新企业融资需求之间的匹配程度，降低优质上市公司的融资成本和时间成本，促进资本向科技创新和产业升级领域集聚，培育更多具有核心竞争力和长期成长潜力的优质上市公司丰富资本市场优质资产供给。”中金公司研究部国内策略首席分析师李求索表示。

平安证券相关负责人分析，本轮以“两创板”改革为抓手的制度安排方向明确，也回应了科创板的发展诉求。从行业实践看，识别机制建设仍有进一步完善空间，包括科技属性认定标准需随产业演进动态调整，与国家科技创新战略和产业政策更好衔接，避免新领域企业因指标滞后难以适用；提升并购重组审核效率，股份对价分期支付等工具应得到更充分运用，更好服务科技企业产业链整合及并购需求；严把质量关，压实中介机构“看门人”责任，强化信息披露与风险揭示。

多层次市场体系同样需要精准适配。李求索认为，不同发展阶段的上市公司融资需求和风险特征存在较大差异。通过推动科创板、创业板、北交所及新三板等市场差异化定位、协调发展，有望进一步完善企业从培育、融资到上市发展的支持体系，提高资本市场对不同类型科技企业的适配能力。

以新三板为例，证监会公众公司监管司一级巡视员商庆军表示，证监会将进一步强化新三板规范培育功能，健全准入和退出机制，优化新三板分层管理，增强创新层品牌效应和创新属性，完善差异化信息披露安排，巩固北交所与新三板“层层递进、上下联动、头部反哺、底层助推”的发展格局。

并购重组、再融资更具包容性

识别筛选解决“谁能进”，并购重组和再融资则解决“企业上市后如何持续做优做强”。监管部门正将包容性要求贯穿并购重组、再融资等制度安排，覆盖企业上市后全生命周期资本需求。

并购重组的方向更加明确。监管部门提出，实施更具包容性适应性的并购重组等制度。

中信建投证券政策研究首席分析师胡玉玮分析，并购重组既有助于上市公司获取技术、人才和产业资源，也是创投资本实现退出、再次投入早期创新企业的重要渠道，资本市场服务科技创新正在从解决单次融资需求，进一步转向提高整个创新体系的资本循环效率。

券商并购重组落地或加快。吴清表示，加力推进证券公司高质量发展行动，支持行业并购重组和后续整合，加快建设国际一流投行。

东吴证券分析，2019年以来，相关部门对证券行业整合、一流投行建设的政策导向愈发清晰。一方面，通过并购推动行业资源向头部集中；另一方面，引导中小券商差异化突围，形成多层次的证券行业发展结构。并购重组进一步加速了中小券商的精品化进程，通过内生利润积累、外延并购整合等路径做大做强优资产负债表，再由规模扩张迈向提质增效。

再融资制度改革更考验制度设计。监管部门提出，深化再融资改革。平安证券相关负责人表示，在再融资规模与间隔限制方面，建议对符合国家战略方向的科技企业出台更有针对性的包容措施。同时，应切实提升信息披露质量，让优质企业更好参与再融资，进而形成“融资—发展—回报”的良性闭环。

推动出台上市公司监管条例

前端重识别、中端重工具，培育壮大优质上市公司群体，后端还要监管全链条制度护航。对此，监管部门表示，将加快推动出台上市公司监管条例，健全公司治理、信息披露、投资者保护等制度机制，培育和壮大优质上市公司群体。

李求索认为，上市公司监管条例有助于从行政法规层面完善上市公司监管制度，进一步提高监管规则的权威性和可预期性，为上市公司规范经营和投资者长期投资提供更加稳定的制度环境。上市公司监管条例也有助于强化公司治理和信息披露要求，从根本上提升上市公司质量，引导上市公司更加重视规范运作和可持续发展，增强投资者对上市公司经营情况和长期价值的判断能力。完善投资者保护机制则有助于推动上市公司从重视融资向更加重视投资回报转变，增强投资者对中国资本市场的长期信心。

培育壮大优质上市公司群体也需要提升公司治理和规范运作水平，引导上市公司通过股权激励、分红回购等提高自身价值，并严格执行、持续完善退市制度。

中国首席经济学家论坛理事陈雳表示，对照监管部门的相关部署，培育优质上市公司群体，治理重心应从“入口筛选”前移至“存续治理”。可依托制度完善压实约束，常态化开展审计委员会专项检查，强化造假高管薪酬追索；优化科技企业股权激励考核指标，引导真实回购，做到激励有效、约束刚性、出清顺畅，助力优质企业成长壮大。