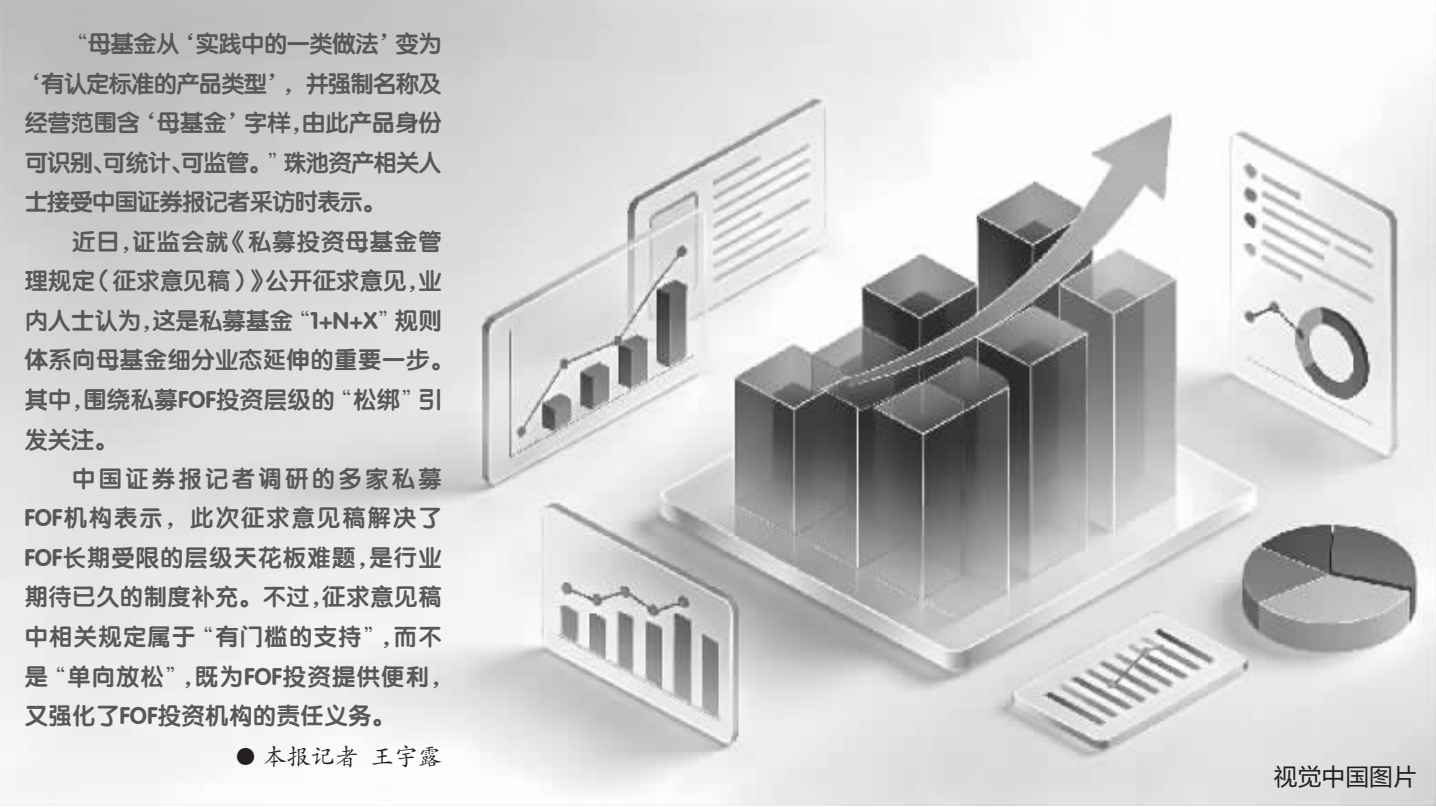


私募FOF投资层级“松绑” 长期资产配置渠道逐渐打通



视觉中国图片

解决层级天花板难题

过去市场对母基金的理解，更多停留在基金合同约定和备案类型层面，尚未形成覆盖投资运作、风险管理和投后穿透的统一规则。此次征求意见稿以80%以上净资产投资其他私募基金份额作为基本识别标准，并划分私募证券、私募股权、创业投资和混合母基金，有助于统一产品备案、合同、估值和监管口径。

此前，《私募投资基金监督管理条例》第二十五条规定，“私募基金的投资层级应当遵守国务院金融管理部门的规定。但符合国务院证券监督管理机构规定条件，将主要基金财产投资于其他私募基金的私募基金不计入投资层级。”不过由于没有对母基金明确的定义，实操中难以落地。

“符合条件的母基金豁免计入一层投资层级，直接回应《私募条例》的授权，解决了FOF长期受限的层级天花板。” 珠池资产表示。

博孚利资管总经理兼基金经理何阳阳进一步解释，按照原有资管产品嵌套要求，

产品投资层级受到较严格限制。此次征求意见稿明确，符合条件的母基金可以豁免一层投资层级，相当于在原有嵌套层级之外，为母基金增加了一层制度空间，使其资金募集、组合配置和投资架构安排更加灵活。

“一方面，符合条件的FOF可以接受其他资管产品或母基金的投资，更有利于承接不同来源的机构资金；另一方面，管理人也可以根据资产配置和组合管理需要，在产品体系内部设置工具型FOF，用于承接特定策略、归集投资或执行组合配置，提升投资管理效率。”何阳阳表示。

责任义务同步强化

“总体看，征求意见稿既给规范运作的母基金提供了明确身份和潜在层级便利，也把主动管理、分散投资、穿透披露和托管协作变成硬性要求，属于‘有门槛的支持’，而不是单向放松。”何阳阳表示。

例如，征求意见稿第九条规定，母基金管理人应当自主履行投资管理职责，不得以任何形式让渡母基金投资决策权，不得直接

或者间接委托他人履行被投私募基金及其管理人遴选、确定投资标的、下达投资指令等投资管理职责。而证券私募基金实践中，部分机构会使用量化模型或外部投顾辅助筛选。“模型、投顾、第三方研究都可以是输入，但选择、定夺、下单三个动作必须由母基金管理人自己完成并留痕。” 珠池资产表示。

另外，新规要求建立健全投后跟踪和穿透管理机制，及时了解所投子基金的运营和财务状况，同时要求子基金管理人、托管人配合母基金托管人，提供真实、准确、完整、及时的材料。

“我司通过邮件与底层子基金按月度进行持仓数据沟通，通过签署保密协议来解决对方顾虑；如实际碰到一些特殊策略无法提供的管理人，我司也会坚持要托管提供的三级估值表来实现大类资产的监控。”一家FOF机构介绍，不过，他们认为目前穿透披露仍有一定挑战，“一是底层资产为二级市场股票且高频变动，多只子基金持同一标的须合并计算；二是持仓数据无强制获取渠道”。

“托管、业务隔离、穿透披露、年度审计、

估值等，一套要求都要落地。” 格上基金研究员毕梦娟表示，FOF投资机构的责任义务更加明确了。

中国证券报记者调研的多家FOF机构认为，征求意见稿要求“母基金管理人管理的全部母基金投资同一私募基金的金额，不得超过被投资私募基金资产净值的30%”，但同一管理人旗下可能设有多条不同策略线，策略之间的收益来源和风险特征并不完全相同。“在实际组合配置中，按同一实际控制人合并计算容易触及30%的上限，给‘投小而美’带来一定困难，希望能有所放宽。”一家FOF机构表示。

服务长期资金

值得注意的是，“长期资金”成为征求意见稿中的重点词汇，对社会保障基金、基本养老保险基金、年金基金等养老基金，保险资金，合格境外投资者，国家级政府投资基金合计出资比例不低于80%的母基金，更是给予了投资比例的豁免安排。

“征求意见稿为长期资金和多资产配置提供更有针对性的制度接口。官方起草说明将母基金定位为连接长期资金与底层资产的重要工具；第十七条又对符合条件的长期资金设置分散度豁免，体现了差异化的监管思路。”何阳阳表示。

“该规则对FOF行业生态影响显著。FOF天然适配理财、保险这类追求稳健配置的专业长期资金，这类资金本身存在多策略分散配置的需求，但现有嵌套机制下投资通路并不通畅。”一家FOF机构合规人士表示，此次征求意见稿是私募FOF吸引长期资金的重要一环。

不过在实践中，中国证券报记者调研多家FOF机构了解到，保险资管等投资私募FOF仍有较多其它限制，存量案例仍然较少。

“保险资金、理财等长期资金，通常通过证券资管、信托公司等与私募基金管理人进行MOM投资合作。不过，由于MOM不直接投资基金份额，所以在这次的征求意见稿中没有明确的定性。另外，‘让渡投资决策权’与外部投顾建议、MOM子账户管理的边界还不足够明确。希望能在这些方面做进一步明确或细化，这更加有助于私募基金与长期资金的合作落地。”前述FOF机构合规人士表示。

科技抱团未散 公募调仓现分歧

● 本报记者 郝健

在三季度，上半年表现亮眼的科技板块出现调整，公募对科技抱团是否松动的讨论随之升温。一方面，电子、通信两大行业的公募投资占比仍处高位，资金并未系统性撤离；另一方面，前期投向AI算力产业链的基金经理操作分化，坚守算力者调整细分赛道，先行者转向AI应用端，谨慎者均衡配置，防守者清仓换赛道。展望后市，基金经理长期看好AI产业的共识未变，但对估值与结构性方向的判断正趋于精细化。

AI仍是公募投资主线

三季度，科技板块的调整引发了市场对公募抱团松动的猜测。从数据来看，抱团依然存在，但内部结构正在调整。

申万宏源研究提供的数据显示，三季度主动权益基金前十大重仓股中，电子、通信两大行业合计持仓占比仍高达46.4%，占据近半壁江山。天相投顾数据也显示，三季度公募基金前十大重仓股中，有8只与AI产业链紧密相关。这均表明科技板块仍是公募基金的“压舱石”。尽管从环比来看，主动权益基金前十大重仓股中，电子、通信行业仓位分别下降了10.1个、4个百分点，但申万宏源研究认为，这更多是股价下跌导致的被动缩水，而非基金的主动大规模减仓，两大行业的配置系数反而有所上升。

个股层面，减持与增持的背离，揭示了资金在AI产业链内部的重新布局。从调仓来看，天相投顾数据显示，三季度共有580只公募基金不再持有兆易创新，超300只不再持有海光信息，超200只不再持有中际旭创；公募减持市值方面，中际旭创被减持702.96亿元，居首位，新易盛、兆易创新同样被大幅减持。但从持股数量变化看，中际旭创、源杰科技、新易盛并未被公募大幅抛售。与此同时，天孚通信获公募大幅增持，沪电股份、深南电路也分别获得增持，资金在AI算力产业链内部流向订单确定性同样强但筹码拥挤度较低的环节。

调仓背后各有逻辑

公募基金仍以科技为投资主线，但三季度基金经理的调仓动作已经明显分化。梳理三季报，调仓方向大致分为四类。

第一类是坚守算力，调整细分环节。财通基金的基金经理金梓才仍长期看好AI产业，他认为产业叙事逻辑持续深化、真实客户需求支撑增长，仍围绕光模块和高速PCB布局。其管理的财通价值动量在前十大重仓股中做了结构性调整：风华高科、博迁新材两只MLCC相关个股退出，新进光芯片企业仕佳光子、PCB企业生益电子。此外，还有部分基金经理选择低位加仓。

第二类是转向应用，寻求新支点。随着算力基础设施的持续建设，部分基金经理开始将目光投向AI应用端。王贵重管理的嘉实科技创新在三季度减仓了部分算力标的，同时增加了AI应用和端侧AI的配置。他认为，随着算力成本下降，AI应用有望成为下一阶段的重要投资主线，但同时也需审慎评估应用爆发的节奏与估值匹配度。

第三类是攻守兼备，拓展投资边界。部分基金经理在保持对科技主线关注的同时，积极配置其它领域以增强组合的稳健性。例如，张雪蓉管理的交银精选基金在维持AI硬件仓位的同时，加仓了创新药，看好创新药物研发带来的行业机遇。周雪军管理的海富通收益增长则适度增配了红利高股息板块进行平衡。还有部分基金经理选择了降低仓位。

第四类是阶段防御，切换赛道。前海开源多元策略在三季度清空了前十大重仓股中的AI标的，转而投资电力、银行等个股。基金经理田维表示，未来一段时间的应对策略是立足防御，同时寻找能够对抗甚至受益于不确定性的结构性机会。

基金经理押脉AI后市

尽管操作分化，基金经理对科技产业中长期趋势的判断并未出现根本分歧。

金梓才认为，随着AI下游应用愈发广泛，智能体应用的爆发、AI与视频行业的结合，AI正更广泛地赋能各行业，上游供应紧张局势仍将延续，资本市场需要时间消化产品价格难回落的现实。王贵重也强调中长期看好AI产业，认为任何新技术都需要经历成本下降、应用普及的过程，但落实到投资，需综合评估未来一到两年新场景爆发节奏、算力板块业绩预测与估值水位、动态调整仓位与个股。

在具体方向上，基金经理的判断各有侧重。银华基金李晓星对AI产业长期发展保持乐观，但考虑到市场对算力投资总量预期较为充分，更看好当前低渗透率、通胀属性强的新技术方向。

永赢基金任桤认为，AI后续的破局主线仍锚定全球云计算产业链的景气兑现。算力的大规模投入是提升长期竞争力和收入规模的必经之路，高端芯片、高端存储等领域已出现了一批核心标的。

结构分化中寻找阿尔法 机构研判低估值蓝筹迎来布局窗口

● 本报记者 王宇露

“价格和价值的背离，正是价值投资者愿意沉下心、耐心守候的机会窗口，也让我们对国内资本市场中长期的发展抱有坚定信心。”近日，安信基金价值投资部副总经理张明在接受中国证券报记者采访时表示。

今年以来，在地缘局势、油价等因素影响下，全球资本市场震荡加剧。10月以来，A股震荡调整，前期涨幅居前的科技成长板块波动明显放大。多家机构在接受中国证券报记者采访时表示，近期A股震荡调整更多源于外部扰动与情绪释放，并非基本面逆转。

机构普遍认为，中国资产具备坚实的基本面支撑，在市场短期波动中，更应以更长远的视角看待经济和市场，看到中国持续成长的经济新动能和丰富的结构性机会，有充分理由对中国市场和中國资产的长期价值保持信心。

结构分化是常态

谈及近期市场调整的原因，中庚基金研究总监刘晟直言“并不复杂”。他表示，从外部看，美债收益率持续攀升，一方面影响了人工智能产业的融资成本，另一方面抬升了

全球风险资产的估值锚，对久期较长、前期估值已高的科技成长板块形成明显压制；从内部看，国内内需恢复的节奏偏慢，经济进一步修复或更多依赖外需、高技术制造和政策托底。内外因素叠加，导致市场情绪趋于谨慎。

值得注意的是，近期市场风格有所变化，部分传统绩优品种企稳上涨。

“未来市场很难再用单纯的强弱来定义，不同投资者的持仓会有完全不同的体验。结构分化将是未来市场的新常态。”睿郡资产表示，一方面，宏观经济进入新常态，不同行业、不同企业的景气度差异很大；另一方面，A股过去体量小、下跌后估值足够低，资金可以支撑全面普涨，如今A股体量大了，资金无法支撑全面持续普涨。

核心蓝筹仍然便宜

如果投资者将目光转到价值投资策略最朴素的坐标——估值，判断或许会明朗许多。

截至10月27日，沪深300指数市盈率（TTM）约12.82倍、市净率约1.36倍，分别处于近十年约51.95%和27.34%的历史分位。“整体来看，当前估值处于历史相对较低

水平，股息的确性性处在历史高位，龙头企业盈利仍在修复，短期调整改变的只是情绪，改变不了这些基本事实。”刘晟说。

蓝筹股作为证券市场的中流砥柱，对市场形成了重要的支撑作用。张明分析称，在当前的市场中，有不少大盘价值龙头已经调整到历史估值底部区间。它们并非单纯意义上的“便宜”，更不是低估值陷阱。这些企业盈利具备韧性，在行业竞争中中长期沉淀下来的品牌、成本、渠道与治理壁垒依旧扎实。

放到大类资产的框架里比较，配置蓝筹资产的机会成本并不高。“当我们淡化对短期行情的关注，把投资视角拉长至1年—3年，我们能看到A股和港股市场出现一批价值类标的，其估值和总市值甚至处于历史新低状态。”张明说。

选对底层资产更重要

“未来市场最重要的是赚阿尔法的钱而非贝塔的钱，选对底层资产才是核心。”睿郡资产提示。

从更长时间维度看，刘晟认为，市场仍有分化，但整体基本面风险不大，权益市场长期向好的趋势并未改变；在结构性高估与低估并存的 market 里，价值投资依然有较

大的机会。

“首先，对于AI产业链风险资产而言，本年度股价大起大落，但实际产业趋势并未发生深刻的改变，目前筹码结构等因素显著差于去年，但在大幅调整以后仍然存在选股空间。其次，‘非AI’资产长期处于底部，无论是政策预期还是投资者预期，均处于极低位。同时，可以看到非居民地产链已有回暖迹象，该类资产估值处于低位、股东回报处于历史高位，从中长期来看，其经风险调整后的回报仍具有较强吸引力。”刘晟表示。

从自下而上的角度看，张明目前看好的投资机会相对集中在金融、资源、家电、建材、纺织等方向，他建议优先选择行业出清充分、竞争格局稳定、资产负债表扎实、现金流稳健的行业龙头，主要包括三个方向：一是金融板块，该板块估值仍处于相对便宜位置，相比无风险收益率，当前估值和股息率有不错的吸引力；二是上游资源板块，煤炭、原油等领域当前估值相对便宜，相关公司业绩由于去年低基数大概率能够同比提升；三是以家电、轻工、建材、纺织等为代表的内需消费板块，这些领域的龙头公司，普遍经营稳健，资产负债表健康，未来随着宏观政策逐渐发力，相关企业盈利有望逐步企稳，有望出现估值与盈利双升的机会。

交易节奏上，本轮行情大致经历三个阶段：2026年5—8月为预期发酵期，以情绪博弈和预期定价为主；2026年9月至2027年一季度为现实兑现期，减产滞后效应逐步落地，是核心窗口；2027年二季度后进入分化期，纯题材炒作退潮，刚需品类或保留阶段性支撑。

失效有因：四类场景值得警惕

即便本轮强度历史罕见，行情失效的场景依然不少：一是泛题材炒作，只有主产区真实受冲击，供给实质性收缩的

亚棕榈油供给占比超80%，主产区高度集中，为多年生作物，干旱减产的影响滞后8至10个月才逐步显现、且不可逆，白糖主产国印度、泰国等地同样面临干旱减产威胁；第二梯队是豆油、菜油等替代油脂和电力保供品类，依托替代补位逻辑受益；第三梯队是铜、镍等工业金属，虽有南美洪涝扰动矿山物流、印尼干旱压制冶炼等供给故事，但行情高度绑定宏观需求，仅适合阶段性关注。贵金属受气候直接影响很小，核心定价锚仍是实际利率、美元周期与全球货币政策。

即便本轮强度历史罕见，行情失效的场景依然不少：一是泛题材炒作，只有主产区真实受冲击，供给实质性收缩的

品种才有研究价值，纯蹭热度的标的难以持续；二是预期透支，气象预警阶段资金往往已提前布局，待极端天气刷屏时行情常已行至情绪尾部，若产业数据无法验证逻辑，易现“利好落地”式回落；三是政策与替代对冲，保供、抛储、进出口调控及替代产能补位，都可能直接对冲供给缺口；四是宏观需求走弱，工业金属等品种的供给故事可能被大幅抵消。

天气事件逻辑，永远服从宏观核心逻辑，不存在绝对确定性行情。超强厄尔尼诺提供了稀缺的事件性研究窗口，但事件驱动的机会从来伴随不确定性。依托专业框架甄别逻辑、理性分散配置、严控投资风险，才是长期立足市场的核心。

作者
邓莉（广发证券财富管理 商品及另类资产研究员 投资顾问执业编号：S0260621110017）
李扬（广发证券财富管理 标准化解决方案业务主理人 投资顾问执业编号：S0260626070005）

■【广发证券“投研财富+”投资者教育专栏(七)】

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。

超强厄尔尼诺来袭，另类资产如何应对？

天气，正成为今年大宗商品市场绕不开的变量。世界气象组织预计，今年将迎来超强级别厄尔尼诺，相关极端天气风险将持续至2027年。这不是一次普通的季节性高温，而是一场历史级、高强度、长周期的气候事件，正在重塑大宗商品的供给格局，也在改变另类资产的定价逻辑。

强度罕见：高强度、长周期

厄尔尼诺是赤道太平洋区域的大气环流异常。正常的大气环流是信风从东向西吹，形成沃克环流。厄尔尼诺发生时，信风强度减弱，太平洋西侧降水偏少、出现干旱，东侧多雨。对应到全球，东南亚、澳大利亚和印度高温干旱，美国降雨增多。拉尼娜现象则相反，信风增强，太平洋西侧降雨增多，东南亚洪涝多发，南北美偏干旱。厄尔尼诺每数年重现一次，周期不规则，大约2到7年，平均每4年一次。厄尔尼诺出现之后，一般会有拉尼娜，拉尼娜出现的频率相对较低，但持续时间通常更长，在1到3年左右。本轮厄尔尼诺与往年不在一个量级。以美国气候预测中心监测的海洋尼诺指数（NINO3.4区域海温距

平的三个月移动平均）衡量，今年9月该指数已达2.2，进入极强厄尔尼诺区间；该机构预测今年秋冬季出现极强厄尔尼诺的概率超过90%，强度或超越1950年以来所有历史事件，并将持续至2027年北半球春季。这意味着市场面对的是全球性、持续性、滞后性的供给端系统冲击，而非短期天气题材，其影响将贯穿2026年下半年至2027年一季度。

机会分化：三维度选品种，三阶段定节奏

传导逻辑上，厄尔尼诺气候异常重构全球降水和温度分布，直接冲击农产品、矿产和能源供给。行业素有“农产品看供给，工业品看需求”之说，沿供给冲击链条筛选高研究价值标的，主要看三个维度：供给敏感度，主产区集中度越高、气候冲击越不可逆，研究价值越高；需求刚性，刚需品类受经济周期扰动小，行情更稳；缓冲能力，库存低位、替代品稀缺的品种弹性更好。

据此可划分三个研究梯队：第一梯队是棕榈油、橡胶和白糖，供给冲击明确、需求刚性强、库存缓冲薄弱——其中东南