

《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》影响分析

延续新规，扶优去劣

行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融

◆ 投资评级：超配（维持评级）

证券分析师： 王剑 021-60875165
证券分析师： 戴丹苗 0755-81982379

wangjian@guosen.com.cn
daidanmiao@guosen.com.cn

执证编码：S0980518070002
执证编码：S0980520040003

事项：

5月中国证券投资基金业协会就《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》（以下简称《运作指引》）公开征求意见。

核心观点：整体影响证券私募资管行业约5.9万亿元资金，预计受冲击资金约5000亿元。短期券商主经纪PB业务将受冲击，长期私募行业格局整顿，弱者退出，强者愈强。

评论：

私募格局：从舞台边缘走向中央，夯实资管行业“第五级”。从规模看，按照中国证券投资基金业协会数据，截止2022年底，私募基金规模约20.3万亿元，总规模仅次于银行理财27.2万亿元、公募基金26.0万亿元，保险资管24.5万亿元，信托规模21.1万亿元；从类型看，私募基金包括证券类和私募股权类，截至2024年4月底，前者约10万只产品5.9万亿元，后者约5万只产品14.2万亿元；从配置看，私募基金包括证券类和私募股权类，涉及资产类型多元，其中持有股票（含定增）约4万亿元，未上市股权约10万亿元，持有权益和另类资产占比显著高于公募产品；从结构看，私募证券投资基金管理人数量众多，管理规模平均数与中位数相差巨大，分化趋势明显，较少头部机构拥有较大管理规模，多数管理人管理规模较小，呈现显著长尾特征，参考中国基金业协会数据，私募证券类前20规模占比约32%，而管理规模在5000万元以下的家数占比超过50%。

政策导向：管住头部，清退尾部，延续资管新规，回归规范发展。《资管新规》强调不同机构参与资管业务“同一起跑线”，而传统上私募并非持牌金融机构，而是通过在中基协注册成为官方认可的资管行业参与者，监管上主要通过自律组织自治。本次《运作指引》意在拉平私募资管操作与资管新规同步，尤其是当前大型私募投资机构规模相当于中型公募基金，而小而多的长尾机构运作不完备，操作上隐藏较大风险，《运作指引》有较强风险管控导向。

本次《运作指引》共计32条，对私募证券投资基金募集、投资、运作管理等环节提出规范要求，适用于私募证券投资基金，不适用于私募股权投资基金、私募创业投资基金，具体影响资金规模约5.9万亿元，其中受直接冲击的资金规模可能在5000亿元。核心政策包括：私募监管机构化，对照资管新规出台规则；私募基金以规模大小定优劣，头部私募规范运作，尾部私募清理退出；过渡期安排并非“新老划断”，而是一视同仁，比如不符合“禁止通道业务”“募集及存续门槛”“投资范围”“防范利益输送”等条款的，不能新增规模和投资者，不得展期，新增投资活动必须符合新规。具体政策影响如下：

表1: 私募《运作指引》具体涉及条款跟随《资管新规》

具体维度	核心表述
募集资金	✓ 募集及存续门槛要求, 明确私募证券投资基金初始募集及存续规模不得低于 1000 万元, 与《私募投资基金登记备案办法》衔接。
	✓ 强化投资者适当性要求, 私募证券投资基金投向流动性较低资产等特殊资产的, 要求投资者风险等级不得低于基金风险等级。
	✓ 规范申赎管理, 加强流动性风险管理, 要求私募证券投资基金开放申赎频率不得高于每月一次, 并对相关专业投资者予以豁免。
	✓ 锁定期要求, 引导投资者理性投资、长期投资, 明确基金合同应当约定投资者不少于 6 个月的份额锁定期安排, 并对相关专业投资者予以豁免。
	✓ 预警线与止损线要求, 要求私募证券投资基金审慎设置预警线、止损线及触发后的相关安排。
	✓ 组合投资要求, 为引导私募证券投资基金管理人提升专业投资能力, 组合投资、分散风险, 要求私募证券投资基金采取资产组合的方式进行投资, 投资单一资产不得超过基金净资产的 25% 等, 并对相关专业投资者予以豁免。
	✓ 禁止多层嵌套, 要求私募证券投资基金架构应当清晰、透明, 不得通过设置复杂架构、多层嵌套等方式规避监管要求。
投资要求	✓ 上市公司股份集中度要求, 明确同一实控人控制的私募证券投资基金管理人的自有基金、管理的所有私募证券投资基金、担任投资顾问管理的资产管理产品合计持有单一上市公司发行的股票不得超过该上市公司可流通股票的 30%。
	✓ 规范债券投资行为, 长期以来, 监管政策明确禁止管理人参与结构化债券发行、收取返费等违规行为, 并要求加强投资流动性管理, 此次重申、明确规范债券投资行为, 要求分散投资, 促进规范运作。五是场外衍生品投资要求, 明确私募基金应当以风险管理、资产配置为目标开展衍生品交易, 不得将衍生品交易异化为股票、债券等场内标的的杠杆融资工具, 不得为不适格投资者提供通道服务, 提出集中度、杠杆等要求。
	✓ 要求私募证券投资基金管理人建立健全内部制度, 遵循投资者利益优先与公平交易原则, 防范利益输送。
	✓ 对量化私募证券投资基金在交易系统安全、异常交易监控、内部管理、资料保存、产品命名等方面提出规范要求。
运作管理	✓ 压实托管人投资监督责任, 按要求报送信息。
	✓ 要求规模以上私募证券投资基金管理人定期开展压力测试、建立风险准备金制度等。
	✓ 进一步细化对私募证券投资基金投资运作(如衍生品、境外资产等特殊交易)的信息披露要求。
	✓ 明确不同规模私募证券投资基金管理人和私募证券投资基金信息报送工作要求。
过渡期安排	✓ 关于过渡期安排, 《运作指引》明确, 该指引施行后, 新备案的私募证券投资基金按照《运作指引》要求执行。同时为减少新老基金的套利空间, 对存量基金针对不同情况提出差异化整改要求, 并对重点条款的整改给予充分过渡期安排。
	✓ 一是对于违反投资范围要求、开展通道业务、不符合最低存续规模等触及底线要求的存量基金, 《运作指引》施行后不得新增募集规模及投资者, 不得展期, 新增投资活动须符合《运作指引》要求, 合同到期后予以清算。
	✓ 对于不符合《运作指引》中关于投资集中度、嵌套层数、杠杆比例、债券及衍生品交易等投资要求的, 给予 12 个月整改过渡期, 不强制要求修改基金合同。
	✓ 对于《运作指引》实施后存量基金新募集的投资者要求设置不少于 6 个月的份额锁定期。
	✓ 对于存量基金发生基金合同变更的, 变更后内容应当符合《运作指引》要求; 基金合同存续期限发生变化的, 应当按照《运作指引》修改基金合同。
	✓ 对于存量基金中无固定存续期限的私募证券投资基金, 要求在《运作指引》施行后 12 个月内, 修改基金合同, 约定明确的基金存续期, 以促进目前存量永续基金限期整改。

资料来源: 中国证券投资基金业协会, 国信证券经济研究所整理

私募行为: 政策严格下短期增量资金进场将受冲击。 (1) 预计小微私募产品数量将大幅减少。当期私募运作产品约 10 万只, 大多数是微型私募, 如果 1000 万以下产品被清理, 可能会影响 50% 产品存续, 同理, 当期证券类私募管理人约 1 万家, 有可能一半以上将退出市场。(2) 部分策略开展可能更加困难, 如产品按照资产配置分类可能不利于宏观对冲类产品及时调整配置结构, 过去押注单票的高集中度策略、“雪球”等衍生品策略也难以有效执行。(3) 或引发流动性冲击。如果产品净值持续下行, 市场批量产品进入清算流程, 或造成权益市场资金面负反馈。杜绝业务风险的同时, 或造成新的流动性风险, 这将成为《运作指引》后续修改中将考虑的维度。

图1：私募机构潜在影响细分分类



资料来源：国信证券经济研究所整理

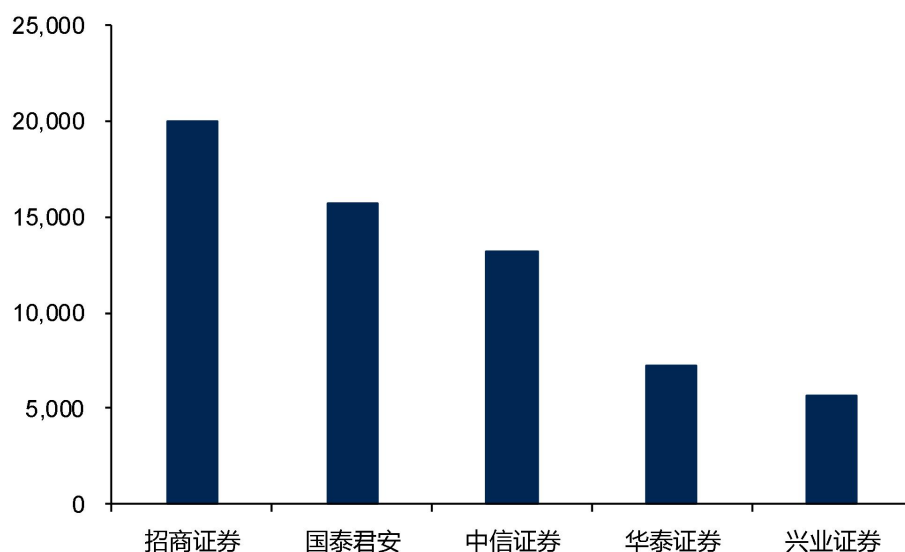
券商应对：短期 PB 业务将受冲击，一梯队地位更为夯实。预计监管趋严下，私募管理人数量下降，集中度进一步加强，私募业务风险有所下降，但整体围绕私募资管的业务竞争更激烈，或利好资本实力雄厚、机构业务发力、产品募集能力强的券商。

表2：私募《运作指引》细分条款对私募机构和券商展业有影响

条款要求	私募机构影响	券商展业影响
（募集及存续门槛）要求私募募集及存续规模保持 1000 万人民币	展业门槛提升，小微规模私募将被清理，私募机构业务减少，私募代销业务门槛理论上可以合并产品，但难度较大	提升
（规范申赎管理）开放式私募证券投资基金之多每月开放一次基金份额申赎，同时建立锁定期安排，外部投资者锁定 6 个月，内部投资者锁定 12 个月	鼓励长期投资，日内开放产品（主要是私募机构业务减少，同时流动性风险降低）将退出	低
（明确投资比例）规定不同私募品类大类产品类别和大类持仓比例要求	资产配置结构调整灵活的私募产品展业受影响，如宏观对冲产品	托管业务复杂度提升
（组合投资）比照资管产品采取双“25%”规定	影响单行业、板块乃至个股高度集中的策略，押住单票模式退出；	减少了业务风险
（债券投资）债券集中度管控，其中同一债券不得超过该基金净资产的 10%	影响私募债券结构化发行	减少了业务风险
（衍生品交易）参与门槛产品为 5000 万，杠杆和集中度有严格要求，不得沦为通道业务	给券商发行“雪球”产品当通道的私募产品将受到影响，小产品难以使用衍生品工具平滑收益	券商“雪球”发行和 DMA 业务（多空收益互换）会受到影响
（私募量化基金）要求提供历史交易记录、策略源代码	源代码过去属于投资经理，后续产权将转移至机构自身	更加重视量化私募机构业务

资料来源：中国证券投资基金业协会，国信证券经济研究所整理

图2：私募托管业务券商数量排名



资料来源：上市公司年报，国信证券经济研究所整理

投资建议：资本夯实和机构业务优势明显的券商长期将受益，受益标的：中信证券、招商证券、华泰证券、中金公司。

风险提示：金融监管趋严。

相关研究报告：

- 《2023Q1 基金销售保有量规模排名点评-当流量红利遇到模式变迁》 ——2023-05-04
- 《证券行业最新政策快评-三箭齐发，小步向新》 ——2023-04-12
- 《证监会《衍生品交易监督管理办法(征求意见稿)》点评-理顺场外衍生品模式，推动券商规范加杠杆》 ——2023-03-20
- 《完善金融版图，强化业务协同-国联集团收购民生证券 30%股权点评》 ——2023-03-17
- 《全面实行注册制发布实施点评-迎来春色换人间》 ——2023-02-19

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032