

# 严控风格漂移 “盲盒基金”大限将至

公募基金“名实不符”的乱象,终于迎来制度层面的重拳。近日,中基协发布《公开募集证券投资基金主题投资风格管理指引》(以下简称《指引》),划定主题基金非现金资产80%以上须投向对应风格库标的的“红线”,同时叠加严重偏离情形纳入基金经理负面考核指标、托管人日常监测等要素。严监管之下,风格漂移问题迎来合规转型拐点。

然而,在分析人士看来,漂移并非基金经理一厢情愿,背后是科技赛道持续虹吸资金的路径依赖、多方压力倒逼的业绩焦虑,以及投资者“看收益不看合同”的认知缺口。如今整改倒计时启动,部分机构已着手规划调仓节奏,“盲盒基金”的草莽时代正在落幕。对投资者而言,比追逐净值更重要的是——先看清手里那只基金,到底押的是什么牌。

## 消费基金成问题多发区

近日,中国证券投资基金业协会正式发布《指引》,自12月1日起施行,全文共六章27条,从多个维度构建起对主题投资基金“名实不符”“风格摇摆”等乱象的闭环约束体系。

从实际持仓来看,消费主题基金已成为风格漂移的多发区。举例来看,截至一季度末,财通资管消费精选混合的前十大重仓股多为芯片、电子类科技个股,多达八席,合计持仓占比高达34.31%。其中,宏和科技、腾景科技、中富电路、环旭电子为该基金的前四大重仓股。然而,从业绩比较基准来看,该基金跟踪占比高达75%的中证内地消费主题指数,却无一只成分股出现在重仓股之列。

### 《指引》规定“三把锁”



与此同时,截至一季度末,恒生前海消费升级混合的前十大重仓股包括中际旭创、新易盛、东山精密等多只光模块、电子电路个股,同样明显偏离消费赛道。除此之外,此前还有多只基金因频频跨界投资备受市场关注,更有甚者被投资者诉至公堂,行业乱象亟待整治。

有业内人士向北京商报记者表示,当前风格漂移的主题基金,主要集中在消费、医药以及新能源等领域。这主要是因为相关板块近年来表现低迷,产品净值连续下挫,使得部分主题基金经理面对来自多方的压力,铤而走险转向科技成长赛道。

消费主题基金集中出现风格漂移且部分机构“知错不改”,背后源于部分行业痛点。中国企业资本联盟副理事长柏文喜分析,消费基金成“多发区”或源于路径依赖与业绩压

力。消费板块2021年后持续低迷,而AI科技爆发,叠加基金经理面临排名考核压力,“消费主题”标签成为业绩束缚。相比之下,科技主题基金本就可投AI,则无需漂移。

## “三把锁”明确漂移边界

整体来看,《指引》通过建立风格库制度、80%的资产红线以及负面考核指标为风格漂移挂上了“三把锁”。

第一道锁是强制建立“风格库”。主题投资基金应当建立风格库,将符合特定投资方向的证券纳入风格库管理,管理人须根据基金合同约定的投资主题,构建对应的风格库,入库标准优先采用第三方机构发布数据或市场公开数据,界定投资范围须符合市场基本

常识和普遍认知,不得仅使用“上下游”“未来”“可能”等笼统、含糊表述方式。

第二道锁是划定“80%红线”。主题投资基金须将80%以上的非现金基金资产投资于风格库内的证券,且风格库内证券持仓比例应持续不低于80%。同时,基金托管人在收到风格库后5个交易日内对风格库入库证券是否符合基金合同约定的风格库入库标准进行审查,并持续监督投资比例是否出现不符合基金合同约定的情况。

第三道锁是与基金经理考核挂钩。管理人须将严重偏离投资方向的情形纳入基金经理负面考核指标。值得一提的是,此前已有相关政策先行,《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引》已明确要求基金经理薪酬直接与战胜基准挂钩,而非短期市场排名。

对于“三把锁”带来的整改要求,某公募从业人士坦言,难点主要在于主题投资风格指引与此前已生效的业绩比较基准指引,都较大增加了基金经理的约束性,让基金经理的主动性削弱,主动管理能力的发挥空间可能受限,未来更多是带着“镣铐”跳舞。

前述业内人士同样表示,“落实新规在操作层面并不难,更难的点可能是在‘合规确定性’与‘投资灵活性’之间寻找平衡。一方面,监管要求可识别、可量化;另一方面,投资本身也需要一定的宽容度,为基金经理创造超额收益提供更大的空间,但这里的度究竟该是几分,也需要各家机构反复斟酌”。

## 部分机构已明确整改阶段

新规落地后,不仅明确自12月1日起施行,还针对施行前已成立的但不符合《指引》部分条款的主题投资基金,给予自施行之日起12个月的整改过渡期。换句话说,存量产品

最多有17个月的整改期。

整改期限明确后,部分公募也逐步对旗下待改产品进行规划。前述业内人士向北京商报记者透露:“我们大体上分为三个阶段。第一阶段是从现在到8月末,主要进行产品摸排与制度修订;第二阶段是9—11月,主要任务是完成基金合同、招募说明书修订,以及更新相应的内部管理机制和考核管理等;第三阶段是11—12月,届时会分批次、有节奏地调整持仓,避免集中调仓引发市场影响。”

另一位公募从业人士则表示,整体来看,目前该指引刚发布,后续安排有待产品排查、改造落实等工作逐步落地,还有较长的时间窗口,目前暂无非常明确的时间排期。但预计时间节奏上优先新发产品落实指引,对于存量产品的改造可能要到2027年,参照届时已披露的新发产品情况来操作,以便更有针对性地整改。

从具体的整改措施来看,某行业资深人士认为,“调基准”对产品本身情况的要求比“调仓”会更高,因此,调仓或是相关产品的首选。同时,由于整改期较长,对市场产生的冲击也会相对较小。

前述业内人士亦指出,“此次整改产品的调仓动作对市场带来的影响非常有限。一方面看总量,根据测算,真正需要在持仓交易层面做调整的产品规模,大致也就百亿级别,这个级别的交易量,在当下的市场交易额面前,影响是非常有限的;另一方面看节奏,这次调整给了最多17个月的过渡期,多数工作可以边整改边调整完成,包括正在落地的业绩比较基准指引的调整,时间的相对宽裕也缓解了本轮风格漂移调整的压力”。

除了基金公司积极整改外,分析人士指出,对于普通投资者而言,也应学会识别出现风格漂移的基金,从而规避潜在投资风险。

北京商报记者 刘宇阳 实习生 王思奕

# H股认购迎新买家 威海银行资本焦虑待解

在距离原协议到期仅剩半个月之际,威海银行H股定向增发迎来新认购方。6月14日,威海银行宣布,已与恒源控股签订H股认购协议,以每股3.29元人民币,定向发行不超过1.5亿股H股,募资上限4.935亿元。自2025年7月抛出30亿元定增方案以来,该行开启了“内资股+H股”并行的资本长跑,定增背后,是威海银行难掩的“资本饥渴”,核心一级资本充足率从2020年的9.88%一路下滑,2025年三季度末更是逼近7.5%的监管红线,尽管去年末短暂回升至8.84%,不过,2026年一季度再度回落至8.46%。对威海银行而言,本轮定增能够快速增厚资本实力,但在跨过“红线”警报后,如何将外部注入的资本“活水”真正转化为内生增长的“源泉”,才是需要思考的命题。

## 溢价超26%认购

威海银行H股定向发行迎来新玩家入场。6月14日,威海银行一纸公告落地,宣布与恒源控股达成协议,定向发行不超过1.5亿股H股,募资上限4.935亿元,全部用于补充核心一级资本。本次H股认购价定为每股3.29元人民币,对比二级市场价格,该价格较协议签署前最后交易日2.86港元的收盘价溢价26.22%,较公告日前五个交易日2.85港元的平均收盘价溢价26.67%;及较该行于2025年12月31日每股约人民币4.57元的资产净值存在约28.01%的折让。

从认购方来看,恒源控股于2012年9月于香港注册成立,由山东恒源石油化工股份有限公司全资持股,其间接由临邑县政府国有资产监督管理局控股。恒源控股主要开展跨境贸易和投资等工作,与威海银行此前并无历史关联,属于独立第三方。北京商报记者注意到,截至公告披露当日,本次H股发行的多项核心生效条件均已落地,协议签署、内部决议等工作已完成。自6月14日起,威海银行已采用最低指定公众持股量替代门槛以符合香港上市规则的相关规定。

这笔1.5亿股H股份额并非首次寻得投资方。去年12月,威海银行曾与津联集团订立H股认购协议,发行数量、认购价格、募资总额均与本次交易完全一致。彼时,津联集团以每股3.29元人民币的认购价入局,较当日每股H股3.06港元溢价约17.97%。根据彼时的协议规定,如2026年6月30日止,H股认购协议约定的生效条件仍未全部满足,则H股认购协议将自动终止,双方互不承担违约责任,如涉及支付

款项则应于H股认购协议终止后3个工作日内全额退还。

如今距离协议到期仅剩半个月,这场资本接棒,也引发了市场的诸多猜测。中国(香港)金融衍生品投资研究院院长王红英指出,恒源控股入局将推动威海银行进一步深耕山东县域金融、地方产业金融;而津联集团止步,也意味着短期内对该行的增量布局暂时告一段落。国资入股不仅能为威海银行补充资本金、优化治理结构,并注入持续经营的新力量。

## 引资“补血”不断

此次定增进程已持续了许久,2025年7月,威海银行明确采用内资股、H股同步发行的模式募集资金。按照规划,内资股发行规模不超过7.58亿股,对应募集资金上限24.94亿元;H股发行数量不超过1.54亿股,募资上限5.06亿元。两者合计募资总额控制在30亿元以内,且两类股份发行价格均为每股3.29元。

2025年11月,山东金融监管局对威海银行增资扩股方案进行批复,同意该行定向增发内资股不超过7.58亿股,非公开发行境外上市H股不超过约1.54亿股。

方案一经披露,威海银行控股股东山东高速集团及其控股子公司山东高速作为驰援“急先锋”率先入场,分别同意认购该行不超3.24亿股、1.06亿股内资股,认购价同样为每股3.29元,合计认购金额达14亿元,占定增计划总额的46.7%。

随后,威海银行定增引入外部国资的步伐持续加快,新一批战略投资者接连落地。当年12月22日,该行宣布津联集团参与该行H股认

购;时隔两日后的12月24日,威海银行再发公告,宣布与财鑫资产签署内资股认购协议,根据协议约定,该行拟向财鑫资产发行不超过约3.28亿股内资股,募资上限为10.79亿元,每股认购价为3.29元,较公告当天威海银行H股收盘价3.07港元溢价约17.59%。

急切定增背后,是威海银行资本补充需求愈发迫切。2020年末,威海银行核心一级资本充足率为9.88%,在此之后便连年下滑。到2025年三季度末,该行核心一级资本充足率进一步下探至8.02%,对比非系统重要性银行7.5%的监管红线,仅高出0.52个百分点。从最新数据来看,截至2025年末,威海银行核心一级资本充足率回升至8.84%,但2026年一季度末,这一指标再度回落至8.46%,资本稳定性不足的问题依旧严峻。

博通咨询首席分析师王蓬博认为,此次定增落地后,威海银行资本水平边际将有所改善,但该行真正的瓶颈在于盈利能力和资本内生积累弱,单纯靠外部注资只能短期改善。要真正脱困,必须从资产端和负债端同步调整,一方面压降低效信贷、控制风险加权资产增速,另一方面提升定价能力和客户综合收益,才能形成可持续的资本生成机制。

在王红英看来,威海银行若要扭转资本下滑趋势,除了定增、发行永续债及二级资本债等方式充实资本外,更需从根本上发力,通过优化治理结构、强化数字化风控、提升中间业务及发展综合金融来增强核心竞争力。

针对后续将采取哪些措施改善盈利、降低资本消耗,北京商报记者向威海银行进行采访,但截至发稿,未收到回复。

北京商报记者 宋亦桐

# “南向通”债市投资落地 险资打开出海新通道

保险资金跨境投资关键落地动作完成。6月15日,北京商报记者注意到,日前泰康资产、平安资产、国寿资产等保险资产管理公司宣布,作为首批受托开展“南向通”业务的机构,已顺利完成首笔投资交易。在业内人士看来,对于保险资金而言,参与“南向通”可以拓宽资产配置渠道,更好地满足多元化投资需求,优化资产配置、分散风险;对香港债券市场而言,则有助于提升香港债券市场的活力和竞争力,深化中国债券市场的两地高水平双向开放。

债券通“南向通”机制于2021年启动,通过内地与香港金融基础设施机构的互联互通,成为境内机构投资者直接参与香港债券市场的高效通道。2025年7月,“南向通”参与者扩容,纳入券商、基金、保险、理财4类非银机构。首批“南向通”参与者以头部保险公司为主。

当前宏观新形势下,保险资金运用面临较大的收益匹配、久期匹配等资产配置需求,多家险资机构表态,“南向通”业务有助于保险资金增配长期限资产,争取改善长期投资回报水平。

此前国内险资主要通过QDII(合格境内机构投资者)方式参与境外投资,但QDII额度有限,且标的以股票为主,债券配置比例较低。毫无疑问,“南向通”打开了保险资金“出海”新通道。北山常成基金研究院院长王兆江分析,“南向通”是险资提收益、补久期、分散单一人民币风险、低成本出海的制度化通道。它主要起到四个作用:第一,收益补强,境外同评级债券收益率部分高于境内,可以直接增厚组合收益。第二,久期匹配,香港市场有大量20—30年超长期债券,匹配寿险10—20年负债久期,缓解久期缺口。第三,分散风险,对冲境内利率下行与波动风险。第四,摆脱QDII额度稀缺、审批慢、成本高的约束。

随着险资全球配置版图持续拓展,保险业也将在开放浪潮中实现更高质量的发展。在乐观情绪之外,必须清醒看到赴

港“买债”背后的风险,这也是险资全球投研与风控能力的试金石。

由于“南向通”债券标的很大一部分以港币计价,各类投资主体均面临着较大汇率风险,可能产生汇兑损失。此外,信用风险、流动性风险等也需要考虑。业内人士表示,信用层面,境外债券市场评级体系与内地存在差异,中资美元债市场偶发违约事件,境外主体信用甄别难度更高;流动性层面,部分小众境外债券交投清淡,在极端市场环境下难以快速变现,存在流动性承压风险;合规层面,内地与香港监管规则不同,跨境政策、交易规则变动会带来合规隐患。

对于风险防范,国家金融监督管理总局上海监管局王晔明、黄颖近期撰文表示,首先,在政策层面,可探索类似“海外资产池”的制度创新,允许险资通过专项账户灵活配置离岸债券,并适度下调外币债券的风险因子,以缓解资本消耗压力。其次,在风险管理方面,支持保险机构使用外汇远期合约、利率互换等工具开展风险对冲,同时建立针对离岸人民币债券的信用评级体系,提升风险识别能力。最后,在资产配置策略方面,应避免过度集中于单一币种或市场,而是通过“南向通”渠道构建“人民币债+美元债+欧元债”的多元化组合,并利用回购协议优化流动性管理。例如,险资可部分配置于久期匹配的美元债,部分配置于欧元高收益债,同时保留境内优质债券,并通过外汇掉期对冲汇率风险,最终实现收益提升与风险分散的平衡。

保险资金作为资本市场的重要长期机构投资者,其全球债券配置能力的提升不仅关乎自身资产负债管理效果,更是推动人民币国际化进程与金融市场开放的重要举措。

北京商报记者 李秀梅