

目录

本期导读.....	2
新版 LPR 第二次报价出炉：1 年期下降 5bp 至 4.2% 5 年期以上不变.....	2
鹰派降息加 QE 预期 美联储复杂信号影响几何.....	2
MLF 利率未动 货币政策操作仍有空间将相机而动.....	3
转型主动管理 部分基金子公司发力 FOF.....	3
信托产品.....	3
资管产品.....	4
银行理财.....	4
宏观政策.....	5
央行“缩表”？与银根松紧无必然关系.....	5
鹰派降息加 QE 预期 美联储复杂信号影响几何.....	7
新版 LPR 第二次报价出炉：1 年期下降 5bp 至 4.2% 5 年期以上不变.....	10
MLF 利率未动 货币政策操作仍有空间将相机而动.....	11
逆周期调节力度将加码.....	12
8000 亿元全面降准资金到位 市场都盯着央行今日动作.....	15
监管动态.....	18
银保监会：拟规定银行理财子公司净资本不低于 5 亿元 不得低于风险资本.....	18
创业板改革方案正在加快研究 市场人士期待首发上市条件优化.....	18
行业新闻.....	21
转型主动管理 部分基金子公司发力 FOF.....	21
12 万亿券商资管数据：年内规模降 0.83 万亿 中信证券降超 1000 亿.....	23
ETF 成变相减持通道 年内 48 家上市公司大股东换购 ETF.....	25
私募销售酝酿新玩法 解决募资痛点.....	27

本期导读

新版 LPR 第二次报价出炉：1 年期下降 5bp 至 4.2% 5 年期以上不变

20 日早间中国货币网消息称，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2019 年 9 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 4.2%，5 年期以上 LPR 为 4.85%。以上 LPR 在下一次发布 LPR 之前有效。

8 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 4.25%，5 年期以上 LPR 为 4.85%。

鹰派降息加 QE 预期 美联储复杂信号影响几何

尽管降息 25 个基点（bp）如期而至，但 9 月的美国公开市场委员会（FOMC）声明再一次显示了美联储内部分歧空前，面对尚且强韧的经济、复杂多变的前景、全球宽松潮的逼迫和政治上的压力，美联储对政策路径并无十足的确信度。

“虽然鹰派信号混杂、预期较为混乱，但未来鸽派仍将是主基调。美联储尽可以发出鹰派言论，但难以落实鹰派政策。‘QE’的确正在酝酿，而欧洲央行已经超预期宽松。不过区别在于，美联储的政策工具仍然非常充足。”纽约某投行资深主管冯磊（Mitch）对记者分析称。

这对于包括中国在内的全球市场而言，未来如何消化政策、展开交易，都将构成挑战。

MLF 利率未动 货币政策操作仍有空间将相机而动

中国人民银行 17 日开展中期借贷便利(MLF)操作 2000 亿元,利率为 3.30%, 不开展逆回购操作。相关数据显示,当日,共有 2650 亿元 MLF 和 800 亿元逆回购到期,这意味着,央行缩量进行 MLF 续作,但利率并未下调。

此前,不少市场人士预期此次 MLF 利率下调概率很大。业内人士表示,央行此次保持 MLF 操作利率不变,表明本轮货币政策逆周期调节将强调循序渐进,避免利率大幅波动,也为后期相机抉择、灵活应对经济金融形势波动留出更大政策空间,后期货币政策仍有进一步加码逆周期调节的必要,但不改稳健基调。

转型主动管理 部分基金子公司发力 FOF

基金中基金(FOF)正成为资管行业的热点,不仅普通公募 FOF 重新开闸审批,基金子公司也开始布局 FOF 业务蓝海。中国基金业协会网站显示,近段时间,基金子公司密集发行 FOF 产品,仅下半年以来,FOF 备案数量就接近 20 只。

基金业协会网站显示,基金子公司产品备案列表上,FOF 类产品开始有增加的趋势。6 月至今,鹏华资产、上海华富利得资产等多家基金子公司合计备案了鹏华资产鼎航、华富资管安远 1 号等 18 只 FOF 产品。据记者了解,目前基金子公司发行的 FOF 产品类型涵盖权益、混合及固收几大类。

信托产品

上周共搜集到新发行信托产品 73 只,期限为 6-24 个月不等。年化收益率在 6.9%~9.5%之间。

资管产品

上周共搜集到新发行资管产品 6 只。期限为 6-120 个月不等。年化收益率在 4.5%~6.0%之间。

银行理财

上周共搜集到银行理财产品 25 只。期限为 91-366 天不等。年化收益率在 4.3%-4.95%之间。

宏观政策

央行“缩表”？与银根松紧无必然关系

中国央行近日公布的资产负债表显示，截至 2019 年 8 月末，央行总资产为 36 万亿元，虽然环比上升 2400 亿元，但是相比年初减少了 1.2 万亿元。与此同时，外汇占款余额为 21.2 万亿元，环比下降 83.7 亿元，连续 13 个月下降。

根据这两组数据，能否说明，中国央行在缩表？货币政策在收紧？部分接受记者采访的专家认为，不能这么看待这个问题。

专家表示，因为资产负债表结构和货币政策操作方式的不同，不能将我国央行资产负债表的收缩或者扩张，简单类比为美联储的缩表或扩表，进而认为货币政策在发生转向。目前我国货币政策正延续稳健基调，加大逆周期调节力度，保证流动性合理充裕，支持实体经济发展。

首先，目前外汇占款已经不是流动性供给的主要渠道，过去几年央行丰富和补充了多种新型工具，主动投放流动性。

在大额双顺差时期，外汇占款是我国流动性投放的主要渠道，央行还需要通过提高准备金率和发行央票进行大规模对冲。但是，近年来，随着国际收支趋向平衡，外汇占款渠道供给的流动性明显减少，有时甚至还会反向减少流动性。

取而代之的是，2013 年以来央行陆续创设的多种新型工具，包括市场耳熟能详的“酸辣粉”SLF、“麻辣粉”MLF、SLO、“特辣粉”TLF 等，向银行体系灵活提供长、中、短期流动性，显著增强了货币政策的调控能力和主动性。

其次，资产负债表变化与银根变化没有必然关系。例如，降低存款准备金率对冲资产端变化后，央行资产负债表表面上看是“缩表”，实际上具有扩张效应。

清华大学五道口金融学院院长、央行原行长助理张晓慧曾经撰文，以 2018

年 4 月 25 日央行下调部分金融机构存款准备金率并置换 MLF 为例，详细解释了降准对于央行资产负债表的影响。

她在文章中指出，存款准备金率下降 1 个百分点，意味着央行资产负债表负债方的 1.3 万亿元法定存款准备金被转换为超额准备金（商业银行可用资金），央行负债方虽呈现一增一减，但资产负债表总规模未变。

与此同时，降准当日商业银行用降准资金偿还 9000 亿元 MLF 后，则表现为央行资产负债表负债方的超额准备金减少，资产方的 MLF 余额也相应减少，此时央行资产负债表规模出现收缩即“缩表”。然而在上述操作完成后，银行体系流动性实际增加了 4000 亿元，而且商业银行的资金稳定性更强，资金成本也趋于下降，同时还释放出一定的 MLF 抵押品。

这说明，央行此次“缩表”后，银行体系的流动性水平是改善的。换言之，这次“缩表”并未带来流动性的收紧。

总结来看，降准本身并不影响央行资产负债表规模，只有资产端和负债端的减少才会导致资产负债表的收缩。央行通过降准对冲资产端变化后出现的“缩表”，实际上具有扩张效应。

最后，近期央行货币政策的一系列操作，都显示稳健基调下加大逆周期调节力度的意图，目前市场流动性合理充裕。

央行 9 月 6 日宣布了“全面+定向”降准的组合拳，其中全面降准释放的 8000 亿元长期资金已经于 9 月 16 日到位。

为了保证跨季度流动性稳定，央行 19 日和 20 日均启动了“7 天+14 天”逆回购的操作，逆回购的量亦在放大。近日，MLF 利率虽未调整，但是也进行了部分续作。

张晓慧在文章中指出，观察银根的松紧，要看银行体系超额准备金（这才是商业银行的可用资金）水平的多少和货币市场利率的高低，而非央行“缩表”与

否。

那么，这两个指标到底如何呢？根据 Wind 计算，9 月以来存款类机构质押回购 DR007 加权平均利率为 2.65%，与上月基本持平。截至 6 月末，金融机构超额存款准备金率为 2.0%，比上年末低 0.4 个百分点，比上年同期高 0.2 个百分点。

8 月资产负债表“扩表”了 2400 亿元。与此同时，央行数据显示，8 月份同业拆借加权平均利率为 2.65%，分别比上月和上年同期高 0.57 个和 0.36 个百分点；质押式回购加权平均利率为 2.65%，分别比上月和上年同期高 0.5 个和 0.4 个百分点。

由此可见，今年以来，在一系列货币政策的操作下，流动性是合理充裕的，并没有因为所谓的“缩表”而出现银根紧张，也没有因为个别月的“扩表”而出现银根泛滥。

对于下一阶段的货币政策，央行指出，将继续实施稳健的货币政策，不搞大水漫灌，注重定向调控，兼顾内外平衡，加大逆周期调节力度，保持流动性合理充裕，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

鹰派降息加 QE 预期 美联储复杂信号影响几何

尽管降息 25 个基点(bp)如期而至，但 9 月的美国公开市场委员会(FOMC)声明再一次显示了美联储内部分歧空前，面对尚且强韧的经济、复杂多变的前景、全球宽松潮的逼迫和政治上的压力，美联储对政策路径并无十足的确信度。

“虽然鹰鸽信号混杂、预期较为混乱，但未来鸽派仍将是主基调。美联储尽可以发出鹰派言论，但难以落实鹰派政策。‘QE’的确正在酝酿，而欧洲央行已经超预期宽松。不过区别在于，美联储的政策工具仍然非常充足。”纽约某投行资深主管冯磊(Mitch)对记者分析称。

这对于包括中国在内的全球市场而言，未来如何消化政策、展开交易，都将构成挑战。

而在美联储宣布降息后，19 日早间，香港金管局也跟随降息 25bp 至 2.25%，这是香港金管局年内第二次降息；巴西央行随后也宣布降息，将基准利率下调 50 个基点至 5.5%。此外，在“超级星期四”，还有日本、英国、瑞士、挪威等多国央行也公布了利率决议，其中日本央行按兵不动；瑞士央行将利率保持在 4 年前的-0.75%。

美联储的鹰派降息

9 月 19 日凌晨，美联储宣布降息 25bp，但点阵图显示，预计今年仅降息 2 次，且预计 2020 年、2021 年将按兵不动，这意味着今年降息次数已耗尽，美联储的鹰派降息出乎市场预期。美联储主席鲍威尔还表示，企业投资和出口疲软被强劲的消费部门中和，他强调了劳动力市场和消费部门强劲，声明之强硬导致美元一度大涨，黄金跳水。

美联储还将 2019 年的实际 GDP 预测从 6 月的 2.1%上调至 2.2%。工银国际首席经济学家程实对记者表示，美联储之所以鹰派，是因为真实的衰退风险并未失控，此前市场对降息空间的预期存在普遍超调。近期，内外部因素共同触发了超调预期的急遽修正。内部来看，美国经济韧性犹在。同时，声明也显示，美联储对于未来的政策路径存在严重分歧，有两名委员反对降息，另一名委员支持降息 50bp 而非 25bp。

摩根资产管理全球市场策略师朱超平对第一财经记者表示，虽仍有 7 人预期今年年底前还有一次降息，但是点阵图中位数显示将维持当前的利率。这反映出随着美国经济面临的不确定性上升，美联储也变得更加举棋不定。

朱超平表示，美国政府对于货币政策的干预将继续扰动市场预期，这加大了美联储进行市场沟通的难度。由于贸易谈判的进展缓慢，企业信心和资本支出将

继续承压，“下一个重要的问题在于企业部门的疲软向就业和消费市场传导的速度到底有多快。因此，我们认为美联储将维持‘预防性’降息的路径，今年年底以前仍然可能再一次降息。”

回购市场乱局引爆“QE”预期

而使已极度复杂的信号更加复杂的是，鲍威尔表示，在未来几个月里，美联储可能会有机扩大资产负债表，可能会在下一次 FOMC 会议（10 月 30 日）发表声明。正因为这一措辞，美股由跌转涨，道指收涨 0.13%，标普 500 指数收涨 0.03%。

这被各界解读为，10 月展开“拟 QE”的可能性不断上升。“尽管鲍威尔小心翼翼地扩表形容为‘有机增长’（organic growth），强调这与 QE 不同，但实际效果来看（操作层面和资产负债表的扩大），与 QE 是相同的。当然，扩表的速度可能不同，我们认为有机增长可被称为‘轻度 QE’（QE light），QE 的措辞被小心避免，除非美国经济下行态势加速，且货币政策已接近‘零利率下限’（zerolowerbound/ZLB）。”法兴银行美国经济学家加拉赫（Stephen Gallagher）对记者表示。

市场之所以出现“QE”预期，是因为本周初美联储表示将执行 10 年来首次隔夜回购操作（类似中国的逆回购，释放流动性），以帮助将联邦基金利率维持在 2%~2.25% 的目标区间范围内。换言之，美联储自己设定的利率区间快盯不住了。本周一，隔夜回购协议利率飙升 248bp，至 4.75%，为去年 12 月以来的最高水平，已经超出了美联储的利率管理区间（2%~2.25%）。

冯磊对记者分析称，利率飙升是多方因素导致的。近期的状况释放了警讯，美联储需要加速完善短期货币市场的各类渠道，使得金融系统更加灵活、强劲，这样货币政策才能更好地传导。

中国市场投资组合应转为注重防御性

9 月 19 日，亚太市场开盘微跌，早前对宽松预期过高的市场仍在受到“鹰

派降息”的影响。

就中国市场而言，A 股开盘下挫，人民币对美元微跌。截至同日收盘，上证综指涨 0.21% 至 2992 点，美元/人民币报 7.0963，人民币微贬 0.16%，10 年期国债收益率上升 0.03 个百分点报 3.137%。

在美联储此次降息之前，中国人民银行已下调存款准备金率，银行间市场和债券市场的流动性有所改善。“但是，MLF 的利率并未如市场预期出现下调，显示央行对大水漫灌式的宽松保持审慎立场。未来一段时间，国内货币政策可能进入一段观察期，进一步宽松的时点和力度将受到市场利率、经济数据和贸易谈判进展等多方面的影响，而近期则更偏向于利用窗口指导和定向工具为中小企业融资提供支持。”朱超平告诉记者。

从资产配置的角度，他认为，经济基本面对企业盈利和股票价格的压力将逐渐显现，投资者需要更加重视组合的稳健性。“在估值偏高的状态下，美股的上行空间已经比较有限，投资者需要考虑增加高股息率股票、防守型股票、信用债等资产的配置以提升抗风险能力。A 股市场目前估值较低，而部分股票也提供了理想的股息回报，对于中长期投资者具有吸引力。”

新版 LPR 第二次报价出炉：1 年期下降 5bp 至 4.2% 5 年期以上不变

20 日早间中国货币网消息称，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2019 年 9 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 4.2%，5 年期以上 LPR 为 4.85%。以上 LPR 在下一次发布 LPR 之前有效。

8 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 4.25%，5 年期以上 LPR 为 4.85%。

MLF 利率未动 货币政策操作仍有空间将相机而动

中国人民银行 17 日开展中期借贷便利(MLF)操作 2000 亿元,利率为 3.30%, 不开展逆回购操作。相关数据显示,当日,共有 2650 亿元 MLF 和 800 亿元逆回购到期,这意味着,央行缩量进行 MLF 续作,但利率并未下调。

此前,不少市场人士预期此次 MLF 利率下调概率很大。业内人士表示,央行此次保持 MLF 操作利率不变,表明本轮货币政策逆周期调节将强调循序渐进,避免利率大幅波动,也为后期相机抉择、灵活应对经济金融形势波动留出更大政策空间,后期货币政策仍有进一步加码逆周期调节的必要,但不改稳健基调。

工银国际首席经济学家、董事总经理程实表示,考虑到 9 月 16 日落地的全面降准已经释放资金约 8000 亿元,加之近期同业存单发行利率有所回落,目前市场流动性正逐步回调至相对充裕状态。上述政策组合亦表明,本轮货币政策的逆周期调节将强调循序渐进,避免利率大幅波动,从而护航利率并轨的后续进程。

东方金诚首席宏观分析师王青表示,新 LPR 形成机制改革推出不久,央行将会观察改革推进效果,特别是银行贷款利率换锚后,新发放贷款参考 LPR 定价比例、贷款利率中的风险溢价变化以及企业贷款融资综合成本下行情况,来决定是否下调 MLF 操作利率。他同时表示,逆周期政策调节需求上升,但 8 月最新数据也显示,CPI 继续保持 2.8%的较高水平,这意味着保持物价稳定在央行货币政策权衡中的比重在上升。他说,当前保持 MLF 操作利率不变,也可为后期相机抉择,灵活应对经济金融形势波动留出更大的政策空间。

不少业内人士表示,未来货币政策逆周期调节的力度还会加大,但货币政策不会“大水漫灌”,会把握节奏、力度,综合考虑各种因素相机而动。

程实表示,从 8 月份数据来看,在经济层面,虽然消费引擎保有一定的结构

性亮点，但是投资、生产领域动能继续趋弱；金融层面，虽然 M2 增速和中长期贷款增量改善，但绝对水平仍处于低位，“宽信用”难以真正达成。由此，未来货币政策有望进一步加码逆周期调节。

王青表示，为避免“大水漫灌”，未来结构性货币政策工具还会持续发力，定向降准、TMLF（定向中期借贷便利）、再贷款再贴现等的操作力度将继续加大，主要目标是对民营、小微企业等经济薄弱环节提供“定向滴灌”。他强调，无论是继续实施降准还是启动“降息”，都不会脱离稳健货币政策范畴。

中信证券研究所副所长明明表示，今年以来，市场利率下行但不能引导贷款利率下行：在利率市场化、LPR 定价机制改革加速推进的情况下，LPR 首次报价下行幅度较小，说明当前银行风险溢价仍然有较强的刚性。这种情况下，可通过 MLF 降息直接拉低 LPR 报价并引导贷款利率下行。

逆周期调节力度将加码

国家统计局 16 日公布的 8 月国民经济运行数据显示，8 月全国规上工业增加值同比增长 4.4%；社会消费品零售总额增长 7.5%；1-8 月，全国固定资产投资（不含农户）增长 5.5%。8 月经济运行保持总体平稳、稳中有进态势。特别是内需持续扩大，基建投资增速以及扣除汽车以外的消费品零售额增速加快，结构也继续优化。

专家指出，加大逆周期调节力度，全力做好“六稳”，促进形成强大国内市场，成为下一步确保经济持续健康发展的重要政策取向。总的来看，中国经济增长内生动力较强，消费扩容升级对经济拉动作用在提高，民生及区域基础设施投资还有很大潜力，一系列工业发展政策效力将显现，实现全年预期发展目标有基础、有条件。

基建投资增速加快

8月部分经济指标增速有所波动。数据显示，8月全国规模以上工业增加值同比增长4.4%，增速比上月回落0.4个百分点。社会消费品零售总额33896亿元，同比增长7.5%，增速比上月回落0.1个百分点。1-8月，全国固定资产投资（不含农户）400628亿元，同比增长5.5%，增速比1-7月回落0.2个百分点。

国家统计局新闻发言人付凌晖指出，8月主要指标有升有降，但总的来看，月度因为有各种因素影响会有一些波动，从1-8月总体情况看，经济运行保持总体平稳、稳中有进的发展态势。

付凌晖表示，8月工作日比上年同期少一天，一些气候性因素对部分地区工业生产也有一定影响。剔除这些特殊因素，8月工业生产仍较稳定。从累计情况来看，1-8月，规模以上工业增加值增长5.6%，高技术制造业增长8.4%，稳定增长态势仍在持续。

从需求来看，内需仍在持续扩大。消费方面，8月扣除汽车以外的消费品零售额增长9.3%，比上月加快0.5个百分点。投资方面，1-8月基础设施投资增长4.2%，比1-7月加快0.4个百分点。

“8月新增专项债发行速度较前月回升，同时对地产严调控也使资金向基建分流，预算内外的资金支持均带动基建投资增速回暖。”中信证券研究部固定收益首席分析师明明说。

“基础设施投资保持较快增长有不少有利条件。”付凌晖指出，中央政府加大支持力度，进一步增加专项债发行，将明年部分新增专项债额度今年提前发行，有利于支撑基础设施投资增长。

结构升级态势延续

“稳”在速度，“进”在质量。一系列数据显示，产业结构升级态势仍在延续。

工业方面，1-8月规模以上工业增加值增长5.6%，高技术制造业增长达到

8.4%，明显快于全部工业增速。消费方面，1-8月社会消费品零售总额增长8.2%，实物商品网上零售额增长20.8%，明显快于社会消费品零售总额速度。

投资方面，1-8月固定资产投资增长5.5%，其中高技术产业投资增长13%，快于全部投资增长。短板领域投资增加，1-8月，生态保护和环境治理业、教育投资同比分别增长42.2%、19.0%，分别快于全部投资36.7、13.5个百分点。

不过，付凌晖也指出，当前国际环境不稳定不确定因素明显增多，国内经济结构性矛盾依然突出。下一步，将加大逆周期调节力度，狠抓政策落实，全力做好“六稳”工作，巩固和深化改革成果，促进形成强大国内市场，确保经济持续健康发展。

政策已经在加码。9月4日召开的国务院常务会议部署精准施策加大力度做好“六稳”工作，特别部署用好专项债，形成有效投资。同时强调加快落实降低实际利率水平的措施，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。9月6日，央行宣布从9月16日起全面降准。华泰证券宏观首席分析师李超认为，近期重要会议频繁释放“六稳”发力信号，财政政策和货币政策有望对生产端形成一定的刺激提振。

兴业证券首席经济学家王涵指出，近期采取的改革以及常规措施较为频繁，如LPR改革、全面+定向降准、QFII额度放开等，均有更多支持实体融资的作用。8月社融数据增长超预期，也体现了政策逆周期调节的导向。

东方金诚首席宏观分析师王青认为，未来逆周期调节加码包括财政支出及专项债安排向基建项目再倾斜、落实大规模减税降费措施、激发微观主体活力等。

实现全年目标可期

在专家看来，我国经济全年保持总体平稳、稳中有进，实现全年预期发展目标有基础、有条件。

有利条件包括就业市场保持稳定。8月全国城镇调查失业率比上月回落0.1

个百分点。新增城镇就业达到 984 万人，完成全年计划 89.5%。“就业稳就意味着收入稳，也意味着民生稳，对于中国经济保持稳定增长奠定了很好的基础。”付凌晖说。

有利条件还包括经济增长内生动力较强。上半年，内需对经济增长贡献接近 80%，其中最终消费支出对经济增长贡献达到 60.1%，中国消费增长处于需求快速升级和扩大的阶段，对经济增长的稳定支撑作用和拉动作用在提高。从投资看，中国基础设施发展还有很大潜力。付凌晖说，“从数据来看，目前人均基础设施存量水平相当于发达国家的 20%-30%，在民生领域、区域发展方面，还有大量的基础设施投资需求。”

申万宏源宏观高级分析师秦泰认为，随着后续专项债提前发行，同时政策聚焦落实有效投资，预计基建投资仍将持续逐步改善。此外，随着上半年收入增长对消费的促进作用逐步释放，预计居民商品消费至年底将呈现温和回升特征。

就工业生产而言，下阶段保持稳定也有较多有利条件。付凌晖说，工业升级发展态势持续，一系列促进工业发展的政策效力也在持续显现，今年大规模减税降费将为企业提供很好的支撑。从未来发展情况来看，逆周期调节力度在加大，近期推进贷款市场化报价利率机制的形成，实施了降准，这些都为工业企业发展提供了很好的条件。

“随着减税降费政策效果显现，近期工业企业盈利有所好转，1-7 月工业企业利润同比下降 1.7%，降幅较上半年收窄 0.7 个百分点；同时，8 月金融数据全面反弹，其中企业中长期贷款回升明显。这些积极因素或预示后期制造业投资有改善空间。”王青说。

8000 亿元全面降准资金到位 市场都盯着央行今日动作

今日（17 日）将迎来 2650 亿元 MLF 到期量，市场关注焦点在于，央行是否

将对 MLF 续作以及操作利率如何。MLF 操作利率是否变化将进一步影响实际贷款利率水平。

全面降准昨日实施，给市场带来 8000 亿元长期资金。央行 16 日公告称，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金约 8000 亿元。由于银行体系流动性总量处于较高水平，当日未开展逆回购操作。

紧接着，今日将迎来 2650 亿元 MLF 到期量，市场关注焦点在于，央行是否将对 MLF 续作以及操作利率如何。MLF 操作利率是否变化将进一步影响实际贷款利率水平。

降准预期一经发酵，银行股曾出现明显上涨。此前央行也在公告中明确，降准将降低银行资金成本 150 亿元。但 9 月 9 日之后银行股继续上行面临压力，昨日包括银行、保险、券商在内的大金融板块领跌 A 股。

有分析人士认为，银行股下跌的现象在降准之前已有，与降准本身关系不大，主要源自市场对 MLF 利率下调预期的降温，以及对于银行息差收窄的担忧。

事实上，本月以来，随着全球降息潮来临，多重因素撩动着市场“神经”。9 月 4 日国务院常务会议提到，加快落实降低实际利率水平的措施。央行 9 日开展逆回购对冲到期 MLF，给市场留下是否将下调 MLF 利率以降低贷款市场报价利率（LPR）的悬念。

日前，欧洲央行进行降息并重启 QE，使得市场对国内进一步宽松预期再次升温。联讯证券策略团队认为，欧洲央行的举措标志着全球宽松的主旋律得到进一步确认。

宣布降准以来，尤其是本月首次 MLF 到期未进行续作后，市场对于会否“降息”产生分歧。对于今日央行是否会续作 MLF 并下调操作利率，市场此前展开了激辩。市场关注的焦点在于宏观经济状况、CPI 后续走势以及央行前期操作。

华泰证券首席宏观分析师李超认为，9 月“降息”概率较低，房贷利率与 LPR

挂钩 10 月 8 日起执行，由于地产调控仍未放松，若 9 月“降息”使按揭贷款利率随之下行，则违背整体调控思路。

也有不少分析人士坚持认为，MLF 利率会进行下调。光大证券银行业首席分析师王一峰认为，9 月 17 日可能缩量续作 MLF，并辅之以暂停公开市场操作，或者 9 月 17 日 MLF 到期暂不调整，9 月 20 日 LPR 定价将下调 5 至 10BP，11 月再下降 5 至 10BP。

虽然降准实施首日，资本市场反应较为平淡，但资金面却稳稳顶住了税期扰动。进入月中缴税期以来，资金面表现较为平稳。昨日上海银行间同业拆放利率（Shibor）波动幅度较小，回购利率方面则出现较明显的下行。

监管动态

银保监会：拟规定银行理财子公司净资本不低于 5 亿元 不得低于风险资本

银保监会近日起草了《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）》（以下简称《净资本管理办法》），并于 9 月 20 日向社会公开征求意见。

根据《净资本管理办法》，商业银行理财子公司净资本管理应当符合两方面标准：一是净资本不得低于 5 亿元人民币，且不得低于净资产的 40%；二是净资本不得低于风险资本，确保理财子公司保持足够的净资本水平。

商业银行理财子公司应当定期报送净资本监管报表，并对相关报表的真实性、准确性、完整性负责，及时报告相关监管指标出现的重大变化，在年度报告中披露净资本管理情况。对于不符合净资本管理要求的理财子公司，银行业监督管理机构可以根据法律法规采取相关监管措施。

创业板改革方案正在加快研究 市场人士期待首发上市条件优化

上证报近日获悉，相关部门正在加快研究完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度。市场人士期待，优化首发上市条件，支持尚未盈利企业、红筹企业或特殊表决权企业上市，适度放宽创业板再融资条件，支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市等，能够成为创业板改革的重要内容。

8 月 18 日，《中共中央 国务院关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》（下称《意见》）正式对外发布。《意见》提到，提高金融服务实体经济能力，研究完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度，创造条件推动

注册制改革。

科创板试点注册制珠玉在前，改革大方向已定。除了推动创业板注册制改革外，要实现提高金融服务实体经济能力的目标，创业板的发行上市、再融资、并购重组制度改革也将承担重要角色。

那么，具体怎么改呢？今年 3 月 2 日，在广东省推进粤港澳大湾区建设新闻发布会上，深圳市副市长艾学峰告诉记者，创业板的具体改革措施将借鉴科创板以及香港市场的建设经验。今年两会期间，深交所总经理王建军也表示，“在未来的创业板改革中，会吸收借鉴科创板经验，同时也会吸收其他市场支持科技企业利用资本市场的一些经验措施，力争使创业板在下一轮改革当中能够更好地服务各类科技创新企业发展的需要，真正使资本市场成为我们国家新经济的摇篮和主场。”

完善发行上市制度无疑将是创业板改革的重点。去年 4 月，港交所推出上市新规，正式向不同投票权架构公司、未盈利的生物科技公司以及第二市场上市公司抛出橄榄枝。此后，港股上市申请迎来一阵小高峰，一大批生物科技企业、新经济公司成功在港股市场筹得宝贵的发展资金。

“创业板的上市标准可以更加多样化，可以提高对尚未盈利企业、特殊投票权架构企业的包容性，而这种包容性实质上体现的是市场化精神。”东北证券研究总监付立春表示。

探索多样化的发行上市标准并不意味着对上市公司质量要求的降低。付立春指出，在优化创业板首发上市条件的同时，还需要将创业板上市公司的质量提高到更高的标准，这两方面的改革应该是同步进行。而提高上市公司质量需要提高上市后企业信息披露的质量，以及推动退市机制的常态化。

提升企业上市后再融资的便利性是提高金融服务实体经济能力的又一关键。某业内人士向记者表示，企业上市并不应该只是一锤子买卖，企业需要不断发展

壮大以回馈投资者，而这一过程也需要资本市场持续为上市公司提供服务。科创企业的成长需要长期的大规模研发投入，上市平台应该起到为企业提供便捷有效且成本较低的再融资平台的作用。

事实上，在成熟市场，企业上市后的再融资常常比 IPO 融资扮演更为重要的角色，香港市场就是其中之一。据了解，近年来港股市场全年再融资金额一般比 IPO 首发融资额高，活跃年份再融资额甚至是首发融资额的两到三倍，而且再融资最快可在一天内完成。

付立春表示，融资功能是资本市场最基本的功能之一，对于创业板改革而言，提高上市公司再融资的便利性、适度放宽再融资的条件显然是必要的，当然这也需要相关制度的规范化及常态化。

并购重组制度改革则被市场认为是促进创业板公司转型升级的重要基础。今年 6 月，证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》公开征求意见，征求意见稿提到要促进创业板公司不断转型升级，拟支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。

市场人士普遍认为，符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市，既有助于创业板公司转型升级，也是资本市场服务实体经济、践行创新驱动发展战略的重要体现，应该争取尽快落实。

行业新闻

转型主动管理 部分基金子公司发力 FOF

基金中基金（FOF）正成为资管行业的热点，不仅普通公募 FOF 重新开闸审批，基金子公司也开始布局 FOF 业务蓝海。中国基金业协会网站显示，近段时间，基金子公司密集发行 FOF 产品，仅下半年以来，FOF 备案数量就接近 20 只。

基金子公司 FOF 产品密集备案

基金业协会网站显示，基金子公司产品备案列表上，FOF 类产品开始有增加的趋势。6 月至今，鹏华资产、上海华富利得资产等多家基金子公司合计备案了鹏华资产鼎航、华富资管安远 1 号等 18 只 FOF 产品。据记者了解，目前基金子公司发行的 FOF 产品类型涵盖权益、混合及固收几大类。

一家基金子公司人士介绍，该公司一款中证 500 指数增强 FOF 正处于募集期，该产品主要通过优选具备不同超额收益优秀创造能力的证券投资类资管产品。投资策略上，将根据市场策略周期及投资标的的分析结果动态调整组合配置，对标中证 500 指数，精选多家头部量化私募基金。

另一家基金子公司布局混合型 FOF，主要强调固收 FOF+2.0 策略，拓宽大类固收资产的配置边界，进一步增加收益的相对确定性。目前该混合型 FOF 50% 比例配置量化对冲私募，50% 投资固收产品。

此外，还有基金子公司推出固收类 FOF，主要投资信托及各类资管计划。

华南一家基金子公司人士透露，该公司的 FOF 发行规模都不算大，目前成立较早的产品规模 3000 万左右，其他两只规模分别为 1000 万。

寻找优秀投顾是大考验

在上海一家基金子公司人士看来，基金子公司布局私募 FOF 有现实原因：“目

前基金子公司面临着不允许与母公司同业竞争的难题，无法发行仅投向传统股票、债券等标准化资产的产品，而私募 FOF 既符合资管新规，也能满足子公司从原来的通道类型业务往主动管理转型的需求。此外，资管新规实施以来，非标类产品受到压缩，一些量化对冲类私募净值回撤较小，对原有的非标产品起到很好的替代作用，现在包括券商资管及基金子公司都在发行投资量化对冲私募的 FOF 产品。”

他表示，对正在进入私募 FOF 的基金子公司而言，考验的是寻找优秀投顾的能力。“量化对冲私募都存在策略容量，例如传统低频对冲的策略容量大概 10 个亿左右，高频策略容量低于 10 亿，CTA 策略可能容量只有几千万，目前市场上的头部私募基本不接受新资金，只有一些之前与其有长期合作的机构还能拿到一些额度。”

他说，从募资端分析，目前基金子公司发行的 FOF 产品，其客户资金主要来自券商营业部、期货客户、第三方销售机构。由于这类产品还没有积累很长的历史业绩，银行渠道仍在观察其业绩表现。不过，从长远来看，私募 FOF 最终还是考验管理人在不同资产不同策略之间如何进行配置的主动管理能力。

一家基金子公司总经理认为，基金子公司布局 FOF 业务是响应主动管理转型的号召，但基金子公司发展 FOF 业务难度比较大，“首先，FOF 是浮动净值型产品，部分风险偏好较为保守的客户接受度不高；再者，FOF 存在双重收费的问题，目前基金子公司能做的业务不多，实力较强机构都会去布局，但对中小型基金子公司而言依旧较难。”

12 万亿券商资管数据：年内规模降 0.83 万亿 中信证券降超 1000 亿

日前，中国证券投资基金业协会披露了今年二季度资产管理业务统计数据 and 各项业务排名情况。就券商资管而言，去通道效果仍然显著。截止今年 6 月 30 日，证券公司及其子公司私募资产管理业务规模 12.53 万亿元，较一季度减少了 0.74 万亿元，年内下降 0.83 万亿元。

券商资管最新规模 12.53 万亿

去通道一直是近年来券商资管的主基调，各家券商资管也在为降低通道规模，转型主动管理煞费苦心。从数据来看，效果颇为显著。

数据显示，截至 2019 年 6 月 30 日，基金管理公司及其子公司、证券公司、期货公司、私募基金管理机构资产管理业务总规模约 51.67 万亿元，其中，证券公司及其子公司私募资产管理业务规模 12.53 万亿元，较一季度减少了 0.74 万亿元，年内下降 0.83 万亿元。

具体来看，今年上半年，证券公司资管计划共有 17987 只，在各类资管业务中仅次于私募基金。从类型上看，单一资管计划有 13131 只，数量最多，占据 10.1 万亿元规模，集合资管计划仅有 3947 只，规模为 1.93 万亿元，私募子公司基金则数量明显很少，仅有 909 只，规模为 5014.3 亿元。

此外，截止今年 6 月 30 日，公募基金规模 13.46 万亿元，基金管理公司及其子公司私募资产管理业务规模 8.93 万亿元，基金公司管理的养老金规模 2.01 万亿元，期货公司及其子公司私募资产管理业务规模约 1268 亿元，私募基金规模 13.33 万亿元，资产支持专项计划规模 1.46 万亿元。

4 家券商二季度月均规模较一季度增加

从规模上来看，中信证券、华泰资管、国君资管分列前三名，截止今年二季

度，月均规模分别为 11580.8 亿元、8393.52 亿元和 7500.73 亿元。

除了一家是最新上榜的之外，有 4 家券商资管月均规模较今年一季度有所增加，分别为中银国际证券、国君资管、中信建投证券以及海通资管，今年二季度，中银国际证券月均规模为 5614.25 亿元，较上一季度增加 487.41 亿元，是上榜机构中规模增加最多的。

15 家规模出现不同程度的下滑。其中，10 家规模下滑超过 100 亿元。分别为中信证券、江海证券和申万宏源证券规模下降超过 300 亿元。

一家券商最新挤上榜单，为开源证券。今年二季度，开源证券月均规模为 1635.08 亿元，排在第 18 位。而一季度仍在榜上的华福证券则已掉出榜单。

10 家券商资管月均主动管理规模超 1000 亿元

主动管理能力考验着一家公司的投研实力的重要指标。今年二季度，10 家券商资管月均主动管理规模超过 1000 亿元，其中，中信证券、国君资管、华泰资管、广发资管和中信建投证券分列月均主动管理规模前五名，分别为 4070.46 亿元、3608.33 亿元、2456.8 亿元、2160.36 亿元和 1999.39 亿元。

10 家券商资管的主动管理规模较一季度有所上升，其中 4 家增加超 100 亿元，分别为国君资管、中信建投证券、海通资管和华泰资管。

今年二季度，国君资管主动管理月均规模为 3608.33 亿元，较一季度增加 522.11 亿元，是上榜的 20 家券商中增加最多的。国泰君安半年报显示，2019 年上半年，国君资管坚持价值投资，优化投研体系，不断丰富产品线，投资管理继续加强主动管理能力建设，主动管理规模占比稳步提升。

中信建投证券次之，较一季度增加 265.47 亿元；海通资管今年二季度主动管理月均规模达 1141.65 亿元，较上一季度增加 148.22 亿元；华泰资管二季度月均管理规模则较一季度增加 122.28 亿元。

5 家券商二季度主动管理规模下滑超 100 亿元，分别为中信证券、中金公司、

广发资管、德邦证券和申万宏源证券。其中中信证券二季度主动管理规模为4070.46亿元，较上季度减少1060.18亿元。中金公司二季度主动管理规模为883.94亿元，较一季度下降506.45亿元，排名第13位，较一季度排名下滑7个席位。

ETF 成变相减持通道 年内 48 家上市公司大股东换购 ETF

9月20日，中国建筑一则大股东减持公告引发市场关注。受关注的点在于股东方大家人寿是“借道ETF产品”减持了中国建筑，减持数量为10.38亿股，占中国建筑总股本的2.47%。本报记者注意到，此次大家人寿减持中国建筑是换购了3只ETF产品，随后，大家人寿可以逐步卖出其换购的ETF份额，从而实现变现。

大股东换购ETF变相减持，顺利避免了大股东直接减持对二级市场股价的影响，成为众多上市公司股东减持的新选择。

但有公募ETF基金经理在接受本报记者采访时表示，大股东换购ETF还是会或多或少的对成分股股价产生冲击，以往案例中成分股股价均在换购后明显受挫，ETF净值表现也会受到影响。

大家人寿通过3只ETF减持中国建筑

9月20日，中国建筑发布《关于持股5%以上股东权益变动的提示性公告》，隐藏在这份公告背后的，是大家人寿一笔超60亿元的“借道ETF产品减持计划”。公告显示，中国建筑的第二大股东大家人寿（原持股比例11.06%，减持后持股比例8.59%）对公司股票进行了“减持”，持股从46.44亿股降至36.06亿股。

值得注意的是，大家人寿此次减持中国建筑，是通过换购3只ETF产品的方式。相关公告显示，2019年9月18日，大家人寿将持有的4.15亿股中国建筑股份换购了博时中证央企创新驱动ETF份额，将持有的3.11亿股中国建筑股份

换购了嘉实中证央企创新驱动 ETF 份额，将持有的 3.11 亿股中国建筑股份换购了广发中证央企创新驱动 ETF 份额。

借道 ETF 变相减持，在今年以来似乎已经成为上市公司大股东减持的“常规操作”。据本报记者不完全统计，从今年 3 月份三七互娱控股股东首次换购银华 MSCI 中国 ETF 开始，截至 9 月 20 日，已经有 48 家上市公司大股东实施了换购 ETF 的间接减持计划，在大股东顺利抛售这些 ETF 份额后，其将累计实现变现金额超过 200 亿元。

尤其是从今年 6 月份开始，借道 ETF 的减持方式开始被更多的上市公司大股东采用。据本报记者不完全统计，6 月份之前，市场中共有 8 次大股东换购 ETF 的案例；6 月份以来截至 9 月 20 日，已经有 39 次大股东换购 ETF 的案例。

通过 ETF 减持实现股东和基金的双赢？

事实上，从目前被大股东换购的 ETF 产品来看，这些 ETF 产品绝非是简单的“通道产品”。如华夏创蓝筹 ETF、富国创业板 ETF、工银瑞信沪深 300ETF、银华 MSCI 中国 A 股 ETF 等，大多是公募头部基金公司旗下的产品，作为一只指数基金产品也有较高的投资价值，大股东在换购这些 ETF 产品后，完全可以将其作为投资工具长期持有。

通过换购 ETF 实现变相减持为何突然火热？有业内人士对本报记者表示，一方面是这种方式绕开了对二级市场股价的直接影响，避免直接对其他持有人利益的损害；另一方面，大股东确实有减持的需求，基金公司也可以通过发行这样一只 ETF 产品实现规模的突破，对两者而言会形成双赢的局面。

具体来看，此前，上市公司大股东有切实的减持需求，但直接减持会导致对成分股价格产生影响，而通过换购 ETF 可以很好地解决这个问题：首先，交易 ETF 不会导致成分股在二级市场上买卖，能够避免对成分股价格直接冲击；其次，大股东在换购 ETF 产品后，不需要再考虑发布减持公告敏感期的问题，随时可以

在市场卖掉 ETF；此外，ETF 在二级市场交易可以免征印花税，ETF 的交易佣金通常也低于股票的交易佣金。

但值得注意的是，有多位公募 ETF 基金经理在接受本报记者采访时提到，从实际情况来看，相关成分股在大股东发布换购公告后股价均有明显受挫，ETF 净值也在一定程度上受到影响。投资者在选择 ETF 产品时，要留意是否有上市公司大股东换购的计划。

私募销售酝酿新玩法 解决募资痛点

近期,平安银行私人银行推出的私募定投业务引发市场对销售模式的关注。实际上,银行、券商、第三方近两年在私募销售模式上做了不少尝试,从定投私募到明星私募组合、私募和客户直接交流,私募销售渠道不断翻出新花样,带给投资者不同的体验。不过,在多位业内人士看来,销售渠道的创新较难取得成效,渠道转型的关键还是要把对的产品卖给对的客户。

渠道创新：打造新玩法扩大销售

市场震荡起伏,私募销售不易,渠道不断拿出新玩法来扩大销售规模,在投资方式、沟通方式以及渠道等方面都有新的尝试。

首先是投资方式上的创新。平安私人银行的私募定投产品就是一个突出的代表,客户认购私募类产品成功后,可开启私募定投,实现定期定额自动追加认购,并可设置定投金额、期限等;淡水泉、重阳、拾贝等大型私募都参与其中。据了解,招商银行私人银行也正紧锣密鼓筹划同类项目。

除了探索新的投资方式,传统代销模式也在被不断突破。投资者和管理人的沟通受到重视。去年底,某私募网推出“私募直营店”,让客户与产品对应的基金经理直接沟通。目前入驻的私募机构超过 1000 家,约 26 万名投资者与私募管理人进行了在线沟通。

雪球私募也非常注重管理人与客户的交流，将“连接投资能力与投资需求”作为业务核心。雪球私募介绍，私募管理人通过在雪球社区发帖、回答客户问题等方式展现自己的投资理念，客户观察并理解管理人的投资理念和风格，更容易与匹配的管理人建立起信任关系。

在渠道创新方面，北京某大型私募渠道总监较为认可私募打包 FOF 或者主动管理 FOF，让投资人有可能以 100 万买到配置包。去年初，中信证券、招商证券等券商集齐千合资本、淡水泉等知名私募推出明星私募 FOF 产品，成为市场爆款，大力吸金。

在业内人士看来，近几年渠道方面的探索，在一定程度上为私募募资带来帮助，也节省了投资者的时间和费用。

李春瑜表示，明星 FOF 类似于私募指数基金，更容易获得超越私募整体和沪深 300 指数的收益。私募定投最大的好处就是定期定额投资，规避了投资者对进场时机主观判断的影响，养成长期投资习惯，从而达到复利的效果。私募直营店则旨在解决私募代销成本高以及获客难问题。

也有私募认为这些探索难以形成趋势，除了短时成为市场热点之外难以为继，产品销售仍以传统代销为主。某百亿私募市场总监直言，定投私募门槛高，客户群体较少。而且，私人银行对私募的费用压得太低，私募利润不大，未必能做长久。沪上一位私募市场总监表示，私募定投的营销意义大于实际意义。

北京某中型私募市场总监也表示，根据这两年的监管变化和市场环境，渠道创新非常缓慢，很多渠道业务都在收缩。不过，随着更多银行理财子公司成立，渠道合作又增加了一个新的机构业务类型，值得期待。

销售难点：直销信息传达不到位

银行、券商、三方等渠道齐齐发力创新，扩大销售，但在不少私募看来，募集资金依然是公司发展中的痛点、难点。

私募普遍认为，募资最大的难点在于不能公开进行产品宣传。北京某中型私募市场总监表示，由于需要甄别合格投资者，定向募集，这就带来了较高的成本和较低的效率。而目前没有直接的解决方案，只能通过公司的品牌宣传来曲线补足。

磐耀资产董事长辜若飞表示，私募只能做好业绩，多拿奖，增加曝光度，或者发表一些投资类文章增加关注度。

北京某大型私募渠道总监表示，代销信息需要二次传播，中间会有损失，还是要依靠代销行业自身逐步成熟去解决这一问题。

此外，某百亿私募市场总监认为募集的一个难点在于管理人想择时低点发行时，客户并不看好，这就又回到长期投资理念的培养上来。

而在代销机构看来，私募募资最大的难点在于无法越过大机构的代销门槛。沪上某券商渠道人士告诉记者，基本上没有机构能以直销作为主要募集手段，都是代销。“私募规模要足够大，才能建立自己的直销团队，否则，没有客户资源，私募营销人员只能出来做路演，没有精力找客户、处理客户。私募很多直销客户都是偶然碰到的，或者战略引入财务股东，但这样效率很低，满足不了机构拓展需求，不能当成最主要的募资方式。私募只好依赖代销机构，找银行、券商、第三方等，通过代销机构来维护客户、甄别合格投资者。”

李春瑜也认为，中小私募机构面临获客成本高、营销合规风险大、代销费用高、合格投资者难寻、渠道单一、无法真正了解客户诉求等一系列难题，迫切需要一个平台来帮助他们提高募资效率，同时降低募资成本。

雪球私募表示，中小型私募进不去银行和大型券商的白名单，规模难以支撑公司运营，在股市低谷期更难募集资金。此外，资金属性与投资风格不匹配也是一个重要问题。

不过，有券商渠道人士表示，销售机构是分层的，越大的机构门槛越高。“银

行的门槛特别高，一般要 30 亿甚至 50 亿以上，对策略回撤的要求严格，能够达到标准的私募也就一两百家；券商销售也是基于交易量，但传统多头私募交易量都不大；三方考虑的更多，包括代销费用，业绩提成，不过可以对接一些起点较低的私募。”

转型关键：把对的产品卖给对的客户

雪球私募认为行业当前销售模式的最大问题是会使得资金属性与投资风格不匹配，其结果是尽管精选出了优质的私募管理人，产品净值也涨了很多，但客户赚钱的比例并不高；另一方面，对于管理人而言资金持有期短，申赎波动大，增加了投资的难度。“传统销售模式是以销量为核心的激励制度和运动式首发，这决定了销售倾向于卖容易卖的产品，反映到私募基金上就是在业绩有了明显表现后才集中进行销售，使得客户买在相对高点。而传统销售模式主要依赖投资顾问、客户经理向客户的推介，客户经理的精力主要放在保险、理财、基金等业务上，本身对私募基金的研究有限，不能准确传导给客户，导致在业绩波动中难以稳定客户，最终客户在相对低点卖出。”

雪球私募认为，销售模式的转型应当从资金端和产品端入手，在精选优质私募管理人的前提下，让客户风险偏好与基金的投资风格相匹配，把对的产品卖给对的客户，真正做到适当性销售。

沪上某券商渠道人士直言，目前的创新，如私募 FOF，只是从客户需求倒推的一种销售方式，而非从业绩出发。在他看来，与其花力气创新，不如将精力放在研究上，挖掘好的私募产品。“之前大家都是快销，现在财富管理人士也放慢速度，集中几家好的私募，仔细观察。”