私募投资母基金新规解读：强化“主动管理”职责，推动配置规范化发展

金融部 |杨欣彤 2026 年 11 月 19 日

摘要：

2026 年 10 月，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）就《私募投资母基金管理规定（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）向社会公开征求意见。母基金长期在私募投资基金监管框架下运行，《征求意见稿》旨在为母基金确立明确的身份认定标准与运作规范。《征求意见稿》围绕概念与分类、分散投资与投资层级、管理人资质与运作管理、投资负面清单作出系统安排，并通过层级豁免和长期资金比例豁免为合规母基金预留制度空间。《征求意见稿》落地后，存量产品中认定条件不符、集中度偏高、主动管理不足的产品将面临合规调整；对政府引导基金而言，母子基金是财政资金引导社会资本、开展产业培育的主要方式，《征求意见稿》为其提供了明确的合规路径与管理要求，也使财政资金的撬动效果能够在统一口径下衡量与监督。中长期看，母基金作为连接长期资金与科技创新企业的载体，其规范发展有助于引导资本投向早期与硬科技领域，深化资本市场服务新质生产力的作用。

正文：

一、政策制定背景

长期以来，母基金一直在私募投资基金的通用监管框架下运行，《征求意见稿》旨在为母基金补齐制度短板，推动母基金运作规范化发展。

2013 年中央机构编制委员会办公室明确由中国证监会负责私募投资基金监管后，中国证监会先后出台《私募投资基金监督管理暂行办法》、《关于加强私募投资基金监管的若干规定》，这些规则构成了私募投资基金监管的主要依据，但均为面向全部私募投资基金的通用性安排；2023 年 7 月公布的《私募投资基金监督管理条例》（以下简称“《私募条例》”）首次在行政法规层面单独提及母基金产品，从制度上确认了母基金的特殊地位，但关于母基金的认定、分类及投资分散度要求等，始终缺少统一口径。2026 年以来，私募投资基金监管规则加速补齐，《私募投资基金信息披露监督管理办法》、《私募投资基金募集监督管理办法（征求意见稿）》相继发布。截至 2026 年 6 月末，全国存量母基金 473 家、管理资金规模合计 3.52 万亿元[1]，母基金市场规模可观。在这一背景下，中国证监会于 10 月 23 日就《征求意见稿》公开征求意见，旨在为母基金确立明确的身份认定标准与运作规范。

[1] 数据来源：母基金研究中心。

二、政策核心内容及解读

《征求意见稿》共二十三条，围绕母基金的身份认定、投资组合、嵌套层级、管理人资质、运作管理和投资禁止事项作出全流程安排。

（一）明确母基金概念与分类

《征求意见稿》首次在监管规则层面明确了母基金的认定标准：投资于其他私募投资基金份额的金额不低于母基金资产净值的80%，基金名称应包含“母基金”字样，以公司、合伙企业形式设立的，经营范围应包含“从事母基金投资活动”；并按投资范围将母基金划分为私募证券投资母基金、私募股权投资母基金、创业投资母基金和复合型私募投资母基金四类，穿透后投资范围须与所属类型匹配。上述认定标准使母基金认定从行业共识变为统一、可核验的监管口径，为母基金的差异化监管奠定了基础。

表1　母基金的分类及其要求

类别	要求
私募证券投资母基金	投资于私募证券投资基金份额的金额不低于母基金资产净值80%
私募股权投资母基金	投资于创业投资基金、不动产私募投资基金、其他私募股权投资基金等私募股权投资基金份额的金额合计不低于母基金资产净值80%
创业投资母基金	私募股权投资母基金中，投资于创业投资基金份额的金额不低于80%
复合型私募投资母基金	不符合上述定义，且同时投资私募证券投资基金、私募股权投资基金

数据来源：公开信息，大公国际整理

（二）明确管理人资质及管理职责

《征求意见稿》对母基金管理人提出持续性的专业胜任要求：管理不同类型母基金须具备相应类型的管理人登记，并配备具备相应年限养老基金、保险资金、政府投资基金或证券、股权投资经验的专职投资人员；复合型母基金管理人具有额外要求，对实际控制人经验、近三年平均管理规模、专职投资人员数量、运营资金和实缴募集规模均设有硬性标准。上述规定要求母基金管理人设立独立的、具备专业资质的母基金投研条线，且复合型母基金管理人还应满足存量规模要求，短期内会给部分机构，尤其是中小机构，带来架构调整的成本压力，并抬高新设机构的进入门槛，但长期来看，上述规定为母基金运作提供了硬性专业能力支撑，使胜任能力部分从投后评价前移为投前准入。

表 2　母基金管理人要求

类别	要求
私募证券投资母基金管理人	已在中国证券投资基金业协会（以下简称“基金业协会”）登记为私募证券投资基金管理人并持续符合《私募条例》等要求
	至少具有 1 名 5 年以上社会保障基金、基本养老保险基金、年金基金等养老基金，保险资金，私募证券投资母基金，或者证券基金期货投资经验的专职投资人员
私募股权投资母基金管理人	已在基金业协会登记为私募股权、创业投资基金管理人并持续符合《私募条例》等要求
	至少具有 1 名 5 年以上社会保障基金、基本养老保险基金、年金基金等养老基金，保险资金，政府投资基金，私募股权投资母基金，或者股权投资经验的专职投资人员
复合型母基金[2]管理人	已在基金业协会登记为私募证券、股权、创业投资基金管理人并持续符合《私募条例》等要求
	主要出资人、实际控制人具有 5 年以上同时管理证券基金期货和股权资产的经验
	具有母基金投资管理经验，近三年平均管理符合本规定要求的私募证券投资母基金或者创业投资母基金不低于 10 亿元人民币，或者管理私募股权投资母基金不低于 20 亿元人民币
	至少具有 2 名 8 年以上分别符合本规定“私募证券投资母基金管理人”、“私募股权投资母基金管理人”规定投资经验的专职投资人员
	财务状况良好，具有与业务类型和管理资产规模相适应的运营资金，且不低于 2,000 万元人民币
统一要求：母基金的投资人员不得同时兼任本管理人所管理其他私募基金的投资人员	

数据来源：公开信息，大公国际整理

同时，《征求意见稿》强调母基金管理人的主动管理职责，禁止以任何形式让渡投资决策权，要求配备投后运营团队并健全投后跟踪、穿透管理和风险监测机制，且进一步从托管、隔离、关联交易、流动性、披露、审计、估值七个环节作出具体安排。对于具体运作细则的规定使母基金运作由粗放配置转向规范化、透明化，短期虽抬升合规成本，但长期来看则增强了其承接长期资金的能力。此外，对于管理人任职资质与履职要求的规定将加速挤出不具备实质母基金功能的通道型产品，使母基金回归专业遴选与组合配置的本源。

（三）明确分散投资与投资层级安排

《征求意见稿》从四个维度设置分散投资比例上限，同时设置被动超限的一个月调整窗口，以及专门以收购存续私募基金份额为目的设立的母基金（S 基金）、长期资金两类豁免安排。对于分散投资的规定在控制风险的同时倒逼管理人提升遴选与组合构建能力，同时，对同一管理人旗下全部母基金的合计投资设置上限，则是防止管理人用多只产品拆分来规避集中度约束，避免单个子基金的募资来源集中于同一个管理人，从而损害其独立性与其他投资者的利益。

在投资层级上，根据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》：“资产管理产品投资其他资产管理产品的，所投资的产品不得再投资资产管理产品”，多层嵌套约束使以产品形态运作的长期资金难以规模化进入私募投资基金市场，《私募条例》虽已授权符合条件的母基金豁免适用投资层级限制，但豁免条件长期缺乏统一口径，而《征求意见稿》明确了豁免的具

[2] 注：复合型母基金实缴募集资金规模不得低于 3,000 万元人民币。

体适用条件，即符合认定标准的母基金可豁免计入一层投资层级，但不得滥用豁免规避投资范围、投资人数等监管要求。同时，《征求意见稿》起草说明中明确，母基金之间直接或间接互投的，层级豁免只能适用一次。

表 3　母基金分散投资要求

对象	要求
单只母基金	投资单只私募基金金额÷母基金资产净值≤25%
	穿透后投资单一底层项目/标的金额÷母基金资产净值≤20% （若母基金资产规模≥100 亿元人民币，则该比例要求为 10%）
	投资于同一实际控制人控制的私募基金管理人管理的私募基金金额÷母基金资产净值≤30%
同一管理人管理的全部母基金	投资于同一私募基金的金额÷该被投私募基金资产净值≤30% （若被投私募基金为创业投资基金，则该比例要求为 50%）

豁免要求：

1. 非因母基金管理人主观因素导致母基金投资不符合本规定或者基金合同约定投资比例要求的，母基金管理人应当在流动性受限资产可出售、可转让或者恢复交易后的 1 个月内调整至符合要求

2. S 基金经特别风险揭示，并由全体投资者一致同意或者基金合同约定的决策机制通过，可以豁免适用针对“同一管理人管理的全部母基金”的规定

3. 长期资金[3]投资于母基金，经全体投资者一致同意或者基金合同约定的决策机制通过，可以豁免适用“单只母基金投资单只私募基金金额占母基金资产净值的比例≤25%”的要求，具体投资比例由基金合同约定

数据来源：公开信息，大公国际整理

（四）明确投资负面清单要求

投资负面清单方面，《征求意见稿》要求母基金管理人披露子基金及其管理人的选择标准和决策程序，并列明存在重大违法违规情形、合规风控制度存在重大风险隐患、近三年核心团队不稳定、违反投资范围规定、穿透后底层资产不清晰或估值不公允等六类禁止投资情形。一方面，这一要求为母基金划定了投资底线，同时使选择标准与决策程序透明化，提高了母基金运作质量。另一方面，这一要求将约束延伸至子基金一端，将合规、稳定运作规范为子基金募资资质，引导资源向合规稳健的子基金管理人集中。

三、政策制定影响

（一）专业筛选能力成为母基金管理人持续经营的核心前提

母基金形式的价值在于专业筛选与组合管理，出资人支付的双重管理费，对应的是母基金管理人在子基金遴选与投后管理方面的专业能力。《征求意见稿》对母基金管理人提出持续性要求，禁止让渡投资决策权，并要求建立投后跟踪、穿透管理和风险监测机制，将专业能力确

[3] 指社会保障基金、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。

立为母基金业务存续的前提，由此，市场上以母基金名义运作、实质仅承担通道职能的存量产品，将面临整改投资运作模式或退出母基金序列的选择，母基金名义与通道职能的分离状态将难以持续。这意味着在渠道与资源禀赋之外，专业投研能力、子基金筛选能力与组合管理能力将逐渐成为母基金管理人的核心竞争要素。

（二）信息透明化，对母基金出资人的监督能力提出更高要求

对于母基金出资人而言，一方面，筛选标准与投资决策流程的披露、年度财务报告审计以及估值等要求提高了母基金运作的透明度，为出资人监督资金投向等提供了更为可靠的渠道，长期存在的信息不对称由此得到缓解；另一方面，这一系列要求在为出资人提供更充分保护的同时，也对其专业判断与投后监督能力提出了更高要求：穿透信息的解读、底层资产质量的辨识以及管理人的持续跟踪，将逐渐由母基金管理人的义务转为出资人自身亦须具备的能力。

（三）子基金募资准入约束趋于刚性

负面清单与遴选标准披露的要求，使子基金的运作合规性与稳定性由评价因素转为面向母基金的募资准入条件，子基金管理人须将合规合法运作、底层项目清晰可穿透、估值公允合理，由应对监管的被动安排转为持续具备的基础能力，并使之可被核查、可被披露；与此同时，针对母基金的投资分散要求亦对子基金的资金来源集中度形成约束，原本高度依赖单一母基金管理人的募资方式难以为继，子基金募资须转向更为多元的投资人结构。总体而言，母基金资金不再是可粗放式获取的长期资本，子基金的运作合规、透明与可穿透成为其获取母基金资金的前提。

（四）为政府投资基金运作提供规范基础

《征求意见稿》的发布，除了上述三项普适性的影响外，对政府投资基金也将产生直接影响。截至 2025 年末，全国累计设立政府投资基金 2,164 只，总目标规模约 11.08 万亿元，累计已认缴约 7.19 万亿元[4]；同期末，中国纳入统计的母基金共 472 家，其中 345 家为政府引导基金，总管理规模为 34,914 亿元[5]。整体看，以母基金方式进行投资是国有资本进行产业培育的重要方式，母子基金之所以成为主要形式，原因在于其双层结构：财政资金按一定比例出资市场化母基金，母基金再以有限比例参与子基金，经过两级放大，同样的财政投入可以带动数倍于自身的社会资本，可以使地方有限的资本发挥更大的撬动作用；同时，母基金通过多只子基金分散持股，覆盖面较股权直投更广，在一定程度上缓解了地方国资对早期项目“不敢投”的顾虑。

而《征求意见稿》的发布意味着：一是使投向清晰化，母基金按投资范围分类，穿透后投向须与所申报类型一致的要求使得“投早、投小、投硬科技”从政策倡导变为可认定的产品类

[4] 数据来源：清科研究中心。
[5] 数据来源：母基金研究中心。

型，名为创投、实投成熟期项目的错配也将被纠正。二是使投资约束实质化，需注意的是，长期资金豁免限于以母基金出资结构中长期资金合计出资不低于80%为条件，地方引导基金尚未纳入适用范围，但单只基金的投资比例上限使引导基金难以依靠少数子基金完成返投任务，使得投资面须相应扩大；以管理人为计量单位、以被投基金净值为分母的集中度约束，则强制在单个子基金中留出社会资本的位置，更好地发挥对于社会资本的撬动作用。但另一方面，这也会导致对于子基金的管理半径拉长、逐只子基金的监督成本上升。三是使管理职能归位，地方金控、国资平台等受托管理引导基金，长期存在决策在政府、责任在管理人的格局。《征求意见稿》要求管理人自主履职、不得让渡投资决策权，意味着政策目标须通过章程、投委会议席、投向清单与考核机制表达，而非逐个项目下达指令，管理人的投研、风控与投后能力由此成为实质要求。四是使监督基础改善，强制托管、年度审计、穿透披露与第三方估值，为财政绩效评价、国资监管与审计核查提供了可核验的依据。

整体来看，《征求意见稿》对母基金业务提出了全流程的规范要求，从身份认定、分散投资、投资层级、管理人资质、运作管理和投资负面清单几个维度，构建起母基金的专门监管框架，有助于引导母基金回归组合投资本源，并对子基金面向母基金募资提出准入条件，推动行业规范化、专业化发展，为中长期资金通过母基金进入私募基金行业提供制度保障。对政府引导基金而言，《征求意见稿》既为母子基金架构提供了明确的身份认定与合规基础，也对其投向、集中度与管理职能提出更高要求。财政资金由此可在统一口径下衡量撬动效果、接受绩效监督，地方国有资本开展产业培育的方式，也将从设立基金、引入项目，转向以专业管理能力实现政策目标。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。