

【头条评论】

推动主动ETF平稳有序健康发展

熊锦秋

近日,证监会主席吴清表示支持在沪深交易所推出主动管理ETF,沪深交易所同步出台业务指引,标志着境内ETF市场将从被动指数工具时代,迈向“主动与被动协同发展”的新阶段。

所谓主动ETF,是指基金管理人自主选择投资策略、不以跟踪特定指数为投资目标,使用标的证券、现金或基金合同约定的其他对价进行申购、赎回,并在交易所上市交易的开放式基金。

主动ETF与其他基金存在较大区别。被动ETF机械复制指数,即使是指数增强ETF也须将80%以上非现金资产投向标的指数成份股,另外场外赛道型主题基金也难以大规模跨行业投资;而主动ETF无需跟踪指数,基金经理可全市场选股,但要求持有证券数量不低于30只、前十大持仓不超基金资产净值的60%。主动ETF场内实时交易,每日披露申购赎回清单(PCF)与份额参考净值(IOPV),也即每日公布持仓、信息高度透明;而被动

ETF披露的PCF仅为一级市场中赎回对价篮子、不等于完整持仓,场外基金仅每日收盘确认净值、每季度披露前十大重仓。在费率方面,被动ETF费率最低,场外主动基金综合成本最高,主动ETF介于两者之间。

主动ETF的试点落地,将填补场内主动权益工具空白,完善多层次ETF产品矩阵,打通主动投研与场内交易两大体系。每日披露完整持仓有利于打破传统主动基金信息黑箱,有效遏制随意风格漂移等行业顽疾。场内标准化交易有利于提升资金配置效率,实物申赎机制能够快速抹平二级市场折溢价。强制分散持仓规则降低个股爆雷、板块同步下跌引发的市场共振风险。

但主动ETF也并非完美。主动ETF运营成本远高于标准化被动ETF,每日编制、复核PCF清单与IOPV数据,对基金公司系统、专职人员、风控能力要求严苛,配套体系不完善极易出现估值失真、披露差错。主动ETF产品收益完全依托基金经理投研水平,若宏观研判、个股选择出现

偏差,可能跑输市场。主动ETF跨行业灵活调仓放大监管难度,合理行业轮动与违规风格漂移边界模糊,对交易所常态化监测体系提出更高要求。

要推进主动ETF试点平稳落地,推动行业长期可持续发展,需要监管层、公募机构、投资者三方协同发力,构建完备长效治理体系。

一是有序把控试点节奏。监管层稳妥推进首批试点落地,全面检验产品运作、信息披露、场内流动性等全链条运行机制,根据试点运行反馈动态优化配套制度细则,成熟后再有序扩容供给。引导公募机构错位布局多元投资策略,规避单一成长赛道扎堆申报;推动主动ETF与被动ETF、场外主题基金互补发展。

二是公募管理人全面夯实综合运营能力。具备申报资质的头部机构要扩充宏观、行业多维度投研团队,持续提升宏观研判、个股定价、行业轮动的投研实力,为主动管理提供扎实支撑。同时要组建专属主动ETF运营团队,升级估值、实时风控监控系统,建立多层复核机制,杜绝

PCF、IOPV数据披露失误。投资运作要坚守平稳有序调仓原则,严控短期高频换手,布局均衡、红利、价值、低波动等差异化策略,不盲目跟随他人产品、避免产品同质化内卷。

三是交易所搭建数字化全流程试点监管体系。依托每日PCF完整持仓数据搭建自动化监测模型,对持仓集中度超标、短期大额集中调仓、持仓流动性不达标的产品及时开展窗口指导。完善违规分级惩戒机制,对信息披露失真、风控体系缺位的机构限制新产品申报资格。持续优化上市基金做市配套机制,依托做市商常态化双边报价收窄中小规模主动ETF折溢价,维护场内二级市场定价平稳。

四是常态化开展投资者教育。引导市场各方区分主动ETF与赛道主题基金的定位差异,纠正散户单纯炒作行业赛道的固有思维。引导投资者关注频繁交易的长期成本损耗,转而以中长期资产配置视角参与产品投资,充分释放主动ETF吸纳长线增量资金的宏观价值。

【算法论衡】

数字弱势群体可能脱离网贷深渊吗？

叶韦明

当下,一系列由算法和心理学交织而成的“捕猎链条”正在悄然运转。购物、外卖、打车、短视频等高频生活场景的支付页面,成为互联网巨头们瓜分信贷市场的隐蔽入口。算法将个人设备号拆解为多维度的行为标签,精准洞察消费软肋和财务缺口。平台通过打磨文案、微调按钮颜色、免密一键登录等手段,逐步瓦解用户的犹豫。在流量高峰期,算法对离线用户进行饱和式广告轰炸,辅以社交媒体软文和折扣券,引导用户跨越借贷心理防线。这一系列机制将普通用户转化为深度信贷用户,通过“借新还旧”的漏斗游戏,将无法支撑现金流的个体推入以贷养贷的深渊,使其从“优质客户”陷入债务深渊。

技术进步并未均匀地惠及每一个群体,反而暴露了清晰的人群特征与数字鸿沟。研究显示,低收入群体因预算有限,不得不以牺牲服务质量为代价选购低价机型,导致其更容易暴露在低质、泛滥的广告环境中。而身处信息洪流中的老年群体,面临的生存挑战则更为严峻。由于教育水平、数字素养与互联网认知相对落后,他们对潜在风险缺乏基本认知。加之缺乏必要的自我保护技能,老年人往往较少采取主动的隐私保护行为,这也使他们更容易遭受恶意应用的侵犯。这种层层递进的机制表明,老年群体在面对那些不具备包容性特征甚至带有掠夺性质的技术陷阱时,处于天然的劣势地位。实验显示,老年人需要花费比年轻人多得多的时间去辨别邮件到底是垃圾邮件还是安全邮件;而在面对具有欺骗性的信息或诱导性广告时,实际受骗和误购的概率更高。

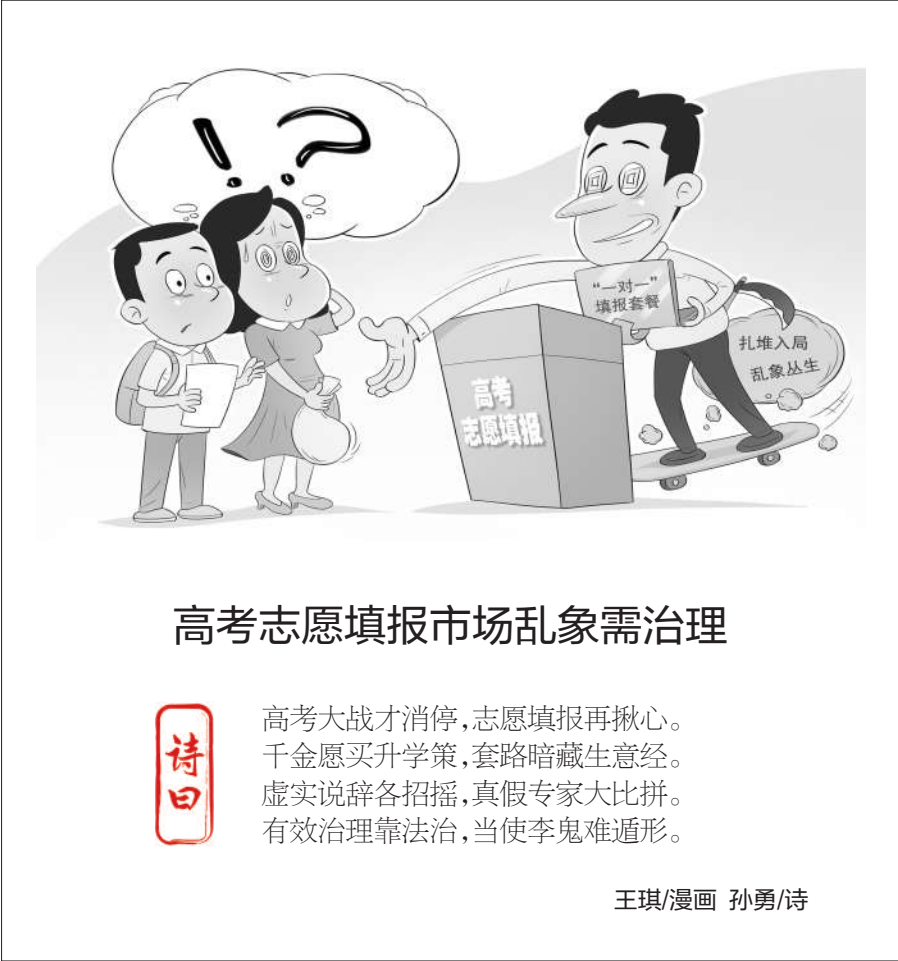
在这种保护数字弱势群体背景下,全球数字治理的实践显得尤为为重要,针对大

型平台的用户保护与算法风险进行严格规范。以欧盟为例,2024年全面实施的《数字服务法》(DSA)和《数字市场法》(DMA),对超大型网络平台实施最严格的监管框架。DSA明确禁止“暗黑模式”或误导性界面设计,例如不得重点显示开通信贷或订阅的按钮,而隐藏拒绝选项。这切断了部分网贷产品利用默认勾选或模糊按钮推动用户决策的路径。同时,DSA要求超大型平台每年对推荐算法进行系统性风险评估和第三方审计,重点关注未成年人、老年人等弱势群体的成瘾风险、心理健康与资产安全影响。若算法向弱势群体推送高风险金融内容,可能面临最高达全球年营业额6%的罚款。

在人工智能监管方面,欧盟《人工智能法案》(AI Act)采用风险分级机制,对涉及社会管理和行为操控的AI应用划定红线。法案禁止任何利用潜意识技术或行为操控手段、可能造成身体或心理伤害的AI系统;要求信用评分、就业评估等高风险AI系统具备可解释性。平台企业必须向用户和监管机构清晰说明决策逻辑、理由及置信度,以保护个人重大权益。

美国暂无统一的数字法典,联邦贸易委员会(FTC)依据《联邦贸易委员会法》第五条,通过反欺诈执法、要求服务开通与取消同等便捷的监管举措,实行监管。FTC也多次对利用UI设计与算法诱导未成年人或老年人产生过度消费的企业处以数亿美元罚款。

面对由精密算法筑起的围猎之网,系统性的公共干预刻不容缓。首先,行业监管必须持续亮剑。在工信部定期公布恶意应用清单的基础上,应将“诱导用户开设网贷入口”的行为明确纳入平台算法合规评估的指标。通过公示、约谈和必要的行政处罚等手段,划定平台企业不可逾越



高考志愿填报市场乱象需治理

诗曰

高考大战才消停,志愿填报再揪心。
千金愿买升学策,套路暗藏生意经。
虚实说辞各招摇,真假专家大比拼。
有效治理靠法治,当使李鬼难遁形。

王琪/漫画 孙勇/诗

的底线,遏制滥用算法、收割人性的乱象。监管重点应从“事后下架”转向“事前系统性风险评估”:借鉴欧盟DSA经验,不能仅依赖通报或消费者投诉下架恶意应用,应要求千万级用户以上的超大型平台,每年提交独立审计报告,评估算法对弱势群体的潜在危害,从源头抑制“为KPI而不择手段”的驱动力。同时,对垂类大模型实施白盒化监管与合规取证,不允许企业以“模型黑箱、变量复杂”为借口推卸法律责任。对于涉及金融信贷、舆情模拟等垂类大模型,必须强制提供符合审计要求的可解释性接口,做到全链路数据管理与合规取证。

其次,建立长效的社会监督与技术素养提升机制。由平台企业支持设立专项公益基金,扩大公益广告、科普短视频及社区宣传的声量。鼓励高校、科研机构与媒体联合深入基层,面向老年人等数字弱势群体开展常态化科普,切实提高他们的数字免疫力与信息辨析能力。最后,畅通多元化维权和举报渠道,补充、固定恶意应用造成伤害的信息与证据来源。鼓励受害公众积极利用“12321网络不良与垃圾信息举报受理中心”以及“互联网信息服务投诉平台”等官方渠道进行举报。用人民监督的汪洋大海,帮助互联网平台回归“科技向善”的本位。

【人物评说】

格林斯潘功过交织的货币政策遗产

陈震昌

6月22日,执掌美联储19年、享年百岁的艾伦·格林斯潘辞世。站在当下金融市场高波动、政府高债务、AI资产泡沫隐现的宏观节点,复盘格林斯潘时代的得失,能为新主席沃什治下的美联储提供极具现实意义的政策参照。

格林斯潘任期内美国经济和金融市场多次遭遇重大冲击,包括1987年美股“黑色星期一”、1997年亚洲金融危机、1998年长期资本管理公司爆雷、2001年互联网泡沫破裂等。面对每一轮恐慌,他的应对逻辑高度统一:危机爆发时快速释放流动性、下调基准利率、打通银行信贷渠道,阻断风险传染市场。事后证明,美联储这个“危机兜底”机制有效避免经济深度萧条,也奠定了现代央行最后贷款人的操作模板。

同时,格林斯潘率先锚定2%通胀预期,非正式确立通胀目标框架,也为继任者伯南克正式制度化通胀目标锚定打下基础。此外,他精准区分结构性通缩与需

求不足,没有简单一刀切收紧流动性,给美国互联网创新、产业升级留出充足金融空间。1991年至2001年美国迎来史上最长经济扩张期,年均GDP增速稳定在3%左右,通胀中枢回落至3%以内,失业率长期维持低位,经济周期波动大幅收窄,学界将这一阶段命名为“大稳健”时代。美联储稳健的货币政策功不可没。

在和与沟通市场方面,格林斯潘开创“建设性模糊”体系。1994年,美联储首次发布议息声明,迈出央行透明化第一步,但同时为避免搅动市场、不提前泄露美联储政策倾向,格林斯潘习惯用晦涩绕口的语言发言。他所建立的这套灵活性体系至今仍影响着美联储。

在格林斯潘的政策框架中也存在极大缺陷,经济短期繁荣掩盖长期失衡,最终导致2008年次贷危机爆发,并引发全球经济衰退和资本市场暴跌,引发了各国政策制定者的反思。

格林斯潘信奉自由市场理论,认为金融机构会自发管控风险,长期反对强化衍

生品、影子银行、次级贷款监管。在他的政策导向下,美国金融自由化持续推进,影子银行体系野蛮生长,信用违约互换、次级抵押证券无序扩张。金融危机调查委员会事后明确认定,美联储监管缺位是2008年全球金融危机的核心诱因之一。晚年他也承认,自己低估了市场参与者逐利带来的系统性风险,对金融创新的负面外溢缺乏预判。

此外,格林斯潘坚持单一目标导向:货币政策主要盯住消费通胀,资产价格涨跌不作为利率调控的主要依据。其核心理念是“泡沫无法提前识别,央行不应主动刺破资产泡沫,仅需在泡沫破裂后收拾残局”。结果上世纪90年代末股市、2000年后美国楼市两大资产泡沫轮番膨胀,资产财富效应推高居民负债、扭曲资本配置,却长期游离在货币政策监控体系之外,泡沫最终破裂并给全球市场造成了极大伤害。

当下美联储身处多重复杂环境,如高政府债务、AI科技资产估值分化、通胀反复波动、白宫持续干预货币政策、影子银行与

加密金融快速扩张等,格林斯潘的功过为新任美联储主席沃什提供极高的参考价值。

特别是当前美股AI板块估值大幅抬升,科技股估值泡沫隐现,美联储有必要修正单一通胀目标思维,将房地产、权益市场、信用利差等资产价格纳入政策评估体系。事实上,面对AI技术红利,监管者有必要区分真实生产力增长与纯金融投机,用宏观审慎工具对冲资产过热,而非单纯依靠事后救市。

格林斯潘以果断救市、稳定通胀缔造一代人的经济繁荣,却因对市场的过度信任、不对称宽松造成百年一遇的金融危机。他所处的全球化低通胀红利时代一去不返,如今AI变革、高债务、地缘冲突重塑宏观底层逻辑。对当下美联储而言,只有吸取其放任泡沫、放松监管的历史教训,兼顾增长、通胀、金融稳定三重目标,才能走出“繁荣—泡沫—危机”的循环,构建更稳健、可持续的现代货币政策体系,同时避免再次出现泡沫破裂给全球经济和金融市场造成损失。

【信贷方略】

信贷告别数量式增长

陈涛

伴随着我国经济进入高质量发展轨道,近年来我国信贷投放已经脱离粗放式增长的轨道,贷款增速逐年放缓,但贷款结构持续优化,贷款“降速提质”已成为我国宏观经济运行的一个新常态。因此,有必要适时淡化信贷投放的规模情结,更加关注贷款结构及其优化路径。

应该要看到,我国信贷增速放缓有其合理性。一是贷款绝对体量已经较大,增速放缓有其必然性。目前,按照全国280万亿元贷款余额计算,即便是每年5%的增长,也就是14万亿元的贷款增量,已经相当于2016年贷款增量的1.2倍。最近3年,我国人民币贷款增速逐年放缓。虽然2025年末贷款增速已经降至6.4%,但全年新增贷款额仍然高达16.27万亿元,对我国实体经济发展的支持应该说是“充足而有力”。二是直接融资替代加快,贷款比重回落。近年来,我国股票市场融资和债券市场融资快速发展,直接融资对贷款的替代效应也在增强。目前,我国高科技企业上市融资的积极性较高,而大中型企业发行债券已经是蔚然成风。2025年,我国社会融资规模增量中,债券和股票融资合计占比达47%,直接融资占比首次超过贷款。三是制造业向“智造”转型,也在一定程度上减少了贷款需求。传统制造业涉及大量厂房和机器设备投资,贷款需求较为旺盛,且有银行贷款可接受的抵押物,因而银行发放贷款也较为顺畅。从传统制造向高端“智造”转型,因其制造的效率更高,导致单位产值对贷款的需求有所减少。此外,高端制造往往涉及无形的知识产权,不太匹配以抵押为前提的传统银行贷款模式。实践中,在高科技企业发展初期,通常会更倾向于股票和私募融资。四是房地产业告别了粗放式增长,近年来我国房地产贷款和基建融资需求持续萎缩,房地产和基建新增贷款占比由过去的60%以上降至目前的10%左右。

在贷款“降速提质”的新常态下,有必要适时淡化我国信贷投放的“规模”情结。一是对信贷规模不要看得过“重”。在信贷“降速提质”新常态下,信贷规模固然也很重要,但可能已经没有以前那么“重要”了。这主要是因为,一方面,伴随着我国直接融资对贷款的替代,信贷规模增速与实体经济发展的相关性较过去出现了一定程度下降。另一方面,我国经济高质量发展,产业结构调整优化加快,对大量低效存量贷款的盘活,也必然会释放一定规模的信贷缺口,只有先弥补这些缺口,才能实现总额增长,这对总体贷款增速将会形成一定影响。二是信贷对实体经济的支持依然“充足”。应该要看到,盘活低效存量贷款与新增贷款对经济增长的意义本质相同。而在我国信贷增速下降的同时,信贷结构优化与产业结构调整更加契合。这表明当前信贷增速回落,既不会影响到信贷总量对实体经济的支持力度,也反过来说明信贷对实体经济发展的支持效率更高。三是信贷投放的“质”比“量”更重要。信贷投放的“质”要充分体现信贷结构上。目前,我国金融“五篇大文章”(科技、绿色、普惠、养老、数字)领域的新增贷款已经成为信贷投放的主体,信贷结构日益契合我国经济高质量发展的需要。

【发展锦囊】

从“买东西”到“买体验” 服务消费开始“挑大梁”

周春媚

最近,消费领域的两件事,折射出了一个鲜明的信号。

一是端午假期,多家在线旅游平台数据显示,龙舟比赛、民俗活动、演唱会与体育赛事等主题出游最受欢迎,包含演出、游乐项目在目的地的玩乐组合商品卖得火爆,为体验买单已成主流。二是前不久,国家统计局首次发布“社会消费品和服务零售总额”这一新指标,服务零售额成为观察消费发展的重要指标。

为什么要推出这一新指标?数据显示,2025年,居民服务性消费支出占人均消费支出的比重达46.1%,在北京、上海等一线城市,这一比重已接近甚至超过60%,服务消费已经在居民消费中占据“半壁江山”,正从“配角”走向舞台中央,开始发挥“挑大梁”的作用。因此,这一统计口径的革新,是对中国消费市场结构性变化的敏锐捕捉,也有利于更准确地衡量中国消费市场的真实“水温”。

微观上的消费行为与宏观上的消费数据,彼此呼应,指向同一个结论:中国消费者的花钱逻辑,已经发生巨大变化。曾几何时,“消费”二字几乎等同于“买东西”——拎回家的购物袋、堆在家门口的快递、频频更换的电子产品。现在,越来越多的消费者,尤其是年轻一代,开始将预算花在舞蹈班的课时费、跨城演唱会的门票、一次有趣的DIY手作项目上。人们越来越愿意为一段经历、一种情绪、一次“在场”付费。

相比于商品消费,服务消费具有更强的溢出效应,对经济的拉动作用潜力更大。买一件商品,交易完成,链条就结束了。但服务消费则是一个动态的、链条化、向外辐射的过程。比如,一趟旅行不仅拉动景区门票收入,还能直接带火交通、住宿、餐饮、特产、文创……极大地激活了区域经济的毛细血管,这正是服务消费“乘数效应”的体现。

服务消费的价值不止于消费端,对于稳就业的价值也不容小觑。服务业多为劳动密集型产业,能创造大量就业岗位。比如,为了体验一次高质量的沉浸式旅行,年轻人愿意为专业的旅拍服务买单,催生了“跟拍师”这一新兴职业。此外,研学导师、露营地管家、剧本杀编剧、手工艺人、文创设计师,这些新职业都是跟着新型服务消费的风口“长”出来的,已经成为新增就业的重要蓄水池。

不过,服务消费虽然前景广阔、潜力巨大,但当前我国服务消费仍存在供给不足、标准不一、监管滞后等问题。消费者对高品质、个性化、多样化的文旅、医疗、养老等服务的需求旺盛,但高品质服务的供给仍存在制度性壁垒和结构性短缺。此外,一些新兴的娱乐项目缺乏行业标准,消费者权益难以保障。

因此,要真正释放体验经济的巨大潜能,关键在于“提质”与“扩容”。一方面,政府和市场需协同合作,放宽服务业市场准入,鼓励社会资本进入文旅、体育、娱乐等民生服务和新兴消费领域,提供更多元、更优质的产品。另一方面,要加快完善服务消费的标准体系与监管机制,让消费者敢于消费、放心消费。

本版专栏文章仅代表作者个人观点