



NIFD
国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

金融专报

2021 年第 10 期 总第 99 期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2021 年 3 月 12 日

公募基金“抱团”式投资行为需要重新规范

尹中立

- 近期，股票市场关于公募基金“抱团”式投资的现象引起了广泛关注，该现象不仅影响到基金业的健康发展，也影响到资本市场的平稳运行，而且隐藏着一定的风险。
- 从监管的角度看，为了规范基金的投资行为，防止出现基金利用资金优势进行股价操纵，对基金的持股集中度有过明确的规定，但是由于市场快速发展很快，有些规定已经不能起到应有的作用。
- 完善基金投资行为的对策建议：一要修改当前关于基金持股集中度的规定，降低基金对单一上市公司及单一行业的

持股集中度；二要完善基金经理的考核激励制度，鼓励长线投资和分散投资。

近期，股票市场关于公募基金“抱团”式投资的现象引起了广泛关注，该现象不仅影响到基金业的健康发展，也影响到资本市场的平稳运行，而且隐藏着一定的风险。此类现象的存在反映出与基金投资有关的法规和制度还存在缺陷，需要进行完善。

一、基金“抱团”式投资的潜在风险

所谓“抱团”式投资是指同一个基金管理公司管理的基金集中持有某一家上市公司股票或某一个行业的股票的行为。

从2020年四个季度基金持仓数据看，基金集中持股现象广泛存在。有些基金公司集中持有军工类股票，有些集中持有新能源类股票。特别是白酒行业，有三只股票名列基金持仓前十名单（贵州茅台和五粮液分别稳居第一位和第二位），成为基金持仓最集中的行业。科技类股票则屈居次要位置。

此类行为不利于基金行业的健康发展，也不利于资本市场的健康发展，主要表现在以下几个方面。

（一）“抱团”式投资影响基金的声誉

公募基金肩负着专家理财的使命，监管者希望通过发展以基金为主的机构投资者来优化投资者结构，推动中国资本市场的发展，实现产业结构转型升级。基金的行为不仅要追

求盈利，更应该成为市场中正确投资理念的倡导者，所以基金的行为不得出现偏差。

从市场运行的历史经验看，通过集中持股的方式可以在短期内获得高回报，但这种高收益是难以持续的。当新增资金不断进入基金，集中持有的股票价格就会持续上涨，一旦外围因素有变化，新增资金难以供应，资金与股价的正反馈可能迅速逆转为负反馈，机构投资者进行相同方向操作时，市场难以找到力量相当的对手盘，加速下跌就难以避免。因此，这类基金的收益波动都较高，其行为扭曲了市场价格，会对公募基金的声誉产生负面影响，不利于基金行业的健康稳定发展。

以白酒类股票而言，被龙头基金公司重仓持有的六家白酒类公司的股票在最近两年里平均价格均上涨了500%以上，白酒行业上市公司的平均估值水平已经超过60倍，已经处于历史最高位。作为消费量逐渐减少的行业，如此高的估值水平显然是不合理的。当没有后续资金跟进时，股价就会面临崩溃式下跌，带来市场巨大波动，最终损失的是基金投资者的利益。

（二）基金“抱团”式投资曾经付出惨痛代价

在基金发展历史上，“抱团”式炒股行为已经付出过沉重的代价。例如2007年，投资者疯狂购买基金，基金不计成本地投入股票市场，当时基金“抱团”的对象主要是金融

地产类股票。2007 年底，银行股估值达到峰值，市净率平均超过 6 倍，市盈率超过 40 倍。之所以把银行股炒到如此高的估值水平，是因为形成了股价与基金募集之间的正反馈。当年的股票型基金和混合型基金共计募集了近 2 万亿份资金。但是 2008 年市场逆转之后，2007 年购买基金的投资者损失惨重，大多数投资者在高位被套牢超过 10 年。受到这次打击之后，公募基金的声誉一落千丈，随后的 10 余年里都难以恢复投资者的信心，股票型基金的规模一直徘徊在 1 万亿份左右，股票型基金与混合型基金的总规模一直徘徊在 2 万亿份以下，成为资本市场发展的重要制约因素。

2019 年以来，中央高度重视发展机构投资者，经过多方位的努力，近两年投资者对基金投资的信心有所增强。从统计数据看，2020 年基金规模快速增长，股票型基金规模增加了 3000 亿份以上，混合型基金规模增加了 18000 亿份以上，二者合计为股市提供了超过 2 万亿份新增资金。新发行的公募基金金额超过 3 万亿元，基金总规模已经超过 20 万亿元。这是 2007 年以来基金规模增加最多的一年，我们应该维护来之不易的大好形势，基金的行为应该立足长远，切忌为了短期利益而剑走偏锋。

（三）基金“抱团”式投资容易导致劣币驱逐良币现象

当“抱团”式投资可以带来高收益并获得市场认可时，那些遵循价值投资、分散投资的基金经理就会面临被淘汰的

风险，因为后者的短期业绩难以与前者匹敌，容易出现劣币驱逐良币的现象。

2000年前后发生的“基金黑幕”事件与当下发生的基金“抱团”投资现象的情节和性质基本一致。2000年的基金管理公司只有几家，部分基金管理公司采取“坐庄”的手法获取了较好的短期收益，反而使得遵循分散投资理念的基金管理公司与之业绩悬殊较大，导致基金管理人被董事会淘汰。

“坐庄”的手法之所以被揭示为“基金黑幕”是因为它违反了当时基金持股不能超过上市公司10%股份的规定，而当下的“抱团”式投资却符合现行的各项规定。

从基金持股前十位的股票看，贵州茅台已经稳居第一位，权益类基金的前十大重仓股票中，有三只属于白酒类股票，科技类的股票屈居次要位置，这是劣币驱逐良币的另外一层含义。

（四）基金“抱团”式投资容易出现内外勾结和利益输送

基金的资金量大，对股价的影响巨大，集中持股的背后往往存在高位接盘或锁仓的行为，产生基金向其他投资者进行利益输送的行为，损害部分投资者的权益。

当前的股票市场已经通过陆港通与境外市场实现了互联互通，境内投资者与境外投资者之间也比较容易实现利益输送，且监管的难度更大。

二、基金出现集中持股现象的制度原因分析

从监管的角度看，为了规范基金的投资行为，防止出现基金利用资金优势进行股价操纵，对基金的持股集中度有过明确的规定，但是由于市场快速发展，有些规定已经不能起到应有的作用。现行的有关基金投资交易的规定涉及以下两个规范性文件。

2014年7月7日出台的《公开募集证券投资基金运作管理办法》（中国证监会公告[2014]36号）第十二条规定，“基金管理人运用基金财产进行证券投资，不得有下列情形：（1）一只基金持有一家公司发行的证券，其市值超过基金资产净值的百分之十；（2）同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，超过该证券的百分之十”。

2017年8月31日出台的《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》（中国证券监督管理委员会公告〔2017〕12号）第十五条规定，“同一个基金管理人管理的全部开放式基金持有一家上市公司发行的可流通股票，不得超过该上市公司可流通股票的15%；同一基金管理人管理的全部投资组合持有一家上市公司发行的可流通股票，不得超过该上市公司可流通股票的30%”。

对比上述两个规范性文件可见，2017年出台的关于基金持股比例的规定较之前大幅度放宽。正是此项规定让基金操纵股价的行为获得了合法性。

对于我国股票市场而言，存在一个特殊的股权结构，即国有股占比仍然相当大，这些国有股虽然获得了流通的权利，但事实上是不流通的，实际流通的股票一般不超过总股本的 50%。以贵州茅台为例，贵州省国资委所属的茅台集团持股占 60%以上，真正流通的股份只有总股本的 30%左右，持有 30%的流通股就意味着控制了大部分实际流通的股票。

当前的基金规模总量已经超过 20 万亿元，股票型基金和混合型基金的规模总量已经超过 5 万亿元，规模超过 100 亿份的股票型基金和混合型基金数量已经超过 50 只，排名靠前的基金管理公司管理基金规模都超过 3000 亿元以上。即便是 10%的基金资产也是相当巨大的数字，这些资金足够操纵一个公司乃至一个行业的股价。

显然，同一个基金管理公司所有基金持有同一家公司的股票不能超过净值的 30%是不合适的。并且，上述有关基金投资的两个规定均没有对基金投资的行业集中度作出限制性规定，这也是需要完善的。

此外，基金采取“抱团”式投资与基金管理公司的激励机制不合理有关。当前，基金是按照管理的资金规模收费，因此基金管理人只关心基金的规模，对基金投资者的长期收益并不关心。基金管理公司对基金经理的考核和激励制度同样存在短期化的倾向。市场每个季度都有业绩排名，基金经理在短期排名的压力下，往往只关注短期利益，成为“抱团”

式投资的被动接受者。

三、关于完善基金投资行为的对策建议

(一) 应该修改基金集中持股的有关规定

为了防止基金利用资金优势和信息优势操纵股价，应修改当前关于基金持股集中度的规定，总体的原则是鼓励分散投资，降低基金对单一上市公司的持股集中度，以及对单一行业的持股集中度。

应将现行的“基金投资交易限制”规则进行适当修改，具体如下。

“同一个基金管理人管理的全部开放式基金持有一家上市公司发行的可流通股票，不得超过该上市公司实际流通股票的5%；同一基金管理人管理的全部投资组合持有一家上市公司发行的可流通股票，不得超过该上市公司可流通股票的10%”。

“对于超过实际流通股5%或10%限制的，可以采取及时信息披露，持股每增加5%公告一次，并且规定半年之内不能反向交易”。

为了避免规则调整带来的市场冲击，可以进行新老划断。对于已经运行的基金，提供一个较长的过渡期来适应制度的调整。

除了控制基金对单只股票的持仓集中度之外，还应该控制基金持股的行业集中度，限制其对单一行业的投资比例。

我们认为，不同规模的基金公司应该采取差异化措施，对于基金管理规模超过 1000 亿元的大型公司而言，单一行业投资不应该超过基金管理的股票类型总资产的 10%。

在法律程序完成之前，可以采取适当措施对基金的行为进行引导，对基金持股集中度明显偏高的行为要及时进行窗口指导，在投资者出现非理性认购基金现象时，监管者要对基金募集行为进行逆向调节，减缓新设立基金的募集或控制 ETF 的申购。

（二）完善基金经理的考核激励制度

建议完善基金公司的治理结构，鼓励有条件的基金公司采取合伙人制度，让基金经理的利益与公司利益和投资者利益一致。还可以采取盈利分成的方式收取管理费，取消按照资产规模收费的方式，把基金的业绩与费用挂扣。

为了鼓励长线投资和分散投资，建议完善基金考核机制，降低年内考核比重，拉长考核期，当年的奖金分批次发放。此外，可以将 50% 以上比例的奖金作为风险保证金，如果未来的业绩出现超出范围的波动，应该对风险保证金进行扣减。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程 炼	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳

蔡 真

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 梁永臻

联系人：陈双莲

电子邮箱：chensl@gzhu.edu.cn

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

国家金融与发展实验室学术成果系列

正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）