

被动投资“反客为主” 机构定价之锚何处寻觅

□本报记者 张舒琳 徐金忠



视觉中国图片

如同“大象冲进瓷器店”，规模越来越大的被动基金在市场上的动静也越来越大。

统计数据显示，被动基金持股已悄然占据了偏股基金重仓股中的半壁江山。以被动基金为工具的被动投资资金，在市场上举足轻重，显露进击之姿。

与此相对应的是主动投资的大权旁落。虽说被动基金只是被动地跟踪标的指数，但是被动资金和主动资金的失衡，却将主动投资的窘态揭露无遗：被动跟踪的工具盖过了主动挖掘的策略，市场的定价权又将安放在谁的手中？被动一方无法主动定价，主动一方主动定价失效，机构定价之锚无处寻觅。

业内亦有声音认为，随着被动资金力量不断壮大，市场风格将越来越固化，甚至会与美股渐行渐近，即部分头部公司市值持续占优。“我们还在将变未变之际，任何确定的判断都值得怀疑，可以肯定的是，市场的阶段性定价确已迷失。”一位公募投资总监表示。

被动基金地位提升

近年来，被动基金已成为A股市场上重要的增量资金，ETF新品发行火爆异常。与此同时，还有数千亿资金注入宽基指数ETF。被动基金逐渐持有越来越多A股流通市值，并已悄然占据偏股基金重仓股中的半壁江山。

数据显示，快速扩容的被动基金持有A股的市值持续上升。兴证策略研究数据显示，截至二季度末，被动基金持有A股的市值已经超过2万亿元，占全A流通市值的比例上升至3%，较2023年同期增长接近50%。

基金重仓股的持有人结构变化更清晰地显示出被动基金地位的提升。数据显示，近三年以来，被动基金在偏股基金重仓股中的相对占比大幅提升。截至2024年二季度末，包含被动基金和主动偏股基金在内的偏股型公募基金的前50大重仓股中，被动基金的持股市值占比已经跃升至51.6%，其相对持股占比已经超过五成，而2021年底被动基金占比仅有22.9%。从偏股基金的全部持仓来看，被动基金的持股市值占比也已经升至43.4%，而2021年底仅有21.4%。

2023年以来，在市场大幅震荡的背景下，股票型ETF规模逆市上涨近8000亿元，这也意味着，被动基金成为A股持股比例提升最多的投资主体之一。有观点认为，指数基金只在交易层面影响股价，但对基本面的感觉是钝化的。那么，指数基金是否影响着市场定价？

国泰基金表示，指数基金大多通过完全复制的方法跟踪标的指数，为投资者提供多样化的投资工具，投资者通过申购赎回指数基金对市场形成资金流入或流出，从而一定程度影响市场风格。另外，近年来市场在下跌时，大量投资者通过指数基金增配权益资产，指数基金在此过程中承担了平抑市场波动的作用。

泰康基金量化投资部负责人魏军认为，指数基金并非没有定价能力，以行业指数基金为例，买入指数基金会形成行业及龙头的上涨。由指数基金推动的行业普涨情况并不罕见，当市场对某类风格或行业凝聚共识后，指数基金将会对市场形成定价。指数基金一定程度上会影响市场风格，这更多是投资者自身的选择。

由此可见，从数据看来，被动投资近年来的进击显而易见，似乎有“主动”抢占市场定价权的势头，但实际上，被动投资无意且无必要

“主动”作为市场度量衡，即便是有一定的定价能力，也全然是被动的无意为之。

主动陷入“被动”

被动基金有自己的“叙事”，主动基金却有不同的“感受”。

中国证券报记者采访多位主动权益类产品的基金经理发现，在谈及被动投资近年来的市场影响时，有不少基金经理感慨被动投资的锐不可当及其带来的全方位“冲击”。

一位基金经理坦言，在被动资金占优的投资中，明显出现了市场定价的失范以及波动的放大。“回顾前两年的赛道投资，可以看到被动基金虽说是被动跟踪指数，但是行情的实际演绎并非如此。赛道走强时，被动基金迅速透支赛道的上涨预期，赛道走弱时，则迅速放大了回调的压力和幅度。”

不论是透支上涨预期还是放大回调幅度，核心的问题，在主动投资一侧看来，就是“干扰”了市场的合理有效定价。

有管理经验超过10年的基金经理告诉中国证券报记者，已经很难通过主动研究为市场机会做长期合理的定价。

“关键词是三个：长期、合理、有效。对应的是，在时间维度上，此前可以根据个股、行业等的长期增长情况进行定价的能力被削弱了；在是否合理的维度上，不论是研究员还是基金经理都越来越难以坚持自己定价的合理性；在有效性问题上，失去了时间维度和合理维度，自然这样的定价在市场行情中的有效性大幅下降。上述三个方面，背后的因素不能简而言之，但是被动基金规模的短时间快速扩大，是一个重要的影响因素。”一位基金经理分析说。

在新入行的基金公司研究员群体，这种感觉非常直观。“前辈说我们应该为标的给出有效的合理定价，但真实情况是，我们的定价绝大多数时间内的有效性存疑。比如这两年部分个股的定价，看上去就像是没有了‘中轴线’。”一位初入行的公募研究员表示。

在被动投资一侧，同样有“反击”的声音，认为主动投资“当局者迷”。

深圳一位ETF基金经理认为，主动投资的买方资金，在历史上对市场定价的有效性就存在长久的失准问题。“主动投资的定价，从过去的情况来看，是存在不足的。比如消费、医

药、新能源等的赛道中，主动投资的历史定价能力能打几分？被动投资不做主动定价，一旦应该为市场主动定价的资金没能很好担负起定价责任，那被动投资只能在失准的定价上做交易，在事后被诟病为放大波动。”

同样，上海的一位公募基金公司指数投资部门负责人称，当下阶段，之所以被动投资对市场的影响越来越大，背后的原因可以一分为二：一是宏观环境趋于复杂，市场进入持续调整，增量资金长时间不足，主动资金难有主动作为的机会；二是被动投资成为不少机构资金逆市布局的工具，大资金通过被动投资工具“校准”市场的定价。这位指数投资部门负责人坦言，不同于部分成熟市场的发展历程，国内的主/被动投资关系，在短时间内出现大幅变化的情况，意味着这一变化过程对于资本市场来说，是对市场成熟性的严峻考验。“比较好的模式是，主动投资随着实体经济走向成熟而逐渐调整其定位，同时被动投资顺势接棒市场的主导权。目前来看，我们没有这样相对从容的环境，我们的变化是大且剧烈的。”

无论如何，变化已来。不论是否能够适应变化，主动以及被动投资一齐被卷入其中。

增量资金是关键所在

理论上而言，被动基金并不具备主动挖掘价值能力，而是被动跟上市场定价。然而，从近年来市场表现来看，以ETF为代表的被动基金扩容似乎在一定程度上强化和“塑造”了新的市场风格。2023年四季度以来，增量资金快速流入A股ETF，集中在沪深300、上证50等大市值风格指数，ETF新发资金同样主要涌入宽基ETF。在大盘股与小盘股的角逐中，大盘龙头频频胜出。

兴证策略研究团队认为，ETF的流入结构深刻地影响市场风格。从ETF规模分布来看，当前股票型ETF聚焦于大市值龙头公司。跟踪沪深300、科创50、上证50等大市值指数的宽基类ETF仍是市场主流。截至2024年7月19日，宽基ETF规模占比达71%，其中，投资于沪深300指数的相关产品规模占比超过一半，投资于中证A50、上证50、科创50等龙头指数的产品规模占比合计也超过1/5，整体扩容增量仍聚焦大盘龙头。

从被动基金重仓的个股来看，据兴证策略研究团队测算，截至2024年第二季度末，被动基

金重仓持股占流通股比例超过5%的个股已经超过36只。其中，有9只个股超过10%，包含海光信息、中芯国际、晶科能源等个股，主要集中在科创板和创业板。这些科创板和创业板龙头获被动基金“买买买”的背后，是近年来被动指数投资的迅猛发展势头，被动基金带来增量资金，势必造成其影响力的不断提升。

由此可见，若要为市场、行业、个股定价，增量资金是关键所在。

那么，如果被动投资持续成为增量资金“主通道”，市场的投资格局将如何变化？特别是机构投资中至关重要的“定价的锚”又将在何处寻觅？

业内观点认为，被动投资持续占优将在一定程度上固化现有市场的格局。国泰基金表示，由于大多数指数编制时采取流通市值加权，部分大盘股流通比例较低，市值和流通市值相关性较高，不过，市值大不必然导致其流通市值大。指数基金获得申购和赎回时都按照相关指数权重买入和卖出成分股，一定程度上会固化现有市值格局，而非改变现有格局。被动基金的发行往往会带来大量增量资金，近年来A50、红利指数产品批量发行，一定程度上带来了新增资金流入，强化了固有的市场风格。

一位指数基金经理表示，长期来看，随着机构投资者队伍的壮大以及个人投资者的理性化，市场定价效率逐渐提高，获取超额收益的难度提升，被动基金的市场份额有望长期提升。参考海外市场来看，美国被动基金市场同样聚焦大市值股票，集中度较高。以ETF为代表的被动资金持续崛起，可能会持续助推这一风格。

从长时间来看，被动投资长期占优是否可能引导A股市场出现美股市场龙头强者恒强的情形？

在魏军看来，从未来市场有效性、成本效益、资本市场系统化和体系化趋势，以及未来中长线资金和居民配置需求等来看，被动投资或为长期发展趋势。在被动投资浪潮发展下，A股市场或将聚焦于大市值股票、高集中度。但出现美股龙头强者恒强的可能性并不大。

“资本市场的发展趋势取决于市场所反映的经济基本面发展规律和发展阶段，中国经济作为典型的新兴市场经济代表，其经济处于结构转型和产业升级的阶段，不能简单地在中美之间类比其他股市市值集中度和部分头部公司持续市值占优的情形。”他表示。