

财金视角

未获利也要重罚 操纵市场红线不可触碰

■ 苏诗钰

近日,证监会披露的一则行政处罚决定书引发关注。陈欢、周厚禄、李萍萍三人在2023年2月至2024年8月期间,控制多个他人证券账户,通过集中资金优势、持股优势连续买卖及账户间对倒交易等手段操纵上市公司“楚环科技”的股价,最终被合计罚款800万元,并分别被处以2年至3年的证券市场禁止交易措施。这起案件最值得注意的细节在于:上述三人虽然实施了操纵股价的行为,但最终却没能从中获利。

在部分人的认知里,操纵市场若“没赚到钱”,似乎就可以免于追责。但需要明确的是:操纵市场行为的违法性,不取决于行为人最终是否盈利,而在于其行为本身对市场秩序和定价机制的破坏。

回看本案当事人的申辩,也能看出这类违法者常见的心态。听证过程中,三人辩称没有操纵的主观故意,不构成共同操纵,请求从轻处理。证监会复核后认定,三人存在操纵“楚环科技”的共同故意,综合在案证据,足以证明三人存在共同操纵行为,仅对部分账户控制时间的

申辩意见予以部分采纳,综合各方在案件中的作用、配合调查情况作出最终量罚。

证券法第五十五条明确禁止单独或者通过合谋,集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖,以及在自己实际控制的账户之间进行证券交易。第一百九十二条规定,违反本法第五十五条的规定操纵证券市场的,责令依法处理其非法持有的证券,没收违法所得,并处违法所得一倍以上十倍以下的罚款;没有违法所得或者违法所得不足一百万元的,处一百万元以上一千万元以下的罚款。

只要客观上实施了操纵行为,主观上存在故意,干扰证券价格与交易量,就已经构成操纵证券市场。有没有赚到钱,只是后续裁量罚款金额、市场禁入期限的参考因素之一,不是定性标准。

这一点,在监管执法实践中一以贯之。过往证监会披露的多起案件里,同样出现过操纵失利、无违法所得但予以重罚的案例。监管传递的信号十分清晰:资本市场的底线,不看盈

亏,看行为。不要以为操纵失败、自己亏损,就可以免除法律责任。借用他人账户本身就是监管严打的行为。多人合谋、分仓运作、账户对倒,属于典型的操纵手法,隐蔽性强,对市场信号的破坏力更大。

市场规则的意义,不止于事后悔戒个案,更在于事前警示。监管通过这类“零获利重罚”案例,给所有市场参与者立起一面镜子:不要幻想用资金优势、分仓对倒的方式去操控股价。这场博弈,赢了要罚,输了也要罚。资本市场不是可以随意强化的市场,任何试图篡改价格信号的操作,都要承担相应的法律代价。

中小投资者基于自身判断买卖股票是正常的市场行为,法律保护正常交易。但动用多个他人账户,协同对倒,刻意制造虚假的交易信号,已经脱离正常投资范畴,属于人为扭曲市场,二者边界清晰。法律法规保护的是交易环境的公平,所有投资者,无论资金大小,都有权在真实价格信号下做决策。任何主体,都无权伪造行情,干扰市场定价。

三人操纵“楚环科技”一案,是一次切实的普法。它提醒市场各方:衡量证券违法的标尺,不是违法者是否获得收益,而是行为对市场秩序的破坏程度。监管对操纵市场坚持零容忍,无论获利与否,只要触碰红线,就会依法追责。唯有守住真实交易、公平定价的底线,资本市场才能有效发挥资源配置功能,让长期价值投资真正扎根。市场的公平,要依靠法律的刚性约束,守护每一份真实的交易信号。



苏诗钰

读懂央行汇率表述的变与不变

■ 刘 琪

日前,中国人民银行货币政策委员会召开2026年第三季度例会。此次会议新增了“坚持市场在汇率形成中的决定性作用”“防范市场‘羊群效应’和非理性预期的自我强化”两处表述,兼顾汇率市场化改革定力与风险防控底线思维,释放出稳汇率、稳市场、稳预期的明确信号。

目前,我国实施以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度,人民币汇率形成由市场起决定性作用。今年以来,人民币对美元汇率整体延续升值态势,近期在岸、离岸人民币对美元汇率盘中双双升破6.7关口,创阶段性新高。在此背景下,此次例会专门强调“坚持市场在汇率形成中的决定性作用”,一方面显示出对市场机制的尊重;另一方面再度锚定我国汇率市场化改革方向,稳定市场对这项制度改革的长期信心。

近年来,我国外汇市场成熟度持续提升,人民币汇率弹性持续增强,双向波动特征日益明显,市场供求在汇率形成中的作用不断提升,企业和金融机构对汇率波动的适应能力显著增强。坚持市场在汇率形成中的决定性作用,核心要义在于让汇率更好反映经济基本面变化,发挥汇率调节宏观经济和国际收支的自动稳定器功能,持续巩固汇率市场化改革的制度根基。

新增“防范市场‘羊群效应’和非理性预期的自我强化”的表述,则体现了中国人民银行对短期汇率波动风险的前瞻性研判。外汇市场一旦单边升值或贬值预期形成,很容易引发跟风交易,导致汇率短期内大幅偏离合理均衡水平,引发超调风险。

从以往规律看,四季度是我国企业集中结汇的传统时段,季节性结汇需求增加往往会对

动人民币阶段性走强。叠加当前出口保持较高增速等基本面对支撑,市场上容易形成人民币单边升值的一致预期。如果放任这种预期持续发酵、自我强化,不仅可能放大汇率波动,冲击出口企业竞争力,甚至扰动宏观经济平稳运行。中国人民银行此时明确提出防范“羊群效应”,也是提前给市场打上“预防针”,引导市场主体树立“风险中性”理念,避免非理性的追涨杀跌,维护外汇市场平稳运行。

需要注意的是,尽管新增了两处表述,但“增强外汇市场韧性,稳定市场预期”“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”的核心导向保持不变,体现了政策的连续性和稳定性。

近年来,我国外汇市场深度和广度不断拓展,市场主体日趋成熟,企业外汇套保比率稳步提升,应对汇率波动的能力明显增强。国家外

汇管理局数据显示,今年上半年,企业利用外汇衍生品开展套期保值的交易占比达35.3%,较2025年提升5.3个百分点,这正是外汇市场韧性提升的重要体现。而稳定市场预期则是汇率管理的重要环节,中国人民银行通过持续、清晰的政策沟通,引导市场正确理解政策意图,减少误读和过度解读,从源头上减少非理性波动。

未来,人民币汇率将在合理均衡水平上继续保持基本稳定。一方面,我国经济基本面长期向好,国际收支基本平衡、外汇储备充裕,为汇率稳定提供了坚实支撑;另一方面,随着汇率市场化程度不断提高,市场供求的决定性作用将进一步显现,汇率双向波动将成为常态。广大市场主体应牢固树立“风险中性”理念,主动运用外汇衍生工具管理汇率风险,理性看待汇率波动,共同营造健康稳定的外汇市场环境。

境内债券ETF规模突破万亿元的三大推动力

■ 毛艺融

境内债券ETF(交易型开放式指数基金)迈入新的发展阶段。从2024年5月规模突破千亿元,到2025年年末突破8000亿元,再到今年9月23日首次突破万亿元,境内债券ETF规模增长势头强劲。这一跨越式发展,是产品供给体系完善、投资者结构改善、制度建设加快推进等多因素共振的必然结果,也为中长期资金入市、债券市场风险管理体系完善留下浓墨重彩的一笔。

首先,产品体系持续完善,为不同风险偏好的资金搭建了可选择的“货架”,这是债券ETF规模增长的基础前提。

回看境内债券ETF的发展历程,早期其市场产品较为单一,仅以少数利率债品种为主,可选择空间有限,市场存在感不强。

经过近几年的创新布局,债券ETF已经构建起层次丰富、覆盖全面的产品矩阵,涵盖短、中、长久期利率债,高等级信用债、可转债等品类。尤其是基准做市信用债ETF、科创债ETF等新产品不断推出,为不同期限和风险偏好的资金提供了更多选择。既能满足保险、年金、银行理财、信托等中长期资金稳健底仓配置需求,也能适配公募、私募等机构流动性管理、久期配置等各类交易需求。

其次,中长期资金持续流入,投资者结构不断优化,债券ETF逐步成为资本市场的“压舱石”。

过去几年,资管产品净值化转型完成后,机构投资者更加看重资产的透明度、流动性与风险可控性,债券ETF凭借持仓公开透明、场内“T+0”交易、申赎便捷、支持质押回购等制度优势,获得机构资金的持续青睐。

上海证券交易所数据显示,当前中长期资金持有债券ETF的规模占比约五成,相比2024年底,持有规模增长近3倍,增量效应十分显著。今年以来,境内债券ETF规模新增近2000亿元,其中,银行理财、公募FOF(基金中的基金)、保险、年金等资金持续加大配置力度,头部产品集聚效应突出,百亿元级债券ETF数量快速增加。

大量追求长期稳健收益的资金涌入,也改善了债券ETF的二级市场流动性,流动性提升又进一步增强了产品吸引力,形成“资金增配—流动性改善—更多资金流入”的正向循环。

再者,低利率市场环境,债券ETF的竞争优势凸显,成为资金稳健配置的优质载体。

在利率中枢下行、存款与理财收益率下移的背景下,多家机构配置思路发生明显转变,从过去追逐超额收益,转向优先保障底仓的稳定性、流动性。今年以来,各类机构持续加大债券ETF配置力度,将其纳入标准化底仓资产与日常流动性管理工具,持仓稳定性显著提升、长期配置属性持续凸显。

以信用债ETF为例,信用债ETF规模占债券ETF总规模的七成,且贡献了年内大部分增长规模,资金更愿意通过信用债ETF博取相对更高的票息与流动性。

从配套机制看,基准做市债ETF、科创债

ETF等信用债ETF先后纳入通用质押式回购库,帮助大额机构在保留底仓、锁定票息收益的基础上盘活存量持仓,大幅提升机构存量资产周转效率。同时,多家基金管理人主动优化补券周期,有效压缩资金占用时间、降低跨期操作不确定性,让投资者申赎成本更加可控。

站在万亿元规模的全新起点,未来,债券ETF市场的竞争将更加聚焦于细分赛道的先发优势、做市商资源、机构渠道能力。随着资本市场制度不断完善、债券ETF产品持续创新、中长期资金入市渠道愈发通畅,境内债券ETF有望进一步发挥“连接器”作用,一边引导长期资本沉淀资本市场,一边服务实体经济重点领域融资,为资本市场服务实体经济创造更大价值。



(上接A1版)三是长期配置型产品围绕“固收+”、FOF(基金中的基金)等产品线展开,并进一步向养老金场景延伸。例如,博时基金打造“固收+”全谱系,覆盖低波、平衡、积极三大梯度;招商基金加大养老金金融产品布局,从“产品供给”走向“养老解决方案”。

博时基金首席策略分析师陈显顺对《证券日报》记者表示:“公募基金行业产品供给已从单纯追求数量提升,转向围绕长线需求构建分层产品矩阵。”

考核费率锚定长期回报

如果说产品供给的变化是“表”,那考核与费率机制的改革则是“里”。

《行动方案》确立了硬约束:基金经理考核中基金产品业绩指标权重不低于80%,三年以上中长期收益考核权重不低于80%;三年以上产品业绩低于业绩比较基准超过10个百分点的基金经理,绩效薪酬应当明显下降。《考核指引》进一步将薪酬递延支付(比例原则上不少于40%)的适用范围由高管和基金经理扩展至董事长、主要业务部门负责人、分支机构负责人及核心业务人员,并将基金经理以一定比例的绩效薪酬跟投本人管理基金(持有期不少于1年)的要求制度化。

各家公募机构的落实进度虽有差异,但方向高度一致。考核方面,做长期主义的“加法”,短期规模的“减法”。嘉实基金在主动权益投资岗位已全面落实产品业绩指标权重占比80%的要求,同时满三年的产品考核均采用滚动三年业绩数据。招商基金新增业绩比较基准对比、基金利润率、盈利投资者占比等指标,同步降低规模排名、收入利润等经营性指标的考核权重。诺安基金则构建定量与定性结合、长短兼顾的综合评价体系,将长周期考核比重逐年加强,重点关注三年、五年中长期业绩投资能力、回撤控制能力与对于业绩比较基准的超额情况。

激励方面,做利益绑定的“加法”,做旱涝保收的“减法”。工银瑞信基金相关人士向《证券日报》记者介绍:“公司加大薪酬管理力度,将绩效薪酬的40%以上递延至未来三年发放,并建立了绩效薪酬追索扣回机制。”招商基金则探索强制跟投与风险共担机制,对关键岗位人员建立与产品业绩挂钩的强制跟投机制,实现管理人与投资者利益的长期一致。

公募基金费率改革同样在推动行业格局转变。按照“基金管理人—证券公司—基金销售机构”分三阶段推进的费率改革已全面收官,监管部门测算累计每年为投资者让利超500亿元。各家公募机构主动跟进降费。截至目前,博时基金已完成超120只基金降费让利;嘉实基金旗下多只宽基、行业ETF管理费率均处于行业最低一档(0.15%/年管理费+0.05%/年托管费)。

陈显顺坦言:“降费压缩了费率收入,但也倒逼公募机构把资源集中到投研能力和投资者回报上,这正是费率改革的初衷。”嘉实基金相关负责人表示,降费短期是压力,中长期则是行业从“拼规模、拼排名”向“拼投研、拼回报”转型的动力。

作为衡量公募基金行业“回报导向”转型成效的量化佐证,“盈利投资者数量占比”这一指标首次进入公募基金定期报告。据天相投顾统计,截至2026年6月30日,全市场5662只已披露该指标的基金,盈利投资者占比中位数为92.49%、平均值为79.02%。

针对堵点持续疏通

方向已经清晰,成效正在累积,但堵点同样存在。

陈显顺认为,当前“长钱长投”面临的堵点主要体现在三个层面:一是产品端低波动、绝对收益导向的产品和多资产对冲工具供给仍不充分,长期资金“想配不敢配”的问题尚未根本解决;二是考核端长周期考核涉及业绩回溯口径、薪酬递延与人才保留的平衡以及投研与市场部门的协同,制度细则与公募机构既有激励体系的磨合需要时间;三是投研端“平台化”难以一步到位,要在三年及以上维度围绕业绩比较基准做出超额收益,需要打通宏观、行业、策略研究力量,而非依赖单一明星基金经理。

更长链条的堵点在“上游”。陈显顺提到,公募机构层面的长周期考核、薪酬递延、跟投机制等已较为完备,但如果保险、理财等委托人仍按年度甚至季度考核受托人,基金管理人的考核周期也会被倒逼至短期化。

创金合信基金首席经济学家魏凤春认为,破解“长钱”向“长投”转化的难题,核心在于改变短期考核仍占主导、长期产品供给不足、行业生态尚不均衡的局面,建议行业依托绝对收益为基准、风险优先、多元配置、团队智慧、科技助力“五位一体”的长期投资体系推进改革。考核与激励上,建立跨周期动态评价机制,将机构、投研团队收益与投资者长期稳健收益深度绑定,逐步改变机构重规模、轻收益的倾向。销售生态上,调整激励规则,弱化短期佣金、销量导向,将渠道收益、机构评级与投资者长期持有回报、回撤控制挂钩,培育长期陪伴式投顾生态。

针对前述堵点,行业各方的发力方向已渐清晰。投研体系上,博时基金持续推进投研一体化,构建“平台式、一体化、多策略”的投研体系,并以AI(人工智能)提效覆盖投研、营销、风控、运营全链条;招商基金通过团队协作保障策略的稳定性和可持续性,以稳定输出专业能力和业绩回报。

产品创新上,嘉实基金丰富产品供给,完善浮动管理费产品谱系,扩大与业绩、持有期挂钩的产品布局,深耕养老金;招商基金则重点发展中低波动产品。

陪伴式投资者服务上,工银瑞信基金率先设立基金行业首家投保委员会,从制度层面确立“与客户共同成长”的服务定位;诺安基金依托自有投资者服务体系,搭建起“投前引导、投中陪伴、投后复盘”的全天候、多层次、个性化服务模式。

从更长时间维度看,两年来的改革推动公募基金行业评价重心从“规模导向”向“回报导向”转变。产品端的分层矩阵在形成,考核端的长期权重在落地,费率端的利益绑定在强化。这些变化正在逐步传导至投资行为、销售行为和持有人体验。随着投研平台化能力持续提升、浮动管理费与养老金金融等产品谱系进一步丰富,公募基金承接中长期资金的专业能力将不断增强,“长钱长投”的良性循环也有望加速形成。