

## 外资和长线资金跑步进场，或开启 A 股投资新纪元

### ---中国 A 股投资者结构介绍

- 2019 年资本市场改革加速，证监会党委会议提出，在融资端加强改革的同时，在投资端采取更多措施。大力发展权益类基金，推动完善中长期资金入市的制度安排。今年 A 股改革加速，9 月份 QFII 以及 RQFII 投资限制放开，中长期资金进入 A 股被鼓励。
- 美国股票市场较为成熟，美国股市目前的持有情况可大致分为机构+散户，其中散户主要对应的是家庭部门，截至 2019 年三季度末，美股市值为 49.56 万亿美元，以散户为代表的家庭部门 (Household sector) 在三季度持仓市值仅占美股的 36.41%。
- 美国的雇主养老保险计划分为待遇确定型 (DB 模式) 以及以个人账户为基础的缴费确定型 (DC 模式)，20 世纪 80 年代之后，以个人账户为基础的缴费确定型计划 (DC 计划) 迅速发展，逐渐开始取代 DB 计划。
- 散户目前在中国股市的构成中占有及其重要地位，2019 年 3 季度数据显示，截至 2019 年 3 季度末，A 股市值为 54.50 万亿元 (为上证所 A 股总市值与深交所股票总市值之和)。3 季度末所有机构投资者持有股票市值为 27.07 万亿元，机构投资者持有股票市值占 A 股总市值的 49.66%。2011 年至今，机构投资者持有 A 股市值在 45%-55% 之间波动，与美国股市相比，中国散户的投资比重明显较高。
- 2019 年，北上资金大幅进入 A 股，截至 12 月 17 日，12 月份北上资金净流入 A 股 505.63 亿元，年初至今净流入 A 股资金超 3300 亿元。
- 目前社保基金资产的分布主要集中在交易类金融资产，持有至到期投资，可供出售金融资产以及长期股权投资，交易类金融资产投资于股票的数量仅占 25% 左右，仍有较大发展空间；截至 2019 年三季度，证券投资信托余额投资于在二级市场的金额有 6820 亿元，二级市场的投资主要包括股票、债券、公募基金等，前文数据可知目前证券信托公司持有 A 股市值仅 563 亿元左右，未来若对二级市场投资标的重新分配比例，将会为 A 股带来较多资金；中国保险年鉴数据显示，2018 年中国保险公司的总资产为 28284741 百万元，其中交易性金融资产的金额为 938830 百万元，仅占全部资产额度的 3.32%，未来仍有较大想象空间。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 FICC 组

研究员

蔡劭立

☎0755-82537411

✉caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

联系人

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

相关研究：

银保监会入市所带来的资金增量大致测算

2019-10-28

美国银行保险资金投资情况介绍

2019-07-24

外部风险的上升

2019-05-13

货币政策或难以进一步宽松加码

2019-04-29

政策或仍将平抑宏观波动

2019-04-22

## 金融改革加速，丰富 A 股投资者结构

2019 年资本市场改革加速，证监会主席在资本市场改革座谈会中提出当前及今后全面深化资本市场改革的 12 个任务，其中重点提到，要补齐多层次资本市场体系的短板，推进创业板改革，加快新三板改革，选择若干区域性股权市场开展制度和业务创新试点。近期对于 A 股投资结构的改革主要体现在资金端，分别是对于外资进入内地取消限制以及境内中长期资金的入市。

**稳步推进国内中长期资金入市。**10 月 21 日，证监会主席易会满主持召开社保基金和部分保险机构负责人座谈会。下一步，证监会将深入贯彻党中央、国务院决策部署，从转化存量、引入增量、优化环境入手，逐步推动提升中长期资金入市比例。

**取消境外资金入市限制，推动境外资金进入 A 股。**2019 年 9 月份，国家外汇管理局宣布，经国务院批准，外汇局决定取消合格境外机构投资者(QFII)和人民币合格境外机构投资者(RQFII)投资额度限制。外汇局取消 QFII、RQFII 额度限制，实际包含三方面：一是取消 QFII 和 RQFII 投资总额度，二是取消单家境外机构投资者额度备案和审批，三是取消 RQFII 试点国家和地区限制。

境外资金以及国内资金限制逐渐放开，源头活水充足。本文首先对于目前 A 股以及美股的投资者结构进行介绍，其后对于外资以及国内中长期进入 A 股进行展望。

## 美国股票市场结构-机构投资者占比大

美国股票市场较为成熟，美股至今已有 200 多年的历史，股票市场结构不断发生变化。美国股市目前的持有情况可大致分为机构+散户，其中散户主要对应的是家庭部门(Household sector)；机构部分对应的子项较多，分别包括共同基金(Mutual Fund)、交易所交易基金(Exchange-Traded Fund)、私人养老基金(Private Pension Fund)、州及地方政府退休基金(State & Local Government Retirement Fund)、非金融企业(Nonfinancial Corporate Businesses)、人寿保险公司(Life Insurance Companies)、财产保险公司(Property-Casualty Insurance Companies)、联邦政府退休基金(Federal Government Retirement)、联邦政府(Federal Government)和州及地方政府(State and Local Government)、特许存款类机构(U.S.-chartered Depository Institution)、经纪人和交易商(Brokers & Dealer)以及封闭式基金(Closed-End Fund)

表格 1 美股投资者结构

单位：十亿美元

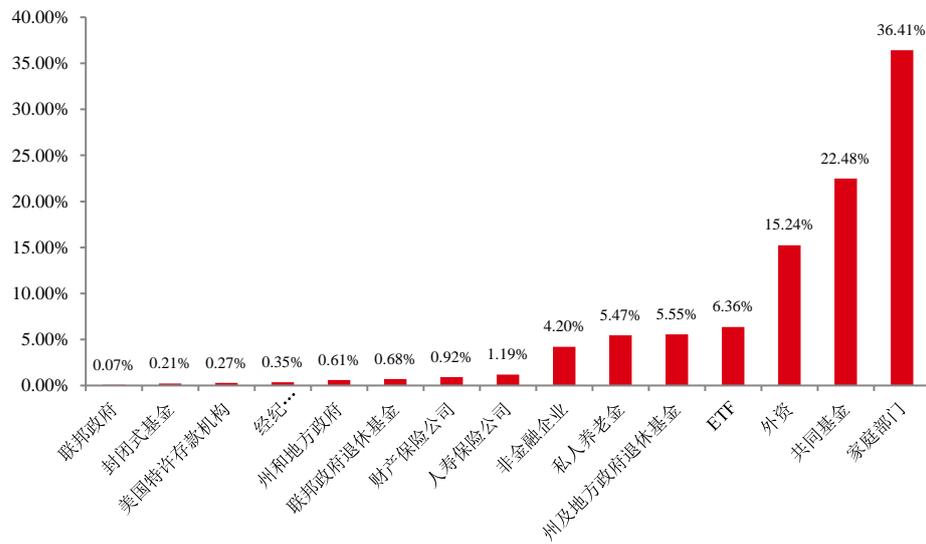
	2017	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
美股市值	47542.4	47145.3	48085.7	50419.2	42971.0	48187.0	49781.7	49559.8
家庭部门	17462.9	17248.1	17663.6	18583.7	15590.6	17648.6	18298.2	18042.3
非金融企业	1947.4	1912.0	1956.2	2084.2	1782.0	2003.1	2067.2	2080.0
联邦政府	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2
州和地方政府	283.2	275.6	285.4	304.7	255.6	290.6	300.5	301.8
美国特许存款机构	127.6	125.3	125.6	133.1	109.1	129.5	135.2	133.9
财产保险公司	410.6	407.5	409.7	434.3	392.1	417.4	436.7	457.2
人寿保险公司	622.8	604.3	604.2	613.6	537.8	585.7	595.0	591.4
私人养老金	2713.0	2654.0	2705.0	2780.6	2364.2	2647.5	2716.9	2708.6
联邦政府退休基金	324.2	322.1	330.8	348.6	292.0	331.0	341.3	339.4
州及地方政府退休基金	2706.8	2668.5	2707.8	2795.4	2531.8	2702.8	2767.4	2750.3
共同基金	10819.6	10761.9	10930.5	11367.3	9657.5	10880.2	11184.0	11138.9
封闭式基金	109.3	103.4	104.4	105.8	91.2	101.9	103.6	103.0
ETF	2775.6	2775.6	2838.9	3027.4	2669.2	3010.9	3116.6	3150.7
经纪人和交易商	182.7	191.9	197.3	221.5	147.7	158.8	180.1	175.5
外资	7023.5	7061.9	7193.1	7585.6	6517.1	7246.0	7506.0	7553.5

资料来源：美联储 华泰期货研究院

截至 2019 年三季度末，美股市值为 49.56 万亿美元。美股是典型的股市机构化，以散户为代表的家庭部门 (Household sector) 在三季度持仓市值仅占美股的 36.41%，占比相对较低。

图 1: 美股各类投资者占比

单位: %



数据来源: 美联储 华泰期货研究院

机构投资者占比较大也使得美国股市的走势在很大程度上与 EPS 关联度较大, EPS 反映企业盈利水平。道琼斯工业指数以及标普 500 指数与对应的 EPS 走势具有较大的拟合度。

图 2: 道琼斯工业指数走势与 EPS 单位:点

图 3: 标普 500 走势与 EPS 单位:点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院



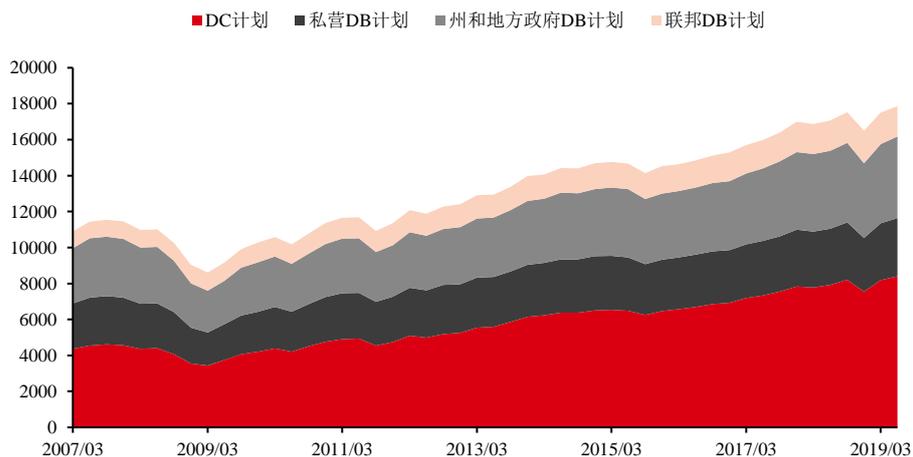
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

美国股市经历了漫长的去散户化过程,在 20 世纪八十年代,美股逐渐完成投资者结构的转变,推出个人退休账户,养老金等共同基金也开始入市,美国的养老金体系由社会保障、雇主养老金计划、个人养老金 (IRAs) 三大支柱组成。

美国的雇主养老保险计划分为待遇确定型 (DB 模式) 以及以个人账户为基础的缴费确定型 (DC 模式)。美国 DC 模式资产主要包含五大类,分别是 401 (k) 计划,403 (b) 计划,TSP,457 计划以及其他私营 DC 计划。美国 DB 模式资产主要包括私营 DB 计划,联邦 DB 计划,州和地方政府 DB 计划。早期,美国的雇主养老保险计划都是以固定收

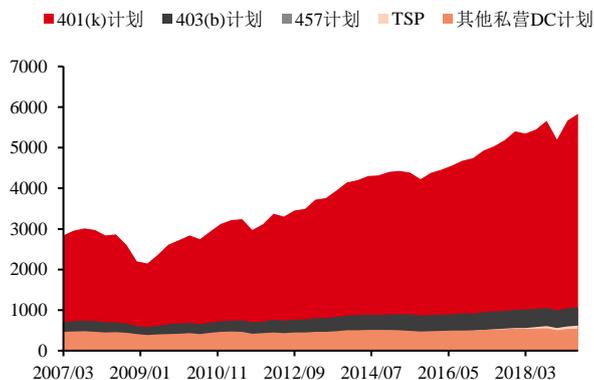
益计划 (DB 计划) 为主。由于雇主长期存续能力存在不确定性且人口寿命逐渐延长, 完全由雇主承担风险的 DB 计划逐渐暴露出巨大的缺陷—雇主难以维持事前约定的固定缴费率。20 世纪 80 年代之后, 以个人账户为基础的缴费确定型计划 (DC 计划) 迅速发展, 逐渐开始取代 DB 计划。

图 4: 美国退休养老金账户 单位: 十亿美元



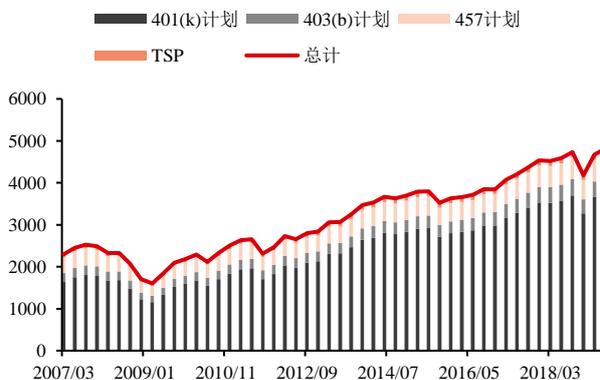
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 美国 DC 计划资产 单位: 十亿美元



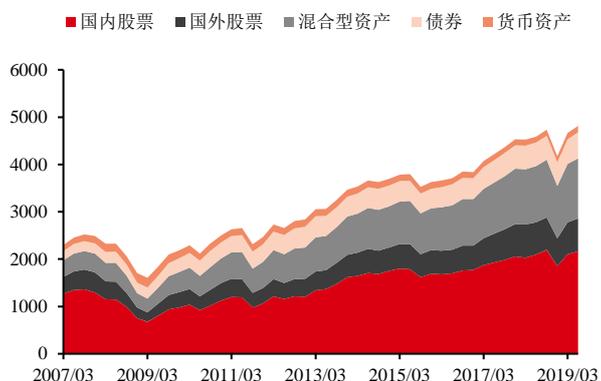
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: DC 计划资产共同基金持有 单位: 十亿美元



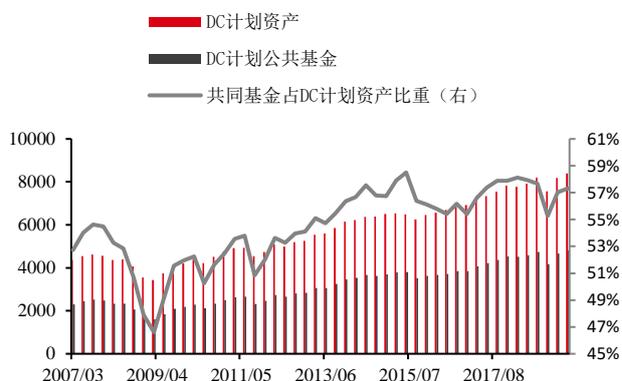
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 7: DC 计划共同基金持有资产 单位:十亿美元



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

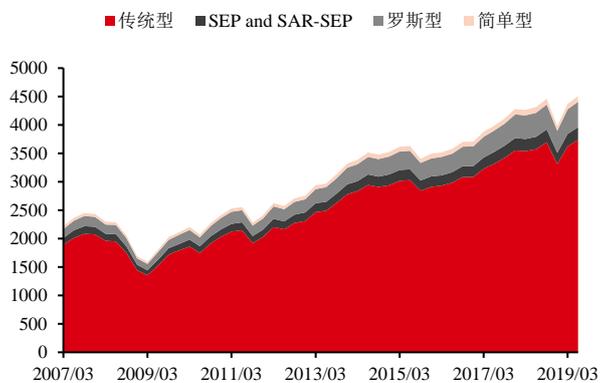
图 8: 共同基金占比情况 单位: 十亿美元, %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

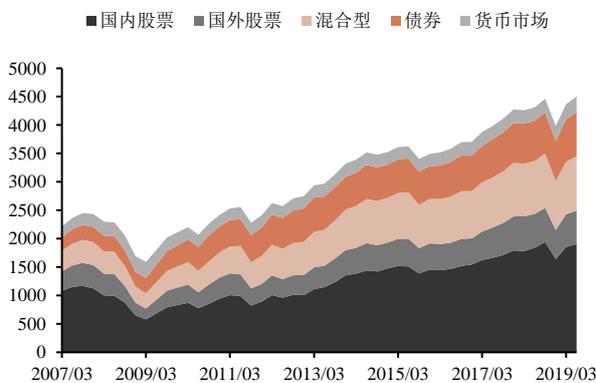
个人储蓄养老保险(IRAS)计划实行自愿参保的原则, 所有 70 岁以下且有收入者, 无论是否参加了其他养老保险计划, 都可以开设个人退休账户 (IRA)。经过多年发展, IRA 已经成为包括 Tradition IRA、Roth IRA、SIMPLE IRA、SEP IRAs 等多个类型的个人退休账户体系。

图 9: IRA 计划共同基金持有 单位:十亿美元



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: IRA 计划共同基金投资分布 单位:十亿美元



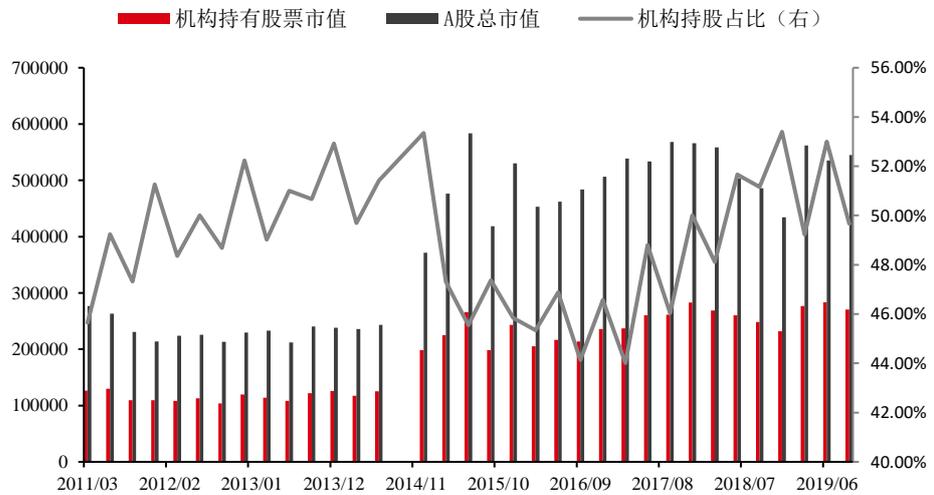
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

### 中国 A 股投资者结构

散户目前在中国股市的构成中占有及其重要地位, 2019 年 3 季度数据显示, 截至 2019 年 3 季度末, A 股市值为 54.50 万亿元 (为上证所 A 股总市值与深交所股票总市值之和)。3 季度末所有机构投资者持有股票市值为 27.07 万亿元, 机构投资者持有股票市值占 A 股总市值的 49.66%。2011 年至今, 机构投资者持有 A 股市值在 45%-55%之间波动, 与美国股市相比, 中国散户的投资比重明显较高。

图 11: 机构和散户持有 A 股市值占比

单位: 亿元, %

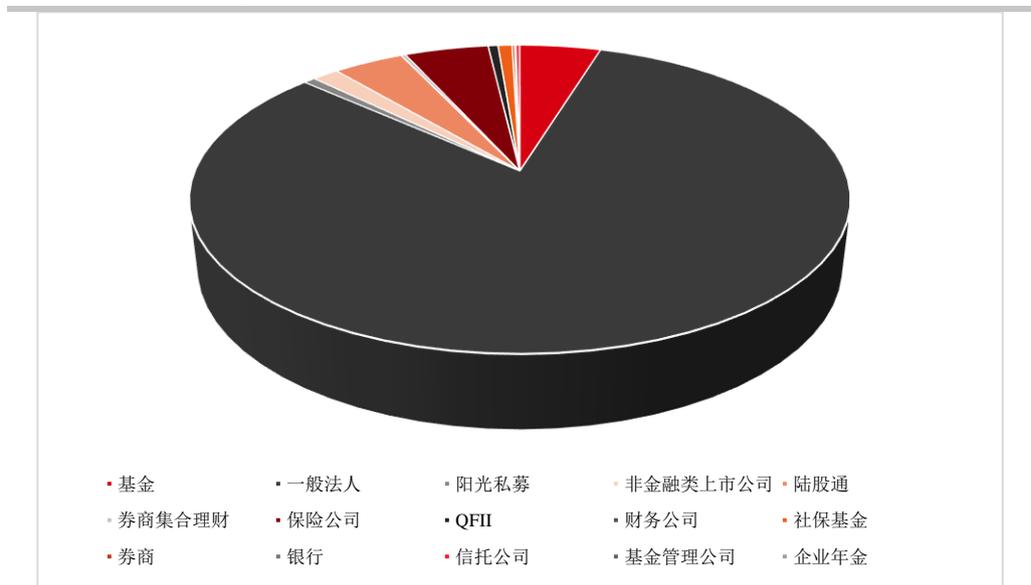


数据来源: Wind 华泰期货研究院

根据 WIND 分类, 目前中国 A 股的机构投资者主要包含以下 15 个类型, 分别是基金、一般法人、阳光私募、非金融类上市公司、陆股通、券商集合理财、保险公司、QFII、财务公司、社保基金、券商、银行、信托公司、基金管理公司以及企业年金。

图 12: 2019Q3 机构投资者持股占比

单位: %

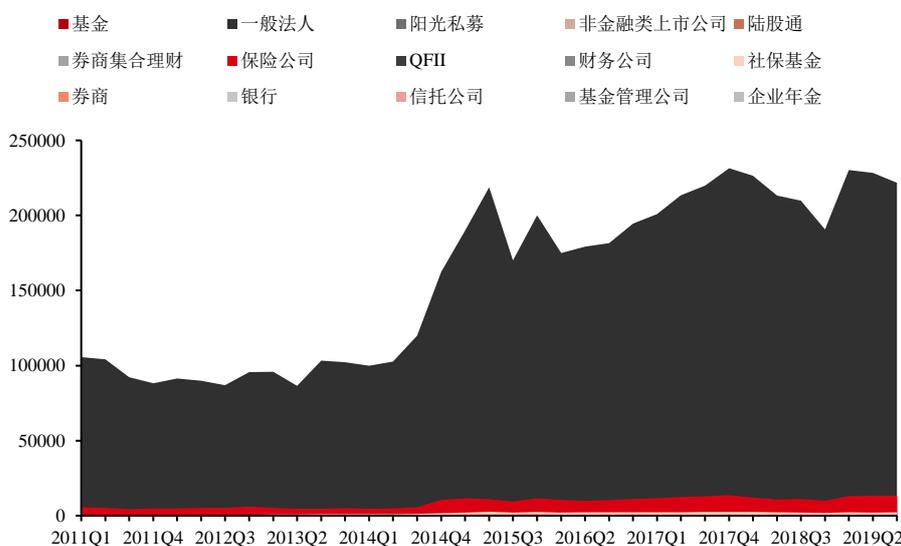


数据来源: Wind 华泰期货研究院

2019 年 3 季度, 机构持有 A 股市值为 27.06 万亿元, 其中持有数量最多的为一般法人, 持有 A 股市值为 22.17 万亿元, 约占机构持有 A 股市值的 81.91%, 其次是保险公司以及基金, 持有的 A 股市值分别占 A 股市值的 4.9% 以及 4.73%。

图 13: 历史各类机构投资者持有 A 股市值情况

单位: 亿元



数据来源: 华泰期货研究院

### 外资加快进入+国内中长期资金未来进入, A 股投资者将日趋成熟

近日, 证监会党委书记、主席易会满主持召开党委(扩大)会议, 传达学习中央经济工作会议精神。会议提出, 在融资端加强改革的同时, 在投资端采取更多措施。大力发展权益类基金, 推动完善中长期资金入市的制度安排。今年 A 股改革加速, 9 月份 QFII 以及 RQFII 投资限制放开, 中长期资金进入 A 股被鼓励。

- **QFII 和 RQFII 限制取消, 叠加三大国际指数加快纳入, 海外资金加速入场**

2019 年 9 月份, 国家外汇管理局宣布, 经国务院批准, 外汇局决定取消合格境外机构投资者(QFII)和人民币合格境外机构投资者(RQFII)投资额度限制。外汇局取消 QFII、RQFII 额度限制, 实际包含三方面: 一是取消 QFII 和 RQFII 投资总额度, 二是取消单家境外机构

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_8210](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8210)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>