

投资策略

三大源头活水加速流入——展望 2020 系列二

引言：本篇报告为《展望 2020》系列第二篇，旨在讨论未来几年 A 股市场中长期增量资金展望。

根据我们在年度策略《2020，周期重估》中的判断，2020 年经济将呈现 L 型底部特征，波动进一步收敛，经济不会大起大落、货币不会大收大放，相机抉择更加灵活。这意味着，宏观因素对股市的边际影响弱化，股市的主要矛盾将落脚到股市资金面等变量。

2018 年底经济工作会议明确强调将引导更多中长期资金进入资本市场，此后监管层多次在证监会座谈会、国务院金融委以及 2019 年经济工作会议等重要场合反复要求引导更多中长期资金入市。我们认为**外资、理财、保险**将是未来 A 股最重要的中长期资金来源。

首先，外资长期流入趋势明确。过去几年，外资已成为市场最重要的边际增量。但从空间上来看，A 股在全球市场中仍处于大幅低配，“水往低处流”逻辑不变。从金融开放进程看，我国资本市场对外开放也在提速。同时，**外资流入节奏与 MSCI 等指数扩容关联性并不大。**从海外市场纳入 MSCI 的历史经验看，MSCI 的意义更类似一个全球资金配置的认证书。当前 A 股刚刚完成 MSCI 纳入，未来仍有相当长的单边流入。因此总结而言**外资入场仍在初级阶段，未来尚有万亿级的增量空间。从流入节奏看，只要全球不出现系统性风险，外资大概率将维持每年 3000 亿左右的流入规模。**

银行理财：万亿级别增量。银行理财已是国内资产管理行业最大组成部分。近期理财子公司相继落地，理财转型持续推进，净值化改造也正有序进行，净值型产品规模持续增长。截至 2019 年 6 月末，净值型产品存续余额 7.89 万亿元，已占全部非保本理财产品存续余额的 35.56%。未来，理财权益投资比重提升趋势明确，并有望为 A 股市场带来万亿级别增量。与此同时，公募基金成为理财配置权益的主要方式。

保险&养老资金：权益比重提升在即。首先，当前保险资金权益投资仍有上升空间。特别是，股票投资比重仍相对较低。截至 9 月底，17.8 万亿保险资金运用余额中股票投资规模仅在 1.14 万亿左右，占比约 6.43%。假设险资股票投资比重提升至 10-15%，即对应着 0.6-1.5 万亿规模的资金增量。此外，险资规模仍在以较高速度增长，即便实际股票投资比重仍维持在当前的 6.4% 左右，也意味着每年近千亿元规模的资金增量。

其次养老金方面，1) 社保基金，后续权益投资仍有一定的提升空间。2) 基本养老金，假设未来 80% 的基本养老金实施托管，同时假设其中 20% 投资于股市，即代表着近万亿的增量资金。3) 企业年金，未来随着股票投资比重的提升，同样有望为市场带来千亿级别的增量。

总结而言，2020 年外资、理财、保险三大源头活水将持续流入 A 股市场，并成为行情的最重要支撑力量。而未来，随着 A 股市场逐步形成由长周期配置型资金占据主导的格局，A 股市场将加速向成熟化、价值化市场转变。并实现定价与估值体系的历史性变革。

风险提示：1、宏观经济超预期波动。2、资金流入不达预期。

作者

分析师 张启尧

执业证书编号：S0680518100001

邮箱：zhangqiyao@gszq.com

研究助理 胡思雨

邮箱：husiyu@gszq.com

相关研究

- 1、《年度策略：流量革命，沃土生花》2019-12-20
- 2、《投资策略：全球及港股：钟摆转向新兴市场——展望 2020 系列一》2019-12-19
- 3、《环保行业投资策略：格局重塑，运营为王》2019-12-19
- 4、《投资策略：市场活跃度大幅改善——市场情绪周监控第 47 期》2019-12-17
- 5、《投资策略：外资近期为何加速入场？什么资金在流入？》2019-12-17



内容目录

外资：过去几年最重要的边际增量，长期流入趋势明确	3
银行理财：万亿级别增量	5
保险&养老资金：权益比重提升在即	8
核心结论	11
风险提示	12

图表目录

图表 1：近年来外资持股规模与占比持续攀升	3
图表 2：外资持股市值已接近基金与险资	3
图表 3：A 股在全球市场中仍然是处于大幅低配	4
图表 4：今年以来，我国资本市场对外开放继续全面提速	4
图表 5：近两年陆股通北上资金流入基本保持稳中有进	5
图表 6：台湾外资占比随 MSCI 纳入比例提升抬升，%	5
图表 7：韩国外资占比随 MSCI 纳入比例提升抬升	5
图表 8：国内资产管理行业主要构成(万亿)	6
图表 9：国内银行理财产品规模持续快速增长(万亿)	6
图表 10：银行理财产品构成状况(万亿)	6
图表 11：国内银行理财子公司筹建情况	7
图表 12：非保本净值型理财产品存续余额与占比情况	8
图表 13：净值型产品发行募集资金及占比情况	8
图表 14：2019 年 6 月非保本理财产品资产配置情况	8
图表 15：保险资金股票和基金占比	8
图表 16：当前保险资金权益投资仍有上升空间	9
图表 17：险资持股规模及上市保险公司重仓股规模占比	9
图表 18：上市保险公司重仓股规模构成	9
图表 19：2019 年 9 月底保险资金运用余额资产构成	9
图表 20：保费收入持续以较高速度增长	10
图表 21：险资规模持续扩大	10
图表 22：社保基金持股整体呈上升趋势	10
图表 23：基本养老保险基金仍在以较快速度增长(亿元)	11
图表 24：基本养老保险基金委托投资到账状况(亿元)	11
图表 25：企业年金股票投资规模仍低	11

引言：本篇报告为《展望2020》系列第二篇，旨在讨论未来几年A股市场中长期增量资金展望。

根据我们在年度策略《2020，周期重估》中的判断，2020年经济将呈现L型底部特征，波动进一步收敛，经济不会大起大落、货币不会大收大放，相机抉择更加灵活。这意味着，宏观因素对股市的边际影响弱化，股市的主要矛盾将落脚到股市资金面等变量。

2018年底经济工作会议明确强调将引导更多中长期资金进入资本市场，此后监管层多次在证监会座谈会、国务院金融委以及2019年经济工作会议等重要场合反复要求引导更多中长期资金入市。我们认为外资、理财、保险将是未来A股最重要的中长期资金来源。

外资：过去几年最重要的边际增量，长期流入趋势明确

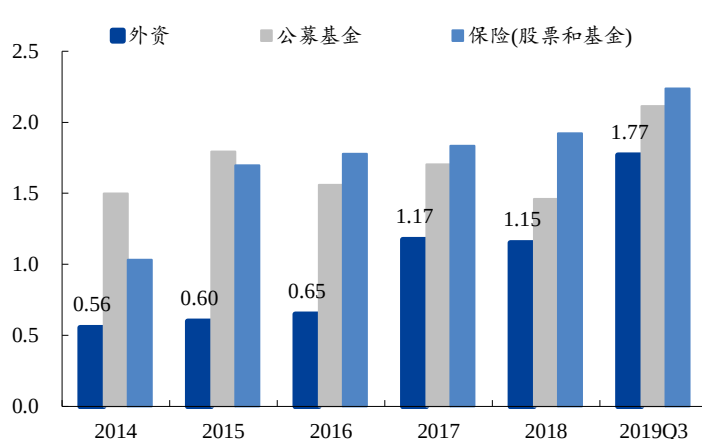
首先是外资。过去几年，外资已成为全市场最重要的边际增量。2016年以来，随着陆港通全面建立和MSCI落地，境外资金持续加速流入国内市场。16年末外资配置A股规模仅为6500亿，而截至2019年9月底已达到1.77万亿，已非常接近公募（持股）和保险（持有股票+基金）的规模。与公募、保险已呈“三足鼎立”之势。

图表1：近年来外资持股规模与占比持续攀升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

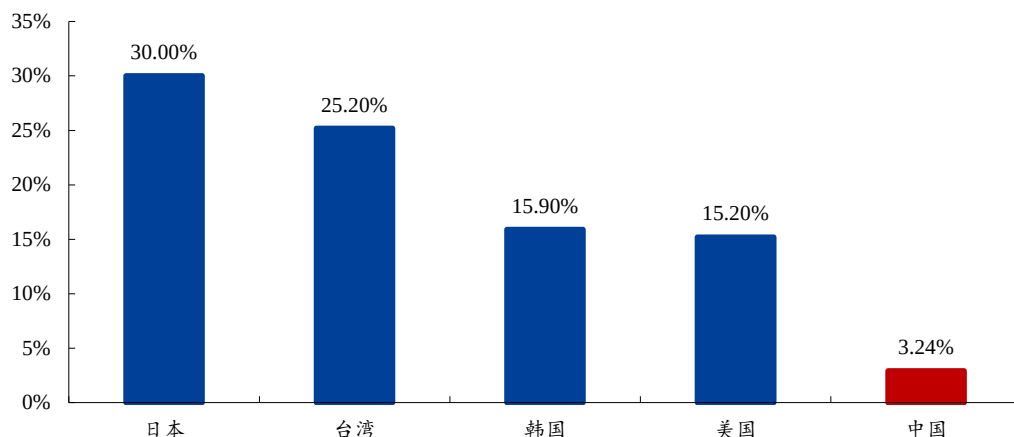
图表2：外资持股市值已接近基金与险资(万亿)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

但从空间上来看，A股在全球市场中仍处于大幅低配，“水往低处流”逻辑不变。虽然经历了过去2-3年的加速流入，但当前外资持股占比仅为3%左右。参考上世纪90年代对开放开的亚太经济体（台湾、韩国、印度），其外资持股占比均已达到15%-30%，相较之下，A股在全球市场中仍然是处于大幅低配，“水往低处流”的大逻辑不变。

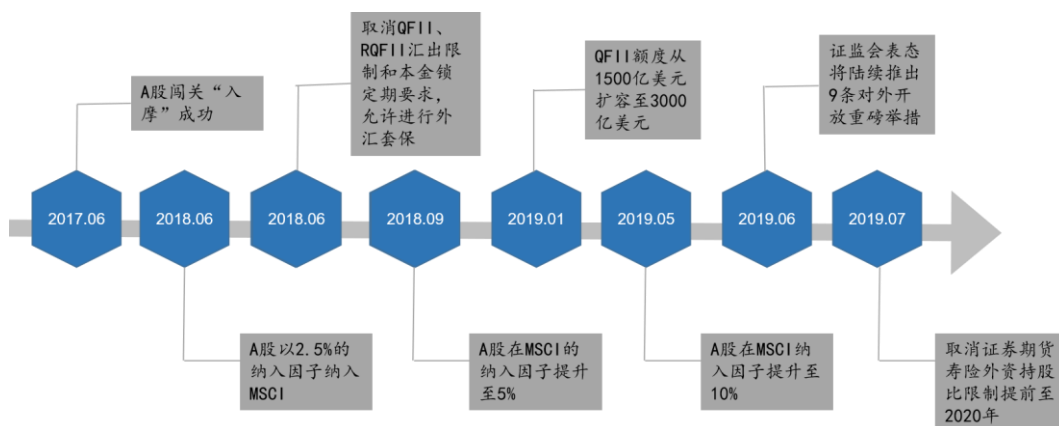
图表 3: A 股在全球市场中仍然是处于大幅低配



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从金融开放进程看,我国资本市场对外开放也在提速。去年经济工作会议着重强调引入中长线资金入市,年初 QFII 额度扩容体现了官方继续扩大对外开放的姿态。6月14日“2019 陆家嘴论坛”中,证监会主席表示将坚定推进资本市场对外开放,并陆续推出 9 条开放新举措,包括修订 QFII/RQFII 制度、放宽外资银行准入限制、H 股“全流通”改革等。不久前“沪伦通”正式通航(6月17日),这是继沪深港通后,境内外交易所互联互通模式的又一突破。而在 7 月 2 日刚举行的达沃斯论坛上,总理再提深化金融开放,将原先规定的 2021 年取消证券期货寿险外资持股比限制提前到 2020 年。

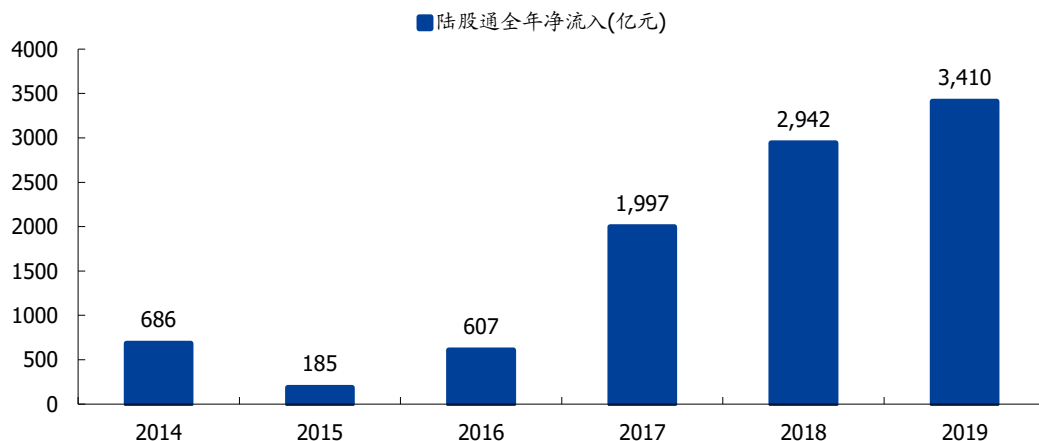
图表 4: 今年以来,我国资本市场对外开放继续全面提速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

外资流入节奏与 MSCI 等指数扩容关联性并不大。近期部分投资者担忧 MSCI 落地后,年底外资流入动力减弱,并且 MSCI 尚未公布新的纳入时间表,明年外资入场是否会停滞。但事实上,外资流入节奏与 MSCI 等指数扩容关联性并不大。17 年 MSCI 宣布将 A 股纳入新兴市场指数,全年流入 2000 亿;18 年 A 股市场大幅下跌,MSCI 完成以 5% 的权重完成对 A 股的纳入,外资净流入近 3000 亿;19 年全球三大指数同时完成对 A 股纳入、扩容,MSCI 纳入比例从 5% 提升至 20%,外资净流入还是在 3000 亿左右规模。

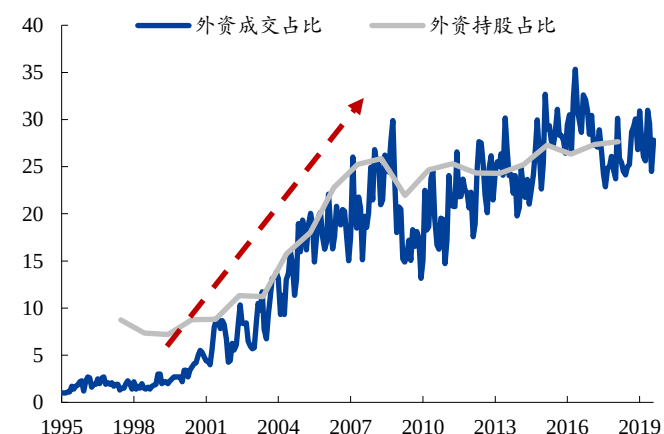
图表 5: 近两年陆股通北上资金流入基本保持稳中有进



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

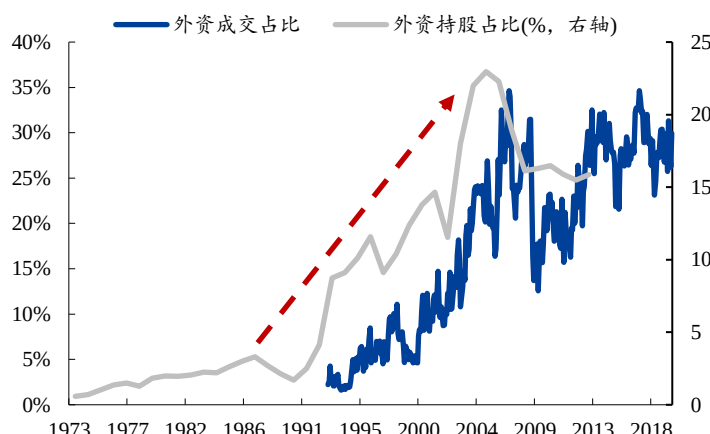
MSCI 刚刚纳入，未来仍有相当长的单边流入。从海外市场纳入 **MSCI** 的历史经验看，**MSCI** 的意义不仅仅是一个指数，而更类似一个全球资金配置的认证书。台湾、韩国皆以 MSCI 纳入为标志，对外开放全面提速。其外资流入过程并非虽 MSCI 纳入的“阶梯形”流入，而更接近线性流入，直至外资占比达到 15~30% 的均衡比例。

图表 6: 台湾外资占比随 MSCI 纳入比例提升抬升，%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 韩国外资占比随 MSCI 纳入比例提升抬升



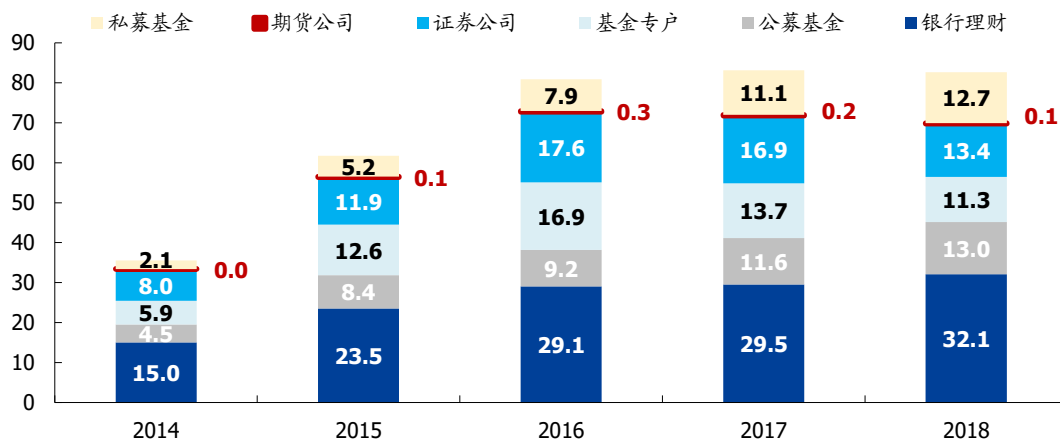
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综上，外资入场仍在初级阶段，未来尚有万亿级的增量空间。去年 8 月报告《全球波动加剧，为何外资还在买买买？》中，我们就已经指出，外资流入是大趋势长逻辑；今年 2 月报告《为何不用担心美股下跌引发外资持续流出？》中，我们再度强调，尽管外围波动会冲击到短期流向，但绝非主导长期外资入场的主要矛盾。我们认为，尽管外资持股规模已经逼近国内公募和险资，但从长期视角来看，当前 A 股仍处于外资入场的初期阶段。未来尚有万亿级的增量空间。同时从流入节奏看，只要全球不出现系统性风险，外资大概率将维持每年 3000 亿左右的流入规模。

银行理财：万亿级别增量

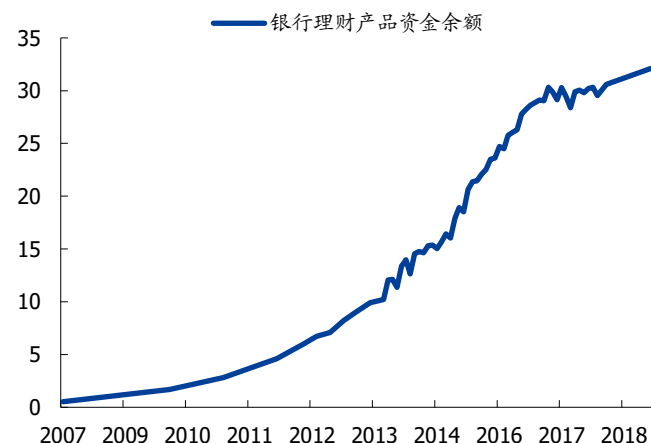
银行理财是国内资产管理行业最大组成部分。从光大银行 2002 年推出国内第一款真正意义上的理财产品“阳光理财 A 计划”开启国内银行理财，又于 2004 年 9 月推出第一款人民币银行理财产品“阳光理财 B 计划”以来，国内银行理财市场迅速崛起并逐渐走向繁荣。2007 年底国内银行理财产品规模为 0.53 万亿元，而截至 2018 年底规模已达 32.1 万亿元。

图表 8: 国内资产管理行业主要构成(万亿)



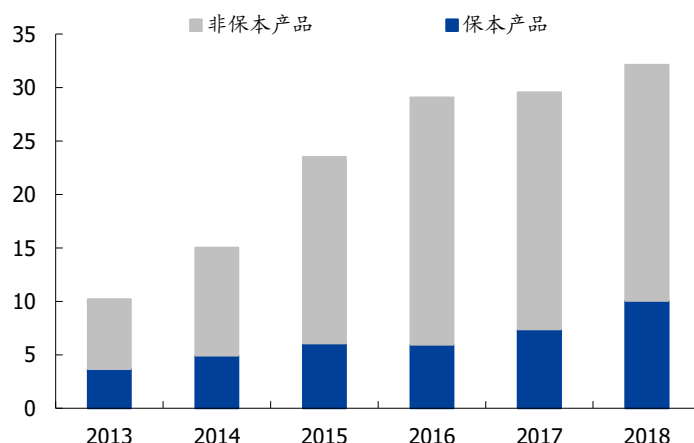
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 国内银行理财产品规模持续快速增长(万亿)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 银行理财产品构成状况(万亿)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

理财子公司相继落地，理财转型持续推进。2018 年 4 月“资管新规”、9 月“理财新规”要求理财业务剥离，12 月《理财子公司管理办法》进一步明确对理财子公司建设及运营的细节以来，2018 年 12 月至今，已有包括 14 家银行获批筹建，其中工行、交行、建行、中行、农行 5 家国有行以及光大、招行、兴业三家股份行和城商行的杭州银行理财子公司更已于近期获批开业。并且根据银保监会副主席曹宇在 2019 青岛·中国财富论坛上的发言，后续农商行、外资行的理财子公司筹建也将陆续展开。

图表 11: 国内银行理财子公司筹建情况

银行/母 公司名称	理财子公司	筹建获批日	开业获批日	理财子公司 注资(亿元)	2018 年底非保本 理财规模(亿元)
工商银行	工银理财	2019/2/15	2019/5/20	160	25759
招商银行	招银理财	2019/4/16	2019/10/31	50	20522
建设银行	建信理财	2018/12/26	2019/5/20	150	18410
农业银行	农银理财	2019/1/4	2019/7/22	120	17065
兴业银行	兴银理财	2019/6/6	2019/12/13	50	12157
中国银行	中银理财	2018/12/26	2019/6/24	100	11572
交通银行	交银理财	2019/1/4	2019/5/28	80	9600
中信银行	信银理财	2019/12/4		≤50	9253
邮储银行	中邮理财	2019/5/28		≤80	7575
光大银行	光大理财	2019/4/16	2019/9/24	50	6890
宁波银行	宁银理财	2019/6/26		10	2347
杭州银行	杭银理财	2019/6/24	2019/12/20	10	1875
徽商银行	徽银理财	2019/8/21		20	1014
中银理财 东方汇理	汇华理财	2019/12/20			—

资料来源: 银保监会, 各公司公告, 国盛证券研究所

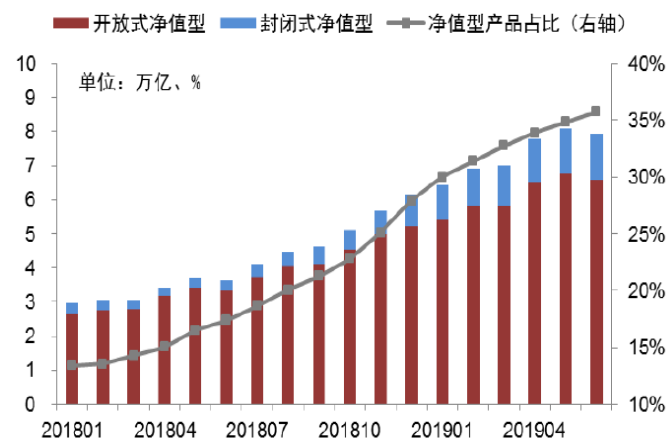
改革之后, 银行理财与之前有何变化?

- 首先, 需根据投资性质的不同, 将理财产品分为固定收益类理财产品、权益类理财产品、商品及金融衍生品类理财产品和混合类理财产品。
- **其次也是最重要的, 允许公募理财产品直接投资股票, 或通过公募基金间接投资股票。**《理财新规》明确理财产品可投资于公募基金, 《子公司管理办法》则进一步规定, 银行理财子公司发行公募理财产品的, 应当主要投资于标准化债权类资产以及上市交易的股票 (此前《关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》规定, 理财资金不得投资于境内二级市场公开交易的股票或与其相关的证券投资基金。理财投资股票主要通过私募产品和专户实现, 而理财所持公募基金基本都是债券基金)。
- **第三, 禁止理财产品直接投资于信贷资产。**《子公司管理办法》明确, 银行理财子公司理财产品不得直接投资于信贷资产, 不得直接或间接投资于主要股东的信贷资产及其受 (收) 益权, 不得直接或间接投资于主要股东发行的次级档资产支持证券, 面向机构投资者发行的理财产品不得直接或间接投资于不良资产受 (收) 益权。
- 第四, 对理财产品杠杆水平做出要求。《理财新规》规定, 商业银行每只开放式公募理财产品的杠杆水平不得超过 140%, 每只封闭式公募理财产品、每只私募理财产品的杠杆水平不得超过 200%。
- 第五, 明确除公募产品和开放式私募产品以外, 允许银行理财子公司发行分级理财产品 (此前《理财新规》一度禁止)。

“压旧”“添新”, 净值化改造快速推进。当前银行理财净值化转型正有序推进, 净值型产品规模持续增长。截至 2019 年 6 月末, 净值型产品存续余额 7.89 万亿元, 同比增长 4.30 万亿元, 增幅达 118.33%。**已占全部非保本理财产品存续余额的 35.56%。**净值化改造的方式上, 主要通过停止新发保本产品, 压降不合规产品, 并加大新产品发行力度实现。2019 年上半年净值型产品累计募集金额 21.82 万亿元, 同比增长 10.11 万亿, 增幅为 86.39%。**占全部非保本产品募集资金的 45.39%, 占比较上年同期上升 17.77**

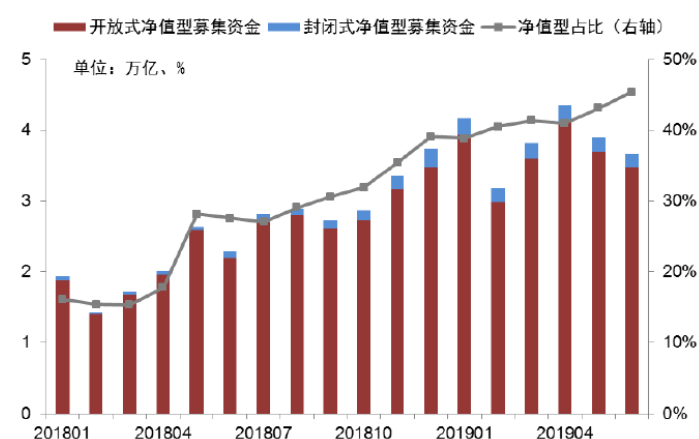
个百点。

图表 12: 非保本净值型理财产品存续余额与占比情况



资料来源: 中国理财网, 国盛证券研究所

图表 13: 净值型产品发行募集资金及占比情况



资料来源: 中国理财网, 国盛证券研究所

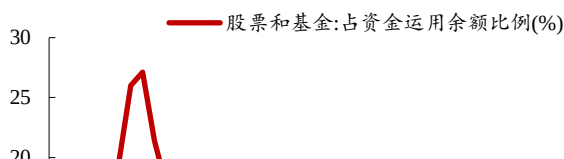
整体来看, 由于当前理财产品仍以固收类和混合类产品为主, 权益类资产投资比例大多并不高。其中, 固收增强型配置比例在 5%左右, 混合类则视产品期限、定期开放间隔等因素不同而有所变化, 但基本能达到 20-35%。与此同时, 公募基金成为理财配置权益的主要方式。

理财权益投资比重提升趋势明确, 未来或将为 A 股市场带来万亿级别增量。长期来看, 随着监管政策的引导以及理财产品完成净值化转型, 以固收类资产配置为主的“保底保收益”运营模式将逐渐向更为市场化的模式转变, 倒逼理财资金在资产配置上更加均衡, 推动权益类资产配置规模进一步提升。尽管短期内权益类理财产品仍难以成为主流, 但参考当前理财子公司发行的固收型 (0~20%) 混合类中 (20-35%) 的权益配置上限, 意味着仅靠固收型和混合型, 理财投资权益比重有望显著提升。参考保险资金股票和基金 12.7% 的配置占比, 保守假设理财资金未来有 5%-10% 的比重配置 A 股市场, 便有望带来约 1~2 万亿增量资金规模。

图表 14: 2019 年 6 月非保本理财产品资产配置情况



图表 15: 保险资金股票和基金占比



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_8224

