

股票市场投资者结构国际比较研究

中山证券课题组^{1,2}

(1.东莞理工学院经济与管理学院, 广东 东莞 523808; 2.中山证券有限责任公司, 广东 深圳 518054)

摘要: 本文梳理了A股市场与相关国家(地区)股市投资者结构的现状, 探讨这些市场投资者结构的演变路径、以及促成这种演变的主要因素。基于境外主要市场投资者结构演变及政策措施的经验教训, 本文提出改进A股市场相关制度的六点政策建议: 第一, 从更宏观的政策层面入手, 改进上市公司结构, 增厚上市公司利润, 以增进A股市场的长期投资价值; 第二, 着力培育和鼓励大体量资金机构进入股市; 第三, 有必要继续扩大海外合格机构投资者资金规模; 第四, 完善金融产品供应, 适当放宽交易规则约束, 使机构投资者有更多工具和交易方式参与市场交易; 第五, 在个人投资者方面, 监管部门需要适度转变监管理念, 进而改进相关交易规则, 鼓励个人投资者以合理方式理性参与股市; 第六, 创新税收激励机制, 合理引导个人投资者。

关键词: 股票市场; 投资者结构; 国际比较; 机构投资者

Abstract: This paper reviews the status of investor structure of the A-share market and the relevant stock markets, and discusses the relevant stock market investor structure evolution paths. Based on the evolution of investor structure in the stock market of relevant countries and regions, as well as their related policy practice experiences and lessons, this paper puts forward six policy suggestions on improving the A-share market: First, from a macro policy level, it is essential to improve the structure of listed companies, thickening the profits of listed companies, so as to enhance the long-term investment value of A-share market. Second, regulatory authorities should foster and encourage large-volume capital institutions to enter the A-share market. Third, it is necessary to continue to expand the proportion of overseas QFII or RQFII funds in the A-share market. Fourth, regulatory authorities should improve the supply of financial products, appropriately relax trading rules, and give institutional investors more tools and trading methods to participate in market transactions. Fifth, in terms of individual investors, the regulatory authorities need to change the regulatory philosophy appropriately, as well as improving relevant trading rules, to encourage individual investors to participate in the stock market in a reasonable and rational way. Sixth, it may be helpful to innovate tax incentive mechanism to guide individual investors.

Key words: stock market, investor structure, international comparison, institutional investor

课题负责人: 李湛, 东莞理工学院经济与管理学院教授、中山证券首席经济学家。执笔人: 唐晋荣, 中山证券研究所宏观经济组主管。课题组成员: 梁伦博、蔡娜、朱昀, 均为中山证券研究所研究员。

中图分类号: F832.5 **文献标识码:** A

一、问题提出

为实现新时代的高质量发展, 中国经济需要从粗放式增长方式向创新驱动增长方式转型。创新驱动增长方式离不开对创新风险容忍度更高的资本市场的支持, 这也是推动金融供给侧改革、推出科创板并试行注册制的

重要背景。同时, 如何通过鼓励居民家庭以更有效方式积极参与资本市场, 从中国经济增长中获得财富保值增值的更好渠道, 提升民众的获得感, 也是政府部门极为关切的问题。另外, 在新时代中国金融市场高水平对外开放阶段, 随着QFII/RQFII等渠道的进一步畅通和便利化, 以及A股在MSCI指数权重的扩大, 境外投资者对A股

市场的参与积极性也在快速提升,其投资交易行为对A股市场的影响也值得深入分析。为此,需要从风险定价的有效性、资本市场的稳定性角度出发,在中国金融市场进一步对外开放大背景下,针对未来A股市场投资者群体的结构变化,深入比较分析境内外市场投资者结构变化及其对股市的影响,并提出助力中国资本市场效率改进的政策建议。

从理论角度看,流动性良好的二级市场可以为一级市场的定价提供验证机制,同时,二级市场健康稳定运行对于一级市场投融资行为至关重要。因此,培育一个活跃的二级市场是改进A股市场运行有效率的核心目标之一。如何改善股市投资者结构并据此提高股市对资源配置的效率、改变中国股市“牛短熊长”的弊端,事关中国经济成功转型与居民福祉。

投资者群体是二级市场参与主体之一,其投资交易行为差异很大,同时,诸多制度也会对投资者行为产生影响,并最终体现在股市的稳定性和有效性方面。因此,本文拟围绕投资者结构问题展开深入研究,通过比较分析境内外主要市场的投资者结构差异,探讨造成这些差异的历史背景、体制机制因素,并汲取成熟市场改进投资者结构、提升市场效率和市场稳定性的相关经验,为改善A股市场投资者结构、提高A股市场稳定性提供相关政策建议。

二、境内外主要市场投资者结构现状

比较分析各市场投资者结构特征,首先需要梳理境外主要市场投资者结构的现状。为此,我们整理了五个相对成熟市场(包括美国、德国、日本和中国香港、中国台湾)的投资者结构特征。

(一)美国股市投资者结构现状

经历长时间发展后,美国股票市场目前已经形成了较为稳健且均衡的投资者结构,国内专业机构、个人投资者以及外资成为美股的三大支柱,其中又以国内专业机构的力量最为显著。从时效性、权威性以及避免相关统计数据口径不一的角度考虑,本节有关美国股市投资者结构的细分数据皆来源于美国联邦储备银行官方数据库,且各部门持股方式均为直接持股。

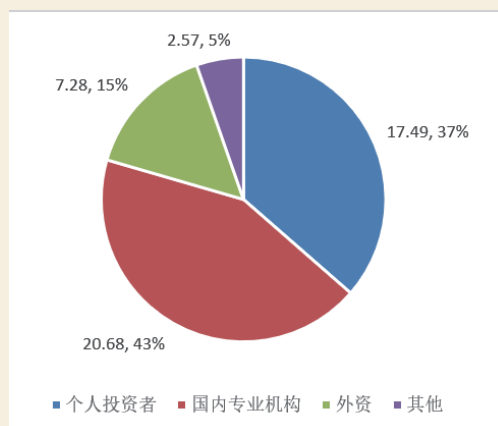
截至2019年一季度,美国股市总市值为48.02万亿美

元,占比从高至低排列,国内专业机构、个人投资者以及外资直接持有美股市值分别为20.68万亿美元、17.49万亿美元和7.28万亿美元,占比依次为43%、36.4%以及15.2%(见图1)。这三大部门合计直接持有美股市值45.45万亿美元,占美国股市总市值的94.6%。

在各部门数据细分组成方面,个人投资者数据是美联储数据列表中市值最大的单一细分项。但通过运算可知,个人投资者持股市值主要是美联储通过总量减去其他各部门细分持股市值得出的,因此这一数字实际包含了非盈利组织直接持股市值等未知数据的投资者类型,所以真实的个人投资者持股市值会略微低于美联储公布的数据。外资持股数据则同时包含了所有境外机构以及个人持有的美国股票市值。

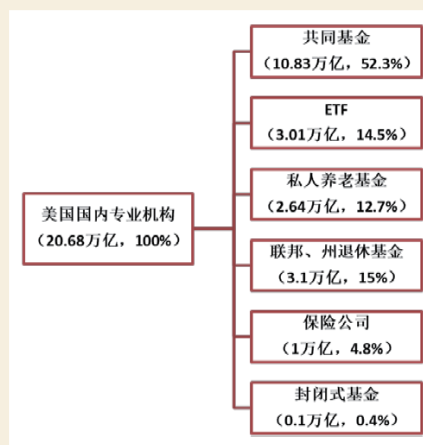
国内专业机构由共同基金(Mutual Fund)、封闭式基

图1 三大部门直接持有美股规模(万亿美元, %)



数据来源：美联储。

图2 美国国内专业机构直接持股规模明细



数据来源：美联储。

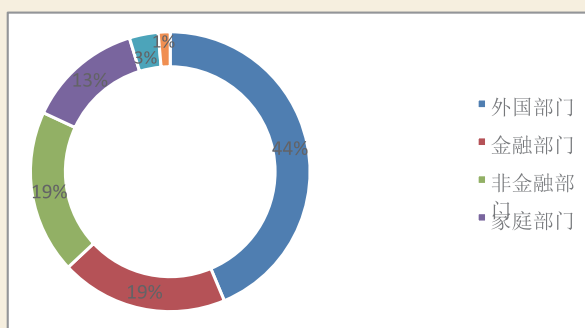
金(Closed-End Fund)、交易所交易基金(Exchange-Traded Fund, 简称ETF)、私人养老基金、州及地方政府退休基金(State & Local Government Retirement Fund)、保险公司(Insurance Companies)组成(见图2)。共同基金类似于中国大陆的公募基金以及香港的互惠基金,美联储在数据库中统计的共同基金主要是指开放式基金。共同基金直接持股市值达10.83万亿美元,占国内专业机构近一半份额,远超其他国内机构,是美国股市关键的引领力量。其次是ETF以及两大退休基金,保险及封闭式基金份额较少。

除上述三大部门外,其他美国国内持有者持股情况还包括:非金融公司合计持股市值1.95万亿美元,占比4%;联邦政府和州及地方政府合计持股市值0.31万亿美元,占比0.64%;特许存款类机构持股市值0.1万亿美元;经纪人和交易商持股市值0.1万亿美元。

(二)德国股市投资者结构现状

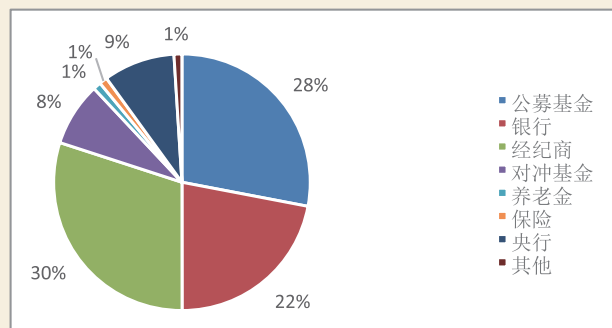
2018年的统计数据显示,德国股市按投资者持股市值计,外国投资者占44%,金融企业占19%,非金融企业占19%,个人投资者占14%,政府部门占比为3%(如图3所示)。

图3 2018年德国投资者结构现状



数据来源:德国央行。

图4 2018年底德国股票市场机构投资者占比



数据来源:德国联邦金融监管局。

图3所示)。外国投资者和机构投资者在德国股市中占主导地位。

在机构投资者持股市值中,占比最高分别为经纪商(30%)、公募基金(28%)以及银行(22%),另外中央银行占比为9%,对冲基金占比为8%,为主要机构投资者(如图4所示)。就机构投资者交易规模而言,公募基金与银行投资者在2018年增长幅度最大,其交易规模分别为1334亿欧元与1037亿欧元,同比增速分别为3.25%与3.60%(如表1所示)。

(三)日本股市投资者结构现状

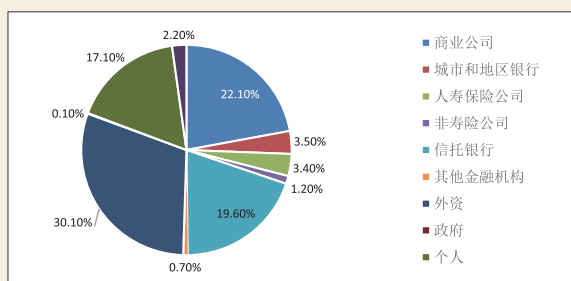
日本股票市场投资者结构以外资为主导,同时商业公司、金融机构占比也较大。截至2018年底,东京证券交易所上市公司总市值达582.67万亿日元,股票交易规模达793.82万亿日元。在东京证券交易所上市的国内股票分为第一市场部和第二市场部两大类,第一部的上市条件要比第二部高。新上市股票原则上先在第二部上市交易,每一营业年度结束后考评各上市股票的实际成绩,据此作为划分部类的标准。此外,东京证券交易所根据企业的发展阶段对外国企业开设了“外国部”“Mothers”两个市场,企业根据公司规模及企业形象可选择任意一个市场。Mothers市场面向具有很高成长性的公司和国外新兴企业,外国部则面向全球大型企业和业绩优良的企业。在四大板块中,第一市场部的总市值占比最大,达90%以上,因此以下讨论皆基于东交所第一市场部数据。从投资者持股市值结构来看,日本证券市场中外资为主导机构,商业公司、国内金融机构(含城市和地区银行、人寿保险公司、非寿险公司、信托银行、其他金融机构和证券公司)、外资、个人投资者的持股市值比例分别是22.1%、30.6%、30.1%、17.1%(如图5

表1 2017—2018年德国股票市场投资者交易规模(亿欧元)

	2017年	2018年	同比增长
公募基金	1292	1334	3.25%
银行	1001	1037	3.60%
经纪商	1407	1397	-0.71%
对冲基金	369	370	0.27%
养老金	44	43	-2.27%
保险	41	39	-4.88%
央行	584	432	-26.03%
其他	52	42	-19.23%

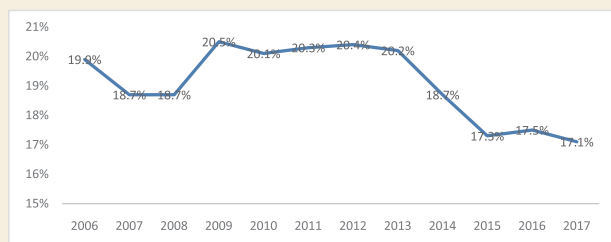
数据来源:德国联邦金融监管局。

图5 2017年东京证券交易所第一市场部投资者持股结构情况



数据来源：东京证券交易所。

图6 东京证券交易所第一市场部个人投资者持股市值占比



数据来源：东京证券交易所。

所示)。其中，个人在持股结构中的占比在近年来总体呈现下降趋势(见图6)。

日本个人投资者持股占比下降的原因主要为日本人普遍厌恶风险。公开数据显示，2018年日本家庭资产配置中占比最大为储蓄且有升高趋势，其中活期存款占比为26.3%，定期存款占比为37.5%，另外养老保险占比也较大，为20.7%，而股票仅占13.4%。

(四)中国香港股市投资者结构现状

沪深港通的相继推出，提升了中国内地投资者在香港市场的交易占比(见表2)。2018年香港交易所股票市场

表2 香港交易所股票市场概括(2018年与2016年的对比)

	2018年市场概况	较2016年变化
成交总额(亿港元)	264227.62	61%
交易日数	246	-
平均每日成交金额(亿港元)	1074.10	60%
沪港通项下港股通买入及卖出的成交总额(亿港元)	18220.98	120%
交易日数	223	-
平均每日成交金额(亿港元)	81.71	125%
深港通项下港股通买入及卖出的成交总额(亿港元)	10115.56	-
交易日数	223	-
平均每日成交金额(亿港元)	45.36	791%

数据来源：香港联交所。

成交总额达到264,228亿港元，相较2016年提升61%。沪港通(2014年)及深港通(2016年)相继推出后，香港股票市场参与投资者更加多元化。2018年沪港通平均每日成交金额达到81.7亿港元，较2016年提升125%，占全市场交易额的7.6%。2018年深港通平均每日成交金额达到45.36亿港元，较2016年提升791%，占全市场交易额的4.2%。结合以上沪深港通数据可以看出，中国内地投资者成交金额在香港交易市场占比有明显提升。

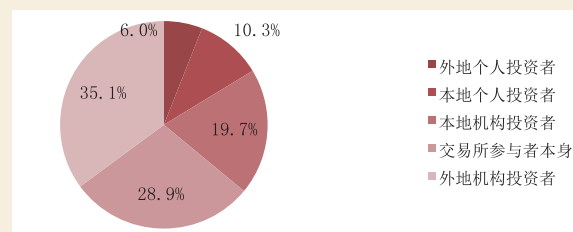
香港股票交易市场上机构投资者及交易所参与者本身的成交金额占比逐年提升。从香港股票交易市场投资者结构来看，主要分为五大类：本地个人投资者、本地机构投资者、外地个人投资者、外地机构投资者及交易所参与者本身。表3和图7、图8的数据显示，2018年香港股票市场成交金额占比最大的是外地机构投资者

表3 香港股票交易市场投资者结构(成交金额占比)

投资者分类	2018年	2016年	2014/2015年
外地个人投资者	6.0%	6.9%	8.0%
本地个人投资者	10.3%	15.9%	19.5%
本地机构投资者	19.7%	20.1%	19.4%
交易所参与者本身	28.9%	23.8%	21.9%
外地机构投资者	35.1%	33.3%	31.3%

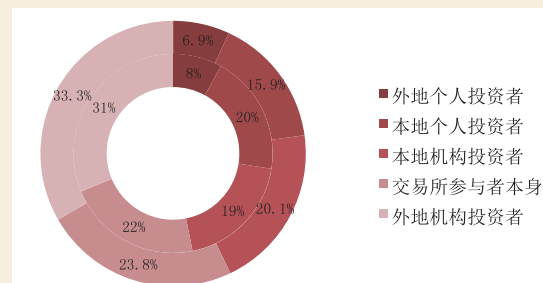
数据来源：香港联交所。

图7 2018年香港股票市场成交金额占比



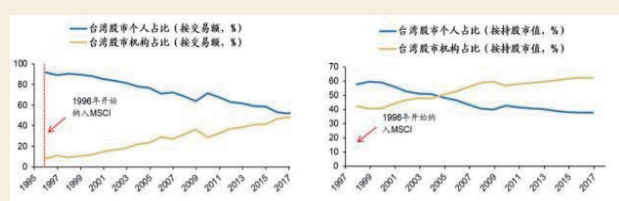
数据来源：香港联交所。

图8 2014/2015年与2016年股票市场成交金额占比对比(外圈：2016年)



数据来源：香港联交所。

图9 台湾个人与机构投资占比



数据来源：广发证券研究报告。

(35.1%)，其次是交易所参与者本身(28.9%)，外地个人投资者占比仅为个位数。整体来看，2018年香港交易市场机构占比高达83.7%，个人投资者占比为16.3%。对比2014/15年及2016年的数据可以看出，外地机构投资者占比已由31.3%提升至35.1%，交易所参与者本身由21.9%提升至28.9%，相反，个人投资者交易金额正在逐年萎缩，外地个人投资者由8%减少至6%，本地个人投资者由19.5%缩减至10.3%。

(五)中国台湾股市投资者结构现状

中国台湾股票市场投资者结构变化情况显示，在台股纳入MSCI后，不管是按交易额还是按持股市值占比来看，机构投资者占比呈现逐年上升趋势(如图9所示)。按交易额来看，截至2016年底，机构投资者占比已上升至48%，个人投资者占比则下滑至52%；再从持股市值占比来看，机构投资者占比已上升至60%，个人投资者占比则下滑至40%。

(六)中国A股市场投资者结构现状

就投资者结构而言，与欧美股市投资者结构较为不同的是，A股市场存在庞大的一般法人持股且境内专业机构、外资持股比例都相对较低，个人投资者持股比例则与美股相似。2019年一季度，A股流通股总市值为45.39万亿元，其中，一般法人持有A股流通市值24.16

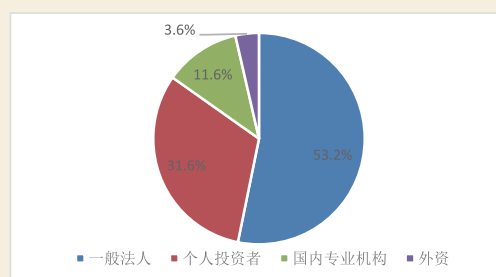
万亿元，占A股流通总市值的比重为53.2%，为A股持股结构中最大的组成部门(见图10)。其次是个人投资者，持有A股流通市值14.38万亿元，占比为31.6%。境内专业机构则合计持有A股流通股市值5.26万亿元，占比只有11.6%。外资方面持有A股流通市值1.62万亿元，占比为3.6%，其中QFII和RQFII持股0.59万亿元，陆股通持股1.03万亿元。总体上看，A股市场投资者结构较为不均衡，四大部门中一般法人和个人投资者合计占比超过80%。

从境内专业机构持股细分情况(如图11所示)看，截至2019年一季度，公募基金(含公募基金和基金专户)合计持有A股流通市值1.95万亿元，占A股流通总市值的比重为4.3%，是境内专业机构中最大的单一组成；其次是保险资金，持有A股流通市值1.58万亿元，占比为3.5%；私募基金、社保基金、证券机构、信托机构、期货和财务公司等合计持有A股流通市值1.71万亿元，占比为3.8%，其中私募基金持有A股流通市值0.62万亿元(占比1.4%)，社保基金持有A股流通市值0.58万亿元(占比1.3%)，证券机构持有A股流通市值0.09万亿元(占比0.2%)，信托机构持有A股流通市值0.35万亿元(占比0.8%)，其他期货、财务公司等合计持有A股流通市值0.06万亿元(占比0.1%)。

三、境内外主要市场投资者结构演变路径

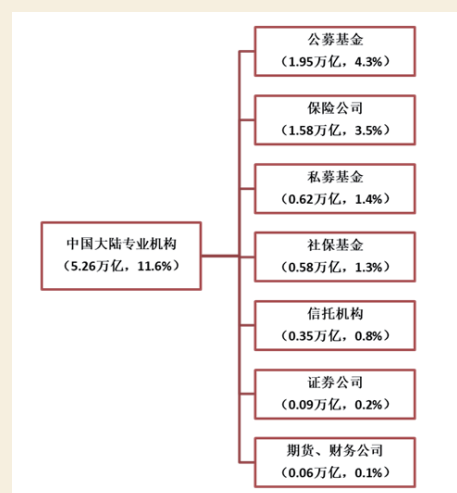
从股票市场发展历程看，主要发达国家(地区)的股

图10 流通口径下A股投资者结构



数据来源：Wind资讯。口径上主要采用A股中的自由流通股，排除了限售股，且各部门持股方式均为直接持股。

图11 流通口径下A股专业机构持股细分情况



数据来源：Wind资讯。

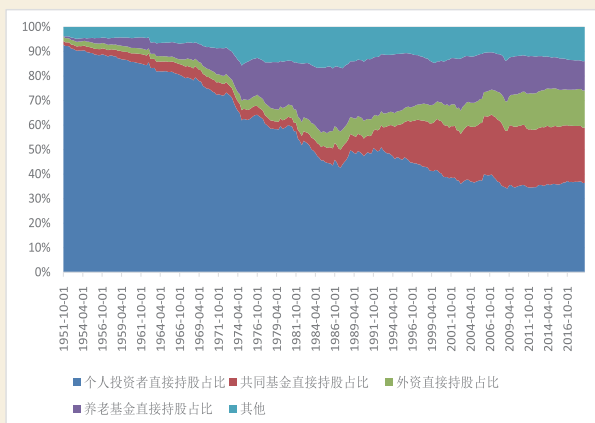
市场发展成熟之前,都经历了一个明显的投资者结构转变并逐步稳定的过程。本部分主要梳理了美德日和中国香港、中国台湾的股市投资者结构演变过程,并分析了对各市场投资者结构转变产生较大影响的历史事件和政策因素等,希望据此能为完善中国股市投资者结构提供有用的经验借鉴。

(一)美国股市投资者结构演变的主要路径

美国股市投资者结构的基本特征是个人投资者占比逐渐减少,机构投资者走向前台。与全球大多市场相似,个人投资者直接持股市值在前期占据了美国股市总市值的90%以上,此后随着机构投资者的发展,个人投资者占比逐渐下滑,从1951年占比93%逐步下降至2009年占比35%,随后开始低位企稳,2016年至今个人投资者直接持股占比稳定在36%上下(如图12所示)。2019年一季度个人投资者直接持有美股总市值达到了17.4万亿美元(见图13)。

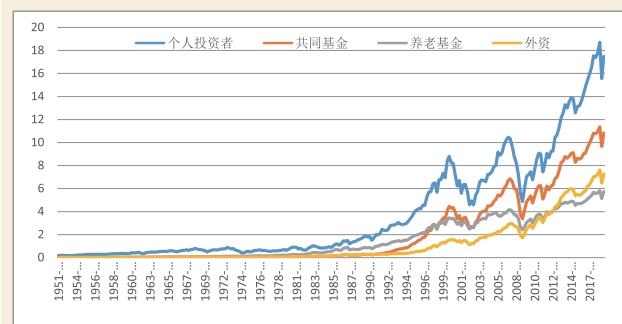
机构投资者方面,养老基金直接持股占比前期上升

图12 历年美国股市各部门持股市值占比演变



数据来源：美联储。

图13 历年各部门持有美股市值演变(单位：万亿美元)



数据来源：美联储。

最快,中期开始逐渐回落。1974年美国颁布《雇员退休收入保障法》,进一步放宽了养老金机构投资者的投资限制与门槛。养老金直接持股市值占比从1952年的1%快速上升到1985年的27%,达到顶峰。随后因为共同基金的逐渐崛起,养老金机构开始将部分资金交给共同基金打理,直接持股市值占比开始下滑,2016年至今其持股占比稳定在12%,2019年一季度持股总市值为5.7万亿美元。

与养老基金(直接持股)相比,共同基金在美国股市的占比上升前期较慢,中期开始增速。1951—1985年,共同基金持股市值占比只从1%上升到了5%。此后随着各种多样的共同基金品种逐渐放开以及管理专业化,养老金以及个人投资者开始热衷于持有共同基金,共同基金直接持股市值在美股总市值的占比迅速上升,从1985年的5%快速上升到2007年的25%,2016年至今稳定在23%。2019年一季度持股总市值达到了10.8万亿美元。

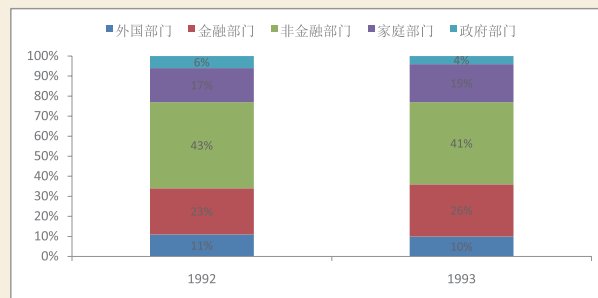
从外资直接持股市值占比演变来看,其实际上是美国股市较为稳定的一股增量资金。从1951年占比2%稳步上升到2011年15%,这期间并没有出现明显的暴增或者回撤现象。2015年至今,外资持股占比一直稳定在15%左右。2019年一季度持有总市值为7.2万亿美元。

(二)德国股市投资者结构演变的主要路径

股票市场发展会很大程度上影响股市投资者结构变化。德国股市投资者结构在市场发展的三个时间阶段分别有着不同程度的变化与调整。

第一阶段,1990—1999年,在此期间德国大量国有企业进行私有化,德国电信、汉莎航空、德国邮政纷纷上市,使得股市快速发展,股指收益率保持在较高水

图14 1992年和1993年德国股市投资者结构变化



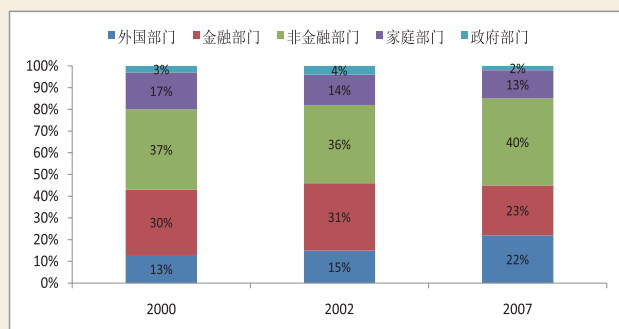
数据来源：德国央行。

平，掀起了一股前所未有的炒股热，个人投资者数量有所上升。1992—1993年间，个人投资者持股占比上升了2个百分点，金融机构持股占比也上升了3个百分点(见图14)。

第二阶段，从2000年开始，全球高科技股股价大面积下滑，DAX指数从2000年2月的7644.55点跌至2003年3月的2423.87点。股民信心受挫，个人投资者持股占比相应下降，从2000年的17%降至2002年的14%。2003年至2007年，随着全球经济增长，德国经济也表现出强有力的增长势头，加上2006年举办世界杯等其他利好消息，为股市上涨奠定了良好基础。另外，德国企业盈利水平大幅提高以及企业信用违约率下降吸引了大量外国投资者的进入。这一期间，在外国投资者持股占比上升的同时，金融机构持股占比相应下降，整体下降了8个百分点(如图15所示)。

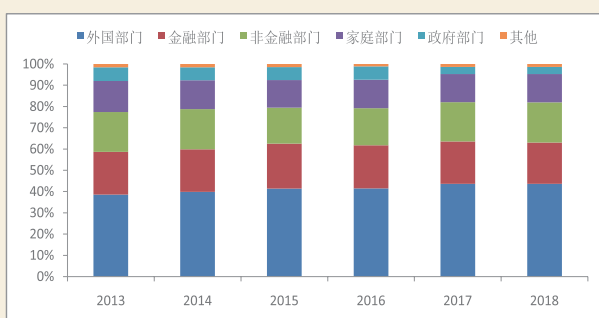
第三阶段，德国股票市场投资者结构整体逐步趋于稳定。2013—2018年，各类投资者占比保持在平稳水平，其中外国投资者和机构投资者持股市值占比较大，合计占比80%以上(如图16所示)。

图15 2000年、2002年和2007年德国股市投资者结构变化



数据来源：德国央行。

图16 2013—2018年德国股市投资者结构变化

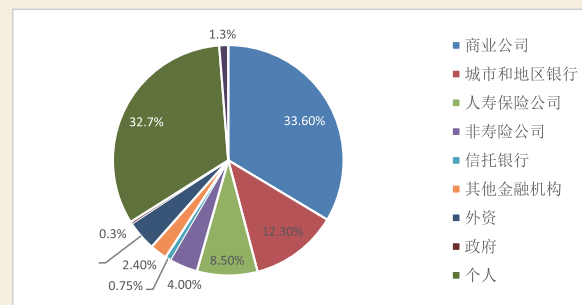


数据来源：德国央行。

总的来说，德国股票市场是成熟的国际化资本市场，其投资者结构呈现出“个人低、机构高；国内低、国际高”的特点。其中，德国的个人投资者持股占比维持在较低水平，直接投资股市的热情不高，主要有以下三方面原因：一是德国人有规避风险的传统，最爱的投资方式是储蓄，投资非常保守；二是德国人可投资于股票市场的资金非常有限，国家主导的社会保障制度使他们将大部分收入用于缴纳各种保险；三是上世纪九十年代一大批国企私有化产生的股市泡沫让德国人对炒股产生抵触情绪，他们更多的是通过购买基金、保险等方式间接投资股市。

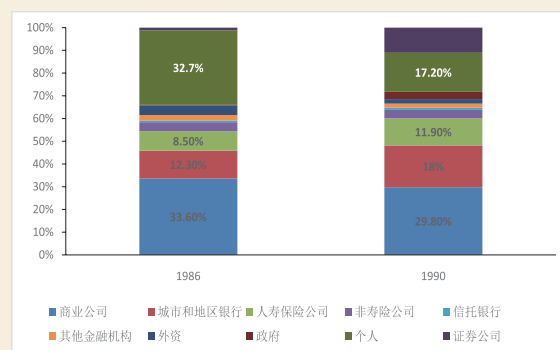
外国投资者持股占比高的主要原因在于德国的开放政策和德国大企业的良好经营与回报。1999年德国取消了股权交易税，放松了养老金和保险金的投资数量限制，在很大程度上促进了以英美为主的外国投资者进入德国市场。与此同时，一些德国的银行和保险公司为了获取更多利益或者因为战略转型等需求，将大量股权转让给财力雄厚的英美投资者。因此，外国投资者逐渐成为DAX指数成份股企业的大股东。另外，德国企业不断

图17 1986年投资者持股占比



数据来源：CEIC。

图18 1986年与1990年投资者持股结构对比



数据来源：CEIC。

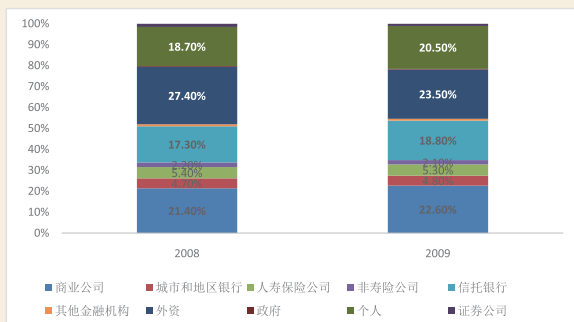
发展壮大，特别是汽车、电子、机床等领域，在亚欧拉美拥有巨大的市场需求，企业良好的盈利与预期也加速了外国投资者的进入。

(三)日本股市投资者结构演变的主要路径

上世纪70年代末，日本经济进入高速发展期，个人投资者是股票市场主导者。进入1985—1989年泡沫经济时期，1986年商业公司法人以及个人投资者持股占比最高，分别为33.6%及32.7%，其次为城市及地区银行，占比为12.3%(如图17所示)。非金融机构企业及个人投资者持股占比高，是泡沫经济时期的投资者结构特点，这与日本的法人相互持股传统分不开。

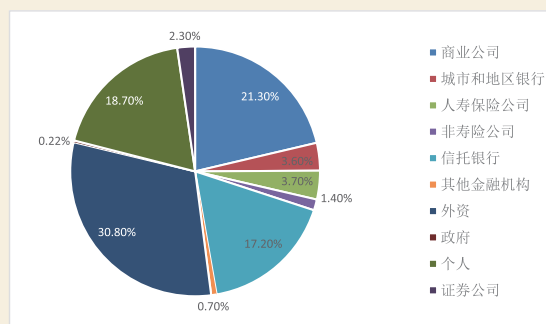
泡沫破裂后，个人投资者及非金融机构持股占比迅速下滑。对比1986年及1990年投资者持股占比情况(见图18)可以发现，非金融机构企业及个人投资者占比显著下降，前者从1986年的33.6%下降至1990年的29.8%，后者从1986年的32.7%下降至17.2%。这一时期内，占比上升较为显著的是金融机构投资者，持股占比由1986年的27.95%上升至1990年的37%，其中城市及地区银行占比由12.3%上升至18%，寿险公司由8.5%上升至11.9%。

图19 2008—2009年日本股市投资者持股结构对比



数据来源：CEIC。

图20 2014年日本股市投资者持股结构



资料来源：CEIC。

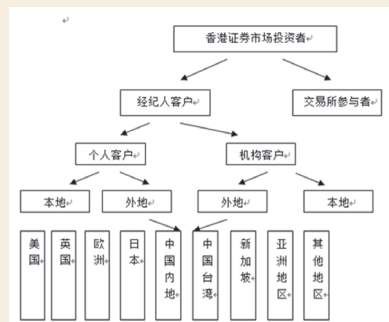
受2008年金融危机影响，商业公司及个人投资者持股占比有些许上升(见图19)。商业公司从2008年的21.4%上升至2009年的22.6%，为第二大投资主体；个人则从2008年18.7%上升至2009年的20.05%，为第三大投资主体。另外，城市及地区银行持股占比80年代下降非常明显，由80年代的15%左右下降至金融危机期间的4.7%~4.8%。

2013年之后，日本股票持股结构仍以外资(30.8%)、商业公司(21.3%)、个人(18.7%)以及信托银行(17.2%)为主(如图20所示)。其中个人投资者占比回落至18%，而外资占比上升较为明显，在2014年首次突破30%。

(四)中国香港股市投资者结构演变的主要路径

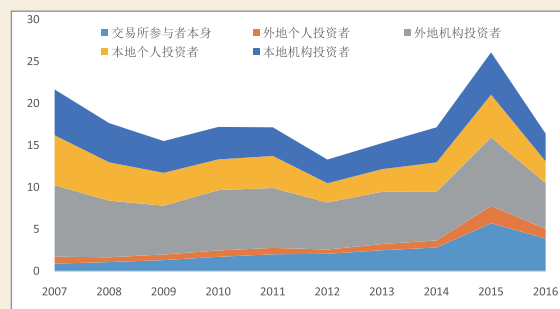
进入20世纪90年代，香港股票市场晋升世界股市前八名，被国际金融公司列为发达股票市场之一。香港资本市场具有国际化特征，对外开放程度极高，其中，外资投资香港上市股票无任何限制。在香港股市日常营运的资金中，以退休基金、互惠基金等形式出现的各类国际资金远远超过半数。从香港股票市场的投资者结构来看，影响最大的是以各类基金为代表的机构投资者。再

图21 香港证券市场投资者结构



资料来源：香港联交所。

图22 香港股票市场各交易类别的估计交易金额(2005/06—2014/15)(单位：万亿港元)



数据来源：香港联交所。

细分来看,香港证券市场投资者分为两大类,经纪人客户和交易所参与者,其中经纪人客户分为本地及外地的个人客户和机构客户,外地投资者主要来自美国、英国、欧洲(不含英国)、日本、中国内地、中国台湾、新加坡、亚洲其他地区及其他地区(如图21所示)。

香港证券市场的投资者结构较为均衡,香港本地投资者与外地投资者数量基本相同,机构投资者较个人投资者多。由于香港市场不公布持有者结构情况,我们主要从交易结构来分析香港市场的投资者结构状况。对图22的成交金额进行简单计算可以看出,香港股票市场成交金额约有50%来自机构投资者,其中来自香港的机构投资者占到了一半,有30%的成交额来自个人投资者,其中三分之二来自香港,另有20%的成交额来自交易所参与者本身。

图23和表4表明,不管是香港股票市场的外地投资者还是本地投资者,从它们的机构与个人的交易金额占比可以看出,机构的影响力在逐渐加大。尤其是外地投资者中,个人投资者的交易占比仅为5%(截至2016年)。

近年来,中国内地个人投资者比重逐步提升。从在香港的外地投资者交易中个人与机构交易占比(如表5所示)来看,除部分亚洲地区,美国、英国、欧洲(不包括

表5 外地投资者交易来源地的个人与机构投资者交易占比

交易来源地	个人投资者	机构投资者
美国	0.0%	88.1%
英国	0.0%	88.4%
欧洲(不包括英国)	0.0%	91.5%
日本	2.5%	42.3%
中国内地	62.1%	23.2%
中国台湾	4.6%	29.4%
新加坡	0.2%	79.4%
澳洲	0.2%	91.8%

数据来源:香港联交所。

表6 台湾资本市场开放路径

阶段	时间	事件
第一阶段	1983—1990年	准许外国投资人以购买收益凭证方式间接投资
第二阶段	1991—1995年	准许外国专业机构(QFII)直接投资
重要拐点	1996年开始	纳入MSCI
第三阶段	1996—2002年	准许一般外资投资人(GFII)直接投资
第四阶段	2003年至今	取消QFII,对外资投资者全面开放

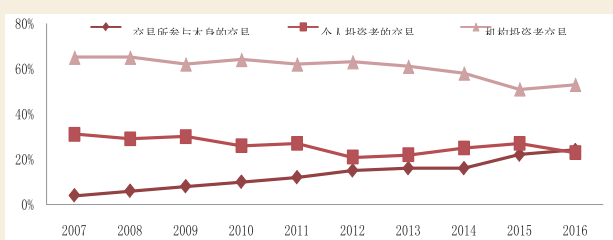
数据来源:Wind资讯。

英国)、新加坡、澳洲的交易主要来自机构投资者,个人投资者基本不参与。然而,中国内地在香港的交易主要来自个人投资者,其占比高达62.1%,机构占比仅为23.2%。

(五)中国台湾股市投资者结构演变的主要路径

台湾股票市场自1983年起逐步进入开放式资本市场,主要分为四个阶段(如表6所示)。1983—1990年为第一阶段,台湾股市开始接纳岛内投资信托公司所募集的海外基金资金;1991—1995年为第二阶段,台湾股市准许外国专业投资机构(QFII)进行直接投资;1996年起,台湾股市正式纳入MSCI,初始纳入因子为50%,标志着

图23 香港市场总成交额的投资者占比情况



数据来源:香港联交所。

表4 香港市场总成交额按投资者类别分布

投资者类别	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2016	2006—2016 平均
交易所参与者本身	4.2%	6.1%	8.5%	9.9%	11.7%	15.5%	16.3%	16.4%	21.9%	23.8%	13.6%
外地投资者	43.1%	41.5%	41.8%	46.3%	46.1%	46.0%	45.7%	38.7%	39.3%	40.2%	42.6%
个人	3.8%	3.2%	4.3%	4.5%	4.4%	3.9%	4.9%	4.9%	8.0%	6.9%	5.0%
机构	39.3%	38.3%	37.5%	41.8%	41.7%	42.2%	40.8%	33.8%	31.3%	33.3%	37.6%
本地投资者	52.8%	52.4%	49.7%	43.8%	42.2%	38.5%	38.0%	44.9%	38.9%	36.0%	43.8%
个人	27.5%	25.9%	25.2%	21.3%	22.3%	17.2%	17.6%	20.5%	19.5%	15.9%	21.4%
机构	25.2%	26.5%	24.5%	22.5%	19.9%	21.3%	20.4%	24.4%	19.4%	20.1%	22.4%

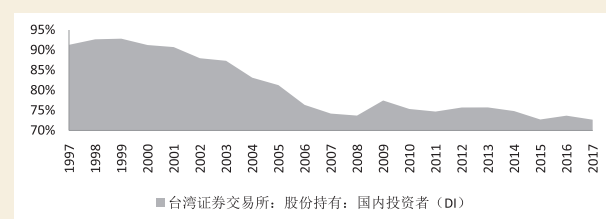
数据来源:香港联交所。

表7 台湾资本市场境内与境外投资者持股占比

	数值	前次数值	最小值	最大值	范围
境内投资者 (DI)	72.4% (2018)	72.66% (2016)	72.4% (2018)	92.8% (1999)	1997—2018 年
境外投资者 (FR)	27.7% (2018)	27.34% (2016)	7.2% (1999)	27.7% (2018)	1997—2018 年

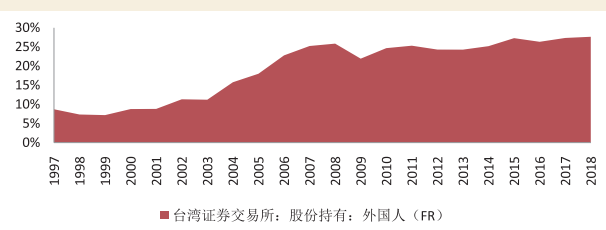
数据来源: CEIC。

图24 台湾证券交易所境内投资者的股份持有变化情况



数据来源: CEIC。

图25 台湾证券交易所境外投资者的股份持有变化情况



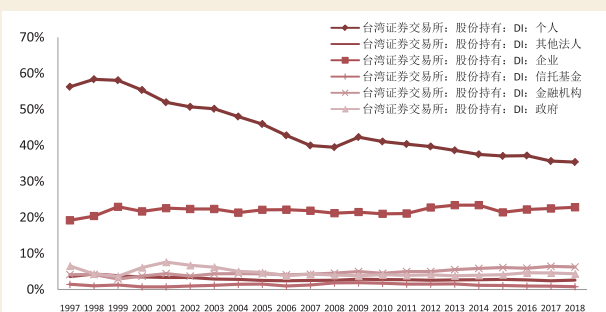
数据来源: CEIC。

表8 台湾证券交易所境内投资者股份持有细分情况

	数值	前次数值	最小值	最大值	范围
企业	22.86% (2018)	22.51% (2017)	19.21% (1997)	23.44% (2014)	1997—2018 年
信托基金	0.82% (2018)	0.93% (2017)	0.75% (2001)	1.89% (2009)	1997—2018 年
其他法人	2.64% (2018)	2.48% (2017)	2.46% (2006)	4.34% (1998)	1997—2018 年
政府	4.37% (2018)	4.62% (2017)	3.68% (1999)	7.62% (2001)	1997—2018 年
金融机构	6.28% (2018)	6.46% (2017)	2.93% (1999)	6.46% (2017)	1997—2018 年

数据来源: CEIC。

图26 台湾证券交易所境内投资者股份持有细分情况

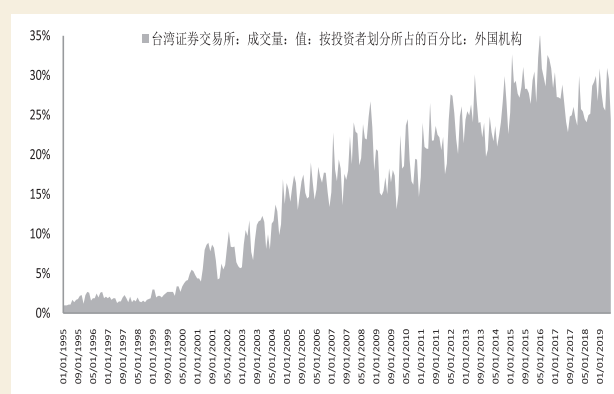


数据来源: CEIC。

其资本市场对外开放力度加大；1996—2002年为第三阶段，随着其纳入MSCI，台湾股票市场准许一般境外投资人(GFII)进行直接投资，2000年纳入因子也由65%提升至80%；2003年至今为第四阶段，QFII制度被完全废除，纳入因子提高至100%，标志着台湾股市完全纳入MSCI，对境外投资者全面开放。

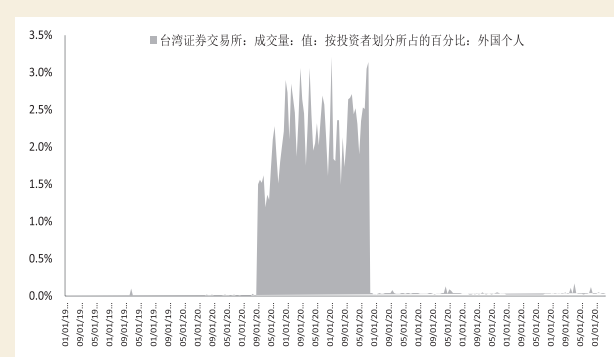
外资进入后，台湾股市投资者结构出现明显转变。台湾股市投资者结构主要分为境内投资者和境外投资者。其中，境内投资者又分为个人、企业、信托基金、其他法人、政府与金融机构；境外投资者分为个人、信托基金、法人与金融机构。我们拉长数据可以发现，随着台湾股市准许QFII资金流入及因子纳入MSCI，投资者结构逐步出现明显变化。其中，如表7和图24、图25所示，台湾境内投资者持股占比从1999年的高点水平92.8%迅速下滑至2018年的70%左右，而境外投资者持股占比从90年代的个位数水平升至2018年27.7%，尤其自2004年起上升迅速。

图27 台湾证券交易所境外机构投资者成交量占比



数据来源: CEIC。

图28 台湾证券交易所境外个人投资者成交量占比



数据来源: CEIC。

进一步考察台湾境内投资者结构可以发现,随着台湾股市对外开放,整体市场逐步变得成熟,境内机构投资者持股占比逐年上升,境内个人投资者持股占比逐步下滑(如表8和图26所示)。

外资自1996年开始进入台湾股市,持股最多的行业为台湾的电子及计算机行业。随着因子纳入MSCI、QFII开放,境外机构成交量占比由1995年的1%逐步上升至2016年的35.31%,显现出台湾股市全面对外开放效果明显,成功吸引海外机构资金进入。从境外投资者交易量结构看,台交所境外投资者的成交量绝大部分来源于境外机构投资者,其成交量占比近年来基本稳定在30%以上,且仍在缓慢上升(见图27);相比之下,境外个人投资者的占比极小(见图28)。

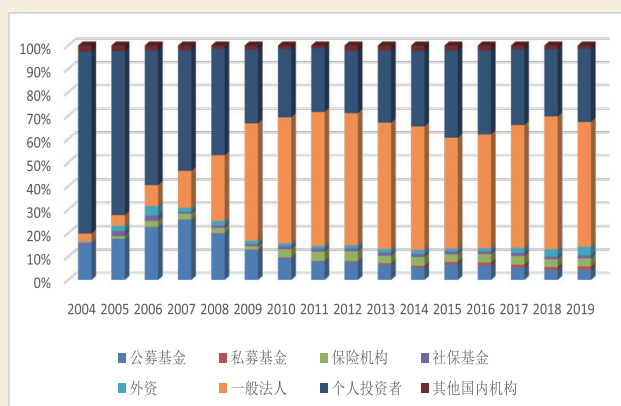
(六)中国股市投资者结构演变的主要路径

在实际流通股口径下,A股市场一般法人持股市值占比从2004年的4%迅速上升至2009年的50%,此后一般法人成为A股持股市值占比最大的主体,长期占据A股一半左右的流通股份额(如图29所示)。因此,庞大的产业资本对股市的态度也很大程度上影响了A股走势,其对上市公司盈利信心减弱通常伴随着减持潮的出现,对市场容易形成压制。

从流通A股持有占比看,个人投资者持股市值占比持续回落。2004—2011年,个人投资者持股市值占比从78%降低至27%,随后占比略有反弹,2017年以来低位企稳、占比徘徊在30%上下。此数值已低于美国股市近年来的个人投资者持股占比。

境内专业机构持有A股流通市值占比正在降低,其中

图29 流通口径下A股投资者持股市值占比演变



数据来源: Wind资讯。

作为最大主体的公募基金占比从2007年的26%一路下降至2019年一季度的4%。保险资金持股占比在2010年达到4%后基本保持稳定,目前持有流通股市值占比仅次于公募基金。社保基金以及私募基金整体占比较小,长期处于1%的规模。其他境内机构包括券商、信托、财务公司等,整体持股占比在1%—2%。

外资近年来加速入场,是A股重要的增量资金,持有流通股市值占比从2016年的1%上升至2019年一季度的4%,与保险资金持股规模相当。2016—2018年,国家外汇管理局对QFII制度相关外汇管理进行重大改革,包括完善审慎管理、取消汇出比例限制、取消有关锁定期要求等,极大地便利了境外投资者通过QFII渠道投资境内金融市场。预计随着A股纳入国际指数的权重逐步提升,外资在A股流通市值中的占比有望继续上升。

四、改善A股市场投资者结构的政策建议

从前述的国际比较可以看出,机构投资者成为股市的主导力量,是市场发展成熟的标志。A股市场投资者结构存在着明显的散户占比过高、机构力量不足且尤其缺乏能对市场起到稳定器作用的大资金机构等明显问题,这是A股市场运行稳定性不足的一个重要原因。深入分析造成上述特征的深层次症结,我们认为未来在如下六个方面仍有较大改进和完善空间。

第一,A股市场赚钱效应不明显,未来需要从更宏观的政策层面入手,改进上市公司结构,增厚上市公司利润,以提高A股市场的长期投资价值。相比典型长牛特征、中国A股最能与之对标的美国市场而言,中国经济的发展阶段、经济体制因素导致上市公司利润过度集中到财政税收及金融行业部门,造成的一个直接结果就是A股市场上经济支柱产业在经济结构中的代表性不强,当前仍然缺乏一个体量巨大且具有成长性优质企业集群。因此,需要比资本市场监管部门更高层面的相关部门在产业支持、居民/企业/政府的收入分配格局方面更加偏向于市场化的企业和居民部门,以增加企业的盈利空间,提升这些企业对于股市投资者的长期投资吸引力。

第二,着力培育和鼓励大体量资金机构进入股市。养老金等大体量长周期资金的规模严重不足,是中国经济高速发展阶段存在的短板,也是造成中国股市投资者

结构问题突出的重要原因,需要通过多方面力量来补齐这一短板。未来中国A股市场投资者结构的改善同时依赖如下两个方面的同步改进:一方面,政府部门通过资本市场制度以外的多维度制度改进(包括资源要素的市场化改革扩大企业的可盈利行业领域、减税降费降低企业成本负担增厚利润空间等等),推动更多头部上市公司群体的基本面进一步优化,为投资者参与市场提供良好的“赚钱效应”;另一方面,在此基础上激励更大体量的机构投资者如公募基金、养老基金等入市参与投资(以及未来有必要通过划拨国有股份等方式进一步扩大养老基金等社保基金的规模)。这两个方面可以相互促进形成良性循环,进而推动中国A股市场进入良性发展轨道。

第三,有必要继续扩大A股市场的海外合格投资者资金规模。尽管自2019年3月明晟公司(MSCI)扩大中国A股在MSCI全球基准指数中的权重以来,外资流入A股的积极性明显增强,但这应该只是A股市场投资者结构国际化的起点。未来有必要进一步鼓励外国合格投资者参与A股市场:一方面,国际投资者的涌入可以提振现有各类存量投资者对A股市场的信心;另一方面,相关国际投资者的投资理念成熟,注重长期价值投资,其近期在A股市场上表现出的专业择股和择时操作能力,以及令人信服的盈利绩效,可以为境内各类投资者树立较好的交易操作示范,有利于各类投资者从基本面分析入手进行理性决策,而非脱离企业基本面去频繁进行击鼓传花式的对赌博弈。

第四,完善金融产品供应,适当放宽交易规则约束,使机构投资者有更多工具和交易方式参与市场交易。监管部门需要重新思考投资者在交易工具上的公平性原则。从长远角度看,能被各类机构投资者接受而散户投资者难以承担成本的用于避险对冲的金融衍生品工具,可能更有利于保护散户投资者(鼓励其通过机构间接参与股市,而非直接入市非理性炒股)。当然,从相关改进措施的次序来看,放宽能让机构更加便利使用的金融衍生品工具,可能需要建立在股市整体基本面有实质性改善的基础上。否则,如果市场本身缺乏长期投资价值,可供机构选择的工具越多,其对相对弱势的散户投资者的收割方式就越多,收割的力度可能

会越大。

第五,在个人投资者方面,监管部门需要适度转变监管理念,进而改进相关交易规则,鼓励个人投资者以合理方式理性参与股市。相关政府部门需要更超脱于股指的涨跌。一方面需要经常对外发布全市场交易及盈利状况的分析结果,教育警示散户等整体相对弱势的投资者群体;另一方面,相关监管部门需要从理念上摒弃父爱主义的监管思维,思考如何设计相关制度规则,让不适合高风险的投资者适度从股市离场,引导其通过公募基金等方式间接参与股市,以降低个人投资者的整体亏损规模。防止从保护散户的初衷去制定更多能让游资等机构利用的制度规则去围猎散户等弱势投资群体。从境外主要市场的发展历程看,好的投资者保护规则和市场交易规则,应该是能让各类投资者都能根据自己的实际情况(财务状况、资金期限和知识素养等),自动分层分流,选择不同市场、不同渠道(直接入市投资,或以购买基金等形式间接入市)去参与资本市场,而非一味地以保护个人投资者的名义去约束和限制市场,进而让整个社会弥漫着一种“股市投资风险低”“政府不会不管股指大跌”等投资认知氛围。

第六,创新税收激励机制,合理引导个人投资者。当前中国A股市场仍缺乏鼓励个人投资者通过机构间接参与股市的各种税收机制。比如,散户投资者直接参与股市交易的积极性很高,部分原因之一是当前中国缺乏税收递延和资本利得税等税收激励制度来鼓励散户投资者通过机构投资者来间接参与市场。反观美国股市发展历程,政府对散户投资者通过个人养老金计划(IRAs)实行税收递延和免税等多种税收优惠;通过鼓励参与者灵活缴费,并建立起401(k)与IRA账户之间的灵活转移机制,这些措施极大地鼓励了普通个人投资者通过养老金计划投资股市的热情,并在历史上对美股的投资者结构改善起到了良好的助推作用。相比之下,我国当前在这些方面尚未有明显的起步,未来需要在相关方面进行积极尝试,探索如何通过合理的税收制度设计,让散户投资者根据个人实际情况进行分流,并选择合理方式参与股市投资。 ■

[此文由中国证券业协会2019年度优秀课题“股票市场投资者结构的国际比较研究”(2019SACKT039)改编]