

资本市场投资端改革研究

杨成长 龚芳 袁宇泽

(上海申银万国证券研究所有限公司, 上海 200002)

摘要: 资本市场投资端改革的目标包括改善我国居民资产配置结构, 壮大机构投资者队伍, 推动形成市场稳定的长期资金来源。本文提出: 第一, 投资端改革应通过培育直接投融资文化、降低房地产的投资属性、提升资本市场吸引力来调动微观主体投资积极性。第二, 投资端改革应培育、发展各类专业投资机构。公募基金应提升基民投资获得感, 推进价值投资; 养老金应优化税收制度安排, 加速嫁接资本市场; 保险资金应提升渗透率与长期股权的配置比重; 私募基金应优化监管方式, 扩大退出渠道。第三, 投资端改革应厘清各类投资机构之间的业务边界, 加快发展投资顾问制度, 提升买方维权力量对卖方的制约功能来构建各类投资主体相互合作、相互约束的良性投资生态。

关键词: 投资端改革; 中长期资金; 专业投资机构; 投资生态; 机构投资者

Abstract: The aims of investment-side reform of China's capital market include improving households' asset allocation structure, cultivating institutional investors, and creating stable long-term capital. First, investment-side reform should generate residents' enthusiasm to participate in the capital market by cultivating the culture of direct financing, limiting the investment attribute of the real-estate market and raising the attractiveness of the capital market. Second, investment-side reform should support the development of investment institutions: mutual funds should increase the revenues for their investors and promote value investment strategies, pension funds should optimize their tax benefits and accelerate their connection to the capital market, insurance companies should increase "penetration" in China and their long-term equity investment, and private funds should face more suitable regulation and wider exit channels. Third, investment-side reform should establish a good ecosystem in which multiple types of investors cooperate and restrict each other by clarifying the boundaries between various investment institutions, developing investment advisory industry, and strengthening buy-side legal protection.

Key words: investment-side reform, long-term capital, investment institutions, investment ecosystem, institutional investors

课题负责人: 杨成长, 经济学博士, 上海申银万国证券研究所首席经济学家、全国政协委员, 研究方向: 宏观经济、经济政策、证券市场等。课题组成员: 龚芳, 上海申银万国证券研究所首席研究员, 研究方向: 资本市场政策、证券行业发展等; 袁宇泽, 上海申银万国证券研究所高级研究员, 研究方向: 资本市场政策、证券行业发展等。

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A

一、资本市场投资端的结构性特征与改革目标

(一)我国资本市场投资端三大结构性特征

一是资金结构“一多三少”特征突出, 即短期资金明显过剩, 企业需要的长期资金、股权资金及具有一定风险承受能力的资金严重不足。一方面, 2020年底我国居民存款中活期存款占比约35%, 基金管理规模中货币

基金占比约40%, 2020年发行的银行理财产品中一年期以内产品规模占比接近70%; 另一方面, 企业对中长期资金的需求缺口仍然较大。央行企业家问卷调查显示, 即使是新冠疫情流行下货币政策大幅宽松后, 资金周转状况为“一般”和“困难”的企业占比也接近70%, 而资金周转状况“良好”的企业不到三分之一。

二是资本市场交易换手频繁。我国资本市场资金端

结构在一定程度上导致了市场换手率高，尤其体现在“新技术新产业新业态新模式经济(以下简称“四新”经济)所在行业。2021年二季度A股日均成交额折合达到1410亿美元，日均换手率达到1.30%(流通市值口径)，超过美股的两倍、港股的四倍。“四新”经济所在的行业交易换手明显更活跃。从交易金额看，A股2020年交易金额最高的三个行业分别是电子、医药生物和计算机，交易金额占比分别达到13.9%、10.6%和7.8%，三者合计占比超过30%；从换手率看，2020年换手率最高的三个行业是通信(722%)、计算机(675%)和电子(604%)，三者均远高于A股整体换手率(约320%)。

三是资本市场运行的波动率较大，给市场监管带来较大压力。短期资金占比高以及高换手的交易特征使得A股市场的波动率明显高于境外市场。从历史看，上证指数的250日波动率(移动标准差与移动均值之比)始终显著高于标普500，2001年以来该波动率均值接近0.3，而标普500的波动率同期均值不到0.2。较高的市场波动率对资本市场的稳定性及政策调控带来较大压力。近年来，在“建制度、不干预、零容忍”监管理念下，资本市场加速推进系统性改革，市场运行的稳定性明显提升。

(二)资本市场投资端改革的三大目标

一是着力推进居民资产配置结构的改善，提升金融资产，尤其是权益类资产的比重。当前我国居民资产配置呈现金融资产占比低、以房地产为代表的非金融资产占比高，以及金融资产中权益资产占比低、其他资产占比相对较高的特征。资本市场投资端改革旨在完善资本市场投资功能，为居民家庭资产配置提供更多元、更丰富的投资渠道，引导居民提升权益类资产投资比重，降低对房地产的过度依赖，让居民更好地分享中国优质长期股权投资带来的稳定收益。

二是壮大机构投资者，提升机构投资者股权投资比重。机构投资者是资本市场运行的稳定器，资本市场要培育壮大机构投资者队伍，推进个人投资的机构化。从机构和个人的交易风格看，机构具有换手率低、更重视长期投资和价值投资的风格，在一定程度上降低了市场的波动，塑造了市场投资风格。尽管近年来我国投资机构快速发展，但整体看机构投资者持股市值占比仍不高(龚芳和袁宇泽，2021)^[1]，2020年底各类专业投资机构持

股市值占比约为22.4%，较境外市场60%的占比仍存在较大差距。

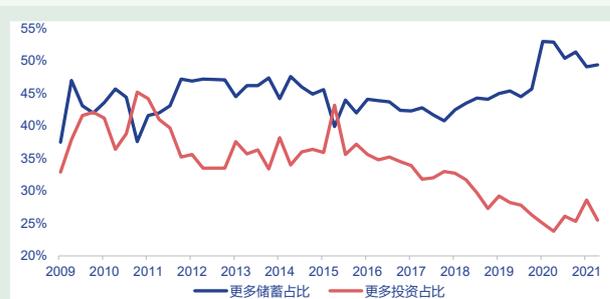
三是形成市场稳定的长期资金来源，提升中长期资金占比。资本市场投资端改革的最终目标是要推动市场形成长期稳定的资金来源，提升中长期资金占比，改变我国金融市场一直以来面临的资金结构“一多三少”难题，为实体经济的发展提供更多的长期资本支持，为科创企业的发展提供更多的风险投资资本，为初创企业及专精特新创新型成长型企业提供更多的股权投资资本，引导资本投小、投新、投早，推动资本市场的资金期限结构与企业成长生命周期相匹配(杨成长，2021)^[2]。

二、调动微观主体投资积极性，推进居民储蓄向投资转变

(一)我国居民资产配置“三重三轻”

一是资产配置重储蓄轻投资。我国居民储蓄率在全球处于较高水平，城乡居民储蓄存款余额已超过80万亿元，储蓄率高过其他主要经济体。过去20年我国居民部门储蓄率维持在40%左右，2010年后开始下降，近两年稳定在35%。2020年央行城镇储户问卷调查显示，当前储户增加储蓄行为远高于增加资本市场投资行为，新冠疫情之后反馈更多储蓄的占比基本保持在50%以上，而反馈更多投资的稳定在30%以下(见图1)。

二是投资配置重房地产投资轻金融投资。根据中国人民银行调查统计司城镇居民家庭资产负债调查课题组2019年末的调查数据，我国城镇居民家庭总资产以实物资产为主，占比79.6%，其中住房是家庭实物资产的重要构成，占比超过七成；相较而言金融资产的占比明显偏低，户均金融资产占比仅为20%。反观境外，以美国为代表的境外经济体居民金融资产配置较高，2020年美国



数据来源：根据央行城镇储户问卷调查整理。

图1 居民储蓄行为与投资行为比较

居民家庭资产配置中金融资产的配置占比高达近70%，房地产在美国居民家庭资产配置中的占比约为22%(见图2)。

三是金融投资重类固收投资轻股权投资。根据中国人民银行调查统计司城镇居民家庭资产负债调查课题组调查数据，在投资意愿方面，居民选择通过银行理财的远高于通过基金信托理财或直接投资股票，意味着相当一部分有投资意愿的资金对参与资本市场的意愿并不大，我国居民仍然高度依赖银行信用，对直接投融资工具接受程度较低(见图3)。

(二)当前制约储蓄向股权投资转化的三大因素

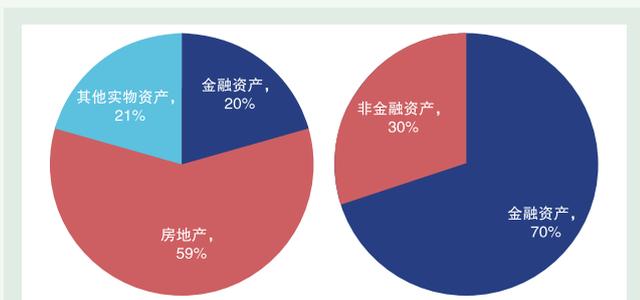
一是中国传统文化注重储蓄节约，金融投资以债务和借贷为主，股权投资文化较为欠缺。忧患意识和崇尚节约是中华民族的传统美德，自古以来我国居民就有储蓄习惯。投资文化上，我国历史上很早便出现了类似于现代银行的间接金融服务机构，如唐宋开始出现的账局、钱庄、银号等金融机构，较西方类似机构的繁荣早了上千年，明清时期钱铺、票号也有过各自的繁荣。与此同时，股权投资文化偏弱，“所有权”意识淡薄。相较公司制和股权融资在西方有悠久的历史，我国的公司制在鸦片战争后才被引入，股权融资和“所有权”的概念也在近代才逐渐被中国人熟知。

二是我国以房养老的传统观念叠加房市多年长牛，导致居民资产过多聚集在房地产市场。我国传统文化注重以房养老，相比金融资产，居民更相信不动产有保值增值的作用。我国房市多年长牛，百城住宅价格指数显示一线城市住宅平均价格近10年翻倍，核心城区涨幅更高。虽然近年来中央一直强调“房住不炒”，但居民投资房地产的热情仍然较高。2021年央行储户问卷调查显示，认为未来房价将下降的反馈者占比仅约10%，而认为未来房价将基本不变或上涨的反馈者占比接近80%，意味着绝大多数居民仍然将房地产视作保值增值的重要配置标的。

三是我国资本市场投资吸引力不强。从股指表现看，我国股指在较长区间内涨幅不够高，且波动性大。2010年初以来，标普500和纳斯达克分别上涨超过300%和500%，而同期上证指数和深证成指只上涨了约10%，并且呈现“牛短熊长”的特点(见图4)。从资产质量看，我国居民可投的优质资产相对较少。2008—2017年A股上市公司中具有创造价值(投入资本回报率ROIC超过加权平均资金成本WACC且净利润正增长)的数量占比一直低于40%，且具有持续创造价值能力的企业少之又少，具有5年以上持续创造价值能力的上市公司家数仅200余家。

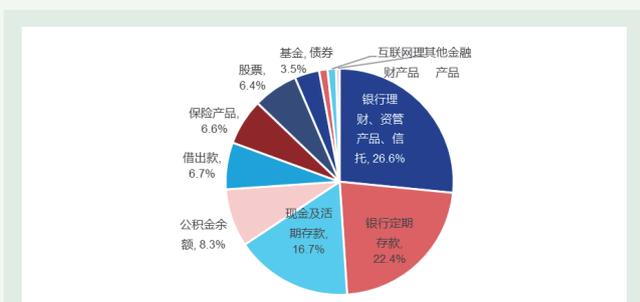
(三)三大举措推进居民储蓄加速向投资转化

一是降低居民对银行信用的依赖，培育直接投融资文化，特别是股权投资文化。鼓励居民储蓄向投资转化的关键是打破刚兑，让个人承担的风险和收益间的关系更加清晰，降低无风险和低风险的收益率。第一，厘清直接金融与间接金融的界限，打破刚性兑付，降低无风险和低风险的收益率，引导社会资本投资的高效化。第二，丰富直接融资工具供给，促进信贷向直接投融资工具的转化。第三，加强投资者教育和投资者适当性管理，



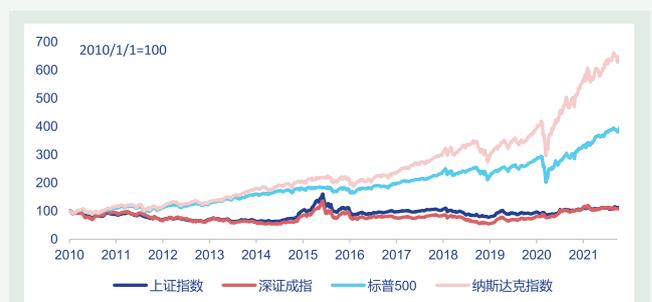
数据来源：根据央行、美联储、美国证券业和金融市场协会(SIFMA)相关数据整理。

图2 中国(左)和美国(右)居民投资结构对比



数据来源：根据城镇居民家庭资产负债调查课题组相关数据整理。

图3 我国居民金融资产配置结构偏向固收及类固收产品



数据来源：根据Wind数据库相关数据整理。

图4 A股股指长期表现不佳

树立“买者自负”的资本市场文化，特别是股权投资文化，明确投资者自己是其收益与损失的第一责任人。

二是坚持房住不炒，降低房地产的投资属性。房地产市场调控政策要更多从房屋作为耐用消费品的特征出发制定相应的统计口径、税收机制和交易制度安排等，并不断完善住房供给体系，构建多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，引导居民逐步降低房地产的配置占比，提升金融资产，尤其是权益资产的配置比重。

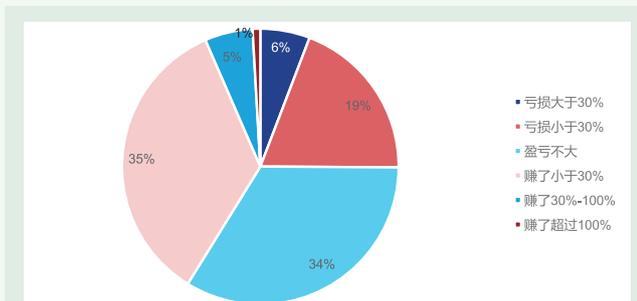
三是改善资本市场环境，提升市场投资吸引力。提升资本市场投资吸引力，增强居民投资的获得感是引导居民加大股权投资的直接推动力。第一，要完善法律体系和监管体系，为打造健康的资本市场生态奠定基础。第二，借助完善退市制度、强化信息披露和公司治理来提高上市公司质量，增加资本市场的优质资产。第三，推动中介机构提升专业能力，当好资本市场的“守门人”。

三、壮大投资机构队伍，提升机构权益投资比重

(一)公募基金：提升基民投资获得感，推进交易风格长期化

1.公募基金在快速发展的同时面临两大问题

基金赚钱、基民不赚钱的现象仍然十分突出。即使剔除近两年良好市场环境下的的高收益率，截至2018年末，大多数公募基金产品净值仍有稳定增加，2018年末公募基金产品复权单位净值增长率(自成立以来)的中位数为6%，超过三分之二的产品单位净值实现净增长。但据基金业协会2019年收集的《基金个人投资者投资情况调查问卷》反馈显示，基金的个人投资者在投资基金以来明确反馈赚钱了的不到一半，基金赚钱、基民不赚钱的现象十分突出(见图5)。这与个人投资者投资基金产品的行为相关，也与我国公募基金产品的特征相关。一方



数据来源：根据基金业协会《基金个人投资者投资情况调查问卷》(2019年)整理。

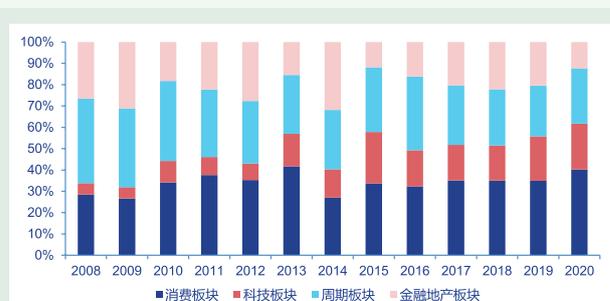
图5 基金个人投资者盈亏情况

面，我国个人投资者投资基金产品具有决策较为随意、投资期限短、投机心态重的特征；另一方面，这也和我国公募基金收费方式、费率水平相关。当前，所有非货币公募基金产品的平均最高申购费率在0.7%左右，平均最高赎回费率在1.3%左右，由于大多数个人投资者投资单个基金的金额不大，期限也不超过一年，加上每日计提的管理费、托管费和销售服务费，投资公募基金的成本高达2%以上，远高于美国公募基金费率。

公募基金持股长期化趋势初显，但对市场投资风格改善不显著。虽然近两年公募基金持仓占比不断提升，但并没有明显改善A股投资风格。2020年A股整体换手率(成交金额/流通市值)达到320%，在全球主要股票市场中最高。A股上市公司的年换手率中位数达到583%，较2017年258%的水平明显提升，A股年换手率超过300%的上市公司家数达到3164家，占A股上市公司总数的76.5%，较2017年的62.7%明显抬升。从公募基金的交易行为看，2020年公募基金虽然换手率(172%)远低于A股整体，且近两年走势与A股整体分化，发挥了推动长期持股的作用，但是从价值投资的角度看，2018以来我国A股投资呈现明显的抱团现象(孙可悦，2021)^[3]，这一方面加剧了市场的波动，另一方面导致产品同质化严重，无法满足不同投资者多样化的需求(见图6)。

2.做大做强，丰富产品种类，灵活收费方式

加大与养老金和保险资金的对接。虽然我国公募基金行业近两年发展很快，但与成熟市场相比，无论是体量还是在资本市场中的角色作用都有差距。并且近两年行业资产管理规模的扩张很大程度上是由有利的市场行情和高交易量带来的个人投资者入场，在一定程度上不具备可持续性。按照持有净值，我国公募基金持有人中超过一半是个人投资者。在这种情况下，若行情回落，



数据来源：根据Wind数据库相关数据整理。

图6 近两年公募基金抱团消费和科技

公募基金的规模可能难以继续提升。公募基金要加大对养老金和保险资金的合作，全面放开公募基金作为养老金和保险资金的委托管理人，提升养老金和保险资金在公募基金持有人来源中的占比，改善公募基金持有人结构。

多管齐下，解决基金净值增长、基民不赚钱的问题。第一，针对我国基民持有基金产品期限短、择时具有较强投机性质的现状，公募基金行业应适时增加封闭期长产品的占比，同时丰富固收和类固收性质的产品，引导基民长期持有产品，推进基民投资的长期化。第二，全面提升资产配置能力，满足个人与机构投资者多元化需求。主动管理方面，更加重视建设专门的投研部门，组建科学专业的投资团队，形成特色鲜明的投资风格及构筑协同紧、联动强的投研体系。被动管理方面，进一步丰富规模、行业及主题型指数基金产品，重点发展Smart Beta，为投资人提供更多的配置工具。第三，探索改革收费模式，进一步由前端收费向后端收费转变，在一定程度上将管理费与业绩挂钩。

(二)养老金：优化税收制度，提升权益配置比重

1.当前我国养老金入市面临多个问题

第一支柱缺乏稳定的资金来源。据测算，预计到2050年我国养老基金将会有8.3万亿元的支付缺口现值，而当前的资产规模无法弥补如此巨大的支付缺口(赵晓萌，2021)^[4]。我国目前用于发放养老金的基本养老保险基金的累计结余预计将在2035年耗尽，全国社保基金作为国家战略储备基金，在基本养老保险基金耗尽之时，是否会用以支付养老金发放，我国政府也并未对其进行具体规划。因此，不稳定的筹资模式以及不明确的支付规划，使得基金投资期限和投资目标难以确定，从而影响基金的规模发展。

第二支柱缺乏自主投资选择权，导致参与率过低。2020年企业年金报告显示，上海市有近150万职工账户数，接近100万职工账户数的省市也只有北京市和山东省，对比差距较为明显的是吉林省和黑龙江省，分别只有15万左右的账户数。造成该现象的主要原因，除了企业的经营状况，还有就是缺乏自主投资选择权，降低了职工的参与感，从而导致覆盖率太低。企业年金和职业年金的投资管理都采用了专户

管理模式，同一投资组合内的资金采用同样的资产配置策略，而没有考虑参与职工的年龄、风险承受能力、风险偏好等，使得参与职工被动参与投资决策。

第三支柱税收递延政策试点效果有限。截至2020年末，试点税延养老险业务累计实现保费收入4.3亿元，参保人数4.9万人，实际发展不及预期，存在一系列问题。第一，税收优惠的激励效果不显。我国纳税人群规模有限，且税收以增值税等间接税为主，个人所得税占税收总额比重较低，实施税收优惠的政策空间受限，并且当前试点的税收优惠力度较小。第二，投保和退税手续相对繁琐，削弱了投保积极性。第三，税延养老险涉及多个领域，影响因素多、产品设计和业务流程复杂，管理专业化要求高，加之试点阶段的政策限制，客观上导致了产品同质化现象(见表1)。

养老金在股权投资上面临投资比例和考核机制两大约束。近年来，监管部门持续放宽养老金入市门槛，人社部逐步放开了养老金及企业年金投资权益资产的比例上限，但整体来看，目前养老金在可投资品种的类型及投资权益资产的比重上仍存在一些限制性要求。一方面暂时尚未放开金融衍生品投资，限制了对冲风险的投资策略应用，另一方面养老金投资权益类资产仍存在不超过40%的比例上限。

2.加大税收优惠力度，提升居民参与度，做大养老金规模

进一步丰富第一支柱的资金来源，加大国有资本划转充实社保基金。在资金来源上，一方面要加快国有资本划转充实社保基金的节奏，有序做大社保基金作为保

表1 中美养老金三支柱的规模对比

国家	项目	第一支柱		第二支柱		第三支柱		合计
		企业职工基本养老保险	城乡居民基本养老保险	企业年金	职业年金	税延养老金	养老目标基金	
中国	规模(万亿元)	5.81	0.98	2.2	1.3	0.00043	0.0104	10.3
	占养老资产比重	56.4%	9.5%	21.4%	12.6%	0.0%	0.1%	100%
	占GDP比重	5.7%	1.0%	2.2%	1.3%	0.0%	0.0%	10.1%
美国		OASDI		DC计划	DB计划	IRAs	年金	
	规模(万亿美元)	2.9		9.6	10.5	12.2	2.5	37.7
	占养老资产比重	8%		25.5%	27.9%	32.4%	6.6%	100%
	占GDP比重	13.8%		45.8%	50.1%	58.3%	11.9%	180.0%

数据来源：根据人力资源和社会保障部、美国投资公司学院(ICI)、美国社保管理局、《中国养老金融发展报告(2020)》相关数据整理。

障性基金的规模；另一方面要加大地方政府对基本养老的资金供给，明确地方财政支出中基础养老支出的比重，合理降低企业在第一支柱中的支付比重，为第二支柱的发展创造基础。

适当降低企业在第一支柱中的负担，引入“自动加入”机制，提高第二支柱的参与率。可考虑在第二支柱中引入“自动加入”机制，建立“合格默认投资工具”，提高第二支柱参与率。自动加入机制实为“委婉的强制性制度”，对扩大年金制度来说效果十分明显。合格默认投资工具主要是指“生命周期基金”和“生命特征基金”，前者主要是“目标日期基金”，后者主要是“目标风险基金”。

优化税收制度安排，鼓励居民加大商业养老投入，做大第三支柱。对于个人税延型商业养老保险来说，应尽快出台提高税延额度的税收优惠政策，简化优惠方式，扩大优惠政策适用对象。养老目标基金也应借鉴税延型养老保险的经验教训，积极制定相关税收优惠政策。从具体做法看，可以建立个人养老账户概念，将发展第三支柱的思路从以产品为中心切换到以账户为中心。

引导养老金管理机构形成中长期考核机制。全国社保基金理事会对投资考核业绩的期限一直是以年度为标准，企业年金和职业年金由于多层代理关系更是将考核期限进一步压缩。建议行业协会引导养老金管理机构构建中长期考核机制，减少不必要的短期市场业绩排名，将考核周期与资金期限结构相挂钩，将年度考核与任期考核、长周期考核相结合。

(三) 保险资金：提升渗透率与长期股权的配置比重

1. 行业存在渗透率不足和权益投资占比偏低等问题

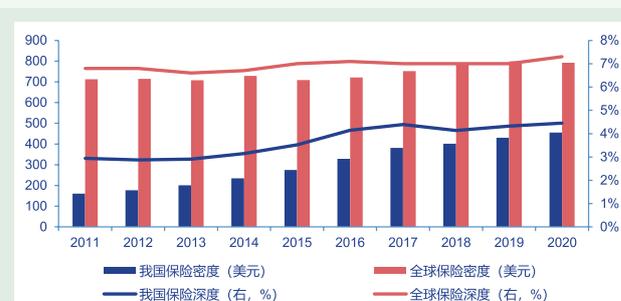
我国保险渗透率和行业成熟度与发达国家还有较大差距。据瑞再研究院全球保险系列研究报告(sigma)，2020年我国保险密度约为国际平均(800美元左右)的一半，保险深度也与全球平均水平(7%以上)相距甚远，与发达国家3000美元、8%左右的水平相比差距更大，在保费收入前10的国家中仅高于印度。据Knoema数据，我国保险国际市场占有率(一国保险出口额占全球保险出口额比例)近年来仍在5%以下，略高于印度，但与英国、美国、德国等发达国家仍有很大差距，保险贸易竞争力指数较低。从结构看，我国保险产品结构失衡。近年来我

国保险保费收入中人身险占比在65%左右，财产险占比为35%左右，人身险明显高于财产险比重，差距还在进一步扩大(见图7)。

保险资产配置中股权占比相对较低。目前我国保险资产配置中股票及证券投资基金的占比仅略超10%，较银保监会规定的30%或45%上限有一定的距离。保险机构在A股持股结构中的占比也于2020年下降至2.5%，为2013年以来最低。保险资金进入股市面临多个因素制约。第一，股权资产，特别是我国上市股票的价格波动性大，与保险资金负债端不匹配。第二，我国现行监管对保险公司增加权益投资仍有较为严格的约束。虽然2020年《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》将权益类投资上限提升至45%，但明确规定投资单一上市公司股票的股份总数不得超过其总股本的10%，并明确七档权益类资产监管比例，对于综合偿付能力充足率在200%以下的，权益投资上限将由过去的30%下调。根据保险行业2021年二季度偿付能力报告，80家人身险公司中51家权益投资上限不足30%，83家财产险公司中19家权益上限不足30%。

2. 均衡发展险种，满足保险需求提升，提高权益投资比例

丰富产品种类，发展保险科技，满足居民对保险产品和服务需求的提升。当前保险行业进一步深化发展的基本要素已具备。一方面，我国老龄化进程与上世纪80~90年代的美国、日本、中国香港相近，老年人口的抚养比上升，社保替代率长期下行，刺激长期储蓄型产品发展；另一方面，我国人均收入保持较高速增长，同时居民部门杠杆不断提升，催生防范风险事件的保险需求。这要求保险行业创设相应的产品匹配该需求，同时大力发展保险科技，在负债端通过大数据和人工智能开



数据来源：根据瑞再研究院sigma报告相关数据整理。

图7 我国保险深度、保险密度均低于全球平均水平

发客户，并根据客户的个性化需求提供定制化服务，在资产端通过智能投顾提升投资决策效率。

适当提高保险资金权益类投资比例，提高长期投资收益率。第一，大力发展财产险。财险负债久期短，期限匹配要求低，配置的资产流动性强，相比寿险，其现金及现金等价物、股票和基金等流动性更强的资产投资比例更高。第二，加大对非上市股权的投资。除二级市场股权以外，保险公司应在审慎经营的基础上通过提升权益类投资占比积极参与基础设施和新型城镇化等重大工程建设，加大一级市场股权配置比例，更好地发挥支持实体经济作用(娄永飞，2021)^[5]。第三，完善对保险资金投资运用的精细化管理。建议将保险资金投资范围依据投资者的资金来源性质进行相匹配的监管：若投资者资金为保险性质资金，则依据《保险资金运用管理办法》及保险资产管理产品业务管理办法展开投资；若投资者资金为非保险性质资金，则按照与投资人约定的产品合同及相关法律文件执行。

(四)私募基金：优化监管方式，扩大退出渠道

1. 针对私募基金的监管模式仍在探索，对合格投资者底线的把控不到位

从发达国家经验看，针对私募基金的监管核心在于保证其“私募”性质，避免其涉众。我国投资者适当性管理存在不足，虽然《私募投资基金监督管理暂行办法》对参与私募基金投资的合格投资者有明确规定，但长期以来并未当作监管重点，变相审批也并未对保证私募基金的“私募”性质起到有效作用，2016年以后恶性涉众风险事件并未减少。以“私募基金”为关键词通过中国裁判文书网对私募基金刑事判决书进行检索，2016年之后私募基金领域刑事案件数量逐年增加，其中非法吸收公众存款罪占据一大半(见图8)。



数据来源：根据中国裁判文书网相关数据整理。

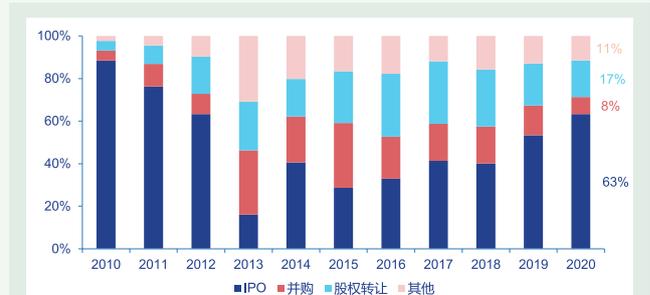
图8 私募基金涉众问题严重

私募股权基金行业在募、投、管、退环节均面临挑战。募资环节，2018年“资管新规”以来针对私募基金募资行为的监管加强，叠加2020年疫情影响，募资市场遇冷，行业总募资额由2017年的1.79万亿元逐年下降至2020年的1.20万亿元，其中早期和VC市场面临更严峻的募资难题，募资向头部机构集中。投资环节，股权投资市场正在面临行业切换，叠加“资管新规”出台后的资金端承压，投资进一步向科技产业集中，投资总金额2017年之后也有显著下滑。存续环节，我国私募股权投资基金的存续期一般为5~8年，其中包括3~5年投资期和2~3年退出期，较成熟市场很多基金10年以上的周期有一定差距。退出环节，我国私募股权投资过于依赖IPO退出，2020年通过IPO退出的案例占比达到63%(见图9)；而在英国，股权转让至行业投资者和其他私募投资机构更为通行，2019年这两种方式合计占比约65%。

2. 监管宜以保证“私募”性质为核心，优化税收安排，丰富退出渠道

建立以合格投资者为核心的私募证券监管制度。一是将私募证券机构纳入《基金法》规范范围，明确行业法律地位。二是进一步完善我国对合格投资者的定义和分类体系，明确私募证券监管的逻辑是保证其“私募”的性质，而不是对私募管理人和产品进行公募化的监管思路。三是弱化对私募基金管理人实施的按照不同业务类型分类监管和其他事前防范措施，提升市场活力，强化事后监控与投资者救助机制。四是加强投资者教育，降低投资者对政府变相审批、担保的依赖，推动形成“卖者尽责、买者自负”的资本市场文化。

引导私募股权行业投早投新，吸引更多资金进入一级市场，助力打通科技、产业与资本的循环。一是明晰股权投资行业的税收政策体系，在征税种类、征税主



数据来源：根据清科研究相关年报整理。

图9 我国私募股权退出过于依赖IPO

体、征税税率、外资股权投资机构适用的税率规则等方面进行系统性制度设计，解决当前股权投资机构面临的“孰高标准”征税以及在盈利项目退出时面临较高税赋而亏损项目无法进行相应税前抵扣的难题。二是发挥场外市场在推进私募股权二级市场交易上的重要作用，推进私募股权二级市场交易及S基金的发展，拓宽股权投资的流通和退出渠道。

(五)境外资金：高质量双向开放，把握核心资产定价权

1. 外资偏好核心资产，持股风格呈现追涨杀跌特征

外资进出A股对改善市场风格帮助尚不大。从近年来外资进出的实际行为看，其并没有在低点明显加仓和高点明显抛售的行为。如在2018年10月A股处于相对低点，在2019年5月A股阶段性回调，在2020年3月A股受疫情影响产生波动时，外资均通过沪股通和深股通有大额流出。总体来看，近年来外资的进出与A股指数的走势基本相符，产生了加剧波动的效果；未来随着外资持股比例的上升，其对我国资本市场整体价格水平的影响将进一步提升，值得关注。

外资偏好A股核心资产，对定价权产生一定冲击。截至2021年三季度末，陆股通和QFII前20大重仓股中包括宁德时代、恒瑞医疗、隆基股份、迈瑞医疗、生益科技、立讯精密等高科技上市公司。在陆股通前20大重仓股中，10家持股占比超过10%；在QFII前20大重仓股中，6家持股占比超过10%。一些核心资产若剔除作为产业资本的第一大股东，外资机构已是最大股东之一，在大股东回避的情况下具备很强的话语权(蒋健蓉和袁宇泽，2021)^[6]。预计未来资本市场进一步对外开放后，外资对我国资产的配置将会继续聚焦在核心优质资产上，这将会对我国对核心资产的控制权带来一定威胁。

2. 推进制度型开放，把握核心资产控制权与定价权

有收有放，推进资本市场制度型开放。引入外资的目的之一是优化我国资本市场的投资理念，促进散户机构化进程，提升证券化率。为此，需要对引进外资进行适当甄别，鼓励信奉价值投资理念的基金管理人和保险资金以及长期看好中国经济、愿意长期配置中国资产的资金进入我国市场，加快推进资本市场的制度型开放，吸引更多全球资本配置中国资产，拓宽中长期资金来源的渠道。

把握对核心资产的控制权和定价权。“十四五”规划将战略安全提升到史无前例的高度，针对国家经济安全指出要“维护金融安全，守住不发生系统性风险底线”。在资本市场高水平对外开放过程中，应当坚守底线思维。当前我国规定外资持有个股最高比例不得超过30%且单个境外投资者持有个股最高比例不得超过10%。该规定不宜轻易放开，并且应当考虑对涉及军工等事关国家战略安全的资产做出更加严格的限制安排。此外，由于一些核心资产流通股本占总股本的比例本身偏低，外资容易在流通股本中形成相对控股，建议在总股本上限的基础上考虑流通股本的持股上限，如外资持有个股的流通股比例不得超过50%且单个境外投资者持有个股的流通股比例不得超过30%等。

四、构建各类投资主体相互合作、相互约束的良性投资生态

(一)从持有人结构看各类投资主体之间的合作关系

对美国资本市场持股结构进行穿透分析发现，个人、养老金和外资是美国资本市场最主要的三大投资主体。2020年末美股市值总共65万亿美元，其中个人投资者直接持有26万亿，占比40%，机构持有39万亿，占比60%，机构中共同基金(13.4万亿)、各类养老金、ETF、保险公司等为主要机构。若按照各类投资机构的持有人进一步穿透，个人直接持有以及通过共同基金和ETF间接持有美股市值总共可达33万亿美元，占比达到51%；养老金占据第二大持股比例，联邦与州DB、个人养老金以及委托给公募基金进行投资管理投资美股的DC和IRA合计持股超过14万亿美元，占比达到22%；境外资金持股10.5万亿元，占比约16%。这三类合计持有美股市值的89%，余下的11%被其他各类机构投资者、非金融企业、政府持有。

若将A股投资人结构进行同样的穿透分析，可以发现我国在个人、养老金以及境外资金的引入上均存在较大的发展空间。2020年末A股流通市值达到64万亿元，其中个人直接持有25万亿元(包括个人大股东持有的8.4万亿元)，占比39%，与美国个人持有比例接近。与美国不同的是，A股产业资本和政府合计持股达到39%，剩余的22%被机构持有(17%境内机构，5%外资)。17%的境内机

构持股进一步可细分为公募基金7.9%、保险资金2.5%、私募证券1.2%、私募股权2.8%、社保基金0.6%、“类平准”基金1.4%。穿透来看，个人直接持有以及通过公募基金、私募证券持有A股市值合计达到29.2万亿元，占比达到45%，略低于美国个人投资者在美股中穿透后的占比。此外，穿透后养老金配置A股市值在乐观假设下估计也不足1万亿元，其中包括社保基金配置股票(约4000亿元)、基本养老保险除社保直接投资以外配置股票(假设配置比例20%，持股市值约1500亿元)、企业年金配置股票(假设配置比例20%，持股市值约4000亿元)、第三支柱配置股票(不足100亿元)，合计占A股市值约1.4%。比较而言，尽管A股个人投资者直接和间接持股比例相对接近，但从持股性质看，我国个人大股东持股比例高，尚未实现完全的股权社会化和分散化；养老金等长期资金对资本市场的配置比例和投资规模明显不足，稳定的中长期资金来源匮乏使得A股各类机构投资者发展相对缓慢；外资资金近年来保持持续流入态势，但整体的持股比例还相对较小。

由此可见，推进居民储蓄向投资转化、发展养老金等中长期资金、以制度性开放持续吸引外资是我国推进资本市场投资端改革的三大抓手。

第一，资本市场要加快推进股权社会化和分散化进程，引导居民储蓄向投资转变。根据上市银行的存款结构对居民储蓄的期限结构进行简单测算，居民存款中近1/3为1年期以内的活期存款，2/3为定期存款及其他存款，其中1~5年期的定期存款或结构性存款是居民储蓄的主要形式，也是金融市场最重要的中长期资金来源之一(见表2)。以上市银行存款数据粗略估计，截至2020年年中居民1~5年期储蓄规模超60万亿元。应继续大力发展权

益类公募基金或封闭型资管产品，推动居民储蓄中占比较高的1~5年银行存款向投资转化，部分转化成1~5年期的封闭型资产管理投资产品。假设1~5年期居民储蓄中有10%转化成中长期股权投资，这将带来6万亿元的增量资金，成为资本市场长期资金的重要来源。

第二，要做大养老金规模，为资本市场提供持续稳定的中长期资金来源。从境外市场发展经验看，养老金规模的壮大是推进资本市场机构化和市场投资风格长期价值化的重要力量，也是推进资本市场各类投资主体之间形成相互合作关系的重要基础。美国1974年《雇员退休收入保障法》创建的个人退休账户和联邦税法中的401(K)条款成功经验被多个主要经济体效仿。英国于1999年建立了个人储蓄账户，每年最多可投资2万英镑，投资收益免除利息税和资本利得税，同时2012年第二支柱的雇主养老金自动加入计划开始实施，DC计划逐渐取代DB计划。日本也于2001年开始实施DC计划后第二支柱大幅增长。借助养老金这一重要主体，一方面将个人的资金聚集起来，引导居民资产配置从传统储蓄向养老、保险等金融资产转化，另一方面将聚集的资金以委托管理的形式委托给专业投资机构进行管理。正是基于养老金的委托管理需求，资本市场培育发展了一大批专业投资机构，各类机构各司所长最终形成了相互合作的生态。

第三，要持续吸引外资，疏通境外中长期资金的来源。与其他市场不同，资本市场天然就是全球化的市场，提升对全球资本的配置能力也是我国推进资本市场投资端改革的重要目的之一。近年来，我国资本市场持续推进双向开放步伐，在吸引外资、做大外资投资规模上取得了一系列成绩，“十四五”时期随着资本市场制度型开放的进一步推进，预期外资将保持持续流入态势。

(二)构建投资主体之间相互约束的平衡机制

境外成熟市场借助专业委托管理形成了“居民资金-养老金-投资顾问-资管机构-资产”的投资业务链，推动市场形成了买方机构对卖方机构的相互制约机制。这其中投资顾问机制发挥了重要作用(中国证券业协会，2020)^[7]，美国借助完善的投资顾问制度提升投资咨询及投资管理机构的专业水平，借助对投资管理类买方机构的严监管来提高行业准入门槛和机构规范化、专业化经营水平，借助买方机构的专业能力和市场筛选来推进卖

表2 居民储蓄中分期限的储蓄规模

	活期存款(亿元)			定期存款及其他存款(亿元)		
	规模	其中: <3m	其中: 3m~1y	规模	其中: 1~5y	其中: >5y
2015	206146	156274	49873	345783	342996	2786
2016	236657	182887	53770	369866	367971	1895
2017	252608	200325	52283	399376	396928	2448
2018	271500	208974	62526	452939	447323	5615
2019	298739	237437	61303	522557	519765	2792
2020H	331325	258530	72795	603057	601932	1126

数据来源:根据央行居民储蓄数据、上市公司存款结构测算。

方服务机构的优胜劣汰，进而形成买方机构与卖方机构相互制衡的行业生态。从集聚中长期投资者看，投资顾问是推进养老金和市场机构化的关键举措。从海外实践看，投资顾问在美国养老金第二、第三支柱的发展中扮演了重要的专业角色，超过90%的家庭通过投资顾问进行个人养老金资产的配置。截至2020年4月美国在SEC注册的投资顾问达到13494家，管理资产规模达到97.2万亿美元。

当前我国要化投资主体间的角力为合力，推动形成我国健康的投资生态。这一方面要加快推进各类投资主体厘清业务边界，针对同类型的业务加强监管，另一方面要加快完善国内的投资顾问制度，借助完善的投资顾问机制引导我国居民储蓄向投资转变，推动资本市场投资主体间形成相互制约，以自律监管为主的良性生态。

一是厘清各类投资机构之间的业务边界，推进同类资管业务和资管产品的统一监管。2018年“资管新规”出台至今已三年，过渡期已满，于2022年正式实施。统一监管的原则已被市场接受，监管部门间的协调也大有增强，但当前各类投资机构之间的业务边界仍存在一些模糊地带。比如公募基金和私募基金之间就存在相互交叉的区域，我国公募基金与私募基金的发展历程与境外市场“先管小部分人的钱——再管社会公众的钱”的发展历程差异较大。在“资管新规”的基础上，接下来需要加速同类资管业务和资管产品的统一监管。一方面，应落实2020年新《证券法》，依法认定各类资产管理产品的证券性质，将其发行和交易纳入《证券法》调整范围，同时扩大现行《证券投资基金法》的适用范围；另一方面，不同的监管部门之间加强监管协同，减少机构监管的差异，最大程度减少同类资管产品在不同部门监管下面临的监管标准的差异。

二是加快发展和完善投资顾问制度。近年来，我国以公募基金投资顾问试点为基础，推进发展投资顾问制度。整体来看，我国投资顾问业务的发展还面临相关法律制度不健全、业务模式单一、投资者保护相对不足以及专业投顾人才队伍欠缺等问题和挑战。要加快完善投资顾问制度，逐步扩充投资顾问业务覆盖的资产种类和客户类型，对不同类型的投资顾问机构实行分类监管，加强培育专业的投资顾问人才队伍，制定行业最佳实践标准，引导投顾机构规范化发展，适时推进相关法律条例的修订，放开全权委托的投资顾问模式，借助投资顾问团队的专业化来推进各类投资机构的专业化投资，形成各类投资机构各司所长、相互合作和相互制约的投资生态。

三是不断加强投资者保护，通过买方的维权力量来促进卖方勤勉尽责。在金融产业链上西方各类买方主体与卖方主体间在形成委托代理关系的同时也形成了相互约束机制，最终保护了个人投资者的利益。我国当前买方主体力量偏弱，高度依赖对卖方主体的行政监管，自律监管和法律监管体系相对不足。建议进一步研究、探索中国特色的代表人诉讼等投资者维权、救济模式。2020年《证券法》在投资者保护方面取得了一定突破，如引入代表人诉讼制度，这是壮大投资者、对买方形成约束的重要途径，当前仍有待进一步推进与落地。建议借助对市场主体力量的培育来形成买方机构与卖方机构之间相互制约的市场约束机制，充分发挥各类行业协会的作用，逐步完善市场自律监管体系，推动资本市场的监管体系从行政监管为主、法律与自律监管为辅向法律监管为主、行政监管与自律监管为辅的形式转变。 ■

[此文由中国证券业协会2021年度优秀课题“资本市场投资端改革研究”(2021SACKT031)改编]

参考文献：

- [1] 龚芳, 袁宇泽. 迎接机构化、权益化、资本化大时代[R]. 上海: 上海中银万国证券研究所, 2021.
- [2] 杨成长. 在新发展阶段对资本市场发展新理念的几点思考[J]. 清华金融评论, 2021, (5): 77-80.
- [3] 孙可悦. 我国纯股票型开放式公募基金羊群行为实证研究[J]. 华北金融, 2021, (7): 71-81+94.
- [4] 赵晓萌. 养老金降费背景下我国养老金缺口测算及应对策略研究[D]. 济南: 山东大学, 2021.

- [5] 姜永飞. 保险资金支持实体经济发展研究[J]. 现代金融导刊, 2021, (8): 28-32.
- [6] 蒋健蓉, 袁宇泽. 新时代中国资本市场高水平对外开放问题研究[R]. 上海: 上海中银万国证券研究所, 2021.
- [7] 美国、中国香港证券投资咨询业务发展现状及经验借鉴[C]// 中国证券业协会. 创新与发展: 中国证券业2019年论文集. 北京: 中国证券业协会, 2020: 18.

(责任编辑: 胡耀亭)