

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：李义举 中国银行研究院
电话：010 - 6659 4026

签发人：陈卫东
审稿人：周景彤 李佩珈
联系人：叶银丹
电话：010 - 6659 6874

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

客观看待我国股市投资者结构

存在的问题*

长期以来，我国机构投资者持股占比较低一致被认为是资本市场发展质量不高的主要原因。近年来，我国股票市场投资者结构有所优化，呈现出个人占比下降，外资占比上升的新趋势。但机构投资者占比较低，一般法人占比较高仍是我国股票市场投资者结构的主要特点。由于我国机构投资者存在“抱团”投资等非理性行为，已成为近期影响市场波动的重要因素。机构投资者占比较低也会带来股价定价不合理、参与公司治理的程度低等负面影响。此外，包括大股东、创始人、高管在内产业资本持股占比较高放大了减持行为对市场的负面影响。未来应从制度建设出发，加大对扰乱市场行为的惩罚，不断培育实力雄厚的机构投资者，推动长期资金进入股市。同时，应不断完善减持制度，审慎推进金融开放，加快注册制改革。在此基础上，逐步形成适合我国股票市场发展的投资者结构，促进资本市场的高质量发展。

客观看待我国股市投资者结构存在的问题

长期以来，我国机构投资者持股占比较低一致被认为是资本市场发展质量不高的主要原因。近年来，我国股票市场投资者结构有所优化，呈现出个人占比下降，外资占比上升的新趋势。但机构投资者占比较低，一般法人占比较高仍是我国股票市场投资者结构的主要特点。由于我国机构投资者存在“抱团”投资等非理性行为，已成为近期影响市场波动的重要因素。机构投资者占比较低也会带来股价定价不合理、参与公司治理的程度低等负面影响。此外，包括大股东、创始人、高管在内产业资本持股占比较高放大了减持行为对市场的负面影响。未来应从制度建设出发，加大对扰乱市场行为的惩罚，不断培育实力雄厚的机构投资者，推动长期资金进入股市。同时，应不断完善减持制度，审慎推进金融开放，加快注册制改革。在此基础上，逐步形成适合我国股票市场发展的投资者结构，促进资本市场的高质量发展。

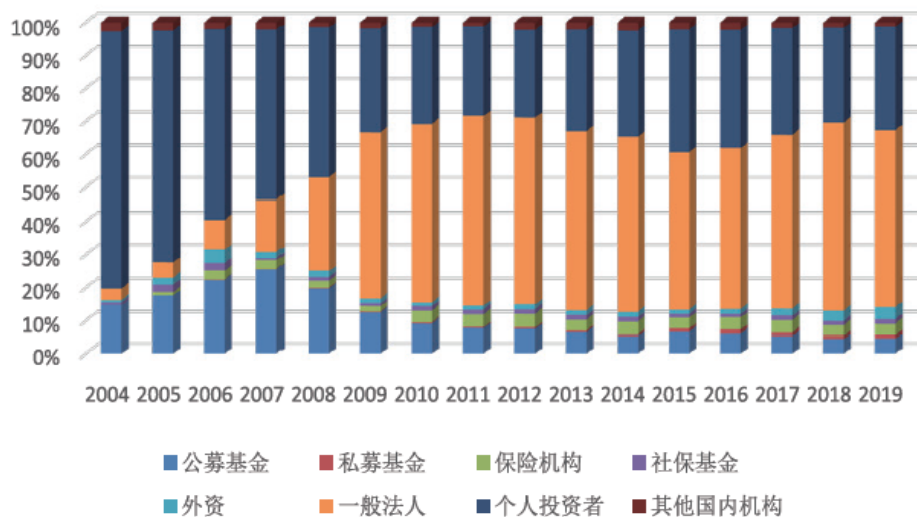
一、我国股票市场投资者结构有所优化

受股权分置改革、机构自身发展不足等因素的影响，我国股票市场投资者结构一直呈现出“机构低、一般法人高”的特征。

第一，机构持股市值占比低位徘徊。近年来，我国股市投资者结构中机构投资者占比处于较低水平。截至 2019 年末，我国境内机构投资者¹持有 A 股流通市值占比仅为 11.6%，与 2007 年的高点相比下降了 14.4 个百分点（图 1）。其中，专业机构最大主体公募基金持有市值占比为 4.3%，与 2007 年相比大幅下降了 21.7 个百分点；规模仅次于公募基金的保险公司持有市值占比为 3.5%，近年来一直保持稳定；私募基金、社保基金分别占比为 1.4%和 1.3%，规模占比长期处于 1%附近，其他机构整体持股占比在 2%以内。国际对比来看，我国机构投资者持股市值占比处于低位。2019 年，美国的机构投资者持股市值占比为 43%，德国为 19%、日本为 29%，均高于我国机构投资者的占比（图 2）。

图 1：流通口径下 A 股投资者持股市值占比情况

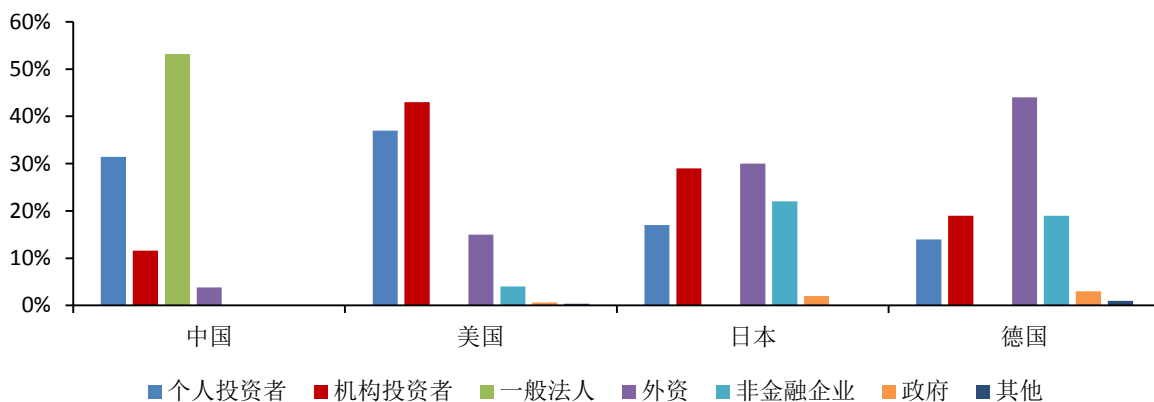
¹ 境内机构投资者主要包括公募基金、保险公司、私募基金、社保基金、信托机构、证券公司、期货及财务公司。



资料来源：Wind，中山证券，中国银行研究院

第二，一般法人持股市值占比较高。2005 年股权分置改革之后，一般法人²持股占比快速上升，已成为我国股票市场持股市值最大的主体。截至 2019 年末，我国一般法人持股市值占比为 53.2%，与 2004 年的低点相比增加了 49.2 个百分点（图 1）。其中，2009 年一般法人持股市值占比已达到 50%，此后一直是股票市场最大持股主体。

图 2：股市投资者结构国际对比（2019 年）



资料来源：美联储，德国央行，东京证券交易所

第三，个人投资者持股市值占比有所下降。我国的个人投资者占比处于下降态势。2019 年，在流通股口径下，我国个人投资者持股市值占比为 31.4%，与 2004 年的高点相比下降了 46.6 个百分点（图 1）。其中，2004—2011 年，个人投资者持股市值占比由 78%下降至 27%，下降幅度较大。2017 年之后则维持在 30%左右。国际对比来看，我

² 一般法人的结构较为模糊，较多的研究成果认为一般法人主要是指具有产业资本属性的国有股、法人股及非金融类上市公司，这与各国统计口径不一致及我国企业所有制结构有关。

国个人投资者持股市值占虽大于德国（占比 14%）和日本（17%），但已小于美国（占比 37%），市场成熟度逐步提升（图 2）。

第四，外资加速进场。2016 年以来，我国不断加快了金融开放的步伐，包括完善跨境资本流动宏观审慎管理、取消外汇汇出比例限制等管理制度，2019 年更是取消了 QFII 的投资限额，外资加速进入我国资本市场。截至 2019 年末，外资持股市值占比为 3.8%，与 2016 年相比增加了 2.8 个百分点。国际对比来看，我国外资持股市值占比低于发达国家水平（美国 15%、德国 44%、日本 30%，图 2）。

二、形成我国股市投资者结构的主要原因

第一，机构自身发展不足及 IPO 制度导致机构投资者占比较低。近年来，我国机构投资者获得了很大发展，规模不断提升，初步形成了以证券投资基金为主体的机构投资者队伍。截至 2020 年末，公募基金管理总规模超过 18 万亿，近 3 年复合增长率达到 19.3%。但机构投资者发展模式较为单一，产品创新依然不足，尤其是权益类基金规模仍需提升，截至 2020 年末，我国公募基金数量为 7913 只，同比增长 20.9%，虽然处于快速增长态势，但各类 ETF、公募 FOF、公募 REITs、ESG 主题基金等产品处于发展初期，未能对经济新业态的发展提供更大的支持。此外，IPO 核准制下，新股发行实际审核时间较长，导致证券市场的新股供给小于市场需求，加上新股发行价格受到窗口指导的限定，申购新股可得到较高收益，申购者不断增多，户均持股比例下降，并通过网上网下回拨机制降低了机构投资者配售新股的比例。

第二，股权分置改革背景下一般法人投资者占比较高。2005 年以来，随着股权分置改革的推进，非流通股和流通股的流通制度差异逐渐消除，也带来了大量限售股解禁。因此，流通口径下，一般法人持股比例开始快速上升，由于限售股解禁的时间一般为 3—5 年，2009 年之后占比数据基本稳定，占全部的流通市值一半左右。一般法人持有的股权中有大量的国有控股。截至 2021 年 1 月，国有控股上市公司市值为 20.3 万亿元，占股票总市值的 80%以上。

第三，金融开放程度不断提升导致外资持股占比有所增加。近年来，我国金融开放已由管道式开放逐步转向标准式、范围式开放。多项金融开放措施落地实施，不仅取消了 QFII 和 RQFII 投资限额，还扩大了外资金融机构经营范围、放宽了经营年限、取消了持股比例限制等。在此基础上，外资持续增持我国金融金融资产，导致外资持

股占比也有所增加。截至 2020 年末，境外机构和个人持有境内股票金额达到 3.41 万亿元，近 7 年复合增长率达到 38.7%。

三、关注我国投资者结构存在的问题

(一) 关注机构投资者行为的重要性高于机构投资者占比

近年来，我国部分机构投资者存在“抱团”投资等短期非理性行为，成为加剧市场波动性的重要因素。因此，改善投资者行为，提高投资者结构质量的重要性高于机构投资者占比的绝对数量。

具体来看，由于市场优质标的较少，基金公司收入与产品表现关联度较低³等原因，众多机构投资者存在非理性的交易行为，导致市场风险偏好趋同，跟风买入优质股票。资本市场中出现“抱团股”非理性上涨的现象，易带来资产泡沫。部分机构的抱团行为通过对不同行业股票的炒作，先“拔估值”后“杀估值”⁴，给市场带来了较大的扰动。以“抱团股”中的代表白酒股为例，截至 2020 年末，被 1361 家基金持股的贵州茅台连续 6 个季度成为公募基金第一大重仓股。2020 年四季度，贵州茅台涨幅达到 19.75%，2021 年 2 月 10 日，股价更是达到 2601 元的高位，随后股价开始迅速下跌，截至 2021 年 3 月 24 日，贵州茅台报收于 1989 元，跌幅达到 23.53%（表 1）。此外，近期市场上还出现了投资者追星式炒基金的现象，部分基金经理成为网红，这进一步加剧了机构抱团行为。

表 1:2020 年 4 季度公募基金重仓股前 20 名

排序	股票简称	基金持仓占流通股比例 (%)	2020 年 4 季度涨幅 (%)	2021 年以来涨幅 (%)
1	贵州茅台	4.98	19.75	-1.30
2	五粮液	8.85	32.06	-14.12
3	美的集团	8.2	35.59	-18.51
4	宁德时代	12.25	67.83	-27.85
5	中国中免	8.97	26.69	2.31
6	中国平安	2.9	14.06	-7.02
7	泸州老窖	13.76	57.55	-12.52
8	隆基股份	13.07	23.24	-23.08

³ 基金公司的收入主要与产品管理规模呈正相关关系，与业绩表现关系较小。

⁴ 即部分机构过度炒作部分优质企业的基本面，提高其股票溢价水平。随后在高位撤出，放大负面信息影响，压低股价，等待再次进入的机会。

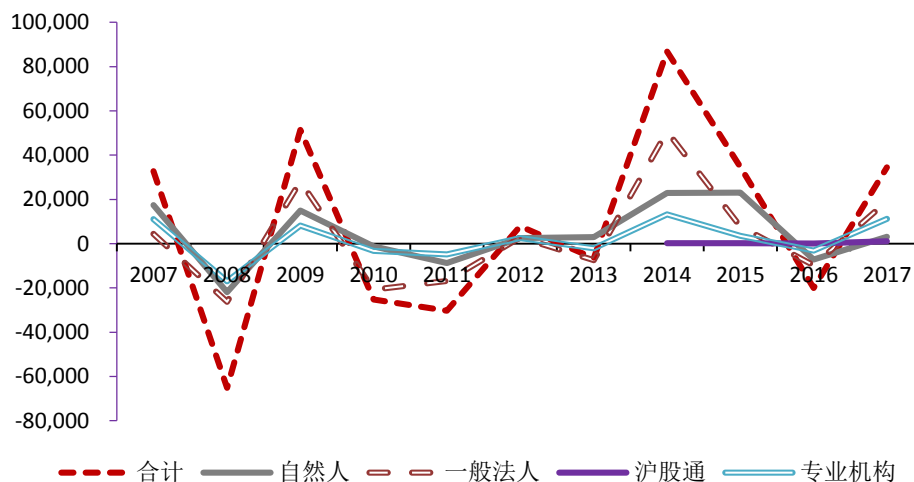
排序	股票简称	基金持仓占流通股比例 (%)	2020 年 4 季度涨幅 (%)	2021 年以来涨幅 (%)
9	迈瑞医疗	19.53	22.41	-11.87
10	立讯精密	10.43	-1.77	-39.17
11	药明康德	14.26	32.73	-5.29
12	海康威视	8.4	27.29	1.18
13	顺丰控股	7.72	8.66	-8.44
14	亿纬钾能	19.14	64.65	-26.03
15	长春高新	17.08	21.45	-11.29
16	三一重工	9.09	40.54	-2.30
17	山西汾酒	8.07	89.36	-14.67
18	恒瑞医药	4.29	24.09	-21.56
19	伊利股份	9.57	15.25	-17.15
20	爱尔眼科	9.13	45.64	-11.48

资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）机构投资者占比较低同样带来一些负面影响

理论上来看，机构投资者具有更强的信息获取与分析能力，机构投资者的长期投资在维持市场稳定、快速形成均衡价格、改善公司治理结构等方面能够起到积极的作用。因此，既要进一步规范机构投资者行为，又要提高机构投资者规模。当前，我国机构投资者占比较低对股市的发展带来了一些负面因素。一是规模较低导致机构投资者难以提高定价效率，股票难以合理定价。由于市场上短期交易行为较多，大股东减持规模较大，再加上房地产市场繁荣的影响，我国股市无法保障充裕的流动性，“赚钱效应”不足。机构投资者规模的不足导致其难以应对这些负面冲击，盈利能力较低。当前，我国专业投资者盈利能力并未显著高于自然人。数据显示，2007-2017 年 11 年间，上证 A 股投资者中专业机构投资者盈利高于个人投资者的年份仅有 5 年，且显著低于一般法人（图 3）。这导致机构投资者难以发挥提高股票定价效率的作用，上市企业股价与其基本面不匹配现象较为普遍。股票定价的不合理导致上市公司估值不准确，上市公司优劣难以准确区分，不利于绩优企业的上市融资。

图 3：上证 A 股投资者盈利净额



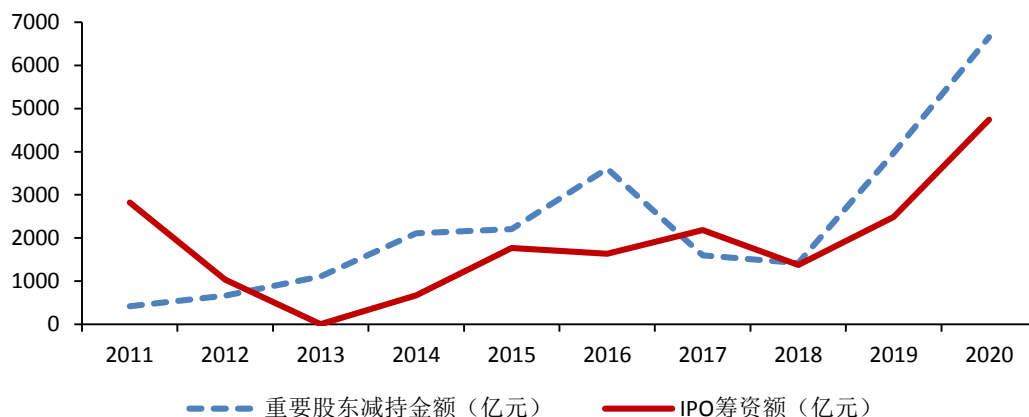
资料来源：Wind，中国银行研究院

二是规模较低导致其参与上市企业公司治理能力不足。理论上，机构投资者持股比例越高，其参与公司治理的程度也越高，这有助于提高公司管理水平，保证资本市场的信息透明度。但由于机构投资者持股规模相比而言有限，难以发挥其在上市企业公司治理中的作用，进而导致一些企业的外部监督不够，侵害中小股东利益的行为屡禁不止。数据显示，2020 年全年，证监会就对 84 件未按规定披露重大信息行为立案调查，部分案件涉及恶性利益输送。

（三）产业资本持股占比较高不利于资本市场平稳发展

部分研究表明，一般法人中包含大股东、创始人、高管在内的产业资本对于股市的影响较为显著。当其对股票市场或上市企业的信心减弱时，减持潮便会出现，对市场形成压制。此外，部分创始人股东处于自身利益的考虑，在市场出现局部高点时，减持行为也容易出现。数据显示，2020 年全年，A 股市场重要股东减持金额达到 6660 亿元，同比增加了高出 IPO 融资规模 51.8%（图 4）。减持潮的出现是导致我国股市无法充分反映经济发展情况，股市投资者盈利不足，牛短熊长的重要原因之一。

图 4：A 股重要股东减持金额与 IPO 筹资额情况（亿元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

四、政策建议

股票市场上并不存在完美的投资者结构比例，改善投资者结构本质上是规范投资者的行为，避免市场出现过度波动的情况，进而影响金融资源的配置。因此，未来需从制度建设出发，“疏”“堵”结合改善投资者行为，一方面规范市场交易行为，不断培育高质量机构投资者。另一方面，不断完善减持制度、注册制以及金融开放制度，保障市场的稳定发展。在此基础上，形成适合我国股票市场发展的投资者结构，促进资本市场高质量发展。

（一）加大对扰乱市场行为的惩罚，降低机构投资者非理性行为

加大对机构投资者违法、违规行为的惩罚力度，能够约束机构投资者的非理性行为，保障市场的平稳运行。未来要加大对机构投资者行为的监管，保护中小投资者的利益。一是增加对机构抱团行为的窗口指导，根据市场变化制定动态的交易限制规则，避免资金过度集中于个别股票，造成市场的剧烈波动。二是强化机构投资者的执业教育，合理设置长期管理业绩的激励手段，促使其保持长期、价值的投资意识。三是规范基金、理财等产品的业绩基准制定，避免设置过低诱导投资者。同时提升产品的信息披露水平，尤其是波动率、风险收益等指标。四是从法律法规层面不断完善机构参与公司治理的行为规范，防范利益冲突。这不仅有利于上市公司的发展，也有利于提升机构投资者的长期投资收益。五是强化中介机构责任，加大对保荐、审计、律所等中介机构信息披露方面违法行为的惩戒力度，降低中介机构与上市公司的合谋行为。

（二）培育高质量机构投资者，推动长期资金进入股市

高质量机构投资者能够向市场提供长期流动性，有助于维持市场稳定。未来在提升机构投资者数量和规模的同时，还要优化机构投资者结构，提升高质量专业机构数量。一是进一步壮大长期机构投资者规模。未来需继续推动养老金、企业年金等长期资金进入资本市场进行资产配置。在风险可控的基础上，适当放松交易限制，以鼓励保险公司、信托公司、证券公司等金融机构利用自有资金进行战略投资。二是增强公募基金等金融产品的吸引力。未来要扩大金融机构理财产品的发行规模与种类，满足不同投资者的偏好；推进理财、基金费率体系改革，推广管理费模式，吸引更多个人投资者通过基金参与到资本市场当中。

（三）不断完善减持制度，避免市场过度波动

合理的减持制度有利于降低股东减持对市场的冲击。未来需完善减持制度，降低“减持潮”对于资本市场的压制。一是面向机构投资者减持。股东面向特定机构投资者减持可以降低对股价的冲击，保护中小投资者的利益。未来应在避免套利行为出现的前提下，鼓励机构投资者积极参与申购减持股票。二是符合条件的上市公司可选择发行优先股进行融资。这不仅能够满足自身融资需求，还能引入更多机构和实力较强的自然人，稀释大股东股权，降低其减持对股价带来的负面影响。三是提高减持规定的法律效力层级，加大违规减持处罚力度。目前我国涉及大股东减持股份的相关规定大部分都属于证监会、证交所的规范性文件和行业指南，法律位阶较低。建议在《公司法》、《证券法》中细化规范大股东减持的相关内容，对于未按规定披露减持信息或发布带有欺骗性和误导性经营信息的公司零容忍，将这些违规者纳入国家征信体系黑名单，加大声誉处罚。

（四）审慎推进金融开放，吸引境外投资者进入

外资投资者可以提升我国资本市场的信息扩散效率，对于增加交易量、降低波动性和提高公司治理水平都有帮助。与此同时，金融开放在引入外资的同时也会带来资本集中流出的风险。因此，未来要审慎推进资本市场开放，注重提升开放的质量而非数量。一是规范红筹股企业境内上市管理，在加强监测的基础上适当放宽其募集资金购汇汇出限制，以提升交易便利性，营造良好的投资环境。二是在保证政策制定和实施的稳定性基础之上，重点监测机构及上市企业的跨境资本交易行为，加强真实性审查，保证交易的合规性，避免对市场带来负面冲击。

（五）加快注册制改革，为市场提供更多优质资产

注册制改革可以改善上市资源稀缺的问题，形成合理的新股发行价格，解决供需失衡下的打新赚钱效应，通过增加户均持股比例来保障机构投资者的持股。**一是**全面推进注册制改革。当前我国实行注册制的只有科创板和创业板，未来需总结经验，合理设置上市的规则，推动主板和中小板的注册制改革。**二是**保障审核质量，为投资者提供更多优质资产。注册制并非意味着审核要求的放松。要在注册环节加强对交易所审核质量、上市公司发行条件、信息披露等重要信息进行监督，充分保护投资者的利益。