



粤开证券专题研究

机构投资者大时代

2020 年 01 月 10 日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@y kzq.com

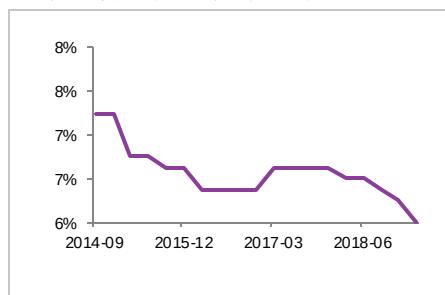
分析师：钟林楠

执业编号：S0300519110001

电话：010-66235779

邮箱：zhonglinnan@y kzq.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《一文看懂现金管理类理财监管》

2019-12-27

《债券研究分析框架》2019-12-28

《评存量贷款定价基准转换为 LPR：短期影响有限，利在长远》2019-12-28

《从历次牛熊转换看债市风险》

2019-12-30

《当降准靴子落地》2020-01-01

◇ 机构投资者大时代

随着资本市场的不断发展以及对外开放程度的不断深化，机构投资者替代散户，在资本市场中扮演越来越重要的角色将成为趋势，机构投资者的大时代即将到来。

一方面，中国经济转轨，科技创新与债务去化需要靠成熟发达的资本市场支持，政策上资本市场在未来具有较大的红利，随着资本市场的制度建设逐渐完善，投资者将拥有更好的投资环境与投资标的。

另一方面，中国资本市场依旧具有很多投资机会等待发掘，2019 年 12 月 A 股平均市盈率仅为 14.28，B 股平均市盈率仅为 9.03，同期美国纳斯达克平均市盈率达到 34.1，道琼斯平均市盈率也达到了 22.04，美国股市的市盈率明显高于中国股市，这在一定程度上反映出中国资本市场未来仍有较大的投资价值。

因此，未来投资资本市场是一个相对来说比较好的选择。而随着资金转向资本市场，具有专业知识背景与投资经验的机构投资者的重要性也将逐渐显现。

◇ 风险提示：房地产市场超预期好转，新兴行业发展不及预期



目 录

一、资金流向的变迁.....	3
（一）从实业到房子.....	3
（二）从房子到资本市场.....	4
二、逐渐取代散户的机构投资者.....	5
（一）愈发艰难的散户.....	5
（二）机构投资者重要性凸显.....	7
三、对机构投资者的几点建议.....	9

图表目录

图表 1： 下滑的实体资产回报率.....	3
图表 2： 2018 年末各城市租售比与租金回报率.....	4
图表 3： A 股投资者结构组成.....	6
图表 4： 各类投资者的交易行为.....	6
图表 5： 机构投资者持股市值在 2015 年后大幅提高.....	6
图表 6： 2005-2007 的存款搬家.....	7
图表 7： 2019 年传统行业的指数回报率位居末尾，但电子等行业涨幅靠前.....	9
图表 8： 券商头部化的迹象越来越明显.....	9



随着资本市场的不断发展以及对外开放程度的不断深化，机构投资者替代散户，在资本市场中扮演越来越重要的角色将成为趋势，机构投资者的大时代即将到来。

一、资金流向的变迁

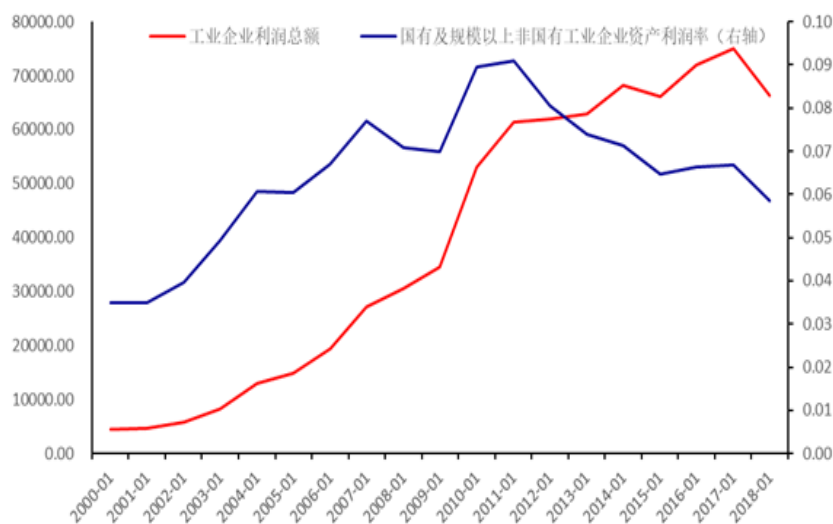
“水往低处流，钱往高处走”。资本的逐利性决定了资本必然会从低收益率的领域流向高收益率的领域，在该原则下，中国社会的资金整体流向经历了从实体企业到房地产再到资本市场的过程。

（一）从实业到房子

改革开放后到 2008 年金融危机爆发前，全球化与人口红利等因素共同推动了中国经济的高速发展。彼时，中国对内进行市场化体制改革，对外扩大开放，极大程度上激发了市场投资热情，同时大量农村人口涌入城市，为工业企业的发展提供了充足的廉价劳动力，叠加政府的支持以及较为低廉的投资成本，这些都为投资实体企业创造极其良好的发展条件。这一时期实体经济的投资回报率不断上升。以工业企业为例，2000-2007 年，工业企业营业利润从 3929 亿元上涨至 28170 亿，资产的投资回报率从 3.48% 上升到 7.69%，做实业有很好的发展前景，创业的人很多，大家都愿意把资金投入实体企业，以谋求长期的投资回报。

但随着次贷危机的爆发，中国经济受到严重的影响，政府采用的高强度刺激计划，虽然带来了 2010-2011 年实体投资回报率的进一步冲高，但随后产能过剩、需求下滑、企业部门债务规模膨胀等问题开始显现，做实业投资的难度加大，投资回报率开始见顶，并出现趋势性的下跌。

图表1：下滑的实体资产回报率



资料来源：粤开证券，wind

最近几年，实业投资获利的难度更是进一步提升。刘易斯拐点的到来，让劳动力成本进一步升高；房价和地价的上涨，让厂房租金对收入利润的侵蚀越来越严重；金融机构对民营企业的不平等待遇与一刀切现象越来越明显，融资难融资贵、债务压力重等问题成为大部分民营企业家的痛处；政策的不确定性与变化让营商环境与收入前景也越来越难判断。



在实体经济发展愈发艰难的背景下，地方政府开始转向通过基建等拉动经济。但是基建本身难以创造收益，这时候土地财政便开始大行其道。地方政府先将土地出让给开发商，开发商则以土地为抵押品从银行获取贷款并支付购地款，政府获取了充足的资金开展基建，基建的完善又为房价的上涨提供了支撑，而房地产企业则通过建房出售又回笼了资金。除了这一方式之外，地方政府也可以通过组建城投公司，并通过资产划转等方式将土地划转到城投公司名下，再由城投公司借用土地向银行等社会机构融资，在获得融资后城投公司再进行相关基础设施建设，从而带动周边土地升值，为下一轮融资打下基础。

土地财政的维系需要大量的购房者，而当时中国则刚好能够满足这一条件。一是受传统观念的影响，房子成为中国人传统顾家思维下最好的承载物；二是曾经的婴儿潮与人口红利的尾巴，配合着加速推进的城镇化，使得城市中出现了大量的无房者，这两点给房地产市场带来了大量的刚性需求。

地方政府需要房地产行业来拉动经济而市场对购房也有着刚性需求，这使得房地产行业在当时获得了很好的发展，房价也处于上行通道。

所以 2008 年之后，房地产调控的政策虽然存在有过几次调整，使得房价有所波动，但上涨的趋势一直没有改变，全国房屋平均销售价格从 2008 年的 3576 元/平方米上涨到了 2018 年的 8544 元/平方米，每平方上涨了 4968 元，涨幅达到了 138.93%。

这种坚实的基础盘与极高的赚钱效应，又吸引了大量闲置的资金进入，并进一步强化了房价上涨的预期，于是形成了：房价上涨—资金流入房地产市场—推动房价上涨—房价上涨预期强化这样一个闭环，这使得房子的投资属性变得越来越明显。

（二）从房子到资本市场

但正如树不能长到天上去，房价也不能无限制的上涨。涨的多了，开始脱离住宅的基本属性与基本需求，政府会介入，房价的涨幅自身也会放缓，此前闲置的社会资金便需要再度寻找赚钱的资产，而资本市场或许就是下一个蓝海。

从 2017 年“房住不炒”的基调原则出现后，我们已经看到房价涨幅开始变缓，不少一二线城市的房价甚至出现了较大的跌幅，投资者现在越来越难从房屋买卖价差上获取高额的收益，投资房地产要开始更多依赖于租金收入。

但是在前几年高歌猛进的房价使得房租收入对于购房成本而言是九牛一毛。现在，一线城市租售比大约为 1: 64，这意味着仅仅通过租金需要 53 年才能收回购房成本，租金回报率仅为 1.89%，二线城市的租售比为 1: 58，租金回报率不过 2.3%，而目前中长期的贷款利率在 4.75% 以上，这使得在房价涨幅趋缓的大背景下，投资房地产对投资者的吸引力下降，越来越多的高净值客户、企业家开始关注资本市场的发展。

图表2： 2018 年末各城市租售比与租金回报率



城市	租金回报率 (%)	租售比	城市	租金回报率 (%)	租售比
大阪	7.28	164.83	多伦多	4.41	272.11
名古屋	7.20	166.67	西雅图	4.22	284.36
曼彻斯特	5.66	207.97	旧金山	3.91	306.91
布里斯托	5.72	209.79	悉尼	3.71	323.45
墨尔本	5.66	212.01	伦敦	3.45	347.82
曼谷	4.53	264.90	柏林	3.40	352.94
巴黎	2.66	451.12	新加坡	2.55	472.44
北京	1.58	759.49	广州	1.72	697.67
上海	1.49	805.36	深圳	1.42	845.07

资料来源：粤开证券，《我国住房价格租售比失衡原因分析》

一方面，中国经济转轨，科技创新与债务去化需要依靠成熟发达的资本市场支持，政策上资本市场在未来具有较大的红利，随着资本市场的制度建设逐渐完善，投资者将拥有更好的投资环境与投资标的。

另一方面，中国资本市场依旧具有很多投资机会等待发掘。2019 年 12 月 A 股平均市盈率仅为 14.28，B 股平均市盈率仅为 9.03，同期美国纳斯达克平均市盈率达到 34.1，道琼斯平均市盈率也达到了 22.04，美国股市的市盈率明显高于中国股市，这在一定程度上反映出中国资本市场未来仍有较大的投资价值。

因此，未来投资资本市场是一个相对来说比较好的选择。而随着资金转向资本市场，具有专业知识背景与投资经验的机构投资者的重要性也将逐渐显现。

二、逐渐取代散户的机构投资者

资本市场虽有不菲的投资价值，但风险与收益相伴，较高的波动性与风险使散户很难持续从股市获利，加上机构投资者投资经验越发丰富，投资能力不断增强，股市对散户越发不友好，散户逐渐退出股市，专业的机构投资者在股市中则扮演着越来越重要的作用。

（一）愈发艰难的散户

中国资本市场上的投资者类型大致上可以分为四类：一是一般法人如非金融类上市公司；二是专业机构投资者如公募基金、券商等；三是自然人投资者，即除了一般法人和专业机构投资者之外的境内投资者，以个人投资者（散户）为主；四是境外投资者。

其中，散户的持股市值占比为 19.62%，仅次于一般法人，是资本市场的主要参与者。2018 年末，其持股账户数达到了 3851 万户，占总持股账户数的 99.78%。

同时，散户也是市场交易行为的主要发起者，交易换手十分频繁。2017 年，其交易占比达到了 82.01%，而这一时期机构投资者的交易占比仅为 14.76%。

但高频率的交易换手行为并没有给散户带来更高的收益，很多交易者缺乏专业的知识储备，投机心理较强，往往容易成为“韭菜”。

据统计，2017 年自然人投资者盈利金额仅为 3108 亿元，而机构投资者的盈利金额达到了 11156 亿元，是自然人投资者的 3.59 倍。同年自然人投资者和专业机构投资者的持股市值分别为 21.17% 与 16.13%。专业机构投资者以更少的持股金额，更少的交易次



数获得了远超自然人投资者的收益。

图表3： A股投资者结构组成

	持股市值 (亿)	占比 (%)	持股账户数 (万户)	占比 (%)
自然人投资者	45506	19.62	3851.49	99.78
其中：10万元以下	2903	1.25	2246.82	58.21
10-50万	8113	3.5	1108.34	28.71
50-100万	5105	2.2	254.92	6.6
100-300万	7563	3.26	172.85	4.48
300-1000万	6446	2.78	52.27	1.35
1000万以上	15376	6.63	16.29	0.42
一般法人	149744	64.55	3.78	0.1
沪股通	4437	1.91	0	0
专业机构	32279	13.92	4.54	0.12
其中：投资基金	8112	3.5	0.3	0.01

资料来源：粤开证券，上海证券交易所年鉴

图表4： 各类投资者的交易行为

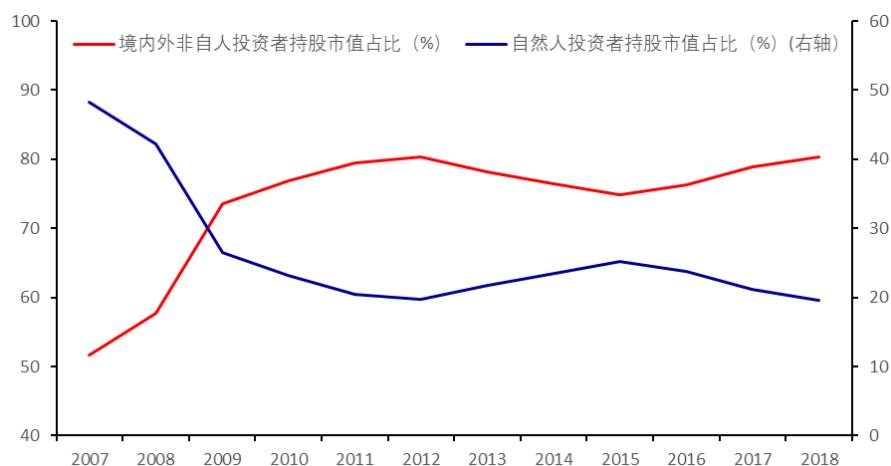
	2017			2016		
	买卖净额 (亿元)	交易占比 (%)	盈利金额 (亿元)	买卖净额 (亿元)	交易占比 (%)	盈利金额 (亿元)
自然人投资者	-318.69	82.01	3108	-1896.27	85.62	-7090
一般法人	1785.48	1.92	19237	209.86	1.41	-9820
沪股通	629.73	1.3	1034	455.11	0.75	33
专业机构	-2096.53	14.76	11156	1231.29	12.21	-3171
其中：投资基金	139.57	4.15		489.86	3.52	
投资者分类	2015			2014		
	买卖净额 (亿元)	交易占比 (%)	盈利金额 (亿元)	买卖净额 (亿元)	交易占比 (%)	盈利金额 (亿元)
自然人投资者	-3423.58	86.91	23110.66	2590	85.19	22883
一般法人	11774.19	2.06	7803.44	-1306	2.98	50630
沪股通	185.28	0.56	226.19	686	0.22	179
专业机构	-8535.9	10.47	3480.59	-1969	11.6	13172
其中：投资基金	-2782.99	2.32		-375	3.99	

资料来源：粤开证券，上海证券交易所年鉴

近几年，由于市场并未出现“大牛市”，散户的处境变得比较困难，赚钱难度进一步提升，资本市场表现出了明显的“去散户化”趋势。散户持股市值占比从2007年的48.29%一路下降到了2018年19.62%，交易占比从2014年的86.91%下降到2017年的82.01%。

机构投资者则在股市中却扮演着越来越重要的角色。机构投资者的持股账户数从2008年的2.14万户上涨到2018年的4.54万户，占比从0.07%上升到0.12%。境内外非自然人投资者的持股占比从2007年的51.71%上升到80.38%。

图表5： 机构投资者持股市值在2015年后进一步提高



资料来源：粤开证券，Wind

（二）机构投资者重要性凸显

困境方显英雄本色。大牛市行情下，无论是机构投资者还是散户都能从中获利，而在非大牛市行情下，机构投资者的专业性才能够更好的凸显出来。

我们预计未来的几年股市仍将具有较强的赚钱效应，但难以出现如同 2005-2007、2014-2015 年这样的大牛市，机构投资者将迎来大展身手的好时代，去散户化的趋势将进一步加重。

1、两轮大牛市从何而来？

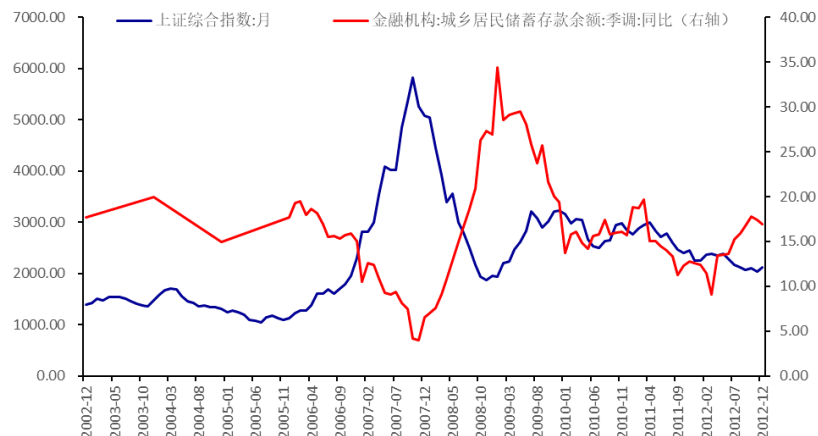
2005-2007 年股市走出一轮波澜壮阔的牛市行情，上证综指从 2005 年的 6 月的 998 点一路上行 2007 年的 6124 点。

这一次牛市由多重因素共同导致：一是居民“存款搬家”，当时我国一直维持较低的利率水平，一年期银行存款利率在 3% 左右，考虑到通胀因素，存款收益对居民没有太多吸引力，加上居民理财意识加强，当股市上涨时，大量居民存款从银行流向股市。

二是宏观经济的快速发展以及上市公司盈利能力增强，当时我国经济正处于快速发展阶段，2005 年以来 GDP 同比涨幅均在 10% 以上，快速发展的经济为实体经济的发展提供了良好的环境，企业的盈利不差，这使得人们对股市行情的信心增强。

三是资本市场制度的完善，当时“股权分置改革”向前推进，相关配套措施也在完善，增强了人们的信心。

图表6： 2005-2007 的存款搬家



资料来源：粤开证券，wind

2014-2015 年股市经历了第二次大牛市，上证综指从 2014 年 3 月的 1974 点一路飙升到 2015 年 6 月的 5178 点。

与此前不同，这是一轮水牛。一方面 2014-2015 年货币政策偏宽松，2015 年上半年央行连续两次降低金融机构存款准备金率、三次下调人民币存贷款基准利率，并通过其他公开市场操作工具向市场注入大量流动性，宽裕的资金面为股市上涨提供了充足的资金支撑；

另一方面融资融券、场外配资等加杠杆手段缺乏有效的监管，投资者加杠杆的手段较多，进一步推升了股市上涨。

仅看融资融券数据，2014 年 12 月 19 日融资融券余额就已经破万亿，同比涨幅达到 196.34%，此后又在 2015 年 5 月 20 日突破了 2 万亿，同比涨幅更是达到了惊人的 406.95%。

随着赚钱效应的逐渐增强，大量散户蜂拥入市，2013 年新开户总数不过 257 万户，但是 2015 年新开户总数达到了 4013 万户，其中有 4007.5 万户是散户，又进一步带动了股市上涨。

2、结构性行情下更考验投资专业性

在这两轮大牛市中，无论是个人投资者还是机构，大部分都获得了不错的收益，但

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_7871

