



邵宇：投资者结构——全球趋势与中国的未来



意见领袖 | 邵宇（东方证券首席经济学家）



证券市场结构的特征与演化总是集中展现了不同历史阶段社会经济发展的基本面貌（巴曙松，1997）。中国证券市场规模增涨快，但市场投资者结构却极不成熟，增长极不平稳，市场波动幅度大。A股市场个人投资者占比高，机构力量薄弱是中国投资者结构的主要特征。

投资者结构是对单个投资者交易行为的宏观加总，广义上，股票市场中存在理性投资者和非理性投资者两大类型（Lux，1995），成熟的市场结构中，非理性投资者的投机与噪声交易行为会受到理性投资者的抗衡（贾文婷，2014），市场定价趋向于内在价值。而中国机构投资者规模占比低，长期资金匮乏，导致其在市场中难以起到主导市场定价的作用。A股自

然常年表现出高波动、高换手的特点，具有明显的羊群效应（Chiang 等，2010），股票市场始终为牛短熊长，投资回报率低的问题困扰。

投资者交易行为是影响市场稳定性的直接因素。个人、机构、非金融企业、政府等不同类型的投资者构成了股票市场的微观主体，直接作用于股票的定价逻辑。不同类型的投资者交易特征各不相同，受到投资技能、专业能力的制约，个人投资者的投资分散性更低，在投资中的投机属性更强（Barber 和 Odean，2000）。中国的个人投资者对市值小、盈利差的股票有明显偏好，而机构投资者、北上资金、QFII 等国际投资者在投资选择上更倾向于市值规模大、市盈率低的蓝筹股（钱军，2020）。如图表 1 的上交所投资者交易与持仓结构所示，机构投资者的交易占比仅为 17%，全体个人投资者交易量占比达到 83%，个人投资者的交易偏好显露无疑。个人投资者往往高估自己发现和解读股市新消息的能力，机构投资者的认知和行为在时间序列上更具有一致性。机构投资者的信息使用效率更高，相对于散户，机构投资对基本面更加敏感。与国外的机构投资者类似，国内的基金、资管、银行等机构投资者一般也更偏爱业绩好、经营稳健的公司（肖星和王琨，2005）。

图表 1：上交所投资者交易与持仓结构——个人投资者贡献了 83% 的交易占比

	个人投资者 (<10万元)	个人投资者 (10-50万元)	个人投资者 (50-300万元)	个人投资者 (300-1000万元)	个人投资者 (>1000万元)	机构投资者
活跃账户数量(户)	31409950	15287005	5626800	734705	235400	89547
个人投资者_ 活跃账户数量占比(%)	58.72%	28.57%	10.89%	1.37%	0.44%	
交易量(十亿元)	9	35	54	27	37	35
交易量占比(%)	5%	17%	27%	13%	19%	17%
持仓市值(十亿元)	336	951	1566	840	1794	4201
持仓市值占比(%)	1%	4%	6%	3%	7%	17%

证券市场里个人投资者占比较高的另一面是机构投资者力量薄弱，基金、保险、社保、银行等专业机构规模较低。与美国、日本、韩国市场相比，中国保险、银行理财资金等机构资产规模仍然有较大的提高空间，以持股市值规模占 GDP 比重计算，2018 年中国境内公募基金仅为 1.6%，同期美国则为 51.9%，日本为 12.1%，韩国为 10.3%，养老金和保险的持股市值占 GDP 比重则更低。这一方面显示了中国各类金融机构力量较薄弱，另一方面也显示了国内机构投资者仍有广阔的发展空间。

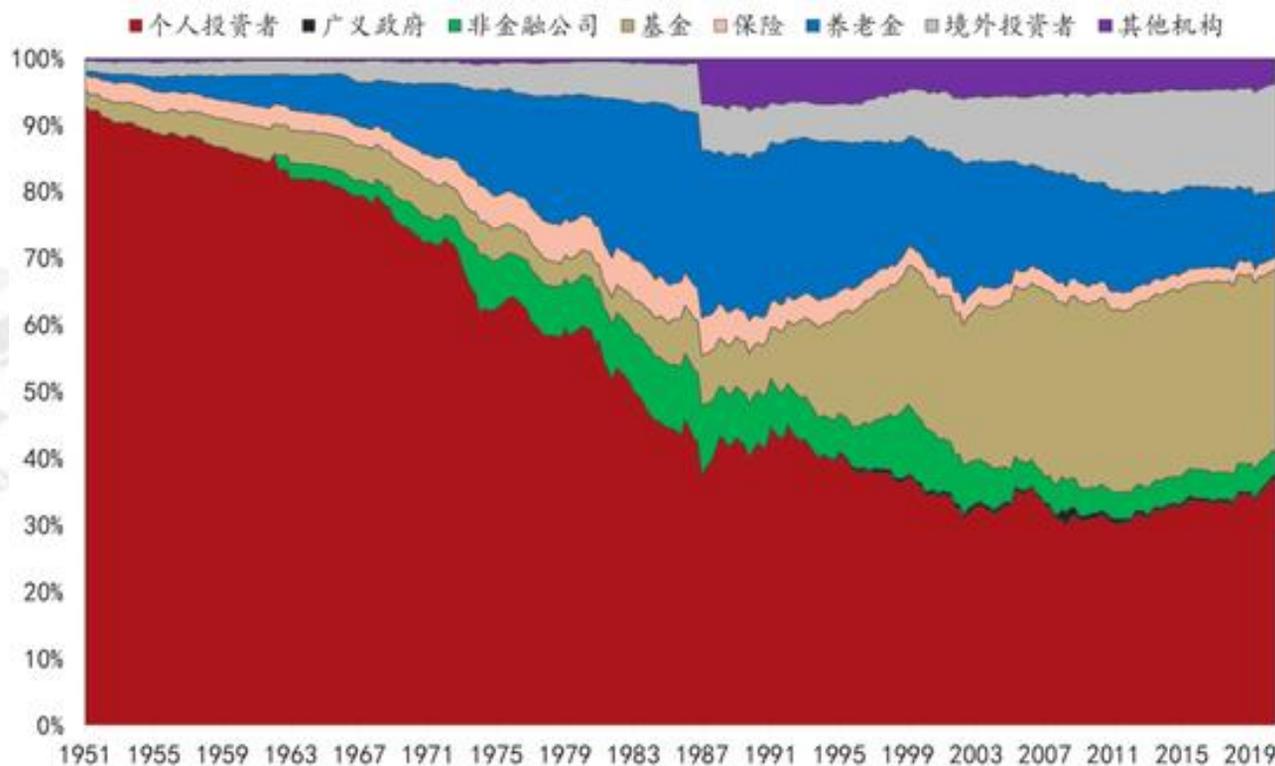
海外股市投资者结构：四项一般经验规律

未来机构投资者的占比能否有效提升，回顾海外市场的特征事实是寻找答案的路径之一。境外成熟股市的投资者结构经历了近百年的发展及沿革，结构更加成熟稳定。回顾发展脉络，境外市场结构逐渐由个人走向机构、由封闭走向开放、由单一走向多元化。通过分析美国、中国香港、中

国台湾、日本及英国五大境外成熟股票市场的投资者结构，我们发现投资者结构的演变存在着四大经验规律。

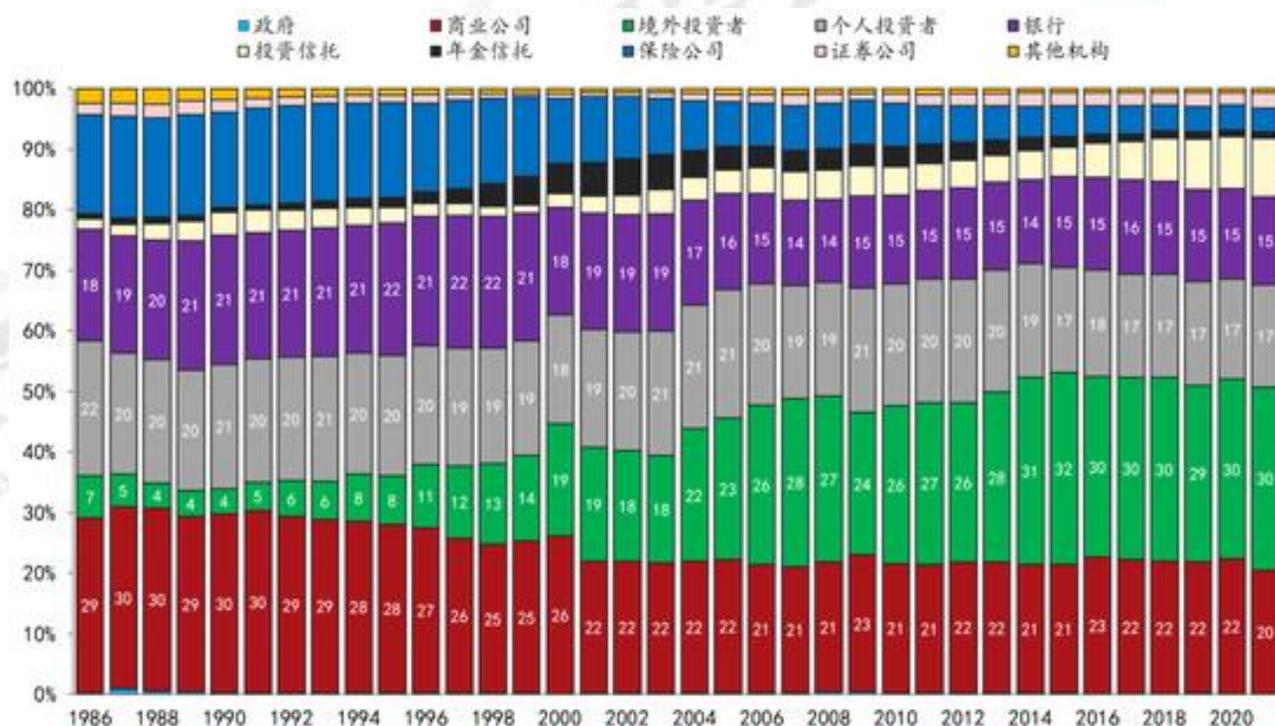
一是机构化、去散户化。半个世纪以来，专业投资机构的持股占比逐渐提高。从 1951 年到 2021 年，美国各类境内机构投资者持股市值占比提升了 37 个百分点，持股市值占比由 5.49% 上升至 42.4%。并且机构投资者的占比结构不断出现新的变化。70 与 80 年代美国养老金持股市值占比提升，1953 年时，养老金持股市值占比仅为 1.26%，到 1985 年，养老金持股市值已经达到 27%；90 年代，美国共同基金的持股占比开始快速增长，1991 年，共同基金持股占比约 7.05%，到 2001 年便增长至 21%。英国市场上，机构投资者持股比重在 1981 年就已取代个人投资者，成为持股市值比重最大的投资者类型，彼时机构投资者占比约 51.1%。在中国香港股市中，2005 年至今，机构投资者的交易占比基本维持在 50% 以上，2019 年，中国香港中机构投资者交易额占比达 53.4%，其中本地机构投资者交易占比 16.8%，外地机构投资者交易占比 36.6%。

图表 2：1951-2021 年美国股票市场投资者持股市值比重



另一方面，境外市场个人投资者占比持续下降。20世纪40年代，美国个人投资者维持在90%以上。在最高峰的1945年，美国个人投资者持股市值占比达到94.85%，其他各大金融类机构投资者占比仅约4.8%，但半个世纪以来，美国散户持股市值比重下降了约六十个百分点。中国台湾股市个人投资者比重从1997年的56.27%下降到2019年的35.55%，二十余年里下降了21个百分点。日本股市中，1986年，个人投资者持股占比为22.3%，截至2021年6月底，日本股市个人投资者持股市值比重为16.8%，下降了约6个百分点。英国股市在1963年时，个人投资者持股市值占比是54%，到2018年底已降至13.5%，在55年的时间里，英国个人投资者持股占比下降了41.5个百分点。

图表3：1986-2021年日本股市投资者持股市值比重



二是市场开放性提高，外资比重提升。1991年，日本股市境外投资者持股比重仅为4.7%，截至2021年6月底，其境外投资者持股比重已达30.2%，是日本股市中持股市值最高的投资者类型，在三十年内提升了25个百分点。这与日本80与90年代股市对外开放加速直接相关。英国股市在80年代后，境外投资者占比开始攀升，2012年后已发展成为英国股市的主导力量，近十年占比始终在50%以上，截至2018年，英国境外投资者持股市值占比为54.9%。中国台湾股市的境外投资者持股比重从1997年的8.73%提高至2019年的27.39%，境外信托基金是持股比重上升最快的一类投资者，这主要得益于中国台湾股市的对外开放与国际化政策。

中国台湾股市投资者结构演变中最突出的经验是成功地通过股市国际化，提高了机构投资者比重，使个人投资者持股比重下降，降低了市场波动性（谢联胜，2001）。中国台湾股票市场也曾经历过高波动、投机氛围

严重的时期。80年代之前，台湾股市规模较小，发展较为缓慢。散户持股市值占比达90%以上，短线资金炒作盛行。80到90年代初，中国台湾股市暴涨暴跌幅度全球罕见。1985年7月到1990年2月，中国台湾加权指数从最低点636上涨到12682点，上涨幅度达到19倍，这一时期的涨幅位居世界首位，随后在1990年短短7个月，又从最高点下跌近一万点至2560点，下跌幅度之大创下全球股市跌幅的纪录。中国台湾股市在八十与九十年代经历多次股市动荡的原因是多样的，如股市规模小；大量的资金只能投资于规模、数量较少的股票；市场供不应求。但最主要的原因是投资者结构中散户比例较大，机构比例低，市场投机盛行导致稳定性差。在此背景下，中国台湾监管层在多重压力中加快证券市场对外开放的步伐，引进境外机构资金。

图表 4：中国台湾个人与机构投资者持股市值比重

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_37924

