



吴飞：中国资本市场呼唤 长期投资者



意见领袖 | 吴飞（上海交通大学上海高级金融学院教授）



4月21日,中国证监会主席易会满组织召开社保基金和银行保险机构负责人座谈会,核心议题是引导更多长期资金入市。会议强调,养老金、银行保险机构和各类资管机构是投资者中的专业机构代表,也是资本市场最为重要的长期资金来源。

长期资金入市可以充分发挥降低市场短期波动的优势。实际上,近年来机构投资者在中国股市的发展迅速,专业机构投资者持流通股市值占比从2019年初的18%上升至2021年底的24.6%。其中,各类资管产品持流通股市值占比从9.3%提升至14.2%。这充分展现了中国股市机构化加速推进的进程。

机构投资者通常能进行相对长期的投资，对市场稳定发展具有重要作用。“机构化”是市场成熟程度的重要指标，发达市场的机构投资者比例通常较高。从全球来看，美国、英国等传统的发达市场中机构投资者持有的市值比例普遍较高。2019 年，美国境内机构投资者持股比例达到 41%，2018 年的日本达到 31%，2016 年的英国则为 26%。而在上交所采用的总市值口径下，中国本土机构持股比例截止 2020 年末也仅为 16%。

中国还在“机构化”的漫长道路上。截至 2021 年第一季度，流通市值口径下的 A 股投资者结构测算显示，个人投资者持股仅次于一般法人，为 33.27%。可见个人投资者在很长一段时间内仍然将是中国股市的主要参与群体之一。因此，个人投资者的投资行为同样值得市场关注。

目前，中国个人投资者的投资行为具有非常明显的短期化特征。这些特征体现在以下几个方面：

1. 个人投资者股票投资期限普遍较短

首先，个人投资者的直接投资行为呈现持股时间较短的现象。基于上海证券交易所 2016-2019 年间 5340 万个个人投资者账户、4 万个机构投资者账户和 4.7 万个公司账户的数据研究发现，个人投资者平均持股时间为 40 天左右，机构投资者持股时间为 109 天。根据美国股票市场同期的月换手率（22%）可粗略计算出，美国投资者（个人与机构投资者）的平均持股时间是 90 天左右。

其次，即便是采用间接投资方式，个人投资者持有基金产品的时间也呈现短期化特征。根据三家公募基金公司对其权益类公募基金的客户投资分析，自三家公司成立至 2021 年 3 月 31 日，45.96%的投资者持仓时长不到 3 个月，61.6%的投资者持仓时长在半年以内，只有 11.46%的投资者能够持有基金超过 3 年，能够持有基金超过十年的只有 1.73%。这种短期化投资行为也直接影响到投资收益，基金业协会的一项关于基金投资者的调研显示，半数以上的基金投资者持有时间少于一年，且仅有不足四成的基金投资者盈利，大部分投资者出现亏损或没有盈利。

另外，根据支付宝基金销售平台的调研，72%的受访用户愿意持有基金的时间在 1 年以内，这其中有 27%的用户不愿意持有理财产品超过 3 个月。短期持有行为会在出现亏损的情况下加剧。在不考虑亏损的情况下，73%的受访者选择持有 3 个月以上，而在亏损的情况下，愿意持有 3 个月以上的受访者比例降至 50%。

2. 个人投资者在股票市场中的投资行为呈现系列短期化特征。

我国个人投资者行为具有投机性强、频繁交易、追涨杀跌等特征，这些都可归纳为“短期化”的行为特征。

首先，个人投资者有明显的投机性偏好。一项基于国内某中大型券商 2003 年 1 月至 2009 年 6 月的投资者交易数据的研究发现，个人投资者表现出明显的彩票型股票投资偏好的特征，并且这种特征在年轻、男性、缺少交易经验、高换手率的个人投资者中表现得更加明显。

其次，个人投资者投资短期化同时体现在其频繁的交易行为上。一项利用上海证券交易所账户层面数据的研究发现，尽管个人投资者只持有了25%的股票，但却贡献了87%的市场交易量，交易十分频繁。

另外，我国个人投资者在股票或基金投资中普遍存在追涨杀跌现象。在一项对支付宝平台超过2万名个人投资者的调研中，35%的受访者表示当损失超过20%时会考虑改变投资计划；而当收益超过20%时，近50%的受访者选择增持。在基金产生亏损的情况下，只能接受三个月以内亏损的投资者高达近50%；86%的投资者只能接受一年以内的亏损。

在政策引导长期资金进入资本市场、鼓励长期投资的大背景下，中国个人投资者投资短期化的特征会对个人、市场产生什么样的影响？

1. 短期化行为有损其投资收益，而长期投资有利于建立投资信心。

截至2021年3月31日的15年中，股票类主动管理基金业绩指数累计涨幅高达910.7%，年化收益率为16.7%。而在同一时期，个人投资者的平均年化收益率仅为8.9%。研究发现，个人投资公募基金的盈利水平和

社会财富增长同步，六只基金回报率平均为16.7%，年化收益率仅为8.9%

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_41011

