

## 从十五年投资者结构变迁史看 A 股长牛

——“A 股长牛”研究系列申篇

2020 年 9 月 21 日

### 分析师：

王德伦 S0190516030001  
李美岑 S0190518080002  
王亦奕 S0190518020004  
张 兆 S0190518070001  
张 勋 S0190520070004  
吴 峰 S0190510120002

### 研究助理：

张日升 李家俊 张媛

### 联系方式：

王德伦  
021-3856 5610  
[wangdl@xyzq.com.cn](mailto:wangdl@xyzq.com.cn)  
李美岑  
021-6898 2355  
[limeicen@xyzq.com.cn](mailto:limeicen@xyzq.com.cn)

### 相关报告

居民配置股市是长牛的重要抓手——“A 股长牛”研究系列末篇（20200912）

产业结构优化，龙头企业领航——“A 股长牛”研究系列午篇（20200910）

新时代股市制度改革助力 A 股长牛——“A 股长牛”研究系列巳篇（20200229）

我们正处在新一轮科技创新周期起点——“A 股长牛”研究系列辰篇（20191127）

全球资产国别再配置的五条逻辑——“A 股长牛”研究系列卯篇（20191126）

股市资金供需平衡新生态——“A 股长牛”研究系列寅篇（20191120）

开放最全解析：金融、产业、经济——“A 股长牛”研究系列丑篇（20191105）

长钱带来长机会：养老金——“A 股长牛”研究系列子篇（20191023）

### 投资要点

#### ★基金、保险社保、外资是我国机构投资者的主力

剔除一般法人来看，基金保险等投资机构的合计占比曾在 2007 年接近 35% 的高点，但之后占比逐步萎缩，2015 年时合计只占 20%，2016 年起出现回升的态势，2020Q2 合计占比约 30%。具体机构来看，2014 年以来基金占比约 10%，保险、社保和境外投资者合计占比约 15%，其他机构占比约 5%。

#### ★全球视角：A 股市场稳定性仍然较低

全球主要股票市场比较来看，从换手率和波动率的角度而言，A 股市场稳定性仍然较低。2017-2019 年，沪深 300 指数平均年换手率接近 120%，创业板指更是达到了 280%，相比之下全球其他主要股指的换手率大部分处于 40%-90% 附近，美国道琼斯指数、标普 500 指数、纳斯达克指数近三年平均年换手率仅为 31%、45% 和 64%。从风险收益的角度来看，2017-2019 年沪深 300 指数上涨 24%，平均年波动率达到 19%，创业板指下跌 8%，平均年波动率达到 25%，从全球范围来看，相较于其实现的收益而言，A 股市场的波动率较大。

#### ★美股经验：机构化提升夏普比率，助推长牛

以各种类型投资者持有的股票市值占比来看，美国市场从 1945 年至今经历了较为成功的机构化进程。1945 年，个人投资的持股市值占比接近 100%，经过 70 多年的发展之后，2019 年末美国个人投资者持股市值占比已经降到了 38.4%。从图形上也可以看出，美国个人投资者的持股市值占比的下降速度是比较均匀而且缓慢的，没有在短时间内出现剧烈的变动。

养老金、共同基金、ETF 和外资构成美股市场机构化的历史，期间标普 500 指数的夏普比例均出现了上升趋势。在美股市场个人投资者持股占比稳步下降的背后，是美股市场上的机构投资者得到了充分的发展。具体来看，机构投资者的持股占比则出现了 3 次较为明显的增长阶段。

- (1) 70 年代至 80 年代中后期，养老金的持股市值占比由 10% 提升超过 25%；
- (2) 80 年代至金融危机前，共同基金的持股市值占比由 5% 提升至 25%；
- (3) 新千年之后，ETF 和外资的持股市值占比由 5% 提升超过 20%。

#### ★展望 A 股：机构化推进，长牛正在路上

机构投资者的持股相对更加稳定，平均换手率约为散户的 1/4。2008-2017 年间，机构投资者每年换手率基本保持在 200% 下方，平均为 165%，个人投资者平均年换手率则接近 700%，是机构投资者的 4 倍还多。

2013 年以后，A 股的换手率和波动率与市场投资者结构存在密切的关系，散户化则加剧市场波动，机构化则提升市场稳定性。2016 至 2018 年间，个人投资者的持股市值占比从 78% 下降至 72%，机构投资者的持股市值占比从 22% 上升至 28%，投资者机构化程度得到了一定的推进。与此同时，全部 A 股年换手率从 500% 降至 200% 附近，年波动率从 50% 降至 10%-25% 的良性区间。从个股角度，我们也可以得到相印证的结论。随着机构持股比例的上升，股票换手率和波动率均呈现出下降的态势，股价表现也较为出彩。

**风险提示：**本报告为历史分析报告，不构成任何对市场走势的判断或建议，不构成任何对板块或个股的推荐或建议，使用前请仔细阅读报告末页“相关声明”。



## 目 录

1.	A 股市场投资者结构演变进程及现状.....	5 -
1.1.	官方统计数据表明个人投资者占比仍然较高.....	5 -
1.2.	估算数据显示基金、保险社保、外资是我国机构投资者的主力.....	6 -
2.	五大力量正在成为 A 股市场重要力量.....	6 -
2.1.	公募基金已持有 A 股 2.5 万亿市值，占 A 股流通市值 5.6%.....	6 -
2.2.	保险机构从 2004 年获准入市，占资金运用余额 13%.....	8 -
2.3.	社保基金投资股票+基金比例不高于 40%.....	9 -
2.4.	银行理财子公司是居民理财配置权益市场的重要抓手.....	10 -
2.5.	QFII+陆股通是外资投资 A 股的重要通道.....	12 -
3.	A 股机构化推进，长牛正在路上.....	14 -
3.1.	全球视角：A 股市场稳定性仍然较低.....	14 -
3.2.	美股经验：机构化提升夏普比率，助推长牛.....	14 -
3.3.	展望 A 股：机构化推进，长牛正在路上.....	20 -
风险提示：本报告为历史分析报告，不构成任何对市场走势的判断或建议，不构成任何对板块或个股的推荐或建议，使用前请仔细阅读报告末页“相关声明”-		24 -
图表 1:	一般法人持股市值占比超过 60%.....	5 -
图表 2:	一般法人参与交易的积极性很低.....	5 -
图表 3:	剔除一般法人后，上交所个人投资者持股市值占比约 50-60%.....	5 -
图表 4:	剔除一般法人后，上交所个人投资者交易额占比超过 80%.....	5 -
图表 5:	2020Q2，机构投资者持股占 A 股流通市值达到 16%.....	6 -
图表 6:	剔除一般法人后，2020Q2 机构投资者持股占 A 股流通市值高达 30%-	6 -
图表 7:	A 股证券投资基金的发展历程.....	7 -
图表 8:	2020Q1 基金持有的股票市值接近 3.2 万亿.....	8 -
图表 9:	2020Q2 基金持股市值占 A 股流通市值的 6.1%.....	8 -
图表 10:	A 股保险机构的发展历程.....	9 -
图表 11:	截至 2020 年 6 月，险资持有的股票和基金市值接近 2.7 万亿.....	9 -
图表 12:	截至 2019 年，社保基金资产总规模超过 2.6 万亿.....	10 -
图表 13:	A 股银行理财的发展历程.....	11 -
图表 14:	非保本浮动收益类理财产品的规模在 20 万亿的数量级.....	11 -
图表 15:	QFII 和 RQFII 制度主要开放进程.....	12 -
图表 16:	QFII 上限不断提升.....	13 -
图表 17:	QFII 投资规模持续提升.....	13 -
图表 18:	2020 年 1 月沪深股通累计净流入额突破 1 万亿人民币的大关.....	13 -
图表 19:	A 股市场换手率较高.....	14 -
图表 20:	A 股涨幅较少、波动率较大.....	14 -
图表 21:	美国从 1945 年至今经历了较为成功的机构化进程（美国各类投资者持股市值占比）.....	15 -
图表 22:	70 年代至 80 年代中后期美国居民金融资产中养老金占比从 20%上升接近 30%.....	16 -
图表 23:	70 年代至 80 年代中后期美国养老金配置股票比例从 10%上升至 20%-	16 -
图表 24:	标普 500 的夏普比率随养老金持股市值占比一同上升.....	16 -
图表 25:	1980-2000 年阶段美国经济高速平稳增长.....	17 -

图表 26: 90 年代之后, 包含 401 (k) 计划在内的私人养老金计划成为投资者购买基金的主要渠道 .....	- 17 -
图表 27: 通过养老金投资共同基金的比例接近 30% (美国共同基金持有者结构) .....	- 17 -
图表 28: 标普 500 的夏普比率随共同基金持股市值占比一同上升 .....	- 18 -
图表 29: 2000 年以来美国贸易逆差快速扩大 .....	- 19 -
图表 30: 2000-2019Q2 近 7 万亿美元资金净流入美国 .....	- 19 -
图表 31: 主动管理基金的超额收益很难持续稳定 .....	- 19 -
图表 32: 被动投资规模快速赶上主动管理基金 (亿美元) .....	- 19 -
图表 33: 标普 500 的夏普比率随 ETF 和外资持股市值占比一同上升 .....	- 20 -
图表 34: 机构投资者的持股相对更加稳定, 平均换手率约为散户的 1/4 .....	- 21 -
图表 35: 个人投资者持股市值或交易额占比上升, 则 A 股换手率上升 .....	- 21 -
图表 36: 个人投资者持股市值或交易额占比上升, 则 A 股波动率上升 .....	- 21 -
图表 37: 机构投资者持股市值或交易额占比上升, 则 A 股换手率下降 .....	- 22 -
图表 38: 机构投资者持股市值或交易额占比上升, 则 A 股波动率下降 .....	- 22 -
图表 39: 华润三九机构持股占比上升, 股价上行 .....	- 22 -
图表 40: 华润三九机构持股占比上升, 年换手率下行 .....	- 22 -
图表 41: 华润三九机构持股占比上升, 年波动率下行 .....	- 22 -
图表 42: 中南传媒机构持股占比上升, 股价上行 .....	- 23 -
图表 43: 中南传媒机构持股占比上升, 年换手率下行 .....	- 23 -
图表 44: 中南传媒机构持股占比上升, 年波动率下行 .....	- 23 -
图表 45: 安琪酵母机构持股占比上升, 股价上行 .....	- 23 -
图表 46: 安琪酵母机构持股占比上升, 年换手率下行 .....	- 24 -
图表 47: 安琪酵母机构持股占比上升, 年波动率下行 .....	- 24 -
图表 48: 金地集团机构持股占比上升, 股价上行 .....	- 24 -
图表 49: 金地集团机构持股占比上升, 年换手率下行 .....	- 24 -
图表 50: 金地集团机构持股占比上升, 年波动率下行 .....	- 24 -

## 前言

《A股长牛》十二篇文章，本篇文章聚焦于机构化提升A股配置价值，助力A股走向稳定长牛：在居民配置篇中，我们提出，参考美国“居民配置+长牛”的经验，国内居民配置权益资产有望成为A股长牛的助推器，那么居民该如何参与权益配置？我们认为，居民将主要通过机构投资者参与A股，同时A股机构化的趋势下，权益资产的波动率有望下降，夏普比率得到提升，推动国内权益资产吸引力升级。“居民配置→A股机构化→权益资产吸引力升级”的循环逐步形成，A股有望复刻美股40年长牛历史，推动A股历史上首次长牛行情。具体而言：

当前A股个人投资者占比有所下降但水平仍然偏高，机构化仍需不断推进。剔除一般法人之后，上交所个人投资者持股市值占比约50-60%，交易额占比则超过80%。2015至2018年，上交所个人投资者持股市值占比从63%下降至55%，但A股机构化程度还有较大提升空间，参考海外发达市场经验，1945年至2019年美国个人投资者持股市值占比从接近100%降至38.4%。

公募基金、保险公司、社保基金、银行理财子公司、外资五大力量成为A股重要定价者和参与者。截至2020年二季度，公募基金持股市值接近3.2万亿，占A股流通市值的6.1%、自由流通市值的11.7%；保险资金持有股票和基金市值接近2.7万亿。截至2019年，11家银行理财子公司开业；境外投资者和个人持有A股市值约2.5万亿，其中陆股通持股约1.7万亿。截至2019年，社保基金资产总规模约2.6万亿，其中权益投资占比小于40%。

美国市场机构化，标普500夏普比率大幅提升，未来A股机构化不断推进，A股权益资产吸引力升级，迎来长牛。美国养老金（70-80年代，10%→25%）、共同基金（80年代-08年，5%→25%）、ETF和外资（2000年后，5%→20%）为主的机构投资者先后大幅增长，美股夏普比例和吸引力提升。A股方面，从2013年以来的经验能看到，散户化加剧市场波动，机构化则提升市场稳定性。随着机构持股比例的上升，股票换手率和波动率均呈现出下降的态势，A股的市场表现将更为出彩，吸引力持续升级。

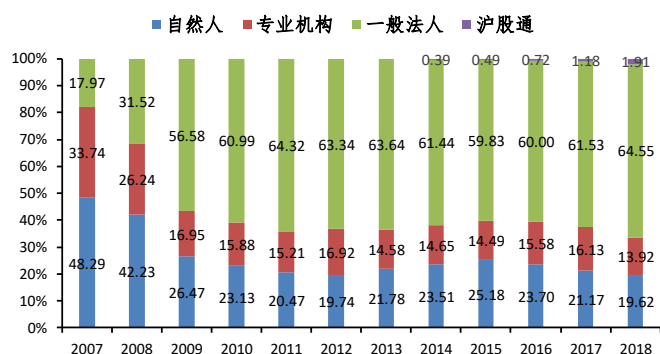


## 1. A股市场投资者结构演变进程及现状

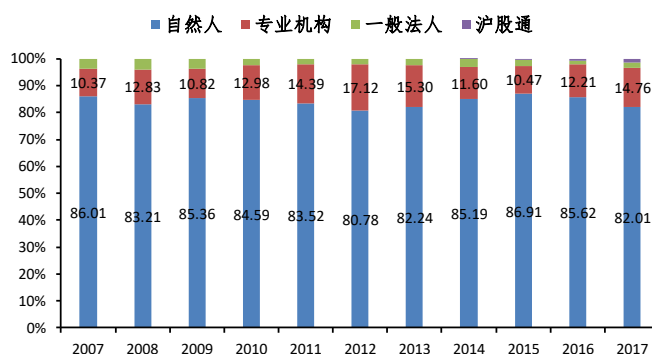
### 1.1. 官方统计数据表明个人投资者占比仍然较高

根据上交所公布的按持股市值占比分的投资者结构数据,2007年至今我国A股市场的个人投资者和机构投资者的比例都出现了下滑,而增长的部分主要来源于股权分置改革后一般法人持股占比的上升。不过,结合投资者交易情况占比来看,一般法人参与交易的积极性很低,说明此处的“一般法人”是类似于上市公司高管等大股东类型的投资者。

图表 1: 一般法人持股市值占比超过 60%



图表 2: 一般法人参与交易的积极性很低

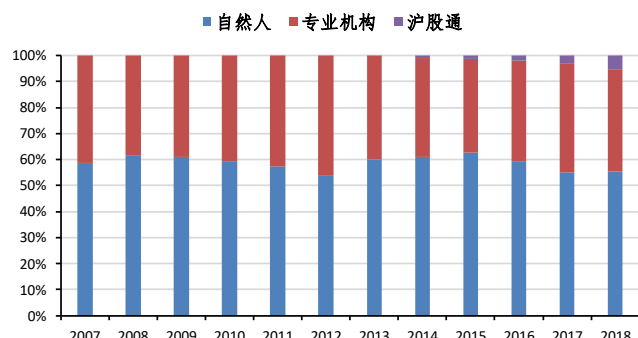


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

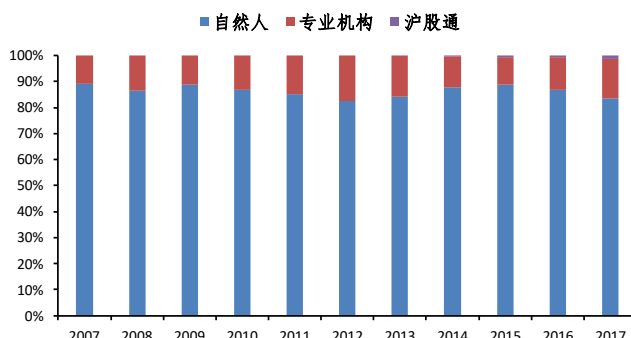
剔除一般法人之后,从持股市值来看,上交所投资者的个人投资者约占 50-60%,如果以交易额来衡量,个人投资者的占比则超过 80%。2015 至 2018 年,上交所个人投资者持股市值占比从 63%下降至 55%,但整体来看,无论从市值还是交易额的角度而言,我国 A 股市场的机构化程度的确还有待提升。

此外,我国 A 股市场的个人投资者占比还体现出一定的随证券市场表现波动的趋势,例如在 2011—2012 年市场较低迷的期间,个人投资者比例有小幅下降。而此后受 2013—2015 年市场回暖影响,个人投资者比例又出现了一定上升。这种行为也从另一个角度印证了我国 A 股市场个人投资者参与度仍然较高。

图表 3: 剔除一般法人后,上交所个人投资者持股市值占比约 50-60%



图表 4: 剔除一般法人后,上交所个人投资者交易额占比超过 80%

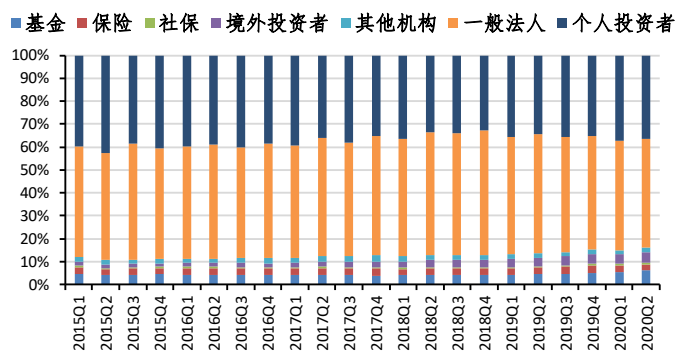


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

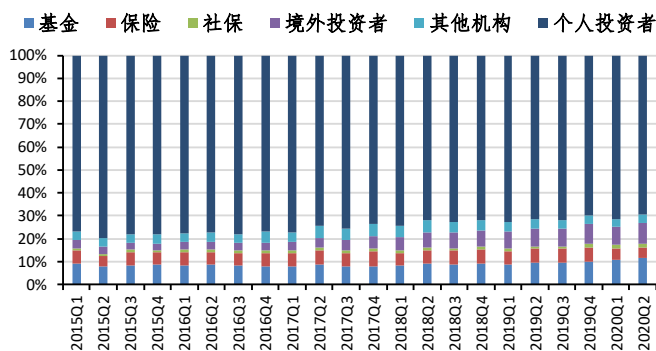
## 1.2. 估算数据显示基金、保险、社保、外资是我国机构投资者的主力

利用现有的上市公司披露的前十大股东数据，以及其他机构投资者披露的定期报告，2003 年我国 A 股市场个人投资者的持股市值占比接近 90%，随着金融市场不断发展，至 2006 年时降至 70%，投资机构合计占比接近 30%。随后由于股权分置改革的缘故，一般法人持股市值占比迅速上升，至 2009 年时个人投资者持股市值占比 40%，一般法人占比 45%，投资机构合计 15%。剔除一般法人来看，基金保险等投资机构的合计占比曾在 2007 年接近 35% 的高点，但之后占比逐步萎缩，2015 年时合计只占 20%，2016 年起出现回升的态势，2020Q2 合计占比约 30%。具体机构来看，2014 年以来基金占比约 10%，保险、社保和境外投资者合计占比约 15%，其他机构占比约 5%。

图表 5：2020Q2，机构投资者持股占 A 股流通市值达到 16%



图表 6：剔除一般法人后，2020Q2 机构投资者持股占 A 股流通市值高达 30%



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：其中基金部分采用基金年报披露的持股市值加总；境外投资者根据央行公布的相关数据；保险、社保、其他机构、一般法人部分采用上市公司前十大股东数据加总，个人投资者部分为全部 A 股流通市值扣除上述机构持股的数额；2020 年数据为一二季度数据。

## 2. 五大力量正在成为 A 股市场重要力量

### 2.1. 公募基金已持有 A 股 2.5 万亿市值，占 A 股流通市值 5.6%

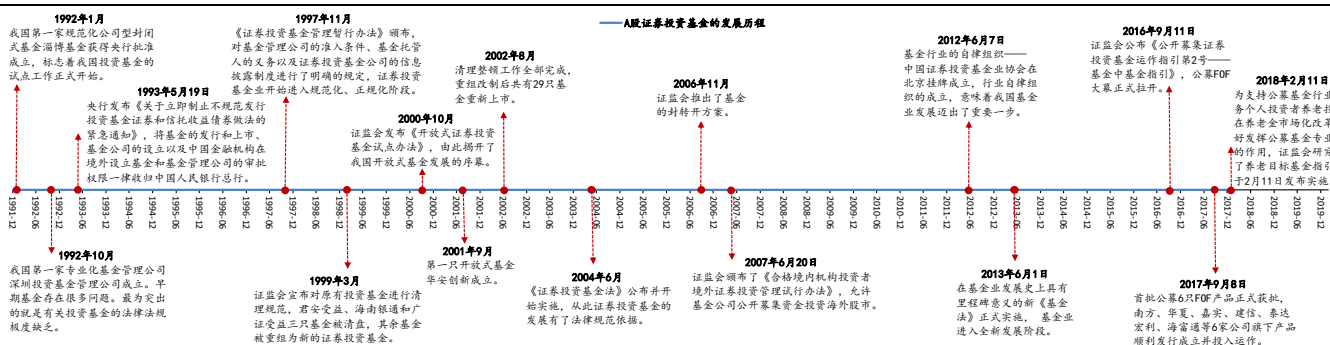
1992 年 1 月我国第一家规范化公司型封闭式基金淄博基金获得央行批准成立，标志着我国投资基金的试点工作正式开始。1992 年 10 月我国第一家专业化基金管理公司深圳投资基金管理公司成立。早期基金存在很多问题。最为突出的就是有关投资基金的法律法规极度缺乏。1997 年之前，只有《深圳市投资信托基金管理暂行规定》和《上海市人民币证券投资信托基金暂行规定》两部地方性法规出台，没有全国性的基金法规，地方政府、央行及其地方分支机构均有权批准设立投资基金。针对这些问题，1993 年 5 月 19 日央行发布《关于立即制止不规范发行投资基金证券和信托收益债券做法的紧急通知》，将基金的发行和上市、基金公司的设立以及中国金融机构在境外设立基金和基金管理公司的审批权限一律收归中国人民银行总行。1992 年我国共有 57 只基金发行，但 1993 到 1997 年间，除中国

人民银行总行批准的金龙、建业和宝鼎三只基金外，没有其它新的基金发行。

1997年11月,《证券投资基金管理暂行办法》颁布,对基金管理公司的准入条件、基金托管人的义务以及证券投资基金公司的信息披露制度进行了明确的规定,证券投资基金业开始进入规范化、正规化阶段。1998年,国泰基金管理公司、南方基金管理公司等相继成立封闭式基金。1999年3月,证监会宣布对原有投资基金进行清理规范,君安受益、海南银通和广证受益三只基金被清盘,其余基金被重组为新的证券投资基金。这一清理整顿工作在2002年8月全部完成,重组改制后共有29只基金重新上市。

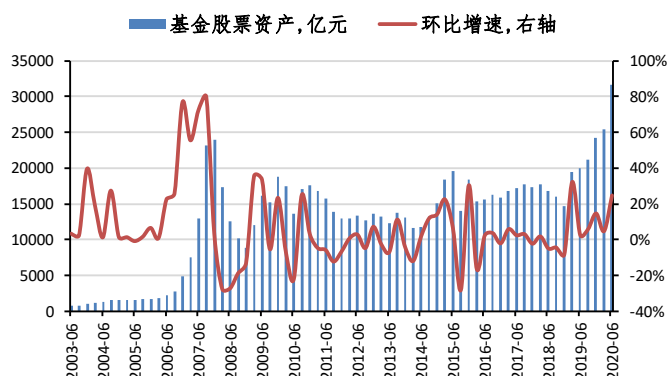
由于前期的监管重点放在规范基金的发行设立,对于基金的交易监管明显不足,导致基金管理公司及其工作人员利用基金资产谋取私利或为关联方进行利益输送问题突出,随后证券投资基金的立法进程也开始推进。2000年10月,证监会发布《开放式证券投资基金试点办法》,由此揭开了我国开放式基金发展的序幕。2001年9月,第一只开放式基金华安创新成立。2004年6月《证券投资基金法》公布并开始实施,确立了基金行业运行的法律框架,明确规定了基金的法律关系、运作方式、监管制度安排、当事人的权利义务等,为我国基金业以及资本市场和金融业的健康发展奠定了法律基础。从此证券投资基金的发展有了法律规范依据。2006年证监会推出了基金的封转开方案。在2006—2007年间牛市的推动下,证券投资基金有了大规模发展。2013年6月1日,在基金业发展史上具有里程碑意义的新《基金法》正式实施,基金业进入全新发展阶段。截至2020年二季度末,我国基金公司持有的股票资产市值接近3.2万亿,占A股流通市值的6.1%,占A股自由流通市值的11.7%

图表 7: A 股证券投资基金的发展历程

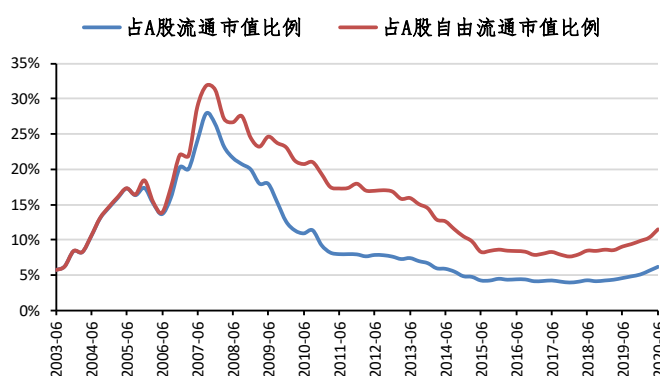


数据来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 8: 2020Q1 基金持有的股票市值接近 3.2 万亿



图表 9: 2020Q2 基金持股市值占 A 股流通市值的 6.1%



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2. 保险机构从 2004 年获准入市，占资金运用余额 13%

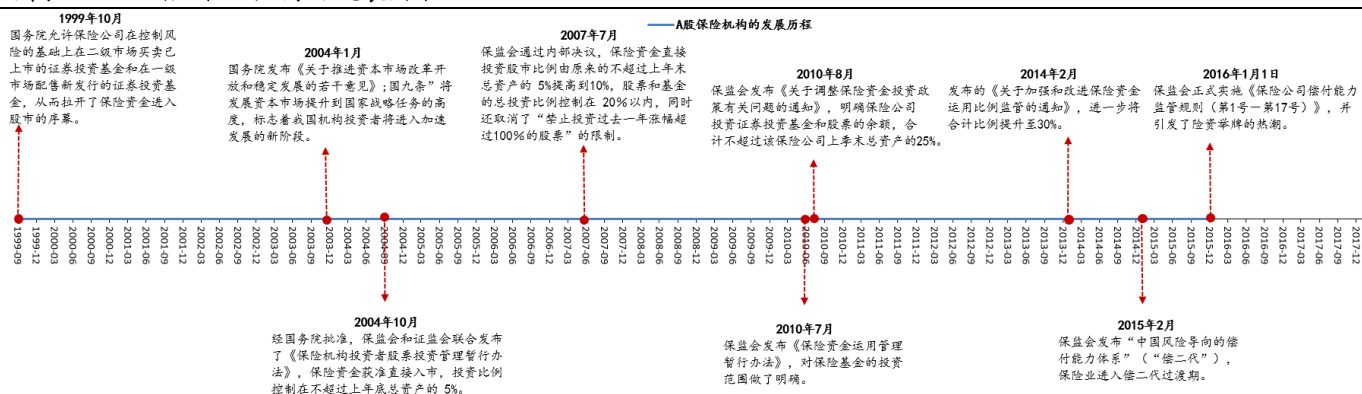
1999 年 10 月，国务院允许保险公司在控制风险的基础上在二级市场买卖已上市的证券投资基金和在一级市场配售新发行的证券投资基金，从而拉开了保险资金进入股市的序幕。2004 年 1 月，国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，即所谓的“国九条”，提出“支持保险资金以多种方式直接投资资本市场，逐步提高社会保障基金、企业补充养老基金、商业保险资金等投入资本市场的资金比例，使基金管理公司和保险公司为主的机构投资者成为资本市场的主导力量”。“国九条”将发展资本市场提升到国家战略任务的高度，标志着我国机构投资者将进入加速发展的新阶段。

2004 年 10 月经国务院批准，保监会和证监会联合发布了《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》，保险资金获准直接入市，投资比例控制在不超过上年末总资产的 5%。同年中国人保、中国人寿等先后成立保险资产管理公司，标志着保险资金开始采用资产管理公司的方式进行管理运作。

2007 年 7 月，保监会通过内部决议，保险资金直接投资股市比例由原来的不超过上年末总资产的 5% 提高到 10%，股票和基金的总投资比例控制在 20% 以内，同时还取消了“禁止投资过去一年涨幅超过 100% 的股票”的限制。2010 年 7 月保监会发布《保险资金运用管理暂行办法》，对保险基金的投资范围做了明确。同年 8 月保监会发布《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》，明确保险公司投资证券投资基金和股票的余额，合计不超过该保险公司上季末总资产的 25%。2014 年 2 月发布的《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》，进一步将合计比例提升至 30%。2015 年 2 月，保监会发布“中国风险导向的偿付能力体系”（“偿二代”），保险业进入偿二代过渡期。2016 年 1 月 1 日起，保监会正式实施《保险公司偿付能力监管规则（第 1 号—第 17 号）》，并引发了险资举牌的热潮。虽然投资比例有一定限制，但我国保险资金投资股票的规模仍然在迅速发展。截至 2020 年 6 月，我国保险资金持有的股票和基金市值接近 2.7 万亿，占资金运用余额的 13%。

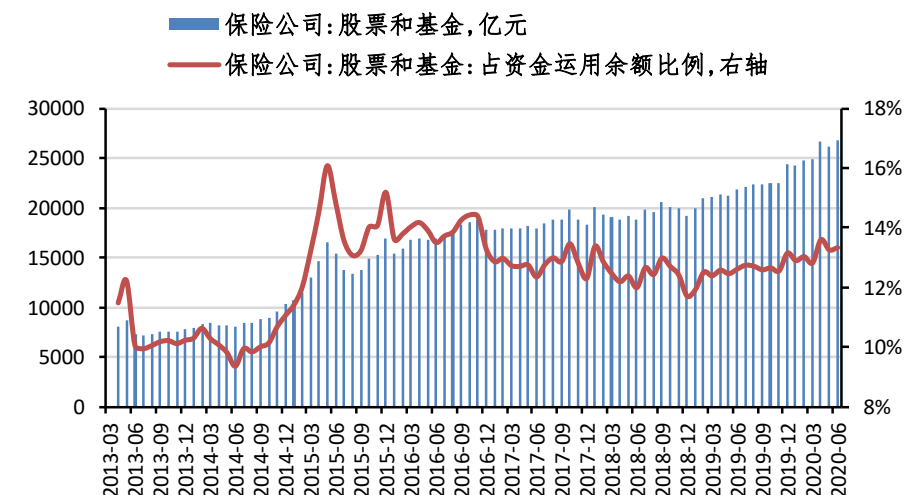


图表 10: A 股保险机构的发展历程



数据来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 11: 截至 2020 年 6 月, 险资持有的股票和基金市值接近 2.7 万亿

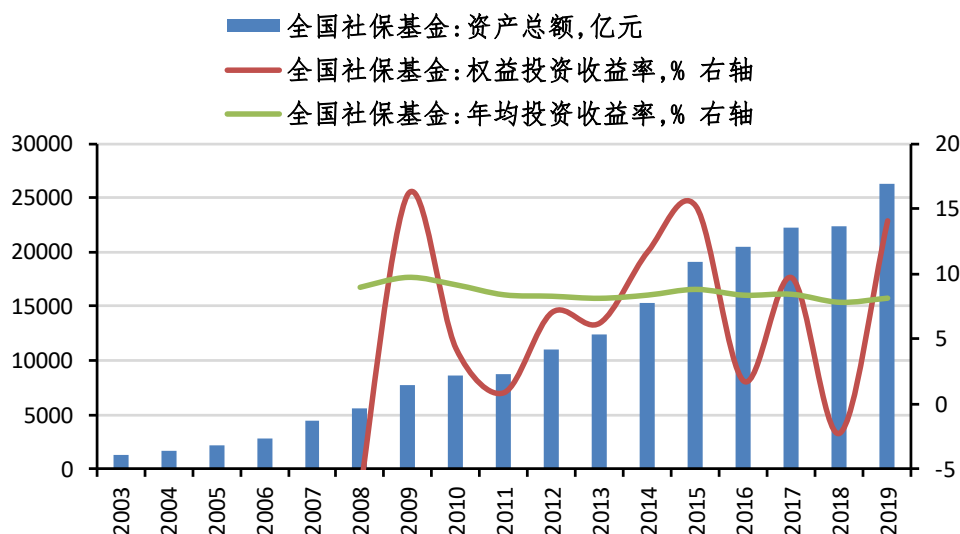


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3. 社保基金投资股票+基金比例不高于 40%

为了筹集和积累社会保障资金, 进一步完善社会保障体系, 我国在 2000 年 8 月建立“全国社会保障基金”, 并设立“全国社会保障基金理事会”作为管理机构。2001 年 7 月, 全国社会保障基金参与了中石化 A 股的申购和配售, 标志着我国社会保障基金开始间接进入证券市场。2001 年 12 月, 财政部和劳动保障部公布了《全国社会保障基金投资管理暂行办法》, 允许社保基金投资上市流通的证券投资基金、股票、信用等级在投资级以上的企业债、金融债等有价证券, **投资于证券投资基金、股票投资的比例不得高于 40%**。2003 年 6 月, 全国社保基金理事会与南方、博时、华夏、鹏华、长盛、嘉实 6 家基金管理公司签订相关授权委托协议, 全国社保基金以委托理财的方式正式进入证券市场。2016 年 3 月国务院发布《全国社会保障基金条例》, 对全国社会保障基金的性质、定位、筹集、使用、资产配置、投资运营、监督等环节作出进一步规范。**截至 2019 年, 社保基金资产总规模超过 2.6 万亿, 投资组合年均收益率保持在 8% 上方。**

图表 12：截至 2019 年，社保基金资产总规模超过 2.6 万亿



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.4. 银行理财子公司是居民理财配置权益市场的重要抓手

2017 年 11 月 17 日,《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》出台,整体来看征求意见稿重点强调规范资金池、限制非标、禁止通道和多层嵌套、打破刚兑、净值化管理等。2018 年 4 月 27 日,经国务院同意,《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(即“资管新规”)正式发布。与征求意见稿相比,在过渡期安排、产品净值化管理、非标准化债权投资、消除多层嵌套、统一杠杆水平等方面进行了修改。

2018 年 9 月 28 日,银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法》,理财新规正式落地。针对银行理财市场分别就总则、分类管理、业务规则与风险管理、监督管理、法律责任、附则进行了详细的规定。作为《资管新规》的配套文件,总体上理财新规的核心原则与资管新规保持一致,即破刚兑、去通道化、去资金池化,但在细节上略有放松。理财新规和资管新规核心就是推动银行理财业务回归资产管理业务的本源、重塑行业业态,逐步有序打破刚兑,体现政策防范风险的决心,有助于银行理财健康发展。

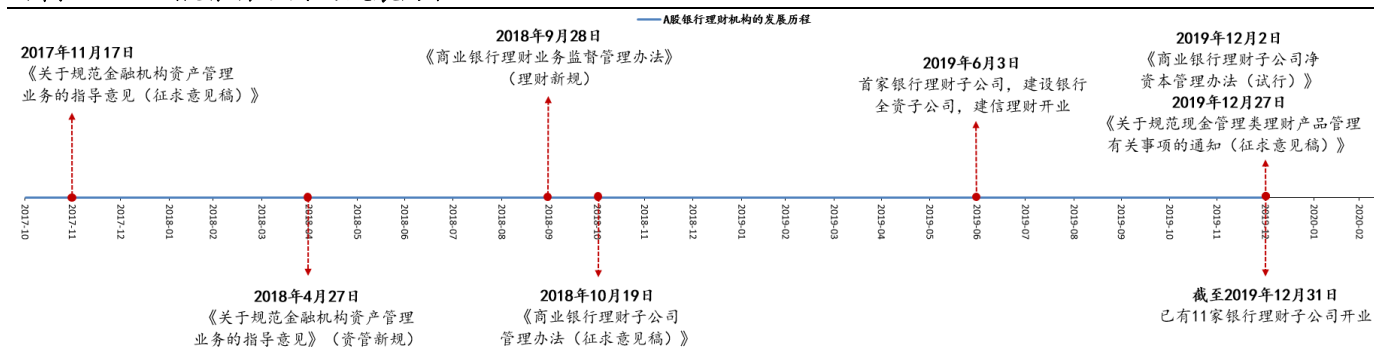
2018 年 10 月 19 日,银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法(征求意见稿)》。理财子公司意见稿较理财新规有所放松,主要包括资产端投资范围扩展到股票直投、可选择私募作为投顾、允许分级,产品端降低销售起点、首次购买面签豁免等。2019 年 6 月,首家银行理财子公司,建设银行全资子公司,建信理财开业。

2019 年 12 月 2 日,银保监会正式发布了《商业银行理财子公司净资本管理办法(试行)》。《净资本管理办法》的出台一方面是理财子公司的配套监管制度,防范银行理财子盲目扩张、保证审慎经营;另一方面是与信托、证券公司、基金子公司等同类资管机构公平竞争、防范监管套利。

2019年12月27日，银保监会会同人民银行发布《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知(征求意见稿)》。征求意见稿就现金管理类理财产品的定义、投资范围与投资限制、投资集中度、流动性和杠杆管控要求、投资组合久期管理、摊余成本和影子定价、产品认购和赎回、投资者集中度、宣传销售、风险控制、交易管理、过渡期安排等方面进行了全面的规范，基本上全面对标《货币市场基金监督管理办法》的监管要求，基本拉平了现金管理类理财产品、公募货基的监管差异，符合资管新规以来限制监管套利、拉平监管差异的政策方向和意图，未来现金管理类理财产品与公募货基将进入同一赛道竞争，规模增长压力凸显。

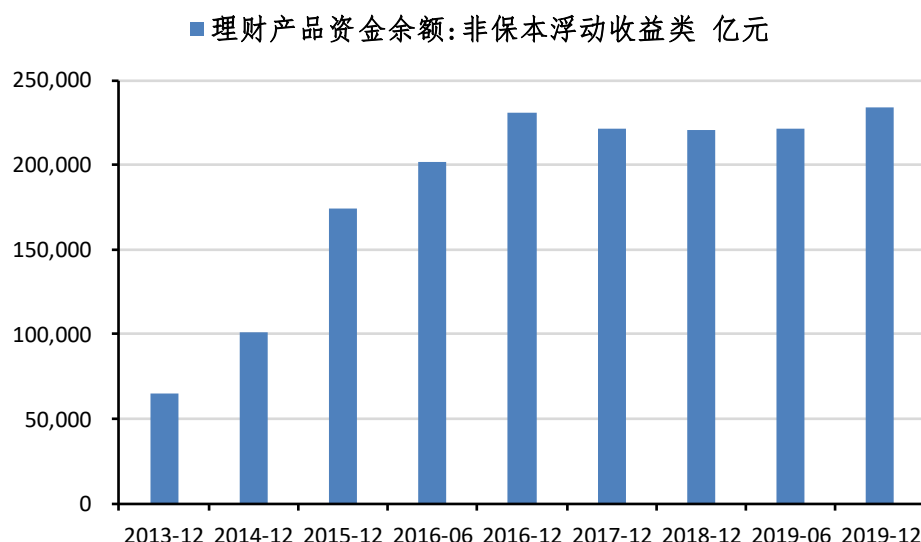
截至2019年12月31日，已有11家银行理财子公司开业。虽然目前银行理财直接或间接投资于股市的比例较低，但目前非保本浮动收益类理财产品的规模在20万亿的数量级，凭借这种体量优势，未来几年银行理财有望成为A股市场中最重要的增量资金来源之一。

图表 13: A股银行理财的发展历程



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 14: 非保本浮动收益类理财产品的规模在 20 万亿的数量级



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

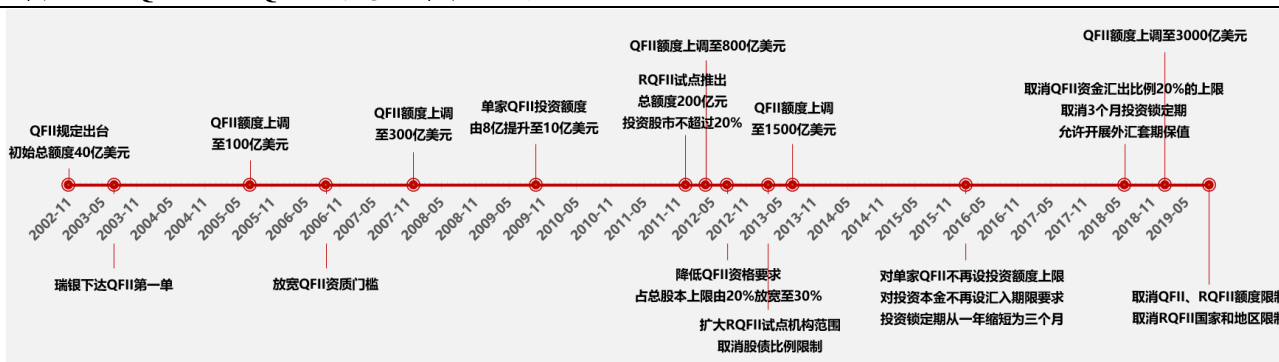
## 2.5. QFII+陆股通是外资投资 A 股的重要通道

2002 年 11 月 7 日，证监会和央行联合发布《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》，标志着 QFII 制度正式出台，初期试点总额度定为 40 亿美元。QFII 制度在实施过程中，相关规定不断优化。2006 年 8 月 25 日，我国发布了正式的《合格境外机构投资者证券投资管理暂行办法》、《关于实施〈合格境外机构投资者证券投资管理暂行办法〉有关问题的通知》，进一步明确了 QFII 试点工作的各项具体操作细则，新管理办法较大幅度地放宽了 QFII 的资质门槛，以鼓励长期资金入市，促进我国资本市场的发展。2012 年 7 月 27 日，证监会发布了《关于实施〈合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法〉有关问题的规定》，以取代 2006 年的《通知》，上述规定修订内容主要包括降低 QFII 资格要求、增加运作便利、扩大投资范围、放宽持股比例限制。

与 QFII 相关的外汇管理方面，外管局 2009 年发布《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》，就投资额度管理、账户管理、汇兑管理、统计与监督管理等方面进行了规定，取代了 2002 年的相关规定。2016 年 2 月外管局发布的《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》进一步放松了相关管制，具体主要包括：1) 不再对单家机构设置统一的投资额度上限；2) QFII 机构基础额度内的额度申请采取备案管理；超过基础额度的，才需外汇局审批；3) 对 QFII 投资本金不再设置汇入期限要求，允许 QFII 开放式基金按日申购、赎回；4) 将锁定期从一年缩短为三个月。2018 年 6 月央行及外管局的改革进一步深入：1) 取消 QFII 资金汇出比例 20% 上限的要求；2) 取消 QFII、RQFII 投资 3 个月锁定期的要求；3) 允许 QFII、RQFII 开展外汇套期保值，对冲境内投资的汇率风险。

在 2005 至 2019 年间，QFII 投资额度分 5 次提升至 3000 亿美元，RQFII 制度也经历了数次扩容。2019 年 9 月，国家外管局宣布取消 QFII 投资额度限制以及 RQFII 投资额度和试点国家地区限制。截至 2019 年 12 月，QFII 投资我国各类金融资产的规模超过 1100 亿美元（历史汇率法折人民币约 7200 亿元），RQFII 投资我国各类金融资产的规模接近 7000 亿人民币，二者合计超过 1.4 万亿人民币。

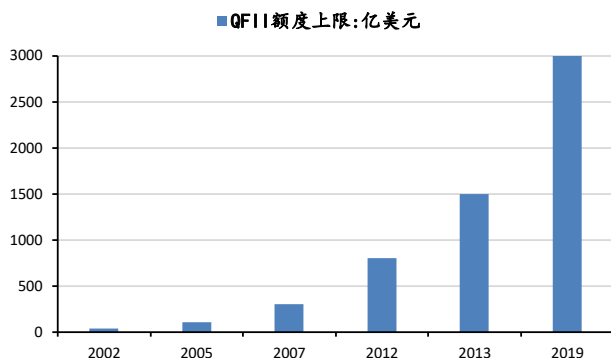
图表 15: QFII 和 RQFII 制度主要开放进程



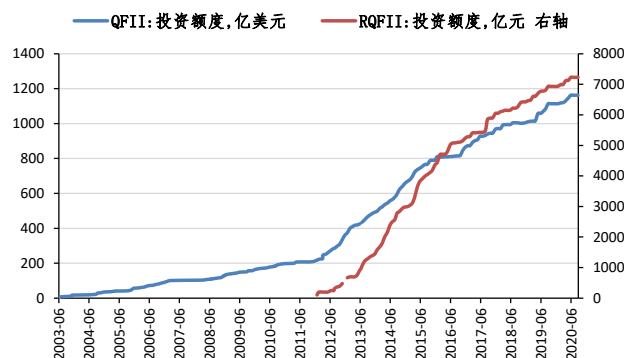
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理



图表 16: QFII 上限不断提升



图表 17: QFII 投资规模持续提升

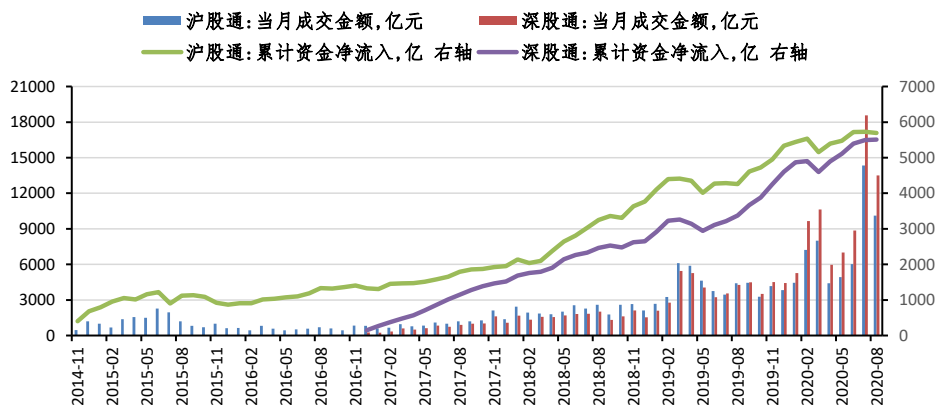


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2014 年 11 月 17 日沪港通正式开通, 香港地区的投资者可通过沪股通投资上证 180 指数成份股、上证 380 指数成份股, 以及在上交所上市的 A+H 公司股票, 覆盖上证 A 股流通市值约 90%, 沪股通净买入总额度上限人民币 3000 亿元, 每日额度上限为人民币 130 亿元。2016 年 12 月 5 日深港通正式启动, 深港通的股票范围是市值 60 亿元及以上的深证成份指数和深证中小创新指数的成份股, 以及在深交所上市的 A+H 公司股票, 覆盖深证 A 股流通市值 75%, 深港通每日净买入额度上限同样为人民币 130 亿元, 深港通不设总额度限制, 同时取消沪股通总额度限制。2018 年 5 月 1 日, 证监会将沪股通和深港通每日额度提升为 520 亿元。

陆股通不但成为我国金融开放的重要一步, 而且对国内资本市场产生了深远的影响, 北向资金已经成为 A 股市场中不可忽视的一股力量, 加之国际投资者成熟的投资经验, 市场也逐渐将北向资金动态视作 A 股的风向标。从净流入额来看, 截至 2020 年 1 月, 沪深股通累计净流入额已经突破 1 万亿人民币的大关。从成交额来看, 2017 年沪深股通成交金额仅 2.27 万亿, 占全部 A 股成交额的 1.0%; 2019 年沪深股通成交额达到 9.76 万亿, 占全部 A 股成交额的 3.9%。从持股市值来看, 目前境外投资者持有 A 股市值约 1.9 万亿, 其中沪深股通持股约 1 万亿。

图表 18: 2020 年 1 月沪深股通累计净流入额突破 1 万亿人民币的大关



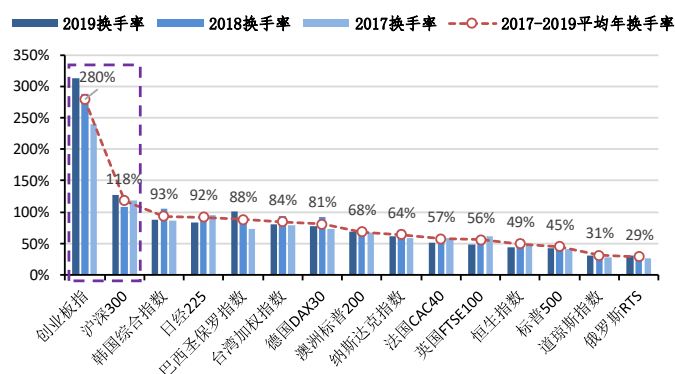
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 3. A 股机构化推进，长牛正在路上

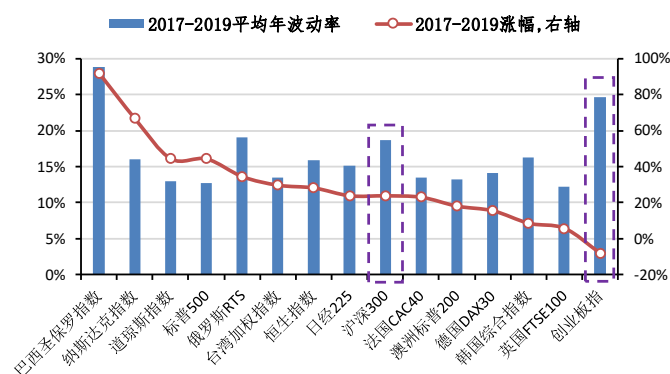
#### 3.1. 全球视角：A 股市场稳定性仍然较低

全球主要股票市场比较来看，从换手率和波动率的角度而言，A 股市场稳定性仍然较低。2017-2019 年，沪深 300 指数平均年换手率接近 120%，创业板指更是达到了 280%，相比之下全球其他主要股指的换手率大部分处于 40%-90% 附近，美国道琼斯指数、标普 500 指数、纳斯达克指数近三年平均年换手率仅为 31%、45% 和 64%。从风险收益的角度来看，2017-2019 年沪深 300 指数上涨 24%，平均年波动率达到 19%，创业板指下跌 8%，平均年波动率达到 25%，从全球范围来看，相较于其实现的收益而言，A 股市场的波动率较大。

图表 19：A 股市场换手率较高



图表 20：A 股涨幅较少、波动率较大



数据来源：Bloomberg, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

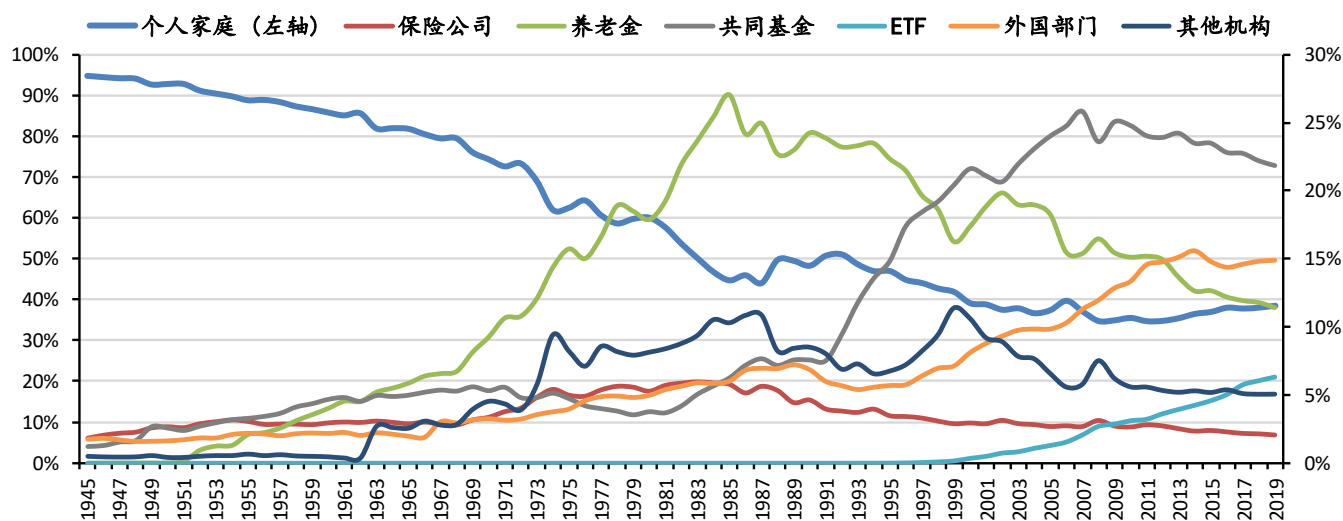
#### 3.2. 美股经验：机构化提升夏普比率，助推长牛

以各种类型投资者持有的股票市值占比来看，美国市场从 1945 年至今经历了较为成功的机构化进程。1945 年，个人投资者的持股市值占比接近 100%，经过 70 多年的发展之后，2019 年末美国个人投资者持股市值占比已经降到了 38.4%。从图形上也可以看出，美国个人投资者的持股市值占比的下降速度是比较均匀而且缓慢的，没有在短时间内出现剧烈的变动。

养老金、共同基金、ETF 和外资构成美股市场机构化的历史，期间标普 500 指数的夏普比例均出现了上升趋势。在美股市场个人投资者持股占比稳步下降的背后，是美股市场上的机构投资者得到了充分的发展。具体来看，机构投资者的持股占比则出现了 3 次较为明显的增长阶段。

- (1) 70 年代至 80 年代中后期，养老金的持股市值占比由 10% 提升超过 25%；
- (2) 80 年代至金融危机前，共同基金的持股市值占比由 5% 提升至 25%；
- (3) 新千年之后，ETF 和外资的持股市值占比由 5% 提升超过 20%。

图表 21：美国从 1945 年至今经历了较为成功的机构化进程（美国各类投资者持股市值占比）



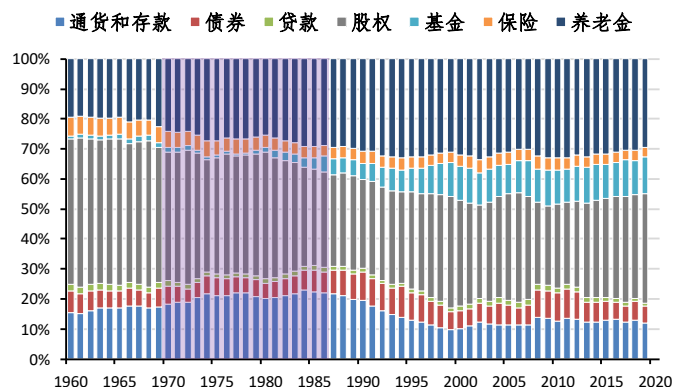
数据来源：美联储，兴业证券经济与金融研究院整理

1970 年代开始，美国“婴儿潮”的父辈逐渐进入到老年阶段，养老需求迅速增长。为应对人口老龄化，美国政府从养老金来源和保值增值两个角度进行了一系列的养老基金机制的创新，从而推动了私人养老金计划的快速发展，其中的标志性事件是 IRAs 账户的建立和 401K 计划的推行。

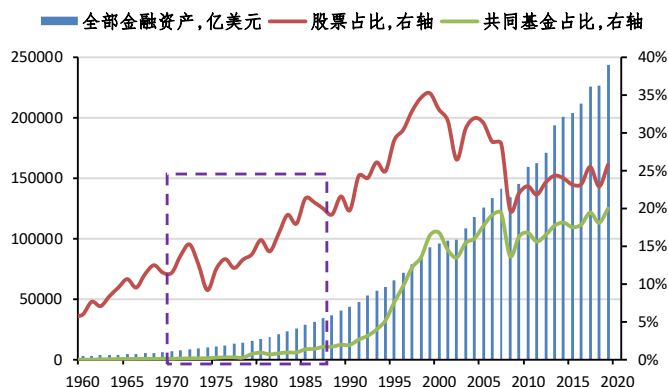
1974 年美国颁布的《雇员退休收入保障法》创立了个人退休账户模式（IRAs）。为鼓励个人开设 IRAs 账户并向其注资，IRAs 账户为参与者个人提供了可观的税收优惠。此外，这一法律还规范了养老金的税务问题以及上市的监管和风控问题，并要求企业将确定收益型计划（DB）由现收现付制改为基金积累制，鼓励养老基金进行多样化的投资，并对养老基金给予一定税收优惠。再加上 IRAs 投资股票没有限制，使得 IRAs 参与资本市场的程度也在不断加深。

401K 计划则发展于 1980 年之后，其本质是一种可以享受延期纳税优惠的确定缴款型（DC）企业退休金计划。1980 年代起，企业陆续进入传统 DB 计划的支付阶段，但 60 年代之后通胀加剧、经济衰退等因素导致 DB 计划收益大幅下降，DB 计划成为企业的沉重负担。而 401K 计划下，企业不再承担确保养老基金增值的责任，从而受到雇主的欢迎。此外，美国政府出台的一系列规范退休金计划及税收优惠的政策，也对 401K 计划的发展起了重要作用。随着经济转好，股市频创新高，以 IRAs 和 401K 为代表的私人养老金成为这一阶段美股市场机构化的主要动力，也是后来 90 年代投资共同基金的主力之一。70 年代至 80 年代中后期，美国居民金融资产中养老金占比从 20% 上升接近 30%，私人养老金全部金融资产规模从 5000 亿美元的水平，攀升超过 3 万亿美元，配置股票比例从 10% 上升至 20%。

图表 22：70 年代至 80 年代中后期美国居民金融资产中养老金占比从 20% 上升接近 30%



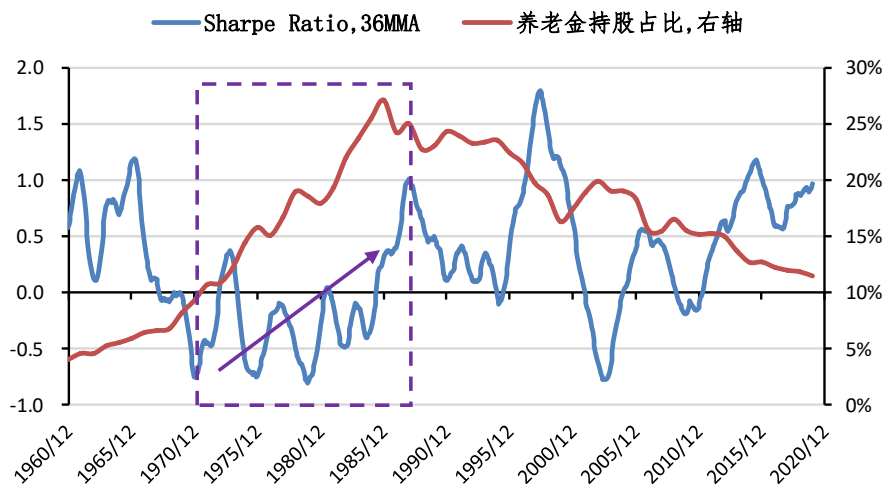
图表 23：70 年代至 80 年代中后期美国养老金配置股票比例从 10% 上升至 20%



数据来源：Wind，美联储，兴业证券经济与金融研究院整理

70 年代至 80 年代中后期，以 IRAs 和 401K 为代表的私人养老金，是这一阶段美股市场机构化进程的主要力量，养老金的持股市值占比由 10% 提升超过 25%。与此同时，养老金作为“长钱”参与市场，有助于提升市场的稳定性、促进股票市场良性发展，标普 500 指数的夏普比率也呈现上升态势。

图表 24：标普 500 的夏普比率随养老金持股市值占比一同上升



数据来源：美联储，Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

美国经济大繁荣推动共同基金快速发展。60-70 年代，两次石油危机叠加德国日本崛起，对美国制造业带来明显冲击，同时布雷顿森林体系崩溃、美元国际地位受挫，越战、冷战、军备竞赛泥沼不断，美国经济处于滞胀的困顿期，股票市场长期横盘，15 年间道指多次冲击 1000 点未果。进入 80-90 年代，沃尔克开启货币主义实验，采用鹰派的高利率政策控制物价，困扰美国长达 15 年的通胀问题开始得到解决；1981 年里根总统就任后，依据供给学派理论进行财政货币改革，造就美国“20 世纪最持久的繁荣阶段”；克林顿总统推行“信息高速公路”计划，引发信息技术产业革命。这一阶段美国经济高速平稳发展，居民财富快速增长，股票市场不断创出新高，共同基金也出现了迅猛的增长。



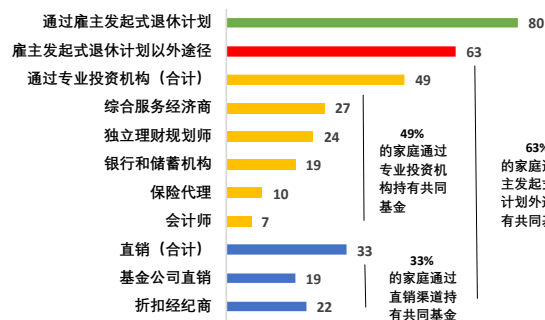
金融监管放松，养老金制度改革，也对其基金业的发展产生了重要的影响。美国从 80 年代开始逐渐放松对金融业的管制，标志性的事件就是 1980 年《放松存款机构管理与控制法》和 1999 年《金融服务现代化法》，前者开启了利率市场化的进程，后者则取消了自大萧条以来实行的金融分业经营制度。另一方面，随着美国养老金的大规模发展，美国在 1990 年代以来实行了一系列有关退休与税收制度改革措施，扩大了 IRAs 的参与者范围，取消了一些关于资产组合的不利限制，使得基金业也从中受益，养老金开始通过共同基金投资股市。90 年代之后，包含 401(k) 计划在内的私人养老金计划成为投资者购买基金的主要渠道。曾经 80%-90% 的共同基金被个人持有，这一比例从 80 年代迅速下降至 50%-60% 的水平，而通过养老金投资共同基金的比例接近 30%。

图表 25：1980-2000 年阶段美国经济高速平稳增长

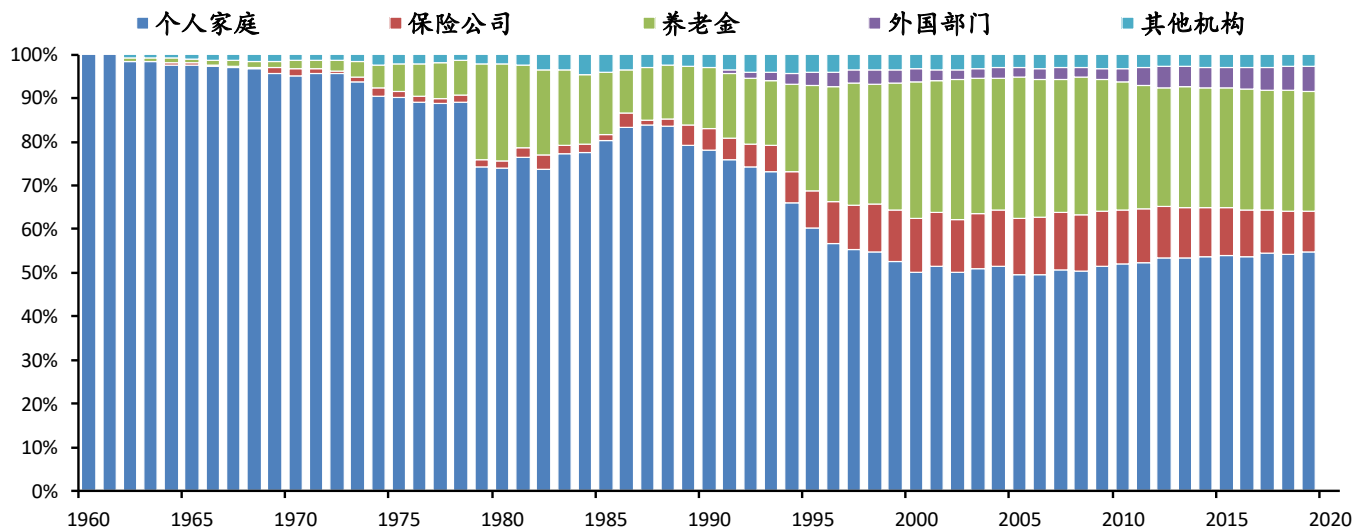


数据来源：ICI, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 26：90 年代之后，包含 401(k) 计划在内的私人养老金计划成为投资者购买基金的主要渠道



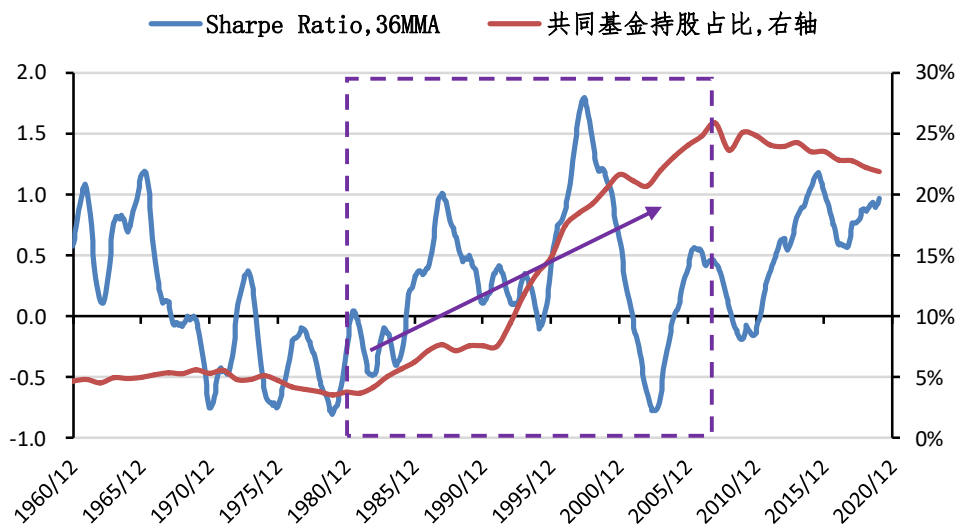
图表 27：通过养老金投资共同基金的比例接近 30%（美国共同基金持有者结构）



数据来源：美联储, 兴业证券经济与金融研究院整理

80 年代至金融危机前，共同基金是这一阶段美股市场机构化进程的主要力量，其持股市值占比由 5% 提升至 25%。投资专业性更加突出的共同基金在市场上的话语权不断提升，股票市场中的不理性成分进一步降低，除了在科网泡沫破灭期间有所下挫以外，标普 500 指数的夏普比率整体呈现上升态势。

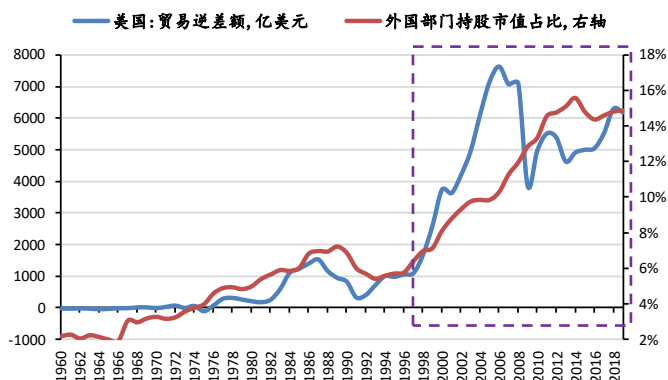
图表 28：标普 500 的夏普比率随共同基金持股市值占比一同上升



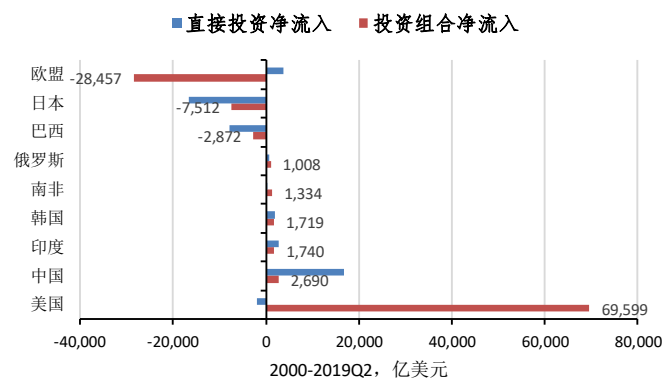
数据来源：美联储，Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

2000 年以来美国贸易逆差快速扩大，至 2019Q2 有近 7 万亿美元资金净流入美国资本市场，对应美股市场中外国部门占比提升最快的阶段。上世纪 90 年代起，第三世界国家尤其是东南亚等国经济快速发展，成为世界资本的主要集中地，造成当地资本市场的泡沫增长。当短期获利目标实现，这部分资金迅速撤离，泡沫破灭并引发 1997 年东南亚金融危机。经历严重打击的新兴市场国家纷纷大量囤积预防性资金，出于对国内市场预期不稳定的担忧，这些国家将资金触角伸向海外市场。与此同时，美国高新技术产业繁荣导致经济生产率提高和投资收益增加，另外由于美国资本市场比较成熟、监管限制较少以及美元是主要国际储备货币等优点，美国理所当然成为投资者的天堂，吸引贸易顺差国的外汇储备不断流入。2008 年金融危机之后，美国领跑全球移动互联网产业，传统制造业也进一步做大做强、高端化发展，经济表现强于欧洲和日本，吸引全球资本进一步流入。从数据上我们也可以看到，2000 年以来美国贸易逆差快速扩大，对应美国资本市场中外国部门占比提升最快的阶段。美国贸易逆差额由 1000 亿美元的量级快速扩大至最高接近 8000 亿美元的量级，2008 年金融危机后虽然贸易逆差额有所缩窄，但仍然维持每年 5000-6000 亿美元的水平。2000 至 2019Q2，近 7 万亿美元资金净流入美国资本市场，同期外国部门持股市值占比由 5% 提升至 15%。

图表 29：2000 年以来美国贸易逆差快速扩大



图表 30：2000-2019Q2 近 7 万亿美元资金净流入美国



数据来源：CEIC，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

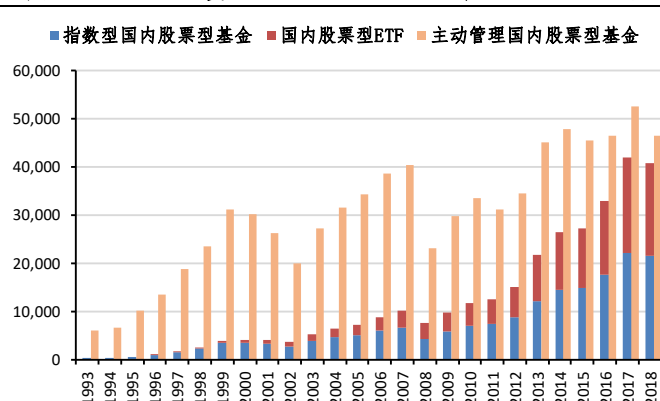
被动投资理念逐渐被投资者接受，投资顾问向资产管理费模式转型，是美股市场被动投资快速发展的直接原因。2007 年巴菲特立下著名的“十年赌约”，十年之后谜底揭晓，挑战者选择的 5 支 FOF 基金均跑输巴菲特的标普 500 ETF，美国投资者也开始意识到被动投资不失为一种便捷高效的投资方式。另一方面，美国投资顾问从交易佣金费模式（Commission-Based）转向资产管理费模式（Fee-Based），美国劳工部又规定投顾收取的费用加上客户所投基金的综合费率不能大于 1% 每年，使得投资顾问更倾向于向客户推荐指数基金、指数 ETF 等投资产品。

主动管理难以获得持续稳定的超额收益，是被动投资兴起的重要原因，其规模快速赶上主动管理基金。资产管理行业中存在一个“不可能三角”，即基金很难同时做到获得超额回报、降低风险水平、扩大资产规模。在 2004-2018 的 15 年内，近 70% 的主动管理股票基金跑输业绩基准，能获得 2% 以上年化超额收益的不足 5%。如果按 2009-2013 年的业绩将主动管理基金分为 5 档，这 5 年间表现最好的基金，在 2014-2018 年的业绩基本均匀分布在 1-5 档，仅有 19% 仍保持在第一梯队，说明主动管理基金很难获得持续稳定的超额收益。

图表 31：主动管理基金的超额收益很难持续稳定

		根据 2014-2018 年化超额收益率分组					
		最高	较高	居中	较低	最低	合并/清算
根据 2009-2013 年化超额收益率分组	最高	19.3%	16.3%	10.3%	12.6%	18.3%	23.2%
	较高	16.2%	14.9%	13.2%	14.4%	11.1%	30.2%
	居中	11.8%	16.8%	15.4%	12.9%	10.6%	32.5%
	较低	10.0%	11.0%	17.2%	14.3%	11.7%	35.8%
	最低	8.9%	7.9%	10.3%	12.3%	14.9%	45.7%

图表 32：被动投资规模快速赶上主动管理基金(亿美元)

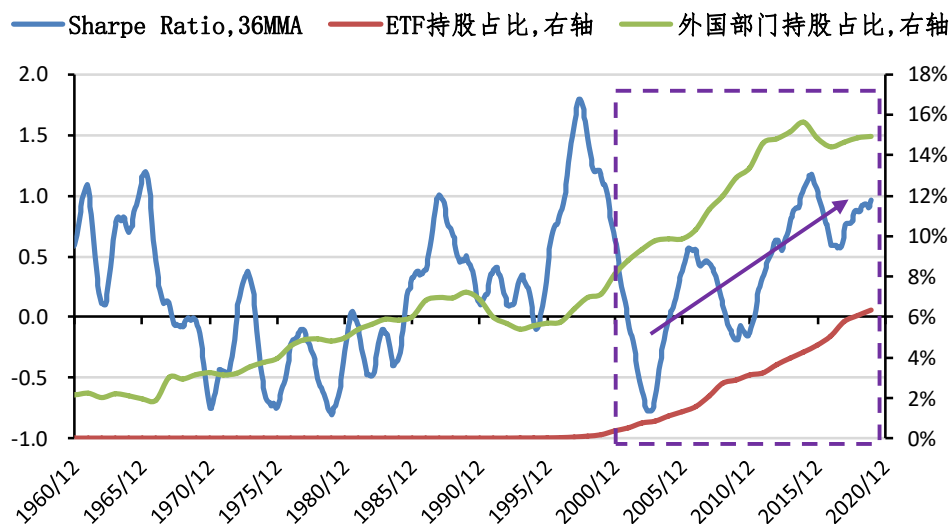


数据来源：Vanguard，ICI，兴业证券经济与金融研究院整理

2000 年以来，国际投资者和以 ETF 为代表的被动投资，是这一阶段美股市场机构化进程的主要力量。国际投资者的持股市值占比由 5% 提升至 15%，ETF 持股

市值占比从几乎为 0 上升至 7% 的水平。具备丰富投资经验的国际投资者扩大了美股市场的投资者基础，ETF 不但本身不像主动管理基金频繁调仓，而且为投资者提供了方便的风险对冲方法，同时其可以二级市场交易的特性不会引起股票市场的大幅波动，诸多因素共同促进了市场的稳定性进一步提升，美股走出新一轮“长牛”，标普 500 指数的夏普比率也呈现上升态势。

图表 33：标普 500 的夏普比率随 ETF 和外资持股市值占比一同上升



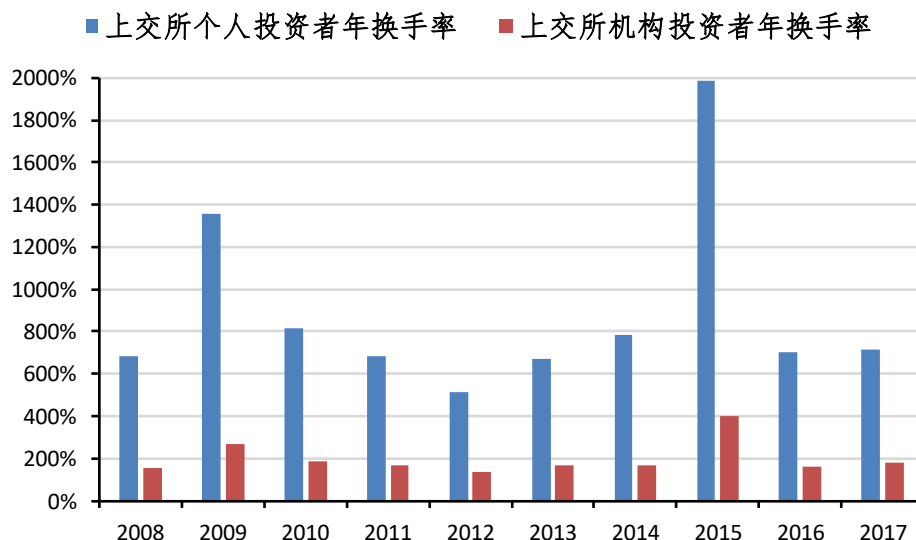
数据来源：美联储，Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.3. 展望 A 股：机构化推进，长牛正在路上

机构投资者的持股相对更加稳定，平均换手率约为散户的 1/4。根据上交所的数据统计，2008-2017 年间，机构投资者的换手率明显低于个人投资者。由于市场行情原因，机构投资者与个人投资者在 2009 年和 2015 年的换手率均较高。除去这两年来看，2008-2017 年间，机构投资者每年换手率均保持在 200% 下方，平均年换手率为 165%，个人投资者平均年换手率则接近 700%，是机构投资者的 4 倍还多。



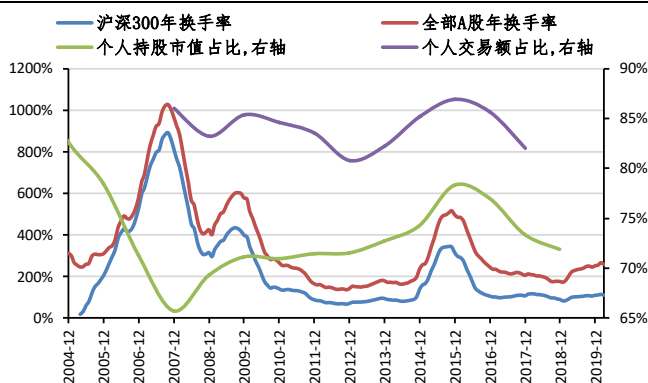
图表 34：机构投资者的持股相对更加稳定，平均换手率约为散户的 1/4



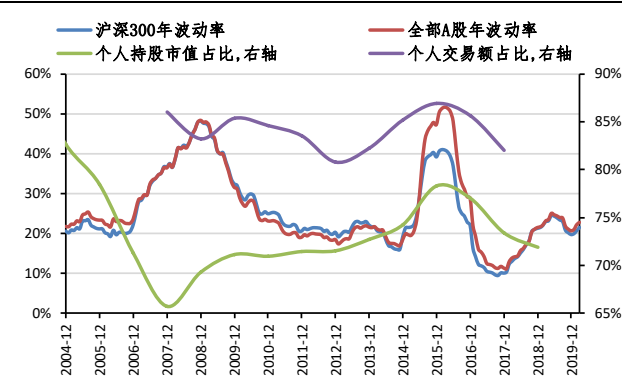
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2013 年以后，A 股的换手率和波动率与市场投资者结构存在密切的关系，散户化则加剧市场波动，机构化则提升市场稳定性。2013 至 2015 年间，A 股市场中个人投资者的持股市值占比（指个人投资者持股市值占全部 A 股流通市值剔除一般法人持股市值后的比例）从 72% 上升至 78%，个人投资者的交易额占比从 81% 上升至 87%，散户主导市场的局面进一步加深。与此同时，全部 A 股年换手率从 150% 附近上升至 500%，年波动率从 20% 左右上升至 50%。2016 至 2018 年间，个人投资者的持股市值占比从 78% 下降至 72%，机构投资者的持股市值占比从 22% 上升至 28%，投资者机构化程度得到了一定的推进。与此同时，全部 A 股年换手率从 500% 降至 200% 附近，年波动率从 50% 降至 10%-25% 的良性区间。

图表 35：个人投资者持股市值或交易额占比上升，则 A 股换手率上升

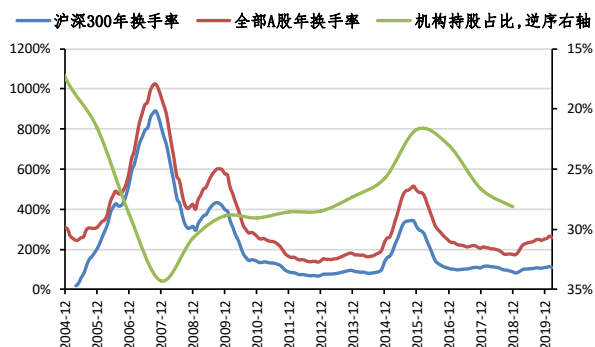


图表 36：个人投资者持股市值或交易额占比上升，则 A 股波动率上升

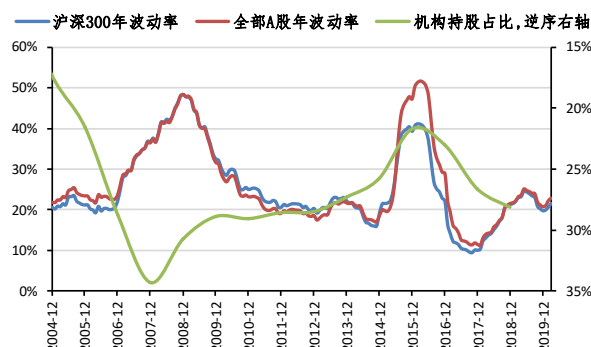


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 37: 机构投资者持股市值或交易额占比上升, 则 A 股换手率下降



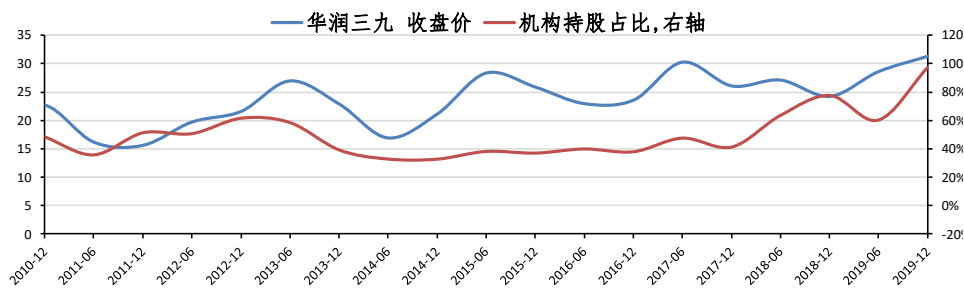
图表 38: 机构投资者持股市值或交易额占比上升, 则 A 股波动率下降



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

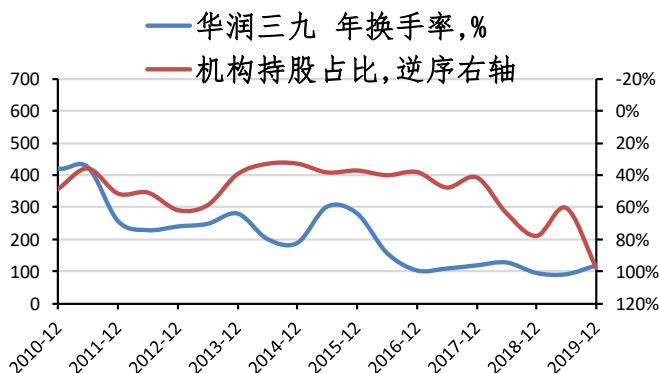
随着机构持股增加, 个股波动率下降, 股价上升。从个股角度, 我们也可以得到相印证的结论。我们在这里选取华润三九(医药)、中南传媒(传媒)、安琪酵母(消费)、金地集团(地产)这4家机构持股占比较高、分属不同行业的公司为例。截至2019年三季度, 安琪酵母、华润三九、中南传媒、金地集团机构持股占比(机构持股数量/流通A股数量, 分子分母均剔除一般法人持股)分别达到83%、71%、68%、66%。可以看出, 这4只股票的换手率和波动率均与机构持股占比存在密切的负向关系, 随着机构持股比例的上升, 股票换手率和波动率均呈现出下降的态势, 股价表现也较为出彩。

图表 39: 华润三九机构持股占比上升, 股价上行

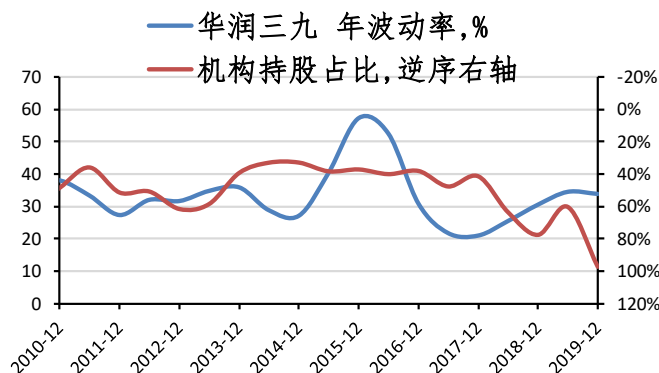


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 40: 华润三九机构持股占比上升, 年换手率下行

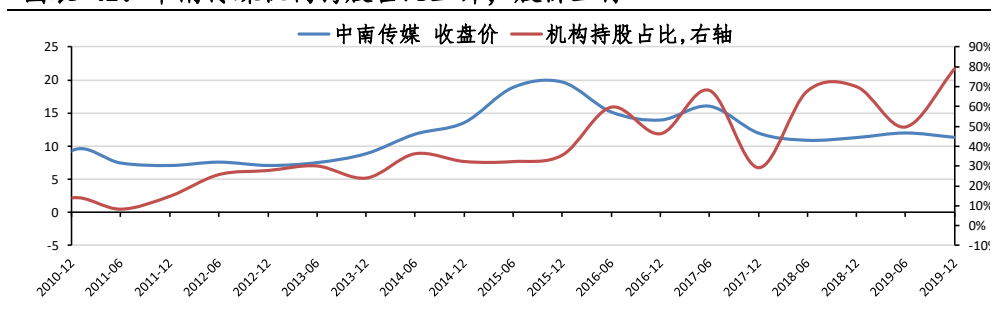


图表 41: 华润三九机构持股占比上升, 年波动率下行



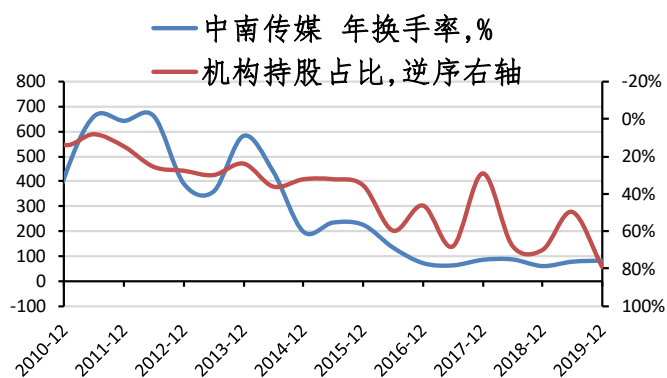
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 42：中南传媒机构持股占比上升，股价上行

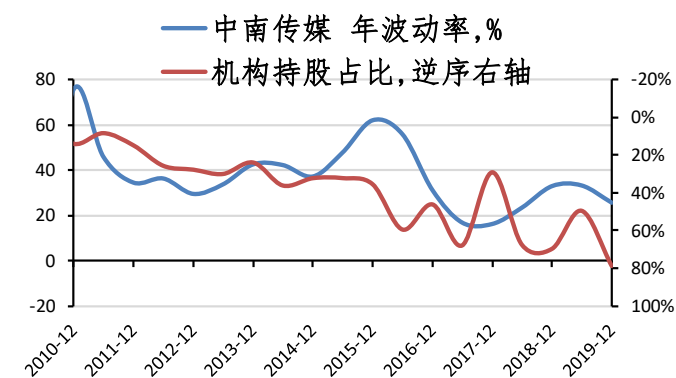


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 43：中南传媒机构持股占比上升，年换手率下行

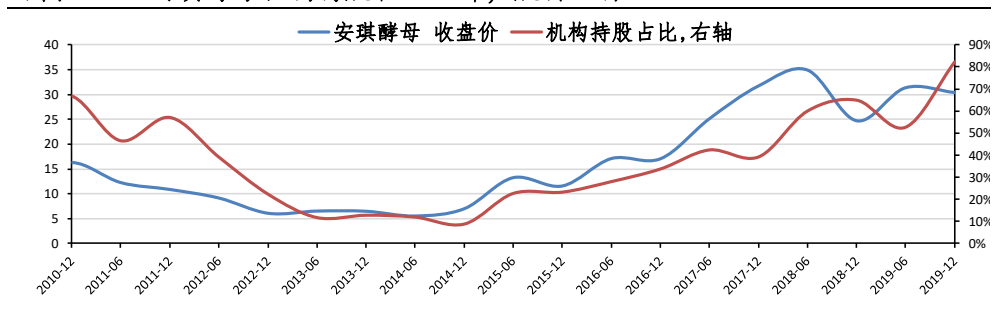


图表 44：中南传媒机构持股占比上升，年波动率下行

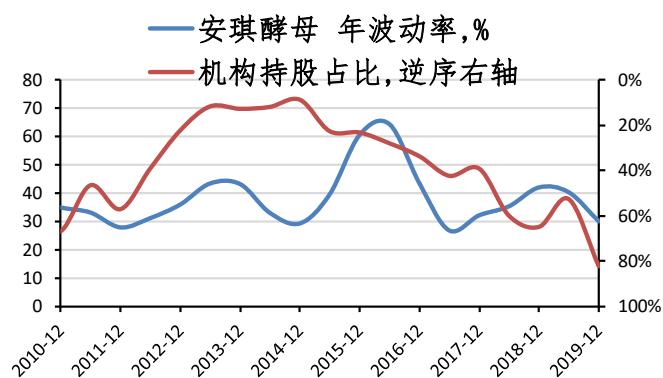
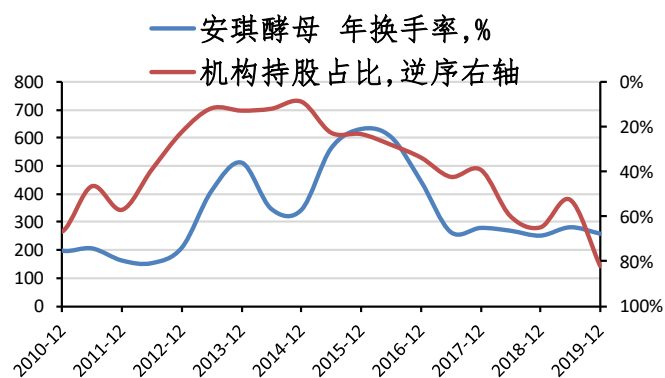


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

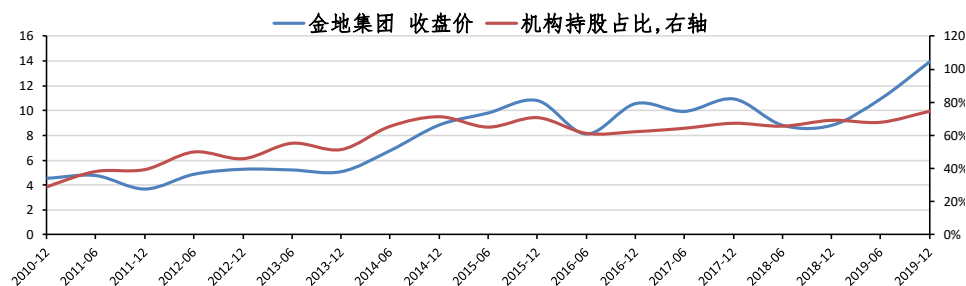
图表 45：安琪酵母机构持股占比上升，股价上行



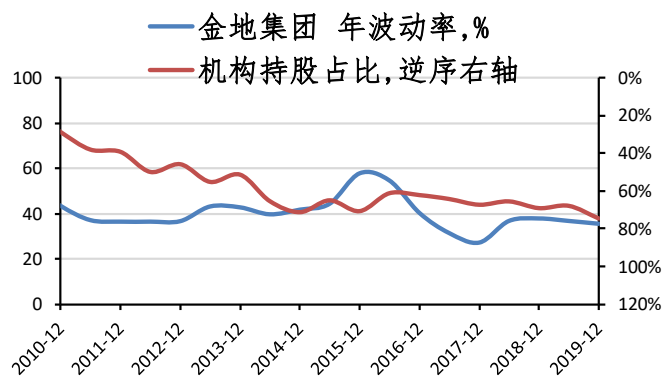
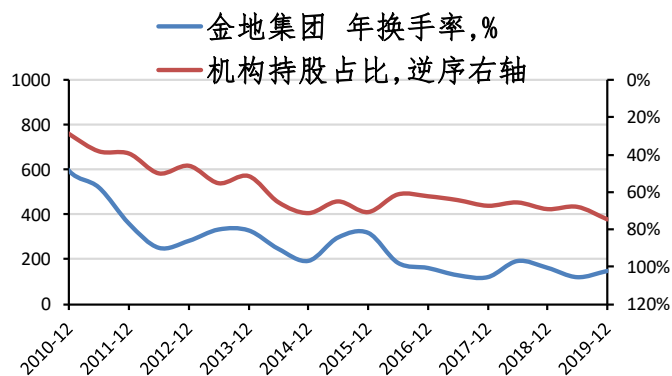
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 46: 安琪酵母机构持股占比上升, 年换手率下行**      **图表 47: 安琪酵母机构持股占比上升, 年波动率下行**


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 48: 金地集团机构持股占比上升, 股价上行**

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 49: 金地集团机构持股占比上升, 年换手率下行**      **图表 50: 金地集团机构持股占比上升, 年波动率下行**


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

**风险提示:** 本报告为历史分析报告, 不构成任何对市场走势的判断或建议, 不构成任何对板块或个股的推荐或建议, 使用前请仔细阅读报告末页“相关声明”



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn