



知日鉴中：中国居民的股市配置之路

当前个人投资者入市与中长期的股票配置

疫情后不论美国还是中国，股票市场均出现个人投资者踊跃入市的现象。但相较居民直接获得财政补贴且仍未实现复工复产的美国，中国居民投资股市的时间成本相对更高，其入市的速度也显著慢于上一次牛市上升期的2015年二季度。短期来看，监管、棚改政策和社会资金充裕度等差异使得中国居民本次入市所能带动的资金增量或明显少于前一轮（2015年）。

纵然市场已多次热烈讨论中国和全球个人投资者增配股票的现象，但对“中国居民究竟该配置多少股票”这个问题却乏善可陈。知日鉴中，考虑到同样以间接融资为主的金融结构以及相似的储蓄偏好，我们认为日本居民的资产配置对中国具备借鉴意义。当前中国居民的金融资产和股票资产配置结构已接近日本，中长期来看，若中国居民资产配置完全达到日本水平或意味着长期7200亿元入市增量。

我们认为个人集中入市普遍滞后于市场表现。个人入市短期或持续导致市场资金面与货币政策偏离，但其影响难以持久，投资者不宜过度关注个人投资者入市对股市的影响，更应聚焦基本面及中长期政策和全球格局变化带来的投资机会，短期建议关注A股行业估值收敛带来的低估板块重估机会，中长期关注改革题材和结构升级的行业。

证券研究报告

2020年08月04日

分析师

策略研究团队

宋劲

jin.song@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号：S1720519120002

高挺

ting.gao@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号：S1720519120006

知日鉴中:中国居民股市配置之路

当前个人投资者入市与中长期的股票配置

■ **中美股市均呈现个人加速入市现象。**与美国个人投资者入市的不同点有二：1) 中国复工复产顺利，失业率远低于美国，使得中国居民投资股市投资的时间成本更高；2) 美国居民或存在将部分财政补贴入市投资的现象，与美国直接发放给个人的财政补贴不同，中国主要通过国企等渠道稳就业。短期而言中国居民的入市进程可能将持续，但总量或将少于 2015 年。中长期的股票配置体量取决于居民对权益资产的配置需求。

■ **短期中国居民入市的趋势或弱于 2015 年。**与 2015 年的居民入市不同的是：1) 本次监管层对违规资金的警惕程度更高，提前针对场外配资和银行信贷资金进行严查和严厉监管；2) 棚改货币化率高企时，可能存在部分货币化安置资金入市，但现在棚改及其货币化率均已显著降低；3) 从 M2 增速对比来看，即使疫情后货币政策转宽松，当前社会资金宽裕度弱于 2015 年。虽然今年和 2015 年同样出现居民集中入市的现象，但这是建立在“房住不炒”、债市受到监管打击“资金空转”和换汇受限的影响之下的。此外，个人新开户及基金申购数据显示，前者的大幅增加并不领先于市场表现的好转，而后者还滞后基金表现约两个季度。

■ **中长期中国居民资产配置若达日本水平，或致 7200 亿资金流入 A 股。**由于与中国同样是间接融资主导且居民储蓄偏好相似，2016 年后长期陷入负利率的日本或可作为研究中国居民资产配置的比较对象。据央行调查，当前中国居民对金融资产（储蓄、股票、债券等，不包括房产）的配置比例约 20.4%，我们认为在考虑到样本偏差后的实际水平约为 26.7%，已接近日本在 2014 年的水平（29.8%）。此外 2019 年中国居民金融资产中约 9.9% 为股票和基金持仓（同期日本：13.0%）。若中国居民的金融资产和股票资产占比要在中长期达到日本水平，最终或驱动 7200 亿居民资产流入 A 股。此外需要注意的是，美国和日本数据显示，居民对股票资产的配置需求长期较为恒定，负利率或经济增速等因素所导致的变化幅度有限，只有在长期且涨幅巨大的市场环境中（如 1985-89 年日本股市表现、1995-2000 年和 2009-19 年美股股市表现），居民对股票资产才可能出现短暂的、明显的超配。否则即使所谓的“慢牛”（如 2012-19 年日股表现）也难以吸引居民增加对股票的配置。

■ **投资者不宜过多关注个人入市现状，建议加大对基本面关注。**短期个人大量入市容易加剧市场资金面与货币政策的背离，但情绪热度的持续往往较短，且并非市场表现的领先指标，因此建议投资者不应过度关注。我们建议应回归基本面，尽可能降低经济增速与国际局势变化所带来的高不确定性的影响，寻找行业和主题中的确定性。短期建议增加对低估值板块估值轮动的关注度，中长期持续关注符合中长期中国产业和消费变革方向的医药、消费与科技行业龙头，以及内循环政策带动的“能源及材料自主可控”、“产业链关键领域国产替代”、“高端消费回流”和“信息技术升级”带来的投资机会。

证券研究报告

2020 年 08 月 04 日

分析师

策略研究团队

宋劲

jin.song@nomuraai-sec.com

SAC 执业编号：S1720519120002

高挺

ting.gao@nomuraai-sec.com

SAC 执业编号：S1720519120006

正文目录

全球市场个人投资者加速入市	4
本次个人入市带动资金增量可能弱于 2015 年.....	6
知日鉴中：从日本经验看中国居民长期股票配置	11
个人投资者入市与当前的投资策略	15

图表目录

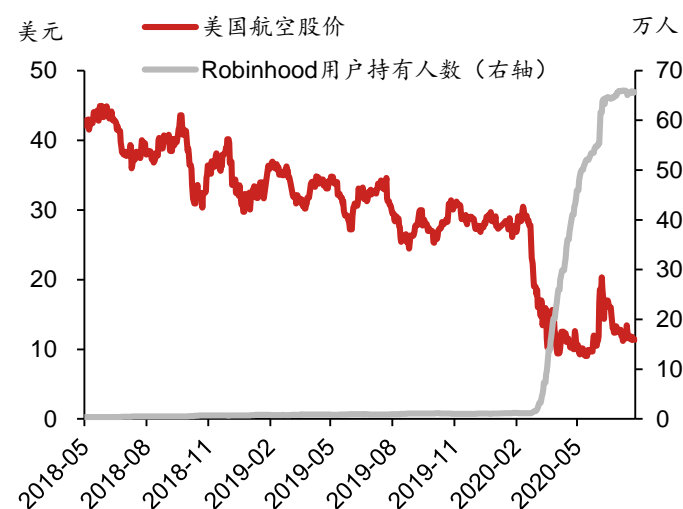
图表 1: Robinhood 用户持有数：美国航空	4
图表 2: Robinhood 用户持有数：苹果公司	4
图表 3: Robinhood 用户持有数：福特汽车	4
图表 4: Robinhood 用户持有数：特斯拉	4
图表 5: A 股新增个人投资者数量	5
图表 6: 美国股票型基金资金流向	6
图表 7: 中国混合型基金份额增速	6
图表 8: 2020 年以来融资余额变化	6
图表 9: 2014-15 年融资余额	7
图表 10: 证券市场结算金	7
图表 11: PSL 规模	8
图表 12: 棚改财政支出规模	8
图表 13: 二季度利率上行至疫情前水平	8
图表 14: 货币市场基金二季度遭到赎回	8
图表 15: 房地产政策变化	9
图表 16: 银行结售汇	9
图表 17: 人民币汇率	9
图表 18: 新发基金份额与基金表现	10
图表 19: 总份额与基金表现	10
图表 20: 基金份额增长与指数表现	10
图表 21: 2014 年日本居民资产配置	12
图表 22: 2009 年日本居民资产配置	12
图表 23: 2019 年日本居民金融资产配置	13
图表 24: 日本居民金融资产配置变化	13
图表 25: 美国居民 2019 年金融资产配置	13
图表 26: 美国居民金融资产配置变化	13
图表 27: 美国居民金融资产占比变化	14
图表 28: 美国居民股票资产占比变化	14
图表 29: 美股表现与美国居民股票资产占比变化	14
图表 30: 日本股市与居民权益资产配置比例	15
图表 31: M2 与 M1 增速	16
图表 32: 社会融资规模增速	16

全球市场个人投资者加速入市

今年上半年全球各大经济体纷纷被迫以隔离防疫等手段应对突如其来的新冠疫情。在经济陷入衰退、欧美等发达国家纷纷启动大量的财政援助及货币刺激政策的背景之下，美股出现较为明显的个人投资者加速入市的现象。同时今年上半年 A 股的个人投资者交易热度及新开户规模也出现较明显的提升，个人投资者入市成为全球资本市场普遍观察到的现象。

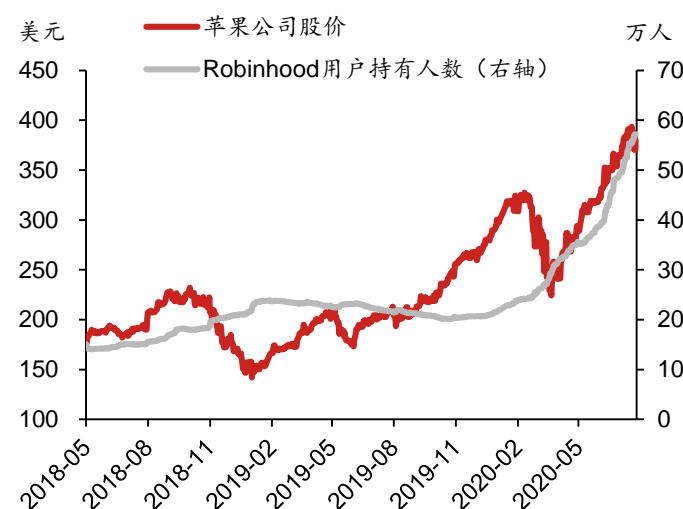
从美国线上交易平台 Robinhood 数据可知，诸多个股均观察到个人投资者持有人数大幅上升的现象。这与公司股价表现并非绝对相关，例如美国航空和福特汽车股价表现不佳，但也被大量个人投资者所增持。

图表 1: Robinhood 用户持有数：美国航空



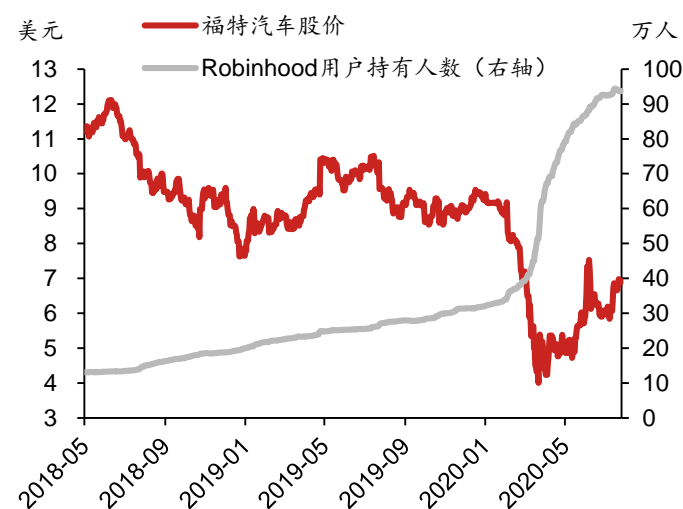
资料来源：Robintrack、野村东方国际证券

图表 2: Robinhood 用户持有数：苹果公司



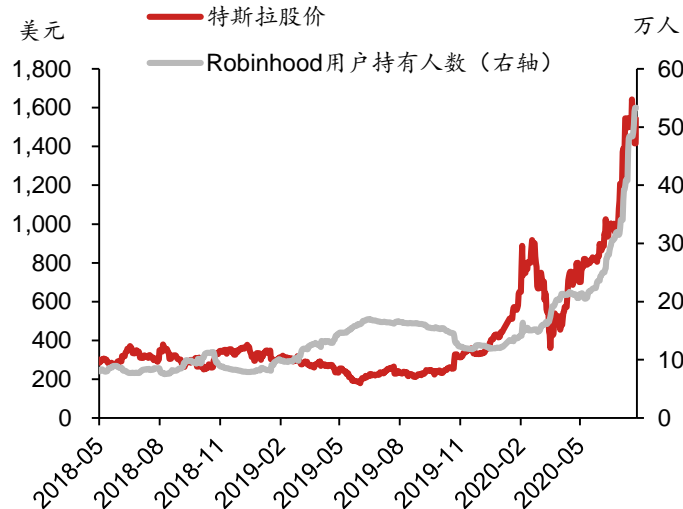
资料来源：Robintrack、野村东方国际证券

图表 3: Robinhood 用户持有数：福特汽车



资料来源：Robintrack、野村东方国际证券

图表 4: Robinhood 用户持有数：特斯拉



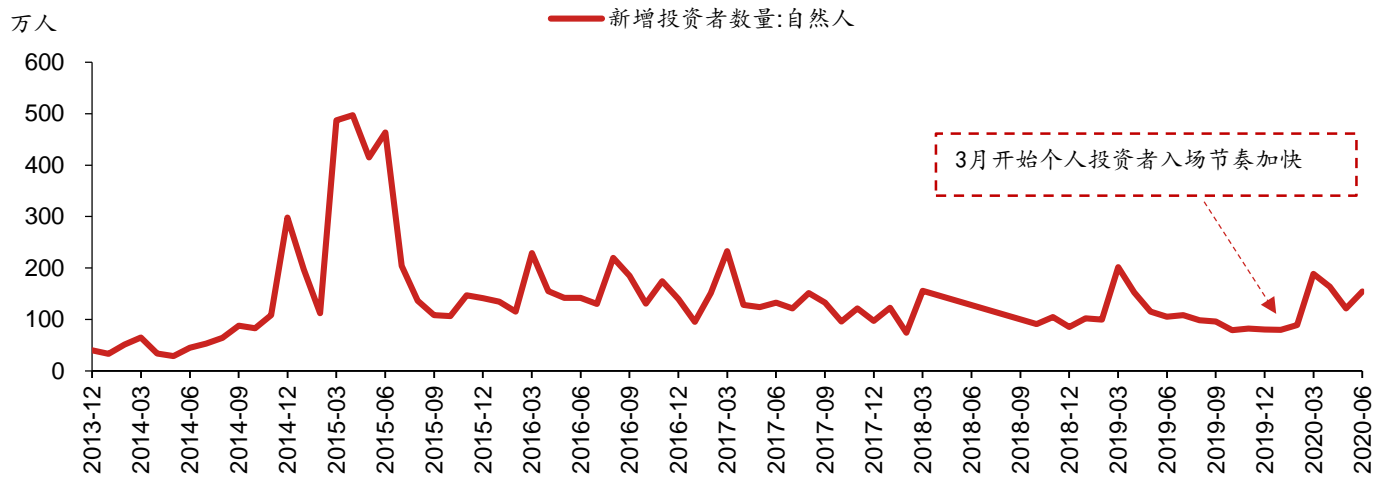
资料来源：Robintrack、野村东方国际证券

A 股同样存在个人投资者加速入场的现象

与此同时，A 股投资者从今年一季度开始也出现了加速进场的现象。3 月个人投资者新开户 188.8 万人，3-6 月的新增个人投资者开户数据（157.1 万人/

月)均高于 2019 年 2 月至 2020 年 2 月的平均水平 (106.8 万人/月)。从 Robinhood 数据可知,美股个人投资者加速入场的起点发生在 2 月下半旬,从时间点上,A 股的个人投资者入场节奏可能略有滞后。相较 A 股过去的新增投资者数量,近期的增量仍远低于 2015 年二季度。

图表 5: A 股新增个人投资者数量

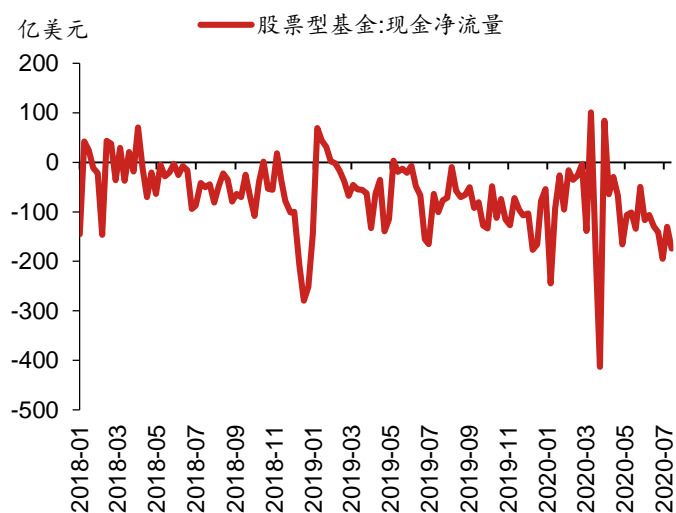


资料来源:中证登、野村东方国际证券

我们认为导致中美个人投资者入场速度不同的原因有三点:

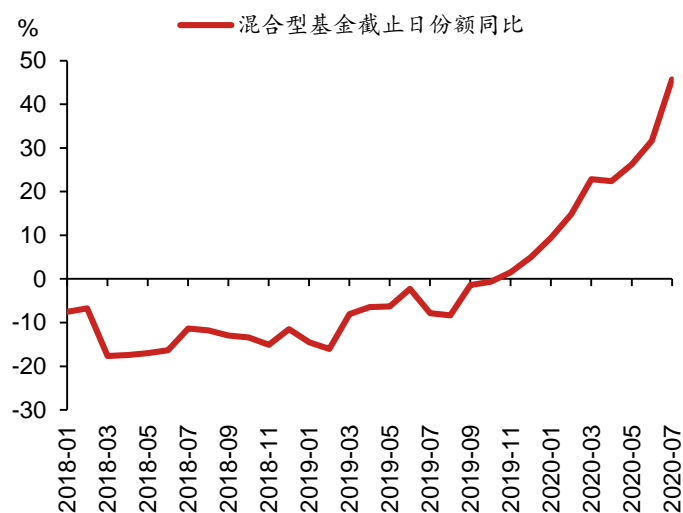
- **中国复工复产较为顺利。**与海外经济体在二季度陷入停滞不同,得益于对于疫情的有效控制,中国于二季度成功实现复工复产,其中部分行业和公司还存在“赶进度”的迫切用工需求,因此中国个人投资者参与股市投资的时间成本较美国个人投资者更高。
- **中国通过国企稳定就业,并未发放大规模直接针对个人的财政救助政策。**与美国疫情期间的大规模财政救助方案不同,中国政府并未施行直接对居民的财政援助,而是通过国有企业等体制优势稳定就业。我们在 2015 年曾见到过棚改货币化等财政资金对个人投资者入市的刺激效果,美国现在的财政救助款也可能成为加大个人投资者入市程度的因素之一。
- **部分中国个人投资者选择申购基金产品入市。**2019-20 年上半年公募基金产品收益率表现较为亮眼,对个人投资者产生持续的吸引力。虽然中国新增个人投资者数量在二季度增幅可能小于美国,但部分个人投资者或选择了申购基金产品的方式入市;与此同时,美国股票型基金的资金流向却并未出现申购量的大幅增长,二季度申购资金还持续净流出。

图表 6：美国股票型基金资金流向



资料来源：Wind、野村东方国际证券

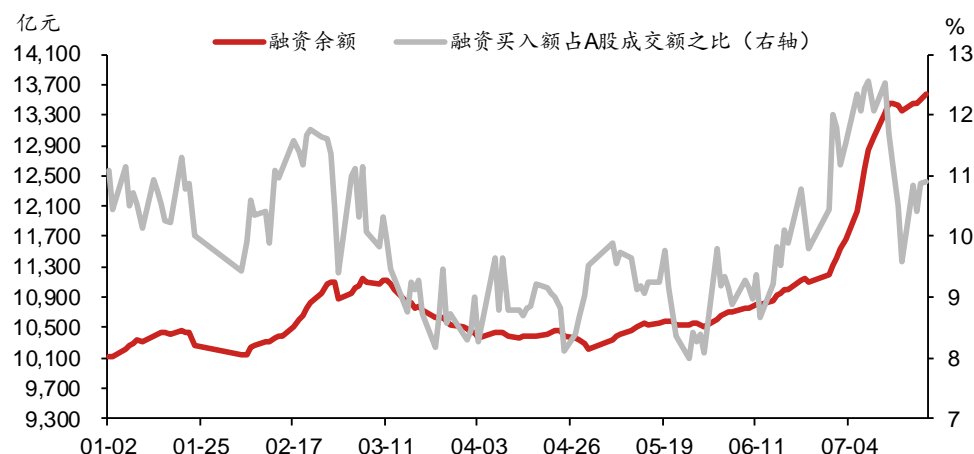
图表 7：中国混合型基金份额增速



资料来源：Wind、野村东方国际证券

步入 7 月后，伴随 A 股在月初的优异表现，我们从微观调研上观察到更多个人投资者踊跃入市的现象。除新闻媒体对此类事件的诸多报道外，通过近期融资资金（超过 99.5% 为个人投资者账户）的大量增加也可以看出个人投资者入场热情的升温。

图表 8：2020 年以来融资余额变化



资料来源：Wind、野村东方国际证券

当前部分市场参与者将当前的个人投资者集中入市与“牛市启动”、“居民资产配置腾挪”等口号联系在一起。由于 2015 年上半年 A 股的泡沫化也的确离不开彼时个人投资者入市的影响，市场这次将“个人入市”与“牛市”相联系展开联想也情有可原。我们将在本篇报告详述短期层面上，本次个人投资者入市与 2015 年的差异，并在中长期展望与日本和美国个人投资者资产配置结构的比较中，给出对未来中国个人投资者入市潜在空间的展望和测算。

本次个人入市带动资金增量可能弱于 2015 年

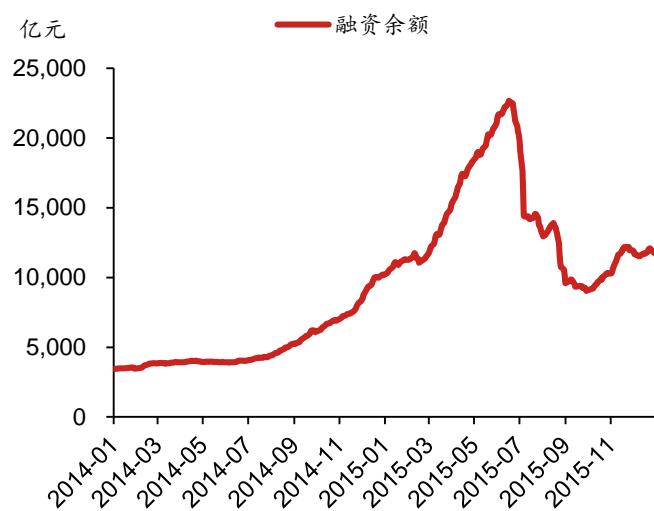
本轮个人投资者踊跃入市的热情容易让部分市场参与者回想起 2015 年个人投资者的踊跃参与。但事实上，本轮的个人投资者入市与 2015 年相比存在较多差异，我们认为主要有三点：1) 监管层对违规资金的警惕程度；2) 由于棚改货币化率的下降，财政补助资金流入股市减少；3) 当前社会的资金充裕度明显弱于

2015 年。

本次监管层对违规资金的警惕程度更高

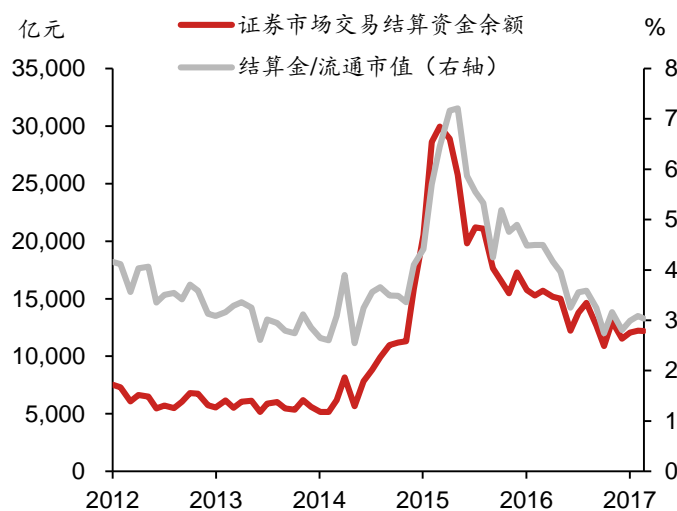
2015 年牛市在伞形信托等场外配资的影响下，大量信托及银行等违规资金入市，并最终导致市场的大幅下挫。据 21 世纪经济报道 2015 年 6 月 1 日的报道，当年仅恒生 HOMS、铭创和同花顺渠道的配资规模已超过监管层早先披露的 5000 亿水平，若考虑 2014-15 年约 1 万家配资公司、大量 P2P 公司及银行理财资金等违规入市规模，实际违规杠杆资金入市可能远远更多。2015 年 6 月 18 日的融资余额达历史峰值，较年初大幅上升 1.3 万亿元至 2.3 万亿元。从证券交易结算资金余额的角度来看，2015 年 6 月指数触顶时的结算金余额为 3.0 万亿元，较 2014 年底增加一倍多至 1.9 万亿元，其推升的主力可能来自个人投资者配资资金的入场。

图表 9：2014-15 年融资余额



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 10：证券市场结算金



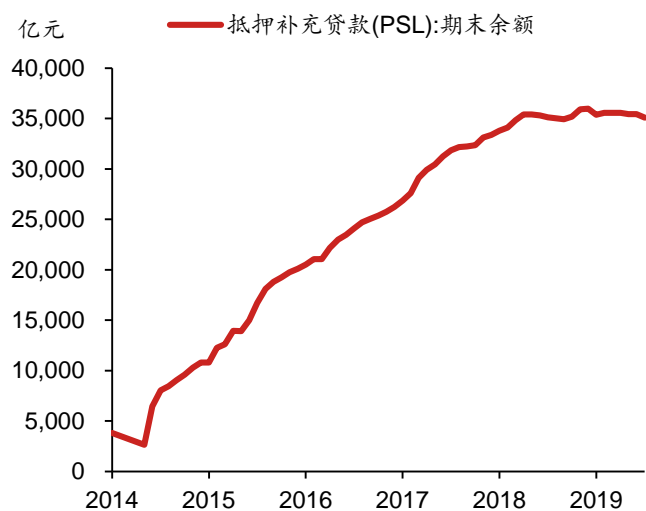
资料来源：Wind、野村东方国际证券

虽然证券市场交易结算资金余额自 2017 年 6 月后停止披露，但由于它与 A 股流通市值间的相关性较强，我们按照 2012-2017 年间的结算金/流通市值的平均值 3.8% 进行估算。截止 8 月 4 日，全部 A 股流通市值 60.2 万亿元，由此估算证券市场交易结算金余额约 2.3 万亿元 ($=60.2 \times 3.8\%$)，相当于 2015 年 4 月水平。但由于本次监管层吸取 2015 年的管理经验，对场外非法配资平台及时严查，并严格清理排查银行资金的违规入市。针对蚂蚁金服等互联网金融平台也采取了针对性的摸底政策，使得违规的杠杆资金入市规模远小于 2015 年水平。

棚改货币化率下降使得财政资金流入股市规模减少

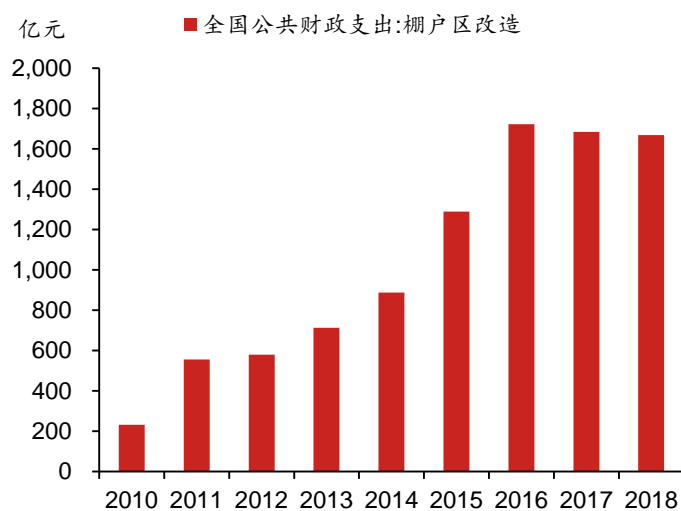
2014 年政府工作报告首次提出“改造 1 亿人居住的城镇棚户区和城中村”，同年央行给予国开行 1 万亿的棚改授信，棚户区改造进展速度大幅提升。伴随棚改大规模推进的还有其货币化率水平。在棚改家庭获得货币化安置后，不排除其中部分资金在 2014-15 年流入股市，正如今年上半年美国居民在获得财政补助后存在将部分财政补助款用于股票投资一样。由于 2018 年棚改货币化安置得到控制，当前货币化比率明显下降。因此本轮个人投资者入市可能无法受到这部分财政资金的驱动。

图表 11: PSL 规模



资料来源: Wind、野村东方国际证券

图表 12: 棚改财政支出规模



资料来源: Wind、野村东方国际证券

当前社会资金充裕度低于 2015 年

在上述两个因素之外,当前市场虽然存在大量个人投资者入市(尤其是7月上半旬还出现了进一步提速),但全社会的资金充裕度可能较2015年更低。相比2015年债券市场良好的回报率、房地产市场放开限购政策以及居民跨境投资相对更自由,现在股市的个人投资者入市是在债市被打击“资金空转”、楼市持续“房住不炒”和换汇持续受限的背景下形成的。虽然疫情后的M2同比增速在4-6月上升至11.1%,但仍低于2015年全年的13.3%增速,相对更匮乏的社会资金可能导致本轮个人投资者入市所带来的资金增量更小。

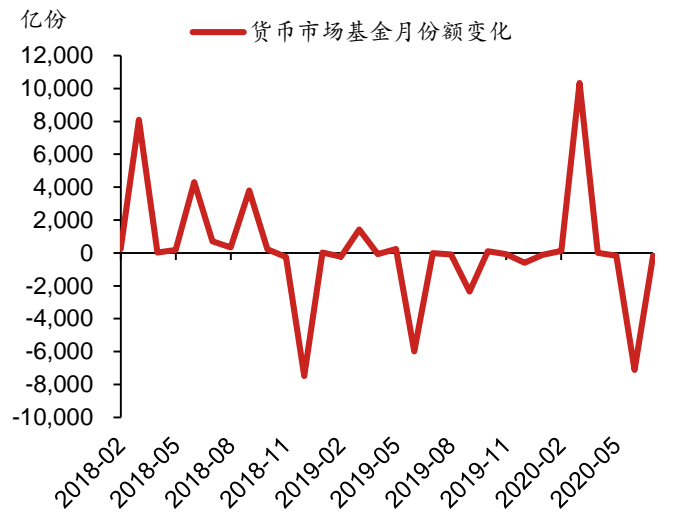
具体来看,债市方面,由于央行在债券市场打击“资金空转”,以及二季度以来货币政策的边际力度收缩,货币基金及债券基金的收益率大幅下降。相较疫情后的更宽松货币政策,国债收益率已被打击到疫情前的水平;同时货币市场基金也在避险情绪降温后逐渐因收益率走低而被赎回,6月份更是被赎回了7119亿份。债券产品收益率走低导致居民短期倾向将资产配置向股市转移,这在一定程度上解释了居民资产为何在二季度及7月初选择集中向股市流入。

图表 13: 二季度利率上行至疫情前水平



资料来源: Wind、野村东方国际证券

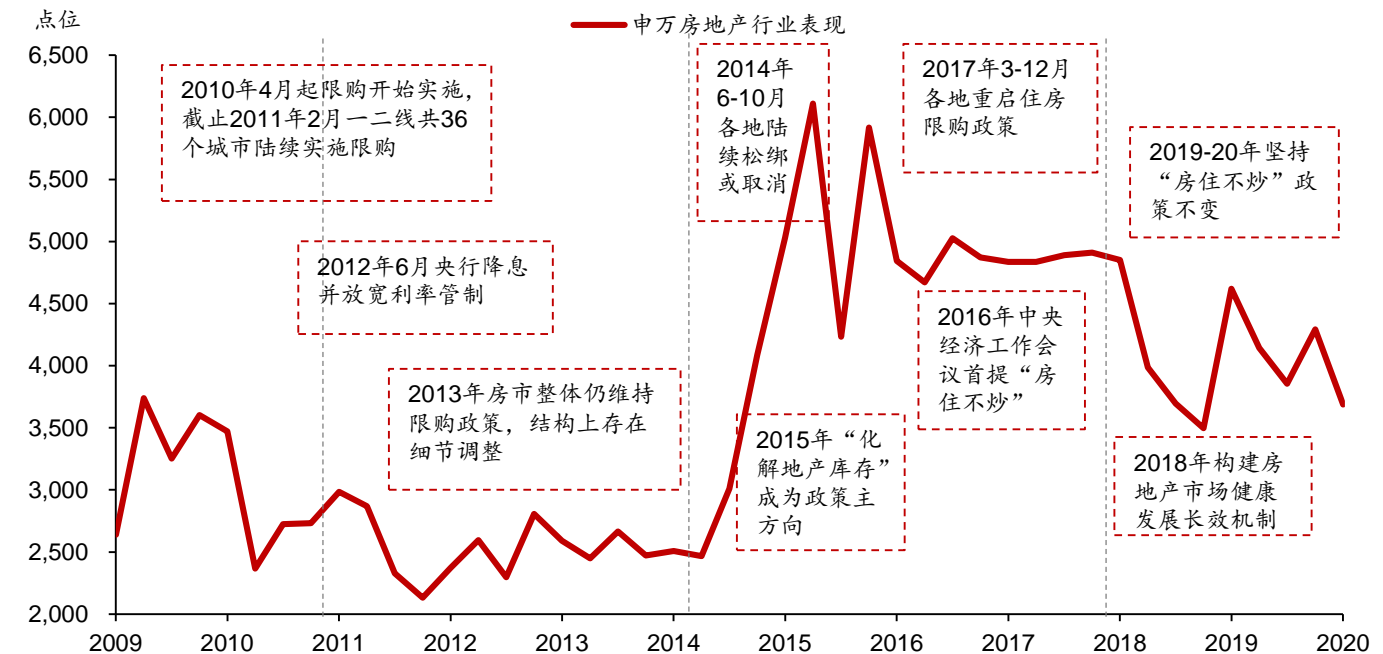
图表 14: 货币市场基金二季度遭到赎回



资料来源: Wind、野村东方国际证券

楼市方面，2014 年 6-10 月各地住房限购政策陆续松绑，在 2015 年牛市期间化解地产库存还一度成为政策方向。而在本轮个人投资者进场之初，政府延续对房地产政策一以贯之的严控，且加大了对于违规资金流入楼市的严查。从可投资角度出发，房地产的限购显著降低了同期股市的机会成本。

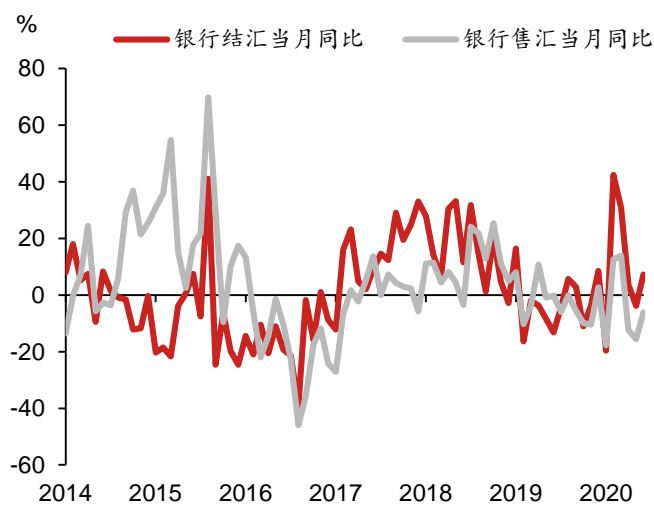
图表 15：房地产政策变化



资料来源：Wind、野村东方国际证券

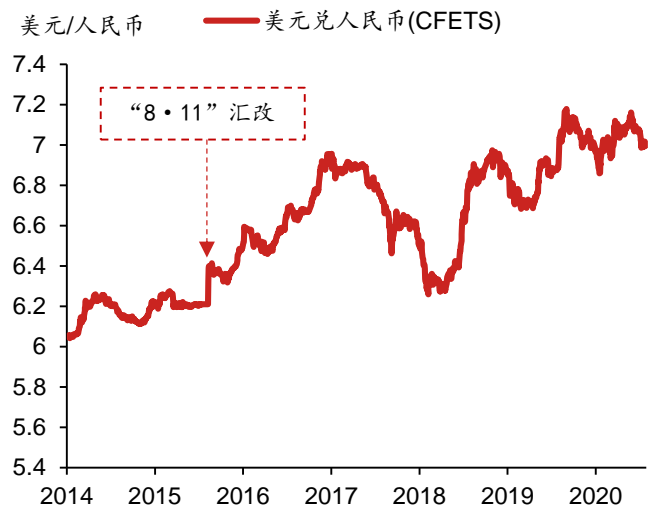
相较“811”汇改前，当前居民换汇限制更为严格，与 2015 年上半年相比，如今境外投资更加受限。这使得居民资产配置更加局限在人民币计价的资产，大幅降低股市的机会成本。

图表 16：银行结售汇



资料来源：野村东方国际证券

图表 17：人民币汇率



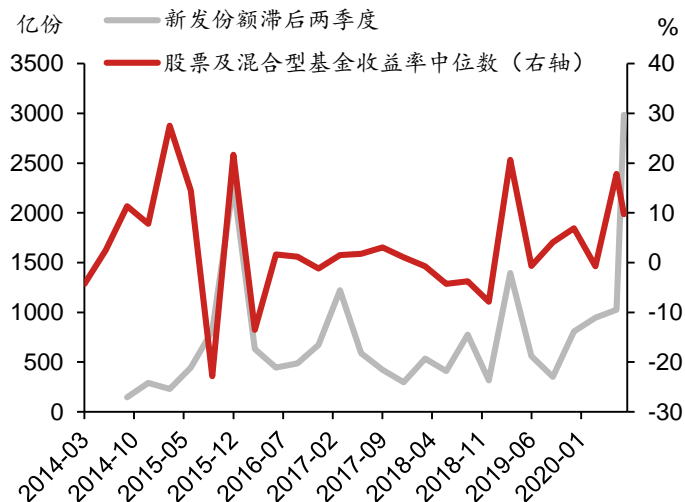
资料来源：野村东方国际证券

与美股个人投资者获得财政补贴入市的区别在于，A 股个人投资者在严监管和缺乏直接财政补贴的情况下，其未来增配 A 股的空间更多取决于居民对于权益资产配置的需求。

居民对基金申购的偏好往往滞后于基金表现

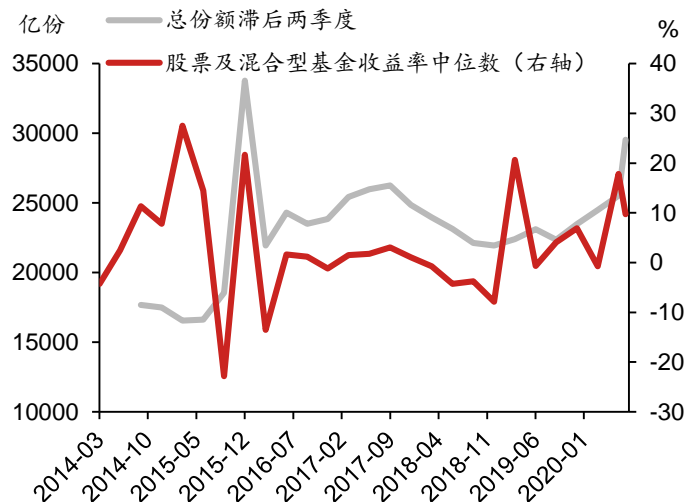
本轮居民入市的另一个重要渠道是对基金产品的申购。过往数据表明，居民对基金产品申购偏好的变化往往来自基金表现，且对市场表现并无很强的领先性。我们发现，股票和偏股混合型基金表现往往领先其新发基金及总份额变化两个季度，也就是说，多数居民是看到半年前基金业绩表现良好才产生了更强的购买热情。

图表 18：新发基金份额与基金表现



资料来源：Wind、野村东方国际证券

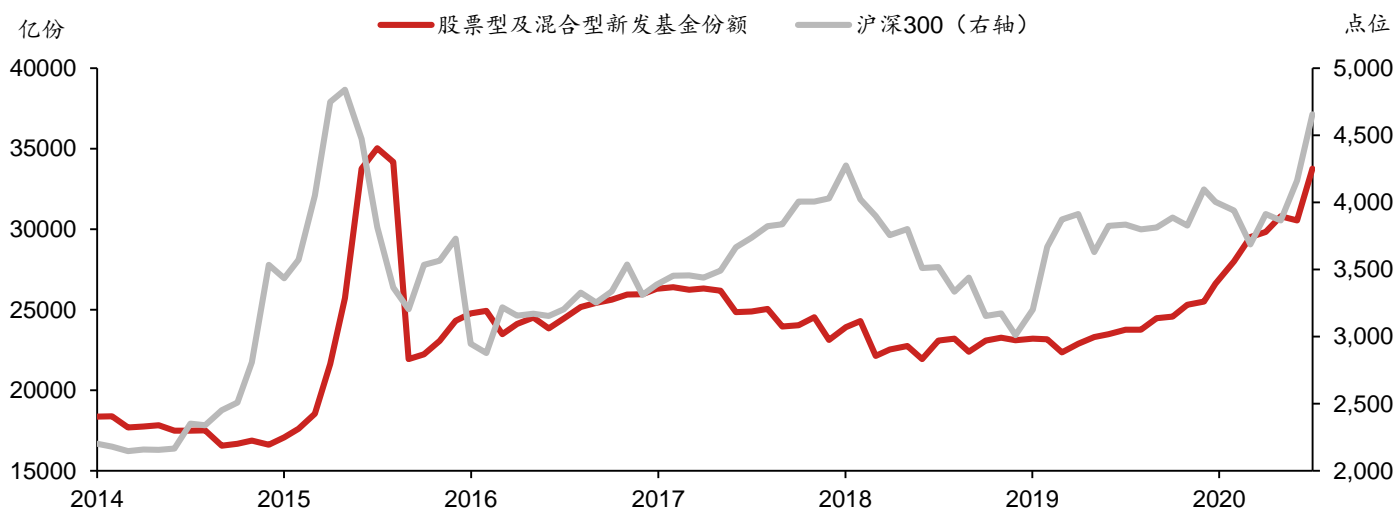
图表 19：总份额与基金表现



资料来源：Wind、野村东方国际证券

基金份额的变化并不领先指数表现。2014-15 年市场趋势性行情时，基金申购量在 2015 年二季度至三季度才出现明显增长。2017 年市场走强时基金份额甚至还在下滑，而 2019 年年初市场走强，但直到二季度基金份额才出现明显上升。居民对基金份额的申购在 2017 年与市场表现并不相关，而在 2015 年滞后于市场表现。

图表 20：基金份额增长与指数表现



资料来源：Wind、野村东方国际证券

知日鉴中：从日本经验看中国居民长期股票配置

由于受到违规杠杆资金及财政补贴驱动较小，因此驱动本次个人投资者入市的最直接动力是居民的权益配置需求。要测算未来还会有多少增量个人资金流入股市，核心问题是居民对权益资产配置的需求有多大。相较美国个人投资者，我们认为日本的居民配置可能对中国具有更强的借鉴意义。日本居民 2014 年金融资产配置比例约为 29.8%，其中股票和基金产品的合计占比 13.0%。若中国居民权益资产配置比例完全达到日本 2014 年的水平（2019 年中国金融资产占比 20.4%，股票和基金占金融资产比重 9.9%），假设中国交易结算金与流通市值之比维持在 3.8%，预计中长期将带来约 7200 亿元增量资金流向股市。

日本与美国居民资产配置对中国的启示

我们认为日本和美国居民资产配置对中国存在如下启示：

- **日本对中国的借鉴意义强于美国。**美国直接融资占主导地位、同时因为 401K 等的存在导致居民参与金融市场比例更大，因此其居民资产配置结构对中国的借鉴意义可能偏小。同为间接融资为主导的经济体，且文化背景与中国更为相似，居民储蓄偏好同样较高，日本居民的资产配置对中国或更具借鉴意义。
- **当前中国居民对权益资产配置比例已接近日本水平。**2014 年日本居民股票及基金合计占金融资产的 13.0%，而金融资产占总资产的 29.8%（2014 年）。据我们估算，2019 年中国居民股票和基金占金融资产之比为 9.9%，金融资产占总资产之比为 26.7%，权益资产配置比例已接近日本的水平。
- **中长期中国居民增配权益需求可带动 7200 亿左右增量资金。**中长期来看，若中国居民资产配置结构完全达到日本在 2019 年的水平，也就是达到 29.8% 的金融资产占比和 13.0% 的股票及基金占金融资产之比，在不考虑居民总资产增幅并假设基金全部为股票和偏股型产品、且股市交易结算金与流通市值之比维持 3.8% 的背景下，预计将带来约 7200 亿元增量入市资金。
- **长牛且高回报率是居民超配权益的前提。**日本当前处于负利率环境，且日股自 2012 年起持续上涨，日经 225 指数自 2012 年三季度至 2019 年末累计上涨 66.7%（年化回报率 7.6%），但即便如此，2016 年至今权益资产的配置比例未出现显著的提升，银行存款的配置比例也未出现显著的下降，表明日本居民在配置金融资产时，对负利率环境和股市持续平稳上涨均并不敏感。但是日本居民的权益资产配置比例曾一度伴随日股泡沫而在 1988 年达到 27.5% 的水平，日经 225 在 1985-1989 年间累计上涨 237.1%（年化回报率 35.5%）。此外美国居民的股票（股票+公募基金）占金融资产比例在 2019 年 9 月底曾达到 30.1%，同期（2009-19 年）标普 500 年化收益率 12.3%，上一次突破 30% 则收益在 2000 年初互联网泡沫破裂前。这些历史数据说明，较长时期的市场持续上涨，且涨幅巨大，才会对居民超配股票具有极强的吸引力。但若涨幅较小、或无法形成长期持续上涨的趋势，那么居民很难出现增配股票的意愿，这也是 2012 年至今日股持续上涨却无法吸引居民超配股票的原因。需要注意的是，长期牛市是居民超配权

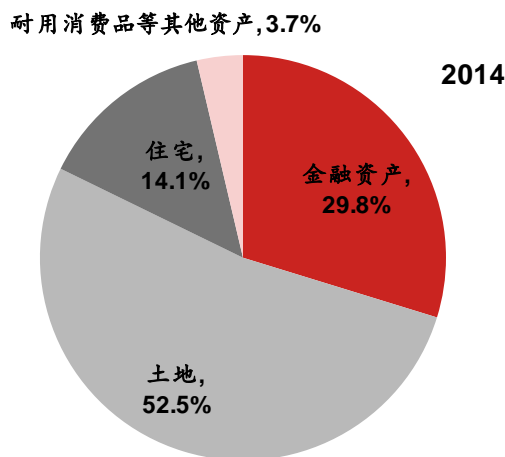
益资产的前提，但居民入市并非是导致牛市开启的原因。

A 股市场近期因个人投资者集中入市产生较多对后市表现的憧憬，虽然若市场上行可能会出现更多增量个人资金进场并反过来推动市场表现，但我们认为个人投资者入市并非市场走强的先决条件，有些时候甚至是滞后指标。投资者应理性看待“个人投资者集中入市”这一现象。

日本居民金融及股票资产配置情况

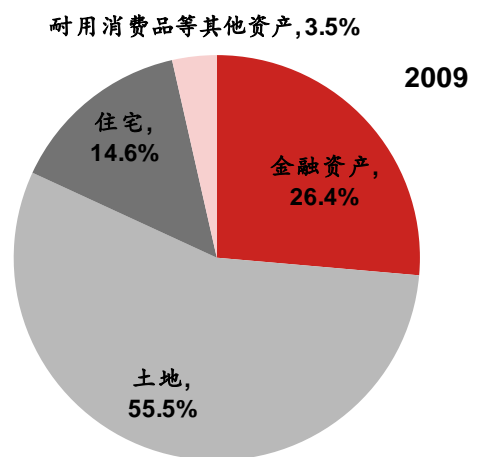
日本总务省每五年进行一次居民资产调查，随机抽样对全国 4696 个区的 51656 户居民资产进行调查统计。结果显示，2009 年和 2014 年日本居民金融资产占比分别为 26.4% 和 29.8%。整体比例变动幅度不大，且与中国居民当前水平基本相似。

图表 21：2014 年日本居民资产配置



资料来源：总务省、野村东方国际证券

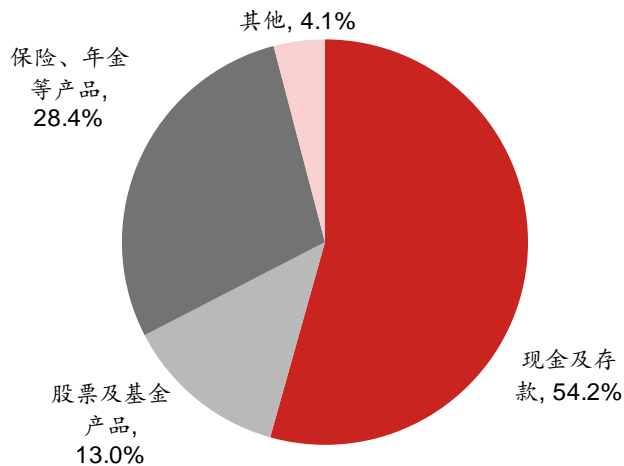
图表 22：2009 年日本居民资产配置



资料来源：总务省、野村东方国际证券

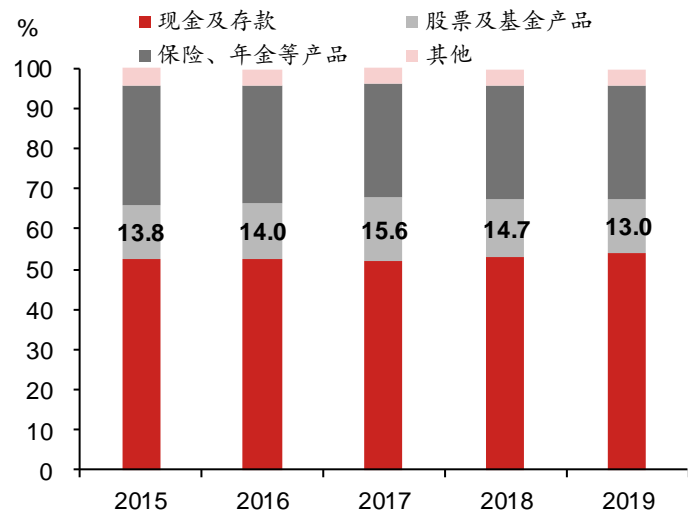
此外日本央行定期公布居民金融资产配置数据，截止 2019 年日本居民合计拥有约 122.9 万亿人民币的金融资产。在 2019 年全部家庭金融资产中，股票及基金产品合计占 13.0%，高于当前中国居民的 9.9% 配置比例。即使在 2016 年开始实施负利率之后，日本居民的股票及基金资产配置比例也没有出现明显的持续性上升，现金及存款类资产占比仍稳定维持在 50% 之上，同样没有出现明显的上涨。

图表 23：2019 年日本居民金融资产配置



资料来源：BoJ、野村东方国际证券

图表 24：日本居民金融资产配置变化

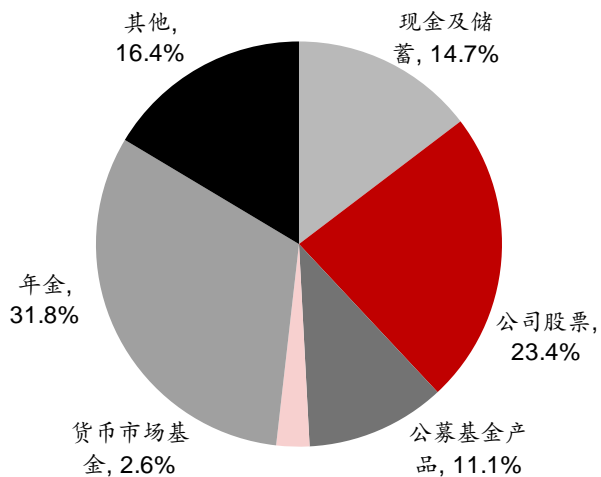


资料来源：BoJ、野村东方国际证券

美国居民金融及股票资产配置情况

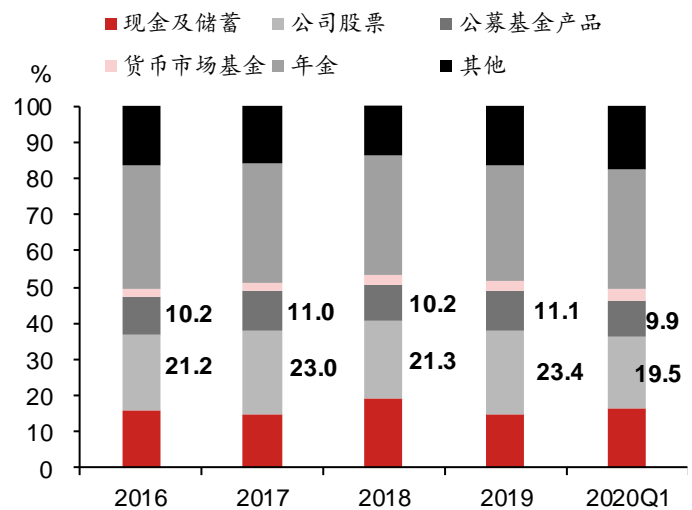
据 FRED (Federal Reserve Economic Data) 数据，直接融资为主的美国，其居民金融资产配置占比明显高出中国和日本，2019 年末达 70.2%。在美国居民资产配置中，401K 和政府养老金等年金项目合计占比达 31.8%，公募基金产品占比 11.1%，居民直接持有股票占比高达 23.4%。

图表 25：美国居民 2019 年金融资产配置



资料来源：FRED、野村东方国际证券

图表 26：美国居民金融资产配置变化



资料来源：FRED、野村东方国际证券

资产表现对美国和日本金融资产配置的影响

除宏观环境对居民资产配置的影响之外，资产收益率对居民资产配置的影响最大。数据表明，持续时间较长的市场活跃表现容易带来明显的居民资产配置腾挪。美国金融资产占比在过去 70 年间在 60-70% 间波动，且绝大多数的波动来自股票占比的变化。

图表 27：美国居民金融资产占比变化



资料来源：FRED、野村东方国际证券

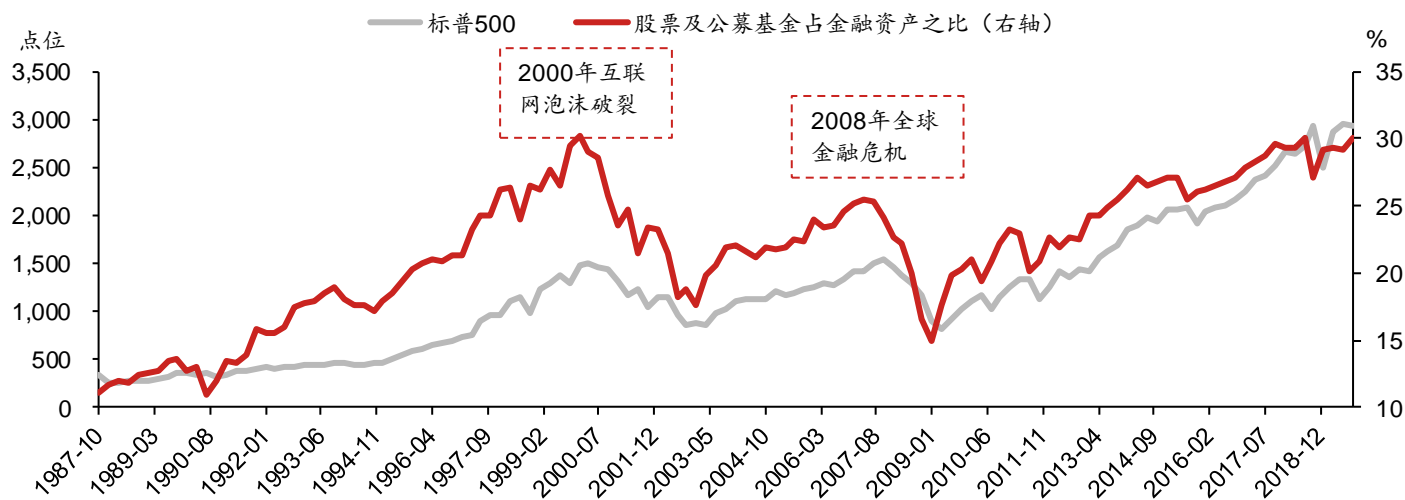
图表 28：美国居民股票资产占比变化



资料来源：FRED、野村东方国际证券

美国居民股票占金融资产的比例变化与股市表现相关性极强。2016-19 年期间，居民金融资产总量的平均增速为 7.1%，其中股票资产增速 11.5%，公募基金增速 11.3%，而期间标普 500 平均年涨幅 12.9%，略高于前两者。由于其他资产过去均为正增长，且美国居民股票资产增速慢于标普 500 指数，我们认为美国居民金融资产配置中股票资产占比的变化可能主要受市场表现的影响，主动的仓位调整可能较少，中长期居民对股票配置的需求较为稳定。

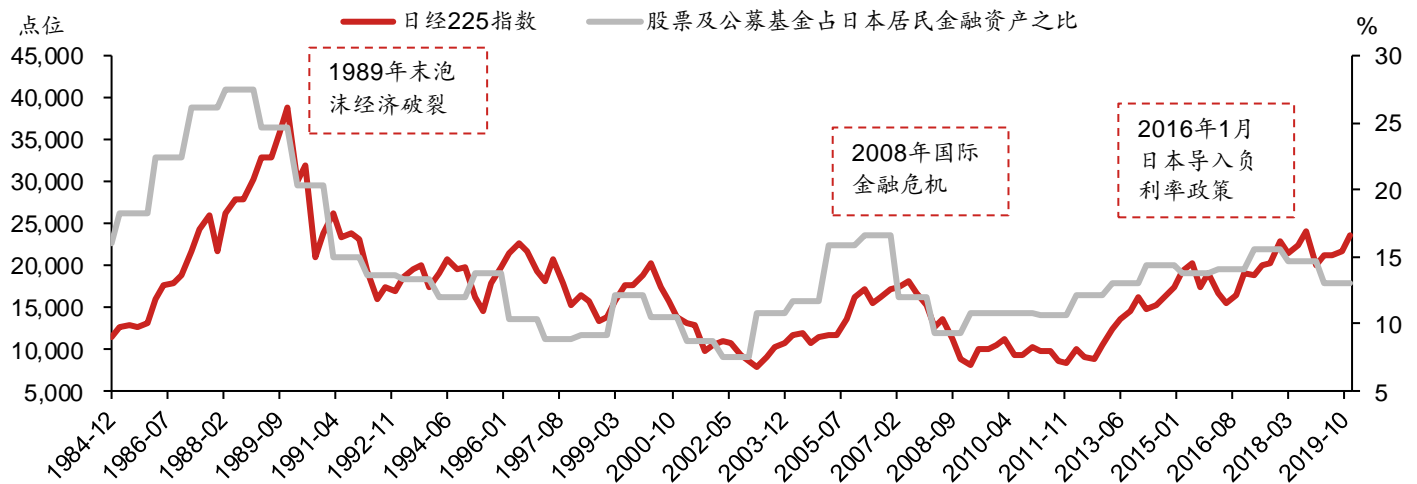
图表 29：美股表现与美国居民股票资产占比变化



资料来源：FRED、Wind、野村东方国际证券

与美国不同的是，日本近 10 年居民金融资产结构较为稳定。2012 年至今日股进入牛市，日经 225 指数自 2012 年三季度至 2019 年末累计上涨 66.7%，但同期股票和基金合计占比仅从 12.2% 上升至 13.0%，变化幅度远小于日股涨幅。从指数角度看，居民不但没有因市场表现良好而增配股票，反而可能伴随市场上涨而逐渐降低配置。中长期来看日本居民对权益资产的配置比例需求同样较为恒定。

图表 30：日本股市与居民权益资产配置比例



资料来源：野村东方国际证券

股票市场长时间且大幅度上涨，才可驱动居民大幅超配股票资产

但日本居民的权益资产配置比例曾一度伴随日股泡沫而在 1988 年达到 27.5% 的水平。日经 225 在 1985-1989 年间累计上涨 237.1%。美国居民的股票（股票+公募基金）占金融资产比例在 2019 年 9 月底曾达到 30.1%，上一次突破 30% 则是发生在 2000 年初互联网泡沫破裂前。这说明较长时期的市场大幅上涨对于居民增配股票具有极强的吸引力。但若涨幅较小、或无法形成长期持续上涨的趋势，那么居民很难出现增配股票的意愿。例如 2012 年至今日股虽然持续走强，但其年化收益率仅 7.6%，相较 1985-89 年间（35.5%）和美国本轮上涨行情（2009-19 年标普 500 年化收益率 12.3%）均明显偏低，即使市场持续 7 年平稳上涨，日本居民增配股票的意愿仍有限。若以日本居民的情况来看，说明所谓的“慢牛”对居民增配权益的吸引力有限。

个人投资者入市与当前的投资策略

由于中日两国同为间接融资为主导的金融体系，且储蓄率等数据显示中日居民的资产配置相似度较高，我们认为日本的居民资产配置情况可作为中国居民的参考。

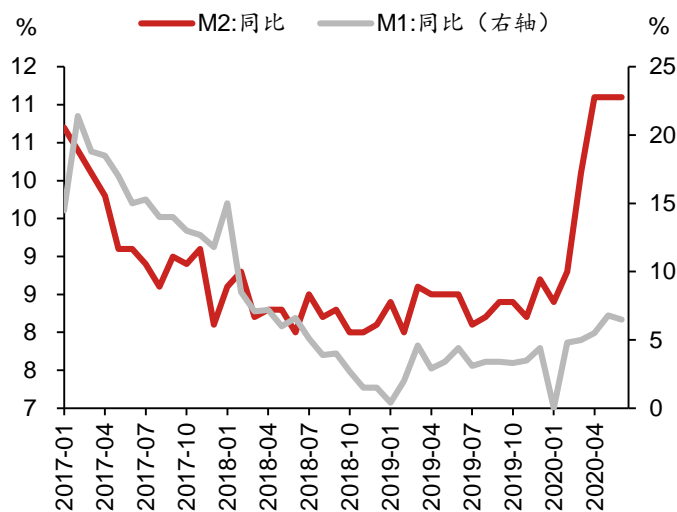
综上所述，当前中国居民对股票资产的配置比例已接近日本水平。若中长期完全达到日本居民的配置水平，将带来 7200 亿元左右增量入市资金。在配置需求之外，长期持续的、同时涨幅巨大的股市上涨容易使得居民超配股票资产，这一点从 1985-89 年的日本，以及美国居民上世纪 90 年代至今的股票占金融资产的比重中可以看出。同时，若股市涨幅较小，即使行情趋势持续相当长，居民对股票资产的配置比例也难出现明显提升，正如 2012 年至今的日本居民资产配置情况所示。

面对全球个人投资者集中入市的现象，虽然中国个人投资者也同样出现同样的趋势，且个人加速入场的现象在 7 月可能得到了进一步的增强，但是中国个人投资者与美国个人投资者存在两大差别：1) 美国个人接受了大量财政补贴；2) 美国失业率高企，投资股票时间成本更低。由于中国监管更加成熟，预计中国居民入市的速度和力度将小于 2015 年。另外中国居民本轮更偏好通过基金入市，

但基金申购是基金净值表现的滞后指标，并不领先市场表现。整体而言，我们预计中国个人投资者入市的现象整体将弱于海外市场。若 A 股市场持续陷入经济改善速度边际放缓及海外持续事件冲击导致的震荡行情，那么个人投资者入市节奏可能进一步放缓。国内外历史数据表明，个人投资者入市通常是市场走强的滞后现象，而非领先指标。

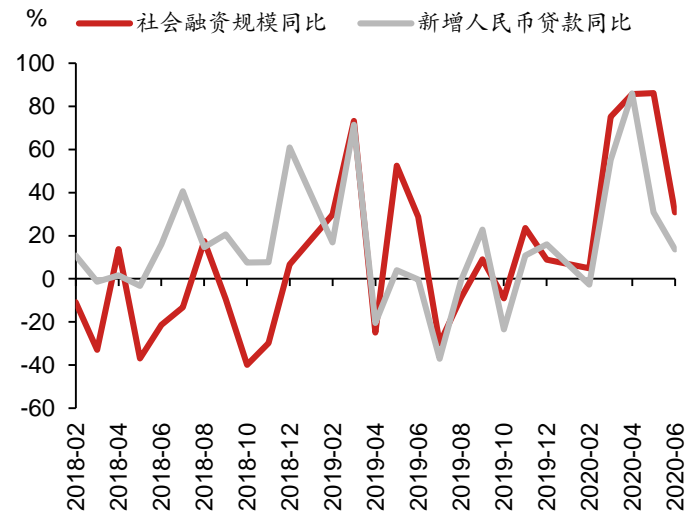
居民入市普遍带有更强的情绪性和资金流向的惯性，这或进一步加剧短期内 A 股市场的资金面与货币政策边际变化的脱节。但中期来看，一旦情绪热度得以初步宣泄，市场资金面更容易跟随货币政策的变化而变化。近期政治局会议给出下半年政策的定调（详见详见报告《政治局会议表态维稳市场信心》，2020 年 7 月 31 日），更加务实且强调“跨周期”的政策基调或将使货币政策维持较市场预期更加中性，但短期更具灵活性的方向。这不但平滑了市场预期，同时也减小了部分活跃资金“博弈”货币政策基调变化的获利空间。

图表 31: M2 与 M1 增速



资料来源: Wind、野村东方国际证券

图表 32: 社会融资规模增速



资料来源: Wind、野村东方国际证券

在上述环境下，我们建议投资者减少对居民资产入市或居民配置股票与基金比例提升等预期的关注度，而应回归基本面，尽可能降低未来经济增速与国际局势变化所带来的大量不确定性的影响。短期建议增加对低估值板块估值轮动的关注度，中长期持续关注受益中国转型升级、区域发展与要素市场化驱动的改革主题等主题，以及符合中长期中国产业和消费变革方向的医药、消费与科技行业龙头。此外，内循环为主，内外双循环为辅的政策思路有望成为十四五规划的内容之一，我们梳理了相关四个可能性及可行性较大的方向：“能源及材料自主可控”、“产业链关键领域国产替代”、“高端消费回流”和“信息技术升级”可考虑作为中长期新的行业和主题配置策略。（详见报告《扩大开放与机制改革助力经济转型升级》，2020 年 5 月 26 日；与报告《复苏的结构性和股市分化的风险》，2020 年 7 月 3 日）

附录

相关研究

《A 股融资周报：融资盘或与外资显现更多风格差异》	2020.08.04
《A 股市场周报：A 股震荡格局可能将延续》	2020.08.01
《政治局会议表态维稳市场信心》	2020.07.31
《A 股融资周报：融资余额增速短期可能趋缓》	2020.07.28
《A 股市场周报：海外市场震荡导致 A 股调整》	2020.07.25

联系方式

李远帆 +86 21 66199094 yuanfan.li@nomuraai-sec.com	梅煜晖 +86 21 66199041 yuhui.mei@nomuraai-sec.com	王文凯 +86 21 66199115 wenkai.wang@nomuraai-sec.com
池雨点 +86 21 66199026 yudian.chi@nomuraai-sec.com	吴琳 +86 21 66199037 lin.wu@nomuraai-sec.com	王斌 +86 21 66199146 yu.wang1@nomuraai-sec.com
张亦青 +86 21 66199074 yiqing.zhang@nomuraai-sec.com		

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职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，也将不会因本报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

本报告由野村东方国际证券有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认可的已公开资料，包括来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券有限公司及其关联机构（以下统称“野村东方国际”）对这些信息的准确性、完整性或时效性不做任何保证，也不保证这些信息不会发生任何变化。此外，本报告不提供任何与税务相关的信息或意见。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或询价或提供任何投资决策建议的服务。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推荐或者投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的信息、意见进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的，财务状况和特定需求，并就该等决策咨询专业顾问的意见，同时自行承担所有风险。对于本报告中信息及意见的错误或疏漏（无论该等错误或疏漏因何原因而产生），以及对依据、使用或参考本报告所造成的一切后果，野村东方国际及/或其关联人士（包括各自的雇员）均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日（或报告内部载明的特定日期）的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，野村东方国际可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会在本报告中，或在与野村东方国际的客户、销售人员、交易人员、其他业务人员的不时交流中，针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的事件进行交易策略分析；这种对短期影响的分析可能与分析师已发布的关于标的证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致。无论该等交易策略分析是否存在上述相反或不一致，均不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

野村东方国际可能发出其他与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。本报告反映署名分析师的观点、见解及分析方法，并不代表野村东方国际。野村东方国际的销售人员、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。野村东方国际没有将此意见及建议向本报告所有接收方进行更新的义务。野村东方国际的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据仅代表过往表现。过往的业绩表现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。

本报告提供给某接收方是基于该接收方被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资者考虑而独立做出的。

本报告依据中华人民共和国的法律法规和监管要求于中国大陆提供。

特别声明

在法律许可的情况下，野村东方国际可能与在本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。野村东方国际及其关联人士（包括其雇员）在适用法律允许的范围内，可能自行或代理他人长期或短期持有、买入或卖出本报告涉及的标的证券或其他金融工具。野村东方国际亦可能就该等证券或其他金融工具承担做市商或流动性提供者的身份。因此，投资者应当考虑野村东方国际及/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。

本报告仅面向经野村东方国际授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收方才可以使

用，且接收方具有保密义务。野村东方国际并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为野村东方国际的客户。

本报告可能包含来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。除非有该等第三方的事先书面允许，该等信息不得被再加工或转发。

本报告的版权仅为野村东方国际所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表、引用或再加工。野村东方国际对本报告及本免责声明具有修改权和最终解释权。