

A 股投资者结构分析



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——A 股策略专题研究

核心观点

- ❖ 根据上交所统计口径，一般法人为最大的市场参与主体，个人投资者及专业机构的持股市值占比相对被压缩，沪港通持股市值占比近年来快速增长。
- ❖ 根据持股实质属性重新划分的统计口径，基本结论与上交所统计口径相一致。A 股投资者持股市值结构主要呈现以下变化趋势：(1) 个人投资者持股市值占比持续下降，自 2015 年的 25.18% 下降至 2017 年的 21.17%，未来可能将进一步下滑；(2) 境内专业机构投资者持股市值占比缓慢下降，公募基金的偏股型基金占比下滑，私募基金占比整体有所增长，而保险资金和社保资金占比不断提升；(3) 产业资本持股市值占比有所回升，受减持新规影响，产业资本减持规模有所下降；(4) 外资持股市值占比快速提升。
- ❖ 历次典型牛市往往伴随着新基金发行的增加，2014-2015 年融资融券成为牛市行情的重要催化，2016-2018 年初外资的持续流入成为市场上涨的重要推动力。从资金面细分项数据来看，2005-2007 年、2009-2010 年以及 2014-2015 年这三次较为典型的牛市行情，都伴随着新成立基金份额的迅速增加。2014-2015 年的牛市行情中，融资融券余额也迅速增加。2016-2018 年初的行情中，外资持股占 A 股总市值的比例由 1.1% 升至 2.2%，外资成为当时市场上主要增量资金，并催生了以蓝筹股和白马股为代表的结构性行情。
- ❖ 通过对当前与牛市期间市场资金流入规模对比，我们认为未来市场潜在增量资金主要来自于融资融券余额的增加、外资的流入以及公募与私募基金发行规模的回升。我们对以上资金流入项的增长空间进行大致测算：(1) 融资余额仍有千亿至万亿增量空间。从融资余额规模来看，考虑到市场情绪回暖，融资余额大概率能够回到 2018 年市场调整之前的水平。从历史上融资余额增长幅度来看，2013 年创业板指大幅上涨期间以及 2014-2015 年牛市期间，融资余额增长幅度均超过 300%，那么当前融资余额还有约 12000 亿元的增长空间。(2) 2019 年外资流入额有望超 4000 亿。跟踪三大指数的主动型资金流入节奏可能因择时而有所波动，但外资中长期流入趋势不变。(3) 公募与私募基金发行规模有望企稳回升，2019 年或带来约 8000 亿元增量资金。从基金发行规模占比来看，2015 年 3-7 月及 2016-2017 年两个阶段，市场资金总流入额中基金发行规模占比的中位数均在 30% 左右，而当前该占比仅为 10%，随着市场行情回暖，公募和私募基金发行规模有望企稳回升。
- ❖ 消费和成长板块是中长期配置的重点。基于对市场主要潜在增量资金来源的判断，同时结合不同投资主体对于行业选择的偏好，我们认为，未来市场潜在增量资金相对偏好食品饮料、医药、餐饮旅游、家电和电子元器件等板块。
- ❖ 风险提示：预测模型失效；宏观环境发生重大变动。

证券研究报告

所属部门 | 宏观策略部
报告类别 | 策略深度
报告时间 | 2019/3/27

分析师

邓利军
证书编号：S1100517110001
021-68595193
denglijun@cczq.com

联系人

卓越
证书编号：S1100118060012
021-68595160
zhuoyue@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、投资者结构概况	4
1. 1 上交所统计口径	4
1. 2 从持股市值实质属性重新划分的统计口径	6
二、各类投资者持股分析	8
2. 1 境内机构持股	8
2.1.1 公募基金	9
2.1.2 保险基金	10
2.1.3 私募基金	12
2. 2 政府持股	13
2. 3 产业资本持股	14
2. 4 个人投资者持股	16
2. 5 外资持股	17
2.5.1 QFII/RQFII	18
2.5.2 陆港通	19
三、后续市场行情主导资金	21
3. 1 微观资金面与市场整体行情有较高同步性	21
3. 2 潜在增量资金测算	23
3. 3 潜在增量资金偏好消费和成长板块	24
风险提示	25

图表目录

图 1:	沪市投资者结构.....	5
图 2:	个人投资者持股市值分布.....	5
图 3:	上交所上市公司小市值公司占比较低.....	6
图 4:	上交所上市公司国企占比相对较高.....	6
图 5:	A 股投资者结构变化.....	7
图 6:	2010 年 A 股投资者结构.....	7
图 7:	2018 年 A 股投资者结构（截至 2018/6/30）.....	7
图 8:	A 股机构投资者结构变化.....	8
图 9:	公募基金股票投资市值和占比下降.....	9
图 10:	2018 年股票型 ETF 发行加速.....	9
图 11:	公募基金持股市值占比不断下滑.....	9
图 12:	2018Q4 主动股票型基金重仓持股的行业占比.....	10
图 13:	保险资金运用余额中股票和基金占比较低.....	11
图 14:	2018Q3 保险资金各行业持股比例及超低配比例（剔除金融地产）.....	12
图 15:	私募基金管理规模持续增长.....	13
图 16:	私募证券投资基金规模占比下降.....	13
图 17:	2018Q3 阳光私募基金各行业持股比例及超低配比例.....	13
图 18:	政府持股市值占比整体相对稳定.....	14
图 19:	2018Q3 各行业政府持股比例及超低配比例（剔除金融板块）.....	14
图 20:	定增解禁市值（亿元）.....	15
图 21:	2019Q1 定增解禁行业分布（亿元）.....	15
图 22:	A 股解禁市值（亿元）.....	15
图 23:	产业资本持股市值高位波动.....	15
图 24:	沪市个人投资者持股市值占比回落.....	16
图 25:	新增个人投资者开户数处于较低位.....	17
图 26:	新增个人信用账户开户数处于低位.....	17
图 27:	沪市个人及机构投资者买卖净额（亿元）.....	17
图 28:	沪市个人及机构投资者交易占比（%）.....	17
图 29:	境外机构和个人持股总市值占比快速上升.....	18
图 30:	QFII/RQFII 投资额度持续增长.....	19
图 31:	QFII 重仓股持股市值占比增速放缓.....	19
图 32:	陆港通资金净流入额快速增长.....	20
图 33:	陆港通成为外资流入 A 股主要渠道.....	20
图 34:	外资偏好消费板块.....	20
图 35:	微观资金面与上证综指基本呈现同步关系.....	21
图 36:	月度新成立基金份额（亿份）.....	22
图 37:	月度融资融券余额变动（亿元）.....	22
图 38:	外资持有 A 股市值（亿元）.....	22
图 39:	A 股市场资金流入端（亿元）.....	24
图 40:	潜在增量资金偏好消费和成长板块.....	25

一、投资者结构概况

A 股市场的投资者结构逐渐向多元化发展。我国资本市场与美国、欧洲、香港等资本市场相比，存在起步较晚、发展不够成熟、制度不够规范等诸多问题，表现之一就是 A 股市场的投资者结构失衡。在相当长的时间内，市场参与者以个人投资者为主，“追涨杀跌”现象严重，市场波动性大。近年来，我国金融市场进行了一系列改革，以吸引中长期资金入市，个人投资者在 A 股的持股市值占比不断下降，A 股市场的投资者结构更加多元化。本报告采用上交所统计口径及根据投资者属性重新划分后的新口径，分别对 A 股各类投资者持股市值占比进行分析。

1.1 上交所统计口径

在上交所统计口径下，A 股投资者分为个人投资者、一般法人、境内专业机构、沪港通等四大类。

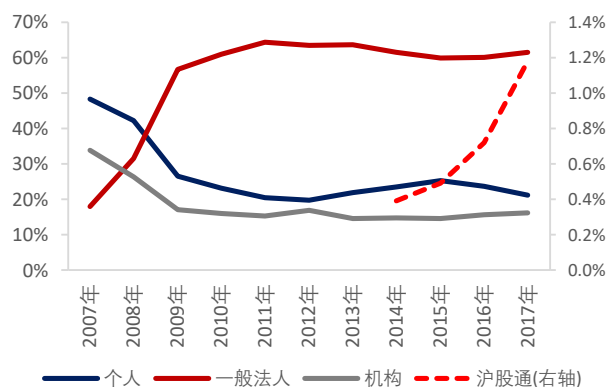
- (1) 个人投资者：除一般法人和境内外专业机构投资者之外的投资者均被纳入个人投资者范畴；
- (2) 一般法人：具有产业资本属性的法人单位。具体来说，一般法人包括一般法人团体和非金融类上市公司；
- (3) 境内专业机构投资者：参考中国证券投资基金业协会的数据统计框架，根据投资管理机构类型，可以将境内专业机构分为公募基金、私募基金、证券机构、保险机构、社保基金、信托机构、其他机构(期货公司资管、财务公司、银行等)共七大类；
- (4) 境外机构：境外机构投资者，包括以 QFII、RQFII 和陆港通渠道进入 A 股市场的境外投资者。

一般法人为最大的市场参与主体。根据上交所统计年鉴，2017 年个人投资者持股市值占比为 21.17%，一般法人为 61.53%，专业机构为 16.13%（其中投资基金为 3.26%），沪港通为 1.18%。整体来看，一般法人为最大的市场参与主体，个人投资者及专业机构的持股市值占比相对被压缩，而沪港通持股市值占比近年来快速增长。

持股市值较低的个人投资者占比下降，持股市值较高的个人投资者占比上升。个人投资者中，2017 年持股市值在 10 万元以下/10-50 万元/50-100 万元/100-300 万元/300-1000 万元/1000 万元以上的投资者占比分别为 1.23%/3.55%/2.33%/3.61%/3.23%/7.21%，整体来看，相较于 2010 年（因

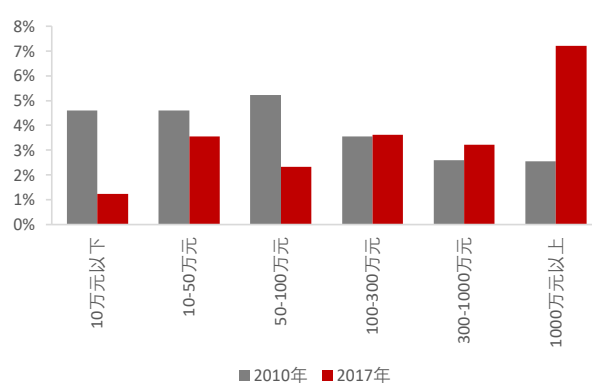
2010 年之前市场投资者结构变化巨大，且距今时间过长，分析意义较小)，持股市值低于 100 万元的个人投资者占比明显减少，而持股市值在 300 万元以上的个人投资者占比明显上升。

图 1：沪市投资者结构



资料来源：上交所统计年鉴，川财证券研究所

图 2：个人投资者持股市值分布



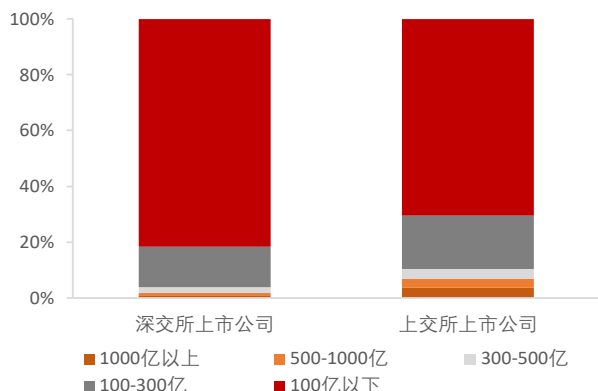
资料来源：上交所统计年鉴，川财证券研究所

深交所并未披露投资者持股数量及占比数据，在由上交所披露的投资者持股数据推断全部 A 股情况时，可能会造成以下偏差：

- (1) 上交所交易股票以蓝筹股为主，而个人投资者风险偏好相对较高，更可能偏好深交所上市的中小盘股票。以上交所的数据作为全市场的代表，可能会低估个人投资者持股占比。
- (2) 上交所交易股票中的国企占比较高，以上交所的数据作为全市场的代表，可能会高估一般法人持股占比。
- (3) 外资持股仅统计了通过互联互通机制流入的资金，而未考虑到 QFII、RQFII 持股，会低估外资持股占比。

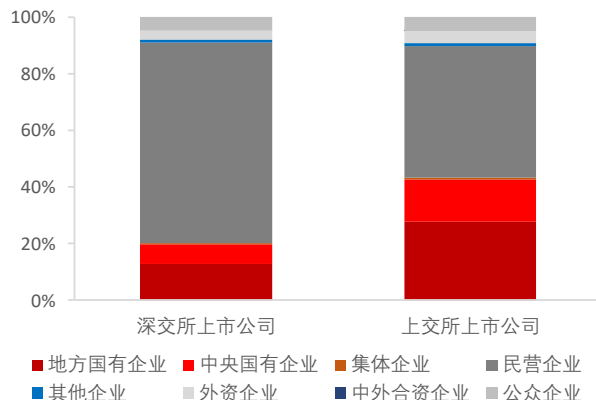
同时，因为 A 股市场中持股市值占比最大的主体一般法人无法再进行细分，对于分析 A 股市场投资者结构意义不大。

图 3： 上交所上市公司小市值公司占比较低



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4： 上交所上市公司国企占比相对较高



资料来源：Wind，川财证券研究所

1. 2 从持股市值实质属性重新划分的统计口径

为了解决上述以上交所统计口径来分析 A 股市场投资者结构存在的问题，我们尝试通过投资者持股市值的实质属性，来重新划分投资者分类。在此分类下，我们将投资者分为五类：个人投资者、产业资本、政府持股、境内专业机构和外资。

具体的数据处理过程如下：

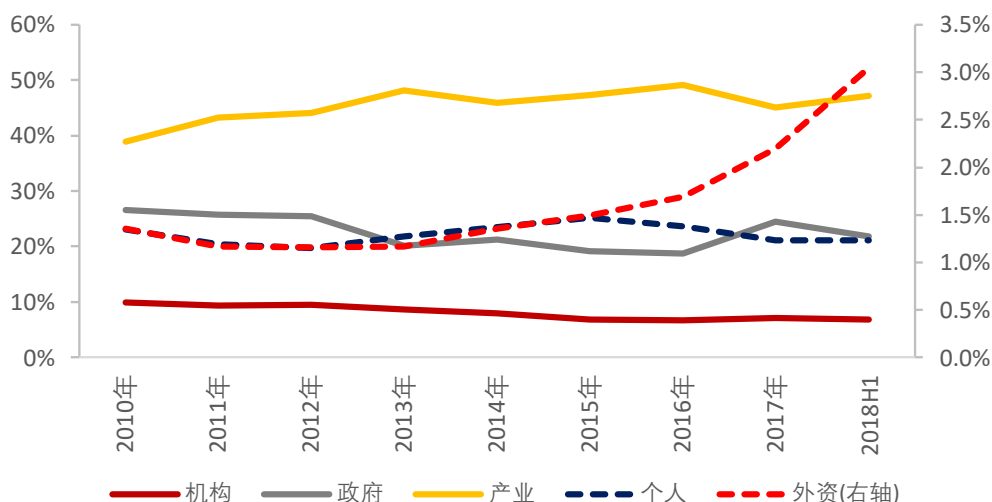
- (1) 提取限售股股东（政府、一般企业、机构、个人、外资等）持股；提取流通股中机构（基金、券商、保险、信托、财务公司、QFII、社保基金、银行、私募、一般企业、非金融类上市公司）、沪深港通持股数量。关于政府、个人投资者和产业持股的数量，限售股有政府和个人持股的划分，流通股无政府和个人持股的划分。根据上交所统计年鉴披露的个人投资者持股占比倒推出个人持股数量，通过 A 股合计股数与其余四项的差额，算出总体产业持股。
- (2) 按照投资者性质，以政府、机构、产业、外资、个人 五部分将上述分类重新划分。调整 Wind 已有分类：在 Wind 分类中，如证金、汇金等的持股划分在产业持股，调整为政府持股；在 Wind 分类中，流通股中的央企、国企等企业持股划分在产业持股，根据企业库名录，提取前十大股东、前十大流通股股东持股（剔除二者重合的部分），调整到政府持股。
- (3) 计算调整后各类型投资者持股市值占比。

A 股投资者结构四大变化趋势。从结果来看，A 股投资者持股市值结构主要

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

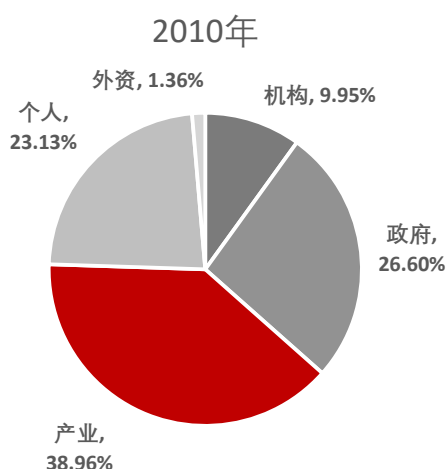
呈现以下变化趋势：(1) 近两年，个人投资者持股市值占比持续下降，自2015年的25.18%下降至2017年的21.17%；(2) 境内专业机构投资者持股市值占比缓慢下降，其中，公募基金的偏股型基金占比有所下滑，私募基金占比有所萎缩，保险资金和社保资金占比不断提升；(3) 产业资本持股市值占比有所回升，此前受减持新规影响产业资本规模下降；(4) 外资持股市值占比快速提升，尤其是2018年以来，监管层发布多项政策，加快我国金融市场对外开放的步伐，截至2018H1，外资持股市值占比约3.05%。

图 5： A 股投资者结构变化



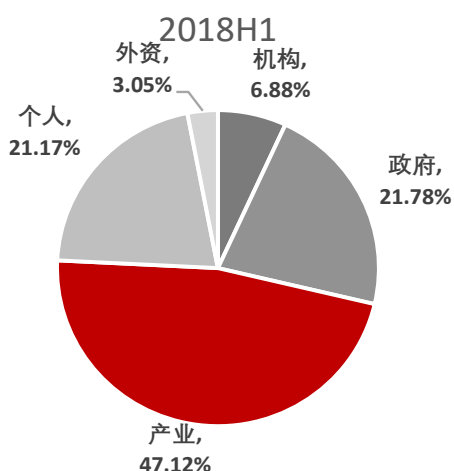
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6： 2010 年 A 股投资者结构



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7： 2018 年 A 股投资者结构（截至 2018/6/30）



资料来源：Wind，川财证券研究所

通过该方法计算得到的 A 股投资者持股市值占比数据可能存在的误差有：

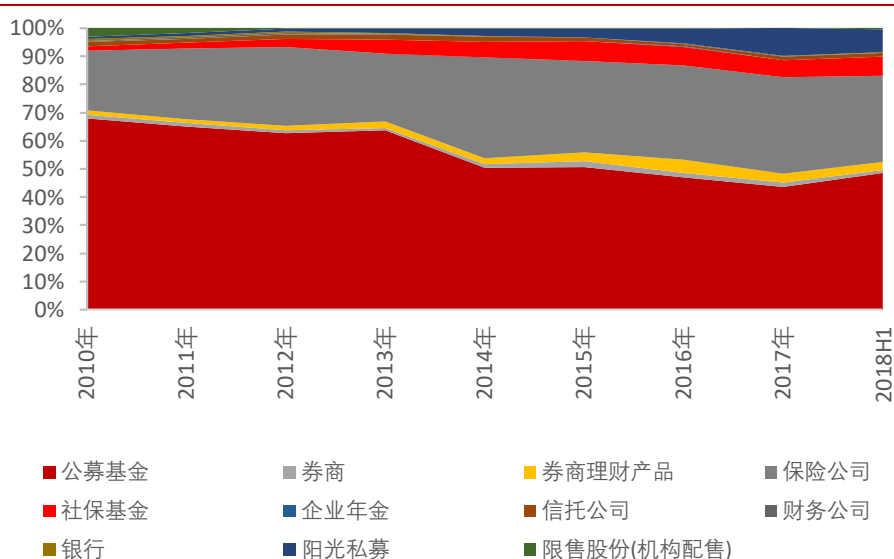
- (1) Wind 流通股机构持股数据来源为上市公司定期报告中披露十大流通股东、基金定期报告中披露的前十大重仓股(季报)、全部持仓明细(中报、年报)、各理财产品定期报告中披露的重仓股，由于大部分统计源于机构重仓股，当某只股票被机构持有，但是没有进入机构重仓股因而未被披露出来时，这个机构的持股情况未纳入统计范围。
- (2) 该计算方法中，产业持股为差额项，根据基金、券商、保险等境内专业机构及 QFII 重仓股持股市值计算得到的专业机构和外资持股市值占比跟真实值相比偏低，个人投资者持股市值占比根据上交所统计口径计算，较真实值可能偏低，因而作为差额项的产业持股市值占比较真实值偏高。

二、各类投资者持股分析

2.1 境内机构持股

机构投资者结构向多元化发展。根据 Wind 公布的机构投资者全部持股或重仓持股数据，可以发现，公募基金、保险和社保基金、私募基金是 A 股最重要的三类机构投资者。近年来，公募基金的偏股型基金占比下滑，私募基金占比整体有所增长，而保险资金和社保资金占比不断提升。

图 8： A 股机构投资者结构变化



资料来源：Wind，川财证券研究所

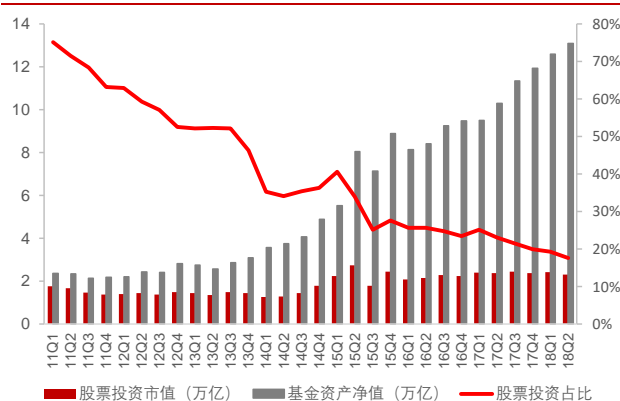
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.1.1 公募基金

公募基金在机构权益投资方面的地位下滑。近年来，基金整体规模不断增长，而偏股型基金规模却出现停滞，公募基金持股市值占比不断下降。该占比自 2010 年的 6.75% 下降至 2018H1 的 3.33%，表明公募基金在机构权益投资方面的地位有所下滑。

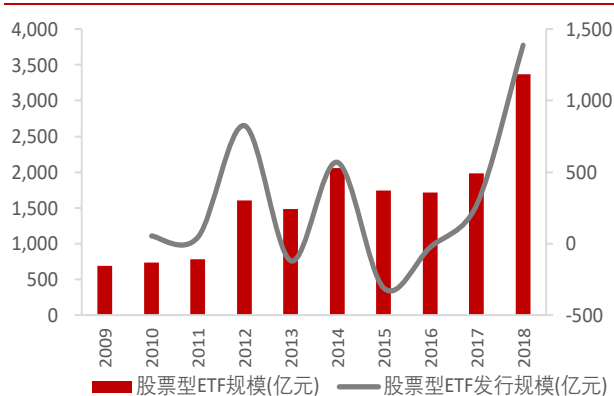
从公募基金的结构来看，机构投资理念正经历由主动管理型向被动指数化投资转变。2018 年股票型 ETF 规模约 3372 亿，股票型 ETF 规模在 A 股市场下跌的情况下逆市增长 172.61%。股票型 ETF 规模的井喷式增长，反映了机构投资理念由主动管理型向被动指数化投资的转变，未来股票型 ETF 规模仍有望维持高增长。

图 9： 公募基金股票投资市值和占比下降



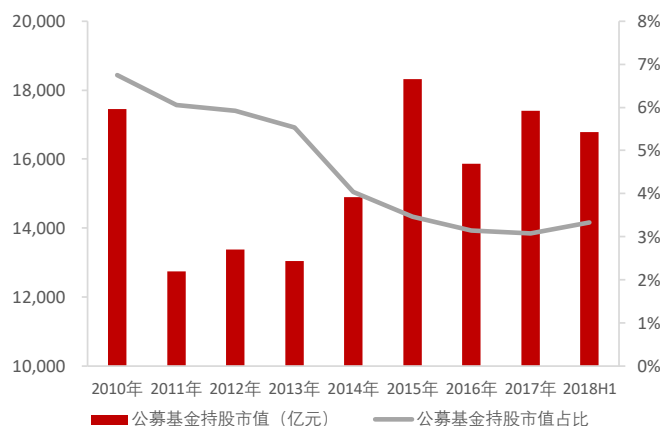
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 10： 2018 年股票型 ETF 发行加速



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11： 公募基金持股市值占比不断下滑



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公募基金四季度仍大幅超配消费板块，低配金融和周期板块。当前公募基金尚未披露全部持仓明细数据，根据已披露的公募基金四季度重仓股持股数据，公募基金配置比例较高的行业有医药、食品饮料、房地产等板块；从板块超低配的角度来看，医药、食品饮料、房地产、家电板块分别超配6.67%、5.84%、1.71%和1.59%；银行、非银行金融、建筑、有色金属板块分别低配4.28%、2.99%、2.39%和1.91%

图 12： 2018Q4 主动股票型基金重仓持股的行业占比

中信一级行业	18Q43持仓 市值占比	持仓季度环比 变动	相对自由流通 市值超配率	2003年以来持仓市值占比					
				历史均值	超历史均值	历史高点	高点时间	历史低点	低点时间
餐饮旅游	1.54%	-0.03%	0.79%	0.59%	0.95%	2.42%	2016/3/31	0.00%	2003/3/31
传媒	2.95%	0.33%	0.02%	2.11%	0.84%	8.32%	2013/9/30	0.04%	2003/12/31
电力及公用事业	2.80%	1.49%	-1.02%	4.32%	-1.52%	15.19%	2004/6/30	0.92%	2010/3/31
电力设备	3.57%	1.41%	1.00%	2.32%	1.24%	6.45%	2008/12/31	0.04%	2003/6/30
电子元器件	6.35%	0.48%	1.05%	3.76%	2.60%	12.44%	2017/9/30	0.06%	2009/6/30
房地产	6.66%	2.47%	1.98%	5.71%	0.95%	14.97%	2009/6/30	0.90%	2003/12/31
纺织服装	0.49%	0.01%	-0.43%	0.73%	-0.25%	2.39%	2015/12/31	0.00%	2008/3/31
非银行金融	6.11%	-1.58%	-2.83%	4.81%	1.30%	14.59%	2007/9/30	0.00%	2004/9/30
钢铁	0.25%	-0.19%	-1.42%	2.97%	-2.73%	13.54%	2003/9/30	0.07%	2013/3/31
国防军工	1.49%	-0.39%	-0.33%	1.02%	0.46%	3.88%	2006/6/30	0.00%	2003/3/31
机械	3.72%	0.59%	-0.62%	3.66%	0.05%	7.21%	2006/6/30	1.40%	2009/6/30
基础化工	2.87%	-0.29%	-1.62%	3.84%	-0.96%	7.89%	2016/12/31	0.89%	2003/6/30
计算机	5.66%	-0.07%	1.46%	3.30%	2.36%	17.57%	2015/3/31	0.00%	2003/6/30
家电	4.73%	-0.90%	1.62%	3.24%	1.49%	8.21%	2018/6/30	0.13%	2003/9/30
建材	1.72%	-0.16%	0.02%	1.43%	0.29%	5.65%	2011/3/31	0.26%	2005/6/30
建筑	0.95%	0.08%	-2.14%	1.59%	-0.64%	5.18%	2012/12/31	0.00%	2003/3/31
交通运输	1.83%	-0.31%	-1.28%	5.17%	-3.34%	22.57%	2005/6/30	0.54%	2014/6/30
煤炭	0.31%	-0.22%	-0.76%	2.01%	-1.70%	10.32%	2008/6/30	0.02%	2015/12/31
农林牧渔	2.61%	1.53%	0.76%	1.08%	1.53%	3.86%	2016/3/31	0.00%	2004/3/31
汽车	2.72%	0.62%	-0.91%	3.80%	-1.08%	14.73%	2003/9/30	0.41%	2008/6/30
轻工制造	1.61%	-0.09%	0.32%	0.98%	0.63%	4.15%	2016/9/30	0.07%	2006/9/30
商贸零售	2.85%	0.93%	1.02%	3.57%	-0.72%	13.87%	2006/6/30	0.46%	2003/12/31
石油石化	0.93%	-0.82%	-1.25%	3.00%	-2.06%	12.92%	2004/3/31	0.24%	2014/12/31
食品饮料	11.16%	-2.66%	5.39%	8.84%	2.32%	19.26%	2012/9/30	2.56%	2015/3/31
通信	2.42%	0.39%	-0.26%	4.08%	-1.66%	13.25%	2003/9/30	0.74%	2012/6/30
医药	14.11%	-1.13%	6.17%	8.77%	5.35%	20.56%	2014/3/31	0.64%	2003/12/31
银行	6.52%	-0.43%	-4.09%	11.06%	-4.54%	34.49%	2009/6/30	1.52%	2016/6/30
有色金属	1.05%	-1.07%	-1.92%	1.99%	-0.94%	5.92%	2007/9/30	0.51%	2013/6/30
综合	0.02%	0.01%	-0.70%	0.25%	-0.23%	1.60%	2003/3/31	0.00%	2003/6/30

资料来源：Wind，川财证券研究所

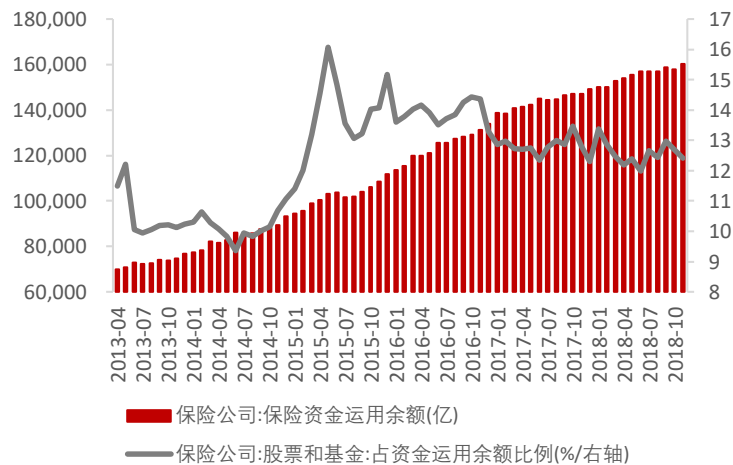
2.1.2 保险基金

保险基金已逐渐成为我国经济金融市场主要的长期资金提供者和重要的机构投资者。银保监会数据显示，截至到2018年底，保险资金运用余额为16.41万亿元，较2017年同比增长9.97%，其中投资于股票和基金的资金占比约为11.71%，仍不及理论上投资上限30%的一半。今年1月，银保监会简化

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

股权投资计划和保险私募基金注册程序，支持保险机构加大股权投资力度，保险资金有望加速流入 A 股市场。长期来看，保险资金投资于 A 股市场的比例，还有很大提升空间。若假定 2019 年保险资金运用余额维持 2018 年的增速，且其投资股票和基金占比：（1）提高 1 个百分点，预计可带来约 2100 亿元增量资金；（2）提高 3 个百分点，预计可带来约 2400 亿元增量资金；（3）提高 5 个百分点，预计可带来约 2700 亿元增量资金。

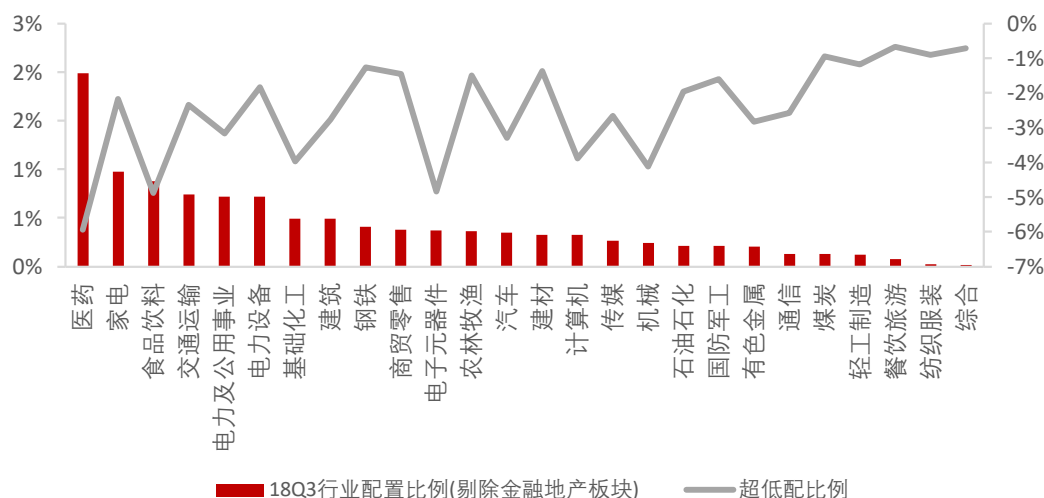
图 13： 保险资金运用余额中股票和基金占比较低



资料来源：Wind，川财证券研究所

保险资金偏好金融、地产股。保险资金往往持有期限较长，偏好长期投资、价值投资，较少发生高频交易行为。根据已披露的保险资金重仓股持股数据，截至 2018Q3，保险资金共持有 433 家上市公司股票，配置比例居前的行业有非银行金融、银行、房地产、医药、家电等，分别为 42.12%、38.93%、7.80%、1.99%和 0.97%，非银行金融、银行、房地产分别超配 33.22%、28.46%和 3.12%，其余行业均低配，医药、食品饮料、电子元器件低配比例居前，分别为 5.95%、4.87%和 4.83%。

图 14: 2018Q3 保险资金各行业持股比例及超低配比例（剔除金融地产）



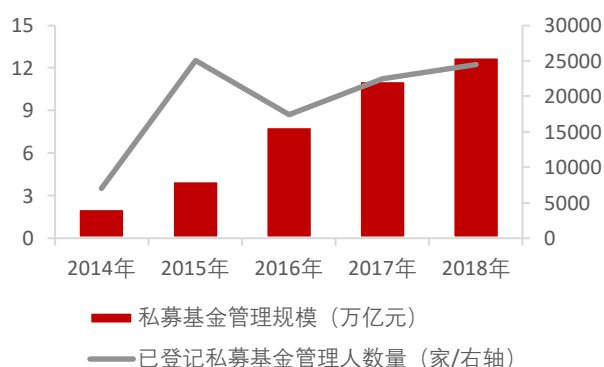
资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.1.3 私募基金

私募基金成为 A 股第三大机构投资者。基金业协会公布的数据显示，截至 2018 年 12 月，登记备案的 2.44 万家私募管理人合计管理规模达到 12.78 万亿元，已逼近公募 13 万亿元的管理规模，而达到百亿级别的私募基金已有 234 家。截至 2018 年中，私募基金持有 A 股市值达 0.98 万亿元，占 A 股总市值的 1.95%，已经成为公募基金、保险资金之后的第三大机构投资者。

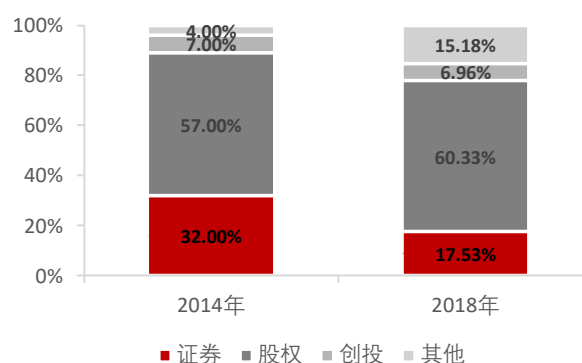
私募基金证券投资有较明显的顺周期性，与市场行情高度相关。2014 年 8 月，《私募投资基金监督管理暂行办法》正式发布实施，从登记备案等八个方面规范了私募投资基金，明确了各类私募基金特别是创业投资基金的政策约束，推动私募基金管理规模持续快速增长。但 2016 年以来，大量私募基金因亏损而面临清盘压力。历史数据显示，2014-2017 年全市场私募产品清盘量分别为 782 只、1824 只、2288 只、3572 只，而 2018 年仅前三季度清盘的私募基金产品数量已超过 4000 只，由此可见，私募基金证券投资有较明显的顺周期性，与市场行情高度相关。

图 15: 私募基金管理规模持续增长



资料来源：基金业协会，川财证券研究所

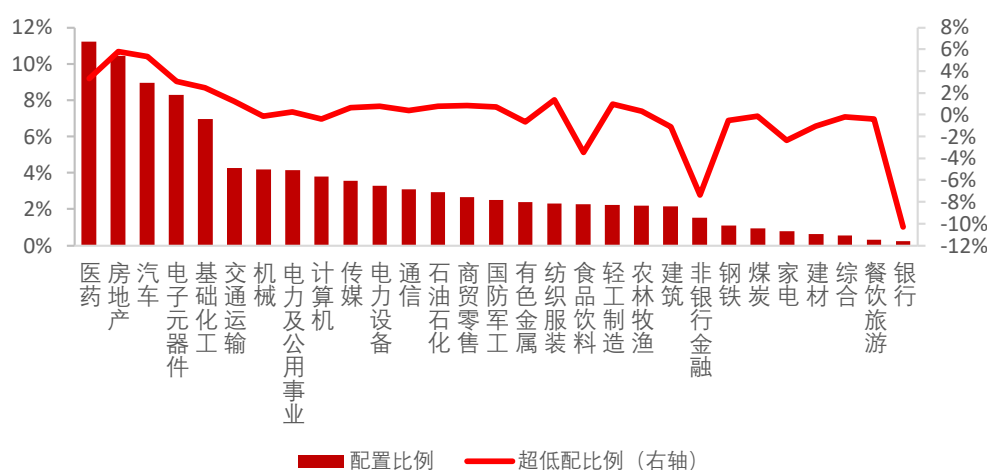
图 16: 私募证券投资基金规模占比下降



资料来源：基金业协会，川财证券研究所

阳光私募基金偏好医药、房地产、汽车板块，持股行业分布整体较为均衡。因私募基金未披露具体持股仓位及持股数据，我们以 Wind 所统计的阳光私募持股数据作为参考，测算私募资金对各行业的配置情况。根据已披露的阳光私募基金持股数据，截至 2018Q3，配置比例居前的行业医药、房地产、汽车等，分别为 11.21%、10.42%和 8.96%，分别超配 3.28%、5.78%和 5.32%。阳光私募基金持股相对较为均衡，除低配银行和非银行金融板块外，其余板块无明显大幅超配或低配。

图 17: 2018Q3 阳光私募基金各行业持股比例及超低配比例



资料来源：Wind，川财证券研究所

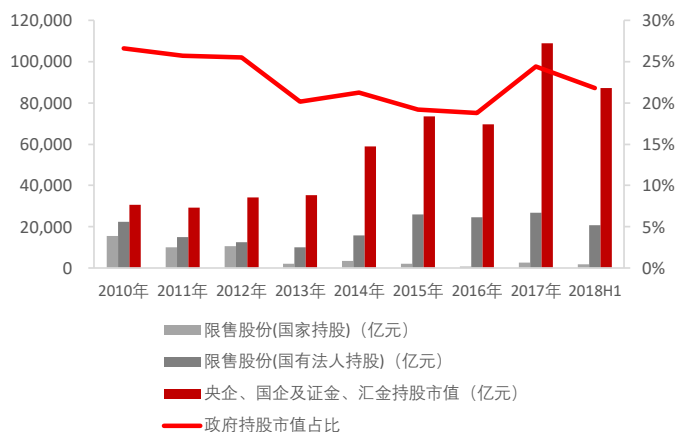
2.2 政府持股

政府持股占比整体相对稳定。在 Wind 分类中，央企、国企持股划分在一般

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

法人持股，我们通过分析发现，央企、国企往往大多由政府出资设立，或政府为公司大股东，因此我们将这部分持股由产业资本划分至政府持股。从政府持股市值占比变化来看，整体相对稳定，与市场走势无明显相关性。

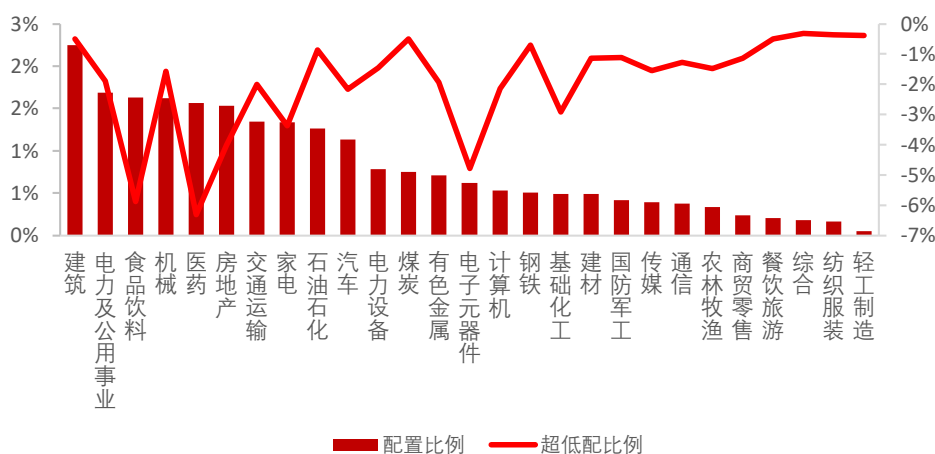
图 18：政府持股市值占比整体相对稳定



资料来源：Wind，川财证券研究所

政府持股偏好金融板块。截至 2018H3，政府持股明显偏好金融板块，配置比例居前的行业有银行、非银行金融、建筑等，分别为 68.07%、9.34%和 2.25%，银行板块大幅超配 54.59%，其余板块均低配。

图 19：2018Q3 各行业政府持股比例及超低配比例（剔除金融板块）



资料来源：Wind，川财证券研究所

2.3 产业资本持股

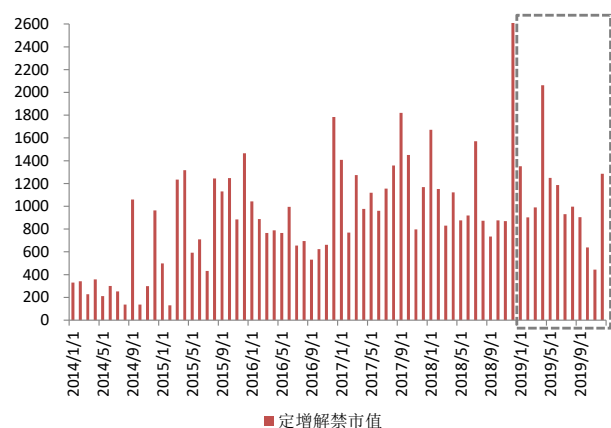
减持新规理论上限制了定增解禁和 IPO 大股东的减持，产业资本持股市值占

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

比有所回升。2017、2018 年 A 股解禁额较高，分别达到了 2.84 和 2.92 万亿元，其中定增解禁市值分别为 1.23 和 1.33 万亿元。受减持的影响，2017 年产业资本持股市值占比出现回落。减持新规的发布，理论上仍大幅降低了定增及 IPO 等解禁股份的减持压力，2018 年上半年产业资本持股市值占比有所回升。

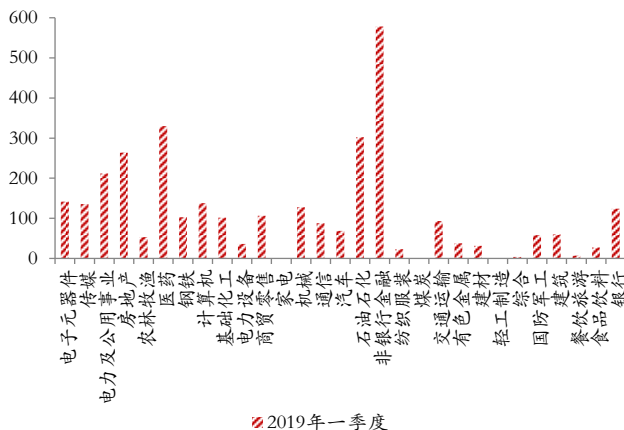
定增解禁到期继续大量积压。最近两年定增解禁到期量大幅上升，2016 年解禁到期是 1 万亿，2017 年为 1.4 万亿，2018 年 1.2 万亿，2019 年 1.3 万亿；尽管减持新规对实际可减持的量进行了理论上的限制，但越积越多的到期量始终是个风险隐患，类似于堰塞湖。2019 年的待解禁量仍较高，产业资本持股市值占比仍有可能出现回落。

图 20： 定增解禁市值（亿元）



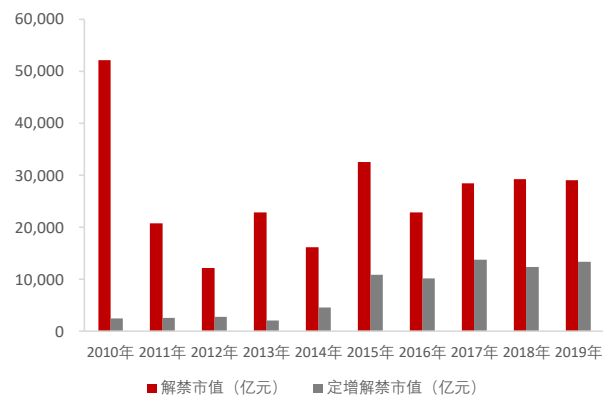
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 21： 2019Q1 定增解禁行业分布（亿元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 22： A 股解禁市值（亿元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 23： 产业资本持股市值高位波动

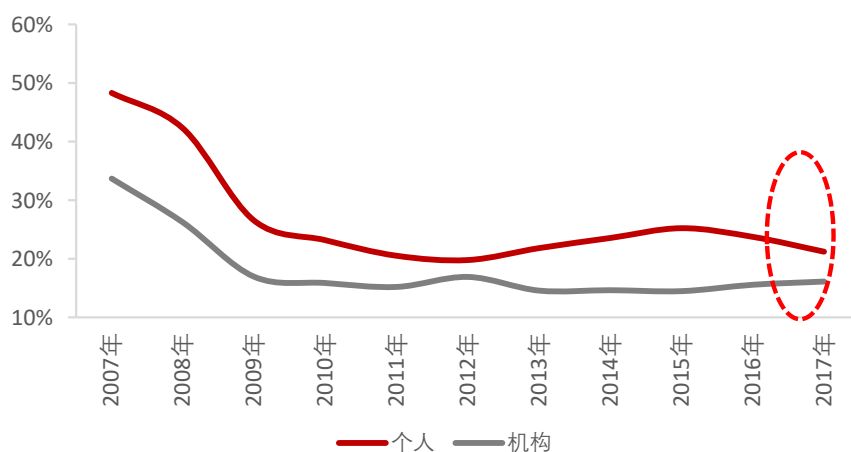


资料来源：Wind，川财证券研究所

2. 4 个人投资者持股

个人投资者持股市值占比持续回落。2015 年以来，新增个人投资者开户数量与新增个人信用账户数量均处于历史较低位，个人投资者开户意愿低迷。根据上交所统计年鉴，个人投资者持股市值占比持续回落，交易额占比亦有所下降，2017 年个人投资者持股市值占比为 21.17%，机构投资者持股市值占比为 16.13%，但个人投资者全年盈利金额仅占机构投资者盈利金额的 28%，随着 A 股信息披露及监管制度建设日趋完善，投资者获取超额收益的难度将增加，专业投资机构相对于个人投资者在研究方面具有一定优势，未来个人投资者或更加偏好通过基金投资 A 股市场。

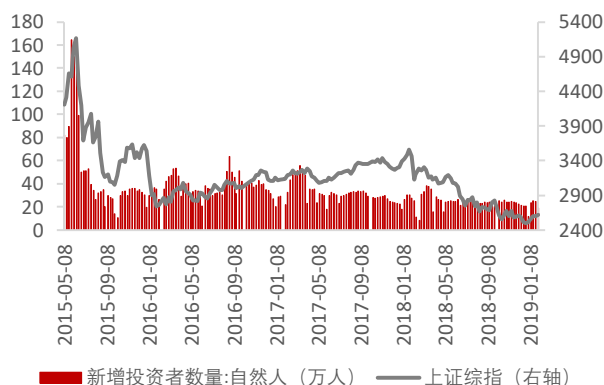
图 24：沪市个人投资者持股市值占比回落



资料来源：上交所统计年鉴、Wind, 川财证券研究所

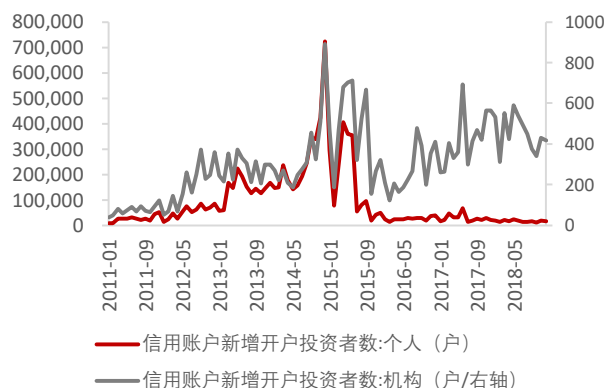
新增个人投资者开户数量与新增个人信用账户数量均处于历史较低位。2018 年新增个人投资者开户数量约为 24.55 万人/周，自 2015 年的高位 49.31 万人/周已连续 3 年回落；2018 年个人投资者合计新增信用账户开户数量不足 20 万户，不足 2015 年高点时合计新增信用账户开户数量的 10%，而 2018 年机构投资者合计新增信用账户开户数量已基本与 2015 年持平。整体来看，个人投资者新开户意愿低迷，机构投资者开户意愿仍维持。

图 25: 新增个人投资者开户数处于较低位



资料来源: Wind, 川财证券研究所

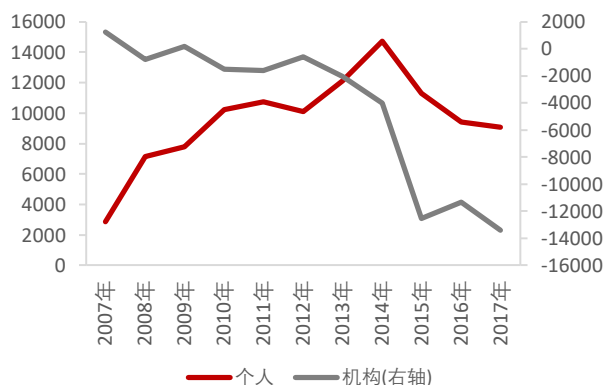
图 26: 新增个人信用账户开户数处于低位



资料来源: Wind, 川财证券研究所

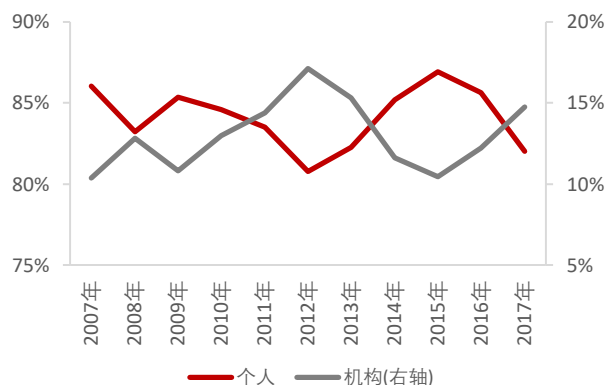
个人投资者交易额占全市场交易额的比重持续下降，且连续三年净卖出 A 股。根据上交所统计年鉴，个人投资者和机构投资者成交额之和接近全市场成交额，一般法人及外资的成交额几乎可以忽略不计。2015 年至 2017 年，个人投资者成交额占比自高位的 86.91% 回落至 82.00%，个人投资者在 A 股市场交易中的重要性有所下降。2015 年以来个人投资者连续三年卖出 A 股，累计净卖出额超 5600 亿元；机构投资者 2015 年大幅卖出超 8500 亿元，2016 年买入 1230 亿元，2017 年再次卖出近 2100 亿元。

图 27: 沪市个人及机构投资者买卖净额 (亿元)



资料来源: 上交所统计年鉴, 川财证券研究所

图 28: 沪市个人及机构投资者交易占比 (%)



资料来源: 上交所统计年鉴, 川财证券研究所

2.5 外资持股

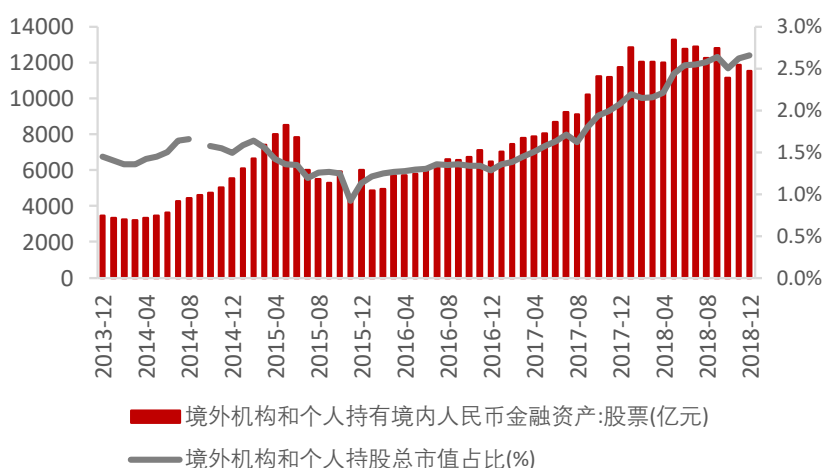
外资持股市值占比持续增长，通过 QFII 流入 A 股的外资占比下降，陆港通

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

占比提升。根据中国人民银行每月披露的境外资金持股总市值来看，截至 2018 年 12 月，境外机构和个人持有境内股票资产总市值合计约 1.15 万亿，占 A 股总市值的 2.65%。自 2017 年起，A 股市场上外资持股市值占比快速增长，主要有以下几个原因：

- (1) 2016 至 2018 年，国家外汇管理局对 QFII 制度相关外汇管理进行了重大改革，包括完善审慎管理，取消汇出比例限制，取消有关锁定期要求，允许 QFII 持有的证券资产在境内开展外汇套期保值等，极大便利了境外投资者通过 QFII 渠道投资境内金融市场。
- (2) 在 2014 年 11 月沪港通开通后，经过两年多的筹备，深港通也于 2016 年 12 月正式开通，金融市场对外进一步加深。2018 年 6 月 A 股纳入 MSCI 大盘股指数，2019 年 A 股纳入富时罗素和标普道琼斯全球指数将正式生效，同时 MSCI 将于今年 2 月底宣布是否将 A 股纳入因子由 5% 提升至 20%。

图 29： 境外机构和个人持股总市值占比快速上升



资料来源：中国人民银行、Wind，川财证券研究所

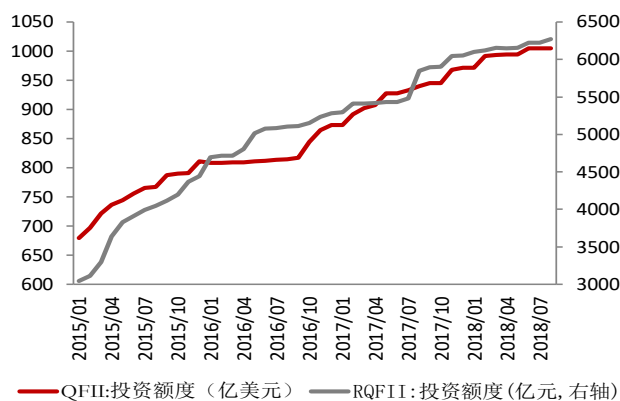
2.5.1 QFII/RQFII

QFII 投资总额度多次提升，A 股国际化进程加速，监管层积极引导外资入市。QFII 制度是我国资本市场对外开放最早的制度安排，也是境外投资者投资境内金融市场主要渠道之一。自 2002 年起，我国已经分别于 2005、2007、2012 和 2013 年和 2019 年初，共计 5 次上调 QFII 额度，最近一次上调，QFII 投资额度由 1500 亿美元增加至 3000 亿美元。QFII 投资额度多次上调，表明我国金融市场对外开放程度不断提高，监管层积极引导外资流入 A 股市场。但在 2014 年底沪港通开通，以及 2016 年底深港通开通后，扩宽

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

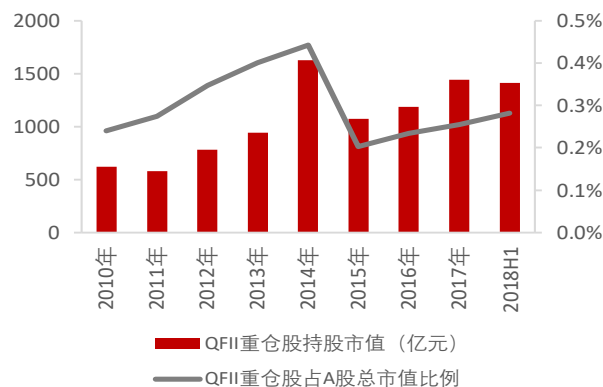
了外资进入 A 股的渠道，对 QFII 形成分流，QFII 持股市值占比增速明显放缓。

图 30: QFII/RQFII 投资额度持续增长



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 31: QFII 重仓股持股市值占比增速放缓



资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.5.2 陆港通

陆港通成为外资流入 A 股主要渠道。自 2014 年 11 月沪港通正式开通，就因其投资门槛较低、汇出无限制、结算更加灵活等优点受到境外投资者的青睐，深港通落地开通后，陆港通资金加速流入 A 股。2018 年 6 月，A 股纳入 MSCI 大盘股指数，2019 年 A 股纳入富时罗素和标普道琼斯全球指数也将陆续生效，以上纳入均通过互联互通方式，这也是 2018 年陆港通净流入额爆发式增长的主要原因。2014 年至 2017 年，外资通过陆港通持有 A 股持股市值占比由 12% 升至 30% 左右，2018 年该占比快速升至 56%，陆港通已成为外资流入 A 股的主要渠道，未来其重要性有望进一步提升。

外资对于市场中短期涨跌敏感性较低，当前 A 股估值处于历史底部区间，外资有望持续流入，2019 年或将带来长期增量资金逾 4000 亿元。2018 年 A 股市场经历了较大幅度的调整下跌，而同期沪港通资金大幅流入，外资对于市场中短期涨跌的敏感性较低，而当前 A 股整体估值处于历史底部区间，低估值个股占比处于高位，对于进行长期资金配置的外资吸引力较高。关于外资流入有 3 个重要事件值得关注：（1）A 股大盘股纳入 MSCI 指数因子在今年 5 月、8 月和 11 月分阶段由 5% 提升至 20%，同时中盘股（含创业板）也将在 11 月纳入；（2）A 股纳入富时罗素指数将分别在今年 6、9 月和明年 3 月分阶段执行；（3）A 股将于今年 9 月纳入标普道琼斯全球指数。基于以上 3 个事件，我们预计 2019 年通过互联互通机制流入 A 股的外资规模有望超 4000 亿元。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

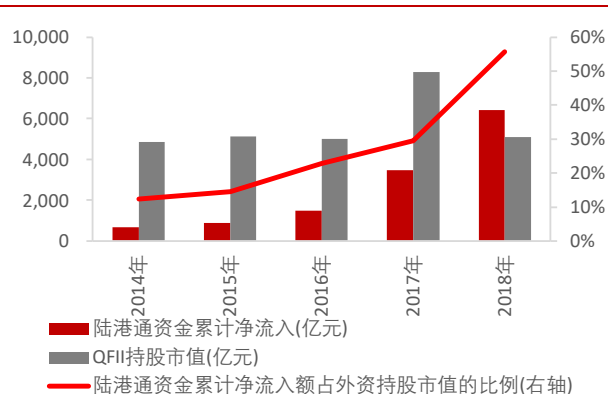
外资偏好业绩增长确定性强的消费板块。因 QFII 持仓仅公布重仓股持股数据，我们以陆港通持仓数据作为外资持仓分析样本，可以发现，截至 2019 年 3 月 21 日，沪港通和深港通持仓占比居前的行业为食品、家电、银行、非银行金融，配置比例分别为 20.18%、11.26%、9.19%和 9.15%；按互联互通成分股的自由流通市值行业占比来看，当前陆港通资金超配的行业有食品、家电、交通运输和餐饮旅游等，超配比例分别为 14.0%、7.6%、1.4%和 1.2%。

图 32: 陆港通资金净流入额快速增长



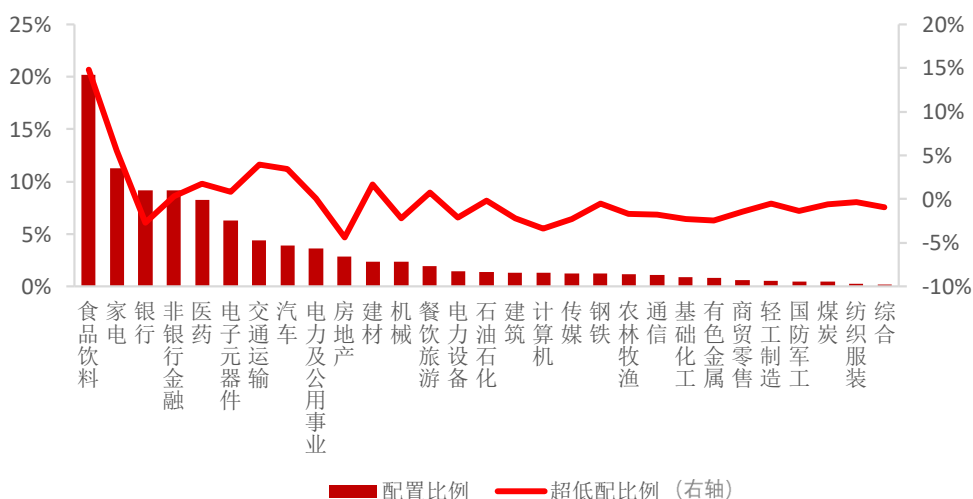
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 33: 陆港通成为外资流入 A 股主要渠道



资料来源: 中国人民银行、Wind, 川财证券研究所

图 34: 外资偏好消费板块



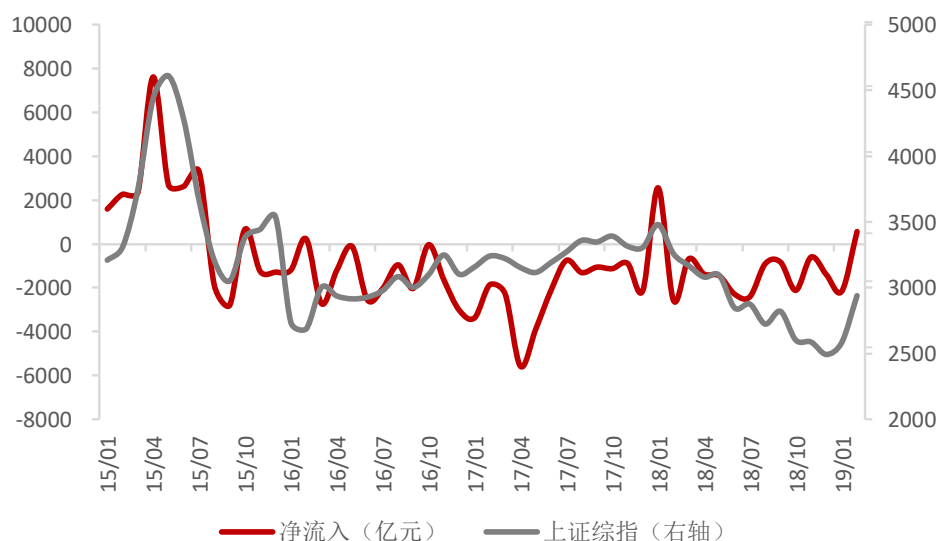
资料来源: Wind, 川财证券研究所

三、后续市场行情主导资金

3.1 微观资金面与市场整体行情有较高同步性

微观资金面作为影响市场整体行情的一个重要指标，大多数时间与市场整体行情呈同步波动。由于全市场投资者结构占比数据更新频次较低，我们选择相对更加高频的微观资金面数据来观察市场资金与行情走势的关系。A股历史上的牛市行情大多与市场的流动性密切相关：2005-2007年的牛市产生背景除了宏观经济和企业盈利持续改善，还有股权分置改革和人民币汇改分别从内部和外部改善市场流动性；2009-2010年的上涨则与2008年下半年以来货币政策持续宽松以及“四万亿”计划密切相关；2014-2015年牛市的主要推手之一便是2014年底开启的降息周期；2016-2018年初外资持续流入A股，推动了低估值蓝筹股走强。从2015年以来微观资金面的月度净流入情况和上证综指的走势看，二者呈现较高的一致性。除了2015年中牛市结束、市场迅速下行，以及2016年底微观资金面有较短的领先性外，大多数时间里，资金面和市场行情基本呈现同步波动的关系。

图 35： 微观资金面与上证综指基本呈现同步关系



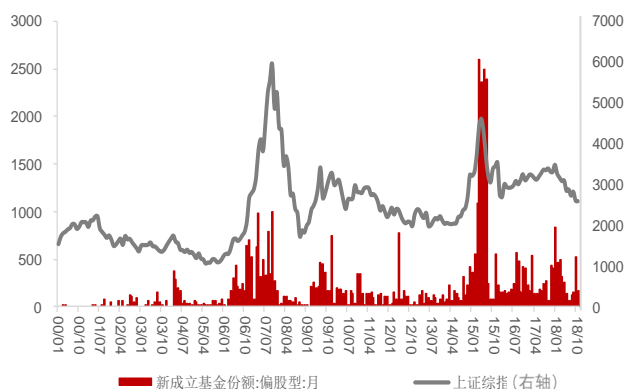
资料来源：Wind，川财证券研究所

历次典型牛市往往伴随着新基金发行的增加，2014-2015年融资融券成为牛市行情的重要催化，2016-2018年初外资的持续流入成为市场上涨的主要推动力。从资金面细分项数据来看，2005-2007年、2009-2010年以及2014-2015年这三次较为典型的牛市行情，都伴随着新成立基金份额的迅速增加。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

月度新基金成立份额从 2005 年初的 46 亿份上升至 2007 年 10 月的 1002 亿份、从 2009 年初的 28 亿份上升至 2009 年 7 月的 265 亿份、从 2014 年初的 48 亿份上升至 2015 年 6 月的 2490 亿份。2014-2015 年的牛市行情中，除了新成立基金份额变动的因素外，月度融资融券余额也迅速增加，2015 年 4 月融资融券余额较上月增加 3451 亿元。此后微观资金面剧烈恶化，2015 年 6 月融资融券余额变动转负，7 月余额较上月减少约 7100 亿元，市场迅速回落。微观资金面恶化成为 2015 年牛市行情结束的重要催化。2016-2018 年初的慢牛行情中，外资持续流入，外资持有 A 股市值由不足 5000 亿元增长至 12000 亿元，持股占 A 股总市值的比例由 1.1% 升至 2.2%，在新基金发行规模和融资融券余额均有所回落的情形下，外资成为当时市场增量资金主要来源，并催生了以蓝筹股和白马股为代表的结构性行情。

图 36: 月度新成立基金份额 (亿份)



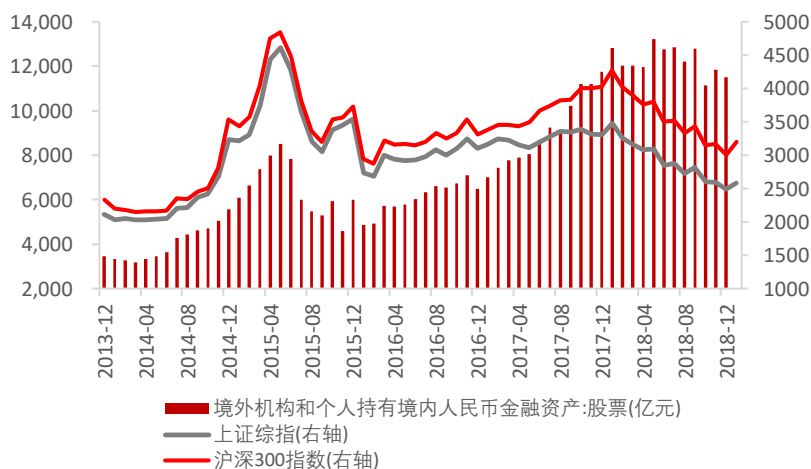
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 37: 月度融资融券余额变动 (亿元)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 38: 外资持有 A 股市值 (亿元)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

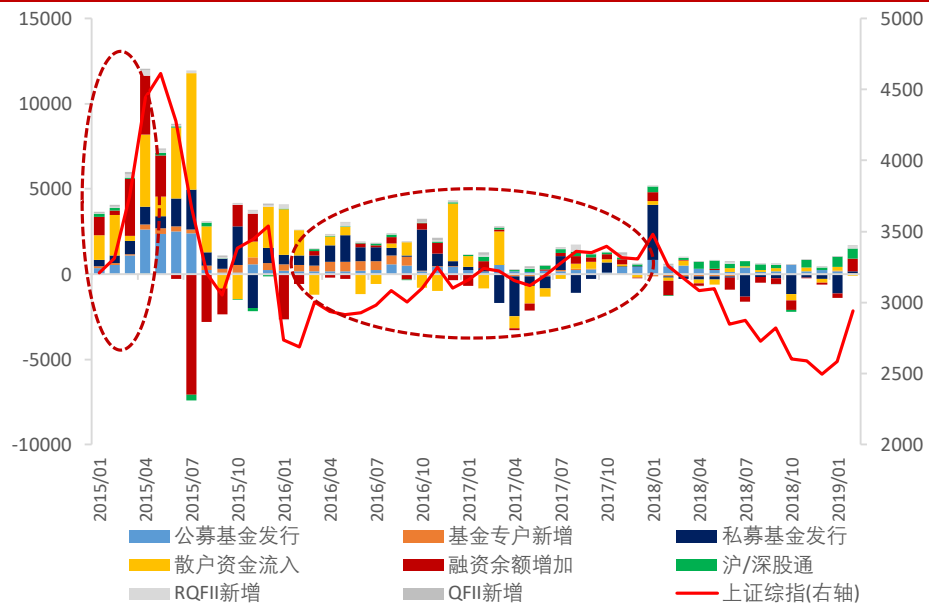
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3. 2 潜在增量资金测算

通过对当前与牛市期间市场资金流入规模对比，我们认为未来市场增量资金主要来自于融资融券余额的增加、外资的流入以及公募与私募基金发行规模的回升。我们对以上资金流入项的增长空间进行了大致测算：

- (1) 融资余额仍有千亿至万亿增量空间。从融资余额规模来看，当前融资余额约 9000 亿，不仅不及 2015 年高点时 22000 亿的一半，且低于 2016-2018 年初的 10000 亿的平均水平。融资余额的变动与市场行情高度相关，2015 年 3 月至 5 月融资余额月均增加 3000 亿元，随着市场快速下跌，7 月单月下降超 7000 亿元，考虑到当前市场情绪回暖，融资余额大概率能够回到 2018 年市场弱势调整之前的水平，即 10000 亿以上。从历史上融资余额增长幅度来看，2013 年创业板指大幅上涨期间，融资余额由约 850 亿元增长至约 3500 亿元，2014-2015 年牛市期间，融资余额由不足 5000 亿元一度增长至超过 22000 亿元，两次增长幅度均超过 300%，若当前 A 股能够持续走强，那么融资余额还有至少约 12000 亿元的增长空间。
- (2) 2019 年外资流入额有望超 4000 亿。A 股纳入三大指数带来中长期增量资金的确定性较强，虽然短期内跟踪三大指数的主动型资金流入节奏可能因择时而有所波动，但外资中长期流入趋势不变。
- (3) 公募与私募基金发行规模有望企稳回升，2019 年有望带来约 8000 亿元增量资金。从发行规模来看，2015 年 3 月至 7 月，公募基金（含专户）月均发行规模约 2500 亿元，私募基金月均发行规模约 1300 亿元，2016-2017 年公募基金与私募基金的月均发行规模分别为 450 和 200 亿元，而 2019 年以来公募基金月均发行规模仅 200 亿元，私募基金发行仍未企稳。从基金发行规模占比来看，在以上两个阶段，市场资金总流入中基金发行规模占比的中位数均在 30% 左右，而当前该占比约 10%。无论是从基金发行的规模还是其对市场资金总流入的贡献占比来说，公募基金与私募基金发行规模仍有较大增长空间，随着市场行情的回暖，2019 年公募基金和私募基金月均发行规模有望分别企稳回升至 450 和 200 亿元，全年带来约 8000 亿元增量资金。

图 39: A 股市场资金流入端 (亿元)

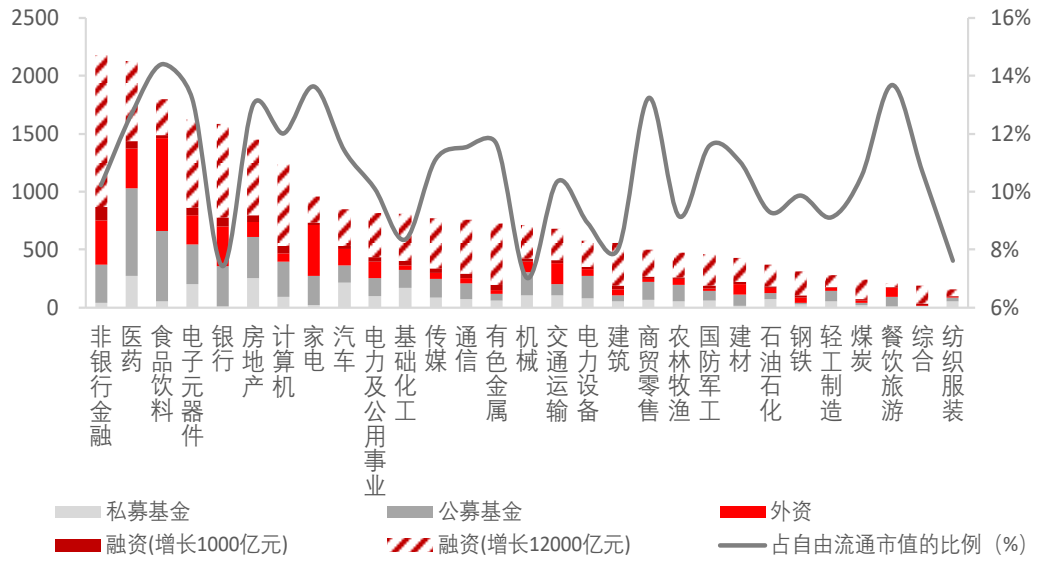


资料来源: Wind, 川财证券研究所

3. 3 潜在增量资金偏好消费和成长板块

未来增量资金偏好消费和成长板块。基于我们对未来市场主要增量资金来源的判断，同时结合不同投资者主体对于行业选择的偏好，我们发现，当外资与基金发行规模如我们所测算的，而融资余额增长至 10000 亿时，市场增量资金将主要流向食品饮料、医药、非银行金融、电子元器件、房地产等板块，按自由流通市值占比来看，配置比例较高的行业为食品饮料、餐饮旅游、家电、医药、汽车等；当融资余额增长至 21000 亿时，市场增量资金将主要流向非银行金融、医药、食品饮料、电子元器件、银行等板块，按自由流通市值占比来看，配置比例较高的行业为食品饮料、餐饮旅游、家电、商贸零售、电子元器件等。整体来看，未来融资余额增加、外资流入以及公募和私募新基金发行所带来的增量资金相对更加偏好食品饮料、医药、餐饮旅游、家电和电子等板块。

图 40： 潜在增量资金偏好消费和成长板块



资料来源：Wind，川财证券研究所

风险提示

1. 预测模型失效；
2. 宏观环境发生重大变动。

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004