



►中國股市個人投資者持股比例在接近二十年間，下降了57個百分點。

中國證券市場規模增長快，但市場投資者結構卻不成熟，增長不穩，市場波動幅度大。A股市場個人投資者佔比高，機構力量薄弱是中國投資者結構的主要特徵。投資者結構是對單個投資者交易行為的宏觀加總，廣義上，股票市場中存在理性和非理性投資者兩大類型，成熟的市場結構中，非理性投資者的投機與雜訊交易行為會受到理性投資者的抗衡，市場定價趨於內在價值。而中國機構投資者規模佔比低，長期資金匱乏，導致其在市場中難以起到主導市場定價的作用。A股自然常年表現出高波動、高換手的特點，股票市場始終被牛熊短長，投資回報率低的問題困擾。

## 優化投資者結構 A股更成熟

鍍金時代 邵宇  
東方證券  
首席經濟學家

投資者交易行為是影響市場穩定性的直接因素。個人、機構、非金融企業、政府等不同類型的投資者構成了股票市場的微觀主體，直接作用於股票的定價邏輯。中國的個人投資者對市值小、盈利差的股票有偏好，而機構投資者、北上資金、QFII等國際投資者在投資選擇上更傾向於市規模大、市盈率低的藍籌。上交所機構投資者的交易量佔比僅17%，全體個人投資者交易量佔比達83%。個人投資者往往高估自己發現和解读股市新消息的能力，機構投資者的認知和行為在時間序列上更具有一致性。機構投資者的資訊使用效率更高，相對於散戶，機構投資者對基本面更加敏感。與國外的機構投資者類似，國內的基金、資管、銀行等機構投資者一般也更偏愛業績好、經營穩健的公司。

與美國、日本、韓國市場相比，中國保險、銀行理財資金等機構資產規模仍然有較大的提高空間，以持市值規模佔GDP比重計算，2018年中國境內公募基金僅為1.6%，同期美國則為51.9%，日本為12.1%，韓國為10.3%，養老金和保險的持市值佔GDP比重則更低。這一方面顯示了中國各類金融機構力量較薄弱，另一方面也顯示了國內機構投資者仍有廣闊的發展空間。

未來機構投資者的佔比能否有效提升，回顧海外市場的特徵事實是尋找答案的路徑之一。境外成熟股市的投資者結構經歷了近百年的發展及沿革，結構更加成熟穩定。回顧發展脈絡，境外市場結構的演變存在四大經驗規律。

一是機構化、去散戶化。半個世紀以來，專業投資機構的持佔比逐漸提高。從1951年到2021年，美國各類境內機構投資者持市值佔比提升了37個百分點，持市值佔比由5.49%上升至42.4%。並且機構投資者的佔比結構不斷出現新的變化。70與80年代美國養老金持市值佔比提升，1953年時，養老金持市值佔比僅為1.26%，到1985年，養老金持市值已達到27%；90年代，美國共同基金的持佔比開始快速增長，1991年，共同基金持佔比約7.05%，到2001年便增長至21%。英國市場上，機構投資者持佔比在1981年就已取代個人投資者，成為持市值比重最大的投資者類型，彼時機構投資者佔比約51.1%。至於港股方面，2005年至今，機構投資者的交易佔比基本維持在50%以上，2019年交易額佔比達53.4%，其中本地機構投資者交易佔比16.8%，外地機構投資者交易佔比36.6%。

另一方面，境外市場個人投資者佔比持續下降。20世紀40年代，美國個人投資者維持在90%以上。在最高峰的1945年，美國個人投資者持市值佔比達到94.85%，其他各大金融類機構投資者佔比僅約4.8%，但半個世

紀以來，美國散戶持市值比重下降了約六十個百分點。日本股市中，1986年，個人投資者持佔比為22.3%，截至2021年6月底，日本股市個人投資者持市值比重為16.8%，下降了約6個百分點。

二是市場開放性提高，外資比重提升。1991年，日本股市境外投資者持佔比僅為4.7%，截至2021年6月底，其境外投資者持佔比已達30.2%，是日本股市中持市值最高的投資者類型，在三十年內提升了25個百分點。這與日本80與90年代股市對外開放加速直接相關。英國股市在80年代後，境外投資者佔比開始攀升，2012年後已發展成為英國股市的主導力量，近十年佔比始終在50%以上，截至2018年，英國境外投資者持市值佔比為54.9%。

三是投資者結構並非自然轉變，而是依賴政策的主動引導和作為。最典型的是美國市場，美國歷史上有兩次機構投資者持佔比重上升的關鍵時期，一是70及80年代養老金機構持佔比重上升；二是90年代後基金持佔比重上升。美國70年代機構投資者佔比上升，主因是對政府養老金體系進行了改革，推動了私人養老金體系的建立。經過改革，美國養老金系統形成了完善的政府、僱主、個人三大支柱。美國居民資產中的養老金比例上升，家庭直接持佔的需求降低，改善了股市的投資者結構，為股票市場引入了長期資金。在90年代，幾大因素又推動了美國共同基金持佔比的上升，其中共同基金的管理辦法起到了重要作用。首先，美國養老金發展到90年代，購買基金的比重上升，養老金逐漸構成了共同基金的主要資金來源，美國基金業的持有人結構也出現了由散戶向機構的轉變，帶動公募基金規模擴大。

四是投資者結構受經濟、文化、習慣影響。境外股票市場並不存在統一的、理想的市場投資者結構。日本偏好儲蓄，股票市場中的個人佔比較低；美國存在較強的冒險主義精神，個人投資者佔比依然較高。雖然機構化、國際化是大勢所趨，但各大市場的具體投資者結構皆不相同，反映了背後的經濟與文化特徵。這意味著中國的股市投資者結構的未來趨勢仍需立足於當前的現狀。

### 散戶主導 不利市場穩定

中國當前股市投資者結構依然呈現散戶比重大，機構比重低，市場開放程度較低的特徵。國內股市投資者主要有四大類：機構投資者，個人投資者，外資機構，一般法人。以2020年底流通股市口徑衡量中國股票市場的投資者持佔結構，各類投資者持佔比大小排序為：一般法人，個人投資者，機構投資者，外資。境內各類機構投資者中，按持佔比大小排序為：公募基金，保險，私募基金，私募基金。截至2020年底，個人投資者持佔比為39%，一般法人持佔比為44%，全部機構投資者持佔比為12.22%，其中公募基金比重最高，佔流通股市值的7.51%，外資持佔比為4.06%。與

境外成熟股票市場相比，中國股市機構和外資有較大提升空間。例如2020年底，美國境內機構投資者合計持佔比為43.5%，香港股市機構投資者佔比51.74%，日本為16.6%。

中國當前的股市投資者結構是股票市場各類問題的上游資金根源。個人投資者佔比較高，機構力量薄弱對市場造成了如下影響：一是市場穩定性差、波動幅度大。以換手率和波動率來衡量股市穩定性，在全球範圍內橫向比較來看，A股穩定性明顯弱於境外成熟股票市場；二是市場具有明顯的交易風格，長期配置風格不顯著，優質企業與業績較差企業的分化仍然不夠徹底；三是市場定價效率低，機構投資者比重過低導致機構投資者的價格發現功能被削弱。

機構投資者具有更高的資訊優勢，在市場資訊挖掘中起到關鍵作用，定價效率更高。股價同步性是衡量市場定價效率的經典指標，反映了單隻股票價格與全市場股價的聯動程度，該指標越低，表明股票價格反映了更多的異質性資訊，定價效率更高，指標值越大，表明股價中包含的公司個體資訊越少，定價效率越差。機構投資者比重低會導致價格發現功能被削弱。市場短線投資投資者比重高，錯誤定價往往普遍存在。

### 境內外長線資金陸續入市

即便股市現狀存在着結構性矛盾，但值得關注的是中國證券市場成立以來，在監管層推動與市場自然演進的作用下，投資者結構始終在不斷變遷。個人投資者持佔比在2001年佔比約在90%以上，2020年則為39%，近二十年佔比下降了57個百分點。機構投資者佔比則呈現緩慢增長趨勢，機構投資者內部，公募基金增長較快。外資方面，2010年至2020年，境外投資者持佔比和持佔規模在同步上升。A股納入MSCI後，外資流入速度繼續加快，逐漸成為市場上增量資金的重要來源。

2018年後，隨着市場規範性的提升，股市機構化趨勢則明顯加快。2018年資管新規發布，2019年《證券法》第二次修訂，傳統通道類產品受到抑制，公募基金淨值型、主動權益型產品比重上升。2020年，居民資金加速湧入公募基金市場，監管層鼓勵保險、養老金等長期資金入市；管理資產規模約6萬億以上銀行理財子公司相繼成立。外資進入的步伐繼續加快，A股相繼被主流國際指數納入，明晟公司將A股納入MSCI新興市場指數並在2018年提高納入比例。2019年，富時羅素將A股納入全球指數體系，道瓊斯全球指數將A股納入指數體系。國際指標的納入給A股帶來外部增量資金，投資者機構化的步伐正在加速。

投資者結構的改善與市場風格邁向成熟之間互為因果關係，市場的發展規律也決定了投資者結構演變過程絕非一朝一夕。海外市場有制度建設的先行經驗，但最佳實踐沒有統一標準，合理借鑒境外成熟市場經驗，立足國情，科學安排改革路徑是股票發展市場邏輯逐步邁向成熟的必經之路。

## 仙股迷思 港股市場的「特色」

交銀觀察 洪灝  
交銀國際董事總經理

長期以來，仙股是香港市場永遠的謎。這些股票普遍具有業績差、市值小、成交量低、股權高度集中、頻繁資本運作、常年不分紅、莫名暴漲暴跌等特徵。在我們統計的2200多隻港股中，大概只有1000多間公司不屬於我們這裏定義的仙股範疇（本文仙股和細價股通用）。也就是說，一半的港股居然都是「垃圾」。由於這些股票的股價往往低於一塊錢港幣，它們又被戲稱為「仙股」，其中不乏「老千股」：那些大股東利用供股、配售等融資手段進行資本操作，侵犯小股東的利益的股票。奇怪的是，這些股票長期存在，而它們的肆意妄為似乎也不必承受什麼後果。

香港是一個註冊制市場。如果我們把港股本板上市公司的市值排序，並與A股主板上市公司做對比，我們會發現，港股本板市值分布類似於一個標準的正態分布曲線，而A股則類似右偏：即鮮有公司分布於一定市值之下。兩市公司市值分布狀態的不同，是香港市場實行以市場為主導的註冊制的量化體現。眾所周知，在沒有外力（監管）干預的情況下，大數據樣本往往呈正態分布。而A股的右偏形態顯然是受到了監管對於上市公司最小市值要求的限制。

上述兩點說明，香港註冊制下產生了一大批仙股，而仙股是「韭菜」成長的溫床。我們的計算顯示，在這個總市值逾42萬億港元的市場裏，每年因為仙股通過配股、供股與合股等「資本運作」手段使散戶蒙受的損失可達數百億。這個數字看似只是總市值的千分之一，但是對於投資者而言，損失一塊錢都不應等閒視之，都說明這個市場的欠缺。這或許值得A股未來實行全面註冊制時引以為戒。

### A/H溢價為何如此突出

在這個近一半都是垃圾的市場裏，我們應該如何投資？我們的量化分析發現，機構都扎堆在大市值、高質量和高分紅的200多個股票裏。這些股票的成交額佔據了整個香港市場成交額超過80%，而剩下的股票幾乎沒有什麼流動性。這種低流動性的特徵或許也讓莊家可以更有效地控盤，實現自己「資本運作」的目的。然而，如果所有的「聰明錢」（機構）都在頭部的10%的股票裏抱團，同時，交易流動性也只能在這

200多個股票裏提供有效的價格發現，那麼考慮到這些股票的定價處於完全競爭狀態，它們的估值應與它們的基本面價值非常貼近。

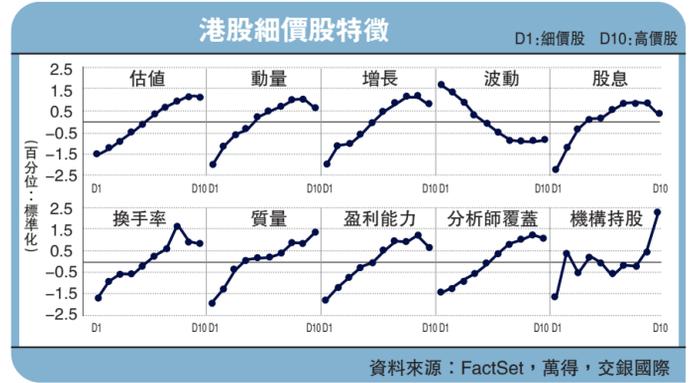
如是，為什麼A股相對於港股的溢價卻是如此突出，經年不變？甚至在滬港通開通後的7年，A股的溢價居高不下，經久不衰，從不均值回歸？同時，一個坐擁1000多個小市值股票的市場裏，最小市值的那部分公司具有顯著的超額回報，卻鮮有機構參與？機構難道都將法默的「三因數」模型拋之腦後了嗎？

我們的量化分析發現，H股的市值越大，則溢價越小。但即便如此，除了一隻H股外（招商銀行），所有H股的估值都低於它們對應的A股的估值。如果由於市場結構使H股定價理論上反映了其基本面，同時H股的估值相對於A股長期處於折扣，那麼A/H溢價的長期存在只有一種可能性：那就是，A股顯然是太貴了。我們的數據顯示，滬港通之後，北上資金持佔往往是低溢價的A股。顯然，這些來自於香港資金熱衷於參與A股市場的機會，但還是對於A股的高估值非常忌憚。

### 殼資源和估值折扣

垃圾多可以回收，變廢為寶。仙股也可以給企業提供融資捷徑，俗稱「殼」資源。借殼上市具有低成本、高效率的優勢。企業利用併購重組，從無形資產的「殼」中注入優質資產，實現在香港融資甚至擴展海外市場的目的。儘管如此，為什麼香港需要這麼多「殼」呢？如果說很多殼其實就是垃圾股，那麼為什麼香港市場可以容忍這麼多垃圾？

從市場規則來看，香港上市的財務門檻相對於A股更低，而退市機制較A股具有更高的主觀性，且市場高度自由化。這種規則差異使得港股殼資源較A股更加豐富，殼價值也更加便宜。換句話說，香港的殼由於供應更充足，價格更宜人。如此巨量的殼公司的存在，也在一定程度上解釋了為什麼港股的估值相對於A股多年以來一直處於折扣的狀態。對於專業的機構投資者來說，殼公司、垃圾股有着明顯的量化特徵，可以很容易地規避。然而對於研究資源相對匱乏的散戶來說，要從幾千個股票裏排除一半以上的垃圾，找出適合投資的標的，是有相當難度的。因此，港股只能在估值上提供折讓，以補償投資者需要承受的風險。或者，我們可以把這種估值的折扣，稱為「垃圾回收價格」。



## 再談善用按揭存款掛鈎計劃

談樓說按 王美鳳  
中原按揭經紀  
董事總經理

上期提及借款人若能善用按揭存款掛鈎計劃，便可自製漸進式按揭抗加息；當中談及了一款屬於按揭存款相連之綜合戶口計劃，借款人可因應加薪及儲蓄狀況漸進增加存放金額於綜合戶口，有關存款便等同還款直接扣減按揭本金，達到節省利息及縮短還款期之功效。然而，提供上述按揭掛鈎之銀行為數不多。市場上較普及的有另一款按揭存款掛鈎計劃（mortgage-link），銀行向按揭用家提供一個高存息戶口，存息與按息相同，即使現時按息處低水平約1.5厘，但已明顯高於一般儲蓄息率0.001%，用家將日常儲蓄、備用資金存進存息戶口，又或將投資/生意往來資金停泊在戶口，便可賺取高存息收入，以抵銷按息支出，等同可減低淨按息。用家可因應自己入息狀況漸進增加及累積存放金額，便可漸進式增加存息回報以抵銷更多利息支出。

以目前平均按揭額約500萬為例，按息1.5厘、25年還款期，假設借款人於提取按揭貸款當日存入30萬元，並於每月額外存入4000元儲蓄，首年存息收入約4545元，若次年將每月存入儲蓄金額增至6000元，存息收入將增至約5085元，全期以存息收入抵銷按息後，淨利息支出減少達28%，省去金額約達28.3萬元，實際按息等同降至約1.1%。倘若借款人有大量生意資金回籠，該月將金額250萬元放進存息戶，達到未償還按揭額一半之存款金額上限，該月之存息收入抵銷按息後，淨按息等同減少50%，按息由1.5厘降至0.75厘，可謂慳盡利息。

此類mortgage-link計劃在提存方面具有高度彈性，存進戶口的資金不會像定期存款般被鎖死，用家可隨時按需要提取存息戶之存款，亦可隨時將資金再存進戶口，利息按每日戶口結餘計算，甚具彈性。

但當然，銀行不能做蝕本生意，沒可能讓借款人累積抵銷全數按揭利息，所以此類按揭存款掛鈎計劃一般設有存款上限，較常見是定於未償還按揭額的50%，亦有個別銀行將首年存款金額提高至按揭餘額60%；又或有銀行為過千萬較大按揭金額的用家提高存款上限至按揭餘額之60%。