



經濟觀察家



見微知市

武漢科技大學金融證券研究所所長、教授 董登新



►為什麼A股市場只能短炒？說穿了是因為「散戶市」

A股機構持股上升 交投仍以散戶主導

如果按照國際慣例，採用「股票成交額佔比」指標來衡量投資者結構是通行規則。事實上，按股票成交額佔比來分析投資者結構，它反映了機構與散戶在股票交易中的比重，是最能反映市場交易行為與交易特徵的，例如，單筆交易額大小、交易頻率、市場換手率等。

若採用「投資者交易額佔比」標準，A股仍然是明顯的「散戶市」，因為在A股交易額中，散戶佔比高達90%左右，而機構完成交易額僅佔10%左右；與此相反，美國機構成交額佔比高達90%左右，而散戶成交額佔比僅為10%左右。這是投資者結構完全顛倒的兩個市場。

港股散戶佔比下降

看一下中國香港的「機構市」，近二十年來投資者結構是如何變化的？據港交所統計，在香港回歸前的1996年港股投資者結構（按全年交易額統計）是：散戶佔36%，機構佔64%。其中，本地散戶佔34%，境外散戶佔2%；本地機構佔34%，境外機構佔30%。在同期境外機構投資者中，英國佔32%，美國佔30%，除英國以外的歐洲其他機構投資者佔10%，日本佔8%，中國內地佔0.6%，亞洲其他機構投資者佔17%。

再看看滬港通開通前的2013年統計數據，港股投資者結構（按全年交易額統計）是：散戶佔23%，機構佔77%。其中，本地散戶佔18%，境外散戶佔5%，本地機構佔36%，境外機構佔41%。同期境外機構投資者中，美國佔28%，英國佔26%，除英國以外的歐洲其他機構投資者佔14%，中國內地佔11%，新加坡佔6%，日本佔1%，亞洲其他地區佔4%。

與香港回歸前的1996年相比，2013年中國內地投資者佔比大幅上升，竟上升10個百分點；而日本投資者佔比下降幅度最大，下降了7個百分點；英國其次，英國投資者佔比下降了6個百分點，但整個歐洲投資者佔比基本持平，仍維持在40%；此外，美

國投資者佔比大體穩定，仍維持在28%。

與此相反，A股市場的投資者結構卻是標準的「散戶市」，為了尋找A股「去散戶化」的證據和成果，有些機構決定改用「持股市值」來粉飾「散戶市」的現狀。

如果採用「投資者持股市值」標準，則A股似乎已不是標準的「散戶市」了。不信？你看某些機構的計算方法：據Wind和農銀匯理基金按照2018年上市公司中報統計，A股散戶持股比重52.8%，機構持股比重為47.2%。其中，基金及基金管理公司持股佔比3.05%，保險公司資金持股佔比1.95%，社保基金持股佔比0.42%。

海通證券根據2018年上市公司中報披露的數據統計顯示，A股個人投資者持有的自由流通市值佔比達40.5%，A股機構投資者持有自由流通市值佔比僅為31.5%，遠低於歐美市場。同時，A股換手率遠高於全球其他主要資本市場。2017年創業板指數、中小企業板指數、滬綜指換手率（以流通市值計算）分別高達920%、745%、532%，遠高於納斯達克指數、富時100指數、標普500指數等，散戶的投資風格在A股依然有市場。

市場缺乏長線資金

據招商證券測算，截至2017年二季度末，機構投資者（不含匯金持有的四大行股份）在A股持股60772.05億元（人民幣，下同），佔自由流通股的比例約為29%，其中，公募基金7.99%、私募類（包括陽光私募基金和資管）4.16%、保險保障類7.06%、國家隊6.82%、境外資金2.63%、券商自營0.52%。可見公募、私募、保險保障類及國家隊資金是目前市場上規模最大的四類資金。

截至2017年中報，A股散戶持股比重為54.91%，機構持股比重為45.09%（其中包括3.01%的基金、2.17%保險資金、0.76%企業部門持股和0.41%的社保資金）。在全球比較上，A股機構投資者持股市值／總市值比

值居中，機構投資者／流通市值比值靠後。

據內媒報道稱，2016年底個人投資者持股比重為40%，相對於2015年有所下降，但仍居於歷史相對高位水平。個人投資者的持股比重在2015年有明顯上升，從2014年的37%上升到2015年底的42%，在股市異常波動前的2015年中曾最高達到43.73%；到2016年底，個人投資者持股佔比雖然略有下降，但與歷史年份相比佔比仍然屬於歷史高位。

中國證監會曾經表示，截至2010年11月底，機構投資者持股（國有股和法人股）佔流通A股市值的比例達到70%，其中，證券投資基金超過了各類投資機構持股總額的50%。然而，截至2017年中報，A股散戶持股比重為54.91%，機構持股比重為45.09%，其中，證券投資基金持股市值僅佔3.01%，陡然大降。此外，險資持股市值僅佔2.17%，企業部門持股市值僅佔0.76%，社保基金持股市值僅佔0.41%。

深圳證券交易所金融創新實驗室《2008年度股票市場績效報告》顯示，2008年機構投資者持有深市股票比例總體高於2006年和2007年，機構投資者所佔主板股票交易金額的比重也較2007年有所上升。

《報告》顯示，2008年機構投資者佔深市主板股票交易金額的比重為14.34%，比2007年上升2.39個百分點；佔中小企業板股票成交金額比例為10.97%，小幅下降0.29個百分點。其中，基金所佔比例最大，分別為9.10%與5.80%；其次為一般機構，分別佔3.16%與3.41%；集合理財所佔比例最小，分別為0.23%與0.18%。

為什麼A股市場只能短炒？因為是「散戶市」，A股市場成交總額的90%左右是由散戶完成的。

為什麼A股市場只有短牛、快牛，卻沒有慢牛和長牛？因為缺少機構投資者，尤其是缺少長期機構投資者，特別是缺少私人養老金，也缺少股票型公募基金。

利率市場化進入深水區

海通證券首席宏觀分析師 姜超



超限觀點

利率市場化改革目的主要有兩點：首先，利率併軌是利率市場化改革關鍵的一步。中國的利率雙軌制主要是貨幣市場利率與信貸利率兩軌並行，而利率併軌的目的就是加強二者的聯動，疏通貨幣政策傳導機制，是利率市場化的進程中的關鍵一環。其次，利率併軌可以讓信貸利率下行向貨幣利率收斂，達到降低實體經濟融資成本的作用。此外，由於貸款端利率市場化對銀行體系的衝擊相對存款端也更為溫和，因此利率併軌要先從貸款端利率入手。

利率併軌的難點何在？

理想的利率傳導鏈條：央行制定政策利率，銀行間市場利率跟隨變動。銀行在負債端權衡同業負債和存款利率進行負債管理，政策利率傳導到銀行負債利率，而銀行再基於FTP（內部資金轉移）定價原則決定貸款利率。由此，央行可以通過調整政策利率，進而影響貨幣市場利率，存款利率，最後傳導到貸款利率。

利率傳導兩大阻滯點：1）政策利率傳導至銀行負債端。由於中國居民儲蓄習慣以及監管指標等原因，導致存款利率無法跟隨貨幣市場利率波動，政策利率無法傳導到銀行負債端。2）存款利率傳導至貸款利率。目前一些銀行內部定價機制不完備，貸款FTP定價主要基於貸款基準利率，金融市場業務FTP定價基於貨幣和債券市場利率。此外，風險定價能力不足、考核機制不合理、信貸投放監管指標等都影響銀行內部的利率傳導。

利率併軌該如何推進？

短期任務是完善LPR（貸款基礎利率）的報價機制。LPR報價機制有美國模式（政策利率加點）和日本模式（銀行綜合負債成本加點）兩種。其中美國模式的優勢是可以通過調節政策利率使貨幣利率和信貸利率同步變動，直接達到併軌效果。但劣勢是

會壓縮銀行的淨息差，對銀行體系的衝擊較大。而日本模式有助於銀行鎖定淨息差，對銀行體系的衝擊相對較小，但弊端在於利率傳導是間接的，負債端沒有完全市場化的情況下利率傳導的效果不佳。

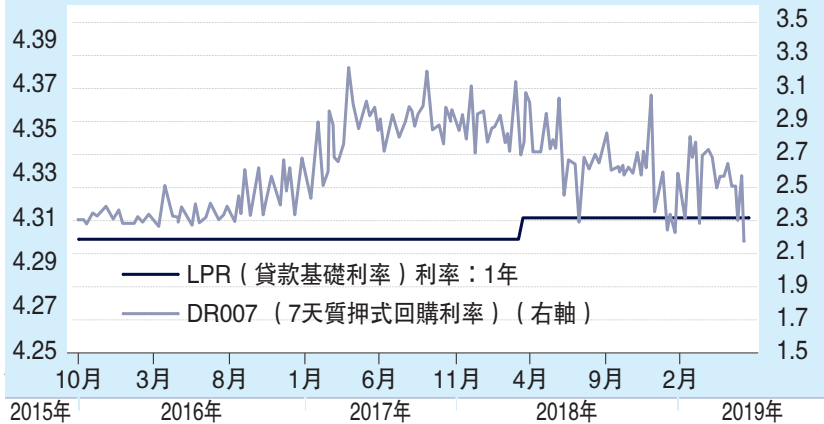
後續工作依然任重道遠。利率市場化的最終目的是實現存貸款利率與貨幣利率的完全掛鉤，因此後續仍有以下工作需要完成：1）構建利率走廊，完善利率調控體系。核心是貨幣政策操作由數量型轉向價格型，主動投放轉向被動投放，利用利率走廊降低貨幣利率的波動，培育出有效的基準利率指標。2）疏通貨幣利率到信貸利率的傳導渠道。一是疏通貨幣利率到銀行負債端利率的傳導，核心是放鬆對存貸款的各種考核約束，提高銀行調整資產和負債結構的自由度。二是疏通銀行負債端利率到資產端利率的傳導，核心是加強銀行內部的資產負債管理，完善FTP定價機制等。3）推進存款利率的市場化，分規模（從大額到小額）、分期限（從長期到短期）、分類別（從大額存單，到定期存款，再到活期存款）的放開存款利率的上限，完成利率市場化的最後一躍。

對大類資產有何影響？

債市方面，首先隨著中國經濟結構從投資驅動向消費驅動轉型，貨幣增速降低，通脹和融資需求回落，未來或將長期進入低利率時代。其次，由於利率下行可以減輕利率市場化對銀行體系和資本市場的衝擊，因此未來中國利率市場化的推進或將伴隨較為寬鬆的貨幣政策環境，同樣利好債市利率的下行。

股市方面，參考海外經驗，利率市場過程化中金融機構逐漸掌握信用擴張的自主權，競爭加劇和風險偏好會刺激風險資產上漲，股市會迎來牛市行情。但也由於金融機構的擴張過於激進，可能會催生出資本市場的泡沫，最終引發危機。因此利率市場化仍要循序漸進，相關的金融監管也要同步跟進。

貸款基礎利率與貨幣市場利率完全脫軌（%）



剛需支撐 樓市仍樂觀

利嘉閣地產總裁 廖偉強



樓市強心針

今年上半年樓市升勢凌厲，主要受惠去年下半年積聚的購買力重投市場，再加上中美貿易戰於年初有所好轉，帶動股市及樓市齊齊回升。2019年至今樓價累積升幅接近9%，算是收復了2018年下半年的失地。

筆者常說，樓市的動力受制於息口、經濟、供應、政治及政策等因素，經濟不景、政治不穩，市民入市的動力及意欲便會減退。房地產市場在上世紀60年代開始已不斷受衝擊，但香港都能平穩過渡，房地產更繼續調節上升。

今年5、6月份開始，逃犯條例修訂一事逐漸引發連串政治風波，至今尚未平息，甚至時有惡化跡象，亦引起不同政見的市民衝突對壘，各行各業都受到這次社會運動的影響，生意

受損。發展商推盤步伐減慢，市民入市意欲減退，投資者亦暫緩入市，地產代理的生意大受打擊。

淡靜市況不會長久

今次逃犯條例修訂引發的政治風波及示威行動不斷演變及惡化，確實令大部分港人相當無奈，特別是生意人及營銷行業從業員都非常擔憂，因為他們都要依賴生意的盈利及生意額為生。今次事件已影響各行各業的生意量及營業額，長此下去，必定會引起社會更深層次的矛盾，更會令一直努力付出的人怨聲載道！

房地產市場這陣子交投雖然淡靜，但筆者相信發展商仍然要貨如輪轉，因此未來推盤定價一定吸引；市場投資者雖然減少，但用家剛性需求仍在，筆者預計，淡靜市況很快便可回復正常，預期待下半年樓市仍然樂觀，全年樓價仍能有可觀升幅。