

吕程 执业证书编号：S0570518010001  
研究员 021-28972057  
lvcheng@htsc.com

## 美股投资者结构与变迁

### 美股投资者结构变化对 A 股的借鉴意义

伴随着 A 股市场的不断改革和开放，以公募基金、私募、资管、保险、外资为代表的机构投资者对市场的影响日益显著。美股市场历史上同样经历了以养老金和共同基金为代表的机构投资者崛起，市场结构从个人投资者主导演变为机构投资者主导的过程。我们在本文中解析美股市场目前的投资者结构，个人投资者参与美股投资的方式，以及投资者结构变化演进的历史和主要原因，或许对展望 A 股未来市场结构发展有一定借鉴意义。

### 美股市场投资者结构概览

截至 2018 年底，美国各部门持有的公司股权市值为 42.9 万亿美元，其中家庭部门（剔除非营利组织）持有市值为 14.3 万亿美元，占比 34%；机构投资者中，共同基金、外资、各类养老金、以及 ETF 持有整体公司股权市值的占比分别为 23%，15%，12.5% 以及 6%，是仅次于家庭部门的主要投资者类型（完整分类见后文）。我们认为随着机构投资者崛起，以及家庭参与投资共同基金和养老金的上升，家庭持有股权占比从 50 年代超过 80% 的高位持续下降，过去 5 年稳定在 32-34%。而随着对冲基金、高频交易等近几年的发展，个人投资者占美股成交量的比重或低于 23%。

### 个人投资者以何种方式持有美股？

美股个人投资者通过直接和间接两种方式进行持股。我们估算，截至 2018 年底个人直接和间接持有美股的总市值为 23.6 万亿美元：直接持股（家庭部门剔除对冲基金）13 万亿美元，间接持股 10.6 万亿美元，分别占个人持有美股市值的 55% 和 45%。间接持股主要通过：1) 共同基金；2) 养老金计划；3) 员工持股计划，通过共同基金和养老金持股规模较大，分别为 5.1 万亿美元（占个人持有美股市值的 21.8%）和 5.3 万亿美元（22.6%）。由于养老金可延迟纳税，以及机构投资者在交易和决策等方面具有优势，因而与 1990 年相比，家庭间接持股规模增速远超直接持股规模增速。

### 养老金和共同基金的崛起带来美股市场更加机构化

美股市场结构经过近 90 年演变，从个人投资者主导发展为机构投资者主导，发展历程可分为 4 个阶段：1) 1920-1945 年间，美股“赚钱效应”吸引个人投资者涌入市场；2) 二战至 70 年代间，养老金持股占比上升，机构投资者初步涌现；3) 70 年代-20 世纪末，养老金进一步壮大、公募基金 90 年代起迅速发展，家庭直接持股占比加速下降；4) 2000 年后，其他机构投资者尤其外资加大对美股的投资，加之金融危机的冲击，家庭直接持股比例进一步下降并稳定在 32%-34% 左右。从美股市场结构长期演变中，不难看出养老金和共同基金的崛起是家庭直接持股占比下降的重要原因。

风险提示：A 股市场外资流入步伐不及预期；金融监管政策变化引发投资者结构变化；美国人口老龄化不及预期。

## 美股市场结构概览

### 不同类型投资者持股结构

#### 统计口径

根据美联储每季度披露的各个部门的资产负债表和资金流信息，截至 2018 年底，美国各部门持有的公司股权（Corporate Equities）市值为 42.87 万亿美元。需要对这一概念进行两点说明：

- 1) 这一概念可以理解为各部门直接持有的股权市值。这一统计范围涵盖了普通股和优先股；包括美国公司以及外国公司发行的美国存托凭证（ADR）；不包括持有的共同基金份额，各部门持有的共同基金份额单独披露。
- 2) 这一概念更加广泛。市场常用的，一般意义下的美股市值主要是指在美国纽交所、美国股票交易所和纳斯达克上市的普通股，根据 Bloomberg 数据，2018 年该部分市值大约为 35 万亿美元。美联储披露的公司股权市值数字更大，因为还包括了公司未在交易所上市部分的股权（我们认为，可以理解为类似于 H 股公司的内资股）、联邦政府在不良资产救助计划中购买的金融公司股权的估计市值。一般意义的美股市值占此统计口径的绝大部分。

下文除非特殊说明，使用美联储的统计口径，即 42.87 万亿美元代表整体美股。

#### 各类型投资者持有美股规模和占比

美联储对于各部门的分类和定义，18 年底主要类型投资者持股规模和占比，以及我们在本文分析计算时进行的调整如下：

#### 1. 家庭部门和非营利组织 Households and Nonprofit Organizations

- 1) 家庭是我们本文分析的重点。美联储公布的大部分家庭金融资产和负债项是通过总量减去其他类型部门的已知数据而得出的。因此很多其他数据未知的投资者类型被包含在家庭部门中，例如美国国内对冲基金、私募股权基金、个人信托。家庭持有美股市值为 14.3 万亿美元，占美股市值 34%。
- 2) 非营利组织包括慈善组织、私人基金会、学校、教堂、工会和医院。非营利组织持股市值比较小，约 1.8 万亿美元，占美股市值 4%。自 2006 年起，非营利组织持有股票和基金份额的市值是合并披露的，因为持有基金市值比较小，可以忽略不计。

#### 2. 共同基金 Mutual Fund

共同基金包括 Investment Company Institute (ICI) 涵盖的开放性投资公司，不包括货币市场基金、交易所交易基金（ETF）、和对冲基金。共同基金持有美股市值 9.7 万亿，占美股市值 23%。

#### 3. 外资 Rest of the World

外资部门包括所有不在美国国内但是与美国居民进行交易的投资者类型，包括个人、公司、机构、和政府。外资持股为 6.3 万亿，占比 15%。

#### 4. 交易所交易基金 Exchange-Traded Fund

ETF 基金持有美股市值 2.7 万亿美元，占比 6%。

#### 5. 私人养老基金 Private Pension Fund

指私人部门给员工提供的养老基金，包括养老金固定收益计划 defined benefit (DB) 和养老金固定缴款计划 defined contribution (DC)。持股 2.3 万亿，占比 5%。

#### 6. 州及地方政府退休基金 State & Local Government Retirement Fund

持美股 2.3 万亿美元，占比 5%。

7. 非金融企业 Nonfinancial Corporate Businesses

持美股 1.7 万亿美元，占比 4%。

8. 保险公司

人寿保险公司 Life Insurance Companies 和财产保险公司 Property-Casualty Insurance Companies 分别持有 0.4 万亿和 0.4 万亿，总计占比 1.8%。

9. 联邦政府退休基金 Federal Government Retirement

持有 0.3 万亿美股，占比 0.7%。

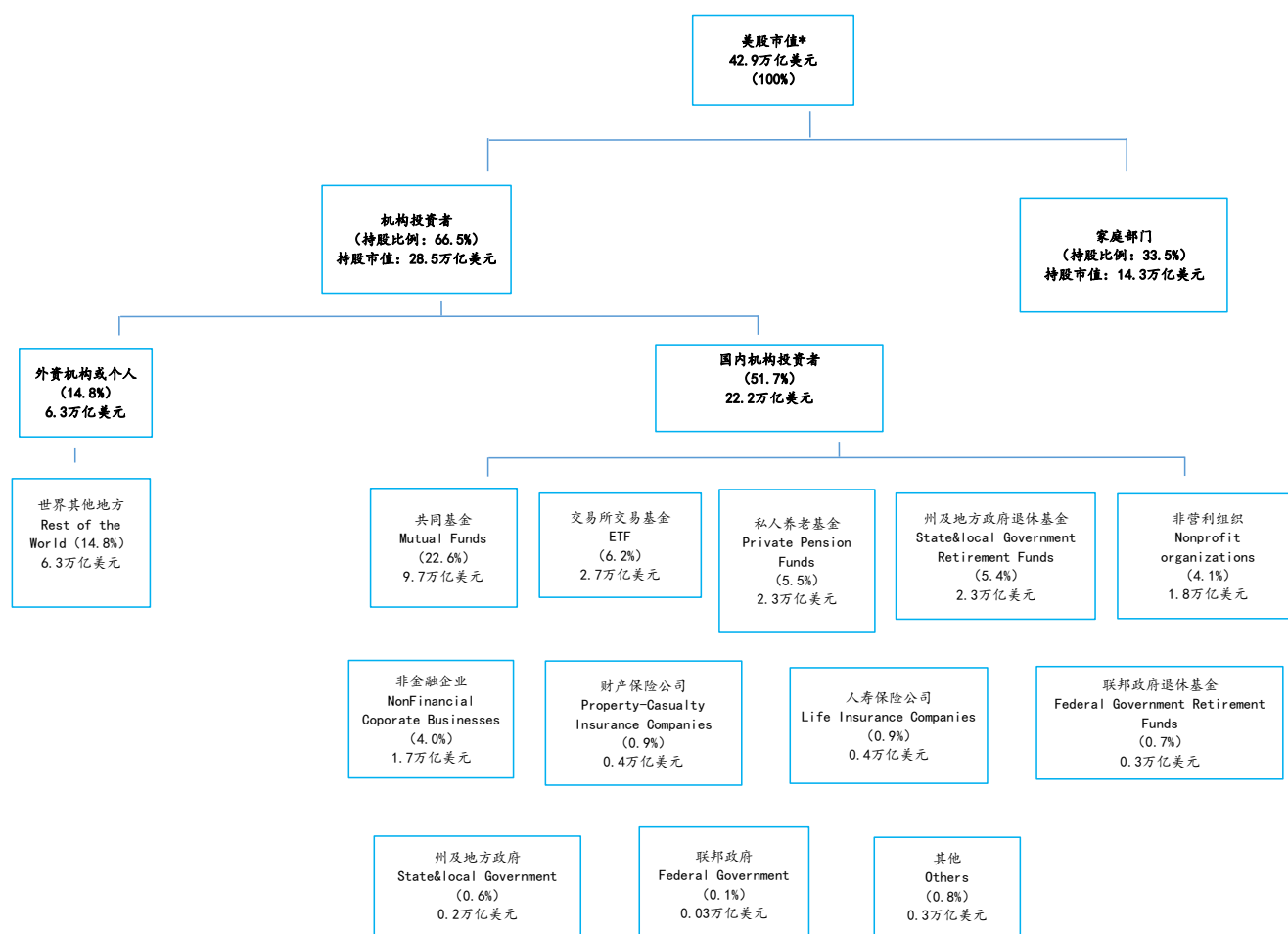
10. 政府 General Government

下面细分为联邦政府 Federal Government 和州及地方政府 State and Local Government。政府持股市值 0.3 万亿美元，占美股市值 0.7%。

11. 其他共持有约 0.3 万亿美元，占 0.8%

包括特许存款类机构 U.S.-chartered Depository Institution (持美股 0.1 万亿美元)、经纪人和交易商 Brokers & Dealer (0.1 万亿美元)、封闭式基金 Closed-End Fund (0.1 万亿美元)。

图表1： 美股投资者持股结构（截至 2018 年底）



注：\*美股总市值包括美国上市公司的普通股以及优先股，以及上文提到的未上市部分的股权等。统计口径详见上文。数据存在四舍五入，加总可能不等于 100%。

资料来源：美联储，华泰证券研究所

### 交易结构

美股市场不披露不同投资者类型的交易数据。Schwartz & Shapiro (1992)<sup>1</sup> 的研究论文中提到，在 1989 年间，在纽交所交易的美股机构投资者的交易量占到纽交所整体交易量的 70%，个人投资者交易量占 30%。我们认为，目前美股个人投资者的成交占比远远低于 30%的水平。

根据美联储数据，1989 年家庭部门持有美股市值的占比约 44%，目前为 34%，等比例测算出个人投资者的交易占比大约为 23%，机构投资者交易占比上升至 77%。但事实上，随着对冲基金、算法交易、高频交易过去十几年的快速发展，美股个人投资者的成交占比大概率比 23%低。

---

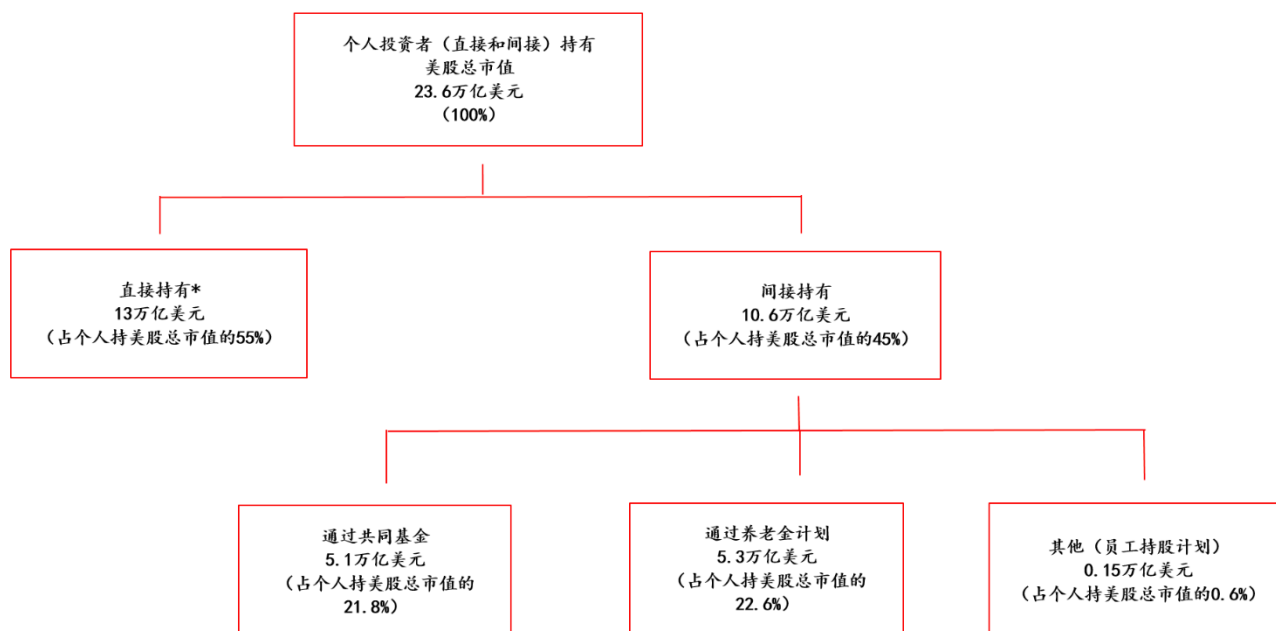
<sup>1</sup> Schwartz. Robert and James Shapiro. 1992. The challenge of institutionalization for the equity market, Working paper (New York University, New York, NY).

## 美股个人投资者以何种方式持有美股？

我们估算，截至2018年底，美股个人投资者通过直接和间接持股方式持有美股总市值为23.6万亿美元，其中：

1. 直接持有美股总市值为13万亿美元（在美联储的家庭和非营利组织大类数据中剔除非营利组织与对冲基金的持股数据），占个人直接和间接方式持有股票总市值的一半以上（55%）；
2. 间接持有美股总市值为10.6万亿美元，占个人直接和间接方式持有股票总市值的45%，间接持股方式主要包括通过共同基金，养老金计划以及员工持股计划：
  - 1) 通过共同基金持美股总市值为5.1万亿美元（占个人投资者持美股总市值的21.8%）；
  - 2) 通过养老金计划持有股票总市值为5.3万亿美元（占个人持有股票总市值的22.6%）；
  - 3) 通过员工持股计划持有股票总市值为0.15万亿美元，占比为0.6%。

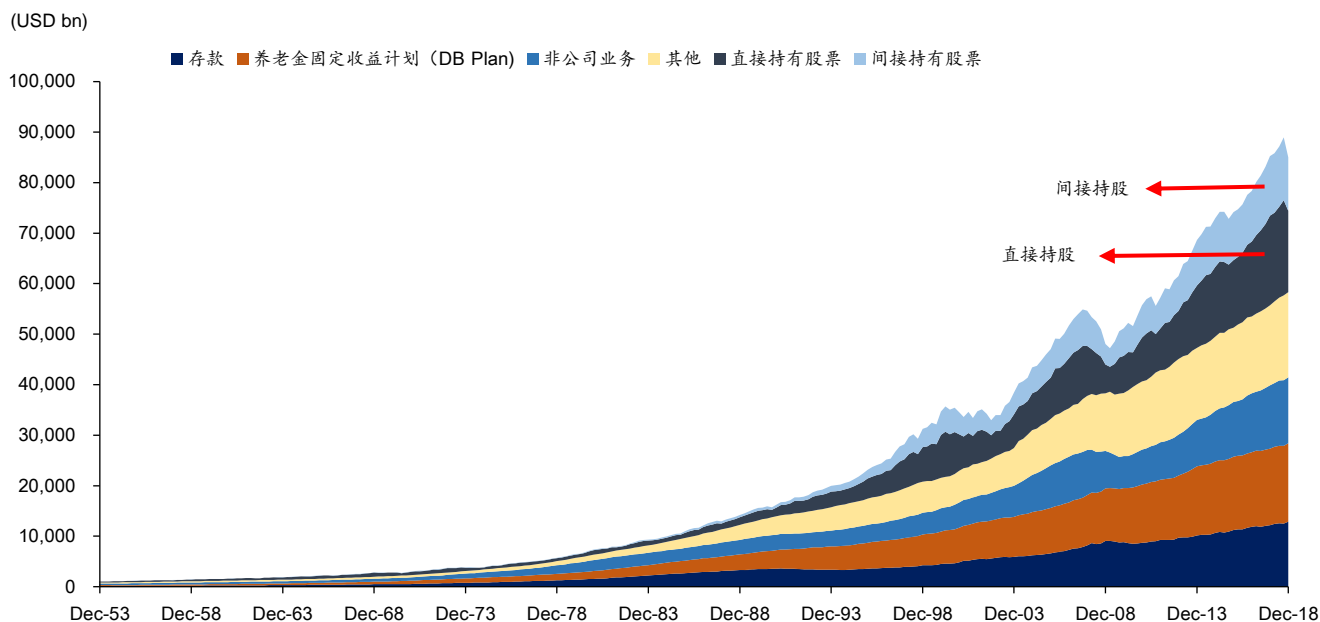
图表2： 美股个人投资者直接和间接方式持有美股的结构



注：家庭和非营利组织大类直接持股数据剔除非营利组织，以及对冲基金持股数据；数据截至2018年底

资料来源：美联储，华泰证券研究所

图表3: 美国家庭部门金融资产规模



注: 数据截至 2018 年底;

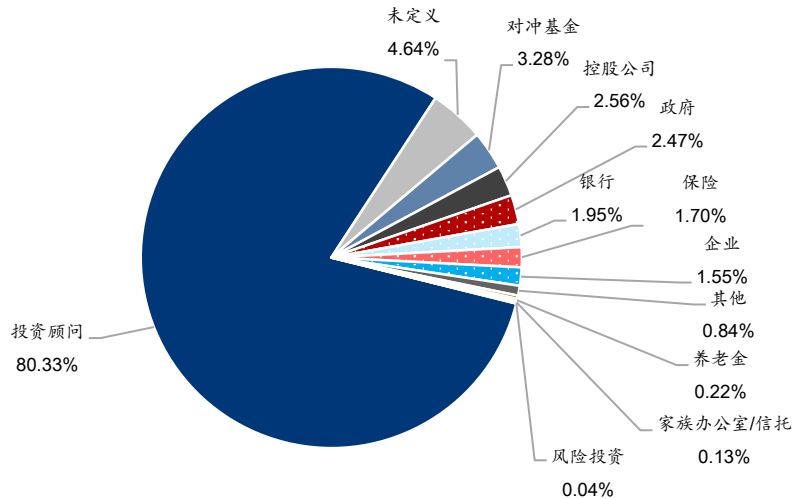
资料来源: 美联储, 华泰证券研究所

### 直接持股规模估算

根据美联储每季度披露的各个部门的资产负债表和资金流信息, 美联储的家庭部门数据包括了如美国国内对冲基金等机构投资者, 而此类机构投资者数据十分不透明, 因此我们从两个角度进行估算, 试图将对冲基金持股从家庭部门中剔除掉。

角度一: 根据 Preqin 数据, 2018 年 5 月底, 美国的对冲基金管理资产规模 (AUM) 约 2.3 万亿美元。股票策略占 AUM 约 40-50% 左右, 大约 1.1 万亿美元。假设其他策略都未进行美股投资, 且 1.1 万亿美元完全投资在美股而非其他国家市场。可以推算, 对冲基金持股占美联储公布的 2018 年底美股总市值的比例大约 2.6%。由此估算个人投资者直接持有的美股市值约 13 万亿, 占美股总市值 31%。

角度二: 我们以罗素 3000 指数成分股为代表, 自下而上分析所有成分股的投资者结构。根据 Bloomberg 数据, 以有披露的前 20 大股东计算, 目前对冲基金持股市值占其中的 3.3%。前 20 大股东持股市值占罗素 3000 成分股市值的 57%。假设 20 大股东之外, 各类型投资者同比例持有股票, 那么对冲基金持有美股市值占比大概在 3-4%, 规模在 1.3-1.7 万亿。由此估算个人投资者直接持有的美股市值约为 13 万亿。

**图表4：目前罗素3000指数公司投资者结构**


注：基于前20大股东；包括 Russell3000 指数的成分。根据彭博数据，前20大股东总共占罗素3000成分股市值的57%；数据截至2019年4月16日；

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所；

以上两个角度，剔除对冲基金后，估算出来的个人投资者直接持有的美股市值均为约13万亿美元左右，占美股市值比重大约30-31%。

### 间接持股方式-共同基金

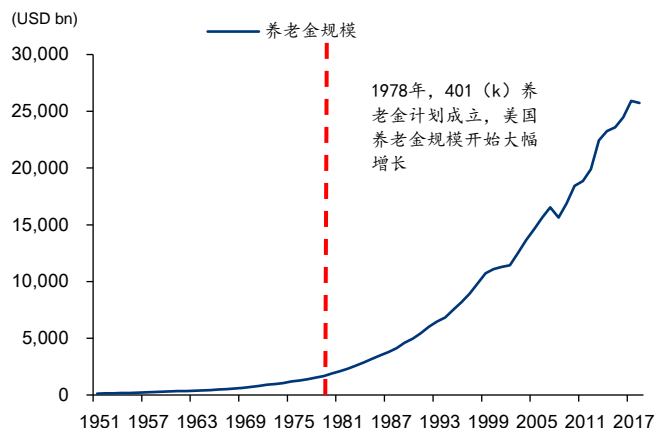
共同基金目前已经成为家庭投资者参与股票市场的重要中介，大约有一半的美国家庭持有共同基金。根据美联储数据，2018年美国共同基金规模为14.7万亿美元，其中家庭部门持有7.8万亿美元，占比53%左右。共同基金持美股总市值为9.7万亿美元，根据同比例估算，家庭部门通过共同基金持有美股总市值为5.1万亿美元，占个人直接和间接持有美股总市值的21.8%。

### 间接持股方式-养老金计划

个人投资者除了通过共同基金间接的投资到股市中，主要还通过养老金计划参与到股市投资中来。根据美联储数据，截至2018年底，养老金计划持有股票的总市值达到了5.3万亿美元，占到个人持有股票总市值的22.6%。美国养老金计划的实行促使了直接投资股市的个人投资者数量减少，主要由于1) 养老金可以为投资收益延迟纳税，以及享受其他税收优惠政策；2) 养老金投资通过机构投资者管理，拥有更先进的交易方式以及更加专业的团队帮助个人投资者做出投资决策。根据 Investment Company Institute 数据显示，在1989年-2004年期间，家庭个人投资者参与DC养老金计划的人数将近翻了一番，从3600万人增加至6500万人，私人部门DC养老金计划参与比例也从每户0.39人次上升至0.58人次，带动了直接投资股市的个人投资者数量的减少。

根据美联储的定义，养老金科目主要包括以下四类：1) 生命寿险公司；2) 私人养老金；3) 联邦退休基金；4) 以及州立退休基金。根据美联储数据，在养老金的四个分类中，私人养老金持股占比一直处于较高的水平，在1999年达到顶峰为81%。而相比较而言，联邦政府退休基金的持股比例则一直处于较低水平上，目前维持在6.4%的水平上。主要原因是联邦政府退休基金大部分资产投资于国债或资助和补偿养老基金。

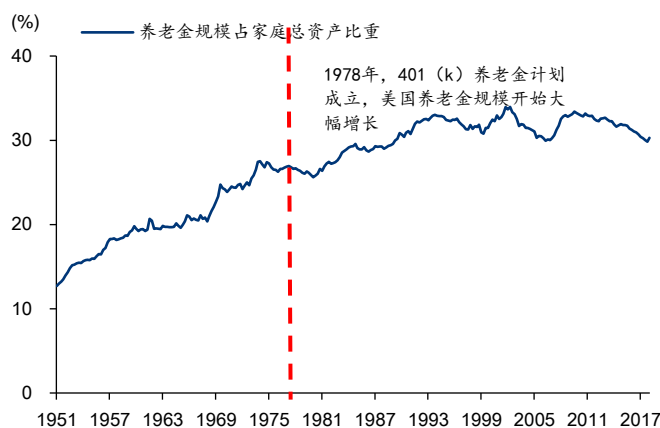
图表5: 美国养老金规模



注: 数据截至 2018 年底

资料来源: 美联储, 华泰证券研究所

图表6: 美国养老金资产占家庭总资产比例



注: 数据截至 2018 年底

资料来源: 美联储, 华泰证券研究所

### 间接持股方式-员工持股计划 (ESOPs)

根据 NCEO, 截至 2016 年底美国共有 6600 个员工持股计划 (包含了上市公司以及非上市公司), 在上市公司中美国个人投资者通过员工持股计划的持有股票的市值为 0.15 万亿美元, 占到个人投资者直接和间接持美股总市值的 0.6%。

员工持股计划详细数据并不披露, 根据 NCEO 进行的调查结果显示, 大约有 30%-40% 的员工持股计划为公司员工 100% 拥有, 但是具体金额并没有披露。根据 NCEO 估计, 在上市公司中, 员工一般分配工资薪酬的 3%-4% 参与至员工持股计划中。在非上市公司中这一比例相对较高, 一般为 5% 到 8%。

图表7: 员工持股计划参与人数以及持股规模

	计划个数	总参与人数	在职参与人数	员工持股规模 (百万美元)
全部员工持股计划 (不包括 KSOPs)	5,553	1,781,536	1,293,618	\$125,480
非上市公司 (1)	5,401	1,378,042	1,004,609	\$104,649
上市公司 (2)	152	403,494	289,008	\$20,831
全部 KSOPs 计划	1,107	12,497,565	9,383,202	\$152,621
非上市公司 (3)	691	1,420,449	1,001,352	\$25,581
上市公司 (4)	416	11,077,116	8,381,850	\$127,040
上市公司合计= (2) + (4)	568	11,480,610	8,670,858	\$147,871

注: KSOP 定义为具有 401 (k) 特征的 ESOP; 数据截至 2016 年底;

资料来源: NCEO, 华泰证券研究所;



## 美股投资者结构演变-从个人投资者主导走向机构主导

### 1920-1945年-个人投资者持股处于高位

一战之前(1900-1920),美国个人投资者很少参与股市交易,主要原因在于1)发行股票的上市公司较少(多为铁路运输企业)且发行规模较小,个人投资者并没有渠道接触股票;2)个人投资者对于股票市场知识较匮乏等。多种原因导致了在1920年之前股票基本在企业之间进行流通。

但在一战结束以后(1920-1945年期间),受益于自由贸易以及较低的通胀率,美国经济开始繁荣发展,较多现代大企业迅速崛起,汽车,化工以及无线电等行业蓬勃发展,这些大企业依靠较强的盈利能力带动股市大幅上涨。而个人投资者也在股市“赚钱效应”的吸引下,大规模的参与股市中以赚取高额回报。根据美联储数据,1945年美国家庭持有股票总市值比例高达85.7%。

### 二战后-20世纪70年代-机构投资者初步涌现

自20世纪50年代开始,美国经济进入发展的黄金时期,个人投资者依旧对于股市保持较高的热情,但美国股市投资者结构已然发生变化,20世纪60年代以养老金为代表的机构投资者迅速崛起,机构投资者的入市对于个人投资者持股开始造成影响。20世纪70年代初成为分水岭,根据美联储数据,从二战至20世纪70年初期间,个人投资者持股比例呈现平稳下滑态势,但持股比例仍保持在85%以上。

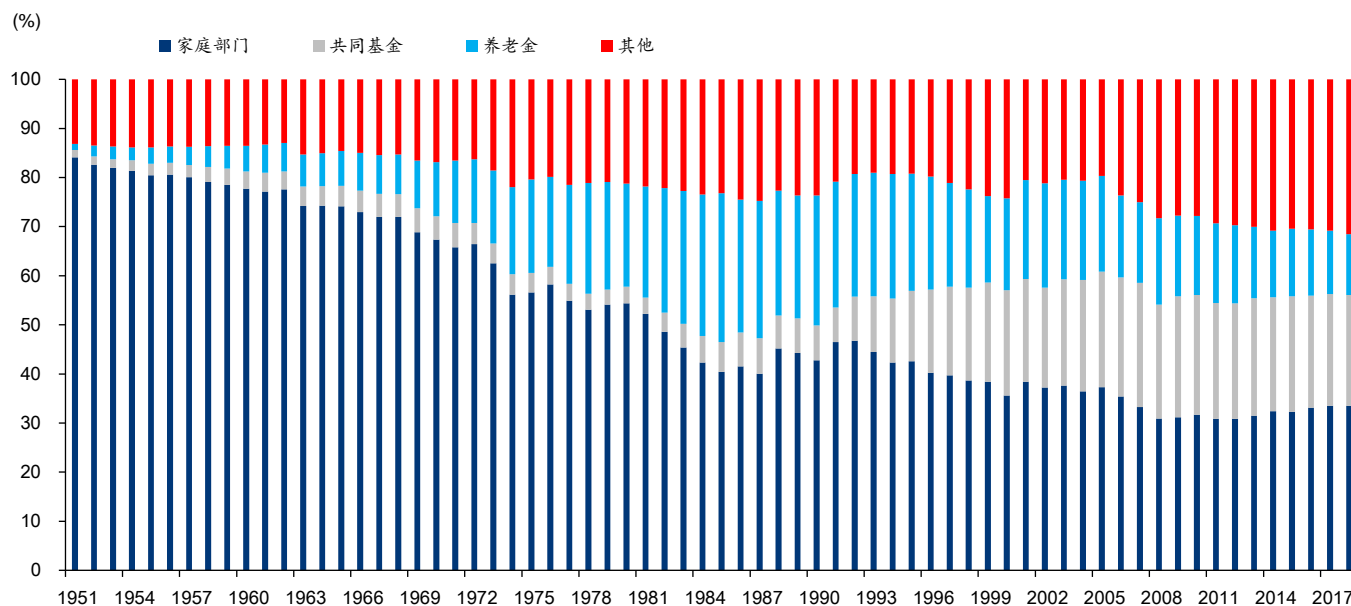
### 20世纪70年代-世纪末-个人投资者间接参与股市比例加大

根据美联储数据,从上世纪70年代至世纪末,家庭直接持股比例加速下滑,从65%左右下降至40%。个人投资者选择通过养老金投资以及共同基金参与股市的比例开始上升,造成该种现象的主要原因有以下两点:1)1978年私人养老金计划401(K)的成立以及同时期共同基金的发展,使共同基金和养老金为代表的机构投资者开始逐渐获得更高的持股占比,个人投资者持股占比出现加速下降;2)20世纪80年代,美国经济开始走出滞涨,促使国际资本回流美股市场,同时也推动了境外机构投资者参与美股的投资。

### 21世纪以来-个人投资者持股稳定在低位

21世纪以来,由于美国政府持续出台税收优惠政策,极大的推动了养老金投资的发展,机构投资者更加愿意长期持有股票,也导致个人投资者的持股比进一步下降。由于机构投资者拥有更加先进的交易手段以及专业知识丰富,在投资决策上相较于个人投资者存在一定优势。因此在2008年的金融危机之后,部分个人投资者再次转向通过机构投资者管理的共同基金或养老金等方式间接投资股市。此外,外资投资者在美股的持股占比在21世纪快速上升。因而,近5年美股的家庭持股比例稳定在32%-34%左右的低位。

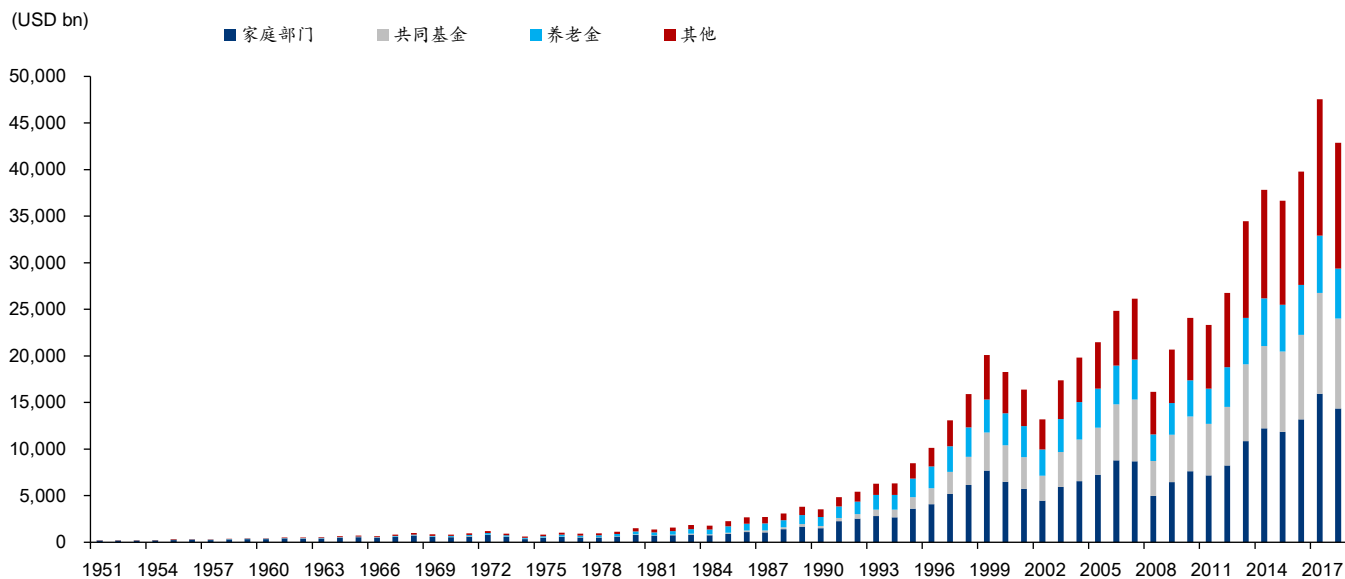
**图表8: 美国主要部门持股比例**



注：数据截至2018年底；

资料来源：美联储，华泰证券研究所

**图表9: 美国主要部门持有美股市值**



注：数据截至2018年底；

资料来源：美联储，华泰证券研究所

## 影响个人投资者持股比例下降的主要因素分析

### 共同基金的崛起

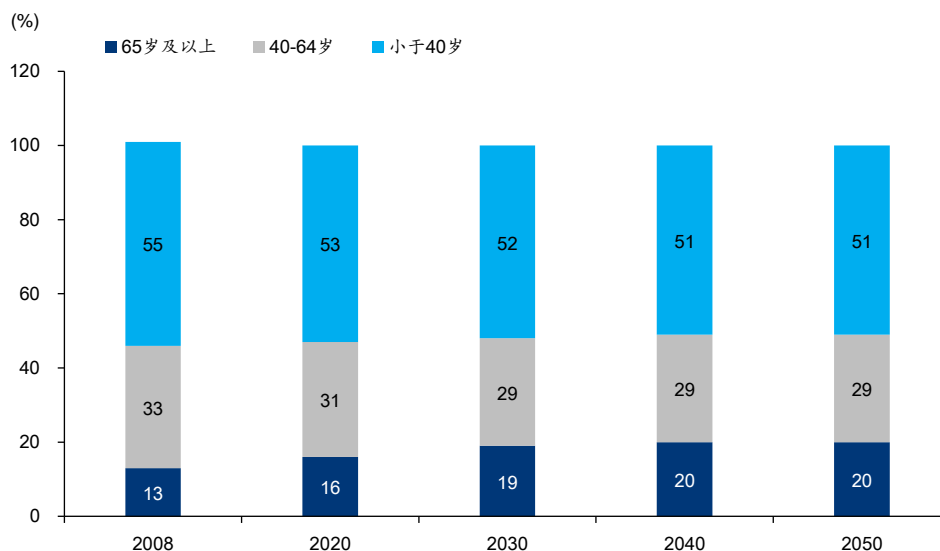
一战之前(1900-1920),美国个人投资者很少参与股市交易,主要原因在于1)发行股票的上市公司较少(多为铁路运输企业)且发行规模较小,个人投资者并没有渠道接触股票;2)个人投资者对于股票市场知识较匮乏等。多种原因导致了在1920年之前股票基本在企业家之间进行流通。共同基金的出现使得个人投资者直接持股占比从1970年代开始加速下滑,尤其从1990年代开始,共同基金的持股比例快速上升(股市上涨带来的基金资产升值)导致个人投资者持股比例加速下降。由于共同基金对于个人投资者来说,成本较低,同时具有流动性,个人投资者可以选择通过共同基金,进行多元化的投资。共同基金的发展使得越来越多的家庭进入金融市场,根据美联储数据,目前大约一半的美国家庭通过共同基金间接持有美股。

### 老龄化社会促使养老金进一步发展

在前文中我们提到,受益于延迟缴纳投资收益税等优惠政策,同时也由于养老金投资的确定性较强,机构投资团队专业知识丰富,具有决策和交易方面的优势,自1978年401(k)养老金计划实施以来,越来越多的个人投资者选择通过养老金账户进行股票的投资。

我们认为随着美国老龄人口增多,退休资产有所增长,这部分资产通过养老金投资股票市场的比例会有所升高,养老金持股占比也会进一步提升。根据美国人口普查局预测,婴儿潮的人口结构即将进入最后阶段。到2020年,65岁或以上人口的比例预计将上升到16%,然后在2030年达到19%。由于老龄人口投资风险承受能力较低,他们或更加愿意选择通过养老金投资的方式,降低资产的波动性。

图表10: 美国人口结构



资料来源: 美国人口普查局, 华泰证券研究所

风险提示: A股市场外资流入步伐快慢可能影响A股机构化的进程; 金融监管政策变化, 例如监管政策改变对部分机构类型的投资范围和配置A股占比规定, 可能引起A股投资者结构的变化; 美国人口老龄化速度变慢可能使家庭直接持有美股的占比长期保持稳定。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（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。

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、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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。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、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、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。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。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。本公司的资产管理部、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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com