股市资金流入几何？

——2021 年度策略-资金篇

2020 年 12 月 14 日

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

报告要点：

■ ①展望 2021 年，A 股资金流入趋缓，乐观、中性、悲观三种假设下预计净流入 10481、6113、2233 亿元。②资金流入趋缓主要源于一降一升：供给方面，今年公募基金天量发行，明年流动性趋紧，收益率下行压力下预计公募基金发行有所下降；需求方面，注册制改革大力发展股权融资，预计明年 IPO+再融资规模上升。③资金结构的边际变化主要来自外资，今年外资流入趋缓，随着中国经济复苏及股市领涨全球，大幅提高明年 MSCI 提高 A 股权重的可能，预计明年外资大量流入，消费为代表的价值或将取代科技为代表的成长，细分赛道优质龙头溢价提升。④限售股解禁规模&资本减持占比双升，明年产业资本减持将是重要资金流出，6 月解禁压力最大，规模近 1 万亿，从行业分布来看，主要集中于电子、医药、非银、电气设备等行业。

正文摘要

■ **钱到哪里去：提升直接融资，未来 5 年 A 股直接融资需求约 21 万亿。**①资本市场改革不断深化，未来有望全面实行股票发行注册制，提升直接融资占比。基于社融结构中股权融资占比提升，明年乐观、中性、悲观三种假设下 IPO+再融资规模预计 2.3、1.8、1.4 万亿，其中 IPO 为 6600、5280、4125 亿元。②未来 5 年将是中国股权融资黄金年代，假设 2025 年股权融资占比升至 15%，按社融增速 7%假设，21-25 年 A 股 IPO+再融资规模将接近 21.4 万亿，IPO 6.3 万亿，年均 4.3、1.3 万亿。

■ **钱从哪里来：引入长期机构资金，未来 5 年约 24.5 万亿增量资金入场。**①长期资金是直接融资比重提升的必备前提，借鉴美国，上世纪 70 年代以来养老金和共同基金的崛起推动美股市场机构化。②资管新规到期居民理财搬家，“房住不炒”政策背景下居民资产配置从地产向权益市场转移，预计未来 5 年将带动 24.5 万亿增量资金入市。③政策支持中长线资金入市，预计 2025 年机构投资者持股市值将达到 28.8 万亿，其中公募基金 9 万亿，外资 7.2 万亿，保险类资金 6.3 万亿。

■ **乐观、中性、悲观三种假设下明年资金净流入 10481、6113、2233 亿元。**

■ **展望 2021：资金流入。**①流动性边际趋紧，收益率下行压力下公募基金发行规模下降，乐观、中性、悲观三种假设下预计明年公募基金净流入 12630、10370、8110 亿元。②政策支持中长线资金入市，险资继续贡献增量资金，乐观、中性、悲观三种假设下预计 2021 年保险资金净流入 5697、3964、2231 亿元。③中国经济复苏及股市领涨全球，明年外资大幅流入，乐观、中性、悲观三种假设下预计明年外资净流入 5100、4450、3800 亿元。④资管新规过渡期延长至 2021 年底，预计明年乐观、中性、悲观三种假设下信托+银行理财+券商资管净流入 6014、3038、762 亿元。⑤居民财富从住房向股票市场转移，乐观、中性、悲观三种假设下预计明年银证转账+杠杆资金净流入 10040、8175、6650 亿元。

■ **展望 2021：资金流出。**①乐观、中性、悲观三种假设下预计明年 IPO&再融资净流出 2.3、1.8、1.4 万亿元。②明年 6 月产业资本减持压力最大，解禁规模近 1 万亿，全年主要集中于电子、医药等行业。乐观、中性、悲观三种假设下预计明年资本减持净流出 6345、5640、4935 亿元。

■ **风险提示：**中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来；预测数据与真实情况或有偏差；部分数据的预测基于不同市场行情假设，或因未来市场行情改变而改变。

相关研究

1、《东吴策略·行业风火轮——从估值分化看龙头效应》2020-12-11
2、《东吴策略·市场温度计：市场偏好重回科技》2020-12-08
3、《东吴策略·行业风火轮——哪些行业在加大 Capex？》2020-12-05
4、《2025 服务消费展望：2025 服务消费展望》2020-12-03
5、《东吴策略：谁来领增长？——2021 年年度策略-业绩篇》2020-12-03

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 远景：提高直接融资比重，引入长线机构资金 4
1.1. 钱到哪里去：提升直接融资，未来 5 年 A 股直接融资需求约 21 万亿 4
1.2. 钱从哪里来：引入长期机构资金，未来 5 年约 24.5 万亿增量资金入场 6
2. 展望 2021：三种假设下资金净流入 10481、6113、2233 亿元 8
2.1. 资金流入：公募基金 10
2.2. 资金流入：保险类资金 11
2.3. 资金流入：外资 12
2.4. 资金流入：资管产品 13
2.5. 资金流入：散户资金和杠杆资金 14
2.6. 资金流出：IPO、再融资和产业资本减持 15
3. 风险提示 16

图表目录

图 1：直接融资占比低，融资结构有待优化 5
图 2：美国上世纪 80 年代以来大力发展股权融资 5
图 3：当前 A 股市值前十主要为银行保险 5
图 4：当前美股市值前十主要为科技公司 5
图 5：历年来新增社融规模、股权融资占比及假设 6
图 6：新增股权融资规模与 IPO+再融资规模拟合 6
图 7：历年来非金融企业境内股权融资规模及假设 6
图 8：历年来 IPO 和再融资规模及测算 6
图 9：1970 年之后美国机构投资者进入快速发展阶段 7
图 10：1978 年来美国股权投资基金中养老金占比上升 7
图 11：中国居民资产配置中股票等权益资产占比低 8
图 12：中国机构投资者占比较低 8
图 13：A 股市场资金供需结构 9
图 14：今年以来公募基金大量发行 10
图 15：历年来公募基金入市资金测算与收益率假设 11
图 16：申请材料接收日统计基金发行份额 9 月峰值 11
图 17：险资入市与市场行情相关 11
图 18：历年保险类资金规模、持股比例及测算 11
图 19：2020 年前三季度中国 GDP 及股指领涨全球 12
图 20：历年来外资资金净流入及测算 12
图 21：历年来信托资产规模、持股比例及测算 13
图 22：历年来银行理财产品规模、持股比例及测算 13
图 23：2019 年银行非保本理财产品资产配置 14
图 24：历年来券商资管资产规模、持股比例及测算 14
图 25：散户入市资金与市场行情高度相关 14
图 26：融资余额占流通市值比重 14
图 27：历年来产业资本净减持规模及测算 15
图 28：历年来限售股解禁规模&减持占比假设 15
图 29：2021 年 6 月份解禁压力最大 16
图 30：2021 年解禁主要集中于电子、医药、非银行业 16

表 1：历年来股市资金净流入测算（亿元） 9

股市流动性是分析 A 股市场重要且直接的角度，资金供需格局的调整与市场表现及风格息息相关。2020 年 A 股强势表现主要受益于流动性宽松，由此带来公募基金天量发行，重掌 A 股定价权。展望 2021 年，股市资金供需格局如何，哪些资金会成为市场主导。本专题我们在传统流动性分析框架之上，加入提高直接融资、引入长线资金两个长期假设，对明年股市流动性进行展望分析。

1. 远景：提高直接融资比重，引入长线机构资金

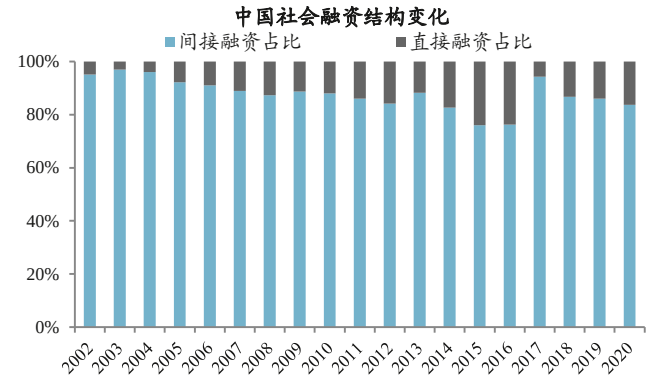
近期证监会主席易会满发表题为《提高直接融资比重》的文章，提出了长周期视角下，未来影响股市流动性的最主要因素，一是全面实行股票发行注册制，提升直接融资占比；二是壮大机构投资者，大力推动长期资金入市，从供需角度回答了钱到哪里去和钱从哪里来。基于这两个视角我们分别测算了未来股市直接融资（IPO+再融资）将达到什么规模，对应需求端，股市需要多少体量资金支持；对比海外，机构投资者占比达到什么水平，能为市场提供多少长线增量资金。

1.1. 钱到哪里去：提升直接融资，未来 5 年 A 股直接融资需求约 21 万亿

目前中国直接融资占比偏低，产业结构亟待优化，全面实行股票发行注册制，提升直接融资占比。党的十九大报告提出，要深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。十九届五中全会进一步提出，全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资占比。目前中国直接融资占比偏低，截至 2020 年 10 月今年新增社融中直接融资占比 16.3%，其中股权融资仅 2.3%。对比海外发达市场，美国股权融资一直是企业最主要的融资方式，1980 年以来，美国股权融资占比持续提升，1984-1999 年，美国非金融企业融资中股权融资占比从 30%上升至 62%，大量科技企业通过美国股票市场获得融资支持，发展壮大。从龙头公司看，美股、A 股市值排名前 10 公司，美国以科技公司居多，A 股多为银行保险。由于科技公司主要以知识产权和人力资本为核心资产，缺少大量可以抵押融资的固定资产，传统间接融资难以满足其融资需求。未来随着资本市场改革推进，直接融资占比会逐渐提升，吸引科技企业上市，带来产业结构的优化。

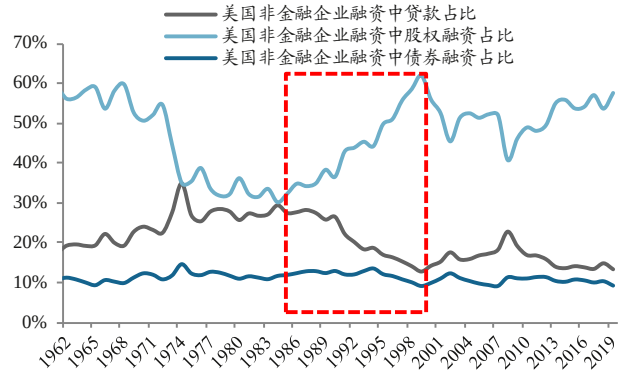
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：直接融资占比低，融资结构有待优化



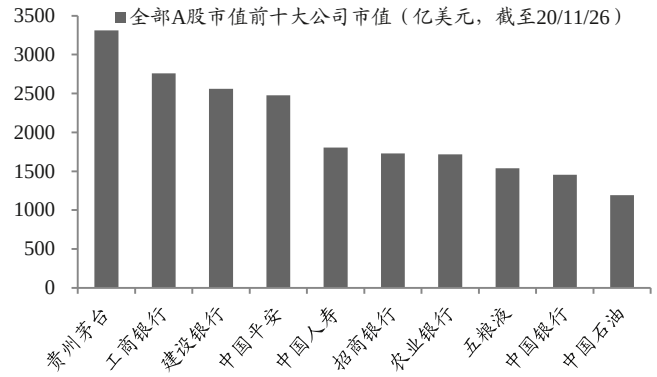
数据来源：Wind，东吴证券研究所，20 年数据截至 10 月

图 2：美国上世纪 80 年代以来大力发展股权融资



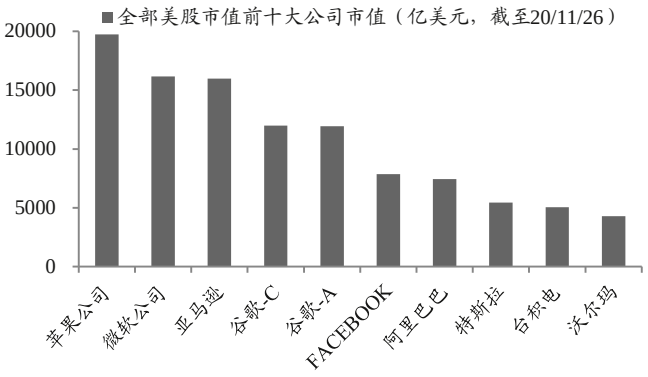
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：当前 A 股市值前十主要为银行保险



数据来源：Wind，东吴证券研究所

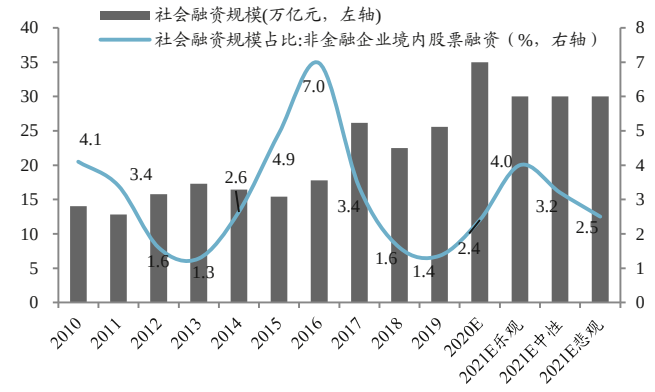
图 4：当前美股市值前十主要为科技公司



数据来源：Wind，东吴证券研究所

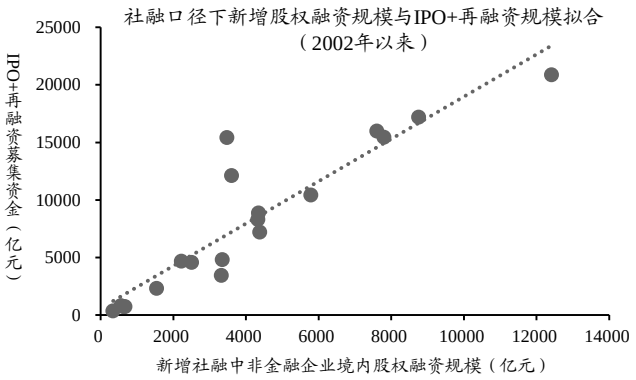
乐观、中性、悲观三种假设下 2021 年 IPO+再融资规模预计 2.3、1.8、1.4 万亿元。近年来科创板、创业板注册制落地，资本市场改革成效显著，19 年科创板开市，截至 20Q3，科创板上市公司已达 183 家；20 年 8 月，创业板注册制落地，首批上市 18 家企业，存量股票涨跌幅同步拓宽至 20%。注册制推行下直接融资占比提升明显，社融中非金融企业股权融资占比从 2019/01 的 0.6%提升至目前 2.3%; 从 IPO 看，截至今年 11 月，A 股 IPO 上市 342 家，首发募集资金 4239 亿元，均已超过过去两年总和。展望未来，我们认为明年仍是 IPO 大年，今年截至 11 月新增社融 33 万亿，社融规模存量 283 万亿，预计 2021 年社融存量同比中值在 10.6%，对应新增社融约为 30 万亿。基于社融视角，乐观、中性、悲观三种假设下 2021 年非金融企业境内股权融资占比提升至 4%、3.2%、2.5%，通过拟合 IPO+再融资规模与新增非金融企业境内股权融资得出三种假设下对应明年 IPO+再融资规模将达到 2.3、1.8、1.4 万亿，其中按照 IPO 规模与新增股权融资比值测算出三种假设下明年 IPO 规模为 6600、5280、4125 亿元。

图 5：历年来新增社融规模、股权融资占比及假设



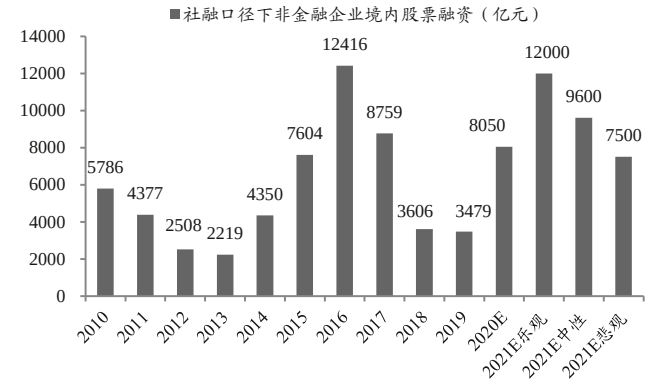
数据来源：Wind，东吴证券研究所，20 年数据截至 11 月

图 6：新增股权融资规模与 IPO+再融资规模拟合



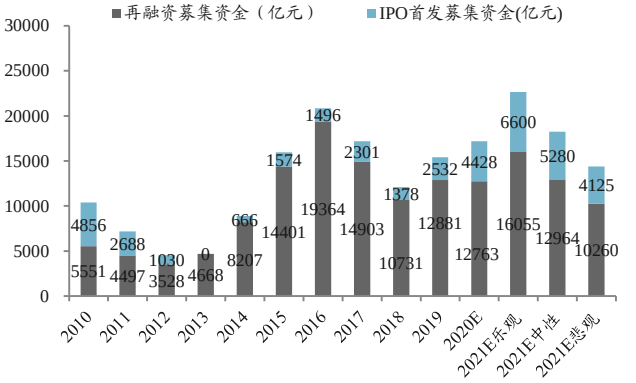
数据来源：Wind，东吴证券研究所，20 年数据截至 11 月

图 7：历年来非金融企业境内股权融资规模及假设



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：历年来 IPO 和再融资规模及测算



数据来源：Wind，东吴证券研究所

未来 5 年，A 股 IPO+再融资规模总量 21.4 万亿、年均 4.3 万亿。随着股票发行全面实施注册制，我们认为未来 5 年将是中国股权融资的黄金年代，假设 2025 年社融中非金融企业股权融资占比提升至 15%，按照社融增速年化 7%假设，2021-2025 年 A 股 IPO+再融资规模将接近 21.4 万亿，其中 IPO 规模 6.3 万亿，对应年均 4.3、1.3 万亿。

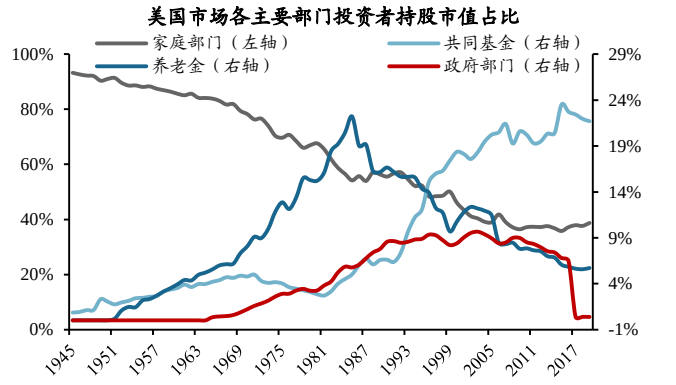
1.2. 钱从哪里来：引入长期机构资金，未来 5 年约 24.5 万亿增量资金入场

长期资金是直接融资比重提升的必备前提，持续推动各类中长期资金积极配置资本市场，对提升直接融资占比，优化资产配置以及资本市场健康稳定发展有着重要意义。

借鉴美国，上世纪 70 年代以来养老金和共同基金的崛起推动美股市场机构化。1945 年美国家庭部门投资者持股市值占比 93.2%，至 2019 年已经降至 38.7%，其背后是以养老金和共同基金为代表的机构投资者迅速崛起。1970 年以来，IRAs 个人退休账户的诞生和 401K 计划的推行大力推动了养老金入市，养老金持股市值占比从 1970 年 8.1%升

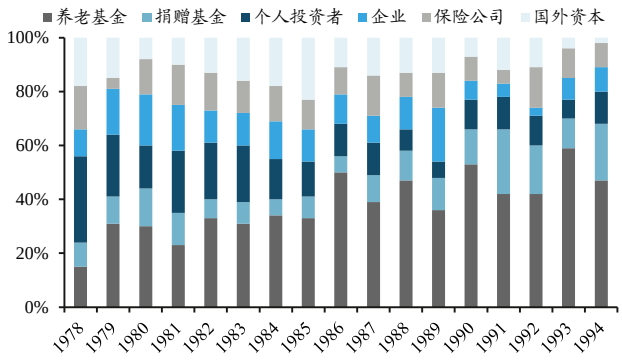
至 1985 年 22.2%。而 1980 年以来，美国科技发展推动美国经济走出滞胀泥潭，信息化产业革命助推美股市场频创新高，共同基金也在此阶段快速发展成为美股市场最主要的机构投资者，1980-2019 年，共同基金持股市值占比从 2.8%升至 21.7%。以养老金和共同基金为代表的机构投资者崛起推动了美股市场机构化进程，专业性更强的机构投资者占比提升有助于优化资产配置，是美股长牛的重要因素。

图 9：1970 年之后美国机构投资者进入快速发展阶段



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：1978 年来美国股权投资基金中养老金占比上升



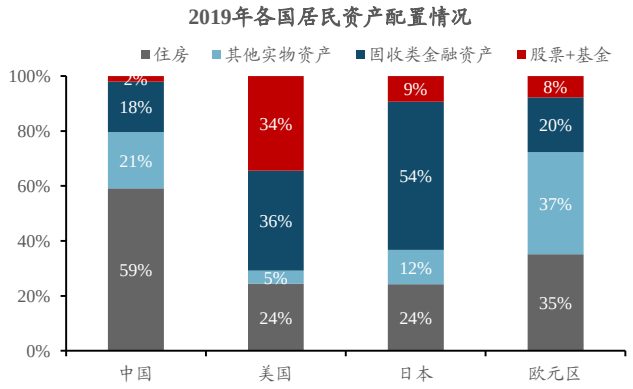
数据来源：Wind，东吴证券研究所

居民资产配置从地产等实物资产向股票市场转移，未来 5 年将带动 24.5 万亿增量资金入市。资管新规到期居民理财搬家，“房住不炒”政策背景下居民资产配置从地产向权益市场转移。从资产总规模来看，2019 年中国信托资产总规模 20 万亿，银行理财 33 万亿，券商资管 11 万亿，公募基金 18 万亿，居民持有的住房资产 567 万亿。从居民资产配置来看，居民财富主要集中于住房等实物资产，股票等权益类资产占比很低，2019 年我国居民资产配置中房地产占比 59%，股票和基金占比仅 2%，远低于美国 34%，日本 9%，欧元区 8%。根据央行公布数据测算，2019 年居民总资产约 960 万亿，其中住房配置规模约 567 万亿，假设未来 5 年住房配置中 5%转移到股票和基金等权益市场，预计将为股票市场带来 23 万亿增量资金。此外明年是资管新规最后一年，根据测算 2019 年居民资产配置中银行理财、资管产品和信托占比 5%，规模约 52 万亿，假设资管新规到期后，未来 5 年理财产品配置中 3%转移到股票市场，预计将为股票市场带来 1.5 万亿增量资金。

政策支持中长线资金入市，预计 2025 年机构投资者持股市值将达到 28.8 万亿，其中公募基金 9 万亿，外资 7.2 万亿，保险类资金 6.3 万亿。目前 A 股机构投资者占比偏低，截至 2020Q3，公募基金持 A 股市值 3.9 万亿，占流通市值比 6.7%；外资持股市值 2.8 万亿，占比 4.7%；保险资金持股市值 1.7 万亿，占比 2.9%，相比海外发达市场，A 股投资者机构化程度偏低。近年来监管部门对 A 股市场投资者结构改革高度重视，支持

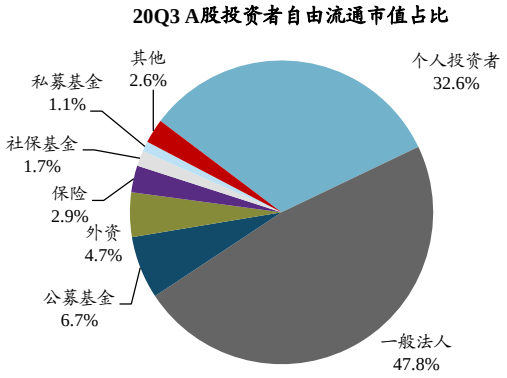
投资者机构化和中长线资金入市。10 月 5 日国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，提出探索建立对机构投资者的长周期考核机制，吸引更多中长期资金入市。展望未来，我们认为未来 5 年机构投资者比例将逐渐扩大，整个市场机构化特征将进一步显现，投资期限趋长，稳健收益预期提升。假设 2025 年 A 股市场机构投资者持股市值占流通市值比达到 32%，其中公募基金 10%，外资 8%，保险资金 7%。A 股流通市值年化增速略高于名义 GDP 增速为 8%，则 2025 年 A 股流通市值合计 90 万亿，对应机构投资者持股市值将达到 28.8 万亿，其中公募基金 9 万亿，外资 7.2 万亿，保险类资金 6.3 万亿。

图 11：中国居民资产配置中股票等权益资产占比低



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：中国机构投资者占比较低



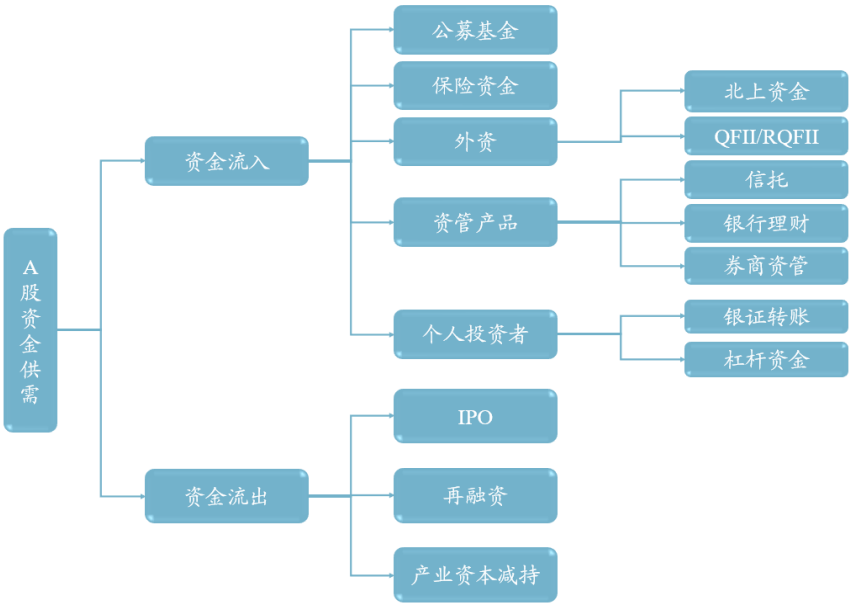
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 展望 2021：三种假设下资金净流入 10481、6113、2233 亿元

整体来看，乐观、中性、悲观三种假设下 2021 年 A 股股市资金预计净流入 10481、6113、2233 亿元。资金流入方面，投资者结构转向机构化，公募规模增长仍将延续，但速率略微放缓。中国经济复苏及股市领涨全球，大幅提高明年 MSCI 提高 A 股权重的可能，推升外资大量流入。**资金流出方面，**注册制下融资需求提升，IPO&再融资规模可能继续维持高位；近两年限售股解禁规模&产业资本减持占解禁比例双升，明年产业资本减持可能依然是重要资金流出。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 13：A 股市场资金供需结构



数据来源：东吴证券研究所绘制

表 1：历年来股市资金净流入测算（亿元）

资金净流入	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E		
							乐观	中性	悲观
资金流入	**51262**	**-4965**	**6581**	**-5882**	**20379**	**32135**	**39481**	**29997**	**21553**
公募基金	5236	1021	-1914	710	2334	14800	12630	10370	8110
保险类资金	6741	1139	1133	1298	5807	4442	5697	3964	2231
外资	829	1020	2280	3360	3800	2600	5100	4450	3800
北上资金	185	607	1997	2942	3517	1800	4250	3750	3280
QFII/RQFII	644	414	283	418	283	800	850	700	520
资管产品	10029	-5660	6552	-7303	2252	2493	6014	3038	762
信托	7455	-5342	3873	-5172	-511	1224	1728	878	368
券商资管	764	-212	663	-2635	2037	274	1306	620	-66
银行理财	1810	-106	2016	504	726	995	2980	1540	460
个人投资者	28427	-2485	-1470	-3947	6186	7800	10040	8175	6650
银证转账	26887	-129	-2330	-1221	3621	3800	4890	3875	3100
杠杆资金	1540	-2356	860	-2726	2565	4500	5150	4300	3550
资金流出	**17924**	**21326**	**17427**	**12940**	**18752**	**23391**	**29000**	**23884**	**19320**
IPO	1574	1496	2301	1378	2532	4428	6600	5280	4125
再融资	14401	19364	14903	10731	12881	12763	16055	12964	10260
产业资本净减持	1949	466	223	831	2759	6200	6345	5640	4935
资金净流入	**33338**	**-26291**	**-10846**	**-18822**	**1627**	**8744**	**10481**	**6113**	**2233**

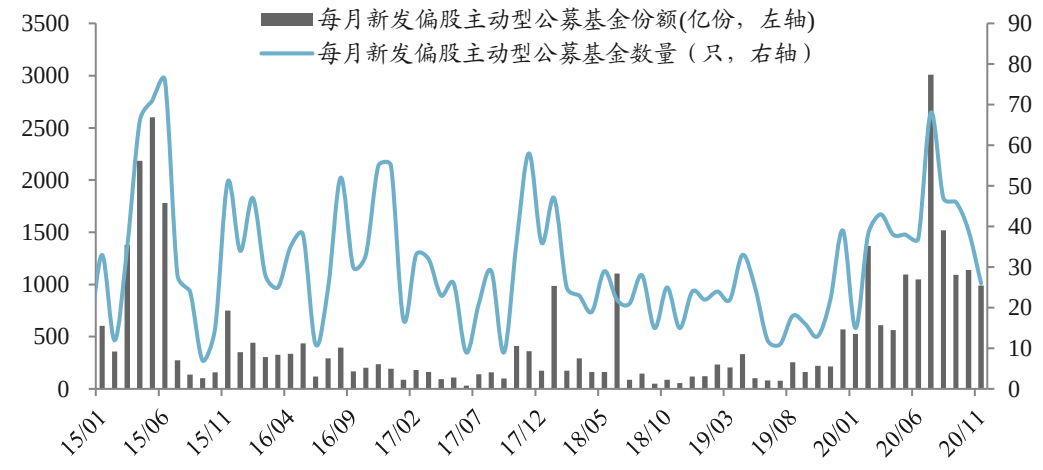
数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.1. 资金流入：公募基金

流动性边际趋紧，收益率下行压力下公募基金发行规模下降，乐观、中性、悲观三种假设下预计 2021 年公募基金净流入 12630、10370、8110 亿元。今年公募基金天量发行，居民资金通过基金加速入市，2019 年以来公募基金规模持续扩张，按照月度份额变化量×上月基金单位净值×上月基金仓位来近似测算当月公募基金流入股市的资金量，截至 9 月份主动偏股型公募基金带来增量资金 1.2 万亿，考虑近期相比年中发行有所放缓，预计全年公募基金带来增量资金 1.48 万亿。历史上看公募基金净流入与市场表现息息相关，15 年公募基金净流入股市的资金规模为 5236 亿元、16 年 1021 亿元、17 年-1914 亿元、18 年 710 亿元、19 年 2334 亿元。过去两年主动偏股型公募基金已经连续实现正收益，且中位数都在 30%以上，考虑到明年上半年基本面驱动下市场有望继续上行，且在我们前期研究《掌握定价权的新发基金更喜欢什么？》中发现 9 月申请材料接收日指标出现峰值，明年一季度公募基金发行规模有望迎来开门红。全年来看，后疫情时代流动性环境边际收紧，收益率下行压力下预计公募基金发行规模较今年有所下调。乐观、中性、悲观三种假设下分别假设明年公募基金收益率 30%、20%、10%，预计资金净流入 12630、10370、8110 亿元，且节奏上呈现前高后低走势。

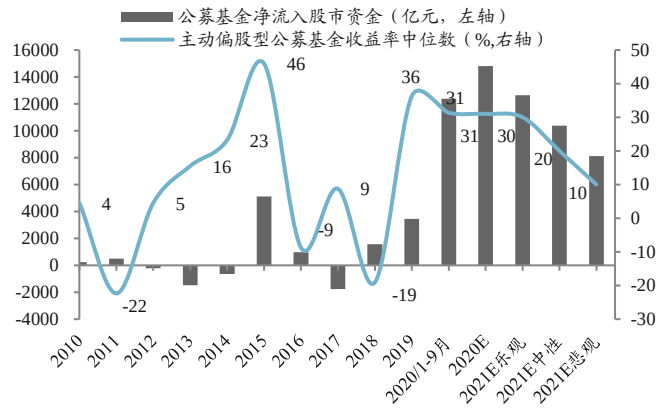
图 14：今年以来公募基金大量发行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

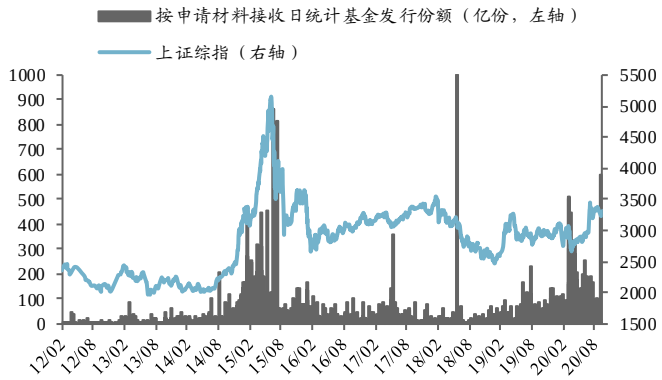
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 15：历年来公募基金入市资金测算与收益率假设



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：申请材料接收日统计基金发行份额 9 月峰值

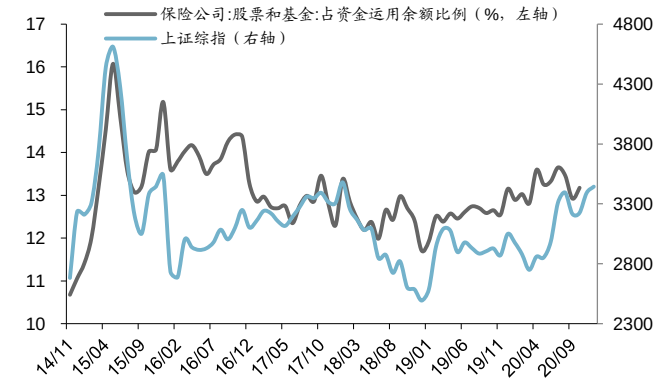


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 资金流入：保险类资金

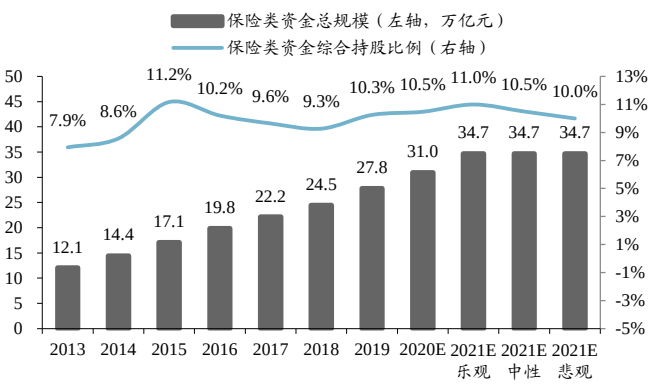
政策支持中长线资金入市，险资继续贡献增量资金，乐观、中性、悲观三种假设下预计 2021 年保险资金净流入 5697、3964、2231 亿元。今年以来保险类资产总规模稳定扩张，预计全年达到 31 万亿，按照综合持股比例 10.5%计算将带来 4442 亿元增量资金。整体来看，险资入市与市场行情相关性强，总规模稳定扩张下持股比例随市场行情波动，15 年保险类资金综合持股比例 11.2%（资金入市 6741 亿元）、16 年 10.2%（1139 亿元）、17 年 9.6%（1133 亿元）、18 年 9.3%（1298 亿元）、19 年 10.3%（5807 亿元）。展望未来，保险资金规模具有稳定扩张基础，且政策支持中长线资金入市，保险权益投资比例上限已经从 30%提升至 45%，保险资金将继续为股市贡献增量资金。明年稳定扩张下假设保险类资产总额达到 34.7 万亿，乐观、中性、悲观三种假设下分别假设明年综合持股比例 11%、10.5%、10%，对应保险资金净流入 5697、3964、2231 亿元。

图 17：险资入市与市场行情相关



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18：历年保险类资金规模、持股比例及测算



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.3. 资金流入：外资

中国经济复苏及股市领涨全球，预计明年外资大幅流入，乐观、中性、悲观三种假设下预计 2021 年外资净流入 5100、4450、3800 亿元。今年以来受新冠疫情冲击以及美大选不确定性影响，全球市场宽幅震荡，风险溢价上行使得部分海外投资者减少包括 A 股在内的新兴市场配置，而随着美大选靴子落地以及疫苗利好，风险偏好上行趋势加强，截至 12/11 北上资金净流入 1783 亿元，预计全年外资净流入 2600 亿元，其中北上资金 1800 亿元。展望明年，我们认为外资将大幅流入，原因如下：

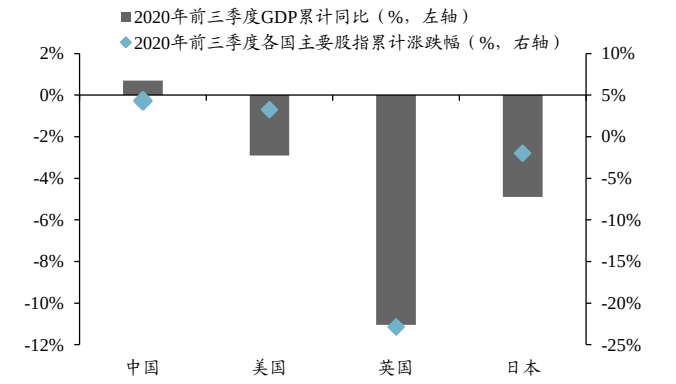
1、从全球看，中国经济复苏及股市表现，大幅提高了明年 MSCI 提高 A 股权重的可能，从而带动被动资金跟随。回顾历史，2018 年 MSCI 分两步提高 A 股权重从 0%到 5%，对应外资流入 3360 亿元，其中北上资金 2942 亿元；2019 年 MSCI 分三步提高 A 股权重从 5%到 20%，对应外资流入 3800 亿元，其中北上资金 3517 亿元。

2、从国内看，今年 A 股制度改革明显，取消 QFII 额度，放宽资本汇入汇出限制，10 月证监会主席易会满在金融街论坛表示“将研究逐步统一、简化外资参中国资本市场的渠道和方式，深化境内外市场互联互通”，外资入市有望进一步简化。

3、三季度以来人民币持续升值，拜登上台后中美之间可能采取对话态势，将进一步带动外资流入 A 股。

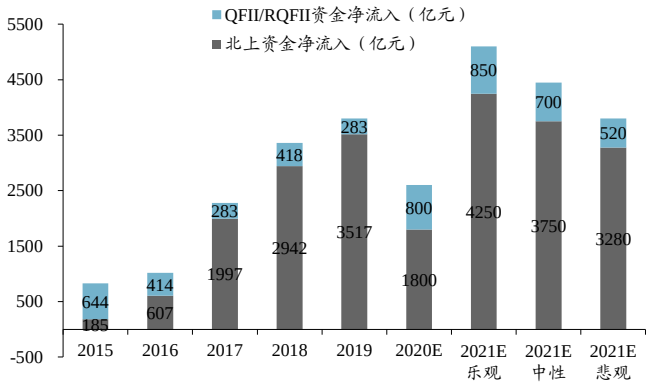
乐观、中性、悲观三种假设下分别假设明年 MSCI 提高 A 股权重 15、10、5pct，预计带动被动资金流入 2000、1500、1000 亿元。综合考虑上述因素，三种假设下预计明年外资净流入 5100、4450、3800 亿元，其中北上资金 4250、3750、3280 亿元。

图 19：2020 年前三季度中国 GDP 及股指领涨全球



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：历年来外资资金净流入及测算



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.4. 资金流入：资管产品

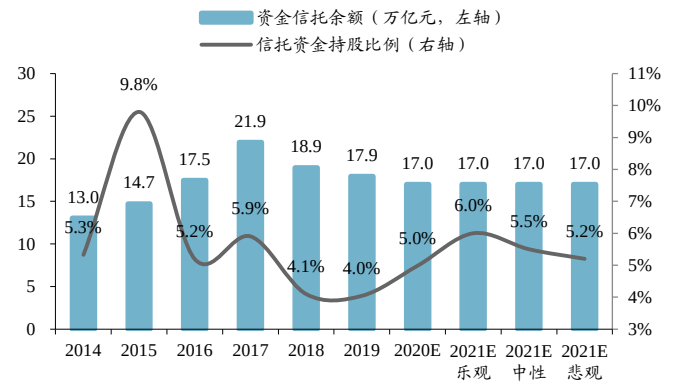
资管新规过渡期延长至 2021 年底，预计明年乐观、中性、悲观三种假设下信托+银行理财+券商资管净流入 6014、3038、762 亿元。大资管时代各类资管产品投资股市的规模不可忽视，2019 年资金信托入市规模-511 亿元，银行理财 726 亿元，券商资管 2037 亿元，合计 2252 亿元。而资管新规过度期延长至 2021 年底，更多存量资产可自然到期，预计明年三类资管产品总规模稳中回升，持股比例继续提升，为股市带来更多增量资金。

① 资管新规以来信托项目发行总体放缓，但持股比例持续提升，18 年信托资金余额 18.9 万亿（持股比例 4.1%）、19 年 17.9 万亿（4.0%）、20 年截至 Q3 17.2 万亿（5.0%），假设今年信托资金规模降至 17 万亿，按照 5.0%持股比例计算今年信托为股市带来资金规模约 1224 亿元。展望未来，明年是资管新规过渡期最后一年，假设 2021 年资金信托规模与今年持平 17 万亿，按乐观、中性、悲观三种假设下持股比例 6.0%、5.5%、5.2%，信托资金净流入 1728、878、368 亿元。

② 19 年以来各家银行理财子公司已逐渐设立并开始发行公募理财产品，销售门槛大幅降低且允许直接投资股市，理财规模和持股比例都有所上升，19 年银行理财规模 33 万亿，持股比例 2.1%，对应资金入市规模 726 亿元。初步估算 20 年银行理财规模有望达 34 万亿，持股比例 2.3%，对应资金入市 995 亿元。展望未来，预计明年银行理财规模达到 36 万亿，乐观、中性、悲观三种假设下持股比例 3.0%、2.6%、2.3%，银行理财净流入 2980、1540、460 亿元。

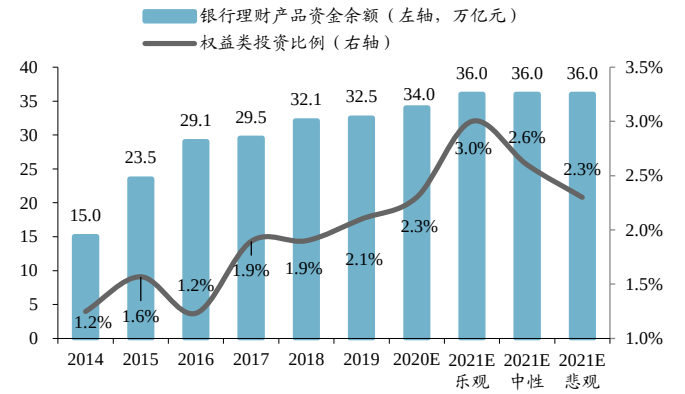
③ 受资管新规影响，券商资管从 18 年以来规模逐年降低，但持股比例持续提升，19 年券商资管规模 10.8 万亿，持股比例 4.9%，对应资金入市规模 2037 亿元，预计 20 年券商资管规模继续下降至 10.0 万亿，持股比例提升至 5.6%，对应资金入市 274 亿元。展望明年，假设资管新规过渡期的最后一年券商资管规模小幅降至 9.8 万亿，乐观、中性、悲观三种假设下持股比例 7.0%、6.3%、5.6%，券商资管净流入 1306、620、-66 亿元。综上，明年乐观、中性、悲观三种假设下信托+银行理财+券商资管净流入 6014、3038、762 亿元。

图 21：历年来信托资产规模、持股比例及测算



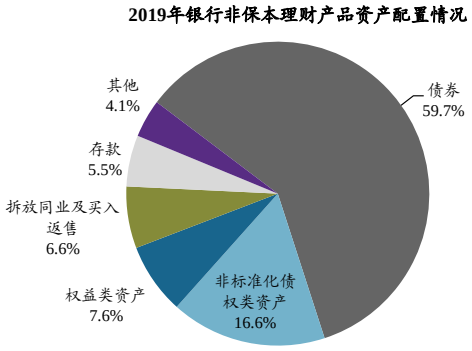
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 22：历年来银行理财产品规模、持股比例及测算



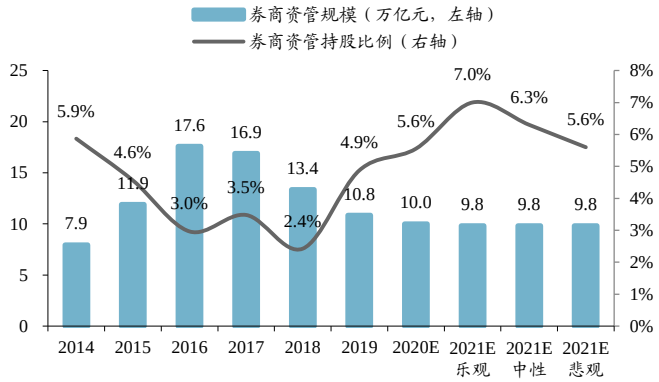
数据来源：Wind，中国理财网，东吴证券研究所

图 23：2019 年银行非保本理财产品资产配置



数据来源：中国理财网，东吴证券研究所

图 24：历年来券商资管资产规模、持股比例及测算



数据来源：Wind，东吴证券研究所，20 年数据截至 Q3

2.5. 资金流入：散户资金和杠杆资金

居民财富从住房等实物资产向股票市场转移，乐观、中性、悲观三种假设下预计 2021 年银证转账+杠杆资金净流入 10040、8175、6650 亿元。今年以来居民资金加速入市，前三季度居民通过银证转账和杠杆资金分别入市 2600、3831 亿元，预计全年合计入市 8200 亿元。参考历史表现，散户资金入市与市场行情高度相关，15 年银证转账净流入 26887 亿元、两融余额增加 1540 亿元；16 年-129、-2356 亿元；17 年-2330、860 亿元；18 年-1221、-2726 亿元；19 年 3621、2565 亿元。展望未来，在“房住不炒”的政策背景和金融供给侧结构性改革的大环境下，居民财富有望从地产向股票等权益市场转移。乐观、中性、悲观三种假设下预计明年银证转账净流入 4890、3875、3100 亿元，杠杆资金净流入 5150、4300、3550 亿元。

图 25：散户入市资金与市场行情高度相关



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 26：融资余额占流通市值比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所

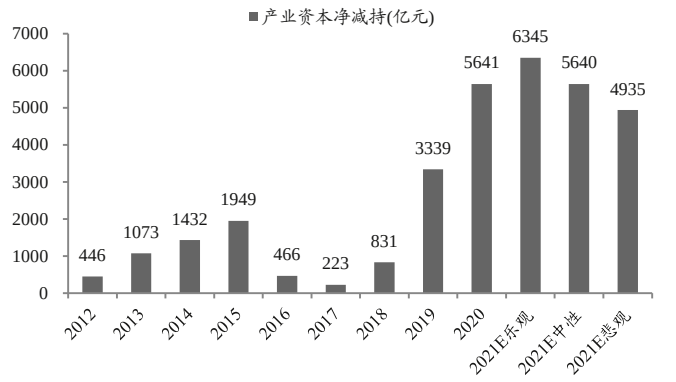
请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.6. 资金流出：IPO、再融资和产业资本减持

注册制改革下企业融资需求提升，乐观、中性、悲观三种假设下预计 2021 年 IPO&再融资净流出 2.3、1.8、1.4 万亿元。前文中已经讨论过注册制下上市难度降低、速度加快，我们认为明年仍是 IPO 大年，根据股权融资占社融比例的假设，乐观、中性、悲观假设下预计明年 IPO+再融资将带动资金净流出 2.3、1.8、1.4 万亿，其中 IPO 为 6600、5280、4125 亿元。

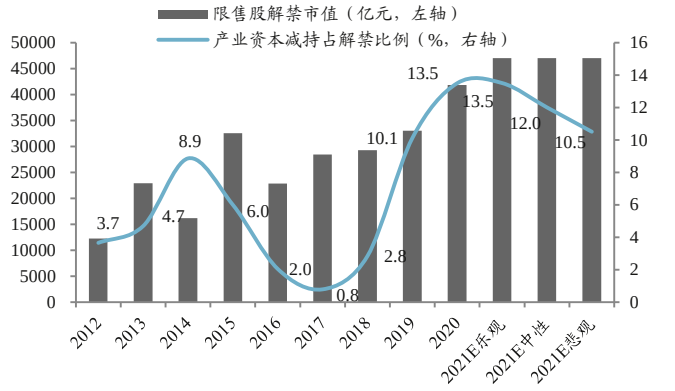
明年 6 月产业资本减持压力最大，限售股解禁规模近 1 万亿元。乐观、中性、悲观三种假设下预计 2021 年产业资本减持净流出 6345、5640、4935 亿元。产业资本减持与股市行情密切相关，往往股市行情较好时，产业资本倾向减持。历史来看 15 年产业资本减持规模 1949 亿元、16 年 466 亿元、17 年 223 亿元、18 年 831 亿元、19 年 3339 亿元，今年截至 11 月已达 5641 亿元，预计全年实现减持规模 6200 亿元。根据产业资本减持占解禁比例来估算，截至 2020/12/9，2021 年全年解禁规模达到 4.7 万亿，且 6 月份解禁压力最大，规模达到 9732 亿元，乐观、中性、悲观三种假设下 2021 年产业资本减持占解禁比例 13.5%、12.0%、10.5%，对应产业资本减持净流出 6345、5640、4935 亿元。**从行业分布来看，明年限售股解禁主要集中于电子、医药、非银、电气设备等行业，其中解禁规模前五分别：电子 8281 亿元（占比 18%）、医药生物 6709 亿元（14%）、非银金融 6176 亿元（13%）、电气设备 4821 亿元（10%）、化工 3014 亿元（6%）。**

图 27：历年来产业资本净减持规模及测算



数据来源：Wind，东吴证券研究所，20 年数据截至 11 月

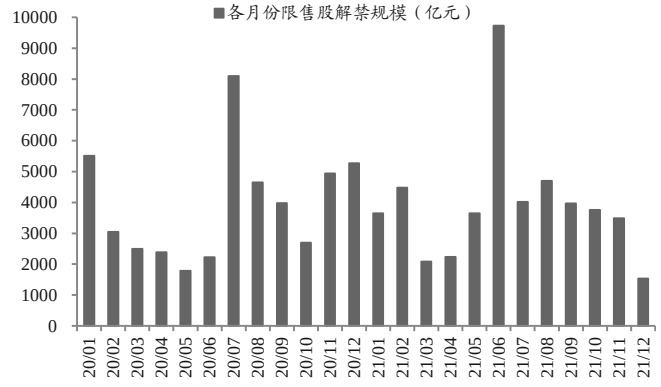
图 28：历年来限售股解禁规模&减持占比假设



数据来源：Wind，东吴证券研究所，20 年数据截至 11 月

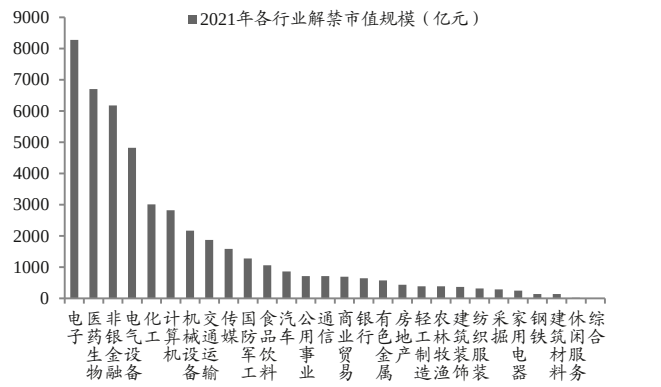
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 29：2021 年 6 月份解禁压力最大



数据来源：Wind，东吴证券研究所，数据提取日 2020/12/9

图 30：2021 年解禁主要集中于电子、医药、非银行业



数据来源：Wind，东吴证券研究所，数据提取日 2020/12/9

3. 风险提示

中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

预测数据与真实情况或有偏差；部分数据的预测基于不同市场行情假设，或因未来市场行情改变而改变。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

