

# 证券市场结构变化与居民投资意识的转化

代丽 赵振全

(吉林大学数量经济研究中心)

我国的证券市场是一个新兴的证券市场,从 1981 年国家恢复发行国债算起才 19 年时间,然而证券市场的发展速度却是令人瞩目的,到 2000 年 7 月 28 日,沪深两市的市价总值为 43209.2 亿元,约占我国国民生产总值的 1/2。证券市场对国民经济的发展起着越来越重要的作用,这一点已逐渐为人们所共识,越来越多的资金涌入证券市场,尤其是证券市场中的股票市场。本文试从证券市场的结构变化入手,探析居民投资意识的转化。

## 一、我国证券市场结构的变化趋势

### 1. 两个定义

这里证券市场结构是证券市场的宏观结构即证券市场的构成,它指证券市场由哪几个要素市场共同组成。在本文主要指股票市场和债券市场。

所谓证券市场的结构变化或构成变化是指相对整个证券市场而言,证券市场的各个构成要素所占的份额或比重的变化。在本文主要指股票市场和债券市场在整个证券市场中所占比重的变化。

### 2. 我国证券市场的结构变化

表 1:证券市场筹资状况

年份	股票融资额 (亿元)	债券发行额 (亿元)	股票融资额/证券筹资 额(%)
1987 年	10.00	299.70 *	3.23
1988 年	25.00	553.15 *	4.32
1989 年	6.62	541.24 *	1.21
1990 年	4.28	540.64 *	0.79
1991 年	5.00	932.55 *	0.53
1992 年	50.00	1526.33 *	3.17
1993 年	194.83	910.50 *	17.63
1994 年	49.62	1299.30	3.68
1995 年	22.68	1811.66	1.24
1996 年	224.45	3172.29	6.61
1997 年	655.06	4098.52	13.78
1998 年	552.86	3978.80	12.20
1999 年	856.64	4253.99	16.76

表 1 给出了 1987 年至 1999 年的股票筹资额、债券发行额以及股票筹

资额与证券筹资额的比值数值，在表 1 中，考虑到 1994 年以前的财政赤字是由向银行透支来弥补而 1994 年以后改由发行国债来弥补，因此为了统一，将 1993 年以前的债券发行额加上了当年的财政赤字。

由表 1 可以看出，我国的债券发行数额大体上呈平缓上升趋势且已具有一定规模。从 1987 年的 299.70 亿元增长到 1999 年的 4253.99 亿元，约 14 倍。同样地，股票融资额虽然有波动，但大体上也呈上升趋势，由 1987 年的仅仅 10 亿元增长到 1999 年的 856.64 亿元，达 85 倍之多，平均年增长率为 6.5%，大大超过同期间的债券发行额的增长率。

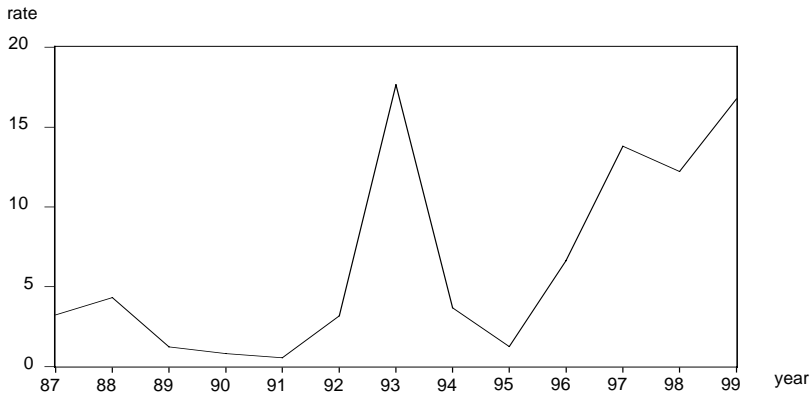


图1 证券市场结构变化趋势图

图 1 中所显示的是股票筹资额与债券发行额的比值随时间变化的曲线。它反映了股票市场在整个证券市场中所占比重的变化趋势，即证券市场结构的变化趋势。由图 1，1987 - 1992 年股票市场在整个证券市场中所占的比重较小，这与股票市场起步较晚有关，我国股票柜台交易 1987 年才开始，且 1992 年前股票市场试点仅限于深圳、上海两地，股票发行也受到严格管制。到 1993 年股份制试点在全国各地普遍进行，国务院把选择试点企业的权限也下放给了各省、自治区、直辖市和计划单列市地方政府，再加上股票市场刚刚兴起时曾出现过入市即赚钱的情况，这都极大地刺激了股市的发展，同年上市公司数达到了 183 家，远远超过 1992 年的 53 家。可是，股市的过速扩容给股市带来了巨幅振荡再加上宏观政策调控作用出现了 1994 年和 1995 年股市的低迷，新发行股票数由 1993 年的 100 家降为 1994 年的 28 家和 1995 年的 12 家，在图形上表现为 1992 年到 1995 年间的大幅振荡。1996 年起至今，随着社会主义市场经济的确立及国家对股票市场管理的逐步规范化，股票市场呈现出前所未有的繁荣局面，仅 1996 年新上市交易股票达 207 只，到 1999 年上市公司数达 921 家。从图形上我们可以清楚地看到 1996 年以后明显的上升趋势。

相对地，债券市场的建立要早些。纵观债券市场这近 20 年的发展历

程，整个债券市场的运行机制是比较合理的，这也正是债券市场一直平缓发展的根本原因。因此，我们由表 1 看出的债券发行数是平稳增长的。

总之，1987 年起至今，证券市场结构的变化趋势是：股票市场占整个证券市场的比重是由较小比例经过一段时期的振荡到平缓上升。

## 二. 居民收入支出结构的发展变化

### 1. 居民收入增长情况

表 2: 我国城乡居民收入状况

单位：元

年份	居民人均收入	城镇居民人均可支配收入	农村居民人均可支配收入
1987 年	599.2	1002.2	462.6
1988 年	709.2	1181.4	544.9
1989 年	804.4	1375.7	601.5
1990 年	896.8	1510.2	676.7
1991 年	991.0	1700.6	736.8
1992 年	1144.8	2026.6	808.2
1993 年	1379.4	2577.4	910.2
1994 年	1881.1	3496.2	1233.5
1995 年	2376.0	4283.0	1595.6
1996 年	2782.3	4838.9	1927.0
1997 年	3037.5	5160.3	2131.2
1998 年	3155.1	5425.0	2163.6
1999 年	3333.6	5854.0	2210.0

由表 2 看出无论是城镇居民还是农村居民的收入均有较大幅度地提高。1999 年的人均收入是 1987 年的 5.6 倍，其中城镇居民约为 5.8 倍，农村居民约为 4.8 倍。

### 2. 居民收入的投资支出分析

表 3: 居民收入支出状况

单位：亿元

年份	居民总收入	消费品零售额	居民储蓄存款增加额	证券筹资额
1987年	6549.51	5115.00	835.70	309.70
1988年	7874.08	6534.00	728.20	578.15
1989年	9066.13	7074.20	1345.40	547.86
1990年	10253.33	7250.30	1887.30	544.92
1991年	11477.57	8245.70	2072.80	937.55

1992年	13413.96	9704.80	2438.40	1576.33
1993年	16347.70	12462.10	3217.00	1105.33
1994年	22544.78	16264.70	6756.40	1348.92
1995年	28778.73	20620.00	8143.50	1834.34
1996年	34052.64	24774.10	8858.50	3396.74
1997年	37551.51	27298.90	7759.00	4753.58
1998年	39378.30	29153.00	7127.70	4531.66
1999年	41983.49	31134.00	6214.30	5110.63

$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 C_t + \alpha_2 S_t + \alpha_3 I_t + \epsilon_t$      $C_t$ : 消费     $S_t$ : 储蓄     $I_t$ : 投资     $\epsilon_t$ : 随机扰动项

### 三、居民投资股票市场意识增强的原因探析

影响居民投资意识的因素很多,如实际收入、名义利率、预期稳定性、资本市场发展状况、从众心理等。下面从四个方面来讨论这些因素是如何影响居民投资意识的。

#### 1. 宏观经济形势方面

自改革开放以来,中国的经济取得了长足的发展并成功地实现了“软着陆”,东南亚金融危机中我国政府的表现充分证明了我国经济的实力。经济的发展,带来居民收入的提高,居民手中才会有余钱,同时也正是在这良好宏观经济背景下,居民才敢于把手中的余钱拿出来用于投资。

#### 2. 股票市场本身

我国股票市场经过十多年的发展,股票数量和质量都有了很大的提高,股票的发行、上市交易和监管也都有了很大的改进。特别地,现代科学技术的应用给股票市场业务带来了革新,它使得股民能迅速获得与股市相关的信息并使许多交易能在转瞬之间完成,如此迅速的市场交易能够大大加快投资组合过程。因此,与以前比较起来,居民投资时不仅可供选择的股票品种更多、质量更高了,而且投资手段更先进了。另外,股票市场的特点决定了它是一个高风险和高收益的市场,在居民收入迅速增长的情况下,部分居民已不再满足银行存款的单一形式,为了追求高回报,必然投入证券市场,而证券市场中股票市场的风险虽高但投资回报率较债券市场要高,因此必然会吸引部分偏好风险的居民的投资。

#### 3. 国外经验及影响

从国际经验来看,全球化和证券化已成为国际金融的发展趋势,那种主要依靠银行融资的模式已不再适应当代市场经济发展的需要。欧美经济的欣欣向荣与日本泡沫经济的对比充分证明了这一点。欧美国家的股票市

场经过上百年的发展已是较为规范和成熟的市场,并随着时间的推移日益体现出其优越性。据联邦储备委员会最近公布的材料,过去十年中美国家庭持有的股票价值增长了 381%,1998 年达到 10.77 万亿美元,占美国家庭全部资产的 25%,美国家庭收入中来自股票的部分 1998 年 7 月已达到 30%。中国的股票市场较西方发达国家的股票市场起步较晚,因此有很多地方可以借鉴国外经验。正是有这样一个好的股票市场发展模式作榜样,再加上我国政府发展股票市场的决心,居民能充分预期我国股票市场未来发展的美好前景,自然能吸引一批投资者投资股票市场。

#### 4. 国家政策、法律法规方面

从 1997 年起,中央银行连续 7 次下调利率并开征利息税。从储蓄对利率的弹性看,居民储蓄存款对利率下降是相当敏感的,存款利率大幅度降低,意味着储蓄存款这一金融资产的收益率显著下降。根据资产组合理论,居民在资产收益最大化的驱动下,会逐步减少存款持有量,而相应增加其他资产的持有量。开征利息税对于存款者来说,相当于第八次降息。如第七次降息后一年期存款的年利率为 2.25%,征 20%的利息税后,利率实际将为 1.8%。从某种意义上讲,征收利息税比降息可能产生更大的经济效果。降息给人们的感觉是从银行得到的“好处”减少了,而征税的感觉是居民“应得的好处”被拿走了,因而后者比前者更能促使人们调整资产结构,寻求新的资金去向。1999 年 8 至 10 月,沪深两市平均市盈率约为 40 倍,这与第七次降息后一年期存款利率 2.25%的投资回报基本相同。但开征利息税后,按一年 1.8%的存款利率测算,沪深两市的平均市盈率可以提高到 55 倍左右,这就为股市打开了上升的空间。股票投资回报高于存款利息收入,再加上股票转让所得仍暂免征税,很自然会出现资金流动的现象。

此外,《公司法》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《证券交易所管理办法》、《证券经营机构自营业务管理办法》、《证券经营机构股票承销业务管理办法》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《公开发行股票信息披露实施细则》等一系列法律法规的制定和颁布,尤其是 1998 年底中国证券市场的根本大法《中华人民共和国证券法》的出台,对中国证券市场的健康发展起着十分有利的作用,这也在一定程度上增强了居民投资者的信心。

#### 四、对居民证券投资意识的导向及政策对策

如上所述,居民的投资意识比原来有所增强,那么,如何正确引导居民合理投资并进一步增强这种投资意识,应当从如下几个方面着手:

##### 1. 风险教育必须常抓不懈

在改革开放过程中,中国居民的投资意识虽然增强了,但风险意识还比较淡漠。他们以为入市就能带来收益。事实上,中小投资者往往是股市

波动的最大的受害者。主要原因在于信息不对称，还有他们资金量较少，只投资一两只股票，一旦股价下跌，有可能全部套牢。应当加强对投资者尤其是居民投资者进行风险教育，让他们懂得，证券市场尤其是股票市场是高风险市场，高风险与高收益并存，居民投资者应谨慎入市。在投资股票时，尽量投资到绩优股和成长股上，因为绩优股抗跌能力强，而成长股未来收益高。要学会投资组合，分散投资，分散风险。

## 2. 进一步强化股票市场融资功能

我国股票市场的市场参与各方正逐步成熟，要想充分挖掘股市融资潜能，缩短与西方国家股市发展水平的差距，就必须针对各种制度约束，不断推动制度变革和创新，从而才能使中国股市融资功能继续得以有效发挥。这具体要求：(1) 逐步取消股票发行的额度控制，按照市场经济内在要求，由市场自行调节上市规模，理顺政府与市场的关系，增强股市融资的稳定性。(2) 改革股票发行的政府审批体制，改政府核准制为交易所核准制，理顺政府与交易所、政府与上市公司的关系，提高市场运作效率。(3) 按照上市公司具体情况，引入面值发行、净资产值发行、时价发行、折价发行等价格形式，改变单一的溢价发行制度，从而弱化股票发行市场风险，吸引更多投资者入市投资。(4) 政府必须切实按照公开、公平、公正原则要求，加大市场监管力度，有效杜绝内幕交易、操纵市场、欺诈顾客、虚假陈述等现象的发生，为投资者创造公平的、公正的、有序的市场环境。

## 3. 大力发展投资基金

投资基金具有化整为零且通过专门的投资机构，聘请专业证券投资人员专心操作，拥有灵活和先进的信息获取与处理手段，运用雄厚资金实力进行不同证券的投资组合，从而可以降低和分散投资风险，提高投资效率的独特的优点。对于基金股份的持有人来说，不需要有很多钱，就可以享受到市场上资金大户的功能和好处。特别是对于一般的中小投资者来说，由于缺乏专门的证券投资知识和时间精力，他们很难获得证券市场的全面、准确的信息，同时也缺乏各种证券组合投资的资本，因此，投资风险很大，交易成本较高。如果他们投资于共同基金，那就等于请了专家，就可以借助于基金的实力、专业知识和技术力量降低投资成本，减少投资风险，获得较稳定的投资收益。因此，由于投资基金的证券投资功能，所以它的发展在一定程度上间接促进了证券市场的发展。

## 4. 努力开发金融衍生工具

金融衍生工具即金融衍生产品，它是从货币、股票、债券、利率、汇率等传统金融商品衍生出来的金融商品的总称，是近年来发展起来的重要投资工具。金融衍生工具交易对证券市场的发展有积极作用。金融衍生工具的频繁交易使证券市场活跃，通过期权期货交易，可以套期保值，规避

风险，保护投资者的权益，维护证券市场的稳定。当然，金融衍生工具交易风险是非常大的。

#### 5. 努力发展经济，建立和完善各种社会保障制度

投资增长的根本还是取决于宏观经济的发展，只有经济发展了，居民才会有更多的钱用于投资，才会进一步增强投资信心。此外，住房改革力度的加大，医疗、失业、养老等社会保障制度的建立和完善，能帮助排除居民进行投资时的“后顾之忧”，这会一定程度上促进投资的增长。

#### 参考文献：

- 1.曹凤岐：《中国证券市场发展、规范与国际化》，中国金融出版社 1998年5月
- 2.刘鸿儒、李志玲：《中国融资体制的改革及股票市场的地位》，《金融研究》1999年第8期
- 3.武剑：《储蓄存款分流与货币结构变动》，《金融研究》2000年第4期
- 4.许崇正：《中国的直接融资探析》，《经济学动态》1999年第5期
- 5.王佐：《中国股票市场融资功能分析》，《北京商学院学报》2000年第3期
- 6.杨大楷、郭卫峰、彭晓播：《发展资本市场 扩大国内需求》，《财经科学》1999年第4期