

关于我国证券市场结构优化模型的探讨

蒋瑛琨 赵振全 代丽

(吉林大学数量经济研究中心 吉林大学商学院)

内容提要：证券市场的结构优化问题关系到证券市场的规范和未来发展。本文从定量角度建立经济计量模型探讨证券市场整体结构以及证券市场的两个主要组成部分—股票市场和国债市场结构优化问题。

关键词：证券市场 股票市场 国债市场 结构优化

证券市场结构是证券市场有机整体的构架，证券市场结构的优化与完善是关系到证券市场未来发展的大问题。以往关于证券市场结构的研究主要集中在定性方面，本文将从定量的角度，建立一些经济计量模型来探讨证券市场结构优化问题，并据以提出证券市场结构优化的政策建议。

一、证券市场结构的定义

所谓证券市场结构，广义上即指通常所说的证券市场体系架构，狭义上是指证券市场中各构成要素的相互关系及构成比例，本文主要讨论狭义上的证券市场结构。证券市场主要包括股票市场和债券市场，而债券市场又主要是由国债市场和企业债券市场构成。企业债券市场规模较小，本文不作专门讨论，股票市场和国债市场是本文讨论的重点。

二、我国证券市场的整体结构的现状及模型研究

(一) 我国证券市场发展的现状

作为证券市场两个主要组成部分，股票市场和债券市场的结构体现了证券市场的整体结构。自1981年恢复发行国债、上海和深圳证券交易所1990年成立以来，我国的国债市场和股票市场发展迅速，成绩显著。1981年我国的国债发行额只有10.85亿元，到2000年已达到4657亿元，是1981年的429倍，国债余额占GDP的比重已达到15.30%，国债市场已具有相当规模。截至2000年底，我国A股和B股股票市场的上市股票数已达1174只，市价总值达48090.94亿元，投资者开户数达5801.13万户，股票市场已产生了质的飞跃。

表1 1987-2000年我国证券市场的发展状况统计 单位：亿元

年份	股票(A股)融资额	股票(A、B股)市价总值	国债发行额
1987年	10.00		116.8700
1988年	25.00		188.7700
1989年	6.62		223.9100
1990年	4.28		197.2300
1991年	5.00		281.2500
1992年	50.00	1048.13	460.7800
1993年	194.83	3522.47	381.4000
1994年	49.62	3690.62	1137.6000
1995年	22.68	3474.27	1510.8000
1996年	224.45	9842.37	2126.2000
1997年	655.06	17529.23	2412.0000
1998年	552.86	19505.65	3808.7000
1999年	856.64	26610.92	4015.0000
2000年	1498.99	48090.94	4657.0000

(二) 我国证券市场整体结构模型

金融市场包括货币市场和资本市场。在我国，货币市场主要指短期借贷市场，资本市场主要包括非短期借贷市场（中长期贷款、信托贷款和其它贷款）和证券市场（股票市场和国债市场）。对我国证券市场整体结构进行分析，就要先对金融市场中货币市场和资本市场的结构、资本市场中非短期借贷市场和证券市场的结构进行研究，进而探讨我国证券市场整体结构的优化问题。金融市场中各个市场所筹资金主要提供给宏观经济各个部门，并进而带动国民经济的增长，因此我们的市场结构优化问题主要从对国民经济贡献、优化资源配置的角度入手进行研究。

1、对金融市场中货币市场和资本市场的结构的模型研究

以国内生产总值 (GDP) 为被解释变量, 以短期贷款占整个金融市场的比重 (rate1) 为解释变量, 建立回归方程模型:

$$GDP = -469107.6 - 1318193.00 \times rate1^2 + 1710812.00 \times rate1$$

$$\begin{matrix} (-0.85) & (-1.33) & (1.15) \end{matrix}$$

$$R^2: 0.89 \quad D.W.: 1.79$$

这是一个二次多项式非线性回归方程, 存在最大值。令该方程的一阶导数为零, 可求得该方程的最优解为 0.65。也就是说, 当货币市场在整个金融市场中占 65% 时, 货币市场对国民经济的贡献最大。

同样, 得到国内生产总值 (GDP) 对资本市场占整个金融市场的比重 (rate2) 的回归方程:

$$GDP = -76488.78 - 1318193.00 \times rate2^2 + 925574.3 \times rate2$$

$$\begin{matrix} (-1.29) & (-1.33) & (1.86) \end{matrix}$$

$$R^2: 0.89 \quad D.W.: 1.79$$

该方程存在最优解 0.35, 也即资本市场占金融市场的比重为 35% 时, 资本市场对国民经济的贡献最大。

2、对资本市场中非短期借贷市场和证券市场的结构的模型研究

建立单位非短期借贷市场资金创造的国民生产总值 (即 GDP 与非短期借贷市场资金之比) 对证券市场占资本市场比重 (rate3) 的回归方程:

$$perGDP = -0.000093 \times GDP(-1) + 260.75 \times rate3 - 104.75 \times rate3^2$$

$$\begin{matrix} (-6.29) & (9.86) & (-3.99) \end{matrix}$$

$$R^2: 0.90 \quad D.W.: 2.46$$

方程存在最优解 0.20, 即证券市场占资本市场的比重为 20% 时, 证券市场对国民经济的贡献最大。

3、对证券市场整体结构的模型研究

建立国内生产总值 (GDP) 对股票市场占证券市场比重 (rate4) 的回归方程:

$$GDP = -2208233.00 \times rate4^2 + 855127.7 \times rate4$$

$$\begin{matrix} (-4.67) & (6.85) \end{matrix}$$

$$R^2: 0.43 \quad D.W.: 1.66$$

可求得当股票市场在证券市场中所占的比重为 19.36%, 也即国债市场占证券市场的比重为 80.64%, 股票市场、国债市场对国民经济的贡献最大。

三、股票市场结构优化模型研究

(一) 股权结构模型

我国上市公司的股权结构可以分为国家股、法人股 (包括发起法人股和社会法人股)、内部职工股、社会公众股 (包括 A、B、H 股) 和转配股。其中, 国家股和法人股 (为方便起见, 我们将两者统称为国有股。事实上, 法人股并非全都为国家持股; 只有其中由国家持有的部分, 即国有法人股, 才和国家股一起构成国有股权)、内部职工股和转配股均属于非流通股, 社会公众股属于流通股。从市场总体的状况看各种股权结构比例的差异性较大, 表现为非流通股比例过大。以 1999 年为例, 非流通股份达到 65.05%, 而可流通股份仅占到 34.95%, 非流通股份大致相当于流通股份的二倍, 这种不合理的股权结构势必对上市公司的业绩产生不良的影响。

为了考察流通股占总股本比例的大小对上市公司业绩的影响, 我们可以使用股票市场的平均收益指标与平均流通股比例指标的时间序列数据, 也可以使用某一年度不同上市公司的两种指标的截面数据。由于上市公司的业绩主要由宏观经济的景气程度决定, 流通股比例大小仅是次要因素, 那么使用时间序列数据就难以客观地评价流通股比例大小对上市公司收益状况的作用, 因此我们采用截面数据进行研究。我们选择了 2001 年 5 月作为沪深成分股的 65 家上市公司 (母体选择了沪深成分股的 69 家上市公司, 但由于模型中变量取对数的需要, 去掉 4 家净资产收益率为负值的亏损公司) 作为样本, 以每个公司的净资产收益率 (R) 为被解释变量, 以流通 A 股占总股本的比例 (Arate) 为解释变量, 并考虑实际的经济含义, 建立如下的 GARCH(2,1) 模型:

$$\log(R) = -2.48 + 0.46 \times \log(Arate)$$

$$\varepsilon^2 = 0.19 - 0.26 \times ARCH(1) + 0.77 \times GARCH(1) + 0.35 \times GARCH(2)$$

(-10.77)
(-1.95)

(8.86)
(-2.28)
(2.18)
(0.82)

R^2 : 0.02
D.W. : 2.12

以上结果表明净资产收益率与流通股比例存在很弱的正相关关系。有研究表明,我国上市公司的净资产收益率与流通 A 股比例存在显著的正向变动关系。我们的研究似乎并不支持这一结论,这可能是由于很多上市公司改制不彻底、政企不分,企业办社会的传统体制影响仍十分严重,业绩与股本结构的关系存在过多的不确定因素,也有可能是因为公司报表的造假,否则我们的统计有可能得出另外的合理结论。

在宏观经济面,上市公司流通股比例的增加将有利于资源的优化配置,从而增加宏观经济总量。于是我们建立国内生产总值(GDP)对上市公司流通股股本占总股本的比重(liquidrate)的回归方程:

$$GDP = 1.45 \times GDP(-1) - 0.63 \times GDP(-2) + 57405.47 \times liquidrate$$

(9.92)
(-4.60)
(4.86)

R^2 : 1.00
D.W. : 2.06

可见,国有股权的上市流通确实对国民经济增长有很大的促进作用。

我国特有的不合理的股权结构既不能与国际证券市场相适应,不能使我们抵御进入 WTO 对我国证券市场所造成的冲击,当然也就不利于我国证券市场的长远发展。改变股权分割的局面、加快非流通股的上市流通势在必行。笔者认为,解决公股流通问题的方式应该一次性彻底解决,实现全额流通,并且应该存量与增量同时进行。其中,合理的定价模式(包括新股发行同股的定价模式及已上市公司同股的定价模式)是公股流通中的关键问题,对此,已有相关文章(见参考文献)对这方面作专门讨论,本文不再详述。

(二) 职能市场结构模型

按照市场职能划分,股票市场可以分为一级市场和二级市场。在一个相对成熟规范的股票市场中,一、二级市场之间是协调统一、相互作用的,但目前我国股市一、二级市场之间存在严重的脱节现象和非均衡发展。两个市场的供求状况严重失衡,一级市场滞留巨额资金专门认购新股,而二级市场却呈现资金有时供给不足的局面;两个市场的风险程度也严重不对称,一级市场发行的新股几乎没有风险,而二级市场的股票价格走势却具有巨大的不确定性,风险很大。

1999 年的“5.19”行情预示着我国股票市场新一轮涨势的开始,我们在这个时点之后选取了正常发展的三个时间段 1999/7/27-----1999/9/23, 2000/7/19-----2000/8/7, 2001/2/6---2001/4/19 内 52 只新股,来分析发行和首日上市开盘价的关系,借以研究我国一级和二级市场股票价格的有效对接及调整。

定义新股上市超额收益率为:

$$\text{新股上市超额收益率} = (\text{新股首日上市开盘价} - \text{新股发行价}) / \text{新股发行价}$$

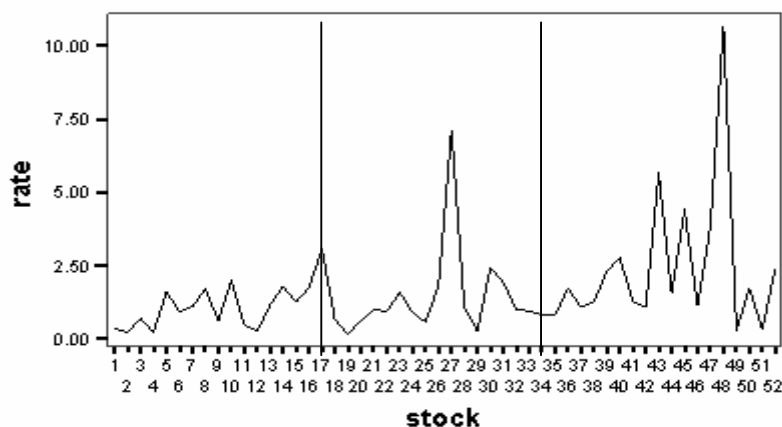


图 1 1999/7/27-1999/9/23, 2000/7/19-2000/8/7 和 2001/2/6-2001/4/19 期间内 52 只新股的超额收益率

三阶段的简单平均超额收益率分别为 104.89%, 149.96%, 231.65%, 可见一二级市场股票价格的差

距在逐渐扩大。出现这种现象的原因,除了有可能上市第一天开盘价可能不是均衡价格外,主要是不合理的股票发行制度。我国的股票发行采用计划价格制,发行价 = 公司前三年的平均税后利润 * 市盈率,市盈率一般规定在 15 倍以内,而新股上市后的市盈率大都在 30—40 倍之间,导致了一二级市场的较高的超额收益率。

一、二级市场结构优化的关键,在于改革新股的计划定价,逐步推行竞价发行机制。现在证监会已放开了对上市公司新股发行价格的限制,允许上市公司与券商在充分考虑新股发行的各种因素的基础上协议定价,这就使得上市公司和券商可以采取在新股申购前、先向投资者寻价以确定最合理新股发行价格的办法,使上市公司、投资者均能以可接受的合理价格筹资和投资,进而大大降低新股上市的超额收益率,实现一二级市场的结构优化。

(三) 上市公司结构模型研究

1、上市公司规模结构模型

经过近十年的发展,与股票市场发展初期相比我国上市公司平均总资产规模增长一倍多,1999 年底上市公司平均资产规模达到了 16.94 亿元。我国上市公司的资产规模虽然获得了较大的提高,但是总的来说我国上市公司规模偏小的特征还是非常明显的,与国际上的其它股票市场上市公司规模存在较大的差距。上市公司具有一定的规模才可以实现规模经济效益,进行购并重组等投资和经营策略,保证公司的战略目标和公司价值的最大化的实现;微观主体价值提高,当然也就促进了宏观经济增长。为了说明问题,我们建立了如下国内生产总值增长率(GDP)关于上市公司平均总资产规模(scale)的回归模型:

$$GDP = -48282.64 + 8945.86 \times scale$$

(-2.08) (4.50)

$$R^2 : 0.80 \qquad D.W. : 1.51$$

该方程是从宏观的角度来研究上市公司规模结构的,从中可见上市公司的平均资产规模对国民经济有正向的影响作用。面对我国目前众多上市公司仍有相当比例的小规模公司的现状,扩大上市公司的平均资产规模势在必行。

我国上市公司规模偏小结构形成的原因是多方面的。主要包括历史遗留问题、发行制度、上市公司本身以及企业的破产兼并机制等。优化上市公司规模结构的路径有两条:一是通过增量的调解来实现,即在市场准入方面对新股发行上市公司的规模做出明确界定;二是通过存量的调解来实现,即主要通过兼并收购、重组等方式实现存量的调节。

2、上市公司行业结构研究

表 2 2000 年上市公司行业结构状况

行业	公司数量	比重%	行业	公司数量	比重%
电子通讯	85	7.94	酿酒食品	35	3.27
纺织服装	20	1.87	农林牧渔	35	3.27
公用事业	14	1.31	轻工制造	90	8.40
化工	106	9.90	商贸旅游	96	8.96
建材建筑	57	5.32	冶金	51	4.76
交通运输	44	4.11	医药	63	5.88
金融地产	49	4.58	重工制造	125	11.67
能源电力	41	3.83	综合	160	14.94

通过分析发现我国上市公司产业结构存在很严重的失衡问题。2000 年底我国的行业结构状况是:第一产业占 3.27%,第二产业占 53.12%,第三产业占 28.67%,综合类占 14.94%。国民经济表现出明显的第一产业发展弱势而第二、第三产业发展强势的特征,而在第二产业中的结构失衡状况也很严重,能源、交通等行业是制约我国经济发展的“瓶颈”。

上市公司产业结构失衡的根本原因就是国民经济的整体性结构失衡。上市公司产业结构调整与国民经济结构调整是部分与整体的关系,上市公司产业结构优化应与国民经济结构优化的方向保持一致。上市公司产业结构调整可以有两种方式:一是通过发行市场为相关企业创造有利的发行上市条件或对已上市企业创造增发新股的条件或更优惠的配股条件。二是通过多样化的股权流通方式如兼并、重组、收购

等实现资源的重新配置，鼓励优秀企业（上市公司或非上市公司）涉入国家重点支持行业的上市公司。

3、上市公司地区结构研究

表 3 上市公司按地区分类统计表

地区	省份	上市公司家数 (比重%)		分地区累计家数 (比重%)		地区	省份	上市公司家数 (比重%)		分地区累计家数 (比重%)	
		1999年	2000年	1999年	2000年			1999年	2000年	1999年	2000年
东北	辽宁	48 (1.05)	56 (4.93)	102 (10.75)	119 (10.48)	华北	北京	44 (4.64)	64 (5.63)	109 (11.49)	142 (12.50)
	吉林	28 (2.95)	31 (2.73)				天津	14 (1.48)	15 (1.32)		
	黑龙江	26 (2.74)	32 (2.82)				河北	24 (2.53)	27 (2.38)		
西南	重庆	22 (2.32)	24 (2.00)	117 (12.33)	141 (12.3)	华东	山西	13 (1.37)	17 (1.50)	330 (34.77)	378 (33.27)
	四川	53 (5.58)	63 (5.55)				内蒙	14 (1.48)	19 (1.67)		
	贵州	9 (0.95)	13 (1.14)				上海	124 (13.07)	128 (11.27)		
	云南	15 (1.58)	18 (1.58)				山东	49 (5.16)	57 (5.02)		
	西藏	6 (0.63)	7 (0.62)				江苏	48 (5.06)	60 (5.28)		
	广西	12 (1.26)	16 (1.41)				安徽	18 (1.90)	26 (2.29)		
西北	陕西	20 (2.11)	23 (2.25)	60 (6.32)	74 (6.51)	中南	浙江	42 (4.43)	49 (4.31)	231 (24.34)	266 (23.42)
	甘肃	11 (1.16)	14 (1.23)				江西	12 (1.26)	16 (1.41)		
	宁夏	8 (0.84)	10 (0.88%)				福建	37 (3.90)	42 (3.70)		
	青海	7 (0.74)	8 (0.71%)				河南	22 (2.32)	25 (2.20)		
	新疆	14 (1.48)	19(1.67%)				湖北	46 (4.85)	53 (4.67)		
							湖南	27 (2.85)	33 (2.90)		
							广东	47 (4.95)	61 (5.37)		
			深圳	68 (7.17)	70 (6.16)						
			海南	21 (2.21)	24 (2.11)						

从表 3 中的有关统计数据可以看出，2000 年上市公司数排名前五位的分别是上海、深圳、四川、广东（不含深圳）和山东，分别拥有上市公司的数目是 128、124、70、63、61 和 57 家，排名后五位的分别是甘肃、贵州、宁夏、青海和西藏，分别拥有上市公司 14、13、10、8 和 7 家。和 1999 年相比，2000 年上市公司的地区结构没有太大变化，地区间差异很明显，其中华东地区上市公司总数最多，共有 378 家，仅该地区就占了全国所有上市公司总数的 33.27%，而西北五省仅有上市公司 74 家，仅占总数的 6.51%，可见差距之大。

上市公司的地区结构不尽合理。要改变现有上市公司地区结构，需要政策倾斜和落后地区上市公司后续梯队的培养。国家在西部开发的政策给西部地区的发展带来了契机，如再适时地加强对这些地区的资源开发、加大对其投资力度，必将使这些地区的上市公司数大大增加，从而促进国家经济的全面发展。

（四）投资者结构研究

根据投资群体的不同属性可将股票市场投资者划分为机构投资者和个人投资者。我国证券市场在发展初期，市场的投资主体是个人投资者，近年来机构投资者逐渐增加。2000 年初，中国证监会提出了超常规发展机构投资者的政策，有力地促进了机构投资者队伍的发展。2000 年 3 月，上海证券交易所和深圳证券交易所净增 A 股机构投资者 19928 户；到 6 月份，新增的机构投资者更是达 23707 户。这表明，我国证券市场的机构投资者队伍在不断扩大。

1、机构投资者的内部结构

我国机构投资者队伍中主要包括证券公司、基金和其他机构投资者三大类。

（1）证券公司

在我国商业银行是不被包括在股票市场机构投资者队伍中的，证券公司是当前股票市场机构投资者

的绝对主体。截至 2000 年底，我国证券公司总数达到 101 家，已有 3 家公司的注册资本金达到或超过 30 亿元，6 家公司的注册资本金在 15 亿到 30 亿，证券公司注册资本总额达到 484.5 亿元。最近国家为金融租赁公司进入股市开了绿灯，使我国机构投资者队伍中又增添了新的成员，可以预见未来股票市场将有更多的非银行金融机构进入股票市场。

(2) 基金

各种形式的投资基金一直是发达国家股票市场中最重要的机构投资主体。1998 年 3 月，我国首批基金正式运作，到 1999 年底止，它的总规模已达 505 亿元。2000 年年初，开始重点对 1992 年以来成立的在沪深两市和地方柜台上市交易的 60 多只基金进行清理整顿，对不具条件的进行改造重组，同时加强对基金管理人的审核，促进了基金的规范化。我国现有的新基金全部为封闭式基金，开放式基金也将于不久面世。目前，我国保险基金可以通过证券投资基金进入股市，同时必须扩大保险基金的投资渠道，由间接入市向直接入市转变。此外，应努力发展社会保障基金使其成为我国股票市场机构投资者中的重要一员。

(3) 其他机构投资者

从 2000 年 9 月 8 日开始，我国任何企业，如国有企业、股份企业和民营企业等都可以其自有资金进行股票市场投资。这三类企业的进入，使我国证券市场的机构投资者主体呈现多元化的发展格局。

目前，证券公司和基金的入市资金量有明显逐渐增加的趋势，企业等其他机构投资者自由进出股票市场的政策也刚刚实行不久。随着证监会对机构投资者入市政策的扶持以及机构投资者的成熟，机构投资者必将成为未来中国股票市场的中坚力量。

2、个人投资者的内部结构

从目前来看，我国股票市场上以个人投资者为主，截止到 1999 年底，全国个人投资者累计开户 4443.47 万户，约占城镇人口的 11%，在全国约占 3% 左右，我国个人投资者主要为城镇人口，这是因为从整体上来说目前我国城镇和农村之间的差距仍比较大，这种差距一方面表现在城乡间投资环境和条件的差别上，另一方面主要表现在人均收入和文化层次上。

个人投资者人数的增加是绝对的，对他们的引导关键在于提高个人投资者的投资理念及投资水平。同时，无论从投资者开户数还是从资金量上，个人投资者的增长应控制同机构投资者的增长相适应。这就需要政府的引导、股票市场管理者的措施及对投资者的教育多种手段的并用。

四、债券市场内部结构优化研究

自 1981 年恢复国债发行以来，国债发行规模扩展很快，1981 年仅发行 40 多亿元，1987 年突破 100 亿元，2000 年已达 4657 亿元。我国这几年发行国债速度较快，国债发行的增长速度大大快于西方国家，结合我国人民的收入水平增长状况，国债发行规模宜稳步增加，同时要注意调整国债的期限结构、利率结构和持有者结构。

1、期限结构研究

我国国债期限结构比较单一，1981-1986 年发行的国债的还本付息期限一般为 5-10 年；从 1987 年起发行的国债，其还本付息期限以 3 年为主，1 年期以下的短期国债和 5 年期以上的长期国债甚少。近年来发行了少量一年以下的短期国债和 5 年以上的国债，但尚嫌不够。国债发行的目的主要是为了弥补财政赤字的需要，同时也要满足基本建设支出和临时性的资金需求。因此应适当发行 3 个月、6 个月、9 个月的短期国债，控制发行 3 年期的国债，多发一些以机构投资者为购买对象 5-10 年期限的国债，以此实现短、中、长相结合，并以中长期为主的国债期限结构。

2、利率结构研究

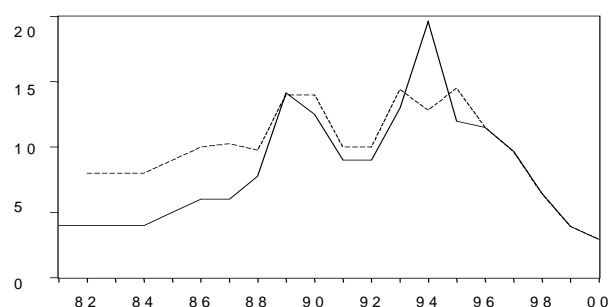
从图 2 可见，我国国债利率水平在两个方面表现出不合理性。首先，面向不同对象的国债利率相差较大，一般面向个人发行国债的利率比面向单位发行的利率水平明显高出过多；其次，无论是与历年的国债发行水平比较，还是与同期的银行储蓄存款利率比较，利率结构都不够稳定，在各年起伏较大。不过，在今年这种情况已有相当的改善，从 1996 年起，面向单位和个人发行国债的利率已经一致；2000 年国债利率有所降低，利率结构较为合理。建议在国债利率结构上，除参照同期储蓄存款利率设置若干档次外，对长期（5 年以上）的国债宜实行固定利率加浮动利率的方式，每年付息一次。固定利率根据存期长短不同，其利率固定在 2.3-3.5%，再加上浮动利率（浮动利率为该年零售物价上涨指数）。以此

实现有利于投资者避免通货膨胀所带来的损失和筹资者降低其筹资成本需要的合理的利率结果。

表 4 历年国债发行情况一览表

年份	期限(年)	年利率(%)		发行额 (亿元)	一年期储蓄存款 利率(%)
		单位	个人		
1981	5-9	4		48.66000	4.32-6.48
1982	5-9	4	8	43.83000	4.32-6.48
1983	5-9	4	8	41.58000	4.32-6.48
1984	5-9	4	8	42.53000	4.32-6.48
1985	5	5	9	60.61000	5.40-7.20
1986	5	6	10	62.51000	6.12-8.28
1987	3-5	6	10-10.5	116.8700	6.12-8.28
1988	2-5	6-9.5	9.5-10	188.7700	7.20-9.72
1989	3-5	14.14	14.00-15.00	223.9100	7.20-9.72
1990	3-5	10.00-15	14.00	197.2300	7.20-13.14
1991	3-5	9.00	10.00	281.2500	6.12-10.08
1992	3-5	9.00	9.5-10.5	460.7800	6.12-8.82
1993	3-5	13.00	13.96-15.86	381.4000	6.11-12.24
1994	0.5-5	19.6	9.8-15.86	1137.600	10.98-12.24
1995	1-5	11.98-15.86	14.00-15.00	1510.800	10.98-7.47
1996	0.25-10	8.50-14.5		2126.200	10.98-7.47
1997	2-10	8.64-10.69		2412.000	7.47-5.67
1998	3-10	5.01-7.86		3808.700	5.67-3.78
1999	2-10	2.60-5.23		4015.000	3.78-2.25
2000	1-10	2.35-3.50		4657.000	2.25

图 2 1981-2000 年国债发行平均年利率 (%)



这里,虚线表示单位的国债利率水平,实线表示个人的国债利率水平。

3、持有者结构研究

在 1994 年以前,国债的持有者主要是居民。近几年来,国有商业银行等各类银行、非银行金融机构、保险机构等机构投资者的数量大大增加,2000 年机构投资者的国债持有量已达 60%。国债投资者结构的变化是较为合理的,今后随着国债发行量的逐年增多,还应适当扩大银行等金融机构的比例,为此可以建立和发展国债投资基金,扩大国债机构投资者的比例,从而起到稳定和活跃国债市场的作用。

参考文献:

- 1、曹凤岐著 《中国证券市场发展、规范与国际化》 中国金融出版 1998 年 5 月第一版
- 2、郝继伦著 《中国股票市场发展分析》 中国经济出版社 2000 年 4 月第一版
- 3、赵振全 蒋瑛琨等 “我国证券市场的适度规模” 《2001 年中国经济分析与预测》(经济蓝皮书) 2001 年 1 月
- 4、陈守东 赵振全 “中国国债规模与偿债能力分析” 《数量经济技术经济研究》1997 年第六期
- 5、卢世春,中国股票市场结构优化研究,吉林大学博士论文,2001 年 6 月.
- 6、《中国统计年鉴》2000 年
- 7、《中国人民银行统计季报》2001 年第 2 期