

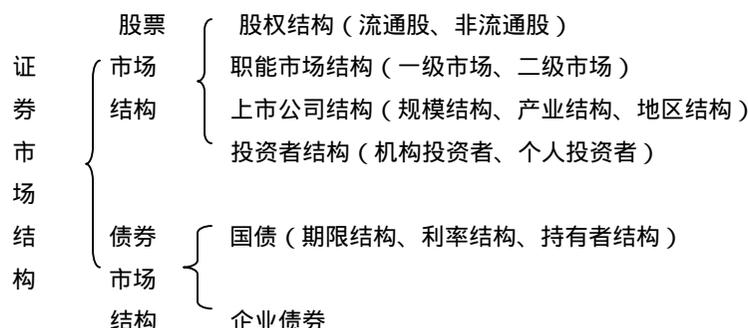
我国证券市场结构分析及优化

赵振全 蒋瑛琨 代丽 卢世春
(吉林大学商学院、数量经济研究中心)

我国证券市场经过十几年的发展，以其特有的功能在改革开放、推动经济体制转轨过程中发挥了日益重要的不可替代的作用。而要保持我国证券市场稳步健康发展，证券市场结构问题的研究是极其重要而不容忽视的。证券市场结构是证券市场有机整体的构架，它决定了证券市场的基本存在形式和基本功能的发挥，是证券市场制度安排的基本依托，并为参与者提供了必要的行为空间。如果没有一个合理的市场结构，证券市场这个有机体是难以正常运作的，更谈不上持续健康发展，因而研究证券市场结构问题具有重要意义，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。

一、我国证券市场结构的整体轮廓

所谓证券市场结构，广义上即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。下面列示了证券市场结构的整体轮廓，这也是本文研究的主要脉络。



二、我国证券市场的整体结构的分析

我国的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。上海、深圳证券交易所自1990年成立至今，按照“法制、监管、自律、规范”的八字方针，从无到有，从小到达，从地区性市场到全国性市场，从手工操作到无纸化发行与交易，实现了市场建设质的跨越，取得了举世瞩目的成就。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。

自1981年恢复发行国债以来，国债的发行规模逐年扩大。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。适应经济发展和扩大融资途径的需要，企业债券市场也有了一定的发展，1999年达到113.90亿元，但与股票市场和国债市场相比，规模尚小。

我国的股票市场尽管在近十年来发展迅速，但与国外相比，股票市场在国民经济中的比重还不高。我们用股票流通市值占 GDP 的比重来考察在一国的国民经济中股票市场应具有规模，1997 年，这个比重在英国为 156.2%，美国为 147.4%，加拿大为 105.8%，香港为 150%，日本为 52.5%，法国为 48.5%，德国为 39%，而在中国仅为 8.4%，远远低于其他国家。其中，日本和德国的经济发展较大程度上依赖于间接融资，因此股票流通市值与 GDP 之比较小，尽管如此，此比例也比中国的 4 倍还多；我国即使在 2000 年，也仅为 18.0%。如果用股票市价总值（包括流通股和非流通股）占 GDP 的比例来考察，1997 年和 2000 年分别为 23.44% 和 53.80%，这意味着即使国家股和法人股完全按现行市价上市流通，与经济发展相适应的股票市场的规模也是很小的。由此可见，与整个社会创造的价值相比，我国股票市场还很狭小，尚有巨大的发展空间。

国债的发行主要是为了弥补财政赤字、基本建设支出、偿付以前年度发行国债的本息和解决政府临时性的资金需求。我国由于中央财政收入占 GDP 比重还很小，1999 年仅为 7.13%，而偿还旧债任务越来越重，经济发展对财政支出的需求不断增大，从而财政赤字也必然有扩大之势。在收入少、支出大、财政赤字又要得到有效控制的情况下，为确保中央财力，扩大国债发行规模势在必行。我国截至 2000 年底，国债余额为 13674 亿元，仅占当年 GDP 的 15.30%，这一比重与国际公认的指标 45% 相比还相当小，表明我国国债规模并不过大，还有较大空间。

我国的企业债券市场是从 80 年代中期开始兴起的，在 1995 年以前，我国企业债券市场的规模基本大于股票市场；在这以后，股票市场快速发展起来，在很多上市公司以及为上市而努力的公司中，股票融资几乎成了除银行贷款以外的唯一筹资手段，发行企业债券的融资方式似乎被遗忘，造成企业债券市场的发展停滞不前。1985 年，美国企业的直接融资中，债券融资额与股票融资额的比重为 11.63 倍，日本为 1.72 倍，德国和英国均为 0.39 倍，法国为 0.21 倍。美国和日本企业债券融资额远大于股票融资额，而德国、英国、法国债券融资与股票融资之比虽较小，但也达到了 21% 以上。而我国从 1996 年到 1999 年，企业债券发行额占股票融资额比重的最大值也仅为 27%，可见我国的企业债券市场规模是很小的。因此，我们在继续培育股票市场和国债市场、扩大这两个市场规模的同时，必须对企业债券市场给予更多的关注，使之能以更快的速度发展，并与股票市场、国债市场相互协调和匹配，三者共同促成我国直接融资体系的完善和发展。

三、股票市场内部的结构分析及优化

（一）股权结构

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，均不可在市场上自由流通，只有社会公众股才可以在市场上自由流通，形成了我国特有的股权分割的局面。

我国的上市公司股权结构中存在明显的股权结构畸型化，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，国家股和各类法人股分别占全国上市公司股本总额的 36.13% 和 26.58%，合计为 62.71%，这些股份都是不能上市流通的，加上其它的不可流通股份（转配股和内部职工股）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。

国有股权的形成，主要是基于经济主导地位、防止国有资产流失、促使国有资产保值增值而设计的，但它阻碍了国有股份的流动性，使国有资产成为没有流动性的“沉淀资产”，大大弱化了国有资产的优化配置。其弊端体现在以下几个方面：（1）同股不同权。国有股不能上市流通使国有资产成为没有流动性的“沉淀”资产，无法在二级市场上变现来实现收益和回避风险；（2）国有股不能上市流通阻碍了股票市场功能的有效发挥，由于流通股仅占很小比例，很难通过二级市场对上市公司实行有效的并购与重组，也无法对上市公司形成有效的约束与激励，不利于上市公司彻底转换经营机制和按照现代企业制度进行运作；（3）国家股和法人股股东由于资金等方面的原因有配股时放弃配股权利或转让配股权利，尽管一部分采取权证方式转让给法人机构和社会公众而收取一部分费用，但仍造成了国有股权比例的下降和稀释，对于国有资产是一种侵蚀。（4）由于国有股份不能在二级市场上变现，使国家付出了投资于更有利的项目或更高收益率产业的机会成本，使国有资产失去了增值的机会。

我们应根据企业对于国民经济的重要程度等，将企业进行适当划分，必须由国家垄断的全国性重点支柱企业由国有资产管理局作为控股主体，而一般的竞争性非重点企业的国有股权可由省级国家资产管理局进行认真清查，采取合理的降低国有股比例办法实现相对控股或不控股，减持股份所获得的资金由国有资产管理部门决定如何进行再投资。具体可以按如下程序进行操作：

1、堵住流量。新股上市实行全面上市流通的制度，实现与国际惯例的彻底接轨。国家股和法人股可以同时交易所市场和 STAQ 市场进行交易。

2、解决存量。对于现存国有股的上市流通，必须采取切实可行合理的办法来加以解决。一种可行的方式是根据历史情况，将国有股权按一定比例（例如 1/2、1/3 或 1/4，具体比例另行讨论）进行缩股，然后向社会公众出售或上市流通。利用大约 10 年的时间，分阶段实现国有股分批上市。

（二）职能市场结构

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。一级市场是二级市场的前提和基础，而二级市场的发展则是一级市场发展的内在要求，在股票的上市流动中实现资源的优化配置。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。首先，两个市场的供求状况严重失衡，在一级市场上，股票供给远远小于需求，有巨额资金滞留在一级市场上专门认购新股，据估计资金量大致在 1500—2500 亿元之间。而二级市场却呈现供过于求的局面，市场扩容的压力很大，

资金的供应即二级市场的“造血”功能不足，致使股市丧失了平稳向上的客观基础。另外，两个市场的风险程度也严重不对称，除少数几只股票曾跌破发行价外，其余的新股不存在风险，而其获利却颇为丰厚。一级市场没有风险只有高额利润，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。

造成一、二级市场结构扭曲的原因，主要是：

1、股票发行的定价机制。目前我国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，巨额差价利润的存在诱使大量的资金流向一级市场，阻碍了二级市场的发展，使其“造血”功能不足。而且，新股发行的计划价格制客观上抑制了股票市场资源优化配置功能的发挥，不同的上市公司市盈率几乎相同，融通资金功能的大小也相差无几，结果资金以“撒胡椒面”的方式平均流向良莠不齐的上市公司，大大弱化了我国股市的优化资源配置的功能。

2、股票发行的额度控制机制。在经济体制转轨的背景下，我国目前采取的是“总量控制、现报家数”的额度控制法，结果股票发行在一定程度上变成了各部委、各省市的指标之争而非公司质量之争。额度控制的结果使上市成为一种稀缺资源，使一级市场的供给远远小于需求。另外在额度控制之下，股票上市变成了指标之争，而不注重上市公司的质量，这造成了二级市场的过度投机，加剧了股价的波动，使风险转嫁给二级市场和广大投资者，二级市场难以发挥其资源优化配置的功能。

为了推进一、二级市场结构优化和有效对接，可以从以下两方面入手：

1、废止企业上市的计划额度分配，实行透明的资格审查制度。这可以为优秀企业的上市敞开大门，提高上市企业质量，并消除企业上市选择的人为因素，减少寻租行为。要实行透明的上市资格审查制度，就必须保证企业上市资格审查部门的独立性与公正性，建立规范的证券发行规模宏观披露制度，完善市场监管体系，上市资格标准的制定要具备科学性和合理性。

2、改革新股的计划定价，逐步推行竞价发行机制。具体考虑是：证监会在批准新股发行时，不规定新股发行价格，或仅提供一个参考价；投资者结合二级市场的整体趋势，提出自己的新股认购价和认购数量；交易所或承销商根据价格有限的原则，逐笔与投资者成交，成交价就是投资者选定的价格，直到新股销售完毕。

（三）上市公司结构

上市公司是股票市场的融资主体，是股市的基础。上市公司的结构直接关系到股市的稳定与作用发挥，下面分别从规模结构、产业结构及地区结构三方面对上市公司的结构进行分析。

1、上市公司规模结构

表 1 和表 2 列示了有关我国上市公司规模的数据，从中可以看出我国上市公司的资产规模虽然获得了较大的提高，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 年底平均资产规模达到了 16.94 亿元，但是总的来说我国上市公司规模偏小的特征是非常明显的，1999 年底，注册资本不足 2 亿元的上市公司占近一半，通过与国际上的其它股票市场上市公司规模进行比较可以更清楚地

看出我们的差距。主要发达国家上市公司的平均总资产规模分别为：日本 168700 万美元、德国 112800 万美元、法国 98300 万美元、美国 65400 万美元、英国 58500 万美元，而且与一些发展中国家相比也存在不小的差距，如新加坡为 56000 万美元、马来西亚为 41700 万美元、韩国 27400 万美元。

表 1 历年上市公司平均总资产规模

	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
平均资产规模(亿元)	16.94	14.38	12.93	11.29	12.63	11.41	10.22	8.08

表 2 1999 年我国上市公司注册资本规模结构

区间	1 亿元以下	1 亿元至 2 亿元以下	2 亿元至 3 亿元以下	3 亿元至 4 亿元以下	4 亿元以上	合计
家数	91	339	231	114	174	949
比重	9.59%	35.72%	24.34%	12.01%	18.34%	100%

我国上市公司规模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发行上市公司的规模做出明确界定，使更多具有较大规模的公司进入股票市场；二是通过存量的调解来实现，存量调解的方式主要有兼并收购、重组等，大的上市公司可以通过吸收合并或重组与小的上市公司联合实现规模壮大，小的上市公司之间也可以采取合并的方式实现规模壮大，也可以通过买壳的方式使非上市公司成功入主规模较小的上市公司。

2、上市公司产业结构

表 3 列示了 1999 年我国上市公司行业结构状况，从中我们可以看出，机械、设备、仪表类上市公司数目最多，占总量的 16.97%，比重超过 10%的还有石油、化学类和金属、非金属类。农、林、牧、渔业和采掘业虽然在国民经济中占有重要的基础地位，但比例很低，前者有 16 家，而后者仅为 11 家。数目最少的是金融、保险业类与信息和文化产业类，分别只有 6 家上市公司。如果按照三次产业划分，(由于综合类上市公司无法准确划分，故不列在该项统计范围内)，第二产业是上市公司的绝对主体，共有上市公司 639 家，比重为 72.95%，其次是第三产业，共有 221 家，比重为 25.22%，而第一产业的上市公司数目最少仅为 16 家，比重为 1.83%。

通过分析不难看出一个事实，那就是我国上市公司产业结构存在很严重的失衡问题。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。1998 年底我国的产业结构状况是：第一产业占 18.4%；第二产业占 48.7%，其中工业占 42.1%，建筑业占 6.6%；第三产业占 30.9%，其中交通运输、仓储、邮电通信占 6.3%，批发和零售、贸易餐饮业占 8.3%。国民经济表现出明显的第一产业发展弱势而第二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”。

表 3 1999 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%
----	------	-----	----	------	-----

机械、设备、仪表	161	16.97	综合类	73	7.69
石油、化学	131	13.80	社会服务业	44	4.64
金属、非金属	97	10.22	电力、煤气及水的生产和供应	33	3.48
通讯、电子	54	5.69	交通运输、仓储业	33	3.48
食品、饮料	48	5.06	房地产	30	3.16
纺织、服装、皮毛	46	4.85	建筑业	20	2.11
造纸、印刷	18	1.90	农、林、牧、渔业	16	1.69
橡胶、塑料	10	1.05	采掘业	11	1.16
木材、家具	2	0.21	金融、保险业	6	0.63
其它制造业	11	1.16	信息与文化产业	6	0.63
批发和零售贸易	99	10.43	合计	949	100.00

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整体性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

表 4 1999 年上市公司按地区分类统计表

地区	省份	上市公司家数 (比重%)	总排序	分地区 累计家数 (比重%)	地区	省份	上市公司家数 (比重%)	总排序	分地区 累计家数 (比重%)	
东北	辽宁	48(1.05)	5	102(10.75)	华北	北京	44(4.64)	9	109(11.49)	
	吉林	28(2.95)	12			天津	14(1.48)	22		
	黑龙江	26(2.74)	14			河北	24(2.53)	15		
西南	重庆	22(2.32)	16	117(12.33)		山西	13(1.37)	25		330(34.77)
	四川	53(5.58)	3			内蒙	14(1.48)	22		
	贵州	9(0.95)	29		华东	上海	124(13.07)	1		
	云南	15(1.58)	21			山东	49(5.16)	4		
	西藏	6(0.63)	32			江苏	48(5.06)	5		
广西	12(1.26)	26	安徽	18(1.90)		20				
西北	陕西	20(2.11)	19	60(6.32)	浙江	42(4.43)	10	231(24.34)		
	甘肃	11(1.16)	28		江西	12(1.26)	26			
	宁夏	8(0.84)	30		福建	37(3.90)	11			
	中南	青海	7(0.74)		31	河南	22(2.32)		16	
		新疆	14(1.48)		22	湖北	46(4.85)		8	
						湖南	27(2.85)		13	
						广东	47(4.95)		7	
						深圳	68(7.17)		2	
海南	21(2.21)	18								

从表 4 中的有关统计数据可以看出，1999 年上市公司数排名前五位的分别是上海、深圳、四川、山东和广东（不含深圳），分别拥有上市公司的数目是 124 家、68

家、53家、49家和48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11家、9家、8家、7家和6家。地区间差异很明显，其中，华东地区上市公司总数最多，共有330家，仅该地区就占了全国所有上市公司总数的34.77%，而西北五省仅有上市公司60家，仅占总数的6.32%，可见差距之大。

要改变现有上市公司地区结构，除了必要的政策倾斜外，更重要的是强化落后地区上市公司后续梯队的培养。一方面帮助它们较好地完成改制工作，另一方面也是最重要的方面是要使这些企业达到规模与业绩双向提升。此外，应充分利用落后地区的资源优势、地域优势、劳动力成本优势等，加强落后地区与发达地区间的交流与合作，以促进落后地区企业的发展。

（四）投资者结构

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。一般情况下成熟的证券市场中机构投资者占据主要地位，即无论是从数量还是资金方面机构投资者都占据着优势。据资料显示，伦敦股票市场的股票市场交易额的90%以上都是由机构投资者完成的。由于我国股票市场是一个新兴市场，从数量上看投资者构成以个人投资者居于绝对多数，而机构投资者数量则非常少，1998年底和1999年底机构投资者的数目分别为15.58万户和28.2万户，均不足所有投资者数目的1%。投资者结构的不合理是导致我国股票市场波动的一个重要原因。

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金融机构、基金和企业三大类。

（1）金融机构

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，证券经营机构是当前股票市场机构投资者的绝对主体。截止1999年底，我国共有专业类证券公司90家。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。商业银行作为金融机构中的最重要主体，它所拥有的资金实力最大，进行多样化的资本运营、降低市场风险将成为他们最现实的需要，所以在未来条件成熟时股票市场也应向商业银行开放，但这需要更高的监管水平作保证。

（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机构投资主体。相比较而言，我国的基金业发展较为落后，目前能够作为股票市场机构投资者的主要有三种形式：其一是1995年以前审批的部分投资基金，市场上通常将这部分基金称作“老基金”；其二是1998年开始启动的规范式证券投资基金，市场上通常将这部分基金称为“新基金”；其三是保险基金。

规模小、投资分散、运作不规范是“老基金”的共同特征，对于股票市场巨大的总市值而言它们的影响力是极为有限的。新基金是在1998年才开始启动的，它们是标准的、规范化的证券投资基金，到1999年底止，它的总规模已达505亿元。我国现有的新基金全部为封闭式基金，开放式基金尚未实现零的突破。而开放式基金作为发达国家证券投资基金的主要形式，它具有许多封闭式基金所无法替代的优势，

是证券投资基金发展的主流方向，因此，应尽快使开放式基金面世。目前，我国保险基金可以通过证券投资基金进入股市，但现有的证券投资基金规模与大的保险基金相比还只是杯水车薪，要想从根本上解决问题，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）企业

目前国家已允许“三类企业”即国有企业、国有控股企业和上市公司以其自有资金进行股票投资。这政策使得其它有实力进行股票投资的企业无法通过正常渠道进行股票投资，其实，只要监管到位，无论何种属性的企业进行股票投资都将会对股票市场形成有效的需求，企业是否进行股票投资应由企业根据自身实力和经营者的资本运营方略来决定，而不应设置政策壁垒，有必要将企业入市的壁垒逐步打开。

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。我国个人投资者主要分为三类：一是具有稳定收入来源的上班族。他们的投资特点是多倾向于进行中长线投资，更注重上市公司的业绩，是股票市场中难得的稳定力量；二是具有较大资金实力的个人投资者。这部分人构成证券营业部中的中、大户，他们一般在股市中投入较多的时间和精力，投机心理较强，倾向于中短线操作，换手率较高。三是常年蹲在股票大厅里的一类人。这类人一般资金量不大，文化层次较低，他们倾向于短线操作，较少对股票投资价值进行深入分析，是股市中最不稳定的一个群体。

从稳定发展中国股票市场出发，应不断加强对个人投资者特别是后两类个人投资者的投资理性教育。提高他们的素质是一项长期的工作。

四、债券市场内部结构的分析及优化

（一）国债市场内部结构

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。从1994年起，财政部不能向中国人民银行透支和借款，国库券发行量猛增到1020亿元，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

我国国债期限结构比较单一，1981-1984年发行的国债，还本付息期限为6-10年；1985-1987年发行的国债，还本付息期限一般为5年；从1988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，致使从1990年起进入还本付息高峰，给财政带来带来很大压力。近年来发行的国债

期限有所改进，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。建议适当发行 3 个月、6 个月、9 个月的短期国债，以解决财政先支后收的临时需要，控制发行 3 年期的国债，采取措施多发一些以机构投资者为购买对象 5-10 年期限的国债，以利于政府获得长期和稳定的资金来源。这样可以实现短、中、长相结合，并以中长期为主的国债期限结构。这样有利于分散国债还本付息的期限，避免出现还本付息高峰；期限延长，有利于资金的安排使用，使更多资金用于基础产业建设；可以减少还本付息和发行新债券的次数，有利于降低发行成本。

2、利率结构

前几年，国债利率一般高于同期银行储蓄存款利率两个百分点左右，这不利于处理好财政筹资与银行组织储蓄存款的关系。2000 年国债利率有所降低，利率结构较为合理。但我国国债的利率结构一直不很稳定，我们需要寻求一种较为稳定和合理的国债的利率结构。国债由国家财政作为担保，几乎没有风险，现在又有了国债流通市场，变现能力很强，所以国债利率不宜比银行利率高出太多，一般控制在一个百分点左右为宜。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）。这种国债对投资者来说，可以避免通货膨胀所带来的损失；对投资者来说，随着物价涨幅的回落，以及债券期限较长，可以降低其筹资成本。

3、持有者结构

在 1994 年以前，国债的持有者主要是居民。1993 年居民手中持有的国债量高达 80% 以上，1994 年有所下降，但仍在 60% 以上。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，这样使国债除了为国家财政筹措资金以弥补财政赤字和筹集巨额建设资金外，还可以为中央银行进行公开市场业务提供载体，通过吞吐债券，调整社会资金供求，调整货币供应量，从而使整个资金市场得到均衡发展。

（二）企业债券市场结构

债券市场是证券市场的重要组成部分。然而我国证券市场发展中股票市场和公司债券市场的发展却严重失衡：一级市场上，股票供不应求，中签率往往在 5% 左右，市场高速扩容，而企业债券发行渠道不畅，市场规模狭小；二级市场，股市如火如荼，企业债券市场乏人问津，交投冷淡。

企业债券市场发展缓慢的原因是多方面的，主要有：（1）市场主体对企业债券市场的认识不够。政府部门对利用企业债券市场发展经济没有给予足够的重视；由于发行企业债券具有硬约束，企业主要通过股票市场和银行借款筹资，而不发行债券；（2）客观条件制约了企业债券市场的发展。举债企业的业绩一般极不稳定，有时难以按期兑付本息，风险较大；稳健的投资者队伍还没有形成，为了获取差价收

益，投资者多选择股票，企业债券缺乏吸引力。

我们必须采取切实有效的措施加快企业债券市场的发展。建立企业债券市场的准入制度，严格企业债券上市审查；建立浮动利率制度，使企业的筹资成本随市场条件而变化，最大程度避免市场利率风险；强化与规范企业担保人制度等。我们要注意在政策上加以引导和在法制上加以规范，对一些经济效益好，有偿还能力的大中型企业，可以适当发行中长期债券。特别是对符合国家产业政策、又发展前途的基础产业，应允许发行与其偿还能力相适应的中长期企业债券，以支持其迅速发展。

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 月第一版
- 4、陈守东 赵振全 “中国国债规模与应债能力分析” 《数量经济技术经济研究》1997 年第六期
- 5、朱剑彪 “论中国股市一、二级市场的非均衡” 《投资经济》1999 年 5 月
- 6、卢世春博士论文
- 7、《中国统计年鉴》2000 年
- 8、《中国人民银行统计季报》2001 年第 2 期