

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: X2006156127

UDC\_\_\_\_\_

厦门大学

硕士学位论文

我国机构投资者的结构失衡及其  
市场影响研究

Analysis of structural imbalance of institutional investors  
and the impact on the market

胡来旺

指导教师姓名: 张亦春教授

专业名称: 工商管理(EMBA)

论文提交日期: 2012年10月

论文答辩日期: 2012年 月

学位授予日期: 2012年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评阅人: \_\_\_\_\_

2012年10月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

- (        ) 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于     年   月   日解密，解密后适用上述授权。
- (        ) 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年   月   日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 内容摘要

2001年中国证券监管当局提出了“超常规发展机构投资者”的发展思路，随着中国股市的跨越式发展和公众投资意识的觉醒，以投资基金、保险公司和社保基金为代表的机构投资者迅速发展壮大，取代个人投资者成为中国资本市场的主导。但与此同时，机构投资者结构却出现了显著的失衡，证券投资基金无论从持股市值还是市场影响力都远远超过保险公司和社保基金等其他机构投资者而居于绝对优势主导地位。中国机构投资者结构呈现出“一基独大”的格局，而这种失衡的机构投资者结构并不利于我国资本市场的稳定和效率的提高，反而可能加剧市场的波动性和非理性。在既有的对机构投资者及其对市场影响的研究中，往往集中在机构投资者持股特征或羊群行为对市场稳定性或市场效率的影响，很少有学者专门对机构投资者结构对市场影响的问题进行较为系统深入的研究，本课题报告拟在这一方面做一些探索。

论文首先分析我国资本市场的投资者结构，指出伴随着中国资本市场的发展，投资者结构也日益完善和优化，表现为机构投资者的占比不断上升，但是机构投资者在超常规发展的同时，却呈现结构失衡、“一基独大”的格局。在此基础上，论文进一步分析证券投资基金的跨越式发展及其对市场的影响，并探讨我国发展相对滞后的保险公司和社保基金在资金性质和投资策略方面的差异，并分析这两类机构投资者的发展对于中国资本市场的意义。本文以2005年至2008年中国股市暴涨暴跌过程中，各类机构投资者的投资策略和相互博弈为例，分析结构失衡的机构投资者对市场的可能消极影响。论文最后在借鉴美国和OECD等其他成熟市场国家发展机构投资者经验的基础上，提出优化我国机构投资者结构的政策建议和发展思路。

论文的主要贡献在于首次较为系统地探讨中国机构投资者的结构失衡对市场的影响，并在此基础上提出优化中国机构投资者结构的政策思路，对于我国进一步推进机构投资者的发展具有一定的参考价值。

**关键词：**机构投资者；结构失衡；市场影响

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## **Abstract**

In 2001 China Securities Regulatory Commission has proposed an idea of supernormally accelerating the development of institutional investors. With the great-leap-forward development of Chinese stock market and the arousal of the conscious of the investors , institutional investors such as mutual funds, insurance companies and pension funds replacing individual investors have become the leading group in the capital market. However, the structure of institutional investors is imbalanced at the same time. Compared with insurance company and pension fund, mutual fund is in absolutely predominant position in the market. The structure of institutional investor is dominated by mutual funds.

Not only is this imbalance helpful to the stability and efficiency, it may also aggravate the volatility of the market. In the past research of the impact of the institutional investor to the market, scholars always focused on the characteristics of the institutional investor's stock holdings or the impact of herding behavior to the market efficiency. very few of them has thoroughly or systematically done research on the impact of the institutional investor's structure to the market. This paper is to do some exploration in this field.

This paper will first analyze the structure of investors in the capital market pointing out that with the development of the Chinese capital market investor structure has been improving a lot in terms of the increasing proportion of institutional investor in the market. But along with the supernormal development of institutional investors, the investor structure has become imbalanced and mutual fund has become the dominant group. As a basis, this paper will further make some analysis about the market impact of the great-leap-forward development of mutual funds and discuss the difference of the funds features and investment strategies between insurance company and pension fund analyzing the significance of these two institutions to Chinese capital market. This paper will study the investment strategy and gaming tact that institutional investors adopted between 2005 and 2008, the period when China's equity market is taking a skyrocketing-and-plummeting journey. On that

basis, we tempt to analyze the possible negative impacts the imbalanced pattern of institutional investors will cast on the capital market. At last we will make some suggestions on how to improve the investor structure of our country based on the experience of the U.S., OECD and other developed countries.

The main contribution of our paper is that we first analyze the impact of institutional investor structure imbalance to the market and on this basis we make some suggestions on how to improve the structure of institutional investor which would be of some value in further improving the development of institutional investor of China.

**Key words:** Institutional Investor; Structural Imbalance; Market Impact

# 目录

导论.....	1
一、选题背景和研究意义.....	1
二、文献综述.....	2
三、研究思路和结构框架.....	3
<b>第一章 中国资本市场的机构投资者结构.....</b>	<b>5</b>
<b>第一节 中国资本市场的投资者结构.....</b>	<b>5</b>
一、中国资本市场投资者结构的演进.....	5
二、中国资本市场投资者结构的最新变化：2005—2009.....	7
三、投资者结构不平衡对我国资本市场的影响.....	9
<b>第二节 中国资本市场的机构投资者结构.....</b>	<b>10</b>
一、我国机构投资者的发展现状.....	11
二、机构投资者区别于个人投资者的特点.....	12
三、我国机构投资者结构明显失衡.....	13
<b>第二章 机构投资者结构失衡的市场影响.....</b>	<b>18</b>
<b>第一节 “一基独大”的机构投资者结构及其市场影响.....</b>	<b>18</b>
一、我国证券投资基金业的发展现状.....	18
二、我国证券投资基金的持股情况.....	20
三、“一基独大”的机构投资者结构对我国资本市场的影响.....	22
四、证券投资基金对股市的影响：基于美国基金发展历史的考察.....	23
<b>第二节 滞后发展的保险公司和社保基金及其市场影响.....</b>	<b>24</b>
一、我国保险公司参与资本市场投资的概况.....	24
二、我国保险公司的投资行为分析.....	25
三、社保基金的发展及其对市场的影响.....	27
四、社保投资行为与保险的差异及其对市场的影响.....	28
<b>第三节 其他低占比机构投资者的行为及其市场影响.....</b>	<b>29</b>
一、QFII.....	30
二、证券公司.....	31

<b>第四节 机构投资者博弈及其市场影响：以 2005—2008 市场剧烈波动为例</b>	<b>32</b>
一、中国资本市场投资主体博弈格局的演进.....	32
二、规模差异悬殊的机构投资者及其对应的投资策略.....	33
三、各类机构投资者的相互博弈策略.....	37
四、对我国结构失衡的机构投资者之间相互博弈的思考.....	39
<b>第三章 我国机构投资者结构的调整和优化：国际经验及其启示</b>	<b>41</b>
<b>第一节 美国的机构投资者结构：演进历程及其对市场的影响</b>	<b>41</b>
一、美国机构投资者的发展历史.....	41
二、美国机构投资者的发展现状.....	42
三、美国各类机构投资者的投资策略与相互制衡.....	44
<b>第二节 OECD 其他国家机构投资者的结构与发展</b>	<b>49</b>
一、OECD 国家机构投资者的发展特点.....	49
二、OECD 国家机构投资者结构的比较分析.....	50
三、各国对保险公司和养老基金的发展策略.....	52
<b>第三节 我国机构投资者的结构优化和发展策略</b>	<b>53</b>
一、成熟市场国家完善机构投资者结构的经验.....	53
二、我国在机构投资者发展战略上存在的问题.....	54
三、优化我国机构投资者结构的建议.....	56
<b>参考文献</b> .....	<b>59</b>

## 导论

### 一、选题背景和研究意义

2001年中国证券监管当局提出了“超常规发展机构投资者”的发展思路，但在随后的5年熊市中，机构投资者的发展速度相对缓慢。进入2006年以来，随着股市的暴涨，强大的财富效应激发了我国居民的投资意识和投资热情。家庭部门出现了规模巨大的“资产替代”行为——大量的居民储蓄由银行流出，涌入股票市场 and 基金市场。机构投资者的规模也随之迅速膨胀，真正实现了监管当局所期望的“超常规发展”。以开放式基金为例，其数量由2002年1月的3只发展到2009年底的490只，而相应地，基金份额也激增至2009年底的2.46万亿份。与此同时，保险公司、养老基金（包括社保基金和企业年金）、证券公司以及QFII等机构投资者的资产规模也迅速扩大。但我们也注意到，机构投资者在规模急剧扩张的同时却出现了结构性失衡：开放式基金在机构投资者中占有绝对比重，而保险公司、养老基金以及QFII等在机构投资者中的比例则相对较小。那么，机构投资者这种结构失衡的“超常规发展”是否实现了管理层所期待的“稳定市场”和“理性投资”呢？2006年以来中国股市的暴涨暴跌给我们的直观感觉是管理层的这一期待并没有实现。随着机构投资者持股占市场流通市值比例的迅速提升，市场的波动率不降反升（上证综指由2005年年底1161点上涨为2007年10月份最高的6124点，涨幅接近500%，继而又在一年左右的时间里下探到1665点左右，跌幅深达70%以上，而随后又在不到1年的时间里上涨到3478点，涨幅超过100%）。此外，在股市暴涨期间还滋生了“蓝筹股泡沫”，而这个泡沫又在股市暴跌期间迅速破灭。市场并没有因为机构投资者的超常规发展而变得更加稳定和理性。我们认为：机构投资者结构的失衡是引发我国市场非理性上涨的一个主要原因。如前文所述，我国的机构投资者中开放式基金占了相当大比重，尽管开放式基金标榜的投资风格各异，但在实际操作中其投资对象和投资范围高度雷同；而其他类型的机构投资者尽管近年来也呈现快速发展趋势，但就规模而言还无法和开放式基金形成有效的博弈制衡格局。因此，整个市场的走势在很大程度上取决于投资基金这一机构投资者的

投资行为。那么，机构投资者的这种结构失衡又会对市场产生怎样的影响呢？本文拟就这一问题进行研究和探讨。

## 二、文献综述

目前，关于机构投资者的市场影响的研究，相当一部分集中在机构投资者能否稳定市场。对于这一问题，学术上还存在着较大的争议。赞成者认为：首先，机构投资者较为理性，其投资行为较少受“噪声”和“市场情绪”的影响，从而可以抵消个人投资者的非理性行为，降低资产价格的波动率；其次，机构投资者倾向于投资流动性高，波动率小的资产，并且作为逆向的趋势追踪者或负反馈交易者，他们的交易行为有利于纠正市场中经常出现的过度反应，促进市场稳定；第三，机构投资者持有的资产组合数量巨大，因此他们不会频繁地改变投资组合，否则容易引起资产价格大幅波动，增加交易成本。Chopra, Lakonishok 和 Ritter (1992) 认为机构投资者是相对理性的，机构投资者的理性交易能够抵消个人投资者的非理性交易，从而起到稳定股价的作用。这一论断似乎更符合人们的逻辑判断，但对于这一命题的质疑却一直没有停止过。Chan 和 Lakonishok (1993) 认为机构投资者的持仓量通常大于个人投资者，机构投资者对某只股票持仓量的增加会导致其股价波动增加。Sias (1996) 研究发现：当某股票被机构投资者持有的份额越大，其股价的波动性越强。Patrick J. Dennis 等 (2002) 研究发现，在股市大幅波动时，机构持有股份比例与股票波动性之间存在正向关系，机构投资者至少在短期内增加了市场的波动。

在国内，关于机构投资者能否稳定市场的争论也从未停止过。祁斌、黄明、陈卓思和杜丽虹 (2005) 以 2001 年到 2004 年间 16 个季度的数据作为样本，通过实证研究发现：中国资本市场中机构投资者持股比例与股价波动性之间显著负相关、与公司规模正相关，机构投资者有助于降低市场整体波动性。在此基础上，祁斌、黄明和陈卓思 (2006) 在借鉴 Sias (1996) 和 Faugere 和 Shawky (2003) 的研究方法，以 2001 年到 2004 年间作为样本时间区间，实证研究证明了我国股票市场上机构投资者具有稳定市场的功能。周学农和彭丹 (2007) 以 1997 年 1 月 2 日至 2006 年 12 月 31 日间上证指数和深圳成分指数的日收益率为样本，实证研究发现：在大力发展机构投资者后，股指收益波动性数值减

少，波动的平稳性增强，波动的杠杆效应减弱，表明机构投资者能有效降低股市的波动性。胡大春，金赛男（2007）采用动态面板数据模型对 1999 年到 2004 年中国 A 股市场进行了分析，认为基金提高持股比例，将降低相应股票收益率的波动性，从而起到一定的稳定市场的作用。对此，另一部分学者则提出了不同的观点。何基报和王霞（2005）以 2003 年到 2005 年 12 个季度证券投资基金的数据作为样本，实证研究认为：机构投资者与稳定市场之间没有必然的联系，在市场其他因素给定的情况下，股价波动的大小是市场中投资者结构参数的非线性函数，不能直接得出“机构投资者一定能够稳定市场”的结论。宋冬林、毕子男和沈正阳（2007）以 2004 年第 2 季度到 2006 年第 3 季度为考查周期，研究了机构投资者参与度对市场波动性的影响。他们研究发现：在市场整体下降或盘整时期，机构持股比例越高、市场波动率越低；而在市场快速拉升时期，则机构持股比例越高、市场波动率也相应提高。由此他们认为：就长期而言机构投资者与市场波动性之间并不存在简单的线性关系，也不能得出现阶段机构投资者加剧或减轻 A 股市场波动的结论。到目前为止，国内外还很少有文献专门探讨机构投资者结构对市场的影响。

### 三、研究思路和结构框架

由上文的文献综述我们知道，既有对机构投资者及其对市场影响的研究，往往集中在机构投资者持股特征或羊群行为对市场稳定性或市场效率的影响，很少有学者对机构投资者结构对市场影响的问题进行较为系统深入的研究，本文拟在这一方面做一些探索。论文首先分析我国资本市场的投资者结构，指出伴随着中国资本市场的发展，投资者结构也日益完善和优化，表现为机构投资者的占比不断上升。但我们同时也注意到：机构投资者在超常规发展的同时，也出现了结构失衡的问题，表现为证券投资基金实现了跨越式发展，而同为机构投资者重要组成部分的保险公司和社保基金（养老基金）却发展滞后，导致中国的机构投资者结构呈现“一基独大”的非平衡格局。在此基础上，论文的第二章和第三章对这一机构投资者结构对中国资本市场的影响，以及如何优化我国的机构投资者结构进行了分析和探讨。论文第二章首先分析证券投资基金的跨越式发展及其对市场的影响，其次分析我国发展相对滞后的保险公司和社

保基金在资金性质和投资策略方面的差异，并分析这两类机构投资者的发展对于中国资本市场的意义。本章的最后，我们以 2005 年至 2008 年中国股市暴涨暴跌过程中，各类机构投资者的投资策略和相互博弈为例，分析结构失衡的机构投资者并不能够很好地稳定市场，反而可能加剧市场的波动和损害市场效率。论文的第三章是优化我国机构投资者结构的建议。美国结构均衡的机构投资者是维护市场稳定和有效运行的关键，为我国优化机构投资者结构提供了很好的借鉴和参考，此外，OECD 其他国家在机构投资者发展方面也为我国提供了有益的启示，在借鉴成熟市场国家经验的基础上，论文最后提出了优化我国机构投资者结构的政策建议和发展思路。

依循上述研究思路，本文的结构框架安排如下：

第一章 中国资本市场的机构投资者结构；

第二章 机构投资者结构失衡的市场影响；

第三章 我国机构投资者结构的调整和优化：国际经验及其启示。

## 第一章 中国资本市场的机构投资者结构

### 第一节 中国资本市场的投资者结构

作为一个“新兴加转轨”的市场，中国资本市场在发展中不断完善，而伴随着这一过程，中国资本市场的投资者结构也出现了显著的变化。机构投资者的占比在不断上升，市场投资者结构趋于优化。

#### 一、中国资本市场投资者结构的演进

伴随着市场经济体制在中国的逐步建立，我国资本市场也逐步发展且日益完善。截至 2009 年底，我国 A 股上市公司数目达 1652 家，A 股总市值接近 24 万亿。与此同时，资本市场的投资者规模日益壮大，截至 2009 年底，沪深两市投资者的开户总数为 13781.78 万户，其中个人投资者开户总数为 13727.27 万户，帐户数占比 99.61%，机构投资者开户总数为 54.06 万户，账户数量占比为 0.39%，尽管就占比数而言，机构投资者帐户占比反而是下降的，但就绝对数而言，机构帐户数已由 2000 年的 25.66 万户。但需要特别指出的是，尽管我国资本市场投资者开户数规模巨大，但其中有相当一部分股票账户没有或很少发生实质性股票交易。根据深圳证券交易所的统计数据表明：在深圳证券交易所开户的账户中，真正持有股票的账户数量不到累计开户数量的 1/3<sup>①</sup>。

---

<sup>①</sup> 2005 年，2006 年以及 2007 年 1 月至 8 月末，深圳证券交易所市场平均持股账户数目分别为 1119 万户，1055 万户，1237 万户，占同期累计开户数量的比例分别为 33%、28%、26%。

表 1-1 2000-2009 年各年投资者 A 股账户数 (单位: 万户)

年份	A 股账户数				
	总数	个人	个人占比	机构	机构占比
2000	5877.42	5851.76	0.9956	25.66	0.0044
2001	6531.43	6500.98	0.9953	30.45	0.0047
2002	6669.14	6638.31	0.9954	30.83	0.0046
2003	6803.53	6771.35	0.9953	32.18	0.0047
2004	6945.87	6912.65	0.9952	33.22	0.0048
2005	7028.13	6994.12	0.9952	34.01	0.0048
2006	7317.55	7281.29	0.9950	36.26	0.0050
2007	11052.12	11005.22	0.9958	46.90	0.0042
2008	12123.54	12074.93	0.9960	48.61	0.0040
2009	13781.78	13727.72	0.9961	54.06	0.0039

注: 表中的机构投资者包括证券公司、证券投资基金、社会保障基金、QFII、银行、信托投资公司、保险公司、其他金融机构、财务公司、企业年金、各类企业、事业、机关、社团法人等。

数据来源: 中国证券登记结算有限责任公司网站。

根据中登公司(2009)发布的统计年报显示:截至2008年底,各类机构投资者持有的已上市A股流通市值占比为54.62%,这是有统计以来机构投资者持有量首次超过五成。统计显示,由于限售股的大量解禁,一般机构持有的流通股市值有较为明显的增加,去年末包括证券投资基金、社保基金、QFII、保险公司、企业年金、证券公司、一般机构在内的各类机构投资者持有的已上市A股流通市值占比达到54.62%,同比提高了5.91个百分点;相应地,个人投资者持有已上市A股流通市值占比从2007年底的51.29%下降到2008年底的45.39%。机构投资者持有流通A股占比超过个人投资者,对于长期以来一直刻有“散户市”印记的中国股市而言,无疑具有里程碑式的意义。一直以来,我国资本市场机构投资者的比重低于个人投资者部分,2005年年底机构投资者占比仅为30.13%。随着机构投资者取代个人投资者成为市场的主导,这表明我国资本市场投资者结构得到进一步完善。但需要特别指出的是,2008年机构投资者占比大幅提升的主要原因是大量“大小非”的解禁,而这些大小非主要由产业投资者构成。从境外成熟市场经验来看,能够真正活跃资本市场,从而推动资本市场发展的力量是投资基金、保险公司、QFII等“活跃”的机构投资者,这部分比例才是对市场成熟度的真正考量。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库