

The Behavior Study on Individual Investors in China's Bond Market

by

Shaotong Liu

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment  
of the Requirements for the Degree  
Doctor of Business Administration

Approved March 2016 by the  
Graduate Supervisory Committee:

Bin Gu, Co-Chair  
Ning Zhu, Co-Chair  
Hong Yan

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2016

中国债券市场个人投资者行为研究

刘绍统

DBA 学位申请论文

于 2016 年 3 月研究生论文管理委员会批准：

顾彬，联席主席

朱宁，联席主席

严弘

亚利桑那州立大学

2016 年 5 月

## ABSTRACT

During the past decade, the Chinese bond market has been rapidly developing. The percentage of bond to total social funding is constantly increasing. The structure and behavior of investors are crucial to the construction of China's bond market. Due to specific credit risks, bond market regulation usually involves in rules to control investor adequacy. It is heatedly discussed among academia and regulators about whether individual investors are adequate to directly participate in bond trading. This paper focuses on the comparison between individual and institutional bond investors, especially their returns and risks. Based on the comparison, this paper provides constructive suggestions for China's bond market development and the bond market investor structure.

## 摘要

近年来，中国债券市场得到快速发展，债券融资占社会融资总量的比重不断上升。债券投资者结构和投资者行为是影响债券市场建设的核心要素之一，债券因其固有的信用风险，监管机构一般建立了债券投资者适当性制度，对个人投资者是否能够直接投资债券和如何参与债券投资是理论界和监管机构共同关注和经常研讨的问题。本文主要从交易所个人和债券型基金债券投资比较研究的角度，分析个人和机构债券投资的收益和风险，并据此研究债券投资者结构、债券市场结构和市场建设问题。

# 目录

	页码
表格目录.....	vii
图表目录.....	viii
章节	
1 开篇综述 .....	1
1.1 选题背景.....	1
1.2 主要内容 .....	4
1.3 研究意义 .....	6
1.3.1 理论及实践贡献.....	6
1.3.2 政策及行业建议 .....	7
2 研究背景及文献综述.....	8
2.1 中国债券市场的发展历程.....	8
2.1.1 我国企业债券市场的发展历史.....	8
2.1.2 我国债券流通市场的历史演变过程.....	10
2.2 中国债券市场体系建设与监管完善.....	12
2.2.1 市场规模持续壮大.....	12
2.2.2 市场品种日益丰富 .....	13
2.2.3 法规制度建设不断完善：投资者适当性管理视角.....	14
2.2.3.1 个人投资者参与银行间债券市场制度沿革.....	14

章节	页码
2.2.3.2 个人投资者参与交易所债券市场制度沿革及现状.....	15
2.3 上海证券交易所债券市场历史沿革和基本情况 .....	17
2.3.1 发展历程 .....	17
2.3.2 市场基本情况.....	18
2.4 投资者行为对资本市场的影响.....	19
2.4.1 投资者的行为偏差与理论基础 .....	20
2.4.1.1 有限关注(Limited Attention).....	20
2.4.1.2 过度自信(Overconfidence)与过度交易(Overtrading) .....	21
2.4.1.3 模糊厌恶(Ambiguity Aversion)与本土偏见(Local Bias).....	22
2.4.1.4 损失厌恶 (Loss Aversion) 与处置效应 (Disposition Effect) ....	22
2.4.2 中国投资者的行为偏差与资本市场影响 .....	23
2.5 中国债券市场投资者的结构和行为.....	25
2.5.1 商业银行.....	28
2.5.2 银行理财 .....	29
2.5.3 证券投资基金.....	33
2.5.4 保险公司 .....	35
2.5.5 证券公司 .....	35
2.5.6 个人投资者 .....	35
3 研究方法.....	37
3.1 数据来源 .....	37

章节	页码
3.1.1 样本数据选取 .....	37
3.1.2 数据结构 .....	38
3.2 事件分析 .....	38
3.3 数据的优势和局限性.....	40
3.3.1 数据的独特优势 .....	40
3.2.2 样本数据的局限性 .....	41
3.4 研究方法.....	42
3.4.1 统计分析方法 .....	42
3.4.2 事件分析方法.....	43
4 结果分析.....	44
4.1 市场投资者结构 .....	44
4.2 个人投资者交易与持仓概况.....	46
4.3 个人投资者收益与基金债券投资收益 .....	48
4.3.1 个人投资者投资收益分析.....	48
4.3.2 债券基金投资收益分析 .....	49
4.3.3 个人投资者和债券基金投资收益分解.....	50
4.4 个人投资者与基金债券投资收益及波动比较.....	51
4.5 个人投资者投资偏好和市场流动性贡献度.....	63
4.5.1 个人投资者与基金债券投资品种比较 .....	63
4.5.2 个人投资者与基金债券投资偏好分析 .....	65

章节	页码
4.5.3 个人投资者对债券流动性的贡献度分析 .....	67
4.6 个人投资者应对债券投资风险行为研究：风险警示的案例.....	71
4.7 小结 .....	73
5 政策建议 .....	75
5.1 市场定位 .....	75
5.1.1 重点加强机构间债券市场建设.....	75
5.1.2 结束债券场内市场与场外市场的争议 .....	77
5.2 大力拓展机构投资者队伍 .....	79
5.3 规范发展财富管理市场，加快发展货币基金、债券基金.....	80
5.4 加强投资者教育与保护 .....	83
5.4.1 债券票面利率对投资的影响 .....	83
5.4.2 债券期限对投资的影响.....	84
5.4.3 债券信用水平对投资的影响.....	85
5.5 取消对债券利息免征个人所得税 .....	87
5.6 拓宽储蓄国债发行渠道 .....	88
5.7 推进债券市场统一，化解金融风险，推动金融改革 .....	89
参考文献.....	93



## 表格目录

表格	页码
1 中国债券市场交易主体、交易场所和结算托管机构.....	26
2 中国债券市场各类机构投资者的特点.....	27
3 证券投资基金结构表.....	34
4 个人投资者账户数和持仓市值.....	44
5 各类型个人投资者账户数.....	45
6 各类型个人投资者债券持仓量.....	46
7 各类型个人投资者债券交易量.....	47
8 各类型个人投资者债券投资收益.....	49
9 样本基金债券投资收益.....	50
10 债券投资兑付额占买入额比例.....	51
11 个人投资者与基金债券投资收益率.....	52
12 个人投资者债券投资品种.....	64
13 基金债券投资品种.....	65
14 债券投资者持仓偏好系数.....	67
15 个人投资者的债券现券交易量占比.....	68
16 个人投资者的债券现券交易量.....	69

## 图表目录

图表	页码
1 中国和世界主要国家债券市场规模 .....	13
2 不同品种产品占中国债券托管量比例 .....	14
3 中国资本市场投资者的非理性行为偏差 .....	24
4 中国债券市场各类投资者的持有量占市场总托管量比例(中债).....	27
5 中国债券市场各类投资者的持有量占市场总托管量比例(上清所).....	28
6 截至 2015 年债券市场中商业银行占比.....	29
7 银行理财产品余额和增速.....	30
8 过半资金投向债券及货币市场工具.....	32
9 2015 年底理财产品持有债券债项评级情况 .....	32
10 个人投资者和基金样本期内每日收益率（按市值计算） .....	52
11 个人投资者和基金样本期内每日收益率（按估值计算） .....	53
12 特大户和基金样本期内每日收益率（按市值计算） .....	54
图 13 特大户和基金样本期内每日收益率（按估值计算） .....	55
图 14 大户和基金样本期内每日收益率（按市值计算） .....	56
15 大户和基金样本期内每日收益率（按估值计算） .....	57
16 中户和基金样本期内每日收益率（按市值计算） .....	58
17 中户和基金样本期内每日收益率（按估值计算） .....	59
18 小户和基金样本期内每日收益率（按市值计算） .....	60

图	页码
19 散户和基金样本期内每日收益率（按估值计算） .....	61
20 散户和基金样本期内每日收益率（按市值计算） .....	62
21 散户和基金样本期内每日收益率（按估值计算） .....	63
22 个人投资者债券现券交易量占比的变化 .....	68
23 债券指数上涨区间(2014.3.1-2015.9.31)个人投资者交易量 .....	70
24 债券指数下跌区间(2013.5.1-2013.12.31)个人投资者交易量 .....	71

## 第 1 章 开篇综述

### 1.1 选题背景

资本市场中，债券融资是最古老、最基本的融资手段。各国政府包括地方政府均通过债券市场发行政府债券融资，用于基础设施建设和弥补政府其他方面的支出不足，政府债券发行是各国政府宏观调控中使用的重要财政政策工具，政府债券交易价格形成了无风险收益的价格基准。各国货币当局在执行货币政策时的公开市场操作业务也主要通过买卖债券和资产支持证券的形式调节货币供应量。金融机构、工商企业和其他实体通过发行债券筹集资金，用于生产经营活动的开展。

中国财政部根据新修订的《预算法》和国务院关于清理地方政府性债务风险的要求，正在推进地方政府债券的发行；证监会已经发布《公司债券发行与交易管理办法》，扩大了公司债券的发行主体和发行规模；证监会、银监会和人民银行正在或已经完成资产证券化监管改革，推进银行信贷资产支持证券和其他企业资产支持证券的发行；人民银行和发展改革委也在进一步完善企业债和相关债务融资工具的发行改革，扩大企业债和其他债务融资工具的发行。

债券市场投资者结构和各类投资者的行为对债券市场有重要影响。各国金融体系存在差异，债券投资者结构也不尽相同。以美国为例，美国债券投资者呈多元化趋势，机构投资者持有绝大多数份额。到 2010 年底，美国流通国债达 9.3 万亿美元，其中外国政府持有 47%、美联储持有 11%、养老金持有 9%、州和地方政府持有 6%、共同基金持有 7%、银行持有 3%、保险机构持有 3%、个人持有 12%、其他投资者持有 2%。美国公司债券持有者结构与国债大体类似。

中国银行间债券市场是以银行为主的机构投资者的市场，债券主要以银行为主的金融机构持有。到 2010 年末，商业银行持有债券比重占 61%、保险机构和基金类集合投资人

持有债券的比重次之，农村存款类金融机构和证券公司持有债券一定比例。交易所债券市场既有机构参与，也有个人投资者参与。由于政策限制原因，商业银行参与交易所较少，持有债券比重较低。交易所债券市场主要由证券公司、保险公司、基金公司、境外合格机构投资者和一般企业持有。个人投资者虽然参与交易所市场，但持有债券的比例很低，不到 1%。交易所债券市场仍然是以机构为主的市场。

各国基本都建立了债券投资者适当性制度，限制某些投资者投资某类债券的权利，一般而言，按投资者的风险识别和承受能力划分，具有最强抗风险能力的投资者可以投资各类债券，具有较强风险承受能力的投资者可以投资具有一定信用风险的债券，风险识别和承受能力较弱的投资者特别是中小投资者只能投资无信用风险或信用风险较低的债券。债券投资者适当性制度往往与债券发行注册审核制度相联系，出售给不同投资者的债券，采取不同的注册审核方式，具有风险识别和承受能力的投资者可以自担风险，对其认购的发行人发行的债券可以简化注册审核或豁免注册审核，发挥市场作用，提高市场效率，在减轻发行人的负担和保护投资者之间实现平衡。美国证监会与债券豁免注册和转让相关联，按照投资者的投资经验、财务能力、资产状况等诸多因素，将投资者分为认可投资者

(Accredited Investor)、合格机构投资者(QIB)和其他投资者。美国证券法

(1933年)规定，所有证券的发行和销售必须在证监会注册，经过注册的证券可以向所有投资者销售。美国证监会制定的D条例(1982年)规定，过去1年的总发行额度不超过500万美元或者不做广告和公开劝诱的私募证券发行可以豁免注册，但要求认购的其他投资者不超过35个，认可投资者的个数不受限制。为了提高私募证券市场的流动性和有效性，美国证监会公布的144A规则(1990年)，允许私募证券在合格机构投资者

(QIB)之间交易转让，合格机构投资者一共包括六大类：1.多种类型的机构。管理自有帐户或其他合格投资者的委托帐户,持有和全权投资的非关联人发行的证券价值在1亿美元

以上的下列机构：A、证券法定义的保险公司；B、依照投资公司法注册的投资公司；C、投资公司法或投资顾问法定义的业务发展公司；D、依照 1958 年小企业投资法注册设立的小企业投资公司；E、各州及其相关部门等为雇员建立的养老金计划；F、任何符合雇佣退休收入保障法规定的 Title I 类雇员养老金计划；G、银行或信托公司作为受托人的信托基金；H、任何公司、合伙企业和类似的信托企业；I、依照投资顾问法注册的投资顾问。

2. 证券交易商 (Broker)。这些交易商可以使用自己的账户，也可以使用其他“合格机构购买者”的委托账户，这些机构所拥有并进行投资的金额应当不少于 1000 万美元，而且其所投资的公司不能是其关联公司。

3. 证券自营商 (Dealer)。代表 QIB 从事无风险委托人交易。

4. 投资公司 (Investment Company)。管理自有帐户或其他“合格机构购买者”的委托帐户，所属的投资公司家族持有非关联人发行的证券价值在 1 亿美元以上。

5. 所有股东都是 QIB 的任何机构。管理自有帐户或其他 QIB 的委托帐户。

6. 本国或外国的银行、储蓄贷款协会或类似机构。持有和全权投资的非关联人发行的证券价值在 1 亿美元以上，其最近年度财务报表显示的经审计净值在 2500 万美元以上的。（详见《关于美国投资者适当性制度介绍的报告》作者：鲁公路 唐婧 张黎 蒋畅）。

中国证监会在公司债券发行与交易管理办法中，根据投资者的风险识别和承受能力，将投资者分为合格投资者与公众投资者，合格投资者，合格投资者包括八类机构或个人，其他为公众投资者。该办法将投资者适当性与债券发行信用水平、债券发行方式和核准方式相联系。只有发行人具有最近三年无债务违约或者迟延支付本息的事实、最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于债券一年利息的 1.5 倍、所发行的债券信用评级达到 AAA 级等条件的，才可以向公众投资者公开发行人公司债券。面向公众投资者公开发行的公司债券，市场称之为“大公募债券”，需由证监会直接进行核准。未达到上述标准的公司债券，只能面向合格投资者公开发行；符合上述标准的公司债券，发行人也可以自主选择仅

面向合格投资者公开发行。仅面向合格投资者公开发行的公司债券，市场称之为“小公募债券”，由交易场所实行上市预审核，证监会根据交易场所的审核意见简化核准程序。非公开发行的公司债券只向合格投资者发行，不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式，每次发行对象不得超过 200 人。“私募债券”发行不实行核准制，承销机构应在每次发行完成后向中国证券业协会备案，这种备案不代表证券业协会实行合规性审查，不构成市场准入，也不豁免相关主体的违规责任。公司债券发行与交易管理办法要求，债券交易场所应当建立交易环节的投资者适当性制度，交易环节和发行环节的投资者适当性要求应当保持一致，但可以在证监会规定的基础上，设定更为严格的合格投资者资质条件。上海证券交易所专门制定了债券市场投资者适当性管理办法（2015 年），将债券市场投资者分为合格机构投资者、合格投资者和公众投资者三类，并明确了各类投资者可以在债券一级市场和二级市场投资的债券范围，设定了更为严格的投资者适当性制度，全面建立了债券发行和交易中的投资者适当性制度。

## 1.2 主要内容

中国股票市场投资者中个人投资者所占数量比例达到 90%以上，机构投资者所占数量比例较小，股票市场是以个人投资者为主的市场。中国债券市场中，银行间债券市场全部是机构投资者，没有个人参与。虽然个人投资者可以通过银行柜台买卖银行间市场信用风险较低的品种，但个人投资者参与也较少，持有债券比例较低。交易所债券市场个人投资者可以参与，但规定了严格的投资者适当性，中小个人投资者只能买卖无信用风险或信用风险较低的债券品种，高净值个人投资者可以买卖具有一定信用风险的债券品种，个人投资者不能参与信用风险较高的债券品种的买卖。即使个人投资者可以参与交易所债券市场，个人投资者相较于机构投资者而言数量较多，但个人投资者持有交易所债券市场的债券数量较少。个人投资者应不应该直接参与债券市场或以什么方式参与债券市场、债券

市场结构如何进行安排等，也是理论界和监管部门一直在讨论和关注的重要问题。对债券市场投资者结构有以下基本假设：

1、债券适合风险承受能力强的商业银行等机构投资者投资，债券市场主要是机构投资者的市场。

2、债券不适合风险承受能力较弱的个人投资者直接投资，个人应通过基金等机构投资者间接参与债券投资，增加投资收益。个人直接投资债券应有严格的投资者适当性管理，使个人投资者的风险承受能力与债券的信用风险水平相适应，避免造成较大的投资损失，影响金融和社会秩序稳定。

3、中国银行间债券市场作为商业银行参与的场外债券市场，是债券市场发展的主体和方向。交易所债券市场是个人参与的场内债券市场，是债券市场的补充。

个人投资者既可以直接投资债券市场，也可能通过债券型基金投资债券。在交易所债券市场中，个人投资者实际也通过这两种方式进行债券投资。本文主要从个人和债券型基金在债券市场投资的比较分析角度，比较个人和基金投资债券的特点、收益表现、风险特征，研究个人参与债券市场的方式、债券市场定位和债券市场建设问题。

本文在分析中国债券市场发展过程，研究投资者行为的基础上，选取 2012 年至 2015 年三年个人和债券基金在上交所债券市场的投资情况，比较个人和基金的债券投资情况，比较个人和基金的债券投资收益情况、比较个人和债券型基金债券投资风险特征，用数据实证和案例分析的方法，分析个人和债券型基金投资债券的表现，对个人和基金投资债券的收益和风险进行量化地分析并得出结论。在此基础上，研究债券市场定位，讨论债券市场投资者结构完善、债券投资组合管理、建设符合债券特点和投资者需求的债券发行和交易结算制度；研究投资者教育与保护，加强机构投资者建设，引导投资者根据债券特点开展债券市场投资，增加投资收益，防范投资风险；研究中国债券市场建设，完善法律法



规，加强债券一级市场和二级市场建设和互联互通，保障发行人和投资者自主选择权，提出相关政策建议。

本文共分五章。第一章综述，主要说明提出的问题及其背景，研究的内容和研究的意义等。第二章研究背景及文献综述，主要介绍中国债券市场发展状况，债券投资者结构和投资者行为等。第三章研究方法，主要介绍研究数据的来源、案例选取，使用的统计分析方法等。第四章结果分析，主要分析个人和基金持有债券和交易债券的情况，对比分析个人和基金债券投资的收益和风险。第五章发展交易所债券市场的政策建议，要从交易所债券市场的定位、引进和培育机构投资者、加强投资者教育、加强债券产品设计开发、加强债券市场统一建设等方面提出政策建议。

### 1.3 研究意义

本文从债券投资者行为角度，首次从个人和债券型基金两类具有代表性投资者角度对债券投资进行比较研究，对债券投资规律和特点、对债券投资行为理论均有新的贡献，对澄清实践中的一些模糊认识，加强中国债券一级市场和二级市场建设有重要意义。

#### 1.3.1 理论及实践贡献

本文的理论和实践贡献主要表现在：（1）对债券投资者行为进行了系统研究，有利于丰富债券投资行为理论。（2）对债券特点和规律进行了分析，有利于投资者把握债券与股票等其他投资品种的差异，增加债券投资规律性的认识。（3）对个人和债券型基金投资进行比较研究，有利于把握个人和机构债券投资行为差异，促进债券市场投资者建设。

### 1.3.2 政策及行业建议

本文提出了发展中国债券市场的相关政策建议，有利于促进债券市场发展。（1）从债券投资需求角度，明确了债券市场定位，立足于机构投资者需求发展债券市场，完善债券发行、交易结算制度和基础设施。（2）对债券场内市场与场外市场及其发展进行了分析，有利于澄清模糊认识，促进中国债券市场互联互通和发展。（3）对债券投资规律和特点进行了分析，有利于培育和壮大投资者队伍，加强债券投资者权益保护。（4）对中国债券一级市场和二级市场现有格局进行了分析，从投资者便利投资和自主选择角度，对中国债券市场规范建设提出了建议，有利于中国债券市场规范发展，更好地服务于实体经济融资需求。

## 第 2 章 研究背景及文献综述

### 2.1 中国债券市场的发展历程

自 1981 年，财政部恢复国债发行，中国债券市场逐步经历了萌芽、起步、规范整顿、加速发展四个阶段。在国债市场，从最初的行政摊派到逐步建立了市场化发行制度。在信用债券市场，围绕信用风险管理和监管体制，经历了较为复杂的审批体制变迁和理念转变，审批理念从严控风险逐步向“法治化、市场化”理念转变，信用债券的品种和规模也逐步壮大。在二级市场，从最初的缺乏监管、规范，到逐步建立了证券交易所、银行间债券市场和柜台市场共同组成的多层次流通市场。在投资者结构上，从以个人投资者为主，逐步形成当前以机构投资者为主体，以个人投资者为辅的市场格局。

在债券市场发展的初期，由于对债券市场基础设施重视不够，管理不严，频繁爆发风险事件。此后，在历次市场制度变革中，贯穿其中的一个主线就是个人投资者如何参与债券市场投资，如何管理债券信用风险。

#### 2.1.1 我国企业债券市场的发展历史

我国企业债券融资始于上世纪 80 年代初期，20 多年的发展历程大致可以划分以下几个阶段：

##### 1、萌芽阶段(1982 年-1986 年)

从 1982 年开始，少量企业开始自发地向社会或企业内部集资，这一阶段的集资行为既没有政府审批，也没有相应的法律法规制约，缺乏管理，处于萌芽自发阶段。据统计，到 1986 年底，这种自发的债券融资共筹集了约 100 亿元。

##### 2、快速发展阶段(1987 年-1992 年)

1987 年 3 月，《企业债券管理暂行条例》由国务院颁布实施。1987 年，国家计委首次编制了全国企业债券发行计划 75 亿元，到 1991、1992 年其每年编制的企业债券发行规

模计划分别达到 250 亿元和 350 亿元，大大超过同时期的股票发行量。在品种方面，当时主管部门安排了住宅建设债券、国家/地方投资公司债券等 7 个品种的债券。

### 3、治理整顿阶段(1993 年至 1997 年)

1993 年我国经济处于过热状态，年初国家批准发行近 500 亿元的债券规模，但由于治理通货膨胀，使当年的国债发行非常困难。4 月国务院宣布在国债未发行完毕之前，不得发行企业债券，不久又宣布将发行企业债券的计划改为新增银行贷款计划。1994 年企业债券发行计划实际上被取消。再加上同期出现了部分到期债券不能兑付引发一些社会问题。在这样的情况下，国务院发布了关于坚决制止乱集资和加强债券发行管理的通知，1993 年 8 月，《企业债券管理条例》出台，国家对企业债券的发行实行严格的管理办法，债券品种也由原先的 7 个减少为中央企业债券和地方企业债券 2 个品种。

### 4、恢复发展阶段(1998 年至今)

1998 年后，债券募集资金主要是为支持大型重点建设项目如三峡工程、铁路建设及中国石油工程等。自 2000 年起，企业债券的额度实行国务院特批制度，每年由国家发改委将拟发行规模名单上报国务院批准，其申报的发行额度一般在 10 亿元以上。在分工上，国家发改委成为企业债券的主管部门，负责企业债券额度的申报和债券发行的审核；中国人民银行和中国证监会成为企业债券的会审部门，其中中国人民银行负责企业债券的票面利率审核，中国证监会负责企业债券的承销机构资质审核。

### 5、市场加速发展阶段

2005 开始，我国债券市场进入了加速发展阶段，债券品种创新层出不穷。2005 年 5 月央行颁布《短期融资券管理办法》，启动企业短期融资票据市场。2007 年 8 月，中国证监会颁布实施《公司债券发行试点办法》，启动中国公司债券市场。2008 年 4 月，人民银行制定了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》，推出了中期票据。

2015年4月，证监会发布了《公司债券发行与交易管理办法》。至此，以投资者适当性制度为基础，我国信用债券品种的基础规章制度基本健全，公司信用类债券进入全面发展阶段。

### 2.1.2 我国债券流通市场的历史演变过程

我国债券流通市场从1981年国家恢复发行国债开始起步，历经20多年的发展，经历了实物券柜台市场、上海证券交易所为代表的场内债券市场和银行间债券市场为代表的场外债券市场三个主要阶段的发展过程。

#### 1、实物券柜台市场(1988年至1993年)

我国债券市场的起步是1988年财政部在全国61个城市进行国债流通转让的试点开始算起，这是银行柜台现券的场外交易，也是我国国债流通市场的正式起源。

1990年12月上海证券交易所成立，开始接受实物债券的托管，并在交易所开户后进行记账式债券交易，形成了场内和场外交易并存的市场格局。但当时债券市场的主要特点是不记名的实物券没有统一的托管机构，而是发行后再分散托管在代保管机构，交易只能在代保管机构所在地进行，不能跨地区交易。

1994年后以代保管单的形式超发和卖空国库券的现象相当普遍，市场风险非常大，无记名实物券国债柜台转让市场，因滥发假国债代保管单而被关闭。以武汉证券交易中心等为代表的区域性国债回购市场也由于虚假的国债抵押，且资金违规操作导致主管部门在1995年下令关闭。

#### 2、上海证券交易所为代表的债券市场(1994年至1997年)

1994年交易所开辟了国债期货交易，在其影响之下，交易所债券市场的债券现货交易开始明显放大。这种状况一直维系到1995年5月，之后因国债“327”事件，国债期货市场

关闭，交易陡然萎缩。1995年8月，国务院正式停止了一切场外债券市场，证券交易所变成了中国惟一合法的债券市场。

1995年财政部在证券交易所市场仅试点发行记账式国债，到了1996年，记账式国债开始在上海、深圳证券交易所大量发行。同时，随着债券回购交易的展开，初步形成了交易所债券市场体系。

1997年上半年，随着股市的大涨，大量银行资金通过交易所债券回购方式流入股票市场造成股市过热。为此，根据国务院的统一部署，中国人民银行决定商业银行全部退出上海和深圳交易所的债券市场。同年，银行间债券市场建立。

### 3、银行间债券市场为代表的债券市场(1999年至今)

1997年6月以后商业银行退出交易所债券市场，将其所持有的国债、融资券和政策性金融债统一托管于中央国债登记结算公司，并可进行债券回购和现券买卖。银行间债券市场就此启动。

1999年财政部和国家开发银行等政策性银行在银行间债券市场发行国债和政策性金融债券，共计4426亿元，占当年中国债券发行总量的74%。2000年财政部、国家开发银行等政策性银行又在银行间债券市场发债3904亿元，占当年中国债券发行总量的62%。随着银行间债券市场规模的扩大，场外债券市场已渐渐演变为中国债券市场的主导力量。

2001年以后，中国人民银行、中国证监会和财政部等主管部门加速了交易所债券市场和银行间债券市场地统一、互联工作。首先是两个市场的参与机构的统一，其次财政部开始尝试发行跨市场国债(跨交易所和银行间债券市场)。至此，形成了目前银行间债券市场、交易所债券市场和银行柜台市场的多层次债券二级市场格局。

回顾债券市场发展的历程，效率与安全的相互更替贯穿债券市场发展的主线。在初期起步阶段由于缺乏经验，忽视安全，导致市场发展失序；在市场规范整顿阶段，重视安全，以风险控制为主，导致市场发展缓慢；在加速发展阶段，在一个相对封闭的体系内实现了效率和安全的平衡；而在金融市场逐步开放的宏观背景下，如何搭建一个合理的、多层次的债券市场体系是中国债券市场未来发展需要解决的重大课题。

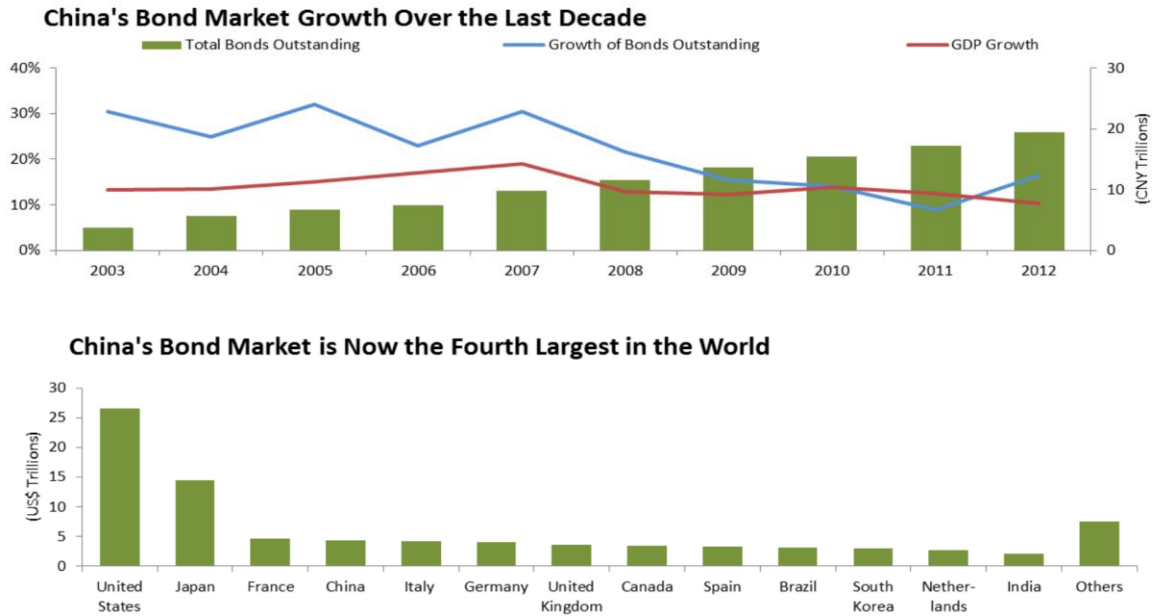
## 2.2 中国债券市场体系建设与监管完善

经过 30 年的发展，中国债券市场在各个方面都取得了长足的进展，市场体系和基础设施不断完善，以银行间债券市场为主体的市场架构基本成型，市场监管政策逐步完善。

### 2.2.1 市场规模持续壮大

中国各类债券的发行量 2000 年尚不足 0.7 万亿元，到 2009 年已经突破 8.5 万亿元；债券托管量从 2000 年的 1.7 万亿元增加到 2009 年的 18 万亿元，到 2012 年底已达到 20 万亿；债券现货及衍生品的交易量从 2002 年的 1.6 万亿元增加到 2009 年的 126 万亿元。经过 30 年的发展，从托管规模上看，中国债券市场已经成为亚洲第二，全球第三的债券市场（如下图 1 所示）。

图 1 中国和世界主要国家债券市场规模



资料来源：ASIFMA

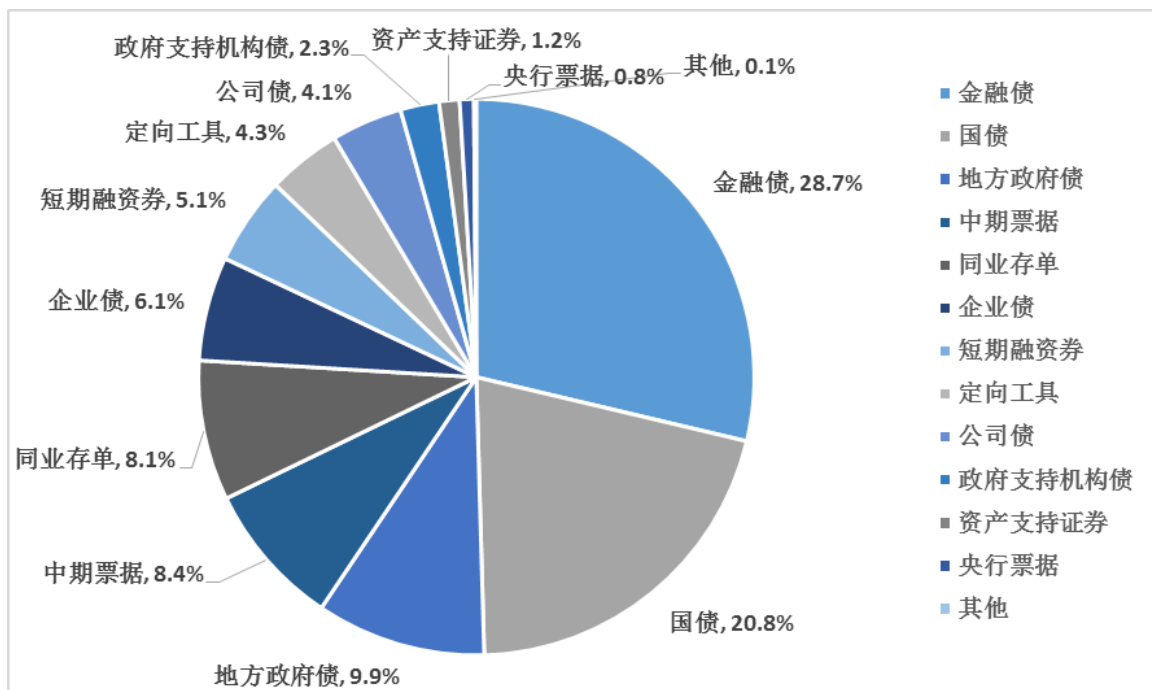
### 2.2.2 市场品种日益丰富

中国债券品种已从单一的国债扩大到包括商业银行金融债券（次级债、混合资本债和一般金融债券）、地方政府债、中期票据、同业存单、企业债券、公司债、短期融资券、资产支持证券、国际开发机构债券等多个品种债券。发债币种也从人民币扩展到其他外币币种。

需要说明的是，虽然中国债券市场品种已经较为丰富，但成分还是比较单一的。这体现在两个方面：一是债券市场以国家信用为主，国债、地方政府债、政策性金融债这些国家和准国家信用债券占了市场存量的 60%；二是广义公司债券仍以央企和优质地方企业为主，中小企业直接融资比重不高。



图 2 不同品种产品占中国债券托管量比例



### 2.2.3 法规制度建设不断完善：投资者适当性管理视角

#### 2.2.3.1 个人投资者参与银行间债券市场制度沿革

个人投资者只能参与银行间债券市场的柜台业务。

2002年4月，中国人民银行和财政部颁布《商业银行柜台记账式国债交易管理办法》，商业银行记账式国债柜台交易业务正式起步。银行间柜台业务投资人只有个人和单位，金融机构不得参与投资，且未实施投资者适当性分类与管理；即个人投资者均可以参与记账式国债柜台交易业务。

2014年3月，中国人民银行发布《中国人民银行公告（2014）第3号》，增加商业银行柜台债券业务品种，增加国家开发银行债券、政策性银行债券和中国铁路总公司等政府机构债券。银行间柜台业务投资人仍然为个人和单位，仍未实施投资适当性分类与管理，即个人投资者均可以参与以上柜台业务债券品种。

2016年2月，中国人民银行发布《全国银行间债券市场柜台业务管理办法》，对银行间债券市场的柜台业务及相关投资者适当性管理进行了规范。满足一定条件的金融机构、非金融机构和个人均能参与银行间柜台市场，基本涵盖现有债券市场全部投资者群体。其中关于个人投资者资质要求、参与的债券品种具体规定如下：

一是关于个人投资者资质要求。参考现有公司债等相关规定，银行间债券市场柜台业务引入了投资者适当性管理制度，其中对合格投资者中的个人投资者的标准为“年收入不低于五十万元，名下金融资产不少于三百万元，具有两年以上证券投资经验的个人投资者”。

二是关于个人投资者可以参与的债券品种。柜台业务债券品种进一步扩大，包括经发行人认可的已发行国债、地方政府债券、国家开发银行债券、政策性银行债券和发行对象包括柜台业务投资者的新发行债券。合格投资者中的个人投资者可以投资柜台业务的全部债券品种和交易品种；非合格投资者的个人投资者只能买卖发行人主体评级或者债项评级较低者不低于AAA的债券，以及参与债券回购交易。

### 2.2.3.2 个人投资者参与交易所债券市场制度沿革及现状

交易所从2011年开始引入了债券市场投资者适当性管理制度。从2011年至目前，上交所债券市场投资者适当性制度，特别是对个人的投资者适当性管理变化情况及现状如下：

2011年，由于部分券商个人投资者回购业务出现爆仓等情况，为加强回购市场管理，交易所债券市场引入了投资者适当性管理制度。2011年12月23日，上交所发布了《债券市场投资者适当性管理暂行办法》及相应的工作指引，提出了专业投资者要求。其中个人投资者满足“证券账户净资产不低于人民币50万元、最近3年内具有10笔以上的债券交易成交记录等”条件的可以申请为专业投资者。专业投资者可以参与上交所交易的“国

债、地方政府债、可转换公司债券、分离债、公司债券、债券质押式回购的融资及融券交易”，未达到专业投资者标准的个人投资者，不能参与上交所低等级公司债券及质押式回购的融资交易。

2012年，为支持中小企业融资，上交所推出了中小企业私募债产品，并于2012年5月23日发布《中小企业私募债券业务试点办法》，提出了合格投资者要求。其中个人投资者满足“个人名下的各类证券账户、资金账户、资产管理账户的资产总额不低于人民币500万元且具有两年以上的证券投资经验等”条件的可以申请为合格投资者，合格投资者可以参与上交所中小企业私募债券的认购与交易。

2014年，为加强对风险债券的市场警示，上交所于6月17日发布了《关于对公司债券实施风险警示相关事项的通知》，规定“名下各类证券账户、资金账户、资产管理账户中金融资产价值合计不低于500万元人民币”的个人投资者才能够参与风险警示债券的认购。

2015年，作为《公司债发行与交易管理办法》的配套规则，上交所均对原债券市场投资者适当性制度进行了修订，以落实公司债新政改革。2015年5月28日，上交所发布《债券市场投资者适当性管理办法》，同时废止了原《债券市场投资者适当性管理暂行办法》、《中小企业私募债券业务试点办法》及《关于对公司债券实施风险警示相关事项的通知》等相关规定。其中关于个人投资者的资质要求、参与的债券品种具体规定如下：

一是关于个人投资者资质要求。合格投资者中的个人投资者的标准为“名下金融资产不低于人民币300万元的个人投资者”。

二是关于个人投资者可以参与的债券品种。合格投资者中的个人投资者可以认购及交易在上交所上市交易或者挂牌转让的债券、资产支持证券，但是不包括非公开发行的公司债券（非公开发行的公司债券仅限合格投资者中的机构投资者认购及交易）。未达到合格

投资者标准的个人投资者，可以认购及交易在上交所上市的国债、地方政府债券、政策性银行金融债券、公开发行的可转换公司债券、公开发行的分离交易可转换公司债券、公开发行并符合《公司债券上市规则》规定条件的高等级公司债券；以上高等级公司债券的条件包括：发行人最近三年无债务违约或者延迟支付本息的事实、发行人最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于债券一年利息的 1.5 倍、债券信用评级达到 AAA 级等。此外，关于回购等其他相关业务，合格投资者中的个人投资者可以参与上交所国债预发行交易、债券质押式回购的融资及融券交易。未达到合格投资者标准的个人投资者，可以参与上交所债券质押式回购的融券交易。

## 2.3 上海证券交易所债券市场历史沿革和基本情况

### 2.3.1 发展历程

1990 年上交所成立，即推出债券交易，其中国债 5 只，金融债 9 只，企业债 8 只，并很快取得债券市场主导地位。1992 年，上交所开设债券交易专场，债券交易、托管和交收开始向无纸化转变。1993 年推出了国债期货和回购两个创新品种，大大活跃了债券市场交易，提高了投资人购买国债的积极性，使债券走出了“行政摊派”的局面，推动了债券市场化发行。

1997 年，商业银行退出交易所市场，此后成立了全国银行间债券市场。银行间市场凭借宽松的法律环境和商业银行参与优势，不断推动产品创新，完善市场体系建设，逐步成为国内债券市场的主体。而交易所市场在“重股轻债”的环境下在债券产品、机构投资者、基础设施建设等方面发展严重滞后，市场份额不断萎缩，2010 年底，交易所债券市场份额下滑至 4%，交易所债券市场逐渐被边缘化。

2015 年 1 月，为贯彻落实党和国家关于资本市场的战略部署，提升债券市场服务实体经济的能力，同时加强市场监管、强化投资者保护，中国证监会修订并发布了《公司债券

发行与交易管理办法》，修订的主要内容包括扩大发行主体范围、丰富债券发行方式、增加债券交易场所、简化发行审核流程、实施分类管理、加强债券市场监管及强化债券持有人权益保护等七大方面。上交所以公司债发行制度改革为契机，场根据证监会统一部署切实加强小公募预审核、市场推广和投资者教育等工作，大力提升债券市场服务实体经济的能力，债券市场的规模和质量均有大幅提升。2015年，上交所一级市场债券发行量达1.87万亿元，比上年大幅增长4.6倍。其中，公司债券融资1.78万亿元，包括大公募公司债、小公募公司债、私募公司债、证金公司债等；资产支持证券融资935亿元。交易所债券市场自取得了突飞猛进的发展，重新焕发新生，为拓展企业融资渠道，降低融资成本，支持利率市场化改革发挥了很大作用。

### 2.3.2 市场基本情况

与银行间市场相比，交易所债券市场有其自身特点。交易所依托《证券法》、《公司法》及相关部门规章和自律管理办法组织管理市场，具有坚实的法律基础和制度框架完备；交易所市场交易结算机制灵活高效，信息披露公开，市场组织透明高效；债券产品丰富，涵盖国债、地方政府债，企业债、公司债、可转债和可分离债等现货，以及回购交易和国债预发行产品；投资群体分布均衡、覆盖面广，既有券商、基金、保险、信托、上市银行等金融机构，也有企业和个人。市场监管严格有效，证监系统拥有专业的稽查大队力量和专门债券监察分析系统为市场监管和行为规范提供了强大的支持和保障。

截至2015年底，上交所债券挂牌4,489只，较2014年底增加1,886只，增幅72%。债券托管量34,401亿元，较2014年底增加11,524亿元，增幅50%。其中，国债186只，托管量5,242亿元；地方债707只，托管量363亿元；政策性金融债3只，托管量95亿元；企业债1,758只，托管量8,236亿元；公司债1,375只，托管量18,979亿元；资产支持证券438只，托管量798亿元；可转债3只，托管量94亿元；分离交易可转债1只，

托管量 68 亿元；其他证券（保险公司债）18 只，托管量 526 亿元。2015 年二级市场债券交易量达 123 万亿元，比 2014 年度增长 42%，其中现券成交超过 3 万亿元，回购成交为 120 万亿元左右。

近年来，上交所以“公司债新政改革”为契机，围绕“落实市场化改革”，提升服务实体经济的能力：一是落实公司债市场化改革，切实做好预审核工作。截止 2015 年底，上交所共受理公司债券上市或挂牌预审核申请 1,092 家，受理的融资总金额将近 3 万亿元；审核通过 805 家，审核总金额达 2.4 万亿元。二是加强产品创新与市场服务，提升债市吸引力。推动落实境外机构在上交所发行人民币债券，促进债券市场国际化；进一步推进资产证券化业务、国债预发行、可交换债券业务创新发展；成功推出债券协议回购、债券借贷等业务；全面推广债券市场，优化市场服务机制。三是强化债券市场风险管理，完善风险防控体系建设。进一步夯实信用风险管理基础，深化回购市场风险监控及管理，继续加强价格风险及流动性风险管理，继续落实交易机制风险管控举措，持续关注宏观经济变量风险因素。

#### 2.4 投资者行为对资本市场的影响

传统的金融理论认为，投资者应当是理性的，投资者行为是依据效用最大化（Utility Maximization）的原则做出的。然而，行为金融领域的大量研究发现，人的情绪、性格及心理感觉等主观因素在金融投资中起着不可忽视的作用。投资者并不总是以理性的态度做出决策，其行为不仅受到自身固有的认知偏差（Cognitive Bias）影响，还受到外界环境的干扰，受到外界信息对于投资者来说不同的搜索、获取、处理的难易程度影响

（Tversky and Kahneman 1973; Rabin, 1998; Shiller, 1999; Shleifer, 2000; Huberman, 2001; Altern and Oppenheimer, 2006; Barber and Odean, 2008; Engelberg and Parsons, 2011 等）。因此，行为金融学着重研究投资者行为中的认知偏

差，以及由投资者行为偏差所导致的市场价格异象（Anomalies）和市场失灵（Market Failure）等现象。

与传统的发达市场相比，中国资本市场的发展历程较短，投资者的基本素质和理念技巧都仍在发展和学习的过程之中，投资者较为容易表现出行为偏差，因而资本市场上的价格异象和市场失灵等现象频繁出现（董梁，2003；李心丹，2004）。因此，本文基于行为金融学的分析方法，专注于研究中国债券市场的投资者行为，比较个人投资者和机构投资者行为的异同之处，以及由不同的行为所产生的市场交易量、波动率、收益率等特征。下文首先回顾已有文献中投资者的行为偏差和理论基础，其次，重点分析中国资本市场的投资者行为偏差。

#### 2.4.1 投资者的行为偏差与理论基础

20世纪70年代以来，传统金融理论中有关投资者理性的论断受到越来越多的质疑和挑战。人们常常会违反贝叶斯法则等标准理论，基于有限的信息处理能力做出存在偏见的决定或预测，由此产生了心理偏差和行为异象。投资者有限理性的事实受到越来越多的关注，心理学的研究成果也不断运用到金融问题的探究中，用以分析投资者的决策过程。

##### 2.4.1.1 有限关注(Limited Attention)

经典金融和决策理论均假设人们会利用所有可得的信息做决策。事实上，投资者因时间和精力的限制，难以及时获取或处理市场信息，表现出有限关注心理偏差。在今天这样的“大数据时代”，有限关注的现象更为突出，投资者在选股时难以对数千支股票系统性分析，容易在做决策的过程中选择走“捷径”（Tversky and Kahneman 1973），容易受到新闻媒体、分析师评论的影响（Barber and Odean, 2008），容易投资于最吸引自己注意力的股票、债券、基金等资产。不仅是个人投资者，专业或机构投资者也会因有限关注而忽略一些关联信息。

针对投资者有限关注的研究关键是对关注度指标的选取。Barber and Odean (2008) 通过三个可观测事件间接衡量关注度——重大事件、超额交易量和极端收益，发现个人投资者在三种情况下均为净买者，说明有限关注对个人投资者购买决策的影响大于卖出决策，因为在选股时数千支股票的信息量过大，而在做出卖出决策时，投资者所关注的信息限于自有资产组合，相对减少。Da、Engelberg、Gao (2011) 利用更为直接的指标——“谷歌搜索量指数”，来衡量投资者关注度，研究发现搜索量的提高可暂时推高资产价格，而且较高的投资者关注度会导致市场有效性的降低。与此对应，机构投资者几乎不受有限关注的影响。

以上这些研究说明由于投资者的有限关注，人们对于显著的信息更加敏感，而忽略更多深层、全面的信息，因此会导致交易行为的偏差。

#### 2.4.1.2 过度自信(Overconfidence)与过度交易(Overtrading)

在买入资产阶段，最普遍的心理现象就是过度自信(Overconfidence)，人们过于相信自己判断的正确性，对未来的预见能力表现的过分乐观。Moore and Healy (2008) 发现过度自信会表现为以下三个方面：一是对个人能力和成功可能性的过高估计(Overestimation)；其次，人们倾向于认为自身能力优于平均水平(Better-than-average)；三是对事件预期准确性的估计大于其实际值，即过高精度(Overprecision)。

同时，过度自信会造成投资者在资本市场上的“过度交易(Overtrading)”现象。投资者对自己的投资决策和私有信息过度自信，低估损失的可能，相信自己的交易行为能带来良好的收益回报，因而在市场中频繁交易。事实上，过度交易并不能带来理想的收益

(Odean, 1998; Odean, 1999; Barber and Odean, 2000)。Odean (1998) 等研究通过对投资者买入股票的平均表现、卖出股票的平均表现和交易成本三者之间的关系进行



实证分析，发现投资者普遍存在过度自信、过度交易的行为偏差，而过度交易会对投资者的财富造成损害。

#### 2.4.1.3 模糊厌恶(Ambiguity Aversion)与本土偏见(Local Bias)

心理学实验发现人们对于熟悉的事物因信息优势而赋予更高的权重，这种行为偏差称为模糊厌 (Ambiguity Aversion)。例如，出于对模糊信息的厌恶，Poterba (2003) 和 Dskel、Hvide (2011) 等研究发现大多数投资者认为自己较为熟悉自己所就职的公司和从事的行业，所以都倾向于购买自己公司和行业的股票。但事与愿违，其投资收益并却不尽如人意 (Choi、Laibson、Madrian, 2005)。

模糊厌恶的心理会导致投资者偏爱自己熟悉的企业和环境，避免在模糊条件下的“冒险”行为，因而也导致在选股时出现“本土偏见 (Local Bias)”现象。具体来说，个人投资者倾向于投资国内公司、离居住地近的企业。信息流通不畅曾是本土偏见的原因之一，但在信息全球化的今天，市场信息很容易获得，但投资者并不去了解不熟悉的领域，反而会加强对熟悉事物的信息搜集，Nieuwerburgh and Veldkamp (2009) 认为这是因为投资者希望加强信息优势以获利。同样的，由于对本土企业赋予了过多的权重，具有本土偏见的资产组合并不能获取超额的收益 (Seasholes and Zhu, 2009)。

#### 2.4.1.4 损失厌恶 (Loss Aversion) 与处置效应 (Disposition Effect)

损失厌恶 (Loss Aversion) 是指相对于“趋利”来说，投资者更看重“避害”，认为投资者对损失的承受能力低于其对等量收益的接受程度 (Tversky and Kahneman, 1991)。近年的研究进一步证实损失厌恶心理在人群普遍存在，还会受到前期损益的影响。Liu、Tsai、Wang and Zhu (2010) 和 Malmendier and Nagel (2011) 等研究认为，前期的盈利可减弱当期面对损失的痛苦，而前期的损失，也是后悔厌恶 (Regret Aversion) 的心理

基础，会影响投资者后续的交易行为，令投资者不仅厌恶损失，更不愿面对因损失所带来的后悔感受。

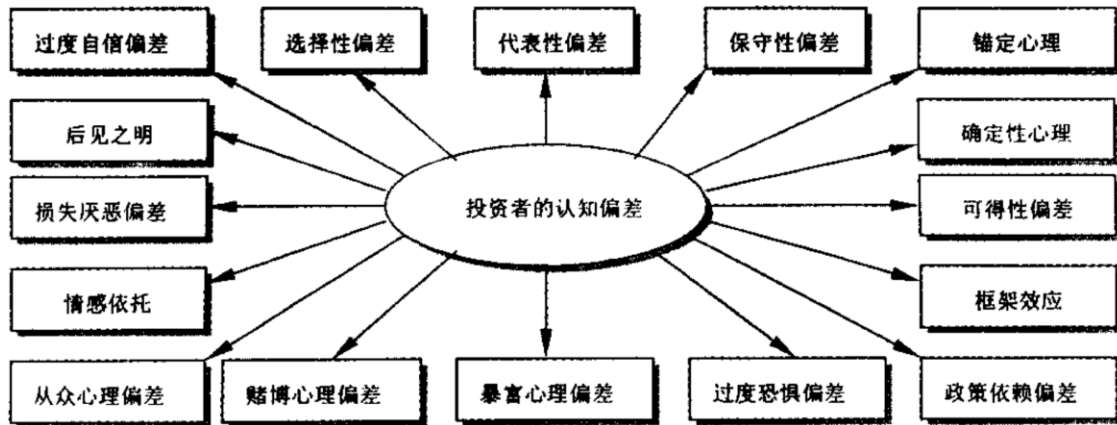
在资产交易的过程中，损失厌恶心理会导致禀赋效应（**Endowment Effect**）和处置效应（**Disposition Effect**）等行为偏差。在资产卖出的决策阶段，禀赋效应导致人们对于自身持有的资产，评价会高于其真实价值，即“敝帚自珍”，对增加风险所要求的溢价补偿大于为减小同等风险所愿付出的金额，为避免失去自己精心挑选的资产而继续持有。与此同时，处置效应是指投资者倾向于继续持有价格下跌、亏损的股票，然而却卖出价格上涨、盈利的股票（**Dhar and Zhu, 2002**）。在前景理论（**Prospect Theory**）的框架下，**Kahneman and Tversky (1979)**、**Grinblatt and Han (2005)**和 **Barberis and Xiong (2012)** 等研究结果表明处置效应主要受到损失厌恶心理的影响，会因前期投资损益和评价频率的变化而不同，当卖出资产时，投资者尤其会感觉受盈利的快乐或是损失的痛苦，因此投资倾向于持有下跌的股票而没有理性地及时止损，相反，会较早地卖出上涨的股票以求“落袋为安”。

#### **2.4.2 中国投资者的行为偏差与资本市场影响**

由于中国资本市场的发展历程较短，投资者的投资理念及投资心理尚未形成比较成熟的风格，证券市场上的各种投机和违规现象极易对广大投资者，尤其是中小投资者造成巨大的伤害。因此，对投资者行为的研究、对个人投资者的保护，更加具有积极的现实意义。

根据已有的前期研究（**李心丹，王冀宁等，2002**；**董梁，2003**），中国股票市场投资者存在以下的非理性心理偏差：

图 3 中国资本市场投资者的非理性行为偏差



如上图所述，心理因素对投资者决策有重要的影响。中国资本市场的投资者在决策过程中存在着诸多的认知偏差，如“从众心理”、“过度自信”、“损失厌恶”、“锚定心理”、“框架效应”等，并且，行为偏差会给投资者的个人财富带来巨大的损失。

例如，李心丹（2004）和洪永淼、韩乾（2014）等研究发现，中国投资者的确存在过度交易的倾向，平均换手率大大超过了美国的水平，尤其是个人投资者，交易过于频繁，且个人投资者的平均收益普遍跑输大盘。这在某种程度上反映出中国投资者急于求成的心理偏差，也可能的原因是信息不对称、个人投资者往往处于信息劣势、其投资行为滞后于机构投资者。

相比于发达市场，中国的投资者并不成熟，因此表现出更多的行为偏差。例如，具有中国特色的行为偏差，还有“政策依赖”，即中国的资本市场素有“政策市”之称，关于政策的预期、公告等信息，对资本市场和投资者的行为均有显著的影响。李心丹（2015）等研究发现，投资者的交易行为，随着政策的出台而表现出“从众心理”、“有限关注”、“可得性偏差”等行为异象，非理性的交易行为会导致市场的过度波动，会直接损害投资者的财富。

投资者行为偏差的存在，一方面证明了行为金融学的基本假定即投资者的非理性因素的存在，另一方面也是中国资本市场的监管体系、投资者保护制度不够完善的结果，此结果又进一步加剧了投资者的行为偏差，降低了资本市场的有效性。因此，如何需要建立完善的市场机制，并以此保护投资者权益、提高投资者素质、减少投资者的行为偏差，对中国资本市场未来的良性发展至关重要。只有有效地避免行为偏差，才能够更好地保护投资者权益，提高资本市场的有效性和稳定性。

## 2.5 中国债券市场投资者的结构和行为

中国所有的投资者都可以通过不同形式参与到债券市场。债券市场的投资主体包括：人民银行、政策性银行等特殊机构、商业银行、信用社、邮储银行、非银行金融机构、证券公司、保险公司、基金（含社保基金）、非金融机构等机构投资者和个人投资者（详见表 2）。其中，债券市场的各类机构投资者包括商业银行、保险公司、债券基金、RQFII 等（详见表 3）。

然而由于目前债券产品的交易分割严重，中国债券投资人的市场分割也非常明显：首先，上市商业银行、非银行金融机构和部分的非金融机构等都可以参与交易所市场和银行间市场；其次，特殊机构、商业银行、信用社等中国债券交易的主体只能参与银行间市场；第三，部分非金融机构和个人投资者只能参与交易所和商业银行柜台市场。

不同的投资主体，对于债券产品和收益有不同的需求。如表 3 中所示，保险公司在银行间和交易所债券市场均可交易，由于需求资金稳定、且成本较低的资产，所以倾向于投资较长期的债券产品。相比之下，海外机构则以利率债产品为主，偏好中短期、风险较低的资产。

经过多年发展，中国债券市场投资者结构初步成形，投资者结构呈多元化趋势发展。

其中，商业银行是中国债券投资者的主体。但商业银行在中国债券市场的地位日益突出，2015年末，商业银行的债券持有量已经占市场总托管量的58.81%。（如图4所示）。

中国债券市场的投资者结构，以国有商业银行、全国股份制商业银行、保险公司为主体，以部分活跃的城市商业银行、农信社为主要代表，兼具自营商功能的中间商队伍，还包括了以证券公司、基金公司为主体的风险意识强、运作机制灵活的跨市场队伍。投资者不断丰富，商业银行成为持债主体，详细投资者持债比例见图4。

表1 中国债券市场交易主体、交易场所和结算托管机构

交易主体		交易场所	结算托管机构
特殊机构	人民银行	银行间市场	中央结算公司
	政策性银行		
商业银行	全国性商业银行	交易所市场、银行间市场	中证登、中央结算公司
	外资银行		
	城市商业银行		
	农村商业银行		
	农村合作银行		
	村镇银行		
	其他		
信用社			
邮储银行			
非银行金融机构	证券公司	交易所市场、银行间市场	中证登、中央结算公司
	保险机构		
	基金（含社保基金）		
	信托投资公司		
	中证登、中央结算公司		
	财务公司		
	租赁公司		
	汽车金融公司		
邮政局			
非金融机构		交易所市场、银行间市场、商业银行柜台市场	中证登、中央结算公司、商业银行
个人投资者		交易所市场、商业银行柜台市场	中证登、中央结算公司、商业银行、证券公司柜台

资料来源：上证债券信息网。注：目前只有上市商业银行可参与交易所市场

表 2 中国债券市场各类机构投资者的特点

投资者	市场	可参与产品	期限偏好	风险偏好
商业银行	银行间	所有在银行间市场交易的品种	中短期,但也看对趋势的判断	持有至到期: 投资 可供出售: 投资与投机之间 交易性金融资产: 投机
保险公司	银行间和交易所	所有品种	长期	投资(资金稳定,且成本偏低)
广义基金	银行间和交易所	所有品种	中短期,偶尔做长短波段	公募、私募基金: 投资与投机 理财: 投资, 社保: 投资
券商	银行间和交易所	所有银行间和交易所产品	中短期	投机
RQFIs/QFIs	银行间和交易所	除回购融资外的所有银行间和交易所产品	中短期	投资, 风险偏好低
企业	交易所市场为主,也可通过商业银行进入银行间市场	所有银行间和交易所产品	无明显偏好	投资, 风险偏好偏低, 对收益有一定要求
海外央行和其他海外机构	银行间	所有在银行间市场交易的品种, 以利率品种为主	中短期	投资, 风险偏好低, 利率债为主

注: 广义基金(包括银行理财、公募基金、私募基金、社保基金等)

图 4 中国债券市场各类投资者的持有量占市场总托管量比例(中债)

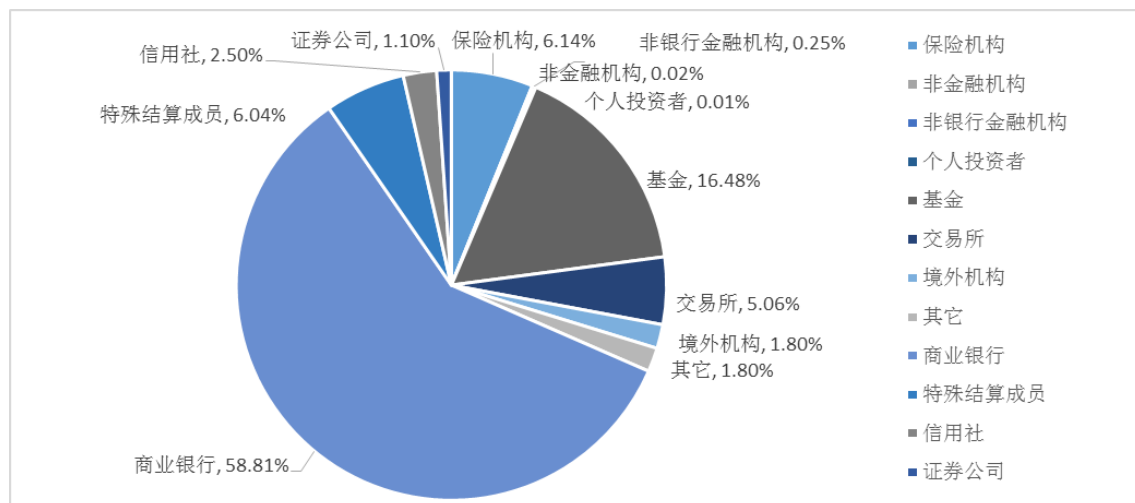
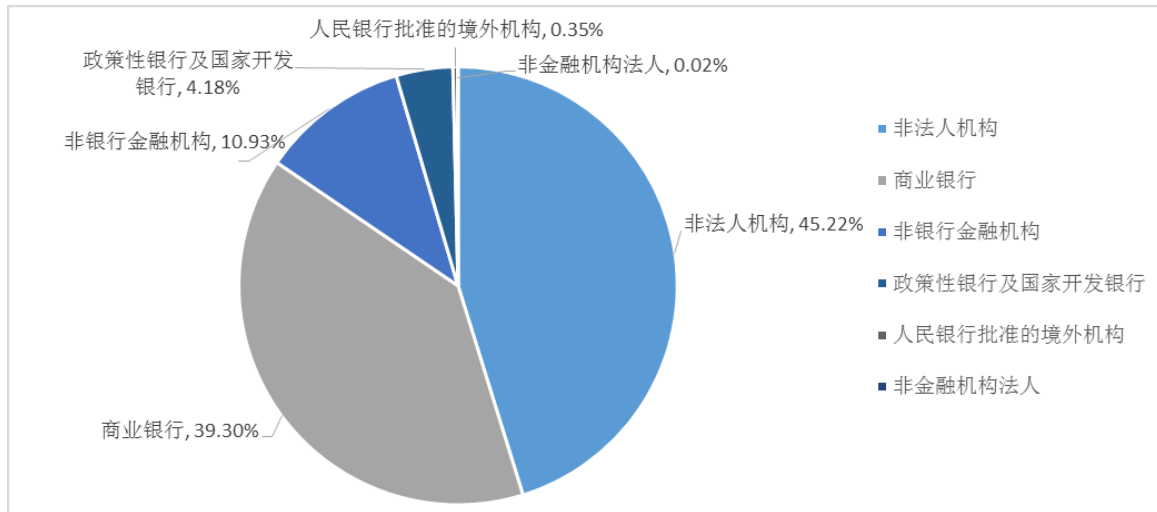


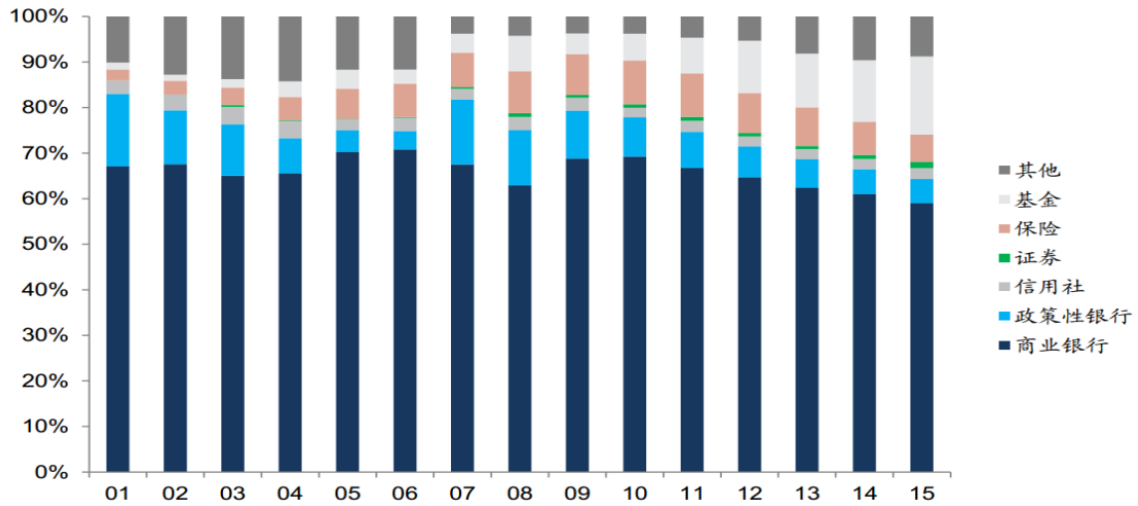
图 5 中国债券市场各类投资者的持有量占市场总托管量比例(上清所)



### 2.5.1 商业银行

商业银行是中国债券市场最主要的投资群体，这是我国与海外债券市场投资者结构最大的不同之处。早期在利率市场化带动的脱媒化之前，我国储蓄率较高，由于银行存款增量长期高于贷款增量，叠加商业银行流动性备付需求，银行对债券，尤其是流动性较好的利率债有刚性的配路需求。同时，商业银行还是货币市场的主要资金融出方。2000 年之前银行持有的债券份额占债券存量在 90%以上，近年来随着其他类型机构债券持有规模的上涨，银行持有占比相对下降，但仍有 70%以上。从持仓占总托管量的比例看，银行持有的利率债占比更高（略大于 80%），而信用债比例较低（不到 20%）。由于银行以往一般将债券持有到期，交易账户规模较小，导致我国债券市场流动性较差。

图 6 截至 2015 年债券市场中商业银行占比



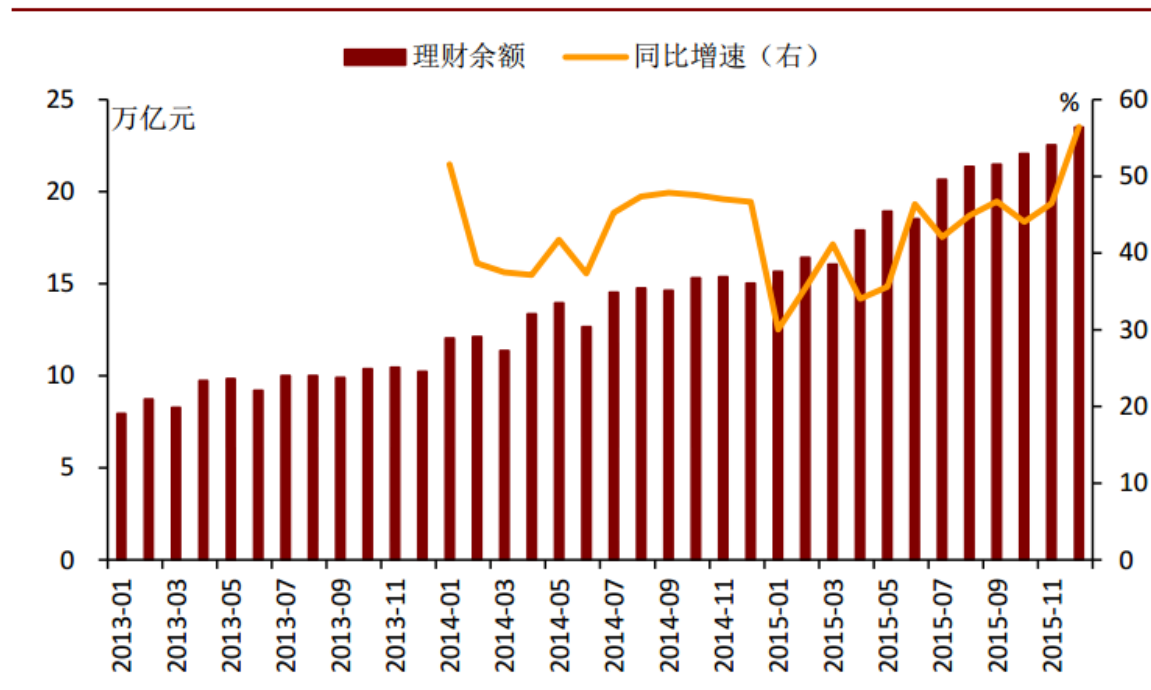
### 2.5.2 银行理财

近年来，随着我国利率市场化进程加快和居民理财需求增强，我国财富管理市场取得了蓬勃发展。以银行理财、基金等为代表的广义基金市场规模继续提升，成为债券市场重要的参与主体。

截至 2015 年底，共有 426 家银行业金融机构存续理财产品理财产品数 60,879 只，理财资金账面余额 23.50 万亿元，较 2014 年底增加 8.48 万亿元，增幅为 56.46%。2015 年，银行业理财市场有 465 家银行业金融机构发行了理财产品，共发行 186,792 只，累计募集资金 158.41 万亿元。



图7 银行理财产品余额和增速



资料来源：《中国银行业理财市场年度报告》，招商证券

从银行理财的认购人看，一般个人类产品存续余额为 11.64 万亿元，占全部理财产品资金余额 49.53%。

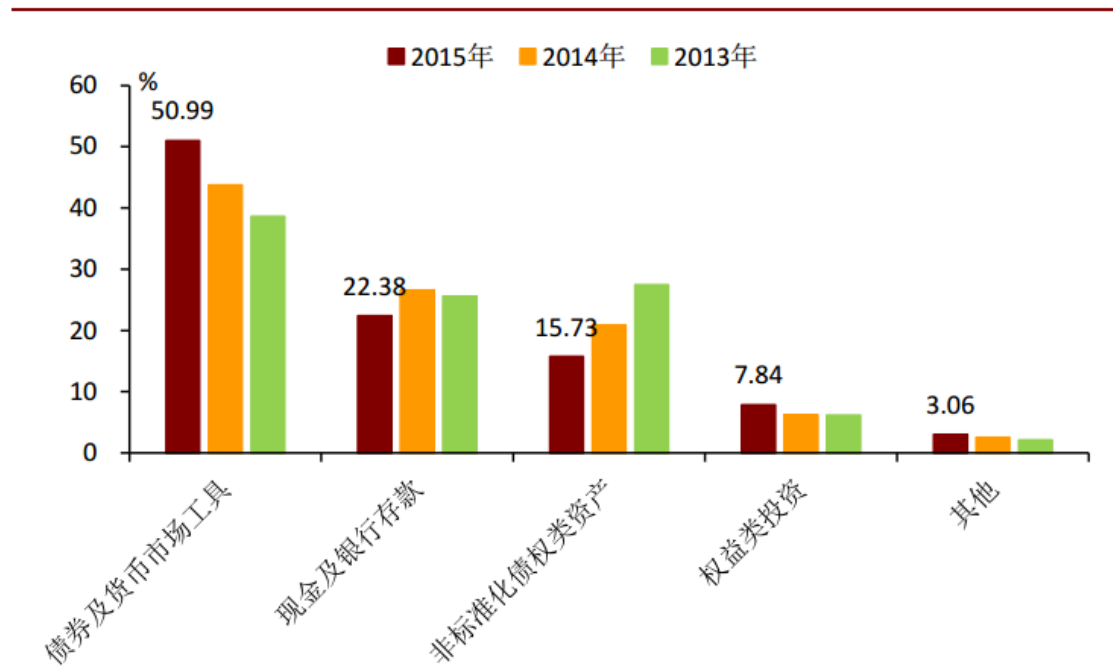
从封闭式理财产品的期限看，以半年以内为主。其中，3 个月（含）以内的短期限理财产品存续余额为 3.63 万亿元，占封闭式理财产品规模的 27.54%；3 个月以上的中长期理财产品中，3 至 6 个月（含）期理财产品存续余额 4.10 万亿元，占封闭式理财产品规模的 31.11%；6 至 12 个月（含）期理财产品存续余额 4.31 万亿元，占封闭式理财产品规模的 32.70%；一年期以上的理财产品存续余额 1.14 万亿元，占封闭式理财产品规模的 8.65%。

在资金投资配置方面，债券资产是银行理财的主要配置品种，同时银行理财也超越银行自有资金，成为信用债券的最大投资群体。截至 2015 年底，理财资金投资资产结构和去年大体一致，投资标的涉及 11 大类 72 小类资产，其中仍然以债券及货币市场工具、银

行存款、非标准化债权类资产三大类资产为主，共占理财产品投资余额的 89.10%。具体而言，债券资产配置达 6.98 万亿，比例为 29.49%，在 11 大类资产中占比最高；货币市场工具配置为 5.09 万亿，占比 21.50%。

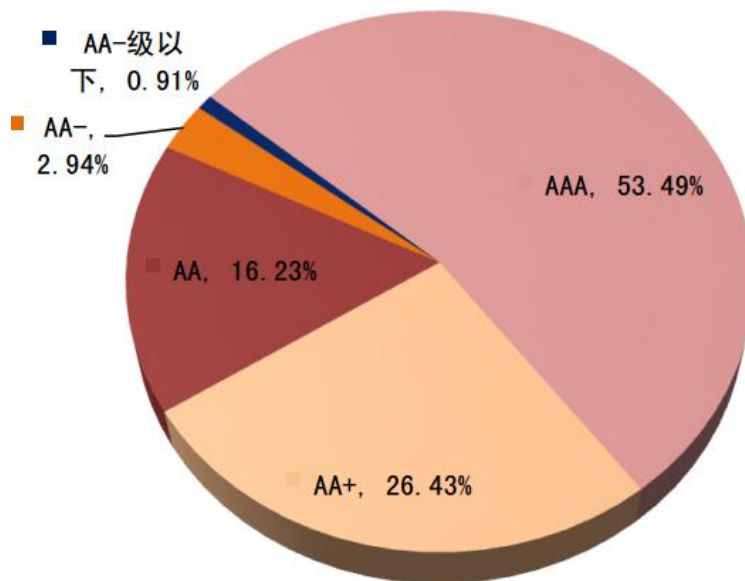
从银行理财所投资的债券构成来看，银行理财偏好于收益率较高的信用债，信用债占理财投资债券资产余额 86.20%，利率债（包括国债、地方政府债、央票和政策性金融债）仅占理财投资债券资产余额的 13.80%。对比 2014 年，理财产品对于利率债的投资比例下降了 0.26 个百分点，对信用债的投资比例下降了 0.03 个百分点，理财产品对债券的投资比例在两个年度保持相对一致。进一步从银行理财投资的信用债的评级状态来看银行理财的风险偏好。理财产品直接投资的信用债，以高信用评级的债券资产为主体，整体信用风险相对较低。截至 2015 年底，理财资金直接投资的信用债中，53.49%为 AAA 债券，26.43%为 AA+ 债券，AA 及以下评级的债券占比仅为 20%。对比 2014 年，2015 年理财产品对 AAA 级和 AA+ 级信用债的投资比例均提升，大幅降低了对 AA 级信用债的投资比例，反映理财产品对信用债投资的风险偏好下降。对比 2015 年信用债的等级利差走势，理财产品的信用等级配置变动，在一定程度上，反映了金融机构整体风险偏好的下降，低等级信用债的配置需求下降，等级利差扩张。

图 8 过半资金投向债券及货币市场工具



资料来源：《中国银行业理财市场年度报告》，Wind，招商证券

图 9 2015 年底理财产品持有债券债项评级情况



从银行理财投资收益看，2015 年，封闭式产品按募集资金金额加权平均兑付客户年化收益率为 4.69%，其中，封闭式非净值型理财产品加权平均兑付客户年化收益率为

4.68%，比 2014 年下降 38 个基点；封闭式净值型理财产品加权平均兑付客户年化收益率为 4.97%，比 2014 年下降 10 个基点。另外，开放式非净值型理财产品加权平均兑付客户年化收益率为 3.72%，比 2014 年下降 17 个基点。

### 2.5.3 证券投资基金

除了银行理财外，货币基金和债券型基金的发展速度也较快，但相对于银行理财的发展，债券基金发展缓慢。在证券投资基金中，投资债券的主要为货币基金和债券型基金。截至 2015 年 12 月 31 日，货币基金共 263 只，规模 4.57 万亿元；债券型基金 538 只，规模 538 只，5872 亿元。两者合规规模 5.15 万亿元，占银行理财规模的 22%。

表 3 证券投资基金结构表

基金类型	数量合计(只)	占比(%)	份额合计(亿份)	占比(%)	资产净值合计(亿元)	占比(%)
股票型基金	565	20.97	5,971.81	7.77	7,007.40	8.39
混合型基金	1208	44.84	18,337.99	23.86	22,845.51	27.36
债券型基金	538	19.97	5,872.18	7.64	7,038.70	8.43
中长期纯债型基金	234	8.69	3,130.59	4.07	3,457.17	4.14
短期纯债型基金	7	0.26	40.75	0.05	44.04	0.05
混合债券型一级基金	117	4.34	1,200.37	1.56	1,474.77	1.77
混合债券型二级基金	161	5.98	1,442.45	1.88	1,925.17	2.31
被动指数型债券基金	16	0.59	54.08	0.07	132.96	0.16
增强指数型债券基金	3	0.11	3.94	0.01	4.58	0.01
货币市场型基金	263	9.76	45,763.14	59.54	45,793.94	54.85
另类投资基金	20	0.74	182.45	0.24	209.04	0.25
QDII 基金	99	3.67	733.33	0.95	564.82	0.68
全部基金	2694	100.00	76,861.73	100.00	83,491.31	100.00

资料来源：wind 资讯

从基金的债券投资行为看，货币基金根据监管规定只能投资剩余期间在 397 天内的品种，主要投资对象是银行大额存单，债券投资以短期高评级券种为主。债券型基金追求绝对回报，主要投资者于高等级的信用债券，并且将回购放大作为常见的投资策略。

此外，近年来各类证券公司资管产品、基金专户、私募基金也发展较快，其主要属性是接受银行等金融机构的委托，代为管理银行、保险的理财资金，其行为偏好与银行理财接近。

#### 2.5.4 保险公司

1929年11月太平保险在上海成立，1949年10月人保公司在北京成立，1988年平安保险成立，1999年人保公司重组形成人保、人寿、再保险。自2000年起，保险行业形成以人寿、人保、平安、太保为主的格局并延续至今。自2009年起，关于保险资金如何运用的监管政策，全面放开了债券投资。如图9所示，2009年放开无担保信用债投资，2010年对有担保信用债投资比例不再做上限控制，2014年取消企业债投资比例限制，AA及以下评级企业债券不超过总资产的10%，债权计划类产品进入蓬勃发展阶段。

保险机构属于债券市场重要的投资主体，其投资特点是持有型机构，一般债券投资以持有到期为主。此外，债券投资偏好于长期限，收益率较高的信用债，以符合资产负债的匹配要求。

#### 2.5.5 证券公司

证券公司属于典型的交易型机构，持债总量不大，但交易频率较高，对市场价格波动等较为敏感，在一定程度上起到了价格发现作用。

#### 2.5.6 个人投资者

交易所市场自成立之初即对个人投资者开放，通过合理的投资者适当性安排将合适的债券品种提供给个人投资者，以提升居民收入，优化市场结构，据统计，目前个人投资者合计持有债券173.64亿，占总市值0.477%。个人主要通过集中竞价系统交易，2015年个人投资者现券交易量为9219亿，占全市场现券交易达15%，但主要的交易券种是可转债，2015年全年交易量达7930亿元，占个人投资者交易量的86%。扣除可转债交易量，个人投资者现货交易量为1289亿元，占全市场现货交易量（扣除可转债）2.6%。

银行间市场建立以来一直以建设机构间市场为主，个人投资者主要通过银行柜台进行投资者交易。所谓柜台业务，是指金融机构通过其营业网点、电子渠道等方式为投资者

开立债券账户、分销债券、开展债券交易提供服务，并相应办理债券托管与结算、质押登记、代理本息兑付、提供查询等。银行间市场债券柜台业务开始于 2002 年。2002 年 4 月，中国人民银行和财政部颁布了《商业银行柜台记账式国债交易管理办法》，商业银行记账式国债柜台交易业务正式起步。2014 年 3 月，央行发布《中国人民银行公告（2014）第 3 号》，增加商业银行柜台债券业务品种，增加国家开发银行债券、政策性银行债券和中国铁路总公司等政府机构债券。目前二级托管柜台市场个人投资者共 18,470,112 户，合计持有债券 10.9 亿，总市值低于 0.01%，2015 年个人投资者现券交易量为 0。

## 第 3 章 研究方法

### 3.1 数据来源

本文利用上交所债券市场投资者交易和持仓数据，研究个人投资者债券投资行为，并且选取债券型基金作为代表性机构投资者，研究个人投资者和机构投资者的债券投资行为差异。债券投资者交易和持仓数据来源于上交所数据仓库。从债券品种来看，债券市场数据包含 2003 年以来在上交所挂牌交易的国债、地方债、政策性银行金融债、公司债、企业债、可转换公司债券、可交换债券、可分离债券、资产支持证券、债券基金、债券回购交易等。

#### 3.1.1 样本数据选取

上交所债券市场包括三个交易平台，分别是竞价系统、大宗交易系统和固定收益平台，机构投资者主要通过大宗交易系统和固定收益平台进行债券市场交易，个人投资者可以直接和间接参与三个平台债券交易。本文选取的交易数据来自上述三个平台投资者交易数据的合并结果。

上交所债券市场交易模式分为现券交易和回购交易。回购交易机制与抵押融资类似，是投资者借以放大收益的杠杆工具，并不涉及选择债券投资标的和买卖债券获取价差收益，不能反映投资者对债券投资偏好和交易行为。此外，从参与主体来看，个人投资者无法参与回购市场，机构投资者是回购交易的主体，运用回购交易数据无法对个人和机构投资者的交易行为进行比较分析。因此，本文仅选取债券现券交易数据来分析投资者行为。

从债券标的来看，可转换公司债券、可交换债券、可分离债券是股债结合产品，嵌入以发债主体股票为标的的期权。这些债券的价格波动与股票具有较强的相关性，其到期收益与纯债产品存在较大的差异。投资者交易这些股债结合债券产品的行为特征与交易纯债产品的行为特征可能完全不同。因此，我们在分析债券市场投资者交易行为时，剔除投资



者对上述股债结合产品的交易和持仓数据。本文利用的债券交易数据仅包含国债、地方债、金融债、企业债、公司债和资产支持证券。

为尽可能扩大数据分析的样本覆盖面，探寻较长时期内债券市场个人投资者交易行为规律，我们选取的研究样本区间是 2012 年 1 月 1 日至 2015 年 10 月 31 日，共 926 个交易日。

### 3.1.2 数据结构

债券交易明细数据主要分为订单、成交和持仓数据，均以表格形式呈现。每一个投资者对每一个金融工具的每一次买卖（申报订单及成交），均以一条记录的方式保存。一条记录包含了该笔买卖的要素指标，如买卖价格、买卖数量等。每一个投资者对每一个金融工具的持仓，也是以一条记录的方式保存，但该记录对应的不是每日持仓数量，而是每一个持仓数量保持不变的时间区间。这一区间的生效日期和结束日期分别是投资者对该金融工具存在买卖行为的两个相邻交易日（这两个交易日之间投资者未买卖该金融工具）。订单表、成交表和持仓表包含的主要数据指标有订单价格、订单数量、订单买卖方向、账户代码、金融工具代码、订单输入时间、成交日期、成交时间、成交价格、成交金额、成交数量、持有数量等。

### 3.2 事件分析

本文主要利用所有债券个人投资者的交易与持仓数据，对投资者行为进行研究。在计算交易量、持仓量和收益等指标时，将所有标的债券的相关数据进行加总。在分析个人投资者行为时，由于单个账户数量较大，还会将同一类型个人投资者账户的相关数据进行加总或平均化。这种加总或平均化处理，有助于消除单个投资者的误差，总结投资者交易行为的普遍特征，但是对一些特定的投资者行为模式进行研究，则需要采取“切片式”案例分析方法。

长期以来，拥有活跃的个人投资者是上交所债券市场的诸多突出优势之一。由于个人投资者的投资能力远低于专业机构投资者，其应对债券投资风险的能力也较为薄弱。在当前公募债券市场信用风险事件频发、实质违约达 9 例（超日、天威、湘鄂、中富、英利、中钢、山水、圣达、亚邦）的情况下，客观评估债券市场个人投资者风险承担水平和风险应对能力，通过各种方法增强其规避和抵御风险的能力，是上交所、监管层及市场各方共同关心的问题。对于已经发生实质违约的案例，投资者的损失已经实际发生，如何在违约处置中最大程度保护个人投资者的利益，属于制度安排层面的问题，投资者只需按照有关规定和程序主张自己的权益即可。而对于还未发生实质违约的债券，个人投资者在债券投资中是否能及时识别和规避这些风险债券，需要我们利用投资者交易数据进行深入分析。

为加强对风险债券的市场警示，上交所于 2014 年 6 月 17 日发布《关于对公司债券实施风险警示相关事项的通知》。债券风险警示制度的实施，为我们研究和评估个人投资者的风险识别能力和风险规避意识提供了契机。该制度基于明确的规则，对信用评级或发行人经营状况发生不利变化的债券实施风险警示。风险警示能够引起投资者的警惕，提示投资者密切关注投资该债券可能存在的风险。在此情况下，基于规避风险的目的，投资者对该债券的交易和持仓行为可能发生变化。通过对比分析个人投资者对该债券在实施风险警示前后的交易行为，我们能够分析和评估个人投资者的风险识别能力和风险规避意识。

我们选取 08 新潮债（122009）、11 蒙奈伦（122811）、11 华锐 01（122115）和 11 华锐 02（122116）作为案例，分析风险警示对债券投资者行为的影响。上交所于 2014 年 9 月 1 日对前两只债券实施风险警示。2014 年 1 月 29 日 11 华锐 01（122115）和 11 华锐 02（122116）发布可能被暂停上市交易的风险提示公告，该公告虽然并非风险警示，但对个人投资者来说起到了风险警示的作用，因此，我们将该事件等同于风险警示案例。根据事件分析方法，我们在风险警示日前后各截取两周的交易数据（对于华锐案例，我们截取

一月的交易数据），作为对比投资者行为的窗口。我们选取的具体指标是每日持仓量和每日净买入额。通过分析个人投资者对该风险债券持仓量和净买入额在事件日前后的变化，验证其是否能有效识别和规避潜在投资风险。

### 3.3 数据的优势和局限性

#### 3.3.1 数据的独特优势

本文研究所利用的数据具有独特优势。首先，本文利用的是非公开交易数据，该数据的研究价值远远超过公开渠道可获取的数据。投资者交易数据及其他核心数据属于涉密数据，无法对外公开。即使经过脱密程序，一般市场人士和研究人员也很难接触到这些数据。本文在研究过程中，通过内部合作的方式，借助于上交所信息中心相关人员的力量，对这些交易数据进行预处理。本文利用预处理后的中间指标，完成进一步的数据分析工作。

其次，本文利用的是投资者账户买卖交易行为数据。这些数据深入微观层面，记录了单个投资者对任意债券标的的买卖和持仓行为。而且交易数据的总量十分庞大，按每个账户每日仅进行一次债券交易计算，5万多个账户在926个交易日的交易行为会产生约5000万条交易记录，为我们研究投资者行为提供了足够的样本。通过加总、平均化处理和进一步计算数据指标，我们可以对债券投资者行为进行全面准确的分析。

最后，本文利用的数据包含买卖价格、数量和持仓数量等有关交易的全部核心要素。我们可以利用这些详细的数据对债券投资者行为进行一些专题分析。比如，可以利用投资者账户买卖成交额计算其交易价差收益（或损失），利用投资者账户债券本金和利息兑付，计算其持有债券的收益，两者相加就是样本期间该账户的绝对收益。我们还可以计算每季度投资者日均持仓市值，以此为标准，将个人投资者按照资金规模大小划分为不同类型的投资者。

### 3.2.2 样本数据的局限性

首先，债券交易包括现券交易和回购交易，基于回购交易机制等价于抵押融资和个人投资者无法参与回购交易等原因，本文选取的样本数据未包含债券回购交易，存在局限性，这导致由现券交易计算得到投资者账户收益数据有可能低估机构投资者的整体收益。从交易量占比来看，回购交易量占债券市场整体交易量的 90% 以上，投资者主要参与回购交易而非现券交易，回购交易收益对投资者债券交易的整体收益贡献较大，未包含回购交易的账户收益数据很大程度上低估机构投资者收益。从回购交易的资金流向来看，融资方获得的回购资金不仅可以用于投资债券现券，还可以用于投资股票及其他金融工具，其中债券现券再投资收益已经计入债券市场账户收益，但是股票及其他金融工具再投资收益没有计入债券市场账户收益，导致机构投资者收益被低估。

其次，由于债券等固定收益产品具有收益低、波动小的特点，通过使用杠杆交易来放大投资收益是投资者债券投资的主要行为特征。绝大多数机构投资者均利用债券回购交易机制进行杠杆交易，杠杆资金的使用导致我们无法精确计算投资者现券交易的自有资金规模，从而导致机构投资者现券投资收益被高估。对于机构投资者现券投资中自有资金和杠杆资金的比例，我们无法精确计算，但是监管机构曾对机构投资者全部债券投资的自有资金和杠杆资金比例进行调研。市场调研情况表明，2015 年 8 月底，根据债券投资规模前十大券商汇总数据，券商自营的债券投资总体杠杆为 1.7 倍，其中在交易所市场的债券投资杠杆为 1.92 倍。根据华夏等 10 家基金公司汇总数据，基金债券投资总体杠杆为 1.21 倍，其中在交易所市场的债券投资杠杆为 1.31 倍。保险公司债券投资的杠杆水平一般处于 1.05 至 1.15 之间。根据以上调研数据，本文选取的债券基金现券投资的杠杆比率应不超过 1.31 倍，要计算其现券投资的精确杠杆比率，还需要了解其杠杆资金在债券现券投资和其他金融工具投资方面的使用比例。

最后，样本区间内上交所债券市场已实行投资者适当性管理政策，导致不同类型个人投资者可投资的债券标的存在差异，本文在对个人投资者债券投资者行为进行研究过程中，未考虑相关管理制度对投资者行为的影响，存在局限性。2011年12月23日发布的《上海证券交易所债券市场投资者适当性管理暂行办法》将投资者分为专业投资者和普通投资者，前者可以投资全部公司债券，而后者只能投资一部分公司债券（符合上交所《公司债券上市规则》第2.2条规定的公司债券）。2015年5月28日发布的《上海证券交易所债券市场投资者适当性管理办法（2015修订）》将所有投资者分为合格投资者和公众投资者，前者可以认购及交易在上交所上市交易或挂牌转让的债券、资产支持证券，但是后者只能认购及交易一部分公司债券。

### 3.4 研究方法

本文研究主要运用数理统计的分析方法，计算基础性或专门性统计指标，从多个角度挖掘交易数据中有关投资者行为的丰富信息，同时也结合事件分析的方法，对投资者在特定情况下应对投资风险的行为进行“切片式”深入研究。

#### 3.4.1 统计分析方法

要从大量的交易记录中挖掘有关投资者行为的信息，我们需要运用统计分析方法，其中包含基础统计分析和专门统计分析。前者主要是计算一些基础性的数据指标，例如总量、均值、标准差、比例等，通过加总、平均、比例化，消除个体差异，总结归纳海量数据背后投资者行为的典型特征。

后者主要是计算一些专门性的数据指标，这些指标大多基于基础性总量、平均指标，根据一定的理论模型或逻辑分析设计，通过对基础性指标进行进一步加工，最终藉以反映投资者特定的行为特征。例如，我们以交易量占比指标为基础，计算投资者偏好系数，该系数可以反映投资者对各类投资标的的相对偏好程度。

投资者总体包含各种类型的投资者，各类型投资者的行为特征并不一定与总体投资者的行为特征相同。在计算各类统计指标时，我们不仅可以利用全部样本分析投资者总体行为特征，还可以利用子样本分析某一类投资者的行为特征。因此，本文在运用统计方法进行研究时，广泛运用子样本分析方法，将个人投资者按其资金规模分为大户、中户、小户、散户等各子样本投资者群体，分别计算子样本的各项统计指标，并进行对比，从而发现各子样本投资者群体的行为差异。

### 3.4.2 事件分析方法

统计分析方法主要研究投资者行为的总体性和一般性规律，既消除了单个个体的差异，也消除了样本区间内各交易日的差异，只关注典型投资者在典型的交易环境中表现出的行为特征。例如，我们需要了解投资者在样本区间内的整体收益，就可以将投资者在样本区间每个交易日的所有买卖记录进行加总，结合样本区间期初和期末的持仓状况，求出账户的绝对盈亏。但是，样本区间内投资者可能为追逐利润买入过高风险债券，也可能为防范宏观风险买入过低风险债券，可能进行买卖价差交易，也可能持有债券到期获得兑付，如果我们需要进一步了解投资者在特定市场环境下的投资行为，例如其应对公司债券潜在投资风险的行为，那么我们就需要运用事件分析的方法，进行有针对性的研究。

事件分析以案例研究为基础，结合数据分析方法，对比事件发生前后相关数据指标发生的变化，验证该事件对研究对象的影响。本文在研究个人投资者应对债券投资风险时，选取数个典型的债券违约案例，运用事件分析法，研究个人投资者的风险识别和规避行为。

## 第 4 章 结果分析

本章利用债券市场投资者账户数据，研究债券投资者投资行为，在分析个人投资者交易与持仓概况的基础上，重点关注个人投资者与债券型基金的收益率及波动。

### 4.1 市场投资者结构

在账户交易数据中，每一个投资者均具有唯一的账户代码，并且个人投资者（自然人投资者）和机构投资者的代码不同。因此，我们根据成交表中的投资者账户代码，可以计算样本数据中个人投资者的数量。我们首先计算每个交易日个人账户数，其次按年度计算个人账户的日均数据。同时，我们按每个交易日将所有个人投资者账户的持仓量加总，再按照年度将所有个人投资者每日持仓市值进行算术平均，得到各年度个人投资者日均持仓总量。具体数据见表 4。

表 4 个人投资者账户数和持仓市值

时间	个人账户数量	个人账户持仓总量
2012 日均	108,064	137.16
2013 日均	99,540	173.05
2014 日均	64,341	176.59
2015 日均	32,451	116.71

注：数据来源于上交所数据仓库。个人账户数量仅计算当日有债券持仓的投资者账户。持仓总量的单位为亿元。

从日均数值来看，2012 年至 2015 年，持有债券的个人账户数量持续下降，从 2012 年日均 108,064 户下降到 2015 年日均 32,451 户。但另一方面，个人账户持仓总量基本保持平稳，从 2012 年日均 137.16 亿元，降低至 2015 年日均 116.71 亿元。在投资者数量大幅减少的情况下，个人投资者持仓总量却变化较小。这表明债券市场个人投资者的结构已经发生重大变化，资金规模较小的个人投资者，有的逐渐退出市场，有的发展成为拥有更

大资金规模的投资者。债券市场中散户型投资者有减少趋势，资产较高的个人投资者逐渐增加。另外，2013 和 2014 年个人账户持仓总量还曾大幅上升至 170 亿元以上。由于 2015 年上半年股市经历大牛市，股债跷跷板作用导致资金从债市流入股市，因此，2015 年债券市场个人投资者日均持仓总量大幅低于 2013 和 2014 年。

投资者的资金规模存在较大差异，资金规模较大的专业型投资者和资金规模较小的散户投资能力以及收益可能并不相同，将所有投资者看作同一类型投资者可能并不准确。有一些资金规模达到 1 亿元以上的账户，可能并不属于某个自然人，而有可能属于私募基金，这些私募基金出于保密性或逃避监管的目的，借用自然人的开户资料开立交易账户。这些账户看上去是个人投资者账户，实际上是私募基金账户，其行为模式具有机构特征，与个人投资者完全不同。如果我们将此类账户与个人投资者账户合并分析，将导致研究结论产生偏差。因此，我们根据每一个投资者账户在样本期内的日均持仓市值，将投资者划分为以下几个类别：五十万以下为散户，五十万至三百万为小户，三百万至一千万为中户，一千万至一亿为大户，一亿以上为特大户。我们在下文分析个人投资者行为时，按照投资者类型进行子样本分析，以便更深入地分析不同类型个人投资者行为特征的差异性，也在一定程度上将“伪装”成个人投资者的私募基金账户筛选出来，从而得到更准确的个人投资者行为研究结论。表 4-2 给出了各类型投资者的日均账户数量。

表 5 各类型个人投资者账户数

时间	特大户	大户	中户	小户	散户
2012 日均	10	118	295	2740	104900
2013 日均	13	168	416	3219	95724
2014 日均	11	178	489	3656	60005
2015 日均	10	101	337	2414	29588

注：数据来源于上交所数据仓库。个人账户数量仅计算当日有债券持仓的投资者账户。



从表 4-2 可以看出个人投资者结构的静态截面特征和动态变化趋势。从截面来看，散户在个人投资者中占比最高，其次是小户，资金规模庞大的特大户账户仅有 10 个左右。从动态来看，2012 年至 2015 年，个人投资者结构发生重大变化。散户数量大幅减少 70% 以上，这导致个人投资者账户数量大幅减少，而其他类型个人投资者账户数要么小幅减少，如大户、小户，要么不变甚至增加，如特大户、中户。这种投资者结构变化能够解释个人投资者账户日均持仓总量基本保持不变，因为散户减少的数量虽然多，但是其持仓总量很小，对个人投资者整体持仓总量的影响很有限。其他类型个人投资者账户数的变化很小，因而持仓总量变化也很小。

#### 4.2 个人投资者交易与持仓概况

根据账户成交和持仓数据，我们分析各类型个人投资者的交易和持仓行为。对于交易行为，我们主要计算各类型投资者年度日均买入和卖出成交数量，对于持仓行为，我们主要计算年度日均持仓数量。具体数据见表 6 和 7。

表 6 各类型个人投资者债券持仓量

时间	特大户	大户	中户	小户	散户
2012 日均	318.86	317.54	151.42	28.33	305.7
2013 日均	432.17	424.01	215.63	339.41	319.52
2014 日均	352.65	443.83	252.17	391.53	327.47
2015 日均	312.02	246.03	174.39	257.83	187.99

注：数据来源于上交所数据仓库。个人账户持仓量单位为百万手。

从持仓量来看，散户的单个账户持仓量虽然较小，但是由于其数量众多，散户总持仓量的日均数值在 2012 年与特大户、大户的总持仓量日均数值相当。不过由于 2015 年股市较为火爆，债券投资者转向投资股市，特别是散户的数量降低 70% 以上，导致其总持仓量的日均值从 2012 年的 305.7 亿元降低至 2015 年的 187.99 亿元。不过持仓量仅降低

38.5%，小于散户数量降低的比例 70%，可以推断散户的账户数虽然减少了，但是单个账户的持仓量反而有所提高，也就是说那些离开债券市场的散户，是原来散户群体中持仓量最低的散户。另外，我们发现中户的日均持仓总量低于其他投资者类型，因为这一账户类型既没有（散户的）数量优势，也没有（特大户或大户的）资金规模优势，因而其日均持仓总量在各类型投资者中是最低的。

表 7 各类型个人投资者债券交易量

时间	买卖方式	特大户	大户	中户	小户	散户	个人投资者总体
2012 日均	买入	0.34	1.08	0.83	1.1	0.49	2
	卖出	0.24	1.01	0.79	1.07	0.5	1.85
2013 日均	买入	0.5	2.37	1.8	2.52	1.03	2.4
	卖出	0.44	2.25	1.65	2.4	1.01	2.3
2014 日均	买入	0.55	2.07	2.22	4	2.25	2.53
	卖出	0.58	2.08	2.11	3.94	2.26	2.76
2015 日均	买入	0.55	1.64	1.63	5.44	6.14	2.72
	卖出	0.41	1.47	1.36	5.17	5.97	2.62

注：数据来源于上交所数据仓库。交易量的单位为亿元。各类型个人投资者日均买卖成交量的加总值与个人投资者总体值不相等，因为各类型投资者的每日交易量在一年中分布并不均匀，不能直接求和。

从交易量的时间序列变化趋势来看，个人投资者总体的日均交易量在 2012 至 2015 年保持较为平稳的状态。以买入成交量为例，该值从 2012 年的日均 2 亿元，逐步上升至 2015 年的日均 2.72 亿元，增长 36%。具体到每个类型的个人投资者，散户和小户交易量增长趋势较为显著，其他类型投资者的交易量增长有的较小，有的甚至在 2015 年同比负增长。

从交易量的截面分布来看，小户和散户的日均交易量要大于其他类型投资者。特别是在 2015 年，小户和散户的买入和卖出交易量均远远高于其他类型投资者。以买入量为例，2015 年小户和散户日均买入量分别为 5.44 和 6.14，约为特大户日均买入量的 10 倍和 11 倍。前文我们曾分析得到小户和散户的日均持仓量低于其他类型投资者，而这些日均持仓量较低的投资者的日均交易量却反而更高，这表明散户和小户具有频繁买卖债券的行为特征，其投资策略很可能是通过低买高卖获取债券价格波动的价差收益，而特大户和大户等资金规模较大的投资者不会过多地进行债券交易，可能主要奉行持有到期的配置型投资策略。

### 4.3 个人投资者收益与基金债券投资收益

#### 4.3.1 个人投资者投资收益分析

本文关心的主要问题之一是个人的投资者及债券基金在上交所债券市场的投资收益。我们按照如下公式计算投资者账户的每日投资收益，再计算所有个人投资者账户在各年度的投资收益总和。账户每日投资收益=每日日末持仓市值+当日卖出+付息+兑付-每日日初持仓市值-当日买入。其中，付息计算方式：付息日前一日的持仓面值\*票面利率；兑付计算方式：兑付日前三日的持仓面值+兑付日前一日的持仓面值\*票面利率。

由于部分债券市场流动性不高，这些债券在某个交易日没有成交的情况较为普遍，如当前没有成交，就无法得到债券当日市值。一种替代方式是用前一日或最近一个有交易的交易日日末市值替代当日市值，但是对于那些连续多个交易日无交易的债券，由于市场环境变化，该债券几天前的市值可能与当前市场环境下的估值存在较大差异。因此，另一种替代方式是用权威机构的债券估值代替市场交易产生的市值。严格说，市场交易产生的价格一般而言是最真实和最准确的，但是在债券交易不活跃、市值序列可能不连续的情况

下，只能用机构评估产生的估值来计算投资收益。我们给出了根据两种方式（市值和估值）计算产生的账户投资收益，具体见表 8。

表 8 各类型个人投资者债券投资收益

时间	特大户	大户	中户	小户	散户	个人投资者总体
按照市值计算						
2012	1.01	5.41	1.81	3.44	2.79	13.45
2013	2.08	8.6	-0.69	1.27	0.55	11.81
2014	3.12	14.85	4.14	2.88	0.99	25.99
2015	10.52	6.16	1.8	5.44	0.88	24.81
按照估值计算						
2012	1.42	5.41	1.75	3.17	2.64	17.05
2013	2.29	8.92	-0.54	1.55	0.72	12.94
2014	2.84	12.76	4.04	2.67	0.9	25.2
2015	10.51	6.13	1.77	5.37	0.82	24.6

注：数据来源于上交所数据仓库。投资收益单位为亿元。

我们可以看到，按照市值计算和按照估值计算所得结果存在一定的差异，不过这种差异总体而言较小，不影响我们分析判断各类型个人投资者收益状况。我们以估值为标准，从 2015 年的数据中可以看到，特大户和大户的收益较高，合计达 16.64 亿元，占个人投资者总体收益的 67.6%，散户的收益最低，只占 3.33%。这表明散户的盈利能力低于特大户和大户，散户多采用交易型的投资策略以获取价差收益，但是实际上收益水平还不如采取持有到期策略的大资金账户。

#### 4.3.2 债券基金投资收益分析

我们不仅关注个人投资者的收益情况，还关注机构投资者的收益情况。因此，我们以债券基金为例，计算机构投资者的收益。债券基金的数量较多，我们只选取其中一部分规模最大的基金作为代表性样本。首先，选择 2012 年末、2013 年末、2014 年末和 2015 年

10月31日这四个时间点，按持仓债券面值计算，持有债券现券数量最多的前20家基金。其次，选择2012年初至2015年10月31日区间内，交易债券现券数量最多的前20家基金。剔除上述筛选产生的100个基金样本中的重复样本，最终得到60家基金样本。计算债券基金每日投资收益的公式与前文计算个人投资者收益的公式相同。2012年至2015年上述60家基金的投资收益情况如下：

表9 样本基金债券投资收益

时间	基金投资收益（按市值计算）	基金投资收益（按估值计算）
2012	342.06	342.94
2013	408.06	407.3
2014	184.27	191.79
2015	274.98	278.13

注：数据来源于上交所数据仓库。投资收益单位为亿元。

可以看出，基金收益在2013年达到最高，此后有较大幅度下降，至2015年降为278.13亿元，较2012年下跌约18.9%，较2013年最高点下跌31.7%。

#### 4.3.3 个人投资者和债券基金投资收益分解

投资者买入债券后，可以选择在二级市场卖出债券，也可以选择持有债券到期获得本息兑付。投资者债券投资的收益因而来源于买卖价差或利息偿付。在计算账户每日投资收益时，我们已经对本息兑付与持仓市值变化两项收益来源作出区分。推而广之，我们可以在全部样本区间计算账户投资收益，并且区分投资收益中本息兑付部分和持仓市值部分。通过对比这两项收益的相对大小，我们可以判断个人投资者和债券基金更多地采取何种投资策略，属于交易型投资者还是配置型投资者。在实际计算过程中，由于收益计算较为繁琐，我们直接用买入额代表投资者投资的债券总量，用兑付额代表投资者持有到期的债券

量，兑付额与买入额的比值就是投资者采取兑付策略的债券投资占总投资比例。具体数据见表 4-7。

表 10 债券投资兑付额占买入额比例

账户类型	样本期内兑付额	样本期内买入额	兑付额/买入额
散户	10.98	917.59	1.2%
小户	3.24	559.68	0.58%
中户	1.14	365.08	0.31%
大户	1.32	443.45	0.3%
基金	752.67	7452.35	10.1%

注：数据来源于上交所数据仓库。买入额和兑付额单位为亿元。

从以上各类型投资者样本期兑付比（兑付额/买入额）数据可以看出，个人和基金投资者并非配置型投资者，他们买入债券后，绝大多数都在二级市场将债券卖出，仅追求买卖价差收益。而且，个人投资者的兑付比小于基金兑付比一个数量级，说明个人投资者追求买卖价差收益的交易行为特征更显著。

#### 4.4 个人投资者与基金债券投资收益及波动比较

我们在分别计算个人投资者和基金债券投资收益后，进一步比较两者的收益情况。由于两者的持仓规模不同，投资收益无法直接比较，需要采用收益率的方式进行比较。我们通过以下方式计算投资者账户（无论是个人投资者还是基金）收益率：每日收益率=每日投资收益/前日日末持仓市值。我们仍然用债券市值和估值分别计算。详细数据见表 4-8。

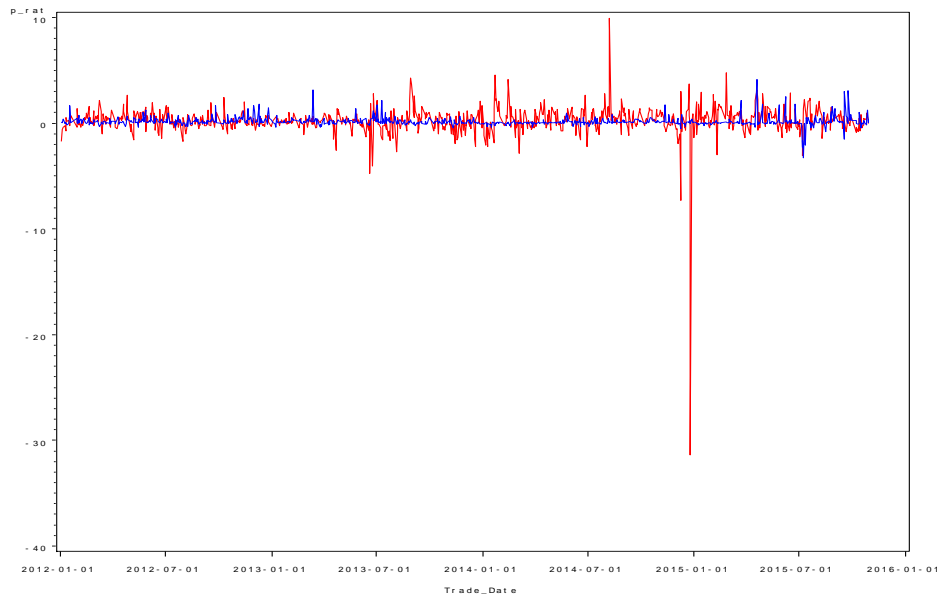
表 11 个人投资者与基金债券投资收益率

指标	个人 (按市值计算)	个人 (按估值计算)	基金 (按市值计算)	基金 (按估值计算)
均值	0.25	0.26	0.16	0.16
标准差	1.56	1.45	0.44	0.44
最小	-35.44	-31.37	-3.25	-3.24
最大	9.57	9.96	4.17	4.13

注：数据来源于上交所数据仓库。收益率单位为%。

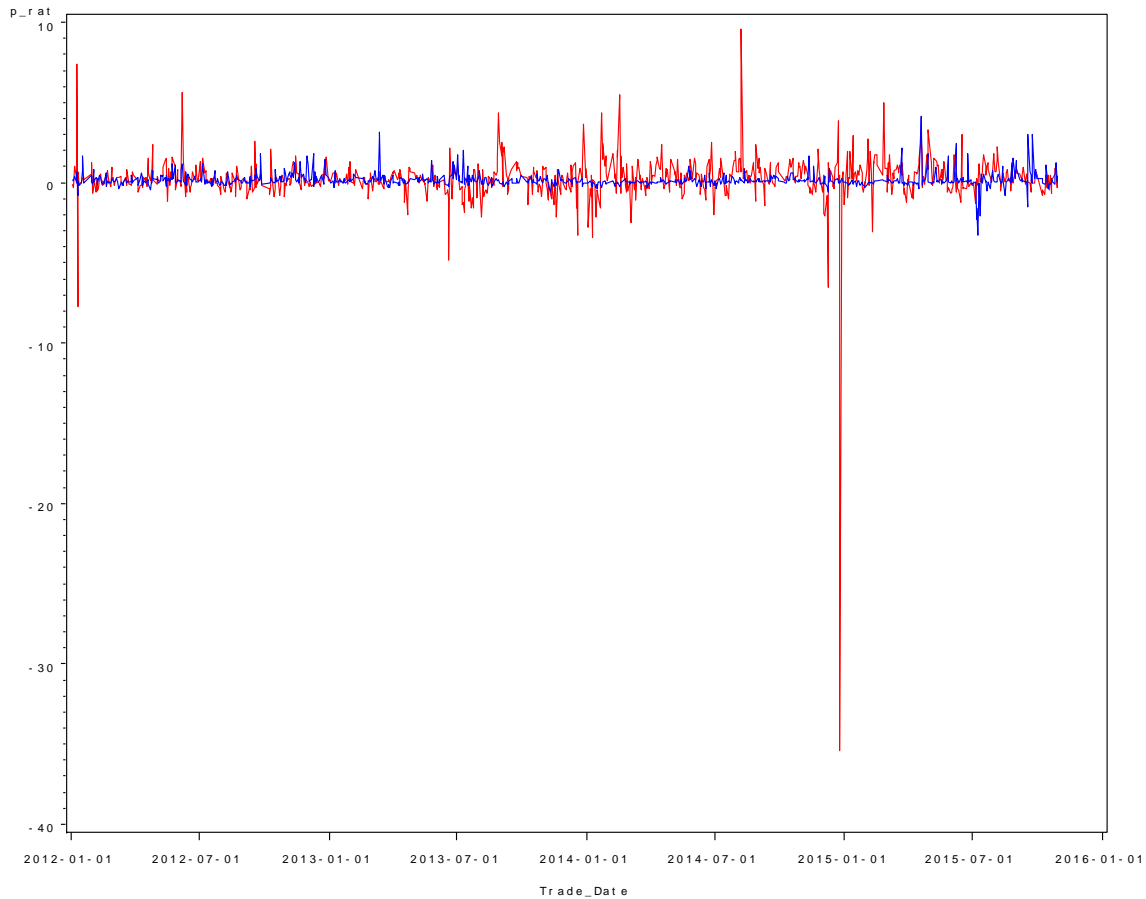
按市值计算，个人的投资收益率均值为 0.25%，投资收益率标准差为 1.55。基金的投资收益率均值为 0.16%，投资收益率标准差为 0.44。个人的投资收益率均值为 0.26%，投资收益率标准差为 1.45。基金的投资收益率均值为 0.16%，投资收益率标准差为 0.43。无论按市值计算还是按估值计算，从 2012 年到 2015 年个人投资者和基金每日的收益率情况来看，个人投资者的收益波动大，其标准差为基金的收益率的四倍左右，投资收益上下波动大。基金的收益率表现相对平稳。

图 10 个人投资者和基金样本期内每日收益率（按市值计算）



注：蓝色为基金，红色为个人。数据来源于上交所数据仓库。

图 11 个人投资者和基金样本期内每日收益率（按估值计算）



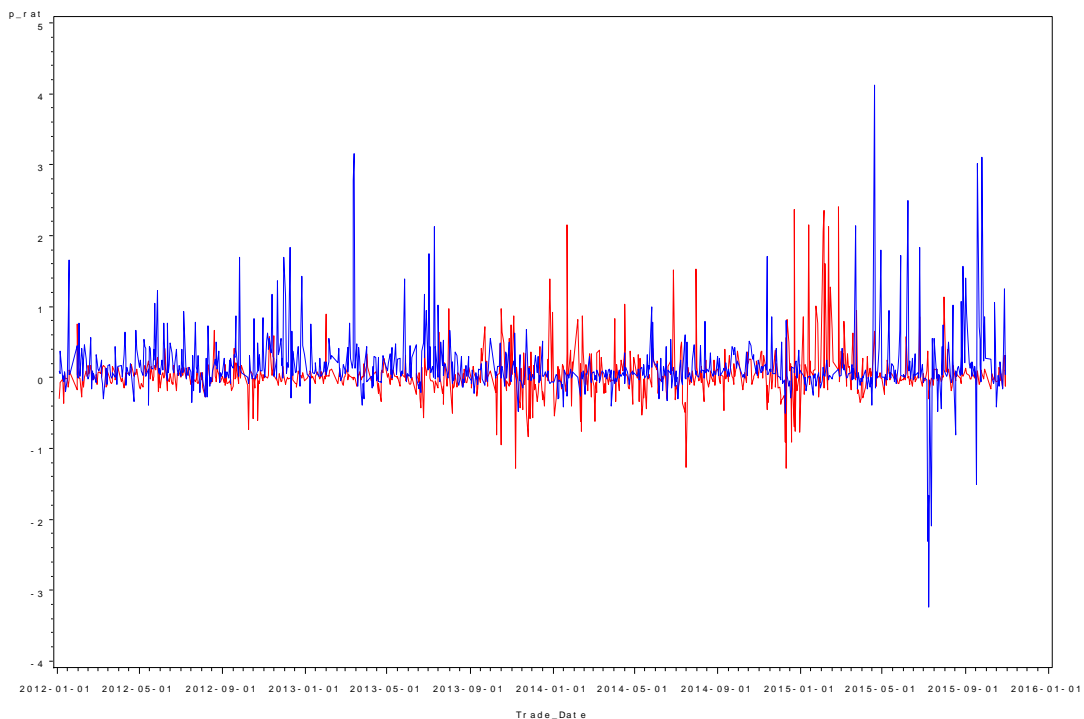
注：蓝色为基金，红色为个人。数据来源于上交所数据仓库。

我们通过计算每日收益率，比较了个人投资者和债券基金在收益率方面的表现。进一步地，我们在计算每日收益率的基础上，计算每日收益率的标准差，衡量投资者收益率的波动，比较个人投资者和基金投资风险水平。图 4-1(a)，4-1(b)分别表示按市值计算和按估值计算的样本期内投资者每日收益率波动情况。从图中可以看到，个人投资者的收益率波动大，出现大的亏损和收益的概率更大一些，基金的投资收益率相对比较平稳。



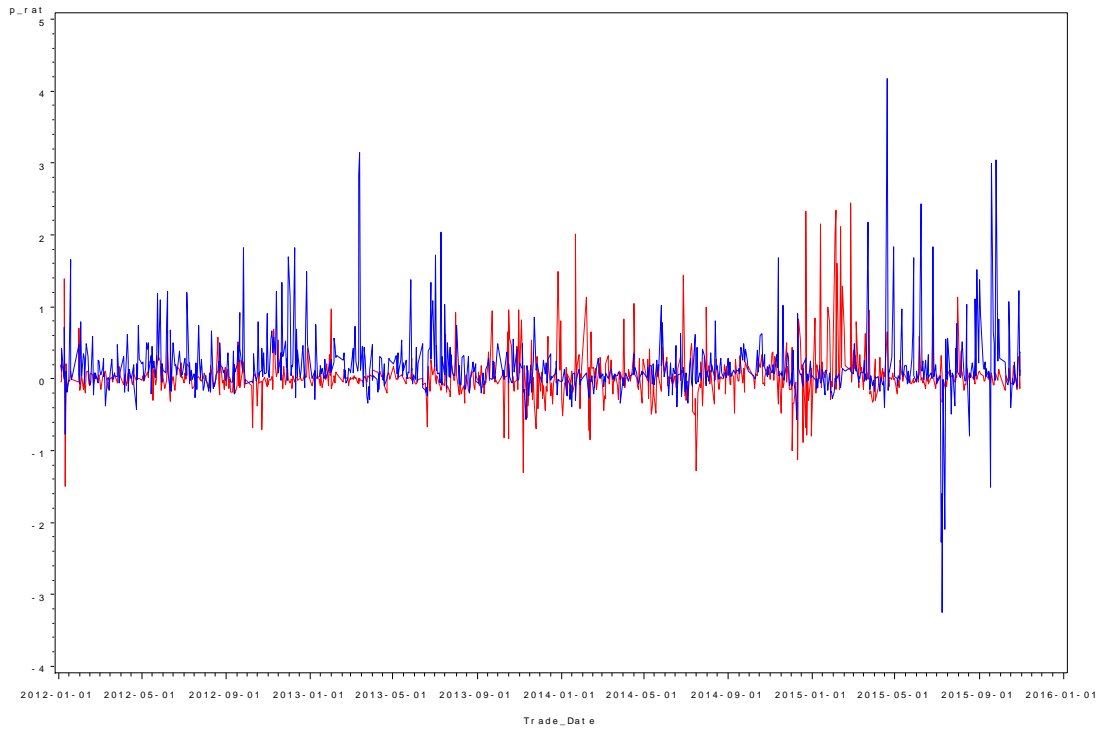
在比较个人投资者和基金的收益率波动情况时，我们忽略了个人投资者内部存在不同类型的投资者，其投资行为特征可能存在较大差异。那些持仓市值较高的特大户和大户，在获取信息和投资决策方面的能力与基金很相似，而散户的投资行为与基金完全不一样。所以我们进一步按照个人投资者内部五个类型，分别比较各个类型投资者与基金的收益率波动情况。详见图 4-2(a)，4-2(b)至 4-6(a)，4-6(b)。

图 12 特大户和基金样本期内每日收益率（按市值计算）



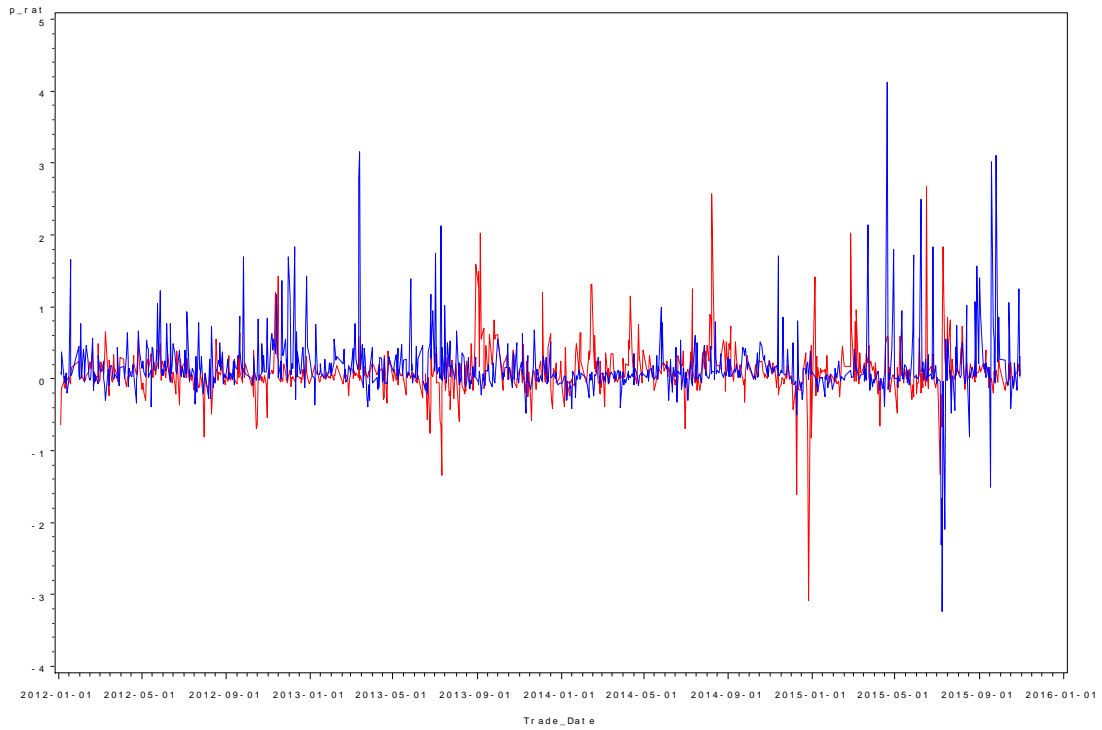
注：蓝色为基金，红色为个人。数据来源于上交所数据仓库。

图 13 特大户和基金样本期内每日收益率（按估值计算）



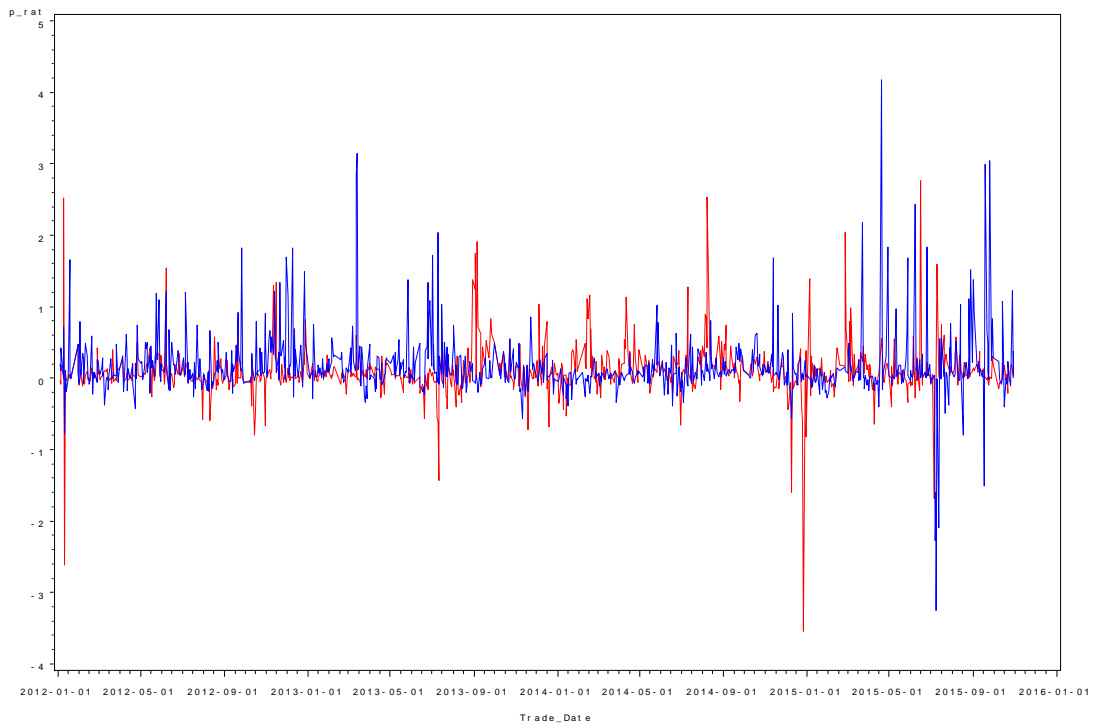
注：蓝色为基金，红色为个人。数据来源于上交所数据仓库。

图 14 大户和基金样本期内每日收益率（按市值计算）



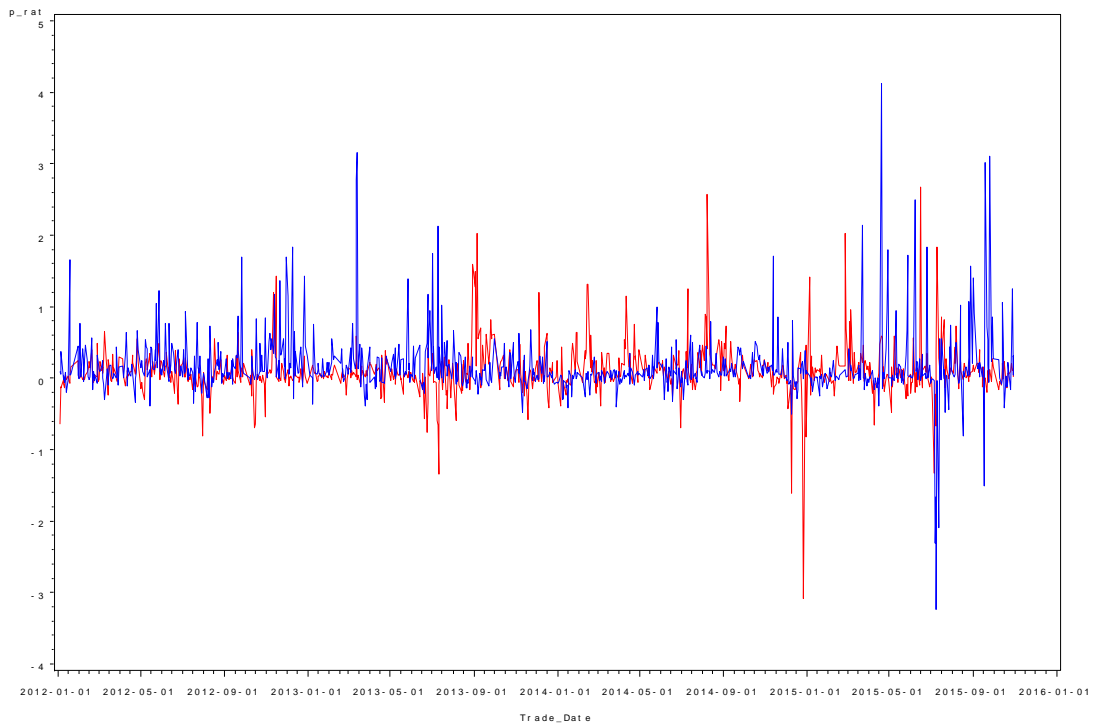
注：蓝色为基金，红色为个人。数据来源于上交所数据仓库。

图 15 大户和基金样本期内每日收益率（按估值计算）



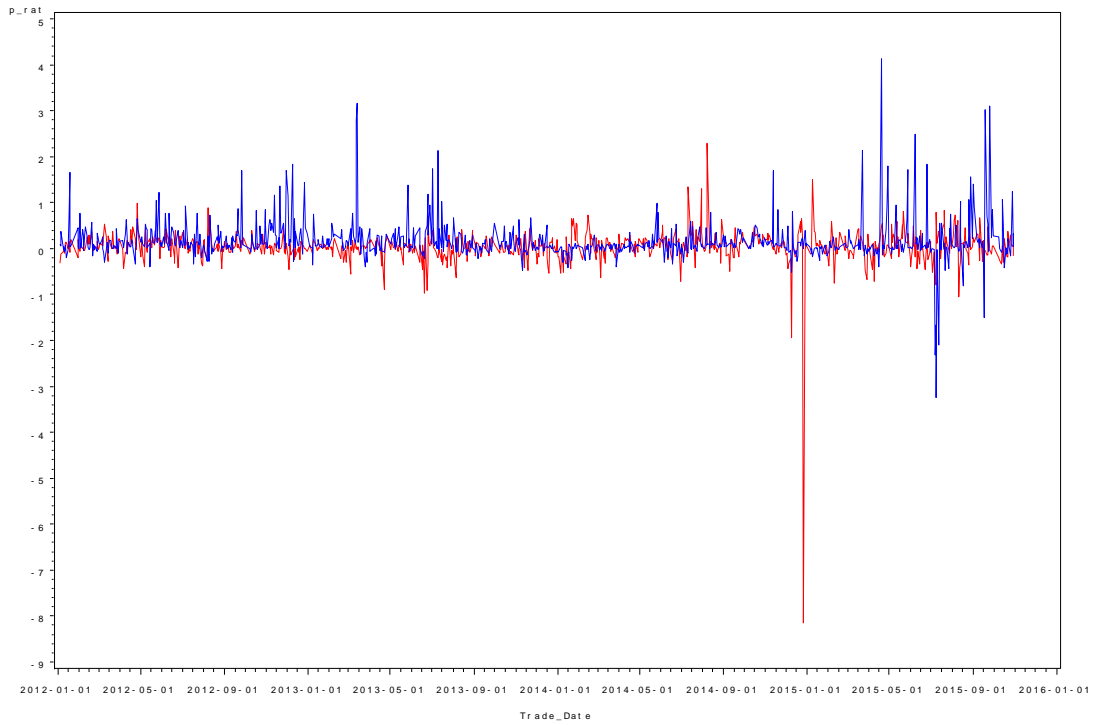
注：蓝色为基金，红色为个人。数据来源于上交所数据仓库。

图 16 中户和基金样本期内每日收益率（按市值计算）



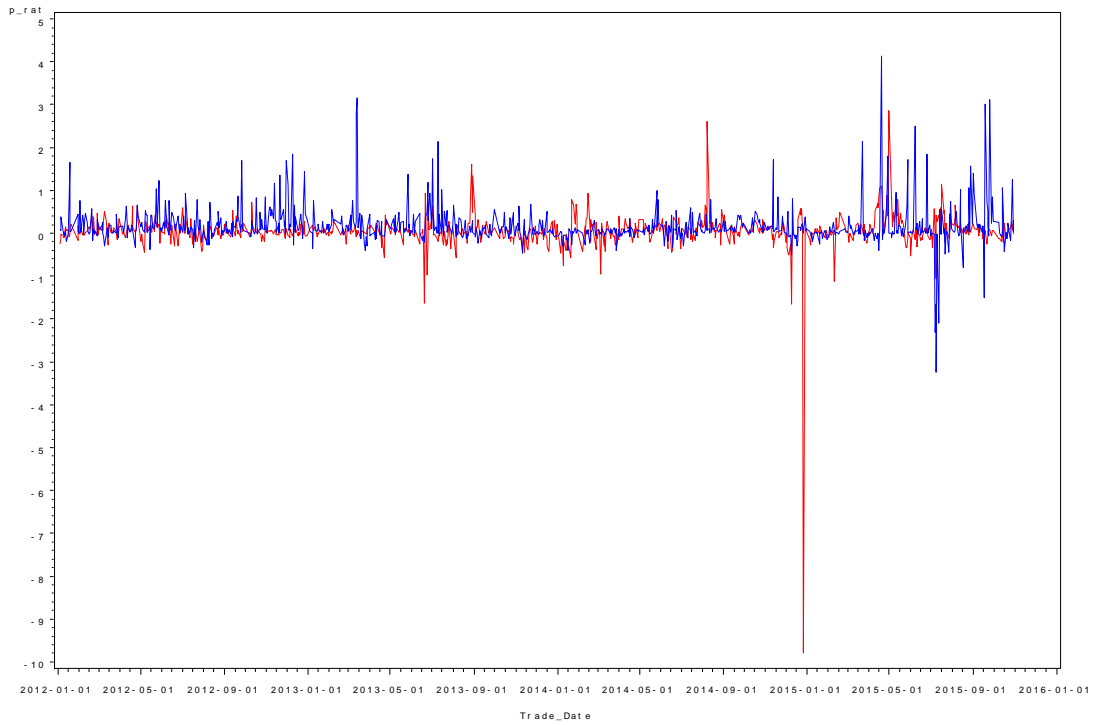
注：蓝色为基金，红色为个人。数据来源于上交所数据仓库。

图 17 中户和基金样本期内每日收益率（按估值计算）



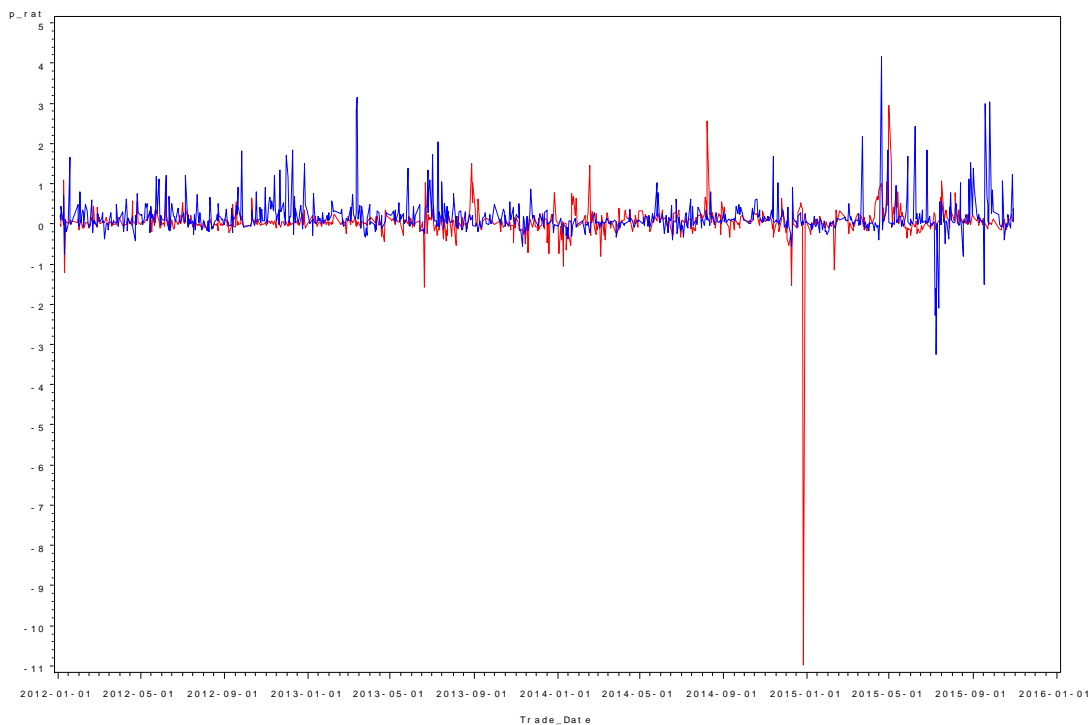
注：蓝色为基金，红色为个人。数据来源于上交所数据仓库。

图 18 散户和基金样本期内每日收益率（按市值计算）



注：蓝色为基金，红色为个人。数据来源于上交所数据仓库。

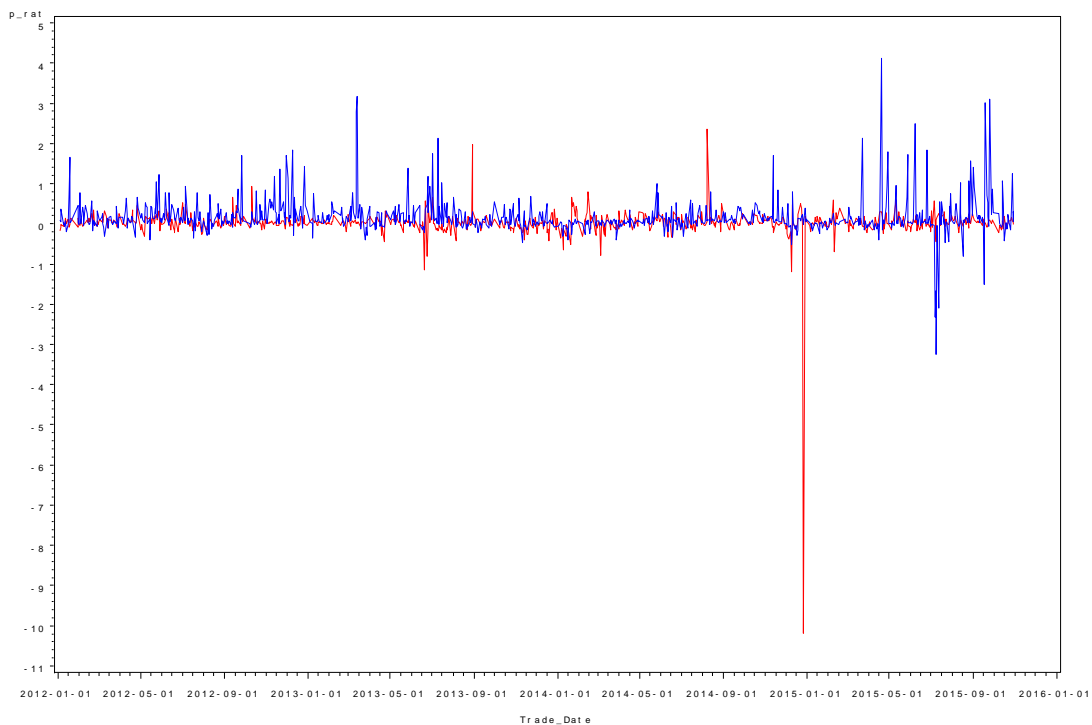
图 19 散户和基金样本期内每日收益率（按估值计算）



注：蓝色为基金，红色为个人。数据来源于上交所数据仓库。

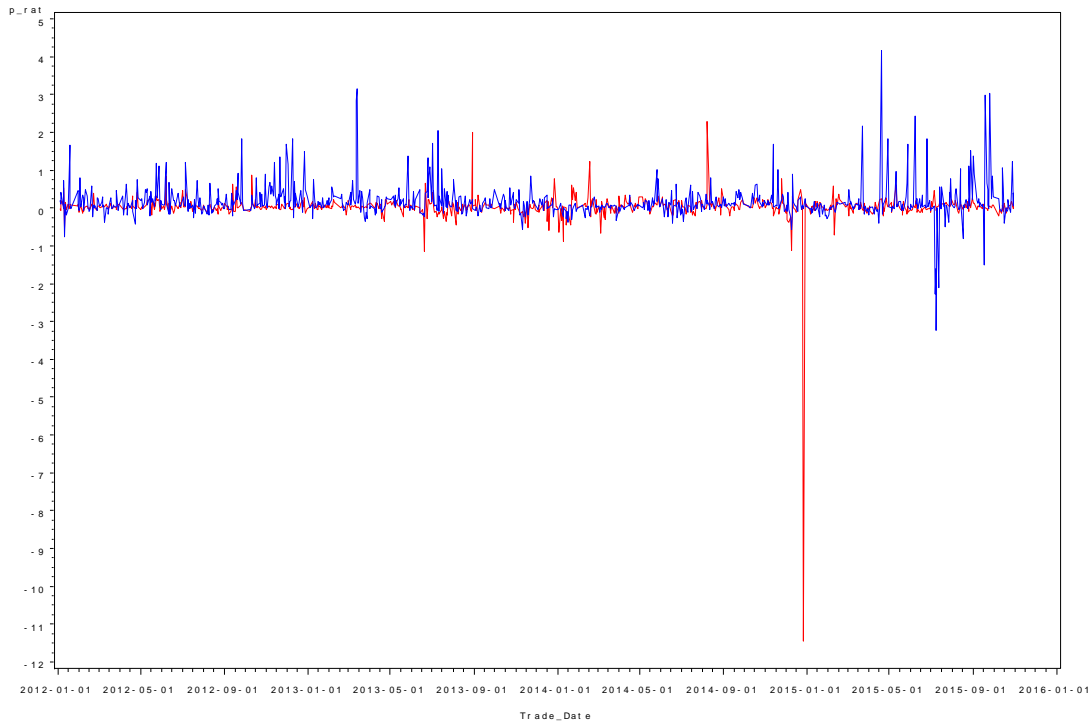


图 20 散户和基金样本期内每日收益率（按市值计算）



注：蓝色为基金，红色为个人。数据来源于上交所数据仓库。

图 21 散户和基金样本期内每日收益率（按估值计算）



注：蓝色为基金，红色为个人。数据来源于上交所数据仓库。

由上述图形分析可知，个人投资者的收益率波动性大的主要因素是账户资金较小的个人投资者的收益率波动较大，其中散户和散户收益率波动较大。从绝对收益来看，特大户个人投资者收益最高，散户和散户个人投资者收益相对偏低。

#### 4.5 个人投资者投资偏好和市场流动性贡献度

前文主要围绕投资者收益及收益率波动进行研究，然而投资者行为还包括收益与风险之外的特征，本节我们对个人投资者投资偏好和市场流动性度进行研究。

##### 4.5.1 个人投资者与基金债券投资品种比较

由于实行投资者适当性管理制度，个人和基金持有的债券评级主要集中于 AA 及以上的债券。以 2015 年 10 月 31 日为例，个人投资者持有 AA-及以下的债券共 97 只，65.6 亿元，持有 AA-及以下债券的金额占持有债券总金额的 42.31%。基金持有 AA-及以下的债

券共 51 只，175.99 元，持有金额占比为 17.61%。这一结果表明基金的风险防范意识更强，绝大多数基金都只参与 AA 级以上债券交易。该结果也能说明为什么上节分析中个人投资者收益率波动高于基金收益率波动，主要是由于个人投资者的低评级债券持仓占比更高，低评级债券的收益波动较大，决定了个人投资者每日收益率波动较高。

表 12 个人投资者债券投资品种

时间	指标	AAA	AA+	AA	AA-	AA-以下	纳入适当性管理的债券
2012 年 12 月 31 日	持有数量	174	194	180	7		0
	持有金额	60.61	47.29	56.31	4.02	46.78	0
	金额占比	28.19%	21.99%	26.19%	1.87%	21.76%	
2013 年 12 月 31 日	持有数量	218	287	346	7	64	0
	持有金额	110.4	54.95	78.16	11.1	55.38	0
	金额占比	35.61%	17.73%	25.21%	3.58%	17.87%	
2014 年 12 月 31 日	持有数量	230	359	503	7	62	152
	持有金额	46.53	31.05	41.37	1.69	47.99	3.31
	金额占比	27.59%	18.41%	24.53%	1.00%	28.46%	
2015 年 10 月 31 日	持有数量	249	347	501	9	88	188
	持有金额	40.3	17.51	31.65	4.14	61.47	5.65
	金额占比	25.99%	11.29%	20.41%	2.67%	39.64%	

注：数据来源于上交所数据仓库。金额单位为亿元人民币。

表 13 基金债券投资品种

时间	指标	AAA	AA+	AA	AA-	AA-以下	纳入适当性管理的债券
2012 年 12 月 31 日	持有数量	108	220	194	9	39	0
	持有金额	412.85	294.65	238.72	10.17	70.73	0
	金额占比	40.19%	28.69%	23.24%	0.99%	6.89%	
2013 年 12 月 31 日	持有数量	135	314	399	9	38	0
	持有金额	339.26	376.55	364.9	5.41	55.96	0
	金额占比	29.71%	32.97%	31.95%	0.47%	4.90%	
2014 年 12 月 31 日	持有数量	157	388	549	7	35	99
	持有金额	272.69	315.21	375.45	2.49	29.91	41.85
	金额占比	27.39%	31.66%	37.71%	0.25%	3.00%	
2015 年 10 月 31 日	持有数量	199	398	575	6	45	150
	持有金额	255.60	238.6	329.12	2.51	173.48	82.25
	金额占比	25.58%	23.88%	32.93%	0.25%	17.36%	

注：数据来源于上交所数据仓库。金额单位为亿元人民币。

#### 4.5.2 个人投资者与基金债券投资偏好分析

在利用持有金额占比分析个人和基金投资者投资品种的基础上，我们进一步利用偏好系数研究投资者对各类型债券标的的投资偏好。我们分别列出或计算所有债券标的的如下指标：债券评级、债券流动性（用样本期内债券日均交易量衡量其流动性）、债券价格波动性（用样本期内债券日收益率的标准差衡量其价格波动性）。根据上述每一项指标，我们对所有债券标的的进行排序，并且按照 25%、50%、25%的比例将全部债券标的划分为高、中、低三类。例如，我们根据样本期内日均交易量指标，将全部债券标的划分为高流动性债券、中流动性债券和低流动性债券。由于债券评级并非连续数值指标，我们将 AA+ 及以上债券划分为高级别债券，AA- 及以下债券划分为低级别债券，其余为中评级债券。

为分析债券投资者的投资偏好，我们计算各类型投资者的持仓偏好系数，其定义是该类型投资者持有某类型标的债券（如高等级债、中流动性债、低价格波动性债）的份额与整个市场持有这些债券份额（等价于债券市值占比）的比值。若该系数大于 1，表明投资者偏好持有这类标的债券，反之亦然。表 4-11 给出了相应结果。

从表中数据我们可以看出，各类型个人投资者和债券基金都偏好中评级债券，对高评级债券的持有比例低于该类债券的市值占比；都偏好高流动性债券，个人投资者对高流动性债券的持仓占比可达 90%以上，而全部账户对这类债券的持仓比例仅为 57.3%；都偏好高波动性的债券，小户、中户等类型个人投资者对其持仓可达 50%以上，而全部账户对这类债券的持仓比例仅为 37%。个人投资者和债券基金的上述持仓偏好特征，可能与他们属于交易型投资者、倾向于交易而非持有债券有关。高评级债券更适合长期持有，满足配置型投资者的需求，而中评级债券风险程度不高且价格波动比高评级债券更大，满足交易型投资者的需求。流动性对交易型投资者而言至关重要，因此他们在投资时均选择流动性最好的债券品种。波动性是交易型投资者获取买卖价差的必要条件，因此他们也偏好持有波动性较高的债券。

表 14 债券投资者持仓偏好系数

指标	高评级	中评级	低评级	高流动性	中流动性	低流动性	高波动性	中波动性	低波动性
全部账户占比	68.1	31.4	0.5	57.3	33.8	9.0	37.0	53.7	9.2
散户占比	45.8	48.7	5.4	91.6	6.7	1.6	45.7	18.7	35.6
小户占比	44.9	49.8	5.3	94.0	5.5	0.5	51.3	16.7	32.0
中户占比	52.4	45.4	2.2	93.5	6.0	0.5	51.8	18.8	29.4
大户占比	55.7	42.5	1.8	96.7	3.2	0.1	36.1	45.3	18.6
基金占比	55.3	44.3	0.4	76.1	22.6	1.2	46.2	34.0	19.8
散户偏好系数	0.7	1.6	10.6	1.6	0.2	0.2	1.2	0.3	3.8
小户偏好系数	0.7	1.6	10.3	1.6	0.2	0.1	1.4	0.3	3.5
中户偏好系数	0.8	1.4	4.4	1.6	0.2	0.1	1.4	0.4	3.2
大户偏好系数	0.8	1.4	3.5	1.7	0.1	0.0	1.0	0.8	2.0
基金偏好系数	0.8	1.4	0.8	1.3	0.7	0.1	1.2	0.6	2.1

注：数据来源于上交所数据仓库。表中持仓占比的单位为%。

#### 4.5.3 个人投资者对债券流动性的贡献度分析

上交所债券市场的最大优势是拥有活跃的个人投资者，个人投资者所发挥重要作用之一就是为市场提供流动性。首先，我们计算个人投资者的债券现券交易量占比，分析其时期变化。其次，我们将样本区间划分为指数上涨区间和下跌区间，分别研究债券市场上涨或下跌时，投资者流动性贡献度的变化。

我们计算得到 2012 年初至 2015 年 10 月 31 日，个人投资者的债券现券交易量为 4.59 亿元，期间所有投资者的债券现券交易量为 103.24 亿元，个人投资者的交易量占比为 4.4440%。期间，个人投资者的债券现券交易量占比均值为 5.7908%，最小值为 1.19%，最大值为 36.19%。表 4-12 给出了 2012 年初至 2015 年 10 月 31 日每日所有个人投资者的债券现券交易量、所有债券现券的交易量和占比：

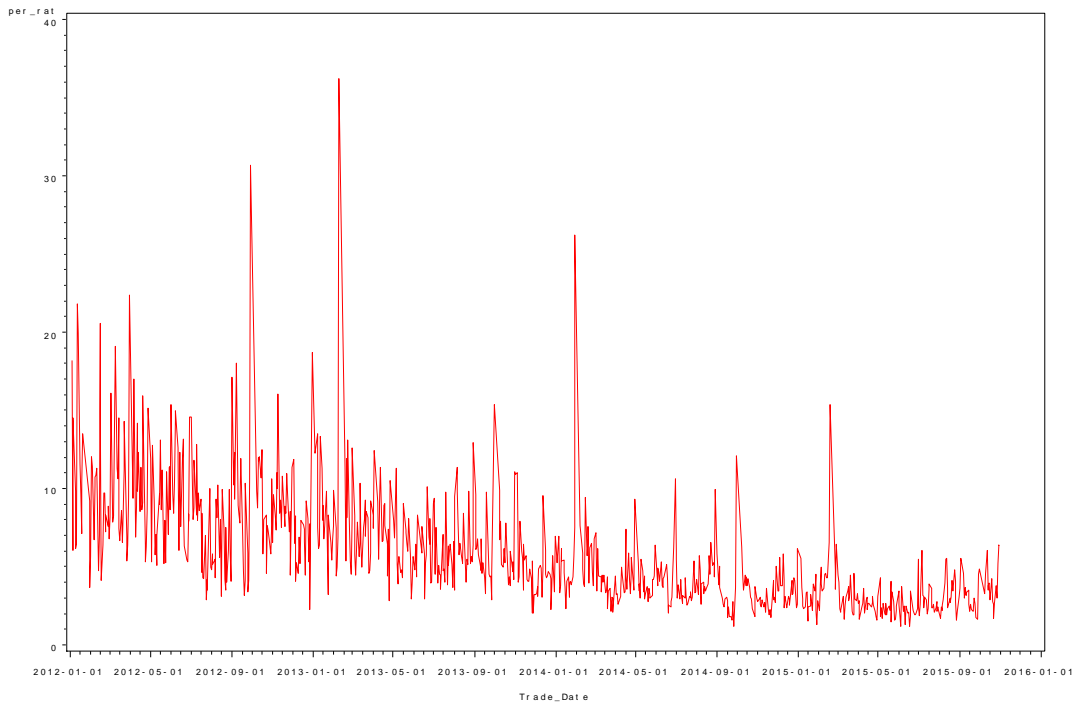
表 15 个人投资者的债券现券交易量占比

时间	个人投资者债券现券交易量	所有债券现券交易量	占比	个人投资者现券交易占比均值	占比最小	占比最大
2012.1.1- 2015.10.31	4.59	103.24	4.44%	5.79%	1.19%	36.19%

注：数据来源于上交所数据仓库。交易量单位为亿元人民币。占比单位为

从表 4-12 可以看出，无论从样本期总体计算，还是从每个交易日计算然后取平均值，个人投资者债券现券交易量占比都不高，仅有 4.44%或 5.79%。个人投资者的流动性贡献度较小，低于机构投资者。虽然个人投资者的交易较为活跃，但其流动性贡献度仍然小于机构，这表明个人投资者的资金规模与机构相比差距较大。我们在图 4-7 中进一步给出了个人投资者每日现券交易占比的变化趋势图。可以看到，个人投资者债券现券交易占比正逐步下降，其流动性贡献度已由 2012 年平均 10%左右下降至 2015 年的 5%左右。

图 22 个人投资者债券现券交易量占比的变化



注：数据来源于上交所数据仓库。

由于债券市场行情变化对个人投资者的交易行为产生影响，我们将样本区间分为债券指数上涨和下跌的两个区间，分别研究两个区间内个人投资者买卖债券的行为。表 4-13 和图 4-8 给出相关数据。

表 16 个人投资者的债券现券交易量

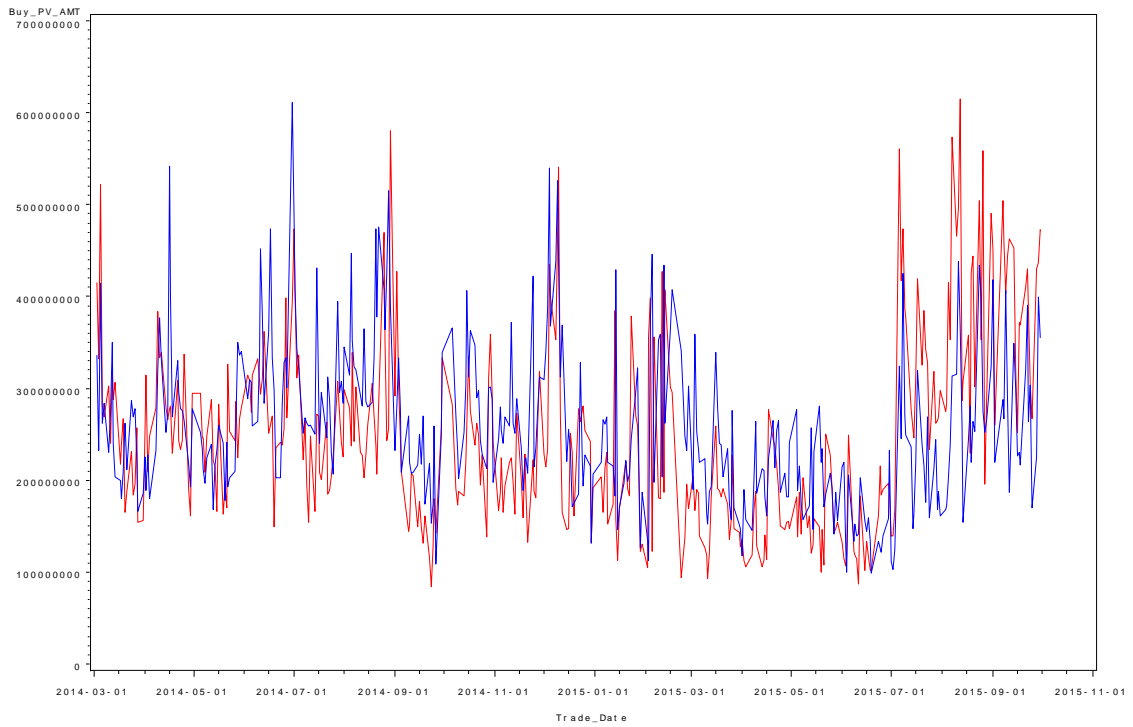
时间	买入金额				卖出金额			
	总和	均值	最大	最小	总和	均值	最大	最小
上涨区间（2014.3.1-2015.9.30）	969.67	2.48	6.15	0.84	1010.28	2.58	6.11	0.98
下跌区间（2014.3.1-2015.9.30）	401.43	2.45	4.95	1.06	398.81	2.43	5	1.17

注：数据来源于上交所数据仓库。买卖金额的单位为亿元人民币。

债券指数上涨区间(2014.3.1-2015.9.31)内，个人投资者的债券买入金额为 969.67 亿元，卖出金额为 1010.28 亿元，买入金额均值为 2.48 亿元，卖出金额均值为 2.58 亿元。债券指数下跌区间(2013.5.1-2013.12.31)内，个人投资者的债券买入金融为 401.43 亿元，卖出金额为 398.81 亿元，买入金额均值为 2.45 亿元，卖出金额均值为 2.43 亿元。由此可见，债券市场上涨阶段，个人投资者买卖交易金额总量较大，下跌阶段，该总量大幅减少。但是从均值来看，上涨和下跌阶段个人投资者债券买卖金额的均值并未发生太大变化，这表明交易总量的变化主要是由于个人投资者数量变化引起的。在市场上涨阶段，行情看好，较多的投资者涌入债券市场，增加了个人投资者交易量。反之，在市场下跌阶段，行情较差，投资者纷纷离开债券市场，减少了个人投资者交易量。

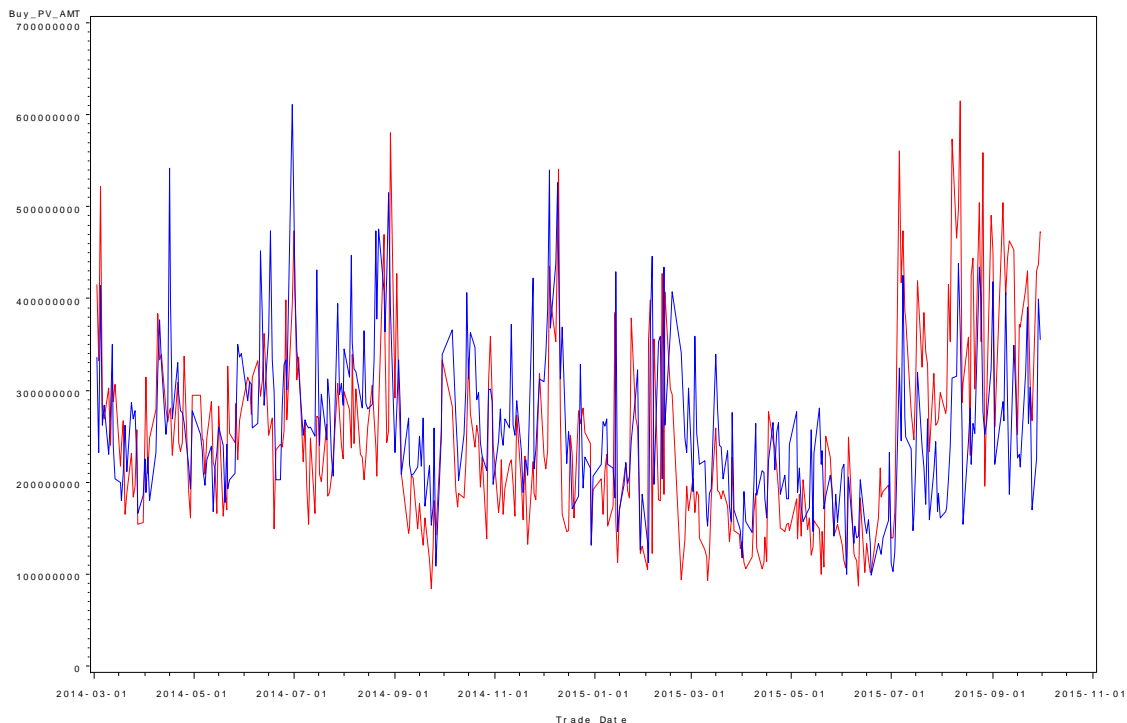


图 23 债券指数上涨区间(2014.3.1-2015.9.31)个人投资者交易量



注：数据来源于上交所数据仓库。红色为买入，绿色为卖出。

图 24 债券指数下跌区间(2013.5.1-2013.12.31)个人投资者交易量



注：数据来源于上交所数据仓库。红色为买入，绿色为卖出。

#### 4.6 个人投资者应对债券投资风险行为研究：风险警示的案例

保护个人投资者利益，提高个人投资者防范债券市场投资风险的能力，是上交所及相关监管机构长期十分关注的问题。针对该问题，一个有效化解问题的途径是对投资者实施分类管理，将非专业个人投资者排除在高风险公司债券的合格投资者范围之外。上交所在过去五年来相继发布多项债券市场投资者适当性管理的管理制度和工作指引。此外，上交所还在 2014 年 6 月至 2015 年 6 月实施过债券风险警示制度。根据相关规定，如果债券资信评级被调低至 AA- 及以下，或发行人最近一个会计年度的前一年经审计的财务报告显示为亏损，且最近一个会计年度业绩预告或更正业绩预告显示为亏损，那么该债券将被实施风险警示。只有金融资产价值不低于 500 万的个人投资者才可以买卖风险警示债券。风险警示制度提供了保护个人投资者利益的另一途径。

风险警示为我们提供了研究债券市场个人投资者如何识别和应对潜在投资风险的契机。因为被实施风险警示的债券，均具有潜在投资风险，而风险警示本身也具有提醒投资者关注债券投资风险的作用。基于防范和规避风险的目的，投资者买卖风险警示债券的行为肯定会发生变化。我们借鉴事件分析法的研究方法，分析投资者在债券被实施风险警示前后的买卖行为，藉以验证其识别和防范风险的能力。

事件分析首先要确定对投资者行为产生影响的事件，例如债券投资标的被实施风险警示。我们选取 2014 年 1 月 29 日 11 华锐 01（122115）和 11 华锐 02（122116）发布风险提示公告和 2014 年 9 月 1 日 08 南湖债（122009）、11 蒙奈伦（122811）被实施风险警示作为案例。其次，要确定风险事件发生前后的时间窗口。我们以发布风险提示公告前后一个月和实施风险警示前后两周作为时间窗口。最后，要确定用以刻画投资者行为的数据指标，我们以持仓金额和买卖交易金额作为分析指标。数据显示个人持仓量出现下降的现象。债券风险警示后，个人卖出金额大于买入金额，显示个人减仓明显。

从风险提示公告发布前的 2014 年 1 月 2 日至 2014 年 1 月 29 日到发布后的 2014 年 1 月 30 日至 2014 年 2 月 28 日的个人和基金的日均持仓变化来看，11 华锐 01（122115）的个人日均持仓从 7.91 亿元上升为 9.41 亿元，而基金的日均持仓从 1.13 亿元下降为 0.93 亿元。11 华锐 02（122116）的个人日均持仓从 0.38 亿元上升为 0.51 亿元，而基金的日均持仓则已经变为 0 元。从交易情况来看，风险提示发布前的 2014 年 1 月 2 日至 2014 年 1 月 29 日，11 华锐 01（122115）的个人买入金额累计 6.13 亿元，卖出金额累计 3.33 亿元，买入大于卖出金额。而基金的买入金额累计 0 元，卖出金额累计 0.12 亿元。11 华锐 02（122116）的个人买入金额累计 0.25 亿元，卖出金额累计 0.225 亿元。而基金的买入金额和卖出累计金额均为 0 元。风险警示后的 2014 年 1 月 30 日至 2014 年 2 月 28 日，11 华锐 01（122115）的个人买入金额累计 3.58 亿元，卖出金额累计 2.47 亿元。而基金的

买入金额累计 0 元，卖出金额累计 0.32 亿元。11 华锐 02（122116）的个人买入金额累计 0.41 亿元，卖出金额累计 0.27 亿元。而基金的买入金额和卖出累计金额均为 0 元。

08 新湖债（122009）的个人持仓量从 2014 年 8 月 18 日的 3.42 亿元下降到 2014 年 9 月 12 日的 3.21 亿元。11 蒙奈伦（122811）的个人持仓量从 2014 年 8 月 18 日的 2.48 亿元下降到 2014 年 9 月 12 日的 1.97 亿元。风险警示前的 2014 年 8 月 18 日至 2014 年 8 月 29 日，08 新湖债（122009）的个人买入金额为 0.54 亿元，卖出金额为 0.56 亿元。风险警示后的 2014 年 9 月 2 日至 2014 年 9 月 12 日，08 新湖债（122009）的个人买入金额为 0.13 亿元，卖出金额为 0.24 亿元。11 蒙奈伦（122811）的个人买入金额为 0.43 亿元，卖出金额为 0.59 亿元。风险警示后的 2014 年 9 月 2 日至 2014 年 9 月 12 日，11 蒙奈伦（122811）的个人买入金额为 0.78 亿元，卖出金额为 1.1 亿元。

#### 4.7 小结

本章对 2012 年初至 2015 年 10 月 31 日个人投资者债券交易与持仓数据进行分析，初步得到以下研究结果：

1. 从 2012 年到 2015 年个人投资者和基金每日的投资收益率数据来看，个人投资者的收益率并不显著低于基金，但个人投资者的收益波动大，其标准差为基金的投资收益率的四倍左右，且投资收益上下波动大。相对个人，基金的收益率表现相对平稳。我们还将个人投资者和基金的投资收益进行分解，发现他们均采用买卖交易而非持有到期的投资策略。个人投资者和基金均属于交易型投资者。

2. 个人投资者的收益率波动性大的主要因素是账户资金较小的个人投资者的收益率波动较大，其中散户和小户收益率波动较大。从绝对收益来看，特大户收益最高，散户和小户收益相对偏低。

3. 从 2012 年到 2015 年，持有债券的个人账户数量持续下降，从 2012 日均 108,064 户下降到 2015 日均 32,451 户，但总的持仓量基本保持平稳。其中，特大户的账户债券持仓量最大，散户的持债账户数量最多。

4. 散户和小户的个人账户交易最为活跃。散户和小户买入和卖出的金额较大，特大户交易金额相对较小。

5. 从债券投资的品种来看，由于实行投资者适当性管理制度，个人和基金持有的债券评级主要集中于 AA 及以上的债券，个人持有 AA-及以下的债券共 97 只，65.6 亿元。从投资者的持仓偏好来分析，个人投资者和债券基金偏好中等评级、高流动性和高波动性的债券品种，这与其交易型投资行为有关。

6. 从个人投资者对债券流动性的贡献度观察，2012 年初至 2015 年 10 月 31 日，个人投资者的债券现券交易量占同期债券现券交易量的占比为 4.44%。在债券指数上涨区间(2014.3.1-2015.9.31)和下跌区间(2013.5.1-2013.12.31)内，个人投资者的债券买入金额为 401.4 亿元，卖出金额为 398.81 亿元，买入金额均值为 2.44 亿元，卖出金额均值为 2.43 亿元，基本保持均衡。

7. 以 08 新湖债（122009）、11 蒙奈伦（122811）、11 华锐 01（122115）和 11 华锐 02（122116）为样本分析个人投资者面对潜在投资风险时的持仓和交易情况。2014 年 1 月 29 日，11 华锐 01（122115）和 11 华锐 02（122116）发布可能被暂停上市的风险提示公告，2014 年 9 月 1 日，08 新湖债（122009）和 11 蒙奈伦（122811）被实施风险警示，分析风险提示公告发布后一月和风险警示实施后两周的持仓和交易情况，数据显示个人持仓量出现下降的现象。债券风险警示后，个人卖出金额大于买入金额，显示个人减仓明显。风险警示前，个人卖出金额大于买入金额。

## 第5章 政策建议

### 5.1 市场定位

债券投资者结构及其行为是决定债券市场定位的重要因素。交易所债券市场建设应适应中国债券投资者结构状况，满足投资者的投资和交易需求。

#### 5.1.1 重点加强机构间债券市场建设

中小个人投资者可以直接参与债券市场投资，也可以通过基金等机构间接参与债券市场投资。个人直接投资与通过基金间接投资相比，投资收益的总体波动性较大，中小个人投资者的投资收益波动更加突出。同时，与机构相比，中小个人投资者的风险识别和转移能力相对较弱，当债券发生或可能发生违约风险时，难以快速识别并转移风险，而且可能成为机构转移风险的对象，给个人造成投资损失。无论从国际债券市场的发展经验，还是从中国债券市场的现状来看，个人投资者主要参与少数无信用风险或低信用风险的债券投资。即使中国交易所债券市场个人投资者历史上可以参与各类债券的投资，但实际上持有债券的比例也很小。因此，债券因其特有的信用风险，更加适合机构投资者投资，中小个人投资者可通过基金等间接参与债券投资。债券市场应主要是面对机构投资者的市场，交易所在发展债券市场过程中，应重点加强机构间债券市场的建设，在考虑个人投资者投资需求的同时，更加注重机构投资者的投资和交易需求。

债券一级市场建设中，监管部门通过制定相关规定，对债券发行实行分类管理，明确无信用风险或低信用风险的债券可以面向个人投资者发行，高风险的债券只能向机构投资者发行。对面向个人发行的具有一定信用风险的债券应做全面详细的信息披露，充分揭示信用风险；仅面向机构发行的具有信用风险的债券，因机构具有较强的风险识别和承受能力，可以适当简化信息披露要求，披露重大信用风险。债券发行的注册审核机制也可以作适应性调整，面向机构发行的具有信用风险债券，可以通过机构投资的市场化约束机制制

约发行人的发行行为，监管机构可以适当简化审核；面对个人发行的具有信用风险的债券，发行人应承担更重的公众投资的责任，监管机构应严格审核。同时债券发行配售过程中，除现行网上向个人投资者发行外，加强公开招标发行和簿记建档发行制度建设，满足机构认购债券的需求。

债券二级市场建设中，因债券投资者主要是机构投资者，投资者参与债券市场的方式、交易方式、结算方式和交易信息披露等二级市场制度设计应更能符合机构交易的需求。

(1) 在投资者参与债券市场方式安排上，目前主要有三种方式：一是传统做市交易方式，只有做市商可直接参与债券市场交易，其他投资者直接与少数做市商进行交易，形成了 B2B 与 B2C 两层市场；二是经纪商代理方式，在实行会员制的交易所，交易所的会员才能成为经纪商直接参与交易，其他投资者需委托经纪商代理参与债券交易；三是直接参与方式，主要机构投资者可以参与债券市场，直接与对手方进行交易。随着债券市场的发展和机构投资者范围的扩大，一些机构直接参与债券交易的需求越来越强烈。债券二级市场投资者参与方式设计中，应赋予机构投资者更大选择权，允许主要机构投资者直接参与债券交易，机构投资者也可以选择与做市商进行交易或通过经纪商代理参与债券交易。

(2) 在交易方式安排上，目前交易所证券交易方式主要包括竞价交易、协议交易，股票交易因其以个人投资者参与为主，交易也比较活跃，主要以竞价交易为主，以协议交易为辅。而债券交易以机构为主，交易也不够活跃，以协议交易为主、竞价交易为辅的交易方式安排更能满足机构交易债券的需求，同时在协议交易中还需辅之以居间中介帮助机构寻找交易对手，促进协议达成，降低寻找交易对手的成本。(3) 在结算方式安排上，中央对手方担保的日终净额结算机制提高了结算效率和投资者资金使用效率，但难以满足机构投资者大额债券交易需求，中央对手方自身承担的风险也过大。在债券交易结算中，需要大力发展实时的券款对付结算机制，保障机构实时、安全地进行交易结算。(4) 在交易

信息披露安排上，交易前和交易后透明度对促进债券交易和加强监管都是必要的，但在交易信息披露过程中，也需要适度保护机构投资者的合法权益和利益。

### 5.1.2 结束债券场内市场与场外市场的争议

综观全球资本市场，股票市场虽也有场外市场，但公开发行的股票主要在各国的证券交易所进行交易。债券市场则不同，主要在证券交易所外进行交易。Frank J.Fabozzi, Franco Modigliani(2004)将二级资本市场划分为交易所市场和场外市场（OTC市场），指出虽然某些债券也在交易所内交易，但是这样的债券数量极少，债券是一个极佳的例子——虽然可以在交易所内交易，但是大部分债券产品还是在场外交易市场完成交易。

Frederic S. Mishkin（2009）认为，二级资本市场的功能主要是提供流动性和发现金融资产价格，二级市场包括交易所和场外市场，尽管买卖大公司或美国政府已发行债券的债券市场的交易量更为庞大，但纽约证券交易所、NASDAQ才是最著名的二级市场，在这些市场上交易的都是已经发行的股票。时文朝、杨农（2011）研究了中国债券市场结构、制度框架、投资者结构、风险管理，认为我国银行间市场是债券市场的主体部分，集中了主要券种的绝大部分，交易所市场的券种以政府债券和企业债为主。同时，从世界范围看，将债券市场划分为场内市场和场外市场，并且以场外市场为主要交易场所，债券的交易主要是在场外市场完成的。张育军、刘世安（2011）指出，基于交易商之间的B2B市场（含银行间债券市场）均属于债券交易场内市场，基于交易商与客户之间的B2C市场才是场外市场，除政策因素外，交易所没有按照债券内在规律发展债券市场是形成债券传统交易格局的根本原因。

分析债券市场发展历史中发现，债券作为一种古老的金融工具，最初基本上是从国债发展起来的，国债也成为各国债券市场最主要的品种和定价基础。各国财政部均组建了国债承销团，它们在国债市场上享有一定的权利，并承诺履行特定的义务。一般来说，履行



的义务主要包括持续积极地参与国债一级市场、提高和维持国债二级市场流动性和进行信息报告等。一些国家不断增加和细化对国债承销团成员的中后台效率、合规、内控、法律、监管及行为标准等方面的要求。各国中央银行在货币政策公开操作业务中，也建立了一级交易商制度，这些交易商很多是与国债承销团成员重合的。这些历史、政策因素对债券市场结构产生了重要影响，形成了特有的国债做市商制度，并赋予了做市商在国债二级市场建设、市场交易中的特殊权利和义务，使得这些金融机构建立了债券二级市场，并形成了债券交易结算市场结构。

证券交易所更加关注股票交易，有的交易所没有组织开展债券交易，有的即使一些债券在交易所上市，也没有或基本没有债券交易活动，如香港联交所等。一些交易所有一定的债券交易，但交易量很少，往往主要是与股票相关联的可转换公司债券、可交换公司债券的交易，如纽约交易所等。但现实中，有些交易所也成功组织了债券交易，交易量所占份额很大，如伦敦交易所、多伦多交易所、中国上海和深圳交易所等。这些交易所按照不同于股票交易市场的结构开展债券交易，取得了较大成功。比如，伦敦交易所 2007 年收购意大利 MTS 公司后，设立了 MTS 集团，组织开展欧洲各国政府债券、公司债券、资产支持债券等交易，MTS 集团旗下子公司遍布欧洲各国和其他各大洲的国家，使 MTS 成为了全球主要的债券交易平台之一。

随着电子技术的发展，一些金融机构建立的债券二级市场已不是传统的场外柜台市场，而是面向所有债券投资者的全国性或区域性市场，场内市场与场外市场的界限已经模糊，将交易所作为场内市场、交易所外的市场作为场外市场的划分已不具有现实意义。随着债券市场发展，债券交易量逐步增大，市场风险也会积聚，各国监管机构不断加强对交易所和其他交易平台债券交易的监管，历史因素形成的债券市场格局和既有的利益格局也在被打破，债券场内市场与场外市场的划分也不能适应形势发展的要求。中国银行间市

场在大力推进场内市场发展的同时，也在推进金融机构柜台这一真正场外市场的发展。因此，传统的债券场内与场外市场的划分和争议已没有实际意义，应该结束这种争议。中国交易所市场应该借鉴国外交易所成功组织债券交易的经验，按照债券市场主要是机构间市场的定位，完善机构参与、债券交易和结算制度，建设满足机构交易需求债券二级市场。

## 5.2 大力拓展机构投资者队伍

目前，受多种因素影响，交易所债券市场机构投资者类型还不丰富、参与债券交易的机构投资者数量还不够多，一些重要机构投资者还不能参与交易所债券市场投资，制约了交易所债券市场的发展。从境内投资者看，（1）银行类金融机构不能全面参与交易所债券市场投资。由于政策限制，非上市银行包括政策性银行、非上市商业银行、信用社等不能参与交易所债券市场投资，上市商业银行可以参与交易所债券市场投资，但仅能在竞价交易系统参与债券现券交易，投资品种和交易方式也受到限制。（2）社会保险基金、住房公积金等专项基金尚未有效参与交易所债券市场投资。国务院发布的基本养老保险基金投资管理办法（2015年）虽然规定，养老基金可以投资于交易所国债、政策性金融债券、信用等级在投资级以上的金融债、企业(公司)债、地方政府债券、可转换债(含分离交易可转换债)、资产支持证券、债券回购等，但相关配套制度和措施仍未落实。其他社会保险基金、住房公积金投资政策还没有颁布，没有有效参与交易所债券市场投资。（3）债券型基金需要大力发展。近年来，基金和各类资产管理产品得到了较大的发展，但主要投资于权益和实物资产等，债券型基金和产品发展相对滞后，不利于个人通过基金参与债券投资。从境外投资者看，合格境外机构投资者（QFII）境内证券投资管理办法（2006年）等规定，符合条件的境外资产管理机构、保险公司、证券公司、商业银行和其他机构投资者（养老基金、慈善基金、捐赠基金、信托公司、政府投资管理公司等），经批准可在投资额度内投资中国债券市场。人民币合格境外机构投资者（RQFII）境内证券投资试点办

法（2013年）规定，已经依法在香港开展资产管理业务的境内基金管理公司、证券公司、商业银行、保险公司等香港子公司，或者注册地及主要经营地在香港地区的金融机构，经批准可在投资额度内，运用来自境外的人民币资金投资中国债券市场。人民银行明确，境外央行或货币当局、国际金融组织、主权财富基金、商业银行等机构投资者经备案后，可在银行间市场开展债券现券、债券回购、债券借贷、债券远期，以及利率互换、远期利率协议等债券产品交易，并可自主决定投资规模。交易所债券市场除 QFII、RQFII 外，其他境外机构投资者还没有参与投资。

按照交易所债券市场的定位，加强机构间债券市场的建设，需要重点引进和培育各类机构投资者，放开境内非上市银行参与交易所债券投资的限制，允许各类银行根据自身需要自主选择投资品种和交易方式；进一步明确社会保险基金、住房公积金投资交易所债券的政策，引进长期资金投资交易所债券；大力培育债券型基金和资产管理产品，为个人通过债券型基金和产品投资交易所债券，完善投资组织配置和管理，丰富居民财富管理渠道。同时，大力推进交易所债券市场对外开放，消除资金跨境支付等障碍，引进境外机构投资者投资交易所债券，使更多的境外机构投资者可以参与交易所债券市场投资。

### 5.3 规范发展财富管理市场，加快发展货币基金、债券基金

根据本文的分析，个人投资者由于在专业化程度、风险识别、资金量等多方面的因素，更适合通过基金等参与债券市场投资，应该加大我国财富管理市场的发展力度。目前，由于我国监管体制分割的原因，市场上存在各种类型的理财产品，有的运作不规范，蕴含了较大的风险。从投资债券的主要产品说，目前个人投资者主要的投资品种是银行理财、货币基金和债券基金三类，但以银行理财为主，货币基金和债券基金发展较为缓慢，在规模上也与银行理财市场规模相差较远。

银行理财近年来发展较快，尤其是在当前利率市场化的背景下，在很大程度上起到了存款端利率市场化的作用，但银行理财得以快速发展与当前居民理财需求强烈和银行的渠道优势不无关系，但银行理财当前存在多方面问题：**1、定位不清。**银行理财飞速发展的一个重要因素，就是银行的信用背书，大部分老百姓将银行理财认为是与存款等同的无风险产品，银行也存在刚性兑付的压力。在某种程度上，银行在理财产品中担任的角色并非管理人，银行理财事实上与银行存款相同，属于银行的负债。全国人大财经委副主任委员吴晓灵曾表示，按份额发售的理财产品，其本质是投资基金，其发售份额的持有人超过**200**人应为公募基金，然而，目前的银行理财无论在信息披露还是在运作模式上与公募基金尚有较远距离。事实上，信息披露的模糊化，与银行间的非标投资不无关联。近年来，受制于信贷额度和存贷比的管制，银行不得不通过理财及自营投资非标资产的方式，为客户实现“曲线放贷”。投向也较为模糊，标准化和非标混在一起，表内表外也混在一起，所以许多理财产品也就索性把投资品种模糊化，或者几乎把所有投资品种都写进范围中去。造成这种现象的根源，还在于银行理财业务的定位模糊。**2、信息披露缺失。**银行理财作为“涉众”产品，在管理和信息披露方面却呈“私募化”特点。不但发行文件中投资标的，风控措施等披露不完整，存续期几乎没有信息披露，投资者无从知晓产品实际运作情况，银行到期按预期收益率进行刚性兑付。不少产品是实行“资金池”管理，实际上也无法进行信息披露，进一步加重刚性兑付。**3、成为银行的资产调节工具。**不少银行理财成为银行信贷、自营等表内业务的调节工具。

在银行理财的强势竞争下，我国货币基金和债券基金发展缓慢。随着银行理财资金规模的不断扩大，部分银行资金也外包给证券公司资产管理部门和基金公司进行委托管理，存在较大的合作共赢空间，但客观而言，这种在监管分割的背景下，银行理财的快速发展存在风险隐患，也不利于财富管理市场的规范发展和市场成熟。近年来，银监会出台规

定，要求银行理财参照基金进行净值化管理，银行理财的管理部门要相对独立，健全运作机制。但总体而言，由于多方面的原因，离基金的管理规范还存在较大差距。

建议，监管部门应该按照“标准统一”的思路，统筹规范现有因分业监管带来的财富管理市场“同一业务、因人而异”的情况，消除监管套利。对货币市场基金和债券基金而言，要借鉴银行理财和境外成熟的经验，进一步推进市场发展创新。

一、逐步规范理财市场监管。按照产品属性，银行理财、基金等均按照证券投资基金的管理规范，研究完善基金的监管规定和部门协调机制，逐步放开基金管理牌照。符合要求的金融机构均可设立基金，按照统一标准进行业务运作，加强信息披露，消除银行理财的隐性背书。

二、完善货币基金的支付功能。投资者能否据其货币基金账户签发票据，从而使其具备某种程度上的货币支付功能。这一点是西方货币基金得以快速发展所最依赖的条件，也是使货币基金具备现金管理功能、流动性高、安全度高而广受各类投资者偏好的最重要之处，更因为这一点，才使货币基金成为不同投资转换间的“安全港”，而明确这一点，在我国也需要不同政府部门间的协调。

三、完善债券基金的可交易属性。从银行理财的期限结构看，大部分理财在一年以内，大多数期间不开放。说明在基金封闭管理的情况下，居民理财需求存在短期化的特点。而大部分债券的存续期较长，这与居民理财短期化的特点存在矛盾。目前，解决这一矛盾主要靠基金申购赎回解决，但也加重了基金管理人的压力。因此，需要完善基金的可转让属性进一步解决双方在产品需求设计方面的矛盾，推进基金上市交易或者协议转让。这一问题当前存在的难点在于基金份额的登记托管体系较为分散，缺乏协同，建议进一步完善中国结算基金登记系统的兼容性和可拓展性，积极为实现基金的集中登记管理创造条件。

四是丰富基金产品设计和销售渠道。当前基金的产品设计主要按照投资大类策略区分，产品雷同度较高，同质化竞争问题突出。在投资品种方面缺乏细分，比如不同债券品种，不同信用等级方面的策略产品较少。此外，借鉴互联网发展趋势，丰富基金销售渠道和方式。

#### 5.4 加强投资者教育与保护

与股票等其他投资品不同，债券具有票面利率、期限、信用风险等基本特征。债券的这些特征对债券投资具有重要影响，应加强对投资者特别是中小投资者教育，使其充分认识这些特征，便于投资决策。

##### 5.4.1 债券票面利率对投资的影响

债券具有付息特性，多数债券都有明确的票面利率。有的短期债券，如贴息国债或零息国债，虽然没有明确的票面利率，其利率实际是隐含在债券兑付所支付的金额中的。债券票面利率形成了债券的内在价值。发行人发行债券时按一定规则确定该债券的票面利率，并在确定的到期日支付利息。投资者购买债券的主要目的是到期获取利息。债券票面利率高，投资者得到的收益多；债券票面利率低，投资者得到的收益少。债券票面利率对投资的影响主要表现在以下方面：

(1) 债券的内在价值决定了它是很好的投资品种，投资者获取固定收益是主要目的，投资者根据自身投资需求，往往将债券作为长期价值投资工具。相对于股票等其他证券，不少投资者将认购的债券持有到期，以获得稳定可靠的投资收益。持有到期的投资者，不以交易为目的，交易需求较小，影响债券交易流动性。

(2) 投资者二级市场买卖债券的价格，虽然受市场利率、资金供求等多种因素影响，但债券票面利率是确定的，其内在价值是相对明确的，投资者买卖债券的价格会受到债券内在价值的约束，除特殊情形外，债券价格偏离内在价值的幅度不会太大。相对于股

票等证券，债券二级市场价格形成具有内在价值的约束机制，短期价格波动一般不会十分剧烈，难以作为投机的工具。

(3) 基于债券二级市场价格形成的内在约束机制，短期内价格波动较小，投资者用小额资金在二级市场交易债券获得的收益不会太高。加之，债券市场投资者多数都是机构投资者，资金实力雄厚，往往以大额资金进行交易，以获取较大的收益。

#### 5.4.2 债券期限对投资的影响

多数债券都有固定期限，从几个月、到几年、到几十年不等，形成了不同的债券期限结构。投资者持有不同期限的债券，所获取的收益和承担的风险是不相同的。债券期限对投资的影响主要表现在以下方面：

(1) 投资者购买不同期限的债券所获取的收益是不同的。在宏观经济环境变化不大和充分竞争的市场条件下，同一发行人发行的不同期限的债券，票面利率不同。一般情况下，期限越长，利率越高，期限越短，利率越低。投资者根据自身投资需求，认购不同期限的债券，可以获得对应期限的投资收益。

(2) 投资者购买不同期限的债券承担的风险有所不同。投资者购买固定票面利率的长期债券，可能面临市场利率变化的风险。当市场利率上升时，投资者仍只能按较低的固定票面利率取得利息。弗兰克·J·法博齐和弗朗哥·莫迪利尼亚还已证明，在息票利率和初始收益率给定的情况下，债券的期限越长，价格的波动性就会越大，债券价格风险即投资结束时债券的价格可能会低于目前预测值的风险就越大 (Frank J.Fabozzi, Franco Modigliani, 2004 《资本市场——机构与工具 (第四版) 》,中国人民大学出版社)。投资者投资长期债券，相对于短期债券而言，如果在债券未到期日前出售，可能会面临价格风险。

(3) 投资者投资债券的期限往往需要与其资金来源和期限相匹配。有长期资金或资金来源较为稳定的投资者可能投资长期债券，发行人往往向人寿保险机构、养老保险基金长期国债或其他长期债券品种。证券公司、证券投资基金因其资金来源主要是短期资金，其持有债券主要是交易目的，这类机构更愿意配置短期限债券。

(4) 长期债券发行后比新发行时流动性低。弗兰克·J·法博齐和弗朗哥·莫迪利尼亚将最近刚刚被拍卖的政府债券称为“指标债券”或“当前债券”（on-the-run issues），将那些被指标债券取代的债券称为“非指标债券”（off-the-run issues），将多个批次指标债券取代的债券称为“过期债券”（well off-the-run issues），非指标债券的流动性要逊色于指标债券（Frank J.Fabozzi, Franco Modigliani, 2004 《资本市场——机构与工具（第四版）》，中国人民大学出版社）。对于较长期债券，新发行时投资者愿意交易，但逐步向持有至到期的投资者集中，导致交易需求减少，流动性降低。

#### 5.4.3 债券信用水平对投资的影响

债券的偿还性使得债券具有按期还本付息的强约束，而发行人在生产经营中面临各种风险，包括发行人所在区域、行业发展趋势、产品和技术变化、市场竞争状况等商业风险，内部治理结构、经营管理战略、披露政策等治理风险和财务状况恶化等财务风险，致使发行人不能按债券募集说明约定及时支付利息和到期偿还本金，形成信用风险或违约风险。这种信用风险不仅反映在公司债券中，即使主权国家发行的政府债券因经济危机、国家管理等因素，也频频爆发主权债务危机。一些大的机构建立了债券内部评级制度，但众多个人和一般机构投资者主要依赖专业评级机构对债券信用的评级结果来认识债券信用水平。虽然专业机构的信用评级受到监管机构和公众的质疑，在 2008 年金融危机后，各国监管机构从防范评级机构的利益冲突，减少对评级结果的过度依赖，加强评级方法和过程



的公开等方面加强了监管，但目前各国仍然以专业评级结果作为认识债券信用水平的主要参考指标。债券信用水平对投资的影响表现在以下几个方面：

(1) 投资者购买不同信用水平的债券将承担相应的风险。债券的信用水平与违约风险是正相关的，信用水平越高，违约风险越低，信用水平越低，违约风险越高。国际三大评级机构穆迪、标准普尔和惠誉公司用特定符号来描述债券信用等级，AAA 等级的债券通常被认为是优质债券，AA 等级被认为是高质量债券、A 等级被认为是中上等级债券，BBB 被认为是中等级别债券，也称投资级别债券，BBB 以下则被认为是含有投机成份或具有明显投机性质的债券，称之为高收益债券或垃圾债券。中国评级公司也用同类符号来描述债券信用等级，但实践中各符号的内涵，在投资者看来与国际三大评级机构有所差异。一般情况下，高等级的债券具有较低的违约率，低等级的债券具有较高的违约率，爱德华·奥尔特曼研究了 1985 年到 2006 年间美国每年发行公司债券的违约情况，包括初始评级为投资级别和非投资级别两种类型的债券。投资者购买低信用等级的债券将承担较高的违约风险，即在扣除债券违约时破产清偿或担保机构支付的金额后，不能收回的债券本金及部分或全部利息的可能性。除本金和利息损失的风险外，如果发行人或其发行的债券信用状况恶化，投资者可能面临信用等级下调、二级市场债券价格下跌，其他投资者出于规避风险的需要不愿买入而导致流动性降低，即信用降级的风险。同时，在发生违约风险时，投资者需要聘请律师与发行人协商、申请仲裁或诉讼，处置违约事件和追讨债务会付出较长的时间和成本，也面临较大的不确定性。

(2) 投资者购买不同信用水平的债券将获得相应的收益。有信用风险债券与无信用风险债券的票面利率之间存在着利差，利差被用来测量信用债券的风险溢价。一般将国债或其他无信用风险金融产品的利率视作无风险利率或市场基准利率，同期限信用债券票面利率与基准利率之差，作为信用债券的风险溢价。利差越大，风险溢价越高；利差越小，

风险溢价越低。投资者投资高等级信用债券，风险小，所获得的风险溢价也小；相反，若投资低等级的信用债券，风险大，风险溢价也大。综合债券信用水平所代表的风险和收益，结合投资者的风险偏好，低风险偏好的投资者往往选择高信用等级的债券，高风险偏好投资者往往选择低信用等级的债券。

## 5.5 取消对债券利息免征个人所得税

我国是居民储蓄率最高的国家之一，2012 年底居民储蓄存款已达 41 万亿元，但长期以来缺乏将居民储蓄转化为投资的有效渠道。扩大直接融资规模，提高直接融资比重，是我国金融市场未来深化改革的方向，其中债券市场是提高直接融资比重的重点。建议调整债券市场的税收政策，引导居民储蓄投向债券市场。

我国居民储蓄已经免征利息所得税，但按照现行《个人所得税法》、《个人所得税法实施条例》和《关于证券投资基金税收问题的通知》的相关规定，个人投资者无论直接投资还是通过基金间接投资企业债券、公司债券，利息所得仍须缴纳 20% 的个人所得税，这在很大程度上影响了个人投资者进行债券投资的积极性。

债券市场对税收政策尤为敏感，目前三年期定期存款利率为 4.25%，同期 AA 级别公司债的利率约为 5.8%，扣除 20% 个人所得税后仅为 4.64%，难以充分体现信用利差。考虑税收因素后，债券投资对居民缺乏吸引力。

税收政策在提高直接融资比重，增加居民财政性收入方面应发挥积极引导作用，以提高居民储蓄转化为直接投资的效率。债券市场作为提高直接融资比重的主要渠道，应在税收政策上予以鼓励。为体现国家金融市场导向，提高广大居民参与债券市场的积极性，促进债券市场发展，建议财政部、税务总局考虑对个人投资者获得的债券利息暂免征收个人所得税。

## 5.6 拓宽储蓄国债发行渠道

储蓄国债是财政部面向个人投资者发行、满足长期储蓄性投资需求的非流通国债品种。由于储蓄国债的利率一般高于同期限银行存款，因而深受社会公众投资者欢迎，经常出现老百姓在银行网点排队购买的情况。

目前，储蓄国债仅通过商业银行柜台发售，存在以下两方面的不足：一是发行渠道效率不高。储蓄国债发行过程中往往出现居民排队认购、费时费力的局面，发行效率不高。此外，对利率较高的储蓄国债，商业银行可能存在惜售行为，优先发售给特定客户，发行公平性难以保证。二是发行成本较高。财政部需要向代销商业银行支付相当可观的手续费，发行成本较高。按照有关规定，储蓄国债发行手续费为发行面值的 4.225%，分配比例为：承销银行 4%，登记托管机构（中央国债登记公司）0.15%，中国人民银行 0.075%。2012 年财政部共发行储蓄国债 14 期，发行金额 2350 亿元，以此计算，储蓄国债每年发行手续费达 9.9 亿元。如通过证券交易所直销，可以节约可观的发行费用。

为解决目前储蓄国债发行的存在问题，便利广大投资者购买储蓄国债，将储蓄国债作为居民财产保值、增值的重要工具，可考虑在现有银行柜台发行渠道外，增加证券交易所作为储蓄国债的销售渠道。

储蓄国债除了不可流通和可以提前赎回外，和记账式国债没有本质区别。记账式国债目前均可通过证券交易所交易系统销售，储蓄国债完全可以比照记账式国债通过证券交易所技术系统面向广大投资者的发行和分销。通过证券交易所交易系统发行电子储蓄国债具有如下优势：一是证券交易所交易系统严格采用“时间优先”的原则进行分销，可确保发行过程的公平性；二是证券交易所交易系统采用完全电子化直通车处理的模式，发行效率高，可有效解决通过商业银行柜台费时费力的现状；三是证券交易所交易系统覆盖面广。

个人投资者可便利地通过证券交易所购买储蓄国债；四是证券交易所可比照股票发行，为储蓄国债提供多样化的发行服务，并为财政部节约大量的发行费用。

在具体实施方案上，财政部可在保留现有商业银行柜台销售渠道的基础上，预留一定额度通过证券交易所技术系统销售，个人投资者按买入证券的方式申报购买储蓄国债，交易所按申报时间先后确认成交。发行完毕后，该部分储蓄国债不上市交易。投资者需要提前变现时，可通过证券登记结算机构办理提前兑付。此外，也可研究将储蓄国债比照记账式国债，在证券交易所市场进行质押回购融资，为投资者提供多样化的选择。为进一步拓宽储蓄国债发行渠道，便利居民购买储蓄国债，建议财政部试点通过证券交易所交易系统面向公众投资者直接发行储蓄国债。

## 5.7 推进债券市场统一，化解金融风险，推动金融改革

从债券一级市看，除国债、地方债按照预算法（2015年）和国务院相关规定由财政部和地方政府负责管理发行外，公司信用类债券发行由多部法律法规加以规定，发行的法律规则存在不统一，多个部门都有核准债券发行的职责，各部门核准发行债券的具体标准和发行安排的规定也不尽一致，导致发行人发行公司信用类债券存在标准不统一、核准或注册流程和要求不一致，投资者认购存在不便利、投资效率和成本较高等问题。

（1）证券法（2005年）规定，金融业实行分业经营、分业管理，公司公开发行公司债券应依法报证监会或国务院授权的部门核准，并对公司债券发行作了具体规定。国务院批准的证监会主要职责内设机构和人员编制规定（2008年），明确了证监会依法核准公司债券发行的职责。证监会颁布了公司债券发行与交易管理办法（2015年）和相关规章，对公开发行公司债券的主体范围、发行条件、发行核准程序、非公开发行公司债券的要求、信息披露、投资者适当性和投资者权益保护制度等作了规定，建立了公司债券的发行制度，并负责公司债券发行管理。

(2) 国务院颁布的企业债券管理条例(1993年)规定,国家发展改革委(原国家计委)会同人民银行、财政部、证监会(原国务院证券委)拟订全国企业债券发行的年度规模和规模内的各项指标,报国务院批准后,下达各省、自治区、直辖市、计划单列市人民政府和国务院有关部门执行;中央企业发行企业债券,由人民银行会同国家发展改革委审批;地方企业发行企业债券,由人民银行省、自治区、直辖市、计划单列市分行会同同级发展改革部门审批,并对企业债券发行的基本安排作了规定。但实际执行中,经过调整,由国家发展改革委审批。国务院批准的国家发展改革委主要职责内设机构和人员编制的规定(2008年)也在相关司局职责中包括:提出直接融资的发展战略和政策建议,按分工核准非上市公司发行企业(公司)债券。国家发展改革委也制定了相关企业债券发行的政策,具体核准和管理企业债券的发行。

(3) 人民银行颁布的全国银行间债券市场金融债券发行管理办法(2005年)规定,政策性银行、商业银行、企业集团财务公司及其他金融机构在银行间债券市场发行金融债券,应经人民银行核准,并对核准和发行安排作了规定。银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法(2008年)规定,具有法人资格的非金融企业在银行间债券市场发行、约定在一定期限内还本付息的有价证券,应在中国银行间市场交易商协会注册,并对发行安排作了规定。人民银行和银行间市场交易商协会还制定了债券具体注册、发行的相关规定。

从债券二级市场看,债券交易结算法律规则由多部法律加以规定,人民银行核准和银行间市场交易商协会注册的各类债券只在银行间债券市场交易结算,证监会核准的公司债券只在交易所债券市场交易结算,政府债券和国家发展改革委核准的企业债券可以在银行间债券市场和交易所债券市场跨市场交易结算。银行间和交易所两个债券市场、两套交易结算规则、两套债券交易结算基础设施,且两套规则之间不衔接、两套基础设施之间不联

通，加之上市交易债券品种在不同市场的分割和对部分投资者参与的限制政策，使得债券二级市场割裂，影响投资者参与的便利程度，降低了投资效率，提高了投资成本。

(1) 证券法规定，证监会对全国证券市场实行集中统一监督管理，并对政府债券、公司债券的上市、交易、持续信息公开、禁止交易行为、交易场所、登记结算机构和证券公司债券承销、经纪作出了具体规定。企业债券管理条例规定，企业债券应当在经批准的可以进行债券交易的场所转让，证监会负责对企业债券交易活动进行监督检查。国务院批准的证监会主要职责内设机构和人员编制规定对证监会监管全国证券市场的职责进行了明确。公司债券发行与交易管理办法和证监会相关规章对债券上市交易和登记结算作出了规定，证券交易所的规则对债券上市、持续信息披露、投资者范围及参与方式、交易设施、交易方式、交易信息透明度等作出了详细规定。登记结算机构的规则对债券登记、托管、结算作出了详细规定。

(2) 人民银行法（2003年）赋予人民银行监督管理银行间债券市场和对执行有关银行间债券市场管理规定的行为进行检查监督的职责。国务院批准的人民银行主要职责内设机构和人员编制规定（2008年），明确了人民银行监督管理银行间债券市场及上述市场的有关衍生产品交易的职责。人民银行颁布的全国银行间债券市场金融债券发行管理办法、银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法等相关规定对金融债券、非金融企业债务融资工具等在全国银行间同业拆借中心交易、在中央国债登记结算公司登记、托管、结算等作出了原则规定。人民银行还成立了上海清算所，负责相关债券的登记、托管和结算工作。银行间同业拆借中心、中央国债登记结算公司、上海清算所制定了相应的交易、登记结算业务规则。

中国债券市场在法律制度上比较分散、法律制度不尽统一。债券发行人和投资者等市场主体进入相关市场存在一定的壁垒和障碍，不利于市场主体自主选择、公平竞争和要素

自由流动。债券监管体系呈现一定分割状态，不利于统一开放、竞争有序的现代债券市场体系的建设，也使市场发挥在资源配置中的决定性作用受到一定影响。加强债券市场统一建设对深化金融改革、促进债券市场规范发展、防范债券市场风险、更好地为实体经济服务有着重要意义。债券市场的统一建设，不是简单地由一个部门核准发行或一个市场负责交易结算，更重要的是需要统一公司信用类债券发行法律制度和标准，使企业能够依法便利地开展债券融资；清除债券发行人、投资者进入不同市场的政策壁垒和障碍，给予市场主体自主选择权；加强债券基础设施的互联互通，建立相互联通的规则体系和技术系统，使各类发行人能够自主选择在不同市场发行债券，已发行的各类债券能够自由地在不同市场上市交易，各类投资者能够自主参与不同债券市场交易结算并自主选择交易品种和交易方式。

## 参考文献

- Barber, B. M., Odean, T. 2000. Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance*, 552, 773-806.
- Barber, B. M., Odean, T. 2001. Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics*, 261-292.
- Barber, B. M., Odean, T. 2008. All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *Review of Financial Studies*, 212, 785-818.
- Barber, B. M., Odean, T., Zhu, N. 2009. Systematic noise. *Journal of Financial Markets*, 124, 547-569.
- Barber, B. M., Odean, T., Zhu, N. 2009. Do retail trades move markets?. *Review of Financial Studies*, 221, 151-186.
- Barberis, N., Xiong, W. 2009. What Drives the Disposition Effect? An Analysis of a Long - Standing Preference - Based Explanation. *The Journal of Finance*, 642, 751-784.
- Barberis, N., Xiong, W. 2012. Realization utility. *Journal of Financial Economics*, 1042, 251-271.
- Da, Z., Engelberg, J., Gao, P. 2011. In search of attention. *The Journal of Finance*, 665, 1461-1499.
- DellaVigna, S., Pollet, J. M. 2009. Investor inattention and Friday earnings announcements. *The Journal of Finance*, 642, 709-749.
- Engelberg, J., Sasseville, C., Williams, J. 2012. Market madness? The case of mad money. *Management Science*, 582, 351-364.
- Grinblatt, M., Keloharju, M. 2009. Sensation seeking, overconfidence, and trading activity. *The Journal of Finance*, 642, 549-578.
- Jacobs, H., Weber, M. 2011. The trading volume impact of local bias: Evidence from a natural experiment. *Review of Finance*, rfr022.
- Odean, T. 1998. Are investors reluctant to realize their losses?. *The Journal of Finance*, 535, 1775-1798.
- Odean, T. 1998. Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average. *The Journal of Finance*, 536, 1887-1934.
- Odean, T. 1999. Do Investors Trade Too Much?. *The American Economic Review*, 895, 1279-1298.



- Seasholes, M. S., Zhu, N. 2010. Individual investors and local bias. *The Journal of Finance*, 65, 1987-2010.
- 巴曙松, & 姚飞. (2013). 中国债券市场流动性水平测度. *统计研究*, 30(12), 95-99.
- 董梁, 李心丹, & 茅宁. (2004). 基于中国投资者行为偏差的 dhs 模型修正. *复旦学报: 社会科学版*(5), 69-76.
- 韩乾, & 洪永淼. (2014). 国家产业政策、资产价格与投资者行为. *经济研究*(12), 143-158.
- 李心丹, 王冀宁, & 傅浩. (2002). 中国个体证券投资者交易行为的实证研究. *经济研究*(11), 54-63.
- 王志飞. (2015). 债券基金: 公募是招牌, 专户是未来. *债市机构行为系列专题研究报告*
- 王朝晖, & 李心丹. (2015). 从众行为与“波动性之谜”. *宏观经济研究*(4), 80-89.
- 吴晓灵. (2005). 稳步发展企业债券市场 全面优化金融资产结构. *金融研究*(3), 1-6.
- 徐小华, & 陈琦. (2014). 交易所债券市场与银行间债券市场价格反应差异研究——基于重大信息公布的视角. *财贸经济*(6), 59-68.
- 薛鹤翔, 藕文(2015). 中美股市投资者结构比较. *华泰证券研究报告*
- 周月秋. (2015). 统一绩效标准与大资管发展. *中国金融*(1), 63-64.
- 朱华桂, 王笑宸, 庄晨. (2014). 个体证券投资者心理与行为: 评析与展望. *经济问题*(11), 11-15.