



# 一二级市场联动 对银行间债券市场流动性的影响 ——基于中美承销商与做市商制度对比

## The Impact of Primary and Secondary Market Linkages on Interbank Bond Market Liquidity

—A Comparison of Underwriter and Market Maker Systems in China and the US

龚洁 段心怡

**摘要：**债券市场的流动性是衡量市场效率的重要维度，较高的流动性能够促进价格发现，实现市场交易的有效性。我国银行间债券市场在资本市场深化改革的过程中得以发展与完善，债市流动性水平明显提升，但仍与美国等较为成熟的金融市场存在差距。本文立足于交易制度，将中美承销商制度与做市商制度的联动程度进行对比，论述了我国二级交易机制中存在的一级联动偏弱，做市激励不足等短板，并提出了制度供给方面的改革方向，以期能够促进银行间债券市场流动性水平的进一步提高。

**关键词：**债券市场 流动性 交易制度 联动

**Abstract:** Liquidity is an important dimension in measuring bond market efficiency, and greater liquidity can enhance price discovery and the effectiveness of market transactions. China's interbank bond market has been developed and improved in the process of capital market reform, and liquidity levels have been significantly improved, but there is still a gap between the China market and more mature financial markets such as the United States. This paper compares the degree of linkage between the underwriter and the market maker system in China and the United States. It also discusses the shortcomings of the secondary trading mechanism in China, such as weak linkage at the primary level and insufficient incentives for market making. It also offers proposals for reform.

**Keywords:** Bond Market, Liquidity, Trading System, Linkage

作者单位：南银理财有限责任公司。本文系个人观点，与所在机构无关。



## 引言

我国债券市场是全球第二大债券市场。截至2021年末，我国债券存量规模已突破130万亿元。债券融资作为直接融资的重要渠道之一，为实体经济提供有效的资本支持，特别是在经济增速下行叠加疫情反复的弱周期下，债券市场助力企业融资。2022年以来，经济下行周期叠加疫情反复，实体经济疲软，债券市场持续发力，2022年上半年信用债实现净融资5.68万亿元，高于2021年同期近0.3万亿元。其中，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）自律管理的信用债（短期融资券、超短期融资券、中期票据和定向工具）净融资增长迅速，由2019年7.16万亿元增至2021年的9.71万亿元，仅2022年上半年就实现5.18万亿元的净融资，高于2021年同期0.26万亿元。

银行间市场是债券市场的主要交易场所，其成交额在整个债券市场成交规模的90%以上，托管余额占比在85%以上。银行间市场的交易表现对整个债券市场的影响举足轻重。交易商协会作为自律组织，致力于推动债券市场的改革与开放，特别是积极改进交易机制，增强做市商制度对流动性与价格发现的积极作用，我国债券市场的流动性也得以持续提高。

债券市场的流动性是衡量市场效率的重要维度，较高的流动性能够有效实现价格发现功能，一方面有助于形成反映市场

供需的收益率曲线，提高二级定价能力；另一方面也能提高一级市场的定价效率，充分发挥债券市场对实体经济的支持作用。另外，银行间市场作为央行进行调控的重要场所，其流动性水平与货币政策实施效果密切相关。央行通过一级交易商展开公开市场操作，引导市场交易行为符合货币政策意图，以价格为载体释放调控信号，影响整个银行间市场的定价基准，最终完成调控的闭环。

本文采用换手率来衡量债市流动性，通过历史回溯发现主要券种的年换手率大多呈现出增长，即流动性水平明显提升，其中利率债的流动性优于信用债，2021年政策银行债换手率达到了4.04，国债为1.75；信用债方面，短期融资券的流动性最佳，2021年换手率达到了4.09，中期票据次之，年换手率为1.38。在交易机制持续完善的推动下，我国债券流动性得以明显提升，但与美债相比仍存在一定的差距。利率债方面，美国国债换手率虽自次贷危机后逐年降低，但至2021年仍处于7.58的高位，而我国流动性最高的政金债换手率仅达4左右；信用债方面，我国信用债的换手率主要依赖于短期融资券的流动性支撑，企业债和公司债的换手率则呈现出逐年减少的态势，美国企业债流动性则相对稳定，近年来保持在1.3左右。由此可见，无论是利率债还是信用债，我国债券流动性水平与美国成熟的债券市场相



比，仍有较大提升空间。

造成中美债券市场流动性差异的原因，我们认为有以下两方面。

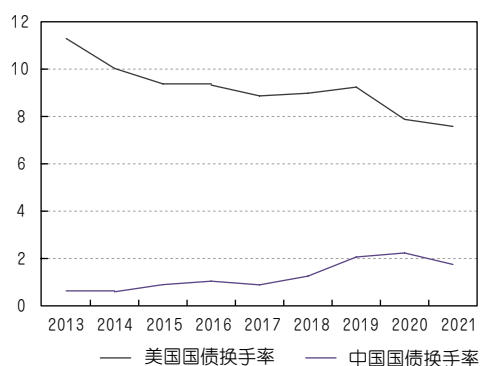
**投资者结构存在差异。**美国债券市场投资者以境外投资者和基金类集合投资者为主。就国债而言，境外投资者占比自次贷危机后虽逐年降低，但至今仍占据美国国债市场30%左右的份额。美国国内

投资者中除了美联储外，共同基金、养老基金和商业银行的持仓体量较大，美国证券业及金融市场协会（SIFMA）数据显示，截至2020年，上述三者的份额分别为15.7%、12.1%、7.1%。共同基金和商业银行均属于交易型机构，策略灵活、换手率高，由此也带动了美国国债流动性一直处于高位。而我国国债的主要持有人为商

表 1 我国债券市场分券种流动性表现（年换手率）

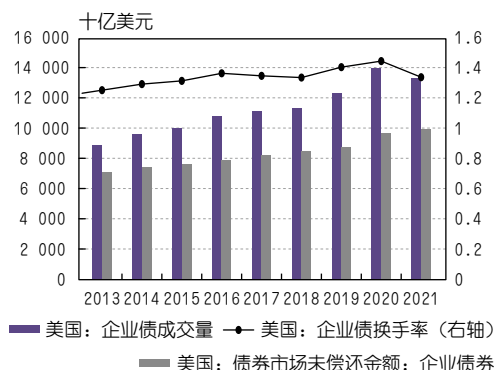
|      | 利率债  |       |       | 信用债   |      |      |      |      |
|------|------|-------|-------|-------|------|------|------|------|
|      | 国债   | 政策银行债 | 地方政府债 | 短期融资券 | 中期票据 | 定向工具 | 企业债  | 公司债  |
| 2017 | 0.89 | 2.38  | 0.06  | 4.26  | 1.30 | 0.24 | 0.89 | 0.19 |
| 2018 | 1.26 | 3.50  | 0.24  | 3.64  | 1.31 | 0.48 | 0.63 | 0.14 |
| 2019 | 2.06 | 5.73  | 0.46  | 4.19  | 1.40 | 0.75 | 0.58 | 0.09 |
| 2020 | 2.23 | 4.83  | 0.53  | 4.77  | 1.52 | 1.08 | 0.59 | 0.07 |
| 2021 | 1.75 | 4.04  | 0.26  | 4.09  | 1.38 | 1.24 | 0.57 | 0.06 |

数据来源：Wind。



数据来源：Wind。

图 1 中美国债换手率



数据来源：Wind。

图 2 美国企业债成交表现



业银行，占比达60%左右，但我国商业银行属于配置型机构，市场交易频率相对偏低，因此也造成了我国国债流动性水平低于美国。就信用债而言，投资顾问是美国公司债最大的一类管理机构，占比约八成，其次是保险公司和对冲基金。反观我国，信用债的投资者以非法人类产品为主，其中主要为理财产品，而在理财产品未实现净值化转型之前，其资产持有以配置为主，由此明显降低了信用债的流动性。因此就持有人的行为特性来看，我国债券市场中配置型机构的持有份额过大造成了无论是利率债还是信用债的流动性水平均与美国存在差距，不过在理财产品实现净值化转型后，预计未来会带动资产流动性有所提升。

**一级承销与二级做市的割裂。**美国债券的高流动性不仅得益于其投资者结构，也在于其交易过程中存在较强的流动性支持，即做市商。做市商在做市的过程中能够很好地连接买卖双方实现做市交易，提高了债券的流动性，同时做市商与承销商乃至一级交易商的关系较为密切，承销商与一级交易商均由做市商选拔产生，兼任之下能够很好地联动一二级市场，使债券从一级发行至二级交易始终存在驱动力促成资产的交易，而这种贯穿一二级交易机制在我国债券市场上是不足的。由于持有人结构是由本国金融市场根本制度特征决定，难以改变，因此本文更多立足于分

析一二级市场联动对银行间债券市场流动性的影响，通过中美制度对比以期提供交易机制改善建议。

## 债券流通的驱动力：承销商制度与做市商制度

### 承销商制度

我国债券市场中的不同券种对应着不同的承销商制度。就国债而言，2017年8月31日，财政部、人民银行和证监会联合发布《关于印发〈国债承销团组建工作管理办法〉的通知》，规定了国债承销团成员的资格、产生办法和程序等相关事宜。该管理办法沿用至今，并明确了承销团成员的评审指标体系。其中，记账式国债承销团评审指标包括6个方面：国债一级市场情况、国债二级市场交易及做市情况、国债持有情况、其他债券承销交易情况、资本经营及风险防控状况、其他因素，权重分别为20%、35%、15%、10%、10%、10%，由此可见我国承销商制度确实能与二级做市表现形成一定的联动。

就企业债承销制度而言，根据相关发行法规可知，企业债的承销团成员分为主承销商和副承销商，二者的资质认定不同，主要取决于承销经验。而从承销商类型来看，企业债的承销商以证券公司为主，商业银行偏少，但做市商却是以商业银行为主。由此可见，就企业债而言其一二级市场主要参与者的重叠度偏低，一定



程度上也可以解释为何企业债的流动性较低。

非金融企业债务融资工具的承销制度是由人民银行制定管理办法，交易商协会进行细则的制定。2008年4月人民银行发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》，2013年11月起，交易商协会逐步建立非金融企业债务融资工具主承销商分层机制，主承销商分为A类主承销商和B类主承销商：其中A类可以在全国范围内开展非金融企业债务融资工具主承销业务；B类主承销商只能开展其所在地省级范围内非金融企业债务融资工具主承销业务。交易商协会根据《中国银行间市场交易商协会意向承销类会员参与承销业务市场评价标准》进行评审，评价结果优秀的意向承销类会员可由交易商协会推选为承销类会员。《评价标准》主要分为机构资质及业务评价、市场评价、交易商协会秘书处评价。其中在机构资质及业务评价中，市场表现占比较大，包含上一年度非金融企业类债券主承销金额、只数，上一年度银行间债券市场债券交割量及平均数等。

综上，不同券种的承销商制度存在一定的差异，从其与二级联动的角度来看，

国债承销商的认定过程中明显体现出承销商制度与做市商制度的有机结合，而非金融企业债务融资工具以及企业债等信用债承销商的评审过程中则表现为二级市场表现权重不足的特征，一二级联动偏弱。

### 做市商制度

一级承销商是债券发行上市环节的原动力，而二级做市商则是债券流动性的持续驱动力。中国银行间债券市场做市商制度起步于双边报价制度<sup>①</sup>。

2007年，做市商制度正式建立。人民银行发布《全国银行间债券市场做市商管理规定》确定了银行间债券市场做市商制度的基本框架，降低了做市商准入标准，进一步加大对做市商的政策支持力度。2008年，交易商协会发布《银行间债券市场做市商工作指引》，建立了做市商评价指标体系，用以引导做市商充分发挥其促进市场流动性的功能。2014年6月，全国银行间同业拆借中心发布《银行间债券市场尝试做市业务规程》，规范尝试做市业务。做市商交易机制以及相应配套制度的建立，带动了做市机构的扩容，投资者结构得以改善，而尝试做市制度的确立则通过公开连续竞价，提升了市场的活跃度和价格透明度，也有助于提升国债期货价格

① 2001年4月，人民银行为促进债券市场流动性，发布了《关于规范和支持银行间债券市场双边报价业务有关问题的通知》，详细规定了双边报价商的申请条件和双边报价业务规范。同年8月，9家商业银行成为首批双边报价商，构建了初步意义上的债券做市商制度。



的有效性。2016年8月，交易商协会发布《银行间债券市场做市业务指引》及《银行间债券市场做市业务评价指标体系》，积极引导做市商履行其做市职能，推动做市积极性。在交易商协会的引导与推动下，我国银行间债券市场的双边价差持续下降。同年9月，财政部联合人民银行发布《国债做市支持操作规则》，支持国债做市，为做市商制度查缺补漏，提高做市商的做市积极性。2019年12月，国开行在全国银行间债券市场开展了首次金融债券做市支持操作，通过国债做市支持的连续稳定操作，根据市场实际供需边际调整关键期限国债流通存量，减少做市商存货风险，也提高了做市商报价积极性。做市制度的发展一定程度上促进了市场流动性的提升，以做市商为代表的金融机构也已经发展成为债券市场的中坚力量，发挥了价格发现的作用。

至2020年，做市商制度迎来发展新阶段。9月，国务院正式取消银行间债券市场双边报价行政许可事项，人民银行统筹做市商制度改革，围绕简政放权、加强事中事后监管的原则展开，针对原有的做市商制度激励不足、价格发现能力仍待提高等问题进行改革。12月人民银行公布《关于完善银行间债券市场现券做市商管

理有关事宜的公告》，全国银行间同业拆借中心同步发布《全国银行间同业拆借中心银行间债券市场现券做市商业业务操作指引》，进一步明确现券做市商业业务操作流程。次年1月，交易商协会修订并发布《银行间债券市场现券做市业务自律指引》及《银行间债券市场现券做市业务评价指标》，加强做市业务事中事后管理。

在各组织机构的改革与推动下，做市商数量在2021年达到93家，全年银行间债券市场日均报价债券只数上升至4 900多只，较改革前增加50%以上，报价笔数较前扩大约五倍。2022年以来，国债年化换手率超过200%，政策性金融债年化换手率超过400%。另外，报价价差也显著收窄，活跃10年期国债做市最优报价平均价差收窄至0.5bp左右，次活跃10年期国债平均价差收窄至0.5~0.6bp左右，做市报价5档行情的深度报价量上升至5亿~10亿元。政策性金融债的最优报价平均价差也显著收窄至0.5~1bp，做市报价5档行情的深度报价量可达20亿元<sup>①</sup>。

## 一二级市场联动差异：中美交易机制对比

目前我国做市商制度仍不成熟，与美国相比，其与一级承销商制度较为割裂，

① 数据来源：中国外汇交易中心《中国债券市场投资手册（2022）》。



一方面无法形成对做市商的有效激励，由此导致该制度对债券流动性水平的促进作用相对有限，另一方面则是债券交易缺乏全周期的连贯性，流动性易受到非市场摩擦影响。

具体而言，做市商在债券市场中对债券进行连续的双边报价，承担了为市场提供流动性的义务。对于债券发行人来说，其债券在二级市场流动性的高低，直接影响着发行人再度发债的成本，因而作为对做市商承担义务的回报，发行人往往在做市商中择优组成承销团，使表现优秀的做市商能进入承销团，得到在一级市场中获取收益的机会，从而形成做市商积极做市的良性互动机制。

从美国经验看，其债券市场体系由分层次的做市商构成，相关法律对注册成为做市商的要求较低，但承销商和一级交易商则相对要求较高。就美国国债而言，一级交易商是在做市商之中推选出来，纽约联邦储备银行会选取财务状况良好、债券业务规模大、积极做市并保持至少0.25%的做市份额的交易商作为一级交易商。一级交易商是国债招标环节中最主要的参与主体，它既可直接投标满足自营需求，也可为其客户间接投标。同时，其作为美国公开市场操作的对手方，能够与财政部等监管机构近距离沟通，获取一定的信息优势。美联储会根据一级交易商市场表现情况，增加或缩小其认可的一级交易商数

量，目前共有24家。而在公司债等承销团中，一部分为做市商兼任承销商，另一部分则单纯做市，做市商仍明显多于承销商，一级承销对做市商的激励相对有效。反观我国，做市商数量明显低于承销商，截至2021年年末，交易商协会公布的银行间债券市场承销商数量为144家，而做市商数量仅93家。就一级交易商而言，央行最新公布的一级交易商共49家，与做市商名单进行比对后发现，部分一级交易商并非银行间债券市场的做市商，而从央行选拔确定一级交易商的标准来看，虽然存在对机构的市场活跃度及影响力的要求，但对是否为做市商并无具体规定，由此导致我国做市制度与一级承销相对割裂，一二级市场联动性偏弱，做市商更多体现为承担二级的流动性风险，而不具备成为一级交易商的优先权，做市动力较弱。

上述激励会具体落实到做市商考评环节。考评机制是做市商制度施行效果的保障，科学合理的考评能促进做市商积极做市，实现市场优胜劣汰。前文已提及美国做市商制度中对注册成为做市商的要求较低，但要成为一级交易商，则需要在一级和二级市场均有较为活跃的表现，特别是在二级市场中发挥做市作用，美联储基于考评进行一级交易商数量的增减，真正形成在充分竞争中实现优胜劣汰，实现有效激励。虽然人民银行于2020年12月正式发布了《完善银行间债券市场现券做市商



管理有关事宜的公告》，其中对做市商权利的界定包含了做市商为承销商、一级交易商的重要参考指标，但正如前文所提及的，并非一定要成为做市商才能获得一级承销的资质，因此相应的激励效果则显得相对不足。交易商协会也设定了做市商指引与考评机制，并持续进行修订与完善，但激励有限的情况下，做市商更多表现为应付考评，以评价要求为目标，通过多报价来完成考核，以“量”而非“价”来完成考评，弱化了做市商价格发现的能力。且我国考评制度并未实现做市商的动态进出，并无实质性的奖惩作用。

做市商制度与承销商制度之间的联动带动着一二级市场更为紧密，不仅能够为做市商提供有效激励，而且能够贯穿债券交易的发行与二级流通，实现全周期交易。美国债券市场的投资者在债券招标结束后即可基于招标价格开展交易，交割日在缴款日之后，而我国债券发行采取的是见款付券结算方式，需要完成债务债权关系确立并登记上市后才可进行二级交易。得益于美国全周期的交易机制，其一级半市场得到充分发展，市场流动性水平也显著提高。

综上可知，不同交易机制下一二级市场联动的程度差异造成了我国债券市场与美国市场流动性水平存在差距。做市商制度的建立旨在提升债券市场的流动性和发挥价格发现功能。美国债市

通过一二级市场联动为做市商提供了有效激励，并实现了全周期交易，推升了债券市场流动性并有助于市场的充分定价。而我国债券市场一二级市场相对割裂，做市商难以凭借做市义务获取一级市场方面的权利，有效激励不足，以致做市商做市意愿偏弱，同时一二级偏弱的联动性也阻碍了一级半市场的发展，债券资产交易难以贯穿发行至流通，一定程度上也削弱了债券市场的流动性。

## 相关建议

美国做市商制度发展较为成熟，做市商在债券交易过程中起主导作用，正如上文所言，其核心优势在于承销商制度与做市商制度的联动激励。不过我国也无需完全照搬美国制度，一方面我国做市商制度是我国金融体制的一部分，适应我国的金融体系发展阶段与特点，虽并未主导市场交易，但也为我国银行间债券市场流动性提供了动力；另一方面，做市商并未主导银行间交易，也降低了市场对做市商制度的依赖性，而美国债券市场以做市商为主，金融危机后监管政策趋紧使得交易商资产负债表规模“停滞”，做市商特别是一级交易商面临着更高的资本和流动性要求，做市能力明显下降，加剧了美国债券市场的波动。因此，本文基于我国目前债券市场的特点，适当借鉴美国经验，提出如下建议。



### 增强做市商的有效激励

我国可借鉴美国交易机制，在承销商制度与做市商制度相互渗透中，强化一级承销资格认定中二级做市表现的重要性，提高权重或者在做市商中确定承销商，将一级承销资格作为二级做市的激励。例如可将央行公开市场一级交易商、债券二级市场做市商，以及财政部国债承销商三大资格加以统一，推动金融机构同时获得三大资格，以发挥三大资格的联动优势，增强其在财政货币以及报价等方面的信息优势，增强做市商资质的吸引力，提升做市商做市积极性。除上述一级方面的激励外，还可进一步加大对做市商的政策支持力度，例如给予做市商一定的融资优惠和便利，对做市商之间相互交易产生的交易和结算费用予以减免等。

### 考评机制强化“优胜劣汰”

监管和自律管理部门可基于上述有效激励进一步优化做市商指引与考评机制，实现考评内容对做市商行为的指引，例如针对做市商注重量而难以发挥价格发现职能的问题，有关部门可在对成交量赋以一定考评权重基础上，提升对报价点差的考评力度，加入为其他做市机构提供债券借贷等考评指标。另外，考评结果对做市

商的影响需要进一步加大。考核的本质即为形成优胜劣汰的结果，以结果为导向，对做市商进一步进行激励。有效激励的实现需要依托权利的转移和充分竞争，若考核结果对做市商的权利转移与否并不造成影响，做市商之间的竞争会明显减弱，考核机制则难以发挥出其作用。因此我们建议相关部门在对做市商做市行为进行考评时，形成做市商的动态进出，强化真正的“优胜劣汰”，实现充分竞争。

### 增强一二级市场联动，建立全周期交易机制

参考美国基于券款对付结算机制所形成的全周期交易机制，我国可研究相关制度供给或改革推动债券在招标日至上市日期间开展交易，促进一级半市场的发展，实现一二级市场交易的贯穿联动，这在一定意义上也能够增强做市商的一级市场激励。在一二级市场实现有效衔接后，兼任承销商职能的做市商会更有动力促进债券的流通，形成正向反馈，进而实现债券市场流动性的明显提升。另外，一级半市场的发展也能够有效减少中标机构因持券待售而面临的市场波动风险。<sup>[N]</sup>

学术编辑：卢超群

#### 参考文献：

- [1]冯果,张阳.不能忽视的债券市场分层:基于破解市场流动性困局的思考[J].华东政法大学学报,2021,24(02):89-100.
- [2]王中.美国债券发行管理机制借鉴[J].中国金融,2021(18):86-88.
- [3]郑怡君,吴文锋,胡悦.中国信用债流动性及定价:来自国际比较的证据[J/OL].系统工程理论与实践:1-40.