



推进承销做市一体化，促进债券市场高质量发展

——《金融市场研究》第二季度学术交流会综述

Promoting the Integration of Underwriting and Market-making and the High-quality Development of the Bond Market

—Overview of the Second Quarterly Colloquium on *Financial Market Research*

竺小龙 韦燕春 曾一巳

2023年第一季度《中国货币政策执行报告》提出“进一步规范债券承销行为和提升做市功能，推动债券承销做市一体化，增强一、二级市场联动，提升债券定价的有效性和传导功能”，引起学界、业界广泛关注和热烈讨论^①。

一、中国债券市场承销做市一体化现状与改革探索

截至2022年末，中国债券市场存量余额达到144.8万亿元，已成为亚洲第一、全球第二大债券市场。债券市场的繁荣活跃对于提高资源配置效率、解决企业生产经营困难、支持实体经济复苏意义重大。从历次中央经济工作会议精神来看，大力推动债券市场发展，提高直接融资比重，一直也是全面深化资本市场改革的重要举措。

流动性是反映债券市场资源配置效率的重要维度，是市场正常良好运行的基础。好的流动性有助于形成反映市场真实供需的收益率曲线，可以更好地为发行定价提

供参考。流动性不足，一方面不利于债券估值水平提高和市场风险定价机制发挥作用，抑制直接融资，影响对实体经济的支持；另一方面央行公开市场操作的政策信号难以准确、迅速、全面地在市场传播，影响货币政策的实施效果。在当前内部需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”持续演化和外部地缘环境动荡、经济恢复乏力的形势下，提高债券市场流动性不仅必要，也有紧迫性。

但与海外成熟市场相比，我国债券市场尤其是信用债市场的流动性仍有很大提升空间，其中很重要的一个原因在于一、二级市场存在割裂。一方面，受承销商内卷影响，国内信用债一级市场定价扭曲，发行利率低于二级市场估值收益率，使得二级市场交易无利可图。另一方面，与海外“客户—做市商，做市商—经纪商”分层交易不同，我国二级市场结构扁平，做市商相对缺位，使得做市在提供流动性与价格发现方面的功能难以发挥。

竺小龙、韦燕春、曾一巳，中国银行间市场交易商协会。

① 为了更好地发挥学研力量，助推市场更好发展，本刊编辑部以“承销做市一体化”为主题，于2023年6月28日召开闭门会议，邀请相关领域专家进行了专题学术交流。本文为与会专家观点综述。



实践表明, 提高做市商积极性、促进承销做市一体化是联动一、二级市场的有效途径。做市方面, 根据中国人民银行金融市场司《关于做好部分合格机构投资者进入银行间债券市场有关工作的通知》(银市场[2014] 43号)有关精神, 农村金融机构, 以及信托、券商资管、基金及其子公司资管、保险资管四类非法人投资者, 只能与做市商进行交易; 承销发行方面, 交易商协会《关于进一步加强银行间债券市场发行业务规范有关事项的通知》(中市协发[2023] 102号)规范结构化发债行为, 明确不得通过综合业务合作等方式干扰发行定价, 并鼓励主承销商为其承销债券开展做市。这些政策措施的出台, 提高了做市商的市场地位, 抑制了承销发行不规范行为, 对于改善市场流动性起到一定作用。

然而, 从发展现状看, 市场仍存在一些问題, 包括: 承销商及发行企业在关注、推动提高债券二级市场流动性方面的动力仍显不足; 在已经形成以经纪商为主导的二级市场交易生态环境下, “平价过券”类交易时有发生, 做市商沦为“通道”, 既影响效率, 又涉嫌违规。解决这些问題, 进一步增强承销做市联动、提升债券市场流动性, 需要在汲取成熟市场经验的基础上, 做出符合我国债券市场实际的制度机制安排。

二、成熟市场的承销做市联动经验及中外比较

对美国、日本等成熟市场经验的研究可以发现, “债券承销做市积极联动、提升债券定价有效性和传导功能”与“促进二级市场流动性提升”, 实际是同一个课题,

不能孤立地分析。为此专家们研讨总结了流动性活跃的成熟市场的几个主要的基础性、支柱性特点, 而这些特点是中国债券市场目前还不具备或者不够完善的。

(一) 多元化、丰富的投资主体

对二级市场而言, 多元化投资者可以分散投资风险, 平滑市场波动。美国债券市场的投资者多元程度较高, 包括银行、基金、保险、政府和海外投资者等, 其中海外投资者是美国债券市场最大的投资者, 占比约为24%。而中国信用债市场以商业银行和银行理财等非法人产品为主。截至2021年末, 非法人产品为中国银行间市场最大的信用债投资者, 商业银行居于次位, 二者合计占比接近90%, 非银机构的参与度较为有限, 信用债投资者结构较为单一。另外, 信用债市场中外资占比不足1%, 银行间债券市场中外资占比仅约4%, 投资主体相对单一。

(二) 丰富的信用衍生工具

相对债券投资者而言, 做市商在资本管理、风险控制方面有更高的要求。一个具有丰富类型工具的衍生品市场能够为做市商提供有效对冲风险的手段。例如, 美国债券衍生品市场的规模和深度远大于现券市场。就国内情况而言, 交易商协会推出的一系列信用风险缓释工具已经能够基本解决信用风险的转移, 主要问题在于, 没有参与者愿意真正承担风险并从中获得收益。表现为, 信用衍生品市场创设机构少、成交不活跃、市场规模与债券融资规模不匹配等, 制约了衍生品功能的发挥。与此同时, 国内债券市场风险偏好高度一致, 一旦持仓出现负面事件, 流动性就会大幅下降, 债券



价格相应大幅下跌，做市商在面临问责的压力下，在市场波动期间非但不能提供流动性支持，反而可能更快砸盘抢跑。2022年末，银行理财遭遇大额赎回使得市场进入负反馈螺旋，也从侧面印证了这一点。

（三）市场化的定价机制

一级市场科学、合理、市场化的定价能够有力支持二级市场的交易空间。如美国债券承销商主要为券商与投行，与发行人之间不存在像国内那样复杂的银企关系，发行定价更能反映市场供求状况，更关注销售能力及后续的流动性。短期阶段性的倒挂价差属于正常现象，但长期违背市场化规律的一、二级市场倒挂价差不利于提升市场流动性，尤其是一级市场发行价格持续高于二级市场容易产生道德风险。首先，受承销“内卷”影响，国内债券一级市场定价存在扭曲现象，非银机构参与热情下降，市场双边活跃度受到较大限制。其次，以中债估值为主体的估值体系主要参考成交偏少的二级市场价格，无法准确反映市场供求定价。最后，市场评级虚高且区分度不足，无法真实反映主体风险，也对一级市场投资者报价形成干扰，造成最终发行利率偏低。

（四）合理的市场分层机制

合理的市场分层，能够让不同规模、不同特质的市场机构找准定位，各司其职，形成合力共同提升市场流动性。从国外市场经验来看，市场分层主要体现在机构类型和债券等级两个方面。

机构类型分层方面，国外债券市场多层次交易机制安排以做市商为核心：一是做市商为终端客户提供做市报价，赚取买卖点

差收益，并通过经纪商在批发市场平盘对冲风险；二是在流动性趋紧时承担报价义务，避免极端波动出现。但国内债券市场结构较为扁平，市场对经纪商习惯程度较高，不少机构甚至只通过经纪商交易，与做市商一对一确定的交易还需要去经纪商处“留痕”。交易习惯的形成与国内债券市场自建立之初就有集中统一的登记、托管、结算系统不无关系，这与国外分散体系有着根本不同。这种中国国情的形成，既有环境条件上的客观性，也有其发展和存在上的合理性，与国外成熟市场并不存在优劣之别。

债券等级分层方面，从国外经验来看，利率债流动性较好，高等级信用债次之，高收益债较差；且利率债和高等级信用债双边价差较小，呈现连续分层的特点。国内情况有所不同：一是我国利率债流动性较好，但从利率债到高等级信用债，不仅报价存在断崖式分层，而且后者大部分时间缺乏双边报价，无法交易；二是信用债内部不同等级债券之间分层不明显，由此导致二级市场交易逻辑趋同，不利于流动性提高。

（五）完善的发行“售后服务”

在一定程度上，为债券提供做市可视为主承销商为发行人和投资人提供的“售后服务”。成熟市场上，债券上市后价格下跌或缺乏流动性均有损发行人声誉，不利于其再融资。因此，发行人有动力持续关注债券的二级市场的表现，并在市场波动时主动维护交易价格。同时，在美国、日本等债券市场，承诺发行后一段时间内为债券做市是多数承销商的做法，形成了一种常见的伴生性的“售后服务”格局。在这种格局下，承销商持续跟踪并在债券缺乏流动性时提供做市



服务, 在合规前提下维护新发债券的二级交易价格。承销商通过做市报价和交易吸引增加投资者数量, 使所承销债券产生流动性溢价, 为一级市场发行人创造更好的发行条件。与此同时, 承销商通过二级市场交易和交易所补贴等获得丰厚的做市回报。对国内债券市场而言, 一是发行人主要为央国企, 议价能力强, 且目前基本只关心一级市场票面融资成本的锁定, 对二级市场价格的变化并不关心; 二是银行承销商对客户缺乏差异化服务理念, 同质竞争严重, 服务能力趋同, 造成承销费越降越低, 难以覆盖做市成本; 三是国内做市商激励主要来自内部考核, 需要平衡做市成本与业务收益, 如果简单将做市评价纳入承销考核, 可能使得做市异化为“面子工程”, 为了得分而进行意向性报价, 对市场实质流动性提升有限, 可持续性也存在隐忧。

(六) 健全的做市机制

做市商主要业务模式是尽可能利用资金, 提高资金周转效率, 尽量对冲持仓风险; 同时, 相较利率债做市, 信用债做市由于做市标的流动性低, 需要占用更多的资本金。成熟市场上一般对做市商有一定的优惠政策支持, 以平衡其做市的权利和义务。目前, 国内整体上对做市商杠杆限制比较严格, 融资方式也有一定制约。例如, 银行间市场回购到期需要还款, 影响做市商融资灵活性, 进而限制报价意愿。融券方面, 目前境内融券难度相对较高, 尤其是信用债更是如此。一方面, 做市商难以从托管机构处方便地获得持有人信息, 促成融券交易难度较大; 另一方面, 由于债券借贷到期不能续作, 做市商需要还券, 资金压力大, 且结算风险的增

加也限制了做市商的报价意愿。

三、推进承销做市一体化、提升流动性的政策建议

比较国际国内经验, 一方面要看到, 承销做市积极联动, 以及债券市场流动性的提高是结果而不是原因, 需要立足中国国情, 予以系统性考虑和把握。如果市场参与者没有交易的内生动力, 仅靠监管强行推动, 措施过急过猛, 不仅难以达到效果, 可能还会产生主承行为异化等风险。只有满足一定的前置条件, 流动性的提高才会水到渠成。另一方面也要清楚地认识到, 前置条件的满足有赖市场各方凝聚共识, 坚定方向, 需要发行人、承销商、做市商、投资者等相关主体积极参与、主动作为。由于依靠市场机制自发演进可能需要较长时间, 监管机构及自律组织应靠前发力, 积极引导、循序渐进地建立完善承销发行和交易做市相关制度机制安排, 当前阶段可重点考虑以下几方面措施。

(一) 引入多元化的投资主体

一方面, 引导保险资金、养老产品和理财产品进入银行间市场和衍生品市场。建议尽快解决理财产品银行间开户问题, 增加投资和市场风险对冲便利性。另一方面, 为投资人提供期限搭配更为立体丰富的产品, 研究探索在货币市场监管框架下通用回购的适用性, 根本性提升信用债投资积极性。

(二) 丰富信用衍生工具品种

一方面, 建议完善信用衍生品制度建设, 放宽产品创设准入标准和交易限制, 扩大衍生品标的范围, 增加信用债指数、一篮子及相关衍生品发行; 进一步完善衍



衍生品交易配套制度，通过完善履约保障机制、违约保护机制等配套措施降低做市风险，增加市场活跃度。另一方面，应当引入真正风险自担、有能力的高风险偏好机构参与信用衍生品市场，培育信用衍生品净卖方以适配买方需求。

（三）建立中国特色的定价估值体系

一是严格执行102号文，遏制低价包销、防止非市场化因素干扰定价，畅通一、二级联通渠道。二是中债估值应充分考虑发行人自身评级、一级市场认购情况等因素，使估值充分反映发行人自身偿债能力变化、市场供需，促进二级交易并反哺估值的准确性，成为一、二级市场价格发现的关键工具。三是评级机构应构建具有合理区分度、能真实反映不同发行主体和债券信用风险高低的新评级体系，成为一、二级市场投资人的重要参考。四是培养做市商的研究与定价能力，如山西证券在报价的规范化、数字化等方面作出了有益探索。

另外，在发行定价环节可探索信用债混合式招标发行，增强投资者的实际定价能力和市场参与力度，同时缩短一级发行时间与流程，更高效真实地反映市场真实需求。同时，可研究试点发行人回购制度，探索发行人独立自主折价回购、要约回购，为发行人主动进行债务管理预留政策空间。

（四）探索构建合理的市场分层机制

机构类型分层方面，国内市场的交易模式与习惯的改变绝非一朝一夕之功，照搬照抄国外的市场分层经验、对债券市场强制分层可能并不一定适合我国国情。相反，可能更应立足已有实践，充分利用我国信息化程度水平高的优势，如尝试在现有系统基础上推出撮合交易功能平台，为

做市商做市提供更多的便利性。

债券等级分层方面，考虑到高等级信用债因其存量规模具备频繁交易的基础，部分高等级信用债客户也开始关注二级市场流动性对其估值的有利影响，或可首先提高高等级信用债的流动性，逐步向低等级信用债渗透。具体而言，一是做大TDFI、DFI发行人蛋糕，鼓励经常发行；二是鼓励更多使用动态发行，试点推动一批发行人采用单券年内接续发行机制；三是承销商帮助发行人制订发行计划，如合理提高单券规模、适当发行长久期债券等，同时与发行人定期沟通，结合市场情绪均衡发行节奏。

（五）引导承销商做好发行的“售后服务”

一方面，应引导承销商树立“提供二级市场做市报价服务是承销商对发行人的承销义务，是债券售后服务”的理念，探索在二级市场持续提供双边报价，通过增加双边交易吸引投资者参与，进而产生流动性溢价，反哺一级市场发行，逐步形成承销商为发行人提供做市“售后服务”的良性市场运行机制。平安银行在中央汇金、新开发银行等客户上进行尝试，取得了良好效果。另一方面，给予承销商做市更多激励措施，建议将债券做市商、公开市场一级交易商、承销商等资格资质进行统筹安排，并通过为做市提供融资优惠和便利，减免做市交易和结算费用、完善承销商市场化评价机制等方式，提高承销商做市的积极性。

（六）引导发行人维护市场秩序并关注流动性

发行人可以采取一系列措施，激励承销商促进做市、提高做市质量。以国开债为例，国开行于2018年试点国开债承销做



市一体化机制, 鼓励承销做市商在承分销国开债的同时, 增加对国内机构的做市能力要求, 充实做市权利义务, 创新建立做市评价体系并增加激励机制。目前国开债做市指标评价体系包含银行间常规做市、重点债券激励及境外投资交易机制三部分, 总体运行效果较好并持续优化, 先后推出了国开债随买随卖、预发行交易、置换招标和标债远期等创新, 并对承销做市商的参与量进行考核, 促进一级交易商深度参与国开债相关发行和交易创新。

再以汇金债为例, 发行人中央汇金一是在承销定价方面坚持市场化发行, 不预设价格也不刻意压低价格, 而是结合发行品种特征合理定价; 二是积极提高发行债券使用价值, 协调相关机构, 主动推广债券的质押品作用; 三是积极拓展中小投资者、境外投资者等; 四是优化设置主承选聘考核指标和付费考核指标, 发挥二级市场交易情况作为主承“考核指挥棒”的作用, 树立提升流动性导向; 五是参考利率债做法, 创设续发机制, 不断扩大单只券存量规模, 提高交易量。

借鉴国开债、汇金债的成功经验, 可以引导发行人在以下方面主动作为: 一是主动维护市场公平竞争秩序, 不违背市场规律干扰发行定价或指定发行利率; 二是按照市场化原则, 合理构建承销机构比选评分机制, 将二级市场交易情况作为选聘的重要参考指标; 三是积极拓展投资者群体, 注重并不断提升二级市场流动性; 四是信息披露及时全面, 并树立负责任的发行人形象。

(七) 完善做市机制, 激发做市动力

建议为做市商提供一定的融资优惠和便利, 适当减免做市商的交易和结算费用

等, 为做市商实施交易策略提供多元化工具, 提升做市商盈利空间, 提高做市主动性和积极性。例如在流动性紧张时期为做市商提供融资支持, 鼓励其逆周期提供报价; 考虑做市品种流动性较高, 适当降低杠杆限制; 推动发展买断式回购, 为优秀做市商提供信用债融券支持, 方便做市商对冲风险, 避免结算风险; 加强信用债市场对做市商的信息披露, 探索建立对做市商统一的风险信息推送机制。

另外, 建议明确监管细则, 打通银行资金壁垒及资源约束。建议对做市商业务出具政策性业务支持意见, 明确做市操作流程中的监管规范, 对做市业务中做市商交易账户持仓券种的流动性要求、做市账户与承销业务之间、交易账户与银行账户之间的监管标准给予适当放宽, 合理调整相关约束和要求, 增加做市商的风险吞吐能力。

四、总结

国际国内经验表明, 推动承销做市一体化、提高债券市场流动性是促进债券市场高质量发展、提升服务实体经济质效的重要途径。在推动承销做市一体化的过程中, 既要正视市场环境、交易习惯、制度机制等条件约束和现实困难, 顺应规律、不急于求成, 又要从现实困难的夹缝中看到曙光, 坚定方向、保持定力, 循序渐进地推进相关工作。目前, 监管机构已经推出相关举措, 部分市场机构也积极主动、做出有益探索, 可以预见, 随着债券市场的进一步改革创新, 我国债券市场的市场化程度及市场流动性将不断提升, 服务实体经济能力将继续增强。[N]

学术编辑: 陈俊君