

《金融市场研究》专家审稿单

稿件篇名	平台驱动还是做市商驱动？国外信用债电子交易平台辨析
外审意见 (二审)	本文章较为专业地描述了海外信用债电子交易平台的运行逻辑和模式，引用的内容和数据详实准确。有如下几个问题希望能够得到确认： 1、考虑到读者的专业背景和知识储备，建议在文章开篇先介绍海外信用债市场的多种成交方式，以及电子平台成交与传统询价成交的差异和联系。 2、前期做过相关研究，海外做市商通过 SDP 服务客户、以及通过 Bloomberg 等提供的 OTC 询价方式达成交易，在美元信用债中的占比仍然较高，但这部分由于场外市场的隐蔽性，可能并未完全统计在信用债交易量中，文章最初可能需要提供“通过电子交易平台成交”的信用债在整体信用债成交中的比例；另外由于 Bloomberg 本身的定位并非纯电子交易平台，而是一体化金融数据终端，因此，其通过 IB 或者 ALLQ 等模块完成的双边成交，和 Tradeweb 等电子交易的成交统计的维度可能不太一样，建议作者确认清楚是否是同一维度的统计数据，再进行一些比较。 3、RFQ 和 All to All 模式是平行的协议模式，还是互相包含的关系？文中前半部分看来，All to All 的收费模式似乎是在传统 RFQ 之外的一种创新，但是后半部分似乎后者又包含了前者，可能存在定义上的混淆和歧义，建议进一步厘清。 4、作者用“欧洲模式”和“美国模式”来指代两家平台的模式，是否存在不严谨之处，因为美国市场也存在其他的协议模式，比如 SDP（单一交易商平台）以及 RFQ 等模式，all to all 是一种创新和补充；而欧洲市场应该也有多元化的交易模式，所以可能不能简单以地域作为区分；从文章后半段的表格比较来看，对于两种市场模式的定义较为简单，若已经是海外市场惯例的称呼，建议在文章前半部分先予以定义和解释。 5、关于 RFQ，All-to-All 和其他交易模式下电子交易平台的收费机制和原理的表述存在模糊部分，赚取买卖差价/收取中介费/是不同的商业模式，是否仅仅根

	据协议方式不同造成收费模式不同？除了上述两种协议之外其他的交易如何收费，是向哪方收费？不同收费模式是否需要平台持有不同类型牌照？建议明确，避免歧义。 年 月 日
作者回复	尊敬的审稿专家： 感谢您的细心审阅和极具专业性的审稿意见，在修改中，本文认真吸收了相关意见，并做了相应修改，具体如下，请您审阅。 针对第 1、2、3 个问题，本文增加了本文通过收集整理资料，在第一章第一段中增加了相关市场数据“2022 年美国市场中约 40% 左右的投资级公司债和 1/3 左右的高收益债均通过电子交易方式成交”。 另外，在第一章里新增加了一部分内容“（三）信用债交易的协议与工具：声讯交易份额缓步下降”。 ①相对清晰介绍当前的交易协议和工具的主要差异和格局。②该部分新增内容也力争一定程度上展现声讯交易依然在债券交易中占有十分重要的位置，甚至在有些品类中，依然是主导的交易协议。③相对较为清晰的区分了 RFQ 和 all to all，避免专家指出的混淆。 针对第 4 个问题，审稿专家所提的内容十分准确，文章确实对所谓“美国模式”“欧洲模式”定义过于武断和简单。实质上，确实并不存在一个严谨的、按地区划分交易模式的方法。因此，我们在修改中做了统一修改和删减，提升文章的严谨性。 关于第 5 个问题，总体来说，从调研情况看，RFQ 的收费基本类似于经纪商的收费方式，即按照成交金额收取固定比例佣金。All to all 则相对灵活，不同平台的收费略有差异，由于是平台在中间充当了共同交易对手方的角色，相当于平台需针对买方、卖方分别执行 1 笔交易，也就是平台从卖方手中买券，再卖给卖方，因此两笔交易存在一定的差价可能，平台将此部分差价作为收入来源。但，由于资料来源的不足，本文仅对文中两大平台的做法做了一定描述，对

	其他平台的具体做法还未充分了解，未来将继续通过调研等方式，深入了解和研究。从文中两大主要的平台情况看，All to all 交易需要 broker-dealer 牌照，但资料并未显示不同的收费方式需要不同的牌照支持。 另外，本文在结论部分新增了少许归纳总结内容。 敬请审阅，如有不妥之处，请您指正。 2023 年 11 月 23 日
--	---

外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，隐名后的有价值讨论可公开。如研究中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。