# 银行间市场信用债承销做市联动机制建设
## ——从一二级价差谈起

都晓艳　宋广宇　付继鹏　贾元翔　胡凌曦

**摘　要**　经过多年发展，我国已建成世界第二大债券市场，但市场的流动性和稳定性仍有不足，价格发现功能也因此受限。在现有框架下提升债券市场质量，一二级联动提供了一个可选路径。从国外实践和国内现实条件看，活跃债券做市业务，推进承销做市一体化有其必要性和可行性。本文从银行间市场信用债一二级定价利差出发，探究高价差产生原因，指出信用债流动性不足是主要症结所在，提出通过建立承销做市联动机制或可促进流动性的基本逻辑，并从联动策略、能力建设、激励考核和配套支持等方面提供了推动承销做市联动机制的具体建议。

**关键词**　信用债　流动性　承销做市联动　一二级价差

债券发行价格是一级市场投资人集中量价博弈的结果，相较二级市场交易，发行过程中更容易得到投资人，尤其是大额需求投资人的关注和参与。此外，信用债整体认购倍数不高，目前主要采用荷兰式招标以边际利率定价，因此发行量对发行利率的影响也不容忽视。尽管上述两个因素可能会影响信用债一二级价格差异，但考虑到低于边际利率的需求在发行阶段一般都已经获得配售，除非有重大市场波动，上市日二级市场剩余需求驱动的交易利率也应该基本接近发行利率。可是，近年来信用债普遍存在较为显著的一二级市场价差，为此，我们对这一现象进行梳理分析，认为信用债流动性不足是主要症结。在进一步探究信用债流动性不足的基础上，提出通过建立承销做市联动机制促进流动性的基本逻辑和具体建议。

## 一、信用债一二级价差的特征事实

为分析银行间信用债市场[①]一二级价差走势，本文选取银行间市场2017—2023年新发信用债券上市后首日中债估值收益率与发行票面利率之差作为一二级市场定价利差（以下简称一二级价差），将同一起息日的所有债券一二级价差的算术平均值作为该日一二级价差均值，同时将一二级价差超过30 bps的债券定义为高价差发行债券。

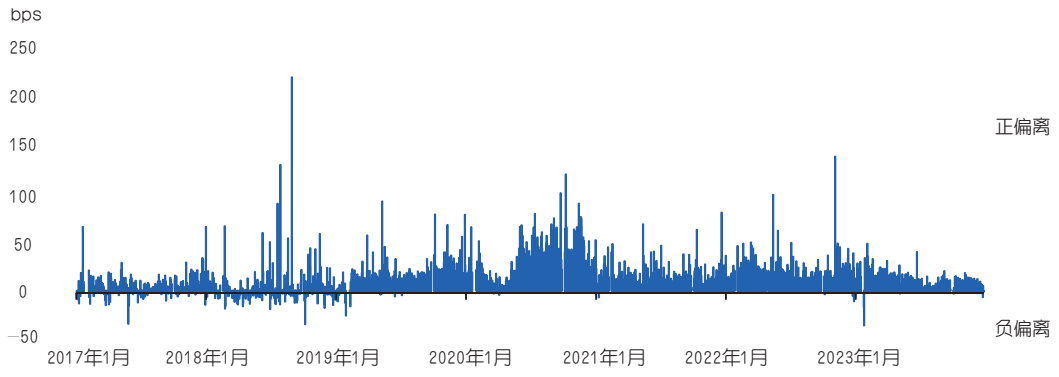
2017—2018年，一二级价差并未显示出单边偏离倾向，均值负偏离和正偏离的交易日比例约为4∶6，负偏离度集中在5~15 bps之间，正偏离度集中在0~20 bps之间。2019—2023年，一二级价差基本呈

都晓艳，中信银行股份有限公司投资银行部（科技金融中心）副总经理；付继鹏，中信银行股份有限公司金融市场部；宋广宇、贾元翔、胡凌曦，中信银行股份有限公司投资银行部（科技金融中心）。

① 本文所研究的信用债范围为银行间信用债市场，即银行间非金融企业债务融资工具市场，下同。

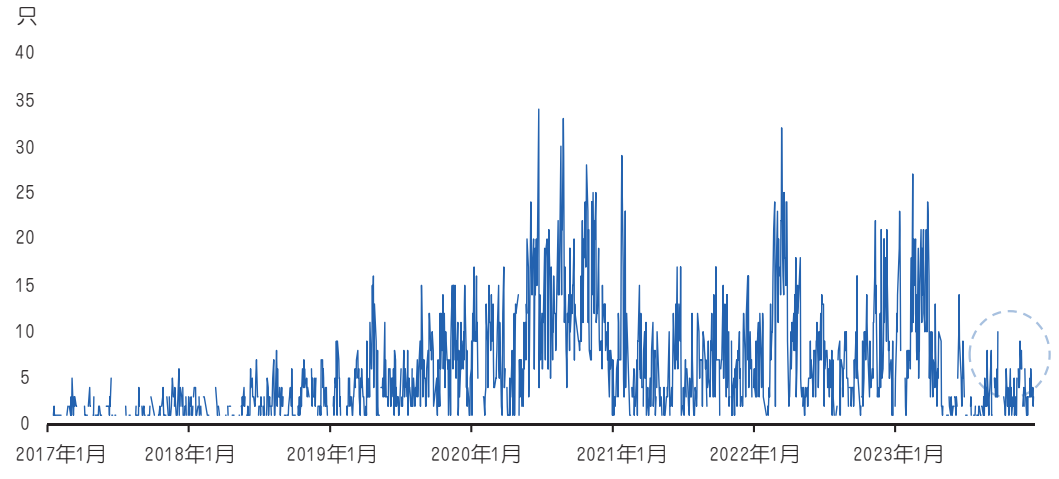
现“一边倒”正偏离，均值正偏离的交易日占比达到 95.6%，负偏离度集中在 0~10 bps 之间，正偏离度集中在 0~30 bps 之间（图 1）。这意味着，2019 年之后，信用债基本以折价发行为主，溢价发行较为少见。另外，2019—2023 年每日高价差发行债券数量的平均水平要明显高于 2017—2018 年（图 2），这虽然与债市扩容有一定关系，但也折射出信用债发行定价逻辑和行为的变化。

从期限结构看（图 3），10 年以上债券一二级价差均值最大，但高价差发行的债券数量较少，这或与可被市场接受、有能力发行长期限债券企业数量较少，在发行阶段一般议价能力较强有关。1 年及以内债券高价差发行数量较多，且发行偏离度高，而 1 年以上的中长期品种，一二级价差偏离度明显收窄，高价差发行债券数量



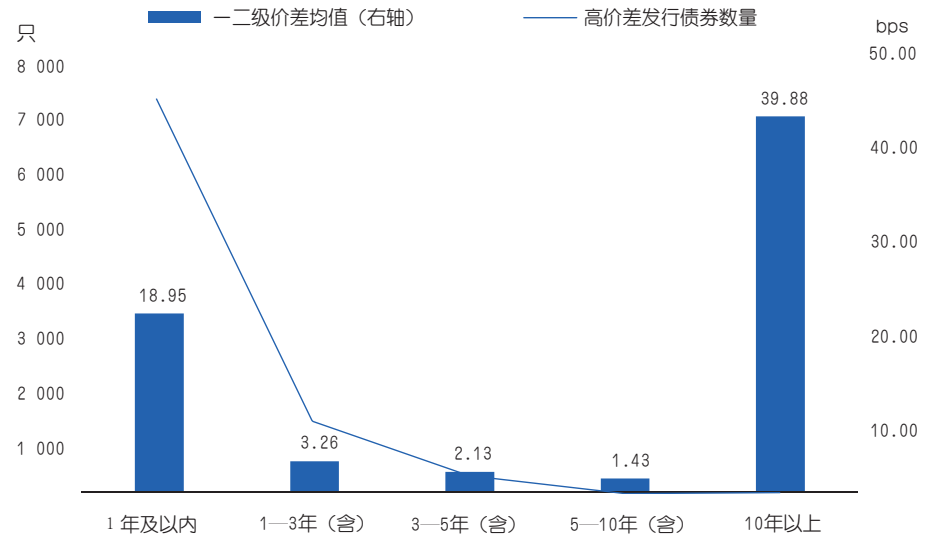

数据来源：Wind- 债券 - 债市一级 - 新债上市首日偏离。

图 1　2017—2023 年债券一二级价差日均值




数据来源：Wind- 债券 - 债市一级 - 新债上市首日偏离。

图 2　2017—2023 年每日高价差发行债券数量




数据来源：Wind- 债券 - 债市一级 - 新债上市首日偏离，截至 2023 年 12 月 31 日。

图 3　2017—2023 年不同期限债券一二级价差均值及高价差发行债券数量

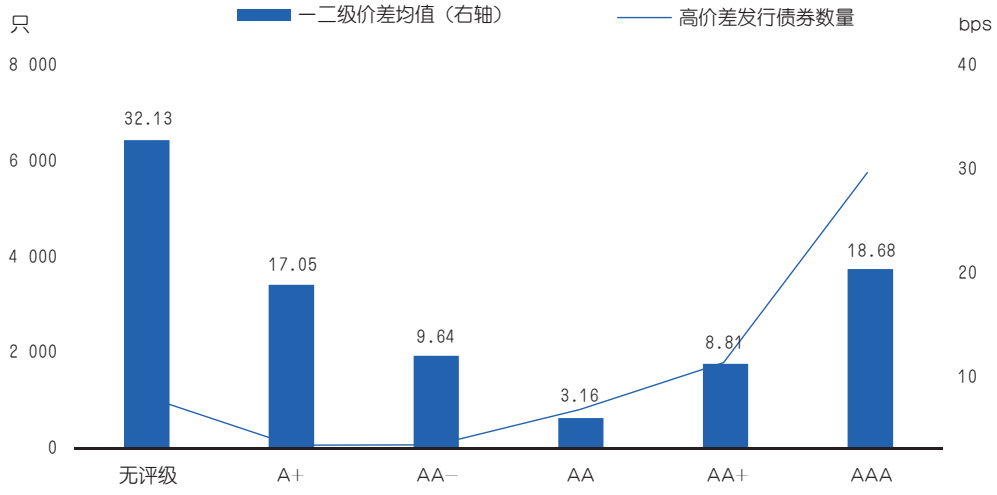
也较少。

从主体评级结构看（图 4），一二级价差均值呈现“两头高，中间低”的分布，即无评级和 A+ 的债券一二级价差较高，AA-、AA 和 AA+ 的债券一二级价差较低。另外，从高价差发行债券数量看，AAA 级也明显高于其他评级。

## 二、一二级高价差原因分析

### （一）发行人及主承销商行为对发行定价合理性的影响

对高等级信用债来说，一二级价差出现较大程度和范围的正偏离，主要因为发行人比照贷款对低利率过度追求和主承销商的竞争过度。高等级债券发行人在融资渠道的选择上具有较大的灵活性，其中融资成本是其考虑的重要因素，一般会将债券发行利率与贷款利率作比较。在债券融资成本显著低于贷款利率的时期，相当一部分企业的发债资金用途是偿还银行贷款，从而实现了贷款与债券的替代。同样的，当发行人通过银行贷款能够以更低成本获取所需资金时，他们会倾向于将贷款利率作为债券发行定价的隐性上限。如果债券发行利率显著高于贷款利率，发行人出于融资成本、公开发行的不确定性考虑，一般会转向选择信贷。例如在 2022 年 11 月理财赎回潮之后，债券收益率整体走高，高资质主体发行债券性价比严重下降，发行人更偏向于低息、易取得的信贷融资，导致 2023 年 1 月信用债发行量大幅缩减，而人民币贷款同比多增 9 227 亿元创历史新高，其中对公贷款增长尤为强劲。另外，近年来，债券主承业务竞争日趋激烈，特别是在高等级的优质发行人这个群体。为追求业务规模或标杆项目等“榜单效应”，同时期望通过与发行人培育良好合作关系开展多条线业务，获取长期综合收益，主承销商常以“低价包销”的方式迎合发行人对一级发行低利率的追求。对低等级发




数据来源：Wind- 债券 - 债市一级 - 新债上市首日偏离，截至 2023 年 12 月 31 日。

图 4　2017—2023 年银行间债券一二级价差评级结构

行人，则出现有些机构通过“结构化”发行等不合规的发行方式，制造低票面利率假象，在债券上市后，市场估值会立即体现出市场对其真实信用水平的态度，这是部分低等级债券一二级价差出现正偏离的原因。

2023 年下半年以来，非市场化发行行为已受到严厉打击，由此形成的高价差现象也有所减少。2023 年 6 月 19 日，中国银行间市场交易商协会发布《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，以下简称“协会 102 号文”），高价差发行数量大幅下降，一二级价差均值尤其是正偏离程度显著降低（图 1 和图 2）。

### （二）二级估值合理性与信用债低流动性的互相作用

信用债的一二级高价差的现象，还可能与二级估值合理性有关，具体涉及估值在投资交易中的应用方式、估值建模方法、信用债流动性水平等因素。

目前，银行间债券交易双方基本统一以中债估值“轴”开展交易定价和持仓估值。中债估值主要依靠样本点（主要来自真实二级交易或类似交易的合理推测）拟合而成的收益率曲线，因此估值模型的准确性和可靠性高度依赖于市场交易数据的完整性和准确性，若市场数据存在偏差，可能会影响估值结果。

相对于国债和政策性金融债，绝大部分的信用债在存续期间流动性不高。在刚发行时市场可能对其信用风险定价较为充分，但上市后二级交易活跃度降低，货币中介或做市商的报价区间也相应扩大，由于缺乏成交等市场参考数据，债券估值的可信度大幅降低，同一主体不同剩余期限的估值不合逻辑时有发生等。而且，在市场大幅波动时，低流动性信用债估值的调整及时性和充分度会更为滞后，导致估值与真实价值的大幅偏离。

反过来，估值不准确也进一步限制了流动性低的债券投资。目前我国资管产品在信用债交易限制、持仓要求等方面通常会参考债券的估值信息作为决策依据。然而，在以估值为基准的计价规则下，真实交易却可能因为与估值有偏差而产生亏损。因此，目前的中债估值往往难以作为低流动性债券理想的定价基准，难以达到投资机构内部风险合规要求，进一步限制了对低流动性债券的投资。

另外，市场参与机构统一盯住一家机构的估值，虽然可以减少交易双方的价格分歧和定价失误风险，方便交易达成和持仓估值，但也容易导致市场一致行动的羊群效应，特别是在市场收益率上行时，陷入“估值下跌——债券抛售——估值进一步下跌——更多债券抛售”的循环，影响市场的稳定性。此外，过于依赖第三方估值可能导致市场交易参与者没有动力增强自主定价能力，能力缺乏和考核压力又导致交易者尽量贴近估值交易，成为估值的新样本数据源，陷入估值模型自我强化的收敛循环，导致交易市场价格发现功能减弱。

综上所述，信用债一二级不合理价差一部分是由于发行人对价格非市场化要求和主承销商的过度竞争导致的。通过市场监管机构和自律组织的规范治理后，这部分不合理价差已得到有效控制。而由于信用债二级定价估值有效性不足，导致债券市场二级定价对发行定价的指导作用有限，引发一二级市场较大价差的现象，则折射了信用债二级市场流动性不足、市场高度依赖单一估值源等深层次问题。其中单一估值源高依赖性问题同时影响着利率债和信用债，2023 年 12 月 1 日中国人民银行已出台《银行间债券市场债券估值业务管理办法》“鼓励用户加强内部估值体系和质量建设，鼓励选择多家估值机构的产品，发挥不同估值的交叉验证作用，防范单一估值产品错漏或终止的风险”，我们不再做过多讨论，将聚焦于信用债流动性不足的原因剖析及对策探讨。

## 三、信用债流动性不足的深层次原因剖析

与国债和政策性金融债相比，信用债发行主体多元，具有不同的信用特征，因此市场投资交易机构可选债券标的更为分散，所要考虑风险因素更为复杂，因此信用债流动性相对较低是与其自身属性特征有一定关系的。但与国际成熟债券市场相比，我国信用债流动性是较为不足的，这与以下三方面原因有一定关系。

### （一）低等级信用债投资者不足且过度集中

目前，我国投资者风险偏好普遍比较低，大中型金融机构明确对低信用等级品种进行了投资限制参与度低，缺少参与主体，且过度集中在地方银行、私募投资者，这造成两方面问题。一是投资人同质性强，在一级市场认购债券后多持有到期，导致市场活跃度不足；二是投资人范围的局限使得在二级市场上难以找到合适交易对手，单笔交易便可能对价格和第三方估值产生显著影响。

### （二）主流的货币经纪机制提升信用债流动性作用有限

货币经纪机制是通过货币经纪公司居中撮合，推动金融产品的买家和卖家达成交易的一种安排。2005 年，货币经纪机制被引入银行间市场，目前已成为占比最大

的二级交易成交机制[①]。不同于境外货币经纪公司只负责大型交易商之间（Dealer-to-Dealer）交易撮合，境内货币经纪公司目前客群覆盖大、中、小型各类金融机构。通过中介机构报价向全市场报价，寻找交易对手已成为市场机构普遍习惯，这也导致市场报价信息“拉平”，呈现扁平化的结构。

但货币经纪公司倾向于将精力投入在利率债、存单、银行二级资本债等容易成交、交易量大的债券，对于信用债券特别是资质较弱的债券撮合成交效率较低，报价偏差也较大，对信用债券流动性促进的作用有限。另外，与做市商通过自有资金参与债券买卖不同，货币经纪公司市场并不提供流动性，如市场发生 2022 年 11—12 月那样的信用债券抛售时，其无法承接卖盘的流动性，起不到做市商的稳定器作用。

### （三）做市机构的意愿和能力影响了业务规模

如上文所述，与利率债相比，信用债对于交易机构信用风险识别和定价的能力要求较高，单笔交易金额一般也相对较小，不是货币经纪公司撮合的优先券种。因此，信用债更有赖于做市机构提供流动性，在扁平化的市场结构中信用债也有可能成为需要依赖“信息差”营利的做市业务机会。但根据对 10 家做市商开展的问卷调查显示，做市商将绝大部分资金和精力放在了利率债做市，对信用债做市投入较少，导致不同类型的做市机构投入有限的原因不同。

国有大行、股份行具有较强的资金实力，但其风险偏好却相对保守，导致其在信用债做市意愿不够积极，主要针对其白名单内的优质主体发行的债券做市，但这部分债券流动性较好，交易一般通过货币经纪达成，做市量并不大。

城商行基于资金有限且成本稍高，加之对区域内企业更为了解，更偏向对属地省份优质主体发行的债券做市，但这类信用债流动性较弱且估值波动较大，做市交易量不大且很难盈利；部分证券公司以服务客户为导向，先收集客户债券购买需求，然后由做市团队寻找对应标的券，通过双边报价达成交易，既满足了客户需求，加深了客户合作，又获得了合理的价差收入，这种模式需要强大的销售团队和广泛的客盘资源支撑，目前国内能实现该做市生态的证券公司仅头部少数几家。

此外，像城商行和证券公司这样的中小型做市商虽然对信用债表现出较高的兴趣与较强的做市意愿，但由于资本规模较小，抗风险的能力较弱，且缺乏有效转移分散信用风险的途径，这也制约了他们在信用债做市业务的活跃程度。

## 四、以承销做市联动促进信用债流动性

### （一）基本逻辑

综上所述，要解决信用债一二级不合理价差，除了对一级发行非市场化行为进行规范外，更重要的提升信用债二级市场流动性，促进有效的价格发现，进而为一级发行提供可靠的定价依据。尽管目前信用债做市业务规模不大，但我们认为与货币经纪模式相比，信用债做市是最有潜力

① 除通过货币经纪撮合成交外，二级交易成交方式还包括一对一询价成交、做市报价成交等。

提升信用债二级流动性的交易模式，核心要解决的是做市机构的意愿和能力问题。推动承销做市一体化或是解决这个问题一个可行方向。

目前，我国债券市场的承销与做市义务之间关联性不强。相较而言，为所承销的债券提供做市“售后服务”是美国债券市场运行的基本模式。对于投资人而言，这种安排可确保所有信用债的都至少有一个主体提供基本流动性，提高投资人信用债的可变现预期，而且由于为投资者提供一个明确的可选择做市商，也为承销做市商在获取投资者资源上提供了一定优势。对于承销做市商，这种安排不仅丰富了承销商为发行人提供的服务内容，而且如果做市报价质量、做市成交情况与承销业务承揽机会强绑定，机构会更重视加强定价能力的建设，并积极拓展维护适配的投资者资源，逐步培植夯实做市业务的立身之本，从长期看有利于真正实现信用债做市业务的盈利。

### （二）具体建议

#### 1. 加强承销做市联动策略设计及能力建设

一是从优质企业债券切入树立承销做市联动业务标杆。为优质企业发行的高等级信用债做市有利于稳定金融市场，加深市场深度，提升二级市场流动性，进而反哺一级市场，降低发行价格中的流动性溢价，而且占用资金和风险暴露相对较小，具备扩大做市量、树立标杆效应的可能，而且优质企业的债券发行一般适用多团员的主承销商制度，这也有利于推动具备做市能力和意愿主承销商积极承担做市责任，为一二级联动奠定主体基础。在推动高等级信用债承销做市中，要注重为发行人合理筹划安排发行。过小单期发行规模和较低的发行频率等会导致二级市场交易不活跃，做市难度加大。目前，优质发行人存量和发行量已具备一定规模，部分存量已达到几百甚至上千亿元，具备单期大额发行和多频次发行的条件。银行间信用债市场期限品种较为齐全，也有利于发行人根据自身资金需求，兼顾一二级市场投资人接受程度和做市条件，活用储架发行和动态发行等发行便利，合理安排发行计划。因此，建议在不影响发行人偿付能力的情况下，借鉴国债、国开债的同一代码续发模式，鼓励高等级发行人提高发行规模，并预留部分发行量作为主承销商做市底仓券，保证主承销商有券可做。

二是分层分区域探索中低资质债券的承销做市。针对低流动性信用债做市的价格引导意义明显，契合创新、民营企业需求，需要高风险偏好、高研究能力和有区域信息优势的做市商和交易商参与。主承销商与发行人的合作关系紧密，通过做市业务的联动可能发挥精准滴灌的作用。尤其对于一些区域性银行、券商、私募基金来说，对于当地发行人所面临的地方生态、区域地位等具备更直接丰富的感知，对其信用意愿和能力或有深入的洞察和认知，有可能发现差别性做市交易机会。建议进一步从市场机制建设入手，发展多层次市场交投主体，培育一批能够进行信用下沉、风险偏好较高的小范围做市机构群体，针对不同类型和信用等级的债券建立专项做市商群体，例如行业类、区域类债券做市商等，推动低资质信用类债券更加合理定价。同时提高低评级发行人的财务透明度和信息披露，完善违约预防和处理机制，增强做市商参与的信心。

三是因时拓展可承销做市的债券久期和品种。主承销商在掌握融资端需求的基础上，与金融市场部门联动，寻找不同阶段投资交易与融资需求的契合点。例如，2024 年以来债市利率下行幅度较大，信用债发行的期限也明显呈拉长态势，做市商可考虑将做市标的券的久期适当拉长，促进标的券主体收益率曲线更加平滑有效，亦有利于缓冲未来长端可能出现的剧烈波动。再以浮息债为例，其作为对抗利率风险的重要工具，既可以为投资者提供稳定收益，也可以平衡发行人和投资者之间的预期博弈。尤其估值承压下，相较于固息债券，浮息债可降低中长期限债券价格波动，维持估值稳定。但是目前我国浮息债相较于固息债在流动性和活跃程度上还有较大差距，其中原因包括国内投资机构对于债券投资主要着眼于赚取利息，配置属性远大于交易属性，以及国内债券行业从事人员对浮息债券的理解和定价知识尚有不足等方面。未来随着债市和资管市场走向成熟，机构负债期限与资产期限有望得到更好的匹配，信用利差的久期管理也将有更高的要求，需对基础利率和信用利差的久期风险收益进行细分，机构配置浮息债的需求也将有望增加，可相应增加做市交易需求。做市商加大对浮息债等创新产品的研究，既是为自身开拓多种创收途径，也能健全我国基准利率价格的形成，进一步疏通货币政策传导机制，助力利率市场化改革。

四是在承销做市联动中强化销售能力夯实投资人基础。目前大部分主承销商对于一级市场参与的投资人信息了解并不充分，二级做市交易也面临类似的问题，往往通过中介达成交易。实现一二级更好的联动需要主承销商更好地了解和实时把握市场投资人的投资需求，通过加强预销售、做市承销联动服务的营销等提高对一二级市场的销售深度，为一二级联动创造客户基础。值得一提的，通过积极协助发行人开展回转售业务，有助于发挥主承销商二次定价功能，挖掘并积累适配发行人的投资人资源。以某央企中期票据回转售为例，中信银行作为主承销商对债券的持有人进行了充分询价，并在二级市场对其他投资人进行询价，寻找回售部分的交易对手机构，为主承销商持续为该企业提供一级发行定价及销售打下了投资人基础。

五是加强自主估值定价能力建设。定价能力是做市商的核心竞争力。缺乏独立定价能力的做市商，往往只能被动跟随市场主流价格，不仅难以引领市场，还可能因成交价格不利而蒙受损失，此类现象在市场中屡见不鲜。相反，那些具备精准定价能力、能够维持较小价差的做市商，则更能在市场中脱颖而出，实现盈利。因此，对于做市商而言，优秀的定价能力是其持续创造经济效益、稳固市场地位的基石。但目前多数做市商在报价上显得迟缓且缺乏主动性，且较为依赖第三方估值进行定价，缺乏独立自主定价能力，未能发挥出双边报价促进价格发现、影响价格走势、市场低迷时稳定信心的功能。因此，建议做市商加强对自主估值定价能力建设的资源投入，可考虑先建立估值定价体系方案，再通过建立估值定价模型支持报价，进一步建立估值定价系统，具备支持报价能力，并朝着自动报价水平不同持续改进。

### 2. 完善做市激励考核和配套支持机制

一是引导将做市能力纳入企业对主承的遴选标准。为完善自身收益率曲线和支

持多品种发行，部分发行人已主动寻求做市服务，在主承销商遴选中强化做市评价。建议推广此做法，引导发行人在遴选主承销商时，除考虑承销能力、承销费报价等因素外，还应重点考察该机构在做市能力，特别是对企业已发行债券或可比债券的做市表现。这种基于市场的激励机制，与真实的业务机会绑定，将更有效的调动主承销部门与做市部门业务联动的积极性，通过收入分成的妥善安排，在做市业务获取收益较难的现状下，解决做市部门持续配合的动力问题。

二是实施分层考核，鼓励“做难市”。鼓励做市商主动自发地对低流动性债券开展做市、勇于“做难市”，建议监管和自律部门对于做市业务量考核按照流动性高低和发行人资质进行进一步划分，通过监测账户持仓、评判持续双边报价的价差合理性和成交情况等综合因素，对于做市商在低流动性和低资质债券的做市量赋予更高权重比分，对于在价差收敛明显、做市对象有突破意义的做市商给予特殊考核激励政策。

三是加强通用回购合格担保券与鼓励做市债券范围的关联。2024 年 4 月，银行间市场正式推出通用回购交易清算业务，即市场成员以银行间市场清算所股份有限公司（简称“上清所”）为对手方开展回购交易，由上清所进行担保品管理和中央对手方清算。上清所统一设定了通用回购交易清算业务中合格担保券和折扣率标准，相对于质押式回购业务需要交易对手一对一商议的方式，效率更高，有利于提升合格担保券的流动性。目前合格担保券中包括了优质商业银行发行的金融债券、同业存单和优质发行人发行的债务融资工具。建议在风险可控的前提下，逐步扩大合格担保券的信用债范围，并与政策鼓励的做市债券范围保持一定的关联，有利于做市商盘活在库债券，也有利于增强投资者对这类债券的市场需求。

四是加强衍生品建设支持信用债做市风险管理。由于做市业务存在较大风险敞口，对冲其风险尤为重要。目前国内债券风险对冲工具包括利率互换、国债期货、债券借贷后做空等，主要对冲利率风险，在市场大幅波动时只能减少、但无法抵销信用债的亏损。而且以上工具均存在一定的准入限制、市场不联通等情况，导致做市商进行敞口管理的难度加大问卷调查显示，目前做市商对信用债敞口对冲风险较为单一，主流银行类机构主要借助利率互换加债券借贷的工具组合对风险敞口进行对冲，仍有一部分机构目前未设置对冲手段，因此在市场波动较大时选择不开展做市进而尽量避开可能产生的亏损。建议加强衍生品市场的管理与创新，进一步丰富可用于对冲不同期限、不同信用等级信用债利率风险、信用利差波动风险的衍生品工具，并提高其流动性。N

学术编辑：张毓

参考文献

[1] 李湛,唐晋荣,方鹏飞.真实的债券市场逻辑：做市商制度、风险防范及走势分析[M].北京:经济管理出版社,2021.

[2] 刘林,夏季,李欣童,等.银行间债券市场承销与做市联动机制的发展路径探究[J].金融市场研究,2023(9):91-101.
[3] 马永波.中国债券市场分层问题研究[M].北京:中国金融出版社,2017.
[4] 龚洁,段心怡.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[J].金融市场研究,2022(11):39-47.
[5] 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].系统工程理论与实践,2022,42(9):2304-2332.
[6] 高强,邹恒甫.企业债与公司债二级市场定价比较研究[J].金融研究,2015(1):84-100.

## Analysis of Primary and Secondary Spreads of Credit Bonds and Construction of a Linkage Mechanism

DU Xiaoyan[1] SONG Guangyu[1] FU Jipeng[2] JIA Yuanxiang[1] HU Lingxi[1]
[1.Investment Banking Department (Center for Science and Innovation Finance),CITIC Bank;
2.Financial Markets Department, CITIC Bank]

**Abstract** After years of development, China has built the second largest bond market in the world. The quality of the market has been improving, but liquidity and stability are still lagging, limiting the effectiveness of the price discovery function. To enhance the quality of the bond market under the existing framework, a linkage of the primary and secondary market provides an optional path. From the perspective of foreign practices and domestic realities, it is necessary and feasible to promote the integration of underwriting and market making. Starting from the pricing spreads between the primary and secondary markets of interbank credit bonds, this paper delves into the causes of high spreads, pinpointing inadequate liquidity as the primary culprit. It analyzes the current conditions for enhancing liquidity through the linkage between the primary and secondary markets, and highlights the deficiencies of market-making institutions that hinder the substantial progress of this linkage. Finally, this paper explores the viable paths for improving market efficiency.

**Keywords** Credit Bond, Liquidity, Linkage, Market Maker Mechanism
**JEL Classification** G42 G12 G38