流动性引擎：信用债做市的场景拓展

贾 颖 刘 超 施 耀

摘 要 信用债市场是实体经济融资的重要渠道，但其流动性不足问题制约了市场功能，也增加了债券市场的整体脆弱性。本文通过深入调研银行间市场做市商，分析信用债做市的现状、问题与原因后提出，做市商是天然的流动性提供者，通过连续报价和交易承接，既能促进价格发现、降低融资成本，还能在市场受冲击时发挥独特的稳定器作用，增强市场韧性。但受内外部多重因素影响，做市商对信用债做市的动力不强，尤其是应用场景较少限制了信用债做市的发展。本文进一步梳理了在承销做市一体化背景下的四个信用债做市应用场景，并提出了完善制度安排等一系列建议，旨在改善做市业务生态，推动承销做市一体化发展，促进信用债市场高质量发展。

关键词 做市商制度 流动性 承销做市一体化 风险对冲机制

一、引言

截至2024年6月末，我国公司信用类债券托管余额32.5万亿元[①]，信用债市场已成为实体经济重要的融资渠道。但我国信用债二级市场流动性不足的问题较为突出，制约了债券市场服务实体经济、发挥价格信号的功能，已成为制约债券市场高质量发展的主要短板之一。做市商是国际成熟经济体金融市场普遍采用的一项基础交易机制，通过持续报价和承接交易需求，为市场提供流动性。近年来，做市也得到监管层和市场各方的高度关注。我国信用债做市的深度和广度仍有很大提升空间，做市商做市意愿不高，普遍未能探索出稳定的盈利模式和应用场景。

本文主要聚焦信用债做市，基于对银行间市场做市商的深入调研、座谈，搜集一手资料，深入剖析信用债做市和推动承销做市一体化的现状、问题和原因，总结梳理了信用债做市的四个特色应用场景，并就推动信用债高质量做市和推动承销做市一体化提出相应建议。

二、正确认识做市对于信用债市场高质量发展的意义

（一）提高信用债流动性是债券市场高质量发展的关键一环

债券市场流动性有显著分层的特点，其中利率债流动性高，信用债流动性低。这虽然是金融市场的普遍规律，但我国债券市场中的信用债流动性尤其低，这是我国较国际成熟债券市场的一个主要差距，也因此海外投资者较多持有利率债而几乎不持有信用债。提高信用债流动性有重要的现实意义：一是促进价格发现，降低流动性溢价带动信用债估值下降并最终降低

贾颖、刘超（通信作者），中国银行间市场交易商协会会员与法律事务部；施耀，东吴证券股份有限公司固定收益业务管理委员会。本文系个人观点，与所在机构无关。

① 数据来源：2024年6月份金融市场运行情况，中国人民银行网站。

企业的再融资成本；二是能吸引更多类型的投资人持有或交易信用债，并改善信用债市场化发行的整体状况，三是能有效提高债券市场韧性，减少市场波动带来的交易风险，促进市场稳健发展。

（二）做市是提高信用债流动性的重要抓手

信用债流动性受多重因素影响，如回购机制顺畅与否、交易主体丰富程度、衍生品等对冲工具发展情况等，但其中做市的作用最为独特且不可或缺。在市场正常状态下，做市商通过连续的报价承接投资人买卖需求，成为市场流动性的天然提供者；当市场受冲击时，整体流动性趋于迅速枯竭，经纪商撮合基本失效，而做市商除了能持续提供报价，更能通过直接承接交易吸收市场冲击，改善资产价格大幅超调的局面，成为市场稳定器。比如2022年底，理财赎回潮引起了债市负反馈，给市场造成了不小的震荡，并经历了漫长的修复过程；再如2024年以来，债券市场收益率持续走低，信用利差极致压缩，投资人担忧基本面变化引起市场转向进而引发市场负反馈情形的重现，都说明了缺乏做市稳定器的市场韧性不足。随着近年来对做市商功能认识的深化，市场对做市商提供流动性的需求愈发强烈。

（三）承销做市一体化是推动信用债做市的重要路径

关于如何有效推进信用债做市，近年来市场多有讨论，并提出了以主承销商为抓手的推动承销做市一体化的路径。主承销商是信用债一级市场最核心的中介机构，能有机串联各方，凭借其在承揽、承做时掌握的信息优势和市场资源，依靠其在参与一级市场时形成的发行定价能力，基于其在债券存续期为发行人提供后续管理的职责，主承销商确实存在着在二级市场为发行人客户提供持续报价的场景。从国际大型投行的一般经验来看，主承销商为其承销的债券做市较为通行，并被自然地看作是债券承销业务的“售后服务”。

三、信用债做市发展现状、问题与原因

（一）做市法规渐次推出，做市体系成形

我国债券做市商制度开始于2000年，人民银行发布的《全国银行间债券市场债券交易管理办法》中提出双边报价商的概念，这是做市商的雏形，双边报价商在进行债券交易时连续报出债券现券买、卖双边价格，承担维持市场流动性等义务。2001年7月，人民银行继续发布《关于批准部分商业银行成为银行间债券市场双边报价商的通知》，正式批准9家金融机构成为首批双边报价商，我国做市商制度初步落地。2007年1月，人民银行发布《全国银行间债券市场做市商管理规定》，正式确定银行间市场做市商制度的基本框架，明确了债券做市业务是为了提高市场流动性，完善价格发现机制，推动债券市场快速发展。2020年12月，人民银行取消对做市商的行政许可，符合现券做市商基本要求且具有做市意愿的境内金融机构法人均可开展做市业务，淡化前置审核。在此背景下，中国银行间市场交易商协会修订发布《做市业务自律指引》与《做市业务评价指标》，对做市业务相关制度进行了完善。

经过20多年的发展，银行间市场做市商数量大幅增长，截至2024年9月底共有107家，包含89家综合类做市商、14家利

率债专项做市商、4家信用债专项做市商[①]。做市商在提供市场流动性、促进价格发现等方面发挥了积极作用。经过多年发展，债券市场各项基础设施建设逐步完善，银行间市场现券成交量日益增长，成交量屡创新高，做市商成为推动债券市场发展的重要力量，做市成交占比提升。2023年，银行间市场现券交易总量307.3万亿元，日均成交12 341.6亿元，同比增长13.3%[②]；现券做市成交量162.1万亿元，同比增长9.2%[③]。交易所市场也积极推进债券做市，在证监会指导下，2023年2月交易所市场正式启动债券做市业务，首批共有12家证券公司参与做市，做市商机制的引入显著提升了交易所市场债券流动性：交易所市场2023年日均现券成交量较启动前的2022年增长21.86%；上交所基准利率债日成交规模在2023年8月7日首次突破千亿元，达到1 150.66亿元。[④]

（二）信用债做市发展存在的问题与原因

与相对活跃的利率债做市相比，信用债做市可能面临更多问题。这与两个品种做市的底层逻辑不同有关。利率债做市，重在通过资金吞吐影响市场流动性、传递政策信号等，因此需要通过与做市商权责利相对等的制度安排来激励做市。信用债做市不足则可能还存在其他方面的原因，总结来看主要包括三方面问题。

一是做市商缺少增量交易信息、渠道和保障，较难改变交易商通过经纪商达成交易的路径依赖。与国外成熟市场以做市商为主导的分层交易结构[⑤]不同，目前我国债券市场结构扁平，交易商经由经纪商撮合后即可达成交易。特别是在统一交易平台的机制安排下，做市商未能发展和建立自己的交易平台，很难积累除报价信息外的增量信息，就很难发展出对某些品种的独特定价能力和交易能力。对于客户而言，做市商提供的报价信息不全（少于信息商提供的集中报价），报价没有优势，自然也就难以形成找做市商交易的交易习惯。做市交易很多时候沦为“走过场”。虽然政策层面也出台政策[⑥]提升做市商市场地位，但与做市商交易的自发性和积极性仍然较弱。

二是做市商缺少健康的一级市场定价环境和内部协同机制。从外部环境来看，一级市场发行人强势，往往过度压低一级发行利率，这就压缩了二级市场做市的空间，使交易可盈利性变差。从做市商机制建设来看，金融机构内部普遍缺失承销做市的联动协同机制。主要体现在：①组织架构上，做市和承销业务分属不同部门，物理防火墙对风险隔离有正面作用，但也限制了有效联动的空间，需在现行监管要求下探索更恰宜的模式；②风险管理上，实务中做市持券和发行人其他授信业务敞口合并管控，限制了做市规模，同时内部风控体系对做市业务信用风险容忍度比普

① 数据来源：中国银行间市场交易商协会官网，详见“会员名单-做市商名单”。
② 数据来源：2024年6月份金融市场运行情况，中国人民银行网站。
③ 数据来源：外汇交易中心。
④ 数据来源：上海证券交易所。
⑤ 即投资人与做市商直接交易，做市商之间通过经纪商撮合交易。
⑥ 《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）要求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。

通信贷业务更低；③内部激励和考核上，做市对一级承销的作用无法相对准确地量化考核，无法体现做市的正面效果。

三是信用债做市规模有限、品种分散，难以形成普遍的做市氛围。做市商运用自有资金做市，需要承担市场波动风险，平衡做市成本和收益，大多数商业机构都会因做市业务本身盈利性不强而限制做市规模。对于信用债而言，主体、债项多而分散，做市商即使能对所承销债券做市，也往往是各自为战，难以形成对系统重要性品种、区域性品种、垂直细分性品种的分类做市，也就难以形成高效的信用债市场做市的整体氛围，无法发挥做市业务带来的正面溢出效应。

四、扩大外延，积极拓展信用债做市的应用场景

尽管存在着上述问题，一些做市商仍坚持在业务实践中自发探索，并结合自身特点，积极扩大信用债做市的外延。我们梳理了在承销做市一体化背景下的四个信用债做市应用场景，这些差异化的业务模式，正逐步将信用债做市带向商业可持续性的正反馈循环。

（一）顺应市场需求，建立以做市推动销售的协同场景

随着市场发展，已有部分优质信用债发行人认识到债券做市的长远意义，同时随着我国债券市场国际化程度提高，境外发行人和投资人逐步扩容，做市商制度作为国外机构更习惯的交易机制，发行人和投资人对于做市需求不断增长。

如某国有大型商业银行做市商，充分发挥自身全球化优势，坚持布局对外开放，精耕境外机构投资者客群，着力建设具有全球服务能力和国际竞争力的做市团队。一是搭建海内外全球交易销售网络，实现做市交易与销售整合联动，充分挖掘客群需求。二是提供一揽子综合化做市服务，打造全球市场品牌。通过将各产品条线资源整合，实现代理、交易、结算、托管的一体化做市服务方案，提升客户黏性。三是深挖客户需求，拓展客户群体的广度和深度。充分发挥做市商自身资源禀赋和流动性吞吐优势，通过服务全球客户群体，实现对市场风险的再分配和各类型客群需求的整合与匹配，推动做市业务良性健康发展。

（二）提升定价能力，推动以做市反哺承销的联动场景

在市场竞争愈发激烈的背景下，提升资产销售和定价能力是承销商投行能力建设的重要方向。部分做市商探索通过开展以做市业务为特色的承销发行服务，推动一二级市场联动，以通过做市积累专业能力和经验为一级市场发行提供智力支持。做市商根据政策、市场情况等方面，结合专业判断，为发行人设计科学的发行方案，满足投资人需求，提高一级发行市场的接受度和议价能力，实现承销业务差异化竞争。同时，通过做市提高发行人知名度，培育更广泛的投资人群体，提高市场认可度。

如某股份制银行做市商专注熊猫债、汇金债等高等级信用债做市，通过自主研发的定价模型积极为提供全天候、全曲线、多平台的实时双边报价，有效收窄债券的双边报价宽度，大幅提升双边报价时长，活跃了这些债券的交易流动性，为发行人拓展了丰富的投资者群体；通过做市培育了定价能力，反哺了一级市场承销业务，获得投资人和发行人认可，取得较好市场反响，实现了业务差异化拓展。

（三）增强用户黏性，推动做市反哺交易的业务场景

做市已成为国际先进投行创收重要且稳定的组成部分。国内部分处于行业领先地位的证券公司已开展业务探索，积极主动为投资人客户提供做市服务，利用做市业务积累的信息流资源，嫁接至多元板块业务，探索出可持续的综合盈利模式。

如某头部证券公司做市商已形成了以客户黏性为基础的，将信息流转化为实际效益的正向循环。具体来说：一是主动服务，增强客户黏性。通过二级市场做市和交易，增加投资人客户的黏性，培养客户与做市商交易的习惯。二是逐步深入，拓宽服务维度。在前期做市合作的基础上，逐渐扩大到债券回转售、债券交易等创收业务，拓宽做市的服务维度。三是精准画像，建立稳固业务关系。通过长期积累的交易经验和市场信息，完善对投资人客户画像分析，以此掌握市场动向，为客户提供精准的做市业务，形成高阶的做市交易。以做市为支点带动多元化服务，创造更多业务场景，实现做市业务的盈利，还反哺交易业务，实现信息流向经济效益的转化。

（四）精准定位，推动专属细分市场做市的业务场景

开展做市业务需要大量资金的吞吐，大型做市商有更强的资金实力和议价能力。业务实践中，部分做市商另辟蹊径，在深入研究的基础上，结合自身的投资风险偏好、资金实力、专业能力等资源禀赋，挖掘特定行业、品种、主体债券的做市价值，开展差异化的特色做市业务，逐步积累特定品种债券投资人群体，培养专属细分领域的交易定价能力。

如某中等规模证券公司做市商考虑到自身资金实力相对不占优的现实情况，避开与大型做市商的一般性竞争，专注高收益债做市，按照“信用挖掘＋交易增厚”的逻辑，在高收益债做市和交易业务中取得了可持续的综合回报，形成了符合自身资源禀赋的盈利模式。

五、推动信用债高质量做市的建议

（一）完善有利于做市商发展的制度安排，提升做市意愿

一是分层分类施策，优化做市商展业环境。给予一般做市商基础性政策支持，鼓励积极开展做市交易，扩大业务范围；给予优秀做市商融资优惠和便利，比如减免交易结算费用等，提高积极性；给予系统重要性做市商提供应急流动性支持机制，支持关键时刻稳定市场。二是引入活水，扩大做市商群体类型。建议适当鼓励放开做市商准入，扩大做市商机构类型和数量，引导不同类型金融机构根据自身特色开展做市业务。三是推动衍生品和对冲工具发展，解决后顾之忧。进一步推动CDS及CDS指数等信用风险缓释工具产品的应用，为做市商提供信用风险和信用利差的对冲工具，增强做市安全保障。

（二）引导市场开展重点品种做市，丰富信用债做市体系

建议鼓励市场机构发挥自身优势，迎合市场需求，构建层次和品种丰富的信用债做市体系。一是引导高等级信用债做市。高等级信用债作为信用债市场定价的“锚”，市场面临冲击时首当其冲面临抛压，高等级信用债做市对维护市场稳定性，防范系统性风险有关键作用。二是鼓励开展中低等级、民企等高收益债做市，以加速培育高收益债市场，提升非活跃券流动性，发挥价格发现功能，通过金融市场助力解决民企等融资难、融资贵问题。三是引导

地方金融机构开展区域做市。不同类型金融机构在服务区域发展和风险管理方面有差异化优势，引导城商行、农商行等地方金融机构开展区域做市，活跃区域市场参与度，助力区域发展。四是引导债券“篮子”产品做市。近年来，在外汇交易中心（CFETS）指导下市场机构踊跃参与各类债券篮子做市品种的创设，从单券向组合的发展满足了不同机构的交易需求，获得市场广泛欢迎。

（三）强化多方引导，推动信用债承销做市一体化

一是引导主承销商重视承销做市一体化，将做市能力作为提升投行综合能力建设的重要内容。引导主承销商向二级市场要效益，积极开展一二级联动，提升销售和资产定价能力；破除制约做市发展思想及组织层面的障碍，加大投入，在内部制度层面加强对做市的引导和支持。二是加强发行人宣介引导，主动关注并重视发行债券的二级市场流动性。鼓励发行人选聘主承销商时加强对做市能力的打分权重，将做市、交易、定价能力纳入综合考量。同时，监管层面应持续打击包销、结构化发行等扰乱一级市场发行的市场乱象，营造良好的市场环境，提高一级市场定价市场化水平，为二级市场保留合理交易空间，促进承销做市一体化。N

学术编辑：张毓

参考文献

[1] 李湛,唐晋荣,方鹏飞.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] 王正国,马汉平.国内外固定收益做市业务机制比较研究[J].债券,2022(11):71-77.

[4] 徐忠,曹媛媛.中国债券市场：制度建设与投资人保护[M].北京:中信出版集团,2023.

[5] 袁媛,马健.信用债做市促进承销业务发展的联动机制[J].金融市场研究,2023(10):120-128.

[6] 竺小龙,韦燕春,曾一已.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[J].金融市场研究,2023(8):86-91.

The Role of Market Making and Boosting Liquidity in the Credit Bond Market

JIA Ying[1] LIU Chao[1] SHI Yao[2]

(1. Membership & Legal Affairs Department, National Association of Financial Market Institutional Investors;
2.SooChow Security)

Abstract The credit bond market is an important financing channel for the real economy,but it has been constrained by insufficient liquidity.This paper analyzes current conditions in the credit bond market through an in-depth study of market makers.The study finds that improving credit bond liquidity is crucial to promoting price discovery,reducing financing costs and enhancing market resilience.Market makers become a natural provider of liquidity through continuous quotes and trade undertakings.They also play a critical stabilizing role,especially when the market is under significant pressure.However,due to a number of factors,including a shortage of application scenarios,market makers are not highly motivated to perform this role in the credit bond market.Ultimately,this impedes market development. This paper puts forward corresponding recommendations aimed at improving the development environment of market makers,enriching the credit bond market making system,and strengthening the integration of underwriting and market making,so as to promote the high-quality development of the credit bond market.

Keywords Market Maker Mechanism, Liquidity, Underwriting and Market Making Integration, Risk Hedging Mechanism

JEL Classification G42 G12 G38