“两商”联动：金融强国背景下完善做市商机制设想

王　屯　宋论升

摘　要　我国银行间债券市场已建立初具规模的做市商体系，在提供市场流动性、平抑市场波动方面发挥了积极作用。不过，现行做市商制度与公开市场业务一级交易商制度相对分离，不利于做市功能有效发挥，尤其在债券市场大幅波动时缺乏快速稳定市场预期、阻断负向循环的工具。近期，人民银行提出鼓励做市商与一级交易商联动，并在二级市场与相关机构开展国债买卖操作。建议以此为基础，建立资格关联、权责匹配、考核引领、资源支持的“两商”联动机制，使做市商与一级交易商职能有机融合。可通过与其开展常态化债券买卖操作，提升货币政策传导效率，有效完善做市商机制，使其成为稳定金融市场的重要工具。

关键词　国债买卖　做市商　公开市场业务一级交易商　“两商”联动

一、中国债券市场做市商制度

做市商是债券市场的稳定器。我国银行间债券市场已建立起较为完整的做市商体系，在提供市场流动性、平抑市场波动方面发挥了积极作用。同时也应看到，由于做市商与公开市场业务一级交易商相对独立、风险管理手段相对较少等，做市效果受到一定的限制。

（一）做市商体系初具规模

做市商制度起源于20世纪60年代的美国柜台交易市场，并于70年代在纳斯达克市场正式建立，主要是通过公开、有序、竞争性的报价驱动机制，保障证券交易规范、高效开展。时至今日，做市商制度已成为各国公认的提升证券市场流动性、促进市场平稳运行的有效手段。

我国债券做市商制度起源于21世纪之初的银行间债券市场。为提高市场流动性，完善价格发现机制，推动我国债券市场快速发展，人民银行主导了做市商制度的建立和逐步完善。人民银行于2000年发布《全国银行间债券市场交易管理办法》，2001年批准工商银行、建设银行、农业银行、中国银行等9家商业银行为全国银行间债券市场的双边报价商，2007年颁布《全国银行间债券市场做市商管理规定》，标志着我国银行间债券市场做市商制度的正式确立。

根据规定，我国债券做市商需获得人民银行许可，通过开展连续双边报价并按其报价与其他投资者达成交易，承担起维

王屯，工银理财有限责任公司党委委员、副总裁；宋论升，工银理财有限责任公司研究部总经理；工银理财有限责任公司董璐、郭雅琪、赵端平、李阳对此文亦有贡献。

持市场流动性的义务并享有相应权利。在人民银行的统筹管理下，各做市机构与中国外汇交易中心签订做市协议，并接受中国银行间市场交易商协会的定期考核。经过二十余年发展，我国做市商制度在管理机制、做市商体系建设等方面均取得长足进步，为提供市场流动性、平抑市场波动发挥了积极作用。

（二）做市效能受限

我国做市商体系与一级交易商制度相对独立，做市交易量仍较小，且缺乏有效的风险管理工具，导致做市效果受限，尤其是债券市场大幅波动时，做市商自身无法快速稳定市场预期、平抑市场波动。具体来看，主要体现在以下三方面。

一是做市商与公开市场一级交易商相对独立。目前我国共有 51 家公开市场业务一级交易商，107 家做市商，其中 45 家金融机构同时为一级交易商和做市商，但两套制度独立运行。人民银行通过与一级交易商的交易，传导货币政策；做市商则在交易商协会的考核下开展做市交易。即便两项职能“一肩挑”的机构，其内部承担具体职责的人员、条线可能也是分割的。

二是做市商与众多的债券市场机构投资者相对独立。我国债券市场中，6 家货币经纪公司长期为投资者提供询价、报价服务，积累了庞大的且黏性很强的客户资源，实际上承担了相当一部分本应由做市商承担的询价、报价工作，使得做市商在实际的投资交易过程中被相对边缘化。

三是做市商缺乏行之有效的风险管理手段，稳定金融市场能力偏弱。在现行做市商制度下，由于缺乏人民币汇率、国债期货等对冲工具，且未建立起做市商内部交易市场，银行等做市机构为控制风险敞口，普遍采取控制债券持仓规模的做法，导致做市券源少、做市规模小、双边报价价差大等问题。部分做市商采取“空仓报价”策略，即出现点击成交需求时，再去市场寻找券源，反而可能引起部分债券供需失衡，收益率瞬间大幅波动，不利于做市功能充分发挥。

二、央行国债买卖与“两商”联动机制

对于如何完善做市商体系建设、促进债券市场平稳健康发展，理论界和实务界有诸多探讨。近期，人民银行通过国债买卖传导货币政策，并前瞻性提出推动债券市场做市商与公开市场业务一级交易商联动，为市场提供了一个全新的视角。

（一）人民银行国债买卖操作历程

回顾历史，人民银行在 2000—2003 年曾尝试开展过国债现券买卖，其中，在 2002 年进行过短暂的国债买卖双向操作。此后，由于加入 WTO 带动我国外贸顺差迅速扩大，在强制结售汇制度下人民银行买入外汇指定银行超出的外汇头寸，外汇占款快速增长，导致基础货币投放大幅增加。因此，人民银行转而采用发行央票和提高存款准备金率等方式回笼货币，逐渐退出了国债买卖。2007 年、2017 年和 2022 年，为配合特别国债的发行，人民银行开展过数量有限的国债现券买断操作，但并未将其常态化。

2015 年以后，随着外汇占款下降，人民银行主要通过公开市场操作、再贴现和再贷款等传统货币政策工具及 MLF 等创新货币政策工具投放基础货币，调节短期流动性，并通过降准提高货币乘数，释放长期流动性。考虑到存款准备金率进一步

下调的空间逐步压缩，且再贷款工具需要商业银行支付利息成本，未来人民银行需要不断增加新的货币政策工具。

2023 年 10 月，中央金融工作会议提出“要充实货币政策工具箱，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”。2024 年 4 月，人民银行表示“央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备”，财政部表态“支持在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”。人民银行重启国债买卖操作备受市场关注。

2024 年 8 月 30 日，人民银行“公开市场业务”专栏公告，2024 年 8 月向部分公开市场业务一级交易商买入短期限国债并卖出长期限国债，全月净买入债券面值为 1 000 亿元。至此，人民银行国债买卖操作正式落地。2024 年 9—11 月，人民银行又分别公告开展了公开市场国债买卖操作，各月净买入债券面值均为 2 000 亿元。

（二）人民银行推动“两商”联动

从 1998 年开始，人民银行推动建立起公开市场业务一级交易商制度，选择一批能够承担大额债券交易的商业银行作为公开市场业务的交易对象。公开市场一级交易商为央行公开市场操作的对手方，其他交易商与一级交易商进行交易。近年来，公开市场业务一级交易商制度不断完善，先后建立了一级交易商考评调整机制、信息报告制度等相关管理制度，一级交易商的机构类别也从商业银行扩展至证券公司等其他金融机构。目前，我国公开市场业务一级交易商共有 51 家，其中银行 48 家。人民银行通过与一级交易商进行有价证券和外汇交易，可实现调控货币供应量、调节商业银行流动性水平、引导货币市场利率等调控目标。公开市场业务一级交易商制度成为央行货币政策执行的重要组成部分，但与做市商制度相互独立，缺乏联动。

人民银行在 2023 年第三季度中国货币政策执行报告提出“建立做市商与公开市场业务一级交易商联动机制，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”。这是人民银行在货币政策执行报告中首次提出鼓励做市商与一级交易商联动。在后续货币政策执行报告中，人民银行持续强调了“两商”联动相关内容，为做市商制度的发展完善提供了新方向。

三、“两商”联动的国际经验

在国外成熟债券市场，做市商与公开市场业务一级交易商联动既有理论探索，也有业务实践。以美国债券市场为例，做市商地位突出，是债券市场投资交易的枢纽，以持续稳定的报价交易、较低的双边价差驱动债券市场运行，发挥了市场稳定器作用。同时，一级交易商由实力强的做市商承担，美联储与一级交易商开展国债买卖，发挥最后做市商功能，对做市商制度形成“终极”补充。

（一）做市商地位突出

美国债券市场规模居全球第一位，发展历史较久，制度建设较完善，其做市商体系构成了整个债券市场投资交易的枢纽，在债券市场发展中发挥着重要作用，其经验可供参考。

美国的债券做市业务主要在场外市场开展。场外债券市场的投资交易以做市商为枢纽，形成两个层次的市场结构：**一是**做市商内部市场，即做市商间直接开展交易的市场（Dealer to Dealer，D2D），交易

体量巨大，具有批发市场的特性，构成美国债券市场的核心；二是投资者市场，即投资者与做市商相互交易的市场（Dealer to Client，D2C），具有零售市场特性，所有投资者都必须在做市商处开立账户，在有债券投资交易需求时，只能向做市商询价、委托零售经纪商向做市商询价或直接接受做市商报价完成交易，投资者相互之间不能直接进行债券交易。美国债券市场做市商地位突出，为其做市功能的发挥奠定了基础。

（二）一级交易商与做市商有机融合

按照是否为美联储的交易对手，美国做市商可分为具有一级交易商资格的做市商和一般做市商。美联储国债买卖业务由一级交易商作为交易对手，而一级交易商由实力较强的做市商承担，这成为美国债券市场做市商与一级交易商“联动”的基础。美联储的公开市场操作由纽约联储执行，一级交易商的准入标准和考核也由纽约联储确定，形成清晰的监管脉络。一级交易商一般由做市商中财务状况良好、债券业务量较大、市场表现较活跃的机构承担，且要求其“在申请日期前至少一年内积极做市并保持至少 0.25% 的做市份额”。对于入选的一级交易商，纽约联储每六个月开展一次较为严格的考核，其中明确包括对做市的要求，即如果一级交易商在考核周期内的二级市场做市能力差，将被暂停一级交易商资格，并被要求在规定时间内完成整改，否则将被取消一级交易商资格，且一年内不再重新受理其申请。截至 2024 年 9 月，美国债券市场共有 24 家一级交易商，均为实力较强的大型金融机构。[①]

纽约联储为一级交易商提供了有效激励，使其具备相对均衡的权利和义务。义务方面，一级交易商既需要协助纽约联储进行永久公开市场操作（Permanent Open Market Operations），主要是二级国债买卖，也有义务参与并确保每一次国债发行竞拍的顺利进行，如在一级市场需求不足时承接。权利方面，一级交易商有资格和其他交易对手一起参与纽约联储的常备回购便利（SRF）和隔夜逆回购（ON RRP），同时能够在美国财政部季度再融资公告前获得与美国财政部进行沟通的机会，获取一定的信息优势，且只有成为一级交易商才可以有资格开展美国国债的承销业务，这一业务成为相应金融机构的重要利润来源。通过“做市商 - 遴选一级交易商 - 参与国债承销 - 参与二级市场国债买卖”这一链条，美国债券市场建立起“两商”联动的机制，使得做市商的功能发挥能够贯穿国债从发行到二级市场流通的全流程，在传导美联储常规货币政策之外，还可对债券二级市场进行合理引导，提升市场流动性水平。

（三）央行买卖国债对做市商制度形成“终极”补充

根据美联储的实践与学术探索，美联储可在四种情境下购买国债：①短期流动性调节；②量化宽松（QE）和扭曲操作（Operation Twist，OT）；③ MMT（Modern Money Theory）式购买；④最后贷款人（Lender of Last Resort，LLR）/ 最后做市商（Market-Maker of Last Resort，MMLR）。其中，前三种均为美联储发挥货币政策职

① 数据来源：Primary Dealers，Federal Reserve Bank of New York。

能时的购买资产行为，第四种为美联储发挥金融稳定职能时的购买资产行为，主要是为了纠正金融市场的失灵和无序调整风险，由美联储向特定的金融市场和金融机构提供流动性。2008 年国际金融危机后，FSB、IMF、BIS 等国际组织，以及主要经济体中央银行和学界，对中央银行行使最后贷款人职能进行了全方位讨论，认为救助方式应当从传统的信贷支持拓展至最后做市商，即通过买卖资产向市场提供紧急流动性支持。最后做市商是一种“准财政”功能，能够有效应对资产抛售，缓解流动性危机，可以对做市商制度形成“终极”补充。

我国债券市场与社会主义市场经济体制一脉相承，体制机制建设不宜简单复制国外模式，在立足自身实际的基础上，适当借鉴国外市场有益经验有助于促进做市商功能发挥，推动我国债券市场高质量发展。比如，促进做市商与一级交易商有机融合，提升做市商地位，激励做市商更好发挥做市功能；人民银行与一级交易商常态化开展二级国债买卖操作，以传导货币政策，并在市场大幅波动时稳定市场预期等。

四、“两商”联动机制设想与展望

从我国银行间债券市场实际出发，适当参考国际经验，推动“两商”联动机制建设，提升做市商效能发挥，有现实可行性，也有助于进一步畅通货币政策传导，促进金融市场稳定。

（一）“两商”联动机制设想

针对做市商制度效能发挥受限的现状，结合人民银行买卖国债的经验，可以考虑建立资格关联、权责匹配、考核引领、资源支持的“两商”联动机制，从而实现做市商与一级交易商的有效联动，建立更完善的多层次做市商体系。

一是资格关联。目前 51 家公开市场业务一级交易商中，有 45 家为银行间债券市场做市商，其中综合类 42 家、利率债专项 3 家，两者具备一定的重合度，但公开业务一级交易商数量小于做市商，且重叠机构以银行为主。后续可将做市商和一级交易商资格联系起来，人民银行与其开展常态化债券买卖操作，传导货币政策，引导债券市场平稳健康发展。

二是权责匹配。现阶段对做市机构而言，拥有做市商资格的收益主要体现在市场声誉，实质性经济利益较少，做市商在履行做市义务时还会承受一定的市场风险，这影响了做市机构的做市积极性，限制了做市功能的发挥。后续可通过在公开市场业务中向一级交易商提供融资便利、国债承销优惠等方式，给予做市商一定的利益激励；并可进一步通过公开市场债券买卖操作与做市商开展交易，传递利率传导意图。

三是考核引领。进一步优化做市商考核激励机制，促进竞争，形成优胜劣汰机制。比如，在一级交易商、国债承销商遴选时增加做市考核权重，增添做市表现良好的非银机构、城农商行作为一级交易商。在具体的做市商考核中，除关注做市报价品种、报价频率、做市成交量等主要指标外，可综合考虑不同机构的做市特点，对报价券种多的机构进行适当加分；同时，适时探索对不同期限国债、不同等级信用债做市表现进行精细化考核。

四是资源支持。向做市商提供多维度便利和支持，降低做市业务风险。如债券

衍生品市场中人民币利率互换和国债期货为常见的对冲工具，后续可进一步研究推动债券对冲工具的有效使用，方便做市商进行存货（持仓债券）管理，减少“空仓报价”的情况发生；推动做市商内部交易市场发展，方便做市商通过与其他做市商开展大额交易来动态调整头寸，并支持做市商与债券市场机构投资者、货币中介公司良性互动，鼓励机构投资者与做市商开展债券询价、交易，打通做市功能落地最后一公里，做实做市商提供流动性和平抑市场波动的职能。

（二）“两商”联动展望

在人民银行重启国债买卖操作的背景下，建议将公开市场债券买卖常规化、长期化、机制化。在此基础上，推动做市商和公开市场业务一级交易商联动，进一步提升做市商制度发展质效。

1.“两商”联动优化做市商制度，货币政策传导更加有效

人民银行的货币政策框架主要分为货币政策目标、货币政策工具、货币政策传导机制三部分。近年来，人民银行持续丰富货币政策工具箱，不断畅通货币政策传导机制。

人民银行完善中国特色货币政策框架过程中，逐步淡化对数量目标的关注，健全市场化利率形成、调控和传导机制，更加注重发挥利率等价格型调控机制的作用。人民银行公开市场国债买卖操作作为一种价格型货币政策工具，可起到调节中长期流动性及收益率曲线的作用，对于丰富货币政策工具箱具有重要意义。

在“两商”联动机制下，人民银行通过与一级交易商常态化开展国债买卖操作，一级交易商同时作为核心做市商开展做市业务，建立“央行 - 一级交易商 / 做市商 - 金融市场”有效衔接的传导链条，避免政策传导效率偏低、政策效果衰减的问题，是畅通货币政策传导机制的重要举措，可使央行货币政策传导更加有效。

2.“两商”联动支持债券做市，成为稳定金融市场的有效工具

“两商”联动强化了做市商地位，在其传导央行货币政策的同时，也可以更为便捷地向市场提供流动性，尤其是面临债券市场大幅波动可能引发金融风险时，可以成为稳定金融市场的有效工具。

2022 年 11 月，由于疫情防控政策调整及地产政策发力等基本面因素影响，国内债券市场出现大幅波动，引发资管产品赎回，导致资管机构被动抛售债券，进一步加大债券市场跌幅，出现负反馈。10 年期国债利率从 2022 年 10 月底 2.64% 快速攀升至 12 月初 2.92% 高点，信用债亦创下单月最大跌幅。为稳定金融市场，人民银行从资金面、政策面呵护稳定市场预期，市场情绪得以逐渐平复，充分体现出人民银行在市场大幅调整时出面干预的必要性和有效性。

结合历史经验，后续在常态化开展国债买卖操作及“两商”联动机制的基础上，人民银行可在债券市场大幅波动时，通过与做市商开展国债买卖操作传递积极信号，稳定市场预期，为金融市场稳健发展保驾护航。N

学术编辑：卢超群

参考文献
[1] 陈天翔,叶美林,钮锴.从“要我做市”向“我要做市”转变：债券做市商机制探析[J].海南金融,2024(6):35-52.
[2] 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(2):89-100.
[3] 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.
[4] 类承曜,白剑秋.我国债券市场流动性特征与交易机制研究[J].债券,2023(12):16-20.
[5] 孙莎,牛慕鸿.公开市场操作一级交易商制度的国际经验及启示[J].债券,2017(9):52-55.
[6] 孙天琦,苗萌萌,阮鹏飞.从最后贷款人到最后做市商——次贷危机以来国际上的实践和讨论[J].中国金融,2021(11):15-20.
[7] 王国刚.加大央行买卖国债力度推进货币政策调控机制转变[J].中国外汇,2024(10):12-15.
[8] 王维安,徐滢.次贷危机中美联储非常规货币政策应对、影响和效果[J].国际金融研究,2011(1):53-60.
[9] 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):72-77.
[10] 王中.美国债券发行管理机制借鉴[J].中国金融,2021(18):86-88.

Improving the Market Maker Mechanism with a "Two Dealers" Link

WANG Tun　SONG Lunsheng
(ICBC Wealth Management Co.)

Abstract　China's interbank bond market has developed a substantial market-making system,which has contributed to enhancing market liquidity and mitigating volatility.However,the current market-making system operates independently from the primary dealer system for open market operations,and this inhibits the effective exercising of market-making capabilities.This separation is particularly problematic during significant bond market fluctuations, as it impedes the ability to swiftly stabilize market expectations and interrupt negative feedback loops.The People's Bank of China (PBOC) recently proposed encouraging coordination between market makers and primary dealers,including conducting treasury bond trading operations with financial institutions in the secondary market.It is therefore recommended that an integrated "two dealer" linkage mechanism be established in order to build on this initiative.This would be characterized by an alignment of participant qualifications,a balance of rights and responsibilities,and the addition of ample resource support.This would organically combine the roles of market makers and primary dealers. By engaging in routine bond trading operations with these market participants the PBOC could enhance the efficiency of monetary policy transmission and refine the market maker mechanism,thereby making it an effective tool for stabilizing financial markets.

Keywords　Treasury Bond Trading, Market Maker, Primary Dealers in Open Market Operations, "Two Dealers" Linkage

JEL Classification　G28　G29　E58