



信用债做市促进承销业务发展的联动机制

袁媛 马健

摘要：目前我国较多发债企业对所发行债券的二级市场流动性重视程度不足，支持配合承销做市联动的意愿有所欠缺。因此本文立足于当前信用债市场现状以及监管导向，论述了依靠信用债券二级市场流动性的提升可以实现发行方、投资人、做市商等多方共赢的有效传导路径，并结合实际业务案例，揭示二级市场做市对一级市场承销如何实现价值转化。

关键词：二级市场流动性 做市业务 降低成本

一、境内信用债市场运行特征

（一）信用债定价机制

一般来说，信用债一级发行利率和二级市场利率会显著不同，主要由于一级发行利率可能受到非市场化因素，如资源互换、违规返费、结构化发行、做高评级等影响导致偏低（石雪梅等，2021）。而二级市场的市场估值则会因利率风险、信用风险、流动性风险等方面的变化而变化，因此会产生偏离与波动。

通常情况下，债券收益率在二级市场的定价普遍采用的估值原理是：

债券收益率 = 无风险利率 + 信用利差

其中，信用利差 = 信用溢价 + 流动性溢价 + 调整项

需要特别说明的是，各因子中流动性溢价对信用利差的影响最大。两个信用资

质相同或近似的主体，其债券流动性的差异将使其估值水平截然不同。

以国开债和其他非国开政策性银行债为例。虽然均为利率债，无信用风险溢价，但前者的市场流动性较高，后者流动性偏低，导致国开债收益率曲线和非国开政策性银行债收益率曲线始终存在流动性溢价。2022年1月至2023年6月，后者的月利率中枢平均较同期限国开债利率中枢高10 bps左右。

海外信用债也存在类似的特征。以某大型基建跨国企业A发行的、两个剩余期限近似的美元债为例，流动性更好的新券的市场买价与10年期美债利差为122 bps，而流动性更弱的老券的利差则高至130 bps。

因此，当信用债二级市场流动性偏弱

袁媛，平安银行资金运营中心高级研究员；马健（通讯作者），平安银行资金运营中心总裁助理（待核准）。



时，其公允价值明显更低，甚至低于一级价格。此时投资者则面临资产买入后立即贬值的风险，这并不利于提高市场对于该主体发行债券的认购热情，长期而言也容易致使企业一级发行成本被动走高。

（二）做市业务运作模式

做市业务是能够有效提升债券二级市场流动性的一类业务形式，具体的运作方式是：做市商通过在市场上同时提供某个债券资产的买卖双边报价，并承诺以所报价格成交一定金额。

该种业务模式能够起到的主要作用是，一方面，可以为市场主体提供买卖流动性。尤其对于基金等非银金融机构，由于其面临负债端稳定性较弱的问题，因此对于信用债流动性的诉求巨大。通过做市商做市，信用债资产的二级流动性可以得到明显提升。另一方面，做市商也承担了价格发现的功能。通过双边报价，做市商向市场提供了更加公允的估值参考。反之，对于缺乏做市商报价的低流动性债券，其市场估值与公允估值可能偏离较大，发行方和投资人无法直接获取公允估值信息进行评估与决策。

对于债券发行方而言，并不需要为做市商的做市业务承担任何支出成本，便可以在其中受益。当所发行债券在二级市场中的流动性有所提高时，意味着有更多市场主体认可该发行方/债券的投资价值，那么该主体一级市场债券的发行利率会有进一步的压降空间，长期来看有利于降低企业综合融资成本。

然而，当前信用债市场仍处在二级做市商较为匮乏的阶段，为市场提供服务的做市机构相对有限，部分高资质的信用资产流动性仍然偏弱，投资者没有形成稳定的流动性预期，因此这类资产的流动性溢价依旧偏高。以某大型央企B和某国务院批准设立的国有独资投资控股公司C为例，企业B在并未参与重点做市的情况下，买卖价差稳定在8.6~8.8 bps附近。而通过平安银行对于企业C发行债券的深度做市（具体案例见下文），使其双边价差由做市前的9.8 bps收窄至4.5 bps，买卖价差实现了显著压缩，可见做市业务对信用债流动性溢价的降低是十分有效的。

当前信用债市场需要做市商进行更广泛的流动性支持，才能使市场机构逐渐形成对于信用债流动性的稳定预期，给予流动性高的信用资产合理水平的流动性溢价。

（三）信用债一、二级市场现状

1. 一、二级市场价格严重倒挂引发整改要求

2022年以来，银行间市场交易商协会持续针对信用债一级市场的诸多乱象予以纠正。2023年6月19日《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“102号文”）对“发行定价不审慎、低价包销换取市场份额、未遵循市场化原则确定利率区间”等行为给予了明确规范。此前，央行2023年第一季度货币政策执行报告中也强调，“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”。

预计在监管约束下，一、二级市场定价偏离较大的现状将逐步改善。这意味着，如若企业债券在二级市场上的流动性持续偏弱，这部分流动性溢价将体现在其一级市场发行利率的定价中，企业的融资成本面临边际走高的风险。因此，面对当前信用债一级市场发行规范的约束，发行方主动“提升二级市场流动性，反哺一级市场发行”的意愿明显提升。

2. 信用债的二级市场流动性有待提高

可以从两个现象出发，检视信用债市场当前的流动性不足问题。一是部分券种换手率偏低，二是理财赎回对于信用市场的显著冲击。

从换手率的角度来看，不同券种之间的流动性差异较大。以2022年为例，国债、同业存单、政策性银行债、商业银行债、短期融资券等资产的市场流动性偏高，但企业债、公司债、中期票据、定向工具等信用券种未来的二级市场成交量和流动性可提升空间较大，有必要通过提高信用债市场活跃度，推动更多的投资者参与这些信用债资产的投资与交易，如表1所示。

2022年11月中旬开始的理财赎回潮中，理财市场经历了有史以来最大规模的产品规模压降，主要由于在市场对于防疫政策超预期调整的担忧情绪下，经济修复预期升温，债市利率上行风险加大。当恐

表1 2022年各债券品种交易换手情况

	现券交易量 / (亿元)	占比	换手率 ^①
国债	550 621.11	17.95%	226.58%
地方政府债	97 619.26	3.18%	29.95%
同业存单	555 312.86	18.10%	396.59%
政策性银行债	1 018 305.96	33.20%	473.74%
政府支持机构债	4 933.26	0.16%	26.30%
商业银行债券	152 669.57	4.98%	207.98%
非银行金融机构 / 债券	4 937.39	1.19%	110.88%
企业债	20 397.72	0.67%	93.67%
公司债	117 828.29	3.84%	116.95%
中期票据	135 361.17	4.41%	160.33%
短期融资券	108 391.49	3.53%	479.05%
项目收益票据	105.87	0.00%	79.72%
定向工具	35 094.21	1.14%	155.03%
资产支持证券	19 953.25	0.65%	42.96%
国际机构债	150.83	0.00%	33.90%
可转债	212 844.59	6.94%	2 764.91%
可交换债	1 211.57	0.04%	84.12%

① 换手率按照“换手率 = 年度现券成交量 / (年初余额 + 年末余额) × 2”计算得出。

数据来源：Wind，平安银行整理。

慌情绪蔓延时，投资者开始大规模赎回理财资金，赎回压力使得理财机构“不计成本”地抛售资产。在此期间，信用资产与流动性更优的利率债品种相比贬值幅度更大，流动性水平的差异性是导致不同券种之间利率波动幅度迥异的主要原因。

3. 成交量大的信用债并不意味着贬值幅度会更大

部分发行方会担心，若其发行的债券



数据来源：Wind，平安银行整理。

图1 利率上行时，流动性更好的品种价格下跌幅度更小

流动性较优，那么当市场面临明显的利率调整时，其贬值幅度相比成交量较小的低流动性债券而言会更大。但从实际情况来看，反复成交、换手并不会直接推动价格波动幅度加大，反而可能会形成一定流动性保护。尤其在市场修复时，往往流动性好的债券更会优先出现估值拐点（图1）。举例来看，表2中的8只信用债均为期限近似、主体信用资质近似的可比债券，但前四只信用债的流动性更优，在二级市场中的换手率更高。但在面临市场冲击时，即便经历了更频繁的买卖交易，其市场估值的贬值幅度仍然低于流动性差的债券。这主要是由于高流动性债券在市场恐慌情绪较浓的阶段具备更优的市场承接力，估值波动会在小幅、少量的买卖交易中更加平滑。

二、从海外经验看境内信用债做市业务发展空间

（一）做市商制度的核心价值

从美国金融市场的发展经验来看，电子化工具平台兴起和清晰的做市商制度建立是美国做市业务规模化发展的推动器。做市商对资产流动性的提升，使利率类、信用类、权益类等各品种资产的成交量和市场容量显著扩容。

美国的做市商体系相对更加完善、成熟，促进了各类业务的协调发展，从而形成了“制度体系建立→定价系统支持→政策有效激励→收益稳定→积极做市→带动承销业务发展”的正反馈生态。

具体来看，债券交易的分层结构是整个市场体系运行高效的基础。美国债券市场分为投资者与做市商之间的零售市场，以及



表 2 流动性更高的债券贬值幅度更小

样本	债券简称	2022/10/8 中债估值	2022/12/30 中债估值	换手率	估值调整 bps
1	21XX 国资 MTN001	2.46	2.92	137%	45.98
2	22X 高速 MTN012	2.63	3.10	84%	46.7
3	22XX 能源 MTN001	2.55	3.02	86%	46.35
4	22X 投 MTN001	2.52	2.97	67%	45.92
5	20X 轨交 MTN002	2.64	3.19	16%	54.92
6	22X 国资 MTN002	2.66	3.30	16%	63.42
7	20XX 轨交 GN002	2.69	3.29	6%	59.95
8	18X 交投债	2.52	3.22	0%	70.63

数据来源：Wind，平安银行整理。

做市商之间的匿名交易批发市场，这种明确的分层体系使海外做市商能够获得更直接的供需信息，并利用电子交易平台向市场反馈透明、公允的定价结果。当报价、询价、成交等交易环节的效率显著提升，配合税费减免等做市激励措施，做市商有意愿扩大做市范围，利用丰富的策略工具消化并激发市场需求。较多大型机构依靠其强大的销售能力和资产定价能力来积极做市，做市业务收入已成为总收入中较为核心的部分。同时，通过一、二级市场联动，做市业务的扩张也良好地促进了其承销债券的流动性，从而推动承销业务发展。

（二）境内信用债做市业务发展空间较大

从银行间债券市场当前的做市情况来看，做市商做市券种主要集中在政策性金融债、同业存单和国债，对其他信用类债券的做市交易比重相对较低，如表 3 所示。此外，针对信用债品种做市的机构类型集中度偏高，证券公司占比超过八成。

未来可以考虑通过以下路径实现“丰

富信用债做市机构范围、提高信用债做市体量”的长期目标。

首先，改变平层交易关系、强化做市商效能。国内银行间债券市场由于未建立交易分层结构，导致目前的询价交易仍然以货币中介为主要媒介，限制了做市商综合做市职能的发挥，也导致做市机构难以形成稳定的盈利模式，由此形成了多数做市商更倾向于针对一些流动性更好、风险更低的债券资产进行做市的特征。但随着交易平台、定价系统等基础设施日趋完善，债券交易未来有望迎来一个利好做市商的市场环境。

其次，避险工具的运用权限需要进一步放开。信用债成交存在活跃度较低、定价偏离可能较大、无法进行有效风险对冲等特征，因此相比于利率债，做市商更加需要借助金融衍生品等避险工具来规避做市风险（吴晓求等，2018）。同时，较多机构投资者也缺乏信用债投后风险管理的必要手段，导致信用风险偏好被动压低，



表 3 银行间债券市场做市交易量（万亿元）

机构类型	国债	政策性金融债	公司信用类债券	同业存单	金融债	其他	总计
证券公司	9.2	24.0	16.3	14.9	9.8	2.8	76.9
城商行 / 农商行	4.1	13.5	1.3	15.9	0.3	0.7	35.8
股份制银行	4.3	9.0	1.9	4.2	0.5	0.7	20.6
国有 / 政策性银行	3.4	3.4	0.9	3.9	0.2	0.5	12.2
外资银行	1.5	1.4	0.0	0.1	0.0	0.0	3.1
总计	22.4	51.2	20.3	39.0	10.8	4.7	148.5

数据来源：外汇交易中心。

需要进一步激发市场对于信用债资产的配置和交易需求。

最后，对承销做市的联动约束可以适当强化。海外市场对于做市商的考核评价体系中会要求一级做市商的国债交易量与其国债承销规模相匹配，通过将承销业务和做市业务进行联动监管，可以从制度体系的角度刺激做市商更加积极主动地增加做市操作，甚至增加对低等级、民企债券等更广范围的债券资产提供报价服务。

三、信用债承销做市联动能够让各方参与方实现共赢

（一）对发行方的益处

一是有助于节约综合融资成本。在银行间市场交易商协会 102 号文的实施前后，企业控制信用债发行成本的方式发生了根本性转变。过去，发行方可以通过承销商包销等非市场化手段压低票面利率，节约利息支出成本。但 102 号文执行后，信用债的一级发行利率需要参考二级市场真实且公允的市场成交利率来定价。这意味着，二级市场的债券价格将显著影响发行方的

融资成本。在这种情况下，借助做市商向市场持续提供双边报价的做市机制、改善信用债二级市场流动性，成为能够降低发行方一级融资成本的主要方式。债券流动性的提升将使其公允价格抬升、收益率降低，在一二级价差逐渐收敛的趋势下，存续债券二级市场估值收益率的走低将带动新发债券一级市场发行利率的下行，从而降低发行方的综合融资成本。

二是有助于形成市场对该主体的流动性稳定预期。二级市场债券流动性水平的改善意味着该债券获得了更多层次、更丰富的机构群体的认可，参与二级市场交易的这些投资者将成为日后一级市场认购的潜在买方力量。随着交易机构的不断积累，发行方及其发行债券将逐渐被纳入各大金融机构的“白名单”中，可进一步提高其债券在二级市场上的流动性水平，最终形成“做市商提供双边报价→交易机构逐渐积累→债券二级市场流动性提升→市场对该主体债券的流动性预期增强→机构一级市场投标意愿增强→企业发行成本降低”的良性传导机制。



三是有助于平滑二级市场价格波动。当债券市场受到利率上行冲击时，债券价格会随之贬值，贬值幅度越大越有损于市场对该发行主体的认可程度。对于流动性较差的债券，面临恐慌抛售时的价格偏离往往较大，但对于做市商深度做市、流动性较好的债券，通过单次少量、小幅的价格调整，债券的二级估值波动明显更低。因此，做市交易可以帮助平滑发行方发行的债券在二级市场的估值波动。

四是有助于塑造市场标杆。为了顺应“债券承销做市一体化，增强一、二级市场联动”的监管理念，大型优质龙头企业可以率先响应监管号召，参与并积极维护公平竞争的价格秩序，引领信用债一级市场逐渐形成更加公正、有序的市场化定价机制。在此过程中，可以鼓励做市商为债券开展做市业务，促进提升相关债券二级市场的流动性水平。

（二）对投资人的激励

一是有助于获取非活跃券的市场估值信息。国内银行间债券市场仍属于场外市场，信息不对称导致大量的非活跃债券缺失公允估值。而通过大型做市商提供债券买卖双边报价，投资人可以及时获得更具参考意义的定价信息，便于做出更加合理的投资决策。

二是有助于承接交易需求。对于流动性越差的信用债资产，越难在市场上找到能够按照合意价格成交的交易对手。而做市商由于渠道广、体量大的优势，可以吸纳市场上较多的交易需求。尤其当市场发

生剧烈波动时，做市商更是能够及时逆势承接并消化投资人的买卖需求，为市场提供流动性支持。此外，当投资人需要卖出持仓债券以承接一级新发行债券的配置需求时，做市商也可以及时响应，促使投资人实现额度腾挪。

（三）对二级市场做市商的促进

一是有助于拓展业务边界。平安银行作为银行间债券市场中现券成交量最大的核心交易商之一，同时也承担着重要的做市职能。基于较为强大的债券定价模型和电子化交易平台，持续为市场提供快捷的报价服务和真实的流动性，信用主体和信用资产覆盖范围的扩大有助于不断拓展做市业务边界。

二是有助于实现企业社会责任。平安银行需要积极履行社会责任，服务好实体经济，完善市场价格发现功能，为国内债券市场提供稳定、合理的价格信息，补充市场流动性、增强市场稳定性，借助在债券交易和系统能力这一领域的领先优势帮助市场提高运行效率，推动我国债券市场高质量发展。

四、信用债承销做市联动的典型案例

（一）流动性提升显著压缩有效价差

企业C是国务院批准设立的国有独资投资控股公司，其发行的债券通常可以被视为信用债市场的定价基准之一。在缺乏做市机制的环境下，尽管有近乎利率债的信用资质背书，但该债券二级市场流动性仍然偏弱。基于企业C对于其债券二级市



场流动性提升的强烈需求，以及想要丰富海内外投资者结构的主动意愿，平安银行于2022年下半年开始，成为市场首家对C债券进行全曲线、全天候双边报价的做市商。通过近一年的做市服务，实现了四方面的突出成果。

(1) 双边报价时长大幅提升。企业C发行债券的双边报价时间由做市前的27%提升至做市后的86%。

(2) 有效价差显著收窄。做市前后该债券的双边价差分别为9.8 bps、4.5 bps，流动性的提升显著压缩了其溢价水平。

(3) 投资者结构有所丰富。平安银行做市后，该债券二级市场逐步吸引了部分外资银行的加入，投资者结构的多元化对其债券的流动性则形成进一步正反馈。

(4) 特殊时期稳定市场波动。2022年11月“理财赎回潮”时期，大量金融机构非理性抛售债券资产，企业C债券的收益率也随市场利率波动而上行。行情峰值阶段，平安银行承接了全市场该债券近三分之一的买卖需求，坚定发挥做市商职责，提供更加公允的双边报价，稳定市场波动。

(二) 投资者结构扩容带动一级发行能力增强

银行D是资质较好的超主权类机构，但此前较少发行境内熊猫债券，且多为大行包销，其存续熊猫债二级流动性较差，流动性溢价偏高。从实际数据来看，2022年下半年银行D发行的债券全市场成交9笔，二级交投并不活跃。而截至2023年5月末，全市场已成交83笔，其中平安

银行成交37笔，交易笔数占全市场总量的45%。在平安银行进行双边做市后，银行D发行的债券二级流动性明显提升，达到中高等级国企中票的水平。此外，流动性的提升以及投资者结构的丰富，也进一步促进了其市场化发行能力的增强。在平安银行助力其一级市场熊猫债券募集发行时，最终募集资金高达85亿元人民币（较原计划70亿元超额发行），创造了目前国际多边机构熊猫债单笔最大发行规模记录。

(三) 二级估值反哺一级成本降低

在平安银行参与银行E债券做市前，该债券同样存在二级市场不活跃、债券价值未被充分挖掘的痛点。通过平安银行对境内外债券资产的定价模型，敏锐捕捉到该银行熊猫债相对其美元债价值被低估的良机。借助销售渠道优势，帮助市场参与者提高对该主体的有效认识，并且成功引入认可其价值的境外投资者，使其二级市场估值在短时间内压低10 bps，成功反哺一级市场债券发行，显著降低企业综合融资成本，实现了发行方、投资人与做市商的三方共赢。

五、结语

本文从当前信用债一、二级市场的现象出发，分析了承销做市业务联动对一、二级市场有效衔接的促进传导机制，较为全面地从发行方、投资人、做市商的角度理解一、二级市场联动的必要性，主要有以下三个意图。一是倡导信用债发行主体



提升对于信用债二级市场的关注，顺应监管要求，通过市场化的方式降低综合融资成本，规范发债行为。二是鼓励信用债投资者积极踊跃地参加信用债二级交易，逐渐形成对于信用债流动性的稳定预期，降低极端情况下的市场波动。三是提倡更多

的做市机构参与到服务实体、维稳市场的队伍当中，共同为市场提供覆盖面更广、效率更高、价格更公允的报价信息，促进我国债券市场实现长期高质量发展。[N]

学术编辑：陈俊君

参考文献

- [1] 石雪梅,李田,张培晗.关于国内信用债券估值体系的研究——基于基准估值存量数据的分析[J].中国货币市场,2021 (2):67-71.
- [2] 吴晓求,等.中国资本市场研究报告(2018)——中国债券市场: 功能转型与结构改革[M].北京:中国人民大学出版社,2018.

Credit Bond Market Making and the Link to Promoting the Underwriting Business

YUAN Yuan MA Jian

(Financial Markets Division, Ping An Bank)

Abstract At present, many bond issuers in China do not attach sufficient of importance to secondary market liquidity for the bonds they have issued, and there is inadequate willingness to support the linkage with underwriting and market making. Based on the current conditions in the credit bond market and existing regulatory guidance, this paper discusses effective means of enhancing the secondary market liquidity for credit bonds to benefit issuers, investors, market makers and other parties. It also combines this assessment with practical business cases to demonstrate how credit bond market making can provide liquidity value for primary market underwriting.

Keywords Secondary Market Liquidity, Market Making, Cost Reduction.

JEL Classification G12 G14 G18