



# 银行间债券市场承销与做市联动机制的发展路径探究

## Developing the Interbank Bond Market through the Underwriting and Market-Making Linkage Mechanism

刘林 夏季 李欣童 徐梦笛 叶美林

近年来，银行间债券市场发展迅速，但债券一、二级市场存在一定程度的市场割裂，承销与做市的联动未能有效推进。本文坚持问题导向，梳理一级市场定价、发行规模、信用债品种、考核机制等债券市场存在的问题，并对相关问题提出解决方案，通过提出问题到解决问题逐一应对，为债券市场高质量发展建言献策。

### 一、一级市场定价问题

一级市场定价扭曲，一、二级市场价差拉大是当前信用债二级市场流动性不高、二级做市难度大的主要原因，因而从发行定价入手探索承销做市联动对于提升信用债市场流动性是有必要的。

#### （一）一级市场定价扭曲现象成因分析

2019年以来，新发信用债一级市场利率往往低于二级市场估值收益率（图1），且一、二级市场利差呈扩大趋势，同时随着信用债扩容，异常发行债券（一、二

利差超过30bps的债券）数量增多（图2）。具体而言，造成信用债一、二级市场价差的

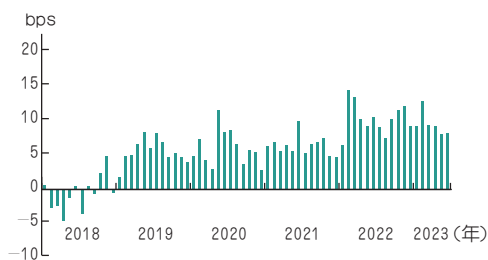
#### 1. 主承销商激烈竞争

近年来主承销商竞争日益激烈，为争揽项目资源、维护客户关系，部分主承销商以显著偏离市场水平的利率包销主承债券，再通过存款、贷款等方式从发行人处获得经济补偿，造成了一级市场发行价格扭曲。一级市场利率偏离市场水平的现象降低了非银机构的参与热情，相关机构仅通过二级市场“收割”主承持有的包销债券，即主承机构成为单一卖方，非银机构成为单一买方，市场双边活跃度受到较大限制。

#### 2. 现有估值体系未充分考虑一级供需情况

中央国债登记结算有限责任公司通过估值模型，以拟合的方式形成了中债估值体系，作为债券市场的主要锚定价格。中

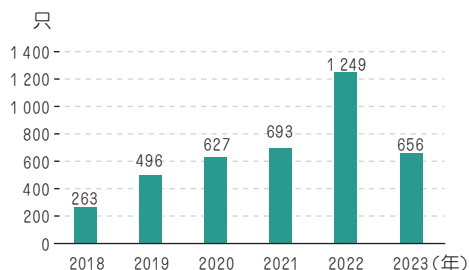
刘林，中国银行投资银行部副总经理；夏季、李欣童，中国银行投资银行部；徐梦笛、叶美林，中国银行上海总部金融市场部。



注：首日收益率偏离 (bps) 定义为首日估值收益率发行利率，当数值为正时表示一级发行利率低于首日估值收益率。

数据来源：Wind，中国银行。

图1 2018—2023年首日收益率偏离



注：数据截至2023年6月末，中市协发〔2023〕102号通知发布前。

数据来源：Wind，中国银行。

图2 异常发行债券数量

债估值推出以后迅速为国内绝大部分投资机构采用，成为收益核算的公允价值基准，也是二级市场交易的主要参考依据。然而，中债估值主要参考二级市场成交价，没有考虑一级市场发行情况，而二级市场成交偏少，造成估值无法准确反映市场供求情况，也造成了一、二级市场有一定价差。

具体来看，中债估值对于利率债、金融债的估值与一级定价比较贴近，这从客观上促进了相关债券的二级市场交易，目前市场最活跃交易的债券集中在国开债、国债和银行资本债。而与利率债、金融债相比，中债对于非金融企业债券的估值往往与一级市场相距较远，同时对于部分民企存在一定的估值溢价，无法反映非金融企业债券的真实供需情况。举例来说，此前某信息通信企业和某汽车制造企业多期债券一级市场发行均呈现出高认购倍数、多家投资人认购的火爆现象，反映了市场

化投资人对该类主体的真实需求，但发行后二级估值利率却出现大幅跳升，对于一级认购者来说卖出即亏损，直接限制了市场机构二级买卖。此外对于部分非银持有机构而言也会出现估值亏损，极大地降低其一级认购热情。

## （二）探索从定价角度加强承销与做市联动

针对上述问题成因，可以从规范一级市场定价发行，探索建立中国特色估值体系，完善做市制度等路径入手，构建一、二级市场价格发现机制，从而减少一、二级市场价差，提升二级市场活跃度。

### 1. 规范一级市场定价发行，遏制低价包销

中国银行间市场交易商协会于2023年6月20日发布《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），就定价不审慎、



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发行业务不规范情形进行了针对性地整章建制,有助于银行间市场形成更加科学合理的定价体系,有效缓解一、二级价差扭曲。未来如果包销现象被有效遏制,则市场化投资人能更加踊跃地参与一级市场定价,定价能够真实反映市场供需情况,一级市场持有人的丰富、一、二级价差的收敛能有效提升二级双边活跃度。

## 2. 探索建立中国特色估值体系

在市场交易活跃度没有完全激发的阶段,仅仅参考二级市场成交的估值体系是不完全适用的,应当探索建立适应当前市场发展阶段的中国特色估值体系。具体而言,建议上市初的估值收益率应当充分考虑一级市场认购情况,后续估值变动在考虑二级成交的基础上,也应充分考虑发行人自身信用评级变化等内在因素,减少个别二级异常交易对估值造成的人为打压或提升,使估值能够充分反应发行人自身偿债能力变化和市场供需,从而激发二级交易活跃度,进一步反哺估值的准确性,成为一、二级市场价格发现的关键工具。

## 3. 完善做市制度

做市商提供有效的双边报价,可以缓解一、二级价差问题。做市商价格发现能力较一般投资者更强,可以改善中债估值无法准确反映市场供求的问题,还可以在市场出现剧烈波动时通过调整报价来提供稳定的交易环境,降低市场波动和不确定性。此外,做市商在市场中扮演买卖双方

的角色,降低了其他市场参与者的交易对手信用风险。完善做市商制度可以吸引更多的投资者和交易者参与市场,促进债券市场发展和壮大。

## 二、发行规模问题

与利率债的常规招标发行机制不同,一级信用债供给通常受市场环境影响而波动较大,且单券规模较小,与投资者需求无法有效匹配,这种无效性进而传递至二级市场,也给做市提升了一定难度。因而有必要探索通过调节一级发行规模促进承销做市有机联动。

### (一) 目前信用债供给存在的问题

#### 1. 发行节奏受市场环境影响大

发行人在进行融资决策时会从纵向、横向两方面进行考虑。一方面,发行人在与承销商前期沟通过程中通常会关注发行时间窗口的问题。在融资环境宽松、期限利差较窄的情况下,发行人会偏好发行长周期的信用品种以锁定成本;在收益率曲线较陡但预计资金面宽松或资金成本下行的情况,发行人会偏好短期限滚动融资的方案。这就导致在一定时间内,发行人的融资结构具有特征,但如果融资结构过于单一,既不利于发行人财务的稳健性,也会削弱发行人二级市场存量债券的整体流动性。另一方面,发行人内部进行融资决策时会从融资成本出发对融资方案进行比较选择。可以观察到,2023年以来,贷款业务竞争激烈,贷款利率显著低于债券利率,企业(尤其是优质央企等贷款大户)



发债动力不足，信用债尤其是中长期信用债净融资显著下滑。受此影响，市场存在一定程度中期票据资产荒，一级市场供给下滑，二级市场有买无卖，流动性随之下滑。

## 2. 发行规模小导致交易活跃度低

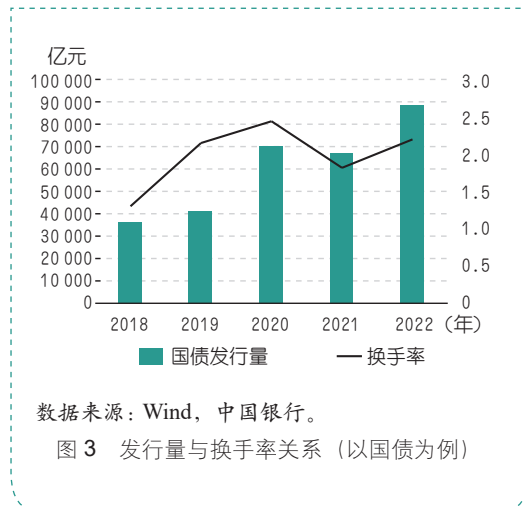
目前信用债市场上，除汇金、中石油等发行人单券发行规模可以达到百亿级别外，一般而言，信用债单券规模相对较小，且缺乏接续发行机制，整体存量规模也不高，导致部分投资人反馈经常存在一级市场拿不够导致二级市场有买无卖的现象，存量规模低也大幅增加了做市商的做市难度。从利率债发行经验可以发现，发行量的上升可以有效带动市场交易活跃度。过去五年里，国债发行量增长了145%，换手率随之上升了69%（图3）。

## （二）探索从供给角度加强承销与做市联动

针对上述问题，可以从TDFI、DFI等优质发行人着手，借鉴利率债发行经验，培育其“阶梯式”常规发行的融资习惯，有助于发行人形成自身的收益率曲线，为做市交易提供定价参考。针对其余发行人，可以鼓励其使用动态发行机制，以更好满足投资人的配置需求，丰富一级持有人结构，从而促进二级交易。

### 1. 采用“阶梯式”策略调节债券发行节奏

目前市场上大多配置盘会采取阶梯式节奏配置债券，避免因市场波动与市场观点相悖造成组合收益率大幅波动。相应地，市场供给也应该紧跟市场需求有节奏



地释放规模，避免市场扎堆发行导致的溢价过高或是市场发行空窗期导致的投资人欠配。建议优质发行人不断完善发行融资策略，积极借鉴国债和政策性金融债的成功经验，定期发行不同期限的品种，平滑债券供给量，其中长期品种也可以采取续发机制，就二级需求活跃品种进行续发，以持续满足投资人的“阶梯式”配置需求。通过有计划的发行，在市场上形成完整的、可交易的收益率曲线，为投资者提供充足的可交易标的和更完善的定价参考。

### 2. 做大TDFI、DFI发行人蛋糕，推动承销做市联动

存量规模往往是流动性的基础，二级市场流动性好的券种做市商往往更有动力提供报价服务，而做市商提供双边报价能够进一步提升其二级市场流动性，从而形成良性循环。以市场重要熊猫债发行人某汽车制造企业为例，从2016年最初尝试私募发行，发行利率较AAA曲线加点





46 bps, 历经7年20余笔债券发行以后, 可以明显观察到该券种二级报价活跃性显著提升, 在最近一笔公募发行中, 利差加点下降到14bps, 投资人群体也趋向多样化, 形成了良性循环。未来可以试点推动一批发行人采用单券年内接续发行机制以提高其市场流动性, 从而促进做市商提升报价动力, 形成一、二级良性联动机制。

### 3. 活用动态发行机制, 鼓励更多使用动态发行机制

在单券发行规模方面, 也存在不同利益方的诉求。对于银行投资人和部分其他市场投资人而言, 规模太小甚至无法达到起投金额; 对于发行人而言, 规模太大在荷兰式招标规则下可能有发行利率过高的风险。相较而言, 动态发行机制能够在簿记建档过程中充分均衡各方利益, 抉择出最合适的发行规模。因此, 建议鼓励发行人更多使用动态发行机制, 使债券市场能够更加有效地配置资源, 实现市场化定价。如2023年新开发银行就使用了“70+15亿”的动态发行模式, 最终发行85亿元规模, 既帮助发行人实现满意的融资成本, 又充分满足市场投资人对投资规模的需求, 有效缓解了二级市场上供给不足导致的流动性抑制, 实现了多方共赢局面。

## 三、信用债品种问题

与利率债品种相比, 信用债品种投资者往往以配置持有到期为主, 市场交易活跃度有待提升。近年来, 随着信用违约事件的出现以及投资者结构的变化, 投资者

多聚焦于高等级信用品种, 投资行为一致性较强。与此同时, 低等级信用债品种市场接受度亟须提高。如何培育发展信用债品种, 推动信用债市场高质量发展, 进而提升承销做市积极性成为重要课题。

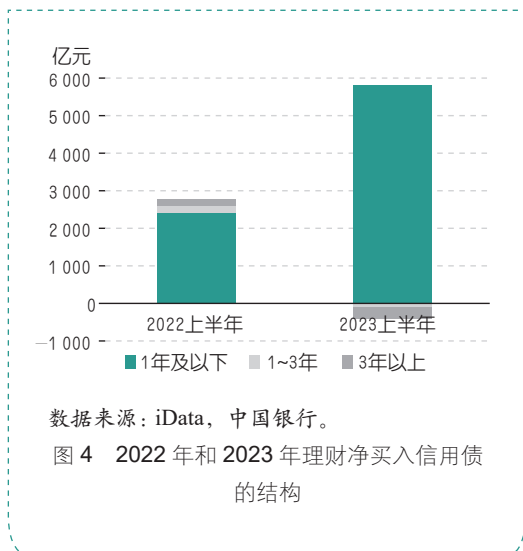
### (一) 信用债投融资客户偏好不匹配, 流动性有待提高

#### 1. 发行品种普遍久期短, 长期限投资者不足

长期以来, 和世界主要债券市场相比, 我国债券市场普遍呈现久期短、长期限投资者不足的特点。信用债市场的发行主体多为资质较高的企业, 主要投资者群体为广义基金。与海外市场养老基金等长期投资者主导不同, 我国信用债市场投资者负债端稳定性不高, 投资偏好往往集中在短久期品种。2022年理财新规实施后, 市场机构投资品种短久期化趋势愈发明显。2022年上半年, 理财分别净买入1年期以下的信用债2405亿元, 1年期以上的信用债372亿元; 与此对比, 2023年上半年, 理财净买入1年期及以下的信用债5804亿元, 净卖出1年期以上的信用债395亿元(图4)。为迎合市场需求, 发行人也往往选择短期成本低、易发行的短端品种。

#### 2. 投资者风险偏好普遍较低, 投资行为一致性较强

自我国债券市场打破刚兑以来, 近年来违约事件偶有发生, 投资者风险偏好受此影响普遍降低, 更青睐于央企、城投等预期风险较低的信用债品种, 投资一致性较强。此外, 作为市场主要投资者的商业



银行类机构，受资本占用及额度管控约束等原因限制，信用债投资范围较集中于高等级信用债品种，使得信用利差有所走扩。

### 3. 投资者普遍以持有到期为主，二级市场流动性有待提高

目前，我国信用债市场投资者往往以持有到期配置为主，较少在二级市场交易，信用债品种二级市场流动性及换手率整体不高。2022年银行间市场信用债品种交易量占全市场交易量的11%，这进一步使得信用债品种做市商二级报价较宽，流动性有待进一步改善。此外，信用债品种融资便利性相比利率债品种较低，市场接受意愿不高，缺乏统一的折扣比率，影响资金使用效率，从而使信用债二级流动性进一步受到影响。

### 4. 信用债质押折扣率较低，融资便利性有待提高

现阶段国内信用债品种相比利率债品

种融资便利性有限，且融资成本更高，使得信用债承销做市动力有所削弱。主要原因有：首先，对于市场主要资金融出方，大型商业银行通常因指标约束及内部风控制度原因，对信用债品种质押设置较高门槛，而农商行在包商事件后风险偏好进一步降低，对信用债接受意愿普遍不高；其次，市场缺乏对信用债品种完善的定价估值体系，且质押比率较低，从而降低资金使用效率；最后，信用债品种相对风险较高，一旦发生违约，缺乏快速履约的保障机制和方案，存在一定不确定性。

## (二) 探索从培育信用债品种角度加强承销与做市联动

### 1. 扩大发行主体，丰富信用债品种

存量债券是二级市场的交易之本，一级市场发行的债券是二级市场的交易之源，丰富、全面的一级市场供给能有力支持二级市场的交易空间。引导更多符合条件的民营和中小微企业发行信用债、促进发行主体多样化能够有效促进信用债市场发展。

近年来为响应国家重大战略和发展规划、支持重点项目、充分发挥金融支持实体经济的作用，我国推出了系列主题债券，品种既涵盖国际市场上流行的绿色债券、蓝色债券和可持续发展挂钩债，也包括了具有中国特色的乡村振兴债和革命老区债等，一方面有效地推动了经济高质量发展，另一方面也为市场提供了不同类别的信用债品种。借鉴主题债券的发行思路，可以



继续加大通过债券发行进行融资的宣传力度,提升社会影响力,鼓励更多符合条件的企业发债,开辟注册发行快速通道,为企业提供信用增进和担保服务等全方位的指导和支持,降低其发行成本与难度。同时,鼓励发行人不断完善发行融资策略,增强信用债品种期限和类型的多样性。

## 2. 加强政策支持,提高投资积极性

投资者是信用债市场的活水,完善的配套政策支持与激励可以激发投资活力。建议对于特定品种的信用债投资者给予税费优惠、补贴和风险补偿等措施,并将特定品种的信用债投资纳入考核因素,在政策指标上给予倾斜。

世界其他主流债券市场的参与者类型较多,包含了不同风险偏好的投资者,推动了债券一、二级市场的蓬勃发展。我国可以进一步引导养老金、社保基金、保险资金、企业年金等长期资金参与投资信用债。同时,持续推动我国信用债市场对外开放,增强国际合作,吸引更多的国际投资者。近年来,境外机构持有券种不断丰富,但仍以政府债和政策性金融债为主,信用债等其他类型占比较小。截至2023年5月末,境外机构持有短期融资券、中期票据占总持仓的比例合计为1.5%。随着我国经济转向高质量发展,国内信用环境和评级体系进一步完善,境外机构将逐步加大对信用债的投资。在投资者结构不断丰富的基础上,以需求带动供给,增强一、二级市场的联动,形成供给需求相互匹配,共同发展的良性循环。

## 3. 提高信用债质押便利性,激发承销做市动力

我国已在积极尝试提高信用债质押的便利性。2019年上海清算所发布《关于开展通用质押式回购交易清算业务的通知》,推出由上海清算所担任中央对手方开展集中清算的债券质押式回购业务。此举可有效降低对手方信用风险并提高交易效率,进而改善信用债品种流动性。因此建议后续持续推动三方回购业务模式,引入更多具有资本实力的中央交易对手方,并吸引更多类型的机构参与资金融出方,完善信用债估值定价体系,进而指导市场形成公允、统一的质押率,通过完善违约处置保障机制等提高市场接受度及风险偏好,从而提升信用债品种质押便利性以激发承销做市动力。

## 4. 丰富信用衍生工具品种,建立信用债多层次市场

目前授信与履约保障机制是管理交易对手信用风险的主要手段。建议根据实践优化授信模式,并配套健全担保品管理、估值、应用和处置等机制,促进履约保障机制的应用。

此外,逐步引入风险偏好较高的机构参与信用衍生品市场,培育净卖方,适配买方需求。在此基础上,遴选做市机构,加强引导资源投入,提高定价与风控能力,促进信用衍生品做市业务扩容。此外,发展信用违约互换(CDS)指数等参考实体信用衍生工具,满足市场参与者管理一篮子信用风险的需求,建立全方位的信用风险防护屏障。



## 5. 完善投资者保护机制，试点发行人回购制度

目前信用债市场参与者仍以一级投资并持有到期为主，二级市场缺乏足够的流动性支持。当发行人出现舆情或债务风险时，通常缺乏买盘承接，往往价格快速大幅下跌，投资者无法以合理价格及时退出。建议研究试点发行人回购制度，探索并推广发行人自主回购、要约回购等模式。一方面，通过确立制度保障机制，在实践操作中进一步明确投资者保护的操作规范；另一方面，推动发展回购制度也为促进发行人进行主动债务管理打下基础，有助于发行人科学合理地管理负债端。同时，着力发展高收益债市场，进一步完善投资者保护和违约处置机制。

## 四、考核机制问题

承销做市考核机制对市场有着较强的导向性，经过多年的发展，我国债券市场的承销做市考核制度已根据市场实际情况进行了动态调整，形成了一套相对完善的机制。然而，做市商的权利和义务仍然存在一定的不平衡。因此，对考核机制的进一步完善将有助于更有效地推动承销做市联动机制，从而更好地促进一级发行与二级交易的协同发展。

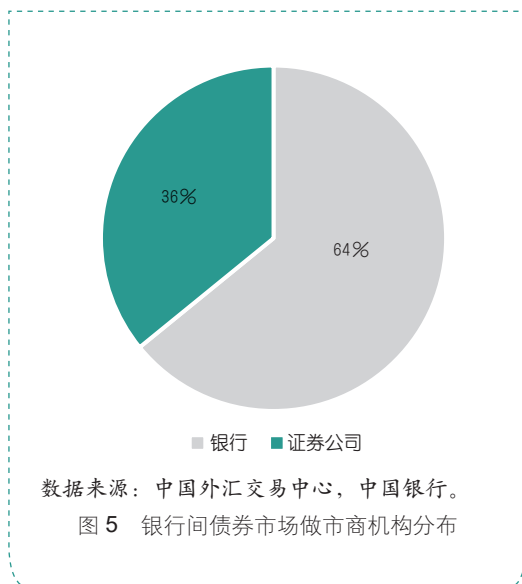
### （一）现有考核机制导向下，做市商权利义务存在一定的不平衡

#### 1. 做市商以银行和证券为主，交易结构较为扁平化

我国银行间债券市场做市商以资质较

高的大型金融机构为主。截至2023年7月，债券市场共有92家做市商，机构类型主要是大中型银行、证券公司（图5），这些机构的风险偏好整体较低，对信用债需求同质化程度较高。同时，中低等级信用债的单券发行规模一般较小，市场惯例通常单笔成交规模为1000万元起，且投资者一般以持有到期为目的，其较难进入做市报价的范围内，因此，一些中、低等级的信用债缺乏有效报价，活跃度不高。

我国银行间债券市场交易结构总体呈现扁平化，在此结构下，市场成员间均可以直接询价交易，货币经纪商在二级市场上占据了主导地位，做市商难以形成自身客户群体。实践中，做市商主要通过市场上对做市券种进行连续报价，达成交易来赚取差价利润。而扁平化结构下，考核排名导致市场竞争激烈，做市商并不具备核心优势。因此，在做市业务中，做市商







需要自行平衡做市成本和收益, 风险收益自担。做市商缺乏长期、稳定的盈利模式, 不利于激发做市商的做市动力。

## 2. 考核激励机制有待改进

承销做市考核机制一方面可以激励承销商和做市商积极参与市场, 促进报价和成交量, 提升市场流动性和效率; 另一方面, 考核机制对做市商的报价行为也起到引导作用, 容易滋生衍生问题, 可能导致市场部分机构存在一级包销和二级“倒量”交易的现象。

激励机制方面, 世界其他主流债券市场中的做市商往往享有对等的权利与义务, 从做市业务本身的盈利激励以及交易所补贴等方面提升做市动力。目前我国银行间债券市场做市业务的盈利机制尚不成熟, 做市商更多地承担了报价和提供流动性的义务, 做市商的权利主要有: 交易手续费享有一定优惠, 行情信息数据享有获得便利, 以及创新业务享有优先参与权等。尽管近年来对于做市商业务激励持续改善, 但目前现有措施对于推动做市商连续报价的作用仍较为有限。从我国的现状看, 做市商的权利较少, 激励措施有待加强, 逐步转型为主动做市而非考核导向做市仍需要发展时间。另外, 现阶段的承销做市联动仍存在一些约束, 一、二级业务在具体实践操作中存在一些壁垒, 使得做市商难以把握, 不利于激发其积极性。

## 3. 做市商风险对冲机制仍需完善

债券市场受到多种影响因素的影响, 除了宏观基本面、政策面和资金面的影响

外, 海外金融市场、供求关系、股市及市场情绪等因素也会对债市产生影响。做市商运用自有资金做市, 不仅难以保持稳定的盈利机制, 还承担着市场波动及超买超卖的风险。特别是在市场大幅波动时, 债券流动性下降, 做市商需要债券存货, 面临较大的风险。在对冲工具缺少时, 一些做市商甚至可能通过报宽买卖价差来防止被动点击成交。同时, 信用债市场的深度相对利率债整体较浅, 且投资者策略趋同, 平盘或对冲均存在一定难度, 进一步增加了做市商风险管理的难度。

目前, 市场上的利率风险管理工具较多, 有债券远期、利率互换、债券借贷、标债远期和国债期货等, 但信用衍生品发展仍处于初级阶段, 且流动性不足, 深度和广度均有待进一步扩展。做市商风险对冲机制不足, 这在一定程度上削弱了对信用债做市报价业务的风险对冲与管理能力, 不利于做市商起到平滑波动, 稳定市场的作用。

## (二) 探索从完善考核机制角度加强承销与做市联动

### 1. 扩大做市商机构范围, 提高各类债券的流动性

适时扩大我国银行间债券市场做市商机构范围。银行、证券公司、保险公司、公募基金、私募基金、理财子等市场机构的偏好各异, 其对债券的需求也不尽相同。建议允许更多类型的机构自主做市, 由市场力量自发筛选出有能力、有实力、有意愿的做市机构, 促进做市机构多元化发展,



提高不同等级债券的流动性。

对于不同信用等级的债券，可以分层建立承销做市要求。鼓励专项做市商发展，针对不同类型、不同信用等级的债券提出差异化要求，发展不同类型信用债的做市机构，例如行业类债券做市商、区域类债券做市商等，从而激发各类债券的做市交易活力。

## 2. 优化市场分层，形成以做市商为核心的分层制度建设

世界其他主流债券市场做市商机制的核心是以做市商为核心的分层制度，给做市商带来了盈利空间。借鉴国际经验，根据我国实际情况，循序推进债券市场分层，完善债市整体架构，从根源上解决做市商动力不足的问题。

建立债券市场分层机制：即做市商和客户之间的市场，以及做市商之间的市场。做市商和客户之间的市场主要通过交易团队提供优质报价，通过销售团队挖掘客户需求并维系客户关系。做市商投研交易销售一体化服务客户的综合实力是做市商真正的能力体现，也是做市商最根本的盈利机制。同时引导货币经纪重点为做市商之间市场撮合价格达成交易，逐步引导“客户-做市商，做市商-货币经纪”的市场分层，明确做市商提供流动性和发现价格的职能，建立起高效的批发市场，并为做市商实施交易策略提供多元化的工具，提升做市商盈利空间，提高做市主动性和积极性。在此模式下，做市机构需在交易过程中不断提高做市报价能力来培育自己的忠

实客户，吸引客户优先向自己询价、全权委托自己去货币经纪公司询价等，从而形成做市业务的良性循环。

## 3. 健全做市商考核激励机制，将承销与做市有效合规地结合起来

考核机制方面，从报价连续性、交易量、客户维度和与监管合作等方面进一步规范做市商考评机制，促进我国债券市场做市业务蓬勃发展，推动市场良性循环。在目前做市商考核制度的基础上，建议适当减小报价价差的考核权重，提高市场机构对做市商服务质量的评价，激励做市商自发做市的意愿，主动拓展自身客户。

激励措施方面，进一步加大对做市商的政策支持力度，例如为做市商提供一定的融资优惠和便利，对做市商的交易和结算费用等进行减免，特别对于做市难度大、做市成绩突出的机构给予手续费减免、创新资格优先等鼓励措施。

同时，境外市场还将一级承销和二级做市有机结合起来，将做市业务的质量作为承销资格的关键评判标准，推动一、二级市场共同发展。考虑一、二级市场的联动，将债券做市商、公开市场一级交易商、承销商等资格资质进行统筹安排。在市场大幅波动时，对做市商有一定流动性倾斜；推动机构部署做市业务资源，提升风险承受能力，避免做市商受到估值波动影响继而影响做市能力。

## 4. 增加做市避险工具，满足做市商风险管理需求

风险管理工具有利于满足市场参与者



多样化的交易需求,提高做市商头寸管理能力。世界其他主流债券市场大多具备中央借贷机制,以帮助做市商合理安排存贷,从而提高做市商的积极性。在我国市场上,虽然可以通过买断式回购和债券借贷等渠道来融券,但此类业务流动性不高,不能及时获得理想的券种,无法有效解决做市商的存贷问题。建议继续发展回购、债券借贷、标债远期、国债期货、信用衍生品

等品种,增强其市场深度和广度,为做市商提供多元化的“稳定器”工具。

同时在政策层面,对做市业务出具政策性业务指导建议,合理调整相关约束和要求,增加做市商的风险吞吐能力,不断增强自发做市动力,形成“真做市、做真市”的良性循环,最终实现从“要我做市”到“我要做市”转变。<sup>[N]</sup>

学术编辑: 韦燕春

#### 参考文献

- [1] 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.
- [2] 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.
- [3] 曾芸.国债承销团管理制度的国际经验与启示[J].新金融,2023(05):52-57.