

债券市场宏观流动性分割与微观流动性不足——基于

交易机制视角

类承曜, 白剑秋

流动性是影响债券市场效率的最重要因素之一，债券宏观流动性不足会影响金融市场的稳定，债券的微观流动性则会影响债券定价和金融机构的风险管理，进而影响到金融体系的资源配置效率。

自 1981 年恢复国债发行开始，中国债券市场在曲折中前行，在经过 40 多年的发展后，以市场规模而言已经逐步成为世界第二大债券市场，且市场活力蒸蒸日上。市场活力提升的一个重要标志就是微观交易流动性持续高质量发展。当前，我国债券市场中做市商开展做市业务活跃度提升，日均报价债券只数和报价笔数均有大幅度上升；国债年化换手率超过200%，政策性金融债年化换手率超过400%；做市报价价差显著收窄，市场深度有所提升。但是，我国债券市场仍存在流动性质量与发达金融市场相比显著偏低的问题，与我国债券市场规模位居全球第二的体量不相称。从流动性分布来看，我国债券市场在宏观和微观层面分别呈现出横向和纵向上的明显结构化不均衡特征。这种流动性分布的不均衡表现在两大方面，一是由于非常规货币政策

工具在日常货币投放中运用常态化，放大了宏观流动性供给在银行间市场和交易所之间存在着制度性分割的特征，使得二者之间

的流动性质量在纵向的层级关系上差异巨大，甚至出现二者的流动性背离现象；二是微观流动性在券种间的横向分布极不平衡，市场整体换手率仅由几类活跃券贡献，而其余绝大部分债券(大约 5 万支)存续期内几乎没有交易。一旦市场遭受外生性冲击（例如次贷危机）或出现不利消息（例如包商银行事件、理财产品赎回挤兑），原本就缺乏交易流动性的债券将迅速出现流动性枯竭，局部的流动性挤兑还存在外溢后互相强化的可能性，引发市场在更大范围内进入流动性脆弱的状态。因此，基于交易视角下研究债券市场流动性具有较强的理论和现实意义。

影响债券市场流动性因素很多，如金融体系结构、债券投资者结构和风险偏好、债券市场的监管制度和税收制度等，在上述影响因素不变的前提下债券市场流动性(特别是微观流动性)最直接影响因素就是债券市场的交易机制。我国债券市场流动性问题的一个重要原因在于交易机制不完善，特别是做市商制度没有发挥很好的功能。本文重点分析我国债券市场流动性的问题，从交易机制视角分析产生这些问题的根源，并提出改进建议。

（一）如何理解债券市场流动性

债券市场流动性包括宏观和微观两个层次，前者指受央行影响下债券市场的资金供给变化，以及债券市场内部各类金融机构间的资金传导和分配能力；后者指债券市场内部的流动性派生能力，即现券以公允价值迅速交易的能力，以及其作为金融资产充当担保品融资融券的能力，以上两方面(宏观和微观)可统称为债券流动性。

1.1 债券市场的宏观流动性

债券是金融机构最重要的流动性管理工具和载体，债券市场的宏观流动性就是，整体而言金融机构可以合理成本、通过卖出债券和以债券抵押贷款等方式获得需要的流动性。流动性宽松与否常常表现为债券市场内部各金融机构间相互融通资金的价格，也可以用相对规模指标，如超储率（超额存款准备金与一般性存款的比值），衡量金融体系流动性松紧。

假设市场整体风险偏好不变，那么流动性宽松与否常常是由央行的货币政策倾向决定。人民银行综合运用资产负债表调整和法定存款准备金率调整两种方式调节流动性。资产负债表的调整手段包括买卖外汇、逆回购、对金融机构贷款及再贴现等。在 2012 年之前，人民银行主要通过买入外汇投放流动性。在 2012 年之后，外汇流入放缓，人民银行通过逆回购、对金融机构贷款及再贴现投放流动性。对金融机构贷款包括常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、抵押补充贷款（PSL），央行对金融机构贷款成为直接影响债券市场宏观流动性的最直接和最重要的货币政策工具。

借贷便利工具范围限于一级交易商，但能通过拆借市场（Shibor&IBO 系列）和银行间债券回购市场（DR&R 系列）等资金渠道，给银行间债券市场各类参与者带来资金面变化，最终再通过非银金融机构将宏观流动性变化传导至交易所债券市场。一级交易商需要提供合格抵质押担保品，具备一级交易商资格的机构可作为央行交易对手方发起交易请求，但最终仍由央行确定每期的规模、期限和利率，因此此类货币政策的最终裁量权仍由央行控制。此外，央行还可以通过调整合格抵质押担保品范围来实

现对特定类型债券的定向支持¹，这种支持不仅是对一级交易商的流动性支持，更表现为央行对该类型资产交易流动性的最终做市承诺，从而改变其资产流动性。常见非常规货币政策工具在央行资产负债表的逐年占比变化如图 1.1 所示：

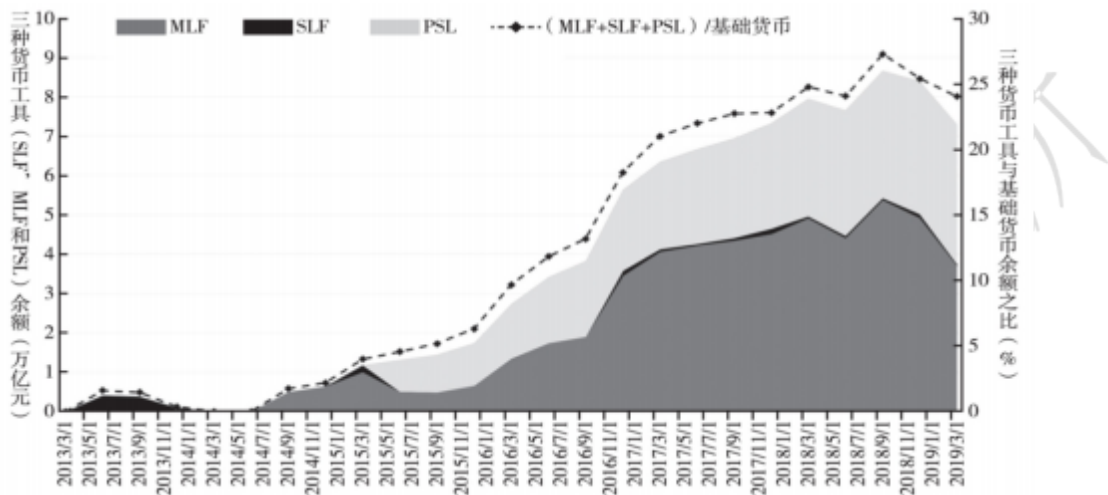


图 1.1：抵押贷款工具在央行资产负债表的逐年占比变化

资料来源：经济研究 2019 年第 12 期，王永钦、吴娴：《中国创新型货币政策如何发挥作用：抵押品渠道》

1.2 债券市场的微观流动性

微观流动性这个概念通常与市场的概念联系紧密。就市场效率而言，流动性指的是在不损失价格的前提下出售资产的能力——即将我们对未来现金流的追索权转换为现金。可用现金池和潜在买家的规模越大，流动性越高。

1.2.1 交易视角下的债券流动性

关于交易视角下的债券流动性概念，其往往都和现券交易行为紧密联系，现券买卖是交易流动性的最直接表现形式。关于交易流动性的衡量指标，早期 Hicks(1962)将流动性描述为市场立即执行一笔交易的可能性。Kyle(1985)最早提出应当

¹ 例如央行 2018 年 6 月将不低于 AA 级的小微、绿色和“三农”金融债券；AA+、AA 级公司信用类债券，包括公司债、企业债、中期票据、短期融资券等；优质的小微企业贷款和绿色贷款纳入合格抵质押担保品范围，以实现央行对特定领域的定向支持。

从反映报价价差的宽度指标、反映市场可成交量的深度指标，以及市场在交易后价格回复均衡速度的弹性这三个方面进行度量。在此基础上，Amihud(1989)将流动性概括为在一定时间内完成交易所需的成本或寻找一个理想价格所需要的时间。Harris(1990)具象化了交易即时性这个概念，并形成了宽度、深度、即时性和弹性四个维度的衡量框架。

现有研究关于市场流动性研究多集中在股票市场，债券市场流动性研究相对较少、但也多会从这四个方面入手：(1)宽度指买方或卖方的交易价格与市场均衡价格之间偏离的幅度。最常见的指标是买卖价差，买卖价差是指最佳买价与最佳卖价之间的差价，即当买卖价差足够小时，市场具有宽度，市场流动性好。买卖价差一直被视为衡量市场流动性最重要的指标，如 Chen、Lesmond 和 Wei(2005)等。(2)深度是指不影响市场价格条件下的交易量，或者是指特定价格所对应的债券买入和卖出的数量。成交量是评估市场深度的最直观指标，如 Goyenko 等(2006)，债券的成交量越大，那么其能够容纳的市场参与者越多，该债券的流动性越好。另外一个常用于反映市场深度的指标是换手率，是债券在一定债券规模下的成交量大小，反映了成交的频繁程度，换手率是衡量流动性使用的最为高频的一个指标，如Mahanti(2008)等。其他常见指标还有最优报价规模，最优报价规模是指做市商最优报价下的报价规模。(3)即时性是指交易者在既定的成本下，完成一定交易量所需要耗费的时间。在指令驱动为主的股票市场，一般采用交易执行时间衡量即时性。在流动性较低的债券市场，债券并非经常有交易，即时性可以利用固定时间内报价或交

易频率衡量 (Sarig&Warga, 1989), 如一定时间内的成交笔数 (Hamao&Hasbrouck, 1995) 或固定时间段内的成交天数 (Manhanti 等, 2009)。(4) 弹性指给定交易时间窗口和交易规模前提下的价格受冲击程度, 受冲击越大交易成本越大, 流动性越差。代表性的衡量指标有 Amivest 比率、Hui-Heubel 指标、Amihud 比率, 反映一定时间内证券价格对一定数量成交的反应程度, 反应程度越大意味着市场的摩擦越大、交易成本越高、市场流动性越弱。但由于 Amivest 指标、HH 指标、Amihud 比率是基于在连续成交中一次成交带来的价格冲击, 该指标更加适用于价格连续变化、信号丰富的股票市场, 对于衡量债券市场的流动性上应用较少。

综上所述, 可以借用国际清算银行 (BIS, 1999) 对何为债券流动性的观点来总结概括, 即债券流动性是市场参与者可以迅速进行大量金融交易而不会导致价格大幅波动的能力; 流动性高的债券在交易中表现为易手容易, 即变现近乎无难度; 短期内价格有韧性, 即吸收大额交易冲击的能力强。

由于衡量债券市场流动性的指标众多, 且不同指标在衡量流动性好坏时也有“同向变动”特征, 因此鉴于数据可得性、完整性, 以及根据研究问题的特定需要, 本文综合选择交易换手率来衡量交易活跃度, Amihud 指标和波动率指标衡量流动性质量。

1.2.2 资产变现视角下的债券流动性

现券交易是持有人将所持有资产变现的最直接途径, 但是并不是唯一途径。事实上, 作为一种有价证券, 其作为抵押担保品来融资融券的能力更能反映债券本身的金融资产属性。债券持有人仍然可以保留资产的所有权, 通过让渡使用权满足融资和融券

的需求。前者通常在债券回购市场上将符合标准的债券以抵押品增信的形式融入资金；后者通常以债券借贷的形式来“以物易物”，融入需要的债券。因此，一定程度上基于交易视角的流动性指标并不能完全衡量债券的流动性好坏状况。根据 2021 年中央结算公司公布的债券结算量数据显示，当年中央结算公司全年包括现券交易、回购、债券借贷的总结算量为 1043.47 万亿元。其中，现券结算 141.47 万亿元，同比下降 7.63%；回购结算 892.20 万亿元，同比增长 13.94%；债券借贷结算 9.80 万亿元，同比增长 37.74%。在银行间债券市场中，回购交易量在规模和增速两方面均大幅高于现券交易，可以说以回购业务为代表的资产变现视角下的债券流动性异常重要。

1. 从债券市场回购业务看流动性

债券的流动性本质上是衡量债券变现能力，除了通过现券交易卖出外，还可以将债券作为抵质押担保品进行回购交易、抵押贷款甚至吸收存款。例如金融机构以持有合格抵质押担保品，通过 MLF 机制从央行获取流动性；商业银行也可将地方政府债作为担保品来申请吸收财政部的国库现金存款，提高了银行的流动性²。因此，单从交易层面衡量债券流动性会对实际流动性估计产生偏误。交易视角下的流动性指标(如价差、换手率等指标)更倾向于评价现券交易活跃的债券流动性，例如十年期国债和国开债，但评价主要以资产变现渠道兑现流动性，且现券交易不活跃的债券时就容易产生偏误。假设金融机构出于资产配置目的持有信用债至到期，存续期间没有现券交易，因而换手率会很低甚至

² 中央国库现金管理商业银行定期存款（以下简称中央国库现金定期存款），是指将国库现金存放在商业银行，商业银行以国债或地方政府债券为质押获得存款并向财政部支付利息的交易行为。

为零，但并不代表这类债券的流动性获取能力很低，通过回购业务融入资金就是一种方便、快捷的实现流动性渠道。

回购业务实际是将债券作为抵押品的借贷行为。债券回购业务分为质押式回购和买断式回购，根据外汇交易中心数据，2020年6月，银行间市场买断式回购业务占回购业务总量的比重仅0.8%，而银行间质押式回购占比达99.2%，因此本文主要是讨论质押式回购。

在银行间债券市场中，质押式回购业务可以分为存款类机构质押回购(DR 系列)和全市场质押式回购(R 系列)两种。区别在于参与主体和抵押担保品范围不同，前者主要是银行这类存款机构，只接受利率债作为抵押品；后者则允许包括非金融机构在内的所有机构参与，可以接受信用债。同时，由于债券市场的宏观流动性传导所表现出的层级关系，银行系统凭借能从央行获取基础货币投放的优势，是银行间债券市场的最大资金供给方。因此在银行间市场，存款类机构质押回购利率通常低于全市场质押式回购利率；跨市场时，银行间债券市场回购利率通常低于交易所回购利率。

2. 从债券借贷业务看流动性

债券借贷是以持有人债券为抵押，融入标的债券的融券业务。不同于现券交易和回购业务均带有的资金业务特征，而债券借贷某种程度上是在“以物易物”。借出方通过债券借贷也实现（提高）了债券的“流动性”，无需将债券卖掉获得资金后投资其他金融工具，而直接将债券借给其他投资者而获得投资收益。2021年，债券借贷结算量9.80万亿元，与回购和现券交易业务

比仍占比较低。但债券借贷增速很快，同比增长 37.74%，成为质押式回购和现券之外的第三大交易类型。从期限结构看，2021 年平均借贷期限为 12 天，但 7 天及以下结算量占比 68.9%，以短期借贷为主。参与债券借贷业务的投资者多样化，从商业银行、证券公司逐步扩展到农信社、非法人产品、财务公司等机构。³

1.3 市场流动性的总结

凯恩斯说：“在正统金融格言中，最反社会的莫过于流动性崇拜（fetish of liquidity），即投资机构将资源集中持有“流动性”证券是一种美德。但它忘记了，对整个集体来说，不存在流动性这种东西（《通论》，12 章）。”凯恩斯的上述洞见尽管是针对宏观流动性，但是也深刻地揭示了流动性的本质：流动性不是一个数量，而是一种行为或信念。从微观角度看，人类不擅长长时间保持观念一致性，影响资产估值的关键变量的不确定性，将在最需要流动性的时候降低流动性。流动性不是金融资产天然属性，而是制度结出的果实。分析我国债券市场流动性不足的原因，交易制度是更合适的视角；提高我国债券市场流动性，效率最高的方法也是改善相关的交易制度。

（二）当前中国债券市场的流动性特征

2.1 银行间债券市场和交易所债券市场流动性分割明显

我国债券市场宏观流动性的结构化特征可表现在银行间市场和交易所之间存在着分割，二者之间的流动性传导机制存在障碍，在特殊情况下二者的流动性甚至出现背离现象，即银行间市

³ 资料来源：《2021年债券业务统计分析报告》

场回购利率下行周期时，交易所市场回购利率可能呈现出完全相反的走势。

例如：（1）银行间市场回购利率 DR007 的波动率远小于交易所市场的回购利率 GC007，这表现为银行间市场回购对债券市场宏观流动性供给变化的敏感度低，所以 DR007 曲线平滑；相比之下，GC007 曲线频繁出现脉冲图形，这可以理解为交易所市场回购利率对宏观流动性供给变化更为敏感，即流动性的质量（深度）较差。（2）即使质押品为相似信用等级的债券，银行间债券市场回购利率也普遍低于交易所市场回购利率，这是债券市场获得宏观流动性的层级差异的表现。例如 DR007 低于 GC007，银行间存款类机构回购市场要求需质押利率债，交易所回购市场 GC007 则要求质押国债。理论而言虽然同为利率债但国债几乎是无信用风险的，因此 DR007 低于 GC007 更多是反映了两个市场流动性的差异。可见央行释放的流动性通过银行间市场向交易所传导并不不畅，这将会影响到货币政策的传导和实施效果。如图 2.1 所示：



图 2.1：银行间 SHIBOR1W、IBO007、DR007、R007 和上交所 GC007 的指数走势

资料来源：Wind

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/685300300044012004>