

# 我国银行间债券市场流动性问题探析

林榕辉, 周 艳

(厦门大学经济学院, 福建 厦门 361005)

**摘 要:** 本文运用换手率和变现时长等指标来考察我国银行间债券市场的流动性现状, 分别从交易成本、产品因素、制度因素等三个方面分析了制约我国商业银行债券市场流动性的原因, 并提出相应的政策建议。

**关键词:** 银行间债券市场; 流动性; 换手率

中图分类号: F830.91

文献标识码:

文章编号: 1007-9041-2006(05)-0044-04

市场流动性是金融企业经营管理的的重要内容, 也是考察金融市场运行效率和成熟程度的重要指标。然而, 在 20 世纪 60 年代以前, 无论是金融理论的研究者、投资者还是金融市场监管部门都假定金融市场具有良好的流动性, 从不或很少对其加以研究。自 1987 年以来发生的一系列金融危机充分暴露了金融市场的脆弱性, 而市场流动性的极度缺乏或者说流动性在短时间蒸发则成为危机爆发时最显著的特征。至此, 人们才意识到金融市场流动性的重要性, 并对其进行了广泛深入的研究, 取得了丰硕的成果。

总的来说, 国内外的研究文献对流动性的描述基本集中在以下三个方面: 一是交易的及时性; 二是交易成本的大小; 三是大量交易对价格的影响程度。在此基础上, 逐渐确定了衡量流动性的各种指标。

1. 密度: 即交易价格偏离市场中间价格的幅度, 它通常可以用债券买卖价差来表示。价差越小, 说明债券交易市场的竞争越激烈, 因而债券市场的效率越高。

2. 深度: 它反映的是不会影响现行价格的市场交易量, 可以用某一既定时间中做市商交易报价的交易量来表示, 也可以通过债券的周转率反映。

3. 弹性: 指的是交易引起的价格波动恢复均衡的速度。弹性代表着市场的潜在深度, 这一点仅仅从当前交易量指标上很难看出来。目前还没有较好的度量方法, 通常是观察债券交易后恢复正常市场状态(买卖差价、交易量)的速度。

笔者认为, 银行间债券市场流动性是指在债券合约价格没有明显波动的情况下, 以商业银行为主的交易者能够按照自己的意愿迅速达成交易的难易程度, 也就是说, 流动性高的市场是一个交易者能以较低的交易成本迅速完成交易, 而对价格产生较小影响的市场。

## 一、我国银行间债券市场流动性的现状

在现代社会里, 商业银行的流动性管理日趋复杂, 保持适度的流动性, 可以反映出银行经营和管理的能力和水平。考虑到我国银行间债券市场的流动性主要是通过现券交易的活跃程度来反映, 换手率为现券交易的主要指标, 本文将主要从换手率等指标来研究我国银行间债券市场流动性现状。

表 1 2000-2005 年我国银行间债券市场年度换手率情况

	国债	金融债	所有
2000	7.95%	7.19%	7.69%
2001	7.42%	6.88%	7.19%
2002	25.24%	21.98%	24.54%
2003	51.76%	116.85%	88.22%
2004	23.50%	97.22%	63.55%
2005	43.16%	123.90%	102.08%

资料来源: 根据中国债券信息网历年相关数据统计得到。

表 1 反映了自 2000 年以来我国银行间市场现券的换手率情况(对于在当年没有交易的债券未予反映), 可以看出我国银行间债券市场换手率从 2000 年的 7.69% 上升到 2005 年的 102.08%, 市场的流动性得到很大提高, 其中金融债的流动性改善程度高于国

收稿日期: 2006-01-20

作者简介: 林榕辉(1970-), 男, 福建漳州人, 厦门大学经济学院金融系博士研究生;

周 艳(1974-), 女, 安徽合肥人, 厦门大学经济学院金融系博士研究生。



债，2002年以后金融债的换手率高于总体水平。

表2 1999年我国与几个发达国家债券市场换手率比较

	美国	日本	英国	加拿大	中国
换手率	22	7	7	22	0.18

资料来源：BIS。

从表2的数据可以看出：1999年，美国等发达国家的债券市场极为发达，市场流动性很强，但是各国之间的差距也很大，日本、英国的换手率仅为美国和加拿大的三分之一。中国的债券市场流动性非常低，债券市场的换手率远低于发达国家；尽管近几年我国银行间债券市场发展较快，2005年我国银行间债券市场换手率仍只相当于1999年日本债券市场换手率的七分之一，美国债券市场换手率的二十二分之一。

根据2005年各债券的日均换手率数据，我们可以对各债券资产的变现难易程度做一个统计，对于那些未发生过交易的债券不予统计（可以认为是几乎无法变现），假设变现量为发行量的十分之一，对变现时间的分布做一个统计分布，得到表3：

表3 各债券变现时长分布情况

变现时长	债券只数	所占比例	累计占比
<1天	1	0.54%	0.54%
1-5天	22	11.89%	12.43%
5-10天	23	12.43%	24.86%
10-30天	50	27.03%	51.89%
1-2月	28	15.14%	67.03%
2-3月	11	5.95%	72.97%
3-6月	14	7.57%	80.54%
6-12月	7	3.78%	84.32%
1-2年	8	4.32%	88.65%
2年以上	21	11.35%	100.00%
合计	185	100.00%	100.00%

资料来源：根据中国债券信息网站历年相关数据统计得到。

从表3可以看出，银行间债券的变现时长以在10到30天之间居多，占到27%左右，而30天之内可变现的占到总数的50%以上，但变现时长超过2年的债券数目占比在10%以上，其中还没有考虑未发生交易的债券。由于变现量为发行量的十分之一，所以整体上，银行间债券市场的流动性较差，这使得投资银行间债券将面临较大的流动性风险。

由于债券期限、性质、新旧等的不同，其流动性也会有所不同。我们分情况统计变现时长超过30天的比重情况。

表4 2000-2005年我国银行间债券市场年结算天数

年	50天以上 国债占比	50天以下 国债占比	50天以上 金融债占比	50天以下 金融债占比	50天以上 总占比	50天以下 总占比
2000年	8%	92%	3%	97%	5%	95%
2001年	0	100%	0	100%	0	100%
2002年	24%	76%	18%	82%	21%	89%
2003年	35%	65%	41%	59%	39%	61%
2004年	25%	75%	26%	74%	25.6%	74.4%
2005年	38%	62%	28%	72%	31%	69%

资料来源：根据中国债券信息网站历年相关数据统计得到。

从银行间债券市场年结算天数也可以反映出我国银行间债券市场的整体流动性情况，我们把年结算天数≤50天（即在一年内有50天以上的时间发生过交易）的债券认为是交易较活跃的债券，即流动性相对较好。表4中，从2000年到2005年年结算天数超过50天的债券仅31%，69%的债券年结算天数不到50天，即大部分债券是被持有，这同样说明我国银行间债券市场流动性非常缺乏。

## 二、制约银行间债券市场流动性的原因分析

债券整体流动性差的主要是由我国银行间债券市场本身的特点造成的，包括产品本身的原因和制度交易成本方面的因素。

### （一）交易成本因素。

第一，我国银行间债券市场成员的数量虽然很多，但成员结构单一，大多是商业银行，面对市场波动这些机构资金需求的变动是一致的，使市场的运行方向趋同，这就制约了现有的市场交易流动性。不仅如此，由于部分经济主体在现有流动性低下的情况下不愿意参与或者推迟进入该市场，使得部分债券品种数月无成交。因此目前我国银行间债券市场的这种趋同的投资理念和结构单一的市场参与者造成了市场的流动性很低。

第二，我国商业银行注重市场的资金调剂功能较多，而对资源配置的关注较少，对持有的大量的债券资产如何通过市场进行管理和运作以获得更多的盈利，缺乏足够的研究和重视，主观上增加了债券的交易成本，从而影响了债券市场的流动性和金融市场功能的发挥。特别是近年来，为了满足资产结构调整的要求，降低不良资产的比例，各商业银行都积极进行资产结构调整，增加总资产中债券的比重，而目前债券的总体比重还较低，因此还不断的增持债券，而不愿意减少其持有量，使大多数商业银行间债券交易的买卖差距过大<sup>①</sup>。银行间债券市场供求力量的不均衡使债券很难流动起来。

第三，我国债券二级市场建设的落后，市场分割

①例如，2002年，银行现券的买入量是卖出量的2116倍，而8月份在价格最低时，买入量仍然是卖出量的2015倍。

明显,增加了跨市场的交易成本。无论是国债、金融债还是企业债,都存在着一级市场发行规模与二级市场成交规模不配比的现象,我国债券市场的发展历史体现着“重发行轻流通”的现象,相对一级发行市场的庞大规模,流通市场的发展比较滞后。同时,我国二级市场分割现象仍然严重,目前我国的债券市场主要包括银行间债券市场和交易所债券市场,两个市场交易机制和交易主体不同,市场间资金的流动仍存在一定的障碍,造成银行间和交易所的价格可比性不强,虽然跨市场品种的发行增加了两市场间的连接,但仍局限于7年期品种,还没有其他期限的跨市场品种,未形成可供参照的利率走廊,限制了银行间债券市场的流动性。

### (二) 产品因素。

第一,目前在全国银行间市场现券交易主要是国债和政策性金融债券<sup>①</sup>,几乎没有企业债券及其他债券。尽管在2004年8月,央行颁布了《全国银行间债券市场债券交易流通审核规则》,对所有债券进入银行间债券市场交易流通应符合的条件、申请审核程序、信息披露等内容作了统一规范,为商业银行投资于企业债打通了一条渠道。但是由于企业债券供给状况,信用及所得税等方面的原因,目前商业银行的债券主力渠道还不能依靠于此。投资品种的匮乏,造成银行间债券市场流动性的减弱。

第二,债券发行期限结构的缺陷是制约银行间债券市场流动性的主要瓶颈。由于我国目前实行的是规模管理,而在同样规模下,财政部一般倾向于发中长期债券。从期限来看,银行间债券市场可流通108只债券中,中期债券较多,有98只,而短期债券较少,特别是国债,几乎没有短期债。从1999年到2002年,仅发行了两期1年期债券,而1年期以下的债券品种从未发行过。2003年4月份以来,央行发行一年期以下的央行票据,作为短期债券的补充。由于中期国债收益较高,且国债交易要缴纳所得税,而到期兑付则可免税,因此商业银行购入国债后往往不愿售出。短期债的缺乏会造成商业银行作为主要的投资者在流通市场变现的需求增加,加大了同业间债券市场的交易成本,直接减弱了债券市场的流动性;另外由于发行期限结构的缺陷,造成了剩余期限结构的杂乱无章,要么某些期限过分集中,要么某些期限出现真空,使得套利空间大大缩小,从而使债券作为交易润

滑剂的作用无法发挥,影响了市场的流动性。

### (三) 制度因素。

第一,银行间债券市场的交易制度还不够完善。现行封闭式债券回购方式不利于银行间债券市场现券交易。我国的信用评估体系尚未建立,市场参与主体的信用较差,因此,在银行间这样一个资信等级最高的市场上,大量的资金交易还是通过质押式(封闭式)<sup>②</sup>交易完成。2002年我国银行间市场单边结算量超过10万亿元,债券存量达2.8万亿元,换手率约为370%。究其原因,这种交易方式虽然能够杜绝卖空行为,有效防止债务风险,但同时也具有减少债券交易存量,降低债券市场流动性等弊端。按照这种制度,融出资金的一方在交易到期之前,仅拥有该债券的质权而无权处置债券,这必然会使等额债券处于冻结状态而不能流通。这种不合理的封闭式回购交易方式占用了大量的现券资源,使可供交易的现券存量进一步减少,债券市场的投资性质还不足,严重降低了市场的流动性。

第二,现有市场参与主体采取不恰当的会计制度。由于金融机构在证券投资的会计处理上普遍使用成本法,而非市价法,所以只要持有债券不卖出,就不确认损益,使得市场存在买涨不卖跌的现象,当市场行情普遍上涨时,交易员会积极从事交易寻求交易获取盈利。相反,当市场行情出现逆转,甚至只是轻微的震荡,风险变大时,为避免承担风险,交易员就会选择退出交易以避免受罚,从而市场的流动性迅速降低。

第三,我国银行间债券市场的双边报价商制度尚需完善。我国银行间债券市场有实力的报价商很少,报价商对买卖价差的把握能力不足,投资者在交易时需要与大量的潜在对手进行磋商,交易成本加大,而报价商种过少,没有代表性,报价缺乏持续性,报价商对于一些流动性差的债券便不提供报价,造成很多债券发行后就鲜有成交纪录,主管部门对双边报价商监管不严,报价商没有承担应有的义务等,这些都在一定程度上制约了流动性的提高。

### 三、提高我国银行间债券市场流动性的对策建议

总的来说,无论是从一级市场还是从二级市场来看,都存在着制约银行间债券流动性的因素,因此,要从打破制约流动性的各个环节入手,对发行制度、交易制度、交易主体、交易品种等各个方面进行改

<sup>①</sup>例如,2002年,银行现券的买入量是卖出量的2116倍,而8月份在价格最低时,买入量仍然是卖出量的2015倍。

<sup>②</sup>银行间债券市场的回购交易是质押式回购,也叫封闭式回购,是指在交易中买卖双方按照约定的利率和期限达成资金拆借协议,由资金融入方提供一定的债券作为质押获得资金,并于到期日向资金融出方支付本金及相应利息。



革,逐步增强我国银行间债券市场的流动性。

(一)完善双边报价商制度,并尽快向做市商制度转变,以提高市场的流动性。

做市商制度是一种典型的报价驱动机制。在这种制度下,证券市场上一些具有实力和信誉的证券经营机构,不断向投资者报出特定证券的买入价和卖出价,保证及时成交,投资者可以在报价商所报的价位上向报价商买进或卖出证券。首先,双边报价商能保证公众在自己所报价位上的买卖指令不会被拒绝,使投资者不必担心没有交易对象,从而为市场提供了较高的流动性。其次,可以成为央行公开市场操作的对手,并承担保证货币政策顺利实施的一些义务。再次,报价商可以将分散的场外交易在一定程度上连接集中起来,起到为市场提供报价信息服务、满足公众投资需求的作用,并能增加市场的统一性与透明度。我国的银行间债券市场正处于起步阶段,各方面条件还不成熟,流动性的缺乏是制约市场发展最重要的因素,因此首先建立起双边报价商制度,解决流动性问题,对我国银行间债券市场的发展有着积极的影响。但随着制度的建立及实行,其内在的问题也会逐渐暴露,因此当务之急是尽快健全做市商制度,通过完善交易制度来提高市场的流动性。

(二)增加交易主体和投资主体,扩大市场吸纳能力。

大力培育机构投资者,培育规范的投资理念,并允许更多的投资者进入银行间市场,扩大银行间市场的参与程度。不同的机构投资者由于投资目标的不同,往往采取不同的投资策略,对于债券也就会形成不同的需求,使投资的趋同性减弱,并能改善市场的流动性。我国的银行间债券市场的投资者相对更规范,尽管一对一的交易制度虽然不利于交易效率的提高,但从信用风险上相对更低。2002年4月,中国人民银行发布2002年第5号公告,对金融机构进入全国银行间债券市场有审批制改为备案制以来,已有一百多家金融机构进入银行间债券市场,促进了债券市场交易的活跃性。在有关办法和监管措施到位的情况下,坚持安全规范的原则,可有计划、有步骤地吸收更多的不同类型的非金融机构加入市场<sup>①</sup>,扩大投资主体的范围,使其由只有部分金融机构转变为涵盖全社会机构投资者和个人投资者的市场,这样可以增大市场参与主体的差异性,促进市场流动性的提高。

(三)引入创新机制,增加投资获利的途径,改善债券交易的活跃程度。

改变封闭式债券回购交易模式,探索建立开放式债券回购过渡,增强债券流动性。由于封闭式债券回购交易模式占用了大量的可供交易的现券资源,因此可以考虑引入开放式债券回购模式作为模式。通过该模式,使得在交易期内,交易双方对资金和债券均拥有完全的所有权,可以按照自己的需要自由处置,这样债券拥有者就可以利用债券进行投资,增加流动性。当然,与开放式债券回购相配套的是应推出国债远期买卖,这样能保证债券市场资金增加的情况下而可供使用的债券不会减少,增加债券供应量,债券的买卖更具灵活性,从而提高债券市场的流动性。

增加交易品种,特别是利率衍生工具,降低交易成本。充分考虑各类投资者对国债品种和期限的偏好,以及国债市场中长期发展的需要,可以引入信用等级高的企业债券及其它债券入市交易。同时,发展利率衍生工具如远期、债券等进行风险规避,或者锁定未来的价格,把盈利或损失控制在合理的范围内,改变目前的债券市场只有在价格上涨时才能盈利的状况,来保证债券市场在各种利率走势下不致丧失流动性。

改变目前市场参与主体普遍实行的成本法而非市价法核算投资损益的做法,避免在债券投资中买涨不卖跌的有损市场流动性的做法。同时,建立其有效的激励机制,使得交易员得到回报和承担的风险相匹配,激励其积极寻求交易,增加市场的流动性。

#### 参考文献

- [1] 本杰明·弗里德曼.货币经济学手册 第一卷 [M] 经济科学出版社,2002,(6) .
- [2] 唐毅宁.改善市场微观结构 提升债券市场流动性水平 [J] 中国金融半月刊,2003,(12) .
- [3] 中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心研究部 银行间同业拆借与债券系统交易情况综述 [J] 中国货币市场,2002,1-8.
- [4] 陈力峰.银行间债券市场流动性问题的制度分析 [J] 中国货币市场,2002,(10) .
- [5] 本刊评论员.债市新政促进金融市场协调发展 [J] .南方金融,2005,(6) .
- [6] 汤炳熙.关于债券市场发展模式的几点思考 [J] .南方金融,2004,(4) .
- [7] 黄兴.银行间债券市场流动性分析 [J] 中国货币市场,2002,(10) .

(特约编辑:肖建国;校对:ZJ)

<sup>①</sup>中国人民银行公告称,2005年5月12日批准泛亚债券指数基金(泛亚基金)进入银行间债券市场,这是我国银行间债券市场引入的第一家境外机构投资者。