

债券市场场内外微观交易结构的比较分析

金永军

(上海证券交易所, 上海 200120)

摘要: 债券电子交易平台的出现和交易所内外日趋激烈的竞争使得国际场内外债券市场融合趋势日趋明显, 中国债券市场更是“有过之而无不及”。如果国家政策统一, 我国银行间债券市场与交易所债券市场的唯一区别就是市场组织形式。因此, 债券交易场所的适合程度不是以名义上划分的场内外市场为准的, 而是视各市场提供的基础设施是否合适为准。当前中国债券场内外市场竞争的根本点就是政策的公平性而不是二级市场的交易制度的完善与否。

关键词: 债券市场; 场内市场; 场外市场; 电子平台

作者简介: 金永军, 供职于上海证券交易所。

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A

引言

债券交易市场包括场内市场或称交易所市场(exchange-traded)和场外市场(OTC)两部分。场外市场指除了交易所市场以外的所有有形或无形的交易场所的合称。其发展历程类似于股票场外市场, 都起始于松散的没有管制的店头市场, 不同的是股票场外市场可能最终发展为股票交易所, 如 NASDAQ 市场。

由于债券交易笔数少、单笔交易金额大、个性化需求强、参与者少(主要为机构投资者)和流动性低等特点, 传统观点均认为债券交易只适合机构投资者参与的场外市场, 不太适合个人投资者广泛参与的场内市场。国内外债券市场交易的现实佐证了上述观点。2006 年, 美国、日本、韩国、马来西亚以及中国债券在场外市场与在交易所市场的成交额的比例分别为 97/3、99/1、97/3、100/0 和 97/3¹。国内持有上述观点的也比比皆是。特别随着 2007 年公司债的推出, 关于公司债交易场所的选择的争论更是如火如荼, 央行官员、众多的银行间市场的专家和部分业内人士均一致认为, 公司债本质属性如信用风险大、产品结构复杂等决定了公司债适合于 QIB (Qualified Institutional Buyer) 市场和 OTC 市场交易, 银行间市场是 QIB 市场和我国的场外市场, 所以银行间市场理应成为我国公司债市场的主要交易市场。对于这个观点, 我们应该辩证地看。首先, 公司债的本质属性确实决定了公司债适合合格投资者市场, 但国内并非只有银行间市场具备了合格投资者市场的特征, 2007 年上海证券交易所(下称“上交所”)推出的并日趋完善的固定收益电子平台同样具备了该特征。其次, 要明确公司债场外市场交易的根本原因, 是场外市场交易机制的优势还是其他原因? 事实上, 随着电子信息技术和各交易所内外竞争的日趋激烈, 场内外市场界限日益模糊。从本文的分析结论来看, 现代场内外市场的界限只体现在市场组织形式、监管程度、投资主体参与形式和发行上市标准方面。我国银行间债券市场的交易和交割高度集中, 与国外高度分散和竞争的场外市场迥然不同。2007 年诞生于上交所的固定收益平台与传统的交易所撮合交易机制结合为债券交易提供了更全面的交易机制, 进一步模糊了场内外市场界限, 当前银行间市场与上交所债券市场的界限只体现在市场组织形式、监管程度。因此国内并非银行间市场才是债券交易最佳的场所, 在政策平等对待的前提下, 交易所完全能通过技术构建和制度

设计发展好债券市场，从而培养我国竞争充分、机制健全和良性互动的债券交易市场。

电子平台对债券传统场外市场的冲击

1. 电子平台出现前后的债券场外市场

债券场外市场分为 B2B 和 B2C 市场。在传统的场外市场²，投资者、交易商和经纪商一般通过电话、电传相互议价并达成交易。交易过程中，经纪商的作用就是促成交易商间的买卖，本身不参与交易，交易达成后，赚取佣金收入。交易商直接参与（1）自营业务，即交易商可直接与其他交易商通过电话直接实现双边买卖，或通过经纪商的指令簿间接实现多边的竞价性买卖或（2）与客户的协议交易，即交易商与其客户通过电话直接实现双边交易，赚取价差收入，协议交易可能是应客户需求，也可能是交易商为调整库存而采取对冲操作或（3）做市业务，即部分交易商为维持市场的流动性有义务按照自身的报价与其它交易商或客户达成交易。传统场外市场的突出特点是：（1）交易手段简单，买卖双方主要通过电话和电传等手段达成交易；（2）经纪商的作用突出，一时无法达成的交易指令往往通过经纪商的指令簿促成交易；（3）规模小且分散，由于场外市场交易手段简单，交易和结算脱节且效率低下，各场外市场交易商参与有限，交易量相对小；（4）市场透明度低，市场报价行情和成交行情往往局限在各市场的内部范围，其他市场和客户一般难以获知相应的信息。

随着电子平台的诞生，电子场外市场随之出现。所谓电子平台是指便于固定收益证券价格发现和交易执行的网上交易系统（见图 1），一般能提供自动的委托传送（将终端的委托传递至交易系统）、自动成交（将终端委托转换为系统可认的交易指令并成交）、买卖报价和数量的发布、成交信息的发布、自动的成交回报和自动向结算系统传输成交数据等服务。电子平台的优势主要体现在：（1）信息技术的运用可使全部交易和结算过程自动化；（2）电子平台不受限于地理位置，并能实现多边交易；（3）无缝对接的特点。电子平台能够实现一站式服务，从委托的传送到交易结算，都能无缝连接；（4）电子平台具有规模经济和无限扩容能力。只要网络容量不断提高就可以支持更多的交易，网络容量提高的成本远低于交易量增加所得的利润，规模报酬递增现象明显³，这使得采用电子平台的场外市场无限扩容能力大增。电子平台的众多优势使得传统场外市场组织者纷纷开发多形式的电子平台，以提升市场吸引力和竞争力。据 SIFMA 统计，欧美国家的固定收益证券交易的电子平台从 1997 年的 11 个猛增到 2004 年的 74 个，增长近 6 倍（表

1）。Espeed、MTS、Bloomberg BondTrader、MarkerAxxcess 等已逐步成为世界著名的电子债券交易平台。国债、投资级公司债、利率期货等品种纷纷通过电子平台完成交易，交易商和投资者也纷纷入驻电子平台。欧美最大的电子交易平台就有 7650 家买方投资者（buy-side）注册，4 家的参与者超过了 1000，5 家的参与者数量介于 500-1000 之间。17 家电子交易平台的参与者数量超过了 100。2007 年，60%以上的固定收益证券通过平台买入的达到了受调查者的 53%，而 2006 年这一数字仅为 38%。根据 SIFMA 的预测近年来债券电子平台的交易量每年将以 70% 的速度增长⁴。

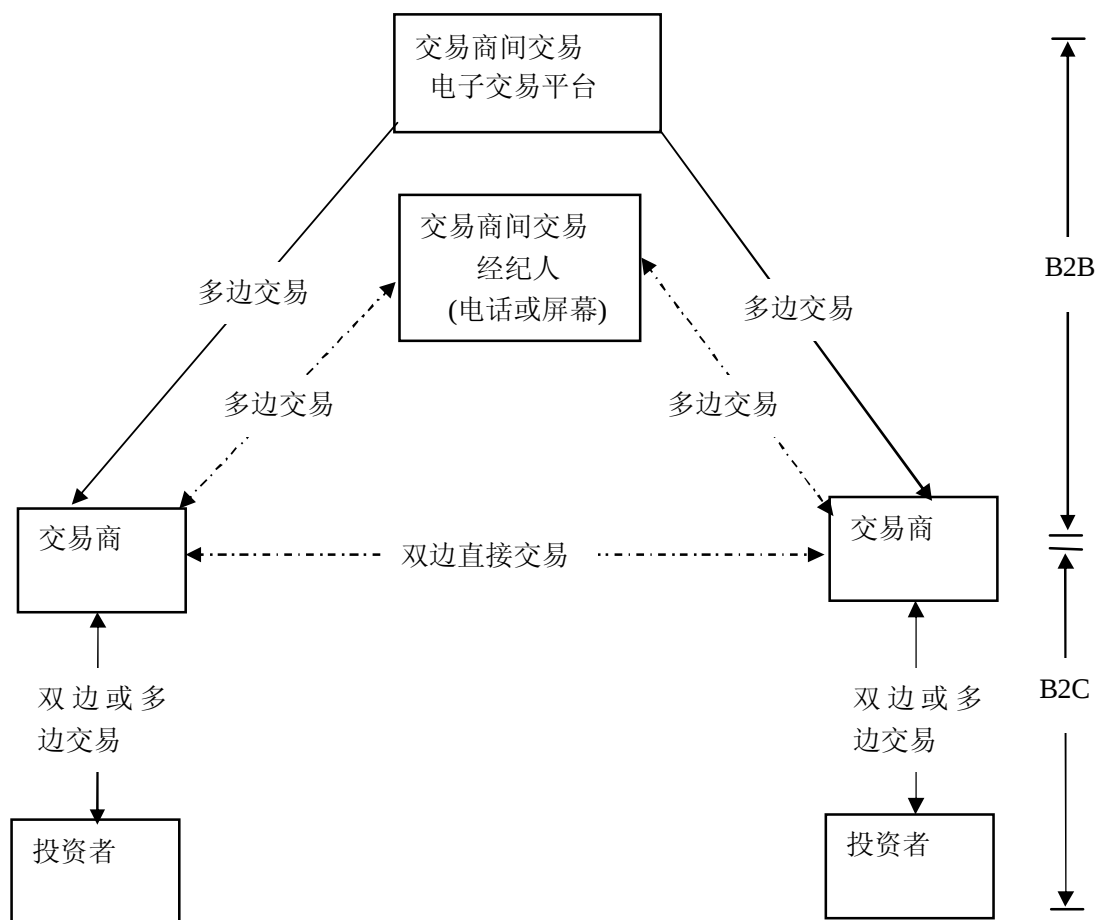


图 1 电子平台出现后的债券场外市场

表 1 美国和欧洲债券电子交易系统数量

交易系统类型	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
拍卖 (Auction)	1	2	10	14	16	14	12	10
撮合 (Cross-Matching)	2	6	8	22	25	17	12	9
交易商间 (Interdealer)	1	0	5	10	15	21	21	21
多交易商 (Multi-Dealer)	0	4	3	9	10	13	16	16
单交易商 (Single-Dealer)	7	12	13	17	19	22	21	21
其他	0	2	1	0	0	0	0	0
合计	11	27	40	72	79	81	77	74

资料来源: <http://www.sifma.org/research/technology-operations-research.shtml>
《eCommerce in the fixed-Income Markets The 2004 Review of Electronic Transaction system—December 2004》

2. 电子平台对债券传统场外市场的冲击

电子平台的出现和广泛应用对传统的场外市场造成了空前的冲击, 债券场外

市场竞争日趋激烈，兼并和收购等现象频现，交易和结算相对集中的债券场外市场如 MTS 市场，美国 ICAP BrokerTec 以及不同市场定位的场外市场如交易公司债著称的 MarketAxces 等应运而生。

(1) 传统场外市场直接双边的电话交易或通过经纪商指令簿的多边交易逐步被多边电子交易所替代。传统场外市场的 B2B 市场的交易模式逐步被电子平台的多边交易所替代，经纪商的作用大大削弱（图 2 中虚线表示的部分），传统场外市场的交易商和客户的直接双边的电话交易逐步被多交易商-客户（multi-dealer to customer）或单交易商与客户(single-dealer to customer)的 B2C 的电子交易所替代，交易量和客户数量大幅提升。

(2) 传统场外市场的电话询价交易模式逐步被撮合配对交易、确定报价和询价等多种电子化交易模式替代。从表 2 看出，大部分电子场外市场都已摒弃了传统场外电话询价的交易模式，取而代之是撮合配对、确定报价和询价等交易模式，确定报价方一般是做市商，部分撮合配对交易模式也辅之以做市商制度，即将做市商的可执行报价直接与交易商的报价参与撮合配对。此外 B2B 市场更多的是采

表 2 各主要债券场外交易市场概述

交易平台名称	类型	交易模式	价格提供者	报价信息	成交信息发布频率	信息发布范围
eSpeed, Inc.	Multidealer B2B	撮合配对 cross-matching	交易商	可执行	实时	市场参与者
Eurex Bonds	Multidealer B2B	撮合配对	交易商 做市商	可执行	实时	市场参与者
ICAP BrokerTec	Multidealer B2B	撮合配对	交易商	可执行	实时	市场参与者
DealerAxess ^①	Multidealer B2B	撮合配对	交易商	可执行	实时	市场参与者
MTS Group	Multidealer B2B	确定报价 ^②	做市商	可执行	市场参与者实时，日末在网站公布	市场参与者实时，日末公众
Bloomberg Bondtrader	Multidealer B2C	确定报价 询价	交易商	可执行 意向性	实时	市场参与者
Bloomberg ALLQ	Multidealer B2C	确定报价 询价	交易商	可执行 意向性	实时	不详
Bondscape	Multidealer B2C	确定报价	做市商	可执行 意向性	网站日末公布收盘价	市场参与者实时，日末一般公众
BondVision ^③	Multidealer B2C	询价	交易商	只显示最后 笔成交价格	实时	市场参与者
MOT	Multidealer B2C	撮合配对	不详	不详	不详	不详
Market Axess Holdings Inc	Multidealer B2C	询价	经纪商 交易商	意向性	实时	市场参与者
Reuters Trading	Multidealer B2C	确定报价和询价	交易商	可执行 意向性	实时	市场参与者
SWX Swiss	Multidealer	撮合配对	做市商	可执行	市场参与者实	市场参与者实

Exchange	B2C				时, 公众 30 分钟 延迟	时, 公众 30 分 钟延迟
TLX Euro	Multidealer B2C	撮合配对	交易商 做市商	可执行	网站上实时公布	公众
TradeWeb	Multidealer B2C	询价	做市商	意向性	15 分钟延误	市场参与者
Generic Single dealer-to-custo mers	single dealer B2C	各种形式	交易商 (1 个)	可执行和/或 意向性	视系统而定	市场参与者

注：①属于 MarketAxess 公司的交易系统；②现货市场为确定报价，回购等采用撮合配对；
③属于 MTS Group 的一部分。

用匿名的撮合配对模式，而 B2C 市场更多的是采用确定报价或询价交易模式。

（3）传统场外市场的内部效率和风险控制能力大幅提高。电子平台的无缝对接功能使得交易委托传送、委托成交、报价和成交行情发布及后台的结算集成性大幅增强，交易结算效率和风险控制能力大幅提高，一改传统场外市场不同的交易过程需要不同的系统进行处理的情况；电子场外市场为交易商和交易商为客户的增值服务提供较传统场外市场容易的多；电子平台的实时监控、交易比对及违约信息发布等功能大大提高交易商履约比例，对手方的信用风险得到有效控制。

（4）传统场外市场的透明度和匿名程度大大提高。电子平台的介入使得市场报价和成交信息发布较传统场外市场容易的多，覆盖面也大的多，市场的透明度大幅提高。同时，通过相应的技术设计，电子平台的多边交易完全能实现匿名交易，一改传统场外市场电话交易完全显名的特点，能更好保护交易参与方交易的真实意图；

（5）场外市场内部效率的提高和电子平台由于规模经济的特点而导致的无限扩容能力促进了场外市场间的竞争。场外市场竞争的加剧又促进了各场外市场交易手段和交易机制的更新，交易产品不断上线，服务功能日益完善，对市场参与主体的争夺日趋激烈，最终出现了三种竞争结果：①兼并和收购的发生，交易和结算高度集中的场外市场出现。欧美电子平台从 2002 年的 82 个下降至 2004 年的 74 个以及欧洲的 MTS 市场和美国 ICAP BrokerTec 市场的出现都体现了这一趋势；②电子平台市场定位增强。随着市场经济的日趋激烈，各电子平台都在不断探索自己的生存空间，不同市场定位的电子平台出现，如 BondTrader 以交易政府债券和机构债券著名，MarketAxces 以交易公司债著名；③政府监管力度和市场透明度的增加。随着场外市场扩大和集中的场外市场出现，场外市场的社会影响力大增，政府监管力度持续增强，部分为持续保持市场竞争力的相对集中的场外市场逐步提高了发行上市标准，以保证交易或结算风险可控。美国场外市场逐步推出的 GovPX、AgencyPX、Trace（前身为 FIPS）用来实时公布国债、联邦机构债和公司债的报价和成交信息，实现了“统一报价和分散成交”的市场格局，进一步提高了市场透明度。随着次贷危机及世界金融危机的出现，各国有望强化对场外市场尤其是衍生品场外市场的监管。未来债券场外市场的竞争格局将会进一步增强。

场内外竞争对交易所债券市场的冲击

电子信息技术的突飞猛进淡化了交易所实体的地域概念，交易和结算越来越自动化和非中介化。各交易所生存空间不仅受到其他交易所的挑战，而且受到另类交易系统（ATS）如美国市场的ECN的挤压。为提高竞争力，各交易所纷纷通过横向兼并对登记结算公司等等的纵向收购或对ATS的收购以扩展产品链、完善服务体系和改进交易机制。在此轮收购与反收购、兼并与反兼并的浪潮中，各交易所的交易模式逐步电子化，当前95%以上的交易所都采用电子化的交易模式，一向以专家制度自居的纽交所也不得不直面电子交易的威胁，通过收购美国证券市场颇负盛名的ECN- Archipelago、Euronext和美国证券交易所逐步完善电子化的交易模式和扩大产品链。同时各交易所交易机制也不断地混合化，联合使用订单驱动和报价驱动的交易所不断涌现，如NYSE Euronext、伦敦证券交易所和纳斯达克交易市场等都采用了竞价撮合和做市商制度相结合的交易机制。交易所交易机制和模式的改进对债券市场也产生了重要的影响。目前，各交易所债券交易几乎都采用电子化交易外，其他特点还有（表2）：

（1）大部分交易所的债券交易采用以竞价为主、报价为辅的混合交易模式，在充分发挥交易所服务于零售型交易的特有优势以及高透明和高效率特性的基础上，通过做市商制度尽量为市场提供流动性。美国债券的场内交易主要集中在合并后的NYSE。原来的NYSE的债券采用电子订单驱动交易模式，同时允许交易商作为自愿做市商，在交易系统中输入其买卖订单，与其他订单一起撮合成交。NYSE Euronext的Euronext的债券仍采用竞价撮合与三类做市商相结合的订单驱动与报价驱动相结合的模式，竞价撮合仍是主要模式，不过做市商的功能得到了强化；欧洲债券场内交易的典型代表是法兰克福交易所和伦敦交易所。法兰克福交易所的债券交易采用竞价撮合机制并辅之以牵头经纪人和做市商模式。伦敦交易所采用的订单驱动和报价驱动并重的交易机制且强化了做市商制度的要求。日本债券的场内交易主要在东京交易所，采用的是纯粹的集中撮合竞价模式。

（2）交易所采取的做市商制度与传统意义上的做市商制度相差大，债券交易询价功能较弱。

传统意义上做市商制一般要维持连续的双边报价，并强制要求做市商遵循交易所报价的相关业务。但在伦敦交易所，做市商并非持续报价，而且做市商仅对非做市商交易所会员负有双边报价义务。在法兰克福交易所，牵头经纪人的双边

表3 各国债券场内交易的比较

主要场内交易所的债券	是否电子交易系统	交易模式	做市商制度特点	对债券大宗交易处理方法
原 NYSE 的债券	电子交易系统	竞价撮合交易，并辅之以自愿做市商制度的混合型交易模式	（1）自愿性做市； （2）做市商的报价输入竞价系统一起撮合交易	（1）订单类型的改进，如冰山订单、组合订单 （2）提供竞价撮合型的大宗交易机制，询价功能弱
NYSE Euronext 的债券	电子交易系统	竞价撮合并辅之以三类做市商制度的混合型交易模式	（1）设立三种类型流动性提供商； （2）做市商报价输入交易系统一起撮合成交； （3）交易所对做市商有一定	（1）订单类型的改进，如冰山订单、最低数量订单 （2）提供类似竞价撮合型大宗的中央订单簿交易，询价功能弱；

			的强制性要求如报价价差的约束	(3)提供中央订单簿外的协议成交即市场投资者在参考中央订单簿价格的基础上私下达成交易，并将成交传递至交易所
德国法兰克福证券交易所	电子交易系统	竞价撮合并辅之以牵头经纪人和做市商制度的混合型交易模式	(1) 牵头经纪人的报价； (2) 专门的报价商提供的报价，一般为承销商； (3) 所有的报价可传入竞价系统一起撮合交易； (4) 交易所对牵头经纪人和报价商有一定的约束力；	每 15 分钟提供竞价撮合型的大宗交易，询价功能弱
英国伦敦证券交易所	电子交易系统	竞价撮合和做市商制度并重的混合交易模式	(1) 做市商的功能得到强化，最符合传统做市商的特点，如双边报价，且有单独的报价系统；(2) 交易所对做市商的约束力非常强	提供做市商模式的大宗交易，具有较强的询价功能
日本证券交易所	电子交易系统	集中竞价纯交易模式	无做市商制度	提供盘后集中竞价的大宗交易，没有询价功能。

报价，没有强制规定必须是其自营交易的报价，可以是客户订单的报价。在美国原 NYSE，没有任何对做市商维持双边报价的强制性规定，而采取由做市商自愿报价的模式。另外，传统的做市商报价一般不纳入撮合系统配对成交。但在大部分交易所中，做市商的双边报价指令都需要和其他投资者的指令一样按照竞价原则进行排序，做市商没有成交优先权。因此交易所做市商的作用主要体现在缩小价差、提高成交率及满足投资者需求的即时性，询价功能弱。

(3) 债券大宗交易需求主要通过多样化的订单和竞价撮合型大宗交易机制实现，大宗交易的询价功能弱。债券成交额大、交易频率低、机构投资者为主及个性化强等特点迫使交易所提供适合债券大宗交易的系统和机制。但是大部分交易所或通过多样化的订单如冰山订单、最低数量订单或在交易所竞价系统的基础上嵌入大宗交易模块，仍采用集中竞价或连续竞价的模式来解决债券大宗交易的需求，而询价机制的功能几乎没有涉及（伦敦证券交易所除外）。

场内外债券交易市场特点的比较

由于电子平台的出现对传统的场外电话交易模式的冲击以及交易所内外日趋激烈的竞争对场内债券交易机制的影响，场内外债券交易市场融合的趋势明显。表 4 的 13 项市场基础设施的比较指标证实了这一融合趋势：

(1) 场内市场对相对集中的电子场外市场相似度很大的有 3 项，占比 23.1% 分别为交易场所、交易手段和清算模式，而场内市场对传统的场外市场相似度很大只有 1 项。此外，一直以来被人们认为场内外市场的重要区别的“交易场所”由于电子平台的介入已淡化。

(2) 场内市场对相对集中的电子场外市场相似度较大的有 5 项，占比 38.5%，分别为交易模式、市场透明度、市场匿名程度、产品标准化程度、对手方信用风险，而场内市场对传统的场外市场相似度较大为 0 项。

(3)场内市场对相对集中的电子场外市场相似度较小的有 3 项,占比 23.1%,分别为发行上市标准、监管程度和交易费用,而场内市场对传统的场外市场相似度较小却有 4 项。然而,就债券的发行上市标准而言,国债在场内外市场是一致的,差别大的可能是公司债和相关的衍生品,但如果债券的场内市场能发展为机构投资市场,这些产品的发行上市标准应该降低。而交易费用不应成为二者的重要差别⁵,场内市场完全可通过相关的制度改革降低交易成本。

(4)场内市场对相对集中的电子场外市场相似度很小的有 2 项,占比 15.3%,分别为投资主体及参与形式和市场组织形式,而场内市场对传统的场外市场相似度很小就有 8 项。市场组织形式是场内外市场不可跨越的壕沟,除非场外市场转变成场内市场如 NASDAQ 市场;如果债券场内市场能够采用场外的交易框架,将市场分成 B2B 和 B2C 市场,那么投资主体参与形式就不会成为场内市场与相对集中的电子场外市场重要分界线。

从上述分析来看,相似程度较大以及很大的项从场内市场对传统场外市场的

表 4 场外市场与场内市场的比较

		场内市场(1)	相对集中的电子场外市场(2)	传统的场外市场(3)	(1)对(2)相似度	(1)对(3)相似度
交易场所		可有可无 ⁶	无固定交易场所	无固定的交易场所	很大	很大
交易制度	交易手段	主要为统一的中央电子交易系统	相对集中的电子交易系统	相对简单的电子交易系统,电话、电传仍为主流的交易手段	很大	很小
	交易模式	主要为竞价撮合并辅之以做市商制度的混合的多边交易模式,询价模式少	B2B 市场主要为撮合配对交易机制,部分市场采用撮合配对与做市商制度的混合模式; B2C 市场主要为确定报价或/和询价多边模式	主要为电话询价双边模式	较大	很小
	投资主体及参与形式	所有机构和个人均参与交易,市场不分层。进入系统的方式为代理进入或直接进入	主要为机构投资者参与交易,市场分层,B2B 和 B2C;进入系统的方式为直接进入	主要为机构投资者参与交易,市场分层,B2B 和 B2C;进入系统的方式为直接进入	很小	很小
市场透明度		高	较高 ⁷	低	较大	很小
市场匿名程度		撮合系统高,做市商制度低	撮合系统高,做市商制度低,询价模式不匿名	不匿名,但有限披露	较大	较小
产品标准化程度		标准	标准化不断提高 ⁸	非标准,尤其是部分标准化程度低的利率和信用衍生品	较大	很小

发行上市标准	严格	不太严格	不严格	较小	很小
对手方信用风险	低	中低	高	较大	很小
监管程度	严格	不甚严格。随着市场规模的扩大，自律和法规监管都在增强	松散，主要以自律管理为主，但会日趋严格	较小	较小
交易费用	高 ⁹	低	低	较小	较小
清算模式	集中	集中	分散或集中，取决于一国的清算制度或托管制度	很大	较小
组织形式	会员制或公司制	松散的交易商形式	松散的交易商协会	很小	很小

注：表中所列举的都是基于正常条件下的情况。

1 项提升至 8 项，而较小和很小的从原来的 12 项向缩小至 4 项，说明电子平台的介入和交易所的变革，相对集中的电子场外市场与场内市场的界限日趋模糊，监管程度、发行上市标准、投资主体及参与形式和市场组织形式已成为取代交易机制及其他各项指标区分场内市场和场外市场的根本标准。如果场内市场发展适合债券交易的机构投资者市场，投资主体的参与形式、发行上市标准、交易模式、市场透明度、市场匿名程度、产品标准化程度、对手方信用风险和监管程度等方面，场内市场和相对集中的电子场外市场地界限进一步淡化。

我国交易所债券市场和银行间债券市场的比较

我国债券的场内交易始自 1990 年上交所挂牌开业，而债券的场外交易始自 1997 年。当时为了防止信贷资金违规进入股市，人民银行下发了《关于各商业银行停止在证券交易所证券回购及现券交易的通知》（银发[1997]242 号），要求商业银行全部退出交易所市场，建立了第一个高度集中的全国性场外债券交易市场-银行间债券市场。在管理层的政策支持下，银行间债券市场的规模逐年扩大，已发展成为我国托管量最大的债券市场。交易所债券市场主要集中在上交所。因此本文通过比较上交所市场与银行间市场的特点来探讨我国交易所债券市场发展的可行性。

从表 5 看出，随着 2007 年 7 月 25 上交所固定收益平台的上线，上交所的债券市场引进了适合债券交易的合格投资者市场，并完善了债券交易模式（做市商制度和询价机制），实现了质的飞跃，与银行间市场特点的趋同性进一步增强，表 5 的 13 项比较指标证实了这一趋势：

（1）上交所市场对银行间市场相似度很大的有 7 项，占比 53.8%，分别为交易场所、交易手段、交易模式、市场透明度、市场匿名程度、发行上市标准和交易费用。事实上，交易模式和市场匿名程度这两项，上交所的优势远优于银行间市场，上交所不仅有匿名的集中和连续竞价机制，而且还有显名的做市商和询价制度，选择范围远高于银行间市场。

（2）上交所市场对银行间市场相似度较大的有 4 项，占比 30.8%，分别为投资主体及参与形式、产品的标准化程度、对手方信用风险和清算模式。事实上，

对手方信用风险和清算模式这两项，上交所的优势优于银行间市场。因为上交所通过集中的担保清算交收和交易系统的前段控制，把对手方的信用风险降至低点，当然这也可能是上交所的劣势，毕竟风险控制和交易结算的灵活性存此消彼长的关系。人民银行的政策性保护使得上交所参与主体受限，否则投资主体及参与形式的相似度能达到“很大”。

(3) 上交所市场对银行间市场相似度较小的有 1 项，占比 7.7%，为监管程度。多年以来，场内债券市场主要从属于股票市场，法制环境必须接受《证券法》、《公司法》的约束，交易所严格按照《证券法》、《公司法》制定的交易规则和操作指引较为规范，变动困难，灵活性差。对比之下，银行间债券交易市场不受《证券法》和《公司法》制约，其所依据的《人民银行法》、《商业银行法》对银行间债券市场只有原则性规定，而无具体制度的约束，人民银行作为银行间债券交易市场的主管机构，享有充分的制度创新的法律空间，在大量的行政规章和政策性文件中，实行有别于证券交易市场的债券发行、交易制度。事实上人民银行是银行间债券市场法规制定人和执行人，尽管其规范性不够，但灵活性强，有助于银行间债券市场的快速发展。

(4) 上交所市场对银行间市场相似度很小的仅有 1 项，占比 7.7%，为组织形式。就如上文所述的，组织形式是场内外市场不可跨越的制度障碍。

从上述分析看出，上交所通过建立相对独立的债券交易平台和培育机构投资者市场，完善债券交易模式和健全债券交易的基础设施，将我国场内外市场的界限由国外的“市场组织形式、监管程度、投资主体参与形式和发行上市标准”四个方面进一步缩减至“组织形式和监管程度”两个方面，场内外市场趋同程度进一步强化。如果政策能放开或统一，上交所市场和银行间市场唯一的区别就是组织形式，或者极端地说银行间债券市场不一定是场外市场，上交所市场不一定是场内市场。因此，债券交易的场所适合程度不是按照名义上的场内市场和场外市场来划分，而是视各市场提供的基础设施是否合适为准。如果基础设施适合债券交易，且不存在人为的干预，任何一个市场都可能发展成为完善成熟债券市场。这一点对中国尤为重要，因为如果由于人为的政策干预，交易所债券市场逐步被边缘化，中国债券市场将是一个完全垄断的市场-银行间市场，不利于市场的充分竞争，也不利于中国债券市场长期可持续发展，更不利于中国多层次的

表 5 上交所债券市场与银行间债券市场的比较

		上海证券交易所 (1)	银行间市场 (2)	(1)对(2) 相似度
交易场所		可有可无	无固定交易场所	很大
交易制度	交易手段	电子化交易系统，不排除电话询价	电子化交易系统+电话询价	很大
	交易模式	连续竞价、集中竞价、大宗交易、竞争性做市商制度和询价制（电子系统或电话），多边交易	电话询价制、做市商制度，多边交易	很大

	投资主体及参与形式	竞价撮合系统： 除银行金融机构外，所有机构和个人均参与交易，市场不分层。进入系统的方式为代理进入或直接进入； 固定收益平台： 银行类金融机构外的主要机构投资者参与交易，市场分层，B2B 和 B2C；进入系统的方式为直接进入	主要是机构投资者参与交易，市场分层，B2B 和 B2C；进入系统的方式为直接进入，多边交易	较大
市场透明度		高	高	很大
市场匿名程度		竞价撮合系统：匿名 固定收益平台：不匿名，但有限披露	不匿名，但有限披露	很大
产品标准化程度		撮合系统：高 固定收益平台：中	中	很大
发行上市标准		撮合系统：严格 固定收益平台：较严格	实际上较严格 ¹⁰	较大
对手方信用风险		竞价撮合系统：低 固定收益平台：中	中低	较大
监管程度		撮合系统：严格 固定收益平台：较严格	较宽松，不受中国证券交易法规的限制	较小
交易费用		低 ¹¹	低	很大
清算模式		集中清算	集中托管清算，资金可各自划拨	较大
组织形式		会员制	松散的交易商形式	很小

资本市场建设，尤其不符合我国关于债券市场发展一系列政策的初衷。

政策公平是交易所债券市场发展不可或缺的必要条件

就二级市场基础设施而言，交易所市场和银行间市场不存在根本区别。当前交易所市场可谓是“万事俱备，只欠东风”。东风就是国家政策的放开，包括人民银行允许银行类金融机构进入交易所市场、财政部国债在两个市场同时发行、财政部对交易所做市商制度的支持以及证监会加快对交易所与股票类挂钩的债券创新产品的审批力度，支持交易所债券市场走差异化路线。

银行类金融机构进入交易所市场的主要目的是为国债能在两个市场同时发行和国内做市商制度体系完善创造契机，营造债券一级市场公平的政策环境。证监会加大交易所与股票类挂钩的债券创新产品的审批力度，主要的目的是克服债券电子平台的客户锁定效应（即电子平台的投资者惯性的交易行为）和流动性吸引流动性效应（流动性的正外部性），促进机构投资者参与交易所债券市场。因为当前银行间债券市场的参与者已经达到 7000 多家，大部分主要机构投资者的业务都在银行间市场，要吸引这些参与者加入交易所债券市场，差异化路线是交易所债券市场发展决不可不走的路线。

政策公平是公平竞争的基础和前提,当前交易所债券市场和银行间市场的竞争,就是其赖以存在的政策制度的竞争。我国债券市场的发展应当在尊重历史、尊重实际的基础上,合理分配债券市场的制度资源,确立公平的制度和政策规范,使交易所债券市场和银行间债券市场平等竞争、协调发展。

注 释

- ¹. 这些数据来源于 Bloomberg、国外相关的交易所网站以及 2005 年中国公司债市场发展的研讨会。
- ². 传统场外市场是指仍采用电话询价的双边交易模式的市场。
- ³. 平台提供商的开发成本可能很高,但是随着交易笔数和交易商的增加,规模报酬递增现象明显。
- ⁴. 数据来源于 SIFMA 的各期欧洲固定收益电子平台年度调查报告。网址为:
<http://www.sifma.org/research/surveys/Surveys.html>
- ⁵. Bruno Biais¹ 和 Richard Green 两位学者在 2005 年对美国债券交易从场内向场外的变迁进行的实证研究得出,交易费用对流动性影响不显著。
- ⁶. 电子交易技术的采用淡化了交易所的实体概念,交易所完全可以放弃场所交易的特点。
- ⁷. 电子平台的报价和成交信息一般都局限于参与者,但随着平台影响力增强,各国都通过各种措施提升透明度,如美国 GovPX 和 Trace 系统的应用。
- ⁸. 标准化程度不高的产品一般不适合在不具备询价功能电子平台交易。标准化程度越低的产品越适合通过电话协议成交。
- ⁹. 正常情况下,场内债券交易的费用要高于场外。
- ¹⁰. 虽然银行间市场公开规定的发行上市标准较低,比如与公司债等同的中期票据的发行条件仅为“中期票据待偿还余额不得超过企业净资产的 40%”,但是银行间市场现有的 1443 只债来看,除具有统一发行上市条件的 247 只国债、发改委批的 382 只公司债之外,银行间单一市场发行和挂牌 814 只债中,除掉 152 只央票、252 只评级为 A 减的短融(因为这些债很难发行信用风险),311 只金融债中只有 2 只为 A 加级,28 只中期票据均为 AAA 级。唯一特别的就是 49 只评级为 A 级的资产证券化产品。不过目前固定收益平台同样能支持 AAA 级以下产品的发行。
- ¹¹. 上交所近段时间统一调整债券交易费用后,债券交易成本大大低于银行间市场。

参考文献:

- [1] Bruno Biais and Richard Green. The Microstructure of the Bond Market in the 20th Century. 2005.
- [2] Bruno Biais and James Dow. European Corporate Bond Markets: transparency, liquidity, efficiency. 2006.
- [3] Green, Richard C., Burton Hollifield and Norman Schürhoff. Financial intermediation and costs of trading in an opaque market, Review of Financial Studies, 2007, (20).
- [4] SIFMA 的各期市场研究报告:《eCommerce in the Fixed-Income Markets The 2005 Review of Electronic Transaction Systems》, December 2006、December 2005、December 2004。
- [5] SIFMA 的各期欧洲固定收益电子平台年度调查报告(2008、2007、2006 等)
- [6] 吴林祥. 伦敦股票交易所制度创新及其启示[J]. 证券市场导报, 2000, (8)。

-
- [7]何杰, 交易系统自动化程度的国际比较研究[J]. 证券市场导报, 2001, (2) .
- [8]曾海泉, 喻华丽, 戴文华. 证券交易系统的竞争与未来发展趋势[J]. 证券市场导报, 2004, (7) .
- [9]谷体峰. 做市商制度选择: 股票市场与国债市场差异分析[J]. 证券市场导报, 2005, (7) .
- [10]蔡伟彬. 证券市场混合交易模式制度研究[J]. 证券市场导报, 2005, (7) .
- [11]陈雨. 竞争力, 市场微观结构与证券交易所变革[J]. 证券市场导报, 2005, (11) .
- [12]王晓春, 流动性与我国证券市场交易及其机制的选择[J]. 财经理论与实践, 2000, (4) .
- [13]纪路, 陈伟忠. 市场微观结构及其对市场流动性的影响分析[J]. 财经问题研究, 2000, (9) .
- [14]马达. 美国场外交易市场的发展历程及启示[J]. 金融教学与研究, 2008, (2) .
- [15]过文俊. 台湾发展场外交易市场的经验及其对大陆的启示[J]. 当代亚太, 2005, (12) .
- [16]张 超. 台湾证券柜台交易市场结构及其混合交易模式研究[J]. 上海金融, 2008, (7) .
- [17]张宇燕. 纳斯达克股票市场: 历史、运作和地位[J]. 世界经济, 1999, (10) .
- [18]陈一勤. 从 NASDAQ 看中国做市商制度的建立[J]. 金融研究, 2000, (2) .