专题报告之四：
中国证券公司固定收益业务发展综述

第一章
2014 年中国证券公司债券市场业务发展情况与 2015 年前景展望

回顾 2014 年，伴随着国家积极发展债券市场、服务实体经济的发展思路，债券市场的规模进一步扩大，发行量创历史新高。债券市场的价格亦持续上涨，中债指数创自 2008 年以来的年度最大涨幅。同时，债券市场产品创新步伐进一步加快，推出包括人民币定向债务融资工具、项目收益票据、并购票据、碳收益票据、非公开定向可转债融资工具、供应链票据等多个债市创新产品，而资产证券化业务从审核制走向备案制，进一步扩大了发展空间。不过，在债券市场整体呈现“牛市”格局的同时，我国信用债市场发生了多起违约事件和信用事件，兑付风险显著上升。另外，在固定收益衍生品业务方面，利率互换市场呈现出交易量高速增长、证券公司参与力度加大和引入集中清算机制三大显著特点；国债期货已经成为债券市场的风向标，表现出投资主体不断增大、持仓量和成交量不断攀升、期现联动引导市场走势的特征。在固定收益（FICC）业务方面，受制于基础市场不完善、业务产品不足、监管严格限制等因素，该业务仍处于试点、探索阶段。在债券市场做市商方面，银行间债券市场开始尝试做市业务，央行和相关监管部门强化对做市商制度的完善，对债券市场的完善

和创新起到一定的推动作用。

展望2015年，债券市场或难以延续2014年的“牛市”格局。但在经济发展“新常态”的大背景下，担负着在经济转型发展中重要战略角色的债券市场，亦将迎来“新常态”发展，债券市场创新和发展将更加活跃，进一步提升其服务实体经济发展的效能。

一是债券市场将继续扩容。2015年，中央仍然坚持积极的财政政策和稳健的货币政策，这将增加利率债供给，进一步扩大债券市场规模。同时，地方债务风险依然面临高压，这也将允许地方政府发行适当规模的专项债券用于公益性项目或置换纳入预算管理的存量债务，以防范与化解地方政府债务风险。

二是资产证券化发行规模将进一步扩大。备案制的实施将提升证券化产品的发行效率和降低发行综合成本，为资产证券化业务打开广阔的发展空间，同时基础资产将从企业贷款逐步向个人抵押贷款、汽车贷款、信用卡应收款和基础设施收费等多元化方向转变。

三是债务违约刚性兑付或将打破。2015年，随着经济整体下行压力加大，微观经济体的信用链条更加绷紧，2015年债券违约规模将加大。此外，2015年又是地方债偿债的高峰期，债券风险亦将集中爆发，刚性兑付或将被实质性打破，这将有利于债券市场的长远发展。

第一节　2014年中国债券一级市场业务发展情况

一、债券一级市场业务发展回顾

（一）债券发行总量增长迅猛

2014年，债券市场共发行各类债券6 945只，发行规模12.15万亿元（含同业存单），较2013年增长3.1万亿元，同比增长34.32%，增速提高了22.61个百分点，主要原因是2013年发行量增长较慢，低基数效应所致（见图1－1）。

从新发债券的券种结构来看，2014年国债发行1.77万亿元，同比增长4.73%（见表1－1）；政策性银行债发行2.33万亿元，同比增长13.19%；受中国银监会《商业银行资本管理办法（试行）》影响，近两年二级资本工具发行规模与商业银行次级债呈现了此消彼长的特点，商业银行债发行0.08万亿元，同比下降26.1%；企业债券发行0.69万亿元，同比增长46.71%；中期票据发行0.98万亿元，同比增长40.15%；短期融资券（含超短期融资券）发行2.18万亿元，同比增长35.42%；非公开定向债务融资工具发行0.99万亿元，同比增长76.47%；政策性银行债和国债在发行规模中占据主要地位，二者发行量合计约占发行总量的31.45%。

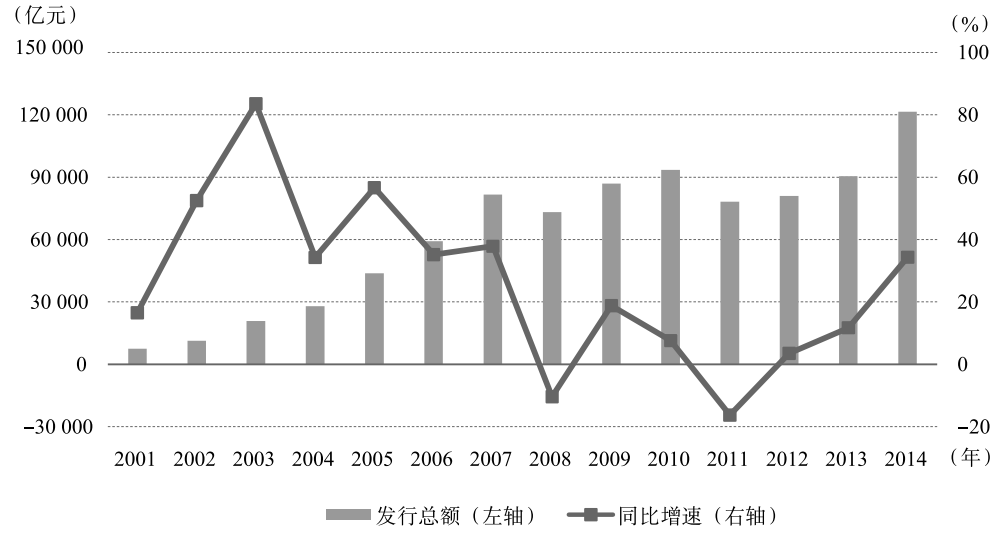

图 1－1　2001—2014 年中国债券市场发行总额及同比增速

资料来源：Wind 资讯。

表 1－1　　2014 年中国债券市场累计发行额及占比、增速情况

券种	发行只数（只）	发行额（亿元）	发行额占比（%）	同比增速（%）
国债	78	17 745	14.61	4.73
地方政府债	43	4 000	3.29	14.29
同业存单	998	8 986	7.40	2 542.82
金融债	936	35 601	29.31	32.92
其中：政策银行债	432	23 306	19.19	13.19
商业银行债	45	824	0.68	－26.10
商业银行次级债券	42	3 449	2.84	20 185.29
保险公司债	9	332	0.27	101.27
证券公司债	106	2 447	2.01	104.90
证券公司短期融资券	252	4 115	3.39	41.61
其他金融机构债	50	1 129	0.93	43.41
企业债	584	6 972	5.74	46.71
公司债	443	1 365	1.12	－22.09
中期票据	720	9 781	8.05	40.15
短期融资券	1 521	21 850	17.99	35.42
非公开定向债务融资工具	1 204	9 982	8.22	76.47
政府支持机构债	11	1 500	1.23	0.00
资产支持证券	389	3 310	2.72	1 067.62
可转债	13	321	0.26	－41.08
可交换债	5	60	0.05	2 067.64
合计	6 945	121 471	100.00	34.15

资料来源：Wind 资讯。

从新发债券的期限结构来看，3 年以内短期品种、3—10 年中长期品种和 10 年以上长期品种发行量占比分别为 59.04%、38.94% 和 2.03%（见表 1－2）。

表 1－2　　2014 年各期限债券累计发行量及占比、增速情况

类别	发行只数（只）	发行总额（亿元）	金额比重（%）	同比增速（%）
1 年以内	3 388	46 926	38.68	77.52
1—3 年	1 692	24 701	20.36	33.04
3—5 年	906	20 326	16.75	29.63
5—7 年	711	15 274	12.59	15.05
7—10 年	193	11 640	9.59	49.41
10 年以上	32	2 461	2.03	－17.95
合计	6 922	121 329	100.00	43.16

资料来源：Wind 资讯。

（二）债券市场托管总量继续平稳增长

截至 2014 年 12 月 31 日，全国债券市场总托管量达到 35.92 万亿元（含同业存单），较上年末增长 5.93 万亿元，同比增长 19.79%（见图 1－2）。

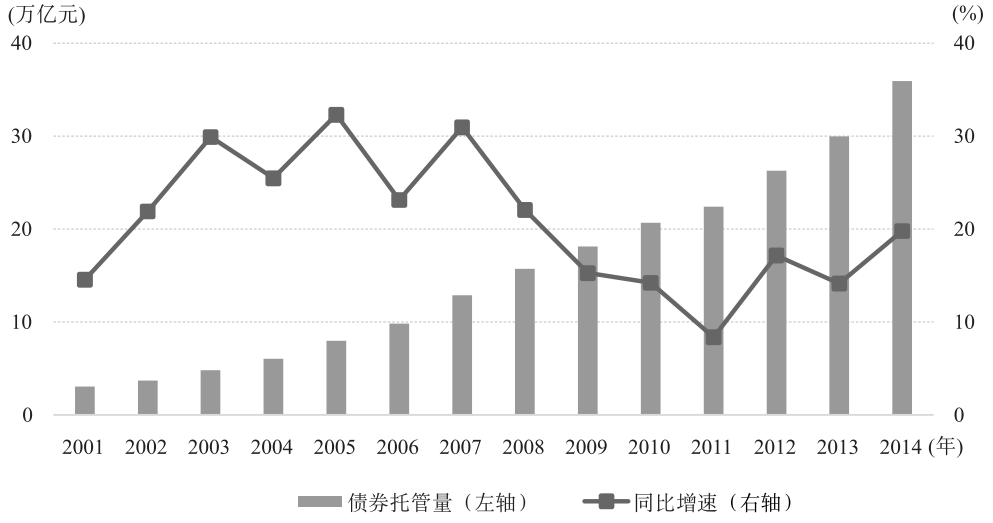

图 1－2　2001—2014 年各市场债券托管量及同比增速情况

资料来源：Wind 资讯。

（三）债券发行利率出现明显下行

2014 年，10 年期国债、10 年期国开债的发行利率分别下降 20%、33%（见图 1－3、图 1－4），而 5 年中期票据（AAA）的发行利率亦下降 26%（见图 1－5）。

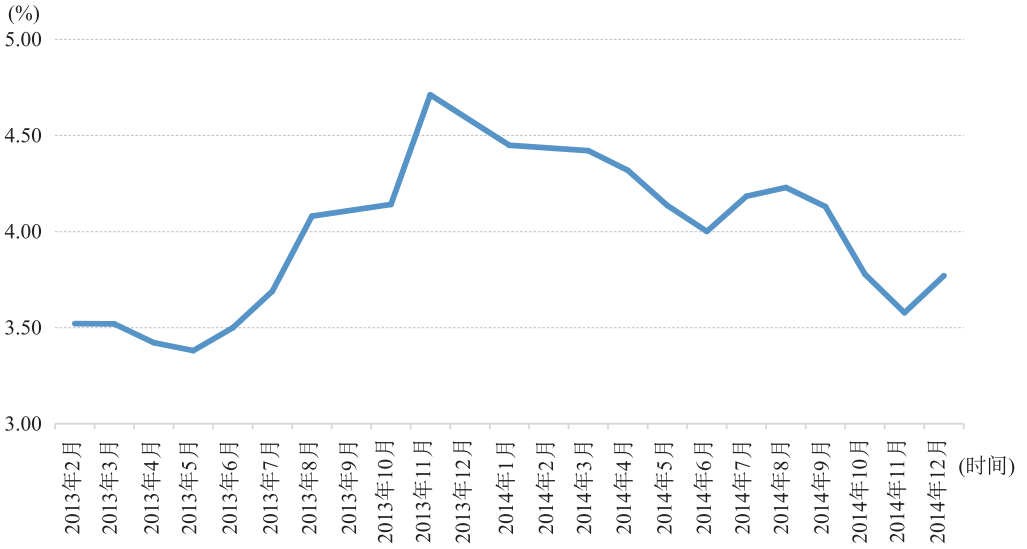

图 1－3　2013—2014 年 10 年期国债招投标利率走势

资料来源：Wind 资讯。

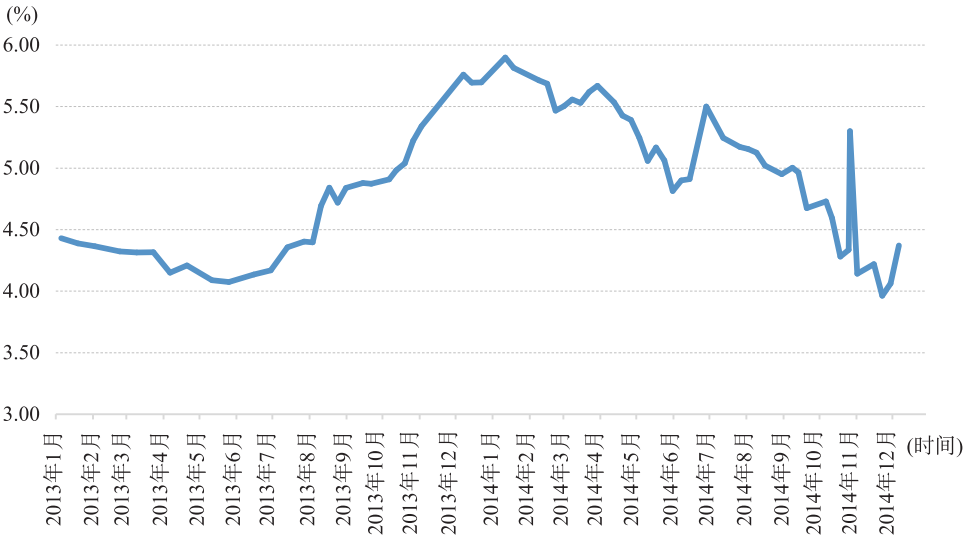

图 1－4　2013—2014 年 10 年期国开债发行利率走势

资料来源：Wind 资讯。

不同信用等级债券的发行成本下降幅度亦不相同，高等级信用债券利率下降较大，例如，1 年期短期融资券 AAA 级、AA－级的发行利率较年初分别下降约 235 个基点、151 个基点（见图 1－6）。低等级信用债券维持了较高的发行利率水平，利差扩大。例如，2014 年末，AA－和 AA 等级之间非金融企业债务融资工具的信用利差比年初上升了 72 个基点，反映出市场风险溢价扩大（见图 1－7）。

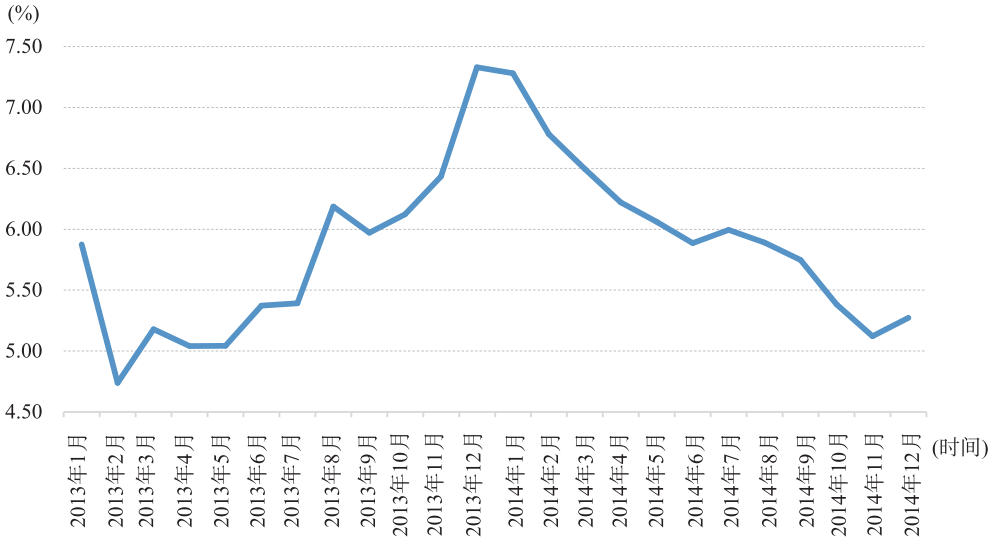

图 1－5　2013—2014 年 5 年期中期票据发行利率走势

资料来源：Wind 资讯。

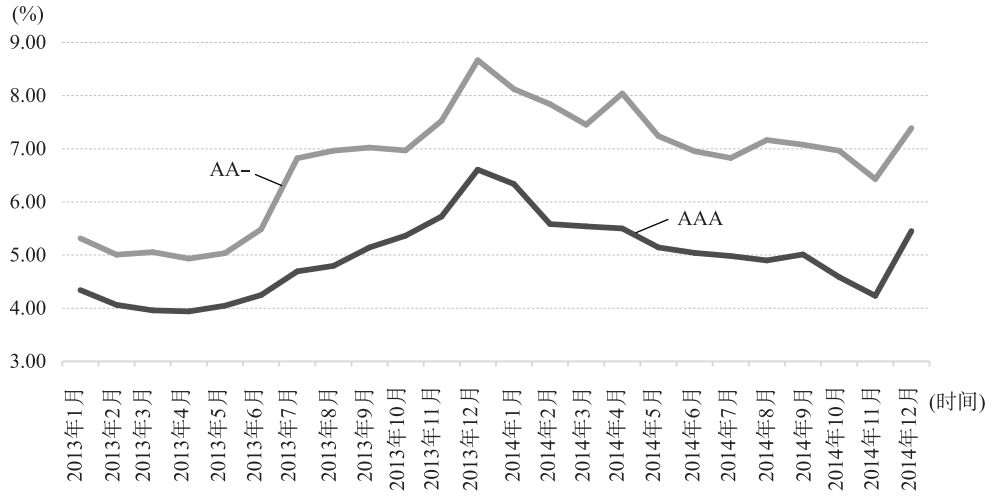

图 1－6　2013—2014 年 1 年期短期融资券 AAA 级和 AA－级的发行利率走势

资料来源：Wind 资讯。

（四）银行债券承销额市占率有所下降

2014 年，银行仍然主导债券一级市场承销业务，承销额占总承销额的比重达 67.54%，同比下降了 4.13 个百分点；证券公司承销额比重较 2013 年有所上升，同比增长了 4.16 个百分点至 32.29%。

在债券承销排名前 20 位中，证券公司仅占有 5 席，分别为中信证券、国开证券、中信

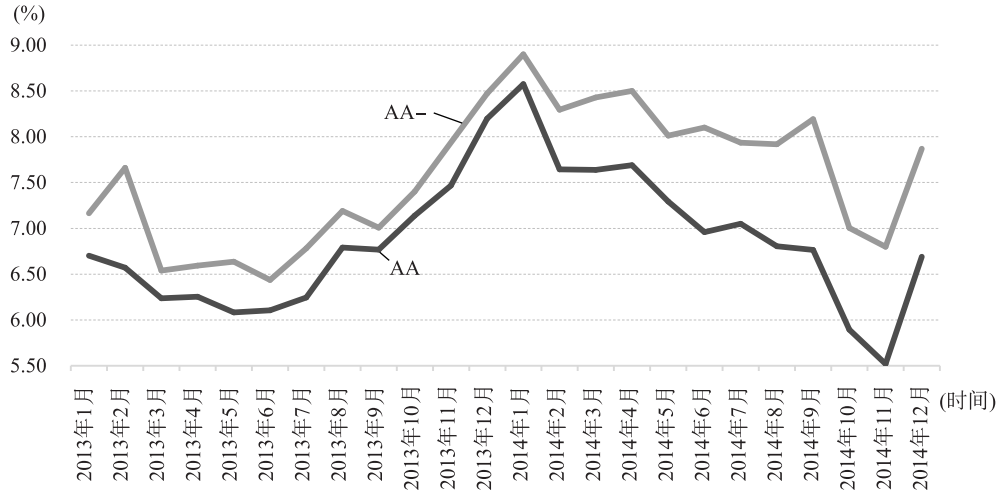

图 1－7　2013—2014 年非金融企业债券 AA 级和 AA－级的发行利率走势

资料来源：Wind 资讯。

建投证券、中金公司和国泰君安证券，其债券承销额依次为 3 471 亿元、1 842 亿元、1 317 亿元、1 157 亿元、1 068 亿元（见表 1－3）。

表 1－3　　2014 年债券承销机构前 20 名排名

排名	机构名称	总承销金额（亿元）	市场份额（%）	只数（只）	平均承销额（亿元）
1	工商银行	4 547.97	7.09	401	11.34
2	建设银行	4 456.51	6.95	483	9.23
3	中国银行	3 841.66	5.99	371	10.35
4	中信证券	3 471.33	5.41	275	12.62
5	浦东发展银行	3 153.64	4.92	437	7.22
6	兴业银行	3 144.74	4.90	409	7.69
7	农业银行	3 070.12	4.79	303	10.13
8	国家开发银行	2 902.07	4.52	329	8.82
9	中信银行	2 888.90	4.50	373	7.75
10	光大银行	2 748.98	4.29	274	10.03
11	招商银行	2 514.38	3.92	337	7.46
12	交通银行	2 172.05	3.39	255	8.52
13	国开证券	1 842.07	2.87	132	13.96
14	北京银行	1 525.84	2.38	214	7.13
15	民生银行	1 493.52	2.33	209	7.15
16	中信建投证券	1 317.72	2.05	142	9.28
17	中金公司	1 157.49	1.80	86	13.46
18	国泰君安证券	1 068.11	1.67	131	8.15
19	华夏银行	900.73	1.40	135	6.67
20	平安银行	897.57	1.40	135	6.65

资料来源：Wind 资讯。

（五）机构投资者队伍进一步扩大

2014 年，债券市场投资者类型更加丰富，投资者数量继续增加。中央结算公司数据显示，截至 2014 年末，银行间市场各类参与者共计 6 681 家，较 2013 年末增加 606 家。其中，甲、乙、丙类户分别有 115 家、5 761 家、805 家，较 2013 年末分别增加 1 家、575 家、30 家，比重分别为 1.72%、86.23%、12.05%（见图 1－8）。

从主要券种投资者持有结构看，2014 年末，商业银行持债占比为 63%，较 2013 年末下降 1.38 个百分点，信用社、证券公司、保险机构、基金等非银行金融机构持债占比共为 22.48%，基本与 2013 年末持平，非金融机构及其他类投资者持债占比共为 14.51%，较 2013 年末上升 1.38 个百分点（见图 1－9）。

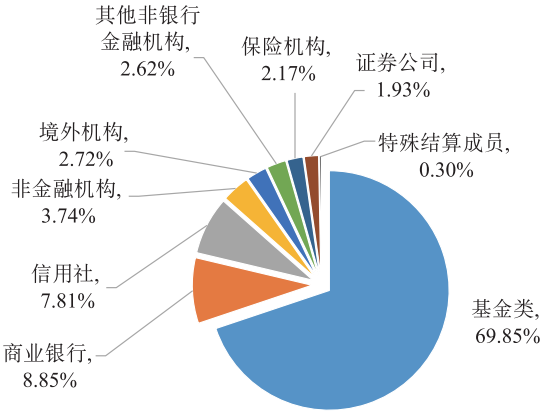

图 1－8　2014 年投资者数量结构

资料来源：中国债券信息网。

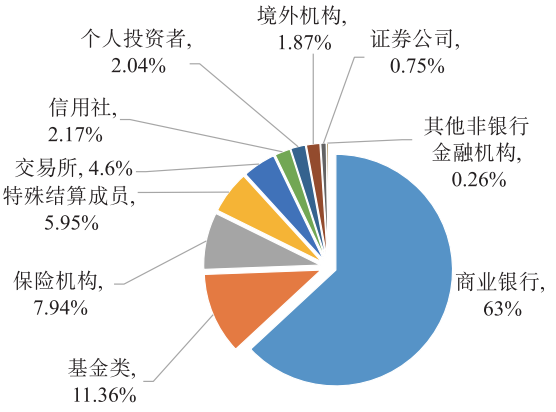

图 1－9　2014 年主要券种投资者持有结构

资料来源：中国债券信息网。

在经济下行背景之下，2014 年主要券种投资者持有结构也呈现出与 2013 年不同的特点：第一，各类型投资者总体风险偏好有所下降，普遍增持风险低、流动性好的利率类债券。第二，以证券投资基金、证券公司资产管理计划、信托计划、年金、社保基金、商业银行理财产品为主的投资者，更加偏好持有票据利率较高的公司信用类债券。第三，在大力发展信贷资产支持证券，盘活信贷存量的政策导向下，各主要机构普遍增持资产支持证券。第四，境外机构参与银行间债券市场的规模迅速增加，偏好持有国债、政策性银行债、央票、政府支持机构债等具有较高安全性的债券资产，RQFII 持有信用债的比例有所上升（见表 1－4 和表 1－5）。

表 1－4　　2014 年末在中央结算公司登记托管的主要券种持有者结构量　　（单位：亿元）

投资者	国债	政策性银行债	央行票据	企业债	中期票据	商业银行债	资产支持证券	政府支持机构债
特殊结算成员	15 785.92	169.10	499.40	62.10	296.88	12.70	58.16	142.59
商业银行	59 543.35	77 966.79	3 624.32	6 659.87	8 935.10	4 071.64	1 770.22	5 712.35
信用社	751.78	2 842.57	—	1 145.90	1 009.72	124.82	7.34	272.15
非银行金融机构	260.00	74.70	—	129.32	128.45	32.90	50.24	52.73
证券公司	290.83	217.64	—	1 025.91	476.33	17.35	38.78	83.72
保险机构	3 050.94	6 141.73	—	3 099.09	1 367.03	5 750.84	36.35	3 318.74
基金	947.68	9 702.05	—	6 619.42	7 959.37	2 491.71	726.22	1 388.76
非金融机构	18.43	39.68	—	31.55	11.20	23.20	0.30	0.26
个人投资者	2.34	34.93	—	0.08	—	—	—	—
交易所	2 653.36	—	—	10 520.60	—	—	—	—
境外机构	2 214.53	2 385.17	—	69.87	450.72	8.50	1.32	53.56

资料来源：中国债券信息网。

表 1－5　　2014 年末在中央结算公司登记托管的主要券种持有者结构比　　（单位：%）

投资者	国债	政策性银行债	央行票据	企业债	中期票据	商业银行债	资产支持证券	政府支持机构债
特殊结算成员	18.46	0.17	12.11	0.21	1.44	0.10	2.16	1.29
商业银行	69.62	78.30	87.89	22.68	43.30	32.49	65.83	51.81
信用社	0.88	2.85	—	3.90	4.89	1.00	0.27	2.47
非银行金融机构	0.30	0.08	—	0.44	0.62	0.26	1.87	0.48
证券公司	0.34	0.22	—	3.49	2.31	0.14	1.44	0.76
保险机构	3.57	6.17	—	10.55	6.62	45.88	1.35	30.10
基金	1.11	9.74	—	22.54	38.57	19.88	27.01	12.60
非金融机构	0.02	0.04	—	0.11	0.05	0.19	0.01	0.00
个人投资者	0.00	0.04	—	0.00	—	—	—	—
交易所	3.10	—	—	35.83	—	—	—	—
境外机构	2.59	2.40	—	0.24	2.18	0.07	0.05	0.49

资料来源：中国债券信息网。

（六）债券创新能力持续增强

2014 年，债券市场创新步伐明显加快，债券品种进一步丰富。

国债收益率曲线的深度应用得到有效扩展。2014 年 11 月，农业银行优先股的发行定价采用市场权威机构编制的中债国债收益率曲线 5 年期收益率为基准浮动。截至 2014 年底，已有 29 只永续债也是采用中债国债收益率曲线作为发行定价基准。

境外非金融企业首次在境内发行人民币债券。2014 年 3 月，戴姆勒股份公司首期 5 亿元人民币定向债务融资工具成功发行。

扩大超短期融资券发行主体范围。2014 年 5 月将超短期融资券发行主体范围扩展至 AA

级企业，新增潜在发行企业超过 200 家。

同业存单发展迅速。2014 年，同业存单发行量达 8 985 亿元，以 3 个月、6 个月品种居多，参与主体 103 家。

推出项目收益票据，探索建立规范透明的城镇化建设融资机制。

进行并购票据和碳债券产品创新，服务国家产业结构调整和转型升级。

上市商业银行发行的理财产品首次获准进入银行间市场。

研究推出永续票据和可转换票据，为实体企业降负债、去杠杆，发挥对债券融资的带动效应。两类产品的权益属性具有较强的带动效应，在填补资金需求的同时，进一步提升了企业负债能力。

探索多种渠道和方式支持中小微企业优化债务结构、降低融资成本，通过集合票据、区域集优票据累计支持中小微企业发债超过 300 亿元。支持创投企业、融资租赁企业、小贷公司、供应链核心公司发行债务融资工具。

地方政府债开启自发自还模式。财政部颁布《2014 年地方政府债券自发自还试点办法》后，10 个试点省市共完成 1 066.8 亿元地方政府债券的发行工作。

二、证券公司债券一级市场发展情况

（一）证券公司债券主承销额大幅增长

2014 年，84 家证券公司主承销债券 2 175 只，同比增加 1 113 只；主承销额共 2.07 万亿元，同比增长 80.61%（见图 1－10）；平均承销额 7.76 亿元，同比下降 28.15%（见图 1－11）。

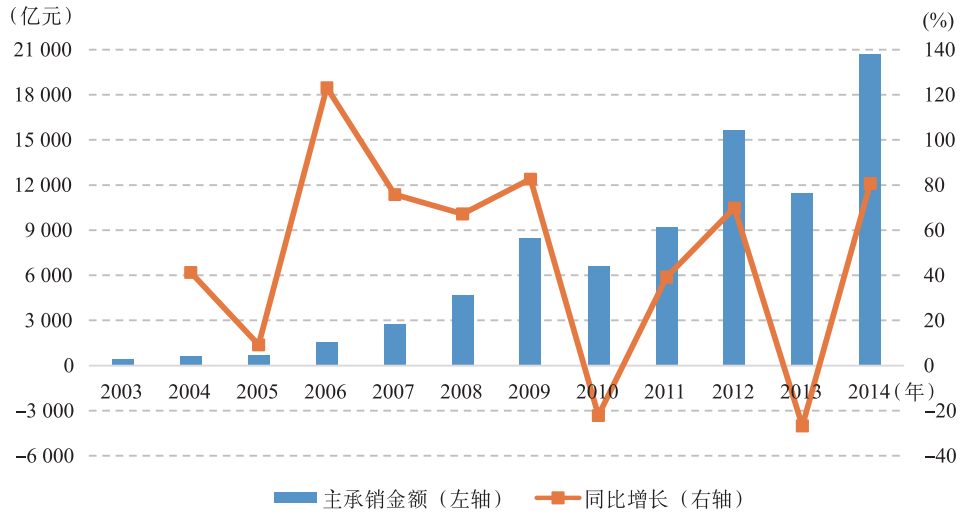

图 1－10　2003—2014 年证券公司主承销债券金额及增速变化情况

资料来源：Wind 资讯。

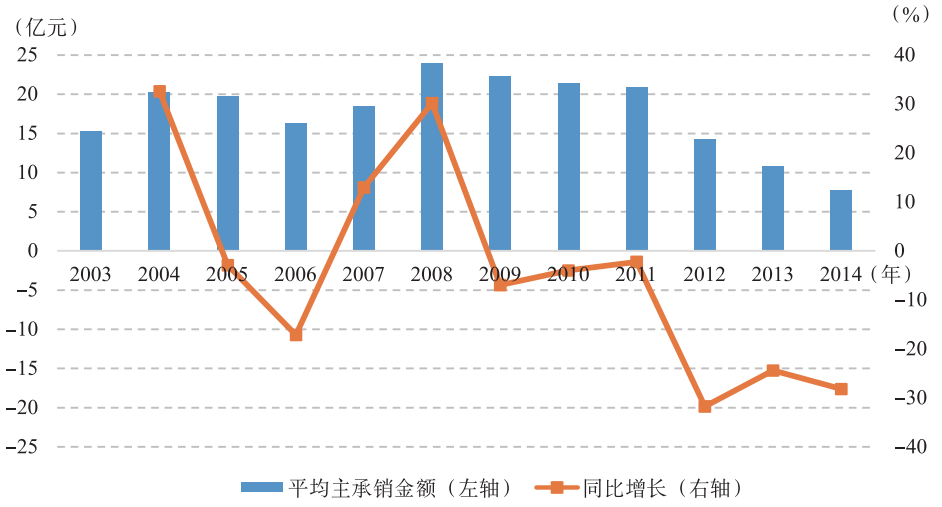

图 1－11　2003—2014 年证券公司主承销债券平均金额及增速变化情况

资料来源：Wind 资讯。

2014 年，在证券公司主承销券种中，公司债承销额继续下降，而资产支持证券承销额显著增长。主要券种的承销只数和承销额为：企业债发行 711 只，总承销额 6 940.98 亿元，同比增长 47.37%；金融债发行 255 只，总承销额 5 901.98 亿元，同比增长 193.26%；公司债发行 458 只，总承销额 1 350.66 亿元，同比下降 20.36%；资产支持证券发行 393 只，总承销额 2 948.65 亿元，而 2013 年同期仅 201.86 亿元，同比增长 14.61 倍（见表 1－6）。

表 1－6　　2013—2014 年证券公司企业债、公司债和金融债主承销额及增速变化情况

年度	企业债主承销金额（亿元）	同比增长（%）	公司债主承销金额（亿元）	同比增长（%）	金融债主承销金额（亿元）	同比增长（%）	资产支持证券承销金额（亿元）	同比增长（%）
2014	6 940.98	47.37	1 350.66	－20.36	5 901.08	193.26	2 948.65	1 360.74
2013	4 709.80	－27.53	1 696.03	－35.35	2 012.25	－48.35	201.86	－17.41

资料来源：Wind 资讯。

2014 年证券公司资产支持证券主承销额情况见表 1－7。

表 1－7　　2014 年证券公司资产支持证券主承销额情况

机构名称	承销金额（亿元）	市场份额（%）	只数（只）
国开证券	933.08	31.64	33
中信证券	810.63	27.49	105
国泰君安证券	236.11	8.01	41
招商证券	224.13	7.60	24
中信建投证券	163.73	5.55	27
中金公司	155.06	5.26	32
海通证券	64.15	2.18	19

续表

机构名称	承销金额（亿元）	市场份额（%）	只数（只）
第一创业摩根大通证券	62.80	2.13	12
华融证券	49.65	1.68	11
华泰证券	48.74	1.65	10
中银国际证券	47.93	1.63	6
银河证券	33.70	1.14	15
兴业证券	29.60	1.00	8
西南证券	24.98	0.85	8
恒泰长财证券	14.16	0.48	4
齐鲁证券	11.96	0.41	5
东兴证券	8.07	0.27	3
民族证券	7.85	0.27	6
中投证券	6.35	0.22	7
中原证券	5.30	0.18	7
国海证券	5.00	0.17	3
光大证券	4.54	0.15	3
渤海证券	1.12	0.04	4
总计	2 948.65	100	393

资料来源：Wind 资讯。

（二）证券公司债券承销额市场集中度有所回升

2014 年，排名前 10 位的证券公司，合计承销额 1.25 万亿元，市场份额合计 60.29%，较 2013 年回升了 4.97 个百分点（见图 1－12）。

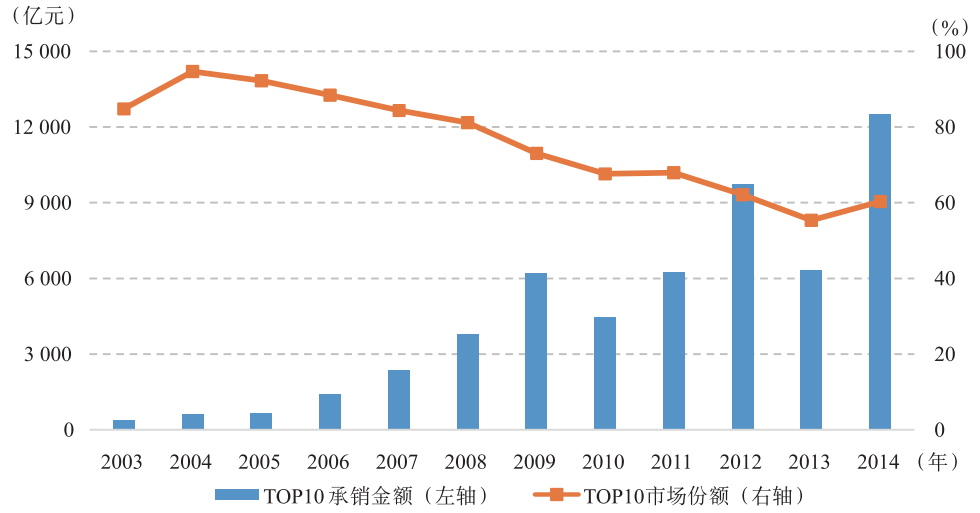

图 1－12　2003—2014 年证券公司债券主承销额 TOP10 市场份额情况

资料来源：Wind 资讯。

第二节　2014 年中国债券二级市场业务发展情况

一、债券市场价格指数持续上涨，收益率曲线震荡下行

2014 年，债券市场摆脱了 2013 年下半年的资金面冲击后，逐步回到基本面驱动行情中，演绎了贯穿整年的大牛市。分阶段来看，从年初到 3 月底，资金面实质宽松叠加市场谨慎预期，短端利率大幅下行，长端僵持，收益率曲线急剧陡峭化；从 4 月初到 6 月中旬，由于第 1 季度经济基本面弱势格局确认，而货币政策在 2014 年第 1 季度也始终维持宽松状态，市场普遍预期资金面将持续宽松，因此配置力量开始大举介入长债，导致长端利率迅速下行；7 月份至 8 月份，在 2014 年第 2 季度经济数据短暂好转后，收益率出现了快速上行，而此后在央行诸如 MLF、降息等操作下，收益率再一次下探，牛市重启；虽然 12 月份在股市资金分流、监管黑天鹅事件以及获利回吐等因素的影响下短期回调，但难改整体牛市格局。

截至 2014 年 12 月末，中债新综合财富（总值）指数为 157.06 点，较 2013 年 12 月末的 142.34 点上涨 10.34%；中债新综合净价（总值）指数为 99.48 点（见图 1－13），较 2013 年 12 月末的 94.26 点上涨 5.57%，均创 2008 年以来的年度最大涨幅（见图 1－14）。

图 1－13　2007—2014 年中债新综合净价（总值）指数走势变化情况

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯。

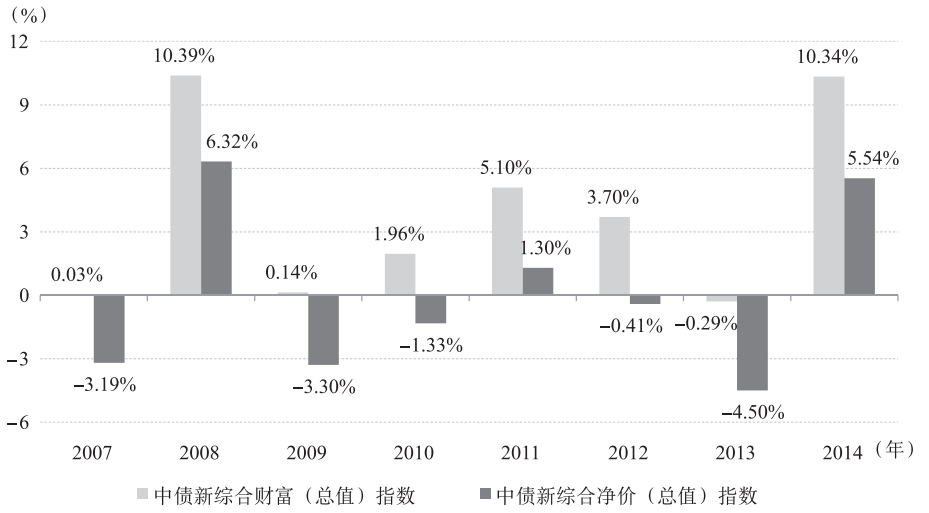

图 1－14　2007—2014 年中债综合净价指数年度涨跌幅情况

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯。

从分类型的债券收益率表现来看，截至 2014 年 12 月 31 日，国债收益率曲线 1 年、3 年、5 年、7 年、10 年期收益率较上年末分别下降 96 个、105 个、95 个、98 个、93 个基点（BP）。另外，10 年国开债、5 年 AAA 中票和 5 年 AA 城投相比于 2013 年年末分别下行 93 个基点、173 个基点、149 个基点和 168 个基点，国开债为表现最好的品种。

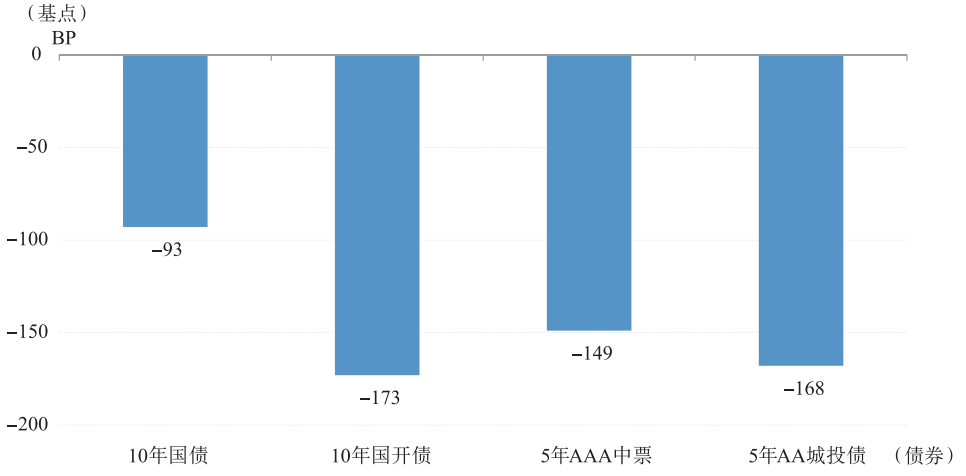

图 1－15　2014 年分类型债券收益率曲线变化情况

资料来源：Wind 资讯。

二、债券市场现券交易规模略有下降，回购交易活跃度明显上升

2014 年，债券市场交投活跃度明显回升，全年现券和回购交易结算量为 352.44 万亿

元，同比增长 34.17%。其中，现券交易量 40.33 亿元，同比下降 2.68%；回购交易保持活跃，全年结算量 312.11 万亿元，同比增长 41.07%。

从债券市场总成交量结构来看，2014 年现券交易量比重 11.44%，回购交易量比重 88.56%，其中回购交易在总成交中的占比为 2003 年以来的新高（见图 1－16）。

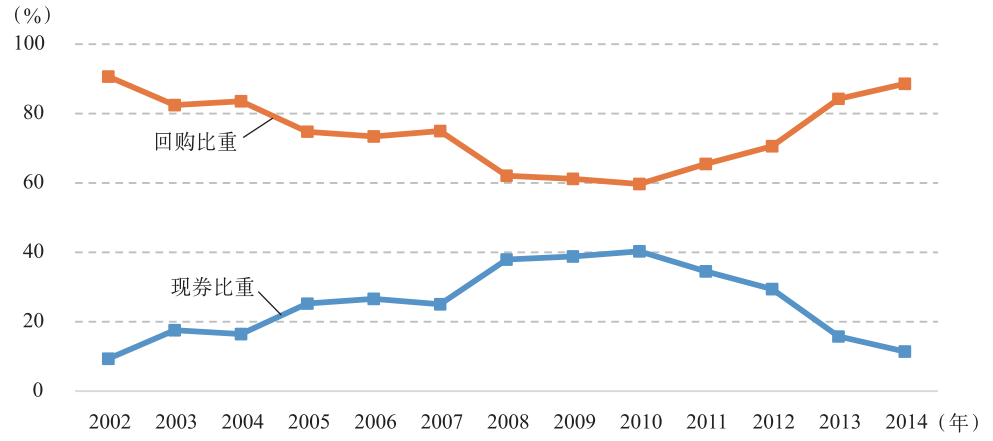

图 1－16　2002—2014 年债券市场交易量结构

资料来源：Wind 资讯。

从现券交易的成交品种来看，金融债、国债、短期融资券、中期票据、企业债 5 个品种是主要的交易品种，占比分别为 43.25%、14.33%、13.34%、12.96%、11.67%，其中金融债、短期融资券和国债占比都较 2013 年有所提升。而且从绝对交易量来看，金融债和国债的成交量同比增加了 34.25%、3.35%（见图 1－17、表 1－8），活跃度明显增加。

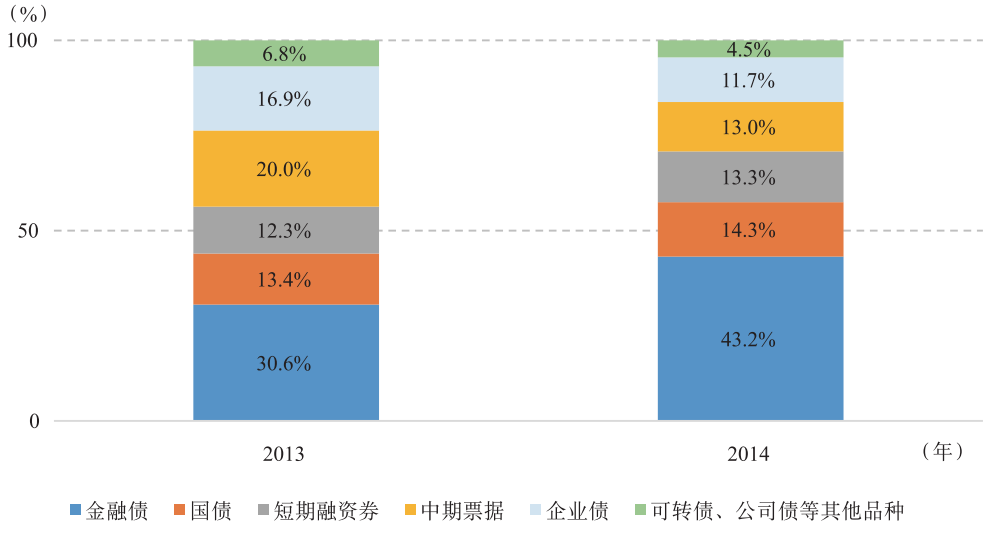

图 1－17　2002—2014 年债券市场现券交易品种构成情况

资料来源：Wind 资讯。

表 1－8　　2014 年债券市场现券交易品种成交额及增速情况

券种	2014 年		2013 年	
	现券交易量（亿元）	增速（%）	现券交易量（亿元）	增速（%）
国债	57 447.30	3.35	55 582.77	－39.55
地方政府债	1 064.13	－53.98	2 312.36	－88.88
央票	1 260.63	－88.03	10 532.04	－86.96
金融债	173 399.28	34.25	126 928.04	－42.71
企业债	46 784.70	－33.05	69 877.42	－18.31
公司债	2 977.97	29.70	2 297.13	45.97
中期票据	51 943.80	－37.21	82 714.03	－39.58
短期融资券	53 470.97	9.27	51 127.66	－41.09
国际机构债	0.96	－99.63	262.29	5.84
政府支持机构债	4 515.00	－37.43	7 215.50	－52.46
资产支持债券	16.06	—	—	—
可转债	7 825.18	60.16	4 885.98	130.58
可分离债	245.10	－54.30	536.33	36.29
合计	400 951.09	－3.23	414 288.97	－44.30

资料来源：Wind 资讯。

（一）银行间债券市场现券交易量继续萎缩，回购交易量增速较快

2014 年，银行间债券市场成交额 263.15 万亿元，同比增长 32.51%。其中，现券成交 38.91 万亿元，同比下降 3.74%；回购成交 224.24 万亿元，同比增长 41.77%。

从银行间债券市场交易量结构来看，2014 年银行间市场现券成交额在现券交易总规模中占比 96.49%，所占份额在 2013 年的基础上进一步下滑；在回购交易总规模中占比 71.85%，占比较 2013 年的低位小幅提升。

从现券交易品种看，2014 年银行间债券市场现券成交排名前三位的券种为政策性银行债、政府债券和企业债券，成交占比分别为 52.6%、18.8%、14.2%（见图 1－18）。与 2013 年相比，政策性银行债和政府债券的成交占比分别增加 17.2 个百分点、3.15 个百分点，企业债券则是减少 4.5 个百分点。

从机构买卖现券情况看，2014 年银行间债券市场现券买入量与卖出量前三位的机构类型均为城市商业银行、证券公司和全国性商业银行（见表 1－9），三类机构买入量占银行间债券市场现券总买入量的 62.91%，卖出量占银行间债券市场现券交易总量的 64.82%。净买入的前三类机构为基金类、境外机构和外资银行，净卖出的前三类机构为城市商业银行、信用社和农村商业银行。

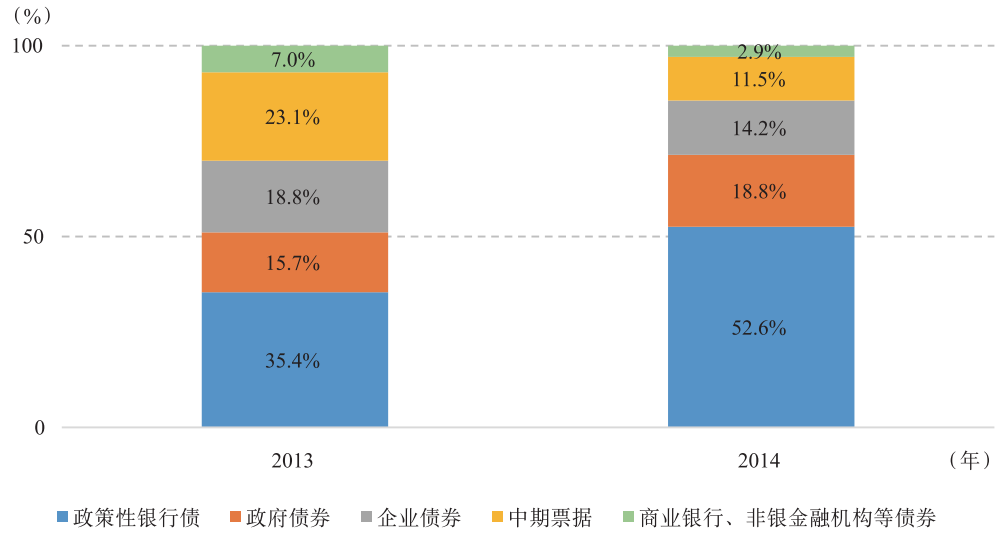

图 1－18　2013—2014 年银行间债券市场各券种交易量结构

资料来源：中国债券信息网。

表 1－9　　2014 年银行间债券市场各机构现券买卖成交量结构

机构	现券买入量（亿元）	占比（%）	现券卖出量（亿元）	占比（%）
城市商业银行	83 950. 13	27. 10	89 289. 42	28. 82
证券公司	56 591. 77	18. 27	56 830. 44	18. 34
全国性商业银行	54 338. 26	17. 54	54 677. 84	17. 65
外资银行	38 727. 24	12. 50	37 464. 93	12. 09
农村商业银行	33 477. 52	10. 81	33 998. 80	10. 97
基金类	26 081. 22	8. 42	23 830. 99	7. 69
信用社	7 054. 84	2. 28	7 780. 44	2. 51
境外机构	2 414. 99	0. 78	506. 43	0. 16
其他	2 341. 61	0. 76	307. 75	0. 10
农村合作银行	1 832. 94	0. 59	1 923. 38	0. 62
保险机构	1 722. 15	0. 56	1 890. 16	0. 61
特殊结算成员	757. 36	0. 24	823. 05	0. 27
非银行金融机构	483. 41	0. 16	444. 72	0. 14
村镇银行	25. 65	0. 01	27. 55	0. 01
合计	309 799. 10	100. 00	309 799. 10	100. 00

资料来源：中国债券信息网。

从回购交易情况看，银行间债券市场质押式回购和买断式回购共计成交 213. 55 万亿元，

同比增长 34.37%，增速较 2013 年增加 26.69 个百分点，为 2008 年以来的最高增幅。其中，质押式回购累计成交 203.81 万亿元，同比增长 33.33%；买断式回购累计成交 9.74 万亿元，同比增长 60.57%。

在回购交易标的券种方面，以政府债券、央行票据、政策性银行债和政府支持机构债券为标的券种的质押式回购交易合计占比 88.29%，以公司信用类债券为标的券种的质押回购交易合计占比 11.71%；买断式回购中，以政府债券、央行票据、政策性银行债和政府支持机构债券为标的券种的交易占比 59.03%，以公司信用类债券为标的券种的交易占比 40.97%（见表 1－10）。

表 1－10　　2014 年银行间债券回购市场券种交易量及占比情况

券种	质押式回购交易		买断式回购交易	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
政府债券	840 883.04	41.26	17 892.21	18.36
记账式国债	818 264.14	40.15	17 678.60	18.14
地方政府债	22 618.90	1.11	213.61	0.22
央行票据	16 373.17	0.80	0.00	0.00
政策性银行债	891 321.99	43.73	37 145.92	38.11
国家开发银行	565 320.69	27.74	26 430.65	27.12
中国进出口银行	134 034.65	6.58	3 713.34	3.81
中国农业发展银行	191 966.65	9.42	7 001.93	7.18
政府支持机构债券	50 925.44	2.50	2 497.82	2.56
商业银行债券	23 512.25	1.15	823.67	0.85
资本工具	858.70	0.04	36.40	0.04
非银行金融机构债券	371.65	0.02	57.42	0.06
企业债券	116 746.95	5.73	26 986.05	27.69
资产支持证券	156.27	0.01	0.00	0.00
中期票据	96 802.72	4.75	12 027.21	12.34
集合票据	113.59	0.01	7.51	0.01
合计	2 038 066.27	100.00	97 474.21	100.00

资料来源：中国债券信息网。

从回购交易的净融资方向来看，资金净融入方前三位分别是城市商业银行、农村商业银行和信用社（见表 1－11），合计占到净融入总额的 73.30%；资金净融出方前三位分别是全国性商业银行、特殊结算成员（包括财政部、中国人民银行、政策性银行、交易所、中央国债公司和中证登公司等机构）和农村合作银行，合计占到净融出总额的 99.89%。

表 1－11　　2014 年银行间债券回购市场机构融资情况

机构名称	净融资	正回购	逆回购
城市商业银行	373 699.01	670 408.39	296 709.39
农村商业银行	197 235.06	315 091.89	117 856.83
信用社	100 236.32	177 277.14	77 040.82
证券公司	84 081.88	88 008.58	3 926.70
保险机构	82 631.35	100 851.77	18 220.42
基金类	64 196.48	181 760.63	117 564.15
外资银行	13 061.55	35 695.85	22 634.31
村镇银行	414.71	516.76	102.05
其他	56.00	56.00	0.00
境外机构	15.00	15.00	0.00
非银行金融机构	－989.83	15 585.44	16 575.27
农村合作银行	－10 552.91	23 002.66	33 555.57
特殊结算成员	－421 344.42	15 054.70	436 399.11
全国性商业银行	－482 740.19	414 741.46	897 481.66

资料来源：中国债券信息网。

（二）交易所债券市场交易总额持续提升，现券和回购交易量大幅增长

2014 年，交易所债券市场交易总额为 89.28 万亿元，较 2013 年增长 25.2 万亿元，同比增长 39.33%，占债券市场交易总额 22.37%。交易所债券市场交易规模的持续增长，主要受 2013 年监管机构对银行间市场乙类户及丙类户清理的影响，新发债券型基金、资管产品及机构客户参与到交易所债券市场的交易中所致。

2014 年，交易所市场交易活跃度略高于银行间债券市场，现券和回购交易量大幅增长。现券交易成交额 1.41 万亿元，同比增长 40.08%；回购成交金额为 87.87 万亿元，同比增长 39.32%。

交易所现券成交活跃度略超银行间债券市场，占整体的成交量比例也在稳步上升，主要在于监管政策变动后，相关机构转移交易场所所致。一方面，虽然 2014 年整体处于牛市行情中，但是因监管部门于 2013 年 4 月起便暂停了银行间乙类、丙类账户的债券买入和回购等交易，上述机构银行间账户年内大部分时间内仍处于关停状态，银行间的现券交易量年同比为负增长。另一方面，交易所对于投资者的限制较小，融资也较为便利，成功承接了银行间各类账户关停后的交易转移，现券交易量同比大幅增加。

从交易所债券市场交易量结构来看，2014 年交易所市场成交额在现券交易总规模中占比达 3.51%，在回购交易总规模中占比达 28.15%。

从交易所债券市场主要品种现券成交来看，受 2014 年下半年 A 股市场大幅上涨、可转债标的数量较少影响，可转债价格亦出现大幅上涨，2014 年可转债现券交易较 2013 年大幅

增长 2 939.20亿元，增长幅度达 60.16%。2014 年 1 月 7 日，首批国开债在上交所集中竞价交易系统成功上市，打破了以往政策性金融债只在银行间债券市场发行、交易的壁垒，尽管年内受制于发行数量及规模的限制，政策性金融债在交易所市场成交规模并不大，但对深化债券市场改革、推动市场互联互通有重大意义。交易所债券市场主要品种现券成交统计见表 1－12。

表 1－12　　交易所债券市场主要品种现券成交统计

项目	2014 年（亿元）	2013 年（亿元）	增长率（%）
国债	423.33	439.68	－3.72
政策性金融债	315.13	9.19	3 330.22
企业债	2 232.20	1 904.68	17.20
公司债	2 977.97	2 296.11	29.70
可转债	7 825.18	4 885.98	60.16

资料来源：Wind 资讯。

第三节　2014 年中国信用债市场存在的问题及建议

一、2014 年信用债券市场违约事件回顾

（一）信用债兑付危机频现

近年来，伴随着金融脱媒化、利率市场化及直接融资的发展，信用债市场迅速崛起。截至 2014 年 12 月末，存量信用债达 12.06 万亿元，占债券市场比重的 33.57%，已成为我国金融体系乃至整个宏观经济举足轻重的重要组成。

进入到 2014 年以来，信用债的市场环境出现了明显的变化。一方面，中国迎来了经济发展新常态的阶段，宏观经济增速放缓、经济结构调整不断深化，使得部分产能过剩行业需求下滑严重，不少强周期行业的经营状况也在恶化，企业偿债能力整体下滑明显。另一方面，伴随着信用债市场发行门槛的降低，越来越多的中小企业开始在债券市场发行债券，而这部分发行人抵御风险的能力并不高，较为容易发生信用事件。其实，早在 2012 年，诸多中小企业集合票据的发行方，比如地杰通信、康特荣宝、惠佳贝等也都出现了偿债困难的情况，但经过各方博弈后最终都如期兑付，债券市场保持了“零违约”的特征。不过，2014 年 3 月，“11 超日债”事件的出现终于打破了这一局面。随后，信用债兑付危机频现，私募债市场逐渐成为信用事件的集中地。诸如，2014 年 3、4 月份爆发违约风险的“13 中森债”、“12 华特斯”，7 月 24 日正式违约的“12 金泰债”，7 月 29 日违约的“12 津联债”，8

第二章

2014 年中国证券公司固定收益衍生品业务发展情况及建议

第一节　2014 年中国证券公司固定收益衍生品业务发展情况

固定收益衍生品可有效实现对固定收益产品进行风险的管理。按照衍生品标的物和衍生品的关系，分为基础衍生品和高级衍生品。基础衍生品都是以基础资产为标的的衍生品（包括利率互换和期货等）。高级衍生品主要指将基础资产抽象化或以衍生品为基础的衍生品，比如将多种市场因子模型化之后的因子作为标的物的信用违约掉期或担保债务凭证。目前，我国市场应用较多的固定收益衍生品主要是利率互换和国债期货两类基础衍生品。

一、利率互换业务总体发展情况

（一）利率互换业务发展概况

利率互换是指以约定的名义本金为基础，一方将该本金以某种利率类型计算的利息收入（支出）现金流与对方的以另一种利率类型计算的利息收入（支出）现金流相交换的交易。目前交易最多的是基于 7 天质押式定盘回购利率或 Shibor 3M 利率的浮动利率和约定期限的固定利率之间的互换，还包括定期存款利率、贷款利率等基准利率。

利率互换具有杠杆率高、期限灵活、双向交易的特点，可有效进行利率风险管理，降低金融机构和企业的融资利率，对冲利率波动风险；可有效调整资产负债结构，解决银行的资产负债期限匹配；可有效实现浮息债和固息债之间的转化，提高收益空间等等。

截至 2014 年 6 月，全球 OTC 市场共有 691 万亿美元的衍生品合约，其中利率衍生品有 563 万亿美元，而在利率衍生品中共有 421 万亿美元的利率互换合约，占据全部衍生品合约的 60.93%（见图 2－1）。利率互换是全球范围内广泛应用的利率风险和汇率风险管理工具，

也是资产管理的重要产品。

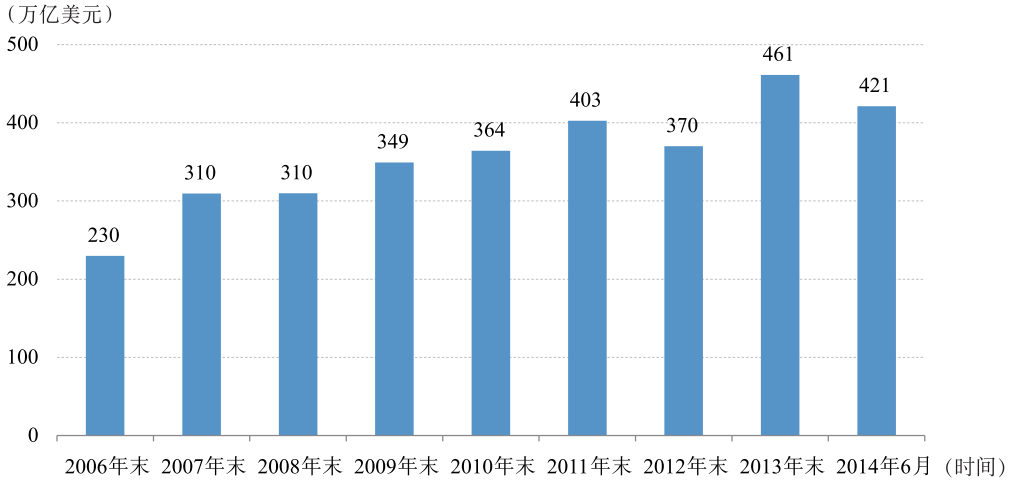

图 2－1　国际主要 OTC 市场 IRS 存量余额（名义本金）

资料来源：国际清算银行年报。

我国利率互换业务从 2006 年开始，经历 7 年多的发展，已从 245 亿元名义本金发展到目前 4 万亿元的规模，特别是 2010 年后，业务获得飞速发展。近两年随着利率市场化的发展和银行间债券市场的不断壮大，越来越多机构加入这个市场，截至 2014 年底，备案机构已达 100 多家。

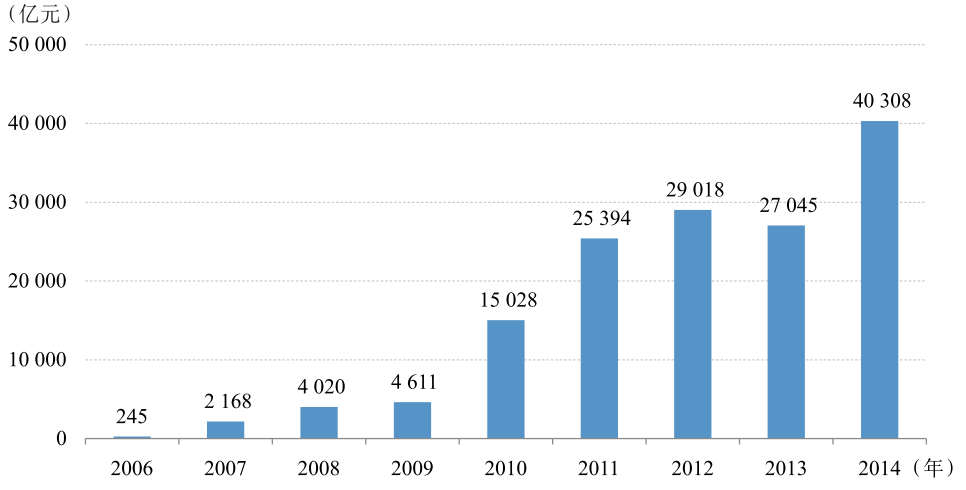

图 2－2　我国 IRS 名义本金交易总额

资料来源：Wind 资讯。

2014 年我国利率互换市场主要有三个变化：一是交易量重现高速增长；二是证券公司参与力度加大；三是引入集中清算机制。

从交易的总量来看，截至 2014 年底，全部品种的名义本金交易量为 4 万亿元，而 2013

年同期的交易量为2.7万亿元，增加了1.33万亿元（见表2－1），直接原因是2014年FR007交易量大幅增加85.8%（见图2－3）；深层次的原因是利率互换市场影响力逐步增大，新增参与机构较多，从70家增加到90家。其次，冲销频率从以往的季度改为月度，增加了市场机构短期交易的热情。此外，2014年市场的确定性使得高杠杆的互换更加受市场青睐。

表2－1　　2006—2014年利率互换名义本金交易量　　（单位：亿元）

年度	FR007	O/N Shibor	Shibor3M	1年定存	1年贷款	其他	总计
2014	32 712	3 747	3 578	208	16	47	40 308
2013	17 600	5 738	3 329	177	157	44	27 045

资料来源：Wind资讯。

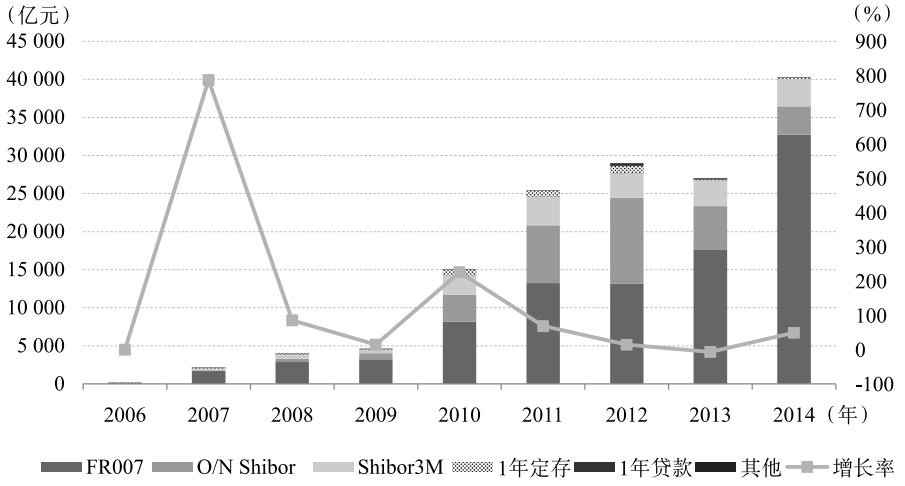

图2－3　2006—2013年利率互换交易名义本金及增长率

资料来源：Wind资讯。

2008—2014年利率互换走势见图2－4。

2014年初，中国人民银行发布了《中国人民银行关于建立场外金融衍生产品集中清算机制及开展人民币利率互换集中清算业务有关事宜的通知》，要求“自2014年7月1日起，金融机构之间新达成的，以FR007、Shibor－ON和Shibor－3M为参考利率的，期限在5年以下（含5年）的人民币利率互换交易，凡参与主体、合约要素符合上海清算所有关规定的，均应提交上海清算所进行集中清算”。这标志我国利率互换衍生品正式进入中央对手方集中清算机制，基于授信的X－Swap系统的不断推进，也在一定程度上提升了市场的价格透明度。

图 2－4　2008—2014 年利率互换走势

资料来源：Bloomberg。

（二）证券公司利率互换业务发展情况

利率互换业务于 2006 年推出，2012 年 11 月中国证监会颁布了《关于修改〈关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定〉的决定》，允许“具备证券自营业务资格的证券公司可以从事金融衍生产品交易”，取消了证券公司只能以对冲风险为目的参与金融衍生品的交易的限制。2013 年很多证券公司开始寻求新的业务模式，而申请利率互换作为风险管理工具和创新业务模式成为一项举措之一。经历了 2013 年的市场暴跌之后，市场机构意识到衍生品对冲的重要性，纷纷推进该业务的发展。2014 年有近 10 家证券公司申请获得利率互换交易和本币系统成交确认功能的资格，利率互换市场参与者更加丰富，使得整体市场的交投更为多样化。截至 2014 年底，可在本币前台系统进行确认交易的有近 90 家，包括 57 家银行、31 家证券公司等。尽管中资机构占比在 2/3 左右，但目前市场活跃的机构主要是外资银行。随着证券公司固定收益业务的不断扩张、FICC 业务的推进，未来证券公司在利率互换业务上的影响力将逐步增强。

二、国债期货业务总体发展情况

（一）国债期货业务发展概况

国债期货是以国债为标的进行的现时成交、未来交割的远期交易，与一般远期交易的差异主要在于其采用标准合约、集中场内交易的方法。国债期货具有杠杆率高（一般月份合约 1.5% 保证金）、多空双向操作、流动性高、信息反应快、跨交易所和银行间两个市场等

优势，能有效对冲债券组合的利率风险，调整资产组合的久期，起到价格发现的作用。

1976 年，美国芝加哥商品交易所推出第一个国债期货合约，之后国债期货得到飞速发展。我国早在 1992 年已经开始国债期货的交易，但是由于宏观经济不稳定、现券存量不足、制度设计的缺陷等原因导致造成市场大幅的波动，在 1995 年被迫叫停。时隔 17 年，国债期货于 2013 年 9 月 6 日重新回归市场，为利率市场化增添有效的利率风险管理工具。

（二）国债期货业务发展回顾

2014 年以来，国债期货投资主体不断增大，持仓量和成交量也不断攀升，盘活了国债整体的交易量，且国债期货已成为债券市场的风向标。

1. 国债期货交易交割制度不断完善

（1）调整交易保证金和涨跌停限制吸引更多投资者。2014 年 10 月，中国金融期货交易所将国债期货各合约的交易保证金标准由此前的合约价值的“2%—3%—5%”调整为“1.5%—2%—3%”，并将梯度保证金的调整时点与持仓限额调整时点保持一致。同时，将每日价格最大波动限制相应进行调整。降低保证金比例后，放大了期货原先较小的波动，提升了产品的吸引力。

（2）调整投机账户持仓限额降低被动平仓风险。2014 年 10 月，中国金融期货交易所将投机账户持仓限额由原先的“1 000 手—500 手—100 手”改为“1 000 手—600 手—300 手”的梯度模式。平常月份的持仓限额为 1 000 手，交割月份前一个月下旬的第一个交易日起，持仓限额为 600 手；交割月份第一个交易日起，持仓限额为 300 手。由此降低了投资者进入临近交割月被动平仓的风险，增加交易的活跃度。

（3）交割制度日臻完善，提升交易交割策略的多样性。2014 年，中国金融期货交易所对交割制度进行了完善，包括修改买卖双边举手制度为卖方单边举手模式，取消交割 10 手的门槛，优化交割结算流程，以及试行国债充抵保证金政策等。这些政策都有效地提高了交易交割的效率，为制定多样化的交易交割策略提供了基础。

2. 国债期货市场快速平稳发展

随着交易交割制度的日臻完善以及固定收益市场的快速发展，国债期货产品的吸引力与日俱增，投资者结构由初期单一的机构投资者交易为主逐渐演变成多样化的投资者群体相互博弈，交易量和持仓量迅速增加，国债产品的流动性不断提升，充分地发挥了国债期货价格发现机制的作用。

（1）投资者结构丰富。国债期货上市以来，投资者结构不断丰富，包括证券公司、自然人、私募机构、证券投资基金以及期货公司资管产品等，市场参与主体不断丰富。截至 2014 年 12 月 31 日，共 19 340 名客户参与了国债期货交易，法人客户成交和持仓的比重分别为 25% 和 63%，市场机构为主的特征逐步显现（见图 2－5、图 2－6）。

（2）市场活跃度大幅提升。随着交易交割制度的完善，以及固定收益产品的快速发展及市场的认可，作为对冲工具和替代品的国债期货交投量不断提升。2014 年持仓量由 2013

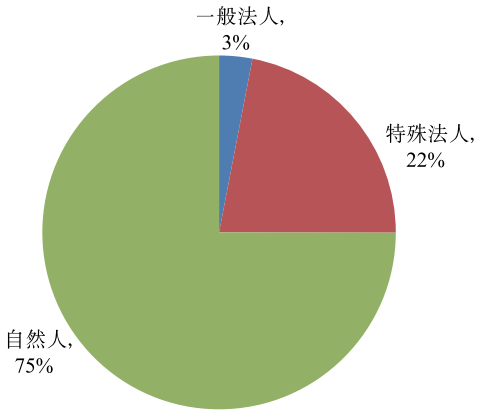

图 2－5　上市以来市场投资者成交结构

资料来源：Wind 资讯。

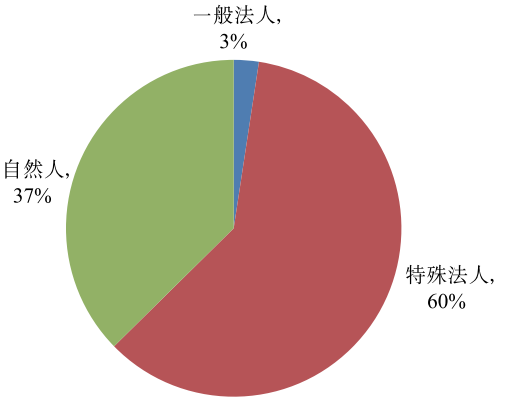

图 2－6　2014 年末市场投资者成交结构

资料来源：Wind 资讯。

年的日均 3 737 手提升至日均 9 384 手，特别是 2014 年 10 月以来，其持仓量逐步站至 1 万手之上，最高达到 24 588 手；而交易量也随之提升至日均 9 002 手，最高至 25 557 手；换手率达到 43.38%，最高至 73.98%（见图 2－7）。充分体现了市场对于国债期货产品的认可。

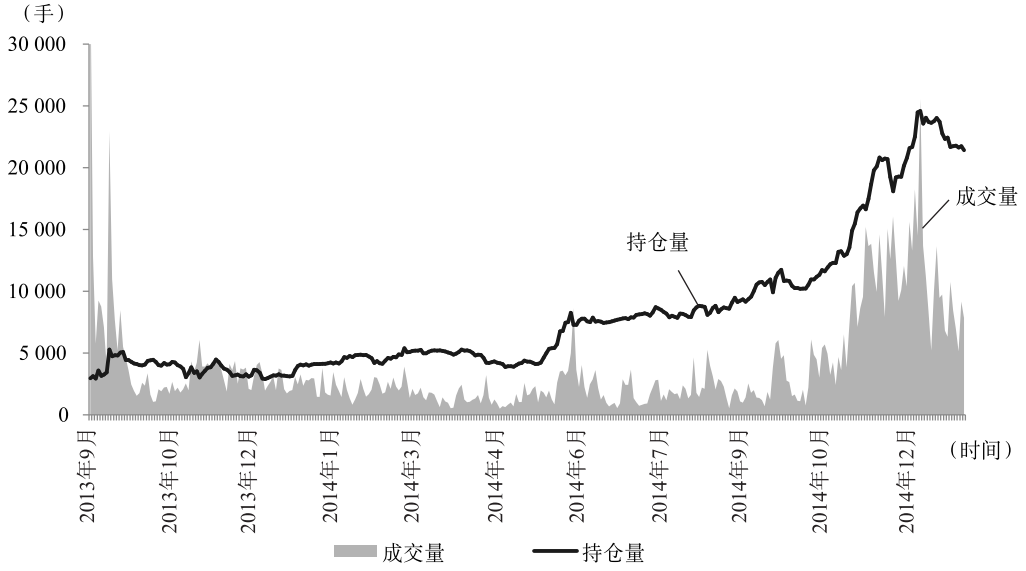

图 2－7　上市以来国债期货持仓量及交易量走势

资料来源：Wind 资讯。

（3）期现联动合理，充分发挥价格发现的作用。由于国债期货专业的机构投资者占据相对主导的地位，期货和现货之间联动合理，能充分发挥国债期货的价格发现作用，引导市场走势。自 2013 年上市以来，国债期货和现券之间的基差维持在一个相对合理的空间，其主要波动区间在－0.02 元到 0.02 元，均有较高的稳定性（见图 2－8）。由于其交易的低成

本性、便利性和报价的连续性，使得其日内走势也相对领先于现券交易，成为现券交易的风向标。

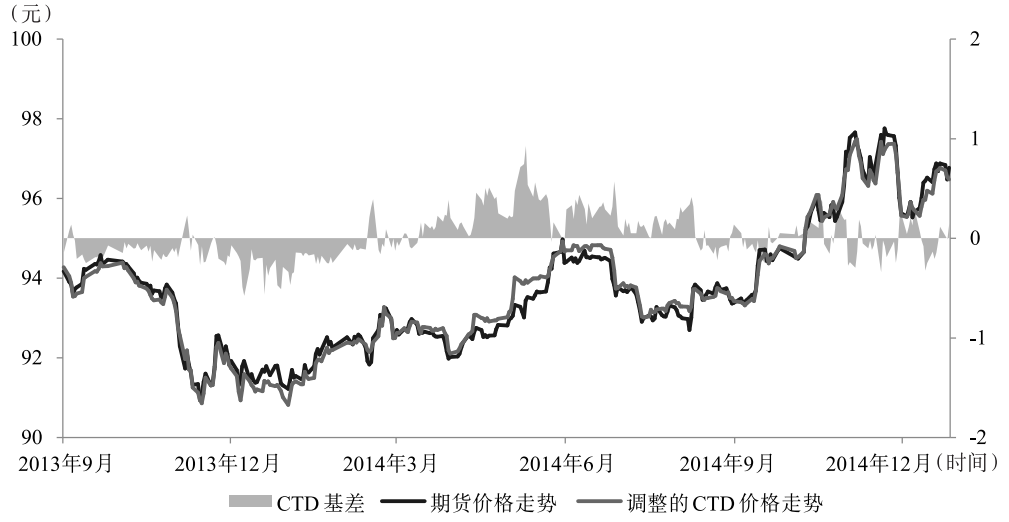

图2－8　上市以来经调整的CTD净价[①]和期货价格及基差走势图

注：①对于CTD使用转换因子进行调整，即经调整的CTD净价＝CTD净价/转换因子。

资料来源：Wind资讯。

（4）提高国债流动性。国债期货流动性的提升带动了国债现券流动性的提升，特别是可交割的5—7年国债流动性。如国债期货上市以来130015和130020的交易量从2013年9月到2014年6月都保持在较高的水平。而且，从交割的情况可知，历史上的老券100012、100019等因为其价格的优势也进入到二级市场交易并进入交割。

（5）促进金融产品创新。国债期货多空双向的操作，便捷的交易方式使得越来越多的资管、基金、理财产品都纷纷为其量身订制专业化的投资策略。截至2014年12月31日，参与国债期货交易的资产管理产品共343个。

综上，随着利率市场化的发展，固定收益产品在资产配置中的地位愈发重要，作为其衍生品的国债期货因其便捷性、杠杆性和多空双向操作的特点，注定在市场发挥着重要作用，未来也将会有更加广阔的发展空间。

第二节　2015年中国证券公司固定收益衍生品业务存在的问题及建议

固定收益衍生品有助于投资者进行风险的转移、对冲，但若管理不当，也会成为风险源，对市场造成冲击。目前，我国发展的固定收益类衍生品处于发展初期，各类产品的投资

第三章

2014 年中国证券公司固定收益业务情况及 2015 年前景展望

第一节　2014 年中国证券公司固定收益业务发展情况

一、证券公司固定收益业务进展概述

（一）黄金等贵金属现货业务

2014 年，中信证券、中信建投证券、国泰君安证券和海通证券四家证券公司成为上海黄金交易所会员，获得了黄金自营和机构客户贵金属代理交易资格。此外，中信建投证券还获得了个人贵金属代理交易资格，银河证券、华泰证券、申银万国证券和东方证券也在办理会员申请手续。

（二）直接参与市场交易与定价

2014 年，中信证券及其子公司已成为银行间市场清算所股份有限公司铁矿石和动力煤掉期合约交易市场最大的做市商。在碳排放权交易业务上，中信证券以下属中信证券投资有限公司为平台，成功开展了北京、天津、重庆三地的首单碳交易，成为市场重要的报价机构。

在人民币远期运费协议业务上，上海清算所推出人民币远期运费协议业务（FFA 交易）后，中信证券积极参与 FFA 的建设与交易。

（三）大宗商品收益互换业务

2014 年 8 月，中信证券获准试点开展大宗商品收益互换交易业务，成为我国首家获得该项业务资格的证券公司，开始为企业和金融类客户提供境内外大宗商品类做市、套期保值等商品衍生交易服务，进一步拓宽了服务客户的范围。

（四）外汇业务

过去十几年来，我国证券公司外汇业务仅包括B股有关的承销和经纪业务。国家外汇管理局于2014年11月18日批复同意国泰君安证券开展包括即期结售汇业务和人民币与外汇衍生产品业务在内的结售汇业务（汇复［2014］325号）。此后，国泰君安证券于2015年1月12日收到了中国证监会证券基金机构监管部出具的开展代客及自营外汇和结售汇等业务无异议的函（机构部函［2015］115号），并经中国外汇交易中心批准分别于2015年1月9日和2月12日成为银行间外汇市场即期和衍生品交易会员，可从事衍生品交易包括人民币外汇远期、外汇掉期、货币掉期和期权交易。由于中国证券公司客户账户体系与银行业和海外金融机构客户账户体系存在较大差异，为开展外汇业务，国泰君安证券重新设计了外汇业务的客户账户体系，在公司清结算体系、运维体系、技术系统等方面也进行了改造和准备，并在资本项目下证券公司的外汇及相关业务的创新方面进行了有益探索。

二、证券公司大宗商品业务的管理模式

（一）组织架构与制度建设

上述各家证券公司一般采取固定收益总部下设大宗商品业务二级部门或设立衍生产品总部等形式，负责大宗商品业务，个别公司大宗商品代理业务由零售业务部负责；中信证券出于业务需要，采取联合境内外子公司形式开展境内外大宗商品期现货交易。各公司初步形成了职责较为清晰的业务组织架构体系。

为使大宗商品业务合规、有序开展，相关证券公司分别制定了《大宗商品投资管理办法》、《大宗商品投资风险管理办法》、《大宗商品期现货套利管理办法》、《大宗商品代理客户交易管理办法》和《大宗商品自营业务结算规则》等相关制度，初步构建了涵盖自营投资决策、代理客户交易、期现货跨市场套利、风险管理、投资者教育和登记结算等方面的制度安排。

（二）登记、结算和托管安排

目前，中国证监会对证券公司开展大宗商品期现货交易登记、结算和托管尚无明确安排，各公司通行做法是在不违反有关法律法规原则规定，并符合上海黄金交易所、上海清算所等交易所规则的前提下，在公司内部自建大宗商品业务登记、结算和托管体系，为日后开发以大宗商品为标的的衍生产品打下基础。

（三）风险管理

根据大宗商品风险特征，各证券公司建立了“董事会—经理层—风险管理部和业务部门风控岗位”四级风险管理体系，着重对黄金等大宗商品业务市场风险、流动性风险和操

作风险进行管控。一般由公司董事会负责审批确定风险限额、持仓敞口等整体指标，业务具体实施由大宗商品投资委员会负责研究确定。

在市场风险控制方面，试点初期，各证券公司一般以日内交易为主，隔夜头寸规模控制较严，并通过严格执行日内风险敞口规模，日内、日间止损制度等方式控制市场风险。

在流动性风险控制方面，为防止资金头寸不足导致无法及时对外交付资金或保证金，造成交割失败或被动平仓，各证券公司普遍实施了严格的仓位控制，并通过将资金头寸纳入固定收益投资范围统一管理，提高资金使用弹性。

在操作风险控制方面，为防范流程缺陷、人员操作、系统故障及外部事件等造成的业务风险，证券公司采取的控制措施主要包括严格设置账户限额、操作权限、前中后台相互分离，建立高标准的信息系统等。

三、证券公司服务于大宗商品实体经济客户的探索

目前我国证券公司开展大宗商品业务仍处于探索中，而中信证券在这方面走在行业前列，很多经验值得我们借鉴。中信寰球商贸有限公司是中信证券 2014 年在上海自贸区成立的大宗商品实货业务平台，业务范围涵盖实货贸易、仓储、航运和投融资等大宗商品实货领域，立足于服务与大宗商品相关的采掘、冶炼、运输等行业实体经济客户。

（一）船舶买卖与租赁业务

2014 年 10 月，中信寰球商贸有限公司分别与泰州市三泰船业有限公司和江苏利电能源集团签署“船舶买卖合同”和“光船租赁合同”，办理了交船和起租仪式。这两个合同是我国证券公司首次涉足航运领域。当前航运市场低迷，运费低位徘徊，很多航运企业和造船企业资金紧张，经营面临压力。中信寰球商贸有限公司此次购船出租，即满足了船舶运营方的发展需求，又加速了船厂的资金回笼，这正是“金融服务实体”理念的具体体现。

（二）与中游客户探讨供应链金融业务

2014 年 10 月，中信证券大宗商品业务线与中辰电缆就大宗商品业务线及供应链融资模式进行了研讨交流，双方在大宗商品合作、企业发行上市、融资模式等多方面达成了全面的战略合作意向。中辰电缆表示，在当前经济相对疲软的环境下，中信证券的创新融资模式为电缆行业及其上下游行业的健康发展提供了一条崭新的道路，也将为中辰电缆的发展提供有力的保障。同时，中辰电缆也希望通过与中信证券深入全面的战略合作，在公司重组改制、发行上市和再融资等融资活动中得到中信证券专业的指导和优质的服务。

（三）直接进行大宗商品实货贸易

2014 年 7 月，中信寰球商贸有限公司与日照钢铁集团及永安资本签订了我国首单铁矿

石基差贸易合同，这标志铁矿石期货在定价作用发挥方面迈出实质性一步。基差交易本质上是现货交易，只是以期货和基差为竞价基础，而非一口价，其中基差即为现货价格减去期货价格。采取基差定价相当于钢厂、贸易商把价格波动风险转移到期货市场，而中信证券则可以在期货市场上再进行套保。

（四）拓展物流仓储业务

2014 年 11 月，中信寰球商贸有限公司与永泓集团正式签署谅解备忘录，共同宣布将成立一家仓储物流公司，未来将在我国合资经营仓储、物流、货运和码头业务。该合资公司将由中信寰球商贸有限公司控股，永泓集团将负责具体仓储业务的运营。

第二节　2015 年中国证券公司固定收益业务发展前景展望

一、我国证券公司 FICC 业务具备良好发展背景

（一）市场化改革对 FICC 业务带来新的机遇

1. 利率市场化改革

随着利率市场化进程的不断深入，利率不确定性的提升，市场对于规避、控制这样的利率风险的需求也不断放大，对于诸如利率期权、利率互换、利率期货等产品的运用就会加强，届时将会对证券公司 FICC 业务的发展提供一个优越的市场环境。

2. 汇率市场化改革

一方面，随着汇率市场化改革的逐步深入，市场供求在汇率形成中的作用将会越来越重要，人民币汇率双向浮动特征将会愈发明显，交易弹性逐步扩大；另一方面，随着人民币在国际货币体系中地位的不断提升，无论从监管层面还是市场需求层面，都会有丰富汇率风险的管理工具的需求与动力，因此，在实现浮动汇率制后，市场对外汇期货、外汇期权、外汇远期、外汇互换等产品的应用将会更为广泛，从而大大拓展 FICC 业务的市场。

3. 信用市场发展迅速

自 2012 年底以来，一系列新的监管政策以及监管层的表态都暗示政府对于信用债的隐形担保将顺应市场化的潮流而退出历史舞台。信用债的实质性违约作为成熟市场的正常组成部分，信用风险在中国信用债市场的出现将促使中国信用市场的逐步形成。

（二）我国证券公司参与大宗商品业务的优势

我国是各类大宗商品的最大消费国或生产国，贸易覆盖几乎所有类别的大宗商品，且近年来，从农产品到工业品，许多产品的进口量与日俱增，对外依存度日益增强。虽然在经济增速

第四章

2014年中国债券市场做市商制度发展情况及建议

我国债券市场始于20世纪80年代，最早在柜台系统进行交易，随后进入交易所市场。后来由于虚假交易等问题，商业银行退出交易所市场，成立了银行间市场。目前，三个市场均成立了做市商机制。由于银行柜台市场规模小，做市商制度效果并未特别突出；交易所采取固收平台——做市商以及盘面指令竞价模式，银行间债券做市商机制采取双边做市报价模式。自2001年起，银行间市场率先开启做市商制度的探索，经历了2007年的规范、2014年的大发展后，目前做市商制度在交易所市场和银行间市场都充分发挥了其流动性创造、价格发现和健全稳定市场发展的目的。

第一节　中国债券市场做市商制度发展情况

一、做市商制度发展历程

2000年4月，为规范债券交易行为，促进债券健康发展，中国人民银行发布《全国银行间债券市场债券交易管理办法》（中国人民银行令［2000］2号），首次提出债券做市商的概念："双边报价商系指经中国人民银行批准的在进行债券交易时同时连续报出现券买、卖双边价格，承担维持市场流动性等有关义务的金融机构。"2001年3月，中国人民银行发布《中国人民银行关于规范和支持银行间债券市场双边报价业务有关问题的通知》（银发［2001］75号），对做市商的审批和义务权利进行了初步的界定。2001年7月，中国人民银行发布《关于批准部分商业银行成为银行间债券市场双边报价商的通知》（银办发［2001］198号），正式批准中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、光大银行、北京商行、南京商行、烟台住房储蓄银行、武汉商行9家商业银行成为我国首批双边报价商，标志着我国银行间债券市场做市商的雏形——双边报价商正式诞生。

经历数年的探索，2007年1月中国人民银行颁布《全国银行间债券市场做市商管理规

定》（中国人民银行公告［2007］第 1 号），重新确定了做市商制度的基本框架，全面规范了对银行间债券市场做市商的管理，标志着做市商制度的正式确立。2007 年 7 月，上海证券交易所成立固定收益平台，并在该平台引入做市商机制，将市场参与者分为一级交易商、普通交易商及间接参与人，其中一级交易商需对在这一电子平台挂牌交易的各关键期限类型的至少一只基准国债进行做市。首批获得资格的包括中金公司、国泰君安、中信证券、长江证券、广发证券、申银万国证券、国信证券、中银国际证券、招商证券、银河证券、光大证券、中国人寿资产管理公司、中国人保资产管理公司 13 家。

2011 年中国人民银行和财政部联合发布了新发关键期限国债做市的有关规定（中国人民银行、财政部公告［2011］第 6 号），规定做市商对 1 年、3 年、5 年、7 年和 10 年 5 个关键期限中至少 4 个关键期限的新发国债进行做市，并且在每个关键期限最近新发的 4 只国债中至少选择 1 只进行做市。这个文件的颁布为提高国债流动性和完善国债价格发现机制提供了有力的支撑。

2010—2013 年银行间债券经历了爆发性的增长，市场规模和投资者数量急剧增长。为了进一步健全多层次的市场结构，完善发挥价格发现机制，2013 年初，首只国债 ETF 基金引入流动性服务商机制，为交易所做市商制度再添一筹。2014 年 6 月，全国银行间同业拆借中心发布《银行间债券市场尝试做市业务规程》，完善和明晰了尝试做市的动态考核机制，旨在建立有梯次有竞争力的做市商团队，进一步健全做市商制度。

二、做市商机制的作用

《全国银行间债券市场做市商管理规定》中第一条就对做市商机制的作用进行了阐述：“提高市场流动性，完善价格发现机制，推动我国债券市场快速发展”。随着历史的发展，做市商在建立健全的多层次的债券市场方面也发挥着极为重要的作用。

（一）提高市场流动性

流动性是市场是否有效和稳定发展的基础要素。银行间债券做市商负有对做市券进行连续双边报价的义务，因此，不论在任何形式的市场下，总是有双边价格提供给市场投资者，而且考核机制中对于价差以及成交量的考核促使做市商有意愿缩窄双边报价的价格，使得大部分报价在市场可接受的范围之内，有利于提升整体市场的流动性。

（二）完善价格发现机制

当前的市场环境，不仅在人员配置、对冲工具，还在考核机制上，都要求做市商提高定价准确性，以便对于市场交易具有指导作用，发挥价格发现的能力。一方面，随着市场的发展，目前的尝试做市商队伍包含了市场上最为活跃的银行、证券公司和保险机构，并根据做市机构的意愿分为综合做市和专项做市两个类别，以提升整个做市队伍（包括尝试做市）

的专业性。另一方面，国债期货、利率互换等利率衍生品的推出也给予做市团队更多对冲持仓风险的工具。而在考核机制上，买卖价差以及成交量的考核，也促使做市机构更积极主动的缩窄报价价差，发挥做市的价格发现机制。

（三）建立多层次的债券市场

随着银行间债券市场的快速发展，银行间债券的投资者和投资品种不断壮大和丰富，各类投资者的水平和设备参差不齐，询价交易中间环节多，交易成本高、权利“寻租”等情况时有发生。通过做市商给予市场提供竞争性的报价，降低交易成本和提高市场透明度，有利于促进债券市场的健康稳定发展。

第二节　美国债券市场做市商制度发展情况

美国债券市场也分为交易所市场的场外市场，但几乎所有的联邦政府债券、联邦机构债券、市政债以及大部分的公司债都集中在场外市场流通。场外市场采取分层次的做市商交易机制。

一、美国债券市场做市商体系

（一）层次分明的多层次做市框架

首先是债券市场分层。一是面向客户的债券市场，采用做市商机制，即所说的债券 OTC 市场；二是面向做市商的市场，通过证券债券经纪商完成交易，或做市商之间直接完成交易。

其次是做市商分层，包括一级交易商和一般做市商。一级交易商是由美联储认可的，可直接与美联储发生交易的做市商，他们往往是一般做市商、大型经纪商、大型机构客户的做市商，实际上也是美国国债的承销团成员，总体数量较少，大概在 40 家左右。而一般做市商主要是服务于某一特定区域的中小投资者或中小经纪商，其数量较多，大概有几千个。

最后是做市价格分层。以美国全国交易商协会为例，其会员通过系统可获得三个层次的报价服务，一般会员仅获得最优买卖价，零售商获得最优买卖价及做市商名称，做市商不仅获得以上信息，而且可以修改买卖价。

（二）权责平衡的做市商交易机制

美国场外债券市场多层次的体系使得做市商本身无须承担过多的义务，即可实现做市的功能，一般只要求能持续报价。对于一级交易商，其主要义务包括：首先支持国债招标发行，有一定数量的承销额要求；其次进行做市报价，保障政府债券市场的流动性，但并不要

求对所有国债进行报价，而且对报价价差也没有硬性规定，所有这些影响做市质量的指标仅通过竞争性淘汰的考核机制进行约束；最后要求支持国债零售市场，对中小客户负有零售义务。

做市商的考核主要包括：首先，做市商在一级市场上的表现（承销量、市场份额等）；其次，做市质量（报价价差、深度、广度、报价持续时间、成交量等）；最后还会考察与监管层合作的情况，比如是否对公债券提出积极建议、是否提供准确可靠的数据等。对于一级交易商来说，其国债交易量必须和国债承销量相匹配。纽约联储对一级交易商每年考核一次，对于没有按要求履行义务或已经不具备做市商条件的机构，将会被暂定或取消做市资格。

当然在履行以上职责的同时，美国做市商还享有以下权利：第一，一级市场的相关权利：对于国债招标的优先认购权、独享的追加发行认购权等，其缴款可晚于一般投资者，并且投标方式更加灵活（如通过电话投标）。第二，二级市场的相当权利：独享做市商间市场的报价信息，更加便捷的融券、借券卖空权利等。第三，作为一级交易商，通过参与美联储公开市场操作，可获准通过信用或贴现方式向央行融资或融券，从而获得更加及时准确的信息，并参与对市场政策制定和需求的讨论（如发行品种的建议等）。第四，由于做市商交易的频繁性，能获得一定交易费用的减免。

二、美国做市商制度经验的启示

（一）多层次的债券市场是做市商制度发展的基础

美国多层次的债券市场，使得做市商成为市场的核心。一级交易商从经纪商处获得政府债券的做市商价格，在此基础上确定自己的做市买卖价格，提供给大中型机构及中小交易商。中小交易商在此基础上确定自己的做市双边价格，进一步提供给中小机构。按照这个架构，做市商通过自身的信息和定价能力，可实现做市盈利。与美国债券市场相比，我国债券市场总体结构比较扁平化，不同投资者之间可直接或通过经纪商间接达成交易，做市商在整个债券市场中处于相对边缘位置，盈利模式不够确定。

（二）做市商权利是做市机制的保障

做市机制主要的盈利来自买卖的价差，最大的风险来自持仓风险。美国做市商享有的权利中最重要的一项是融券、借券卖空的便利性，并且具有广泛的对冲工具，能解决做市商现货头寸的后顾之忧。

（三）竞争性的考核机制是做市机制的助推力

在有明确的盈利模式下，且解决了做市头寸的风险之后，美国做市机构具有自发的做市动机，监管机构通过完善的竞争性考核机制，引导做市商积极参与一级国债招标，进行持续

报价，自觉缩短买卖价差，并配合监管层工作，提升做市效率。

第三节　我国做市商制度的未来发展及建议

2014 年，我国债券市场有了新的发展，投资者结构不断丰富，相关制度不断完善，未来做市商在提供流动性、发挥价格发现机制及构建稳定健康的债券市场中将发挥更加重要的作用。为了保证做市商能积极主动地参与到未来做市体系的建设中，参照国外的经验，建议从以下四个方面努力：

一、构建多层次的债券市场

随着市场投资者的日益增加，特别是 2013 年债市反腐后，市场扁平化的问题凸显，构建多层次的债券投资市场成为未来发展的方向。而多层次的债券市场结构是做市机制的基础，是做市商盈利之源。当前，债券市场不论大小，所有投资者相互之间可直接交易，尽管降低了交易的信息不对称性，但也滋生了各种灰色腐败案例。做市机构因无利可图，亦无动力进行做市报价。随着北京金融资产交易所的建立，丙类户交易被强制限定在匿名报价系统中，一方面降低了灰色交易的可能性，另一方面为做市商提供了盈利的基础。

二、继续完善开发做市对冲工具

持仓头寸风险是做市商面临的最大风险，国外有广泛的对冲工具可供做市商选择，而我国目前仅有利率互换、国债期货两种利率衍生产品。未来可继续完善开发不同品种的固定收益衍生品，完善利率衍生品，如短期和长期的国债期货，开发完善信用风险对冲衍生品。

三、提供具有吸引力的做市权利

目前做市商负有严格的做市义务，包括持续报价、品种和数量限制等，但其所拥有的权利却十分有限。首先，做市商在报价中面临着巨大的卖空风险，监管机构未来可考虑针对该风险提供融券和借券的便利，提高债券借贷 30% 的警示水平，并在可能的情况下，由财政部或相关发债机构提供随卖随发的便利。其次，配套一级发行认购优先权，亦能提升做市商的优势，增加做市的动力。此外，做市需要较大的资金规模，因此，在融资上给予做市商更多的便利，以能降低做市融资方面的压力。