

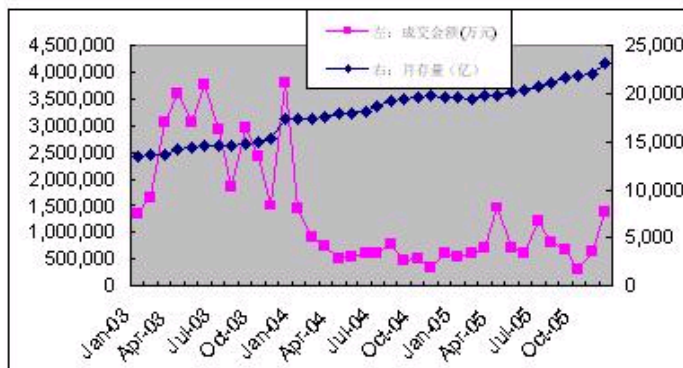
## 银行间国债市场流动性分析

文/赵刚

### 一、银行间国债市场流动性状况

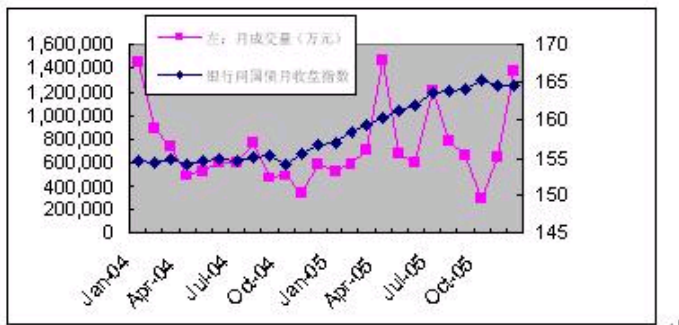
银行间市场是场外市场，采用一对一的询价交易方式和做市商制度，因此买卖价差是比较好的考察流动性的指标。但由于数据的难以收集，这里我用换手率进行分析，发现银行间市场国债的换手率也从2004年初开始呈现明显的下降，之前的月换手率在1%以上，最高达2.5%。而2004年起基本上维持在0.5%以下。这一状况与交易所市场的情况非常相似，那么是否有相同的原因呢？根据换手率=成交量/存量这一公式，我们分别考察成交量和存量这两个指标，下图表明，国债成交量的下降和存量的增加共同引起了还手率的下降。首先我们同样寻找成交量下降的原因。

图 3-18 银行间国债月末存量 and 月成交量



资料来源：根据www.chinabond.com；北方之星债券分析系统数据整理

图 3-19 银行间国债月成交量和银行间国债指数



资料来源：根据北方之星债券分析系统数据整理

资料来源：根据www.chinabond.com；北方之星债券分析系统数据整理

在分析交易所市场国债成交量下降的原因时，我们主要分析了几个因素：股票的行情、回购清理、回购制度的变革、品种结构、投资者结构等。由于银行间市场主要以银行等机构为主，不能跨市场投资，不能投资股票市场，因而极少受到股票行情的影响；银行间市场既能做开放式回购的品种也能做封闭式回购，因此也不存在因回购制度变革引起的原因；国债品种的期限结构在上面也已经分析过，呈现缩短的趋势，因此也不是主要原因；从投资者结构看，银行间市场已经越来越丰富，从原来的单一的银行发展为各类机构投资者市场。见下表：

表3-12 银行间市场成员数 单位：家

	Jan-04	Dec-05	增加
结算成员总数	4197	6574	2377
其中：特殊成员	3	8	5
商业银行	199	271	72
信用社	577	680	103
非银行金融机构	98	121	23
证券公司	87	103	16
保险机构	40	91	51

基金	197	500	303
非金融机构	1940	3729	1789
个人投资者	1056	1066	10
其他	0	5	5

资料来源：根据中国债券信息网计算整理

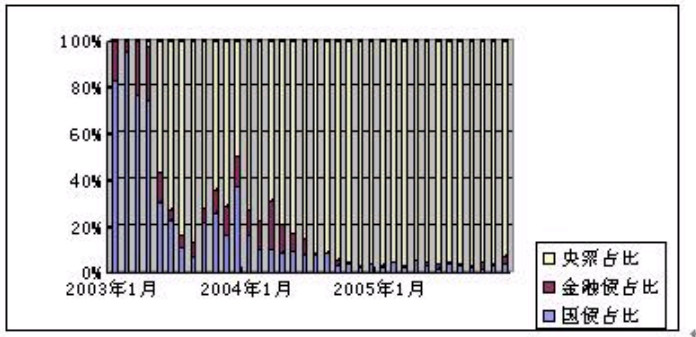
表中反映出成员数量增加了2377家，增加了56.6%，其中非金融机构增加了1789家。按照一般规律，投资者的分散化和投资决策的多元化有利于市场流动性的增加。

除了以上原因，我们分析国债市场行情的走势对流动性的影响。取银行间市场国债成交量的月度数和银行间市场国债指数的月收盘指数（北方之星指数）

图说明国债成交量与行情有一定的正相关关系，国债行情走强，成交量也增加，直观看线形关系并不强，计算得两者的相关性为0.21。

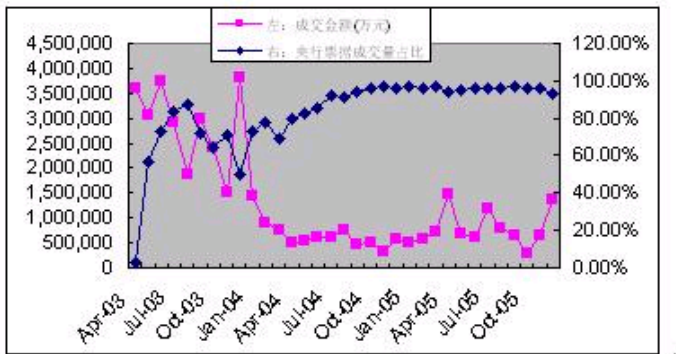
是什么原因导致银行间市场成交量的明显下降呢？我们考虑到，银行间市场2003年来出现的变化是中央银行票据的出现，是否跟此因素相关呢？假定银行间的交易品种为3类：国债现货、金融债、央行票据，分别考察其占总交易量的比重，如下图：

图3-20 银行间国债现货、金融债、央票月成交占比



资料来源：根据北方之星债券分析系统数据整理

图3-21 银行间国债月成交量、央行票据成交量占比



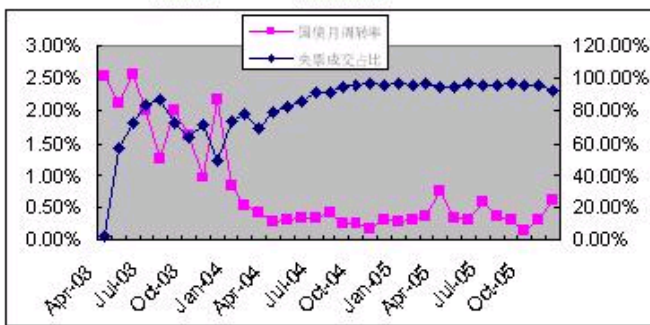
资料来源：根据北方之星债券分析系统数据整理

图中十分明显的说明，在2003年央行票据发行上市后，其成交量便占据主导地位，目前保持在90%以上。分析“央票成交量占总量的比率”和“国债月成交量，”

如图，“国债月成交量”和“央票的成交量占比”呈现较明显的反相关关系，计算得出两者的相关系数为-0.73。进一步分析“国债月换手率”和“央票的成交量占比”。

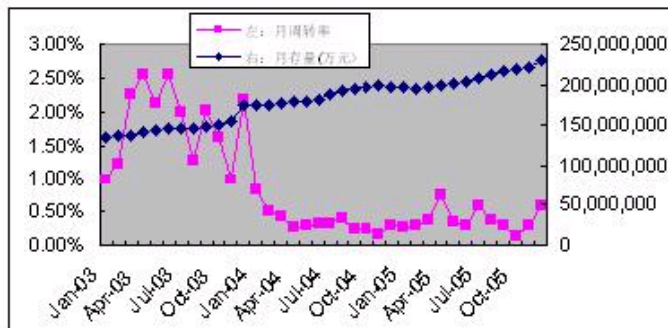
图3-22 银行间国债月换手率、央票成交占比

图 3-22 银行间国债月换手率、央票成交占比



资料来源：根据北方之星债券分析系统数据整理

图 3-23 银行间国债月末存量和月周转率



资料来源：根据北方之星债券分析系统数据整理

与前面的图具有相似性，计算得两者的相关性为-0.75。

为什么具有较高的相关性？可能的情景之一是，2003年下半年起，宏观经济结束了多年的通货紧缩，固定资产规模、贷款规模明显出现了膨胀迹象，2004年1季度固定资产投资同比增长达50%以上，而M2同比增长达到20%以上，市场对通胀的预期和加息预期增强，因此，普遍采取了谨慎的投资策略，由于央行票据期短，大部分不超过1年（有小部分为3年），信用风险几乎和国债相同，因此符合投资者的需要，表现出央票对国债的替代性。

除了国债成交量下降的原因，我们考察国债存量的增加和周转率间的关系。

图3-23 银行间国债月末存量和月周转率

如图，两者具有负相关的关系，计算得相关系数为-0.77，有较强的负相关关系。

通过上面的综合分析，银行间市场国债交易流动性的降低（以换手率衡量）是由于市场品种增加导致的成交分流、国债存量增加等主要因素造成的。随着央票规模的减少，国债品种期限的缩短，特别是余额管理制度的实现，更多的短期品种发行将可以期待，因此流动性可能会有所回升。

## 二、银行间国债价格和流动性关系

本部分我们分析银行间国债流动性对价格和收益率的影响，选取10只国债做样本进行分析。交易价格是月加权平均收盘净价，收益率以月加权平均收盘收益率表示，流动性以月成交量表示，分析两者的相关关系，时间从每一品种上市日至2005年12月31日止。具体如下表：

表3-13 银行间国债交易量和收盘净价、收盘收益率相关系数

品种	交易量、收盘净价相关系数	交易量、收盘收益率相关系数
010001	0.0293	-0.0293
010005	0.1036	-0.1735
010009	-0.0063	-0.0449
010011	0.3350	-0.3251
020002	0.3603	-0.3184
020005	0.1770	-0.1708
020009	0.1953	-0.1931
020011	0.3157	-0.3055
030001	0.5291	-0.5302
030004	0.2587	-0.2560

资料来源：根据北方之星债券分析系统整理计算

总体上银行间市场与交易所市场有一定的相似性，交易量与成交价格呈正相关关系，与收益



率呈负相关关系。因而可以认为银行间国债流动性对价格是有一定影响力的。

### 三、提高银行间市场流动性的措施

银行间市场是场外市场，国际上增加流动性的措施是采用做市商制度，我国以前称为双边报价商制度，现在统一为做市商制度。其业务是指金融机构在进行债券交易时同时连续报出现券买、卖双边价格的行为。做市商需要经人民银行批准，具备一定的条件，其中一项必须是中国人民银行公开市场业务一级交易商，目前我国的一级交易商是52家，其中的15家被批准为做市商。做市商具有一定的义务和权利，如：2001年75号文规定至少承诺对一种债券保持每日连续的双边报价，买卖价差不得超过人民银行规定的幅度；每月向中国人民银行提交本机构的债券交易情况等。但同时做市商又有在一级市场通过参加承销团购买债券的便利等。

我国银行间债券市场的做市商业业务虽然经历了几年的发展，但尚未完善，表现在：

1、报价商对买卖价差的把握能力普遍不足，有实力的报价商很少。目前我国银行间债券市场金融机构已经近2000家，但做市商只有15家。

2、报价券种过少，没有代表性，报价商对于一些流动性差的债券不提供报价，造成很多债券发行后就少有成交纪录。截至2006年2月底，未到期的国债为78只，但做市商提供的报价品种为30只，不到40%。

3、报价缺乏持续性，报价价差过大。2006年3月10日成交的双边报价品种的价差如下表：

表3-14 2006年3月6日双边报价

	买价 (元)	卖价 (元)	价差 (元)
02 国债			
02	100.5	100.76	0.26
02 国债			
06	99.25	99.59	0.34
02 国债			
15	102.1	102.4	0.3
03 国债			
01	101.15	101.37	0.22
03 国债			
07	101.16	101.32	0.16
05 国债			
13	102.51	102.68	0.17

资料来源：中国货币网

从价差看明显高于交易所同类品种。

从上面简单的分析可以看出，我国的做市商制度的优势还没有充分发挥，需要进一步完善。

1、进一步增加做市商的权利。做市商最大的风险应该是存货风险，在不利的市场条件下也必须持有相应的头寸，特别我国债券市场的投资者预期趋同现象比较严重，风险更大，行情好时买券难，行情差时卖券难。为此，需要进一步增加其权利，鼓励双边报价，例如，除了可以优先享有央行提供的自动融资和融券业务外，还可以享受托管机构提供的短期自动融券业务；独享发行后额外的追加投标权利等。

2、也要加强对双边报价商的约束和考核。可以按照流动性的指标进行考核，对报价的宽度、深度、广度、厚度等建立综合指标，统一考核（作者：华东师范大学商学院）

### 相关链接

权证推出与我国金融创新工具的路径分析  
我国网络银行发展现状及对策  
银行间国债市场流动性分析  
完善我国商业银行的信用风险管理  
农村信用社如何应对邮政储蓄银行的挑战  
农村信用社联合组织体制的国际比较与启示  
利率市场化进程中的商业银行利率风险管理  
国有商业银行治理结构存在的问题与对策探讨  
经营性公路桥梁建设项目市场融资方式的比较分析

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心