

不能忽视的债券市场分层： 基于破解市场流动性困局的思考

前沿聚焦

冯果 张阳

党的十九大报告指出“促进多层次资本市场健康发展”，2021年国务院政府工作报告亦明确“更好发挥多层次资本市场作用”，这为资本市场分层改革提供了政策指引。资本市场的多层次应是多样的、丰富的、均衡的，而目前股票市场和债券市场却呈现出两极分化趋势，多层次资本市场体系沦为股票市场附庸，主板、创业板、新三板、科创板及科创板被稳妥有序推进，而债券市场分层建设鲜有被关注。

目前，我国债券市场银行间、交易所及柜台市场“三足鼎立”之格局貌似市场分层，实乃市场割裂。随着市场创新发展，割裂的市场已成为监管竞争角力的场域和债券市场发展的“熔池”。迫于市场低迷压力，近年来做市商制度和债券结算账户分级改革作为债券分层的尝试被逐步推动，但由于制度不完善及改革不彻底，其非但未显著提升债券流动性，反而引发“债市风暴”，暴露出各种利益输送和违法违规交易行为。为阻隔风险扩散，债券分级账户范围被严格限缩，市场有重回扁平化布局之势。因此，从债券市场长远发展的视角出发，如何构建契合我国债券市场特色的分层制度尤为重要。

溯源：债券市场为何更易陷入流动性困境

交易是市场的本质，流动性乃交易生命力所在。从金融学交易结构要素出发，流动性有三重商事特征：行为之商事持续性、标的之标准化要求、指令之集中性色彩。在证券市场，流动性分析适用并非覆盖整个证券投资流程，其为二级市场交易专属，但流动性影响范围也不限于二级市场，其更深层次的关切是投资者实质预期经济利

益之保护，并以其为轴心向发行人融资耗费和证券市场长效运作的考量而延展。相较于股票市场，由于客体属性、主体结构及交易方式的特殊性，债券市场的流动性天然较弱，更易陷入交易寡淡之困局，流动性支持机制的推进更具迫切性。

扁平化布局：我国债券市场的做市难题

通过债市分层提升市场流动性已为国际共识。债券二级市场多引入做市商机制将市场分为交易商批发市场和投资者零售市场，交易商之间可自由交易，但投资者之间交易须由做市商主导。当市场交易低落，买卖双方在时间和数量上出现不平衡时，做市商以一种中央交易对手的身份提供即时交易服务来调和市场需求。回顾我国，由于市场化基础相对薄弱，加之受到重股轻债的观念桎梏和监管多头的长期影响，债市分割问题突出，债券分层尚未引起足够重视，以系统性视角观之，其面临三重困境。

首先，多头监管下的市场割裂和业务竞合。债券市场有银行间、交易所、商业银行柜台“三足鼎立”之割裂布局，背后还暗合监管机构纠葛的部门利益，受“本位主义”影响，各部门为扩大自身监管地盘和维护部门利益，往往选择软化监管介入、盲目发展市场。割裂的市场与趋同的业务使外在看似清晰的市场布局实则内部混乱杂糅，部门利益交织使债市统一分层难以寻得有效切入。后台登记托管结算机构的分割也影响债券分层的实现。在不同监管机构主管下，我国债市登记托管结算主要分散于中债登、中证登和上清所，三家机构缺乏有效的互联互通机制，即便进行分层交易，流动性规模和效率也受限。

其次，做市商制度的实质性作用难以彰显。做市商是债市分层运作核心。我国债券做市商虽已有二十余年历史，但做市商法律定位尚不清晰，做市缺乏高位阶法律依据。而且，做市商权利

义务不够平衡，风险收益错配，不利于调动做市商积极性。从更宏观的市场运作视角观之，做市商制度还面临结构类型单一、考核机制欠合理、货币经纪相对落后的三重困境。

最后，交易结算账户分级机制的扁平化。账户是证券交易的通行证，债券市场分层须由账户分级管理实现。债市账户分为甲乙丙三类，甲类户既自理自营结算，也办理结算代理，乙类户自营结算，丙类户须委托甲类户代理结算。但目前乙类户“一家独大”，债券账户已然成为以乙类户为主的高度扁平化的纺锤体结构，这种交易权限的过度无差异，导致每个市场参与者既是流动性提供者，也是流动性消耗者，实则制约了核心机构——做市商的做市意愿。

走向制度进阶：双层架构、做市保障与后台统合

债券市场的分层建构不能拘于一面，须围绕双层架构、做市商保障以及后台统合三个维度进行系统性推进。

第一，搭建交易商市场与投资者市场区隔化的双层架构。上层是交易商批发(B2B)市场，仅允许交易商进入，下层是投资者零售(B2C)市场，除注册为交易商之外的其他参与者均为客户投资者，投资者之间不能直接交易，交易方式限于与做市商进行点击报价或请求报价交易。债券市场分层需借助账户分级管理来推进，通过“稳甲、限乙、扩丙”的调整向“金字塔”账户结构转变。

第二，推动债券市场做市商制度的系统性、实质性落实。通过后续证券法修正，在交易机制内容中增加做市商的阐释，为债券市场做市商机制提供正当施行的上位阶法律依据。还应本着实质重于形式的原则和穿透主义的理念，以场内场外为

届分，以债券种类为依据设定做市商准入的基本门槛及行为规范。明确权利义务平衡的落实及改革考评机制，由“规模”考评向“质量”考评转化，强化一、二级市场的联动评价，加强做市商考评结果的执行。

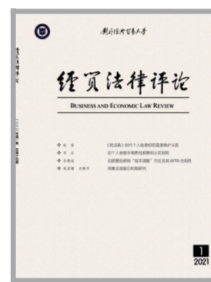
第三，加强登记托管结算机构的联通与交易所报告体系的统合。我国债市后台的割裂问题突出，本质并无殊异的债券被分散登记，多数债券的二级市场流通市场出现交易“鸿沟”。而统合已为国际发达债市所采纳践行，最佳路径是将中证登、中债登、上清所合并成立“中国证券登记结算集团”，短期破解进路可集中于扩大跨市场双向转托管结算的债券品种，使形式分割下的登记托管结算实现最佳化的实质性互联互通。此外，信息要素设施也应统合化建构，必要的信息报告安排是信息披露机制的有效补充，既可满足债市合理透明度，又能为监管调控提供合适切口。我国尚无实质性交易报告库，建立统一的交易数据库尤为必要，考虑到交易信息的公共产品属性，应以宏观审慎监管部门——央行牵头设立统一的交易报告库。

因此，唯充分重视债市分层，才能有效把握债市统合之后的发展方向，化解流动性之困，为债券市场及资本市场迈向成熟提供理论框架及制度支撑。

(冯果，武汉大学法学院教授、博士生导师；张阳，武汉大学法学院博士研究生、墨尔本大学联合培养博士研究生，本文原载于《华东政法大学学报》2021年第2期)

观点新解

刘云就个人信息的非物质性损害谈—— 包括外部风险损害和内心焦虑损害



清华大学法学院刘云在《经贸法律评论》2021年第1期上发表题为《论个人信息非物质性损害的认定规则》的文章中指出：

个人信息的非物质性损害主要包括外部风险的损害和内心焦虑的损害，属于个人信息侵权实践中最常见的损害类型。我国越来越多的法院开始承认个人信息非物质性损害具有可赔偿性。非物质性损害的“损害范围”在近代代呈扩张趋势，相关损害具有的显著性和客观性依然是个人信息损害赔偿的必备条件，并可以作为证明个人信息的外部风险和内心焦虑致相应标的要因。

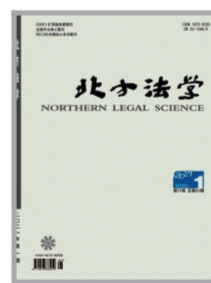
金梦就立法者的心智观念谈—— 是立法场景中制度变迁的动力来源



华东政法大学法学院金梦在《法学》2021年第1期上发表题为《立法者心智：区域协同立法机制构建的动因》的文章中指出：

区域协同立法是推动新时代法治发展和社会进步的重大战略举措。协同立法是将地域上相邻的行政区域通过确定的法律范式凝聚成统一的规则整体。区域协同立法者是由区域内层级相同的立法机关所组成的立法共同体，区域协同立法者作为协同立法机制构建的主体性要素，其心智观念影响协同立法的进程和质量，其重要影响，不仅体现在立法决策过程中立法者智识的局限性，还体现在这一局限性会引起立法实践中的多元主体性问题。立法者的心智观念是立法场景中制度变迁的动力来源，也是推动立法制度变迁的重要影响因子，直接影响着地方治理方式。

郭小冬就诉讼保全的需求谈—— 其源自于实体权利所固有的请求权



天津师范大学法学院郭小冬在《北方法学》2021年第1期上发表题为《诉讼保全的实体法视角及其展开》的文章中指出：

行为保全制度在法律文本上与相同情形下的先予执行制度呈共存状态，在司法实践中也没有发挥应有的作用。其根源在于传统观念中，诉讼保全只是一种具有程序保障功能的规范，在本质上，诉讼保全是为可能受侵害的权利提供的临时性保护，但这种保护自实体法确认权利之际就已存在，是实体权利与生俱有的权能。因此，诉讼保全的需求源自于实体权利所固有的请求权。请求权的性质决定了诉讼保全的类型，请求权的内容决定了保全请求的内容。对诉讼保全的理解应当融入实体法的因素，并以此为基础对我国的诉讼保全制度进行结构性改造。

管育鹰就适用惩罚性赔偿谈—— 需考虑与侵权行政、刑事责任的协调



中国社会科学院管育鹰在《法律适用》2021年第1期上发表题为《试析侵害知识产权惩罚性赔偿的适用条件》的文章中指出：

我国在知识产权领域已全面引入惩罚性赔偿制度，为准确理解和发挥该制度的功能，亟须在司法实践中进一步明确其具体适用条件。按目前各单行法的规定，惩罚性赔偿应当依权利人的请求启动，根据当事人举证，法院在按权利人实际损失、侵权人非法获利、合理的许可费三种方式之一计算出赔偿数额后，对有主观故意的侵权人按照侵权行为的情节严重程度施以加倍的赔偿责任。鉴于目前大多数知识产权案件仍采取法定赔偿的方式，且法定赔偿本身也有对惩罚性因素的考量，短期适用惩罚性赔偿的案件增幅有限。适用惩罚性赔偿还需考虑与侵权行政、刑事责任的协调，严重侵害知识产权有责任聚合的案件宜在专门法院或法庭以“三审合一”模式解决。

作为行政处罚一般种类的 通报批评

前沿观点

朱芒 (上海交通大学凯原法学院教授)

2021年1月22日修订的行政处罚法(以下简称“新法”)的一个显著变化是，第九条第1项设立的处罚类型中，新增了“通报批评”。这意味着“通报批评”将成为行政处罚的一般种类，统括具有一定共性的行政处罚行为，适用于整个行政法律制度，适用于各个单行法。

那么，作为行政处罚一般种类的“通报批评”，究竟应该具有什么样的要件特征，本文将对这个问题进行尝试性分析，为“新法”施行之后探寻一个法解释的方向。

形式上的“通报批评”

目前，直接使用“通报批评”概念的法律只有慈善法等七部法律中的7条条款。如将行政处罚的功能置于“秩序-制裁”的制度框架结构之内分析，即将行政处罚定位为是对违反第一层次义务(法律秩序)的当事人所科处的第二层次义务(制裁)，那么，现行法律制度中，“通报批评”具有如下特征。

第一，大多数属于程序性义务；第二，很多属于内部性义务；第三，大多针对的义务主体只是单位。总之，从上述法律层面的内容可以看出，形式上使用“通报批评”文字表述的行政处罚，所保障的法律秩序领域非常狭小且零星，限于局部的特定范围，并非是日常生活中支撑社会整体稳定的基本秩序或主干性社会秩序，且这些社会秩序或是辅助性的，或是局限于特定领域或范围之内的，甚至具有相应内部属性的，或是特定领域中的程序性义务，主要是信息提供义务方面的秩序。

“通报批评”被规定入“新法”，成为行政处罚的一般种类，意味着“通报批评”与同项中的“警告”一样，被列入名誉罚的范围内，与罚款等财产罚、能力罚(资格罚)和人身罚(自由罚)一同构成行政处罚一般种类体系。在这样的前提下，需要明确其在法律效果方面应该呈现出什么样的特征。

由于“警告”被定位为名誉罚，即行政处罚行为针对的是行政相对人的人格权益，通过制裁，产生名誉减损和社会评价降低的法律效果，因此，从相同规范的要求下，“通报批评”也必须能够导致同类的法律效果。同时，由于名誉存在于社会关系环境之中，因此，对名誉减损或社会评价降低的法律效果也必然发生于一定的社会关系环境之中。因此，当“通报批评”被《修订草案》与“警告”并

列地置于名誉罚之中，那么从类的共同性出发，这里的“通报批评”也就同样必须采用对外公布的方式实施。即其法律效果不仅限于“行政主体-行政相对人”的法律关系之内，被处罚的行政相对人名誉减损和社会评价降低的法律效果，发生在相应的社会关系环境之中。

进一步而言，“通报批评”在形式上至少需要具备两个可判断的标志。一是形式要件“通报”，即对社会公开的方式呈现；二是“批评”，即否定性对外评价。

实质性的“通报批评”

1.狭义的与广义的“通报批评”
行政处罚法第八条采用的是实质主义立场，所规定的行政处罚种类，并不是以形式用语为规范对象，而是着眼于概念所表现规范效果的实质方面。目前，在法律制度上，归入名誉罚的除了法律用语直接称为“通报批评”的行政处罚之外，还包括警告、公开谴责，列入“黑名单”等种类。着眼于名誉罚的法律效果以及要件特征，可以将形式上的“通报批评”定位为狭义的“通报批评”，而所有实质上产生相同法律效果以及具有相同要件特征的名誉罚，构成广义的“通报批评”。

从广义概念的角度，可以从两个方面观察和概括在实定法中名誉罚的形式表现与实质上的“通报批评”之间的关系。第一个方面是行政主体通过意思表示方式作出“通报批评”；第二个方面是行政主体通过事实表述方式作出“通报批评”。

2.意思表示(意思表示)方式的“通报批评”
(1)“公开谴责”
“公开谴责”制度集中设置于金融监管领域，其要达到的制裁目的也是通过广泛周知的方式，减损相应行政相对人的名誉和降低其社会评价程度。与此相关，这些规定中也部分设定了“通报批评”，其位置基本在“公开谴责”之前，但两者行为属性方面并无二致，因而无法划分出金融领域实施的“公开谴责”与行政处罚法中“通报批评”之间明确可判断的区分，或者说，“公开谴责”实质上被内含在维护一般社会秩序的“通报批评”之中了。

(2)“列入失信名单”
“列入失信名单”俗称“黑名单”制度，形式上常在其他行政处罚的规定之后，表现为将相关违法信息“记入社会诚信档案”等概括性的规定，且已逐渐成为立法中的标配性设置。

在“秩序-制裁”的框架中，社会信用体系针对的社会秩序非常广泛，且基本与法规范保障的秩序相重叠。与此相对应，在制裁的法律效果方面，尽管至今在制度层面并不存在对“失信”的严格定义，但从文字本身可知，所谓“失信”意味着

失去社会信用之意，被“列入失信名单”也就意味着相应的相对人属于不值得信任者。这与形式上的“通报批评”的制裁法律效果相同，因而在实质上可以归入“通报批评”的行政处罚种类之中。

3.事实表述方式的“通报批评”
(1)“公布违法事实”的属性

“公布违法事实”也属于“黑名单”制度中的一种。由于公布行为只是将客观存在的事实信息对外表述，在形式上并不因此产生法律效果，因而对行为的定性而言，形式上似乎无法归入“通报批评”之类的名誉罚，但本质上两者仍然具有相同的性质。在两个因素的作用下，“公布违法事实”行为在实质上能够推定为属于行政处罚。

其一，对法律效果的意见表述方式。“公布违法事实”行为与其所导致的社会性制裁效果之间存在着必然因果联系，且“公布违法事实”行为本身也是通过可以预计到的社会性制裁结果而反向警示当事人预先遵守社会秩序。其二，法律效果的存在方式。只要“公布违法事实”的行为是对社会公开，那么，“违法事实”本身的定性就具有了对名誉的否定性评价。此外，名誉的减损和社会评价的降低是无法进行量化而通过行政主体进行裁量控制，因此，只要“公布违法事实”行为一经作出，相应结果就随之发生。

(2)“公布违法事实”的范围
从实定法的现状看，这里所要公布的所称“违法事实”，大致有以下几种：第一，公布的只是违法行为的主体信息，即姓名等能够特定化主体的信息；第二，公布的是违法的事实信息本身；第三，公布行政行为的结果信息。另外，有的法规范只是笼统地规定为“公布违法事实”，这种表述方式应该包含了上述三种状态。

本人认为，“通报批评”具有概括名誉罚的各个种类，具有统括名誉罚总称的功能。“新法”适用相应的法规范进行法解释时，有必要注意以下几点。

首先，某种行为是否纳入“通报批评”而予以法律规范，是将其纳入法律制度之中予以规范，而并不导致该行为被赋予合法性或者正当性。其次，同项中的“警告”需要在将来的适用之中明确其法律定位。最后，需要补充说明：①“通报批评”属于较重的处罚，对人格和名誉的影响程度，要远重于对法人的资格限制方面的制裁，与“行政拘留”对人身自由限制的后果相近。②受到“通报批评”处罚的当事人难以获得实质性法律救济，相应的权益损害无法实质性消除。③目前根本无法消除“通报批评”造成的广泛的社会影响。④正因为“通报批评”具有严重权益影响后果，所以，应严格适用“新法”规定的听证等事前程序。

(原文刊载于《中国法学》)