



银行间债券市场交易机制的完善与创新

Trading Mechanism Innovation in the Interbank Bond Market

韩国峰 董晶晶

摘要：交易商协会成立 15 年以来，银行间市场交易机制不断创新，《债券借贷主协议》的诞生和《衍生产品交易主协议》的补充修订，促进了我国债券借贷和衍生产品市场的规范发展，是我国金融市场制度建设的一项重要成果。本币交易新平台（CIBMTS）的应用和接口的开放升级，为智能化交易打开了想象空间。本文将总结银行间市场发展过程中重要的产品和交易机制体系，并据此探讨在创新实践中，市场成员的具体策略运用。

关键词：交易机制 智能化 衍生品市场

Abstract: Since the establishment of NAFMII 15 years ago, the trading mechanism of the interbank market has benefited from continuous innovation. The birth of the Master Bond Lending and Borrowing Agreement and the supplementary revision of the Master Derivatives Trading Agreement have promoted the standardization of bond lending and the derivatives market—important achievements in China's financial market system construction. The application of the new platform for local currency trading (CIBMTS) and the opening and upgrading of interface capabilities have created space for intelligent trading. In this paper, we will summarize the system of important products and trading mechanisms, and accordingly discuss the specific strategies used by market members.

Keywords: Trading Mechanism, Intelligence, Derivatives Market

韩国峰，中国邮政储蓄银行金融市场部总经理；董晶晶，中国邮政储蓄银行。



银行间债券市场交易机制创新回顾

1997年，银行间债券市场电子化交易系统诞生，标志着全国统一的银行间债券市场正式创立。在一系列顶层设计框架下，全国统一的银行间外汇、货币和债券市场随之形成，也为我国汇率形成机制改革、利率市场化改革、货币政策传导奠定了坚实的基础。

中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）成立15年以来，尤其是党的十九大以来，银行间市场交易机制不断创新，最近几年更是进入快速发展通道。

2022年，为规范债券借贷业务、提升交易效率，交易商协会组织市场成员和法律专家制定了《中国银行间市场债券借贷交易主协议（2022年版）》（以下简称《债券借贷主协议》）；2021年，为应对伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）退出，交易商协会发布了IBOR后备机制标准补充协议，这是继《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（2009年版）》后的重大补充；2019年，本币交易新平台（CIBMTS）登上历史舞台，中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心（以下简称“交易中心”）开放并更新了接口，为智能化交易打开了想象空间。

本文将总结银行间市场发展过程中重要的产品和交易机制体系，并据此探讨在创新实践中，市场成员的具体策略运用。

银行间债券市场交易结算机制

境内债券产品交易机制

询价、点击成交和请求报价（RFQ）。根据《全国银行间债券市场债券交易规则》（中汇交发〔2010〕283号）规定，在交易中心交易系统进行债券交易的方式包括询价交易方式和点击成交交易方式。2013年10月21日，交易中心落实完善做市商制度的要求，上线请求报价功能，该功能有利于市场参与者更直接了解市场，丰富询价渠道。

匿名点击业务之X-Bond。2016年，交易中心推出X系列的X-Bond模块，至今不断更新，该模块按照价格优先、时间优先原则进行匿名撮合，对提升活跃券流动性水平具有显著作用，也是市场成员参与自动化交易的重要创新机制之一。

指示性报价。2019年6月17日，交易中心推出指示性报价功能，做市机构可同时发出买卖指示性报价但不可直接成交，有意向的参与机构可点击报价信息后转为请求报价，并经与做市机构协商后达成交易。

境外机构投资者债券交易机制

境外机构投资者可以通过多种途径参与我国债券市场，包括合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）、银行间债券市场直投模式（CIBM Direct）和债券通（Bond Connect）等，以下着重介绍后两者。



银行间债券市场直投模式（CIBM Direct）

根据中国人民银行公告〔2016〕第3号的规定，符合条件的境外机构投资者可在银行间债券市场开展债券现券等经中国人民银行许可的交易，并委托具有国际结算业务能力的银行间市场结算代理人（以下简称“结算代理人”）进行交易和结算。结算代理人在中央结算公司以委托人的名义开立债券一级托管账户，代理委托人使用该账户进行债券托管和结算，并在交易的时候以委托人名义与交易对手开展交易，与结算代理人的自营交易相互隔离。境外机构投资者是指在境外注册成立的商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司及其他资产管理机构。合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）参照该公告执行。

境外央行、国际金融组织、主权财富基金投资银行间债券市场适用《中国人民银行关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》（银发〔2015〕220号）的有关规定执行，并可在银行间市场开展债券现券、债券回购、债券借贷、债券远期，以及利率互换、远期利率协议等其他经中国人民银行许可的交易。

2020年9月1日起，银行间市场开始试运行的CIBM Direct直接交易服务，在直投模式的交易方式上有了重大创新：在传统模

式下，委托人需要委托代理人在银行间市场代替询价并完成线上成交流程，在新模式下，境外机构投资者可通过与交易中心联接的境外第三方平台，向境内银行间债券市场的做市机构直接发送请求报价并达成交易，但结算仍由结算代理人代为完成，该模式适用于现券、标准化票据等品种。

债券通

2017年债券通的到来改变了直投模式的传统方法，为境内外投资者拓展了全球资产配置渠道。债券通是境内外投资者通过香港与内地债券市场基础设施机构在交易、托管、结算等方面互联互通的机制，买卖两个市场交易流通债券的机制安排。

2017年7月2日，中国人民银行、香港金融管理局发布联合公告，批准香港与内地债券市场互联互通合作上线。债券通又分为“北向通”和“南向通”。

“北向通”方面，境外投资者需要在香港金融管理局开立债券账户，办理登记托管，香港金融管理局在中央国债登记结算公司（以下简称“中央结算公司”）和上海清算所（以下简称“上清所”）开立名义持有人账户，形成中央结算公司和上清所、香港金融管理局、香港结算行和其他国际托管机构的多级托管职能，资金支付通过人民币跨境支付系统（CIPS）办理。当境外投资者在香港金融管理局开户后，可以选择香港结算行帮助自己进行资金清算和债券托管。流程上，境外投资



者通过境外电子交易平台（如Tradeweb、Bloomberg）发送交易指令，交易指令传输至境内电子交易平台（CIBMTS）后，与境内做市商通过请求报价方式买卖现券，结算方式为券款对付、全额清算、逐笔交易。境外投资者可使用自有人民币或外汇投资，使用外汇投资的，需在香港结算行办理外汇资金汇兑和结算。

南向通于2021年9月24日适时启动，境内债券登记结算机构（上清所和中央结算公司）应在香港债券登记结算机构开立名义持有人账户，境内托管清算银行应与香港债券登记结算机构或香港托管银行建立连接，为境内投资者提供债券托管结算等服务。境内投资者可自主选择通过境内债券登记结算机构或境内托管清算银行托管。如果选择前者，境内投资者通过境内电子交易平台（CIBMTS）与交易对手达成交易，并通过CIPS办理债券交易的资金支付，买卖CNH、港币、美元、欧元等币种计价的债券。

2019年，交易中心与彭博、Tradeweb系统互联，推出了债券通指示性报价功能。境外投资者可以在彭博、Tradeweb等系统上直观地浏览各境内报价机构的报价。

境外电子交易平台

以美国为例，债券交易均可通过电子化交易平台进行，如Tradeweb、彭博和MarketAxess等。截至2022年，在直投模式和债券通两个渠道下，交易中心已分别

引入Tradeweb、彭博、和MarketAxess共计3家境外交易平台作为境外第三方交易平台。

即时聊天工具

2018年6月，交易中心打造了面向银行间市场的即时聊天工具iDeal，同时开放了聊天接口，供具有开发能力的金融机构自行开发定制。iDeal实名制运行，聊天报价可以对接本币交易系统，聊天过程全留痕，境外投资者也可通过境外电子交易平台打开iDeal聊天工具界面，快速与境内报价机构对接。2021年，交易商协会发布了《关于规范银行间市场交易即时通讯工具使用有关事项的通知》，并于2022年3月发布了运营商名单，iDeal、Qtrade、北金所IM等运营商均在名单之列。

债券借贷协议与交易机制

债券借贷主协议。2006年11月，人民银行发布〔2006〕第15号公告，在银行间市场推出了债券借贷业务。2022年2月11日，人民银行发布《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》（人民银行公告〔2022〕第1号），6月份，交易商协会组织市场成员制定了《中国银行间市场债券借贷交易主协议（2022年版）》（以下简称《债券借贷主协议》）。2022年这两个文件的发布标志着债券借贷业务发展的新起点：市场成员不用再签署双边合同，在无特殊需要下仅需签署一份《债券借贷主协议》；引入了“集中债券借贷”概念，类似中央对手方；对“违约”



设置了相关处置条款，减轻了市场机构对发生“违约”事件的顾虑。

匿名点击业务之X-Lending。2018年2月，交易中心推出了X-Lending债券借贷意向报价板。X-Lending可向市场展示参与机构发起的债券借贷意向报价，同时嵌入了智能推荐功能，可根据对手方的交易特点将报价推荐给市场成员，提高债券借贷询价交易效率。2019年10月，X-Lending功能进一步完善，市场成员可以将意向报价转为对话报价。

债券结算模式发展与回顾

DVP清算。2013年9月，中国人民银行公告〔2013〕第12号要求全市场实行券款对付（DVP）结算方式，取消了之前的见券付款、见款付券和纯券过户。DVP模式由系统自动检测结算双方的券、款头寸并完成结算，保证了结算双方的平等地位，实现了交易的直通式处理，市场成员开通DVP业务之前需与中央结算公司签署券款对付协议。

净额清算。2015年，上清所开展债券净额清算业务，在现券、质押式回购和买断式回购业务上开展债券净额清算模式。债券净额业务的核心机制是中央对手方清算，即上清所作为中央对手方介入合约交易的对手方之间，通过合约替代，成为所有买方的卖方和卖方的买方，并提供担保交收。在净额清算业务模式下，所有债券交易统一轧差，活跃机构将有效提升资金

和债券使用效率，中央对手方的安排也有效解决了银行间市场交易对手授信问题。相对于传统的双边全额逐笔清算，净额清算仅需在日终批次轧差处理，降低了市场机构中后台的操作风险和操作量。

银行间与交易所市场互联互通

在人民银行、证监会公告〔2020〕第7号文的指导下，银行间市场与交易所市场相关基础设施机构开展了互联互通合作：2022年1月，交易中心制定了《银行间债券市场与交易所债券市场互联互通业务暂行办法》，并上线了系统相关模块和接口。商业银行可以通过互联互通或直连接口方式进入交易所债券市场，有利于抹平同种债券在不同基础设施间的价差。

银行间货币市场交易机制

回购主协议。2013年1月，交易商协会在原有质押式回购主协议和买断式回购主协议基础上，制定推出了《中国银行间市场债券回购交易主协议（2013年版）》（以下简称《债券回购主协议》）。这个文本约定了质押式和买断式回购交易的共性内容，由特别条款约定个性内容，市场成员多边签署生效，视需要双边签署补充协议。《债券回购主协议》使银行间债券回购市场有了“中国标准”，对整个市场的规范发展具有里程碑意义。

匿名点击业务之X-Repo。2015年8月，交易中心推出质押式回购匿名点击业务（X-Repo），2017年4月，交易中心推



出X-Repo盘前交易机制，30家盘前报价机构可主动报价、全市场范围内匿名成交，该时段结束后以加权成交价作为X-Repo当日开盘价。经过多年发展，X-Repo隔夜期限品种的开盘价与DR001的相关性大幅提高，为市场成员当日定价提供了有效参考，也为参与机构尤其是中小机构提供了更为便捷的融资渠道，资金供需双方直接谈判，大大提高了流动性传导效率。

回购请求报价（RFQ）。2020年，交易中心推出了质押式回购请求报价功能，2021年，交易中心完善了该机制，支持交易员向多机构自主发送资金交易请求、高效管理请求方的流动性需求，支持参考基准利率报价等功能。

银行间衍生品市场交易结算机制

衍生品主协议。根据中国人民银行公告〔2009〕第4号有关要求，银行间市场进行衍生品交易需要签署交易商协会制定并发布的《中国银行间市场金融衍生品交易主协议》（以下简称《NAFMII主协议》）及其补充协议。此协议适用于利率、汇率、信用和黄金衍生品，以及前述衍生品交易的组合。

2021年7月，为推动境内衍生品国际基准利率转换，交易商协会联合国际掉期与衍生工具协会（ISDA）起草了NAFMII主协议IBOR后备机制标准文本，帮助市场参与者做好参考国际定价的衍生品利率基准转换工作。多年来，《NAFMII主协

议》的推广和运用，促进了我国金融衍生品产品市场的规范发展，是我国金融市场制度建设的一项重要成果。

中央对手方。中央对手方清算机制早已遍及全球各类证券交易市场，而次贷危机的爆发更引起了各国监管当局对中央对手方清算机制的普遍关注。2009年9月，二十国集团匹兹堡峰会提出，在2012年底之前，场外标准化衍生产品都要通过交易所或电子交易平台进行交易，并通过中央交易对手方进行清算。2009年，上清所成立，形成了涵盖我国场外债券、衍生品、大宗商品的中央对手方清算机制。其中，债券和回购净额清算、衍生品集中清算都是中央对手方职能的重要体现。根据《中国银监会关于印发商业银行资本监管配套政策文件的通知》（银监发〔2013〕33号）附件中《中央交易对手风险暴露资本计量规则》（以下简称《计量规则》）规定，合格中央交易对手为获得行政许可开展相关业务并经监管当局公开认定为合格的中央交易对手。若未经监管当局认定，商业银行应严格按照《计量规则》判断合格中央交易对手。2016年，人民银行批复上清所为“合格中央对手方”；2019年，证监会批复中国金融期货交易所、上海期货交易所为“合格中央对手方”；2020年，人民银行批复上海黄金交易所为合格中央交易对手。

利率互换。2008年1月，中国人民银



行发布《中国人民银行关于开展人民币利率互换业务有关事宜的通知》（银发〔2008〕第18号），标志着利率互换业务的开始。利率互换是本币利率衍生品中最活跃的品种之一，也称利率掉期，指的是交易双方约定在未来的一定期限内，根据约定的本金和利率计算利息并进行利息交换的合约，其中以FR007为基准的浮动利率与固定利率的互换交易占比最大。

2017年5月，随着交易中心推出银间回购定盘利率FDR001、FDR007及FDR014三个品种，以FDR007为参考利率的利率互换也同步上线。DR系列利率指银行间存款类机构以利率债为质押的回购利率，FDR007是指银行间存款类金融机构之间以利率债为质押的7天质押式回购利率（DR007）的定盘利率，R007是指银行间全部机构7天质押式回购利率。交易中心于当年7月起新增了6、7、8、9、10年期的人民币利率互换合约，上清所也同步将利率互换集中清算期限延长至10年。

2019年8月，交易中心推出以LPR为基准的利率互换，并于9月2日上线LPR利率互换合约，支持询价和匿名点击成交方式。同时，LPR利率互换报价正式开展，交易中心据此编制和提供LPR利率互换曲线及估值服务。LPR利率互换交易的推出，为市场机构提供了有效对冲工具，可更快更直接地将LPR市场利率变化传导至

实体经济。2021年11月，交易中心和上清所联合推出LPR1Y利率互换集中清算方式，同时支持存量的LPR1Y利率互换从双边清算变更为集中清算。

匿名点击业务之X-Swap与实时承接。利率互换匿名点击业务（X-Swap）是首个X-Trade品种，也是银行间市场首个基于双边授信撮合的匿名点击业务品种。2014年2月推出至今，随着X-Swap成交占比持续提升，已经成为市场成员利率风险管理的重要工具。2019年4月，交易中心组织活跃机构成为“X-Swap利率互换曲线报价团”，通过X-Swap进行利率互换市场全曲线报价，为市场提供流动性和定价基准。2019年8月，交易中心进一步新增以LPR1Y和LPR5Y为标的X-Swap合约品种。

2019年8月，交易中心和上清所共同推出利率互换实时承接业务，也是中央对手方模式的进一步应用：机构通过X-Swap提交匿名订单，由交易中心在事前额度控制的基础上匹配成交，上清所实时承接并完成集中清算。利率互换实时承接业务提高了交易结算效率，减少了机构中后台操作环节，试点阶段支持FR007、Shibor3M和ShiborO/N等参考利率、1M至10Y的各标准期限的利率互换合约。

利率互换请求报价（RFQ）。2021年，交易中心创新推出利率互换请求报价（RFQ）功能，请求方可同时向多个回复方发送交易请求，并选择最优回复成交。



该交易机制为单笔名义本金较大、交易要素非标准的交易需求提供了需求匹配场所，其相关分仓功能实现了多组合协同管理，提升了资管类机构风险管理效率。

互换通。2022年7月4日，中国人民银行、香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局发布联合公告，开展香港与内地利率互换市场互联互通合作（以下简称“互换通”）。互换通通过互联互通方式便利境外投资者参与境内人民币利率互换市场，使境内外投资者能够在不改变交易习惯、有效遵从两地相关市场法律法规的前提下，便捷地完成人民币利率互换的交易和集中清算。

标准债券远期。2015年4月，银行间债券市场推出标准债券远期业务。标准债券远期是指在银行间市场交易的，标的债券、交割日等产品要素标准化的债券远期合约，与国债期货类似，标准债券远期交易可对冲债券现货的利率风险，是较好的套期保值工具。目前，合约标的包括3年期、5年期和10年期的虚拟国开债，以及5年期和10年期的虚拟农发债。

2015年11月，上清所提供标准债券远期通过X-Swap系统交易的集中清算服务。2018年，上清所推出现金交割优化机制，包括调整可交割券为近期成交最活跃的两只券以及到期交割价计算方式。2020年，交易中心推出标准债券远期合约报价机制。2021年11月，交易中心和上清所联

合推出标准债券远期实物交割机制：交易中心提供丰富的申报信息、匹配信息、交割信息和全流程交割申报单等查询服务；上清所提供中央对手方清算，以及实物交割环节的交割配对、交割确认、DVP等服务。首批实物交割合约标的为2年期国开绿债、2和7年期农发债。2022年3月，标准债券远期实物交割合约进入上线四个月以来的首个交割月，全部顺利完成首批交割。

利率期权。经过多年的研究探索，交易中心于2020年3月推出了挂钩LPR的利率期权产品，包括利率互换期权和利率上限/下限期权，以满足市场机构对利率避险工具的需求。2021年3月，交易中心新增以FDR001、FDR007等基准利率为参考利率的利率期权产品，进一步丰富了利率衍生品序列，并组织活跃机构对利率期权进行报价，据此编制波动率曲面用于估值参考。

交易机制创新与策略运用

2019年6月17日，交易中心推出CIBMTS，实现了银行间本币市场金融基础设施的重大升级，也实现了X系列匿名交易接口的升级改造。X系列覆盖固定收益类交易，其接口的完善和开放打开了银行间市场数字化、量化交易的序曲。另外，通过接口集成，外汇、贵金属和挂钩各基础资产的衍生品业务也带来了丰富的跨资产交易机会。市场成员可以研发电子



交易系统，实现策略定制、曲线定制、自动化交易和实时的风险监控。iDeal等交易即时通讯工具的诞生也改变了传统人工询价模式，交易员可以将要素化的信息转化为线上交易，节省询价时间，向交易智能化迈进了重要一步。

固定收益组合策略

X系列帮助交易员实现了策略预设和自动化下单，在严格设置参数下，交易员通过X-Repo融资，通过X-Bond买入现券获得稳定息差；通过计算DV01，用利率互换对冲债券现货头寸风险；“质押式回购融资+买入固/浮债券+支付/收取固定端利率互换”的组合交易都将方便开展，减少了手工计算组合收益的麻烦，提高策略精细度；债券曲线关键期限点差、新老债券价差，利率互换spread点差、利率互换基准利率基差交易都可以在量化工具的辅助下自动化或半自动化开展。

在债券借贷X-Lending的智能化发展下，交易员能够精准锁定现券融出方，有效地提升策略执行效率：一是能提高做市商做市能力。做市商往往在市场价格波动时面临极大的库存风险，X-Lending工具能帮助交易员迅速和债券融出方进行匹配，补充债券库存。二是降低融资成本。在质押式回购交易中，大型融出机构更愿意接受用利率债质押，债券借贷帮助资金融入方将信用债换成利率债再进行质押，只要债券借贷费率低于信用债质押回购加点数，就可以有效降低

融资成本。三是构成现券做空和衍生品组合策略的核心一环。当交易员预计未来收益率将要上行时，可将借来的债券卖出，待收益率上行后再以低价买回获得收益。例如在国债期货策略中，交易员可以借入现券卖空，同时买入国债期货进行反向套利交易（卖出基差交易）。

随着标准债券远期产品实物交割的开展，预计标准债券远期产品实物交割券的流动性、债券借贷频率将逐渐提升，以标准债券远期工具为核心的与现券、利率互换、国债期货的多空组合策略将逐渐丰富起来。

利率期权方面，交易中心已上线挂钩LPR和FDR基准利率的利率互换期权、利率上下限期权。因利率期权的多策略非线性特征，交易员可以组合不同的履约期限和行权价格的标的合约，实现基于对合约标的未来不同涨跌方向、涨跌幅度判断的风险管理预期，达成低风险的组合套利交易。

汇率与人民币债券

人民币兑美元汇率和人民币美元掉期交易是银行间市场占比较高的外汇交易品种。人民币汇率是以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，人民币兑美元中间价=收盘价+一篮子货币的汇率变动+逆周期因子。收盘价是前一个交易日外汇市场的收盘价，是银行间市场通过对境内外宏观、货币政策因素、经常性项目和短期资本流动因素



判断而交易出来的结果；**一篮子货币的汇率变动**是指为保持人民币对一篮子货币汇率（如CFETS人民币汇率指数）基本稳定所要求的人民币对美元双边汇率的调整幅度，做市商在报价时既会考虑CFETS货币篮子，也会参考BIS和SDR货币篮子；**逆周期因子**是防范预期和情绪带来的顺周期性扰动，各报价行根据判断对逆周期因子强度进行调整，2020年10月，中间价报价行陆续淡出使用逆周期因子。规则清晰、透明公开、由市场主导的中间价形成机制沿用至今。央行在银行间市场中通过远期售汇业务的外汇风险准备金率、金融机构外汇存款准备金率等汇率政策稳定汇率。

历史上看，美元指数与国内债券收益率因为货币政策错位具有一定负相关性，例如，目前两国货币政策处于不同宏观周期，美国加息周期开启，美元指数走强，美元回流美国，美元资金紧张；而国内货币政策宽松，人民币资金宽松，人民币债券利率会走低，呈现美元强，人民币债券强的结果。但有时候也会出现美元弱，人民币债券强的情况。例如美元走弱的环境下，人民币升值速度加快，短期资本流动促使境外机构增加对债券的配置需求，人民币债券收益率走低。交易中心新平台CFETS FX2017系统上线以后，银行间外汇市场实现了量化交易的系统基础，交易中心推出的外汇交易接口服务，也为未来国内外汇市场量化交易提供了系统支持。

人民币美元掉期交易是利用利率平价理论，对人民币投资收益和美元投资收益进行比价效应的交易。交易中心C-Swap（外汇交易系统标准化人民币外汇掉期）功能于2015年2月上线，目前已经成为外汇掉期交易的重要通道。2016年，C-Swap接口向银行间市场开放，方便了银行间市场成员利用C-Swap接口实现跨品种交易。

美债与人民币债券

美债方面，2年期和10年期最为活跃，2年期美债较多反应货币政策预期，紧密跟随联邦基金利率的走势，长端美债较多反映经济状况预期，跟随“名义收益率=实际收益率+通货膨胀率”的逻辑变动。中美10年期国债利差方面，以2010年为界可以大致划分为两个阶段：2010年之前，中美两国的货币政策周期不同步，且资本管制下中美利率缺乏联动，因此十年期中美国债相关性较差，中美利差波动较大，长期处于倒挂状态。2010年之后，我国经济存在外需驱动的特征，金融危机后中美货币政策同步性增强，中美利差联动明显增强，长期稳定维持正值。2015—2018年和2022年的大多数时点，中美货币政策又进入了错位期，使得中美利差波动幅度又加大，甚至大幅收窄。分析其原因，可能为：长期利率由两国各自的宏观基本面决定，中美利差反映的是基本面的相对景气度，都是政策调控和市场交易的结果；我国货币政策长期强调“以我为



主”，在内部平衡的基础上才兼顾外部平衡。就2022年而言，与2018年相似，我国重点应对的是经济下行压力，货币政策稳中偏松，而美国货币政策收紧，核心目标是控通胀。利差收窄本质上是中美周期错位的反映之一，与汇率变化同为市场交易的结果，但中美利差仍然有与汇率互为软约束的因素，利差倒挂通过跨境资本流动和市场情绪对汇率同步产生影响。因此，中美10年期国债收益率之差综合反映了中美长期经济走势、通胀预期、货币政策差异、汇率以及跨境资本流动影响。

目前，境内金融机构在国内更多是通过境外电子交易平台购买美元计价债券，而南向通的到来方便了境内金融机构配置CNH、港币、美元、欧元等计价的债券。市场成员不但可以交易中美元利差，还可以交易同一发行主体的CNY、CNH债券，方便境内外价差收敛，有助于在岸离岸市场统一定价。

黄金组合策略

我国黄金市场起步较晚，最初在国际黄金定价中更多作为价格接受者参与国际市场交易。2016年，上海黄金交易所推出全球首个以人民币计价的黄金基准价格“上海金”，为提升我国黄金市场定价权和价格影响力迈出了坚实步伐。“上海金”定价机制参与范围广泛，包括定价成员和提供参考价成员，涉及银行类金融机构和国内外产用金企业；定价过程公开透

明，没有设置类似于“伦敦金”定价机制中的定价主席角色，而是由定价交易系统完成；上海黄金交易所作为中央对手方，场内集中净额清算，降低违约风险，提高清算和交割效率。

国内的黄金交易策略较为丰富：上海黄金交易所所有黄金竞价、询价、定价、国际版、黄金租借交易；上海期货交易所有黄金期货和黄金期权交易；交易中心有银行间市场黄金拆借和询价业务；跨境有黄金进出口业务、境外交易所所有黄金即远掉和拆借交易等。具体业务模式上，黄金自营是对黄金价格走势做出判断从而获取买卖价差收益；黄金询价即远掉和拆借/租借业务有人民币和黄金投资收益的比价策略的交易属性；金银比、境内外价差、期现价差等组合策略在实践中也较为常用。

综述

交易商协会成立15周年之际，正是银行间市场高质量发展之时，随着我国银行间市场电子化交易的发展，市场成员利用先进的金融科技技术，已逐步探索出交易自动化、智能化的发展路径。下一步，商业银行将在人民银行、银保监会和自律组织指导下，继续把握金融科技创新的历史机遇，丰富完善自身产品、持续推动银行间市场高质量可持续发展。^[N]

学术编辑：韦燕春