银行资产配置对债券市场影响的动态传导

王 燕 钮 锴 孙雨函

摘 要 本文聚焦银行资产配置行为对债券市场的影响，通过拆解上市银行资产负债表科目，结合银行行为分析与实证检验，揭示其作用机制与影响效果。从资产负债结构看，负债端成本与稳定性、资产端信贷与金融投资的动态平衡共同决定银行配债意愿与结构。银行信贷投放呈现顺周期性，而银行债券投资行为具有逆周期性，受经济周期与监管约束显著；不同类型银行差异明显——国有行主要通过 FVOCI 影响市场，城商行、农商行则依赖 FVOCI 与 FVTPL；微观层面，住户短贷对债券收益率的短期影响领先 2～4 个月，中长贷的长期影响在 8 个月至 1 年达峰。基于此，本文提出优化资产配置、完善内部资金转移定价机制及搭建风险管理框架等建议，为银行稳健经营与金融市场协调发展提供参考。

关键词 银行资产配置 债券市场 资产负债表 债券配置策略 内部资金转移定价

一、引言

银行业在金融体系中扮演着核心角色，通过资产配置行为为实体经济提供必要的资金支持。尤其在现代货币体系下，中央银行主要面对银行发行货币，并通过银行派生出的信用货币满足实体部门的交易需求，因此银行资产配置行为不但是货币政策传导机制的关键环节，而且对于理解和预测宏观经济走势及政策效应都起到重要作用。其中，债券是银行资产负债表内第二大资产，而银行是债券市场的第一大持债主体，其对债券的配置、交易不仅为实体企业直接融资搭建主要渠道，也成为金融市场价格形成的重要来源。

目前已有研究侧重于银行整体资产负债情况分析及资产负债管理，关于银行资产配置行为对债券市场影响的研究并不充分，学界有利率期限结构理论，市场参与者则普遍使用“五碗面”框架，即从基本面、资金面、政策面、供需面及情绪面拆解影响债券市场的因素。对银行资产配置行为的研究集中于短期供需分析，较少从资产负债表长周期视角分银行种类观察大类资产配置并对债券市场的波动做定量分析。

本文通过深入探讨银行资产配置行为研究其对债券市场的多方面影响。一是分析银行资产负债表，梳理资产负债科目对债券影响的静态特征，并构建银行资产配置的行为逻辑。二是实证检验对债券市场的影响，涵盖资产配置特征变化的总体情况和不同银行类型的差异，结果表明银行资产配置行为对债券市场价格存在动态脉冲式影响。三是基于前述研究及对各类银

王燕，中国银行上海总部金融市场部副总经理；钮锴，中国银行上海总部金融市场部交易员；孙雨函，中国银行上海总部金融市场部助理交易员。2024 年 NAFMII 研究计划“银行资产配置行为变化对债券市场的影响”（KFKT2024-19）。

行资产配置行为的总结，针对不同宏观背景给出相关建议。

二、银行资产负债科目对债券的静态影响

银行资产配置是在资本充足运用基础上、指标考核边界范围内，尽可能投放贷款并在负债端匹配的基础上动态持有债券或其他资产。对债券的影响可从负债端、资产端以及其他因素带来的影响三方面分析。

（一）负债端

负债端作为银行资金来源，是信贷投放、债券投资和日常运营的基础。不同来源负债在成本（图 1）[①]、稳定性和期限结构上存在差异，直接影响银行的资产配置决策，尤其体现在债券投资方面。具体来看，成本较低且稳定性高的存款资金，能够有效支持银行配置久期较长的政府债；而同业负债和同业存单资金成本相对更高且波动较大，主要影响银行短期交易盘的负债结构。此外，在超储率偏低时，央行投放的基础货币也会显著影响银行债券投资需求。当银行整体可用资金快速增长时，总投资额度的扩大可能促使银行阶段性提升债券投资的风险偏好。

①向中央银行借款，即通过各类货币政策工具从中央银行借入而未归还的金额。银行凭借央行提供的基础货币作为存款准备金来源，具备了通过放贷创造存款货币的能力。

该科目对债券市场的影响有两方面，一是一级市场银行使用超额准备金认购政府债券，当资金进入国库，导致超额准备金占比较低时，银行业整体配债意愿短期受到约束；二是超额准备金余额下降，会使银行间市场流动性同时趋紧，银行间市场资金成本上行，非银融入杠杆买债收益下降，因此债券价格承压。

②吸收存款，银行主要负债来源，从增速、付息成本与流动性指标三方面影响银行资产配置行为。

较高的存款增速意味着银行拥有更稳定的资金来源。存款增速较快时，银行更倾向于进行长期资产配置，包括债券投资。存款增速放缓时，银行可能更多依赖短期资金，影响其对债券的配置。

存款成本是影响银行配债意愿的重要指标。当存款利率下降，市场对降息的预期也随之增强，这种预期将进一步传导至债券市场；当银行资金成本降低，如活期存款占比增多，将导致银行对资产端收益率的下限要求也相应降低，使债券的吸引力相对提高；由于存款利率下降，居民更倾向于增加对理财产品、债券基金等更高收益产品的投资。

存款对流动性指标也有一定影响。以流动性匹配率（LMR）为例（表 1），在各项负债中，存款的折算比率仅次于向央行的借款，比起同业负债和发行债券等主动负债更加稳定，在指标的计算上也更加有利。相同规模下，存款占比更高的银行，加权资金来源更多，从而能够投放更多贷款或配置债券。

③同业负债，是银行主动负债工具之一，包括同业和其他金融机构存放款项、拆入资金以及卖出回购金融资产款三项。当同业负债增速提升时，短期内银行可

① 图1~14、表1，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

配资金充裕，一定程度提升了债券的配置需求。

同业负债中，占比最高的是“同业及其他金融机构存放款项”。该科目指的是因支付清算和业务合作等需要，其他银行或非银行金融机构存放在商业银行的存款。由于同业存款是非标准化的场外业务，存在不稳定因素。当个人客户投资于基金、理财产品或股票时，个人存款转化为同业存款，如理财基金账户托管资金或证券三方存管客户保证金。银行某些时点的指标考核易受同业存款波动影响，从而相应处置或增配债券以满足相关指标要求。

④应付债券，主要包括同业存单、一般金融债、二级资本债以及总损失吸收能力非资本债券（Total Loss-Absorbing Capacity，TLAC）等。同业存单是银行应付债券的主要构成项，市场化发行，期限灵活，有助于银行匹配资产负债期限结构，从而影响资产配置。若出现负债缺口，同业存单由于相对适中的成本率（与向央行借款成本相近）、明确的期限以及募集期短等特点，具有较高性价比。在资产配置上，银行可能会根据未来资金需求的预测，提前通过同业存单发行来锁定负债成本，优化其资产负债结构，增强债券投资的灵活性。

（二）资产端

银行资产端主要由现金及存放中央银行款项、发放贷款及垫款、金融投资、同业资产以及其他资产组成，截至 2025 年一季度末，分别占上市银行总资产的 5.76%、56.34%、30.17%、5.06% 及 2.67%，资产配置主要围绕贷款与债券展开。贷款作为银行资产业务的核心，通常具备较高的名义收益率（图 2）。债券投资更多体现银行流动性管理需求，收益相对适中。

①发放贷款及垫款，是银行资产中占比最大的科目。贷款的增速通常受到资本充足、流动性风险、利率风险下的各类指标考核制约。

近年来“大行放贷”特征较为显著。截至 2025 年一季度末，国有大行贷款占资产比为 57.74%，股份制银行占比 55.89%，城商行为 48.30%，农商行为 51.80%，分别较 2024 年同期增长 0.73% 及下降 0.54%、0.44%、0.18%。近一年内仅大行的贷款占比有所提升，新增贷款中大行占据更多份额（图 3）。

一方面，国有大行加大了对中小企业、制造业及战略性新兴产业的信贷支持力度，而部分中小银行在地产调整周期内重寻资产发力方向需一定时间；另一方面，中小银行受制于更高的负债端成本、更高的获客成本，竞争优质贷款客户和项目的难度增加，难以通过大规模放贷实现资产的有效配置和盈利增长，因此为获取稳定收益，中小行被动增加债券投资。从人民银行金融机构信贷收支表看，四大行扩表增速较中小银行更快，资金运用增量较中小银行更为充裕，主要是信贷的扩张（图 4）。

②金融投资，以债券为主，资金通常来源于信贷投放后的剩余流动性，因此配置风格与市场短期流动性状况息息相关。金融资产主要分为三类（图 5）：以摊余成本计量的金融资产（AC）、以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产（FVOCI）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL）。

银行是债券资产最大的投资主体。根据中债登和上清所的托管数据，2025 年 6

月末银行（含信用社）共持有债券91.23万亿元，较2024年同期增长9.44%，持债占比54.05%。相比之下，占比第二的非法人产品持仓占比仅为28.16%。

资产规模越小的银行，金融投资普遍占比更高。截至2025年一季度末，金融投资科目约占上市银行总资产的30.17%，其中占国有大行总资产的28.69%，股份行的30.52%，城商行的39.08%以及农商行的34.78%。近几年整体呈现大行放贷、小行买债的特点。国有大行贷款业务更强，贷款占比更高，金融投资占比相对较低；股份行整体较为平均；城商行、农商行金融投资的占比显著更高，贷款占比偏少。

不同类型银行由于负债成本和考核压力不同，其债券投资结构在券种、科目等方面也会出现分化。总的来看，银行债券投资以利率债为主。截至2025年6月末，根据中债登和上清所的数据，国债占银行持仓的26.27%，地方债占40.98%，政策性银行债占15.27%，以上三种利率债占比达82.52%。银行配置利率债的主要目的有三：获取投资收益，节约资本和税务成本，以及流动性管理的需要。而信用债在计算风险资本占用后的实际收益并非如名义收益那么高，重点是在剩余流动性配置的基础上，增加了维护客户关系、推动直接融资及投行、资管业务发展的考虑。其中国有银行①由于负债成本较低，通常会有较高的政府债券投资比例。相比之下，城商行和股份制银行倾向于通过投资信用债、基金、非标准化债权等产品增加收益。农村商业银行在债券投资方面受到较为严格的监管约束，总体而言偏保守。

科目与持有目的有关，可将金融资产分为配置盘和交易盘两大类。银行总体更倾向于采取配置策略，即持有至到期策略。配置盘核心特征在于持有时并不过度关注市场价格的波动，而是以获取稳定的本金和票息收入为主要目的。这类资产在会计处理上通常对应AC和FVOCI，截至2025年一季度末，约占上市银行金融资产的86.53%，其中FVOCI更偏灵活。与此相对的是交易盘，主要是FVTPL。这类资产的持有目的主要以通过把握二级市场的行情变化获取波段收益，规模占比相对较小。利率持续上行不利于交易盘，银行倾向于增加配置盘的力量；当利率持续下行，银行交易盘的力量会明显上升。考虑到银行庞大的持债规模，市场流动性无法支持其对配置账户进行频繁换手交易，因此通过合理分配配置盘和交易盘的比例，银行能够在确保资产流动性和风险控制的同时实现资产的保值增值。

③同业资产，包括存放同业和其他金融机构款项、拆出资金以及买入返售金融资产。在银行的资产配置中，同业资产的比重较低，但其重要性不容忽视。银行可通过拆出资金和买入返售金融资产用于期限较短的流动性管理，并获得超过超储利率的收益；非银机构相应可提升杠杆率，加大对债券的投资。货币市场中资金净融

① 本文所述42家上市银行分类如下：国有银行为工商银行、农业银行、建设银行、中国银行、邮储银行及交通银行，股份制银行包括平安银行、浦发银行、华夏银行、民生银行、招商银行、兴业银行、光大银行、浙商银行及中信银行；另有17家城商行及10家农商行。

出规模居于前列的通常分别是大型商业银行、政策性银行及股份制银行，基金、证券公司及基金专户产品为主要净融入方即体现了这一点。

（三）其他因素

宏观周期、资产负债管理策略及监管考核约束会叠加在科目之上，决定银行在具体时点如何偏离或回归静态边界，因此银行资产配置对债券市场的影响呈现动态特征。

第一，宏观经济周期对银行的信贷投放和债券投资产生直接影响。信贷投放通常呈现顺周期特征（图6）。经济上行期银行增加贷款投放，追求更高的收益，经济下行期则减少贷款以规避信用风险。债券投资更趋逆周期性，通常在经济下行时银行会加大政府债券等安全性较高的债券配置。因此，在经济周期的不同阶段，银行会根据宏观经济情况调整其债券投资策略，通过增减债券配置来平衡风险和收益。

第二，银行的资产负债管理策略也在很大程度上影响债券市场的走势。负债端来看，当存款增速放缓时，银行可能通过增加同业负债或发行债券来填补资金缺口，从而影响债券市场的供需平衡；此外，银行可能会预防性地做出未来缺存款的预期，因此会谨慎对待剩余流动性的配置。资产端会优先考虑信贷投放，并在此基础上根据市场流动性管理需要配置债券。大型银行凭借广泛的负债客源基础，资产端扩张先于负债增长节奏，中小银行则因负债成本高、稳定性偏弱，每增加1单位负债，都要考虑因此所需配置资产的选择问题，流动性更好的债券成为其填补资产配置空缺的抓手。实证看，银行债券投资增速与存款增速减贷款增速之差呈正相关，差额越大，可投资的闲置资金越充裕，债券配置空间也越大，尤以中小银行最为显著（图7）。

第三，监管考核指标是资产配置的硬约束。信贷投放及债券配置还受到监管多指标约束，主要包括资本限制、宏观审慎评估体系（MPA）考核和流动性限制等。

在资本约束下，一级资本的增长决定了风险资产扩张的规模。资本充足率越高，资产摆布空间越广，债券投资灵活程度越高。此外不同债券资本占用有差异，一方面容易受资本占用影响投债偏好，另一方面也影响投债账户的选择。

MPA通过资金流向、广义信贷增速等考核，调控银行扩表行为。通过监测信贷增速与经济增长的偏离程度，叠加宏观审慎资本充足率以及其他指标约束，可起到熨平信贷周期的作用，直接对银行表内外资产的增速上限产生约束，间接影响债券投资行为。例如，MPA限制同业负债占比上限，若银行季末压降同业负债，当传导至资产端时，部分同业负债占比较高的银行可能抛售流动性较好的债券或基金资产以应对负债端的缺失，从而引起债券市场波动。

流动性指标决定了银行资产负债期限错配的程度，影响债券久期、品种的选择。指标在设计上旨在引导银行在负债端吸收更多中长期稳定资金，在资产端配置更多变现障碍小、减值风险低、期限短的资产。由于流动性波动主要出现在短期层面，因此若流动性指标趋紧，银行可能会及时处置流动性较高的债券资产以应对指标压力，从而对债券市场产生较大影响。

因此在具体的资产选择上，资产配置不是单纯的比价行为，而是受多方面因素

影响的综合考量。一方面需考量业务综合定价。有的业务能够贡献综合收益，因此微观业务开展过程中较少出现大类资产直接比价过程。此外，比较贷款与债券时还需综合考虑风险资本占用与流动性溢价。另一方面银行内部资金的转移定价（FTP）机制在不同业务类别之间产生显著差异。信贷业务的 FTP 主要在贷款市场报价利率（LPR）的基础上进行加点操作。加点通常涵盖资金成本、运营成本、风险成本及资本成本这四大组成部分。对于债券资产，若其属于配置盘，那么 FTP 通常参考同业负债平均成本率；若属于交易盘，FTP 则可能为存款类机构 7 天期质押式回购利率（DR007）。短期内，只有同一类型资产才具比价可行性。例如，为满足流动性管理需求，利率债、政策性金融债或同业存单之间可以对比综合收益，而分属于不同业务种类的企业债或贷款不能与之简单比较。

总的来说，银行的债券投资行为体现了信贷与债券之间的动态选择。信贷是银行资产配置的“先手”，占比受经济周期的影响较大，而债券投资则主要是银行在信贷投放后的资金剩余配置，关注流动性管理和资本约束。在短期内，银行的债券投资策略往往受到宏观经济预期、流动性状况以及监管考核的影响，而在中长期来看，信贷与债券投资之间具有一定的相互关系。银行的债券投资增速与存贷增速差密切相关，但由于银行内部的盈利目标和定价指引不同，资产之间并不能进行简单的比价。最终，银行的债券市场行为依赖于多重因素的相互作用和约束，只有在合理的资产负债管理框架内，才能有效调动资金、优化资产配置。

三、银行资产配置实证分析与动态影响

（一）实证分析

实证研究银行资产配置对债券市场走势的影响，可分别从银行贷款对债券总体、债券投资科目对债券的影响两方面分析。

前一个视角聚焦居民、企业的短期与中长期信贷与债券市场的整体关系，可初步勾勒出信贷与债券市场的关联，为理解银行在不同大类资产间的配置行为与特征提供基础依据。后一个视角进一步拓展，将金融投资科目拆分，探究对债券市场的影响；并将信贷、现金、同业资产、资本充足率及不良贷款率等作为内生指标，挖掘银行资产配置内部结构以及不同因素对债券市场的作用机制及效果。

1. 银行信贷对债券市场的影响

数据方面，本文选取中国人民银行公布的存款类金融机构信贷收支表数据，包括住户短期贷款（以下简称住户短贷）、住户中长期贷款（以下简称住户长贷）、企（事）业单位短期贷款（以下简称企业短贷）、企（事）业单位中长期贷款（以下简称企业长贷），以同比增速刻画信贷边际变动，样本区间为 2016 年 1 月至 2025 年 6 月（月度数据）。债券市场表现以 10 年期国债月度平均中债登估值收益率为代理变量。

模型方面，本文构建 VAR 模型考察银行信贷对债券市场的影响，将上述变量设为内生变量，选取 2 阶滞后，运用格兰杰（Granger）因果检验与脉冲响应，分析银行资产科目对债券市场走势的作用机制，重点关注滞后 1~2 期的信贷数据与债券市场价格对当期对应变量的影响。

数据表明，商业银行信贷增速与债券市场收益率之间存在显著关联。根据模型结果，当信贷增速提升时，债券市场收益率会出现明显上行。从信贷类型看，住户信贷对债券市场的影响相较于企业信贷更为突出。具体而言，短期信贷对国债收益率会产生短期正向影响——当短贷增速上行后，未来 4 个月内十年期国债收益率会持续上涨，这种影响在第 2 个月达到最大值，4 个月后则逐渐消失。而长期信贷对国债收益率的影响呈现长期正向特征：当长贷增速上行 8 个月后，十年期国债收益率会开始持续性上涨，该影响在约 1 年时达到峰值，随后虽逐渐减弱，但正向影响始终存在（图 8）。

住户短贷对债券市场的传导可能来自以下方面。

第一，住户短贷主要包括消费贷、经营贷，能较好地反映住户对于经济的短期预期。当居民对经济短期预期较好时，居民储蓄需求减弱，消费需求提升，一方面将影响债券市场投资者对未来经济基本面的预期；另一方面，消费需求提升后，居民对于理财、基金等产品的配置需求将有所减弱，减少对债券的需求。

第二，相较于住户中长期贷款及企业信贷，住户短贷较为灵活，波动较大，因而能够较好反映经济体的外生突发冲击。如 2020 年年初，新冠疫情暴发后，住户短贷同比增速迅速转负，而住户中长期贷款及企业信贷惯性较强，同比增速在 2022 年 1 月末出现大幅调整。债券市场在突发疫情的冲击下，收益率同样出现迅速调整。因而住户短贷的高波动特征对债券市场的短期走势具有一定的预测性。

住户中长贷对债券市场的传导可能来自于以下方面。

第一，住户中长期贷款的主要组成部分是房贷，房地产行业在国民经济中占据重要地位。如果住户中长贷增加，意味着房地产市场需求可能在回升，增强市场对经济复苏的预期，进而影响债券市场投资者的情绪和行为。例如，2016 年末住户长贷增速冲高至 31.19%，伴随地产周期上行，市场对经济复苏预期增强，资金加速流向实体，债券需求下降，收益率持续走高。

第二，房地产是银行贷款的重要抵押物，房贷偿还情况会影响银行资产质量和抵押物价值。住户中长贷的变化会通过影响房地产市场，进而影响银行对抵押物的评估和风险偏好，这也会间接作用于债券市场。如果住户中长贷还款情况良好，银行资产质量稳定，可能会更倾向于减少对债券的配置，从而影响债券市场的供求关系和利率水平。而提前还贷使优质、高息资产加速减少，存量房贷利率调整降低银行高息资产收益率，银行面临亏损和息差收缩，被动配置更多债券。

第三，住户中长贷变化意味着资金的跨市场流动，影响整个市场的风险偏好。住户中长贷的变化反映了居民的消费和投资倾向。当住户中长贷增加时，说明居民愿意承担长期债务进行大额消费或投资（如购房），这会导致居民手中的可支配资金减少，资金从居民手中流向银行和房地产市场。同时，其他市场（包括债券市场）的资金供给可能会减少，从而推动债券市场收益率上升；反之，当住户中长贷减少时，居民的债务负担减轻，可支配资金增加，可能会有部分资金流入债券市场，导致债券市场收益率下降（图 9）。

企业短贷同比增速对十年期国债收益

率不构成显著冲击，企业长贷在短期内对十年期国债收益率构成正向冲击（图 10）。相较于住户信贷情况，企业信贷情况对债券市场的冲击更弱。企业短贷承担着为企业补充流动性的功能，与结构性货币政策相关性较强，而政策端发力往往滞后于经济情况变化。企业长贷多用来购置设备和建设工程，与企业资本开支需求相对应，更能反映实体景气度。

2. 银行债券投资行为对市场的影响

本文将商业银行资产端科目归为 6 类，以各类资产占总资产比重衡量其配置行为：①现金类（现金及存放中央银行款项）；②贷款类（发放贷款及垫款）；③同业资产类（存放同业和其他金融机构款项、拆出资金、买入返售金融资产）；④ FVOCI 类（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产、其他债权投资、其他权益工具投资、可供出售金融资产）；⑤ FVTPL 类（以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、交易性金融资产）；⑥ AC 类（以摊余成本计量的金融资产、债权投资、应收款项类投资、持有至到期投资）。样本区间为 2018 年一季度至 2025 年一季度。

模型方面，构建滞后 2 阶 VAR 模型，探究商业银行资产配置行为对债券收益率的影响。内生变量包括资产配置行为指标（现金、贷款、同业资产、FVTPL、FVOCI、AC 比例）、银行经营指标（不良贷款率、资本充足率）及债券市场价格指标（10 年期国债收益率）。模型按银行类型（国有行、股份行、城商行、农商行）分组回归，4 类银行对应 4 个 VAR 模型。

脉冲分析结果显示，银行债券投资行为对债券市场价格的影响具有明显滞后性，一般在 1 个季度后才开始显现，并且持续时间通常不超过 1 年。主要有两个原因：一方面，上市银行定期报告的披露通常比实际投资行为发生的报告期晚约 1 个季度，市场投资者基于披露信息做出反应存在时间上的延迟；另一方面，银行的资产配置行为通常按年度计划展开，短期内不会频繁进行大幅调整，导致银行债券投资行为对债券市场价格的冲击较为温和，影响持续时间相对有限。

具体来看，国有银行 FVOCI 账户投资占比上升会推动十年期国债收益率下行，其对收益率的显著负向冲击持续 2 个季度且影响呈放大态势。股份制银行的债券配置行为对国债收益率影响有限；然而在针对十年期国开债的补充检验中，可观察到 FVOCI 对其价格冲击效应显著。城商行 FVOCI 投资占比提升 1 个季度后，十年期国债收益率显著下降；而 FVTPL 投资占比提升 1 个季度后，十年期国债收益率显著上升。农商行 FVOCI 投资占比提升 2 个季度后，十年期国债收益率显著下降；当 FVTPL 投资占比提升 2 个季度后，十年期国债收益率显著上升。

原因在于，国有银行债券配置多配合政府债券发行节奏，债券投资和信贷投放往往会根据宏观政策调整呈现此消彼长的态势。因此国有行为主的承销团成员会将部分新发债券放入 FVOCI 账户吞吐，既能提升资产管理效率，也能优化流动性。近年来，国有行 FVOCI 账户中利率债的规模和集中度提升，对价格的边际影响放大。国有行 AC 账户由于体量巨大，也会对利率债价格产生一定影响，而 FVTPL 账户因占比较低，对市场价格影响较小（图 11）。

相比而言，股份行更倾向于把 FVOCI

当作“准交易盘”捕捉估值波动。当利率上升或流动性紧张时其会迅速卖出，较快调整风险敞口，因而并不是利率债波动时的压舱石或加速器。此外，股份行可能更多通过免税的基金产品持有政策性金融债以获得更高收益，因此对国债的影响不及国有行（图 12）。

相比之下，城商行与农商行的资产配置比例波动更大，FVOCI、FVTPL、AC 账户的配置比例与其他资产相关性更高。它们主要通过 FVOCI 和 FVTPL 账户影响债券市场，交易风格更接近非银行金融机构。由于面临较高的负债成本压力，城商行和农商行会采用两种策略增加收益，进而放大这两个账户对债券市场的影响力。例如，城商行常通过信用下沉策略，投资流动性较差但收益更高的低评级债券，并计入 FVOCI 账户；农商行则多采用骑乘策略，既赚取票息又争取资本利得，相关债券会被归入 FVOCI 或 FVTPL 账户（图 13~14）。

（二）实证结论

信贷扩张与债券收益率呈正向关系，其中住户短期贷款对利率影响最为显著，住户中长期贷款次之，企业贷款相对较弱。信贷扩张推升债券收益率，反映的是“实体经济融资需求旺盛→资金从债市流向信贷市场→债券价格下跌、收益率上行”的传统逻辑。但企业贷款、住户中长期贷款、住户短期贷款对收益率的影响依次增强，可能由于住户短期信贷关联短期流动性需求，相比而言对经济的边际变化更为敏感。

在投资端，FVOCI 是银行对债市影响的重点账户。国有大行增加 FVOCI 持仓通常伴随收益率下行，股份行 FVOCI 对国开债的影响更为明显，城商行和农商行增配 FVOCI 伴随收益率下行，而增加 FVTPL 则伴随收益率抬升。

四、银行资产配置结论与策略建议

2023 年 10 月，中央金融工作会议首次提出“加快建设金融强国”目标。银行资产配置不仅与自身的经营状况紧密相关，更对维护市场稳定、推动我国经济高质量发展起着关键作用。当前，银行是债券市场的重要参与者，通过持有债券实现资产多元化并影响债券市场的供求和价格。同时，宏观经济、货币政策等因素通过银行资产配置传导至债券市场。前文已分析得到信贷与债券收益率间的传导机制、银行不同账户持仓对利率的差异化影响，本章对银行资产配置特别是债券配置提出相关建议。

（一）优化债券资产配置，科学合理进行资产配置

当前市场竞争激烈，商业银行面临多重挑战与机遇。资产配置作为银行经营管理的重要部分，直接影响盈利水平和风控能力。在利率市场化背景下，传统利息收入受到压缩，商业银行需通过优化债券配置决策，提升自身在复杂市场环境中的稳健运营能力，为金融体系稳定筑牢基础。

中央金融工作会议明确指出，要全力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”。银行的债券配置行为在宏观经济波动及政策调整下，充当重要传导渠道和缓冲装置，推动金融市场与实体经济协调发展。此外科学合理的资产配置可有效调节债券市场供需平衡，稳定市场利率水平，为实体经济提供融资成本参照，促进其健康有序发展。银行应积极服务做好“五篇大文章”，科

学合理进行资产配置，精心布局信贷、债券等资产，支持实体经济关键领域。例如，我国的主题债券涵盖多种类型，投资主题债券可获得稳定收益并为经济发展和国家建设做贡献。

在当前利率下行背景下，银行应增强债券等市场化业务投资能力。科学的资产配置可优化资产负债结构，增加非利息收入，降低单一资产波动风险，保持资产稳健增值。对于大、中、小银行，应依据自身特点进行科学的债券资产配置，灵活调整策略，多元化配置各类债券。根据自身情况选择不同券种和期限，平衡风险与收益，合理分布债券期限满足流动性需求并获取收益，根据风险收益平衡原则投资不同信用等级的债券。具备强大金融市场业务和丰富投资经验的银行应深入分析利率走势，合理调整债券头寸，加强信用分析，关注信用风险变化，及时调整投资组合。投资能力不足的机构可与第三方合作提升资金管理效率，加大对利率债投资力度，降低交易频次以实现稳定票息收益。

（二）提高资产配置效率，完善内部资金转移定价机制

商业银行的经营管理中，内部资金转移定价（FTP）体系已成为银行内部资金管理和绩效考核的重要决策工具，更在银行的资产配置决策中发挥着关键作用。合理的 FTP 体系可以优化商业银行的资产负债管理，降低成本、提高收益，提高资产配置效率。当前，我国大型商业银行大多已构建起自身的内部资金转移定价（FTP）体系，部分中小银行仍未建立。建议各商业银行尽快建设或完善 FTP 定价体系。

一是逐步构建统一的 FTP 曲线，使银行可通过 FTP 价格明确确定各项业务资金成本与收益，为业务决策提供准确财务信息，便于业务经营单位充分考量资产预期收益、风险水平及流动性等要素，选择适合自身资产组合。二是选取能反映市场价格变动的曲线。FTP 需对外部市场利率变化快速响应，依据边际成本收益选取适宜参考曲线，如短端的回购利率和同业存单利率、中长端的国债和政策性金融债收益率等，银行应根据自身情况科学选择。三是建立 FTP 动态管理机制，统一的 FTP 曲线应能依据市场变化实时调整，可借助金融科技手段构建智能化 FTP 曲线，对市场提前预判，当触发条件出现时迅速生成符合市场情况的 FTP 曲线。

（三）搭建风险管理框架，提升资本及风险管理能力

健全的风险控制机制是银行稳健经营和可持续发展的基础。在当前复杂的国际形势和金融市场环境下，银行须高度重视资本使用，加强风险管理，筑牢风险底线，这有助于提升对债券资产的可持续配置能力。

银行可以建立涵盖信贷风险、市场风险、操作风险和流动性风险等方面的综合风险管理框架，构建风险预警和处置机制。通过对经济数据、政策变化、市场利率等因素的分析，预判市场走势，提前调整债券配置策略，降低风险，提高收益。明确各风险类别的管理流程与责任，确保风险管理的全面性和系统性。运用大数据、云计算和人工智能等现代科技手段，建立实时高效的跟踪监测系统，提升风险识别与评估能力。确保业务流程符合合规要求，定期进行内部审计和合规检查。引入金融科技手段，提升风险管理效率与精度，明确触发条件，建立风险预案。

银行还可运用多种工具对冲风险，如利率衍生品对冲利率风险、信用风险缓释工具管理信用风险，并设置风险管理统一归口部门，提高风险对冲效率，降低成本。

资本管理是银行业审慎监管的核心环节。银行应将资本管理核心理念回归至风险管理，实现资本管理与业务发展有机结合。深化计量结果在交易对手准入、债券发行定价等领域的应用，强化资本约束与债券等资产规模的匹配，合理控制资产规模增速，优化资产结构，提高管理精细化水平。中小银行应制定低资本消耗业务发展规划，提升对低资本占用债券的配置，支持长期可持续发展。银行还需提升综合收益，降低管理成本，加强内源性资本补充，适时进行外源性资本补充。N ①

学术编辑：卢超群

The Impact on the Bond Market from Bank Asset Allocation Shifts

WANG Yan NIU Kai SUN Yuhan

(Financial Markets Department, Bank of China Shanghai Headquarters)

Abstract This paper examines how bank asset allocation shifts affect the Chinese bond market. It uncovers the transmission channels and quantitative effects by analyzing the balance-sheet items of listed commercial banks and integrating bank behavior analysis with empirical tests. Bond allocation preferences are shaped by debt cost and liability stability on the structural side, along with a dynamic balance between credit extension and financial investment on the asset side. Firstly, bank credit supply tends to be procyclical, while bond investment is countercyclical—both influenced by the economic cycle and regulatory constraints. Secondly, bank heterogeneity is pronounced. Large state-owned and joint-stock banks primarily affect the market via FVOCI holdings, while city and rural commercial banks rely on both FVOCI and FVTPL holdings, with differing preferences by bond type. Thirdly, short-term household loans lead bond yield movements by 2–4 months, while the impact of medium- to long-term loans peaks at 8–12 months. Based on these findings, the paper offers policy recommendations including optimizing asset allocation, improving internal funds transfer pricing (FTP) mechanisms, and strengthening risk management frameworks. This supports both sound bank operations and bond market stability.

Keywords Bank Asset Allocation, Bond Market, Balance Sheet, Bond Investment Strategy, Internal Funds Transfer Pricing

JEL Classification G21 G12 E44

① 参考文献[1]~[18]，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。