

票据市场介绍（固收内部交流）



中信证券股份有限公司
CITIC Securities Company Limited

固定收益部
2020年4月

第一章 票据业务流程介绍

1.1 票据定义与种类

1.2 票据业务流程

1.3 清算与追索

1. 票据的定义

(1) 票据法

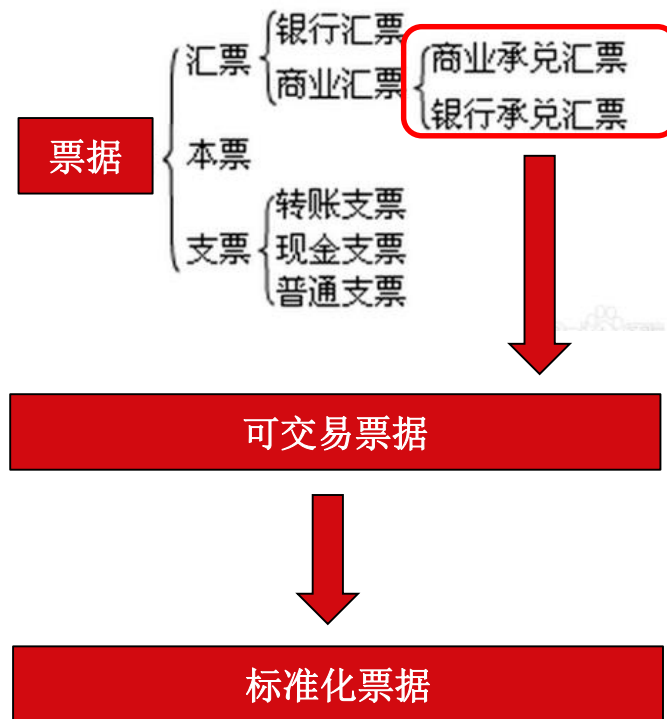
根据《中华人民共和国票据法》、《支付结算办法》，票据指银行汇票、商业汇票、银行本票和支票。

(2) 票据交易管理办法

根据中国人民银行公告(2016)第29号所发布的《票据交易管理办法》，票据包括但不限于纸质或者电子形式的银行承兑汇票、商业承兑汇票等可交易票据，主要是指以银行承兑汇票、商业承兑汇票为标的的商业汇票。

标准化票据

2019年8月16日，票交所新创设了标准化票据产品。该产品是以上述可交易票据为基础资产的等分化、可交易的受益凭证（类ABS产品），由上海票据交易所担任存托机构，并在票据市场或银行间债券市场交易流通。



1. 票据的定义

银行承兑汇票与商业承兑汇票

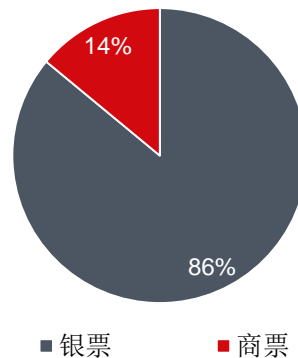
电子银行承兑汇票由银行业金融机构、财务公司承兑。
电子商业承兑汇票由金融机构以外的法人或其他组织承兑。

- 本质区分标准是托收付款方式不一致。银票承兑人直接接入ECDS系统，商票承兑人需要通过开户行或开户财务公司接入。

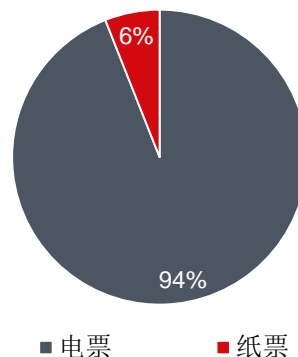
电票与纸票

- 付款方式：纸票到期，持票人需要委托开户银行将票据邮寄或交换给承兑人请求其付款。电票只需要持票人在ECDS系统中提示付款即可。
- 付款确认：纸质票据贴现后，贴现行可以向承兑人发起付款确认。电子商业汇票一经承兑即视同承兑人已进行付款确认。
- 保证增信：纸票独有。保证增信行对纸质票据进行保管，对贴现人在交易主协议下的偿付责任进行先行偿付。

2018年银票与商票承兑发生额占比



2018年电票与纸票承兑发生额占比



2. 票据市场基础设施——票交所

上海票据交易所股份有限公司是**按照国务院决策部署**，由**中国人民银行批准设立**的全国统一的票据交易平台，**2016年12月8日**开业运营。

上海票据交易所是我国金融市场的重要基础设施，具备票据报价交易、登记托管、清算结算、信息服务等功能，承担中央银行货币政策再贴现操作等政策职能，是我国票据领域的登记托管中心、业务交易中心、创新发展中心、风险防控中心、数据信息中心。

票交所正式开业之日，也是本轮票据市场改革进入深水区之时，央行副行长潘功胜在当天的金融时报上专门撰文对票据市场做出了如下的评价、定位和期许：

中国票据市场已成为我国金融市场体系的重要组成部分，在服务实体经济、传导货币政策方面发挥着重要作用。随着市场的持续发展，特别是票据的功能作用**从传统的支付结算工具演化为融资、交易和投资的工具**...票据市场作为有效连接货币市场和实体经济的重要通道，将在经济金融发展中发挥更加重要的作用...推动票据市场真正成为规范、统一的货币市场的组成部分，更好地服务我国经济金融的改革发展。

3. 票据业务流程



➤ 承兑是指汇票付款人承诺在汇票到期日支付汇票金额的票据行为。

➤ 贴现是指持票人在票据到期日前，将票据权利背书转让给金融机构，由其扣除一定利息后，将约定金额支付给持票人的票据行为。。

➤ 转贴现是指卖出方将未到期的已贴现票据向买入方转让的交易行为。采用询价交易和点击成交交易方式。

➤ 分为质押式回购和买断式回购两种交易方式。两者差别在于：（1）票据权属；（2）买断式回购可以嵌套质押式回购；（3）质押式回购还可使用匿名点击交易

➤ 再贴现质押式回购是指将再贴现申请机构将商业汇票出质给人民银行融入资金的同时，双方约定在未来某一日期由再贴现申请机构按约定金额向人民银行返还资金、人民银行向再贴现申请机构返还原出质商业汇票的行为。

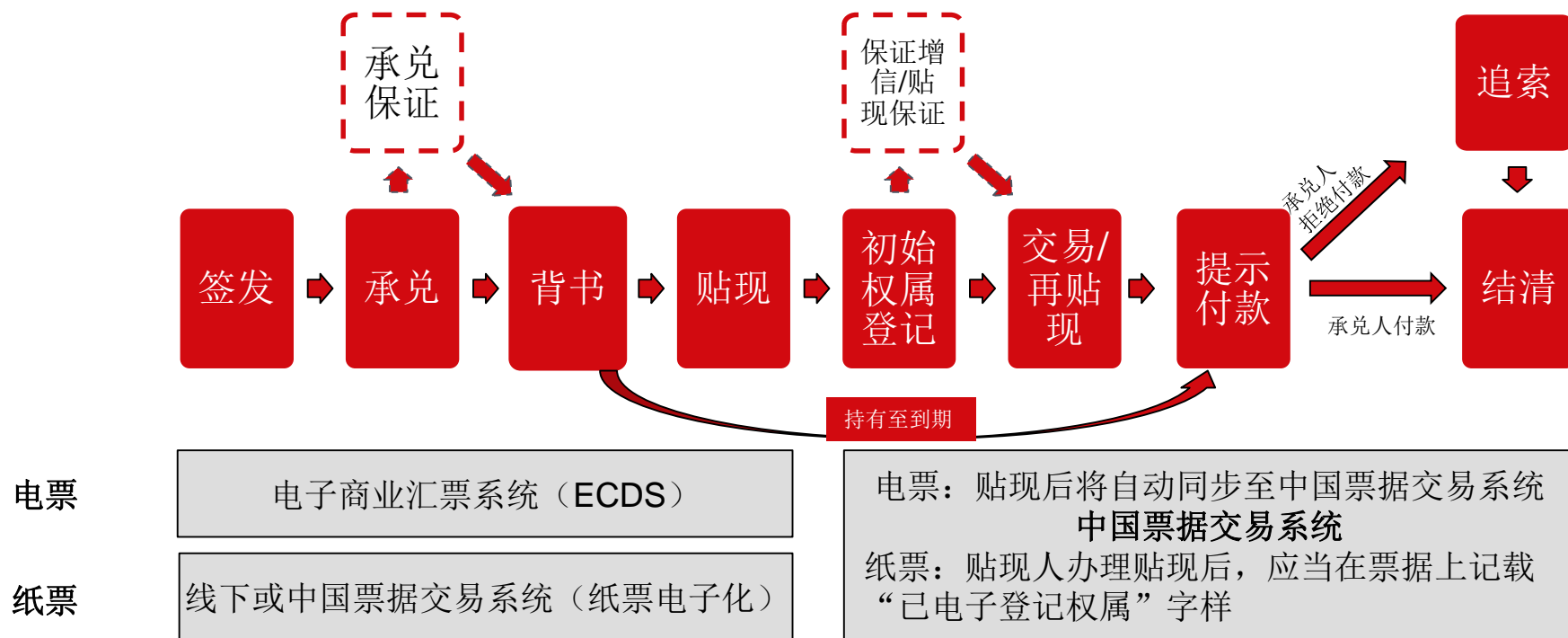
| | 信贷规模 | 风险加权资产 | 业务量（万亿） 2018年 |
|----|----------|----------|------------------|
| 承兑 | 表外业务，不计入 | 100% | 18.1 |
| 直贴 | 计入贴现行 | 75%/100% | 9.9 |
| 转贴 | 计入买入行 | 20%/25% | 34.6 |
| 回购 | 不影响 | 20%/25% | 6.95 |

每张票据承兑后有一半多会贴现，
贴现后平均会转手3-4次

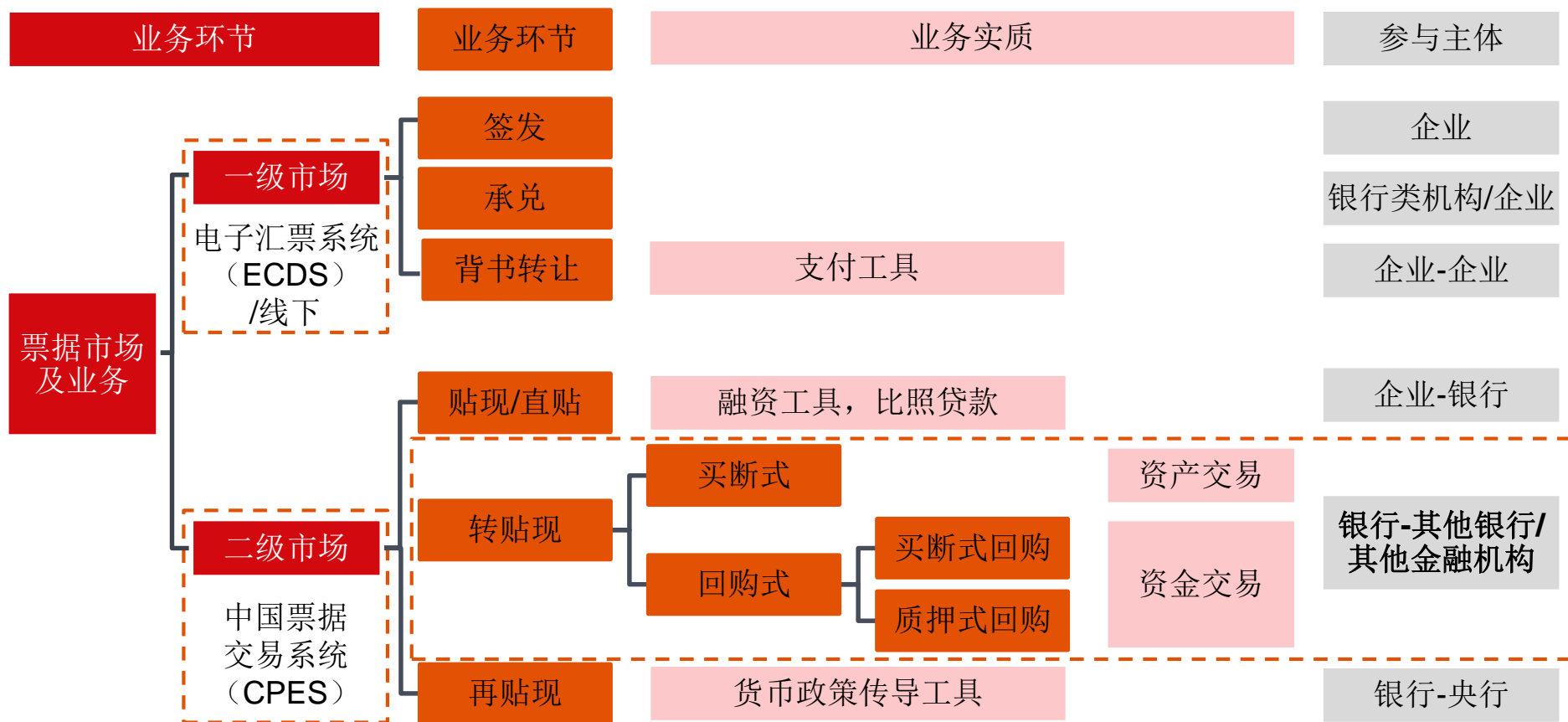
3. 票据业务流程

票据全生命周期管理

- 票据在付款人出票后，经由承兑人承兑，交付至收款人，进入企业间背书流转。
- 经各手背书至贴现人，并由贴现人在银行贴现，进入银行间流转。
- 经过各手转贴现和回购（期间还有可能再贴现），最后到期在承兑人解付。



3. 票据业务流程——业务实质与参与主体



4.已贴现票据付款规则

1

- 票据到期日，票交所系统自动向（银票）付款行或（商票）付款人开户行发起提示付款申请。

2

- 如果纸质票据未经付款确认（电票一经承兑则视同付款确认），付款行或付款人开户行应在提示付款当日进行应答。如已进行付款确认，跳至下一步。

3

- 对于银票，系统将自动扣划承兑行大额系统备付金账户，持票人和承兑人均无需手动操作。
- 对于商票，承兑人开户行根据承兑人账户余额情况处理。

4

- 付款行或付款人开户行资金账户余额不足导致票交所系统扣划失败的，票交所自票据到期日的次一工作日起，每日继续扣划。多日代扣未果，持有人可发起追索。

商票承兑人账户余额不足以支付票款的，则视同承兑人拒绝付款。承兑人开户行应当于提示付款日代承兑人做出拒付应答并说明理由。

5.已贴现票据追索规则

1

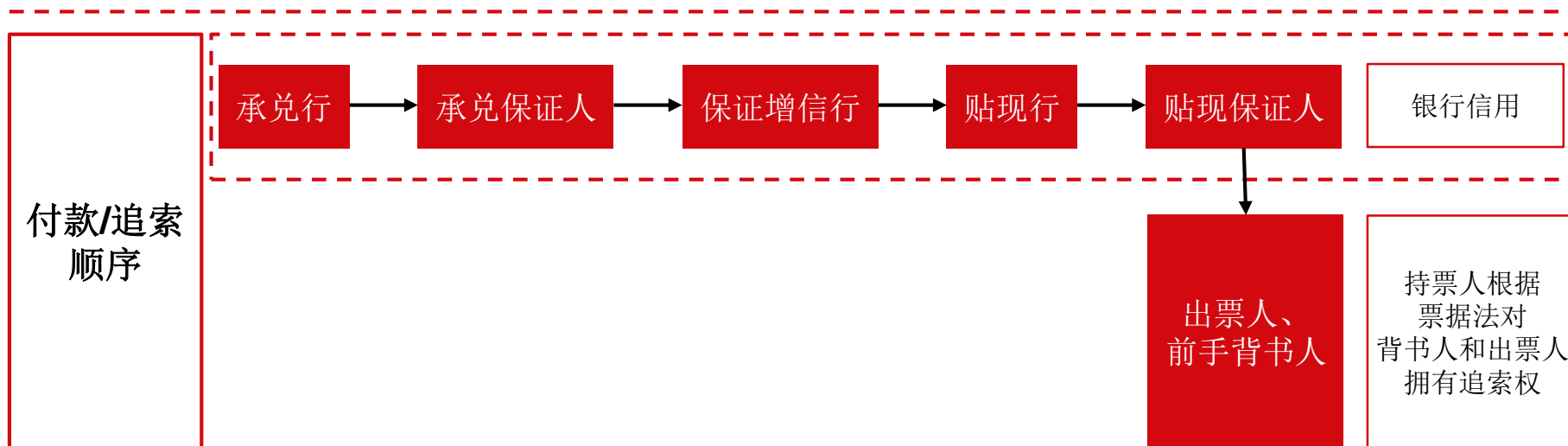
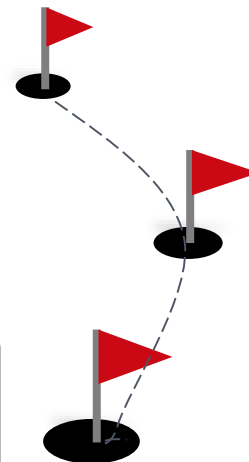
- 追偿通知由持票人手动发出，由票交所系统进行追索；

2

- 追偿通知无需线上系统参与者应答，系统直接按照保证增信行（如有）、贴现行、贴现保证行（如有）的顺序扣划票款。

3

- 贴现行、保证增信行、贴现保证行被追索后，可在ECDS系统内，向前手背书人、出票人、承兑人进行再追索。



第二章 票据市场发展、特点、意义

2.1 票据制度体系

2.2 票据市场发展

2.3 票据的特点

2.4 票据的意义

1. 票据市场制度体系

| | | |
|---------|-----------------------------------|---------|
| 法律 | ■ 《中华人民共和国票据法》 | |
| 人行规范性文件 | ■ 《支付结算办法》（银发[1997]393号） | 规范未贴现纸票 |
| | ■ 《电子商业汇票务管理办法》（中国人民银行令[2009]第2号） | 规范未贴现电票 |
| | ■ 《票据交易管理办法》（中国人民银行令[2016]29号） | 规范贴现后票据 |
| 自律规范文件 | ■ 《票据交易主协议》（票交所公告[2016]1号） | 规范二级交易 |
| 票交所业务规则 | ■ 《上海票据交易所票据交易规则》等9项规则 | |

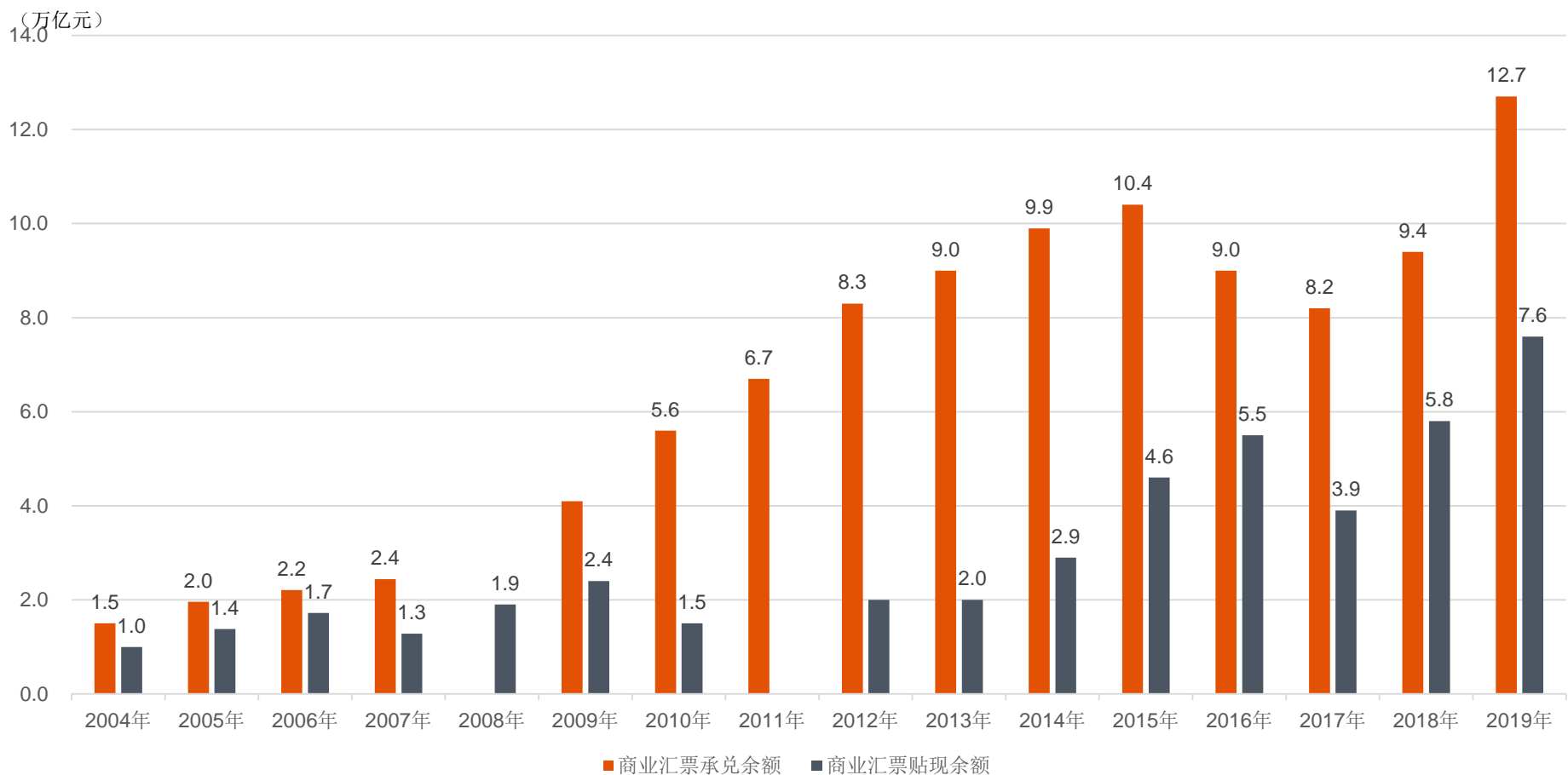
2. 票据市场的发展

商业汇票市场不断向电子化、标准化、债券化的方向发展。



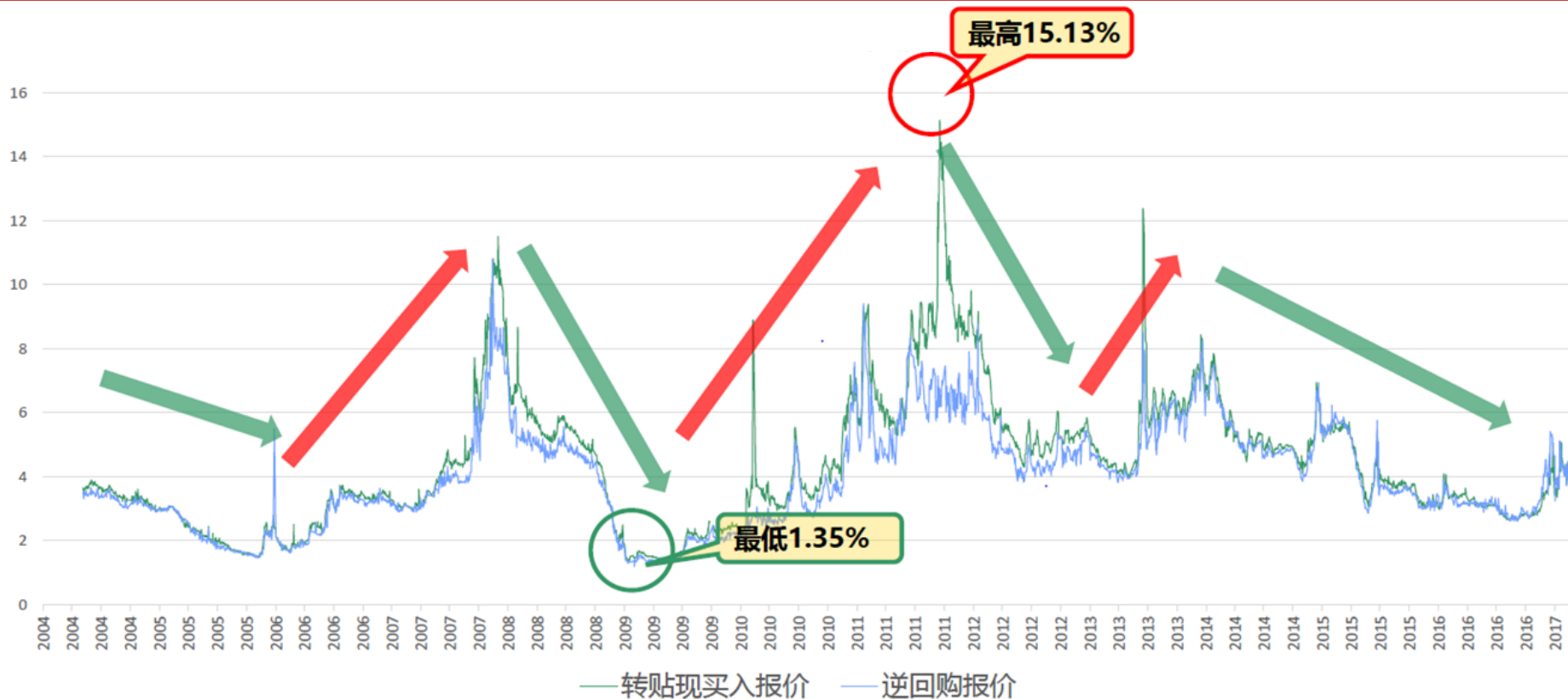
2. 票据市场的发展

2000年以来票据市场承兑、贴现余额走势



2. 票据市场的发展

2004年以来中国票据网利率走势（%）



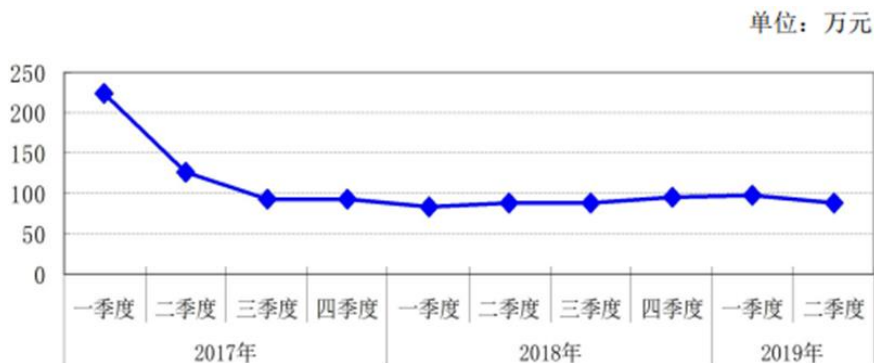
3. 票据的特点

票据具有面额小、久期短、流动性和信用资质好等特点。银行承兑和贴现的票据，其信用可视为同主体发行的同业存单。

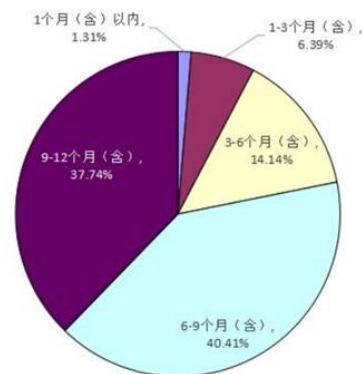
(1) 面额小、久期短

2019年上半年票据平均单笔承兑金额仅为92.38万元（下左图）；期限均在1年以内，期限以6-12个月为主（下右图）；承兑发生额10.02万亿元，同比增长18.73%，同期同业存单发行量为8.5万亿元。

2017-2019年第二季度单笔承兑金额



2019年上半年票据承兑期限结构情况



数据来源：中国票据交易所报告

3.票据的特点

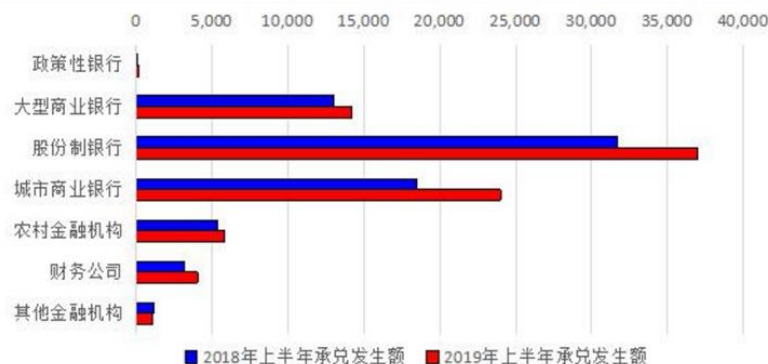
(2) 信用等级高

以银承汇票为主，其中股份制商业银行承兑占比较高（主要因为银票能够带来保证金存款，对于网点较少的股份制银行来说是一个较好的吸收存款的业务）。

从信用资质的角度看，银行承兑汇票相当于同业存单，因此，绝大部分机构都是将转贴现的银承票据视同CD进行管理的。银行承兑和贴现的票据，其信用可视为同主体发行的同业存单。

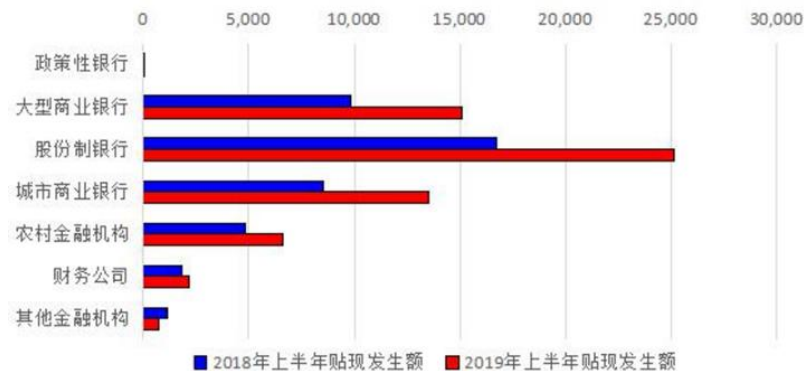
2018与2019年上半年各机构票据承兑发生额

单位：亿元



2018与2019年上半年各机构票据贴现发生额

单位：亿元



4. 票据及票据市场的意义

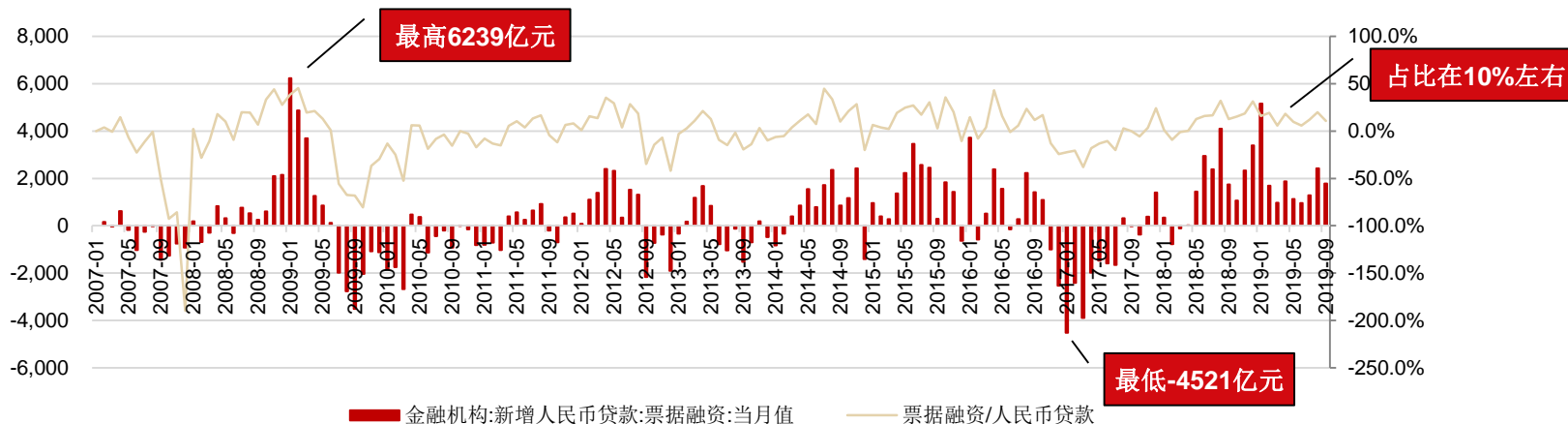
(1) 票据融资是社会融资规模和人民币贷款的重要组成部分。

社会融资规模：一定时期内实体经济从金融系获得的资金总额，包括：

- 金融机构通过资金运用对实体经济提供的全部资金支持，主要包括人民币贷款、外币贷款、信托贷款、委托贷款、金融机构持有的企业债券及非金融企业股票、保险公司的赔偿和投资性房地产等。
- 实体经济利用规范的金融工具、在正规金融市场、通过金融机构信用或服务所获得的直接融资，主要包括未贴现的银行承兑汇票、非金融企业境内股票筹资及企业债的净发行等。
- 其他融资，主要包括小额贷款公司贷款、贷款公司贷款等。



2007年以来单月新增票据融资走势（亿元）



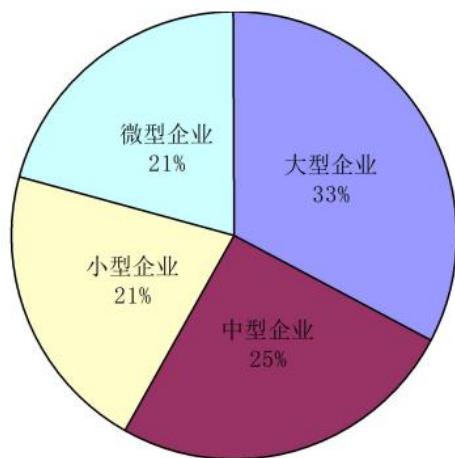
4. 票据及票据市场的意义

（2）票据是民营企业、小微企业获得短期融资的重要方式。

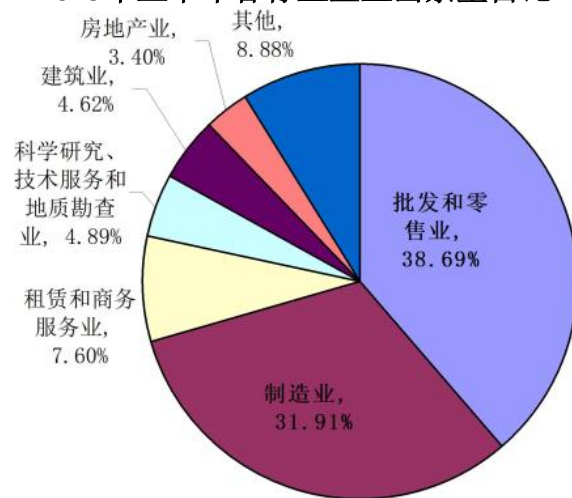
在国家支持解决民营企业、小微企业融资难、人民银行数次增加再贴现额度的背景下，票据发行规模将持续增长。票据（主要是银行承兑汇票）已成为中小微企业获得金融支持的重要渠道。票据市场在支持实体经济特别是在拓宽中小企业融资渠道、解决中小企业融资难、融资贵问题上发挥着重要作用。

2019 年上半年，出票人为中小微企业的票据金额为 6.7 万亿元，占比达到 67.29%；出票人为批发和零售企业的票据承兑量为 3.88 万亿元，占比 38.69%，出票人为制造企业的承兑量为 3.2 万亿元，占比 31.91%。

2019年上半年各规模企业出票量占比

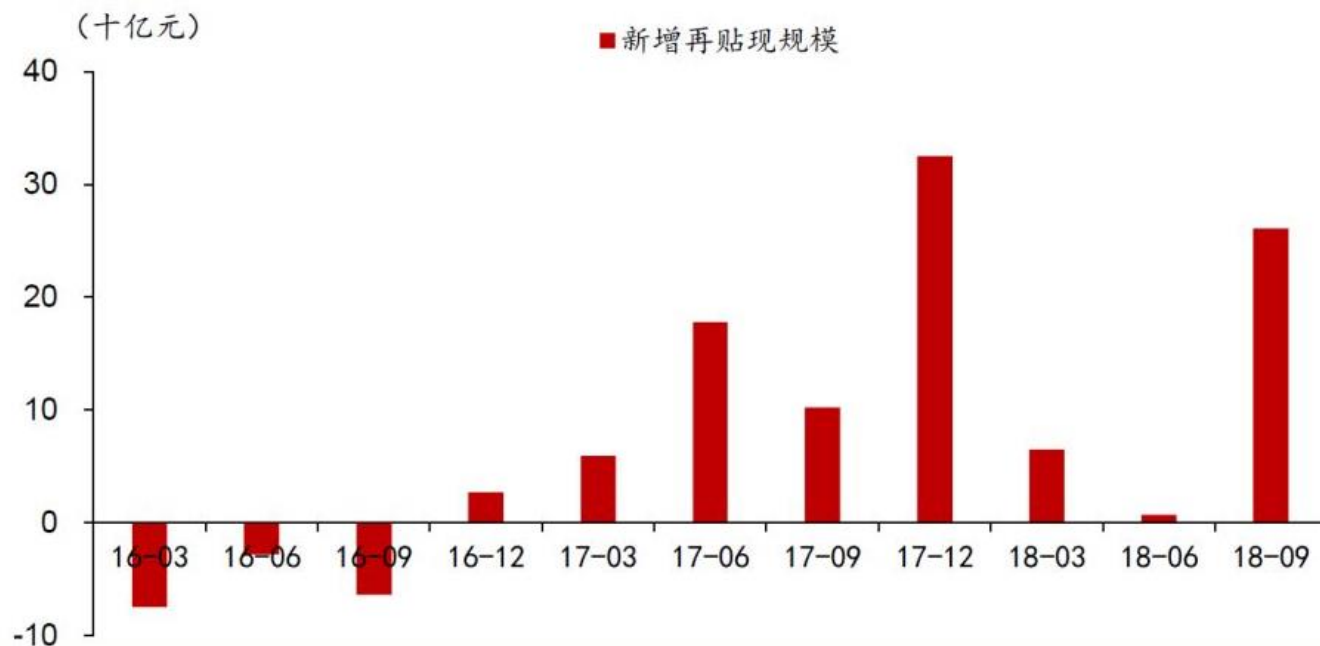


2019年上半年各行业企业出票量占比



4. 票据及票据市场的意义

(3) 票据市场有助于疏通货币政策传导机制，促使资金流有效流向实体经济。降准操作过于猛烈且难以监控资金流向，中期借贷便利期限选择较少且质押品要求较高，“两增两控”过于行政化。票交所具有货币政策职能、底层资产多属中小企业、又有公开交易场所，更加适合被用于疏导货币政策传导。



第三章 票据投资的风险控制

3.1 信用风险

3.2 操作风险

3.3 其他风险

1、信用风险

- 信用风险是指债务人或交易对手未能履行合同所规定的义务或信用质量发生变化，影响金融产品价值，从而给债权人或金融产品持有人造成经济损失的风险。
- 信用风险产生的直接原因是企业经营不佳导致财务状况困难，更深层次的原因是产业结构的兴衰、经济周期的演变和宏观经济金融政策的变化等等。从总体上看，信用风险具有明显的经济周期性、系统性的风险特征。
- 影响较大的信用风险事件有宝塔石化财务公司承兑（未贴现）汇票事件和包商事件。
 - ✓ 宝塔石化财务公司在接到到期提示付款后，既不兑付，也不拒付，导致票据状态一直为“提示付款待签收”，而非“提示付款已拒收”，以致于持票人无法行使追索权。该事件对非银机构没有影响，主要因为已贴现的票据若到期不付款，持有人可以直接在票交所系统上发起追索贴现人。

1、信用风险——包商事件

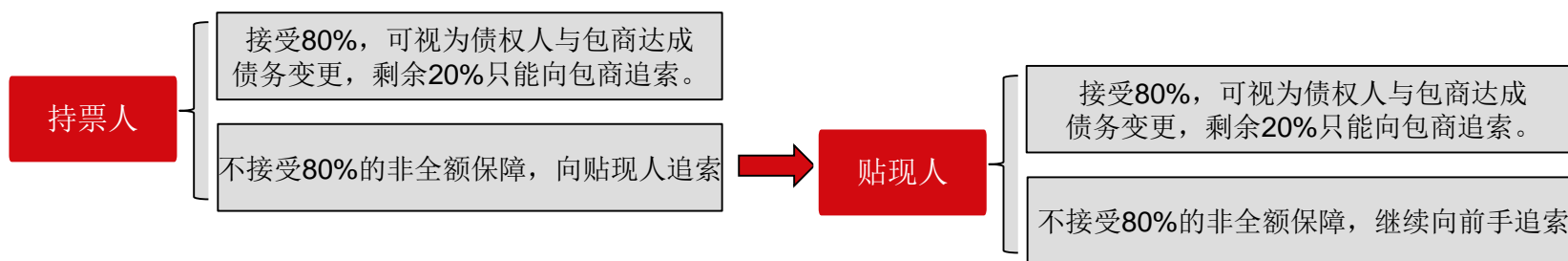
包商事件后续处理安排

- 根据监管机构安排，存款保险基金管理有限责任公司（下称“存保公司”）为包商银行5月24日（接管日）业务终了前承兑的汇票将提供兑付保障，根据金额的不同分为全额保障和非全额保障。

| | 全额保障 | 非全额保障 |
|-------|--|--------------------------------|
| 认定标准 | 同一持票人持有5000万元（含）以下 | 同一持票人持有5000万元以上 |
| 票交所安排 | 正常流转，自动扣款 | 标记并正常流通，暂停自动扣款 |
| 兑付安排 | 存保公司全额保障兑付 | 存保公司保障兑付80% 包商协助追索 剩余20% |
| 法律形式 | 连带责任担保 存保公司单方面发布公告，接收公告的债权人如同意则与保证人达成合意，保证行为成立。 | |
| 保障性质 | 不影响任何票据权利的行使，持票人仍可行使请求权、追索权和再追索权 | |

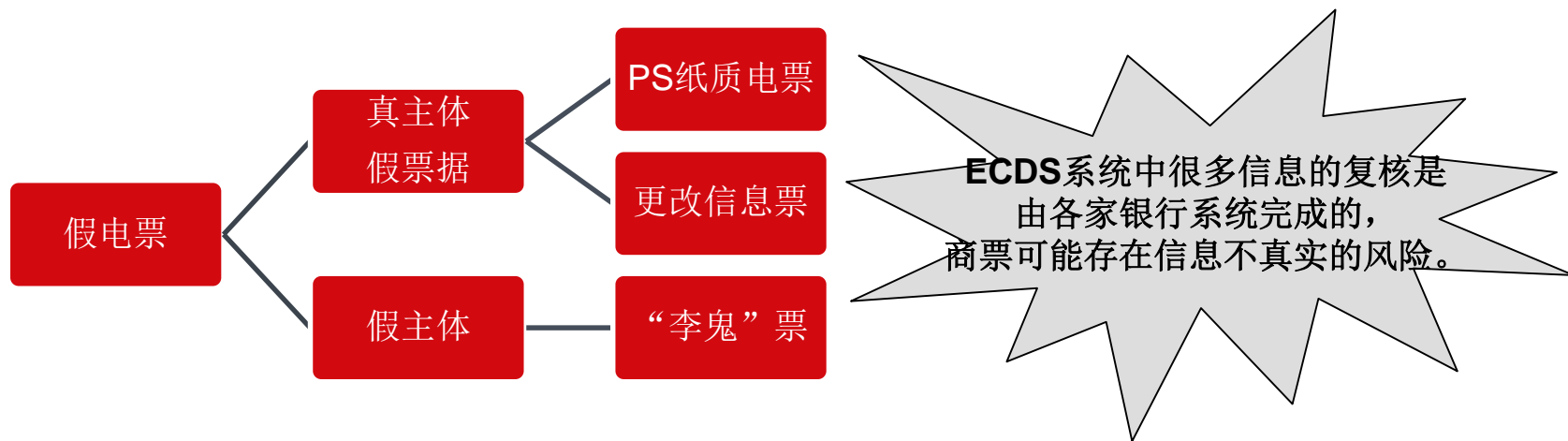
1、信用风险——包商事件

- 票据的追索权使得包商事件发生后，非全额保障的票据也有可能通过追索获得100%的偿付，比同业存单更具安全性。
- 但是需要注意的是，根据票据法，票据债务无法部分履行。如果持票人接受80%的偿付，需要把票据交还给包商银行，可视为债权人与包商达成债务变更，剩余20%只能向包商追索，而无法向贴现行或前手背书人追索。



2、操作风险——假电票

- **操作风险**是指由不完善或有问题的内部程序、员工、信息科技系统以及外部事件所造成的损失。作为不参与前期承兑贴现环节的非银机构，遭受的操作风险较少，但仍需要关注“假电票”带来的欺诈风险。尽量在投资商票时多加注意，避免不必要的麻烦。



- 《电子商业汇票务管理办法》对假电票的规定

电子商业汇票相关各方存在下列情形之一，影响电子商业汇票业务处理或造成其他票据当事人资金损失的，应承担相应赔偿责任。……未对客户基本信息尽审核义务的；…未对客户电子签名真实性进行认真审核，造成资金损失的。

- 票交所的应对措施

《关于加强电子商业汇票信息真实性审核的通知》（票交所发【2019】42号）

一、明确审核责任；二、优化内部系统；三、做好业务提示；四、加强协同合作

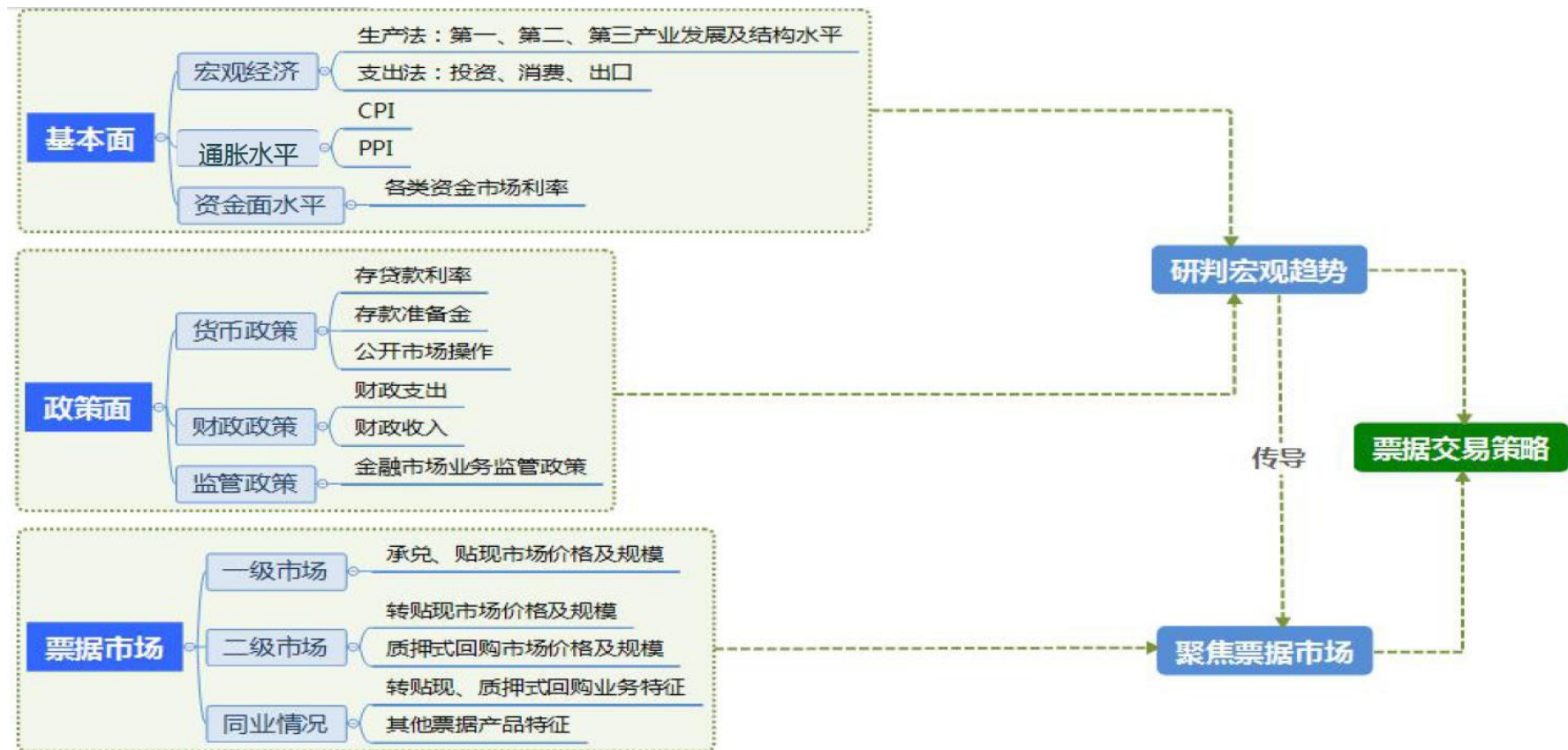
第四章 票据的投资分析框架

4.1 票据市场分析框架

4.2 票据市场分析——规模、利率

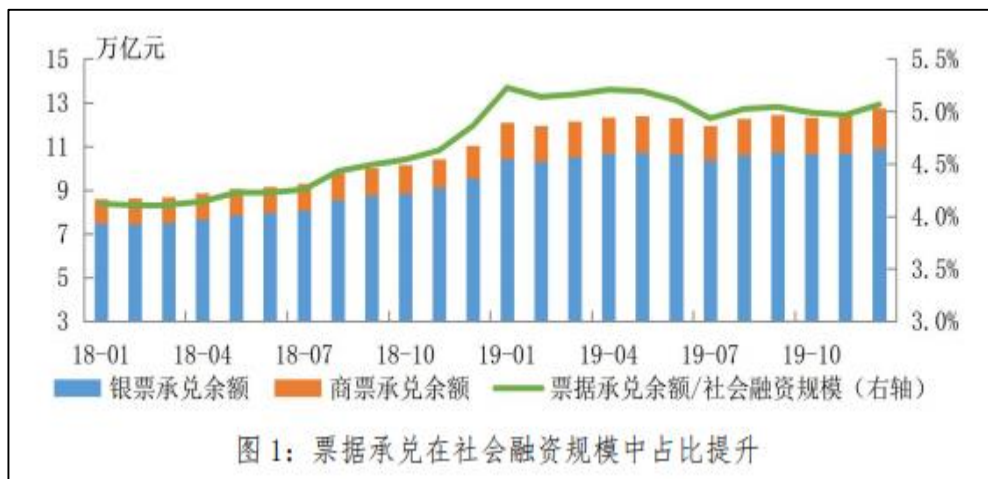
4.3 票据投资策略

1. 票据市场分析框架



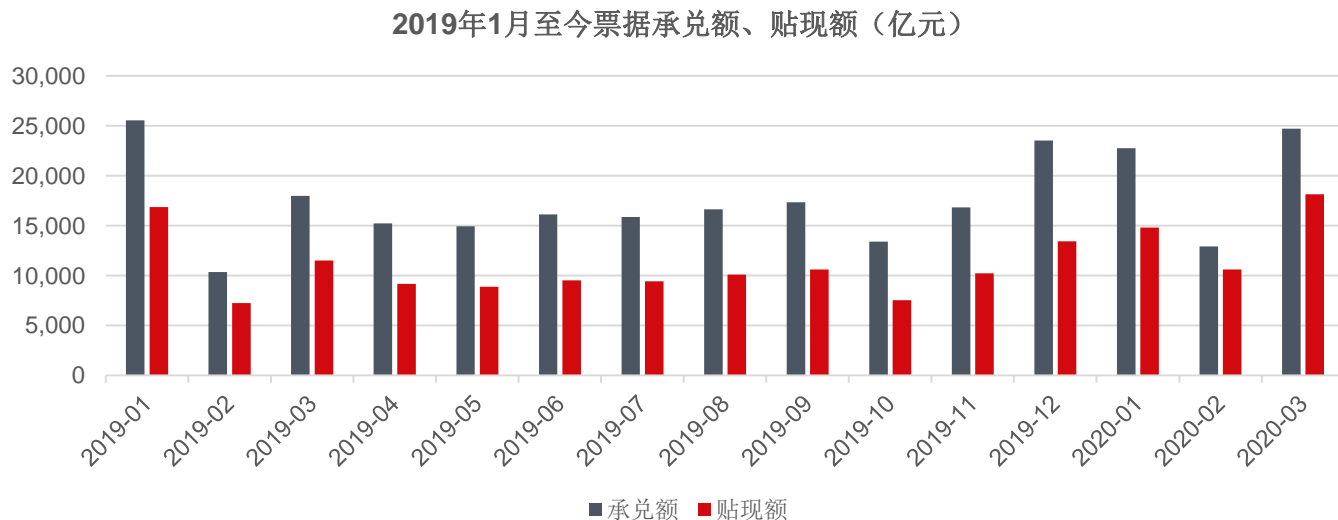
2. 票据市场分析——规模

- 2019年签发承兑 20.38 万亿元，同比增长 11.55%；年末承兑余额 12.73 万亿元，票据签发承兑量在社会融资规模中占比为 5.07%，比上年提高 0.2 个百分点。
- 票据贴现 12.46 万亿元，同比增长 25.33%；年末贴现余额 8.18 万亿元。
- 票据交易 50.94 万亿元，同比增长 22.01%。



2. 票据市场分析——规模

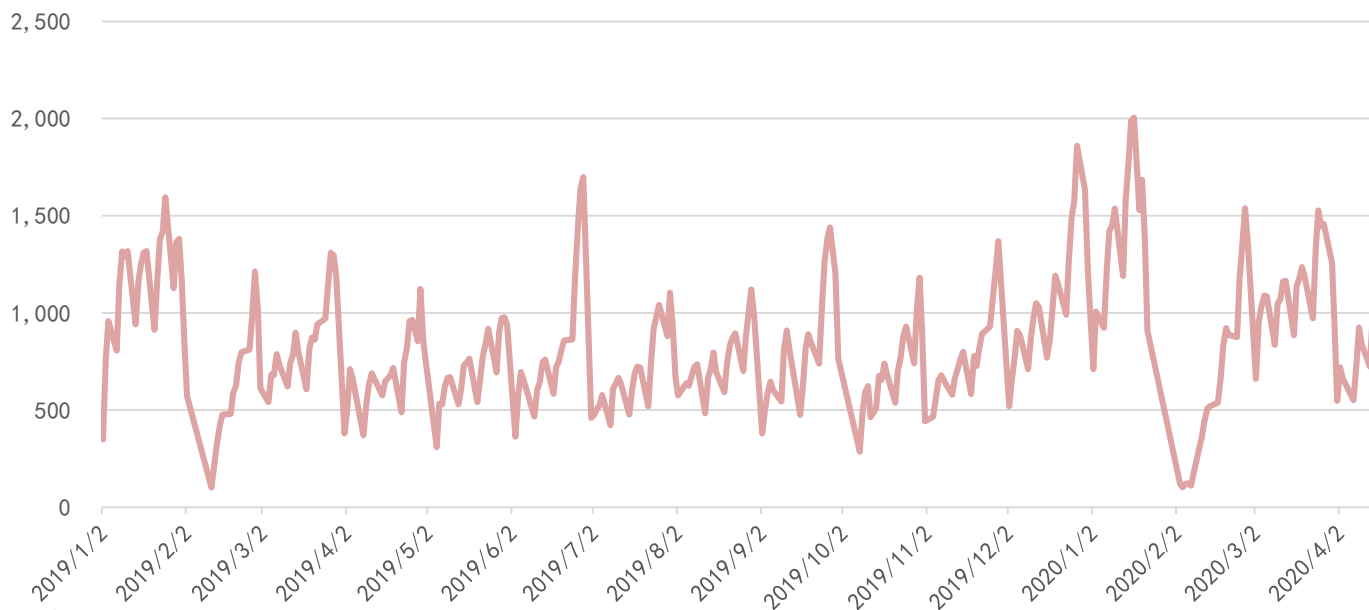
- 票据承兑/贴现规模呈现明显的季度特征
- （1）一季度信贷投放较大
- （2）每季度第一个月信贷投放较弱（4月、7月、10月均为季度低点），季末投放力度加大



2. 票据市场分析——规模

- 从每日规模来看，2019年日均承兑规模为806亿元，日均贴现规模为496亿元，承兑/贴现比稳定在1.6左右。
- 票据的月度季度周期属性较为明显，每月末和季末的承兑贴现金额会有明显的跃升，是一个较好的配置时点。
- 根据同业经验，如果当天承兑额超过1500亿元或贴现额超过800亿元，可能预示着一个买入机会。票据市场票源供给增加，票据价格下降，收益率上升。

票据承兑发生额（亿）



2. 票据市场分析——价格

- 2019年以来票据市场利率中枢下移，由3.0时代进入2.0时代。
- 一季度票据市场开票热情高涨，春节前支付结算需求叠加套利机会，承兑余额走高，价格维持高位。
- 二季度，5月末包商银行时间发生后，票据市场出现流动性分层。
- 三季度，经济下行压力较大压制实体企业扩张需求，票据开票量不足叠加信贷投放不理想，7月末银行以票冲贷抢配票据资产，造成转贴现市场价格跌至近十年来低位。
- 四季度，央行通过下调MLF来引导LPR走低，但信贷规模空缺仍较大，机构“以票充贷”需求上升，11月利率再创新低。

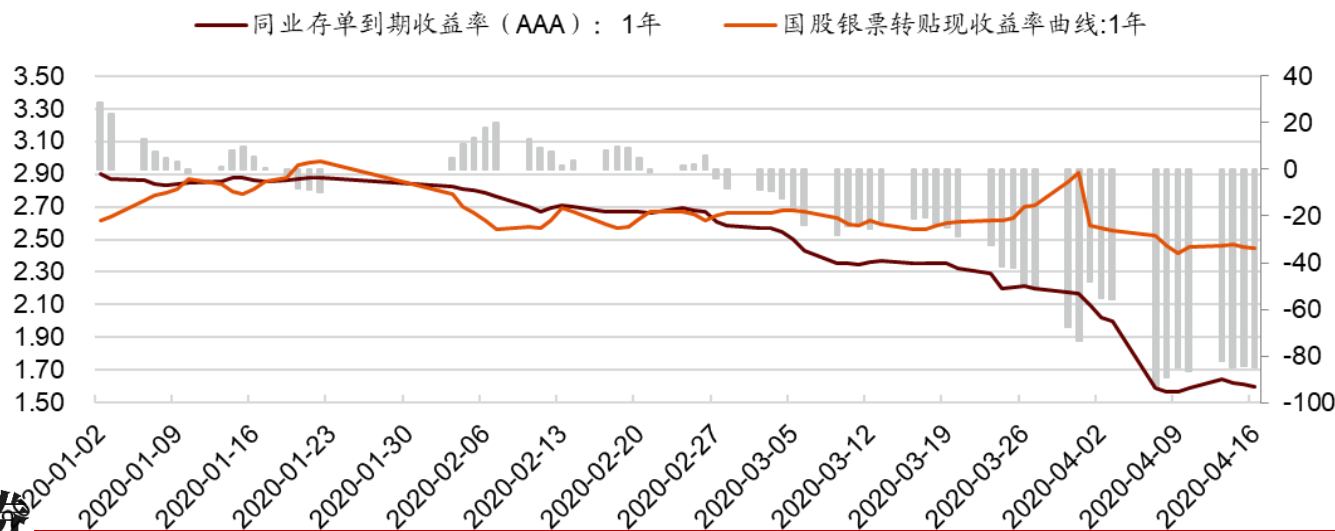
1Y国股银票收益率



2. 票据市场分析——价格

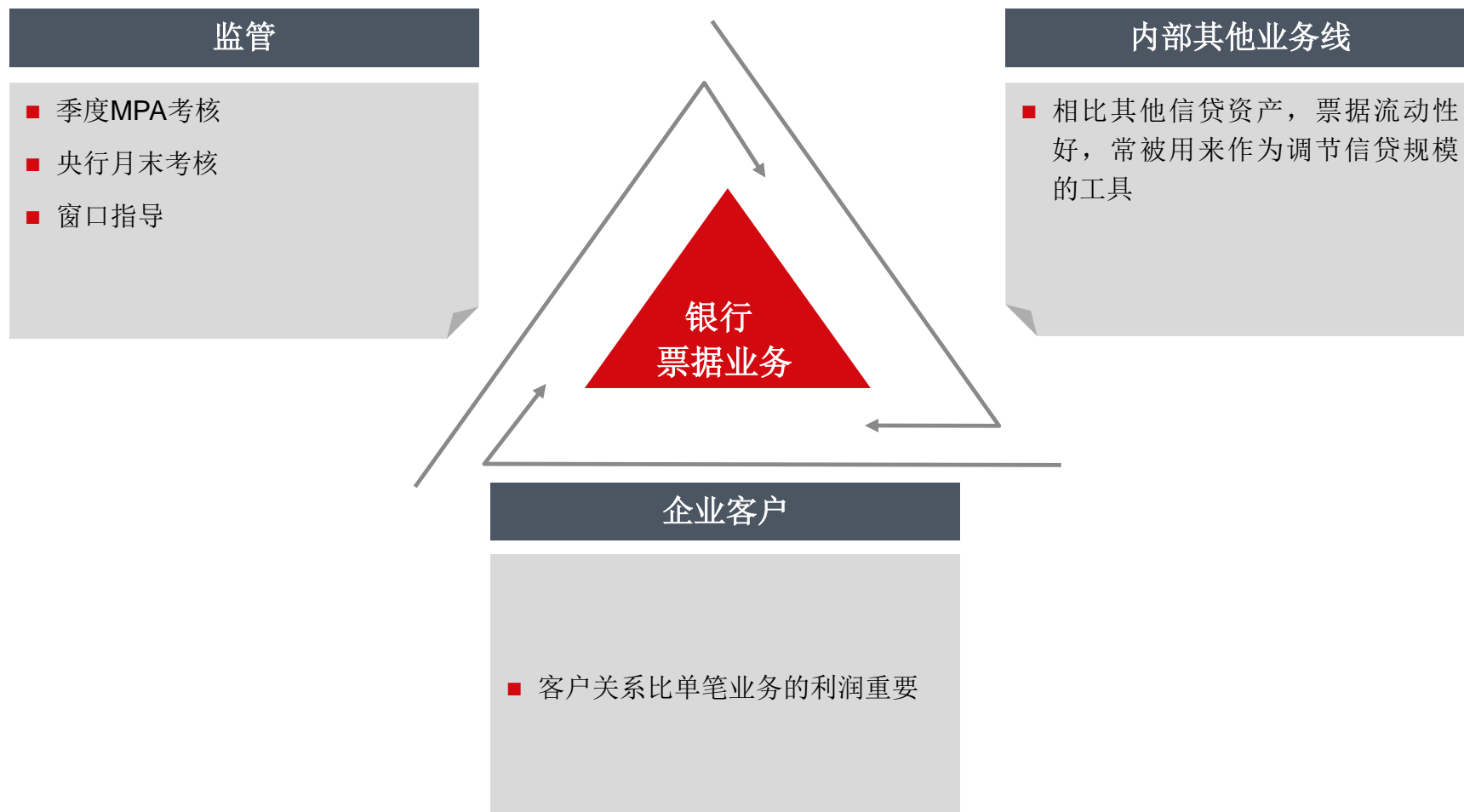
- 2020年票据配置价值显现
- 1月份，由于去年1季度套利票到期量巨大+信贷投放发力，1月足年国股价格维持高位2.6%-2.8%区间，年前最后一周涨至2.8%-2.9%。
- 2月份，结构性存款与票据融资价差再现，套利票重来，推动承兑量贴现量略超预期，2月利率维持在2.5%-2.6%区间。
- 3月份，央行出台《加强存款利率管理的通知》，套利票监管趋严。企业复工增加对现金的需求，票据日均承兑量破1000亿，推动票据利率走出独立行情。季末由于前期贷款投放过猛，多家银行急需压缩规模，票据利率由月中的2.55%迅速攀升至2.85%。

同业存单与票据利差



3.投资策略

银行与非银的业务模式差异给非银带来了丰富的策略空间。



3.投资策略

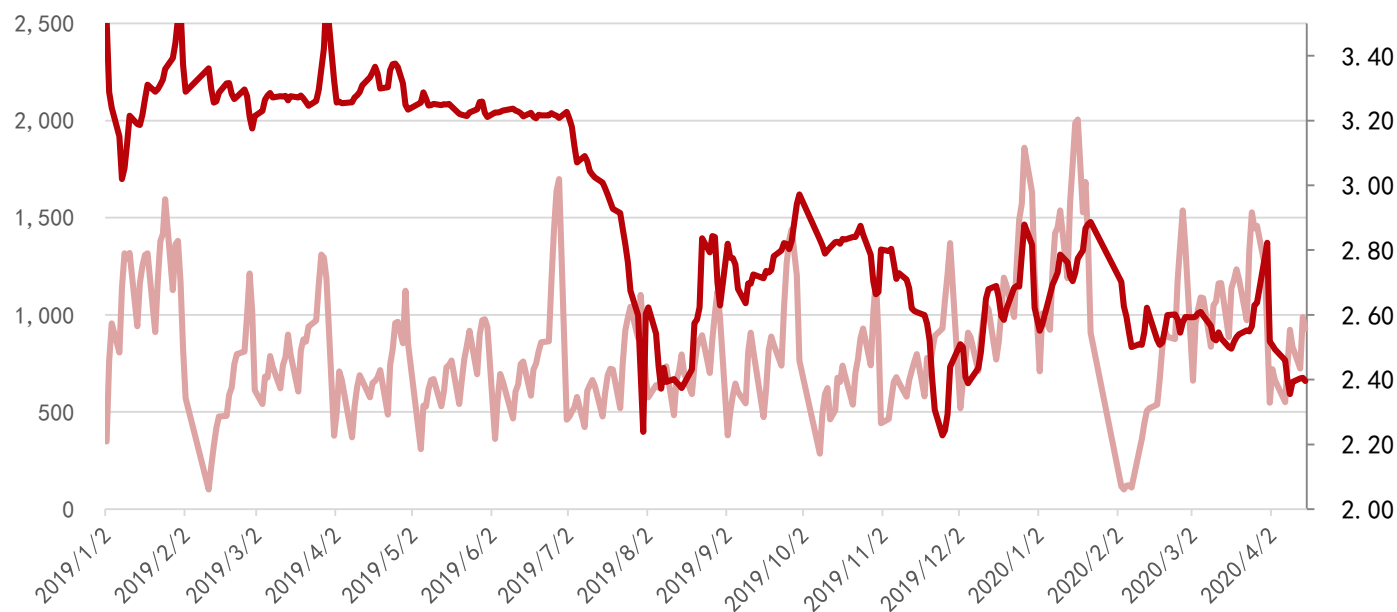
- (1) 持票生息
- (2) 期限错配
- (3) 特殊时点操作
- (4) 托收票策略



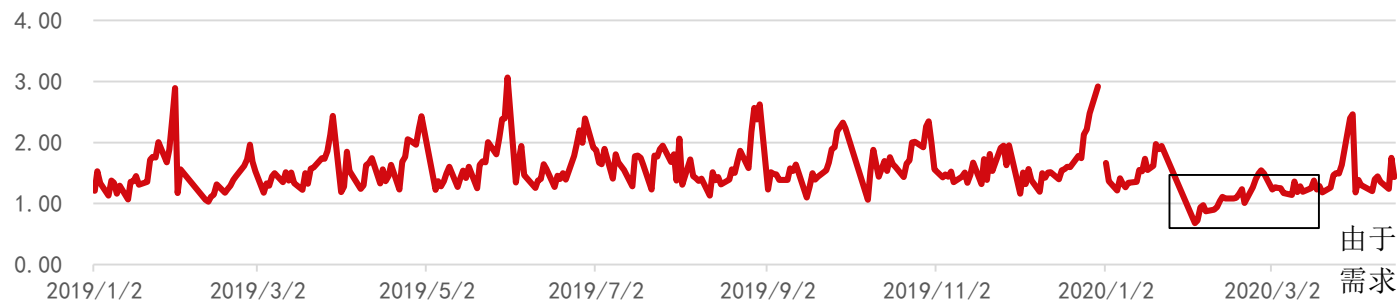
第五章 票据交易高频数据关注

1、承兑量、贴现量及承兑贴现比

票据承兑发生额（亿）与票据利率



票据承兑/票据贴现



由于套利票和企业复工对现金的需求，2月承兑/贴现处于低位

1、承兑量、贴现量——票据到期量



2、票据价格与同业存单利差

| 2020-04-15 | 1M | 3M | 6M | 9M | 12M |
|------------|------|------|------|------|------|
| 票据 | 2.19 | 2.36 | 2.40 | 2.46 | 2.46 |
| 与前一日票据 | -0 | -2 | -1 | 0 | -1 |
| 存单 | 1.20 | 1.32 | 1.44 | 1.59 | 1.62 |
| 与前一日存单 | -10 | -10 | -2 | 0 | -0 |
| 存单-票据利差 | -99 | -104 | -96 | -87 | -84 |

同业存单与票据利差



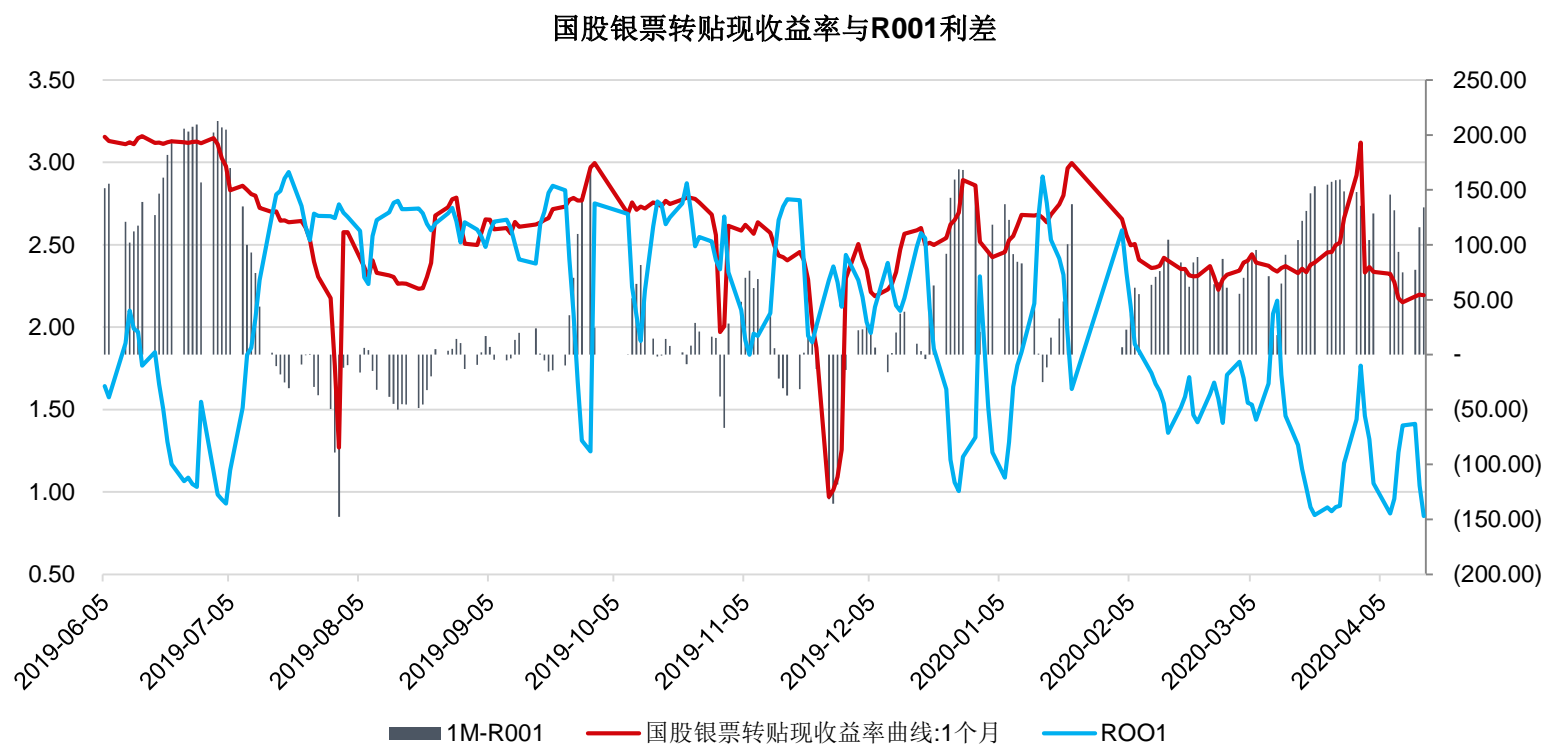
3、大行指导价

| TOP20 | 票据规模 (亿元) |
|----------|--------------|
| 邮储银行 | 4,524.74 |
| 中国工商银行 | 3,548.23 |
| 中国农业银行 | 3,595.90 |
| 中国建设银行 | 4,049.84 |
| 浦发银行 | 2,699.13 |
| 中信银行 | 2,455.55 |
| 中国银行 | 2,523.19 |
| 兴业银行 | 1,867.77 |
| 交通银行 | 1,893.67 |
| 招商银行 | 2,001.78 |
| 中国民生银行 | 1,114.57 |
| 江苏银行 | 872.03 |
| 广发银行 | 649.32 |
| 上海农村商业银行 | 644.63 |
| 北京农村商业银行 | 605.41 |
| 浙商银行 | 577.07 |
| 宁波银行 | 542.88 |
| 平安银行 | 667.26 |
| 上海银行 | 396.05 |

邮储买断参考价（2020年4月14日）

| 承兑 | 直贴 | 2020年 10、11、 12月 | 2021年 1、2、3、 4月 |
|---|-------------------|------------------------|-----------------------|
| 国股 | 授信银行 | 2.43 | 2.43 |
| | 非授信银行 | 2.48 | 2.48 |
| 大城商：北京、上海、浙商、江苏、南京、宁波 | 授信银行 | 2.48 | 2.48 |
| | 非授信银行 | 2.53 | 2.53 |
| 一类准入城商：渤海、徽商、杭州、重庆农、 北京农、上海农 | 国股 | 2.53 | 2.53 |
| | 大城商、一二类准入承兑行、准入财司 | 2.58 | 2.58 |
| 二类准入城商及授信外资：天津、吉林、广州、长沙、重 庆、郑州、中原、贵阳、苏州、江西、成都、昆仑、青岛 、华融湘江、甘肃、九江、广州农、东莞农、天津农、广 东顺德农、东莞、授信外资 | 国股 | 2.58 | 2.58 |
| | 大城商、一二类准入承兑行、准入财司 | 2.63 | 2.63 |
| 授信银行 | 国股 | 2.63 | 2.63 |
| | 大城商、一类准入城商 | 2.68 | 2.68 |
| 商票、授信财司 | 国股 | 2.80 | 2.85 |
| | 大城商 | 2.85 | 2.90 |
| | 一类准入 | 2.90 | 2.95 |

4、资金价格



5、期限利差、直转利差、信用利差

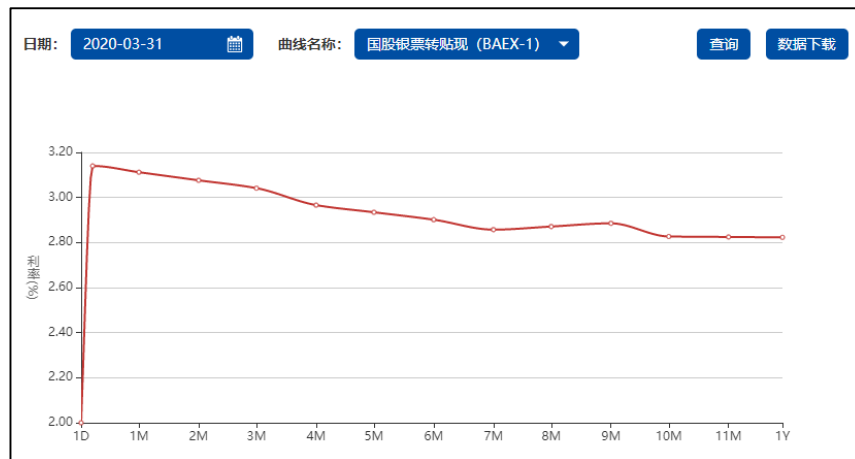
一般情况下的期限利差 (2020/4/15)



信托规模短缺时的期限利差 (2019/7/31)



信贷规模紧张时的期限利差 (2020/3/31)



感谢领导聆听与支持！