

# 2017 年上半年票据市场运行情况分析

## 【内容摘要】

- ◆ 上半年宏观经济稳中向好，供给侧结构性改革扎实推进；货币政策总体稳健中性，去杠杆政策效果显现；“强监管”“防风险”成为市场强音。
- ◆ 票据市场脱虚向实，票据业务总量回落；电票业务占比显著提高，票据电子化步伐加快；票据利率维持高位，资金面持续紧平衡；票据风险事件逐渐出清，风险意识显著增强。
- ◆ 票交所系统功能和制度体系不断完善，会员数量和交易量快速提升，票据生态环境趋于优化。
- ◆ 票交所成立带动票据市场经营模式、交易模式、盈利模式、风险管理模式、创新方式和交易主体都在发生积极变化，票据市场正朝着规范化、专业化、市场化方向发展。
- ◆ 未来宏观经济增长新常态与货币政策稳健仍将延续，票据业务将回归本源，更加注重于服务实体经济和中小企业；票交所职能定位与金融工作会议要求高度契合，将促进票据市场朝着服务实体经济、防范金融风险、深化体制机制改革的方向健康发展。

## 一、票据市场运行环境分析

### （一）宏观经济稳中向好态势更趋明显

2017 年上半年，经济运行保持在合理区间，稳中向好趋势更趋明显。上半年国内生产总值 38.15 万亿元，同比增长 6.9%，远超市场预期，创下 2015 年 9 月以来的最高值。

工业生产加快，企业利润快速增加。上半年全国规模以上工业增加值同比实际增长 6.9%，增速比上年同期加快 0.9 个百分点。1-5 月份全国规模以上工业企业实现利润总额 2.9 万亿元，同比增长 22.7%，比上年同期加快 16.3 个百分点。上半年工业品出厂价格指数 (PPI) 6.6%，显著高于去年同期负增长；中国制造业采购经理人指数 (PMI) 均值为 51.5%，高于去年同期 1.7 个百分点，持续高于临界点。供给侧结构性改革扎实推进，推动价格回升，市场信心增强，企业成本下降，盈利状况改善。

投资、消费、对外贸易均保持增长态势。其中，对外贸易伴随着外围经济复苏出现快速增长，上半年进出口总额 13.14 万亿元，同比增长 19.6%，其中出口 7.21 万亿元，增长 15%，实现顺差 1.28 万亿元。投资增速稳中略缓，上半年固定资产投资 28.06 万亿元，同比增长 8.6%。社会消费品零售总额 17.24 万亿元，同比增长 10.4%。居民消费价格同比上涨 1.4%，涨势温和。

表一、2016 年及 2017 年上半年主要宏观经济指标 (%)

指 标	2016 年上半年	2016 年全年	2017 上半年
GDP 增长	6.7	6.7	6.9
全国规模以上工业增加值同比增速	6	6	6.9
采购经理人指数 (PMI)	49.8	50.3	51.5
工业品出厂价格指数 (PPI)	-3.9	-1.4	6.6
进出口总额同比增速	-3.3	-0.9	19.6
固定资产投资增速	9	8.1	8.6
社会消费品零售额同比增速	10.3	10.4	10.4
消费者价格指数 (CPI)	2.1	2	1.4

## (二) 稳健中性货币政策取得较好效果

与宏观经济基本面变化以及去杠杆、抑泡沫、防风险的要求相匹配，银行体系流动性中性适度，货币信贷和社会融资规模合理增长。上半年广义货币供应量 M2 余额同比增长 9.4%，增速比上年同期低 2.4 个百分点；人民币贷款余额同比增长 12.9%，增速比上年同期低 1.4 个百分点；社会融资规模存量同比增长 12.8%。

货币政策“削峰填谷”保持流动性基本稳定。上半年逆回购操作和中期借贷便利中标利率随行就市有所上行，其中逆回购中标利率、SLF、MLF 操作利率均先后两次上行 10BP。宏观审慎政策框架进一步完善。今年央行将表外理财正式纳入广义信贷指标范围，去杠杆政策效果开始显现。信贷投放增长较快，加大对实体经济投入力度。6 月末，本外币贷款余额 120.21 万亿元，同比增长 12.7%，比年初增加 8.16 万亿元，其中非金融企业及其他部门贷款较年初增加 4.41 万

亿元，增量占比 54%。企业贷款需求旺盛，反映出近期经济企稳，企业对宏观形势的看法较为乐观，生产和投融资活动活跃。

### （三）“强监管”“防风险”成为市场强音

当前，维护金融安全已成为治国理政的大事。人民银行围绕加强宏观调控、保证金融安全、切实守住不发生系统性金融风险底线采取了一系列措施。上海票据交易所（以下简称“票交所”）是人民银行在近年来票据市场规模快速扩大但风险频发的背景下，坚持问题导向、防范市场风险、推动票据市场规范发展的顶层设计成果。票交所成立后，传统票据市场基于信息技术落后、信息披露不充分的纸票线下交易模式被阻断，监管套利空间缩窄，从制度设计上保证了市场的操作风险、伪造风险等不再发生，是票据市场防控传统风险的根本性举措。从此票据市场开始朝着电子化、无纸化的现代模式发展。

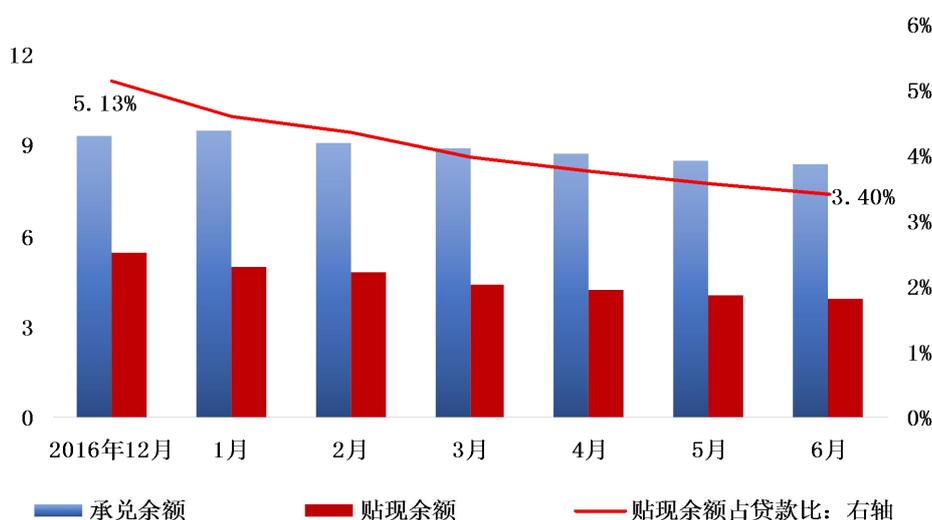
与此同时，监管部门也进一步加大监管力度防控金融风险，治理金融乱象。银监会连发 7 文加强对银行同业业务、资管业务和通道业务的监管；证监会要求全面禁止通道业务，强调不得让渡管理责任；保监会严格保险资金运用监管，坚持去杠杆、去嵌套、去通道导向。各金融机构也切实加强了内部管理，依法合规经营，金融开始回归支持实体经济发展本源。

## 二、2017 年上半年票据市场运行情况

### （一）票据市场脱虚向实，票据业务总量回落

截至 6 月末，未贴现银行承兑汇票余额和贴现余额合计为 8.4 万亿元<sup>1</sup>，同比减少 1.4 万亿元，下降 14.9%。票据融资为 3.9 万亿元<sup>2</sup>，同比减少 1.4 万亿元，下降 26.2%。票据融资在各项贷款中占比从去年 12 月末 5.13% 逐渐回落至今年 6 月末的 3.4%。

图一、2017 年上半年末票据市场余额情况图（万亿元）



根据对 39 家商业银行的票据业务调查<sup>3</sup>，上半年该 39 家银行商业汇票累计承兑 4.4 万亿元，同比下降 18.3%；贴现 2.51 万亿元，同比下降 44.7%；交易量（含转贴现和质押式回购<sup>4</sup>，下同）15.56 万亿元，同比下降 64.8%。资管类

<sup>1</sup> 近似等于银行承兑汇票承兑余额，准确数据需待《上半年货币政策执行报告》发布。

<sup>2</sup> 票据融资：指票据贴现、转贴现余额。数据来源为中国人民银行《金融机构本外币信贷收支表》。

<sup>3</sup> 39 家机构包括工、农、中、建、交 5 大国有银行、12 家股份制银行、14 家城商行、6 家农商行、1 家外资银行以及邮储银行。至 6 月末，该 39 家商业银行票据承兑余额 5.03 万亿元，占承兑余额总量的 59%；票据融资余额 2.23 万亿元，占票据融资余额总量的 57%。

<sup>4</sup> 转贴现：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。质押式回购：指正回购方在将票据出质给逆回购方融入资金的同时，双方约定在未来某一日期由正回购方按预定金额向逆回购方返还资金、

业务发生额下降 55%，余额下降 35.1%。

表二、2016-2017 上半年 39 家商业银行票据业务开展情况（万亿、%）

时间	承兑量	承兑余额	贴现量	贴现余额	交易量	转贴现余额	资管量	资管余额
2016 上半年	5.39	6	4.55	1.61	44.3	1.95	22.65	1.97
2017 上半年	4.4	5.03	2.51	1.32	15.56	0.89	10.18	1.28
同比	-18.3%	-16.2%	-44.7%	-18.1%	-64.8%	-54.3%	-55.0%	-35.1%

交易量大幅回落是票据市场脱虚向实和金融去杠杆的必然结果：一是金融行业去杠杆促使票据在银行间“空转”减少。在现有政策环境下，以往交易频繁的期限错配和放大杠杆交易显著下降，交易活跃度明显降低，市场杠杆率被降到历史低点。去年一季度，全市场票据周转率<sup>5</sup>为 5.57，今年一季度下降到 2.75，票据在银行间的交易周转次数明显减少。二是票交所模式带动票据价格、交易、流程更趋透明，使试图通过信息差、地域差、通道差等赚取价差的交易不得不再被逐步放弃；三是银监会打击“监管套利”等一系列规定，促使商业银行票据业务更趋规范和谨慎。

（二）电票业务增长超预期，票据电子化时代提前到来  
6 月末，电子银行承兑汇票承兑余额 6.4 万亿元<sup>6</sup>，占全部承兑余额的 77.1%；电子银行承兑汇票融资余额 3.79 万亿元，占全部票据融资余额的 97.2%。上半年电票承兑累计发生额 5.9 万亿元，同比增长 51.9%；贴现 3.3 万亿元，同比增长 22.8%；交易 26.4 万亿元，同比增长 8.8%。电子商业

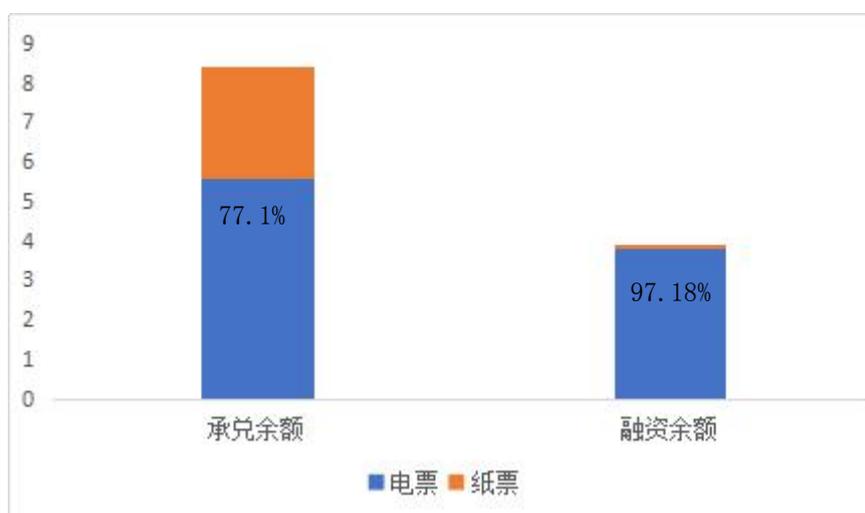
逆回购方向正回购方返还原出质票据的交易行为。

<sup>5</sup> 票据周转率=(贴现量+转贴现量)/票据融资余额，反映票据在银行间的交易频率。

<sup>6</sup> 本报中所有电子商业汇票的数据均来自于电子商业汇票系统（ECDS）。

汇票正加速成为市场的主要交易介质。

图二、2017年6月底电票余额占比情况（万亿元）



表三、2017年上半年电票市场交易情况表（亿元、%）

时间	承兑	贴现	交易
2016 上半年	38815.44	27035.49	242550.06
2017 上半年	58952.60	33205.61	263803.65
同比	51.88%	22.82%	8.76%

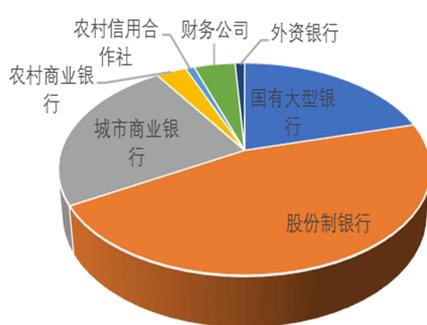
另据对 39 家银行的调查，2017 年上半年 39 家银行办理纸票贴现 0.3 万亿元，占全部票据贴现的 12%，较去年同期占比下降了 42 个百分点；办理纸票交易 1.42 万亿元，占全部交易量的 9.2%，较去年同期占比下降了 55 个百分点。再加上票交所对纸票进行的电子化处理，票据电子化时代或已提前到来。

（三）市场参与主体优势互补，股份制银行交易最为活跃

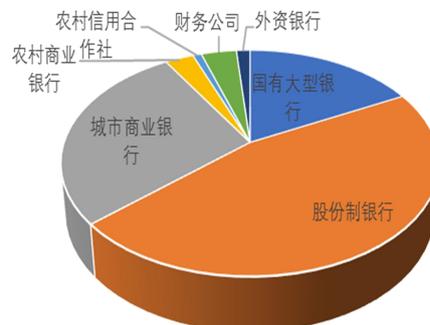
一直以来，国有商业银行规模、资金资源最为充裕，是票据市场主要的资源提供方，业务模式上以购买票据、持有

票据为主；股份制银行机制灵活，交易活跃，是市场主要的通道提供方；城市商业银行等中小机构因为资源相对匮乏，需要通过票据业务获得存款、资金等资源，所以是主要的票源提供方和资金需求方。从今年上半年电票业务开展情况看，股份制银行在银行间转贴现业务占比达 62%，延续了其通过频繁交易获取利润而又较少占用资金规模资源的经营特点。6 月末国有大型银行质押式回购逆回购余额占比达到 52%，票据融资占比 31%，是票据的主要持有方。城市商业银行质押式回购和承兑余额占比分别为 32%和 28%，是资金需求方和票源提供方。

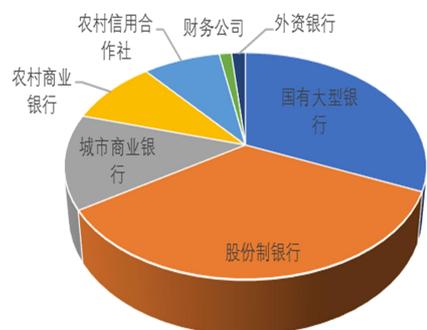
图三、2017 年上半年各机构承兑量占比



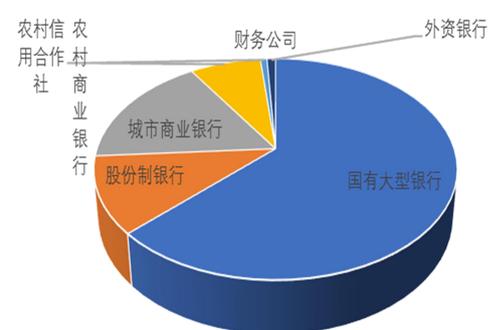
图四、2017 年上半年末各机构承兑余额占比



图五、2017 年上半年末各机构融资余额占比



图六、2017 年上半年末各机构质押式回购逆回购余额占比



表四、2017年上半年各类型主体电票交易情况表（%）

参与主体	承兑	贴现	转贴现	质押式回购	承兑余额	融资余额	逆回购余额
国有大型银行	20.79%	<b>29.63%</b>	11.03%	15.87%	17.38%	<b>31.46%</b>	<b>52.18%</b>
股份制银行	<b>45.92%</b>	<b>36.37%</b>	<b>62.18%</b>	<b>42.63%</b>	<b>45.94%</b>	<b>34.44%</b>	9.26%
城市商业银行	<b>23.94%</b>	17.45%	<b>20.16%</b>	<b>32.16%</b>	<b>27.59%</b>	13.51%	14.04%
农村商业银行	3.10%	7.30%	3.12%	5.92%	2.89%	9.49%	6.27%
农村信用合作社	0.90%	3.61%	2.45%	2.35%	0.87%	8.23%	0.58%
财务公司	4.23%	2.37%	0.06%	0.10%	3.58%	1.31%	0.00%
外资银行	0.98%	1.58%	0.38%	0.96%	1.39%	1.48%	0.76%

（四）商票占比提高，与银票价差缩小

商业承兑汇票业务量有所提升。上半年电票业务中商票累计承兑发生额为0.81万亿元，贴现发生额为0.32万亿元，转贴现为1.4万亿元。其中6月份承兑1716亿元，贴现640亿元，转贴现1784亿元，在当月电票业务中占比分别为14.2%、9.6%和5.8%，比去年同期分别提高1.9、0.5和0.5个百分点；同时，商票与银票的价差显著缩小，6月份电子商业承兑汇票和电子银行承兑汇票在贴现和转贴现业务中的价差分别为79BP和17BP，而去年6月份则分别为176BP和85BP，价差分别缩窄了97BP和68BP。

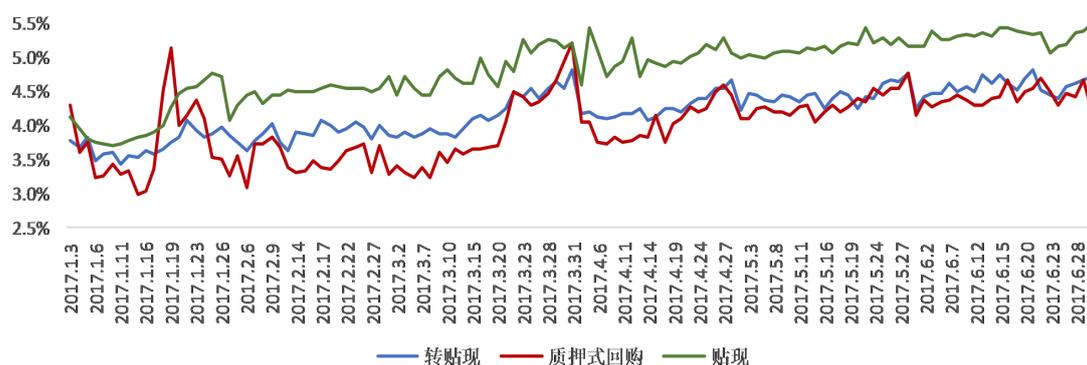
图七、2016-2017年上半年电子商票与银票贴现和转贴现利差走势图（BP）



### （五）票据利率维持高位，资金面持续紧平衡

受市场资金面持续趋紧影响，上半年票据利率维持高位波动。根据电票系统数据显示，上半年电票转贴现加权平均利率为 4.15%，较去年同期高出 125BP；质押式回购加权平均利率为 3.84%，较去年同期高出 73BP；贴现加权平均利率为 4.78%，较去年同期高出 151BP。从趋势上看，票据利率呈现出月末走高月初回落的脉冲式走势，即月末压降规模集中卖票导致利率升高，月初又集中买票使利率回落，这与今年信贷规模紧张情况下票据更多发挥“蓄水池”作用有关。

图八、2017 年上半年电票交易利率走势



需要注意的是，6 月份电票贴现加权平均利率已达到 5.32%，比一年以内贷款基准利率 4.35%高出 97BP，贴现与转贴现的利差也从年初的 24BP 扩大到 6 月末的 75BP，这一方面是央行收紧流动性提高了商业银行资金成本；另一方面是对部分商业银行票据贴现税收进行补征所致。2017 年 7 月 11 日发布的财税 58 号文《关于建筑服务等营改增试点政策的通知》，要求自 2018 年 1 月 1 日起，金融机构开展贴现、转贴

现业务以其实际持有票据期间取得的利息收入作为缴纳增值税基础，将改变增值税全部由贴现行承担的现状，贴现行税负状况将得到明显改善。

#### （六）票据风险事件逐渐出清，风险意识显著增强

2016年集中爆发的票据风险案件，票据介质均为纸票。纸票交易因其易逃避监管、信息不透明、容易造假等固有缺陷，成为不法者造假、诈骗、掉包等的载体。随着票据无纸化、电子化进程的加速推进，票据大案要案爆发率显著下降。上半年爆出的济南票据诈骗案等几起票据案件，都是2016年以前风险事件的延续，截至目前，上半年未有新的大额票据风险案件曝光。

#### （七）票交所功能不断完善，市场环境趋于优化

作为票据市场基础设施，票交所自成立以来加快系统建设和推广，有序推进纸电融合和直连接口的系统设计改造，积极开展ECDS迁移和再贴现业务系统建设，不断改善系统功能和增强服务，市场经营环境明显优化。截止6月末，共计1593家会员机构、40635家系统参与者成功接入票交所系统。今年上半年票交所交易规则逐渐明确，制定发布了《上海票据交易所票据交易规则》、《纸质商业汇票业务操作规程》、《票据登记托管清算结算业务规则》，其他市场规则也将陆续发布。票交所运行的基本规则和总体框架已经形成，正推动票据业务向规范化、专业化、标准化迈进。

### 三、当前票据市场正处于破旧立新的过渡期

票交所成立标志着全国统一、信息透明、以电子化方式进行业务处理的现代票据市场的框架初步建立。尽管目前票交所业务还在逐步开展之中，但其对票据市场的示范效应已充分展现。票交所给票据市场及其参与主体带来了一系列变革，主要有：

（一）经营模式转变和流程再造。票交所系统对纸票的电子化处理，使交易环节全部电子化，不再需要人工送票、验票、保管、托收等实物性操作，前中后台集中化处理，为经营主体票据业务的条线化管理模式奠定了基础。各经营主体纷纷进行管理和交易权限上收，总行集中经营同业交易以使规模效益最大化，分支行负责承兑、贴现等产品营销，以充分发挥地域和客户优势，从而形成总分行之间分工清晰、优势互补、高效流畅的一体化经营模式。伴随着经营模式转变的是管理流程的再造，经营主体将通过对报价、撮合、清算等各个流程的合理制衡与管理，有效实现流程风险控制。

（二）交易模式的改变。传统的票据市场交易模式是以银行分支机构为主要参与主体、点对点、单笔询价、送票清算、签订合同的线下业务模式。随着全部金融机构接入票交所系统，原来的线下交易转到线上，票据贴现后的主要业务环节全部在票交所系统上操作，通过设立意向询价、对话报价、点击成交、请求报价等多样化的交易方式，促进票据市

场的对手方发现和价格发现，以票据交易平台生成的标准化电子成交单取代传统的线下纸质成交合同，显著提升了票据交易效率和市场透明度，大大增加了票据交易的高效性和便利性，有利于隔夜回购、7天回购等交易品种的开展。数据表明，6月份票交所系统质押式回购交易量占交易总量比重已到83%，日均交易换手率8.3%，已超过银行间债券市场5%的换手率。

（三）盈利模式的改变。随着交易更为便捷和票据资产流动性的提高，在持有获利、波段操作、增值服务等票据业务传统盈利模式之外，通过交易赚取价差收益的占比会有所增加，原有利用纸票不透明进行监管套利的盈利模式会逐步退出舞台。同时，通过经营信用风险获利可能成为新的利润增长点，如提供票据担保增信、商票保证保贴等。

（四）风险管理模式的改变。传统业务中对票据进行审验、交付、保管等环节存在的风险将显著降低，风险管理重点转向频繁交易引发的市场风险和交易对手多元化产生的信用风险。商业银行需要根据市场信息建立新的风险管理体系，对利率风险、信用风险进行有效识别、科学计量、实时监测，并建立完善的风险管控和风险缓释机制。

（五）创新方式的转变。以往“创新”主要围绕回避监管展开，如资管、通道、理财、回购套回购等出表操作。在透明化的市场环境下，躲避监管的所谓“创新”已无意义。

票据创新朝着科技应用创新、市场风险规避、提高交易标准化等方向展开。以区块链技术为代表的新型金融科技在票据领域开始尝试应用，2017年2月央行推动的基于区块链的数字票据交易平台测试成功，意味着互联网票据进入新纪元。

（六）交易主体的变化。长期以来票据市场的交易主体仅限于银行类机构和财务公司，随着证券公司、资产管理公司、信托公司、基金管理公司、保险公司、期货公司、保险公司等金融机构未来逐渐引入票据市场，交易主体进入多元化发展阶段，不仅可以拓宽票据交易的广度，避免原来商业银行操作同质性、同向性严重导致的市场剧烈波动，更能挖掘市场深度，不同类型市场参与者将自身经营资源、创新理念等新鲜血液注入到票据市场，各类跨市场产品的交叉组合也会日益增多。目前除了原有银行类金融机构参与者，还有证券公司、资产管理公司等新型市场参与者已接入票交所系统，部分新型市场参与者已实际参与票据交易，具有重大突破性意义。

#### 四、票据市场发展展望

随着供给侧结构性改革、简政放权和创新驱动战略不断深化实施，中国经济新的动能正在增强，内需对经济增长的贡献加大。在推动经济去杠杆的大环境下，央行仍将保持稳健的货币政策，处理好稳增长、调结构、控总量的关系，实现货币信贷、社会融资规模适度增长和流动性基本稳定，为

结构性改革营造中性适度的货币金融环境。

全国金融工作会议提出金融服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三大任务，要求金融工作回归本源，服从服务于经济社会发展，把为实体经济服务作为出发点和落脚点。票据作为满足企业结算支付、投资融资需要的重要金融工具，将有更大的发展空间。未来票据市场将更加侧重于服务实体经济，服务中小企业。商业银行通过票据业务腾挪表内外资产的行为将受到强约束，票据为企业增信和融资的功能有望增强。高度电子化的票据价格将更为透明和有效，票据市场化程度高的优势将进一步凸显，票据市场价格有望成为判断市场资金面和信贷松紧的风向标。

全国金融工作会议要求提高防范化解金融风险能力，防止发生系统性金融风险。票交所作为主动防控票据市场风险的重要基础设施，将继续加快中国票据交易系统功能优化和完善，不断提高票据市场电子化、规范化、标准化程度，进一步提升防范票据市场风险和维护金融安全的能力。票据市场经营机构主动降杠杆进程也仍将持续，服务实体经济和真实交易需求占比将进一步提升，票据市场整体风险水平将趋于下降。

全国金融工作会议要求坚定深化金融改革，优化结构，完善金融市场、金融机构、金融产品体系。票据市场作为货币市场的重要组成部分，将逐步健全市场参与主体管理、交易规则、监督机制，适时引入与市场发展相匹配的信用评级、

资信评估、增信保险等服务机制，引导票据产品创新走向规范，提高票据资源配置效率，促进融资便利化；将致力于票据领域的企业信用体系建设，为基于商业信用的商业承兑汇票发展铺平道路，并最终形成与国际接轨、为企业服务、各种投资主体参与的，种类齐全、结构合理、服务高效、安全稳健、开放包容、支持实体经济可持续发展的现代票据市场体系。