

2023年以来，票据利率走势出现了新变化。随着票据久期的压缩、价格的大幅下行，票据利率波动性加大。当前票据交易的逻辑发生了变化，票据配置属性减弱，这同时也给波段交易创造了更多的机会。

未来票据交易操作需要更加注重直贴票的转贴流转，合理规划库存久期并及时调整资金成本。

票据利率走势新变化与交易策略分析

朱茜月

一、票据利率走势出现新变化

2023年《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法》正式实施以来，票据市场利率走势出现了新变化，表现为：

（一）票据直贴利率下行

2023年，票据直贴利率持续下行，利率中枢位于贷款利率下方。全市场直贴加权平均利率高点出现在3月末，为2.82%，全年最低点出现在12月中旬，为0.88%。直贴利率中枢的下行符合票据的历史规律，直贴利率与贷款利率的利差维持稳定。2023年，票据全市场贴现加权平均利率为1.78%，同比下降17BP。从走势看，第一季度

贴现加权平均利率为2.52%，为年内最高；4月份以来银行对票据资产的配置需求持续旺盛，带动二、三季度加权平均贴现利率分别降至2.01%和1.59%；四季度贴现利率低位企稳，均值为1.43%。全年全市场贴现加权平均利率较LPR（1年期）均值低177BP，二者的利差与上年基本持平。

（二）转贴利率与同业存单利率倒挂

2023年，转贴现利率趋势下行，与同业存单利率的倒挂幅度扩大。一季度转贴现利率总体上行，1—3月各月的6M国股银票转贴现加权平均利率分别为2.04%、2.17%和2.30%；二季度以来转贴现利率走势掉头向下，4—5月各月的6M

国股银票转贴现加权平均利率分别降至 2.02% 和 1.62%，6 月则小幅回升至 1.74%；三季度利率又进一步下行，7—9 月各月的加权平均利率分别为 1.32%、1.16% 和 1.4%。全年，票据转贴现利率与相同期限同业存单利率的倒挂幅度持续扩大。国股银票转贴现收益率（6M）与同业存单到期收益率（6M，AAA）的利差在 3 月末达到年内最高的 12BP，此后该利差由正转负并且持续扩大，并在 12 月中旬达到最低的 -162BP。

（三）票据利率与资金利率倒挂

2023 年全年，票据转贴现利率与资金利率出现倒挂，在一些特殊时点创下历史新高。2023 年一季度，票据转贴现利率与资金利率出现了短暂的正利差，6M 国股银票转贴现利率与银行间质押式回购加权利率的最高利差出现在 1 月末，达到 49BP；从二季度开始，随着转贴现利率中枢的下行，利差持续性转为负值并呈现扩大趋势。随着资金利率在 2023 年 9 月末和 12 月末分别创下新高，票据利率与资金利率的负利差也创下新高，6M 国股银票转贴现利率与银行间质押式回购加权利率的利差在 9 月末和 12 月末分别达到 -277BP 和 -321BP。

（四）票据利率波动性变大

票据利率跌至“零利率”已成为票据市场新常态。2022 年以来，国内政策利率频频下调，但银行信贷投放仍面临着内需不足、结构性失衡等问题，银行转而利用票据信贷属性“以票充贷”，这导致票据利率多次出现“零利率”^①现象，票据利率创下了历史新低。2022 年，“零利率”累计出现了 6 次，2023 年累计出现了 4 次。

二、票据利率新变化由多方面因素所致

（一）票据与信贷投放的关联性增强

影响票据利率走势的因素很多。宏观层面，经济形势和国家政策是影响票据利率的重要因素，在经济形势向好叠加政策支持的环境下，核心企业开票量就会增加。微观层面，票据是企业的重要融资手段，社会生产各方面都与票据融资相联系，贴现企业自身的经营状况、信贷投放情况、资金成本、市场预期等因素决定了票据的需求量。

然而目前信贷投放已成为票据利率最重要的影响因素。近年通过观察发现，票据利率走势与银行机构信贷投放的关联度逐渐增强，2021 年底以来，票据市场的波动显著加大，票据“零利率”现象多次出现，严重偏离了货币市场利率。由于宏观经济与监管环境发生变化，商业银行在调节信贷额度时对票据工具更加倚重。

根据前文对票据利率新变化的分析，票据出现“零利率”现象的原因一方面在于我国经济增速有所下行，实体融资需求有限导致银行信贷投放不足；另一方面在于资管新规等监管政策对银行表外业务的约束，使得银行机构在信贷调节方面对票据的依赖性上升，导致票据利率走势与信贷投放的关联性增强。

（二）直贴利率带动转贴利率下行

当前票据利率中枢的走低，一个重要原因在于银行主动调低贴现利率进行大量贴现。根据对票据一级市场和二级市场的划分，票据利率可分为贴现利率和转贴现利率，票据一级市场由国有银行和股份制银行等大型银行主导，通过观察大行对票据贴现利率的定价策略，能够推导出转贴

现利率走势。过去票据转贴现交易是银行间市场中的一类典型交易，因此转贴现利率更具备代表性，但随着票据信贷属性的增强，国有大行主导的贴现利率对转贴现利率的影响显著增强。

通过前文对直贴利率的走势分析，笔者发现票据直贴加权利率中枢持续下行且低于贷款利率，反映出银行对票据需求的增加。此外，观察新增票据融资占新增企事业单位贷款的比重（简称“票贷比”），可以看到，票贷比在2023年7月创下历史新高，达到151%，而2022全年的票贷比加权平均值为31%。票贷比的大幅增加反映出市场对于票据融资需求的波动性加大。票据融资需求变大，对应着票据贴现利率的走低，进而带动票据转贴现利率下行。

（三）特殊事件导致票据利率波动

影响票据价格走势的特殊事件主要包括信贷指导以及超预期政策发布。信贷指导多数发生于每月中下旬，银行通过票据资产来填补信贷投放规模，就可以在短时间内完成投放指标。超预期政策发布，一方面是指票据市场监管政策的出台，例如2015年12月31日《中国银监会办公厅关于票据业务风险提示的通知》（203号文）导致票据市场监管收紧，票据利率在随后的一个月内大幅上行；另一方面是超预期的降准、降息政策，也导致票据价格快速下行。

近年来，特殊事件对票据利率造成的冲击也在明显增强。例如，2023年12月票据“零利率”现象再次显现，1M国股银票转贴现利率跌至0.01%，3M国股银票转贴现利率降至0.15%的新低。一方面，年内降准预期落空导致市场认为年内信贷投放动

力不足，需要票据转贴现填补；另一方面，市场认为2024年一季度的信贷投放“开门红”会压缩票据规模，使得短期限的票据需求高涨，进一步拉低了票据转贴现利率。

（四）票据资产失去可配置性

在过去，票据利率与同期限同业存单的利差是判断转贴现利率走势的重要参考指标。票据资产与同业存单资产具有同样的配置属性，可比性高，通过分析票据利率与同期限同业存单利率的差值变动，可以判断票据转贴现价格的走势。

通过前文分析，随着票据利率中枢的持续性下行，其与同业存单利率持续倒挂，运用票据与同业存单利差作为观察票据利率走势的方法已经失效。同时，票据利率中枢与资金利率也持续倒挂，反映出票据资产的配置价格已经无法覆盖对应的资金成本，票据已经失去可配置性，这又进一步加剧了票据利率的波动。

三、票据交易策略的调整方向

（一）一二级市场联动定价策略

目前，票据一级和二级市场的联动性增强，直贴利率对转贴利率的影响更直接，因此需要分析银行贴现行为对票据利率的影响。通过对国有大行贴现行为的观察发现，大行的贴现行为主要分为三种：持有至到期填补信贷规模、转贴卖断并赚取价差、转贴持续买入。针对这三种不同情况，大行会对贴现价格进行相应调整。对于第一种情况，当信贷投放情况较好时，大行会跟随调高贴现价格，带动转贴现价格上行；当信贷投放情况较差时，大行会跟随调低贴现价格来填补信贷，带动转贴现价格下行。第二种情况存在一定

的不确定性，当大行下调贴现价格时，转贴现价格大概率跟随下行，但这种行为无法反映出大行信贷投放的实际情况，因此转贴现价格反转的概率较大；当大行上调贴现价格时，转贴现价格大概率跟随上行，但也存在随时下调的可能性。最后一种情况是，大行同时进行贴现和转贴现买入，反映出大行信贷投放情况很差，转贴现价格会出现大幅下行。

另一方面，可以采用直贴（一级市场利率）、转贴（二级市场利率）联动定价策略，根据对转贴现利率走势的判断来倒推出直贴定价，从而调节直贴票的流转量。可分为三种情况：上行策略、横盘震荡策略、下行策略。

第一种情况是转贴现价格上行，该情况下直贴定价需要提升与转贴现价格的价差，防止产生直贴价格低于市场转贴价格的倒挂行情，同时主动降低直贴量并保持谨慎观望。第二种情况是转贴现价格横盘，该情况下需要加快定价调整的频率，根据市场需求来进行直贴定价调整，当转贴现需求方主要收长期票时，则调整长期票的直贴定价价差，加大长期票的直贴流转量。第三种情况是转贴现价格下行，该情况下直贴定价可以尽量贴近转贴现价格，增加直贴流转量。

（二）票据久期动态平衡策略

目前，票据市场利率的波动性更易受到一些特殊事件的影响，因此合理地规划好库存票据资产的久期，是防止出现“低买高卖”情况必要的应对策略。由于票据资产已经失去可配置性，对于不同期限的票据需要采取动态平衡的策略，实现收益最大化。动态平衡策略是指在不同市场行

情下，需要动态调整库存票据资产的期限结构，又可分为三种情况：转贴现价格上行策略、转贴现价格横盘震荡策略、转贴现价格下行策略。

第一种情况是转贴现价格上行，该情况下需要提升库存资产久期，买入长期资产并卖出短期票据。由于是上行行情，应适当预留更多的规模空间以防止规模被提前占满而无法买入更高价格的资产。第二种情况是转贴现价格横盘，该情况下以买入特殊时点到期资产并卖出非特殊时点到期资产为主，以期达到动态均衡。由于价格横盘时期存在较多不确定性因素，可以均衡调整库存期限分布，顺应票据“大、小”月价格波动的特点，将库存久期调整到更有利于配置到高价资产的状态。第三种情况是转贴现价格下行，该情况下需要在压缩库存资产久期的同时卖出库存长期票。

（三）二级市场转贴现交易策略

一是通过观测票据净买入量和票据当月到期量这两项指标来判断票据转贴现利率的走势。观察票据转贴现利率走势的一个新角度是，将全市场当月票据到期量和股份制银行转贴现净买入量这两项指标结合起来。全市场当月票据到期量决定了当月票据利率走势的大方向。如前文所述，目前大行对票据市场的主导性显著增强，而股份制银行在票据转贴现市场的参与活跃度高且市场份额占比大，也能够影响票据价格走势，因此股份制银行转贴现净买入量是重要的参考指标。

在指标具体运用上，又可分为三种情况。第一种情况是当月票据到期量与实际贴现量持平的情况，说明供需达到均衡，价格相对维持稳定走势，可侧重参考股份制银行转贴现净买入量指标。

持续净买入情况对应票据转贴现价格短期下行，持续净卖出情况对应票据转贴现价格短期上行，此时股份制银行在转贴现市场中起到类似做市商的作用。第二种情况是当月票据到期量小于实际的贴现量，反映出票据市场供大于求，票据转贴现价格会持续上行。第三种情况是当月票据到期量大于实际的贴现量，反映出票据市场供不应求，票据转贴现价格会持续下行。

二是适时调整波段交易策略。当票据失去配置属性且票据利率波动性放大时，通过票据转贴现波段交易能够创造超额的收益。根据转贴现价格走势，波段交易策略需要适时调整。在票据价格上行期，需谨慎开展票据波段交易，保持观望。在票据价格横盘期，由于价格波动和利差幅度均较小，为了能够更及时地掌握市场信息，可降低开展波段交易的频率和金额，缩小交易价差。在票据价格下行期，要以赚取非利息收入为主要目标，提升波段交易的频率和金额，放大交易价差。

三是采取其他交易策略，主要有：日内票据撮合交易、票据正逆回购交易和月末交易。日内票据撮合交易通过撮合转贴现的买断卖断，识别不同类别交易机构的供需与定价情况，进一步提升票据利率的定价主导权。开展票据正逆回购交易，有助于开展票据流动性管理，在线上资金紧张等一些特殊时点能够调节票据头寸。由于票据交易起到了银行信贷规模调节的功能，因此在临近月末时点，调节票据规模便成为票据交易策略的主要目标。

四、票据交易操作的相关建议

一是保障直贴票据顺利流转。目前票据市场

中银票的流动性最好，大多数机构能实现“T+1”的流转时效，后续可考虑提升商票、财票直贴流转的时效。需要合理运用票据一二级市场的联动定价，保障一级市场贴现的票据能够顺利转到二级市场交易，避免出现直贴转卖利率倒挂的情形。

二是合理规划库存票据期限。票据利率走势具备一定的特征与规律，首先需要分析研判票据利率的整体走势，根据不同的走势对应调整库存期限结构；其次利用影响票据利率的特殊事件，集中调整到期量，并在特殊时点预留充分额度配置高价长期票；最后与月末规模管控形成合理联动。

三是积极开展波段交易。目前票据利率的变化特征为波段交易创造了较多的机会，开展高频波段交易来创造超额收益是可行的方向，但前提是需要正确研判以确保趋势、方向准确。针对特殊时点，要做好仓位管控，跟随市场情绪开展高频波段交易。

四是及时调整资金成本。在票据期限减半和票据利率中枢持续下行的当下，票据资产已失去配置价值，需要及时根据市场变化调整资金成本。🔗

注释

① “零利率”指票据转贴现利率在0.01%~0.1%区间，接近为零。

作者单位：珠海华润银行资金运营中心票据中心