

## 固定收益研究/专题研究

2019年02月12日

**张继强** 执业证书编号：S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

**张亮** 执业证书编号：S0570518110005  
研究员 zhangliang014597@htsc.com

### 相关研究

1《固定收益研究：一季度触底风险大，二季度企稳存希望》2019.01

2《固定收益研究：宽信用的挑战：地产枢纽作用弱化》2019.01

3《固定收益研究：央行直接入市？日央行绝非好榜样》2019.01

# 异军突起的票据市场

## 票据专题报告系列之一

### 核心观点

2018年以来票据的迅速增长引起了市场关注，票据作为企业的重要融资渠道，具有融资便利、成本低的优势，对于银行来说也是一种风险低、流动性好的资产，2018年票据市场火爆的背后是监管、商业银行、企业等多方利益的平衡。展望未来，票据市场基础设施以及制度的逐步完善将带动票据标准化、二级市场交易、票据ABS等多种创新型工具的发展，票据市场大有可为。

### 揭开票据的神秘面纱

2018年以来，票据融资增长迅速，在人民币贷款中的比重稳步上升，与此同时，票据利率下行较快，一定程度上改善了实体企业的融资困境。票据可以分为汇票、本票和支票。票据市场可以分为一级和二级市场，一级市场为发行市场，二级市场为交易市场。一级市场上，票据主要体现其作为信用凭证和支付结算工具的功能，二级市场上，票据在本质上充当融资工具的角色。票据贴现余额对应银行表内的票据融资，未贴现银行承兑汇票对应银行表外融资。

### 票据已经成为实体经济的重要融资渠道

2015年之前，票据仍处于“无序扩张”阶段，监管套利行为比较普遍。2015年《关于票据业务风险提示的通知》是针对票据业务监管的纲领性文件，票交所的成立则标志着票据市场历史性变革，标志着我国票据业务步入更加规范、透明的发展阶段，随着监管的深入，票据业务逐步规范并步入正轨。票据也是中小企业融资的重要方式，对中小企业来说，票据融资成本较贷款更低，此外中小企业因缺乏多渠道的融资方式，对票据融资的需求更大。由于票据具有信贷属性和资金属性两重特性，其利率一方面受信贷额度宽松程度的影响，另一方面受资金利率的影响。

### 2018年票据火爆背后的原因：监管、银行与企业的平衡

监管层面，缓解小微企业融资贵、融资难问题成为政策的重心；银行层面，票据信用风险低、期限短、流动性强，可以满足银行的流动性管理需求和风险偏好，同时票据贴现有助于增加对中小企业授信，响应政策要求，票据签发过程中企业缴纳的保证金是存款的直接来源之一，能满足银行的揽储需求；融资主体方面，票据是中小企业的重要融资手段。因此票据和结构性存款套利空间的出现是多方利益平衡的结果。

### 票据市场未来展望

票交所的成立为票据产品和交易模式创新提供了一个契机，但票据能否实现类似债券的标准化交易仍存在一定的制度障碍，如资管新规对标准化债权的严格限定。此外，以贴现票据集合资产为依托，可以由金融机构发行票据理财产品、SPV理财计划等，也可能实现在票交所直接发行票据ABS等标准化资产，票据ABS的发展有助于便利中小企业融资。在当前宽信用的政策取向和融资渠道“堵偏门、开正门”的思路下，预计未来会有较大的发展空间。

**风险提示：**票据监管政策收紧；票据标准化不及预期。

## 正文目录

为何要关注票据？ .....	4
揭开票据的神秘面纱 .....	6
票据的基本概念及分类 .....	6
票据的一二级市场 .....	6
商业银行表内外票据的区分 .....	7
票据成为实体经济的重要融资渠道 .....	9
票据的监管体系逐渐完善 .....	9
电子化交易和票交所成立为票据提供了重要发展契机 .....	9
票据成为民营企业、小微企业的重要融资渠道 .....	10
票据利率影响因素与信用传导机制 .....	11
2018 年票据火爆背后的原因：监管、银行与企业的平衡 .....	14
缓解小微企业融资难、融资贵问题成为政策的重心 .....	14
商业银行优化监管指标，满足监管要求 .....	14
票据套利是多元利益诉求下的平衡点 .....	17
票据市场的未来展望 .....	18
票据的标准化与二级市场交易 .....	18
票据 ABS .....	19
风险提示 .....	20

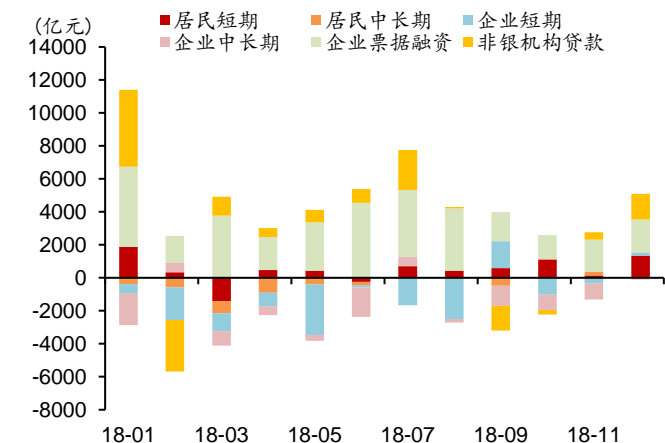
## 图表目录

图表 1: 2018 年人民币贷款中仅票据同比稳步增长 .....	4
图表 2: 2018 年票据在人民币贷款中的占比上升明显 .....	4
图表 3: 票据利率在广谱利率中下行较快 .....	4
图表 4: 今年初以来, 票据余额增长进一步加快 .....	5
图表 5: 票据签发、承兑及贴现流程示意图 .....	6
图表 6: 票据市场及业务分类一览 .....	7
图表 7: 票据贴现与表内票据 .....	8
图表 8: 未贴现承兑汇票与表外票据 .....	8
图表 9: 票据监管文件梳理 .....	9
图表 10: 票交所成立以来电票承兑与发生额 .....	10
图表 11: 票据直贴利率与短期贷款利率对比 .....	11
图表 12: 票据承兑和融资的主要参与主体为中小企业 (单位: 亿元) .....	11
图表 13: 直贴利率高于转贴利率 .....	12
图表 14: 票据直贴利率与 6M 中短期票据到期收益率 .....	12
图表 15: 票据转贴利率与 6M 同业存单发行利率 .....	13
图表 16: 商业银行使用票据熨平贷款波动 .....	15
图表 17: 电子银票平均每笔承兑和贴现规模逐步下降 .....	15
图表 18: 央行新增再贴现规模 .....	16
图表 19: 存款增速不断下行 .....	16
图表 20: 银监会公布的商业银行存贷比持续上升 .....	16
图表 21: 结构性存款与票据套利 .....	17
图表 22: 不同情形下票据的偿还顺序 .....	18
图表 23: 票据 ABS 产品结构 .....	20

## 为何要关注票据？

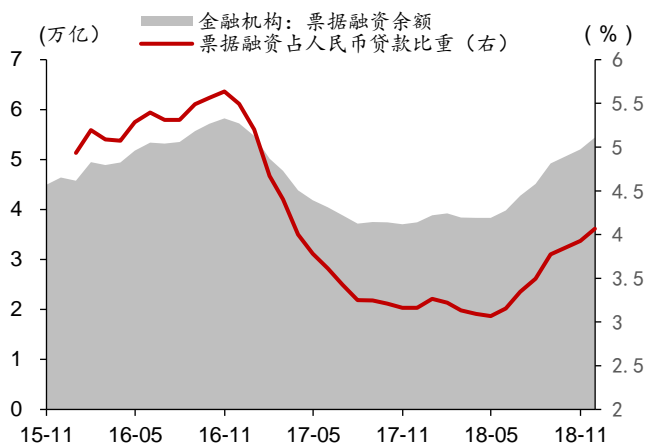
2018 年以来，票据融资增长迅速，在人民币贷款中的比重稳步上升。截至 2018 年 12 月末，票据融资余额由年初 3.9 万亿增长至 12 月末的 5.8 万亿，同比大幅增长 48.7%。同时，人民币贷款中各分项，尤其是企业短期和中长期贷款同比降幅较大，而票据融资同比则出现明显增长。票据融资占人民币贷款比例由年初的 3.2% 增加至 4.3%，对全年的新增人民币贷款拉动 1.6 个百分点（信贷全年增长 13.6%），票据对 2018 年人民币贷款增长起到较为明显的拉动作用。

图表1：2018 年人民币贷款中仅票据同比稳步增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

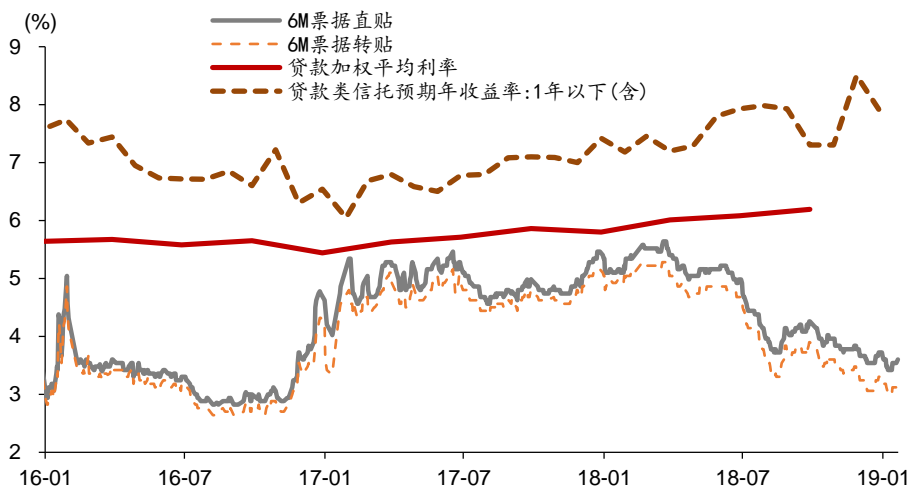
图表2：2018 年票据在人民币贷款中的占比上升明显



资料来源：Wind，华泰证券研究所

与此同时，票据利率下行较快，一定程度上改善了实体企业的融资困境。为提高金融机构服务中小企业的积极性，降低企业融资成本，2018 年央行 4 次定向降准，各项降低中小企业融资成本的政策措施不断出台，带动货币市场资金利率逐步下行。但与此同时，贷款利率、信托利率却有所上行，反映实体融资贵问题仍未解决。相比之下，票据利率与资金面相关度较高，且受益于信贷额度的宽裕，票据利率下行较快，票据融资对中小企业的吸引力上升。

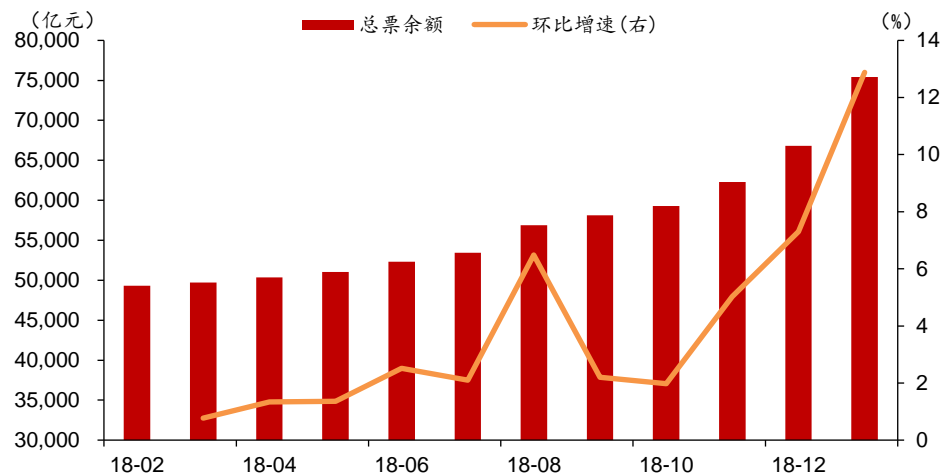
图表3：票据利率在广谱利率中下行较快



资料来源：Wind，华泰证券研究所

尤其是今年年初以来，企业票据融资增长更快。年初以来，截止 1 月 31 日，票据贴现余额达到 7.54 万亿，相比 2018 年底的 6.68 万亿增长了 8600 亿元，创 2018 年初以来单月环比最大增幅。

图表4： 今年初以来，票据余额增长进一步加快



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在非标等融资渠道受阻的背景下，票据融资的重要性得以凸显，市场对票据的关注度也越来越高。本文将从票据的基本概念出发，探讨票据对实体融资的重要作用以及 2018 年初以来票据市场火爆背后的原因，并对票据资产标准化、资管产品投资票据资产以及票据 ABS 等发展模式进行展望。

## 揭开票据的神秘面纱

### 票据的基本概念及分类

根据《票据法》规定，票据可以分为汇票、本票和支票。汇票指出票人签发的，委托付款人在见票时或者在指定日期无条件支付确定的金额给收款人或者持票人的票据。根据受委托的付款人不同，汇票又可以分为银行汇票和商业汇票。商业承兑汇票的付款人是合同中应给付款项的一方当事人；银行承兑汇票的付款人是承兑银行，但是其款项来源还是合同中应付款方的存款。

本票是出票人签发的，承诺自己在见票时无条件支付确定的金额给收款人或者持票人的票据。票据法所称的本票，是指银行本票。

支票是出票人签发的，委托办理支票存款业务的银行或者其他金融机构在见票时无条件支付确定的金额给收款人或者持票人的票据。

按照流通载体的不同，商业汇票可以分为纸质商业汇票和电子商业汇票。2016 年以前，我国票据市场多以纸票为主，电子化程度较低。这使得票据标准化程度和交易效率难以提高，换手率高但实票转移托管难以实现，诱发了空壳商票、短期回购+一票多卖等问题。2016 年末央行下发《关于规范和促进电子商业汇票业务发展的通知》和《票据交易管理办法》，大力推广电子商业汇票，并确立票交所为央行认可的、全国统一的票据交易机构。

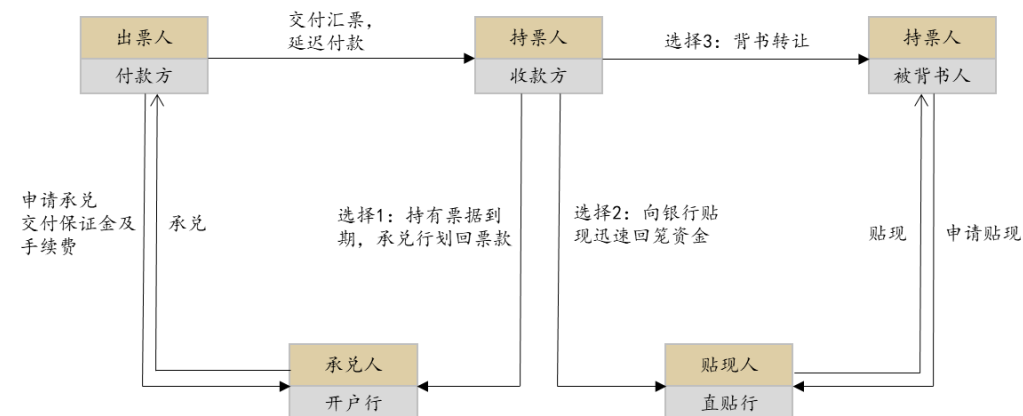
根据要求，自 2018 年 1 月 1 日起，原则上单张出票金额在 100 万元以上的商业汇票应全部通过电票办理。票交所的成立标志我国票据市场进入了规范统一、透明高效的电子交易时代。

### 票据的一二级市场

票据市场可以分为一级和二级市场，一级市场为发行市场，二级市场为交易市场。

一级市场上，票据主要体现其作为信用凭证和支付结算工具的功能，主要涉及票据的签发和承兑业务。票据签发是指出票人在其开户行开立（或者自己签发）票据，是产出票据的过程；票据承兑是指票据付款人承诺在票据到期日支付票据金额的行为。

图表5： 票据签发、承兑及贴现流程示意图



资料来源：华泰证券研究所

二级市场根据票据交易方式的不同，可分为直贴市场，转贴市场和再贴现市场。直贴市场主要涉及票据贴现业务，票据在本质上充当融资工具的角色。持票人为迅速回笼销售资金，

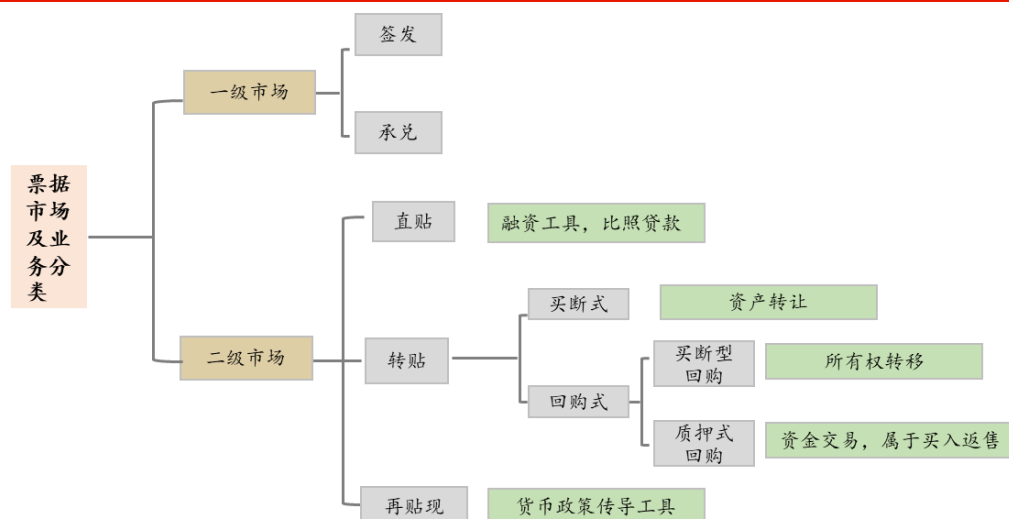
将所持票据向银行申请贴现，同时按一定的贴现率支付利息，利息费用从票面额中扣除。票据的拥有权从持票人转移至贴现行，这一过程成为票据直贴。根据《贷款通则》，票据贴现是指贷款人以购买借款人未到期商业票据的方式发放的贷款。因此，票据直贴反映了票据贴现的信贷属性，其监管比照贷款，计提 100% 的风险权重计量风险资产，且占用贴现行的信用额度，票据的信贷属性也由此产生。

**票据转贴业务中，票据作为交易和支付结算工具在不同金融机构之间流通。**票据转贴是指金融机构之间将未到期的已贴现或已转贴现的商业汇票进行转让的票据的行为。按照交易方式的不同，票据转贴可分为买断式和回购式。买断式是指卖出票据方将票据权利转让给买入票据方，不约定日后赎回的交易方式，可理解为资产转让；而回购式是指卖出票据方将票据权利转让给买入票据方，并约定日后赎回的交易方式，可以理解为回购融资。

票据回购一般由即期卖出和远期回购两次交易组成，根据票据所有权在整个交易环节中是否发生转移又可以分为买断型回购和质押式回购。买断式回购本质上属于资产转让，所有权发生了转移，而质押式回购是资金交易，属于买入返售业务，票据所有权一直归正回购方（卖出票据方）所有。

**再贴现业务属于一种货币政策传导工具**，是央行通过买进商业银行持有的已贴现但尚未到期的商业票据，向商业银行提供融资支持的行为。

图表6： 票据市场及业务分类一览

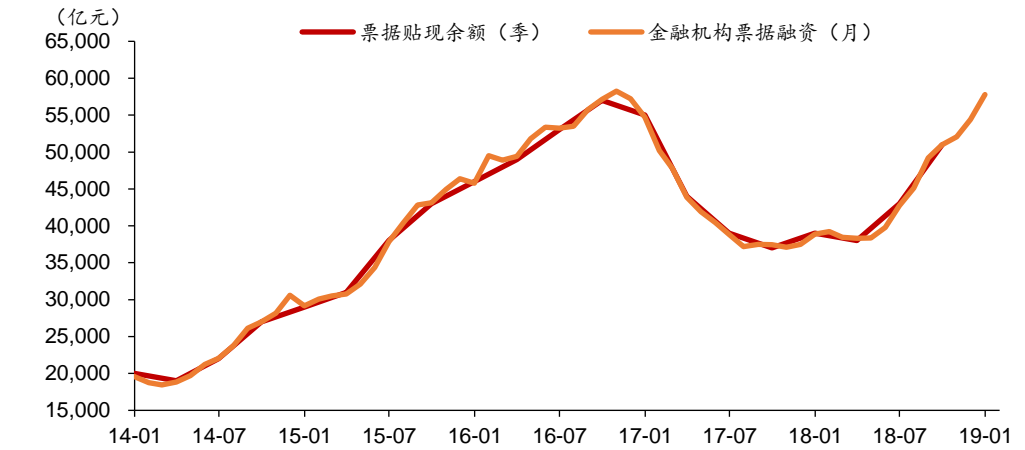


资料来源：华泰证券研究所

## 商业银行表内外票据的区分

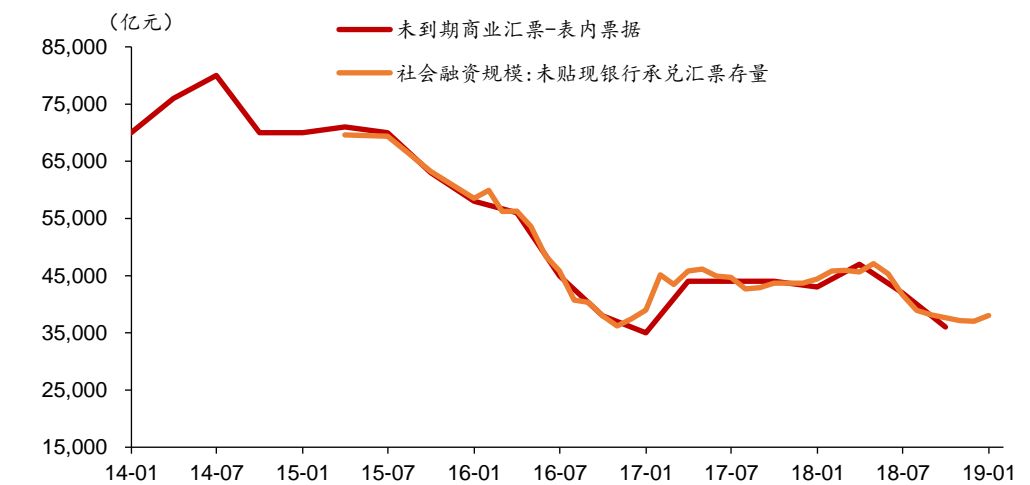
**票据贴现余额对应银行表内的票据融资。**由于票据具有信贷属性，在贴现时占用了银行的信贷额度，计入当期新增贷款，因此在数额上与央行所公布的金融机构本外币信贷收支中的票据融资大致相同。



**图表7： 票据贴现与表内票据**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**未贴现银行承兑汇票对应银行表外融资**，指的是指企业签发的银行承兑汇票未到金融机构进行贴现融资的部分，即为企业签发的全部银行承兑汇票减去银行表内已贴现汇票。未贴现票据是实体经济从金融体系获得的资金，因此也计入社会融资总额。由于在商业承兑汇票金额较小，银行承兑汇票占汇票的绝大部分，因此从数额上看未到期商业汇票与已贴现票据余额之差与社融中的未贴现银行承兑汇票存量几乎吻合。未贴现银行承兑汇票属于非标资产。

**图表8： 未贴现承兑汇票与表外票据**

资料来源：Wind，华泰证券研究所



## 票据成为实体经济的重要融资渠道

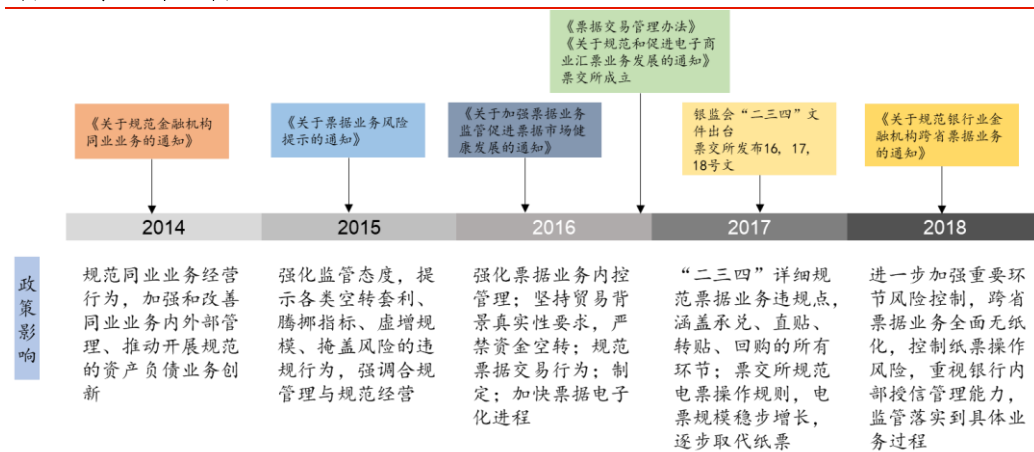
我国的票据市场起步较早，但在发展的过程中曾出现各种乱象，导致票据市场始终未能发展壮大，对实体的融资支持也较为有限。近几年，随着票据市场监管制度和基础设施的完善，票据市场逐步规范和成熟，票据正渐渐成为企业尤其是民营企业 and 中小微企业的重要融资渠道。

### 票据的监管体系逐渐完善

**2015 年之前，票据仍处于“无序扩张”阶段，监管套利行为比较普遍。**2008 年金融危机爆发之后，商业银行面临利差收窄和资本与信贷规模的双重约束，有很强的动机将票据业务腾挪出表，减少信贷规模占用来配置更高收益的资产。由传统的票据业务衍生的各种转贴现业务模式“创新”开始成为票据市场的主战场。刚开始是银行通过银信合作，采取卖断、回购、买入返售等交易模式达成非正规的资产出表，进行监管套利。2012 年信托模式被叫停以后，票据资管又借助券商通道迅速发展。2016 年，经济下行导致企业违约向银行传染，票据风险集中爆发，监管部门出台一系列新政来规范票据交易。

**2015 年《关于票据业务风险提示的通知》是针对票据业务监管的纲领性文件，明确了各类违规行为，表明了强监管的态度。**2016 年是票据业务监管的关键年份，票据风险频发伴随着票据方面重要监管文件的落地，监管部门加大了对整个票据链的监管检查力度和频率，坚持贸易背景真实性审查并严禁资金空转，规范票据交易行为；**票交所的成立则是票据市场里程碑式的变革，标志着我国票据实现全面电子化交易，票据业务步入更加规范、透明的发展阶段。**2017 年是金融监管大年，票据业务监管进一步深化，在前期票据业务的监管文件指引下，票据操作逐渐规范，电票规模稳步增长。2018 年票据监管继续深化，《关于规范银行业金融机构跨省票据业务的通知》规范跨省票据业务，规定过渡期后停止开展跨省纸质票据交易，推动纸票电子化交易。**随着监管的深入，票据业务逐步规范并步入正轨，票据市场回暖将是大势所趋。**

图表9： 票据监管文件梳理



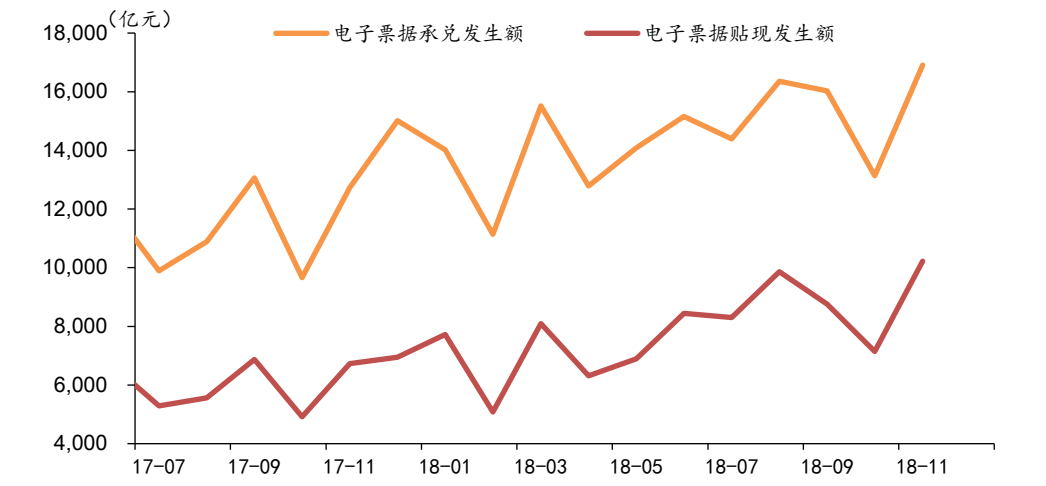
资料来源：央行、银保监会、华泰证券研究所

### 电子化交易和票交所成立为票据提供了重要发展契机

**纸票全面电子化降低了操作风险，提高了交易效率。**2016 年 9 月 7 日，中国人民银行下发了《关于规范和促进电子商业汇票业务发展的通知》，要求自 2017 年 1 月 1 日起，单张出票金额在 300 万元以上的商业汇票应全部通过电票办理；自 2018 年 1 月 1 日起，原则上单张出票金额在 100 万元以上的商业汇票应全部通过电票办理。纸质票据电子化信息登记以及贴现后的无纸化交易模式的实现，显著消除了纸质票据实物交割的弊端，从源头上减少了票据造假等交易风险。另外，票据的电子化势必带来交易和信息管理的电子化，较大地提高了交易效率和管理监控的及时性。

票交所的成立标志着票据进入规范化交易阶段。2016 年 12 月 8 日，由人民银行总行牵头组建的上海票据交易所正式成立，标志着中国票据实现全面电子化交易。在此之前，由于票据市场的基础设施相对落后，缺乏统一管理，票据市场透明度低，市场参与者无法充分对接，信息不对称问题严重，交易流动性受阻，交易成本和风险相对较高。票交所的成立有效减少了票据交易的信息不对称，降低了交易风险，并进一步扩大了市场参与主体，推动票据市场规模扩大，激发了市场活力。

图表10： 票交所成立以来电票承兑与发生额



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

非银机构等法人类参与者和投资产品等非法人类参与者获得准入资格，参与主体实现多样化。2016 年之前，由于票据转贴现市场参与主体单一，商业银行时点规模管控的一致性行动经常导致转贴现利率的大幅波动，影响票据价格信号传递，资金掮客丛生，影响票据发挥其支持实体经济的作用。2016 年中国人民银行下发《票据交易管理办法》，规定票据市场的参与者除了金融机构，还包括非法人产品，并对票据的登记、交易、结算等做出更加明确的规定。《办法》的出台是票据领域对表外业务风险进行监管，通过明确非银机构和非法人类参与者的票据参与地位，引导票据表外业务回归表内，压缩通道业务规模，倒逼机构转型主动投资管理。此前，票据市场参与者仅限于银行类机构和财务公司，券商、基金、信托、资产管理公司等非银机构只能以票据市场场外参与者的身份介入，虽经营着数万亿元票据资管计划，却长期游离于监管体系之外。票交所成立后，各类非银机构和非法人类投资产品能实现从通道到主动投资管理的转变，有助于加快票据产品创新和交易透明化，丰富票据衍生产品，提高票据二级市场活跃度。

此外央行的 224 号文《中国人民银行关于规范和促进电子商业汇票业务发展的通知》中也对电票交易主体的增加作了说明：自 2016 年 9 月 1 日起，除银行业金融机构和财务公司以外的、作为银行间债券市场交易主体的其他金融机构可以通过银行业金融机构代理接入电票系统，开展电票转贴现（含买断式和回购式）、提示付款等规定业务。

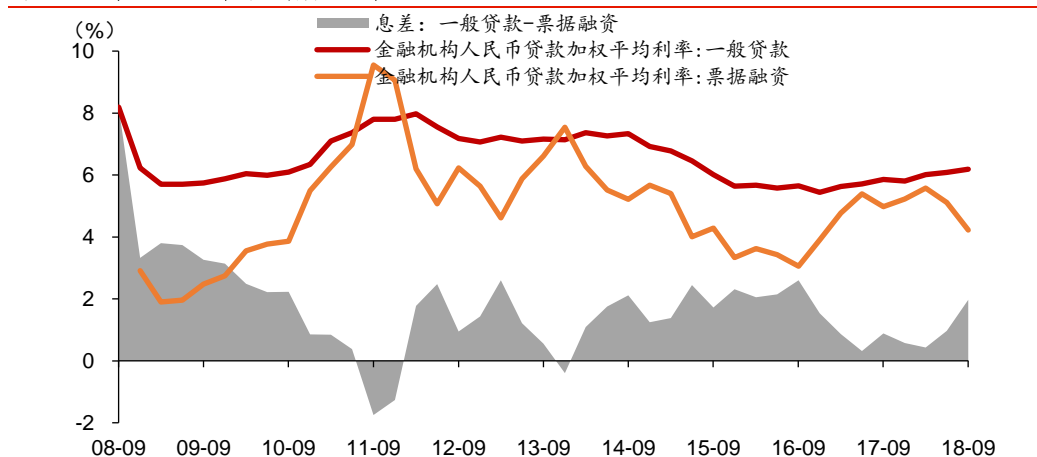
基础设施日臻完善带来票据市场规模不断扩大。商业汇票签发量从 2001 年的 1.28 万亿最高增长到 2015 年的 22.4 万亿，承兑余额从 2001 年的 0.5 万亿最高增长到 2015 年上半年的 10.8 万亿，之后在监管重压下票据规模有所下降，2017 年末达到 8.2 万亿，萎缩超 20%。2018 年在宽信用的取向和风险偏好普遍降低的背景下，票据交易有所恢复，上半年承兑余额 8.5 万亿，同比上升 2.4%，是自 2016 年上半年以来同比首次转正。

### 票据成为民营企业、小微企业的重要融资渠道

票据兼具支付功能和融资功能，随着电子支付等新兴支付方式的推广和普及，票据的支付功能逐渐弱化，融资功能进一步凸显。

对中小企业来说，票据融资成本较贷款更低。由于当前直接融资市场欠发达，企业融资主要依靠银行贷款。而银行贷款成本高于票据融资，2008 年到 2018 年，一般贷款利率平均比票据融资成本高两个百分点。2018 年以来，受益于信贷额度充裕（供给）及资金成本下行（需求），票据市场利率下行，与一般贷款的利差进一步走阔，对企业的吸引力持续上升，这也直接带来了票据承兑量和贴现量的企稳回升。

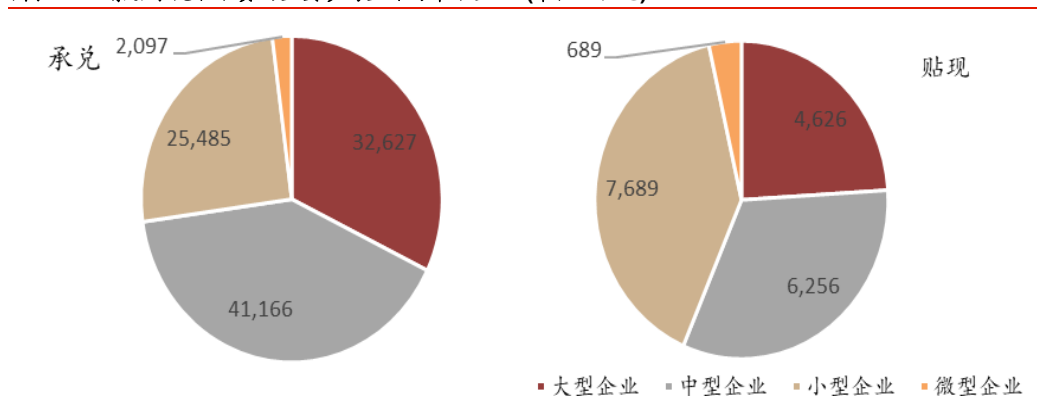
图表11： 票据直贴利率与短期贷款利率对比



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

此外，相比大型企业，我国中小企业因缺乏多渠道的融资方式，对票据融资的需求更大。对中小企业来说，票据融资具有门槛低、手续便捷、获批时间短等特点，能有效加强对中小企业的资金支持。根据 2018 年第三季度《中国货币政策执行报告》，企业签发的银行承兑汇票余额主要集中在制造业、批发和零售业，这是由于票据是重要的供应链融资方式，可以很好地承接上下游的资金周转。从企业结构看，中小型企业签发的银行承兑汇票约占三分之二。

图表12： 票据承兑和融资的主要参与主体为中小企业（单位：亿元）



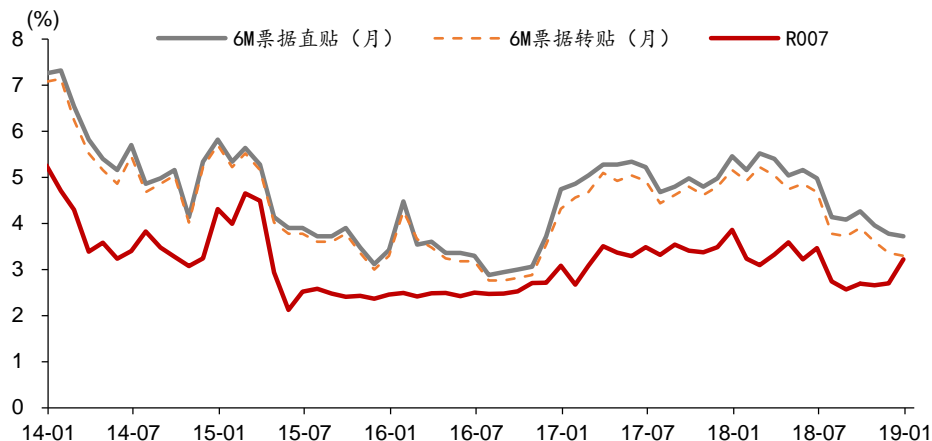
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

注：时间截止 2015 年

## 票据利率影响因素与信用传导机制

根据票据交易方式的不同，票据利率一般主要分为直贴利率、转贴利率。从票交所公布的月度加权平均利率看，直贴利率和转贴利率走势基本一致，但直贴利率要高于转贴利率，原因主要在于两者风险权重的不同。票据直贴比照贷款，计提 100% 的风险权重，而票据转贴按照期限不同，计提对应的风险权重，3 个月以内计提 20%，3 个月以上计提 25%。

图表13：直贴利率高于转贴利率



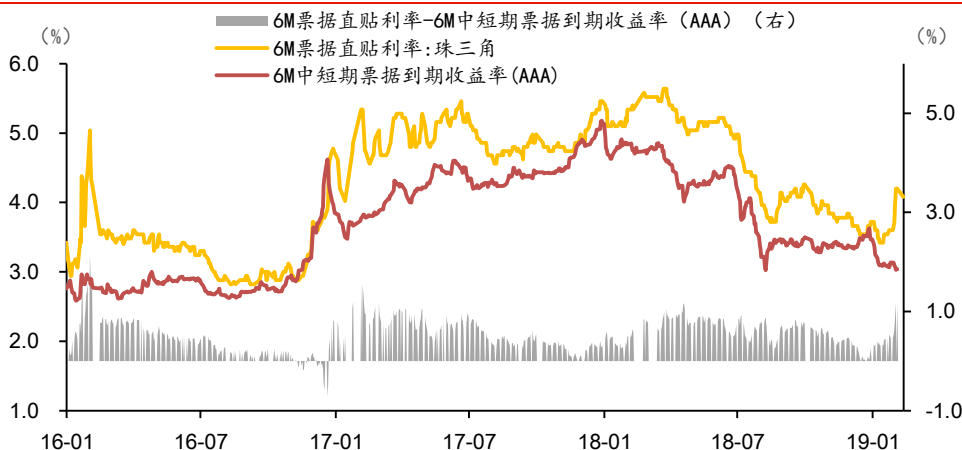
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

由于票据具有信贷属性和资金属性两重特性，其利率一方面受信贷额度和需求的影响，另一方面受资金利率的影响。首先，作为商业银行调节信贷规模，熨平贷款额度波动的重要工具，票据利率与信贷需求呈正相关关系。当信贷需求旺盛时，商业银行信贷额度紧张，但贷款利率较贴现利率更高，因此商业银行倾向于卖出票据以释放其贷款额度，导致票据利率上行；当信贷需求不足时，由于票据具有较高的安全性和流动性，商业银行又需要买入票据来填补贷款额度的空缺，带动贴现利率降低。其次，考虑到票据的资金属性，作为一种重要的货币市场工具，票据的利率与宏观资金面情况息息相关，表现为与其他资金同向波动的特征，直贴、转贴利率与银行间质押式回购利率走势基本一致。

而对于直贴与转贴利率，直贴属于信贷业务而转贴业务属于银行同业业务，我们分别从资产端和负债端分析直贴利率和转贴利率。从资产端来看，我们将 6 个月票据直贴利率与相同期限的中短期票据收益率（AAA）进行对比。总体上看，票据直贴利率高于中短期票据到期收益率，通过银行直贴获取的资金成本高于发行中期票据。2018 年前三季度票据直贴利率与 6M 中短期票据利率走势基本一致，第四季度中短期票据利率和直贴利率走势开始背离，至年末利差逐渐收窄。

利率走势的背离反映了票据资产的特殊性。可以看到 2018 年四季度以来，中票的到期收益率没有显著下行，但票据直贴利率从 9 月末的 4.3% 下行至 12 月末的 3.7%，这背后的主要原因是宽信用的政策驱动。一方面，央行分别在 10 月和 12 月增加了再贴现额度，银行票据贴现的意愿提升，另一方面在支持小微企业融资的政策取向之下，银行有动力通过票据这种风险暴露更低的方式支持小微企业。银行配票需求增大推动票据利率下行。

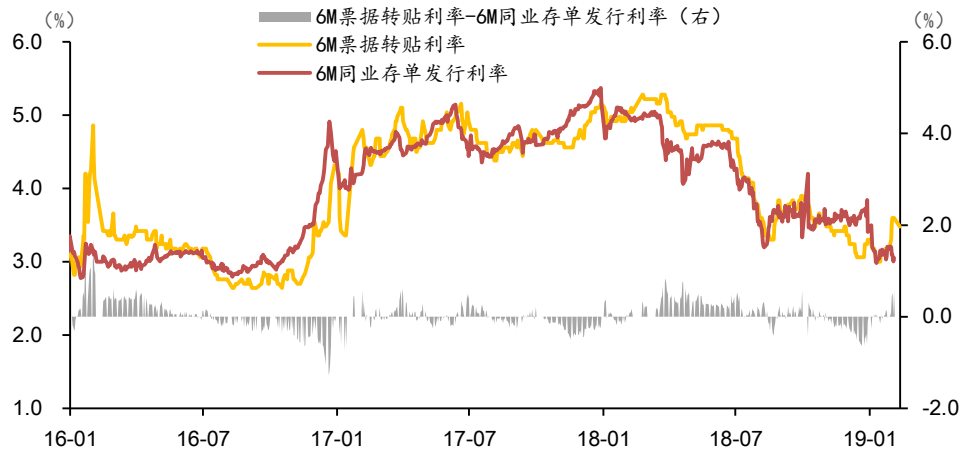
图表14：票据直贴利率与 6M 中短期票据到期收益率



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

从负债端看，转贴业务本质上属于银行同业业务，且银行承兑汇票是银行信用担保的到期无条件兑付的票据，因此可以同 6 个月同业存单发行利率进行对比。转贴利率和同业存单发行利率存在较强的联动关系。2018 年资金利率整体下行，票据转贴利率和同业存单发行利率均出现较大幅度的下行，但 2018 年四季度以来转贴利率下行速度快于同业存单，形成二者背离的原因可能有两点：一是票据直贴利率下行带动转贴利率下行，二是 12 月再贴现额度增加，银行更倾向于将票据贴现给央行以获取成本更低的资金，进而使得转贴的同业业务属性弱化，配置属性上升，12 月之后，二者的走势再度趋同就是一个佐证。

**图表15： 票据转贴利率与 6M 同业存单发行利率**



资料来源：Wind, 华泰证券研究所



## 2018 年票据火爆背后的原因：监管、银行与企业的平衡

### 缓解小微企业融资难、融资贵问题成为政策的重心

金融去杠杆政策下，2018 年民营、小微企业融资难、融资贵问题尤为明显。一方面，随着资管新规的出台，银行理财规模下降，表外非标业务萎缩，而民企对非标融资的依赖程度较高，融资渠道收缩较大程度上增大了民企的融资难度。另一方面，受宏观经济下行、外部环境恶化等多重因素影响，2018 年民营企业债券违约率明显上升，金融机构对民营企业和小微企业的风险偏好有所下降，商业银行对民营企业、小微企业惜贷，放贷意愿不足，加剧了“融资难、融资贵”的问题。尽管央行货币政策转向中性偏宽松，多次降准释放流动性，但是信用传导不畅，央行投放的流动性部分沉淀在银行体系内，并未有效转化为市场流动性，民营企业、小微企业融资难、融资贵问题未能得到有效缓解。

监管层出台多项政策缓解小微企业融资难、融资贵问题。2018 年三四季度以来，各项支持民营、小微企业融资的政策密集发布。10 月央行宣布引导设立民营企业债券融资支持工具，创立民企信用风险缓释凭证（CRMW），通过市场化方式支持民企融资；11 月习近平主席召开民企座谈会，明确提出解决融资难，减税降费等措施，进一步稳定市场信心；随后在金稳委和银保监会的引导下，各地开始建立民企纾困基金，集中化解民企的股票质押风险。国常会也不断提出为民企减税降费，降低小微企业的贷款利率，央行也通过 TMLF、定向降准、增加再贷款和再贴现额度等手段支持小微企业融资。

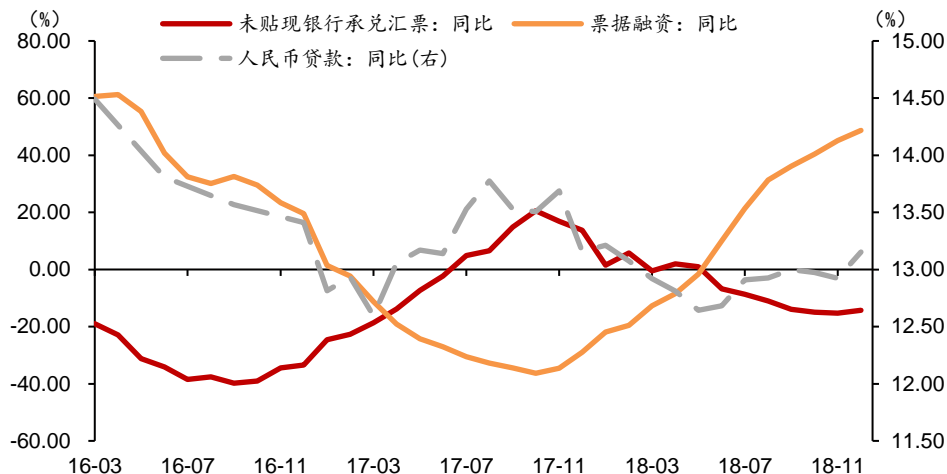
在诸多纾困民企的政策中不乏鼓励票据融资的举措。最重要的表现之一就是央行增大再贴现额度，2018 年央行总计增加了再贴现额度 4500 亿。央行上海总部在出台的《关于进一步加强民营企业和科技创新企业金融服务的实施意见》中明确提出加大民营企业票据融资力度，要求对民营企业票据再贴现不设单张和总额限制，对有一定规模和行业知名度的民营企业票据再贴现重点倾斜。票据贴现作为民营企业一大融资渠道得到更为广泛的关注。从 12 月的社融数据也可以看出，企业票据融资（同比增加 1992 亿元）是支撑社融超预期增长的主要力量，这离不开政策的引导。

### 商业银行优化监管指标，满足监管要求

从票据融资的供给方来看，票据是银行调节自身信贷规模和资产配置的重要工具。通常情况下，票据贴现被认为是判断企业贷款需求的一个先行指标。企业融资需求旺盛时，由于贷款利率较高，银行会优先考虑安排贷款投放，因此会卖出票据来释放信贷额度；当企业融资需求不足时，银行又会通过购买票据贴现来填补信贷额度。因此，票据融资工具通常在货币政策调整和经济周期中充当信贷调节器，“熨平”贷款波动。

从 2016 年到 2018 年末的数据可以发现，银行表内票据同比增速和贷款增速大致呈现此消彼长的关系，表明银行确实可以通过票据在表内和表外的转移来调节其信贷规模，缓冲信贷增幅的波动。2017 年，银行贷款额度较为紧张，需要通过卖出票据来释放自身的贷款额度，对票据的需求降低，表现为表内票据融资的下滑和未贴现银行承兑汇票存量的上升。从 2018 年开始，在央行放松货币政策、实体主动融资需求走弱的背景下，银行信贷额度充裕，有动力通过票据贴现将票据移到表内来填补信贷，表现为票据融资增幅从年初的-22%回升至 11 月的 45%。

图表16: 商业银行使用票据暨平贷款波动

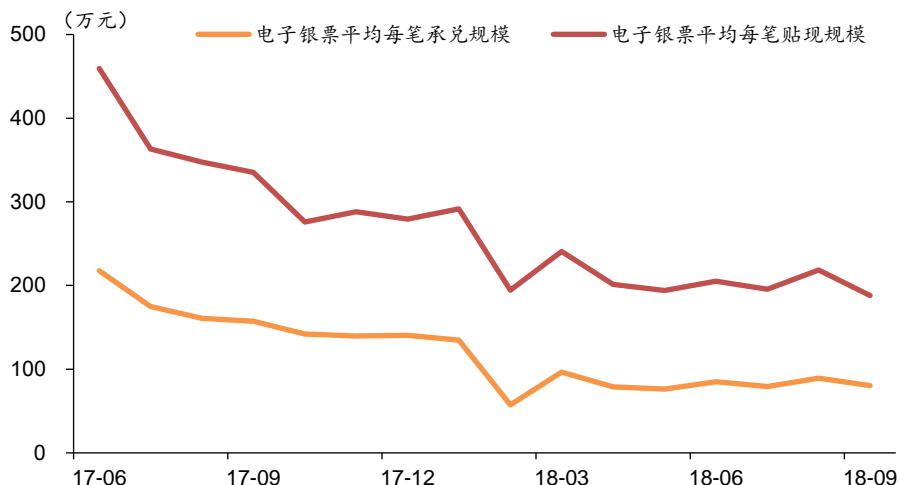


资料来源: 中国人民银行, Wind, 华泰证券研究所

票据信用风险低、期限短、流动性强,可以满足银行的流动性管理需求和风险偏好。对于商业银行来说,当企业融资信贷需求不足时,银行偏爱票据融资,一方面是因为票据融资期限较短,一般在6个月以内,电子汇票期限在1年以内,流动性高,信贷风险可控;另一方面,出票人在出票时一般都会交纳一定数量的保证金,而且持票人有追索权,这决定了票据融资的低风险属性,增强了银行的配置意愿。

由于票据承兑和贴现的主要参与主体为中小企业,银行加大票据贴现力度有助于增加对中小企业授信,响应政策要求。缓解以民营企业为主的小微企业融资难、融资贵问题成为自2018年下半年以来监管部门重点关注的话题,相关政策的出台更能鼓励银行增加普惠金融信贷的投放。近年来电子票据每笔的承兑和贴现规模呈现小额化趋势,表明票据的承兑和贴现业务逐渐向中小微企业倾斜。根据央行在2017年首次出台的普惠金融定向降准政策,对于单户授信500万元以下的小微企业贷款等普惠贷款,有两档实施标准:上一年上述贷款余额或增量占比达1.5%的商业银行,存款准备金在基准档基础上下调0.5个百分点;上一年上述贷款余额或增量占比达10%以上,再下降1个百分点。2019年1月2日,央行将考核标准由“单户授信小于500万元”调整为“单户授信小于1000万元”。此举扩大了定向降准对小微企业的覆盖面,旨在调动银行服务小微企业的积极性,银行票据贴现规模有望进一步增加。

图表17: 电子银票平均每笔承兑和贴现规模逐步下降



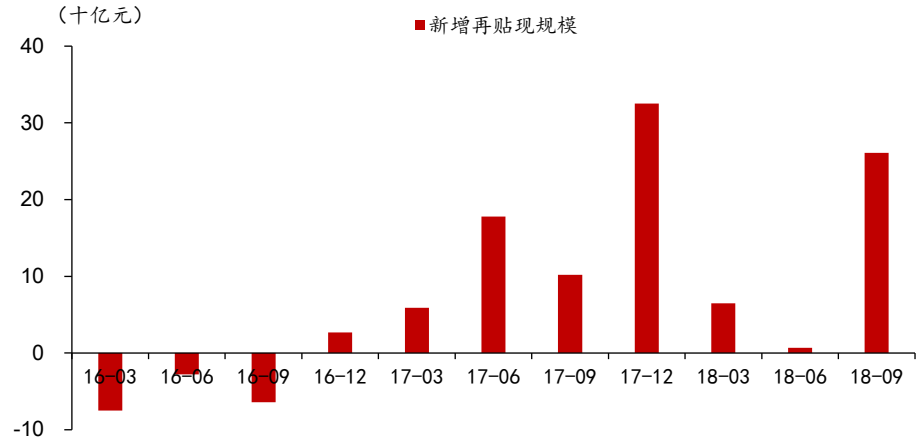
资料来源: 中国人民银行, Wind, 华泰证券研究所

央行加大再贴现力度,提升商业银行票据贴现意愿。为改善小微企业和民营企业融资



环境，央行分别于 2018 年 6 月和 10 月增加再贷款和再贴现额度 1500 亿元，在此基础上又于 12 月 19 日再增加 1000 亿元，以支持金融机构扩大对小微企业、民营企业的信贷投放。再贴现以票据质押，资金成本比较低，再贴现额度的提高会增加商业银行票据贴现的意愿，进而加强对中小企业的融资支持。

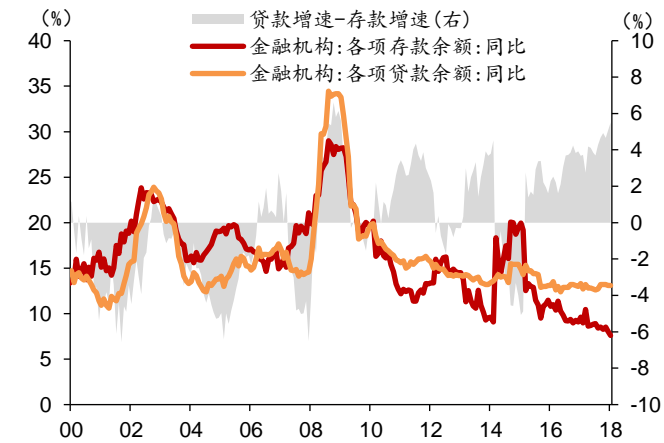
图表18：央行新增再贴现规模



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

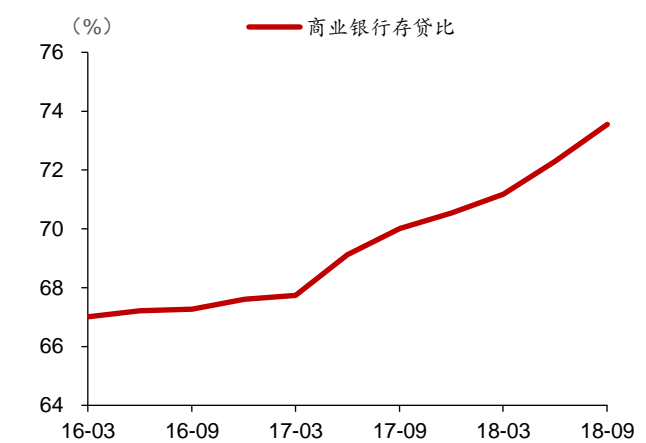
票据签发过程中企业缴纳的保证金是存款的直接来源之一，能满足银行的揽储需求。按照票据协议，保证金存款的利率可以是活期、定期、挂牌利率和协议存款利率。银行在提供承兑汇票开票签发的服务中，一方面赚取手续费，一方面又能获得低成本存款，对银行而言，票据业务有足够强的吸引力。尤其是 2018 年以来，在利率市场化、金融强监管导致影子银行存款派生减弱、资管新规使保本理财产品逐渐退场等多重压力下，商业银行存款增长乏力，存贷比不断攀升，争夺存款的动机更为迫切。

图表19：存款增速不断下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表20：银监会公布的商业银行存贷比持续上升



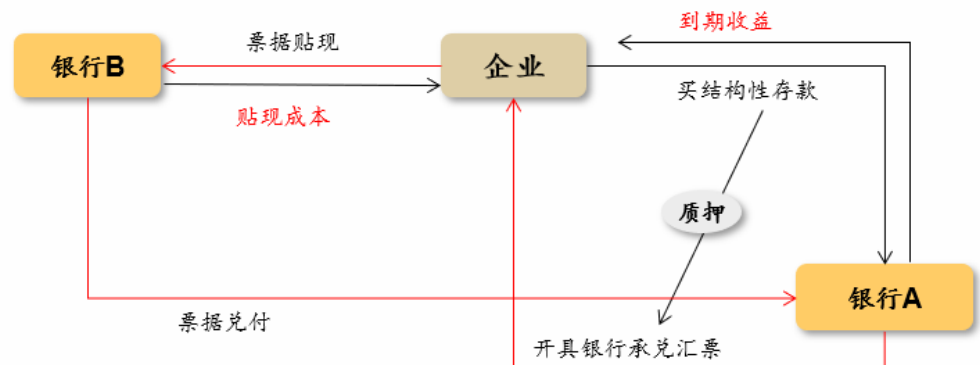
资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 票据套利是多元利益诉求下的平衡点

事实上，除了成本低于贷款之外，票据和结构性存款的套利也可能是票据火爆的另一个原因，而这背后是开票企业、商业银行和监管部门多方利益诉求下寻求平衡点的结果。

商业银行“存款荒”推高了结构性存款利率，而宽松的货币政策叠加信用紧缩下高流动性低风险的票据资产吸引力上升，票据直贴和转贴利率下行速度快于其它资金利率。当直贴利率低于结构性存款时，就形成了一个暂时的套利空间。一家企业先买入结构性存款，而后抵押该存款并开出一张等额银行承兑汇票（这里由于折扣率较小忽略不计），最后在另一家银行把该票据贴现掉，赚取结构性存款和贴现利率之间的利差。

图表21： 结构性存款与票据套利



资料来源：华泰证券研究所

从商业银行的角度，开展票据业务能同时促使存贷款规模增长。即使存款利率上行和票据利率的下行压缩了银行的利差收入，甚至造成亏损，银行仍可能出于吸纳存款来缓解负债端压力的原因而牺牲部分的利润。尤其当企业在买入存款的同时增加票据贴现时，增加了银行资产端的“票据融资”，带来资产负债规模的增长，一举两得。

从监管的角度，允许上述暂时性的套利空间存在，对年末社融实现增长有利。在金融监管和支持实体之间寻求平衡是 2018 年的一个政策重点，但随着资管新规的出台，表外业务快速萎缩，表内贷款增长乏力，表外融资萎缩速度快于表内直接融资增速，社融难以回升。在 2018 年 12 月，新增社融规模 1.59 万亿元，新增票据融资 1023 亿元，社融比 11 月多增仅 658 万亿元，而票据融资则比 11 月多增了 1150 亿元。可见，若没有票据融资支撑社融增量，2018 年社融收官数据恐不乐观。因此，对于银行高息揽储低息贴现的这一行为，监管方并未明令禁止，但很难在长期持续。

## 票据市场的未来展望

### 票据的标准化与二级市场交易

如前所述，票据具有支付结算和融资工具两重属性，但在我国，尽管票据作为支付手段的功能已经得到较为充分的运用，但其融资功能却被严格限制。由于市场经济主体信用状态尚不理想，中国《票据法》颁布时采取了较为保守的立法方式，规定票据的签发、取得和转让应具有真实的交易关系和债权债务关系，并将贴现机构限定于法律授权的特定金融机构（商业银行、政策性银行与信用社），“未经中国人民银行批准票据贴现行为，属于非法金融业务活动”。

由于《票据法》及《非法金融机构和非法金融业务活动取缔办法》制定的时间较早，难以适应当前中小企业票据融资需求，民间票据贴现市场逐渐发展起来。相较于银行贷款和银行票据贴现业务，票据的民间贴现具有手续便捷、审批限制较少、成本较低等诸多优点，是中小企业实现短期、快速融资的重要途径之一。但由于民间票据贴现本质上仍属于非金融机构企业或个人之间在无贸易背景下的票据转让行为，超越了法律界限，尚未得到金融监管机构的认可，只能游走在灰色地带。

票交所的成立为票据产品和交易模式创新提供了一个契机。但票据如果要如同债券一样实现二级流通，需要解决两个问题，即票据是否属于信贷资产和票据是否属于标准化资产。此前，资管新规明确规定“金融机构不得将资产管理产品资金直接投资于商业银行信贷资产”，但是对于票据是否属于信贷资产和标准化资产没有做出明确的规定，导致市场解读存在分歧。由于票据融资纳入信贷总量统计，无论是票据的直贴行还是转贴行都要对票据计提风险资产，导致传统票据交易中票据流转环节风险资产重复计提，票据资产风险权重虚高。

但是将已贴现票据资产纳入到“各项贷款”统计不代表票据资产就被认定为信贷资产，票交所的成立为票据业务的类债券化提供了一个新思路。根据《票据交易管理办法》，无被追索义务的票据转贴现卖出应不再计提相关风险资产，主要依据如下表所示：

图表22：不同情形下票据的偿还顺序

条款	情形	偿还顺序
第四十三条 (一)	票据未经承兑人付款确认和保证增信即交易	若承兑人未付款，应当由贴现人先行偿付。该票据在交易后又经承兑人付款确认的，应当由承兑人付款；若承兑人未付款，应当由贴现人先行偿付。
第四十三条 (二)	票据经承兑人付款确认且未保证增信即交易	由承兑人付款；若承兑人未付款，应当由贴现人先行偿付。
第四十三条 (三)	票据保证增信后即交易且未经承兑人付款确认	若承兑人未付款，应当由保证增信行先行偿付；保证增信行未偿付的，应当由贴现人先行偿付。
第四十三条 (四)	票据保证增信后且经承兑人付款确认	由承兑人付款；若承兑人未付款，应当由保证增信行先行偿付；保证增信行未偿付的，应当由贴现人先行偿付。

资料来源：《票据交易管理办法》，华泰证券研究所

如上所列四种情形，票据出票人、承兑人、承兑人的保证人、贴现人、贴现人的保证人（若有）及贴现人前手背书人需要计提风险资产，逐级向上追索的结果是贴现人。也就是说，按照票交所规则，非贴现人的卖出方可以完全甩出信用风险，不会被追索，因此也就失去了计提风险资产的依据和基础。

另外，一行两会外管局在 2018 年 4 月 27 日发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第二十五条中，规定了上海票据交易所需要定期向中国人民银行和监督管理部门报送资管产品持有其登记托管的金融工具的信息，似乎也佐证了资管产品可以投资票据这一观点。

另一个问题是标准化，如果票据仍然被认定为非标资产，就意味着票据难以在资管产品中作为基础资产。**票交所的成立可能实现将贴现后票据改造成为类债券的标准化产品。**根据资管新规，标准化债权类资产应当同时符合以下条件：（1）等分化，可交易；（2）信息披露充分；（3）集中登记，独立托管；（4）公允定价，流动性机制完善；（5）在银行间市场、证券交易所等经国务院同意设立的交易市场交易。

由于上海票据交易所是中国人民银行指定的提供票据交易、登记托管、清算结算和信息服务的机构，在上海票交所交易的票据满足（2）（3）（4）三个条件。票据的标准化主要在的争议有两点：一、**票据资产进入上海票据交易所实现后，是否实现了等分化，即票据的电子化能否在法律层面上解决纸票权利不可分的问题<sup>1</sup>；**二、**尽管票交所的成立是由国务院部署的，但国务院方面尚未公开发文，票交所还没有成为国务院批准的正规交易所，这也可能成为票据不能计入标准化债权资产的一个障碍。**

## 票据 ABS

票交所的成立为实现票据资管形式和票据产品的多元化提供了一个创新的平台。在没有集中交易之前，没有公开、透明的票据交易场所，票据的价格波动容易受线下因素制约，主观性强，各交易方普遍缺乏对价格波动的有效把握。而**票交所完成上线后，票据利率更加市场化、可引导、可预期，为票据资管的参与和票据衍生品的创新奠定了基础。**票据交易有望类似债市演化成现券交易和资金交易两类，票据本身也可能改变目前银行背书、刚兑的现状，如债券一般承担企业信用风险。在此基础上，以贴现票据集合资产为依托，可以由金融机构发行票据理财产品、SPV 理财计划等，也可能实现在票交所直接发行 ABS 等标准化资产。

2016 年 3 月，我国的首个票据 ABS 产品“华泰资管-江苏银行融元 1 号专项资产支持计划”发行，随后票据 ABS 开始加速发展。截至目前，以票据收益权为基础资产的资产证券化产品已发行 45 只，发行金额共 603 亿元，2018 年是发行高峰，全年发行金额为 360 亿元，占总发行额的 60%，票据 ABS 正在成为重要的融资工具。

由于我国《票据法》规定：票据转让需要存在真实交易背景或债务债权关系，因此票据本身无法作为基础资产转让给专项计划进而发行证券化产品。**目前的票据 ABS 主要有两种模式：一种是以票据对应的应收账款作为基础资产，另一种是以票据收益权作为基础资产，二者均需要以票据作为质押，背后依托的都是票据带来的预期收益，因此并没有本质区别。**

**票据 ABS 与其他 ABS 产品的重要区别之一在于增信方式不同。**传统 ABS 产品增信包括设计优先劣后级、第三方担保等措施，而票据 ABS 大多是对基础资产提供增信，主流的方式有三种：银行提供保贴担保、银行提供保证/保函、出票人提供保证金质押。**此外在产品架构中，银行的地位也有所不同。**以银行承兑汇票 ABS 产品为例，原始权益人是持票企业，银行则是基础资产转让的代理人和资产服务机构，银行接受企业的委托出售应收账款债权或转让票据收益权，同时将票据质押给专项计划。在整个交易过程中，银行起到的是撮合成交的作用。

**票据 ABS 相比于普通的资产证券化产品有以下几点优势：（1）票据是供应链金融的重要实现方式，票据 ABS 的发展有助于便利中小企业融资。**2017 年 10 月，国务院办公厅发布《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》，旨在发展供应链服务，为实体企业建设高效协同的组织形态。票据具有连续背书的特性，完整记录了从设计、采购、生产到销售、服务的全过程。这有助于提高透明度，使银行可以为持票人尤其是中小供应商提供便利的融资，同时也给一些难以进入资本市场的中小企业提供了融资渠道，是与目前宽信用的政策取向一致的。**（2）票据应收账款期限确定性更强，确权更清晰，适合作为底层资产。**目前应收账款 ABS 中存在的最大难点就是确权问题，而票据的优势在于将核心的融资要素通过记载事项予以确权，尤其是期限确定性要高于传统的应收账款，因此更适合作为

<sup>1</sup> 黄鹂. 资管新规下票据标准化资产适当性法律研究[J]. 上海金融, 2018(9).

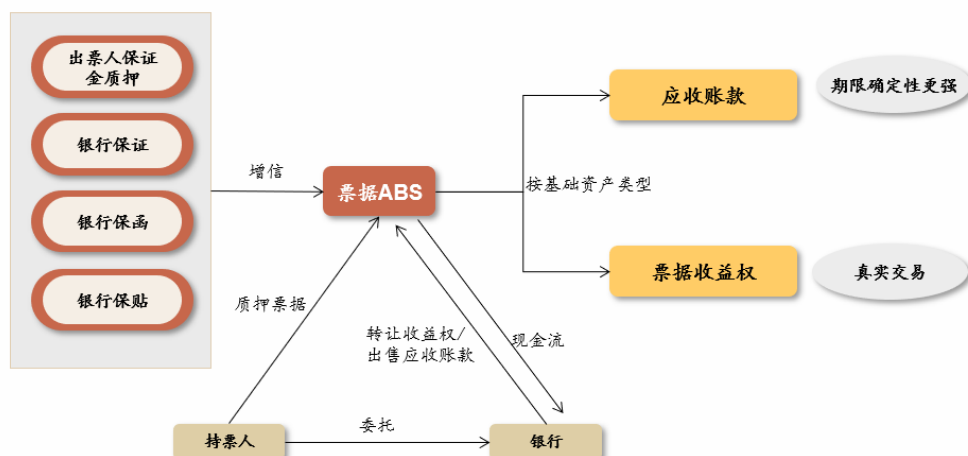
ABS 产品的基础资产。(3) 银行通常既是票据的付款人，又是专项计划的管理人，因此理论上产品的现金流不会经过原始权益人，能够避免混同风险。

尽管票据 ABS 的发展方兴未艾，但是仍存在着一些漏洞和问题：首先，票据收益权不等于票据权利，因此从法律角度来看，原始权益人在票据收益权转让之后仍享有票据权利，票据资产还在持票人的资产负债表中，这就违背了 ABS 的“破产隔离”原则。其次，无论是票据收益权模式还是应收账款模式，都将票据质押作为基础资产的一种担保，但这样做的结果是底层资产的现金流和增信措施的现金流是完全重合的，因此质押票据实际上并未起到增信作用。

此外值得注意的是，ABS 的底层资产需要有稳定的现金流，底层资产盈利能力越强，超额息差越大，发行动力越浅强。而当前票据利率已经出现快速下行，与资金利率的利差不断收窄，加上信贷额度偏松，票据 ABS 的性价比弱化。

尽管如此，票据 ABS 作为一种新型的融资工具，还是在中小企业的供应链融资中发挥了重要作用，在当前宽信用的政策取向和“开正门”的金融监管原则下，预计未来会有较大的发展空间。

图表23： 票据 ABS 产品结构



资料来源：中国人民银行，Wind，华泰证券研究所

## 风险提示

- 1、票据监管政策收紧。票据当前具有一定的套利属性，若监管政策收紧，则可能导致票据融资出现收缩。
- 2、票据标准化不及预期。票据资产的标准化的仍然存在一定障碍，可能会抑制未来票据融资的增长。



## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com