

银行资产配置观察 第14期 标准化资产大扩容系列-标准化票据

资产负债专题报告

郭益忻

兴业研究分析师

电话：021_22852766

邮箱：

880708@cib.com.cn

摘要

今年以来，我们看到新型的标准化资产层出不穷，例如标准化票据、REITs、ABCP、新型券商次级债等等。从宏观层面来看，新品种的推出有助于实现支持小微企业融资的政策目标；从微观机构层面来看，新品种的问世有助于拓展商业银行表内外资产配置的边界。本周我们介绍标准化票据。

标准化票据的推出，其主旨在于打通服务中小微、供应链企业融资渠道。商业银行应提早布局，致力于打通标准化票据的各个环节。

在投资端，须将标准化票据作为未来货币市场工具、短期限资产的一个重要投资方向；而针对潜在的高收益资产来源，做好供应链企业特别是中小微企业的风险甄别。其他方面，银行也应当积极参与标准化票据的全流程运转，也有助于获取更多中间业务收入和资金沉淀。

关键词：资产配置，标准化票据



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

图表 1：主要资产价格一览-2020-6-13

主要资产价格一览					
贷款		首套房贷		二套房贷	
		5.42		5.74	
国债	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
	2.05	2.29	2.47	2.79	2.75
政策金融债	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
	2.22	2.54	2.95	3.22	3.09
地方债	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
	2.05	2.58	2.77	3.06	3.16
NCD	AAA 1M	AAA 3M	AAA 6M	AAA 9M	AAA 1Y
	1.91	2.09	2.18	2.33	2.39
CP	AAA 1M	AAA 3M	AAA 6M	AAA 9M	AAA 1Y
	1.92	2.00	2.10	2.22	2.24
转贴	1M	3M	6M	9M	1Y
	1.45	1.85	1.90	2.01	2.02
金融债	AAA 3Y		AA+ 3Y		AA 3Y
	2.95		3.10		3.30
产业债	AAA 5Y		AA+ 5Y		AA 5Y
	3.48		3.83		4.23
城投债	AAA 5Y		AA+ 5Y		AA 5Y
	3.55		3.72		3.97

数据来源：wind，兴业研究

标准化资产大扩容系列 1：标准化票据

2020 年 3 月 31 日的国务院常务会议在中小微企业融资支持计划中，明确提出两个定量的指标，其一是“引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元，其二是促进中小微企业全年应收账款融资 8000 亿元。

实现上述目标，应有两个途径，一是已有品种继续上量，二是创设新品种。今年以来，我们看到新型的标准化资产层出不穷，例如标准化票据、REITs、ABCP、新型券商次级债等等。从宏观层面来看，新品种的推出有助于实现支持小微企业融资的政策目标；从微观机构层面来看，新品种的问世有助于拓展商业银行表内外资产配置边界。为此，我们将尝试对上述新品种进行跟踪，本周我们介绍标准化票据。

一、 潜在市场空间

今年 2 月 14 日，中国人民银行就《标准化票据管理办法（征求意见稿）》（以下简称《管理办法》）公开征求意见。根据《管理办法》，标准化票据的基础资产是商业汇票，具体又包括银行承兑汇票和商业承兑汇票；需要注意的是，这里并没有限定是否为已贴现票据。

从基础资产的规模来看，标准化票据潜在规模庞大，具有广阔的发展空间。

截至 2020 年 4 月 30 日，票据市场规模 13.9 万亿，其中已贴现规模为 9.51 万亿，贴现比例 68.4%。具体看，银行承兑汇票规模 11.99 万亿，其中已贴现 8.81 万亿，比例为 73.5%；商业承兑汇票 1.91 万亿，已贴现比例为 36.6%。从贴现比例来看，商业承兑汇票的流动性要显著弱于银行承兑汇票。从经验上来看，中小微企业对于票据融资的依赖度要高于大型企业，而民营企业对于票据融资的依赖度也要高于国有企业。

标准化票据的推出，应该有两个目的：

其一，从金融机构端来看，在转贴现以外增加了一个融资渠道，在 2019 年银行风险事件爆发之后率先推出的 3 笔标准化票据试点（后面会详细介绍）目的正是为了缓解部分机构的流动性压力。

其二，从中小微企业来看，则是在贴现之外增加了一个融资渠道。银行风险事件爆发以来 1 年多，央行已经逐步建立了以“四道防线”为代表的流动性应急管理机制。标准化票据推出的主旨还是为了解决中小微企业的融资问题，这也与目前政策的主导方向高度契合。

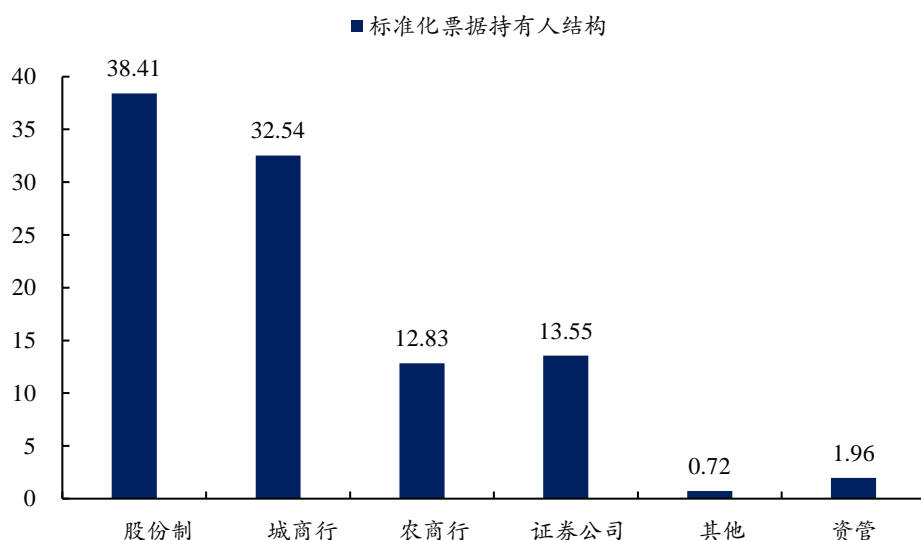
此外，还应当注意到，商票也已经纳入了标准化票据基础资产，这体现了央行对于供应链金融业务的支持。票据产生于供应链，并且广泛运用于供应链中的中小企业。中小微企业运用商票先把供应链中的应收应付票据化，再利用标准化票据将票据标准化。上述流程将实现中小企业与货币市场的直连和对接。

二、 投资者结构

1. 试行期投资者结构

在《管理办法》征求意见稿之前，发行过 4 期标准化票据，时间点集中在 2019 年的 8、9 月份，前 3 期已经到期，目前还剩第 4 期仍在存续。我们以去年 9 月末的托管数据进行分析：

图表 2：2019 年 9 月标准化票据持有人结构比例



可以看到，标准化票据主要投资者为银行自营，资管机构也小量参与。在银行当中，股份制、城商、农商行均参与，其中股份制、城商行占比相对较高。

2. 未来可能参与的对象

前面提到，标准化票据发展空间广大。从已有的 4 期来看，银行自营、保险、资管都显示出了较强的兴趣。而未来决定其投资者能否广泛参与的核心因素，在于标准化票据是否能被最终认定为标准化资产。

2019 年 10 月央行发布了《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》，规定了标准化债权资产认定的原则：等分化、可交易；信息披露充分；集中登记、独立托管；公允定价，流动性机制完善；在银行间、证券交易所等国务院同意设立的交易市场交易。可以看到，标准化票据的设计完全是参照标准化债权资产规则确定的，是符合监管精神标准品。

如果标准化票据被认定为非标，无论是银行自营还是理财、保险都要面对非标的上限管理，在有限的规模中，标准化票据要和其他品种进行比价。而如果认定为标，那么限额管理约束将大大放松，标准化票据投资的空间也将打开。

图表 3：各类型机构非标业务的限制

机构类型	投资非标限制	具体要求	相关法规
银行自营	除农村中小金融机构外，基本没有非标投资限制	监管评级在二级（含）以上且资产规模在 200 亿（含）以上，业务规模不得超过本行同业负债 30%，不得高于上一年度审计报告披露总资产的 4%。	《关于加强农村中小金融机构非标准化债权类资产投资业务监管有关事项的通知》
银行理财	有明确的投资限额	A、商业银行全部理财产品投资于单一机构及其关联企业的非标准化债权类资产余额，不得超过理财产品发行银行资本净额的 10%；B、商业银行全部理财产品投资于非标准化债权类资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的 35%，也不得超过商业银行上一年度审计报告披露总资产的 4%。	《商业银行理财业务监督管理办法》
银行理财子公司	有明确投资限额，限制比银行理财略松	全部理财产品投资于非标准化债权类资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的 35%。	《商业银行理财子公司管理办法》
保险公司	列入其他项管理，不超过总资产 25%	保险公司投资其他金融资产的账面余额合计不高于本公司上季末总资产的 25%。 “其他金融资产”是指不属于流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产的其他保险可投资资产，主要包	《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》

括理财产品、ABS、集合资金信托计划和项目资产支持计划等。

目前可以确定的是,《标准化票据管理办法(征求意见稿)》中,标准化票据已经被定义为货币市场工具,货基、类货基都可以将其纳入投资标的。

三、 收益水平和定价参考

1. 试点的 4 期标准化票据解析

图表 4 票交所创设四期标准化票据基本要素表

	2019年第1期标准化票据	2019年第2期标准化票据	2019年第3期标准化票据	2019年第4期标准化票据
代码	151900001. IB	151900002. IB	151900003. IB	151900004. IB
成功申报规模	5亿元	4.67亿元	3.13亿元	1亿元
期限	92天	57天	82天	349天
认购利率	4.90%	4.60%	3.60%	3.02%
起息日期	2019年8月20日	2019年8月29日	2019年8月29日	2019年9月11日
上市日期	2019年8月21日	2019年8月30日	2019年8月30日	2019年9月12日
到期日期	2019年11月20日	2019年10月25日	2019年11月19日	2020年8月25日
基础资产	锦州银行承兑的已贴现商业汇票,到期日分布在2019年11月14日-11月19日之间	锦州银行承兑、中小金融机构贴现的商业汇票,到期日分布在2019年10月18日-10月24日之间	锦州银行承兑、国有商业银行或全国性股份制商业银行贴现的商业汇票,到期日分布在2019年11月13日-11月18日之间	江苏银行承兑的未贴现票据,到期日分布在2020年8月21日-8月24日之间
存托机构	上海票交所	上海票交所	上海票交所	上海票交所
经纪机构	-	招商银行、江苏银行	招商银行、江苏银行	江苏银行
登记托管和清算结算机构	上海清算所	上海清算所	上海清算所	上海清算所
委托机构(持票人)	锦州银行	乌海银行、江苏南通农商行	工商银行票据营业部、民生银行北京分行	泰州市新泰建设发展有限公司
承兑人	锦州银行	锦州银行	锦州银行	江苏银行
贴现行	山西清徐农商行	山西清徐农商行、乌海银行	民生银行、工商银行	未贴现
保证金比例	10%、30%	0%、30%、50%、100%	0%、30%、100%	100%
主承销商	国泰君安证券、华泰证券	国泰君安证券、华泰证券	江苏银行	华泰证券
交易市场	票据市场	银行间债券市场	银行间债券市场	银行间债券市场

数据来源: wind, 兴业研究

从试点的四期标准化票据来看,基础资产既有已贴现银票,也有未贴现银票,发行

场所除了第一支以外都在银行间市场。试点贴现行和承兑行涵盖范围较广，包括城商行、农商行、也包括股份行，因此定价结果一定程度上反映了基础资产、贴现行和承兑行的信用资质情况。

根据票交所交易规则，对于票据，承兑行、贴现行分别是票据的第一、第二付款人，标准化票据的追索权跟票据相同，因此标准化票据发行利率综合反映了承兑行和贴现行的信用，可比的应该是承兑行和贴现行的同业存单。

我们仔细分析这4期试点产品的价格：

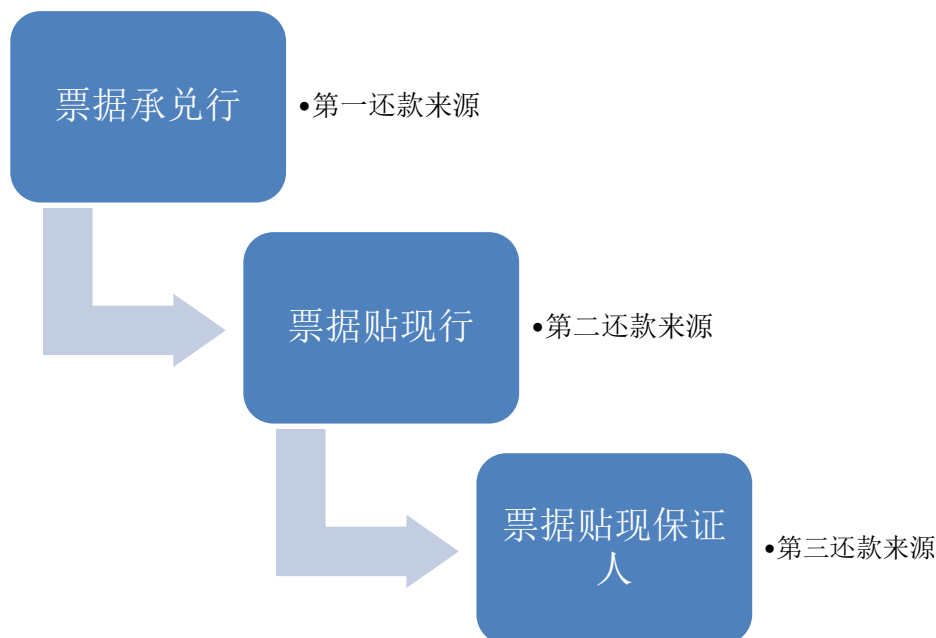
第1期标准化票据定价期限为3M，有可对应的NCD，贴现行外部评级A+，实际发行成本与承兑行发行的3MNCD完全相同，均为4.9%，表明直接取承兑对应期限的NCD价格来用；

第2期标准化票据定价为不规则的57D，没有可直接对应的NCD，彼时承兑行1MNCD 4.7%，3M NCD 4.9%，插值应在4.8%附近。但相比第1期，其保证金比例相对更高，最终实际票面4.6%，低于插值结果。第2期利率更低可能是因为更高的保证金比例提供了相对有效的缓释从而压低了发行利率；

第3期标准化票据定价期限为82D，3M NCD可作为参考，贴现行大型国股，彼时承兑行3MNCD 4.9%，实际票面3.6%，表明贴现行明显更优的资质起到了非常显著的增信和降低成本的作用；

第4期标准化票据定价期限为349D，1Y NCD可作为参考，承兑行为头部城商行，基础资产的票据并没有贴现。彼时承兑行1YNCD 3.08%，实际票面3.02%，与1YNCD非常接近，可以认为该期标准化票据基本上参照承兑行的NCD来定价。如前面所介绍，第4期标准化票据中基础资产为未贴现票据，这可能是未来标准化票据市场发展的主要方向。

图表5：标准化票据追偿顺序



数据来源：兴业研究

2. 参与标准化票据的综合收益

根据《管理办法》，标准化票据的经纪、承销、资金托管等各环节参与方均须是金融机构，参与标准化票据的全流程运转，也有助于获取更多的业务机会和中间业务收入来源。

存托：为标准化票据提供基础资产归集、管理、创设及信息服务，并依照法律法规为每只标准化票据单独记账、独立核算，协助完成标准化票据相关的登记、托管、兑付、信息披露等，督促原始持票人、承兑人、承销商等相关机构履行法律规定及存托协议约定的义务。轻资本的票据存托、资金沉淀将是标准化票据带来的其他收益来源。因此，在未来标准化票据市场，存托市场的争取，将是未来各家商业银行及券商发力的重点¹。存托机构在整个环节中，有信息集成的优势。

经纪：票据经纪机构接受存托机构委托，负责归集基础资产。目前已有 5 家银行获得票据经纪业务的试点资格。后续其他机构也应该主动了解取得条件并适时申请资格。

图表 6：标准化票据与其他票据产品比较

标的	票据	票据资管	标准化票据
----	----	------	-------

¹ 标准化票据与票据市场：肖小和、谈铭斐、陈奕欣；
请务必参阅尾页免责声明

信贷规模	是	否	否
授信占用	看信用主体	穿透看信用主体	评级/穿透
风险计提	看信用主体	穿透	评级/穿透
广义信贷规模占用	是	是	是
回购交易	能并很顺利	很难	是
流动性	很好	几乎没有流动性	很好（待观察）
标准化资产	否	否	很可能是
发行效率	高（当天）	高（当天）	比较高（T+3）
可否重新拆包还原为票据		可以	不可以
非银及非法人产品是否可以持有	根据属地政策	可以	可以

四、 标准化票据业务参与策略

标准化票据的推出，其主旨在于打通服务中小微、供应链企业融资渠道。商业银行应提早布局，致力于打通标准化票据的各个环节。

在投资端，须将标准化票据作为未来货币市场工具、短期限资产的一个重要投资方向；而针对潜在的高收益资产来源，做好供应链企业特别是中小微企业的风险甄别。

其他方面，银行也应当积极参与标准化票据的全流程运转，也有助于获取更多中间业务收入和资金沉淀。

免责声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”，CIB Research)提供，本报告中所提供的信息，均根据国际和行业通行准则，并以合法渠道获得，但不保证报告所述信息的准确性及完整性，报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。本报告内容仅供报告阅读者参考，一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出，对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的，应视为分析师的个人观点，并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告阅读者独立做出评估，我司和分析师本人不因此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资研究决策的依据，我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体，我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读，我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发，需注明出处为兴业经济研究咨询股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。

联系我们		上海市浦东新区银城路 167 号兴业银行大厦 15 楼			
产品销售	信用排查、新债研究、行业债券池、信用债指数、发债企业信用调研、策略研究、资产负债研究、金融同业研究	练晓楠	lianxiaonan@cib.com.cn	021-22852756	18516679451
研究销售	国内宏观、货币市场与票据、金融监管、绿色金融、汇率、贵金属、大宗商品	储晨笛	chuchendi@cib.com.cn	021-22852753	13506110110
兴业银行及子公司对接人员		王莹	wangying8@cib.com.cn	021-22852748	15216714281
		叶琳	lin.ye@cib.com.cn	021-22852755	15800339758
		汤灏	tanghao@cib.com.cn	021-22852630	13501713255
<div></div>					