

固定收益研究/专题研究

2019年09月17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

吴宇航
联系人 wuyuhang@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究：地产发债企业 2019 年中报点评》2019.09

2《固定收益研究：聚焦海外地缘风险》2019.08

3《固定收益研究：怎么看农商行信用资质？》2019.08

银行间新秀——解密标准化票据

票据专题报告系列之二

核心观点

标准化票据通过现金流归集将票据这一非标资产变为标准化的债券，并在银行间市场交易，扩大了投资者范围，提高其流动性，加大了对中小银行流动性支持。但我们认为其意义远不止于此，更加核心的诉求在于通过标准化提高票据的接受度，进而解决中小企业融资难问题，助力宽信用。从已经创设的几期产品来看，标准化票据收益率较高，风险相对可控，是货币基金、银行乃至保险的优质资产，有助于解决当下的核心资产荒问题。标准化票据市场前景广阔，但是要警惕“劣币驱逐良币”，在交易规则等问题上需要监管层进一步明确，以促进其健康长远发展。

什么是标准化票据？

标准化票据是指由存托机构归集承兑人等核心信用要素相似、期限相近的票据，进行现金流重组后，以入池票据的兑付现金流为偿付支持而创设的受益凭证。从定义中可以看出几点：第一，标准化票据≠标准化的票据；第二，标准化票据≠票据 ABS；第三，标准化票据在上交所登记托管，债券属性更强，存托机构由票交所担任表明票交所承担一定资产创设功能；第四，票据市场和银行间市场双市流通，有助于提高产品的流动性。

标准化票据的意义：银行纾困之名、扶持企业之实

标准化票据首要目标是加大对中小银行流动性支持，但核心诉求在于解决中小企业融资难问题，助力宽信用。标准化票据为票据提供了新的变现方式，有助于开票量和贴现量回升，从而增加银行对中小企业的融资支持。同时银票可能为商票铺路，更多以企业承兑票据为底层资产的工具有望陆续推出。更加深远影响在于开辟非标转标新模式，标准化票据在底层资产要求、发行效率、可行性等方面比 ABS 更强，是一种比较适合票据的非标转标模式。

风险与收益分析：同等信用资质下收益更高，存在“信息不对称溢价”

整体来看标准化票据的收益率相比其他短期品种更具吸引力。风险方面，根据票交所的交易规则，承兑行和贴现行对票据都有付款义务，这相当于给票据做了两层“信用背书”，因此信用风险较低。标准化票据的高收益低风险并存一方面源于流动性溢价，初期规模小流动性还不够强。另一方面是源于信用风险溢价，包商事件引发对贴现行形同虚设的担忧。除此之外，一些机构的投资流程需要时间，短期内需求并不强。我们认为随着标准化票据不断成熟，收益率逐步下行是大势所趋。

核心资产荒背景下，标准化票据是货基、银行理财的优质资产

标准化票据为货基和类货基产品提供了可配资产，标准化票据期限较短，符合货基的配置要求，同时风险相对可控，大行贴现票据收益率也可以达到 3.5%，比一般的货基收益率更高。但标准化之后票据变成了债券，不再占用信贷额度，从而可以发放收益更高的贷款，为银行腾挪报表提供更多选择。从 8 月托管数据来看，保险机构似乎对标准化票据热情也比较高，原因可能是保险合意资产减少，但期限不匹配的问题突出。

未来发展方向及面临的问题

高资质票据转化率低，低资质票据转化率高，市场总规模预计在 2.4 万亿左右，商票标准化落地后有望进一步扩容。由于高资质票据本身流动性好，因此难成主力，要警惕“劣币驱逐良币”。标准化票据前期可能不纳入社融口径，后期可能有所调整。随着标准化票据不断深入发展，银行的作用可能有所减弱。此外交易规则、风险资本计提、评级与估值等问题也有待监管进一步明确。

风险提示：标准化资产认定规则发生变化，商票标准化推进受阻。

什么是标准化票据？

8 月 16 日，票交所发布了“关于申报创设 2019 年第 1 期标准化票据的公告”，公告称：“为加大对中小金融机构流动性支持，经中国人民银行同意，上海票据交易所创设标准化票据”，该产品的落地不出预料地引发了市场对“非标转标”的关注。8 月 20 日，第一期标准化票据成功创设并上市流通，截至目前已有四期标准化票据产品成功创设，底层资产均是中小银行承兑的票据，前三期为已贴现，第四期为未贴现。

图表1：前四期标准化票据产品要素

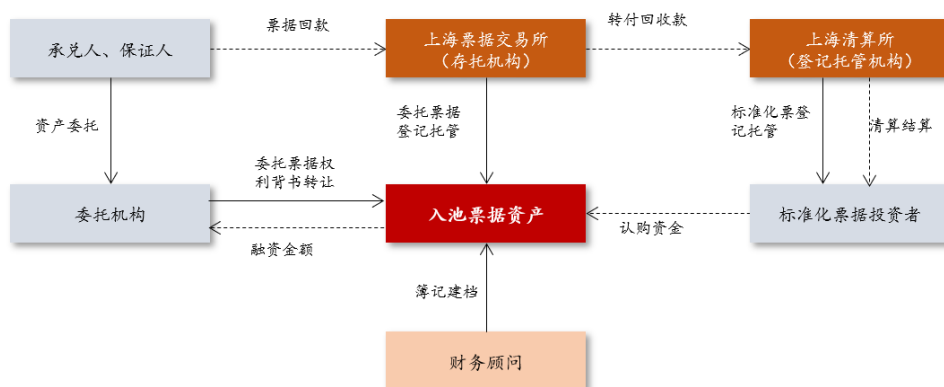
	第一期	第二期	第三期	第四期
底层资产承兑人	锦州银行	锦州银行	锦州银行	江苏银行
底层资产贴现人	清徐农商银行	乌海银行 江苏南通农商行	民生银行 工商银行	-
产品期限	92 天	57 天	82 天	349 天
发行规模	3.1 亿	4.7 亿	5 亿	1.35 亿
收益率	4.9%	4.6%	3.6%	3.02%

资料来源：票交所，华泰证券研究所

在讨论标准化票据之前，我们先对票据市场的相关概念简要梳理。票据市场可以分为承兑（一级）和贴现（二级）两个市场。**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，由企业承兑的称为商业承兑汇票，银行承兑的是银行承兑汇票；**贴现**又可以分为三种：1、直接贴现：直贴是指持票人为回笼资金，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的行为，银行直贴的票据要 1:1 计入信贷规模。2、转贴现：金融机构之间将未到期的已贴现票据进行转让的行为，同样占用信贷规模。3、再贴现：央行买进商业银行持有的已贴现但尚未到期的票据，也是货币政策工具的一种。除了承兑和贴现之外，票据还可以质押式回购，其功能主要是银行调剂资金余缺。

厘清票据概念之后，什么是标准化票据？根据票交所的定义：标准化票据是指由存托机构归集承兑人等核心信用要素相似、期限相近的票据，组建基础资产池，进行现金流重组后，以入池票据的兑付现金流为偿付支持而创设的面向银行间市场的等分化、可交易的受益凭证。存托机构由上海票据交易所担任；标准化票据在上交所登记托管，在票交所或银行间债券市场交易流通。如下图所示：

图表2：标准化票据运作流程



资料来源：华泰证券研究所

从官方定义可以看出，标准化票据的有以下几点重要特征：

第一，标准化票据≠标准化的票据，被标准化的其实是新创设的“受益凭证”。2018 年 4 月资管新规正式稿中对标准化债权资产的定义是：（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。在票交所交易的票据唯一有争议的是第（1）点“等分化”要求。新规落地之后市场对于“非标转标”的猜测之一就是票据转为标准化资产。但与市场所期待的不同，此次创设的标准化票据并不是把票据标准化，而是以票据资产现金流为偿付支持，创设全新的债券品种，更类似于资产支持证券的交易结构。**票据作为底层资产的属性没有发生改变，但新产品无疑通过资金流重构实现了变相的票据等分化，是非标转标的重要一步。**

第二，标准化票据≠票据 ABS，但二者形式十分类似。标准化票据的交易结构与 ABS 基本相同，但严格意义上来讲并不是一种 ABS 产品，因为标准化票据缺少了 ABS 的一个最核心的要素——破产隔离。传统的 ABS 产品往往是通过基础资产买卖、信托等方式实现基础资产的隔离。而首期标准化票据创设公告对此的相关表述是“基础资产权属转移至标准化票据产品托管账户”，按照票交所规范，基本可以确定基础资产不隔离。此外，人民银行已经批准标准化票据成为银行间市场平行于短融、中票的独立分类，因此从监管的角度，标准化票据也不是完全意义上的 ABS，而是一种内涵极为相近新型融资工具。

第三，标准化票据在上交所登记托管，债券属性更强；存托机构由票交所担任表明票交所承担一定资产创设功能。标准化票据托管在上交所，一方面是为了提高资产的流动性，便利银行间交易，另一方面也是在有意淡化产品的“票据”属性，而更加靠近“债券”或“资产支持证券”的本质。存托机构由票交所担任是一个比较大的变化，如果以信贷类 ABS 类比的话，票交所在资产的创设中实质上承担了三重角色：管理人（信托/券商）、托管人（银行）和交易场所，这也意味着票交所从一个单纯的交易场所发展出了一定的“资产创设”功能，因此未来票交所推出更多“非标转标”产品或可期。

第四，票据市场和银行间市场双市流通，有助于提高产品的流动性。虽然国务院批准的 8 家交易场所不包括票交所，但票交所是按照国务院决策部署，由中国人民银行批准设立的交易平台。因此对于到底是不是标准化交易场所的问题市场始终存在争议，标准化票据可以在银行间交易无疑更加夯实了其标准化的属性，也有助于提高流动性。需要指出的是首期标准化票据的交易场所仍是票交所，第二期开始改为银行间，今后预计都将以银行间交易为主。

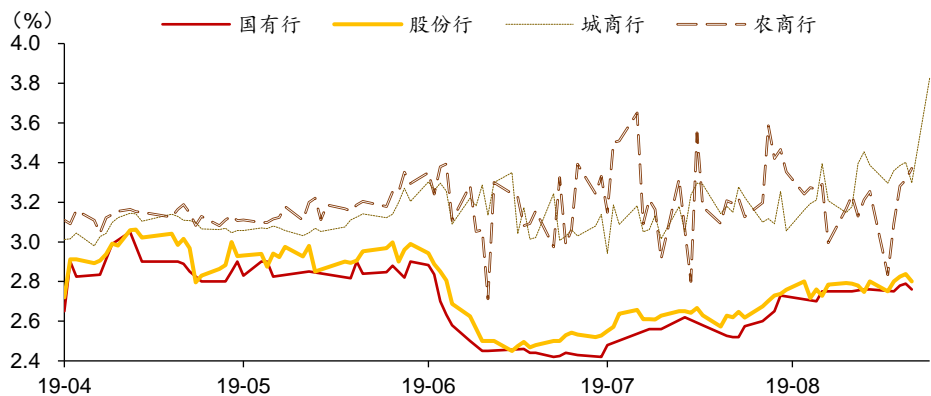
标准化票据的意义：银行纾困之名、扶持企业之实

首要目标：加大对中小银行流动性支持

首批标准化票据的底层资产均为中小银行承兑的票据，前三期为已贴现，第四期为未贴现。票交所在首期创设公告中的第一句话就是“为加大对中小金融机构流动性支持……”。5月底包商银行被接管，7月底锦州银行引入工行在内的三家战略投资者，市场对中小银行信用风险的担忧快速发酵，并直接导致流动性分层和中小银行负债端的收缩。虽然在央行的预期管理之下市场的紧张情绪有所缓解，但中小银行的风险无疑已经暴露出来。

中小银行的风险化解无疑已经成为监管层的重要关注点。二季度货币政策执行报告明确指出“人民银行将继续有针对性地创新完善货币政策工具和机制，保障中小银行流动性总体稳定”，政治局会议也提出“把握好风险处置节奏和力度”，意味着短期内可能不会出现第二例包商事件。

图表3：不同类型银行存单发行利率分化，表明中小银行面临流动性压力



资料来源：Wind，华泰证券研究所

标准化票据如何改善中小银行的流动性？最主要的就是通过类似资产证券化的方式盘活票据资产，增强变现能力。我们可以以锦州银行为例，假设一家企业收到锦州银行承兑的汇票，一个月后急于变现，则向银行A申请贴现，银行A收到汇票并向企业支付资金，一个月后银行A也需要变现，则可以向其他银行转贴现或向央行再贴现。但实际中票据的流通基本上只在贴现这一步，很难转出。这是因为：首先票据面额大小不一，又无法等分，因此银行很难找到合适的对手方；其次再贴现有额度限制，银行没有主动权；再次上述交易过程只能在票交所完成，其覆盖范围和交易活跃度远不及银行间。更重要的是，包商银行事件出现后银行刚兑预期打破，市场对诸如锦州银行的中小行兑付能力出现担忧，因此普遍不愿持有这些银行承兑的票据，同业授信减少，票据的流通变得异常艰难。

标准化票据将票据变为债券，解决了等分化的问题，从而使交易更加便捷，提高了票据的流动性；此外，在银行间市场交易也扩大了投资者范围，使一些风险偏好更高的机构可以入场，增加了中小银行的负债来源。当然，信用风险问题还无法通过简单的标准化来解决。

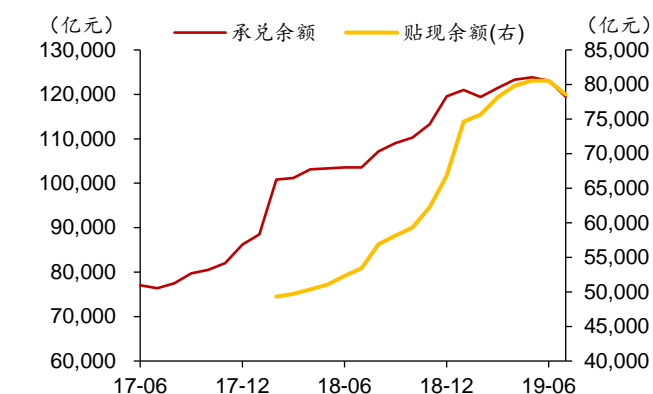
核心诉求：解决中小企业融资难问题，助力宽信用

包商事件冲击同业刚兑信仰，中小银行负债压力明显上升，面临缩表的风险。包商事件爆发后，中小银行负债能力大幅下降，城商行同业存单存量规模减少了近3200亿，农商行减少近700亿，资金端的压力向资产端传导，中小银行债券、票据、贷款等资产等也出现收缩风险。具体到票据市场，整体开票量和贴现量自6月开始转头向下，中小行下滑速度明显快于大行，两个月间票交所承兑余额减少了4300亿，贴现余额减少2000亿。贴现量萎缩加剧中小企业融资难问题。中小企业在信贷资源的获取能力上远低于大企业，同时票据融资具有门槛低、手续便捷、获批时间短等特点，因此是我国中小企业重要的融资渠

道。从贴现余额来看，中型企业贴现金额占全市场 40%，小微企业占 25%，中小企业是票据融资的绝对主力。开票和贴现下滑直接减少企业从银行体系获得的融资，尤其加剧了中小企业融资难问题。

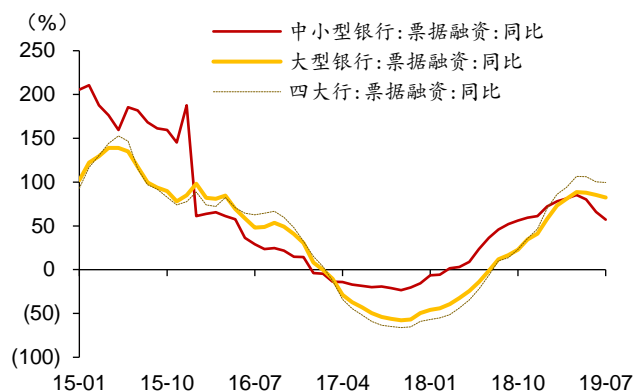
标准化票据为票据提供了新的变现方式，有助于开票量和贴现量回升。对于银行而言，一些资质较差的票据在贴现之后就基本丧失了流动性。而标准化票据使得已贴现票据可以进入银行间市场流通，流动性大大提高。甚至如果直贴利率大于标准化成本银行还可以获得利差收入，因此银行的贴现意愿会大大增强。对于未贴现票据，企业可以通过标准化方式代替银行贴现方式，可以节约企业的融资成本，提高票据接受度，有助于开票量增加。从而可以提高对中小企业的融资支持。

图表4： 5月之后承兑余额和贴现余额均减少



资料来源：Wind，华泰证券研究所

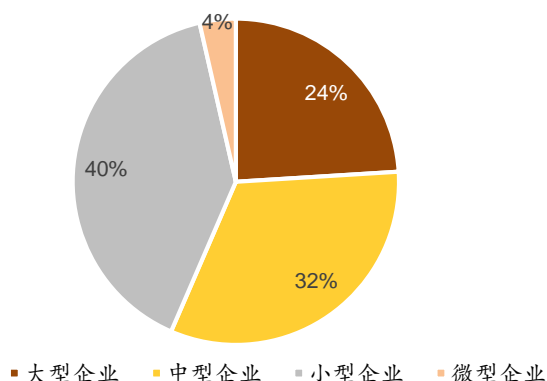
图表5： 中小银行票据融资增速快速下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

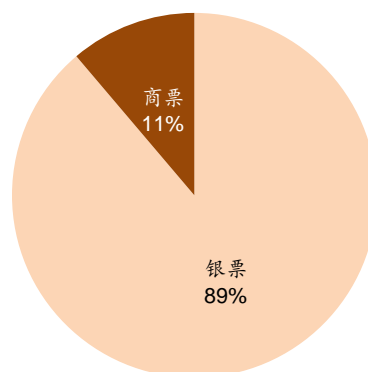
银票可能为商票铺路，更多以企业承兑票据为底层资产的工具有望陆续推出。如前所述，票据分为银行承兑汇票和商业承兑汇票，商业承兑汇票是由企业签发并承诺付款的债务凭证，其背后是企业信用，截至 2019 年 7 月，全市场商票占比仅为 11%，其规模和市场深度远远落后于银票。我们认为首批以“支持中小银行流动性”为名发行的标准化票据可能是“醉翁之意不在酒”，后续也许会推出更多以商票作为底层资产的产品，如果标准化商票可以大规模铺开，则企业-投资者的链条可以更加通畅，从而更加有针对性地解决中小企业融资难问题。

图表6： 不同类型企业票据贴现余额占比



资料来源：票交所，华泰证券研究所

图表7： 商票占比远小于银票（截止 2019 年 7 月 31 日）



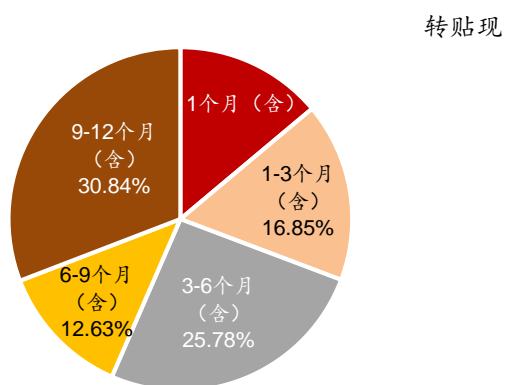
资料来源：票交所，华泰证券研究所

深远影响：非标转标的新尝试

资管新规落地后，非标转标一度引起市场的广泛讨论，但现有的转标模式预计都很难大规模推广。非标转标最合规方式是公募 ABS，但能成功转换的规模可能较小：一方面，公募 ABS 需要在交易所挂牌上市，发行流程较长；另一方面，公募 ABS 对基础资产的安全性要求更高，不仅要求主体有高等级信用，还禁止了地方政府、地方融资平台为债务人的基础资产，矿产收益权、土地出让收益权等也都被列入负面清单。

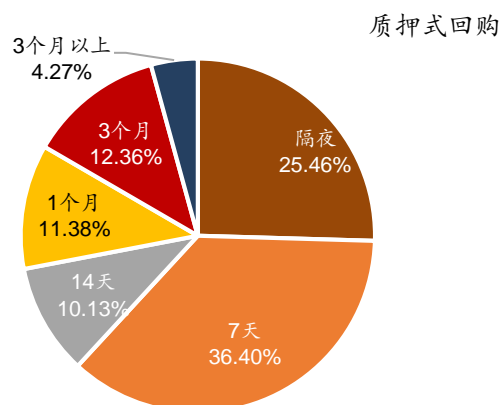
标准化票据可行性比 ABS 方式更强。具体表现在以下几个方面：首先，**基础资产主体约束少**。票据的产生本身就是有真实贸易背景，开票人主要是一些建筑业、制造业等从事生产制造的企业，少有地方政府等涉足。中小企业的信用等级很难满足公募 ABS，但大部分都满足票据要求。**其次，发行效率更高**。标准化票据落地速度极快，首期产品从发布公告到创设成功只用了 3 天时间，发行效率甚至远高于企业债等标准化债券，这无疑给后续相关业务树立标杆。事实上对于持票人而言，快速变现是其最大的诉求，票据期限本身就比较短（多在 1-3 个月），如果再付出一定的时间成本，那就更得不偿失，发行效率高是标准化票据最大的看点之一。**最后，底层资产可以背书转让，这是区别于传统 ABS 的最大优势**。我们以供应链金融 ABS 为例（功能最接近标准化票据的 ABS 产品），供应链 ABS 底层资产大多为应收账款，但应收账款是无法流转的。因此需要设立专项计划向原始权益人购买应收账款债权，但各个企业的债务主体资质、债务期限等差异巨大，底层资产的确权和归集十分困难。如果把应收账款换为票据则不同，票据本身就可以多次转让，加上从签发环节开始就在票交所进行，归集难度会大大降低。这也是标准化票据发行效率高的原因之一。

图表8： 2018 年转贴现票据交易期限结构



资料来源：票交所，华泰证券研究所

图表9： 2018 年质押式回购票据交易期限结构



资料来源：票交所，华泰证券研究所

标准化票据通过创设新资产的方式将非标准化的票据实现了标准化，从这一点来说，该产品意义重大。但显然不是所有非标资产都具有票据一样优质的属性，未来更多非标转标的模式有待探索。

标准化票据投资价值分析

收益率高于同期限其他券种，信用风险有承兑行和贴现行双重保障

从前几期发行情况来看，标准化票据收益率非常可观。首期锦州银行承兑，锦州银行贴现的 3 个月期标准化票据收益率为 4.9%，较同期限的 AA+ 同业存单收益率高 200BP。第二期中小银行贴现的票据绝对收益率略低，但由于期限更短，因此相对收益也比较可观。第三期是由大行贴现，收益率明显降低，但比照 AAA 级同业存单利率 2.8%，还是高出了 90BP。整体来看标准化票据的收益率相比其他短期品种更具吸引力。

图表10： 标准化票据的信用资质及收益率水平

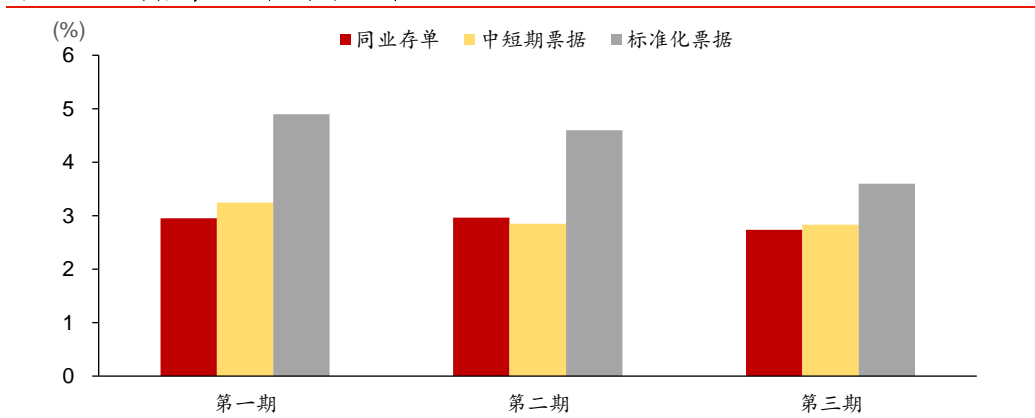
	第一期	第二期	第三期	第四期
承兑人	锦州银行	锦州银行	锦州银行	江苏银行
贴现行	锦州银行	乌海银行 江苏南通农商行	民生银行 工商银行	—
产品期限	92 天	57 天	82 天	349 天
发行规模	3.1 亿	4.7 亿	5 亿	1.35 亿
收益率	4.9%	4.6%	3.6%	3.02%

资料来源：票交所，华泰证券研究所

在关注高收益的同时，也需要关注标准化票据产品的风险。由于前三期标准化票据均由锦州银行承兑，市场难免对信用风险存在一定担忧。首先要明确的问题是，虽然银行承兑汇票的出票人是企业，但是第一付款人是银行，因此银票背后完全是银行信用，对其风险的评判可以参考金融债。此外，根据票交所的交易规则，票据追偿自动按照保证增信行（若有）、贴现机构、贴现保证人（若有）的顺序逐个进行追偿。这也就意味着如果锦州银行出现流动性危机，则由贴现行来承担付款责任，这相当于给票据做了两层“信用背书”。

沿着这个思路来看标准化票据的信用风险，可以看出第一期产品完全是锦州银行的信用（事实上首期标准化票据收益率和锦州银行发行的存单利率完全相等）；第二期产品是锦州银行+其他中小行；第三期则是锦州银行+全国性大行，第四期为江苏银行。不难看出第三期产品信用风险最低，但收益率最低的是第四期，二者差距还是由于锦州银行作为承兑行导致的。前三期产品收益率均高于同等资质的其他券种（金融债、同业存单等）。

图表11： 相同期限，类似评级券种收益率对比



资料来源：Wind，票交所，华泰证券研究所

为何标准化票据在同等信用资质下有更高的收益？一方面是源于流动性溢价，标准化票据虽然相比传统票据流动性更强，但规模小尚在起步阶段，流动性还远不及存单等资产，因此需要一部分流动性溢价做补偿；另一方面是源于信用风险溢价。根据票交所交易规则，贴现行是票据的第二付款人，但是在包商银行事件的处理中，5000 万元以上的票据只提供 80% 的保障，其余部分由包商银行协助解决。这相当于打破了原有交易规则，直接解

除了贴现行的付款责任，此前市场一度担心锦州银行成为第二个包商，因此对其承兑的票据难免有所担忧。但我们认为此类情况再次出现的概率已经很小。除此之外，一些机构的投资流程需要一定时间，使得短期内需求力量并不强。标准化票据落地速度极快，没有给市场充足的反应时间，许多此前不太接触票据的机构（如基金、券商等）并不熟悉其交易规则和信用风险等问题，甚至对于是否算标准化产品还心存疑虑，因此未将其纳入投资范围。而银行一直是票据市场的参与主体，内部流程比较完备，是首批标准化票据的投资主体。随着标准化票据不断成熟，“信息不对称溢价”可能会逐渐消失，标准化票据的收益率可能出现下行。

图表12： 标准化票据与各类货币市场工具调整后收益率比较（数据截至9月12日）

	到期收益率	增值税率	所得税率	税后收益率	信用风险权重	资本占用成本	调整后收益率
同业存单（AAA）：3个月	2.7%	0	25%	2.1%	20	0.4%	1.7%
同业存单（AAA）：1年	3%	0	25%	2.3%	25%	0.5%	1.8%
国股银票转贴现：3个月	2.7%	6%	25%	1.9%	20	0.4%	1.5%
国股银票转贴现：1年	2.8%	6%	25%	2%	25%	0.5%	1.5%
国债：5年	3%	0	0	3%	0	0	3%
地方债：5年	3.2%	0	0	3.2%	20	0.4%	2.9%
国开债：5年	3.4%	0	25%	2.5%	0	0	2.5%
短融（AAA）：3个月	2.8%	6%	25%	2%	100	1.8%	0.2%
中票（AAA）：1年	3.1%	6%	25%	2.2%	100	1.8%	0.4%
货币基金7日年化收益率	2.3%	0	0	2.3%	20	0.4%	1.9%
标准化票据第1期	4.9%	6%	25%	3.5%	25%	0.5%	3%
标准化票据第2期	4.6%	6%	25%	3.3%	25%	0.5%	2.8%
标准化票据第3期	3.6%	6%	25%	2.5%	25%	0.5%	2.1%
标准化票据第4期	3%	6%	25%	2.1%	25%	0.5%	1.7%

资料来源：Wind，华泰证券研究所（注：标准化票据税率与风险占用按银票计）

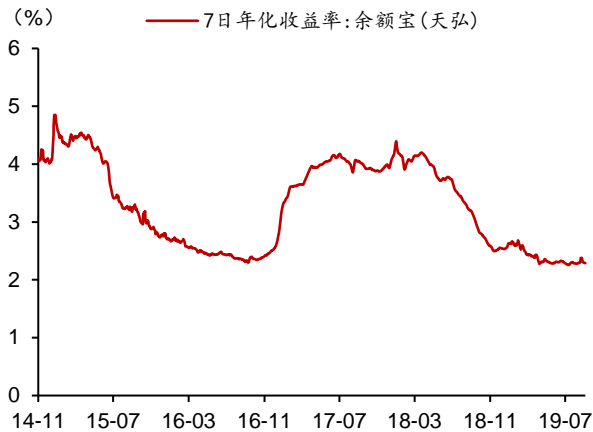
现金管理类产品的优质资产，不占用银行信贷规模

1、标准化票据为货基和类货基产品提供了可配资产

2018 年以来，随着无风险利率的持续下行，同业存单、短期限债券等收益率不断降低，当前货币基金收益率已经全面位于 3% 以下。虽然理财现金管理类资产收益率比货基高，理财对货基形成了明显的分流效应，但是银行理财也面临着资产端收益并不匹配成本的问题，资产负债严重倒挂。在债市核心资产荒的背景下，货基、理财等都面临着很大的配置压力。

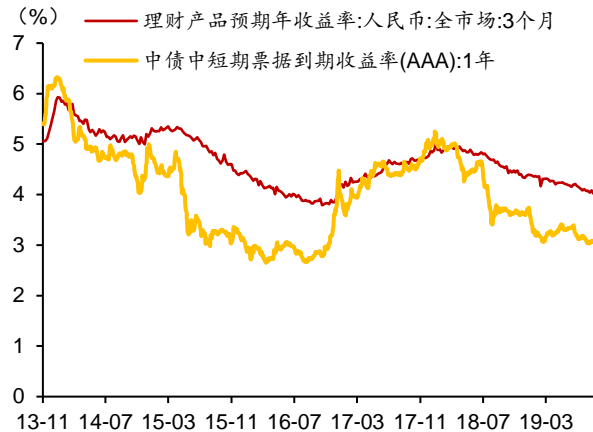
标准化票据期限较短，符合货基的配置要求，同时风险相对可控，大行贴现票据收益率也可以达到 3.5%，比一般的货基收益率更高。货基参与标准化票据投资不仅可以做出差异化业绩，也有利于提高票据市场深度与广度。但是从上清所公布的 8 月份最新标准化票据托管余额来看，非法人产品托管量为 0，可能由于标准化票据尚处于起步阶段，非银机构对其认知和接受度尚不足。

图表13： 货币基金收益率持续下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14： 银行理财利率和资产端已经倒挂



资料来源：Wind，华泰证券研究所

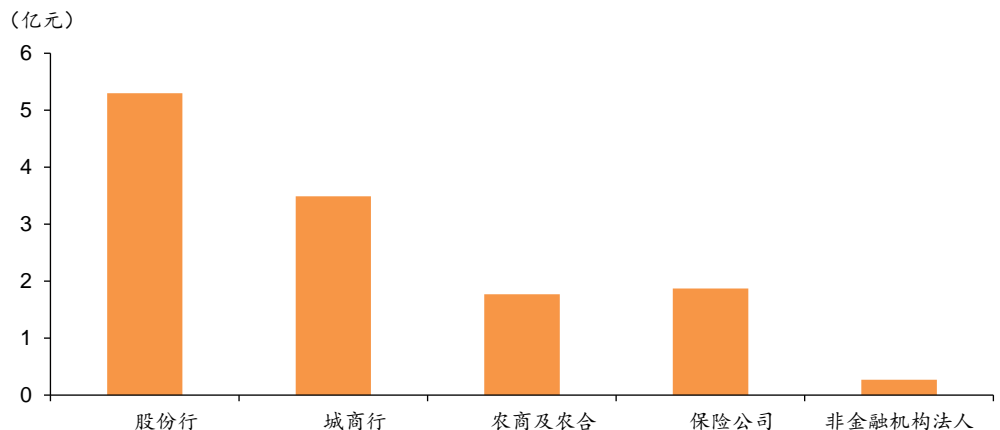
2、对于银行来说，标准化票据不占用表内信贷规模，腾挪空间更大

传统上，票据无论是被直接贴现还是转贴现都会计入银行信贷规模，相当于银行为实体企业发放了一笔贷款。但标准化票据类似于债券，商业银行购买标准化票据不再占用信贷额度，因此在融资需求较强的时候，标准化票据的性价比高于票据。这带来的另一个重要变化是券商资管为银行腾挪票据的“通道业务”可能会减少。但需要注意的是，银行做中小企业票据贴现的目的不仅在于收益和信贷额度，更重要的是可以计入普惠金融考核，而标准化票据是否计入要等待监管层进一步确认。当前来看大概率是无法计入，这对银行投资标准化票据可能是一个制约。

3、保险机构：标准化票据的“不速之客”

意外的是，8月保险机构也配置了一定的标准化票据。上清所数据显示，8月保险机构标准化票据托管余额为1.87亿元，占总规模的15%。保险机构偏好长久期资产，我们认为其持有标准化票据可能更多是出于流动性管理的需求，以及保险合意资产较少导致，毕竟如果以大行贴现的风险相对较低的3.5%来看，标准化票据收益率相较于存单、短融等也有足够的吸引力。但对于保险来说，标准化票据期限不够匹配，未来很难进行大规模的投资。

图表15： 8月标准化票据托管量余额



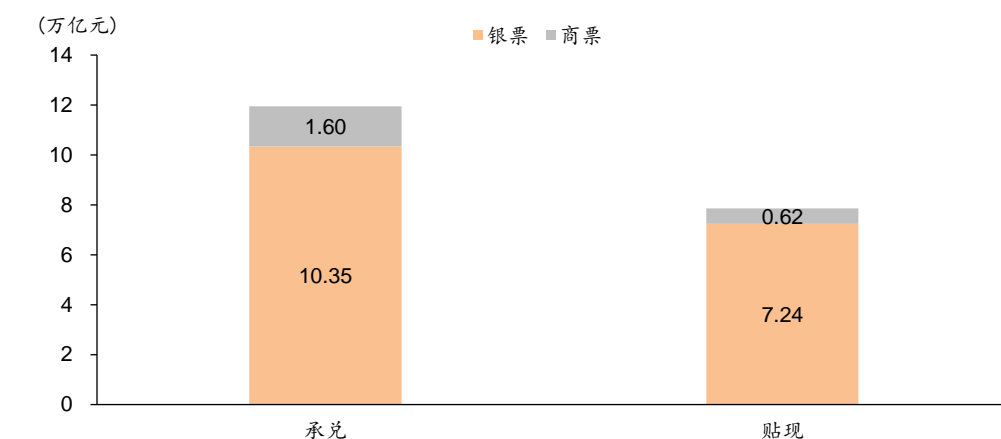
资料来源：上清所，华泰证券研究所

未来发展方向及面临的问题

市场总规模预计在 2.4 万亿左右，商票标准化落地后有望进一步扩容

标准化票据的规模可以达到多少？从底层资产来看，截至 2019 年 7 月，全市场的票据未到期余额为 12.3 万亿元（银票+商票），其中已贴现 8 万亿，未贴现 4.3 万亿。第四期标准化票据已经将未贴现银行承兑汇票纳入，因此银票已经确定可作为底层资产。随着产品逐渐被市场接受，商票也有望逐步纳入。但显然无论是银票还是商票，都不可能 100% 实现标准化，决定转化比例高低的主要因素有两个：一是发行成本，二是创设效率。

图表16： 票据市场规模（截止 2019 年 7 月 31 日）



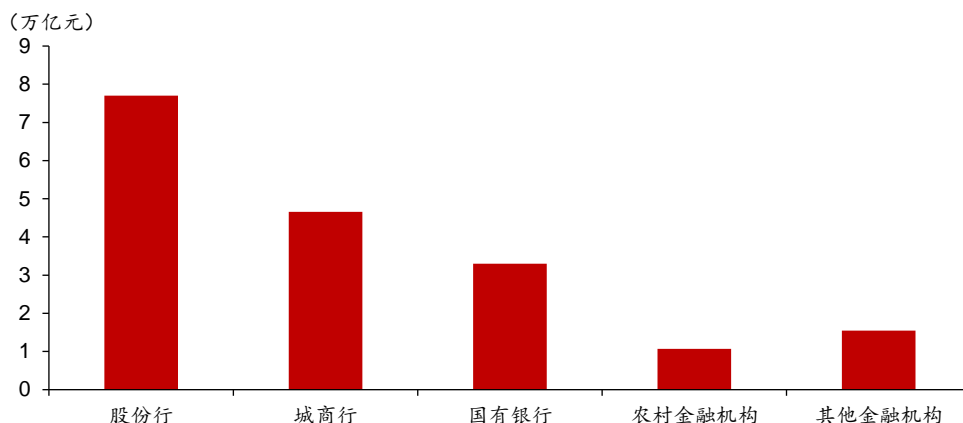
资料来源：票交所，华泰证券研究所（注：不包含“到期未结清”数据）

标准化的中间费用、或现金流重组所造成的成本，是制约高等级票据转化比例的因素。高等级票据本身已具有一定的流动性，市场价格也比较透明。如果标准化成本过高导致转贴现利率+发行费用高于标准化票据融资成本，银行就得不偿失。传统的银票证券化之所以推动无果，高成本便是原因之一。且高等级票据尤其是 6 大行和绝大部分股份制银行又是票据市场承兑主力，它们的缺失，将极大的削弱标准化票据的票源，同时导致承兑行和贴现行均较弱的票据最终成为标准化的转化主力。

标准化票据创设过程中的申报、筛选及投标流程速度也是影响转化率的关键。对于持票人而言，如果标准化的时间成本高于标准化的收益，自然就不会有动力去推进标准化。而如果想要实现快速转化，就须进行高频次、大额度、广机构的创设发行，在现有模式下确实难以实现，但好在前三期的创设速度都较快，当然其中不乏监管层推动的作用。

由此我们可以大概推断，信用资质较高的票据转化比例相对较小（甚至为 0），资质低的票据转化比例更大。根据《2018 年票据市场运行情况》统计，大型商业银行承兑票据占全市场比重为 18.1%，股份制商业银行承兑的占 42%，城市商业银行占 25.5%，农村金融机构占 5.8%，其他机构为 8.6%。由此估计全市场票据平均转化率可能达到 20% 左右，对应的标准化票据市场规模为 2.4 万亿。

图表17： 2018 年不同承兑主体承兑票据金额



资料来源：票交所，华泰证券研究所

值得注意的是，如果后续的商业票据标准化可以顺利推进，商票本身的开票量也可能会借机增长。当前商票占比较低的原因之一就是流动性较差（即使是大型央企承兑的票据），一些供应商企业收到商票之后，变现手段基本上只有银行贴现（少量可能通过民间借贷和 P2P 等）。标准化票据给了这些企业一个便捷、快速的变现方式，无疑是有利于提高商票的接受度。今年 6 月易纲行长在陆家嘴金融论坛指出，支持票交所在长三角地区推广应收账款票据化，可见监管层也重视商票的推广。标准化票据的推进本身有助于加快票据化发展，票据化反过来也会促进标准化票据扩容。

高资质票据难成主力，警惕“劣币驱逐良币”

如前所述，由于国股银票贴现价格较低，收益率有限，流动性强，很难成为标准化票据的主力。反而城商票、尤其是“网红”城商票会成为主要资产来源，整个标准化票据市场很有可能成为低等级票据天下，这在一定程度上不利于标准化票据市场的健康发展。

但从标准化票据的设计初衷来看，就是为解决中小银行的流动性问题，因此中小银行票据成为主要底层资产也难以避免。关键的问题是要明确交易机制、促进流程透明化和规范化，比如明确票据的偿付责任、加强底层资产筛查等等，使投资者可以明确地匹配风险和收益。需要指出的是，通过产品创新来缓解当前的中小银行信用危机作用毕竟有限。防范流动性风险的根本还是在于规范自身业务、增强自身实力。坚持走服务基层、服务实体的专业化发展道路，提升经营能力、抗风险能力和盈利水平才是解决问题的根本。

是否影响社融口径？前期不纳入，后期可能有所调整

标准化票据对社融口径是否有影响也是一个值得探讨的问题。标准化票据的属性比较接近于 ABS，因此理应算作金融对实体的支持，但是由于底层资产是已贴现票据（计入新增贷款）和未贴现票据（计入非标），因此可能会面临重复计算问题。我们认为初期标准化票据规模比较小，暂时不会计入社融统计，未来规模扩大之后不排除成为一个社融的独立项目，并将其底层资产做相应扣除。

银行的作用可能会有所减弱

传统上，银行是票据市场的绝对参与主体，从开票到贴现都离不开银行的参与，这也导致现在相当长的一段时间里银行议价能力都比较高。但标准化票据推出之后，这一现象可能会逐渐发生变化。从第四期产品的创设过程就可以看出，底层资产是未贴现票据，委托人是企业（泰州市新泰建设发展有限公司），主承销商为证券公司（华泰证券股份有限公司），银行只发挥承兑作用，并未参与产品创设的全过程。

事实上如果标准化商票可以推出，其流程就变为：企业开出商业承兑汇票——持票人申请创设标准化票据——主承销商簿记建档，承销——产品上市并在上清所托管。整个过程中完全没有银行的参与，企业近乎独自完成了从授信到融资的过程。这将会带来两个明显变化：一是企业融资成本大大降低，二是对承销机构的定价能力提出了更高的挑战。当然在现有市场环境下，能够以自身代替银行信用的企业少之又少，商票在整个票据市场的占比也非常小，银行在相当长的一段时期还会是票据市场的主体。

还有哪些需要解决的问题？

（1）明确交易规则，确保不会出现第二个包商

票交所交易规则已经明确了贴现人是第二付款人。但是包商银行的票据处理方式却使得贴现人的增信形同虚设，这让市场至今心存疑虑。需要指出的是，包商事件的确有其特殊性，许多问题的处理也是在特殊时点的无奈之举。从长远角度来看，如果想要推动标准化票据长期稳定发展，就必须明确票据的交易机制，从而使投资者更加准确地评判其风险。

（2）风险资本计提、投资者准入有待监管层进一步明确

进入银行间市场交易之后，标准化票据的信贷属性基本上被剥离，这之后就涉及到风险资本计提的问题，风险资本占用比例高低将会显著影响银行表内投资标准化票据的意愿。此外，对于投资者范围的界定需要监管层进一步确认，尽管银行间市场已经做出了明确的标准化“背书”，但对于券商、基金、资管等账户而言，投资标准化票据可能还需要证监会的允许。标准化债权资产的统一认定办法可能不久会出台，预计将对此做出确认。

（3）评级与估值需要及时跟进

作为新型产品，评级和估值等基础服务尚处于空白，需要进一步跟进。假设票交所票据资产兑付规则不变，贴现行作为第二还款主体，则对单一票据资产进行评级时，实际需要考虑两个主体的信用情况。因此，需要对所有银行进行两两组合并逐一评级。现有市场上银行机构超过 4000 家，按照两两组合，总的组合数量极大，这对评级机构提出比较大的挑战。

此外估值方法也是一个值得关注的问题，初期标准化票据预计都以持有到期为主（但从托管数据表现来看，二级交易也足够活跃），因此可能会采用摊余成本法估值。这对于现金管理类产品而言更具吸引力。

风险提示：

（1）标准化资产认定规则发生变化：标准化资产认定规则可能即将推出，如果认定规则发生变化，可能会影响标准化票据的可投资机构范围。

（2）商票标准化推进受阻：商票信用等级不如银行，加上开票人主要以低资质的中小银行为主，推行过程可能不如银票顺利。

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