

把握票据监管趋严的契机

摘要

近期，票据融资大幅增加和票据“套利”等现象引起社会各方的广泛关注。通过观察数据我们发现，虽然1月份新增票据融资绝对水平较高，但占新增人民币贷款的比重处于正常区间。

票据融资是实体经济尤其是中小微企业融资的重要手段，票据“套利”现象背后反映了非真实贸易背景的“融资票”对企业真实票据融资需求的挤压的问题，会影响票据融资对实体经济的支持力度。因此，需要从加强贸易背景审查着手，回归业务本源，更好地发挥票据融资对实体经济尤其是中小微企业真实融资需求的支持作用。

从业务经营的角度来看，可把握后续潜在监管要求落地以及信贷规模调整对票据利率的影响所带来的交易获利机会。

关键词：票据融资 交易机会

宏观研究部

赵艳超

分析师

电话：021_22852649

邮箱：880223@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



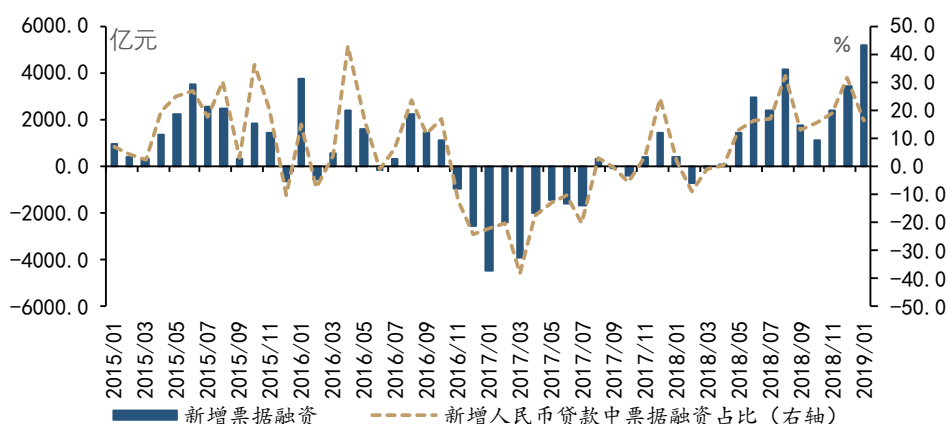
扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

1 月份，新增票据融资 5160 亿元，同比多增 4813 亿元。1 月份票据融资大幅放量一度引起市场热议。

一、票据融资放量，是其对实体经济支持作用的体现

虽然绝对水平较高，但占比仍处正常区间。历史数据表明，1 月份新增票据融资的绝对水平较高，但是从新增票据融资占新增人民币贷款的比重来看，1 月份占比仍处于合理区间。新增票据融资绝对水平较高，很大程度上是因为 1 月份新增社会融资和新增人民币基数较大，均创历史单月最高值。

图表 1 新增票据融资占新增贷款比重



资料来源：WIND，兴业研究

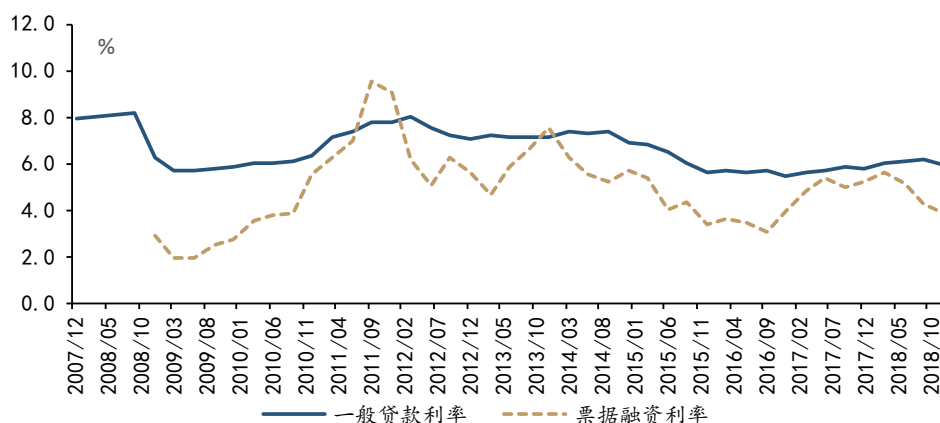
我们在前期的报告《如何看待近期票据市场持续放量——货币市场与流动性周度观察 2019 年第 3 期》中曾指出，2018 年下半年以来票据市场火爆主要原因一方面是票据融资利率下行、票据融资的优势更明显，企业票据融资意愿提升，另一方面是银行在信贷额度宽松而实体经济一般贷款需求不足的背景下，通过票据贴现的方式支持实体经济发展。1 月份票据融资大幅增长是供需双方经营策略选择的结果。

对于实体经济尤其是中小微企业，票据融资具有明显的优势。一是票据融资操作便利。对于出票人而言，凭借合同、发票等真实贸易背景材料即可向银行申请开立银行承兑汇票用于支付结算。对于持票人而言，其可凭持有的票据向银行申请办理贴现获得资金，避免了贷款的繁琐。二是票据融资成本低。票据融资利率普遍低于一般贷款利率，2018 年下半年以来票据融资利率与一般贷款利率的利差不断走扩，票据融资低成本的特点进一步显现。三是票据融资利率对货币政策传导敏感，货币政策可以通过票据融资迅速传导至企业端尤其是中小微企业。历史数据显示，新增票据融资对企业中长期贷款的恢复具有大概 5 个月以上的领先性。在“宽货币”向“宽信用”传导受阻的情况下，通过票据融资对实体经济提供资金支持，能够逐步改善企业生产经营，带动企业融资需求的逐步回暖，促进“宽信用”的实现。正是因为票据融资具有上述优点，

中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于加强金融服务民营企业的若干意见》中明确提出加大对民营企业票据融资支持力度。

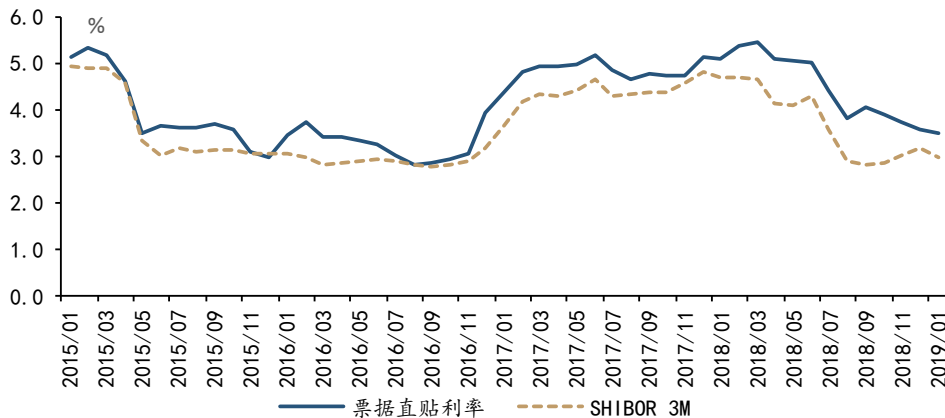
同时我们也要看到，与一般贷款相比，票据融资期限较短，为实体经济提供的资金的稳定性不如一般贷款。因此，未来随着企业融资需求的回暖，银行应加大中长期贷款投放力度，为企业经营提供更稳定的长期资金支持。

图表 2 票据融资利率优势明显



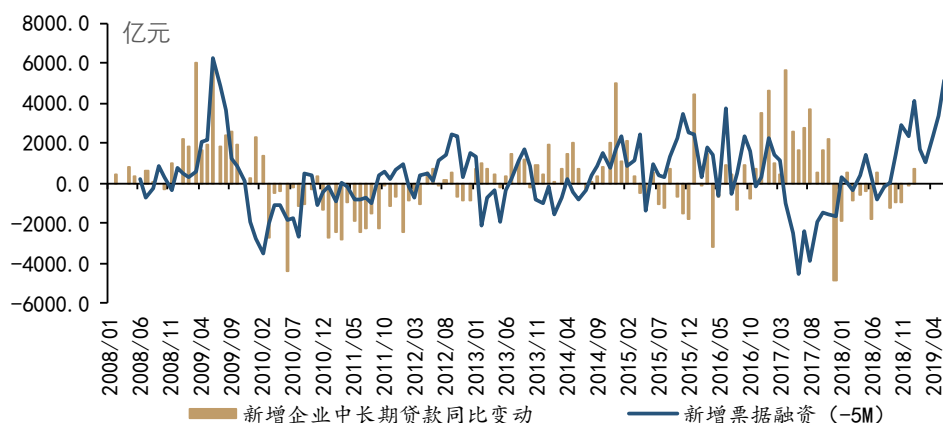
资料来源：WIND，兴业研究

图表 3 票据融资利率对货币政策传导更迅速



资料来源：WIND，兴业研究

图表4 新增票据融资对企业中长期贷款恢复有领先性



资料来源：WIND，兴业研究

二、关注票据“套利”，给真实票据融资更大空间

每一笔真实的票据融资都是对实体经济发展的切实的支持，关于目前市场热议的票据“套利”现象，我们认为票据“套利”只是表征，其背后或反映了非真实贸易背景的“融资票”对企业真实票据融资需求的挤压的问题。要解决好票据“套利”问题，或应该从加强贸易背景审查着手，让票据业务回归本源，从而更好地发挥票据融资对实体经济尤其是中小微企业真实融资需求的支持作用。

我们先通过简单的模拟，来看一下正常票据融资和票据“套利”有什么区别。

正常票据融资：A企业从B企业购买了一批机器设备，A企业选择银行承兑汇票进行支付。A企业提供合同、发票等相关材料在承兑行开立一张银行承兑汇票，并支付给B企业。B企业根据自身的需求可以选择持有到期或到贴现行办理贴现。承兑过程中A企业可以与甲银行协商是采用直接交纳保证金存款开票还是购买结构性存款后质押等其他方式开票。在这个过程中，A企业的承兑行为和B企业贴现行为都是正常的企业经营行为。票据融资与真实贸易背景相对应。

票据“套利”：C企业发现近期银行结构性存款利率高于票据贴现利率（可以是不同的银行），C企业与D企业合谋，通过伪造合同、发票等虚构贸易背景，C企业到承兑行购买结构性存款后质押开票，票据支付给D企业，D企业到贴现行办理贴现获得资金。由于D企业和C企业是一个合谋体，此时的票据融资并没有真实的贸易背景为依托，在这个过程中企业合谋套取了结构性存款与票据贴现之间的利差。

通过上边简单的模拟，我们不难看出，正常票据融资过程中，每一笔票据融资背后都会对应着真实的贸易背景，票据融资与企业生产经营是紧密联系在一起的，票据融资切实支持了实体经济的发展。而票据“套利”能够产生，直接原因是银行的资产与负债出现利率倒挂为“套利”提供了空间，而背后更重

要的原因是没有真实贸易背景的“融资票”能够顺利开出来并被贴现。换言之，如果这张非真实贸易背景“融资票”无法“诞生”，那么企业也就无法进行一系列的“套利”行为。

因为信贷资源是一种稀缺资源，在信贷规模总量有限的情况下，如果一部分资金被非真实贸易背景的“融资票”套取，那必然对应着一部分真实的融资需求得不到满足。更进一步，我们假设银行匡算的票据贴现资产规模也是大致固定的，票据“套利”所反映的背后问题就是非真实贸易背景的“融资票”对真实票据融资需求的挤占，票据融资支持中小微企业融资的效果就受到了一定程度上的影响。

关于如何解决非真实贸易背景“融资票”套利问题，我们认为应主要从以下几个方面入手：

第一，严查贸易背景，回归票据融资对实体经济支持的本源。票据“套利”反映了非真实贸易背景“融资票”对真实票据融资需求的挤占问题。因此，应从票据贸易背景真实性出发，让业务回归本源，更好地发挥票据融资对实体经济尤其是中小微企业真实融资需求的支持作用。未来，监管部门可能会加强对承兑环节贸易背景真实性等方面的检查力度。因此，银行在办理承兑过程中，应加强对贸易背景真实性的审查，在办理贴现过程中，应加强对贴现资金回流出票人的管理，确保每一张承兑出来的票据都是为实体经济发展服务的。同时，对于“自开自贴”业务模式应审慎对待。

第二，关闭套利空间，减少“套利”诱因。短期来看，结构性存款利率过高，为票据“套利”提供的空间，因此应解决结构性存款利率定价不合理、过高的问题。长期来看，应加快推进利率市场化进程，从根本上解决定价扭曲导致套利空间存在的问题。

三、监管落地后转贴现或迎来交易获利空间

从监管的角度看，未来潜在的针对贸易背景真实性等方面的监管要求将压缩“融资票”的生存空间，银行办理承兑、贴现业务将更加审慎，但是对真实票据融资需求的压缩影响或将有限。总体上，转贴现市场的潜在盈利空间可能

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14064

