靳毅：“宽信用”来了么?

意见领袖丨靳毅

核心观点：

春节前两周，票据市场出现异动，票据利率大幅上行。根据票交所数据，1 月 29 日 1M 国股银票转贴现利率高达 4.62%，刷新 2018 年票交所公布数据以来的最高值。同日，3M、6M 国股银票转贴现利率分别为 3.87%、3.24%，也处于较高水平。

从往年票据贴现数据来看，1 月份确实为票据贴现的大月。旺盛的票据贴现需求，叠加上春节前资金面通常相对紧张，使得往年 1 月份及春节前，票据市场利率通常上行。但 2022 年春节前夕的票据市场，呈现出两个超越季节性的特征：一是票交所票据贴现额同比多增近 4300 亿元；二是相比于 1 月初，票据转贴现利率上行（以 6M 国股银票为例）约 80BP，上行幅度超一般季节性。

如此“量价齐升”的特征，并不能单纯从“季节性因素”来解释，我们认为其背后存在商业银行信贷需求回暖的因素。可以观察到，在 1 月 20 日 LPR 下调后，票据利率出现了明显上行。同一时期由于资金面的宽松，同业存单利率反而下行，票据与同业存单之间的利差快速拉大。利差增厚，反映出商业银行信贷需求可能在回暖。

而对债市而言，1 月降息后 10 年期国债利率下行至 2.7%左右，已经隐含了投资者对于二次降息的期待。在此情况下，“宽信用”与否将会成

https://www.yunbaogao.cn

为下阶段扰动债市的主要因素。至少从节前票据市场的变化来看，1 月份的信贷数据表现应该不差，债市利空扰动多于利多。

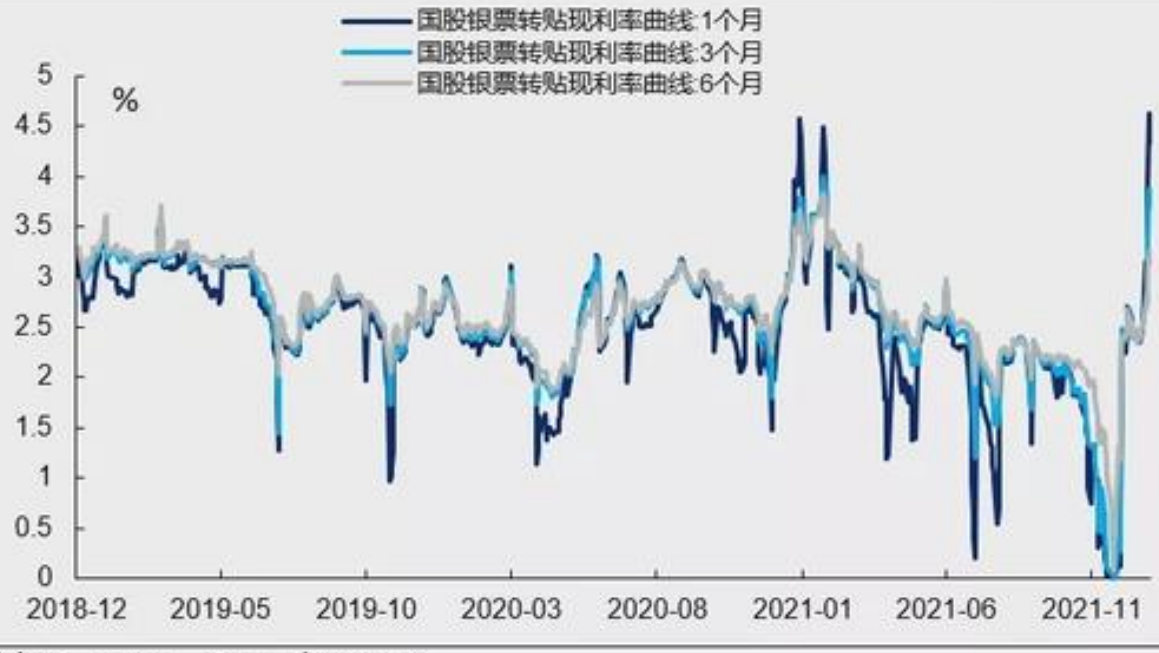
1、票据利率大涨，“宽信用”来了么?

春节前两周，票据市场出现异动，票据利率大幅上行。根据票交所数据，1 月 29 日 1M 国股银票转贴现利率高达 4.62%，刷新 2018 年票交所公布数据以来的最高值。同日，3M、6M 国股银票转贴现利率分别为 3.87%、3.24%，也处于较高水平。

春节前票据利率大幅上行意味着什么？是单纯的季节性因素、还是商业银行信贷需求高涨？对此我们做出如下解读：

云报告

图 1：春节前票据利率大幅上行，1M 国股银票转贴现利率创新高



资料来源：Wind、国海证券研究所

因素一：季节性因素

由于春节前企业通常要发奖金，以及开工带来的资金需求较高，1 月份及春节前，企业通过贴现票据换取现金流动性的诉求较强。

从往年票据贴现数据来看，1 月份确实为票据贴现的大月。旺盛的票据贴现需求，叠加上春节前资金面通常相对紧张，使得往年 1 月份及春节前，票据市场利率通常上行。

https://www.yunbaogao.cn

云报告

图 2：2020 年-2022 年月度票据贴现发生额，1 月票据贴现额较高

资料来源：Wind、国海证券研究所

图 3：2019 年-2022 年春节前，6M 国股银票转贴现利率通常上行

资料来源：Wind、国海证券研究所

但 2022 年春节前夕的票据市场，呈现出两个超越季节性的特征：一是票交所票据贴现额同比多增近 4300 亿元；二是相比于 1 月初，票据转贴现利率上行（以 6M 国股银票为例）约 80BP，上行幅度超一般季节性。

如此“量价齐升”的特征，并不能单纯从“季节性因素”来解释，我们认为其背后存在商业银行信贷需求回暖的因素。

因素二：商业银行信贷需求回暖

票据贴现占用商业银行信贷额度，当信贷需求不足时，商业银行通常会通过“低价收票”的方式，满足监管层对于信贷增长考核的要求——这也是为什么 2021 年 12 月“信贷座谈会”后，票据下行至“零利率”的原因。

但对于商业银行来说，票据利率低、利润薄，特别是 2021 年 8 月份至年底，票据利率持续低于同期限同业存单利率，使得商业银行票据收入低于资金成本，“收票”成为一件赔本买卖。因此当正常信贷需求回暖后，

https://www.yunbaogao.cn

商业银行势必减少对票据的需求。

我们可以观察到，在 1 月 20 日 LPR 下调后，票据利率出现了明显上行。同一时期由于资金面的宽松，同业存单利率反而下行，票据与同业存单之间的利差快速拉大。

利差增厚，反映出商业银行信贷需求可能在回暖。从历史上来看，6M 票据转贴现利率与同期限 AAA 同业存单利率之间的利差，确实是信贷增速的先行指标。

图 4：春节前票据与同业存单利差达到历史高位

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_37061