

银行行业

如何理解票据类融资高增长？

2019年1月份社融数据公布后，表内票据融资（贴现）和表外未贴现银行承兑汇票双双大增，引起了市场和官方关注，大家主要关注两点：1、票据类融资能对实体的支持有多大，能否持续？2、票据高增背后有多少套利操作，会不会增加金融风险？**我们看法如下：**

1、票据类融资是否支持实体：不管银行承兑票据贴现与否，都是银行体系对于实体的信用支持，其中贴现属于表内贷款科目，会派生存款；未贴现银行承兑汇票虽然不直接派生存款，但也是银行对企业信用背书。

2、票据贴现对于银行的意义：目前票据贴现中以银票为主，占比约90%。对贴现行来说，银票风险权重为20%，视为银行同业资产。

一方面，票据融资属于贷款科目，在实体经济走弱，银行合意需求不足时，增加票据贴现有助于银行为维持其贷款额度总量；另一方面，票据融资属于对公信贷中低风险资产，符合经济走弱时银行体系风险偏好下行的特征。

3、票据类融资与信用扩张：从历史经验来看，票据类融资，尤其是表内票据贴现，对后续贷款具有一定领先性。背后原因在于票据类融资相对一般贷款更加标准化、短期化，与银行间市场利率关联度较高，所以能更早的受益于宽货币的影响。一定程度上，票据融资高增长是货币政策宽松和合意实体信用需求不足情况下，信用供需结构矛盾的表征。至于历史经验上后续信用扩张，是主要源自票据类融资向其他信用路径的传导，还是源自高信用消耗部门（主要是地产和国企部门）需求重启，尚难有定论。如果是后者，这意味着票据类融资向最终信用扩张传导的顺畅度和持续性仍有待观察。

4、票据类融资高增的风险：

1) 金融风险主要源自规模而非价格或套利，低货币增长的环境下谈空转与风险可能为时尚早。银行贴票后购买结构性存款或者理财行为，是银行牺牲利差改善流动性指标，这一诉求和套利空间都会随着套利规模增加消失。这一现象会牺牲银行利润，本身是监管成本的一部分，但只要规模没有加速增长，风险程度应该可控。

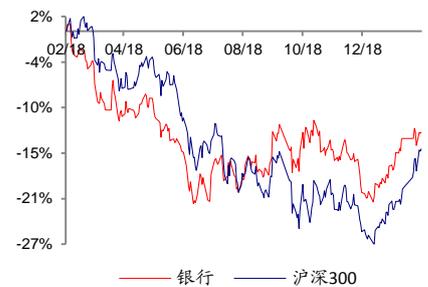
2) 票据融资类的风险源头在于开票企业的信用风险，最终落脚点在于汇票到期后，如果开票企业留存存款不足，会导致银行产生垫款风险，属于银行常规经营风险，取决于银行个体风控能力和风险偏好，不能一概而论。

3) 值得关注的风险是，如果脱离实际贸易的票据融资过高，宏观债务将快于名义GDP增加，导致宏观杠杆率提升。背后实质是货币宽松环境带来的低利率，在实体需求不畅的情况下，未能通过降低实体财务成本提升实体投资需求，反而可能会通过催生资本利得效应，导致其对实体信用供给的挤压，同时增加金融系统脆弱性。但是货币传导机制和信用供需匹配问题，而非票据问题。

风险提示：1、年初社融反弹可能有抢跑效应，持续性有待观察。2、近期债市风险仍在暴露，需关注其传染性。3、短期融资占比提升导致滚动融资需求增加。4、票据类融资和结构性存款监管进一步趋严。5、流动性考核指标被重新审视。

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-02-22

相对市场表现



分析师： 倪军
SAC 执证号：S0260518020004
021-60750604
nijun@gf.com.cn

分析师： 屈俊
SAC 执证号：S0260515030005
SFC CE No. BLZ443
0755-88286915
qujun@gf.com.cn

请注意，倪军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

银行行业:增速反弹超预期， 2019-02-16
后续关注持续性——2019年
1月金融数据跟踪

联系人： 王先爽 021-60750604
wangxianshuang@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

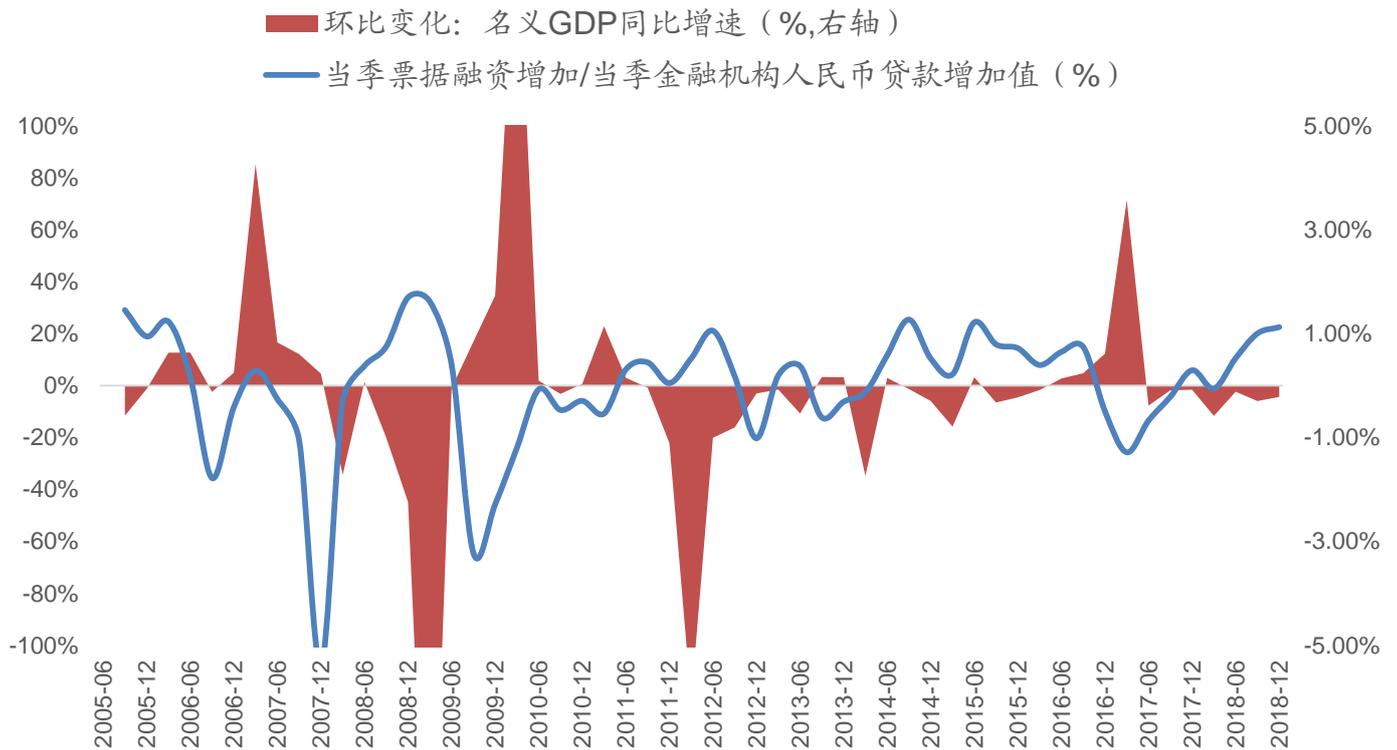
股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
				2019/2/21	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
农业银行	601288.SH	买入	人民币	3.68	4.04	0.62	0.65	5.93	5.64	0.80	0.73	14.19	13.51
中国银行	601988.SH	买入	人民币	3.67	3.98	0.59	0.62	6.18	5.91	0.71	0.65	11.93	11.41
招商银行	600036.SH	买入	人民币	30.08	31.37	3.18	3.62	9.45	8.31	1.50	1.32	16.87	16.92
平安银行	000001.SZ	买入	人民币	11.36	12.10	1.39	1.46	8.16	7.80	0.87	0.79	11.20	10.59
上海银行	601229.SH	买入	人民币	11.48	12.30	1.72	2.09	6.68	5.48	0.86	0.76	13.79	14.75
宁波银行	002142.SZ	买入	人民币	17.96	19.11	2.20	2.63	8.18	6.83	1.53	1.29	20.24	20.44
杭州银行	600926.SH	买入	人民币	7.88	8.39	1.07	1.28	7.36	6.18	0.85	0.76	12.27	12.98
常熟银行	601128.SH	买入	人民币	6.73	7.05	0.71	0.86	9.48	7.87	1.28	1.14	14.24	15.30

数据来源:Wind、广发证券发展研究中心

图表索引

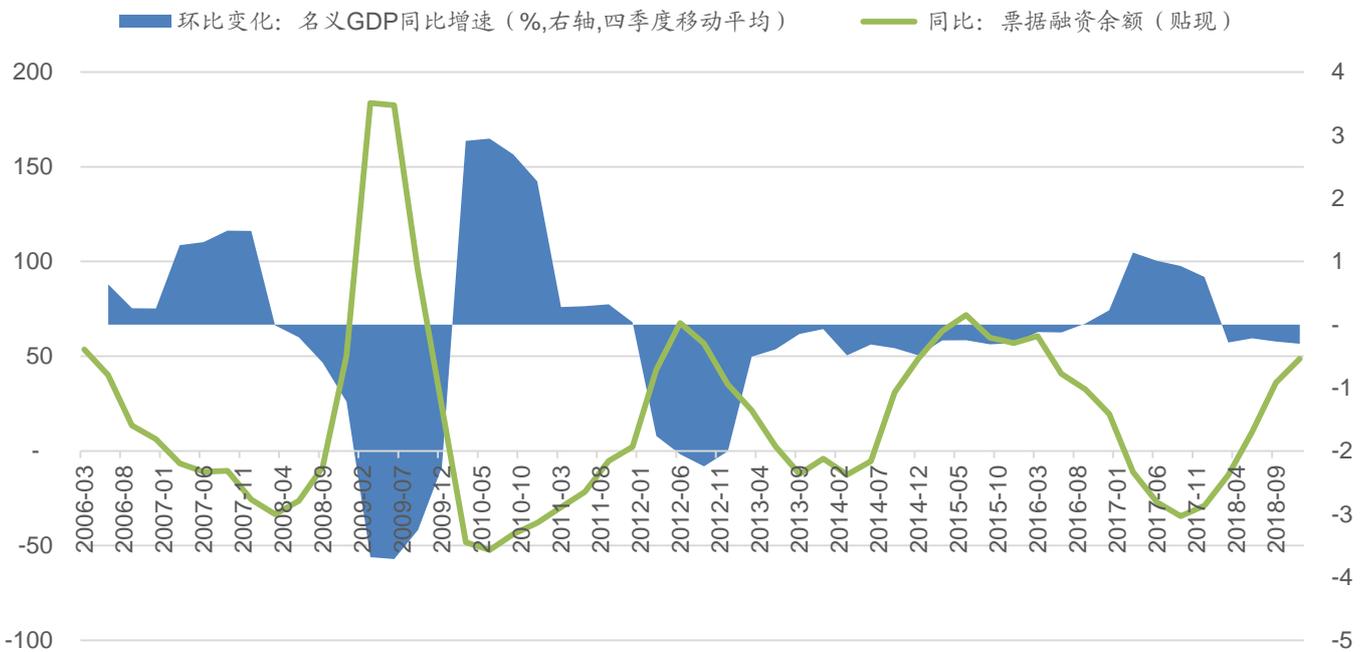
图 1: 票据贴现的逆周期性: 票据融资占比与名义经济增速变化.....	4
图 2: 票据贴现的逆周期性: 票据贴现余额增速与名义经济增速的变化 (%)	4
图 3: 未贴现票据的顺周期性: 未贴现票据余额增速与名义经济增速变化 (%) .	5
图 4: 票据类融资余额增速与名义经济增速的变化 (%)	5
图 5: 信用扩张与名义经济增速的变化 (%)	6
图 6: 票据贴现余额增速与社融存量余额增速 (%)	6
图 7: 未贴现票据余额增速与社融存量余额增速 (%)	8
图 8: 票据贴现余额增速与未贴现余额增速 (%)	8
图 9: 票据类融资增速与社融存量余额增速 (%)	9
表 1: 票据融资当月值: 月度分布 (亿元)	7
表 2: 票据融资当月值/新增人民币贷款.....	7
表 3: 票据融资+未贴现银票: 当月值 (亿元)	9
表 4: 当月票据类融资增加值 (票据融资+未贴现银票) /当月社融增加值.....	10

图 1: 票据贴现的逆周期性: 票据融资占比与名义经济增速变化



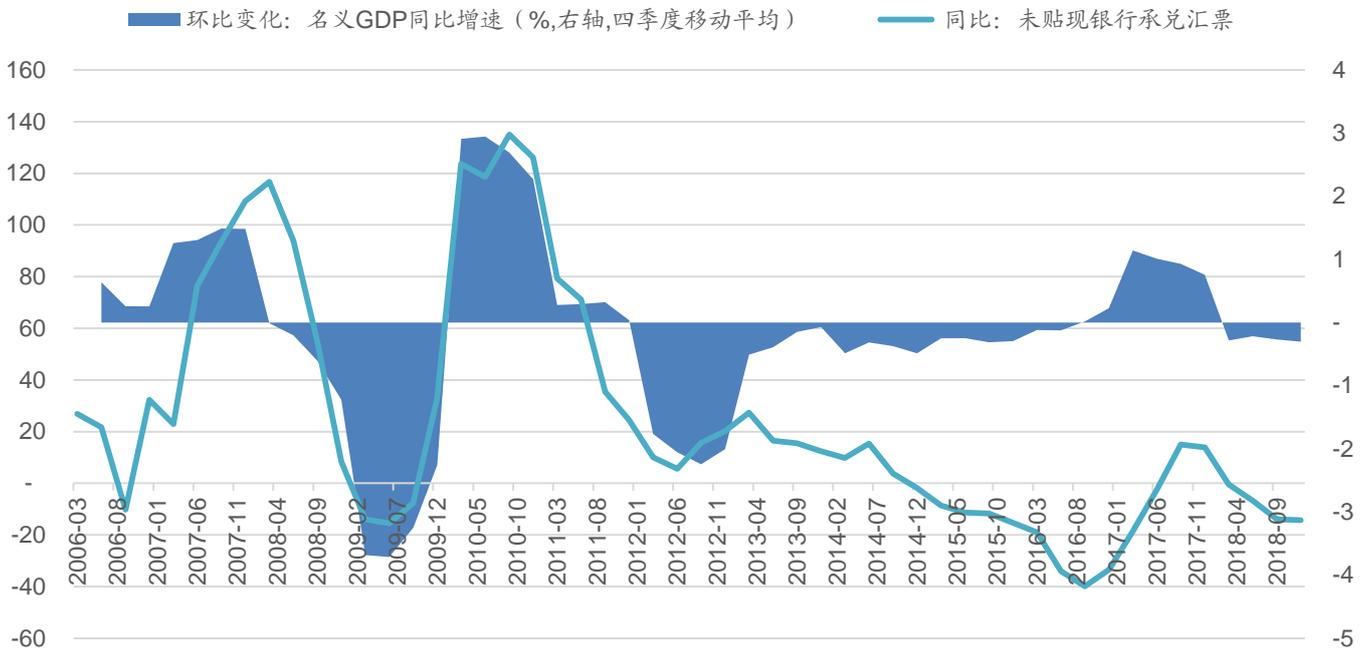
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2: 票据贴现的逆周期性: 票据贴现余额增速与名义经济增速的变化 (%)



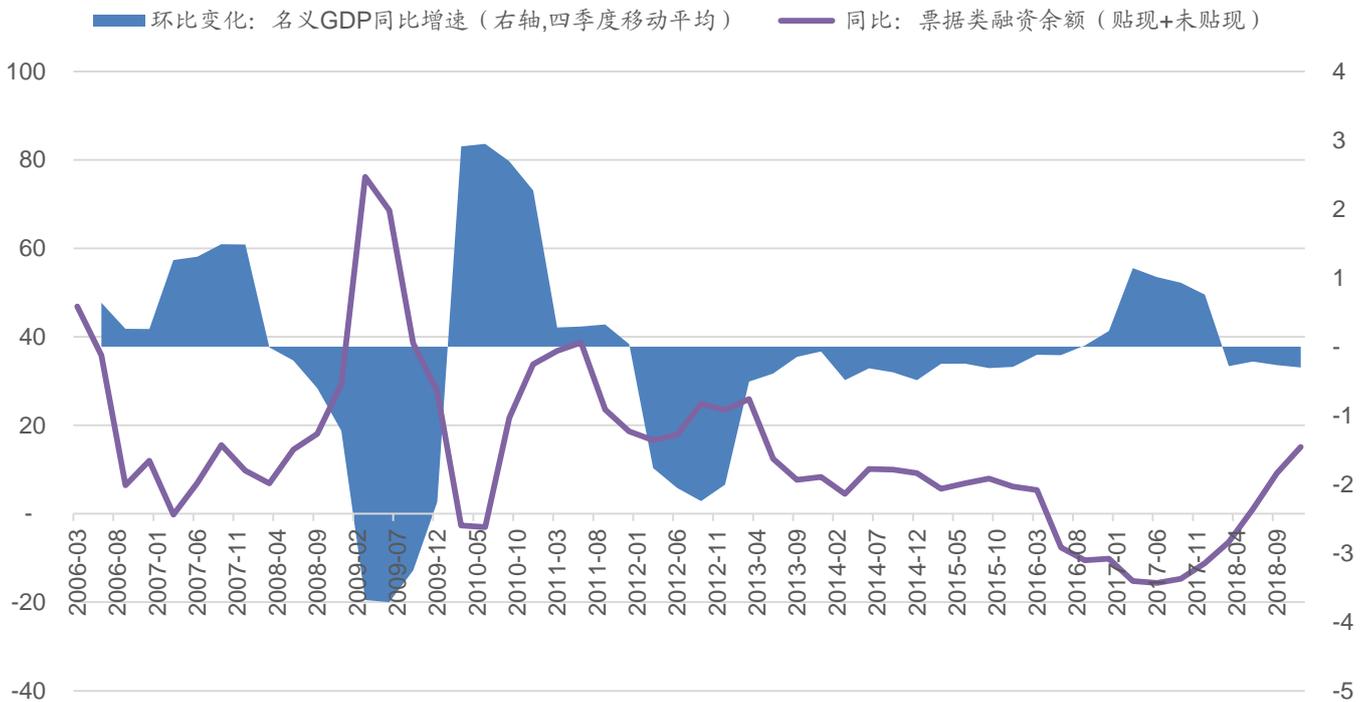
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3: 未贴现票据的顺周期性: 未贴现票据余额增速与名义经济增速变化 (%)



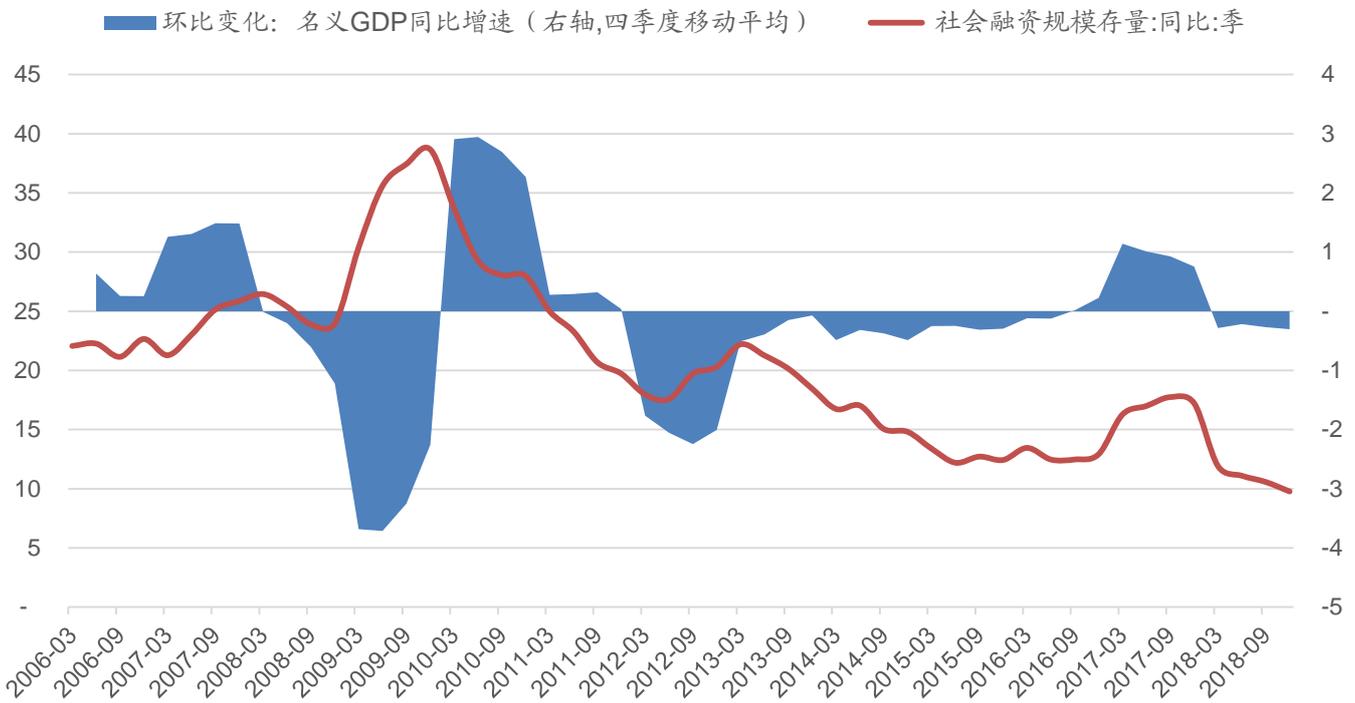
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 2016 年之前未贴现票据余额增速通过月度增量倒推而得, 下同

图 4: 票据类融资余额增速与名义经济增速的变化 (%)



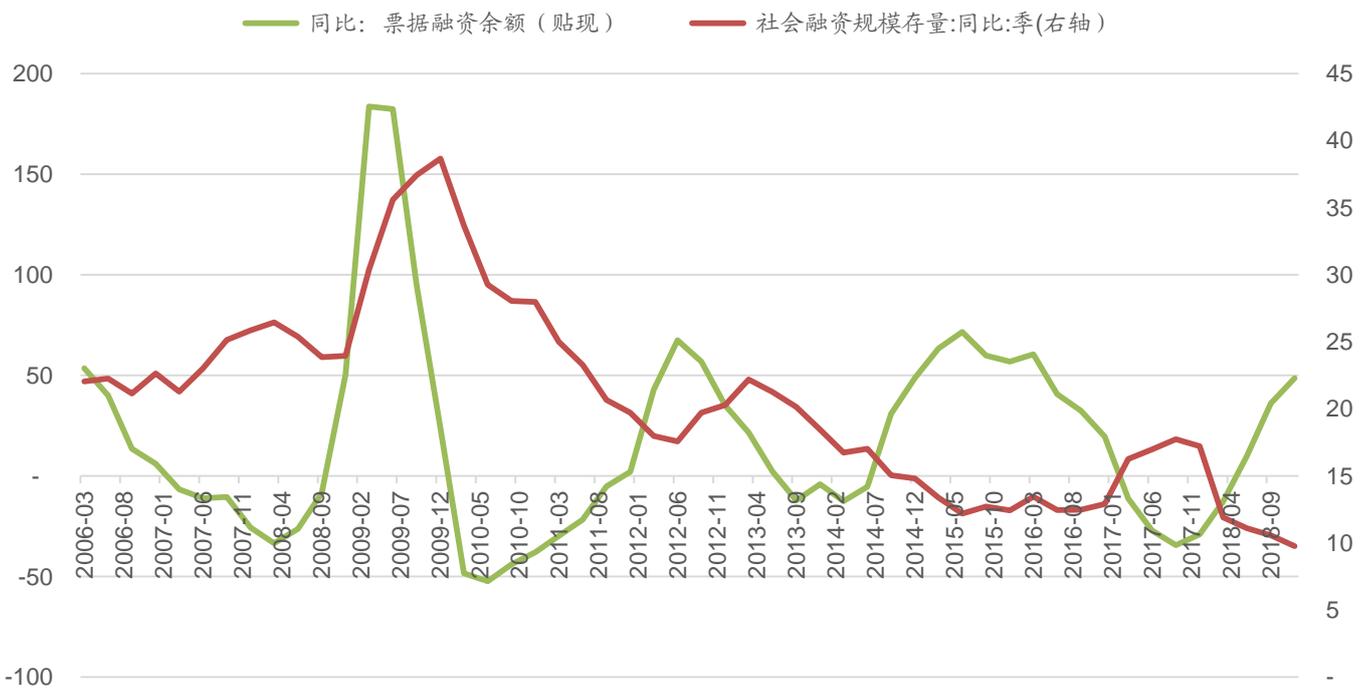
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 信用扩张与名义经济增速的变化 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 票据贴现余额增速与社融存量余额增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 2016 年之前社融存量余额增速通过社融月度增量倒推而得, 下同

表 1: 票据融资当月值: 月度分布 (亿元)

年月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年
2019	5,160												
2018	347	-775	-119	23	1,447	2,947	2,388	4,099	1,743	1,064	2,341	3,395	18,900
2017	-4,521	-2,418	-3,893	-1,983	-1,469	-1,597	-1,662	318	-22	-378	385	1,403	-15,836
2016	3,719	-583	518	2,388	1,564	-150	276	2,235	1,422	1,097	-1,009	-2,531	8,947
2015	962	400	280	1,361	2,233	3,455	2,567	2,457	287	1,836	1,426	-634	16,631
2014	-828	-336	393	860	1,545	789	1,726	2,367	858	1,171	2,424	-1,403	9,565
2013	-335	181	1,183	1,687	844	-782	-1,038	-125	-1,524	-706	191	-484	-908
2012	80	1,106	1,390	2,407	2,320	341	1,526	1,314	-2,170	-732	-369	-1,900	5,312
2011	-810	-712	-1,033	395	568	251	653	917	-208	-701	360	520	200
2010	-1,809	-1,744	-2,683	470	377	-1,134	-436	-205	-927	-1	-156	-813	-9,061
2009	6,239	4,870	3,694	1,257	862	128	-1,982	-2,764	-3,517	-2,039	-1,085	-1,115	4,548
2008	185	-684	-297	836	318	-309	766	528	257	608	2,105	2,147	6,461
2007	682	165	-28	619	-172	-1,029	-257	-24	-1,436	-1,262	-751	-920	-4,414

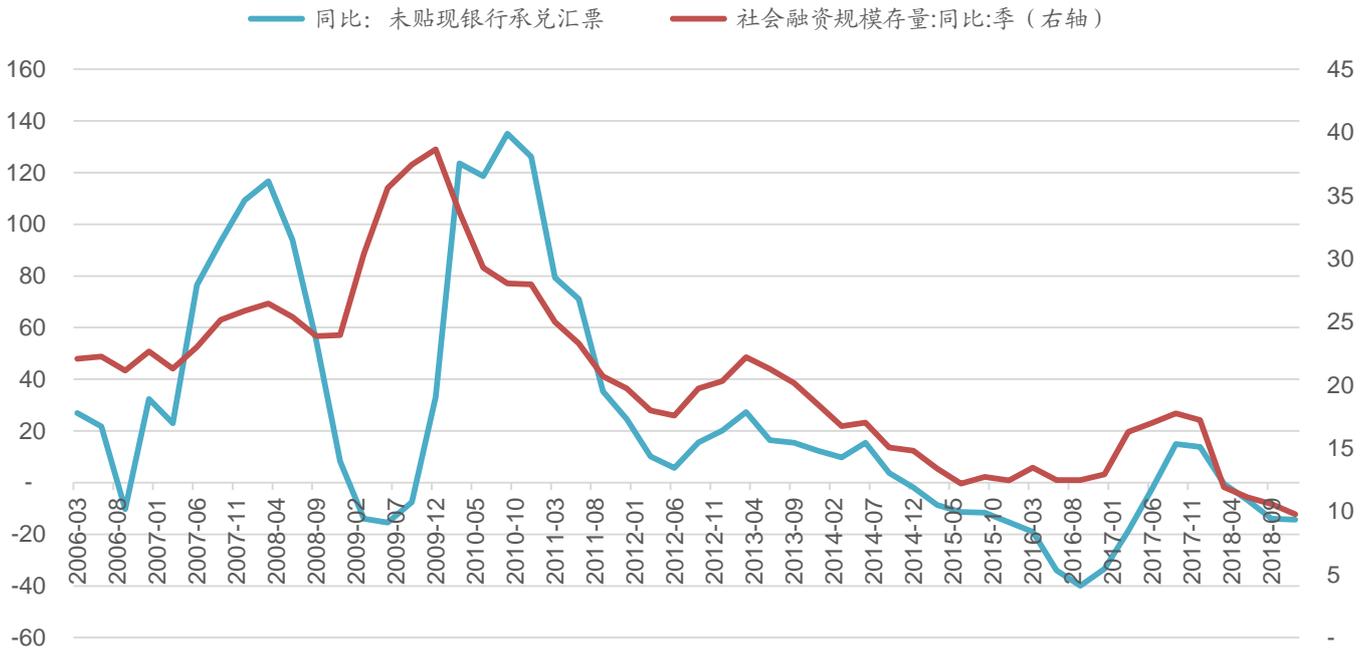
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 票据融资当月值/新增人民币贷款

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年
2019	16.0%												
2018	1.2%	-9.2%	-1.1%	0.2%	12.6%	16.0%	16.5%	32.0%	12.8%	15.3%	18.7%	31.6%	11.7%
2017	-22.3%	-20.7%	-38.2%	-18.0%	-13.2%	-10.4%	-20.1%	2.9%	-0.2%	-5.7%	3.4%	24.0%	-11.7%
2016	14.8%	-8.0%	3.8%	43.0%	15.9%	-1.1%	6.0%	23.6%	11.7%	16.8%	-12.7%	-24.3%	7.1%
2015	6.2%	3.9%	2.4%	19.2%	24.8%	27.0%	17.3%	30.3%	2.7%	35.7%	20.1%	-10.6%	14.2%
2014	-6.3%	-5.0%	3.7%	11.1%	17.7%	7.3%	44.8%	33.7%	10.0%	21.4%	28.4%	-20.1%	9.8%
2013	-2.6%	2.9%	11.1%	21.2%	12.9%	-9.1%	-14.9%	-1.7%	-19.4%	-14.0%	3.1%	-10.0%	-0.9%
2012	1.1%	15.6%	13.7%	35.3%	29.3%	3.7%	28.2%	18.7%	-34.9%	-14.5%	-7.1%	-41.8%	6.5%
2011	-6.5%	-13.3%	-15.2%	5.2%	10.3%	4.0%	13.1%	16.7%	-4.4%	-11.9%	6.4%	8.1%	0.4%
2010	-12.9%	-25.0%	-52.5%	6.1%	5.9%	-18.8%	-8.2%	-3.8%	-15.6%	0.0%	-2.5%	-16.9%	-11.4%
2009	38.6%	45.6%	19.5%	21.2%	13.0%	0.8%	-55.7%	-67.3%	-68.1%	-80.6%	-36.8%	-29.4%	4.8%
2008	2.3%	-28.0%	-10.5%	18.0%	10.0%	-9.3%	20.1%	19.5%	6.9%	33.4%	44.1%	27.8%	13.2%
2007	12.0%	4.0%	-0.6%	14.7%	-7.0%	-22.8%	-11.1%	-0.8%	-50.7%	-92.7%	-85.9%	-189.8%	-12.1%

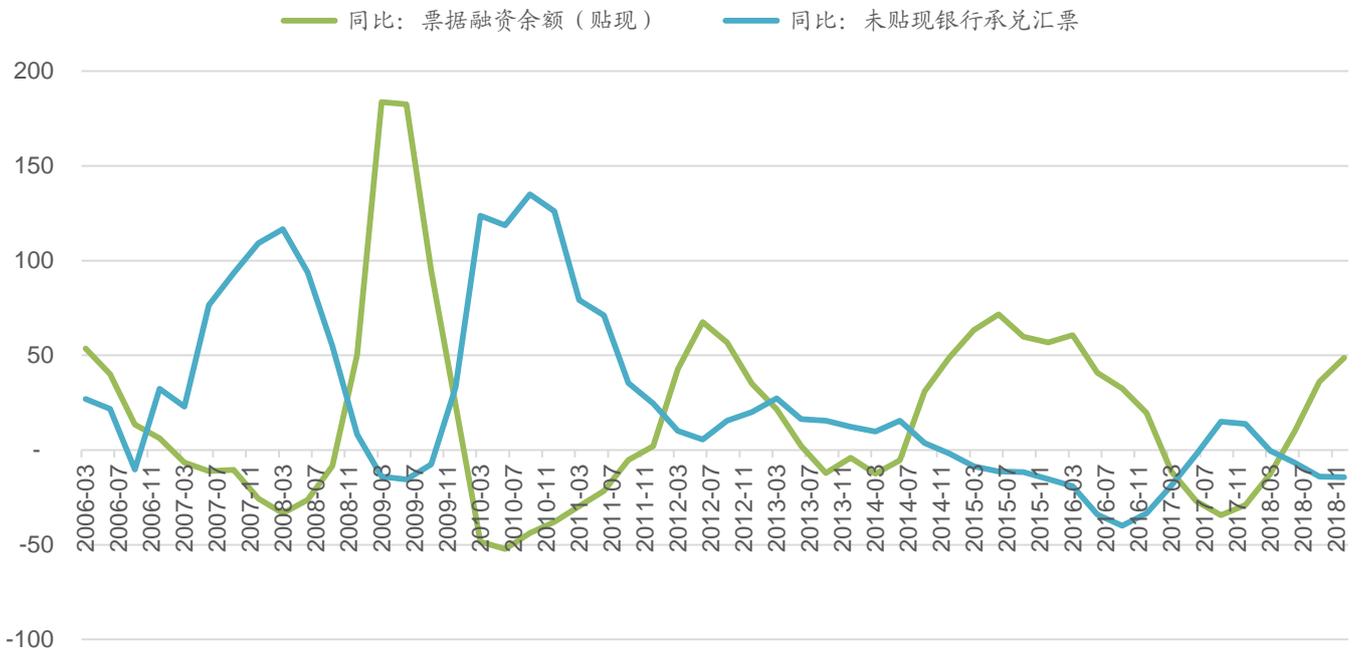
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 未贴现票据余额增速与社融存量余额增速 (%)



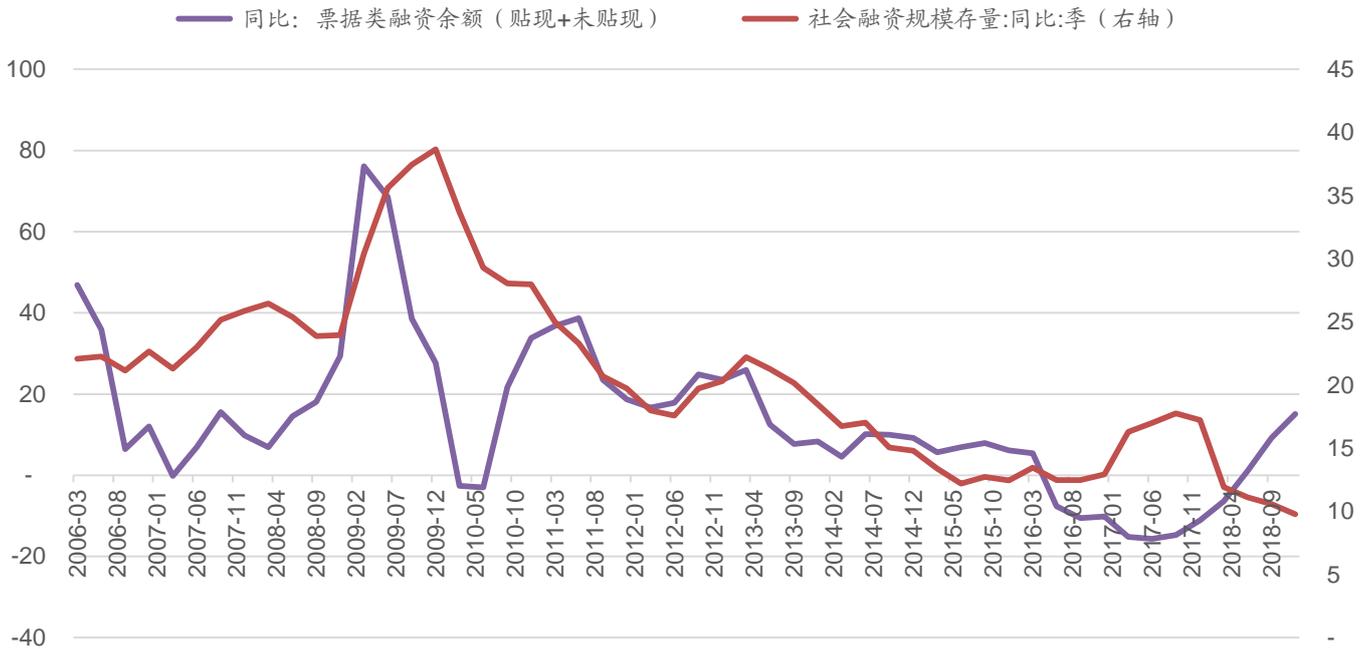
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 票据贴现余额增速与未贴现余额增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 票据类融资增速与社融存量余额增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 3: 票据融资+未贴现银票: 当月值 (亿元)

年月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年
2019	8,946												
2018	1,784	-669	-441	1,477	-294	-702	-356	3,320	1,195	611	2,214	4,418	12,557
2017	1,609	-4,137	-1,502	-1,638	-2,714	-1,827	-3,699	560	762	-366	400	2,080	-10,473
2016	5,046	-4,288	691	-388	-3,503	-2,870	-4,842	1,859	-808	-704	162	-942	-10,586
2015	2,908	-192	-630	1,287	3,194	2,427	-750	880	-992	-1,861	-1,119	912	6,065
2014	4,074	-1,755	2,645	1,649	1,451	2,234	-2,431	1,251	-552	-1,240	1,756	-802	8,279
2013	5,463	-1,642	3,914	3,905	-297	-3,397	-2,815	2,924	-1,603	-1,051	251	1,195	6,847
2012	-134	822	4,211	2,686	2,700	3,454	1,744	468	-15	-3	-858	737	15,811
2011	2,347	-1,888	4,598	2,727	2,263	1,881	-1,073	2,569	-3,569	-1,887	133	2,371	10,472
2010	1,640	-319	1,525	2,779	1,590	-29	464	3,176	752	305	1,640	763	14,286
2009	4,007	4,565	4,666	-1,990	5,897	741	-1,687	-2,867	-2,207	-1,822	93	-241	9,155
2008	404	-981	1,285	1,115	1,428	1,404	43	1,176	463	-861	1,388	661	7,526
2007	913	-1,408	1,115	1,625	174	-4	-608	2,089	-848	-864	-963	386	1,606

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 4: 当月票据类融资增加值 (票据融资+未贴现银票) / 当月社融增加值

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年
2019	19.3%												
2018	5.8%	-5.6%	-2.8%	8.3%	-3.1%	-4.7%	-2.9%	17.1%	5.5%	8.2%	14.5%	27.8%	6.5%
2017	4.3%	-37.4%	-6.3%	-10.5%	-20.7%	-8.6%	-24.7%	3.2%	3.4%	-3.0%	2.1%	13.1%	-4.7%
2016	14.5%	-51.6%	2.9%	-5.0%	-51.7%	-17.4%	-101.1%	12.7%	-4.7%	-7.9%	0.9%	-5.8%	-5.9%
2015	14.2%	-1.4%	-5.1%	12.2%	25.8%	13.2%	-10.0%	7.9%	-7.3%	-33.3%	-10.9%	5.0%	3.9%
2014	15.7%	-18.7%	12.6%	10.8%	10.4%	11.4%	-88.8%	13.1%	-4.9%	-18.2%	15.3%	-4.7%	5.0%
2013	21.5%	-15.3%	15.3%	22.2%	-2.5%	-32.7%	-34.4%	18.5%	-11.4%	-12.2%	2.0%	9.5%	4.0%
2012	-1.4%	7.9%	22.5%	27.9%	23.6%	19.4%	16.6%	3.8%	-0.1%	0.0%	-7.6%	4.5%	10.0%
2011	13.4%	-29.2%	25.2%	19.9%	20.8%	17.3%	-19.9%	23.9%	-83.4%	-23.9%	1.4%	18.6%	8.2%
2010	8.0%	-2.9%	11.0%	18.6%	14.7%	-0.3%	6.4%	29.8%	6.7%	3.5%	15.5%	7.1%	10.2%
2009	28.6%	41.0%	21.2%	-36.5%	39.4%	3.5%	-22.8%	-37.5%	-18.6%	-30.4%	1.0%	-3.0%	6.6%
2008	3.7%	-20.7%	20.1%	15.8%	25.1%	23.5%	0.9%	25.7%	8.2%	-66.8%	30.7%	8.1%	10.8%
2007	13.2%	-45.7%	17.7%	26.6%	4.6%	-0.1%	-19.6%	30.0%	-16.0%	-23.4%	-31.3%	9.0%	2.7%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示:

- 1、年初社融反弹可能有抢跑效应, 持续性有待观察。
- 2、近期债市风险仍在暴露, 需关注其传染性。
- 3、短期融资占比提升导致滚动融资需求增加。
- 4、票据类融资和结构性存款监管进一步趋严。
- 5、流动性考核指标被重新审视。

广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008年开始从事银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012年开始从事银行业研究，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王先爽：联系人，复旦大学金融学硕士，2016年进入银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 万思华：联系人，厦门大学会计硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。