

票据利率连续下行，信贷冲量或为主因

——近期票据价格走势点评

行业动态

买入（维持）

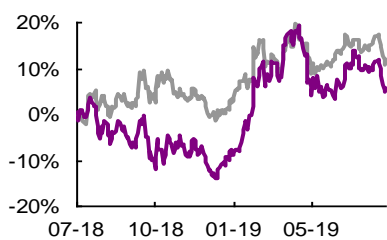
分析师

王一峰 (执业证书编号：S0930519050002)
010-58452066
wangyf@ebscn.com

联系人

董文欣
010-56513030
dongwx@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

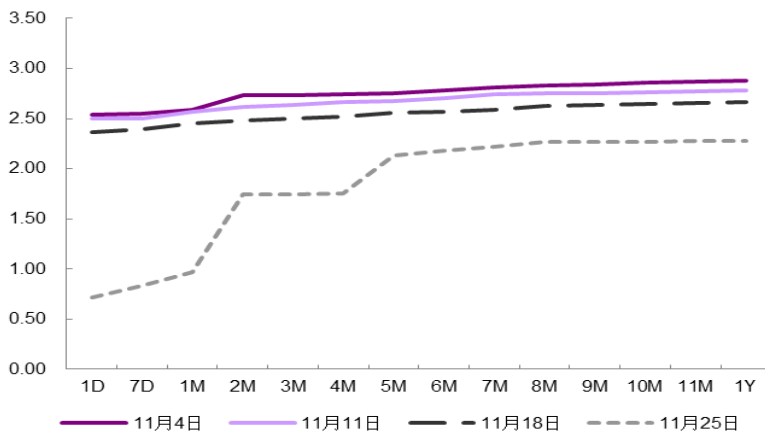
美元荒问题加剧，联储重启资产购买计划，国内市场流动性无虞--流动性周报第24期

..... 2019-10-14

事件：

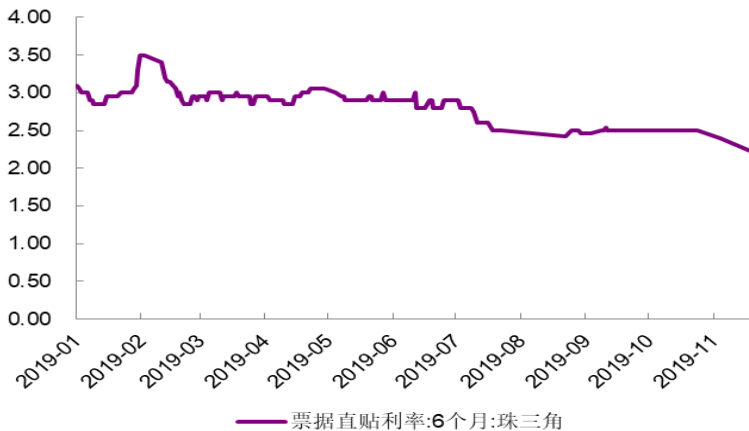
11月以来，票据利率延续下行态势，特别是近一周以来，以国股票据为代表的利率出现大幅下行。其中，国股银票转贴现1M以内利率已降至1%以下，单周降幅超过150BP，3M利率降至1.74%，降幅近75BP。票据直贴利率同样明显下行，Wind显示截至11月21日，6M珠三角票据直贴利率录得2.2%，较月初下降30BP。总体看，近期票据利率大幅下挫应与信贷投放政策带来的票据短期供需失衡有关。

图1：国股银票转贴现收益率曲线（单位：%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图1：6M 票据直贴收益率变化（截至11月21日）（单位：%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

点评:

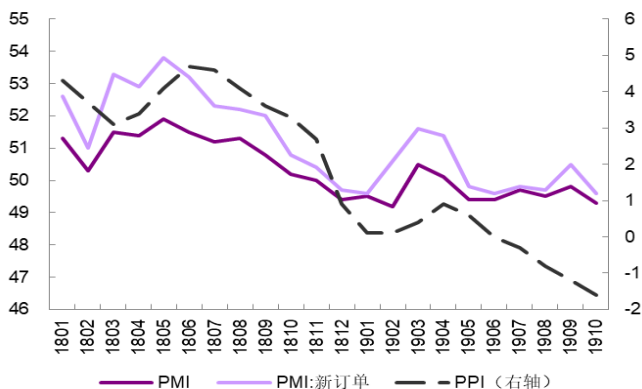
1、供给端：经济下行“需求弱”与票据合规“监管严”约束票据供给

1.1、经济下行开票“需求弱”

一般而言，票据贴现券源供给体现为两个方面，一是企业开票意愿，二是未贴现票据的存量规模，而前者取决于宏观经济景气度和企业融资需求，后者取决于企业的持票意愿。

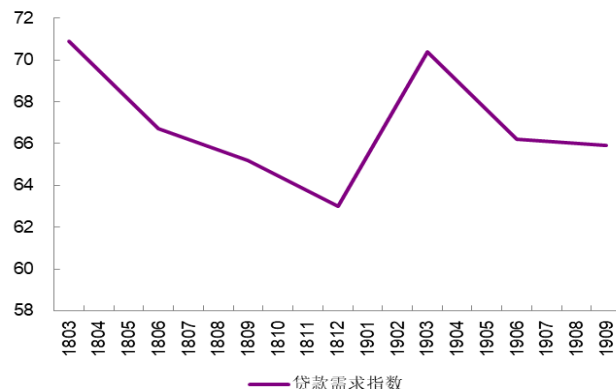
从经济基本面和企业融资需求来看，二季度以来我国宏观经济下行压力明显加大。10月中采PMI录得49.3%，连续6个月位于荣枯线下方，衡量企业需求的新订单指数在9月份短暂回暖后再度跌至49.6%。10月PPI同比降至-1.6%，连续4个月呈现负增长态势，当前工业领域面临一定的“通缩”压力。由此工业企业盈利也面临持续的压力，1~10月制造业累计盈利同比负增长5%。三季度央行公布的贷款需求指数为65.9%，较二季度下降0.3个百分点，连续两个季度出现下滑。

图 2：相关宏观经济景气指标走弱



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：贷款需求指数连续下行

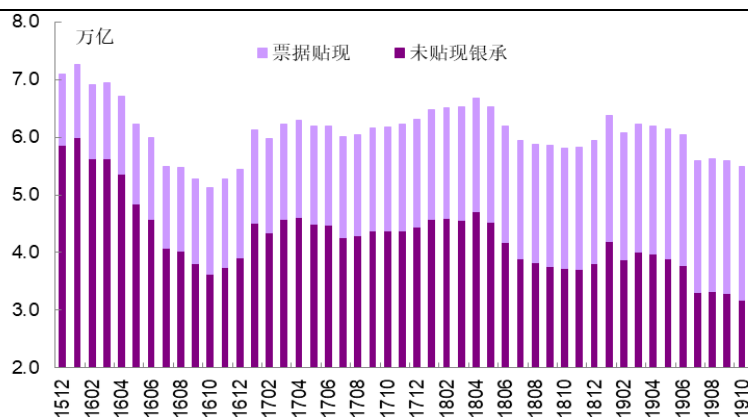


资料来源：Wind，光大证券研究所

受经济下行压力加大以及中美经贸反复摩擦的影响，部分企业经营目标也有从利润最大化向风险最小化切换的迹象，微观主体信心与活力不足，一些企业出现了被动或主动“去杠杆”。在企业端，工业企业、中小企业、民营企业资产增速持续放缓，呈现出一定“缩表”迹象。今年年初以来，5000户工业企业短期借款增速一直为负增长，而应收应付类项目同比增速则大幅攀升，企业融资意愿和能力均压力偏大。

在票据承兑和贴现业务中，制造业、批发和零售业占比较大，在当前经济下行压力加大和企业风险偏好相对审慎的情况下，企业开票意愿和能力也较低，造成市场新增票据供给量不足。截至10月末，金融机构未贴现银行承兑汇票和贴现票据规模合计为5.5万亿，较年初下降4600亿。

图 4：表内外票据总规模连续收缩



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、合规加强正视“监管严”

从票据监管形势来看，监管层对于票据监管合规的力度不断加大。早期出台的相关文件旨在加强票据业务内控管理，确保真实贸易背景并严控资金空转，规范票据交易行为，企业开票面临的约束进一步增强。但伴随着市场形势的变化，票据业务面临的风险点由操作规范性开始转向信用风险与监管套利风险，特别是年初市场流动性相对充裕的环境下，票据利率大幅下行，随之衍生出了“结构性存款与票据贴现”的套利模式，并出现了将票据打包形成票据资管计划或票据受益权业务，转而销售至银行同业投资的资金空转模式。对此，监管部门对于“结存-票据”的套利交易进行了从严控制，商业银行要求分支机构控制用于质押开票的结构性存款价格，加大贴现价格管控力度，避免客户向银行套利。虽然近期贴现价格再度走低，但我们预计因此产生的套利需求相对较少。

2、需求端：信贷供给呈现“外生强、内生弱”特点，商业银行收票需求大增

2.1、信贷投放“外生强、内生弱”，仅结构性转暖

针对局部信用收缩，有效信贷需求不足的矛盾，三季度以来监管层明显加大了对于信贷投放的引导力度，信贷投放呈现“外生强、内生弱”特点。具体表现为：

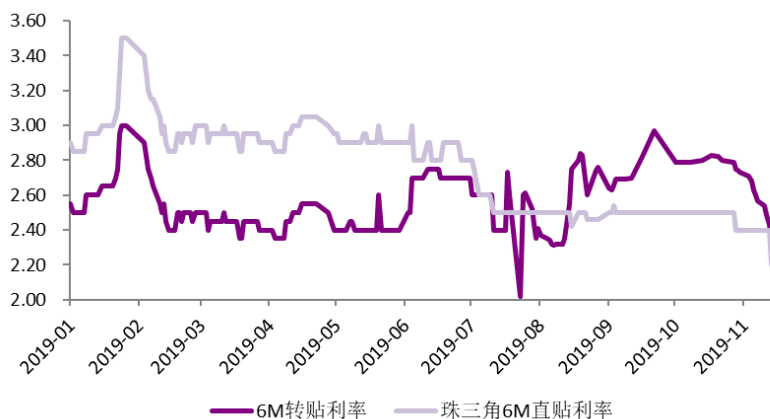
一是**基建领域信贷增长趋于改善**。在监管政策驱动下，三季度以来基建领域信贷投放进一步改善。观测数据显示：7-10月期间，企业中长期贷款增量占比由二季度的20-25%提升至33-35%的水平，其中交通运输、仓储和邮政业信贷增量占比由7.5%提升11%，在对公领域信贷投放中处于领先地位。建筑业、公用基础设施领域信贷投放增量也较好。截至目前，基建领域投资的信贷投放仍集中在政策性银行和大型银行，中小银行在这些领域发力不足，其对公信贷投放上依然面临“资产荒”和流动性约束。

二是制造业贷款增长结构性回暖。今年以来，制造业信贷投放相对较缓慢，制造业增加值和固定资产投资增速也反映出这一领域的信贷需求不足。但受连续的监管政策指引，三季度以来制造业信贷投放有所增加，9月末制造业中长期贷款同比增速11%，前三季度累计增加3300亿，约占全部制造业贷款增量的一半，但制造业短期融资贷款增速依然偏缓，甚至部分机构保持负增长。从制造业各分子行业看，新增制造业贷款增加的领域，主要集中于高技术制造业，其他行业受困于“产能过剩”而固定资产投资意愿不足。年初以来超过四成制造业增量信贷投放由计算机、通信和其他电子设备制造业贡献，其他行业在医药制造、仪器仪表、通用设备等领域总体呈现“高增速、低不良”特点，但传统行业信贷资源配置力度明显不足。

2.2、信贷政策驱动银行收票需求

银行票据贴现需求上升增加了票据供需矛盾。近期人民银行、银保监会连续召开三次重要会议，强调从货币信贷形势、小微企业和制造业等方面，要求金融机构进一步加大信贷投放力度，反映出对当前金融机构信贷投放放缓的担忧。在强调“强化逆周期调节，增强信贷对实体经济的支持力度”的监管下，对信贷增长提出了更高的要求。相比较一般对公贷款结构性需求不足，以及票据“大池子”持续缩水，金融机构对于“冲票”来满足MPA广义信贷考核有一定积极性。此举一方面可以率先占用信贷额度，一方面可以在后期通过交易获利，因此11月份票据配置行为有所前置，且集中于国股票据。

图5：票据贴现价格走势（截至11月25日）（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

3、看后市：票据利率短期维持低位，但长期存疑

3.1、短期内利率仍有望维持低位

临近11月末，结合当前形势，我们认为年内票据利率依然有望维持低位运行态势，但不会进一步下行。

当前，实体经济下行压力依然较大，金融机构信贷投放主要依靠监管政策驱动。虽然市场频繁呼吁，但财政领域尚没有体现出对投资端的“加力放

量”，经济内生融资需求恐难以短期扭转。在此形势下，金融机构依然会通过票据和非银拆放方式实现信贷规模的冲量，对票据的需求依然较大。

市场经过之前一周多的利率集中下行后，当前短期转贴品种价格已接近或低于资金成本，需要司库予以补贴。可以推测，若 11 月末票据价格小幅反弹，可能预示着 11 月信贷结构票据“月中鼓肚子”，11 月最后几天加紧投放一般贷款，总体增量结构尚好。若票据价格依然维持低位，则我们预计受价格大幅走低影响，企业开票量也会有所抬头。进入 12 月份，市场可能面临年末规模排名而冲规模，吸收承兑保证金存款，若地方债不在年内发行，信贷投放额度满足监管要求可能仍然需要票据发挥力量。

3.2、中期看资金成本变化趋势

虽然短期内票据价格有可能保持低位，但拉长时间轴分析，票据贴现价格与银行资金成本有较强的相关性，单纯为满足信贷投放考核指标、需要内部补贴，而出现的“畸低”价格可持续性不强。

从国股票据转贴参考利率体系看，当前国股 3M NCD 发行利率在 3% 以上，结构性存款利率在 3.5% 左右，3M shibor 为 3%，而国股转贴现不足 2% 的价格对于资金成本来说有所倒挂，这还尚不论风险资产占用和税收因素。应当说，目前价格体系有很强的非市场化因素。中期看，市场需要形成新的量价再平衡，票据利率可能处在再贴现成本与 MLF 利率之间。

明年初，信贷很可能出现集中投放，地方政府债等各类债券发行也会对票据配置形成挤压，届时票据利率有望出现爬升。需要关注的两个领域在于：一是明年 1 月份存量票据较大的到期量是否产生较大的票据缺口，进而抑制价格反弹。今年 1 月份，表内票据融资和表外未贴现票据分别新增 5160 亿和 3786 亿元，合计占今年 1 月新增社融比重为 19.3%，部分票据期限为 1 年期。另一方面在于，目前政策利率 OMO、MLF 的价格体系已经脱离实际交易，是否有调降政策利率必要向真实市场收敛。

风险提示：经济下行压力超预期加大，银行资产质量改善不如预期。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼