

## 还能用票据利率预测信贷么？

2023年08月09日

票据利率是高频数据，市场惯用票据利率来高频观测信贷投放情况。今年6月票据利率一路下行，然而6月信贷反而超季节性多增。

今年票据利率和信贷投放的反常相关性，颇令市场困惑：为什么近期票据利率对信贷的指引作用失效，未来是否仍可用票据利率预测信贷投放情况？

### ➤ 票据之所以能够较好预测信贷，关键在于票据利率能够反应信贷供需。

**票据兼具金融和信贷双重属性。**票据是金融资产，票据定价基础是金融同业市场利率。票据一旦贴现，则在商业银行表内形成“票据融资”，同时被纳入信贷统计内，占用银行信贷额度，因而票据另一面也能有效反应信贷。

**票据利率对信贷有前瞻性指引，建立在“以票充贷”的逻辑上。**当实体融资需求不足，银行难以满足贷款考核要求时，期限较短、交易便捷的票据常被用于充贷，资金追逐票据来补充致使票据利率下行；当实体融资需求旺盛时，银行又可卖出票据为放贷腾挪空间，导致票据利率上行。

### ➤ 受票据新规影响，今年票据市场面临供给收缩。

**与往年不同的是，票据新规施行，今年票据市场面临供给冲击。**

票据新规规定，银行承兑汇票和财务公司承兑汇票的最高承兑余额不得超过该承兑人总资产的15%。根据上市银行2022年末披露数据，股份制银行和城商行的承兑余额/总资产比值较高，部分股份行和城商行已经接近了15%预警线。

**票据承兑中股份行和城商行最为活跃，受新规限制，无法进一步扩张其承兑的票据规模，当前票据承兑存量规模持续收缩，即票据总供给量收缩。**

### ➤ 票据最长期限缩短至6个月，年中票据供给收缩加速。

每年1月往往是开票大月。之前票据最长期限为12个月，理论上这些票据大部分都要到明年1月才到期。

**票据新规之后，票据最长期限由1年缩短为6个月，故而今年7月前后迎来票据到期高峰。**

若承兑发生额（新增票据供给）没有快速提升情况下，票据到期量增加，势必带来票据市场总供给收缩进一步加剧。

### ➤ 6月利率下行反映供给收缩，而不是需求扩张。

**一方面，票据新增供给不足。**6月票据承兑发生额环比下降，而6月贴现发生额票环比不变，贴现承兑比进一步走高，供需格局紧张。

**另一方面，票据存量规模收缩。**票据到期规模增加，票据承兑余额速下滑，存量票据供给银行面临票据供给不足的情况。

所以6月的票据利率下行，或由票据新规引发的供给收缩造成，而非需求扩张。

### ➤ 年内票据利率对信贷的预测效果可能持续不佳。

当前票据供给扰动何时结束？我们认为有两个观察信号：

信号一，银行票据承兑空间打开，主要是股份制银行和城商行。

信号二，票据期限缩短影响结束，票据到期规模回归平稳。

**考虑到票据期限缩短对票据存量规模的影响或在年内持续，今年票据利率对信贷的预测效果可能持续偏弱。**

### ➤ 风险提示：票据监管规则变动，货币政策超预期



#### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

#### 研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

#### 相关研究

1. 大宗框架系列研究（一）：未来铜价走势？解析铜博士-2023/08/08
2. 全球大类资产跟踪周报：市场预期分化-2023/08/06
3. 化债系列研究（三）：金融化债，方法和约束-2023/08/04
4. 宏观调研系列之五：风雨无阻的中高端制造出口-2023/08/04
5. 宏观事件点评：专项债扰动和降准可能性-2023/08/03

# 目录

<b>1 近期票据利率预测信贷，效果失灵</b>	<b>4</b>
<b>2 票据利率预测背后：票据利率反映信贷需求</b>	<b>5</b>
2.1 票据的微观运行逻辑	5
2.2 票据定价的金融和信贷两重属性	6
<b>3 票据新规影响票据供给，引降 6 月票据利率</b>	<b>7</b>
3.1 承兑余额受到约束	7
3.2 票据期限被压缩，年中票据到期量增加	9
3.3 票据新规之后，今年票据供需状况发生新变化	9
<b>4 年内票据利率对信贷的预测作用可能会继续失效</b>	<b>10</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>11</b>
<b>插图目录</b>	<b>12</b>

## 引言

6月下旬以来，票据利率一路下行。依据历史经验，票据利率下行，意味着信贷偏弱。然而事后数据验证，6月人民币贷款新增3.05万亿，同比多增2296亿，6月信贷投放好于季节性表现。

票据利率是高频数据，市场惯用票据利率来高频观测信贷投放情况。今年六月反常表现，颇令市场困惑：为什么近期票据利率对信贷的指引作用失效，未来是否仍可用票据利率预测信贷投放情况？

## 1 近期票据利率预测信贷，效果失灵

近年来，票据转贴利率一直对信贷投放情况有较好的前瞻指引效果，通过观察当月最后几个交易日，票据利率的波动，可以对本月信贷投放情况有一个预估。

**当票据转贴利率月末最后若干交易日大幅下降，预示当月信贷投放不佳。**

我们可以回顾几个典型的例子：

2022年4月票据利率下行，准确预示当月信贷投放偏弱。2022年4月，6M国股行票据转贴利率月初为2.04%，自4月21日，转贴利率开始快速下行，4月最后一个交易日，已经跌至1.1%附近。当月信贷同比大幅少增8246亿元，明显低于往年季节性。

2022年7月票据利率快速下行，同样准确预测当月信贷投放偏弱。6M国股行票据转贴利率月初为1.50%，自7月26日，转贴利率开始快速下行，7月最后一个交易日跌至0.2%附近，当月信贷同比大幅少增4010亿元。

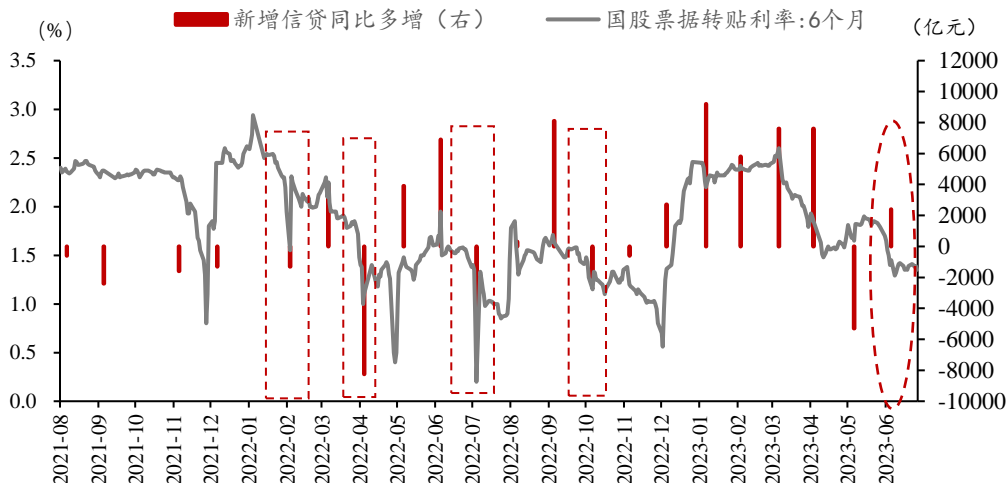
**当票据利率在最后若干交易日明显上行，预示当月信贷投放情况往往较好。**

例如，2022年12月，6个月的国股行票据转贴利率月初为1.18%，并且持续下行，在12月倒数第三个交易日，一度下行至0.56%，但最后两个交易日，大幅回升至1.25%，比月初水平还要高，而当月信贷也录得同比多增2700亿元。

**今年6月，票据预示信贷规律打破：票据利率持续下行，但信贷数据好于预期。**

6月最后一周，6M国股行票据转贴利率由1.79%下降至1.45%。但6月信贷投放情况较好，同比去年多增2400亿元，似乎票据利率对信贷投放的前瞻指引失效。

图1：票据转贴利率 vs 新增信贷同比多增



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 票据利率预测背后：票据利率反映信贷需求

不同于其他类型资产，票据具有资金和信贷双重属性。票据利率一方面反映资金紧缺程度，及金融同业市场的供需状况；另一方面还反映银行信贷投放情况，即信贷市场的供需状况。

### 2.1 票据的微观运行逻辑

根据票据法，广义的票据包括本票、支票和汇票。

汇票是出票人签发的，委托付款人在见票时或者在指定日期无条件支付确定的金额给收款人或者持票人的票据。

按照签发人是银行还是非银行，汇票又划分为银行汇票与商业汇票。商业汇票即为我们狭义所理解的票据，对于商业汇票而言，如果承兑方是存款类金融机构，则为银行承兑汇票，如果承兑方为企业，则为商业承兑汇票，当前我国票据市场以商业汇票为主，其中银行承兑汇票占比较高。

票据的完整的生命周期为：出票、背书转让、承兑、贴现、转贴现和再贴现等。

(1) **出票**。指出票人签发票据并将其交付给收款人的票据行为，汇票的出票人必须与付款人具有真实的委托付款关系，并且具有支付汇票金额的可靠资金来源，出票人不得签发无对价的汇票用于骗取银行或其他票据当事人资金。出票人需要在承兑行按不同信用等级缴纳保证金。

(2) **背书**。汇票得持票人可以将汇票权利转让给他人或将一定得汇票权利授予他人行使。

(3) **承兑**。指汇票付款人承诺在汇票到期日支付汇票金额的票据行为；

(4) **贴现**。指持票人将未到期的票据按一定利率转让给金融机构的行为，是金融机构向企业融出资金的一种行为。

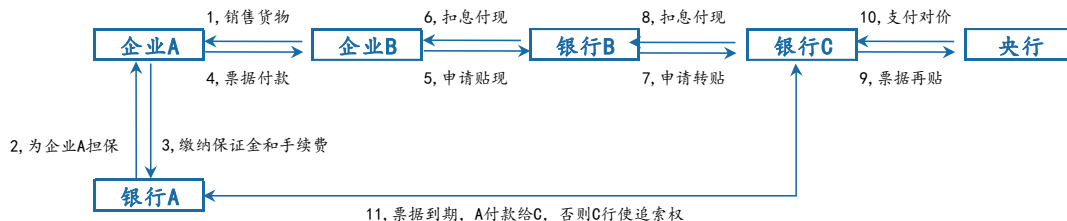
(5) **转贴现**。指金融机构将手中的未到期票据，再向其他银行或贴现机构进行贴现的票据转让行为，是金融机构之间资金融通的一种方式。

(6) **再贴现**。中央银行通过买进银行业金融机构持有的已贴现但尚未到期的商业票据，向金融机构提供融资支持的行为，再贴现是央行的一种货币政策工具，其利率由央行制定、调整并体现货币政策取向。

其中，票据的一级市场发行和到期可类比于债券发行和到期；二级市场交易（转贴、直贴、再贴）可类比于债券市场二级交易。

图2：银行承兑汇票完整流程

银行承兑汇票完整流程示例



资料来源：《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法》、民生证券研究院绘制；

## 2.2 票据定价的金融和信贷两重属性

**2013 年之后，票据贴现和转贴利率的定价基础是金融同业市场利率。**

2013 年之前，1997 年颁布的《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理暂行办法》中描述票据利率形成机制：**贴现利率**是在再贴现利率基础上加百分点，加点幅度由中国人民银行确定。**转贴现利率**由交易双方自主商定。

2013 年央行推进市场化改革，取消票据贴现利率管制，**贴现和转贴现利率均由金融机构自主确定。**

现实中银行票据利率往往与银行间同业拆解利率挂钩，部分银行直接将银行间质押 7 天回购（DR007）作为票据业务核算的内部资金转移价格（FTP），所以票据利率与同业市场资金面走势高度相关。

**票据利率对信贷具备前瞻指引作用，原因在于“以票充贷”的银行实操。**

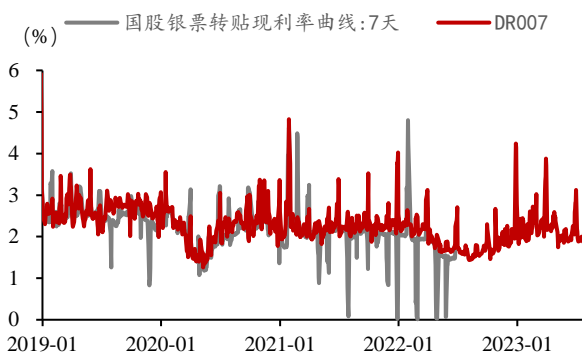
未贴现的银行承兑汇票，属于银行表外业务。

一旦票据贴现，商业银行表内形成“票据融资”，同时被纳入信贷统计范畴，占用银行信贷额度。

实体融资需求不足、银行难以满足贷款考核要求时，期限较短、交易便捷的票据常被用于充贷，资金追逐票据致使票据利率下行。当实体融资需求旺盛时，银行又可卖出票据为放贷腾挪空间。

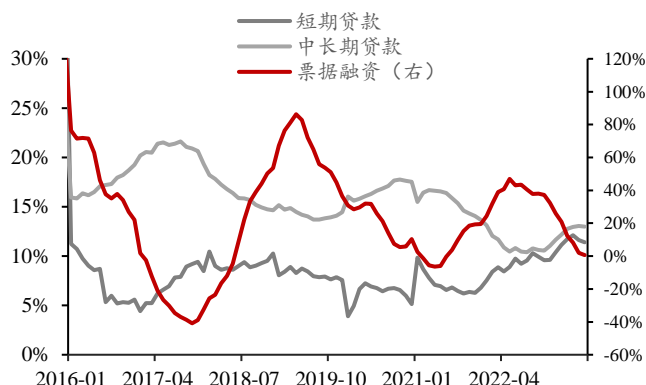
银行冲贷行为，会影响票据供需，进而影响票据利率。

图3：票据转贴利率 vs 资金利率



资料来源：wind，票交所，民生证券研究院；注：国股银票转贴现利率数据更新至2022年8月

图4：各类信贷同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

### 3 票据新规影响票据供给，引降6月票据利率

与以往不同，今年上半年，票据市场并不是需求端主导，而是票据政策带来的供给冲击。

2023年1月1日开始施行的《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法》(以下简称“票据新规”)，为票据市场带来供给层面的边际变化。

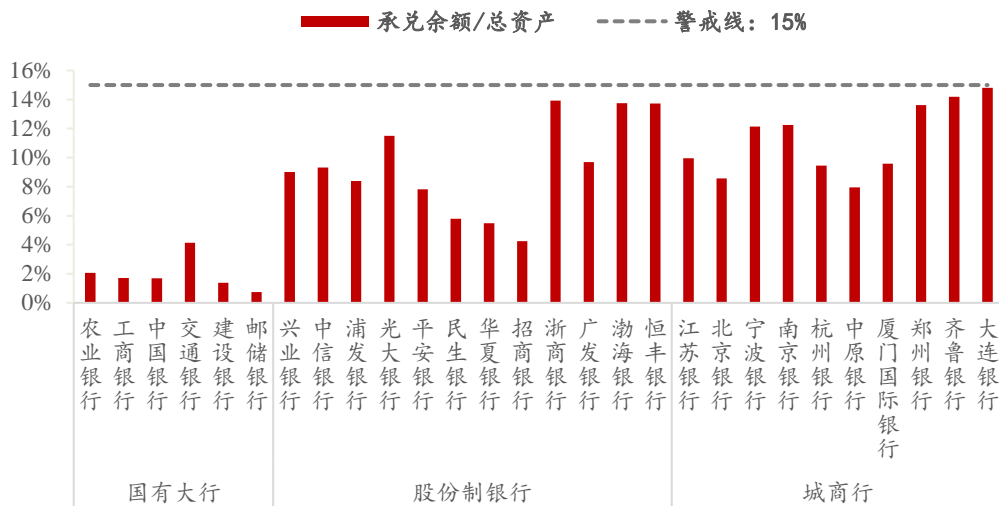
#### 3.1 承兑余额受到约束

**票据新规规定：银行承兑汇票和财务公司承兑汇票，最高承兑余额不得超过该承兑人总资产的15%。**

根据上市银行2022年末披露数据，2022年末国有大行、股份制银行、承兑规模前十的城商行，银行承兑汇票相比银行总资产的均值，分别为1.96%、9.39%、11.25%。

相比国有大行，股份制银行和城商行的承兑余额/总资产比值较高，部分股份行和城商行已经接近了**15%预警线**。

图5：2022 年末样本银行的承兑余额/总资产比值



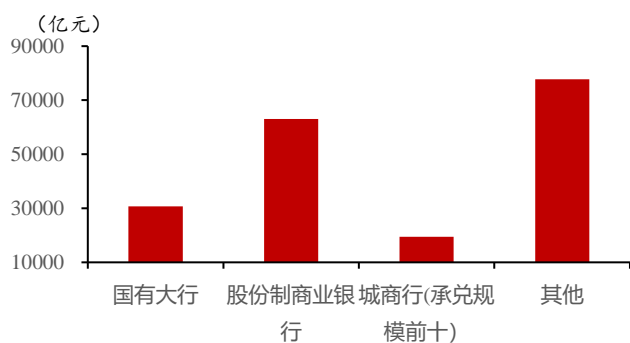
资料来源：wind，民生证券研究院

当前股份制银行是票据承兑主力。2022 年末 12 家股份制银行的承兑余额为 6.3 万亿，占全市场承兑余额的 33%，国有大行占比 16%，承兑规模前十的城商行占比 10%。

**受票据新规影响，股份制银行和城商行票据承兑规模的扩张能力受限制。**

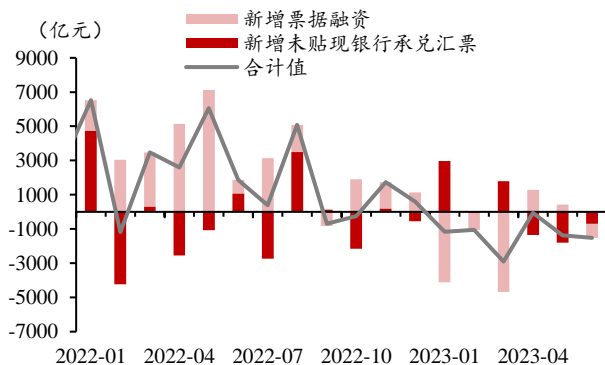
今年 4 月以来，新增未贴现商业承兑汇票一直处于负增状态，一级市场票据承兑规模下降，压缩贴现和转贴现的票源规模。

图6：2022 年末各类型银行承兑余额



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：新增票据融资及未贴现银行承兑汇票规模



资料来源：wind，民生证券研究院



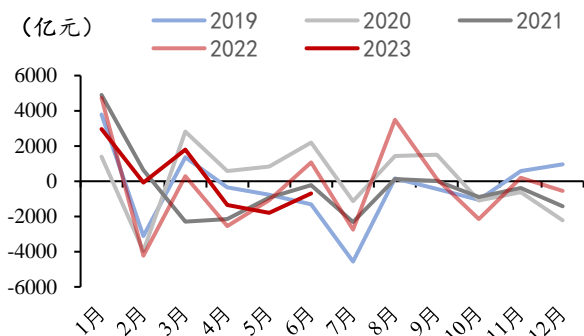
### 3.2 票据期限被压缩，年中票据到期量增加

票据新规规定，商业汇票最长期限由 1 年调整至 6 个月，导致今年 7 月附近票据规模存量规模面临快速下滑。

受春节前旺盛结算需求的影响，一般来说，1 月往往是开票大月，按照之前票据最长期限为 12 个月，理论上这些票据大部分都要到明年 1 月才到期。

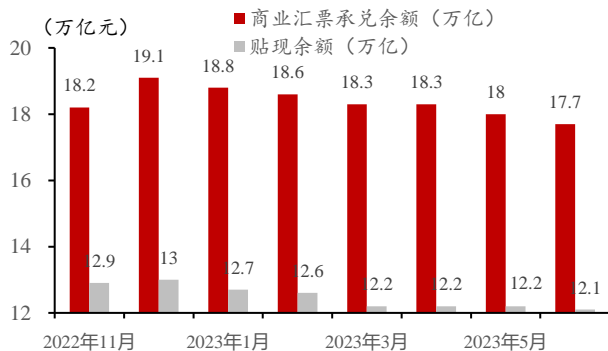
但新规之后，票据最长期限由 1 年缩短为 6 个月，但照此推算，7 月前后或迎票据到期高峰。若承兑发生额（新增票据供给）没有快速提升的情况下，票据到期量增多势必带来票据市场总供给减少。

图8：新增未贴现银行承兑汇票规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：商业汇票承兑余额及贴现余额



资料来源：wind，民生证券研究院

### 3.3 票据新规之后，今年票据供需状况发生新变化

今年以来，供给端的冲击导致票据市场供需格局明显转紧，影响票据定价，而在 6 月票据增量和存量两个维度均受到冲击。

其一，新增票据供给不足。

6 月票据承兑发生额环比下降，但贴现发生额稳定不变，我们采用贴现承兑比（贴现发生额/承兑发生额）这一指标，来反映票据市场的供求力量。一般来说，贴现承兑比越高，票据的需求相对供给越紧张。

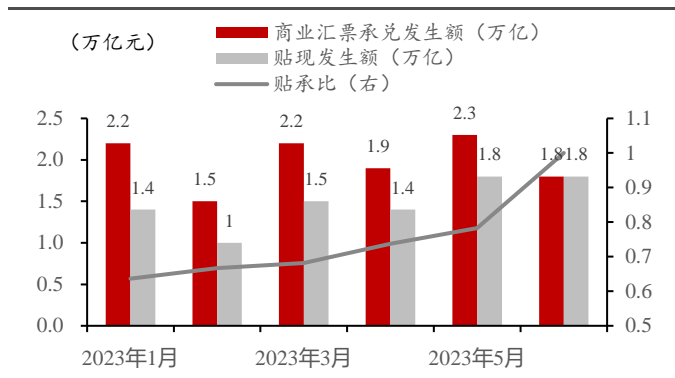
其二，由于到期规模增加，票据承兑余额加速下滑。

5 月和 6 月商业汇票承兑余额连续两个月均下降 0.3 万亿，相比于 4 月下滑速度有所加快。

所以 6 月票据利率下行，可能更多反映供给端冲击，而不是需求端。这也意

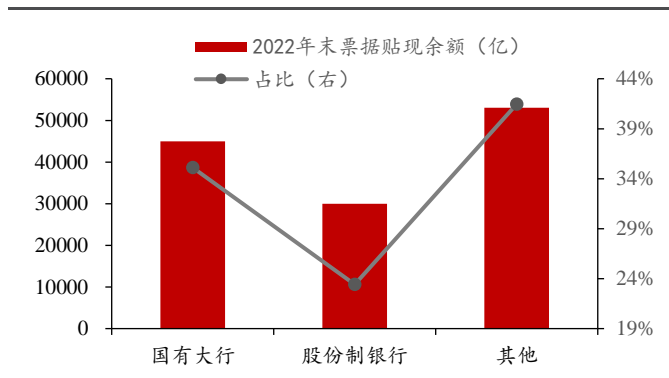
味着：从需求端出发，通过票据利率判断信贷投放的情况的规律失效。

图10：今年以来商业汇票承兑和贴现发生额



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2022年末各类型银行贴现余额



资料来源：上海票据交易所，民生证券研究院

## 4 年内票据利率对信贷的预测作用可能会继续失效

当前票据利率实际上主要定价由票据新规引发的供给收缩，而不是银行以票据冲贷的需求扩张，票据对信贷的预测作用失灵。

这一规律重新有效的条件如下：

第一，股份制和城商行票据承兑规模扩张能力恢复，可提供足量票据供给。

第二，票据承兑比回归平稳，供给因素对票据定价扰动消退。

7月开始，票据期限缩短对票据存量规模的影响将继续体现，并且可能在年内持续，这就意味票据利率对信贷的预测效果可能持续不佳。

## 5 风险提示

1) **票据监管规则变动**。若票据监管规则变动超过预期，会导致票据市场的供需持续变化，导致与本文的假设和论证逻辑与实际情况出现较大偏差。

2) **货币政策超预期**。若由于央行政策超预期，会导致信贷数据大幅波动，票据价格变化放大，从而影响票据利率的指示作用。

## 插图目录

图 1: 票据转贴利率 vs 新增信贷同比多增 .....	4
图 2: 银行承兑汇票完整流程 .....	6
图 3: 票据转贴利率 vs 资金利率 .....	7
图 4: 各类信贷同比增速 .....	7
图 5: 2022 年末样本银行的承兑余额/总资产比值 .....	8
图 6: 202 年末各类型银行承兑余额 .....	8
图 7: 新增票据融资及未贴现银行承兑汇票规模 .....	8
图 8: 新增未贴现银行承兑汇票规模 .....	9
图 9: 商业汇票承兑余额及贴现余额 .....	9
图 10: 今年以来商业汇票承兑和贴现发生额 .....	10
图 11: 2022 年末各类型银行贴现余额 .....	10

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026