

银行

证券研究报告

2019年02月12日

票据融资大增，我们怎么看？

票据源于支付，兼具融资功能

票据源于支付，兼具融资功能。古代贸易繁荣之时，随身携带大量钱币多有不便，类似唐代的“飞钱”等票证便逢时而生，其出现有其必然性。早在1698年英国便出台了《票据支付法》，随后数百年里票据作为支付工具大放异彩，并逐步衍生出融资功能。

票据还是传导央行再贴现等货币政策的重要载体。票据融资与企业短期贷款存有一定替代关系，票据融资成本较低，有利于降低实体经济融资成本。票据融资计入信贷，经常被银行当做信贷规模的“调节器”。

本轮票据融资大增原因探讨

票据融资规模大增。自18年4月末以来，票据融资规模持续大增，19年1月末预计高达6.48万亿元，突破前期高点，较18年4月末增加2.65万亿。

18年年中以来，票据融资规模大增，论其原因，主要是1)存款压力之下，银行引导企业转向票据融资；2)经济下行之下，信贷额度充裕而企业有效信贷需求不旺盛，银行加大票据融资力度；3)小微企业贷款“两增两控”考核之下，部分银行倾向于利用票据融资来达成考核要求；4)央行增加再贴现额度，引导银行加大民企及小微票据贴现力度；5)金融科技及产业链金融的发展。

票据融资大增，新一轮信用宽松周期已开启

以史为鉴，宽信用周期的开端往往是票据融资大增。我们认为，18年5月以来票据融资规模大增，象征着新一轮宽信用周期的开启。从过往15年来看，票据融资占比领先于社融增速，票据融资领先名义GDP增速1-2年。

大可不必过于关注信贷结构而对总量变化置若罔闻。18Q3开始政策转向宽松，随着政策逐步发挥效果，我们预计社融增速19年1月迎来拐点，名义GDP增速或年中企稳。

投资建议：经济年中或企稳，低估值下机会凸显

我们认为，经济差，银行股不一定差，因为经历2018年下跌的银行股股价或已提前反映悲观预期。当前银行（中信）指数PB(lf)估值仅0.87倍，不到0.8倍19年PB，估值低。一方面，当前经济下行较快，上市银行业绩增速或略微下行；另一方面，政策加码，社融增速有望回升，经济年中或企稳，且资金面利好明显，支撑银行股估值修复。

个股方面，我们持续主推受经济下行影响小的零售银行龙头-平安和招行，看好低估值且基本面或有改善的光大、交行、兴业等，并关注低估值滞涨且业绩较好的江苏银行、贵阳银行和南京银行。

风险提示：经济下行超预期导致资产质量显著恶化；贷款利率大幅下行等。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-02-11	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
000001.SZ	平安银行	11.21	买入	1.35	1.45	1.62	1.96	8.30	7.73	6.92	5.72
600036.SH	招商银行	29.39	买入	2.78	3.19	3.58	3.99	10.57	9.21	8.21	7.37
601818.SH	光大银行	4.09	买入	0.60	0.64	0.69	0.77	6.82	6.39	5.93	5.31
601328.SH	交通银行	6.17	增持	0.95	1.00	1.07	1.15	6.49	6.17	5.77	5.37
601166.SH	兴业银行	16.36	买入	2.75	2.92	3.17	3.50	5.95	5.60	5.16	4.67

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

廖志明

分析师

SAC执业证书编号：S1110517070001

liaozhiming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《银行-行业研究简报:1月社融有多高?》2019-02-01
- 《银行-行业研究简报:2月策略:政策与资金驱动,反弹行情或延续》2019-01-30
- 《银行-行业点评:关于银行永续债政策的几点看法》2019-01-25



内容目录

1. 票据源于支付，兼具融资功能	4
1.1. 厘清票据基础概念	4
1.2. 贴现、转贴现和再贴现	5
1.3. 票据的资本占用、与信贷之关系及盈利模式	7
1.4. 票据融资与票据融资利率	9
2. 票据融资大增之原因探讨	11
2.1. 存款压力之下，银行引导企业转向票据融资	12
2.2. 经济下行之下，有效信贷需求不旺盛及货币政策宽松	13
2.3. 小微企业贷款考核推动银行加大小微票据融资	14
2.4. 再贴现等货币政策引导	15
2.5. 金融科技及产业链金融的发展	16
3. 票据融资大增，开启新一轮宽信用周期	16
3.1. 以史为鉴，票据融资在宽松周期往往大幅增长	16
3.2. 票据融资占比指标领先于社融增速，票据融资领先经济 1-2 年	18
4. 投资建议：经济或年中企稳，低估值下机会凸显	20
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：票据的主要类型	4
图 2：商业承兑汇票票样	5
图 3：银行承兑汇票票样	5
图 4：央行再贴现规模相对小，18Q3 与票据融资比例仅 4.2%（亿元）	6
图 5：再贴现规模相对较小，未来空间大（亿元）	6
图 6：央行统计口径下，贷款分类情况	7
图 7：企业短期贷款与票据融资每月增量情况（亿元）	9
图 8：票据融资与未贴现银行承兑汇票（亿元）	10
图 9：票据融资利率一般低于企业一般贷款平均利率，且走势领先（%）	10
图 10：票据贴现利率与货币市场利率走势高度一致（%）	11
图 11：自 18 年年中以来，票据融资规模快速增长（亿元）	11
图 12：16 年初以来，中小行“一般存款”增速大幅下行	12
图 13：近年来，结构性存款规模大幅增长（亿元）	13
图 14：18Q3 以来，经济下行较明显（%）	13
图 15：18Q2 开始，贷款需求指数下行明显（%）	14
图 16：18Q3 以来，同业存单及 SHIBOR 利率已降至 2016 年的低位水平（%）	14
图 17：央行 2018 年增加再贷款和再贴现额度共 3000 亿元支持小微和民企融资	15
图 18：18 年年中以来，企业新增贷款中票据融资占比较高（亿元）	16
图 19：从以往来看，宽信用周期中票据融资往往会大幅增长（亿元）	17

图 20: 自 18 年年中以来, 票据融资及票据总规模均明显增长 (亿元)17

图 21: 银行家调研之贷款需求指数在 08Q4-09Q2 及 16Q4-07Q2 时期快速上升 (%) ...18

图 22: 票据融资占比指标领先于社融增速 (亿元)18

图 23: 名义 GDP 增速与票据融资 (后移 12 个月) 走势吻合度较高 (亿元)19

图 24: 票据融资指标领先名义 GDP 增速 1-2 年 (亿元)19

图 25: 04 年以来, 票据融资及国债收益率走势大多相反.....20

表 1: 银行承兑汇票承兑业务风险加权资产计算举例 (万元) 8

1. 票据源于支付，兼具融资功能

谈及票据，古有唐朝的“飞钱”，宋代的“便钱”和“交子”。古代钱币多以金银铜等金属铸造，贸易繁荣之时，随身携带大量钱币多有不便，类似“飞钱”等票证便逢时而生，其出现有其必然性。而望眼海外，早在 1698 年英国便出台了《票据支付法》，随后数百年里票据作为支付工具大放异彩，并逐步衍生出融资功能。

按照现代定义，票据是由出票人签发的、约定自己或委托付款人在见票时或指定日期向收款人或持票人无条件支付一定金额的**有价证券**。显而易见，票据是一种有价证券，强调无条件支付。票据可分为汇票、本票和支票，而汇票又可分为银行汇票和商业汇票。*由于本文重点论述商业汇票，若无特别强调，本文所指票据为商业汇票。*

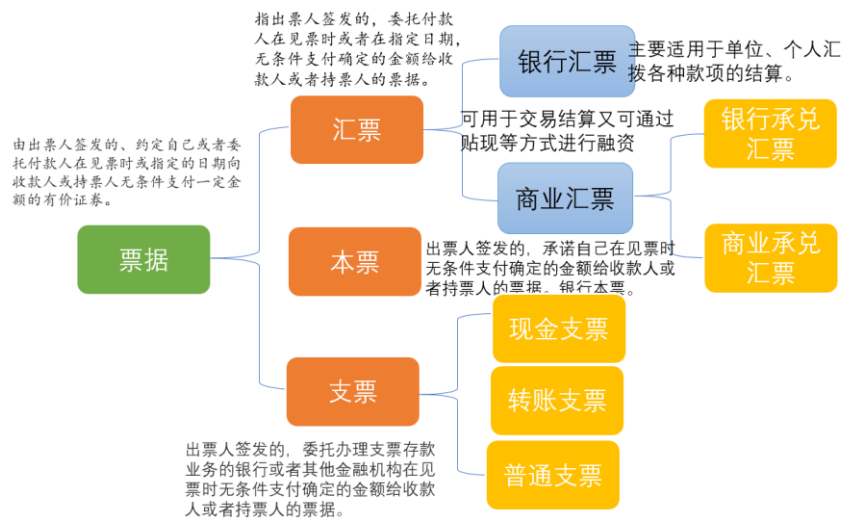
票据兼具支付功能和融资功能。票据不仅是社会经济主体经常使用的非现金支付工具，也是企业的重要融资工具，还是传导央行再贴现等货币政策的重要载体。

1.1. 厘清票据基础概念

依照《票据法》之定义，票据是由出票人签发的、约定自己或委托付款人在见票时或指定日期向收款人或持票人无条件支付一定金额的有价证券。**依其定义，票据是有价证券，强调的是无条件支付，见票付款或指定日期付款。**

票据可分为**汇票、本票和支票**，而**汇票又可分为银行汇票和商业汇票**。支票在日常支付中相对常见。银行汇票是汇款人将款项交存当地银行，由银行签发给汇款人持往异地办理转帐结算或支取现金的票据。银行本票是银行签发的，承诺自己在见票时无条件支付确定的金额给收款人或者持票人的票据。随着现代支付结算系统及网银和手机银行等的发展，银行本票及银行汇票使用频次或降低。

图 1：票据的主要类型



资料来源：《票据法》，央行官网，天风证券研究所

商业汇票根据承兑人的不同，可以分为银行承兑汇票（简称“银票”）和商业承兑汇票（简称“商票”）。银行承兑汇票是指申请人签发的，由承兑银行承兑，保证在指定日期无条件支付确定金额给收款人或持票人的商业汇票。而商业承兑汇票则是由银行以外的付款人承兑。

而商业汇票根据媒介的不同又可分为纸质商业汇票和电子商业汇票。**纸质商业汇票一般期限不超 6 个月，电子商业汇票期限则不超 12 个月，期限更长。随着央行的力推及上海票据交易所的成立，电票已经成为主流。**依据上海票据交易所之数据，2018 年商业汇票承兑发生额 18.27 万亿元，其中，电票承兑发生额达 17.19 万亿元，占比 94.1%。

图 2：商业承兑汇票票样



资料来源：票交所，天风证券研究所

图 3：银行承兑汇票票样



资料来源：票交所，天风证券研究所

1.2. 贴现、转贴现和再贴现

企业基于真实的贸易关系，可以签发商业汇票进行支付，发挥票据的支付功能；票据可以背书转让、贴现和转贴现，主要发挥票据的交易及融资功能。票据签发、承兑及直贴主要涉及银行信贷部门，如分行公司部及支行等，转贴现则主要涉及银行的同业部门，金融市场部为主，部分银行在总行设立票据部作为总行一级部门。

依据《电子商业汇票业务管理办法》（中国人民银行令【2009】第2号），贴现、转贴现及再贴现被定义为：

贴现（直贴）是指持票人在票据到期日前，将票据权利背书转让给金融机构，由其扣除一定利息后，将约定金额支付给持票人的票据行为。

转贴现是指持有票据的金融机构在票据到期日前，将票据权利背书转让给其他金融机构，由其扣除一定利息后，将约定金额支付给持票人的票据行为。

再贴现是指持有票据的金融机构在票据到期日前，将票据权利背书转让给中国人民银行，由其扣除一定利息后，将约定金额支付给持票人的票据行为。

票据贴现可以看作是银行以购买未到期银行承兑汇票的方式向企业发放贷款。**贴现是银行及其他金融机构（如财务公司）向企业提供资金，转贴现是商业银行向其他商业银行提供资金，而再贴现是央行向银行及其他金融机构提供资金。**

强调真实的交易或债权债务关系。依据《电子商业汇票业务管理办法》，“持票人申请贴现时，应向贴入人提供用以证明其与直接前手间真实交易关系或债权债务关系的合同、发票等其他材料，并在电子商业汇票上作相应记录，贴入人应负责审查。电子银行承兑汇票的出票人应向承兑金融机构提交真实、有效、用以证实真实交易关系或债权债务关系的交易合同或其他证明材料，并在电子商业汇票上作相应记录，承兑金融机构应负责审核。”

再贴现为重要货币政策工具，存量规模不大

再贴现涉及基础货币的吞吐，与存款准备金及公开市场业务并为央行控制货币供应量的三大传统货币政策工具。再贴现利率由央行制定、发布和调整，它是根据国家信贷政策规定的，在一定程度上反映了央行的政策意向，属于法定利率范畴。根据《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理暂行办法》之规定，再贴现的期限最长不超过4个月，再贴现利率属于短期利率范畴。

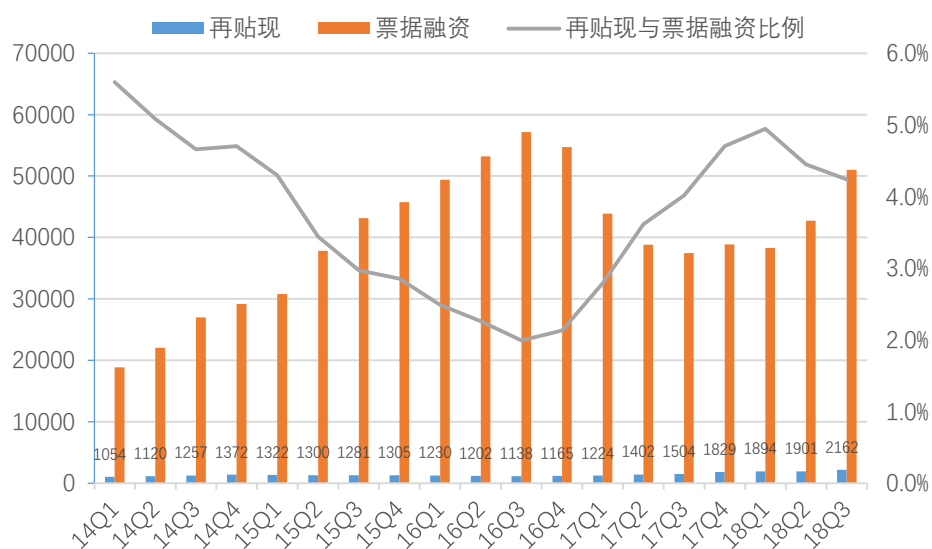
再贴现利率的或升或降，预示着货币当局政策走向的紧与松，与公开市场操作利率、存贷款基准利率的调整一起，互相强化引导市场预期和调节资金供求的政策效果，影响市场参与者的行为，并直接调控货币供应量。不过，人行已经多年未调整再贴现利率，其重要性

有所下降。

再贴现具有调节信贷投向功能。信贷结构失衡主要体现在国有及大中型企业较易获取信贷资金，民营及小微企业较难获取信贷资金；再贴现可以根据产业政策的要求，有选择地进行融资，调节商业银行行业信贷投放方向，抑制商业银行对落后产能、受限行业等领域的信用扩张欲望，引导信贷资金理性投放，实现调节信贷结构的目的。

再贴现存量规模不大。截至 18 年 9 月末，再贴现余额 2162 亿元，较 14 年 3 月末的 1054 亿元翻倍，但与同期票据融资的比例仅 4.2%，存量规模不大。

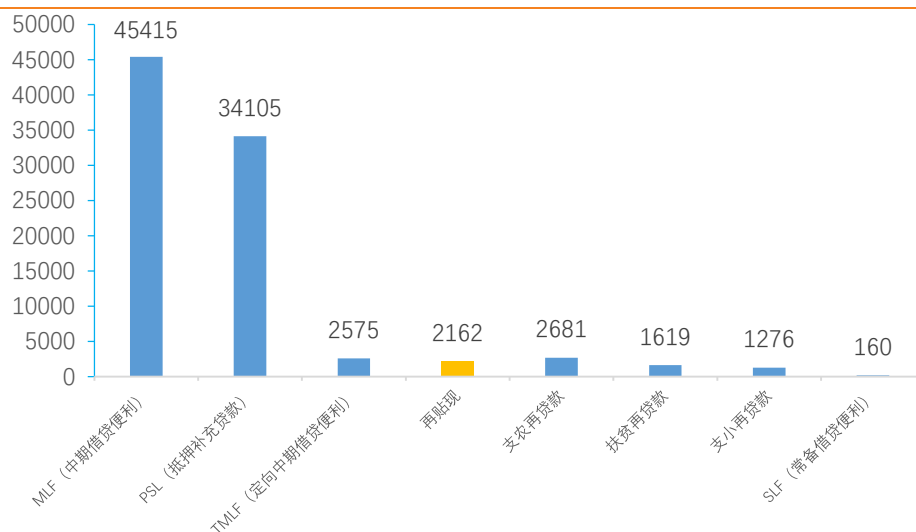
图 4：央行再贴现规模相对小，18Q3 与票据融资比例仅 4.2%（亿元）



资料来源：央行《货币政策执行报告》，WIND，天风证券研究所

相较于其他货币政策工具，再贴现有较大增长空间。截至 19 年 1 月末，MLF 余额达 45415 亿元，PSL 余额达 34105 亿元，高出 18 年 9 月末再贴现规模一个量级。2018 年，为有效发挥再贴现促进结构调整、引导资金流向的作用，改善小微企业和民企融资环境，人行先后两次增加再贷款和再贴现额度 1500 亿元，合计 3000 亿元。

图 5：再贴现规模相对较小，未来空间大（亿元）



资料来源：央行《货币政策执行报告》，央行官网，天风证券研究所

NOTE：再贴现及各类再贷款为 2018 年 9 月末数据，其余为 2019 年 1 月末数据。

在经济面临较大下行压力及国家大力支持民企及小微企业融资的当下，我们认为，再贴现政策大有可为，再贴现规模有望大幅增加。

1.3. 票据的资本占用、与信贷之关系及盈利模式

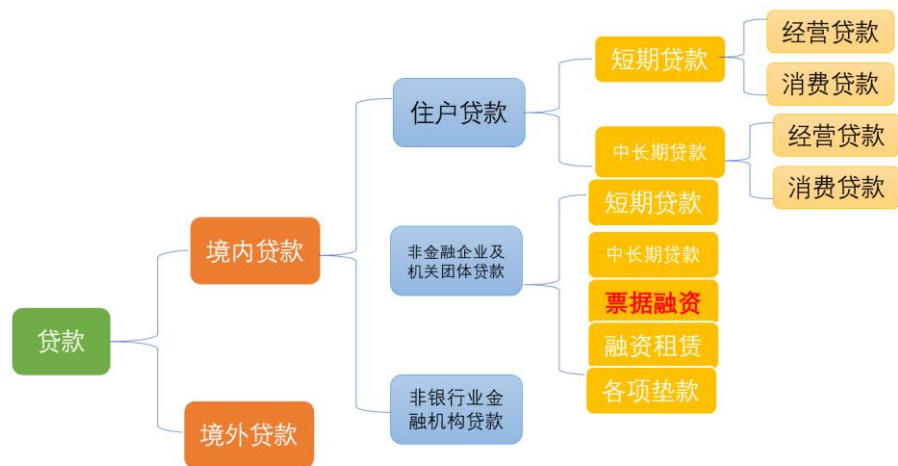
票据融资计入信贷，信贷规模的“调节器”

企业签发商业承兑汇票是企业信用，银行承兑汇票则依靠银行信用，企业信用与银行信用有所不同，市场一般更加信任银行。目前，票据融资主要是银行承兑汇票的贴现（直贴）或转贴现；商业承兑汇票贴现占比较低。

票据承兑为银行表外业务，票据贴现则为表内资产业务。举例：企业 A 找商业银行签发银行承兑银行汇票 1 亿元，支付给企业 B 购进原材料，若持票人-企业 B 不急需钱，可等银行承兑汇票到期（电票期限一般不超 12 个月）获得 1 亿元资金。**票据承兑，对于承兑银行而言是或有义务，并不体现在银行资产负债表上，为表外项目；**银行承兑汇票到期前，企业 A 应将除保证金外的剩余金额打入银行账户，到期日承兑银行将该账户的 1 亿元支付给持票人。若银票到期后，企业 A 并未将剩余款项转入，则企业 A 构成违约，承兑银行需先行垫付款项，形成垫款，计入贷款，且为逾期贷款。若企业 B 若急需资金，可将收到的 1 亿元银行承兑汇票到银行贴现，贴现行支付给企业 B 扣除贴现利息后的金额（低于 1 亿元），该笔业务涉及贴现银行向企业 B 融出资金，体现为银行资产，**票据贴现为银行表内业务。**

票据融资计入信贷。依据 96 年出台的《贷款通则》之规定：“票据贴现，系指贷款人以购买借款人未到期商业票据的方式发放的贷款”，既为贷款，商业银行对企业的票据贴现业务理应纳入贷款范畴。此外，人行 97 年下发的《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理暂行办法》（银发【1997】216 号）规定：“贴现行应将贴现、转贴现纳入其信贷总量，并在存贷比例内考核”。票据业务的贴现和转贴现被明确纳入信贷。当前，在央行信贷统计口径下，票据融资是非金融企业及机关团体贷款的组成项目，纳入贷款总量。

图 6：央行统计口径下，贷款分类情况



资料来源：央行官网，天风证券研究所

简而言之，**票据承兑是银行表外业务，票据融资为银行表内业务，计入信贷规模。**银行承兑汇票签发后，在到期前，若不贴现，则统计在社融的未贴现银行承兑汇票之中；若贴现，则统计在信贷的票据融资中。

票据具有信贷规模“调节器”功能。银行承兑汇票代表银行信用，市场接受度较高，具有良好的流通性，票据贴现纳入银行信贷规模，衍生出了票据资产的信贷规模调节功能。现实中，票据经常被商业银行当做资产摆布的工具，以满足各项监管指标的要求，包括存贷比指标、流动性指标、信贷规模指标等。

一般来说，当企业融资需求不足、信贷额度充足时，银行会通过增加票据融资先把额度占上，待融资需求强劲、信贷额度紧缺时，可以通过减少票据融资来腾挪信贷额度，以增加

一般企业贷款投放。

票据业务的资本占用（权重法）

票据承兑业务，按照《商业银行资本管理办法》，承兑业务属于表外项目，等同于贷款的授信按 100%风险权重计算。由于银行承兑汇票通常有保证金要求，实际资本占用通常低于一般贷款。

如国内某商业银行向一家进出口贸易企业开出金额 100 万元的人民币银行承兑汇票。该行对这笔银行承兑汇票计提 1 万元减值准备。该企业向银行缴纳保证金 20 万元，以该银行面额为 30 万元的存单、我国商业银行发行的面额价值为 10 万元剩余期限 5 个月的债券、我国铁道部发行的面值 10 万元的债券作为抵质押品。该笔银行承兑汇票的风险加权资产的计算方法如下：

商业银行对企业开出银行承兑汇票，对应在“1.等同于贷款的授信业务”下的“1.1 银行承兑汇票”。同时还计提了 1 万元的减值准备。根据该表外项目交易主体或担保主体风险权重，确定相应风险权重所对应的账面金额。对该表外业务 99 万元分析如下：

保证金 20 万元：风险权重为 0%，对应的风险敞口为 20 万元；

该银行面额为 30 万元的存单：风险权重为 0%，对应的风险敞口为 30 万元；

我国铁道部发行面值 10 万元的债券：风险权重为 20%，对应风险敞口为 10 万元；

我国商业银行面值为 10 万元的债券：风险权重为 25%，对应的风险敞口为 10 万元；

剩余对该贸易企业的风险敞口是：99-20-30-10-10=29 万元。

该笔 100 万元银行承兑汇票的风险加权资产为 33.5 万元。

表 1：银行承兑汇票承兑业务风险加权资产计算举例（万元）

项目	转换前资产	转换系数	转换后风险暴露	减值准备	风险暴露净值	风险权重	风险加权资产	保证金	银行存单	国债
1.等同于贷款的授信业务	100		100	1	99		33.5	20	30	
1.1 银行承兑汇票	100		100	1	99		33.5	20	30	
1.1.1 风险权重为 0%	50	100%	50		50	0%	0			
1.1.2 风险权重为 20%	10	100%	10		10	20%	2			
1.1.3 风险权重为 25%	10	100%	10		10	25%	2.5			
1.1.4 风险权重为 50%		100%				50%				
1.1.5 风险权重为 75%		100%				75%				
1.1.6 风险权重为 100%	30	100%	30	1	29	100%	29			
1.1.7 风险权重为 150%		100%				150%				

资料来源：银监会《商业银行资本管理办法》，银监会《表外信用风险加权资产计算表（权重法）》，天风证券研究所

票据贴现业务区分银票还是商票，银票贴现资本占用较低，而商票较高。银行承兑汇票贴现业务实际上是对银行的风险暴露，按照普通商业银行债权计算风险权重。依据银监会《商业银行资本管理办法》之规定，“商业银行对我国其它商业银行债权的风险权重为 25%，其中原始期限 3 个月以内（含）债权的风险权重为 20%。”因而，银行承兑汇票贴现的风险权重为：原始期限 3 个月以上 25%，三个月（含）以内为 20%。商业承兑汇票是由银行以外的企业承兑，其贴现是对一般企业的债权，风险权重为 100%；若为符合条件的小微企业，风险权重为 75%。

对于买/卖断式转贴现业务，买断行买入的票据贷记贴现资产，按照 25%（三个月以上）和 20%（三个月以内）两种比例来计算。对于卖断行而言，由于“信用风险仍在银行的资产销售与购买协议，信用风险转换系数为 100%”，由于票据是通过背书转让的，所有背书人都有被追索的可能性，风险并未完全转让，因此卖断行还需计提与买入时相同的风险加权资产，即风险权重为 20%或 25%。

对于票据卖出回购和买入返售业务，风险加权资产计算与买/卖断式转贴现业务一致，资金融出行（买入返售方）对返售资产按原始期限 3 个月以上的普通商业银行债权计算风险权重，比例为 25%，三个月以内票据则按照 20%计算加权风险资产。资金融入行（卖出回购方）的风险资产权重不变。票据买入返售和卖出回购方都计提同样的加权风险资产。

《商业银行资本管理办法》规定，“商业银行对我国政策性银行债权的风险权重为 0%”，即商业银行对政策性银行的票据交易项下的债权在计量风险加权资产时风险权重可计为 0。

票据业务的盈利模式

商业银行票据业务盈利的主要来源是银行承兑汇票手续费收入、票据贴现利息收入和转贴现、回购价差收益。此外，银行承兑汇票签发一般要求签发企业存入一定比例的保证金，信用风险低于一般企业贷款，票据承兑手续费率虽低，但可给银行带来存款，综合收益较好。而银行贴现资本占用较低，且实质为对其他银行的风险暴露，信用风险低。

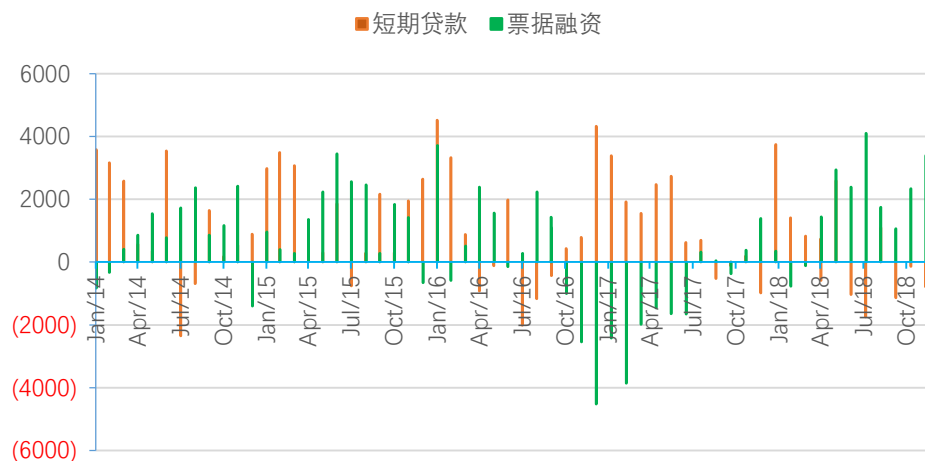
1.4. 票据融资与票据融资利率

票据融资与企业短期贷款存有一定替代关系

票据融资，顾名思义，是持票人通过票据进行资金融通的行为。票据贴现融资，是指票据持有人在资金不足时，将商业汇票转让给银行，银行按票面金额扣除贴现利息后将余额支付给收款人的一项银行授信业务，是企业为加快资金周转促进商品交易而向银行提出的金融需求。票据一经贴现便归贴现银行所有，贴现银行到期凭票直接向承兑银行收取票款。

票据融资与企业短期贷款存有一定的替代关系。电子银行承兑汇票期限不超 1 年，而短期贷款期限在 1 年及以内，短期贷款主要是流动资金贷款。票据融资与短期贷款均主要为满足企业日常经营需要，两者存有一定的替代关系。而票据融资经常作为商业银行信贷规模调节工具，其走势受此影响较大。如 2017 年上半年，经济复苏之下，企业信贷需求旺盛，票据融资被明显压缩。又如，2018 年下半年，经济下行之下，企业有效信贷需求一般，票据融资大幅增长，而同期企业短期贷款负增长。

图 7：企业短期贷款与票据融资每月增量情况（亿元）

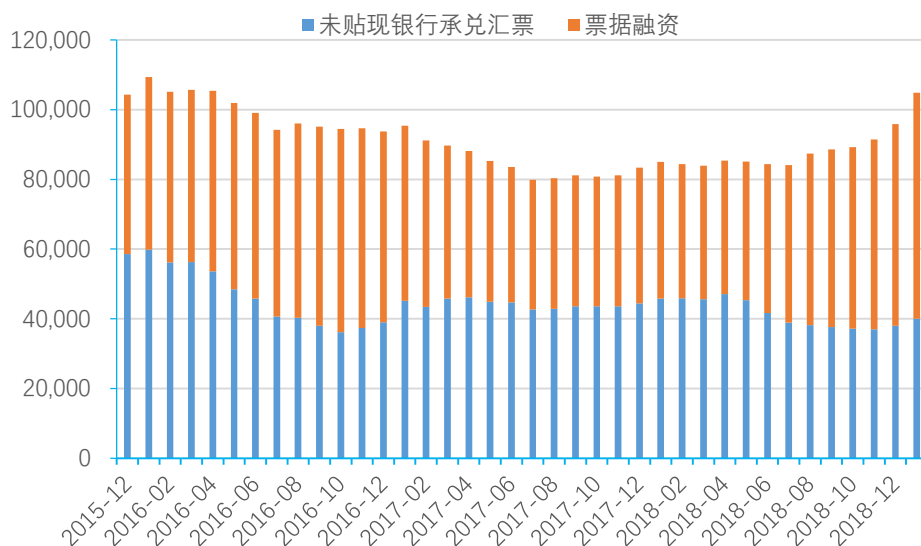


资料来源：WIND，天风证券研究所

未贴现银行承兑汇票指一定时期末企业签发的银行承兑汇票未到金融机构进行贴现融资的余额，统计在社融的表外融资里。

银行承兑汇票签发后到期之前，若未贴现，体现为未贴现银行承兑汇票；贴现后，则体现在票据融资里，未贴现银行承兑汇票相应下降。18年4月-11月期间，未贴现银行承兑由4.71万亿大幅下降至3.30万亿；同期，票据融资余额由3.83万亿大增至5.44万亿。而自18年8月以来，票据融资与未贴现之和持续增长，预计19年1月末达10.5万亿。

图8：票据融资与未贴现银行承兑汇票（亿元）



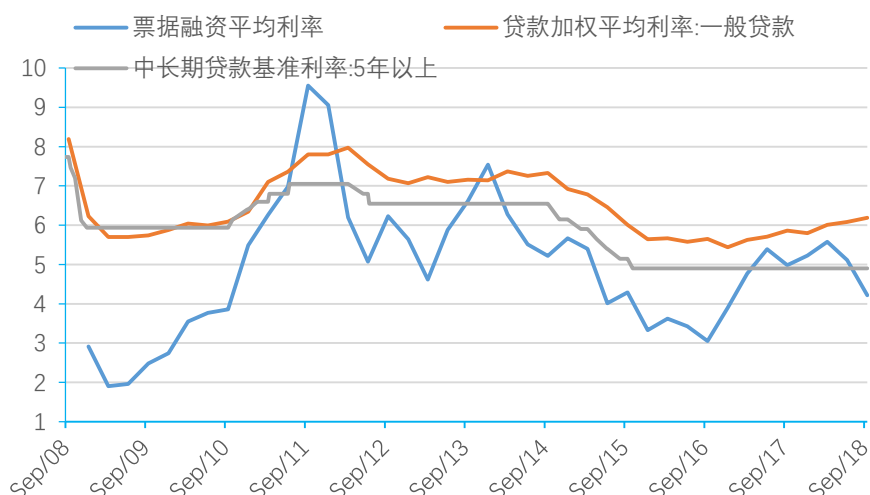
资料来源：WIND，天风证券研究所

预计 18Q4 开始企业一般贷款利率逐步回落

票据融资由于风险及资本占用低于一般企业贷款，其利率也一般低于一般贷款利率。依据央行定期发布的季度货币政策执行报告，过去 10 年间，票据融资利率一般明显低于企业一般贷款利率；且票据融资利率走势领先于一般贷款。如 09Q2-12Q4 期间，票据融资利率自 09Q3 开始明显上升，此后 09Q4 开始企业一般贷款利率开始明显回升；票据融资利率自 11Q4 开始大幅下降，而企业一般贷款利率自 12Q2 才开始显著下降。

自 18Q2 开始票据融资利率明显下行，票据融资利率走势领先企业一般贷款 2 个季度左右，我们预计自 18Q4 开始企业一般贷款利率见顶回落。

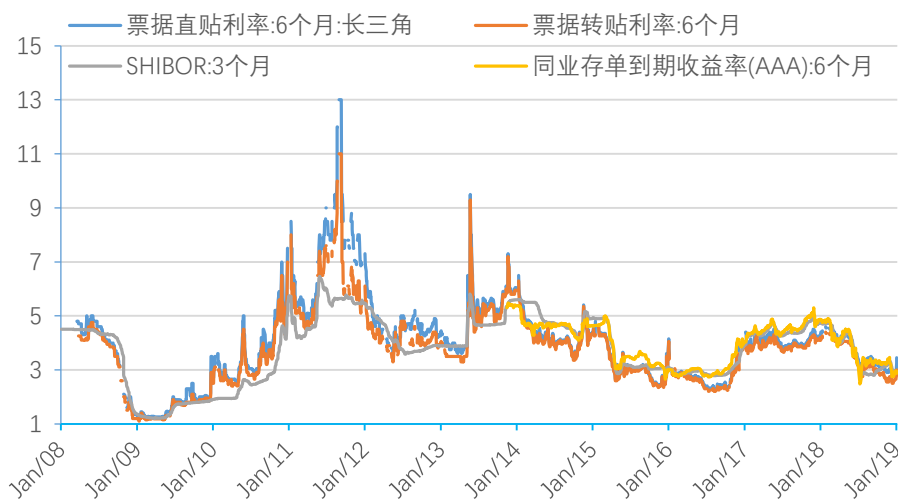
图9：票据融资利率一般低于企业一般贷款平均利率，且走势领先（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

票据贴现利率与货币市场利率走势高度一致。票据贴现或转贴现期限不超 1 年，为短期限利率，且资本占用低风险较低，其利率也是货币市场利率重要组成部分。以 6 个月长三角直贴利率及转贴利率来看，其走势与期限 3 个月的 SHIBOR 利率及 6 个月同业存单到期收益率(AAA)高度一致。

图 10: 票据贴现利率与货币市场利率走势高度一致 (%)



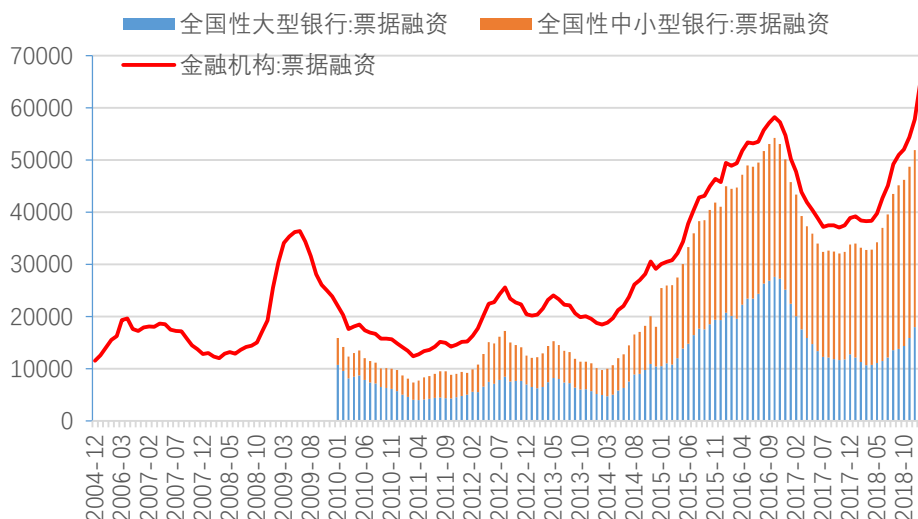
资料来源: WIND, 天风证券研究所

我们认为，无论是票据贴现还是银行承兑汇票都是金融机构服务实体经济的重要方式。未贴现银行承兑汇票尽管是银行表外业务，不涉及银行融出资金，不计入贷款，但其本质上是利用银行信用来促进商业活动的进行。而票据融资与短期贷款一样，是满足企业日常经营资金需求，且票据融资成本较低，有利于降低实体经济融资成本。

2. 票据融资大增之原因探讨

票据融资规模大增。自 18 年 4 月末以来，票据融资规模持续大增，19 年 1 月末票据融资规模预计高达 6.48 万亿元，突破前期高点，较 18 年 4 月末大幅增加 2.65 万亿元。18 年 4 月末-12 月末期间，中小行票据融资增加了 1.18 万亿元，大型银行增加了 0.72 万亿元。

图 11: 自 18 年年中以来，票据融资规模快速增长 (亿元)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

NOTE: 大型银行为国有五大行及国开行、邮储银行; 中小型银行为 2008 年末本外币资产规模低于 2 万亿元的银行。

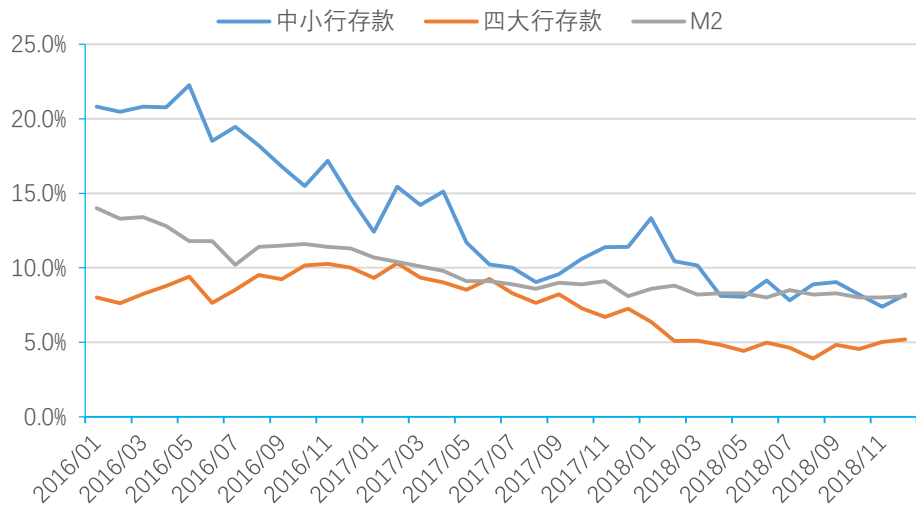
那么，18 年年中以来，票据融资规模持续大增，究竟是为何呢？

我们认为，本轮票据融资大增是新一轮信用宽松周期的开启。18 年年中以来，票据融资规模大增，论其原因，主要是 1) 存款压力之下，银行引导企业转向票据融资；2) 经济下行之下，信贷额度宽松而企业有效信贷需求不旺盛，银行加大票据融资力度；3) 单户授信 1000 万以下小微企业贷款“两增两控”考核之下，银行倾向于利用票据融资来帮助达成考核要求；4) 央行持续增加再贴现额度，通过再贴现引导银行加大对小微及民企的融资支持；5) 金融科技及产业链金融的发展。

2.1. 存款压力之下，银行引导企业转向票据融资

中小行一般存款压力大。自 2016 年初以来，受去杠杆等因素影响，M2 增速持续下行；而同期商业银行存款增速亦大幅下行。中小行“一般存款”（境内各项存款-结构性存款-非存款类金融机构存款）增速下行更加显著：过去 3 年中，中小行“一般存款”增速由 16 年初的 20% 以上锐减至 18 年末的 8.2%；大行则由 16 年初的 7% 以上下行至 18 年末的 5.2%。

图 12：16 年初以来，中小行“一般存款”增速大幅下行



资料来源：WIND，天风证券研究所

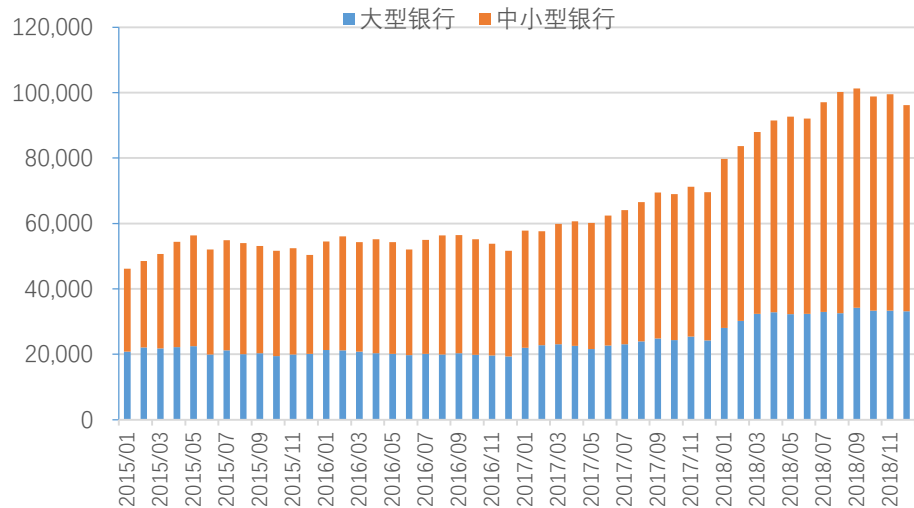
NOTE：此处的“一般存款”=境内各项存款-结构性存款-非存款类金融机构存款。

中小行为 2008 年末本外币资产规模低于 2 万亿元的银行，不包括国有五大行、邮储银行和国开行。

结构性存款规模大增表征银行存款压力大。结构性存款成本高，成本仅次于保险协议存款，期限相对较短。在“同业负债（剔除结算性同业存单，但含同业存单）占比不超 1/3”等监管约束下，银行负债增长往往取决于存款增长。由于结构性存款计入存款，存款压力之下，银行倾向于发行高成本的结构性存款来做高存款，以支撑资产扩张。结构性存款实为“高息揽储”。

2018 年末结构性存款规模达 9.62 万亿元，全年增加 2.66 万亿元。其中，中小行 18 年全年结构性存款增加 1.77 万亿元，大行增加 8951 亿元。近年来“一般存款”增速大幅下行的中小行倾向于通过发行结构性存款来补充存款，缓解存款压力。

图 13: 近年来, 结构性存款规模大幅增长 (亿元)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

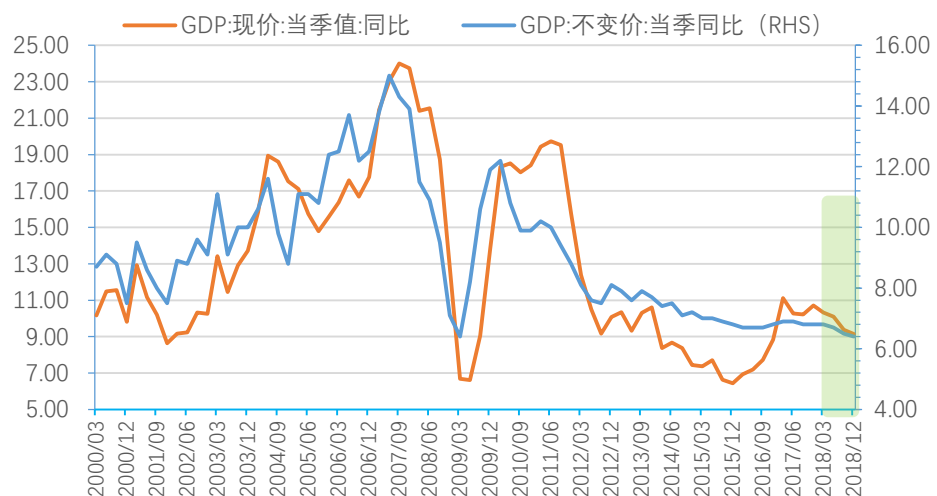
存款压力之下, 银行引导企业专项票据融资。由于银行承兑汇票一般有 30%-50% 保证金比例要求, 开立银行承兑汇票可为银行带来保证金存款。在存款之下, 股份行等银行倾向于引导企业通过票据来融资, 而对企业的票据贴现也可带来存款派生。18 年 4 月末-12 月末期间, 中小行票据融资增加了 1.18 万亿元, 大型银行增加了 0.72 万亿元。

此外, 18Q3 开始在经济明显下行压力之下, 监管政策逐步缓和, 货币政策愈加宽松, 以及上海票交所发挥越来越大的作用, 也为票据融资增长创造了良好的外部环境。

2.2. 经济下行之下, 有效信贷需求不旺盛及货币政策宽松

票据具有信贷规模“调节器”功能。银行承兑汇票代表银行信用, 期限较短, 市场接受度较高, 具有良好的流通性, 票据贴现纳入银行信贷规模, 衍生出了票据资产的信贷规模调节功能。一般来说, 当企业融资需求不足、信贷额度充足时, 银行会通过增加票据融资先把额度占上, 待融资需求强劲、信贷额度紧缺时, 可以通过减少票据融资来腾挪信贷额度, 以增加一般企业贷款投放。

图 14: 18Q3 以来, 经济下行较明显 (%)

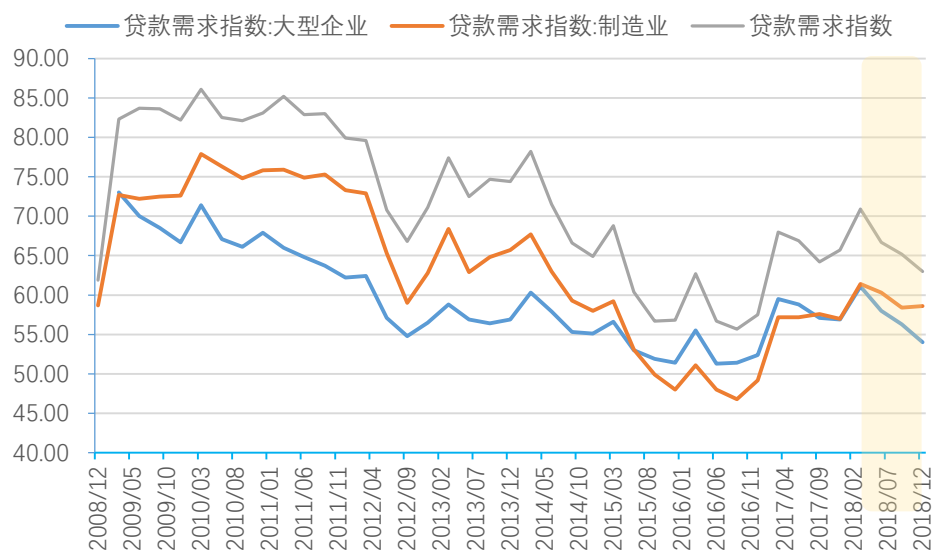


资料来源: WIND, 天风证券研究所

18 年下半年以来, 经济及贷款需求均下行较明显。18Q3 以来, 名义 GDP 增速由 18Q2 的 10.1% 下行至 18Q4 的 9.15%, 经济下行较为明显。而央行的银行家调研的贷款需求指数从

18Q1 的 70.9% 明显下降至 18Q4 的 63%。

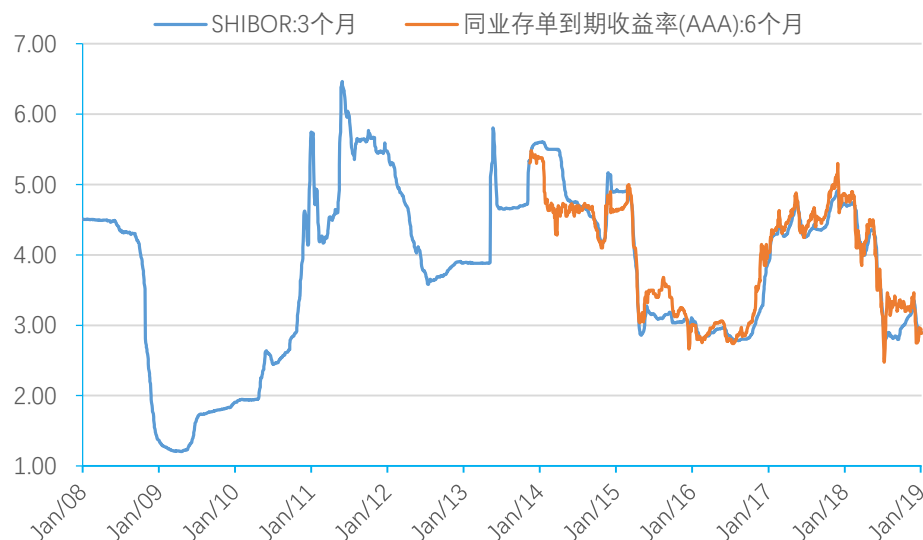
图 15: 18Q2 开始, 贷款需求指数下行明显 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

自 18Q3 以来, 在经济下行之下, 央行货币政策愈加宽松, 金融监管鼓励银行加大信贷投放, 信贷额度充裕, 货币市场利率降至 2016 年的低位水平。与此同时, 由于企业有效信贷需求减弱。在此背景下, 票据融资受到银行青睐, 票据贴现作为低风险业务在低市场利率的背景下作为生息资产可提升银行收益。

图 16: 18Q3 以来, 同业存单及 SHIBOR 利率已降至 2016 年的低位水平 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

2.3. 小微企业贷款考核推动银行加大小微票据融资

小微企业融资额问题历来是监管关注重点。银监会 2013 年设置了小微企业贷款“两个不低于”目标后, 2015 年又设定了“三个不低于”目标。银监会所指的小微企业贷款, 是指银行业金融机构投放的用于生产经营的小微企业和微型企业贷款以及个体工商户和小微企业主的个人经营性贷款。

针对单户授信 1000 万以下小微企业贷款提出“两增两控”考核要求。2018 年, 银监会下发《中国银监会办公厅关于 2018 年推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知》, 要

求在继续监测“三个不低于”、确保小微企业信贷总量稳步扩大的基础上，重点针对单户授信1000万元以下(含)的小微企业贷款，提出“两增两控”的新目标。所谓“两增”即单户授信总额1000万元以下(含)小微企业贷款同比增速不低于各项贷款同比增速，贷款户数不低于上年同期水平；“两控”即合理控制小微企业贷款资产质量水平和贷款综合成本，突出对小微企业贷款量质并重、可持续发展的监管导向。

央行扩大普惠金融贷款范围，激励银行加大小微企业贷款投放力度。2018年底，央行决定，自2019年起，将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于500万元”调整为“单户授信小于1000万元”，将小微企业贷款口径与银保监趋同。这有利于扩大普惠金融定向降准优惠政策的覆盖面，引导金融机构更好地满足小微企业的贷款需求，使更多的小微企业受益。

在单户授信1000万以下小微企业贷款“两增两控”监管考核之下，单户授信1000万以下小微企业贷款须不低于总体贷款增速。小微贷款本是风险较高的一类贷款，经济下行之下，银行风险偏好不高，部分银行小微贷款投放动力或不强。但在“单户授信1000万以下小微企业贷款须不低于总体贷款增速”的监管约束之下，银行或倾向于给小微企业做票据融资。票据融资计入贷款且风险低于一般贷款，有助于银行达成小微企业贷款“量”的要求以及人行普惠金融定向降准考核要求，票据融资利率较低能帮助银行达成小微贷款“价”的考核要求。

2.4. 再贴现等货币政策引导

再贴现具有调节信贷投向功能。信贷结构失衡主要体现在国有及大中型企业较易获取信贷资金，民营及小微企业较难获取信贷资金；再贴现可以根据产业政策的要求，有选择地进行融资，调节商业银行行业信贷投放方向，抑制商业银行对落后产能、受限行业等领域的信用扩张欲望，引导信贷资金理性投放，实现调节信贷结构的目的。

2018年，为改善小微企业和民营企业融资环境，人民银行在6月和10月分别增加了再贷款和再贴现额度1500亿元，现决定在此基础上，再增加再贷款和再贴现额度1500亿元，发挥其定向调控、精准滴灌功能，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放。

图 17：央行 2018 年增加再贷款和再贴现额度共 3000 亿元支持小微和民企融资



资料来源：央行官网，天风证券研究所

再贴现存量规模不大。截至18年9月末，再贴现存余额2162亿元，较14年3月末的1054亿元翻倍，但与同期票据融资的比例仅4.2%，存量规模不大。

再贴现利率仅2.25%，成本较低，在央行加大再贴现额度以支持小微及民企融资等政策引

导下，银行加大票据贴现力度，尤其是针对小微及民企的票据贴现。

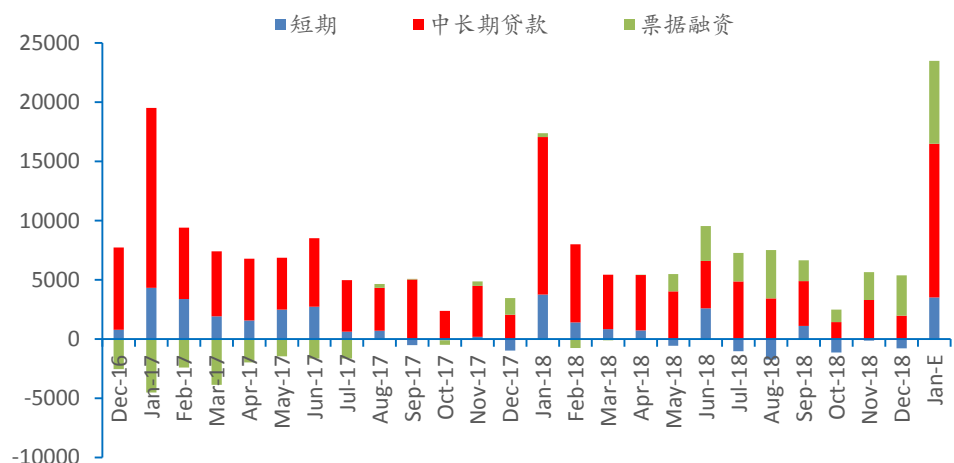
2.5. 金融科技及产业链金融的发展

随着金融科技发展，新技术不断应用于产业链、供应链融资，在人行和上海票交所的推动之下电票逐步普及，商业汇票的签发、承兑、贴现等变得更加便捷、安全。商业银行发力围绕核心企业的供应链和产业链金融，大型优质核心企业签发的电子商业承兑汇票在其产业链上下游的流通转让变得频繁，辅以商业银行给予核心企业的授信、保贴额度，电子商业承兑汇票明显增长，并带动票据承兑签发和直贴量显著增长。

3. 票据融资大增，开启新一轮宽信用周期

近期，部分市场人士过于关注信贷结构而忽视信贷总量的变化，因票据融资多就认为信贷需求差，宽信用宽不起来，经济或持续明显下行。然而，票据融资也是金融支持实体经济融资的重要方式，满足了企业日常经营资金需求。大可不必过于关注信贷结构而对总量变化置若罔闻。

图 18：18 年年中以来，企业新增贷款中票据融资占比较高（亿元）



资料来源：央行官网，天风证券研究所

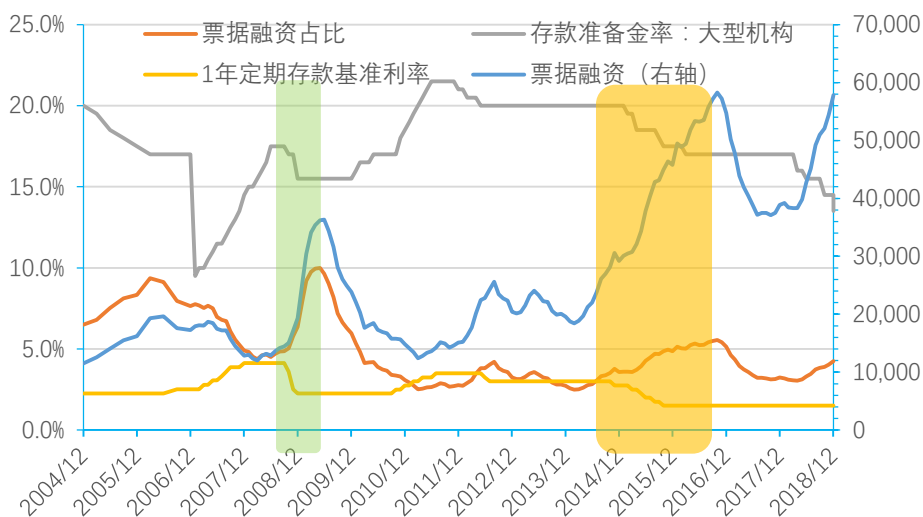
以史为鉴，宽信用周期的开端往往是票据融资大增。当前，货币政策愈加宽松，信贷额度充裕，监管协调解决银行资本问题，信贷投放的主要制约是有效信贷需求。但信贷需求并非一成不变，况且当前信贷需求也是好于 2015 年的，随着政策逐步发力，信贷需求也完全可能好转。

我们认为，18 年 5 月以来票据融资规模大增，象征着新一轮宽信用周期的开启。从过往 15 年来看，票据融资占比是社融增速的领先指标，票据融资领先经济指标 1-2 年。

3.1. 以史为鉴，票据融资在宽松周期往往大幅增长

票据融资在宽松周期往往大幅增长。从过去 15 年来看，在几轮以降息降准为代表的宽松周期中，票据融资往往率先大幅增长。如 08 年全球金融危机中，08 年 10 月降准 50BP，降息 54BP，开启连续降准降息周期，而 08 年 7 月开始票据融资就明显增长，票据融资大增早于降息降准。在 08 年 6 月-09 年 12 月这轮宽松周期中，票据融资从 08 年 6 月的 1.29 万亿大增至 09 年 6 月的 3.64 万亿，10 年 1 月加准 50BP 宣告了这轮宽松周期的结束。

图 19：从以往来看，宽信用周期中票据融资往往会大幅增长（亿元）

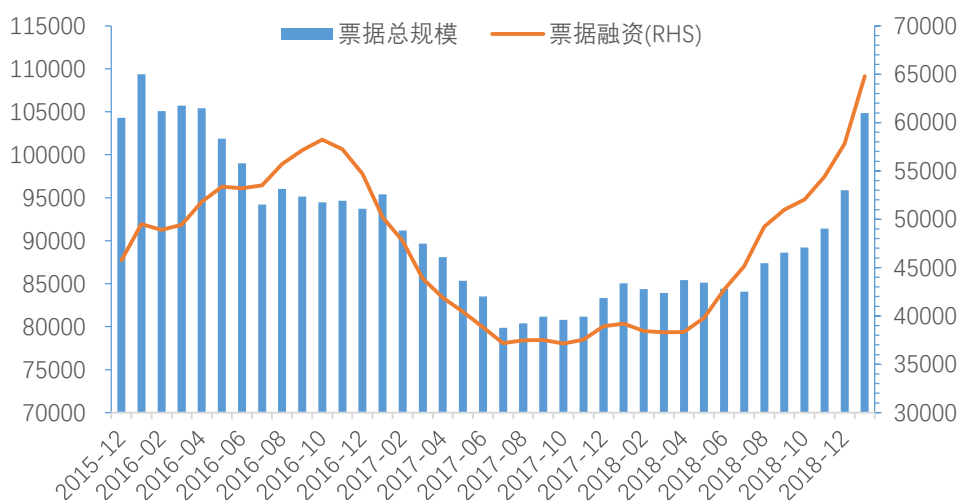


资料来源：WIND，天风证券研究所

NOTE：图中青色及淡黄色阴影时期连续多次降息及降准，为宽信用时期。

当前处于新一轮宽松周期。18年4月，央行降准100BP开启了新一轮降准周期，也是新一轮宽松周期的开启。票据融资具有利率低、申请便利等好处，是中小企业重要融资来源。自18年4月末以来，票据融资规模持续大增，19年1月末票据融资规模预计高达6.48万亿元，突破前期高点，较18年4月末大幅增加2.65万亿元。在票据融资大增的同时，票据总规模亦显著增长，未贴现银行承兑汇票亦能正增长。

图 20：自 18 年年中以来，票据融资及票据总规模均明显增长（亿元）

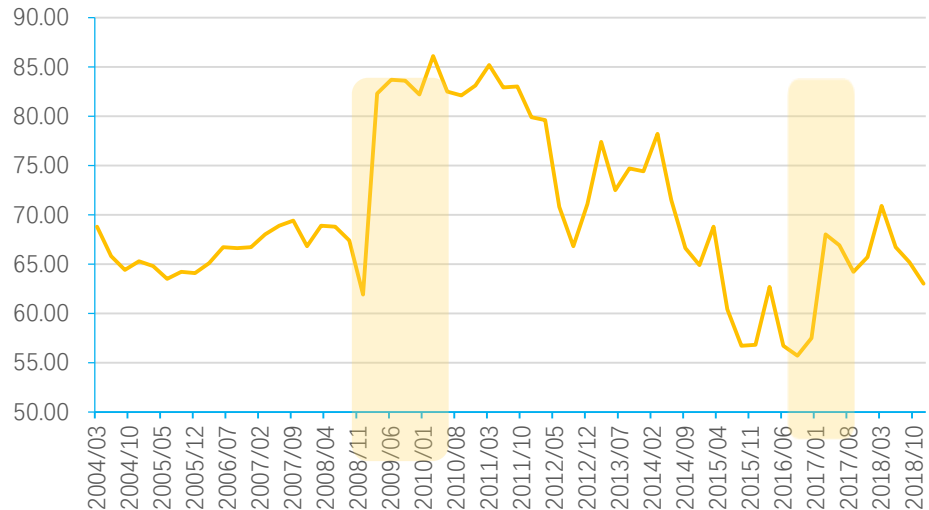


资料来源：WIND，天风证券研究所

NOTE：票据总规模在此被指票据融资与未贴现银行承兑汇票之和。

信贷需求未来可能好转。在货币政策愈加宽松之时期，信贷额度充裕，监管协调多渠道解决银行补充资本问题，制约银行信贷投放主要是有效信贷需求。信贷需求是动态变化的，并非固定的，求并非一成不变的，况且当前信贷需求也是好于2015年的。随着政策逐步发力，信贷需求也完全可能好转。如08年金融危机时期，“四万亿”等政策出台后，09Q1贷款需求跃升。又如，07年上半年信贷需求同比亦有明显上升。

图 21：银行家调研之贷款需求指数在 08Q4-09Q2 及 16Q4-07Q2 时期快速上升（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

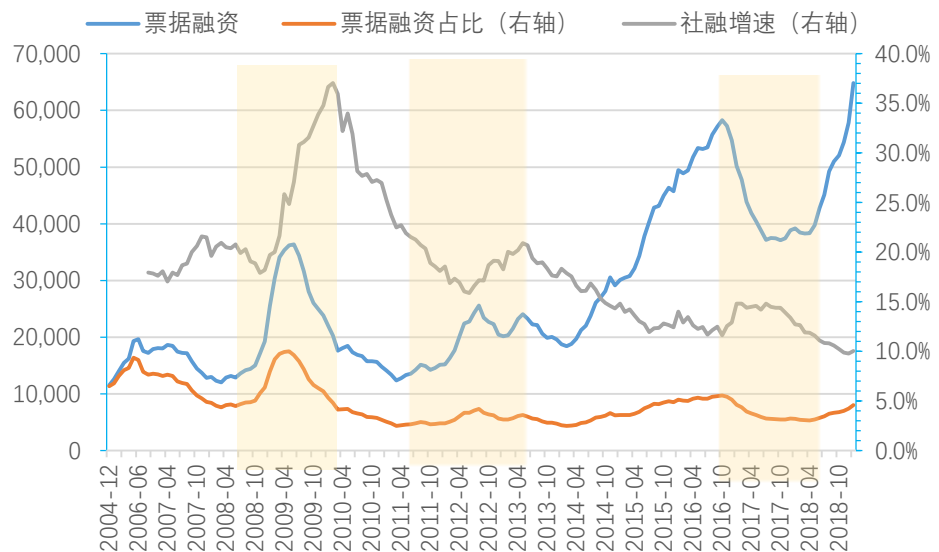
3.2. 票据融资占比指标领先于社融增速，票据融资领先经济 1-2 年

票据融资占比指标领先于社融增速。从过往 15 年来看，08 年 6 月-10 年 2 月期间，票据融资占比自 08 年 7 月开始持续上升并于 09 年 5 月见顶后逐步回落，而社融增速则 09 年 1 月开始逐步上升，并于 10 年 2 月见顶；票据融资占比指标较社融增速早 6 个月回升，早 8 个月见顶。又比如 16 年-17 年间，票据融资占比指标自 16 年 11 月开始下行，社融则自 17 年 3 月开始下行，领先 4 个月。

关于这一现象的内在逻辑，我们认为是，票据融资对政策变化非常敏感，政策变化会较快传导至票据融资，而传导到社融增速有一定的时滞，需等政策逐步发挥效果。

票据融资占比指标一般领先社融增速半年多。18 年 5 月开始，票据融资占比逐步上升，预计 19 年 1 月社融增速迎来回升。

图 22：票据融资占比指标领先于社融增速（亿元）



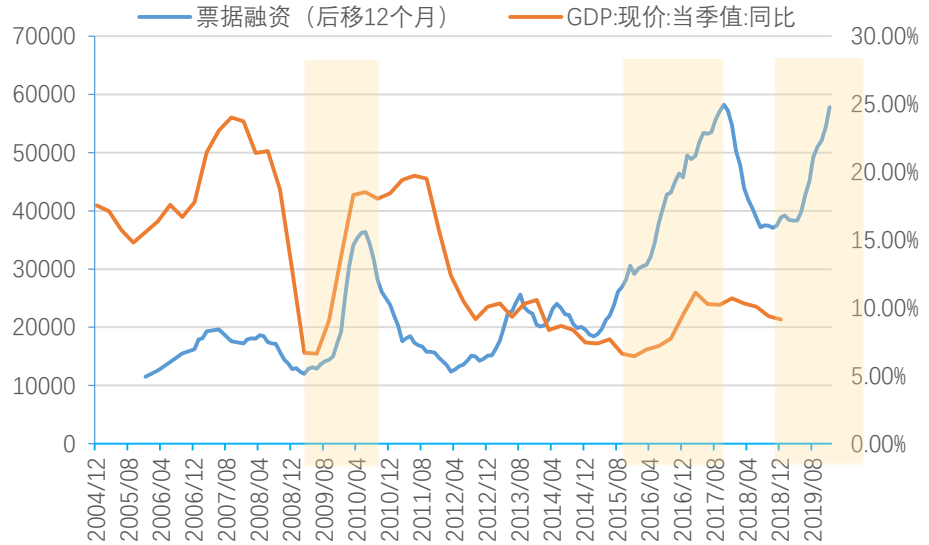
资料来源：WIND，天风证券研究所

NOTE：票据融资占比为票据融资余额与贷款余额之比例。

票据融资领先名义 GDP 增速 1-2 年。票据融资一般领先社融增速半年多，而社融增速领先名义 GDP 增速 1-2 个季度，票据融资领先名义 GDP 增速 1-2 年。从过往 15 年来看，

票据融资（后移 12 个月）与名义 GDP 增速走势吻合度较高，但依然相对领先。

图 23：名义 GDP 增速与票据融资（后移 12 个月）走势吻合度较高（亿元）

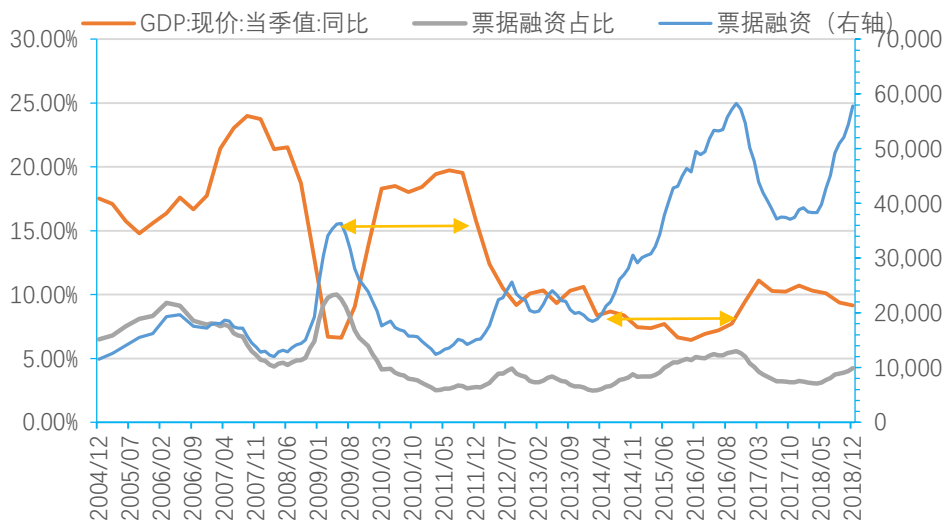


资料来源：WIND，天风证券研究所

NOTE：票据融资（后移 12 个月）即 T 年 X 月该指标为 T-1 年 X 月票据融资数据。

预计名义 GDP 增速 19 年年中企稳。票据融资自 18 年 4 月开始回升，而票据融资领先名义 GDP 增速 1 年多，预计名义 GDP 增速 19 年年中企稳。18Q3 开始，货币政策转向宽松，监管政策逐步缓和，监管引导银行加大信贷投放，协助解决银行资本问题。随着政策逐步发挥效果，社融增速预计 19 年 1 月迎来拐点，年中名义 GDP 增速有望企稳。

图 24：票据融资指标领先名义 GDP 增速 1-2 年（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

票据融资与国债收益率走势大多相反。过去 10 年中，票据融资规模走势与 10 年国债收益率大多相反。其内在逻辑预计是，政策宽松时，信贷额度充裕，票据融资容易增长，国债收益率下行；反之则反，政策紧缩时，票据融资下降，国债收益率上升。

图 25：04 年以来，票据融资及国债收益率走势大多相反



资料来源：WIND，天风证券研究所

4. 投资建议：经济或年中企稳，低估值下机会凸显

票据融资是金融支持实体经济融资的重要方式，满足了企业日常经营资金需求。大可不必过于关注信贷结构而对总量变化置若罔闻。以史为鉴，宽信用周期的开端往往是票据融资大增。我们认为，18 年 5 月以来票据融资规模大增，象征着新一轮宽信用周期的开启。从过往 15 年来看，票据融资占比是社融增速的领先指标，票据融资领先经济指标 1-2 年。

18Q3 开始政策转向宽松，随着政策逐步发挥效果，我们预计社融增速 19 年 1 月将迎来拐点，名义 GDP 增速或年中企稳。

我们认为，经济差，银行股不一定差，因为经历 2018 年下跌的银行股股价或已提前反映悲观预期。股价往往领先于经济。

资金面利好明显，支撑板块估值回升。一方面，19 年 MSCI 的 A 股纳入因子从当前 5%逐步提升到 20%，A 股纳入富时新兴市场指数，外资流入 A 股增量将较多，低估值高股息率的银行板块受益将显著；另一方面，1 月 28 日，银保监会称，“银保监会鼓励保险公司使用长久期账户资金，增持优质上市公司股票和债券”，银行板块一直以来受保险资金青睐，或将进一步受益。

当前银行（中信）指数 PB (lf) 估值仅 0.87 倍，不到 0.8 倍 19 年 PB，估值低。一方面，当前经济下行较快，上市银行业绩增速或略微下行；另一方面，政策加码，社融增速有望回升，经济年中或企稳，且资金面利好明显，支撑银行股估值修复。

个股方面，我们持续主推受经济下行影响小的零售银行龙头-平安和招行，看好低估值且基本面或有改善的光大、交行、兴业等，并关注低估值滞涨且业绩较好的江苏银行、贵阳银行和南京银行。

5. 风险提示

经济下行超预期导致资产质量显著恶化；贷款利率大幅下行等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com