



票据“去信贷化”

——完善票据市场宏观调控体系

Improving Macro-Controls for the Bill Market

李 泽

摘 要：票据的信贷属性长久以来备受市场争论，围绕信贷属性的创新曾为提高票据市场活跃度做出积极贡献，亦曾为操作风险聚集埋下隐患。时至今日，票据信贷属性仍然影响着票据市场运行的逻辑。本文从规模、利率、流动性三个维度分析票据属性对票据市场的影响，提出使票据资产脱离现有信贷相关宏观调控统计指标并建立完善票据市场宏观调控体系，进而对管理目标、设置原则、体系建设及其意义进行论述。

关键词：票据 信贷属性 宏观调控体系

Abstract: Credit attributes of bills have long been the subject of considerable debate. Product innovations around credit attributes have made positive contributions to improving bill market activity but have also led to an accumulation of operational risks. This paper analyzes the influence of bill attributes on the bill market in terms of market scale, interest rates and liquidity. It proposes a separation of bill assets from the existing credit-related macro-control statistical indicators as part of an improvement of the bill market macro-control system. The paper also discusses system construction and its overall significance.

Keywords: Bills, Credit Attributes, Macro-Control System

随着中国市场经济的高速发展，票据市场容量快速扩张，不仅满足了广大企业的支付需求、融资需求，更因其作为直接贯通信贷市场和同业市场的高流动性信贷资产，成为商业银行调节信贷指标的利器。票据资产所具有的信贷属性，使得票

作者单位：上海浦东发展银行天津分行。



据在交易层面具有了较高的创新性和活跃度，由此积聚的操作风险隐患也让票据市场经历了阵痛。时至今日，票据的信贷属性仍然是市场争论的话题^①，也仍然影响着票据市场运行的逻辑。

票据：备受市场争论的信贷资产

按照业内主流观点，票据资产的信贷属性始于《贷款通则》，随后又有若干文件强化了票据的信贷属性，如人民银行关于印发《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理暂行办法》的通知（银发〔1997〕216号）第22条“贴出人应将贴现、转贴现纳入其信贷总量，并在存贷比例内考核”。

2018年，人民银行、银保监会、证监会和外汇局联合发布《关于印发〈金融机构资产管理产品统计制度〉和〈金融机构资产管理产品统计模板〉的通知》，将票据划入债务证券而非贷款，不仅为资管产品投资票据资产铺平道路，也为票据是否还纳入信贷资产引来遐想。随后在基金业协会备案系统，底层资产的非标准化栏目中，承兑汇票脱离信贷资产被单独列示，进一步夯实了对于资管产品的票据非信贷化。但对于票据市场主力——银行业金融

机构来说，已贴现票据资产仍具有较强的信贷属性，商业银行的票据非信贷化迟迟未有结论。

信贷属性：票据市场的“双刃剑”

围绕信贷属性的票据创新，积聚起大量操作风险隐患并促成票交所^②的成立

前票交所时代的票据创新

中国经济的腾飞推动了票据市场规模的快速扩张，2008年“四万亿”的推出更是使票据市场出现爆发式增长。但随后宏观调控政策转向，信贷政策紧缩迫使商业银行深挖票据潜能以规避越来越大的信贷约束。由此，商业银行先后衍生出多种票据业务模式来应对信贷约束。

利用部分农信社沿用老的会计记账方法即票据卖断和票据回购不做区分的农信社“买断+回购”模式。该模式的推出，满足了当时众多商业银行信贷出表和规避监管的需求。

代理回购模式，实现将转贴现票据出表并转化为票据回购，规避信贷监管。该模式在农信社“买断+回购”模式消失后，成为纸票时代“消规模”的主流。

① 本文所称“去信贷化”并非指在会计层面对票据直、转贴进行二分，而是指剥离票据信贷属性对票据一、二级市场的直接和间接影响。

② 票交所全称为上海票据交易所，是我国金融市场的重要基础设施，具备票据报价交易、登记托管、清算结算、信息服务等功能，承担中央银行货币政策再贴现操作等政策职能。



在信托模式被叫停背景下，借助泛资管的大发展，迅速崛起的创新模式，由资管计划投资票据资产。这一模式曾兼具规避信贷规模和规避单一部门监管的优势，是电票时代“消规模”的主要形式之一。

风险频发与票交所的成立

在纸票时代，票据中介已形成一定的垄断趋势^①，票据市场的持续创新又使票据交易链条日趋庞大、交易结构日趋复杂，票据市场由此积聚起大量操作风险隐患，某些中介不再满足于“票据中间商”的收益，利用对同业账户的实际掌控，透支市场信任，通过一票多卖、清单交易等从同业户中挪用巨额资金，给市场和各参与主体造成重大损失，增大了票据市场的系统性风险。

2016年仅半年多时间就爆出多起风险案件，票据涉案资金超100亿元。票据市场风险的愈加膨胀大大触动了监管层，监管层下定决心取代纸票，降低票据业务和资金清算中的风险，主要方式即加速推广纸票电子化和电票。为实现纸票电子化，监管层决定通过建设统一的票据市场基础设施，制定统一的业务规则，重塑票据市场生态和秩序；由票据市场基础设施对

纸质票据交易实行全面托管，推动电子票据和纸票电子化完全取代纸票的地位，实现转贴现市场电子化全覆盖，交易模式向集中统一的线上交易转变。2016年12月7日，《票据交易管理办法》出台，明确票交所作为全国统一票据交易平台的地位；2016年12月8日，票交所成立，票据市场迎来了“票交所时代”。

信贷属性对票据行为的扰动

票据成为信贷调控蓄水池

票据资产作为直接联通信贷市场的有价证券，因其同业市场的高流动性，成为长久以来商业银行调节信贷规模的有力工具。不仅在不同机构之间调剂信贷指标，从整个银行系统的角度来看，还可以通过资管产品、非银代持等来实现蓄水池作用，实现对信贷规模的削峰填谷。

例如，根据人民银行公布的2019年社会融资规模增量统计表，2019年3月，社会融资规模增加29 602亿元，成为仅次于1月集中放款期的全年第二放款高峰，大部分金融机构信贷规模指标出现超标情况。当月，票据市场非银机构转贴现买入为2 558.7亿元，转贴现卖出仅80.6亿元，票据资产从银行机构向非银机构净

① 2016年之前，票据主要以纸质介质存在，早期纸票地域间的信息割裂和通过“包装户”规避贸易背景审查的需求为票据中介的存在和快速发展提供了土壤。随着票据中介不断深入市场、对票据二级市场的价值发现和商业银行逃避信贷管控需求的共同推动，票据中介得以全面介入票据流转和交易的完整链条，最终形成了票据中介对票据市场的极强参与力。



流出2 478.1亿元。到2019年7月，情况则完全与3月相反，7月社会融资规模仅增加12 872亿元，为除春节与十一两个长假月份外的最低月份，当月信贷投放显露疲态，同时在票据市场，非银机构转贴现买入仅375亿元，非银机构转贴现卖出2 776.1亿元，票据资产从非银机构向银行机构净流入2 401.1亿元^①。

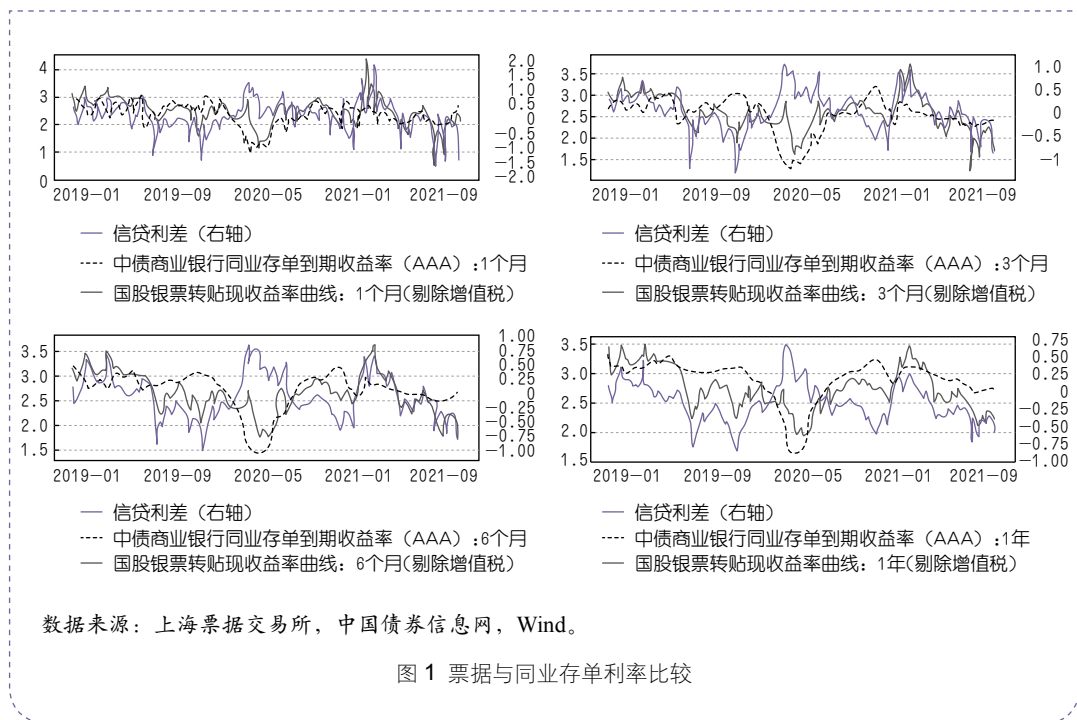
加剧票据利率的月内波动并造成不同期限票据交易行为差异

已贴现银行承兑票据在信用风险上与

同一承兑行发行的同业存单^②等同，如果考虑贴现人的额外信用增进，与同业存单相比信用风险甚至更低，但相较同业存单额外附加了信贷属性和税收差异影响。

为了最大程度降低贴现人信用增进和税收影响，这里比较了国股票据转贴现收益率（增值税调整后）与同期限AAA同业存单收益率的差异，来评估信贷属性对票据利率产生的影响。

通过比较2019年1月至2021年9月的利率走势可以明显看到，二者利率趋势基本



① 谢晶磊. 票据资产与信贷业务研究[J]. 金融市场研究, 2020(06):98-104.

② 本文均以同业存单市场利率来作为比较基准，并以同业存单市场利率行为来作为票据“去信贷化”后的理想市场状态。



一致(图1)。但值得注意的是,信贷属性给票据带来的平均利率影响(本文定义为平均信贷利差),随着票据期限的变化而变动,期限越短,平均信贷利差越大。这可能是由于期限越短的票据资产久期越小,票据价格对利率波动越不敏感,商业银行越能接受严重偏离真实利率的水平,并容忍较长时间来完成信贷调控的目标。而利率无上限却有下限(中国还不是负利率国家),导致信贷紧张卖出调表时短期利率可能升幅巨大,而信贷紧缺买入调表

时,短期利率的下降幅度受限,最终导致期限较短的,平均信贷利差越大且为正。而对于长期票据来说,因久期较长,以过高价格卖出会造成商业银行较大实亏,而以过低价格买入却仅是浮亏甚至放入以摊余成本计量的金融资产而“不亏”,因此随期限的延长,平均信贷利差开始下降甚至转为负值^①,从而形成一个向下倾斜的平均信贷利差期限结构(图3)。

除了信贷利差的期限结构影响外,受信贷供需和调控影响,信贷利差还呈现出

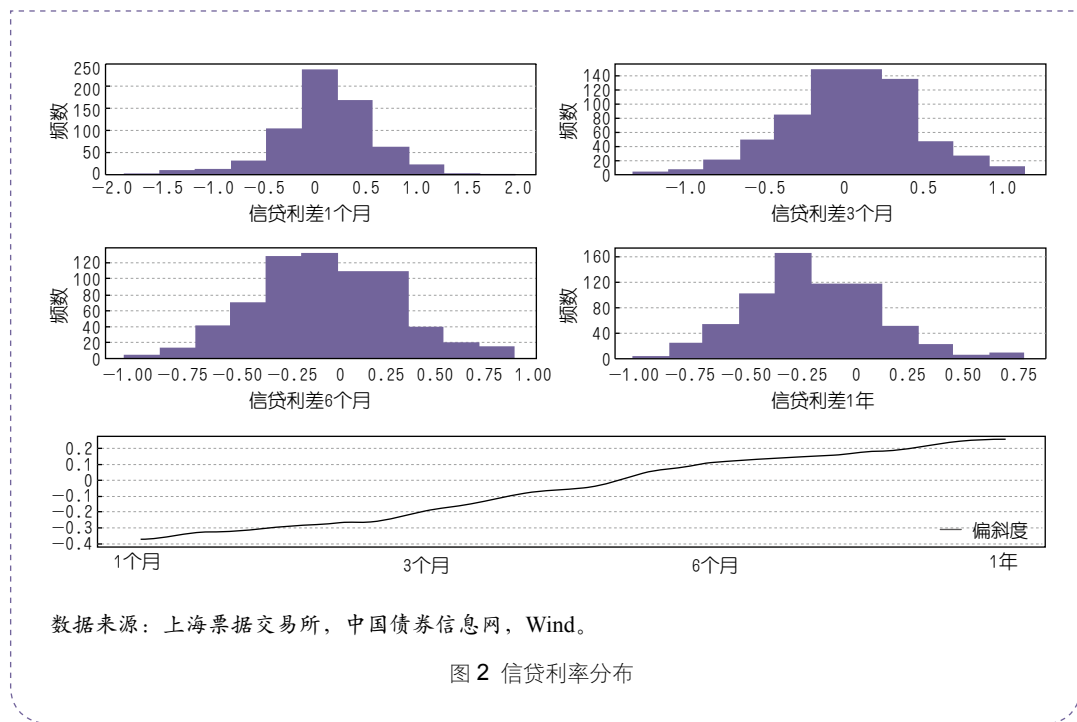
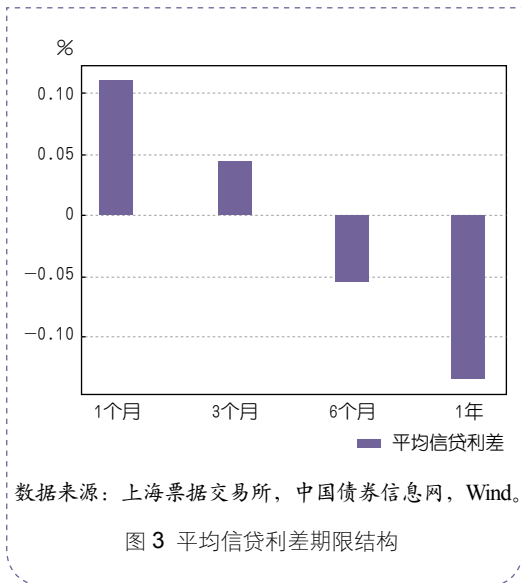


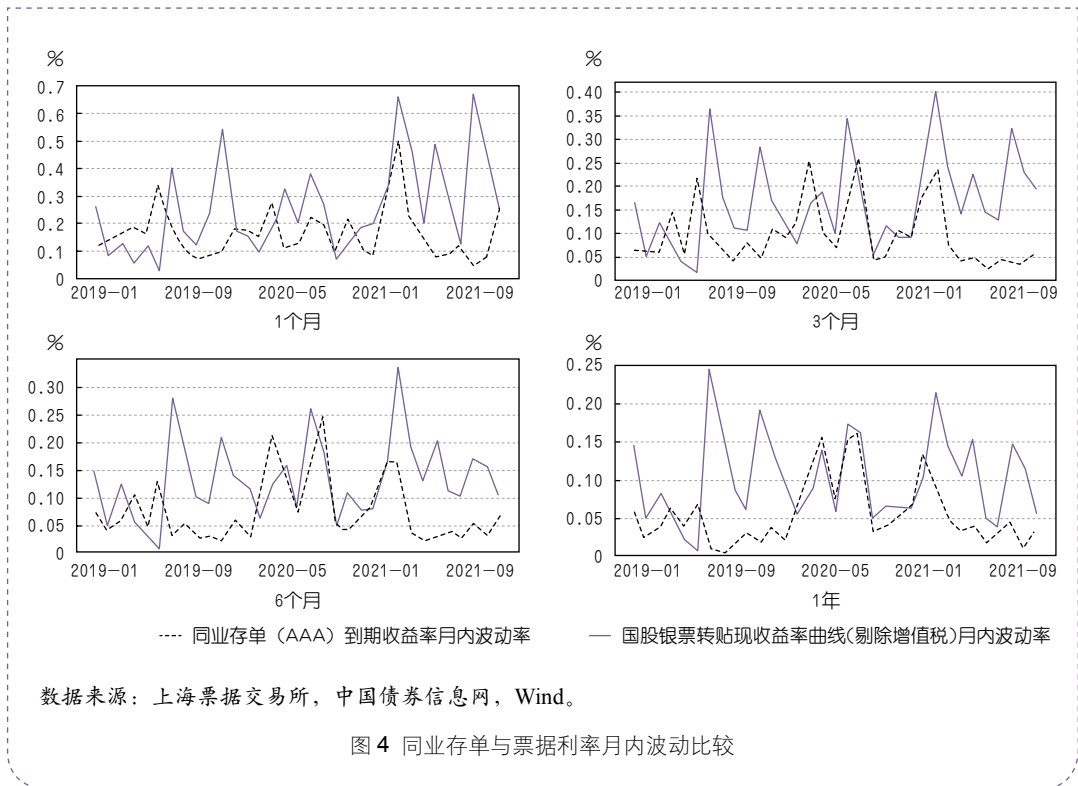
图2 信贷利率分布

① 如图2所示,通过对比各期限的信贷利差分布,可以看到期限越短信贷利差越趋向于负偏态分布,并随着期限延长逐步趋向于正偏态分布。



剧烈波动（图1）的特点，明显加剧了票据利率的月内波动。在2019年1月—2021年9月的33个月中，各期限票据资产均呈现票据月内波动整体上大于同业存单月内波动的情况（图4）。

可见，信贷属性不仅加剧了票据利率的月内波动，还造成不同期限票据交易行为的差异，形成票据特有的平均信贷利差期限结构。从某种程度上讲，票据所具有的增值税影响同样源自于票据的信贷属性，因此，广义来看，信贷属性对票据利率的影响无须剔除增值税影响，事实上，在还原增值税影





响后，上述结论依然成立。

促进交易活跃，提高票据资产周转

首先，通过票据资产和同业存单的年交易量与年均存量之比即年度周转率来比较二者整体流动性差异。自2018年^①至2020年的三个完整年度中，有两个年度票据周转率略高于存单周转率，2019年度票据周转率略低于存单周转率，两种资产的整体流动性差异不明显（图5）。

其次，从两种资产的投资主体构成进一步拆解二者流动性来源。因为票据资产的非标性质并缺少完善的评级体系，目前货币市场基金等无法参与到票据市场中，而同业存单市场则不同，货币市场基金^②和存款性金融机构是同业存单的两个最主要投资群体，而二者的持仓占比还存在显著的负相关性（图6）。虽然根据现有公开数据，无法量化二者之间的交易量及货币市场基金之间的交易量，但根据两者的持仓比重及两者持仓占比明显的负相关关系，可以推测同业存单市场中与货币市场基金有关的交易量占全市场交易总量的比例不低。因此，考虑到票据市场因为缺少了货币市场基金这一重要资金来源，如果其“失去”信贷属性，则票据市场流动性

即年度周转率会出现下降，并明显低于同业存单市场流动性。但流动性的明显下降，不会对二级市场利率造成明显影响，因为，票据“失去”信贷属性后，将抹平二者之间的信贷利差，而票据的流动性相对下降，会造成票据相对同业存单的流动性溢价出现，但因为“失去”信贷属性的二级市场票据对于商业银行来说已与同业存单没有根本区别，因此票据利率明显高出同业存单（加增值税利差）时会出现套利机会。商业银行会卖出存单买入票据，

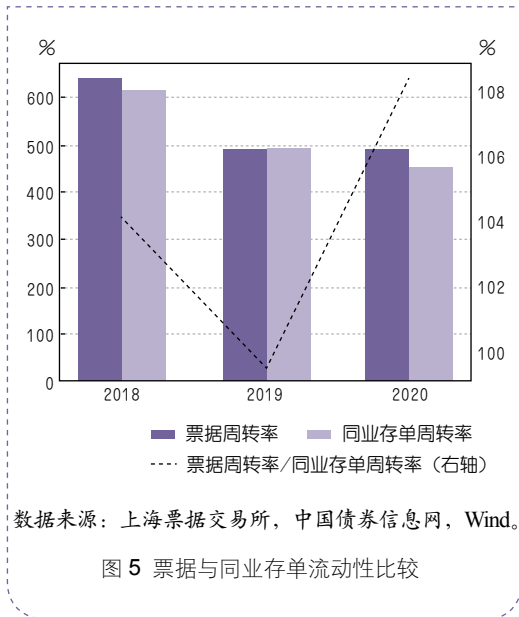


图5 票据与同业存单流动性比较

① 票交所自2017年6月开始披露纸、电票合计月度余额。

② 上海清算所披露的同业存单托管的投资者结构中只区分到非法人类产品，对于同业存单来讲，货币市场基金是非法人类产品中的绝对主力，故本文用非法人产品数据近似代表货币市场基金数据。

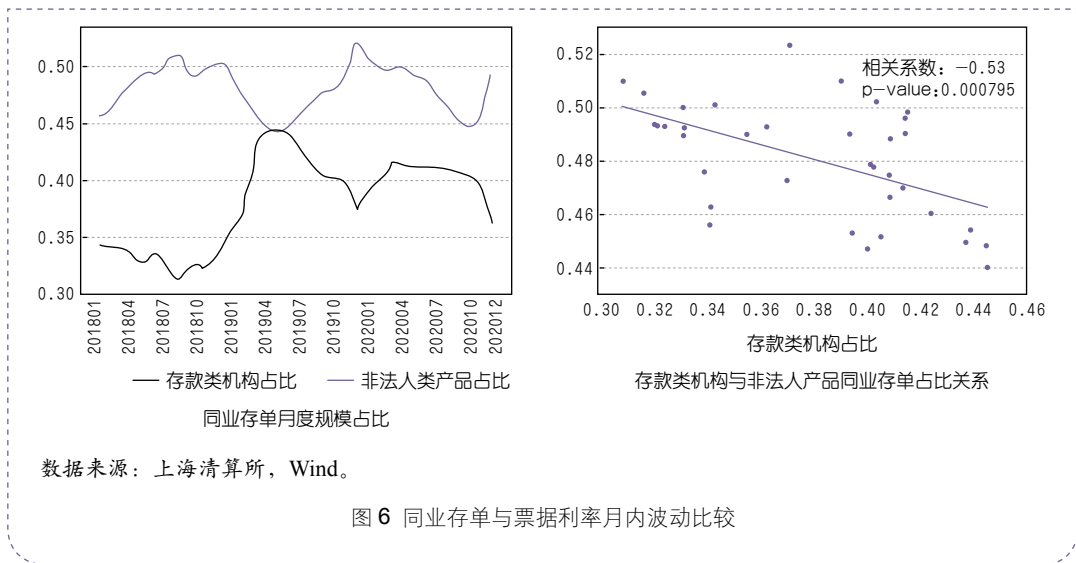


间接将以货币市场基金为主的“域外”资金引入票据市场，这一现象对于因信贷调控而出现巨大信贷利差却仍能保持较长时间存在的当前票据市场来讲，是不会发生的事情。

可见，对于目前的票据市场和同业存单市场来说，虽然二者整体流动性相近，但细分来看是因为票据的信贷属性弥补了投资者结构的不足，信贷属性对于票据二级市场的活跃度具有相当影响，一旦票据资产“去信贷化”，在没有增量资金的情况下会对票据二级市场流动性产生较为明显的影响，但不会显著影响利率水平。

从宏观调控指标及宏观调控中将票据剥离^①

票据作为含信贷属性的有价证券，是唯一直接贯通信贷市场和同业市场的高流动性信贷资产，其信贷属性被市场争论多年。这里我们不讨论其是否应该被赋予信贷属性，而是关注于信贷属性对票据行为产生影响的途径。可以明显感觉到，信贷属性是通过与信贷相关的宏观调控统计指标及基于此的宏观调控对票据行为产生影响，因此，只有从现有宏观调控统计指标中将票据剥离，才能真正消除信贷属性对票据行为的影响，不解决这一问题，即使



① 社会融资规模除外，只需要将已贴现票据从贷款中剔除，再将未贴现银行承兑票据改为银行承兑票据+已贴现商票即可。



实现了票据的去信贷化，现有宏观调控仍将继续影响票据行为。

事实上，在这一方向，监管部门已有所行动。2021年4月，银保监会下发《2021年进一步推动小微企业金融服务高质量发展的通知》，明确从2021年起，在普惠型小微企业贷款的“两增”监管考核口径中，剔除票据贴现和转贴现业务相关数据。2021年6月，人民银行、银保监会发布《金融机构服务乡村振兴考核评估办法》，在《金融机构服务乡村振兴考核评估定量指标体系说明》中涉农贷款占各项贷款比重方面规定，各项贷款不包含票据融资，且与涉农贷款保持一致。

虽然监管采取上述措施的主要原因是发现有部分商业银行存在利用票据充规模，以便形式上达到监管考核要求的行为，而非为消除信贷属性对票据行为的影响，但是两者殊途同归。

完善票据市场宏观调控体系^①

票据管理指标及其原则

以直贴规模为监控指标并进行总量控制^②。票据直贴是票据资产进入金融体系的关键途径，控制直贴额度并对每家商业银行设置年度直贴额度上限，等于控制了向实体投放资金的闸门，可以有效防范票据资产脱离现有与信贷相关的宏观调控体系后可能出现的额度失控局面。而银行承兑业务仅受到直贴额度总量控制的间接影响，银行承兑规模与直贴规模会在一个适宜的比例范围内波动，在不发生过度膨胀与紧缩^③的同时保持了适度的弹性，不会阻碍票据的支付工具功能。

由票交所系统设置直贴限额管控并对全市场直贴额度进行统计和披露管理。由票交所系统设置各商业银行年度直贴限额，每日根据直贴业务发生和到期动态调整，达到额度上限则暂时关闭直贴功能。

-
- ① 广义来看，信贷属性对票据市场的影响，可以分为两个部分，一个是市场因素影响即规模、利率、流动性等，另一个是非市场因素影响如税收影响。金融监管机构宏观调控政策仅能解决市场因素部分，增值税问题不是金融监管机构宏观调控政策所能解决的问题。理想情况下，如果能够协调财政部、税务总局，仅需将目前按持有票据期间征收增值税规则改为贴现环节一次性征收即可消除票据二级市场增值税影响。
- ② 本文从总量控制并对各家银行设置限额的方案进行分析。该方案为两个备选方案的折中方案，备选方案一：总量控制但不对各家银行设置限额，缺点是当达到市场限额时需要关闭全市场直贴功能，使直贴市场立即进入冻结状态。备选方案二：不对直贴额度进行总量控制，而是根据实际贴现规模进行动态窗口指导或其他相似的方式，也可以防止额度失控，操作层面也相对简便，无需对各家银行分别设置限额，同时并不影响票据二级市场“去信贷化”，缺点是动态窗口指导，将较为频繁干扰一级市场贴现节奏，加入政策扰动，从而改变二级市场正常的供求关系，间接影响到二级市场交易行为。
- ③ 锚定直贴规模后，只要直贴额度设置合理，承兑业务量不会受到太大影响，不会引发承兑量急剧萎缩也不会导致其过度膨胀，因为承兑量过度萎缩会导致票量稀缺，贴现利率急剧下降，吸引企业接受票据作为支付工具，过度膨胀会导致直贴额度稀缺，贴现利率急剧上升，抑制企业接受票据作为支付工具。



票交所向各家商业银行提供自家直贴额度限额、余额、额度到期分布等查询功能，披露年度全市场直贴限额，并定期对全市场直贴额度使用情况进行披露。

设置清单管理。可以根据年度监管目标，将某些领域设置为年度负面清单，即不允许给负面清单涉及的企业办理贴现业务或办理贴现业务的规模不得高于各家商业银行直贴额度的某一比例。同样，可将某些领域设置为正面清单，鼓励给正面清单涉及的企业办理贴现业务或办理贴现业务的规模不得低于各家商业银行直贴额度的某一比例。理论上，若票交所大数据可以覆盖足够企业和行业信息，可以通过票交所系统进行统计，实现实时监控。

直贴额度年度调整及自主决策原则。可以根据监管年度目标、各家商业银行申报的意向年度贴现需求、上一年度贴现规模 and 实际完成率、商业银行自身经营规模等对各家商业银行直贴额度上限进行年度调整。在年度直贴额度及清单管理允许的范围内，商业银行可根据自身经营目标、市场情况和经营进度安排，自主决策贴现节奏。

丰富再贴现体系

再贴现工具是中央银行的传统三大货币政策工具之一，从国际实践来看，其主

要功能分为四类^①：一是作为紧急流动性应急机制；二是作为短期再融资操作投放基础货币，作为公开市场操作的补充；三是调节再贴现利率，作为货币政策松紧信号；四是作为选择性信贷支持工具，出于经济结构目的进行信贷补贴。以上四个功能，可归为两大类，本文将前三个功能定义为再贴现的一般性功能，第四个功能定义为再贴现的选择性功能。

长久以来，我国的再贴现工具功能定位经历了多次轮替，主要分为三个阶段。

1986年，针对当时的企业间债务拖欠问题，试点开展了再贴现业务，这是我国再贴现业务的开端，1994年针对“五行业、四品种”专门安排100亿再贴额度，此时再贴现开始在支持国家重点行业和农业生产上发挥作用。这个时期，再贴现工具承担了选择性功能的作用，这是第一个发展阶段。

到了1998年，为适应宏观调控从直接调控转向间接调控，人民银行改革了再贴现、贴现利率形成机制，使再贴现成为中央银行基准利率，为再贴现利率发挥传导货币政策信号创造了条件，同时，人民银行扩大了再贴现对象和范围，把再贴现作为缓解金融机构短期流动性不足的政策措施。这一时期，再贴现工具主要承担了一

① 罗杰.再贴现政策结构调整功能研究[J].当代金融研究,2018(02):50-56.



般性功能。

第三个阶段是2008年以后，再贴现逐步向选择性功能过渡，向促进结构调整，引导资金流向发力，尤其是2018年之后开始全面引导资金流向小微、涉农、绿色产业和民营企业等。

有鉴于此，为完善票据市场宏观调控体系并充分发挥再贴现货币政策功能，有必要建立丰富的再贴现体系。

设置“定向”再贴现工具及其原则

随着引导经济结构调整力度的持续强化，现已存在小微、涉农、绿色、碳减排再贴现等选择性信贷支持，不符合上述领域的则难以获得再贴现额度，即使能够获得额度，二者在利率上也没有差异，加之多种创新型货币政策工具的使用，当前的再贴现选择性功能的定位愈发突出和明显。

因此，可以设置以选择性功能为目标的“定向”再贴现工具，根据不同时期的经济状况、经济结构调整要求，针对不同领域制定更为详细的执行标准，赋予不同的“定向”再贴现利率与额度，从投向、额度和利率等多维度实现政策目标的精准化和不同领域侧重度的差异化。同时，“定向”再贴现要严格以直贴票源为操作对象，严禁转贴现票据办理“定向”再贴现，对办理“定向”再贴现的直贴票也可以有一定的利差限制要求。

设置常规再贴现工具及其原则

要完善票据市场的宏观调控体系，必

须贯通票据市场的信贷端和同业端，因此有必要保留再贴现的一般性功能，同时要与功能相似的主流货币政策工具接轨。因此，可设置以一般性功能为目标的常规再贴现工具。常规再贴现期限需与常备借贷便利（SLF）期限对应，常规再贴现各期限利率需与SLF利率挂钩，同时允许转贴现票据办理常规再贴现业务。

推进常规再贴现操作方式进一步优化

在实际操作中，实现各地区常规再贴现业务全流程电子化，优化、简化操作流程，有利于提高操作效率，及时满足金融机构合理流动性需求，防范流动性风险，增强银行体系流动性的稳定性，促进再贴现一般性功能的高效实现。

票据“去信贷化”的意义

使票据摆脱信贷“配角”，不再对传统信贷投放质量造成干扰

将票据从与信贷相关的宏观调控统计指标和基于此的宏观调控中剥离，贴现规模、投放节奏等都由贴现行在年度贴现配额及清单范围内根据自身经营安排、市场情况，自主决策，不再受传统信贷调控的影响。同时，因为新的宏观调控指标只锚住直贴规模，围绕调剂信贷规模的任何形式的创新都将失去意义，票据的规模蓄水池作用也将退出历史舞台。票据得以摆脱信贷“配角”，成为真正独立的金融工具，不再对传统



信贷投放质量造成干扰。

降低企业面临的利率波动风险，降低财务管理难度

票据“去信贷化”后，市场利率行为将回归市场自由波动，向同期同业存单靠拢，因此其月内波动性将整体下降，二级市场波动性降低有利于一级市场贴现利率的相对稳定，有助于降低企业面临的利率波动风险，降低财务管理难度。

现有会计制度不变，降低实施难度

在票交所系统对每家商业银行设置直贴限额，根据直贴业务发生和到期，动态调整可用额度，在统计并管控了直贴额度的同时，无须修改现行商业银行对承兑、直贴、转贴票据的会计处理。

加强货币政策在票据市场的直接传导，强化利率走廊

再贴现体系的丰富，确保了再贴现工具两大类功能的完备。常规再贴在期限和利率上全面对标SLF，保证了再贴现工具的与时俱进，避免了因货币政策工具更新换代导致传统再贴现工具一般性功能的丧失或边缘化。同时，也打破了目前因传

统再贴现工具一般性功能弱化，一般性货币政策^①的影响只能间接传导到票据市场的情况，一般性货币政策具备了通过常规再贴现工具直接传导至票据市场的能力。再贴现体系的丰富同样避免了传统再贴现工具在选择性功能力度减弱、一般性功能边缘化时，再贴现额度的使用未能体现或充分发挥出上述两大类功能中的任意一个的可能。

贴现通可以有效弥补商业银行贴现额度“时空分布不均”的情况，提高市场配置效率

年度直贴额度的设置及各家商业银行贴现进度的差异，必然存在部分商业银行出现额度缺口的同时另一部分商业银行额度相对充裕的情况，而商业银行及其分支机构的地理分布差异，也必然导致各地区贴现额度的差异化分布，贴现通可以有效弥补这一“时空分布不均”现象，提高全市场额度配置效率。理论上，每家商业银行都需要贴现通“调剂”直贴额度缺口。[N](#)

学术编辑：卢超群

^① 货币政策目标较多，采取的政策工具功能各异，因此参照再贴现两大功能分类，本文将货币政策中符合一般性功能目标的定义为一般性货币政策。

参考文献：

- [1] 杜川. 防信贷资金跑偏 银保监会给小微金融服务提了21个要求[N]. 第一财经日报, 2021-04-15(A07).
- [2] 罗杰. 再贴现政策结构调整功能研究[J]. 当代金融研究, 2018(02): 50-56.
- [3] 仇兆燕. 小微贷款考核及监测口径调整[N]. 中国银行保险报, 2021-04-20(003).
- [4] 谢晶磊. 票据资产与信贷业务研究[J]. 金融市场研究, 2020(06): 98-104.
- [5] 易纲. 中国的利率体系与利率市场化改革[J]. 金融研究, 2021(09): 1-11.