



票据的信贷属性及其定价： 兼议票据去信贷化

Credit Attribute and the Pricing of Bills

黄维坤 李艳军 王 博

摘 要：2021年底以来，票据市场的波动显著加大，票据利率多次严重偏离货币市场利率，引发市场对票据信贷属性的广泛关注与讨论。本文分析票据信贷属性影响票据利率的机制，并从不同维度剖析票据信贷属性的定价效果，进而对票据去信贷化的观点进行讨论，最后提出缓解票据市场不稳定性的思路及政策建议。

关键词：票据 信贷属性 去信贷化 广义信贷

Abstract: Since the end of 2021, volatility in the bills market has increased significantly, and bills market interest rates have deviated from money market rates. This has caused widespread concern and prompted much discussion of credit attributes of bills in the market. This paper analyzes the influence of bill credit attributes on bill interest rates as well as the pricing effect of bill credit. It also examines the viewpoint of bill de-crediting and offers policy suggestions to alleviate market instability.

Keywords: Bill, Credit Attribute, De-Crediting, Generalized Credit

票据市场波动加大，近半年三现“零利率”

自2021年底以来，票据市场的波动显著加大。票据转贴利率分别在2021年12月、2022年2月和4月快速下行至极低水平，1个月期限国股银票甚至下行至零附近的利率下限（图1）。同时，票据与同期

作者单位：澳门国际银行广州分行金融市场部。本文系作者个人观点，与所在机构无关。



限同业存单利率出现大幅的偏离，二者利差在最低时接近-300bps（图2）。票据市场已成为我国货币市场的重要组成部分，其在半年内三次出现“零利率”且与货币市场利率呈大幅偏离，引发市场的广泛关注与讨论。

票据利率波动加大且严重偏离货币市场利率，与票据的信贷属性和商业银行利用票据调节信贷额度不无关系。鉴于此，部分市场人士提出票据去信贷化的建议。本文首先分析票据的信贷属性影响票据利率的机制，其次对票据去信贷化的观点进行讨论，最后提出政策建议。

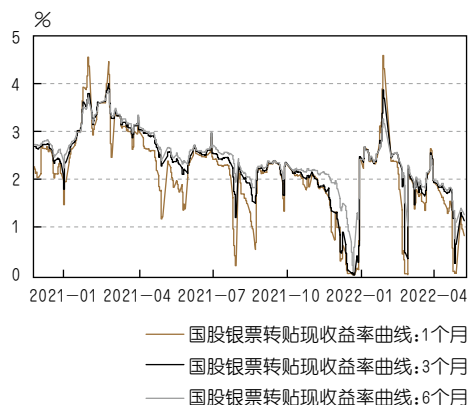
票据如何用于调节信贷额度？

中央银行如何调控信贷规模？

票据的信贷属性能够影响票据定价与

信贷规模管控有关。1998年之前，人民银行将信贷规模作为货币政策的中介目标和操作目标，通过指令性计划直接对商业银行的信贷规模进行管控。1998年以后，货币政策的中介目标调整为M2，人民银行不再对银行的信贷进行直接控制，而只是将其作为监测指标。2011年，狭义信贷管控力度加强，合意贷款规模的约束机制开始实施，2016年进一步升级为广义信贷考核（MPA）。

目前，狭义信贷规模主要通过两种方式调控。一是，常态化的商业银行信贷计划报送与动态监测。商业银行每年年初制定当年的信贷投放计划并向当地人民银行报送，再按月度实际业务情况对信贷计划进行动态调整。人民银行对信贷投放情况进行动态监测，一般不会主动干预，因此



数据来源：Wind。

图1 票据市场在近半年内三次出现“零利率”



数据来源：Wind。

图2 近半年票据与同业存单利差多次出现大幅偏离



报送的信贷计划对商业银行而言只是软约束。不过，鉴于监管压力，商业银行一般不希望实际贷款投放偏离计划太多。当实际信贷投放与计划偏离较多时，商业银行有动力对信贷规模进行调节。因此，报送的信贷投放计划对商业银行的经营行为依然能够产生较大影响。

二是，通过临时窗口指导调节商业银行信贷投放。人民银行要求商业银行按周度及时报送信贷投放数据，对全局信贷投放具有信息优势。当整体信贷投放与计划或宏观调控需求出现较大偏差时，人民银行可以根据调控需要对商业银行贷款投放进行窗口指导，指导意见可能是总量层面也可能是结构性的。例如，2018年上半年，信贷收缩较快并引起民企流动性紧张，人民银行要求商业银行增加信贷投放力度；2021年11月，房地产信用风险爆发，部分地区的人民银行分支机构根据当地情况对商业银行的房地产信贷投放进行指导，要求稳健开展房地产贷款业务和保持房地产贷款平稳有序投放。

商业银行如何调节信贷额度？

由于中央银行对信贷规模进行调控，商业银行便产生了调节信贷额度的需求。主要有如下四种调节手段。一是利用影子银行来实现表内贷款出表。例如，当商业银行信贷额度紧张时，可利用表外理财资金承接表内信贷，从而能释放出一定的信贷规模用于新的贷款投放业务。二是利

用信贷资产证券化盘活存量资产，也可以实现部分信贷资产出表。三是利用银登中心的平台开展信贷资产流转业务。当信贷额度紧张时，可以转出信贷资产；否则，可以转入信贷资产。四是利用票据的信贷属性动态调节信贷规模。由于票据具有信贷属性，已贴现票据占用信贷额度，再加上票据市场规模大、流动性好、信用风险小，票据就成为商业银行调节狭义信贷规模的重要工具。

其中，前三项手段对于调降信贷规模更为有效，而票据交易既可用于调降也可以用于调升信贷规模。此外，前三项工具的操作流程比较复杂，难以用于短期信贷额度调节；而票据具有良好的流动性，可以用于月内信贷额度的调节。

近些年商业银行更加倚重票据来调节信贷规模

近年来，由于宏观经济与监管环境发生变化，商业银行在调节信贷额度时对票据工具更加倚重。

第一，我国宏观经济基本面发生变化，经济增长进入新常态，GDP增速趋势性下降，实体经济的投融资需求不断下滑。数据显示，人民币贷款与社融增速分别从2009年的31.3%、30.4%下降至2021年的11.6%与4.9%。在此背景下，商业银行常常面临信贷需求不足的情况，因而更容易产生调升信贷规模的需求。票据交易对于调升信贷规模有效，而其他手段主要用



于调降信贷规模。宏观环境的变化使得票据在银行调节信贷额度时更加重要。

第二，2018年资管新规颁布以来，影子银行业务监管力度不断加强，非标业务规模较快收缩，表外业务在监管压力下被迫回表，商业银行利用影子银行来调节信贷规模的空间被压缩。例如，理财产品投资非标债权资产从2016年巅峰的约5.1万亿元下降至2021年约2.4万亿元，压降幅度达到53%。而信贷资产证券化和银登中心信贷资产转让业务的操作流程依然较复杂，市场流动性未有明显提高，也很难满足商业银行调节信贷规模的需求。

第三，票据市场得到快速发展。2016年上海票据交易所成立，致力于实现票据交易的电子化和线上化，票据交易的流程大幅简化、交易效率明显提升，交易风险则相对下降，票据市场的流动性、透明度、市场规模等都大幅提高。截至2021年底，电子银票承兑余额为约12.8万亿元，相比2017年增长51%。票据市场的快速发展为商业银行利用票据交易来调节信贷规模创造了更好的条件。

票据信贷属性如何定价？

票据利率分解

票据是货币市场产品，货币市场利率是票据利率的主要决定因素，票据利率在中长期趋势上与之一致；同时，票据具有信贷属性，是商业银行调节信贷规模的主

要手段。票据利率也会受到其信贷属性的影响。因而，可对票据利率做如下分解：

票据利率=同业存单利率+（票据利率-同业存单利率）

其中，同业存单利率代表资金价格；票据与同业存单的利差衡量市场对票据信贷属性的定价，可定义为信贷利差。我们关注信贷利差的变化，即信贷属性如何定价的问题。

中长期视角

信贷利差的季节性规律

上海票据交易所提供的估值收益率从2019年开始，首先采用2019年以来的信贷利差数据进行分析。从图3可见，2019年以来票据的信贷利差呈现年内前高后低的走势。前文指出，近些年实体经济投融资需求明显下降，商业银行面临信贷需求不足的情况，更容易产生调升信贷规模的需求。由于信贷计划按年度制定并执行，调升信贷规模的诉求在下半年尤其在年底会更加强烈，导致信贷利差常出现前高后低的情况。

2014年是融资增速快速下降的关键年份，进一步考察2014年之前信贷利差的季节性变化。受限于数据的可获得性，采用6个月票据转贴利率与Shibor的利差来衡量信贷利差，年份为2009—2013年。在2014年之前，由于信贷需求旺盛，商业银行主要面临调降信贷规模的需求。年初，商业银行追求开门红，信贷利差往往走高；至年末，为执



行信贷计划，调降信贷规模的需求上升，票据的信贷利差反弹。信贷利差在年内表现出两端高、中间低的走势（图4）。

信贷利差与人民币贷款增速的变化正相关

商业银行调节信贷规模的需求与人民币贷款增速有关。当信贷需求旺盛、商业银行信贷额度紧张时，银行倾向于卖出票据，导致信贷利差上升；而当市场信贷需求偏弱、信贷额度宽松时，银行又会买进票据以完成信贷计划，导致信贷利差下降。如图5所示，信贷利差与贷款增速的环比变化高度一致。

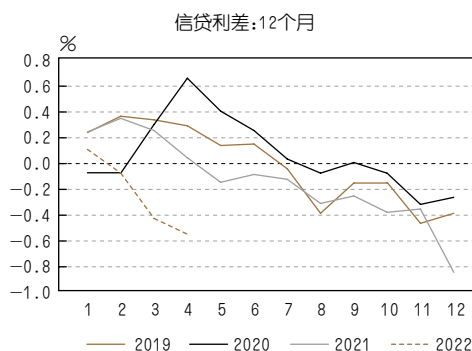
进一步采用2019年以来的数据测算票据信贷利差（月度均值）对贷款增速环比变化的弹性，回归结果如表1所示。贷款增速环比变化每增加1个百分点，1个

月、6个月和1年票据信贷利差分别增加66bps、49bps和40bps。可见，由于银行按月度调整信贷计划，信贷属性的影响更多地体现在短期限票据。期限越短，票据的信贷利差弹性越大。

进一步将样本按照社融同比增速划分为信用扩张和收缩周期，比较不同周期中的弹性差异。结果显示，在信用扩张周期，票据信贷属性对票据定价的影响更大，信贷利差的弹性更大。不过，由于样本数量不多，系数估计的显著性水平都不高。而且由于信用收缩期的信用利差波动大，少量极端值样本导致方差过大，回归系数都未在10%的水平上通过显著性检验。

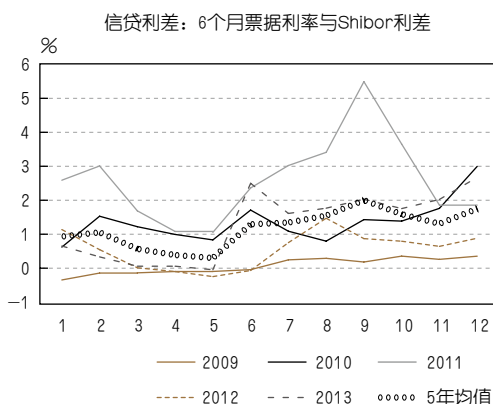
短期视角：月内波动

商业银行按月度上报信贷数据，利



数据来源：Wind。

图3 1年期国股银票与AAA同业存单的利差季节图



数据来源：Wind。

图4 6个月票据与Shibor利差季节图



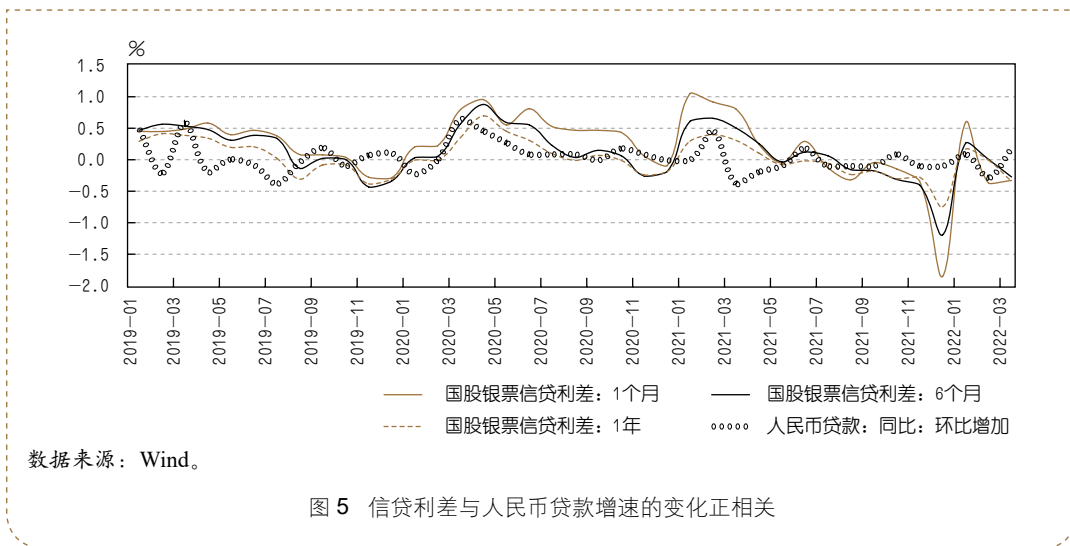
用票据调节信贷规模具有短期特征。这不仅导致短期限票据的信贷利差弹性更大，也会导致月内的信贷利差波动表现出一定规律，即票据的信贷利差在上半月一般比较平稳，在下半月尤其月底的波动会显著加大。

选取贷款增速的环比变化作为自变量，各期限票据信贷利差上、下半月均值作为因变量进行回归分析。结果如表2所示，贷款增速环比变化每提高1个百分点，1个月、6个月和1年票据信贷利差下半月均值分别增加109bps、69bps和53bps，且结果高度显著；而贷款增速环比变化对各期限票据信贷利差上半月均值的影响较小，且结果不显著。此外，票据的信贷属性对短期限票据的信贷利差影响更大，且在信用扩张周期的影响更为明显，与之前

结论一致。

票据去信贷化的思考

从上文检验可知，票据的信贷属性导致票据市场波动加大并可能阶段性地造成一定的套利空间，使得资金在金融体系空转套利。此外，商业银行买入票据填充信贷规模，被认为影响信贷结构，不利于提升信贷投放的质量和效率。综上，部分市场人士提出票据去信贷化的政策建议。2020年6月，《标准化票据管理办法》公布，关于票据去信贷化的讨论进一步增多。不过，由于证监与银保监系统的监管标准不一致，标准化票据的发展并不顺利。2020年，标准化票据产品发行58只，创设规模仅约62亿元；2021年以来，标准化票据已经暂停发行。





票据去信贷化的理由值得商榷

不能将票据利率的大幅波动及其对货币市场利率的偏离归因于票据的信贷属性

票据市场的大幅波动与票据的信贷属性不无关系。但上文分析也表明，造成票据利率波动的直接原因主要在于央行对于商业银行信贷规模的调控，尤其是窗口指导会造成票据利率在短期内的大幅波动。如果央行不再调控信贷规模，商业银行就没有调节信贷额度的需求，票据市场也就不会出现极端的交易行为。当然，票据是流动性最好的信贷资产之一，本身的特性也使其容易被商业银行用于调节信贷额度。

以票据占比来衡量信贷质量有失偏颇

一种观点认为，票据占比越高，信贷的结构和质量越差。商业银行采用票据充信贷规模不利于提升信贷质量。从经济增长的角度看，中长期贷款确实能够推动更多的投资需求，增长效应更强。但是，从满足企业融资需求的角度看，上述观点有

所偏颇。发展票据市场有利于解决中小企业融资需求。而且，一般而言，票据的融资成本相比流贷更有优势。因此，如果票据融资具有真实的贸易背景，票据融资占比的提高并不会降低信贷质量。

票据信贷属性有利于提高货币政策有效性，提升商业银行经营的逆周期性

票据利率的大幅波动及其与货币市场利率的大幅偏离，恰恰体现央行调节信贷规模取得良好的效果。当信用扩张过快时，央行通过信贷计划或窗口指导来引导商业银行压缩信贷投放，商业银行会被动卖出票据并导致票据利率上行，票据一级市场也会受到影响而利率上行，从而可以压抑企业开票融资的需求。而当信用收缩过快时，央行调控可以导致票据利率在短期内快速下行，一方面可以提高商业银行承兑票据的动力，另一方面也会快速降低企业开票融资的成本。

此外，票据利率的波动也会影响商业银行的信贷投放行为，改善货币政策传导

表 1 回归分析结果—贷款增速的环比变化对各期限票据信贷利差的影响（月度数据）

回归分析		1个月票据信贷利差	6个月票据信贷利差	1年票据信贷利差
贷款增速的环比变化	全样本	0.66* (0.336)	0.49* (0.259)	0.40* (0.187)
	信用扩张	0.91* (0.464)	0.72* (0.358)	0.50* (0.261)
	信用收缩	0.26 (0.522)	0.05 (0.390)	0.09 (0.278)

注：*、**、*** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著水平。



效率。当票据利率过低时，商业银行增加信贷供给的动力会提高；否则，反之。

如果票据的信贷属性被剥离，作为货币市场产品，其利率应与同业存单利率趋同。当央行对商业银行的信贷规模进行调控时，商业银行将失去调节信贷额度的抓手。如果商业银行只能通过信贷市场调节信贷投放，实际的贷款投放将更容易与信贷计划偏离，从而可能加大信贷与社融数据的波动，加大宏观调控的难度。

票据的信贷属性是由其业务本质决定的

票据是否应当具有信贷属性，不仅要考虑监管和市场稳定的需要，更核心的问题是要回归其业务自身的本源。从票据业务的过程来看，票据的本质类似于以企业存款（保证金）作为质押的贷款业务。商业银行承兑票据的业务过程也与投放贷款类似。因而，票据业务的本质是非标准化的信贷业务。如果不考虑到这点，强行剥

离票据的信贷属性，可能会给后续的数据统计和监管过程带来一系列问题。

政策建议

商业银行要在短期内满足中央银行信贷调控要求，由于缺乏其他抓手，只能通过票据交易来实现。由于票据市场的规模相对不大，当商业银行同时涌入市场进行方向相同的交易时，票据市场突然变得非常拥挤，市场的流动性瞬间消失，票据利率自然会大幅波动，进而可能导致市场不稳定性提高、甚至资金空转的套利行为。

笔者认为，若要解决票据市场不稳定的问题，市场广泛讨论的票据去信贷化建议可能不太可取。在此，提出如下建议。

第一，为商业银行开发其他信贷规模调节工具。除票据外，商业银行还可以通过影子银行、信贷资产证券化、银登中心信贷资产流转等方式调节信贷。不过，影

表 2 回归分析结果—贷款增速的环比变化对各期限票据信贷利差的影响（月内波动）

回归分析		1个月票据信贷利差		6个月票据信贷利差		1年票据信贷利差	
		上半月	下半月	上半月	下半月	上半月	下半月
贷款增速的 环比变化	全样本	0.17 (0.294)	1.09** (0.407)	0.27 (0.242)	0.69** (0.289)	0.24 (0.181)	0.53** (0.205)
	信用扩张	0.51 (0.411)	1.25** (0.555)	0.52 (0.332)	0.90** (0.402)	0.36 (0.249)	0.62** (0.289)
	信用收缩	-0.41 (0.402)	0.90 (0.682)	-0.23 (0.361)	0.31 (0.446)	-0.12 (0.277)	0.28 (0.304)

注：*、**、*** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著水平。



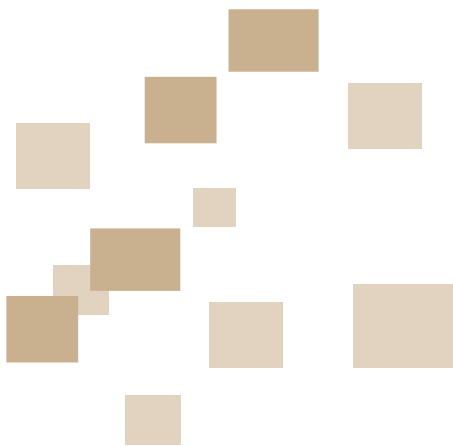
子银行监管很不容易才取得如今的成果，当然不可半途而废；而其他的工具在短期内很难获得快速发展，而且由于业务操作流程复杂、耗时较长，也很难被银行用于月内的信贷额度调节。

第二，继续扩大票据市场容量。如果票据市场容量进一步扩大，其对商业银行利用票据调节信贷额度而产生的瞬时冲击的吸收力会提高。《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法（征求意见稿）》规定将票据期限上限从1年下调至6个月。这有利于降低企业票据融资成本，提高企业开票需求，有利于增加一级市场供给。此外，由于信贷属性的影响更多地体现于短期限票据，票据期限下调将使得短期限票据规模供给和占比增加，也有利于短期限票据利率的稳定。

第三，信贷调控的重心从狭义信贷逐渐过渡到广义信贷，提高广义信贷调控的频率与力度。一方面，央行仍然可以通过调控广义信贷增长来实现逆周期的宏观调控目标；另一方面，有利于维护金融市场的整体稳定，减少出现票据利率在短期内

大幅波动的情形。广义信贷涵盖的资产种类多于狭义信贷，市场规模更大。除票据外，在广义信贷中，流动性良好的资产包括债券投资、买入返售资产等。根据《信贷收支表》的数据，截至2022年3月，金融机构^①持有的人民币有价证券及投资余额已经突破70万亿元。由于市场容量相比单一的票据市场明显扩大，商业银行调节广义信贷造成的瞬时冲击对金融市场的影响将下降，金融市场的整体稳定性有望得到提升。^[N]

学术编辑：曾一已



① 金融机构信贷收支表的统计范围包括中国人民银行、国家政策性银行、国有商业银行、其他商业银行、城市合作银行、城市信用合作社、农村信用合作社、外资银行、财务公司、信托投资公司、金融租赁公司、邮政储蓄机构。

参考文献：

- [1]陈杰,李昊然.票据证券化的法律困境与突围——从票据ABS到标准化票据[J].理论观察,2022(03):125-127.
- [2]翟舒毅,周文婷.关于票据融资支持实体经济的研究[J].金融发展研究,2020(02):62-68.
- [3]李泽.票据“去信贷化”——完善票据市场宏观调控体系[J].金融市场研究,2022(03):49-60.
- [4]张宗益,古旻.我国票据市场的货币政策传导效应研究[J].预测,2010,29(03):44-49.