

三重因素叠加下的票据利率异动

报告日期: 2021-12-31

分析师: 何宁

执业证书号: S00105211100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022 年宏观经济展望》2021-11-01
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用的梦想与现实》2021-11-11
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_转型的阵痛与喜悦》2021-11-15
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_稳健有效——12月政治局会议和降准点评》2021-12-06
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_社融的内生弱与外生强》2021-12-10
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五大主线打开 2022 经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_稳中求进的经济平衡木》2021-12-16
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观专题_奥密克戎对全球经济和货币政策影响几何》2021-12-30
- 9.《华安证券_宏观研究_宏观点评_是终点也是起点——12 月 PMI 点评》2021-12-31

主要观点:

- **事件:** 2021 年 12 月票据利率迅速下降至零附近。23 日国股银票转贴现利率 1 月期和 3 月期分别降至 0.006% 和 0.007%，28 日 7 天利率降至 0.021%，1 天利率至今持续下探。
- **核心结论:** 本次票据利率快速下降至近零的原因主要包括节奏调整、供需失衡和宽松预期的三重叠加。从自身规律看，金融机构能够自主调节信贷投放节奏，商业银行多在月末、季末和年底大量收购票据来冲量满足内部考核指标的要求，从而造成票据市场异动。从供需因素看，房地产等行业走弱导致相关产业链实体融资需求疲软，信用风险上升使金融机构风险偏好降低，更多通过票据进行信贷投放。从宽松预期看，近期政策持续表态支持信贷稳增长，货币政策稳中有松，市场预期或将加大对商业银行贷款投放的监管要求，从而催生银行对票据的旺盛需求加剧利率下滑。三重因素叠加共同造成了票据利率的异动。预计短期票据利率将触底反弹，年后信贷可能迎来“开门红”。
- **第一层：一般情况下，票据融资可以帮助商业银行调整信贷投放进度，通常月末、季末和年末银行倾向于通过票据来冲量，引起利率下探。可以把第一层因素理解为票据利率波动的向下周期项。**
 - 1) **银行应对月末、季末和年末考核，是票据利率下行的常规季节性原因。** 由于票据贴现和转贴现能够作为票据融资被计入金融机构人民币贷款，因此当信贷需求不足时，商业银行常用票据冲量（增加票据贴现的规模）来满足信贷投放的内部考核指标，从而引起票据利率下探。根据《商业银行资本管理办法（试行）》，贷款投放会提高信用风险加权资产从而影响资本充足率和拨备水平等监管指标，因此通过提升票据贴现规模（对我国金融机构的债权）来减少短期贷款投放（对一般企业或个人的债权）是进行风险控制的一种更优选择，年底信贷额度往往被摊派给风险权重较低的票据市场。这种对于信贷投放进度的自主调节通常出现在银行系统内部中旬检查时点前，因此票据利率多在月末、季末和年末适度下降，这符合票据市场的自身规律。
 - 2) **调整信贷投放节奏，明年初或有贷款后置。** 一方面，年底贷款发放对增加当年利息的作用有限，相较票据又存在更高的风险，因此商业银行倾向于提升票据贴现规模来调节贷款投放额度，发挥票据贴现“蓄水池”的作用，导致利率在年底下行。另一方面，受房地产风险等因素影响，金融机构风险偏好降低，商业银行可能倾向于将短期和中长期贷款储备项目留存至年初（或银行贷款项目储备不充足，甚至缺乏项目储备），通过贷款额度后置以待元旦之后年初冲量达到“开门红”。本次票据利率下行，1 月、3 月、6 月和 1 年期利率基本均已于 23 日触底反弹，而 1 日和 7 日截至 28 日仍在继续下探，也印证了关于跨年冲量的逻辑。
- **第二层：季节规律之外，票据利率的下行缘于资金供需失衡。值得注意的是，本次利率下行的强度已经明显高于往年同期水平，超越了常规的**

季节性规律。原因上看，与经济仍存下行压力，实体融资需求偏弱，而央行持续扩大流动性供给有关。对于今年的情况，可以把第二层因素理解为今年票据利率波动的向下趋势项。

1) 资金需求端，疫情、地产等拖累下，实体信贷需求偏弱。本次票据利率下行始于3月，主要受到疫情反复、房地产收紧、地方政府债务调控等影响。疫情反复、限电限产等对工业生产形成拖累；地产严监管（房企的三道红线与三张表、银行的房地产贷款集中度、政府的土地集中供应制度等）叠加平台类贷款压缩（严控消费贷和经营用途贷款进入房市）导致地产悲观情绪升温、地产数据在下半年快速下滑，引起相关产业链融资需求减弱，企业通过票据融资的套利动机也迅速下降。地方政府债务去杠杆深入调控，引起需求端对财政发力不足的担忧。总体看，实体融资需求偏弱，信贷投放不及预期，票据利率中枢二季度以来持续下移。

2) 资金供给端，全面降准与结构性工具“量价结合”，货币政策稳中有松，维持合理充裕。2021年7月和12月两次降准、碳减排支持工具、3000亿支小再贷款、煤炭清洁专项再贷款、下调支小、支农再贷款利率等货币政策调整为市场释放了较为充足的流动性。在此背景下，考虑到实体融资需求较弱，商业银行扩表意愿不足，银行可能会通过主动提升票据贴现规模来满足监管要求，同时客观上也对存单和国债形成了一定的替代。这从11月以来票据利率与同期存单、国债利率发生背离也能得到印证。因此，票据利率的超季节性下降也反映了经济下行压力下信贷资金存在供需缺口。

- **第三层：政策密集“喊话”稳信贷，宽信用预期是本次票据利率下行加剧至近零水平的加速器。可以将第三层预期因素理解为票据利率的向下随机项。**

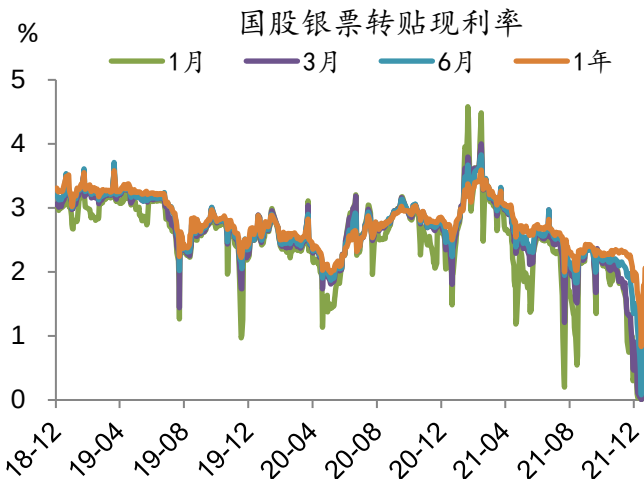
央行先后在12月16日、24日和27日分别召开金融机构货币信贷形势分析座谈会、货币政策委员会四季度例会和2022年工作会议，重申“增强信贷总量增长的稳定性”，强调“稳字当头、稳中求进”，指向央行对稳增长和稳信贷诉求较强。市场对宽信用的预期成为商业银行加大信贷投放的催化剂，从而加剧票据利率的下滑。

- **本次票据利率急剧下探是常规操作、信贷供需缺口、政策导向等因素共同作用的结果。预计未来票据利率将触底反弹、信贷有望迎来“开门红”。**往后看，利率端，随着跨年冲量结束、后置贷款落地，明年初票据利率可能触底反弹。信用端，综合银行后置贷款的安排、货币稳中有松、专项债前置、基建积极性提升等因素，明年初信贷有望迎来“开门红”。

● 风险提示

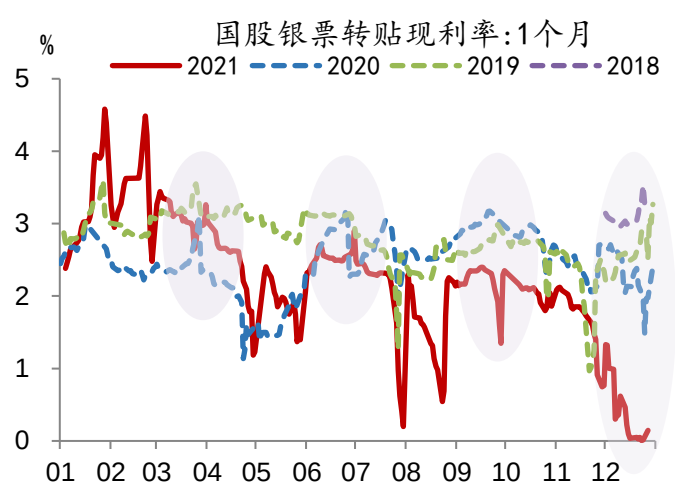
疫情反复超预期，房地产风险，经济下行速度超预期，政策执行力度不及预期。

图表 1 票据利率 12 月起迅速下降



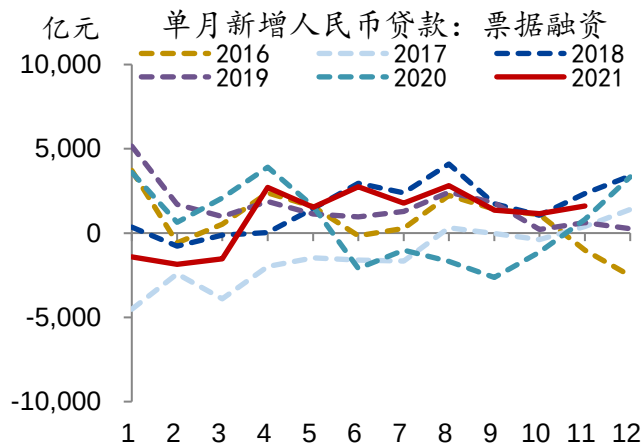
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 票据利率多数在月末、季末和年末下行



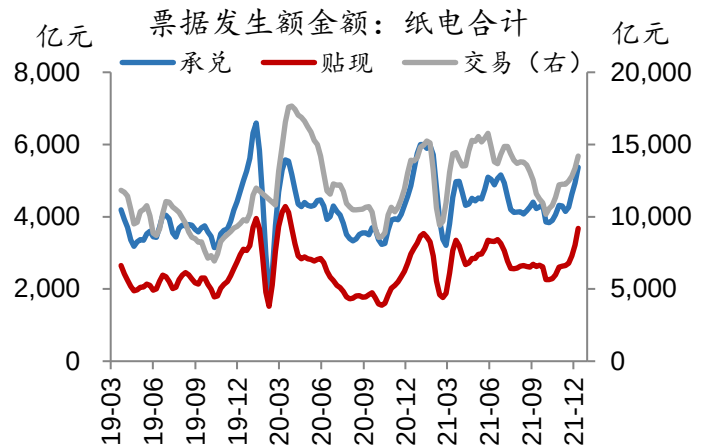
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 新增票据融资金额二季度起持续强于季节性



资料来源: wind, 华安证券研究所

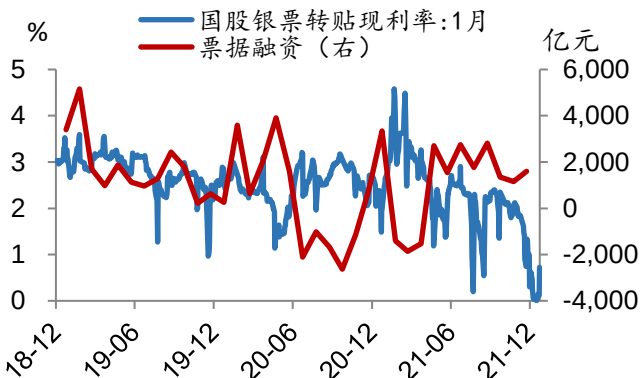
图表 4 票据发生额四季度以来迅速提升



资料来源: wind, 华安证券研究所

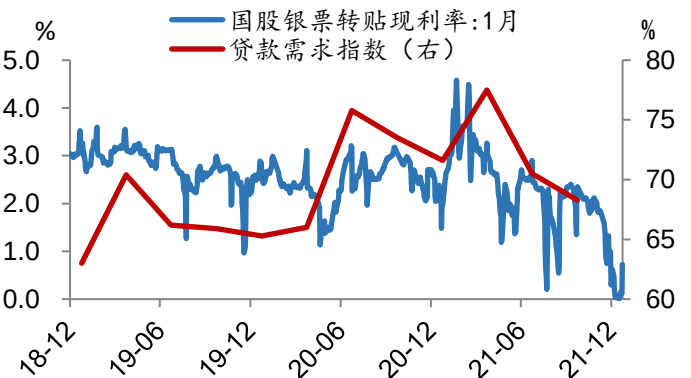
注: 发生金额经过 28 天移动平均平滑处理

图表 5 票据的融资冲量与利率下探



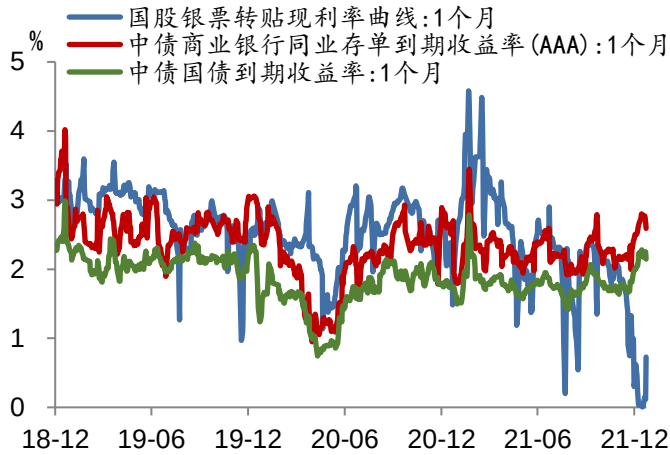
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 贷款需求自二季度以来持续承压



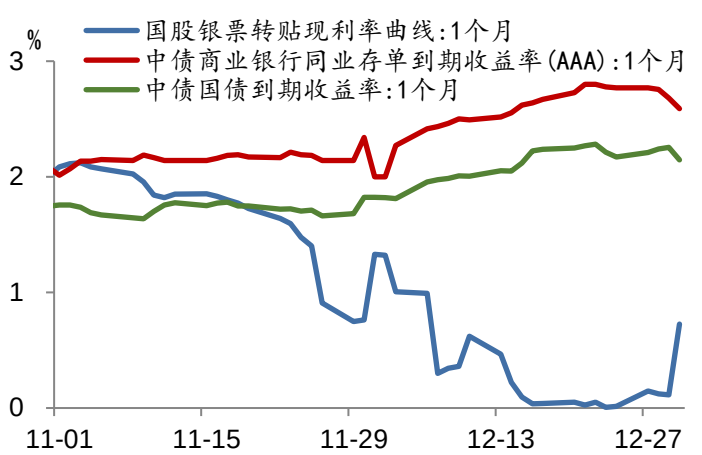
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表7 票据利率与同期国债和同业利率同步变动



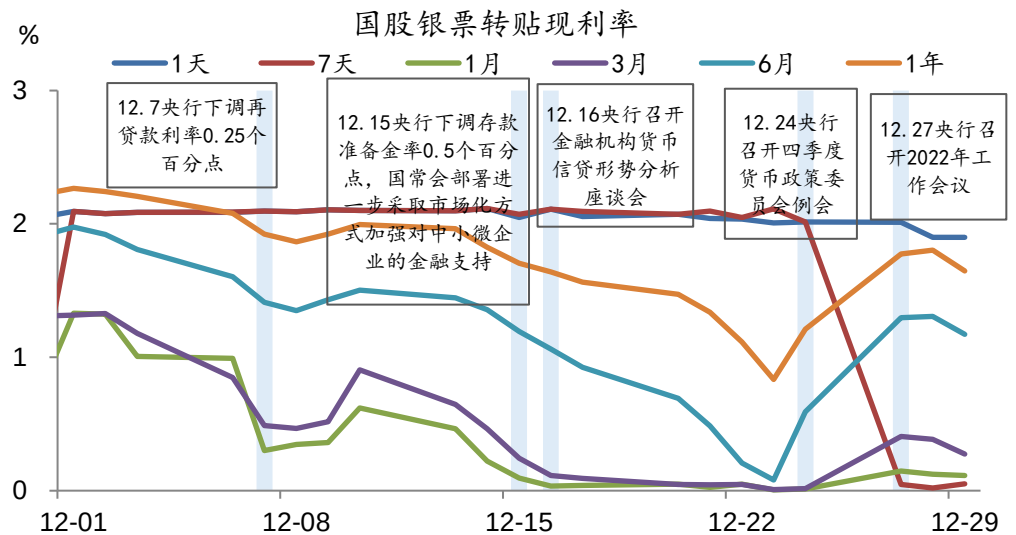
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表8 票据利率11月以来背离国债和同业利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表9 本月票据利率异动受政策态度影响



资料来源: wind, 华安证券研究所

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35497

