

■郭新强国家金融与发展实验室特聘研究员、浙商银行总行票据业务部副总经理

目前转贴现纳入狭义信贷规模管理，导致票据利率非市场化、月末时点畸高畸低，成为诱发票据违规套利的重要推手，降低了央行货币政策服务实体经济的真实性、有效性。从实际融资主体看，与资金流向实体企业的一般性贷款投放、票据贴现、信用证议付不同，转贴现资金是直接流入银行、财务公司等金融机构，加上信用风险主体、资本计提、流通转让上的差异，转贴现更应被认定为同业资产。

可以说，转贴现信贷规模属性的调整，其意义不亚于上海票据交易所的设立。后者解决了票据交易机制市场化的问题，使票据迈向电票标准化交易；前者则解决了票据利率市场化的问题，使转贴现脱离信贷配角，让票据真正回归为自主经营、市场化运作的金融工具，这不仅不会降低票据交易市场的繁荣，而且有助于票据市场的可持续发展。

目前，央行宏观审慎评估体系（MPA）中将信贷分为狭义信贷与广义信贷，狭义信贷是指各项贷款，包括一般性贷款、信用证议付、贴现和转贴现，广义信贷则是在狭义信贷之外，还包括表内的同业资产、债券投资、买入返售等资产，以及表外的理财资产。这里所讨论的

转贴现狭义信贷规模属性，是指

转贴现由于被纳入狭义信贷统计和规模调控，从而产生的信贷规模调控属性。

壹

转贴现的狭义信贷规模属性与票据利率

票据利率在过去的一年里较为低迷，以一年期国股银票转贴现利率为例，价格都在3%以下。2020年5月甚至下探至2%以下。我们不妨来比较一下国股银票转贴现利率1Y、同业存单收益率(AAA)1Y和SHIBOR1Y的价格走势，以及过去一年多时间国股银票转贴现利率1Y与大型银行票据融资占比走势。

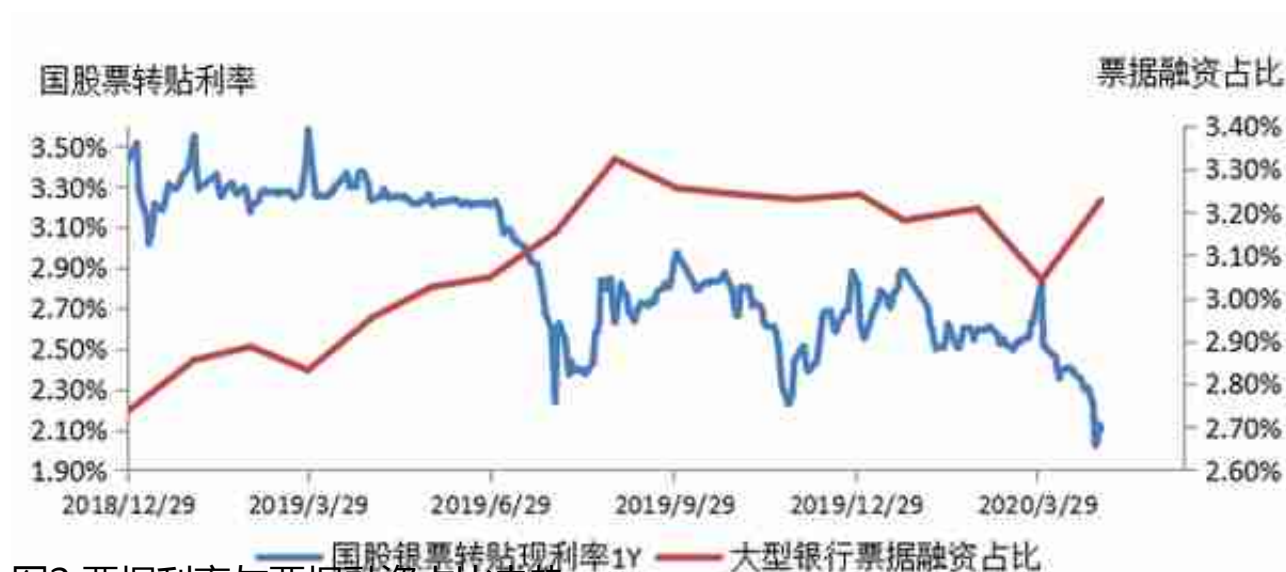


图2 票据利率与票据融资占比走势

从图1我们可以发现，一年期同业存单AAA利率和一年期SHIBOR走势非常相似，而一年期国股银票转贴利率却有一定程度的偏离，比如在2019年6-7月份，资金价格相对稳定，而一年期国股银票转贴现利率却出现较大幅度地下降。从图2可以发现，同一时间，大型银行票据融资占比大幅上升，而国股银票转贴现利率骤降，且在低位区间运行。

由此可见，票据转贴现目前被纳入狭义信贷规模管理，使得转贴现具有了信贷规模属性，诱导银行机构通过在月末特殊时点同向集中收票填充信贷规模，票据利率出现偏离资金价格的“畸低”情形。票据的狭义信贷规模属性超越票据的资金属性、支付结算属性，在月末、半年末、年末等关键时点，成为影响票据利率走势的主导力量。

贰

转贴现的狭义信贷规模属性值得商榷

□转贴现的狭义信贷属性弱，同业资产属性强

从实际融资主体上看，转贴现与传统的贷款、信用证议付、贴现不同，前者是银行融入资金，后者是实体企业融入资金，实体企业融资才是信贷投放。同时，转贴现在信用风险、资本计提、流通转让上也更加偏向同业资产。

一是融资主体不同。

狭义信贷资产是家庭、企业等实体与金融机构之间的直接债务债权关系。而转贴现融资主体是金融机构，金融机构资金通过转贴现流向了另一家金融机构，并不会导

致信用扩张，也不能反映该金融机构对于企业和实体经济的直接支持，与广义信贷规模下的同业资产更为类似。

二是信用风险不同。

金融机构通过转贴现获得票据资产，其前手有承兑人、贴现人等信用状况相对较好的金融机构来为票据资产作信用背书，信用风险相对较低。而其他狭义信贷资产，债务人是借款企业，其还款能力受宏观经济、行业周期、内部治理等多方面因素的影响，使得其他狭义信贷资产的信用风险相对较高。

三是流通转让不同。

票据是一种流动性极高的有价证券，持票机构可以在上海票据交易所，通过简便的流程将票据转贴现给其他的金融机构，以实现票据资产的转让，故转贴现属于买卖关系。而狭义信贷资产属于合同债权，是借贷关系，其转让限制较多，流程复杂。

□转贴现纳入狭义信贷管理的问题

一是导致票据价格及波动脱离市场。

由于转贴现狭义信贷规模属性的存在，当银行贷款投放不足、信贷规模宽松时，依靠转贴现撑规模；当贷款投放充分、信贷规模紧张时，依靠转贴现压规模。信贷不足时、竞相收票、票价同向走低，信贷充足时、竞相卖票、票价同向走高，所以经常会出现“低时买票、高时卖票”的貌似异常的倒挂交易。票据的资金利率让位给信贷规模调控，后者成为票价的主导因素，这有悖于利率市场化改革。

二是造成票据套利的重要推手。

信贷不足时、竞相收票，会导致票价“畸”低，比如2020年5月直贴票价甚至跌破“2%”，这与结构性存款、理财等天然存在100-200BP的空间，套利屡禁不绝、屡查不止。违法违规套利还会诱发从业者道德风险和涉刑案件频发，败坏社会风气。

三是降低货币政策服务实体经济的真实性、有效性。

银行依赖转贴现相机调控信贷规模，使得信贷投放失真、狭义信贷管控失效。为了抑制转贴现持票，又采用“票贷比”“窗口指导”等政策堵口子，货币政策调控日益复杂化。

可以说，只要转贴现的狭义信贷规模属性不改变，票据就难以成为独立的金融工具，就会始终扮演央行货币政策调控、银行资产负债调控的角色。

叁

转贴现从狭义信贷纳入广义信贷管理的积极影响

若转贴现票据能够被认定为同业资产，由此从狭义信贷规模纳入广义信贷规模管理，不仅有利于提高货币政策调控效力，而且打通了制约中国票据市场独立运行、持续发展的政策梗阻

，其历史意义可以与上海票据交易所的设立相媲美。上海票据交易所的设立主要解决了票据交易机制市场化的问题，使票据迈向电票标准化交易；转贴现狭义信贷规模属性的调整，则可以解决票据利率市场化的问题，使转贴现脱离信贷配角，真正成为独立的金融工具，这不仅不会降低票据交易市场的繁荣，而且有助于票据市场的可持续发展。

□有利于提高货币政策服务实体经济的真实性、有效性

监管机构对金融机构的狭义信贷规模进行统计，并以此来考核金融机构的信贷投放。目前金融机构可以通过转贴现买卖票据资产，来调节其狭义信贷规模。若转贴现纳入广义信贷规模管理，则监管的统计口径将会发生变化，金融机构将无法再“以票充贷”，但这对于监管政策的有效性将带来积极的影响。

我国央行一直致力于支持实体经济尤其是民营和小微企业的发展，但是目前民营和小微企业融资难

的问题依旧没有得到很好的解决

，其原因之一就是目

前的狭义信贷规模并不能真实反应一个金融机构的信贷投放，使得央行政策的有效性大打折扣。

2020年6月初，央行为支持小微企业而创设的创新货币政策工具，即新增4000亿元再贷款专用额度，旨在购买符合条件的地方法人银行新发放的普惠小微信用贷款，就是为了真实投放信用，增强货币政策的有效性。

作为同业资产的转贴现，从狭义信贷规模管理纳入广义信贷规模管理，依然在央行宏观审慎评估的政策体系内，同时更加符合央行货币政策“逆经济风向行事”、相机决策熨平经济波动的制度安排。在经济收缩期、信贷需求不足时，重点投放狭义信贷规模；在经济扩张期、信贷需求过热时，重点收缩广义信贷规模。

□有利于票据利率回归常态，有利于票据市场独立运行、可持续发展

当票据转贴现失去信贷属性后，金融机构将不会再因填充信贷规模而收票。短期内，“调表”需求的转贴现票据交易量会下降，并促使因银行集中收票出现票据“畸

”低价
格逐渐向均衡

水平回归，票据利率的主导因素逐步让位给资金利率，不仅可以成为央行利率型货币政策的快速传导工具，而且可以抑制不合规的票据套利行为。

同时，随着票据交易品种的增多，投资者的类型将更加多样化，投资者的结构也会更加丰富。

比如标准化票据，作为一种无信贷属性的“等分化” 有价证券，不仅可以在上海票据交易所交易，而且可以在银行间债券市场交易，券商、信托、保险等非银金融机构，以及公募基金、理财等非法人产品均可参与投资。所以，转贴现狭义信贷规模属性的取消，只会在短期内降低“调表” 需求的交易量，长期则使票据市场更加健康、更加繁荣、更加可持续。

综上所述，转贴现应从狭义信贷规模管理中移除，在认定其为同业资产后，纳入广义信贷规模管理，依然在央行宏观审慎评估体系之内，不仅有利于提高货币政策逆周期调控的有效性，而且打通了长期制约中国票据市场发展的政策梗阻

，其意义不亚于上海票据交易所的设立。后者解决了票据交易机制场内化的问题，使票据迈向电票标准化交易；前者则解决了票据利率市场化的问题，使转贴现脱离信贷配角，让票据真正回归为自主经营、市场化运作的金融工具。

科學建設開放

中国社会科学院国家金融与发展实验室

设立于2005年，原名“中国社会科学院金融实验室”。这是中国第一个兼跨社会科学和自然科学的国家级金融智库。2015年6月，在吸收社科院若干其他新型智库型研究机构的基础上，更名为“国家金融与发展实验室”。2015年11月，被中国政府批准为首批25家国家高端智库之一。

请点击标题下方“国家金融与发展实验室

”蓝字关注我们，或者长按下方二维码图片并选择“识别图中二维码”。