

## 票据融资大幅波动的原因及风险分析

■ 文/张华香

2008年第四季度至2009年第一季度的票据融资规模出现了“井喷式”增长，这与国内生产经营活动的明显下滑存在严重的背离，天量的票据融资中可能存在一部分缺乏真实的贸易支撑。本文首先分析了前期票据融资大幅增长的原因以及隐藏的风险，最后指出了前期票据融资的异常增长暴露出来的我国现有货币金融体制的一些问题。

票据融资主要是指汇票持有人通过以贴现、转贴现、再贴现的方式转让票据而获得资金的行为，是实现资金融通的一种方式。实务中实现票据融资的票据主要是银行承兑汇票，开具银行承兑汇票时，银行一般按汇票票面金额的万分之五收取手续费。

2008年下半年以来，我国的票据融资规模出现了比较大的波动：2008年第4季度至2009年第1季度票据融资呈现出井喷式增长；2009年4月份，新增票据融资规模开始回落，5月份，新增票据融资862亿元，占新增贷款的13%，回落至往年的平均水平，如图1、2所示。前期票据融资快速增长与国内生产经营活动的明显下滑存在严重的背离，天量的票据融资中，可能存在一部份缺乏真实贸易的支撑，隐含较大的风险。

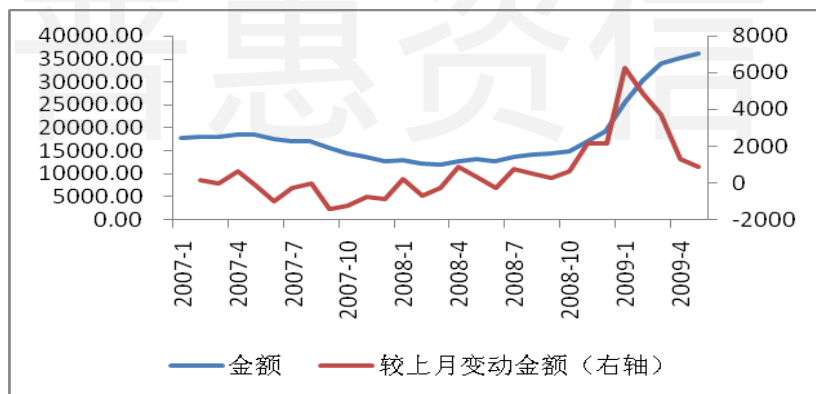


图1：2007.01-2009.05 票据融资余额及每月变动金额 (亿元)

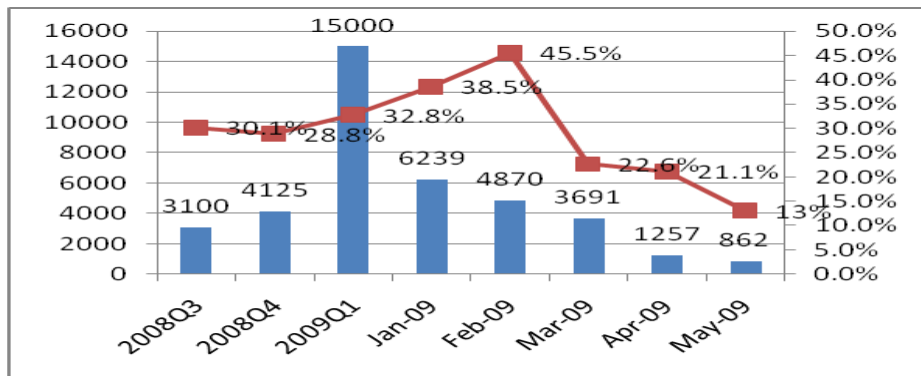


图2：2008年下半年以来我国新增票据融资规模以及占新增贷款的比重

本文接下来将对2008年第4季度以来新增票据融资规模异常波动的原因、票据融资潜在的风险进行分析。

## 一、票据融资异常波动的主要机理

前期票据融资的“井喷式”增长，即有宽松货币政策、充裕的流动性支撑，也与近期票据贴现利率走低，企业为降低财务成本、大量利用票据贴现满足资金需求以更好地衔接产销关系有关，同时也有缺乏真实贸易背景的投机需求的助长。

### （一）宽松的货币政策为票据融资高增长创造了条件

2008年上半年，为了抑制“投资泡沫”，央行实行严格控制信贷规模的从紧的货币政策，同时商业银行为配合宏观调控的整体要求，压缩票据融资等信贷规模，票据融资余额持续下降，企业生产经营的资金得不到满足。国家统计局和发改委对2.7万户企业资金形势调查结果表明，2008年面临流动资金紧张的企业数量持续增加，2008年第四季度达到38.1%，从紧的货币政策环境下，企业累积了大量的资金需求。2008年下半年以来，国家宏观货币政策开始转向，从从紧转向适度宽松，中央银行从2008年9月份开始连续4次下调存款准备金率，从17.5%下降至13.5%，释放资金大约在1.5万亿元左右，商业银行流动性充足。由于流动性充足，使得票据贴现利率持续走低，而同期的存贷款利率具有相对的刚性<sup>1</sup>，且高于贴现利率，企业可以通过票据融资进行套利。宽松货币政策导致的流动性充裕以及贴现利率的走低为票据融资的高速增长创造了条件。

### （二）票据融资的高增长是市场主体自主选择的结果

2008年下半年的票据融资的大量增长，既与商业银行近期投资渠道较窄、资金运用及信贷规模增长压力较大，银行愿意签发承兑汇票和提供票据贴现有关，也与近期票据贴现利息走低、企业为降低融资成本、大量利用票据贴现满足流动资金需求有关；同时，票据融资具有手续简便、无需信贷审批手续，贴现成本较低，周转方便、风险较小等优点，于是，票据融资正成为中小企业重要的融资方式之一和商业银行资产配置的主要选择。

在实体经济风险加大，未来经济走向不明的背景下，银行更愿意通过发展风险相对较小的票据融资业务以规避风险及同时达到扩大信贷投放规模的考核目标。宽松的货币政策使得商业银行流动性充足，同时银行出于风险的考虑对经营困难、负债较高的企业尤其是中小型企业放贷趋于谨慎，而开具银行承兑汇票的企业一般为规模较大、信誉较高的大中型企业，且企业需要缴纳一定的保证金，风险相对较小，因此为了弥补宽松货币政策下存贷利差缩小对盈利的影响，商业银行增加票据融资余额就成为了一种合理和现实的选择。

随着金融危机在全球的蔓延，对实体经济的影响也进一步加深，我国许多企业特别是中小企业面临资金短缺的困境，然而银行“惜贷”现象严重，许多企业通过票据融资的方式却能够满足对流动资金的强烈需求，同时也可以降低企业的财务成本。举例来说，第一季度的票据贴现月利率大约为0.13%左右，而同期半年期贷款月利率为0.405%，6个月的利差大约为1.65%，如果企业将1000万元进行贴现，企业可减少16万元的财务成本（ $1000 \times 1.65\% - 1000 \times 0.05\%$ ）。以上这些因素导致票据融资余额在银行各项贷款余额的比重不断提高。

<sup>1</sup> 这主要是由于目前我国票据利率是市场利率，而存贷款利率是管制利率。

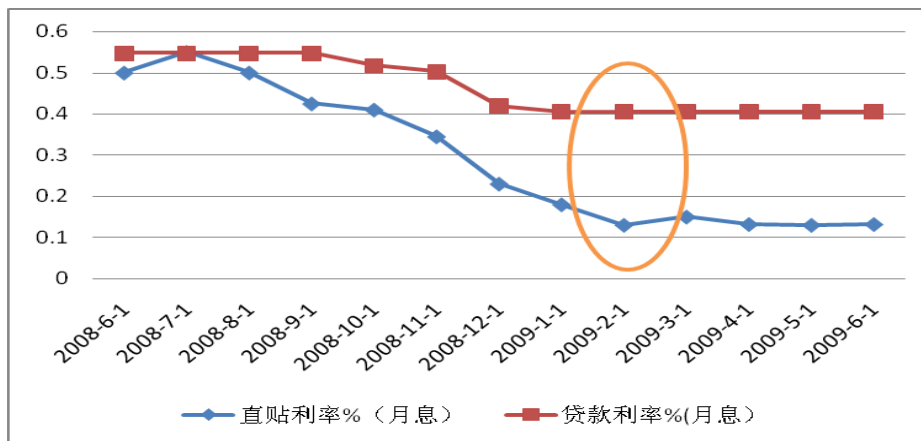


图 3：2008 年下半年以来票据直贴月利率和同期贷款月利率（单位：%）

资料来源：中国票据网、央行网站整理

### （三）企业的套利行为起到了推波助澜的作用

文章第 2 条机理所述的行为都是“真实的票据融资行为”，所谓真实的票据融资行为是指承兑汇票的签发、贴现、转贴现都是以真实的贸易为背景。因此，银行票据业务与企业的真实经营活动应该存在显著的正相关性，但是一季度 GDP 增长水平、PMI 指数、发电量和进出口水平等数据都呈现出明显的萎缩。可见，前期票据融资“井喷式”的增长与当前企业生产经营活动存在明显的背离，其中可能存在一部分缺乏企业间真实的债权债务关系和真实的交易支撑，票据“空转”的可能性较大。

票据“空转”的一般做法是企业通过虚构发票、购销合同等手段，缴纳 0-100% 的保证金办理银行承兑汇票，再将汇票转交持票人；持票人通过贴现获得相当于 1-5 倍保证金数额的资金，接着再用贴现出来的资金作为保证金办理银行承兑汇票进行贴现，如此循环操作后，从商业银行贴现出来的资金就呈几何级数增长。另一种情况是，企业利用票据贴现和存款的利差进行套现。举例来说，假设票据贴现月利率为 0.14%，同期的存款利率 0.16%，6 个月的利差为 0.12%，企业将 1000 万存为 6 月期的定期存款，以 100% 质押办理银行承兑汇票，然后进行贴现赚取利差，可获利 7000 元（ $1000 \times 0.12\% - 1000 \times 0.05\%$ ），然后企业再用贴现出来的资金进行循环操作，套利空间可观。最后，如果企业将贴现出来的资金投入股市或房地产，收益则可能更大。

货币供给的数据可以在一定程度上印证票据“空转”的存在。由于票据融资的期限为 6 个月内，具有真实票据融资意愿的企业是为了获得流动资金融通，在企业活期存款账户上可以明显反映，而“空转”的情况在企业定期存款账户上可以有所反映。因此，正常情况下，票据融资的快速增长会增加 M1 的供应量，从央行的统计数据来看，2009 年 1-3 月份的 M1 同比增长 6.68%、10.87%、17.04%，同期的 M2 增长 18.79%、20.48% 和 25.51%，增长剪刀差分别为 12.11%、9.61% 和 8.47%，这较其它时期明显增大，如图 4 所示。

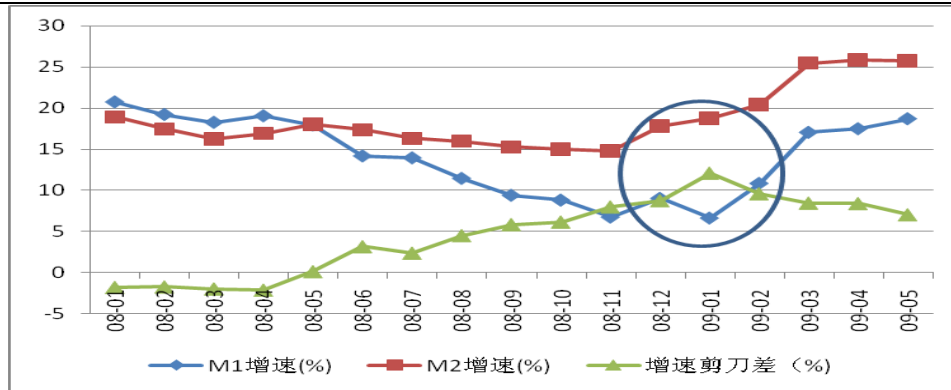


图4：M1/M2 增速及增速的剪刀差

综合来看，当期票据融资的高速增长，是与当前特殊的经济环境密切联系在一起的。随着国家加强对对票据融资监管以及前期所发行的很多票据将快到期，票据融资的高速增长将不可持续，必将逐步回落。

## 二、票据融资快速增长的风险

票据融资的快速增长，一方面可以在一定程度上满足企业特别是中小企业的流动资金需求和增加银行的收益，但另一方面票据融资快速增长的背后也暴露了我国现行金融体制的一些问题，隐藏了一些风险。

### （一）造成监管信号失真，加大央行的调控难度

票据的“空转”会产生乘数效应，用低保证金撬动高的票据额度，票据融资的“虚增”无法真正反映出宏观经济回暖的情况；通过票据融资获利的主要是银行的大客户，信贷的高增长没有真正的惠及“三农”和中小企业；如果票据融资所获资金流入股市、房地产等市场，而不是实体经济，会造成这些市场的虚假繁荣，不利于我国金融市场的健康发展以及实体经济的复苏。上述情况都背离了央行通过扩大信贷规模支持实体经济增长的初衷，加大了调控难度。

### （二）加大了银行体系的风险

如果商业银行对企业提供的商品交易合同和发票没有进行严格审查，或在实际操作中擅自放宽保证金比率和签发条件，为一些不符合规定的企业签发汇票，会极大地增大商业银行的操作风险，企业通过循环操作，套现出相当于保证金多倍的资金，一旦企业操作经营失误导致票据到期时无法付款，则极大地增大了商业银行的风险。

## 三、启示

前期票据融资的异常增长暴露了我国现有货币金融体制的一些问题。首先，我国现行利率体制设置存在着缺陷，市场化的贴现利率和有管理的存贷款基准利率容易造成利率“倒挂”现象的产生，为票据融资的投机行为创造了条件，为此，我国需加快存贷款基准利率市场化改革的进程。其次，这也反映了我国现行银行绩效考核制度设计的缺陷，长期以来，我国银行片面追求存贷规模的快速增长，而忽略以利润和风险控制为核心的考核评价，这客观上刺激了银行基层人员在业务上弄虚作假，急功近利，出现短视行为和道德风险。最后，隐藏在票据融资背后的一个客观事实是当期过多的流动性不能被实体经济有效吸收，流动性没有真正流入经济所急需的领域，如何解决好信贷支持的金额、结构和流向问题是央行需要迫切解决的一个现实问题。