

这是一个不均衡、不对称的市场，时间差和利率差造就了天然的套利缺口，企业、中介、银行各得其利，即便是虚假的贸易背景、即便是层层加价之后风险四伏，也敌不过金钱的引力。更有刀尖嗜血者，以超高利贷、倒卖银行卡、虚拟信用套现等灰色伎俩，编织出一张张“吃人”的陷阱，套路满满，赶赴一场场致命的金融冒险。

在接受采访的一个小时里，坐在新金融记者对面的肖杰接了5个电话，时不时地低头回复微信留言。“以前我经手的票据套利的多是虚假贸易背景的，今年管得严了，现在更多是套有真实贸易背景的票据套利业务。”

肖杰是深圳一家保理公司的负责人，同时，他也承担着票据中介的角色。说不清哪个是他的主业，因为保理公司，他与很多银行建立了联系并保持着良好的合作关系，而这些银行资源又为他的票据中介业务打开了一扇友好的大门。

此前，由于部分企业利用票据和结构性存款的利率倒挂进行套利，引起了监管注意。银保监会副主席王兆星不久前在国新办举行的新闻发布会上表示，商业银行组织同业票据买卖、交易，属于个别现象。针对这种现象，银保监会正组织监管人员加强相关检查，一旦发现资金完全是出于套利和逃避监管目的，而没有投入到实体企业经营当中，监管部门会采取严格的问责和处罚措施。中国服务贸易协会票据经纪委员会随后下发了《关于规范票据交易套利行为的公告》，要求各会员单位强化自查自纠，严厉杜绝票据套利。

一位中部地区某城市商业银行的工作人员表示，他们已经收到了票据套利自查的通知，最近正在按照“通过查看票面背书，结合贴现频率、资金流向等排查疑似中介；通过财务报表数据是否异常、贴现量与销售收入的匹配性确认贸易背景；禁止贴现资金用于归还贷款、购买理财及结构性存款，以及用于承兑、开保证金”这三个方面开展自查。地处华东某银行的一位工作人员则表示，尚未收到自查通知。不过该行已经暂停了票据质押融资业务。

但在肖杰看来，监管关注的是建立在虚假贸易背景下的票据套利。“票据套利是由于票据贴现率与结构性存款利率、理财收益率倒挂而产生，所以只能通过改善利率传导机制来规避票据套利。”

记者注意到，目前全国银行理财收益水平去年12月份以来总体呈现下滑趋势，结构性存款利率有所下降。普益标准数据显示：2019年3月2日至2019年3月8日，338家银行共发行了2050款银行理财产品，其中，封闭式预期收益型人民币产品平均收益率为4.24%，较上期减少0.01%。这意味着，结构性存款利率和票据直贴利率之间的利差在收窄，但尽管如此，票据套利仍时有发生。

## 一拍即合

事实上，如果是基于真实贸易的合规操作，企业套利空间是有限的。但不少票据中介在一些银行的庇护下，通过壳公司伪造贸易背景，将套利空间一倍一倍地放大。

“利用结构性存款和贴现利率差进行套利，这种情况很普遍。尤其是地方性城商行、农商行等中小银行做的很多，他们很难吸收存款，只能通过这种方式拉存款，上规模，同时变相为企业股东做融资。”肖杰举例称：一般情况下，企业A与企业B完成交易，形成贸易合同。如果企业A没有贸易对象，中介会引入壳公司企业C并伪造贸易背景，之后，假设企业A用100万在银行购买一个预期年化收益4.5%左右的结构性存款产品，随后将这100万的结构存款作为质押开具银行承兑汇票给企业C，企业C以3.3%左右的贴现率去银行贴现，贴现后资金回流到企业A手中。这中间存在1.2%的差额，企业A也获得了融资。

“通常，五大行开出的汇票贴现率低一些，其他中小银行贴现率比他们高出0.6%左右。一般国有、股份制银行的汇票贴现率在3.3%左右，其他中小银行因为信用等级不够，其汇票贴现率在3.8%、3.9%。”肖杰说。

没有实体交易的票据套利无疑虚增了金融泡沫。但尴尬的是，在这场虚拟贸易的票据套现中，银行对此似乎并不十分反感。

“站在冲存款的角度，银行甚至是愿意配合这种套利的。银行负债端既增加了结构性存款，在资产端又增加了贴现票据，因此可以同时满足负债指标和资产端增加贷款。”业内人士坦言，票据融资已成为银行表内信贷投放的重要调节工具。有规模的时候，就做(票据)贴现；没有贷款规模的时候，就把票据卖出去。贷款考核完成不了就用票据规模调剂。正因如此，一些银行也乐于与票据中介合作。

## 催生中介

据了解，银行汇票目前在直贴、转贴、再贴现市场交易上比较通畅，不存在贴现障碍，无非是价格高低问题，基本上都是见票即付。不过，商业汇票流通起来难度更大，很多银行不认可商票，企业想要贴现只能找专业的票据贴现公司。这就给了票据中介很大的生存空间。

“年底和春节期间企业都需要用钱，也是商票流通的旺季，多的时候每天有十几单，少的时候一两单。最近，也有很多持票的企业找到我，让我们帮其变现，这些公司大部分是给大企业做配套业务的中小微企业。很多国企、央企等大企业3个月以上的付款项目基本上都采用票据方式。其实这些大企业也不是没钱，只是晚付几个月，可以让集团财务数据好看一些。”据肖杰介绍，这些票据一般是3个月到一年

期的，其中半年期的居多。但这也要看中小微企业的议价能力，有时候，大企业给一部分电汇，一部分远期票据。这就拉长了中小微企业的资金回笼时间，为了用钱，很多票据还没到期就被贴现。

尽管商票适用于所有企业，但如果是两个中小微企业达成的商票交易，这种票据就很难流通。其实在银行的正常业务当中，银行是有商票贴现业务的。但是现在市场上很多银行对商票贴现并不积极。

因为商票是一种企业行为，当开票人还不出钱的时候，银行要兜底偿还，所以银行在商票贴现上一般都会与在银行有授信的大企业合作。据肖杰介绍，目前商票市场的开票主体主要是前30强的房地产公司和中铁、中建、中交等建筑类央企，他们约占60%的市场。

记者在采访中了解到，商票的流转大多需要票据中介经手。“客户自己拿着商票找银行贴现，银行不会贴的，100万、200万的票据额度小而分散。同时银行审核的时候还需要开票企业的财务数据等信用资料，但这些手持票据的小企业根本无法拿到，所以自己到银行贴现不了。”武汉一家票据公司工作人员在接待新金融记者咨询时表示。

“对于银行来讲，上千万金额的商票才值得去做。100万、200万的商票贴现，银行花费的人力、物力和上千万的商票所投入的人力成本差不多，所以银行更愿意做大额业务。正因如此，才会有一些票据中介把这些商票收集起来，打包到银行去做贴现。”一位业内人士告诉新金融记者。

而票据中介的惯用做法就是：收取中小企业手中未到期的商业票据，先以较高的贴现率，折现给中小企业；再向商业银行贴现，利用票据存在的时间差和利息差获取利润。“由于担心出票方企业破产，钱收不回来，我们一般不会持有商票到到期，仅仅起到一个过桥的作用。我们相当于资金批发机构，先从银行借到资金，然后给中小企业做贴现。中小企业商票都是几十万、一两百万的，银行不愿意接，我们都是把这些商票资产打包成1000万或几千万元的资产包卖给银行，我们负责资产包应收账款的管理。”前述武汉票据公司工作人员称。

据了解，目前市场上的商票贴现利率一般在年化10%—20%。如果开票企业是“网红”型企业，近期负面新闻较多，信誉度下降，则贴现率可高达30%甚至更高。

## 层层剥利

低买高卖是票据中介获得利润的直接方式。举个例子：他们从市场上的20%左右的折扣买来商业承兑汇票，然后再以10%—15%的折扣卖给中间商或者终端用户，从

而产生利润差。其中，资质越好的企业，其商业承兑汇票的可转让的价格空间就越大。

“一家大型企业开出的商票在市场中可以以15%—20%的价格卖掉，经过层层多次流转，每个中间环节都可能加上一两个点。”一位票据中介对新金融记者表示。

而票据中介的手持商票最终的出口大多是银行、信托、资管公司等机构。其中，银行成本是最低的。

受访人士称，其实机构拿到这样的资产包，往往是会作为一种资产储备，这个资产储备变现会有两种情况：一种是有需要资产增量的客户会买这类资产包；第二种是有发ABS或者其他非标类资产包需求的客户需要买这种资产包，因为不管是ABS还是非标型资产的发售，都需要有足够的底层资产，但机构本身的业务过程中，底层资产是很难去建立的，而且建立的速度会很慢、成本较高，而通过这种购买的手段，底层资产可以迅速增加。

该人士举例称：“假如A、B、C三个公司手上都有票据组成的底层资产，每家只有3000万，那么三家公司靠自身实力单独发售成功的可能性不大，但他们三家加在一起就有9000万的资产，然后把它卖给一家上市公司或者信托公司，此时利用上市公司或者信托公司的背景去发行ABS或者非标产品，就容易产生很好的产品价值。也就是说，我收进这些票据类资产的时候，可能有7%的利润率，但是我发行的时候，可能给投资者5%的预期回报率，这样，中间两个点就是净赚的。低价买底层资产，打包后在资本市场上卖掉，赚取差价，这是现在很多中介机构做的生意。”

多位业内人士表示，利差套利只是表征，监管的难点还是在“虚构贸易背景上。”从监管的层面上来说，一直强调票据业务的真实贸易背景。与此同时，银行流动性保持合理充裕，带动票据贴现利率走低，与结构性存款利差有所缩小。套利空间会随着结构性存款利率回落而下降。

本文源自新金融观察报

更多精彩资讯，请来金融界网站([www.jrj.com.cn](http://www.jrj.com.cn))