

证券研究报告-宏观专题

发布日期：2024年11月04日

相关报告

《宏观专题：金融加力 千字当头 未来可期》
(2024-10-04)

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：郑州郑东新区商务外环路10号18楼

地址：上海浦东新区世纪大道1788号T1座22楼

投资要点：

- **互换便利创新工具迅速落地**：9月24日，国新办举行新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜首次提出创设证券、基金、保险公司互换便利，首期操作规模5000亿元，未来可视情况扩大规模。10月22日至24日，中金公司、国泰君安相继公告完成互换便利项下股票买入。
- **互换便利的基本操作**。互换便利（SFISF）是以一定比例换券的方式进行操作：通过允许符合条件的证券、基金与保险公司等非银机构“以券换券”的方式，将沪深300成分股、股票ETF、债券等资产作为抵押以获取如央行票据这样的高等级流动性资产。非银金融机构获得更高流动性资产后，可通过质押式回购的方式质押高流动性资产，在遵循风险自负的原则下将获得资金投入股市。这种“以券换券”的操作方式决定了其本质上是一种资产置换行为，通过两次转换以间接的方式为非银金融机构提供流动性，提高了这些机构特别是证券公司的股票增持能力。
- **互换便利的流动性效应**。互换便利（SFISF）这种“以券换券”的操作方式决定了其本质上是一种资产置换行为，流动性较低的权益类资产被从非银金融机构转移到央行，而央行票据或国债等高流动性资产则被央行置换给非银金融机构。在“质押—回购”的两次转换中，一方面，由于非银机构利用从央行换取的高流动性资产进行质押融资，从而对银行间债券市场以及股票市场的流动性产生一定影响；另一方面，央行不直接参与购买股票或者ETF，从而不涉及增加基础货币的投放，因此，也可以将互换便利工具视为是，央行在不投放狭义货币情况下，提升股市流动性的托底性货币工具。
- **相关影响**。创设证券、基金、保险公司互换便利（SFISF），体现了中央促进股票市场稳定发展的态度和决心。针对证券公司参与互换便利业务的相关规定，如，换入的国债和央票等不纳入“自营非权益证券/净资产”分子计算范围，且相关的自营权益资产、做市持有的权益资产不纳入“自营权益证券/净资产”分子计算范围等，意味着，这一业务不消耗证券公司的净资产，对于证券公司风险控制指标的影响也相对有限，从而有利于激发券商使用该工具，为资本市场注入增量资金。

风险提示：工具实施不及预期；经济复苏不及预期；外部风险事件。

内容目录

1. 互换便利创新工具的提出与落地	3
2. 互换便利操作及注意事项	4
2.1. 业务流程	4
2.2. 操作要素	4
2.3. 对证券公司参与的监管要求	5
3. 互换便利的流动性效应	5
4. 互换便利的政策效应	6
4.1. 体现了促进资本市场发展的态度	6
4.2. 展现了促进资本市场发展的决心	6
4.3. 夯实了近期资本市场的底部	7
4.4. 关注进展积极布局	7
5. 风险提示	7

图表目录

表：互换便利推进情况	3
------------------	---

1. 互换便利创新工具的提出与落地

9月24日，国新办举行新闻发布会，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会介绍金融支持经济高质量发展有关情况，会上中国人民银行行长潘功胜首次提出“创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展”，第一项就是创设证券、基金、保险公司互换便利（Securities, Funds and Insurance companies Swap Facility，简称为 SFISF），支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，这项政策将大幅提升机构的资金获取能力和股票增持能力。潘功胜行长还表示“计划互换便利首期操作规模是 5000 亿元，未来可视情况扩大规模”，“还可以再来 5000 亿元，甚至可以搞第三个 5000 亿元”。

随后，中国人民银行、证监会等机构迅速积极推进，在 10 月 18 日联合印发《关于做好证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）相关工作的通知》，明确业务流程、操作要素、交易双方权利义务等内容。当日，中国人民银行委托特定的公开市场业务一级交易商（中债信用增进公司），与符合行业监管部门条件的证券、基金、保险公司开展互换交易；中国证监会同意中信证券、中金公司、国泰君安、华泰证券、申万宏源、广发证券、财通证券、光大证券、中泰证券、浙商证券、国信证券、东方证券、银河证券、招商证券、东方财富证券、中信建投、兴业证券、华夏基金、易方达基金、嘉实基金等 20 家公司开展互换便利操作。

10 月 21 日中国人民银行开展证券、基金、保险公司互换便利首次操作，本次操作规模 500 亿元，采用费率招标方式，20 家机构参与投标，最高投标费率 50bp，最低投标费率 10bp，中标费率为 20bp。本次操作中，中金公司、国泰君安达成了互换便利项下的首笔质押式回购交易，前者的质押券为 2024 年第一期互换便利央行票据、后者的首批质押资产为一揽子股票组合。10 月 22 日—10 月 24 日便先后有中金公司在互换便利项下首次买入股票、国泰君安完成互换便利全市场首单国债换入交易金、国泰君安完成互换便利项下增持股票的首笔交易等信息披露。至此，互换便利工具完成落地。

表：互换便利推进情况

日期	主体	事件
9 月 24 日	中国人民银行	国新办新闻发布会，首次提出创设互换便利
9 月 26 日	中国人民银行	会议，全力推进近期金融增量政策举措加快落地见效。
9 月 27 日	证监会	会议，强化跨部委协同，积极配合推进证券基金保险公司互换便利、股票回购增持专项再贷款等相关货币政策工具落地。
10 月 10 日	中国人民银行	公开市场业务公告〔2024〕第 6 号，创设“证券、基金、保险公司互换便利，即日起，接受符合条件的证券、基金、保险公司申报。
10 月 16 日	中国人民银行、金融监管总局、证监会	会议，实施好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款两项新工具，支持资本市场稳定发展。
10 月 18 日	中国人民银行、证监会	联合印发《关于做好证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）相关工作的通知》。证监会同意 20 家公司开展互换便利操作。

10月21日	中国人民银行 中金公司 国泰君安	互换便利首次操作，规模500亿元。 互换便利项下的首笔质押式回购交易，质押券为2024年第一期互换便利央行票据。 提交用于互换便利的首批质押资产，为一揽子股票组合。
10月22日	中金公司 国泰君安	在互换便利项下首次买入股票。 完成互换便利全市场首单国债换入交易。
10月23日	国泰君安 中信证券	完成互换便利业务全市场首批国债质押式回购交易。 在沪深交易所同步完成首批互换便利操作。
10月24日	国泰君安	利用互换便利项下资金顺利完成增持股票的首笔交易。

资料来源：中国人民银行网站，中国证监会网站，中原证券研究所

2. 互换便利操作及注意事项

中国人民银行和证监会10月18日印发的《关于做好证券、基金、保险公司互换便利(SFISF)相关工作的通知》¹，明确了互换便利操作的业务流程、操作要素、交易双方权利义务等内容。

2.1. 业务流程

(1) **互换操作**。中国人民银行通过公开招标确定 SFISF 操作的互换费率和中标结果，之后通过特定公开市场业务一级交易商中债信用增进公司，以债券借贷方式将国债或互换央票换出给中标的证券、基金、保险公司等非银金融机构。参与 SFISF 操作的金融机构应在中标后 10 个工作日内向中债信用增进公司提供符合条件且足额的质押品并完成交易。

(2) **机构融资**。非银金融机构通过 SFISF 获得的国债或互换央票只能在银行间市场以回购方式进行融资，并且须为 SFISF 国债或互换央票实施专项额度管理，涉及的相关交易不纳入债券正回购余额、银行间市场债券借贷规模等考核，放宽相关经营性指标。

(3) **机构投资**。证券、基金、保险公司通过 SFISF 国债或互换央票回购获取的资金，只能用于投资资本市场，限于股票、股票 ETF 的投资和做市。未来经中国人民银行和中国证监会同意，可适当扩大投资范围。

2.2. 操作要素

(1) **互换期限**:SFISF 期限为 1 年，可提前到期;经申请同意可展期。

(2) **互换金额**:SFISF 首期操作额度 5000 亿元，未来视情可进一步扩大。在额度内，单次操作量结合参与金融机构需求合理确定。

(3) **互换费率**:通过单一价格(荷兰式)招标确定。

¹ 方斐：《互换便利：放宽风控指标 券商参与动力强》，《证券市场周刊》2024 年 10 月 26 日；

林坚：《5000 亿互换便利业务流程、操作细节都在这一篇里了！》，《财联社》2024 年 10 月 18 日。

(4) **质押品范围及折算率**:质押品范围包括 AAA 级债券(含 ABS)、股票 ETF、股票、公募 REITs 等;根据市场发展和业务需要(例如,首次操作时),中国证监会可商中国人民银行对质押品范围予以调整。质押品折算率根据风险特征分档设置,原则上不高于 90%。中债信用增进公司和证券、基金、保险公司等相关参与方对质押品进行盯市管理,并合理设置补仓线(不低于 75%)。

(5) **利息归还**:对在 SFISF 操作中借出的国债或互换央票利息仍归中国人民银行所有。如在 SFISF 存续期内发生国债或互换央票付息,证券、基金、保险公司应在收息当日及时将利息资金划付中国人民银行。

2.3. 对证券公司参与的监管要求

在对证券公司参与互换操作的监管方面,《通知》提出:

(1) 参与互换便利换入国债、互换央票、通过银行间市场的融资行为,不占用银行间市场债券借贷规模,不计入债券交易正回购余额。

(2) 参与互换便利换入的国债、互换央票,不纳入“自营非权益类证券及其衍生品/净资本”分子计算范围;开展相关自营投资、做市交易持有的权益类资产,不纳入“自营权益类证券及其衍生品/净资本”分子计算范围。**意味着,证券公司参与互换便利操作,不消耗其净资本。**

(3) 参与互换便利提交的质押资产,按照当前自营持仓计算各项风险控制指标,无需调整为“已冻结或质押”。换入的国债、互换央票及回购融资后开展自营投资、做市交易持有的权益类资产,不计入表内资产总额、减半计算市场风险和所需稳定资金。符合条件的投资,经公司内部评估后可归入其他权益工具核算。**这一规定,意在降低互换便利业务对于证券公司风险控制指标的影响。**

(4) 自参与互换便利当月起可适用《证券公司风险控制指标计算标准规定》,各项风险控制指标计算标准。

3. 互换便利的流动性效应

如上,证券、基金、保险公司互换便利(SFISF)的操作,是以一定比例换券的方式开展。具体而言,通过允许符合条件的证券、基金与保险公司“以券换券”的方式,将沪深 300 成分股、股票 ETF、债券等资产作为抵押以获取如央行票据这样的高等级流动性资产。非银金融机构获得更高流动性资产后,可通过质押式回购的方式质押高流动性资产,在遵循风险自负的原则下将获得资金投入股市。也即,互换便利通过两次转换以间接的方式为非银金融机构提供流动性,提高了这些机构特别是证券公司的股票增持能力,其中:

(1) 第一次转换,非银金融机构将信用评级、流动能力、风险等级等不同的资产通过“质押”换成高等级、高流动性的国债或者央票,后续融资时折算率及融资利率等条件都可以得到改善。

(2) 第二次转换，所获得的国债和央票只能用于银行间市场回购融资，回购融资所获得的资金只能用于投资资本市场，专款专用，限于股票、股票 ETF 的投资和做市，增加了二级市场的资金供给。

通过互换便利（SFISF）上述“质押—回购”的两次转换，证券、基金、保险公司等非银机构利用从央行换取的高流动性资产进行质押融资，对银行间债券市场以及股票市场的流动性都将是产生一定影响，具体而言：

(1) 对银行间市场而言，非银金融机构将从央行换取的高流动性资产作为抵押，向银行等金融机构借入资金，这相当于增加了银行间市场的资金需求，可能造成短期的流动性紧张。但鉴于互换便利一期操作规模为 5000 亿元，央行可以通过逆回购投放等方式覆盖，因此对银行间债市的流动性影响整体偏中性。

(2) 对股票市场而言，非银金融机构通过互换便利获得的资金只能用于投资股票市场，相当于为 A 股市场提供了新增的资金来源，从而形成了对股市流动性供给的直接支持。需要指出的是，互换便利工具由机构自主申请，非银金融机构申报的意愿最终受到其对股票市场的走势预期、自身风险自担的能力以及通过互换便利工具产生的融资成本等多重因素影响，这些因素将决定互换便利工具为股票市场提供的实际增量资金规模。

互换便利（SFISF）这种“以券换券”的操作方式决定了其本质上是一种资产置换行为，流动性较低的权益类资产被从非银金融机构转移到央行，而央行票据或国债等高流动性资产则被央行置换给非银金融机构。在“质押—回购”的两次转换中，央行不直接参与购买股票或者 ETF，从而不涉及增加基础货币的投放，因此，也可以将互换便利工具视为是，央行在不投放狭义货币情况下，提升股市流动性的托底性货币工具。

4. 互换便利的政策效应

4.1. 体现了促进资本市场发展的态度

中国人民银行首次创设产品专门用于资产资本市场发展，并且明确资金规模可以后续继续增加，表明了央行“工具箱”中具有充分的储备，具有充足的资金来源，有能力有意愿有动力投入到资本市场。如果这个工具没奏效还有下一个工具，如果资金不够还有下一期资金，态度之坚决异于寻常。增加的资金直接用于二级市场投资，不同于以前主要关注一级市场，配合同时推出的“创设股票回购、增持专项再贷款”，以及其他的中长期资金入市、深化上市公司并购重组市场化改革、上市公司市值管理等多项“组合拳”，央行的工具与证监会的制度协同，充分体现了促进资本市场的积极态度，支持股票市场稳定发展成为当前的主要任务之一。

4.2. 展现了促进资本市场发展的决心

互换便利工具从 9 月 24 日新闻发布会提出，到 10 月 22 日买入股票落地，推进过程紧锣密鼓。周五（10 月 18 日）发布互换便利业务规则，同日审核通过参与的证券及基金公司，下周一（10 月 21 日）就完成了互换便利首次操作，可谓争分夺秒。主要监管机构紧密配

合，将政策工具在三周（去除国庆长假）内实施落地，如此的有效推进是落实 9.26 政治局会议“努力提振资本市场”、“千字当头、众志成城”要求的具体举措，充分展现了促进资本市场发展的决心。

4.3. 夯实了近期资本市场的底部

互换便利首次操作资金 500 亿元，虽然绝对金额并不大，但创新金融工具的提出，迅速推进的过程，都展现了积极信号，有助于提振资本市场信心，市场“预期”的改善将对资本市场起到积极的支撑作用。首次操作即有 20 家机构踊跃参与，表明机构的参与积极性较高，有利于后续操作的推进。随着参与的证券公司、基金公司、保险公司的增加，将为股票市场提供有效的新资金来源，更加夯实 9.24 以来的资本市场底部区域，实现稳定资本市场的目标，为金融支持经济高质量发展奠定坚实的基础。

4.4. 关注进展积极布局

互换便利工具的首次提出及迅速落地，体现了积极的政策信号，政策底部有所显现，可积极布局股票资产。关注工具的推进情况，后续机构的参与程度，资金的投放节奏，以及未来到期后展期或退出的影响。互换便利工具增加了非银金融机构的资金流动性，二级市场投资也是券商的主要业务之一，可以布局参与的头部券商及行业 ETF。从非银金融机构的投资偏好来看，可以布局宽基 ETF、价值类股票及相关 ETF 等。

5. 风险提示

工具实施不及预期；

经济复苏不及预期；

外部风险事件。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。