

非银金融行业点评报告

转轴拨弦三两声，龙头非银标的迎双击——证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）点评增持（维持）

2024年10月19日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001
021-60199793
hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002
021-60199761
geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书：S0600524060001
wuxs@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002
luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

- **事件：近期央行公告已与证监会联合印发《关于做好证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）相关工作的通知》，同时证监会发布称已同意20家券商和基金公司开展互换便利操作。**
- **证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）将大幅提升机构的资金获取能力和股票增持能力。**9·24国新办新闻发布会上，央行行长潘功胜提出创设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，可用质押品包括债券、股票ETF、沪深300成分股和公募REITs等，折扣率根据质押品风险特征分档设置（质押折扣率原则上不超过90%，补仓线设置不低于75%）。通过这项工具获取的资金只能投向资本市场，用于股票、股票ETF的投资和做市。互换期限1年，可视情展期。互换费率由参与机构招投标确定。中债信用增进公司代理央行开展。SFISF换入的国债、互换央票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。
- **转轴拨弦三两声，未成曲调先有情。**我们认为，SFISF创设的目的是为了提升非银金融机构主动增加股票杠杆的能力和意愿，通过与央行置换可以获得比较高质量、高流动性的资产，将会大幅提升相关机构的资金获取能力和股票增持能力。自9·24央行首提SFISF以来，相关部署工作渐次落地，已成为资本市场热议的话题，截止10月18日，获准参与互换便利操作的证券、基金公司有20家，首批申请额度已超2000亿元，表明央行对此态度是开放且积极的，资本市场内在稳定性也有望增强。
- **我们认为SFISF参与积极性中券商和基金的积极性高于保险资金。从券商来看，**参与互换便利换入的国债、互换央票，不纳入券商“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。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，经内部评估后可归入其他权益工具（FVOCI）核算，有助于降低对利润表的波动。2024年9月证券公司三年期公司债平均票面利率约为2.13%，未来券商需要权衡用资需求、成本与收益之间的考核。**从基金公司来看，**公募基金参与互换便利获取的流动性，可用于购买股票和股票型ETF，也可用于应对投资者赎回，可提高应对赎回减持、防范风险的能力，有效做好基金产品的流动性管理，发挥平滑与稳定市场的作用。**对保险资金而言，**SFISF有利于“盘活存量、用好增量”，不过，权益市场风险最低资本计量的增加将偿付能力产生压制，同时当前权益资产配置距离上限仍有一定空间。
- **龙头非银标的迎双击。**我们认为非银龙头标的将会迎来估值与业绩的双击。从首批获得SFISF试点的上市券商来看，我们结合1H24母公司净资本及风险控制指标测算下，预计中信证券、招商证券、申万宏源、国信证券、广发证券和中金公司对该业务渴求排名靠前。从估值来看，沪深300成分股有望获得市场青睐，其中首批获得SFISF的非银龙头东方财富、中信证券、华泰证券、招商证券等或将迎来双击。
- **投资建议：坚定寻找非银板块最强贝塔个股。**1) 金融科技：推荐【指南针】、【同花顺】、【东方财富】。2) 券商：推荐【中信证券】，建议关注【华泰证券】、【招商证券】。3) 保险板块推荐：【新华保险】、【中国人寿】、【中国平安】。
- **风险提示：权益市场大幅波动对非银板块估值与业绩的影响，实际SFISF额度运用低于预期，市场交投活跃度回落**

行业走势



相关研究

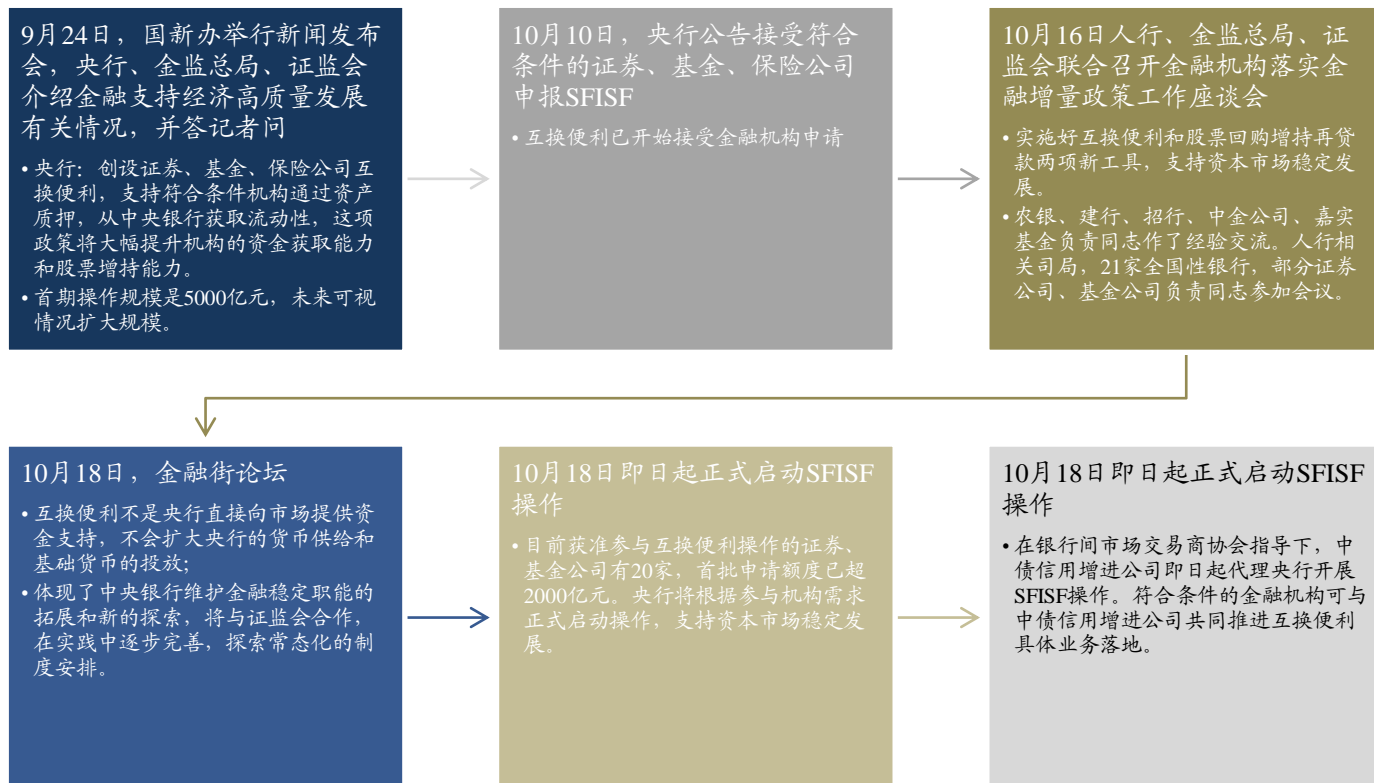
《券业巨头合并预案落地，非银板块迎新催化》

2024-10-10

《新发ETF迅速增长，ETF总规模持续扩张》

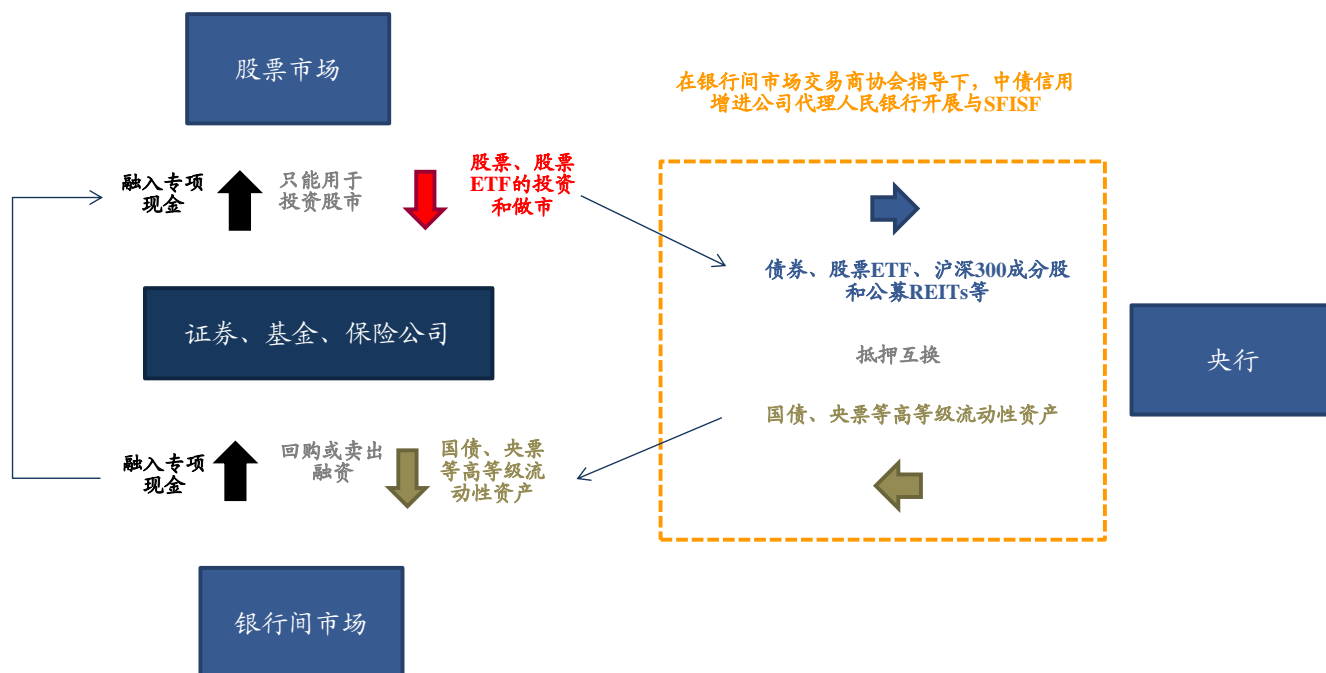
2024-10-09

图1: 2024年9月末以来, 央行对证券、基金、保险公司互换便利(SFISF)实施进展跟踪



数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所

图2: 证券、基金、保险公司互换便利(SFISF)示意图



数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所绘制

表1: SFISF 操作细节一览表

项目	主要内容
互换期限	期限为期 1 年，可提前到期，亦可申请展期
互换金额	首期已操作额度 5000 亿元，未来视情况可进一步扩大。在额度内，单次操作量结合参与金融机构需求合理确定。首批 20 家证券、基金等非银机构，申请额度超过 2000 亿元，占首期操作额度 5000 亿元的 40%。
互换费率	通过单一价格（荷兰式）招标确定
质押品范围及折算率	质押品包括 AAA 债券、股票 ETF、股票及公募 REITs。质押折扣率原则上不超过 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，补仓线设置不低于 75%。
信息披露	央行于每次 SFISF 操作结束后发布交易公告，披露相关操作信息
利息归还	借出的国债或互换央票，利息仍归央行所有
专项额度管理	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。

数据来源：券商中国，央行，证监会，东吴证券研究所

表2: 券商参与 SFISF 相关工作安排细节

项目	主要内容
融资安排原则	专款专用 封闭管理 相关融资资金可部分用于对冲互换便利方向性投资的市场风险，原则上不得超过融资资金规模的 10%。
不占用存量额度	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。
放宽相关经营性指标	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。

数据来源：券商中国，央行，证监会，东吴证券研究所

表3: 首批获准参与互换便利操作的证券、基金公司对 SFISF 业务渴求度排名测算

机构类型	公司名称	1H24 净资产规模(亿元)	1H24 母公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本	1H24 母公司自营固定收益类证券及证券衍生品/净资本	1H24 经调整后自营业务收入占比	业务渴求度占比排名
券商	中信证券	1,461	29.8%	341.6%	43.9%	1
券商	招商证券	820	39.9%	362.5%	49.8%	2
券商	申万宏源	891	41.6%	316.1%	60.2%	3
券商	国信证券	849	48.9%	292.9%	48.5%	4
券商	广发证券	983	37.9%	296.4%	32.1%	5
券商	中金公司	464	42.1%	348.5%	47.8%	6
券商	国泰君安	917	30.3%	318.0%	37.3%	7
券商	华泰证券	957	22.4%	330.6%	34.3%	8
券商	银河证券	1,067	22.1%	306.3%	50.2%	9
券商	中信建投	685	8.6%	353.9%	41.6%	10
券商	东方证券	517	20.8%	327.4%	39.8%	11
券商	财通证券	211	19.4%	323.2%	26.8%	12
券商	兴业证券	356	11.4%	300.8%	28.1%	13
券商	浙商证券	201	13.9%	200.8%	22.4%	14
券商	光大证券	452	4.2%	198.2%	23.9%	15
券商	中泰证券	281	7.6%	187.8%	15.9%	16
券商	东方财富证券					
基金	华夏基金					
基金	易方达基金					
基金	嘉实基金					

数据来源: 公司公告, 证监会, 东吴证券研究所; 注: 自营收入占比为扣除联合营企业后的投资+公允价值变动损益/扣除其他业务收入的营业收入; 东方财富证券、华夏基金、易方达基金、嘉实基金未披露 2024 年中期母公司净资本及风险控制指标, 因而无法纳入测算指标

表4: 沪深300权重股中非银金融板块个股一览(截止2024年10月18日)

代码	简称	沪深300权重	是否获得SFISF资格	申银万国一级行业	申银万国二级行业	静态股息率(2023)
601318.SH	中国平安	3.04%	否	非银金融	保险II	4.2%
300059.SZ	东方财富	1.41%	是	非银金融	证券II	0.2%
600030.SH	中信证券	1.34%	是	非银金融	证券II	1.7%
601601.SH	中国太保	0.64%	否	非银金融	保险II	2.7%
601688.SH	华泰证券	0.45%	是	非银金融	证券II	2.5%
600837.SH	海通证券	0.39%	否	非银金融	证券II	0.7%
601628.SH	中国人寿	0.37%	否	非银金融	保险II	1.0%
600999.SH	招商证券	0.36%	是	非银金融	证券II	1.2%
601211.SH	国泰君安	0.30%	是	非银金融	证券II	2.0%
600958.SH	东方证券	0.29%	是	非银金融	证券II	1.4%
000166.SZ	申万宏源	0.26%	是	非银金融	证券II	1.0%
000776.SZ	广发证券	0.25%	是	非银金融	证券II	1.8%
601377.SH	兴业证券	0.24%	是	非银金融	证券II	1.5%
601901.SH	方正证券	0.23%	否	非银金融	证券II	0.3%
601336.SH	新华保险	0.20%	否	非银金融	保险II	1.7%
601788.SH	光大证券	0.19%	是	非银金融	证券II	1.6%
601066.SH	中信建投	0.18%	是	非银金融	证券II	0.9%
002736.SZ	国信证券	0.17%	是	非银金融	证券II	2.3%
601995.SH	中金公司	0.17%	是	非银金融	证券II	0.5%
601881.SH	中国银河	0.17%	是	非银金融	证券II	1.5%
601878.SH	浙商证券	0.14%	是	非银金融	证券II	1.0%
601319.SH	中国人保	0.12%	否	非银金融	保险II	2.1%
600061.SH	国投资本	0.11%	否	非银金融	多元金融	1.4%
600918.SH	中泰证券	0.10%	是	非银金融	证券II	0.4%
000617.SZ	中油资本	0.09%	否	非银金融	多元金融	1.4%
601059.SH	信达证券	0.08%	否	非银金融	证券II	0.3%
601236.SH	红塔证券	0.06%	否	非银金融	证券II	0.7%

数据来源: Wind, 证监会发布, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>