

互换便利政策的三重影响

夯实底部，储备空间，强化弹性

优于大市

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融 · 证券 II

◆ 投资评级：优于大市（首次）

证券分析师：孔祥 021-60375452 kongxiang@guosen.com.cn 执证编码：S0980523060004
证券分析师：王德坤 021-61761035 wangdekun@guosen.com.cn 执证编码：S0980524070008

事项：

10月18日，央行联合证监会发布互换便利操作细则，在资本占用、记账方式、期限和费率、质押品折算率等重要方面做出了指引。

国信非银观点：第一，细则提升券商参与积极性。细则中的重点内容包括：互换便利操作不消耗净资本、对风险控制指标影响较小、投资资产可以计入OCI账户等内容，证券公司等非银机构可以通过互换便利方式投资高股息权益资产，实现较为稳定的投资者收益，因此参与动力较强。**第二，互换便利有助于夯实资本市场底部。**目前互换便利首批申请额度为2,000亿元，资金全部只能用于投资股市，资本市场获得规模较大、确定性强的增量资金，有助于市场信心增强、预期回暖。**第三，中长期看推动央行持有债券规模扩张，有利于利率曲线管控。**互换便利操作，有望为央行在债券市场“买短卖长”提供更多储备，彰显出央行对于长端利率过度下行的担忧和引导。**第四，互换便利将直接增加证券公司持有股票规模，有望增强证券公司的弹性。**近年来证券公司FVTPL资产占比有所下降，FVOCI权益资产占比提升明显。结合互换便利细则，证券公司可结合OCI账户进行相应权益投资。

评论：

◆ 互换便利细则出台，非银机构或有较强参与动力

10月18日，央行与证监会联合印发《关于做好证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）相关工作的通知》，向参与互换便利操作各方明确业务流程、操作要素、交易双方权利义务等内容。为提升非银机构参与动力，互换便利操作细则在资本占用、记账方式、期限和费率、质押品折算率等重要方面做出了指引，重点包括：

第一，不消耗非银机构净资本。换入的国债和央票不纳入“自营非权益证券/净资本”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/净资本”分子计算范围。

第二，降低非银机构风险控制指标的影响。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。

第三，可计入OCI权益账户。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。

第四，质押品折算率原则不超90%，补仓线75%。质押品范围包括AAA级债券（含ABS）、股票ETF、股票、公募REITs等。

第五，期限1年，可提前到期；可申请展期。费率通过单一价格（荷兰式）招标确定。

表1：证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）操作细则

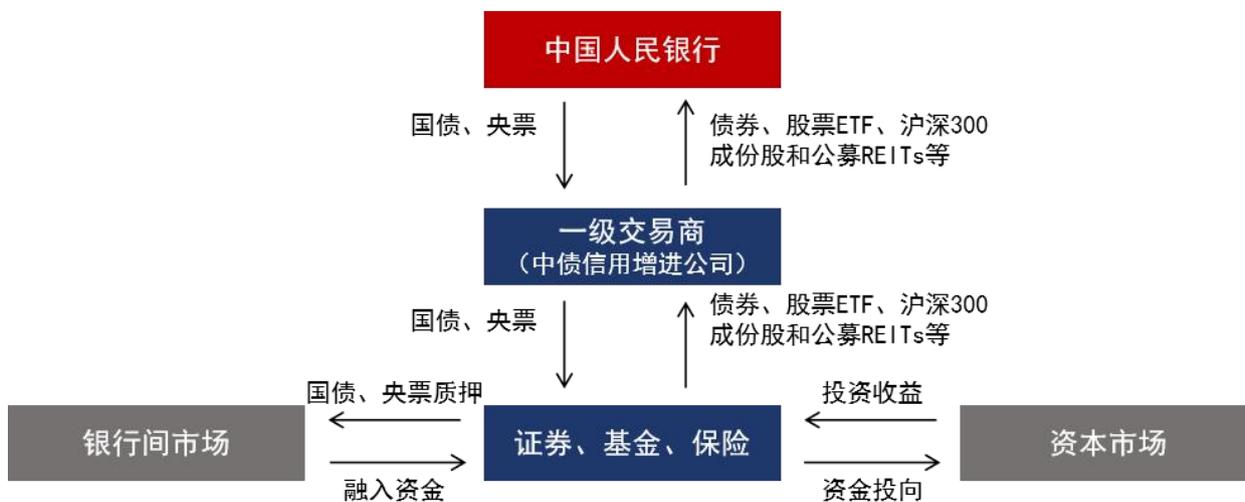
类别	细则内容
资本/额度占用	(一) 参与互换便利换入国债、互换央票、通过银行间市场的融资行为，不占用银行间市场债券借贷规模，不计入债券交易正回购余额 (二) 参与互换便利换入的国债、互换央票，不纳入“自营非权益类证券及其衍生品/净资本”分子计算范围；开展相关自营投资、做市交易持有的权益类资产，不纳入“自营权益类证券及其衍生品/净资本”分子计算范围

	<p>(三) 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</p> <p>(四) 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</p>
业务流程	<p>(一) 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。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</p> <p>(二) 机构融资。证券、基金、保险公司通过 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。证券、基金、保险公司为 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</p> <p>(三) 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</p>
期限、规模及费率	<p>(一) 互换期限: SFISF 期限为 1 年，可提前到期；经申请同意可展期</p> <p>(二) 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</p> <p>(三) 费率: 通过单一价格(荷兰式) 招标确定</p> <p>(四) 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(折算率=换入国债或互换央票面值-质押品市值 x100%)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%)</p> <p>(五) 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</p>

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

操作流程主要分为三个步骤: 第一步, 非银机构通过一级交易商质押债券、股票 ETF 等, 从央行换入高流动性的国债和央票; 第二步, 非银机构以换入的国债、央票等在银行间市场以回购方式进行融资; 第三, 非银机构将融资投资于资本市场, 具体包括股票、股票 ETF 等。

图1: 证券、基金、保险公司互换便利(SFISF)操作流程



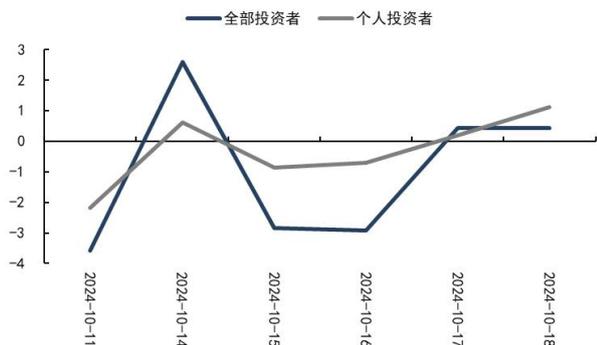
资料来源: 中国人民银行, 国信证券经济研究所整理

◆ 夯实底部: 资本市场获得确定性增量资金, 高股息资产有望获得增配

目前互换便利首批申请额度为 2,000 亿元, 资金全部只能用于投资股市, 资本市场获得规模较大、确定性强的增量资金, 有助于市场信心增强、预期回暖, 有望吸引各类活跃资金参与股市投资。此外, 互换便利细则提到, 符合条件的投资可以计入 OCI 账户, 证券公司等非银机构可以通过互换便利方式投资高股息权益资产, 实现较为稳定的投资者收益, 因此参与动力较强。

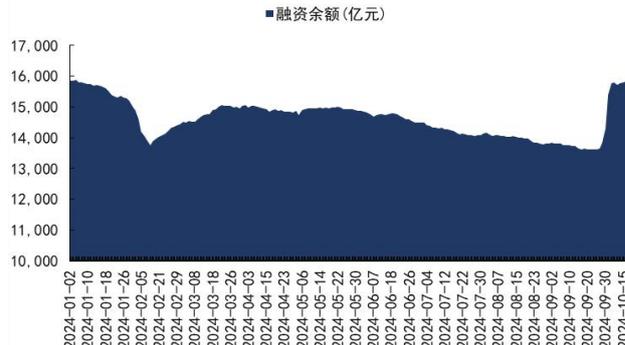
个人资金方面, 个人投资者银证转账趋势有所提升, 两融余额回升速度较快、幅度较大。

图2: 工商银行银证转账资金变动趋势



资料来源: 工商银行, 国信证券经济研究所整理

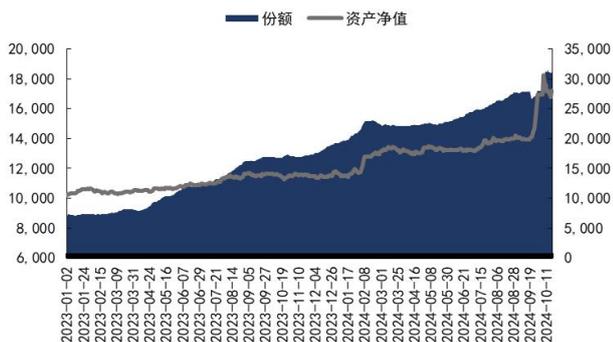
图3: 两融中的融资余额变动趋势 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

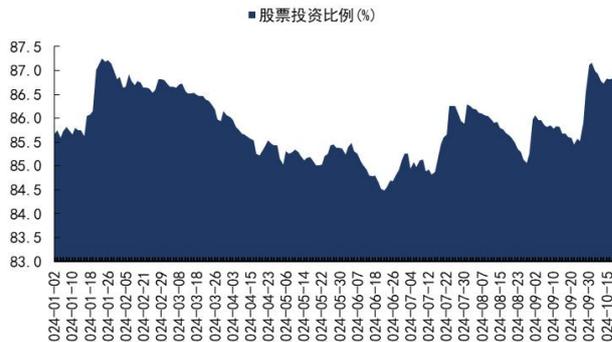
第二, 机构资金方面, 股票型 ETF 份额扩张, 资产净值规模增长。此外, 权益公募基金的股票仓位近期有所提升。

图4: 股票型 ETF 份额及资产净值变动 (单位: 亿份、亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 普通股票型基金的股票仓位变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

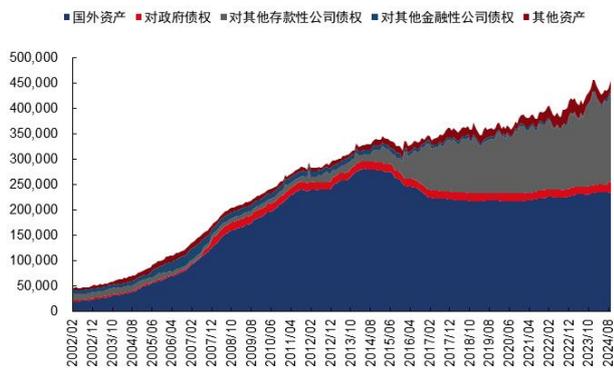
第三, 中长期资金方面, 今年以来汇金增持较多股票 ETF 以稳定市场。短期来看, 市场维稳仍较重要, 预计汇金资金入市动作将于此前一一致。社保基金为中长期资金, 伴随资金规模不断累计, 股票投资规模也相应提升。保险资金运用余额增加, 股票投资规模也有望增加。

◆ 储备空间: 央行持有债券规模扩张, 有利于利率曲线管控

受多重因素影响, 2024 年以来长端国债利率不断下行, 十年期国债收益率降至 2.0% 附近; 国债收益率曲线趋于平坦化。此前, 央行已经多次对长端国债利率的过度下行提示风险。《2024 年第二季度中国货币政策执行报告》明确指出, 2024 年以来, 国债收益率持续较快下行, 已明显偏离合理中枢水平, 不断累积金融风险。并称, “必要时将择机在公开市场卖出, 平衡债市供求, 校正和阻断金融市场风险的累积。”

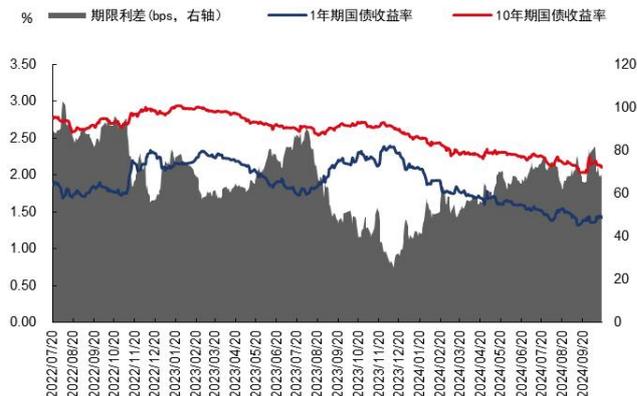
互换便利操作, 有望为央行在债券市场“买短卖长”提供更多储备, 彰显出央行对于长端利率过度下行的担忧和引导。截至 2024 年 8 月末, 央行持有的国债约为 2 万亿元。

图6: 中国人民银行资产结构 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 十年期国债收益率持续下行



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 强化弹性: 证券公司持有权益资产规模提升, 弹性有望增强

互换便利将直接增加证券公司持有股票的规模, 有望增强证券公司的弹性。

当前, 金融投资资产已占据证券公司总资产的60%以上。细分来看, FVTPL 资产占比有所下降, FVOCI 权益资产占比提升明显。结合互换便利细则, 证券公司可结合 OCI 账户进行相应权益投资。

图8: 上市券商金融投资资产规模及占比 (单位: 亿元)

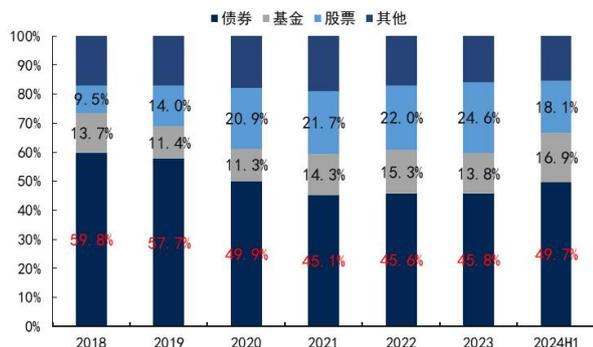


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 上市券商交易性金融资产及占比 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 部分上市券商交易性金融资产结构


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 上市券商 OCI 权益资产规模及占比 (单位: 亿元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议:

互换便利充分体现政策对资本市场健康发展的强力支持态度。证券公司参与互换便利操作, 一是有望提升自身投资收益, 二是有望发挥稳定资本市场功能, 不仅有利于证券公司获得短期收益, 更有助于证券公司长期发展。我们重点推荐综合实力强劲的中信证券, 流量充足、金融变现牌照齐全的东方财富, 与股东协同加大, 业务协同预期强的华泰证券、兴业证券, 底部存在反转预期的东方证券。

◆ 风险提示:

政策推进不及预期, 资本市场波动, 宏观经济下行超预期, 上市公司分红率下降等。

相关研究报告:

- 《证券行业 2024 年 9 月投资策略-政策直达资本市场》——2024-09-24
- 《证券行业 2024 年中报综述-业绩筑底, 复苏可期, 整合待进》——2024-09-11
- 《证券行业 2024 年 8 月投资策略-整合落地不断, 财富转型推进》——2024-08-28
- 《证券行业 2024 年 7 月投资策略-使命在肩, 龙头受益》——2024-07-24
- 《证券行业与资本市场政策 2024 年 6 月月报-央企“退金令”促进行业整合》——2024-06-20

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032