

国开证券

CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 提升机构占比，提振市场信心

--互换便利专题报告

2024年12月31日

分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

## 非银金融指数与沪深 300 指数涨跌幅走势图



## 行业评级

强于大市

## 相关报告

1. 改革深化续新章，券商业绩待春华
2. 打造一体化平台，服务综合化、个性化需求
3. 修订专项公司债指引，进一步提升服务国建战略质效
4. 明确各方责任，强化资本市场上市融资功能

## 内容提要:

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》，通过提供流动性支持，增强机构投资者的资金获取能力和股票增持能力，从而提升市场的稳定性和预期。

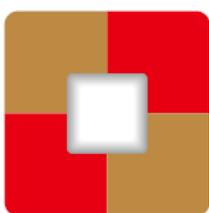
**互换便利基本规则：**为提升非银机构参与动力，互换便利操作细则在资本占用、记账方式、期限和费率、质押品折算率等重要方面做出了指引，重点包括不消耗非银机构净资本、降低非银机构风险控制指标的影响、投资可计入OCI权益账户、质押品折算率原则不超90%，补仓线75%等。业务流程主要包括互换操作、机构融资和机构投资三个步骤。

**他山之石：**美联储、英国央行、欧洲央行为了改善资本市场流动性创设了多种不同类型的政策工具。整体来看，这些工具多在金融危机或市场动荡时期推出，主要目的是缓解市场流动性紧张，支持资本市场稳定，促进信贷流向实体经济并稳定市场预期。大多数工具通过提供抵押贷款的方式向金融机构注入流动性，但部分工具通过资产互换或提供特定资产的流动性支持，因此没有形成实质性的基础货币投放。我国互换便利（SFISF），在操作原理上与美联储TSLF类似，都是通过“以券换券”的形式增强相关机构的融资和投资能力，实现流动性支持。不过，两者在资金用途和抵押品范围上存在差异。

## 互换便利的影响:

1. **流动性影响：**互换便利（SFISF）允许符合条件的证券、基金与保险公司将沪深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，再通过质押式回购的方式质押高流动性资产，将获得资金投入股市。该工具或对宏观流动性和债市影响较小，对于股市而言，互换便利工具显著提升了机构的潜在加杠杆能力，有望明显改善市场流动性。

2. **投资者行为影响：**长期来看，互换便利作为一种长期制度性安排，有利于增强资本市场韧性，一方面进一步推动长期资金“入市”，另一方面将引导个人投资者合理预期，



# 国开证券

CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

伴随着经济向好及上市公司质量提升，投资者信心有望得到提振。

3. 对券商的影响：工具放宽券商风控指标计算要求超预期，预计将持续激发机构申请积极性，实际使用额度和业务性质或跟随市场产生波动。

4. 对资本市场的影响：互换便利的质押品范围与投资品范围都包括股票 ETF，有望进一步推动我国股票 ETF 份额，尤其是规模类 ETF 份额加速增长。

**风险提示：**行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；资本市场改革进程不及预期；国内外宏观经济形势急剧恶化；宏观政策和行业政策调整风险；地缘性冲突升级及外溢风险；其他黑天鹅事件风险等。

## 目录

1、工具推出背景 .....	4
2、互换便利浅析 .....	5
2.1 互换便利基本规则 .....	5
2.2 操作流程 .....	6
3、他山之石及对比 .....	7
3.1 成熟市场针对资本市场的货币政策工具 .....	7
3.2 定期证券借贷便利 (TSLF) 发展历程 .....	10
3.3 互换便利 (SFISF) 与定期证券借贷便利 (TSLF) 的差异 .....	12
4、互换便利的影响 .....	13
4.1 流动性影响 .....	13
4.2 投资者行为影响 .....	14
4.3 对券商的影响 .....	15
4.4 对资本市场的影响 .....	16
5、风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1: 互换便利操作流程示意图 .....	7
图 2: 美联储定期证券借贷便利 (TSLF) 具体流程 .....	11
图 3: 实施 TSLF 工具期间, 美国三大股指表现 .....	12
图 4: ETF 基金市场规模变化 .....	17
图 5: ETF 基金份额结构变化(亿份).....	17
图 6: ETF 基金资产净值结构变化(亿元).....	18
图 7: 股票型 ETF 份额变化(亿份).....	18
表 1: 股权机构投资者持仓市值占比 .....	4
表 2: 股权机构投资者持仓市值占比 .....	5
表 3: 部分成熟市场针对改善资本市场流动性的政策工具 .....	8
表 4: 首批开展互换便利业务券商 2023 年权益类自营规模及受托资金规模 (亿元) .....	15

## 1、工具推出背景

我国资本市场预期及稳定性亟待修复。我国A股市场经历了较长时间的低迷，市场情绪和投资者信心受到了严重影响。特别是在924国新办新闻发布会后，市场又经历了较为剧烈的波动，这种波动性揭示出当前我国股票市场面临的重要问题之一是散户投资者比例过高。散户投资者通常具有更高的交易频率和更强的投机性，这增加了市场的不稳定性。

根据美联储的数据，截至2023年，美国权益市场中机构投资者持股占比约为60%左右。从流通市值规模来看，近年来A股个人投资者持股比例有所下降，2024年二季度末持股市值占比为28.15%，与此同时，2024年一季度机构投资者持股市值占比为18.83%。虽然我国资本市场机构化虽然在提速，境内机构持股占比由2019年的10.2%提升到了8.6个百分点，但一方面占比与发达市场相比仍然较低，另一方面，个人投资者仍在A股中占据主导地位。

表 1：股权机构投资者持仓市值占比

	2019年	2024年一季度	变动幅度
外资机构	4.40%	4.09%	-0.31%
公募	5.28%	7.69%	2.41%
私募	0.96%	2.58%	1.62%
保险	1.74%	3.04%	1.30%
社保	0.82%	2.58%	1.76%
券商、信托及其他境内机构	1.41%	2.94%	1.53%
境内投资者占比总和	10.21%	18.83%	8.62%

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

为了应对这一挑战，加速提升机构投资者占比，提振市场信心，成为当务之急。机构投资者通常具有更专业的投资决策能力，并拥有更长的投资周期，从而能够为市场提供稳定性。在此背景下，人民银行与证监会联合推出证券基金保险互换便利政策工具，旨在通过提供流动性支持，增强机构投资者的资金获取能力和股票增持能力，从而提升市场的稳定性和预期。

## 2、互换便利浅析

### 2.1 互换便利基本规则

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。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 2: 互换便利基本规则梳理**

序号	相关规则
1	参与互换便利换入国债、央行票据，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、央行票据，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。
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、央行票据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。
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。

<b>5</b>	互换期限:SFISF 期限为 1 年，可提前到期，经申请同意可展期。
<b>6</b>	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期限、规模及费率。
<b>7</b>	费率:通过单一价格(荷兰式)招标确定。
<b>8</b>	质押品范围包括 AA 级债券（含 ABS）、股票 ETF、债券、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=换入国债或央行票据面值/质押品市值×100%）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%）。
<b>9</b>	对在 SFISF（证券基金保险互换便利）操作中借出的国债或互换央行票据的利息仍归中国人民银行所有。如在 SFISF 存续期内发生国债或央行票据付息，证券、基金、保险公司应在收息当日及时将利息资金划归中国人民银行。

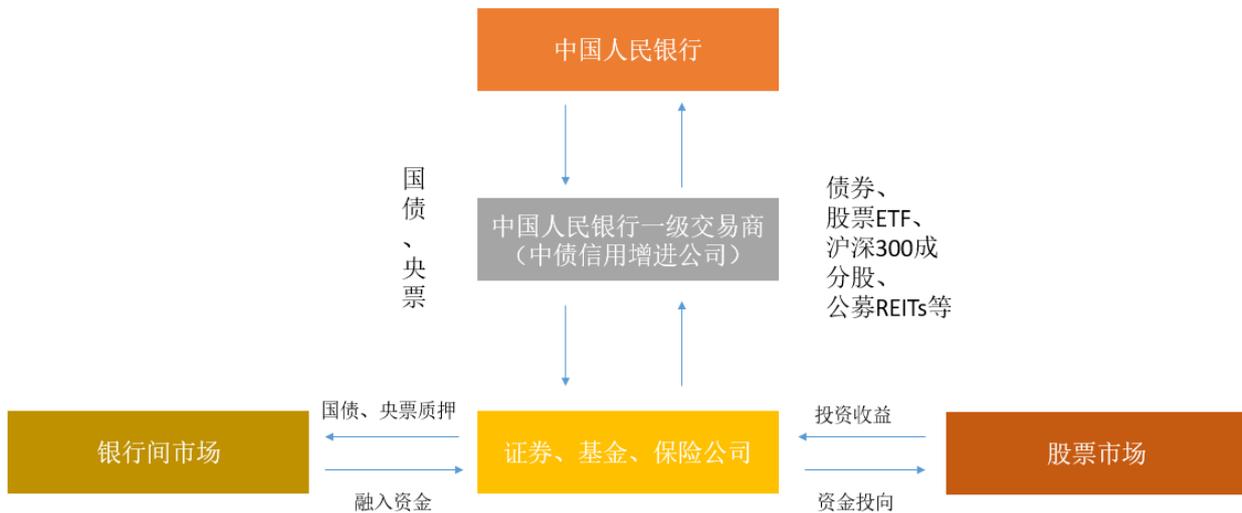
资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

## 2.2 操作流程

借贷便利（SFISF）的业务流程主要包括以下几个步骤：

- 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。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：** 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。
- 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，目前只能用于投资资本市场，限于股票、股票ETF的投资和做市。

图 1：互换便利操作流程示意图



资料来源：WIND，国开证券研究与市场部

### 3、他山之石及对比

#### 3.1 成熟市场针对资本市场的货币政策工具

美联储、英国央行、欧洲央行为了改善资本市场流动性创设了多种不同类型的政策工具。整体来看，这些工具多在金融危机或市场动荡时期推出，主要目的是缓解市场流动性紧张，支持资本市场稳定，促进信贷流向实体经济并稳定市场预期。大多数工具通过提供抵押贷款的方式向金融机构注入流动性，即金融机构可以用持有的资产作为抵押品，从央行获得资金。这些工具的设计和实施反映了央行在不同市场环境下应对流动性危机的灵活性和创新性。

分类上，可以根据针对的部门和市场对这些工具分成四类：第一类为针对金融机构的工具：如定期证券借贷工具(TSLF)、贴现窗口借贷计划(DW)等，主要为金融机构提供流动性支持；第二类为针对企业和居民的工具：如一级市场公司信贷工具(PMCCF)、二级市场公司信贷工具(SMCCF)等，直接向企业和居民提供信贷支持；第三类为跨境流动性支持工具：如央行美元互换工具(Central Bank liquidity Swap Operations)，提供跨国界的美元流动性支持；第四类为特定市场支持工具：如资产支持商业票据货币市场共同基金流动性便利(AMLF)，专门针对资产支持商业票据市场提供流动性支持。此外，部分工具，如AMLF、PMCCF、

SMCCF、TSLF等工具，主要是通过资产互换或提供特定资产的流动性支持，而不是直接增加市场上的基础货币供应，因此没有形成实质性的基础货币投放。

表 3: 部分成熟市场针对改善资本市场流动性的政策工具

国别	工具名称	落地时间	结束时间	工具简介	是否增加基础货币投放量
美国	资产支持商业票据货币市场共同基金流动性便利(AMLF)	2008年9月	2010年2月	允许存款类金融机构以高质量的资产支持商业票据 ABCP 作为抵押，从美联储获得资金，资金使用期限为 ABCP 的到期日，最长不超过 270 天。旨在协助持有高信用资质 ABCP 的货币基金满足投资者赎回的需求，间接地为 ABCP 市场和货币市场基金提供流动性支持。	×
	一级市场公司信贷工具 (PMCCF) 和二级市场公司信贷工具 (SMCCF)	2020年3月23日	2020年12月31日	PMCCF 用来发放新债券和贷款，SMCCF 用来为流通的公司债券提供流动性。这两项工具在美国财政部批准下建立，财政部根据 CARES ACT 提供 750 亿美元股本支持。PMCCF 允许美联储购买合格发行人直接发行的投资级公司债，并向他们发放贷款。SMCCF 则允许美联储购买在二级市场交易的企业债和企业债 ETF，为二级市场的投资级企业债和一些高收益率企业债提供流动性支持。	×
	央行美元互换工具 (常设美元流动性互换协议) (Central Bank Liquidity Swap Operations)	2007年12月	仍在执行	央行美元互换工具允许参与的外国中央银行在市场压力时期，通过与美联储的协议，获得美元流动性。具体操作涉及两个交易：首先，外国中央银行将其货币卖给美联储以换取美元；其次，在约定的未来日期，外国中央银行将以相同的汇率买回其货币，并支付基于市场的利率利息给美联储。	√
	定期证券借贷工具 (Term Securities Lending Facility, TSLF)	第一阶段：2008年3月 第二阶段：2020年3月	第一阶段：2010年 第二阶段：仍在执行	TSLF 是一种借贷工具，允许一级交易商通过抵押合格资产，向美联储借入美国国债，期限为 28 天。这个工具的目的是促进融资市场的流动性，改善更广泛金融市场的运作。通过 TSLF，交易商能够以暂时的抵押证券换取相对容易融资的国债，从而减少交易商在非流动性市场中出售资产的需求，降低贷方失去信心的可能性。TSLF 接受的抵押品包括 AAA 至 Aaa 级未被降级审查的抵押贷款支持证券 (MBS)、市政证券、投资级公司证券以及所有适用于三方回购协议的证券。	×

	三级设计的贴现窗口借贷计划 (Discount Window Lending Programs, DW)	1913 年开始实施, 2003 年计划更新	仍在执行	<p>贴现窗口借贷计划允许银行等金融机构使用资产抵押的方式向美联储借款。这些渠道也被称为贴现窗口。贴现窗口的主要特点是融资期限的不同, 2007 年美联储将该工具项下的融资期限增加到 30 天; 2008 年 3 月增加至 90 天; 2010 年 1 月缩短至 28 天, 同年 2 月美联储上调银行贴现利率至 0.75%, 同时宣布将贴现窗口的贷款期限从 28 天缩短到隔夜。</p>	√
英国	指数化长期回购工具 (ILTR)	2010 年 6 月	仍在执行	<p>ILTR 主要针对银行、贷款协会和证券经纪商等可预测流动性资产需求的机构。通过此工具, 英格兰银行每月向有流动性需求的机构提供 6 个月到期的储备金借款。SMF (Sterling Monetary Framework) 参与者可以使用三种等级的抵押品来竞标储备金: A 级抵押品 (高流动性, 高质量的主权证券); B 级抵押品 (其他主权、超国家、抵押和公司债券等高质量的流动性抵押品); C 级抵押品 (流动性较低的证券、本身承做的证券化商品和贷款组合)。</p>	√
	贴现窗口便利 (DWF)	2008 年 10 月	仍在执行	<p>DWF 是一种按照需求提供短期流动性的便利工具, 广泛适用于各类参与者和抵押品。应对短期流动性冲击, 期限不超过 30 天, 但参与者可以申请滚动 DWF 贷款, 以满足长期流动性需求。</p>	√
	协议性的定期回购便利 (CTRF)	2020 年 3 月	2020 年 6 月	<p>CTRF 是英国央行提供的一种非常规流动性保障机制, 允许参与者以包括 A、B 和 C 级在内的所有合格抵押品来进行投标, 从而获得流动性。CTRF 操作规模没有限制, 利率较银行固定利率上浮 15 个基点, 期限为 3 个月。这个工具旨在帮助缓解金融市场的摩擦, 提供市场参与者可预测和可靠的流动性来源, 支持金融市场运作和金融稳定性。</p>	√
欧洲	长期再融资操作 (Long Term Refinancing Operations, LTROs)	2011 年 12 月	仍在执行	<p>LTROs 是欧洲中央银行提供给欧元区信贷机构的融资操作, 具有长达四年的期限, 以优惠条件提供资金。这些操作旨在维持或增加银行对企业和消费者的贷款。LTROs 通过各国中央银行以标准招标和固定利率程序的形式分散执行。LTROs 通过提供长期资金, 鼓励银行向实体经济放贷, 从而支持经济增长和通胀目标。</p>	√

资产购买计划 (Asset Purchase Programs)	2014年 10月	2023年 7月	资产购买计划（APP）是欧洲央行为了在利率接近有效下限的情况下维持价格稳定而使用的新货币政策工具之一。该计划包括购买政府债券、欧洲超国家机构发行的证券、公司债券、资产支持证券和覆盖债券。这些购买行为通过影响更广泛的金融条件，最终影响经济增长和通胀，从而实现欧洲央行的中期通胀目标。	√
定向长期再融资操作 (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTROs)	分别于2014、2016与2019年启动	2021年 3月	TLTROs 是欧洲中央银行（ECB）提供给信贷机构的融资操作，通过提供长期资金来刺激银行对非金融企业和家庭的贷款，不包括房贷，旨在加强 ECB 的宽松货币政策立场，通过进一步激励银行向实体经济贷款来加强货币政策的传导。	√

资料来源：美联储、伦敦证券交易所、欧洲证券和市场管理局，国开证券研究与发展部

### 3.2 定期证券借贷便利（TSLF）发展历程

我国此次推出的互换便利(SFISF)，在实施过程中并没有基础货币投放，不存在“扩表”，并不是所谓的“央行下场入市”。这一工具的操作原理与美联储的定期证券借贷便利（TSLF）类似，因此我们聚焦TSLF，探讨其特点及影响。

TSLF最初由美联储在2008年3月11日创立，承诺投入2000亿美元用于该设施，旨在缓解信贷市场的流动性压力，特别是在抵押贷款支持证券市场。该工具于2010年2月停止使用。

美联储对于TSLF工具规定了如下几条主要规则：

**参与资格：**参与TSLF的机构必须是一级交易商，即那些被授权直接与美联储交易的公司。他们可以通过抵押合格抵押品通过TSLF借入美国国债。

**合格抵押品：**根据合格抵押品范围的不同，TSLF操作分两类，第一类的合格抵押品包括投资级的企业债券、市政债券、MBS和ABS，需求较高；第二类的合格抵押品仅包括三方回购协议接受的抵押品（即国债、机构债以及机构担保的MBS），需求相对较少。

**抵押品估值：**在TSLF交易中，准确评估抵押品的价值至关重要。央行采用各种方法来确定金融机构提供的抵押品的价值。这些方法可能涉及使用市场价格、独立定价服务或内部模型。估值过程旨在评估与抵押品相

关的风险，并确保其足以覆盖贷款。

**拍卖过程：**TSLF通过拍卖过程运作，合格的机构提交他们希望借入的贷款金额的竞标。美联储设定最低出价利率，机构可以在此基础上出更高的利率。贷款会授予出价最高的竞标者，直到可用金额用尽。

**贷款条款：**TSLF交易有具体的贷款条款，规定了贷款期限、利率和其他条件。贷款期限可以从隔夜到几周不等，为金融机构管理其短期流动性需求提供灵活性。TSLF贷款的利率通常设定在一般抵押品利率之上的一个预定幅度，确保美联储在其借贷活动中获得回报。

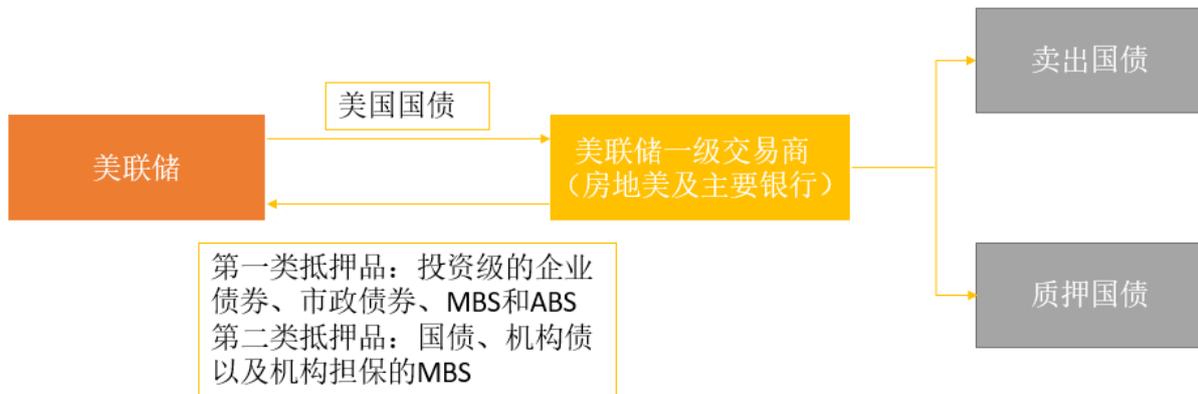
**保证金要求：**为了降低风险，央行通常会对TSLF交易施加保证金要求。金融机构需要保持一定水平的抵押品价值与借入的国债价值相对应。这确保了央行在违约或市场波动的情况下有足够的保护。

**贷款期限：**TSLF提供的贷款期限为28天，为机构提供短期资金。

**资金用途：**不限制具体用途，通过TSLF获得的资金可以用于多种市场投资，包括但不限于股票市场、债券市场等。

**还款：**在贷款期限结束时，机构必须偿还借入的本金加上任何累积的利息。如果机构未能偿还贷款，美联储可以出售抵押品以回收未偿还的金额。

图 2：美联储定期证券借贷便利（TSLF）具体流程



资料来源：美联储，国开证券研究与市场部

随着交易商融资环境的改善，对TSLF的需求下降，美联储顺势逐步退出TSLF，如2019年6月暂停需求较少的第一类操作、以及基于TSLF创设的期权计划（TOP），将第二类操作的招标频率从最初的每周一次逐步下调至4周一次，并逐步减少国债的招标规模。

通过创建这一工具，包括房利美 (Fannie Mae)、房地美 (Freddie Mac) 和主要银行在内的一级交易商可以交换他们持有的流动性较差、安全性较低的合格证券，以获取高流动性和安全性的国债证券。在2008年3月至2010年2月期间，美联储通过TSLF共对18家一级交易商借出累计2.3万亿美元的国债。TSLF有效压低了回购市场利率、降低了交易商申请其他救助的必要性、并有效提振了市场预期。

值得注意的是，该工具是与定期拍卖工具 (TAF) 相对的债券换债券的借贷替代方案，而TAF是一个现金换债券的计划，直接向市场注入现金。直接注入资金可能会影响联邦基金利率，并对美元的价值产生负面影响。

图 3: 实施 TSLF 工具期间，美国三大股指表现



资料来源：美联储，国开证券研究与发展部

### 3.3 互换便利 (SFISF) 与定期证券借贷便利 (TSLF) 的差异

互换便利 (SFISF)，在操作原理上与 TSLF 类似，都是通过“以券换券”的形式增强相关机构的融资和投资能力，实现流动性支持。不过，两者在资金用途和抵押品范围上存在差异：

1. 资金用途：TSLF 获取的资金不限制具体用途，可以用于应对偿债和赎回压力等情况。而 SFISF 要求资金用途为增持股票，明确指向资本市场，

特别是股市。

2.抵押品范围：TSLF的抵押品包括国债、机构债、3A级住房抵押贷款和资产抵押证券等。SFISF的抵押品则包括债券、股票ETF、沪深300成分股等，这些抵押品在中国市场具有较高的相关性和实用性。

3.操作规模和期限：TSLF在存续期间总规模达到了2.3万亿美元，且有明确的期限限制，最初为28天，后来延长至84天。而SFISF的首期操作规模为5000亿元，后续根据市场情况可能会进一步扩大操作规模，目前没有设定具体的期限限制。

4.市场影响：TSLF主要是为了解决金融市场的流动性危机，并不专门针对股市。SFISF则明确指出，获取的流动性只能用于股市，这使得这个工具从美国的非定向工具转变为直接利好股市的定向策略。

## 4、互换便利的影响

### 4.1 流动性影响

互换便利(SFISF)允许符合条件的证券、基金与保险公司将沪深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，再通过质押式回购的方式质押高流动性资产，将获得资金投入股市。整体来看，互换便利完成了两次“以券换券”的过程。

在第一次转换过程中，非银金融机构以较低评级及流动性的证券资产通过优惠的折扣换为更优质的资产，这一操作一方面改善了初始资产的质地，降低后续融资成本，提高了这些机构的增持能力；另一方面，所质押的标的暂时将不会进行交易，从而强化了市场的稳定性。

在第二次转换过程中，用高等级资产，即国债和央行票据，在银行间市场进行回购融资，专款专用，仅限投资于股票、股票ETF和做市，增加了二级市场的资金供给，并为股票市场带来正面引导。

对宏观流动性和债市影响较小。宏观方面，本次央行的工具并没有参考美联储疫情期间的“大水漫灌”，而是选择对基础货币影响最小的互换工具。这有利于央行在复杂的国内外经济形势下，强化对流动性的管控。债市方面，互换便利通过银行间逆回购进行融资，将增加银行间市场的资金需求，但考虑到互换便利首期操作规模为5000亿元，央行有能力通过短期调节工具来平稳利率，因此对银行间债市的流动性影响或较小。

对于股市而言，互换便利工具显著提升了机构的潜在加杠杆能力。在操作中，准入抵押物，尤其是股票ETF的质押率远低于国债，这使得非银机构的杠杆能力得到显著提升。但值得注意的是，互换便利工具由机构自主申请，非银金融机构首批额度使用情况仍将取决于机构对于投资机会的判断、杠杆率的限制、负债端的性质和收益要求等。由于国债和央票属于高等级、高流动性资产，我们预计能够以较低的成本（2%以下）进行融资，如果使用OCI等市值波动不影响当期损益的会计计量方式增持高分红资产（股息3%以上）能够覆盖融资成本、获取当期较好投资收益。但长期投资收益取决于市值波动情况。

#### 4.2 投资者行为影响

整体来看，我们认为互换便利能显著增加机构投资者流动性，改善投资者信心，增强市场的稳定性和抗风险能力，优化资源配置，并促进资本市场的健康发展。

短期市场出现明显波动。受央行新增结构性增量货币政策全面落地影响，A股市场短期出现了全线强劲反弹。从短期看，一方面，首批政策工具规模合计上限5000亿元（互换便利）+3000亿元（股票回购增持专项再贷款），后续视情况再决定是否继续推动；另一方面，对于互换便利政策，从基金公司角度尽管有利于缓解因基民赎回导致被动卖出难题，但基金公司风险偏好或难以瞬间反转且需要预备足够资金应对潜在的大额赎回，券商风险偏好亦存在相似态度。因此，虽然受事件刺激及情绪面影响，市场存在博弈机会，但鉴于增量货币政策新增资金有限且市场整体风险偏好仍偏保守，预计A股正处于宽幅震荡期。

长期来看，互换便利作为一种长期制度性安排，有利于增强资本市场韧性，抑制羊群效应等顺周期行为，维护市场稳定。通过提供流动性支持，互换便利有助于提升市场的整体稳定性，减少市场波动。机构投资者行为方面，互换便利工具提供了额外的流动性支持，使得金融机构在市场波动时能够更加稳定地进行投资和资产调整，增强整个市场的稳定性，尤其是对于资金周期长、投资规模大的保险公司，其长期配置的战略定力得到强化，进一步推动了长期资金“入市”。在个人投资者行为方面，政策的正向效应逐步显现，对政策支持下的市场将引导个人投资者合理预期，伴随着经济向好及上市公司质量提升，投资者信心将得到提振。

### 4.3 对券商的影响

对于券商展业，工具放宽券商风控指标计算要求超预期，预计将持续激发机构申请积极性，实际使用额度和业务性质或跟随市场产生波动。

机构积极性较高，参与机构将扩容。目前，中国证监会已经同意20家公司开展互换便利操作，其中包括17家券商，分别为：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；3家基金公司，分别为：华夏基金、易方达基金、嘉实基金。根据上述机构公告，目前首批互换便利额度申请合计已超2000亿元。根据操作细节，政策主要通过提升机构流动性，大幅增加自营及做市业务杠杆，提高机构投资在A股市场的参与比重。未来，随着互换便利业务积累实战经验，可使用该工具的机构有望扩容。结合政策目的、通过对获批券商自营与资管情况梳理，我们认为权益类自营规模、做市规模、投资者基数或是监管层审批考量重点。

**表 4：首批开展互换便利业务券商 2023 年权益类自营规模及受托资金规模（亿元）**

证券简称	营业收入	净资本	自营权益类证券及证券衍生品	自营固定收益类证券	受托资金
中信证券	600.68	1,396.15	717.90	4,085.99	13,884.61
华泰证券	365.78	940.77	268.87	3,450.17	4,755.09
国泰君安	361.41	926.04	307.35	3,177.60	5,430.92
中国银河	336.44	1,001.00	282.48	2,741.44	982.52
广发证券	233.00	931.66	289.74	2,741.39	1,981.51
中信建投	232.43	668.59	93.47	2,340.94	4,930.09
中金公司	229.90	441.26	273.36	1,537.70	5,684.66
申万宏源	215.01	914.98	298.28	2,942.49	2,017.45
招商证券	198.21	793.70	260.18	2,839.95	3,031.31
浙商证券	176.38	197.20	23.82	432.20	939.86
国信证券	173.17	821.40	416.70	2,470.28	1,598.81
东方证券	170.90	505.92	70.68	1,611.77	2,357.54
中泰证券	127.62	278.17	26.65	510.95	5,412.87
兴业证券	106.27	347.31	55.08	893.39	843.58
光大证券	100.31	469.70	31.47	821.13	4,097.86
财通证券	65.17	214.60	42.53	605.03	2,585.44

东方财富	38.88	——	——	——	——
------	-------	----	----	----	----

数据来源：wind，国开证券研究与发展部

**政策有助于提高投资收益，激发券商积极性。**政策规定，符合条件的投资可计入其他综合收益科目（OCI），相关金融资产以公允价值计量，但其价值变动不直接影响当期损益，通常包括非交易性的权益工具投资，如长期持有的股票投资，以及某些债券投资，能有效平滑券商业绩。同时，SFISF资金成本较低（R007近一年利率平均为2.1%），且工具期限较长，上述条件灵活，若增持高股息及业绩有支撑的上市公司，预计能在覆盖融资成本的基础上获取较好投资收益，有助于激发券商使用该工具的积极性，为资本市场注入增量资金。

**放松相关风险指标，提升券商流动性。**SFISF操作细则对净稳定资金率、流动性覆盖率、资本杠杆率、风险覆盖率、自营非权益类证券及其衍生品/净资本、自营权益类证券及其衍生品/净资本风控指标计算均有放松。券商风控指标短板主要在于净稳定资金率，其他指标均有较大空间。SFISF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减半计算所需稳定资金，可较大幅度提升资金获取能力和股票增持能力。

**资金使用或持续去方向化。**考虑到大幅增加交易性金融资产（TPL）资产，通常包括短期内为了出售而持有的股票、债券、衍生金融工具等，在报表中将以公允价值计量且其变动计入当期损益，会放大利润表波动，因此，预计新增头寸或较大比例投向OCI科目下高股息策略。同时政策允许资金用于ETF做市，且允许一定程度上对冲市场风险，因此预计与自营业务发展趋势一致，互换便利工具的使用仍将延续去方向化。监管要求券商成立专班并指定高管统筹负责，预计券商将充分评估市场环境，平衡收益和风险，合理使用工具额度。

#### 4.4 对资本市场的影响

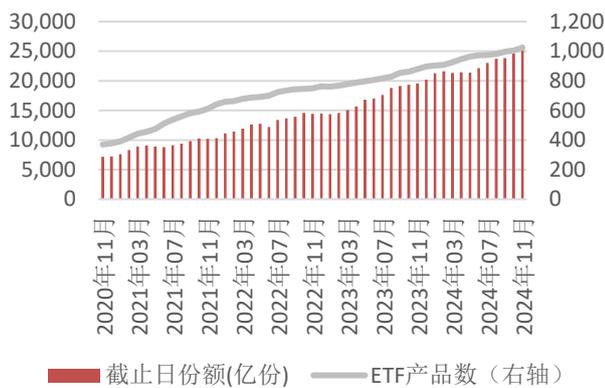
**首次操作落地超九成。**目前互换便利首批申请额度为2,000亿元，首次操作金额500亿元。根据证监会数据，自工具实施以来，相关机构积极开展互换便利操作，根据市场情况稳步融资、投资，截至12月31日，首批操作已全部落地，实际投放超过90%。目前，第二次互换便利操作的各项准备工作就绪，12月31日开始操作。资本市场获得规模较大、确定性强的增量资金，有望吸引各类资金参与股市投资。

**互换便利或助力被动指数基金规模快速扩大。**近年来，我国ETF基金市场规模持续高增，过去四年复合增速达38.02%，其中近一年增速达33%。我们认为一方面由于量化的进步，产品丰富程度的提升，ETF产品更好地满足了市场多样化的需求，如权益类ETF从规模、主题、风格、策略、行业等角度持续快速丰富产品谱系。另一方面，ETF为个人投资者和机构投资者提供了一个低成本、大容量、高流动性的投资路径，获得细分市场的 $\beta$ 收益。

目前，我国ETF以股票型为主，截至2024年11月30日，我国股票型、跨境型、货币型ETF分别占比74%、19%、7%，其中股票型ETF自2023年开始，份额加速增长，而货币型ETF份额从2021年开始，不断震荡向下。聚焦股票型ETF，2023年11月之前，主题型ETF份额占比超40%，为权益类ETF首位，规模型ETF排名第二，2023年11月之后，规模型ETF份额占比快速攀升，主题型ETF份额基本保持平稳。我们认为，这与机构增持ETF相关。

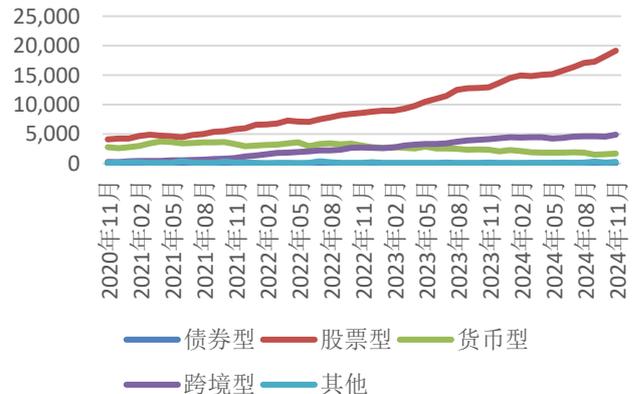
成熟市场ETF均经历了体量的快速攀升，且权益ETF占主导，市场有效性提升、长期资金的入市、基金费率下降均助推了ETF市场的发展。互换便利的质押品范围与投资品范围都包括股票ETF，有望进一步推动我国股票ETF份额，尤其是规模类ETF份额加速增长。

图 4: ETF 基金市场规模变化



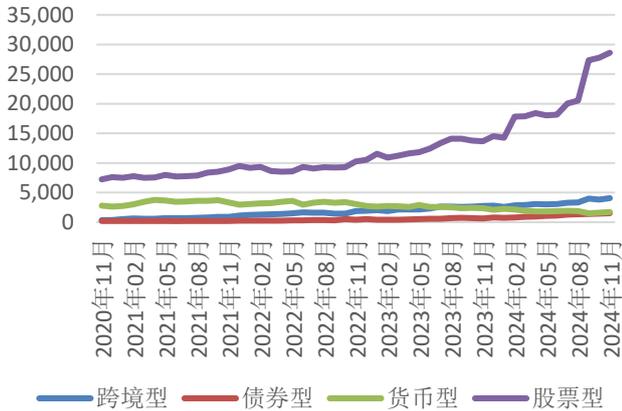
资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

图 5: ETF 基金份额结构变化(亿份)



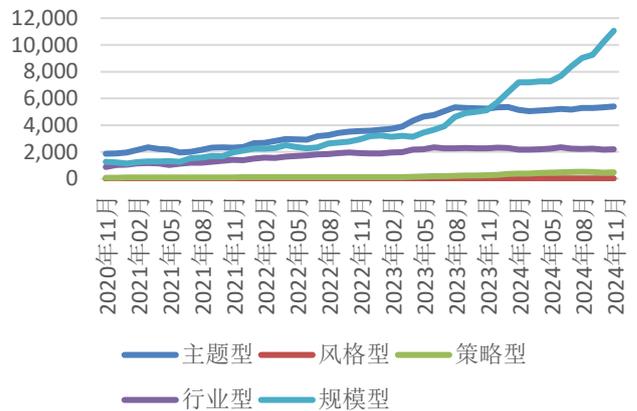
资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

图 6: ETF 基金资产净值结构变化(亿元)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 7: 股票型 ETF 份额变化(亿份)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

## 5、风险提示

行业竞争加剧导致行业盈利能力下降; 资本市场改革进程不及预期; 国内外宏观经济形势急剧恶化; 宏观政策和行业政策调整风险; 地缘性冲突升级及外溢风险; 其他黑天鹅事件风险等。

## 分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层