策略

小资金大乘数：稳市工具制度化如何改变定价分母
——11 月 2 日两场座谈会点评

2026 年 11 月 3 日

策略研究/事件点评

相关报告：

山证策略团队

分析师：

赵晨希

执业登记编码：S0760521090001

邮箱：zhaochenxi@sxzq.com

事件描述：

- **两场座谈会同步落地：**央行、金监总局、证监会于 11 月 2 日先后召开“证券、基金、保险公司互换便利座谈会”和“股票回购增持再贷款座谈会”。证监会副主席刘浩凌、央行副行长邹澜、金监总局副局长丛林出席，23 家证券基金公司、26 家银行参会。
- **两项工具“从应急走向制度化”：（1）互换便利（SFISF）：**余额 1050 亿元，第三批扩容至 31 家券商/基金公司，申请额度超 1000 亿元，11 月 3 日第三次 SFISF 操作实际落地 1000 亿元，31 家机构参与，中标费率 10bp，期限 1 年可展期，后续将“适当增加参与机构、降低互换费率、优化质押模式”。**（2）回购增持再贷款：**签约约 4400 亿、累计发放超 2800 亿；由阶段性安排转为长期制度性安排，再贷款利率从 1.25%降至 1%。
- **证监会答记者问的四条政策线：（1）工具端：**引导权重指数公司、龙头科技股做出标志性回购案例，督促已披露计划加速实施。**（2）产品端：**18 只主动 ETF 募资超 350 亿（16 只触达 20 亿上限），加快建仓；继续推权益类 ETF、股债恒定比例多资产指数基金、浮动费率基金。**（3）两融端：**研究优化融资保证金比例、折算率、维持担保比例，适度释放融资空间，盘活存量流动性。**（4）回购规则：**要求年度分红划出比例纳入回购专项基金、超募资金强制部分回购、护盘式回购收益闭环用于注销。

投资要点：定价机制改变，而非资金本身。政策通过降低回购成本、提供机构流动性支持、优化杠杆管理参数三条路径，系统性降低了权益资产的持有成本和交易摩擦。政策影响的量化特征呈现“小资金、大乘数”结构，三项工具可动用资金规模占自由流通市值仅约 1.42%，但通过成本压降、EPS 增厚、PE 扩张三条乘数路径，潜在影响规模可达数万亿级别，同时两融松绑作为弹性增强器可改善存量资金的使用效率，提升短线风险偏好。

- **规模维度：政策工具属催化剂而非主要增量资金。**政策工具来看，互换便利余额 2050 亿元，占 A 股自由流通市值约 0.43%；回购增持再贷款签约约 4400 亿，占 A 股自由流通市值约 0.92%，其中累计发放超 2800 亿，占 A 股自由流通市值约 0.58%；主动 ETF 募资 350 亿元，占 A 股自由流通市值约 0.07%。三项工具可动用规模合计约 6,800 亿元，占全 A 流通市值约 1.42%。量级上可见政策工具并非可直接托举指数的体量，而是通过压低风险溢价和交易成本来撬动市场自身定价，属于催化剂而非主要增量资金投放。
- **成本维度：再贷款降息的财务影响。**再贷款利率从 1.25%降至 1%，存量 2800 亿对应年利息成本从 35 亿元降至 28 亿元，年省 7 亿元，降幅 20%；若增量 1600 亿（签约 4400 亿元−已发 2800 亿元）全部按 1%投

放，年成本仅 16 亿元。4400 亿元全量按 1%，年总成本 44 亿元，比旧利率省 11 亿元/年。对单家回购公司，成本下降直接转化为回购的净收益，1%的利率已低于多数高分红公司的股息率，回购注销的套利空间从接近中性变为明确正收益。

- **盈利维度：回购注销对 EPS 的增厚**。用公式 EPS 增厚 ≈ 回购额/市值 ÷(1−回购额/市值) 测算，假设温和情景回购占市值比为 0.6%（略高于 2800 亿元占全 A 市值比）、中性情景回购占市值比为 1%、积极情景回购占市值比为 1.4%，EPS 增厚分别约 0.60%、1.01%、1.42%，回购额占全 A 归母总净利（假设 Q3 线推）比分别约为 8.78%、14.63%、20.48%，回购额整体不超过年利润，并未构成对存量现金的消耗，高 ROE 和强现金流的公司为这一机制的受益者。
- **杠杆维度：两融保证金比例调整的弹性。**从保证金比例、折算率、维持担保比例三个维度同时研究优化，表明监管层有意释放存量融资空间的效率。融资保证金比例下调后，存量保证金可撬动千亿资金。以 2026 年 10 月 30 日实际融资余额 23078.12 亿元为基准，按监管通用公式推导，若保证金比例从当前的 100%下调至新比例 95%、90%、80%，理论增量分别可达 1214.64 亿元、2564.24 亿元、4072.61 亿元，考虑参与率、风险偏好、集中度等因素，实际增量亦可达百亿元，潜在杠杆资金是短期弹性的主要来源，也是波动放大的潜在根源。
- **机构维度：互换便利的扩容效应。**叠加存量展期余额 1050 亿元，全市场可参考的互换便利支持池约 2050 亿量级。31 家机构分享 1000 亿新增申请，均值约 32.3 亿元/家，若全额操作，占全 A 日均成交额（假设积极情景约 1.8 万亿）的 5.56%，10bp 互换费率下，1000 亿年互换费用仅约 1 亿元，利润影响可忽略，信号意义远大于成本意义，工具已完成从应急到常态化的定位切换。单家 32.3 亿元的流动性额度，对头部券商而言是“低成本流动性保险”， 对中型机构是打破融资分层的关键通道。机构维度的价值不在利润弹性，而在降低系统性被动抛售概率。
- **估值维度：盈利底与政策底的乘数效应。**政策工具通过压缩流动性折价、治理不确定折价、消除尾部风险预期压缩分母端风险溢价，撬动整个市场估值中枢上移的乘数效应。全 A 总市值 116.45 万亿，三季报全 A 归母净利润 5.10 万亿，隐含 PE 14.63 倍，PE 每扩张 1 倍，对应市值增量 7.96 万亿，相当于当前总市值的 6.83%。这是最关键的量化锚点：政策工具压缩的是风险溢价，直接体现为 PE 扩张，14.63 倍的隐含 PE 为这一扩张提供了估值空间，而 7.96 万亿的每倍 PE 弹性说明政策的边际影响在估值端远大于在资金端。

风险提示：政策执行不及预期；盈利下修对冲估值扩张的风险；海外流动性收紧与外资风险偏好外溢；两融杠杆双向放大与结构性脆弱；回购注销执行质量与制度套利风险；盈利预期与政策工具落地节奏潜在乘数效应影响等。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

深圳
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 楼

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层