

2024年10月24日

互换便利与回购增持再贷款

——新型政策工具对股市影响的解读

证券分析师

韩家仑 13731128377
S0400523040002
hanjialun@cdzq.com

研报摘要：

- 互换便利：**10月18日，央行与证监会联合发布通知，正式启动SFISF操作。证券、基金、保险公司可以通过互换便利向央行借入国债、互换央票等，再以逆回购质押进行融资，所融资金专项投资于股票市场。该政策工具首期额度5000亿，期限1年。
- 回购增持再贷款：**10月17日相关政策出台，符合条件的上市公司和主要股东可向21家全国性金融机构申请贷款，贷款专项用于回购和增持上市公司股票，贷款利率原则上不得超过2.25%。金融机构可向中国人民银行申请再贷款，再贷款首期总额度3000亿元，年利率1.75%，期限1年，可视情况展期。
- 促进市场整体繁荣：**新型政策工具不仅为股市带来了显著的资金增量，而且有助于提振投资者信心，市场对管理层托举股市的态度有了明确的认识。同时，这些举措也增强了市场的流动性和活跃度，促进了股市交易的活跃度。
- 高股息资产受青睐：**互换便利、回购增持专项贷款所融资金与高股息资产之间存在套利空间，当前市场存在部分高股息行业指数与宽基指数，预计上述标的有望受到资金青睐。
- 券商有望业绩估值双提升：**在流动性改善和政策支持的双重积极影响下，证券行业有望实现业绩和估值的同步增长。同时，预计行业内的领先企业将通过并购重组来加速发展，促进行业整体运营效率和盈利能力的提升。

目录

1. 新型政策工具支持股市发展	4
1.1 一行一会创设“互换便利”政策工具	4
1.2 “股票回购增持再贷款”政策出台	5
2. 股市活力增强，高股息与券商板块有望受益	6
2.1 坚定投资者信心，促进市场整体繁荣	6
2.2 高股息资产预计将受到资金青睐	6
2.3 券商行业有望业绩与估值双提升	7

图表目录

图 1：申万一级行业指数股息率（截至 10 月 21 日）	6
图 2：主要宽基指数股息率（截至 10 月 21 日）	7

1. 新型政策工具支持股市发展

1.1 一行一会创设“互换便利”政策工具

2024年9月24日，在国新办发布会上，央行、金管局、证监会公布出台一系列经济政策，其中提及“互换便利”、“股票回购增持再贷款”等新型政策工具的创设，以支持资本市场稳定发展。10月10日中国人民银行发布《中国人民银行公开市场业务公告〔2024〕第6号》，公告决定创设“证券、基金、保险公司互换便利（Securities, Funds and Insurance companies Swap Facility，简称SFISF）”。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》，正式启动了证券、基金、保险公司互换便利操作。

21日证监会发布公告称已经同意了20家券商、基金公司的互换便利操作。同日，人民银行开展了互换便利首单操作，操作金额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。中金公司于10月21日达成了互换便利下的首笔质押式回购交易（质押券为央行票据），并于10月22日在互换便利项下首次买入股票。10月22日，国泰君安完成互换便利全市场首单国债换入交易，其提交用于互换便利的首批质押资产为一揽子股票组合，后续将使用获得的资金进一步增持股票和股票ETF。

互换便利工具概述：符合条件的证券、基金、保险公司可以AAA级债券、股票ETF、沪深300成分股、公募REITs等低流动性资产为质押品，通过互换便利向央行借入国债、互换央票等高流动性资产，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，融资获取的资金，只能用于投资资本市场，限于股票、股票ETF的投资和做市。

互换金额：在9月24日的国新办发布会上，央行行长潘功胜表示，“互换便利操作规模第一期为5000亿元，还可以再来5000亿元，甚至可以搞出第三个5000亿元”，显示出支持股市发展的坚定态度。根据相关公告，互换便利“首期操作规模5000亿元，视情可进一步扩大操作规模”。首批获批的20家非银机构，申请额度已经超过了2000亿元。

互换期限及资金成本：SFISF期限为1年，可提前到期，经申请同意可展期；非银金融机构通过互换便利获取资金的成本主要由两部分构成：一是从央行借券的招标操作费率，二是通过质押式回购获得资金的质押成本。从央行开展的首单操作来看，招标操作费率成本为0.1%~0.5%，而机构用换入的国债或央票在银行间回购融资，回购利率

可参考银行间质押式回购利率。按照“互换费率+质押利率”估算，首批机构参与互换便利操作的综合资金成本约为 2%~2.35%。

质押品折算率：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（公开市场业务一级交易商）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%)。

参与机构：根据 10 月 21 日证监会发布公告，已经同意中信证券、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。

此外，相关政策还对互换便利的业务流程、监管措施、利息归还等方面做出了细化安排。

1.2 “股票回购增持再贷款”政策出台

在 9 月 24 日国新办发布会上提及“股票回购增持再贷款”相关事宜后，10 月 17 日，央行、金管局、证监会发布了《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》，正式出台了股票回购增持再贷款政策。10 月 22 日，中银证券即为某上市公司开通了增持专用证券账户，成为市场首单股票增持再贷款证券服务落地案例。

政策核心内容：符合条件的上市公司和主要股东可向国有商业银行等 21 家全国性金融机构申请贷款，金融机构按市场化原则，自主向符合条件的上市公司和主要股东发放贷款，专项用于回购和增持上市公司股票，贷款利率原则上不得超过 2.25%。21 家金融机构发放股票回购增持贷款的，可向中国人民银行申请再贷款，再贷款首期总额度 3000 亿元，年利率 1.75%，期限 1 年，可视情况展期。

参与要求：一、上市公司应当符合《上市公司股份回购规则》（中国证券监督管理委员会公告〔2023〕63 号）第八条规定的条件，且不是已被实施退市风险警示的公司。上市公司应当披露回购方案。二、主要股东增持的上市公司不得为已被实施退市风险警示的公司。主要股东原则上为上市公司持股 5%以上股东，具备债务履行能力，且最近一年无重大违法行为。主要股东增持应当披露增持计划。三、对不同所有制上市公司一视同仁。鼓励中央企业发挥带头作用。四、开立单独专用证券账户。

2. 股市活力增强，高股息与券商板块有望受益

2.1 坚定投资者信心，促进市场整体繁荣

首先，增量资金涌入股市，对股市整体利好。互换便利和回购增持贷款所带来的融资被限定于投资股票市场，两项政策工具首期额度合计高达 8000 亿元，资金增量显著。

其次，有利于提振投资者的信心。回顾 9 月 24 日以来的系列经济政策，除去两项创新型政策工具，还有更多引导中长期资金入市的举措已经落地或筹备出台。央行行长三个 5000 亿的表态，同样昭显着管理层托举股市的坚定态度。信心比增量资金更重要。

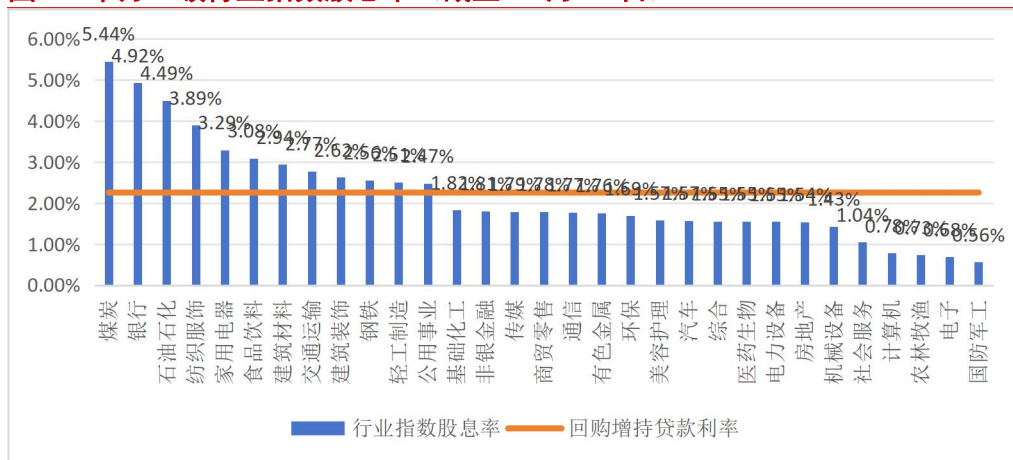
再次，增强市场的流动性和活跃度。证券、基金、保险公司等机构，以及上市公司、大股东，上述所融资金专项投资于股票市场，从而促进股市交易的活跃度，增强市场的活力。

2.2 高股息资产预计将受到资金青睐

从目前发布政策内容来看，回购增持专项贷款与高股息资产之间存在套利空间。机构利用互换便利工具获取资金的成本如上文所述为“互换费率+质押利率”，首批机构参与互换便利操作的综合资金成本约为 2%~2.35%，同样与高股息资产之间存在套利空间。

A 股市场上不同行业之间分红比率、估值水平差距巨大。我们统计了申万一级行业指数截至 10 月 21 日收盘后的股息率水平，并与回购增持专项贷款上限 2.25% 的利率水平进行对比。

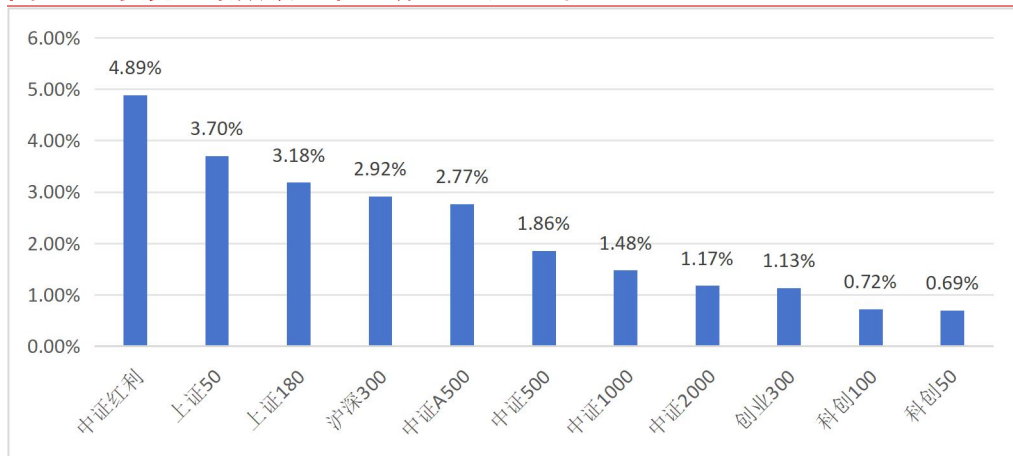
图 1：申万一级行业指数股息率（截至 10 月 21 日）



资料来源：WIND，财达研究

宽基指数因其简单性、低成本、高透明度、流动性和税收效率以及风险分散的优势，日益成为全球投资者青睐的主要投资工具。我们统计了 A 股市场上主要宽基指数截至 10 月 21 日收盘后的股息率水平。

图 2：主要宽基指数股息率（截至 10 月 21 日）



资料来源：WIND，财达研究财达研究

2.3 券商行业有望业绩与估值双提升

9 月 24 日以来发布的系列经济政策促进了 A 股市场活跃度提升。对于证券公司来说，随着市场交易活跃度的提升，经纪业务和融资融券业务的收入有望成为公司业绩增长的早期信号。

与此同时，管理层对于证券公司的互换便利操作实施以下风控措施：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。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。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》中各项风险控制指标计算标准。

上述监管安排有助于证券公司在风险控制指标的计算和资金成本方面获得优势，从而提高资本的使用效率和提高净资产收益率（ROE）的潜力。

综合来看，在流动性改善和政策支持的双重积极影响下，证券行业有望实现业绩和估值的同步增长。同时，预计行业内的领先企业将通过并购重组来加速发展，促进行业整体运营效率和盈利能力的提升。

信息披露

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

财达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 www.s10000.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

股票投资评级说明

【市场指数评级】	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
【行业指数评级】	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
【公司股票评级】	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

法律声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。