

股市流动性支持工具解析

核心观点

央行推出两则创新工具以支持股市流动性，点燃中国风偏资产做多热情。能否将两则货币工具直接解读为“放水”？我们需要耐心拆解两则工具的微观结构。

我们将两则新创工具与既有货币工具（如 MLF 和 CBS）进行结构对比，发现：

- 互换便利工具的利好程度排序：券商>保险>基金。
- 互换便利赋予央行新手段，极端情况下稳定股市流动性。
- 股票专项再贷款可助高分红的优质上市公司管理市值。
- 股票专项再贷款有利于高分红的优质公司稳定股价。

从更为宏观的层面理解两则工具创设的底层逻辑，工具创设两点意义不可忽视：

第一，股市极端环境下这两则工具可发挥流动性兜底作用；

第二，为央行直接影响股市流动性构建一套常规机制。

摘要

9月24日央行宣布创设两则新工具，一则是针对符合要求的非银金融机构，开展互换便利（简称为“互换便利工具”）；二则是针对上市公司及主要股东投放专项再贷款（简称为“股票专项再贷款”）。

一、两则股市流动性支持工具的内核

互换便利工具旨在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，这项政策将大幅提升机构资金获取能力和股票增持能力。

股票专项再贷款旨在引导银行向上市公司和主要股东提供专项贷款，支持回购和增持股票。

宏观经济

发布日期：2024年10月08日

相关研究报告

24.10.06	【中信建投宏观研究】：本轮股票牛市的共识和分歧——全球大类资产周观点（30）
24.10.03	【中信建投政策研究】：国务院新闻办公室举行新闻发布会，美国8月核心PCE环比创5月以来新低（2024年9月23日-9月29日）
24.09.23	【中信建投宏观研究】：第一轮财政周期：预算内与外——财政周期(1)
24.09.22	【中信建投宏观研究】：美联储降息，两类中国资产反应不同——全球大类资产周观点（29）
24.09.18	【中信建投政策研究】：国务院颁布“延迟法定退休年龄”政策，哈里斯与特朗普展开首场总统大选辩论。（2024年9月9日-9月17日）

二、股市流动性支持工具内在结构可比对 MLF 和 CBS

目前两则新设工具的操作细节尚未公布。

为理解两则新设工具的作用及可实现政策目的，我们找到拥有相似运作逻辑的货币工具——MLF 和 CBS，进行比对研究。

1、互换便利在抵质押逻辑上与 MLF 较为相似。

2014 年 9 月央行创设 MLF，增加新的基础货币投放渠道，尤其是中期货币投放渠道。

互换便利与 MLF 相似之处在于，二者本质上都是一笔质押互换操作。

互换便利工具与 MLF 不同之处在于四处，所用抵押品、从央行获得流动性资产、获取流动性资产之后用途、央行是否扩表。

(1) 抵押品：MLF 为优质债券（参照央行抵押品范围）；互换便利工具为信用级别较低且存在风险溢价的权益资产。

(2) 从央行获得流动性资产：MLF 换取的是信用级别最高且流动性最强的超额准备金；互换便利工具从央行换取的是国债和央票。

(3) 用途：MLF 从央行换得超额准备金之后，使用用途不限；互换便利工具，从央行换取国债和央票之后，可以再抵质押换取流动性，但所获资金也被限定于投资股市。

(4) 扩表：MLF 从央行换取超额准备金，这一过程势必伴随央行扩表并增加基础货币投放；互换便利工具，从央行换取央票过程伴随央行扩表，若换取国债则不伴随央行扩表。

2、互换便利在互换逻辑上与 CBS 较为相似。

2019 年 1 月央行创设 CBS，以提高银行永续债（含无固定期限资本债券）的流动性，支持银行发行永续债补充资本。

互换便利与 CBS 相似之处在于，二者都是将偏低信用（流动性偏低）资产与央行所有的高信用等级（流动性较高）资产互换，从而为低信用资产增信，提高抵押品流动性。

互换便利与 CBS 不同之处在于四处，参与主体、抵押品、从央行获得何种资产、换的资产之后操作范围。

(1) 参与主体：CBS 参与主体是一级交易商；互换便利工具是符合要求的券商、保险和基金。

(2) 抵押品：CBS 抵押品是银行永续债；互换便利工具抵押品是债券、股票 ETF 和沪深 300 成分股。

(3) 从央行获得何种资产：CBS 换取的是央票；互换便利工具换取央票之外，还可换取国债。

(4) 操作范围：CBS 互换所得央票，不可用于现券买卖或买断式回购，可用于抵押；互换便利工具换得国债和央票，未来可做具体何种操作，细节尚未明确。

三、理解两则货币工具的作用及背后政策意图

理清微观结构之后，我们才能够理解工具如何实现政策意图。针对互换便利工具以及股票专项再贷款，我们发现两则工具可以实现如下四点作用：

- 1、互换便利工具的利好程度排序：券商>保险>基金。
- 2、互换便利赋予央行新手段，在极端情况下可稳定股市流动性。
- 3、股票专项再贷款帮助高分红的优质上市公司管理市值。
- 4、股票专项再贷款有利于高分红的优质公司稳定股价。

从更为宏观的层面理解两则工具创设的底层逻辑，工具创设的两点意义不可忽视：

第一，股市极端环境下这两则工具可发挥流动性兜底作用；

第二，为央行直接影响股市流动性构建一套常规机制。

四、两则新设货币工具具体细节仍待明晰

预计未来新设两则工具将有更多细节发布。

对于互换便利工具，可丰富细节包含并不限于，参与金融机构条件、抵押互换方式、抵押品要求等。

对于股票专项再贷款，可丰富细节包含并不限于，参与股东条件、股票退出限制、股票增持方式等。

目录

引言	1
一、股市流动性支持工具的内核	1
(一) 第一则工具，非银金融机构互换便利工具	1
(二) 第二则工具，股票回购和增持专项再贷款	3
二、相似结构工具对比：MLF 和 CBS	4
(一) MLF，抵质押逻辑较为相似	4
(二) CBS，互换逻辑上较为相似	7
(三) 从 MLF 和 CBS 结构理解互换便利工具	9
三、理解两则货币工具的作用	11
(一) 互换便利工具的作用	11
(二) 股票专项再贷款工具作用	13
(三) 再来理解两则工具创设背后的政策目的	15
四、两则股市流动性工具的未来	16
风险分析	18

图目录

图 1: 证券、基金、保险公司互换便利	2
图 2: 股票回购、增持专项再贷款	4
图 3: MLF 的微观逻辑	5
图 4: MLF 信息结构	6
图 5: CBS 的微观逻辑	7
图 6: CBS 的结构信息	8
图 7: 2024 年公开市场一级交易商	9
图 8: MLF 与互换便利工具的相同与不同	10
图 9: CBS 和互换便利工具的相同与不同	11
图 10: 中国整体保险公司保险资金运用余额	12
图 11: 部分证券公司资产/权益比	13
图 12: 中国部分保险公司偿付能力充足率 (%)	14
图 13: 9/24-9/26 分板块涨跌幅 (%)	15
图 14: 此次工具理解	18

表目录

表 1: 央行抵押品基础抵押率	6
表 2: 央行新设工具影响的情景分析	16

引言

9月24日，金融支持经济高质量发展新闻发布会上，中国人民银行行长潘功胜宣布创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展，主要包括两则工具。一是创设证券、基金、保险公司互换便利，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；二是创设股票回购、增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。¹

市场直觉性地将创新货币政策工具解读为央行注资股票市场，即所谓“放水”。金融发布会之后市场做多热情点燃，中国风偏资产强势修复，A股成交量显著放大。

是否能够简单将央行这两则创新工具简单等价于“放水”？我们需要仔细拆解这两则工具的微观结构，从而理解工具的真实作用以及背后的政策意图。

考虑到两则工具细节尚未发布，我们参考既有央行工具设计并进行比对，深刻解剖央行新创的两则货币工具微观运行逻辑。

一、股市流动性支持工具的内核

9月24日央行宣布创设两则新工具，一则是针对符合要求的非银金融机构，开展互换便利；二则是针对上市公司及主要股东投放专项再贷款。

为便于称呼，我们将第一则工具简称为互换便利工具，将第二则工具简称为股票专项再贷款。

（一）第一则工具，非银金融机构互换便利工具

观察一项货币政策工具，我们会从参与机构、操作方式、是否有抵质押品、央行投放流动性的方式、费率和期限以及规模等方面切入。

第一则工具是证券、基金、保险公司互换便利。

旨在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，这项政策将大幅提升机构资金获取能力和股票增持能力。

1、参与机构。第一项工具针对的是非银金融机构，特指符合条件的证券、基金、保险公司可以参与操作。

2、操作方式。参与机构通过抵押方式，将信用更低、低流动性资产，从央行置换获得高信用、高流动性资产。

¹ <https://app.xinhuanet.com/news/article.html?articleId=822558315fe2401138628eee53065964>

3、**抵质押资产**。主要包括债券、股票 ETF 和沪深 300 成分股。

4、**央行投放的流动性**。这则工具中国央行并非对应投放超额准备金，而是国债和央行票据。

5、**流动性运用方式**。潘行长特别提出，机构通过这项工具所获取资金，只能用于投资股票市场。

6、**工具所涉及规模**。9月24日会议，潘行长表示首期互换便利操作规模 5000 亿元，未来视情况扩大规模，再来第二期 5000 亿和第三期 5000 亿都是可以的。

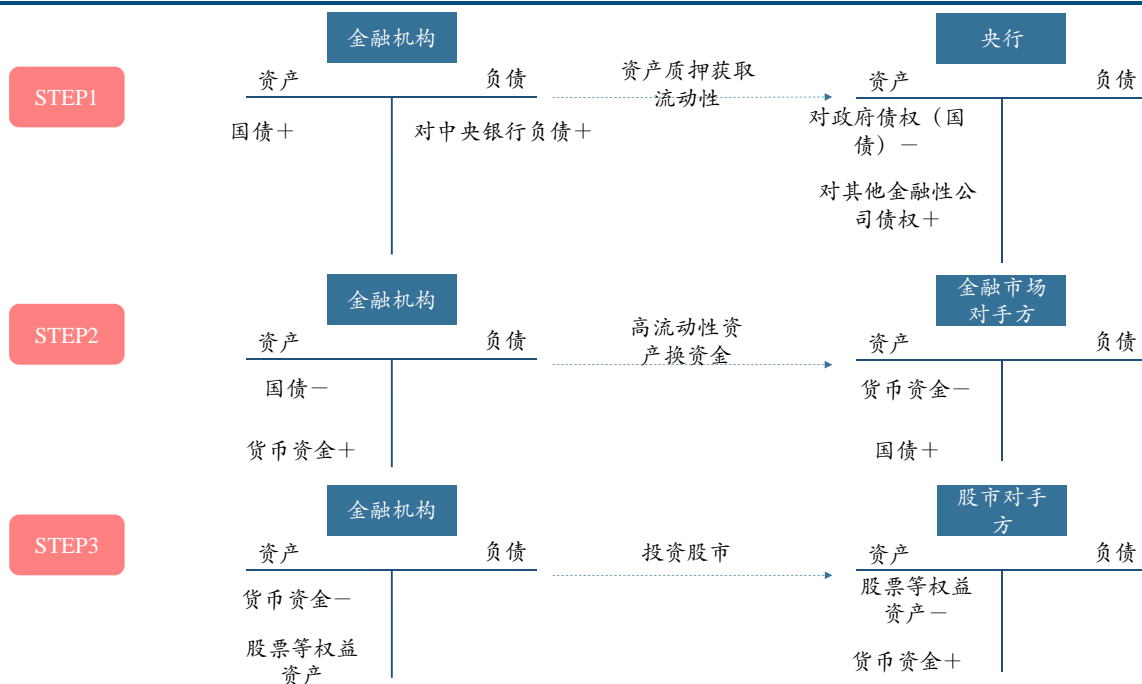
互换便利工具对央行及金融机构资产负债表的影响。

以置换国债为例，参与操作的金融机构资产端增加国债/央票，负债端增加对中央银行负债，央行的资产端则减少国债，增加对其他金融性公司债权。

工具细节还需要进一步明确。本次会议仅概述性地介绍了各个工具的大致操作方式，后续细节需要等央行政策文件发布后才能明确。

第一则工具暂时未明确的细节包括，工具的期限、费率，所获国债/央票能否参与现券买卖，抵押率是多少，参与操作的非银机构具体需要满足什么条件，以及未来扩大规模又需要满足什么条件。

图 1: 证券、基金、保险公司互换便利



数据 : 中信建投证券

（二）第二则工具，股票回购和增持专项再贷款

我们同样从参与机构、操作方式、央行投放流动性的方式、费率和期限以及规模等方面考察再贷款工具。

第二则工具是股票回购、增持专项再贷款，旨在引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。

1、参与主体。这项工具的参与主体是上市公司及主要股东。这一工具不区分上市公司的所有制，适用于国有企业、民营企业、混合所有制企业等不同所有制的上市公司。

2、操作方式上，央行通过向银行提供再贷款的方式提供流动性，银行加点后进行定向投放。

3、操作方式，央行提供的流动性是再贷款，资金支持比例是 100%，再贷款利率为 1.75%。而商业银行对客户发放的贷款利率可以在此基础上加点 50BP，即**贷款利率为 2.25%**。

4、工具所涉及规模。第一期股票回购、增持专项再贷款的额度为 3000 亿元，未来同样视情况扩大规模。若工具效果好，可以继续推进第二期 3000 亿、第三期 3000 亿。

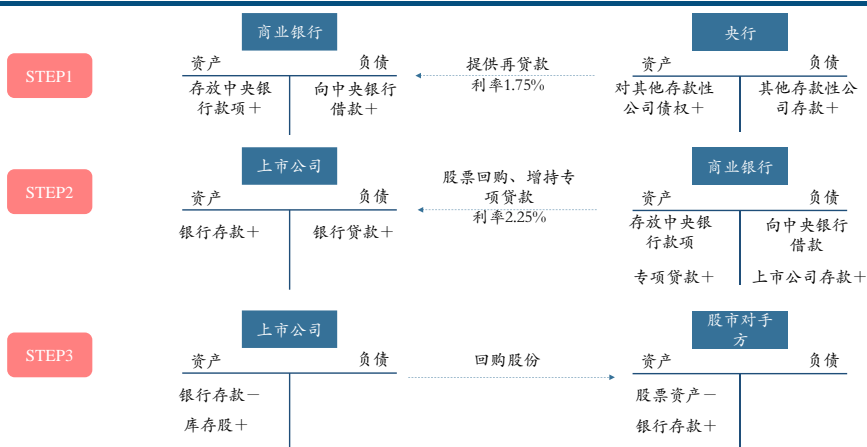
股票专项再贷款工具对央行和金融机构资产负债表影响。

1、央行提供再贷款：央行资产端增加对其他存款性公司债权，负债端增加其他存款性公司存款，商业银行资产端增加存放中央银行款项（超额准备金），负债端增加向中央银行借款（再贷款工具）。

2、商业银行向上市公司、主要股东提供专项贷款：商业银行资产端增加专项贷款，负债端增加上市公司存款，上市公司资产端增加银行存款，负债端增加银行贷款。

此项工具细节同仍需要进一步明确。例如工具的期限、上市公司和主要股东需要满足什么条件等，都需要后续政策文件来明确。

图 2: 股票回购、增持专项再贷款



数据 : 中信建投证券

二、相似结构工具对比：MLF 和 CBS

再贷款工具结构比较容易理解，相较而言便利互换工具的内在逻辑略复杂。为进一步清晰说明工具内在逻辑，我们拆解两则结构类似的央行工具进行对比分析。

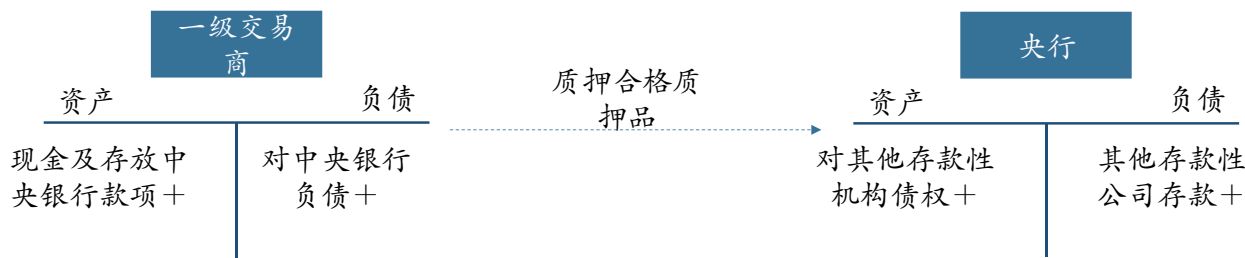
(一) MLF，抵质押逻辑较为相似

先看 MLF 创设背景和目的。

2014 年 9 月在以外汇占款投放基础货币放缓情况下，央行为了保持银行体系流动性平稳适度，支持货币信贷合理增长，创设了 MLF，增加了新的基础货币投放渠道，最终帮助央行实现主动投放中期基础货币。

再看 MLF 操作下金融机构及央行资产负债表变化。

参与者将持有合格质押品抵押给央行，一级交易商资产端增加存放中央银行款项（超额准备金），负债端增加对央行负债（MLF）。与之对应，央行资产端增加对其他存款性公司债权，负债端增加其他存款性公司存款。

图 3:MLF 的微观逻辑


数据：中信建投证券

MLF 工具结构如下。

- 1、**MLF 的参与机构主体**。符合宏观审慎管理要求的商业银行和政策性银行。
- 2、**具体操作上**，MLF 通过招标方式开展，采取质押方式发放，金融机构质押资产后从央行处获得流动性。
- 3、**质押品方面**，国债、央行票据、政策性金融债等优质债券均可作为合格质押品，历史上 MLF 合格质押品的范围也在不断拓宽。
- 4、**央行提供的流动性**是超额准备金，期限相对较长，可由金融机构任意使用。
- 5、**期限和利率**，MLF 的期限在 3 个月以上，有 3 个月、6 个月和一年期。MLF 利率此前还发挥政策利率作用，由央行进行调整，未来政策利率属性将慢慢淡化。
- 6、**到期时**，央行将流动性收回，金融机构取回自己质押资产。

图 4: MLF 信息结构

	主要内容	细节要求
货币政策工具	中期借贷便利 (MLF)	中长期流动性投放工具
参与机构	商业银行、政策性银行	宏观审慎评估体系 重点考虑资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、外债风险、信贷政策执行等七大方面。
方式	通过招标方式开展，采取质押方式发放	本质上是央行和金融机构的信用互换 央行信用流动性高
抵押品	国债、央行票据、国家开发银行及政策性金融债、高等级信用债；中央政府代发的地方政府债、同业存单主体信用评级和债券信用评级均为AAA级的企业债券和中期票据主体信用评级为AAA级债项评级为A-1级的短期融资券和超短期融资券；不低于A级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、M级公司信用类债券(优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券)，优质的小微企业贷款和绿色贷款。2024年7月起，有出售中长期债券需求的中期借贷便利 (MLF) 参与机构，可申请阶段性减免MLF质押品。	2014年9月创设之时，担保品仅包括国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债。此后于2015年5月、2018年6月均拓宽过担保品范围。
流动性资产 (央行负债)	超额准备金	随意动用这笔流动性
利率	当前为2.0%，此前发挥中期政策利率的作用；可调整	未来将逐渐淡化其政策利率属性。
期限	3M/6M/12M	目前主要期限为1Y
资产交易方式	正常流动性使用	没有要求，随用到哪里
规模	千亿级别	-
背景、条件	1、应对外汇占款下滑带来的基础货币投放不足；2、 货币投放权	带来流动性续滚压力；资金成本过高

数据：中信建投证券

随着货币政策的发展，MLF也发生过一些变化，例如其担保品范围不断扩大。

MLF创设之时，其担保品范围仅包括国债、央行票据、政策性金融债和高等级信用债。

2015年5月，央行将地方政府债券纳入SLF、MLF和PSL的合格抵押品范围。

2018年6月，担保品范围被再度扩大，将信用债范围扩大至AA级。

2024年7月，央行宣布“自本月起，有出售中长期债券需求的中期借贷便利 (MLF) 参与机构，可申请阶段性减免MLF质押品”。

表 1: 央行抵押品基础抵押率

抵押品种类	剩余年限		
	0-5	5-10	>10
中央银行票据	100%	100%	100%
记账式国债	99%	97%	95%
中央政府代发的地方政府债	60-90%	50-85%	40-80%
主动归还专项借款或无专项借款的省份	90%	85%	80%
财政部代扣归还专项借款的省份	85%	80%	75%
欠还专项借款的省份	60%	50%	40%
国家开发银行及政策性金融债	94%	92%	90%
其中：国家开发银行	94%	92%	90%
其中：进出口银行	94%	92%	90%

和声明。

其中：农业发展银行	94%	92%	90%
同业存单	90%		

资料：中国人民银行；中信建投证券

（二）CBS，互换逻辑上较为相似

CBS 工具的创设背景。

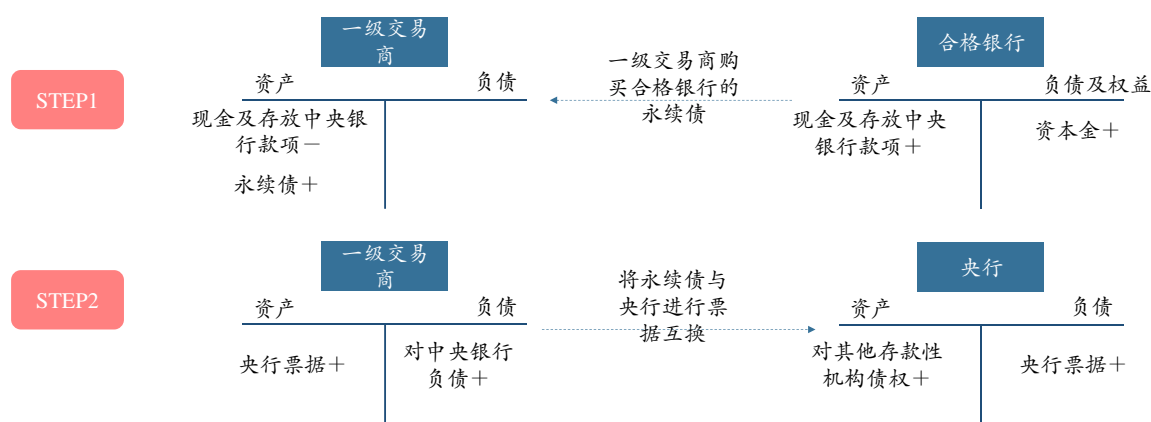
2019 年 1 月 25 日，央行公告为提高银行永续债（含无固定期限资本债券）的流动性，支持银行发行永续债补充资本，决定创设央行票据互换工具（Central Bank Bills Swap, CBS）。

CBS 工具对央行和金融机构资产负债表影响。

一级交易商将永续债与央行进行票据互换。

一级交易商资产端增加央行票据，负债端增加对央行负债。央行资产端增加对其他存款性公司债权，负债端增加央行票据。

图 5: CBS 的微观逻辑



数据：中信建投证券

CBS 工具结构如下。

1、参与的机构主体是公开市场一级交易商。

2、具体操作上，央行票据互换操作采用固定费率的数量招标方式，面向公开市场业务一级交易商进行公开招标。中国人民银行从中标机构换入合格银行发行的永续债作为抵押，同时向其换出等额央行票据。

可以发现，金融机构质押换出的是合格银行发行的永续债。

3、央行提供的流动性是央行票据。值得注意的是，金融机构通过 CBS 互换所得的央行票据不可用于现券

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/736042014130010232>