

## 宏观周报 20220602

# 会有新一轮 PSL 稳地产扩基建吗？

2022 年 06 月 02 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

■ 当前是否会发行特别国债的不确定性较大，在财政收支缺口难以弥补的情况下，我们认为重启抵押补充贷款（PSL）操作也不失为一种可能。6月1日国常会要求金融支持基础设施建设，将调增政策性银行8000亿元信贷额度，并建立重点项目清单对接机制。根据过往经验，同时结合国务院《扎实稳住经济的一揽子政策措施》内容来看，通过PSL对特定领域及部门提供稳定长期资金的将是未来货币政策可以选择的方向之一。若央行重启PSL，其资金投向将不仅仅用于棚改，也将对交通基础设施等其他基础设施建设领域倾斜。

■ 从PSL创设背景来看，当前与创设初期情形有较大相似之处，且今年财政支出规模快速上升，财政收支缺口扩大。因此我们认为重启PSL操作是当前货币政策发力的可行性选择之一。

首先，在当前总量宽松效果受疫情影响制约的情形下，货币政策更加注重结构性货币政策的使用。这与2014年因影子银行影响，传统货币政策工具的有效性有所降低的情况有相似之处。

其次，目前国常会已推动政策性银行增加信贷额度支援基础设施建设，保障性安居工程即是今年我国的重点投资领域之一，也是PSL发力的重点方向。回顾过往，央行是在2014年4月国常会的推动下，为加大棚户区改造信贷支持力度，而创设了PSL，意在为国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展而对金融机构提供期限较长的大额融资。

再次，当年房地产价格出现下滑，叠加政府对城镇化率提出的目标要求，房地产政策总体较为宽松，多个城市提高公积金贷款额度、进行限购松绑或取消等政策调整。如今，房地产政策也有所松动，政策要求支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，且4月新建商品住宅均价也已出现下滑。

最后，我们曾在此前的报告（《稳经济大盘会议后，财政缺口如何弥补？》）中提到，今年财政收支缺口大致为1.3万亿元，财政盘活内部资金腾挪空间后还将有6000亿元的缺口。当前还未出台特别国债相关政策。根据一揽子政策的具体要求来看，在我国要求加快推动基建投资、加大金融机构对基础设施建设和重大项目支持力度的情况下，央行若能重启PSL将会很好地弥补资金缺口。若能最终落地，我们预计PSL资金将向交通基础设施、城市地下综合管廊建设、能源项目等受疫情影响或是其他保民生领域倾斜。

■ 在当前信贷需求减弱、资金淤积的情况下，我们认为通过PSL对特定领域及部门提供稳定长期资金的政策效果将更加明显。在前期降准后，DR007自4月起已脱离利率中枢，且长端利率在5Y LPR下降20bp后未见明显下降，资金存在过度淤积于金融机构的可能。PSL作为能综合运用数量和价格型的结构性政策工具，一方面可直接对重点领域释放流动性支持，另一方面也可调节操作利率降低重点领域融资成本，更好、更直接地降低实体融资成本。自PSL实施以来，央行曾3度降低PSL资金利率至略低于市场资金利率水平，目前为2.75%。因此通过PSL直接对重点领域形成支持的效果将更加明显，且能更好地带动信贷回升，有利于拉动政策性银行的信贷投放力度。

■ 回顾历史，自2014年央行创设PSL以来，央行曾于2015-2018年间大规模发行PSL，当时的信贷政策与地产政策较为宽松，且是棚改建设目标最多的几年。然而，在房地产调控、政府购买服务模式取消等因素的影响下，棚改计划规模明显下降，PSL发行规模自2019年起大幅下滑。

在此，我们重点梳理了PSL发行规模较大时期的棚改与房地产政策背景情况：

2014年：受影子银行影响，当时传统货币政策工具的有效性有所降低。与此同时，《国家新型城镇化规划(2014-2020年)》正式发布提出到2020

### 相关研究

《地方稳经济大盘下的产业“锦标赛”》

2022-06-01

《二季度经济合理增长，下半年多少？》

2022-05-28

《农产品价格飞涨对中国的扰动有多大？》

2022-05-27

年，常住人口城镇化率达到 60%左右。全国多个城市提高公积金贷款额度、限购松绑或取消。政策要求加大保障性安居工程建设力度，要求新开工各类棚户区 470 万套以上。

2015 年：房地产市场再次放松，房地产政策提倡因城施策，同时支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。政策要求加大城镇棚户区和城乡危房改造力度，全年新开工棚户区改造 580 万套。

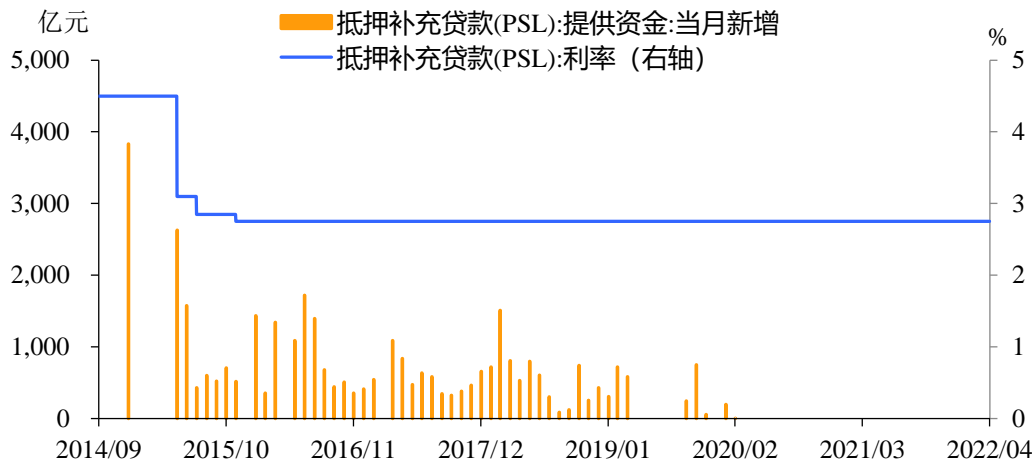
2016 年：“十三五”规划提出棚改目标任务为 2000 万套，开局之年要完成 600 万套的目标，并要提高棚改货币化安置比例。房地产政策方面，政策强调适应住房刚性需求和改善性需求，因城施策化解房地产库存，促进房地产市场平稳运行。货币政策更加重视传导渠道，提出要加强实体经济特别是小微企业、“三农”等支持。

2018 年：启动新的三年棚改攻坚计划，计划再改造各类棚户区 1500 万套，其中 2018 年计划规模为 580 万套。由于房地产市场出现过热苗头，政策有逐步收紧趋势，政府工作报告提出“房住不炒”。同时，货币政策连续第 3 年强调传导渠道，提出要用好差异化信贷等政策，引导资金更多投向小微企业、“三农”和贫困地区，更好服务实体经济。

■ 根据我们对各地棚改目标和过往 PSL 操作情况的总结，若央行重启 PSL，其资金投向将不仅仅用于棚改，也将对交通基础设施等其他基础设施建设领域倾斜。根据先前 PSL 的具体实施情况来看，PSL 在重点支持政策性银行发放棚改贷款的同时，也有部分资金向重大水利工程贷款、人民币“走出去”项目贷款等领域投放流动性的先例。根据我们的统计，已有 23 个省市披露棚改目标，总体目标规模略低于 120 万套。自 2019 年以来，棚改项目资金更加依赖专项债。若以每套 25 万元的成本计算，总体资金需求约在 3000 亿元上下，而今年专项债已对棚改领域提供 1650 多亿元资金支持，预计 PSL 投向棚改方向的资金不会占据主导。结合《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，我们认为资金或将向交通基础设施、城市地下综合管廊建设、能源项目等基础设施建设领域倾斜。

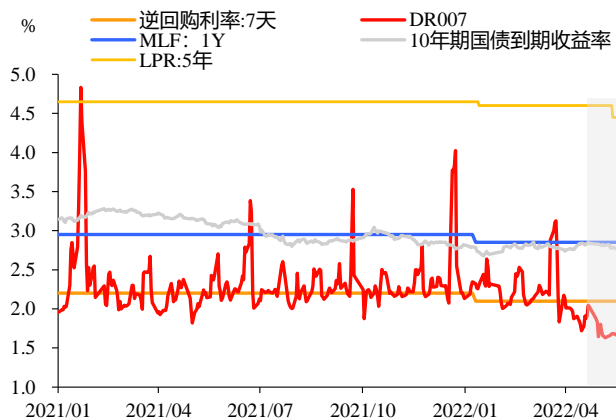
■ 风险提示：货币政策超预期，疫情扰动超预期

图1: PSL 新增规模集中于 2014-2018 年



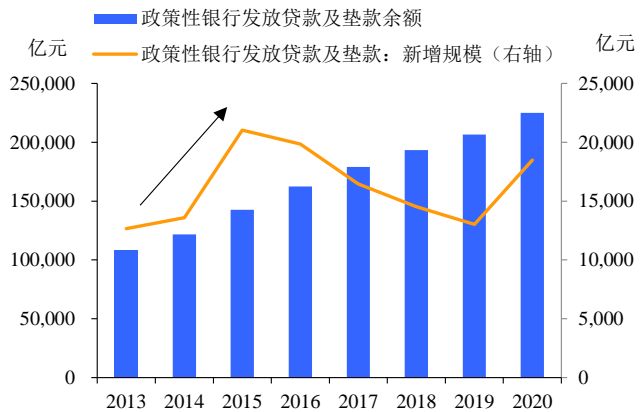
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: DR007 明显低于利率中枢



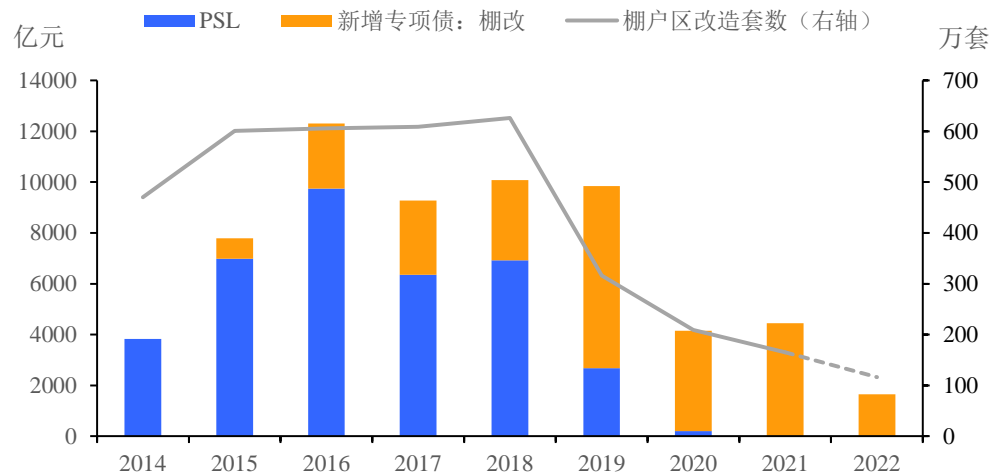
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 政策性银行新增贷款规模在 PSL 创立时期显著提高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：PSL对棚改的支持力度随棚改建设规模一同下滑，棚改资金逐渐更多依赖于专项债



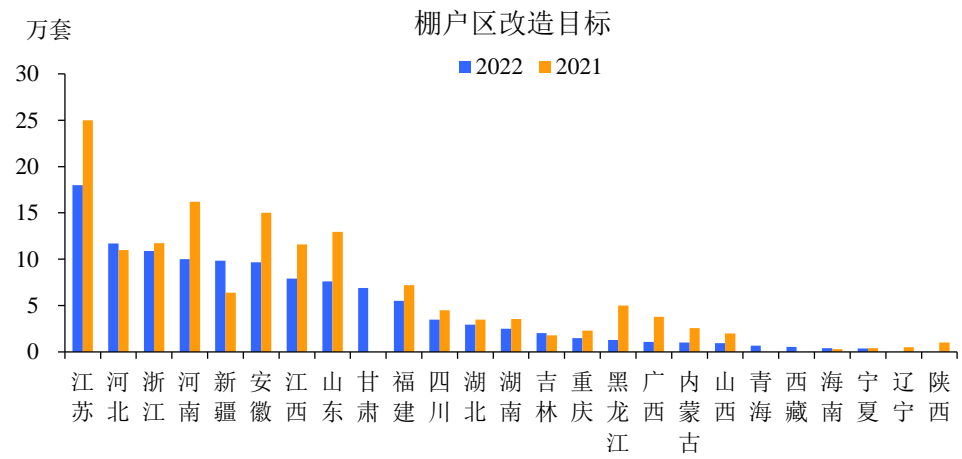
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：PSL大年期间，棚改规模较大、房地产政策偏宽松

年份	货币政策	棚改	地产
2014	货币政策要保持松紧适度，引导货币信贷和社会融资规模适度增长。要加强财政、货币和产业、投资等政策协同配合，确保中国经济这艘巨轮行稳致远。	着重解决好现有“三个1亿人”问题，促进约1亿农业转移人口落户城镇，改造约1亿人居住的城镇棚户区和城中村，引导约1亿人在中西部地区就近城镇化。新开工700万套以上，其中各类棚户区470万套以上。	针对不同城市情况分类调控，增加中小套型商品房和共有产权住房供应，抑制投机投资性需求，促进房地产市场持续健康发展。
2015	稳健的货币政策要松紧适度。灵活运用公开市场操作、利率、存款准备金率、再贷款等货币政策工具，保持货币信贷和社会融资规模平稳增长。加快资金周转，优化信贷结构，降低社会融资成本，让更多的金融活水流向实体经济。	今年保障性安居工程新安排740万套，其中棚户区改造580万套，增加110万套，把城市危房改造纳入棚改政策范围。	坚持分类指导，因地施策，落实地方政府主体责任，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。用改革的办法解决城镇化难点问题。
2016	稳健的货币政策要灵活适度。保持流动性合理充裕，疏通传导机制，降低融资成本，加强对实体经济特别是小微企业、“三农”等支持。	今年棚户区住房改造600万套，提高棚改货币化安置比例。	适应住房刚性需求和改善性需求，因城施策化解房地产库存，促进房地产市场平稳运行。建立租购并举的住房制度，把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围。房地产业实施营改增，确保所有行业税负只减不增。
2018	稳健的货币政策保持中性，保持广义货币M2、信贷和社会融资规模合理增长。疏通货币政策传导渠道，用好差别化准备金、差异化信贷等政策，引导资金更多投向小微企业、“三农”和贫困地区，更好服务实体经济。	启动新的三年棚改攻坚计划，今年开工580万套。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

图6：2022年棚改目标规模再度下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

