

宏观点评 20240102

如何理解年末 PSL 重启？

2024 年 01 月 02 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ PSL 时隔近一年再次重启，释放了哪些政策信号？2023 年 12 月，三家政策性银行新增补充贷款 3500 亿元，PSL 余额增至 3.25 万亿元，为 2023 年 2 月以来首次净新增。我们认为当下消费的弹性并不足以对冲仍寻企稳的地产和开始放缓的基建，在 2024 年财政发力路径不定与提高资金效益诉求的背景下，PSL 重启能够接续此前增发国债的稳增长力度，用城中村改造等“三大工程”来弥补市场出清带来的缺口，支撑年初经济“开门红”的成色。

■ 如何理解当下 PSL 重启隐含的政策取向？

“效率”是当下政策的重要考量。2023 年三季度央行货币政策执行报告中首提“以债务拉动经济增长的效能降低”；2023 年四季度央行例会强调“增强政府投资和政策激励的引导作用，提高乘数效应”，均反映决策部门已经注意到债务周期与需求撬动问题。

财政“观望”下的政策发力统筹。中央经济工作会议定调 2024 年财政政策“要适度加力、提质增效”，或意味着明年赤字率上调并非板上钉钉。但去年四季度以来经济数据波动反复，地产投资持续面临压力，复苏动能尚需增量政策与资金支撑。近期商业银行净息差逼仄且微观主体活力不足限制了传统资金投放的作用，统筹评估后“稳增长”政策聚焦于结构性工具。

在此背景下，PSL 的类财政及货币投放双属性往往“事半功倍”：央行作为“债权人”投放低成本、长周期、强针对的资金撬动需求，且对利率与汇率内外平衡的影响更小，一方面保持宽货币对稳增长的支撑，另一方面避免资金的低效使用。

参考棚改经验，十三五期间棚改完成投资额约 7 万亿元，期间 PSL 合计投放约 2.6 万亿元，PSL 拉动投资的杠杆效应约为 1:3，结合近期央行频繁提及“优化资金结构”“提高使用效率”，不难看出当下 PSL 工具重启以提高投资“乘数效应”的诉求。

■ 那么本轮 PSL 将如何操作？对信贷与货币政策影响几何？

以史为鉴，2015 年及 2022 年启用 PSL 工具均是为了扭转地产预期、支撑投资增速、稳定信用扩张：2015 年政策以棚改为抓手，PSL 为工具，快速有效推动了地产库存去化以及土地财政收入；信贷方面，地产开工上行与居民购房预期扭转支撑企业及居民中长期贷款反弹；货币政策在该轮 PSL 投放初期维持宽松态势，2014 年末至 2016 年初央行四次降准六次降息。

2022 年疫情扰动加剧及地产下行影响财政收入，PSL 为基建补充“弹药”。2022 年四季度货币政策报告中表明 PSL 投放用于“支持开发性政策性金融机构为基础设施重点领域设立金融工具并提供信贷支持”。2022 年年末基建投资与建筑业 PMI 接连反弹，防止了 2022 年四季度经济踏空。信贷方面，对公长贷明显改善，2022 年 9-11 月当月新增值连续录得近五年（2019-2023）最高，但地产承压态势缓解有限，居民信贷增量偏弱运行。货币政策延续宽松，PSL 投放周期前后各有一次降息降准（2022 年 8 月降息，12 月降准）。

■ 回到当下，结合中央经济工作会议的政策取向与 2023 年 12 月建筑业 PMI 走高，本次 PSL 操作大概率将为“三大工程”提供资金支持，推动保障房与城改新项目落地开工，巩固今年一季度经济回升态势。

PSL 落地后企业中长贷预计上行支撑 2023 年信贷平稳收官，而对 2024 年信贷“开门红”的影响需关注本轮投放后续规模。货币政策方面，PSL 操作有投放基础货币的效果，且近期跨年资金面整体维持宽松，降准的期待或许不高，但存款利率调降落地叠加制造业 PMI 等宏观数据波动，央行 MLF 降息的时点可能前置到今年一季度。

■ 风险提示：政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

相关研究

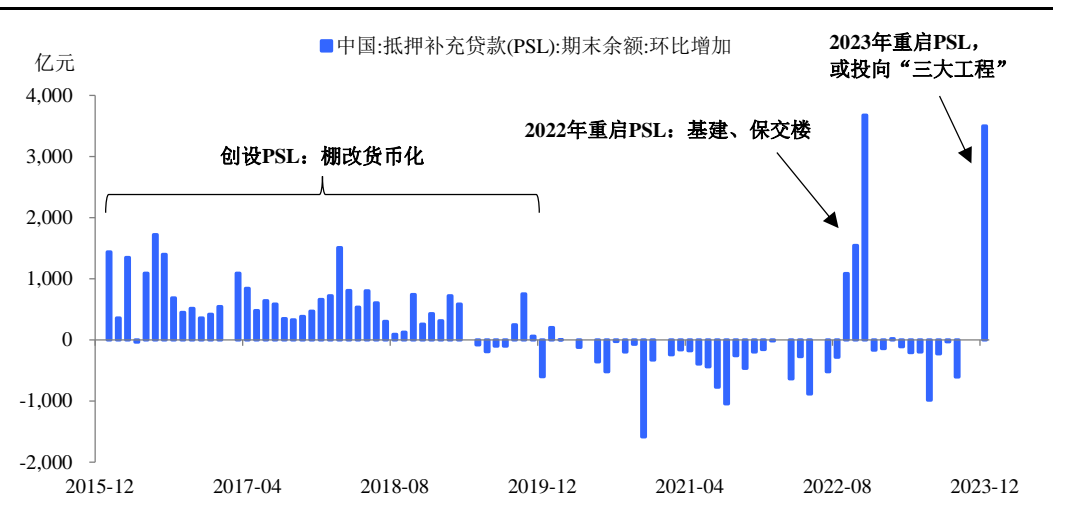
《2024 年的第一份消费成绩单表现怎么样？》

2024-01-02

《12 月 PMI：2023 年如何收尾？》

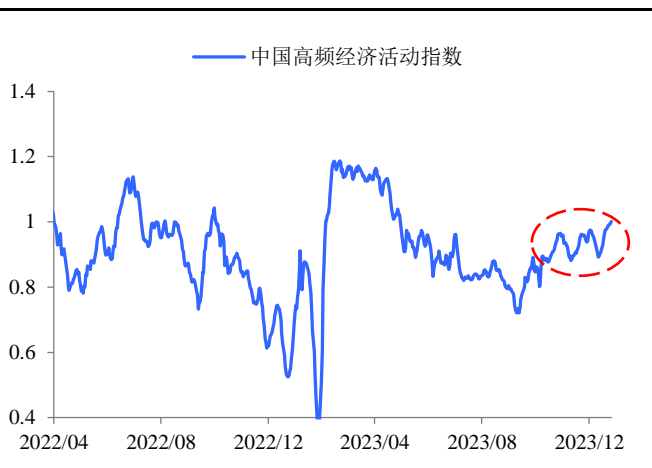
2024-01-01

图1: PSL 时隔近一年重启



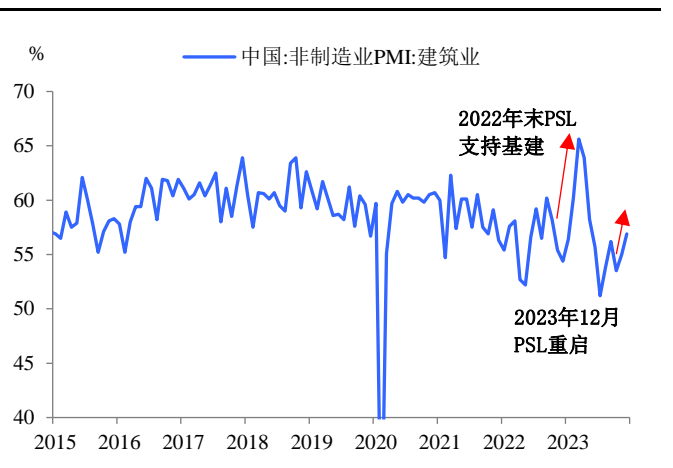
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023 年年末经济复苏呈现波动态势



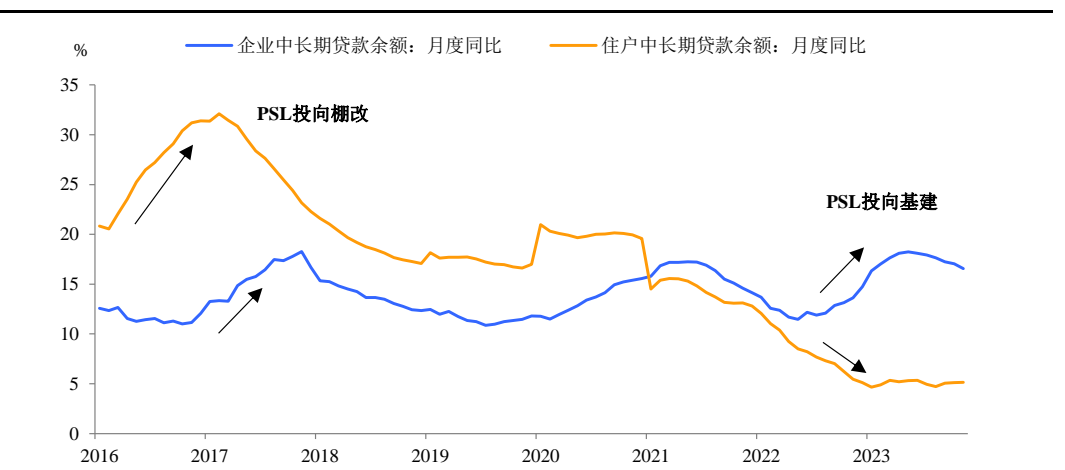
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图3: 12月建筑业PMI走高, PSL可能投向基建



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: PSL 操作对企业贷款的支撑明确, 但对居民贷款的支撑需地产发力



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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>