

## PSL 重启是对货币政策预期的修正

### 核心观点：

央行公告 2023 年 12 月 PSL（抵押补充贷款）净新增 3500 亿元，这意味着 PSL 再次重启新一轮投放。重启时点晚于之前市场预期的 11 月，但力度传递超预期信号。本轮 PSL 新增资金大概率用于“三大工程”，引导社会预期和经济增速的稳定修复。更重要的是观察 PSL 未来投放的时间和力度，以及财政政策的配合度。

本轮 PSL 重启是稳增长政策的应有之意，并且重启的时间稍有推后，但是重启的力度市场仍然有期盼。可以说，中央经济工作会议后对于货币政策的“精准”方向没有疑虑，但对于货币政策“适度”的判断处于摸索过程中。现阶段来看，央行对于货币“适度”的判断仍然是遵循相机抉择的原则，尤其是央行工作会议反复强调的社融和货币投放与经济增速和价格预期目标相适应，“适度”的调整条件已经扩大。PSL 重启以及其代表的财政提前发力均表明政策层已经注意到经济运行的隐含风险，并且将针对此采取积极行动。

### PSL 推动经济均是货币和财政的组合：

对历史上两轮 PSL 重启的回顾显示，PSL 重启均伴随着降息，但降准并未有明显的规律性操作。PSL 发行与财政发行节奏基本一致。PSL 可以直接提升 M2 增速，但对于信用的推动以及经济的承托有时滞。

### PSL 重启对经济和资本市场的影响：

对于货币政策“适度”的担忧可以有所缓解，1 月份的降息降准预期升温。2023 年 12 月开启新一轮存款利率下调，降息的空间再次打开，2024 年 1 月份很可能调降 LPR5 年期 20BP。同时，PSL 集中使用、政府债券发行对流动性均会产生影响，降准的必要性上升。

PSL 可以在未来托底经济增长。PSL 具有杠杆效应，可以拉动贷款，推升社融增速，支撑信用扩张。粗略估算每 1 万亿的 PSL 将拉动社融存量增速约 1 个百分点。

PSL 可以增加基础货币，具有货币投放的功能，会对资金利率水平产生影响，使其偏离政策利率，同时启动初期可能带来流动性边际收紧的影响。由于商业银行要先行投放贷款，再从央行获得流动性支持，这中间存在时滞，所以启动初期有可能对狭义流动性产生一定冲击。

政策性开发性金融工具有望再次重启。回顾 2022 年 9 月-11 月 PSL 连续累计投放 6300 亿元，同时 8 月到 10 月两批政策性开发性金融工具合计投放 7400 亿元。预计 2024 年政策性开发性金融工具可能再次重启协同发力，作为“三大工程”资本金或为专项债项目资本金搭桥。

PSL 的持续推出会直接利好股市，但是对债市影响更复杂。PSL 持续推出会稳定未来经济增速预期，减少对未来经济运行风险的担忧，同时小幅推动货币流通速度，对股市带来正面影响。对于债市而言更为复杂，PSL 伴随而来的降息会直接带来短债收益率的上行，如果央行仍然警惕资金空转，那么会加剧这种趋势。对于长债而言，基本面因素的影响可能压过流动性因素，PSL 需要时间才能产生效果，长债需要看到经济预期实质性转变价格走势才会变化。

### 分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

研究助理：聂天奇

### 风险提示

- 1.对政策理解不到位的风险
- 2.美联储货币政策超预期的风险
- 3.中国货币政策超预期的风险
- 4.金融市场的风险

## 一、PSL 重启是对预期的扭转

近日，中国人民银行公告 2023 年 12 月国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款 3500 亿元。期末抵押补充贷款余额为 32522 亿元。这意味着 2023 年 12 月 PSL 重启新一轮投放。

**时间点晚于之前市场预期的 11 月，力度传递超预期信号。**10 月末召开的中央金融工作会议强调加快“三大工程”建设，“充实货币政策工具箱”。11 月 8 日，中国人民银行行长在 2023 金融街论坛年会上的讲话提到央行下一步“为保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持”。因此 11 月市场预期央行可能使用抵押补充贷款 PSL 为“三大工程”提供资金支持。但 12 月初央行公布的 11 月末 PSL 余额显示按兵不动，市场预期遇到波折。我们认为 11 月的短暂落空，并非是政策不及预期，实际上是 PSL 工具的操作特点带来的时滞，商业银行要先行投放贷款，再从央行获得流动性支持，这中间存在时滞。2024 年初公布的 12 月 PSL 重启重新点燃市场预期，且单月投放量与历史最高投放量相当，仅次于 2022 年 11 月的 3675 亿元，2014 年 12 月的 3831 亿元，为历史第三高，力度超出市场预期。

**本轮 PSL 新增资金大概率用于“三大工程”，引导社会预期和经济增速的稳定修复。**去年关于“城中村”和“保障房”的政策文件中均提及：符合条件项目可纳入专项债支持范围。而专项债如果用作项目资本金建设则比例不得超过 20%，其余项目建设资金需要另行配套。“三大工程”项目建设主要涉及地产投资和基建领域，鉴于当前地产行业的预期较弱，民间资本的积极性有待中央政策的预期引导，那么 PSL 与专项债配合将是重要今年政府投资的中坚力量。我们预计伴随年初 3500 亿元 PSL 的发行，财政政策方面大概率也将在一季度靠前发力，当前新增的 PSL 或许仅是今年系列增量政策的“前菜”。

**更重要的是观察 PSL 未来投放的时间和力度，以及财政政策的配合度。**未来需要观察 PSL 投放的力度和持续的时间，投放的力度和时间超预期才会对经济产生影响。本轮 PSL 投放量我们预估在 1 万亿以上，考虑 12 月已前置投放的 3500 亿元，预计 2024 年全年的投放量约 7000 亿元。

本轮 PSL 重启是稳增长政策的应有之意，并且重启的时间稍有推后，但是重启的力度市场仍然有期盼。可以说，中央经济工作会议后对于货币政策的“精准”方向没有疑虑，但对于货币政策“适度”的判断处于摸索过程中。现阶段来看，央行对于货币“适度”的判断仍然是遵循相机抉择的原则，尤其是央行工作会议反复强调的社融和货币投放与经济增速和价格预期目标相适应，“适度”的调整条件已经扩大。PSL 重启以及其代表的财政提前发力均表明政策层已经注意到经济运行的隐含风险，并且将针对此采取积极行动。

## 二、PSL 启动后货币和财政回顾

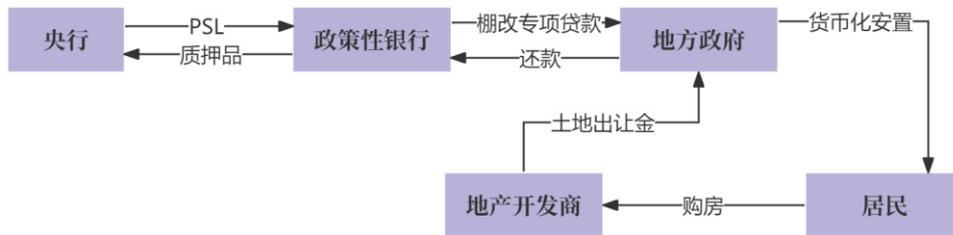
### （一）PSL 基本情况简介

2014 年为了应对持续的经济低迷，为了结构性调整和稳经济需求，中央政府创新货币工具，改革财政体制。PSL（抵押补充贷款）与地方政府专项债几乎同时推出，主要是为解决当时部分行业的产能过剩而进行的工具创新。货币政策方面由于外汇占款开始由持续增长转为降低，财政收入由长期 10% 以上的高速增长

转为中低速增长。为了避免传统降准降息加增发国债带来的“大水漫灌”，我国相继推出了PSL和政府专项债，资金均定向流入调结构和有一定收益率的政府投资项目。从宏观调控的目的来看，PSL与专项债均属于兼顾调结构的总量型政策。当然，专项债券的设立还有基于地方隐债风险“开前门、堵后门”的特殊考虑。

PSL的主要功能是“支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展而对金融机构提供的期限较长的大额融资”。PSL的发放对象包括国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行，以及经国务院批准的其他金融机构。实行“特定用途、专款专用、保本微利、确保安全”的原则。2014年中国人民银行创设PSL更重要的目的是为了棚户区改造提供长期稳定、成本适当的资金来源。

图1：PSL用于棚改货币化的路径



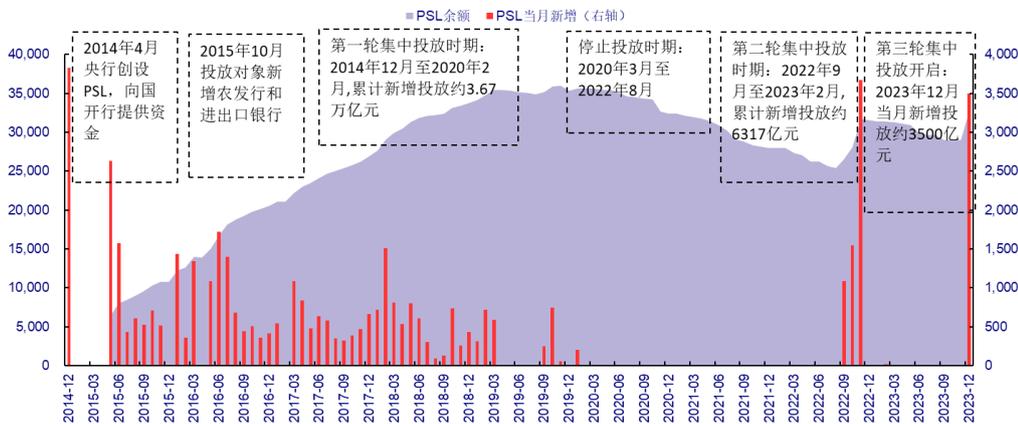
资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

根据2016年中国人民银行的公告，金融机构根据自身业务范围，确定不同用途。国家开发银行：用于发放棚户区改造贷款、城市地下综合管廊贷款；中国进出口银行：用于发放境外人民币贷款、军品贷款、国际产能合作和装备制造合作（含核电、铁路）、“一带一路”等四类贷款；中国农业发展银行：用于发放重大水利工程过桥贷款、水利建设贷款、棚户区改造贷款、农村公路贷款等四类贷款；经国务院批准，中国人民银行可以确定和调整其特定用途。2016年之后，PSL支持的贷款用途范围在逐渐扩大，还包括先进制造业、生态环保、基建等。

## （二）PSL启动时更容易使用降息

回顾历史上两个PSL集中投放的时期，第一轮为2014-2019年，主要是支持棚改，第二轮2022年的投放主要支持“保交楼”和基建。

图2：PSL投放历史回顾（亿元）



资料来源：中国人民银行，wind，中国银河证券研究院

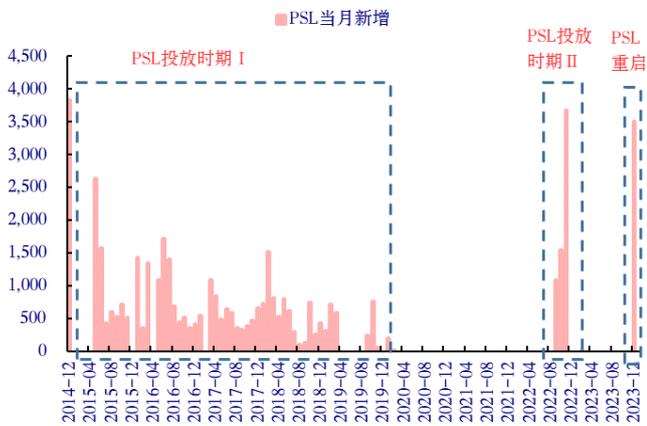
2014-2019 年 PSL 总计新增投放约 3.67 万亿支持棚改，其中 2016 年投放量最大，约 9750 亿元，2022 年第二轮约 6300 亿支持“保交楼”和基建。本次 PSL 投放量总量预计超过 2022 年，但是低于 2024-2019 年。我们重点回顾这几个年份的货币金融环境，作为对 2024 年的展望参考。可以观察到三个现象：

**现象一：PSL 的重新启动通常伴随着降息。**2014 年、2022 年 PSL 启动时期，央行均使用降息配合。2014 年 11 月，PSL 启动前夕，当月 1 年期 LPR 调降 25BP。2015 年共 5 次降息，1 年期 LPR 累计调降 121BP。2022 年 8 月 PSL 启动前夕，当月 1 年期 LPR 调降 5BP。**降准无明显规律操作。**2015 年 4 次降准，合计 250BP；2022 年 2 次降准合计 50BP。

**现象二：PSL 对于信用的推动有时滞留。**PSL 集中启动的第一年并未出现社融增速环比去年上行的现象，而后序年份则通常环比上行。我们认为这背后是 PSL 对社会融资的驱动存在时滞，与对货币供应量的影响相比作用更为间接，向社会融资的传导还需要实体融资需求的配合。而 PSL 集中启动的第一年往往都发生在经济下行压力较大的年份，私人部门融资的顺周期属性导致其相对低迷。而 PSL 作为准财政工具先行发力，政府投资最终发挥杠杆效应带动民间投资可能存在时滞。2015 年社融存量增速为 12.4%，环比 2014 年下行 1.9%，后序年份 2016、2017 连续两年上行，分别为 12.8%、14.08%。同样，2022 年社融存量增速为 9.6%，环比 2021 年下行 0.7pct，后序年份 2023 年社融增速预计在 9.6%左右。

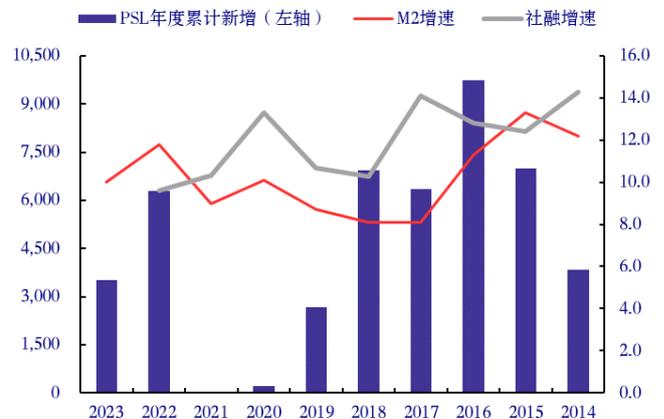
**现象三：PSL 的投放直接提升 M2 增速。**由于具有货币投放功能，对 M2 的作用更加直接和明显，通常 PSL 集中启动的第一年 M2 都保持高增速，但后序年份由于高基数效应增速环比均出现回落。2015 年 M2 增速为 13.3%，环比 2014 年提高 1pct（由于 2014 年 12 月才开始投放，所以 2015 年理解为集中投放的第一年）；2022 年 M2 增速为 11.8%，环比 2021 年提高 2.0pct。后序年份由于高基数效应增速环比均出现回落，2016-2019 年的 M2 增速分别为 11.3%、8.1%、8.1%、8.7%。2023 年截止 11 月，M2 增速为 10.0%。

图3：PSL 当月新增（亿元）



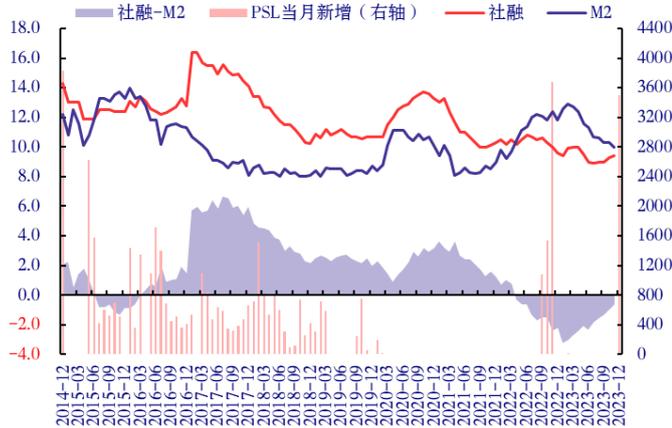
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：PSL 年度累计新增与 M2、社融增速（亿元，%）



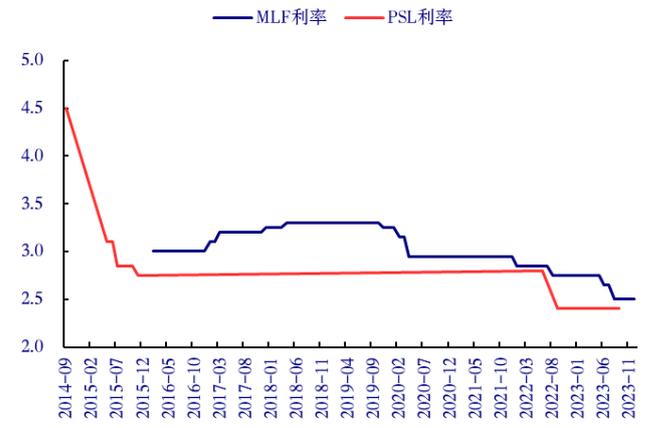
资料来源：Wind，中国银河证券研究院  
横坐标轴为逆序

图5: PSL 投放量与 M2、社融增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: MLF 和 PSL 利率 (%)

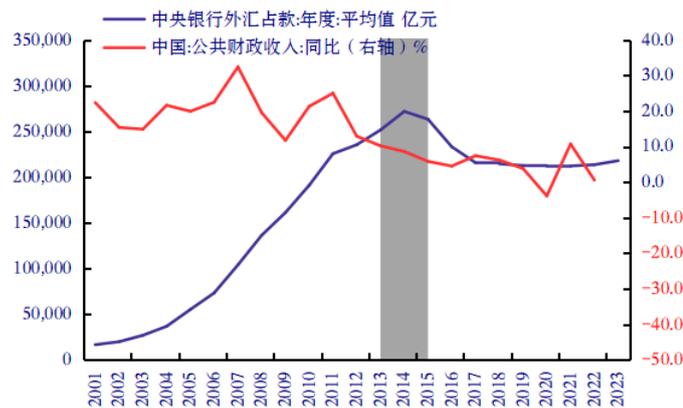


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### （三）PSL 发行与财政发力节奏一致

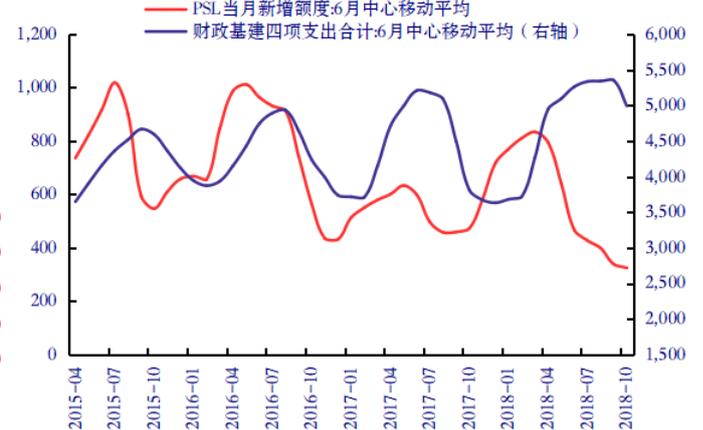
过去历年 PSL 发行与财政发力节奏较为一致。自 2014 年《预算法》修订后，赋予了地方政府依法举债的权利，至此专项债及之后的 PPP 开始成为地方主导基础设施建设和参与国家重大工程建设的重要工具，而无论是专项债还是 PPP 均有撬动社会资金的属性，而 PSL 则是其中重要配套资金来源。从历史发行数据来看，PSL 与地方专项债发行节奏有较强的一致性，尤其是在 2015 年-2018 年棚改期间，PSL 为地方棚改货币化安置提供了大量资金，而专项债资金规模相对更大，在对保障房支持之外，也为棚改提供大量了基础设施配套建设。

图7: 2013-2014 年外汇占款及财政收入增速双双下滑



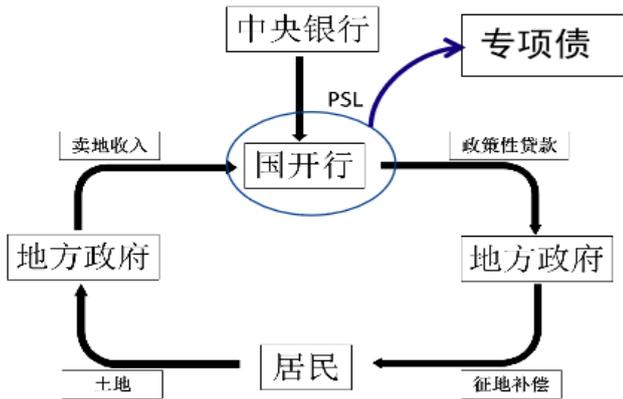
资料来源: 财政部、中国银河证券研究院

图8: PSL 发行与财政基建支出显著相关



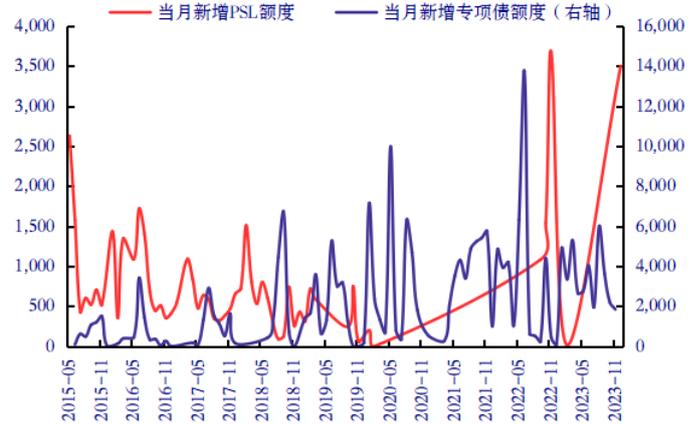
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图9：PSL 支持棚改的运作机制同样适用于专项债



资料来源：财政部、中国银河证券研究院

图10：新增 PSL 及专项债节奏较为一致



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

### 三、 本轮 PSL 重启对经济和资本市场的推动

短期的 PSL 重启并不能立刻推动经济向上，但随着时间推移其对于经济和资本市场的影响会慢慢展现。

**分析 1：对于货币政策“适度”的担忧可以有所缓解，1 月份的降息降准预期升温。**观察历史上两次 PSL 启动集中使用时期，货币政策通常使用降息配合。2023 年 12 月开启新一轮存款利率下调，本次下调幅度较大，短期存款利率（1 年以内）也在下调，利率曲线全面下移。降息的空间再次打开，2024 年 1 月份很可能调降 LPR5 年期 20BP。2023 年 8 月的降息只调降 1 年期 LPR，5 年期不变，我们在点评报告《稳息差，控风险》指出，存款利率锚定 10 年期国债收益率和 1 年期 LPR，只调降 1 年期 LPR 有助于引导存款利率先行调降，呵护净息差。8 月之后的两轮存款降息已为 LPR 的进一步调降创造条件，2024 年 1 月份可能调降 LPR5 年期，推动实体融资成本继续下行。同时，PSL 集中使用、政府债券发行对流动性均会产生影响，降准的必要性上升。

**分析 2：PSL 可以在未来托底经济增长。**PSL 具有杠杆效应，可以拉动贷款，推升社融增速，支撑信用扩张 2015-2016 年 PSL 有效支持棚改货币化安置，推动地产板块的回暖，带动私人部门信贷扩张。2022 年 PSL 支持基建，拉动企业中长贷快速回升。具此粗略估算每 1 万亿的 PSL 将拉动社融存量增速约 1 个百分点。

**分析 3：PSL 可以增加基础货币，具有货币投放的功能，会对资金利率水平产生影响，使其偏离政策利率，同时启动初期可能带来流动性边际收紧的影响。**由于商业银行要先行投放贷款，再从央行获得流动性支持，这中间存在时滞，所以启动初期有可能对狭义流动性产生一定冲击。

**分析 4：政策性开发性金融工具有望再次重启。**回顾 2022 年 9 月-11 月 PSL 连续累计投放 6300 亿元，同时 8 月到 10 月两批政策性开发性金融工具合计投放 7400 亿元。根据央行 2022 年 3 季度货币政策执行报告专栏文章《发挥政策性开发性金融工具作用 助力基础设施建设稳定宏观经济大盘》的公开披露“为解决重大项目资本金到位难等问题，2022 年 6 月，人民银行支持国家开发银行、中国农业发展银行分别设立金融工具，规模共 3000 亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金，或为专项债项目资本金搭桥。2022 年 8 月 24 日，国

务院常务会议提出，在第一批 3000 亿元金融工具已落到项目的基础上，再增加 3000 亿元以上额度，并增加中国进出口银行作为金融工具支持银行”“截至 2022 年 10 月末，两批金融工具合计已投放 7400 亿元”。预计 2024 年政策性开发性金融工具可能再次重启协同发力，作为“三大工程”资本金或为专项债项目资本金搭桥。

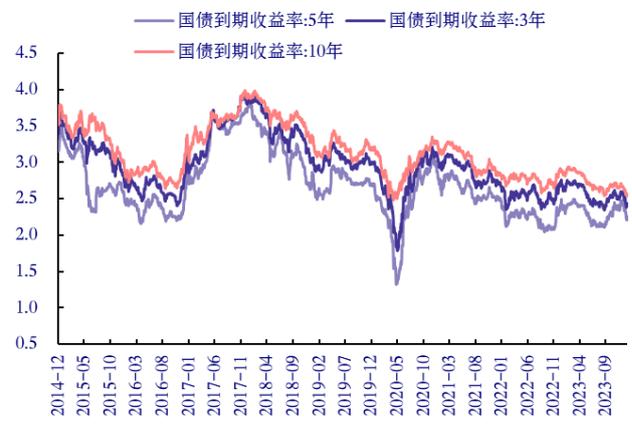
**分析 5：PSL 的持续推出会直接利好股市，但是对债市影响更复杂。**PSL 持续推出会稳定未来经济增速预期，减少对未来经济运行风险的担忧，同时小幅推动货币流通速度，对股市带来正面影响。对于债市而言更为复杂，PSL 伴随而来的降息会直接带来短债收益率的上行，如果央行仍然警惕资金空转，那么会加剧这种趋势。对于长债而言，基本面因素的影响可能压过流动性因素，PSL 需要时间才能产生效果，长债需要看到经济预期实质性转变价格走势才会变化。

图11: PSL 与 DR007、逆回购利率 (亿元, %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 图表目录

图 1: PSL 用于棚改货币化的路径.....	3
图 2: PSL 投放历史回顾.....	3
图 3: PSL 当月新增 (亿元).....	4
图 4: PSL 年度累计新增与 M2、社融增速 (亿元, %).....	4
图 5: PSL 投放量与 M2、社融增速 (亿元, %).....	5
图 6: MLF 和 PSL 利率 (%).....	5
图 7: 2013-2014 年外汇占款及财政收入增速双双下滑.....	5
图 8: PSL 发行与财政基建支出显著相关.....	5
图 9: PSL 支持棚改的运作机制同样适用于专项债.....	6
图 10: 新增 PSL 及专项债节奏较为一致.....	6
图 11: PSL 与 DR007、逆回购利率 (亿元, %).....	7
图 12: 国债收益率 (%).....	7

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**章俊** 中国银河证券首席经济学家。

**许冬石** 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

**詹璐** 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn