

评级：增持（维持）

分析师 戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@zts.com.cn

分析师 邓美君

执业证书编号：S0740519050002

Email: dengmj@zts.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E		
招商银行	29.73	4.69	5.41	5.75	6.03	6.34	5.50	5.17	4.93		增持
平安银行	9.17	1.83	2.30	2.46	2.60	5.01	3.99	3.73	3.53		增持
宁波银行	19.79	2.85	3.38	3.78	4.13	6.94	5.86	5.24	4.79		增持
江苏银行	6.71	1.33	1.72	1.65	1.92	5.34	4.13	4.30	3.70		买入
苏州银行	6.73	0.93	1.07	1.26	1.39	7.24	6.29	5.34	4.84		买入

备注：最新股价对应 2024/1/19 收盘价

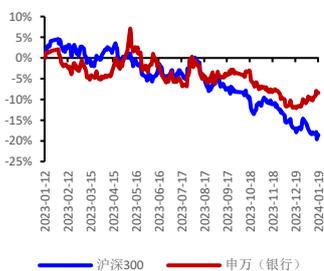
基本状况

上市公司数 42

行业总市值(百万元) 8,852,669

行业流通市值(百万元) 6,720,147

行业-市场走势对比



相关报告

报告摘要

- 核心观点：**1、PSL 运行机制：预计政策银行先投放专项贷款、再申请 PSL，即“先贷后借”的“报销”模式，确保 PSL 精准有效和定向投放。“十三五”期间政策银行累计发放棚改贷款 4.8 万亿，同期央行新增 PSL2.6 万亿，差额或由于该机制产生。2、PSL 对 M2 增长直接拉动作用更强，对社融影响相对滞后，对信贷杠杆作用预计 3 倍左右。3、预计未来五年或增发 PSL 超 2.5 万亿以支撑三大工程建设。
- PSL 重启的目的和运行机制。**1、目的预计重点支持“三大工程”建设。PSL 是 2014 创设，集中投放主要有两轮：2014-2020 年累计投放 3.7 万亿，主要针对棚改货币化安置；二是 2022 单年投放 6300 亿，主要支撑基础设施建设、保交楼等。2023 年 12 月 PSL 时隔近一年重启，预计重点支持“三大工程”建设，同时兼顾其他政策目标。2、PSL 运行机制：预计政策银行先投放专项贷款、再申请 PSL，确保 PSL 精准有效和定向投放。
- PSL 对 M2 和社融的影响：对信贷的杠杆作用预计在 3 倍左右。** 1、PSL 直接增加基础货币，直接拉动作用更强：特别是在 PSL 重启且当年发行规模较大的年份，对 M2 的直接拉动作用更强，比如 2014-2015、2022，均对 M2 增速提升 1-2 个点。2、对社融拉动（信贷需求传导需要时间）则相对滞后，信贷的杠杆作用预计在 3 倍左右：参考一：降准、再贷款等工具释放流动性拉动贷款倍数为 3.5 倍。参考二：“十三五”期间棚改总投资额约 7 万亿，而 PSL 累计新增规模 2.6 万亿，拉动倍数约 2.7 倍。
- PLS 展望：预计未来五年或增发 2.5 万亿以上。** 1、三大工程建设需要 PLS 的较大力度支持。中性假设下本轮城中村总投资额 7.3 万亿，若假设 PSL 对信贷拉动倍数在 3 倍左右，拉动 7.3 万亿的总投资则需要 2.4 万亿 PSL，若对应“三大工程”叠加保交楼、一带一路等总投资需求规模，则 PSL 需求规模更高。2、PSL 额度若提升，商业银行有业务空间。政策银行先行先投，后续商业银行有望跟进投资；以城中村资金来源基调看，商业银行相比棚改时期有更大参与空间。
- 投资建议：经济决定银行选股逻辑，经济弱与强的复苏对应不同的标的品种。** 1、优质城农商行的基本面确定性大，选择估值便宜的城农商行。我们持续推荐江苏银行，受益于区域 beta，各项资产摆布能力较强，另外消费金融三驾马车驱动，弥补息差。常熟银行，依托小微特色基本盘，做小做散，受化债、存量房贷影响小，资产质量维持优异。瑞丰银行，深耕普惠小微、零售转型发力，以民营经济发达的绍兴为大本营，区域经济确定性强。同时推荐渝农商行、沪农商行和齐鲁银行。二是经济弱

复苏、化债受益，高股息率品种，选择大型银行：农行、中行、邮储、工行、建行、交行等)。三是经济复苏预期强，选择银行中的核心资产：宁波银行、招商银行和平安银行。

- **风险提示：**经济下滑超预期。国内外疫情反复超预期。金融监管超预期。

## 内容目录

<b>一、PSL 由来、发行复盘及运作机制</b> .....	<b>5</b>
1、PSL 时隔一年重启：过去两轮重点支持棚改和基建，本轮重点支持“三大工程” .....	5
2、PSL 运作机制：政策银行先投放专项贷款、再申请 PSL，确保精准有效 ..	6
<b>二、如何看待 PSL 对信贷与 M2 的影响？预计对信贷拉动倍数在 3 倍左右</b> ...	<b>7</b>
1、PSL 对 M2 增长直接拉动作用更强，社融影响相对滞后 .....	7
2、PSL 对信贷的杠杆作用有多大？粗测在 3 倍左右 .....	8
<b>三、支撑三大工程需要多少 PSL？预计未来五年或增发 PSL 超 2.5 万亿</b> .....	<b>9</b>
1、中性假设下城中村总投资额 7.3 万亿，未来五年或增发 PSL 超 2.5 万亿 .	9
2、PSL 增发-政策行先行-商业银行跟进，商业银行在本轮有更大参与空间	10
<b>四、PSL 与降息相关性如何？PSL 重启与降息关联高，当前多重因素叠加，降息预期仍在</b> ...	<b>12</b>
1、PSL 的重新启动与降息关联度较高，重启前月或当月往往伴随降息发生	12
2、一月 MLF 量增价平续作，或意味着决策层意在观察 PSL 稳增长效果....	13
3、后续降息预期仍在：PSL 能实现定向降息，但无法替代全面降息 .....	14
<b>五、投资建议</b> .....	<b>16</b>

## 图表目录

图表 1: 2023 以来中央关于“三大工程”高度重视.....	- 5 -
图表 2: 国开行、农发行 2013-2020 当年新发放棚改专项贷款 (亿元) .....	- 7 -
图表 3: 国开行、农发行 2013-2020 当年新发放棚改专项贷款 (亿元) .....	- 7 -
图表 4: PSL 当月新增 (亿元) 与社融、M2 增速 (%) .....	- 8 -
图表 5: PSL 当年新增 (亿元) 与社融、M2 增速 (%) .....	- 8 -
图表 6: 中性假设下 (拆除重建比 30%) 城中村投资额测算.....	- 10 -
图表 7: 中性假设下 (拆除重建比 30%) 城中村销售额测算.....	- 10 -
图表 8: 城中村改造主要资金来源猜想.....	- 11 -
图表 9: PSL 的重新启动 (亿元) 与 LPR (%) 下调关联度较高.....	- 13 -
图表 10: 近一年 PSL (亿元) 与 LPR (%) 关联情况.....	- 13 -
图表 11: PSL 利率低于 MLF10bp (%) .....	- 14 -
图表 12: CPI 同比连续 3 月负增, PPI 同比降幅收窄但仍偏弱 (%) .....	- 15 -
图表 13: 新增社融较 2022 年同期增加情况 (亿元) .....	- 15 -

## 一、PSL 由来、发行复盘及运作机制

### 1、PSL 时隔近一年重启：过去两轮重点支持棚改和基建，本轮重点支持“三大工程”

- **事件：**1月2日下午，中国人民银行（以下简称“央行”）发布的公告显示，2023年12月份，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（以下简称“PSL”）3500亿元。期末抵押补充贷款余额为32522亿元。
- **PSL由来：**2014创设，“十三五”期间重点支持棚改。PSL由央行于2014年4月份创设，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，在“十三五”期间重点支持棚户区改造。
- **PSL投放复盘：**集中投放主要有两轮，一是在2014-2020年，累计投放3.7万亿，主要针对棚户区改造货币化安置。二是在2022单年度投放6300亿，主要是为基础建设、保交楼等重大工程提供资金支持。
- **本轮PSL用途：**重点支持“三大工程”，叠加部分保交楼、一带一路等。2023年11月初潘功胜行长明确指出“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”，且央行在1月8日总结2023年货币政策时，明确提到2023年新增PSL额度5000亿元，为政策性开发性银行发放“三大工程”建设项目贷款提供中长期低成本资金支持。因此本轮PSL投放主要用途预计是“三大工程”建设，选择在1月初新增，预计目的是推动2024年“三大工程”能够靠前发力。

---

图表 1：2023 以来中央关于“三大工程”高度重视

---

时间	会议	城中村相关表态
2023/4/28	中央政治局会议	重申对刚性和改善性住房需求的支持，强调做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展。同时，会议还提出，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设等。
2023/7/21	国务院常务会议	审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，把城中村改造与保障性住房建设结合好，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态。实现可持续运营。
2023/7/28	超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造是党中央站在中国式现代化战略全局高度作出的具有重大而深远意义的工作部署。积极稳步推进城中村改造有利于消除城市建设治理短板、改善城乡居民居住环境条件、扩大内需、优化房地产结构。从客观实际看，现阶段推进城中村改造困难大、矛盾多、情况复杂，要坚持问题导向和目标导向，以新思路新方式破解城中村改造中账怎么算、钱怎么用、地怎么征、人和产业怎么安置等难题，探索出一条新形势下城中村改造的新路子。城中村改造是一项复杂艰巨的系统工程，要从实际出发，采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造。实行改造资金和规划指标全市统筹、土地资源区域统筹，促进资金综合平衡、动态平衡。必须实行净地出让。坚持以市场化为主导、多种业态并举的开发运营方式。建设好配套公共基础设施，做好历史文化遗产保护。
2023/9/13	城中村改造项目纳入专项债支持范围	符合条件的城中村改造项目纳入专项债支持范围。不过考虑到今年专项债发行已接近尾声，城中村改造专项债预计明年发行。
2023/10/12	住建部：超大特大城市城中村改造将分三类实施	超大特大城市正积极稳步推进城中村改造，分三类推进实施。一类是符合条件的实施拆除新建，另一类是开展经常性整治提升，第三类是介于两者之间的实施拆整结合。  住房城乡建设部城中村改造信息系统投入运行两个月以来，已入库城中村改造项目162个。  坚持多渠道筹措改造资金，既可以由政府筹措资金，也可以引入社会资本，银行业金融机构将给予政策性和商业性贷款支持。城市政府对城中村改造负主体责任，统筹市域内改造资金安排，做到改造资金市域内综合平衡、动态平衡；对于整治提升类的城中村改造项目，将建立政府与村民、社会力量改造资金共担机制。
2023/10/31	中央金融工作会议	促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。
2023/11/8	中国人民银行行长潘功胜在2023金融街论坛年会上的回应	中国人民银行将引导金融机构保持房地产信贷、债券等重点融资渠道稳定，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。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，完善住房租赁金融政策体系，推动构建房地产发展新模式。
2023/11/27	2023年三季度中国货币政策执行报告	“平急两用”公共基础设施、城中村改造和保障性住房“三大工程”建设等也有利于稳住房地产投资。  落实好房地产“金融16条”，加大对城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设等金融支持力度。

资料来源：中国新闻网，中国政府网，第一财经，21世纪经济报道，住建部，人民银行，中泰证券研究所

## 2、PSL 运作机制：政策银行先投放专项贷款、再申请 PSL，确保精准有效

- PSL 运作机制：**PSL 作为精准货币工具，机制预计为——政策性银行先投放再申请 PSL 额度，采取“先贷后借”的“报销”模式，即政策性银行先行向国家指定支持的重点工程项目发放贷款，每月按实际放贷情况向央行申请 PSL 额度，对于符合要求的贷款，央行按贷款本金的 100% 予以资金支持。
- “十三五”期间棚改 PSL 与政策性银行棚改专项贷款存在一定缺口，进一步验证了该运作机制流程。**回顾“十三五”期间棚改 PSL 与政策性银行棚改专项贷款规模，2016-2020 累计新增 PSL 为 2.6 万亿。而政策性银行棚改专项贷款累计投放 4.8 万亿：“十三五”期间（2016-2020）国开行、农发行累计投放 4.8 万亿棚改专项贷款，占棚改总投资 7 万亿的

68.6%，2013-2020 期间累计投放 6.1 万亿棚改专项贷款，其中国开行占 74%，农发行自 2016 年开始增加投放。因此，棚改 PSL 与政策性银行棚改专项贷款仍存在 2.2 万亿缺口，进一步验证了先投放再申请 PSL 额度的运作机制流程。

图表 2: 国开行、农发行 2013-2020 当年新发放棚改专项贷款 (亿元)



资料来源：银行财报，21 世纪经济报道，中国政府网，国家开发银行，中泰证券研究所  
注：2020 年国开行投放数据是根据官方新闻披露口径与历年财报数据相结合计算而得，可能存在偏差

图表 3: 国开行、农发行 2013-2020 当年新发放棚改专项贷款 (亿元)

	棚改总投资额	国开行当年发放棚改专项贷款	农发行当年发放棚改专项贷款	棚改专项债	中央补助
2013		1,060			
2014		4,086			
2015		7,509	283		
2016	14,800	9,725	2,133		
2017	18,400	8,800	4,274		
2018	17,400	6,980	5,876	3,145	
2019	11,600	2,635	2,162	6,852	
2020	7,800	4,605	1,160	4,387	
2016-2020 总投资额	70,000	32,745	15,605	14,384	8,000

资料来源：银行财报，21 世纪经济报道，中国政府网，国家开发银行，农业发展银行，国家金融监督管理总局，wind，中泰证券研究所  
注：2020 年国开行投放数据是根据官方新闻披露口径与历年财报数据相结合计算而得，可能存在偏差

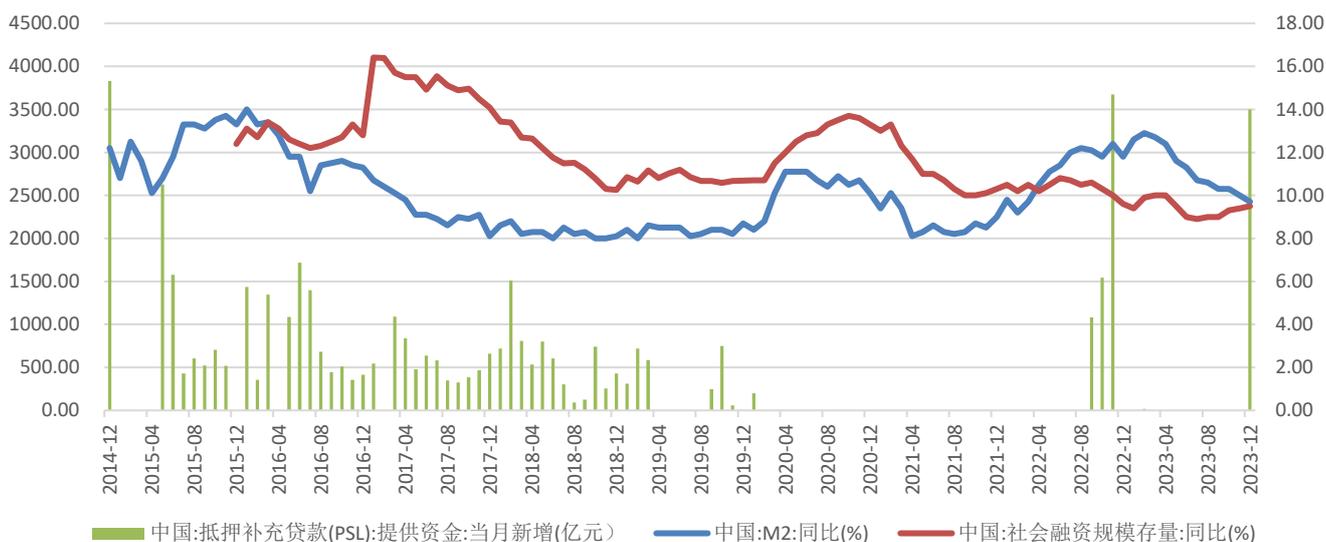
## 二、如何看待 PSL 对信贷与 M2 的影响？预计对信贷拉动倍数在 3 倍左右

### 1、PSL 对 M2 增长直接拉动作用更强，社融影响相对滞后

- PSL 直接增加基础货币，特别是在 PSL 重启且当年新增规模较大的年份，对 M2 增长的直接拉动作用更强，对社融拉动（信贷需求传导需要时间）则相对滞后。

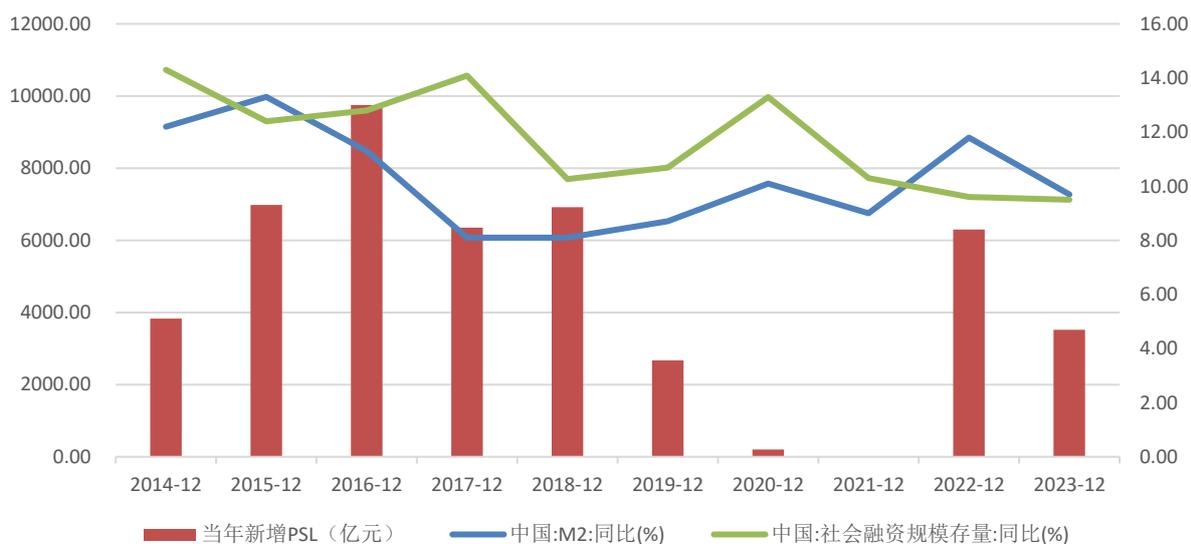
- **比如 2014-2015:** PSL 于 2014.12 首次启动且 2014.12-2015.12 累计新增 1.08 万亿。**M2 方面:** 带动 2015 年 M2 增 13.3%，相较 2021 年增速提升 1.1 个点；**社融方面:** 社融在 2015 年并未回升，2016 年 PSL 无新发，但社融 2016 年增速稳步回升。**但在重启后持续较大规模投放的年份，或由于高基数因素导致 M2 增速回落。**
- **比如 2022:** 2022 年 9 月 PSL 时隔两年多重启，于 2022.9-2022.11 累计新增 6300 亿。**M2 方面:** 2022 年 M2 增速为 11.8%，相较 2021 年增速提升 2 个点；**社融方面:** 2022 年社融增速较 2021 小幅下降 0.7 个点，2023 年社融增速实现与 2022 基本持平。

图表 4: PSL 当月新增(亿元)与社融、M2 增速(%)



资料来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: PSL 当年新增(亿元)与社融、M2 增速(%)



资料来源: wind, 中泰证券研究所

## 2、PSL 对信贷的杠杆作用有多大？粗测在 3 倍左右

- **央行 2020Q1 货政：降准、再贷款等工具释放流动性拉动贷款倍数为 3.5 倍。**根据 2020 年 Q1 货政报告表述：“一季度人民银行通过降准、再贷款等工具释放长期流动性约 2 万亿元，新增人民币贷款 7.1 万亿元，每 1 元的流动性投放可支持 3.5 元的贷款增长，是 1: 3.5 的倍数放大效应。”
- **棚改 PSL 对棚改总投资拉动倍数约 2.7 倍。**(1) “十三五”期间 (2016-2020) 棚改总投资额约 7 万亿：根据 2020 年 10 月 16 日新华社报道，从住房和城乡建设部提供的数据来看，2016 年至 2020 年，全国棚改预计开工 2300 多万套，将帮助 5000 多万居民“出棚进楼”，预计完成投资约 7 万亿元。(2) “十三五”期间 PSL 累计新增规模 2.6 万亿。PSL 自 2014 年 12 月开始，2014-2020 年累计新增 3.7 万亿，其中“十三五”期间 (2016-2020) 新增 2.6 万亿。(3) 按照 2.6 万亿 PSL 对应 7 万亿棚改总投资，拉动倍数约在 2.7 倍。

### 三、支撑三大工程需要多少 PSL？预计未来五年或增发 PSL 超 2.5 万亿

#### 1、中性假设下城中村总投资额 7.3 万亿，未来五年或增发 PSL 2.5 万亿以上

- **中性假设下城中村总投资额 7.3 万亿，“三大工程”叠加保交楼、一带一路等总投资需求规模更大。**根据我们在《城中村专题 | 资金来源、商业模式特点及对银行增量的测算——银行与地产专题(一)》的测算：乐观、中性、悲观假设下，即拆除重建比例分别为 40%、30%、20% 的情况下，总投资额分别为 9.7 万亿、7.3 万亿、5 万亿，拉动销售额 8.7 万亿、6.5 万亿、4.3 万亿。
- 在经济复苏缓慢、财政稳增长、货币政策宽松基调下，PSL 后续有望继续增发。若假设 PSL 对信贷拉动倍数在 3 倍左右，拉动 7.3 万亿的总投资则需要 2.4 万亿 PSL，若对应“三大工程”叠加保交楼、一带一路等总投资需求规模，则 PSL 需求规模更高，或在 2.5 万亿以上。

图表 6: 中性假设下 (拆除重建比 30%) 城中村投资额测算

城市	城中村面积 (平方米)	翻新成本 (元)	搬迁成本 (元)	土地成本 (元)	建安成本 (元)	拆除费用 (元)	投资额 (元)	投资额 (亿元)
深圳	45,267,323	31,687,126,264	36,666,531,820	852,877,110,336	99,814,447,733	814,811,818	1,021,905,295,295	10,219
上海	13,036,858	9,125,800,524	10,559,854,892	251,782,140,138	28,746,271,650	234,663,442	300,461,767,503	3,005
北京	16,129,497	11,290,648,226	13,064,892,948	279,269,345,028	35,565,541,913	290,330,954	339,496,888,566	3,395
东莞	26,797,199	9,379,019,743	21,705,731,405	280,775,694,462	29,101,758,402	482,349,587	341,471,350,798	3,415
杭州	47,426,620	16,599,316,859	38,415,561,873	480,023,787,576	51,505,308,881	853,679,153	587,445,080,961	5,874
广州	49,950,395	34,965,276,280	40,459,819,695	564,219,678,205	110,140,620,281	899,107,104	750,734,451,959	7,507
南京	32,947,044	11,531,465,349	26,687,105,522	318,881,258,644	35,780,489,625	593,046,789	393,506,312,973	3,935
武汉	55,719,750	19,501,912,395	45,132,997,258	287,079,294,408	60,511,648,175	1,002,955,495	413,284,527,480	4,133
西安	34,521,697	12,082,594,030	27,962,574,754	197,032,586,924	37,490,563,189	621,390,550	275,224,231,144	2,752
天津	9,334,856	3,267,199,545	7,561,233,232	49,021,995,457	10,137,653,445	168,027,405	70,165,443,941	702
成都	41,914,862	14,670,201,601	33,951,037,991	274,324,386,966	45,519,539,825	754,467,511	369,261,548,755	3,693
昆明	42,020,659	14,707,230,636	34,036,733,759	157,048,010,802	45,634,435,632	756,371,861	252,224,803,350	2,522
重庆	43,652,430	15,278,350,396	35,358,468,059	193,607,256,216	47,406,538,657	785,743,735	292,480,009,492	2,925
郑州	70,252,971	24,588,539,822	56,904,906,446	315,253,181,711	76,294,726,420	1,264,553,477	474,376,160,847	4,744
长沙	60,315,132	21,110,296,138	48,855,256,775	256,779,610,704	65,502,233,158	1,085,672,373	393,393,384,280	3,934
青岛	46,403,100	16,241,085,059	37,586,511,136	227,398,392,373	50,393,766,782	835,255,803	332,501,414,253	3,325
济南	41,676,355	14,586,724,398	33,757,847,892	212,711,950,438	45,260,521,988	750,174,398	307,108,895,469	3,071
佛山	25,108,751	8,788,062,743	20,338,088,062	131,535,956,825	27,298,103,254	451,927,512	188,407,277,147	1,884
大连	9,726,839	3,404,393,805	7,878,739,949	44,805,713,212	10,563,347,635	175,083,110	66,837,004,551	668
沈阳	11,727,359	4,104,575,529	9,499,160,510	36,955,252,592	12,735,911,499	211,092,456	63,517,719,945	635
哈尔滨	6,249,531	2,187,335,938	5,062,120,315	23,126,390,400	6,786,990,940	112,491,563	37,281,578,688	373
总投资		299,097,155,279	591,445,174,292	5,434,508,993,418	932,160,419,085	13,143,226,095	7,271,085,147,396	72,711

资料来源: 广州市人民政府, 全国公共资源交易平台, 建设工程造价信息网, 深圳市统计局, 国家统计局, 中指研究院, 中泰证券研究所

图表 7: 中性假设下 (拆除重建比 30%) 城中村销售额测算

城市	销售单价 (元)	新建房面积 (平方米)	可售房面积 (平方米)	销售额度 (元)	销售额度 (亿元)
深圳	62,803	27,160,394	16,296,236	1,023,452,532,403	10,235
上海	64,377	7,822,115	4,693,269	302,138,568,165	3,021
北京	57,714	9,677,698	5,806,619	335,123,214,033	3,351
东莞	34,926	16,078,320	9,646,992	336,930,833,354	3,369
杭州	33,738	28,455,972	17,073,583	576,028,545,092	5,760
广州	37,652	29,970,237	17,982,142	677,063,613,846	6,771
南京	32,262	19,768,226	11,860,936	382,657,510,373	3,827
武汉	17,174	33,431,850	20,059,110	344,495,153,290	3,445
西安	19,025	20,713,018	12,427,811	236,439,104,309	2,364
天津	17,505	5,600,914	3,360,548	58,826,394,549	588
成都	21,816	25,148,917	15,089,350	329,189,264,359	3,292
昆明	12,458	25,212,395	15,127,437	188,457,612,963	1,885
重庆	14,784	26,191,458	15,714,875	232,328,707,460	2,323
郑州	14,958	42,151,783	25,291,070	378,303,818,053	3,783
长沙	14,191	36,189,079	21,713,447	308,135,532,845	3,081
青岛	16,335	27,841,860	16,705,116	272,878,070,847	2,729
济南	17,013	25,005,813	15,003,488	255,254,340,526	2,553
佛山	17,462	15,065,250	9,039,150	157,843,148,190	1,578
大连	15,355	5,836,104	3,501,662	53,766,855,854	538
沈阳	10,504	7,036,415	4,221,849	44,346,303,111	443
哈尔滨	12,335	3,749,719	2,249,831	27,751,668,481	278
总额				6,521,410,792,101	65,214

资料来源: 广州市人民政府, 全国公共资源交易平台, 建设工程造价信息网, 深圳市统计局, 国家统计局, 中指研究院, 中泰证券研究所

## 2、PSL 增发-政策行先行-商业银行跟进, 商业银行在本轮有更大参与空间

- PSL 额度若提升, 政策行后续针对三大工程积极先行先投, 后续商业银行有望跟进投资, 以城中村资金来源基调看, 商业银行相比棚改时期有更大参与空间。
- 城中村资金来源总基调: 多渠道、创新改造、鼓励民间资本。

- **预计城中村（或三大工程）主要资金来源：**仍然以专项贷款为主，但占比相较棚改时期可能偏低；专项债仍作为重要启动资金，商业银行、其他市场化机构或更多参与，中央财政和地方财政补贴预计较少。**其中：**
- 根据我们在《城中村专题 | 资金来源、商业模式特点及对银行增量的测算——银行与地产专题（一）》的测算：**专项贷款方面，预计仍为本轮城改主要来源，但占比或比棚改时期较低：**“十三五”期间棚改专项贷款占比高达七成，在本轮强调多渠道、市场化的基调下，预计专项贷款占比不会高于棚改时期的比例。**财政资金方面，预计中央财政给予一定支持，但占比不会太大（当年棚改占比在 11%左右），目前地方财政压力大，预计规模更为有限。**“十三五”期间中央财政占比 11%，地方财政占比较小，考虑当前地方财政压力较大，并且城市更新类的项目投资回收期长、利润整体偏薄，因此地方财政预计参与规模仍然有限，中央财政或给予一定支持，但占比不会太大。**专项债方面，预计 2024 年开始将作为重要启动资金，但更多作用是用于撬动民间资本投资。**棚改专项债的发行规模自 2021 年后逐年降低，2020/2021/2022/2023 分别为 4387 亿、5219 亿、4709 亿、3233 亿。预计本轮城改专项债以启动资金为主，根本作用在于带动民间资本投资。**民间资本方面，预计短期内参与有限，城中村改造周期较长，更关注民间资本在长期维度上的资金支持。**
- **商业银行贷款方面，监管部门多次发声金融机构应加大“三大工程”支持力度，预计在本轮强调多渠道、市场化的基调下，商业银行有更大参与空间，一二级开发均可参与，或以二级开发参与为主，以项目二级开发收入作为还款来源。后续作为重要的长期资本参与，除贷款外，还有多种综合金融服务提供。**

---

图表 8：城中村改造主要资金来源猜想

---

资金来源	官方近期表态及文件	解读	总结
中央财政资金		根据住建部2020年数据，2016年-2020年，国家发展改革委、财政部安排下达各类棚户区改造中央补助资金约8000亿元，占棚改7万亿总投资的11.4%。	预计规模有限，棚改时期规模占比也不高
地方财政资金		根据上文测算，地方财政在棚改时期占比就不高	目前地方财政压力较大，预计规模有限
专项债	9月，据21世纪经济报道，符合条件的城中村改造项目纳入地方政府专项债支持范围，新增专项债可能明年开始发行。	在当时棚户区改造优先采用货币化安置的政策环境下，难免专项债资金流入楼市从而推升房价，也前置了居民的购房需求，因此在2019年9月各地开始进行2020年地方债项目申报时，棚改专项债被叫停。虽然2020年下半年重新恢复了发行，但明确要求仅支持已开工项目且不得用于货币化安置，棚改专项债的发行规模也逐年降低。  将符合条件的城中村改造项目纳入专项债支持范围，其根本作用仍在于依靠财政的支持带动民间资本的投入，保障城中村改造顺利推进	重要启动资金，但根本作用仍在于依靠财政的支持带动民间资本的投入，明年城中村改造专项债规模将受多重因素影响，包括专项债总规模、城中村改造项目储备情况及项目质量等
PSL专项贷款	2023年8月，中国人民银行、国家外汇管理局召开会议，指出将城中村改造纳入金融支持范围。  11月，央行行长在2023金融街论年会上指出，要为城中村改造、保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持。	作为棚改时期绝对主要资金，可作为资本金撬动项目推进	预计仍为主要来源之一，但在倡导资金来源多元化的基调下，预计占比将小于棚改时期
商业银行贷款	人民银行、金融监管总局、证监会8月18日联合召开的金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议提出，要注意挖掘新的信贷增长点，大力支持中小微企业、绿色发展、科技创新、制造业等重点领域，积极推动城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设。  11月，央行行长在2023金融街论年会上指出，要为城中村改造、保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持。  央行23Q3货政报告强调金融机构应加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。	一二级联动，商业银行贷款在一级开发和二级开发均可参与，项目及相关配套基础设施建设将带来大规模融资需求，给商业银行带来一定增量业务空间	一二级开发均可参与，或以二级开发参与为主，以项目二级开发收入作为还款来源。后续作为重要的长期资本参与，除贷款外，还有多种综合金融服务提供
民间资本	2023年7月，国常会审议通过《关于超大特大城市积极稳妥推进城中村改造的指导意见》，指出要坚持城市人民政府负主体责任，多渠道筹措改造资金，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与。	在财政化债压力较大的背景下，参考广州在10月19日审议通过的《广州市进一步促进民建投资高质量发展若干政策措施》，鼓励民间投资参与城中村改造，鼓励和引导民营企业发挥业态策划、产业导入等优势，积极创新改造模式，高效综合利用土地资源，加快城中村改造，稳步推进城市更新，推动区域发展能级提升。  并率先放开城投平台在城中村改造项目中的非标融资。作为项目推进速度较快的省份，广州政府的态度证明城中村改造项目对社会资本的参与保持一定依赖性。  但结合当下实际情况，大部分民营房企资金链较为紧张，而城中村改造又具备一定的公益属性，前期的土地开发需要大量的资金投入，预计民间资本短期内参与有限，城中村改造周期较长，更关注民间资本在长期维度上的资金支持	预计民间资本短期内参与有限，城中村改造周期较长，更关注民间资本在长期维度上的资金支持

资料来源：银行财报，21世纪经济报道，中国政府网，国家开发银行，农业发展银行，国家金融监督管理总局，wind，中泰证券研究所  
 注：2020年国开行投放数据是根据官方新闻披露口径与历年财报数据相结合计算而得，可能存在偏差

#### 四、PSL与降息相关性如何？PSL重启与降息关联高，当前多重因素叠加，降息预期仍在

##### 1、PSL的重新启动与降息关联度较高，重启前月或当月往往伴随降息发生

- PSL 的重新启动与降息关联度较高，重启前月或当月往往伴随降息发生，降准与 PSL 无较强对应关系。具体来看：
- 2014 年 12 月 PSL 首次启动，单月新增 3831 亿，在此前 11 月 1 年 LPR 累计调降 25bp。
- 2015 年 5 月 PSL 时隔 5 个月重启，单月新增 2628 亿，当月 1 年 LPR 调降 25bp。2015 年 6 月 PSL 单月新增 1576 亿，当月 1 年期 LPR 调降 25bp。2015 年 8 月 PSL 单月新增 604 亿，当月 1 年期 LPR 调降 25bp。2015 年 10 月 PSL 单月新增 705 亿，当月 1 年期 LPR 调降 25bp。
- 2019 年 9 月 PSL 时隔 6 个月重启，单月新增 246 亿，8-9 月 LPR 累计下调 11bp。此后 10 月、11 月、2020 年 1 月、2020 年 2 月 PSL 均有少量新增，1 年期 LPR 累计下调 15bp，5 年期 LPR 累计下调 10bp
- 2022 年 9 月 PSL 时隔两年多重启，单月新增 1082 亿，在此前 8 月 1 年期 LPR 下调 5bp，5 年期 LPR 下调 15bp。

图表 9: PSL 的重新启动(亿元)与 LPR (%) 下调关联度较高

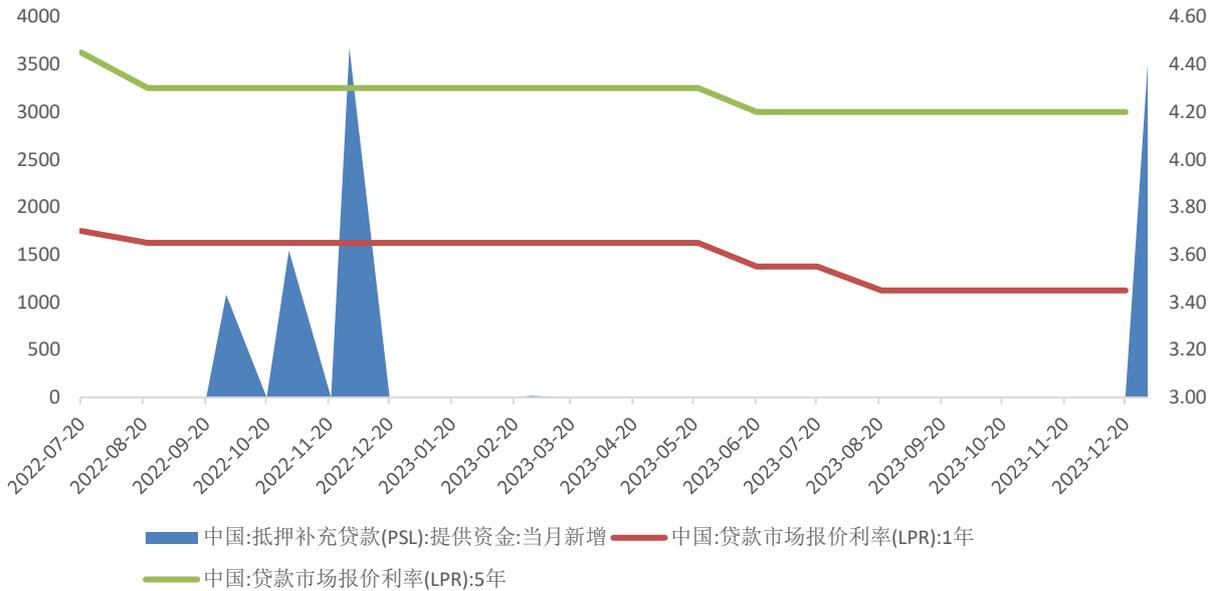


资料来源: wind, 中泰证券研究所

## 2、一月 MLF 量增价平续作，或意味着决策层意在观察 PSL 稳增长效果

- 2023 年 12 月 PSL 时隔近一年重启，上一轮降息是在 2023 年 8 月。2023 年 12 月 PSL 时隔近一年重启，新增 3500 亿，在历届位于单月新增第三高，上一次净新增 PSL 在 2023 年 2 月份，当月净新增 17 亿元。而上一轮降息是在 2023 年 8 月（1 年期调降 10bp）。
- 1 月 15 日 MLF 利率维持不变，降息预期落空，或意味着决策层仍在观察增发国债和抵押补充贷款 PSL 的稳增长效果。

图表 10: 近一年 PSL (亿元) 与 LPR (%) 关联情况

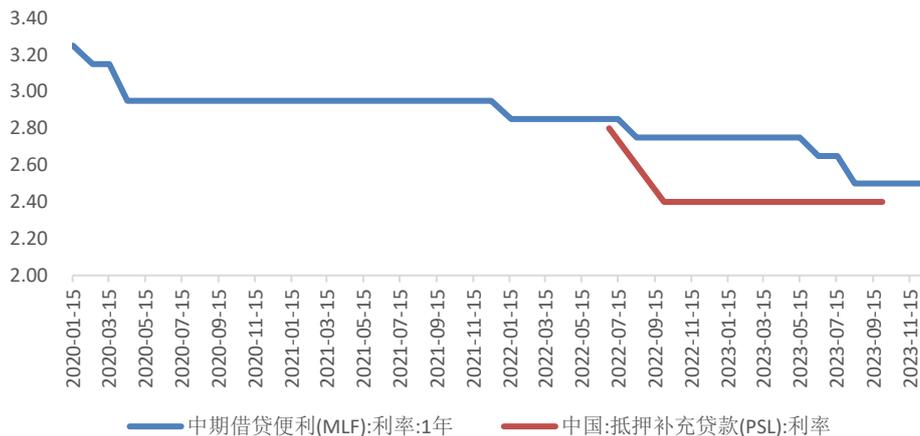


资料来源: wind, 中泰证券研究所

### 3、后续降息预期仍在: PSL 能实现定向降息, 但无法替代全面降息

- 一是 PSL 能实现定向降息, 但无法替代全面降息。PSL 既为国民经济重点领域提供长期大额融资, 具有类似财政支出的属性, 又作为央行向特定领域注入的基础货币, 具有定向宽松的宽货币属性。**定向降息:** 当前 PSL 利率 2.4%, MLF 利率 2.5%, PSL 利率长期低于 MLF, 因此 PSL 能实现针对重点支撑项目的定向降息, PSL 与 MLF 差最高达 35bp, 目前仅为 10bp, 下一步 PSL 利率也有可能进行下调。**全面降息:** 居民中长期贷款利率 (主要是房贷)、制造业贷款利率等均需要全面降息实现。

图表 11: PSL 利率低于 MLF10bp (%)



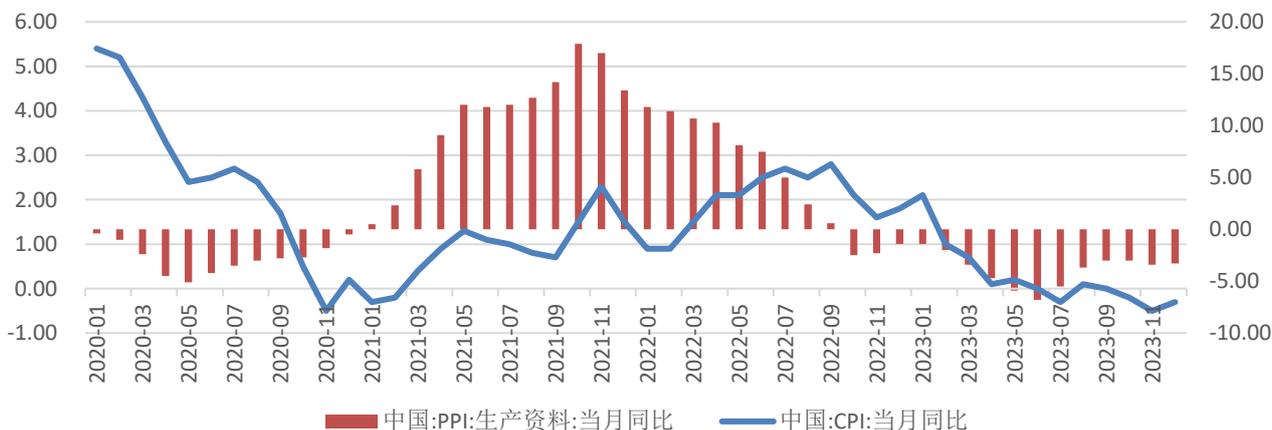
资料来源: wind, 中泰证券研究所

- 二是央行 2024 年工作会议明确将继续促进社会综合融资成本稳中有降。2024 年中国人民银行工作会议 1 月 4 日-5 日在京召开, 关于 2024 年货币政策计划方面, 提到: 稳健的货币政策灵活适度、精准有效。综合运用多种货币政策工具, 保持流动性合理充裕, 促进社会融资规模、货币

供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。注重新增信贷均衡投放，提高存量资金使用效率，进一步优化信贷结构，确保社会融资规模全年可持续较快增长。价格上，兼顾内外均衡，持续深化利率市场化改革，促进社会综合融资成本稳中有降。

- 三是 2023 年 12 月存款利率进一步下调，且下调幅度大于以往，为降息打开空间。国有大行于 2023 年 12 月 22 日下调存款挂牌利率，其中 1 年及以内、2 年、3 年、5 年期的定期存款挂牌利率分别下调 10BP、20BP、25BP、25BP，部分中小行跟进。本轮是首次调低 1 年期以内定期存款挂牌利率，调整幅度大于以往，长期利率已进入“2%”以内，且调整时间略早于市场预期。
- 四是 CPI 同比连续 3 月负增，PPI 同比降幅收窄但仍偏弱，进一步反映需求、信心恢复缓慢。2023 年 12 月 CPI 同比-0.3%，前值-0.5%；PPI 同比-3.3%，前值-3.4%，CPI 已同比连续 3 月负增，PPI 同比降幅收窄但仍偏弱。

图表 12: CPI 同比连续 3 月负增, PPI 同比降幅收窄但仍偏弱 (%)



资料来源: wind, 中泰证券研究所

- 五是 12 月社融数据来看，信贷在去年高基数下同比少增，企业中长期受 PSL 拉动，居民中长期同比少增。12 月社融新增 1.94 万亿，同比多增 6169 亿元，新增贷款 1.17 万亿元，较 2022 年同期少增 2401 亿元，2022 年 12 月在债市波动下，企业债券需求转为信贷形成信贷增量高基数。信贷结构来看，PSL 带动企业中长期为增长主力，居民中长期同比少增。观察后续社融增量及结构，若结构改善，则短期降息概率或下降。

图表 13: 新增社融较 2022 年同期增加情况 (亿元)

	社融	人民币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	债券融资	股票融资	政府债券	Abs	核销
2021/1/31	1,349	3,258	117	-1,274	3,499	-50	382	-5,176	-506	114
2021/2/28	8,506	6,211	256	-396	4,600	-2,538	244	-807	372	107
2021/3/31	-18,076	-2,879	546	-1,770	-5,114	-6,124	585	-3,213	638	-37
2021/4/30	-12,457	-3,399	366	-1,351	-2,729	-5,613	499	382	376	-4
2021/5/31	-12,344	-1,208	-135	-958	-1,762	-3,956	364	-4,661	335	-35
2021/6/30	2,336	4,153	10	-194	-2,411	241	418	58	-8	-265
2021/7/31	-6,176	-1,830	1	-204	-1,186	733	-277	-3,639	723	-479
2021/8/31	-5,960	-1,488	592	-1,046	-1,314	990	196	-4,050	-40	-117
2021/9/30	-5,667	-1,416	295	-939	-1,489	-179	-369	-2,050	202	-285
2021/10/31	2,247	1,089	1	-186	203	-2	-81	1,236	-333	-191
2021/11/30	4,628	-2,288	66	-803	242	3,166	523	4,158	-528	-91
2021/12/31	6,388	-1,108	143	67	797	1,731	725	4,548	-559	-598
2022/1/31	9,875	3,806	337	162	-169	1,921	448	3,589	-187	-76
2022/2/28	-5,073	-4,329	26	185	-4,867	2,254	-108	1,705	124	-113
2022/3/31	12,803	4,780	149	1,532	2,583	-57	175	3,943	-579	504
2022/4/30	-9,243	-9,224	211	713	-405	28	352	173	-390	28
2022/5/31	8,893	3,936	276	676	-142	1,443	-425	3,881	-438	109
2022/6/30	14,909	7,358	94	218	1,287	-1,581	-367	8,708	0	-19
2022/7/31	-2,967	-4,303	240	1,173	-428	-2,131	499	2,178	-338	752
2022/8/31	-5,181	631	1,578	890	3,359	-3,137	-227	-6,693	-264	99
2022/9/30	6,385	7,931	1,530	1,907	118	-792	250	-2,533	-834	7
2022/10/31	-7,042	-3,321	643	1,000	-1,270	152	-58	-3,376	7	-22
2022/11/30	-6,146	-1,573	-123	1,825	574	-3,402	-506	-1,638	-975	43
2022/12/31	-10,349	4,051	315	3,789	865	-7,054	-408	-8,865	-770	-1,342
2023/1/31	-1,803	7,326	156	618	-1,770	-4,200	-475	-1,886	-118	108
2023/2/28	19,440	9,100	-3	817	4,159	52	-14	5,416	-226	110
2023/3/31	7,302	7,196	68	214	1,505	-393	-344	-1,059	-48	-349
2023/4/30	2,922	815	85	734	1,212	-712	-173	636	-160	-36
2023/5/31	-12,865	-6,011	167	922	-727	-2,520	461	-5,011	-158	29
2023/6/30	-9,664	1,873	324	674	-1,757	-100	111	-10,845	-3	16
2023/7/31	-2,419	-3,724	-81	628	781	330	-651	111	61	-619
2023/8/31	6,567	68	-1,658	251	-2,357	1,276	-215	8,714	-139	-29
2023/9/30	5,915	-317	-1,300	593	2,265	305	-696	4,387	20	287
2023/10/31	9,307	406	-899	454	-380	-1,235	-467	12,847	-2,398	101
2023/11/30	4,710	-328	-298	562	12	726	-429	4,992	-1,122	117
2023/12/31	6,169	-3,351	58	1,112	-1,315	2,262	-935	6,470	0	0

注：最新月份暂未披露 abs 和核销数据

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

## 五、投资建议

- 经济决定银行选股逻辑，经济弱与强的复苏对应不同的标的品种。1、优质城农商行的基本面确定性大，选择估值便宜的城农商行。我们持续推荐江苏银行，受益于区域 beta，各项资产摆布能力较强，另外消费金融三驾马车驱动，弥补息差。常熟银行，依托小微特色基本盘，做小做散，受化债、存量房贷影响小，资产质量维持优异。瑞丰银行，深耕普惠小微、零售转型发力，以民营经济发达的绍兴为大本营，区域经济确定性强。同时推荐渝农商行、沪农商行和齐鲁银行。二是经济弱复苏、化债受益，高股息率品种，选择大型银行：农行、中行、邮储、工行、建行、交行等。三是经济复苏预期强，选择银行中的核心资产：宁波银行、招商银行和平安银行。
- 风险提示：经济下滑超预期。国内外疫情反复超预期。金融监管超预期。

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%-15%之间
	持有	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%+5%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%+10%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。