

PSL 净归还的逻辑

核心观点:

央行公告 2024 年 4 月国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净归还抵押补充贷款 3432 亿元。期末抵押补充贷款余额为 30269 亿元。PSL 当月净归还 3432 亿元，为 PSL 创设以来最大值。3 月净归还 322 亿元，已连续两个月净归还。市场可能产生 PSL 对三大工程支持力度减弱的疑问。

PSL 净归还量不代表对三大工程支持力度减弱:

今年 3 月国新办发布会，央行表示“去年 12 月新增的 5000 亿元抵押补充贷款 (PSL) 额度也已全部发放”。这意味着资金已经从央行下发完毕。观测 PSL 的历史数据，按照 PSL 期限为 1 年，展期次数累计不超过 4 次，最长为 5 年推算，4 月并无大额到期，所以可能是政策性银行提前归还借款。

政策性银行归还 PSL 可能的原因:

广义财政尚未加速，资金需求还没到来。今年一季度财政政策主要是一般公共预算支出发力，专项债发行偏慢。这意味着相关项目配套的资金需求高峰尚未到来。

PSL 利率偏高，债券融资成本更低。当前 PSL 的利率为 2.25%，高于 5 年期国开债到期收益率 (2.1659%)，政策性银行选择发债融资成本更低。4 月政策性金融债净融资额 3647 亿元，是单月较高水平。

短期来看，并非总负债收缩，而是负债结构的改变。政策性金融债在一季度发行节奏偏慢的背景下可能在二季度加大供给。一季度长期政府债券的供需短暂失衡带来长债收益率偏离基本面，二季度政策性金融债加大供给有利于平衡供给。同时，政策性金融债可能对于 PSL 进行良性替换。

长期来看，降息推动债券发行成本下降，政策性银行可能选择扩大发债融资比例。政策性银行与商业银行相比有更强的逆周期属性，将在经济转型期扮演重要角色。根据国家开发银行 2023 年报表，发债是最主要的融资来源，占总负债的约 75%，已发行债券余额的增速是 4.93%，高于总负债的增速 (2.03%)。

二季度降息预期升温

四月政治局会议强调“灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本”。降息时间可能提前。

MLF 利率水平偏高，基础货币投放受阻。MLF 连续两个月缩量续作，主要由于利率相对偏高商业银行需求减弱。PSL 同样连续两个月净归还。这会带来基础货币的减少。M1 货币乘数下行的背景下，推升通胀温和回升面临阻力。

经济实现良好开局，但强调避免“前紧后松”，政策注重持续。1 季度的经济增速实现 5.3%，但名义增速仍有压力。

银行资金成本的下降已为降息打开空间。1 季度多家中小银行继续跟进调降存款利率。年初定向降息、全面降准节约银行成本。流动性合理充裕带来银行资金成本明显下行。1 年期的 Shibor 年初以来已下降 50BP。同时，风险溢价也在下行。

汇率压力缓解，对降息制约减轻。美国经济和劳动力数据不及预期，市场对美国降息预期再次修正，美元指数下行，非美货币压力缓解。

分析师

詹璐

☎: (86755) 8345 3719
✉: zhanlu@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130522110001

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

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

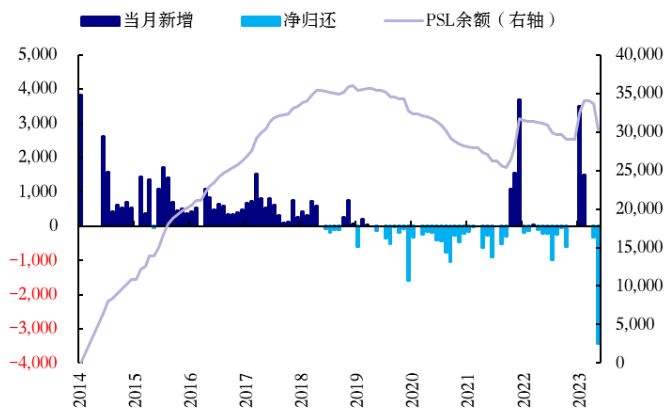
一、PSL 净归还量不代表对三大工程支持力度减弱

央行公告 2024 年 4 月国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净归还抵押补充贷款 3432 亿元。期末抵押补充贷款余额为 30269 亿元。PSL 当月净归还 3432 亿元，为 PSL 创设以来最大值。3 月净归还 322 亿元，已连续两个月净归还。市场可能产生 PSL 对三大工程支持力度减弱的疑问。

但 PSL 连续两个月净归还量不代表对三大工程支持力度减弱。今年 3 月国新办发布会，央行表示“去年 12 月新增的 5000 亿元抵押补充贷款（PSL）额度已全部发放”。这意味着资金已经从央行下发完毕。

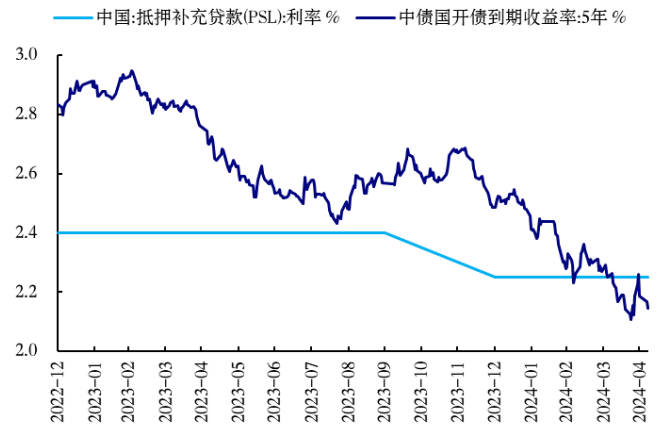
观测 PSL 的历史数据，按照 PSL 期限为 1 年，展期次数累计不超过 4 次，最长为 5 年推算，4 月并无大额到期，所以可能是政策性银行提前归还借款。

图1：PSL 余额与变化（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：PSL 利率与 5 年期中债国开债到期收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、政策性银行归还 PSL 可能的原因

广义财政尚未加速，资金需求还没到来。今年一季度财政政策主要是一般公共预算支出发力，专项债发行偏慢。这意味着相关项目配套的资金需求高峰尚未到来。

PSL 利率偏高，债券融资成本更低。当前 PSL 的利率为 2.25%，高于 5 年期国开债到期收益率（2.1659%），政策性银行选择发债融资成本更低。4 月政策性金融债净融资额 3647 亿元，是单月较高水平。

短期来看，并非总负债收缩，而是负债结构的改变。政策性金融债在一季度发行节奏偏慢的背景下可能在二季度加大供给。一季度长期政府债券的供需短暂失衡带来长债收益率偏离基本面，二季度政策性金融债加大供给有利于平衡供给。同时，政策性金融债可能对于 PSL 进行良性替换。

长期来看，降息推动债券发行成本下降，政策性银行可能选择扩大发债融资比例。政策性银行与商业银行相比有更强的逆周期属性，将在经济转型期扮演更重要的作用。根据人民银行官网，“政策性银行机构，一般不能吸收存款，主要

资金来源为资本金、发行债券集资、借款及业务净收益。”根据国家开发银行 2023 年报表，发债是最主要的融资来源，占总负债的约 75%，已发行债券余额的增速是 4.93%，高于总负债的增速（2.03%）。

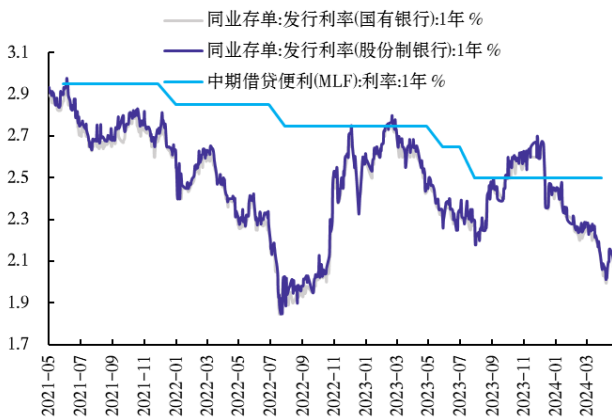
三、 二季度降息预期升温

四月政治局会议强调“灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本”。降息时间点可能提前。

MLF 利率水平偏高，基础货币投放受阻。MLF 连续两个月缩量续作，主要由于利率相对同业存单发行利率偏高商业银行需求减弱。PSL 同样连续两个月净归还。这会带来基础货币的减少。M1 货币乘数下行的背景下，推升通胀温和回升面临阻力。

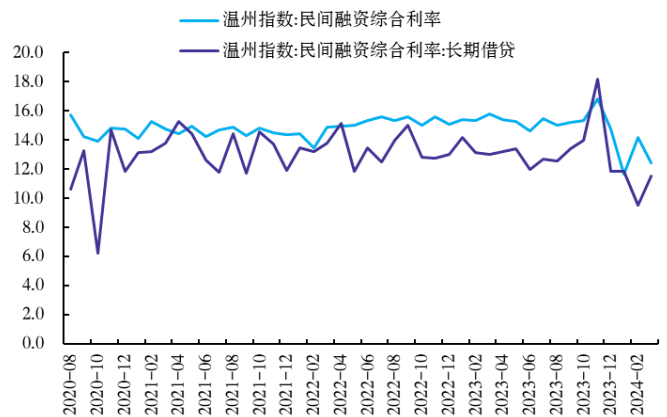
2024 年 2 月，5 年期 LPR 单独下调 25BP，政策利率曲线明显走平。二季度可能再次调降 MLF 利率，当前 MLF 利率水平相对偏高。进入 2024 年，同业存单发行利率快速下行，与 MLF 利差不断扩张。MLF 与 1 年期 Shibor 的利差也在显著扩大。这使得商业银行对 MLF 的需求量减弱，MLF 连续两个月缩量续作。央行通过 MLF 投放基础货币的方式受到一定程度的影响。

图3: MLF 与同业存单发行利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 温州民间融资综合利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

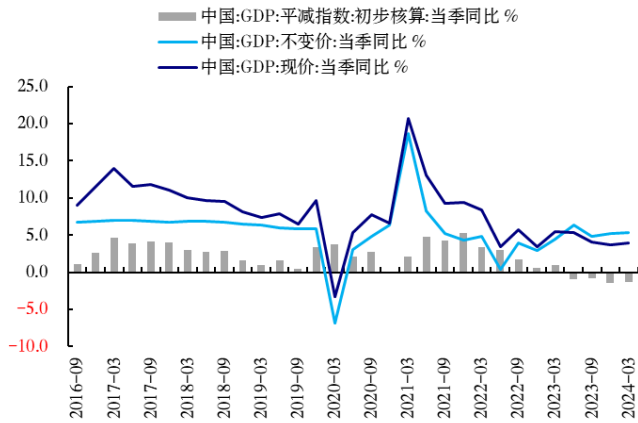
经济实现良好开局，但强调避免“前紧后松”，政策注重持续。2024 年 1 季度 GDP 增长 5.3%，高于市场预期，比 2023 年 4 季度高 0.1 个百分点。但名义 GDP 增长 3.97%，低于去年一季度的 5.48%。全年经济政策仍然需要有延续性，避免对经济的关注前紧后松。

银行资金成本的下降已为降息打开空间。1、存款利率的下调。2023 年 12 月进行了近年最大幅度一次存款利率下调，今年 1 季度多家中小银行继续跟进调降存款利率。2、定向降息、全面降准节约成本。2024 年 1 月下调支农支小再贷款、再贴现利率 25bp；2024 年 2 月降准 50BP，释放约 1 万亿元中长期低成本资金，节约银行成本；3、流动性合理充裕带来银行资金成本明显下行。1 年期的 Shibor

年初以来已下降 50BP。4.风险溢价下行。中债 AA 级和 AAA 级企业债收益率的利差收窄。温州民间融资综合利率下行。显示风险溢价下行。

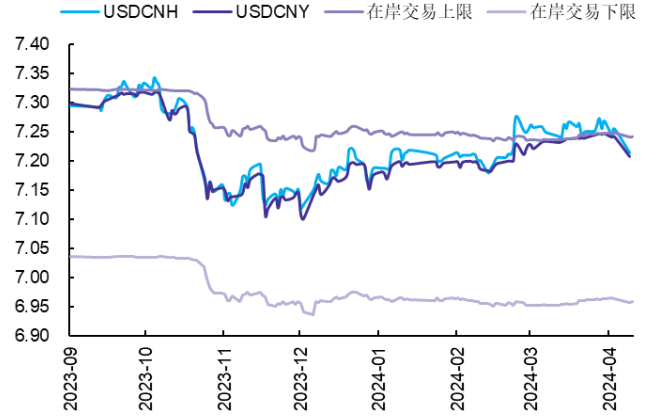
汇率压力缓解，对降息制约减轻。美国经济和劳动力数据不及预期，市场对美国降息预期再次修正，美元指数下行，非美货币压力缓解。

图5：名义 GDP 与实际 GDP 增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：在岸和离岸人民币汇率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: PSL 余额与变化 (亿元)	2
图 2: PSL 利率与 5 年期中债国开债到期收益率.....	2
图 3: MLF 与同业存单发行利率.....	3
图 4: 温州民间融资综合利率 (%)	3
图 5: 名义 GDP 与实际 GDP 增速	4
图 6: 在岸和离岸人民币汇率	4

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

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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

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
 唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn