

PSL 可能是今年政策超预期的关注点之一

引言：今年央行 PSL 规模可能超预期。从中央经济工作会议来看，财政政策的表述宽松程度不及市场整体预期，稳增长的重心可能更多落在货币政策方面；但货币政策上降息的空间相对有限。在这样的情况下，货币与财政的结合点——PSL，这一准财政工具，将是今年政策关注的重点。我们预计，今年 PSL 新增规模可能在 6000 亿元以上，并且，与 2016 年重点用于棚户区改造不同，今年 PSL 新增资金将重点支持新基建、新型产业以及地方政府相关项目。

一、什么是 PSL？——具有准财政性质的货币政策工具

- **抵押补充贷款（Pledged Supplemental Lending, PSL）为央行货币政策工具之一**，于 2014 年 4 月创立，其目的是为国家开发银行支持“棚户区改造”等重点项目提供长期稳定、成本适当的资金来源。2015 年 10 月，人民银行将抵押补充贷款的对象扩大至国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行。
- **PSL 创设增强了央行货币政策操作的主动性**。与 MLF 不同，PSL 投放资金具有定向性质，其重点用于政府支持项目，具有准财政性质，是财政与货币政策的重要结合点。2019 年全年净投放 PSL 1579 亿元；截至 2019 年 12 月，PSL 余额为 3.54 万亿元。

二、2016 年 PSL 规模大幅扩张，重点支持棚户区改造、房地产去库存

- **2014-2016 年，我国经济增速放缓，商品房库存被动攀升**。2014 至 2016 年实际 GDP 增速从 7.3% 降至 6.7%，经济增速明显放缓，产能过剩严重，商品房库存的不断攀升。
- **2016 年 PSL 规模扩张助力棚户区改造、房地产去库存**。2015 年中央经济工作会议提出房地产去库存，棚户区改造加速。2015 年 6 月，国务院发布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》，提出了积极推进棚户区改造货币化。2016 年 PSL 净增 9714 亿元（为 2014 年以来最高值），有力支撑了棚户区改造的政策落实。

三、2020 年一般财政积极力度相对有限，PSL 准财政规模可能超市场预期

- **当前，经济出现弱企稳迹象，但内生需求依然相对偏弱，叠加房地产建安投资下行方向较为确定，经济下行压力依然存在，逆周期政策仍需发力**。财政政策方面，2019 年财政支出保持高增速，但是财政收入增速相对偏低，并且土地出让收入增速有所放缓。综合考虑到地方隐性债务等问题，我们认为，中央政府缺乏主动加杠杆意愿，一般财政空间相对有限。因此，稳增长的重心可能更多落在货币政策方面，但降息的空间并不大，一个更加可能的政策方向在于货币与财政的结合点，也就是以 PSL 为代表的准财政行为。2019 年 PSL 净增 1579 亿元，其中 4 月至 8 月连续五个月 PSL 停发，去年 PSL 净增量为 2014 年该工具创设以来的最低值。我们认为，当前经济环境下，PSL 为代表的准财政行为将是今年重要的看点之一，预计今年 PSL 的新增规模可能在 6000 亿元以上；并且，与 2016 年重点用于棚户区改造不同，今年 PSL 新增资金将重点支持新基建、新型产业以及地方政府相关项目等方面。

风险提示：货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

正文如下：

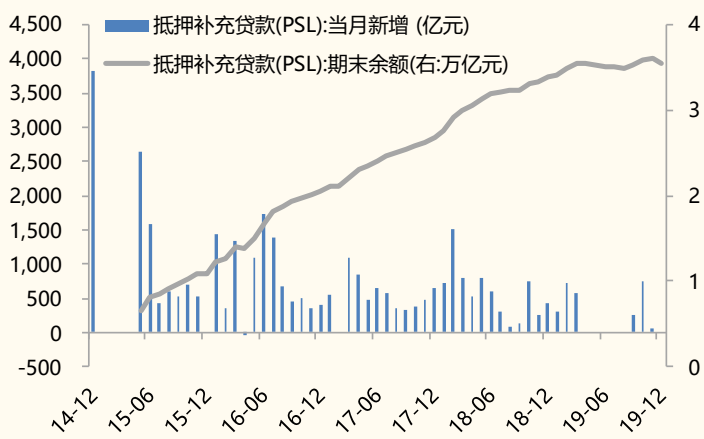
今年央行 PSL 规模可能超预期。从中央经济工作会议来看，财政政策的表述宽松程度不及市场整体预期，稳增长的重心可能更多落在货币政策方面；但货币政策上降息的空间相对有限。在这样的情况下，货币与财政的结合点——PSL，这一准财政工具，将是今年政策关注的重点。我们预计，今年 PSL 新增规模可能在 6000 亿元以上；并且，与 2016 年重点用于棚户区改造不同，今年 PSL 新增资金将重点支持新基建、新型产业以及地方政府相关项目。

一、什么是 PSL？——具有准财政性质的货币政策工具

抵押补充贷款（Pledged Supplemental Lending, PSL）为央行货币政策工具之一，于 2014 年 4 月创立，其目的是为国家开发银行支持“棚户区改造”等重点项目提供长期稳定、成本适当的资金来源。2015 年 10 月，人民银行将抵押补充贷款的对象扩大至国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行，主要用于支持三家银行发放棚改贷款、重大水利工程贷款、人民币“走出去”项目贷款等。引导金融机构加大对小微企业、“三农”、棚户区改造、扶贫、重大水利工程、地下管廊等重点领域的信贷支持。

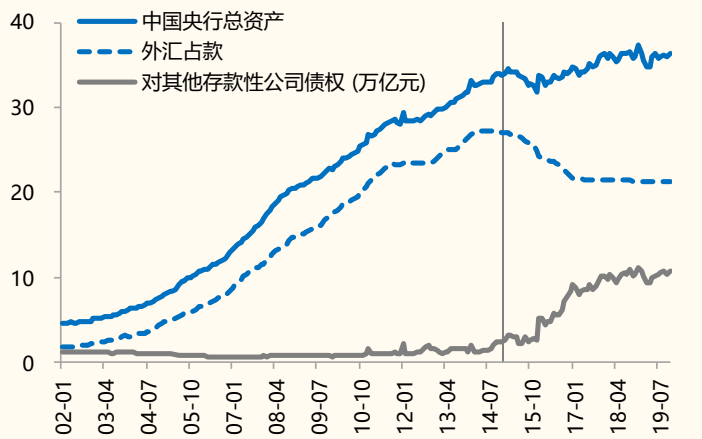
PSL 创设增强了央行货币政策操作的主动性，与 MLF 不同，PSL 为定向工具，具有准财政性质。2002 年以来，外汇占款持续大规模流入，导致了我国央行资产负债表的被动扩张。2014 年以来，随着外汇占款流入的放缓，央行资产负债表扩张速度放缓，央行通过创设多种公开市场操作工具来提供流动性，央行货币政策操作主动性得到增强。PSL 工具的创设是在外汇占款流入放缓，我国货币政策操作主动性增强下的主动定向投放流动性行为。与此同时，2014 年 9 月，人民银行创设了中期借贷便利（Medium-term Lending Facility, MLF）。与 MLF 不同，PSL 投放资金具有定向性质，其重点用于政府支持项目，具有准财政性质，是财政与货币政策的重要结合点。2019 年全年净投放 PSL 1579 亿元，截至 2019 年 12 月，PSL 余额为 3.54 万亿元。

图表 1：PSL 当月新增规模与余额



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：2014 年以来央行货币政策操作主动性增强



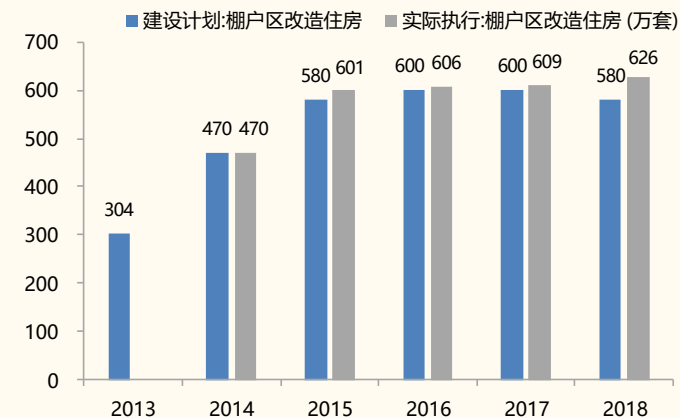
来源：Wind，国金证券研究所

二、2016 年 PSL 规模大幅扩张，重点支持棚户区改造、房地产去库存

2014-2016 年，我国经济增速放缓，商品房库存被动攀升。2014 至 2016 年实际 GDP 增速从 7.3% 降至 6.7%，经济增速明显放缓。PPI 自 2012 年 3 月以来连续 54 个月负增长，需求放缓，产能过剩严重，2013Q4 至 2016Q1，工业企业产能利用率由 76.8% 降至 72.9%。产能过剩在房地产市场的反映就是商品房库存的不断攀升，2014 年 2 月至 2016 年 3 月，商品房待售面积由 5.1 亿平方米攀升至 7.6 亿平方米，商品房去化周期（商品房库存/过去 12 个月商品房销售面积均值）由 4.2 个月升至 5.8 个月，均为 2002 年以来最高数据。从全球视角来看，这一时期经济增速放缓、产能过剩严重实际上全球现象，2013Q4 至 2016Q1，美国工业产能利用率由 77.5% 降至 75.3%，日本产能利用率指数由 102.3% 降至 97.7%，德国制造业产能利用率虽维持在 83% 左右，但与此前相比明显处于低位。因此，对于这一时期中国经济增速的放缓，不能仅仅从自身结构性问题来看待，还需要站在全球的视角来予以理解。

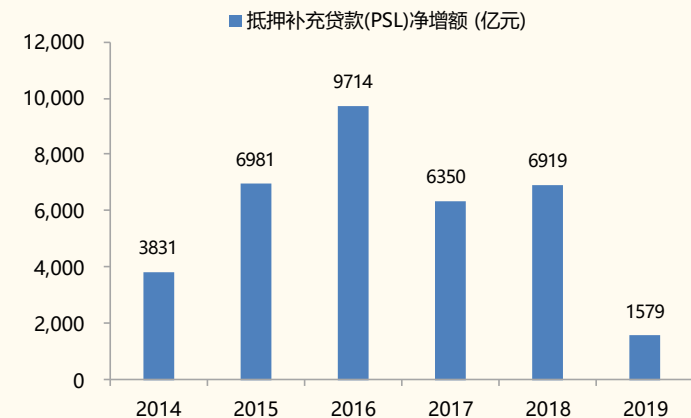
2016 年 PSL 规模扩张助力棚户区改造、房地产去库存。2014 年国务院发布《关于进一步加强棚户区改造工作的通知》，当年完成棚户区改造 470 万套，全国一般公共预算棚户区改造支出 887 亿元。面对不断高企的房地产库存，2015 年中央经济工作会议提出房地产去库存，棚户区改造加速。2015 年 6 月国务院发布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》，提出了积极推进棚户区改造货币化。棚户区改造开始加速，2015、2016 年分别完成棚户区改造 601 万套、606 万套，全国一般公共预算棚户区改造支出增加，2015、2016 年分别支出 1290 亿元、1722 亿元。2016 年下半年以来，在分类调控、因城施策房地产调控政策指导下，三四线以下城市房地产库存依然很高，成为了棚改货币化的主要地区。2016 年 PSL 净增 9714 亿元（为 2014 年以来最高值），较 2014 年和 2015 年的 3831 亿元、6981 亿元明显增加，有力支撑了棚户区改造的政策落实。在棚改具体操作方面，国开行和农发行发放棚户区改造专项贷款，其中 2016 年国开行发行棚户区改造专项贷款 9725 亿元，较 2014 年 4086 亿元、2015 年 7509 亿元，为 2013 年最高值。2016 年农发行棚户区改造专项贷款规模相对较小，为 2133 亿元。

图表 3：2016 年以来棚改完成数量处于高位（万套）



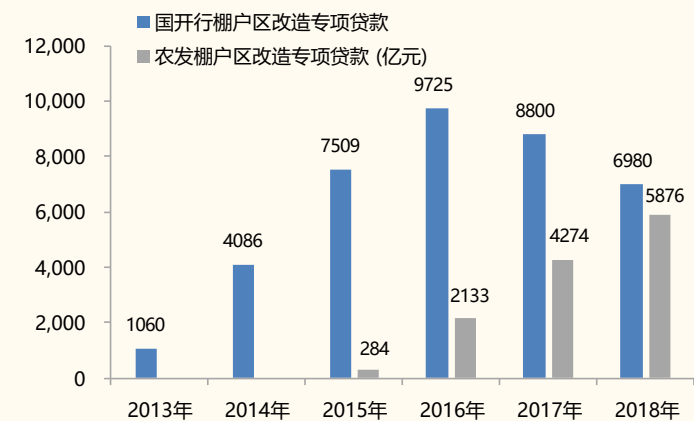
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：PSL 净增额在 2016 年达到峰值



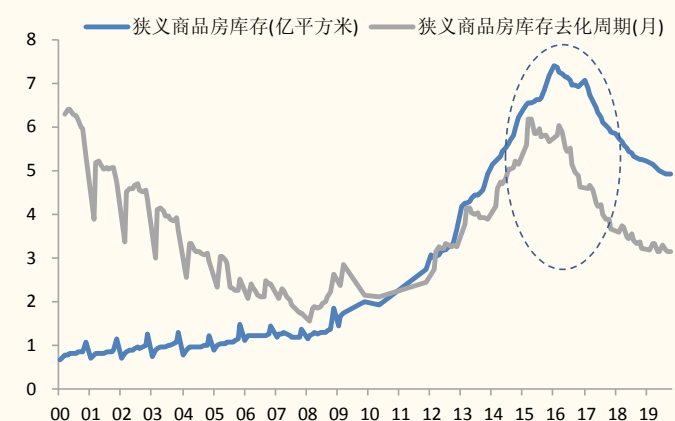
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5: 2016 年国开行棚改专项贷款规模达到峰值



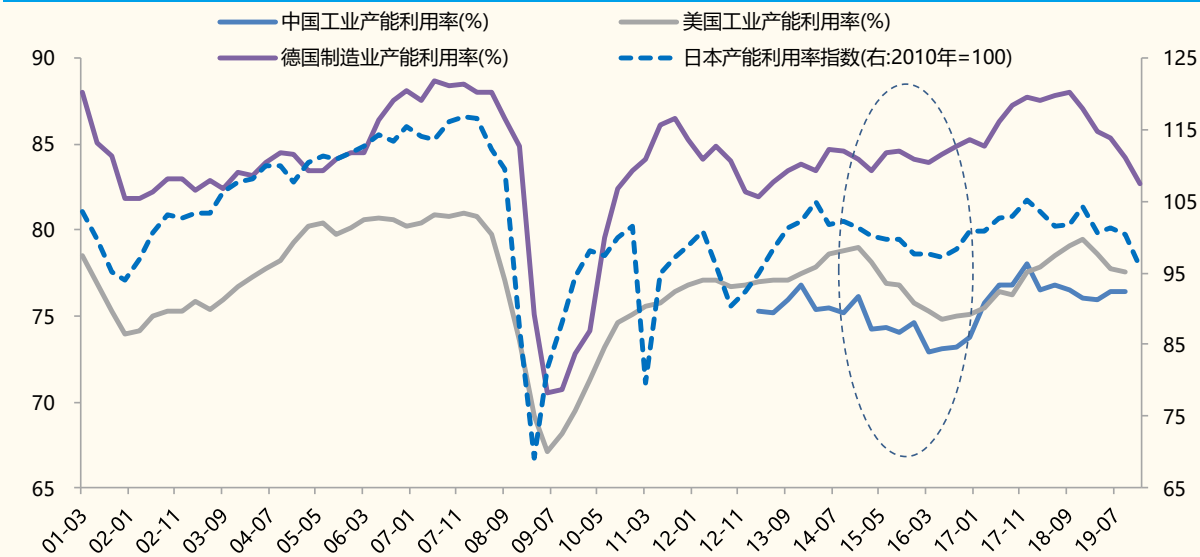
来源: 国开行, 农发行, 国金证券研究所

图表 6: 2015-2016 年房地产库存高企



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 2014-2016 年全球产能利用率均走低



来源: Wind, 国金证券研究所

三、2020 年一般财政积极力度相对有限, PSL 准财政规模可能超市场预期

当前, 经济出现弱企稳迹象, 但内生需求依然相对偏弱, 叠加房地产建安投资下行方向较为确定, 经济下行压力依然存在。12 月制造业 PMI 显示生产继续改善、需求保持稳定, 经济企稳可能性进一步上升。当前房地产建安投资对于需求有一定支撑, 且政策支持下基建也在逐步发力。钢材库存降至近年来低位, 与需求的边际改善相印证。11 月工业企业利润总额同比 5.4%, 较此前明显改善; 随着 PPI 环比的逐步回升, 工业企业盈利增速也将边际改善。需要注意的是当前企业仍处于去库存阶段, 制造业投资也相对偏弱, 经济内生动力依然相对较弱。且随着期房建设的完成, 叠加房地产严控政策下, 建安投资下行方向较为确定, 经济下行压力依然存在。

因此, 逆周期政策调整仍然很有必要。PSL 作为财政与货币政策的结合点, 将是今年重要的看点, 预计净增 6000 亿元以上, 重点支持新基建、新型产业以及地方政府相关项目等。财政政策方面, 2016 年财政支出保持高增速, 但是财政

收入增速偏低，并且土地出让收入增速有所放缓。综合考虑地方政府隐性债务等问题，我们认为中央政府缺乏主动加杠杆意愿，一般财政空间相对有限。即便今年赤字率从 2.8% 提高至 3.0%，只能释放 2000 亿元左右资金，财政政策难以积极，特别是 2019 年中央经济工作会议，与 2018 年相比，删去了“较大幅度提高专项债额度”，预计今年地方政府专项债新增不到三万亿，规模扩张有限。货币政策方面，当前对货币宽松主要约束并不在于猪肉价格影响下 CPI 通胀的高企，而在于房地产，2015 年以来我国房价在全球涨幅最大，房地产泡沫明显，这也是当前货币政策相对不那么松的主要原因。考虑到今年美联储将不再降息，我国货币政策降息的空间并不大。因此，货币政策将更加关注量的变化，降准是一个方面，另一个重点在于货币与财政的结合点，也就是以 PSL 为代表的准财政行为。2019 年 PSL 净增 1579 亿元，其中 4 月至 8 月连续五个月 PSL 停发，去年 PSL 净增量为 2014 年该工具创设以来的最低值。我们认为，当前经济环境下，PSL 为代表的准财政行为将是今年重要的看点之一，预计今年 PSL 新增规模可能在 6000 亿元以上；并且与 2016 年重点用于棚户区改造不同，今年 PSL 新增资金将重点支持新基建、新型产业以及地方政府相关项目等。

风险提示：

- 1、货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；
- 2、金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；
- 3、房地产市场持续收紧，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7854

