

相关研究

《先防守，等机会》2024.1.1  
《二永债市场行情：复盘、总结、展望—  
—金融债系列研究之六》2023.12.27

分析师:孙丽萍

Tel:(021)23185648

Email:slp13219@haitong.com

证书:S0850522080001

联系人:藏多

Tel:(021)23185647

Email:zd14683@haitong.com

## PSL 重启，关注货币政策

### 投资要点:

- **PSL 发展历程回顾。**1) 2014年4月创设至2015年9月期间，PSL 主要根据棚改贷款进度投放。2) 2015年10月至2016年底，PSL 投放领域和主体均有扩大。3) 2017年，PSL 规模回落。4) 2018年至2019年，PSL 短暂冲高后回落，随棚改政策收紧而退潮。5) 2022年9-11月，PSL 连续三个月大规模净投放，或主要用于支持基建领域。
- **此次 PSL 重启或是为了支持“三大工程”建设。**PSL 投放对贷款增长有杠杆放大效应，同时将通过货币乘数派生 M2 规模。从用途来看，此次 PSL 重启或是为了支持“三大工程”建设，提供长期稳定、低成本的资金。
- **债市调整即机会，关注货币政策。**1月2日 10Y 国开债活跃券、10Y 国债活跃券利率分别+2.3bp、+1.2bp，主要原因是 PSL 重启时点超预期，节后央行回笼流动性，以及机构止盈情绪有所显现。展望后续，结合历史经验来看，PSL 对债市短期内影响偏空，中长期要看经济和各类政策力度等。我们认为不排除 1 月政策利率降息的可能性，叠加债市供需格局或将改善，我们维持 1 月债市不悲观的观点，但截至 1/4 日十年国债利率已突破前低，已隐含对降息的部分定价，建议跟踪 1 月政策利率调整情况和市场止盈情绪变化，关注调整风险和调整后配置机会。此外，存单利率上行压力或仍在；30Y 国债利率处偏低水平，但开年配置情绪较好，预计调整空间或有限。二永供需格局有支撑，叠加资产荒逻辑延续，若降息可关注短久期二永债利差补降的波段机会。
- **风险提示：**基本面变化、政策不及预期或超预期、信用风险、股市波动。

## 目 录

---

1. PSL 发展历程回顾.....	4
2. 指示：债市调整即机会，关注货币政策.....	5

## 图目录

---

图 1	PSL 发展历程回顾 (亿元) .....	5
图 2	PSL 重启, 短期会压制债市表现 (指标为 10Y 国债利率, %) .....	6
图 3	除了 PSL, 债市利率也要看经济情况 (亿元, %) .....	6
图 4	LPR 利率互换隐含 1 月有降息的可能性 .....	7

## 表目录

---

表 1	信用债品种利率水平与利差所处分位数 (% , 截至 1 月 2 日) .....	7
-----	--	---

1月2日<sup>1</sup>，央行发布公告显示，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。这是PSL时隔近一年之后的首次大规模重启，也彰显着新一轮广义财政发力已在路上。PSL经历了怎样的发展历程，此次重启对债市影响如何？本篇报告将对此进行分析。

## 1. PSL 发展历程回顾

**PSL 是一种央行主动发起的定向流动性支持措施，有助于降低社会融资成本且向特定领域倾斜。**PSL为14年4月首次由央行创设，创设目的在于为开发性金融支持棚户区改造提供长期稳定、成本适当的资金额度。PSL采取质押方式发放，合格抵押品包括高等级债券资产和优质信贷资产，其期限通常为3-5年。与其他资金来源对比来看，PSL属于央行对金融机构的流动性支持渠道，在发行过程中可以通过调整PSL利率引导中期利率水平，同时可以缓解流动性的结构失衡以支持特定领域。

结合发行规模、政策背景等因素来看，PSL发展历史可分为以下几个阶段：

1) 2014年4月创设至2015年9月期间，PSL主要根据棚改贷款进度投放。2014年国内经济处于增速换挡期、外汇占款下降，央行适时加强主动管理，货币政策工具取代外汇占款成为基础货币供给的主渠道，对结构性货币政策工具也更为重视。同时，政策加紧棚户区改造进度，计划全年新开工城镇保障性安居工程700万套以上，其中各类棚户区470万套以上<sup>2</sup>。在这样的历史背景下，PSL工具应运而生，前期投放主要为棚改服务且数据披露尚不及时，自15年6月起才开始每月定期公布开展情况。

2) 2015年10月至2016年底，PSL投放领域和主体均有扩大。从15年10月起，人民银行将PSL的对象由国发行一家扩大至三家政策行，主要用于支持发放棚改贷款、重大水利工程贷款、人民币“走出去”项目贷款等。期间，PSL余额由15年9月末的9589亿元增长至16年12月的20526亿元；利率在15年11月调降至2.75%后稳定在这一水平。

3) 2017年，PSL规模回落。2017年是棚改三年计划收官之年，在前期棚改进展顺利、政策行放贷工作有序推进条件下，2017年棚改工作对PSL的依赖有所下降，至17年底，PSL余额仅较16年底上涨6350亿元，约为16年增幅的三分之二。

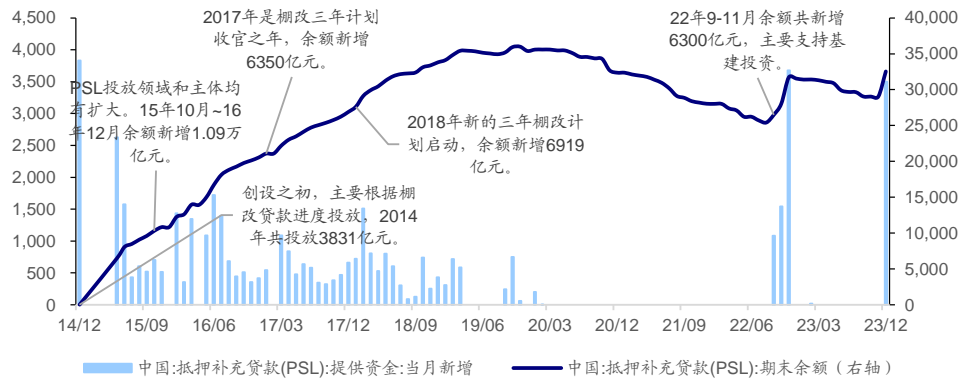
4) 2018年至2019年，PSL短暂冲高后回落，随棚改政策收紧而退潮。18年初，新的三年棚改计划启动，目标为全年580万套棚改开工，带动PSL在18年上半年回温，月均新增850亿元左右。但是，棚改货币化安置的弊端已较为突出，三四线城市房价大幅上涨，老旧小区改造逐渐成为住房工作重点，棚改政策趋于收紧，PSL在19年4月后暂停。19年9月，PSL重启，但持续时间短且规模较小，对此央行解释称“今年以来因为债券市场利率持续下降，所以开发性金融机构、政策性金融机构通过发行金融债券筹资的成本是降低的，所以对PSL的需求是下降的<sup>3</sup>”。

5) 2022年9-11月，PSL连续三个月大规模净投放，或主要用于支持基建领域。9-11月，PSL新增规模合计6300亿元。央行于22年三季度《货币政策执行报告》中表示“运用抵押补充贷款支持政策性、开发性金融机构为基础设施重点领域设立金融工具和提供信贷支持”，表明其用途应为支持基建投资。

<sup>1</sup> <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/2161446/2161457/5188121/index.html>

<sup>2</sup> [http://www.gov.cn/xinwen/2014-08/05/content\\_2729866.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2014-08/05/content_2729866.htm)

<sup>3</sup> [https://www.gov.cn/xinwen/2019-10/16/content\\_5440807.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2019-10/16/content_5440807.htm)

**图1 PSL 发展历程回顾（亿元）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**PSL 投放对贷款增长有杠杆放大效应，同时将通过货币乘数派生 M2 规模。**央行 2020 年一季度《货币政策执行报告》中表示“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”，据此估算，此次 3500 亿元的 PSL 投放可拉动约 1.2 万亿元新增贷款。同时，PSL 属于央行的基础货币投放渠道，经过货币乘数放大后会对市场流动性供给产生较大影响。截至 23 年 11 月，货币乘数为 8.02，即 3500 亿元的净新增 PSL 会派生出 2.8 万亿元 M2 规模，为 M2 同比增速贡献约 1pcts（23 年 11 月 M2 同比增速为 10%）。

从用途来看，此次 PSL 重启或是为了支持“三大工程”建设。PSL 用途在于为特定领域提供长期稳定、低成本的资金。23 年 11 月央行行长潘功胜曾表示“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”，央行四季度例会也表示“加大对保障性住房建设、‘平急两用’公共基础设施建设、城中村改造的金融支持力度，推动加快构建房地产发展新模式”。

## 2. 指示：债市调整即机会，关注货币政策

24/1/2 央行发布公告<sup>4</sup>“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”，当日 10Y 国开债活跃券、10Y 国债活跃利率分别+2.3bp、+1.2bp。

**PSL 政策超前发力，出乎我们预期。**12 月初央行行长潘功胜表示<sup>5</sup>“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，加快构建房地产发展新模式”，这意味着 PSL 作为投放中长期低成本资金的结构性货币工具是有可能被使用的。以及，我们在《20231202：动不失时，票息为盾——2024 年债市展望》中也表示“广义财政有望适时扩容...准财政工具的发力”等。

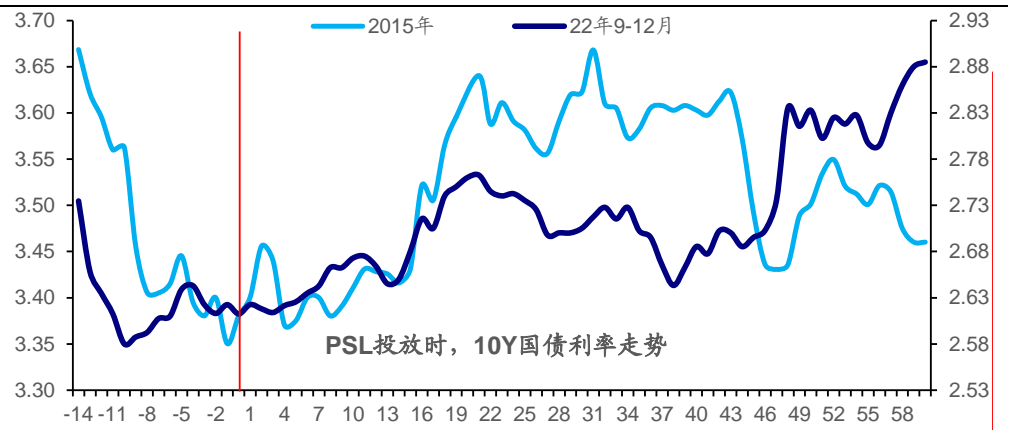
此外，债市下跌也因节后央行回笼流动性，以及节前 10Y 国债利率已低至 2.56%，机构止盈情绪显现。

**展望后续，PSL 对债市影响如何？**回顾历史可以发现，2015-2018 年 PSL 余额持续增长时，债市利率短暂上行后走出牛-熊-牛的周期行情，与 PSL 余额走势并不一致，与经济情况相关性较高。22 年 9-11 月 PSL 连续投放时，债市利率先上后下、而后快速上行，从震荡到走熊的原因主要是防疫政策优化叠加地产政策变动引发了债市赎回负反馈。因此结合历史经验来看，PSL 对债市短期影响偏空，我们预计 PSL 可能会连续投放，22 年 9-11 月累计投放 PSL 6300 亿元，假设本轮参考 22 年的规律，则本轮 PSL 新增规模有可能为上万亿元，若 PSL 投放力度继续超预期，则债市短期或将继续承压，但中长期要看经济和各类政策的力度等。

<sup>4</sup> <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/2161446/2161457/5188121/index.html>

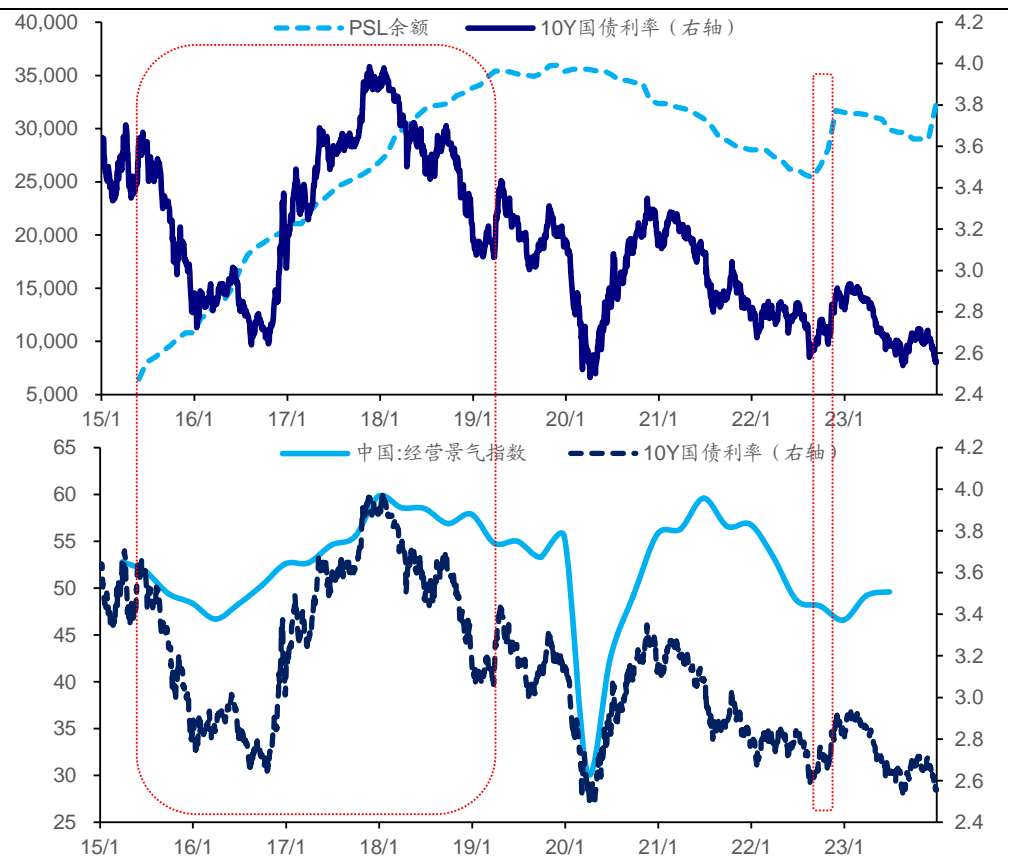
<sup>5</sup> [https://www.gov.cn/govweb/lianbo/bumen/202312/content\\_6918449.htm](https://www.gov.cn/govweb/lianbo/bumen/202312/content_6918449.htm)

图2 PSL 重启，短期会压制债市表现（指标为 10Y 国债利率，%）



资料来源：wind，海通证券研究所，横轴 0 为 PSL 重启所在月份的第一个交易日，其余同理

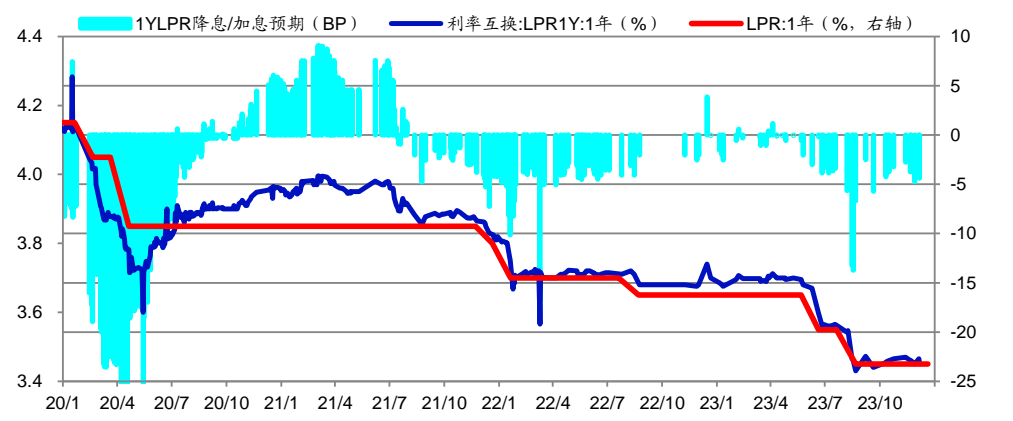
图3 除了 PSL，债市利率也要看经济情况（亿元，%）



资料来源：wind，海通证券研究所

建议关注货币政策配合的情况。PSL 即是准财政、又是宽货币，其投放使得 1 月降准降息的可能性下降，但并不能完全排除可能性，以及从 LPR 隐含降息预期来看，亦不能排除 1 月政策利率降息的可能性。考虑到 23 年 12 月制造业 PMI 继续下降，已连续三个月在萎缩区间，12 月中观高频经济数据显示需求边际改善、生产端分化，以及 12 月 22 日起大行新一轮存款利率下调，此前存款利率下调分别是在 22 年 9 月、23 年 6 月和 9 月，相应的 22 年 8 月、23 年 6 月和 8 月有 OMO/MLF 降息，因此我们建议继续关注 24 年 1 月 OMO 和 MLF 利率调整的可能性。

此外，债市供需格局或将改善，我们预计 1 月政府债净供给压力或边际缓解，叠加银行考核压力暂告一段落，银行保险开门红配置力量可期。

**图4 LPR 利率互换隐含 1 月有降息的可能性**


资料来源: wind, 海通证券研究所

**总的来说**, 我们认为 1 月债市不悲观, 但截至 1/4 日十年国债利率已突破前低 (23 年 8 月的 2.5403%) 至 2.5368%, 已隐含对降息的部分定价, 建议跟踪 1 月政策利率调整情况和市场止盈情绪变化, 关注调整风险和调整后配置机会。此外, 央行节后连续回笼流动性, 存单利率上行压力或仍在; 30Y 国债利率处偏低水平, 但开年配置情绪较好, 预计调整空间或有限。年初二永债具有配置盘布局需求, 且供给压力或可控, 在资产荒逻辑支撑下, 我们预计利差回调的风险不大, 后续若降息可关注短久期二永债利差补降的波段机会。

**表1 信用债品种利率水平与利差所处分位数 (% , 截至 1 月 2 日)**

1月2日		二级资本债			永续债			中票			城投债		
		AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
当前利率水平	1年期	2.68	2.69	2.80	2.74	2.75	2.84	2.52	2.63	2.72	2.57	2.68	2.79
	2年期	2.74	2.77	2.88	2.83	2.84	2.94	2.66	2.77	2.90	2.69	2.81	2.92
	3年期	2.88	2.90	3.02	2.97	2.99	3.09	2.71	2.85	3.08	2.77	2.87	3.02
	4年期	2.99	3.01	3.13	3.06	3.11	3.26	2.80	2.98	3.33	2.85	3.00	3.19
	5年期	3.03	3.07	3.21	3.08	3.13	3.40	2.94	3.16	3.51	2.92	3.07	3.25
与国开债利差所处分位数 (3年)	1年期	48	44	35	40	30	10	19	18	23	29	39	40
	2年期	41	36	22	31	23	15	54	39	26	65	52	39
	3年期	37	28	17	29	25	10	20	13	14	44	25	17
	4年期	21	15	8	13	13	4	3	2	0	19	13	6
	5年期	9	9	4	7	6	0	29	21	1	10	2	0
与国开债利差所处分位数 (1年)	1年期	62	56	51	43	34	11	22	28	43	38	50	46
	2年期	18	10	4	5	0	0	44	31	22	51	34	17
	3年期	6	0	0	4	2	0	0	0	2	24	1	0
	4年期	0	0	0	0	0	0	2	0	0	4	6	0
	5年期	0	0	0	0	0	0	8	7	0	2	0	0
		企业债			永续期产业债			非公开产业债			普通金融债		
		AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
当前利率水平	1年期	2.56	2.68	2.74	2.73	2.83	2.94	2.67	2.81	2.92	2.47	2.53	2.63
	2年期	2.66	2.78	2.91	2.89	2.97	3.12	2.84	2.95	3.10	2.55	2.63	2.73
	3年期	2.75	2.87	3.10	2.94	3.06	3.35	2.92	3.05	3.33	2.65	2.75	2.85
	4年期	2.81	2.98	3.32	3.03	3.20	3.75	3.08	3.35	3.77	2.68	2.79	2.90
	5年期	2.93	3.15	3.50	3.17	3.40	3.93	3.21	3.59	3.96	2.79	2.90	3.04
与国开债利差所处分位数 (3年)	1年期	38	36	23	47	25	5	17	19	8	23	18	22
	2年期	55	39	24	62	33	3	33	13	3	46	39	15
	3年期	46	20	16	41	14	1	13	0	0	77	77	43
	4年期	15	2	0	14	0	0	11	9	0	37	32	17
	5年期	38	31	2	30	7	1	26	39	1	60	48	37
与国开债利差所处分位数 (1年)	1年期	46	50	46	52	33	4	15	27	22	36	34	57
	2年期	31	18	22	23	17	0	38	4	8	23	30	32
	3年期	16	2	5	0	0	0	0	0	0	62	72	65
	4年期	1	0	0	0	0	0	2	0	0	55	61	48
	5年期	13	4	0	0	0	0	8	0	0	84	87	76

注: 数据分别为滚动三年分位数和滚动一年分位数, 永续债利差滚动三年分位数为 2021 年 8 月 16 日以来。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**风险提示: 基本面变化、政策不及预期或超预期、信用风险、股市波动。**

## 信息披露

### 分析师声明

孙丽萍 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。