

重啟抵押補充貸 推動投資穩經濟



東吳宏觀 陶川

東吳證券首席宏觀分析師

在2024年財政發力路徑不定與提高資金效益訴求的背景下，抵押補充貸款（PSL，Pledged Supplementary Lending）重啟能夠接續此前增發國債的穩增長力，用城中村改造等「三大工程」來彌補市場出清帶來的缺口，支撐年初經濟「開門紅」的成色。

PSL時隔近一年重啟看似突然，實則情理之中，主要是近期已有三條線索「初現端倪」：

首先，12月份建築業PMI（採購經理人指數）延續了10月以來的上行態勢，錄得56.9的好成績，這離不開10月底增發萬億國債所起到的提振作用，或源於PSL資金到位帶來的項目開工。

其中，「三大工程」中城中村改造最先發文。2023年7月國務院辦公廳印發《關於在超大特大城市積極穩步推進城中村改造的指導意見》，同年11月廣州市響應具體舉措《廣州市城中村改造條例》，或意味着城改已具備資金落地後項目即時推進的條件。

再次，本次投放3500億元（人民幣，下同）看似不多，但已是PSL歷史單月投放規模第三高。且本輪投放時點與歷史上兩輪均是始於年末（2014年12月、2022年9-11月），筆者理解是利於新一年項目資金到位，若後月投放接續，今年一季經濟有望實現「開門紅」。

如何理解當下PSL重啟隱含的政策取向？筆者認為，「效率」是當下政策的重要考量。2023年三季度央行貨幣政策執行報告中首提「以債務拉動經濟增長的效能降低」；2023年四季度央行例會強調「增強政府投資和政策激勵的引導作用，提高乘數效應」，均反映決策部門已經注意到債務週期與需求撬動問題。

財政「觀望」下的政策發力統籌。中央經濟工作會議定調2024年財政政策「要適度加力、提質增效」，或意味着明年赤字率上調並非板上釘釘。但去年四季度以來，經濟數據波動反覆，地產投資持續面臨壓力，復甦動能尚需增量政策與資金支撐。近期商業銀行淨息差逼仄且微觀主體活力不足限制了傳統資金投放的作用，統籌評估後「穩增長」政策聚焦於結構性工具。

在此背景下，PSL的類財政及貨幣投放雙屬性往往「事半功倍」：央行作

為「債權人」投放低成本、長周期、強針對的資金撬動需求，且對利率與匯率內外平衡的影響更弱，一方面保持寬貨幣對穩增長的支撐，另一方面避免資金的低效使用。

參考棚改經驗，「十三五」期間棚改完成投資額約7萬億元，其間PSL合計投放約2.6萬億元，PSL拉動投資的槓桿效應約為1:3，結合近期央行頻繁提及「優化資金結構」、「提高使用效率」，不難看出當下PSL工具重啟以提高投資「乘數效應」的訴求。

為「三大工程」提供資金

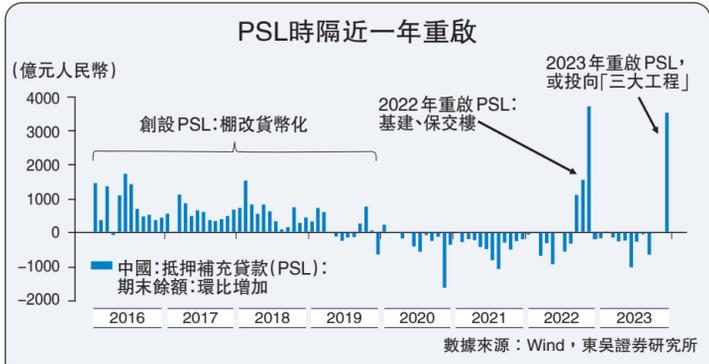
那麼本輪PSL將如何操作？對信貸與貨幣政策影響幾何？

以史為鑒，2015年及2022年啟用PSL工具均是為了扭轉地產預期、支撐投資增速、穩定信用擴張：2015年政策以棚改為抓手，PSL為工具，快速有效推動了地產庫存去化及土地財政收入；信貸方面，地產開工上行與居民購房預期扭轉支撐企業及居民中長期貸款反彈；貨幣政策在該輪PSL投放初期維持寬鬆態勢，2014年末至2016年初央行四次降準與六次降息。

2022年疫情擾動加劇及地產下行影響財政收入，PSL為基建補充「彈藥」。2022年四季度貨政報告中表明PSL投放用於「支持開發性政策性金融機構為基礎設施重點領域設立金融工具並提供信貸支持」。2022年年末基建投資與建築業PMI接連反彈，防止了2022年四季度經濟踏空。信貸方面，對公長貸明顯改善，2022年9-11月當月新增值連續錄得近五年（2019-2023年）最高，但地產承壓態勢緩解有限，居民信貸增量偏弱運行。貨幣政策延續寬鬆，PSL投放周期前後各有一次降息降準（2022年8月降息，12月降準）。

回到當下，結合中央經濟工作會議的政策取向與2023年12月建築業PMI走高，本次PSL操作大概率將為「三大工程」提供資金支持，推動保障房與城改新項目落地開工，鞏固今年一季經濟回升態勢。

PSL落地後企業中長貸預計上行支撐2023年信貸平穩收官，而對2024年信貸「開門紅」的影響需關注本輪投放後規模。貨幣政策方面，PSL操作有投放基礎貨幣的效果，且近期跨年資金面整體維持寬鬆，降準的期待或許不高，但存款利率調降落地疊加製造業PMI等宏觀數據波動，央行MLF（中期借貸便利）降息的時點可能前置到今年一季。



龍年樓市十大利好



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

元旦已過，意味農曆新年亦將近。傳統上，龍象徵著強大和吉祥，而房地產作為香港的重要支柱，筆者期望樓市踏入龍年後，也可以像龍一樣，重拾強勢。

事實上，對於龍年樓市看法，筆者和很多市場人士都有差異。個人相信龍年樓市能夠重新出發，樓價有機會反彈8%。如此樂觀，因經過分析及歸納，今年有以下利好因素推升樓市：

1) 施政報告公布減辣後，減辣的效應逐漸浮現；

上半年有機會減息

2) 息口見頂回落，一季度或二季度有很大機會減息；

3) 高才、專才及優才魚貫來港，對香港經濟有着很大的振興作用；

4) 很多行業想加速發展，都因人手短缺遇到樽頸位，各行各業的勞工申請配額陸續到埠，香港經濟可望提

速；

5) 重啟投資移民，投資的產品當中，雖然沒有包含住宅物業，但移民人士來港必須租住及購買房屋作為居所，為市場帶來購買力；

6) 重新有大型企業落戶香港，先頭部隊寧德時代已經選址香港作為國際總部，相信陸續有大型企業進駐香港；

7) 收租回報率上升，租金2023年上升至8%左右，樓價下跌及租金上升，令到投資房地產的回報率增加；

8) 香港仍有自身優點，如自由、安全、低稅制、醫療完善等，能吸引外來人才及外國移民擇居；

9) 國際金融中心地位不會輕易動搖，雖然去年股市不振，但相信港人及特區政府都不會放棄這樣的優勢，一定會盡快想辦法改善；

10) 港人資金仍然雄厚，銀行存款超過15萬億元，只要未來香港經濟逐步企穩向好，市民絕對願意真金白銀投資房地產市場。

基於上述因素，筆者相信龍年香港必定會比兔年好，香港無論在經濟、金融及地產，都可以重拾光輝。



▲美國今年財政將會是被動緊縮，貨幣適度寬鬆，這將使得美債收益率適度下行，對納斯達克指數等資本市場構成一定利好，但將使得今年美國經濟弱於過去兩年。

2024年美國政策環境或與過去兩年相比正好相反：財政被動緊縮，貨幣適度寬鬆，這將使得美債收益率適度下行，對納斯達克指數等資本市場構成一定利好，但將使得今年美國經濟弱於過去兩年。

美財政偏緊 經濟加劇轉弱



察股觀經 徐馳

中泰證券首席策略分析師

去年初，資本市場普遍認為美聯儲即將進入降息周期。而筆者當時在《資本市場十大猜想》中明確指出，白宮對美聯儲態度鷹派取向有決定性的影響，回顧過去百年歷史，現任總統謀求連任的「選舉年」，美聯儲貨幣政策往往呈現鴿派超預期的特點。故當時筆者判斷：為了2024年「選舉年」美聯儲轉鴿，在2023年上半年的選舉「空窗期」及美國通脹仍在高位的背景下，聯儲或將呈現鷹派超預期，旨在為2024年留出政策空間。

財政緊縮貨幣寬鬆

就2024年而言，要特別注意：美國貨幣、財政政策基調相對2022-2023年的「互換」：過去兩年，美國經濟和資本市場之所以在高利率背景下維持強勢，一個最直接和重要的原因在於——美國財政支出在2022-2023年一直呈現強勢擴張。但在2023年10月初期間，美國眾議院出現混亂：民主黨支持少數共和黨保守派的主張，罷免了此前相對較為溫和，且願意與民主黨達成一定程度妥協的共和黨建制派議長麥卡錫，而新任議長是特朗普支持的共和黨保守派代表約翰遜。

由於共和黨保守派的主張會最大程度地對拜登政府相關財政支出方案形成制約，且不會輕易在任何議案進行妥協。可以預見，美國2024年通過任何有力度的財政政策難度都將是過去兩年幾何倍數增加。相應地，美國2024年大概率處於被動的財政緊縮。

由於2024年是「選舉年」，疊加當前拜登民調支持率相對不高。在此基礎上，美國財政、貨幣政策很難同時「雙緊」，大概率通過美聯儲鴿派一定程度上對沖財政的被動緊縮。故2024年整體美聯儲將呈現鴿派，美債收益率大概率在2023年已見頂。

但也要看到，由於地緣變局下所謂的「全球供應鏈重構」，而拜登、特朗普為了自己的選舉，對美國汽車工人等罷工「漲薪」要求的全力支持，加劇了美國國內工資上漲並使得本土通脹回落速度相對較慢。故本輪美聯儲鴿派周期與美債收益率下行斜率或弱於以往「選舉年」同期：今年美債收益率大概率呈現緩慢下行的特點，同時美聯儲將開啟降息周期，但全年降息次數或一至兩次左右，降息時間大概率分布在下半年選舉白熱化階段。

地緣政治有驚無險

2024年美國貨幣政策略鴿，財政偏緊或將帶來以下影響：首先，由於財政政策對經濟影響更為直接，預計美國經濟大概率弱於2022至2023年，這將對中國出口構成一定的不利影響。其次，美聯儲鴿派與美債收益率下行，一方面將對納斯達克、黃金、新興市場等全球無風險利率敏感類資產構成一定利好；另一方面，也



將中國人民幣匯率穩定，以及貨幣政策空間提供支撐，故2024年中國貨幣政策整體仍將維持合理充裕的基調。

2024年全球「選舉年」，或將對中美角力、資本市場等方面形成較多擾動，全球貿易摩擦或將加劇，但最終全年不會有特別大的風險。

在2023年初的《資本市場十大猜想》中，筆者指出：由於俄烏等地緣衝突，美國基於穩定全球秩序的需要，中美兩國或將呈現一定階段性戰術緩和的特徵，但美國對華高科技等方面的限制仍將強化。2023年中美高層頻繁磋商，中美元首在亞太經合組織（APEC）會晤與美國對華人工智能（AI）、芯片等方面限制不斷強化，均說明了這一較為複雜的地緣環境。

就2024年而言，全球諸多熱點地區——美國、俄羅斯、歐洲、中國台灣地區進入「選舉年」，市場普遍擔心全球地緣風險將呈現「驚濤駭浪」的特點。但筆者認為，「選舉年」過程中候選人部分激進選舉主張，伴隨民調起伏或將在全年對資本市場構成持續擾動，但最終盤點全年風險卻整體可控，因為多數熱點區域選舉結果較為確定，基本以延續現狀為主。

以最為重要的美國大選為例，當前特朗普在美國共和黨黨內支持率遙遙領先其他候選人，而特朗普明確表示「若再次當選，將全力着手與中國的脫鉤行動」。這或將使得市場在2024年下半年，因美國民調與選情的此起彼伏，擔憂特朗普再度當選美國總統，並開啟新一輪對華關稅戰、貿易摩擦。與此同時，大選激烈階段，兩黨往往為了選情採取對華較為強硬的立場。因此，2024年全年相對2023年，全球地緣的擾動對市場的階段性影響或將更大。

考慮到全球各主要經濟體近年來對新能源車、光伏等領域產能「軍備競賽式」擴張，在2024年全球需求難以快速增長及「選舉年」下各國政黨對於所謂「民意」的重視程度提高，預計2024年全球主要經濟體間圍繞上述產能增加較快的新興領域，一系列反傾銷調查、關稅等貿易摩擦相對2023年將出現一定程度的增加。投資者亦要關注，全球貿易摩擦的增加對於中國部分行業出口可能的影響。

但筆者要強調的是，最終從全年來看，「選舉年」整體很難形成重大地緣「黑天鵝」，原因在於：在當前俄烏、巴以等方面地緣衝突尚未平息前，美國和西方整體對華態度，仍以穩定關係、進而穩定現有全球秩序體

系為主，過於激進的對華升級舉措上台概率並不高。

「選舉年」成重大不明朗因素

更重要的是，拜登連任概率實際顯著高於當前市場預期：

從邏輯上看，特朗普的激進主張和行為，無法獲得對於大選其決定作用的中間選民和關鍵州的認可，2020年美國總統大選和2022年美國中期選舉結果也均表明了這一點。

從數據上看，儘管當前拜登民調似乎較大幅度落後特朗普，進而容易引發市場擔憂。但從歷史上看，早期民調一般和大選結果不一致，《華盛頓月刊》就統計，自1976年以來，只有三次大選，選舉前一年的早期民調與大選結果差距不大。

從真實選情數據來看，2023年以來，美國舉行了一系列具有重要大選指向意義的關鍵州——弗吉尼亞、俄亥俄等州的議會選舉。儘管選前民調，共和黨基本都佔據某種優勢，但最終選舉結果是民主黨幾乎在所有關鍵州選舉中取得壓倒性優勢。

真實選情與民調背離的原因在於：民主黨的基本盤（如：年輕人、女性、有色族裔）人數大於共和黨基本盤（白人、中老年人、福音派基督徒），但過去投票率偏低。近年來，特朗普裹挾下共和黨主張變得越發激進，這反過來激發了民主黨基本盤的投票率。2023年以來，上述各州實際選情與民調背離的最重要原因在於：共和黨通過司法限制女性墮胎權方面的激進主張，激發了傳統上政治參與率較低的年輕女性選民的投票率。

因此，在目前特朗普大概率成為共和黨總統候選人的背景下，其激進的主張將激發民主黨基本盤投票率，而如果民主黨的投票率拉到與共和黨相近的水平，共和黨人獲勝的可能將大幅降低。

筆者認為，2024年「選舉年」最重要的美國大選，拜登連任的概率依然很大。這意味著未來五年，美國整體政策框架仍將延續當前偏建制派的特點，美國整體對華外交框架也將延續當前「競爭，但不尋求對抗」的特徵；或繼續強化在高科技限制、供應鏈重構等方面的努力，但大規模加徵關稅為代表的「貿易戰」等「黑天鵝」事件發生的概率較低。

就其他地緣風險而言，俄烏衝突的超預期演繹仍然是2024年最重要，也是最容易產生重要衝擊的地緣風險，建議投資者密切關注相關進展。