仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

宏观点评 20261001

央行 PSL 降息与定向扩容的信号意义

2026 年 10 月 01 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 李沛
执业证书：S0600526080003
lip@dwzq.com.cn

摘要： 2026 年 9 月 29 日，央行宣布 PSL 降息 25bp 至 1.5%、扩容至“六张网”支持领域、科技创新再贷款提额提比例、支农支小再贷款扩容等政策工具组合，配合地产房贷贴息新政，稳增长意图明显。9 月末，5Y 政金债发行利率为 1.5%、5Y 国开债收益率为 1.51%，PSL 降息助于重新打开政策性银行资负利差空间。央行整体延续适度宽松信号，在商业银行净息差压力、短端工具替代效应增强、中美利差倒挂等约束下选择结构性降息。传导路径上，央行以低成本资金支持政策性银行，降低“六张网”及科创、小微等领域项目融资成本，宽信用信号意义大于流动性传导。对债市而言，短期受止盈情绪与 PMI 超预期影响或面临盘整，但中期债券多头格局未改，我们认为 10Y 中债利率 1.70%、30Y 中债利率 2.15%附近具备较强安全垫，盘整后仍可再度增配。

■ 央行 PSL 工具降息与定向扩容回溯

PSL 创设以来，其中长期贷款定向支持领域从地产托底和传统基建逐步扩容至新型网络措施和“六张网”项目，撬动有效投资，培育新质生产力。2014 年-2019 年，PSL 创设最初利率为 4.5%，后多次下调至 2015 年末的 2.75%附近，主要为国开行支持棚户区改造提供长期稳定且成本适当的资金，累计投放规模约 3.6 万亿元，撬动全国棚改投资额约 6.6 万亿元；2022 年 9 月，PSL 利率由 2.8%降至 2.4%，该阶段投放主要用于保交楼与基建项目建设，3 个月累计投放近 6300 亿元；2023 年 12 月，PSL 利率降至 2.25%，重点投向保障性住房改造、“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”。2025 年 5 月 PSL 利率降至 2%，2026 年 1 月 PSL 利率降至 1.75%。

■ PSL 利率调降：宽信用与结构性降息双重属性

PSL 工具利率调降具备宽信用与结构性降息双重属性。政策性银行负债成本下降约 25bp 后，可以更低利率向“六张网”项目投放中长期贷款，传导效率取决于项目储备及开工节奏。科技创新再贷款支持比例提至 100%后，银行科创贷款资金成本几乎完全被央行再贷款覆盖，对中小银行激励明显。支农支小再贷款扩容则侧重地方法人银行对涉农、小微及民营企业的信贷支持。8000 亿元新型政金工具与 PSL 形成协同，若按 10 至 15 倍杠杆测算，可撬动约 10 万亿元量级项目总投资，对 26Q4 社融形成支撑。

■ 央行多维度约束下的结构性宽松

PSL 利率已从 2014 年的 4.5%逐步降至 1.5%，支持领域从棚改、保交楼、“三大工程”演进至新型网络基础设施，每轮投放周期都对应不同宏观政策重心。此次延续了 PSL 利率与政策性银行负债成本相匹配的思路，至 9 月末，5Y 政金债发行利率为 1.5%、5Y 国开债收益率为 1.51%，PSL 降息有助于重新打开政策性银行资负利差空间。央行选择结构性工具而非总量宽松，或考虑以下因素：一是净息差约束，2026 年 Q2 国内商业银行净息差 1.41%；二是短端工具替代效应增强，隔夜 OMO 等工具完善后央行可更灵活地满足流动性投放需要；三是内外利差因素，海外流动性整体收敛，中美国债名义利差倒挂较深，全面降息需考虑跨境资本流动影响。

■ 利好落地驱动债市止盈，中期慢牛趋势仍然明朗

整体而言，PSL 降息和再贷款扩容对债市中期影响偏中性。9 月中债整体收涨，表现强于过去四年收跌日历效应；9 月 29 日市场对 PSL 调降预期形成抢跑，30Y 债利率一度下破 2.10%，随着久期分位数抬高，长债交易拥挤度攀升。“PSL 降息及房贷贴息”落地后，债市短期交易“sell the fact”，叠加 9 月官方制造业 PMI 超预期，止盈盘驱动利率短期反弹。但中期来看，债券慢牛趋势逐渐明朗，“每调买机”仍是最优策略。我们认为 10 年期国债利率 1.70%与 30 年期 2.15%或具备较强安全垫，盘整后仍可介入。

■ 风险提示： PSL 投放节奏因素；政金工具落地进度；海外货币政策收敛。

相关研究

《国庆假期海外市场前瞻——海外周报 20260927》

2026-09-27

《美债收益率持续爬升，市场震荡中韧性犹存》

2026-09-27

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. PSL 利率调降：宽信用与结构性降息双重属性 4
2. 央行多维度约束下的结构性宽松 6
3. 利好落地驱动债市止盈，中期慢牛趋势仍然明朗 8
4. 风险提示 8

图表目录

图 1： PSL 利率与证金债 5Y 发行利率.....4
图 2： PSL 余额及环比变化.....4
图 3： 央行结构性工具利率与余额情况.....5
图 4： 商业银行净息差.....6
图 5： 金融机构存款准备金率.....6
图 6： 央行政策利率走廊.....7
图 7： 10Y 中美国债名义利差.....7
图 8： 房地产开发投资完成额累计同比.....7
图 9： 政金债发行节奏.....8
图 10： 官方制造业 PMI 与社融存量同比.....8

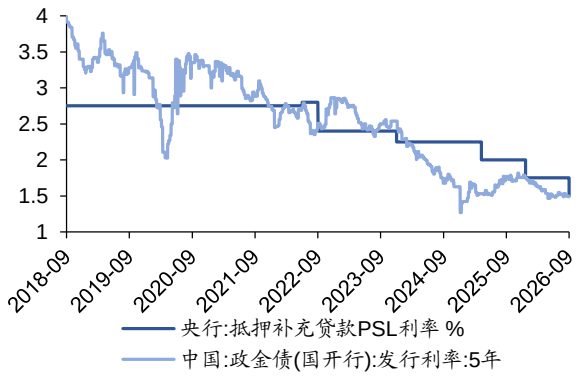
未找到图形项目表。

1. PSL 利率调降：宽信用与结构性降息双重属性

9 月 29 日，中国央行决定进一步调整完善货币政策工具，配合地产房贷贴息新政来看，稳增长意图明显。从货币政策新政来看，一是将抵押补充贷款（PSL）利率调降 0.25 pct，一年期 PSL 利率由 1.75%降至 1.5%。二是扩大抵押补充贷款支持领域，将水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等“六张网”建设纳入抵押补充贷款支持领域。三是增加科技创新和技术改造再贷款额度 2000 亿元，并将该项再贷款支持比例统一从 60%提高至 100%。四是增加支农支小再贷款额度 5000 亿元，其中民营企业再贷款额度增加 3000 亿元。

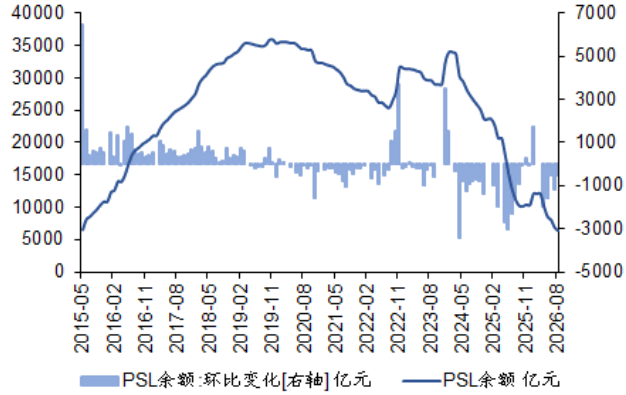
PSL 创设以来，其中长期贷款投放定向支持领域从过去的地产托底和传统基建领域逐步扩容至当前新型网络措施和“六张网”项目，以撬动有效投资并培育新质生产力。2014 年-2019 年，PSL 创设最初利率为 4.5%，后多次下调至 2015 年末的 2.75%附近，主要为国开行支持棚户区改造提供长期稳定且成本适当的资金，累计投放规模约 3.6 万亿元，撬动全国棚改投资额约 6.6 万亿元；2022 年 9 月，PSL 利率由 2.8%调降至 2.4%，该阶段投放主要用于保交楼与基建项目建设，3 个月累计投放近 6300 亿元；2023 年 12 月，PSL 利率降至 2.25%，重点投向保障性住房改造、“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”。2025 年 5 月 PSL 利率从 2.25%降至 2%，2026 年 1 月再贷款、再贴现利率整体下调 25bp 后，PSL 利率进一步降至 1.75%。

图1：PSL 利率与证金债 5Y 发行利率



数据来源：中国央行，东吴证券研究所

图2：PSL 余额及环比变化



数据来源：中国央行，东吴证券研究所

PSL 利率调降具备宽信用与结构性降息双重属性。政策延续央行 26Q3 例会中的“适度宽松”货币政策基调。政策性银行负债端的部分来源于证金债的发行，另一方面则来自央行提供的长期资金——抵押补充贷款 PSL。至 8 月末，PSL 余额为 6308 亿元；至 9 月末，5 年期证金债（国开）发行利率为 1.50%，5 年期国开债收益率为 1.51%。

PSL 利率调降至 1.5%有助于缓解政策性银行负债成本，重新打开资产端与负债端的利差空间。从棚改货币化到“三大工程”，再到新型网络基础设施，PSL 的每一轮投放周期都对应着不同的宏观政策重心。从传导路径来看，央行以 1.5%的利率向政策性银行提供长期资金，政策性银行负债成本下降约 25bp，可以更低的利率向“六张网”项目投放中长期贷款，项目端实际融资成本下行。而链条的传导效率则与项目端的有效信贷需求有关，即“六张网”项目的储备及开工节奏。从当前情况看，8000 亿元新型政策性金融工具已于 9 月启动投放，与 PSL 形成协同。新型政策性金融工具通过 SPV 以股权投资或股东借款方式补充项目资本金，PSL 则为政策性银行提供配套负债来源。

科技创新再贷款“提额+提比例”。额度从 1.2 万亿元增至 1.4 万亿元，支持比例从 60%统一提高至 100%，意味着银行发放符合条件的科技型企业贷款后，可获得的再贷款资金支持从贷款本金的 60%提升至 100%。银行在科创贷款上的资金成本几乎完全被央行再贷款覆盖，对中小科技型企业信贷投放的边际推动力显著增强。对于资本占用和资金成本敏感的中小银行而言，激励效果尤为明显。支农支小再贷款扩容，额度增加 5000 亿元至 4.85 万亿元其中民营企业再贷款额度从 1 万亿元增至 1.3 万亿元。

图3：央行结构性工具利率与余额情况

结构性货币政策工具	2026年3月末	2026年6月末	最新	说明
PSL余额（万亿元）	1.2	约0.8	约0.63（8月末）	—
PSL利率	1.75%	1.75%	1.50%	9月29日降0.25pct
支持金融“五篇大文章”的结构性工具余额（万亿元）	4.3	4.6	4.6（6月末）	—
民营企业再贷款余额（亿元）	—	—	约8000（7月末）	额度1万亿元，9月29日增至1.3万亿元
股票回购增持贷款发放额（亿元）	发放额超过1800（合同签约额约3700）	约2100	约2100	与SFISF共享8000亿元总额度
科技创新和技术改造贷款发放额（万亿元）	—	—	发放额度1.5（4月末）	新增额度9月29日升至1.4万亿元
结构性工具利率（支农支小/专项再贷款）	0.0125	0.0125	0.0125	2026年1月19日起下调0.25pct
再贴现利率	1.50%	1.50%	1.50%	同上

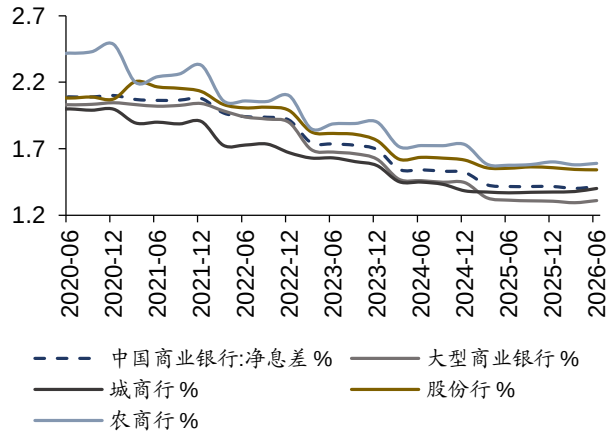
数据来源：中国央行，东吴证券研究所

2. 央行多维度约束下的结构性宽松

回溯来看，国内 7 天期逆回购利率自 2025 年 5 月调降 10bp 至今以后持续按兵不动，商业银行存款准备金率自 2025 年 6 月调降后延续至今。同时，我们发现除了 2025 年 5 月，7D OMO 政策利率降息和 PSL 降息的节奏并不完全一致。在海外主要央行加息的背景下，央行选择以结构性工具而非总量工具发力，因此 PSL 利率调降对政策利率降息的指引意义或有限。

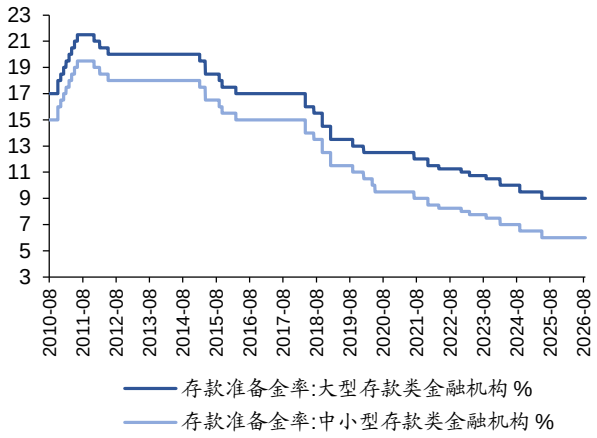
净息差压力仍未完全消除。2026 年 Q2 商业银行净息差为 1.41%，环比改善 0.1 pct，其中存款端利率重定价提供明显助力，但随着贷款端利率下行趋势延续，商业银行净息差大幅回升的空间有限。政策利率降息或者 LPR 的调降可能进一步压缩银行净息差。考虑商业银行系统稳定性及其对实体经济的支持能力，央行在总量降息层面存在约束。

图4：商业银行净息差



数据来源：中国央行，东吴证券研究所

图5：金融机构存款准备金率

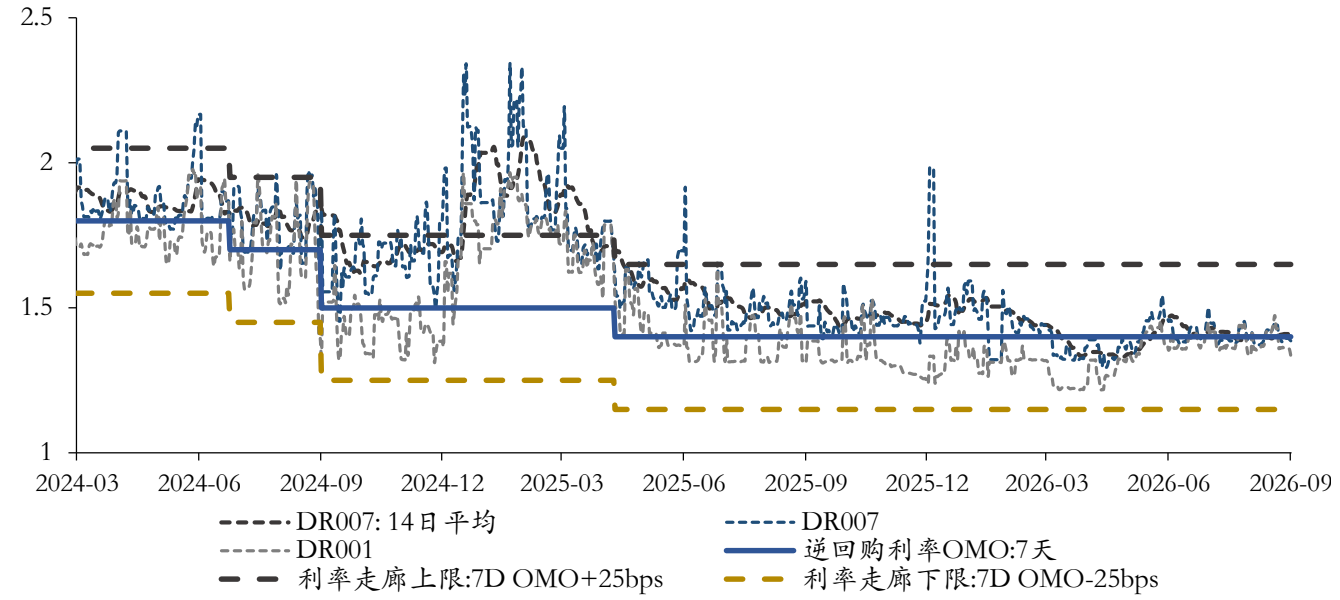


数据来源：中国央行，东吴证券研究所

央行短端工具替代效应增强。随着隔夜 OMO 等流动性投放工具的创设与完善，央行已能够在不降准的前提下满足流动性投放需要。9 月 28 日至 10 月 8 日，央行将隔夜逆回购操作上限由 6000 亿元/天提升至 1 万亿元/天，通过扩大短期流动性投放，**平抑季末节前的资金利率波动，降低银行在关键时点的短期融资成本**，体现央行精细化操作。

仅供内部参考，请勿外传

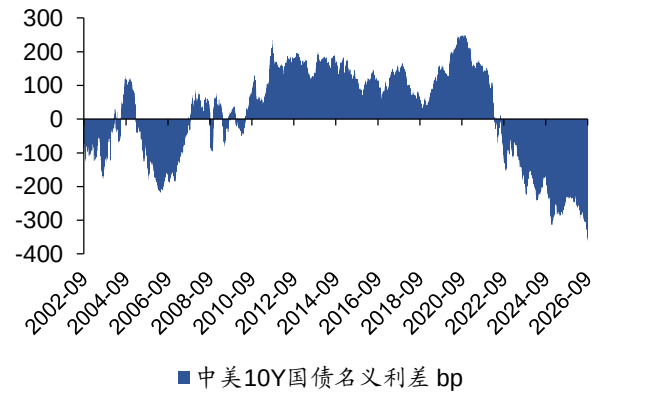
图6：央行政策利率走廊



数据来源：中国央行，东吴证券研究所

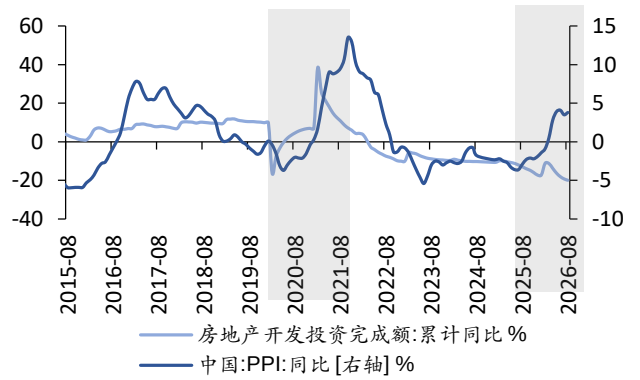
内外利差因素对全面降息形成约束。2026 年美伊冲突以来，海外流动性预期整体收敛。国际油价高位运行叠加财政信用风险，欧美日长端国债收益率大幅上行，2026 年 9 月末，10Y 美债利率一度触及 5.3%。9 月欧美日 25bp 加息落地，中美 10Y 国债利差倒挂超 330bp，总量降息需考虑利差的可能对跨境资本流动形成影响。

图7：10Y 中美国债名义利差



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：房地产开发投资完成额累计同比



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

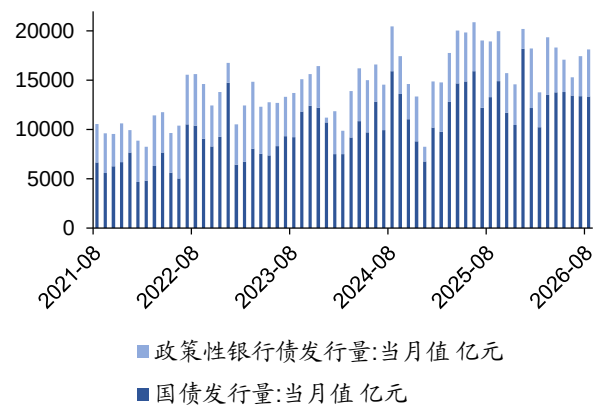
请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 利好落地驱动债市止盈，中期慢牛趋势仍然明朗

PSL 降息和再贷款扩容本质上属于宽信用工具。PSL 支持“六张网”建设、科技创新再贷款支持比例提至 100%、支农支小再贷款扩容，这三项工具共同指向信用扩张的定向加速。若 8000 亿元新型政策性金融工具按 10-15 倍杠杆测算，可撬动约 10 万亿元量级的项目总投资，同时将带动银行配套贷款投放，对四季度社融数据形成一定支撑。

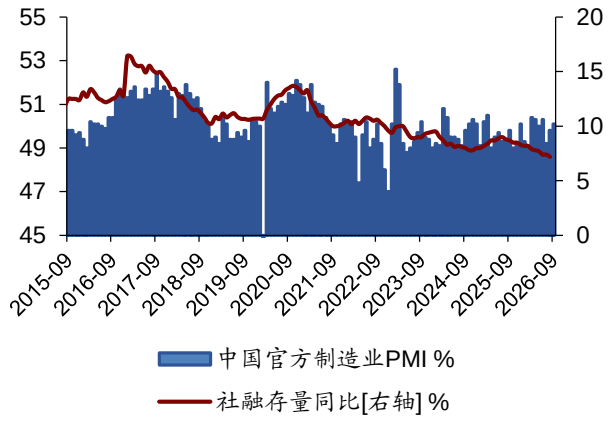
债市影响层面，长端或面临一定止盈压力，每调买机仍是较优策略。9 月中债整体表现强势，打破过去四年 9 月中债整体收跌的日历效应。9 月 29 日，市场利率对 PSL 利率调降预期明显抢跑，30 年期国债利率一度下破 2.10%。随着债券久期分位数的抬高，长债交易拥挤度明显攀升。“PSL 降息及房贷贴息”的落地驱动债市短期交易“sell the fact”，叠加 9 月官方制造业 PMI 超预期，止盈盘或驱动债市短期步入震荡调整期。但中期来看，我们认为债券慢牛的趋势已逐渐明朗，“每调买机”仍是最优策略。10Y 国债利率 1.70%与 30Y 国债利率 2.15%点位的安全垫较高，买盘承接力量或较强。

图9：政金债发行节奏



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：官方制造业 PMI 与社融存量同比



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

4. 风险提示

1. PSL 投放规模与节奏存在不确定性；

2. 新型政策性金融工具项目落地进度可能低于预期；

3. 海外货币政策超预期收紧对国内利率形成传导压力。

仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn