

宏观专题报告 20210818

MLF 之后，定向降息要来了吗？

2021 年 08 月 18 日

■ **MLF 的稳健续作兑现央行在货币政策报告中的“承诺”，除此之外还有什么值得期待？** 2021 年 8 月 6000 亿元 MLF 超预期的续作，背后重要的原因是政府净融资的加速，正好印证了央行 8 月 9 日发布的货币政策执行报告中“加强对财政收支、政府债券发行……等不确定性因素的监测分析，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性”的政策思路，7 月以来可以感受到央行落实政策的速度在加快，那么下一个值得关注的政策点在哪？7 月经济数据全面降温，8 月疫情不确定性仍存，尽快稳住信贷、降低实体经济融资成本可能是央行的当务之急，“**有序推动碳减排支持工具落地生效，向符合条件的金融机构提供低成本资金**”可能会加速提上日程。这对市场预期的降准和降息将产生影响。

■ **全球主要的碳减排支持工具主要有哪些选项？** 全球主要央行更倾向于使用资产端的工具，例如**设立特定的流动性操作工具；修改央行在操作接受的抵押品规则以及在资产购买 (QE) 中对于特定资产进行倾斜** (表 1)。中国央行已经采取的措施主要集中在抵押品规则的修改方面，例如 2018 年 6 月扩大 MLF 担保品范围，纳入符合条件的绿色债券和绿色贷款，此外还会定期颁布《绿色债券支持项目目录》。

■ **国外有何进展值得借鉴？** 在主要经济体里碳减排工具推进较快的要属欧洲央行和日本央行。欧元区一直走在全球绿色经济发展的前列，支持碳减排方面，欧央行主要可能从两个方向发力，一是在 QE 中更多购买减排企业的债券；另一个则是使用定向的“**Green TLTRO (绿色定向长期再融资操作)**”工具，鼓励信贷机构向减排业务倾斜。日本央行在 7 月议息会议上也公布了新型气候支持工具，将在 2021 年年内落地。

■ **日本：现有框架下的“小修小补”，借鉴意义有限。** 日本央行 7 月推出的气候支持工具是在原有公开市场操作基础上打的补丁，对我国的直接借鉴意义有限。**欧央行：Green TLTRO 具有参考意义。** 中国与欧洲的在金融体系和货币政策工具上存在较大相似性，欧洲在 TLTRO 上的经验至少有三点值得借鉴：1) 允许金融机构组团申请，照顾中小机构；2) 根据金融机构合格信贷的规模设置阶梯利率，提高激励；3) 根据金融机构相关合格信贷历史存量规模情况，来设置各机构工具使用的限额以及优惠利率的触发基准，更加公平地分配央行的流动性资源。

■ **我国即将落地的“绿色专项再贷款”将是传统再贷款和 TMLF 的结合体，具备新的特点：** 1) 在交易对象上会更加“开放”。新工具定向的是企业和向企业发放的贷款而不是金融机构，对于金融机构的要求可能更加类似于 TMLF；2) 在准入标准上可能更倚重于合格信贷的规模，更加注重金融机构符合《绿色债券支持项目目录》的信贷规模；3) 利率上可能对再贷款和企业端贷款利率都做出“优惠”要求，保证低资金成本传导至实体经济。4) 形式上可能会采取“直达实体经济”的模式。央行按一定比例购买合格贷款后委托放款行管理，由银行获得贷款收益并承担相应的信用风险。

■ **新工具带来的定向降息和流动性投放可能无法应对年内经济和市场的压力，降准和 LPR 降息依旧值得期待。** 我们预计乐观情形下年内新工具可能投放约 6500 亿元流动性，且结构上主要掌握在大行手中，无法应对第四季度的流动性偏紧的局面；而由于绿色贷款在整体贷款中占比偏低，定向降息对降低社会融资成本的效果可能有限，我们预计第四季度仍会降准一次，且不排除年内央行通过压缩加点调降 LPR 的可能性。

■ **风险提示：** 央行超预期提高绿色贷款的购买比例，导致市场宽松预期升温；疫情持续发酵导致全球经济陷入二次衰退，政策重回宽松和刺激。

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《宏观点评 20210816：7 月经济数据是“假摔”还是“真跌”？》2021-08-16
- 2、《宏观点评 20210815：从北京到南京，历数各省局部疫情的经济影响》2021-08-15
- 3、《宏观点评 20210811：4 万亿美元的拜登基建法案离落地还有多远？》2021-08-11
- 4、《宏观点评 20210810：以史为鉴，下半年财政发力的空间有多大？》2021-08-10
- 5、《宏观点评 20210809：PPI 回升和核心 CPI 跳升谁更值得担心？》2021-08-09

内容目录

1. 海外镜鉴，全球碳减排支持政策发展如何？	3
2. 我国碳减排支持工具会如何落地？	9
3. 新工具落地对年内降准和降息有何影响？	11
4. 风险提示	13

图表目录

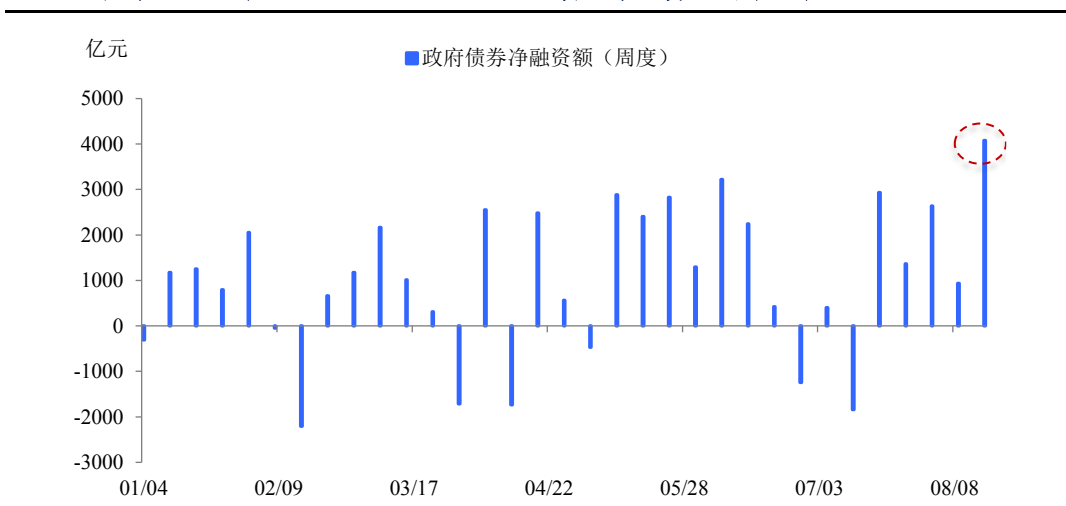
图 1: 本周（2021 年 8 月 16 日至 20 日）政府债券净融资量创年内最大.....	3
图 2: 日本新型气候工具的基本奖励机制.....	6
图 3: 中国和欧元区在货币政策工具存在相似性.....	7
图 4: 2020 年末我国绿色贷款中大行占比遥遥领先.....	9
图 5: 新工具可能采取的“直达实体”模式.....	9
图 6: 我国绿色贷款余额和同比增速.....	12
图 7: 绿色贷款占各项贷款的比例.....	12
图 8: 宽松政策向贷款利率的传导效率越来越低.....	12

表 1: 全球央行主要的气候相关工具选项（资产端）	4
表 2: MLF 工具的主要信息	5
表 3: 日本央行新型气候支持工具的主要信息.....	6
表 4: 欧元区 TLTRO 和 Green TLTRO	8
表 5: 再贷款工具的交易对象往往较为局限.....	10
表 6: 即将到来的新工具 VS TMLF	11

MLF 续作量超预期，降准“细水长流”。2021年8月MLF续作6000亿元，相较于7000亿元的到期量仅缩量1000亿元，略超市场预期。从原因上看，本周政府净融资的加速是重要原因(图1)。不过从降准置换MLF的角度，MLF超预期的投放，可能反映了央行希望充分利用7月降准释放的流动性，通过减少每次置换的规模放缓节奏，推迟下一次降准(或采取其他类似宽松政策)的时点。

MLF 的稳健续作兑现央行在货币政策报告中的“承诺”，除此之外还有什么值得期待？6000亿元MLF的续作正好印证了央行8月9日发布的货币政策执行报告中“加强对财政收支、政府债券发行……等不确定性因素的监测分析，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性”的政策思路，近期可以感受到央行落实政策的速度在加快，那么下一个值得关注的政策点在哪？7月经济数据全面降温，8月疫情不确定性仍存，尽快稳住信贷、降低实体经济融资成本可能是央行的当务之急，“**有序推动碳减排支持工具落地生效，向符合条件的金融机构提供低成本资金**”可能会加速提上日程，这对市场预期的降准和降息又会有怎样的影响？

图1: 本周(2021年8月16日至20日)政府债券净融资量创年内最大



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1. 海外镜鉴，全球碳减排支持政策发展如何？

从全球货币政策来看，主要的碳减排支持工具主要有哪些选项？全球主要央行更倾向于使用资产端的工具来主动应对气候变化的风险，例如设立特定的流动性操作工具；修改央行在操作接受的抵押品规则以及在资产购买(QE)中对于特定资产进行倾斜(表1)。中国央行已经采取的措施主要集中在抵押品规则的修改方面，例如2018年6月扩大MLF担保品范围，纳入符合条件的绿色债券和绿色贷款，此外还会定期颁布《绿色债券支持项目目录》(表2)。

表 1: 全球央行主要的气候相关工具选项 (资产端)

工具	主要内容	中国的情况
流动性操作		
1. 支持碳减排信贷的工具	1) 设立支持金融机构支持碳减排信贷投放的工具; 2) 工具的利率根据金融机构符合条件的碳减排信贷规模进行设定。	尚无
2. 支持碳减排相关抵押品的工具	1) 给予使用更多“低碳”资产作为抵押品的金融机构更优惠的利率; 或者 2) 设定专门的操作工具 (利率优惠), 仅针对低碳资产抵押品	尚无
3. 支持碳减排合格对手方的工具	设置专门的操作工具和准入门槛, 后者主要取决于金融机构的气候信息披露或低碳投资规模	尚无
抵押品规则		
4. 调整折算率	针对符合条件的低碳资产提供更优惠的折算率 (haircuts): 同样价值的抵押品可以获得更多资金	尚无
5. “负面清单”	根据发行主体的气候风险、债券工具的碳排放表现, 排除不合格的抵押资产	尚无
6. 正面筛选	接受合格的碳减排相关抵押品, 鼓励金融机构和资本市场支持相关业务, 可以通过调整合格标准, 适当提高风险容忍度等手段	《绿色债券支持项目目录》; MLF 抵押品扩容
7. 调整合格抵押品标准	要求金融机构的抵押品需要符合一定的碳减排标准	尚无
资产购买		
8. 购买倾斜支持	资产购买对支持碳减排, 气候风险小的发行主体和资产倾斜	尚无
9. “负面清单”	将不符合气候标准的发行主体、资产剔除出购买清单	尚无

注:

1. 上述表格中的“金融机构”是宽泛和简便的说法, 严格讲应该是货币政策“符合条件的对手方”。
2. 央行也可以通过负债端的工具对碳减排进行支持, 比如使用差别准备金率, 但这些工具不是主流。

数据来源: ECB, BOJ, 东吴证券研究所整理

表 2: MLF 工具的主要信息

要点	主要内容
交易对手	主要针对商业银行、政策性银行
抵押品	1) 国债、央行票据、国开行及政策性金融债、地方政府债券、AAA 级公司信用类债券等 2) 不低于 AA 级的小微、绿色和“三农”金融债券; 3) AA+、AA 级公司信用类债券 (优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券); 4) 优质的小微企业贷款和绿色贷款。
期限	主要是 1 年, 但 2016 年至 2017 年也出现过 3 个月和 6 个月的操作

数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所整理

国外有何进展值得借鉴? 在主要经济体里碳减排支持工具推进较快的要属欧洲央行和日本央行。欧元区一直走在全球绿色经济发展的前列, 支持碳减排方面, 欧央行主要可能从两个方向发力, 一是在 QE 中更多购买减排企业的债券; 另一个则是使用定向的“Green TLTRO (绿色定向长期再融资操作)”工具, 鼓励信贷机构向绿色业务倾斜。日本央行在 2021 年 7 月议息会议上也公布了新型气候支持工具, 将在今年年内落地:

日本: 现有框架下的“小修小补”, 借鉴意义有限。 日本央行 7 月推出的气候支持工具是在原有公开市场操作基础上打的补丁(表 3), 对我国的直接借鉴意义有限, 但是有两个特点值得注意, 这种制度设置很可能导致金融机构在推进减排业务时积极性不足:

- 合格的参与者较为局限, 需要同时具备公开市场操作和气候相关业务两项资格, 这将不少中小金融机构排除在外;
- 政策优惠并不直接, 而是通过间接提高金融机构在央行的存款利率(图 2)。

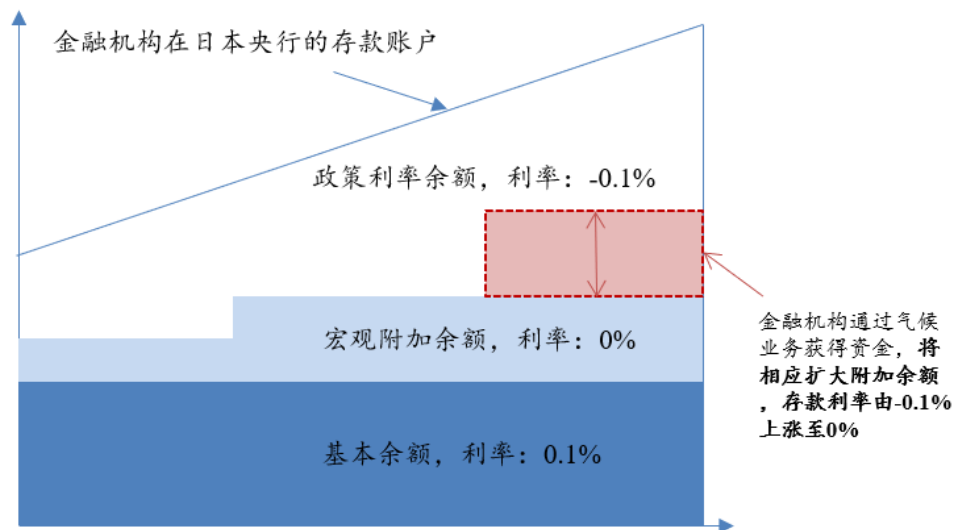
表 3: 日本央行新型气候支持工具的主要信息

要点	主要内容
交易对手	1) 属于公开市场操作的合格对手方且; 2) 金融机构需要披露在气候变化方面的业务信息, 包括气候变化相关的贷款和投资。
合格的投资和债券 (用于计算机构的工作 量)	1) 绿色贷款和债券; 2) 有助于气候变化的、可持续性业务的贷款和债券; 3) 转型金融业务 (transition finance)。
抵押品	一般抵押品, 无特殊要求
利率	1) 资金利率为 0%; 2) 作为奖励, 提高相应金融机构在日本央行设立的现金账户中宏观附加余额 (这样会减少负利率账户的余额, 变相降低融资成本, 见图 2)
期限	1 年, 可以在该项目期限内无限滚动续作
项目的起止时间	1) 启动时间: 2021 年年内 2) 结束时间: 2031 年 3 月 (2030 年财年结束时)

注: 截至 2021 年 8 月日本央行基准利率为负。

数据来源: BOJ, 东吴证券研究所

图 2: 日本新型气候工具的基本奖励机制

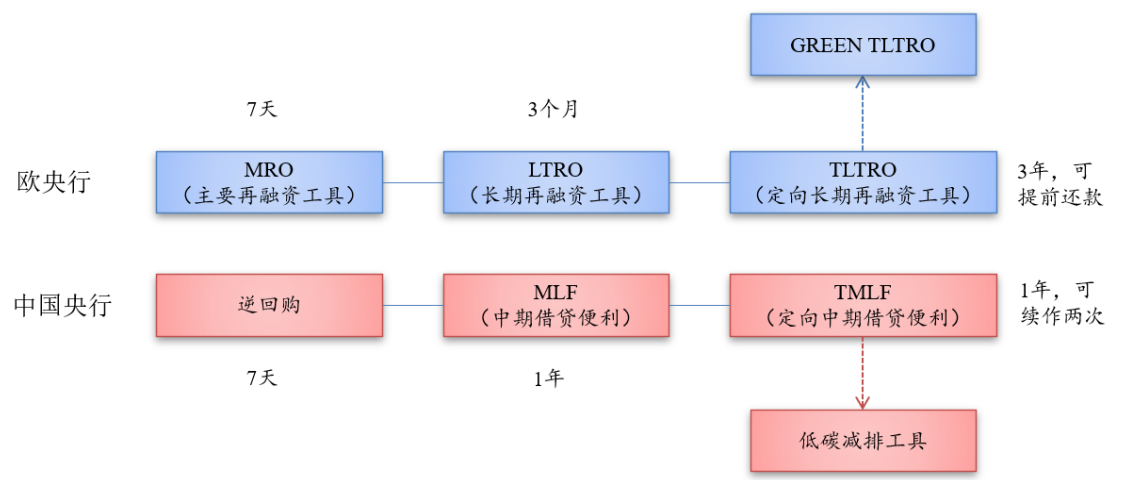


数据来源: BOJ, 东吴证券研究所

欧央行：Green TLTRO 具有参考意义。中国与欧洲在金融体系（以银行为代表的间接融资占据重要地位）和货币政策工具设置上存在诸多相似之处（图 3），因此我国对于碳减排支持工具的设计可以借鉴欧洲经验。尽管 Green TLTRO 尚处于讨论阶段，可以参考现存 TLTRO（定向长期再融资操作）的机制设计（表 4），至少有三点是值得借鉴：

- 允许机构组团使用工具，这样可以照顾中小金融机构的需求。
- 根据金融机构碳减排相关信贷的规模，设置阶梯利率，将利率和贷款规模挂钩，提高对于金融机构的激励。
- 根据金融机构碳减排相关信贷历史存量规模情况，来设置各机构工具使用的限额以及优惠利率的触发基准，这样可以更加公平地分配央行的流动性资源。

图 3：中国和欧元区在货币政策工具存在相似性



注：上图中标明的时间是各个工具典型的期限。
 数据来源：ECB，中国人民银行，东吴证券研究所绘制

表 4: 欧元区 TLTRO 和 Green TLTRO

要点	TLTRO III	Green TLTRO
交易对手	1) 单一机构参加: 属于公开市场操作的对手方; 2) 组团参加: 领导机构属于公开市场操作的对手方。	(同上)
合格的信贷	1) 对非金融企业和家庭的贷款 2) 不包含房地产贷款	碳减排相关贷款, 也可能包括相关债券
抵押品	一般抵押品, 无特殊要求	(同上)
利率	1) 根据相关机构或银团过去某一时点的存量合格信贷来设置 基准(净)借贷水平 ; 2) 实施阶梯型利率体系 : a) 合格贷款规模低于基准, 利率=MRO 利率 b) 合格贷款规模高于基准, 利率低于 a), 最低可达 deposit facility 利率, 具体水平根据高于基准的程度决定。	根据相关机构的碳减排相关贷款的落地情况, 实施梯形利率体系
限额	根据相关机构或银团过去某一时点的存量合格信贷来设置 可以向央行借贷的最大额度	需要根据过去的存量合格贷款设置机构最大借贷额度, 这样可以尽量避免某些银行的先发优势, 保持公平性
期限	3 年, 可以在规定时间点提前还款	3 年, 可在特定时间提前还款, 可续作
项目起止时间	从 2019 年 9 月起至 2021 年 3 月, 每个季末月实施, 一共实施 7 轮	根据欧盟的碳排放减排规划时间

注:

1. 上图中我们使用的是 2019 年 9 月欧央行对于第三轮 TLTRO 工具的机制设计, 暂不考虑疫情期间欧央行额外的修改和补充;
2. MRO, 主要再融资利率(7 天)是欧央行基准政策利率。deposit facility(隔夜存款便利)利率是欧央行利率走廊的下轨, 2019 年 9 月时两者的水平分别为 0%和-0.5%。

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_25265

