

# 五问碳减排支持工具，对大类资产有何影响？

报告日期：2021-11-09

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

## 相关报告

1.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_转型、回归与再平衡——2022 年宏观经济展望》2021-11-01

## 主要观点：

### ● 什么是碳减排支持工具？本次落地是否超预期？

11月8日央行公布创设碳减排支持工具，精准直达支持碳减排相关领域发展。总体模式为“先贷后借”：即1) 金融机构向碳减排重点领域企业提供低息贷款，利率与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平。2) 碳减排支持工具发放对象暂定为全国性金融机构，对金融机构向企业发放的碳减排贷款，按贷款本金的60%提供资金支持，利率为1.75%，期限1年，可展期2次，需提供质押品。总体来说，本次碳减排支持工具并未大幅超预期，央行1月即提出“增加碳减排的优惠贷款投放”，5月指出“研究推出央行碳减排支持工具”，7月31日央行下半年工作会议指出“推动碳减排支持工具落地生效”，10月15日央行发布会指出“以稳步有序的方式推动碳减排支持工具落地生效”，而对于碳减排工具发放贷款的优惠性和直达性，央行前期也向市场进行了充分沟通。整体并未大幅超预期。

### ● 与以往结构性支持工具相比有何异同？

1) 与定向中期借贷便利（TMLF）相比，碳减排工具期限相同（期限1年，可续做两次，即实际期限3年），利率更低（TMLF创设时为2018年12月，利率3.15%，较同期MLF利率低15个基点；现在为2.95%，等同于MLF利率；碳减排支持工具央行向金融机构提供贷款利率为1.75%），覆盖范围有差异（TMLF为股份制银行和大型城商行；碳减排支持工具为全国性金融机构），支持方向有区别（TMLF为小微民营企业；碳减排支持工具为清洁能源、节能环保、碳减排技术领域）。

2) 与疫情期间的专项再贷款相比，专项再贷款期限1年、利率为1年期LPR减250基点，金融机构向相关企业提供的贷款利率上限为1年期LPR减100基点，覆盖范围为9家全国性银行和疫情防控重点地区法人银行，也采取“先贷后借”模式。因此与当时再贷款政策的利率相比，本次碳减排工具利率更高。

3) 与疫情期间的两项直达工具相比，相似之处在于用再贷款、“先贷后借”等方式，向特定企业提供优惠资金。总体来看，本次碳减排支持工具与近年来的结构性工具相比，具备直达性、常规性等特点，利率高于疫情期间再贷款工具，但是低于TMLF。

### ● 碳减排支持工具落地对经济、利率、信用有何影响？

1) 对经济-重点支持新能源等行业：主要集中在绿色转型领域，包括清洁能源（风电、各类新能源、储能、智能电网等）、节能环保（电力改造）和碳减排技术（碳捕集、封存与利用）三个领域。特点上：一是“小而精”，即支持处于发展起步阶段，空间较大的行业；二是“做加法”，采用增量资金支持绿色低碳转型。

2) 对利率-定向降息：从效果看，碳减排工具能够起到“定向降息”的作用。截至2021年二季度，金融机构贷款加权平均利率为4.93%，其中一般贷款利率为5.2%；截至2021年9月，普惠小微企业贷款利率4.89%。本次碳减排支持工具贷款利率持平LPR（截至2021年10月，1年期LPR利率为3.85%，5年期LPR利率为4.65%），基本低于前述各项利率。

3) 宽信用：央行未披露具体可释放的资金总量，由于碳减排领域涉及的企业众多，较难估计，我们从两个维度侧面推演：一是测算2018年来绿色贷款余额占全部贷款比重在6%-8%之间，且占比逐渐提升。展望未来，我们可假设新增信贷中有8%左右的贷款可能与碳减排有关，可享受低息贷款；二是截至2021年9月，近一年来绿色贷款新增3.2万亿，假设碳减排相关领域贷款与此持平，那么未来一年可享受低息贷款的碳减排资金约为3万亿以上，其中1.8万亿以上（3\*60%）可享受央行的1.75%优惠再贷款，从而可以降低银行负债端成本，且可能替代一部分MLF需求，并通过负债端传导至资产端，降低贷款利率，对中长期信用偏正面支持。

### ● 还会再降准降息吗？

尽管11-12月MLF到期量接近2万亿，资金需求量大，但碳减排支持工具的出台可以起到定向降息的作用，缓解银行等金融机构的资金压力，再考虑近期央行频繁释放1000亿7天逆回购，11月以来DR007等资金利率稳定在7天逆回购利率之下，预计四季度降准预期降温，央行将灵活运用MLF、OMO等方式维持流动性平稳，并运用3000亿元支小再贷款、碳减排支持工具进行结构性降成本，精准加大对小微企业、绿色、科技、新经济等重点领域的支持力度。此外，把握好房地产调控力度，在“房住不炒”基调下进行边际调整。

### ● 以史为鉴，对大类资产的可能影响？

16年以来4次MLF降息后，债市往往走强而股市表现不佳，债券相较于权益市场对降息有一定price in，表现为降息前一周债券收益率提前下跌、在降息落地后下探力度有所回收。不过，这一规律在2020年4月降息时表现不显著。特殊工具落地通常更利好股市，而利空债市，上证综指在其后一个月、后三个月平均收益率为4.3%和13.5%，债市在除TMLF实施时其余两次均大跌。与历史相比，本次碳减排工具落地预期更加充分，因此对市场的短期影响预计有限。性质上看可能更偏“特殊工具”落地，我们倾向于认为更加类似历史上TMLF、央行两项直达工具等政策落地的影响。

### ● 风险提示

碳减排进展不及预期，政策实施力度不及预期。

图表 1 央行碳减排工具相关表述梳理

| 时间         | 文件/会议                                              | 内容                                                                                                                                                                           |
|------------|----------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2020/10/21 | 坚持稳健的货币政策 坚定支持保市场主体稳就业——中国人民银行行长易纲在 2020 金融街论坛上的讲话 | 习近平总书记在 9 月 22 日联合国大会上指出，“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 <b>2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和</b> ”。                                                                       |
| 2020/12/25 | 中国人民银行货币政策委员会 2020 年第四季度例会                         | 构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善金融支持创新体系，围绕创新链和产业链打造资金链， <b>形成金融、科技和产业良性循环和三角互动，引导金融机构增加制造业中长期贷款</b> ，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。                          |
| 2021/1/6   | 2021 中国人民银行工作会议 召开                                 | <b>落实碳达峰碳中和重大决策部署，完善绿色金融政策框架和激励机制。</b> 做好政策设计和规划，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，增强金融体系管理气候变化相关风险的能力，推动建设碳排放权交易市场为排碳合理定价。逐步健全绿色金融标准体系，明确金融机构监管和信息披露要求，建立政策激励约束体系，完善绿色金融产品和市场体系，持续推进绿色金融国际合作。 |
| 2021/1/8   | 货币政策要“稳”字当头 持续激发市场主体活力——中国人民银行行长易纲谈 2021 年金融热点问题   | <b>发挥好金融支持绿色发展的三大功能</b> ，不断完善绿色金融产品和市场体系，发展绿色信贷、绿色债券、绿色基金等产品， <b>建设碳市场，发展碳期货</b> 。                                                                                           |
| 2021/1/6   | 2021 中国人民银行工作会议 召开                                 | <b>落实碳达峰碳中和重大决策部署，完善绿色金融政策框架和激励机制。</b>                                                                                                                                       |
| 2021/2/8   | 2020 年第四季度中国货币政策执行报告                               | <b>继续运用普惠性再贷款、再贴现政策，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持。落实碳达峰、碳中和重大决策部署</b> ，做好政策设计和规划，建立政策激励约束体系，引导金融资源向绿色发展领域倾斜。                                                                        |
| 2021/3/25  | 中国人民银行第一季度货币政策委员会召开 2021 第一季度例会                    | 构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善金融支持创新体系，围绕创新链和产业链打造资金链， <b>形成金融、科技和产业良性循环和三角互动，引导金融机构增加制造业中长期贷款</b> ，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，支持区域协调发展，以 <b>促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系</b> 。        |
| 2021/5/11  | 2021 年第一季度中国货币政策执行报告                               | <b>研究推出央行碳减排支持工具，支持符合条件的金融机构为具有显著碳减排效益的项目提供优惠利率融资，按照市场化原则支持绿色低碳发展，推动实现碳达峰、碳中和目标。</b>                                                                                         |
| 2021/6/10  | 易纲行长在第十三届陆家嘴论坛上的欢迎辞和主题演讲                           | <b>扎实推动绿色金融发展。</b> 实现碳达峰、碳中和目标，是党中央作出的重大战略决策。人民银行积极运用结构性货币政策等工具，多措并举助力经济的绿色转型和碳达峰、碳中和目标的实现。                                                                                  |
| 2021/6/10  | 加快构建新发展格局 努力防止金融风险再次蔓延——郭                          | <b>发展绿色金融，为确保如期实现碳达峰碳中和目标提供有力金融支撑。</b>                                                                                                                                       |

|            |                                          |                                                                                                                                                                                                            |
|------------|------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|            | 树清书记在 2021 年陆家嘴论坛上的发言                    |                                                                                                                                                                                                            |
| 2021/6/10  | 关于金融支持碳达峰、碳中和的几点认识——刘桂平副行长在第十三届陆家嘴论坛上的演讲 | 人民银行一直高度重视绿色金融发展。经过多年探索，确立了“三大功能”“五大支柱”的绿色金融发展思路，即：充分发挥金融支持绿色低碳发展的资源配置、风险管理和市场定价三大功能，探索形成了绿色金融体系“五大支柱”——绿色金融标准体系、金融机构监管和信息披露要求、激励约束机制、绿色金融产品和服务体系、绿色金融国际合作。这“三大功能”“五大支柱”是金融部门有力支持“碳达峰、碳中和”的着力点。            |
| 2021/6/28  | 中国人民银行货币政策委员会召开 2021 年第二季度例会             | 研究设立碳减排支持工具，以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。                                                                                                                                                                       |
| 2021/7/31  | 人民银行召开 2021 年下半年工作会议                     | 整体协同、加快完善绿色金融体系。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，引导金融机构为具有显著减排效应重点领域提供优惠利率融资。扎实推进碳排放信息披露和绿色金融评价。加强气候风险管理，有序开展气候风险压力测试。加强对绿色金融重点问题调查研究。                                                                      |
| 2021/8/9   | 2021 年第二季度中国货币政策执行报告                     | 继续落实和发挥好结构性货币政策工具的牵引带动作用，运用好碳减排支持工具推动绿色低碳发展。<br>构建金融有效支持实体经济的体制机制。完善碳中和金融债管理制度，推动碳中和金融债从严规范发展。严格控制高耗能高排放项目信贷规模，推动“两高”项目绿色转型升级。                                                                             |
| 2021/9/7   | 国务院政策国务院政策例行吹风会“支持中小微企业发展工作情况”           | 人民银行将设立碳减排支持工具，引导金融精准加大对中小微企业、绿色发展、科技创新等重点领域和薄弱环节的支持力度。                                                                                                                                                    |
| 2021/9/27  | 中国人民银行货币政策委员会召开 2021 年第三季度例会             | 构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善金融支持创新体系，引导金融机构增加制造业中长期贷款，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，有序推动碳减排支持工具落地生效，以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。                       |
| 2021/10/15 | 2021 年第三季度金融统计数据新闻发布会                    | 人民银行提供低成本资金，支持金融机构为具有显著碳减排效应的重点项目提供优惠利率融资，为保证精准性，碳减排支持工具支持清洁能源、节能环保、碳减排技术三个重点领域；需要强调的是，碳减排支持工具对碳减排重点领域的支持是“做加法”，支持清洁能源等重点领域的投资和建设，从而增加能源总体供给能力，不是“做减法”。                                                    |
| 2021/11/8  | 人民银行推出碳减排支持工具                            | 人民银行通过碳减排支持工具向金融机构提供低成本资金，引导金融机构在自主决策、自担风险的前提下，向碳减排重点领域内的各类企业一视同仁提供碳减排贷款，贷款利率应与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平。碳减排支持工具发放对象暂定为全国性金融机构，人民银行通过“先贷后借”的直达机制，对金融机构向碳减排重点领域内相关企业发放的符合条件的碳减排贷款，按贷款本金的 60% 提供资金支持，利率为 1.75%。 |

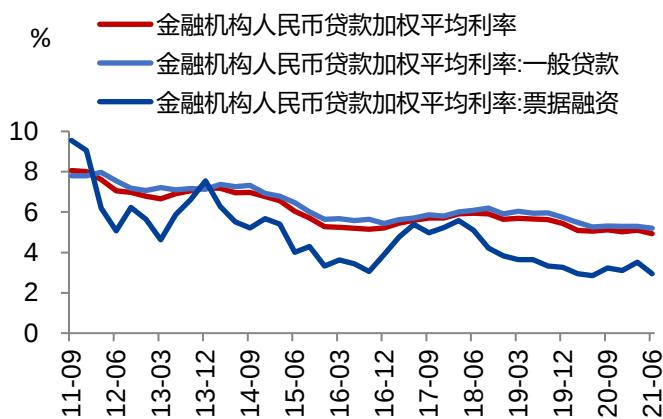
资料来源：央行，华安证券研究所

图表 2 央行部分结构性货币政策工具对比

| 央行创新调控  | MLF                                                      | TMLF                                                  | 小微企业直达工具                                                                    |                                                                 |                                                                                       |
|---------|----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 工具名称    | 中期借贷便利                                                   | 定向中期借贷便利                                              | 碳减排支持工具                                                                     | 延期还本付息                                                          | 再贷款专用额度购买                                                                             |
| 期限      | 2014 年 9 月创设，期限一般为 3 个月-1 年                              | 2018 年 12 月创设，期限为 1 年，但可以续做两次，实际期限达 3 年               | 2021 年 11 月创设，期限 1 年，可展期 2 次。                                               | 2020 年 6 月创设，阶段性延期还本付息安排，最长可延至 2021 年 3 月 31 日                  | 2020 年 6 月创设                                                                          |
| 交易方式/成本 | 提供中期基础货币，发放方式为质押方式，并需提供国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券作为合格质押品 | 较 MLF 利率优惠 15 个基点，创设时为 3.15%                          | 对金融机构向碳减排重点领域内相关企业发放的符合条件的碳减排贷款，按贷款本金的 60%提供资金支持，利率为 1.75%                  | 根据企业申请，给予一定期限的延期还本付息安排，并免收罚息。并对地方法人银行给予其办理的延期还本普惠小微贷款本金的 1%作为激励 | 通过创新货币政策工具使用 4000 亿元再贷款专用额度，购买符合条件的地方法人银行 2020 年 3 月 1 日至 12 月 31 日期间新发放普惠小微信用贷款的 40% |
| 操作对象    | 符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行，可通过招标方式开展                          | 支持实体经济力度大、符合宏观审慎要求的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行，可向人民银行提出申请 | 暂定为全国性金融机构                                                                  | 银行业金融机构                                                         | 符合条件的地方法人银行                                                                           |
| 作用      | 中期流动性管理工具，可稳定市场预期，加大对小微企业和“三农”等重点领域的支持                   | 向小微企业、民营企业提供长期稳定资金来源                                  | 引导金融机构在自主决策、自担风险的前提下，向碳减排重点领域内的各类企业一视同仁提供碳减排贷款，贷款利率应与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平 | 利于银行业金融机构增加小微企业信用贷款和无还本续贷，稳定小微企业融资性现金流                          | 促进银行加大小微企业信用贷款投放，支持更多小微企业获得免抵押担保的信用贷款支持，提高小微企业贷款可获得性，进一步降低小微企业综合融资成本                  |

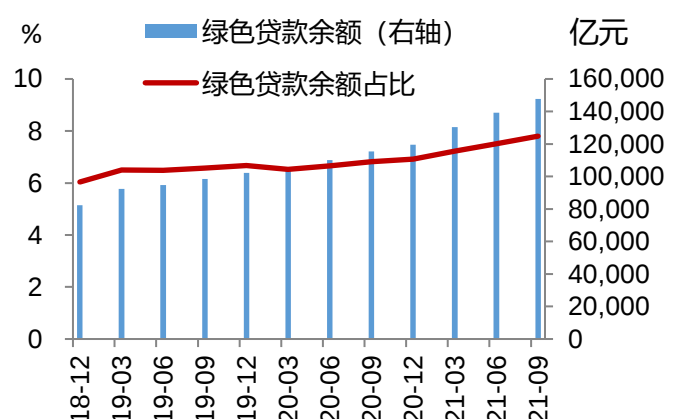
资料来源：央行，华安证券研究所

图表 3 金融机构贷款加权平均利率情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 金融机构绿色贷款情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 MLF 调整对股债的影响

| MLF 调整时间   | 调整方向 | 观察期  | 上证综指<br>涨跌幅<br>(%) | 沪深 300<br>涨跌幅<br>(%) | 创业板指数<br>涨跌幅 (%) | 10Y 国债<br>收益率<br>(BP) | 10Y 国开债<br>收益率<br>(BP) |
|------------|------|------|--------------------|----------------------|------------------|-----------------------|------------------------|
| 2016-02-19 | 降息   | 前一周  | 3.49               | 2.96                 | 5.44             | -2.84                 | -1.63                  |
|            |      | 后一周  | -3.25              | -3.39                | -8.87            | 3.00                  | 2.83                   |
|            |      | 后一个月 | 5.55               | 6.48                 | 0.72             | 0.54                  | 2.73                   |
|            |      | 后三个月 | -1.86              | 0.36                 | -7.85            | 13.49                 | 22.55                  |
| 2017-01-24 | 加息   | 前一周  | 1.09               | 1.15                 | -0.36            | 1.45                  | 7.45                   |
|            |      | 后一周  | -0.08              | 0.00                 | 0.84             | 13.77                 | 17.27                  |
|            |      | 后一个月 | 3.46               | 3.24                 | 3.48             | -1.23                 | 16.20                  |
|            |      | 后三个月 | -0.41              | 1.99                 | -2.76            | 21.54                 | 31.20                  |
| 2017-03-16 | 加息   | 前一周  | 1.62               | 1.59                 | 0.65             | -10.54                | -12.94                 |
|            |      | 后一周  | -0.62              | -0.56                | -0.93            | -0.63                 | 1.52                   |
|            |      | 后一个月 | -1.43              | -0.04                | -5.01            | 10.63                 | 3.73                   |
|            |      | 后三个月 | -4.23              | 1.55                 | -8.95            | 22.57                 | 13.55                  |
| 2017-12-14 | 加息   | 前一周  | 0.62               | 1.39                 | 0.98             | 1.77                  | 8.95                   |
|            |      | 后一周  | 0.23               | 1.04                 | -0.26            | -0.99                 | 0.31                   |
|            |      | 后一个月 | 3.59               | 4.94                 | -3.44            | 5.46                  | 22.04                  |
|            |      | 后三个月 | -0.03              | 1.17                 | 2.62             | -6.91                 | 1.96                   |
| 2018-04-17 | 加息   | 前一周  | -3.87              | -4.55                | -2.82            | -6.47                 | -3.48                  |
|            |      | 后一周  | 2.03               | 2.53                 | 1.30             | -6.57                 | -18.51                 |
|            |      | 后一个月 | 2.85               | 3.08                 | 2.66             | 6.08                  | 1.86                   |
|            |      | 后三个月 | -8.24              | -7.38                | -9.35            | -17.04                | -43.85                 |
| 2019-11-05 | 降息   | 前一周  | 1.27               | 2.37                 | 1.58             | -5.75                 | -3.74                  |
|            |      | 后一周  | -2.57              | -2.48                | -2.44            | 0.96                  | -0.74                  |
|            |      | 后一个月 | -3.08              | -3.08                | -0.20            | -6.78                 | -10.04                 |
|            |      | 后三个月 | -8.19              | -7.86                | 4.81             | -42.23                | -44.90                 |
| 2020-02-17 | 降息   | 前一周  | 3.22               | 4.12                 | 5.09             | 10.56                 | 8.21                   |
|            |      | 后一周  | 1.60               | 1.36                 | 5.49             | -8.08                 | -5.36                  |

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\\_29092](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29092)

