

2021年11月08日

## 碳减排支持工具如何破局滞胀？

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

- **类滞胀和供给约束下，结构性工具的破局。**2021年第三季度以来中国经济“类滞胀”的特征越来越明显，PPI屡创年内新高，GDP增速却在三大“逆风”（疫情反复、能耗双控和地产降温）中超预期放缓。供给约束尤其是能源端的紧张是背后的重要“推手”。**碳减排支持工具的推出正是着眼于“滞”和“胀”的破局，更加强调供给侧因素：**
- **通过“定向降息+定向信贷支持”来稳信用和稳经济。**本次推出的碳减排支持工具利率设定为1.75%，期限为1年，可展期2次。较1年期支小和支农再贷款利率低50bp；全国性金融机构使用该工具向符合条件的企业提供碳减排贷款，贷款利率与同期限LPR持平（1年期为3.85%，5年期为4.65%），同样低于支农支小再贷款（表1），也低于第三季度金融机构人民币贷款加权平均利率。通过“直达实体经济”的模式，通过约1.67倍杠杆撬动信贷资金支持实体经济（图1）。
- **可能更重要的转变是，结构性货币政策工具更加注重在供给端“做加法”，缓解通胀压力。**通过支持清洁能源等重点领域的投资和建设，能够增加能源的总体供给能力，从供给端支持国家能源保供和绿色低碳转型，缓解能源局部短缺带来的通胀压力。
- **从流动性和信用角度来看，碳减排支持工具可能既是补充流动性的重要工具，也是稳信用的重要援军。**
- **从流动性角度看，需要关注碳减排支持工具是否能适用于存量合格绿色贷款。**如果可以，本次碳减排工具推出释放的流动性可能不少于一次降准。粗略地匡算，假设第四季度主要金融机构绿色贷款余额同比增速继续加速至29%，考虑不同存量贷款起始点的情况，以大型银行作为全国性金融机构的近似（图2），如果允许2021年以来新增绿色贷款纳入工具操作，则今年年内释放的资金可能超过1万亿元，从量上看将不亚于降准0.5个百分点（7月降准0.5个百分点约释放流动性1万亿元）（表2）。
- **从稳信用的角度，绿色贷款的占比较小，高增速可能稳定信用的关键。**尽管增速较快，但截至2021年第三季度末，主要金融机构绿色贷款余额占整体人民币信贷的比例仅为8%左右，稳信用可能主要来自于绿色信贷的高增速，第三季度同比增速为28%，据测算，第四季度绿色贷款同比增速较第三季度每提高1%，将拉动人民币信贷同比增速提高0.07个百分点（图3和4）。
- **展望后市，碳排放支持工具的推出可能意味着年内降准和降息概率大大下降，同时也指明了未来政策出台的方向，更加强调供给侧，更加强调结构性和精准性。**从市场和经济影响来看，关注后续碳减排工具的实施细则，尤其是对于符合条件贷款的界定，这可能关系到释放流动性的规模，进而影响月末和年末的流动性环境以及人民币升值压力的缓解。而鉴于房地产在信用扩张中的重要地位，在稳信用方面可能还需其他政策的支持，例如更加积极的财政政策，更多支持碳减排和改善供给的基建投资。
- **风险提示：**疫情扩散超预期，国内外政策超预期

- 1、《宏观周报 20211107：“类滞胀”交易：中美金融市场有何不同？》2021-11-07
- 2、《宏观月报 20211107：我国对美出口为何持续强劲？》2021-11-07
- 3、《宏观月报 20211105：Taper后第一份非农数据的四大信号》2021-11-05
- 4、《宏观月报 20211103：Taper落地后，加息还有多远？》2021-11-03
- 5、《宏观月报 20211103：政策保持谨慎，经济下行压力还有多大？》2021-11-03

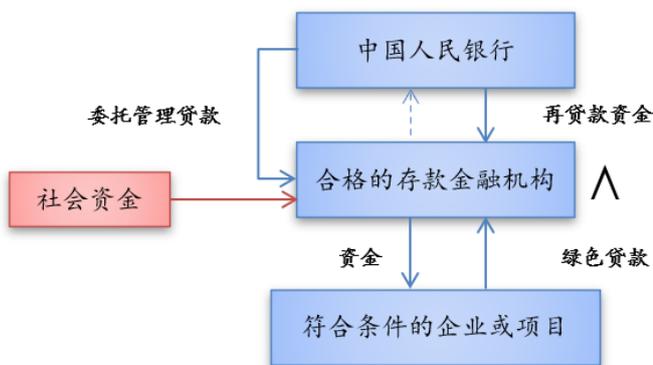
表 1: 央行再贷款工具的利率水平: 定向降息

时间	工具	3 个月	6 个月	1 年	发放贷款利率
2020 年 7 月	支农再贷款	1.95%	2.15%	2.25%	5.5% 左右
	支小再贷款	1.95%	2.15%	2.25%	5.5% 左右
2021 年 9 月	支小再贷款			2.25%	5.5% 左右
2021 年 11 月	碳减排支持工具			1.75%	同期限 LPR 利率 (1 年期 3.85%, 5 年期 4.65%)

注: 2021 年 9 月的再贷款并未明确说明该工具的期限, 我们判断可能是 1 年期。

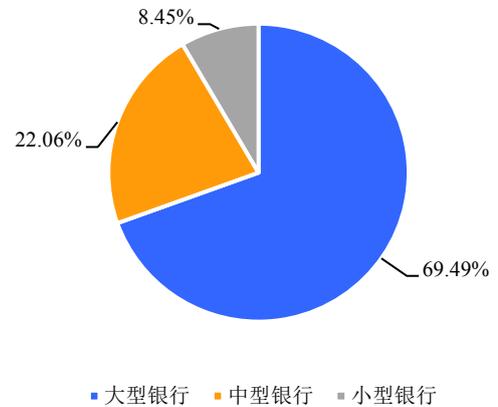
数据来源: 中国政府网, 中国人民银行, 东吴证券研究所

图 1: 碳减排支持工具采取了“直达实体”的模式



数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所绘制

图 2: 2020 年末绿色贷款余额的机构占比



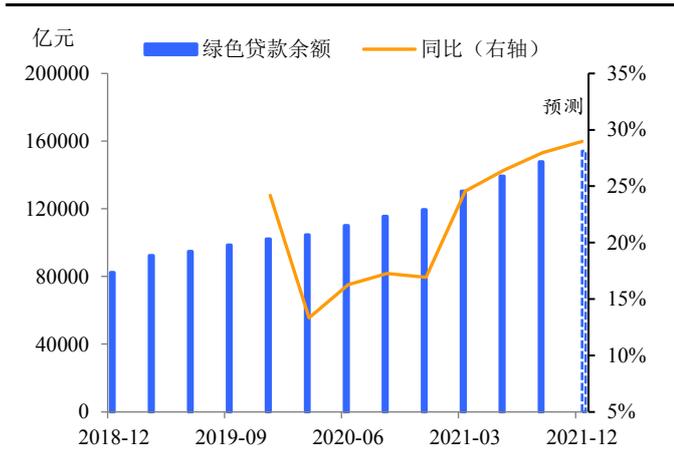
数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所

表 2: 不同情境下碳减排支持工具可能释放的流动性规模

	符合条件的绿色贷款 (亿元)	大型银行占比	可获得的流动性 (亿元)
2021 年 9 月以来的新增量	6313.6	69.49%	2632.399
2021 年 6 月以来新增量	14913.6	69.49%	6218.083
2021 年以来的新增量	34613.6	69.49%	14431.8

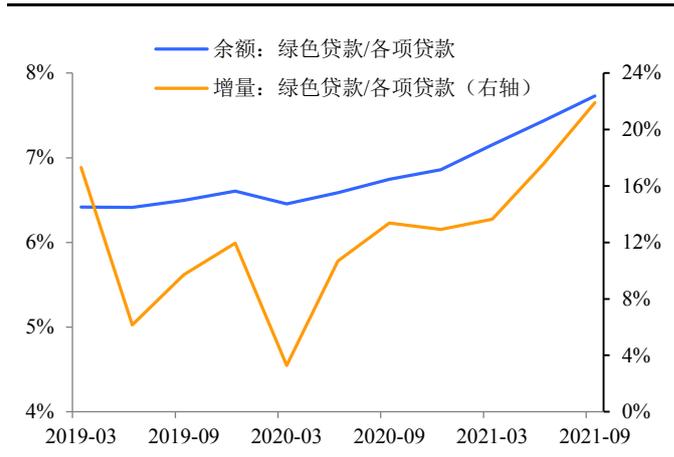
数据来源: Wind, 东吴证券研究所计算

图 3：我国绿色贷款余额和同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

图 4：绿色贷款占各项贷款的比例



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

**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\\_29097](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29097)

