

碳减排支持工具：货币调控的一次探索

宏观专题报告

2021年11月10日

报告摘要：

11月8日，央行宣布推出碳减排支持工具（以下简称“碳减工具”），应如何理解？

碳减工具近似于附带细节条件的再贷款。任何一项结构性工具都能够拆分为五个要素，碳减工具亦不例外：特定金融机构（全国性金融机构）、特定优惠条件（信贷利率优惠）、特定企业（三大减排领域）、特定发放条件（项目评估和信息披露），特定激励措施（先贷后借和流动性支持）。

不同结构性工具框架极其相似，稍加调试结构性条件，一种结构性工具甚至可以演变成另一种工具。**可见结构性工具的灵魂就在于它所具备的独到细节。**碳减工具五项因素中，最精妙的设计在于后三点（前两点不重要）。通过三点巧妙设计，碳减排企业可获得相对低价、持续稳定、可跟踪、可评估的信贷支持。稳定的信贷支持，是当前中国企业，尤其民营企业迫切需要的。不仅如此，碳减工具颇具开创性地使用先贷后借模式，60%流动性由央行“支付”，**将政策干预和市场定价机制进行有机结合，工具使用效率因此大幅提高。**

2013年中国开启结构性工具创新时代，随后形式多样的结构性工具陆续面世。**回溯这段历史，我们发现结构性工具创新初衷无非在于两点，一是创建更多工具，解决流动性投放问题，二是绕开既有市场机构偏好，将更多资源引向信贷薄弱环节。**前者着力点在金融同业，补充流动性工具箱；后者着力点在信用端，改善货币传导机制。

碳减工具初衷是给予碳减领域的实体企业更多资源，从这一点判断，**碳减工具更应该归属于第二类工具，即旨在作用信用端。**不可否认，碳减工具附带较强的流动性激励条件，**客观上改善金融机构负债条件，同时也为央行投放流动性提供新工具。**

地产和基建在整体经济中的重要性逐步下降，根植于此的传统货币调控模式也日渐式微。当前货币调控面临两个挑战，信用扩张依靠哪个需求引擎？货币传导效率如何提高？应对挑战，**碳减工具未尝不是货币调控转型背景下的一次有益尝试。其精妙的结构设计，或许可以为我们提供一些启示。**

● 风险提示：

货币调控力度超预期；碳减工具推进进度超预期。

民生证券研究院

分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

11月8日，央行宣布推出碳减排支持工具。如何理解碳减工具？本文从五个方面展开论述。

第一，利用结构性工具的一般性分析范式，拆解碳减工具的五点构成要素。

第二，基于商业金融机构资产负债逻辑，梳理碳减工具在现实中的操作内核。

第三，回溯中国结构性工具创新历史，判断碳减工具结构设计的侧重点。

第四，仔细对比碳减工具的五因素，得到碳减工具结构性设计的三个关键点。

第五，着眼货币框架转型背景，发现碳减工具对未来货币调控的启示意义。

1 解构碳减排支持工具的五因素

碳减工具可以理解为附带细节条件的再贷款。任何一笔再贷款，或者说任何一项结构性工具，我们都可以给出分析的一般性范式，亦可简单理解为五因素框架：

特定金融机构（因素一），特定企业（因素二），特定优惠条件（因素三），特定发放条件（因素四），特定激励措施（因素五）。

从五因素框架理解本次碳减排支持工具：

第一，特定金融机构（全国性金融机构）。全国性金融机构覆盖政策性银行、六大行和股份制银行三类银行，共计21家主要银行。

第二，特定企业（三大减排领域）。分布在清洁能源、节能环保和碳减排技术三大领域的企业，有资格享受本次碳减排支持信贷。不仅如此，初期碳减排工具还将重点支持“小而精”企业。

第三，特定优惠条件（信贷利率优惠）。获得碳减排工具支持的实体企业，可享受同期限LPR利率（大致持平）。以一年期为例，当前企业贷款加权平均利率4.58%。一年期LPR利率3.85%，五年期LPR利率4.65%。碳减排信贷利率显著低于同期限信贷利率。

第四，特定发放条件（项目评估和信息披露）。金融机构若想使用碳减支持工具，首先需对碳减项目相关信息做出评估，并季度披露信息，此外还需接受核查。

第五，特定激励措施（先贷后借和流动性支持）。金融机构可以先发放碳减排信贷，随后向央行申领相关流动性支持。流动性支持规模按照碳减排信贷的60%进行折算，流动性利率1.75%，期限1年，可展期2次。当然，在申领流动性支持过程中金融机构还需跟央行提供合格质押品。

图1: 碳减排支持工具的五因素提炼

五因素	释义
特定金融机构 (全国性金融机构)	<ul style="list-style-type: none"> 全国性金融机构覆盖政策性银行、六大行和股份制银行三类银行，共计 21 家主要银行
特定企业 (三大减排领域)	<ul style="list-style-type: none"> 清洁能源、节能环保和碳减排技术三个碳减排领域企业 初期碳减排工具还将重点支持“小而精”企业
特定优惠条件 (信贷利率优惠)	<ul style="list-style-type: none"> 获得碳减排工具支持的实体企业，可享受同期限 LPR 利率（大致持平） 碳减排信贷利率显著低于同期限信贷利率：以一年期为例，当前企业贷款加权平均利率 4.58%。一年期 LPR 利率 3.85%，五年期 LPR 4.65%
特定发放条件 (项目评估和信息披露)	<ul style="list-style-type: none"> 金融机构需要对碳减排项目相关信息做出评估，并季度披露信息，此外还需接受核查，方可使用碳减排支持工具
特定激励措施 (先贷后借和流动性支持)	<ul style="list-style-type: none"> 金融机构可以先发放碳减排信贷，随后向央行申领相关流动性支持 流动性支持规模按照碳减排信贷的 60% 进行折算，流动性利率 1.75%，期限 1 年，可展期 2 次 申领流动性支持过程中金融机构还需跟央行提供合格质押品

资料来源：Wind，民生证券研究院

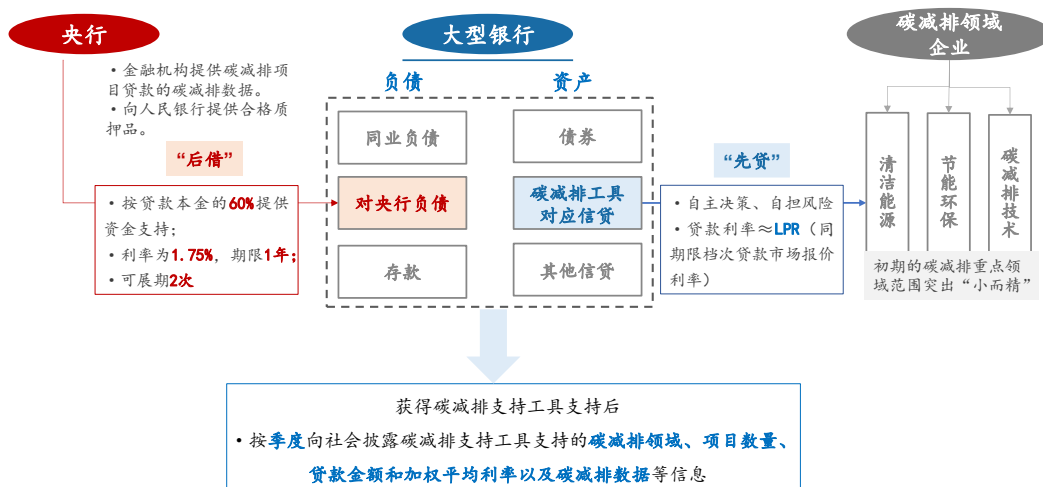
2 从资产负债表理解碳减工具的实操流程

用资产负债表理解碳减排支持工具，碳减工具将从资产和负债两个方面影响商业银行行为。

资产端，全国性金融机构针对符合条件的碳减排领域企业，做出合理全面评估并按时披露信息之后，给予发放贷款。贷款利率持平于同期 LPR，目前尚未看到有额度约束。

负债端，全国性金融机构根据已发放碳减排信贷额度，向央行申领流动性支持。这笔流动性支持的利率为 1.75%，期限为 1 年。优惠流动性的额度等于金融机构已发放碳减排信贷的 60%。

图2: 从商业机构资产负债看碳减工具



资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

3 碳减工具的侧重点落在银行信贷端

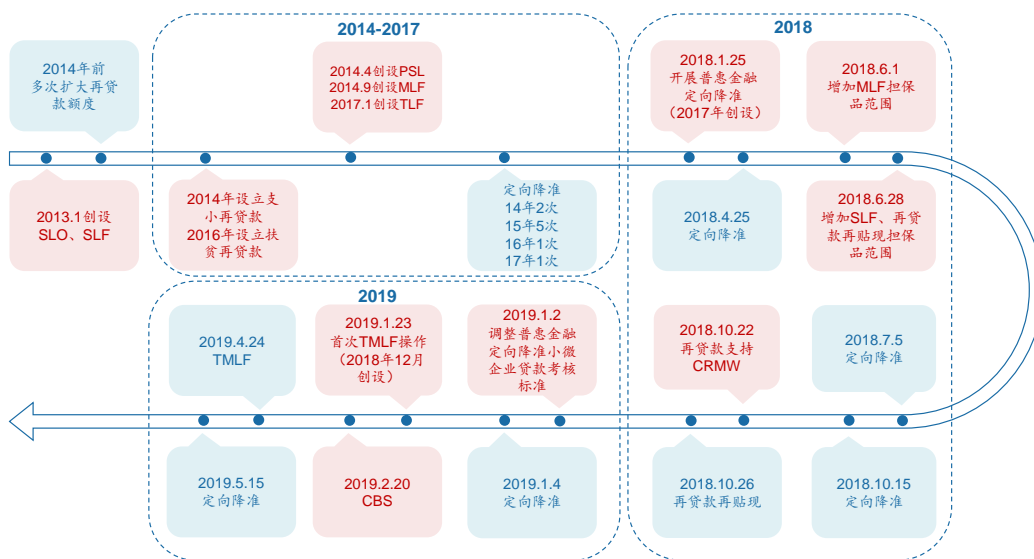
2013年以来，中国央行开始越来越多推出结构性工具。SLF、SLO、MLF、PSL、TLF等都是2014年之后陆续面世。2018年以后央行再度进行结构性工具创新，CRMW、TMLF等工具也在2018年后被创建。

这些看似纷繁复杂的结构性工具，其实框架内核极为相似，说穿了就是央行给予商业金融机构特定流动性支持（对应商业机构负债端），引导商业金融机构在信贷、同业行为等方面（对应商业机构资产端）做出符合央行意图的结构调整。

有些人将结构性工具对比总量工具（例如普遍性降准、降息等），认为带有“一事一议”的结构性条件是结构性工具的灵魂所在，其实不然。不同结构性工具框架极其相似，甚至稍微调试结构性条件，一种结构性工具完全可以演变成另一种。结构性工具的灵魂就在于它所具备的独到细节。

回溯2013年以来中国结构性工具创设历史，早期结构性工具更多侧重央行对商业机构流动性投放，以SLF、MLF为例，均未挂钩较强的特定信贷导向。简言之，早期结构性工具重点落在金融市场流动性调配，近期结构性工具更多关注信贷领域。例如CRMW带有明显的风险平抑目的，又例如本次碳减工具，目的直指碳减领域企业的信贷倾向性支持。

图3: 2013年以来结构性货币工具的创造及使用



资料来源: Wind, 民生证券研究院

4 碳减工具的三个关键细节设置

分析碳减支持工具, 我们需要关心的是哪些细节才是这项工具区别于其他结构性工具的关键所在。我们仍将视野聚焦于结构性工具五因素, 探寻碳减支持工具的关键要素。

第一, 全国性金融机构是否关键? 否

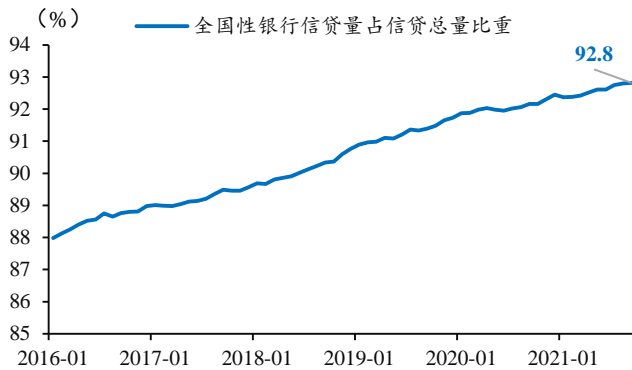
全国性金融机构存量信贷占全国信贷的 90%。2021 年一季度末全国性金融机构绿色余额占全国比重约 96%。全国金融机构几乎覆盖了所有绿色信贷。有理由推断本次碳减支持工具虽然针对全国性金融机构, 但事实上约等于覆盖全部领域的碳减领域信贷。

此外, 央行在公告中直言“碳减排支持工具发放对象暂定为全国性金融机构”, 不排除未来机构范围扩张。我们理解全国性金融机构这一主体设定, 并非本次碳减支持工具的关键要素。

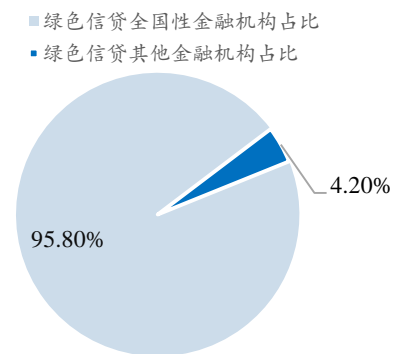
第二, 信贷优惠利率是否关键? 否

针对符合条件企业, 发放信贷时给定期限 LPR 大致持平的利率。LPR 利率确实低于一般信贷利率, 若企业信贷在碳减工具覆盖范围之内, 企业利率确实有所下降。毕竟普通信贷利率高于同期限 LPR。

然而利率优惠并非碳减工具的核心, 因为定向信贷并框定相对较低利率, 实现这一目的, 央行可以使用再贷款等传统工具, 无需单独创设碳减工具。

图4: 全国性金融机构存量信贷占全国信贷比重


资料来源: wind, 民生证券研究院

图5: 2021年一季度末全国性金融机构绿色余额占全国比重


资料来源: wind, 民生证券研究院

第三, 特定企业是否关键? 是

碳减工具基于再贷款这一项基础工具上进行的再创新。再贷款并未给出具体针对企业, 碳减工具划定出覆盖领域的范围。对比传统绿色信贷, 碳减工具覆盖的企业范围, 与碳减领域投资建设更直接相关。碳减工具推出后, 可为三大碳减领域企业提供常规、持续、可跟踪的信贷优惠。

碳减工具可展期 2 年, 也就是说, 碳减工具对所覆盖企业至少可以提为为期 3 年的优惠信贷支持。这种持续、稳定可预期的信贷支撑, 正是当前中国企业, 尤其民营企业所需要的。

从这一点看, 碳减工具对碳减领域的明确划定, 是工具细节设计的关键所在。

第四, 特定发放条件是否关键? 是

如何确保商业金融机构真的将优惠的资金投向碳减领域? 这个问题的背后实际上指出结构性工具面临的共性问题, 如何将资金有效引导至政策想去的领域?

本次碳减工具创新性强调了信贷管理, 要求项目评估、提供数据、公开披露, 出具评估报告并接受核查。上述信贷投放管理不太可能百分百解决资金流向问题, 然而相较其他结构性工具, 这已经是一个非常大的进步。

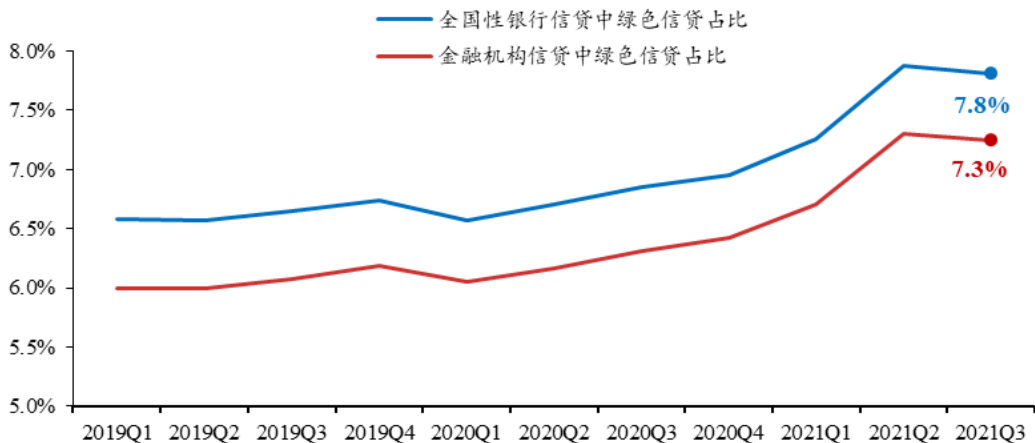
第五, 特定激励是否为关键? 是

如果完全按照央行意愿投放流动性, 过于脱离商业行为, 市场定价风险-汇报机制失效, 集聚未来风险。典型有如小微企业信贷, 央行可以引导投放, 但落脚到最后商业银行投放多少、是否有效投放, 都是普通结构性工具无法解决的。

本次碳减工具设计巧妙之处在于, 商业金融机构“自主决策、自担风险”, 先贷后借。60%资金由央行“垫付”, 剩余 40%流动性依然靠商业银行自身承担。

我们可以理解，这种设计是在央行的行政调控意愿和银行市场化行为之间寻求某种平衡。从商业银行角度可以理解为“既要投，还不能乱投”。

图6: 绿色信贷占比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

5 碳减工具对货币调控转型探索的启示

回顾中国货币调控，我们可以发现一条清晰主线。尤其 2001 年中国完成住房改革并且加入世贸组织，其后相当长一段时间里，央行一手在金融市场端靠外汇占款投放流动性；另一手靠基准利率引导地产和基建融资，最终影响信用扩张。

传统模式中，流动性投放和信贷投放逻辑各异，但配合极好。随着地产调控模式发生根本性转变，传统模式货币调控日渐式微。

2008 年以后每一轮社融扩张和收敛都伴随着房地产和基建投融资的周期变化，历史上总量社融中地产和基建占比过半，高点时刻两者合计占比甚至超过八成。一旦地产和基建融资受到约束，全社会信用扩张便不可避免地走弱。至少目前还没能找到强劲的需求引擎，足以抵补地产和基建融资下滑。

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_29127

