

## 核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

王蔚然

研究助理

wangweiran@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511796

- 定性上看，碳减排支持工具就是再贷款的一种，与支小再贷款、抵押补充贷款（PSL）是类似的。
- 从理论效果上看，这个工具既“宽信用”，也“宽货币”。既定向降低了相关绿色贷款的利率，又在一定程度上降低了广谱贷款利率。同时，基础货币增加导致货币流动性更宽松，而银行的贷款潜力也由于基础货币的增加得到提升。
- 从规模上看，没有确定的数字，只能毛估。我们粗略估计，目前满足条件的贷款可能在 7 万亿左右，预计一年内有 4.4 万亿左右的绿色贷款享受定向降息，银行为此多增加 2.64 万亿的基础货币，全社会平均贷款成本至少降低 1.5BP。只要这个工具一直保持，那么 2023 以后全社会平均贷款成本每年降低 1-2 个 BP。
- 从实际效果上看，多出来的基础货币会对冲 PSL、MLF 等再贷款到期导致的减少，货币体系的流动性水平最终还是取决于央行的意愿。融资量的增减也决定于央行的各项政策比如贷款额度的大小。因此，碳减排支持工具比较确定的结果是定向降息。
- 对资本市场而言，碳减排支持工具的推出利好股市和债市，但每年 1-2 个 BP 的幅度较为有限。就当前来看，房地产相关政策的变化才是关键，建议紧跟政策及地产美元债及黑色系商品的价格，伺机而动。

## 相关研究

- 地产阴霾待散
- 供需双弱，经济承压
- 相关政策放松，悲观预期缓解

风险提示：全球经济修复不及预期

中国人民银行在 2021 年 11 月 8 日推出了碳减排支持工具。关于这个新型工具，我们有以下认识：

- (1) 定性上看，碳减排支持工具就是再贷款的一种，与支小再贷款、抵押补充贷款（PSL）是类似的；
- (2) 从理论效果上看，这个工具既“宽信用”，也“宽货币”。既定向降低了相关绿色贷款的利率，又在一定程度上降低了广谱贷款利率。同时，基础货币增加从而导致货币流动性更宽松，而银行的贷款潜力也由于基础货币的增加得到提升。
- (3) 从规模上看，没有确定的数字，只能毛估。我们粗略估计，目前满足条件的贷款可能在 7 万亿左右，预计一年内有 4.4 万亿左右的绿色贷款享受定向降息，银行为此多增加 2.64 万亿的基础货币，2022 年全社会平均贷款成本至少降低 1.16BP。只要这个工具一直保持，那么 2023 以后全社会平均贷款成本每年降低 1-2 个 BP。
- (4) 从实际效果上看，多出来的基础货币会对冲 PSL、MLF 等再贷款到期导致的减少，货币流动性最终还是取决于央行的意愿。融资量的增减也决定于央行的各项政策比如贷款额度的大小。因此，碳减排支持工具比较确定的结果是定向降息。
- (5) 对资本市场而言，碳减排支持工具的推出利好股市和债市，但每年 1-2 个 BP 的幅度较为有限。就当前来看，房地产相关政策的变化才是关键，建议紧跟政策及地产美元债及黑色系商品的价格，伺机而动。

如何理解央行的碳减排支持工具呢？我们用一个具体的例子来展开说明。

首先，我们先确认绿色贷款这个业务在碳减排支持工具下能够实现。

假设银行之前贷款 100 万给一个绿色企业，假设期限为 3 年，利率为 4.6%。央行的新工具出台，银行的 3 年期绿色贷款利率为 4.25%，在贷款收益上减少了  $0.35\% \times 100 \text{ 万} = 0.35 \text{ 万}$ 。但同时，银行的收益是得到了 60 万的低息再贷款，这笔净收益为正，因此银行愿意进行绿色贷款。

值得注意的是银行 60 万低息再贷款的价值估计。银行得到再贷款的边际成本是 1.75%，边际收益是一年期 MLF 的利率 2.95%，因此收益为  $(2.95\% - 1.75\%) \times 0.6 \times 100 \text{ 万} = 0.72 \text{ 万}$ 。

表 1 显示了碳减排支持工具下市场的变化。

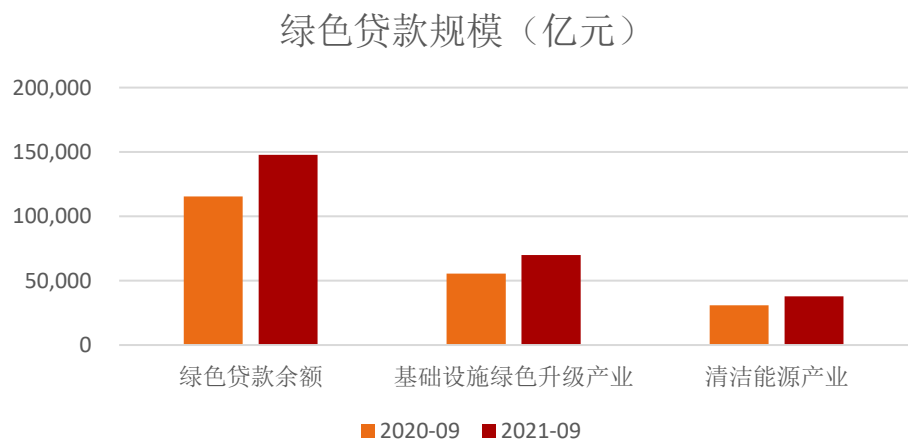
表 1：历次国常会降准沪深 300 走势

| 100 万绿色贷款   | 之前                 | 之后  | 银行结果   |
|---|--------------------|---|--|
| 贷款利率  | 4.6%<br>(企业贷款平均利率) | 4.25%<br>(1 年期 LPR 利率 3.85%，5 年期 LPR 利率为 4.65%，取中值) | 亏 $0.35\% \times 100 \text{ 万} = 0.35 \text{ 万}$                       |
| 便宜的再贷款  |                    | 1.75%<br>(绿色贷款补贴)                                   | 赚 $(2.95\% - 1.75\%) \times 0.6 \times 100 \text{ 万} = 0.72 \text{ 万}$ |
| <p>市场变化：</p> <p>(1) 绿色企业节省了 0.35 万利息成本；</p> <p>(2) 银行净收益 0.37 万元；</p> <p>(3) 基础货币增加 60 万元。由于货币乘数当前是 7.22，大型银行准备金率是 12%，中小银行准备金率是 9%，可以粗略假设货币乘数的理论值大概在 9 左右，那么银行的贷款能力大概增加了 <math>60 \times 9 = 540</math> 万元。</p> <p>(4) 碳减排支持工具降低了银行贷款的成本，因此融资供给曲线右移，导致了融资市场均衡利率下移，均衡融资量右移。但由于整体额度不算大，幅度可能有限。</p> |                    |   |  |

资料来源：Wind, 首创证券

其次，我们对碳减排支持工具的规模及影响大小做一个粗略的探讨。央行的文件明确了重点支持清洁能源、节能环保和碳减排技术三个碳减排领域，然而相关的数据欠缺。根据央行公布的数据，截止 2021 年 9 月，绿色贷款余额为 14.78 万亿，而清洁能源产业为 3.79 万亿，我们假设这部分能算，然后剩下的部分有三分之一包括在内，那么毛估的符合要求的规模大致为 7 万亿。

图 1：绿色贷款规模



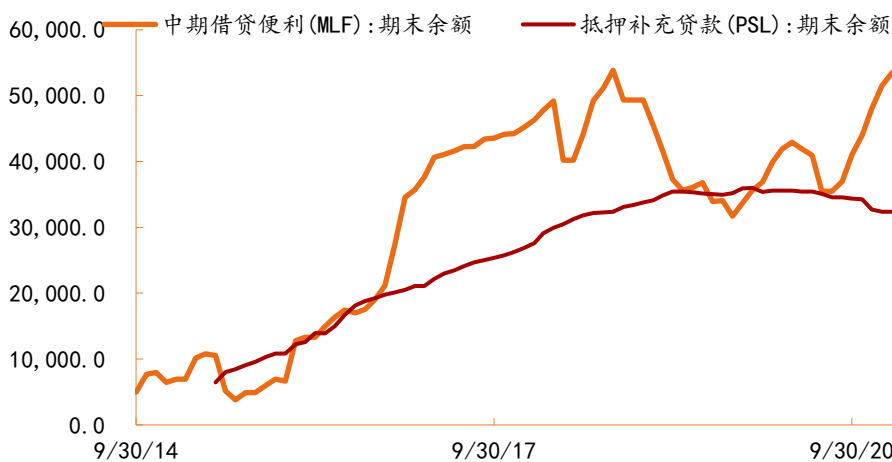
资料来源：Wind, 首创证券

我们假设贷款的久期为3年，那么符合条件的存量绿色贷款每年有三分之一能够使用该工具；另外，绿色贷款存量规模增速大致为30%左右，因此2022年能够利用碳减排支持工具的绿色贷款总数为4.4万亿，释放的基础货币大约为2.64万亿。

银行对非金融机构债权总额为132万亿，因此，碳减排支持工具使得2022年企业贷款平均成本大概下降1.16BP ( $4.4 \times 35 / 132 = 1.16$ )，2023、2024年则延续每年下降1.33BP及1.53BP。2025年之后，原来的存量已经转换完毕，仅有新增的量，估计2025年企业贷款平均成本大概下降1.21BP。如果考虑融资供给曲线右移的影响，整体利率下降的幅度会更大一些。

另一个需要考虑的方面是碳减排支持工具增加了基础货币的投放，1年2.64万亿也不是一个小数目。然而，MLF及PSL的余额接近八万亿，而且PSL余额在2019年见顶后延续回落。我们猜测，随着碳减排支持工具数量的增加，MLF和PSL的余额可能会减少，从而形成对冲，因此，货币市场最终的量和价格仍然掌握在央行手里。

图2：MLF与PSL余额



资料来源：Wind, 首创证券

总体来看，央行新创设的碳减排工具的推出利好股市和债市，但每年1-2个BP的幅度较为有限。就当前来看，房地产相关政策的变化才是关键，建议紧跟政策及地产美元债及黑色系商品的价格，伺机而动。

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\\_29359](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29359)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn