



Research and
Development Center

结构性货币政策工具是怎样一步步壮大起来的？

2022 年 6 月 2 日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

结构性货币政策工具是怎样一步步壮大起来的？

2022年6月2日

- **结构性货币政策工具本质上是“传统货币政策工具+结构性要求”。**2008年金融危机冲击全球经济，传统货币政策工具失效。基于这一背景，发达经济体央行纷纷创新结构工具，美联储定期贷款拍卖 TAF、欧央行定向长期再融资计划 TLTRO、英格兰银行融资换贷款计划 FLS 等最具代表性。中国央行较早就开始探索使用结构工具，1999 年推出支农再贷款，定向支持“三农”领域。近年来我国结构工具快速发展，总体分为再贷款、存款准备金政策、公开市场操作三类。
- **结构性货币政策工具详解：**1) 再贷款。2020 年以来，再贷款在央行操作中的占比明显提升，除了增加支农、支小再贷款和再贴现等传统工具额度，还创设了碳减排工具、科技创新、交通物流领域等定向支持行业的专项再贷款。2) 准备金政策。我国存款准备金制度于 1984 年建立，历经多次结构性调整，包括 2004 年实行差别存款准备金率制度、2011 年正式引入差别准备金动态调整机制、2014 年首次定向降准、2016 年升级动态调整机制为 MPA 体系、2019 年推出“三档两优框架”等。3) 公开市场操作。明确属于结构工具的有 TMLF、PSL 以及 CBS，传统的 MLF、SLF 等工具，实际上也具有结构性特征。
- **相比传统工具，结构工具有哪些独特优势？**一是辅助投放流动性，维护正常的货币政策空间。我国仍在坚持正常货币政策，央行对于总量工具的使用有度。结构工具辅助投放流动性，有助于维持政策稳健性。二是“四两拨千斤”撬动信贷增长。2022 年，预计增量、存量工具分别可支持信贷投放 5733 亿、7400 亿，考虑货币乘数，可撬动新增信贷超 10 万亿，贡献社融增长 3.2 个百分点。三是精准滴灌，定向支持重点领域和薄弱环节。结构工具通过设计激励相容机制，能够有效提高资金使用效率。四是推进利率市场化改革，降低实体融资成本。2020 年以来，一般贷款与企业加权平均利率明显下行，处于历史低位。
- **货币政策还有多少发力空间？**1) 短期内央行将维持宽松取向，更好与财政政策形成配合。中长期内，资金面最宽松的时点已过，当前大量流动性淤积在银行间市场，提振实体融资需求是关键，而非一味宽货币。在国内通胀上行和海外加息压力下，总量工具明显受到制约，下一阶段货币政策将以结构性发力为主。2) 5 年期 LPR 或存在进一步下行空间。国务院最新定调再提“继续推动实际贷款利率稳中有降”，新一轮 LPR 下调抓手或为存款利率改革。从期限利差等现实角度来看，再降 5 年期 LPR 的可能性更大。3) 稳增长、宽信用处于酝酿期，疫情的暂时性影响终将消退。
- **风险因素：**疫情再度恶化，政策推进不及预期。



目录

一、结构性货币政策工具的由来与详解	4
1.1 结构性货币政策工具的由来	4
1.2 结构工具详解：再贷款、准备金政策和公开市场操作	5
二、相比传统工具，结构工具有哪些独特优势？	13
2.1 辅助投放流动性，维护正常的货币政策空间	13
2.2 “四两拨千斤”撬动信贷增长	15
2.3 精准滴灌，定向支持重点领域和薄弱环节	18
2.4 推进利率市场化改革，降低实体融资成本	18
三、中期展望：货币政策还有多少发力空间？	19
3.1 更多运用结构性货币政策工具维持宽松取向	19
3.2 5 年期 LPR 或存在进一步下行空间	21
3.3 稳增长、宽信用处于酝酿期	22
风险因素	23

图目录

图 1：发达经济体结构性货币政策工具	4
图 2：中国央行结构性货币政策工具一览	5
图 3：常见再贷款工具中支农、支小再贷款占比最高	6
图 4：支农、支小、扶贫再贷款工具细节	7
图 5：2020 年以来，再贷款在央行操作中的占比明显提升	8
图 6：2020 年三批次再贷款、再贴现工具详情	9
图 7：2021 年碳减排支持工具与煤炭专项再贷款细节	10
图 8：碳减排支持工具与煤炭专项再贷款明显拉动清洁能源贷款增长	10
图 9：2022 年新增再贷款工具细节	11
图 10：1985 年以来准备金政策历次结构性调整	12
图 11：2014 年以来历次 PSL 与 TMLF 操作	13
图 12：央行稳定开展 CBS 操作，支持银行特别是中小银行发行永续债补充资本	13
图 13：中国、美国、日本、欧元区央行资产负债表规模	14
图 14：2014 年后央行操作成为基础货币的主要投放渠道，其中大多为结构工具	14
图 15：准备金缴存基数增长是金融机构流动性缺口的一大来源	15
图 16：2021 年各家银行披露的碳减排贷款投放情况	16
图 17：2022 年一季度各家银行披露的碳减排贷款投放情况	17
图 18：2022 年结构工具撬动新增信贷测算	18
图 19：绿色、涉农、普惠贷款在结构工具支持下快速增长	18
图 20：2022 年一季度末，一般贷款、企业贷款加权平均利率降至历史低位	19
图 21：4 月份以来 DR007 持续位于短期政策利率下方	20
图 22：6 月新增专项债发行或超 1.4 万亿，同比大幅多增	20
图 23：5 月份票据利率一度大幅下探	21
图 24：市场预期年内美联储将加息至 2.75-3.00%（截至 6.1）	21
图 25：央行启动存款利率改革，将 10Y 国债与 1 年期 LPR 纳入定价	22
图 26：宽信用处于酝酿期	23
图 27：贷款利率与商品房负相关	23

一、结构性货币政策工具的由来与详解

1.1 结构性货币政策工具的由来

传统货币政策的作用对象是整个经济体系，更加着眼于对货币总量的调控，但难以针对性解决地区发展不均衡、促进产业转型升级、支持中小微企业等结构性问题。在我国 GDP 增速缓慢下行的长期趋势下，经济周期拉长、波动率下降，供给侧结构性改革是经济政策的主线，这就要求货币政策既要实现维护币值稳定、促进经济增长和就业等目标，又要做到精准滴灌，定向支持经济结构中的薄弱环节，这便是结构性货币政策工具（以下简称结构工具）提出的背景。

结构性货币政策工具本质上是“传统货币政策工具+结构性要求”。传统的数量型货币政策工具可分为三大类，中央银行贷款（再贷款）、存款准备金政策、公开市场操作，结构工具基本是在这三类传统工具的基础上，进一步附加结构性要求，典型的有定向降准、专项再贷款、TMLF 等。

金融危机后，结构工具在发达经济体得到了广泛应用。2008 年金融危机冲击全球经济，发达经济体金融机构和私人部门资产负债表恶化，金融机构“惜贷”、外部融资环境恶化，叠加零利率下限的限制，传统货币政策工具失效。在这样的背景下，发达经济体央行纷纷推出各类形式的结构工具，精准支持信贷投放，

美联储推出定期贷款拍卖 TAF 等结构工具。金融危机期间，美联储推出 TAF 工具以直接扩展中长期信用，工具以拍卖方式通过贴现窗口向合格金融机构提供定额抵押贷款，主要用于支持房地产抵押贷款、学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款、消费贷款和小企业贷款等。

欧洲央行采用定向长期再融资计划 TLTRO 等。欧洲央行在 2014 年推出 TLTRO 工具，满足贷款基准要求的银行可用合格抵押品向欧洲中央银行换取期限长达 4 年的再贷款。

英格兰银行创设融资换贷款计划 FLS 等。2012 年 7 月，英格兰银行和英国财政部联合推出 FLS 工具，为期 4 年，银行等金融机构向企业和家庭发放贷款后，可作为抵押从央行借入国债。投向重点扶持行业的贷款可换得更多国债，资金利率更低，银行可再以国债为抵押品在债券市场进行回购操作。

图 1：发达经济体结构性货币政策工具

发达经济体央行	结构工具
美联储	定期贷款拍卖 TAF，短期证券借贷工具 TSLF、一级交易商信贷工具 PDCF、商业票据融资工具 CPFF、定期资产支持证券贷款工具 TALF 等。
欧洲央行	定向长期再融资计划 TLTRO、资产担保债权购买计划 CBPP、资产支持证券收购计划 ABSPP、公共部门资产购买计划 PSPP、企业部门资产收购计划 CSPP 等。
英格兰银行	融资换贷款计划 FLS 等。
日本银行	贷款支持计划、长期再融资操作等。
德国联邦银行	差别准备金政策、结构性再融资工具等。

资料来源：美联储、欧央行、英格兰银行官网，信达证券研发中心整理

中国央行较早就开始探索与使用结构工具。再贷款是我国最早针对特定领域，体现结构性调控意图的政策工具。再贷款在创设之初主要发挥总量功能，包括吞吐基础货币、调控货币信贷总量。1999 年，央行首次推出支农再贷款工具，以支持涉农贷款投放，促进“三农”经济发展。随着货币政策转型，新增再贷款主要用于促进信贷结构调整，引导扩大县域和“三农”等信贷投放。

近年来我国结构工具快速发展，总体分为再贷款、存款准备金政策、公开市场操作三类。疫情爆发以来央行使用再贷款工具的频率明显上升，今年央行先是扩充了支持普惠小微贷款的 4000 亿再贷款使用额度，而后陆续推出

4400 亿元再贷款工具。与存款准备金政策相关的结构工具，主要有定向降准、“三档两优”准备金框架。公开市场操作中，典型的结构工具有 TMLF、CBS 等，传统的 MLF、SLF 等工具，也因为抵押品扩容而附加了结构性要求。

图 2：中国央行结构性货币政策工具一览

工具名称	创立时间	支持对象	工具内涵
再贷款	1984年	定向支持社会发展重点领域和国民经济薄弱环节	中央银行对金融机构的贷款,简称再贷款,是中央银行调控基础货币的渠道之一。随着货币政策转型,新增再贷款主要用于促进信贷结构调整,引导扩大县域和“三农”等信贷投放。
再贴现	1986年	重点支持涉农、小微、绿色、民营企业等	再贴现是中央银行对金融机构持有的未到期已贴现商业汇票予以贴现的行为。
定向降准	2014年4月	支持小微、“三农”、普惠金融等	指央行为了支持实体经济中的特定领域,对支持该领域发展的特定金融机构下调法定存款准备金率。
“三档两优”存款准备金率框架	2019年7月15日	引导农村金融机构服务县域,加强对“三农”和小微企业的支持	是定向降准的更高级形式,央行根据金融机构的性质和定位,将存款准备金率分设大、中、小型银行三个基本档,在此基础上还有两项优惠。
常备借贷便利 (SLF)	2013年初	初始面向广泛存款金融机构,随后抵押品扩容,开始附加结构性要求	是央行正常的流动性供给渠道,主要功能是满足金融机构期限较长的大额流动性需求。
民营企业债券融资支持工具	2018年10月22日	经营正常、流动性暂时遇困的民营企业	央行向专业机构提供初始资金支持,委托其按照市场化运作、防范风险原则,通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式为民企发债提供增信支持。
定向中期借贷便利 (TMLF)	2018年12月	激励银行增加民营、小微企业信贷投放,降低民营、小微企业融资成本	本质上属于MLF,但在用途上更加精准,定向支持小微和民企发展。此外资金成本更低。最长期限可达3年。
央行票据互换 (CBS)	2019年2月20日	帮助中小银行补充资本,增强服务实体经济	提升银行永续债流动性,支持商业银行发行永续债补充资本。
专项再贷款	2020年1月31日	重点医疗防控物资和生活必需品生产、运输和销售的重点企业	央行安排3000亿再贷款,向主要全国性银行和湖北等重点省份的部分地方法人银行提供低成本资金,支持银行向重点企业提供优惠利率贷款。
普惠小微企业贷款延期支持工具	2020年6月1日	普惠小微企业	央行提供400亿元再贷款资金,通过特定目的工具 (SPV) 与地方法人银行签订利率互换协议,向地方法人银行提供激励,以对普惠小微企业贷款“应延尽延”。
普惠小微企业信用贷款支持计划	2020年6月1日	普惠小微企业	央行提供4000亿元再贷款资金,通过特定目的工具 (SPV) 与地方法人银行签订信用贷款支持计划合同的方式,向地方法人银行提供优惠资金支持,提高小微企业信用贷款比重。
碳减排支持工具	2021年11月8日	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	工具发放对象为全国性金融机构,央行通过“先贷后借”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60%提供支持,利率1.75%。
煤炭清洁高效利用专项再贷款	2021年11月17日	专项支持煤炭安全高效绿色智能开采、清洁高效加工利用等	额度2000亿元,全国性银行向支持范围内符合标准的项目自主发放优惠贷款,利率与同期限档次贷款的市场报价利率大致持平,央行可按贷款本金等额提供再贷款支持。
科技创新专项再贷款	2022年4月6日	科技创新企业	总额度2000亿元,利率1.75%,采取“先贷后借”直达机制。金融机构向企业发放贷款后,央行按季对符合要求的、贷款期限6个月及以上的科技企业贷款本金的60%提供资金支持。
普惠养老专项再贷款	2022年4月29日	普惠养老机构	额度400亿元,利率为1.75%,期限1年,可展期两次。引导7家全国性大型银行向普惠养老机构提供优惠贷款,降低养老机构融资成本。

资料来源: 中国人民银行, 信达证券研发中心

1.2 结构工具详解：再贷款、准备金政策和公开市场操作

1、再贷款详解：

再贷款分为流动性再贷款、信贷政策支持再贷款、金融稳定再贷款、专项政策性再贷款四类。2014 年央行发布《关于调整再贷款分类的通知》，将再贷款划分为四类：

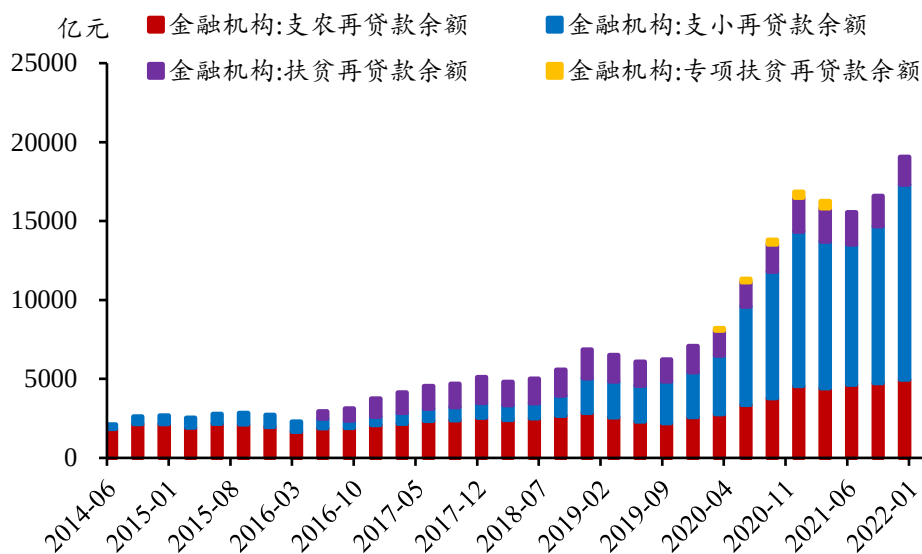
1) 流动性再贷款。主要解决商业银行短期流动性不足的问题，包括人民银行分支机构对地方性存款类法人金融机构（包括城商行、农商行、农信社、村镇银行等）发放的短期再贷款，以及人民银行总行对全国性存款类金融机构发放的流动性再贷款。

2) 信贷政策支持再贷款。这一项与金融支持实体的联系最为紧密，常见的支小、支农、扶贫再贷款均属于其范畴。央行对于信贷政策支持再贷款实行“限额管理、余额监控”，期限分为 3 个月、6 个月、1 年三档，可做展期，支农支小再贷款最长期限可至 3 年，扶贫再贷款可至 5 年。相比 MLF 等常态化货币政策工具，信贷政策支持再贷款的资金利率明显更低。

3) 金融稳定再贷款。主要包括四类，一是地方政府向中央专项借款，专项用于解决地方要关闭的城商行、城市信用社、各类信托投资公司等的个人债务和合法外债；二是紧急贷款，用于防止银行发生支付危机等金融风险；三是风险处置类再贷款，用于被处置金融机构个人债权和客户证券交易结算资金收购、合法债务兑付等；四是其他类金融稳定再贷款，主要统计 1993 年以前发放的老再贷款、融资中心划转再贷款等其他金融稳定再贷款。

4) 专项政策性再贷款。根据 2014 年的分类标准，这一项再贷款主要包括对农业发展银行发放的支持粮棉油收购的再贷款、委托国家开发银行发放的农村信用社改革专项借款、对资产管理公司发放的再贷款。

图 3：常见再贷款工具中支农、支小再贷款占比最高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



图 4：支农、支小、扶贫再贷款工具细节

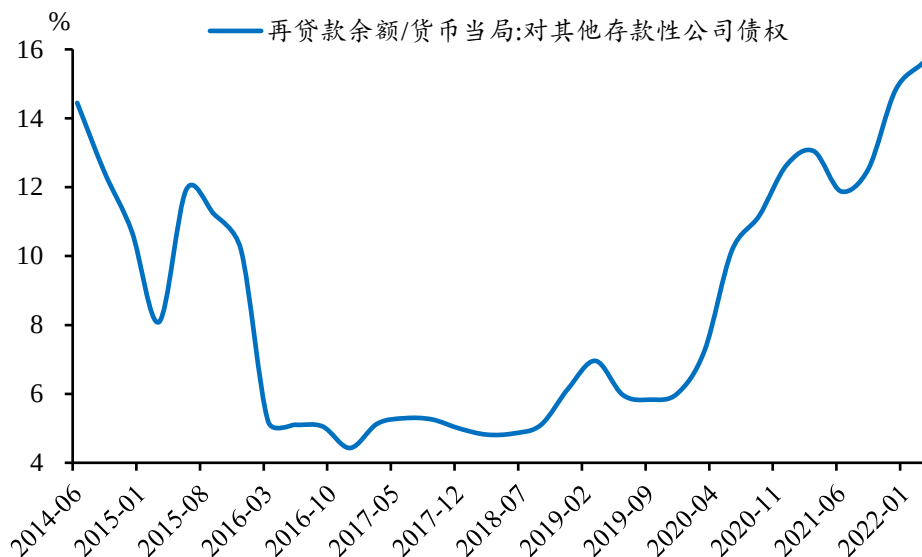
类型		支农再贷款	支小再贷款	扶贫再贷款
期限		3个月、6个月、1年 (最长可展期至3年)	3个月、6个月、1年 (最长可展期至3年)	3个月、6个月、1年 (最长可展期至5年)
利率	3个月	1.70%	1.70%	1.45%
	6个月	1.90%	1.90%	1.65%
	1年	2.00%	2.00%	1.75%
对象		县域农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行等存款类金融机构法人	小型城农商行、民营银行、农村合作银行、村镇银行等	符合条件的贫困地区(832个扶贫开发工作重点县)农村金融机构
发放实体利率要求		运用支农、支小再贷款资金发放贷款的利率加点幅度为不高于4个百分点。运用支农、支小再贷款专用额度资金发放贷款的利率，应不高于最近的一年期LPR加50个基点。		运用扶贫再贷款资金发放贷款的利率加点幅度为不高于4个百分点。
资金管理要求		1、借用支农、支小再贷款期间，累计发放的涉农贷款金额应不低于累计借用的支农、支小再贷款金额。 2、再贷款资金到账后1个月内完成运用再贷款资金发放贷款工作，最长不得超过2个月。 3、单笔支农、支小再贷款展期次数累计不得超过2次，每次展期的期限不得超过借款合同期限，实际借用期限不得超过3年。		1、借用扶贫再贷款期间，累计发放的贫困地区贷款金额应不低于累计借用的扶贫再贷款金额。 2、再贷款资金到账后1个月内完成运用再贷款资金发放贷款工作，最长不得超过2个月。 3、单笔扶贫再贷款展期次数累计不得超过4次，每次展期的期限不得超过借款合同期限，实际使用期限不得超过5年。

资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

2020 年以来，再贷款在央行操作中的占比明显提升，体现出工具精准滴灌、定向支持经济薄弱环节的功能。央行资产负债表中，“对其他存款性公司债权”一项可反映央行操作的存量规模，其中包含再贷款、再贴现、逆回购、MLF、SLF 等一系列货币政策工具。2019 年以前，金融宏观调控由直接调控向间接调控转型，期间再贷款占央行操作的比例不断下滑。2020 年以来，为应对多轮疫情的负面影响，央行明显加大了以再贷款为主的结构性货币政策工具运用力度。



图 5：2020 年以来，再贷款在央行操作中的占比明显提升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 再贷款余额为支农、支小、扶贫、专项扶贫再贷款四项之和

1) 2020 年: 央行先后安排 3000 亿元专项再贷款、5000 亿元再贷款再贴现额度、10000 亿元再贷款再贴现额度, 三批次共计 1.8 万亿元, 支持抗疫保供、复工复产和中小微企业等实体经济发展。此外还创设普惠小微企业贷款延期支持工具、普惠小微企业信用贷款支持计划两项直达工具, 共提供 4400 亿元再贷款资金, 缓解中小微企业贷款的还本付息压力, 提高小微企业信用贷款比例。

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_42565

