



孙彬彬：为什么要关注结构性货币政策？



意见领袖 | 孙彬彬团队

摘要

理解资金面和债市走向，必须理解央行行为逻辑。

结构性货币政策的大规模运用，是 2020 年以来货币政策行为的重要特征。

为什么要大规模运用结构性货币政策工具？

因为传统货币政策相机抉择的运用空间受限，同时传导效能不佳。

在经济转型和高质量发展中，如何畅通货币循环，提升政策传导效能，兼顾稳增长和调结构，这是构建金融和实体良性循环，同时建设现代中央银行制度的关键问题。

过去中国经济发展模式下，无论是基础货币创造，还是信用传导，内部依托地产信用，外部得益于双顺差结构，形成了极强的顺周期性。当前内外环境发生剧烈变化，不管是主动求变，还是被动要变，延续传统模式，很容易就变成资产负债表衰退和流动性陷阱，信用扩张乏力。

可以说结构性货币政策工具的运用就是要解决在地产偏弱的背景下，提升金融机构信用派生基础能力，同时增强信用创造。



结构性货币政策工具运用会带来什么？

一方面，结构性货币政策聚焦重点，引导金融机构能贷、愿贷、敢贷，加大对符合新发展理念相关领域的支持力度，直接体现为信用创造和派生，具有较强的杠杆作用，同时可以兼顾降成本。

另一方面，结构性工具可以向银行间注入基础货币，配合总量型工具引导流动性“不满不溢”。更为重要的是，对资金利率有一定定价引导作用。

今年债市做多的底层逻辑之一是地产信用塌方，由此带来流动性外溢而资金利率走低，结构性货币政策的运用叠加地产增量政策，虽然未必在基本面上体现作用，但显然有助于提振市场预期，提升风险偏好，以及由

此而改变流动性的单方面溢出。

这一背景是理解当前资金面和债市变化的前提。

目录

1. 疫情以后我国使用了哪些结构性货币政策？	3
2. 为什么要加大结构性货币政策运用？	3
3. 如何看待结构性货币政策的影响？	6
3.1. 结构性货币政策工具如何影响流动性的量价？	6
3.2. 结构性货币政策如何撬动信用投放？	9
4. 小结	12

2020 年疫情冲击以来，央行逐渐加大结构性货币政策运用；今年以来，央行始终强调发挥结构性货币政策的总量和结构双重功能。8 月 19 日，央行挂网发布《结构性货币政策工具介绍》，明确我国结构性货币政策的内涵。

如何看待结构性货币政策工具对“量”和“价”的引导？对未来债市有哪些影响？

1. 疫情以后我国使用了哪些结构性货币政策？

早期央行并未给出结构性货币政策的定义，我们此前按照政策工具启用时是否带有央行主观的结构性调控要求加以划分，其中 MLF、SLF、定向降准等工具均可划分为结构性货币政策工具（《怎么看待结构性货币政策？》，20200422）。

8 月 19 日央行明确，我国的结构性货币政策工具是以引导金融机构信

贷投向为目的的工具。

“我国的结构性货币政策工具是人民银行引导金融机构信贷投向，发挥精准滴灌、杠杆撬动作用的工具，通过提供再贷款或资金激励的方式，支持金融机构加大对特定领域和行业的信贷投放，降低企业融资成本。”

表 1：2020 年以来结构性货币政策工具运用

创设/调整日期	具体情况
2020-01-31	专项再贷款 3000 亿元
2020-02-26	增加再贷款再贴现专用额度 5000 亿元，调降再贷款利率 25bp 至 2.5%
2020-02-28	增加支农再贷款专用额度 200 亿元（用于生猪养殖）
2020-03-31	增加面向中小银行的再贷款再贴现额度 1 万亿元
2020-06-01	普惠小微企业贷款延期支持工具
2020-06-01	普惠小微企业信用贷款支持计划
2020-06-29	下调再贷款再贴现利率 25 个 bp；下调金融稳定再贷款利率 50 个 bp
2020-12-31	两项直达工具延期
2021-03-31	两项直达工具延期
2021 年二季度	增加 2000 亿元再贷款额度支持区域协调发展
2021-09-03	增加 3000 亿元支小再贷款额度
2021-11-08	设立碳减排支持工具 8000 亿元
2021-11-21	设立 2000 亿元煤炭清洁高效利用专项再贷款
2021-12-07	下调再贷款利率 25 个 bp
2022-04-28	设立科技创新专项再贷款 2000 亿元
2022-04-30	设立普惠养老专项再贷款 400 亿元
2022-05-04	追加 1000 亿元煤炭清洁高效利用专项再贷款
2022-05-16	设立交通物流专项再贷款 1000 亿元
2022-09-13	设立设备更新改造再贷款 2000 亿元
2022 年 9-10 月	PSL 连续两月环比正增长

资料来源：央行官网、中国政府网，天风证券研究所

疫情以后，央行对结构性货币政策工具的运用力度明显加大，如何理解这一现象？

2. 为什么要加大结构性货币政策运用？

建设现代中央银行制度是推动高质量发展的内在需要。货币政策一方面要支持经济转型升级、促进新旧动能转换，另一方面要维持币值稳定并防范化解金融风险。

在此背景下，央行既要管理好货币总量，守住货币总闸门，保持央行资产负债表的可持续；又要以市场化方式调控银行体系货币创造行为，解决货币政策传导梗阻问题，更好地服务实体经济。

因此，央行要丰富货币政策工具箱，健全结构性货币政策工具体系。

在宏观层面搞好跨周期政策设计，以现代化的货币管理促进经济高质量发展，不搞大水漫灌，保持流动性不满不溢。

在微观层面引入激励相容机制，创新结构性货币政策工具，引导金融机构优化信贷结构，支持国民经济重点领域和薄弱环节，打通金融向实体经济的传导，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

具体来看，结构性货币政策的核心作用就是引导信贷投放。结构性货币政策并非可以完全取代总量型政策，货币政策的本质还属于总量型政策，过多使用结构性政策也可能导致总量出问题。但结构性货币政策可以作为总量型工具的补充，避免其“大水漫灌”的天然属性，针对性服务于特定领域/行业。

我国最早的再贷款和再贴现的本质并非结构性货币政策。央行于 1984 年创设再贷款，起初作为主要的数量型调控工具吞吐基础货币；随后于 1986 年创设再贴现工具，针对性解决当时经济运行中企业之间严重的贷款拖欠问题。

2013 年开始，我国开始明显增加广义的结构性货币政策运用，包括创设 SLF、MLF、SLO、支小再贷款、PSL 等，重点在于解决两个问题：第一，外汇占款渠道投放基础货币出现阶段性放缓，需要通过创新货币政策工具调节银行间流动性；第二，新常态背景下，央行亟需引导调节信贷结构、提高资金使用效率。

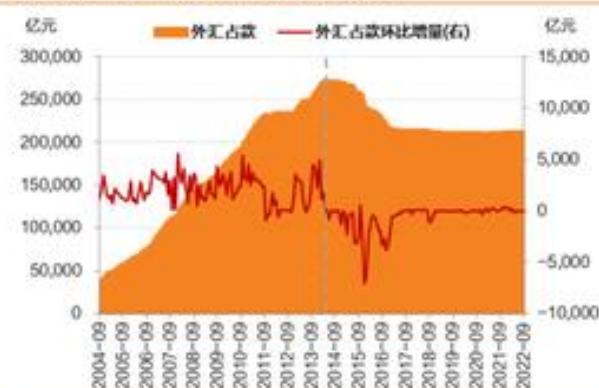
“2014 年以来，人民银行流动性管理任务更趋艰巨和复杂，不仅面临来自资本流动变化、财政支出变化及资本市场 IPO 等多方面的扰动，同时也承担着建立价格型调控框架、引导市场利率水平等多方面的任务。在外汇占款渠道投放基础货币出现阶段性放缓的情况下，为保持银行体系流动性总体平稳适度，人民银行增强主动提供基础货币的能力，根据流动性需求的期限、主体和用途丰富和完善工具组合，提高调控的灵活性、针对性和有效性。

长期依赖高投资的增长模式，导致货币信贷总量已经较多、杠杆率总体较高，进一步扩张的空间有限，同时资金使用效率不高，部分产能过剩行业和软约束主体仍占用大量金融资源。”

——时任央行货币政策司司长张晓慧 2015 年 1 月《新常态下的货币

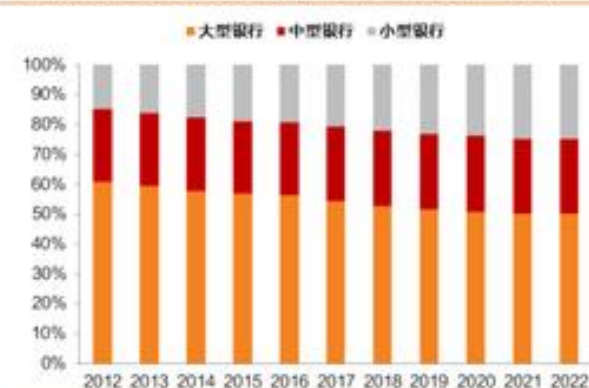
政策》

图 1: 2014 年年中以来外汇占款增幅放缓



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 大中小型中资银行对实体投放贷款占比 (每年一季度)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3: 16 家大中型银行对不同行业投放贷款情况

行业贷款占比	2022/6/30	2021/12/31	2020/12/31	2019/12/31	2018/12/31	2017/12/31	2016/12/31	2015/12/31	2014/12/31	2013/12/31	2012/12/31
农林牧渔业	0.21%	0.08%	0.02%	0.05%	-0.24%	-0.16%	0.39%	0.83%	0.07%	0.01%	0.01%
采矿业	-0.09%	0.21%	0.27%	-3.43%	-9.70%	-2.73%	-2.73%	5.19%	5.44%	3.52%	3.52%
制造业	25.06%	28.56%	30.17%	5.85%	16.20%	3.37%	-5.34%	-4.82%	27.08%	26.80%	26.80%
电力、燃气及水的生产和供应业	10.88%	14.95%	11.09%	4.26%	4.55%	13.14%	44.06%	18.03%	4.28%	9.80%	9.80%
建筑业	14.38%	7.40%	2.92%	5.19%	3.16%	3.60%	-1.75%	3.00%	6.08%	3.22%	3.22%
交通运输、仓储和邮政业	15.97%	30.96%	36.81%	37.19%	50.61%	37.25%	64.06%	37.63%	20.90%	12.71%	12.71%
房地产业	2.09%	5.65%	19.55%	28.32%	36.00%	24.44%	-1.21%	8.02%	15.18%	11.52%	11.52%
其他服务业	1.03%	2.51%	-8.63%	13.02%	-5.12%	4.77%	52.82%	19.63%	8.67%	26.21%	26.21%
批发和零售业	10.64%	11.25%	11.24%	-1.08%	20.98%	-12.44%	-26.36%	0.77%	13.11%	5.82%	5.82%
信息传输、计算机服务和软件业	8.83%	1.99%	0.66%	0.16%	0.63%	0.73%	2.99%	0.26%	-0.23%	0.56%	0.56%
金融业	0.76%	-0.58%	5.76%	10.52%	7.34%	-7.03%	23.36%	11.10%	-0.80%	0.73%	0.73%
住宿和餐饮业	0.22%	0.01%	0.15%	-0.06%	-0.06%	0.06%	0.02%	0.37%	0.22%	0.09%	0.09%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

到 2017 年末，我国进一步强化结构性货币政策工具使用。

2016 年实体供给侧改革取得成效，“去产能”的年度任务提前超额完成；此外，我国社会主要矛盾和所处发展阶段已经发生重大转变，由高速增长阶段转向高质量发展。在此背景下，金融去杠杆拉开帷幕。金融去杠

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_49470

