MLF 之后，定向降息要来了吗？

2021 年 08 月 18 日

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

- **MLF 的稳健续作兑现央行在货币政策报告中的“承诺”，除此之外还有什么值得期待？**2021 年 8 月 6000 亿元 MLF 超预期的续作，背后重要的原因是政府净融资的加速，正好印证了央行 8 月 9 日发布的货币政策执行报告中“加强对财政收支、政府债券发行……等不确认性因素的监测分析，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性”的政策思路，7 月以来可以感受到央行落实政策的速度在加快，那么下一个值得关注的政策点在哪？7 月经济数据全面降温，8 月疫情不确定性仍存，尽快稳住信贷、降低实体经济融资成本可能是央行的当务之急，**“有序推动碳减排支持工具落地生效，向符合条件的金融机构提供低成本资金”可能会加速提上日程。这对市场预期的降准和降息将产生影响。**

- **全球主要的碳减排支持工具主要有哪些选项？**全球主要央行更倾向于使用资产端的工具，例如**设立特定的流动性操作工具；修改央行在操作接受的抵押品规则以及在资产购买（QE）中对于特定资产进行倾斜**（表 1）。中国央行已经采取的措施主要集中在抵押品规则的修改方面，例如 2018 年 6 月扩大 MLF 担保品范围，纳入符合条件的绿色债券和绿色贷款，此外还会定期颁布《绿色债券支持项目目录》。

- **国外有何进展值得借鉴？**在主要经济体里碳减排工具推进较快的要属欧洲央行和日本央行。欧元区一直走在全球绿色经济发展的前列，支持碳减排方面，欧央行主要可能从两个方向发力，一是在 QE 中更多购买减排企业的债券；**另一个则是使用定向的“Green TLTRO（绿色定向长期再融资操作）”工具，鼓励信贷机构向减排业务倾斜**。日本央行在 7 月议息会议上也公布了新型气候支持工具，将在 2021 年年内落地。

- **日本：现有框架下的“小修小补”，借鉴意义有限。**日本央行 7 月推出的气候支持工具是在原有公开市场操作基础上打的补丁，对我国的直接借鉴意义有限。**欧央行：Green TLTRO 具有参考意义。**中国与欧洲的在金融体系和货币政策工具上存在较大相似性，欧洲在 TLTRO 上的经验至少有三点值得借鉴：1）允许金融机构组团申请，照顾中小机构；2）根据金融机构合格信贷的规模设置阶梯利率，提高激励；3）根据金融机构相关合格信贷历史存量规模情况，来设置各机构工具使用的限额以及优惠利率的触发基准，更加公平地分配央行的流动性资源。

- **我国即将落地的“绿色专项再贷款”将是传统再贷款和 TMLF 的结合体，**具备新的特点：1）**在交易对象上会更加“开放”**。新工具定向的是企业和向企业发放的贷款而不是金融机构，对于金融机构的要求可能更加类似于 TMLF；2）**在准入标准上可能更倚重于合格信贷的规模**，更加注重金融机构符合《绿色债券支持项目目录》的信贷规模；3）**利率上可能对再贷款和企业端贷款利率都做出“优惠”要求**，保证低资金成本传导至实体经济。4）**形式上可能会采取“直达实体经济”的模式**。央行按一定比例购买合格贷款后委托放款行管理，由银行获得贷款收益并承担相应的信用风险。

- **新工具带来的定向降息和流动性投放可能无法应对年内经济和市场的压力，降准和 LPR 降息依旧值得期待。**我们预计乐观情形下年内新工具可能投放约 6500 亿元流动性，且结构上主要掌握在大行手中，无法应对第四季度的流动性偏紧的局面；而由于绿色贷款在整体贷款中占比偏低，定向降息对降低社会融资成本的效果可能有限，我们预计第四季度仍会降准一次，且不排除年内央行通过压缩加点调降 LPR 的可能性。

- **风险提示：**央行超预期提高绿色贷款的购买比例，导致市场宽松预期升温；疫情持续发酵导致全球经济陷入二次衰退，政策重回宽松和刺激。

相关研究

1、《宏观点评 20210816：7 月经济数据是“假摔”还是“真跌”？》2021-08-16
2、《宏观点评 20210815：从北京到南京，历数各省局部疫情的经济影响》2021-08-15
3、《宏观点评 20210811：4 万亿美元的拜登基建法案离落地还有多远？》2021-08-11
4、《宏观点评 20210810：以史为鉴，下半年财政发力的空间有多大？》2021-08-10
5、《宏观点评 20210809：PPI 回升和核心 CPI 跳升谁更值得担心？》2021-08-09

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 海外镜鉴，全球碳减排支持政策发展如何？ 3
2. 我国碳减排支持工具会如何落地？ 9
3. 新工具落地对年内降准和降息有何影响？ 11
4. 风险提示 13

图表目录

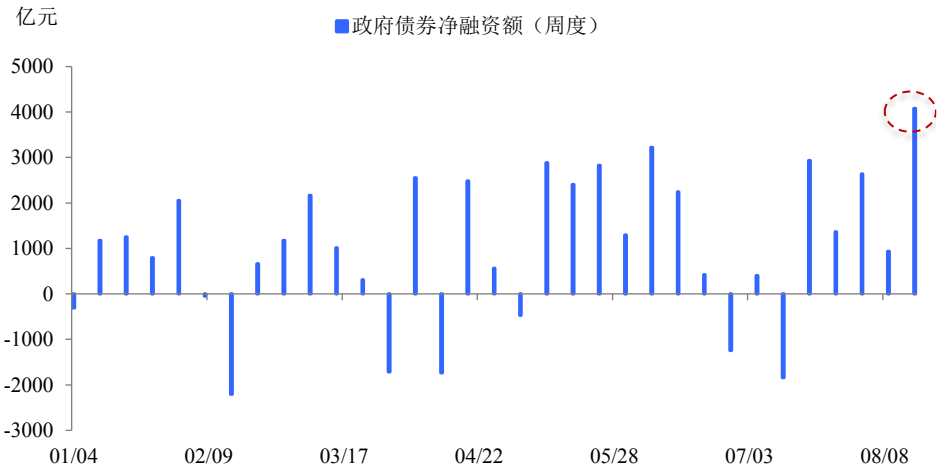
图 1：本周（2021 年 8 月 16 日至 20 日）政府债券净融资量创年内最大 3
图 2：日本新型气候工具的基本奖励机制 6
图 3：中国和欧元区在货币政策工具存在相似性 7
图 4：2020 年末我国绿色贷款中大行占比遥遥领先 9
图 5：新工具可能采取的“直达实体”模式 9
图 6：我国绿色贷款余额和同比增速 12
图 7：绿色贷款占各项贷款的比例 12
图 8：宽松政策向贷款利率的传导效率越来越低 12

表 1：全球央行主要的气候相关工具选项（资产端） 4
表 2：MLF 工具的主要信息 5
表 3：日本央行新型气候支持工具的主要信息 6
表 4：欧元区 TLTRO 和 Green TLTRO 8
表 5：再贷款工具的交易对象往往较为局限 10
表 6：即将到来的新工具 VS TMLF 11

MLF 续作量超预期，降准“细水长流”。2021 年 8 月 MLF 续作 6000 亿元，相较 7000 亿元的到期量仅缩量 1000 亿元，略超市场预期。从原因上看，本周政府净融资的加速是重要原因（图 1）。不过从降准置换 MLF 的角度，MLF 超预期的投放，可能反映了央行希望充分利用 7 月降准释放的流动性，通过减少每次置换的规模放缓节奏，推迟下一次降准（或采取其他类似宽松政策）的时点。

MLF 的稳健续作兑现央行在货币政策报告中的“承诺”，除此之外还有什么值得期待？6000 亿元 MLF 的续作正好印证了央行 8 月 9 日发布的货币政策执行报告中“加强对财政收支、政府债券发行……等不确认性因素的监测分析，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性”的政策思路，近期可以感受到央行落实政策的速度在加快，那么下一个值得关注的政策点在哪？7 月经济数据全面降温，8 月疫情不确定性仍存，尽快稳住信贷、降低实体经济融资成本可能是央行的当务之急，**“有序推动碳减排支持工具落地生效，向符合条件的金融机构提供低成本资金”可能会加速提上日程**，这对市场预期的降准和降息又会有怎样的影响？

图 1：本周（2021 年 8 月 16 日至 20 日）政府债券净融资量创年内最大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1. 海外镜鉴，全球碳减排支持政策发展如何？

从全球货币政策来看，主要的碳减排支持工具主要有哪些选项？全球主要央行更倾向于使用资产端的工具来主动应对气候变化的风险，例如**设立特定的流动性操作工具；修改央行在操作接受的抵押品规则以及在资产购买（QE）中对于特定资产进行倾斜**（表 1）。中国央行已经采取的措施主要集中在抵押品规则的修改方面，例如 2018 年 6 月扩大 MLF 担保品范围，纳入符合条件的绿色债券和绿色贷款，此外还会定期颁布《绿色债券支持项目目录》（表 2）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：全球央行主要的气候相关工具选项（资产端）

工具	主要内容	中国的情况
流动性操作		
1. 支持碳减排信贷的工具	1）设立支持金融机构支持碳减排信贷投放的工具； 2）**工具的利率根据金融机构符合条件的碳减排信贷规模进行设定**。	尚无
2. 支持碳减排相关抵押品的工具	1）给予使用更多“低碳”资产作为抵押品的金融机构更优惠的利率；或者 2）设定专门的操作工具（利率优惠），仅针对低碳资产抵押品	尚无
3. 支持碳减排合格对手方的工具	设置专门的操作工具和准入门槛，后者主要取决于金融机构的气候信息披露或低碳投资规模	尚无
抵押品规则		
4. 调整折算率	针对符合条件的低碳资产提供更优惠的折算率（haircuts）：同样价值的抵押品可以获得更多资金	尚无
5. “负面清单”	根据发行主体的气候风险、债券工具的碳排放表现，排除不合格的抵押资产	尚无
6. 正面筛选	接受合格的碳减排相关抵押品，鼓励金融机构和资本市场支持相关业务，可以通过调整合格标准，适当提高风险容忍度等手段	**《绿色债券支持项目目录》；MLF 抵押品扩容**
7. 调整合格抵押品标准	要求金融机构的抵押品需要符合一定的碳减排标准	尚无
资产购买		
8. 购买倾斜支持	资产购买对支持碳减排，气候风险小的发行主体和资产倾斜	尚无
9. “负面清单”	将不符合气候标准的发行主体、资产剔出购买清单	尚无

注：

1. 上述表格中的“金融机构”是宽泛和简便的说法，严格讲应该是货币政策“符合条件的对手方”。
2. 央行也可以通过负债端的工具对碳减排进行支持，比如使用差别准备金率，但这些工具不是主流。

数据来源：ECB，BOJ，东吴证券研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 2：MLF 工具的主要信息

要点	主要内容
交易对手	主要针对商业银行、政策性银行
抵押品	1）国债、央行票据、国开行及政策性金融债、地方政府债券、AAA 级公司信用类债券等 2）不低于 AA 级的小微、**绿色和“三农”金融债券**; 3）AA+、AA 级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、**绿色经济的债券**）; 4）优质的小微企业贷款和**绿色贷款**。
期限	主要是 1 年，但 2016 年至 2017 年也出现过 3 个月和 6 个月的操作

数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所整理

国外有何进展值得借鉴？在主要经济体里碳减排支持工具推进较快的要属欧洲央行和日本央行。欧元区一直走在全球绿色经济发展的前列，支持碳减排方面，欧央行主要可能从两个方向发力，**一是在 QE 中更多购买减排企业的债券；另一个则是使用定向的“Green TLTRO（绿色定向长期再融资操作）”工具，鼓励信贷机构向绿色业务倾斜**。日本央行在 2021 年 7 月议息会议上也公布了新型气候支持工具，将在今年年内落地：

日本：现有框架下的“小修小补”，借鉴意义有限。日本央行 7 月推出的气候支持工具是在原有公开市场操作基础上打的补丁（表 3），对我国的直接借鉴意义有限，但是有两个特点值得注意，这种制度设置很可能导致金融机构在推进减排业务时积极性不足：

- 合格的参与者较为局限，需要同时具备公开市场操作和气候相关业务两项资格，这将不少中小金融机构排除在外；
- 政策优惠并不直接，而是通过间接提高金融机构在央行的存款利率（图 2）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

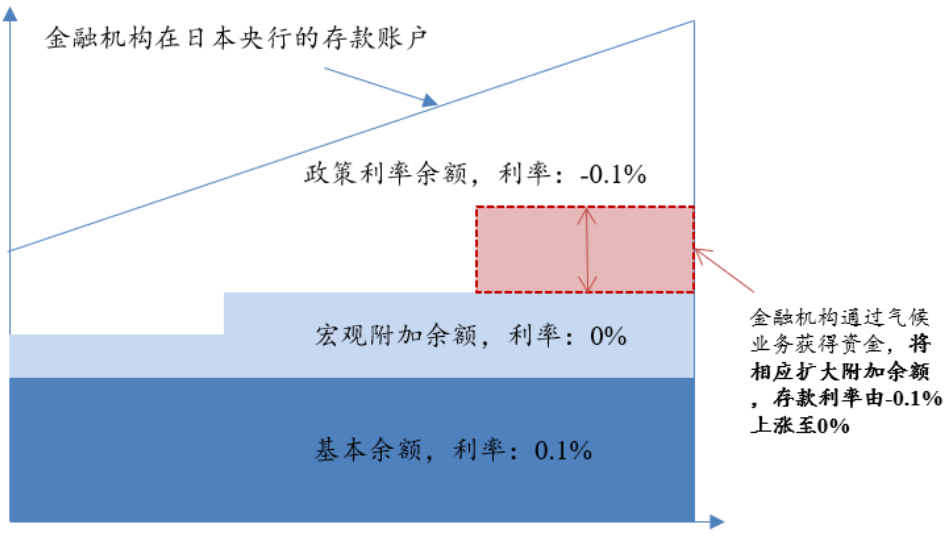
表 3：日本央行新型气候支持工具的主要信息

要点	主要内容
交易对手	1）属于公开市场操作的合格对手方且； 2）金融机构需要披露在气候变化方面的业务信息，包括气候变化相关的贷款和投资。
合格的投资和债券（用于计算机构的工作量）	1）绿色贷款和债券； 2）有助于气候变化的、可持续性业务的贷款和债券； 3）转型金融业务（transition finance）。
抵押品	一般抵押品，无特殊要求
利率	1）资金利率为 0%； 2）作为奖励，提高相应金融机构在日本央行设立的现金账户中宏观附加余额（这样会减少负利率账户的余额，变相降低融资成本，见图 2）
期限	1 年，可以在该项目期限内无限滚动续作
项目的起止时间	1）启动时间：2021 年年内 2）结束时间：2031 年 3 月（2030 年财年结束时）

注：截至 2021 年 8 月日本央行基准利率为负。

数据来源：BOJ，东吴证券研究所

图 2：日本新型气候工具的基本奖励机制

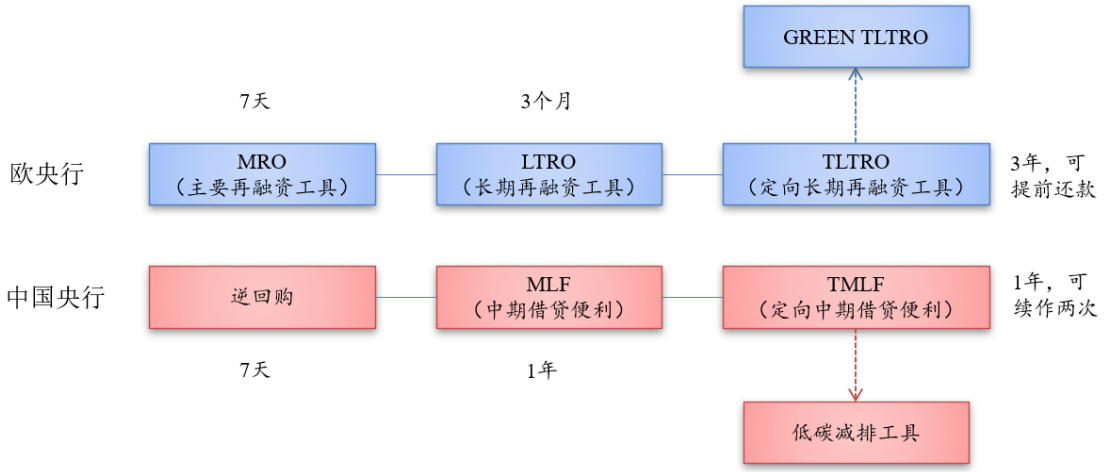


数据来源：BOJ，东吴证券研究所

欧央行：Green TLTRO 具有参考意义。中国与欧洲在金融体系（以银行为代表的间接融资占据重要地位）和货币政策工具设置上存在诸多相似之处（图 3），因此我国对于碳减排支持工具的设计可以借鉴欧洲经验。尽管 Green TLTRO 尚处于讨论阶段，可以参考现存 TLTRO（定向长期再融资操作）的机制设计（表 4），至少有三点是值得借鉴：

- **允许机构组团使用工具**，这样可以照顾中小金融机构的需求。
- **根据金融机构碳减排相关信贷的规模，设置阶梯利率**，将利率和贷款规模挂钩，提高对于金融机构的激励。
- **根据金融机构碳减排相关信贷历史存量规模情况，来设置各机构工具使用的限额以及优惠利率的触发基准**，这样可以更加公平地分配央行的流动性资源。

图 3：中国和欧元区在货币政策工具存在相似性



注：上图中标明的时间是各个工具典型的期限。
数据来源：ECB，中国人民银行，东吴证券研究所绘制

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 4：欧元区 TLTRO 和 Green TLTRO

要点	TLTRO III	Green TLTRO
交易对手	1）单一机构参加：属于公开市场操作的对手方； 2）组团参加：领导机构属于公开市场操作的对手方。	（同上）
合格的信贷	1）对非金融企业和家庭的贷款 2）不包含房地产贷款	碳减排相关贷款，也可能包括相关债券
抵押品	一般抵押品，无特殊要求	（同上）
利率	1）根据相关机构或银团过去某一时点的存量合格信贷来设置**基准（净）借贷水平**； 2）**实施阶梯型利率体系**： a) 合格贷款规模低于基准，利率=MRO 利率 b) 合格贷款规模高于基准，利率低于 a），最低可达 deposit facility 利率，具体水平根据高于基准的程度决定。	根据相关机构的碳减排相关贷款的落地情况，实施梯形利率体系
限额	根据相关机构或银团过去某一时点的存量合格信贷来**设置可以向央行借贷的最大额度**	需要根据过去的存量合格贷款设置机构最大借贷额度，这样可以尽量避免某些银行的先发优势，保持公平性
期限	3 年，可以在规定时间点提前还款	3 年，可在特定时间提前还款，可续作
项目起止时间	从 2019 年 9 月起至 2021 年 3 月，每个季末月实施，一共实施 7 轮	根据欧盟的碳排放减排规划时间

注：

1. 上图中我们使用的是 2019 年 9 月欧央行对于第三轮 TRTLO 工具的机制设计，暂不考虑疫情期间欧央行额外的修改和补充；
2. MRO，主要再融资利率（7 天）是欧央行基准政策利率。deposit facility（隔夜存款便利）利率是欧央行利率走廊的下轨，2019 年 9 月时两者的水平分别为 0%和-05%。
3. 关于 Green TLTRO 的描述为笔者观点，不代表官方。

数据来源：ECB，东吴证券研究所

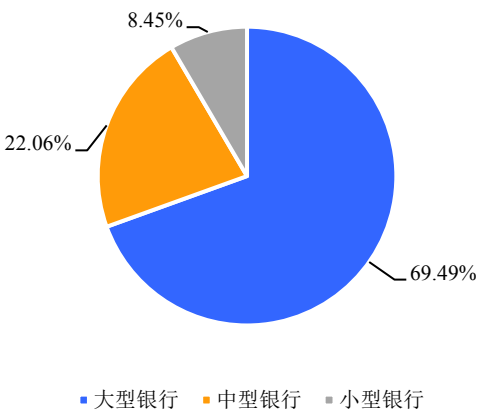
请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 我国碳减排支持工具会如何落地?

我国碳减排支持工具：再贷款还是绿色 TMLF。易纲行长今年 3 月 21 日在中国发展高层论坛的讲话中表示央行正在“正在研究通过**优惠利率、绿色专项再贷款**等支持工具，激励金融机构为碳减排提供资金支持”，我们认为今年即将落地的“绿色再贷款支持工具”可能是**传统再贷款和 TMLF 的结合体**：

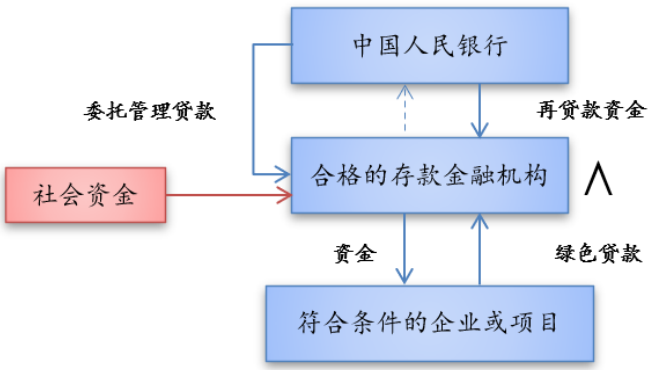
- **在交易对象上会更加“开放”**。传统的再贷款操作在交易对象上较为局限(且多集中于中小金融机构，表 5)，但新工具定向的是企业和向企业发放的贷款而不是金融机构，对于金融机构的要求可能更加类似于 TMLF，尤其考虑到 2020 年末我国绿色贷款中大行占比遥遥领先（图 4）。
- **在准入标准上可能更倚重于合格信贷的规模**。传统的再贷款的准入更加注重金融机构自身的属性和资质，但新工具可能更加注重金融机构支持碳减排的信贷力度（符合《绿色债券支持项目目录》的信贷规模），这与 TMLF 类似。
- **利率上可能对再贷款和企业端贷款利率都做出“优惠”要求**。参考 2020 年 1 月 31 日的防疫专项再贷款，新工具可能要求再贷款利率和贷款利率都采取 **LPR 利率减点**的方式，将低资金成本传导至实体经济融资成本。
- **形式上可能会采取“直达实体经济”的模式**。参考 2020 年 6 月的“普惠小微企业信用贷款支持计划”，如图 5，为了遵守市场化原则、降低道德风险，**央行可能购买合格贷款后委托放款行管理，由银行获得贷款收益并承担相应的信用风险**；同时为了降低对于市场的影响、撬动社会资金，**央行可能只会购买一定时期内、一定比例的新增合格信贷**。

图 4： 2020 年末我国绿色贷款中大行占比遥遥领先



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：新工具可能采取的“直达实体”模式



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所绘制

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 5：再贷款工具的交易对象往往较为局限

主要类别		交易对象	主要用途
流动性再贷款	人行总行对全国性银行	地方性存款类法人金融机构	注入短期流动性（<3 个月）
	人行分行对地方法人银行	全国性存款类金融机构	
信贷政策支持再贷款	支持小微企业	小型城商行、农商行、农村合作银行和村镇银行	发放小微企业贷款
	支农	农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行	发放涉农贷款
	扶贫	贫困地区的农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行	发放贫困地区涉农贷款
金融稳定再贷款	地方政府向中央专项借款		解决地方要关闭的农村合作基金会、信托投资公司、城市商业银行、城市信用社的个人债务和合法外债
	紧急贷款		帮助发生支付危机的城市商业银行、城市信用合作社和农村信用合作社缓解支付压力、恢复信誉
	风险处置		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
专项政策性再贷款	对农发行		支持粮棉油收购
	对国开行		发放农村信用社改革专项借款
	对资产管理公司		
防疫专项再贷款	（临时性）	9 家全国性银行、10 家地方法人银行	支持发改委、工信部拟定的重点企业复工复产

数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 6：即将到来的新工具 VS TMLF

要点	“绿色专项再贷款”	TMLF
交易对手方	1）符合一定 MPA 要求、资本充足的大中小型存款类金融机构； 2）拥有支持绿色、减排的存量合格贷款； 3）是否允许部分中小机构采取组团的形式参加值得期待。	1）大行，股份行和大型城商行，符合 MPA 要求、资本充足 2）对小微企业和民营企业有信贷支持
合格贷款	符合《绿色债券支持项目目录》的相关贷款	对小微企业进和民营企业贷款
抵押品	-	与 MLF 类似
利率	1）LPR 减点 2）对再贷款利率和贷款利率都做出“优惠”要求 3）可能会设置阶梯型优惠利率，将利率优惠力度和合格贷款规模挂钩。	MLF 利率-15bp
期限	1 年，可展期	1 年，可续作两次
形式	可能采取“直达实体”的形式：按一定比例购买银行新增的合格贷款，并委托放款行管理。	由合格机构申请，批准后，央行根据其对小微企业和民营企业贷款情况确定可借贷的金额。

注：以上对于绿色专项再贷款的观点仅代表笔者观点。

数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

3. 新工具落地对年内降准和降息有何影响？

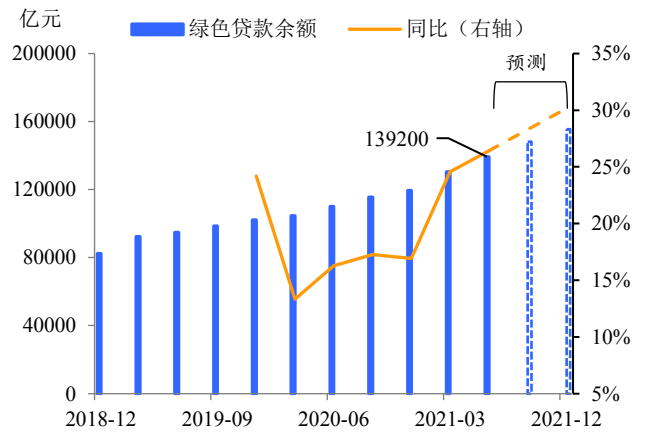
我们觉得该工具无论从总量上还是结构上都无法应对年末可能出现的流动性压力。我们假设下半年绿色贷款同比增速继续保持 2021 年上半年的加速（图 6），新工具在 9 月落地并生效，并决定购买 2021 年 6 月 30 日至 12 月 31 日新增绿色贷款的 40%（参考 2020 年的直达实体工具），则新工具在今年余下时间约投放 6500 亿元流动性（偏积极的估计），面对第四季度巨量的 MLF 到期和后置的专项债发行将“独木难支”；而且新工具释放的流动性可能大多数掌握在大行手中，对于负债压力较大的中小型银行援助有限。**我们依旧对第四季度、尤其是临近年末的降准抱有较大期待**。

由于绿色贷款在整体贷款中占比仍较低，**新工具带来的“定向降息”对于全社会的融资成本下降贡献可能有限**（图 7）。鉴于 2021 年下半年经济增速放缓明显、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

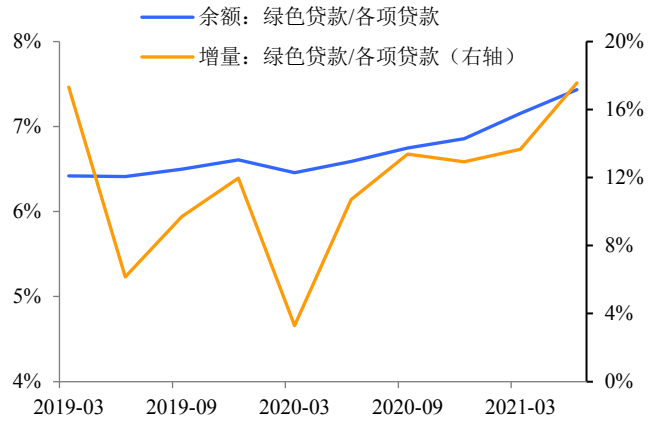
上下游价格传导不畅，下游中小企业压力上升，而且金融危机后央行宽松政策向贷款利率的传导效率不断下降（图 8），我们虽然**下调 LPR 降息的迫切性，但依旧认为年内央行通过压缩加点降低这一基础贷款利率是可能的**。

图 6： 我国绿色贷款余额和同比增速



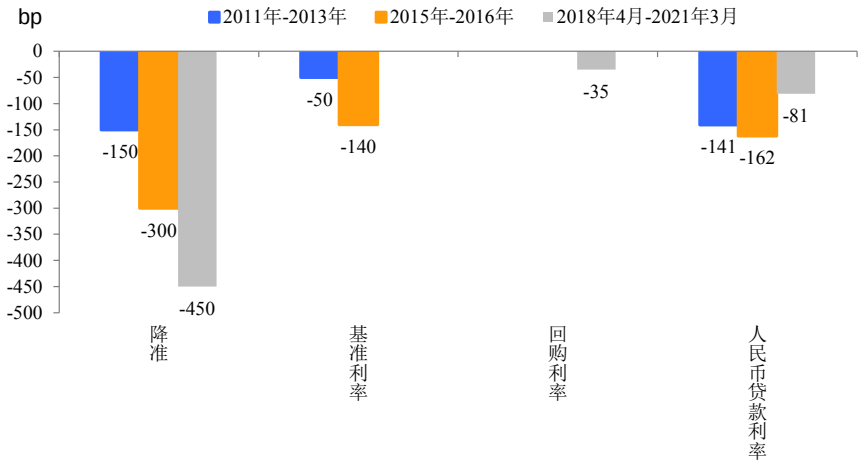
数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

图 7： 绿色贷款占各项贷款的比例



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：宽松政策向贷款利率的传导效率越来越低



注：基准利率选取的是 1 至 3 年贷款基准利率。人民币贷款利率指的是人民币贷款加权平均利率。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 风险提示

央行定向宽松政策超预期。央行超预期提高绿色贷款的购买比例，投放流动性大增，导致市场宽松预期升温。

疫情导致全球经济再次衰退。持续发酵的疫情导致全球经济陷入二次衰退，财政和货币政策加大宽刺激和宽松。

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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

