

行业研究

碳减排支持工具影响几何？

——流动性观察第 74 期

主要观点

11月8日，央行宣布创设推出碳减排支持工具，对此我们点评如下：

什么是“碳减排支持”工具？“碳减排支持”工具主要要素为：**(1) 支持领域。**“碳减排支持”工具重点支持**清洁能源、节能环保和碳减排技术**三个领域，而央行在2019年发布的《绿色产业指导目录》中对绿色贷款统计范围做了规定，明确了六大绿色产业，因此绿色贷款的统计口径要大于碳减排。**(2) 操作模式。**碳减排支持工具向金融机构提供资金采取“先贷后借”的直达机制，金融机构向重点领域发放碳减排贷款后，可向央行申请资金支持，央行按贷款本金的60%向金融机构提供资金支持，金融机构需向央行提供合格质押品。**(3) 工具定价。**碳减排支持工具期限为1年，可展期2次，利率为1.75%，贷款利率应与同期限档次LPR大致持平。总体来看，“**碳减排支持**”工具与再贷款的性质较为类似。**(4) 监管政策。**金融机构获得碳减排支持工具支持后，需按季度向社会披露碳减排支持工具支持的碳减排领域、项目数量、贷款金额和加权平均利率以及碳减排数据等信息。央行将会同相关部门，通过委托第三方专业机构核查等多种方式，核实验证金融机构信息披露的真实性。

“碳减排支持”工具推出对市场的影响。

量方面，初步测算，**碳减排支持工具的额度大概在6000-9000亿规模，预计分两年使用**，释放的基础货币规模略低于一次降准（约1万亿）。

价方面，央行明确碳减排支持工具期限为1年，利率为1.75%，低于1Y支农支小再贷款利率50bp，与金融稳定再贷款利率持平，且低于1Y-MLF利率120bp。

因此，碳减排支持工具在一定程度上起到了结构性降准与降息的效果，**但不宜过分夸大对市场的影响，在分析时不能仅基于绿色贷款规模，而误认为该项工具额度的数量级较大。**对货币政策而言，目前市场流动性总体较为充裕，11-12月份MLF共计到期1.95万亿。碳减排支持工具推出之后，在结构性流动性短缺框架下，不排除央行会适度退出部分MLF，已确保该项工具的中性影响。同时，央行会继续通过OMO的操作，“削峰填谷”维稳资金面。在此情况下，**年内降准、降息的概率进一步下降。**

“碳减排支持”工具推出对商业银行的影响。

(1) 预计能够为碳减排相关企业贷款融资让利10-15bp。银行发放碳减排贷款利差为 $3.85\% - (0.6 \times 1.75\% + 0.4 \times 2.2\%) = 1.92\%$ ，较当前利差

$(3.85\% - 2.2\% = 1.65\%)$ 提升27bp。考虑到再贷款本身具有一定的阻尼效应，银行基于商业化原则，在贷款利率reset上可能会将27bp利差部分让渡给碳减排相关企业。因此，预计碳减排工具能够为相关企业贷款融资让利10-15bp。

(2) 对存款成本率改善0.5bp。假定本次碳减排工具规模为9000亿，乐观情况下，即便按照等比例退出9000亿MLF，有助于减少负债利息支出： $9000 \times (2.95\% - 1.75\%) = 108$ 亿。按照银行230万亿存款规模来静态测算，对银行存款成本率的改善幅度不足0.5bp。

(3) 对流动性监管指标的改善作用较为有限。央行表示，金融机构申请碳减排工具，需向人民银行提供合格质押品，预计与再贷款、MLF等工具类似，需要提供利率债质押。这样一来，这一工具对流动性监管指标的改善作用较为有限。

风险分析：宽信用力度不及预期，房地产企业信用违约风险加大。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebscn.com

联系人：刘杰

010-56518032

liujie9@ebscn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

从RMBS重启看房地产政策“松绑”——流动性观察第73期

“宽信用”的沙盘推演——流动性观察第72期

如何看待央行缩表近万亿？——流动性观察第71期

从超低票据利率看7月贷款增长——流动性观察第70期

8月份利率会迎来拐点吗？——流动性观察第69期

定量测算：为什么LPR报价维持不变？——流动性观察第68期

从银行视角看2021年政府工作报告——流动性观察第67期

从银行视角看2020年中央经济工作会议——流动性观察第66期

资本会成为信贷投放的“硬约束”吗？——流动性观察第65期

如何看待今日GC利率大幅下行？——流动性观察第64期

11月8日，央行宣布创设推出碳减排支持工具，以稳步有序、精准直达方式，支持清洁能源、节能环保、碳减排技术等重点领域的发展，并撬动更多社会资金促进碳减排。对此，我们点评如下：

1、什么是“碳减排支持”工具？

根据央行表述，“碳减排支持”工具主要有四方面要素：

(1) 支持领域。“碳减排支持”工具重点支持清洁能源、节能环保和碳减排技术三个领域。而央行在2019年发布的《绿色产业指导目录》中，对于绿色贷款统计范围做了明确规定，包括节能环保产业、清洁生产产业、清洁能源产业、生态环境产业、基础设施绿色升级和绿色服务六大产业。因此，从这一口径来看，《绿色产业指导目录》中对于绿色贷款的统计口径要大于碳减排。

(2) 操作模式。碳减排支持工具向金融机构提供资金采取“先贷后借”的直达机制，金融机构向重点领域发放碳减排贷款后，可向央行申请资金支持，央行按贷款本金的60%向金融机构提供资金支持，金融机构需向人民银行提供合格质押品。同时，碳减排支持工具是“做加法”，用增量资金支持清洁能源等重点领域的投资和建设，这意味着，银行要想申请碳减排支持工具，并非能够完全使用既有的存量业务。

(3) 工具定价。碳减排支持工具期限为1年，可展期2次，**利率为1.75%**。要求金融机构在自主决策、自担风险的前提下，向碳减排重点领域内的各类企业一视同仁提供碳减排贷款，贷款利率应与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平。

(4) 监管政策。金融机构获得碳减排支持工具支持后，需按季度向社会披露碳减排支持工具支持的碳减排领域、项目数量、贷款金额和加权平均利率以及碳减排数据等信息。央行将会同相关部门，通过委托第三方专业机构核查等多种方式，核实验证金融机构信息披露的真实性。

从“碳减排支持”工具的四大要素来看，该工具与再贷款的性质较为类似，是央行为支持碳达峰、碳中和目标而推出的一项结构性货币政策工具。

2、“碳减排支持”工具推出对市场的影响

为分析“碳减排支持”工具推出对市场的影响，我们首先需要厘清“碳减排支持”工具的量价情况：

量方面，央行并未披露“碳减排支持”工具的具体额度。但我们可以做一个大体预测。

表1：碳减排支持工具规模测算（亿元）

	贷款余额	再贷款/碳减排支持工具	贷款余额/央行工具
普惠金融领域	258100	15549	17: 1
绿色领域	147800	8904	17: 1
具有直接和间接碳减排效益项目	98900	5958	17: 1

资料来源：Wind，光大证券研究所测算；时间：普惠金融领域、绿色领域、具有直接和间接碳减排效益项目贷款余额数据为2021年9月末，普惠金融领域再贷款数据为2021年6月末，红色标注数据为测算值。

根据央行公布的《2021年三季度金融机构贷款投向统计报告》，截至2021年三季度末，普惠金融领域贷款余额为25.8万亿，而支农、支小、扶贫和专项扶贫四类再贷款余额为1.55万亿，即贷款余额与再贷款的比例约17:1。而绿色领域的贷款余额为14.78万亿，其中具有直接和间接碳减排效益项目为9.89万亿，若依然按照17:1的比例测算，**碳减排支持工具的额度大概在6000-9000亿规模，预计分两年使用，释放的基础货币规模略低于一次降准（约1万亿）。**

价方面，央行明确碳减排支持工具期限为1年，**利率为1.75%，低于1Y支农支小再贷款利率50bp，与金融稳定再贷款利率持平，且低于1Y-MLF利率120bp。**

因此，从量价两方面看，碳减排支持工具在一定程度上起到了结构性降准与降息的效果，具有“补缺口、降成本、调结构”的功能。不过，我们在分析碳减排工具之时，**不宜过分夸大对市场的影响，不能仅基于绿色贷款的规模，而误认为该项工具的数量级较大。**事实上，无论是再贷款工具，还是碳减排工具，与实际的金融机构相关领域信贷余额，并非一一对应关系，且央行已明确表示：“碳减排支持工具是‘做加法’，用增量资金支持清洁能源等重点领域的投资和建设”。因此，该工具的最终效力，仍取决于银行新发放的清洁能源、节能环保和碳减排技术这三类贷款的情况。

对货币政策而言，目前市场流动性总体较为充裕，11-12月份MLF共计到期1.95万亿。碳减排支持工具推出之后，在结构性流动性短缺框架下，不排除央行会适度退出部分MLF，已确保该项工具的中性影响。同时，央行会继续通过OMO的操作，“削峰填谷”维稳资金面。在此情况下，**年内降准、降息的概率进一步下降。**

3、“碳减排支持”工具推出对商业银行的影响

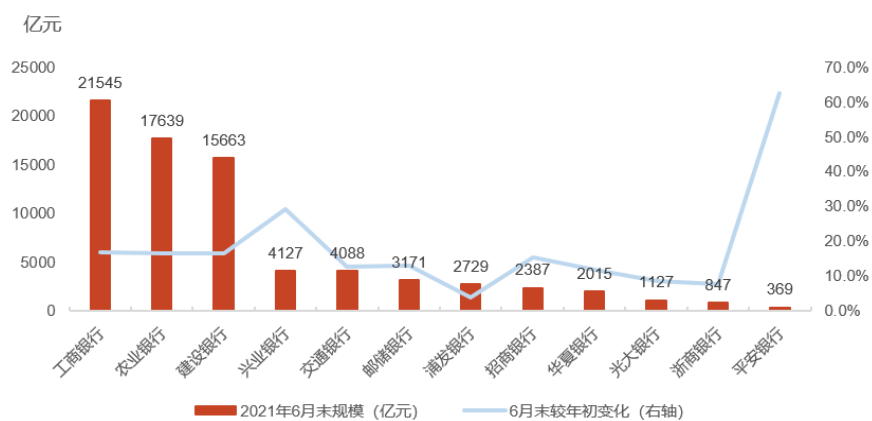
“碳减排支持”工具推出的主要目标，是为了支持清洁能源、节能环保、碳减排技术等重点领域的发展。对于商业银行，影响主要体现在三个方面：

(1) **预计能够为碳减排相关企业贷款融资让利10-15bp。**根据央行的表述，贷款利率应与同期限档次贷款市场报价利率(LPR)大致持平。目前，1Y-LPR报价为3.85%，银行计息负债成本率维持在2.2%左右(截至2021)，央行按贷款本金的60%向金融机构提供资金支持。因此，银行发放碳减排贷款利差为 $3.85\% - (0.6 \times 1.75\% + 0.4 \times 2.2\%) = 1.92\%$ ，较当前利差($3.85\% - 2.2\% = 1.65\%$)提升27bp。考虑到贷款利率本身具有一定的阻尼效应，银行基于商业化原则，在贷款利率reset上可能会将27bp利差部分让渡给碳减排相关企业。因此，预计碳减排工具能够为相关企业贷款融资让利10-15bp。

(2) **对存款成本率改善0.5bp。**如前所述，假定本次碳减排工具规模为9000亿，乐观情况下，即便按照等比例退出9000亿MLF，有助于减少负债利息支出： $9000 \times (2.95\% - 1.75\%) = 108$ 亿。按照银行230万亿存款规模来静态测算，对银行存款成本率的改善幅度不足0.5bp。

(3) **对流动性监管指标的改善作用较为有限。**央行表示，金融机构申请碳减排工具，需向人民银行提供合格质押品，预计与再贷款、MLF等工具类似，需要提供利率债质押。这样一来，这一工具对流动性监管指标的改善作用较为有限。

图 1：部分全国性银行绿色信贷规模（2Q21）



资料来源：各公司财报及社会责任报告，光大证券研究所

4、风险分析

宽信用力度不及预期，房地产企业信用违约风险加大。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE