



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

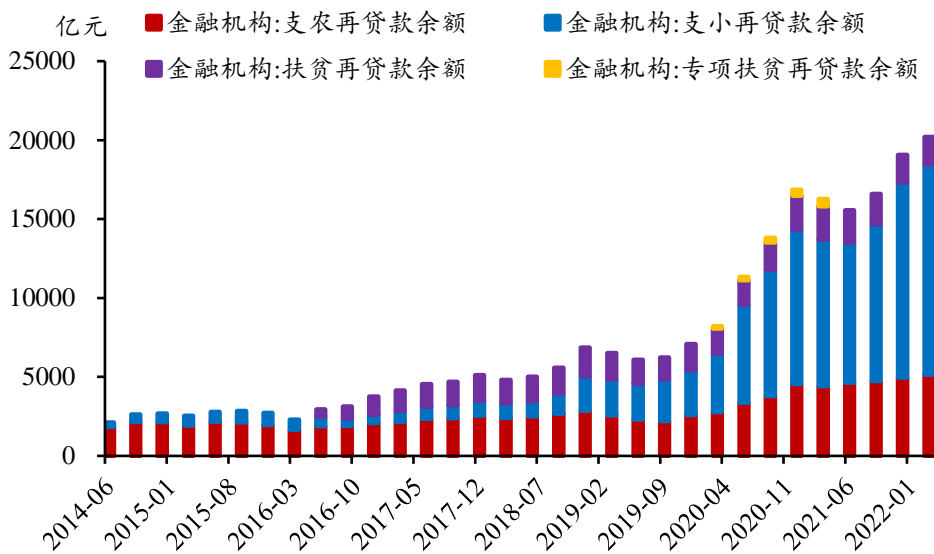
1.2 结构工具详解：再贷款、准备金政策和公开市场操作

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

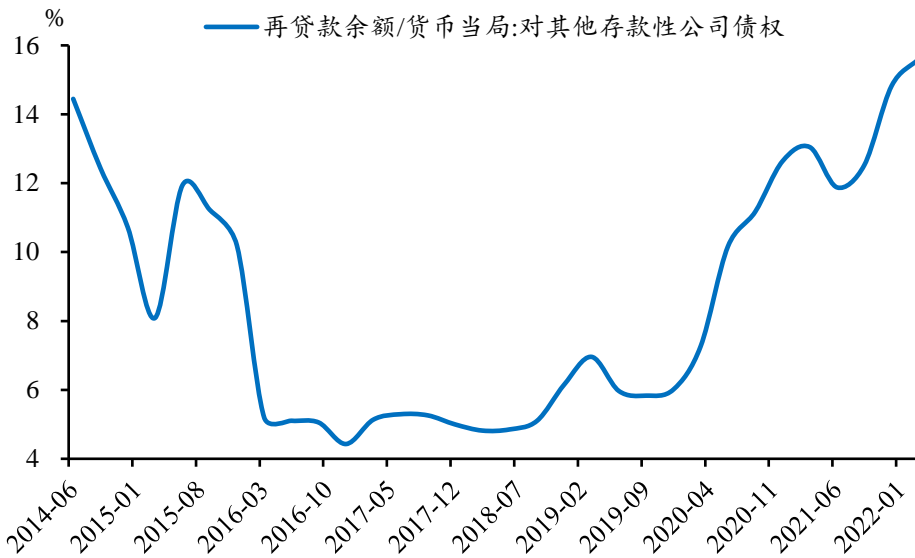
图 4：支农、支小、扶贫再贷款工具细节

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。

图 6：2020 年三批次再贷款、再贴现工具详情

项目	专项再贷款	支农再贷款	支小再贷款	再贴现	再贷款再贴现
批次	第一批	第二批		第三批	
投放额度	3000亿	1000亿	3000亿	1000亿	10000亿
银行资质要求	9家全国性银行和疫情重点地区地方法人银行	农商行、农合行、农信社和村镇银行	小型银行	各类银行及符合资质的财务公司等非银行机构	各类银行及符合资质的财务公司等非银行机构
最终投向要求	疫情防控重点保障企业	三农领域	小微企业	优先办理涉农、小微企业、疫情相关企业票据	涉农、小微企业和民营企业
期限	一年			不超过4个月	再贷款为3个月、6个月、1年三档；再贴现不超过6个月
央行给银行发放的利率	1.55% (上月LPR-250BP)	2.5% (较前值下调25BP)		2.25%	支农、支小再贷款：3个月2.2%、6个月2.4%、1年2.5% 扶贫再贷款：同档支农再贷款利率下调75bp 再贴现：2.25%
银行给企业发放的利率	≤3.05% (≤上月LPR-100BP)	利用上述资金发放的贷款利率低于同档平均利率			总体平均融资成本在5.5%以内
企业实际享受的利率	≤1.6% (财政贴息50%)	同上			同上

资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

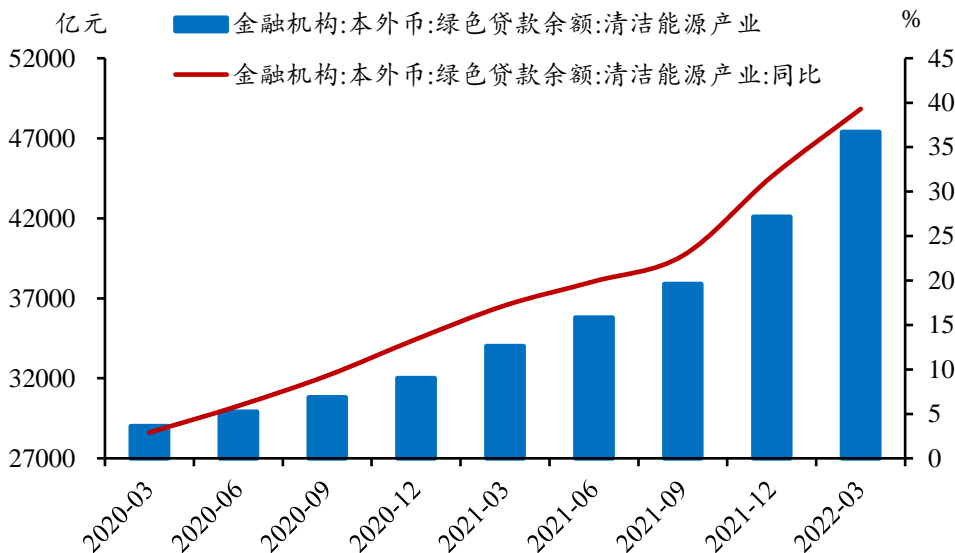
2) 2021 年：年初货币政策支持区域协调发展，央行对 10 个信贷增长缓慢省份增加再贷款额度 2000 亿元。9 月增加 3000 亿元支小再贷款额度，支持地方法人银行增加小微企业和个体工商户贷款。11 月 8 日央行正式推出碳减排支持工具，重点支持清洁能源、节能环保和碳减排技术三个碳减排领域，按照贷款本金 60% 给予支持。11 月 17 日国常会明确在设立碳减排支持工具的基础上，再设立 2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款。2022 年 5 月 4 日，为应对能源价格大幅波动等困局，央行明确在原 2000 亿元的基础上，新增 1000 亿元专项再贷款额度，专门用于支持煤炭开发使用和增强煤炭储备能力，保障能源稳定供应。2021 年 12 月，央行下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点。

碳减排支持工具与专项再贷款明显拉动清洁能源贷款增长。两项工具推出后，2021 年四季度清洁能源贷款余额明显增长，增速超 30%。2022 年一季度增速升至 39.3%，单季新增 5300 亿元。根据央行货币政策司课题组 5 月初撰文《结构性货币政策工具精准出击 助力市场主体纾困和实体经济发展》，截至 5 月初，两项工具分别发放资金 1386 亿元、225 亿元，支持金融机构发放贷款 2310 亿元、225 亿元。

图 7：2021 年碳减排支持工具与煤炭专项再贷款细节

项目	碳减排支持工具	煤炭清洁高效利用专项再贷款
额度	暂 unlimited	3000 亿元（2021 年 11 月 2000 亿元 + 2022 年 5 月 1000 亿元）
使用金融机构	全国性金融机构	
央行支持比例	贷款本金 60%	贷款本金 100%
申请机制	先贷后借	
投向要求	碳减排重点领域（清洁能源、节能环保和碳减排技术）内的各类企业	煤炭安全生产和储备领域、煤电企业电煤保供领域
资金利率	1.75%	
期限	1 年（最长可展期 2 次至 3 年）	
市场利率	与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平，其中 1-5 年期贷款利率不高于 5 年期 LPR	

资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

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


资料来源：Wind，信达证券研发中心

3) 2022 年：1 月 1 日起，央行将两项直达实体经济的货币政策工具转换为支持小微企业的市市场化工具，其中，“普惠小微企业贷款延期支持工具”转换为“普惠小微贷款支持工具”，人民银行对符合条件的地方法人银行发放的普惠小微贷款，按照余额增量的 1% 提供激励资金；“普惠小微企业信用贷款支持计划”并入“支农支小再贷款”管理，原来用于支持普惠小微信用贷款的 4000 亿元再贷款额度可以滚动使用。4 月份以来，央行先后推出 4400 亿元再贷款工具，包括 2000 亿科技创新专项再贷款、400 亿普惠养老专项再贷款、1000 亿交通物流领域专项再贷款、增加 1000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度。

图 9：2022 年新增再贷款工具细节

类型	科技创新专项再贷款	普惠养老专项再贷款	交通物流领域专项再贷款
规模	2000亿元	400亿元	1000亿元
适用金融机构	政策性银行、国有行、股份行等共21家金融机构	试点机构： 国开行、进出口银行、工行、农行、中行、建行、交行共 7 家全国性大型银行。 试点地区： 浙江、江苏、河南、河北、江西五个省份。	尚未明确
央行支持比例	贷款本金60%	贷款本金100%	尚未明确
支持对象	“高新技术企业”、“专精特新”中小企业、国家技术创新示范企业等（具体企业分别按照科技部、工信部现行标准认定）	普惠养老领域	交通运输、物流仓储业
申请机制	先贷后借，按季发放		尚未明确
期限	1年（最长可展期2次至3年）		
资金利率	1.75%		
市场利率	-	与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平	

资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

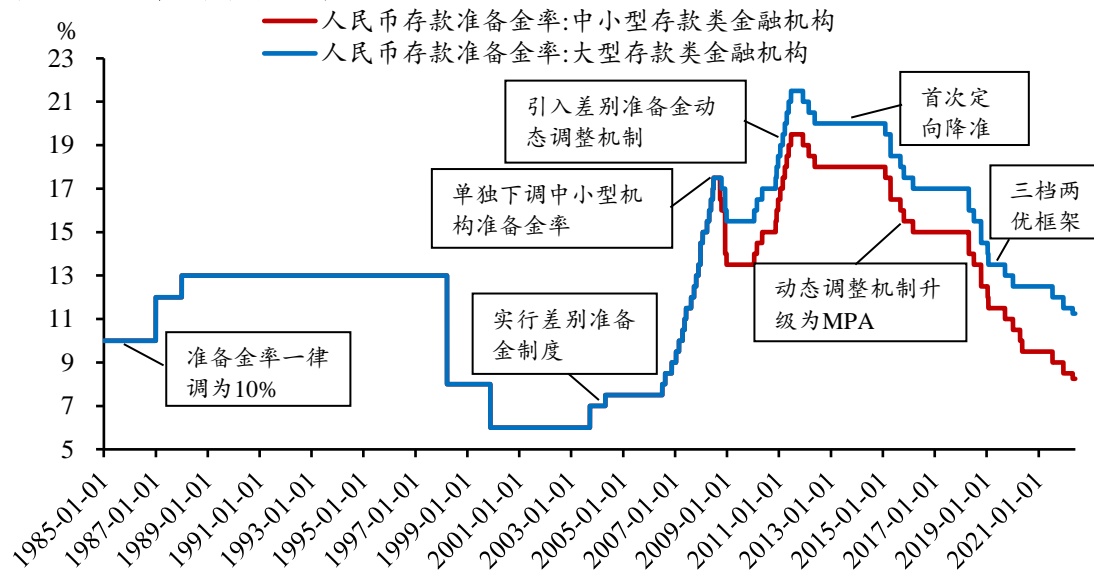
2、准备金政策详解：

我国存款准备金制度于 1984 年建立，迄今共经历七次结构性调整。

- 1) 1985 年取消按存款种类核定存款准备金率，一律调整为 10%。准备金制度建立之初，央行按照存款种类执行差别准备金率，即企业存款 20%、储蓄存款 40%、农村存款 25%。1985 年，为改变存款准备金率偏高局面，促进银行资金自求平衡，央行将准备金率一律调为 10%。
- 2) 2004 年央行建立正向激励机制，实行差别存款准备金率制度。央行从 2004 年 4 月 25 日起实行差别存款准备金率制度，金融机构适用的准备金率与资本充足率、资产质量状况等指标挂钩。资本充足率越低、不良贷款比率越高，适用的准备金率就越高；反之，适用的准备金率就越低。
- 3) 2008 年首次单独下调中小型金融机构法定存款准备金率。2008 年 9 月 25 日起，除大型金融机构（工、农、中、建、交、邮储共 6 家银行）以外，存款类金融机构存款准备金率下调 1 个百分点，汶川地震重灾区地方法人金融机构准备金率下调 2 个百分点。
- 4) 2011 年正式引入差别准备金动态调整机制。核心内容是金融机构适当的信贷增速取决于经济增长的合理需要及其自身的资本水平，据此在既有的差别准备金制度中引入宏观审慎要求，对资本充足率较低、信贷增长过快、顺周期风险隐患增大的地方金融机构予以约束。
- 5) 2014 年首次定向降准。央行于 2014 年 4 月、6 月两次实施定向降准，前次适用所有县域农商行和农村合作银行，后次适用于符合审慎经营且“三农”或小微企业贷款达到一定比例的其他各类型商业银行，以提高金融机构配置到“三农”和小微企业等需要支持领域的贷款比例。
- 6) 2016 年差别准备金动态调整机制“升级”为宏观审慎评估体系（MPA）。随着中国经济与金融创新快速发展，仅盯住狭义贷款越发难以有效实现宏观审慎目标，央行在此背景下系统构建 MPA 体系，于 2016 年开始实施，将以往的单一指标拓宽为七个方面十多个指标，将对狭义贷款的关注拓展为对广义贷款的关注。

7) 2019 年央行推出“三档两优”存款准备金率新框架。“三档”：第一档大型银行，包括工、农、中、建、交、邮储共 6 家银行；第二档中型银行，主要包括股份行和城商行；第三档小型银行，包括农村信用社、合作银行、村镇银行和服务县域的农商行。“两优”是指在三个基准档的基础上还有两项优惠：一是第一档和第二档银行达到普惠金融定向降准政策考核标准的，可享受 0.5 或 1.5 个百分点的存款准备金率优惠；二是服务县域的银行达到新增存款一定比例用于当地贷款考核标准的，可享受 1 个百分点存款准备金率优惠。在新框架下，金融机构实际的准备金率水平要比央行公布的法定准备金率更低一些。

图 10：1985 年以来准备金政策历次结构性调整



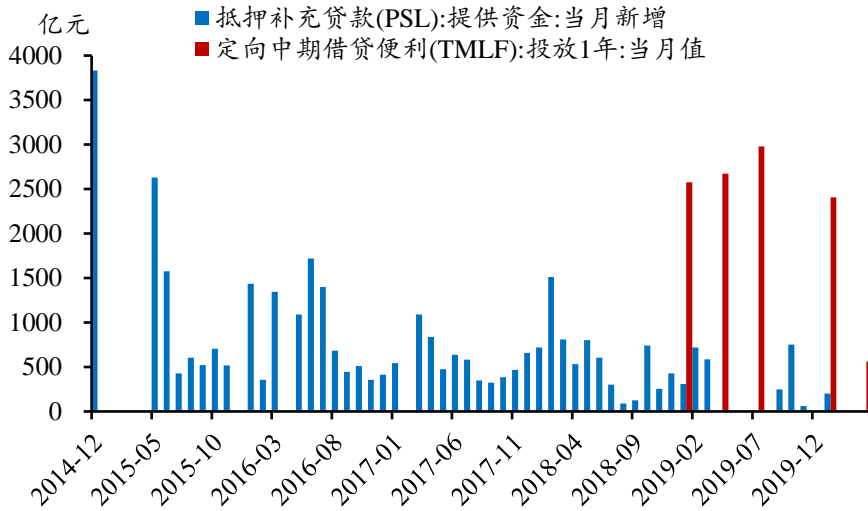
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3、公开市场操作详解：

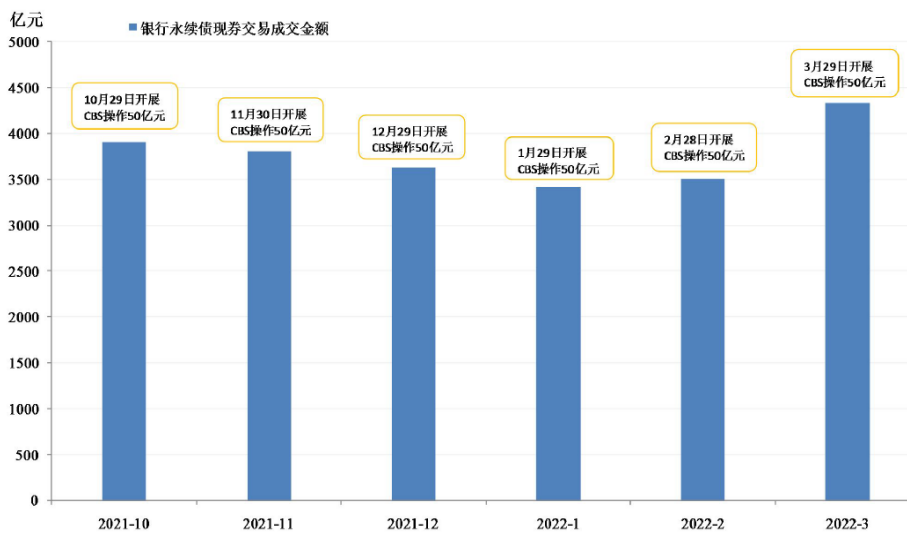
公开市场操作中明确属于结构工具有 TMLF、PSL 以及 CBS。

- 1) 2018 年 12 月央行创设定向中期借贷便利 TMLF 工具，相比 MLF，TMLF 定向支持金融机构扩大对小微企业、民营企业信贷投放，用途更加精准，同时资金成本更低（首批操作利率较 1 年期 MLF 低 15bp）、期限更长（可使用 3 年）。
- 2) 2014 年央行创设抵押补充贷款 PSL 工具，针对政策性金融机构（国家开发银行）发放抵押贷款，功能是支持国民经济重点领域、薄弱缓解和社会事业发展。2014-2016 年，PSL 为棚改货币化提供了充裕资金。后续 PSL 发放范围扩充至其他两家政策性银行，支持重大水利工程和人民币“走出去”项目。
- 3) 2019 年初央行创设央行票据互换 CBS 工具，旨在提升银行永续债流动性，支持商业银行通过发行永续债补充资本。相比大型国有银行，中小银行补充资本压力更大，因此 CBS 工具实际上带有明显的结构性目的，重在帮助中小银行补充资本，可将更多信贷投向民营企业、中小微企业、“三农”领域等。2022 年以来，央行稳定开展 CBS 操作，银行永续债现券成交额维持高位。

传统的 MLF、SLF 等工具，实际上也具有结构性特征。创设之初 MLF 和 SLF，其主要作用都是作为基础货币投放渠道，面向广泛市场，不具有明显的结构性特征。2014 年央行在十个地区开展 SLF 操作试点，开始向符合条件的金融机构提供短期流动性支持，加强中小金融机构作为服务“三农”、小微企业的主体地位，开始附加结构性条件。2018 年 MLF 抵押品扩容，优质小微企业贷款和绿色贷款纳入抵押品范围，也反映了结构性政策导向。

图 11：2014 年以来历次 PSL 与 TMLF 操作


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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


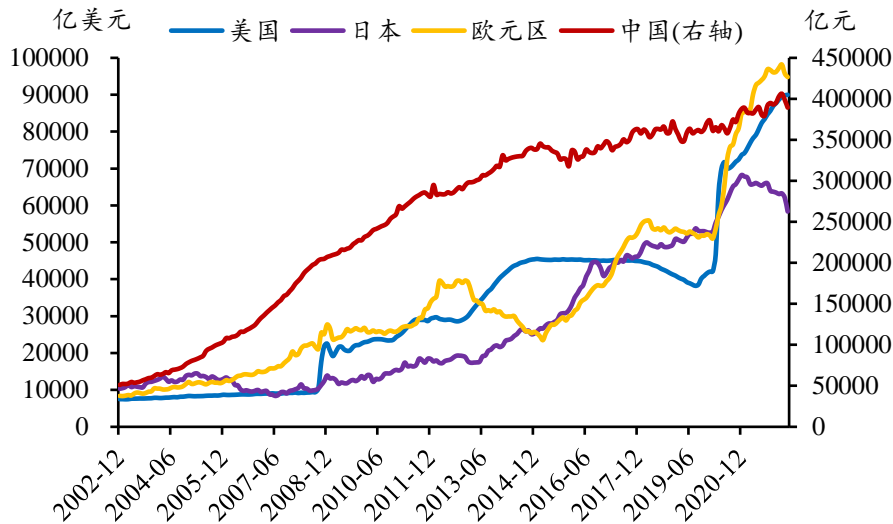
资料来源: 中国人民银行《2022 年一季度货币政策执行报告》，信达证券研发中心

二、相比传统工具，结构工具有哪些独特优势？

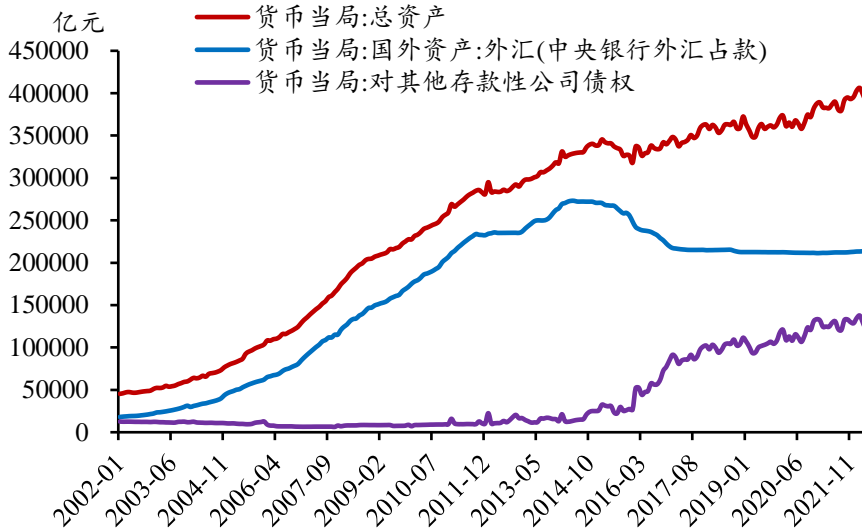
2.1 辅助投放流动性，维护正常的货币政策空间

我国是为数不多仍在坚持正常货币政策的主要经济体，央行对于总量工具的使用始终有度。2000-2008 年间，我国出口高速增长，央行主要通过外汇占款被动投放基础货币。2012 年以后中国切换经济增长引擎，外汇占款下滑，央行向主动管理过渡，在不轻易动用总量工具的前提下，运用结构性工具精准投放流动性，比如缩表的降准和扩表的再贷款可以互相抵消，确保央行资产规模保持基本稳定。相比之下，美国、欧洲、日本等主要经济体存准率降至 0% 附近、长期执行零利率，已几乎耗尽正常的货币政策空间。2008 年金融危机后，发达经济体通过 QE 投放流动性，央行资产负债表规模明显扩张。

结构工具辅助投放流动性，有助于维持货币政策的稳健性。由于存款增长、政府债发行增加等一系列因素，金融机构始终会面临流动性缺口。考虑到央行不搞“大水漫灌”的政策基调，同时降准等总量工具同时具有较强的信号意义，结构工具可以在很多时候发挥投放流动性的作用，一方面支持信贷社融合理增长，另一方面有助于维持稳健的货币政策。

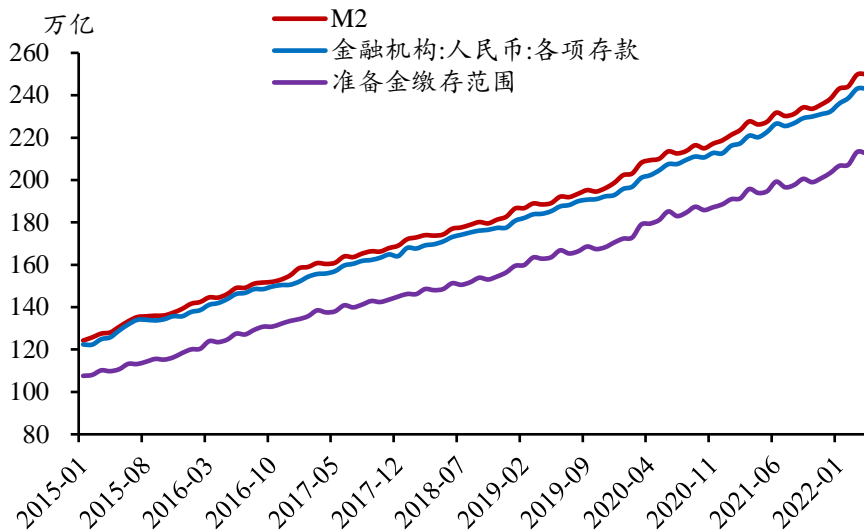
图 13: 中国、美国、日本、欧元区央行资产负债表规模


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 “四两拨千斤”撬动信贷增长

结构性货币政策工具能够有效支持信贷增长, 且具有“四两拨千斤”的撬动作用。以再贷款工具为例, 碳减排支持工具、科技创新专项再贷款均按贷款本金的 60% 做资金支持, 普惠小微贷款支持工具按照余额增量的 1% 提供激励资金。再考虑货币乘数的放大效应, 央行可通过有限的工具额度, 支持金融机构发放更多贷款。

2022 年, 预计结构工具可支持信贷投放 1.3 万亿元, 撬动新增信贷超 10 万亿元, 贡献社融增长 3.2 个百分点。

增量工具: 2022 年以来央行先后推出 4400 亿元再贷款工具。其中 2000 亿科技创新专项再贷款按照贷款本金 60% 给予支持, 其余工具为 100%, 共计支持信贷投放 5733 亿元。

存量工具: 碳减排支持工具、支农支小扶贫再贷款、再贴现、PSL。

1) **预计 2022 年碳减排支持工具可支持信贷投放 5000 亿元。**央行创设碳减排支持工具以来, 已有多家银行披露碳减排贷款的投放情况。2021 年, 共 14 家银行做出披露, 累计投放碳减排贷款 2172 亿元, 加权平均利率约为 4.00%, 对标 LPR (2021 年末 1 年期 LPR 3.80%, 5 年期 LPR 4.65%), 碳减排贷款期限应当以 1 年期为主。截至 2022 年 5 月 31 日, 共 9 家银行披露了 2022Q1 的投放数据, 累计投放碳减排贷款 872 亿元, 加权平均利率约为 3.89%。由于碳减排支持工具最长可展期至 3 年, 2022 年暂不考虑工具到期的情况。基于历史节奏, 预计 2022 年碳减排支持工具可撬动新增信贷 5000 亿元。

2) **预计 2022 年常规再贷款、再贴现工具可支持信贷投放 6000 亿元。**2022 年支农、支小再贷款额度增加, “普惠小微贷款支持工具”按照普惠小微贷款余额增量 1% 提供激励资金, “普惠小微企业信用贷款支持计划”并入“支农支小再贷款”管理, 原有的 4000 亿再贷款额度可滚动使用。2022Q1 货政执行报告中, 提出要“适时增加支农支小再贷款额度”。2021 年以来央行未直接增加扶贫再贷款额度, 该项余额持续下降。2022Q1 再贴现余额上升, 单季新增 344 亿元。基于上述情形, 预计 2022 年常规再贷款、再贴现工具可撬动新增信贷 6000 亿元。

3) **预计 2022 年 PSL 工具或拖累信贷少增 3600 亿元。**剩余结构工具中, 主要还有 PSL。对于 TMLF、定向降准等工具, 无法预知央行是否会在年内启用。CBS 工具则不直接投放基础货币, 而是通过对永续债增信的方式, 帮助银行补充资本。2019 年 11 月 PSL 余额触及峰值后持续下降, 按照近两年的工具到期节奏 (月均 300 亿元左右), 预计全年新减 3600 亿元。

综上, 预计 2022 年增量工具将支持信贷新增 5733 亿元、存量工具支持新增 7400 亿元。截至 2022 年 4 月末, 货币乘数为 7.65 倍, 理论上可撬动约 10.05 万亿新增信贷, 贡献社融 (2021 年末 314.13 万亿) 增长 3.2%。

图 16：2021 年各家银行披露的碳减排贷款投放情况

	机构	碳减排领域	支持的项目数量 (个)	贷款金额 (万元)	加权平均利率 (%)	带动的年度碳减排量 (吨二氧化碳当量)	区间
国有行	工行	清洁能源	333	2,943,311.92	4.04	5,729,380.94	2021年第四季度
		节能环保	4	19,588.09	4.60	86,623.34	
		碳减排技术	-	-	-	-	
		合计	337	2,962,900.00	4.04	5,816,004.28	
	农行	清洁能源	523	3,482,056.00	3.97	7,440,907.00	2021年7月-12月
		节能环保	2	37,520.00	4.45	65,678.00	
		碳减排技术	-	-	-	-	
		合计	525	3,519,576.00	3.98	7,506,584.00	
	中行	清洁能源	247	2,618,935.77	3.90	6,097,216.75	2021年第四季度
		节能环保	5	93,168.25	4.34	89,618.51	
		碳减排技术	-	-	-	-	
		合计	252	2,712,104.02	3.92	6,186,835.26	
	建行	清洁能源	402	4,964,361.98	3.91	10,356,453.91	2021年7月-12月
		节能环保	2	64,170.97	4.25	50,841.18	
		碳减排技术	-	-	-	-	
		合计	404	5,028,532.95	3.91	10,407,295.09	
	交行	清洁能源	93	334,504.88	4.27	626,279.46	2021年第三、四季度
		节能环保	3	31,663.95	4.41	32,065.49	
		碳减排技术	-	-	-	-	
合计		96	366,168.83	4.29	658,344.95		
邮储	清洁能源	196	2,054,627.80	4.19	3,834,378.46	2021年7月-12月	
	节能环保	-	-	-	-		
	碳减排技术	-	-	-	-		
	合计	196	2,054,627.80	4.19	3,834,378.46		
		国有行合计	1,810	16,643,909.60	3.99	34,409,442.04	
政策行	国开	清洁能源	162	2,426,715.00	4.03	5,038,159.54	2021年7月-12月
		节能环保	1	6,000.00	4.45	3,748.00	
		碳减排技术	-	-	-	-	
		合计	163	2,432,715.00	4.03	5,041,907.54	
	进出口	清洁能源	34	519,952.85	4.03	919,304.53	2021年7月-12月
		节能环保	-	-	-	-	
		碳减排技术	-	-	-	-	
		合计	34	519,952.85	4.03	919,304.53	
	农发行	清洁能源	39	242,396.80	4.09	770,350.05	2021年四季度
		节能环保	4	43,993.16	4.11	59,261.24	
碳减排技术		-	-	-	-		
合计		43	286,389.96	4.10	829,611.28		
		政策行合计	240	3,239,057.81	4.04	6,790,823.35	
股份行	招商	清洁能源	43	441,279.25	4.25	758,733.57	2021年7月-12月
		节能环保	-	-	-	-	
		碳减排技术	-	-	-	-	
		合计	43	441,279.25	4.25	758,733.57	
	兴业	清洁能源	25	209,553.53	3.81	339,643.46	2021年四季度
		节能环保	-	-	-	-	
		碳减排技术	-	-	-	-	
		合计	98	209,553.53	3.81	339,643.46	
	浦发	清洁能源	56	1,147,394.52	4.05	2,611,959.73	2021年7月-11月
		节能环保	1	3,120.00	4.60	23,240.82	
		碳减排技术	-	-	-	-	
		合计	57	1,150,514.52	4.05	2,635,200.55	
	中信	清洁能源	1	14,000.00	3.52	31,132.68	2021年四季度
		节能环保	-	-	-	-	
		碳减排技术	-	-	-	-	
		合计	1	14,000.00	3.52	31,132.68	
平安	清洁能源	3	21,300.00	3.54	69,530.93	2021年7月-11月	
	节能环保	-	-	-	-		
	碳减排技术	-	-	-	-		
	合计	3	21,300.00	3.54	69,530.93		
		股份行合计	202	1,836,647.30	4.06	3,834,241.19	
		总计	2,252.00	21,719,614.71	4.00	45,034,506.58	

资料来源：国有行、政策行、股份行公司官网，信达证券研发中心



图 17：2022 年一季度各家银行披露的碳减排贷款投放情况

		碳减排领域	支持的 项目数量 (个)	贷款金额 (万元)	加权平均利率 (%)	带动的碳减排量 (吨二氧化碳当量)
国有行	工行	清洁能源	216	1,626,563.33	3.85	3,856,481.02
		节能环保	4	6,083.73	3.85	17,858.09
		碳减排技术	-	-	-	-
		合计	220	1,632,647.06	3.85	3,874,339.11
	农行	清洁能源	234	1,553,544.00	3.84	2,985,606.00
		节能环保	2	12,300.00	4.66	148,372.00
		碳减排技术	-	-	-	-
		合计	236	1,565,844.00	3.84	3,133,978.00
	中行	清洁能源	175	1,358,143.78	3.86	3,339,916.66
		节能环保	5	31,098.64	4.12	42,095.23
		碳减排技术	-	-	-	-
		合计	180	1,389,242.42	3.86	3,382,011.88
	建行	清洁能源	195	1,328,926.29	3.87	2,607,949.01
		节能环保	2	23,000.00	3.36	38,482.55
		碳减排技术	-	-	-	-
		合计	197	1,351,926.29	3.86	2,646,431.56
	交行	清洁能源	82	271,785.04	3.83	356,791.75
		节能环保	3	58,137.17	4.27	71,591.23
		碳减排技术	-	-	-	-
合计		85	329,922.21	3.91	428,382.98	
		国有行合计	918	6,269,581.98	3.86	13,465,143.53
政策行	国开	清洁能源	87	606,844.00	3.99	1,355,803.41
		节能环保	1	16,000.00	3.70	212,605.37
		碳减排技术	-	-	-	-
		合计	88	622,844.00	3.98	1,568,408.78
			政策行合计	88	622,844.00	3.98
股份行	招商	清洁能源	51	358,492.69	4.05	749,005.85
		节能环保	2	76,000.00	3.78	106,369.79
		碳减排技术	-	-	-	-
		合计	53	434,492.69	4.00	855,375.64
	兴业	清洁能源	97	638,996.22	4.09	1,416,835.87
		节能环保	-	-	-	-
		碳减排技术	1	7,000.00	4.60	9,333.33
		合计	98	645,996.22	4.09	1,426,169.20
	浦发	清洁能源	56	747,872.41	3.89	1,602,232.28
		节能环保	-	-	-	-
		碳减排技术	-	-	-	-
		合计	56	747,872.41	3.89	1,602,232.28
			股份行合计	207	1,828,361.32	3.99
		总计	1,213	8,720,787.30	3.89	18,917,329.43

资料来源：国有行、政策行、股份行公司官网，信达证券研发中心

注：部分银行尚未披露 2022Q1 碳减排贷款投放情况

图 18：2022 年结构工具撬动新增信贷测算

类别	增量工具	存量工具
内容	科技创新、普惠养老、交通物流领域、煤炭清洁高效利用专项再贷款	碳减排支持工具、支农支小再贷款、再贴现、PSL
额度	4400亿	-
支持信贷投放	5733亿	7400亿
货币乘数	7.65倍	
撬动新增信贷	10.05万亿	

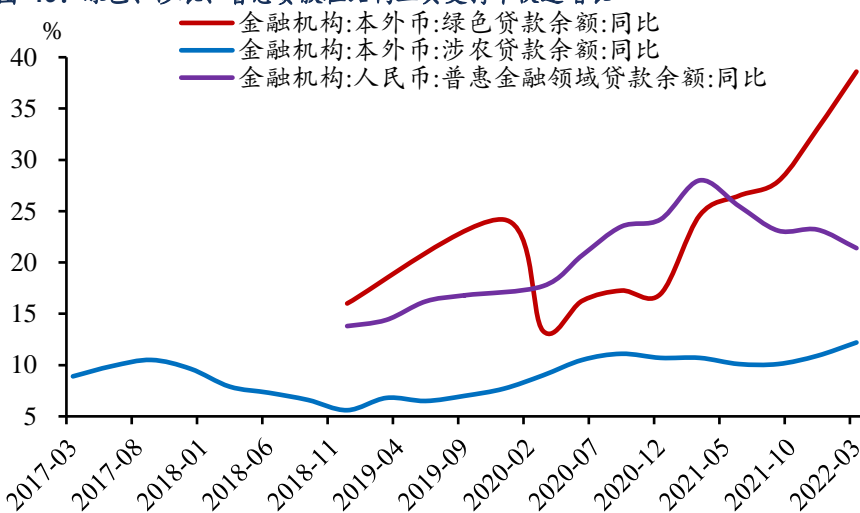
资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

2.3 精准滴灌，定向支持重点领域和薄弱环节

我国处在经济结构转轨的关键阶段，需要引导和优化金融资源配置。出于对风险和收益的平衡，国有行和大银行更倾向于向政府部门、国企、房地产业（调控前）投放信贷。其中政府、国企属于预算软约束部门，有政府信用背书，房地产业则有充足的抵押品支持。此外，上述部门通常对利率不敏感，且信贷需求大，可为银行带来丰厚收益。相比之下，中小微、涉农、绿色贷款等则不具备以上优势，中小银行由于资金成本较高，倾向于将更多信贷分配至这些领域。为避免造成更大的结构扭曲，央行需运用结构工具，引导金融资源流向，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。激励相容机制包含对金融机构的正向激励，包括提供激励资金、将中小微企业信贷投放情况与MPA挂钩、将小微企业贷款和绿色贷款等纳入MLF和SLF的合格抵押品范围，等等。通过这一机制，央行能够有效引导金融机构行为，加大金融对实体经济重点领域的支持力度。

在结构工具的支持下，绿色、涉农、普惠等薄弱领域贷款快速增长。2020年以来，普惠金融领域贷款余额增速基本保持在20%以上。2021年以来再贷款工具对碳减排领域的支持力度较大，绿色贷款余额明显扩大，2022年一季度末增速达38.6%。涉农贷款也基本保持10%以上的快速增长。

图 19：绿色、涉农、普惠贷款在结构工具支持下快速增长


资料来源：Wind，信达证券研发中心

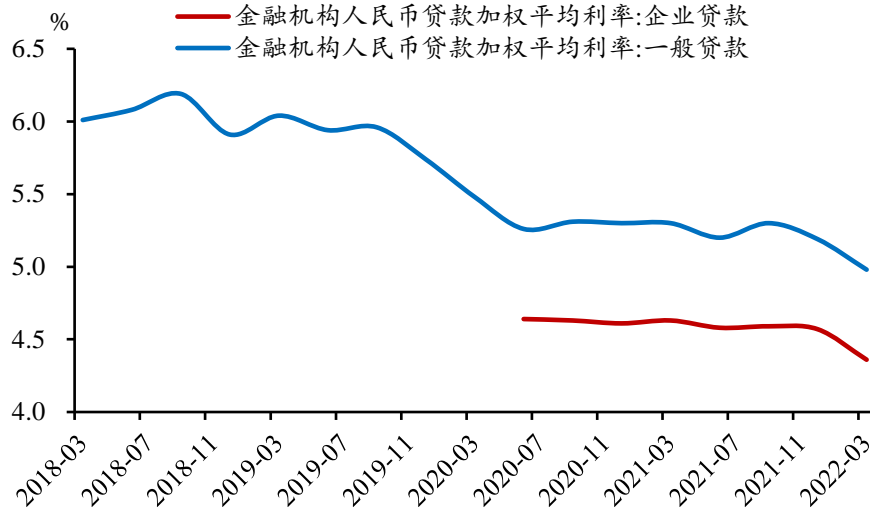
2.4 推进利率市场化改革，降低实体融资成本

结构工具提供优惠资金利率，能够有效降低实体融资成本。以再贷款工具为例，支农、支小再贷款对发放实体利率要求不高于1年期LPR加50bp；2020年抗疫专项再贷款不高于1年期LPR减100bp，同时财政还贴息50%；碳

减排支持工具和煤炭再贷款则要求发放实体利率大致与同期限档次 LPR 持平。2020 年以来，贷款加权平均利率明显下行，截至 2022 年一季度末，一般贷款利率降至 4.98%、企业贷款利率降至 4.36%，均处于历史低位水平。

推进利率市场化改革。2019 年央行启动 LPR 改革，率先推动贷款利率与市场利率并轨。改革至今已取得显著成效，LPR 充分体现了市场化特征，已成为贷款利率定价基准。近年来推出的再贷款等结构工具，也多以 LPR 为市场利率基准，能够有效影响微观主体的中长期融资成本，疏通政策利率-LPR-市场利率的传导路径。

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

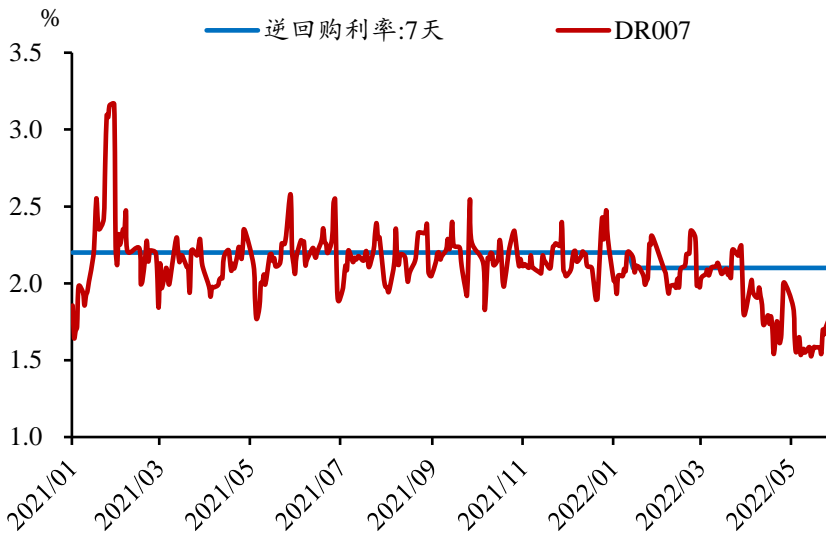


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、中期展望：货币政策还有多少发力空间？

3.1 更多运用结构性货币政策工具维持宽松取向

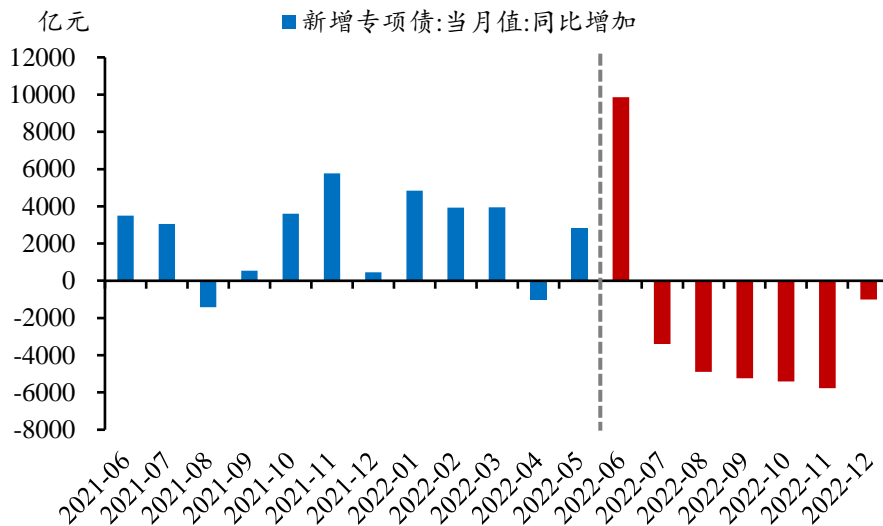
在货币政策和财政政策的配合之下，流动性维持在较为宽松的水平。一是央行运用多种货币政策工具，4 月 15 日全面降准 0.25 个百分点，截至 5 月 10 日上缴结存利润 8000 亿元、相当于降准 0.4 个百分点，1-5 月份 MLF 合计净投放 4000 亿元，先后推出 4400 亿元再贷款工具。二是财政退税降费和支出力度加大，截至 5 月 16 日共 11029 亿元留抵退税款退至纳税人账户，加上一季度新增减税降费 1980 亿元、制造业中小微企业缓缴税费 3778 亿元，今年以来财政已为企业减轻税负和增加现金流超过 1.6 万亿元。同时 1-4 月全国公共财政支出 80933 亿元，比上年同期增长 5.9%，明显高于去年全年增速 0.3%。政策合力形成大规模的基础货币投放，有效补充了流动性，4 月份以来 DR007 持续位于短期政策利率下方，反映出银行体系流动性稳中偏松。

图 21：4 月份以来 DR007 持续位于短期政策利率下方


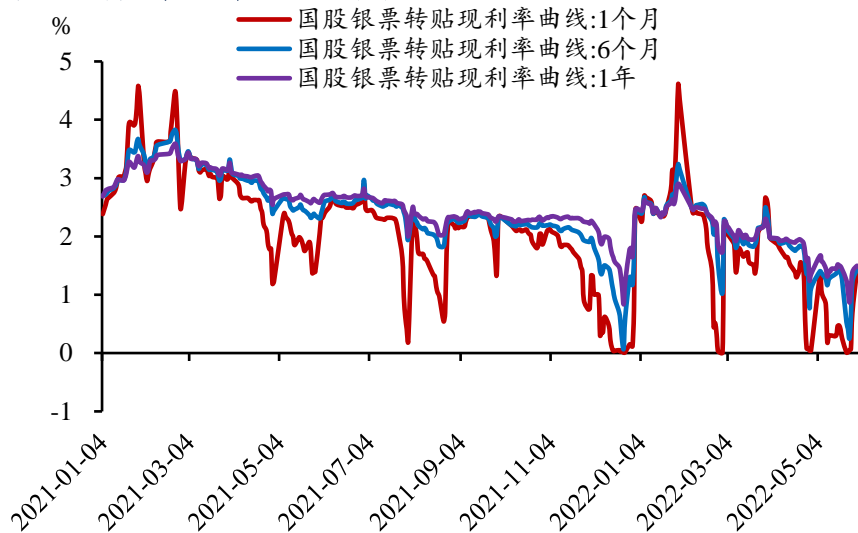
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

短期内央行将继续维持宽松的货币政策取向。5月中下旬政府债发行提速，单月发行新增专项债 6320 亿元。按照国务院的最新部署，今年已下达的 3.45 万亿元专项债额度要在 6 月底前基本发行完毕，6 月新增专项债发行或达 1.4 万亿，对流动性带来一定压力。为更好与财政政策形成配合，引导金融机构合理投放信贷，短期来看，央行宽松取向将延续。

中长期内，资金面最宽松的时点已过。当前 DR007、同业存单收益率等资金利率明显低于政策利率，背后原因在于大量流动性淤积在银行间市场。一方面货币、财政政策合力投放大量基础货币，另一方面实体融资需求偏弱，5 月份以来票据利率大幅下探，反映出银行通过票据填充信贷规模，信贷投放阻力仍存。针对当前局面，未来货币政策重心在于提振实体融资需求，而非一味宽货币。

图 22：6 月新增专项债发行或超 1.4 万亿，同比大幅多增


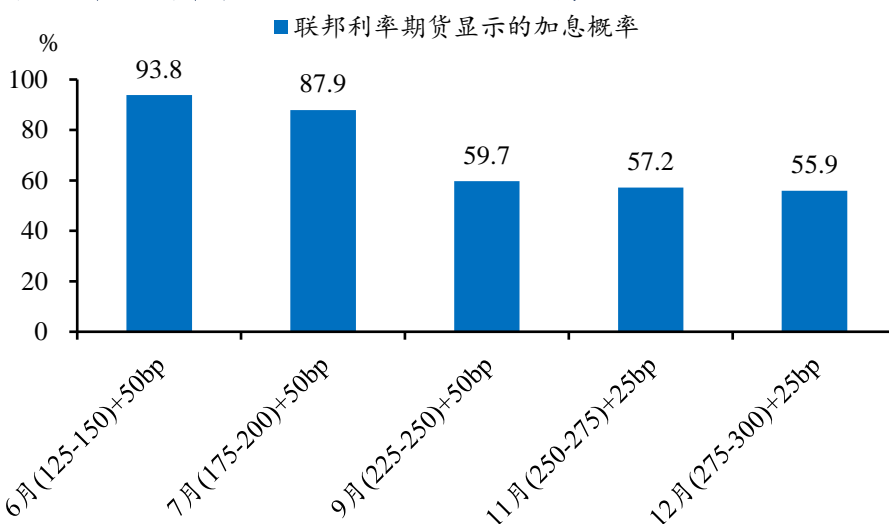
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23: 5 月份票据利率一度大幅下探


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

下一阶段货币政策将以结构性发力为主。我们在前期报告《降息之后，可能还有降准——下一阶段流动性和货币政策推演》、《降准，为什么不多不少是 0.25 个百分点？》中有过详细测算，2022 年全年银行体系在央行的准备金账户上的长期资金缺口是 1.5 万亿左右，央行上缴 1 万亿利润形成财政支出后补充流动性 1 万亿，剩余缺口约为 5000 亿，央行在 4 月份降准 0.25 个百分点后，已精准匹配了剩余的流动性缺口。除此之外，下半年面临国内通胀上行、人民币汇率贬值以及海外主要经济体加息的压力，对降准、降息等总量工具形成明显制约。面对当前实体融资需求偏弱的主要矛盾，采用结构工具更具针对性。

5 月 31 日国务院印发《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》，加码结构性货币政策。包括普惠小微贷款支持工具的资金支持比例由 1% 提高至 2%、继续新增支农支小再贷款额度、加大再贴现支持力度、加大金融机构对基础设施建设和重大项目的支持力度等。

图 24: 市场预期年内美联储将加息至 2.75%-3.00% (截至 6.1)


资料来源: CME, 信达证券研发中心

3.2 5 年期 LPR 或存在进一步下行空间

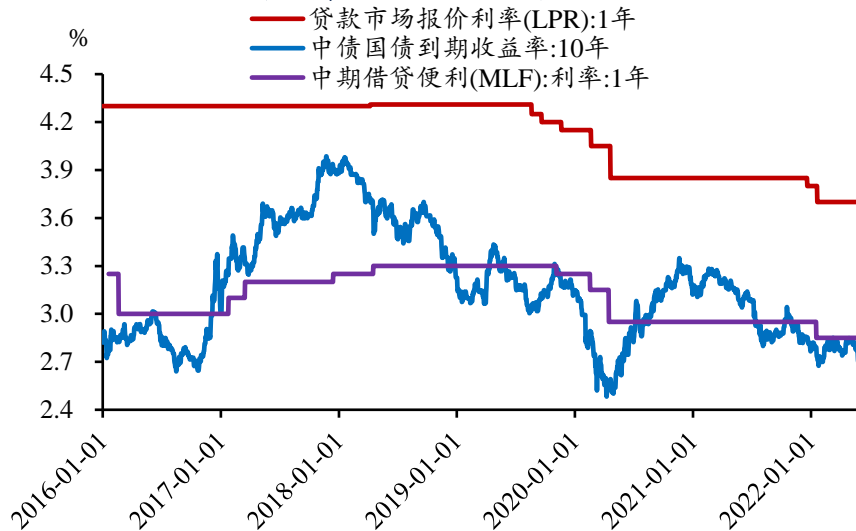
国务院最新定调再提“继续推动实际贷款利率稳中有降”。《扎实稳住经济的一揽子政策措施》的货币金融政策中，提出充分发挥市场利率定价自律机制作用，持续释放 LPR 形成机制改革效能，发挥存款利率市场化调整机制作

用，引导金融机构将存款利率下降效果传导至贷款端，继续推动实际贷款利率稳中有降。上一次政策面做出相关表述是在4月13日国常会上，“进一步加大金融对实体经济支持力度，合理让利，降低企业综合融资成本”，5月20日5年期LPR下调15bp。

新一轮LPR下调抓手为存款利率改革。当前银行面临的流动性约束不强，在央行稳定开展CBS操作支持永续债发行、鼓励银行降拨备的举措下，银行的资本约束也有所松懈。而利率约束方面，存款利率改革有望进一步发挥效能。改革机制一是将10Y国债纳入定价，意在推动存款利率市场化。5月以来10Y国债收益率下行，或带动存款利率同步下调。二是将1年期LPR纳入定价，稳定银行存贷利差，提高货币政策传导效率。综合上述，存款利率改革下，银行负债成本有望进一步减轻，为LPR再下调创造空间。

相比1年期LPR，5年期LPR再降的可能性更大。5月20日LPR降长不降短，5年期LPR下调15bp，降幅历史新高。而1年期LPR维持不变，主要与今年以来短贷需求不弱，央行助企纾困更多靠结构性政策工具，疫情是消费经营活动最大制约等因素有关。历史上1年、5年期LPR利差最低为0.6%，出现在2019年末。多次非对称下调后，当前利差有所扩大，为0.75%，从这一角度来看，5年期LPR利差还有下调空间。除此之外，5年期LPR下调对于稳房贷、稳预期的意义重大。

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



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.3 稳增长、宽信用处于酝酿期

疫情的暂时性影响终将消退，宽信用酝酿期不会太长。4月份以来，中国经济压力加大，疫情影响进一步显现，新增信贷、社融明显放缓。实际上这并不是宽信用首次遭遇波折，参考2019年初，央行连续降准开启宽信用周期，但在年中遭遇包商事件冲击，引发一连串反应，刚兑预期打破、流动性风险恶化，宽信用行至一半就遭遇了较大收缩压力。2020年初疫情爆发，进一步抑制了信用扩张。今年的情形十分类似，新一轮疫情爆发中断了宽信用周期的展开。随着疫情形势好转，该来的宽信用还是会来，正如2020年下半年发生的情形。

未来推动信用扩张的几大因素：

- 1) 6月专项债发行或迎万亿高峰，政府债融资同比大幅多增，有望拉动社融明显增长；
- 2) 财政资金加大使用力度、加快使用节奏，基建带动下，银行配套贷款多增；
- 3) 房贷利率下调与各地限购限售松绑形成合力，房贷有望企稳；
- 4) 信贷政策指导下，制造业中长期贷款保持快速增长；

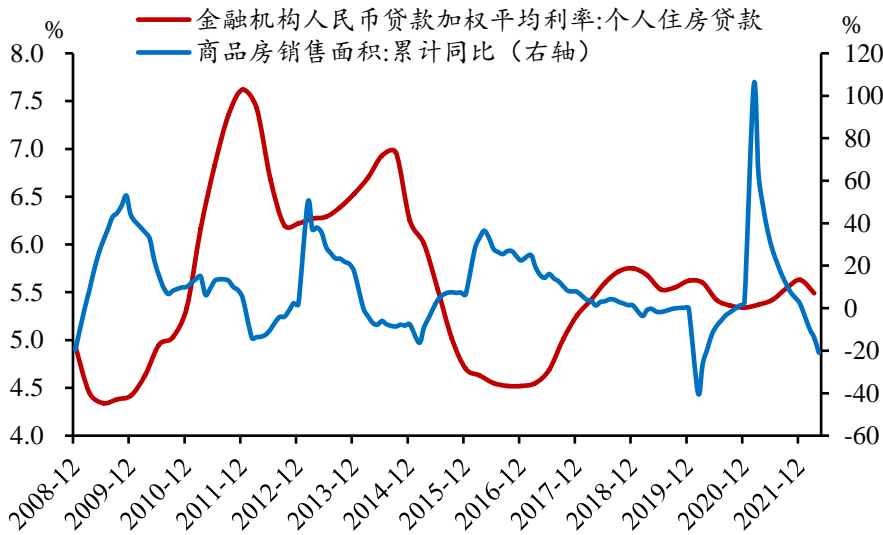
5) 央行结构性货币政策加码，带动普惠小微、涉农、绿色贷款增长。

图 26：宽信用处于酝酿期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27：贷款利率与商品房负相关



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情再度恶化，政策推进不及预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。