

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：梁 斯 中国银行研究院
电 话：010 - 6659 4084

签发人：陈卫东
审 稿：周景彤 李佩珈
联系人：王 静 刘佩忠
电 话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

我国结构性货币政策工具的发展、效果及建议*

近年来，人民银行持续推动货币政策工具创新，先后设立了多项结构性货币政策工具支持重点领域和行业发展，货币政策逐步演变为总量+结构并重的组合调控模式。结构性货币政策工具有效提振了金融机构的信贷投放意愿，在撬动社会资金等方面发挥了积极作用，普惠小微、绿色、涉农等领域信贷增速持续保持在较高水平，贷款余额占比明显上升。此外，结构性货币政策工具与常规性货币政策工具相比利率更低，这同步带动了信贷利率下降，降低了企业融资成本。2022年中央经济工作会议提出，稳健的货币政策要精准有力。为更好发挥结构性货币政策工具的作用，建议：继续引导金融机构加大对经济重点领域和薄弱环节的支持；多方联动共同评估和发布行业资金需求规模和项目信息，更好为金融机构提供指引；构建差异化的金融监管政策，有效提高金融机构积极性。

我国结构性货币政策工具的发展、效果及建议

近年来，人民银行持续推动货币政策工具创新，先后设立了多项结构性货币政策工具支持重点领域和行业发展，货币政策逐步演变为总量+结构并重的组合调控模式。结构性货币政策工具有效提振了金融机构的信贷投放意愿，在撬动社会资金等方面发挥了积极作用，普惠小微、绿色、涉农等领域信贷增速持续保持在较高水平，贷款余额占比明显上升。此外，结构性货币政策工具与常规性货币政策工具相比利率更低，这同步带动了信贷利率下降，降低了企业融资成本。2022 年中央经济工作会议提出，稳健的货币政策要精准有力。为更好发挥结构性货币政策工具的作用，建议：继续引导金融机构加大对经济重点领域和薄弱环节的支持；评估和发布行业资金需求规模和项目信息，更好为金融机构提供指引；构建差异化的金融监管政策，有效提高金融机构积极性。

一、我国结构性货币政策工具的探索历程

根据人民银行的定义，“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。”结构性货币政策工具的核心在于如何引导金融机构进行有效的信贷投放。

20 世纪 90 年代我国设立了支农再贷款，开启了对结构性货币政策工具的探索。1998 年，人民银行首次推出了“支农再贷款”工具，目的是引导金融机构加大对涉农领域的信贷支持力度，更好服务“三农”发展，这开启了中国对结构性货币政策工具的最早探索。而传统货币政策工具中的再贴现，也具有部分“结构性功能”，但最初该项工具的使用主要是为解决当时企业之间严重的贷款拖欠问题，对该项工具的使用频率并不高。

2013 年以来，人民银行开始加速推广结构性货币政策工具。随着外汇流入逐步放缓，人民银行通过购买外汇投放流动性的方式已不能满足市场需要，特别是 2015 年“8.11”汇改后外汇储备的大幅下降导致流动性规模出现同步减少，为此人民银行开

始积极使用各类新型工具投放流动性，以弥补相应的流动性缺口。在流动性投放自主权逐步增大的同时，人民银行也开始加快探索及推广结构性政策工具的使用，包括定向降准、抵押补充贷款（PSL）、“三挡两优”存款准备金框架、定向中期借贷便利（TMLF）、央行票据互换（CDS）等。

2020 年以来结构性货币政策工具使用频率显著上升。在经济进入高质量发展阶段后，绿色转型、科技创新等战略加速推进，普惠、绿色、科创等经济重点领域和薄弱环节资金需求规模持续提升，这为结构性货币政策工具提供了发展空间。加之 2020 年新冠疫情暴发后，接触类行业受到较大冲击，大规模宽松政策并未惠及所有行业，特别是资金链面临严峻压力的企业。以此为节点，人民银行开始不断创设各类结构性货币政策工具或具有结构性特点的政策安排，包括普惠小微企业贷款延期支持工具及信用贷款支持计划、碳减排支持工具、煤炭清洁高效利用专项再贷款及科技创新再贷款等（表 1）。

表 1：我国结构性货币政策工具一览表（截至 2022 年 10 月）

	工具名称	支持领域
长期性工具	支农再贷款	涉农领域
	支小再贷款	小微企业、民营企业
	再贴现	涉农、小微和民营企业
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业
	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备
	科技创新再贷款	科技创新企业
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西普惠养老试点，普惠养老项目
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）企业
更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	

资料来源：中国人民银行

二、结构性工具已成为我国货币政策调控的重要组成部分

经济的高质量发展需要货币政策在支持经济重点领域和薄弱环节方面更好发挥作

用。随着经济进入高质量发展阶段，我国已不再过度强调经济增长的速度，而是更加注重经济发展的质量，更加注重全要素生产率的提高。需要认识到的是，我国经济发展中仍然存在不少突出的结构性矛盾，包括城乡差距仍然较大、中小企业发展困难突出、科技创新发展仍有不足、绿色转型任务依然艰巨等。金融是经济的核心，需要在优化产业结构、推动经济转型升级中持续发挥重要作用，助力疏通经济发展中的突出矛盾和各类堵点。

近年来，人民银行在多措并举确保资金总量稳定的同时，将支持重点转向我国经济发展中的重点领域和薄弱环节。特别是科技创新、绿色发展等不仅是经济高质量发展的重要引擎，也是未来全球竞争的重要突破口和大国博弈的主战场。人民银行积极创设各类结构性货币政策工具，引导金融机构信贷投放从注重总量扩张转向结构优化，不断根据国家战略及产业转型需求调整投放结构。结构性货币政策的使用频率不断提升，我国货币政策也逐步演变为总量+结构并重的组合调控模式。

结构性货币政策工具有助于引导资金流向，助力金融产业良性循环。一方面，我国的结构性货币政策工具会设计相应的激励机制，一般做法是通过提供低成本资金鼓励金融机构资金流向特定的经济领域。另一方面，部分工具采取了“先贷后借”的做法，即金融机构先向特定主体发放贷款，然后向人民银行申请低成本资金，这能够明确资金流向，实现资金的精准滴灌，在满足相关领域资金需求的同时，也对资金流向进行了约束，避免资金无序流动。因此，结构性货币政策工具的使用有助于金融和产业的良性循环，在提高资金使用效率的同时避免风险积累。

值得关注的是，也有一些学者对结构性货币政策工具持谨慎态度。大体看主要包括三方面：一是货币政策仍应将调控重点放在总量层面。经济学界长期认为货币政策本质上是总量型的需求管理政策，核心任务是从总量上为实体经济创造适宜的融资环境，不应赋予太多其他属性，结构性货币政策工具的使用不宜占据主要地位。二是金融机构对一些行业信贷投放缺乏动力不是因为流动性不足，而是行业本身风险较高，同时银行风控手段和激励机制欠缺，使得考核因素对信贷投放的影响较大。三是结构性工具支持的行业选择存在难度。针对定向支持工具及行业的选择，需要做到准确把

握，这意味着政策工具推出者的信息分析能力要领先于市场，可以精准了解行业的发展规律和前景，单一部门可能无法承担这样的任务。

针对结构性货币政策工具的争论，一方面，从全球看，结构性货币政策工具已经成为不少经济体货币政策调控的通行做法。特别是在2008年全球金融危机爆发后，主要经济体长期实行规则导向、单一目标式的调控机制无法应对金融体系的结构性风险及经济发展中的结构性问题，正是由于过度关注总量但忽视结构性问题，导致危机的爆发和政策效力的下降。为此，各界开始反思传统货币政策调控框架中存在的问题及短板，这也为结构性货币政策工具的实施提供了理论基础。各国也在积极创设各类结构性货币政策工具弥补总量性工具的不足。例如，美联储设立了定期贷款拍卖工具（TAF）、一级交易商信贷工具（PDCF），欧央行设立了定向长期再融资计划（TLTRO）、直接货币交易（OMT），日本央行设立了刺激银行借贷便利（SBLF）、促增长融资便利（GSFF），英国创设了贷款融资计划（FLS）等。结构性货币政策工具在支持特定主体融资方面发挥了积极作用，已逐步成为许多经济体货币政策调控的有益补充。

另一方面，与其他国家相比，我国结构性货币政策工具存在一些不同之处。发达国家创设结构性货币政策工具更多是因为危机时期总量型工具效力下降而采取的救助方式，我国则是在总量型工具仍有较大空间背景下，根据经济发展及产业升级需要采取的创新性做法，不完全是救助手段，这也是我国在货币政策调控方面重要的理论和实践创新。另外，产业升级是长期性任务，这需从实践中发现问题并不断优化，以更好调动金融机构长时期内的积极性，而不是重点依靠考核的办法。并且，产业结构优化升级需要各界形成合力，这既需依靠市场的力量，也需从宏观层面进行更好的政策协调和指引，包括结合国家产业政策更加有效地确定重点支持产业及资金需求规模等。

三、我国结构性货币政策工具取得了良好效果

虽然结构性货币政策工具在制度设计等方面可能存在一些不足，但从实践层面看，

近年来在结构性工具持续发力带动下，在总量和结构层面均取得了较好效果。

第一，助力维护货币市场流动性合理充裕。结构性货币政策工具虽是引导金融机构为特定领域或行业提供资金支持的政策工具，但根据货币创造原理，中央银行向商业银行提供信贷支持会使超额准备金存款总量同规模增加（也即央行层面的流动性）。因此结构性货币政策工具不仅能引导商业银行加大对特定行业的信贷支持力度，同时也能发挥部分“总量”功能，维护市场流动性合理充裕。2020年以来，人民银行使用的结构性货币政策工具或具有结构性特征的政策安排近20余项，投放流动性规模约3万亿元（截至2022年末，数据为不完全统计）（表2），约占货币市场流动性规模的六分之一。结构性货币政策工具逐步成为人民银行流动性投放的重要手段，在维护流动性总量方面发挥了积极作用。

表2：2020年以来结构性货币政策工具运用情况

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：根据公开资料整理

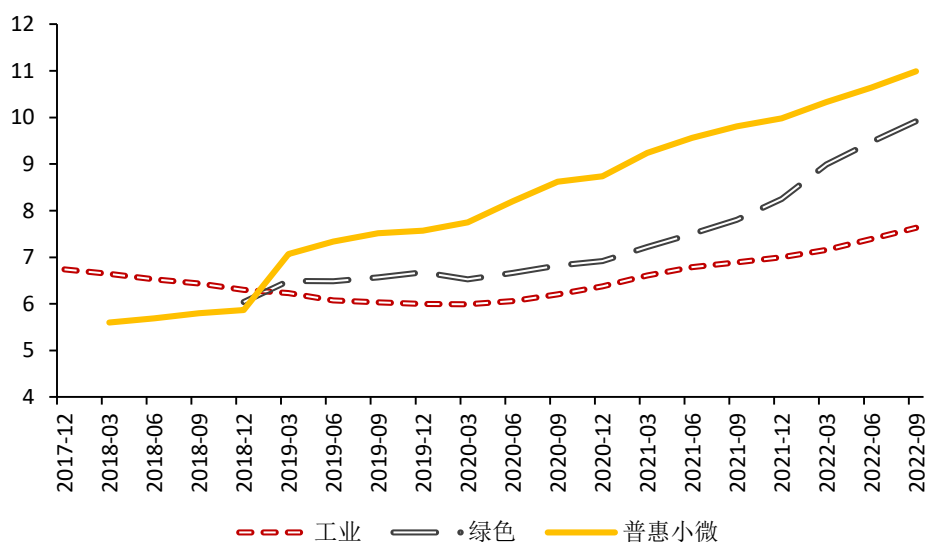
第二，通过激励机制引导金融机构加大对特定领域支持。一方面，普惠、绿色、科创、涉农等领域的发展事关我国经济中长期增长动能的形成，事关绿色转型、创新发展、乡村振兴等重大战略推进，需要持续性的资金支持。尤其普惠小微企业普遍存在缺抵押、缺担保、缺信息等问题，加之疫情冲击，经营更加困难。结构性货币政策工具的使用也是为带动资金更多流向这些领域。截至2022年三季度末，工业（中长期）、普惠小微、绿色、涉农领域信贷余额同比增速分别为23.3%、24.6%、41.4%、13.7%，显著高于全部贷款余额增速（11.2%）（表3）。工业、普惠、绿色贷款余额占各项贷款余额比重由2018年的6.52%、5.87%和6.04%持续上升至2022年9月的7.63%、10.99%和9.92%（图1）。

表3：部分领域信贷余额增速（%）

指标名称	工业	普惠小微	绿色	涉农
2019-03	7.4	19.1	---	6.8
2019-06	5.2	22.5	---	6.5
2019-09	5.4	23.3	---	7.0
2019-12	6.8	23.1	---	7.7
2020-03	8.3	23.6	---	9.0
2020-06	12.8	26.5	---	10.5
2020-09	16.3	29.6	---	11.1
2020-12	20	30.3	---	10.7
2021-03	24.2	34.3	24.6	10.7
2021-06	25.8	31.0	26.5	10.1
2021-09	24.1	27.4	27.9	10.1
2021-12	22.6	27.3	33.0	10.9
2022-03	20.7	24.6	38.6	12.2
2022-06	21.2	23.8	40.4	13.1
2022-09	23.3	24.6	41.4	13.7

资料来源：Wind，中国银行研究院

图 1：主要领域信贷余额占贷款余额比重变化（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

另一方面，结构性货币政策工具能够发挥资金撬动作用，引导更多不同渠道资金跟进，更好满足相关领域资金需求。例如，碳减排工具是按照贷款本金的 60%提供资金支持，本身带有乘数效应，人民银行可以通过有限的流动性投放，引导金融机构发放更大规模的贷款。据测算，2022 年人民银行采取的各项结构性货币政策工具可支持 1.3 万亿元的信贷投放，撬动新增信贷规模超过 10 万亿元。又如，2020-2021 年，央行创设的两项直达实体经济的货币政策工具累计撬动全国银行业金融机构对 16 万亿元贷款本息实施延期，发放普惠小微信用贷款 10.3 万亿元，对帮助疫情影响下的小微企业渡过难关发挥了重要作用。

第三，有效降低实体经济融资成本，缓解企业经营负担。结构性货币政策工具与常规性流动性投放工具，例如 MLF 相比利率较低。2020 年新冠疫情暴发后，人民银行推出的数轮专项再贷款利率大都与再贷款、再贴现利率相同，支持金融机构向实体经济发放的信贷利率也一度低于 1 年期 LPR。此外，碳减排支持工具、煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款等工具利率均为 1.75%，同样低于同期 1 年期 MLF 利率（表 4）。

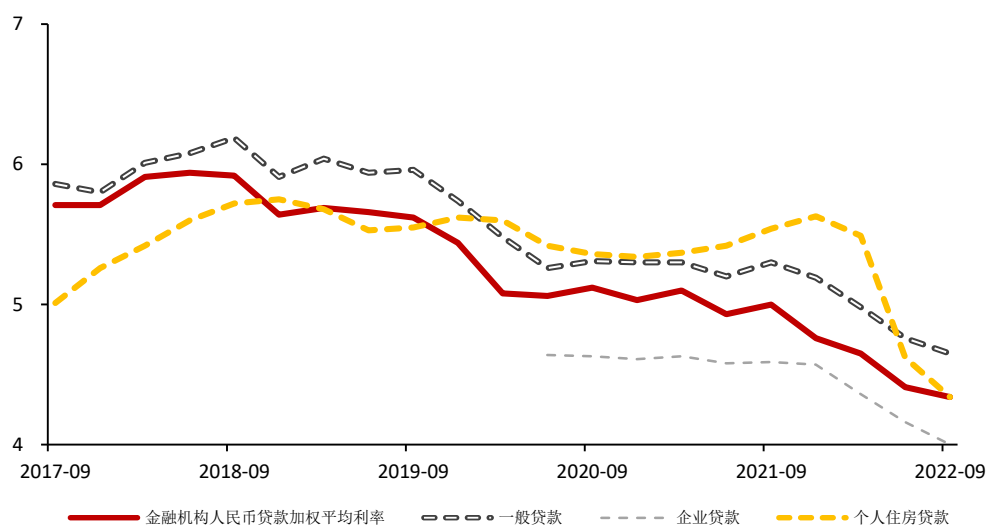
表 4：我国部分结构性货币政策工具发放规则

工具类型	央行向金融机构发放利率	金融机构向实体发放利率
3000 亿元专项再贷款	1 年期 LPR-250bp	1 年期 LPR-100bp, 财政补贴总利息的 50%
5000 亿元专用再贷款	与再贷款、再贴现率一致	不高于 1 年期 LPR+50bp
10000 亿元普惠性再贷款	与再贷款、再贴现率一致	没有限制，控制在 5.5% 以内，部分地方财政会贴息
普惠小微企业贷款延期支持工具	0.00%	无
普惠小微企业信用贷款支持计划	0.00%	5% 左右
8000 亿元碳减排支持工具	1.75%	贷款利率与发放时最近一次公布的同期限档次贷款市场报价利率大致持平
3000 亿元煤炭清洁高效利用专项再贷款	1.75%	贷款利率与发放时最近一次公布的同期限档次贷款市场报价利率大致持平
普惠小微贷款支持工具	0.00%	无
2000 亿元科技创新专项再贷款	1.75%	没有限制，实际约 4.1%
400 亿元普惠养老专项再贷款	1.75%	贷款利率与发放时最近一次公布的同期限档次贷款市场报价利率大致持平
1000 亿元交通物流专项再贷款	1.75%	实际加权平均利率 3.5-4%
2000 亿元设备更新改造再贷款	1.75%	不高于 0.7% (财政贴息 2.5%)

资料来源：根据公开资料整理

在低成本的流动性支持下，金融机构发放贷款利率也大都与同期限 LPR 利率持平或者较低。受此影响，信贷利率也持续走低，企业融资成本得到切实缓解。截至 2022 年三季度末，金融机构贷款加权利率、一般贷款、企业贷款利率分别为 4.34%、4.65%、4%，均为有统计以来最低，与上年末相比分别下降 42、54 和 57 个 BPs。特别地，近三年来贷款加权平均利率和一般贷款利率降幅均超过 100BPs（图 2）。

图 2：信贷利率走势（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

四、政策建议

未来结构性货币政策工具在推动经济发展和产业升级进程中将继续发挥重要作用。但经济结构调整和产业优化升级不仅需要货币政策持续发力，也需要其他方面配套性的政策支持，从而形成合力，继而在政策引导、产业发展和商业可持续层面建立平衡。因此，结构性工具的使用既要兼顾短期和长期，也要更加注重与相关政策的协调配合。

第一，继续发挥结构性货币政策工具的牵引作用。目前企业的经营压力仍然较大，中央经济工作会议也提出“引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度”。要强化对结构性货币政策工具的使用，持续做“加法”，鼓励金融机构继续加大对相关领域的信贷支持力度，切实满足行业资金需求。此外，对“延期还本付息”等具有明确阶段性要求的政策，可根据企业恢复情况及时对政策效果进行评估，根据需要有序退出或选择适度延长，充分满足企业需求。

第二，多方联动共同评估和发布行业资金需求规模和项目信息，更好为金融机构提供指引。支持普惠、绿色、科创等行业发展是金融机构面临的长期性任务，金融机构在持续提供资金支持的同时，也需要宏观上能够提供更多有效的政策指引。发改委、

工信部、人民银行等相关部委可共同建立协调机制，综合评估行业发展特点及前景，估算所需资金规模，确保重点行业贷款增速明显高于贷款平均增速。同时，协调搭建产融信息对接平台，定期向金融机构发布产业政策和行业动态，及时推荐优质重点企业和重点项目，帮助金融机构降低行业风险。

第三，构建差异化的金融监管政策，进一步提高金融机构积极性。普惠、绿色、科创等领域经济主体大都为中小企业，这些企业经营风险大、不确定性强，对银行来说存在风险收益的不对等。因此，监管部门可以构建更加精细化的监管措施，提升金融机构积极性。例如，可适度提升对商业银行在普惠、绿色、科创等类似行业的风险容忍度，放宽对相关行业不良贷款率的考核要求，针对不同行业可设计差异性的拨备计提和资本计量标准，以充分调动银行积极性。在此基础上，引导商业银行根据行业发展特点健全产品设计、风险管理等，打造出更加符合商业规则、可持续发展的业务发展新模式。