

四季度货币政策还有哪些稳增长工具？

2021 年 10 月 10 日

■ **2021 年第三、四季度稳增长压力上升，货币政策的工具箱里还有什么储备？**面对经济下行、结构性矛盾突出的压力，总量性政策（例如降准）的有效性可能下降，**结构性工具要发挥更大的作用**。回顾 2020 年以来的货币政策变化，尤其是 2020 年下半年在降准“缺位”的情况下，再贷款等结构性工具有力支持了经济走出疫情和复工复产。那么，今年第四季度央行的工具箱里还有什么政策储备？

■ **疫情反复、能耗双控和地产降温三重逆风下，我们预计 2021 年第三季度实际 GDP 增长率在悲观情形下可能不及 5%**。这意味着相较第二季度（同比增速为 7.9%），经济增速可能下滑约 3 个百分点，这在历史上并不多见，政策稳增长的诉求可能上升：

■ 我们在之前的报告（《拉闸限电对三四季度 GDP 拖累几何？》）中测算 2021 年 9 月以来趋严的能耗双控政策对于三、四季度 GDP 的影响（表 1），若我们以彭博 8 月对第三季度 GDP 的预测中值作为比较基准，第三季度 GDP 增速可能在 4.7% 至 5.2% 之间。

■ 这意味着从 GDP 同比增速的环比变化来看，2021 年第三季度较第二季度下降可能超过 2.7%（7.9% 减去 5.2%），处于 2000 年以来第三低水平（图 1）。从历史上看，当 GDP 增速环比下降过快，例如 2020Q1（-12.6%）、2021Q2（-10.4%）和 2008 年 Q4（-2.4%），这三段时期内或之后 1 个月内，央行均通过降准或降息的手段支持经济。

■ **不过，2021 年高企的 PPI 通胀压力可能使得央行更加注重结构性工具的使用。**我们认为央行可能在 2021 年 10 月或 11 月通过碳减排支持工具进行流动性支持和定向降息：

■ 2021 年第二季度货币政策报告中明确提出“发挥结构性货币政策工具的牵引带动作用”，主要包括三方面的内容：通过再贷款、再贴现和两项直达实体经济货币政策工具的延期支持小微和民营企业；通过再贷款政策支持区域信贷协调发展；“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，支持金融机构为具有显著碳减排效应的重点领域提供优惠利率融资”。前两项已逐步落地，第三项可能成为下一步重要政策方向。

■ 在之前的报告（《MLF 之后，定向降息要来了吗？》）中我们详细阐述了碳减排支持工具的相关细节和展望，**我们认为央行可能采取“绿色专项再贷款”的模式：**

■ **工具设计上**，见表 2，在操作对象上更加“开放”，可能面向符合要求的大中小型存款类金融机构，更偏向以金融机构合格绿色贷款的存量数额来确定准入标准；而且在操作形式上可能参考“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。

■ **在利率上**，该再贷款工具可能主要以 1 年期为主，利率可能低于支小再贷款的 2.25%，但高于扶贫贷款的 1.75%（表 3）。相应的金融机构发放绿色贷款的利率将低于 5.5%，发挥定向降息的作用。

■ **在数量上**，我们假设 2021 年下半年绿色贷款同比增速继续保持 2021 年上半年的加速度（图 2 和 3），新工具落地后决定购买 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能投放 6500 亿元流动性（偏乐观的估计）。

■ **风险提示：**疫情扩散超预期，国内外政策超预期

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

1、《宏观周报 20211008：9 月非农爆冷会影响美联储 11 月 taper 吗？》2021-10-08

2、《宏观周报 20211006：国庆假期海外市场复盘的见微知著》2021-10-06

3、《宏观周报 20211005：以史为鉴，油价突破 80 美元的演绎与影响》2021-10-05

4、《宏观点评 20210930：政策风起，消费是否否极泰来？》2021-09-30

5、《宏观点评 20210929：以史为鉴，2011 年和 2013 年美国债务上限危机的发酵与影响》2021-09-29

表 1: 拉闸限电对三四季度 GDP 增速的拖累测算

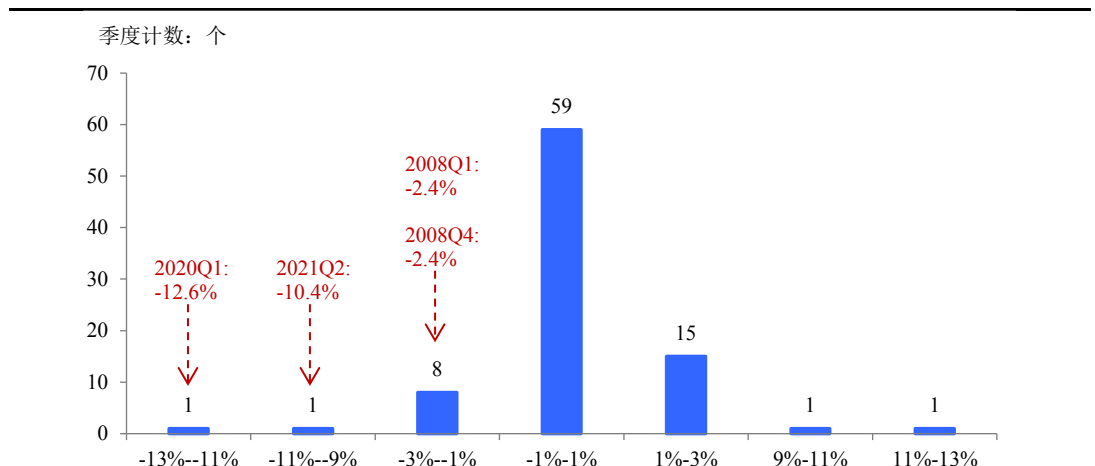
	限电措施	季度总 天数	损 失 工天	工业增加值基 准增速（%）	限电后工业增 加 值 增 速 （%）	限电对工业增加 值的拖累（%）	限电对 GDP 增 速的拖累(%)
三季度		7-8 月均值					
两高行业							
情形一	开二停二	91	7	5.85	-0.13	-5.98	-0.60
情形二	开四停二	91	4	5.85	2.43	-3.42	-0.34
其他行业							
情形一	开三停一	91	3	5.85	3.29	-2.56	-0.58
情形二	开五停一	91	2	5.85	4.14	-1.71	-0.38
合计		-1.18~-0.72					
四季度		彭博一致预测					
两高行业							
情形一	开三停一	89	7	4.70	-1.35	-6.05	-0.61
情形二	开五停一	89	4	4.70	1.24	-3.46	-0.35
其他行业							
情形一	开四停一	89	5	4.70	0.38	-4.32	-0.97
情形二	开六停一	89	4	4.70	1.24	-3.46	-0.78
合计		-1.58~-1.13					

注:

1. 拉闸限电第三季度我们假设从 2021 年 9 月 15 日开始, 第四季度我们假设持续到 10 月底。
2. 对于第三季度和第四季度天数我们分别剔除中秋节法定假日 1 天和国庆节法定假日 3 天。我们假设不限电的基准情形下工厂会在法定假日之外利用工人轮休制度维持运营。
3. 情形一是较为悲观的情形, 情形二则相对乐观。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2000 年以来我国实际 GDP 同比增速的环比变化统计分布图



注: 横轴为环比变化 (相邻两个季度 GDP 同比增速之差) 所处的区间, 纵轴为环比变化处于该区间的季度数。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 2: “绿色专项再贷款” 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	对小微企业和民营企业贷款
抵押品	-	与 MLF 类似
利率	1) 对再贷款利率和贷款利率都做出“优惠”要求 2) 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

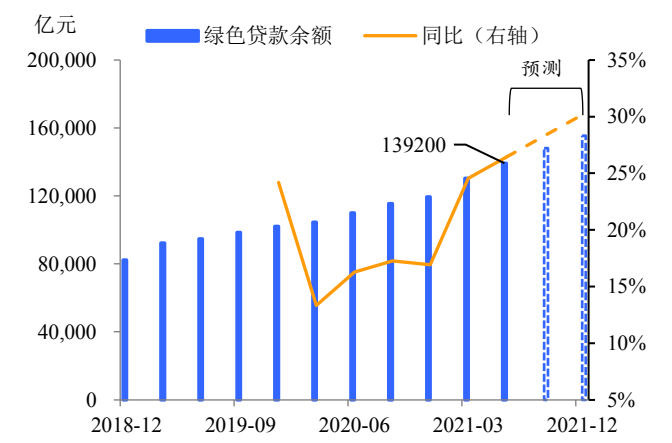
表 3: 央行再贷款工具的利率水平

时间	工具	3 个月	6 个月	1 年	发放贷款利率
2020 年 11 月	支农再贷款	2.20%	2.40%	2.50%	5.5%左右
	支小再贷款	2.20%	2.40%	2.50%	5.5%左右
	扶贫再贷款	1.45%	1.65%	1.75%	
2021 年 9 月	支小再贷款			2.25%	5.5%左右

注: 2021 年 9 月的再贷款并未明确说明该工具的期限, 我们判断可能是 1 年期。

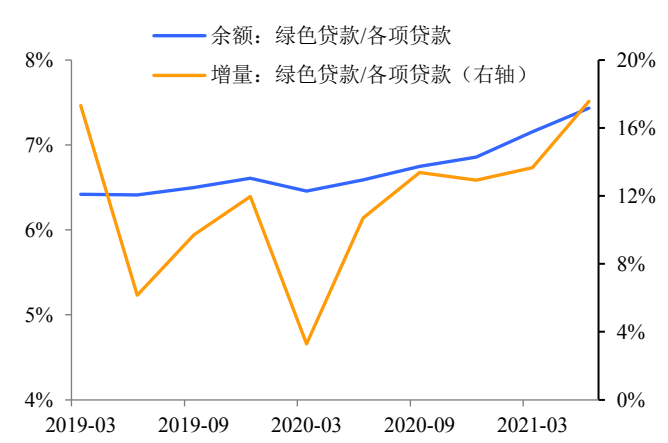
数据来源: 中国政府网, 中国人民银行, 东吴证券研究所

图 2：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 3：绿色贷款占各项贷款的比例



数据来源：Wind，东吴证券研究所

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_27461

