

宏观

证券研究报告

2021 年 11 月 09 日

碳减排工具的意义和影响

碳减排工具的首要意义是在产业层面，有助于加快清洁能源体系建设、降低长期滞涨风险。除此之外，碳减排工具作为结构性货币政策工具，也会附带有一般货币政策工具的效果。

规模方面，预计碳减排工具实际支持的贷款规模是接近但略低于 1 万亿；

价格方面，如果不考虑坏账等因素，1 年期绿色贷款的利差是 165BP，低于当前大型银行和股份制银行的净息差（202BP/216BP）；

效果方面，按照 8000 亿贷款规模计算，60%本金对应央行 4800 亿的基础货币投放，可置换掉一部分成本 MLF，累积降成本效应类似一次 20BP 的降准，但对于流动性和资金成本的短期影响有限，对信用扩张有小幅帮助。

风险提示：碳减排工具审批尺度偏严格；碳减排工具支持领域项目融资需求超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：全球央行货币政策的决定性变量-全球央行货币政策的决定性变量》 2021-11-08
- 2 《宏观报告：风险定价-权益市场担忧的两大问题都有缓解-11 月第 1 周资产配置报告》 2021-11-02
- 3 《宏观报告：风险定价-海外市场的滞胀担忧有所缓解-10 月第 4 周资产配置报告》 2021-10-27

碳减排工具的首要意义是在产业层面，有助于加快清洁能源体系建设、降低长期滞胀风险。今年3季度我国经济一度面临滞胀压力，特别是在经济需求侧快速下滑的同时出现供给短缺，历史少见，问题主要就是出在能耗控制上。早在“十一五”时期，我国就制定了关于降低能耗强度的约束性指标，“十一五”和“十二五”都顺利完成，“十三五”因为去年疫情的影响未能完成。

“十四五”规划确定的目标是单位GDP能耗下降13.5%，对应年均下降2.9%；今年是“十四五”开年，两会政府工作报告确定的目标是下降3.0%。实际情况看，上半年只下降2.0%，因此3季度能耗双控政策加码，即便如此前3季度累计也只下降了2.3%，想要全年达标，4季度单季还要下降4.8%，难度较大。因此，虽然近期煤炭保供稳价取得了明显成效，一般行业生产用电和居民冬季用电得到保障，但能耗双控的问题仍然没有解决，高能耗行业限产易紧难松，这也制约了一些经济工作的正常开展。

例如7·30政治局会议之后，跨周期宏观政策稳增长的预期一度发酵，但近期已较少提及，可能与对通胀压力的担忧有关。高频数据显示，伴随经济的继续下行，近期部分上游工业品的需求收缩刚刚超过供给，通胀压力稍有缓解，但如果立刻刺激下游需求，可能导致刚刚缓解的通胀压力卷土重来。考虑到今年实现GDP增长6%以上和居民失业率5.5%以下的目标难度不大，权宜之计需要暂时提高对经济下行的容忍度。

要打破这种非滞即胀的局面，过去十年很大程度上是靠产业结构的变化，三产比重提高、二产比重下降（二产的单位GDP用电量是三产的5.6倍）；但当前疫情持续限制三产复苏，去年和今年二产比重重新上升，加之“十四五”规划提出“保持制造业比重基本稳定”，这条路径基本不再适用。剩下的两条主要路径，一是在二产内部调整结构，适度削弱以房地产为核心的庞大高能耗工业体系；二是调整能源消费结构，加快建设清洁能源体系、完善储能技术，这也是央行碳减排工具的首要意义。

除此之外，碳减排工具作为结构性货币政策工具，也会附带有般货币政策工具的效果。三个维度的测算：

规模：碳减排工具支持的领域有三个：清洁能源、节能环保和碳减排技术。参考央行数据，截至今年3季度末，投向清洁能源产业的绿色贷款余额是3.79万亿，同比去年增长7100亿，据此估计，今年4季度到明年全年的信贷增量可能在1万亿左右。考虑到政策处于起步阶段，“先贷后借”机制下金融机构可能会选择优质项目进行申请，因此预计碳减排工具实际支持的贷款规模是接近但略低于1万亿。

价格：1Y AAA 存单利率2.8%，绿色再贷款利率1.75%，央行支持60%本金，简单估算项目贷款的综合成本为 $60\% \times 1.75\% + 40\% \times 2.8\% \approx 2.2\%$ ；1Y LPR为3.85%，如果不考虑坏账等因素，1年期绿色贷款的利差是165BP，稍低于当前大型银行和股份制银行的净息差（202BP/216BP）。

效果：按照8000亿贷款规模计算，60%本金对应央行4800亿的基础货币投放，资金成本1.75%，可相应置换掉一部分成本为2.95%的MLF。做一类比，今年4季度到明年全年，碳减排工具的累积降成本效应类似一次20BP的降准（释放4000亿成本为1.62%的资金），但降准是一次或分几次集中释放资金，碳减排工具释放的低成本资金是相对平缓的，因此对于流动性和资金成本的短期影响有限，中长期略偏积极；对信用扩张有小幅帮助，8000亿贷款占当前人民币信贷余额的0.42%、社融余额的0.26%，如果其中1/3为碳减排工具激发的纯增量，对社融增速的拉动可能在0.1%左右。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
		强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上

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_29152

