



李奇霖：碳减排支持工具与 中国信用货币体系大重构



文/意见领袖专栏作家 李奇霖 孙永乐 殷越



11月8号晚间，央行推出了碳减排支持工具。

碳减排支持工具不仅仅是多增了一个新的基础货币投放机制而已，我们需要站在一个更大的视角，从中国货币-信用体系重构的角度来探讨一下这一工具背后更为重要的意义。

我们知道，从90年代开始，中国是外需导向的，外需导向有个什么特点呢？那就是赚取了大量贸易顺差和吸引外资流入，并推动中国成为了世界工厂。

这个过程，自然是不断在吸收外汇占款的。贸易顺差可以积累美元，外资流入也在积累美元资产，这些通过居民-银行-央行的结汇，变成了外汇占款。

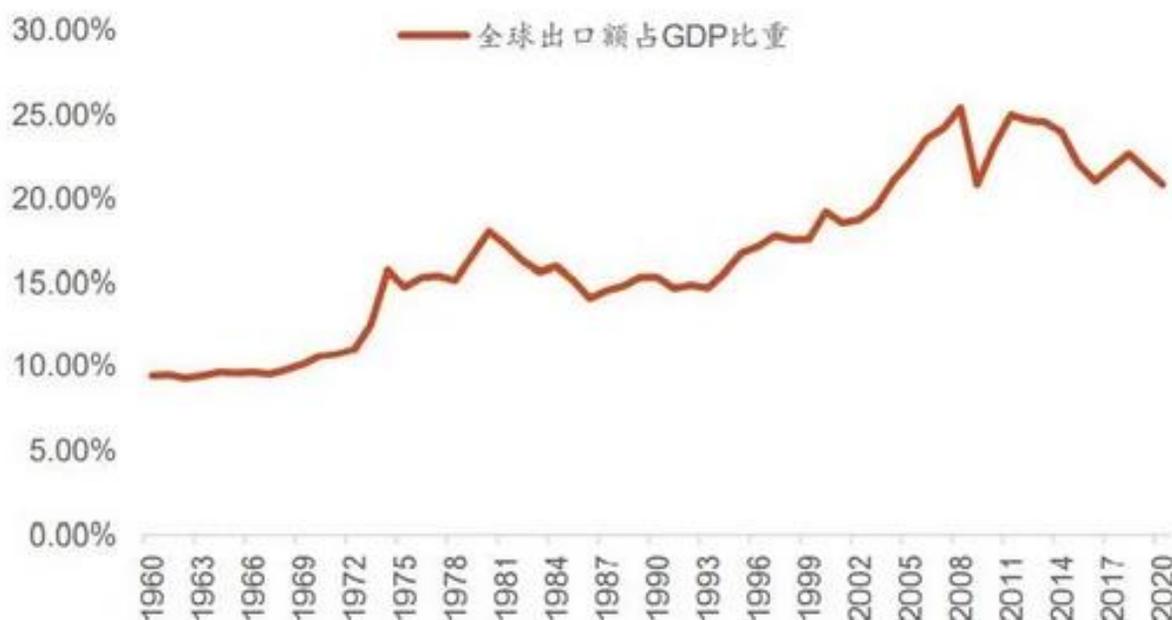
既然是外需导向，形成了经常账户和非储备性质金融账户的“双顺差”，那么在创造了巨量的外汇储备的同时，基础货币无论是存量还是增量，都靠的是外汇占款。

换句话说，外汇占款之所以能成为基础货币投放的主要渠道，是与中国外向型经济发展的需要相匹配的。

这个时候基础货币主要靠的是外汇占款投放，信用创造主要靠的是出口企业的融资需求。

但是，2008年次贷危机后，全球化的趋势就逐渐放缓了，叠加内部人口开始老龄化，再发展外向型经济没有太大出路了。

图 1. 全球化趋势暂缓



资料来源：wind，红塔证券

出口靠不住了，自然得找内需，而内需能够动员得比较快的当然是自

上而下主导的城镇化模式，基建和地产开始成为经济增长的主要驱动力。

这个时候外汇占款不再是基础货币投放渠道了，信用投放体系靠的也不是外向型企业信贷需求和外汇占款了。

外汇占款下降后，基础货币的日常供应还是要有，这个时候央行公开市场操作就替代了外汇占款，成为了基础货币投放的主要渠道。

为了应对外汇占款下滑，央行创设了包括 MLF、SLF、PSL 等在内的新型货币政策工具。

除了补充外汇占款留下的缺口外，公开市场操作还有很多别的作用，比如通过 PSL 支持下棚改，比如通过逆回购政策利率构建资金利率调控的中枢、通过 MLF 利率构建负债成本的调控中枢，再比如通过 SLF 利率搭建利率走廊。

那信用端呢？信用端在外需主导的时候，以配合出口企业的融资需求为主。那现在靠基建地产了，自然最靠得住的就是土地。

所以，过去十年，经济发展模式变了，基础货币和信用创造体系的模式也就变了。

不靠外汇占款靠央行，不靠出口企业靠地产基建。

那么走到现在，显然这个模式也有点带不动了。房子涨太快，收入分配问题来了；房子涨太快，地方钱借了太多，金融风险也有压力了；房子

涨太快，不能继续顶着房子的泡沫去做经济增量了。

到了这个时候，就得去地产化，正如 2009 年从出口换轨到地产一样。

很明显，大家都能看出来，新能源即将替代过去地产的作用，成为主要的增量引擎。

既然要做这块增量，无论是基础货币投放机制，还是信用创造的模式，都要跟着改变。

这就是碳减排支持工具出台的时代背景。

当然，这是长期的宏大愿景，但任何事物的发展是曲折的，不可能一蹴而就，需要一步步的推进。

因此，指望短期碳减排支持工具就释放非常大的流动性规模也是不现实的。

为什么这样说呢？我们看一下这次碳减排工具的几个特点：

第一，支持行业有限。初期的碳减排重点领域范围突出“小而精”，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。

不过政策也预留了很大的空间，央行表述后续支持范围可根据行业发展或政策需要进行调整。预计后续随着相关行业的发展，该工具或许会涉及更多的领域。

但仅从当下来看，试点的行业仍然是“小而精”的。

表 1. 重点支持领域

重点领域	细分方向
清洁能源	风力发电、太阳能利用、生物质能源利用、抽水蓄能、氢能利用、地热能利用、海洋能利用、热泵、高效储能（包括电化学储能）、智能电网、大型风电光伏源网荷储一体化项目、户用分布式光伏整县推进、跨地区清洁电力输送系统、应急备用和调峰电源等。
节能环保	主要包括工业领域能效提升、新型电力系统改造等
碳减排技术	主要包括碳捕集、封存与利用等

资料来源：央行，红塔证券

第二，目前发放对象暂定为全国性金融机构，也就是政策行+国有行+股份行，这一范围无论是相比于传统的一级交易商还是所有金融机构都是偏小的。这可能是考虑到目前项目的开展难度依旧比较高，无论是对项目的审核，还是后续对项目的信息披露等都需要有一定的实力，稳妥考虑，先在大行试点。

第三，有监管要求。按照规定，金融机构需要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，接受社会公众监督。

央行也将会同相关部门，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。

从以上几个角度来看，碳减排支持工具短期来看其影响的确并不大。

这里也可以做个简单的测算。

截至 2021 年 3 季度,主要金融机构本外币绿色贷款余额为 14.8 万亿,同比增长了 27.9%,其中清洁能源产业贷款余额为 3.8 万亿,同比增长了 22.8%。在过去三个季度中,清洁能源贷款季度增长规模分别为 2000 亿、1800 亿和 2100 亿。

以此估算的话,四季度清洁能源、节能环保、碳减排技术的贷款增长规模可能也就在 3000 亿-5000 亿之间,即使全部符合条件也仅能够释放 1800 亿-3000 亿左右的基础货币。(这里假设只针对新增量进行优惠,暂不考虑存量)

图 2. 清洁能源产业贷款规模稳步增长



资料来源: wind, 红塔证券

因此,短期指望将碳减排支持工具等同于大水漫灌肯定是不切实际的。

但是站在更高更长远的视角下，我们可能不能忽视这种模式对传统货币—信用派生模式的影响。

前面我们提到了在传统的货币—信用派生框架下，房地产和土地作为重要的抵押品，在信用派生的过程中扮演着极其重要的作用。

考虑到现在的资产价格泡沫、地方债务和内需萎靡等诸多问题，这个模式无法继续玩转下去了，一定得走一条新的路子。

既然要走新的路子，就一定要相应的融资工具做匹配，那么也就一定要在基础货币投放渠道和信用创造渠道上做一个新的匹配。

过去信用创造靠地产，未来信用创造靠绿电。

除此之外，此次碳减排工具还有一个变化也是值得重点关注的。

这次采取的是“先贷后借”的模式。

为什么要设计“先贷后借”的模式呢？

过去的时候，央行是先投放基础货币，然后让银行去投放信用。

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_29112

