



宽信用，离了楼市这味药引子到底行不行



【财新网】(特约作者 郭于玮 专栏作家 鲁政委) 随着地方债发行节奏的加快, 四季度社融同比反弹已经成为市场的共识。然而, 进入 2022 年之后, 如果房地产融资走弱, 社融同比还能否平稳增长, 市场期待已久的宽信用能否最终兑现呢? 本文将对此展开探讨。

如果我们拆分不同类型融资对社融增长的贡献, 可以发现, 在 2018 年至 2020 年三年间, 人民币贷款、企业债券和政府债券是社融增长的三大支柱, 委托贷款、信托贷款和未贴现票据是社融的主要拖累项, 而外币贷款、企业股票、存款类机构 ABS 和贷款核销等分项对社融增长的影响相对有限。2018 年至 2020 年, 人民币贷款、企业债券和政府债券三项对社融增长的贡献均超过 96%, 2021 年预计将超过 98%。因此, 下文将主要围绕人民币贷款、企业债券、政府债券、委托贷款、信托贷款和未贴现票据来探讨 2022 年的社融增长。

1、人民币贷款

从房地产贷款来看, 2022 年房地产贷款(含个人购房贷款、开发贷款)增速可能下降至 5.5%左右, 较 2021 年第三季度低 2.1 个百分点。

在个人购房贷款方面, 2017 年我国 25 至 39 岁的主力购房年龄人口见顶, 我国的住宅市场由此进入了存量时代。2017 年至 2021 年第三季度, 我国的住宅年销售面积(以过去四个季度的销售面积计算)稳定在 14.5 亿平方米左右。不过, 在疫后宽松政策的影响下, 住宅年销售面积一度上升至 17 亿平方米以上。随着宽松政策的退潮和房地产调控的强化, 住宅年销售面

积可能逐渐恢复到疫情前的水平。假设住宅价格稳定，那么，住宅销售额的增速将接近住宅销售面积的增速。如果到 2022 年，住宅销售年销售面积下降到 14.8 亿平方米左右，则 2022 年末个人购房贷款同比增速将下降至 10.4% 左右，较 2021 年第三季度下降 0.9 个百分点。

在开发贷方面，为了简便起见，我们将剔除个人购房贷款后的房地产贷款统称为开发贷。据此计算，2021 年第三季度，开发贷的同比增速为 -7.9%。近期房地产融资政策出现边际松动。2021 年 10 月央行金融市场司司长邹澜表示：“近期，个别大型房企风险暴露，金融机构对房地产行业的风险偏好明显下降，出现了一致性的收缩行为，房地产开发贷款增速出现较大幅度下滑。……针对这些情况，人民银行、银保监会已于 9 月底召开房地产金融工作座谈会，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展。”如果开发贷的同比增速不再进一步放缓，而是维持在当前的水平，那么，到 2022 年末，房地产贷款（含个人贷款和开发贷）的同比增速将下降至 5.5%，较 2021 年第三季度低 2.1 个百分点。

从基建（不含电力）贷款来看，为了稳定经济增长，2022 年基建投资力度有望上升。我们假设到 2022 年末，基建（不含电力）贷款余额同比回升到 17.2%，接近 2011 年至 2019 年间的最高水平。

从工业中长期贷款来看，在政策引导下，2020 年以来工业中长期贷款出现了快速增长，不过，随着工业企业利润增速的回落，工业中长期贷款

增长已经有所放缓。2021 年第三季度，工业中长期贷款同比增长 24.2%，较第二季度下降了 1.6 个百分点。进入 2022 年后，工业企业将进入主动去库存，利润增长将进一步放缓，工业中长期贷款同比也可能随之回落。不过，工业企业节能减排相关投资有较大的增长潜力：一方面，2021 年以有色加工、化工等为代表的高耗能行业利润增长较快，其进行节能减排投资的意愿和能力均较强；另一方面，央行将推出碳减排支持工具，支持金融机构为具有显著碳减排效应的重点项目提供优惠利率融资，支持清洁能源、节能环保、碳减排技术三个重点领域。因此，到 2022 年末，工业中长期贷款同比或回落至 2020 年末的水平，即 19.9% 左右。

根据我们的估算，上述三项贷款在全部贷款中的占比可能在 60.5% 左右。本文将除上述三项外的贷款统称为其他贷款。其他贷款主要包括票据和短期贷款、居民短期贷款和其他行业中长期贷款等。2021 年 9 月，票据和短期贷款在贷款中的占比约 22.3%，是其他贷款的主要组成部分。

2021 年贷款余额同比可能在 11.8% 左右。如果 2022 年贷款同比要超过 2021 年的水平，达到 12.5% 左右，则其中的其他贷款需要同比增长 12.0%；如果 2022 年贷款同比为 11.8%，则其中的其他贷款需要增长 10.2%；如果 2022 年贷款同比放缓至 11.1%，则其中的其他贷款需要增长 8.5%。在疫后居民消费增长乏力的背景下，居民短期贷款难以出现快速的生长。2021 年 9 月，票据与短期贷款同比增速仅为 4.5%。因此，如果 2022 年要通过贷款来拉动社融，需要加快票据与短贷的增长。

2、企业债券

企业债券融资对利率水平高度敏感。历史上企业债券快速增长的时期往往是出现在债券市场的牛市阶段。2021 年 9 月企业债券余额同比增长 6.9%。受永煤事件影响，2020 年第四季度企业债券融资规模较低，因此，2021 年末企业债券余额同比可能回升至 8.5%左右。需要注意的是，社融存量中企业债券余额的增量不等于社融增量中的新增企业债券。为了更为准确地估算社融增速，本文主要考察企业债券余额的增量。如果 2022 年企业债券余额的增量回升到 2016 年的水平，即 3.29 万亿，则全年企业债券余额同比将达到 11.0%；如果 2022 年企业债券余额的增量为 2.36 万亿，接近 2021 年的预估值，则企业债券余额同比约 7.9%，低于 2021 年的水平；如果 2022 年利率明显上升，企业债券余额的增量下降至 1.8 万亿左右，企业债券余额同比将下降至 6.0%左右。

3、政府债券

2017 年以来，社融中的政府债券同比增速持续高于社融同比。快速增长的政府债券是拉动社融增长的重要力量。不过，随着政府债券余额越来越高，依靠政府债券来拉动社融增长的难度日益加大。截至 2021 年 9 月，政府债券余额已经超过 50 万亿。2021 年新增财政赤字 3.57 万亿、新增专项债 3.65 万亿，据此估算，全年新增政府债券规模约 7.22 万亿。从目前的债券发行情况来看，最终 2021 年全年新增政府债券规模可能略低于 7.22 万亿。

为了缓冲房地产投资和出口增长放缓的压力, 2022 年财政赤字率可能维持在 3.2%左右的较高水平, 新增专项债规模可能略高于 2021 年。因此, 2022 年新增政府债券规模可能达到 7.69 万亿左右。而 2022 年新增政府债券规模需要超过 7.93 万亿, 政府债券对社融的拉动才能不低于 2021 年的水平。因此, 2022 年政府债券对社融的拉动很难明显超过 2021 年, 依靠政府债券稳社融的难度较大。

4、信托贷款与委托贷款

2021 年是资管新规过渡期的最后一年, 因此, 到 2022 年, 信托贷款和委托贷款收缩的压力可能有所减轻。但在非标融资持续规范、房地产信托风险增加等因素的影响下, 信托贷款收缩的局面可能难以扭转。在信托贷款方面, 如果 2022 年信托贷款余额降幅收窄至 5000 亿左右, 信托贷款余额同比降幅将收窄至 10.9%。在委托贷款方面, 2018 年以来委托贷款降幅逐年收窄, 2021 年委托贷款降幅可能小于 2000 亿, 2022 年委托贷款或将实现零增长。

5、未贴现票据

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_28715

