

# 稳基建、稳地产与稳社融

报告发布日期

2022年05月04日

## 证券分析师

陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860519090001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860515070001
王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860518050001 香港证监会牌照: BQJ932

## 联系人

陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn
孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn

## 相关报告

加大力度稳定宏观经济大盘——3月财政数据点评	2022-04-26
4.8%仍然是一个好开局——一季度经济数据点评	2022-04-19
聚焦数字经济监管：双周观察（20220406）	2022-04-19

## 研究结论

- 稳增长周期中扩基建和稳地产通常不会缺席，地产和基建带来的融资需求又是宽信用的主要抓手，然而，当前无论是基建融资扩张的可持续性，还是居民和房企的地产信贷需求何时企稳，都存在一定不确定性——最新数据显示，3月末基础设施中长期贷款增速比上月末低0.5个百分点，个人住房贷款余额增速比去年末下降了2.3个百分点。本文中，我们复盘了2011年以来地产和基建融资对社融的影响，从而探讨其在本轮宽信用中扮演的角色。
- **房地产融资始终是社融的重要组成部分，但近年来占新增社融的比重显著下滑。**2013年之前地产融资占新增社融的比重较为稳定，2013-2016年地产融资比重几乎翻了一番，由16.2%抬升至37.5%（不含政府债券的社融口径），2017年以来呈现下行趋势，2021年底占比已下行至14%，几乎持平于2011年，其中仅2018年出现反弹。值得注意的是，**过去几轮稳增长周期都伴随着地产信用的扩张，如2013、2016和2018年地产融资的绝对值分别同比增加1.2万亿、2.5万亿和近2500亿**，占社融的比重分别同比提升5.9、10.1和6.8个百分点（不含政府债券的社融口径）。
- **当前社融回暖的同时结构性问题突出，“短强长弱”凸显，这一问题的改善，很难离开地产融资需求回升。**社融增速在2021年10月企稳回升，但截至上月中长期贷款余额同比增速仍在持续下行——过去经验显示这两者的底部是比较同步的，而当前情形与之前不同或表明地产的边际放松落地程度不足，导致与销售高度相关的居民中长期贷款拖累较大。去年12月以来，因地制宜的地产政策调整持续推进，尤其是3月后放松的力度明显加大，除了调整公积金外，还有地区出台了包括降低房贷利率、降低限购和限售门槛等措施。通常地产销售端的回暖距离政策端放松有较长的一段滞后期，3、4月疫情持续发酵也势必延迟了政策进一步发挥作用的时点，融资改善还需等待。
- 基建的资金来源主要是财政资金、信贷、信托、城投债等，其中财政资金又可以通过发行一般债和专项债的方式筹集。通过加总社融中各相关分项流向基建的规模，可以推算基建融资在社融中的占比：相比于房地产融资的大起大落，基建融资在社融中的比重相对较为稳定，2011-2014年逐步上行，2015-2017年相对平稳，2018年下滑，2019-2021年较快上行，具体占比在2014年高点时为20%左右，2018年低点时降到10%附近，2021年达到约25%。
- **基建融资对本轮宽信用的作用可能比以往更大。**2019年以来社融中投向基建的信贷稳步提高，疫情后财政扩张力度加大，专项债和一般债的规模更是显著增加。根据政府工作报告的安排，今年赤字率为2.8%，比去年下降了0.4个百分点，但考虑到去年较大规模的结余，财政支出强度不会缩减；地方专项债规模为3.65万亿，与去年持平，同时去年四季度发行的1.2万亿左右专项债中大部分也将在今年形成实物工作量，专项债对基建投资的拉动有望继续扩大，相应的融资需求有望推动信用扩张，幅度预计高于往年。

## 风险提示

- 疫情超预期演绎，将导致地产销售恢复偏慢，影响社融中与地产相关的融资（尤其是居民中长期贷款）的增速；
- 恒大危机后，房地产领域的信用风险有所扩大，如果类似事件持续，不利于房企融资环境的改善；
- 以信托贷款资金投向推算委托贷款投向，存在一定偏差。

## 目录

地产融资：过去几轮稳增长中其扩张都具有确定性 .....	4
地产融资比重回落，但依然不低 .....	4
过去几轮稳增长周期都伴随地产信用的显著扩张 .....	6
基建融资：比重稳定，是本轮宽信用的更重要抓手 .....	7
基建融资比重较为稳定 .....	7
基建融资对本轮宽信用的作用可能比以往更大 .....	8
风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1: 2021 年信托资金投向分类 .....	5
图 2: 房地产人民币贷款余额占总贷款余额的比重 .....	5
图 3: 社融中投向房地产的分项 .....	5
图 4: 房地产融资占社融的比重 .....	5
图 5: 居民中长期贷款与商品房销售同步 .....	6
图 6: 地产投资端复苏滞后于销售端 .....	6
图 7: 居民购房款是房地产开发最重要的资金来源 .....	6
图 8: 本次中长期贷款回暖显著滞后于社融 .....	7
图 9: 信贷结构呈现短强长弱 .....	7
图 10: 基建融资占社融的比重 .....	8
图 11: 基建资金来源 .....	8

稳增长周期中扩基建和稳地产通常不会缺席，地产和基建带来的融资需求又是宽信用的主要抓手，然而，当前无论是基建融资扩张的可持续性，还是居民和房企的信贷需求能否企稳，都还存在一定不确定性——最新数据显示，3月末基础设施中长期贷款增速比上月末低0.5个百分点，个人住房贷款余额增速比去年末下降了2.3个百分点。本文中，我们复盘了2011年以来地产和基建融资对社融的影响，从而探讨其在本轮宽信用中将扮演怎样的角色。

## 地产融资：过去几轮稳增长中其扩张都具有确定性

### 地产融资比重回落，但依然不低

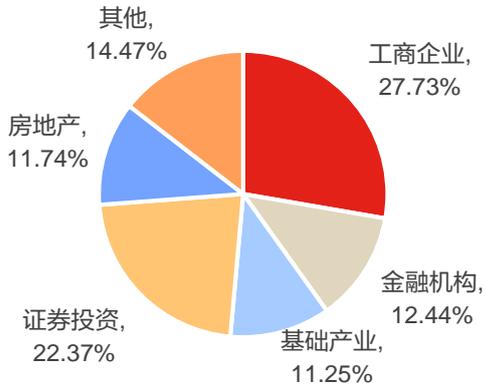
正如地产在经济中举足轻重的地位，地产带来的融资也是社融的重要组成部分，其中不仅涉及信贷，也有大量的非标和企业债券，我们通过加总各分项流向房地产融资的规模，推算房地产融资在社融中的占比：

- 新增信贷中流向地产的部分：信贷是房地产融资最主要的渠道，包括房地产开发贷款和居民按揭贷款，其中居民按揭贷款和住宅销售额密切相关——新房个人贷款发放额和新建商品住宅销售额的比值始终在38%到42%之间。计算发现，2017年以来房地产贷款余额占信贷的比重超过25%，这一比重在2019年达到高点（29%），随后小幅下滑；
- 房地产信用债净融资：房地产融资中债券融资的比重并不高，并且随着近年地产融资端政策的收紧，地产债券融资呈现收缩的趋势；
- 信托贷款中投向地产的部分：表外融资一度是房地产融资的主要渠道之一，2019年信托投向地产的比重达到15%，此后随着“房住不炒”政策的推进，表外融资难度加大，信托资金投向地产的占比从2020年开始逐步下降，2021年降至11.74%，在所有投向中的占比顺序也从2019年的第三位下降到了第五位；
- 委托贷款与信托贷款作用类似，因而我们以信托贷款流向地产的比重推算委托贷款中投向地产的规模。

**经过以上计算可以发现，2011年以来，房地产融资始终是社融的重要组成部分，但近年来占新增社融的比重显著下滑：2013年之前地产融资占新增社融的比重较为稳定；2013-2016年地产融资比重几乎翻了一番，由16.2%抬升至37.5%（不含政府债券的社融口径，下同）；除了2018年的反弹外，这一比重自2017年以来呈现下行趋势，2021年底占比已下行至14%，几乎持平于2011年。**

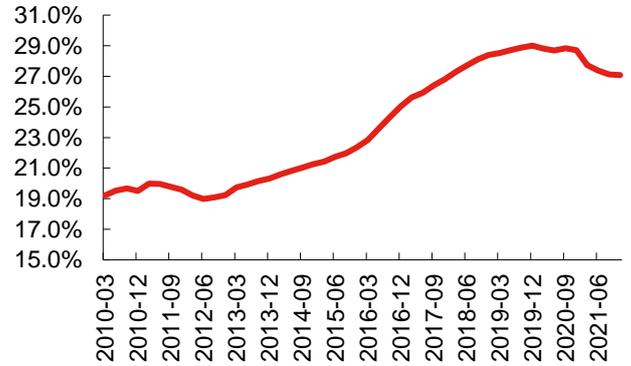
近年来，随着“三道红线”和“房地产贷款集中度”政策的出台，房地产融资呈现供需两端持续收紧的趋势，各渠道均明显收缩：**信托贷款和委托贷款已连续4年负增；去年恒大事件引发了市场对房企流动性的担忧，房地产领域的债券融资大幅负增；2021年房地产信贷同比增速降幅高达26%，同期商品房销售额增速为4.8%，因而地产信贷的收缩或更多体现于房地产企业端。**

图 1：2021 年信托资金投向分类



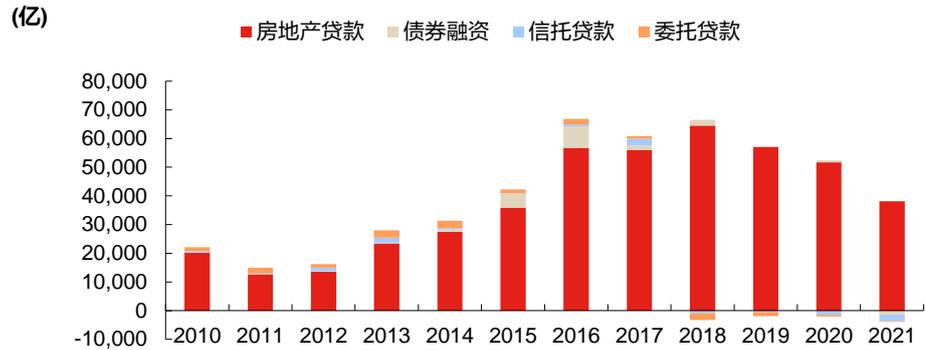
数据来源：信托业协会，东方证券研究所

图 2：房地产人民币贷款余额占总贷款余额的比重



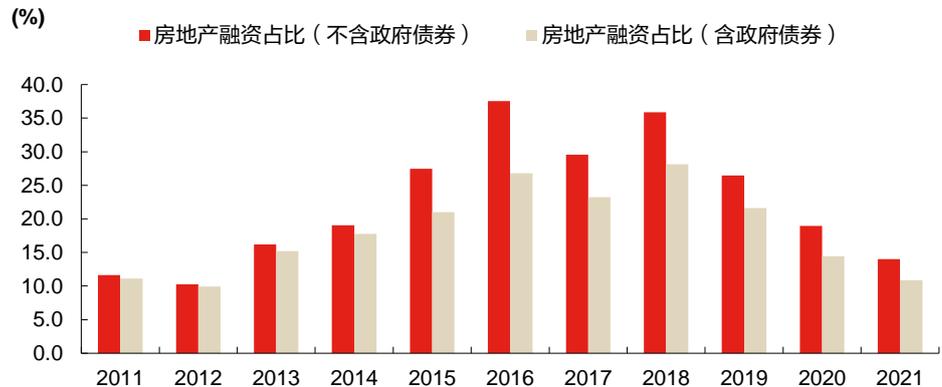
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：社融中投向房地产的分项



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：房地产融资占社融的比重



数据来源：Wind，东方证券研究所

注：2011-2016 年通过填补政府债券净融资额得到含政府债券口径的社融

## 过去几轮稳增长周期都伴随地产信用的显著扩张

从 2011 年以来的几轮稳增长周期来看，地产松绑从未缺席，在此过程中房地产融资无论是绝对值还是占新增社融的比重均显著提升，例如 2013、2016 和 2018 年地产融资的绝对值分别同比增加 1.2 万亿、2.5 万亿和近 2500 亿，占社融的比重分别同比提升 5.9、10.1 和 6.8 个百分点（不含政府债券的社融口径）。

释放居民购房需求，进而改善房地产企业投资信心，在此过程中带来各类地产相关融资的提升，是宽信用的主要路径。房地产开发企业资金来源中最重要的渠道是定金及预收款和个人按揭贷款，两者合计占总资金的比重在 2011 年为 36%，至 2021 年已提升至 52.9%。历次稳地产的过程中，一般商品房销售首先回暖，居民中长期贷款同步提升，房地产开发投资则滞后销售端约一年左右，不过房地产表内信贷未必明显提升，信用扩张更多体现在债券融资和表外：2013 年地产放松周期中，信托和委托贷款大幅增长；2016 和 2018 年房地产债券融资均大幅增长。

图 5：居民中长期贷款与商品房销售同步



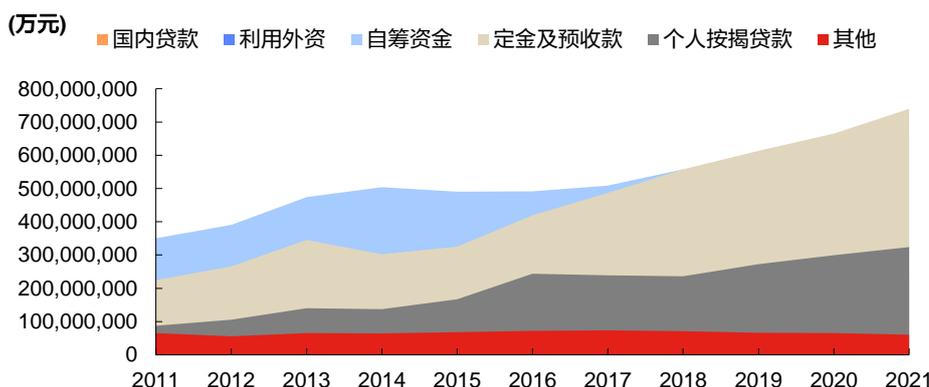
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：地产投资端复苏滞后于销售端



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：居民购房款是房地产开发最重要的资金来源

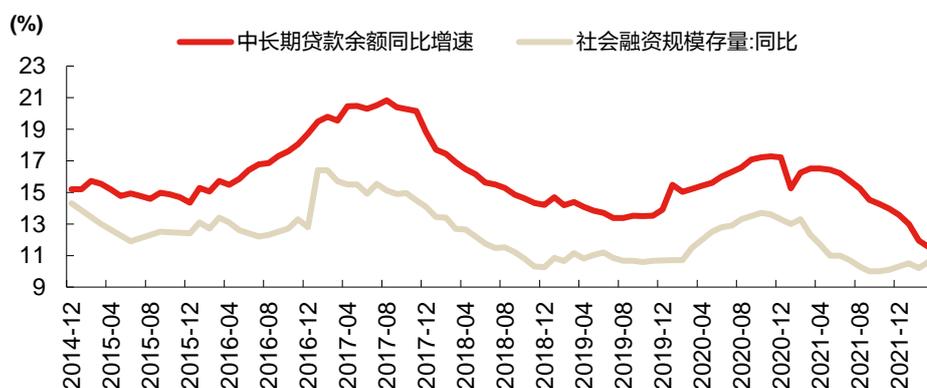


数据来源：Wind，东方证券研究所

当前社融回暖的同时结构性问题突出，“短强长弱”的特征凸显，其改善离不开地产融资需求回升。社融增速在 2021 年 10 月企稳回升，但截至上月中长期贷款余额同比增速仍在持续下行——过去经验显示这两者的底部是比较同步的，而当前情形与之前不同或表明地产边际放松落地程度不足，导致与销售高度相关的居民中长期贷款拖累较大。去年 12 月以来，因地制宜的地产政策调整持续推进，尤其是 3 月以来放松的力度明显加大，除了调整公积金等力度较小的政策外，还有

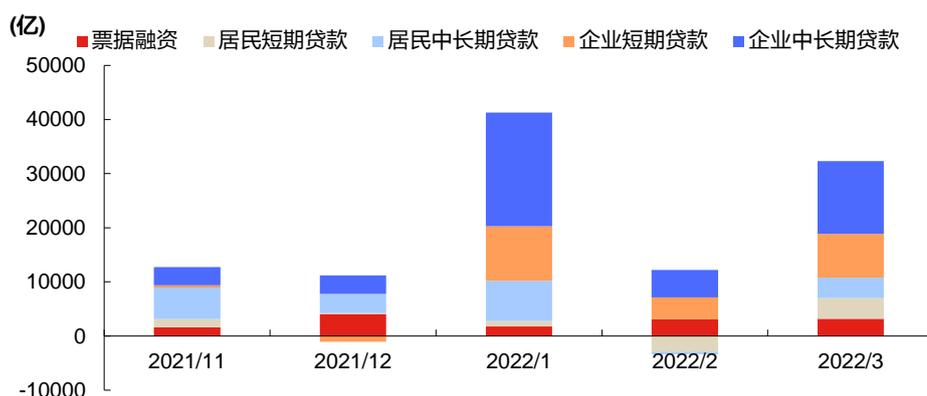
地区出台了包括降低房贷利率、降低限购和限售门槛等措施。通常地产销售端的回暖距离政策端放松有较长的一段滞后期，3、4月疫情持续发酵也势必延迟了政策进一步发挥作用的时点，融资改善还需等待。

图 8：本次中长期贷款回暖显著滞后于社融



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：信贷结构呈现短强长弱



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 基建融资：比重稳定，是本轮宽信用的更重要抓手

基建融资比重较为稳定

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\\_41167](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41167)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn