



鲁政委：宽信用，离了楼市 这味药引子到底行不行



文/鲁政委 (鲁政委为兴业银行首席经济学家、华福证券首席经济学家)、
郭于玮



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

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_28801

