



宏观深度报告

如何定量评估 2022 年“宽信用”

——流动性创造系列专题之一

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

投资要点：

- **核心观点：**从经济总量角度定量估计，2022 年新增信贷约 33 万亿元，社融存量增速或位于 10.90%-11.70% 区间。我们认为 2022 年推动“宽信用”的因素是货币政策从今年的“跨周期”落地为明年的“逆周期”，以及财政政策从今年的“引而不发”到明年的实物工作量落地，但是制约宽信用的因素依然是房地产、地方政府隐性债务监管等问题，并且经济下行阶段或进一步凸显债务“防风险”的紧迫性。基于我们对 2022 年名义 GDP 增速的估算，从总量角度预测 2022 年全年新增信贷约 33 万亿，基准情况下，预计 2022 年全年社会融资规模存量同比增速为 11.70%，而如果 2022 年全年实际 GDP 增速处于潜在产出水平 5.50% 的位置，那么预计社会融资规模存量同比增速将降低至 11.30%。
- **2021 年四季度“宽信用”阶段性显现。**四季度纠偏的房地产信贷政策和矫枉的金融机构风险偏好，推动信用环境回暖，且部分化解了三季度以来经济下行的悲观预期，四季度信用派生温和回升兑现了社融探底回升，“宽信用”效应阶段性显现，推动信用周期回升的主要驱动力来自房地产信贷政策优化带来的信贷资源再分配、以及 2020 年四季度政府债券发行低基数的效应下 2021 年四季度政府债券密集发行。根据 2021 年四季度 GDP 预测，我们认为到 2021 年底社融存量增速或抬升至 11.10%。
- **政府债券融资：财政政策正常化的风险。**随着疫情的经济效应逐步减弱，非但货币政策处于“正常化”阶段，财政政策也处于“正常化”趋势中，2022 年财政正常正常化或意味着继 2021 年特别国债退出、财政赤字率削减之外，地方政府专项债限额也受到地方政府高企的杠杆率约束。基于 2020 年同期低基数，2021 年四季度政府债券融资扩张推动的社融增速回升，亦不能看成“宽信用”的起步，并且需要警惕 2022 年财政政策进一步正常化对社融带来的影响。
- **中长期信贷：实体经济融资需求弱。**从房地产全生命周期来看，房地产投资延续韧性下行则几乎又是市场共识，在此情况下，信用周期很难步入趋势性上行阶段。然而拉长周期维度来看，根据央行公布的前三季度社融分项来看，2018 年至 2021 年表内信贷融资稳健增长，从 2018 年前三季度新增 12.8 万亿到 2021 年前三季度新增 16.8 万亿，表内新增人民币贷款持续增长指向实体经济的信贷融资需求并未陷入停滞，社融增速在“宽信用”和“紧信用”之间切换的原因是实体经济其他融资需求的变化，中长期信贷的稳定与产业政策引导下金融资源定向分配扶持特定产业有关。
- **土地财政拖累是否暴露城投风险？**我们认为从“土地财政”角度暴露城投风险的风险传染概率较低，但是非标产品融资收紧或导致城投债融资较好的信用环境已经逝去。在城投融资规则下，“弱资质城投+隐性债务城投平台”流动性压力上升，但是城投债融资的整体环境却并未因此被遏制，到期债务的滚续不构成城投自身的风险。
- **风险提示：**经济短周期波动超预期；美联储收紧货币政策等国际金融市场冲击超预期；防疫政策和疫情形势等方面出现较大变化。

内容目录

| | |
|------------------------------|----|
| 1. 经济下行周期应防范杠杆风险 | 4 |
| 2. 2021 年四季度“宽信用”阶段性显现 | 6 |
| 3. 定量评估 2022 年“宽信用”效应 | 8 |
| 3.1. 从总量层面估算新增信贷 | 8 |
| 3.2. 新增社融/信贷的分项及风险 | 10 |
| 3.3. “定向结构性宽信用”的制约 | 12 |
| 4. 风险提示 | 14 |

图表目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 图 1: 2021 年宏观杠杆率进入“稳杠杆”阶段 | 4 |
| 图 2: 2021 年上半年地方政府部门杠杆率继续抬升 | 4 |
| 图 3: 2021 年宏观经济杠杆率进入下行周期 | 5 |
| 图 4: 房地产的抵押品作用驱动居民部门加杠杆 | 5 |
| 图 5: 政府性基金缺口趋于扩张 | 5 |
| 图 6: 2022 年至 2023 年地方政府债进入偿债高峰 | 5 |
| 图 7: 2021 年四季度按揭和开发贷或环比递增 | 6 |
| 图 8: 中长期看房地产贷款占比依旧处于压降周期 | 6 |
| 图 9: 2021 年三季度地方政府债发行进入高峰期 | 7 |
| 图 10: 政府债券发行从前三季度拖累项转变为四季度拉动项 | 7 |
| 图 11: 新增人民币信贷/当季 GDP 现价 的比值波动 | 9 |
| 图 12: 社融/M2 与名义 GDP 增速差值波动 | 9 |
| 图 13: OECD 预测 2022 年主要经济体财政赤字变化 | 10 |
| 图 14: 实际财政赤字率持续攀升 | 10 |
| 图 15: 房地产投资增速趋势性下移或驱动信用周期下行 | 11 |
| 图 16: 2022 年至 2023 年城投债到期量较为平均 | 12 |
| 图 17: 抵押属性的结构性货币政策占基础货币余额的 1/3 | 13 |
| 表 1: 2021 年四季度至 2022 年新增信贷和社融估算 | 9 |

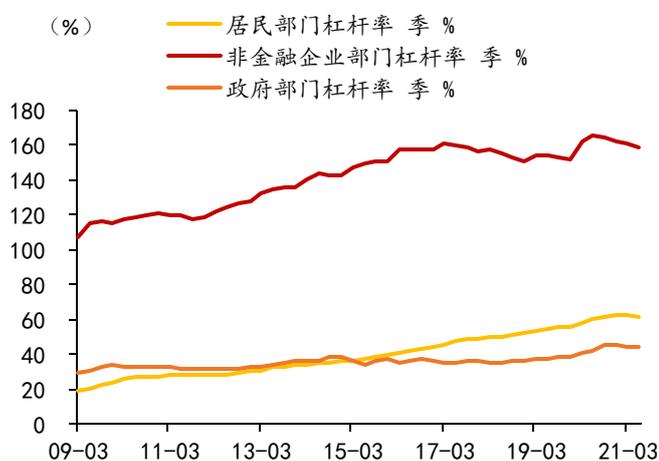
制约 2021 年信用周期的主要因素是房地产行业融资和信贷政策收紧、政府债务融资后置、城投监管和资管新规延期最后一年的存量产品压降。随着 2021 年三季度房地产按揭贷款和开发贷款出现纠偏式调整，兼之 2021 年政府债务融资后置或将逐步转化为 2022 年的财政前置，债券市场对经济增速下行压力渐渐显现的情况下，2022 年“宽信用”的成色究竟几何存在预期分歧。我们认为 2022 年推动“宽信用”的因素是货币政策从今年的“跨周期”落地为明年的“逆周期”，以及财政政策从今年的“引而不发”到明年的实物工作量落地，但是制约宽信用的因素依然是房地产、地方政府隐性债务监管等问题，并且经济下行阶段或进一步凸显债务“防风险”的紧迫性。基于我们对 2022 年名义 GDP 增速的估算，从总量角度预测 2022 年全年新增信贷约 33 万亿，2022 年社会融资规模存量增速中枢值为 10.20%-11.40% 区间。

1. 经济下行周期应防范杠杆风险

经济下行周期或增大杠杆率风险。2021 年 10 月 24 日新华社发布重要文章《十问中国经济》之后，市场解读的角度各不相同，得出的宏观经济结论也有方向性差别。撇开解读文章得出“悲观”还是“乐观”的印象标签之外，在“十问”中有一问或关涉到 2022 年信用环境的基调，即“如何守牢金融防风险底线，怎样处理稳增长和防风险关系？”尽管经过多年“去杠杆”努力，守住了不发生系统性金融风险的底线，但是金融风险依旧存在，并呈现出新情况新特点：地方政府债务风险隐患仍未消除、部分行业处于周期底部、个别企业债务风险加大、部分省份存在中小金融机构风险以及国际金融市场不确定性等因素。除却房地产企业和恒大事件的冲击之外，2022 年地方政府债务问题或再度凸显。

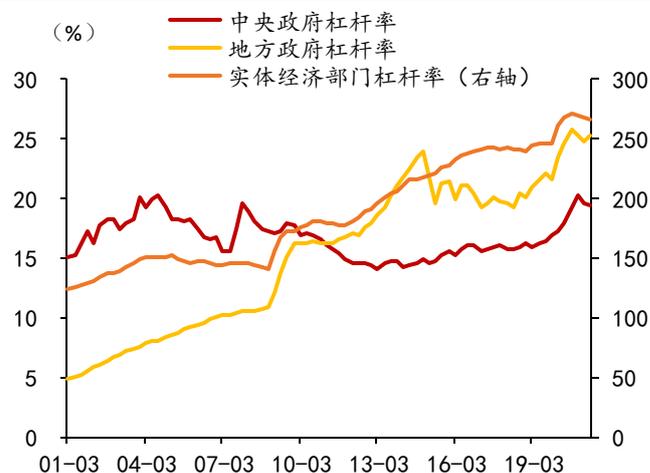
地方政府部门杠杆率问题凸显。经过 2020 年因疫情原因加杠杆，2021 年宏观调控进入稳定宏观杠杆率阶段，关于宏观杠杆率的测算，不同机构有不同的统计口径，根据中国人民银行调查统计司发布的数据显示，截止 2021 年二季度，中国宏观杠杆率降至 274.90%，比 2020 年末下降 4.5 个百分点，比 2020 年三季度累计下降了 6.1 个百分点。分部门来看，央行统计的各部门杠杆率均有所下降：非金融企业部门杠杆率为 158.10%，比 2020 年年末下降 3.1 个百分点；政府部门杠杆率为 44.80%，比 2020 年年末下降 1.0 个百分点；住户部门杠杆率为 72.0%，比 2020 年年末下降 0.4 个百分点。

图 1：2021 年稳定宏观杠杆率



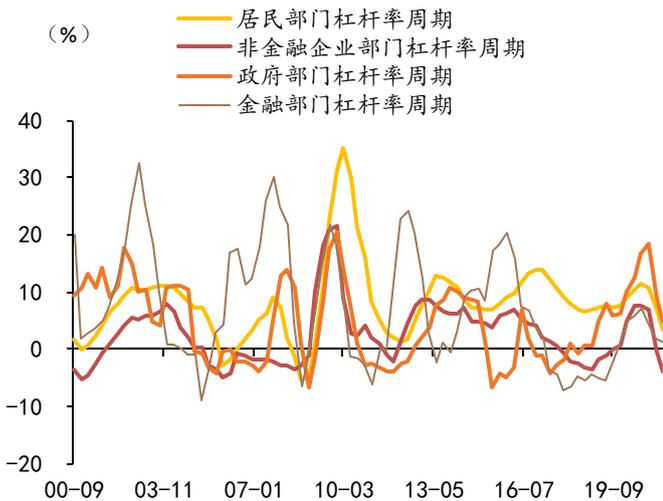
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：2021 年上半年地方政府部门杠杆率继续抬升



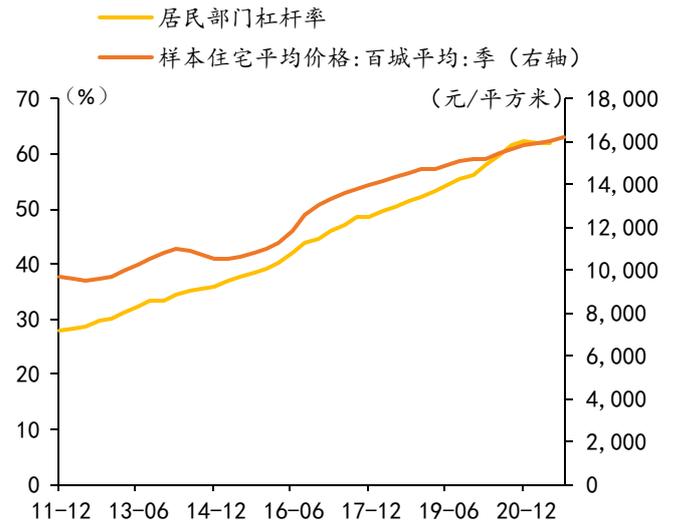
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：2021 年宏观经济杠杆率进入下行周期



资料来源：Wind，德邦研究所

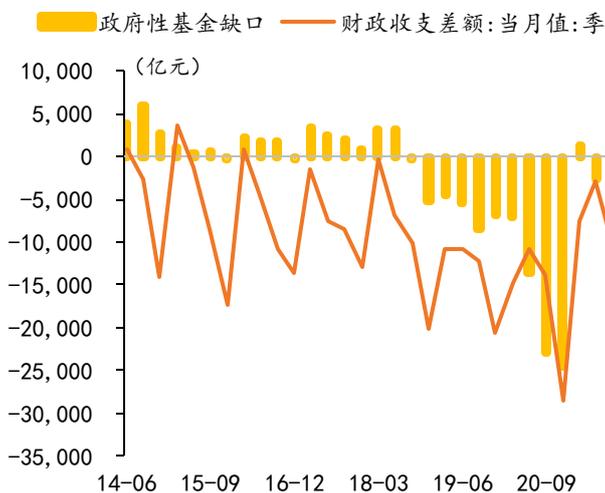
图 4：房地产的抵押品作用驱动居民部门加杠杆



资料来源：Wind，德邦研究所

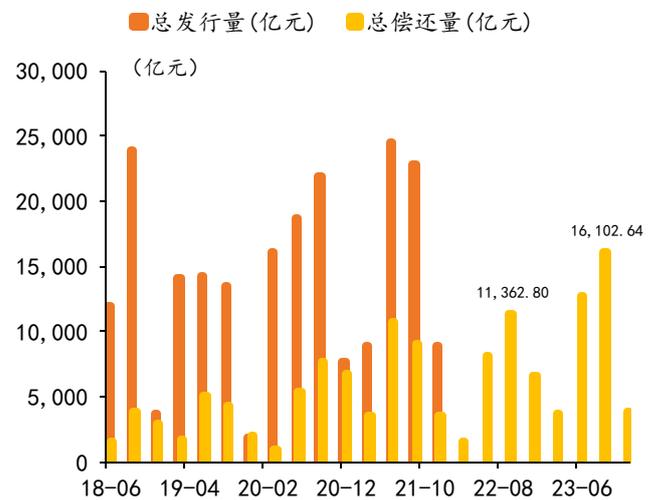
根据社科院版的宏观杠杆率测算，政府部门杠杆率下降主要集中在中央政府，地方政府部门杠杆率并未显著下降，截止 2021 年二季度，社科院版政府部门杠杆率为 44.60%，比 2020 年年末下降 1.0 个百分点，其中，中央政府部门杠杆率下滑了 0.9 个百分点至 19.40%，地方政府部门杠杆率仅仅下滑了 0.1 个百分点至 25.20%，和 2020 年末水平相差无几，仅有一季度地方政府部门杠杆率出现下行至 24.70%，二季度即再度回升。地方政府部门面临的杠杆率风险表现在“减收”和“增支”两个方面。

图 5：政府性基金缺口趋于扩张



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：2022 年至 2023 年地方政府债进入偿债高峰



资料来源：Wind，德邦研究所

从“减收”方面看，2021 年房地产行业谨慎拿地和信用风险频发造成土地流拍率上升、溢价率下降，对于土地财政依赖度较高的省份，面临财政收入下滑的挑战，而在房地产长期政策基调不动摇的情况下，房地产调控阶段性放松些许改善土地财政的困境，但是也难以实质性改观财政收支结构，地方政府摆脱“土地财政”注定是一个长期问题。并且受地产信用冲击，财政实力较弱的省份面临土地出让收入下滑和本地金融机构风险抬升的挑战，截止 2021 年三季度，政府性基金缺口已经较二季度的 2,621 亿元扩张至 10,355 亿元，达到除 2020 年疫情

期间之前常态化水平的最高值。从“增支”角度看，经过 2018 年前后债务置换，2022 年-2023 年将迎来地方政府债券到期的高峰期，第一笔偿债高峰将出现在 2022 年三季度，合计共有 11,363 亿元地方政府债券到期，然而在专项债偿还压力增大的情况下，政府性基金收入对一般公共预算的支持力度却在减弱。经过数年发行专项债置换债务，虽然控制住了隐性债务风险，但是在土地财政模式还未出现根本性的结构性切换的情况下，专项债到期压力增强或施压地方政府的财政平衡能力。

经济周期不会在债务问题出清之前即开启新一轮增长。2021 年下半年至 2022 年上半年经济增长进入增速下行阶段，而“稳增长”压力增强的同时，地方政府杠杆率“防风险”问题也随之凸显，在中央财经委员会第十次会议强调“要落实地方党政同责，压实各方责任”的基调下，防范地方财政风险以及向金融系统转移的风险，或抑制地方政府的投资意愿。2021 年下半年后置的新增政府债券“融而不投”和三季度 GDP 增速降至 4.90%，激发市场对 2022 年基建投资上行托底经济增长的想象力，然而考虑经济下行周期地方政府杠杆率风险凸显，以及防风险和稳增长之间的权衡，基建投资增速或受到债务的显性制约。

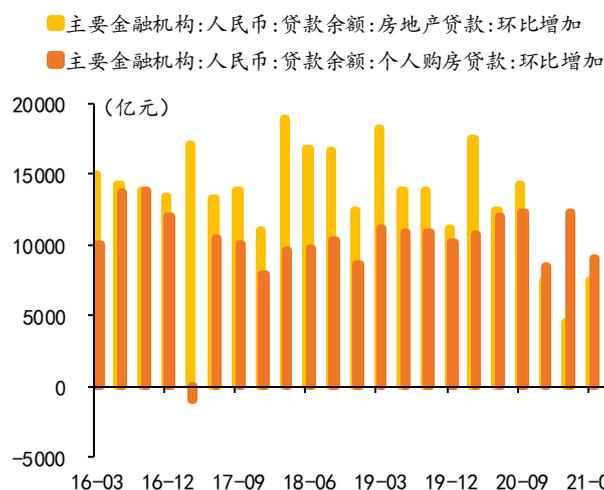
2. 2021 年四季度“宽信用”阶段性显现

四季度纠偏的房地产信贷政策和矫枉的金融机构风险偏好，推动信用环境回暖，且部分化解了三季度以来经济下行的悲观预期，四季度信用派生温和回升兑现了社融探底回升，“宽信用”效应阶段性显现，推动信用周期回升的主要驱动力来自房地产信贷政策优化带来的信贷资源再分配、以及 2020 年四季度政府债券发行低基数的效应下 2021 年四季度政府债券密集发行。根据 2021 年四季度 GDP 预测，我们认为到 2021 年底社融存量增速或抬升至 11.10%。

(1) 四季度按揭贷款和开发贷款或环比递增

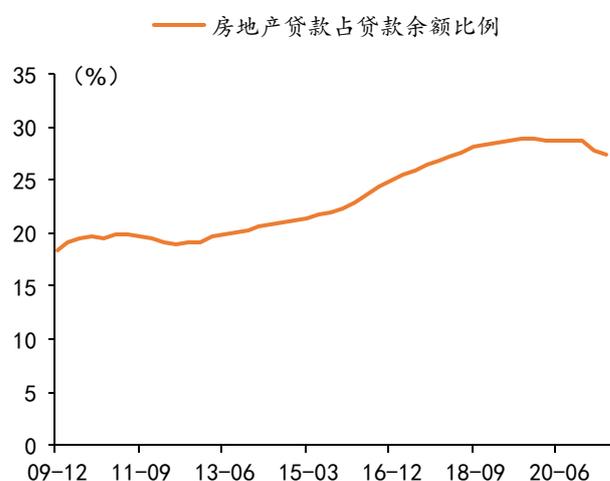
四季度之后房地产市场融资环境出现边际好转，10 月份 2021 金融街论坛年会上，刘鹤副总理表示房地产合理资金需求正在得到满足；央行副行长潘功胜表示对于房地产市场，金融机构和金融市场风险偏好过度收紧的行为逐步得以矫正。

图 7：2021 年四季度按揭和开发贷或环比递增



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：中长期看房地产贷款占比依旧处于压降周期



资料来源：Wind，德邦研究所

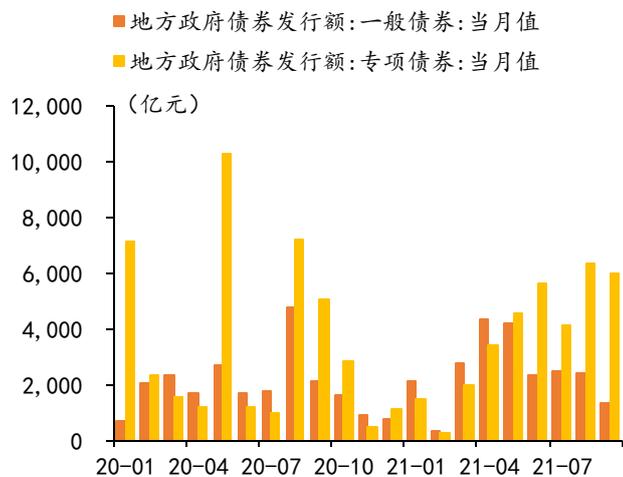
综合 10 月份以来的信贷政策变化，信贷资源的再投放存在 4 个方面的变化：

(1) 积压的按揭贷款加快投放，表现在 2021 年 5 月至 10 月已经完成审批的按揭贷款放款周期缩短，根据贝壳数据研究院统计，10 月份 90 城房贷平均放款周期为 74 天，上海等部分城市放款周期比 9 月份缩短；(2) 房地产开发贷款融资环境改善，而在开发贷款的投向上，商业银行“总量控制、区域调节”，招商银行在 2021 年三季度业绩交流会上针对招商银行开发贷的投向方面，强调项目的自偿性，并且严格对房地产开发贷款进行封闭的管理。招商银行从区域投向上选择八成项目集中在一、二线城市；在开发贷项目选择方面集中在一、二线城市的刚需和改善型住宅。房地产信贷环境的改善和按揭贷款助力销售回款改善，是四季度“宽信用”有力的支撑。

但是从中长期看，房地产“房住不炒”定位和“三稳”基调的大方向不会发生变化，在房地产“去金融化”和经济“去地产化”的政策引导趋势下，信贷资源对房地产的支撑处于“绝对增量、相对减量”的过程中，信贷资源也是一种再分配的工具，房地产贷款在贷款余额比例下降、腾挪更多金融资源定向支持制造业、技术创新和乡村振兴等领域，才是未来信贷政策总体基调。因此四季度房地产信贷政策和融资环境的回暖或不会是新一轮趋势的底部拐点，而是房地产行业的“监管中继”。

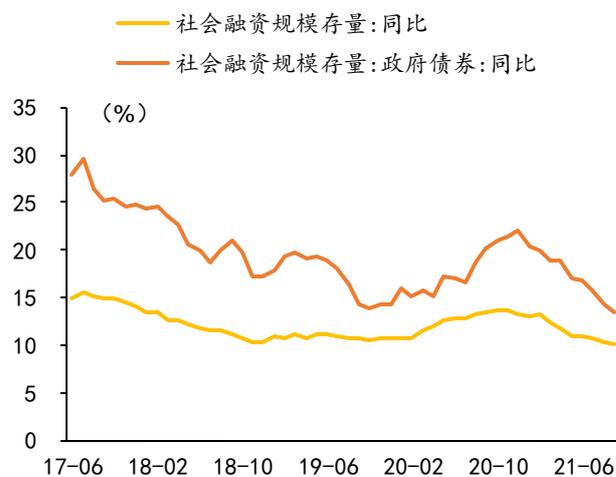
(2) 四季度地方政府债错位发行

图 9：2021 年三季度地方政府债发行进入高峰期



资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：政府债券发行从前三季度拖累项转变为四季度拉动项



资料来源：Wind，德邦研究所

三季度后置的政府债务融资进入发力阶段，从 10 月下旬开始，地方债迎来明显放量。根据 10 月末的统计数据显示，10 月份地方债共计发行 8689 亿元，净融资量达到 7009 亿元，9 月份地方债供给发行 7378 亿元，净发行量 4853 亿元。如果根据“2021 年新增专项债券额度尽量在 11 月底前发行完毕”，那么按照全年新增债务限额计算，全年还剩余 9742 亿元地方政府新增额度可用，其中新增专项债限额 9061 亿元，新增一般债限额 680 亿元，如果集中在 11 月份完成发行，单周发行密度或超过 10 月下旬的发行高峰。而如果再考虑国债融资也有接近万亿规模待发，11 月至 12 月政府债务融资或显著扩张，而恰恰是 2020 年四季度处于政府债券融资的低谷，四季度政府债券发行或从前三季度主要的拖累因素演化为主要的拉动因素。

3. 定量评估 2022 年“宽信用”效应

《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》提出，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，从而清晰明确地界定了货币政策框架的“锚”。这一货币政策中介目标，有利于搞好跨周期政策设计，在长期稳住货币总量。也为估算 2022 年货币和社融增速提供了标尺，而在如何做到“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”方面，2021 年初，中国人民银行货币政策司司长孙国峰在《健全现代货币政策框架》的政策研究论文中提到“基本匹配”的内涵：

——“基本匹配”不意味着“完全相等”，要有“逆周期调节”

——运用货币政策使得实际的名义经济增速和反映潜在产出的名义经济增速大体一致

——基本匹配是中长期概念，不是短期概念。操作上是按年度做到基本匹配，而不是每个季度甚至每个月都要匹配，以保持政策连续性、稳定性和可持续性。

也就意味着当实际经济增速低于潜在经济增速时，货币供给和社融增速需要适当高于名义经济增速，以期能够推动实际经济增速向潜在水平收敛；当实际经济增速高于潜在经济增速时，货币供给和社融增速需要适当低于名义经济增速，以保持经济增长不至于因“超额流动性过剩”而催生杠杆率风险。最终两者从年度均值来看“基本匹配”，本质上央行的这一做法等同于一次新的“货币主义试验”，通过锚定产出缺口和通胀水平，设定稳定的货币供给规则，避免“相机抉择”存在的货币政策“顺周期”反而加剧经济周期波动的风险。

3.1. 从总量层面估算新增信贷

估测 2022 年不变价 GDP 增速。我们曾经在深度报告《今年底，明年初，GDP 增速会是多少？——2021 年及 2022 年上半年 GDP 增速预测》中对 2021 年至 2022 年的 GDP 增速做出预测：（1）在报告中我们预计 2021 年四季度和全年不变价 GDP 增速分别为 4.59%和 8.17%；（2）在报告中我们基于 2020 年至 2022 年的 3 年复合经济增速推演，2022 年全年不变价 GDP 增速波动区间在 4.90%-6.0%之间，均值水平为 5.80%；（3）根据“十四五规划”要求经济增长“保持在合理区间”以及央行调查统计司对“十四五”期间潜在产出水平的测算，2022 年 GDP 增速的波动区间则在 4.75%-5.50%之间，均值水平为 5.20%。在此

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_28664

