



稳增长： “政策三角” 的进度



2月中金CMI显示，经济景气仍然相对疲弱、但未继续恶化。2月中金CMI初值从1月的93.1回升到93.9，小幅改善。驱动CMI小幅回升的主要是生产指数与价格指数。此外，内需指数止跌，一个重要的原因是1-2月30城地产成交同比降幅并未继续扩大。1月金融条件继续改善。2022年1月，中金LEI III即金融条件指数从12月的-0.17上升到-0.13，已经是金融条件指数连续第5月宽松。

那么，到目前为止，稳增长政策发力进度如何？跟历史相比处于什么状态呢？为此，我们量化了稳增长政策的三个模块：货币政策、财政政策、监管/房地产政策（可以理解为“政策三角”）。在分别量化这三个政策的基础上，我们再将这3个板块简单平均得出总体的宏观政策力度指数。这三类虽然并非完全泾渭分明，比如信贷政策中可能也包括了一些对房地产和对基建的支持，财政的力度在一定程度上也受到房地产市场的影响，但总的来看，这三个方向仍然是我们把握稳增长政策的主要入手点。

具体到底层指标的选择上：在财政政策方面，我们选择了政府债净发行、城投债净发行以及除去地产后的企业贷款作为底层指标；在监管政策（房地产政策）方面，我们选择了首付比、购房利率、30城房地产成交以及地区性地产政策作为底层指标；在货币政策方面，我们选择了公开市场操作利率、贷款利率、存款准备金率以及企业贷款增量作为底层指标。

从打分结果来看，目前的宽松力度与2019年初较为接近。2022年1-2月政策宽松力度指数为0.42，明显要小于2016年1-2月的1.14，与

2019 年的宽松力度 0.47 相对接近。

具体来看，2022 年 1-2 月货币政策力度指数为 0.55，高于 2019 的 0.50。2022 年 1-2 月监管/地产政策力度指数为 0.19，宽松力度大于 2019 年同期的-0.07。2022 年 1-2 月财政政策力度指数为 0.50，低于 2019 年的 0.98。但货币、财政、房地产政策宽松力度均弱于 2016 年初。2016 年 1-2 月财政政策力度指数达到 0.68、监管/地产政策力度指数达到 1.25，货币政策力度指数达到 1.48，在各方面力度均远超 2022 年 1-2 月的宽松力度。

分类来看，本轮政策宽松中地产宽松进度偏后，财政、货币宽松进度相对靠前，这比较符合我们所说的稳增长模式从二元的“德式套餐”往多元的“日式料理”演变，金融周期下半场房地产不再是稳增长的主要抓手。虽然个人房贷利率在过去几个月有所下降，但仍然高于去年同期水平，房贷首付比的下降也并非大范围的普降，销售也尚未出现企稳迹象，整个房地产宽松的力度指数为 0.19，小于货币、财政的政策力度指数。基准情形下，我们预计政策仍然会在货币、财政、监管（地产）中选择进一步的发

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_39001

