2022 年 12 月 08 日

通往繁荣之路——2023 年宏观展望

——宏观深度报告

宏观研究团队

何宁（分析师）
hening@kysec.cn
证书编号：S0790522110002

● **第一篇 通往繁荣之路**

1933 年 3 月，《泰晤士报》发表了凯恩斯“通往繁荣之路”系列文章，记录其对英国繁荣之路的思考，并将宏观调控推广至世界。**本文引用其表述，主要考虑：**第一，2023 年是中国疫后复苏关键之年，寄予“通往繁荣”之希冀，表达中国经济总体复苏向上的观点；第二，面对不确定性，阶段性的反复和资产波动加大恐难避免，疫后复苏需要一个过程；第三，采取扩张政策，财政应有所作为。**回顾过往，**“宏观不可测”由主客观原因造成，指向既要保持高频跟踪，又要抓住本质，向“金字塔”顶层寻求答案，即经济-政策-哲学-人性。**展望未来，**疫后关键词聚焦“后疫情时代、和平红利弱化、中国式现代化”，指向全球存在走向长期类滞胀的可能，而中国则要“统筹发展与安全”。

● **第二篇 海外主线：通胀与衰退交织角力**

衰退与通胀或将成为 2023 年海外经济的两条主线。**美国方面，**通胀缓慢回落；衰退前瞻指标叠加经济、就业的放缓指向美国经济实现软着陆难度较大；为控制通胀，美联储在 2023 年可能不会降息。**欧洲方面，**大概率陷入滞胀局面。**新兴市场方面，**发生大规模债务危机的可能性很小，但经济可能陷入衰退。

● **第三篇 国内主线：短期疫后复苏，长期增速承压，预计 2023 GDP 增速 5.1%**

（1）全球效率往事与中国式现代化：人口红利消失致潜在增速中枢下移，测算我国未来五年潜在增速可能落在 5.2%-5.4%，疫情或额外向下冲击 1.3 个百分点。因此，“中国式现代化要求实现高质量发展”，向技术进步和结构升级要动能。

（2）疫后复苏主线：防疫将优化，经济望回暖，节奏先慢后快，波动先大后小。

- **地产端：**政策“托而不举，托底无忧”，供需端有望接续加码；基本面稳中有升，结构更趋分化。疫后居民消费半径回升将在短期为地产销售提供显著支撑；但居民真实购房意愿修复不足、在房住不炒的主基调下，商品房销售短期仍有城镇化支撑，长期回归人口基本面。预计 2023 年地产投资增速 3%、地产销售增速 0%。
- **消费端：**国内疫情优化进入 1.0 阶段，各地“走小步不停步”，博弈之下后续防疫优化节奏或可变。海外经验指向防疫放松后工业生产大多恢复，消费表现不一。对于我国，消费在 T+1 期（按季度）可能波动加大，T+2、T+3 后稳步修复，测算疫后国民超额储蓄累计 1.7 万亿元、叠加消费券等政策加码，预计 2023 年社零修复至 6.0%，其中场景消费和高端消费弹性更大。
- **其他分项：**制造业：预计制造业投资增速为 7%，利润传导+政策支持+自主可控+国家安全，高端先进制造或有长足发展空间。基建：2022 年项目延续施工、地方政府专项债扩容、政策性金融工具或有支持，民间资本、一带一路等新动能支撑下，预计基建增速约为 6%。出口：外需拖累出口，全年预计负增，汽车出口和东盟贸易可能成为结构亮点。

（3）通胀：CPI 平稳回落，PPI 小幅回升，CPI-PPI 年中或迎来拐点。

（4）汇率：短期破“7”或仍将反复，后续双向波动或成常态。

● **第四篇 国内政策：宽财政宽信用，货币端边际收敛**

政策走向：2023 年可能是宽财政+宽信用+货币端逐渐收敛。（1）宽财政：预计专项债扩容至 4.5 万亿、赤字率提高至 3.2%左右、准财政或将常态化发力、测算广义财政赤字预计为 8.6 万亿元，广义财政赤字率可能升至 6.7%；（2）宽信用：预计社融、信贷增速回升，节奏可能前低后高；（3）货币端先宽松，后逐渐收敛。预计短期货币维持宽松；待 2023 年 Q2 经济逐步企稳回升，货币端可能边际收敛，但速度预计不会太快。结构性政策继续支持基建、制造业，稳地产，加大对绿色、科技创新、小微、普惠养老等扶持力度。

政策创新研判：财政直达消费，货币直达风险。当下中国面临的最主要问题是需求不足，考虑财政直达消费；同时对于化解重点领域风险，考虑货币直达风险。

● **第五篇 资产配置：国内股好于债，海外波动加大**

国内：预计股好于债。年初关注预期，随后关注基本面改善。行业方面，“预期”角度可关注防疫优化升级带来的消费改善，以及地产宽松；兑现角度，看好下半年高端制造业和消费的趋势性复苏（例如可选消费、高端消费和场景消费）。

海外：波动性与不确定放大。美元、美债先高位震荡再回落，美股震荡。短期来看美元＞美股＞美债＞黄金＞原油；再往后：美债＞黄金＞美股＞美元＞原油。

● **风险提示：**国内疫情反复超预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《疫情防控优化 1.0：走小步不停步—宏观周报》-2022.12.4

《美联储或迈向更高加息终点——美国 11 月非农就业数据点评—宏观经济点评》-2022.12.4

《警惕短期疫后消费弱修复——兼评 11 月 PMI 数据—宏观经济点评》-2022.11.30

目 录

1、 第一篇 通往繁荣之路 5
1.1、 宏观分析逻辑遵循“金字塔结构” 5
1.1.1、 回顾过往，“宏观不可测”由主客观原因造成，向“金字塔”顶层寻求答案 5
1.1.2、 展望未来，疫后三大因素交织，统筹发展与安全 6
1.2、 2023 年的宏观运行主线 6
1.2.1、 国内：疫后恢复的关键之年 6
1.2.2、 海外：通胀与衰退交织角力 7
1.3、 2023 年资产配置主线 7
1.4、 政策创新研判：财政直达消费，货币直达风险 8
2、 第二篇 海外：通胀与衰退交织角力 8
2.1、 美国：通胀缓慢回落，经济软着陆难度较大，美联储 2023 年难降息 12
2.1.1、 美国通胀或将会缓慢回落 12
2.1.2、 美国经济软着陆难度较大 15
2.1.3、 美联储 2023 年预计不会降息 18
2.2、 欧洲：滞胀可能性加大，欧央行加息尚未结束 19
2.2.1、 欧洲经济可能将陷入滞胀 19
2.2.1、 欧央行短期内将会坚持较快加息 20
2.3、 新兴市场：债务危机风险较小，但经济可能陷入衰退 21
3、 第三篇 国内经济：短期疫后复苏，长期增速承压 21
3.1、 经济增速：全球效率往事与中国式现代化 21
3.1.1、 中国式现代化与潜在增速 22
3.1.2、 疫情可能拖累潜在增速约 1.3 个百分点 24
3.2、 疫情：海外稳步放开管控，国内稳步推进防疫优化 25
3.2.1、 防疫放松后，美国经济边际提速、欧亚修复偏弱 26
3.2.2、 国内进入疫情优化 1.0：走小步不停步 26
3.3、 国内经济：内需发力，稳步修复 27
3.3.1、 地产：政策仍需发力，预计供给修复好于需求 27
3.3.2、 制造业：预计 2023 年增速约为 7% 30
3.3.3、 消费：三维度支撑总量修复至 6.0%，结构分化趋显 32
3.3.4、 基建：仍为稳增长主抓手、预计全年增速 6% 35
3.3.5、 出口：外需回落，难有起色 36
3.4、 通胀：CPI 平稳回落，PPI 小幅回升，CPI-PPI 年中或迎来拐点 37
3.5、 汇率：破“7”仍将反复，双向波动或成常态 39
4、 第四篇 国内政策：宽财政宽信用，货币端边际收敛 40
4.1、 货币端可能边际收敛，更注重结构性调节 40
4.2、 宽信用持续，支持投资端贷款需求 42
4.3、 财政政策更加积极：赤字率提高、专项债扩容、准财政发力 43
5、 第五篇 资产配置：国内股好于债，海外波动加大 46
5.1、 国内资产配置：股好于债，关注结构特征 46
5.2、 海外资产配置：波动性与不确定放大 46
6、 风险提示 48

图表目录

图 1：发达国家通胀水平在 2022 年创下数十年最高 9
图 2：新兴市场国家通胀水平亦有较大幅度提升 9
图 3：部分央行 2022 年加息幅度与当前利率水平汇总 10
图 4：部分国家政府严格指数下降较快 10
图 5：欧美等国当前疫情基本稳定 10
图 6：全球国家对国际旅行的限制措施 11
图 7：俄乌冲突推升全球石油价格 11
图 8：俄乌冲突推升全球粮食价格 11
图 9：核心服务在美国通胀中的作用越来越强 12
图 10：美国零售汽油价格有一定程度下滑 13
图 11：粮食期货价格近期小幅上涨 13
图 12：全球供应链压力进一步放缓 13
图 13：曼海姆指数显示二手车价格仍会进一步下降 13
图 14：市场租金显示房租通胀短期内还将继续上升 14
图 15：真实个人收入增速已经持续放缓 15
图 16：工业生产指数环比增速放缓 16
图 17：美国 ISM 制造业 PMI 逐渐放缓 16
图 18：美国房贷利率大幅上升 16
图 19：美国新屋销售与开工数量持续下降 16
图 20：美国劳动力缺口已经在逐步减小 17
图 21：Sahm 规则下美国经济衰退概率持续上升 17
图 22：10Y-3M 美国国债期限利差转负 17
图 23：美国实际政策利率尚未转正 18
图 24：能源项是欧元区通胀中的最重要驱动因素 19
图 25：供给与需求共同拉动通胀走高 20
图 26：欧元区制造业 PMI 与消费者信心指数处于低位 20
图 27：新兴市场国家利率水平相对美国更高 21
图 28：部分新兴市场国家制造业 PMI 持续下降 21
图 29：全球产出效率下行 22
图 30：2000 年以来主要经济体人口红利接连殆尽 22
图 31：我国增加值率于 2016 年进入上行通道 23
图 32：西欧、东亚和拉美经济发展呈俱乐部收敛 23
图 33：东亚经济体收敛较快 23
图 34：未来五年我国经济增速中枢或落在 5.2%-5.4% 24
图 35：疫情可能拖累潜在增速 1.3 个百分点 25
图 36：全球稳步放开、亚洲趋平 25
图 37：欧美完全放开水平居前 25
图 38：中国防疫严格指数下降 25
图 39：各地防疫政策优化情况图 27
图 40：60 岁以上接种待加强 27
图 41：80 岁以上接种进度缓慢 27
图 42：高能级城市宽松占比 8 月达到高位 28
图 43：2023 年居民生活和消费半径回升有助于地产销售修复 28

图 44：居民真实购房意愿修复不足 29
图 45：我国城镇化率仍有空间 29
图 46：生产者比例见顶后，美国、中国、日本住宅销售降速 30
图 47：民企主体逐步修复制造业投资“失地” 30
图 48：民企利润筑底、国民分化收窄 30
图 49：利润传导重启 31
图 50：利润传导重启 31
图 51：美国机械设备制造萎缩 31
图 52：2020 年我国制造业增加值率与美国差距仍较大 32
图 53：储蓄意愿见顶 33
图 54：2022Q3 消费率出现改善趋势 33
图 55：2020、2021 年国民超额储蓄率为 0.6%、0.2% 33
图 56：疫后三年居民超额储蓄率为 4.4%、1.7%、5.7% 33
图 57：取消动态清零政策后，亚洲地区私人消费改善但斜率并不陡峭 35
图 58：2022 年重大投资项目年初规划增速为 12.0% 36
图 59：全球经济景气度正在逐渐回落 37
图 60：我国汽车出口保持强劲 37
图 61：CPI 前高后低，PPI 前低后高 38
图 62：2023 年 CPI 与 PPI 剪刀差将见顶回落 38
图 63：美元指数上行带动人民币被动贬值 40
图 64：2022 年资金利率处于低位 41
图 65：基建、制造业、地产贷款余额增长 41
图 66：9-11 月 PSL 净投放 6300 亿 42
图 67：2023 年社融回升，预计前低后高 43
图 68：截至 10 月，公共财政收支完成情况略差 44
图 69：截至 10 月，政府性基金收入仅完成目标的 53% 44
图 70：地方政府债务负担率逐年增加 46
图 71：2023 年赤字率将上升 46

表 1：2022 年消费券拉动效应约为 9.5 倍 34
表 2：2020 年消费券拉动效应约为 6.4 倍 35
表 3：2022 年以来各行业 CTIC（价格传导指数）历史分位数 39
表 4：2022 年以来央行再贷款情况梳理 42
表 5：2022 年财政收支预测 44
表 6：2022 年广义财政缺口约为 3.1 万亿元 45
表 7：IMF 对全球经济预测 47
表 8：OECD 对全球经济预测 48
表 9：2023 年关键数据预测 48

1、 第一篇 通往繁荣之路

1933 年 3 月，《泰晤士报》发表了由四篇文章组成的一个系列，凯恩斯将之命名为“通往繁荣之路”，记录了其对英国繁荣之路的思考，并将宏观调控逐渐从一国推广至世界。**本文引用其描述，主要有三点考虑：**第一，2023 年是中国疫后复苏关键之年，寄予“通往繁荣”之希冀，表达我们认为中国经济总体复苏向上的观点；第二，面对不确定性，阶段性的反复和资产波动加大恐难避免，疫后复苏需要一个过程；第三，采取扩张政策，财政应有所作为，财政扩张程度、方向对国民收入增加和经济恢复具有重要作用。

第一篇“通往繁荣之路”是我们年度策略报告的先导和概括，主要包括四个部分：第一，对过去一年宏观运行框架的反思总结。第二，2023 年海外和国内宏观运行主线概括。第三，2023 年资产配置核心结论。第四，两点政策创新研判。

1.1、 宏观分析逻辑遵循“金字塔结构”

1.1.1、 回顾过往，“宏观不可测”由主客观原因造成，向“金字塔”顶层寻求答案

反思：市场一致预期出错，归咎于谁？

站在 2021 年这个时点，市场对 2022 年国内宏观环境的判断突出“稳字当头”，对“稳增长”的预期一致偏强，然而现实却非“一帆风顺”；年初海外俄乌冲突、国内疫情反复两大“黑天鹅”冒头，宏观环境被“弱现实”与“强预期”主导；年中之后总量政策力度边际放缓，结构支持加码，疫情亦有反复，“预期”与“现实”在动态调整中逐渐缩小缺口；临近年底，“强预期”终难带来“强现实”。回顾 2022 年的宏观环境演绎，为何市场一致预期是错的？我们认为有两点解释：第一，宏观环境愈加复杂，内有疫情反复，外有和平红利弱化，客观上更难预判，“黑天鹅”频出。第二，主观上，市场善于做趋势外推，而对本质把握不够，需修炼内功。

启示：灵活应对不确定性，向“金字塔”顶层寻求本质。

百年变局，波动加剧，过去一年我们至少可以得到两点启示：第一，保持灵活，应对不确定性。对于客观上难以把握和预测的宏观事件，做好高频跟踪，例如疫情进展，俄乌冲突等，做好“不确定性”下的及时定位。第二，尽量抓住问题的本质，向“金字塔”顶层寻求答案。把宏观研究比作一个金字塔，越靠近塔尖的越是本质，也越具确定性，下一层某种程度上是由上一层决定的。一个公认的事实是，跳出经济本身看，从低至高的顺序应是：经济、政治、哲学、人性。若经济基本面有不确定性，就向上找政策的确定性；若政策也不确定，就向上从哲学角度分析，而本质即是人性。在这一框架下，疫后修复中，恐难对短期消费、地产弹性太乐观；但政策大概率向疫情优化方向演变，节奏和方式是一个博弈的过程，中长期一定是乐观的。这种思考方式帮助我们在不确定中寻找确定性的方向，且在关键时点做出改变。

庆幸：“不可测的一年”我们仍做出了一些可贵的预判。

第一，基建持续向好，美联储加息提速。当政策具有较大确定性时，我们赋予政策分析更高权重，判断国内基建一枝独秀且韧性持久；当“宏大叙事”的逻辑存在多重扰动时，我们赋予基本面分析更高权重，预判美联储会坚持鹰派加息。

第二，政策重要，那就高频跟踪。我们从经济增长、基建、就业、货币、财政、地产、消费等方面周度高频跟踪政策，对政策把握总体正确、及时。

1.1.2、 展望未来，疫后三大因素交织，统筹发展与安全

试着勾勒一个“疫后三角”图景，即三大关键词——后疫情时代、和平红利弱化、中国式现代化相互交织影响。首先，“后疫情时代”决定疫后复苏阶段过去之后，疫情可能对经济增长造成中长期的向下冲击，导致全球潜在经济增速中枢整体下移。其次，和平红利弱化叠加能源变革，使疫后需求恢复与能源、劳动力的供需失衡交织，通胀变得异常韧性，通胀中枢中长期整体上移；同时，能源、粮食、产业链安全重要性提升。最后，中国式现代化要求坚持中国共产党领导，坚持中国特色社会主义，是人口规模巨大的现代化，重视高质量发展、全过程人民民主、精神文明、共同富裕、绿色、和平等方面，决定了经济增速并非单一衡量指标，技术进步和结构升级带来发展新动能，同时评估体系更趋多样化。

因此，对于全球，上述背景指向未来需警惕长期类滞胀的可能性，要采取更加灵活有效的宏观调控政策予以应对。**对于国内，更加复杂多变的宏观环境决定了要“统筹发展与安全”。**我们理解：一方面，要发展，没有发展就没有安全，经济需保持一定的增速。另一方面，“发展要安全”，例如关注粮食、能源、产业链供应链安全等。

1.2、 2023 年的宏观运行主线

1.2.1、 国内：疫后恢复的关键之年

2023 年是疫后修复的关键之年，仍需保证一定的经济增速，预计 GDP 同比可能在 5%以上。关键词是“后疫情时代”、疫后修复、地产维稳、宽财政宽信用。

第一条主线：人口红利消失导致潜在增速中枢下移，测算我国未来 5 年潜在增速可能落在 5.2%，疫情可能额外向下冲击 1.3 个百分点。因此，“中国式现代化要求实现高质量发展”，向技术进步和结构升级要动能。

自互联网泡沫以来的二十年间，全球产出效率持续处于下行通道。主要经济体在 2000 年以来人口红利接连殆尽，盲目扩张追求增长不可取。我国人口增长先于技术进步，2016 年生产者比率见顶回落，同年增加值率进入上行通道，一定程度承接了人口红利的消退。从潜在增速看，若与东亚经济体对标，未来 5 年中国 GDP 增速中枢或落在 5.2%-5.4%，但新冠肺炎可能额外向下冲击 1.3 个百分点。在此背景下，“中国式现代化要求实现高质量发展”，指向要向技术进步和结构升级要动能。

第二条主线：疫后复苏关键之年，防疫将优化，消费望回暖，节奏先慢后快，波动先大后小，消费恢复弹性可能介于东南亚和欧美之间。

政策面看，2022 年 11 月以来，国内疫情优化进入 1.0 阶段，各地“走小步不停步”；同时提高疫苗接种率，药物、后遗症研究等储备为进一步优化提供基础；随着“两害相权取其轻”的博弈演变，防疫优化节奏也可能发生改变。**基本面看，**海外经验显示，防疫放松后美国经济边际提速、欧亚修复偏弱；工业生产大多恢复，消费表现不一。对于我国，预计消费在防疫放松的 T+1 期可能存在不确定性，T+2、T+3 期（此处按季度算）后有望稳步修复。从超额储蓄、消费券加码、亚洲地区放开经验三个维度分析，预计 2023 年社零修复至 6.0%，其中场景消费和高端消费弹性更大。

第三条主线：地产政策“托而不举，托底无忧”，基本面稳中有升，结构更趋分化；预计 2023 年地产投资增速 3%、地产销售增速 0%。总体看，短期仍有城镇化

空间支撑、长期回归人口基本面。

政策层面看，2022 年地产宽松从需求端、到保交楼、再到供给端逐渐加码，经历了三阶段的发展。供给端，地产已形成信贷、发债、预售资金等多个维度的融资支持政策体系，且预计后续仍会加码政策，房企和相关链条信用修复的确定性较强；需求端仍有望维持宽松，房贷利率继续下调。**基本面角度看，**预计全年地产投资增速 3%、地产销售增速 0%。一方面，疫情对居民消费半径的制约逐步消退，可阶段性显著改善地产销售。另一方面，居民真实还本付息率和居民杠杆率空间有限，真实购房意愿修复不足，地产修复可能更趋分化。总体看，短期仍有城镇化空间支撑、长期回归人口红利消退的基本面。

第四条主线，实施积极的财政政策，包括地方政府专项债扩容、提高赤字率、视情况使用政策性金融工具等，助力宽信用。

2022 年财政政策较以往加大力度，包括大规模专项债发行，6000 亿以上政策性金融工具、5000 亿专项债结存限额、减税降费、大规模留抵退税等。我们测算 2022 年广义赤字约有 7.52 万亿，广义赤字率达 6.2%。展望 2023 年，财政将继续扮演重要角色。我们预计地方政府专项债可能扩容至 4.5 万亿，赤字率扩大至 3.2%，由此判断，广义财政赤字预计为 8.6 万亿(4.5+4.1 万亿)，广义财政赤字率可能升至 6.7%。此外，准财政或将常态化发力以支持基建等的增长。因此，2023 年宽财政仍然是宽信用的重要抓手。

1.2.2、 海外：通胀与衰退交织角力

回顾 2022 年的海外经济，我们可以整理出以下 4 条主线：一是数十年未见的高通胀；二是高通胀引起的全球央行加息潮；三是疫情防控逐渐“躺平”；四是地缘政治黑天鹅突发。**展望 2023 年，我们认为衰退与通胀或将成为 2023 年海外经济的两条主线。**

美国方面，我们认为其通胀将会缓慢回落，但经济在 2023 年实现软着陆难度较大，一则部分经济先行指标指向美国经济持续放缓，二则就业数据虽显示韧性，但亦在经历放缓；三则经济衰退前瞻指标显示美国经济将进入衰退。为控制通胀，美联储在 2023 年可能不会进行降息。

欧洲方面，2023 年欧元区通胀面临较大的不确定性，总体可能保持在一个较高的水平。其经济增长也将受制于高企的能源价格与央行的不断加息，很可能陷入到衰退之中，呈现出高通胀与低增长相伴随的滞胀局面。

新兴市场方面，我们认为发生大规模债务危机的可能性很小，但是其经济发展将会受到内外双重压力，很有可能陷入到衰退之中。

1.3、 2023 年资产配置主线

综合以上分析，对于资产配置，国内债市可能是长期牛市，但 2023 年可能不乐观且波动加大。权益方面，2023 年权益牛市，股市结构性行情突出，抓住行业轮动机会。海外方面，受通胀和衰退交织影响，美元、美债先高位震荡再回落，美股维持震荡。

国内：股好于债，结构性特征趋显。

预计股好于债。年初关注预期，随后关注基本面改善。行业方面，“预期”角度

可关注防疫优化升级带来的消费改善，以及地产宽松；兑现角度，看好下半年高端制造业和消费的趋势性复苏（例如可选消费、高端消费和场景消费）。

海外：波动性与不确定放大。

我们认为 2023 年海外各大类资产将围绕这经济衰退与通胀两条主线持续演绎，且资产价格的波动性与不确定性较 2022 年有所放大，配置顺序如下：短期来看美元＞美股＞美债＞黄金＞原油；再往后：美债＞黄金＞美股＞美元＞原油。美元大概率已经触顶。2023 年上半年美联储加息仍在持续，美国经济相对欧洲保持一定韧性，美元有可能保持高位震荡。下半年随着美国经济可能陷入衰退，美元或将出现持续回落；美债：美债收益率在短期内将保持较高位震荡，待到美国经济放缓或通胀有显著下行，美债收益率将会进一步下行，但中枢不会很低；美股预计保持震荡，一方面美联储加息大概率放缓，对美股估值压力减轻，但利率水平仍高，压力仍存；另一方面美国经济增长仍在逐渐放缓，企业盈利承压，因此美股可能开启较宽幅震荡；原油：供需双弱下，2023 年原油价格预计震荡下行；黄金：短期内黄金价格或将不会有较为明显的上涨机会，但是随着全球经济逐渐放缓，陷入衰退的概率加大，黄金价格有望迎来较为明显的上涨。

1.4、 政策创新研判：财政直达消费，货币直达风险

客观研判来看，我们认为 2023 年可能是宽财政+宽信用+货币端逐渐收敛。总体而言，(1)宽财政：专项债扩容、赤字率提高、政策性金融工具逐渐下达；(2)宽信用：信贷政策继续支持基建、制造业、中小微企业以及稳地产，宽财政通过支持基建等助力宽信用；(3)货币端逐渐收敛，预计短期维持宽松；待 2023 年 Q2 经济逐步企稳回升，货币端可能边际收敛，但速度预计不会太快。

政策创新研判方面，我们认为当下中国面临的最主要问题是需求不足，提出财政直达消费；同时对于化解重点领域风险，提出货币直达风险。第一，疫情优化可以同步放开供给和需求端，但从海外经验来看，供给端的恢复是相对顺利的，但需求端恢复一波三折。因此，待疫情优化趋于稳定，社会运行接近常态，特别是 2023 年年中之后，或考虑“财政直达消费”政策。第二，继续创新防风险领域货币政策工具，或研究更加高效的“货币直达风险”机制。近些年，央行在重点行业和重点风险领域已经创新多种货币政策工具：一是在支持受疫情冲击的行业、中小企业、制造业等方面创新了诸如专项再贷款等直达机制；二是出台多种地产纾困政策，例如保交楼专项借款、免息再贷款；民企发债“第二支箭”；拓宽房贷利率下限等。往后看，我们认为可能在防风险方面有进一步的政策创新，更好化解风险。

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_49868