宏观研究

【粤开宏观】积极财政“不急转弯”，助力构建新发展格局

2021 年 03 月 09 日

投资要点

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

近期报告

《【粤开宏观】政府债务形势分析：风险、成因及治理路径》2021-02-09

《【粤开宏观】一马当先：广东发展模式成功的三大关键》2021-02-17

《【粤开宏观】中国财政形势分析：当前形势及中长期改革方向》2021-02-22

《【粤开宏观】风景这边独好—点评《2020 年国民经济统计公报》》2021-02-28

《【粤开宏观】政府工作报告释放的 11 个重大信号》2021-03-05

导读：3 月 5 日，《政府工作报告》发布了 2021 年的财政政策基调和主要内容。《2020 年中央和地方预算执行情况报告和 2021 年预算草案》详细披露了收入、支出构成以及财政的工作重点和方向。总体上看，2021 年财政政策基调从“积极有为”重回“提质增效”，强调“更可持续”。赤字率和专项债适当下调、抗疫特别国债不再发行，与当前经济持续恢复以及经济社会风险下降的形势密切相关，政策落脚点在通过提高效率来保障国家重大战略落实，尤其是加快构建新发展格局。

风险提示：财政和经济形势不及预期

目 录

一、当前经济社会形势要求积极财政保持连续性、稳定性、可持续性 3
二、 积极的财政政策致力于实现多重目标平衡，体现系统观念 4
三、 2021 年财政政策特征：提质增效、更可持续，保障国家重大战略落实 4

图表目录

图表 1： 2021 年一般公共预算赤字规模从历史看仍处于较高水平 5

一、当前经济社会形势要求积极财政保持连续性、稳定性、可持续性

2020 年财政在扩大总需求、助力脱贫攻坚、缓解基层财政困难、落实“六稳”六保”中发挥了至关重要的作用。一言以蔽之，在统筹疫情防控和经济社会发展中，财政有力地护航中国经济、守护生命安全和维护社会秩序稳定，财政真正发挥了作为国家治理的基础和重要支柱的作用，并将继续在 2021 年发挥重大作用。

中央政治局会议和中央经济工作会议强调，要保持政策的连续性、稳定性和可持续性，保持对经济恢复必要的支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。政策不急转弯有两层含义，即“不急”+“转弯”。第一是要根据经济社会形势的变化适时适度调整政策，非常时期和应急状态推出的非常规、大规模的刺激政策要逐步回归正常化，有利于推动高质量发展，同时为未来政策留出空间，而不能搞大水漫灌。第二是经济和市场信心的完全恢复有个过程，稳定的预期需要政策的连续性和稳定性，仍需要积极的财政政策。

一是当前经济持续恢复，经济社会风险下降，客观上要求政策力度要有所调整，为未来不确定性留足政策空间，政策要有可持续性。第一，随着疫情得到控制，经济逐季恢复，2020 年四季度达到 6.5%，增速基本回到疫情前的正常水平。第二，就业形势超预期，2020 年末城镇调查失业率下降并稳定在 5.2%的水平，与疫情前基本相当。第三，2021 年 1-2 月制造业 PMI 指数为 51.3%和 50.6%，其中，生产指数为 53.5%和 51.9%，经营预期指数为 57.9%和 59.2%，均处在扩张区间。第四，2020 年四季度工业产能利用率已达到 78%，为供给侧结构性改革以来的高点，在 PPI 环比上升及同比转正的情况下，产能周期上升（制造业投资增速上升），成为 2021 年中国经济的重要支撑力量。第五，伴随居民收入上升以及预防性储蓄必要性的下降，消费将扭转 2020 年负增长的局面。消费将与制造业投资成为支撑经济持续恢复的两大内生动力。上述经济指标均表明应急状态以及经济社会风险攀升时期的政策有必要适度调整，留足政策空间。**国家之间的较量既是改革力度的较量，也是制度体系和政策空间的较量。**

二是疫情反复仍有不确定性，世界经济形势复杂多变，经济恢复的基础不牢，政策要有连续性和稳定性。第一，具有传染性的疫情在全球的终结不取决于控制程度最好、速度最快的国家，而取决于控制程度最差、速度最慢的国家，疫苗接种仍需时间，疫情仍存不确定。第二，逆全球化和民粹主义在全球仍沉渣泛起，部分国家推动的产业链“去中国化”进程仍在延续，拜登上台并未改变中美贸易摩擦形势的严峻性。第三，国内经济恢复的基础不牢。四季度 GDP 增速达到 6.5%，但房地产投资和出口贡献较大，产业间仍不均衡；大中小企业分化严重，小企业的 PMI 整体指数和新订单指数均连续 3 个月处于收缩区间；全球通胀预期推升美债利率，全球权益资产大幅下挫，外溢效应可能影响国内市场稳定。

三是财政收支形势为紧平衡状态，基层财政“三保”需积极的财政政策支撑。经济恢复叠加价格上行，对财政收入增速上行有一定支撑作用；但是各项重大战略目标落实及刚性支出导致支出端压力仍大，财政形势难言轻松。基层财政运行的顺畅程度直接影响政府职能的发挥及老百姓的切身感受，必须确保“三保”正常运转。

四是加快构建新发展格局要求财政要有所作为并大有作为。财政既影响国内循环的供需两端和生产、分配、流通和消费各环节，又影响国际国内两个循环。习近平总书记强调，2021 年经济工作要围绕构建新发展格局来展开，财政职能要积极发挥作用。第一，国内大循环为主体，要在需求端激发消费和有效投资需求，财政既要直接促进投资，又要带动市场投资并提振消费，尤其是要通过推动乡村振兴、加快农业农村现代化和新型

城镇化释放需求，培育完整的内需体系。第二，要在供给端形成高端供给，牵引和满足需求，有必要促进产业链升级，财政有必要加快科技自立自强、推动产业链供应链优化升级。第三，要坚持国际国内双循环相互促进，财政必须支持改善营商环境引进外资、合理降低关税增加进口改善人民生活、支持企业走出去。总之，财政必须在围绕加快培育完整内需体系、加快科技自立自强、推动产业链供应链优化升级、加快农业农村现代化、改善人民生活品质、牢牢守住安全发展底线等方面做出贡献。

二、积极的财政政策致力于实现多重目标平衡，体现系统观念

十八届三中全会以来，对财政的认知上升到国家治理基础和重要支柱的作用，财政职能从经济层面扩展到社会和政治等层面。形势越复杂，财政越要在多重目标间平衡。“十四五”开局，全面建设社会主义现代化国家新征程开启，2021 年预算报告充分体现出财政站在治国理政的高度，统筹兼顾、坚持系统观念。

一是体现了发展与安全、稳增长与防风险的平衡。发展的安全性日益突出，2021 年预算支出增速和结构一方面保持了对经济恢复必要的支持力度，另一方面有力支持产业链补短板、促进社会稳定、防范财政金融风险等。

二是体现了减税降费与财政可持续性的平衡。近年来减税降费规模持续扩大，“十三五”期间累计减税降费约 7.6 万亿元，市场活力增强。但是，不能简单地依靠减税降费的政策去解决一切问题，垄断造成的资源能源高成本和隐性行政成本都可能对冲减税降费的效果。要从根本上解决公平的竞争环境以及确定和可预期的制度环境。减税降费规模不能无限地扩大，2021 年的减税降费政策从 2020 年的“落实”转变到“完善”，调整结构，提高效率。

三是体现了当前与长远的平衡。当前的债务就是未来的税收，当前怎样的决策意味着留下怎样的摊子给子孙后代，绝不能过早地透支财政。2035 和 2049 年的中国需要更多的财政空间。2021 年赤字率和专项债规模适当下调，抗疫特别国债不再发行，既是立足现实需要，更体现了财政工作秉持着深厚的历史责任感。

四是体现了政策与制度的平衡。政策解决短期问题，制度才能管更长远。2021 年在推出一系列积极财政政策的同时，建立现代财税制度的理念贯穿始终。解决财政收支矛盾、地方“三保”以及区域协调发展等问题，都必须依靠制度。2020 年的资金直达基层机制缓解了基层财政困难，并且提高了资金拨付和使用效率；2021 年预算报告提出将直达机制上升为常态化制度，并解决存在的问题。健全地方税体系，推进消费税征收环节后移改革并下划地方。积极推动省以下财政体制改革。大力推进财政支出标准化建设，强化标准应用和调整机制。

三、2021 年财政政策特征：提质增效、更可持续，保障国家重大战略落实

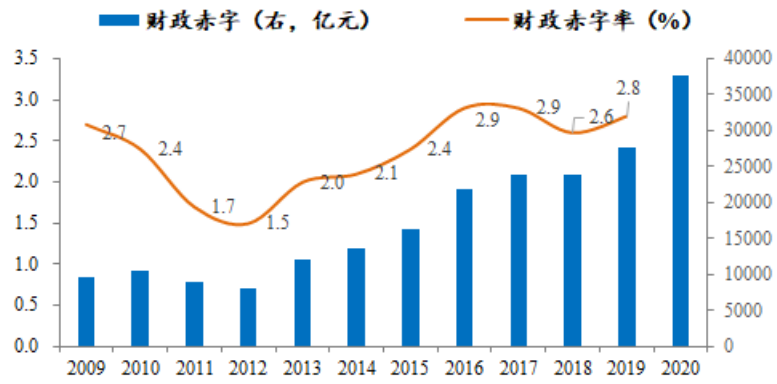
从国际金融危机以来，中国连续 12 年实施积极的财政政策，积极财政政策的内涵在相应拓展。政策的积极与否要结合经济社会形势分析，也要看同等财政资金是否发挥了更大的效能。总体上看，2021 年的赤字、专项债仍有较大规模，财政政策仍是积极的，落实了中央经济工作会议关于“提质增效、更可持续”的要求，聚焦保障国家重大战略尤其是加快构建新发展格局。

一是财政政策更加务实，因时因势而动，既顺应经济形势需要，又不搞大水漫灌，

侧重高质量发展。

第一，赤字率下调符合经济社会风险降低的形势。即使赤字率下调，但名义 GDP 增速大幅反弹，赤字规模总量仍较大，达到 3.57 万亿元，比 2020 年减少 1900 亿元，从历史上看仍属于较高水平。

图表1：2021 年一般公共预算赤字规模从历史看仍处于较高水平



资料来源：wind、粤开证券研究院

第二，专项债规模下调至 3.65 万亿元，较去年下降 1000 亿元。一方面源于前期发行的部分专项债在今年将投入到项目；另一方面专项债余额在 2020 年底首次超过地方政府一般债务，考虑到专项债最终要通过专项债项目收益偿还以及收益率边际下行的特征，下调后能与项目更好匹配，有利于实事求是地反映债务风险、提前防范风险。

第三，抗疫特别国债不再发行。一方面源于公共卫生、抗疫支出已能通过正常渠道满足，2020 年的结转资金可继续在 2021 年使用；另一方面，发行特别国债的特殊因素已逐步消退，特别之“特”即不是常态，1998 和 2007 年发行的特别国债均与特定目标相关，使命完成后也不再常态化发行，常态化收支不足通过赤字弥补。

二是提质增效主要体现在统筹财力、优化支出结构和加强管理上，保重点的同时提高投入产出比。

第一，强化了财力统筹和四本预算的衔接，充分发挥每一笔财政资金的使用效率。其中，从国有资本经营预算收入调入一般公共预算 1961.84 亿元。

第二，继续优化政府与市场关系，优化支出结构，政府过紧日子是为了让市场主体过好日子。其一，落实“党政机关要坚持过紧日子”的要求，大力压减非急需非刚性支出，重点项目和政策性补贴也按照从严从紧、能压则压的原则审核安排。地方财政也要进一步压减一般性支出，用于改善基本民生和支持市场主体发展。其二，持续推进减税降费，保持政策连续性；同时要求各地要加大各类违规涉企收费整治力度，坚决防止弱化减税降费政策红利。其三，落实以人民为中心的发展理念，改善民生福利。其四，大力支持科技创新，科技创新事关经济安全、经济结构优化和新发展格局构建。中央本级基础研究支出增长 10.6%。

第三，建立实施常态化的财政资金直达机制，提高财政支出效率。今年将继续压减中央本级支出，增加对地方的转移支付力度，通过直达机制提高效率和效果。

第四，更加突出绩效导向，加快建立全方位全过程全覆盖的预算绩效管理体系，切实做到花钱要问效、无效要问责。

三是“更可持续”体现在支出规模和政策力度上，保持政府部门杠杆率基本稳定，珍惜政策空间。

第一，2021 年全国一般公共预算支出安排超过 25 万亿元，增长 1.8%，财政支出总规模比去年增加。近年来一般公共预算/名义 GDP 基本在 24%左右。

第二，中国的财政空间相对国际其他经济体仍有优势，但杠杆率快速上行容易推升风险。今年的支出和债务规模安排有利于保持政府部门杠杆率基本稳定。相对充裕的财政政策空间更可持续，有利于中国从容应对风险和不确定性攀升的未来。2020 年全球主要经济体纷纷采取扩张的政策对冲疫情爆发产生的风险，结果是杠杆率大幅攀升。2020 年底，中国政府债务为 46.55 万亿元，较上年增加 8.6 万亿元，负债率为 45.8%，较上年增加 7.5 个百分点，低于国际通行的 60%警戒线，风险总体可控。

第三，做好重点领域风险防范化解工作，确保财政经济稳健运行、可持续。抓实化解地方政府隐性债务风险工作。坚决防范基层“三保”风险。在制定和落实民生政策过程中，各地要进一步增强民生政策措施有效性和可持续性，使民生支出建立在更有效、更可持续的基础上。加强财政可承受能力评估，对拟出台的民生政策和项目，全面分析对财政支出的短期和长远影响，对评估认定财政难以承受的，一律不得实施。

四是保障国家重大战略的落实，助力加快构建新发展格局，推动改革、发展与稳定。从预算报告的各项重点任务看，主要集中于稳定经济（扩大内需）、科技创新、保民生、保基层财政运转、化解风险、污染防治和乡村振兴，均指向新发展格局。第一，实施扩大内需战略，通过中央基建投资、地方政府债券投资重点投向补短板、强弱项的“两新一重”领域；同时，通过乡村振兴、农业农村现代化、保民生改善人民生活水平，有利于缩小收入分配差距，激发消费潜力，构建内需体系。第二，科技创新和产业链升级是财政支出的重中之重。第三，防范风险守住安全发展底线。综上，财政规模和支出方向的调整，反映了财政在紧平衡时更聚焦国家重大战略的财力保障，既发挥财政逆周期调节的总量调节功能，更发挥结构性改革的作用。

分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任研究院副院长、首席宏观分析师，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

网址：www.ykzq.com