日期：2021 年 03 月 08 日

上海证券 SHANGHAI SECURITIES

经济回归正常 政策不急转弯

——2021 年政府工作报告点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ **主要观点：**

从今年的目标预期来看，最大的特点就是基本回到了疫情前的水平，也就是与 2019 年的目标相当，这也体现出了经济回归正常化趋势。从经济增速目标来看，由于基数原因，今年 6%的目标完成的压力不大，说明也将有更大的空间来推动改革创新、结构调整，推动经济高质量发展，而另一方面也有利于前后目标的平稳衔接。而其余的通胀、就业、能耗的等目标与 19 年持平。

财政政策方面，在稳定宏观杠杆率的要求下，今年普遍预期财政力度边际退坡，但实际来看降幅低于市场预期，并且部分还有所增加。赤字率由 3.6%下降至 3.2%；财政赤字 3.57 万亿，仅下降 1900 亿元；新增专项债 3.65 万亿，下降 1000 亿元；不再发行特别国债。而中央预算类投资 6100 亿元，增加 100 亿元；2.8 万亿财政直达资金，而去年为 2 万亿。减税降费方面，今年没有提出具体目标，制度性的减税政策延续，而对应的是去年一些阶段性政策将退出。财政政策方面的变化充分反映了政策不急转弯的要求，并且也呈现出了结构性的调整。整体力度虽有下降，但仍需扶持的重点领域力度不降反升，如为对小微企业减税力度增加、财政直达资金明显上升、老旧小区改造数量提升至 5.3 万个。

货币政策方面，更多仍是定性的描述。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系。货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。结构性政策仍将持续，对小微企业的扶助力度继续增强，要求大型商业银行普惠小微企业贷款增长 30%以上，而去年的实际增速在 50%以上，使资金更多流向科技创新、绿色发展，更多流向小微企业、个体工商户、新型农业经营主体。要推动实际贷款利率进一步降低，较四季度货币政策报告中的“巩固贷款实际利率下降成果”要更积极一些。但结合今年的政策重点扶持方向来看，或更多侧重小微企业的融资成本下降。

房地产政策方面，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。疫情后的疫情泡沫问题引发监管层的重点关注，各城都相继出台了进一步的调控政策。而政策提出的解决方案还是发展租赁市场，增加住房供给，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担。

事件：2021 年政府工作报告公布

3 月 5 日上午 9 时，第十三届全国人民代表大会第四次会议在人民大会堂举行开幕会，国务院总理李克强作政府工作报告。

事件解析：

1. 取得的成绩：经济恢复好于预期，主要发展目标较好完成

报告首先对 2020 年的工作进行了回顾，。面对突如其来的新冠肺炎疫情、世界经济深度衰退等多重严重冲击，全国人民顽强拼搏，疫情防控取得重大战略成果，在全球主要经济体中唯一实现经济正增长，脱贫攻坚战取得全面胜利，决胜全面建成小康社会取得决定性成就，全年发展主要目标也得到了较好完成。

首先经济的恢复好于预期，在去年没有提出经济增长目标的情况下，我们仍然取得了 2.3%增速，以合理代价取得了较大成效。全年减税降费超过 2.6 万亿，超过了 2.5 万亿的目标。在稳就业保民生方面，城镇新增就业 1186 万人，年末全国城镇调查失业率降到 5.2%，而目标分别为 900 万人以及 6%；居民消费价格上涨 2.5%，而目标为 3.5%，有效保障了价格的稳定。打好三大攻坚战，脱贫攻坚战取的全面胜利，完成污染防治攻坚战阶段性目标任务，稳妥化解地方政府债务风险，及时处置一批重大金融风险隐患。而在促进改革开放、科技创新以及新型城镇化、乡村振兴方面都取得了重要的成绩。

表 1 政府工作报告对比——成绩

年份	2021 年	2020 年	2019 年
成绩	1. 经济恢复好于预期 2. 稳就业保民生 3. 坚决打好三大攻坚战，主要目标任务如期完成 4. 坚定不移推进改革开放，发展活力和内生动力进一步增强 5. 大力促进科技创新，产业转型升级步伐加快 6. 推进新型城镇化和乡村振兴，城乡区域发展格局不断优化	1. 经济运行总体平稳 2. 经济结构和区域布局继续优化 3. 发展新动能不断增强 4. 改革开放迈出重要步伐 5. 三大攻坚战取得关键进展 6. 民生进一步改善	1. 经济运行保持在合理区间 2. 经济结构不断优化 3. 发展新动能快速成长 4. 改革开放取得新突破 5. 三大攻坚战开局良好 6. 人民生活持续改善

资料来源：政府工作报告公开资料整理

2. 问题与困难：经济恢复基础尚不牢固

政府工作报告中也提出了在肯定成绩的同时，也要清醒看到面临的困难和挑战。首先在外部环境上，新冠疫情仍在全球蔓延，不确定因素增多，世界经济形势仍然严峻复杂。国内来看，最大的经济恢复基础尚不牢固，其中居民消费仍受制约、投资增长后劲不足、中小企业困难仍然较多，稳就业压力较大、创新能力不足、地方财政收支矛盾突出。与前几年相比，国内主要的问题表述的变化在于没有提到出口，这也得益于去年疫情中出口的强势表现使其在 2021 年的压力也相对减轻。主要的观点与经济工作会议保持一致。

表 2 政府工作报告对比——问题与困难（经济层面）

年份	2021 年	2020 年	2019 年
问题与挑战	新冠肺炎疫情仍在全球蔓延，国际形势中不稳定不确定因素增多，世界经济形势复杂严峻。 国内疫情防控仍有薄弱环节，经济恢复基础尚不牢固，居民消费仍受制约，投资增长后劲不足，中小微企业和个体工商户困难较多，稳就业压力较大。关键领域创新能力不强。一些地方财政收支矛盾突出，防范化解金融等领域风险任务依然艰巨。	受全球疫情冲击，世界经济严重衰退，产业链供应链循环受阻，国际贸易投资萎缩，大宗商品市场动荡。 国内消费、投资、出口下滑，就业压力显著加大，企业特别是中小微企业困难凸显，金融等领域风险有所积聚，基层财政收支矛盾加剧。	世界经济增速放缓，保护主义、单边主义加剧，国际大宗商品价格大幅波动，不稳定不确定因素明显增加，外部输入性风险上升。 国内经济下行压力加大，消费增速减慢，有效投资增长乏力。 实体经济困难较多，民营和小微企业融资难融资贵问题尚未有效缓解，营商环境与市场主体期待还有差距。自主创新能力不强，关键核心技术短板问题凸显。 一些地方财政收支矛盾较大。金融等领域风险隐患依然不少。深度贫困地区脱贫攻坚困难较多。生态保护和污染防治任务仍然繁重。

资料来源：政府工作报告公开资料整理

3. 十三五发展成就和十四五主要目标任务

报告中还特别回顾了十三五发展的主要成就，国民生产总值突破 100 万亿，主要目标任务顺利完成。而根据十四五的规划建议，国务院编制了纲要草案，将提交大会审议。因此这次报告中还概述了十四五的主要发展目标和重大任务，与十四五规划建议一脉相承。

——着力提升发展质量效益，保持经济持续健康发展。经济运行在合理区间，各年度视情提出经济增长预期目标，全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长，城镇调查失业率控制在 5.5%以内，物价

水平保持总体平稳。

——坚持创新驱动发展，加快发展现代产业体系。坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑。科技发展仍然放在了最重要的位置。

——形成强大国内市场，构建新发展格局。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求。

——全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略。

——优化区域经济布局，促进区域协调发展。

——全面深化改革开放，持续增强发展动力和活力。

——推动绿色发展，促进人与自然和谐共生。

——持续增进民生福祉，扎实推动共同富裕。

——统筹发展和安全，建设更高水平的平安中国。

4. 主要预期目标：经济回归正常，政策不急转弯

从今年的目标预期来看，最大的特点就是基本回到了疫情前的水平，也就是与 2019 年的目标相当，这也体现出了经济回归正常化趋势。从经济增速目标来看，由于基数原因，今年 6%的目标完成的压力不大，说明也将有更大的空间来推动改革创新、结构调整，推动经济高质量发展，而另一方面也有利于前后目标的平稳衔接。而其余的通胀、就业、能耗的等目标与 19 年持平。

财政政策方面，在稳定宏观杠杆率的要求下，今年普遍预期财政力度边际退坡，但实际来看降幅低于市场预期，并且部分还有所增加。赤字率由 3.6%下降至 3.2%；财政赤字 3.57 万亿，仅下降 1900 亿元；新增专项债 3.65 万亿，下降 1000 亿元；不再发行特别国债。而中央预算类投资 6100 亿元，增加 100 亿元；2.8 万亿财政直达资金，而去年为 2 万亿。减税降费方面，今年没有提出具体目标，制度性的减税政策延续，而对应的是去年一些阶段性政策将退出。财政政策方面的变化充分反映了政策不急转弯的要求，并且也呈现出了结构性的调整。整体力度虽有下降，但仍需扶持的重点领域力度不降反升，如为对小微企业减税力度增加、财政直达资金明显上升、老旧小区改造数量提升至 5.3 万个。

货币政策方面，更多仍是定性的描述。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系。货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。结构性政策仍将持续，对小微企业的扶助力度继续增强，要求大型商业银行普惠小微企业贷款增长 30%以上，而去年的实际增速在 50%以上，使资金更多流向科技创新、绿色发展，更多流向小微企业、个体工商户、新型农业经营主体。要推动实际贷款利率进一步降低，较四季度货币政策报告中的“巩固贷款实际利率下降成果”要更积极一些。但结合今年的政策重点扶持方向来看，或更多侧重小微企业的融资成本下降。

房地产政策方面，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。疫情后的疫情泡沫问题引发监管层的重点关注，各城都相继出台了进一步的调控政策。而政策提出的解决方案还是发展租赁市场，增加住房供给，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担。

表 3 政府工作报告对比——主要预期目标

指标 \ 年份	2021 年	2020 年	2019 年	
GDP	6%以上	没有提出全年经济增速具体目标，主要因为全球疫情和经贸形势不确定性很大，我国发展面临一些难以预料的影响因素。	6-6.5%	
CPI	3%左右	3.5%左右	3%左右	
城镇新增就业	1100 万人以上	900 万人以上	1100 万人以上	
城镇调查失业率	5.5%	6%	5.5%左右	
城镇登记失业率		5.5%	4.5%以内	
单位国内生产总值能耗下降	3%左右	继续下降	3%左右	
财政政策	提质增效、更可持续	更加积极有为	积极的财政政策要加力提效	
赤字率	3.2%以上	3.6%以上	2.8%	
财政赤字	3.57 万亿	比去年增加 1 万亿元，3.76 万亿（新增 1 万亿转给地方）	2.76 万亿（中央 1.83 万亿，地方 0.93 万亿）	
减税	继续执行制度性减税政策，延长小规模纳税人增值税优惠等部分阶段性政策执行期限，实施新的结构性减税举措，对冲部分政策调整带来的影响。将小规模纳税人增值税起征点从月销售额 10 万元提高到 15 万元。对小微企业和个体工商户年应纳税所得额不到 100 万元的部分，在现行优惠政策基础上，再减半征收所得税。	今年继续执行下调增值税税率和企业养老保险费率等制度，新增减税降费约 5000 亿元。前期出台 6 月前到期的减税降费政策，执行期限全部延长到今年年底。预计全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元	制造业等行业现行增值税 16%的税率降至 13%；交通运输业、建筑业等行业现行 10%的税率降至 9%；保持 6%一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增	全年减轻企业税收和社保缴费负担近 2 万亿元
降费			下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例，各地可降至 16%	
特别国债	无	1 万亿元抗疫特别国债（转给地方）		

地方专项债	3.65 万亿	3.75 万亿	2.15 万亿
铁路投资		增加国家铁路建设资本金 1000 亿元	8000 亿元
公路水运			1.8 万亿
中央预算内投资	6100 亿元	6000 亿元	5776 亿元
货币政策	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定，推动实际贷款利率进一步降低	稳健的货币政策要更加灵活适度，综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年	稳健，M2 和社会融资规模增速要与名义 GDP 增速相匹配
就业政策	就业优先政策要继续强化、聚力增效	就业优先政策要全面强化。财政、货币和投资等政策要聚力支持稳就业。	就业优先政策要全面发力。今年首次将就业优先政策置于宏观政策层面，必须把就业摆在更加突出位置。稳增长首要是为保就业。
改造城镇老旧小区	5.3 万个	3.9 万个	
房地产	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。	改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。健全地方税体系，稳步推进房地产税立法

资料来源：政府工作报告公开资料整理

5. 2021 年工作任务：改革创新先行

报告中安排了 2021 年的主要工作任务，并指出了具体的政策方向与重点细节。在宏观政策方面，宏观政策连续性稳定性可持续性，在区间调控基础上加强定向调控、相机调控、精准调控。宏观政策要继续为市场主体纾困，保持必要支持力度，不急转弯，根据形势变化适时调整完善，进一步巩固经济基本盘。从后面对财政政策、货币政策以及就业政策的安排上都体现了其总体以稳为主，不急转弯，结构上相机调控，对需要扶持的领域扶持力度反而进一步增强。在改革方面，提到了稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。在创新方面，提升科技创新能力，通过政府部门牵头，强化国家战略科技力量，实施好关键技术攻关工程，增加研究指出投入；同时还要通过市场化的机制如税收优惠，鼓励企业创新，加大研发投入。为稳定、优化供应链，提高制造业贷款比重，以支持其扩大制造业设备和技术改造投资，对先进制造业增加税收优惠。在扩大内需战略上，主要提到了稳定和扩大消费以及扩大有效投资。要稳定增加汽车、家电等大宗消费，稳步提高消费能力，改善消费

环境。投资方面专项债额度优先支持在建工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，传统基建、新基建两手抓，基建有望在 2021 年继续发力。对外开放方面要深化多双边和区域经济合作，对于已签署的 RCEP 要争取今早生效，加快中欧投资协定签署，加快中日韩自贸协定谈判进程，积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定。

表 4 政府工作报告——2021 年工作任务

年份 / 工作任务	2021 年	
	政策方向	要点细节
深入推进重点领域改革，更大激发市场主体活力	进一步转变政府职能	继续放宽市场准入，纵深推进“放管服”改革。把有效监管作为简政放权的必要保障，全面落实监管责任
	用改革办法推动降低企业生产经营成本	推进能源、交通、电信等基础性行业改革，提高服务效率，降低收费水平。中小企业宽带和专线平均资费再降 10%。
	促进多种所有制经济共同发展	深入实施国企改革三年行动，做强做优做大国有资本和国有企业。深化国有企业混合所有制改革。强化反垄断和防止资本无序扩张，坚决维护公平竞争市场环境。
	深化财税金融体制改革	稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。
依靠创新推动实体经济高质量发展，培育壮大新动能	提升科技创新能力	推进国家实验室建设，深入谋划推进“科技创新 2030—重大项目”，中央本级基础研究支出增长 10.6%
	运用市场化机制激励企业创新	延续执行企业研发费用加计扣除 75%政策，将制造业企业加计扣除比例提高到 100%，用税收优惠机制激励企业加大研发投入，着力推动企业以创新引领发展。
	优化和稳定产业链供应链	对先进制造业企业按月全额退还增值税增量留抵税额，提高制造业贷款比重，扩大制造业设备更新和技术改造投资
坚持扩大内需这个战略基点，充分挖掘国内市场潜力	稳定和扩大消费	稳定增加汽车、家电等大宗消费，取消对二手车交易不合理限制

	扩大有效投资	拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，优先支持在建工程，合理扩大使用范围。继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设；政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个
全面实施乡村振兴战略，促进农业稳定发展和农民增收	接续推进脱贫地区发展，抓好农业生产，改善农村生产生活条件。	稳定粮食播种面积和产量，恢复生猪生产
实行高水平对外开放，促进外贸外资稳中提质	推动进出口稳定发展；积极有效利用外资；高质量共建“一带一路”；深化多双边和区域经济合作	推动区域全面经济伙伴关系协定尽早生效实施、中欧投资协定签署，加快中日韩自贸协定谈判进程，积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定
加强污染防治和生态建设，持续改善环境质量	继续加大生态环境治理力度；扎实做好碳达峰、碳中和各项工作	制定 2030 年前碳排放达峰行动方案

资料来源：政府工作报告公开资料整理

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。