太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-03-05

宏观研究报告

政府工作报告中我们的关注

宏观研究报告

宏观分析师：袁野

电话：15810801367

Email：yy_buddy@sina.com

执业资格证书编码：S1250117080032

——政府工作报告的预期充分，重心在“创新+维稳经济在中低速增长”

2021 年政府工作报告篇幅不长，总体感觉是前期预期管理比较充分，“意外”与“惊喜”不多。首先是强烈的经济转型需求，淡化旧有模式下依靠政策拉动的经济增长。其次虽然对创新提出了很高的要求，但也明确并非一朝一夕可实现。最后 2021 年我们拥有疫情得到率先控制的短期优势，应利用好全球仍致力于控制疫情的这个相对有利阶段，处理国内遗留的问题，以便未来轻装上阵。具体来看，政府工作报告中以下几点我们认为值得关注：

一、最重要的莫过于创新。在政府工作报告介绍“十四五”时期主要目标任务中提到，“坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自主自强作为国家发展的战略支撑”。创新提法的拔高，与 2020 年年底中央经济工作会议中“根本动力”的提法一致，国家重要会议的反复至高提及，也表明了对经济转型的需求与决心，因此，2021 年实际上才可以作为经济转型的元年或开局年。

创新这个概念涵盖范围太广，我的理解是有利于生产效率提高的都可以称之为创新，而不仅仅是“卡脖子”的技术，比如制造业的升级改造。中低技术的创新更容易落到实处，而对于“卡脖子”的高端技术，一是成型相对困难，二是容易招致外部干扰，三是实现周期较长。因此，在政府工作报告中，我们看到了实事求是的长期策略。即“制定实施基础研究十年行动方案”，从人才、体制机制、投入都有更高水平的政策支持。**更为务实的是对于先进制造业则更为实际的提出全额退还增值税的留抵税额。这个政策不比直接减税力度小，对于已经长期开展技术更新研发的企业更为有利。**

二、既然创新是个长期概念，且节奏不可控，那么在“质变”之前就需要稳定经济的中低速增长，稳在什么位置，内要看风险的处置情况，外要看他人容我的程度，全球环境在快速发生变化，目标定的越死，转圜的余地就越小。因此，报告中也对外淡化了“十四五”增速目标。

三、2021 年经济增速 6%以上完全符合预期。目标定的低并不代表最终完成水平同样不高，总体上还是以熨平经济波动为目的，同时参考全球其他发达国家人均过万美元时的长期增速变化，并充分估计今年全球疫情发展的情况，当然也是利用好有限的时间，抓紧解决国内可能的风险点的需要。即今年不追求高目标，更加注重发展的高质量，尽量排除发展的后顾之忧。**我们需要关注的是低目标增速同样也表明了今年宏观经济政策尤其是货币政策的收敛程度。是政策变化熨平经济波动，而不是经济波动等待政策介入。**

四、财政政策：赤字率 3.2%，淡化了赤字规模，同时也就淡化了名义 GDP 的预期，这给货币政策的操作留下了较大的空间。赤字加 3.65

万亿的专项债，2021 年利率债新增供给规模依然不小，除去特别国债，仅较去年减少 3000 亿左右。有鉴于今年地方债并没有进行提前批次的下达，3-8 月的利率债将可能出现集中供给的高峰。叠加货币政策偏紧操作的考量，利率债市场的趋势性投资机会可能要看下半年。不同的是信用债，尤其是政府信用债，其近期的投资机会来源于违约风险的向下修正。另外，虽然地方债今年的发债规模依然不小，但并不完全用于基建，我们对基建全年增速的预期目前仍维持于 0-1.5%的涨幅区间，四个季度的节奏上更趋向于“M”型走势。

五、居民消费价格目标由 2020 年的 3.5%调回 3%。一方面是对居民消费品的价格上行没有太大的担忧。另一方面也在体现货币政策的操作目标——不让老百姓手中的票子“变毛”。考虑到工业品价格上行的全球化影响，同时二季度将可能迎来全球通胀，尤其是工业品价格增速的峰值，货币政策在二季度可能并不会太友好。鉴于全年政策“不急转”的方向性要求，预期下半年政策环境将更有利于资本市场。

六、中观层面，首先，消费与制造业投资将在今年的经济增长中起到决定性的作用。目前直接鼓励消费的政策新意不大，仍集中于汽车与家电的下乡，间接利于消费的则是乡村振兴以及扎实推进农村改革。要注意乡村振兴的表述已由 2019 年的“扎实推进”到 2020 年的“落实举措”升级为 2021 年的“全面推进”。乡村振兴是“脱贫攻坚成果同乡村振兴的有效衔接”，我们“脱贫”已取得决定性的胜利，那么提了多年的乡村振兴将相继展开。扎实推进农村改革中强调了“稳步推进多种形式适度规模经营”、“提高土地出让收入用于农业农村的比例”与“加快发展乡村产业，壮大县域经济，拓宽农民就业渠道”。综合起来看，我们建议关注涉及粮食安全的种子、农机。涉及农村产业的粮食初加工、物流。其次，三大攻坚战的重点将转至环保。第三，房地产没有给出更为从严的表述。不同于往年，房地产开年即调，利空提前兑现，后续的担心渐弱。

——金融机构要坚守服务实体的本分

对于政府工作报告中货币政策的期待原本就不多，货币政策前期已有了比较充分定调。需要关注的是 3 月 2 日，国新办发布会上郭树清主席的发言。

1.欧美发达国家的货币宽松导致的虚拟经济与实体经济的严重背离。一旦欧美央行开始有从紧的迹象，市场就会被迫调整，如同近期市场对美元、美债收益率上行的担忧。我们认为，**全球金融资产虽或多或少都有联动性，但我国央行的政策储备或许即在等待对冲欧美央行的政策退出，从而尽可能的抚平对我国资本市场的影响。从这一点出发，反而应和了我国货币政策上半年偏紧，下半年相对偏松的判断。**

2.房地产的核心问题是泡沫比较大，是金融体系最大的灰犀牛。房地产市场如果下来的话，个人财产会有很大损失，银行收不回贷款、本金和利息，经济生活就会发生很大的混乱。**所以必须积极又稳妥的促进房地产平稳健康发展（而不是让它现在就下来）**。房地产调控 2020 年已

取得来之不易的成绩，并不是没有良性的出路。

3.金融防风险坚定不移。取得的成绩是显著的，但也有新发问题，一是处置不良资产。这个压力 2021 年更大，归根到底的出路最后可能还在房地产。二是对于金融创新加杠杆、金融跨区域经营的压制。**三是地方隐性债务增量风险已基本控制，存量风险化解正有序推进。这有助于降低地方政府隐性债务的违约风险。对于企业违约风险则有财务重组、债务重组、企业重组包括债转股等举措。最后也最重要的是今年最为担心的可能还是资管新规到期的影响。**

4.整个市场的贷款利率在回升，估计今年贷款利率会有所回升，可能会有所调整。这个判断无论是怎么理解，结果应该是明确的。

风险提示：全球疫情控制不及预期的风险。





研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。