宏观研究

读懂政府工作报告的四个视角

宏观事件点评 | 2021 年 3 月 8 日

报告摘要:

我们从经济增长目标、财政政策、货币政策和今年首次提出的全员劳动生产率四个视角出发，解读政府工作报告。

- **第一，恢复设立GDP增速目标，而且留有较大余地。**

政府工作报告提出，今年GDP增速目标为6%以上。这一目标实现难度不大，留有较大余地，可以看作底线要求。根据今年赤字率和赤字规模测算，隐含的官方预测值名义GDP增速为9.8%，实际GDP增速应为8%左右。我们认为，设立较低目标，表明政策目的不在于刺激经济，而在于“引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展”。

- **第二，积极财政政策力度较大，确实称得上“积极”二字。**

赤字率拟按3.2%左右安排，不再发行抗疫特别国债，赤字规模为3.57万亿元，拟安排地方政府专项债券3.65万亿元。虽然上述目标都比2020年有所下调，但由于财政收入恢复性增长，今年的财政支出总规模比去年是增加的。此外，广义财政赤字合计为7.22万亿元，仅低于2020年（7.51万亿元），远高于2019年（4.91万亿元）。可见，积极财政政策确实是“积极”的。

- **第三，稳健货币政策更加重视防范风险，在“不急转弯”下边际收紧。**

与2020年相比，今年货币政策有三个明显变化：一是宽松力度明显减弱，去年提出“综合运用降准降息、再贷款等手段”，今年这些手段都没提；二是更加注重防范风险，强调“要处理好恢复经济与防范风险的关系”，这是去年所没有的，与近期房地产调控加强和流动性边际收紧形成呼应；三是要求货币政策更加精准。总而言之，在“不急转弯”下货币政策边际收紧已经成为定局。

- **第四，首次提出“全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长”意义重大。**

十四五规划纲要草案主要目标中，明确提出“全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长”，这是首次针对生产率提出具体的量化目标。只要坚持改革创新，不断提高经济效率，这一目标就完全有希望顺利实现。我们在年度展望报告中最早预判，2021年中国全要素生产率有望开启新一轮快速增长，中国经济有望迎来新一轮上升周期。在新的量化目标引导下，生产率加快增长，潜在增速更快增长，我们的预判将成为现实。

- **风险提示：**全球政治经济不确定性加大、改革创新推进缓慢等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

相关研究

1 恢复设立 GDP 增速目标，而且留有较大余地

2021 年恢复设立 GDP 增速目标。去年两会时，考虑到新冠疫情之下，经济增长的不确定性较大，政府工作报告在过去 20 多年里首次未设 GDP 具体增速目标。今年两会之前，全国政协常委、经济委员会副主任杨伟民在接受记者采访时提到，在疫情得到控制的情况下，以及从未来实现现代化国家的目标来看，今年还是有必要设定增速目标。如今尘埃落定，今年政府工作报告恢复设立 GDP 增速目标，并明确提出十四五期间“各年度视情提出经济增长预期目标”，GDP 增速目标常态化回归。

图 1：主要经济目标变化情况

指标		2021		2020	
		目标	变化	目标	实际
主要经济指标	GDP 增速（%）	6.0		—	2.3
	CPI 同比（%）	3.0	下降	3.5	2.5
	城镇新增就业（万人）	1100	上升	900	1186
	城镇调查失业率（%）	5.5	下降	6	5.2
	城镇登记失业率（%）	—		5.5	4.2
	国际收支	基本平衡		基本平衡	基本平衡
	进出口	量稳质升		促稳提质	好于预期
财政政策	赤字率（%）	3.2	下降	3.6	3.6
	财政赤字（万亿元）	—		3.76	3.76
	财政支出（万亿元）	—		24.7	24.5
	地方专项债（万亿元）	3.65	下降	3.75	3.75
	减税降费（万亿元）	—		2.5	2.6
	抗议特别国债(万亿元)	不再发行	下降	1	1
货币政策	M2 增速（%）	与名义 GDP 增速基本匹配		明显高于去年	10.1
	社融余额增速（%）				13.3

资料来源：政府工作报告，民生证券研究院

政府工作报告提出“今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长 6%以上；城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率 5.5%左右；居民消费价格涨幅 3%左右”（图 1）。据国务院研究室党组成员孙国君介绍，设立 6%以上的 GDP 目标综合考虑了很多因素：第一，经济恢复情况。从去年第二季度开始，经济都在逐步恢复，第三、四季度在不断转好；第二，考虑基数的因素，今年第一季度，由于基数原因，上升比较多；第三，保持经济持续健康发展的需要；考虑今年情况，也要考虑统筹明后年发展的需要；同时考虑预期目标不要忽高忽低。

上述 GDP、就业、物价等目标均留有较大余地。从经济复苏的趋势看，这些目标实现的难度不大，可以看作底线要求：IMF 预测 2021 年中国 GDP 增长 8.1%，国内主要机构预测值普遍在 8-10%之间；就业只要不弱于 2020 年，就业目标即可完成；我们测算，全年 CPI 中枢和高点均不超过 3%。国家发改委主任何立峰也表示，有底气实现这些目标。根据今年赤字

率 3.2%和赤字规模 3.57 万亿元测算，中央预测今年名义 GDP 增速为 9.8%，隐含的实际 GDP 增速应为 8%左右。**我们认为，设立较低目标，表明政策目的不在于刺激经济，而在于“引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展”。**

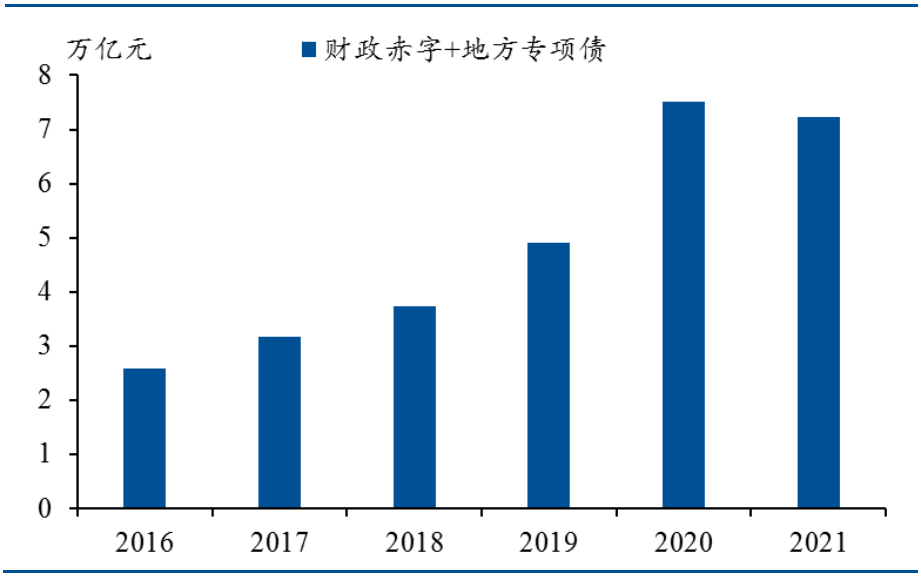
2 积极财政政策力度较大，确实担得起“积极”二字

政府工作报告提出，今年的财政政策基调是“积极的财政政策要提质增效、更可持续”。2019 年的表述是“积极的财政政策要加力提效”，2020 年的表述是“积极的财政政策要更加积极有为”。比较而言，今年重点强调“更可持续”。

赤字率、赤字规模、地方政府专项债等目标小幅下调。政府工作报告提出，今年赤字率拟按 3.2%左右安排，比去年（3.6%以上）有所下调，不再发行抗疫特别国债；拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，比去年（3.75 万亿元）小幅下调。财政部《关于 2020 年中央和地方预算执行情况与 2021 年中央和地方预算草案的报告》提出，赤字规模为 3.57 万亿元，比 2020 年减少 1900 亿元，其中中央和地方分别为 2.75 万亿元和 8200 亿元。财政部表示，这样安排，既体现了财政政策的积极取向，又释放出我国不搞 “大水漫灌”式强刺激、推动高质量发展的明确信号，并为今后应对新的风险挑战留出政策空间。

给定上述目标，今年财政政策的力度仍然较大，确实称得上“积极”二字。虽然上述目标都有所下调，但要注意到，今年经济复苏趋势良好，名义 GDP 增速较高，财政收入恢复性增长，在上述目标之下，今年的财政支出总规模比去年是增加的。今年赤字规模 3.57 万亿元，加上地方专项债 3.65 万亿元，广义财政赤字合计为 7.22 万亿元，仅低于 2020 年（7.51 万亿元），远高于 2019 年（4.91 万亿元）（图 2）。可见，积极财政政策是“积极”的。

图 2：2021 年广义财政赤字规模仍然较高



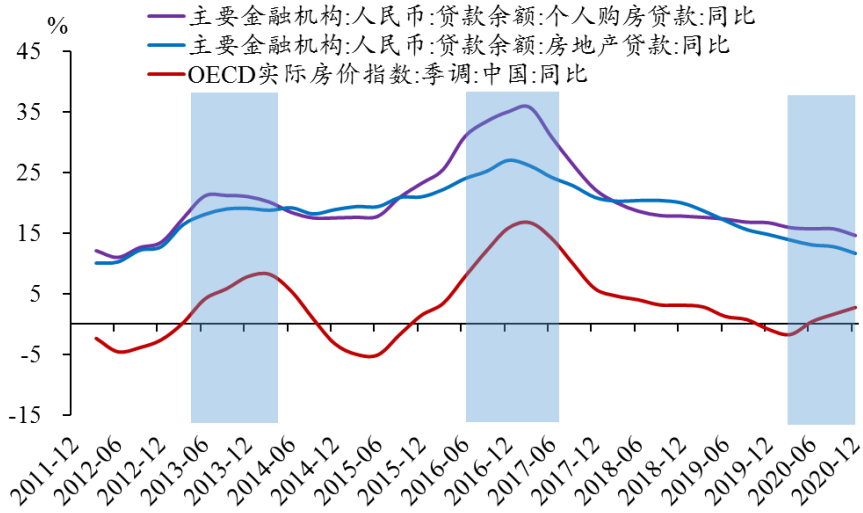
资料来源：Wind，民生证券研究院

3 稳健货币政策更加重视防范风险，在“不急转弯”下边际收紧

政府工作报告提出，今年货币政策基调是“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”。2019 年的表述是“稳健的货币政策要松紧适度”，2020 年的表述是“稳健的货币政策要更加灵活适度”。比较而言，今年在灵活和适度的基础上，增加了“精准”的要求。

与去年相比，今年货币政策有三个明显变化：一是宽松力度明显减弱，去年提出“综合运用降准降息、再贷款等手段”，今年这些手段都没提，去年要求“广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”，今年则要求“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”；**二是更加注重防范风险，**今年强调“要处理好恢复经济与防范风险的关系”，这是去年所没有的，与近期房地产调控加强和流动性边际收紧形成呼应（图 3）；**三是要求货币政策更加精准，**例如，要求对小微企业、个体工商户、新型农业经营主体，以及受疫情持续影响行业企业给予定向支持。总而言之，在“不急转弯”下边际收紧已经成为定局。

图 3：2020 年个人住房贷款增长较快推高房价



资料来源：Wind，民生证券研究院

存款利率市场化将是今年的重点改革方向。政府工作报告要求，优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低，继续引导金融系统向实体经济让利。今年务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降。2020 年四季度货币政策执行报告也在专栏中对“加强存款管理”做了专门论述。**综合来看，预计改革目的在于形成“存款利率下降——贷款利率下降——小微企业融资成本稳中有降”的传导链条。**

4 首次提出“全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长”意义重大

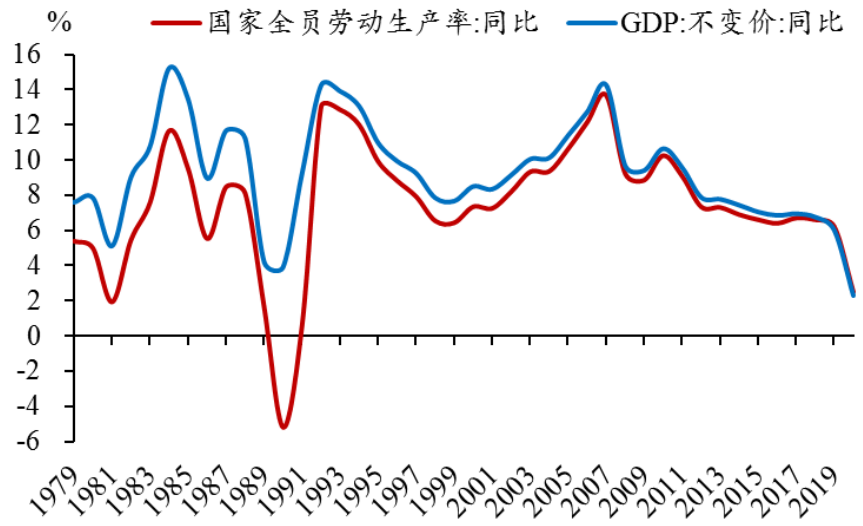
今年政府工作报告突出引导改革创新。一是明确指出，“关键领域创新能力不强”是我们面临的困难和挑战之一；二是据报告介绍，十四五规划纲要草案确定的重大任务中，第一条就

是“坚持创新驱动发展，加快发展现代产业体系”；三是如前文所述，设立较低 GDP 目标的目的也在于“引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展”，在今年重点工作部署中，对深入推进重点领域改革和依靠创新推动实体经济高质量发展，都做了大量部署。

首次提出“全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长”的量化目标。十三五规划纲要主要目标中，曾经提出“全要素生产率明显提高”的定性目标，但未提出具体的量化目标。今年政府工作报告介绍，十四五规划纲要草案主要目标中，明确提出“全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长”，这是首次针对生产率提出具体的量化目标。毫无疑问，只要坚持改革创新，不断提高经济效率，这一目标就完全有希望顺利实现。

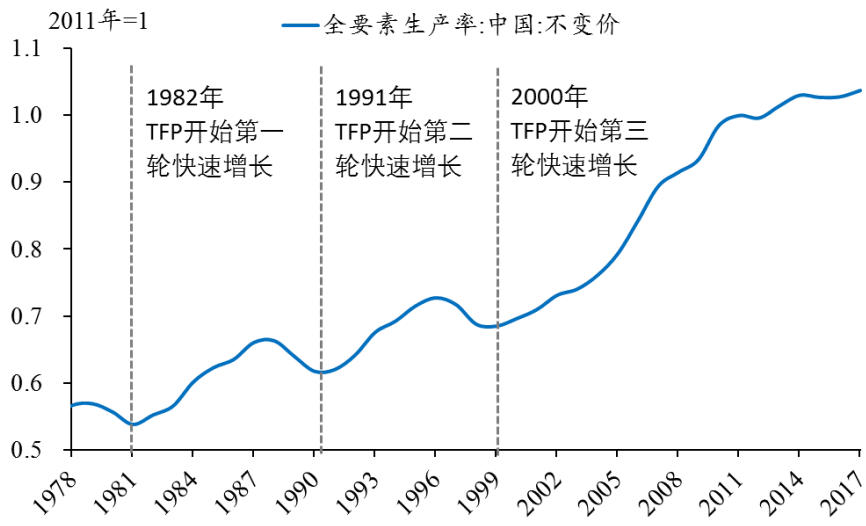
在新的量化目标引导下，中国经济有望迎来新一轮上升周期。全员劳动生产率为国内生产总值（按不变价计算）与全部就业人员的比率。改革开放四十余年来，我国全员劳动生产率增长曾长期落后于 GDP，2019 年才实现反超（图 4）。初步统计，2020 年我国全员劳动生产率增速为 2.5%，高于实际 GDP 增速 0.2 个百分点。在新的量化目标的引导下，生产率有望加快增长，潜在增速也有望取得更快增长。**我们在年度展望报告中最早预判，2021 年中国全要素生产率有望开启新一轮快速增长（图 5），意味着 2021 年将成为中国经济新上升周期元年。全要素生产率和全员劳动生产率属于对生产率的不同测度，全员劳动生产率加快增长，我们的预判将成为现实。**

图 4：自 2019 年起全员劳动生产率增长快于 GDP



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：2021 年起全要素生产率有望开启新一轮快速增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示

全球政治经济不确定性加大、改革创新推进缓慢等。

插图目录

图 1：主要经济目标变化情况.....2
图 2：2021 年广义财政赤字规模仍然较高.....3
图 3：2020 年个人住房贷款增长较快推高房价.....4
图 4：自 2019 年起全员劳动生产率增长快于 GDP.....5
图 5：2021 年起全要素生产率有望开启新一轮快速增长.....6

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。