暖意的表述，回归的路径

——2021 年政府工作报告解读

报告日期：2021-03-05

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com
分析师：刘超
执业证书号：S0010520090001
电话：13269985073
邮箱：liuchao@hazq.com
联系人：方晨
执业证书号：S0010120040043
电话：18258275543
邮箱：fangchen@hazq.com

相关报告

1. 3 月月报《回归主旋律，寻找确定性》2021-02-28
2. 中央经济工作会议点评《政策过快转型担忧缓释，需求侧更将持久全面》2020-12-19

主要观点：

- **经济目标：6%以上的定调体现了对潜在增速水平的尊重，并不是给政策收紧提供更多的空间**

6%以上的经济增速目标，体现了对“十四五”期间潜在增速水平的尊重；体现了更长期的战略思维，更加关注高质量发展。今年政府工作报告重提经济增速，一是体现了更长期的战略思维，2021 年是十四五的开局之年，6%前瞻性地考虑到更长期的潜在增速水平；二是更加注重经济发展的质量，构建新发展格局、实现产业基础再造和升级，并不是给政策收紧提供更多的空间。此外，我们判断 2021 年将大概率取得 8%以上的实际增速。

- **总量政策：暖意的表述，向正常化回归的路径**

政府工作报告字里行间体现了对经济增长及潜在风险的担忧，关于总量政策的基本定调偏暖，尤其是对小微企业的持续担忧超出预期；但是在具体的政策路径中又体现了向正常化回归的态度，尤其是财政政策。

1）财政政策：向正常化回归。今年 3.2%赤字率在比去年 3.6%以上回落的同时，仍高于 2019 年 3%的水平，体现了兼顾思维。同时，根据赤字率和增速推算，2021 年财政赤字规模将达到约 3.6 万亿，较 2020 年的 3.76 万亿并未有明显缩降。

2）货币政策：表述超预期，但需要时刻牢记回归正常化的主旋律。“推动实际贷款利率进一步降低”略超市场预期，同时结构上，更超预期提到小微企业综合融资成本稳中有降，更突显政策端对小微企业的呵护，年内政策利率将大概率保持不变。需要注意的是，虽然表述偏暖，但仍要牢记回归正常化的主旋律。

3）就业政策：保持稳定。2021 年的城镇新增就业目标 1100 万人以上，城镇调查失业率目标 5.5%，回归疫情前水平。但在仍然面临不确定风险的情况下，在就业领域也继续提出强化就业优先政策。

- **产业政策：聚焦“碳中和”+产业升级主题投资机会**

“碳中和”是最重要的产业政策，关注受益周期和新能源板块。明确提出碳中和目标，制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。传统周期行业，“碳中和”的影响主要在供给和需求两端，通过产业规模化和新兴需求带动产业提升。新能源行业，则是受益于能源结构的优化以及市场化程度提升，带来行业的高景气。

产业升级，关注科技和先进制造。对于科技产业，政策已经不断出台，包括顶层设计、财税优惠政策、市场化机制等方面进行扶持。产业链、供应链稳定，重点关注先进制造行业，包括传统行业数字化、信息化、自动化、智能化，以及科技赋能带来传统行业的改造。

- **风险提示**

疫情二次冲击；中美关系显著恶化；政策过早转向；美债收益率继续飙升等。

正文目录

1 经济目标：6%以上不意味给政策收紧提供更多空间 3

2 总量政策：暖意的表述，向正常化回归的路径 3

2.1 财政政策：向正常化回归 4
2.2 货币政策：表述超预期，但需牢记回归正常化的主旋律 4
2.3 就业政策：保持稳定 5

3 产业政策：聚焦“碳中和”+产业升级 5

3.1 碳中和：关注受益周期和新能源板块 5
3.2 产业升级：关注科技和先进制造 6

图表目录

图表 1 2020 年 VS2021 年有关财政政策的表述 4
图表 2 2020 年 VS2021 年就业目标 5

1 经济目标：6%以上不意味给政策收紧提供更多空间

今年政府工作报告重提经济增速，目标设定在6%以上。经历了2020年新冠疫情后，今年的两会政府报告工作重提经济增速，体现了回归正常化的思维。同时，今年也是十四五的开局之年，更突出了未来中长期的总基调。

为什么设有目标？去年不设定目标，是因为疫情影响，国内的经济面临巨大的压力。在当时的情况下，本着实事求是的风格，不设经济目标是直面了现实和挑战，是特殊形势下的特殊应对。今年设定目标，考虑两点：**其一，2021年是十四五的开局之年，必须要有明确的目标进行指引，**中央和地方有共同奋斗主线；**其二；中国作为全球控制疫情最好的国家并且是经济最先恢复的国家**，自2020年下半年开始，国内经济水平已经逐步恢复，2020年Q2、Q3、Q4的经济增速分别为3.2%、4.9%、6.5%，稳步提升；2021年在低基数效应下，我们预计一季度的增速将达到18%以上。

为什么将目标设定在6%以上？并不意味着政策将收敛的更紧，体现更长期的战略思维，更加关注发展质量。一是体现了更长期的战略思维。6%的增速体现了未来5年的潜在增长水平；同时表明在环保、可持续发展，以及中长期经济增速换挡的背景下，并不追求经济增长的绝对速度，而是更关注经济发展的质量和可持续性。**二是更加注重经济发展的质量，**以构建新发展格局、实现产业基础再造和升级，但并不是给政策收紧提供更多的空间。与此同时，6%是低于市场预期2021年8%-9%的GDP增速水平，或也考虑到了经济可能面临的潜在风险，包括海外的黑天鹅事件，以及国内年内经济恢复的程度。

2021年取得更好的成绩是大概率事件，预估8%以上。考虑到今年疫苗接种率的提升全，全球经济的复苏，以及低基数效应，预计2021年可能的结果是大概率取得更好的成绩。

2 总量政策：暖意的表述，向正常化回归的路径

总量政策的基调，暖意的表述与向正常化回归的路径。一方面，在经济向正常化回归的过程中，总量政策回归正常化将是必然；但另一方面，从政府报告中的措辞来看，对于宏观经济持有一定的谨慎态度，尤其是对小微企业的担忧，则表明政策会在向正常化回归的路径与经济复苏的节奏之间相机抉择。

2.1 财政政策：向正常化回归

财政赤字率 3.2%，预计新增专项债在 3.6 万亿左右，体现兼顾思维。此次财政赤字率下调至 3.2%，一方面，较去年 3.6%回落，显示了随着经济运行的恢复，赤字率逐步向正常回归；但另一方面，并未回落到 2019 年 3%的水平，则表明要保持一定财政扩张以支撑经济的增长。除此以外，根据 2021 年 GDP 实际增速预期 8%，财政赤字率 3.2%进行推算，2021 年的财政赤字规模将达到 3.6 万亿左右，较 2020 年的 3.76 万亿并未有明显缩降，体现了兼顾思维。

保持大力度的减税降费，也考虑到政策调整期对经济的扶持。减税降费包括制度性和新的结构性减税举措。尤其是针对小微企业的减税降费，明确体现了对冲政策回归正常化过程中的影响。包括小规模纳税人增值税起征点从 10 万提到 15 万，以及应纳税额不到 100 万的部分再减半征收所得税。

进一步协调财政收支矛盾。此次明确提出对地方一般性转移支付 7.8%以上，并有 2.8 万亿的中央财政资金纳入直达机制，幅度和规模均超去年。进一步协调地方财权和事权的相匹配，缓解地方压力，同时弱化了省内区域资源分配不协调的问题。

图表 1 2020 年 VS2021 年有关财政政策的表述

	2020 年	2021 年
财政总基调	积极的财政政策 要更加积极有为	积极的财政政策 要提质增效、更可持续
赤字率	3.6%以上安排	3.2%左右
财政赤字	3.76 万亿	3.6 万亿左右（测算）
抗疫特别国债	1 万亿	不再发行
地方政府专项债	3.75 万亿	3.65 万亿

资料来源：华安证券研究所整理

2.2 货币政策：表述超预期，但需牢记回归正常化的主旋律

货币政策延续中央经济工作会议基调，社融和 M2 增速与 GDP 名义增速匹配。此次政府工作报告中，对于货币政策以及社融和 M2 增速的表述，与 2020 年底的中央经济工作会议相一致，即 “保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，回归到疫情前的表述。因此，我们维持在年度策略《乘势待时》中的判断，全年 M2 同比增速将在 9.5%的水平，社融存量同比增速 11.5%的水平。

在价格方面，对货币政策的表述偏暖，但需要对向正常化回归保持警惕：

从整体来看，在价格上货币政策偏宽松。尤其对比 3 月 2 日郭树清提到贷款利率会有所回升来看，政府工作报告中提到“优化存款利率监管，推动实际贷款利率进

一步降低”是超过市场预期的。

从结构来看，考虑到中小微企业仍面临融资“贵”和“难”的问题，需要维持小微企业贷款价格低位。因此，**年内政策利率将大概率保持不变**。进一步地，伴随经济复苏，市场贷款利率上升的规律面前，还要求对小微企业“综合融资成本稳中有降”，是显著超预期，更突显对小微企业复苏可持续性的担忧和政策呵护。

牢记回归正常化需的主旋律。但需要注意的是，虽然整体表述偏暖，但随着今年经济的确定性复苏，政策的回归正常化也将是大概率事件，尤其是对大企业的贷款利率通过加点回升将是确定的，因此需要牢记。

2.3 就业政策：保持稳定

就业目标保持稳定。2021 年的城镇新增就业目标 1100 万人以上，城镇调查失业率目标 5.5%，体现了回归正常化。但同时，可以看到在仍然面临不确定风险的情况下，在就业领域也继续提出强化就业优先政策，以维持经济、社会的平稳运行。包括给予企业必要的补贴和政策支持；拓展就业渠道；完善职业培训；做好重点群体的就业帮扶等。

图表 2 2020 年 VS2021 年就业目标

	2020 年	2021 年
城镇新增就业	900 万人以上	1100 万人以上
城镇调查失业率	6%	5.5%

资料来源：华安证券研究所整理

3 产业政策：聚焦“碳中和”+产业升级

产业政策坚持创新驱动，重点聚焦“碳中和”+产业升级。从供给端看，一是新兴产业，包括数字经济以及产业链现代化等；二是传统产业的升级改造。从需求端看，在扩大内需的战略基点下，通过满足消费新需求带动产业的投资的提升，形成正向循环。因此，产业政策和主题投资机会，重点关注带有现代产业体系属性的“碳中和”以及产业升级概念。

3.1 碳中和：关注受益周期和新能源板块

碳中和是最重要的产业政策。一是上升到国际程度，是大国间的博弈，在 2020 年 9 月签订了碳中和目标；二是提出了明确的目标，中国到 2030 年二氧化碳排放将力争达到峰值，制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。

碳中和对于传统周期行业的影响将在供给和需求两端，带动产业提升。供给端

看，通过产业的规模化效应，将带来单位耗能的下降。需求端看，则带来结构上的优化，在约束了低端的需求的同时，新兴需求的提升也将对传统需求的下降形成替代。

重点关注受益的周期板块，电解铝是碳中和标志性行业。电解铝行业，一方面具有高耗能的特点，在碳中和的大背景下，进行产能总量的控制将是大概率事件。另一方面需求端来看，在电解铝主要的下游行业中，汽车轻量化将是未来的主要趋势，产品的升级也将适用于碳中和的大目标。

新能源也是受益于碳中和主题下的主要行业。一是在能源结构优化的过程中，将大力发展光伏、风电等新能源产业，尤其是环境部已经确保今年 6 月底前启动全国碳市场交易，将能够最大限度开发利用光伏、风电等新能源。二是随着近两年政策补贴退坡，以及渗透率的不断提升，随着市场化程度的变高，都将带来新能源行业的持续高景气。

3.2 产业升级：关注科技和先进制造

科技板块政策不断强化，已经密集出台。政府工作报告中继续强调，通过顶层设计、市场化机制等方式强化国家科技战略。以半导体行业为例，政策已经密集出台，包括 2019 年印发的“三免五减半政策”，对集成电路和软件成业实施财税方面的优惠政策；以及 2020 年 12 月发布的促进集成电路产业和软件产业高质量发展企业所得税政策的公告，则是进一步聚焦重资产的集成电路行业，再进行优惠政策。

产业链、供应链稳定，关注先进制造行业。在产业的升级改造过程中，传统产业通过数字化、信息化、自动化、智能化提高生产效率，通工业自动化是实现产业升级的重要方向之一。从这个角度来看，通过科技对产业的赋能和工业自动化，实施产业的基础再造，则需要重点关注重要先进制造行业。

风险提示：

疫情二次冲击；中美关系显著恶化；经济复苏不及预期；政策过早转向；美债收益率继续飙升等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。