

没有增量信息也是一种增量信息

——2021 年政府工作报告点评

2021 年政府工作报告以稳为主，缺乏“政策变盘”的信号，没有增量信息也是一种增量信息。

- **经济目标：从年内维稳经济，到跨周期稳预期。**从经济增速和就业目标来看，回到了疫情前 2019 年的水平。考虑到 2021 年达标较为轻松，当前的经济目标并不在于年内的“维稳”，而是在于反应对于未来的规划和态度。“2035 翻一番”的潜在要求下，经济增速仍有目标，且未来的目标设定将追求平稳、不大起大落。
- **通胀目标：结构性涨价，总量政策不易过度反应。**从通胀目标来看，并未对于 PPI 抬升着墨过多，考虑到当前广义的价格更多的体现为结构性上涨，总量政策对其反应有限。
- **财政债务：增速回落，总量续接。**从财政来看，3.2%+3.65 万亿的结果是此次两会报告中“信号”意义较强的一组数字。此前我们解读货币政策不急转弯在“量”的层面意味着信贷和社融增速明显回落，但规模基本和 2020 年续接。此次财政政策的数字反映出相同的内涵。
- **没有增量信息，也是一种增量信息。**此次两会报告传递的增量信息有限，但考虑到近期市场较为冷清，一个重要的原因就是对于货币政策的下一步动作较为担忧，从此次两会来看，以稳为主的思路信号更为明确，并未出现“政策变盘”的信号。考虑到经济前高后低的预期、前期市场对于利空的钝化、以及当前较好的交易结构，债市的窗口期在延续。
- **风险提示：海外市场发生超预期变化，政策超预期收紧。**

相关研究报告

《“货币闸门”的“宽度”——3 季度货币政策执行报告点评》20201129

《升值趋势与货币政策应对——流动性投放或是主要手段》20210110

《降准，还是扩表？——流动性风险或是关键》20210121

《美债利率狂飙，中债该担心吗？——美债利率快速上行点评》20210218

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 固定收益

证券分析师：肖成哲
（8610）66229354
chengzhe.xiao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏
peng.zhang_bj@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

1. 经济目标：从年内的“稳”，到跨周期的“稳”

同样的6%，不一样的“稳”。2021年GDP增速目标设定为6%，又恢复到疫情前的目标水平，但这次的增速目标传递出不一样的信号：①6%的增速目标对于2021年而言是一个“虚化”的目标，从基数效应来看完成目标没有压力，而此前的地方两会上，各地所定目标均大于等于这一增速；

②保留这一目标，传递的是中长期的信号。十四五乃至2035之前仍有增速目标，正如总书记在解读十四五规划时明确表示，到2035年GDP翻一番的增速目标完全有可能实现。这也是政策不急转弯的重要考量。

图表1. 总书记对《十四五规划和2035远景目标建议》说明中的相关表述

第三，关于“十四五”和到2035年经济发展目标。在征求意见过程中，一些地方和部门建议，明确提出“十四五”经济增长速度目标，明确提出到2035年实现经济总量或人均收入翻一番目标。文件起草组经过认真研究和测算，认为从经济发展能力和条件看，我国经济有希望、有潜力保持长期平稳发展，到“十四五”末达到现行的高收入国家标准、到2035年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的。同时，考虑到未来一个时期外部环境中不稳定不确定因素较多，存在不少可能冲击国内经济发展的风险隐患，新冠肺炎疫情全球大流行影响深远，世界经济可能持续低迷，中长期规划目标要更加注重经济结构优化，引导各方面把工作重点放在提高发展质量和效益上。

资料来源：新华网，中银证券

③没有将目标定的更高，是考虑目标的平滑性。根据国务院研究室有关负责人的解读1，在确定今年GDP预期目标时，不仅要考虑今年的情况，也要统筹考虑明后年，尽可能做到预期目标在年度之间不要忽高忽低，能够保持经济长期平稳运行。

图表2. 到2035“翻一番”：关键在于增速不能下滑过快

年份	增速场景1	增速场景2	增速场景3
2021	8.0%	9.0%	9.0%
2022	4.5%	5.7%	6.0%
2023	4.5%	5.5%	5.7%
2024	4.5%	5.3%	5.4%
2025	4.5%	5.1%	5.1%
2026	4.5%	4.9%	4.8%
2027	4.5%	4.7%	4.5%
2028	4.5%	4.5%	4.2%
2029	4.5%	4.3%	3.9%
2030	4.5%	4.1%	3.6%
2031	4.5%	3.9%	3.3%
2032	4.5%	3.7%	3.0%
2033	4.5%	3.5%	2.7%
2034	4.5%	3.3%	2.4%
2035	4.5%	3.1%	2.1%
累计相对2020年	200%	199%	190%

资料来源：万得，中银证券

1 https://baijiahao.baidu.com/s?id=1693416037123730461&wfr=spider&for=pc

从年内的稳，到跨周期的稳。历史上的经济增速目标主要是反应年内稳增长态度，此次的增速目标设定，对于 2021 年并没有明确的约束，增量信息主要在于反映出政府对于十四五乃至更长期的态度。政府并不刻意追求用当前的高增速去“补偿”2020 年较低的增速，但是中长期增长仍有目标，且对于未来经济目标的设定上，追求平稳、不大起大落。这意味着，中长期内经济增长基准假设，仍是平稳回落。

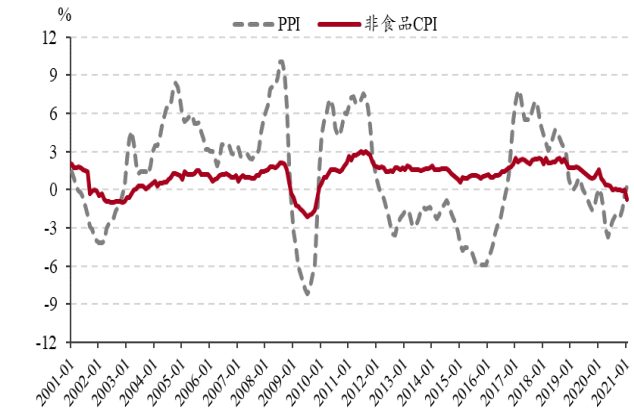
2. 通胀目标：容忍度仍高，未见“政策变盘”信号

首先，通胀目标 3%中规中矩，两会报告中也没有新增对于 PPI 或者输入性通胀的论述。历史上，货币政策从未承诺过对于 PPI 进行反应，历史上货币紧缩和 PPI 高企的相关性，更多的来自 PPI 作为经济过热的表象，引发了货币政策反应。考虑到本轮 PPI 和 CPI 剪刀差的反向修正，并非来自于经济过热，当前货币政策对于 PPI 抬升做出紧缩反应的概率较小。

其次，PPI 向 CPI 的传导有限。①2020 年全年 PPI 定基指数的均值为 106.3。即使 2021 全年 PPI 定基指数的均值达到历史高点 110.1（2018 年 10 月），2021 年 PPI 的同比涨幅为 3.6%左右。②即使假设 2021 年 PPI 的均值比历史高点再高出 1-2 个百分点，2021 年 PPI 的同比涨幅接近 6%，向 CPI 的传导也较为有限，观察历史数据，近 20 年来，PPI 同比涨幅即使达到 6%时，非食品 CPI 涨幅也从未超过 3%。

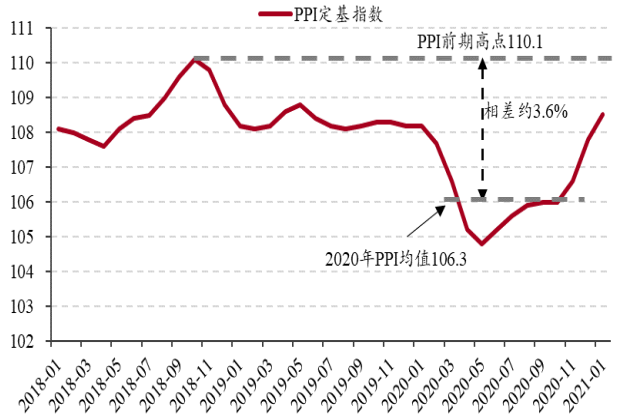
最后，结构性的“价格”问题，总量收紧并不对症。CPI 和 PPI 剪刀差的反向修正、商品中的有色和原油（全球定价品种）、股市中的抱团股、债市中的信仰品种、地产中的热门区域和热门概念（学区、改善等），广义的看，本轮“价格”问题不在普涨，而在于结构性的问题，从这个角度来看，货币政策目前仍将以稳为主，两会报告中没有透露出“政策变盘”的信号。

图表 3.核心 CPI 波幅明显小于 PPI



数据来源：万得，中银证券

图表 4. PPI 价格绝对水平走势



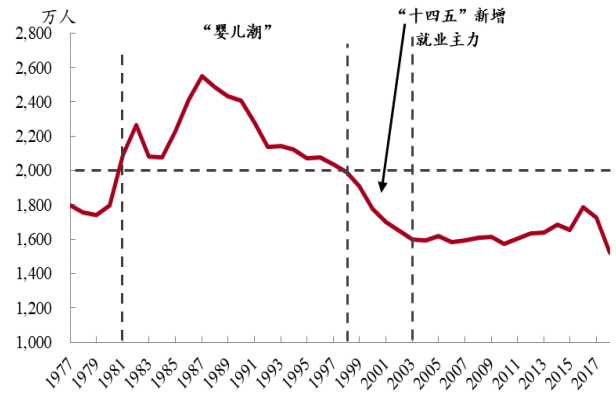
数据来源：万得，中银证券

3. 就业目标：十四五期间就业压力或显著缓解

与增长目标相适应，新增就业目标（1100 万人以上）也与 2019 年的目标一致。反映 2021 年的货币政策底线是以 2020 年基数为起点的常态增长路径。如果现实中经济内生动能推动了更高的增速当然是更好的结果，但我国可能不会为了用高增速补偿疫情期间的低增速，而放弃货币政策的空间、影响政策的可持续性。

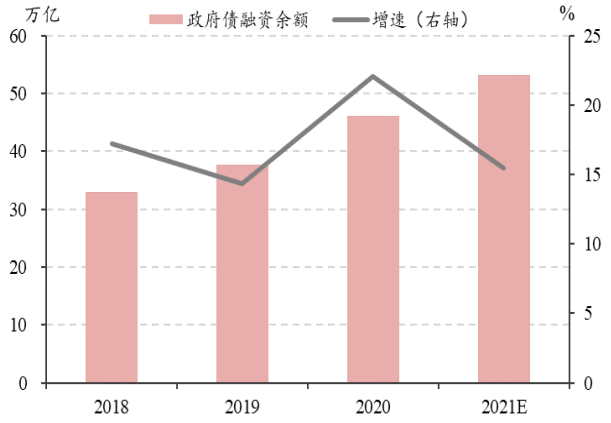
婴儿潮过去，十四五期间的就业压力将显著缓解。从就业压力的变化趋势来看，当前不追求增速补偿也有其合理性。按照人口出生的历史数据，我国就业压力可能在"十四五"期间得到加速缓解。如下图所示，我国在 1981 年至 1997 年间迎来"婴儿潮"高峰，此间每年的新生儿数量持续保持在 2000 万以上，其峰值出现在 1987 年。但从 1998 年到 2003 年，新生儿数量经历了较快下降，随后迎来一个新的"平台期"，甚至有所反弹。按照一个代表性个体在 22 岁前后（大学本科毕业）进入劳动力市场，那么 1998-2003 年的新生儿正是"十四五"期间新增就业的主力。随着就业压力开始逐步缓解，当前不追求增速补偿也有其合理性。

图表 5."十四五"就业压力有望加速缓解



数据来源：万得，中银证券

图表 6. 政府债务增速下行



数据来源：万得，中银证券

4. 政府债务：增速回调、总量续接

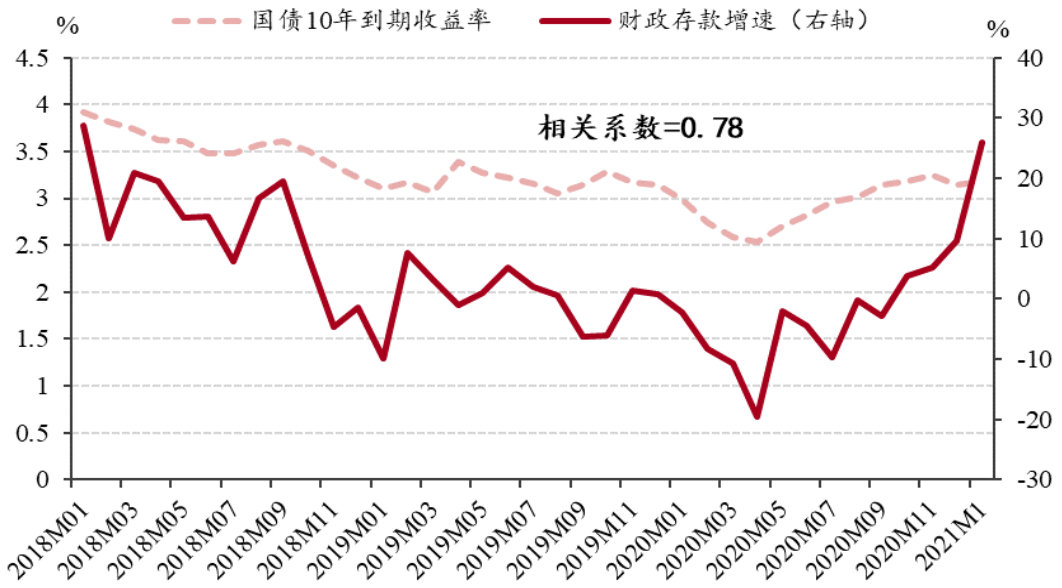
除特别国债外，政府债务增量与 2020 年几乎持平。2021 年赤字率拟按 3.2%左右安排，考虑到 2021 年名义 GDP 可能较 2020 年增长 10%左右，2021 年实际的赤字规模可能较 2020 年小幅下降 1000 亿左右，加上 2021 年拟不发行抗疫特别国债，地方政府专项债规模也减少约 1000 亿，2021 年政府净债务融资预计较 2020 年减少 1.2 万亿左右。

政府债务的增速下降将比较明显。由于基数扩大，2021 年政府债务余额的增速预计将从 2020 年的 22.1%下降至 15.5%。由于 2020 年政府债务融资存量占社融存量的比例达到 16.2%，若 2021 年政府债务余额增速下降 6.6 个百分点，则对社融整体增速的影响将达到 1 个百分点。**在货币和社融增速仍与名义 GDP 增长相匹配的前提下，政府债务增速的下降对利率债市场有边际的利好作用。**

强调财政支出或促使财政存款增速回落，同样利好利率债市场。在政府债务增速降低的同时，2021 年两会政府工作报告更突出强调了中央财政对地方财政的转移支付，包括"对地方一般性转移支付增长 7.8%，增幅明显高于去年"、"将 2.8 万亿元中央财政资金纳入直达机制、规模明显大于去年"。支出增加与债务增量边际减少共同作用，或将促使目前较高的财政存款余额出现回落。

财政存款增速偏高对国债基准利率有负面影响。财政存款将流动性抽离广义货币体系，一般对国债市场有负面冲击。如图表 7，财政存款增速与国债收益率之间存在比较明显的正相关关系。如果 2021 年财政存款增速能出现比较明显的回落，也将利好利率债市场。

图表 7. 国债收益率与财政存款增速



资料来源：万得，中银证券

5. 小结：没有增量信息，也是一种增量信息

①从经济增速和就业目标来看，回到了疫情前 2019 年的水平。考虑到 2021 年达标较为轻松，当前的经济目标并不在于年内的“维稳”，而是在于反应对于未来的规划和态度。“2035 翻一番”的潜在要求下，经济增速仍有目标，且未来的目标设定将追求平稳、不大起大落。

②从通胀目标来看，并未对于 PPI 抬升着墨过多，考虑到当前广义的价格更多的体现为结构性上涨，总量政策对其反应有限。

③从财政来看，3.2%+3.65 万亿的结果是此次两会报告中“信号”意义较强的一组数字。此前我们解读货币政策不急转弯在“量”的层面意味着信贷和社融增速明显回落，但规模基本和 2020 年续接。此次财政政策的数字反映出相同的内涵。

④此次两会报告传递的增量信息有限，但考虑到近期市场较为冷清，一个重要的原因就是对于货币政策的下一步动作较为担忧，从此次两会来看，以稳为主的思路信号更为明确，并未出现“政策变盘”的信号。考虑到经济前高后低的预期、前期市场对于利空的钝化、以及当前较好的交易结构，债市的窗口期在延续。

风险提示：海外市场发生超预期变化，政策超预期收紧。

图表 8. 历年政府工作报告中的数字目标

		2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
经济社会发展目标	GDP	6%以上	无GDP增速目标“六稳”、“六保”	6-6.5%	6.5%	6.5%	6.5-7%
	完成情况		2.30%	6.1%	6.6%	6.9%	6.70%
	CPI	3%左右	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	完成情况		2.5%	2.9%	2.1%	1.6%	2.0%
	新增就业	1100万人以上	900万	1100万	1100万	1100万	1000万
	完成情况		1186万人	1352万	1361万	1351万	1314万
	调查失业率	5.5%	6.0%	5.5%	5.5%	—	—
	完成情况		5%	5-5.3%	4.8-5.1%		
	登记失业率	—	5.5%	4.5%-	4.5%-	4.5%-	4.5%-
	完成情况		4.2%	3.62%	3.80%	3.90%	4.02%
	贫困人口减少	—	全部脱贫	1000万	1000万	1000万	1000万
	完成情况		剩余551万人全部脱贫	1109万	1386万	1289万	1240万
	居民收入	稳步增长	与经济增长基本同步	与经济增长基本同步	和经济增长基本同步	和经济增长基本同步	和经济增长基本同步
	完成情况		2.10%	5.8%	6.5%	7.3%	6.3%
	进出口	量稳质升	促稳提质	稳中提质	稳中向好	回稳向好	回稳向好
	完成情况		1.50%	3.47%	9.70%	14.20%	-0.90%
	国际收支	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡
	完成情况		顺差2989亿美元	顺差1788亿美元	顺差491亿美元	顺差1649亿美元	顺差1964亿美元
	单位GDP能耗下降	3%左右	继续下降	3%左右	3.0%	3.4%	3.4%
	完成情况		0.10%	2.6%	3.1%	3.7%	5.0%
	宏观杠杆率	基本稳定	—	基本稳定	基本稳定	-	-
	完成情况		270.10%	245.4%	249.4%	250.3%	247.6%
货币政策	整体方向	灵活精准、合理适度	稳健，更加灵活适度	松紧适度	稳健中性	稳健中性	稳健，灵活适度
	完成情况						
	M2/社融	与名义经济增速基本匹配	增速明显高于去年	与名义GDP增速相配	合理增长	12%	13%
	完成情况		10.1%/13.3%	8.7%/10.7%	8.1%/9.8%	8.2%/12%	11.3%/
财政政策	整体方向	积极，提质增效、更可持续	积极，更加积极有为	积极，加力提效	积极	积极	积极,加大力度
	完成情况						
	赤字率	3.2%左右	3.6%以上	2.8%	2.6%	3.0%	3.0%
	完成情况			2.8%	4.2%	3.7%	3.8%
	财政赤字		3.76万亿	2.76万亿	2.38万亿	2.38万亿	2.18万亿
	完成情况			2.76万亿	37554亿	30492亿	28289亿
	中央财政赤字		1.83万亿	1.83万亿	1.55万亿	1.55万亿	1.4万亿
	完成情况			1.83万亿		1.55亿元	1.4万亿
	地方财政赤字		1.93万亿 1万亿特别国债	0.93万亿	0.83万亿	0.83万亿	0.78万亿
	完成情况			0.93万亿		0.83万亿	—
	全国财政支出	—	—	23万亿	21万亿	—	—
	完成情况			23.89万亿	220906亿		
	地方政府专项债	3.65万亿	3.75万亿	2.15万亿	1.35万亿	8000亿	4000亿
	完成情况			2.15万亿	13433亿	8242亿	-
	减税降费		2.5万亿	2万亿	8000亿	3500亿	5000亿
	完成情况		超过2.6万亿	2.36万亿	1.3万亿	1万亿	5700亿
基建	铁路投资	—	增加1000亿资本金	8000亿	7320亿	8000亿	8000亿
	完成情况			8029亿	8028亿	8010亿	1900km
	公路水运、水利工程	—	加强交通、水利等重大工程建设	1.8万亿/公路30万公里/高速6000km	1.8万亿/公路20万公里	1.8万亿/公路20万公里	1.65万亿（不含水运）/公路20万公里
	完成情况			23451亿/7260亿	22973.7亿/10141亿		29万公里/21项
	老旧小区改造	5.3万个	3.9万个	1.9万个	-	-	-
	完成情况						
地产	整体方向	保障群众住房需求，房住不炒，稳地价、稳房价、稳预期	新型城镇化，房住不炒，因城施策	房地产市场平稳健康发展	房住不炒	分类调控，去库存	房地产市场平稳健康发展
	完成情况						
	棚改	—	-	620万套	580万套	600万套	600万套
	完成情况			316万套	626万套	609万套	600万套

资料来源：历年政府工作报告，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371