2021 年 03 月 06 日

两会要点解析

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

2021 年，政府工作逐步回归常态，淡化短期经济增长、着眼中长期发展问题。财政退出方向明确、重在保就业民生，货币政策延续前期定调、加强防风险。

● **重提目标并非一味追求增长，以改革创新为根本动力、用发展的办法解决问题**

重提经济目标并非一味追求增长，着力点在高质量发展，以改革创新为根本动力。2021 年 6%以上的经济增长目标并不高，除有利于今后目标平稳衔接外，也反映政策着力点并不在总量层面；新发展阶段，以推动高质量发展为主题。不同于前两年强调“改革开放”，2021 年强调“以改革创新为根本动力”，重在创新和内需；改革创新的推进，需要相对平稳的宏观环境，保持适度经济增长仍有必要。**用发展的办法解决问题，加强创新驱动、破除制约要素合理流动的堵点等。**从“十四五规划”和“2035 年远景目标”来看，发展的核心在于创新驱动、国内循环、民生建设等。基础研究十年行动方案、研发投放年均增长 7%以上等，均是创新驱动的保障；扩大内需和供给侧结构性改革结合，破除制约要素合理流动的堵点，推动国内循环；实施就业优先战略，加强普惠性、基础性、兜底性民生建设。

● **财政退出明确，重在保就业民生；货币延续前期定调，流动性不会趋势性收紧**

财政政策退出方向明确，仍保有较高赤字规模，重在保就业民生，而“低”效率杠杆行为确定性转向。2021 年一般赤字率 3.2%、专项债 3.65 万亿元、不再发行特别国债，均表明政策在逐步回归常态；赤字收缩幅度低于此前预期，重点在加大对保就业保民生保市场主体的支持力度，专项债或加大对民生、环保、中小银行补充资本金等领域的支持，而交通固定资产投资计划规模较 2020 年下降 25%。**货币政策基本延续前期定调、加强对实体支持，流动性环境不具备趋势性收紧的基础。**货币政策延续了中央经济工作会议和四季度执行报告定调，政府工作报告更加强调对实体的支持，提出“首贷户”、“随借随还”等信用贷措施，强调要“推动实际贷款利率进一步降低”。在政策“退潮”、债务压制上升的背景下，处理好恢复经济与防范风险的要求，意味着货币流动性环境不具备趋势性收紧的基础。

● **政策重心回归“调结构”、“防风险”，培育壮大新动能、扎实做好碳达峰工作**

防范化解金融等领域风险任务依然艰巨，政策重心回归“调结构”、“防风险”。相较于前两年，2021 年政府工作报告对防风险重视度明显提升，指出国际形势中不稳定不确定因素增多、防范化解金融等领域风险任务依然艰巨，强调要确保金融创新在审慎监管的前提下进行，完善金融风险处置机制、守住底线。2020 年 10 月以来，央行、银保监会等主要部委表态、监管措施加强，已提前给出信号。**政策继续推动经济转型升级，未来可重点关注产业自主可控、数字化发展、绿色发展等领域机遇。**高质量发展、扩大内需战略下，政策加大培育壮大新动能、优化和稳定产业链供应等，强化反垄断和防止资本无序扩张、激发市场主体活力；数字化发展、工业互联网、产业链自主可控等科技创新领域，及县乡消费、服务消费等领域，可以重点关注。此外，绿色发展、碳达峰等领域机遇，也值得关注。

● **风险提示：**金融风险加速释放。

相关研究报告

《宏观经济点评-景气延续回落，非制造业扰动明显》-2021.2.28

《宏观经济专题-三论 10Y 美债破 2%风险：不要过度“依恋”美联储》-2021.2.28

《宏观经济专题-商品视角，看内外需“K 型”分化》-2021.2.22

目 录

1、 重提目标并非一味追求增长，以改革创新为根本动力 3
2、 财政退出明确、重在保就业民生，货币延续前期定调 4
3、 政策回归“调结构”、“防风险”，继续推进转型升级 5
4、 风险提示 7

图表目录

图 1: 2021 年目标赤字率和专项债均有所下降 4
图 2: 2021 年交通相关计划投资规模较往年下降 25% 4

表 1: 主要经济和政策目标 3
表 2: “十四五”规划主要方向及相应内容 3
表 3: 货币政策基本延续前期定调 5
表 4: 近期，资产泡沫、监管短板等相关表述频现 5
表 5: 政策推动产业自主可控、数字经济等领域发展 6

1、 重提目标并非一味追求增长，以改革创新为根本动力

重提经济目标并非一味追求增长，着力点在高质量发展，以改革创新为根本动力。2021 年 6%以上的经济增长目标并不高，除有利于今后目标平稳衔接外，也反映政策着力点并不在总量层面；新发展阶段，以推动高质量发展为主题。不同于前两年强调“改革开放”，2021 年重点强调“以改革创新为根本动力”，重在创新和内需；创新的推进，需要相对平稳的宏观环境，保持适度经济增长仍有必要。

表1：主要经济和政策目标

指标	2021 年目标	2020 年目标	2020 年实际	2019 年目标	2019 年实际
GDP 增速	6%以上	未提及	2.3%	6%－6.5%	6.1%
CPI 增速	3%左右	3.5%左右	2.5%	3%左右	2.9%
城镇新增就业	1100 万人以上	900 万人以上	1186 万人	1100 万人以上	1352 万人
城镇调查失业率	5.5%左右	6%左右	5.2%	5.5%左右	5.0%-5.3%
财政赤字	3.57 万亿元	3.76 万亿元	3.76 万亿元	2.76 万亿元	2.76 万亿元
赤字率	3.2%左右	3.6%以上	3.7%	2.8%	2.8%
地方专项债券	3.65 万亿元	3.75 万亿元	3.75 万亿元	2.15 万亿元	2.15 万亿元
M2 增速	与名义经济增速基本匹配	明显高于 2019 年	10.1%	与国内生产总值名义增速相匹配	8.7%
社会融资规模增速	与名义经济增速基本匹配	明显高于 2019 年	13.3%	与国内生产总值名义增速相匹配	10.7%
减税降费	实行新的结构性减税政策	超过 2.5 万亿元	超过 2.6 万亿元	近 2 万亿元	2.36 万亿元

资料来源：新华社、开源证券研究所

用发展的办法解决问题，加强创新驱动、破除制约要素合理流动的堵点等。从“十四五规划”和“2035 年远景目标”来看，发展的核心在于创新驱动、国内循环、民生建设等。基础研究十年行动方案、研发投放年均增长 7%以上等，均是创新驱动的保障；扩大内需和供给侧结构性改革结合，破除制约要素合理流动的堵点，推动国内循环；实施就业优先战略，加强普惠性、基础性、兜底性民生建设。

表2：“十四五”规划主要方向及相应内容

方向	主要内容
提升发展质量效益	经济运行保持在合理区间，**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	**制定实施基础研究十年行动方案，**提升企业技术创新能力，激发人才创新活力，完善科技创新体制机制，**全社会研发经费投入年均增长 7%以上。**
形成强大国内市场	**破除制约要素合理流动的堵点，**贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成国民经济良性循环。
全面推进乡村振兴	推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，**常住人口城镇化率提高到 65%，发展壮大城市群和都市圈，**实施城市更新行动，**完善住房市场体系和住房保障体系。**
优化区域经济布局	深入实施区域重大战略、区域协调发展战略、主体功能区战略，**构建高质量发展的区域经济布局和国土空间支撑体系。**

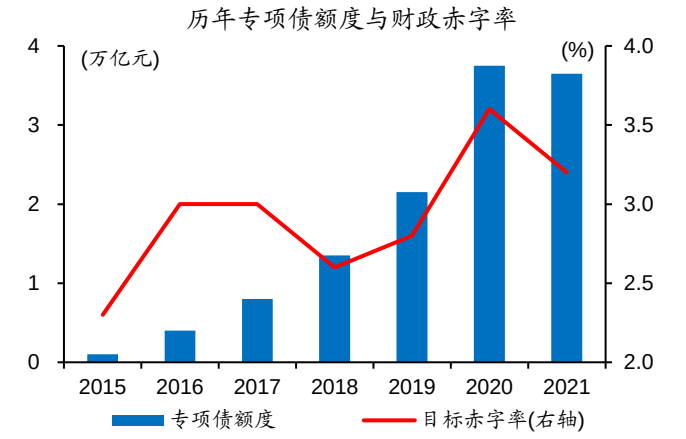
全面深化改革开放	建设高标准市场体系，**全面完善产权制度，推进要素市场化配置改革，强化竞争政策基础地位。**建立现代财税金融体制，提升政府经济治理能力。深化“放管服”改革，构建一流营商环境。
推动绿色发展	落实 2030 年应对气候变化国家自主贡献目标。加快发展方式绿色转型，协同推进经济高质量发展和生态环境高水平保护，**单位国内生产总值能耗和二氧化碳排放分别降低 13.5%、18%。**
持续增进民生福祉	劳动年龄人口平均受教育年限提高到 11.3 年。健全多层次社会保障体系，**基本养老保险参保率提高到 95%。**
统筹发展和安全	强化国家经济安全保障，实施粮食、能源资源、金融安全战略，粮食综合生产能力保持在 1.3 万亿斤以上。

资料来源：新华社、开源证券研究所

2、 财政退出明确、重在保就业民生，货币延续前期定调

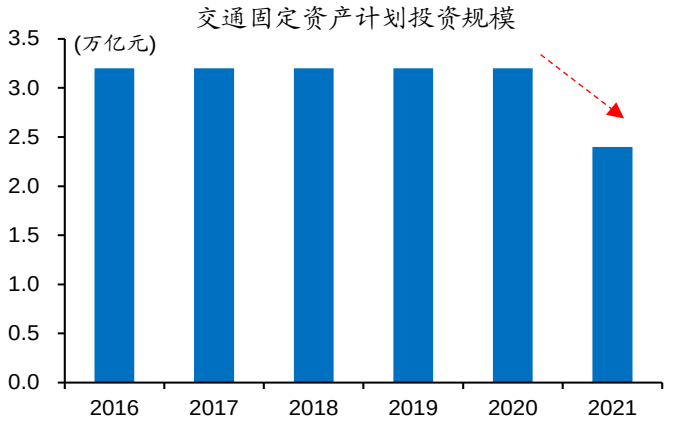
财政政策退出方向明确，仍保有较高赤字规模，重在保就业民生，而“低”效率杠杆行为确定性转向。2021 年一般赤字率 3.2%、专项债 3.65 万亿元、不再发行特别国债，均表明政策在逐步回归常态；赤字收缩幅度低于此前预期，重点在加大对保就业保民生保市场主体的支持力度，专项债或加大对民生、环保、中小银行补充资本金等领域的支持，而交通固定资产投资计划规模较 2020 年下降 25%。

图1：2021 年目标赤字率和专项债均有所下降



数据来源：Wind、新华社、开源证券研究所

图2：2021 年交通相关计划投资规模较往年下降 25%



数据来源：Wind、交通运输部、开源证券研究所

货币政策基本延续前期定调、加强对实体支持，流动性环境不具备趋势性收紧的基础。货币政策延续了中央经济工作会议和四季度执行报告定调，政府工作报告更加强调对实体的支持，提出“首贷户”、“随借随还”等信用贷措施，强调要“推动实际贷款利率进一步降低”。在政策“退潮”、债务压制上升的背景下，处理好恢复经济与防范风险的要求，意味着货币流动性环境不具备趋势性收紧的基础。

表3：货币政策基本延续前期定调

指标	政府工作报告	中央经济工作会议
政策基调	稳健的货币政策要**灵活精准、合理适度**	稳健的货币政策要**灵活精准、合理适度**
政策目标	1.**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。** 2.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。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。** 3.**进一步解决小微企业融资难题。**	1.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。 2.**保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，** 3.深化利率汇率市场化改革，**保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。**
具体措施	1.**延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策，**加大再贷款再贴现支持普惠金融力度。延长小微企业融资担保降费奖补政策，完善贷款风险分担补偿机制。 2.**引导银行扩大信用贷款、持续增加首贷户**，推广随借随还贷款，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，对受疫情持续影响行业企业给予定向支持。 3.大型商业银行普惠小微企业贷款增长30%以上。 4.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。	1.**强化普惠金融服务，**更大力度推进改革创新，让市场主体特别是中小微企业和个体工商户增加活力。 2.多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，**加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持。**

资料来源：新华社、开源证券研究所

3、政策回归“调结构”、“防风险”，继续推进转型升级

防范化解金融等领域风险任务依然艰巨，政策重心回归“调结构”、“防风险”。相较于前两年，2021年政府工作报告对防风险重视度明显提升，指出国际形势中不稳定不确定因素增多、防范化解金融等领域风险任务依然艰巨，强调要确保金融创新在审慎监管的前提下进行，完善金融风险处置机制、守住底线。2020年10月以来，央行、银保监会等主要部委表态、监管措施加强，已提前给出信号。

表4：近期，资产泡沫、监管短板等相关表述频现

分类	时间	会议/文件	主要内容
资产泡沫	2020年10月24日	金融街论坛	中国金融不能走**投机赌博的歪路，不能走金融泡沫自我循环的歧路，不能走庞氏骗局的邪路**。
	2020年11月6日	国务院政策例行吹风会	“**资金去哪里？要去实体经济，不要去玩“钱生钱”的游戏**…政策要有确定性，货币政策要有一定的数量但不能“溢出来”…资金要去实体经济，以确定性应对高度不确定性。”
	2020年11月27日	“财经年会2021：预测与战略”	坚决防范和化解系统性金融风险，持续拆解高风险影子银行业务，**严查严控资金违规流入房地产领域**，积极配合防控地方政府隐性债务的风险。
	2020年12月1日	《完善现代金融监管体系》	完善现代金融监管体系…**房地产是现阶段我国金融风险方面最大的‘灰犀牛’**。

	2020 年 12 月 30 日	《机构争相抱团核心资产，负面效应或在路上》	今年的 A 股市场上热门的核心资产大放异彩，但统计显示，**大多数个股的上涨原因中，业绩增长只是次要因素，很多个股涨幅 2/3 以上靠估值推动**，公募等机构资金抱团扎堆则是其估值拔高的主因。真正的估值，从来不是“人云亦云”出来的。当前机构抱团的核心资产未来会不会瓦解，还是要回到常识上来，不应该演变成一个笑话。
	2021 年 1 月 15 日	2020 年金融统计数据新闻发布会	密切关注重要领域的资产价格，在保持物价稳定的同时，**通过宏观审慎政策来防范资产价格大起大落带来的宏观金融风险**，以切实维护金融稳定。
	2021 年 1 月 26 日	“中央经济工作会议解读与当前经济形势分析”专题研讨会	“**有些领域的泡沫已经显现**，去年我国几个主要的股市指数都大幅上升，接近 30%，在经济增速大幅下降的情况下出现如此牛市，不可能与货币无关。另外，**最近上海、深圳等地房价涨得不少，这些都与流动性和杠杆率的变化有关**。未来这种情况是否会加剧，取决于今年货币政策要不要进行适度的转向，如果不转向，这些问题肯定会继续，会导致中长期更大的经济、金融风险。”
金融监管	2020 年 12 月 19 日	中央经济工作会议	加强规制，提升监管能力，坚决反对垄断和不正当竞争行为。金融创新必须在审慎监管的前提下进行…**大力提升国内监管能力和水平**。
	2021 年 1 月 6 日	央行工作会议	强化反垄断和防止资本无序扩张、统筹金融发展与金融安全的决策部署，**抓紧补齐监管制度短板**…确保金融创新在审慎监管前提下发展，普惠金融服务质量和竞争力稳中有升。
	2021 年 1 月 8 日	易纲谈 2021 年金融热点问题	要稳妥处置个体机构风险和重点领域风险，**健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系**，进一步压实各方责任，**补齐监管制度短板**。风险处置过程坚持依法合规、稳妥有序…要构筑与更高水平开放相适应的监管框架和风险防控体系…加强监管协调，形成监管合力。
	2021 年 2 月 8 日	四季度货币政策执行报告	维护金融安全，健全金融风险预防预警处置体系、问责制度，**抓紧补齐监管制度短板**，坚决守住不发生系统性金融风险的底线…**坚决遏制各类风险反弹回潮**，坚决不让局部风险发展成系统性风险、区域风险演化为全国性风险。
	2021 年 3 月 5 日	政府工作报告	强化金融控股公司和金融科技监管，**确保金融创新在审慎监管的前提下进行。**完善金融风险处置工作机制，压实各方责任，**坚决守住不发生系统性金融风险的底线。**金融机构要坚守服务实体经济的本分。

资料来源：中国人民银行、中国政府网站、新华社、开源证券研究所

政策继续推动经济转型升级，未来可重点关注产业自主可控、数字化发展、绿色发展等领域机遇。高质量发展、扩大内需战略下，政策加大培育壮大新动能、优化和稳定产业链供应等，强化反垄断和防止资本无序扩张、激发市场主体活力；结合相关表述来看，数字化发展、工业互联网、产业链自主可控等科技创新领域，及县乡消费、服务消费等领域，可以重点关注。此外，绿色发展、推进碳达峰工作等，带来清洁能源等相关领域机遇，也值得关注。

表5：政策推动产业自主可控、数字经济等领域发展

方向	政府工作报告相关内容
数字化/数字经济	**加快数字化发展，打造数字经济新优势，协同推进数字产业化和产业数字化转型，**加快数字社会建设步伐，提高数字政府建设水平，营造良好数字生态，建设数字中国。
工业互联网	**发展工业互联网，搭建更多共性技术研发平台，**提升中小微企业创新能力和专业化水平。

产业链	**增强产业链供应链自主可控能力**，实施好产业基础再造工程，发挥大企业引领支撑和中小微企业协作配套作用。加强质量基础设施建设，深入实施质量提升行动，**促进产业链上下游标准有效衔接，弘扬工匠精神**，以精工细作提升中国制造品质。
5G 网络	**加大 5G 网络和千兆光网建设力度，**丰富应用场景。
节能环保	扩大环境保护、节能节水等企业所得税优惠目录范围，**促进新型节能环保技术、装备和产品研发应用，培育壮大节能环保产业。**

资料来源：新华社、开源证券研究所

4、 风险提示

金融风险加速释放。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn