中诚信国际

热点点评

2021 年 3 月 5 日

疫后开局、承前启后，注重经济恢复与风险防范的平衡

——2021 年政府工作报告点评

2021 年是具有特殊重要性的一年，既是疫后经济修复的一年，也是十四五开局之年。政府工作报告充分考虑了 2021 年的特殊性，注重政策的平稳衔接，更强调经济结构调整，以十四五规划为指导部署重点任务。综合报告内容，我们认为有以下几个方面值得关注：

- **恢复 GDP 增长预期目标，注重修复与增长的平稳衔接。**本年报告综合经济修复形势、就业与物价形势、财政及货币政策取向得出 6%的预期增速下限。我们认为，该增速目标的制定相对宽松，扩大了政策调整空间，由于 2020 年经济增长的低基数，市场普遍预期 2021 年经济增速或达 7%以上，若按照今年全年增速 6%来计算，2020、2021 两年的平均增速仅为 4.5%。
- **继续强调统筹疫情防控与经济社会发展。**尽管在国内疫情得到有效控制的背景下，2021 年中国经济社会运行已然步入“疫后时期”，但只有全球疫情解除才能根本控制疫情对国内的影响，今年疫情防控的压力依然存在。
- **宏观政策不急转弯，注重连续、稳定和可持续性，更加强调“精准”。**随着经济修复，稳增长压力有所弱化，而疫情冲击下债务风险再度累积，防风险压力持续存在，政策的边际调整势在必行。但是，本年政府工作报告明确提出“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会急转弯，也着眼长远，注重未来政策的可持续性。在此基调下，财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体；货币政策延续稳健，强调灵活精准、合理适度；今年金融将继续向服务实体经济倾斜，持续关注小微企业融资难。
- **继续强调经济结构调整，以十四五规划为指导部署重点任务。**2020 年的政府工作报告较为突出疫情冲击下的短期应对，对长期的结构问题、发展问题着墨较少。今年的政府工作报告对十四五规划有所回应，并在长期和结构问题上论述更为充分，我们认为报告有以下五个方面值得关注：重提市场经济体制改革，着眼长期发展的制度构建；强调供需更高水平动态平衡，注重消费与投资的有机结合；突出科创要素作用，提出了推动创新的新要求和新举措；乡村振兴接棒扶贫攻坚，注重扶贫脱困政策延续性；碳达峰、碳中和将加速推进，能源结构转型带来相关产业“危机并存”。

联络人

中诚信国际研究院

王秋凤 010-66428877-452
qfwang01@ccxi.com.cn

张林 010-66428877-271
lzhang01@ccxi.com.cn

袁海霞 010-66428877-261
hxyuan@ccxi.com.cn

相关报告：

30 个省份 GDP 实现增长，区域经济格局微调——2020 年各省份经济数据全梳理，2021 年 2 月 8 日

新时期新战略，中央经济工作会议释放六大信号——2020 年中央经济工作会议点评，2020 年 12 月 20 日

GDP 增速目标首次未予设定，宏观政策侧重休养生息--《2020 年国务院政府工作报告》经济内容点评，2020 年 5 月 22 日

市场化改革或将提速，八大重点内容值得关注——《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》文件点评，2020 年 5 月 19 日；

疫情冲击经济下行，区域分化加剧--2020 年一季度各省份经济数据全梳理，2020 年 5 月 16 日；

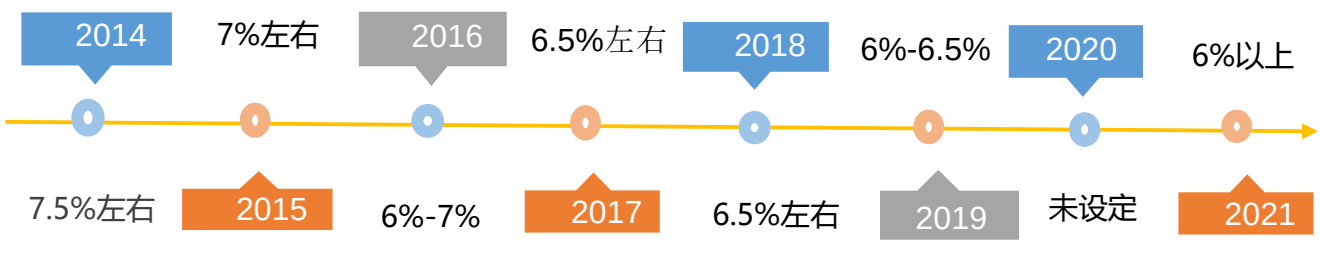
从“稳”到“稳”、“保”并存，政治局会议释放出六大变化--4 月 17 日政治局会议点评；2020 年 4 月 18 日

2021 年是具有特殊意义的一年：其一，本年是 2020 的新冠大疫情之后经济的反弹与修复之年，经济目标的设定既要考虑到上一年疫情冲击导致的滞后影响，也要考虑疫情仍然在全球流行的背景下对经济运行的外部冲击；其二，2021 年也是“十四五”的开局之年，既要注重为“十四五”开好局、起好步，更要着眼长远，经济发展目标的设定要注重与未来的“平稳衔接”，持续推进经济结构调整，为中国经济长远健康发展进一步奠定基础；其三，2020 年我国脱贫攻坚已经实现了决定性的胜利，全部人口告别了绝对贫困，实现由脱贫攻坚到乡村振兴的转型成为工作重点。两会政府工作报告也充分考虑了 2021 年的特殊性，经济目标的设定注重与未来的“平稳衔接”，宏观调控政策不急转弯，强调“连续性”、“稳定性”、“可持续性”，在构建以国内大循环为主体、国际国内更加协调的双循环发展格局背景下进一步推进改革与经济结构调整。

一、恢复提出 GDP 增速预期目标，注重修复与增长的平稳衔接

今年政府工作报告提出的 6%的下限增速是一个较为宽松的目标。去年由于受新冠肺炎疫情冲击、世界经济陷入深度衰退，1994 年以来的政府工作报告中首次未提出 GDP 增速预期目标。今年恢复提出 GDP 预期增速，不同于以往的绝对值目标或区间目标，而是将 6%作为增速目标下限，该目标是综合经济修复形势、就业与物价形势、财政及货币政策取向得出的预期性指标。我们认为，该目标是相对宽松的预期增速，由于 2020 年经济增长的低基数，市场普遍预期 2021 年经济增速或达 7%以上，若按照今年全年增速 6%来计算，2020、2021 两年的平均增速仅为 4.5%。这体现出政府并未因疫情冲击更强调宏观增速，而是强调经济修复与增长平稳衔接，给结构性改革和后续政策操作预留了空间，2021 年宏观政策将会进一步回归正常化。

图 1：近年“两会”设定的 GDP 预期增长目标



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

二、 疫情威胁依然存在，继续强调统筹疫情防控和经济社会发展

疫情仍然是 2020 年中国经济运行的潜在威胁，疫情防控仍将持续。虽然当前国内已经多日未出现新发本土疫情，全球疫苗接种持续推进，但疫苗接种的全球进展并不均衡，世卫组织明确表示“认为全球能在今年年底前结束新冠疫情的想法非常不成熟，也不切实际”，病毒已经发生或未来可能发生的变异也将加大疫情防控的难度。在此背景下，各界普遍认为 2021 年基本可以说是中国的“疫后之年”，与 2020 年相比，经济社会发展将更加正常化。但在全球新冠疫情尚未结束的情况下，疫情对中国经济

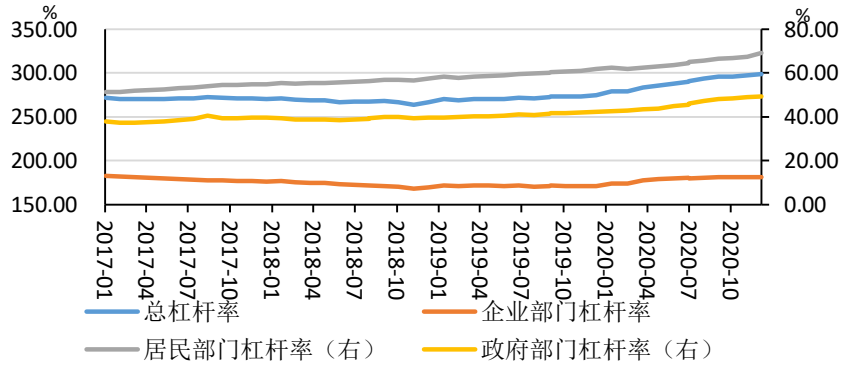
社会发展的危险依然存在，甚至未来随着国际交流的增加，外防输入的压力甚至有可能会加大。综合来看，疫情依然是2021年中国经济运行的一个潜在威胁。因此，两会政府工作报告也着重强调了“要更好统筹疫情防控和经济社会发展”、“坚持常态化防控和局部应急处置有机结合，继续毫不放松做好外防输入、内防反弹工作”，“抓好重点区域和关键环节防控，补上短板漏洞，严防出现聚集性疫情和散发病例传播扩散，有序推进疫苗研制和免费接种，提高科学精准防控能力和水平”，可以认为，尽管在国内疫情得到有效控制的背景下，2021年中国经济社会运行已然步入“疫后时期”，但并不会完全恢复到疫情前的状况，疫情防控的压力依然存在。

三、 宏观政策不急转弯，强调“连续性”、“稳定性”、“可持续性”

宏观政策注重恢复经济与风险防范的平衡，强调政策“连续性”、“稳定性”、“可持续性”，。

虽然2021年GDP经济发展目标底线设定为6%,但基于2020年基数偏低的原因,全年可以实现的GDP增速或大概率高于6%以上，稳增长压力相对较小，为宏观政策回归常态化提供了基础。但是，2020年为了应对疫情推出的一系列宽松政策导致债务风险再度攀升加快，根据中诚信国际的测算，2020年全年非金融部门杠杆率攀升24个百分点达到298%，而相比之下，此前三年，2017-2018年在防风险、去杠杆政策推动下宏观杠杆率有所下降，2019年在政策稳增长力度有所加大的背景下宏观杠杆率由降转升，但也仅攀升了8个百分点。各部门杠杆率升幅均较大，非金融企业部门杠杆率攀升10个百分点达到181%，政府部门杠杆率（月度口径）攀升7个百分点达到49%，居民部门杠杆率攀升7个百分点达到69%。债务风险持续处于高位也对宏观政策形成了一定制约，随着经济的修复，政策的边际调整势在必行。但是，但考虑经济复苏的基础并不稳固，微观经济主体面临的困难较多，仍然需要考虑逆周期政策退出过快带来的“政策悬崖效应”。两会政府工作报告明确提出“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，这既然考虑了可能的“政策悬崖风险”，政策不会急转弯，保持宏观杠杆率的稳定，同时也着眼长远，注重未来政策的可持续性。在强调政策保持连续性、稳定性、可持续性同时，政府工作报告“在区间调控基础上加强定向调控、相机调控、精准调控”，“宏观政策要继续为市场主体纾困”，未来宏观政策或将更加注重“精准施策”，结构型的调控手段或将有所增多。

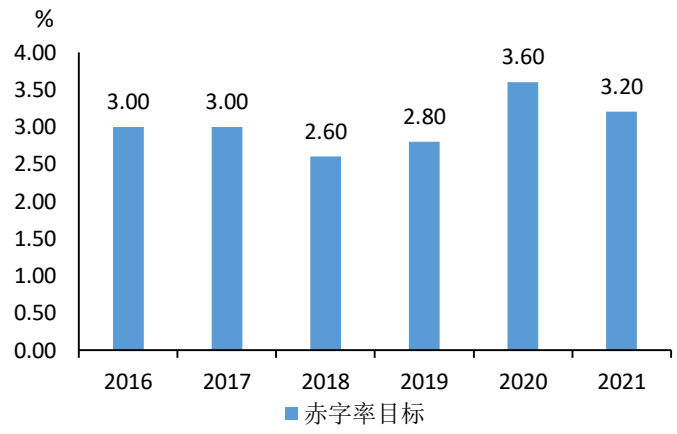
图2：2020年我国杠杆率增长加快



数据来源：中诚信国际整理

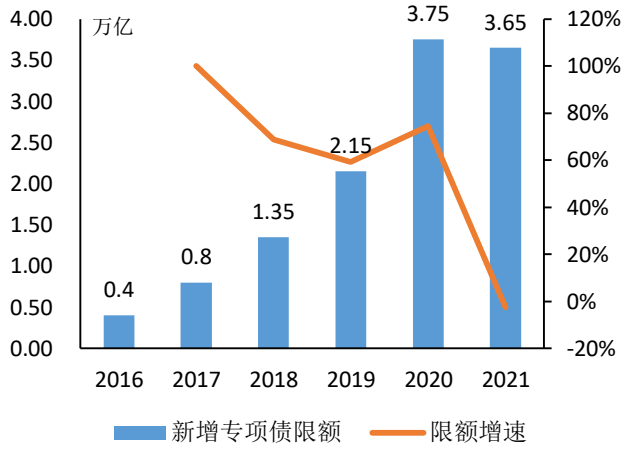
财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体。2020 年，在新冠疫情的冲击下，财政政策宽松力度超出以往，赤字率按 3.6%以上安排，发行万亿元特别国债，新增专项债额度扩大至史无前例的 3.75 万亿元。在 2020 年财政政策超常规的基础上，随着经济的修复，2021 年财政政策的边际收紧在预期之中，特别国债不再发行，但从调整的幅度来看，考虑到经济复苏的基础并不稳固仍需政策支撑、投资项目的延续也需要专项债的持续发力，财政政策的积极力度仍明显超出疫情前，全年赤字率按 3.2%安排，高于 2019 年 0.4 个百分点，新增专项债额度也仅较上年回落 0.1 万亿元，保持在 3.65 万亿元的高位。在财政支出方向上，在微观主体仍面临诸多困难的情况下，财政政策继续向微观主体倾斜，加大对保就业保民生保市场主体的支持力度，继续执行制度性减税政策，延长小规模纳税人增值税优惠等部分阶段性政策执行期限，实施新的结构性减税举措，对冲部分政策退出带来的影响。

图 3：历年赤字率目标变化



数据来源：中诚信国际整理

图 4：新增专项债限额变化



数据来源：中诚信国际整理

货币政策延续稳健，强调灵活精准、合理适度。基于平衡好稳增长和防风险关系的考量，本年的政府工作报告没有延续去年政府工作报告中对于降准、降息工具使用的要求，而是采用了 2020 年底中央经济工作会议提出的“处理好恢复经济与防范风险的关系”、“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”思路。货币政策继续向常态化回归同时，本年的政府工作报告着重强调货币政策的灵活精准、合理适度，继续强调服务实体经济，体现了货币政策的中性。

金融继续向服务实体经济倾斜，关注小微企业融资难。在考虑到微观主体困难持续的背景下，政府工作报告提出了一系列金融助力服务实体经济的举措，尤其是重点关注小微企业融资难。政府工作报告提出，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，对银行的考核也向小微企业倾斜，“务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降”。

四、继续强调经济结构调整，以十四五规划为指导部署重点任务

2020 年的政府工作报告较为突出疫情冲击下的短期应对，对长期的结构问题、发展问题着墨较少。在成功应对疫情冲击、经济增速压力较小的背景下，今年的政府工作报告对“十四五规划”有所回应，并在长期和结构问题上论述更为充分，我们认为以下四点值得关注：

继续推进市场经济体制改革，着眼长期发展的制度构建。2020 年是应对危机站稳脚跟的一年，因此当年的政府工作报告对短期冲击问题更加关心，没有围绕经济体制改革做出部署，今年的政府工作报告则从十四五规划的长期目标出发，加大笔墨从转变政府职能、降低企业成本、促进多种所有制共同发展、深化财税金融体制等四个方面做出了全面部署。我们认为未来市场经济体制的构建将更为完善，特别是通过金融体系运行改革，债券市场和股票市场在融资结构中的占比将有所上升，且将为民营企业、中小企业融资提供更多选择，进一步降低其融资成本。

强调供需更高水平动态平衡，注重消费与投资的有机结合。近几年的政府工作报告都对扩大内需有所部署，但今年的政府工作报告吸收了 2020 年中央经济工作会议的相关概念，首次在政府工作报告中提出“促进消费与投资有效结合、实现供需更高水平动态平衡”。我们认为，供需之间的动态平衡综合了供给侧改革与需求侧管理的优势，更有利于有效投资的拉动、高水平需求的释放，在部分行业产能过剩的前提下继续挖掘新增投资的潜力。工作报告中提出今年拟安排地方政府专项债 3.65 万亿，新增额度仅比去年下降 1000 以，考虑到没发完的用于补充中小银行资本金的 1500 亿，相当于 3.8 万亿的专项债将投入到相关工程建设中，我们认为这些新增投资将更加注重与新基建、促民生相结合，突出投资和消费的相互带动作用。

突出科技创新的要素作用，提出了推动创新的新要求和新举措。党的十九届五中全会提出，科创要素将在十四五期间进一步成为推动经济发展的主导力量。作为十四五的开局之年，本年政府工作报告围绕如何推动科技创新、培育壮大经济新动能提出了新的要求和举措，具体包括：第一，实施好关键核心技术攻关工程，深入谋划推进“科技创新 2030 重大项目”；第二，改革科技重大专项实施方式，推广“揭榜挂帅”等机制；第三，大幅增加投入，中央本级基础研究支出增长 10.6%；第四，落实扩大经费使用自主权政策，完善项目评审和人才评价机制，切实减轻科研人员不合理负担。

乡村振兴接棒扶贫攻坚，注重扶贫脱困政策延续性。十三五期间，我国 5575 万农村贫困人口实现脱贫，960 多万建档立卡贫困人口通过易地扶贫搬迁摆脱了“一方水土难养一方人”的困境，区域性整体贫困得到解决，完成了消除绝对贫困的艰巨任务。为了巩固脱贫成果，延续好贫困治理政策，本年政府工作报告提出以乡村振兴接棒扶贫攻坚，后续惠农支农政策将更加多元丰富。

碳达峰、碳中和将加速推进，能源结构转型带来相关产业“危机并存”。我国是全球最大的能源消耗国和排放国，党的十九届五中全会与 2020 年中央经济工作会议将碳达峰、碳中和列为重要目标，本年的政府工作报告也强调了能源结构的优化与调整。我们认为，能源相关的煤炭、石油、化工、电力、建筑等行业将面临越来越强的低碳与环保约束，而新能源汽车、氢能源、新材料、绿色建筑等行业将迎来更好的发展机遇，能源相关产业同时也是金融业的高度关联产业，整体金融市场也会随着能源结构转型出现一定扰动。我们建议大力推动发展绿色债券等绿色金融产品，以绿色金融引导产业发展的同时发挥金融市场优势、降低金融风险和成本。

小结：宏观政策同时需要注重经济恢复与风险防范的平衡

总体上，本年政府工作报告体现了短期目标与中长期发展的平衡、增长修复与风险防范的平衡。6%的较宽松增速目标以及对于改革、创新、低碳等长期结构调整的强调，体现了2021年将是从疫情冲击转向中长期发展的衔接之年。从宏观政策操作重心转换的角度看，2017至2018年在以防风险为重心的政策调控下宏观杠杆率有所下降，2019年在稳增长力度有所加大的背景下宏观杠杆率小幅回升，据中诚信国际的测算，疫情冲击政策对冲作用下2020年全年非金融部门杠杆率大幅攀升24个百分点，在宏观债务水平仍处高位等背景下，2021年的宏观政策调整保持连续性、稳定性以及可持续性，保持杠杆率水平保持稳定，在注重经济恢复的同时也会平衡风险防范，守住不发生系统性风险的底线。从财政工具上看，随着特别国债退出、债务与赤字规模减少，减税降费将更加注重激励市场活力，新增地方政府专项债的使用将更加注重对有效投资的支持、同时与消费的有机结合。从货币政策工具上看，货币政策则将更加侧重支持实体经济和小微企业，降准、降息工具或不会轻易采用。

附表：2010年以来政府工作报告对于主要经济指标和目标的表述

	指标	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年
增速	GDP增速	6%+		6%-6.5%	6.50%	7%
物价	CPI	3%	3.50%	3%	3%	3%
就业	新增就业，万人	1100	900	1100	1100	1100
	城镇调查失业率	5.50%	6%	5.50%	5.50%	5.50%
宏观政策	宏观政策目标	六稳+六保	六稳+六保	六稳	稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险	稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险
	财政政策	积极，提质增效、更可持续	积极，更加积极有为	积极，加力增效	积极，聚力增效	积极，更加有效
	货币政策	稳健，灵活精准、合理适度	稳健，更加灵活适度	稳健，松紧适度	稳健中性，松紧适度，管好货币供给总闸门	稳健中性
财政政策工具	赤字率	3.20%	3.6%+	2.80%	2.60%	3%
	赤字规模，万亿	3.43	3.76	2.76	2.38	2.38
	新增地方专项债	3.65	3.75	2.15	1.35	0.8
	减税降费规模，千亿		2.5	2	1.1	3.7
货币政策工具	M2	与名义GDP基本匹配	增速明显高于去年	与名义GDP相匹配	合理增长	12%
	信贷与社融	与名义GDP基本匹配	增速明显高于去年	与名义GDP相匹配	合理增长	12%
	流动性	合理充裕		合理充裕	合理稳定	维护基本稳定
	中央预算内投资安排，亿	6100	6000	5776	5376	5076

基建投资	铁路投资，亿		1000 资本金	8000	7320	8000
	公路水运投资，亿				18000	18000

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。