宏观研究

【粤开宏观】政府工作报告释放的 11 个重大信号

2021 年 03 月 05 日

投资要点

导读：3 月 5 日上午，十三届全国人大四次会议开幕，李克强总理作《政府工作报告》，全面总结 2020 年工作成绩、明确 2021 年经济工作目标和具体任务。

风险提示：外围环境超预期恶化

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
电话：010-66235713
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

近期报告

《【粤开宏观】从地方两会看 2021 中国经济》2021-02-02

《【粤开宏观】政府债务形势分析：风险、成因及治理路径》2021-02-09

《【粤开宏观】一马当先：广东发展模式成功的三大关键》2021-02-17

《【粤开宏观】中国财政形势分析：当前形势及中长期改革方向》2021-02-22

《【粤开宏观】风景这边独好：点评《中国 2020 年国民经济统计公报》》2021-02-28

目 录

一、高度肯定成绩并强调不易，对形势的判断依然严峻但较去年偏乐观 3
二、基于三大原因重设 GDP 增速目标，上调就业目标，聚焦民生和高质量发展，赤字率隐含名义 GDP 增速 9.8% 3
三、财政政策：从“积极有为”重回“提质增效”，强调“更可持续”，着力点从大规模减税降费到优化支出结构、构建新发展格局 5
四、货币政策重提“宏观杠杆率基本稳定”，强调精准，M2 和社融可能下行，边际趋紧，稳杠杆与防风险重要性上升 9
五、促进资本市场健康发展，推动金融科技审慎创新 12
六、强化反垄断和防止资本无序扩张，社会主义市场经济的前提是社会主义和共同富裕，协调公平与效率 13
七、积极应对人口老龄化，发展养老金第三支柱 14
八、强调加快构建新发展格局和发展的安全性：产业链升级、科技创新、粮食安全、乡村振兴等 14
九、推动碳达峰、碳中和下的绿色经济发展，绿色投资和新一轮供给侧改革来临 15
十、住房问题延续房住不炒、因城施策基调和旧改工作，但强调租赁问题，新增大城市住房问题 17
十一、积极考虑加入 CPTPP，将产生经济、制度和战略三大效果 18

图表目录

图表 1： 近年来随着第三产业占比提高以及就业优先政策实施，每单位百分点 GDP 创造就业的能力的增强. 4
图表 2： 历年政府工作报告主要目标和政策变化 4
图表 3： 2020 年二季度末部分经济体的政府负债率（%） 7
图表 4： 近年来宏观税负持续下行，必须重视减税降费与财政可持续性问题 8
图表 5： 社保对一般公共预算的拖累程度提高 8
图表 6： 2020 年实体部门杠杆率快速攀升 10
图表 7： 2021 年 1 月流动性收紧，货币市场利率大幅攀升 10
图表 8： 2020 年下半年以来，中央及监管层频繁发声强调防范金融风险 11
图表 9： 2020 年 M2 及社融增速整体上行 11
图表 10： 2020 年以来我国碳中和相关政策梳理 16
图表 11： 我国碳交易市场建设历程 17

一、高度肯定成绩并强调不易，对形势的判断依然严峻但较去年偏乐观

从内容看和整体基调看，高度肯定成绩并强调不易，对形势的判断仍严峻但较去年偏乐观，行文反映出的紧迫性略有下降。重点工作方面较去年多列 2 个方面强调科技创新和碳达峰、碳中和工作，报告的落脚点在加快构建新发展格局和安全发展。

一是从布局谋篇看，《2021 年政府工作报告》(下称“报告”) 包括三大部分，2020 年工作回顾、“十三五”时期发展成就和“十四五”时期主要目标任务、2021 年重点工作。2021 年的工作重点包括 8 个方面，较去年增加了 2 个单列的方面。“保持宏观政策连续性稳定性可持续性,促进经济运行在合理区间"深入推进重点领域改革,更大激发市场主体活力”“依靠创新推动实体经济高质量发展,培育壮大新动能"坚持扩大内需这个战略基点,充分挖掘国内市场潜力"全面实施乡村振兴战略,促进农业稳定发展和农民增收"实行高水平对外开放,促进外贸外资稳中提质"加强污染防治和生态建设,持续改善环境质量"切实增进民生福祉,不断提高社会建设水平”。增加的内容是：一是“依靠创新推动实体经济高质量发展，培育壮大新动能”，重点强调科技创新和产业链供应链稳定，强调发展的安全性，特别提出“以‘十年磨一剑’的精神在关键核心领域实现重大突破”；二是“加强污染防治和生态建设，持续改善环境质量”，这部分重点强调碳达峰、碳中和的工作，意味着新一轮供给侧改革将开启。

二是从篇幅和行文风格看，重回 2019 年及之前大部分年份的框架，强调全面、完整、系统，篇幅基本在 2 万字左右；2020 年因为疫情防控形势的紧迫性和严峻性，更多篇幅在谈疫情防控以及如何快速、直接地开展经济社会工作，篇幅压缩了一半。

三是高度肯定 2020 年工作成绩并强调不易，与中央经济工作会议的定调“人民满意、世界瞩目、可以载入史册的答卷”一致。“殊为不易。各地区各部门顾全大局、尽责担当，上亿市场主体在应对冲击中展现出坚强韧性”。

四是对形势的判断仍强调疫情和世界经济的不确定性、经济恢复的基础不牢固、财政收支矛盾突出。但由于经济在恢复，对就业、企业困难的判断有所缓和，从去年的“就业压力显著加大”变为今年的“稳就业压力较大”，从“企业特别是中小微企业困难凸显”到今年的“中小微企业和个体工商户困难较多”。“新冠肺炎疫情仍在全球蔓延，国际形势中不稳定不确定因素增多，世界经济形势复杂严峻。国内疫情防控仍有薄弱环节，经济恢复基础尚不牢固，居民消费仍受制约，投资增长后劲不足，中小微企业和个体工商户困难较多，稳就业压力较大。关键领域创新能力不强。一些地方财政收支矛盾突出，防范化解金融等领域风险任务依然艰巨。生态环保任重道远。民生领域还有不少短板。”

二、基于三大原因重设 GDP 增速目标，上调就业目标，聚焦民生和高质量发展，赤字率隐含名义 GDP 增速 9.8%

报告指出：“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;进出口量稳质升,国际收支基本平衡;居民收入稳步增长;生态环境质量进一步改善,单位国内生产总值能耗降低 3 %左右,主要污染物排放量继续下降;粮食产量保持在 1．3 万亿斤以上。”

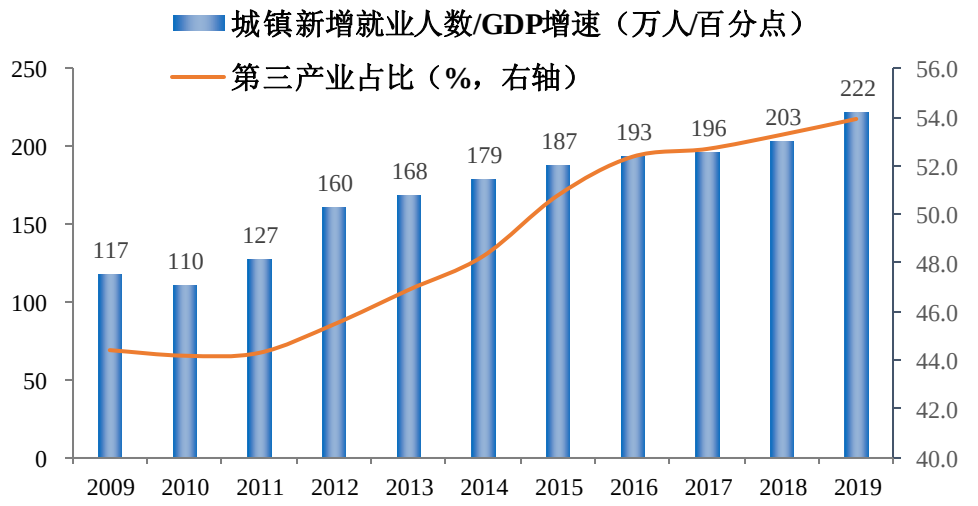
一是重设了 GDP 预期增速目标在 6%以上，目标弹性更大，既引导各部门和地方政府发展经济保民生，又不追求过高目标而是强调高质量发展。2016 年 GDP 增速目标是“6.5-7.0%”，2017 和 2018 年均为“6.5%左右”，2019 年目标为“6.0-6.5%”的区间，2020

年复杂多变的环境不确定性导致不设具体的经济增速目标，更加聚焦“六保”和民生目标。**今年的目标增速“6%以上”，弹性大，主要是基于三大原因：**一是经济在持续恢复，尤其是一季度 GDP 增速在低基数的作用下将高达 15%以上，不确定性相对下降，仍需设置目标引导地方发展经济，进而保就业和保民生。二是设置有弹性的目标意在考虑到经济恢复的基础不牢固，内部不确定性下降，但外部不确定性仍存。疫情防控取得决定性胜利，疫情防控管理经验、财政支持、疫苗接种，内部不确定性相对下降，但逆全球化和美国对华全面摩擦仍存。三是设置相对较低的增速目标（大部分机构预计 2021 年 GDP 增速在 9%左右，因此相对而言 6%较低）不仅考虑今年情况，也考虑统筹明后年发展的需要，预期目标不要忽高忽低，不能今年设置目标 8%以上，明年目标又大落到 5%以上。

二是上调就业目标，下调 CPI 目标。今年新增城镇就业人数目标从去年的 900 万人上升至 1100 万人，城镇调查失业率下调至 5.5%，总体回归到疫情前的目标。历史上看，我国一般都超额完成就业目标。2015-2019 年新增城镇就业人数分别为 1312、1314、1351、1361、1352，均超出 1100 万人的目标。即使在 2020 年艰难的情况下，也完成 1186 万人，超出 900 万的目标。**今年的就业压力难度在于三个方面：**第一，就业总量压力不减。今年需要安排就业的城镇新成长劳动力在 1500 万人左右，**今年的高校毕业生 909 万人，达到新高。**二是结构性矛盾仍然突出，就业难和招工难并存。制造业、服务业普工难招、技术工人短缺，技术技能人才的求人倍率超过 2，一个技术技能人才至少面对 2 个岗位。三是疫情的影响复杂多变，国际疫情还在蔓延，“外防输入、内防反弹”的压力也比较大，给今年的就业增加了不确定性和风险挑战。**CPI 目标从 3.5%下调至 3%，回到 2015-2019 的目标水平，主要由于猪周期处于下行周期。**

三是赤字率从去年的“拟按 3.6%以上”下调至“3.2%左右”，赤字规模下调至 35700 亿元，隐含 GDP 名义增速为 9.8%。

图表1：近年来随着第三产业占比提高以及就业优先政策实施，每单位百分点 GDP 创造就业的能力的增强



资料来源:wind、粤开证券研究院

图表2：历年政府工作报告主要目标和政策变化

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
经济社会发展年度目标	GDP增速目标	7.5%	7%	6.5%-7%	6.5%	6.5%	6%-6.5%	未提出全年经济增速具体目标	6%以上
	CPI	3.5%	3%	3%	3%	3%	3%	3.50%	3%
	城镇新增就业	1000万人以上	1000万人以上	1000万人以上	1100万人以上	1100万人以上	1100万人以上	900万人以上	1100万人以上
	城镇登记失业率	4.6%以内	4.5%以内	4.5%以内	4.5%以内	4.5%以内（城镇调查失业率5.5%以内）	4.5%以内（城镇调查失业率5.5%以内）	5.5%（城镇调查失业率6%）	城镇调查失业率5.5%
	农村减贫人口	1000万人以上	1000万人以上	1000万人以上	1000万人以上	1000万人以上	1000万人以上	全部脱贫	
经济社会指标上年完成情况	GDP增速	7.7%	7.4%	6.9%	6.7%	6.9%	6.6%	6.1%	2.3%
	CPI	2.60%	2%	保持较低水平	2%	1.60%	2.10%	2.90%	2.50%
	新增就业	1310万人	1322万人	1312万人	1314万人	1351万人	1361万人	1352万人	1186万人
	城镇登记失业率	4.10%	4.09%	4.05%	4.02%	3.90%	3.8%（城镇调查失业率5%左右）	3.62%（城镇调查失业率5.3%以	4.24%（城镇调查失业率5.6%）
	农村减贫人口	1650万人	1232万人	1442万人	1240万人	1000万人以上	1386万人	1109万人	实现全面脱贫
财政政策	定调	继续实施积极的财政政策	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策要加大力度	财政政策要更加积极有效	积极的财政政策取向不变、要聚力提效	积极的财政政策要加力提效	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
	财政赤字	1.35万亿	1.62万亿	2.18万亿	2.38万亿	2.38万亿	2.76万亿	3.76万亿	3.57万亿
	赤字率	2.10%	2.30%	3%	3%	2.60%	2.80%	3.6%以上	3.20%
	地方政府专项债		适当发行专项债	4000亿	8000亿	1.35万亿	2.15万亿	3.75万亿	3.65万亿
	减税降费	进一步扩展小微企业税收优惠范围，减轻企业负担	继续实行结构性减税和普遍性降费进一步减轻企业特别是小微企业负担	今年将比改革前减轻企业和个人负担5000多亿元	全年再减少企业税负3500亿元左右、涉企收费约2000亿元	（1）全年再为企业和个人减税8000多亿元；（2）全年要为市场主体减轻非税负担3000多亿元	全年减轻企业税收和社保缴费负担近2万亿元	新增减税降费约5000亿元，预计全年为企业新增或减负超过2.5万亿	继续执行制度性减税政策
货币政策	定调	货币政策要保持松紧适度	稳健的货币政策要松紧适度	稳健的货币政策要灵活适度	货币政策要保持稳健中性	稳健的货币政策保持中性、要松紧适度	稳健的货币政策要松紧适度	稳健的货币政策要更加灵活适度	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度
	M2	13%	12%	13%	12%	管好货币供给总闸门，保持广义货币M2、信贷和社会融资规模合	广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹	引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年	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

资料来源：粤开证券研究院

三、财政政策：从“积极有为”重回“提质增效”，强调“更可持续”，着力点从大规模减税降费到优化支出结构、构建新发展格局

总体上，财政政策基调从“积极有为”重回“提质增效”，且强调“更可持续”。赤字率和专项债适当下调、抗疫特别国债不再发行，与当前经济持续恢复以及经济社会风险下降的形势密切相关，落脚点在通过提高效率来保障国家重大战略，尤其是加快构建新发展格局。这种基调和具体政策的调整反映出更加政策更加务实、灵活，及时根据形势调整，不搞大水漫灌，释放高质量发展的信号，同时为未来的不确定和风险留出政策空间。这种调整既是主动为之，防风险、留足空间应对未来；又是被形势使然，主要是财政收支矛盾突出，倒逼优化支出结构、强化绩效管理提高效率、财税体制改革。

2021 年的赤字、专项债虽然略有下调，但两者之和仍高达 7.22 万亿，在历史上看属于较高水平，预计相当于名义 GDP 的 6.5%，财政政策仍是积极的。从 2008 年国际金融危机以来，中国已连续 12 年实施积极的财政政策，积极财政政策的内涵在相应拓展。政策的积极与否要结合经济社会形势分析，也要看同等财政资金是否发挥了更大的效能。2021 年的赤字、专项债仅较 2020 年分别下调 1900 和 1000 亿元，赤字率为 3.2%左右，专项债规模相当于名义 GDP 的 3.3%；两者加总的规模为 7.22 万亿元，相当于 GDP 的 6.5%，仍保持了对经济恢复必要的支持力度，体现政策不急拐弯，保持连续性、稳定性和和持续性。

财政政策的着力点将从大规模减税降费转移到优化支出结构、构建新发展格局、防范风险和财税体制改革上，发挥财政作为国家治理的基础和重要支柱作用，即“推动科技创新、加快经济经济结构调整和调节收入分配上主动作为”，同时“落实减税降费政策”改为今年的“优化和落实减税降费政策”。

（一）下调赤字率和专项债，但仍保持较大规模，实现政策的连续性、稳定性和可持续性，主要是与经济恢复及风险下降的形势相关

一是当前经济持续恢复，经济社会风险下降，客观上要求政策力度要有所调整，回归正常化，为未来不确定性留足政策空间，政策要有可持续性。国家之间的较量既是改

革力度的较量，也是制度体系和政策空间的较量。第一，随着疫情得到控制，经济逐季恢复，2020 年四季度达到 6.5%，增速基本回到疫情前的正常水平。第二，就业形势超预期，2020 年末城镇调查失业率下降并稳定在 5.2%的水平，与疫情前基本相当。第三，2021 年 1-2 月制造业 PMI 指数为 51.3%和 50.6%，其中，生产指数为 53.5%和 51.9%，经营预期指数为 57.9%和 59.2%，均处在扩张区间。第四，2020 年四季度工业产能利用率已达到 78%，为供给侧结构性改革以来的高点，在 PPI 环比上升及同比转正的情况下，产能周期上升（制造业投资增速上升），成为 2021 年中国经济的重要支撑力量。第五，伴随居民收入上升以及预防性储蓄必要性的下降，消费将扭转 2020 年负增长的局面。消费将与制造业投资成为支撑经济持续恢复的两大内生动力。

二是疫情反复仍有不确定性，世界经济形势复杂多变，经济恢复的基础不牢，保持对经济恢复的必要支持力度和合理的支出强度，政策要有连续性和稳定性。第一，具有传染性的疫情在全球的终结不取决于控制程度最好、速度最快的国家，而取决于控制程度最差、速度最慢的国家，疫苗接种仍需时间，疫情仍存不确定。第二，逆全球化和民粹主义在全球仍沉渣泛起，部分国家推动的产业链“去中国化”进程仍在延续，拜登上台并未改变中美贸易摩擦形势的严峻性。第三，国内经济恢复的基础不牢。四季度 GDP 增速达到 6.5%，但房地产投资和出口贡献较大，产业间仍不均衡；大中小企业分化严重，小企业的 PMI 整体指数和新订单指数均连续 3 个月处于收缩区间；全球通胀预期推升美债利率，全球权益资产大幅下挫，外溢效应可能影响国内市场稳定。

三是财政收支形势为紧平衡状态，基层财政“三保”需积极的财政政策支撑。经济恢复叠加价格上行，对财政收入增速上行有一定支撑作用；但是各项重大战略目标落实及刚性支出导致支出端压力仍大，财政形势难言轻松。基层财政运行的顺畅程度直接影响政府职能的发挥及老百姓的切身感受，必须确保“三保”正常运转。

四是加快构建新发展格局要求财政要有所作为并大有作为。财政既影响国内循环的供需两端和生产、分配、流通和消费各环节，又影响国际国内两个循环。习近平总书记强调，2021 年经济工作要围绕构建新发展格局来展开，财政职能要积极发挥作用。第一，国内大循环为主体，要在需求端激发消费和有效投资需求，财政既要直接促进投资，又要带动市场投资并提振消费，尤其是要通过推动乡镇振兴、加快农业农村现代化和新型城镇化释放需求，培育完整的内需体系。第二，要在供给端形成高端供给，牵引和满足需求，有必要促进产业链升级，财政有必要加快科技自立自强、推动产业链供应链优化升级。第三，要坚持国际国内双循环相互促进，财政必须支持改善营商环境引进外资、合理降低关税增加进口改善人民生活、支持企业走出去。

（二）提质增效：统筹财力、优化支出结构、加强管理，保支出重点的同时提高投入产出比。

第一，强化了财力统筹和四本预算的衔接，充分发挥每一笔财政资金的使用效率，避免资金沉淀与资金不足并存。

第二，继续优化政府与市场关系，优化支出结构，政府过紧日子是为了让市场主体过好日子。其一，落实“党政机关要坚持过紧日子”的要求，大力压减非急需、非刚性项目和公用经费。对一些重点项目和政策性补贴按照从严从紧、能压则压的原则进行压减。地方财政也要进一步压减一般性支出，用于改善基本民生和支持市场主体发展。。其二，持续推进减税降费，保持政策连续性；同时要求各地要加大各类违规涉企收费整治力度，坚决防止弱化减税降费政策红利。其三，落实以人民为中心的发展理念，改善民生福利。社保与就业、医疗、教育支出预算支出增速高达 13.3%、7.8%和 14.8%，远超整体支出增速。其四，大力支持科技创新，科技创新事关经济安全、经济结构优化和新发展格局构建。科技支出持续保持较快增长，安排支出增速为 3.7%。

第三，建立实施常态化的财政资金直达机制，提高财政支出效率。今年将继续压减中央支出，增加对地方的转移支付力度，通过直达机制提高效率和效果。

第四，更加突出绩效导向，加快建立全方位全过程全覆盖的预算绩效管理体系，切实做到花钱要问效、无效要问责。

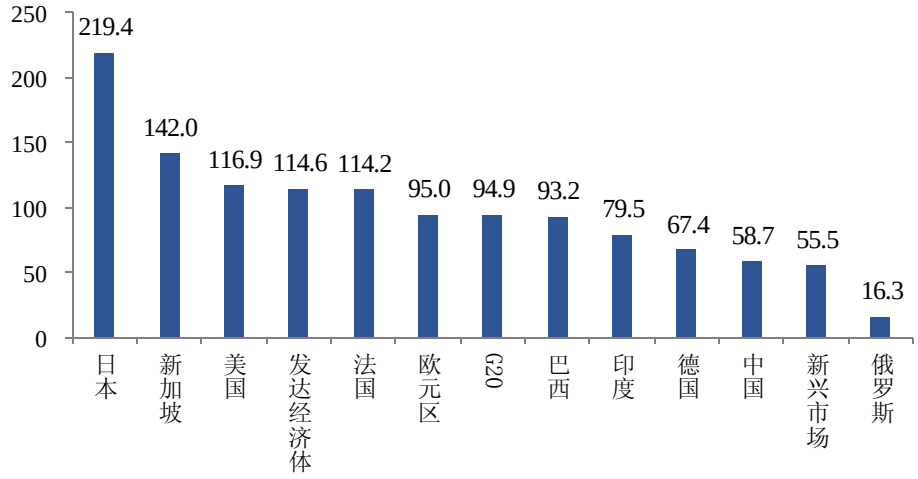
（三）更可持续：避免政府杠杆率过快上升，强调地方债务风险和"三保"风险，珍惜政策空间

"更可持续"体现在支出规模和政策力度要保持政府部门杠杆率基本稳定。

第一，2021 年一般公共预算支出增速为 1.8%，支出规模超过 25 万亿，政府支出规模保持在相对稳定的水平。近年来一般公共预算/名义 GDP 基本在 24%左右。

第二，中国的财政空间相对国际其他经济体仍有优势，但杠杆率快速上行容易推升风险。今年的支出和债务规模安排有利于保持政府部门杠杆率基本稳定。相对充裕的财政政策空间更可持续，有利于中国从容应对风险和不确定性攀升的未来。2020 年全球主要经济体纷纷采取扩张的政策对冲疫情爆发产生的风险，结果是杠杆率大幅攀升。2020 年底，中国政府债务为 46.55 万亿元，较上年增加 8.6 万亿元，负债率为 45.8%，较上年增加 7.5 个百分点，低于国际通行的 60%警戒线，风险总体可控。据 BIS 国际可比数据，截至 2020 年二季度（尚未发布三、四季度数据）中国政府部门杠杆率为 58.7%，略高于新兴市场国家的 55.5%，低于 60%，并显著低于 G20 成员均值 94.9%以及美国的 116.9%；从政府杠杆率上升幅度看，中国上升 5.8 个百分点，低于美国的 17.1、日本的 14.8 和发达经济体平均的 14.1 个百分点，但高于新兴经济体上升幅度的 3.8 个百分点。

图表3：2020 年二季度末部分经济体的政府负债率（%）



资料来源：BIS、粤开证券研究院，中国财政部公布的 2020 年底中国政府负债率为 45.8%，低于 BIS 计算。

第三，大规模减税降费短期内导致宏观税负持续下行，财政形势紧张，推升了政府债务，侧重点应从强调减税规模转向结构性效果。

其一，减税降费有利地降低市场主体的成本，但是持续减税降费导致边际效应递减，减税降费的效果必须依靠其他结构性改革才能共同起作用。

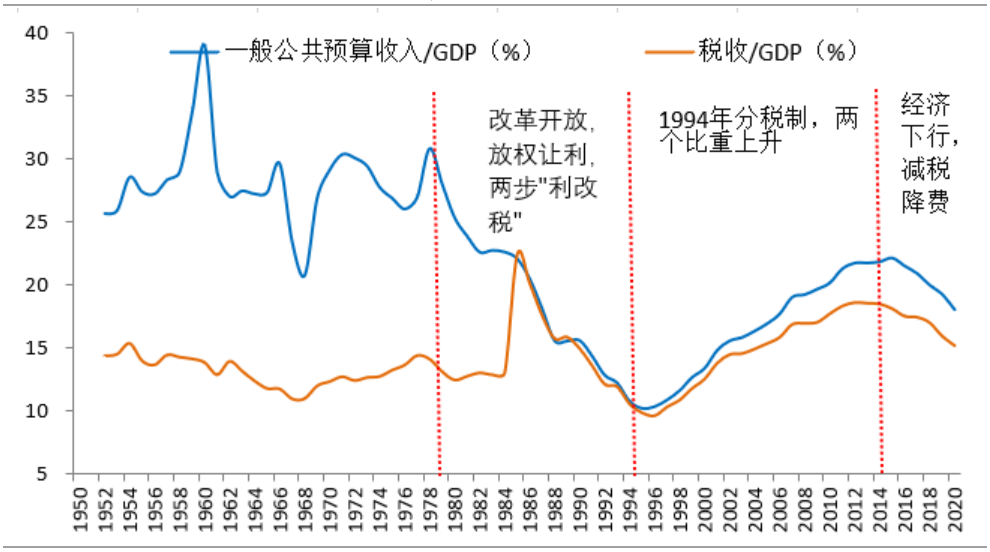
其二，大规模减税降费导致财力紧张，推升债务，要注重可持续性。

其三，近年来经济发展和宏观调控越发注重运用改革的办法，经济发展短期靠改革，但长期靠改革。减税降费是总量性的政策，财税体制改革是结构性的改革，空间更大，效果更好。

其四，财政要在“推动科技创新、加快经济经济结构调整和调节收入分配上主动作为”意味着要推动相应补贴和税费减免朝着科技创新和高质量发展的领域，个税制度改革以及转移支付必须向中低收入群体倾斜，调节收入分配，减少贫富分化，促进共同富裕。**延续执行企业研发费用加计扣除７５％政策，将制造业企业加计扣除比例提高到１００％。对先进制造业企业按月全额退还增值税增量留抵税额。**

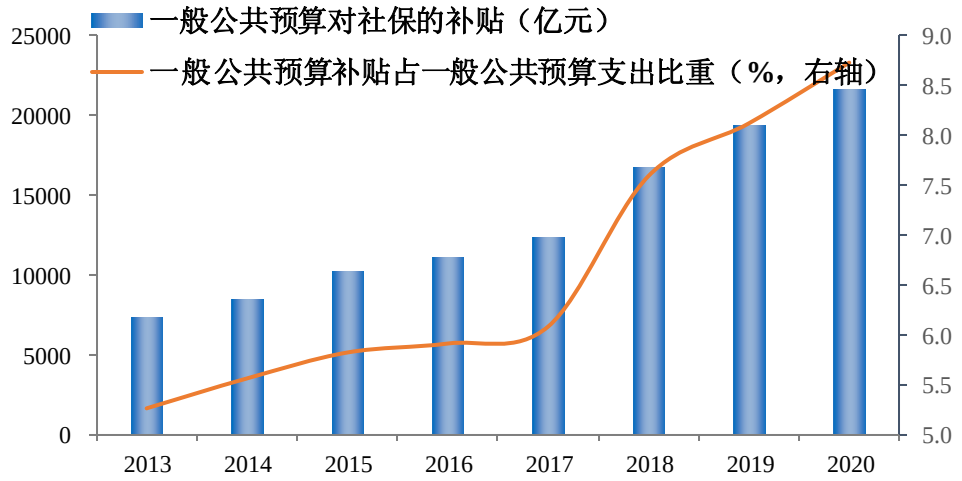
第三，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，坚决防范基层“三保”风险。在制定和落实民生政策过程中，各地要进一步增强民生政策措施有效性和可持续性，使民生支出建立在更有效、更可持续的基础上。加强财政可承受能力评估，对拟出台的民生政策和项目，全面分析对财政支出的短期和长远影响，对评估认定财政难以承受的，一律不得实施。

图表4：近年来宏观税负持续下行，必须重视减税降费与财政可持续性问题



资料来源:wind、粤开证券研究院

图表5：社保对一般公共预算的拖累程度提高



资料来源:wind、粤开证券研究院

（四）保障重大国家战略：支出方向指向“六稳"六保”和新发展格局

从支出方向看，主要集中于稳定经济（扩大内需）、科技创新、保民生、保基层财政运转、化解风险、污染防治和乡村振兴，均指向新发展格局。第一，实施扩大内需战略，通过中央基建投资、地方政府债券投资重点投向补短板、强弱项的“两新一重”领域；同时，通过乡村振兴、农业农村现代化、保民生改善人民生活水平，有利于缩小收入分配差距，激发消费潜力，构建内需体系。第二，科技创新和产业链升级是财政支出的重中之重。第三，防范风险守住安全发展底线。综上，财政规模和支出方向的调整，反映了财政在紧平衡时更聚焦国家重大战略的财力保障，既发挥财政逆周期调节的总量调节功能，更发挥结构性改革的作用。

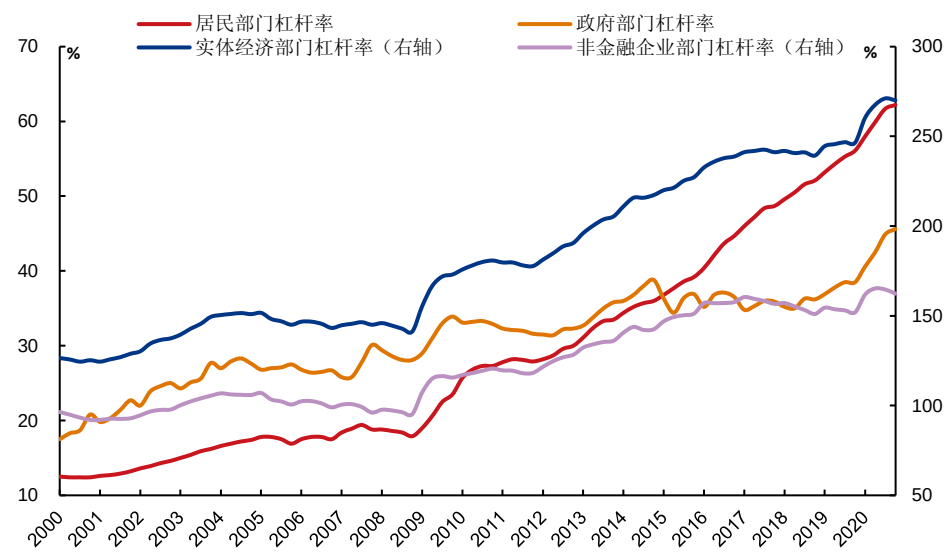
四、货币政策重提“宏观杠杆率基本稳定”，强调精准，M2 和社融可能下行，边际趋紧，稳杠杆与防风险重要性上升

报告指出：“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。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。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。"进一步解决小微企业融资难题。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……对受疫情持续影响行业企业给予定向支持。大型商业银行普惠小微企业贷款增长 30%以上。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。”

相比 2020 年，报告重提“宏观杠杆率基本稳定”，货币政策回归稳健中性，边际收紧。受疫情影响，2020 年货币政策基调偏松，允许宏观杠杆率有阶段性的上升。截至 2020 年四季度，我国实体经济部门杠杆率达到 270.1%，较年初提升 23.6 个百分点，创 2009 年以来年内最大升幅。2021 年 1 月央行货币政策委员会委员马骏公开发言指出，2020 年“杠杆率上升的非常快，要求货币政策开始调整”。伴随疫情逐步得到控制，经济逐步回

归常态，货币政策回归正常化的必要性正在增强。

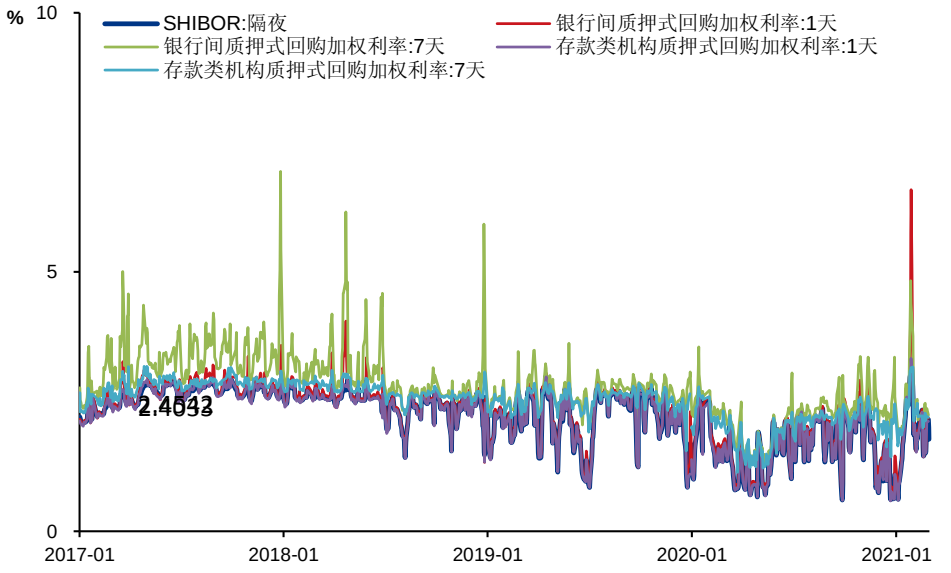
图表6：2020 年实体部门杠杆率快速攀升



资料来源：wind、粤开证券研究院

货币政策的提法从 2020 年“稳健的货币政策要更加灵活适度”转向“灵活精准、合理适度”，强调“精准”，且 M2 与社融增速从“明显高于去年”到“与名义经济增速基本匹配”，非常态化货币政策退出信号明显，基调边际收紧。报告延续了四季度货币政策执行报告及 1 月中央政治局会议总基调，同时更加强调“稳字当头”，着力“结构优化”。值得注意的是，去年 12 月中央经济工作会议及四季度货币政策执行报告以及本次政府工作报告中提出“不急转弯”更多的反映了货币政策要保持一定连续性，不代表“不转弯”。事实上，2021 年 1 月以来市场降息预期落空、货币市场利率加速上行出现短暂“钱荒”、3 月初银保监会主席郭树清公开发言表示预计整体贷款利率将有回升和调整，均在一定程度反映了监管层对货币政策相对收紧的态度。

图表7：2021 年 1 月流动性收紧，货币市场利率大幅攀升



资料来源：wind、粤开证券研究院

报告特别指出要“处理好恢复经济与防范风险的关系”,“防风险”重要性上升,货币政策向“紧货币”与“结构性紧信用”慢转弯,保持政策连续性。2020 年在全球央行宽松的背景下,实体经济信用风险、金融资产泡沫风险以及外部市场输入性风险等金融风险均在上升。从 2020 年 12 月政治局会议特别提到“要抓好各种存量风险化解和增量风险防范”,到 2021 年 1 月央行召开工作会议指出将“持续防范金融风险”,四季度货币政策执行报告强调杠杆抬头可能成为重要的潜在风险,再到近期多位监管层人士密集发声稳杠杆、防风险,本次报告提出“防范风险”,均表明疫情过后的货币政策将加大防风险考量。从实际情况来看,自 2020 年下半年以来货币政策的重心已逐步向金融防风险切换,如出台一系列政策加强互联网平台公司金融活动的审慎监管、清理整顿银行互联网存贷款业务、压降金融同业通道、加速不良资产处置、窗口指导房地产贷款增速等。

此外,与 2020 年相比,本次报告提出的“大型商业银行普惠小微企业贷款增长 30%以上”,较 2020 年普惠小微贷款目标下降 10 个百分点,这一方面反映了货币政策巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果的基调,另一方面也在一定程度上确认了货币政策的边际收紧。下阶段,货币政策将“结构性紧信用”,在设定房地产融资“三道红线”、银行房地产贷款上限的基础上规范房地产融资,并持续加大对制造业、科技创新、普惠型小微企业、绿色发展等领域的信贷投放,继续引导金融系统向实体经济让利。

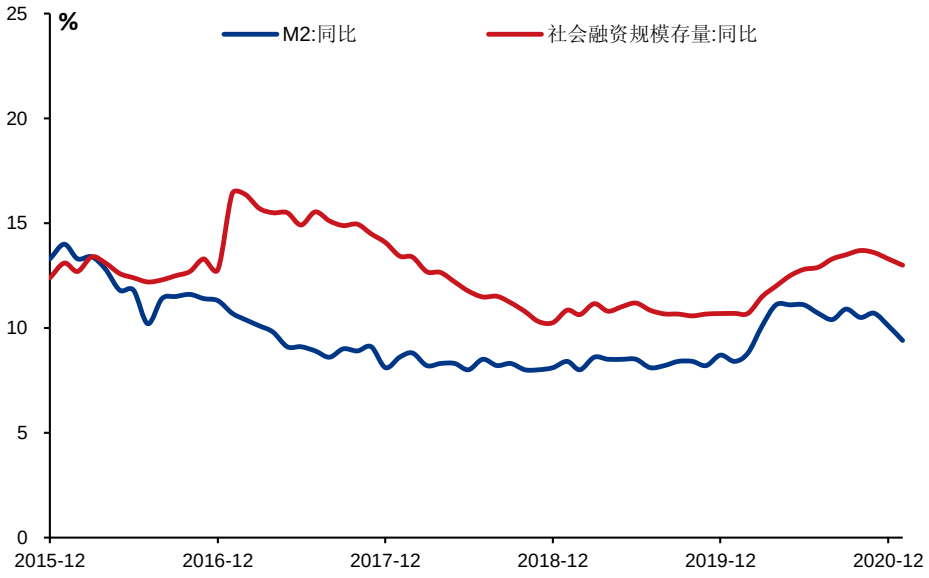
图表8:2020 年下半年以来,中央及监管层频繁发声强调防范金融风险

日期	内容
2020 年 8 月	央行公布了 2020 年二季度货币政策执行报告,设专栏阐述对低利率政策的反思,并强调了维持货币政策常态化空间的诉求。
2020 年 11 月	央行行长易纲在书中发表题为《建设现代中央银行制度》的署名文章,指出“金融监管和风险处置中的道德风险问题依然突出”。
2020 年 12 月	中共中央政治局会议特别提到“要抓好各种存量风险化解和增量风险防范”。
2021 年 1 月	央行货币政策委员会委员马骏公开表态称杠杆率大幅上升、部分领域出现泡沫,“今年货币政策要不要进行适度转向。如果不转向……会导致中长期更大的经济、金融风险”。
2021 年 1 月	2021 年央行工作会议指出要“持续防范化解金融风险,加强风险排查,做好风险应对”。
2021 年 3 月	中国银行保险监督管理委员会主席郭树清表示,要“把防范风险作为金融业的永恒主题”“毫不松懈地监控和化解各类金融风险”。

资料来源:wind、粤开证券研究院

伴随货币政策逐步回归正常化,预计央行将逐步收回此前过多释放的流动性,在防范风险方面更加灵活,货币市场整体呈紧平衡状态,利率中枢和波动性均将有所上行。从广义流动性来看,2020 年 M2、社融分别为 10.1%和 13.3%,较 2019 年分别提高 1.4 和 2.6 个百分点。我们认为 2021 年 M2 和社融增速将延续 2020 年 12 月以来下降态势,结合稳杠杆诉求进行倒推,假设 2017-2019 年杠杆率为中央认可的合意宏观杠杆率水平,这期间债务平均增速约为 10.5%。若 2021 年债务增速保持这一水平,预计 M2 和社融分别在 9%和 11%左右较为合理。

图表9:2020 年 M2 及社融增速整体上行



资料来源：wind、粤开证券研究院

五、促进资本市场健康发展，推动金融科技审慎创新

报告指出，“支持企业扩大债券融资。加强监管，防止资金“空转”套利，打击恶意逃废债”推动中小银行补充资本和完善治理，更好服务中小微企业。改革创业板并试点注册制，发展多层次资本市场。强化保险保障功能。”

“继续多渠道补充中小银行资本、强化公司治理，推进政策性银行分类分账改革，提升保险保障和服务功能。稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。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风险的底线。金融机构要坚守服务实体经济的本分。”

相比 2020 年，报告延续“发展多层次资本市场”基调不变，新增“完善常态化退市机制，加强债券市场建设”，为我国高质量经济发展、产业结构转型提供良好的金融条件。2003 年十六届三中全会首次提出“建立多层次资本市场体系，完善资本市场结构”，我国多层次资本市场建设之路由此开启征程，经过十余年发展已逐步完成资本市场基础体系搭建。2020 年资本市场建设以“提质增效”为指向，全面持续深化改革，从年初新三板综合改革渐次实施，到首批新三板精选层企业挂牌，到创业板注册制改革落地、全面推行注册制提上议程，再到 12 月退市新规优化退市标准、简化退市流程、强化风险提示，进一步提升上市公司质量。“加强债券市场建设”的提出是对去年永煤等 AAA 信用债打破刚兑、信用环境破坏的修复，有利于我国债券市场进一步健康发展。此外，2021 年 2 月 26 日，证监会在答复《关于进一步推进我国科创板高品质发展的提案》中表示，将坚持稳中求进的原则，深入研究论证推出科创板 T+0 交易的可行性、实施路径等问题，我国多层次资本市场建设有望进一步推进并完善。

报告还特别提出，要“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”。2020 年 10 月 31 日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，指出“当前金融科技与金融创新快速发展，必须处理好金融发展、金融稳定和金融安全的关系”。12 月 8 日，银保监会主席郭树清发表了关于金融科技的讲话，指出要促进更公平的市场竞争环境，大型科技公司往往利用数据垄断优势，阻碍公平竞争。同时还要关注新型“大

而不能倒”风险，一些大型科技公司同时涉足金融和科技领域，跨界混业经营，须关注这些机构风险的复杂性和外溢性，及时精准拆弹，消除新的系统性风险隐患。事实上，伴随金融科技创新、数字货币、数字经济的逐步发展，在释放增长潜力的同时也潜藏风险，金融与科技交叉导致风险复杂性和外溢性更突出，存在监管洼地，促进金融创新的同时也均需加强金融监管，为稳健推进十四五规划提供重要保障。

六、强化反垄断和防止资本无序扩张，社会主义市场经济的前提是社会主义和共同富裕，协调公平与效率

报告提出“国家支持平台企业创新发展、增强国际竞争力,同时要依法规范发展.强化反垄断和防止资本无序扩张,坚决维护公平竞争市场环境。”相比前两年政府工作报告提出的“坚持包容审慎监管”, 已经大有不同，强化反垄断是对去年中央经济工作会议精神的延续。

在过去较长一段时间，我国互联网经济发展迅速，数字经济占比提高，但是部分领域互联网巨头一家独导致了诸多社会和商业问题，平台经济和互联网反垄断成为重点：一是不公平竞争，在互联网巨头垄断之下，新进入者难以进入。二是侵害消费者权益，大数据杀熟、泄露个人隐私等事件层出不穷。三是加剧金融风险，互联网公司借金融科技之名放贷，诱导消费，资本金远远不足以覆盖风险，加剧系统性金融风险。

事实上，2020 年作为我国互联网反垄断元年，监管已针对平台经济和互联网密集出手。2020 年 10 月，十九届五中全会通过的《十四五规划建议》提出“健全公平竞争审查机制，加强反垄断和反不正当竞争执法司法，提升市场综合监管能力。” 11 月 10 日，市场监管总局出台《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》; 11 月 12 日，市场监管总局牵头成立“反不正当竞争部际联合会议”; 12 月 11 日，政治局会议上提出“强化反垄断和防止资本无序扩张”; 12 月 18 日，中央经济工作会议将“强化反垄断和防止资本无序扩张”列为来年 8 大任务之一。2021 年 1 月 20 日晚，央行发布《非银行支付机构条例（征求意见稿）》，第三方支付领域的反垄断拉开大幕；1 月 28 日，财政部与市场监督管理总局联合发布《反垄断工作补助经费管理暂行办法》，通过转移支付安排，拨给各省份市场监管部门专款，用于保障反垄断执法；1 月 31 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《建设高标准市场体系行动方案》，提出要加强和改进反垄断与反不正当竞争执法，坚决反对垄断和不正当竞争行为；2 月 7 日，国务院反垄断委员会正式出台《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》。

社会主义市场经济的前提是社会主义，必须有利于促进共同富裕，必须有利于促进实体经济发展，协调效率与公平。改革开放以来，资本与土地、劳动力结合，宏观的改革开放落实到微观是激发企业家的积极性，创造了大量财富。但是，近年来基尼系数上升，资本与劳动的分配比例不均衡，不利于推动共同富裕和加快构建新发展格局。资本无序扩张、漠视监管冲击了经济秩序、金融秩序和社会秩序稳定。部分民企巨头利用垄断和支配地位破坏市场，通过资本影响和干预政策、影响舆论，并呈现出公关智库化、智库公关化的趋势。

鼓励创新和强化反垄断在社会主义的本质要求里是和谐统一的，并不矛盾。邓小平说“社会主义的本质，是解放生产力，发展生产力，消灭剥削，消除两极分化，最终达到共同富裕”。解放和发展生产力，需要激发创新和企业家精神，而“消灭剥削，消除两极分化”需要强化反垄断和防止资本无序扩张。

七、积极应对人口老龄化，发展养老金第三支柱

报告指出：“提高退休人员基本养老金、优抚对象抚恤和生活补助标准。推进养老保险全国统筹，规范发展第三支柱养老保险。完善全国统一的社会保险公共服务平台。”

与 2020 年相比，本次报告新增“发展第三支柱养老保险”，健全养老金体系有望提速。2020 年 10 月中央十九届五中全会明确将积极应对人口老龄化上升为国家战略，去年 12 月的中央经济工作会议上，养老工作被列入扩大内需和全面推动改革开放等重点工作任务。目前我国养老金体系包括三大支柱，其中，第一支柱基本养老金，包括城镇企业职工基本养老保险、城乡居民基本养老保险。第二支柱职业养老金，包括企业年金和职业年金，企业年金适用于企业雇员，采取自愿方式，职业年金适用于机关事业单位员工，采取强制方式。第三支柱是个人养老金。2019 年末三大支柱比例约为 78：22：0，第三支柱在整个养老保险体系中仍是短板。我国第一支柱养老金面临较大缺口，据中国保险行业协会《中国养老金第三支柱研究报告》测算，全国来看，未来 5 到 10 年，预计将有 8-10 万亿的养老金缺口，而这个缺口还将随着时间推移而不断扩大。从国际经验来看，面临养老金缺口大的困境，需要第二、第三支柱补充，特别是第三支柱个人商业保险。但我国第三支柱起步缓慢，2018 年 5 月试点以来，税收递延手续繁琐，参保人数较少，难以激发个人养老的动力和积极性。

当前我国人口老龄化应对压力较大，存在老龄人口绝对数量大、老龄化速度快、“未富先老”等问题，需加速推进多层次养老保险体系，满足多样化需求，更好保障老年人幸福生活。据公安部数据，截至 2020 年 12 月 31 日，2020 年出生并进行户籍登记的新生儿共 1003.5 万，较 2019 年下降 175.5 万人。一般而言往年公安部统计新生儿数据比统计局的人口低 200 万左右，因此 2020 年统计局最终公布的数据预计在 1200 万左右，而 2019 年的出生人口数为 1465 万，出生人口预计下跌超 200 万，高于近年来年均下降 100 万的水平，全面二孩政策不及预期。此外，据联合国人口预测数据，中国人口年龄中位数从 1980 年的 22 岁快速上升至 2015 年的 37 岁，预计 2020 年中国的人口年龄中位数（38.4）正式超过美国（37.8），2030 年将升至 43 岁；2019 年 65 岁及以上人口比例达 12.6%，上升速度明显加快，预计到 2050 年达约 30%；15-64 岁劳动年龄人口比例在 2010 年达峰值。

延迟退休和东北地区放开全面生育，应对老龄化的人口政策加快推进。2 月 26 日人社部副部长游钧在国新办发布会上回应称，人社部正会同相关部门在研究延迟退休的具体改革方案。此前的 2 月 18 日，针对全国人大代表提出“建议国家率先在东北地区全面放开人口生育限制”的建议，国家卫健委答复称“东北地区可以立足本地实际进行探索，提出实施全面生育政策的试点方案”。

八、强调加快构建新发展格局和发展的安全性：产业链升级、科技创新、粮食安全、乡村振兴等

构建国内国际双循环新发展格局的核心是供给端的产业链升级和需求端的持续扩大，指向科技创新推动产业链升级和乡村振兴扩大需求并保障粮食安全。

报告指出要：“依靠创新推动实体经济高质量发展，培育壮大新动能。促进科技创新与实体经济深度融合，更好发挥创新驱动发展作用”优化和稳定产业链供应链。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。”全面实施乡村振兴战略，促进农业稳定发展和农民增收。接续推进脱贫地区发展，抓好农业生产，改善农村生产生活条件。”提高粮食和重要农产品供给保障能力。保障粮食安全的要害是种子和耕地。”

中央对科技创新的战略方针一脉相承、与时俱进，政府工作报告再次强调要推动科技创新、建设科技强国，为加快构建新发展格局打下坚实基础。从十八大提出创新驱动发展战略，到十九大提出创新是引领发展的第一动力，再到十九届五中全会将创新置于“十四五”时期核心任务之首，去年 12 月中央经济工作会议将“强化国家战略科技力量”作为 2021 年首要重点任务，本次政府工作报告再次强调“提升科技创新能力，强化国家战略科技力量”，报告中“创新”出现 43 次，较 2020 年的 12 次大幅提高，科技创新在我国经济高质量发展中的战略地位已不断上升至核心高度。

事实上，在当前国内外环境下，推进产业链升级已迫在眉睫。2018 年以来，部分发达国家产业链加速回流，实体清单暴露中国“卡脖子”关键核心技术困境。去年 12 月总书记在《求是》发表的文章《国家中长期经济社会发展战略若干重大问题》指出，要“补齐短板，就是要在关系国家安全的领域和节点构建自主可控、安全可靠的国内生产供应体系，在关键时刻可以做到自我循环，确保在极端情况下经济正常运转”。“十四五”时期我国将坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念，把科技创新作为国家发展的战略支撑，尽快突破一批“卡脖子”的关键技术，实现全产业链的安全可控。

同时，报告明确指出要“全面实施乡村振兴战略，促进农业稳定发展和农民增收”，巩固脱贫攻坚成果与乡村振兴的有效衔接，中央 1 号文件将“三农”问题作为全党工作重中之重。事实上，乡村振兴将有利于缩小城乡发展差距，释放农村需求与活力，促进需求侧改革，并为保障粮食安全提供基础，推动国内国际双循环新发展格局建设。2020 年我国全面脱贫取得历史性成就，实现农村贫困人口全部脱贫、贫困县全部摘帽，消除了绝对贫困和区域性整体贫困。脱贫摘帽不是终点，而是新征程的起点。实现贫困地区脱贫摘帽是实施乡村振兴战略的基础和前提，乡村振兴战略则为脱贫摘帽更加稳定、脱贫攻坚战果更加持久提供了保证。2021 年 1 月国务院在《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》（即中央 1 号文件）中指出，“构建新发展格局，潜力后劲在‘三农’，迫切需要扩大农村需求，畅通城乡经济循环”。下一阶段，乡村振兴的工作重点包括：

第一，对脱贫县从脱贫之日起设立 5 年过渡期，保持主要帮扶政策总体稳定。

第二，健全防止返贫动态监测和帮扶机制，促进脱贫人口稳定就业，加大技能培训力度，发展壮大脱贫地区产业，做好易地搬迁后续扶持，分层分类加强对农村低收入人口常态化帮扶，确保不发生规模性返贫。

第三，在西部地区脱贫县中集中支持一批乡村振兴重点帮扶县。

第四，坚持和完善东西部协作和对口支援机制，发挥中央单位和社会力量帮扶作用，继续支持脱贫地区增强内生发展能力。

九、推动碳达峰、碳中和下的绿色经济发展，绿色投资和新一轮供给侧改革来临

报告指出，要“扎实做好碳达峰、碳中和各项工作。制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。优化产业结构和能源结构。推动煤炭清洁高效利用，大力发展新能源，在确保安全的前提下积极有序发展核电。 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。加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。实施金融支持绿色低碳发展专项政策，设立碳减排支持工具。”

碳达峰、碳中和是践行“绿水青山就是金山银山”的绿色发展理念、推动生态文明建设

的必然要求。实现碳达峰碳中和目标，包括两方面含义，一是减少碳排放（降低正排放），二是去除已排放的碳（增加负排放）。减少碳排放，重点在于能源、工业和交通运输等行业的低碳化，比如能源行业发展清洁能源，工业部门提高能效、推行清洁生产，交通部门新能源汽车的发展。去除已排放的碳，措施包括植树造林、碳捕捉等。

自 2020 年下半年以来，碳达峰、碳中和目标成为下半年以来高层会议的重点，我国密集出台法律法规，推动碳达峰、碳中和加速落地。2020 年 9 月 22 日，习近平主席在第七十五届联合国大会一般性辩论的讲话中宣布我国"二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和"。十九届五中全会提出二零三五年远景目标"广泛形成绿色生产生活方式，碳排放达峰后稳中有降，生态环境根本好转，美丽中国建设目标基本实现"。12 月中央经济工作会议将做好碳达峰、碳中和工作作为 2021 年的八大任务之一。2020 年 12 月和 2021 年 2 月，连续两次中央深改委会议讨论"建立健全绿色低碳循环发展的经济体系"。此外，2020 年 10 月-2021 年 2 月，先后出台五部门《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》、生态环境部《碳排放权交易管理办法（试行）》、生态环境部《关于统筹和加强应对气候变化与生态环境保护相关工作的指导意见》、《国务院关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》。

图表10：2020 年以来我国碳中和相关政策梳理

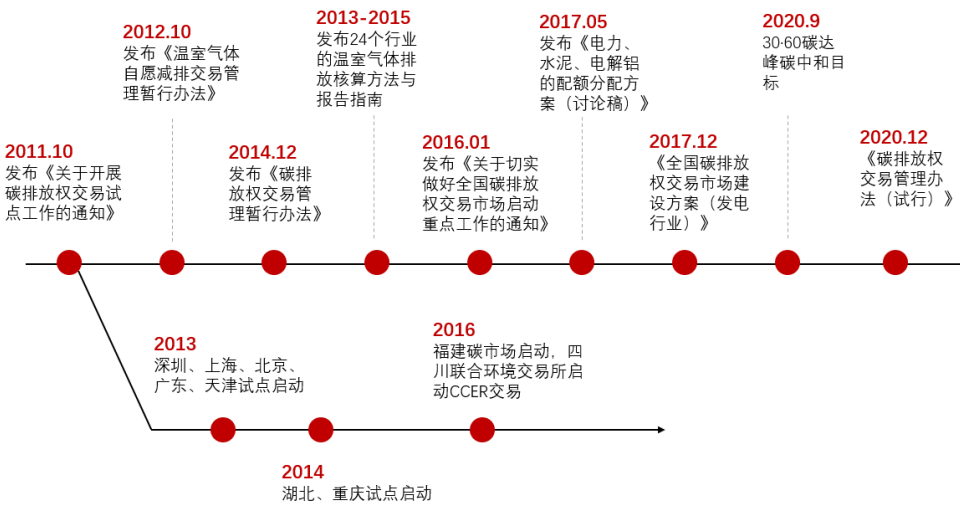
日期	政策/会议	主要内容
2020 年 9 月	第七十五届联合国大会一般性辩论的讲话	国家主席习近平宣布我国“二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”。
2020 年 10 月	生态环境部、国家发改委、人民银行、银保监会、证监会五部门联合发布《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》	会议强调，建立健全绿色低碳循环发展经济体系，促进经济社会发展全面绿色转型，是解决我国资源环境生态问题的基础之策。要坚定不移贯彻新发展理念，全方位全过程推行绿色规划、绿色设计、绿色投资、绿色建设、绿色生产、绿色流通、绿色生活、绿色消费，使发展建立在高效利用资源、严格保护生态环境、有效控制温室气体排放的基础上，统筹推进高质量发展和高水平保护。"
2020 年 10 月	十九届五中全会	"二零三五年远景目标：“广泛形成绿色生产生活方式，碳排放达峰后稳中有降，生态环境根本好转，美丽中国建设目标基本实现”
2020 年 12 月	中央经济工作会议	十四五时期主要目标：“推动绿色发展，促进人与自然和谐共生。坚持绿水青山就是金山银山理念，坚持尊重自然、顺应自然、保护自然，坚持节约优先、保护优先、自然恢复为主，守住自然生态安全边界。深入实施可持续发展战略，完善生态文明领域统筹协调机制，构建生态文明体系，促进经济社会发展全面绿色转型，建设人与自然和谐共生的现代化。要加快推动绿色低碳发展，持续改善环境质量，提升生态系统质量和稳定性，全面提高资源利用效率。”"
2020 年 12 月	生态环境部《碳排放权交易管理办法（试行）》	要围绕推动全面绿色转型深化改革，深入推进生态文明体制改革，健全自然资源资产产权制度和法律法规，完善资源价格形成机制，建立健全绿色低碳循环发展的经济体系，统筹制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，使发展建立在高效利用资源、严格保护生态环境、有效控制温室气体排放的基础上，推动我国绿色发展迈上新台阶。
2020 年 12 月	中央深改委第十七次会议	来年八大任务之一：八是做好碳达峰、碳中和工作。我国二氧化碳排放力争 2030 年前达到峰值，力争 2060 年前实现碳中和。要抓紧制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，支持有条件的地方率先达峰。要加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。要继续打好污染防治攻坚战，实现减污降碳协同效应。要开展大规模国土绿化行动，提升生态系统碳汇能力。
2021 年 1 月	生态环境部《关于统筹和加强应对气候变化与生态环境保护相关工作的指导意见》	气候投融资政策目标、、加快构建气候投融资政策体系、逐步完善气候投融资标准体系、鼓励和引导民间投资与外资进入气候投融资领域、引导和支持气候投融资地方实践、深化气候投融资国际合作、强化组织实施
2021 年 2 月	中央深改委第十八次会议	审议通过了《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》、《环境信

日期	政策/会议	主要内容
		息依法披露制度改革方案》
2021 年 2 月	《国务院关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	确定温室气体重点排放单位、配额分配与登记、排放交易、排放核查与配额清缴、监督管理和罚则等管理办法

资料来源：wind、粤开证券研究院

碳达峰、碳中和的推进将带来大规模的绿色基建投资，并促进绿色交易市场的建设，推动要素市场流转。据清华大学气候变化与可持续发展研究院《中国低碳发展战略与转型路径研究》测算，如果要实现《巴黎协定》控制温升不超过 2℃目标，2020-2050 年能源系统需新增投资 100 万亿，约占每年 GDP 的 1.5%-2%。绿色交易市场方面，2011 年，国家发改委出台《关于开展碳排放权交易试点工作的通知》，随后我国陆续开启了深圳、上海、北京、广东、天津、湖北、重庆、福建等 8 个试点碳市场。2016 年国家发改委出台《关于切实做好全国碳排放权交易市场启动重点工作的通知》，提出将于 2017 年启动全国碳排放权交易市场，但此后碳交易市场的落地较为缓慢。伴随我国碳达峰、碳中和目标的确立，碳交易市场有望迎来加速发展。

图表11：我国碳交易市场建设历程



资料来源：清华大学中国碳市场研究中心《地方政府参与全国碳市场工作手册》、粤开证券研究院

十、住房问题延续房住不炒、因城施策基调和旧改工作，但强调租赁问题，新增大城市住房问题

报告提出“保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题， 通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难。”政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个，提升县城公共服务水平。”

整体来看，今年报告继续坚持“房住不炒”，延续了 2018-2020 年以来基调。近期，房地产政策收紧信号频传，包括监管层设定商业银行房地产贷款上限，政府出台“22 城集中供地政策”，要求 4 个一线城市、18 个二线城市集中发布出让公告，集中组织土地出让，

全年中公告或出让的次数不超过三次。同时，银保监会主席郭树清在国新办发布会上提出“房地产的问题应该说现在金融化、泡沫化倾向还比较强”，上海、杭州、深圳等地加强住房调控等，均反映了我国对“房住不炒”的坚定态度。

报告新增“规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难”。这是对去年 12 月中央经济工作会议精神的延续。事实上，2020 年疫情爆发发生以来，蛋壳等多家长租公寓暴雷，严重损害租客和业主双方权益，影响社会稳定，规范住房租赁市场迫在眉睫。

报告强调大城市住房问题反映中央充分认识到中国区域分化、都市圈城市群发展背景下住房的结构问题、不均衡问题相对总量问题更加突出。我国长期出现的一二线城市房价高企和三四线及以下城市库存高企并存的局面的根本原因在于人地匹配问题。人往大城市走，但是土地却均衡发展，往中小城市配置，导致上述问题。未来的土地供应和房地产供给应该顺应人口流动方向，更多的土地和房地产跟随人走。

十一、积极考虑加入 CPTPP，将产生经济、制度和战略三大效果

报告指出，要“实行高水平对外开放，促进外贸外资稳中提质。实施更大范围、更宽领域、更深层次对外开放，更好参与国际经济合作”。

2020 年以来我国对外开放仍取得了重大进展。6 月全国外商投资准入负面清单由 40 条减至 33 条，自贸试验区外商投资准入负面清单由 37 条减至 30 条。11 月上海进博会召开，来自 130 多个国家的 3000 多家企业签约参展。金融对外开放加快，12 月国务院政策例行吹风会上，银保监会副主席黄洪强调，商业养老保险领域对外开放将进一步扩大，养老保险公司、养老金管理公司等专业机构也有望加速扩围。11 月 15 日，RCEP 正式签署，世界上人口最多、经贸规模最大、成员构成最多元、最具发展潜力的自由贸易区正式启动。通过 RCEP，中国和日本首次达成了双边关税减让安排，实现了历史性突破。12 月 30 日，中欧领导人共同宣布《中欧全面投资协定》如期完成谈判。

报告提出“积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP）”。CPTPP 是由跨太平洋伙伴关系（TPP）发展而来，一共拥有 11 个成员国家，分别为澳大利亚，文莱，加拿大，智利，日本，马来西亚，墨西哥，新西兰，秘鲁，新加坡和越南。特朗普当选后不久退出了该协定，除美国外，所有原 TPP 签署国于 2018 年 1 月达成协议缔结 CPTPP。

中国考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定，将收到三重效果：一是经济贸易层面，有利于开展贸易活动，并通过 CPTPP 与加拿大、墨西哥建立自贸协定，促进中国出口，带动经济发展。第二是制度变革层面，开放倒逼改革。国企、劳工权益、知识产权保护提出更高要求，中国会像加入 WTO 一样推动改革符合要求，有利于自身进步和创新发展。三是战略利益，突破美国对中国合纵连横式的封锁。

针对中美经贸关系，报告指出要“在相互尊重基础上，推动中美平等互利经贸关系向前发展”。中美经贸关系是两国关系的压舱石，随着拜登新政府的上台，其将回归价值观外交，大概率将在特定领域修复与中国的合作关系，例如低端制造业、朝核问题及气候问题等。此外，为了减少重返国际约定的阻力，美国可能在某些中国问题上妥协以获得中国的支持，短期内中美关系大概率将边际改善。因此，拜登政府对华强硬立场依然为其外交原则，只是外交方式从“孤立外交”变为“联合外交”，从“全面强硬”变为“局部强硬”，从“正

面冲突”变为“绵里藏针”。

分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任研究院副院长、首席宏观分析师，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

网址：www.ykzq.com