2021 年政府工作报告六大信号

2021 年 03 月 05 日

观点

- **2021 年政府工作报告已经公布，在当前的双循环背景下，政府工作重点与去年相比有诸多新意，我们从下面六个方面作出解读。**
- **除了高频词，还有哪些新提法？**从关键词出现频率看（图 1），本次报告中“创新”取代“就业”重回全文最高频词（43 次），双循环相关的“安全”、“科技”明显增加着墨。此外，“保持制造业比重基本稳定”、“延迟法定退休年龄”、“推动实现适度生育水平”、“确保种源安全”、“碳达峰、碳中和”等新提法涌现出来，政府工作重点的转变方向得以体现。
- **经济目标表述有何不同？**与 2020 年不提经济增长目标相比，**本次政府报告重回经济增长目标（6%以上）（图 2）**，这与我们此前判断一致，尤其是报告在提到“促进经济运行在合理区间”之外，还增加了“保持宏观政策连续性稳定性可持续性”、“与今后目标平稳衔接”的新表述。
- **政府对经济增长的实际合意预期是多少？**考虑基数效应，“6%以上”目标象征意义大于实际指导意义，但报告中的其他指标暗示了政府实际的经济增长合意预期。结合“赤字率 3.2%”与今年预算财政赤字规模，可以计算出 2021 年名义 GDP 增速约为 9.8%，因此我们推测政府对今年经济增长的实际合意目标为 8%左右。
- **积极的财政政策如何提质增效？**今年赤字率拟按 3.2%安排，较去年小幅缩减，整体财政政策仍积极，这也是为了避免政策突然转向导致地方债务风险和地方政府收支困局。2021 年专项债拟新增 3.65 万亿。专项债额度从去年的 3.75 万亿减少至 3.65 万亿，预计今年投向基建的专项债难以持续增长，会更多的关注生态环保、社会事业等方向，结构性亮点仍存（图 3 和图 4）。
- **稳健的货币政策如何精准适度？**与此前相关部门的表述相比，**货币政策的基本定调未变**——灵活精准、合理适度；货币供应与社融增速与名义经济增速匹配；保持宏观杠杆率稳定。不过需要注意以下几点（表 1）：
  - **小微企业融资是服务实体经济的核心。**报告重点强调“把服务实体经济放到更加突出的位置,。服务实体经济主要有两个重点：一是解决小微企业融资难，再贷款再贴现成为主要支持工具，普惠定向降准存疑；二是定向引导信贷投放科技创新和绿色发展，预计央行后续将推出定向信贷支持工具。
  - **防范风险的优先级上升。**报告强调要“处理好恢复经济与防范风险的关系”，这类风险主要在房地产融资、影子银行和地方政府债务等领域。房地产贷款增速预计继续下滑，不过若普惠小微贷增速能保持在 30%以上。可以抵消房地产贷款放缓（增速下滑不超过 2 个百分点）对信贷的负面影响（图 5 和图 6）。
  - **“货币政策工具”相关内容偏少。**之前的报告中均会提到使用多种货币政策工具，但本次会议仅提及“加大再贷款再贴现支持普惠金融力度”，这反映出**货币政策操作将保持谨慎**。
- **哪些领域值得关注？**结合政府工作重点，我们认为在十四五规划期间有以下投资领域值得关注：①以“安全”为主题的科技创新、国防军工、粮食安全；②以“绿色”、“碳中和”为主题的清洁能源、环卫和相关制造业投资；③以“双循环”为主题的可选消费、乡村振兴相关的公用事业、人口老龄化相关的养老及医疗服务领域。
- **风险提示：**经济复苏超预期导致过热，支持政策提前退出；中期经济动能不足，支持政策超预期

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn
研究助理 邵翔
shaox@dwzq.com.cn
研究助理 周璐
zhoulu@dwzq.com.cn
研究助理 赵艺原
zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20210303：两会前瞻十大关注点》2021-03-03
2、《宏观点评 20210228：谁拉动了每一轮大宗商品繁荣？》2021-03-01
3、《宏观点评 20210228：哪些受益，哪些受损？》2021-02-28
4、《宏观点评 20210226：“眼看他起高楼”——美债收益率大涨后还须注意些什么？》2021-02-26
5、《宏观点评 20210225：拜登基建投资计划最新十问十答》2021-02-25

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：历年政府工作报告中关键词被提及的次数

	关键词	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	同比变化
增长	稳增长	6	8	4	4	3	8	0	0	→
	投资	25	28	24	20	27	20	12	15	↑
	消费	17	22	18	19	18	17	15	17	↑
	外贸	1	3	5	4	2	4	3	4	↑
就业	就业	29	23	25	31	22	30	39	35	↓
	失业	3	4	2	2	4	6	9	8	↓
碳中和	绿色	1	3	9	6	4	9	0	6	↑
	碳	1	2	1	0	0	0	0	7	↑
双循环	双循环	0	0	0	0	0	0	0	1	↑
	安全	20	22	29	23	16	16	10	26	↑
	科技	10	17	13	17	16	18	6	23	↑
	开放	18	21	19	15	25	25	10	17	↑
	乡村振兴	0	0	0	0	4	3	2	5	↑
	脱贫	0	1	8	6	11	16	15	15	→
发展质量	制造业	0	3	6	4	4	10	4	6	↑
	高质量	2	1	1	2	6	8	3	14	↑
	新动能	0	1	5	5	5	3	2	1	↓
	创新	27	38	64	41	59	46	9	43	↑

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

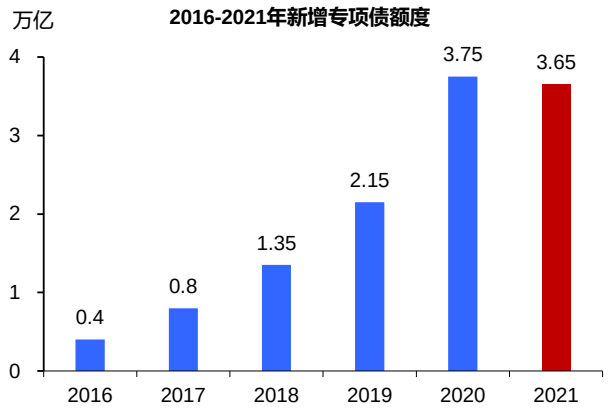
图 2：近五年政府工作报告主要经济发展预期目标

		2017	2018	2019	2020	2021	同比变化
主要目标	GDP增速	6.5%左右	6.5%左右	6.0%-6.5%	无	6%以上	↑
	CPI同比	3%左右	3%左右	3%左右	3.5%左右	3%左右	↓
	城镇新增就业	1100万以上	1100万以上	1100万以上	900万以上	1100万以上	↑
	城镇调查失业率	/	5.5%以内	5.5%左右	6%左右	5.5%左右	↓
财政政策	预算赤字率	3.0%	2.6%	2.8%	3.6%	3.2%	↓
	地方政府专项债（亿元）	8000	13500	21500	37500	36500	↓
货币政策	M2增速	12%左右	合理增长	与国内生产总值名义增速相匹配	明显高于去年	与名义经济增速基本匹配	
	社融余额增速	12%左右	合理增长	与国内生产总值名义增速相匹配	明显高于去年	与名义经济增速基本匹配	

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

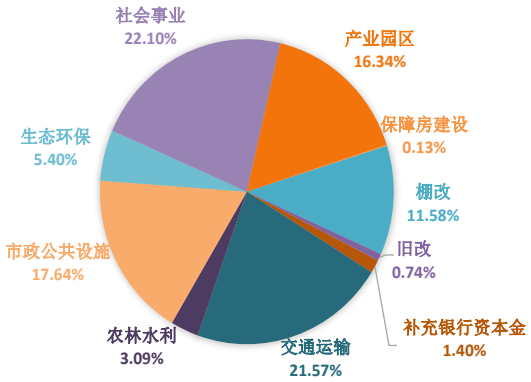
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：专项债计划新增规模



数据来源：政府工作报告，东吴证券研究所

图 4：2020 年专项债投向



数据来源：政府工作报告，东吴证券研究所

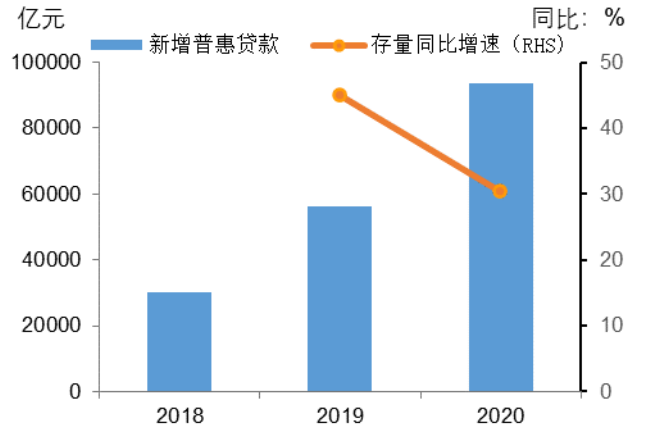
表 1：近年来货币政策措辞比较

年份	定调	政策工具	信贷	汇率	风险
2021	灵活精准、合理适度；流动性合理充裕	再贷款再贴现	货币供应和社融增速：**与名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率稳定**	在合理均衡水平上基本稳定	防范化解金融等领域风险任务依然艰巨
2020	更加灵活适度	1.降准降息、再贷款等 2.创新直达实体经济的政策工具	广义货币和社融增速：**明显高于去年**	在合理均衡水平上基本稳定	.加强监管,防止资金 “空转”套利
2019	松紧适度；把好货币供给总闸门	运用多种货币政策工具	广义货币和社融增速：与 GDP 名义增速匹配，保持经济运行在合理区间	在合理均衡水平上基本稳定	
2018	保持中性，松紧适度；管好货币供给总闸门	差别化准备金、差异化信贷等政策	广义货币和社融增速：合理增长		
2017	稳健中性，流动性基本稳定	综合运用货币政策工具	广义货币和社融增速：12%左右	保持人民币在全球货币体系中的稳定地位	对不良资产、债券违约、影子银行、互联网金融等累积风险要高度警惕。
2016	灵活适度，合理充裕	公开市场操作、利率、存款准备金率、再贷款等	1. 广义货币和社融增速：13%左右 2. 加强对实体经济特别是小微企业、"三农"等支持		严厉打击金融诈骗、非法集资和证券期货领域的违法犯罪活动
2015	松紧适度	公开市场操作、利率、存款准备金率、再贷款等	广义货币和社融增速：12%左右，可以略高		

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

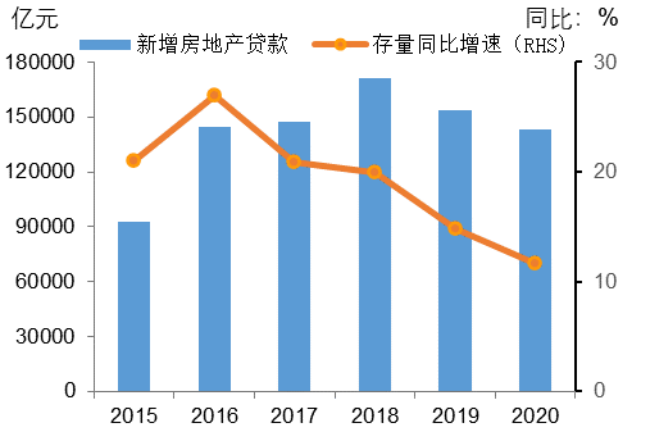
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：普惠贷款保持高增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：房地产相关贷款增速预计继续回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

