宏观研究

两会的六大看点

宏观专题报告 2021 年 03 月 03 日

报告摘要：

● **2021年政府工作报告可能不设立GDP增速目标**

设置 GDP 增长目标容易对全年经济运行造成扰动。由于新冠疫情的原因，去年 GDP 基数明显偏低，为今年 GDP 增速带来很大不确定性。往年 GDP 增速波动区间较小，波动范围通常在 0.5%以内，因此 GDP 增速目标设置较为容易。但由于去年低基数原因，叠加今年疫情反复风险和全球经济不确定性，GDP 波动范围可能会大幅提高。如果政府工作报告将 2021 年 GDP 增速目标设为 6%，那可能会明显低于全年实际增速，设立的意义降低；但如果将 2021 年 GDP 增速目标设为 8%，又有完不成目标的风险，加剧宏观调控难度。因此今年可能不会设置明确的 GDP 增速目标，为宏观政策留出更多空间。

● **2021年财政赤字率或回到往年正常水平**

2020年，由于疫情导致上半年财政收入下降，财政赤字率上升至3.6%，地方政府专项债发行限额从2019年的21500亿元上升至2020年的37500亿元，新增10000亿元的抗疫特别国债，广义财政赤字率从2019年的5%上升至2020年的8.2%左右。随着经济逐渐恢复，我们预计2021年财政政策将恢复常态化，财政赤字率或回到往年3%左右的政策水平，抗疫特别国债我们预计不再发行，地方政府专项债适度缩量，广义财政赤字率预计恢复至往年5%左右的正常水平。

● **货币政策基调从降成本到稳杠杆**

2020年政府工作报告指出：“综合运用降准降息、再贷款等手段,引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。推动企业便利获得贷款,推动利率持续下行。”去年政府工作报告关于货币政策的基调主要是降成本，特别是降低实体企业融资成本。我们预计今年政府工作报告关于货币政策的基调主要是稳杠杆，处理好稳增长和防风险的关系，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，保持宏观杠杆率基本稳定。

● **风险提示：**

疫情不确定性、美债利率快速上行、通胀上行超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号： S0100119110016

电话： 010-85127665

邮箱： guyangkai@mszq.com

相关研究

目录

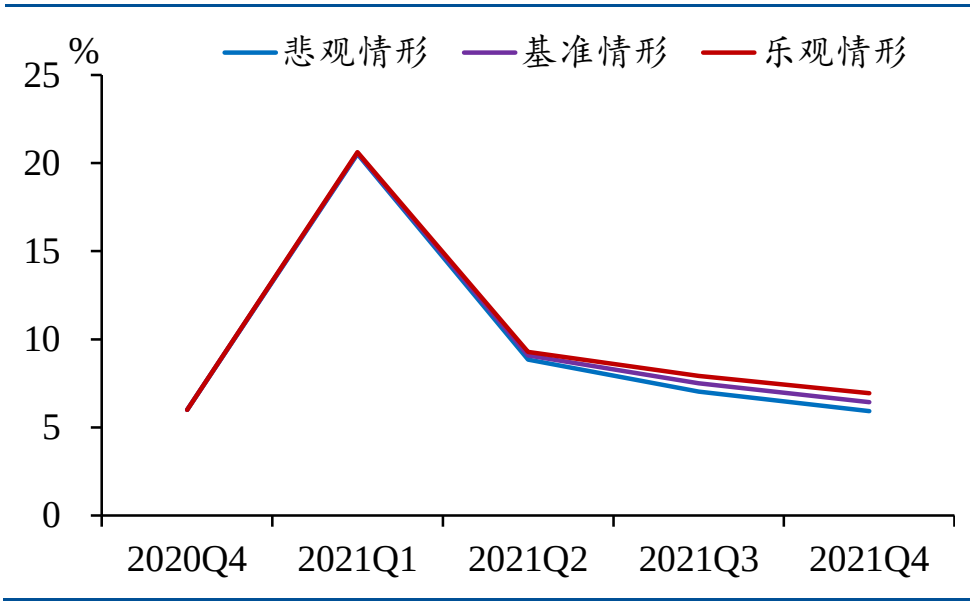
1 经济增长目标会取消吗？.....3
2 财政赤字率会是多少？.....4
3 货币政策会是什么基调？.....5
4 如何稳出口、促消费？.....6
5 疫情应对方面会有什么新措施？.....7
6 “碳中和”方面会有什么作为？.....8
风险提示.....8
插图目录.....9

1 经济增长目标会取消吗？

设置 GDP 增长目标容易对全年经济运行造成扰动。由于新冠疫情的原因，去年 GDP 基数明显偏低，为今年 GDP 增速带来很大不确定性。往年 GDP 增速波动区间较小，波动范围通常在 0.5%以内，因此 GDP 增速目标设置较为容易。但由于去年低基数原因，叠加今年疫情反复风险和全球经济不确定性，GDP 波动范围可能会大幅提高。如果政府工作报告将 2021 年 GDP 增速目标设为 6%，那可能会明显低于全年实际增速，设立的意义降低；但如果将 2021 年 GDP 增速目标设为 8%，又有完不成目标的风险，加剧宏观调控难度。因此今年可能不会设置明确的 GDP 增速目标，为宏观政策留出更多空间。

不设置 GDP 增速目标不代表不重视 GDP 增速。当前来看，GDP 是我国社会经济发展的重要量化考核指标，GDP 虽然不是万能的，但却和居民的就业、生活有很大关联。今年两会虽然可能不设立 GDP 增长目标，但仍会设立就业目标，这变相相当于对 GDP 增速有一个隐性的底线要求。另外，地方也各自立的 2021 年 GDP 增长目标，这在一定程度上也是一种对经济增长的要求。

图 1： 基数原因导致今年 GDP 增速波动可能会加大



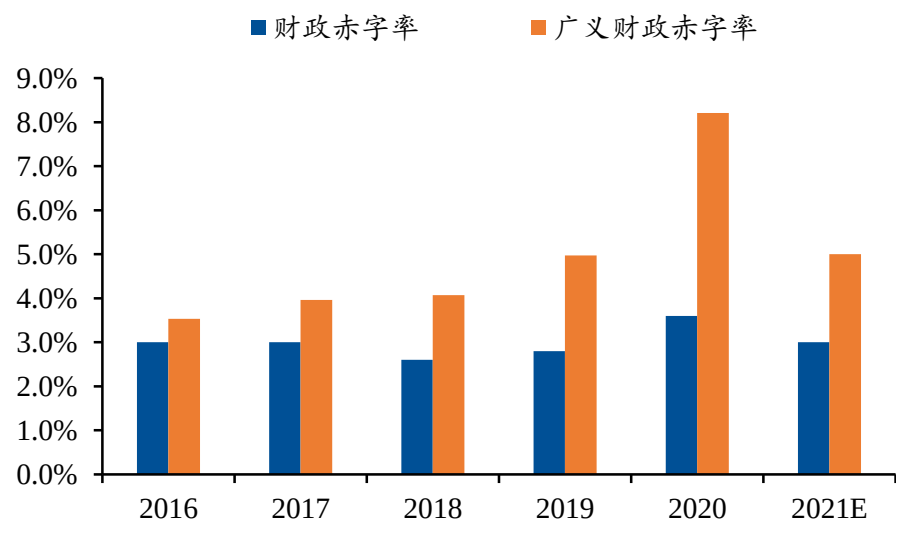
资料来源：Wind，民生证券研究院

2 财政赤字率会是多少？

2021 年财政赤字率或回到往年正常水平。2020 年，由于疫情导致上半年财政收入下降，财政赤字率上升至 3.6%，地方政府专项债发行限额从 2019 年的 21500 亿元上升至 2020 年的 37500 亿元，新增 10000 亿元的抗疫特别国债，广义财政赤字率从 2019 年的 5%上升至 2020 年的 8.2%左右。随着经济逐渐恢复，我们预计 2021 年财政政策将恢复常态化，财政赤字率我们预计回到往年 3%左右的政策水平，抗疫特别国债我们预计不再发行，地方政府专项债适度缩量，广义财政赤字率预计恢复至往年 5%左右的正常水平。

2021 年新增政府债务 5.65 万亿元左右。我们预计 2021 年名义 GDP 增速在 10%左右，国内生产总值在 110 万亿元人民币以上。假设 2021 年财政赤字率为 3%，广义财政赤字率为 5%，在此基数上进行估算，我们预计 2021 年政府一般债券新增 3.4 万亿元左右，地方政府专项债新增 2.25 万亿元左右，合计新增 5.65 万亿元左右。其中，2021 年政府赤字规模相比 2020 年的 3.76 万亿减少 3600 亿元左右，地方政府专项债相比 2020 年的 3.75 万亿减少 1.5 万亿元，政府债务总供给相比 2020 年的 8.51 万亿下降 2.86 万亿。

图 2：2021 年财政赤字率可能同比回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

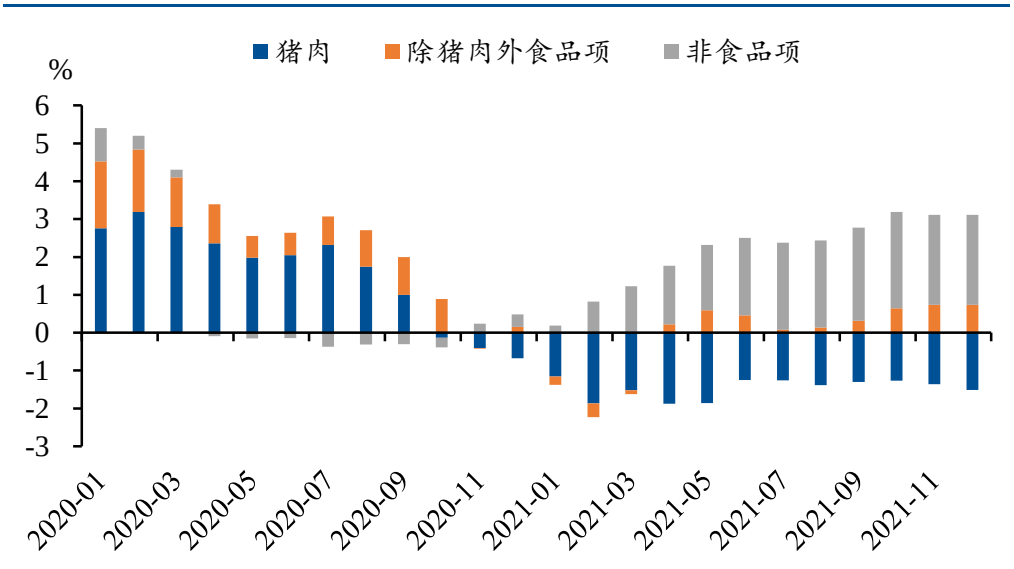
3 货币政策会是什么基调？

我们预计货币政策仍“以我为主，不急转弯”。从量来看，今年制约社融增速的因素主要有三：政府债券发行规模缩减、非标压降提速、信用债发行规模回落，因此我们预计今年社融增速将渐进式回落。但信贷质量或有所提高，企业中长期贷款占比可能有所提升，有利于改善银行净息差。从价来看，今年央行加息概率不大，因为在美联储开启加息进程之前我国单独加息会加剧人民币升值压力。但央行可能继续压低超储率，加大对资金利率的影响，资金利率波动加大，可能会起到隐性加息的作用，防止金融盲目加杠杆。

通胀和宏观杠杆率不会制约货币政策。通胀方面，尽管今年大宗商品涨价叠加去年低基数原因，二三季度 PPI 可能反弹至高位，但今年处于猪周期后半场，猪价下跌空间较大，我们预计会拉低 CPI，2021 年 CPI 中枢我们预计在 2%以内，因此今年物价压力不大，通胀不会制约货币政策，今年政府工作报告 CPI 涨幅目标我们预计为 3%，低于去年 3.5%的目标值。宏观杠杆率方面，尽管当前宏观杠杆率处于 270%左右的历史高位，但这很大的原因是分母端名义 GDP 基数较低的原因导致的，随着名义 GDP 反弹，宏观杠杆率预计自然回落，也不会制约货币政策。

从降成本到稳杠杆。2020 年政府工作报告指出：“综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。”去年政府工作报告关于货币政策的基调主要是降成本，特别是降低实体企业融资成本。我们预计今年政府工作报告关于货币政策的基调主要是稳杠杆，处理好稳增长和防风险的关系，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，保持宏观杠杆率基本稳定。

图 3：通胀不会制约货币政策

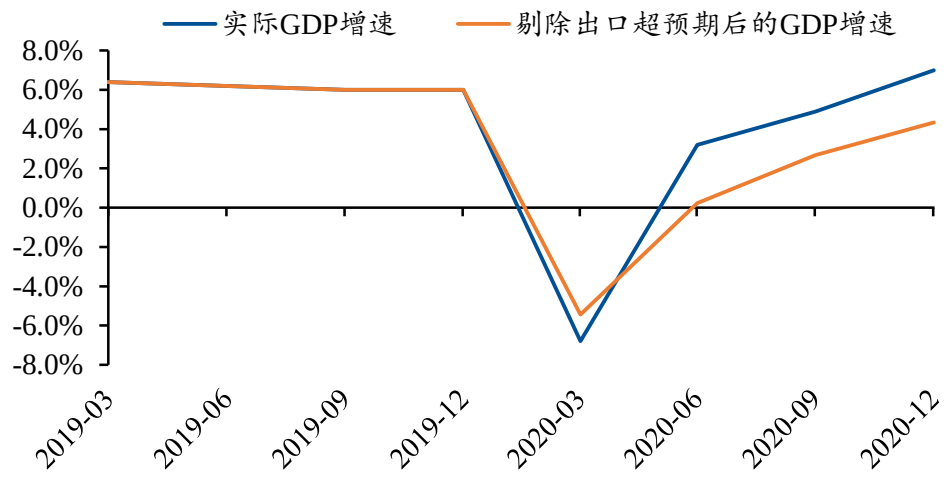


资料来源：wind，民生证券研究院

4 如何稳出口、促消费？

2021 年下半年出口增速可能回落。出口高增是 2020 年下半年中国经济快速反弹的重要原因，今年来看，上半年出口我们预计仍有可能保持高增长。下半年出口形势主要取决于海外疫情控制对海外供需端修复的情况。在欧美加速疫苗接种的背景下，欧美经济可能会快速反弹，供需端都有修复空间。如果海外供给端修复快于需求端，则下半年中国出口增速可能承压；如果海外需求端修复快于供给端，则下半年中国出口增速有望继续维持高增长。由于去年疫情期间欧美供应端受冲击较需求端更多，因此我们预计下半年欧美供应端修复大于需求端修复，下半年中国出口占全球份额或有所回落，整体出口增速亦有所回落。另一方面，在拜登上台的背景下，中美经贸关系或有改善空间，如果能达成新的贸易协定，中国对美出口也有提振空间。

图 4：出口超预期带动 2020 年中国经济快速反弹



资料来源：wind，民生证券研究院

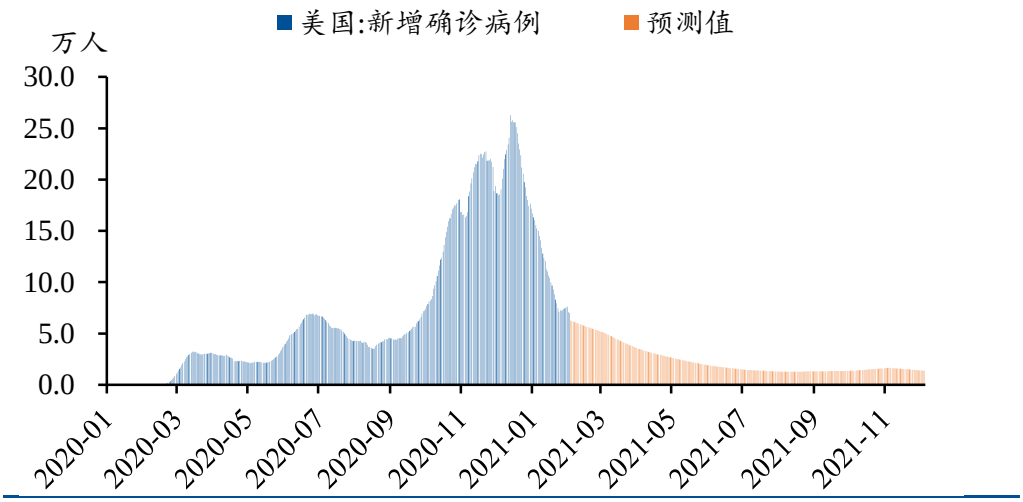
下半年消费或接力出口成为经济增长驱动力。要想对冲出口潜在下行对经济带来的影响，就需要更进一步促进消费。制约我国消费增速的原因主要包括几点：1、疫情反复的风险；2、居民收入增速不足；3、居民有预防性储蓄需求，消费意愿较低。由于当前我国疫情防控较为成功，疫情对消费的直接冲击渐渐减弱。当前更多是居民收入增速增速不足和消费意愿较低的问题。要解决这一问题，需要更进一步创造新增就业、改善居民收入分配制度、保持政策连贯性。

消费支持政策值得期待。消费支持政策主要包括两块，一块是汽车消费，另一块是家电消费。汽车消费可能是近几年一大亮点，在新能源车技术革命的背景下，我国新能源车渗透率大有可为，市场前景广阔。新能源车补贴政策或有所更新，与以往补贴车主不同，未来新能源车补贴政策可能包括动力电池等领域，充电桩建设速度也可能进一步加快。家电消费方面，乡县地区有更新家电的需求，家电“以旧换新”的政策或能进一步激发家电消费。除此之外，根据工信部的要求，今年要进一步加快 5G 建设，并着手布局 6G 战略，电子产品类消费也值得期待。

5 疫情应对方面会有什么新措施？

欧美加速疫苗接种。当前欧美均加快了疫苗接种速度，拜登表示美国日均疫苗接种速度有望提升至 150 万剂的水平，按此速度估计，我们预计美国将在今年夏季实现群体免疫，美国经济未来将快速反弹。我们基于疫苗接种和气温变化对未来美国疫情走势进行预测，可以发现未来美国新增确诊病例中枢值将持续回落。

图 5：疫苗接种加快有助于美国疫情缓和



资料来源：wind，民生证券研究院

中国需进一步加快疫苗接种速度。当前美国疫苗接种速度快于中国，其群体免疫时间可能早于中国。从整个世界范围来看，发达国家疫苗接种速度明显快于发展中国家，这可能会造成发达国家与发展中国家经济复苏的时间差，对未来全球经济带来不确定性。中国需要进一步提升疫苗接种速度。加快疫苗接种不仅有益于公共卫生安全，也有利于恢复消费信心，发挥消费对经济的“压舱石”作用。

6 “碳中和”方面会有什么作为？

全球变暖背景下，中美高度重视环保减排。近几十年来全球气温持续上升，极端气候频繁出现，引起各国高度重视。拜登上台后，一方面是重返《巴黎气候协定》，另一方面也对节能环保做出具体要求，拜登拟确保美国在 2035 年前实现无碳发电，在 2050 年之前达到碳净零排放，实现 100%的清洁能源经济。中国方面对绿色环保同样重视，总书记提出了我国争取在 2060 年前实现碳中和的目标。在去年 12 月召开的气候峰会上，我国明确了具体的量化目标，即到 2030 年单位 GDP 二氧化碳排放比 2005 年下降 65%以上。“做好碳达峰、碳中和工作”被列为 2021 年的重点任务。

光伏产业迎来较大机会。当前我国发电能源结构中，非化石能源占比仅为 35%，而根据清华大学气候变化与可持续发展研究院的研究，为实现 2060 年碳中和目标，2050 年，非化石能源发电占比需提升至 90%以上。随着光伏和风电平价上网的实现，清洁能源发电成本大幅下降，未来还有进一步下降空间。我们预计未来十年光伏和风电年均新增装机量有望持续提升，对上游的铜、硅等产业均有较大拉动。

新能源车迎来发展机遇。在“碳中和”背景下新能源车同样迎来发展机遇，发展新能源车不仅有助于环保，还能降低对原油的依赖，并且随着动力电池技术发展，特别是固态电池技术的升级，新能源车续航力较过去有很大提升，未来仍有提升空间，未来新能源车无论是动力成本还是续航力均有可能超过传统燃油车。工信部曾规划过我国新能源车未来的渗透率提升路线图，即混动新车到 2025 年占传统能源车的 50%以上，2030 年占 75%以上，2035 年达到 100%；新能源汽车到 2025 年占汽车总销量的 20%左右，2030 年占 30%以上，2035 年占 50%以上。同时，氢能车的发展将进一步加速，到 2035 年，氢燃料电池汽车保有量达 100 万辆，商用车实现氢动力转型。受益于新能源车渗透率潜在的提升空间，未来有很多相关产业均有可能受益。第一个是新能源整车产业；第二个是动力电池产业；第三个是车联网产业，去年下半年以来汽车芯片订单饱满，体现了其强大的市场需求；第四个是有色金属产业，包括镍、锂、钴、稀土等，由于动力电池需求量大，带动相关上游原材料订单。

风险提示

疫情不确定性、美债利率快速上行、通胀上行超预期等。

插图目录

图 1： 基数原因导致今年 GDP 增速波动可能会加大 3
图 2：2021 年财政赤字率可能同比回落 4
图 3：通胀不会制约货币政策 5
图 4：出口超预期带动 2020 年中国经济快速反弹 6
图 5：疫苗接种加快有助于美国疫情缓和 7

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。