

读懂政府工作报告的四个视角

宏观事件点评

2021年3月8日

报告摘要:

我们从经济增长目标、财政政策、货币政策和今年首次提出的全员劳动生产率四个视角出发，解读政府工作报告。

● 第一，恢复设立GDP增速目标，而且留有较大余地。

政府工作报告提出，今年GDP增速目标为6%以上。这一目标实现难度不大，留有较大余地，可以看作底线要求。根据今年赤字率和赤字规模测算，隐含的官方预测值名义GDP增速为9.8%，实际GDP增速应为8%左右。我们认为，设立较低目标，表明政策目的不在于刺激经济，而在于“引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展”。

● 第二，积极财政政策力度较大，确实称得上“积极”二字。

赤字率拟按3.2%左右安排，不再发行抗疫特别国债，赤字规模为3.57万亿元，拟安排地方政府专项债券3.65万亿元。虽然上述目标都比2020年有所下调，但由于财政收入恢复性增长，今年的财政支出总规模比去年是增加的。此外，广义财政赤字合计为7.22万亿元，仅低于2020年（7.51万亿元），远高于2019年（4.91万亿元）。可见，积极财政政策确实是“积极”的。

● 第三，稳健货币政策更加重视防范风险，在“不急转弯”下边际收紧。

与2020年相比，今年货币政策有三个明显变化：一是宽松力度明显减弱，去年提出“综合运用降准降息、再贷款等手段”，今年这些手段都没提；二是更加注重防范风险，强调“要处理好恢复经济与防范风险的关系”，这是去年所没有的，与近期房地产调控加强和流动性边际收紧形成呼应；三是要求货币政策更加精准。总而言之，在“不急转弯”下货币政策边际收紧已经成为定局。

● 第四，首次提出“全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长”意义重大。

十四五规划纲要草案主要目标中，明确提出“全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长”，这是首次针对生产率提出具体的量化目标。只要坚持改革创新，不断提高经济效率，这一目标就完全有希望顺利实现。我们在年度展望报告中最早预判，2021年中国全要素生产率有望开启新一轮快速增长，中国经济有望迎来新一轮上升周期。在新的量化目标引导下，生产率加快增长，潜在增速更快增长，我们的预判将成为现实。

● 风险提示：全球政治经济不确定性加大、改革创新推进缓慢等。

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

相关研究

1 恢复设立 GDP 增速目标，而且留有较大余地

2021 年恢复设立 GDP 增速目标。去年两会时，考虑到新冠疫情之下，经济增长的不确定性较大，政府工作报告在过去 20 多年里首次未设 GDP 具体增速目标。今年两会之前，全国政协常委、经济委员会副主任杨伟民在接受记者采访时提到，在疫情得到控制的情况下，以及从未来实现现代化国家的目标来看，今年还是有必要设定增速目标。如今尘埃落定，今年政府工作报告恢复设立 GDP 增速目标，并明确提出十四五期间“各年度视情提出经济增长预期目标”，GDP 增速目标常态化回归。

图 1：主要经济目标变化情况

指标		2021		2020	
		目标	变化	目标	实际
主要经济指标	GDP 增速 (%)	6.0		—	2.3
	CPI 同比 (%)	3.0	下降	3.5	2.5
	城镇新增就业 (万人)	1100	上升	900	1186
	城镇调查失业率 (%)	5.5	下降	6	5.2
	城镇登记失业率 (%)	—		5.5	4.2
	国际收支 进出口	基本平衡 量稳质升		基本平衡 促稳提质	基本平衡 好于预期
财政政策	赤字率 (%)	3.2	下降	3.6	3.6
	财政赤字 (万亿元)	—		3.76	3.76
	财政支出 (万亿元)	—		24.7	24.5
	地方专项债 (万亿元)	3.65	下降	3.75	3.75
	减税降费 (万亿元)	—		2.5	2.6
	抗议特别国债 (万亿元)	不再发行	下降	1	1
货币政策	M2 增速 (%)	与名义 GDP 增速基本		明显高于 去年	10.1
	社融余额增速 (%)	匹配			13.3

资料来源：政府工作报告，民生证券研究院

政府工作报告提出“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”（图 1）。据国务院研究室党组成员孙国君介绍，设立 6% 以上的 GDP 目标综合考虑了很多因素：第一，经济恢复情况。从去年第二季度开始，经济都在逐步恢复，第三、四季度在不断转好；第二，考虑基数的因素，今年第一季度，由于基数原因，上升比较多；第三，保持经济持续健康发展的需要；考虑今年情况，也要考虑统筹明年后年发展的需要；同时考虑预期目标不要忽高忽低。

上述 GDP、就业、物价等目标均留有较大余地。从经济复苏的趋势看，这些目标实现的难度不大，可以看作底线要求：IMF 预测 2021 年中国 GDP 增长 8.1%，国内主要机构预测值普遍在 8-10% 之间；就业只要不弱于 2020 年，就业目标即可完成；我们测算，全年 CPI 中枢和高点均不超过 3%。国家发改委主任何立峰也表示，有底气实现这些目标。根据今年赤字

率 3.2% 和赤字规模 3.57 万亿元测算，中央预测今年名义 GDP 增速为 9.8%，隐含的实际 GDP 增速应为 8% 左右。我们认为，设立较低目标，表明政策目的不在于刺激经济，而在于“引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展”。

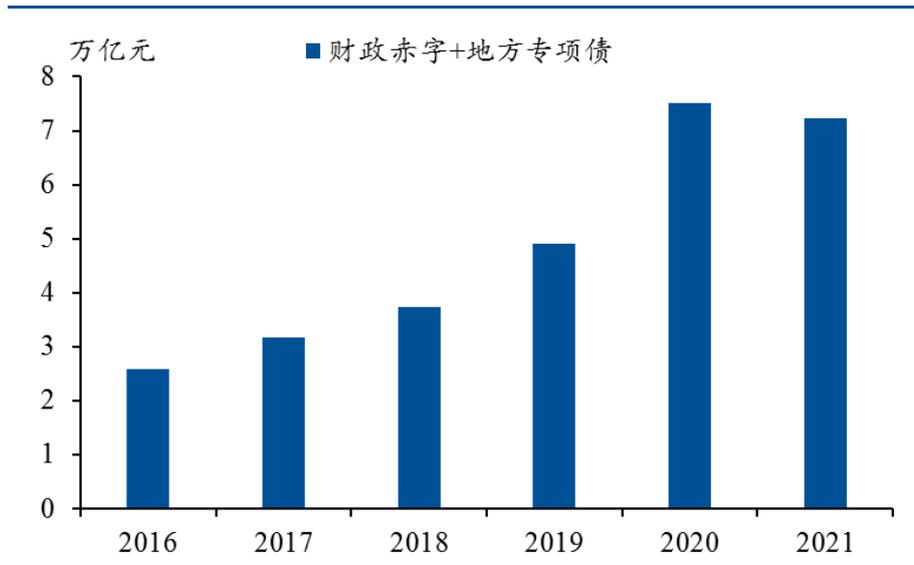
2 积极财政政策力度较大，确实担得起“积极”二字

政府工作报告提出，今年的财政政策基调是“积极的财政政策要提质增效、更可持续”。2019 年的表述是“积极的财政政策要加力提效”，2020 年的表述是“积极的财政政策要更加积极有为”。比较而言，今年重点强调“更可持续”。

赤字率、赤字规模、地方政府专项债等目标小幅下调。政府工作报告提出，今年赤字率拟按 3.2% 左右安排，比去年（3.6% 以上）有所下调，不再发行抗疫特别国债；拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，比去年（3.75 万亿元）小幅下调。财政部《关于 2020 年中央和地方预算执行情况与 2021 年中央和地方预算草案的报告》提出，赤字规模为 3.57 万亿元，比 2020 年减少 1900 亿元，其中中央和地方分别为 2.75 万亿元和 8200 亿元。财政部表示，这样安排，既体现了财政政策的积极取向，又释放出我国不搞“大水漫灌”式强刺激、推动高质量发展的明确信号，并为今后应对新的风险挑战留出政策空间。

给定上述目标，今年财政政策的力度仍然较大，确实称得上“积极”二字。虽然上述目标都有所下调，但要注意到，今年经济复苏趋势良好，名义 GDP 增速较高，财政收入恢复性增长，在上述目标之下，今年的财政支出总规模比去年是增加的。今年赤字规模 3.57 万亿元，加上地方专项债 3.65 万亿元，广义财政赤字合计为 7.22 万亿元，仅低于 2020 年（7.51 万亿元），远高于 2019 年（4.91 万亿元）（图 2）。可见，积极财政政策是“积极”的。

图 2：2021 年广义财政赤字规模仍然较高



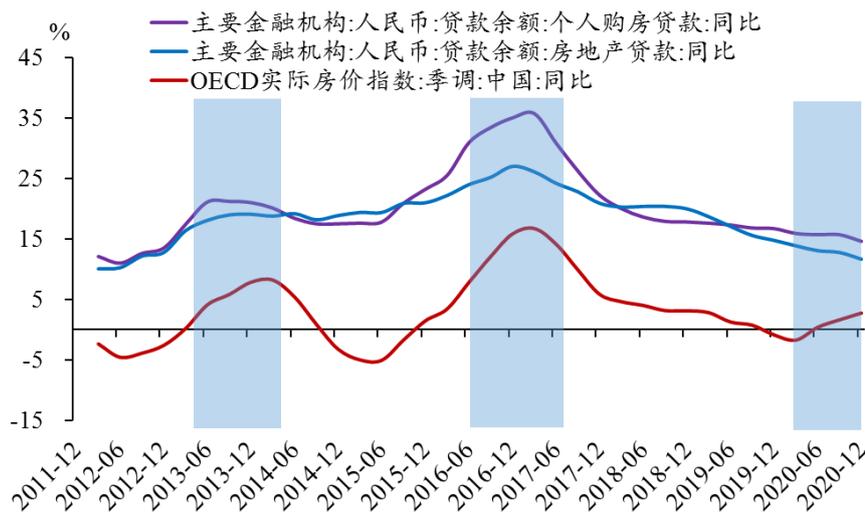
资料来源：Wind，民生证券研究院

3 稳健货币政策更加重视防范风险，在“不急转弯”下边际收紧

政府工作报告提出，今年货币政策基调是“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”。2019年的表述是“稳健的货币政策要松紧适度”，2020年的表述是“稳健的货币政策要更加灵活适度”。比较而言，今年在灵活和适度的基础上，增加了“精准”的要求。

与去年相比，今年货币政策有三个明显变化：一是宽松力度明显减弱，去年提出“综合运用降准降息、再贷款等手段”，今年这些手段都没提，去年要求“广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”，今年则要求“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”；二是更加注重防范风险，今年强调“要处理好恢复经济与防范风险的关系”，这是去年所没有的，与近期房地产调控加强和流动性边际收紧形成呼应（图3）；三是要求货币政策更加精准，例如，要求对小微企业、个体工商户、新型农业经营主体，以及受疫情持续影响行业企业给予定向支持。总而言之，在“不急转弯”下边际收紧已经成为定局。

图 3：2020 年个人住房贷款增长较快推高房价



资料来源：Wind，民生证券研究院

存款利率市场化将是今年的重点改革方向。政府工作报告要求，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。2020年四季度货币政策执行报告也在专栏中对“加强存款管理”做了专门论述。综合来看，预计改革目的在于形成“存款利率下降——贷款利率下降——小微企业融资成本稳中有降”的传导链条。

4 首次提出“全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长”意义重大

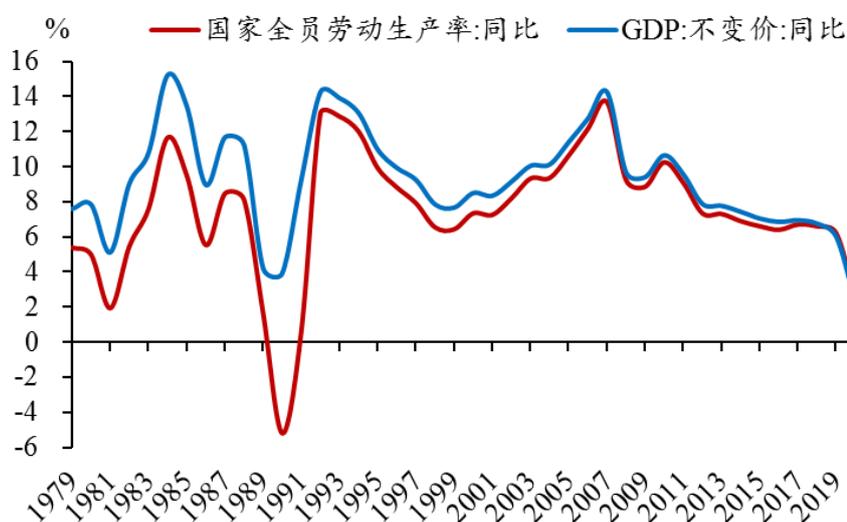
今年政府工作报告突出引导改革创新。一是明确指出，“关键领域创新能力不强”是我们面临的困难和挑战之一；二是据报告介绍，十四五规划纲要草案确定的重大任务中，第一条就

是“坚持创新驱动发展，加快发展现代产业体系”；三是如前文所述，设立较低 GDP 目标的目的也在于“引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展”，在今年重点工作部署中，对深入推进重点领域改革和依靠创新推动实体经济高质量发展，都做了大量部署。

首次提出“全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长”的量化目标。十三五规划纲要主要目标中，曾经提出“全要素生产率明显提高”的定性目标，但未提出具体的量化目标。今年政府工作报告介绍，十四五规划纲要草案主要目标中，明确提出“全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长”，这是首次针对生产率提出具体的量化目标。毫无疑问，只要坚持改革创新，不断提高经济效率，这一目标就完全有希望顺利实现。

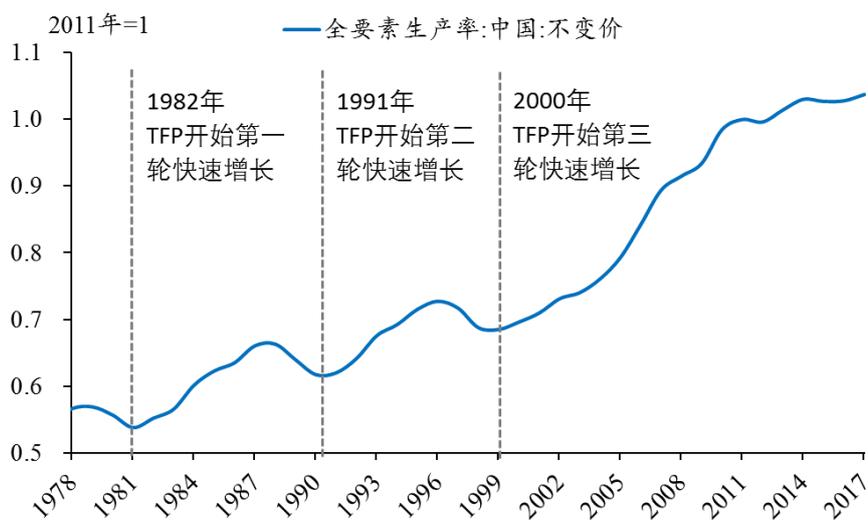
在新的量化目标引导下，中国经济有望迎来新一轮上升周期。全员劳动生产率为国内生产总值（按不变价计算）与全部就业人员的比率。改革开放四十余年来，我国全员劳动生产率增长曾长期落后于 GDP，2019 年才实现反超（图 4）。初步统计，2020 年我国全员劳动生产率增速为 2.5%，高于实际 GDP 增速 0.2 个百分点。在新的量化目标的引导下，生产率有望加快增长，潜在增速也有望取得更快增长。我们在年度展望报告中最早预判，2021 年中国全要素生产率有望开启新一轮快速增长（图 5），意味着 2021 年将成为中国经济新上升周期元年。全要素生产率和全员劳动生产率属于对生产率的不同测度，全员劳动生产率加快增长，我们的预判将成为现实。

图 4：自 2019 年起全员劳动生产率增长快于 GDP



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5: 2021 年起全要素生产率有望开启新一轮快速增长



资料来源: Wind, 民生证券研究院

风险提示

全球政治经济不确定性加大、改革创新推进缓慢等。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17706

