

## 2021年两会前瞻：稳杠杆和防风险并重

**引言：**第十三届全国人大四次会议和全国政协十三届四次会议分别于3月5日和3月4日开幕，看点包括政府工作报告和“十四五”规划纲要，明确下一阶段经济工作的重点，宏观政策导向和结构调整思路等。对此，我们做如下前瞻：

### 一、短期增长目标：不会提具体经济增速目标

今年GDP增速受低基数影响，将大幅偏离潜在经济增长率，目标意义不大。近年来经济发展注重提质增效，淡化GDP考核、提升增速容忍度是大势所趋。从地方两会来看，31个省市虽然均设置经济增长目标，其中绝大多数为区间，且增速趋于保守。

### 二、长期经济目标：十四五规划落地，稳杠杆和防风险并重

两会期间将发布“十四五”规划纲要，预计与去年中央经济工作会议的目标建议基本一致，部分细节内容和定量指标进行细化。“十四五”期间经济增长目标预计在4.7%左右，2035年GDP再翻一番。去年中央经济工作会议提出今年八大任务，主线是扩大内需、科技创新和发展绿色经济，还提出反垄断和发展租赁住房。当前国内经济恢复基础尚不牢固，经济仍需稳增长；去年宏观杠杆率抬升导致债务风险累积，叠加其他疫情衍生风险，长期稳杠杆和防风险诉求增加。

### 三、货币政策：以稳为主，宽信用收敛

稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，稳字当头，不急转弯，宽信用收敛保持循序渐进。预计今年社融存量增速或将回落至11%左右，新增社融预计在30-33万亿元。虽然总量货币政策逐渐回归中性，但结构性货币政策继续发力；此外，需要关注境外宽松货币政策的溢出效应。

### 四、财政政策：稳杠杆加跨年平衡，赤字率或大幅回落

积极的财政政策要提质增效、更可持续，稳杠杆诉求下财政赤字规模将有所收缩，去年部分沉淀资金可用于填补今年的财政缺口，预计财政赤字率降至3%左右。近年来政府性基金调入对预算收支平衡起到重要支撑作用，伴随土地财政收缩，未来财政收支继续承压。

### 五、扩大内需：经济再复苏依靠需求驱动，扩大居民消费是关键

坚持扩大内需这个战略基点，扩内需是今年经济深化复苏的主要驱动力，重点在于扩大居民消费；然而后疫情时代居民消费能力承压、消费意愿低迷，政策应针对收入分配不均、社会保障制度不完善、居民杠杆攀升等问题做出改进；同时，继续增加公共消费。

### 六、科技创新：攻克技术“卡脖子”，加速产业升级

科技创新一方面在于攻克技术“卡脖子”领域，摆脱技术依赖地位，重点支持“四基”领域（核心基础零部件、关键基础材料、先进基础工艺、产业技术基础等）；另一方面需要加快制造业转型升级，提高全要素生产率，实现经济高质量发展。

### 七、房地产政策：坚持房住不炒，约束政策加码

坚持房住不炒定位，大力发展住房租赁市场。考虑到部分城市尤其是一线城市自去年以来楼市上涨预期相对强烈，楼市过热地区政策加码收紧。在“三条红线”、“五个分档”、购房限制等政策压力下，后续房地产投资承压。

### 八、增长预测：基建地产温和发力，制造业和消费是看点

预计2021年全年实际GDP增速预计在8-9%区间。全球总需求扩张带动制造业投资增长，低基数作用下增速或在10%左右。消费恢复前景不宜过于乐观，预期社零增速为12%。全年通胀保持温和，CPI和PPI同比中枢分别为1.1%和1.7%。

**风险提示：**疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn  
杨海帆 联系人  
yanghaifan@gjzq.com.cn  
边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

## 内容目录

引言 .....	3
一、短期增长目标：不会提具体经济增速目标 .....	3
二、长期经济目标：十四五规划落地，稳杠杆和防风险并重 .....	4
三、货币政策：以稳为主，宽信用收敛 .....	6
四、财政政策：稳杠杆加跨年平衡，赤字率或大幅回落 .....	7
五、扩大内需：经济再复苏依靠需求驱动，扩大居民消费是关键 .....	9
六、科技创新：攻克技术“卡脖子”，加速产业升级 .....	11
七、房地产政策：坚持房住不炒，约束政策加码 .....	12
八、增长预测：基建地产温和发力，制造业和消费是看点 .....	13

## 图表目录

图表 1：经济进入高质量发展阶段，对经济增速放缓的容忍度提升（%） .....	3
图表 2：受基数和经济复苏节奏影响，今年 GDP 同比冲高回落（%） .....	4
图表 3：“十四五”规划《建议》主要任务一览 .....	5
图表 4：去年高赤字+宽信用，宏观杠杆率明显抬升（%） .....	6
图表 5：去年下半年以来，宽信用政策持续收敛（%） .....	7
图表 6：货币政策以稳为主，资金利率围绕政策利率波动（%） .....	7
图表 7：去年全国公共财政支出低于预算目标，历史上较为少见（%） .....	8
图表 8：去年新增专项债大幅增加，部分资金沉淀于城投企业（亿元） .....	9
图表 9：与美国、日本、德国相比，我国居民消费率偏低（%） .....	10
图表 10：居民收入中位数增速下滑幅度大于人均，居民收入分化加剧（%） .....	10
图表 11：政府消费在经济总量占据相对较大的比重（%） .....	11
图表 12：高新技术产业工业增加值增速明显高于整体（%） .....	12
图表 13：房地产政策收紧，土地购置面积增速趋于回落（%） .....	13
图表 14：下半年基建地产震荡走弱，制造业走强（%） .....	14
图表 15：社零环比增速向历史水平靠拢，消费恢复减慢（%） .....	15

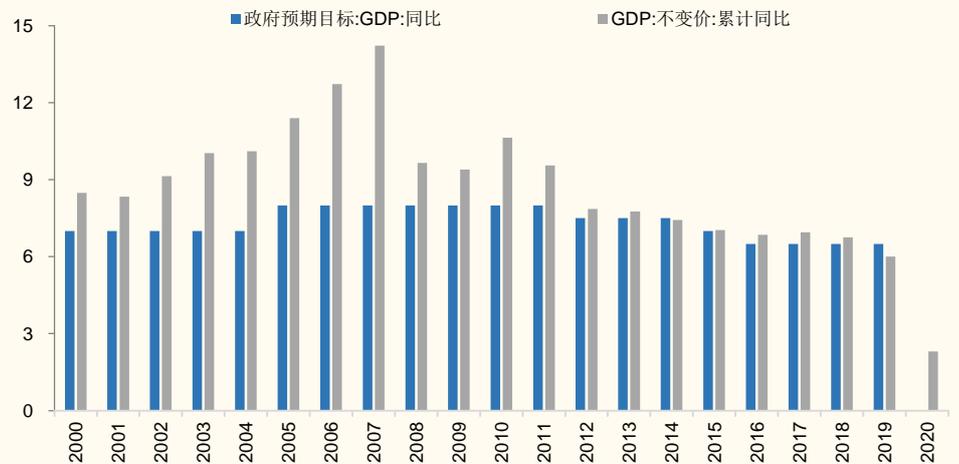
## 引言

2021年是“十四五”的开局之年，第十三届全国人大四次会议和全国政协十三届四次会议将分别于3月5日和3月4日开幕。两会重点主要有政府工作报告和“十四五”规划纲要，明确下一阶段的经济工作的重点，宏观政策导向和结构调整思路等。结合中央经济工作会议、“十四五”规划建议和近期政府部门表态，我们对今年两会内容做如下前瞻：

### 一、短期增长目标：不会提具体经济增速目标

**考虑到低基数原因，今年或不会提具体经济增速目标。**鉴于去年疫情对经济的冲击程度和延续时间存在较强不确定性，2020年政府工作报告不设具体的增长数量目标，政策重心是抓好六稳六保和稳住经济基本盘，GDP增速要求被淡化。虽然今年疫情逐渐在全球范围得到控制，但局势变化和外部环境仍存在诸多不确定性，并伴随境外宽松政策溢出、国内逆周期政策退出、行业及区域分化加剧等各类衍生风险，六稳六保需继续推进，预计今年将继续淡化经济目标增速。一方面今年GDP增速受到低基数影响，将大幅偏离潜在经济增长率，具有迷惑性且不易评估；另一方面，近年来经济发展注重提质增效，淡化GDP考核、提升增速容忍度是大势所趋，早在2019年就有部分省市把经济增长目标由具体数值调整为区间，目标设置更具弹性。从今年的地方两会来看，31个省市均设有经济增长目标，其中绝大多数为区间，假如区间目标考察下限，31个省市有23个地区生产总值目标增速低于8%，整体来看目标设置趋于保守。

图表 1：经济进入高质量发展阶段，对经济增速放缓的容忍度提升 (%)

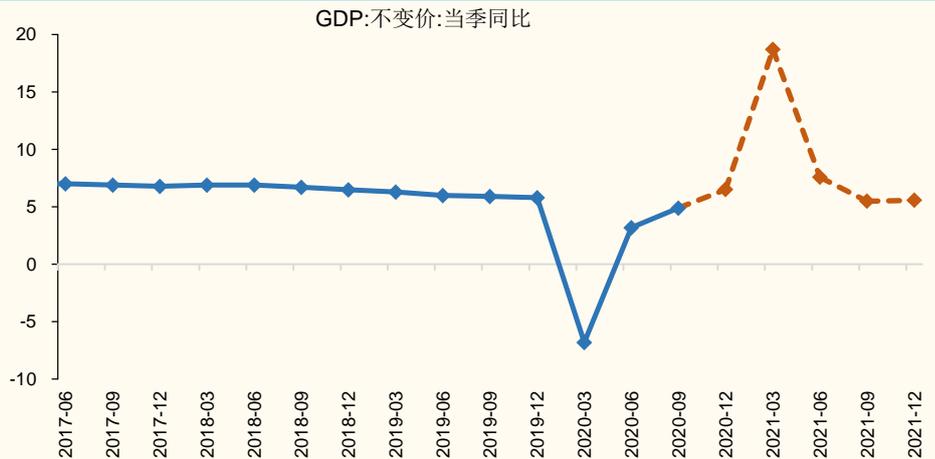


来源：Wind，国金证券研究所

**受去年低基数影响，2021年实际GDP增速将达到8-9%。**去年全球经济受到疫情严重冲击，根据最新国际货币基金组织(IMF)估计，2020年全球经济萎缩3.5%。但中国经济逆风而上，是去年全球唯一实现正增长的主要经济体，全年实际经济增速录得2.3%，虽然经济复苏领跑全球，但仍远低于历史常规水平和潜在经济增长率。在低基数作用下，2021年中国实际GDP增速预计将达到8%-9%的水平。但这一增速来源于低基数，并不具有可持续性（根据白重恩等计算，2021-2025年中国潜在增速在5.6%左右；根据徐忠等研究，2019-2024年潜在增速平均为5.5%）。我们预计，政策执行过程中，在重视“供给侧结构性改革”的同时，将更加注重“需求侧改革”，形成需求牵引供给、供给创造需

求的更高水平动态平衡，综合提升国民经济总体效率。

图 2：受基数和经济复苏节奏影响，今年 GDP 同比冲高回落 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

## 二、长期经济目标：十四五规划落地，稳杠杆和防风险并重

2021 年是“十四五”的开局之年，今年两会期间将发布“十四五”期间的主要目标任务和重大举措。参考历史经验可知，“十四五”规划纲要大概率与去年审议通过的《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》（以下简称《建议》）基本一致，并对部分细节内容和定量指标进行细化。定量指标可参考《建议》目标方向，以及“十二五”和“十三五”时期的规划情况，聚焦经济发展、科技创新、民生福祉和环保减排等领域，对经济总量增速、城乡居民人均收入、劳动生产率、服务业增加值比重、研发经费投入、城镇化率、城镇新增就业、二氧化碳排放量等指标提出量化要求。

“十四五”规划《建议》主要包含扩大消费内需、科技创新攻坚和发展绿色经济等三大主线。“十四五”规划《建议》明确了十二项主要任务，包括不限于科技创新、产业升级、扩大内需、乡村振兴、绿色发展等。重点包括三条主线：其一是内循环为核心的消费主线。过去依赖出口和地产基建投资的经济增长模式将逐步转型为以消费为主的新增长模式，未来将通过完善收入分配机制、优化升级供给结构、畅通要素流动渠道等方式提升居民消费意愿和消费能力。其二是科技创新，提高全要素生产率。单纯依靠增加要素数量驱动经济增长的“外延型”经济增长方式已经无法满足我国的需求，需要依靠科技创新将我国转为“内涵型”增长模式。科技创新重点方向在于集中攻克“卡脖子”领域技术，加快制造业转型升级。其三是发展绿色经济，加速完善绿色政策机制、金融服务和科技创新，确保实现 2030 年前碳达峰，持续改善环境质量。

我们预计“十四五”规划经济增长目标预计在 4.7% 左右，2035 年 GDP 总量再翻一番。伴随着潜在增速的回落，经济增长目标逐渐淡化，预计十四五规划会设置一个较低的经济增速目标，而重点将放在内循环和产业结构的改善。提高城镇化率、促进消费、加大就业、完善社会保障体系、增加科研支出等或将代替经济增长速度，成为下一个五年的重点。预计 2035 规划将隐含 2020 至 2035 年 GDP 翻一番目标，2035 年中国人均 GDP 将达到 3.5 万美元左右，进入世界高收入国家之列。

**图表 3：“十四五”规划《建议》主要任务一览**

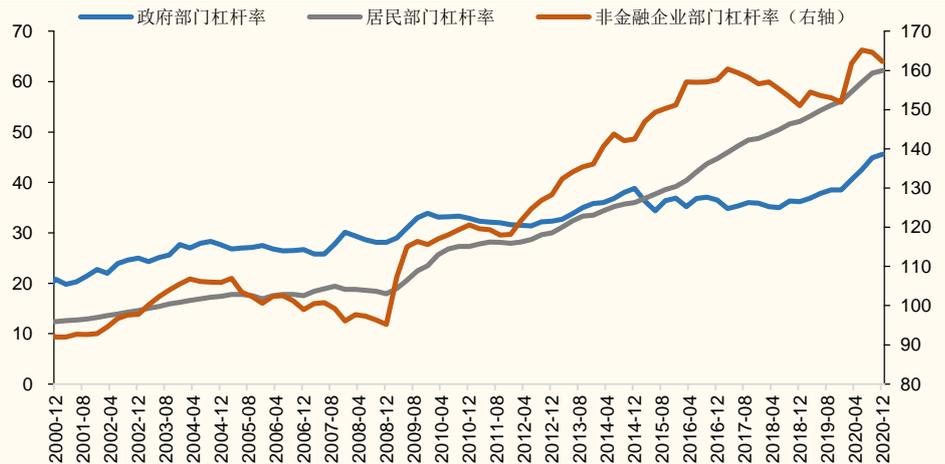
序号	主要任务	相关内容
一	坚持创新驱动发展，全面塑造发展新优势	坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑。制定科技强国行动纲要， <b>健全社会主义市场经济条件下新型举国体制，打好关键核心技术攻坚战。</b>
二	加快发展现代产业体系，推动经济体系优化升级	坚持把发展经济着力点放在实体经济上，提高经济质量效益和核心竞争力。提升产业链供应链现代化水平， <b>发展战略性新兴产业，加快发展现代服务业。统筹推进基础设施建设，系统布局新型基础设施，加快建设交通强国</b> ，完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络，加快城市群和都市圈轨道交通网络化。
三	形成强大国内市场，构建新发展格局	<b>坚持扩大内需这个战略基点，畅通国内大循环</b> ，提升供给体系对国内需求的适配性，推动金融、房地产同实体经济均衡发展，破除妨碍生产要素市场化配置和商品服务流通的体制机制障碍。促进国内国际双循环。全面促进消费，拓展投资空间。
四	全面深化改革，构建高水平社会主义市场经济体制	坚持和完善社会主义基本经济制度，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，推动有效市场和有为政府更好结合。激发各类市场主体活力，完善宏观经济治理，建立现代财税金融体制，建设高标准市场体系，加快转变政府职能。
五	优先发展农业农村，全面推进乡村振兴	解决好“三农”问题，提高农业质量效益和竞争力，保障农产品供给安全，发展县域经济，推动农村一二三产业融合发展，实施乡村建设行动， <b>深化农村改革</b> ，实现巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接。
六	优化国土空间布局，推进区域协调发展和新型城镇化	坚持实施区域重大战略、区域协调发展战略、主体功能区战略，健全区域协调发展体制机制，完善新型城镇化战略，构建高质量发展的国土空间布局 and 支撑体系。
七	繁荣发展文化事业和文化产业，提高国家文化软实力	坚持马克思主义在意识形态领域的指导地位，坚定文化自信，坚持以社会主义核心价值观引领文化建设。提高社会文明程度，提升公共文化服务水平，健全现代文化产业体系。
八	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，促进经济社会发展全面绿色转型。加快推动绿色低碳发展，强化绿色发展的法律和政策保障，发展绿色金融，支持绿色技术创新，推进清洁生产，发展环保产业， <b>推进重点行业和重要领域绿色化改造，制定二〇三〇年前碳排放达峰行动方案。</b> 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。
九	实行高水平对外开放，开拓合作共赢新局面	坚持实施更大范围、更宽领域、更深层次对外开放，建设更高水平开放型经济新体制，全面提高对外开放水平，推动贸易和投资自由化便利化，有序扩大服务业对外开放，稳慎推进人民币国际化，推动共建“一带一路”高质量发展，积极参与全球经济治理体系改革。
十	改善人民生活品质，提高社会建设水平	健全基本公共服务体系，完善共建共治共享的社会治理制度，扎实推动共同富裕。提高人民收入水平， <b>完善再分配机制，加大税收、社保、转移支付等调节力度和精准性，发挥第三次分配作用。</b> 强化就业优先制度，加快提升劳动者技能素质，建设高质量教育体系。健全社保、商业保险、社会救助等多层次社会保障体系。
十一	统筹发展和安全，建设更高水平的平安中国	坚持总体国家安全观，把安全发展贯穿国家发展各领域和全过程，防范和化解影响我国现代化进程的各种风险。加强国家安全体系和能力建设，确保国家经济安全，保障人民生命安全，维护社会稳定和安全。
十二	加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一	坚持政治建军、改革强军、科技强军、人才强军、依法治军，加快机械化信息化智能化融合发展，全面加强练兵备战，提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力。

来源：国务院，国金证券研究所

中央经济工作会议提出今年的八大重点任务，在“十四五”规划的基础上，**新提出反垄断和发展租赁住房**。今年经济目标可参考去年末召开的中央经济工作会议，会议指出今年重要任务包括强化国家战略科技力量、增强产业链供应链自主可控能力、坚持扩大内需这个战略基点、全面推进改革开放、解决好种子和耕地问题、强化反垄断和防止资本无序扩张、解决好大城市住房突出问题、做好碳达峰和碳中和工作等八大项，其中大部分也是“十四五”目标任务，前两项均为科技创新领域，指向在中国对美国技术高度依赖的背景下，技术封锁叠加疫情扰动已严重阻碍国内高科技产业发展，攻克技术“卡脖子”问题刻不容缓。会议另提到反垄断和城市住房问题，反垄断意在限制互联网巨头一些不正当竞争行为，给行业竞争环境、消费者权益维护和中小平台发展带来利好；会议再次明确“房住不炒”，将加剧推进租赁住房建设，规范发展长租房市场。

**今年稳杠杆和防风险并重。**虽然当前疫情控制和经济修复稳步推进，但疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，国内经济恢复基础尚不牢固，复苏不稳定不平衡，因此政策操作不急转弯，“六保六稳”工作继续落实，对科技创新、制造业、小微民营企业等重点领域和薄弱环节提供精准支持，逆周期调控政策讲求有序退出，经济稳增长态势延续。但去年超宽松的政策环境引发宏观杠杆率抬升，部分企业债务风险累积，政策退出节奏需谨慎把握以防债务危机，同时，中小银行不良资产正加速暴露，境外超宽松货币政策将导致输入性通胀和资本异常流动，可见今年经济稳增长的同时应重视稳杠杆和防风险。

**图 4：去年高赤字+宽信用，宏观杠杆率明显抬升 (%)**



来源：Wind，国金证券研究所

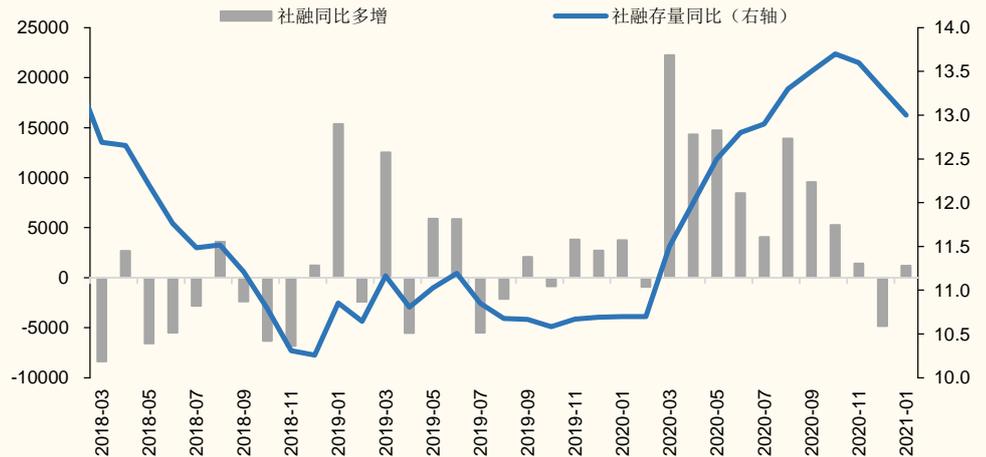
### 三、货币政策：以稳为主，宽信用收敛

根据近期央行表态，宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，保持货币供应量和社会融资规模增速同潜在名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。去年央行将 M2 增速与名义 GDP 增速的关系定为“基本匹配并略高”，伴随货币政策逐步回归正常化，自去年下半年以来宽信用力度持续收敛，截至 1 月社融规模增速已回落至 13.3%。从节奏来看，1 月金融数据超出市场预期，与“稳字当头，不急转弯”的货币政策基调保持一致，考虑到当前经济恢复尚不牢固、疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，叠加上半年信用债集中到期，为防范债务风险，宽信用收敛大概率保持循序渐进，市场不必过于担心宽松政策过快退出。需注意的是，1 月 26 日有央行官员表示，去年我国股市指数、房价在货币政策的影响下大幅上升，有些领域的泡沫已经显现，因此货币政策应当适度转向，可见如果后续资产价格继续快速上涨，将推动货币政策转向提速。展望 2021 年，社融存量增速或将回落至 11% 左右，新增社融预计在 30-33 万亿元（去年预计为 35 万亿元）；M2 增速或将降至 10% 左右；信贷增速将放缓至 10-11%，新增人民币贷款预计为 18-20 万亿元（去年预计为 20 万亿元）。

**总量货币政策虽逐渐回归中性，但结构性货币政策继续发力。**今年将延续实施普惠小微企业贷款延期还本付息和普惠小微企业信用贷款两项直达实体经济的货币政策工具，继续引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。预计今年普惠小微贷款和制造业贷款规模继续保持较高增速，推动后疫情时代经济均衡复苏。

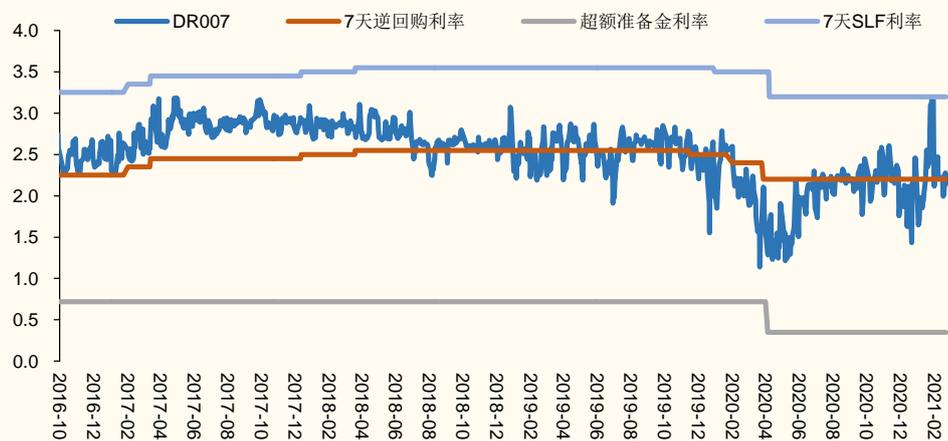
关注境外宽松货币政策的溢出效应。2020 年四季度货币政策执行报告就大国货币政策的溢出效应撰写专栏。去年美、欧、日等发达经济体实施超宽松的货币政策，美国启动无上限 QE 以及 2 万亿美元的政府救助计划，导致境外央行资产负债表规模显著扩张和债券利率下行，而非正规货币对实体经济的提振有限，大量资金流入到房地产和股市等资产投资，加剧了贫富差距，在造成通胀不平等的同时，流动性过剩带来的资产市场非理性繁荣也不断催生资产泡沫。对我国来说，境外货币超发将推动大宗商品价格上涨，进而引发输入性通胀，同时中美利差走扩吸引大量外资流入境内资本市场，资本流动的波动性增大。

图表 5：去年下半年以来，宽信用政策持续收敛 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：货币政策以稳为主，资金利率围绕政策利率波动 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

#### 四、财政政策：稳杠杆加跨年平衡，赤字率或大幅回落

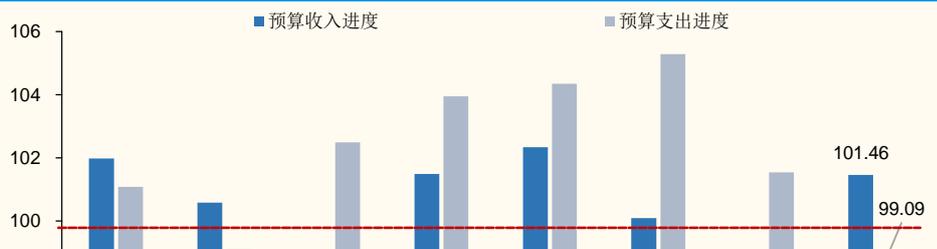
积极的财政政策要提质增效、更可持续，稳杠杆诉求下财政赤字规模将有所收缩，去年部分沉淀资金可用于填补今年的财政缺口。根据年末中央政治局会议对财政政策的表态和 1 月 20 日刘昆在全国财政工作会议上的讲话，今年政策基调是积极的财政政策要提质增效、更可持续，强调可持续主要从支出规模和政策力度着眼，兼顾稳增长和防风险需要，指向今年赤字规模和财政支出力度

将合理收减；提质增效则主要从优化结构和加强管理着眼，包括继续压降一般性支出、建立实施常态化的财政资金直达机制、加速盘活国有资源资产等方面。刘昆的讲话特别提到跨年平衡，即加强 2020、2021 年预算统筹平衡，节省部分资金用于平衡 2021 年预算，去年大规模发行特别国债和专项债，但由于前期工作不扎实，部分基建项目短期内无法开工，导致资金沉淀于财政存款和城投企业账户，这部分资金有望填补今年的财政缺口。基建投资方面，资金重点用于补齐农业农村、生态环保、物资储备、防灾减灾、民生保障等领域短板，推进“两新一重”等重大工程建设，继续优化投资结构。

去年公共财政支出和政府性基金支出均未完成预算目标，反映出地方结转结余资金余额不足、大量政府性基金调入一般公共预算的困境。去年全年公共财政实际支出为预算的 99.09%，基本完成预算目标，而实际政府性基金支出仅到预算的 93.56%，实际公共财政收入和政府性基金收入均超出预算，反映出在国有资源资产盘活力度有限、地方结转结余资金余额不足的背景下，超收的政府性基金大量调入一般公共预算。2020 年预计政府性基金超收 23170 亿元，去年预算执行报告指出调入资金及使用结转结余 29980 亿元，可见政府性基金调入对预算收支平衡起到重要支撑作用。考虑到近年来地方结转结余资金余额逐步减少，为平衡预算政府性基金面临要么超收要么减支的两难抉择，房地产政策严控使得土地财政难以为继，因此政府需加速盘活国有资源资产以增加收入，未来财政收支将继续承压。

在稳杠杆和预算统筹平衡的要求下，我们预计今年财政预算赤字率将降至 3% 左右。从当前的经济恢复情况来看，财政逆周期需求已逐渐减弱，今年不会延续去年的应急策略，但积极取向依然保持不变，力度会有所降低。财政政策一般偏中期性，政策退出所需要的时间比较长，不会贸然转向。今年大概率不再发行抗疫特别国债，在继续实施好现有的减税降费政策下，不会出台新的大规模减税降费新政。我们预计财政赤字率从去年的 3.6% 以上降至 3% 左右，地方政府专项债券规模可能在 3 万亿元左右。

图表 7：去年全国公共财政支出低于预算目标，历史上较为少见 (%)



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\\_17896](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17896)

