

没有增量信息也是一种增量信息

——2021 年政府工作报告点评

2021 年政府工作报告以稳为主，缺乏“政策变盘”的信号，没有增量信息也是一种增量信息。

- **经济目标：从年内维稳经济，到跨周期稳预期。**从经济增速和就业目标来看，回到了疫情前 2019 年的水平。考虑到 2021 年达标较为轻松，当前的经济目标并不在于年内的“维稳”，而是在于反应对于未来的规划和态度。“2035 翻一番”的潜在要求下，经济增速仍有目标，且未来的目标设定将追求平稳、不大起大落。
- **通胀目标：结构性涨价，总量政策不易过度反应。**从通胀目标来看，并未对于 PPI 抬升着墨过多，考虑到当前广义的价格更多的体现为结构性上涨，总量政策对其反应有限。
- **财政债务：增速回落，总量续接。**从财政来看，3.2%+3.65 万亿的结果是此次两会报告中“信号”意义较强的一组数字。此前我们解读货币政策不急转弯在“量”的层面意味着信贷和社融增速明显回落，但规模基本和 2020 年续接。此次财政政策的数字反映出相同的内涵。
- **没有增量信息，也是一种增量信息。**此次两会报告传递的增量信息有限，但考虑到近期市场较为冷清，一个重要的原因就是对于货币政策的下一步动作较为担忧，从此次两会来看，以稳为主的思路信号更为明确，并未出现“政策变盘”的信号。考虑到经济前高后低的预期、前期市场对于利空的钝化、以及当前较好的交易结构，债市的窗口期在延续。
- **风险提示：海外市场发生超预期变化，政策超预期收紧。**

相关研究报告

《“货币闸门”的“宽度”——3 季度货币政策执行报告点评》20201129

《升值趋势与货币政策应对——流动性投放或是主要手段》20210110

《降准，还是扩表？——流动性风险或是关键》20210121

《美债利率狂飙，中债该担心吗？——美债利率快速上行点评》20210218

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

1. 经济目标：从年内的“稳”，到跨周期的“稳”

同样的 6%，不一样的“稳”。2021 年 GDP 增速目标设定为 6%，又恢复到疫情前的目标水平，但这次的增速目标传递出不一样的信号：①6%的增速目标对于 2021 年而言是一个“虚化”的目标，从基数效应来看完成目标没有压力，而此前的地方两会上，各地所定目标均大于等于这一增速；

②保留这一目标，传递的是中长期的信号。十四五乃至 2035 之前仍有增速目标，正如总书记在解读十四五规划时明确表示，到 2035 年 GDP 翻一番的增速目标完全有可能实现。这也是政策不急转弯的重要考量。

图表1. 总书记对《十四五规划和 2035 远景目标建议》说明中的相关表述

第三，关于“十四五”和到2035年经济发展目标。在征求意见过程中，一些地方和部门建议，明确提出“十四五”经济增长速度目标，明确提出到2035年实现经济总量或人均收入翻一番目标。文件起草组经过认真研究和测算，认为从经济发展能力和条件看，我国经济有希望、有潜力保持长期平稳发展，到“十四五”末达到现行的高收入国家标准、到2035年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的。同时，考虑到未来一个时期外部环境不稳定不确定因素较多，存在不少可能冲击国内经济发展的风险隐患，新冠肺炎疫情全球大流行影响深远，世界经济可能持续低迷，中长期规划目标要更加注重经济结构优化，引导各方面把工作重点放在提高发展质量和效益上。

资料来源：新华网，中银证券

③没有将目标定的更高，是考虑目标的平滑性。根据国务院研究室有关负责人的解读¹，在确定今年 GDP 预期目标时，不仅要考虑今年的情况，也要统筹考虑明后年，尽可能做到预期目标在年度之间不要忽高忽低，能够保持经济长期平稳运行。

图表2. 到 2035 “翻一番”：关键在于增速不能下滑过快

年份	增速场景1	增速场景2	增速场景3
2021	8.0%	9.0%	9.0%
2022	4.5%	5.7%	6.0%
2023	4.5%	5.5%	5.7%
2024	4.5%	5.3%	5.4%
2025	4.5%	5.1%	5.1%
2026	4.5%	4.9%	4.8%
2027	4.5%	4.7%	4.5%
2028	4.5%	4.5%	4.2%
2029	4.5%	4.3%	3.9%
2030	4.5%	4.1%	3.6%
2031	4.5%	3.9%	3.3%
2032	4.5%	3.7%	3.0%
2033	4.5%	3.5%	2.7%
2034	4.5%	3.3%	2.4%
2035	4.5%	3.1%	2.1%
累计相对2020年	200%	199%	190%

资料来源：万得，中银证券

¹ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1693416037123730461&wfr=spider&for=pc>

从年内的稳，到跨周期的稳。历史上的经济增速目标主要是反应年内稳增长态度，此次的增速目标设定，对于 2021 年并没有明确的约束，增量信息主要在于反映出政府对于十四五乃至更长期的态度。政府并不刻意追求用当前的高增速去“补偿”2020 年较低的增速，但是中长期增长仍有目标，且对于未来经济目标的设定上，追求平稳、不大起大落。这意味着，中长期内经济增长基准假设，仍是平稳回落。

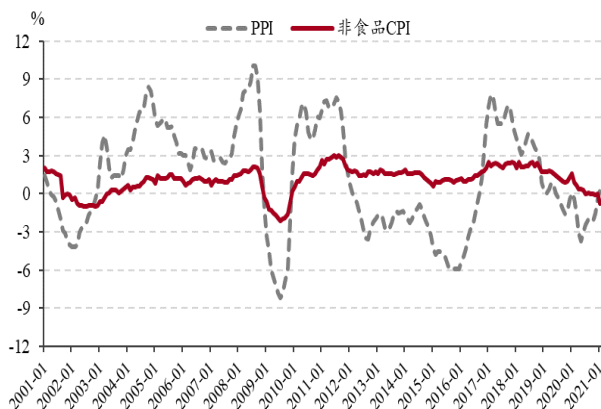
2. 通胀目标：容忍度仍高，未见“政策变盘”信号

首先，通胀目标 3% 中规中矩，两会报告中也没有新增对于 PPI 或者输入性通胀的论述。历史上，货币政策从未承诺过对于 PPI 进行反应，历史上货币紧缩和 PPI 高企的相关性，更多的来自 PPI 作为经济过热的表象，引发了货币政策反应。考虑到本轮 PPI 和 CPI 剪刀差的反向修正，并非来自于经济过热，当前货币政策对于 PPI 抬升做出紧缩反应的概率较小。

其次，PPI 向 CPI 的传导有限。①2020 年全年 PPI 定基指数的均值为 106.3。即使 2021 全年 PPI 定基指数的均值达到历史高点 110.1（2018 年 10 月），2021 年 PPI 的同比涨幅为 3.6% 左右。②即使假设 2021 年 PPI 的均值比历史高点再高出 1-2 个百分点，2021 年 PPI 的同比涨幅接近 6%，向 CPI 的传导也较为有限，观察历史数据，近 20 年来，PPI 同比涨幅即使达到 6% 时，非食品 CPI 涨幅也从未超过 3%。

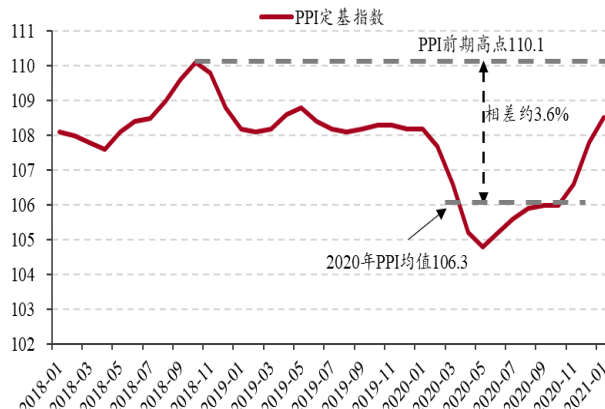
最后，结构性的“价格”问题，总量收紧并不对症。CPI 和 PPI 剪刀差的反向修正、商品中的有色和原油（全球定价品种）、股市中的抱团股、债市中的信仰品种、地产中的热门区域和热门概念（学区、改善等），广义的看，本轮“价格”问题不在普涨，而在于结构性的问题，从这个角度来看，货币政策目前仍将以稳为主，两会报告中没有透露出“政策变盘”的信号。

图表 3. 核心 CPI 波幅明显小于 PPI



数据来源：万得，中银证券

图表 4. PPI 价格绝对水平走势



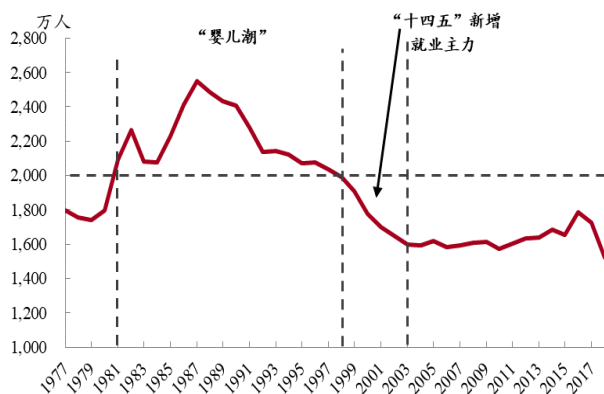
数据来源：万得，中银证券

3. 就业目标：十四五期间就业压力或显著缓解

与增长目标相适应，新增就业目标（1100 万人以上）也与 2019 年的目标一致。反映 2021 年的货币政策底线是以 2020 年基数为起点的常态增长路径。如果现实中经济内生动能推动了更高的增速当然是更好的结果，但我国可能不会为了用高增速补偿疫情期间的低增速，而放弃货币政策的空间、影响政策的可持续性。

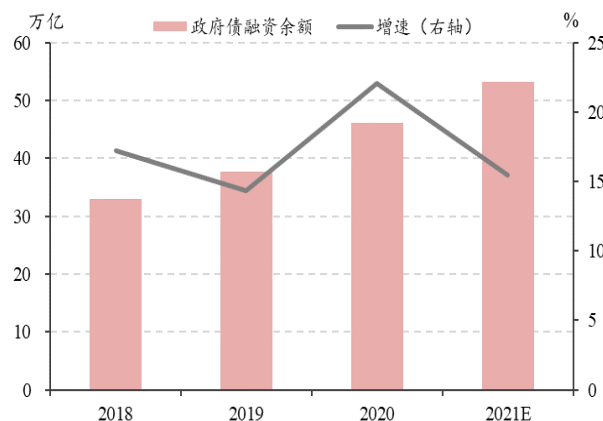
婴儿潮过去，十四五期间的就业压力将显著缓解。从就业压力的变化趋势来看，当前不追求增速补偿也有其合理性。按照人口出生的历史数据，我国就业压力可能在“十四五”期间得到加速缓解。如下图所示，我国在1981年至1997年间迎来“婴儿潮”高峰，此间每年的新生儿数量持续保持在2000万以上，其峰值出现在1987年。但从1998年到2003年，新生儿数量经历了较快下降，随后迎来一个新的“平台期”，甚至有所反弹。按照一个代表性个体在22岁前后（大学本科毕业）进入劳动力市场，那么1998-2003年的新生儿正是“十四五”期间新增就业的主力。随着就业压力开始逐步缓解，当前不追求增速补偿也有其合理性。

图表5. “十四五”就业压力有望加速缓解



数据来源：万得，中银证券

图表6. 政府债务增速下行



数据来源：万得，中银证券

4. 政府债务：增速回调、总量续接

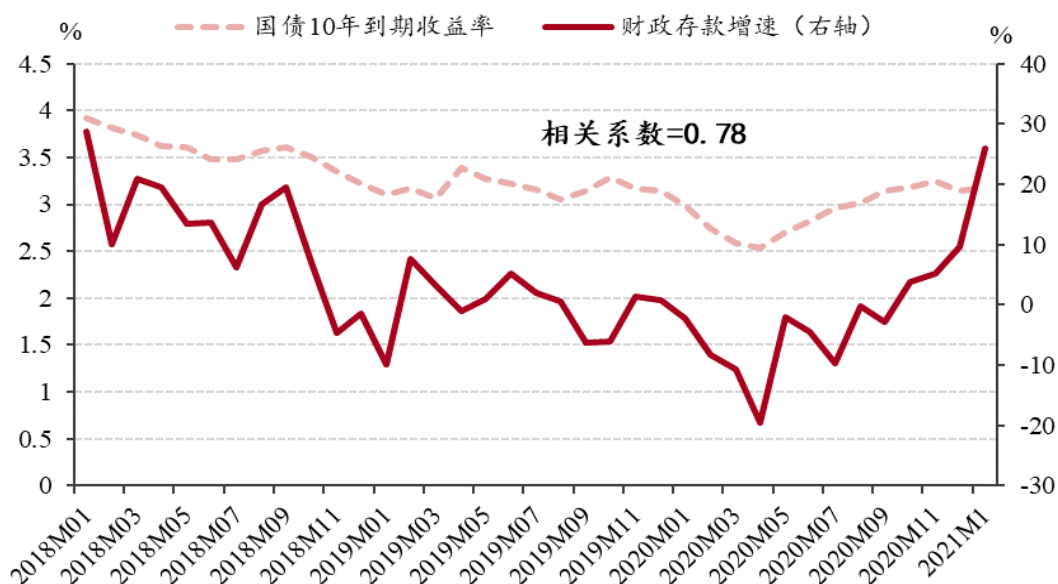
除特别国债外，政府债务增量与2020年几乎持平。2021年赤字率拟按3.2%左右安排，考虑到2021年名义GDP可能较2020年增长10%左右，2021年实际的赤字规模可能较2020年小幅下降1000亿左右，加上2021年拟不发行抗疫特别国债，地方政府专项债规模也减少约1000亿，2021年政府净债务融资预计较2020年减少1.2万亿左右。

政府债务的增速下降将比较明显。由于基数扩大，2021年政府债务余额的增速预计将从2020年的22.1%下降至15.5%。由于2020年政府债务融资存量占社融存量的比例达到16.2%，若2021年政府债务余额增速下降6.6个百分点，则对社融整体增速的影响将达到1个百分点。在货币和社融增速仍与名义GDP增长相匹配的前提下，政府债务增速的下降对利率债市场有边际的利好作用。

强调财政支出或促使财政存款增速回落，同样利好利率债市场。在政府债务增速降低的同时，2021年两会政府工作报告更突出强调了中央财政对地方财政的转移支付，包括“对地方一般性转移支付增长7.8%，增幅明显高于去年”、“将2.8万亿元中央财政资金纳入直达机制、规模明显大于去年”。支出增加与债务增量边际减少共同作用，或将促使目前较高的财政存款余额出现回落。

财政存款增速偏高对国债基准利率有负面影响。财政存款将流动性抽离广义货币体系，一般对国债市场有负面冲击。如图表7，财政存款增速与国债收益率之间存在比较明显的正相关关系。如果2021年财政存款增速能出现比较明显的回落，也将利好利率债市场。

图表 7. 国债收益率与财政存款增速



资料来源：万得，中银证券

5. 小结：没有增量信息，也是一种增量信息

①从经济增速和就业目标来看，回到了疫情前 2019 年的水平。考虑到 2021 年达标较为轻松，当前的经济目标并不在于年内的“维稳”，而是在于反应对于未来的规划和态度。“2035 翻一番”的潜在要求下，经济增速仍有目标，且未来的目标设定将追求平稳、不大起大落。

②从通胀目标来看，并未对于 PPI 抬升着墨过多，考虑到当前广义的价格更多的体现为结构性上涨，总量政策对其反应有限。

③从财政来看，3.2%+3.65 万亿的结果是此次两会报告中“信号”意义较强的一组数字。此前我们解读货币政策不急转弯在“量”的层面意味着信贷和社融增速明显回落，但规模基本和 2020 年续接。此次财政政策的数字反映出相同的内涵。

④此次两会报告传递的增量信息有限，但考虑到近期市场较为冷清，一个重要的原因就是对于货币政策的下一步动作较为担忧，从此次两会来看，以稳为主的思路信号更为明确，并未出现“政策变盘”的信号。考虑到经济前高后低的预期、前期市场对于利空的钝化、以及当前较好的交易结构，债市的窗口期在延续。

风险提示：海外市场发生超预期变化，政策超预期收紧。

图表 8. 历年政府工作报告中的数字目标

		2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
经济社会发展目标	GDP	6%以上	无GDP增速目标 “六稳”、“六保”	6-6.5%	6.5%	6.5%	6.5-7%
	完成情况		2.30%	6.1%	6.6%	6.9%	6.70%
	CPI	3%左右	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	完成情况		2.5%	2.9%	2.1%	1.6%	2.0%
	新增就业	1100万人以上	900万	1100万	1100万	1100万	1000万
	完成情况		1186万人	1352万	1361万	1351万	1314万
	调查失业率	5.5%	6.0%	5.5%	5.5%	—	—
	完成情况		5%	5-5.3%	4.8-5.1%		
	登记失业率	—	5.5%	4.5%-	4.5%-	4.5%-	4.5%-
	完成情况		4.2%	3.62%	3.80%	3.90%	4.02%
	贫困人口减少	—	全部脱贫	1000万	1000万	1000万	1000万
	完成情况		剩余551万人全部脱贫	1109万	1386万	1289万	1240万
	居民收入	稳步增长	与经济增长基本同步	与经济增长基本同步	和经济增长基本同步	和经济增长基本同步	和经济增长基本同步
	完成情况		2.10%	5.8%	6.5%	7.3%	6.3%
	进出口	量稳质升	促稳提质	稳中提质	稳中向好	回稳向好	回稳向好
	完成情况		1.50%	3.47%	9.70%	14.20%	-0.90%
	国际收支	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡
	完成情况		顺差2989亿美元	顺差1788亿美元	顺差491亿美元	顺差1649亿美元	顺差1964亿美元
货币政策	单位GDP能耗下降	3%左右	继续下降	3%左右	3.0%	3.4%	3.4%
	完成情况		0.10%	2.6%	3.1%	3.7%	5.0%
	宏观杠杆率	基本稳定	—	基本稳定	基本稳定	-	-
财政政策	完成情况		270.10%	245.4%	249.4%	250.3%	247.6%
	整体方向	灵活精准、合理适度	稳健，更加灵活适度	松紧适度	稳健中性	稳健中性	稳健，灵活适度
	完成情况						
财政政策	M2/社融	与名义经济增速基本匹配	增速明显高于去年	与名义GDP增速相配	合理增长	12%	13%
	完成情况		10.1%/13.3%	8.7%/10.7%	8.1%/9.8%	8.2%/12%	11.3%/
	整体方向	积极，提质增效、更可持续	积极，更加积极有为	积极，加力提效	积极	积极	积极，加大力度
	完成情况						
	赤字率	3.2%左右	3.6%以上	2.8%	2.6%	3.0%	3.0%
	完成情况			2.8%	4.2%	3.7%	3.8%
	财政赤字		3.76万亿	2.76万亿	2.38万亿	2.38万亿	2.18万亿
	完成情况			2.76万亿	37554亿	30492亿	28289亿
	中央财政赤字		1.83万亿	1.83万亿	1.55万亿	1.55万亿	1.4万亿
	完成情况			1.83万亿	1.55亿元	1.55亿元	1.4万亿
	地方财政赤字		1.93万亿	0.93万亿	0.83万亿	0.83万亿	0.78万亿
	完成情况		1万亿特别国债				
	全国财政支出	—	—	23万亿	21万亿	—	—
	完成情况			23.89万亿	220906亿		
基建	地方政府专项债	3.65万亿	3.75万亿	2.15万亿	1.35万亿	8000亿	4000亿
	完成情况			2.15万亿	13433亿	8242亿	-
	减税降费		2.5万亿	2万亿	8000亿	3500亿	5000亿
	完成情况		超过2.6万亿	2.36万亿	1.3万亿	1万亿	5700亿
	铁路投资	—	增加1000亿资本金	8000亿	7320亿	8000亿	8000亿
	完成情况			8029亿	8028亿	8010亿	1900km
基建	公路水运、水利工程	—	加强交通、水利等重大工程建设	1.8万亿/公路30万公里/高速60000km	1.8万亿/公路20万公里	1.8万亿/公路20万公里	1.65万亿（不含水运）/公路20万公里
	完成情况			23451亿/7260亿	22973.7亿/10141亿		29万公里/21项
基建	老旧小区改造	5.3万个	3.9万个	1.9万个	-	-	-

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_17724

