

主题策略

十四五规划系列（1）：八大主线看“十四五”

十四五规划：全球变局中的一届五年规划

根据当前中国的发展阶段及内外部环境，并基于中国提出的“双循环”新发展格局，我们预期十四五规划可能有如下八个方面的侧重点：

- （1）科技创新推动产业升级，是“双循环”的关键之一。**中国近年研发投入占 GDP 比例逐年提升，但在全球大国中仍偏低。十四五时期中国在科研领域要攻坚克难，可能会继续加大投入，推动教育、人才、产权、激励机制等综合领域的改革，鼓励创新，推动制造业从“三低一弱”的“老”中国制造走向“三高一强”的“新”中国制造，在全球产业链上创造更高附加价值。
- （2）要素市场化改革提高经济活力。**为了鼓励创新、提高效率，中国可能需要进一步推动供给侧改革，落实要素市场化机制改革、优化资源配置，促进产权激励、降低要素流动障碍。
- （3）挖掘内需和消费潜力，搞活“内循环”。**根据我们的估算，中国经济总量已经占全球接近 20%，人均 GDP 水平在 2023 年左右可能会超过全球人均 GDP。无论从经济总量还是单位水平来看，中国增长已经很难单纯靠外部来拉动，而必须比改革开放以来的任何时期都要重视内需和消费潜力。
- （4）进一步扩大开放，畅通“外循环”。**中国多元化、多层次的内需不可能仅靠自身供应来满足，内部的产业升级也需要外部的竞争和激励。十四五规划中，以大内需为平台，进一步扩大开放，推动商品、资本、人才等要素的外循环可能也是大概率举措。
- （5）加强资本市场、资本账户改革与开放助力“双循环”。**中国经济的转型和结构升级更加依赖直接融资，中国化解外围挑战需要更加紧密地促进内外资本融合。进一步发展资本市场成为“内循环”的重要枢纽，进一步开放资本账户促进资本双向流动、搞活“外循环”，可能十四五规划中的政策着力点。
- （6）改善收入分配。**收入差距较大是中国经济当前面临的挑战之一，城乡间、区域间、不同群体间收入差距较大。十四五规划可能会通过继续推进城镇化、完善收入分配制度缩小贫富差距。
- （7）完善养老与社保制度。**老龄化问题日益显现，完善养老与社保制度较为迫切。这不但有利于改善收入分配、社会稳定发展，更对于释放居民消费意愿、支持资本市场发展有积极作用，十四五规划中可能也会针对相关问题的举措。
- （8）进一步倡导绿色发展促进生态和谐。**促进生态文明是近几个五年规划中的重点，中国领导人近期向全球承诺 2060 年中国实现“碳中和”，更具体的目标、更明确的时间点可能使得绿色发展也会成为十四五规划中明确的重点。

紧扣五条主线挖掘投资机遇

根据上述八大重点，我们梳理五大投资主线挖掘“十四五”规划潜在投资机遇：**1）**科技创新推动产业升级、走向“新中国制造”；**2）**扩大内需，大消费板块；**3）**改革社保、完善收入分配相关领域；**4）**资本市场大发展主线；**5）**绿色发展的新能源、节能环保领域。相关主线 A 股及港股个股梳理见图 15-18。

分析员

王汉锋，CFA

SAC 执证编号：S0080513080002

SFC CE Ref: AND454

hanfeng.wang@cicc.com.cn

联系人

何璐

SAC 执证编号：S0080120010032

SFC CE Ref: BQB821

lu5.he@cicc.com.cn

相关研究报告

- [市场策略 | 数字经济，十大趋势](#) (2020.09.20)
- [市场策略 | 新港股、新经济、新格局](#) (2020.09.09)
- [市场策略 | 迎接居民家庭资产配置拐点](#) (2020.06.10)
- [市场策略 | 海南自由贸易港：即将闪耀全球的南海明珠](#) (2020.06.07)
- [市场策略 | 产业链会转移出中国吗？-全球变局中的中国产业趋势（2）](#) (2020.05.17)



目录

回顾 “十三五”各项任务完成情况	3
展望 “十四五”规划潜在重点	6
哪些行业将从未来五年的战略重点受益?	17
从 “五年计划” 看中国经济发展	23

图表

图表 1: “十三五”量化指标完成情况	5
图表 2: 中国进出口结构变化	6
图表 3: 研发费用占 GDP 的比例逐年上升	7
图表 4: 我国的人口结构金字塔底部逐渐缩小	8
图表 5: 中国消费市场在逐步成为全球最大的单一消费市场	9
图表 6: 中国高铁里程近年不断提升	10
图表 7: 移动互联网渗透率	10
图表 8: 中国经济占全世界的比例与外资占中国的比例	12
图表 9: 中国在全世界的财富分布中仍然靠前, 且中等偏高收入群体体量较大	14
图表 10: 城镇居民人均可支配收入 vs. 农村居民纯收入	14
图表 11: 中国城市化率与产业结构变化趋势	14
图表 12: 我国自 2010 年起已经进入了人口拐点, 总抚养比开始升高	15
图表 13: 中国五年规划期间市场表现 (1)	17
图表 14: 中国五年规划期间市场表现 (2)	17
图表 15: “十四五”规划 A 股组合 (1)	19
图表 16: “十四五”规划 A 股组合 (2)	20
图表 17: “十四五”规划海外中资股组合 (1)	21
图表 18: “十四五”规划海外中资股组合 (2)	22
图表 19: 中国五年规划增长目标和完成情况	24
图表 20: 中国五年规划重点	25
图表 21: 中国五年规划增长目标和完成情况	26
图表 22: “一五”期间基建投资规划	29
图表 23: “二五”期间基建投资规划	29
图表 24: “三五”期间基建投资规划	29
图表 25: “六五”期间基建投资规划	29
图表 26: 服务业已成为对中国经济贡献最大的部分	33
图表 27: 公共财政支预算本世纪以来大幅增加	33
图表 28: 军费支出占 GDP 的比重从 70 年代末期开始显著下降	33
图表 29: 城镇失业率则在 80 年代前下降, 而后随着经济体制改革带来的“下岗潮”有所回升	33
图表 30: 原煤产量在“二五”至“三五”期间出现波动	33
图表 31: 粮食产量则在“二五”和“十五”期间出现波动	33
图表 32: 我国石油产量在“十三五”期间出现显著下降	34
图表 33: 钢铁产量一度是五年规划最重要的目标之一	34
图表 34: 铁路货运量近年来上升势头迅猛	34
图表 35: 与中国建交国家数量在“三五”期间显著上升	34



回顾“十三五”各项任务完成情况

2015~2020 年是“十三五”规划的全面建成小康社会的决胜阶段。回顾过去四年半,“十三五”规划对于中国内、外部经济、政治环境和社会发展阶段判断是基本符合实际情况的。

- 1) 国际上和平与发展的时代主题没有变,但世界经济曲折复苏、增长乏力,贸易保护主义强化,新兴经济体风险加大。外部不稳定因素增多,我国发展面临的风险挑战明显加大。
- 2) 国内经济长期向好的基本面没有改变,消费升级加快,市场空间广阔,综合优势依然显著;但经济增速换挡、结构调整阵痛、动能转换困难相互交织,结构性矛盾凸显。

同时,为了适应中国发展的新阶段,“十三五”规划将目标经济增速从 7% 下调到 6.5%,强调创新驱动和经济结构优化,提升服务业增加值比重至 56%,将科技进步贡献率和互联网普及率纳入目标等。

经济: 疫情冲击下影响目标达成,但结构性调整见成效。2020 年以来,新冠疫情对全球造成了经济冲击,生产、消费端均出现停滞,预计对实现“十三五”的总体经济增速目标造成一定的影响。但在全球不确定性上升的背景下,中国在“十三五”时期提出经济发展的“新常态”,即以供给侧结构性改革为主线,坚持提质增效、转型升级已经初见成效。“十三五”规划前四年,我国基本已经进入中高速发展阶段,发展速度基本符合预期。

- ▶ **截至 2019 年我国经济增速基本符合预期,年均增速 6.6%。**在复杂国际局势环境中,总体上中国经济运行仍持续保持在合理区间,总体平稳、稳中有进的发展态势仍在持续。截至 2019 年的 4 年内,我国 GDP 平均增速达到 6.6%,略高于 6.5% 的规划预期目标,基本按时序进度完成 GDP 比 2010 年翻一番的目标。2020 年,由于新冠疫情的影响,我们认为全年 GDP 增速可能较低,因此整个“十三五”期间内我国经济增速可能无法完成 6.5% 的年均增速。但考虑到当前中国在全球抗疫形势、复工复产都处于领先地位,消费端复苏也较为强劲,我们认为疫情对于我国经济总体未来的影响将较为可控,不会大幅影响我国长期经济发展的动力和趋势。
- ▶ **第三产业成为经济增长的主要动力,但比重仍低于规划进度。**服务业增加值占 GDP 比重已由 2015 年的 50.5% 提升至 2019 年的 53.9%,经济结构调整已取得初步成效。虽然供给侧结构性改革效果不断显现,服务业现已成为经济第一大行业部门 and 经济增长的主动力,但受长期经济固有结构束缚,以及全要素生产发展提质较慢等特点,距完成 56% 的规划目标仍存在一定距离。
- ▶ **常住人口城镇化率提前达标,推动城乡协调发展。**我国常住人口城镇化率已经达到 60.6%,提前完成 2020 年 60% 的目标。同时,“十三五”规划首次明确提出要提高户籍人口城镇化率,现已达到 44.4%,预计可如期达到 45% 的水平。城镇化已成为推动中国经济行稳致远的重要动力。

科技: 研究经费投入强度仍较低; 专利量、互联网普及率等指标提前达标。我国提出要通过技术创新与供给侧一同拉动经济高质量发展,而创新驱动发展指标也是“十三五”规划提出最具创新的重要指标之一。

- ▶ **研究经费投入强度持续提高,但滞后于规划进度。**我国科技投入与产出达到历史新高,2018 年全社会研发支出与 GDP 的比值达到 2.19%,但落后于规划的进度要求。
- ▶ **每万人拥有发明专利数、互联网普及率等已提前达标。**我国的专利拥有量在 2018 年已跃居世界第二位。根据 2019 年数据,我国每万人口拥有发明专利数达到 13.3 件,



已达到 2020 年 12 件的规划目标。固定宽带家庭用户普及率和移动宽带用户普及率均在 2018 年提前三年完成 2020 指标, 现已大幅领先“十三五”规划目标。

- ▶ **科技进步贡献率距达标仅有 0.5 个百分点。**“十三五”首次将科技进步贡献率作为重要指标。截止 2019 年, 科技进步贡献率从 2015 年的 55.3% 提高至 2019 年的 59.5%, 距离 60% 的规划目标仅一步之遥。科技进步贡献率的不断提升证明了科技创新对经济发展的驱动作用。

民生: 居民生活水平显著提高、质量持续改善。民生作为“十三五”规划中最重要的奋斗目标之一, 其目的是让人民生活水平和质量得到普遍提高。民生福祉指标中, 居民人均可支配收入增长、城镇新增就业等四项指标已提前完成规划目标; 而劳动年龄人口平均受教育年限、农村贫困人口脱贫、以及人均预期寿命三项指标还待今年落实。

- ▶ **全国居民可支配收入达到目标, 脱贫攻坚成效显著。**我国居民人均可支配收入不断提高, 截止 2019 年年均增长 8.6%, 达到 3.1 万元, 不仅超过 6.5% 的目标预期值, 也提前完成 2020 年比 2010 年 (1.9 万元) 翻一番的规划目标。同时, 2016 年至 2019 年, 我国已实现 5024 万农村贫困人口脱贫, 还有 551 万人待摘帽。2019 年, 贫困地区农村居民人均可支配收入是全国农村平均水平的 72.2%, 实际增速比全国农村快 1.8%, 与全国农村平均水平的差距逐渐缩小, 整体生活水平持续改善。
- ▶ **劳动人口平均教育年限暂未达到目标。**作为教育改革的革新目标, 劳动年龄人口平均受教育年限在 2018 年达到 10.63 年, 主要受基础及高等教育普及率提高, 以及职业教育的发展。虽然暂未完成 10.8 年的目标, 但考虑到我国有 9.0 亿劳动就业人口, 已取得不错进展。

生态: 生态文明建设取得实质性进展, 环境保护约束性指标基本完成。在过去的四年半中, 我国在蓝天保卫战、污水处理攻坚战、土壤污染攻坚战均取得明显成效, 生态环境质量得到改善。非化石能源占一次能源消费比重、单位 GDP 二氧化碳排放量等约束性生态指标的优化即代表我国的经济实现与主要污染物排放的脱钩。

- ▶ **非化石能源占比提前达标, 能源强度符合进度要求。**2019 年, 我国非化石能源占能源消费比重达 15.3%, 提前一年完成“十三五”规划目标。而单位 GDP 能源消耗在 2016 至 2019 年间累计降幅 13.7%, 即完成“十三五”规划目标任务的 91.3%, 符合进度要求。我国节能减排工作取得了显著成效。
- ▶ **空气、地表水质量总体达标, 主要污染物排放总量均符合降低指标。**2020 年上半年, 我国 337 个地级及以上城市年均优良天数比例达到 85%, 已高于“十三五”规划中 80% 的约束性指标。其余环境指标, 包括二氧化碳排放强度、PM2.5 浓度未达标地级及以上城市数量、水体质量以及主要污染物排放量均已达到目标要求。



图表 1: “十三五”量化指标完成情况

指标	十三五量化指标				目前达成情况			
	2015年	2020年	年均增长% [累计]	属性	最新公布值	公布截止时间	年均增长% [累计]	是否已达成
经济发展								
GDP (万亿元)*	67.7	>92.7	>6.5%	预期性	87.5	2019	6.6%	✗
全员劳动生产率 (万元/人)	8.7	>12	>6.6%	预期性	11.2	2019	6.5%	✗
城镇化率%	56.1	60	[3.9]	预期性	60.6	2019	[4.5]	✓
户籍人口城镇化率 (%)	39.9	45	[5.5]	预期性	44.4	2019	[4.5]	✗
服务业增加值比重 (%)	50.5	56	[5.5]	预期性	53.9	2019	[3.4]	✗
创新驱动								
R&D经费投入强度 (%)	2.1	2.5	[0.4]	预期性	2.19	2018	[0.09]	✗
每万人口发明专利拥有量 (件)	6.3	12	[5.7]	预期性	13.3	2019	[7]	✗
科技进步贡献率 (%)	55.3	60	[4.7]	预期性	59.5	2019	[4.2]	✗
互联网普及率	40	70	[30]	预期性	86.1	Jun-19	[46.1]	✓
固定宽带家庭普及率 (%)	57	85	[28]	预期性	98	Jun-19	[41]	✓
移动宽带用户普及率 (%)								
民生福祉								
居民人均可支配收入增长 (%)	-	-	>6.5	预期性	8.6	2019	-	✓
劳动年龄人口平均受教育年限 (年)	10.23	10.8	[0.57]	预期性	10.63	2018	[0.4]	✗
城镇新增就业人数 (万人)	-	-	[5000]	预期性	5942	Jun-20	-	✓
农村贫困人口脱贫 (万人)	-	-	[5575]	约束性	5024	2019	-	✗
基本养老保险参保率 (%)	82	90	[8]	预期性	99.99	2019	-	✓
城镇棚户区住房改造 (万套)	-	-	[2000]	约束性	2156	Nov-19	-	✓
人均预期寿命 (岁)	-	-	[1]	预期性	77.3	2019	[0.96]	✗
资源环境								
耕地保有量 (亿亩)	18.65	18.65	[0]	约束性	20.23	2019	[1.58]	✓
新增建设占用耕地 (万亩)	-	-	[<3256]	约束性	801.6	2017	[1610.6]	✗
万元GDP用水量下降 (%)	-	-	[23]	约束性	23.8	2019	-	✓
单位GDP能源消耗降低 (%)	-	-	[15]	约束性	13.7	2019	-	✗
非化石能源占一次能源消费比重 (%)	12	15	[3]	约束性	15.3	2019	[3.3]	✓
单位GDP二氧化碳排放降低%	-	-	[18]	约束性	4.1	2019	[19]	✓
森林发展	21.66	23.04	[1.38]	约束性	22.96	2019	[0.3]	✗
森林覆盖率%	151	165	[14]	约束性	176	2018	[25]	✓
森林蓄积量 (亿立方米)	76.7	>80	-	约束性	85	Jun-19	-	✓
空气质量	-	-	[18]	约束性	23.1	2019	-	✓
PM2.5未达标地级及以上城市浓度下降 (%)	66	>70	-	约束性	74.9	2019	-	✓
地表水质量	9.7	<5	-	约束性	3.4	2019	-	✓
劣V类水体比例 (%)	-	-	[10]	约束性	54	2018	-	✓
化学需氧量	-	-	[10]	约束性	52.9	2017	-	✓
主要污染物排放总量减少 (%)	-	-	[15]	约束性	39.3	2018	-	✓
二氧化硫	-	-	[15]	约束性	32	2018	-	✓
氨氮								
氮氧化物								

资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部



展望“十四五”规划潜在重点

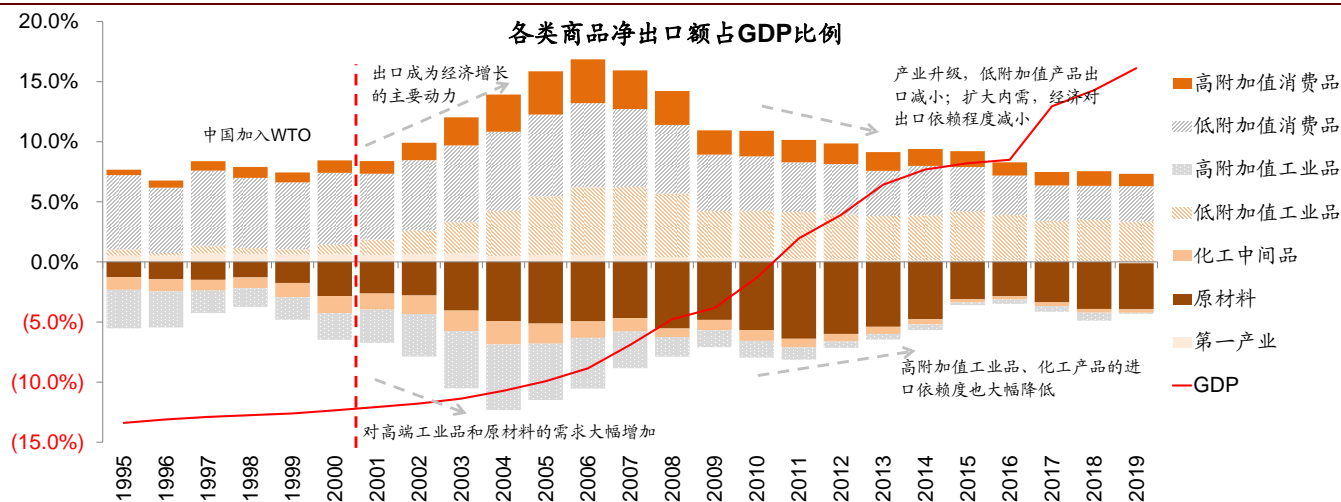
展望 2021~2025 的“十四五”期间，我国的内、外部环境和发展重心相较“十三五”期间既有延续，也有改变。当下的中国相较五年前，经济发展水平更高但结构性的不平衡仍然存在；除了进一步进行经济的发展，对于发展的方式和驱动因素也有了更高的要求；人民的生活水平显著提高，全面进入小康社会，但社会福利和保障制度仍有许多可改进之处；外部环境已经出现了巨大的变化，“百年未有之大变局”下，我国国力更强盛的同时外部的不确定性也可能带来更多干扰。因此，我们对“十四五”可能的规划重点进行了梳理。

► 科技创新支持产业升级

在《产业链在移出中国吗？》报告中，我们指出中国当前具备三个特征（标准化制造；需要有知识含量的劳动力的成本优势；需要一定的技术积累）的制造业已经在世界范围内展现出竞争力，这背后是中国大、长、全的产业链带来的优势。然而，尽管中国的制造业已经逐渐积累一定的规模优势，在许多核心技术上我国依然与世界前沿有着较大差距。“十四五”规划期间，我国可能会继续强化实体经济地位，促进我国产业进一步迈向全球价值链中高端方向，培育世界级先进制造业集群。而作为建设现代化经济体系的战略支撑，科技创新则将是产业转型和升级的重要支持。

在外部环境更加复杂、经济增速换挡的当下，我们认为，“十四五”期间我国经济结构的转变和产业升级将 1) 带动我国制造业在全球产业链中向高附加值方向发展，改善我国贸易条件，提高我国工业体系在全球产业链中的不可替代性；2) 提高我国的供给体系质量，从战略角度为我国提供保障。而进一步发挥全产业链的优势、深化我国制造业向高端转型的先决条件，就是先进的生产技术以及自主创新能力。科技创新一方面将是我国产业升级的主要推动力，在全球产业链上提高我国的话语权；另一方面，面对复杂的国际形势，则能解决目前外部挑战带来的产业限制问题。十四五期间，我们认为芯片、5G、第三代半导体、量子技术等可能会被写入重要战略规划中，在政策支持、税收优惠、人才培养等方面都予以支持和鼓励。

图表 2: 中国进出口结构变化



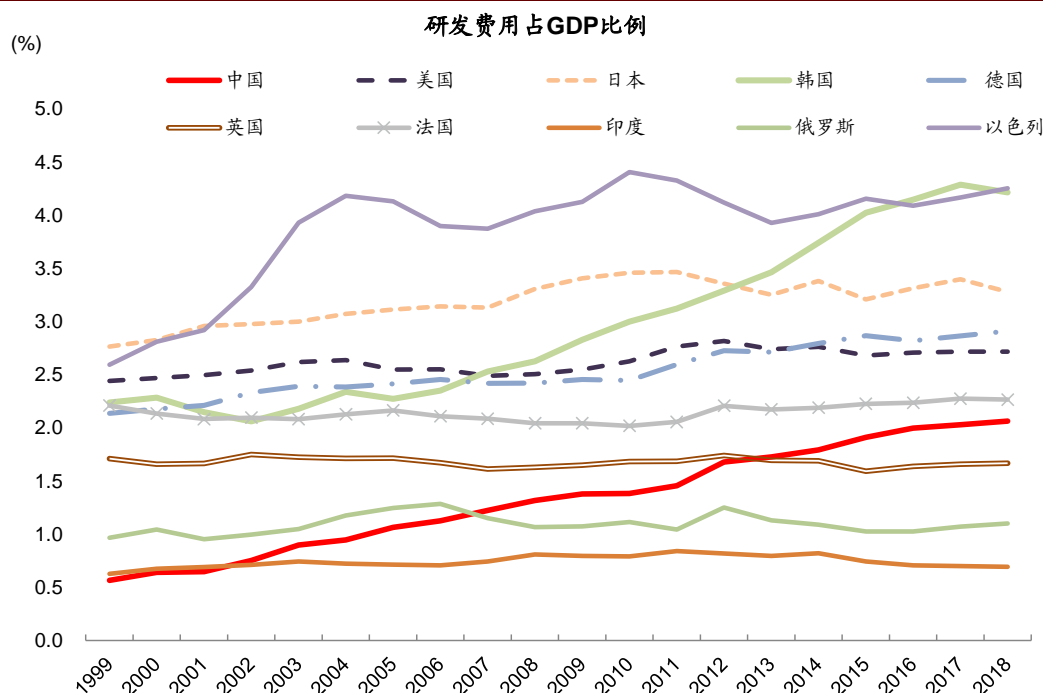
资料来源: Wind, 中金公司研究部

习近平总书记在科学家座谈会上的讲话指出，我国的发展正在加快，对科技创新提出更为迫切的要求，也比过去任何时候都更加需要科学技术解决方案。在激烈的国际竞争面前，在单边主义、保护主义上升的大背景下，我国必须要把原始创新能力提升摆在更加突出的位置，努力实现更多“从 0 到 1”的突破。近年来我国的研发投入在全球所占份额不断提升，2018 年占到了全球的 23%，而研发投入占 GDP 的比例也逐年提升，但在全



球大国中仍偏低,甚至低于美国、日本 90 年代时期的水平。因此,十四五规划期是中国科研创新要攻坚克难的时期,中国可能会继续加大投入,推动教育、人才、产权、激励机制等综合领域的改革,进一步鼓励创新。

图表 3: 研发费用占 GDP 的比例逐年上升



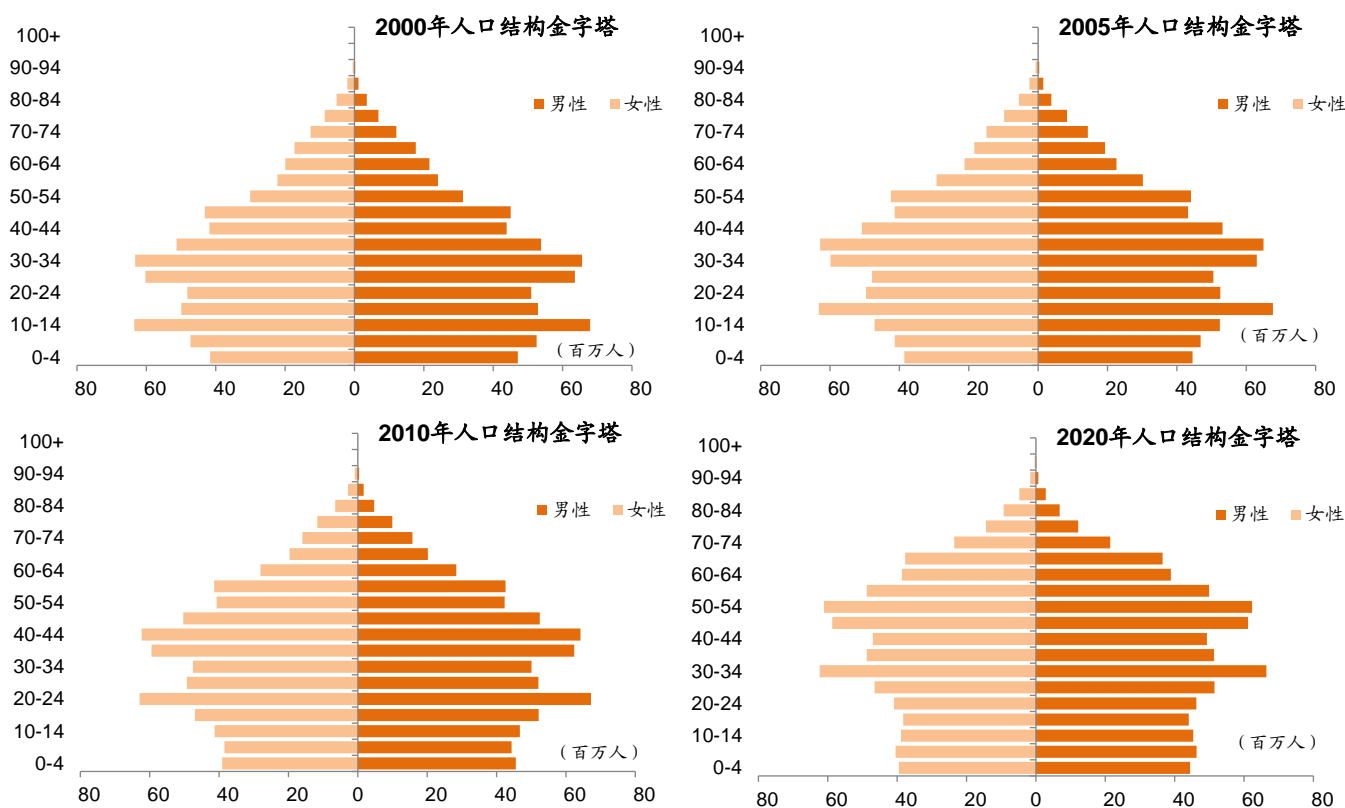
资料来源: Wind, 中金公司研究部

由于外部环境瞬息万变,“十四五”期间的科技发展需要面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求、面向人民生命健康,在科学技术的广度和深度上都进行不断探索。我们认为“十四五”规划期间对于科技创新的投入将主要分为两个类型: 1) 一方面,我国可能会特别加大能够实现生产进步、具有商业价值的应用型技术上的创新投入,以增加经济效益,直接提高产业竞争力。我国可能会着重研发关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新,同时在生产端对企业创新进行支持,加速科技成果落地。持续的创新升级是保证产业竞争力的关键,是内外双循环保持活力的关键,也是产业链自主可控的前提。相关的产业包括 5G 通信、芯片自主研发、第三代半导体等。2) 另一方面,我们认为我国也会更加重视基础理论研究,瞄准世界科技前沿,在前瞻性基础研究上发力,加大对于高校实验室等领域前沿研究的支持力度。即使这类研究可能投入时间较长、离研究成果商业化落地之间的距离较远,但基础理论研究可以助力更加完整、高效的研究体系的建立,同时也是其他科学研究及创新的基石。提高我国的基础科学研究水平,将解决我国许多技术被“卡脖子”的困境,在重要战略基础上摆脱对进口的依赖。相关领域包括基础科学如物理、数学,应用领域较广但尚在初级阶段的量子技术、新型材料等。

此外,我国可能会更加重视高端人才培养,完善产权制度,为科技创新提供发展的土壤。在我国经济发展的初期,庞大的人口基数为带来的“人口红利”曾使得我国在部分劳动密集型的低端产业上得到了竞争力,但当前人口的高速增长长期已经度过,人口金字塔底部呈现萎缩的趋势,“人口红利”不再。但另一方面,“工程师红利”正在出现,截止 2019 年,全国普通高校本科毕业生人数约为 834 万人,研究生毕业人数 64 万人,大量的人才储备将成为我国科技创新的巨大动力。我们认为“十四五”规划一方面会强化对于高端人才的培养,加大对于教育和研发的投入,鼓励更多社会主体投身创新创业,建设知识型、技能型、创新型劳动者大军。另一方面则会致力于建立适合创新的制度环境,可能会更加着重建立健全、法治的营商环境和研发环境,从制度上保障企业发展、鼓励科研行为,打造适合科技创新落地、生根、发芽的土壤。



图表 4: 我国的人口结构金字塔底部逐渐缩小



资料来源: 联合国, 中金公司研究部

► 要素市场化改革提高经济活力

我国当前的经济结构有多处不平衡, 例如 **1) 部分产业供给侧的产能与结构与需求端不匹配**。我国部分行业生产端的产能过剩, 特别是在钢铁、煤炭、水泥等传统工业行业中, 库存高企, 盈利能力较弱, 行业内部竞争激烈。**2) 高附加值产业比重偏低而低附加值产业比重偏高**, 劳动力、土地等一般性生产要素投入过多而知识、技术、信息要素投入过少。高附加值产业与低附加值产业的产值比重仍有较大的进步空间, 许多高端产业仍处于“供不应求”的状态, 特别是知识要素投入要求较高和附加值较高的产业, 例如芯片制造业等。受制于技术、资本限制, 仍有许多核心战略企业对进口依赖度较高。**3) 储蓄较为充裕, 而优秀投资标的较为稀缺等等**。我国的储蓄率仍然位居世界前列, 但我国的投资渠道仍不太通畅, 无法高效、准确地将资金导流至能发挥最大作用、取得最大收益的生产部门, 优秀投资标的的稀缺, 如何更高效地利用资本也将是未来重要的议题之一。

在过去的十几年中, 我国已经进行了多轮供给侧改革, 从“三去一降”对我国的生产结构进行调整, 到“破”、“立”、“降”处置低效益企业, 培育新动能。习近平总书记在近日讲话中提出, 要坚持供给侧结构性改革这条主线, 使生产、分配、流通、消费更多依托国内市场, 提升供给体系对国内需求的适配性, 以高质量供给满足日益升级的国内市场需求。我们认为, “十四五”期间, 我国可能会进一步深化供给侧结构性改革, 但是以“巩固、增强、提升、畅通”为指导方针, 以不断优化我国经济结构、扶持高附加值、高知识要素投入、高战略重要性的相关产业为主要目的。

推行要素市场化改革是激发市场活力的重要手段。在“十四五”期间, 我国可能会在前几轮以行政手段为主导的供给侧改革的基础上, 通过疏通市场流通机制进行资源配置的优化, 促进产权有效激励、要素自由流动, 而“新基建”则会成为降低市场摩擦力和交易成本的重要支柱。“十三五”期间, 我国在营造公平、开放的市场环境上做出了卓越的成果, 我们认为“十四五”期间, 要素市场化改革将仍然是经济增长的重要引擎: **1) 我国首创将“数据”作为重要的生产要素和战略性资源之一**, 充分肯定科技对未来经济发展的重要性; **2) 我国将继续发挥市场主体的活力**, 特别是将优化土地、劳动力、资本、数据、管理等要素配置作为工作重点。此外, 前述的创新驱动将有助于提高我国在高附



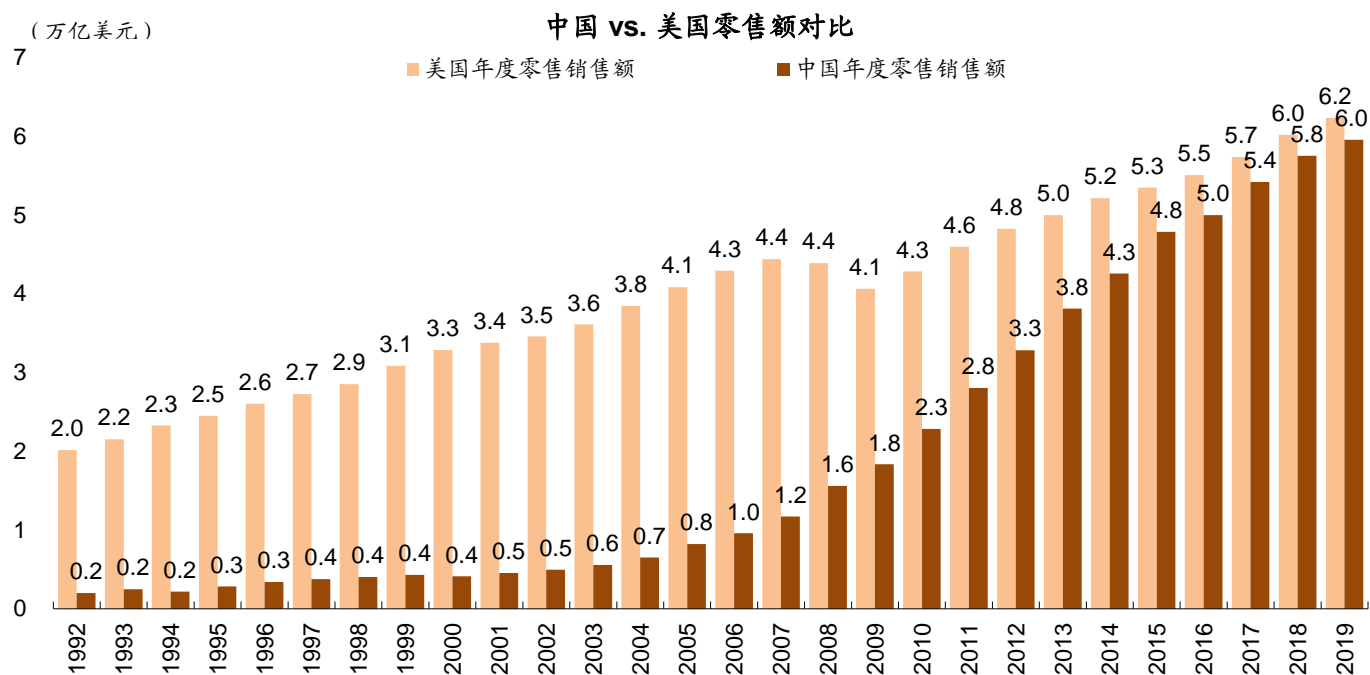
加值制造业和知识、技术、信息要素要求较高的制造业方面的生产能力。居民资产配置拐点临近，资本市场加速改革则会加强资金引流器的作用，将资金通过市场行为向更为有效的部门配置。

► 扩大内需与消费，搞活“内循环”

促进国内经济在内部进行正向循环，消费需求共同增长，是未来我国发展格局的重要方向。近年来，我国在全球事务中的参与度大幅提高，早已成为全球产业中牵一发而动全身的重要环节，而贸易出口则一直是我国经济发展的重要推动力之一。但过度依赖外需的经济结构可能会导致我国的发展受到掣肘，特别是在今年疫情的冲击和国际关系风云突变之时，全球化的趋势出现了停滞甚至逆转的倾向。另一方面，伴随居民财富的累积和生产力更为全面的发展，内需市场对我国经济的支撑作用愈发显著。面临这样的内外部环境，今年年中，政治局经济形势分析会重申加快形成“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，意味着中国政策正在导向重要的新方向。以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新格局，可能是符合当前中国经济发展阶段和国际环境特征的重要战略。

我国巨大的市场隐含的内需潜力是中国下一步发展的关键，仍在增长的全球最大的单一市场将允许生产的“规模效应”，助力企业发展。我国在大力投资扩产能、打工业基础的阶段，各类与投资相关的原材料、资本品等需求量及占全球的比例已经达到空前的规模及水平；伴随我国人均 GDP 迈过一万美元的关口，中国的消费市场也在逐步成为全球最大的单一消费市场，并且可能是人类史无前例的大市场。庞大的内需市场已经并将继续为中国各类产业发展提供广阔的平台、带来需求及供给侧双方的优势，实现我国生产消费的正向循环和自我完善。另一方面，疫情启发了对于全球化产业链脆弱性的重新思考，发展内部产业链是世界变局中寻求稳健的要求。

图表 5: 中国消费市场在逐步成为全球最大的单一消费市场



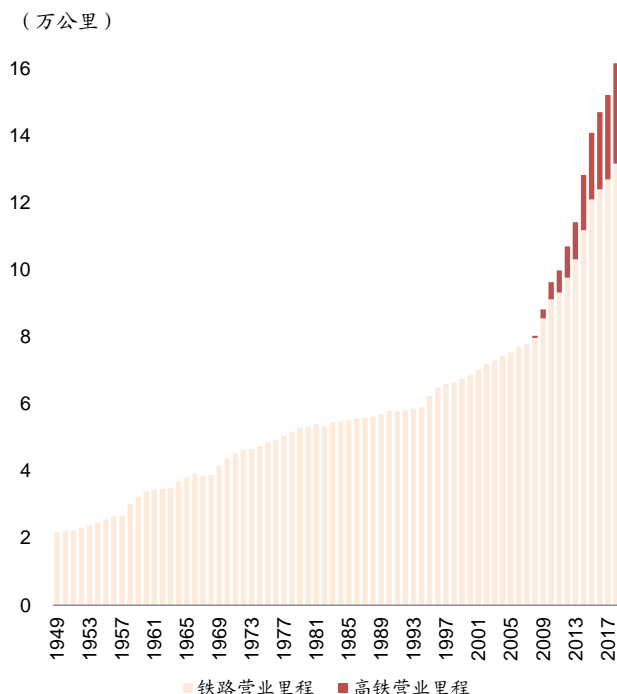
资料来源: Wind, 中金公司研究部

基础设施建设将助力提高内循环效率。在“十三五”全面建成小康社会的目标下，我国的基建设施网络已经得到了飞速的发展：硬件方面，2018 年我国农村地区通电率达到 100%、中国高铁运营里程数截止 2019 年底已经超过 3.5 万公里，约占全球高铁网的七成；软件方面，我国的移动宽带用户普及率在“十三五”规划期间超额完成目标达到 98%。软硬件两个网络使得中国在人流、物流效率和成本方面在世界上处于领先地位，我国完善的基础设施网络已经极大地提高了生产、流通及分配环节的效率。我们认为“十四五”



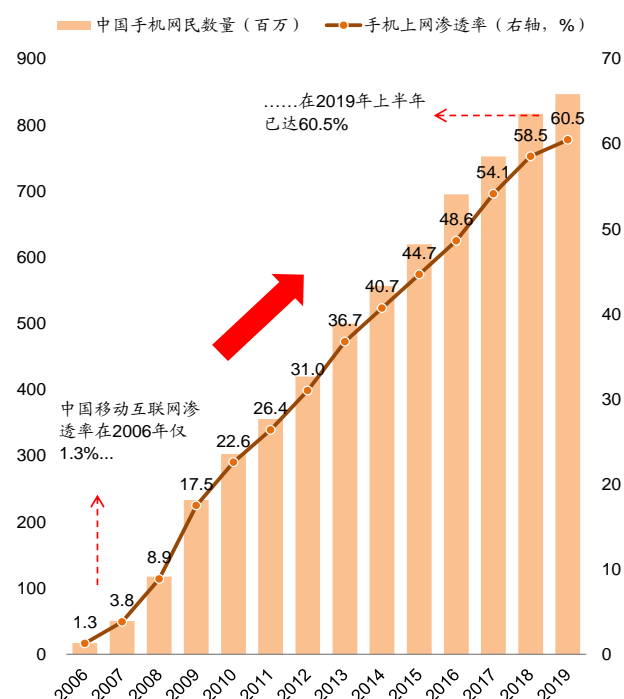
期间基础设施,特别是“新基建”中,交通、信息网络的建设将仍然是重点,特别是5G通讯基站、高铁网络、航空机场、区域内联通等相关方面,继续减少通讯、物流成本,提高流通效率,推动居民收入增长,扩大内需市场。同时,“新基建”也可能“一箭双雕”,成为逆周期调控的重要手段,并在改善区域发展不平衡上也有重要效果。

图表 6: 中国高铁里程近年不断提升



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 7: 移动互联网渗透率



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

► 进一步扩大开放, 畅通“外循环”

外循环是内循环的必要补充, 对外开放的大方向不会改变。尽管中国的内需未来可能达到空前的规模, 但进一步发展带来的更多样化、更多层次的需求, 不能仅依靠中国自身来满足。促进外循环很重要的含义之一是, 让外循环成为内循环的补充, 满足更全面、更多元的中国内需。开放更重要的内涵在于促进竞争、激发新的理念和发展动能。开放带来的竞争与合作, 对于更好地实现“内循环为主体”, 保持内循环机体的活力和竞争力至关重要。中国近些年众多新兴产业的发展表明, 开放、公平的环境促进了中国本土企业的崛起。没有外循环和继续开放为前提, “国内循环”最终会缺乏活力、缺乏竞争力。尽管当前的国际形势带来了许多阻力, 但正如习近平在深圳经济特区建立四十周年的大会上说, “我们绝不能被逆风和回头浪所阻, 要站在历史正确的一边, 坚定不移全面扩大开放。”在更加复杂的国际形势和多方位的阻力下, 对外开放的趋势不仅不能改变, 还要更加深化, 兼容并包。

我们认为开放的含义也将更加深刻, 而加快推进规则标准等制度型开放将会是未来规划的重点。同时“走出去”和“引进来”, 增强我国和世界其他地区的相互依存和相互了解, 才能促进“外部”的良性循环。我们认为“十四五”期间, 我国可能会在多个层次、多个领域内进行开放: 1) 在跨境商品贸易上进行品类、规模的进一步扩大, 提高贸易便利度。以海南自由港为例, 国务院于2020年6月初发布《海南自由贸易港建设总体方案》, 提出建立非关税贸易措施体系, 建立自由进出、安全便利的货物贸易管理制度, 我国在贸易自由上跨出新一步。除了特殊的自由贸易港外, 我们认为简化通关手续、实施负面清单制度等具有普适性的措施可能会进一步在全国范围内逐步推广, 并在跨境贸易的种类和规模上都进一步扩大。2) 大力发展跨境服务贸易。尽管传统经济理论普遍认为服务不可贸易, 但在数字经济重要性愈发显现的当下, 服务贸易正在逐步成为经济增长的重要动力源。美国著名经济学家鲍莫尔 (Baumol) 曾指出, 服务业的生产效率低, 与其不可贸易的属性有很大关系, 而科技则改变了这一属性, 使得服务业的效率大幅提升。因此, 发展中国的服务贸易、增强服务贸易的竞争力对于我国经济未来的发展举足轻重,



而促进适当的服务贸易进出口也将是未来五年的政策重点之一。**3) 坚持金融市场对外开放。**我们将在下文对此进行详细阐述。**4) 深化文化思想的对外开放交流和人才的跨境交流, 探索更加全球化的管理方式和制度, 建立法治环境。**无论是希望加强对外的贸易交流、文化交流还是资本交流, 制度和环境的保障都是极为重要的前提条件。在资本市场上, 明晰的市场制度、与全球接轨的监管、高质量的资产标的都是鼓励外资流入的重要因素, 近期发布的《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》便是监管层释放的重要信号, 而中美摩擦下对于中概股需要符合美国会计制度的要求也正在反向倒逼中国企业迅速地适应更加全球化的标准。在贸易交流上, 对于产权的保护、商业领域法律制度的健全等因素也都对中国在全球范围内的形象举足轻重, 唯有在制度上有了足够的保障, 贸易、文化、人才等要素的跨境流动才能蓬勃发展。

► 资本市场与资本账户“双资本”改革与开放, 助力“双循环”新发展格局

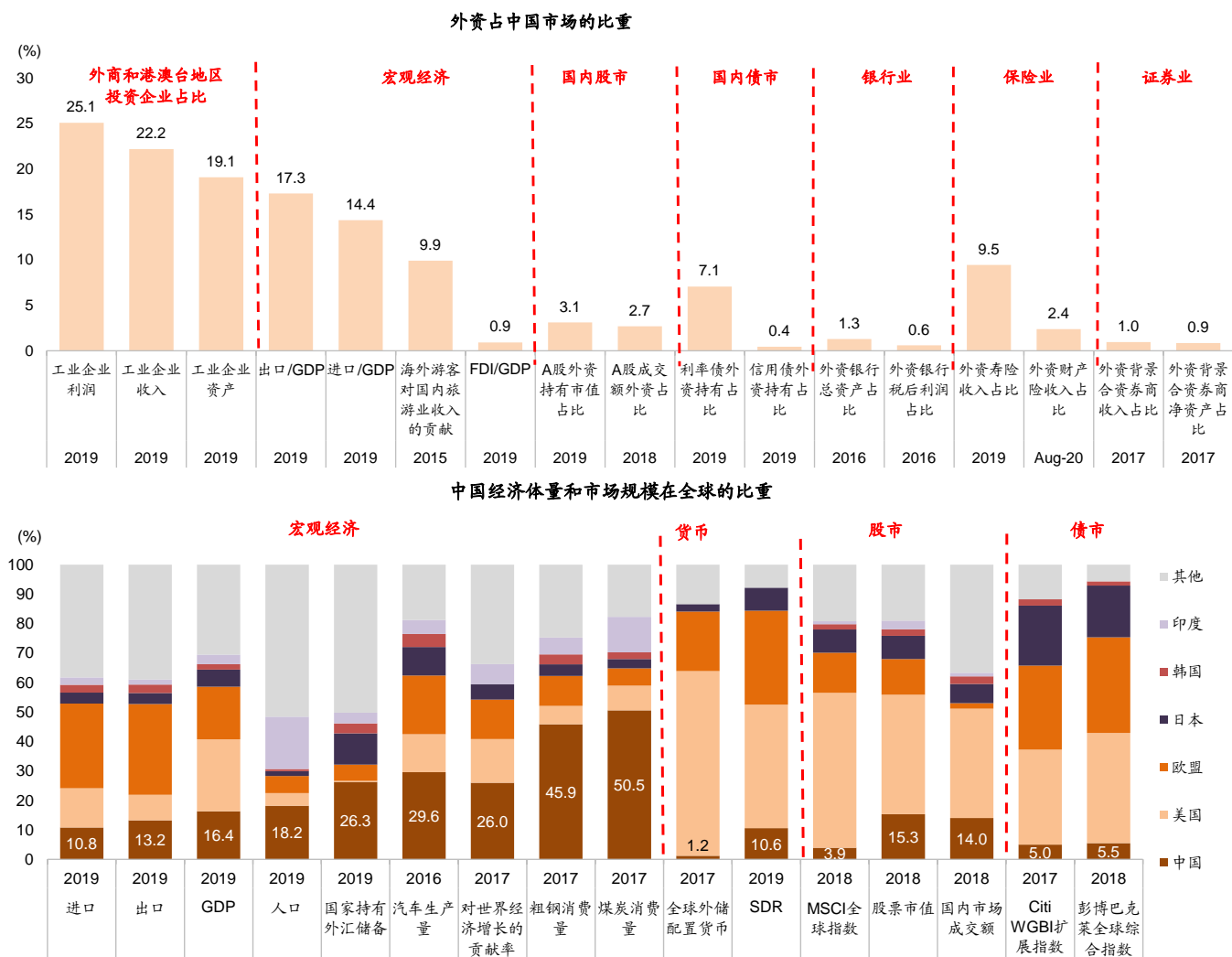
在前述的支持创新、发展基建、产业升级中, 资本市场都将发挥极为重要的作用。发展多层级的资本市场有助于促进市场运转效率, 发挥市场资金导流器的作用, 推动实体经济健康发展。同时, 伴随经济发展水平的提高、人口结构的变化、教育水平的提高、全球大环境下, 我国的居民资产配置也即将迎来拐点(详见我们的报告《迎接居民资产配置的拐点》), 在此背景下, 加快我国资本市场建设既是顺应大趋势, 也是刻不容缓的迫切需要。

此外, 在“双循环”战略下, 我国不光要重视“内循环”体系发展, 更要加快“外循环”的建设, 而对外开放就是其中重要的一环。此外, 在当前的国际环境下, 加大对外开放有助于让世界了解中国、参与中国的发展, 拓展中国的盟友, 树立开放、友好的中国姿态, 增加我国和国际社会的共同利益。中国当前的资本市场对外开放程度, 相较于我国经济体量和贸易水平来看仍然较低(图表 15), 显示我国资本市场仍有较大的开放空间。**具体来说, 我们认为未来我国可能会通过多种手段来加快资本市场建设和对外开放:** 1) 完善资本市场上市、退市制度, 规范财务审核, 严格管控风险, 推动市场保质保量发展; 2) 进一步放开外资持股限制、入市限制等, 鼓励外资参与我国资本市场; 3) 继续大力发展以科创板、创业板为代表的多层次资本市场, 拓宽企业融资渠道和财富投资渠道; 4) 推动养老金、社保资金入市, 盘活存量资金, 提升资金配置效率; 4) 全球化配置可能是大趋势, 打通对外投资渠道。

此外, 我们认为资本账户开放与汇率制度改革可能也是“十四五”规划的重点之一。**资本账户的开放对于鼓励境外投资者持有人民币资产有巨大的促进作用,**受到人民币可兑换性的掣肘, 人民币资产对于境外投资者的吸引力将不可避免的打折扣, 即便人民币资产的收益率、稳定性可能都较其他资产有优势, 但外汇管制、兑换限制会使投资者有所顾虑。因此, 资本账户开放以及人民币国际化是鼓励全球增持人民币资产的重要因素。但开放的同时, 我们认为可能会保持人民币本币优先、提高人民币作为结算货币的地位, 提高人民币国际化与资本账户的开放之间是相辅相成的关系, 提高人民币结算的通用性、便利性, 不仅方便企业结汇兑汇, 也减小投资者交易成本。



图表 8: 中国经济占全世界的比例与外资占中国的比例



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



► 改善收入分配

收入水平差距依然较大的问题是我国经济当前面临的**最大困难之一**，尽管从全球来看，我国的财富分布较为平均（图表 10），但局部来看，我国各群体之间收入的不平衡依然广泛存在，例如城乡居民收入差距较大、以及东西部居民收入差距较大等。以城乡居民收入为例，进入本世纪以来，城乡居民的收入差距开始逐渐拉大。2018 年，我国农村居民人均可支配收入约为 1.5 万元，而同年全国居民的人均可支配收入约为 2.8 万元，城镇居民则为 3.9 万元，分别是农村居民的 1.9、2.7 倍。

消除收入差距除了大力发展经济增长，创造居民部门财富外，政府的民生保障体系和收入再分配系统起到重要的作用。在“十三五”全面建设小康社会的目标基本达成的当下，我们认为“十四五”期间，巩固脱贫成果、完善社会保障体系将是工作重点之一。除了财富维度的不平等之外，教育资源、健康资源、社会保障不平等也是我国当前需要解决的问题，让各个群体享受平等的教育、医疗、社会保障资源也是未来的重点。此外，未来五年我们认为可能会继续推进新型城镇化，城乡统筹、城乡一体。

城镇化仍然有进一步推行空间。当前中国城镇化率（约 60%）及市民化率（约 43%）均有继续提升空间，居住在 100 万人以上城市人口占比依然相对落后，即使以国内相对发达的大都市圈（如珠三角、长三角都市圈）相比国际大都市圈来看，人口密度、人均产出、单位面积产出等指标依然存在显著差距，例如粤港澳大湾区相比纽约都市圈、旧金山湾区和东京都市圈，人均 GDP 仅是这三者的 20%~50%，人口密度是 30%~50%，单位面积产出是 10%~20%；第三产业占比 66%低于三者的 80%，尤其以专业服务及信息通信产业为代表的高技术生产性服务业差距大（具体请见报告《要素市场改革》助推“新型城镇化”是战略之举）。

实施乡村振兴战略，促进新型城镇化。我国始终把解决“三农问题”作为重中之重，因地制宜和减小城乡差距之间密不可分。我国未来可能会构建以城市群为主体的大中小城市与小城镇协调发展战略，推进农业农村现代化，提高耕种效率、确保国家粮食安全，城乡优势互补，统筹发展。同时，新型城镇化战略中，土地、户籍、社保、投融资等方面制度继续改革是关键。补齐城市公共卫生短板、改善城市公用设施、实施新型智慧城市行动、加快推进城市更新，等等，这些是实际政策执行和投入的重要领域。而围绕关乎民生的交通出行、住房、医疗、教育、环境等方面突出问题，进行优化产业与空间布局依然大有可为。

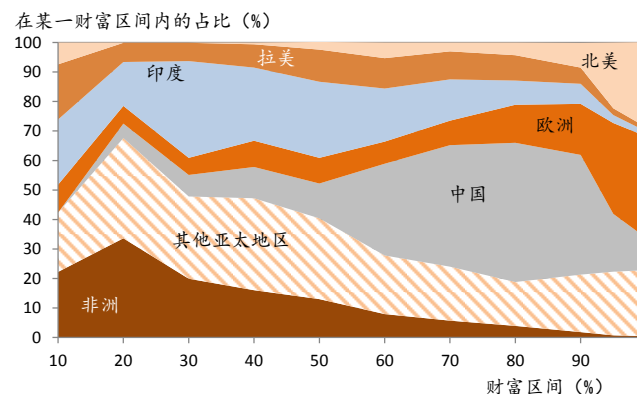
完善收入再分配制度。“十三五”期间，中国税制改革取得了多项突破，特别是实施了综合与分类相结合的个人所得税改革。我们认为“十四五”期间，我国可能会继续深化税制改革，加强财税的再分配功能并兼顾与其他制度之间的配合，对例如房产税、个人所得税等体系进行讨论和改革；并对低收入、残障、老年群体等建立相应的救助和保障制度。

重点基建发展是重要助力。以“胡焕庸线”为界，我国的东部人口众多，水量充沛，交通、运输网络发达，经济发展程度较高，而西部则地广人稀，低温干燥，牧区众多，但经济发展较为落后，基础设施建设偏慢。而在东西部内部，也有因山地、高原、运河、港口而异的资源分布不均、经济发达程度不同带来的巨大区别。基础设施的建设有助于加强原本资源贫乏或交通不便的发展较为落后的地区与其他地区的人流、物流、信息流交汇，减少这些地区与其他地区的沟通、运输成本，通过建设航空机场、铁路、公路、通讯基站、电力网络助力欠发达地区的发展，实现资源调配，帮助欠发达地区、低收入人群提高收入水平。

此外，推动教育平等，利用新基建改善偏远地区教育资源匮乏、升学机会较小的不平等禀赋；推动性别平等，保障妇女儿童在家庭、工作中的权力等方面，也是加强民生福祉、促进群体间差距缩小的重要手段，可能会获得相关政策支持。

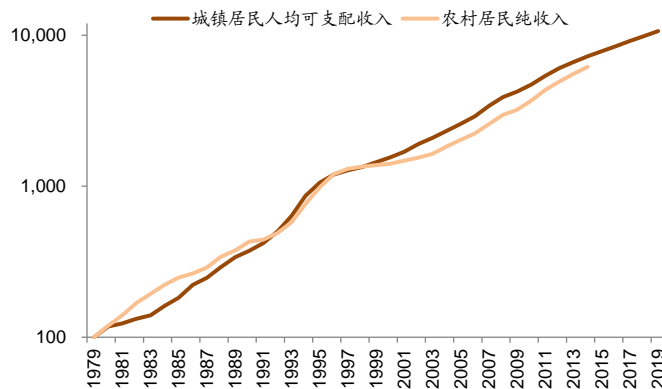


图表 9: 中国在全世界的财富分布中仍然靠前, 且中等偏高收入群体体量较大



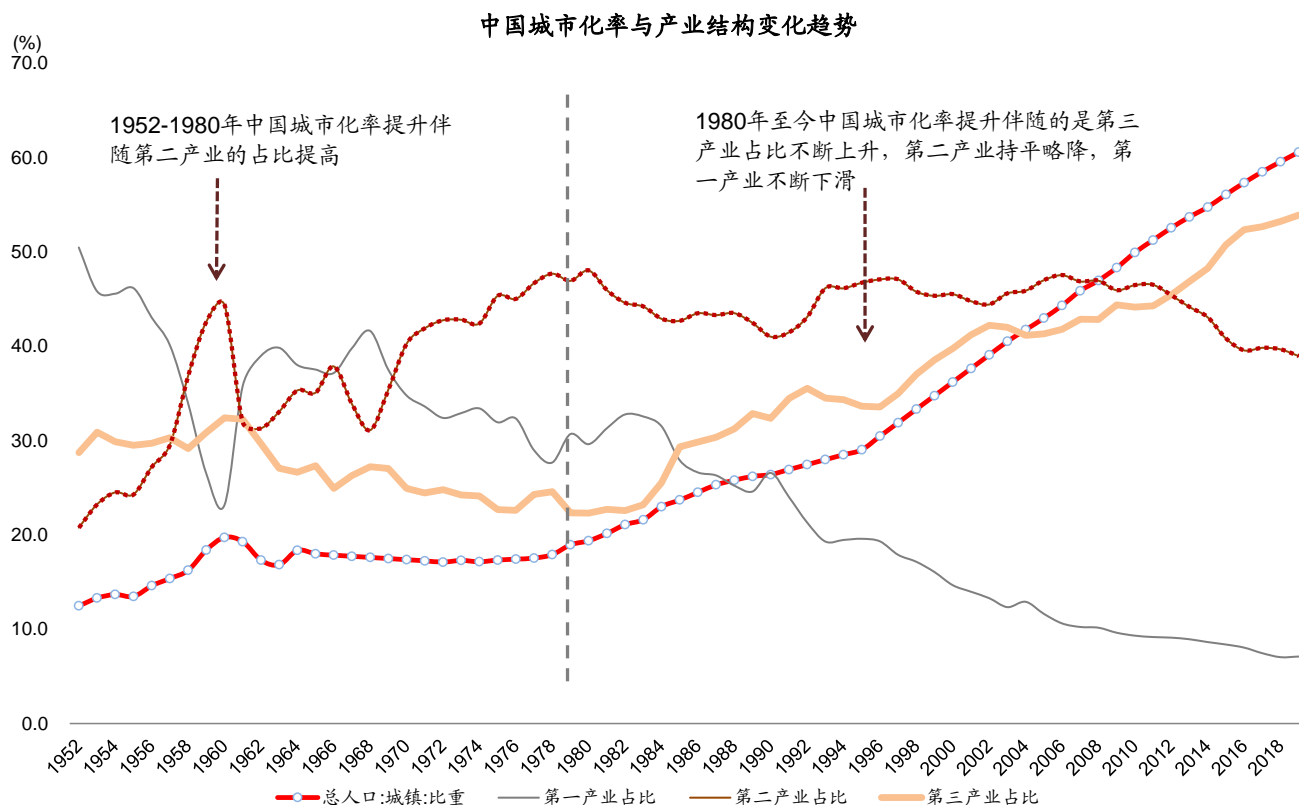
资料来源: Credit Suisse, 中金公司研究部 (数据截至 2019)

图表 10: 城镇居民人均可支配收入 vs. 农村居民纯收入



资料来源: BCG, 中金公司研究部

图表 11: 中国城市化率与产业结构变化趋势



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

完善养老与社保制度

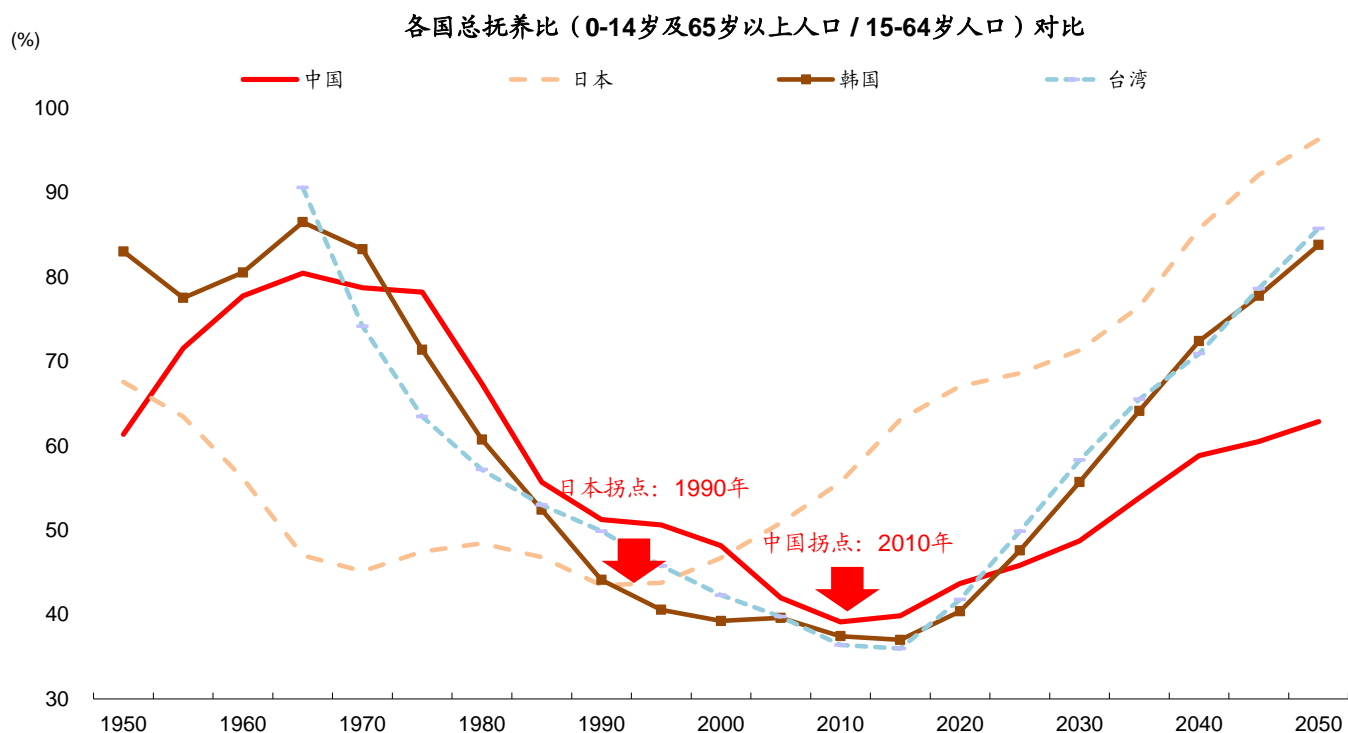
如前文数据所展示, 我国在 2010 年便迈入了人口的拐点, 抚养比开始逐年上升, 老龄化人口占比逐渐增多。伴随人口结构的变化和物质水平的提高, 健康事业已经成为国民最关心的事业之一, 而如何完善养老体系, 使“老有所依、老有所养”, 也是我国正在探索的重要议题。建立养老和社会保险体系将有助于消除群体间不平等, 是我国经济平衡发展的重要条件。“十四五”期间, 我们认为我国会继续完善国民健康政策, 特别是在社会保障和养老体系的建设上对相关产业进行政策性的倾斜, 并继续深化医保体系以及养老



保障的改革与完善。

具体地,我们认为“十四五”期间可能会: **1) 加大生物医药行业的研发投入**以促进我国医疗科技的发展水平:一方面,通过加强健康卫生教育、提高食品药品卫生条件、加强重大疾病预防控制,能够有效地降低医疗保障的负担,增进全民健康;另一方面,支持医药事业发展、科技进步,将有利于降低医疗成本、提高医疗效率。**2) 深化医保体系改革,健全多层次医保体系。**2016年,我国的城乡居民医保实现了全覆盖,截至2019年,全国参加基本医疗保险人数达13.5亿人。除了对城乡居民医保进行继续改革、提高医保给付能力和运行效率,商业医保市场也可能成为发展的重点,对全民医保进行补充,实现多层次的保障体系。**3) 推进医养结合,发展养老产业,实施合适的人口政策引导人口结构可持续发展;****4) “盘活”养老体系,加速养老金体制改革。**“十三五”期间,我国基本养老保险参保率已经超过99%,但大部分仍依赖于第一支柱(公共养老金),而第二(私人部门补充性计划)、第三(自愿储蓄型养老计划)支柱的体量和作用则较为有限。我们认为“十四五”期间我国可能会通过完善养老金投资体制保障养老金保值增值、加快第二第三支柱养老金发展、扩大养老金覆盖面等手段“盘活”养老体系,尽量做到覆盖广、可持续、多层次。**5)**此外,由于新冠疫情在世界范围内仍未得到消灭,我们认为疫情的常态化管控或也将被纳入“十四五”规划当中,**健全药品供应保障制度、战略物资储备制度、基层医疗软硬件资源配备**也可能成为政策重点。

图表 12: 我国自 2010 年起已经进入了人口拐点,总抚养比开始升高



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

► 进一步倡导绿色发展促进生态和谐

作为“十三五”中生态环保政策延续,我们认为绿色发展、生态和谐将仍然是“十四五”规划的重点之一。结合当前我国的发展阶段,我们认为减少碳排放、鼓励新能源、努力实现“碳中和”可能将是重要的政策目标之一。习近平主席9月22日在第七十五届联合国大会上宣布,中国将采取更加有力的政策和措施,力争于2030年前二氧化碳排放达到峰值,2060年前实现碳中和。这一宣言不仅体现了我国的“大国担当”,更为未来我国工业特别是能源产业的发展定下了基调。



减少碳排放、绿色发展的最直接方式便是改变我国的能源结构，大力发展清洁能源，特别是风能、水能、氢能、太阳能等可再生能源。当前，我国的能源结构中煤炭依然占据主要地位，化石能源占据约 85%，水电份额为 8%，核能则仅占据 2%。“十三五”期间，我国一直致力于提高能源的多样性和能源效率，我们认为“十四五”期间，我国的政策可能会继续强调能源的效率问题，并对清洁能源技术的发展和运用采取鼓励措施。以风电为例，近日发布的《风能北京宣言》提出，未来年均新增装机 5000 万千瓦以上，2025 年后，中国风电年均新增装机容量不低于 6000 万千瓦，到 2030 年至少达到 8 亿千瓦，到 2060 年至少达到 30 亿千瓦。根据 BP 的 2019 年的预测，至 2040 年我国可再生能源将保持 8.5% 的年均增速，占到全球的 26%。

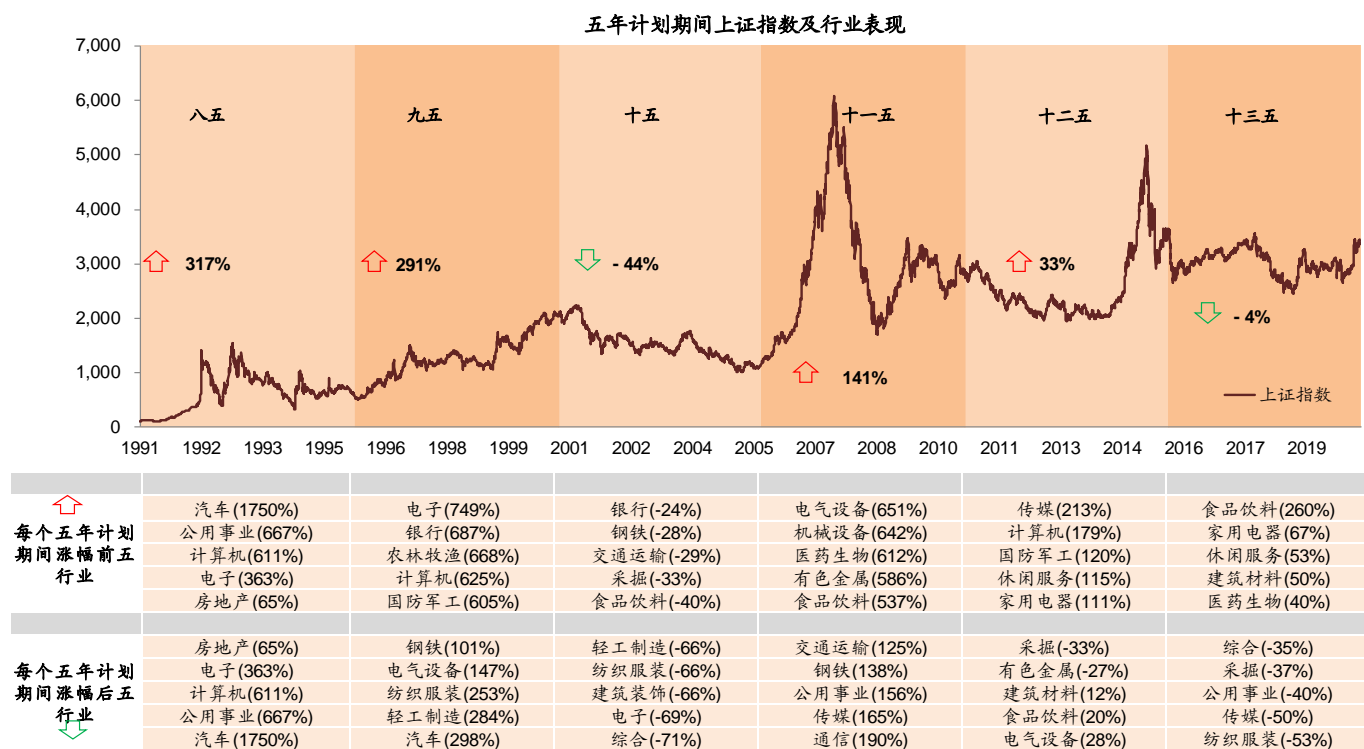
另一方面，我国可能会着重建立碳排放权交易机制（ETS，Emission Trading Scheme），确保碳市场效率。当前，深圳碳排放权交易市场已经启动交易，未来我国可能会继续推进其他地区的碳市场建设和低碳试点示范，发展气候投融资市场，通过市场手段调控碳排放，鼓励能效提高。此外，碳市场的建设有助于开展数据调查、统计分析，为未来科学制定碳排放额度和分配计划提供支持。

除上述外，我们认为外部不确定性增强背景下国家安全和军事科技的发展、中国特色社会主义法治体系的建设、纪律严明的党政队伍建设、生态文明的建设和环境问题等议题也将（仍然）是“十四五”规划的重要组成部分。正如前文数次体现的，“十四五”规划是一个整体体系的规划，各项战略之间有相辅相成、互相促进、互相制约的紧密关系。例如“新基建”将促进“新制造”，而“新制造”又需要资本市场的支持。实现我国下一阶段的目标，即十五年内基本实现社会主义现代化，需要各个领域、众多政策的协同作战。



哪些行业将从未来五年的战略重点受益?

图表 13: 中国五年规划期间市场表现 (1)



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (数据截至 2020 年 9 月 2 日)

图表 14: 中国五年规划期间市场表现 (2)

五年规划期间行业表现																				
	十五					十一五					十二五					十三五				
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020YTD
农林牧渔	-39%	-23%	-24%	-23%	-15%	83%	162%	-47%	91%	21%	-31%	-5%	17%	16%	67%	-9%	-13%	-22%	45%	22%
采掘	-23%	-24%	26%	-0%	-10%	60%	263%	-68%	168%	-6%	-28%	-5%	-31%	24%	-0%	-6%	-0%	-33%	9%	-10%
化工	-21%	-21%	0%	-12%	-10%	89%	185%	-65%	111%	-22%	-31%	0%	7%	27%	55%	-7%	-4%	-32%	24%	23%
钢铁	-18%	-14%	36%	-8%	-18%	112%	175%	-71%	96%	-28%	-28%	-5%	-17%	78%	2%	-8%	20%	-30%	-2%	-4%
有色金属	-31%	-23%	10%	-21%	-8%	144%	263%	-77%	180%	22%	-42%	14%	-30%	38%	15%	-6%	15%	-41%	24%	8%
电子	-35%	-24%	-7%	-7%	-27%	42%	131%	-66%	145%	39%	-41%	-1%	43%	19%	72%	-13%	13%	-42%	74%	31%
家用电器	-27%	-27%	-8%	-20%	-12%	72%	203%	-55%	154%	-0%	-25%	16%	39%	21%	43%	-2%	43%	-31%	57%	9%
食品饮料	-14%	-16%	-10%	-13%	6%	171%	125%	-59%	110%	21%	-10%	-1%	-7%	16%	27%	7%	54%	-22%	73%	46%
纺织服装	-16%	-19%	-18%	-19%	-24%	63%	185%	-63%	119%	8%	-26%	-10%	8%	33%	89%	-14%	-24%	-34%	7%	1%
轻工制造	-24%	-18%	-19%	-16%	-20%	75%	171%	-66%	119%	2%	-31%	-3%	21%	29%	90%	-14%	-13%	-37%	19%	19%
医药生物	-22%	-13%	-18%	-19%	-12%	67%	186%	-43%	103%	30%	-31%	8%	37%	16%	57%	-13%	4%	-28%	37%	47%
公用事业	-22%	-17%	21%	-21%	-16%	56%	175%	-55%	52%	-12%	-23%	6%	11%	56%	23%	-18%	-7%	-30%	5%	4%
交通运输	-18%	-15%	12%	2%	-12%	69%	169%	-69%	79%	-12%	-33%	-4%	5%	65%	33%	-23%	7%	-30%	17%	-1%
房地产	-20%	-17%	-18%	-17%	-4%	153%	165%	-64%	116%	-24%	-22%	32%	-12%	65%	45%	-18%	1%	-29%	23%	-1%
商业贸易	-22%	-20%	-20%	-8%	-2%	131%	193%	-58%	110%	4%	-33%	-12%	13%	33%	46%	-13%	-14%	-33%	9%	16%
休闲服务	-27%	-14%	-24%	-8%	9%	109%	120%	-69%	134%	9%	-24%	5%	19%	37%	78%	-21%	-4%	-11%	28%	72%
综合	-26%	-22%	-16%	-24%	-22%	73%	202%	-66%	127%	16%	-27%	-3%	12%	46%	71%	-13%	-21%	-39%	26%	14%
建筑材料	-18%	-19%	-4%	-26%	-20%	111%	193%	-61%	130%	14%	-33%	4%	-8%	43%	27%	0%	6%	-30%	51%	29%
建筑装饰	-28%	-25%	-16%	-19%	-9%	111%	168%	-47%	37%	6%	-32%	19%	-12%	83%	14%	-0%	-6%	-29%	-2%	2%
电气设备	-33%	-21%	1%	-2%	-1%	94%	211%	-42%	79%	20%	-43%	-19%	32%	32%	60%	-17%	-8%	-35%	24%	51%
国防军工	-22%	-3%	-17%	-30%	11%	139%	236%	-72%	131%	18%	-33%	-6%	33%	54%	28%	-19%	-17%	-31%	27%	37%
计算机	-35%	-27%	-3%	-5%	-18%	66%	145%	-54%	104%	26%	-34%	-5%	67%	40%	100%	-30%	-11%	-25%	48%	22%
传媒	-27%	-23%	5%	14%	-13%	70%	112%	-57%	77%	-3%	-22%	-5%	107%	18%	77%	-32%	-23%	-40%	21%	23%
通信	-33%	-35%	16%	-3%	-10%	73%	123%	-53%	78%	-10%	-28%	-25%	35%	41%	73%	-16%	-3%	-31%	20%	2%
银行	-13%	-17%	11%	-21%	21%	174%	96%	-64%	104%	-23%	-5%	14%	-9%	63%	-1%	-5%	13%	-15%	23%	-10%
非银金融	-20%	-23%	4%	-28%	-17%	299%	180%	-68%	104%	-25%	-32%	28%	-5%	121%	-17%	-15%	17%	-25%	46%	3%
汽车	-15%	-9%	20%	-43%	-14%	111%	184%	-70%	241%	-10%	-34%	5%	13%	38%	47%	-10%	-1%	-34%	15%	25%
机械设备	-17%	-14%	-10%	-27%	-14%	153%	168%	-61%	121%	28%	-36%	-6%	10%	42%	47%	-17%	-10%	-35%	24%	23%

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (数据截至 2020 年 9 月 24 日, 红色/绿色方框分别代表规划期间表现最好/最差的行业)



作为我国发展的指南针，五年计划对于我国发展战略的规划对于资本市场表现有着深刻的影响力，在我国的历次五年计划期间，重点战略行业都会相对市场有较为出色的表现，且这一相关性伴随着资本市场的发展和健全仍在继续增强。例如，在“十二五”期间，被规划列为支柱性产业的文化传媒行业表现大幅领先市场，录得 213% 的涨幅，同期上证综指涨幅仅为 33%；“十一五”期间，在“科学发展观”的指导下，我国对于科学、技术等行业极为重视，电气设备、机械设备和医药生物都大幅跑赢市场；“十三五”期间，在全面建成小康社会的目标指引下，截至 2020 年 9 月，食品饮料、家用电器、休闲服务等民生相关的行业都大幅跑赢市场。因此，我们认为分析“十四五”期间的重点政策将对投资者在资本市场的布局也有较强的参考意义。

站在当前的时点展望未来，我们认为未来五年的规划中有可能受益/重点战略的行业可能如下：

- ▶ **科技创新推动产业升级、走向“新中国制造”：**为了保证我国经济高质量发展、向产业链高附加值端移动，应运而生的“新制造”行业将有望受益。例如**集成电路产业链、软件行业、光伏新能源产业链**等，我们预计这些产业链上的各个环节，包括芯片设计、制成设备等都有望受益，特别是其中技术含量较高、研发投入占比较大的环节，有望受到政策倾斜和补贴。
- ▶ **扩大内需，大消费板块：**国际形势复杂、不确定性增加的当下，我们认为未来五年内主要依靠内需的大消费板块可能会有更稳定的表现。一方面，受益于国内“内循环”的侧重，这类板块可能会对进口产品出现替代效应；另一方面，在国际物流容易受到扰动、跨国贸易受到政治干预增多时，这类行业将相较其他行业收入波动更小。此外，中国的内需规模已经在世界领先，并仍在进一步增长。这种大市场带来的生产规模能把经济学上常讲的“规模效应”发挥到极致，使得中国产业发展具备无论是当今世界发展中国家，还是发达国家无法比拟的优势。典型的“纯内需”板块，如**建材、食品饮料、本土交运**等。
- ▶ **改革社保、完善收入分配相关领域：**完善收入分配对扩大大众消费品需求有利。我们看好医药行业整体，包括**生物制药、医疗服务、医疗器械**等，这类行业未来可能会迎来政策利好，同时需求稳定增长。同时，在政策扶持下且伴随人口老龄化，我们认为**养老行业**也将受益于老年人口的增多、对于老年生活质量的提高，例如养老院、老年病相关医疗保健药品和器械、家政服务**等**。
- ▶ **资本市场大发展主线：**我们在《迎接居民家庭资产配置拐点》报告中指出，伴随人口结构和居民财富水平的变化，我国的资产、财富管理市场有望迎来迅速扩容。在“十四五”规划下，我们认为资本市场的建设和开放将成为重要议题，而大资管行业将有望受益。具体来说，证券市场体量增长、活跃度提高，**券商行业**有望受益；居民资产配置专业化、机构化趋势下，**资产管理行业**有望受益；人口结构变化和资产配置需求增多，**保险行业**有望受益。
- ▶ **绿色发展新能源、节能环保领域，**包括主营业务为清洁能源如水电、风电等的**能源行业、电力运营企业**及其上游企业，例如**光伏产业链上的相关企业**；此外，我们还看好清洁能源的下游应用，例如**新能源车**等，可能会受益于政策补贴。

相关受益标的请见下方图表。



图表 15: “十四五”规划 A 股组合 (1)

代码	公司名称	行业	收盘价 (交	年初至今	总市值 (十	流通市值	年初至今日均	盈利增速 %			市盈率(X)			市净率(X)			分红收益率(%)		
			易货币)	涨跌幅(%)	亿美元)	(十亿美元)	换手率 (%)	2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E
科技创新推动产业升级、走向“新中国制造”																			
600276.SH	恒瑞医药	医疗保健	89.6	23.1	71.4	71.4	0.5	26.4	31.1	24.0	116.9	89.2	71.9	24.1	19.2	15.2	0.2	0.3	0.3
603259.SH	药明康德	医疗保健	108.4	65.2	39.5	34.8	1.2	84.2	-18.0	51.0	117.1	142.7	94.5	15.0	15.3	12.4	0.5	0.3	0.3
000063.SZ	中兴通讯	信息技术	33.6	-4.5	21.3	19.5	2.9	-252.9	173.7	16.8	n.a.	30.1	25.8	9.3	6.9	3.6	n.a.	0.6	1.1
600588.SH	用友网络	信息技术	41.4	90.6	20.4	20.4	1.0	57.3	93.3	-12.3	221.3	114.5	130.6	20.6	18.9	16.1	0.6	0.6	0.4
688111.SH	金山办公	信息技术	322.9	97.2	22.4	22.4	2.9	44.9	28.9	99.3	479.1	371.6	186.5	n.a.	24.5	22.0	n.a.	0.1	0.1
603236.SH	移远通信	信息技术	182.8	50.6	2.9	2.9	5.1	121.4	-18.0	50.5	108.4	132.2	87.8	29.8	11.4	10.3	n.a.	0.3	0.1
002475.SZ	立讯精密	信息技术	57.6	105.6	60.4	60.4	1.4	61.0	73.1	44.6	147.7	85.3	59.0	26.0	19.8	14.5	0.1	0.2	0.2
300433.SZ	蓝思科技	信息技术	34.6	152.3	22.8	22.8	2.1	-68.9	287.6	73.0	237.8	61.4	35.5	9.4	6.9	5.4	0.1	0.7	0.9
002179.SZ	中航光电	信息技术	52.0	33.6	8.6	8.6	0.9	15.6	12.6	17.7	60.0	53.4	45.4	9.9	7.0	5.9	0.3	0.3	0.3
600438.SH	通威股份	信息技术	27.7	113.9	17.8	17.8	2.1	0.5	30.5	46.4	58.8	45.1	30.8	8.1	7.1	5.5	0.6	0.7	0.8
601012.SH	隆基股份	信息技术	70.5	185.7	40.0	40.0	1.5	-28.2	106.4	54.4	104.0	50.4	32.6	16.8	9.6	7.5	0.1	0.3	0.4
603501.SH	韦尔股份	信息技术	177.7	24.0	23.1	23.1	3.7	1.2	221.1	401.0	n.a.	329.5	67.3	93.8	19.4	14.4	0.1	0.0	0.3
688981.SH	中芯国际-U	信息技术	57.7	-30.5	32.1	16.8	2.4	-40.0	140.0	8.7	594.1	247.5	227.7	11.9	11.1	5.2	n.a.	n.a.	0.1
000100.SZ	TCL科技	信息技术	6.2	40.8	12.5	12.5	3.8	30.2	-24.5	23.5	24.0	31.8	25.7	2.7	2.8	2.2	1.6	1.6	1.7
000725.SZ	京东方A	信息技术	4.9	7.7	25.1	24.8	2.8	-54.6	-44.1	114.8	49.3	88.3	41.1	2.0	1.9	1.7	0.6	0.4	0.5
002371.SZ	北方华创	信息技术	161.1	83.1	12.0	12.0	2.3	86.0	32.2	57.2	341.3	258.1	164.1	22.5	13.6	12.4	0.0	0.0	0.1
300782.SZ	卓胜微	信息技术	413.0	81.4	11.2	11.2	5.7	-4.4	206.3	79.1	457.9	149.5	83.5	n.a.	43.6	29.1	n.a.	0.2	0.3
600066.SH	宇通客车	可选消费	17.2	30.1	5.7	5.7	0.7	-26.5	-15.7	-22.1	16.5	19.6	25.2	2.4	2.3	2.1	2.9	5.8	2.7
601799.SH	星宇股份	可选消费	158.8	68.6	6.6	6.6	0.6	29.9	29.4	20.0	71.8	55.5	46.3	10.0	9.0	7.8	0.6	0.6	0.9
002594.SZ	比亚迪	可选消费	143.8	201.9	56.4	39.2	2.3	-31.6	-41.9	129.2	141.1	243.0	106.3	7.6	7.5	6.7	0.1	0.0	0.2
002920.SZ	德赛西威	可选消费	66.2	119.0	5.5	5.5	4.2	-32.5	-29.8	48.8	87.4	124.5	83.7	9.2	8.6	8.0	0.3	0.3	0.4
600690.SH	海尔智家	可选消费	22.9	19.9	22.0	21.7	0.8	7.7	9.7	-7.8	20.3	18.4	19.9	3.9	3.2	2.9	1.5	1.6	1.5
000333.SZ	美的集团	可选消费	78.4	38.2	82.7	82.7	0.4	17.1	19.7	2.3	27.2	22.7	22.2	6.6	5.4	4.7	1.7	2.0	2.0
002508.SZ	老板电器	可选消费	32.8	-1.5	4.7	4.7	1.1	0.8	7.9	7.3	21.1	19.6	18.2	5.1	4.5	3.8	2.4	1.5	2.4
002959.SZ	小熊电器	可选消费	126.7	139.1	3.0	3.0	6.6	26.6	44.6	67.8	106.5	73.7	43.9	43.0	11.9	10.0	n.a.	0.8	1.0
000338.SZ	潍柴动力	工业	15.4	-1.4	17.8	13.8	1.4	27.2	5.2	9.1	14.1	13.4	12.3	3.1	2.7	2.3	1.8	0.9	3.0
002050.SZ	三花智控	工业	22.9	73.3	12.3	12.3	1.3	4.6	10.0	5.8	63.6	57.8	54.6	9.5	8.8	7.7	1.1	0.7	0.7
600031.SH	三一重工	工业	26.5	58.5	33.8	33.8	1.0	192.3	83.2	29.1	36.8	20.1	15.5	7.2	5.1	4.0	1.0	1.6	1.9
601100.SH	恒立液压	工业	73.2	119.5	14.4	14.4	0.5	119.1	54.9	39.3	114.3	73.7	52.9	21.0	17.1	13.5	0.4	0.8	0.6
603338.SH	浙江鼎力	工业	103.0	102.3	7.5	7.5	0.7	69.7	44.5	36.4	104.0	72.0	52.8	19.2	15.6	12.3	0.3	0.3	0.4
603583.SH	捷昌驱动	工业	67.3	113.0	2.8	2.8	2.2	60.9	11.7	60.1	72.3	64.7	40.4	11.6	10.4	8.3	1.5	0.7	0.6
002444.SZ	巨星科技	工业	22.7	111.3	3.7	3.7	2.1	30.7	24.8	33.4	34.0	27.3	20.4	3.7	3.3	2.9	n.a.	n.a.	1.0
300012.SZ	华测检测	工业	26.0	74.7	6.5	6.5	1.3	101.6	76.5	19.8	160.3	90.8	75.9	15.9	13.8	11.8	0.1	0.1	0.2
600893.SH	航发动力	工业	36.8	70.6	14.8	14.8	1.3	10.8	1.3	17.8	92.3	91.1	77.3	3.7	3.4	3.3	0.4	0.4	0.4
300124.SZ	汇川技术	工业	62.2	103.9	16.1	16.1	0.9	10.1	-18.4	66.5	91.7	112.4	67.5	17.1	12.4	10.7	0.3	0.3	0.4
300274.SZ	阳光电源	工业	28.8	174.6	6.3	6.3	3.4	-20.9	10.2	29.4	51.9	47.0	36.4	5.4	4.9	4.3	0.2	0.2	0.5
300750.SZ	宁德时代	工业	231.9	118.3	81.2	81.2	1.8	-12.7	34.6	15.8	159.5	118.4	102.3	16.4	14.2	10.6	0.1	0.1	0.1
600346.SH	恒力石化	材料	19.5	24.7	20.6	20.6	0.7	4.0	201.7	29.4	41.3	13.7	10.6	5.0	3.8	2.9	1.5	2.1	3.1
002271.SZ	东方雨虹	材料	34.1	95.8	12.1	12.1	1.8	21.7	37.0	38.4	53.2	38.9	28.1	10.7	8.6	6.5	0.9	0.9	0.9
600309.SH	万华化学	材料	78.4	43.7	37.0	37.0	1.4	-4.7	-34.9	-21.0	23.2	24.3	30.8	7.3	5.8	5.1	2.6	1.7	1.4
扩大内需，大消费板块																			
603899.SH	晨光文具	工业	77.3	59.7	10.8	10.8	0.5	27.3	31.4	12.8	88.8	67.6	59.9	21.0	17.1	13.9	0.4	0.5	0.5
300059.SZ	东方财富	金融	26.1	98.9	33.8	33.8	5.0	50.5	91.0	115.0	234.4	122.7	57.1	15.5	10.6	8.4	0.1	0.1	0.2
600036.SH	招商银行	金融	41.2	13.0	153.7	127.7	0.3	14.8	15.3	-1.0	12.9	11.2	11.3	2.1	1.8	1.6	2.3	2.9	2.9
601336.SH	新华保险	金融	68.7	43.3	25.6	21.5	0.8	47.2	83.8	-2.1	27.1	14.7	15.0	3.3	2.5	2.3	1.1	2.1	1.9
603816.SH	顾家家居	可选消费	63.8	43.0	6.1	6.1	0.5	20.3	17.4	13.8	40.7	34.7	30.5	9.3	7.2	6.1	1.6	1.8	1.6
300888.SZ	稳健医疗	可选消费	153.2	21.3	9.8	9.8	2.7	-0.6	28.6	516.1	153.8	119.6	19.4	24.6	20.7	8.1	n.a.	n.a.	0.9
601633.SH	长城汽车	可选消费	24.8	189.0	27.9	22.6	0.4	3.6	-13.6	4.6	43.6	50.5	48.3	4.3	4.2	4.0	1.2	1.0	0.9
002594.SZ	比亚迪	可选消费	143.8	201.9	56.4	39.2	2.3	-31.6	-41.9	129.2	141.1	243.0	106.3	7.6	7.5	6.7	0.1	0.0	0.2
600258.SH	首旅酒店	可选消费	16.4	-20.1	2.4	2.4	1.7	35.8	3.3	-111.3	18.9	18.3	n.a.	2.0	1.8	1.8	0.7	0.4	0.1
000333.SZ	美的集团	可选消费	78.4	38.2	82.7	82.7	0.4	17.1	19.7	2.3	27.2	22.7	22.2	6.6	5.4	4.7	1.7	2.0	2.0
002508.SZ	老板电器	可选消费	32.8	-1.5	4.7	4.7	1.1	0.8	7.9	7.3	21.1	19.6	18.2	5.1	4.5	3.8	2.4	1.5	2.4
002127.SZ	南极电商	可选消费	20.2	86.4	7.5	7.5	1.6	65.9	36.1	27.6	55.9	41.1	32.2	13.3	10.2	7.1	n.a.	0.6	0.7
603605.SH	珀莱雅	日常消费	162.6	85.4	4.9	4.9	2.8	43.0	36.7	22.1	113.9	83.3	68.2	19.3	16.1	13.5	0.3	0.4	0.4
002511.SZ	中顺洁柔	日常消费	21.7	72.2	4.3	4.3	1.7	16.6	48.4	49.6	69.9	47.1	31.5	8.6	7.0	5.8	0.1	0.3	0.5
600519.SH	贵州茅台	日常消费	1,742.5	49.0	328.9	328.9	0.3	30.0	17.1	14.4	62.2	53.1	46.4	19.4	16.1	13.5	0.8	1.0	1.1
600600.SH	青岛啤酒	日常消费	78.7	55.5	13.9	8.4	1.1	12.6	30.2	15.8	75.5	58.0	50.1	6.0	5.6	5.2	0.6	0.7	0.8
000858.SZ	五粮液	日常消费	241.7	84.2	141.0	141.0	0.7	38.4	30.0	17.3	70.1	53.9	46.0	14.8	12.6	10.8	0.7	0.9	1.0
600305.SH	恒顺醋业																		

图表 16: “十四五”规划 A 股组合 (2)

代码	公司名称	行业	收盘价 (交易货币)	年初至今涨跌幅 (%)	总市值 (十亿美元)	流通市值 (十亿美元)	年初至今日均换手率 (%)	盈利增速 %			市盈率(X)			市净率(X)			分红收益率 (%)		
								2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E
政策保障、完善收入分配相关领域																			
600030.SH	中信证券	金融	30.4	22.2	54.0	48.7	1.9	-17.9	30.2	39.4	41.9	32.2	23.1	2.6	2.4	2.2	1.1	1.6	2.0
601628.SH	中国人寿	金融	50.7	48.1	176.5	158.6	0.1	-64.7	411.5	-2.7	125.7	24.6	25.3	4.6	3.6	3.4	0.3	1.4	1.7
002959.SZ	小熊电器	可选消费	126.7	139.1	3.0	3.0	6.6	26.6	44.6	67.8	106.5	73.7	43.9	43.0	11.9	10.0	n.a.	0.8	1.0
600305.SH	恒顺醋业	日常消费	22.0	86.4	3.3	3.3	2.2	8.4	5.7	12.0	72.4	68.0	60.7	10.8	9.8	8.7	0.5	0.9	0.6
600887.SH	伊利股份	日常消费	42.1	39.9	38.5	38.5	1.1	7.3	7.7	-2.2	39.8	37.0	37.8	9.2	9.8	8.9	1.7	1.9	1.7
603866.SH	桃李面包	日常消费	64.7	55.6	6.6	6.6	0.6	25.1	6.4	27.6	68.5	64.4	50.5	12.9	12.3	11.1	1.5	1.5	1.4
000895.SZ	双汇发展	日常消费	49.9	76.3	26.0	26.0	1.7	13.8	10.7	16.4	35.2	31.8	27.3	13.3	10.5	8.8	1.1	2.0	2.7
002507.SZ	涪陵榨菜	日常消费	49.2	85.8	5.8	5.8	1.7	59.8	-8.6	26.1	58.7	64.2	50.9	15.7	13.5	11.2	0.5	0.6	0.5
600085.SH	同仁堂	医疗保健	27.1	-2.8	5.6	5.6	0.8	11.5	-13.1	-0.9	32.8	37.7	38.1	4.0	4.0	3.8	1.0	1.0	1.0
600276.SH	恒瑞医药	医疗保健	89.6	23.1	71.4	71.4	0.5	26.4	31.1	24.0	116.9	89.2	71.9	24.1	19.2	15.2	0.2	0.3	0.3
603259.SH	药明康德	医疗保健	108.4	65.2	39.5	34.8	1.2	84.2	-18.0	51.0	117.1	142.7	94.5	15.0	15.3	12.4	0.5	0.3	0.3
000538.SZ	云南白药	医疗保健	102.2	18.2	19.6	19.6	1.1	5.1	19.7	7.7	39.5	31.2	29.0	6.6	3.4	3.5	2.0	2.9	2.6
002044.SZ	美年健康	医疗保健	15.0	0.7	8.8	8.8	1.0	40.5	-205.6	112.5	71.5	n.a.	545.1	8.9	8.0	7.7	0.4	n.a.	n.a.
603579.SH	荣泰健康	医疗保健	32.4	9.4	0.7	0.7	1.4	15.3	18.6	-8.0	18.2	15.3	16.7	3.0	2.8	2.5	0.9	4.6	2.3
资本市场大发展主线																			
600030.SH	中信证券	金融	30.4	22.2	54.0	48.7	1.9	-17.9	30.2	39.4	41.9	32.2	23.1	2.6	2.4	2.2	1.1	1.6	2.0
601688.SH	华泰证券	金融	21.3	6.2	26.4	23.5	1.1	-45.8	78.9	37.1	38.4	21.5	15.7	1.9	1.6	1.5	1.4	1.4	2.6
600036.SH	招商银行	金融	41.2	13.0	153.7	127.7	0.3	14.8	15.3	-1.0	12.9	11.2	11.3	2.1	1.8	1.6	2.3	2.9	2.9
002142.SZ	宁波银行	金融	35.7	28.8	32.2	32.2	0.6	19.9	22.6	15.2	19.2	15.6	13.6	3.3	2.5	2.1	1.1	1.4	1.6
601318.SH	中国平安	金融	82.1	-1.2	214.7	133.6	0.6	20.6	39.1	-7.2	14.0	10.0	10.8	2.7	2.2	2.0	1.3	1.6	2.8
601336.SH	新华保险	金融	68.7	43.3	25.6	21.5	0.8	47.2	83.8	-2.1	27.1	14.7	15.0	3.3	2.5	2.3	1.1	2.1	1.9
绿色发展的新领域、节能环保领域																			
002460.SZ	赣锋锂业	材料	58.2	67.9	11.0	9.6	4.8	-16.7	-73.3	67.3	63.4	216.7	129.6	10.1	9.5	8.8	0.5	0.5	0.1
000967.SZ	盛峰环境	工业	8.1	33.6	3.9	3.9	1.0	64.0	46.6	16.1	27.7	18.9	16.3	1.8	1.7	1.5	1.2	1.4	1.6
600885.SH	宏发股份	工业	49.5	44.8	5.5	5.5	1.2	2.0	0.7	14.6	52.8	52.4	45.7	8.3	7.5	6.7	0.6	0.6	0.7
601877.SH	正泰电器	工业	30.6	16.4	9.9	9.9	0.5	26.5	4.7	14.7	18.3	17.5	15.3	3.0	2.7	2.4	2.0	1.6	2.2
002202.SZ	金风科技	工业	10.9	-7.8	6.5	5.6	1.4	5.3	-31.3	55.7	14.3	20.8	13.3	2.0	1.6	1.4	2.3	1.5	2.3
002706.SZ	良信电器	工业	24.8	200.6	2.9	2.9	1.5	5.6	23.0	35.7	87.5	71.1	52.4	11.0	10.8	9.6	1.0	1.0	1.3
300014.SZ	亿纬锂能	工业	55.1	109.1	15.2	15.2	2.5	41.5	166.7	30.1	177.5	66.6	51.2	28.4	13.4	10.5	n.a.	0.3	0.3
300274.SZ	阳光电源	工业	28.8	174.6	6.3	6.3	3.4	-20.9	10.2	29.4	51.9	47.0	36.4	5.4	4.9	4.3	0.2	0.2	0.5
300750.SZ	宁德时代	工业	231.9	118.3	81.2	81.2	1.8	-12.7	34.6	15.8	159.5	118.4	102.3	16.4	14.2	10.6	0.1	0.1	0.1
601139.SH	深圳燃气	公用事业	7.6	-0.8	3.3	3.3	0.4	16.2	2.6	23.2	21.1	20.6	16.7	2.4	2.0	1.9	2.0	2.4	2.9
600900.SH	长江电力	公用事业	19.0	7.2	64.9	64.9	0.1	1.6	-4.7	5.8	19.1	20.1	18.9	3.0	2.9	2.7	3.6	3.6	3.5
600438.SH	通威股份	信息技术	27.7	113.9	17.8	17.8	2.1	0.5	30.5	46.4	58.8	45.1	30.8	8.1	7.1	5.5	0.6	0.7	0.8
601012.SH	隆基股份	信息技术	70.5	185.7	40.0	40.0	1.5	-28.2	106.4	54.4	104.0	50.4	32.6	16.8	9.6	7.5	0.1	0.3	0.4

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (数据截至 2020 年 10 月 21 日)



图表 17: “十四五”规划海外中资股组合 (1)

代码	公司名称	行业	收盘价 (元)	年初至今涨跌幅(%)	市值 (十亿美元)	盈利增速 %			市盈率(X)			市净率(X)		
						2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E
科技创新推动产业升级、走向“新中国制造”														
2208.HK	金风科技	工业	9.1	3.0	5.0	5.3	-31.3	34.3	12.0	17.4	11.1	1.3	1.3	1.0
2357.HK	中航科工	工业	4.0	15.9	3.2	5.4	7.1	22.3	19.4	18.2	12.8	1.5	1.4	1.1
1157.HK	中联重科	工业	7.6	20.6	7.8	51.3	115.7	51.4	29.8	13.8	7.8	1.6	1.5	1.1
3808.HK	中国重汽	工业	19.2	17.7	6.8	43.7	-23.3	62.0	12.2	15.9	8.4	2.1	1.9	1.4
2313.HK	申洲国际	可选消费	141.0	26.0	27.3	20.7	12.2	2.8	46.7	41.6	34.7	9.5	8.4	6.4
0425.HK	敏实集团	可选消费	34.1	27.8	5.1	-18.0	1.8	-22.8	23.7	23.3	25.9	3.0	2.7	2.2
1211.HK	比亚迪股份	可选消费	145.6	275.2	51.3	-31.6	-41.9	151.6	142.9	246.0	84.0	7.2	7.0	5.7
2333.HK	长城汽车	可选消费	13.2	141.5	15.6	3.6	-13.6	0.4	23.3	26.9	23.0	2.3	2.2	1.8
3606.HK	福耀玻璃	可选消费	27.8	21.0	9.0	30.9	-29.7	-11.0	16.9	24.1	23.2	3.5	3.3	2.7
0981.HK	中芯国际	信息技术	20.6	72.5	20.5	-25.4	75.1	10.8	n.a.	675.8	78.6	17.3	16.7	2.4
1347.HK	华虹半导体	信息技术	28.6	61.4	4.8	26.1	-11.4	-45.9	202.3	228.3	54.4	17.0	16.4	1.9
JKS.N	晶科能源	信息技术	68.6	205.1	3.1	186.8	121.1	n.a.	30.0	13.6	15.1	1.4	1.3	1.9
GDS.O	万国数据	信息技术	83.9	62.7	15.4	-31.6	-2.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15.3	9.9	8.9
0763.HK	中兴通讯	信息技术	19.0	-19.6	11.3	-252.9	173.7	-6.6	n.a.	17.0	15.7	3.5	2.8	1.6
2382.HK	舜宇光学科技	信息技术	128.4	-4.1	18.2	-14.2	60.2	9.6	56.5	35.3	27.6	15.3	11.2	7.6
0268.HK	金蝶国际	信息技术	22.1	183.3	9.9	32.9	-9.6	-95.7	185.4	205.1	n.a.	13.3	12.2	10.2
1177.HK	中国生物制药	医疗保健	8.0	10.4	19.4	316.7	-70.1	16.3	16.6	55.6	41.1	3.4	3.2	3.7
2269.HK	药明生物	医疗保健	223.2	126.3	39.1	149.6	60.8	40.2	480.8	299.0	183.2	34.2	22.6	15.2
扩大内需，大消费板块														
1995.HK	永升生活服务	房地产	13.4	154.1	2.9	31.5	122.7	67.6	222.0	99.7	51.1	22.3	17.9	10.8
6098.HK	碧桂园服务	房地产	48.6	86.0	17.3	129.8	81.0	46.8	145.3	80.3	46.9	53.7	24.5	15.4
BEKE.N	贝壳(KE)	房地产	71.1	90.0	80.2	18.6	-366.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ZTO.N	中通快递	工业	30.6	32.4	25.9	38.7	29.5	n.a.	5.9	4.6	36.2	0.7	0.6	4.4
1193.HK	华润燃气	公用事业	35.3	-15.7	10.5	21.8	13.3	-0.3	18.4	16.2	16.2	3.3	2.9	2.4
1336.HK	新华保险	金融	30.9	-3.3	12.4	47.2	83.8	-9.8	12.2	6.6	6.3	1.5	1.1	0.9
3690.HK	美团点评-W	可选消费	269.0	164.0	204.1	-510.5	101.9	-16.8	n.a.	706.7	729.7	17.1	17.0	13.9
BABA.N	阿里巴巴	可选消费	308.0	45.2	826.2	37.1	70.0	n.a.	75.2	44.2	37.5	1.6	8.6	6.1
JD.O	京东	可选消费	82.6	134.5	129.3	-1,536.5	589.0	n.a.	n.a.	21.2	49.0	4.0	3.0	7.5
2020.HK	安踏体育	可选消费	90.0	30.0	31.4	32.9	30.3	-1.6	59.3	45.5	39.7	15.3	12.1	8.3
3998.HK	波司登	可选消费	3.4	25.6	4.8	59.4	22.6	18.2	37.7	30.8	22.4	3.7	3.7	3.0
0921.HK	海信家电	可选消费	10.4	27.5	1.8	-31.7	30.2	n.a.	10.2	7.9	n.a.	1.9	1.6	n.a.
EDU.N	新东方	可选消费	176.0	45.1	27.9	-19.6	73.6	n.a.	117.2	67.5	53.7	11.8	10.2	8.6
TAL.N	好未来	可选消费	74.9	55.4	44.9	85.1	-130.0	n.a.	40.8	n.a.	138.6	5.7	5.9	21.9
1478.HK	丘钛科技	可选消费	9.2	-28.1	1.4	-96.7	3,666.7	38.4	748.2	19.9	12.3	4.9	3.7	2.6
6862.HK	海底捞	可选消费	54.2	73.9	37.1	60.2	42.4	-49.3	174.5	122.5	207.6	33.3	27.0	19.3
0881.HK	中升控股	可选消费	53.3	69.0	15.6	8.5	23.8	15.0	33.3	26.9	20.1	6.6	5.6	4.0
2333.HK	长城汽车	可选消费	13.2	141.5	15.6	3.6	-13.6	0.4	23.3	26.9	23.0	2.3	2.2	1.8
NIO.N	蔚来	可选消费	27.9	593.0	37.6	-208.5	51.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.3	n.a.	n.a.
1044.HK	恒安国际	日常消费	54.1	2.0	8.3	0.2	2.8	17.8	16.9	16.5	12.0	3.9	3.6	2.8
2319.HK	蒙牛乳业	日常消费	39.7	26.7	20.2	48.6	34.9	-18.5	51.4	38.1	40.2	6.2	5.4	4.2
9633.HK	农夫山泉	日常消费	36.6	10.6	53.1	6.7	37.2	4.4	114.1	83.2	68.4	n.a.	n.a.	20.3
0168.HK	青岛啤酒股份	日常消费	65.7	26.9	11.6	12.6	30.2	12.4	63.0	48.4	37.0	4.9	4.6	3.7
0291.HK	华润啤酒	日常消费	47.2	10.0	19.8	-16.9	34.3	84.4	156.7	116.7	54.3	8.1	7.8	6.3
6808.HK	高鑫零售	日常消费	8.5	-9.4	10.4	-7.3	14.4	11.8	31.2	28.5	21.9	3.4	3.4	2.5
NTES.O	网易	信息技术	88.2	45.1	61.0	-42.5	245.2	n.a.	49.6	14.4	26.6	6.2	4.6	5.2
0241.HK	阿里健康	医疗保健	20.7	129.4	35.8	23.4	92.0	1,469.1	n.a.	n.a.	n.a.	86.3	47.1	41.8
1093.HK	石药集团	医疗保健	8.8	-7.6	13.6	31.9	20.6	20.3	28.8	28.4	20.2	3.2	3.0	4.1
1177.HK	中国生物制药	医疗保健	8.0	10.4	19.4	316.7	-70.1	16.3	16.6	55.6	41.1	3.4	3.2	3.7

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (数据截至 2020 年 10 月 21 日)



图表 18: “十四五”规划海外中资股组合 (2)

代码	公司名称	行业	收盘价 (元)	年初至今涨跌幅(%)	市值 (十亿美元)	盈利增速 %			市盈率(X)			市净率(X)		
						2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E
改革社保、完善收入分配相关领域														
3690.HK	美团点评-W	可选消费	269.0	164.0	204.1	-510.5	101.9	-16.8	n.a.	706.7	729.7	17.1	17.0	13.9
PDD.O	拼多多	可选消费	90.2	138.6	108.1	-1,845.7	31.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	21.4	17.0	32.2
2020.HK	安踏体育	可选消费	90.0	30.0	31.4	32.9	30.3	-1.6	59.3	45.5	39.7	15.3	12.1	8.3
2331.HK	李宁	可选消费	40.4	74.0	13.0	38.8	109.6	5.3	140.3	67.0	54.6	15.2	13.1	11.6
0322.HK	康师傅控股	日常消费	14.8	16.8	10.7	35.4	35.2	15.2	33.7	24.9	18.6	4.2	4.2	3.4
2319.HK	蒙牛乳业	日常消费	39.7	26.7	20.2	48.6	34.9	-18.5	51.4	38.1	40.2	6.2	5.4	4.2
0168.HK	青岛啤酒股份	日常消费	65.7	26.9	11.6	12.6	30.2	12.4	63.0	48.4	37.0	4.9	4.6	3.7
9922.HK	九毛九	可选消费	18.2	76.7	3.4	4.2	136.1	-58.3	380.6	161.2	331.9	n.a.	0.0	14.1
0241.HK	阿里健康	医疗保健	20.7	129.4	35.8	23.4	92.0	1,469.1	n.a.	n.a.	n.a.	86.3	47.1	41.8
1066.HK	威高股份	医疗保健	15.5	67.7	9.1	-14.8	25.3	12.7	47.7	38.1	29.0	4.8	4.3	3.3
1093.HK	石药集团	医疗保健	8.8	-7.6	13.6	31.9	20.6	20.3	28.8	28.4	20.2	3.2	3.0	4.1
1177.HK	中国生物制药	医疗保健	8.0	10.4	19.4	316.7	-70.1	16.3	16.6	55.6	41.1	3.4	3.2	3.7
2269.HK	药明生物	医疗保健	223.2	126.3	39.1	149.6	60.8	40.2	480.8	299.0	183.2	34.2	22.6	15.2
3968.HK	招商银行	金融	44.0	13.9	143.0	14.8	15.3	0.8	13.8	11.9	10.2	2.2	1.9	1.5
6030.HK	中信证券	金融	18.0	4.8	30.0	-17.9	30.2	37.7	24.8	19.0	11.9	1.4	1.3	1.1
6886.HK	HTSC	金融	13.1	-2.3	15.4	-45.7	78.9	33.6	23.7	13.2	8.5	1.0	1.0	0.8
资本市场大发展主线														
1299.HK	友邦保险	金融	78.3	-2.6	122.1	-48.3	110.2	-21.6	299.2	142.4	23.4	24.2	16.4	1.9
2318.HK	中国平安	金融	84.4	-5.7	199.1	20.6	39.1	-11.7	14.4	10.3	10.0	2.8	2.3	1.7
0388.HK	香港交易所	金融	370.0	49.4	60.5	25.8	0.8	14.6	50.4	50.0	43.6	11.4	10.6	9.7
3968.HK	招商银行	金融	44.0	13.9	143.0	14.8	15.3	0.8	13.8	11.9	10.2	2.2	1.9	1.5
6030.HK	中信证券	金融	18.0	4.8	30.0	-17.9	30.2	37.7	24.8	19.0	11.9	1.4	1.3	1.1
6886.HK	HTSC	金融	13.1	-2.3	15.4	-45.7	78.9	33.6	23.7	13.2	8.5	1.0	1.0	0.8
绿色发展的新能源、节能环保领域														
0968.HK	信义光能	信息技术	12.6	133.3	13.8	-20.1	29.7	35.5	57.5	44.3	32.7	9.2	7.2	5.9
2208.HK	金风科技	工业	9.1	3.0	5.0	5.3	-31.3	34.3	12.0	17.4	11.1	1.3	1.3	1.0
JKS.N	晶科能源	信息技术	68.6	205.1	3.1	186.8	121.1	n.a.	30.0	13.6	15.1	1.4	1.3	1.9
1816.HK	中广核电力	公用事业	1.7	-16.4	10.8	-9.0	8.8	2.3	9.6	8.9	7.4	1.1	0.9	0.8
0371.HK	北控水务集团	公用事业	3.0	-20.9	3.8	20.3	10.2	-2.8	6.6	6.0	6.2	1.1	1.0	0.8
1211.HK	比亚迪股份	可选消费	145.6	275.2	51.3	-31.6	-41.9	151.6	142.9	246.0	84.0	7.2	7.0	5.7
NIO.N	蔚来	可选消费	27.9	593.0	37.6	-208.5	51.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.3	n.a.	n.a.
NIU.O	小牛电动	可选消费	30.7	260.1	2.3	-89.0	154.5	n.a.	n.a.	24.2	69.1	8.0	5.8	15.9
1193.HK	华润燃气	公用事业	35.3	-15.7	10.5	21.8	13.3	-0.3	18.4	16.2	16.2	3.3	2.9	2.4

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (数据截至 2020 年 10 月 21 日)



从“五年计划”看中国经济发展

“五年计划”的五大转变

“五年计划”是国家对于经济和社会发展的展望和规划。回顾过去的十三个“五年计划”，我国经济发展脉络清晰可见。在过去的十三个五年规划中，伴随生产力、外部环境、技术条件的发展，我国对发展路径上的许多问题都进行了深入的探讨和尝试，在计划的制定中也呈现了思潮和方向的转变与进步。例如：

- 1) **发展方式由“全面战备”到“和平发展”：**我国建国初期面临着国际地位不受认可、经济水平和工业水平落后的艰难挑战，而世界也仍然处于第二次世界大战结束不久的阴影之中，局部战争不断。在此大背景下，保证国家生存，是一切发展的先决条件，因此我国始终把军事实力和国防力量的发展作为是规划的重中之重。我国的前几个五年计划中都非常强调国防力量的发展，在外交政策上也保持了较高的警惕性，曾提出“积极备战、立足战争”等发展目标。从产业结构上看，重工业特别是钢铁、原材料等与国防力量和设备具有直接关系的产业在经济中的战略地位更高。

伴随着我国国力增强和世界局势的改变，“和平发展”逐渐成为了我国发展的主旋律。尽管军事实力的提升仍然是我国国家安全的重要保障，但我国在五年计划中逐渐提出削减国防支出，而贸易出口、文化交流的重要性则与日俱增。外交关系上，经济贸易联系的增强和合作共赢的关系逐渐占据主导，经济结构中，第二、第三产业的份额也随之上升。近年来，我国国力得到了大幅的提升，无论从软实力还是硬实力来说都占据了全球重要的话语权，我国也逐渐参与到全球的治理之中，“和平发展”也仍是我国树立国际形象的指导方针和大国责任感的体现。

- 2) **产业结构由重工业一枝独秀到一二三产均衡发展：**作为传统的农耕大国，我国的农业一直以来都是经济的重要组成部分。但在“全面战备”的指导下，在我国发展初期，我国发展的重心仍然集中在工业，特别是重工业上，钢铁、煤炭、石油等行业在内长期占据我国基建投资的半数以上金额。第一个五年规划中提到毛泽东同志曾经说过，“没有工业，便没有巩固的国防，便没有人民的福利，便没有国家的富强”。究其根本，是因为我国在建国初期各行业发展水平都较弱，用于抵御外部动荡，维护自身和平以及能迅速提高生产力的相关行业便成为了战略重点；随着重工业的规模到达一定程度、国际局势趋于稳定、国际地位得到提升，重工业便不再得到倾斜性的地位。

随着时间推移和发展水平的提高，轻工业随后逐渐成为我国经济发展的重要推动力，在改革开放的促进下，我国劳动力成本在国际市场上的比较优势得到了发挥，开放对外贸易后人力资本较为密集的轻工业体量迅速扩大，为我国建立外汇储备、财富积累都做出重大贡献。在市场经济体制的不断探索中，进入 21 世纪后，包括文教和服务在内的第三产业逐渐得到发展、成了经济的重要组成部分，对 GDP 的贡献率不断增加甚至逐渐超过了第一、第二产业的体量，在基础物质条件得到满足之后，探索人民的精神文化需求的满足也成为了重要的经济增长点。同时，金融市场的发展不但在体量上迅速增长，也带来更高效的资源配置，催生了一大批优秀的实体经济企业。此外，科学技术的发展也开始在其他产业中得到应用，反哺了包括农业、工业在内的许多生产活动，一二三产业逐渐形成互相促进、平衡发展的格局。

- 3) **经济体制由计划经济为主变为市场经济为主：**我国经济实力的跃升，离不开我国经济体制的转变。在发展初期，我国坚持以社会主义公有制为主体，尝试对各大行业进行社会主义改造，而对资本主义经济保持了较高的警惕性。尽管计划经济具有高效的特点，但需要对整个经济体自上而下的调节，在我国这样庞大的市场内无法发挥市场的主观能动性，灵活性较为不足。改革开放后，我国从单一的公有制经济转变为多种所有制经济成分并存，市场经济的重要性也在我国积累经验、多次试错后得到了增强。如今，市场经济已经成为我国经济发展中最重要的基本制度，对生产效率提高、对我国经济近几十年的高速发展做出了决定性的作用。时至今日，我国依然将深化经济体制改革作为最重要的目标之一，以培育更加完善、健全的市场体系，提高生产和分配效率。

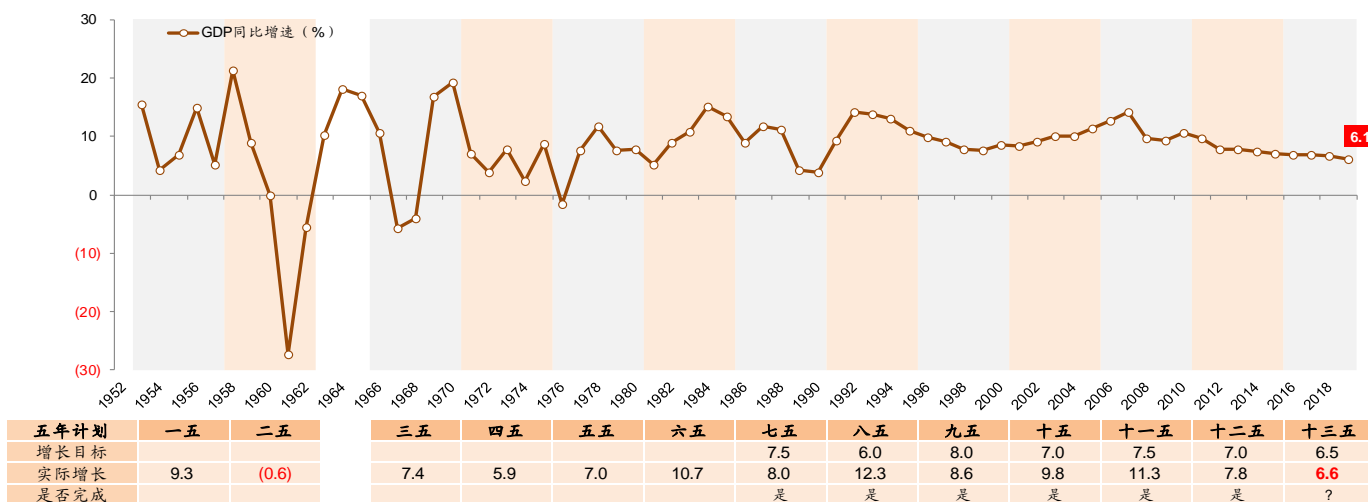


- 4) **发展目标衡量由“量”到“质”、由“单一”到“全面”的转变**: 在发展初期, 我国对于发展目标的设定较为粗放和单一, 往往以“量”为主要衡量, 而忽略了其他方面。举例来说, 我国的前几个五年规划中对于生产的衡量方式主要为设定生产量目标, 例如钢铁产量、粮食产量、煤炭产量等, 以“多”为“美”。在这样单一的目标引导下, 我国经济的发展碰到了不平衡、不效率等问题。同时, 单一的“量”目标对政府的把控能力要求较高, 在长期规划中也缺乏弹性, 一方面, 目标设定若过高可能不切实际, 另一方面则可能错误地鼓励“跨步”式发展, 不单丢失了生产的质量, 还可能侵蚀经济中其他方面的发展空间。例如全民大炼钢铁并没有从提高钢铁的生产效率入手, 而是选择动员投入了更多人力物力成本, 最终的结果是不效率的。

吸取了经验和教训后, 我国在后期制定计划时对于经济发展的衡量与目标变得更为全面, 例如“六五”中, 我国明确提出要提高经济效益, 不能单看产量, 平衡了生产效率和产出。此外, 我国对于经济结构的平衡发展也愈发重视, 由重工业一枝独秀、农业辅助到轻工业发展贡献大部分增长再到最近的大力提高服务业比重, 近年来更是提出了要向高端、高附加值产业发展的目标, 我国衡量发展的标尺越来越全面。除去经济和生产力的发展, 我国也逐渐对文教、科学、环保、节约等方面提出了要求。这一方面表明了我国的发展水平提高赋予我国追逐更高层次的目标的实力, 另一方面也是我国在管理中不断吸取经验、反思提升的体现。

- 5) **政府职能由微观决策转为宏观引导**: 在我国建国七十年发展探索中, 对于政府职能进行过多次试验和探讨, 态度上也经历了较大的转变。发展初期, 特别是在“计划经济”的指引下, 我国政府的职能更加偏向微观决策和直接管理。例如在经济发展中, “计划经济”常常要求政府对于生产、分配和消费进行全方位的管理, 且大到钢铁等工业品, 小到鸡蛋、布料等生活必需品, 这样的设定和管理几乎对于每一个品类都要完成, 不但对于政府的工作量和调控能力要求极高, 在生产、消费时也缺乏灵活性。改革开放后, 我国逐渐明确了政府职能向宏观调控方向的转变, 相较于“计划经济”, 市场经济为主的经济体制下政府将生产、分配的环节基本完全下放到市场内, 采用市场调节的手段来完成自发的供需平衡, 而政府基本只起到监督、管理及在宏观层面上采取特定手段调控的作用, 而将决策的环节留给经济体本身。同时, 法制的健全和技术水平的发展使得这样“制度型”的管理效率相较之前微观决策的方式大幅增高, 成本也显著降低。近年来, 我国开始提出“要素市场化改革”, 将利用市场自身的调控能力实现更多种类资源的更高效配置, 提高我国生产力和决策的合理性。

图表 19: 中国五年规划增长目标和完成情况



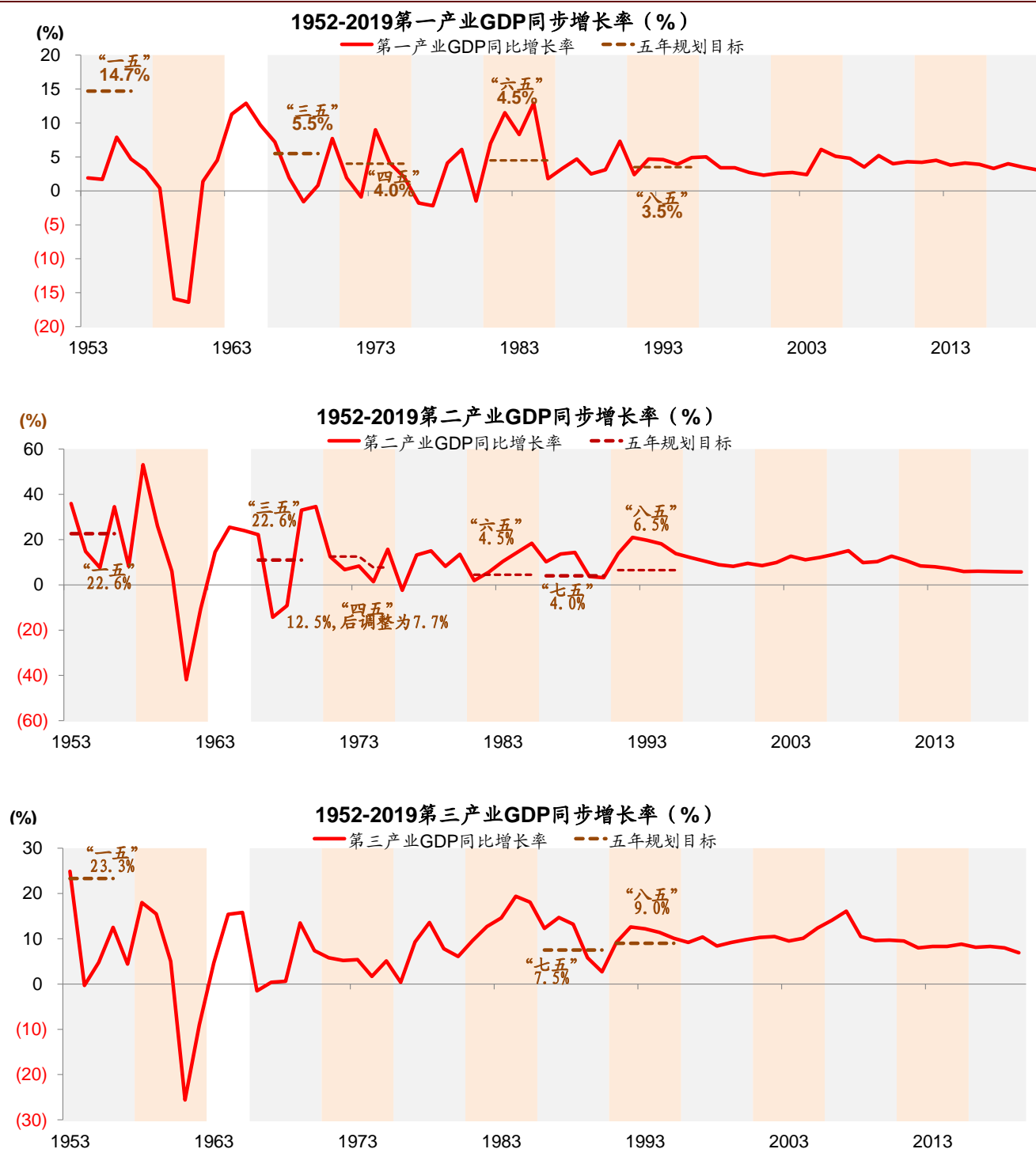
图表 20: 中国五年规划重点

	一五	二五	三五	四五	五五	六五	七五	八五	九五	十五	十一五	十二五	十三五
经济和社会制度目标	建立私营工商业社会主义改造、农业和手工业社会主义改造的基础	继续完成社会主义改造、巩固和扩大社会主义所有制、全面实现社会主义工业化、农业和手工业社会主义改造、推进国民经济的建设	立足于战争，积极防御，把国防建设放在第一位，加快三线建设，逐步改变工业布局	初步建成我国独立的工业体系，建立完整的工业体系，实现农业、工业、科学技术的现代化	在不断提高经济效率的前提下，保持国民经济的基本稳定	保持社会总需求和供给的平衡，基本实现中国特色的新型工业化	初步建立适应以公有制为基础的社会主义计划经济体制，人民生活达到小康水平	控制人口，实现人均国民生产总值，初步建立社会主义市场经济体制，人民生活达到小康水平	国民生产总值翻一番，人民生活达到小康水平	2001-2005	2006-2010	2011-2015	2016-2020
1	建立和发展现代工业与能源行业	加强机械制造工业和冶金工业	立足战争，增强国防建设	国防、军工生产	完成我国独立的工业体系	适当增加出口，提高进口比重	推动对外经济贸易和技术的交流，增加出口，扩大对外贸易，提高利用外资的效率	出口质量，完善法律法规，改善投资环境	实施可持续发展战略	产业结构优化升级，加快工业结构调整	大力推进自主创新，加强知识产权保护	发展战略性新兴产业，全面增强市场竞争力，推进军民融合	强化创新驱动引领作用，深入推动大众创业万众创新，加快建设创新型国家
2	建设铁路、发展内河和海上运输、邮电业、公路、民航和邮电建设	推进工业生产的专业化和协作，提高产品质量和增加产品品种	发展轻工业，逐步改善人民生活	高速发展钢铁工业	燃料、动力、原材料工业，降低重工业增长速度	努力增加出口，提高进口比重	发展电子工业，提高技术、新材料和现代自动化技术	把电子工业放在重要战略地位上	对外经济贸易以互利、平等、互利的原则，发展对外贸易，提高利用外资的效率	发展服务业，提高服务业水平和水平	提升电子信息制造业，培育战略性新兴产业，推进航空航天产业，发展新材料产业	实施创新驱动引领作用，全面增强市场竞争力，推进军民融合	强化创新驱动引领作用，深入推动大众创业万众创新，加快建设创新型国家
3	发展运输业和邮电业，以铁路建设为重点	合理安排轻重工业之间进行投资比重	加强工业对农业支援，加强农业科学种田	大力发展地方“五小”工业	压缩基本建设投资	发展工业农业生产，提高经济效益	改善农业生产条件，正逐步进行农业机械化	提高工业生产效率，优化产品结构	振兴支柱产业和结构调整，提高产品质量	加强农业基础地位，调整农业和农村经济结构，深化农村改革	建设资源节约型、环境友好型社会，强化资源管理	建设资源节约型、环境友好型社会，强化资源管理	建设资源节约型、环境友好型社会，强化资源管理
4	改造小农经济，改良农业生产技术	发展运输业和邮电业，进行铁路新建和技术改造	在科学技术上赶上和超过世界先进水平	大力发展石油、天然气和电力工业，积极发展核能	努力发展轻工业，实现农业轻工业协调发展	增加农产品、轻纺产品和其它日用工业品的生产	增加能源、交通等基础设施投资	增加能源、交通等基础设施投资	增加能源、交通等基础设施投资	增加能源、交通等基础设施投资	增加能源、交通等基础设施投资	增加能源、交通等基础设施投资	增加能源、交通等基础设施投资
5	继续巩固和扩大社会主义经济对于资本主义经济的领导	提高农作物产量，发展多种农业经济	普及小学教育，继续扫除文盲，普及半工半读、半农半学学校	一般轻工业产品尽可能做到自给，自治区自给	建立六个大区的经济计划协作	对原有企业进行技术改造，开展技术革新	根据地区经济条件，因地制宜地发展轻工业，减少材料消耗，降低投资重点和合理的投资比例	通过技术改造，节约能源，减少材料消耗，降低投资重点和合理的投资比例	发展第三产业，包括商业、信息、咨询、法律、服务业等	普及义务教育，加大普及教育投入，推进人才强国战略	普及义务教育，加大普及教育投入，推进人才强国战略	普及义务教育，加大普及教育投入，推进人才强国战略	普及义务教育，加大普及教育投入，推进人才强国战略
6	保持财政收支的平衡，增加财政收入和物资的后备力量	加强收购工作和销售工作，有计划地组织一部分在国家领导下的自由市场	改善人民生活	农业要“以粮为纲，全面发展”	财政收支方面，由中央核定地方的支出指标	提高教育、科学、文化、卫生、体育事业的经费占比	把国防科技成果运用到经济建设中去	大力调整产业结构，大力发展轻工业，促进农村经济全面发展	加强农业，增加对农业的投入，加快中低产田改造，建设稳定的商品粮基地	加快发展信息产业，加大推进信息化建设，发展高新技术产业	加快发展信息产业，加大推进信息化建设，发展高新技术产业	加快发展信息产业，加大推进信息化建设，发展高新技术产业	加快发展信息产业，加大推进信息化建设，发展高新技术产业
7	促进少数民族地区的经济事业和文化事业的发展	组织有关物资的出口，保证建设和器材的进口	对外贸易和对外经济援助	在全国建立统一的工业体系和国民经济的体系	基本上实现农业机械化	人民生活的改善和控制物价的基本稳定	适当控制非生产性建设投资	促进地区经济协调发展，保持物价基本稳定	实行适度从紧的财政政策，保持人民币币值稳定	加强基础设施建设，健全综合交通运输体系，优化能源结构	推进西部大开发，振兴东北地区等老工业基地，促进中部地区崛起，实现区域协调发展	推进西部大开发，振兴东北地区等老工业基地，促进中部地区崛起，实现区域协调发展	推进西部大开发，振兴东北地区等老工业基地，促进中部地区崛起，实现区域协调发展
8	逐步改善劳动人民的生活	改进国家行政体制，发挥地方的积极性	下放企业，扩大地方管理权，提高公有化程度	安置城镇青年就业，改善人民生活	调整重工业服务方向和产品结构，降低消耗	适当控制非生产性建设投资	发展生物工业、电子工业、新材料工业、信息工程、超导、通信等	促进地区经济协调发展，保持物价基本稳定	实行适度从紧的财政政策，保持人民币币值稳定	加强基础设施建设，健全综合交通运输体系，优化能源结构	推进西部大开发，振兴东北地区等老工业基地，促进中部地区崛起，实现区域协调发展	推进西部大开发，振兴东北地区等老工业基地，促进中部地区崛起，实现区域协调发展	推进西部大开发，振兴东北地区等老工业基地，促进中部地区崛起，实现区域协调发展
9	发展文化教育和科学研究事业，提高科学技术水平	培养建设工业技术人才和科学研究人才，建立科学研究体系	进一步调整重工业服务方向和产品结构，降低消耗	调整重工业服务方向和产品结构，降低消耗	适当控制非生产性建设投资	发展生物工业、电子工业、新材料工业、信息工程、超导、通信等	促进地区经济协调发展，保持物价基本稳定	实行适度从紧的财政政策，保持人民币币值稳定	加强基础设施建设，健全综合交通运输体系，优化能源结构	推进西部大开发，振兴东北地区等老工业基地，促进中部地区崛起，实现区域协调发展	推进西部大开发，振兴东北地区等老工业基地，促进中部地区崛起，实现区域协调发展	推进西部大开发，振兴东北地区等老工业基地，促进中部地区崛起，实现区域协调发展	推进西部大开发，振兴东北地区等老工业基地，促进中部地区崛起，实现区域协调发展
10													
11													
12													
环境可持续													
国防军工													
重工业、能源（除军工）													
轻工业													
基建运输、公用事业													
农业、农民相关													
第三产业													
文化教育													
财政、货币、投资													
区域、城镇协调													
市场体制与结构													
民生就业、民主法治													
军民融合、加强国防和军队现代化建设													
对外开放和贸易													
科技创新和新兴产业													

资料来源: 政府资料, 中金公司研究部 (灰色虚线表示抑制性政策)



图表 21: 中国五年规划增长目标和完成情况



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (注: 6.6%为截止 2019 年的年均 GDP 增速)



根据每个时期经济发展阶段和规划重点,我们将中国经济的五年规划划分为三个主要阶段。

第一阶段: 百废待兴中重工业是绝对主角, 求“快”求“大”, 自给自足

在这一阶段,我国刚刚建国,渴求和平发展的环境的同时,我国各个产业的生产力都较为落后,国际地位也尚未得到广泛认可,外交上阻力重重,军事上腹背受敌。在这样的背景下,重工业的发展,特别是国防、军工及相关产业链上的钢铁、煤炭、石油在每一个规划中都占据了绝对的主角位,而这一阶段的规划则体现了我国在军事和工业实力上进行提升的急切渴望。同时,由于对于经济的客观规律了解尚不充分,这一期间的目标设定常出现求“快”求“大”的特点,并因此造成了各个产业发展不平衡、规划目标偏离实际等一系列问题。此外,这一阶段对于经济规划的基本思路仍然是自给自足,一方面由于我国生产力尚无法跟上需求,国民生活水平较差,另一方面也是因为我国对于外部仍呈较为封闭、保守的姿态,对外贸易和投资活动较少。在不断探索、反思、修正和展望中,这一阶段的规划方向、经济增速起伏和波折较大。

► “一五”(1953~1957 年): 集中力量工业建设, 农业和手工业的初步社会主义改造

“一五”时期,我国最重要的目标是把我国从落后的农业国变成先进的社会主义工业国。刚刚经历战争的洗礼和建国后艰难的重建期,我国充分认识到工业化的重要性和紧迫性。1952 年,中国的 GDP 总额为 679 亿元,其中第一产业占据了 50%的总产值,而第二产业占比仅为约 21%,工业水平较为落后。同时,面对尚不稳固的国际地位,我国对于建立巩固国防力量的需求也迫在眉睫。在这一背景下,第一个五年计划便围绕着建设工业,特别是重工业的目标展开。

具体来说,第一个五年计划强调了我国重工业的新建设,特别是基础设施和能源相关的如电力、煤矿、石油,现代化工业的中间品如钢铁、化工、金属切削机床、冶金,以及运输相关的汽车、拖拉机、飞机等工业;而轻工业如纺织业等,则需要与重工业的发展水平相适应;农业上则要克服农业落后于工业的矛盾。

► “二五”(1958~1962 年): 继续以重工业为中心, 巩固扩大集体所有制和全民所有制

1956 年,党中央委员会提出我国的“二五”计划基本任务仍将是围绕重工业为中心的工业建设,以巩固社会主义工业化的基础。在“一五”计划超额圆满完成、经济形势向好的背景下,“二五”计划希望能在之前的基础上保持较快的发展速度,大力增加基本建设投资,并为工业总产值定下了增长一倍的目标。由于对经济客观规律认识不足,“二五”期间的前半段我国经济结构出现严重失调。在“重工业为中心”的引导下,全国人民都投入到以钢铁为核心的生产活动中去,农业和商业则由于公有化程度的迅速提高生产力受到打击。

1960 年,中央提出“调整、巩固、充实、提高”的八字方针,对“二五”前期冒进的、不平衡的发展方式进行了修正,重视先前被忽略的农业生产,压缩重工业生产,并于 1963 年提出 3 年的过渡阶段,再进入下一个五年计划。“二五”期间,中国的经济增速最高达到 32.2%,最低则为-31%,人民的收入、农业产值都出现了负增长。

► “三五”(1966~1970 年): 以国防建设为中心应对国际形势变化

随着国际关系日趋紧张,国防建设的重要性在当时日益增加,在三年调整期后,我国再次开始发展重工业部门,包括钢铁、铁矿石、有色金属、煤炭、石油、机械、化工在内的工业行业成为投资的重点,占据当时 850 亿元人民币规划规模的 48%,国防则占到 10%。其余的交通运输、农林水利则围绕着重工业的发展展开。

此外,“三五”规划中首次提到了对外贸易和经济技术援助。随着我国国际地位得到了更加广泛的认可和思想的转变,我国开始更加重视对外贸易对我国经济和国际形象的正面



意义。“三五”计划提出在期间内达到进出口贸易总额增长 30%，特别是保证钢材、有色、粮食以及新技术、新设备、新仪器的进口。受到国内政治环境影响，“三五”规划期间内中国 GDP 增速继续大起大落，虽然工农业生产总值超额完成计划目标，

► “四五”（1971~1975 年）：抓紧战备到平衡工农业

“四五”计划的草案对于我国经济的规划依旧围绕着重工业展开，目标是以农业为基础、工业为主导发展国民经济。由于国内较为复杂的形势和当时国际环境的进一步恶化，在冷战的阴影越来越深的环境下我国对于战备的重视程度愈发提高。但“四五”计划草案设定的目标规模过大：草案提出年均工业增长速度 12.5% 的目标，基本建设规划投资达到 1200~1300 亿元，接近“三五”计划的 1.5 倍。军工开支大幅上升，盲目扩大工业生产再一次造成了经济结构的不平衡，职工人数、工资支出、粮食销量的三个“突破”对我国的粮食储备、生活用品供应都造成了很大压力。此外，“三五”末期、“四五”初期受到国内环境影响，对于海外技术、设备、仪器的进口都几乎停滞，知识、科学和技术也不受尊重，对我国的生产活动和科学进步都造成了一定的阻碍。

“四五”开始后不久，我国便开始对计划制定中不科学之处进行了修正。1972 年起，国务院开始压缩基建规模，压缩国防军事和对外援助，加强劳动工资管理，压缩不合理的粮食供应，增加农业投资比例，增加引进各类生产设备等。最终整个计划期间经济平均增长率为 5.9%，包括工农业产值等在内大多数指标最终达成。

此外，“四五”计划中提出了经济协作区的概念，将全国划分为西南、西北、中原、华南、华东、华北、东北、山东、闽赣、新疆十个经济协作区，在各个协作区内各自建立工业和经济体系，这是我国最早的区域规划政策之一。经济协作区要求每个区域内既要有“小而全”的经济体系，又要结合各自的特点和经济发展水平。

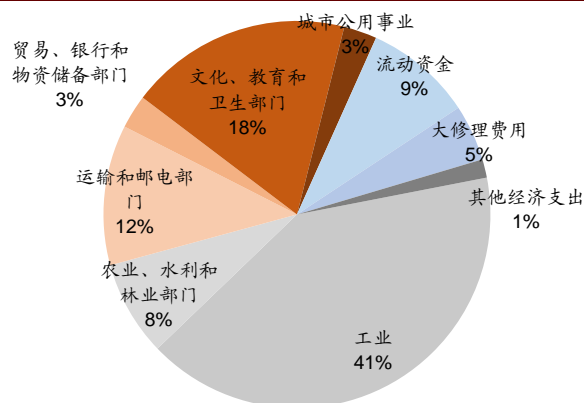
► “五五”计划（1976~1980 年）：从地区规划出发全国平衡

“五五”计划是十年计划的一部分，而十年计划则采用“条块结合、块块为主、由下而上、上下结合”的方法。相较于其他规划直接由中央制定，“五五”计划是由地区规划出发进行全国平衡，也是各个规划中较为特殊的一个。先由各个省、市、自治区和各部门分别提出地区和部门规划后，国家再通过大区平衡、全国平衡制定全国性的规划指标和任务。同是，“五五”计划所在的十年规划还着重强调要将更多的自主权下放地方，下方企业，基建投资、企业管理也有地方统筹安排管理，期望在 1980 年前建成独立的较为完整的工业体系和国民经济体系。

在执行中，这一计划在前期依然如前几个规划一样，盲目追求高速度、高指标，造成了许多经济上的不平衡，例如积累比重过大、建设投资规模过大、轻工业被挤占等等问题。但在“五五”规划的后半期，伴随着改革开放的号角，对于经济领域的思想解放使得经济的客观规律得到重视，同时对国外的先进经验和技术也转变为更为开放积极的姿态，经济形势出现了明显好转。

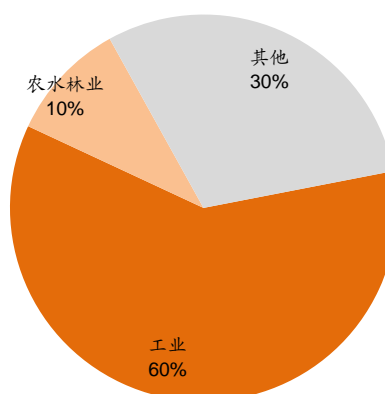


图表 22: “一五”期间基建投资规划



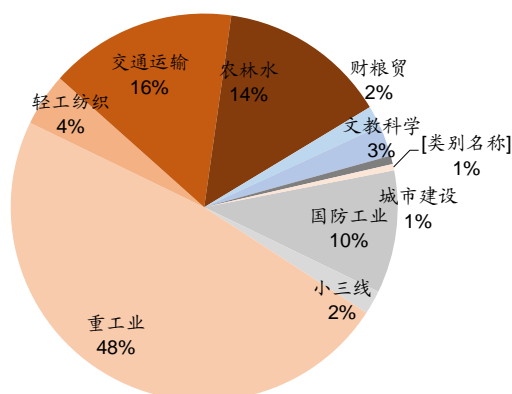
资料来源: 政府资料, 中金公司研究部

图表 23: “二五”期间基建投资规划



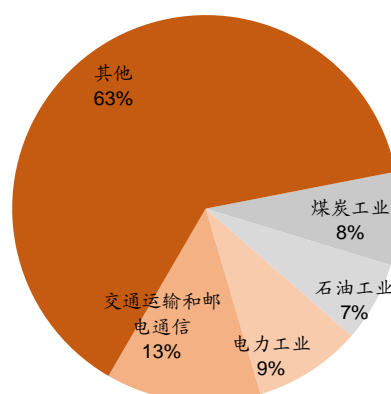
资料来源: 政府资料, 中金公司研究部

图表 24: “三五”期间基建投资规划



资料来源: 政府资料, 中金公司研究部

图表 25: “六五”期间基建投资规划



资料来源: 政府资料, 中金公司研究部

第二阶段: 稳定发展, 改革开放, 经济体制的改革是增长的主要驱动力

这一阶段内, 我国对于发展道路的规划发生了根本性的转变。一方面, 伴随着国力发展, 我国逐渐摒弃了围绕重工业发展的经济结构和导向, 另一方面, 我国的经济体制在这一阶段发生了转变。这一阶段的几个五年规划着重强调了市场机制的重要性和对企业生产的促进作用, 在各个方面、各个行业都进行了深入的探讨和实践。同时, 科学技术与教育的重要性都得到了提升, 对外政策上则采取了更加积极开放的态度, 在国防上也不再采取扩张措施。

► “六五”计划 (1981~1985 年): 轻工业与能源迎头赶上, 提高经济效益为中心

“六五”计划最大的特点是相比于前五个五年计划, 在目标的制定上首次采用了“适当”、“保持”、“控制”等措辞, 对工农业赋予同等重要的地位, 同时在规模上与第五个五年计划保持规模相似而不是大幅扩张。同时, “六五”计划继续强调现代化建设, 并首次将教育、科学、文化事业的发展列入规划当中, 继续重视对外经济技术交流, 同时首次将人口控制和改善民生列为主要的目标之一。同时, 伴随着改革开放政策, 中国也迎来了多种经济成分的重新出现, 提出“计划经济为主, 市场经济为辅”, 认为国家应当“把主要精力放在做好整个国民经济的综合平衡上”, 而在许多方面进行了放开的尝试。我国走上了更加务实的发展道路, 也开始对资本主义国家发展的政策和经验采取更加认可的态度, 许多地区都吸收了亚洲四小龙等地区的先进经验, 各类贸易合作也增多, 从封闭半



封闭开始转向积极利用国际交换的开放型经济。

“六五”计划的执行基本是成功的，更加平衡的经济结构和在混合经济体制下得到激励的企业效率带来了经济的快速发展。计划期间工农业总产值年均增长 11%，农业与工业的平均增速差距缩小，财政收支基本保持平衡，人均收入也得到了较快的增长，人民生活水平得到了迅速提升。此外，“六五”期间对外贸易总额相对“五五”期间翻番，吸收外商直接投资也大幅增加。

► “七五”计划（1986~1990 年）：全面经济体制改革

“七五”计划则与“六五”计划一脉相承，主张采取实事求是的科学态度，在提高效益和质量的前提下追求经济增长。我国继续在改革开放的道路上“对内搞活经济、外实行开放”，而经济体制的改革和良好的社会环境则是中国特色社会主义建设的基础。这一期间，经济增长依然追求“适度”，促进产业结构进一步合理化、协调能源、原材料和加工工业间的关系和生产与运输之间的关系，保证经济后续发展的能力，是规划的着重点。

对科学、教育的重视则是“七五”计划的一个重点。计划中着重强调，科学技术一方面是要大力开发能立即对生产力提升有明显效果的科技成果，另一方面则是要集中资源在新技术和高科技领域中取得成果。同时，规划指出期间将进行三个方面的经济体制改革，即 1) 增强企业活力，扩大生产经营自主权；2) 完善市场体系，减少统一调配产品的种类和数量；3) 国家对企业由直接控制为主转向间接控制为主，完善宏观经济管理制度。这代表“七五”计划致力于建立一个全面、有机的市场环境，体现了这一规划对于全面改革经济体制的决心。“七五”规划期间，总体来说经济保持了较高的增速，改革开放的大趋势已经确立，但受到政治环境影响经济仍有波动。

► “八五”计划（1991~1995 年）：经济体制改革突破性发展，对外贸易渐成主角

“八五”计划首次提出了低于前一阶段的经济增长目标，将未来十年 GDP 总量的增速设置在 6% 左右的中速增长，低于第六、第七个五年计划期间的中国经济增速。而事实上，受到改革开放大步推进的积极影响，这一规划期间的经济年均增速达到 12% 且较为稳定，达到历史最高。在其他各项目标的设定和政策的措辞上，“八五”计划也较为温和，强调经济总量平衡、经济建设量力而行、产业结构合理化现代化、区域协调发展等。同时，在出口贸易中规划提出要着重改善出口商品结构和质量，努力由粗加工转向精加工，低附加值转向高附加值的机电、轻纺商品等。

“八五”期间，我国对外总体开放的格局基本形成，外向型经济的方向完全确立，对外贸易相对“七五”期间再次翻倍，利用外资幅度增加；外交工作也取得了较好的进展，与我国建交的国家数也迅速上涨，我国在国际上的形象和地位得到显著提升；产业结构上，“八五”期间建造了大量的水利、能源、通信、运输相关设施，同时电子、汽车等较高附加值的制造业快速增长，轻工业在国际市场上比较优势明显，产业不平衡的情况得到了改善。

第三阶段：科学、文教是竞争力的重要来源

伴随着市场环境的逐步完善和对外开放程度的提高，我国的经济发展又进入了一个新的阶段。同时，科学技术的发展也在全世界各个国家进入了加速阶段，互联网的出现、信息技术产业的广泛应用对原有的经济结构造成了冲击。此外，数次全球性的金融危机也在考验各个经济体的韧性，我国也面临着全新的挑战。这一阶段，我国从传统的注重物质发展，特别是技术含量较低的行业的生产力的提高，转向了制度、技术等软性的发展和第三产业的健全。科学和文教是各项政策的重点，营造适宜研究、创新的土壤是重点之一；而政府职能、市场机制、监管制度的讨论和健全也在这一阶段引起广泛关注。自此，我国在对外贸易、经济体制等根本性问题上基本保持了一致的思路，并且充分意识到了科学、技术、教育、制度等对于人力资本和市场运转体系的投入的重要性。因此，这一阶段的规划在方针上基本相似，但在侧重点上略有不同。



► “九五”计划（1995~2000 年）：技术和制度成为落实行业政策的重要手段

“九五”计划作为全面完成现代化建设的第二步战略，将“现代化”作为指导各个行业建设的主要指导，促进经济增长方式转变。“九五”再一次强调了农业的重要性，将农业放在发展国民经济的首位；同时，“九五”延续了之前几个五年规划中关于对外开放的态度和对于市场改革的决心，将国有企业改革作为经济体制改革的中心环节。同时，这一规划更加强调了市场机制和宏观调控的有机结合，致力于保护宏观经济环境的稳定。

相较于之前的规划，“九五”在设立经济目标时更强调科技进步和劳动者素质提高带来的经济效益提升，同时非常重视制度性的建设。例如，在强调发展农村经济时，“九五”计划提到要充分兴修水利、修筑道路，积极发展多种经营和农业综合开发，同时加速农用工业中的研发和项目落地，开发新品种农药、农产品加工企业和农机具等，提出“科技兴农”保护耕地时则提出要依法，同时要求健全国家对于农业的支持和保护体系。类似的思路在规划对于其他行业的展望中也有所体现，这充分体现了我国在规划经济时思路的转变。

► “十五”计划（2001~2005 年）：工业化、城镇化、市场化、国际化

“十五”计划则提出要对经济结构进行战略性调整，但仍然沿袭了前几个规划在市场体制、对外开放、科学文教方面的态度，把改革开放和科技进步作为主要动力，发展作为主题，结构调整作为主线。

在农业相关政策上，“十五”规划中提出依靠科技对农业和农村进行结构调整，推进农业现代化，加强农业和农村基础设施建设。在扶贫上，“十五”着重强调了中西部少数民族地区、革命老区、边疆地区和特困地区的扶贫工作，通过加强基建，发展教育文化卫生事业对贫困地区的发展予以支持。工业结构上，规划提出要以技术进步为支撑，提升我国工业整体素质和国际竞争力，防治盲目扩建和重复建设，引进和自主创新相结合，并制定了加快工业改组改造、发展高技术产业、优化企业组织结构、信息化带动等多项措施。此外，“十五”规划强调了服务业的重要性，提出对于服务业要引进新业态、新技术，创造有利的市场环境和体制环境。同时，“十五”规划首次将发展信息产业列为重要计划之一，着重强调了发展信息相关基建、应用信息技术、发展电子制造业等加速信息产业发展的措施。在民生方面，规划则着重强调了社会保障制度和相关事业的完善和发展，包括扩大养老保险实施范围等措施。

“十五”计划提出的指标基本得到实现，GDP 年均增长达到 9.5%，高等教育入学率大幅提升，工业化、城镇化、市场化、国际化步伐加快，我国也于 2001 年加入世贸组织，对外贸易进入新阶段。总体来说，“十五”期间我国国力明显增强，经济持续发展，为我国全面建设小康社会打下了较为扎实的基础。

► “十一五”规划（2006~2010 年）：科学发展观为指导可持续性发展

“十一五”最直接的变化便是从“计划”转为“规划”，这意味着政府在社会发展中角色的转变，进一步明确了政府主要作用为引导市场主体行为，履行经济调节、市场监管、社会管理和公共服务职责。此外，中国“入世”后全球环境也有了明显的转变，全球化程度明显加深，但不平衡状况也有所加剧。规划指出，我国在“十一五”期间主要的任务是准确把握当时仍处在社会主义初级阶段的我国的发展特征，开创社会主义经济、政治、文化、社会建设的新局面。

“十一五”期间，我国提出需要全面贯彻落实科学发展观，用自主创新、优化产业结构、推动内需、深化改革、以人为本、保护环境推动发展。这一期间我国对于生态环境保护 and 资源节约尤为强调，在“十五”纳入森林覆盖率、绿化率、人口等指标的基础上，继续将国内生产总值能源消耗、单位工业增加值用水量、废物利用率等指标纳入计划范围。

“十一五”期间，我国战胜了四川汶川特大地震、青海玉树强烈地震、甘肃舟曲特大泥石流等重大自然灾害，有效地应对了国际金融危机的巨大冲击，成功举办了北京奥运会、



上海世博会和广州亚运会, 我国的综合国力得到大幅提升, GDP 跃居世界第二。在科学发展观的指导下, 我国的尖端科技领域如载人航天、探月工程、超级计算机等也取得了重大突破。

► “十二五”规划 (2011~2015 年): 加快转变经济发展方式, 着力保障民生

“十二五”是“十一五”的延续, 在各类指导思想及政策上都一脉相传, 进一步强调转变发展方式, 侧重科技教育、资源环境和民生。与“十一五”相比, “十二五”加大了经济转型的力度, 提升了服务业增加值占比的目标要求; 同时将七大战略新兴产业作为发展重点, 即节能环保、新一代信息技术、生物、装备制造、新能源、新材料及新能源汽车等; 规划还将文化传媒产业作为支柱性产业, 旨在提高全民族文明素质, 营造良好的社会文化环境。

“十二五”期间, 我国的 GDP 首次突破 10 万亿美元历史关口, 年均增速 7.3%, 高于 7% 的政策目标; 同时服务业成为第一大产业, 标志着我国的产业结构转型初见成效; 城镇人口首次超过农村人口, 城镇化进程快速推进; 基础设施如铁路营业里程、南水北调、移动通信网络等都出现了全面跃升; 人民生活水平显著提高, 贫困人口减少超过 1 亿人。总体来说, 我国“十二五”规划的目标都已基本完成。

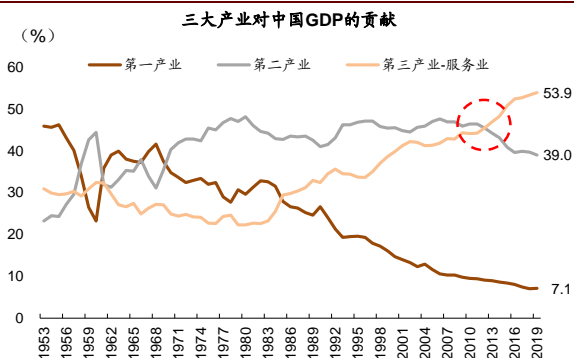
► “十三五”规划 (2016~2020 年): 创新驱动发展, 全面建成小康社会

“十三五”是全面建成小康社会前的最后一个五年规划, 因此“十三五”的主要目标便是确保全面建成小康社会, 在相应的民生领域, 特别是医疗等相关领域较受重视。与“十二五”略有区别的是, “十三五”以“创新”驱动发展, 而不仅仅满足于“科技”驱动发展, “十三五”更加强调人才的支撑、科技创新、大众创业带来的经济效益提升, 力争让我国立足于世界技术和科技的前沿。因此, “十三五”提出了一系列人才培养措施, 包括若干重大人才工程, 旨在营造对人才更为友好和具有激励作用的社会环境; 同时, 规划以国家目标和战略需求为导向, 布局了一批高水平的国家实验室, 特别是在能源、环境、材料、物理、天文、工程等领域或交叉领域加大了基础设施投入。对于信息安全、现代基础设施网络、现代产业体系等方面, 规划也都做了详细指示。

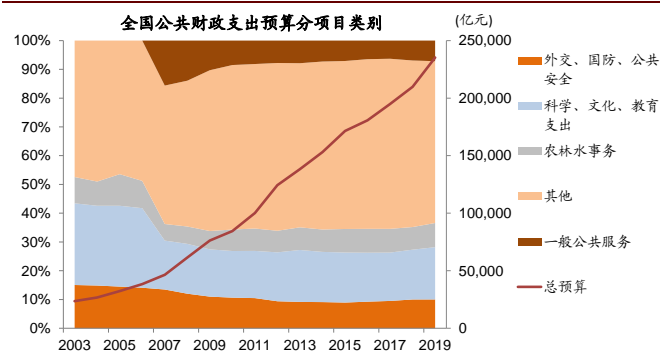
“十三五”规划的具体目标和达成情况我们已在前文详述。



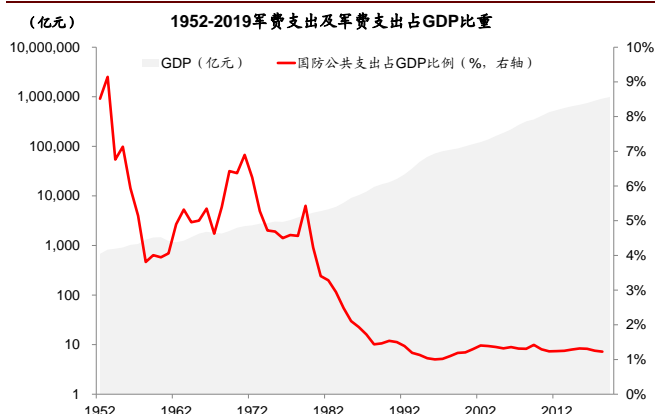
图表 26: 服务业已成为对中国经济贡献最大的部分



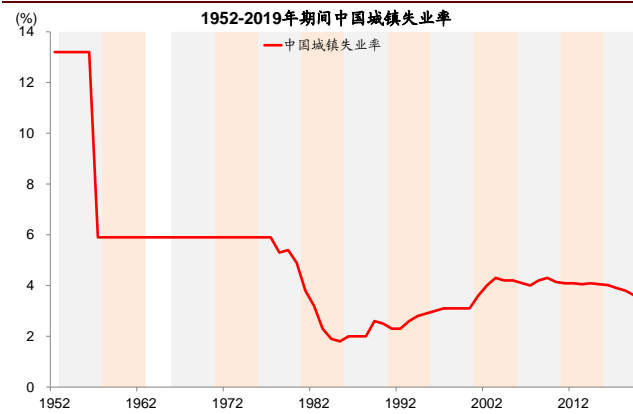
图表 27: 公共财政支预算本世纪以来大幅增加



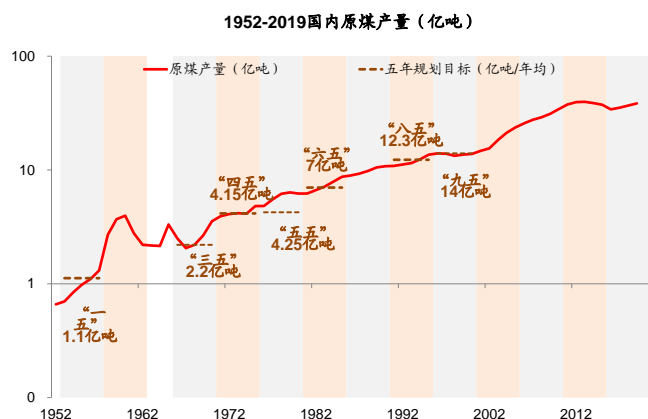
图表 28: 军费支出占GDP的比重从70年代末期开始显著下降



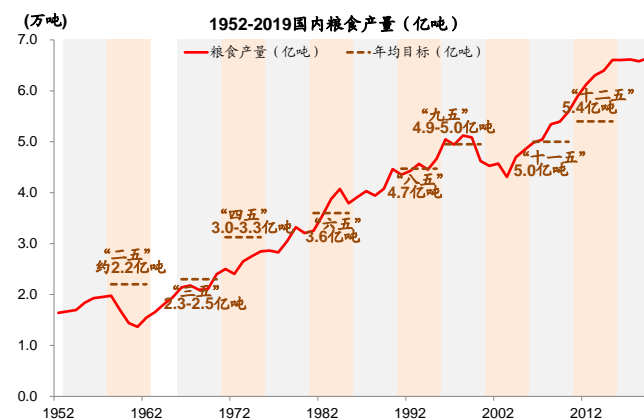
图表 29: 城镇失业率则在80年代前下降, 而后随着经济体制改革带来的“下岗潮”有所回升



图表 30: 原煤产量在“二五”至“三五”期间出现波动



图表 31: 粮食产量则在“二五”和“十五”期间出现波动

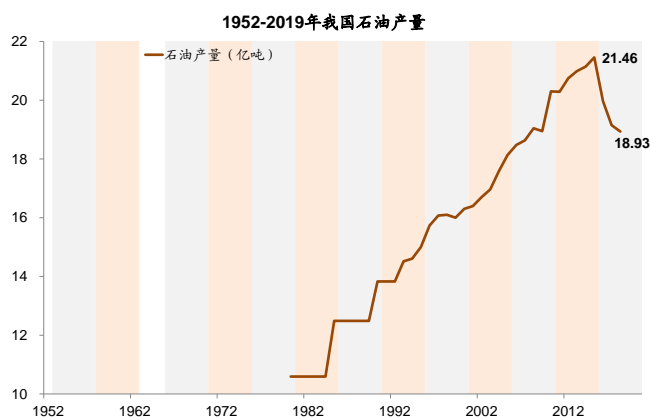


资料来源: Wind, 公开资料整理, 中金公司研究部 (数据截至 2019)

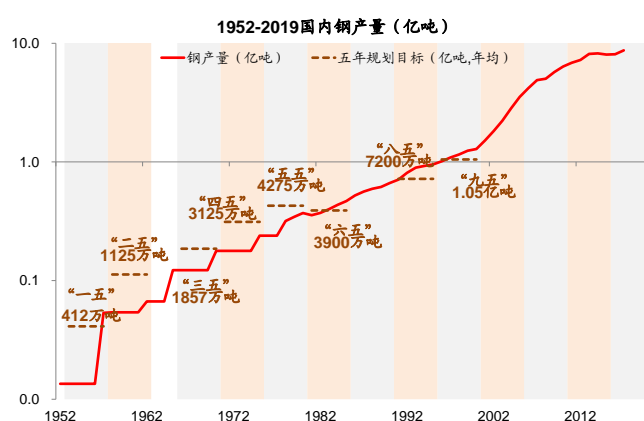
资料来源: Wind, 公开资料整理, 中金公司研究部 (数据截至 2019)



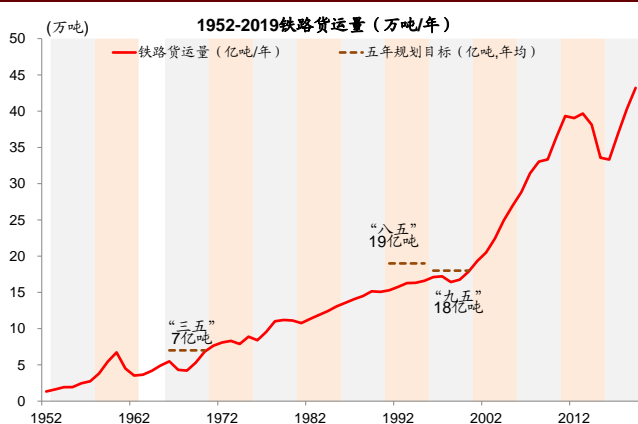
图表 32: 我国石油产量在“十三五”期间出现显著下降



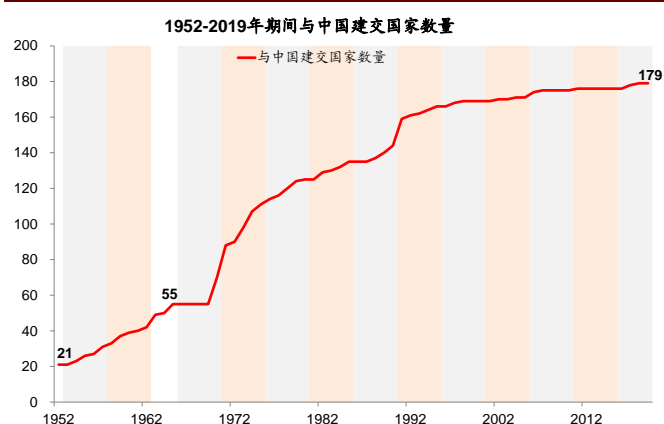
图表 33: 钢铁产量一度是五年规划最重要的目标之一



图表 34: 铁路货运量近年来上升势头迅猛



图表 35: 与中国建交国家数量在“三五”期间显著上升



资料来源: Wind, 公开资料整理, 中金公司研究部 (数据截至 2019)

资料来源: Wind, 公开资料整理, 中金公司研究部 (数据截至 2019)



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。



特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：张莹



中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

