科技创新驱动，构建制造强国

——聚焦“十四五”规划

2020-10-30

宏观策略组

研究员：
刘洋洋
从业资格证号：F3023134
投资咨询证号：Z0015411
电话：021-68757223
邮箱：liuyy@qh168.com.cn

联系人：
陈炳宜
从业资格证号：F3055994
电话：021-68757223
邮箱：chenby@qh168.com.cn
刘晨业
从业资格证号：F3064051
电话：021-68757223
邮箱：liucy@qh168.com.cn

相关研究报告

◎投资要点：

◆“十四五”规划是迈进新时代的第一个五年规划，是未来 30 年中国经济发展的新起点。当今世界正经历百年未有之大变局，新一轮科技革命和产业变革深入发展。一方面国际格局正在发生深刻的变革，近两年来贸易保护思潮崛起，新兴经济体发展受到抑制。另一方面，今年受到疫情冲击，全球产业链正在重塑，世界经济中心正逐步向亚太转移。在此背景下，“十四五”规划具有着重大的历史意义。

◆“科技创新”提到了前所未有的高度，是“十四五”期间的核心政策主线。公报指出“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”。一方面加快核心技术公关，致力于完善产业链，实现关键产品、技术领域的自主可控；另一方面，为新一轮产业革命蓄力，大力发展数字技术产业化和传统产业数字化。从现在到 2035 年，最主要的目标就是“关键核心技术实现重大突破”，坚定不移建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国，推进产业基础高级化，产业链现代化。

◆从需求端看，构建内循环是重要的战略发展方向，核心抓手在于降低居民储蓄率、持续扩大内需。将主要发力于新型城镇化建设和区域协调发展，以产业升级为引导，以调整收入分配格局为支撑，满足更高消费需求，并进一步培育新消费场景，辅之以新型服务性消费，从而实现国内大循环的重要战略发展方向。

◆回顾“十三五”期间，供给侧结构性改革是大类资产配置的主线，那么“十四五”期间“科技创新”及“双循环”或将成为驱动大类资产配置的主逻辑。在大宗商品方面，在逆全球化的过程中，经济规模有所下降，但国内发展经济的目标不动摇。短期来看，投资仍是目前主要的

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

经济推手，也是发展内循环的坚实起点，地产稳基建增仍对相关建材需求带来支撑，预计大宗商品需求方面黑色＞有色＞化工。中长期来看，科技创新驱动及内循环战略下，消费及制造业崛起，基建地产投资淡化，预计大宗商品需求方面有色＞化工＞黑色。

◆在股票方面，价值和成长股均有增长空间。十四五期间企业盈利修复；且国内经济独立性将给股票市场带来更多的市场溢价。作为价值股的代表—周期股，在内循环中将率先得到体现，地产、汽车以及其他可选消费企业盈利增速会明显得到改善，盈利驱动逻辑将带来周期股上涨。而作为成长股的代表—科技股，从国内消费结构来看仍有不少的短板，在“科技创新”大战略下，将会成为未来成长股中的白马行业，其估值有望继续上升。

◆在债券方面，长端债券利率上行空间或将打开。央行的货币政策独立性将进一步加强，背后隐藏的含义就是不同国家利差走势将会与过去走势出现某些质的改变，所谓的“舒适区间”或将成为历史。而国内经济方面，内循环将提升国内经济潜在增长水平，居民消费改善以及企业升级带来的效率提高，长端债券利率或有较大上升空间。

◆**风险因素：**海外疫情发展、中美贸易关系、国内需求不振

正文目录

1. “十四五”规划的重大历史意义 4
2. “十四五”规划的关键看点 4
3. “十四五”规划对经济增长路径的影响 5
4. “十四五”规划下的大类资产配置机会 7

图表目录

图表 1 “十四五”规划时间表预期 4

1.“十四五”规划的重大历史意义

第十九届五中全会会议指出，当今世界正经历百年未有之大变局，新一轮科技革命和产业变革深入发展。一方面国际格局正在发生深刻的变革，近两年来贸易保护思潮崛起，新兴经济体发展受到抑制。另一方面，今年受到疫情冲击，全球产业链正在重塑，世界经济中心正逐步向亚太转移。在此背景下，“十四五”规划具有着重大的历史意义。

从我国国内经济发展来看，“十四五”规划是迈进新时代的第一个五年规划，是未来30年中国经济发展的新起点。预计“十四五”规划经济增长目标在5%左右，2035年GDP再翻一番，基本实现社会主义现代化。

图表 1 “十四五”规划时间表预期

“十四五”规划时间表预期	
2020年10月29日	十九届五中全会审议“十四五”规划讨论稿
2021年1月	国务院将向各机关单位征求“十四五”规划纲要草案意见
2021年3月	“十四五”规划纲要将由全国人大会议表决通过并印发
2021年-2022年	国务院印发“十四五”国家战略性新兴产业发展规划

资料来源：Wind；东海期货研究所整理

2. “十四五”规划的关键看点

“十三五”规划以供给侧结构性改革为主线，实质是扩大有效供给，用“三去一降一补”完成经济换挡的第一步。从五中全会的内容来看，“十四五”主线将定位以科技创新驱动，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。在供给端，“科技创新”提到了前所未有的高度，是“十四五”期间的核心政策主线。一方面加快核心技术公关，致力于完善产业链，实现关键产品、技术领域的自主可控；另一方面，为新一轮产业革命蓄力，大力发展数字技术产业化和传统产业数字化。从需求端看，将主要发力于新型城镇化建设和区域协调发展，以产业升级为引导，以调整收入分配格局为支撑，满足更高消费需求，并进一步培育新消费场景，辅之以新型服务性消费，从而实现国内大循环的重要战略发展方向。

一、 经济增长稳中求进，不会重回强刺激的老路。上一个五年的目标是要“中高速增长”，2020年要翻一番，年均GDP增速在6.5%左右。十四五规划并未设定未来五年经济增长目标，但强调到2035年“再迈上新的大台阶”，预计2035年GDP再翻一番。中国经济受疫情冲击后恢复迅速，且目前仍朝向好的方向发展，经济增长展现出了明显的弹性和韧性，预计逆周期的刺激政策或难见边际增量。

二、 “科技创新”提到了前所未有的高度，是“十四五”期间的核心政策主线。公报指出“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”。一方面加快核心技术公关，致力于完善产业链，实现关键产品、技术领域的自主可控；另一方面，为新一轮产业革命蓄力，大力发展数字技术产业化和传统产业数字化。从现在到2035年，最主要的目标就是“关键核心技术实现重大突破”，坚定不移建设

制造强国、质量强国、网络强国、数字中国，推进产业基础高级化，产业链现代化。

三、 从需求端看，构建内循环是重要的战略发展方向，核心抓手在于降低居民储蓄率、持续扩大内需。将主要发力于新型城镇化建设和区域协调发展，以产业升级为引导，以调整收入分配格局为支撑，满足更高消费需求，并进一步培育新消费场景，辅之以新型服务性消费，从而实现国内大循环的重要战略发展方向。

四、 新基建做大做强，传统基建精准补短板。会议指出加快建设交通强国，推进能源革命，加快数字化发展。十四五期间新基建比重也将明显抬升。会议公告提出“交通强国”，意味着将在老基建方面做到精准补短板，而不是过往的刺激老路。

五、 实体经济地位抬升，会议提出“坚持把发展经济着力点放在实体经济上”。十三五的亮点在虚拟经济，比如“互联网+”、分享经济，而十四五的重点则更倾向于实体经济，在十三五公告中网络强国在制造强国之前，十四五公告中制造强国在网络强国之前。

六、 城市群、都市圈将推动高端要素和优质资源进一步集聚。会议明确提出：“优化国土空间布局，推进区域协调发展和新型城镇化”。粤港澳、长三角、京津冀、成渝经济圈为代表的城市群，以及武汉、郑州等为代表的新一线都市圈将充分发挥“核心发动机”的作用。城市群发展带动新型城镇化，将是扩大内需、带动有效投资和消费升级的核心抓手之一。

七、 应对人口老龄化上升为国家战略，十三五时是“积极开展应对人口老龄化行动”，这次是“实施积极应对人口老龄化国家战略”。“十四五”时期，我国人口结构会发生三个拐点性变化：（1）人口总量峰值或将在 2025 年出现。（2）“十四五”期间老龄化程度将加快，20-50 岁劳动人口加速向下拐点出现。（3）养老保险在“十四五”期间有巨大压力。

3.“十四五”规划对经济增长路径的影响

根据我国目前经济发展状况，十四五规划的重点在于消费升级和产业升级这两方面。短期基建地产投资等传统手段仍是稳定经济增长的压舱石，中长期来看，政府将主导投资，以新型城镇化建设和新基建为立足点，引导产业升级并培育消费新场景。在产业升级方面，一方面加快核心技术公关，致力于完善产业链，实现关键产品、技术领域的自主可控；另一方面，为新一轮产业革命蓄力，大力发展数字技术产业化和传统产业数字化。政府进一步完善生产环节的要素流通，实现资源的有效配置。在消费升级方面，以产业升级为引导，以调整收入分配格局为支撑，满足更高消费需求，并进一步培育新消费场景，以期实现供需两端循环的闭环。

在投资端，短期仍是稳定经济增长的压舱石，重点发力“两新一重”，中长期将逐步削弱对传统基建和房地产的重依赖，制造业高新科技投资接力。

政府部门加杠杆，是本轮经济复苏的重要推手。从基建投资恢复情况来看，1-9 月基建投资（不含电力）增速 0.2%，疫情后处于快速恢复阶段，预计全年基建投资规模在 20

万亿元左右。其中“新基建+旧改+传统基建”是政策在投资领域的主要导向，其中专项债重点主要为新基建、新型城镇化建设（新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，去年为 1.9 万个）、重大工程建设（增加国家铁路建设资本金 1000 亿元）提供资金保障。由于基建投资是天然的逆周期调节工具，短期传统基建投资对各类建筑材料需求仍有支撑，中长期来看，基建投资将会逐步减弱，新基建比重也将明显抬升。

在房地产投资方面，短期房价将是在“财富效应”和对消费的挤出效应，“房住不炒”和地方财政困境中取得平衡。一方面房地产涉及钢铁、建材、化工等多个产业链，以及挖掘机、重卡等固定资产类品种，是带动经济增长不可缺少的重要环节，也是地方政府收入的重要来源。而另一方面，房地产的虹吸现象，对其他行业的发展带来严重的桎梏。在居民消费方面，购房贷款会促进信用扩张及相关产品的消费，但由于提前透支对消费短期带来的挤出效应也十分明显。年中政治局会议强调，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。目前来看，房地产投资不会作为刺激经济的政策，投资过热在一定程度上受到抑制，但是内循环起步的重要支撑，仍将促进其合理健康发展，短期房价将在“财富效应”和对消费的挤出效应中取得平衡。中长期来看，在十四五期间，在“内循环”战略下经济新增长极的培育，产业结构的调整及居民消费水平的提高，对房地产的依赖将会逐步降低。

在制造业投资方面，致力于完善产业链，降低产业对外依存度，实现关键产品、技术领域的自主可控；加快优势领域建设，结合消费新领域的培育，成为未来爆发的增长点。目前来看，疫情过后制造业恢复缓慢，制造业投资仍是大的拖累项。目前我国制造业的生产优势集中在低附加值的终端消费品，而在高附加值产品上的对外依存度较高。十四五期间致力于高新技术产业的投资，抓住新一轮产业革命的机遇，提升生产高附加价值产品的能力。同时，化解供需两端的信息不对称，为新一轮消费场景的诞生提供技术及设备支持。

消费方面，疫情过后对经济的拉动作用缓慢恢复，中长期将成为经济跨越的支撑力量。

目前来看，疫情的影响下，由于防控意识和物理隔离的拖累，居民消费水平显著降低。叠加失业率攀升，居民收入水平下降，消费增速恢复缓慢，短期来看对经济贡献有所降低。年中政治局定调，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。要持续扩大国内需求，克服疫情影响，扩大最终消费，为居民消费升级创造条件。在五中全会中已经将扩大内需提高到重要位置，第一利用人口基数优势，培育多元化消费倾向，扩大消费基数；第二伴随着产业升级，引导外部优质消费回流及国内消费升级，提高消费质量；第三发展优势产业消费升级，为新消费场景奠定基础；最后调整收入分配格局，推动个税改革，为“内循环”蓄力。

外贸方面，短期面临的不确定较大，中长期将实现更大更优质的对外开放。

目前来看，外贸面临的不确定较大。一方面，贸易保护主义抬头，中美经贸关系面临历史性挑战，面临着国际贸易产业链脱钩与订单锐减的深层次问题；另一方面，全球疫情蔓延下，外贸企业除了仍旧受到外需不振、订单减少等问题的冲击。

近年来，以出口为导向的外向性经济发展战略为我国经济发展提供了持续的动力，成就了我国世界工厂的地位，但我国产业链结构中资源和市场两头在外，特别在高端核心技术、核心零部件等环节发展不足。内循环是在面临强大的外部压力下提出的防御战略，一方面仍将鼓励对外出口，但对无法化解的外贸压力引导至国内吸收。同时将促进我国技术及产业链升级，力争以高附加值产品重新打开世界需求窗口，最终实现国内国际双循环相互促进的新发展格局。虽然短期面临着阵痛，但长期来看是为进一步扩到对外开放做准备。

4.“十四五”规划下的大类资产配置机会

回顾“十三五”期间，供给侧结构性改革是大类资产配置的主线，那么“十四五”期间“双循环”将成为驱动大类资产配置的主逻辑。 从“内循环”战略下的经济增长路径来看，在投资端，短期仍是稳定经济增长的压舱石，重点发力“两新一重”，中长期将逐步削弱对传统基建和房地产的重依赖，制造业高新科技投资接力。在消费方面，疫情冲击下对经济贡献有所降低，中长期来看，利用人口基数优势，培育多元化消费倾向，扩大消费基数；随着产业升级，引导外部优质消费回流及国内消费升级，提高消费质量；发展优势产业消费升级，为新消费场景奠定基础；最后调整收入分配格局，推动个税改革，为“内循环”蓄力。在外贸方面，短期冲击仍在消化，面临着阵痛，但长期来看是为进一步扩到对外开放做准备。

央行的货币政策独立性将更加显现。自今年疫情肆虐以来，全国主要央行纷纷选择降低政策利率来应对经济方面收到的冲击，部分央行甚至将利率降低到“地板”水平。反观央行操作来看，先是通过天量逆回购向银行间市场提供流动性，然后通过短、中期政策利率来支持实体经济恢复，并不像某些央行“一步到位”，而是有克制有选择的操作。在来内循环不断推进的背景下，国内消费对经济增长的贡献会越发明显，央行货币政策也将更多立足与本国，政策方面的独立性将得到进一步显现。

在大宗商品方面，在逆全球化的过程中，经济规模有所下降，但国内发展经济的目标不动摇。短期来看，投资仍是目前主要的经济推手，也是发展内循环的坚实起点地产稳基建增仍对相关建材需求带来支撑，预计大宗商品需求方面黑色＞有色＞化工。中长期来看，内循环战略下，消费崛起基建地产投资淡化，预计大宗商品需求方面有色＞化工＞黑色。

在股票方面，价值和成长股均有增长空间。作为内循环两个重要抓手，居民消费的重要性将得到进一步提升，海外经济下滑对国内经济影响将变得十分有限。由此展开，十四五期间企业盈利修复；另一方面国内经济独立性将给股票市场带来更多的市场溢价。作为价值股的代表—周期股，在内循环中将率先得到体现，地产、汽车以及其他可选消费企业盈利增速会明显得到改善，盈利驱动逻辑将带来周期股上涨。而作为成长股的代表—医药科技股，从国内消费结构来看仍有不少的短板，也是未来居民消费升级重要一环，作为未来成长股中的白马行业，其估值有望继续上升。

在债券方面，长端债券利率上行空间或将打开。内循环赋予经济的另一层含义就是提高增长韧性，海外货币政策等方面的影响会变得越来越有限。就如前文所述，央行的货币

政策独立性将进一步加强，背后隐藏的含义就是不同国家利差走势将会与过去走势出现某些质的改变，所谓的“舒适区间”或将成为历史。而国内经济方面，内循环将提升国内经济潜在增长水平，居民消费改善以及企业升级带来的效率提高，长端债券利率或有较大上升空间。

分析师承诺：

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL:Jialj@qh168.com.cn