



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：赵宏鹤（执业 S1130524120007）

songxuetao@gjzq.com.cn

zhaohonghe@gjzq.com.cn

十五五《建议》和《说明》的若干核心关切

基本内容

10 月 28 日发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》，是发改委编制“十五五”规划《纲要》的顶层依据。同时发布的《关于〈中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议〉的说明》，代表了最高决策层对《建议》提出的重要观点和重大举措的顶层思考，是我们学习理解“十五五”规划的重中之重，涉及“十五五”时期的重要地位、“十五五”时期的经济社会发展目标、做强国内大循环、畅通国内国际双循环、以推动高质量发展为主题、统筹发展和安全等几方面重要问题。

风险提示

1) 由于规划《纲要》尚未正式发布，对“十五五”《建议》和《说明》的把握可能不够完整；2) “十五五”时期，国际形势可能进一步发生深刻复杂变化，对地缘格局和国内应对产生超预期影响



首先明确几份文件的关联性

10月23日发布的四中全会公报，议题除了“十五五”规划，还涉及四季度经济工作和其他党内事宜，是关于“十五五”规划的最简要版本。10月28日发布的是《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》全文，由四中全会审议通过，是发改委编制“十五五”规划《纲要》的顶层依据。此后，发改委将正式启动《纲要》的编制工作，在明年3月的两会提交全国人大审议通过，届时将形成“十五五”规划的完整版本。

10月28日还发布了《关于〈中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议〉的说明》，这是总书记亲自就《建议》起草的有关情况向全会作的说明，包括起草过程、起草的主要考虑和基本内容、需要说明的几个重点问题，共三部分。《说明》言简意赅、提纲挈领，特别是“需要说明的几个重点问题”部分，代表了最高决策层对《建议》提出的重要观点和重大举措的顶层思考，是我们学习理解“十五五”规划的重中之重。

《说明》提到的几个重点问题

关于“十五五”时期的重要地位。党的二十大确定到2035年基本实现社会主义现代化，“十四五”（2021-2025）已经打下坚实基础，“十五五”（2026-2030）处于承前启后的关键位置，总体要求是“夯实基础、全面发力”，意味着“十五五”既要在大政方针上延续“十四五”的理念和思路，又要根据未来5年的实际情况进行优化调整。

《说明》围绕这一定位，展开了以下几个重点问题。

关于“十五五”时期的经济社会发展目标。这部分相较“十四五”有所不同，“十四五”规划没有明确五年经济增速目标，当时《说明》给出的原因包括公共卫生事件和外部环境风险带来的不确定性，同时强调要引导各方面把工作重点放在提高发展质量和效益上。

此次《说明》提出，2035年基本实现社会主义现代化的重要标志性指标就是人均GDP达到中等发达国家水平，这要求“十五五”时期经济社会发展保持适当速度。因此，《建议》中提出“经济增长保持在合理区间”，意味着“十五五”规划可能会明确定量经济增速目标。由于《建议》主要负责提出定性要求，具体的定量目标还有待《纲要》揭晓。

需要关注的是，《说明》坦承“现阶段国内经济下行压力加大、有效需求不足”，因此在《建议》中提出“居民消费率明显提高、内需拉动经济增长主动力作用持续增强”等目标，这明确了扩大内需、特别是扩大居民消费需求，将是实现“十五五”经济目标增速的重要抓手。

根据统计局的定义，居民消费率是指支出法居民最终消费与GDP的比值，居民人均消费支出和居民人均可支配收入的比值，2024年为39.9%，仅比五年前的2019年提高了0.6个百分点，低于大多数发达经济体。归因分解，要提高居民消费占GDP的比重，一是要提高居民收入在国民收入分配当中的比重，即消费能力，这需要调和一些关系和推进改革；二是要提高居民消费支出占可支配收入的比重，即消费倾向，这需要完善收入分配制度、改善收入预期，《建议》也从供给创造需求的角度提出了“清理汽车、住房等消费不合理限制性措施”、“落实带薪错峰休假”、“强化消费者权益保护”等要求。

这又引出另一个重点问题。

关于做强国内大循环、畅通国内国际双循环。“双循环”的新发展格局在“十四五”《说明》中就曾提出，目的是面对严峻复杂的外部环境，需要做强内循环。内循环的完整过程涉及生产、分配、流通、消费等环节，过去几年我国在生产环节的成绩显著，大幅提升了产业链、供应链的完整性，降低了进口方面的对外依赖度，提高了我国工业产值和贸易顺差在全球的比重，但是在消费环节则受到多重因素的影响，叠加分配和流通环节中的一些问题，进而出现供需错配、低物价、内卷等现象。

《说明》和《建议》均再次强调“坚持扩大内需这个战略基点”，提到惠民生、促消费、投资于人、大力提振消费，是要打通内循环在消费环节的堵点。同时，《建议》还要求坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点，是要从市场竞争秩序和地方政府行为入手，优化生产和流通环节存在的弊端，综合整治内卷。

总的来说，要做强国内大循环，需要综合施策，在加强总量政策、优化产业政策、调整地方考核、加快财税改革等多方面同时用力。

值得注意的是，《建议》中提到“加快建设金融强国”，这个定位相比于“十四五”《建议》中的“建立现代财税金融体制”有所提级。除了要求金融服务于实体经济的“五篇大文章”，《建议》还对资本市场发展有较多着墨，要求“提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能”、“积极发展股权、债券等直接融资，稳步发展期货、衍生品和资产证券化”，这里或涉及三重内涵：大国博弈层面的金融自主可控、产业竞争层面的核心商品定价权、扩大消费层面的居民财富效应。

关于以推动高质量发展为主题。将高质量发展确定为“十五五”时期经济社会发展的主题，这一点同样与“十四五”一脉相承。《说明》明确提出，“推动高质量发展，最重要是加快高水平科技自立自强，积极发展新质生产力”，可见产业体系现代化和科技自立自强，仍然是“十五五”时期的核心主线。

传统产业需要优化提升，要求巩固提升矿业、冶金、化工、轻工、纺织、机械、船舶、建筑等产业在全球产业分工中的地位和竞争力；新兴产业和未来产业需要培育壮大，包括新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业，以及量子科技、生物制造、氢能、核聚变、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等未来产业。



《说明》特别提到《建议》强调因地制宜发展新质生产力，防止一哄而上，是要引导地方结合自身禀赋条件，科学理性、实事求是的开展工作，这也是正确政绩观的体现。正如早年间的“GDP论英雄”，近些年“新经济论英雄”也不尽合理，例如冶金、船舶等行业虽然是传统产业，但是在日益复杂的国际环境下具有越来越重要的安全属性，是很多制造业空心化国家极力想在国内重建的产业，如果能提升全球分工地位和竞争力，同样有重要意义。

关于统筹发展和安全。安全是发展的前提，发展是安全的保障，这一表述与“十四五”《说明》完全相同，背景是不确定难预料的风险因素明显增多的外部环境。

落实到《建议》的几项重点表述，一是完善涉外国家安全机制，加强反制裁、反干预、反“长臂管辖”斗争，这是今年中美博弈的真实写照；二是维护战略通道安全，推进国家战略腹地建设和关键产业备份，这可能涉及一些双边、多边合作和重大项目建设，特别是“十五五”规划中的重大项目；三是加强新兴领域国家安全能力建设，提及网络、数据、人工智能、生物、生态、核、太空、深海、极地、低空等。

风险提示

- 1) 由于规划《纲要》尚未正式发布，对“十五五”《建议》和《说明》的把握可能不够完整
- 2) “十五五”时期，国际形势可能进一步发生深刻复杂变化，对地缘格局和国内应对产生超预期影响



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究