

宏观点评 20251028

“十五五建议”的三大亮点：消费、科技、财政金融

2025 年 10 月 28 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

证券分析师 潘京

执业证书：S0600524120011

panj@dwzq.com.cn

■ 10 月 28 日，新华社授权发布二十届四中全会审议通过的《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》和习近平主席《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》。

■ 此前四中全会《公报》发布后，我们通过对比已经基本梳理了“十五五”和“十四五”的主线逻辑区别，如内需和消费更重要、强调科技自立自强等，接下来我们主要看看《建议》和《说明》中有哪些增量信息值得关注，消费、科技、财政金融可能是三大亮点。

■ 1、宏观政策和增长模式

■ （1）更加积极的政策取向。宏观治理部分，最大的信号是《建议》提出“实施更加积极的宏观政策”，这个表述在“十四五”规划建议里是没有的，这为未来五年的宏观政策定下了“稳增长、稳就业、稳预期”的扩张性基调。

■ （2）增长模式的转变。《建议》强调“促进形成更多由内需主导、消费拉动、内生增长的经济发展模式”，这种增长模式是相对于过去依赖外需和投资的模式而言的，将“消费拉动”放到了内生增长的核心位置。

■ 2、提高居民消费率是“十五五”的重要目标

■ （1）逻辑是：居民消费率明显提高→应对经济下行压力和有效需求不足→确保“十五五”期间经济增长保持适当速度→实现 2035 年“人均 GDP 达到中等发达国家水平”目标。习主席在《说明》中指出：“2035 年基本实现社会主义现代化，一个重要标志性指标就是人均国内生产总值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”、“根据现阶段国内经济下行压力加大、有效需求不足等突出问题，《建议》稿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”。

■ （2）我国居民消费率的现状：2024 年我国居民消费率仅为 39.9%，低于全球平均 56.3%，主要是消费倾向偏低，以及中低收入群体收入待提高。居民消费率可以拆解为“消费倾向”和“居民部门收入比重”的乘积，我们用 2022 年 38 个国家的数据做了个比较。2022 年，我国居民消费倾向为 62%，38 个国家平均为 92.3%，最低是 82.1%；我国居民收入比重为 60%，略高于 38 个国家平均水平 58.2%。我国居民可支配收入比重不低，主要是直接税体系不完善，没有充分发挥调节收入的作用，中低收入群体收入还有待提高。（来自报告《基于 38 个国家的比较：为何我国消费率偏低》）

■ 3、“十五五”期间如何促消费？

■ （1）《建议》提出“加大直达消费者的普惠政策力度，增加政府资金用于民生保障支出”。哪些政策是直达消费者的普惠政策呢？比如“以旧换新”、育儿补贴、个税抵扣。

■ （2）推动更多低收入群体迈入中等收入群体行列，《建议》提出“稳步扩大中等收入群体规模”。从官方数据来看，中等收入群体的定义是三口之家年收入 10-50 万，2017 年中等收入群体超过 4 亿人，未来将超过 8 亿人。按照国家统计局数据，（2017 年）“中国典型的三口之家年收入在 10 万元至 50 万元之间来算，中国有 4 亿人，有 1.4 亿个家庭，有购车、购房、闲暇旅游的能力，其消费对我国经济持续平稳增长形成了有力支撑”。而在 10 月 24 日的发布会上，商务部部长王文涛指出“未来十多年中等收入群体将超过 8 亿”。

相关研究

《美国 CPI 势弱，联储 10 月降息几无悬念》

2025-10-26

《四季度供需分化格局仍将物价造成影响》

2025-10-26

- **(3) 通过完善三次分配环节，提高居民收入比重、缩小收入差距。**
- **①初次分配环节**，重点是“按贡献决定分配”以提高效率，《建议》提出“多劳者多得、技高者多得、创新者多得”。
- **②二次分配环节**，重点是通过再分配调节以提高公平，《建议》提出“加强税收、社会保障、转移支付等再分配调节”，其中税收方面要“健全经营所得、资本所得、财产所得税收政策”。2023 年我国居民工资收入占可支配收入比重为 56.2%，但是这部分收入贡献的个税收入却达到 69%，存在劳动税负偏高、财产和资本税负偏低的问题，需要通过二次分配进一步调节。
- **③三次分配**，重点是鼓励慈善捐赠，《建议》提出“促进和规范公益慈善事业发展”。
- **(4) 促进就业和健全社保体系。**①就业方面，主要强调“着力解决结构性就业矛盾”、稳定“三大重点群体”就业（高校毕业生、农民工、退役军人）等方面。
- **②社保方面**，《建议》提出“逐步提高城乡居民基础养老金”，“继续划转国有资本充实社保基金”。
- **(5)《建议》提到的其他促消费政策包括：**清理不合理的消费限制（如汽车住房的限购）、落实带薪错峰休假、强化消费者权益保护，以及一些供给端政策。

■ 4、产业和科技的增量信息

- **(1) 新兴产业范围变化：新增低空经济、量子科技、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信。**我国战略新兴产业的范围是不断变化的，每一次五年规划都会提出新的战略性新兴产业清单。①十四五：新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等九大产业。②十五五：新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业，量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等未来产业。
- **(2) 基础设施建设的三个方向：安全韧性、新基建、增量存量。**
- **①“安全韧性”成为基建的底线要求，体现在三个方面：**一是能源安全，《建议》强调“健全多元化、韧性强的国际运输通道体系”和“优化能源骨干通道布局”，以应对地缘政治和供应链风险；二是抵御自然灾害，明确“快建设现代化水网，增强洪涝灾害防御、水资源统筹调配、城乡供水保障能力”，这是对近年来极端气候事件的直接回应；三是平急两用，明确“推进城市平急两用公共基础设施建设”。
- **②“新基建”内涵变化，并明确了“适度超前建设”。**新基建的核心内涵已从“十四五”时期的“5G、工业互联网、数据中心”，更新为“十五五”时期的“信息通信网络、全国一体化算力网、重大科技基础设施”，算力被提到了重要的位置。
- **③处理好增量建设和存量提效的关系。**《建议》强调“促进集成融合”和“集约高效利用”，并专门提出“推进传统基础设施更新和数智化改造”，这表明在传统的大规模新建基础设施之外，“十五五”要将庞大的存量基建（如公路、铁路、港口）通过数字化、智能化手段盘活提效。
- **(3) 科技创新的战略紧迫性：“超常规措施”与“决定性突破”。**面对“卡脖子”问题，《建议》罕见地提出要“采取超常规措施”，目标是在集成电路、工业母机、高端仪器、基础软件等核心领域“取得决定性突破”，措辞极具分量。
- **超常规措施可能体现在三个方面，**一是超常规的资源投入，如更大力度的税费减免、财政出资设立基金、货币政策提供低息贷款等；二是超常

规“引才”，如《建议》提出的“建立高技术人才移民制度，引育世界优秀人才”；三是超常规的组织和激励，如打破机构壁垒建立创新联合体、“加大政府采购自主创新产品力度”等。

- **（4）数字中国部分，强调“人工智能+”行动，全面赋能千行百业。**“全面实施‘人工智能+’行动”是一个标志性提法。它不仅要“全方位赋能千行百业”、抢占“产业应用制高点”，更被赋予了“以人工智能引领科研范式变革”的深远使命。这表明 AI 不再仅仅是一个产业，而是被视为驱动整个社会（产业、文化、民生、治理）乃至科学研究的底层工具。

■ 5、财税金融

- **（1）财政的两个要求：既要“发挥积极财政政策作用”，又要“增强财政可持续性”，但相关内容主要从可持续性的角度展开，基本延续了去年三中全会的表述。**

- **一方面，从支出端来看，以“零基预算”改革确保“钱花在刀刃上”。**
《建议》提出了“深化零基预算改革”，意味着财政支出不再是“去年的基数+增长率”，而是“从零开始”制定预算，所有支出都必须重新论证其合理性。“零基预算”是“优化财政支出结构”、确保财政资金花在“国家重大战略任务和基本民生”上的有力工具。

- **另一方面，从收入端来看，以税制改革和央地关系改革来加强财政可持续性。**税制改革方面，明确要“完善地方税、直接税体系”，并具体点出“健全经营所得、资本所得、财产所得税收政策”，资本和财产所得为代表的直接税改革，既可以改善分配关系，平衡劳动和资本的税负，又有助于为地方政府建立稳定的主体税源。央地关系方面，通过“适当加强中央事权、提高中央财政支出比重”和“增加地方自主财力”，系统地重塑中央与地方的财权事权关系。

- **（2）提出金融强国的要求。**

- **①本次《建议》提出了“加快建设金融强国”的要求，是《公报》未提及的增量信息之一。**何副总理在 10 月 27 日的 2025 金融街论坛年会上肯定了“十四五”期间金融事业发展的显著成效，同时强调，“‘十五五’是推动金融高质量发展、加快建设金融强国的关键时期。金融系统要全力以赴支持完成‘十五五’主要目标任务，为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业贡献更大力量”。从央行到各金融机构，都将围绕中国式现代化和国家高质量发展转型的目标进行布局。

- **②《建议》再次强调资本市场的重要性，在投资功能维持市场稳定的同时，增强资本市场对于新质生产力、对于实体经济的支持力度，从而实现投资与融资的协调发展。**《建议》还首次提出了更细化的期货、衍生品及资产证券化方向指引（之前的十四五规划和去年的三中全会都没有提），相关金融市场预计将得到更快发展。未来五年，金融领域的创新与改革将不断为科技创新和产业创新注入力量，“十五五”时期“金融强国”的战略高度有望进一步抬升。

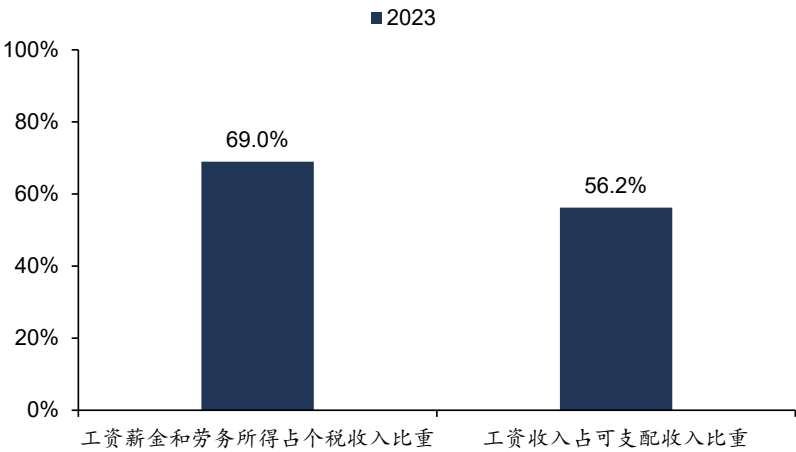
- **风险提示：**政策落地节奏不及预期；关税事件反复和出口下行风险；经济基本面发生变化。

表1：2022 年我国和 38 个国家的消费率比较

	中国	亚洲	欧盟27国	西欧	中东欧	北欧	美国	中南美洲	38个国家平均
样本国家数量		3个	27个	13个	10个	4个		3个	38个
居民消费/GDP	37.2%	53.9%	53.1%	51.4%	55.8%	42.9%	68.0%	58.6%	53.8%
(1)消费倾向（消费支出/可支配收入）	62.0%	89.8%	88.7%	89.1%	94.7%	93.3%	90.5%	96.5%	92.3%
(2)可支配收入/GDP	60.0%	60.0%	59.8%	57.5%	59.0%	46.1%	75.2%	60.7%	58.2%
初次分配收入/GDP	61.4%	64.4%	67.6%	64.6%	62.5%	54.9%	79.5%	60.5%	63.2%
①劳动报酬	52.4%	41.2%	46.9%	44.4%	45.3%	44.0%	51.7%	38.0%	43.6%
②营业盈余	5.8%	13.9%	14.3%	14.6%	13.7%	6.6%	17.5%	13.0%	13.4%
③财产净收入	3.2%	9.2%	6.4%	5.6%	3.4%	4.3%	10.3%	9.5%	6.2%
转移净收入/GDP（不含实物转移）	-1.4%	-4.4%	-7.8%	-7.2%	-3.4%	-8.8%	-4.3%	0.2%	-5.0%
④居民缴纳所得税和财产税	-1.2%	-4.9%	-9.9%	-9.6%	-5.1%	-15.0%	-12.5%	-2.3%	-8.1%
⑤除纳税外的转移净收入	-0.1%	0.5%	2.1%	2.4%	1.7%	6.2%	8.2%	2.5%	3.1%

数据来源：Wind，OECD，世界银行，东吴证券研究所；注：为跟分配数据保持一致，这里使用五经普修订前的GDP和消费数据

图1：我国劳动收入占比及其占个税的比重



数据来源：Wind，中国税务年鉴 2024，东吴证券研究所

表2：历次五年规划新兴产业的对比

五年规划	时间	战略新兴产业的范围变化
十二五	2010-2015	节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车
十三五	2016-2020	五大领域（网络经济、高端制造、生物经济、绿色低碳和数字创意）、八大产业（新一代信息技术、高端装备、新材料、生物、新能源汽车、新能源、节能环保和数字创意）
十四五	2020-2025	新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备
十五五	2026-2030	新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业，量子科技、生物制造、氢能 and 核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等未来产业

数据来源：新华社，国家统计局，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>