

“十五五”也是中国改革创新发展的决胜之期

- “十五五”时期与三中全会提出的 2029 年完成全面深化改革任务的时间线高度重合，表明“十五五”不仅肩负着确保基本实现社会主义现代化取得决定性进展的重大使命，也是中国全面推动改革创新发展的决胜之期。
- 外部不利影响增多是“十五五”时期面临的最大挑战，突出表现为世界变乱交织、动荡加剧，大国博弈更加复杂激烈。我国外需环境或将面临较大扰动，中美科技领域的摩擦可能更为激烈。因此，建立健全支持扩大内需和科技创新的体制机制是“十五五”时期的“必答题”。
- 市场是当今世界最稀缺的资源。“十五五”时期，建设强大国内市场，充分发挥我国超大规模市场优势具有重要意义。由于宏观调控难以根治结构性体制性问题，因此扩内需要摆脱宏观政策依赖，激发经济内生动力。
- 中国式现代化要靠科技现代化作支撑。“十五五”时期，中国必须更加坚定地走高水平科技自立自强之路，巩固拓展优势、破除瓶颈制约、补强短板弱项，在激烈的国际竞争中赢得战略主动。
- **风险提示：**地缘政治风险超预期，主要央行货币政策调整超预期，国内经济复苏不如预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

二十届四中全会审议通过了《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》（以下简称《建议》）。建议在关于“十五五”时期经济社会发展的指导方针中提出，要以改革创新为根本动力。二十届三中全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革，推进中国式现代化的决定》（以下简称《决定》）提出，到2029年建国八十周年时完成本决定提出的改革任务。二者时间线高度重合。这意味着“十五五”不仅肩负着确保基本实现社会主义现代化取得决定性进展的重大使命，也是中国全面推动改革创新发展的决胜之期，后者将为实现“十五五”时期经济社会发展的主要预期目标提供制度保障。

外部不利影响增多是最大挑战

“十四五”时期，我国对发展环境的总体判断是仍然处于重要战略机遇期。然而，对于“十五五”时期的总体判断则是我国发展处于战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期。日前李强总理明确要求编制“十五五”规划纲要草案要准确把握国内国际两个大局，保持战略定力，充分估计可能的外部冲击、做好应对准备，牢牢把握发展主动权¹。

从国际上看，与“十四五”相比，“十五五”不变的是世界百年变局加速演进，新一轮科技革命和产业变革深入发展，国际力量对比深刻调整。变化的是，“十四五”和平与发展仍然是时代主题，人类命运共同体理念深入人心，而“十五五”外部环境的不确定性不稳定性上升，风险挑战明显增多，突出表现为世界变乱交织、动荡加剧，大国博弈更加复杂激烈。

当前经济全球化呈现碎片化特征，世界以“去风险化”为名行“去中国化”之实。今年1月20日重返白宫后，特朗普政府再度掀起全球关税风暴，中国首当其冲，入职不到百日就对中国输美产品加征了三轮关税。尽管5月中旬以来，美国大幅削减了对中国已加征的关税税率，但仍有30%，另外24%的差额“对等关税”暂停实施。加上特朗普政府第一个任期已加征的关税，美国对中国进口的平均关税税率高达50%左右。

前述24%的差额“对等关税”是通过双边磋商不断延期的做法暂停实施，目前已延期了两次至今年11月9日，大概率吉隆坡会谈后将继续休战。但美方在经贸磋商过程中动辄以加征关税相威胁，并继续随意对中国特定产品施加关税或非关税壁垒。如美方依据301条款，以对他国“不合理或不公正贸易做法”实施单边制裁为由，自今年10月14日起对中国企业拥有或经营的船舶、中国籍船舶及中国造船厂加收港口服务费。

美国反复无常的经贸政策极大伤害了双边贸易往来。统计数据显示，双方大幅削减关税后，并没有吸引中国产品重返美国市场。据美方统计，今年5~7月份，美国自华进口累计同比下降40.1%，较前4个月同比增速回落39.2个百分点；前7个月，中国占美国进口的9.4%，同比回落3.5个百分点。据中方统计，5~9月份，中国对美出口同比下降26.4%，较前4个月增速回落24.2个百分点；前三季度，美国占中国出口的11.4%，回落3.1个百分点。

“十四五”时期外需对于我国经济稳中有进功不可没。2021~2025年（2025年为上半年数据），我国货物出口占全球市场份额平均为14.43%，较“十三五”时期（2016~2020年）高出1.16个百分点。2021年~2025年（2025年为前三季度数据），我国货物和服务净出口平均拉动经济增长0.91个百分点，对经济增长贡献率平均为16.34%，较“十三五”时期分别高出0.83和11.10个百分点。

我们预计在外需经贸遇压不断升级背景下，“十五五”时期我国外需环境将面临较大扰动：一是在美国极限关税施压下，中国对美出口和贸易顺差进一步下降恐难避免；二是在美国不仅限制中国对美直接出口，也限制对美间接出口的情况下，中国对非美市场出口将受到掣肘；三是美国关税政策的直接目标除让制造业回流和财政增收外，还要减少巨额贸易赤字，中国通过海外市场消化国内产能将受到抑制。

与贸易领域相比，中美在科技领域的摩擦可能更为激烈。自特朗普政府第一个任期以来，美国通过限制技术输出、重构全球供应链、构筑市场壁垒、强化标准竞争、阻碍人文交流、建立联盟协同等手段，试图从源头全方位阻断中国的技术进步路径，并在全球范围内孤立中国科技产业。特朗普政府第二个任期在这方面依然有增无减。如在不断将中国高科技公司加入制裁名单的同时，近期发布出口管制穿透性规则，对被列入“实体清单”等的企业持股超过50%的子公司追加同等制裁。

¹ <https://www.news.cn/politics/leaders/20251024/16d1070f83bc46b79dcc6fc48efb76f9/c.html>

建设强大国内市场需迎难而上

我国早在 1998 年亚洲金融危机期间就提出扩大内需。之后，逐渐从危机应对的权益之计演变成基本国策、战略基点。习近平总书记首次于 2020 年 4 月提出构建新发展格局，2022 年底写入党的二十大报告。2023 年初，总书记在中央政治局集体学习时指出，我国是一个超大规模经济体，而超大规模经济体可以也必须内部可循环²。

去年底中央经济工作会议，我们将防范化解外部冲击列为今年经济工作的总体要求，并提出实施更加积极有为的宏观政策，全方位扩大国内需求。今年前三季度，我国经济增长 5.2%，高于万得一致预测 4.8%，但依然面临国内有效需求不足、物价持续低位运行。其原因在于**宏观调控只能缓解周期性问题，却难以根治结构性体制性问题**。

2019 年底中央经济工作会议指出，我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大³。这表明，现在面临的诸多问题，疫情之前就已存在，而三年疫情加重了一些已经存在的问题。如疫情期间，我国采取稳市场主体的政策，保住了供给，避免了高通胀回归，却加剧了供过于求的矛盾，是当前我国低物价的重要根源。最近物价走势改善主要是源于供给侧“反内卷”政策，遏制了企业无序竞争，推动了重点行业产能治理。

市场是当今世界最稀缺的资源。实现民族复兴伟业的“中国梦”，不能靠外来恩赐和施舍。建设强大国内市场，充分发挥我国超大规模市场优势，是中国式现代化的战略依托，也是增强我国主动运筹国际空间、塑造外部环境能力的重要抓手。但是，扩内需要摆脱宏观政策依赖，激发经济内生动力。

据发改委主要负责人介绍，《建议》从三方面就建设国内强大市场进行了部署⁴：

一是拓展增量。我国扩大内需既有空间又有潜力。《建议》提出坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合，深入实施提振消费专项行动，扩大服务消费，推动商品消费扩容升级；保持投资合理增长，高质量推进“两重”项目建设，实施一批重大标志性工程，完善民营企业参与重大项目建设长效机制等举措。

二是提升效益。我国每年固定资产投资规模约 50 万亿元，但惠民生、补短板、育动能等任务还很重，必须把“钱”特别是政府资金更好地用在发展的紧要处。对此，《建议》提出优化政府投资结构，提高民生类政府投资比重，统筹用好各类政府投资，加强政府投资全过程管理等举措。

三是畅通循环。有了统一大市场才能畅通大循环。对此，《建议》提出统一市场基础制度规则，破除地方保护和市场分割，规范地方政府经济促进行为，统一市场监管执法，综合整治“内卷式”竞争等举措。

当然，扩内需还需要重视改善民生。消费是收入和就业的函数。对此，《建议》提出加强普惠性、基础性、兜底性民生建设，解决好人民群众急难愁盼问题，促进高质量充分就业，完善收入分配制度，健全社会保障体系，稳步推进基本公共服务均等化等举措。

此外，发改委主要负责人在介绍建设现代化产业体系和促进区域协调发展部署时还提及：优化提升传统产业，初步估计未来 5 年会新增 10 万亿元左右的市场空间；培育壮大新兴产业和未来产业蓄势发力，未来 10 年新增规模将相当于再造一个中国高技术产业；促进服务业优质高效发展，打开经济增长新空间，这又将是一个巨大的新市场；注重新型城镇化，“十五五”时期预计将建设改造地下管网超过 70 万公里，新增投资需求超过 5 万亿元⁵。

高水平科技自立自强衔枚疾进

特朗普政府第一个任期以“中国制造 2025”为由发起“301 调查”，对中国高科技企业采取了高关税和出口管制等措施。拜登政府推行“小院高墙”、“脱钩断链”，进一步推动了中美科技脱钩。但“危机”通常是“危”中有“机”。“十四五”期间，我国变压力为动力，科技实力跃上新台阶，科技创新成果丰硕，新质生产力稳步发展。

² <https://www.12371.cn/2023/04/15/ART11681542602698559.shtml>

³ https://www.gov.cn/xinwen/2019-12/12/content_5460670.htm

⁴ https://www.ndrc.gov.cn/fzggw/wld/zsj/zyhd/202510/t20251024_1401149.html

⁵ 同上

据科技部主要负责人介绍，2024 年全社会研发投入超过 3.6 万亿元，较 2020 年增长 48%。高水平国际期刊论文数量和国际专利申请量连续 5 年排名世界第一。国家综合创新能力排名由 2020 年的第 14 位提升至 2024 年的第 10 位。科技创新和产业创新加速融合，规上高技术制造业增加值较“十三五”末增长 42%，人工智能、新能源、生物科技等前沿领域正在形成新的经济增长点⁶。

在肯定成绩的同时也要看到，我国科技创新还存在基础研究较为薄弱、科技成果转化能力不足，以及部分新兴产业存在重复投资等问题。中国式现代化要靠科技现代化作支撑。“十五五”时期，中国必须更加坚定地走高水平科技自立自强之路，巩固拓展优势、破除瓶颈制约、补强短板弱项，这样才能够在激烈的国际竞争中赢得战略主动。

据科技部主要负责人介绍，《建议》从五方面就加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力作出部署⁷：

一是加强原始创新和关键核心技术攻关。完善新型举国体制，全链条推动集成电路、工业母机、高端仪器等重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破。突出国家战略需求，部署实施一批国家重大科技任务。加强基础研究战略性、前瞻性、体系化布局，加大长期稳定支持。强化科学研究、技术开发原始创新导向，产出更多标志性原创成果。

二是推动科技创新和产业创新深度融合。统筹国家战略科技力量建设，增强体系化攻关能力。强化科技基础条件自主保障，完善区域创新体系，加快重大科技成果高效转化应用，加强知识产权保护。强化企业科技创新主体地位，支持企业牵头组建创新联合体、承担更多国家科技攻关任务。培育壮大科技领军企业，支持高新技术企业和科技型中小企业发展，提高企业研发费用加计扣除比例。培育创新文化，营造具有全球竞争力的开放创新生态。

三是一体推进教育科技人才发展。建立健全一体推进的协调机制，强化规划衔接、政策协同、资源统筹、评价联动。围绕科技创新、产业发展和国家战略需求协同育人，加快建设国家战略人才力量。以创新能力、质量、实效、贡献为评价导向，深化项目评审、机构评估、人才评价、收入分配改革。

四是深入推进数字中国建设。建设开放共享安全的全国一体化数据市场，促进实体经济和数字经济深度融合。加快人工智能等数智技术创新，强化算力、算法、数据等高效供给。全面实施“人工智能+”行动，全方位赋能千行百业。

五是因地制宜发展新质生产力。在新一代信息技术、人工智能等领域培育壮大一批新兴产业。在量子科技、生物科技等领域布局建设未来产业，抢占未来科技和产业制高点。积极运用数智技术改造提升传统产业，推动产业向智能化、绿色化、融合化转型。加强对地方科技创新和产业布局的宏观指导和统筹协调，引导地方立足资源禀赋锻造科技长板和产业特色，实现差异化发展。

综上，“十五五”时期，中国式现代化建设进程中孕育着广阔的市场机会。我们要以时不我待、只争朝夕的时代紧迫感和历史使命感，紧紧抓住时间窗口，坚定不移推进深层次改革、扩大高水平开放，充分发挥中国特色社会主义制度优势、超大规模市场优势、完整产业体系优势、丰富人才资源优势，把各方面优势转化为高质量发展的实际效能。《决定》指出，进一步全面深化改革的总目标是继续完善和发展中国特色社会主义制度，推进国家治理体系和治理能力现代化，为中国式现代化提供强大动力和制度保障。“十五五”是基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发力的关键时期，建立健全支持扩大内需和科技创新的体制机制是“必答题”，必须出真招、见实效。

风险提示：地缘政治风险超预期，主要央行货币政策调整超预期，国内经济复苏不如预期。

⁶ <http://www.scio.gov.cn/live/2025/37599/>

⁷ 同上

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371