

二十届四中全会公报中的“十五五”时期发展方向线索

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 10 月 23 日

浦銀國際

政策解读

二十届四中全会公报中的“十五五”时期发展方向线索

10 月 23 日，二十届四中全会公报发布，强调经济快速发展和社会长期稳定、发展和安全并重是“十五五”时期努力方向。公报阐明了“十五五”时期发展环境的挑战——“我国发展环境面临深刻复杂变化，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。”公报亦明确了“十五五”时期经济社会发展的主要目标——“高质量发展取得显著成效，科技自立自强水平大幅提高，进一步全面深化改革取得新突破，...，人民生活品质不断提高，...，国家安全屏障更加巩固。”我们将其归纳为高质量发展和国家安全、社会稳定并重，坚持科技创新和深化改革。公报对风险防控方面着墨不多，仅在分析当前形势和任务段落提及“积极稳妥化解地方政府债务风险”以及在改善民生段落提及“推动房地产高质量发展”。按照惯例，几天后或有更为详细的会议《决定》全文发布（上届会议是在 5 天后发布）。而包含具体数字目标的“十五五”规划纲要全文则要等到明年两会全国人大常委会审议通过后发布。我们总结本次公报要点如下：

经济发展仍是硬道理，需兼顾国家安全。公报中有几处表述体现了经济发展的重要性：1) 公报指出，“‘十五五’时期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，在基本实现社会主义现代化进程中具有承前启后的重要地位。”2) 在“十五五”时期经济社会发展的主要目标段落，公报进一步提出到二〇三五年实现“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”的具体目标。3) 公报提出要“坚持以经济建设为中心，以推动高质量发展为主题，...，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，...，确保基本实现社会主义现代化取得决定性进展。”这些提法意味着中央对经济增速仍有相当要求。我们预计明年两会仍会设置具体经济增速目标，从目前来看目标或仍设在 5% 左右。除了量，公报亦提出了高质量发展以及统筹发展和安全的要求。

经济再平衡或是实现高质量发展的关键所在，其核心在于提升供给质量和扩大需求，这和我们此前预期较为吻合。公报指明了“十五五”时期供给端和需求端的发展方向：

（一）在供给端，提高科技自立自强水平、建立全国统一大市场和“反内卷”、促进服务业高效发展是三大重点所在。1) 科技创新：为应对中美科技领域冲突的不断升级，公报提出了“科技自立自强水平大幅提高”以引领发展新质生产力的具体要求。在具体实现途径上，公报强调要“全面增强自主创新能力，抢占科技发展制高点，不断催生新质生产力。要加强原始创新和关键核心技术攻关，...，一体推进教育科技人才发展。”在过去十年，中国制造业的科技创新取得了长足的发展，在光伏和新能源汽车等领域均达到世界领先水平。尽管美国一再对中国半导体行业围追堵截，中国的芯片行业仍然取得了积极进展，自给自足率提升明显。然而，在



扫码关注浦銀國際研究

基础科学和关键核心技术上，中国和美国等科研强国仍有一定差距。AI、芯片以及原始创新和关键核心技术攻关或是科技创新的重点所在，人才培养亦必不可少。**2) 建立全国统一大市场和“反内卷”**：公报并未直接提及“反内卷”，不过我们认为“保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系。要优化提升传统产业”、“加快完善要素市场化配置体制机制，坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点”等表述暗示着“反内卷”将继续，以促进产业结构改善和升级，建设全国统一大市场。**3) 服务业**：相对于“制造业保持合理比重”的具体要求，公报提出要“促进服务业优质高效发展”。两者表述的区别暗示着逐渐从制造业向服务业的再平衡。

(二) 在需求端，我们认为公报将重心放在扩大内需和改善民生方面。**1) 扩大内需**：公报提出要“投资于物和投资于人紧密结合，以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动，增强国内大循环内生动力和可靠性”。这一表述或意味着政策重点或从以前的重供给侧，往需求供给并重的方向发展。在具体行动上，公报强调了“大力提振消费，扩大有效投资”等重点。我们相信促消费和稳投资或仍是“十五五”期间财政政策发力的主要方向，尤其是促消费。**2) 改善民生**：公报提出要“加大保障和改善民生力度”和“加强普惠性、基础性、兜底性民生建设”。我们预计帮助降低居民预防性储蓄需求的社保医保改革或在“十五五”时期内取得积极进展，尤其是对于农村居民和农民工群体，低于城镇居民的社保医保待遇导致他们不得不多存钱以应对养老和疾病。此外，“促进高质量充分就业”、“促进人口高质量发展”等表述意味着稳就业、促生育的努力仍会继续。

对于短期的宏观政策，我们认为公报亦明确了落实为主、边走边看的整体方向。公报强调要“坚决实现全年经济社会发展目标”。在今年前三季度累计经济增速仍达 5.2% 的情况下，我们认为这一目标大致可以实现。在政策上，公报再次强调“五稳”（稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，稳住经济基本盘），并要求“宏观政策要持续发力、适时加力，落实好企业帮扶政策，深入实施提振消费专项行动”等。考虑到今年经济增速目标基本可以实现，我们认为今年接下来的经济刺激政策将是视经济运行情况而定的、适度的。财政政策上重点放在 9 月起发布的一系列增量措施的落实（5000 亿元新型政策性金融工具和地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方）。货币政策上以观望为主，如有需要，今年仍有可能再次降准降息。如果接下来经济运行情况尚可，那么降准降息或被延后到明年一季度。接下来仍需重点关注本月 24-27 日中美双方在马来西亚的经贸磋商以及月底潜在的双方元首会晤，两次重点会议或决定未来一段时间的关税走向。

投资风险：关税战再升级，中美关系恶化从贸易扩散到其他领域；地缘政治风险；房地产行业迟迟不能企稳；政策推出和成效不及预期；通胀恢复慢于预期。

图表 1：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 10 月 20 日	中国宏观数据点评：三季度经济增速略超预期，但 9 月实体经济数据显示内需继续走弱
2025 年 10 月 13 日	特朗普宣称将对中国加征 100% 关税，如何看待中美关税战前景？
2025 年 9 月 30 日	月度中国宏观洞察：对四中全会和“十五五”规划有何期待？
2025 年 9 月 29 日	国家发改委推出新型政策性金融工具，推动扩大有效投资
2025 年 9 月 15 日	中国宏观数据点评：8 月实体经济数据继续走弱，期待政策支持
2025 年 9 月 2 日	宏观主题研究：基建投资增速缘何下滑，会持续多久？
2025 年 8 月 29 日	月度中国宏观洞察：7 月实体经济数据走弱，对政策刺激有何期待？
2025 年 8 月 15 日	中国宏观数据点评：7 月实体经济数据走弱
2025 年 7 月 30 日	月度中国宏观洞察：二季度经济好于预期，但下半年挑战犹存
2025 年 7 月 15 日	中国宏观数据点评：二季度 GDP 继续超预期，但 6 月数据显示内需放缓
2025 年 6 月 25 日	月度中国宏观洞察：内需复苏分化，短期政策或仍重落实
2025 年 6 月 16 日	中国宏观数据点评：5 月消费表现强劲，但投资和生产数据逊于预期
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 19 日	关税担忧拖累 4 月经济表现，政策短期内或转入“边走边看”模式
2025 年 5 月 7 日	降准降息和其他一揽子金融政策支持发布
2025 年 5 月 2 日	月度中国宏观洞察：一季度经济好于预期，二季度起迎战高关税
2025 年 4 月 16 日	中国宏观数据点评：一季度 GDP 和 3 月实体经济数据均好于预期，后续关注关税影响和增量刺激政策
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 31 日	月度中国宏观洞察：两会明确政策方向，迎接更严峻外需挑战
2025 年 3 月 17 日	中国宏观数据点评：1-2 月实体经济数据均好于预期
2025 年 3 月 5 日	2025 年《政府工作报告》解读：以促内需和发展新质生产力为重点助力经济增长
2025 年 2 月 11 日	月度中国宏观洞察：消费动能尚可，关税战提前增加经济不确定性
2025 年 1 月 17 日	四季度经济增速超预期加快，12 月实体经济数据再显政策成效
2025 年 1 月 8 日	大规模设备更新和消费品以旧换新政策再次升级
2024 年 12 月 16 日	11 月消费和投资增速放缓，经济复苏仍需政策支持
2024 年 12 月 12 日	中央经济工作会议解读：政策刺激继续，将扩大内需摆在更重要位置
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 15 日	10 月实体经济数据继续体现政策成效，但复苏尚不均衡和稳固
2024 年 11 月 8 日	人大常委会公布地方政府化债资金规模并预告后续财政刺激政策
2024 年 11 月 6 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 对中国经济和金融市场影响几何？
2024 年 10 月 18 日	三季度经济增速和 9 月实体数据好于预期，后续仍需政策支持
2024 年 10 月 17 日	住建部发布会宣布增量措施促进房地产市场平稳健康发展
2024 年 10 月 12 日	财政部发布会预告短期增量政策措施，指明中期政策方向
2024 年 10 月 8 日	国家发改委发布会介绍一揽子政策推进情况，并预告政策支持措施
2024 年 10 月 3 日	月度中国宏观洞察：财政刺激或蓄势待发，加码经济复苏
2024 年 10 月 2 日	货币政策宽松已到位，财政刺激将如何发力？
2024 年 9 月 24 日	国新办发布会宣布一系列政策稳经济、支持房地产和资本市场
2024 年 9 月 14 日	8 月实体经济数据弱于市场预期，增量政策刺激或蓄势待发
2024 年 8 月 29 日	月度中国宏观洞察：静待经济动能改善
2024 年 8 月 15 日	7 月实体经济数据喜忧参半，稳经济仍需政策发力
2024 年 7 月 31 日	二季度政治局会议解读：新一轮政策刺激周期再获确认
2024 年 7 月 29 日	月度中国宏观洞察：新一轮政策支持开启，中期改革计划已清晰
2024 年 7 月 24 日	央行 7 月意外降息或意味着新一轮政策支持的开始
2024 年 7 月 18 日	三中全会公报解读：稳中求进建设高水平社会主义市场经济体制和实现高质量发展
2024 年 7 月 16 日	宏观主题研究：美国大选将如何影响中国经济和中美关系？
2024 年 7 月 15 日	二季度经济增速不及预期，政策支持仍需发力
2024 年 6 月 20 日	月度中国宏观洞察：促内需仍是关键，对 7 月两大会议有何期待？
2024 年 6 月 17 日	5 月实体经济数据喜忧参半，内需尚无明显改善
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 17 日	新一轮全国性房地产支持政策解读
2024 年 5 月 17 日	4 月经济数据凸显内需仍疲软，政策支持仍需继续
2024 年 4 月 30 日	一季度政治局会议解读：对房地产行业的支持或再升级
2024 年 4 月 22 日	月度宏观洞察：中国经济增速好于预期，降低推出显著刺激可能性

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,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,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

