

四中全会关注重点

“十五五”规划：穿越逆境，以达繁星

2025年10月20至23日，中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议在北京召开，其中一个重要事项是审议《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》，会议公报预计将在10月23日晚发布，简要介绍《十五五规划建议》的主要内容，包括研判“十五五”期间国际国内主要发展形势，明确“十五五”经济社会发展目标以及“十五五”期间具体的重点建设领域。参考过往经验，预计3-5天后，10月26至28日左右，将发布《十五五规划建议》全文。

2025年10月至2026年2月，决策层将密集对“十五五”重点议题开展调研及召开座谈会。同时，2025年10月末在韩国举行的APEC会议上，中美元首有望会面，将决定下一步中美贸易走势。2025年12月中上旬，中央政治局会议和中央经济工作会议将决定2026年经济政策目标。2026年3月，全国两会期间，经全国人大表决通过后，将发布《十五五规划纲要》，并明确2026年具体经济社会发展目标以及政府债务融资安排。

根据“十四五规划”和党的二十大设定的2035年远景目标，全面建成社会主义现代化强国的第一步是从2020到2035年基本实现社会主义现代化。“十五五”在实现2035年目标上起到了承上启下的作用。习近平总书记在几次政治局会议的讲话中指出，“‘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”，“需要确保基本实现社会主义现代化取得决定性进展”。可见“十五五”时期，将继续较为注重保持经济稳定增长，推进经济结构转型。“十五五”规划有可能延续“十四五”规划的“以定性表述为主、蕴含定量的方式”的思路，不一定会设定明确的区间增长目标，但预计会经过精准计算后在每年两会的政府工作报告中保留4.5%-5%左右的经济增长要求。但如果“十五五”设定了更加明确的增长目标，意味着向市场各界释放了更加强烈和坚定的稳增长信号，预计将显著提振市场信心。

“十五五”期间将继续推进经济结构转型。这一转型既包括新旧动能的平稳转换，即深化创新驱动发展战略，通过全要素生产率的提升来推动经济增长，也包括供需之间的再平衡，特别是发挥消费拉动经济增长的引擎作用来扩大内需，恢复物价稳定增长。

预计经济社会领域，“十五五”时期的重点是坚持高质量发展理念，推进中国式现代化，预计关键内容是（1）因地制宜发展新质生产力。我们预计关键技术和零部件的自主可控建设依然是重点，同时重点推动人工智能引领和人工智能+相结合的未来产业和传统产业升级。（2）人民至上，以人民为中心的发展思想；预计“十五五”时期继续推进区域协调发展、乡村振兴和以人为本的城镇化建设，重点是户籍改革、土地制度改革和社保体系改革，推进农村人口市民化，缩小城乡差距，完善社会公共服务供给。（3）继续深化改革开放，以更大力度统筹推进深层次改革和高水平开放；预计建设统一大市场将成为深化改革开放，特别是优化市场和政府关系的主要抓手。

（4）强化底线思维，注重统筹发展与安全；这里底线思维包括内外风险防范两个层面，既包括外部挑战增多，强化粮食、能源和产业链的安全，也要求内部守住不发生系统性风险的底线，防范金融风险，推动房地产市场企稳。

中银国际研究有限公司

张婉

(852) 3988 6428

wan.zhang@bocigroup.com

彭助

(852) 3988 6408

pennyz.peng@bocigroup.com

请参阅本报告背面的重要信息披露及声明

中银国际研究可在中银国际研究网站(www.bociresearch.com)上获取

四中全会和“十五五”规划关注点

图表 1. “十四五”时期经济社会发展主要指标参考

类别	指标	2020 年	2025 年 目标	年均/累计	属性	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
经济发展	国内生产总值 (GDP) 增长 (%)	2.3		保持在合理区 间、各年度视情 况提出	预期性	8.6	3.1	5.4	5.0
	全员劳动生产率增长 (%)	2.5		高于 GDP 增长	预期性	8.7	4.2	5.7	4.9
	常住人口城镇化率 (%)	60.6 (2019 年)	65		预期性	64.7	65.2	66.2	67.0
创新驱动	全社会研发经费投入增长 (%)			>7, 力争投入强 度高于“十三五”时 期实际	预期性	2.44	2.54	2.65	2.68
	每万人口高价值发明专利拥有量 (件)	6.3	12		预期性	7.5	9.4	11.8	14.0
	数字经济核心产业增加值占 GDP 比重 (%)	7.8	10		预期性		9.4	9.9	10
民生福祉	居民人均可支配收入增长 (%)	2.1		与 GDP 增长基本 同步	预期性	8.1	2.9	6.1	5.1
	城镇调查失业率 (%)	5.2		<5.5	预期性	5.12	5.58	5.22	5.12
	劳动年龄人口平均受教育年限 (年)	10.8	11.3		约束性	10.8	10.9	11.1	11.2
	每千人口拥有执业 (助理) 医师数 (人)	2.9	3.2		预期性	3.0	3.2	3.4	3.6
	基本养老保险参保率 (%)	91	95		预期性	94	95	95	95
	每千人口拥有 3 岁以下婴幼儿托位数 (个)	1.8	4.5		预期性	2.0	2.6	3.4	4.1
	人均预期寿命 (岁)	77.9	78.3		预期性	78.2	78.3	78.6	79
绿色生态	单位 GDP 能源消耗降低 (%)			(13.5)	约束性	(2.7)	(0.1)	(0.5)	(3.8)
	单位 GDP 二氧化碳排放降低 (%)			(18)	约束性	(3.8)	(0.8)	0.0	(3.4)
	地级及以上城市空气质量优良天数比率 (%)	87	87.5		约束性	87.5	86.5	85.5	87.2
	地表水达到或好于 III 类水体比例 (%)	83.4	85		约束性	94.9	87.9	89.4	90.4
	森林覆盖率 (%)	23.2 (2019 年)	24.1		约束性	23.0	24.0	25	25.1
安全保障	粮食综合生产能力 (亿吨)		>6.5		约束性	6.8	6.9	7.0	7.1
	能源综合生产能力 (亿吨标准煤)		>46		约束性	42.7	46.4	48.3	49.8

资料来源: 万得资讯, 国新办新闻发布会, 中银国际研究

锚定 2035 年目标，全面发力实现中国式现代化

预计“十五五”期间将隐含 4.5% 以上的 GDP 增长目标

“十四五”期间，尽管经历百年一遇的新冠疫情的冲击，政策制定者释放了较强的保持经济稳定增长的政策信号。“十四五”期间，GDP 平均增长 5.4%，且除 2022 年由于疫情冲击严重外，每年都基本完成了年初设定的经济增长目标。但“十四五”期间，由于经济新旧增长动能换挡等多方面因素影响，经济增长中枢下移：“十二五”期间中国 GDP 平均增长 7.9%，“十三五”期间下降至平均增长 5.8%（若没有 2020 年疫情预计平均增长 6.5% 左右）。以十年为跨度，2016-2025 年十年平均增长 5.6%，2006-2015 年十年平均增长 9.6%，下降了 4 个百分点。

2035 年的总体目标之一是“经济实力、科技实力、综合国力大幅跃升，人均国内生产总值迈上新的大台阶，达到中等发达国家水平”，同时根据国家领导人关于 2035 愿景目标的说明，虽然“十四五”阶段未提出明确的经济增速目标，但根据测算完全有可能实现“到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番”的目标，但考虑到不确定因素仍然较多，采取了以定性表述为主、蕴含定量的方式。2035 年是实现第二个百年目标的关键节点，“十五五”规划起到重要的承前启后作用，“十五五”目标的设定和顺利实施是保障“十六五”和 2035 年愿景目标实现的重要基础。

为了实现“2020 年到 2035 年中国实际 GDP 翻一番”的潜在目标，降低“十六五”期间的经济增长压力，预计“十五五”期间，仍将以 4.5%-5% 的经济增长作为隐含要求：根据测算，要实现 2020 年到 2035 年 GDP 翻一番的目标，2026-2035 年年均 GDP 增速需要达到 4.4% 左右，同时考虑到每五年经济增速的自然下行特点，“十五五”经济平均增长 4.7%，“十六五”经济平均增长 4.2%，对应完成目标的压力将相对均衡。但在“十五五”规划中，不一定会设定明确的区间增长目标，预计继续延续“十四五”规划的“以定性表述为主、蕴含定量的方式”的思路，再经过计算后在每年两会的政府工作报告中保留 4.5%-5% 左右的经济增长要求。

实现物价的合理增长对于 2035 达到中等发达国家标准极为关键

2035 年远景目标中明确提出要在 2035 年实现人均国内生产总值达到中等发达国家水平。学术界普遍认为中等发达国家的一个重要标志是人均 GDP 水平，一般建议到 2035 年中国人均 GDP 需要至少达到 2-2.2 万美元，最好能实现 2.5-3 万美元左右。从过去经验看，要实现这一目标并不容易；根据林毅夫的测算，如果从 1960 年算起，当时世界上一共有 101 个发展中经济体，到 2008 年只有 13 个进入到高收入经济体，其中有 8 个西欧周边的欧洲国家，另外 5 个是日本和亚洲四小龙。

“十四五”末中国人均国民收入预计达到现行的高收入国家标准。根据世界银行发布的 2026 财年国家收入类别（2025 年 7 月 1 日-2026 年 6 月 30 日），高收入国家人均国民收入（GNI）标准为 13,935 美元，其中 2024 年中国人均 GNI 为 13,660 美元，处在中等偏上收入和高收入的临界点上。预计 2025 年名义 GDP 增长 4%，年末人民币汇率较 2024 年小幅升值后将顺利完成。

“十五五”期间人均 GDP 的稳步提高关系是否扎实跨过中等收入陷阱，持续成为高收入国家群体。从 2026 年起，要实现 2035 年 2.2/2.5/3 万美元的人均 GDP 目标，对应美元计价名义 GDP 需要增长 4.6%/6.0%/7.9%。如果假设未来十年平均实际 GDP 增速为 4.4%，考虑到名义 GDP 增长如果偏低会影响汇率表现，预计 1%-2% 的 GDP 平减指数将能比较好地平衡未来十年对人民币汇率的升值诉求。“十四五”期间 GDP 平减指数平均为 0.9%，但 2023-2025 年预计连续三年为负。因此，“十五五”期间的一个迫切目标是实现广义价格的合理增长，预计将通过每年政府工作报告实现每年 2% 的通胀目标。2025 年政府工作报告将延续多年的“3%”CPI 增长目标下调至“2%”，以反映新经济形势下的物价走势。

哪些因素拖累了“十四五”物价表现？

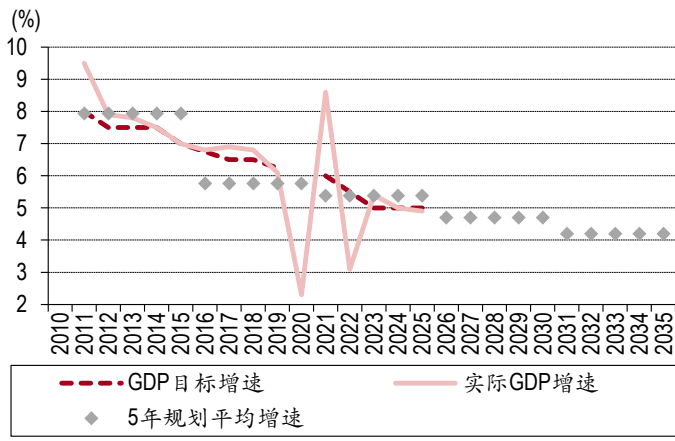
相比未来十年年均增速至少 4.4% 的实际 GDP 目标，实现 2035 规划对名义 GDP 增速的要求更高。“十四五”期间（2025 年使用 1-8 月数据），GDP 平减指数从“十三五”期间的 2.2% 下降至 0.8%，CPI 平均增速从 2.2% 下降至 0.6%，PPI 平均增速从 1.2% 下降至 0.7%；CPI 增速明显回落是拖累 GDP 平减指数的主要原因。“十四五”后期，物价表现明显疲弱，2023-25 年连续三年为负，CPI 在 0 增长附近，PPI 下跌 2%-3%。

从分项看，食品价格通缩、房地产调整导致上游原材料价格下跌和房租增长放缓、收入预期下降，与部分行业监管政策改革导致服务价格增长放缓以及汽车等耐用品消费竞争加剧是影响 CPI 的主要原因：

- 1) “十四五”期间食品价格通缩是影响 CPI 平均增速的主要原因。由于供应充裕、下游餐饮需求复苏缓慢以及居民饮食消费习惯调整，“十四五”期间食品价格年均下跌 0.2%，“十三五”和“十二五”期间年均增长 4.9% 和 5.3%，食品价格拖累 CPI 平均增速 0.9 个百分点。
- 2) 房地产调整拖累“十四五”期间需求和物价表现。房租 CPI 从“十二五”和“十三五”期间年均增长 3.6% 和 1.9% 下降至“十四五”年均下跌 0.1%，拖累“十四五”年均 CPI 增速 0.4 个百分点左右。同时，建筑施工需求大幅收缩导致黑色金属、非金属矿物制品价格也持续下跌。
- 3) 服务 CPI 增长疲弱，“十四五”年均增长 0.8%，“十三五”和“十二五”期间年均增长 2% 和 2.6%；“十四五”服务价格增长放缓影响年均 CPI 增速 0.5 个百分点。服务 CPI 中，除房租 CPI 明显回落外，家庭服务 CPI 在“十四五”期间年均增长 2.2%，“十二五”和“十三五”期间年均增长 8.7% 和 4.3%。此外，受行业政策调整影响，教育和医疗保健年均增速也分别从“十三五”期间的 3.7% 和 2.8% 下降到“十四五”期间的 0.8% 和 1.7%。
- 4) 有效需求不足和行业转型升级后供应扩张，工业消费品“内卷”带来价格走弱影响“十四五”后期物价表现。“十四五”期间，耐用消费品 PPI 平均下跌 1.4%，跌幅较“十三五”小幅扩大 0.4 个百分点，但在“十四五”后期跌幅逐步扩大，2023、2024 和 2025 年分别下跌 1.1%、2.2% 和 3.2%，其中主要是以汽车为代表的交通工具价格下跌较为明显。

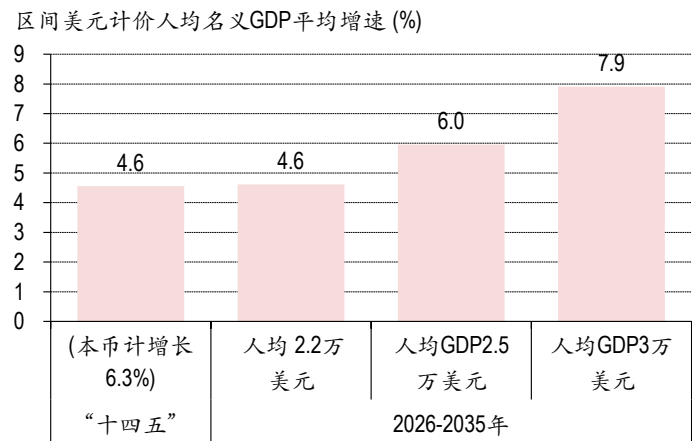
从“十四五”物价走势看，要恢复“十五五”期间平减指数增长：首先需要改善食品价格的通缩局面，且考虑到我国仍有广大的农村群体，食品价格长期通缩影响农民收入。预计“十五五”期间会继续强化农产品安全与农民增收的协调机制，稳定粮食收购价格，推进猪肉等养殖业农业供给侧改革，发展农产品加工行业，完善食品质量评价体系和安全标准。二是减少行业恶性竞争，优化政府采购标准和地方政府财税补贴标准，促进市场公平竞争，强调行业可持续发展。例如在 9 月 20 日开始的第十一批医药集体采购中，不再采用“报价最低”作为价差控制锚点，避免企业低于成本价参与竞标导致行业恶性竞争。三是保障就业稳定，稳定居民收入预期，促进服务消费和更多的非必需品消费。最后是实现房地产市场的企稳回升，带动房租价格的基本稳定，同时推动建筑施工行业产能调整，促进上游钢铁、玻璃、水泥等原材料价格早日实现供需平衡。

图表 2. GDP 实际增速



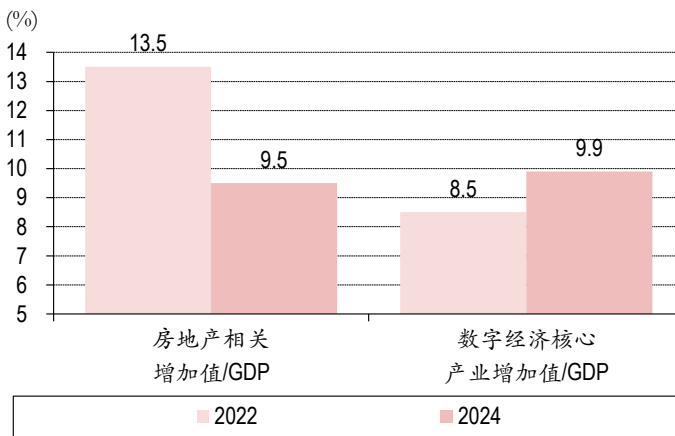
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究预测

图表 3. 美元计价人均 GDP 增速



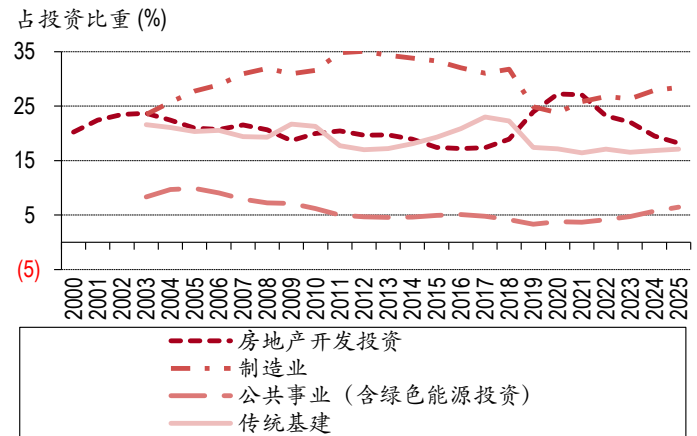
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究预测

图表 4. “十四五”末, 房地产和数字经济核心产业占 GDP 比重基本相当



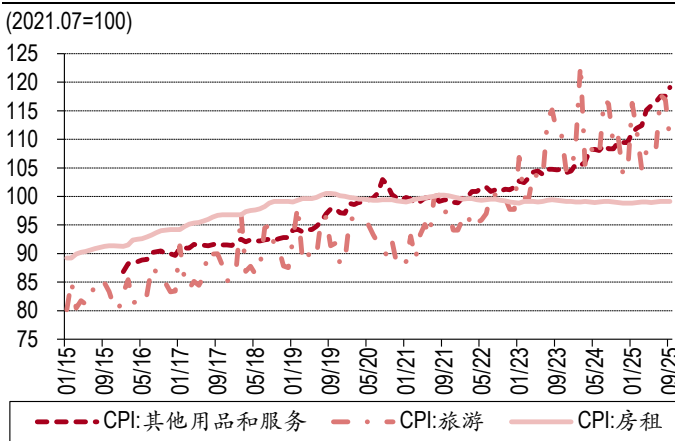
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 5. 新旧动能转换带动投资结构调整



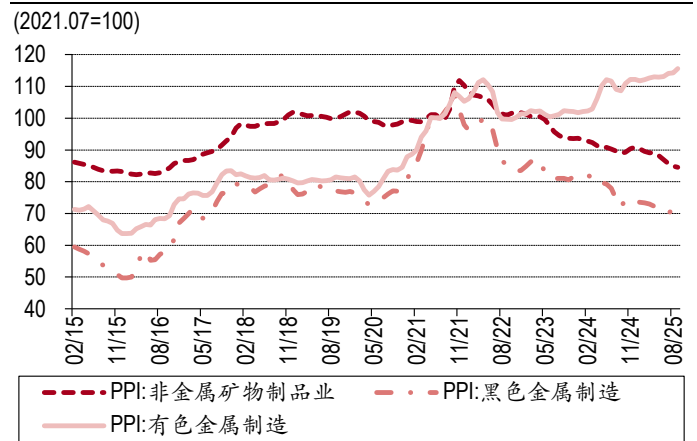
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 6. 新旧动能转换对 CPI 的影响



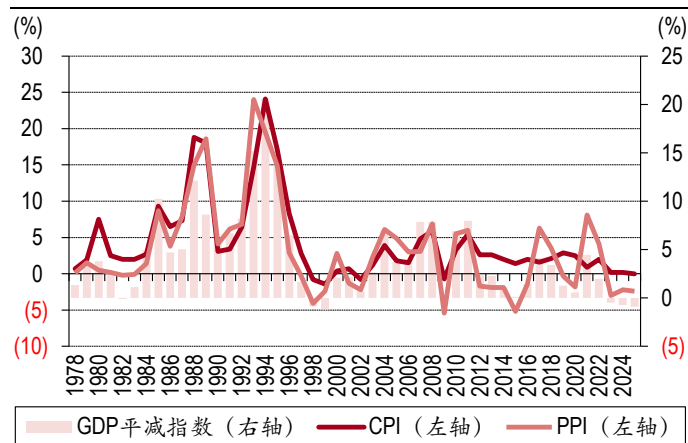
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 7. 新旧动能转换对 PPI 的影响



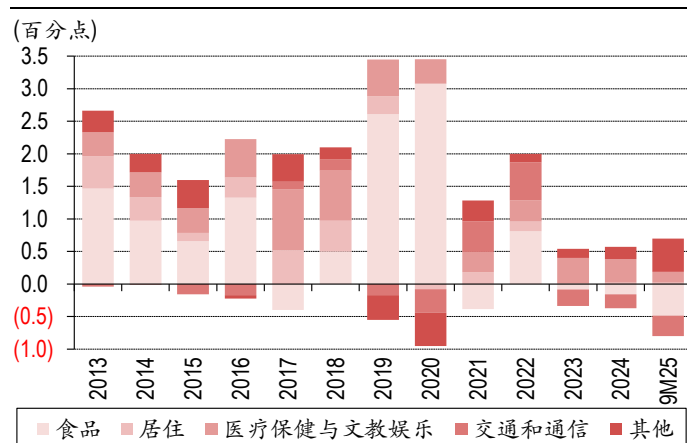
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 8. GDP 平减指数



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 9. 不同项目对 CPI 同比增长的拉动



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

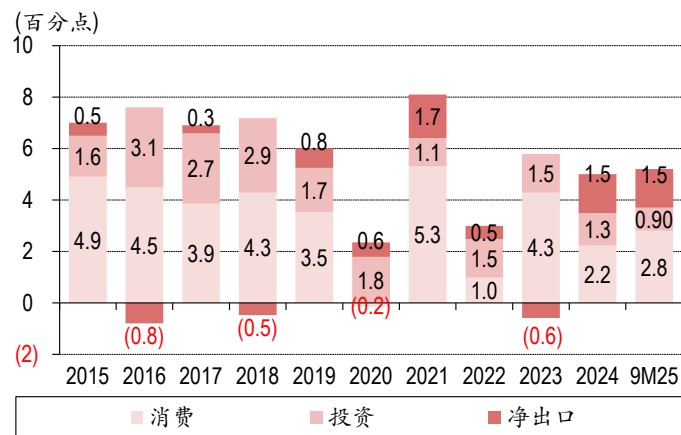
提振消费在国民经济中的基础性作用

“十四五”期间，中国最终消费对 GDP 增长的贡献率从“十三五”时期的平均 48.8% 提升至 2021-2024 年平均的 59.9%，消费率从 2019 年的 56.5%（2020 年受疫情影响偏低 55.4%）上升到 2024 年的 56.6%，变化不大。在中国最终消费中，居民消费和政府消费占比 70% 和 30%。“十四五”期间，居民消费率（居民消费/GDP）从 2019 年的 39.3% 上升到 2024 年的 39.9%，同期政府消费率从 17.1% 下降到 16.6%，对应 2021-2024 年居民和政府年均消费率分别为 38.9% 和 16.7%，“十三五”前四年平均分别为 39.2% 和 16.7%。

居民消费结构来看，目前我国居民消费中商品消费和服务消费占比接近，商品消费略高于服务消费；2024 年，中国居民人均商品和服务消费占消费支出比重分别为 54% 和 46%。从国际比较看，中国商品消费/GDP 与发达国家的差距不太显著，但服务消费/GDP 明显低于发达国家。2024 年，中国居民服务消费占 GDP 的比重为 13.6%，大幅低于美国的 46.5%、日本的 30% 和韩国的 27.4%，显示服务消费有待提振加强，具有较大的增长空间。

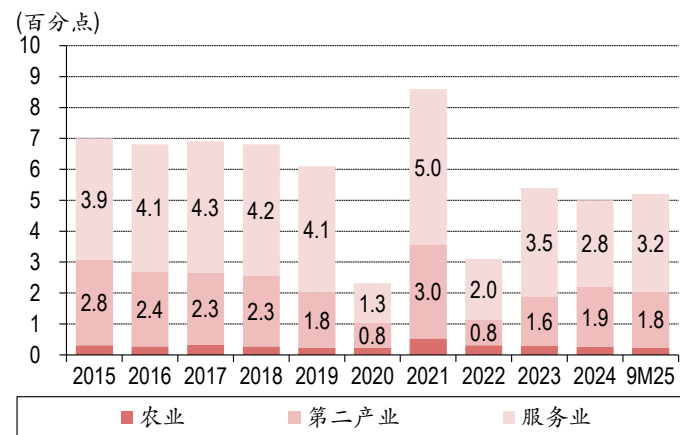
预计“十五五”期间，更注重发挥消费在国民经济中的基础性作用，来提高消费在国民经济中的占比，主要渠道包括通过保障居民收入的增长和就业的稳定，丰富居民财产性收入来源；结合收入分配改革、社保体制改革、乡村振兴建设以及城镇化建设，缩小城乡居民差距，做大中等收入群体，提高居民消费意愿；加强宏观政策对消费、收入的支持，结合构建生育友好型社会、应对人口老龄化、以人为本的社会民生改革等内容，加大政府对居民部门的转移支付；通过产业升级和供给侧改革提高商品消费的质量，加大服务业领域的投资，扩大服务业供给，打造服务消费增长新引擎。

图表 10. 不同需求部门对 GDP 增速的拉动贡献



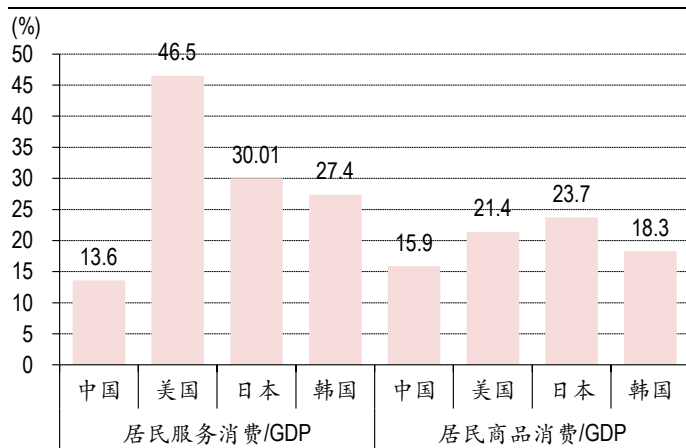
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究预测

图表 11. 不同产业对 GDP 增速的拉动贡献



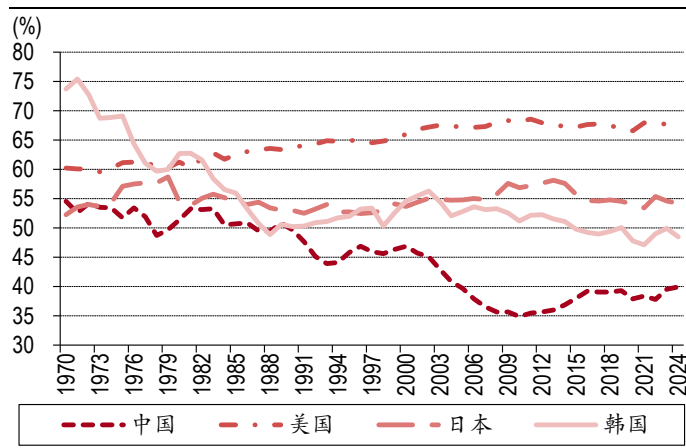
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 12. 居民商品消费和服务消费占 GDP 的比重



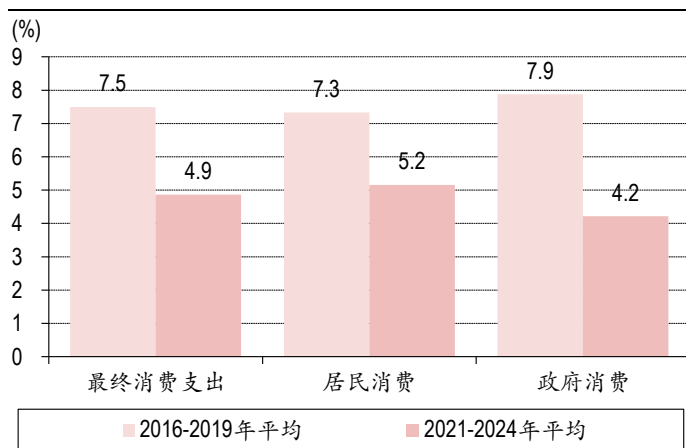
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 13. 居民消费/GDP



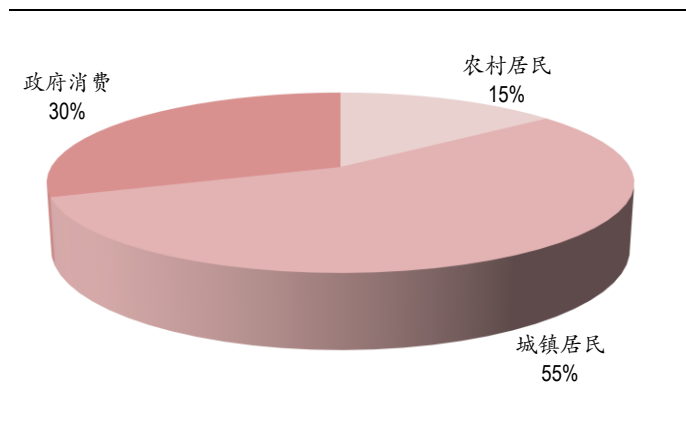
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 14. 卖地收入减少拖累政府支出



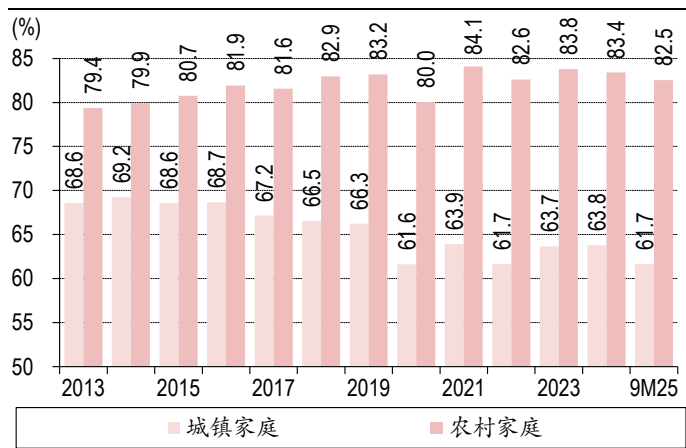
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究预测 备注: 2021 年为两年平均增速

图表 15. 2023 年最终消费支出结构



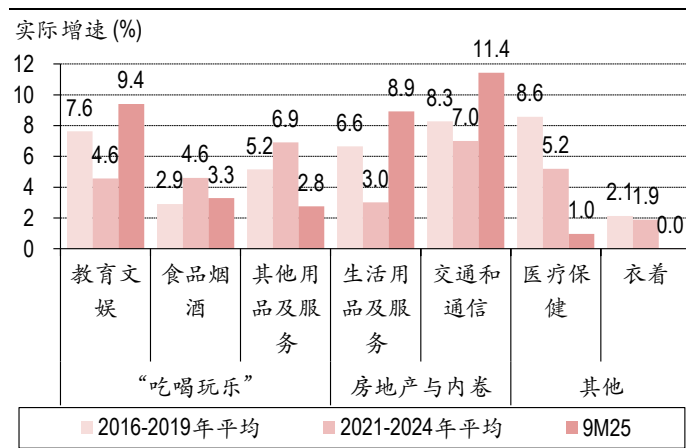
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 16. 城镇家庭和农村家庭消费倾向



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究预测

图表 17. 分行业最终消费实际增速



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

备注: “吃喝玩乐”需求包括食品饮料烟酒支出、教育文娱支出和其他用品支出; 2021 年为两年平均增速

服务消费作为扩大居民消费的新引擎

从国际比较来看，我国服务消费占比明显低于发达国家，有较大提升空间。国际经验表明，人均 GDP 达到 1.5 万美元左右时，消费结构将加快从商品消费主导向服务消费主导转变。2024 年，我国人均 GDP 超过 1.3 万美元，居民人均服务性消费支出在总消费支出中的占比为 46.1%，较同期美国（68.5%）、日本（55.8%）和韩国（59.9%）分别低 22.4、9.7 和 13.8 个百分点。当前中国 1.3 万美元的人均 GDP 水平可基本对应美国 1980 年、日本 1985 年和韩国 1996 年的发展阶段，但服务消费占比低于美国、日本和韩国当时的 54.3%、47.0% 和 54.2%。若按购买力平价人均 GDP 看，中国 46.1% 的服务消费占比与美国 1993 年的 63.1%、日本 2000 年的 57.5% 和韩国 2006 年的 58.0% 差距更加明显。

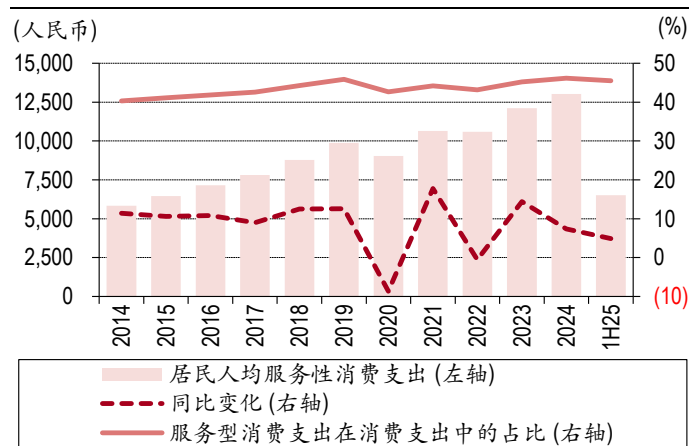
服务消费将成为扩大消费的新引擎。促进服务消费能弥补商品消费的阶段性疲软，提升整体消费需求。“十四五”期间，中国服务消费增长已经快于商品消费。2020 至 2024 年，中国居民人均服务性消费支出复合年均增长 9.6%，较居民人均消费支出复合年均增速快 2.1 个百分点，占居民人均消费支出比重从 42.6% 提升至 46.1%，2025 年前三季度进一步升至 46.8%。2024 年，服务零售额按年增长 6.2%，比同期商品零售额增速高 3 个百分点；2025 年前三季度，商品零售额在以旧换新政策的推动下增速提升至 4.6%，服务零售额增速则回落至 5.2%。

服务业较制造业能够更多的拉动就业，促进社会稳定。服务业中的较多产业，如餐饮、旅游、医疗等，都具有劳动密集型特点，能有效吸纳就业。2024 年，服务业就业占就业总数的 48.8%，较 2020 年提升 1.1 个百分点，分别高于第二产业、第一产业 19.8 个百分点、26.6 个百分点。另一方面，随着服务业的发展，多样化的服务需求催生新兴的职业，有利于居民实现灵活就业，扩大收入。

促进服务消费将与以人为本的社会民生建设相结合。随着收入水平的提高，居民的消费需求逐步从生存型向改善型、发展型消费转换，恩格尔系数由 2020 年的 30.2% 下降到 2024 年的 29.8%；2021 至 2024 年，教育文化娱乐、交通通信、医疗保健等发展型消费支出年均增长 10.0%。养老育幼、医疗健康、文娱旅游、教育体育、家政服务等服务消费与居民生活紧密相关，增加优质服务消费供给，促进服务消费需求释放，能直接提升居民幸福感。

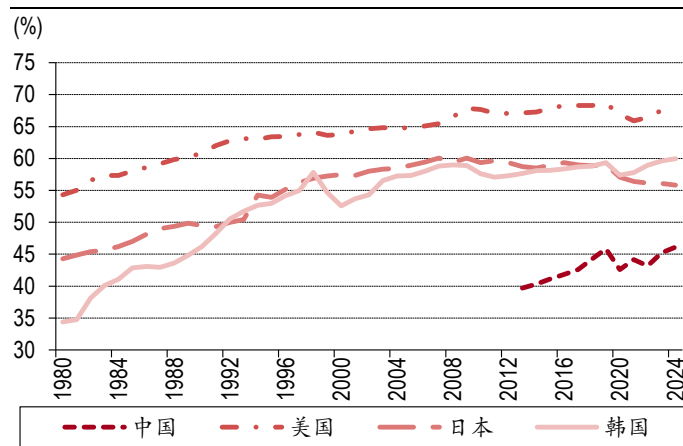
“十五五”期间，预计扩大服务业消费仍将是重要方向，并预计将服务消费与改善民生、吸纳就业、应对人口老龄化和促进产业升级相结合。2024 年中央经济工作会议将“大力提振消费、提高投资效益、全方位扩大国内需求”列为 2025 年经济工作的首要任务。今年 3 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，把“服务消费提质惠民行动”作为提振消费的一项重要工作；8 月，财政部等三部门发布《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》，主要覆盖养老生育、教育培训、文化旅游、医疗健康等服务消费领域；9 月，商务部、工信部等 9 部门联合发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》，从培育服务消费促进平台、丰富高品质服务供给、激发服务消费新增量、加强财政金融支持、健全统计监测制度五方面，提出 19 条具体措施，增加优质服务供给。

图表 18. 中国居民人均服务性消费支出



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 19. 服务消费在居民消费支出中的占比



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

坚持“以人为本”的发展理念

坚持就业优先战略，提高居民收入

“十四五”时期的 20 个经济社会发展主要指标中，有 2 项与就业和收入相关，分别是“居民人均可支配收入增长需与 GDP 增长基本同步”，以及“城镇调查失业率低于 5.5%”。“十四五”期间，每年政府工作报告均对以上指标设定明确要求：2021-24 年，年均目标新增城镇就业 1,150 万人，实际年均新增 1,244 万人；年均失业率目标 5.5%，实际年均失业率 5.3%；即便 2022 年受疫情影响未完成当年 GDP 增速目标，但仍努力确保实现就业指标。

“十四五”期间，整体就业平稳，但就业结构性矛盾较突出，部分群体就业压力大，疫情疤痕效应持续，居民就业和收入预期持续低位运行，且居民就业预期表现要弱于收入预期表现。全国城镇不含在校生的 16-24 岁失业率自 2023 年底数据披露以来，基本稳定在 15% 以上，2025 年 8 月达到 18.9% 的最高水平。居民就业预期持续低迷，消费者就业信心指数持续下行，从 2020 年底的 127.2 下跌至 2025 年 8 月的 74.9。

2021-2025 年前三季度，全国居民人均可支配收入平均增长 6.2%，城镇和农村居民分别增长 5.2% 和 7.4%，同期名义 GDP 平均增长 6.3%；“十三五”期间，全国、城镇和农村居民收入分别年均增长 8.0%、7.1% 和 8.4%。扣除价格因素影响后，2021-2024 年全国居民人均可支配收入实际年均增长 5.6%，与同期实际 GDP 增速基本同步，其中城镇和农村居民年均分别增长 4.6% 和 7.0%。

从收入来源看，财产性净收入和转移净收入增长放缓是拖累居民收入增长的主要组成。2024 年全国居民人均可支配收入中，工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入四项占比分别为 56.5%、16.7%、8.3% 和 18.5%，2021-2025 年前三季度名义年均分别增长 6.6%、6.5%、4.6% 和 5.5%，当期名义 GDP 年均增长 6.3%。

就业是居民最主要的收入来源，既是扩大消费的基础，也关系到扎实推进共同富裕，保障社会民生。“十五五”期间，我国既需要应对外部贸易摩擦风险带来的制造业就业压力，也需要关注 AI 科技革命对劳动力市场的影响。预计“十五五”将继续坚持就业优先战略，要求居民收入增长和经济增长基本同步，稳步提高居民收入，改善居民收入分配结构，缩小城乡差距。包括：

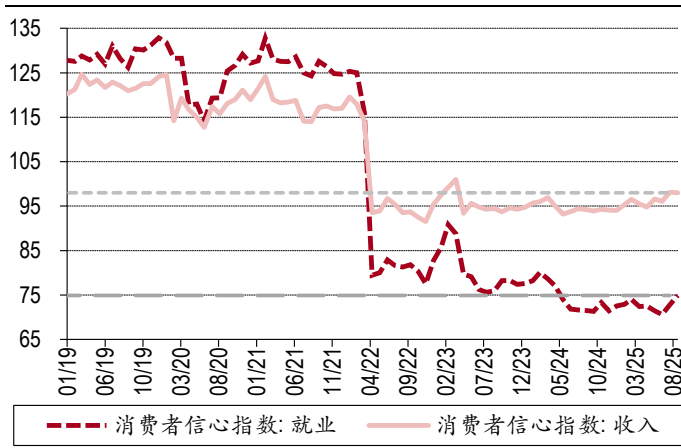
一、保障居民收入和经济增长基本同步，坚持就业优先战略，增加居民工资性收入，继续提高劳动报酬在初次分配中的比重，提高居民可支配收入在国民收入分配中的比重。2024 年，中国居民可支配收入占 GDP 的比重为 43.1%，较 2020 年下降 0.7 个百分点，低于美国、日本和韩国约 75%-80% 的水平。

二、借助产业升级，打造新的就业增长点，并持续对中小企业的政策扶持，降低社会融资和物流成本。中小企业贡献 80% 以上的城镇劳动就业，是就业的“基本盘”，预计继续在财税、融资、市场开拓、权益保护等方面给予支持，推进稳岗返还、专项贷款、就业补贴等政策，按照《中小企业促进法》保障中小企业平等参与市场竞争。同时，在减轻企业负担的同时，吸引更多机构参与技术研发与创新，创造更多相关就业机会。但在经历了“十三五”、“十四五”较大规模的减税降费后，预计针对企业的大规模减税降费概率较低，而是更注重改善营商环境，促进市场公平竞争，以及更精准的结构政策来支持重点行业和中小企业。

三、拓宽居民收入渠道，增加财产性收入。扩大财产性收入来源的抓手依然是稳股市、稳楼市。预计“十五五”时期，会继续稳定和活跃资本市场，提高长期资金投资规模，持续优化上市、分红、信息披露、并购重组等规则制度，同时加强资本市场监管，保障投资者权益。但更重要的是，占居民资产 50% 的房地产方面，如何通过更大力度的政策支持实现房地产供需平衡，推动市场，特别是房价的稳定。

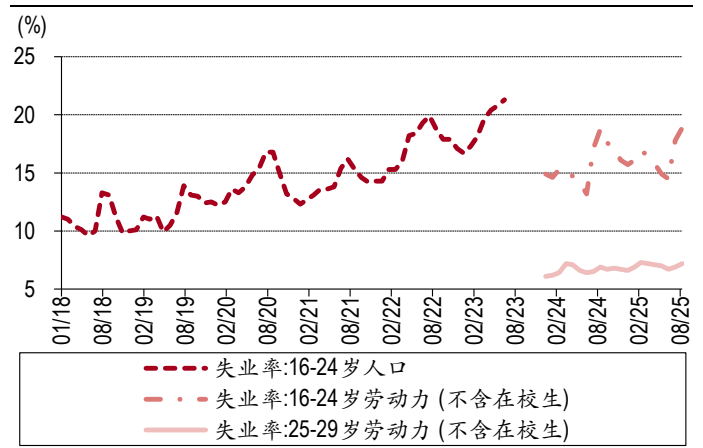
四、更加重视高校应届毕业生、农民工等重点群体重点人群的就业和收入保障，继续减少城乡居民收入差距。包括发展乡村产业，保障农产品价格稳定，拓宽农村就业渠道，持续缩小城乡和区域发展差距以及居民生活水平差距。这也有助于激发农村和城市低收入人群释放消费潜力，提升生活品质。同时，预计会继续适度提高最低工资标准，加大对低收入群体转移支付，增加失业救助，稳步提高退休收入等。

图表 20. 就业信心偏弱拖累中国消费信心指数



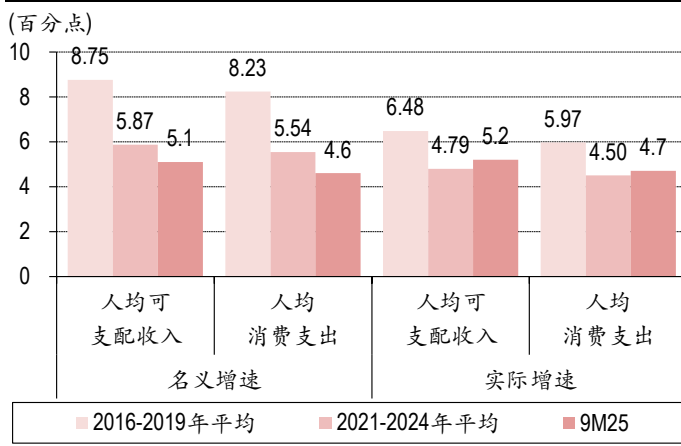
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 21. 不含在校生青年失业率



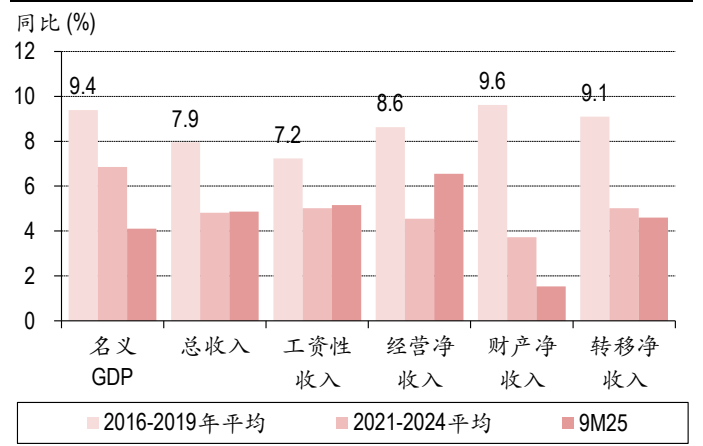
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 22. 价格是消费支出名义增速回落的主要原因



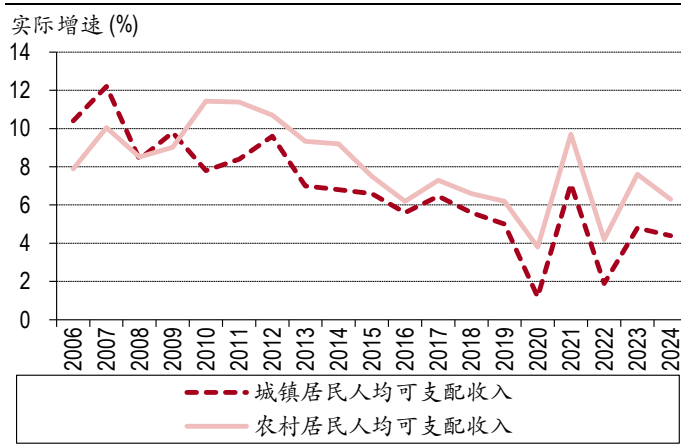
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究 备注: 2021 年为两年平均增速

图表 23. 房地产调整拖累城镇居民财产性收入



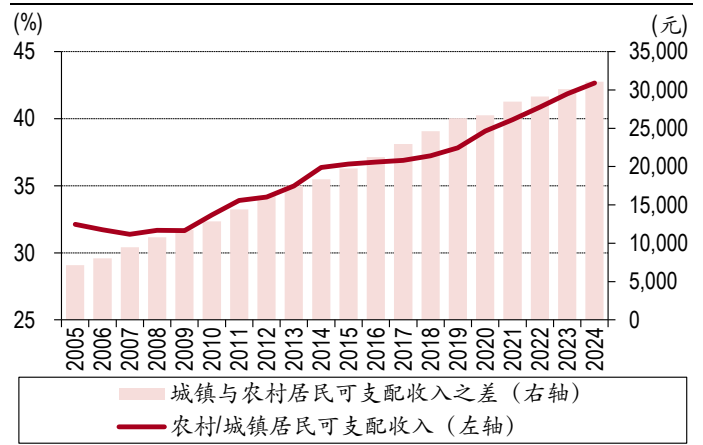
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究 备注: 2021 年为两年平均增速

图表 24. 城镇和农村居民人均实际可支配收入同比增速



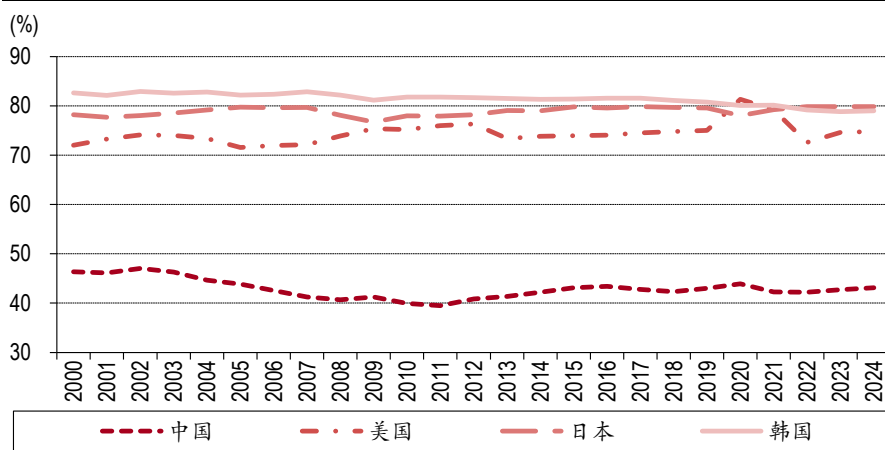
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 25. 城镇与农村居民可支配收入比较



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 26. 居民可支配收入/GDP



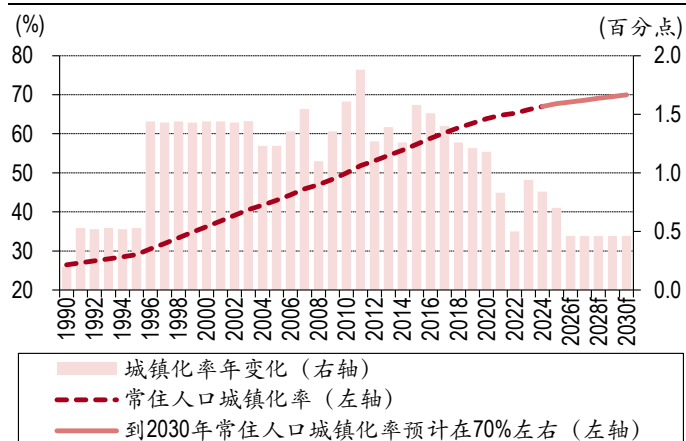
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

以人为本的新型城镇化建设

中央城市工作会议指出,我国城镇化正从快速增长期转向稳定发展期,城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段。“十四五”以来,中国城镇化速度已开始放缓,同时房地产市场经历深度调整,人口老龄化压力日益显现,这也意味着“十五五”城镇化速度可能会进一步放缓,同时建设内容或转向城市更新改造以及城市中的公共服务供给。2024 年,中国常住人口城镇化率为 67%,预计 2025 年提高至 67.8%,较 2020 年提升 3.9 个百分点,增幅较“十三五”期间的 7.8 个百分点明显放缓。2020-2023 年,户籍人口城镇化率提从 45.4%提升至 48.3%,预计 2025 年末仍不足 50%,在 49.5%左右。

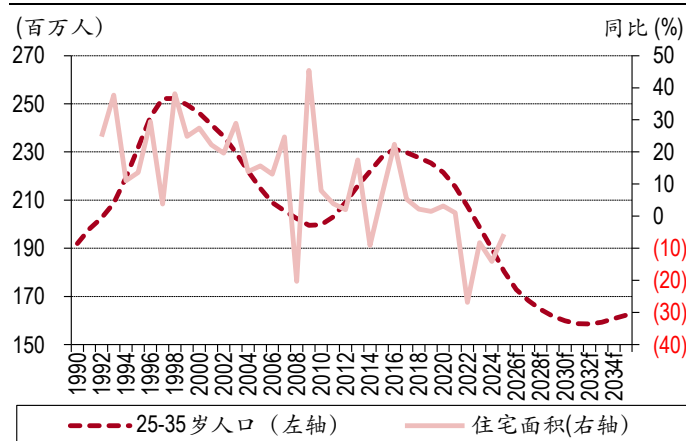
“十五五”期间,新型城镇化建设预计将更注重以人为本的发展理念,预计一是将继续提高常住人口城镇化率,根据 2024 年发布的《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》,2030 年目标是实现常住人口城镇化率 70%。二是预计通过户籍改革和土地改革继续缩小户籍城镇化率和常住人口城镇化率之间的差异。这一方面保障进城落户农民的土地承包权、宅基地使用权、集体收益分配权,提升农民自愿转籍意愿,另一方面放宽城市落户门槛,逐步取消落户限制,平等提供就业机会,确保农村转籍人口享有与城市居民同等的教育、医疗、社保等基本公共服务。三是提高城镇化质量和水平,完善空间布局,建设宜居城市,包括加快城市群和都市圈发展;持续推进城市更新,对城中村、老旧小区等进行改造提升;加强防洪排涝抗灾基础设施、城市地下管网和综合管廊等建设。四是进一步取消房地产限制性政策,加大对多孩家庭、新市民等群体的购房支持力度,同时培育住房租赁市场。

图表 27. 常住人口城镇化率



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 28. 中国青年人口与住宅面积



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

在发展中保障和改善民生

“十四五”时期的 20 个经济社会发展主要指标中，有 7 项与民生福祉相关，除 2 项就业相关指标外，包括：（1）**教育**：劳动年龄人口平均受教育年限达到 11.3 年；（2）**医疗**：每千人口拥有执业（助理）医师数达到 3.2 人；（3）**养老**：基本养老保险参保率达到 95%；（4）**托育**：每千人口拥有 3 岁以下婴幼儿托位数达到 4.5 个；（5）**人均寿命**：人均预期寿命达到 78.3 岁。其中，只有劳动年龄人口平均受教育年限为约束性指标，但以上目标预计都将在 2025 年完成。除此之外，“十四五”期间，退休人员基本养老金、城乡居民医保人均财政补助标准等持续增加；粮食和能源安全进一步巩固；教育经费支出占 GDP 的比重稳定保持在 4% 以上。

习近平总书记在政治局会议上指出，中国式现代化是全体人民共同富裕的社会主义现代化；谋划“十五五”时期经济社会发展，要不忘初心，把造福人民作为根本价值取向，坚持在发展中保障和改善民生，稳步推动共同富裕；推动“十五五”时期经济社会高质量发展，必须坚持人民至上，坚持以人民为中心的发展思想。展望“十五五”，预计增强社会民生保障将与扩大内需战略紧密结合，共同提振国内大循环。

预计“十五五”时期，将继续强调提高基本公共服务均等化水平；全民受教育程度；与养老、托育有关的卫生健康体系建设。“十五五”时期，预计还将继续促进区域协调发展和巩固拓展脱贫攻坚成果、推进乡村全面振兴和城乡融合发展，改善乡村和县域的物流和生活环境。

“十五五”时期，预计养老、生育、医疗仍会是民生领域关注的重点。相比发达国家，我国每千人拥有 3 岁以下婴幼儿托位数，每千名老人养老床位数、执业医师数、护士数，均与发达国家存在不同程度的差距。预计“十五五”时期，将继续加快服务业开放，放宽市场准入，鼓励更多社会资本进入，扩大教育、医疗、文化、养老等民生相关领域开放试点，丰富服务供给种类。同时会通过财政补贴、税收优惠等方式，支持文化旅游、体育设施、养老托育等服务消费重点领域发展，推动医疗、教育等优质资源下沉。同时，民生领域的一项重点和难点是如何进一步完善社保体制改革，预计“十五五”时期会继续扩大社会保障体系的覆盖范围，缩小城乡居民在退休、医疗方面的社保待遇差异，特别是城镇职工养老和医疗保险与城乡居民养老保险之间的待遇差距，探索新就业形态的社保保障机制；强化社保资金收支平衡，保障财政每年对社保的补贴力度，逐步划拨更多国有资产补充社保，增强社保资金的多元化运作机制；探索社保体系的全国统筹机制，结合统一大市场建设，缓解由于人口流动造成的部分地区社保资金收支不平衡。

以关键技术攻关和 AI+ 为重点的新质生产力

“十四五”时期的 20 个经济社会发展主要指标中，有 3 项与创新驱动相关。在 2020 年至 2024 年期间，全社会研发经费投入实现了年均增长 10.35%，研发经费投入强度从 2.4% 增长至 2.68%；每万人口高价值发明专利拥有量从 6.3 件增至 14 件；数字经济核心产业增加值占 GDP 的比重从 7.8% 提升至 10%，均已达到“十四五”规划的目标要求。

从国际比较看，我国的研究经费投入总量位列世界第二，仅次于美国，研发投入强度逐步接近主要发达国家水平。2023 年，OECD 数据显示，美国、德国、法国、日本和韩国研发经费投入占 GDP 的比重分别为 3.4%、3.1%、2.2%、3.4% 和 5.0%，除法国外均高于中国的 2.7%。但由于中国的研发经费投入强度在“十四五”期间快速增长，2023 年已超越 OECD 国家 2.4% 的平均水平。整体规模上，中国研发经费投入于 2013 年超越日本，此后稳居世界第二位，且保持快于主要发达国家的增长速度。2023 年，中国研发经费投入约 4,900 亿美元（2024 年上升至 3.6 万亿元人民币，合略超 5,000 亿美元），约为德国、日本的 3.5 倍，韩国的 5.3 倍和法国的 7.3 倍，但仅为美国的 52%。近年来，美国研发投入增长速度加快，美国企业加大 AI 领域研发投入和资本开支，对中国科技产业的遏制政策也愈发明显。

习近平总书记强调，“十五五”时期，必须把因地制宜发展新质生产力摆在更加突出的战略位置，以科技创新为引领、以实体经济为根基，坚持全面推进传统产业转型升级、积极发展新兴产业、超前布局未来产业并举，加快建设现代化产业体系。

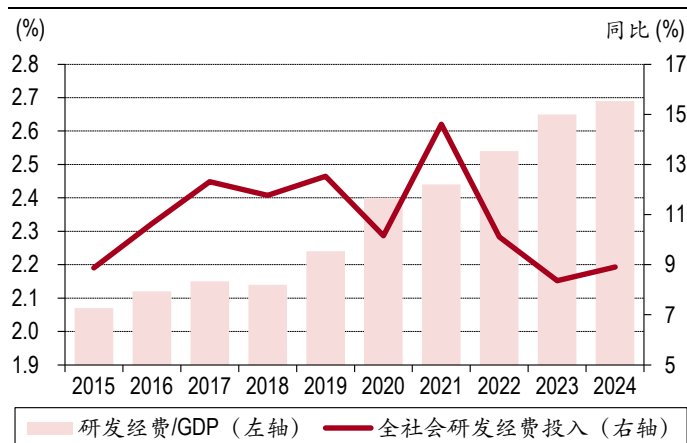
预计“十五五”规划中，科技创新相关指标进一步强化，包括继续提高研发经费投入强度，数字经济核心产业增加值占 GDP 的比重等。推进新质生产力的重点依然是关键技术攻关，加快攻克“卡脖子”技术以构建自主可控的产业链；新兴产业和未来产业发展；以及推动传统产业的技术改造和升级。同时为了配合创新发展战略，将继续完善国家创新体系，统筹推进教育科技人才一体发展，加重对人才的培养和支持，加快教育、科技、人才领域的改革，激发各类创新主体活力，瞄准世界科技前沿，加强基础研究，提高原始创新能力。

我们的 TMT 团队在之前的报告中认为，中国正处于要通过科技发展，改变原来劳动密集和资源密集型的发展模式，跨越中等收入陷阱的关键时刻。参考历史经验，美国的科技股第一轮大发展阶段大致是从 20 世纪 80 年代开始，到 2000 年互联网泡沫结束。这一时期，美国以科技创新为导向发展新经济，计算机与信息技术成熟，科技创新对 GDP 拉动明显，美国的经济发展模式从投资驱动转向科技驱动。日本的科技大发展也大致在同一时期，20 世纪 70 年代起，日本开始从技术引进、模仿向自主创新转型，80 年代其半导体产业达到巅峰，半导体材料与设备占全球市场份额的 50% 以上。日本在 90 年代转型成为发达经济体，通过培育技术密集型产业，促进中高端制造业升级。

2025 年 8 月，国务院印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，发挥我国数据、产业、场景优势，聚焦“科技、产业、消费、民生、治理、全球合作”6 大重点行动，并提出提升模型基础能力、加强数据供给创新、强化智能算力统筹、优化应用发展环境、促进开源生态繁荣、加强人才队伍建设、强化政策法规保障、提升安全能力水平 8 项基础支撑，目标在 2027 年，6 大领域深度融合、应用普及率超 70%；在 2030 年，普及率超 90%、智能经济成重要增长极，2035 年步入智能经济社会新阶段。

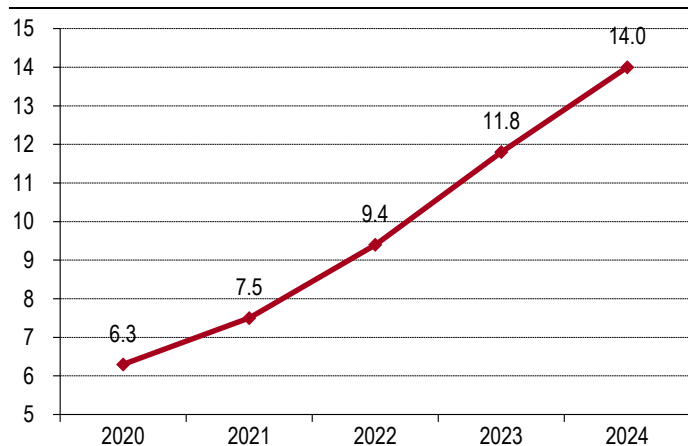
我们的 TMT 团队认为，相比过去十年“互联网+”带来的技术创新，目前的“人工智能+”具有新的内涵。“互联网+”强调的是信息的传递，目前发展已经较为成熟，但“人工智能+”则是硬件和软件结合来提高科技效率。从目前中国行业发展情况看，“人工智能+”的能力是完全具备的，但迫切需要在市场化利润一时未能跟上的时候，通过政策支持加大扶持力度，助力科技企业尽早实现盈利。我们认为“人工智能+”进一步提高劳动生产力，并有助于应对人口老龄化带来的劳动力总量减少的挑战，也是未来中美竞争博弈的关键领域，预计“十五五”期间除了继续加大关键技术领域的攻关外，一大重点就是面向未来科技竞争，通过人工智能、具身智能等前沿技术的发展与推广，建立未来产业的发展优势，实现传统产业的效率升级。

图表 29. 研发经费投入



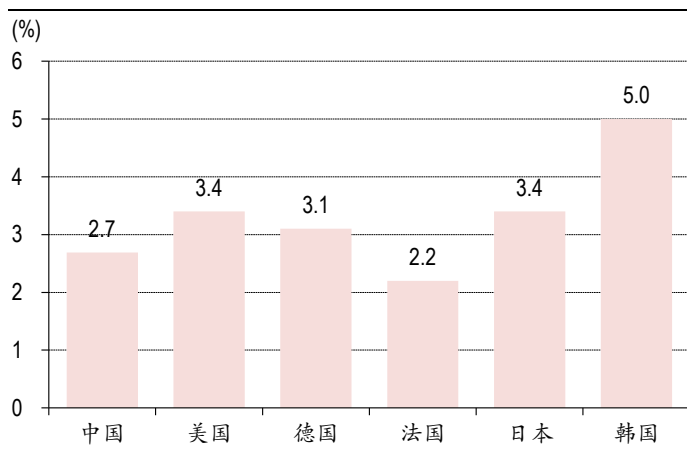
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 30. 每万人口高价值发明专利拥有量



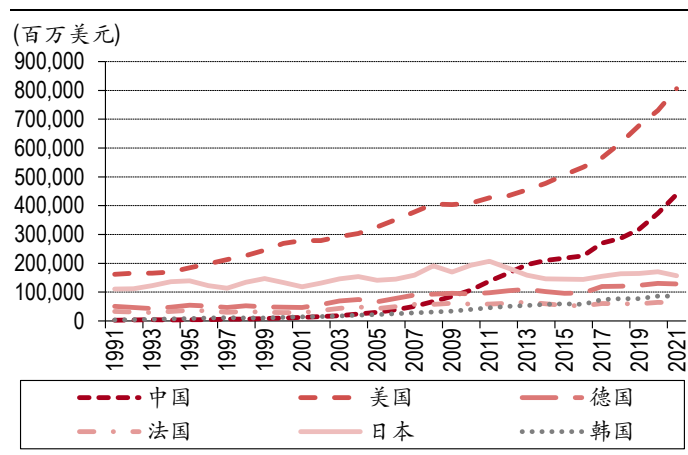
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 31. 2023 年各国研发开支占其 GDP 的比重



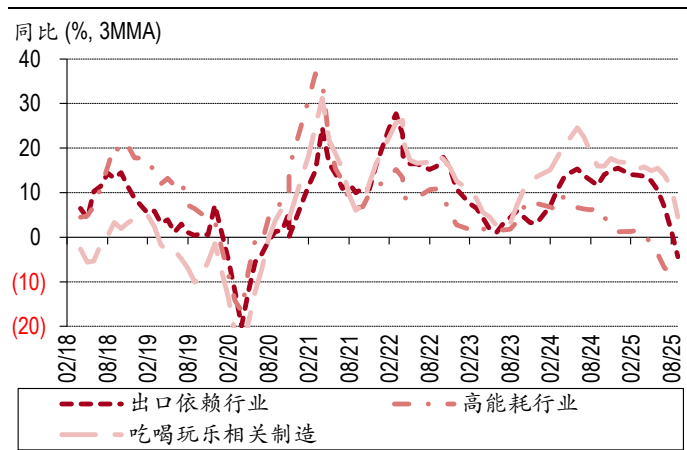
资料来源: OECD, 中银国际研究

图表 32. 国内研发开支



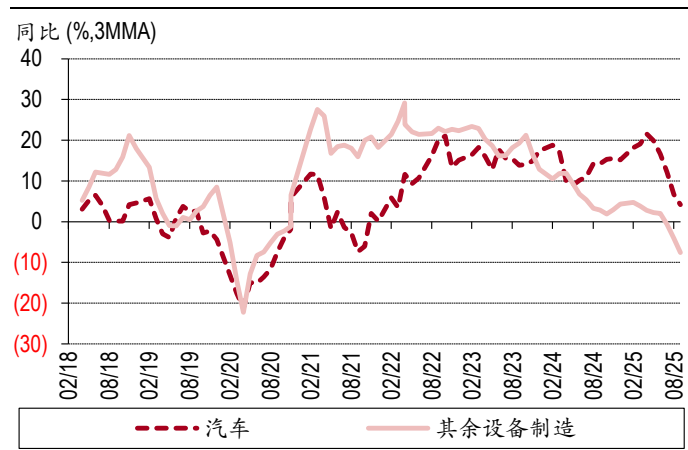
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 33. 不同类型制造业行业投资



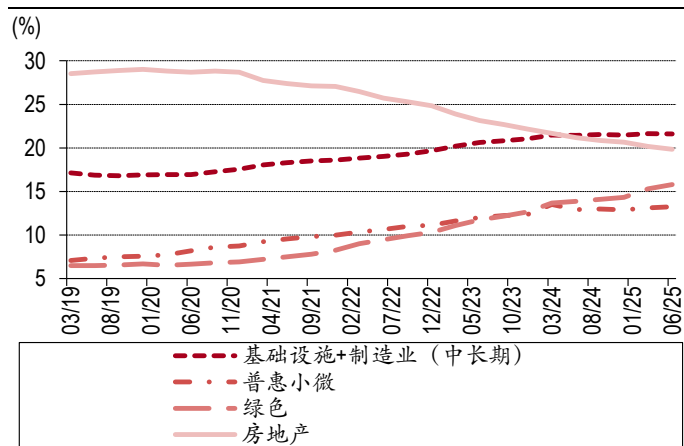
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 34. 汽车产业链投资增速高于其余设备制造业投资



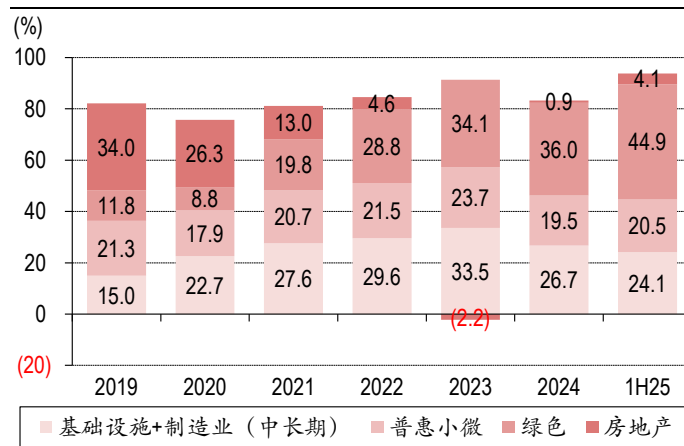
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 35. 分行业/领域贷款余额占全部贷款余额的比重



资料来源: 中国人民银行, 中银国际研究

图表 36. 新增贷款分行业/领域占比



资料来源: 中国人民银行, 中银国际研究

纵深推进全国统一大市场建设是深化市场改革的主要抓手

当前国际竞争更加激烈，超大规模市场被认为是应对外部挑战，赢得国际竞争主动权的底气。超大规模市场优势，既有助于通过市场规模效应和聚集效应提高经济运行效率，保持经济增长的内在稳定与韧性，为扩大创新应用场景，促进创新持续进步，以及吸引国际要素资源提供商业基础。但如何巩固提升超大规模市场优势？这既需要国民收入和内需的持续稳定增长，也需要通过深化改革开放，构建有利于提高市场配置资源效率的营商环境和制度安排。**预计纵深推进全国统一大市场建设将成为在深化经济体制改革，扩大内需潜力各项改革措施中的主要抓手。**

“十五五”期间，预计构建全国统一大市场将成为全面深化经济体制改革，建设高标准市场体系，处理好政府和市场的关系的主要抓手，从而推进“有效市场和有为政府相结合，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用”。事实上，习近平总书记在四中全会前发表了《纵深推进全国统一大市场建设》的重要讲话，推进全国统一大市场建设的基本要求是“五统一、一开放”¹，与深化经济体制改革，完善市场与政府的关系密切相关。推进全国统一大市场建设的重点难点主要包括一、着力整治企业低价无序竞争乱象，依法依规有效治理“内卷”重灾区。二、整治政府采购招标乱象。三、整治地方招商引资乱象，包括制定全国统一的地方招商引资行为清单，建立健全规范的财政补贴政策体系，加强招商引资信息披露，严肃处理违规行为。四、推动内外贸一体化发展，畅通出口转内销路径。五、补齐法规制度短板，修改完善招标投标法、价格法等法律法规，强化制度标准的刚性约束。六、纠治政绩观偏差，完善高质量发展考核体系和干部政绩考核评价体系。在“十五五”深化经济体制改革中，预计一方面将结合上述要求，继续促进市场的公平竞争，破除地方保护主义和市场分割，转换政府职能，规范财政补贴政策、地方招商引资和政府采购政策改革。地方政府行为、财政补贴政策和市场公平竞争也将成为治理企业“内卷”式竞争的主要内容。另一方面，政府和市场关系的改革也必然会涉及新的地方政绩考核标准和统计核算，进而带动中央和地方权责的重新划分，促进地方职能转变，调动地方政府的积极性。

“十五五”阶段，全国统一大市场建设将与扩大消费，推进新型城镇化建设等战略相结合。统一大市场建设的一个关键在于深化要素市场化改革，促进要素资源在更大范围内的畅通流动，这其中涉及土地、劳动力、资本、技术、数据等多种生产要素资源。一直以来，要素资源改革中的一大要点和难点都是劳动力和土地的自由流动。为此，预计“十五五”期间，统一大市场建设还将结合新一轮以人为本的新型城镇化建设，扩大劳动力自由流动和带动内需。参考党的二十届三中全会部署，预计以人为本的新型城镇化建设一方面是继续深化户籍制度改革，提高对农村和农业转移人口的公共服务供给和社会保障覆盖，加快促进农业转移人口市民化，另一方面则是深化土地制度改革，提高农民收入，赋予农民更加充分的财产权益。推进城乡一体化发展，不仅能够更好提高劳动力、土地等资源的配置效率，而且能够缩小城乡差距、促进共同富裕，还有助于扩大消费和投资，化解房地产风险，带来经济发展的新增量。

¹ “五统一”，是统一市场基础制度，特别是实现产权保护、公平竞争、质量标准等制度的统一；统一市场基础设施，打通物流、资金流、信息流，健全现代商贸流通体系；统一政府行为尺度.....；统一市场监管执法.....；统一要素资源市场，促进自由流动、高效配置，减少资源错配和闲置浪费。“一开放”，就是持续扩大开放，实行对内对外开放联通，不搞封闭运行。

延续积极的财政政策，深化财税体制改革

由中央政府债务扩张支撑的积极财政政策

“十四五”时期，为应对疫情和房地产调整对经济的冲击，政府整体实施了积极的财政政策，广义财政赤字整体保持在较高水平，政府部门杠杆率上升。“十四五”初期，为了应对房地产带来的地方财政收缩压力，主要是通过扩大地方政府专项债发行规模来保障地方经济建设；但随着房地产市场持续收缩，地方政府隐性债务压力凸显，中央政府越来越多承担财政支出扩张责任，中央政府政府债务扩张加快，并且常态性地发行超长期特别国债来支持扩大消费、设备更新、重点工程项目等经济活动。同时，在2024年10月，通过新一揽子的大规模地方政府隐性债务化解方案来集中解决14.3万亿人民币（2023年末数据）存量地方隐性债务。

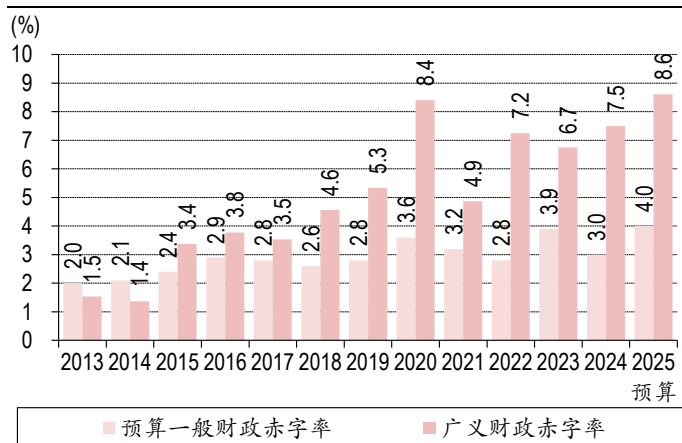
2021年至2025年，政府一般财政赤字率从3.2%上升至预算的4.0%，广义财政赤字率从4.9%提升到预估的8.6%。拆解赤字率来源，2021-2022年，新增地方一般债、地方专项债占GDP的比重分别从0.7%和3.2%下降至0.6%和3.0%，同期新增国债占GDP的比重从2.1%上升至2.2%。从2023年开始，新增国债/GDP比重明显上升，2023和2024分别为3.3%和3.4%，新增地方一般债和新增地方专项债则保持稳定，2024年分别为0.5%和2.9%。

赤字率扩大伴随着政府杠杆率的提升，政府杠杆率预计将从2020年末的45.8%（不含隐债）上涨至2025年预期的73.6%（包含隐债），对应上升27.8个百分点，若剔除隐性债务，政府杠杆率仍上升22.3个百分点，相比之下，“十三五”时期政府杠杆率（不含隐债）下降了11个百分点。拆分来看，中央政府债务从2020年末的20.9万亿元上升到2025年的预计41.2万亿元，杠杆率从20.6%上升至2025年的约29.3%；地方政府债务从2020年末的25.7万亿元（不含隐债）上升到2025年的预计62.2万亿元（包含隐债），杠杆率从25.3%上升至2025年约44.3%，若剔除隐债，杠杆率仍上升约13.4个百分点。

由于地方财政财力受化债和房地产行业下行限制，“十四五”期间主要的财政扩张由中央政府承担，2023至2025年，中央政府杠杆率从23.8%增加5.5个百分点至29.3%，地方政府杠杆率（包含隐债）从43.7%增长0.6个百分点至44.3%。

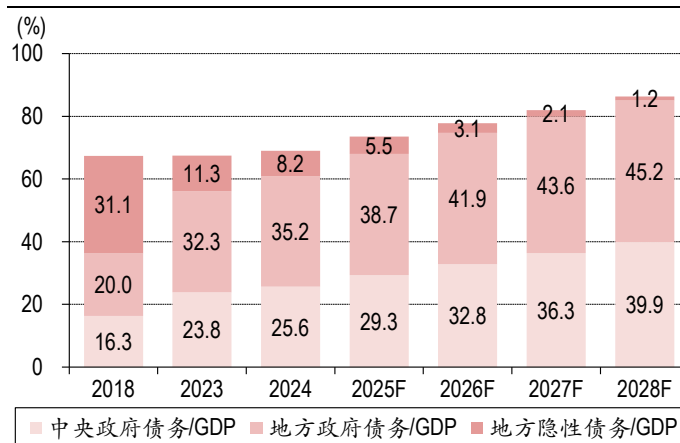
“十五五”期间，考虑到房地产市场调整对经济的影响仍未结束以及外部风险挑战较高，预计“十五五”时期，特别是“十五五”前期整体财政政策仍将保持政府支出扩张，以应对房地产和出口调整带来的私人部门需求收缩压力。同时，由于房地产调整导致的土地出让收入不足给地方政府财力带来的压力预计短期内难以大幅改善，再叠加央地之间诸多的责任划分和财税改革也难以一蹴而就，这都意味着扩大政府开支，至少在“十五五”前半段，有赖中央政府的债务扩展。

图表 37. 一般预算财政赤字和广义财政预算赤字



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 38. 政府债务/GDP



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

循序渐进的财税体制改革

税收收入是全国公共预算收入的最大组成部分。2021 年《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中提出了“十四五”时期税制改革的 7 项主要任务，其中，优化增值税指数和税收征管制度改革推进较快（2024 年底增值税完成立法；2025 年 3 月发布税收征收管理法征求意见稿），但另一方面，部分任务进展较为缓慢，例如“十四五”时期直接税比重仅较“十三五”时期提升 1 个百分点至 40%，消费税法于 2019 年以来一直处于征求意见阶段，相关领域改革任务有待在“十五五”期间加速推进。从 2024 年 7 月二十届三中全会通过的《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》对税制改革的部署来看，“十五五”期间的部分税制改革将与“十四五”时期一脉相承，例如推进消费税征收环节后移并稳步下划地方、规范税收优惠政策、完善个人所得税制度等。

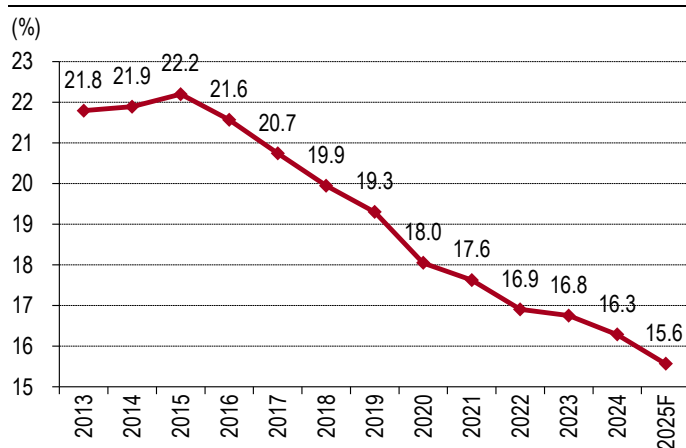
从国际比较看，中国的财政收入结构与主要发达国家有较大差异，主要表现在税收收入占 GDP 的比重偏低，其中个人所得税收入占比偏低、增值税收入偏高。社保基金是海外国家税收收入的重要部分，在中国财政体系中计入政府性基金收入，而中国税收收入均计入一般公共预算收入。因此，我们调整社保基金收入，让中外税收收入更为可比。如果剔除海外国家的社保基金收入，2023 年中国整体税收收入占 GDP 的比重为 14%，低于美国 19.7%、日本和韩国约 21%、德国 24% 和法国 29.6%。其中，个人所得税收入占比差距最为明显，中国个人所得税收入占整体税收收入的比重仅为 8.3%，显著低于日、韩、法以及 OECD 平均约 30% 的水平，更低于德国 42.6% 和美国 56.3%。另一方面，中国的增值税占整体税收的比重高达 38.1%，相比之下，法、德、日、韩的增值税占比处于 20-30% 区间，美国则不征收增值税。

展望未来财税改革，一是预计减税降费措施会更强调精准滴灌，而不是大规模普降，进而稳定财政收入占 GDP 的比重。自 2014 年实施减税降费政策以来，2014 年至 2024 年，一般公共预算收入占 GDP 的比重从 21.9% 下降至 16.3%，税收收入占 GDP 的比重从 18.6% 下降至 13.0%。尽管减税降费能有效促进科技创新和中小企业的活力，但较低的财政收入也让政府收支矛盾逐渐凸显，尤其是当前财政对民生相关的公共服务、社会福利支出需求不断加大。

二是循序渐进的适当提高直接税在整体税收种的比重。“十四五”规划纲要中就明确提出要“优化税制改革，适当提高直接税比重”。目前，我国间接税，如增值税、消费税、关税等，在税收收入中的占比远大于直接税。由于间接税通常将税负转嫁给终端消费者，对于同一商品的消费，不同收入群体承担的税负相同，因而低收入群体感知的税收压力重于高收入群体，在发挥税收对缩小贫富差距的调节作用上有所不足。增值税占比高，尽管有利于激励地方政府加大当地投资和生产，但税收带来的较高商品价格也会一定程度上抑制消费和服务业发展。理论上，虽然适当提高直接税占比有助于优化税收结构，但在居民收入预期较弱，房地产市场继续调整的过程中，要改革个人所得税、房地产税等国际主要的直接税税种并不容易。我们预计这种税收结构的改革可能推进会相对缓和，至少需要等待房地产市场和外部环境的确定性明显上升。在操作上，可能会继续完善相关税收的征管环节，减少偷税漏税行为。

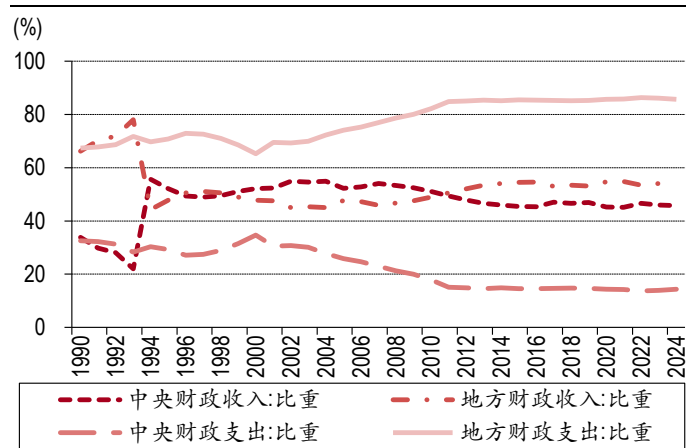
三是探索如何进一步补充地方政府财力，纾解地方政府资金压力。分税制改革以来，中央与地方长期存在事权与财权不匹配的问题，2021 年房地产开启调整周期后，地方财政资金压力加剧。2024 年，地方政府广义财政支出占全国总支出的 88%，地方财政支出高度依赖中央对地方的转移支付和地方债券融资。“十五五”期间，如何优化央地政府间财政事权和支出责任划分依然是财税体制改革需要探索的方向，特别是在地方卖地收入减少的情况下，能否通过税制改革合理划分中央和地方的税收收入，赋予地方更多的税收自主权，调动地方积极性。例如 2021 年 3 月，“十四五”规划目标纲要提出的消费税改革，要求调整消费税征收范围和税率，推进部分品目消费税征收环节后移并下划地方，这部分工作在“十四五”阶段进展偏慢，预计在“十五五”期间继续推进。将消费税收入从中央下划地方财政能拓宽地方财政收入来源，减少地方对中央转移支付的依赖，而征收环节后移有助于统一税收地和税源地，减轻生产企业负担，推动地方经济发展从扩大生产向扩大消费转型。同时，预计会加快制定国家资产负债表，推动国有资本管理和经营改革，盘活地方国有资产，扩大收入来源。

图表 39. 税收收入/GDP



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 40. 中央与地方财政收入与支出划分



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 41. 财政收入结构

	税收收入 (剔除社保基金) /GDP				2022 年各税收项目/整体税收收入 (剔除社保基金)					
	2023	2022	2021	2020	个人所得税	企业所得税	房产相关税收	增值税	消费税	其他税收
中国	14.0	13.5	14.7	14.9	8.3	23.4	8.4	38.1	9.4	12.4
美国	19.7	21.6	20.9	22.1	56.3	9.5	13.3	0.0	20.9	0.1
法国	29.6	31.0	30.5	29.5	31.4	9.2	12.0	24.3	14.3	9.0
德国	24.0	25.0	25.1	23.0	42.6	9.5	4.4	30.0	13.5	0.0
日本	21.2	21.2	20.8	15.6	30.6	22.3	12.8	24.6	9.4	0.3
韩国	21.5	23.8	22.2	15.5	27.6	22.6	16.0	20.6	9.9	3.4
OECD 国家平均	25.5	25.6	25.6	24.7	31.4	16.0	7.0	27.7	14.4	3.7

资料来源: 万得资讯, OECD, 中银国际研究 备注: 假设日本 2023 年税收收入/GDP 与 2022 年相同

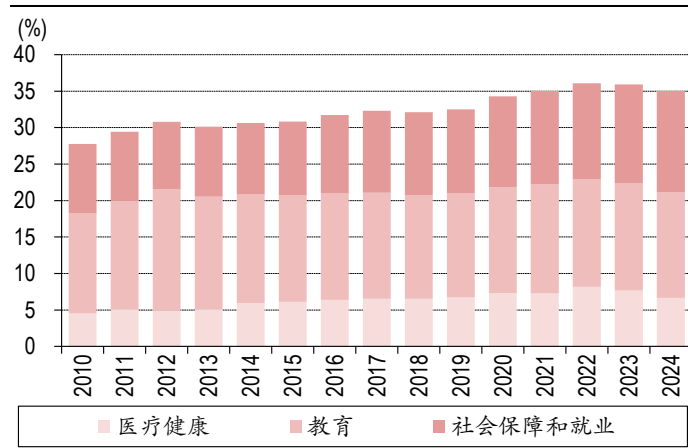
“以人为本”相适配的财政支出结构

财政支出结构逐步从基建支出向民生支出转移。根据财政部,“十四五”时期,财政民生投入总共近 100 万亿元,包括全国一般公共预算安排的教育支出 20.5 万亿元、社会保障和就业支出 19.6 万亿元、卫生健康支出 10.6 万亿元、住房保障支出 4 万亿元等。以教育、社会保障和就业、卫生健康三大核心民生领域计算,财政支出从 2021 年的 9.07 万亿增长 15.3%至 2024 年的 10.45 万亿元,年均复合增长率 4.85%;三大民生领域支出在整体一般公共预算支出中的占比从 2021 年的 36.8%提升 3.1 个百分点至 2025 年前八个月的 39.9%。

另一方面,财政支出对基建的支持力度渐缓,反映需求动力从投资驱动向消费驱动的趋势。“十四五”期间,财政安排地方政府专项债券共 19.4 万亿元,地方专项债券投向基础建设相关领域的资金占比从 2020 年的 64%下降到 2023 年的 55%,金额从 2020 年的约 2.3 万亿元略降至 2023 年的 2.2 万亿元,而投向房地产、金融稳定领域的专项债资金增加,投向棚改和旧改专项债资金从 2020 年的约 4,300 亿增加至 2023 年的约 4,800 亿元,同期支持中小银行发展的专项债资金从约 400 亿元增加至约 2,000 亿元。

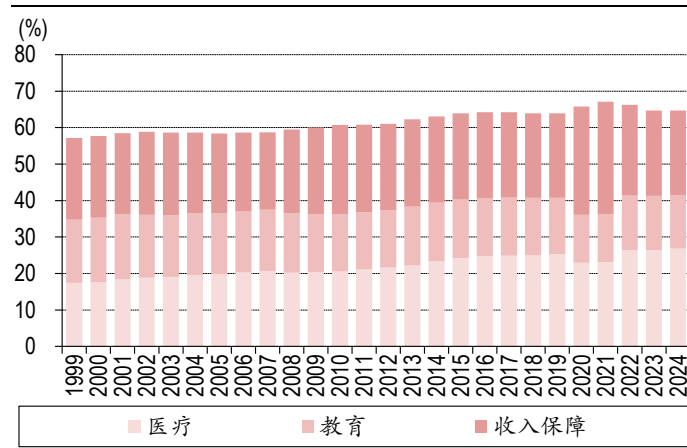
预计“十五五”期间,财政支出的重点将继续集中在改善医疗、教育、养老、就业、消费等社会民生以及鼓励科技创新方面。包括保障财政对社会保障的补贴力度,继续提高居民医保财政补助标准和居民退休金收入,保障就业补助资金支出力度,加大对低收入群体的转移支付,通过财政资金支持改善消费环境、保障性住房建设以及鼓励企业科技创新活动。

图表 42. 中国一般公共预算支出中三大民生支出占比



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 43. 美国政府支出中三大民生支出占比



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

强化底线思维，统筹发展与安全

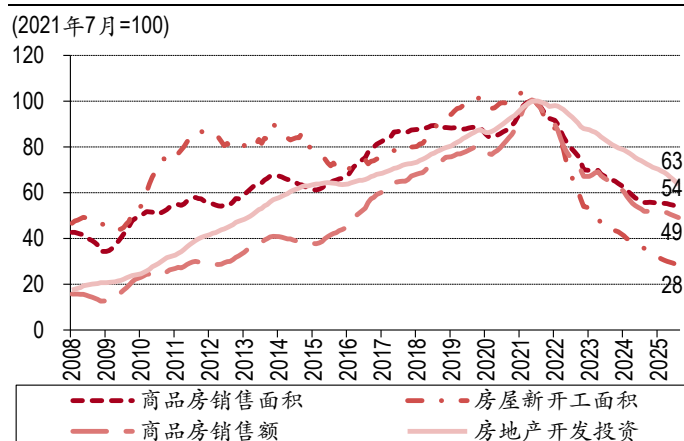
“十五五”期间，外部竞争挑战预计延续，同时面对继续保持经济稳定增长的需要，政策层面将更加强调底线思维，防范内外风险，统筹发展与安全。

外部风险主要体现为大国博弈竞争，国际保护主义和民粹主义兴起，需要结合新质生产力发展，提高产业链、供应链的自主可控程度，确保粮食、能源和供应链自主安全。

但同时，在内部依然需要通过改革与发展来保障社会民生稳定，防止发生系统性风险，特别是继续防范房地产、地方政府和金融风险。经历“十四五”后期大规模的地方政府隐性债务风险化解和中小金融机构风险化解后，目前主要压力仍集中在房地产市场调整压力。“十五五”期间如何实现房地产市场企稳，并在房地产市场新阶段中，挖掘地方财力的新来源依然是艰巨的任务和挑战。

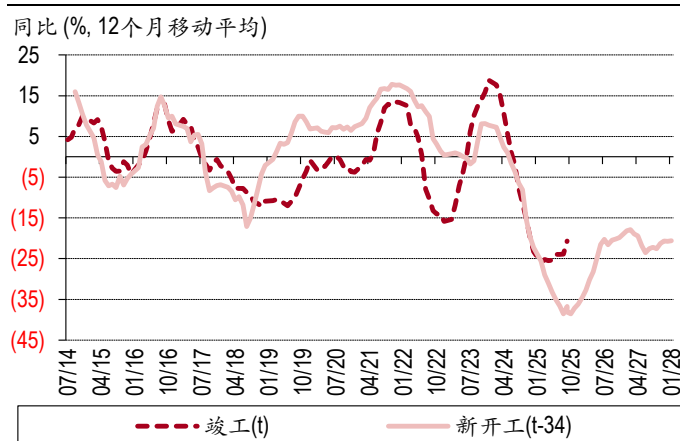
我们预计“十五五”前期，房地产投资仍将面临持续收缩压力，叠加外部风险挑战增多，我们预计政策层面将更加注防范金融市场风险，包括杠杆风险、资金空转风险、金融机构操作风险以及汇率波动风险。因此，我们预计“十五五”期间，货币政策仍将继续保持相对宽松的流动性环境以支持经济增长和物价回升，并通过结构性政策工具加大与科技创新和“以人为本”理念相关领域的政策支持，降低重点领域的融资成本。但货币政策必需兼顾防范金融风险，确保金融体系的稳健运行，我们预计政策制定者一是将加力避免商业银行净息差的进一步下滑；“十四五”时期，我国进入降息周期，银行净息差持续承压。截至 2025 年二季度，商业银行净息差降至 1.42%，远低于 1.8% 的警戒线，较 2020 年末的 2.1% 下降 68 个基点。这意味着未来利率调整需相对审慎，避免进一步压缩银行盈利能力。二是预计将注重保持人民币汇率的相对稳定，并继续扩大人民币的国际使用，推动人民币在跨境贸易结算中的使用，稳步推进人民币国际化。三是注重资本市场的稳定，继续通过稳股市机制和资本市场改革来支持科技创新和居民财产性收入的增长。

图表 44. 房地产市场较 2021 年 7 月高点深度调整



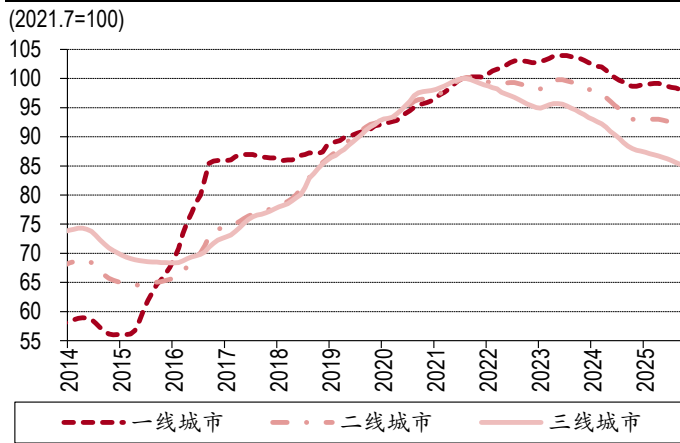
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 45. 新开工面积与竣工面积



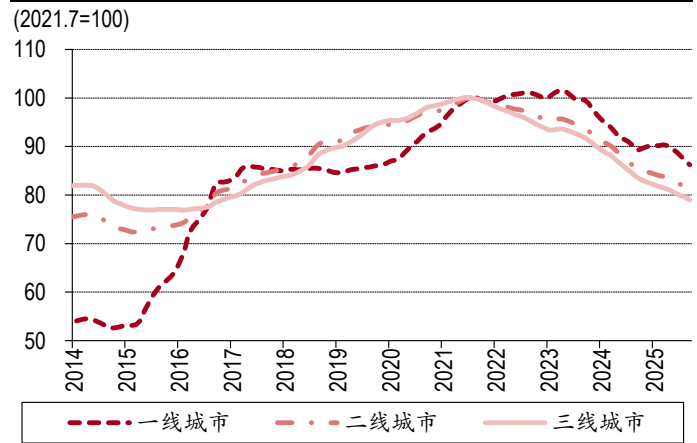
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 46. 不同线城市新房房价表现



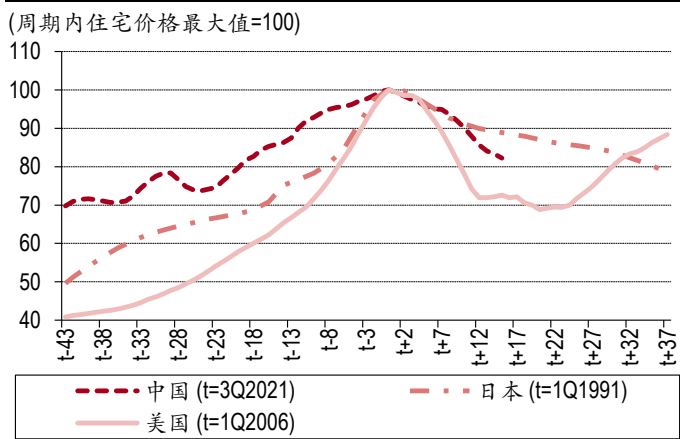
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 47. 不同线城市二手房房价表现



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

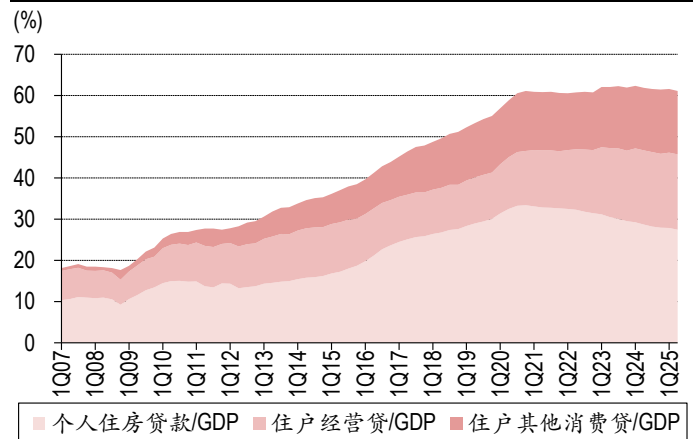
图表 48. 中、美、日名义住宅物业价格指数调整对照



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

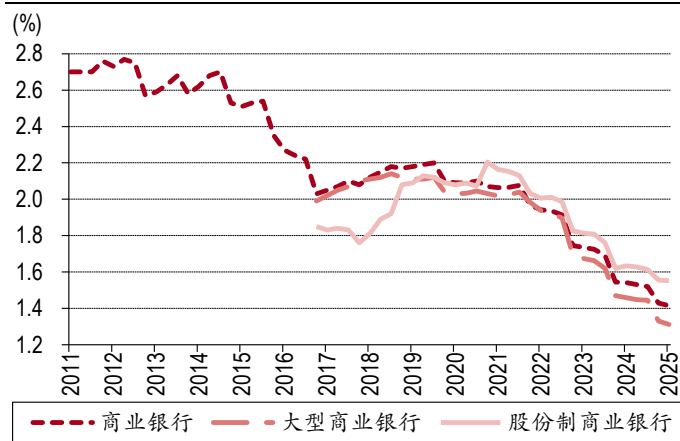
备注: 最高值时点为t, t+1 为t时点后一个季度

图表 49. 住户部门杠杆率



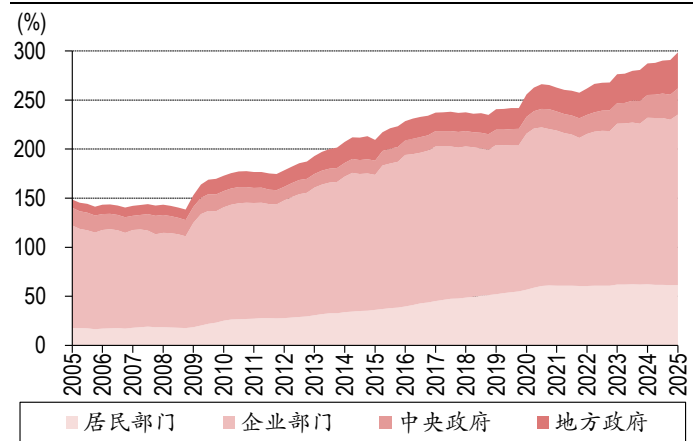
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 50. 银行净息差



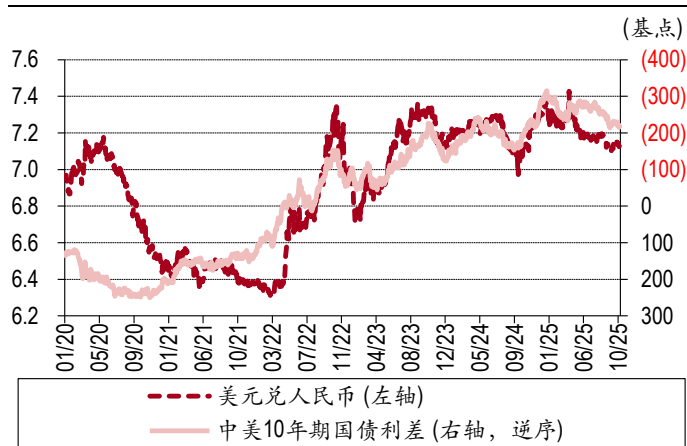
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究 备注: 2021 年为两年平均增速

图表 51. 宏观杠杆率

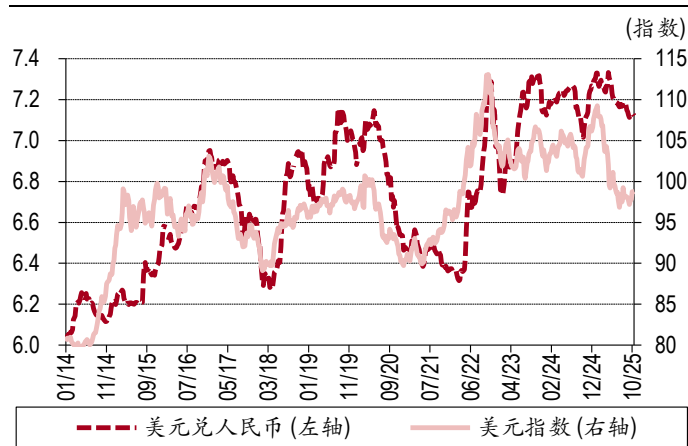


资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

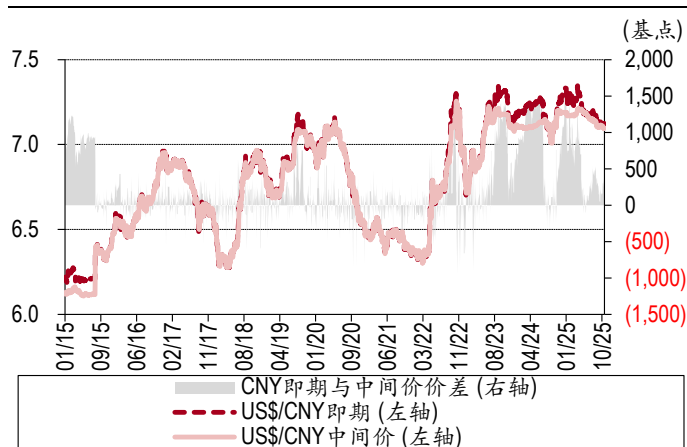
图表 52. 美元/人民币和中美 10 年期国债利差



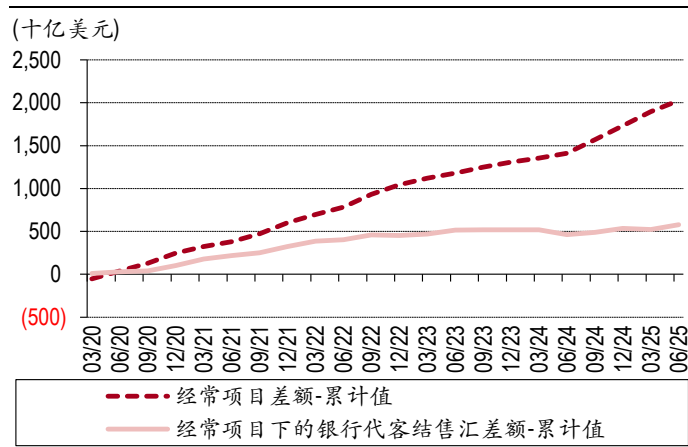
图表 53. 美元/人民币和美元指数



图表 54. 美元/人民币即期与中间价价差



图表 55. 经常项目差额和银行代客结售汇差额累计值



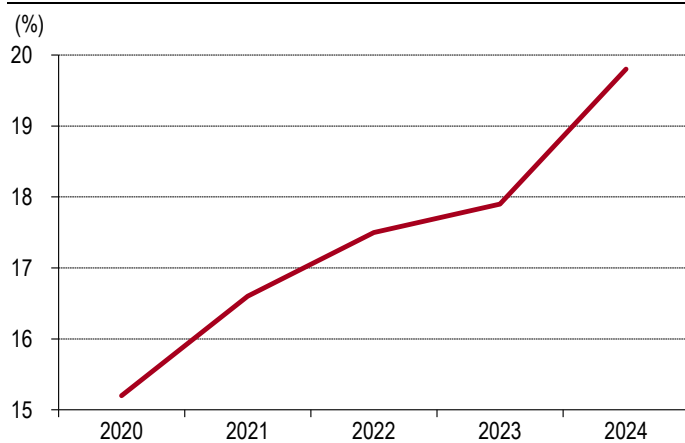
碳达峰目标下的绿色低碳转型

在“十四五”时期的20个经济社会发展主要指标中，有5项与绿色生态相关。2020-2024年期间，单位GDP能耗累计同比下降11.6%，预计能如期完成“十四五”下降13.5%的目标。地表水质量、空气质量和森林覆盖率三项指标预计也将在2025年完成。然而，2020-2024年期间，单位GDP二氧化碳排放累计降低7.8%，距离“十四五”下降18%的目标有较大差距。“十四五”时期，能源结构转型加快，风光发电量在全社会用电量的占比由2020年的9.7%提升到2024年的18.6%，年均提高超2个百分点；风电和光伏发电平均度电成本近10年来分别累计下降超60%和80%。截至2024年，我国非化石能源占一次能源消费比重达19.8%，较2020年提升4.6个百分点。

根据2021年发布的《2030年前碳达峰行动方案》，到2030年，非化石能源消费比重需达到25%左右，单位GDP二氧化碳排放需比2005年下降65%以上。2025年9月，习近平主席在联合国气候变化峰会上宣示中国2035年国家自主贡献，系统性构建了涵盖能源和产业转型、政策工具创新等多维度指标的行动纲领，包括到2035年，中国全经济范围温室气体净排放量比峰值下降7%-10%；非化石能源消费占能源消费比重达到30%以上；风电和太阳能发电总装机容量达到2020年的6倍以上；森林蓄积量达到240亿立方米以上；新能源汽车成为新销售车辆的主流；全国碳排放权交易市场覆盖主要高排放行业；气候适应型社会基本建成。

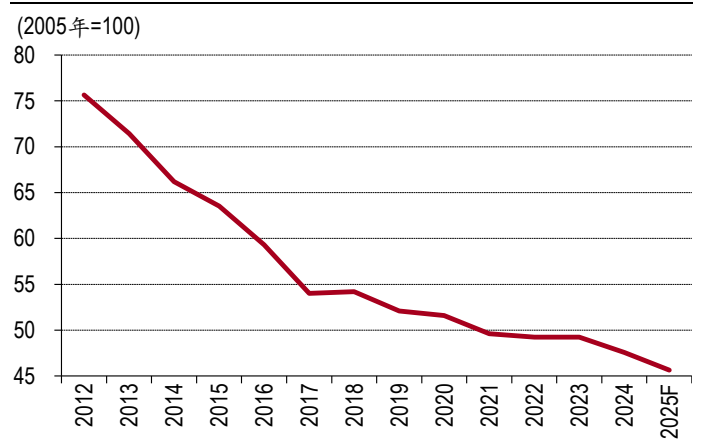
预计“十五五”规划将坚持对节能减排、绿色发展的要求，保持对清洁能源的投资力度，加快推动清洁能源替代，同时继续提升传统能源使用效率，如提高工业设备能效标准、加强废弃物循环利用；建立地方碳排放目标评价考核制度；完善全国碳排放权交易市场。虽然要完成“单位GDP二氧化碳排放需比2005年下降65%以上”的目标挑战艰巨，需要“十五五”期间单位GDP二氧化碳排放累积下降约23%，但我们认为在经历2021年的能源紧缺后，绿色低碳转型已经转向“先立后破”为特点的更为务实路径，绿色低碳转型从过去的能耗双控转向碳排放双控的新机制，对应“十五五”时期将实施以强度控制为主、总量控制为辅的碳排放双控制度，建立碳达峰碳中和综合评价考核制度，以如期实现碳达峰目标。因此虽然目标挑战艰巨，但预计不会重演2021年的能源紧缺挑战。

图表 56. 非化石能源消费占能源消费的比重



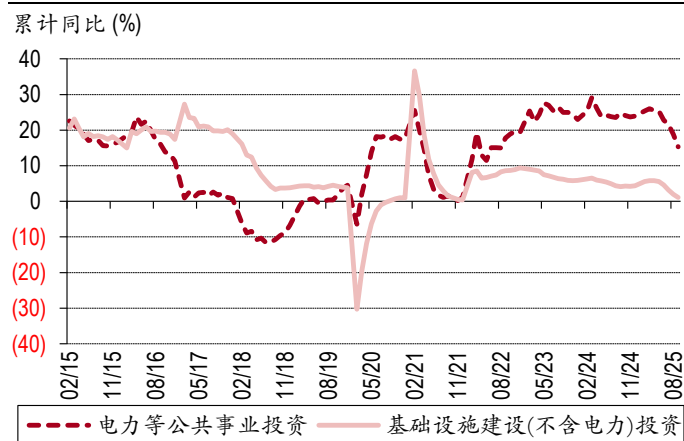
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 57. 单位 GDP 二氧化碳排放



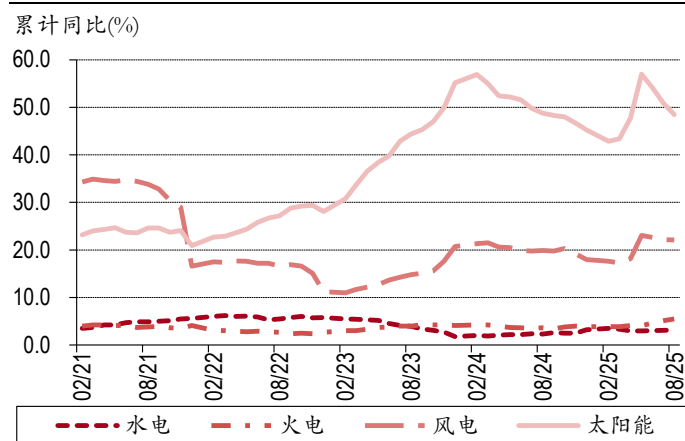
资料来源: 生态环境部, 中银国际研究

图表 58. 基础设施投资



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 59. “十四五”风电和太阳能发电装机驱动发电装机容量较快增长



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

声明及重要信息披露

本报告中所表述的所有观点均为该分析员对报告内所评论的证券或发行人的个人观点。此外，每一位分析员的薪酬在过去、现在及将来均不会与本报告中所表述的具体建议或观点存在直接或间接的关联。

因此，本报告涉及的发行人或其他第三方都没有提供或同意向分析员、中银国际研究有限公司和中银国际控股集团及其各自的子公司及联属公司（以下统称“中银国际集团”）提供与本报告有关的任何报酬或其他利益。分析员的报酬取决于中银国际集团的整体收入和利润，包括来自投资银行业务的收入。

中银国际集团的成员公司确认，不论是个人或共同，他们皆：

- (i) 未持有相等于或高于本报告内所评论的发行人的证券市场资本值合计总额的 1% 的财务权益；
- (ii) 不涉及为本报告所评论的有关发行人的证券进行庄家活动；
- (iii) 未有任何中银国际集团的雇员或与其有联系的个人担任本报告所评论的发行人的高级人员；
- (iv) 在过去十二个月内，未有经办或联席经办本报告所评论的发行人的公开发售活动；
- (v) 在过去十二个月内，未有向本报告所评论的发行人就提供投资银行服务收取或打算收取任何报酬或接受委托
- (vi) 在未来三个月内，未有就提供投资银行服务预期接受或打算向本报告所评论的发行人收取任何报酬。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段发出，已按照 2025 年 10 月 21 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行股份有限公司及其子公司（“中国银行集团”）在本报告可能潜在的利益。

中银国际评级定义：

买入：未来十二个月预期总绝对回报率（包括股息）> 10% 的股票
持有：未来十二个月预期总绝对回报率（包括股息）在 -10% 至 +10% 之间的股票
卖出：未来十二个月预期总绝对回报率（包括股息）< -10% 的股票

增持：预计该行业在未来十二个月内的表现将优于市场基准
中性：预计该行业在未来十二个月内的表现与市场基准一致
减持：预计该行业在未来十二个月内的表现将低于市场基准

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6000
传真:(852) 2147 9513

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

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 6000
传真:(852) 2147 9513

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(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦三十楼(049908)
电话:(65) 6671 8686/(65) 6671 8687

中银国际证券有限责任公司

中国上海市浦东
新区银城中路 200 号
中银大厦 2308 室
邮编 200120
电话:(8621) 6881 1163
传真:(8621) 6881 1295

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 2290

本研究报告由中银国际研究有限公司(BOCI Research Limited)(“中银国际研究”)(一家在香港注册成立,并受香港证券及期货事务监察委员会监管的公司)编制。本报告仅意在按保密基准向专业投资者、合格投资者及机构投资者客户发送,供一般流通之用,仅供参考。未经中银国际控股有限公司及其各自子公司和联属公司(统称为“中银国际集团”)的事先书面同意,不得出于任何目的而发表本报告或其内容或其任何副本,无论是整体还是部分,或不得直接或间接地对本报告或其内容或其任何副本进行修改、复制或向任何其他人士(包括报刊或媒体)进行再次分发或散播。本报告中使用或引用的所有商标、服务标记及徽标均为中银国际集团的一个或多个成员实益所有。

在某些司法管辖区分发本报告可能会受到当地法律法规的限制。本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况下,或导致中银国际研究或中银国际集团须要受制于任何地区、州、国家或其它司法管辖区的注册登记或牌照规定的情况下,向任何在该等地区、州、国家或其它司法管辖区的公民或居民或实体分发、发布、提供或供其使用。拥有本报告的人士必须知悉并遵守该等限制。

本报告中所列信息未考虑任何特定投资者的特定投资目标、财务状况或特别需求,不构成投资、法律、会计或税务建议,也不得被视为任何投资或战略是适当或适宜的声明。本报告中所包含的信息不构成出售要约或邀请的一部分,也不构成认购或购买任何证券或其他金融工具的劝诱或要约,且不得用于构成任何合同或承诺的基础,也不得单独加以依赖。中银国际集团未采取任何措施确保本报告中所述的证券适合于任何特定投资者,且中银国际集团不会因收件人收到本报告而将其视为客户。在做出任何投资决策之前及在确定任何证券或其他金融工具的适当性或评估相应的投资风险时,投资者应做出自身的独立判断,或应自行咨询独立的财务或投资顾问。

尽管本报告中所载的信息、意见及估计均来自或源于中银国际研究可靠的来源,除非法律或规则规定要求之外,中银国际集团及其各自的董事、高级人员、雇员或代理未有独立验证本报告中所包含的信息。中银国际研究不对所表达的信息、意见及估计的准确性及完整性作出保证,且该等信息、意见及估计可能反映了在中银国际研究发布本报告当日作出的判断,并可能基于一些无法证明其有效性的假设,且可能随时更改。相应地,除法律或规则规定必须承担的责任外,对于因使用本报告或本报告之内容或其他原因而导致的损失,中银国际集团无需承担任何责任(因疏忽或其他原因引起的)。因此,本报告所表达的信息、意见及估计是按“基于现状”的原则提供,对于该等信息、意见及估计的公允性、准确性或完整性不作任何明示或暗示的声明或保证。此外,中银国际集团可能曾发布其他与本报告中所述结论或意见不一致或得出不同结论或意见的报告。为免生疑问,本报告中所表达的观点并不一定代表中银国际集团的立场。所发表的每份报告反映了撰写该报告的分析员采用的不同假设、分析方法及观点。

过去的表现不应视作未来表现的指示或保证,且不能代表或对于未来表现作出任何明示或暗示的声明或保证。任何证券或金融工具的价格、价值及收益均可能出现上升或下跌,且可能无法立即实现。此外,获得有关该等投资的价值及所面临的风险的可靠信息也存在困难。

本报告可能附载其它网站的地址或超链接。对于本报告可能涉及到超出中银国际集团网站的范围的地址或超链接,中银国际集团未有审查该等网页,且不会为其内容承担任何责任。提供该等地址或超链接(包括中银国际集团网站的地址或超链接)仅为阁下便利和参考,且所链接网站的内容不会以任何方式构成本报告的任何部分。在访问该等网站时,阁下须承担浏览这些网站的风险。

对于评级机构(包括穆迪、标普或惠誉)在评估发行人信誉度时所采用的评级定义、方法及如何确定评级,投资者应咨询相应的评级机构。评级机构可经临时通知而变更其评级。评级的改变可能影响发行在外的证券的价格。投资于以非本地货币计价的固定收益金融工具(比如债券)的投资者应知悉汇率变动风险,汇率变动风险可能导致本金损失,且该等固定收益金融工具的二级市场可能不存在。

在法律法规所允许的范围内,中银国际集团的一个或多个成员可能参与或投资于本报告中所述的证券相关的融资交易,为该发行人提供服务或从该发行人处延揽业务,及/或对该发行人相应证券或其他金融工具持仓或开展相关交易。在法律法规所允许的范围内,中银国际集团的一个或多个成员可能在报告发表之前根据本报告中列出的信息或意见或本报告所基于的研究或分析行动,或加以使用该等信息或意见。在法律法规所允许的范围内,中银国际集团的一个或多个成员及撰写本报告的分析员(分别简称为“分析员”,并统称为“各分析员”)可能在本报告中所列的任何或所有公司(分别简称为“列名发行人”,并统称为“各列名发行人”)享有财务权益或与之存在业务关系。更多信息请参见上文分析员声明及重要信息披露。

本报告在香港由中银国际研究及中银国际证券有限公司(BOCI Securities Limited)发送;在新加坡由中银国际(新加坡)有限公司(BOCI International (Singapore) Pte Ltd.,“中银国际新加坡”)发送;在美国由 BOC International (USA) Inc. (“中银国际美国”)发送;在英国由 Bank of China International (UK) Limited (“中银国际英国”)发送。

在没有影响上述免责声明的情况下,如果阁下是根据新加坡《金融顾问法》(第 110 章)(Financial Advisers Act (Cap 110) of Singapore)(简称“FAA”)之《金融顾问条例》(Financial Advisers Regulations)(简称“FAR”)之条例 2 定义下的“合格投资者”或“专业投资人”,中银国际新加坡仍将:(1)因为 FAR 之条例 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础;(2)因为 FAR 之条例 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益,或其联系人或关联人士之利益。本报告的收件人如有任何疑问请联系中银国际新加坡。

中银国际研究并非美国的注册经纪商-交易商。在中银国际研究在美国分发本报告时,本报告仅可提供给依据 1934 年《美国证券交易法》(经修订)(U. S. Securities Exchange Act of 1934, as amended)(“证券交易法”)规则 15a-6 号规则界定的获得豁免的“美国大型机构投资者”。本报告涉及任何证券并未获得美国联邦或州、非美国证券委员会或监管机构的注册、推荐或批准,证券委员会或监管机构也并未对本报告的准确性及恰当性做出判断。本报告涉及任何证券目前尚未且预期不会按 1933 年《证券法》(经修订)(U. S. Securities Act of 1933, as amended)、任何其他证券法或其他美国以外地区法律注册。中银国际集团不会就本报告涉及任何证券的销售、转售、质押或转让进行有关第 144A 条细则或其他豁免的有效性进行说明。任何收到本报告且基于本报告中所提供的信息,有意开展交易购买或出售相应证券或相关金融工具的美国人士(见美国证券法或《1986 年美国国内税收法典》(U. S. Internal Revenue Code of 1986)之定义)仅应直接向中银国际美国提出,且该等交易仅可独家通过中银国际美国开展。无论在任何情况下,收到本报告且构成美国人士的人士均不得通过,除中银国际美国之外,中银国际研究、中银国际证券或中银国际集团的任何子公司或联属公司开展购买或出售相应证券或相关金融工具的交易。

在英国,依据《2000 年金融服务与市场法》(Financial Services and Markets Act 2000)(“金融服务与市场法”)第 21 条,本报告不构成招募说明书,且未获得批准。本报告仅可依据《2000 年金融服务与市场法》(金融推广)2005 年指令(Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005)之规定向位于英国境内的人士发送,具体是合格交易对手及专业客户(包含选择性专业客户)。向任何其他人士发送本报告的行为不得违反金融服务与市场法及英国其他适用的法律法规。本报告中所述的位于英国、来自英国或涉及英国的证券均须遵守金融服务与市场法的适用条款。

2025© 版权所有 中银国际研究有限公司、中银国际控股有限公司及其子公司和联属公司。