

宏观经济专题研究

“十五五”的三条经济线索

核心观点

2035年远景目标“三步走”格局下，“十五五”是我国经济从“量增”向“质变”突围的关键阶段。“十四五”期间，我国经济复合年化增速达5.4%，客观上为缓和“十五五”增长压力，推动改革腾挪出空间。

与此同时，达到“中等发达国家水平”的目标，要求我国未来增长模式由单一GDP驱动转向“实际GDP+通胀+汇率”的三元驱动。其资产配置意义在于，通胀和汇率有望推动“股强于债”格局的形成，而新动能市场化价值的逐步兑现，盈利有望接棒估值对价格形成持续支撑。

由此，不难引出“十五五”时期经济增长的三条线索。

线索一：以新质生产力推动结构转型

培育新质生产力，推动经济结构转型升级将是“十五五”规划的中心目标。未来我国加快构建“传统升级—新兴壮大—未来培育”梯度格局：传统产业智能化、数字化与绿色化改造；新能源车、光伏等“新三样”打造世界级集群；未来产业持续研发攻关。

此外，新质生产力并不简单等同于“硬”科技和实物生产部门。“十五五”期间，培育新型服务业将成为工作重心。一方面，服务业是新质生产力落地的关键结合点。另一方面，技术研发和配套的生产性服务业也是新质生产力进步的基础。

从更现实的角度看，未来国内大循环为主的格局下，实物需求扩张趋缓，政策重心将从“投资于物”向“投资于人”倾斜，必然要求一个更具纵深的服务业市场。

线索二：“反内卷”治理供需失衡

在新质生产力加速推进的同时，我国供需出现结构性、局部性失衡的苗头。造成这种局面的一个重要原因，是新质生产力成为“标杆”后，在部分地区“一哄而上”，少数产能跨前、重复布局。

“反内卷”政策需兼顾短期与长期。短期可通过限产等手段对重点行业进行“示范性”干预，以期取得快速成效；但长期有赖于建立长效机制，“有为政府”的“有所不为”尤其关键。这有赖于以系统性改革，重塑地方政府的激励约束机制，“十五五”规划正好提供了一个重要的改革契机和窗口。

线索三：要素市场化改革筑牢根基

要素市场化改革旨在建立“有效市场”，提升资源配置效率，是培育新质生产力与“反内卷”的根本。

当前我国要素市场存在“双轨制”分割等堵点，部分要素定价、流通不畅。要素市场化改革不仅有助于优化供给，更重要在于释放需求。在“外需”和“投资”后，“农业转移人口市民化”有望成为下一轮增长的基础性逻辑，但潜能背后是典型的“人地钱”难题，亟需通过要素市场化改革释放。

风险提示：海外政策的不确定性。

经济研究·宏观专题

证券分析师：田地

0755-81982035

tianti2@guosen.com.cn

S0980524090003

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

证券分析师：李智能

0755-22940456

lizn@guosen.com.cn

S0980516060001

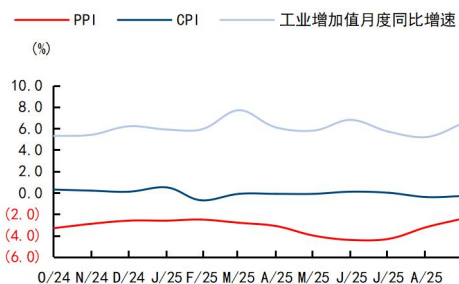
联系人：王奕群

wangyiqun1@guosen.com.cn

基础数据

固定资产投资累计同比	-0.50
社零总额当月同比	3.00
出口当月同比	8.30
M2	8.40

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济专题研究-贸易冲突再起，资产价格如何演绎？》——2025-10-11
- 《宏观经济专题研究-小商品、大市场：义乌外贸启示录》——2025-10-10
- 《宏观经济专题研究-收入分配与政府支出结构如何催生通缩压力？》——2025-10-10
- 《水牛还是价格修复？》——2025-09-25
- 《大象转身——房地产视角下的宏观经济》——2025-09-05

内容目录

单一增长迈向多元驱动	4
线索一：新质生产力	5
线索二：“反内卷”	7
线索三：要素市场化改革	8
风险提示	11

图表目录

图1：“十五五”经济的三条线索	4
图2：新质生产力概念的形成脉络	5
图3：从出口比较优势透视产业结构未来变化方向	6
图4：服务业成为近年吸纳就业的主力	6
图5：我国服务业就业比重仍偏低	6
图6：“低效产能”四象限图	7
图7：我国产能周期已经处于相对底部	8
图8：我国 PPI 明年可能转正	8
图9：我国城镇化率的两个视角	9
图10：农业转移人口平均收入在城镇居民的位置	9

单一增长迈向多元驱动

理解“十五五”的历史定位，需要置于 2035 远景目标的图景下来思考。

如果按照“三步走”模式，“十四五”时期量是重点，“十五五”时期质更为关键。在此基础上，“十六五”是拾漏补缺，完成目标的“最后一跃”。因此，某种意义上，如果“十四五”是基数，那么“十五五”则是乘数。

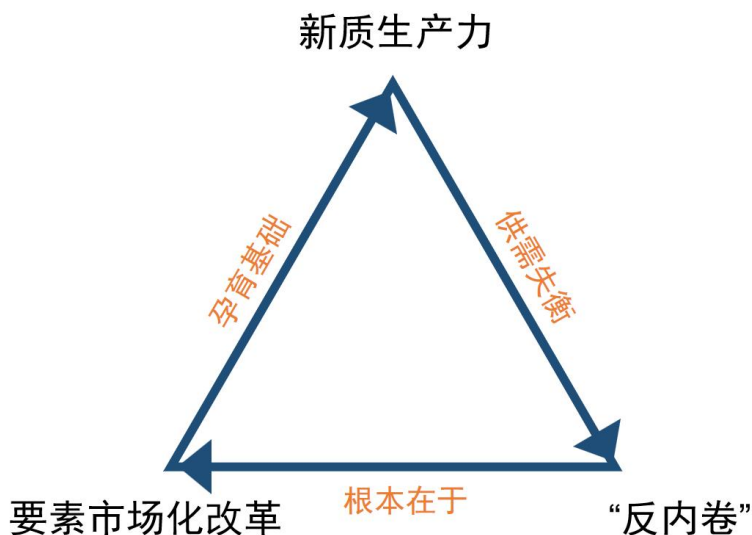
客观上，“十四五”时期的艰苦努力已经为 2035 远景目标奠定了良好的数量基础。按不变价计，我国经济体量扩张超三成，复合年化增速有望达到 5.4%。有了这一基础，“十五五”时期，我国经济增长的诉求将有所缓和，为改革腾挪出空间。

经济“质变”，并非只是中国人民的美好意愿，而是有其历史必然性。从外部看，技术变革方兴未艾，全球经贸格局加速重构；从自身看，从改革开放后的“市场”红利，到加入 WTO 后的“外需”导向，亦或近十余年的“投资”拉动，我国传统增长模式进入瓶颈，“十五五”时期是我国经济从“量增”向“质变”突围，兑现持续增长的关键节点。

最后，我们建议辩证地看待 2035 年远景目标《说明》中对于“翻一番”的表述。在《建议》的正式稿中，对于经济目标的最终定调是更具弹性的“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”。参考主要国际组织如 IMF、世界银行等机构对于国家发展程度的划分，通常更加强调“美元现价”计价的人均产出。

换言之，未来我国的增长目标，并不是简单关注不变价 GDP，而有望转为更加综合的“实际 GDP/GNI+通胀+汇率”的三元驱动。其资产配置意义在于，通胀和汇率有望推动“股强于债”格局的形成，而新动能市场化价值的逐步兑现，盈利有望接棒估值对价格形成持续支撑。

图1：“十五五”经济的三条线索



资料来源：国信证券经济研究所绘制

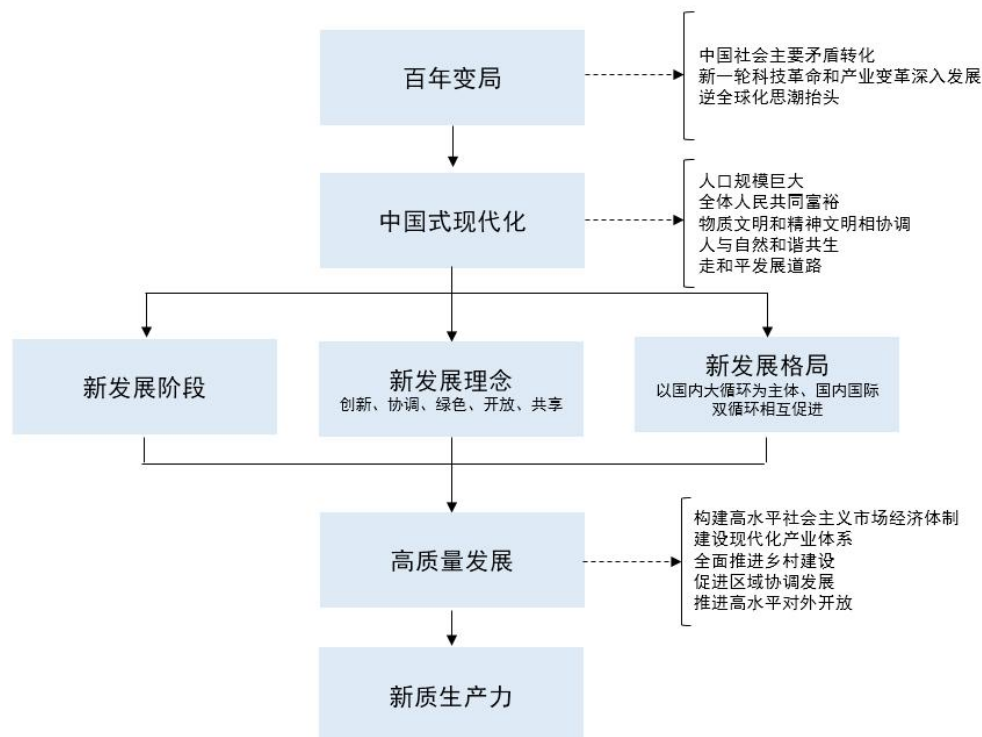
这一背景下，沿着党的二十大以来的重要文件精神，不难引出“十五五”计划中我国宏观经济发展的三条线索，即：发展新质生产力、“反内卷”和要素市场化改革。三者相辅相成，构成了我国经济成功转型的逻辑闭环。

线索一：新质生产力

培育新质生产力，推动经济结构转型升级将是“十五五”规划的中心目标。追根溯源，“新质生产力”是习近平总书记于2023年7月在四川考察时首次提出的原创性概念。其核心在于“全要素生产率大幅提升”，本质是“先进生产力”。

如前所述，发展新质生产力是党中央对于百年未有之大变局加速演变的背景下，结合我国发展的实际，做出的重要战略部署，与“十四五”规划、党的二十大及二十届三中全会精神一脉相承。

图2：新质生产力概念的形成脉络



资料来源：中国政府网，中国人大网，新华社，国信证券经济研究所整理

在“十四五”奠定的良好基础上，我国经济正站在从“量增”迈向“质变”的关键拐点。“十五五”期间，新质生产力是推动经济结构转型，实现高质量发展的主要抓手。习近平总书记近期在部分地区的“十五五”经济社会发展座谈会上强调，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。

未来五年，我国将继续打造“传统升级—新兴壮大—未来培育”的梯度发展格局：一是传统产业智能化改造全链条赋能，加快传统企业数字化和绿色化转型。

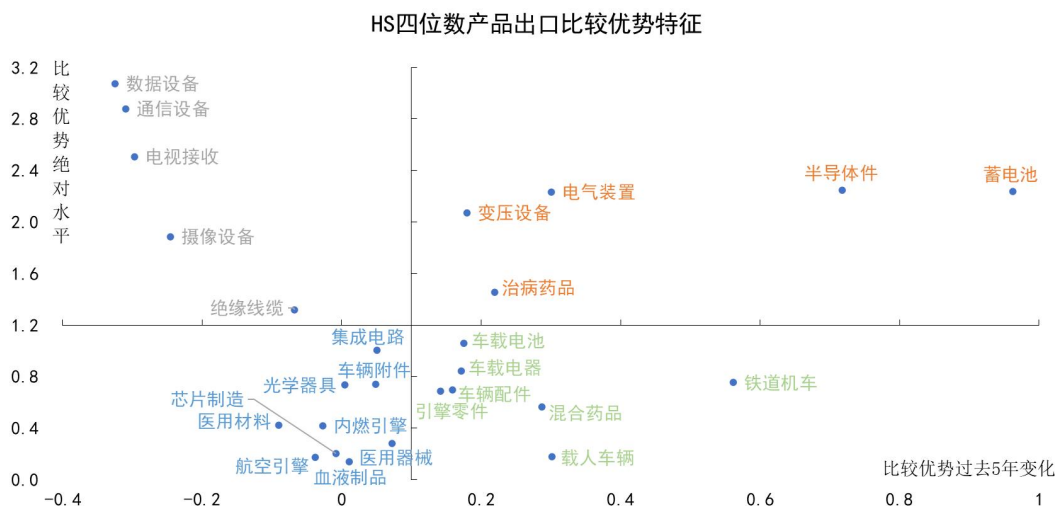
二是战略性新兴产业集群发展。巩固优势领域，在新能源汽车、光伏、储能等“新三样”领域，打造世界级产业集群。培育新赛道，布局人形机器人、工业元宇宙、低空经济等新兴产业。

三是未来产业前瞻布局。在量子计算、可控核聚变、合成生物学等领域持续攻关。

从我国产品出口比较优势的四象限图来看，我国在部分高端制造业构建了较强的

比较优势（如电气装置、半导体件等）或取得了较为显著的进展（如铁道机车、车载电池等），但仍有相当品类存在较大的提升空间，其中大部分为“新质生产力”所需重点攻关的领域，如芯片制造、集成电路、航空引擎等。

图3：从出口比较优势透视产业结构未来变化方向

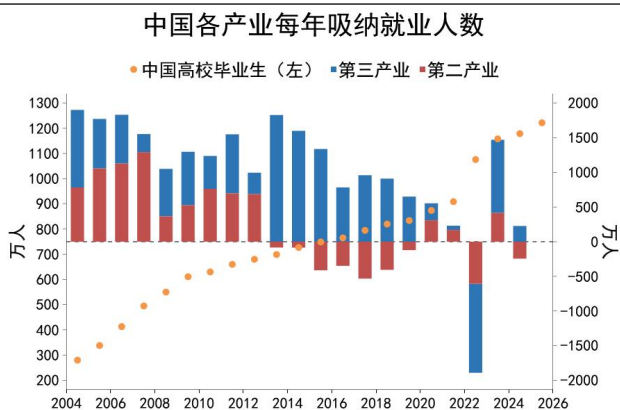


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

要特别提示的是，新质生产力并不简单等同于“硬”科技和实物生产部门。“软硬结合”本身即是新一轮技术革命的显著特征，两者不可偏废。

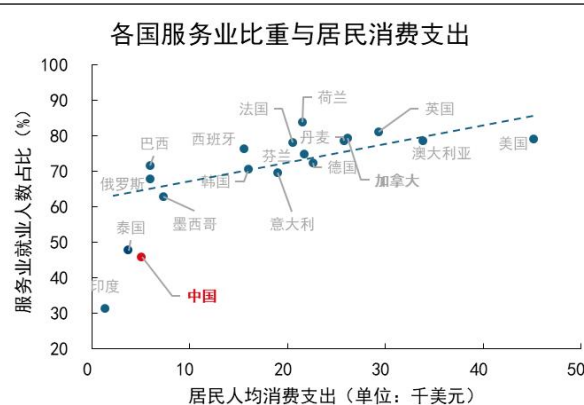
因此，“十五五”期间，大力培育新型服务业将成为工作重心。一方面，服务业是新质生产力落地的关键结合点和重要抓手。如人工智能和大数据的飞速发展，推动了智慧医疗、在线教育、数字文旅等新型服务业态的出现与发展。另一方面，技术研发和与之配套的广泛的生产性服务业也是新质生产力进步的根本。

图4：服务业成为近年吸纳就业的主力



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

图5：我国服务业就业比重仍偏低



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从更现实的角度看，制造业的自动化和智能化迭代，也意味着新型服务业在我国的现实意义与日俱增：

一是随着制造业从劳动密集型转向技术密集型，大量岗位将被迭代出局，制造业的“无就业增长”甚至“负就业增长”成为常态。

二是与美日等发达国家比较，我国服务业占比显著偏低，即使考虑到居民消费结构依然低于世界主流水平，与我国出口导向和工业立国的发展思路有较强联系。

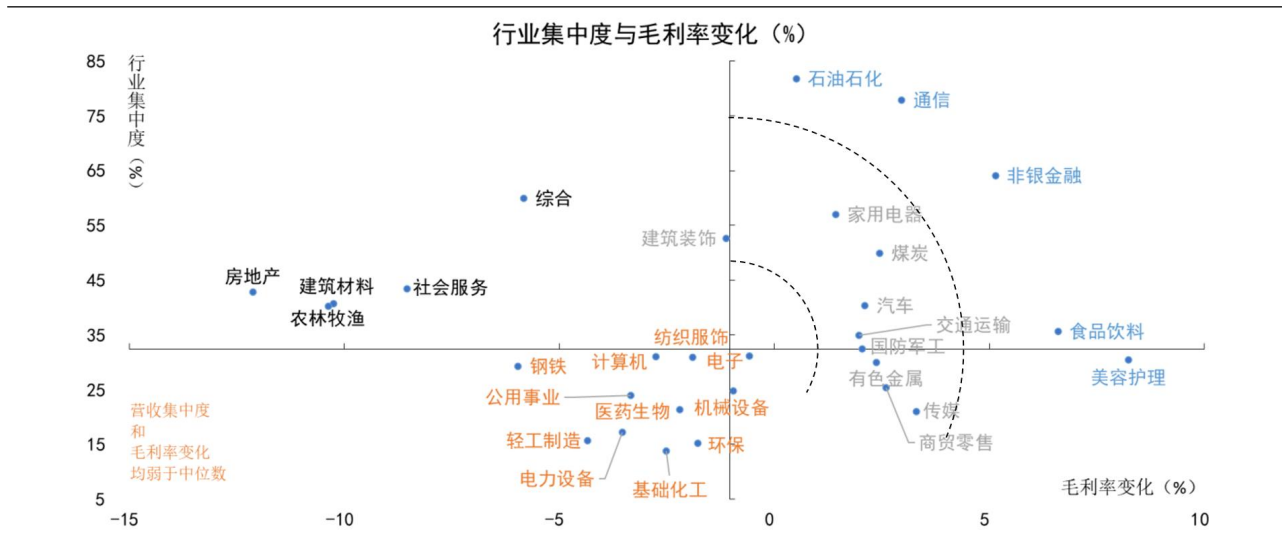
三是未来以国内大循环为主的格局下，实物产能扩张趋缓，政策重心将从“投资于物”向“投资于人”倾斜，必然要求一个更具纵深的服务业市场。

线索二：“反内卷”

在新质生产力加速推进的同时，我国供需出现结构性、局部性失衡的苗头。相较于十年前供给侧结构性改革 1.0 时期，一个新特征是：失衡产业开始在新经济、新动能领域涌现。

造成这种局面的一个重要原因，是新质生产力成为“标杆”后，在部分地区“一哄而上”，少数产能跨前、重复布局，局部供需均衡被破坏，被迫进入“内卷式”价格竞争。在这些领域中，企业生产越多可能带来的营收利润越少，生产与效益成为“反指”。这与发展经济、培育新动能的初心相悖，客观上也不利于培育新质生产力。因此，需要对不当产能布局和恶行价格竞争进行纠偏。

图6：“低效产能”四象限图



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

今年7月中财委会议提出“依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”以来，市场高度关注“反内卷”。大家的疑惑主要集中在两个方面，“反内卷”的抓手是什么，以及政策层面如何评估“反内卷”的实施效果。

不妨从“短”和“长”两个视角加以理解。在当前失衡行业新老交织、所有制多元的新局面下，“反内卷”难以也不应一蹴而就，需要从短期和中长期两个维度加以系统性治理。

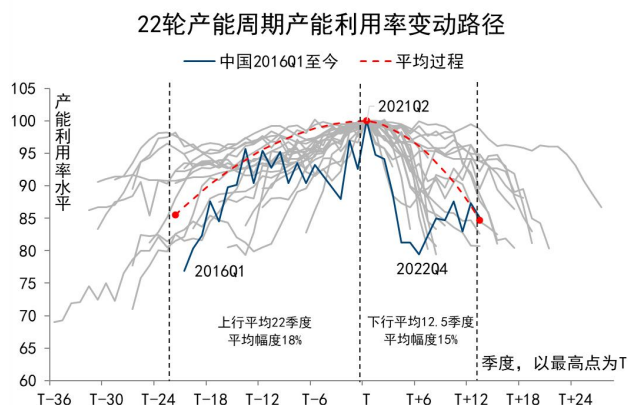
从短期看，固然可以沿用首轮供给侧结构性改革的思路，亦或通过价格手段在当前无序竞争较为突出的重点行业进行“示范性”干预，以期快速取得成效，但“行政式”对“行政式”的纠偏，可能不仅面临一定的社会成本，且形成内卷式竞争的根本原因或许难以解决。

在基准情形下，假设未来PPI环比持续延续8-9月不低于0%的水平，我国PPI有望在明年转正。然而，失去低基数支撑的2027年才是真正的检验。

因此，我们认为，建立“反内卷”长效机制更为关键，其核心在于“有效市场+有为政府”，特别是“有为政府”。“有为”的关键在于“有所不为”。仅就“反

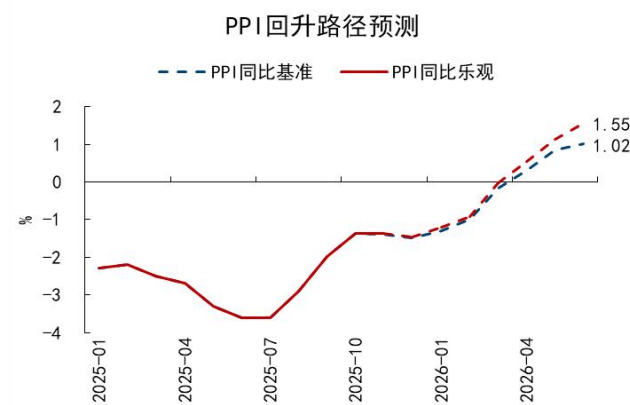
内卷”而言，一方面，需要破除“投资冲动”、地方“保护主义”与违规“招商引资”，真正将需求作为生产和投资的指挥棒；另一方面，又需要政策加大“需求拉动”，从供需两端同时发力化解错配。

图7：我国产能周期已经处于相对底部



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：我国 PPI 明年可能转正



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

这首先需要以系统性改革为牵引，重塑地方政府的激励约束机制。如果地方生产法 GDP 为主的考核导向不变，在贯彻执行中央决策精神时难免动作变形，“十五五”规划正好提供了一个重要的改革契机和窗口。只有当市场化定价形成的合理价格水平和企业利润的落地显效，才能成为推动我国经济从单一生产法 GDP 考核，迈向“实际 GDP+通胀+汇率”三元驱动的起点。

线索三：要素市场化改革

前述“有为政府”，仅聚焦狭义的“反内卷”语境。然而，从广义的视角看，“有为政府”是“有效市场”基础，两者共同勾勒的，是要素市场化改革的大幕。

要素市场化改革，本质上是要形成统一大市场，解决资源配置效率低下的问题。这是实现“十五五”目标，培育新质生产力和“反内卷”的根本。

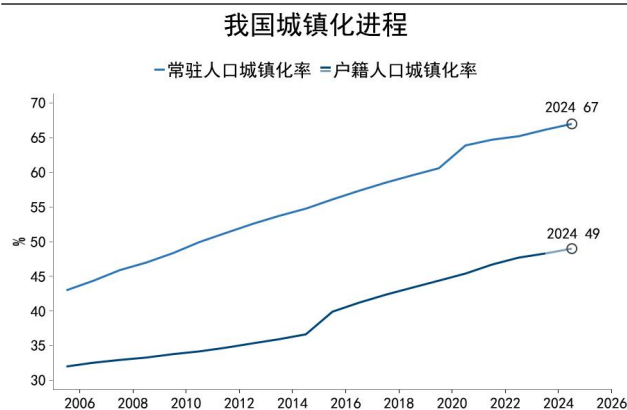
改革开放数十年的飞速发展后，我国“家底日厚”。要素短缺已不再是主要掣肘，纠正错配可能更加关键。当前，我国商品市场已大体实现市场化定价，但要素市场仍存在一些“双轨制”分割。

要素市场化改革不仅有助于优化供给，更重要在于释放需求。以市场较为关注的“扩需求”政策为例，实践证明单一的刺激手段效果有限。无外乎三个原因：一是居民难以根据偶得收入改变支出习惯；二是商品消费存在“透支效应”；三是“由奢入俭难”，财政面临持续加码的预期和压力，但效用递减。

“扩需求”无法绕开如何提高居民收入的关键命题。在“外需”和“投资”后，市场急切寻找的下一个基础性拉动逻辑，也许是“农业转移人口市民化”。当前，我国常住人口城镇化率已接近 70% 的较高水平，但与此同时，户籍人口城镇化率仍不到 50%，在城市谋生的未转化人口约 2.5 亿人。这部分人口一旦转入城市户籍，不仅会得到更多的转移支付和社会保障，也将释放其农村承包土地，有效提升实际耕作人口的收入基础。

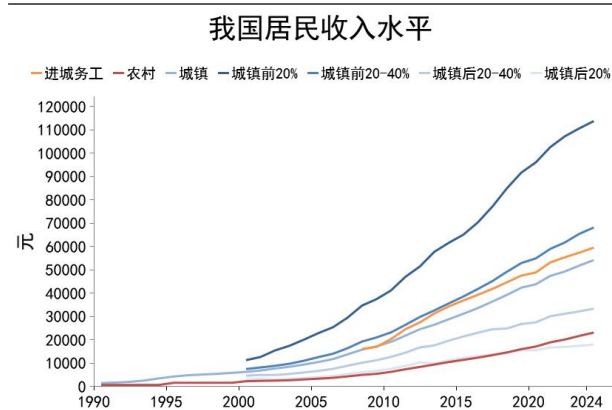
这些潜力背后，是典型的“人地钱”难题。在未来“投资于人”的政策导向下，要素市场化改革的核心目标，正是通过建立统一的产权制度、价格形成机制与交易规则，让土地、人力、资本、技术、数据等要素在统一大市场中自由流动。

图9：我国城镇化率的两个视角



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

图10：农业转移人口平均收入在城镇居民的位置



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

一是**市场扩容**，从“存量争夺”到“增量创造”。统一大市场将地方保护主义下的“碎片化市场”整合为覆盖14亿人口的超大规模市场，为企业突破需求壁垒提供空间。企业无需在本地有限需求中“内卷”，可依托全国市场拓展业务边界；同时，不同区域的消费分层（如一线城市对高端产品的需求、中西部对高性价比产品的偏好），倒逼企业脱离低价同质化竞争，转向基于需求差异的精准定位，实现从“拼价格”到“拼差异”的转型。

二是**规则重塑**，以“制度刚性”遏制恶性竞争。二十届中财委第六次会议明确了统一大市场的重点方向，即“五统一、一开放”。值得注意的是，以往的提法“五统一、一破除”中“破除地方保护和市场分割”已不再单独出现，而是嵌入到“五统一、一开放”的每一个环节。

三是**生态优化**，以“协同治理”引导良性竞争。统一大市场通过“政府-企业-制度”的协同，构建良性竞争生态。9月16日的《求是》杂志《纵深推进全国统一大市场建设》一文明确了**六大发力点**：

第一，着力整治企业低价无序竞争乱象。

第二，着力整治政府采购招标乱象。

第三，着力整治地方招商引资乱象。

第四，着力推动内外贸一体化发展。

第五，着力补齐法规制度短板。

第六，着力纠治政绩观偏差。

其中第二、第三和第六条均锚定地方政府，在过去“晋升锦标赛”机制下，地方政府通过各种补贴进行招商引资，引发税收“逐底竞争”，导致较强的地方保护和要素流动不畅，这也是后续要素市场化改革的焦点之一。

今年9月，全国部分地区要素市场化改革试点方案落地，明确北京城市副中心、苏南重点城市、杭甬温、合肥都市圈、福厦泉、郑州市、长株潭、粤港澳大湾区内地九市、重庆市、成都市等10个地区为试点，重点针对“六大要素”统一全国标准、破除地方藩篱。

从具体内容来看，这些地区的方案都从技术、土地、人力、数据、资本、资源环境“六个要素”，以及要素协同出发，后续在总结试点经验的基础上，将会逐渐

在全国铺开。

表1: 十大地区试点方案梳理

要素	目标	具体措施
技术要素	激活创新势能，打通转化链条	扩大“职务科技成果赋权”试点； 推动“技术+资本”融合，鼓励科技型企业上市融资； 优化科研经费管理。
土地要素	集约高效配置，打破城乡壁垒	创新供地方式，全面推行工业用地“标准地”出让； 盘活存量资源； 推进集体用地入市。
人力资源	畅通流动渠道，强化人才激励	深化户籍改革； 扩大人才开放； 优化薪酬机制。
数据要素	建立流通规则，安全与发展并重	推进公共数据开放； 完善交易体系； 强化安全保护。
资本要素	服务实体经济，创新金融供给	增加普惠金融供给； 完善多层次资本市场； 深化绿色金融。
资源环境要素	构建绿色市场，推动价值实现	完善能源交易机制； 健全生态产品价值机制； 强化绿色激励。
要素协同	聚焦新业态，提升配置效率	明确“要素跟着新质生产力走”； 完善按要素分配机制； 推进区域协同。

资料来源：人民政府网、国信证券经济研究所整理

风险提示

海外政策的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032