



宏观研究

【粤开宏观】“十五五”时期中国面临的机遇、挑战与改革方向

2025 年 08 月 24 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】上半年中国经济复盘及 6 月数据的两组“预期差”》2025-07-15

《【粤开宏观】未雨绸缪：下半年中国经济形势展望及建议》2025-07-13

《【粤开宏观】破解中美消费迷思：从统计核算到实物量的全面比较（2025）》2025-06-24

《【粤开宏观】关于科创板改革的学习理解：三重意义，四大亮点》2025-06-19

《【粤开宏观】消费要有“钱”亦有“闲”：优化假期制度的必要性与建议》2025-06-18

摘要

一、“十五五”时期的国内外形势

“十五五”时期，全球经济运行逻辑将从效率转向安全，产生经济运行效率下降、利率水平处于高位、政府债务危机风险加大等三大经济后果。这种运行逻辑的变化对中国从供需两端产生重大冲击：从需求端看，全球经济下行叠加关税战冲击导致中国的外需下降，影响经济增长和就业稳定；从供给端看，供应链重构尤其是美对中国高科技产品限制出口，导致中国部分产业链短期供给受到冲击。

从中国自身的发展阶段看，我国从高速增长转向高质量发展阶段、从供给短缺进入到需求不足阶段。需求不足仍是“十五五”期间要集中解决的问题，提振消费仍是“十五五”期间的重大课题。需求不足又主要源于二十年来长期支撑中国经济发展的出口、房地产两大需求同时走弱，与此同时服务业发展相对缓慢，对于经济增长和吸纳就业都产生了较大的影响。新的经济增长点如人工智能、数字经济、新能源等新质生产力增速快，但占比依旧偏低。

二、“十五五”时期中国经济的挑战与机遇

总体上看，“十五五”期间中国经济增速继续换挡，有可能进入“4 时代”，大概率在 4.5%-5% 的增长区间。经济增速要解决两个背离的问题：一是供需失衡导致物价下行，从而名义增速低于实际增速。二是实际增速低于潜在增速，产生结构性失业的问题。

“十五五”期间，中国将面临外部贸易摩擦、内部人口老龄化少子化、地方财政债务问题等三大挑战，但同时也有非美战略联盟、构建统一大市场、人力资本和科技创新爆发等三大机遇。

三、“十五五”时期规划和改革要注意的三个方面

一是要处理好三对关系：包括处理好供给与需求的关系、处理好投资与消费的关系、以及处理好制造业与服务业的关系。

二是推动宏观调控体系转型。其一，总目标除了关注实际增速外要更加关注名义增速，要更加重视价格因素和预期的作用。其二，推动财政政策转型，从重视赤字率到更加重视支出增速。其三，推动货币政策转型，更加重视实际利率，降低名义利率的同时更加推动实际利率下行。

三是推动体制机制改革。

其一，进一步改善国民收入分配结构，通过完善税制、增加转移支付、提高民生水平、鼓励公益慈善等方式，提高居民尤其是中低收入群体在国民收入分配中的比重。包括改革和完善税制、优化财政支出结构、促进低收入群体增收、逐步增加劳动者报酬、稳住楼市股市并鼓励分红、给失业大学生发放失业补贴、逐步提高育儿补贴力度等举措。



其二，加快户籍制度改革，加快推进农民工市民化进程，稳定农民工预期，提高其边际消费倾向。

其三，深化财税体制改革，短期解决财政紧平衡和债务问题，中长期要建立现代财政制度并服务于中国式现代化，构建促进消费实现供需平衡的财税制度。

其四，深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市，更好支持实体经济发展，增加居民财产性收入。

其五，推动“国资-财政-社保”联动改革，加大国资上缴财政的比例专项用于提高城乡居民养老金，划转国资充实社保，构建完善的社会保障体系，增强居民消费意愿。一方面，加大国资上缴财政的比重，增加的部分专项用于提高城乡居民基本养老保险领取待遇，尤其是提高农民养老金领取待遇；另一方面，划转国有股权给社保基金，充实社保，增强战略储备。

其六，大力发展文旅、医疗、养老、托育、家政等服务业，增加高质量服务供给。

风险提示：稳增长政策超预期，外部冲击超预期



目 录

一、“十五五”时期的发展阶段和国内外形势	4
（一）“十五五”时期全球经济运行逻辑发生重大变化：从效率到安全.....	4
（二）“十五五”时期中国经济面临的形势更加严峻：美作为在位霸权国家对中国的打压将持续升级，内部面临需求不足的主要矛盾，长期支撑中国经济发展的出口、房地产同时走弱	4
二、“十五五”中国经济的挑战与机遇	4
三、“十五五”时期规划和改革要注意的三个方面	5
（一）要处理好三对关系.....	5
（二）推动宏观调控体系转型.....	5
（三）推动体制机制改革.....	5



一、“十五五”时期的发展阶段和国内外形势

（一）“十五五”时期全球经济运行逻辑发生重大变化：从效率到安全

全球经济运行逻辑从效率转向安全，产生了三大经济后果：其一，经济运行不再根据比较优势进行分工，导致效率下降，成本上升，全球进入到更高通胀水平的阶段。其二，面临更高的通胀水平，全球主要经济体央行采取相对紧缩（或降息节奏趋缓）的政策，与过往全球化时期比较，利率水平处于高位。其三，利率处于高位导致全球政府债务还本付息压力加大，全球债务危机演化为金融危机、经济危机的概率在上升，美债作为避险资产的属性大幅下降，美债危机的可能性上升。从全球财政政策的角度，全球财政政策处于扩张与重建财政空间的平衡阶段。

这种运行逻辑的变化对中国从供需两端产生重大冲击：从需求端看，全球经济下行叠加关税战冲击导致中国的外需下降，影响经济增长和就业稳定；从供给端看，供应链重构尤其是美对中国高科技产品限制出口，导致中国部分产业链短期供给受到冲击，当然从中长期看要抓住契机加强攻关推动产业创新和科技创新再上新台阶。

（二）“十五五”时期中国经济面临的形势更加严峻：美作为在位霸权国家对中国的打压将持续升级，内部面临需求不足的主要矛盾，长期支撑中国经济发展的出口、房地产同时走弱

既要充分认识到中国的制度优势、市场优势、人才优势和供应链优势，这是我们坚决斗争的底气，但同时也要居安思危、未雨绸缪。中国的和平崛起在美国看来挑战了其霸权地位，美国于 2018 年掀起中美贸易摩擦，2025 年又对中国无理加征关税，都反映了美国对中国的刻意打压。特朗普 2.0 时期对华关税战、贸易战的节奏更快、烈度更高。

“十五五”时期前半期处于特朗普 2.0 时期，后半期无论特朗普是否在位，美国作为在位霸权国家对中国发展权的打压仍将持续升级。关税战升级为科技战、金融战、地缘政治战、国际规则战、国际舆论战等全方位博弈是大概率事件。

从中国自身的发展阶段看，我国从高速增长转向高质量发展阶段、从供给短缺进入到需求不足阶段。需求不足仍是“十五五”期间要集中解决的问题，提振消费仍是“十五五”期间的重大课题。需求不足又主要源于二十年来长期支撑中国经济发展的出口、房地产两大需求同时走弱，与此同时服务业发展相对缓慢，对于经济增长和吸纳就业都产生了较大的影响。新的经济增长点如人工智能、数字经济、新能源等新质生产力增速快，但占比依旧偏低。

二、“十五五”中国经济的挑战与机遇

总体上看，“十五五”期间中国经济增速继续换挡，有可能进入“4 时代”，大概率在 4.5%-5% 的增长区间。经济增速要解决两个背离的问题：一是供需失衡导致物价下行，从而名义增速低于实际增速，这会导致居民收入、政府收入、企业收入增速偏低；要实现有收入的增长、有就业的增长和更有获得感的成长。二是实际增速低于潜在增速，产生结构性失业的问题，青年人群失业率高的问题要引起高度重视。

从挑战看，“十五五”时期将面临三大挑战：一是外部贸易摩擦将持续升级，贸易战打打停停，不会因谈判和协议而改变，外需将明显下滑，相关区域的产业结构和就业



结构要重构。二是内部人口老龄化少子化问题更加凸显，老龄化抑制需求，少子化导致劳动力供给不足、降低创新活力、影响房地产需求；同时，老龄化少子化引发社保压力。三是地方财政和债务问题，事关地方政府发展经济的能力和积极性，房地产深度调整带动土地财政继续下台阶，土地财政转型和税基重塑是重大课题和挑战，同时隐性债务滋生的土壤仍未根本铲除，这需要深层次的制度变革。

从机遇看，中国将迎来三大机遇：一是外部贸易摩擦反而强化了非美战略联盟，中国强化中欧、中日韩、中国东盟、中国非洲、中国拉美的政治经济关系，前提是中国建设成为世界最大的消费市场。二是统一大市场的巨大潜力和优势，近年来国内持续清理妨碍统一大市场的制度障碍，未来还需要从行政区划优化以及中央对地方的考核激励机制上调整以加速统一大市场的形成。三是人力资本和科技创新将呈现出爆发式增长，经历持续多年的科技投入和教育支持，80后90后青年科技人才“平视西方”的教育和成长经历使得科技领域突围将是大概率事件。

三、“十五五”时期规划和改革要注意的三个方面

（一）要处理好三对关系

一是处理好供给与需求的关系。未来面临的主要矛盾是供给大于需求，要扩大需求尤其是内需。但同时要注意到当前供需失衡是结构性的，即部分供给不能满足需求，一方面低质量的产品和服务供给过剩，另一方面高质量的产品和服务供给不足。要持续优化供给结构，提高标准体系，让更高质量的产品和服务更好满足需求，让优质供给创造和牵引需求。

二是处理好投资与消费的关系。投资与消费是经济活动的两大需求，是同等重要的，不能因为未来要重视消费所以就忽视了投资。投资在“十五五”期间的角色主要是起优化供给结构的作用，要更好地让投资形成优质供给，满足人的需求。

三是要处理好制造业与服务业的关系。制造业是实体经济的根基，但是服务业对于经济增长、吸纳就业以及满足人民美好生活需要和升级的需求有至关重要的作用，要大力发展生产性服务业和生活性服务业。制造业重在强调安全可控和技术含量，服务重在强调为制造业服务以及满足美好生活需要，要放开市场准入。

综上，经济增长动能是高质量供给、有效益的投资、强大的消费、安全可控的制造、开放多元的服务。总结起来就是“十五五”时期要抓好两条主线：供给端加快新质生产力发展、需求端建设消费大国乃至强国。

（二）推动宏观调控体系转型

一是总目标除了关注实际增速外要更加关注名义增速，要更加重视价格因素和预期的作用；二是推动财政政策转型，从重视赤字率到更加重视支出增速；三是推动货币政策转型，更加重视实际利率，降低名义利率的同时更加推动实际利率下行。

（三）推动体制机制改革

一是进一步改善国民收入分配结构，通过完善税制、增加转移支付、提高民生水平、鼓励公益慈善等方式，提高居民尤其是中低收入群体在国民收入分配中的比重。其一，改革和完善税制。强化个人所得税的收入分配调节职能，探索完善财产税制度，建立调节存量财富的税收机制。其二，优化财政支出结构。继续加大财政资金对教育、公共医



疗卫生、保障性住房等民生领域的投入力度，促进教育均等化、公共服务均等化。其三，促进低收入群体增收，推动农村土地市场化流转，同时进一步完善农产品最低收购价格政策，对从事农产品种植的农村家庭进行收入补贴，提高农民收入。其四，逐步增加劳动者报酬，避免在全社会形成降薪减薪氛围。其五，稳住楼市股市并鼓励分红，增加居民的财产性收入，避免负向的财富效应。其六，给失业大学生发放失业补贴、逐步提高育儿补贴力度等。

二是加快户籍制度改革，加快推进农民工市民化进程，稳定农民工预期，提高其边际消费倾向。其一，放宽落户限制，推进以人为本的新型城镇化，缩小户籍人口和常住人口城镇化率之间的差距。其二，深化农村土地制度改革，赋予农民更加充分的财产权益，保障进城落户农民合法土地权益，鼓励依法自愿有偿转让。其三，推动城乡基本公共服务均等化，提高公共服务水平，增强均衡性和可及性，缩小城乡差距。

三是深化财税体制改革，短期解决财政紧平衡和债务问题，中长期要建立现代财政制度并服务于中国式现代化，构建促进消费实现供需平衡的财税制度。其一，进一步厘清政府与市场的边界，界定政府职责与规模，避免政府支出责任无限扩张。其二，进一步优化中央与地方财政关系，重塑对地方政府的激励机制。中央政府上收部分事权与支出责任，减少并规范共同事权，切实减轻地方政府支出责任；完善以共享税为主的地方税收体系，构建地方财政收入体系；完善转移支付制度，建立激励约束机制，提高财政资金使用效率。其三，深化税收制度改革，稳定宏观税负。摒弃减税万能论，避免减税降费导致税收制度的碎片化，实施税收政策要考虑税种本身的经济属性，真正发挥税收中性的作用；稳定市场预期、激发活力的核心在于法治化、市场化，而非税收政策；规范税收优惠，特定重大冲击时期出台的优惠政策到期后谨慎延续，促进构建统一大市场；强化数字经济时代下的税收征管，减少税收流失，促进线上线下税负公平；推动税制改革，消费税从烟酒油车主要税目扩大到高端服务业。其四，深化预算制度改革。加强预算管理统筹，提高财政资源使用效率；深化零基预算改革，提高财政资金使用效率；建立规范的资本预算、债务预算；提高预算透明度。

四是深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市，更好支持实体经济发展，增加居民财产性收入。其一，持续鼓励长期资金入市。推动保险资金等长期资金的实际投资比例逐步靠近投资上限，增强长期资金投资意愿等。其二，研究储备真正意义上的股市平准基金，明确法律体系、资金来源、操作目标、退出机制、管理机制等，优化稳市货币政策工具，进一步提高资本市场内在稳定性。参考境外经验，适合我国的股市平准基金资金规模在 2 万亿元至 6 万亿元之间。其三，优化企业上市、挂牌融资制度，支持优质科技型企业发行上市，增强市场的包容性和吸引力。其四，加大资源整合，推动企业并购重组。未来需进一步支持上市公司围绕产业转型升级、强链补链等实施并购重组；优化重组“小额快速”审核机制；落地重组股份对价分期支付机制；放松对募集资金用途的监管等。

五是推动“国资-财政-社保”联动改革，加大国资上缴财政的比例专项用于提高城乡居民养老金，划转国资充实社保，构建完善的社会保障体系，增强居民消费意愿。提高城乡居民基本养老保险领取待遇，尤其是提高农村老人群体的养老金标准是非常有必要的，关键是钱从哪里来的问题。由于该笔支出一旦提高就将形成年度刚性支出，如果从一般公共预算支出可能加重财政负担，因此可以从发挥公有制经济的优势出发寻找方法。一方面，加大国资上缴财政的比重，增加的部分专项用于提高城乡居民基本养老保险领取待遇，尤其是提高农民养老金领取待遇；另一方面，划转国有股权给社保基金，充实社保，增强战略储备。2023 年城乡居民基本养老保险实际领取待遇人数 17268 万人，养老保险基金支出 4613 亿元，人均每月仅 223 元。如果逐步提升至 400 元、500 元、600 元，则每年分别增加支出 3668 亿元、5740 亿元和 7812 亿元，可以从国资上缴来解



决。由此，形成“国资-财政-社保”联动改革，构建社保体系。

六是大力发展文旅、医疗、养老、托育、家政等服务业，增加高质量服务供给。其一，深化服务业准入制度改革，实施负面清单管理，降低市场准入门槛，鼓励民企进入并积极推动市场化经营。其二，强化高质量的监管，维护市场秩序，严厉打击侵犯消费者权益的市场行为。其三，针对重点领域，加快培育新型服务消费业态。在健康服务领域，可支持社会资本举办高水平专科医院和康复中心；在文化旅游方面，推动景区 IP 化、主题化、沉浸式改造，支持开发研学游、体验游等特色产品；在家庭服务领域，规范发展家政、托育、养老等服务，建立职业资格认证体系，提升服务人员专业素质。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com