

# “十五五”规划建议全面解读

宏观研究

日期： 2025.10.31

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

## 相关研究

- 《内需偏弱下的经济修复与政策应对》  
(2025/9/26)
- 《关税战后的全球新秩序》(2025/7/17)
- 《地方债务压力何时出清？财政还需加码多少才能稳增长》(2025/6/23)
- 《俄乌冲突的推演及影响》(2025/3/17)
- 《房地产深度报告（二）：土地财政退潮-经济增长模式的转折点与地产的未来》  
(2024/9/20)
- 《房地产深度报告（一）：我国历史上的七次深度调整》(2024/9/19)

## 报告要点

本次全会通过《建议》，将“十五五”定位为“基本实现社会主义现代化的关键时期”，提出“高质量发展取得显著成效，经济增长保持在合理区间，全要素生产率稳步提升，居民消费率明显提高”，并以“发展新质生产力、构建新发展格局、建设现代化经济体系”为主线。会议强调“把发展经济的着力点放在实体经济上”，以先进制造业为骨干，完善统一、开放、竞争、有序的市场体系，打造国际一流营商环境；同时要求因地制宜发展新质生产力，做强国内大循环、畅通双循环，促进消费升级与中等收入群体扩大。会议提出“在发展中固安全，在安全中谋发展”，完善国家安全体系现代化。

我们认为《建议》共有七个主要方向：

**第一，“十五五”时期具有承前启后的重要地位：**这一时期承接“十四五”成果，着眼 2035 年基本实现社会主义现代化，是“夯实基础、全面发力”的关键阶段。在外部环境复杂和内部转型加速的背景下，核心任务是将阶段性成果转化为结构性进步，形成稳定可持续的制度与产业能力。

**第二，“十五五”期间发展的主要目标：**以稳增长和提质增效并重为主线，强调经济保持合理区间、全要素生产率稳步提升和居民消费率提高，将共同富裕、科技自立与国家安全纳入主要目标。通过扩大内需与提升 TFP，构建内外均衡的高质量增长格局。

**第三，以推动高质量发展为主题：**坚持以经济建设为中心，在“量的合理增长”基础上实现“质的有效提升”。以现代化产业体系和新质生产力为引擎，推动数智化、绿色化与产业创新融合，形成技术、产业与市场协同的高效体系。

**第四，做强国内大循环、畅通国内国际双循环：**依托强大国内市场，推动消费升级、扩大投资与统一市场建设。通过要素市场化与制度型开放，实现需求与供给双向提升，增强国内经济内生动力与外部联动效应。

**第五，全体人民共同富裕迈出坚实步伐：**聚焦就业、分配、教育、社保、住房等领域，促进收入与增长同步、劳动报酬与生产率协调提升。扩大中等收入群体，推进公共服务均等化，把民生改善转化为增长韧性。

**第六，统筹安全和发展：**坚持以新安全格局保障新发展格局，前移风险防控关口，构建供应链、科技、能源、数据和金融的安全体系。完善识别、预警、处置机制，推动地方债与房地产风险有序化解。

**第七，坚持党的全面领导：**以党的集中统一领导为根本保障，把政治优势转化为治理效能与执行力。持续推进从严治党与反腐机制建设，为改革发展与风险防控提供坚实政治和制度支撑。

**风险提示：**

- 1、中美贸易谈判出现反复；
- 2、中国经济超预期下行。

## 内容目录

一、“十五五”时期具有承前启后的重要地位 .....	3
二、“十五五”期间发展的主要目标 .....	3
三、以推动高质量发展为主题 .....	5
四、做强国内大循环，畅通国内国际双循环 .....	7
五、推动全体人民共同富裕迈出坚实步伐 .....	10
六、统筹安全和发展 .....	12
七、坚持党的全面领导 .....	13
风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1：十四五和十五五规划的原则.....	3
图表 2：十四五和十五五规划的发展目标.....	3
图表 3：各国居民消费率.....	4

## 一、“十五五”时期具有承前启后的重要地位

对于中国的发展前景，党中央对实现第二个百年奋斗目标作出了分两个阶段推进的战略安排：即到 2035 年基本实现社会主义现代化，到本世纪中叶把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。“十四五”规划在 2020 年提出了 2035 年远景目标，这一远景目标涵盖三个“五年计划”。《建议》中指出，“十四五”时期是这一目标的开局，已经打下坚实基础；“十五五”时期则是夯实基础、全面发力的关键时期。在此基础上再奋斗五年，就将实现 2035 年基本实现社会主义现代化的远景目标。“十五五”规划处于承前启后的重要历史阶段，对于衔接先前的发展成果并迈向 2035 年目标具有关键意义。

图表 1：十四五和十五五规划的原则

十四五规划的原则	十五五规划的原则
坚持党的全面领导。	坚持党的全面领导。
坚持以人民为中心。	坚持人民至上。
坚持新发展理念。	坚持高质量发展。
坚持深化改革开放。	坚持全面深化改革。
坚持系统观念。	坚持有效市场和有为政府相结合。
	坚持统筹发展和安全。

资料来源：中国政府网，五矿证券研究所

对于“十五五”时期我国发展所面临的主要问题，《建议》中做了清晰的指导及解决方案。除了“十四五”时期已经存在的国际形势演变带来的外部风险和国内发展不平衡不充分等问题外，《建议》中新增强调了若干挑战：例如“有效需求不足，国内大循环存在卡点堵点”，“新旧动能转换任务艰巨”，“就业和居民收入增长压力较大”等。这反映出党中央对于提升内需、提高居民收入、保障就业和推动传统产业升级等工作的重视程度进一步提高。总的来看，进入“十五五”时期，国际格局深刻变化、国内经济转型升级背景下，不确定因素增多，“十四五”末奠定的基础需要在“十五五”继续巩固，以确保我国在 2035 年前基本实现现代化的战略进程不中断。

图表 2：十四五和十五五规划的发展目标

十四五经济社会发展目标	十五五经济社会发展目标
经济发展取得新成效。	高质量发展取得显著成效。
改革开放迈出新步伐。	科技自立自强水平大幅提高。
社会文明程度得到新提高。	进一步全面深化改革取得新突破。
生态文明建设实现新进步。	社会文明程度明显提升。
民生福祉达到新水平。	美丽中国建设取得新的重大进展。
国家治理效能得到新提升。	国家安全屏障更加巩固。

资料来源：中国政府网，五矿证券研究所

## 二、“十五五”期间发展的主要目标

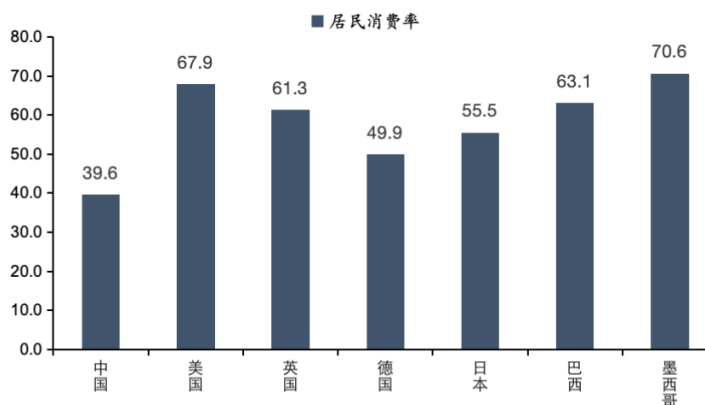
对于“十五五”时期经济社会发展必须遵循的原则，《建议》在延续党的领导、以人民为中心、新发展理念、高质量发展、改革开放、系统观念、有效市场和有为政府相结合等原则的同时，相比“十四五”规划新增了“坚持统筹发展和安全”。我们认为，在当今国际局势深刻演变、国内经济转型升级的背景下，中国发展面临的国际安全问题和国内各类风险压力有所增加，

将安全置于发展议程中具有更高优先度。“以新安全格局保障新发展格局”这一提法，体现了发展和安全并重的理念。具体而言，可以通过在供应链、科技、能源资源、数据、金融等关键环节建立可识别、可预警、可处置的风险防控体系，把风险管理关口前移并嵌入经济活动的全生命周期和各环节。做法上，一是将安全指标纳入标准、认证和质量基础设施体系，推动重要设施和关键通道的冗余布局以备不时之需；二是在金融领域完善宏观审慎政策和穿透式监管，预先准备好风险处置工具和资金池；三是在对外开放上推进“制度型开放”，通过与多元市场和高标准规则对接来降低外部冲击。最终目标是把不确定性和风险溢价降到最低，稳定企业与居民的预期，使投资、消费、创新活动能够在“可预期的安全边界”内顺畅展开，从而为高质量发展提供长期支撑。

围绕“十五五”时期发展的主要目标，《建议》在表述上比以往更加具体可量化。在高质量发展方面，《建议》指出要“经济增长保持在合理区间，全要素生产率稳步提升，居民消费率明显提高，内需拉动经济增长主动力作用持续增强，经济增长潜力得到充分释放，全国统一大市场建设纵深推进，超大规模市场优势持续显现…”。相较以往的目标表述，本次提出的发展指标更具明确性和可衡量性，其中“全要素生产率稳步提升”被首次明确列为发展目标。从经济增长的要素来看，增长动力来源于劳动投入、资本投入和全要素生产率（TFP）。根据国家统计局的数据，2000 年至 2021 年间我国劳动投入增长率仅为 0.17%，资本投入增长率为 10.17%，全要素生产率增长率为 3.6%。由此可见，在这段时期资本投入对经济增长的贡献最大，全要素生产率的提高次之，劳动投入的贡献微乎其微。而展望未来，由于中国人口结构变化，劳动要素对经济增长的贡献可能进一步降低，甚至转为负值；同时随着经济结构“去地产化”以及对投资效率要求提高，资本投入对增长的边际贡献预计也将下降。因此，全要素生产率的提升必须成为未来经济增长的主要动力源。国际经验表明，一个国家在完成工业化进程后，要跨越中等收入陷阱、进入高收入国家行列，保持较快的全要素生产率增长是关键因素。我们认为，提升全要素生产率，需要多管齐下：既包括通过科技创新提高生产效率，也包括通过深化制度改革提升资源配置效率，通过教育培训提高人力资本效率，以及通过更高水平的对外开放获取外部红利。

“居民消费率”也被列为了衡量发展成效的重要指标。居民消费率指居民消费支出占 GDP 的比重。世界银行数据显示，2023 年我国居民消费率约为 39.57%，是 2006 年以来的最高值。但横向来看，该比率在主要经济体中仍处于最低水平，无论是消费型经济体如美国、英国，还是政府主导投资较多的德国、日本，抑或人均 GDP 与我国相近的巴西、墨西哥等新兴市场，居民消费率都显著高于中国。这说明我国提升居民消费率仍有很大空间。我们认为，在外部国际形势不确定性日益增加的环境下，中国经济需要更多转向内需驱动，而居民消费正是内需增长中最大的潜力所在。将“居民消费率明显提高”作为“十五五”时期的发展目标，反映出党中央对内需特别是消费的重视程度大幅提升。

图表 3：各国居民消费率（%）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

除了上述指标外,《建议》在其他发展目标上也有所调整和强化。相比“十四五”规划,“十五五”《建议》新增了“科技自立自强”,并将民生福祉方面的目标置于生态文明目标之前。我们认为,这反映出党中央对提升产业自主可控能力和改善民生福祉的重视程度进一步提高。在民生目标方面,《建议》提出“社会保障制度更加优化更可持续”,意味着对社保体系不仅要优化改善,更要注重可持续性,强调量力而行、尽力而为的原则。同时,本次《建议》将“国家安全屏障更加巩固”作为发展目标之一,标志着国家安全被明确纳入经济社会发展的核心衡量指标,体现出对安全保障的高度重视。

### 三、以推动高质量发展为主题

《建议》继续把高质量发展作为“十五五”时期经济社会发展的主题,并将“经济增长保持在合理区间”置于突出位置。与“十四五”时期相比,此次《建议》更加注重通过“量的合理增长”来服务“质的有效提升”,在总框架上强调“以经济建设为中心、以推动高质量发展为主题”,实现增长速度与增长质量的有机统一。将经济增长摆在核心位置意味着把稳增长和提质增效一体谋划:把“经济增长保持在合理区间”与“全要素生产率稳步提升”一体化部署,把“居民消费率明显提高,内需拉动经济增长主动力作用持续增强”作为核心目标,并强调“新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化取得重大进展”等结构性指标。

我们认为,这组目标背后的内在逻辑是在总量和结构、周期和趋势两个维度上实现统筹:短期看,通过设定经济增长的“合理区间”来稳定预期,稳住就业和收入这一发展的基石;中期看,通过全要素生产率的提高和技术扩散来改善潜在增速;长期看,通过新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化“四化”协同推进和全国统一大市场建设,夯实要素高效流动的体制底盘。与“十四五”时期相比,本轮更强调以一定的“量”的增长保证“质”的提升,这将在政策工具上体现为“提振消费+扩大有效投资”的组合,以及“投物”和“投入”紧密结合的取向,既兼顾当期需求修复又注重中长期供给能力升级。围绕增长发力的重点,我们判断:其一,居民部门侧重于“收入—资产负债表—预期”的三角修复,通过公共服务均等化提升消费能力,并拓展新的消费场景(如耐用品更新换代、服务消费扩容),以改善居民消费倾向和消费预期;其二,企业部门在稳预期、降成本的环境下,将强化资本开支的技术含量和回报约束,通过“专精特新”中小企业与产业链链主企业的协同,加速工艺迭代和设备更新;其三,政府投资将更加聚焦于基础性、战略性、公共性领域,并以规则和标准的供给撬动社会资本投资,提高投资的社会回报率和全要素生产效率。将“合理区间”和“居民消费率明显提高”并列为增长考核目标,表明增长评价标准已从单一的增速扩展为“增速-效率-可持续性”三维标尺:既要守住经济不失速的底线,也要通过生产率提高和结构升级来提升增长质量;而将“四化”(新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化)作为结果性指标,指向产业结构、要素配置和空间布局的系统性重构,形成以先进制造业为骨干、以数据要素为纽带、以区域协同为支撑的增长机制。总体而言,经济增长被置于“发展与安全”交汇处:稳增长是“固安全”的前提,提质增效是“谋发展”的关键,二者在对“合理区间”的动态管理中实现统一,为 2035 年远景目标的阶段性达成提供了确定性支撑。

“建设现代化产业体系,发展新质生产力。”此次《建议》将“建设现代化产业体系”放在了经济工作的重要位置,并作为牵引高质量发展的首要任务。与“十四五”规划相比,“十五五”《建议》中将现代化产业体系的表述提升至科技创新之前,反映出党中央对做大做强产业链、提升供给体系竞争力的重视进一步加深。在“建设现代化产业体系”部分,《建议》首先强调了“优化提升传统产业”。明确提出要“巩固提升矿业、冶金、化工、轻工、纺织、机械、船舶、建筑等产业在全球产业分工中的地位和竞争力”,可见对传统产业的重视程度大大提高。我们认为,在外部不确定性增加、国际大国博弈加剧的形势下,中国所拥有的完整工业体系



和强大供给能力将是制胜的法宝。许多传统行业（如矿业、冶金等）虽然技术相对成熟，但在国际供应链中举足轻重。在追求新兴产业突破的同时，也必须保持和强化传统产业的优势地位，以巩固中国全产业链的体系优势。

与此同时，《建议》明确要求“培育壮大新兴产业和未来产业”。提出要“加快新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业集群发展”。“低空经济”的提出是相对于“十四五”规划的新内容，显示出对通用航空、无人机等产业的前瞻布局。《建议》还前瞻性地列出了需要布局的未来产业，包括量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等。这些前沿领域被视为未来新的经济增长点。配套地，《建议》强调创新监管方式和金融支持，提出“创新监管方式，发展创业投资，建立未来产业投入增长和风险分担机制”，并要求“促进中小企业专精特新发展，培育独角兽企业”。我们认为，这一系列安排的核心在于用“技术—资本—规则”三元耦合来降低早期创新的不确定性，缩短从原始创新到商业闭环的周期：其一，在技术端，坚持多元技术路线和场景牵引，避免单一路径锁定或投资泡沫，使试验在更多赛道并行以提高“幸运命中率”；其二，在资本端，以“耐心资本”和政府引导基金共同形成容错+退出机制，配合绩效导向的财政和税收工具，将研发里程碑、示范应用、规模化采购等纳入量化的项目评价框架；其三，在规则端，通过监管沙盒以及标准与认证的协同，既控制新技术可能带来的外部性和系统性风险，又为跨区域要素流动和数据合规提供制度确定性。由此，未来产业的“可投资性”将更多体现为“技术成熟度-政策容忍度-规模化路径”的乘积，投资者对这些产业的估值锚定将从对单点技术想象力的炒作，转向对其工程化能力与需求侧紧密绑定程度的考量。我们预计，在未来产业中，一些方向将率先显现商业上的清晰度：例如，具身智能（泛指机器人与人机交互领域）和产业机器人有望在制造业场景实现从单品到产线、工厂、园区的梯次渗透；氢能与储能则将在电力系统中与电力市场化改革协同推进，成为较早呈现明确商业模式的领域。

在“构建现代化基础设施体系”方面，《建议》提出要“适度超前建设新型基础设施”。这意味着在通信网络、算力网络、重大科技基础设施等领域采取前瞻性布局。我们理解为：即便短期内这些新型基础设施未必立刻见到效益、甚至可能出现阶段性过剩，但从长远看，为了抢占未来发展先机，需要保持一定的超前投入和容量冗余，以提升经济社会发展的韧性和潜力。

“加快高水平科技自立自强。”高质量发展的另一大重点是科技创新能力的跨越提升。《建议》在科技自立自强部分首先提出要“加强原始创新和关键核心技术攻关”，并点出了若干重点领域的关键核心技术，包括集成电路、工业母机（高端机床）、高端仪器、基础软件、先进材料、生物制造等。这些都是当前制约产业升级和安全发展的“卡脖子”领域，需要国家集中力量攻克。《建议》提出“提高基础研究投入比重，加大长期稳定支持”，我们认为未来对高校和科研院所的基础科研支持力度有望显著增加，基础研究经费占比将提高，为源头创新提供更雄厚的保障。《建议》还强调“推动科技创新和产业创新深度融合”，更加重视企业在科技创新中的主体地位，注重科技成果向现实生产力的转化。其中提到“布局建设概念验证、中试（中间试验）验证平台”，我们认为各类企业特别是央企国企应更加重视中试平台建设，打通从实验室成果到产业化应用的关键环节。《建议》提出“加大政府采购自主创新产品力度”，这意味着未来在政府采购中将给予国产自主创新产品更大支持力度，比如国产基础软件、国产芯片等关键领域的产品有望获得更多政府订单，有助于这些行业和企业拓展市场需求。

值得一提的是，与“十四五”规划相比，“十五五”《建议》将“数字中国”相关内容从产业体系部分移至科技自立自强部分。一方面是因为当前数字中国战略中增加了人工智能等“数智技术”内容，使其科技创新属性更为凸显；另一方面也表明数字技术的发展在很大程度上依赖核心技术攻关，被视为科技自立自强的重要组成部分。《建议》中对“加快人工智能等数智技术创新”作出了较多部署安排，强调对人工智能技术发展的高度重视。可以预见，“十五五”时期将把人工智能视为科技创新的前沿领域来重点推进，包括在算法、算力、数据、安全监管等方面完善政策支持体系。总的来说，高水平科技自立自强要求在原始创新、技术攻

关、成果转化、数字技术等各方面同步发力，通过完善国家创新体系整体效能，支撑现代化产业体系建设和经济高质量发展。

## 四、做强国内大循环，畅通国内国际双循环

《建议》指出，强大的国内市场是中国式现代化的战略依托。在国际环境不确定性不断增加的背景下，扩大内需对于保障经济发展动力至关重要。《建议》围绕消费、投资和全国统一大市场三个方面作出部署，旨在畅通国内大循环、促进国内国际双循环。

首先，大力提振消费是促进内需的首要任务。《建议》提出要“统筹促就业、增收入、稳预期，合理提高公共服务支出占财政支出比重，增强居民消费能力”。也就是说，通过稳就业和增收来提高居民消费意愿，同时增加政府在教育、医疗、养老、社保等公共服务方面的支出比重，以减轻居民后顾之忧、释放消费潜力。提高公共服务支出占比，意味着财政资金将更多用于提供普惠性的教育、医疗、住房保障等服务，降低居民在这些领域的自付成本，从而提高居民的可支配收入和消费倾向。《建议》还提出“清理汽车、住房等消费不合理限制性措施”。目前在一些大城市，对购车指标、购房资格等存在诸多限制。我们认为，在鼓励消费的大方向下，这些对汽车、住房消费的不合理限制有望逐步放宽或取消，以刺激大宗商品消费。总体来看，我们认为内需扩张的关键不在于简单扩大总量，而在于提升质量：在需求端，通过提高居民收入水平、完善公共服务均等化来增强消费能力，并叠加住房领域新的支持政策、耐用消费品更新换代、服务消费扩容等措施，修复居民部门的资产负债表和消费预期。

其次，在扩大有效投资方面，《建议》强调“扩大有效投资”，但更加强调投资的有效性和效率。我们注意到，近年来面对内需不足的压力，中央依然并未把大规模新增投资作为刺激经济的主要手段，而是强调提高投资效益、避免粗放式“铁公基”投资重复。因此未来不能过度依赖投资增量，而应注重投资质量和结构优化。《建议》明确要求“优化政府投资结构，提高民生类政府投资比重，高质量推进国家重大战略实施和重点领域安全能力项目建设”。这意味着政府投资将更多投向教育、医疗、养老、住房保障等民生领域，以及关键安全领域和重大国家战略项目。民生类公共投资比重提高，有望补齐教育、医疗、养老、保障房等领域的短板，更好满足人民日益增长的美好生活需要；对国家重大战略和安全领域的投入，则将强化基础设施和战略资源保障。我们认为，公共性、战略性、基础性的领域将获得更精准的投资支持，同时通过政策性金融工具撬动社会资本，形成“项目筛选—绩效约束—收益分享”的闭环机制。随着“扩大有效投资”更加聚焦于这些领域，政策性开发性金融与社会资本将共同发力，带动现代物流、冷链仓储、城市更新、市政设施、算力基础设施、工业互联网等方面的投资与相关消费需求互动共振。最终，这些有效投资在满足当期需求的同时，也将通过提高要素配置效率转化为持续的全要素生产率增量。

再次，建设全国统一大市场是畅通大循环的体制保障。《建议》强调要“坚决破除阻碍全国统一大市场建设的卡点堵点”。具体措施包括：统一市场基础制度和规则，消除要素获取、资质认定、招标投标、政府采购等方面的壁垒；推进市场监管执法标准统一，形成优质优价、良性竞争的市场秩序；健全全国流通领域一体衔接的规则和标准，降低全社会物流成本等。简而言之，就是要消除地区分割和行业壁垒，实现商品和要素在全国范围内顺畅流动、平等竞争。这将显著降低制度性交易成本，释放市场潜力。在我们看来，在供给端，通过要素市场化的定价机制和全国统一的监管执法，可以压缩低效率供给，使供给结构更能适应结构性需求；在循环端，通过发展数字化流通体系和明确数据要素产权流转，打通“标准—认证—物流—结算”的全链条闭环，降低流通领域的制度成本。当“统一大市场”的制度供给逐步完善，其带来的制度红利将直接转化为全要素生产率的持续提升，并不断释放中国超大规模市场的潜能。

进一步而言，充分激发各类市场主体活力是建设新发展格局的重要环节。《建议》提出要“充

分激发各类经营主体活力”。针对国有企业,《建议》要求“增强国有企业核心功能”。我们认为,这是强调央企国企在保障产业链供应链安全和满足公共需求方面的功能性作用。在国际形势复杂、国内经济转型的背景下,央企国企应聚焦主责主业,强化关键领域的控制力和支撑力,做强做优做大,以更好承担战略任务和社会责任。针对民营企业,《建议》提出“落实民营经济促进法,从法律和制度上保障平等使用生产要素、公平参与市场竞争、有效保护合法权益,发展壮大民营经济”。这表明将通过法律和制度安排,保障民营企业在要素获取、市场准入、法律保护等方面与国企享有平等地位,提振民营企业的发展信心,促进民营经济做大做强。与此同时,《建议》指出要“加快完善要素市场化配置体制机制”。其中提到“编制宏观资产负债表,全面摸清存量资源资产底数,优化资产负债结构;完善并购、破产、置换等政策,盘活用好低效用地、闲置房产、存量基础设施”。我们认为,这些举措对于摸清政府和企业的资产家底、优化资源配置、盘活闲置资产具有重要意义,也有助于地方政府改善财务状况、降低债务风险。通过建立全国性的宏观资产负债表,可以更加透明地管理公共资产和债务,通过兼并重组、破产出清、资产置换等市场化手段盘活存量资产,为新发展腾出空间。

值得注意的是,《建议》将“坚持有效市场和有为政府相结合”与“扩大高水平对外开放”放在同一框架下提前进行了部署,这体现出改革和开放双轮驱动、相互促进的思路。在体制机制方面,《建议》强调“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”,要“构建统一、开放、竞争、有序的市场体系,建设法治经济、信用经济,打造市场化法治化国际化一流营商环境”,形成既“放得活”又“管得好”的经济秩序。同时提出“扩大高水平开放,体制机制更加健全”。我们认为,体制效率的提升将通过价格机制、规则体系和预期管理三个层面来显现:在价格机制上,推动数据、技术、土地、资本、劳动力等生产要素的市场化和可交易化,完善产权保护和公平竞争制度,削减各种隐性壁垒和寻租空间,使资源价格更能反映真实供求和相对稀缺度;在规则体系上,通过制度型开放加快与国际高标准经贸规则在规则、规制、管理、标准方面的对接,把专业服务、数字贸易、高端制造等更多领域嵌入全球价值链重构进程,以开放促改革、倒逼国内制度完善;在预期管理上,以规划约束和宏观政策的规则化、透明化、跨周期协调来稳定市场主体特别是民营企业和外资的中长期投资意愿。与此相配套,对破除全国统一大市场壁垒的坚决执行,将从执法同标同质、降低合规成本、完善质量基础设施等维度降低市场交易成本,把制度红利直接转化为投资回报提升和估值中枢上移。同时,通过高标准自由贸易试验区和自由贸易港的制度试验,把“以开放促改革、以改革促发展”落到一系列可复制可推广的政策举措上,提升我国产业、技术和资本的国际配置效率及抗冲击能力。

在激发市场主体活力和完善体制机制的过程中,深化国资国企改革是一条重要主线。《建议》提出要“坚持和落实‘两个毫不动摇’(毫不动摇巩固和发展公有制经济,毫不动摇鼓励、支持和引导非公有制经济发展),促进各种所有制经济优势互补、共同发展”。并强调“深化国资国企改革,做强做优做大国有企业和国有资本,推进国有经济布局优化和结构调整,增强国有企业核心功能、提升核心竞争力”,要求“完善中国特色现代企业制度…加快建设更多世界一流企业”。我们认为,“十五五”阶段国企改革将由此前侧重规模和占有率的导向,转向更加注重功能和绩效的导向,强调效率优先。其政策着力点体现在三条主线上:一是在国有资本布局 and 结构上同时做“减法”和“乘法”,聚焦国家战略安全、国计民生和公共服务等领域,果断剥离低效资产、压缩非主业投资,集中力量做强“卡脖子”环节和关键系统集成能力;二是在公司治理和激励监督上形成闭环,通过董事会职权实化、经理层任期制和契约化管理、市场化薪酬和中长期激励等举措,强化以“科技投入强度—资本回报—社会责任”相结合的多目标绩效考核,并辅以分类分层的国企分红约束、穿透式审计、信息披露等机制提升治理透明度;三是在要素、规则和合作场景上推动国企与民营企业、“专精特新”中小企业协同共进,面向全国统一大市场开放产业链配套、工程化验证和联合攻关的场景,形成由产业链链主企业牵引、生态伙伴共同参与的协同创新机制。与“十四五”时期以“混合所有制改革+以管资本为主”路径相比,新阶段更强调“核心功能”的提升和创建“世界一流企业”



等过程性指标，把“投物”（资本投入）与“投入”（人才投入）更紧密结合，打通研发—制造—服务全链条，形成可量化评价的价值链体系。我们预计，在电力能源、交通枢纽、装备制造、算力基础设施、工业软件等重点产业集群中，国企将通过嵌入技术标准、完善质量基础设施、提升系统工程能力等手段渗透产业链各环节，增强产业组织效率和公共品供给能力，从而将国企治理的进步直接转化为全要素生产率的增量来源，并成为稳定市场预期和估值水平的“压舱石”。

建设金融强国，提升资本市场功能也是构建新发展格局的重要内容。《建议》明确提出“加快建设金融强国”，要求“完善中央银行制度，构建科学稳健的货币政策体系和覆盖全面的宏观审慎管理体系，畅通货币政策传导机制”。同时部署了金融领域的五篇大文章：“大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融”。并强调“提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能…积极发展股权、债券等直接融资，稳步发展期货、衍生品和资产证券化…全面加强金融监管，丰富风险处置资源和手段，构建风险防范化解体系”。我们认为，“十五五”金融改革的主线将以“稳健货币+宏观审慎”为锚，以“多层次资本市场+金融基础设施现代化”为抓手，全面提升金融服务实体经济和防控风险的能力：在货币与信用传导端，强调政策规则化和预期管理，疏通央行—银行—企业/居民之间利率和信用传导渠道，推动政策利率、银行负债成本与贷款定价的顺畅传导，让货币政策更有效地作用于实体经济；在资本市场端，通过注册制常态化、退市常态化以及交易制度和信息披露规则的精细化，重塑投研、定价、退出的完整生态体系，形成股债并举、直接融资主导的新格局，使直接融资成为经济增长的重要增量力量；在金融供给端，引导商业银行回归本源、完善公司治理、差异化发展，强化政策性和开发性金融机构在逆周期调节和结构引导方面的功能，同时升级数据共享、清算结算、托管等金融基础设施，夯实安全高效的金融运行基础；在金融监管端，强化央地监管协同和穿透式监管，完善分层次的风险处置工具箱和有序拆弹机制，将影子银行、通道业务、资金空转等风险点纳入可度量的监管视野。我们判断，通过上述改革举措，科技金融和绿色金融将在先进制造、工业软件、清洁能源与储能等领域实现“项目-产品-资产”的链条贯通，养老金融和普惠金融将在第三支柱养老、普惠小微和县域经济等领域实现广覆盖；资本市场对“硬科技”和未来产业的“耐心资本”供给能力将显著增强，从而把“金融强国”的制度供给转化为科技创新和产业升级所需的高效资源配置和市场定价功能。

最后，扩大高水平对外开放被作为构建新发展格局的有机组成部分提前部署。《建议》将这一章节的顺序大幅提前。我们认为，在近年来美国挑起新一轮贸易战、国际经贸规则体系受到冲击的大背景下，中国对外开放所面临的外部环境更趋复杂严峻，“走出去”和“引进来”都遇到了新挑战，因此进一步扩大开放既艰巨又必要。《建议》提出，“积极扩大自主开放。对接国际高标准经贸规则，以服务业为重点扩大市场准入和开放领域…”。服务业的对外开放被明确为未来开放的重点方向。我们认为，未来在旅游、运输、医疗、金融、电信等服务领域的市场准入将进一步放宽，更深度地与国际市场接轨。同时，通过推动加入高标准的经贸协定和建设自贸试验区、自由贸易港等举措，我国将继续朝着制度型开放迈进，即不仅开放商品和投资领域，更在规则、规制等制度层面与国际先进标准对接。这种高水平开放的推进，将为国内改革和发展注入新动力。一方面，开放会带来先进技术、管理经验和竞争压力，促使国内企业提升效率、加快创新；另一方面，通过积极参与全球经济治理和规则制定，中国也能够为营造良好的外部发展环境发挥更大作用。总之，“十五五”时期的对外开放将更加注重制度环境的优化与国际规则接轨，在更高起点上实现内外联动，为国内大循环提供有力支撑。

## 五、推动全体人民共同富裕迈出坚实步伐

“全体人民共同富裕迈出坚实步伐”体现了“十五五”规划对社会发展和民生改善的高度重视。共同富裕是一个长远目标，但需要在当前阶段不断取得阶段性进展。《建议》从多个角度作出了部署，包括农业农村发展、海洋经济、文化建设以及一系列民生领域的具体举措，旨在让发展的成果更公平地惠及全体人民。

在农业农村方面，《建议》预计将继续强调全面推进乡村振兴和农业现代化。这意味着既要确保国家粮食安全，又要提高农业生产效率和农民收入，缩小城乡差距、夯实共同富裕的基础。通过发展现代农业产业体系、完善农产品流通和供应链、健全农村基础设施和公共服务等举措，提高农业综合效益和竞争力。同时，加大对欠发达农村地区的支持力度，让广大农民在现代化进程中分享更多收益，推动城乡共同发展。

在海洋经济方面，我国作为滨海大国，“十五五”规划也可能强调了海洋领域的发展。建设海洋强国既包括发展海洋经济、提升海洋科技创新能力，又包括维护海洋生态环境和海洋权益。通过推进海洋产业高质量发展（如海洋装备、海洋生物医药、海上清洁能源等），合理开发海洋资源，加大海洋生态保护，打造可持续的蓝色经济增长点。一系列举措将有助于拓展我国发展的海洋空间，为经济社会发展提供新的动力源。

在文化建设方面，《建议》强调要提高全社会文明程度和文化软实力。共同富裕不仅是物质层面的富裕，也包括精神文化生活的丰富。规划中提出要“推动文化自信自强，铸就社会主义文化新辉煌”，这意味着将持续繁荣发展文化事业和文化产业，加强社会主义核心价值观教育，提升全民科学文化素质和思想道德水平。通过完善公共文化服务体系、支持文艺精品创作、发展数字文化产业等举措，满足人民群众日益增长的精神文化需求，让发展成果体现在人民更有获得感的文化幸福感上。

在民生保障方面，《建议》做了大量部署，覆盖就业、收入、教育、社保、医疗、住房、人口等诸多领域。总体遵循的工作原则是“尽力而为、量力而行”，既全力解决好人民最关心最直接的现实问题，又坚持实事求是、循序渐进，防止超越发展阶段、造成不可持续的负担。就业被置于民生工作的首要位置，《建议》提出要促进高质量充分就业。我们认为，促进就业需要从多个方面综合发力：一是实现产业发展与就业增长协同，培育更多新兴岗位，特别是在先进制造业、数字经济、绿色产业等领域创造新的就业机会；二是完善劳动力市场供求匹配机制，通过职业技能培训、就业服务、劳动力流动制度改革等，引导劳动者就业观念转变，缓解结构性就业矛盾；三是健全公共就业服务体系，支持多渠道灵活就业和新就业形态发展，为自主创业、自由职业、新个体经济等提供制度保障；四是加大创业支持力度，以创业带动就业，尤其是鼓励高校毕业生、返乡农民工、退役军人等群体创新创业；五是切实保障劳动者权益，加强劳动保障执法，完善劳动合同制度和社保覆盖，营造和谐劳动关系；六是完善就业形势监测和风险预警机制，及时评估外部环境变化和新技术应用对就业的影响，提前做好应对预案。通过以上措施的综合实施，“十五五”期间有望保持城镇调查失业率在合理区间，并实现就业规模的稳步扩大和就业质量的提升。

在收入分配方面，《建议》提出“提高居民收入在国民收入分配中的比重”。这意味着要让居民收入增长更快、更公平地分享经济发展成果。我们认为，实现这一目标需要从体制和政策上入手：完善工资决定和正常增长机制，提高劳动报酬在初次分配中的比重；健全再分配调节机制，通过税收、社保、转移支付等手段加大对中低收入群体的倾斜力度；鼓励和规范企业利润分享机制，倡导企业特别是国有企业提高分红率、实施员工持股和股权激励，让员工共享企业发展成果；发展慈善事业和社会公益，发挥第三次分配作用，促进收入分配格局更加公平合理。随着相关改革措施逐步落地，中等收入群体有望持续扩大，基尼系数等衡量收入差距的指标将进一步改善，为共同富裕奠定更加坚实的基础。

在教育领域,《建议》强调“推动高等教育提质扩容,扩大优质本科教育招生规模”。可以预见,“十五五”期间高等教育将继续扩招并提高质量,尤其是提升中西部地区高等教育资源供给,扩大职业教育和继续教育覆盖面,为经济转型升级提供更多高素质人才。此外,对于民办教育,《建议》的表述从“十四五”规划中的“支持、规范”调整为此次的“引导、规范”民办教育发展,态度从积极鼓励转向更加审慎、强调引导规范。这一变化说明今后将更加注重民办教育的公益属性和规范管理,避免出现过度逐利和野蛮生长的问题,确保教育公平和教育质量。总体而言,教育提质扩容和改革将提升全民受教育程度,增强人力资本水平,不仅是增进民生福祉之举,也是提升长期经济竞争力的重要投资。

在社会保障方面,“十四五”规划将“民生福祉达到新水平”作为目标,“十五五”则进一步提出“人民生活品质不断提高”,并强调社保制度优化和可持续。坚持尽力而为、量力而行,就是既要不断扩大社保覆盖面、提高保障水平,也要根据经济发展阶段和财力可能,确保社保制度长期可持续运行。《建议》提出社保体系要“更加优化、更可持续”,意味着将推进养老金全国统筹、基本养老和基本医保制度改革,完善多层次社保体系,同时加强社保基金的保值增值和风险管控,以满足老龄化加速背景下对社保可持续性的要求。未来五年,随着社保制度改革深化和财政投入增加,社会保障的公平性和可靠性将进一步提升,人民群众的获得感、安全感持续增强。

在住房方面,《建议》将“推动房地产高质量发展”置于民生部分进行阐述。我们认为,这是为了剥离房地产的投资投机属性,回归其居住保障功能。《建议》要求“加快构建房地产发展新模式,完善商品房开发、融资、销售等基础制度…优化保障性住房供给…建设安全舒适绿色智慧的‘好房子’”,明确从过去粗放的规模扩张转向注重质量和功能导向。一方面,要通过住房供给侧改革,增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给,完善长租房政策,解决新市民、青年人的住房困难;另一方面,在商品房领域,完善土地出让、房地产金融、预售监管等基础制度,防范房地产市场大起大落,促进行业平稳健康发展。高质量发展的要求还体现为提高住宅建筑品质和居住环境,比如推广绿色建筑、智慧社区、适老化设计等,满足居民对“好房子”的需求。总之,房地产的新模式旨在形成住房市场和住房保障体系的良性互动,使房地产更好地服务于民生、服务于实体经济。

与此同时,《建议》在民生与安全两条主线上都提到了房地产和地方债务风险问题,要求“提高防范化解重点领域风险能力,统筹推进房地产、地方政府债务、中小金融机构等风险有序化解,严防系统性风险”。这表明在关注住房民生的同时,也高度重视房地产及相关领域的金融风险防控。在“十五五”期间,我们预计将以“三个稳”为逻辑起点来推进房地产市场和地方债务问题的化解:一是稳预期,通过建立金融-土地-销售“三支柱”的房地产新机制,实行因城施策、保障交房等举措,稳定购房者和市场对房价的预期,防止出现恐慌性下跌;二是稳资产负债表,在地方政府层面实施“开源—节流—盘活”三位一体的举措,即开源:通过培育税源、专项债等增加收入,节流:严格控制一般支出和隐性负债增量,盘活:运用存量资产证券化、特许经营、公私合营等手段盘活存量资产,缓释城投平台和隐性债务风险;三是稳增长,通过保障性住房建设、城中村改造、城市更新和基础设施补短板等工程,带动一定的投资和就业增长,以弥补房地产下行对经济的拖累。同时,在金融端,通过建立“白名单”制度支持优质房地产项目融资,推动不良资产处置市场化法治化,加快出清风险;在制度端,以统一的建设标准、信息披露和质量认证体系,将“好房子”这一理念量化为可评估、可交易的品质信号,健全租购并举的住房制度和住房金融体系,降低居民部门房地产相关的杠杆率和风险传导。我们预计,“十五五”时期保障性租赁住房和老旧小区改造将成为“稳需求、稳投资”的主要抓手之一;地方政府则将在规范举债和资产盘活中实现软约束硬化,逐步化解存量债务风险。通过在“有序化解”的框架下分步骤处置风险点,争取将房地产和地方债务风险对宏观稳定和信用环境的扰动降至最低,确保不发生系统性区域性金融风险。

在人口领域,“十四五”规划主要提及应对人口老龄化问题,而“十五五”《建议》则突出“促进人口高质量发展”。这反映了近年来我国人口形势的深刻变化:出生人口大幅下降、老龄化



加速到来，使人口红利面临衰减。对此，党中央的态度由过去相对被动地应对老龄化，转变为更加积极主动地促进人口发展。《建议》中提出了一系列鼓励生育的政策措施，包括倡导适龄婚育观念、完善生育支持政策、发挥育儿补贴和个人所得税专项扣除政策作用、有效降低家庭生育养育教育成本等。预计未来几年，婚假产假延长、养育补贴提高、托幼服务体系建设、女性就业权益保障等方面都会有新的政策出台，生育友好型的社会环境将逐步构建。同时，也会积极应对老龄化挑战，大力发展银发产业和养老服务，提高劳动力参与率。综合看，促进人口高质量发展既是增进民生福祉的重要内容，也是关系经济长远可持续发展的战略问题，“十五五”时期在这方面将持续发力，努力扭转人口发展不利趋势，为我国未来发展积蓄宝贵的人力资本。

最后，在生态文明和绿色发展方面，“十四五”时期我国生态环境治理取得显著进步，“十五五”《建议》将继续把生态环保作为民生福祉和高质量发展的有机组成部分。围绕碳达峰、碳中和“双碳”目标，未来五年将完善绿色低碳循环发展的经济体系，加快能源清洁低碳转型，推动产业、能源、交通、建筑等领域深入减碳，发展壮大节能环保产业和清洁能源产业。从“美丽中国建设取得新的重大进展”这一目标看，空气质量、水环境、土壤修复等约束性指标也将进一步提升。在具体举措上，预计包括深入打好污染防治攻坚战，持续改善大气、水、土壤环境质量；统筹减污降碳协同增效，实施重点行业 and 重点领域减碳行动；健全生态产品价值实现机制，完善资源有偿使用和生态补偿制度；提高全民环境意识和绿色生活方式等。绿色转型不仅关系人民生活环境的改善，也是推动经济高质量发展的内在要求。通过绿色技术创新和严格环境监管，把生态优势转化为发展优势，使绿色成为高质量发展的普遍形态。

## 六、统筹安全和发展

“统筹发展和安全”是贯穿“十五五”规划的一条主线，也被提升为一项重要原则和独立篇章。在《建议》中，党中央明确要求把安全发展贯穿国家发展各领域和全过程，做到在发展中保障安全、以安全促进发展。具体表述如：“在发展中固安全，在安全中谋发展，强化底线思维，有效防范化解各类风险，增强经济和社会韧性”，并强调要“以新安全格局保障新发展格局”。这体现出当前和今后一个时期，安全对于发展的支撑作用被放到了前所未有的高度。

未来五年，我国的安全治理将从以往碎片化的“项目式补短板”，升级为体系化提升韧性的整体布局。我们认为，可以从以下几个维度来理解这一转变：第一，在链条上，要围绕供应链、科技、金融、能源资源、数据等重点领域构建多层次安全防线，形成风险“识别—预警—处置—问责”的闭环管理机制。例如，在产业链供应链方面，识别关键环节的脆弱点并建立备份和替代方案；在科技领域，加强关键技术自主可控和技术出口管控；在金融领域，完善系统重要性金融机构和金融基础设施的风险预案等。第二，在政策工具上，注重平战结合、极限场景规划，以财政、货币、产业、科技等政策的组合拳来提升在极端情况下的止损和快速恢复能力，形成“平时可优化、战时可切换”的政策备用体系。例如，建立宏观经济政策的跨周期和逆周期调节储备，一旦遭遇严重外部冲击或内部意外情况，政策可以迅速切换到“战时模式”，托底经济、防范风险；又如，在科技和产业政策上，平时注重提升自主创新和替代能力，一旦面临外部技术封锁时能够迅速切换到应急状态。第三，在空间布局上，通过“极—轴—网”的国土空间开发和国际通道布局来增强安全韧性。“极”指战略支点和战略储备基地，“轴”指综合运输大通道，“网”指能源、信息等生命线网络。在国内，优化能源骨干通道布局，加快建设新型能源基础设施，提高能源供应的多元和安全度；推进城市平急两用公共基础设施建设，提高大城市应对灾害和突发事件的能力。在国际，稳步推进“一带一路”等战略通道建设，提升海陆运输通道的多样性和冗余度，确保关键物流和供应链在外部环境变化时不中断；同时加强战略性矿产资源、粮食和关键技术装备的储备体系建设，增强关键物资的自给能力和调配能力。

基于上述体系化的安全观，我们判断，在“十五五”期间，一批关键领域将获得更前瞻性的投资和监管安排。例如，“平急两用”的基础设施（既满足日常需求又可在紧急状况下转换用



途的设施)将受到重视,城市将建设更多应急备用设施;新型能源体系(包括新能源发电及其并网消纳、能源储存和输配网络等)作为能源安全和绿色转型的结合点,将迎来重大投入,既服务减碳目标又保障能源独立性;算力基础设施和数据安全方面,国家将强化对数据中心、通信网络、工业互联网等数字基础设施的安全监管和冗余布局,确保数字经济时代的信息安全和网络稳定;金融稳健性方面,金融监管部门将在前期化解风险的基础上进一步完善宏观审慎政策框架,加强对影子银行、地方金融机构、互联网金融等薄弱环节的监管和风险处置机制建设,提升金融体系抵御外部冲击和自身传染的韧性。

除此之外,将“安全—发展”嵌入统一大市场和高水平开放的制度框架,把安全要求转化为市场主体可预期的规则边界。这实际上是创新安全治理模式,通过事先明确红线和底线,为企业经营和社会活动划定安全边界。一方面,严格的安全监管和标准成为市场准入和运行的前置条件,这将降低安全事故和系统性风险发生的概率;另一方面,一旦安全边界明确且可预期,企业和投资者反而能够在这个“安全区间”内放手发展,从而降低不确定性带来的风险溢价和资本成本,稳定投资者信心,最终有利于提高潜在增长率的实现程度。换言之,安全不再被视为发展的对立面,而是发展的前提和保障;只有守住安全底线,才能为长期的高质量发展创造确定性。

除广义安全框架外,《建议》还聚焦了若干具体领域的风险防控,要求“有效防范化解各类风险,增强经济和社会韧性”。特别提到了要统筹推进房地产、地方政府债务、中小金融机构等风险的有序化解,严防发生系统性风险。这一部署把近年来逐渐暴露的重大风险点纳入了“五年规划”的视野,体现了中央未雨绸缪、防微杜渐的决心。对于房地产和地方政府债务这两个当前风险积聚较多的领域,“十五五”时期将坚持底线思维,以系统观念统筹施策,确保软着陆和风险出清。正如前文所述,我们预计将通过稳定市场预期、稳妥处理存量债务和稳定必要的投资来应对:例如,在房地产市场,通过因城施策稳定房价预期、保障项目交付、防止房地产金融风险扩大;在地方政府债务方面,通过严格控制新增隐性债务、推进专项债券和城投债务的规范管理、盘活地方存量资产等措施,把地方债风险逐步化解在可控范围内,并辅以中央财政的指导和必要支持,避免局部风险演变为系统性危机。同时,对于中小金融机构的风险,将继续推进中小银行和保险机构的改革重组,完善存款保险和风险处置机制,坚决清理违法违规金融活动,筑牢不发生区域性系统性金融风险的底线。

总体而言,“统筹安全和发展”既是“十五五”规划的一条指导原则,更将在诸多政策领域转化为具体行动。通过建立安全发展相辅相成的长效机制,中国将显著增强经济社会系统对冲内部外部冲击的能力,在风险挑战中保持战略定力和发展节奏,为实现 2035 年远景目标乃至本世纪中叶的宏伟蓝图提供坚实保障。

## 七、坚持党的全面领导

“坚持党的全面领导”是实现“十五五”规划各项目标任务的根本政治保证。在《建议》中,这一原则被反复强调并置于各项原则之首。中国共产党是中国特色社会主义事业的领导核心,只有坚持党中央集中统一领导,才能确保全国上下思想统一、行动一致,在复杂多变的内外环境中把准前进方向、形成发展合力。

坚持党的全面领导,要求进一步完善党领导经济社会发展的体制机制。未来五年,将继续加强党对重大工作的统筹指挥能力,健全党中央决策部署落实机制,完善地方党委和基层党组织在推进发展、服务群众中的作用。与此同时,“两个维护”——坚决维护习近平总书记党中央的核心、全党的核心地位,坚决维护党中央权威和集中统一领导——仍将是全党必须恪守的政治准则,以确保政令畅通、令行禁止。

值得注意的是,“十五五”时期把全面从严治党和反腐败斗争贯穿始终,也与经济社会发展目

标紧密相关。我们认为，持续深化反腐倡廉和加强党的纪律建设，将有效改善发展环境和治理效能。例如，前文提到“叠加反腐与从严治党将推动国企治理与军工体系效率持续改善”，说明通过反腐败清除利益藩篱、优化政治生态，可以提高国有企业和重要行业的管理效率，释放制度红利。再如，在金融领域，坚持党对金融工作的领导，加强金融反腐，有助于防范金融风险、维护金融安全。在基层治理中，加强党风廉政建设则可以改善公共服务，增强群众获得感。所有这些都表明，党的领导地位不是抽象的、孤立的，而是体现在经济社会方方面面的实际成效中。

总之，党的全面领导为“十五五”规划的实施提供了方向指引和坚强保障。只有坚持党总揽全局、协调各方，才能调动各方面积极性，凝聚起实现宏伟目标的强大力量。各级党委和政府将在党中央集中统一领导下，进一步提高执政能力和水平，不断完善治理体系，提升治理效能，为推动高质量发展、防范化解风险、促进共同富裕等各项任务保驾护航。我们有理由相信，在党的坚强领导下，“十五五”规划确定的各项目标一定能如期实现，中国特色社会主义现代化建设必将不断迈上新台阶。

## 风险提示

- 1.中美贸易谈判出现反复；
- 2.中国经济超预期下行。

## 分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

## 特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号 震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

## Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

## Investment Rating Definitions

<b>The rating criteria of investment recommendations</b> The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

## General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

## Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

## Contact us

### Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai  
Postcode: 200120

### Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen  
Postcode: 518035

### Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing  
Postcode: 100010