

从四中全会公报看资本市场改革动向

事件描述

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举行。

事件解读

展望“十五五”，我国正值经济转型升级、新旧动能转换的关键时期，资本市场作为现代经济和金融的枢纽，正在经历新经济崛起引导的深刻变革，与此同时，资本市场在赋能以科技创新为引擎、产业转型升级为路径的新经济发展的过程中将发挥至关重要的作用。

坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，必须深化金融供给侧改革。本次全会延续二十大报告和十九届五中全会“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”的表述，这代表发展经济不能脱实向虚，必须坚持深化金融供给侧改革。金融是实体经济的血脉，高质量发展时期需要处理好实体经济和金融的关系，引导金融更高效、更精准的为实体经济服务。因此，必须深化供给侧改革，完善多层次资本市场、提升直接融资占比，将金融资源更加高效的引入代表新经济、新动能的新质生产力领域，同时推动金融业由“规模扩张”走向“提质增效”。

坚持高水平科技自立自强，资本市场深改必须以投融资端综合改革为牵引。科技创新是探索未知的过程，既孕育新的动能，也伴随着风险；资本市场收益共享、风险共担的独特机制，天然与科技创新更加适配。科创型企业轻资产运营、风险高且研发投入大，需要全链条、全生命周期的金融服务，这就要求资本市场进一步深化改革。从融资端看，以北交所为核心的多层次资本市场制度持续完善，各板块错位发展、上市标准持续放宽，制度包容性大幅提升。从投资端看，上市公司质量和公司治理能力持续提升，大力引入中长期资金入市，金融产品品类不断丰富，投资端改革旨在增强投资者吸引力，持续为资本市场引入“源头活水”，从而更好发挥资本市场资源配置的枢纽功能。

大力提振消费，通过资本市场形成“财富效应—收入提升—消费能力增强”和“融资支持—供给升级—消费意愿增强”的双向循环。从需求侧看，资本市场的财富效应将夯实居民消费底气，增强经济内生动力，还能为资本市场引入更多源头活水，促进资本流向国家战略支持的重点领域。从供给侧看，资本市场可以增加金融供给，通过 IPO、债券、公募 Reits 等各种工具支持消费企业产能扩张和优化升级，在增加社会就业机会的同时，还可以进一步促进消费。综上，资本市场可以从消费需求端和供给端分别形成“财富效应—收入提升—消费能力增强”“融资支持—供给升级—消费意愿增强”的正向循环，发挥枢纽功能提振消费。

健全社会保障体系，助力资本市场与养老金融的良性互动。保险资金、社保基金、养老保险基金久期长、规模大，是资本市场的“稳定器”和“压舱石”，大力发展养老金融有利于改善资本市场结构性错配问题。养老金整体规模偏低、结构性失衡问题仍是我国养老金融发展中的重要挑战。未来，银行、保险、公募基金等专业投资机构可以增加个人养老金产品、商业养老保险等金融产品供给，积极发展第三支柱、减轻财政压力，改善我国养老体系内部结构不均衡的局面，推动养老金融高质量发展。

风险提示： 1、地缘政治风险加大；2、中美贸易谈判不确定性加大；3、宏观经济波动风险加大；4、政策落地不及预期。

非银金融

评级： 看好

日期： 2025.10.28

分析师 徐丰羽

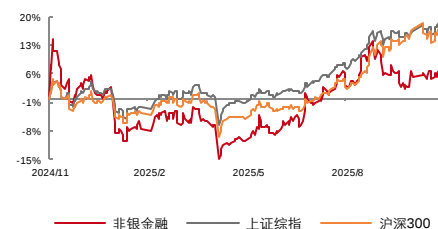
登记编码：S0950524020001

☎：15026638387

✉：xufy@wkzq.com.cn

行业表现

2025/10/27



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《2025Q2 保险业资金运用情况点评：负债驱动，股票及债券投资占比创新高》(2025/8/20)
- 《2025Q1 企业年金数据：首次公布“近三年累计收益率”，健全长周期考核制度破局》(2025/6/30)
- 《2025 年陆家嘴论坛解读：更开放，更包容》(2025/6/23)
- 《拥抱科技—上市券商 2025 年一季报梳理分析》(2025/6/3)
- 《以金融高质量发展应对外部不确定性》(2025/5/7)
- 《险企权益投资空间进一步打开》(2025/4/10)
- 《2025 年政府工作报告透露出哪些资本市场高质量发展信号？》(2025/3/5)
- 《险企配置黄金渠道打开，投资端资产配置结构迎来优化》(2025/2/10)
- 《公募基金被动投资迎来发展机遇期》(2025/2/6)
- 《ESG 标准日益规范化，应予以高度重视》(2025/1/22)

事件描述

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举行（简称“党的二十届四中全会”）。全会高度评价了“十四五”时期我国发展取得的重大成就，并审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十五个五年规划的建议》。

事件解读

党的二十届四中全会召开正值“十四五规划”收官之际，本次全会以第十五个五年规划为核心议题，为全面建成社会主义现代化强国、实现第二个百年奋斗目标、开创中国式现代化新局面擘画了“十五五”时期经济发展的蓝图。展望“十五五”，我国正值经济转型升级、新旧动能转换的关键时期，资本市场作为现代经济和金融的枢纽，正在经历新经济崛起引导的深刻变革，与此同时，资本市场在赋能以科技创新为引擎、产业转型升级为路径的新经济发展的过程中将发挥至关重要的作用。

坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，必须深化金融供给侧改革。当前国际形势错综复杂，全球经济面临下行压力，地缘政治和贸易格局的变化加剧了不确定性，实体经济作为一国经济的立身之本、财富创造的根本源泉，是应对新一轮科技革命和产业变革、增强国际竞争力的关键基石。本次全会将“建设现代化产业体系，巩固壮大实体经济根基”作为首要原则，并延续二十大报告和十九届五中全会“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”的表述，需要加快推动传统产业转型升级、培育壮大战略性新兴产业、超前布局建设未来产业。这代表发展经济不能脱实向虚，必须坚持深化金融供给侧改革。债务驱动经济模式下，金融业依靠货币超发、创新红利迅速膨胀，也滋生出服务实体经济质效不高、系统性风险上升等问题。金融是实体经济的血脉，高质量发展需要处理好实体经济和金融的关系，引导金融更高效、更精准地为实体经济服务。因此，必须深化供给侧改革，完善多层次资本市场、提升直接融资占比，将金融资源更加高效的引入代表新经济、新动能的新质生产力领域，推动金融业由“规模扩张”走向“提质增效”。

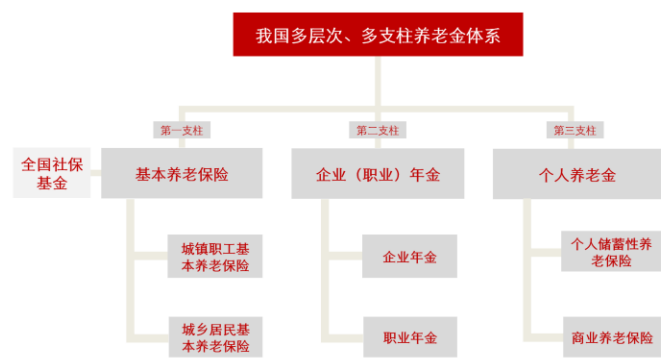
坚持高水平科技自立自强，资本市场深改必须以投融资端综合改革为牵引。科技创新能够催生新产业、新模式、新动能，是发展新质生产力的核心要素。本次全会提出“加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力”，科技创新在“十五五”期间的战略地位不言而喻。科技创新是探索未知的过程，既孕育新的动能，也伴随着风险；资本市场收益共享、风险共担的独特机制，天然与科技创新更加适配。培育股权融资等“耐心资本”可以通过资本市场实现“投早、投小、投长期、投硬科技”，陪伴科创企业成长、协助实现“从 0 到 1”的重大原创性和颠覆性创新，推动科技创新和产业创新深度融合。另一方面，科创型企业轻资产运营、风险高且研发投入大，需要全链条、全生命周期的金融服务，这就要求资本市场进一步深化改革。从融资端看，以北交所为核心的多层次资本市场制度持续完善，为中小型科创企业发展壮大提供了多元化的路径；各板块错位发展、上市标准持续放宽，为更多科创企业打开了资本市场的大门，制度包容性大幅提升。从投资端看，提升上市公司质量和公司治理能力从源头保障投资者利益，大力引入社保基金、保险、公募基金等中长期资金入市，有利于降低市场波动率、引导行业长期投资及价值投资理念的形，金融产品品类不断扩容为投资者提供多元化配置工具。投资端改革旨在增强投资者吸引力，持续为资本市场引入“源头活水”，从而更好发挥资本市场资源配置的枢纽功能。因此，以科技金融服务高水平科技自立自强，需要坚持投融资综合改革。

大力提振消费，通过资本市场形成“财富效应—收入提升—消费能力增强”和“融资支持—供给升级—消费意愿增强”的双向循环。本次全会强调“大力提振消费”。借鉴美国、荷兰等国家的经验，资本市场在为科技创新的发展注入强劲动能的同时，借助科技进步及企业成长

促进自身的繁荣发展，两者相辅相成、相互融合，共同推动社会生产力和居民收入的提升。同时，社会化大生产、信用制度和股份公司的发展实现了资本所有权和经营权的分离，加速了金融“去中介化”的过程，居民财富管理需求的旺盛进一步推动社会投融资活动的市场化，资本市场功能转向融资和财富管理并重。从需求侧看，自 2024 年 9 月 24 日国新办“金融支持经济高质量发展”发布会后，一揽子金融政策加速落地，A 股市场日均成交额、新开户数环比大幅提升，引入中长期资金入市政策力度持续加码，居民对于权益市场的投资信心显著增强。资本市场的财富效应将夯实居民消费底气，增强经济内生动力，还能为资本市场引入更多源头活水，促进资本流向国家战略支持的重点领域。从供给侧看，资本市场可以增加金融供给，通过 IPO、债券、公募 Reits 等各种工具支持消费企业产能扩张和优化升级，增加社会就业机会的同时，还可以进一步促进消费。综上，资本市场可以从消费需求端和供给端分别形成“财富效应—收入提升—消费能力增强”“融资支持—供给升级—消费意愿增强”的正向循环，发挥枢纽功能大力提振消费。

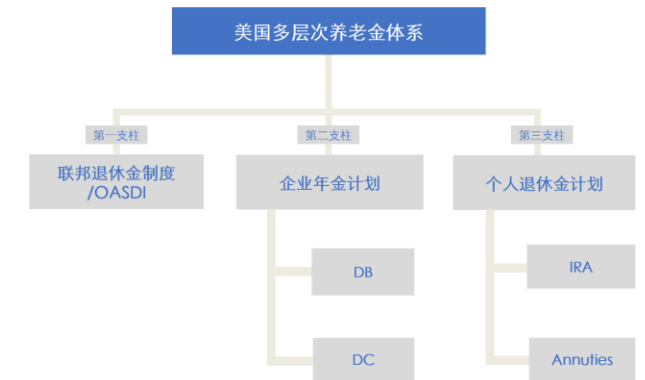
健全社会保障体系，助力资本市场与养老金融的良性互动。本次全会提出“扎实推进全体人民共同富裕”“健全社会保障体系”。我国资本市场长期面临资金需求和供给在投资期限和风险偏好不匹配的问题。一方面，传统文化倡导节约的理念深入人心，居民重储蓄轻投资，且投资配置集中于房地产；另一方面，社会保障体系不够完善，养老体系保障水平偏低，也导致了居民在投资中存在较多顾虑。从资金端看，资本市场中长期资金占比较低、投资行为仍存在短期化、投机化的特征。保险资金、社保基金、养老保险基金久期长、规模大，是典型的中长期资金，也是资本市场的“稳定器”和“压舱石”，大力发展养老金融有利于改善资本市场结构性错配问题。我国老年人口基数大、老龄化速度快，已步入中度老龄化社会。截止 2024 年年末中国 65 岁及以上老年人口达 2.2 亿，占总人口 15.6%，60 岁及以上老年人口达 3.1 亿，占总人口 22%，因此需要加快完善养老保险体系。当前我国已经建立了多层次、多支柱的养老保险体系，第一支柱基本养老保险惠及城乡，覆盖人数超过 10.7 亿人，是我国养老保障体系的基石；第二支柱为企业年金和职业年金，基于自愿原则并引入信托制度，采用市场化运作方式，对第一支柱形成重要补充；第三支柱个人养老金由先行试点走向全面实施，虽起步较晚但已初具雏形。我国养老保险体系整体覆盖面不断扩大，在优化社会保障体系、服务银发经济、做好“养老金融”大文章等方面发挥了重要的作用，但整体规模偏低、结构性失衡问题仍是养老金融发展中的重要挑战。从总量角度看，2024 年美国养老金总规模达到约 46.99 万亿美元，占 GDP 比例高达 160.39%；我国养老金总规模约 15.92 万亿元，占 GDP 比例仅 11.80%。从结构角度看，美国第一、二、三支柱养老金规模占比分别为 5.94%、52.56%、41.50%，二、三支柱是养老体系的核心。我国第一、二、三支柱养老金规模占比分别为 54.77%、42.40%、2.83%，目前仍较为依赖第一支柱，第三支柱发展较为滞后。未来，银行、保险、公募基金等专业金融机构可以增加个人养老金产品、商业养老保险等金融产品供给，积极发展第三支柱、减轻财政压力，改善我国养老体系内部结构不均衡的局面，推动养老金融高质量发展。

图表 1：中国养老金体系



资料来源：人社部，全国社会保障基金理事会，五矿证券研究所

图表 2：美国养老金体系



资料来源：ICI，SSA，五矿证券研究所

图表 3：中美三支柱养老金体系结构的比较

	美国		中国	
	占 GDP 比重	资产规模（万亿美元）	占 GDP 比重	资产规模（万亿元）
第一支柱	9.52%	2.79	6.46%	8.72
第二支柱	84.31%	24.7	5.00%	6.75
第三支柱	66.56%	19.5	—	0.45（约）
合计	160.39%	46.99	11.80%	15.92

资料来源：ICI，SAA，人社部，Wind，五矿证券研究所

注：1. 美国养老金数据采用 2023 年 OASDI 的数据。
2. 我国第三支柱养老金规模根据个人养老金基金规模进行简单估算。

风险提示

- 1、地缘政治风险加大；
- 2、中美贸易谈判不确定性加大；
- 3、宏观经济波动风险加大；
- 4、政策落地不及预期。

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

The rating criteria of investment recommendations 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