



“四中”释放利好，沪指十年新高

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

sunyongle@gjzq.com.cn

“四中”释放利好，沪指十年新高

本周党的二十届四中全会在京举行，全会审议通过了《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》。

上周沪指突破 3950 点，科技股强势归来，政策利好释放推动算力、芯片、商业航天等板块强势领涨。融资余额维持高位，北向资金成交热度继续下降。

地产销量环比走平，但高基数下同比大幅回落。

截至 10 月 22 日，2025 年汽车以旧换新补贴申请量突破 1000 万份，其中报废更新超 340 份，置换更新超 660 份，政策对前三季度车市拉动作用显著。

2025 年 1-9 月，北京、上海社零同比分别为-5.1%、4.3%。

10 月中上旬主要大宗商品现货价格走势分化。

风险提示

中美贸易摩擦、关税上调和全球供应链调整，或致出口波动及企业利润下滑等风险加大

全球地缘政治局势变化及国际市场波动，可能持续影响大宗商品价格及相关行业经营

关注后续国内基本面变化，跟踪出口后续景气度波动以及对经济的影响

本周党的二十届四中全会在京举行，全会审议通过了《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》。本次“十五五”时期设立了十三条政策发力大方向，相比于十四五期间，值得关注的一是现代化产业体系和科技先后顺序变化，科技成果落地的重要性正在提高。二是政策对对外开放的重视程度大幅提高，从“十四五”的第九顺位提升至此次第五顺位。三是绿色发展的重要性正在相对回落。

图表1: 十九届五中与二十届四中全会公报全文排序

十九届五中全会公报（2020年10月29日）	二十届四中全会公报（2025年10月23日）
把科技自立自强作为国家发展的战略支撑	建设现代化产业体系，巩固壮大实体经济根基
加快发展现代产业体系	加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力
坚持扩大内需这个战略基点	建设强大国内市场，加快构建新发展格局
全面深化改革	加快构建高水平社会主义市场经济体制
全面推进乡村振兴	扩大高水平对外开放
优化国土空间布局	加快农业农村现代化，扎实推进乡村全面振兴
繁荣发展文化事业和文化产业	优化区域经济布局，促进区域协调发展
推动绿色发展	激发全民族文化创新创造活力，繁荣发展社会主义文化
实行高水平对外开放	加大保障和改善民生力度
改善人民生活品质	加快经济社会发展全面绿色转型
统筹发展和安全	推进国家安全体系和能力现代化
加快国防和军队现代化	如期实现建军一百年奋斗目标
必须坚持党的全面领导	坚持和加强党中央集中统一领导

来源：wind，国金证券研究所

图表2: 四中全会全文主要关键词



来源: wind, 国金证券研究所

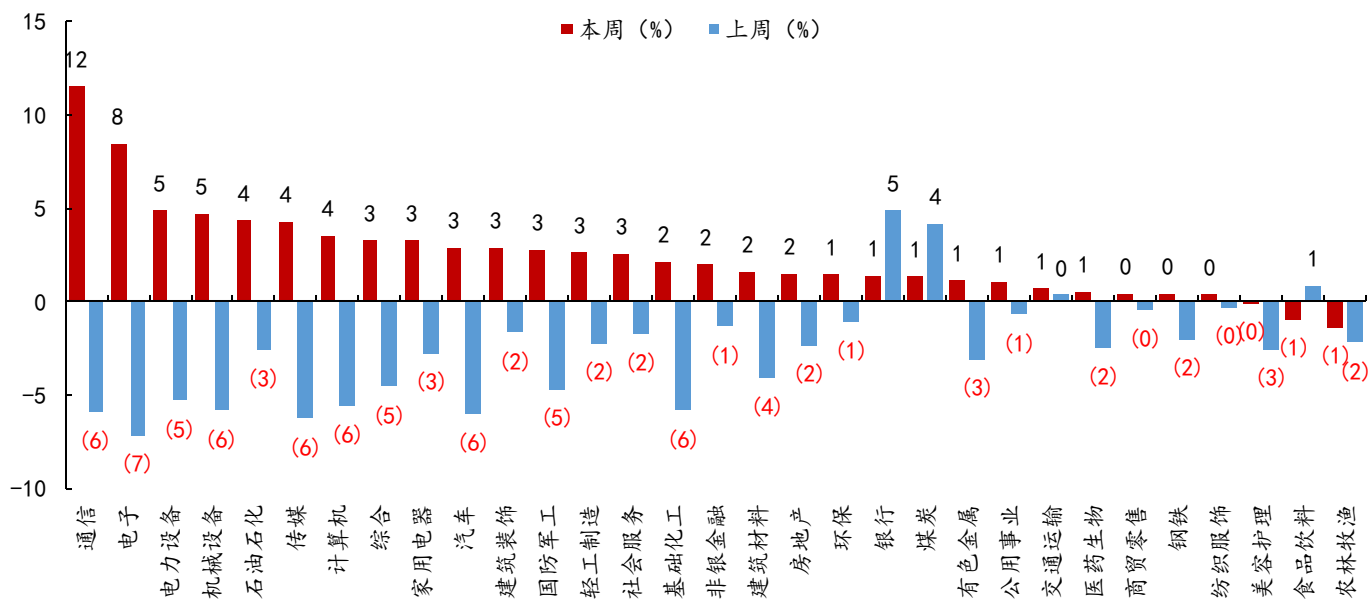


沪指再创新高，“十五五”映射板块领跑

上周沪指突破 3950 点，再次刷新 10 年来新高；创业板指涨 8%，创年内第二大单周涨幅。板块上，科技股强势归来，算力、芯片、商业航天等板块强势领涨资金动向。消息面上，二十届四中全会审议通过“十五五”规划建议，明确未来对科技芯片、航空航天等未来产业的支持。同时，存储芯片领域传来供应紧张、价格持续上涨的消息，直接推动了相关公司股价。

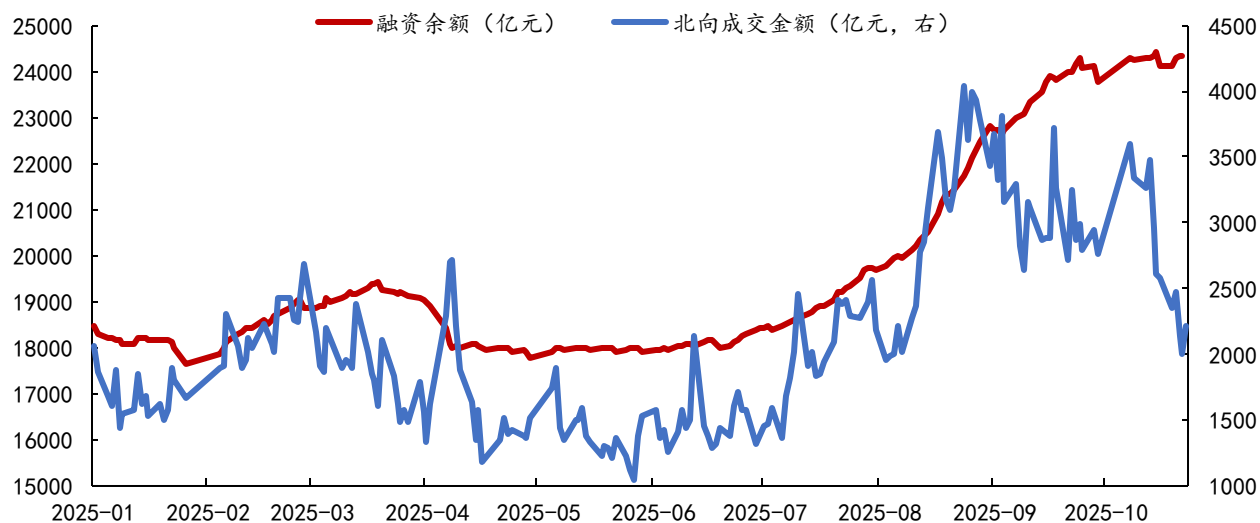
资金面上，周五沪深两市成交额较前四个交易日明显放量至 1.98 万亿元。融资余额维持高位，半导体、通信设备等行业获杠杆资金大幅净流入。北向资金成交热度继续下降，日度平均成交额 2219.8 亿元，较上一周下降 25%。

图表3：A 股各版块涨跌（%）



来源：wind，国金证券研究所

图表4：杠杆资金继续涌入，北向资金热度回落



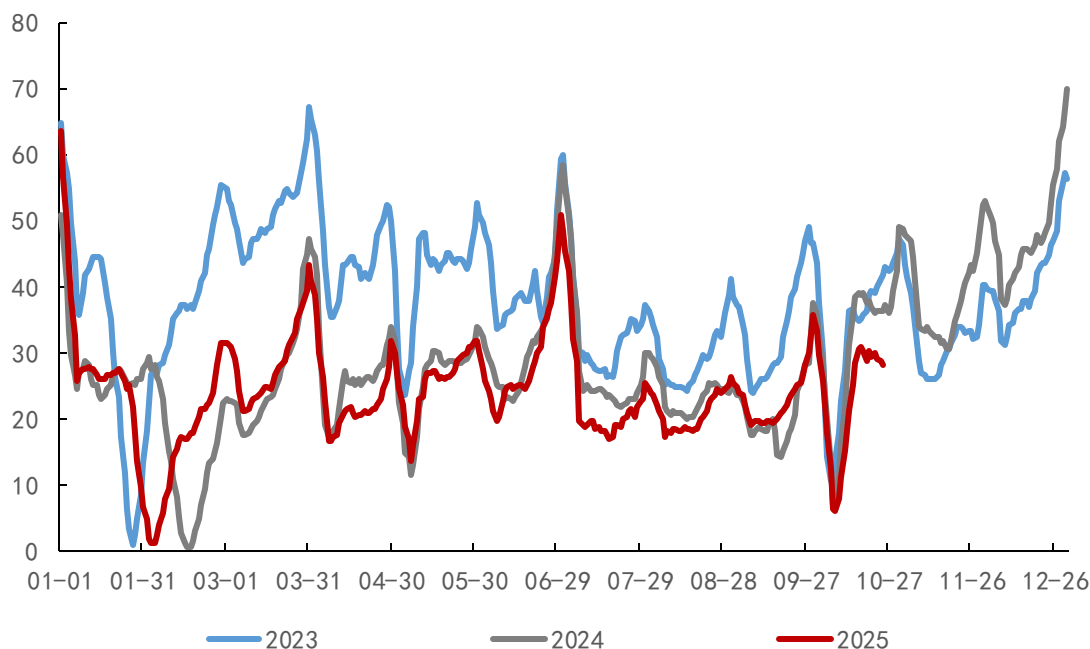
来源：wind，国金证券研究所



地产销售降温

地产销量环比走平，但高基数下同比大幅回落。10月1-25日，30大中城市商品房日均成交面积23.1万平方米，持平9月均值为23.2万平方米。但是去年924之后，地产销量和价格均迎来小幅好转，高基数下，10月30大中城市商品房成交面积同比-20.2%。考虑到去年同期高基数，地产销量或价格同比表现短期或继续偏弱。

图表5：30大中城市商品房成交面积（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

汽车零售转负

截至10月22日，2025年汽车以旧换新补贴申请量突破1000万份，其中报废更新超340份，置换更新超660份，政策对前三季度车市拉动作用显著。从销量上看，受去年以旧换新高基数、今年中秋国庆假期等因素影响，10月汽车销量同比偏弱，乘联会口径数据显示1-19日，汽车零售同比-6%。乘联会估计，10月全年同比-2.6%左右。后续关注以旧换新政策逐渐退坡以及明年购置税退坡等对汽车消费的影响。


图表6：汽车零售转负（单位：百万美元）

零售数据	1-8日	9-12日	13-19日	20-26日	27-31日	1-19日	全月
23年	52546	53624	57039	77625	91143	54428	65588
24年	53363	79225	65279	76091	105172	63198	72879
25年	43530	84508	63163			59390	
同比去年同期	-18%	7%	-3%			-6%	
环比上月同期	-5%	38%	-2%			7%	
批发数据	1-8日	9-12日	13-19日	20-26日	27-31日	1-19日	全月
23年	40065	54832	64919	109380	137052	52331	78877
24年	38170	76712	86511	94934	169519	64094	88062
25年	30065	76306	87011			60780	
同比去年同期	-21%	-1%	1%			-5%	
环比上月同期	-36%	15%	18%			0%	

来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

北上社零增速变化

2025 年 1-9 月，北京、上海社零同比分别为-5.1%、4.3%。9 月北京社零同比-5.4%，其中餐饮收入、商品收入分别为-4.3%、-5.5%，限额以上商品中，金银珠宝类商品消费同比 15.9%，领跑各类商品，但同比降幅较 8 月明显回落，金价大幅上涨或边际挤出了部分购金需求。以旧换新相关消费降幅趋缓，关注后续北京社零能否实现低位企稳。上海社零继续维持高位，9 月在以旧换新等商品支持下，上海社零同比 9.2%，维持高位，部分或是因为去年基数较低以及口径调整。


图表7：北京社零增速（单位：%）

北京	1-2月 同比	3月同比	4月同比	5月同比	6月同比	7月同比	8月同比	9月同比
社会消费品零售总额	-0.1	-9.9	-5.2	-0.4	-7.20	-7.30	-11.4	-5.4
其中：限额以上批发和零售业、 住宿和餐饮业网上零售额	9.0	-13.8	-4.6	7.5	-7.30	-8.30	-17.4	-5.0
按消费形态分								
餐饮收入	-4.1	-3.1	-4.9	-2.5	-3.30	-3.50	-3.4	-4.3
商品零售	0.3	-10.6	-5.2	-0.1	-7.60	-7.80	-12.3	-5.5
限额以上商品零售主要类值								
粮油、食品类	9.1	1.0	23.7	28.1	14.50	0.00	-5.0	-3.7
服装、鞋帽、针纺织品类	1.1	-1.4	-5.2	-10.2	-11.00	-8.10	-3.6	-11.9
化妆品类	8.0	-10.9	32.2	31.9	-8.60	13.40	12.4	3.1
金银珠宝类	29.2	28.5	53.5	76.9	6.20	3.70	59.4	15.9
日用品类	13.3	-13.0	-6.8	7.8	5.10	5.70	6.1	5.6
体育、娱乐用品类	32.7	-17.6	6.5	14.5	6.50	-12.40	-17.1	-15.1
家用电器和音像器材类	23.1	-6.7	-9.3	-4.2	7.60	19.60	-14.3	-12.9
文化办公用品类	20.8	-22.6	-10.9	3.9	14.10	-33.60	-45.0	-12.5
通讯器材类	-18.5	-38.2	-37.4	-3.4	-31.00	-27.30	-41.1	-13.3
石油及制品类	-13.6	-14.6	-20.6	-22.2	-22.70	-17.30	-19.7	-17.3
汽车类	-19.6	-20.2	-24.2	-21.5	-15.30	-13.80	-21.9	-9.2

来源：北京统计局，国金证券研究所

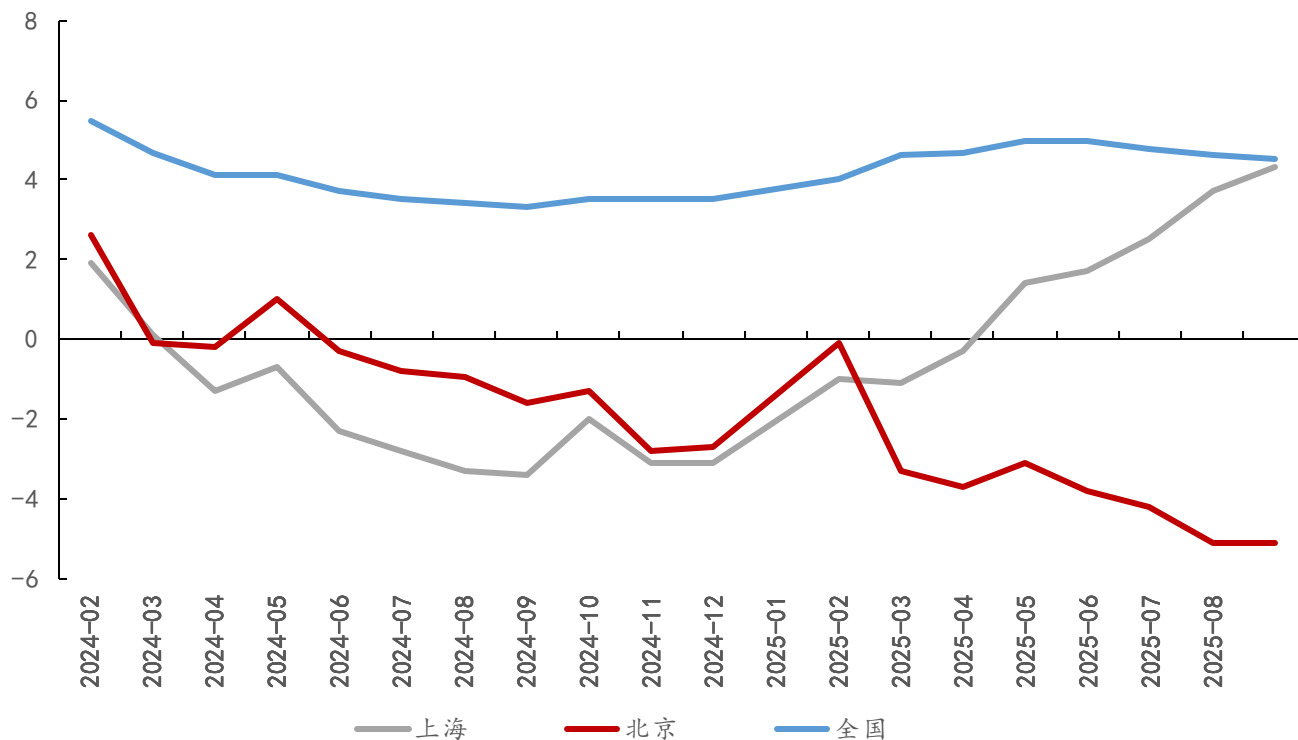
图表8：上海社零增速（单位：%）

上海	1-2月 同比	3月同比	4月同比	5月同比	6月同比	7月同比	8月同比	9月同比
社会消费品零售总额	-1.0	-1.5	2.6	7.5	3.7	7.8	13.0	9.20
商品零售额	-0.5	-1.5	3.3	8.6	4.6	9.7	15.1	10.70
餐饮收入	-4.3	-1.5	-2.0	-0.4	-2.9	-4.9	-1.2	-2.10
限额以上商品零售主要类值								
粮油、食品类	9.1	12.9	13.3	20.3	9.7	7.3	1.4	4.00
服装、鞋帽、针纺织品类	3.4	-3.5	5.5	9.3	0.2	5.6	9.6	10.10
化妆品类	2.8	1.5	0.8	4.0	2.7	12.5	9.4	9.80
金银珠宝类	-6.6	-13.7	6.4	12.7	5.3	21.5	12.4	12.70
日用品类	-2.4	-1.6	4.4	10.8	2.3	5.1	4.8	8.60
家用电器和音像器材类	-4.7	-4.9	19.9	39.4	48.9	49.7	57.8	44.10
文化办公用品类	-14.5	4.6	15.3	12.4	25.2	78.0	77.2	32.40
通讯器材类	12.7	8.6	22.3	13.5	-0.1	6.8	3.1	23.70
汽车类	-19.4	-18.5	-14.4	-2.4	-7.4	5.0	32.3	10.00

来源：上海统计局，国金证券研究所



图表9：北京上海社零增速（单位：%）

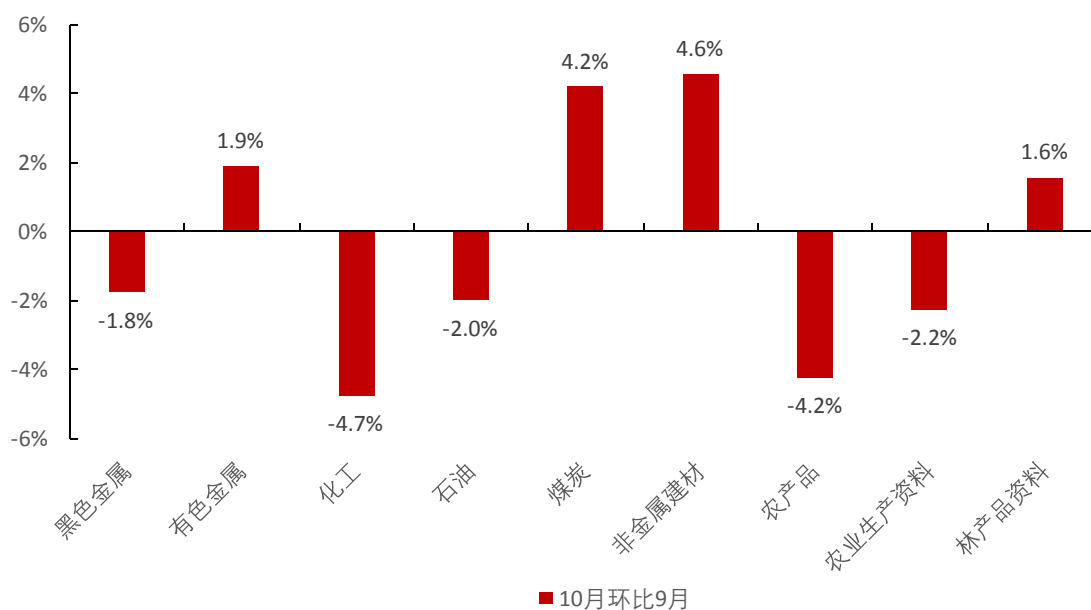


来源：同花顺，国金证券研究所

10月价格怎么走

10月中上旬主要大宗商品现货价格走势分化,统计局对全国流通领域9大类50种重要生产资料市场价格的监测显示,2025年10月中旬与9月下旬相比,17种产品价格上涨,30种下降,3种持平。其中,煤炭、非金属建材等商品价格领涨,化工行业价格领跌。

图表10：10月中上旬主要大宗商品价格变化（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所



风险提示

中美贸易摩擦、关税上调和全球供应链调整，或致后续企业利润下滑等风险加大
全球地缘政治局势变化及国际市场波动，可能持续影响大宗商品价格及相关行业经营
关注后续国内基本面变化，跟踪出口后续景气度波动以及对经济的影响



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究