

2025 年 10 月 25 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

保持战略定力，增强必胜信心，A 股有望恢复震荡上行趋势

——十五五系列专题（三）

报告摘要

核心观点：

- ◆ 2025 年 10 月 20 日至 23 日，中共中央第二十届四中全会在北京召开。会议指出“十五五”时期是基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发力的关键时期，并强调坚持以经济建设为中心。根据 2035 远景目标实现经济总量或人均收入翻一番目标，结合本次会议较为积极的定调，预计“十五五”期间经济增速或为 4.7% 左右甚至更高。稳定的经济增长有望巩固市场信心，为本轮慢牛托底。
- ◆ 二十届四中全会在具体领域上与十九届五中全会均涵盖 12 个大方向。其中，需要关注四点变化：
 - ◆ 1、现代化产业体系与科技创新，依旧分列前二，但排序调整。从“全面增强自主创新能力，抢占科技发展制高点”的要求来看，科技依旧是未来五年的首要任务方向，同时顺序的调整或进一步强调科技创新向实体经济落地。
 - ◆ 2、国内市场经济建设方面，依旧排第三位，本次会议删除“供给侧结构性改革”，新增“促进消费和投资、供给和需求良性互动”和“破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点”表述，预计国内市场供需比平衡有望得到改善，同时政府绩效考核指标体系、财税体系等改革有望加速推进。
 - ◆ 3、在对外开放方面，排序从第九位大幅提前至第五位，新增“维护多边贸易体制”表述，同时将对外开放明确描述为“稳步扩大制度型开放”，或在积极应对当前的逆全球化势头。

作者

董忠云 分析师
SAC 执业证书：S0640515120001
联系电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

庞晨 研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009
联系电话：
邮箱：pangc@avicsec.com

王警仪 研究助理
SAC 执业证书：S0640123090015
联系电话：
邮箱：wangjybj@avicsec.com

杨子萌 研究助理
SAC 执业证书：S0640124060008
联系电话：
邮箱：yangzm@avicsec.com

相关研究报告

中航策略周报：《十五五规划前瞻及潜在投资线索——十五五系列专题（二）》
中航策略周报：《“十五五”政策预期逐渐增强，新主线或正在酝酿》
中航策略周报：《四季度 A 股或将呈现“N”型震荡上行，科技和“反内卷”双轮驱动》
中航策略周报：《轮动或将扩散》
中航策略周报：《从美联储重启降息到美联储独立性风险，资源品牛市或正在酝酿》
中航策略周报：《阶段性震荡有利于 A 股回归慢牛趋势》

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

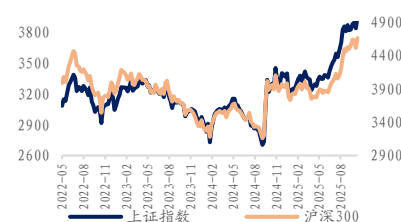
◆ 4、民生发展方面，排序从第十提升至第九，本次会议新增“完善收入分配制度”和“推动房地产高质量发展”表述，后续养老、育儿等民生问题有望得到财政进一步倾斜，高质量开展城市更新或将成为政策的重要抓手，住房保障体系有望完善。

◆ 复盘近二十年的四次五年规划看，五年规划的成形为 A 股中期慢牛走势形成助力。公报发布后一周万得全 A 平均上涨 3.08%，胜率 75%，小盘风格和科技（TMT）板块胜率 100%。

◆ A 股方面，中期看，万得全 A 风险溢价触及三年均值后有所回升，投资者对风险的定价仍较为理性。短期看，市场交易活跃度降温，9 月以来万得全 A 换手率 10 日移动平均滚动一年分位数由近 90% 的高位回落至 60% 以下。结构上，此前热门行业调整后重新迎来配置机会。

◆ 中航证券军工组对军工行业 2025 年四季度展望：1、随着“十五五”开启，市场对新订单预期逐步增强，近期预期的逐步落地也将对未来进一步的预期进行强化；2、相比其余行业的下行压力，比较优势将更加凸显；3、无人化、智能化装备的高景气发展，有望带动军工电子等领域的订单恢复和毛利率的提升；4、地缘事件的反复，军贸是打开军工市场天花板的重要逻辑；5、“低空经济、商业航天、深海科技、大飞机、军贸、核聚变”等大军工板块轮动特征清晰。

市场走势：



投资建议：

◆ 往后看，部分机构年内已获得较大盈利，四季度或更倾向于稳健。10 月底 APEC 峰会上，中美有望在贸易问题上取得进展，两国元首存在会见的可能，市场担忧有望缓解。同时，10 月底美联储有望继续降息 25 个基点，11 月 A 股进入业绩真空期，“十五五”规划纲要内容为市场提供新热点，A 股或将恢复震荡上行趋势。结构上，往年四季度主线往往出现切换，此前热门行业均有望迎来轮动

式上涨的机会，建议均衡配置。同时，关注公报中对于智能化、航天、新需求、海洋等方面的新表述。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场整体上涨，上证指数（2.88%）、深证成指（4.73%）、沪深 300（3.24%）、科创 50（7.27%）、创业板指（8.05%）、中证 500（3.46%）、中证 1000（3.25%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 5.83%。分行业来看，申万一级行业中通信、电子、电力设备表现较强，分别上涨 11.55%、8.49%、4.90%；农林牧渔、食品饮料、美容护理表现较弱，分别下跌 1.36%、0.95%、0.09%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 17973.14 亿元，较上周减少 3955.36 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 22.58 倍，较上周上涨 2.94%。

正文：

2025 年 10 月 20 日至 23 日，中共中央第二十届四中全会在北京召开，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》。习总书记就《建议（讨论稿）》向全会作了说明。

会议指出“十五五”时期是基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发力的关键时期，并强调坚持以经济建设为中心。根据 2035 远景目标实现经济总量或人均收入翻一番推算，假设“十四五”至“十六五”增速较稳定回落，2026 年至 2030 年增速中枢或为约为 4.7%。结合本次会议较为积极的定调，预计“十五五”期间经济增速或为 4.7% 左右甚至更高。稳定的经济增长有望巩固市场信心，为本轮慢牛托底。

二十届四中全会在具体领域上与十九届五中全会均涵盖 12 个大方向。其中，需要关注四点变化：

1、现代化产业体系与科技创新，依旧分列前二，但排序调整。从“全面增强自主创新能力，抢占科技发展制高点”的要求来看，科技依旧是未来五年的首要任务方向，同时顺序的调整或进一步强调科技创新向实体经济落地。

2、国内市场建设方面，依旧排第三位，本次会议删除“供给侧结构性改革”，新增“促进消费和投资、供给和需求良性互动”和“破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点”表述，预计国内市场供需比平衡有望得到改善，同时政府绩效考核指标体系、财税体系等改革有望加速推进。

3、在对外开放方面，排序从第九位大幅提前至第五位，新增“维护多边贸易体制”表述，同时将对外开放明确描述为“稳步扩大制度型开放”，或在积极应对当前的逆全球化势头。

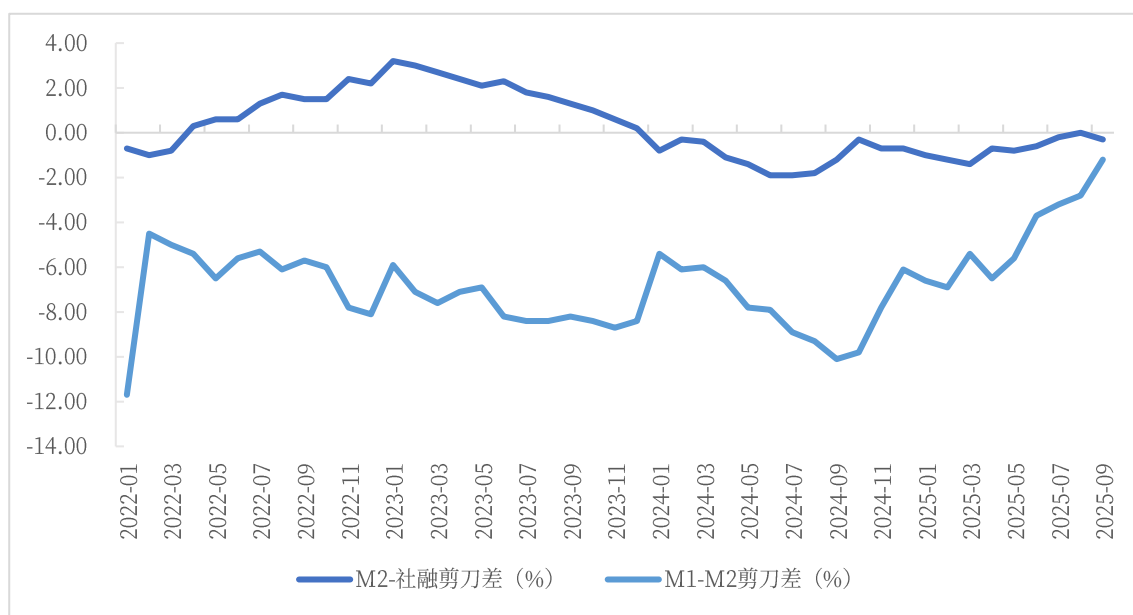
4、民生发展方面，排序从第十提升至第九，本次会议新增“完善收入分配制度”和“推动房地产高质量发展”表述，后续养老、育儿等民生问题有望得到财政进一步倾斜，高质量开展城市更新或将成为政策的重要抓手，住房保障体系有望完善。



复盘近二十年的四次五年规划看，五年规划的成形为 A 股中期慢牛走势形成助力。公报发布后一周万得全 A 平均上涨 3.08%，胜率 75%，小盘风格和科技（TMT）板块胜率 100%。

国内方面，9 月金融数据显示，经济内生活力持续增强，增长动能稳步修复。M1-M2 剪刀差连续第五个月收窄，续创 2022 年以来新高，显示实体经济和市场主体经营活动活跃度在逐渐提升，资金活化程度显著提升。与此同时，M2-社融剪刀差 9 月回落至-0.3%，重回负区间，显示堆积在金融体系的剩余流动性回落，或因宽货币效果逐步显现，实体需求边际回暖。

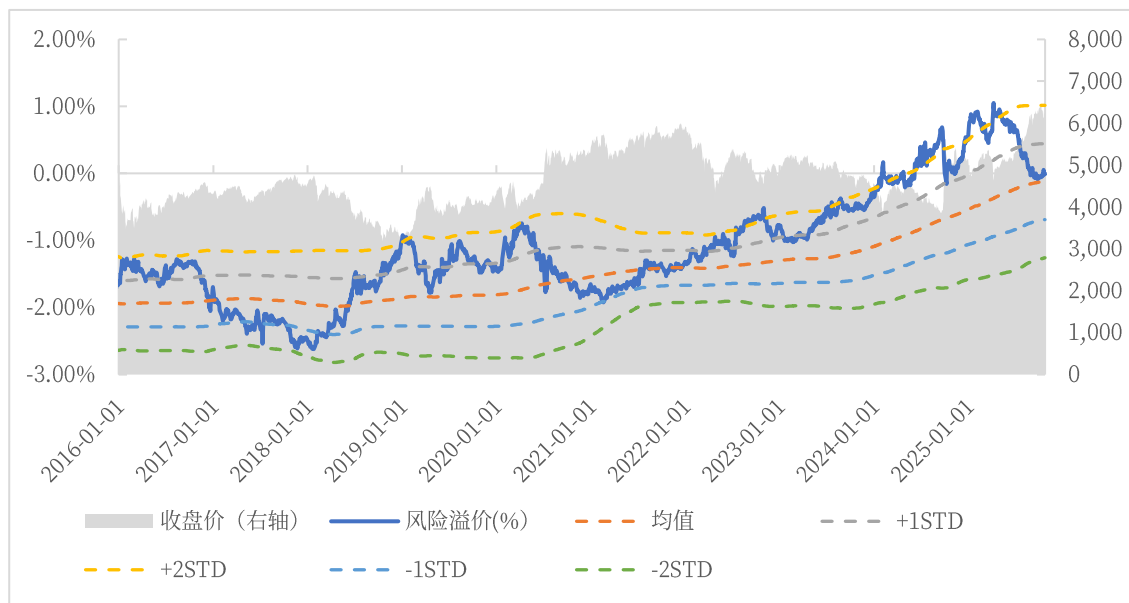
图1 9 月 M1-M2 剪刀差进一步收窄（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

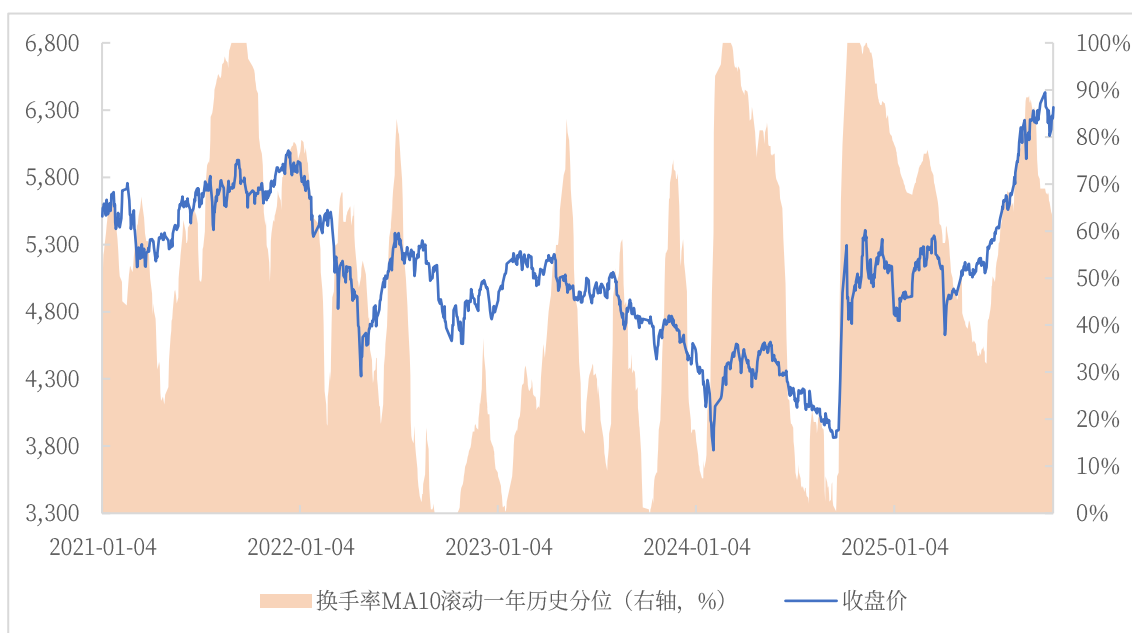
A 股方面，中期看，万得全 A 风险溢价触及三年均值后有所回升，投资者对风险的定价仍较为理性。短期看，市场交易活跃度降温，9 月以来万得全 A 换手率 10 日移动平均滚动一年分位数由近 90%的高位回落至 60%以下。结构上，此前热门行业调整后重新迎来配置机会。

图2 近期万得全 A 风险溢价回升（单位：%、点）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 10 月 23 日）

图3 万得全 A 换手率 MA10 滚动一年分位数近期回落（单位：点，%）

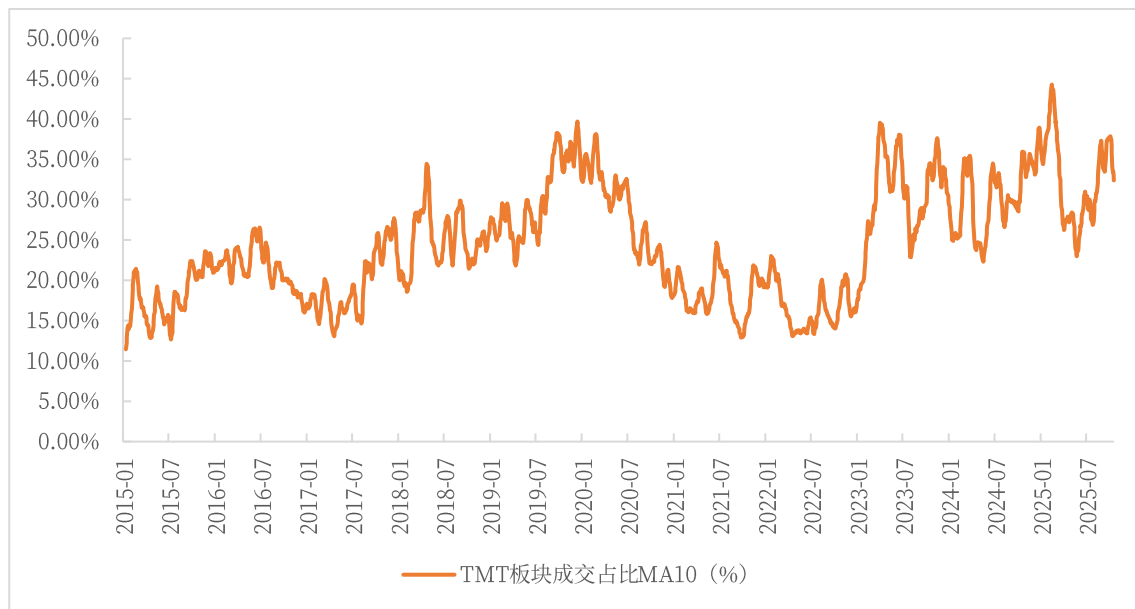


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 10 月 23 日）

结构上，当前科技板块成交热度有所降温，对比此前高点具备上升空间，等待新质生产力政策推进和业绩确认。中期看，科技叙事有望进一步发酵。当前 TMT 板块占万得全 A 成交额比例超过 30%，2025 年初 DeepSeek 领衔的科技行情一度将 TMT 板块成交额占比推升至超过 40%，另外，自 2015 年以来，当前以成交额占比度量的科技板块热度也并未超过 2023 年 4 月、2023 年 6 月和 2019 年 12 月，显示科技板块仍具备热度提升的空间。短期来看，科创 50 估值已经提升至创设以来的较高位置，叙事已得到市场认可，当前季报窗口期，等待业绩进一步

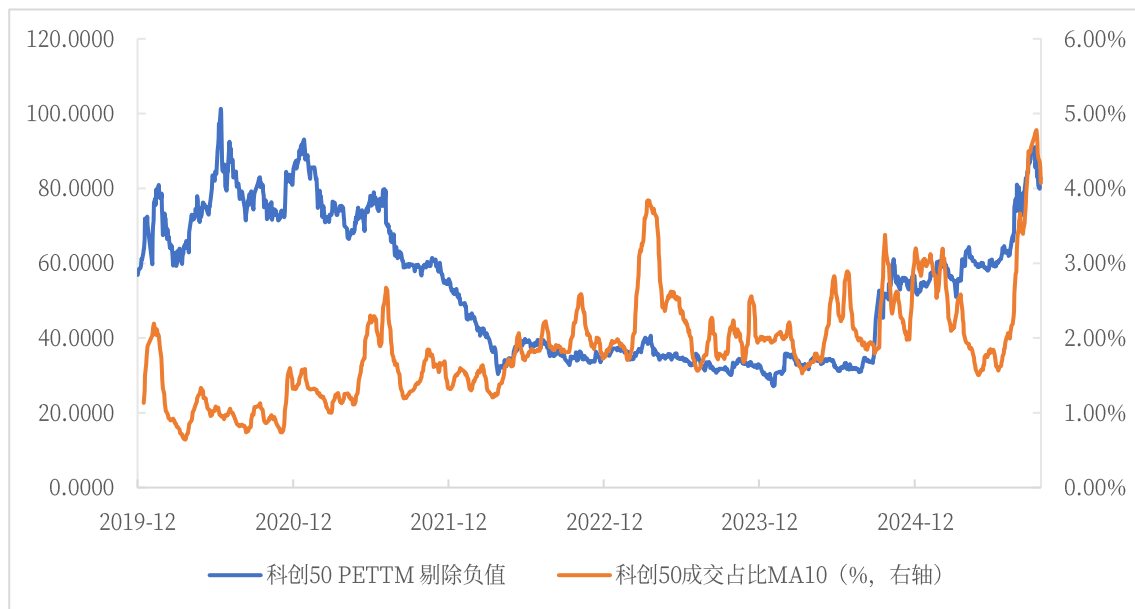
确认。中期来看，在十五五规划建议提出“引领发展新质生产力”，更加确认科技是未来五年首要任务方向，政策预期有望升温，科技成长作为弹性较高的版块，可等待叙事进一步发酵。

图4 科技板块成交热度具备上升空间（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：TMT 板块为申万一级行业通信、电子、计算机、传媒，计算其占万得全 A 成交额比例）

图5 科创 50 PETTM（剔除负值）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

美联储 10 月或将继续降息 25bp，资源品中涨价链中经历盘整和业绩兑现后，配置性价比重现。当前进入三季报密集披露窗口期，市场对于上市公司业绩的关注度上升，资源品中涨价

逻辑持续演绎的方向，业绩预期升温。铜、稀土等作为算力领域的上游资源品，一方面短期供给紧张，另一方面长期需求受到算力革命推动，相关方向景气度有望持续提升。

美联储宽松周期已开启，国内宽货币周期有望与海外共振，顺周期、资源品的涨价预期上升。当地时间周五（10月24日），美国劳工统计局最新公布的数据显示，9月通胀数据全线低于预期。数据显示，美国9月消费者价格指数（CPI）环比上涨0.3%，低于今年8月和市场预期的0.4%。同比涨幅录得3%，也较预期低了0.1个百分点，但3%仍是2024年6月以来的最高水平。CME“美联储观察”工具显示，美联储10月底会议上降息25个基点的概率以达到近99%，略超1%的概率认为会维持利率不变。CPI报告公布后，美股三大期指盘前短线冲高。

中航证券军工组认为，三季度结束，军工行业2025年四季度作出如下展望：

1、随着2025年三季度的结束，军工企业过去交付的订单有望逐步回款，伴随多项重大订单的披露，一定程度上释放出基本面修复信号。随着“十四五”收官和“十五五”开启，市场对新订单预期逐步增强，预期的逐步落地也将进一步对预期进行强化，这也将成为军工行情持续夯实基础，预计业绩将逐季度改善；

2、军工行业的上行态势，相比其余行业的下行压力，比较优势将更加凸显；

3、无人化、智能化是未来军工行业高质量发展的重要方向，无人化、智能化装备的高景气发展，有望带动军工电子等领域的订单恢复和毛利率的提升；

4、军贸是打开军工市场天花板的重要逻辑，近期沙特阿拉伯和巴基斯坦正式签署共同战略防御协议，地缘事件的反复刺激或将持续提升世界各国对国防安全的重视程度，从而为我国军贸出口带来“商机”，抬升我国军工行业的市场天花板；

5、“大军工”板块方面，“低空经济、商业航天、深海科技、大飞机、军贸、核聚变”等大军工板块轮动特征清晰，我们认为，这些新域新质主题仍将会不断深化、反复演绎。在进一步丰富军工行业投资主线的同时展现出较强的板块韧性与活力，一定程度上避免了单一领域过热带来的波动风险。

投资建议：

往后看，部分机构年内已获得较大盈利，四季度或更倾向于稳健。10月底APEC峰会上，中美有望在贸易问题上取得进展，两国元首存在会见的可能，市场担忧有望缓解。同时，10月底美联储有望继续降息25个基点，11月A股进入业绩真空期，“十五五”规划纲要内容为市场提供新热点，A股或将恢复震荡上行趋势。结构上，往年四季度主线往往出现切换，此前热门行业均有望迎来轮动式上涨的机会，建议均衡配置。同时，关注公报中对于智能化、航天、新需求、海洋等方面的新表述。



风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637