

策略周评 20251026

四中全会后市场风格如何演绎？

2025 年 10 月 26 日

2025 年 10 月 20 日-23 日，二十届四中全会在京召开，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》。

■ 四中全会公报精神学习

一、“十五五”是基本实现社会主义现代化目标的关键时期，有承上启下的作用。“十五五”既需巩固“十四五”时期极不寻常、极不平凡的发展成就，又需应对新时期深刻复杂的国际环境变化，我国发展处于战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期，为 2035 年基本实现社会主义现代化目标打下坚实基础。

二、远景目标彰显大国气质。公报提出“经济实力、科技实力、国防实力、综合国力和国际影响力大幅跃升”的战略目标，相较二十大报告，新增“国防实力”和“国际影响力”纳入远景目标中。这一调整回应了当前国际形势的复杂变化，特别是大国竞争加剧、地缘政治动荡的外部环境，彰显我国统筹发展和安全、提升综合国力的战略考量。通过强化综合国力，我国将在全球治理中争取更主动地位，为实现中华民族伟大复兴提供坚实保障。

三、科技创新引领新质生产力发展。公报强调“抓住新一轮科技革命和产业变革历史机遇”。面对全球 AI 科技竞争，我国需加快高水平科技自立自强，加大关键核心技术攻关力度，统筹教育强国、科技强国、人才强国建设，提升国家创新体系整体效能。我国在 AI 领域的先发优势为抢占科技制高点提供支撑，通过推动科技创新与产业创新深度融合，新质生产力将成为经济增长的重要驱动力。

四、十二大任务的结构性调整与战略导向。公报将“建设现代化产业体系”、“扩大高水平对外开放”、“加大保障和改善民生力度，扎实推进全体人民共同富裕”三项任务位次提前。其中，“建设现代化产业体系”被列为首要任务，要求坚持智能化、绿色化、融合化方向，巩固壮大实体经济根基；“扩大高水平对外开放”强调稳步扩大制度型开放，以开放促改革促发展；“保障和改善民生”则聚焦就业、收入分配、公共服务等领域，推动共同富裕取得实质性进展。

五、航天强国与农业强国的战略部署。公报首次将“航天强国”纳入现代化产业体系建设目标，提出“加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国”的系统布局。新时代以来，我国航天事业已取得显著成就，后续将通过体系化部署推动空间科学、技术和应用的全面发展。同时，公报强调“加快农业农村现代化，扎实推进乡村全面振兴”，通过提升农业综合生产能力和质量效益，建设宜居宜业和美乡村，为实现农业强国奠定基础。

六、当前经济形势研判与稳增长政策预期。本次四中全会公报还对当前经济形势进行了研判，指出“我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势未变”。为实现全年经济社会发展目标，公报提出“宏观政策要持续发力、适时加力”，强调精准落实稳就业、稳企业、稳市场、稳预期政策，兜牢基层“三保”底线，积极稳妥化解地方政府债务风险。年内预计将通过财政政策加力提效、货币政策精准滴灌等措施，巩固经济回升向好势头，为“十五五”规划实施奠定基础。

■ 四中全会针对“十五五”规划定调后，市场风格如何演绎？

过去一段时间，受中美博弈、业绩期临近等因素影响，市场进入缩量震荡，科技板块暂时休整，市场风格向防御属性的杠铃两端漂移。周四盘后《公报》发布，对于成长板块情绪形成明显提振，周五市场在科技股反弹的带动下放量上涨，沪指续创十年新高。我们认为，《公报》中针对科技及产业发展的战略定调，将在中长期进一步强化成长股的逻辑叙事，我们坚定看好科技成长的结构性能机会。

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 蒋琚逸

执业证书：S0600525040004

jiangjiy@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

相关研究

《“科技自立自强”具体关注什么？》

2025-10-25

《以守待攻——ETF 主观配置策略月

报（八）》

2025-10-20

➤ 从历次经验来看,《公报》发布后一个月内,小盘/成长相对占优

短期来看,成长风格有望修复。复盘“十一五”至“十四五”《公报》发布后一个月的行情表现,整体而言,成长、小盘风格涨幅与相对胜率更为突出,其中成长风格的平均涨幅达 3.24%,表现相对领先。当前成长板块浮盈消化后,短期兑现压力得到缓解,叠加政策催化,大概率维持稳健态势。

➤ 中长期:政策层面,科技创新重要性提升,要“抢占科技发展制高点”

从《公报》内容来看,科技的篇幅与定调表述较为突出,以新质生产力为核心的科技及结构转型主线,预计中长期将持续占优:

第一,主要目标部分“科技自立自强水平大幅提高”独立成段,位列整体经济发展目标之后,充分体现党中央将科技创新作为经济增长核心驱动力的战略导向,科技在国家发展全局中的基础性、引领性地位进一步强化。

第二,重点任务部分,前两项任务依次为“建设现代化产业体系”与“加快高水平科技自立自强”,将“产业体系”置于“科技创新”之前,预示“十五五”期间政策重心将由技术突破延伸至产业生态培育,更加关注高科技产业的可持续发展与实际落地能力。此外《公报》中首次提出“新一轮科技革命”的表述,与当前全球 AI 革命引发的深刻变革相呼应。

第三,在发展方向上,中国正稳步迈入以新经济为主导的高质量发展阶段,经济增长动能逐步从以往依赖房地产与基建,转向更多依靠科技创新驱动的新质生产力。《公报》中“地产”权重减少,政策焦点从“化解风险”转向“高质量发展”;强调“投资于物和投资于人紧密结合”,提示基建投资功能的结构性调整。结合“钟才文”署名文章,“供给侧从传统要素驱动向创新驱动转变”、“产业转型升级不是‘齐步走’,而是有快有慢”,未来科技类产业有望在产业结构与资本市场中占据更核心地位。

➤ 海外流动性层面,美联储降息在即,利好成长风格

从美元周期视角来看,9月美国 CPI 超预期回落,进一步夯实联储降息预期,人民币及其他非美资产有望迎来全球资金再配置机遇。9月美国 CPI 环比 0.31%,低于一致预期的 0.4%,为 10 月降息“铺平道路”。我们此前在多篇报告中明确提出,宏观要素的前瞻性与观测价值远高于估值等微观要素——例如 2021 年成长股见顶,核心是美元流动性收紧对估值泡沫的压制作用。当前,美联储降息周期有望开启,将进一步打开市场降息预期与流动性宽松空间,从全球流动性环境与资产比价视角出发,我们继续看好成长股的配置价值。

➤ 产业趋势层面,全球产业景气需求上行,科技成长中长期领跑

立足未来产业发展趋势,市场成长风格占优的格局获得有力支撑。全球科技产业需求呈趋势性增长,我国特有的工程师红利、庞大用户群体与制造优势,正支撑我们深度参与全球科技产业变革。以 AI 大模型为核心的技术层,国内外大模型能力持续迭代突破,为下游应用创新奠定基础。聚焦场景落地的 AI 应用方向,我国庞大用户群体既催生巨大潜在市场与多元应用场景,更以海量多样数据赋能模型训练与垂类应用升级;中央印发的《“人工智能+”行动意见》明确了“人工智能+”发展目标,为 AI 下游应用的落地提供了清晰的“Deadline”。硬件与制造方面,中国在高端制造与成本控制的综合优势进一步凸显。由多赛道技术突破、硬件迭代与场景化应用共同构成的产业闭环,将持续强化科技成长的产业逻辑,进一步巩固科技成长的主线地位,支撑市场风格中长期向成长板块聚焦。

■ 总结与展望

总结而言,短期维度,复盘历次全会《公报》发布后一个月的行情表现,小盘/成长相对占优。当前成长板块浮盈消化后,兑现压力得到缓解,叠加政策催化,大概率维持稳健态势。下周《建议》全文有望发布,其中关于产业领域的进一步细化表述,预计将为后续行情演绎提供更多明确指引。

板块方面，建议关注：1) 科技趋势方向：芯片半导体、算力、储能等前期调整的品种已临近布局区间；2) 高景气：存储、储能/锂电产业链、工程机械、风电等；3) 泛科技低位：机器人、创新药等具备轮动潜力；4) 政策预期方向：关注后续《建议》是否对新质生产力、商业航天等方向给出具体表述。

中长期来看，《公报》中针对科技及产业发展的战略定调，将进一步强化成长股的逻辑叙事，我们坚定看好科技成长的结构化机会。政策端，科技创新的战略重要性持续提升，明确提出“抢占科技发展制高点”；海外流动性层面，美联储降息在即，人民币及其他非美资产有望迎来全球资金再配置机遇，成长风格将尤其受益；产业趋势上，全球产业景气度与需求同步上行，我国特有的工程师红利、庞大用户群体及制造优势，正支撑我们深度参与全球科技产业变革，科技成长中长期有望持续领跑。

■ **风险提示：**经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外降息节奏及特朗普政府关税政策不确定性风险等

图1：“十四五”和“十五五”规划公报对比

领域	十四五规划公报	十五五规划公报
前五年回顾	“十三五”时期，全面深化改革取得重大突破，全面依法治国取得重大进展，全面从严治党取得重大成果，国家治理体系和治理能力现代化加快推进，中国共产党领导和我国社会主义制度优势进一步彰显；经济实力、科技实力、综合国力跃上新的大台阶，经济运行总体平稳，经济结构持续优化；脱贫攻坚成果举世瞩目；污染防治力度加大，生态环境明显改善；对外开放持续扩大，共建“一带一路”成果丰硕；人民生活水平显著提高；文化事业和文化产业繁荣发展；国防和军队建设水平大幅提升，军队组织形态实现重大变革；国家安全全面加强，社会保持和谐稳定。	“十四五”时期我国发展历程极不寻常、极不平凡。 面对错综复杂的国际形势和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，以习近平同志为核心的党中央团结带领全党全国各族人民，迎难而上、砥砺前行，经受住世纪疫情严重冲击，有效应对一系列重大风险挑战，推动党和国家事业取得新的重大成就。我国经济实力、科技实力、综合国力跃上新台阶，中国式现代化迈出新的重要步伐，第二个百年奋斗目标新征程实现良好开局。
当下形势研判	当前和今后一个时期，我国发展仍然处于重要战略机遇期，但机遇和挑战都有新的发展变化。同时国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增加。同时我国发展不平衡不充分问题仍然突出，重点领域关键环节改革任务仍然艰巨，创新能力不适应高质量发展要求，农业基础还不稳固，城乡区域发展和收入分配差距较大，生态环保任重道远，民生保障存在短板，社会治理还有弱项。	我国发展环境面临深刻复杂变化，我国发展处于战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期。 我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，中国特色社会主义制度优势、超大规模市场优势、完整产业体系优势、丰富人才资源优势更加彰显。全党要深刻领悟“两个确立”的决定性意义，增强“四个意识”、坚定“四个自信”、做到“两个维护”，保持战略定力，增强必胜信心，积极应变求变，敢于斗争、善于斗争，勇于面对风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验，以历史主动精神克难关、战风险、迎挑战，集中力量办好自己的事，续写经济快速发展和社会长期稳定两大奇迹新篇章，奋力开创中国式现代化建设新局面。
发展原则	坚持党的全面领导，坚持和完善党领导经济社会发展的体制机制，坚持和完善中国特色社会主义制度，不断提高贯彻新发展理念、构建新发展格局能力和水平，为实现高质量发展提供根本保证。坚持以人民为中心，坚持新发展理念，坚持深化改革开放，坚持系统观念。	坚持党的全面领导，坚持人民至上，坚持高质量发展，坚持全面深化改革，坚持有效市场和有为政府相结合，坚持统筹发展和安全。
主要目标	经济发展取得新成效、改革开放迈出新步伐、社会文明程度得到新提高、生态文明建设实现新进步、民生福祉达到新水平、国家治理效能得到新提升、国防和军队现代化迈出新步伐。	高质量发展取得显著成效，科技自立自强水平大幅提高，进一步全面深化改革取得新突破，社会文明程度明显提升，人民生活品质不断提高，美丽中国建设取得新的重大进展，国家安全屏障更加巩固。
远景目标	我国经济实力、科技实力、综合国力将大幅跃升，经济总量和城乡居民人均收入将再迈上新的大台阶。建成文化强国、教育强国、人才强国、体育强国、健康中国。形成对外开放新格局，参与国际经济合作和竞争新优势明显增强：人均国内生产总值达到中等发达国家水平，中等收入群体显著扩大，基本公共服务实现均等化，城乡区域发展差距和居民生活水平差距显著缩小：平安中国建设达到更高水平：人民生活更加美好，人的全面发展、全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展。	到二〇三五年实现我国 经济实力、科技实力、国防实力、综合国力和国际影响力 大幅跃升，人均国内生产总值达到中等发达国家水平，人民生活更加幸福美好，基本实现社会主义现代化。
重点任务	一、坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位。 二、加快发展现代产业体系，推动经济体系优化升级。 三、形成强大国内市场，构建新发展格局。 四、全面深化改革，构建高水平社会主义市场经济体制。 五、优先发展农业农村，全面推进乡村振兴。 六、优化国土空间布局，推进区域协调发展和新型城镇化。 七、繁荣发展文化事业和文化产业，提高国家文化软实力。 八、推动绿色发展，促进人与自然和谐共生。 九、实行高水平对外开放，开拓合作共赢新局面。 十、改善人民生活品质，提高社会建设水平。 十一、统筹发展和安全，建设更高水平的平安中国。 十二、加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一。	一、 建设现代化产业体系 ，巩固壮大实体经济根基。 二、 加快高水平科技自立自强 ，引领发展新质生产力。 三、 建设强大国内市场 ，加快构建新发展格局。 四、 加快构建高水平社会主义市场经济体制 ，增强高质量发展动力。 五、 扩大高水平对外开放 ，开创合作共赢新局面。 六、 加快农业农村现代化 ，扎实推进乡村全面振兴。 七、 优化区域经济布局 ，促进区域协调发展。 八、 激发全民族文化创新创造活力 ，繁荣发展社会主义文化。 九、 加大保障和改善民生力度 ，扎实推进全体人民共同富裕。 十、 加快经济社会发展全面绿色转型 ，建设美丽中国。 十一、 推进国家安全体系和能力现代化 ，建设更高水平平安中国。 十二、 如期实现建军一百年奋斗目标 ，高质量推进国防和军队现代化。

数据来源：新华社，东吴证券研究所

图2: 《公报》发布一个月内, A股市场各风格指数累计涨跌幅(单位: %)

风格	十四五	十三五	十二五	十一五
金融	6.99	5.89	-9.38	-4.93
周期	7.39	6.19	-1.19	-7.50
消费	0.70	4.93	6.15	-5.21
成长	-0.72	9.07	7.53	-2.91
稳定	4.04	-1.22	-4.13	-8.47
大盘	4.83	0.99	-4.45	-5.17
中盘	2.29	3.08	3.13	-4.36
小盘	0.96	6.50	4.14	-1.21

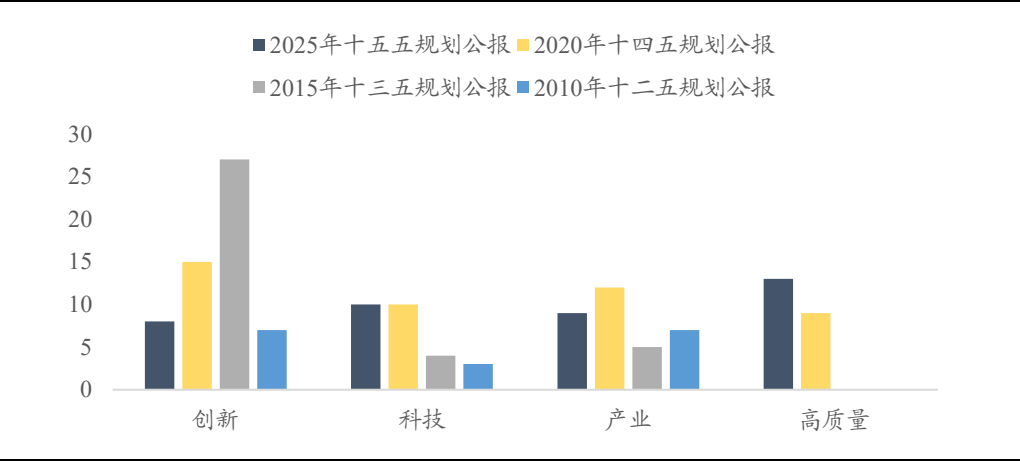
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 《公报》发布一个月内, 各申万一级行业指数累计涨跌幅(单位: %)

申万一级行业	十四五	十三五	十二五	十一五
农林牧渔	1.7	7.0	4.4	-6.6
基础化工	5.2	9.3	-4.1	-2.9
钢铁	11.3	-4.2	-7.4	-7.9
有色金属	15.4	6.5	-7.1	-6.0
电子	1.2	12.7	12.9	-1.1
家用电器	11.4	6.3	-0.7	-3.9
食品饮料	3.3	2.2	8.6	-3.4
纺织服饰	-3.7	7.9	2.6	-4.9
轻工制造	1.8	7.5	1.7	-6.1
医药生物	-7.0	2.7	12.1	-1.5
公用事业	2.2	0.4	-2.7	-7.4
交通运输	5.0	-1.3	-6.4	-9.5
房地产	5.6	5.5	-7.1	-1.2
商贸零售	-3.3	0.7	1.4	-6.2
社会服务	2.2	7.1	5.7	0.7
建筑材料	4.0	5.3	0.1	-2.8
建筑装饰	0.4	-0.1	3.3	-3.6
电力设备	2.2	4.9	2.1	-0.9
国防军工	4.4	-2.3	0.7	1.3
计算机	-5.8	9.4	10.8	-3.5
传媒	-6.5	6.0	3.5	6.9
通信	-0.7	8.8	-0.2	2.5
银行	9.3	1.4	-3.5	-1.9
非银金融	6.0	10.0	-9.5	-7.2
汽车	10.5	5.9	-1.8	-5.6
机械设备	3.0	5.0	7.0	-5.3
煤炭	13.5	0.5	-7.8	-11.4
石油石化	14.0	1.0	-5.3	-2.5
环保	-2.9	4.2	3.7	-2.4
美容护理	-4.2	7.7	0.5	-1.8

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：“十二五”至“十五五”规划《公报》词频统计（单位：次）



数据来源：政府网，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>