



浦银国际策略观点：从四中全会挖掘“十五五”规划产业投资线索

赖烨烨

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 6441

2025 年 10 月 23 日

- **四中全会公报明确了“十五五”时期发展方向。**根据我们的首席宏观分析师金晓雯，二十届四中全会公报中的表述体现了经济发展仍是硬道理，需兼顾国家安全。经济再平衡或是实现高质量发展的关键所在，其核心在于提升供给质量和扩大需求。在供给端，提高科技自立自强水平、建立全国统一大市场和“反内卷”、促进服务业高效发展是三大重点所在。在需求端，重心放在扩大内需和改善民生上。我们认为，公报确立了中期投资主线，如新质生产力、“反内卷”、新消费与服务消费等。我们对重点政策方向进行剖析，列出相关受益板块，并分析投资逻辑。
- **政策方向一：建设现代化产业体系。**公报指出，“坚持智能化、绿色化、融合化方向”；“加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国”；“构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系”。建议关注高端制造业、机器人、新能源、新材料、航空航天、国防军工、低空经济、智能驾驶产业链、以及工业互联网和软件等领域的投资机会。
- **政策方向二：加快高水平科技自立自强。**公报指出，“加强原始创新和关键核心技术攻关”；“深入推进数字中国建设”；“抢占科技发展制高点，不断催生新质生产力”。我们预期高端和先进制造业有望成为经济结构转型升级的驱动力。建议关注半导体产业链、人工智能 (AI)、数字经济（信创和云计算）、创新药与生物科技等领域的投资机会。
- **政策方向三：建设强大国内市场。**公报指出，“坚持扩大内需这个战略基点”；“大力提振消费”；“以新需求引领新供给，以新供给创造新需求”。可关注四大重点赛道：1) 大众消费、国货品牌等；2) 消费电子、智能家居等；3) 新消费及服务消费、民生保障消费；和 4) 现代物流等。
- **复盘“十三五”、“十四五”，展望四中全会后市场演绎方向。**经过我们的回测与分析，“十三五”和“十四五”规划建议公布后，短期市场大概率录得正回报，大盘风格赢率较高。我们预计二十届四中全会后，市场短期有望受益于较为积极的政策面，而接下来将是贸易谈判阶段性关键期（10 月 24 日-27 日中美双方在马来西亚的经贸磋商和月底潜在的双方元首会晤），多空博弈下市场或呈现震荡态势。目前，上证综指和恒指的前瞻市盈率分别为 14.1 倍和 11.4 倍，位于其过去 5 年均值的 2.2 倍标准差和 1 倍标准差附近，但恒生科技指数估值仍低于过去 5 年均值，配置价值凸显。从板块上看，“十三五”规划建议公布后，A 股领涨板块与政策文件涉及的重点领域高度切合，比如供给侧改革和产业转型升级，而港股领涨板块与中国宏观经济及全球科技成长赛道关联性更强。“十四五”规划建议公布后，A 股聚焦“碳中和”主线，港股则聚焦于科技主线。短期看，预计 A 股交易主线或仍切合政策重点支持领域，而港股或聚焦受益于 AI 的科技核心资产。
- **投资风险：**政策刺激不及预期，地缘政治紧张局势升级，流动性趋紧。



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

策略观点

从四中全会挖掘“十五五”规划产业投资线索

● 二十届四中全会公报中重点产业政策梳理

四中全会公报明确了“十五五”时期发展方向。根据我们的首席宏观分析师金晓雯，公报中的表述体现了经济发展仍是硬道理，需兼顾国家安全。经济再平衡或是实现高质量发展的关键所在，其核心在于提升供给质量和扩大需求。在供给端，提高科技自立自强水平、建立全国统一大市场和“反内卷”、促进服务业高效发展是三大重点所在。在需求端，重心放在扩大内需和改善民生上。我们认为，公报确立了中期投资主线，如新质生产力、“反内卷”、新消费与服务消费等。我们在下面对重点的政策方向进行剖析，列出相关受益板块，并分析投资逻辑（图表 1）。

政策方向一：建设现代化产业体系。公报指出，“坚持智能化、绿色化、融合化方向；加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国；构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系”。建议关注高端制造业、机器人、新能源、新材料、航空航天、国防军工、低空经济、智能驾驶产业链、及工业互联网和软件等领域的投资机会。

政策方向二：加快高水平科技自立自强。公报指出，“加强原始创新和关键核心技术攻关”；“深入推进数字中国建设”；“抢占科技发展制高点，不断催生新质生产力”。我们预期高端和先进制造业有望成为经济结构转型升级的驱动力。建议关注半导体产业链、人工智能 (AI)、数字经济(信创和云计算)、创新药与生物科技等领域的投资机会。

政策方向三：建设强大国内市场。公报指出，“坚持扩大内需战略基点”；“大力提振消费”；“以新需求引领新供给，以新供给创造新需求”。可关注四大重点赛道：1) 大众消费、国货品牌等；2) 消费电子、智能家居等；3) 新消费及服务型消费、养老、育幼、家政等民生保障消费；和 4) 现代物流等。

图表 1：有望受惠于“十五五”规划建议中重点产业政策的投资机会

政策方向	核心政策表述	潜在受益板块	投资逻辑
1. 建设现代化产业体系	坚持智能化、绿色化、融合化方向；加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国；构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系。	高端装备、机器人、新能源、新材料	产业升级的基石，智能制造的直接受益者，是提升整个制造业效率与水平的关键。
		航空航天、国防军工、低空经济	直接对应“航天强国”目标，涉及大飞机、卫星互联网、军用航空等高精尖领域。
		智能驾驶产业链	是“交通强国”与现代科技融合的典范，涵盖整车、零部件、智能驾驶系统等。
		工业互联网和软件	实现产业“智能化”和“融合化”的神经系统，赋能传统产业转型升级。
2. 加快高水平科技自立自强	加强原始创新和关键核心技术攻关；深入推进数字中国建设；抢占科技发展制高点，不断催生新质生产力。	半导体产业链	解决“卡脖子”问题的核心，是所有科技产业的基石，自主可控需求空前迫切。
		人工智能（AI）	新一轮科技革命的核心引擎，从算力基础设施、技术层和应用层都将获得持续推动。
		数字经济（信创和云计算）	“数字中国”的载体，关系到国家信息安全与产业数字化进程，国产替代空间广阔。
		创新药与生物科技	生命科学领域的前沿，是科技自立和满足人民健康需求的重要体现。
3. 建设强大国内市场	坚持扩大内需战略基点；大力提振消费；以新需求引领新供给，以新供给创造新需求。	大众消费、国货品牌	内需市场的基石，受益于消费复苏、品牌升级、及“国潮”趋势。
		消费电子、智能家居	与“新供给创造新需求”紧密相关，AI 驱动下的智能终端有望开启新周期。
		新消费及服务型消费、养老、育幼、家政等民生保障消费	满足人民对更高生活品质的追求，如文旅等，以及养老、育幼等普惠性公共服务。
		现代物流	作为“畅通国内大循环”的基础设施，受益于全国统一大市场建设和电商发展。

资料来源：二十届四中全会公报、浦银国际预测

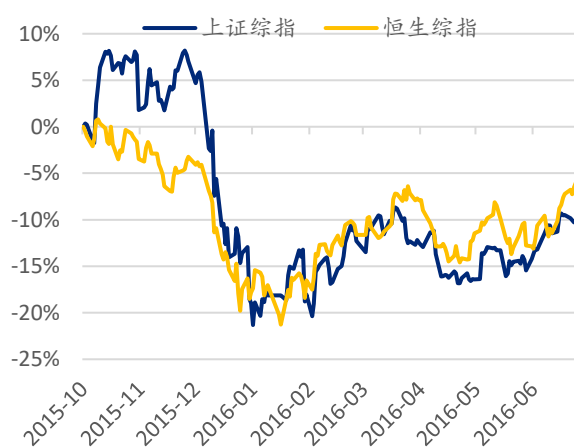
● 复盘“十三五”和“十四五”，展望市场演绎方向

经过我们的回测与分析，“十三五”和“十四五”规划建议公布后，短期市场大概率录得正回报，大盘风格赢率较高。我们预计二十届四中全会后，市场短期有望受益于较为积极的政策面，而接下来将是贸易谈判阶段性关键期（10月24日-27日中美双方在马来西亚的经贸磋商以及月底潜在的双方元首会晤），多空博弈下市场或呈现震荡态势。短期看，预计A股交易主线或仍切合政策重点支持领域，而港股或聚焦受益于AI的科技核心资产。

从“十三五”到“十四五”时期，A股的独立性在增强，港股的双重属性更显著。我们对“十三五”和“十四五”规划建议公布后的A股和港股短期表现进行了分析，“十三五”规划建议公布后一周，上证综指和恒生综指分别上涨和4.4%/0.8%，公布后一个月，二者分别上涨了2.1%和1.6%。“十四五”规划建议公布后一周，二者分别上涨了3.7%和5.2%，公布后一月上证综指下跌了3.7%，但恒生综指上涨了6.3%，分化加大（图表2-3）。从平均表现上看，“十三五”规划建议公布后，短期A股跑赢了港股，因A股资金池稳健，受政策传导更直接。而“十四五”规划建议公布后港股表现更佳，因新经济龙头受益于政策利好、同时港股处于估值洼地，吸引了外资和南向资金的流入。

A股和港股联动性有所下降。“十三五”规划建议公布后半年内二者相关系数达到0.88，而“十四五”规划建议公布后二者相关系数为0.78。AH相关系数的下降可能反映出市场驱动因素开始出现分化，A股更受内部因素驱动，比如货币政策、产业政策等政策红利，而港股基本面受国内经济和政策影响，但估值和流动性则受全球宏观环境的影响。

图表 2：“十三五”规划建议公布后，短期A股较港股表现更佳



资料来源：iFinD、浦银国际

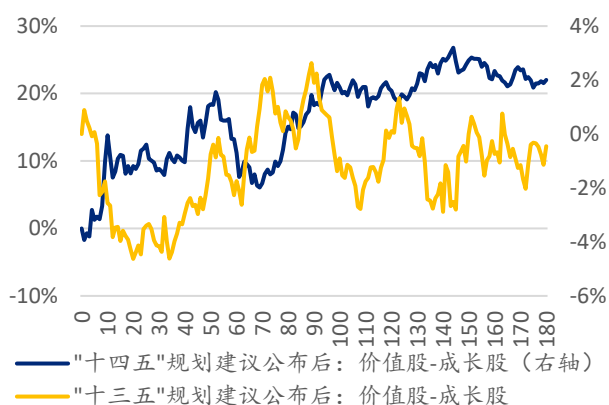
图表 3：“十四五”规划建议公布后，短期港股较A股表现更佳



资料来源：iFinD、浦银国际

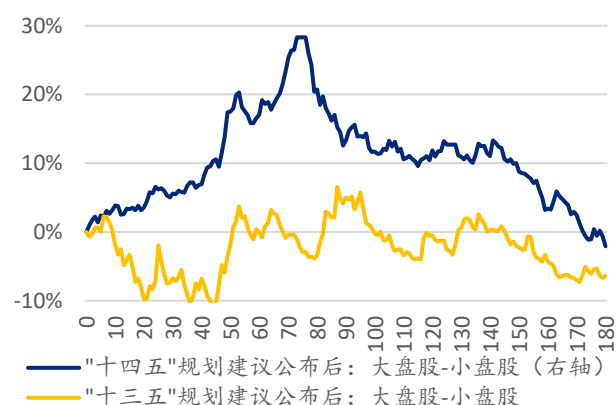
大盘风格赢率较高。“十三五”规划建议公布后一周及一个月内，成长股均跑赢了价值股，然而大盘股在公布后一周跑赢了小盘股，但在后一个月内跑输小盘股。“十四五”规划建议公布后一周及一个月内，价值股跑赢了成长股，同期大盘股跑赢了小盘股（图表 4-5）。

图表 4：“十三五”和“十四五”规划建议公布后价值股和成长股走势



资料来源：Bloomberg、浦银国际

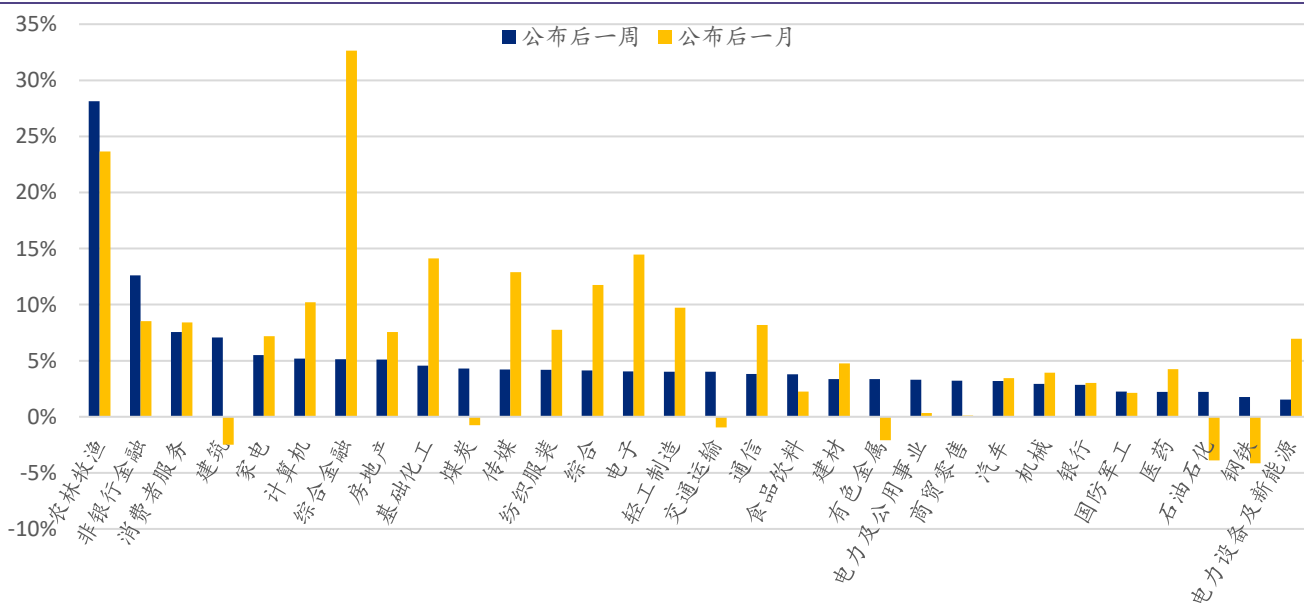
图表 5：“十三五”和“十四五”规划建议公布后大盘股和小盘股走势



资料来源：Bloomberg、浦银国际

“十三五”规划建议公布后，短期 A 股板块受政策驱动更明显。在“十三五”规划建议公布后一周，A 股中农林牧渔、非银金融、消费者服务领涨，港股中工用运输、其他金融和汽车领涨，公布后一月，A 股中综合金融、农林牧渔、电子和基础化工领涨，港股中工用运输、半导体和媒体娱乐领涨（图表 6-7）。A 股领涨板块与政策文件涉及的重点领域高度切合，比如供给侧改革和产业转型升级，而港股领涨板块与中国宏观经济及全球科技成长赛道关联性更强。

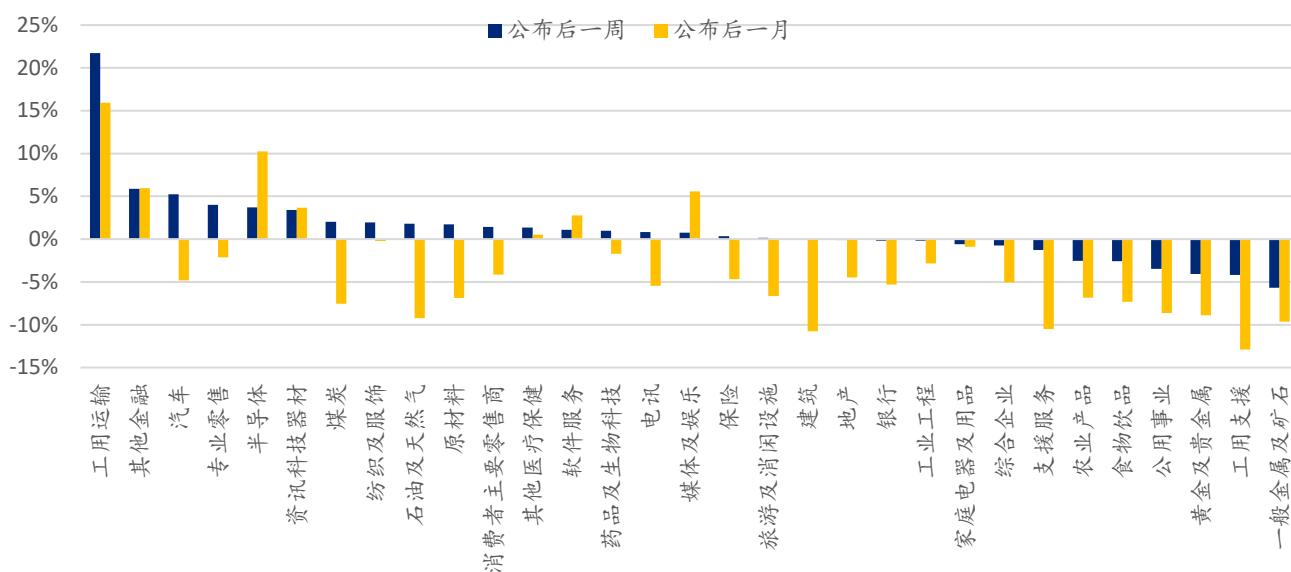
图表 6：“十三五”规划建议公布后 A 股各板块表现



注：“十三五”规划建议公布后一周为 2015-10-29 至 2015-11-5，公布后一月为 2015-10-29 至 2015-11-30。

资料来源：iFinD、浦银国际

图表 7：“十三五”规划建议公布后港股各板块表现

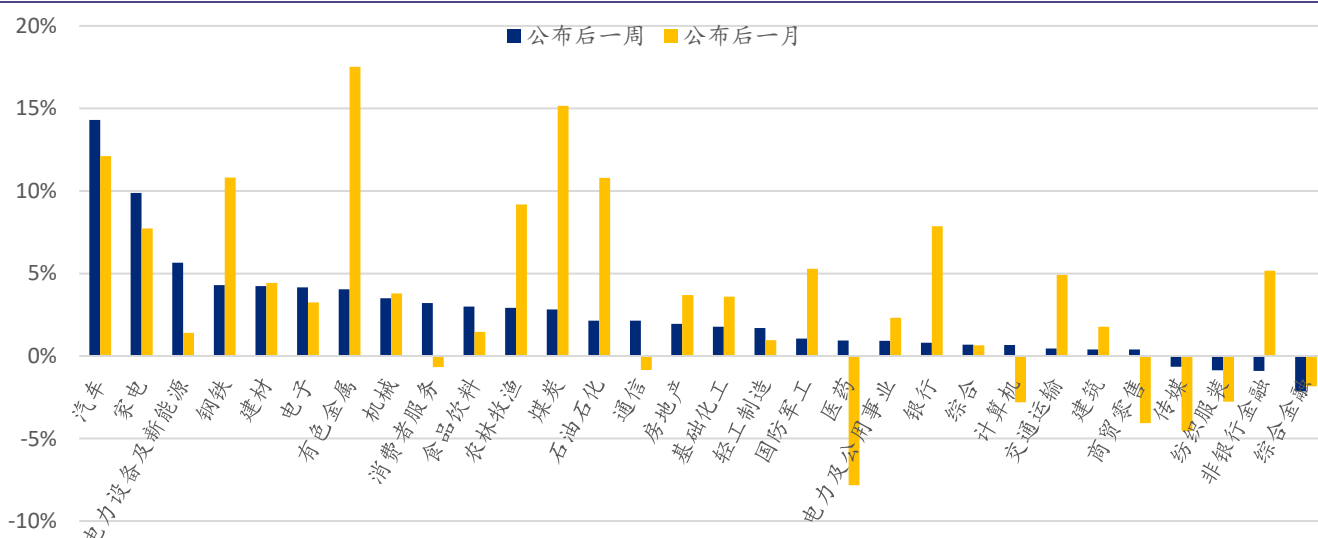


注：“十三五”规划建议公布后一周为 2015-10-29 至 2015-11-5，公布后一月为 2015-10-29 至 2015-11-30。

资料来源：iFinD、浦银国际

“十四五”规划建议公布后，短期 A 股和港股交易主线出现分化。在“十四五”规划建议公布后一周，A 股中汽车、家电、电力设备及新能源领涨，港股中支援服务、一般金属及矿石、资讯科技器材领涨，公布后一月，A 股中有色金属、煤炭、石油石化和钢铁领涨，港股中家电、支援服务、资讯科技器材等领涨（图表 8-9）。A 股交易从汽车、家电、电力、新能源等政策主题往产业链上游的资源品板块扩展，形成“碳中和”主线，港股的交易主线则聚焦于受益于科技自立自强目标的资讯科技器材板块。

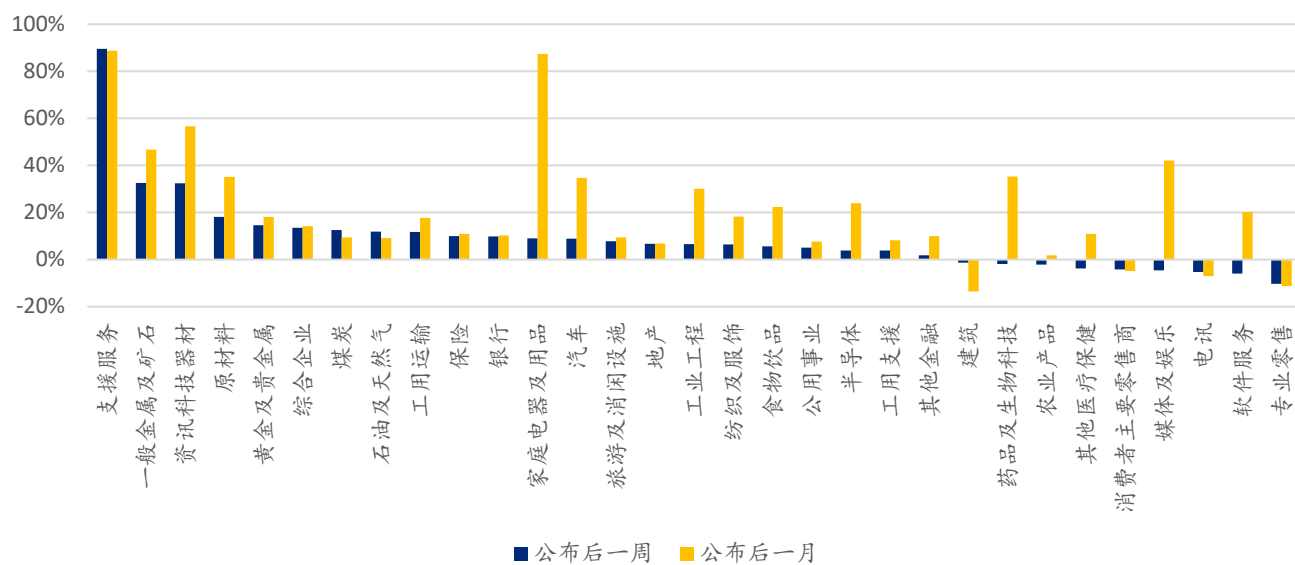
图表 8：“十四五”规划建议公布后 A 股各板块表现



注：“十四五”规划建议公布后一周为 2020-10-29 至 2020-11-5，公布后一月为 2020-10-29 至 2020-11-30。

资料来源：iFinD、浦银国际

图表 9：“十四五”规划建议公布后港股各板块表现



注：“十四五”规划建议公布后一周为 2020-10-29 至 2020-11-5，公布后一月为 2020-10-29 至 2020-11-30。

资料来源：iFinD、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

