

2025年10月24日

聚焦高质量发展，进一步稳固 A 股慢牛

事件点评

投资要点

◆ 总体定调和超预期的：以经济建设为中心，强调坚决实现今年经济社会发展目标。

(1) 强调“十五五”要以经济建设为中心。一是强调“十五五”时期要“坚持以经济建设为中心”，相比于“十四五”时期的“以深化供给侧结构性改革为主线”有较大转变，显示对于经济增长的迫切性有所提升。二是延续“十四五”的目标，强调“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”，基本上要求在当前基础上五年翻一番。三是除了重点强调现代化产业体系和科技自立自强外，进一步强调扩大内需、惠民生、促消费，显示对中长期经济增长方式转变的意愿较强。(2) 超预期强调坚决实现全年经济社会发展目标：本次会议超预期分析了当前形势和任务，强调坚决实现全年经济社会发展目标，四季度财政和货币等政策有望进一步发力。

◆ 重点强调的：发展先进制造业、科技自立自强、扩大内需、民生保障等。(1) 会议重点强调建设现代化产业体系。一是本次会议将“建设现代化产业体系”放到第一位。二是新增“航天强国、交通强国”的表述，显示对空天技术、智慧交通等新技术应用的重视。(2) 科技自立自强仍是“十五五”时期的重点任务。一是会议强调“加强原始创新和关键核心技术攻关”，显示核心科技技术仍需进一步突破。二是会议强调“要推动科技创新和产业创新深度融合”，显示科技推动产业发展、提升全要素生产力的迫切性上升。(3) 扩大内需是“十五五”时期的战略基点。会议强调“以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，要大力提振消费”，显示鼓励新消费、反内卷、提升收入预期等方向可能是着力的方向。(4) 进一步强调加大保障和改善民生力度。一是会议提出“加强普惠性、基础性、兜底性民生建设”，显示生育、就业等可能是政策发力的方向。二是会议提出推动房地产高质量发展。

◆ 对 A 股市场趋势的影响：进一步稳固 A 股慢牛趋势。(1) 长期视角下，A 股中长期慢牛趋势可能进一步稳固。一是盈利预期可能继续改善：会议可能导致周期、科技盈利增速结构性回升。二是积极的政策可能进一步提升 A 股估值。(2) 短期视角下，A 股可能延续震荡偏强的慢牛走势。一是会议强调完成今年经济增长目标，对短期盈利预期可能有提振。二是会议可能进一步提升短期流动性宽松预期：年底经济增长目标完成的需求下央行仍可能降息降准。三是可能提升市场风险偏好。

◆ 对行业配置的影响：TMT、机械、有色金属、化工、军工、电新、医药、汽车、消费等行业可能受益。(1) 新质生产力相关的 TMT、机械、军工等行业可能受益。会议提出“建设现代化产业体系，加快建设网络强国、航天强国、交通强国”，与此相关的新质生产力相关的行业如 TMT、机械、军工等可能受益。(2) 发展先进制造业相关的有色金属、化工、军工、电新、医药等行业可能受益。一是会议提出“加强重点领域国家安全能力建设”，与此相关的军工和有色等行业可能受益。二是会议提出“以碳达峰碳中和为牵引，协同推进降碳、减污、扩绿、增长”，与此相关的电新、化工等行业可能受益。三是会议强调“加快建设健康中国”，与此相关的医药制造等行业可能受益。(3) 扩大内需相关的消费行业可能受益：会议强调“以新需求引领新供给，以新供给创造新需求”，新消费相关的社服、商贸零售、食品等行业可能受益。(4) 航空航天、海洋经济等相关的行业可能受益。

◆ 风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。

分析师

邓利军

SAC 执业证书编号：S0910523080001

denglijun@huajinsec.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsec.cn

相关报告

科技创新与扩大内需可能是重点方向
2025.10.22

外部风险事件导致震荡加剧，但短期警惕之余或应适度关注中长期配置机会-华金证券新股周报 2025.10.19

短期震荡，慢牛不变，均衡配置 2025.10.18

短期贸易摩擦难改 A 股慢牛趋势
2025.10.12

十月慢牛趋势不变，风格难改 2025.10.11



内容目录

一、对经济增长定调积极，强调高质量发展、科技自立自强等	3
（一）总定调和超预期的：以经济建设为中心、坚决实现发展目标	3
（二）重点强调的：发展先进制造业、科技自立自强、扩大内需	4
二、A 股慢牛延续，关注科技和内需	5
（一）市场趋势：进一步稳固 A 股慢牛趋势	5
（二）行业配置：新质生产力、扩大内需相关行业可能受益	6
三、风险提示	7

图表目录

图 1：“十二五”至“十五五”主要目标一览	3
图 2：“十四五”与“十五五”主要目标一览	5
图 3：PPI 及其领先指标仍在修复	6
图 4：中长贷增速回升	6

事件：2025 年 10 月 23 日，四中全会通过《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》。

一、对经济增长定调积极，强调高质量发展、科技自立自强等

（一）总定调和超预期的：以经济建设为中心、坚决实现发展目标

总体定调和超预期的：以经济建设为中心，强调坚决实现今年经济社会发展目标。（1）强调“十五五”要以经济建设为中心。一是会议强调“十五五”时期要“坚持以经济建设为中心，以推动高质量发展为主题”，相比于“十四五”时期的“以深化供给侧结构性改革为主线”有较大转变，显示在当前我国经济增长压力较大，人口红利消退的环境下，政策制定对于经济增长的迫切性有所提升。二是规划再次延续“十四五”的目标，强调“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”，基本上要求在当前基础上五年翻一番。三是除了重点强调现代化产业体系和科技自立自强外，会议还进一步强调“坚持扩大内需这个战略基点，坚持惠民生和促消费”，显示对中长期经济增长方式转变的意愿较强。（2）超预期分析了当前的经济形势，强调坚决实现全年经济社会发展目标。一是相比于十九届五中全会，本次会议超预期分析了当前形势和任务，强调坚决实现全年经济社会发展目标，超出市场预期。二是为达成发展目标，四季度宏观政策有望进一步发力，财政政策有望继续加码提振消费，货币政策也可能宽松呵护流动性平稳。

图 1：“十二五”至“十五五”主要目标一览

主要目标			
“十二五”	“十三五”	“十四五”	“十五五”
经济平稳较快发展	经济保持中高速增长	经济发展取得新成效	高质量发展取得显著成效
结构调整取得重大进展	创新驱动发展成效显著	改革开放迈出新步伐	科技自立自强水平大幅提高
科技教育水平明显提升	发展协调性明显增强	社会文明程度得到新提高	进一步全面深化改革取得新突破
资源节约环境保护成效显著	人民生活水平和质量普遍提高	生态文明建设实现新进步	社会文明程度明显提升
人民生活持续改善	国民素质和社会文明程度显著提高	民生福祉达到新水平	人民生活品质不断提高
社会建设明显加强	生态环境质量总体改善	国家治理效能得到新提升	美丽中国建设取得新的重大进展
改革开放不断深化	各方面制度更加成熟更加定型	—	国家安全屏障更加巩固

资料来源：华金证券研究所整理

（二）重点强调的：发展先进制造业、科技自立自强、扩大内需

重点强调的：发展先进制造业、科技自立自强、扩大内需、民生保障等。（1）会议重点强调建设现代化产业体系。一是本次会议将“建设现代化产业体系”放到第一位，强调“要优化提升传统产业，培育壮大新兴产业和未来产业”，坚持“智能化、绿色化”，显示发展先进制造业依然是建设现代化产业体系的核心抓手。二是会议新增“航天强国、交通强国”的表述，显示对空天技术、智慧交通等新技术应用的重视，相关产业政策有望加速落实。（2）科技自立自强仍是“十五五”时期的重点任务。一是会议强调“加强原始创新和关键核心技术攻关”，显示在中美摩擦可能长期存在的情况下，核心科技技术仍需进一步突破，关键领域人才和资本投入有望加强。二是会议强调“要推动科技创新和产业创新深度融合”，显示科技推动产业发展、提升全要素生产力的迫切性上升。（3）扩大内需是“十五五”时期的战略基点。一是在当前外需放缓压力提升的背景下，扩大内需是“十五五”时期拉动经济增长的重要动力。二是会议强调“以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，要大力提振消费”，显示鼓励新型消费、反内卷、提升收入预期等多方向举措可能是政策着力的方向。（4）进一步强调加大保障和改善民生力度。一是会议提出“加强普惠性、基础性、兜底性民生建设，解决好人民群众急难愁盼问题”，显示生育、就业等可能是政策发力的方向。二是会议提出推动房地产高质量发展，表明将其纳入民生保障和发展战略中进行系统考量，也有望提振居民收入预期。

图 2：“十四五”与“十五五”主要目标一览

“十四五”	“十五五”
坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑；要强化国家战略科技力量，提升企业技术创新能力，激发人才创新活力，完善科技创新体制机制	坚持把发展经济的着力点放在实体经济上；构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系；要优化提升传统产业，培育壮大新兴产业和未来产业，促进服务业优质高效发展，构建现代化基础设施体系
坚持把发展经济着力点放在实体经济上；要提升产业链供应链现代化水平，发展战略性新兴产业，加快发展现代服务业，统筹推进基础设施建设	提升国家创新体系整体效能，全面增强自主创新能力；要加强原始创新和关键核心技术攻关，推动科技创新和产业创新深度融合，一体推进教育科技人才发展，深入推进数字中国建设
坚持扩大内需这个战略基点，加快培育完整内需体系，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求；要畅通国内大循环，促进国内国际双循环，全面促进消费，拓展投资空间	坚持扩大内需这个战略基点，坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合，以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动，增强国内大循环内生动力和可靠性。要大力提振消费，扩大有效投资，坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点
全面深化改革，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用；要激发各类市场主体活力，完善宏观经济治理，建立现代财税金融体制，建设高标准市场体系	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。坚持和完善社会主义基本经济制度，更好发挥经济体制改革牵引作用，完善宏观经济治理体系，确保高质量发展行稳致远。要充分激发各类经营主体活力，加快完善要素市场化配置体制机制，提升宏观经济治理效能
坚持把解决好“三农”问题作为全党工作重中之重，加快农业农村现代化；要保障国家粮食安全，深化农村改革	扩大高水平对外开放，开创合作共赢新局面。稳步扩大制度型开放，维护多边贸易体制；要积极扩大自主开放，推动贸易创新发展，拓展双向投资合作空间，高质量共建“一带一路”
优化国土空间布局，推进区域协调发展和新型城镇化。坚持实施区域重大战略、区域协调发展战略、主体功能区战略，健全区域协调发展体制机制，完善新型城镇化战略，构建高质量发展的国土空间布局和支撑体系。要构建国土空间开发保护新格局，推动区域协调发展，推进以人为核心的新型城镇化	加快农业农村现代化，扎实推进乡村全面振兴；坚持把解决好“三农”问题作为全党工作重中之重；要提升农业综合生产能力和质量效益，推进宜居宜业和美乡村建设，提高强农惠农富农政策效能
繁荣发展文化事业和文化产业，坚定文化自信，坚持以社会主义核心价值观引领文化建设，加强社会主义精神文明建设；提升公共文化服务水平，健全现代文化产业体系	优化区域经济社会布局，促进区域协调发展。发挥区域协调发展战略、区域重大战略、主体功能区战略、新型城镇化战略叠加效应，优化重大生产力布局，发挥重点区域增长极作用；要增强区域发展协调性，促进区域联动发展，加强海洋开发利用保护
要加快推动绿色低碳发展，持续改善环境质量，提升生态系统质量和稳定性，全面提高资源利用效率	激发全民族文化创新创造活力，繁荣发展社会主义文化。发展具有强大思想引领力、精神凝聚力、价值感召力、国际影响力的新时代中国特色社会主义文化，扎实推进文化强国建设；加快发展文化产业，提升中华文明传播力影响力
要建设更高水平开放型经济新体制，全面提高对外开放水平，推动贸易和投资自由化便利化，推进贸易创新发展，推动共建“一带一路”高质量发展	加大保障和改善民生力度；解决好人民群众急难愁盼问题；要促进高质量充分就业，完善收入分配制度，办好人民满意的教育，健全社会保障体系，推动房地产高质量发展，加快建设健康中国，促进人口高质量发展，稳步推进基本公共服务均等化
健全基本公共服务体系，完善共建共治共享的社会治理制度；要提高人民收入水平，强化就业优先政策，建设高质量教育体系，健全多层次社会保障体系，实施积极应对人口老龄化国家战略	牢固树立和践行绿水青山就是金山银山的理念，以碳达峰碳中和为牵引，协同推进降碳、减污、扩绿、增长，筑牢生态安全屏障，增强绿色发展动能；要持续深入推进污染防治攻坚战和生态系统优化，加快建设新型能源体系，积极稳妥推进和实现碳达峰，加快形成绿色生产生活方式
实施国家安全战略，维护和塑造国家安全，防范和化解影响我国现代化进程的各种风险；要加强国家安全体系和能力建设	推进国家安全体系和能力现代化，建设更高水平平安中国；要健全国家安全体系，加强重点领域国家安全能力建设，提高公共安全治理水平，完善社会治理体系
加快国防和军队现代化；加快机械化信息化智能化融合发展；要提高国防和军队现代化质量效益，促进国防实力和经济实力同步提升，构建一体化国家战略体系和能力	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；推进政治建军、改革强军、科技强军、人才强军、依法治军，边斗争、边备战、边建设，加快机械化信息化智能化融合发展，提高捍卫国家主权、安全、发展利益战略能力；要加快先进战斗力建设，推进军事治理现代化，巩固提高一体化国家战略体系和能力

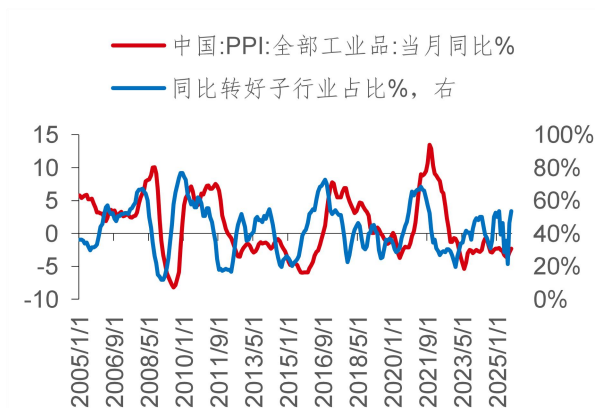
资料来源：华金证券研究所整理（注：按通报顺序排序）

二、A 股慢牛延续，关注科技和内需

（一）市场趋势：进一步稳固 A 股慢牛趋势

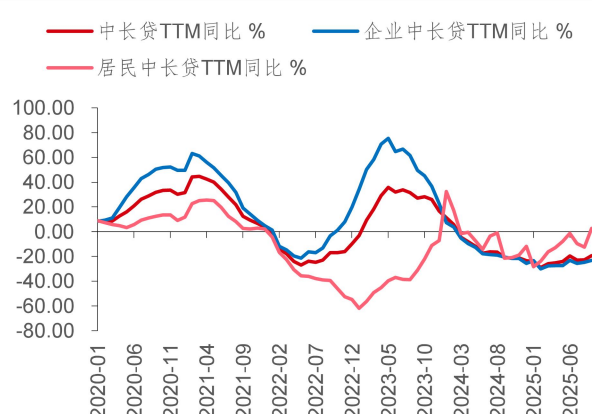
长期视角下，A 股中长期慢牛趋势可能进一步稳固。（1）盈利预期可能继续改善。一是会议强调以经济建设为中心，同时发展先进制造业、科技自立自强等可能导致周期、科技盈利增速结构性回升。二是当前 PPI 领先指标回升，盈利周期可能筑顶。（2）积极的政策可能进一步提升 A 股估值。一是稳增长政策发力推动信用回升，如 2008 年“四万亿”、2020 年抗疫特别国债等，因此本轮宏观政策积极落地下，有望推动信用周期继续回升。二是历史上一轮中长贷增速下行和上行周期均持续 11-23 个月左右，上一轮中长贷增速在 2023 年 7 月见顶，至今年年中大概率见底，当前已经出现一定回升趋势，此外企业中长贷与基建投资相关性较强，居民中长贷与房贷相关性较强，而当前开工率维持高位，稳楼市政策落地下，中长贷增速可能继续企稳有所回升。

图 3: PPI 及其领先指标仍在修复



资料来源：华金证券研究所，wind

图 4: 中长贷增速回升



资料来源：华金证券研究所，wind

短期视角下，A 股可能延续震荡偏强的慢牛走势。（1）会议强调完成今年经济增长目标，对短期经济和盈利预期可能有提振。一是会议分析了当前形势和任务，强调坚决实现全年经济社会发展目标下，短期稳增长政策有望加速落地，政策可能针对扩大内需、民生保障、企业帮扶等方面需求加以落实，进一步巩固当前经济和盈利的改善预期。二是会议提出“维护多边贸易体制”改善出口结构，增强国内大循环内生动力和可靠性，出口、消费和投资均有望维持一定韧性。（2）会议可能进一步提升短期流动性宽松预期。一是海外经济和就业数据显示年内降息仍是大概率，年内仍有两次降息空间，同时美元指数继续低位震荡，对人民币汇率的压制进一步降低。二是美联储降息预期下，年底经济增长目标完成的需求下国内央行仍可能降息降准。（3）会议对经济增长的强调可能提升市场风险偏好。会议定调积极超预期，提出坚持以经济建设为中心，其中对于科技自立自强、大力提振消费等方向政策出台预期较强，对经济增长有托底，可能提振市场情绪。

（二）行业配置：新质生产力、扩大内需相关行业可能受益

新质生产力相关的 TMT、机械、军工等行业可能受益。（1）TMT：会议提出“建设现代化产业体系，加快建设网络强国、航天强国、交通强国”，“十五五”政策可能聚焦关键核心技术攻关，将推动 AI 芯片、高端半导体、6G 通信等领域突破，助力云计算、物联网等技术跨界融合，完善高端数字基础设施供给，破解“卡脖子”问题对内需市场的制约。（2）机械：会议提出“建设现代化产业体系，加快建设网络强国”、“深入推进数字中国建设”、“加强原始创新和关键核心技术攻关”等，后续政策有望推动机械行业智能化改造、绿色转型，催生对高端数控机床、智能加工设备、节能型工程机械的需求，并进一步突破核心技术攻关。（3）军工：会议提出“建设现代化产业体系，加快建设航天强国”，新质生产力培育要求军工技术向智能化、无人化、信息化升级，将催生对无人作战装备、先进雷达、高端导航系统等新型装备的需求，进一步拓展市场空间。

发展先进制造业相关的有色金属、化工、军工、电新、医药等行业可能受益。（1）有色金属：一是会议提出“以碳达峰碳中和为牵引，协同推进降碳、减污、扩绿、增长”，并且提出“加强重点领域国家安全能力建设”，与此相关的有色金属等行业可能受益；二是中国有色金属协会明确“十五五”有色行业的主要任务可能包括以资源保障为基础、技术创新为驱动、绿色供应链为纽带，有望推动有色金属产业高质量发展。（2）化工：会议明确“以碳达峰碳中和为牵引，协

同推进降碳、减污、扩绿、增长”，监管政策落地后有望倒逼企业减排、优化产能，化工相关产业可能受益。(3) 军工：会议提出“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，加快先进战斗力建设，推进军事治理现代化水平”“加强重点领域国家安全能力建设”，军工行业作为国防安全的核心支撑，将成为“十五五”重点发展领域，政策有望通过加大研发投入、完善产业链配套，推动相关企业技术迭代与产能扩张。(4) 电新：会议提出“以碳达峰碳中和为牵引，协同推进降碳、减污、扩绿、增长”“加快建设新型能源体系，积极稳妥推进和实现碳达峰”，而新能源产业在保障国家能源安全、推动绿色低碳转型的重要性愈发凸显，后续政策或将支持光伏、风电等新能源行业，有望提高储能技术，推动能源向安全、清洁、高效转型。(5) 医药：一是会议“要加强原始创新和关键核心技术攻关，推动科技创新和产业创新深度融合”、“加快建设健康中国，促进人口高质量发展”，政策对原始创新的重视将加大对药物研发的支持力度，完善国内药品供给体系；二是随着人口老龄化加剧与居民健康意识提升，对优质创新药的需求持续增长，“健康中国”建设下也将进一步利好创新药行业。

扩大内需相关的消费行业可能受益。(1) 社会服务：会议提出“坚持惠民生和促消费”“加强普惠性、基础性、兜底性民生建设”，社会服务行业作为民生消费与品质消费的重要载体，养老、托育、家政等生活性服务业可能依托政策补贴与标准完善，进一步扩大优质服务供给。(2) 商贸零售、食品饮料：一是会议提出扩大内需是“十五五”时期的战略基点；二是会议强调“建设强大国内市场，坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点”、“以新供给创造新需求”，将有助于打破区域消费壁垒，助力连锁商超、电商平台实现跨区域布局，扩大商品流通规模。

航空航天、海洋经济等相关的行业可能受益。(1) 航空航天：一是会议新增“加快建设航天强国”，航空航天方面政策优先级上升，相关产业政策有望不断落实；二是航空航天产业链“卡脖子”环节（如高端元器件、核心材料）的自主可控，直接关系装备发展独立性与作战保障可靠性，为维护国家安全的重点。(2) 海洋经济：会议提出“加强海洋开发利用保护”，海洋经济是后续发展重点，在国民经济中地位有望逐步提升。

三、风险提示

1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。

2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。

3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn