

2025 年 10 月 18 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

十五五规划前瞻及潜在投资线索

——十五五系列专题（二）

报告摘要

核心观点：

- ◆ 本周全球资金情绪逐渐转向谨慎。中美关系方面，近期博弈虽有所升级，但总体依旧可控。美国方面，美国政府“停摆”持续，美参议院当地时间 10 月 16 日第十次否决临时拨款法案。此外，美国两家地区性银行分别披露涉嫌遭遇欺诈，引发市场对美国银行业贷款健康状况的广泛担忧。周四标普 500 波动率指数（VIX）升至 28.99，为今年 4 月以来的最高水平；现货黄金一度涨破每盎司 4380 美元关口，续创历史新高。A 股情绪同样受到扰动，本周万得全 A 有所回落，市场风格出现高低切，此前领涨的科技板块领跌，高股息以及消费板块领涨。
- ◆ 二十届四中全会将于 10 月 20 日至 23 日在北京召开，A 股市场即将迎来“十五五”规划的首个关键时点，市场情绪有望回升，“十五五”《建议》内容或将对下一阶段的市场投资主线有较大的影响。
- ◆ 从形势判断来看，“十五五”期间我国发展环境面临深刻复杂变化，国际局势错综复杂，大国博弈加剧；新一轮科技革命正加速展开；国内处于新旧动能转换的关键时期。总量上，党的十九大提出我国将通过 3 个五年规划期，到 2035 年基本实现社会主义现代化。根据 2035 远景目标实现经济总量或人均收入翻一番。假设“十四五”至“十六五”增速较稳定回落，则 2026 年至 2030 年增速中枢需要约为 4.7% 左右，2031 年至 2035 年增速中枢需要在 4.1% 左右。因此，若“十五五”规划明确未来五年增速目标，则或在 4.5%-5% 之间。

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”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》

中航策略周报：《政策见效，产业趋势确认，短期波动不改牛市趋势》

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

- ◆ 方向上，“十五五”阶段的政策着力方向或将在兼顾新质生产力等供给侧发力的同时，适度向需求方向回摆，如完善全国统一大市场框架，继续推进“反内卷”政策，改善国内供需错配的问题。同时，“安全”或也将成为“十五五”重点方向之一。

- ◆ 在产业结构方面，预计优化供给的“因地制宜发展新质生产力”和提振需求的“扩大内需”或将成为两条重要主线。其中，“因地制宜发展新质生产力”或将置于更加突出的战略位置，同时“扩大内需”的重要性也有望提升。具体投资方向来看，“因地制宜发展新质生产力”或主要涉及人工智能、新能源、新材料、创新药、低空经济等行业；“扩大内需”或主要涉及新消费、服务消费、育儿和养老等民生保障消费等。

- ◆ 中航证券军工组认为，2025年下半年业绩有望优于上半年，且逐季改善。一是，订单需求节奏有望改善，近期部分企业披露了大额订单落地，释放了一些需求修复迹象；二是，降价压力逐步释放。

市场走势：



投资建议：

- ◆ 往后看，A股即将迎来四中全会重要政策窗口，政策预期有望推动A股震荡上行，阶段性中美博弈或会有所扰动，但不改变市场方向。配置上，人工智能等新质生产力仍是中期主线；另一方面，结合日历效应和重大政策窗口下，市场主线或正在阶段性切换，关注大金融、内需新消费和资源品等潜在机会，以及跟踪“十五五”规划中涉及的政策线索。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场整体下跌，上证指数（-1.47%）、深证成指（-4.99%）、沪深300（-2.22%）、科创50（-6.16%）、创业板指（-5.71%）、中证500（-5.17%）、中证1000（-4.62%），均表现较弱。行业风格上，金融风格表现较强，上涨1.57%；成长风格表现较弱，下跌5.82%。分行业来看，申万一级行业中银行、煤炭、食品饮料表现较强，分别上涨4.89%、4.17%、0.86%；电子、传媒、汽车表现较弱，分别下跌7.14%、6.27%、5.99%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为21928.50亿元，较上周减少4101.27亿元。估值方面，A股整体市盈率为21.97倍，较上周下降2.28%。

正文：

本周全球资金情绪逐渐转向谨慎。中美关系方面，近期博弈虽有所升级，但总体依旧可控。当地时间10月15日，美国财长贝森特暗示，美国有可能延长对中国商品加征关税的暂停期，来换取中国推迟实行稀土出口管制计划，并表示美国总统特朗普准备在不久的将来与中方领导人会晤。美国方面，美国政府“停摆”持续，美参议院当地时间10月16日第十次否决临时拨款法案。此外，美国两家地区性银行分别披露涉嫌遭遇欺诈，引发市场对美国银行业贷款健康状况的广泛担忧。周四标普500波动率指数（VIX）升至28.99，为今年4月以来的最高水平；现货黄金一度涨破每盎司4380美元关口，续创历史新高。A股情绪同样受到扰动，本周万得全A有所回落，市场风格出现高低切，此前领涨的科技板块领跌，高股息以及消费板块领涨。

二十届四中全会将于10月20日至23日在北京召开，研究关于“十五五”规划的建议。A股市场即将迎来“十五五”规划的首个关键时点，市场情绪有望回升，“十五五”《建议》内容或将对下一阶段的市场投资主线有较大的影响。

“五年规划”全称是中华人民共和国国民经济和社会发展规划纲要，是我国国民经济和社会发展的中长期重要指导性文件，指明了未来五年国家在经济、社会、科技、生态、民生等领域的总体目标、重点任务和政策方向。由于其全局性和战略性，规划内容的发布受到资本市场高度关注。

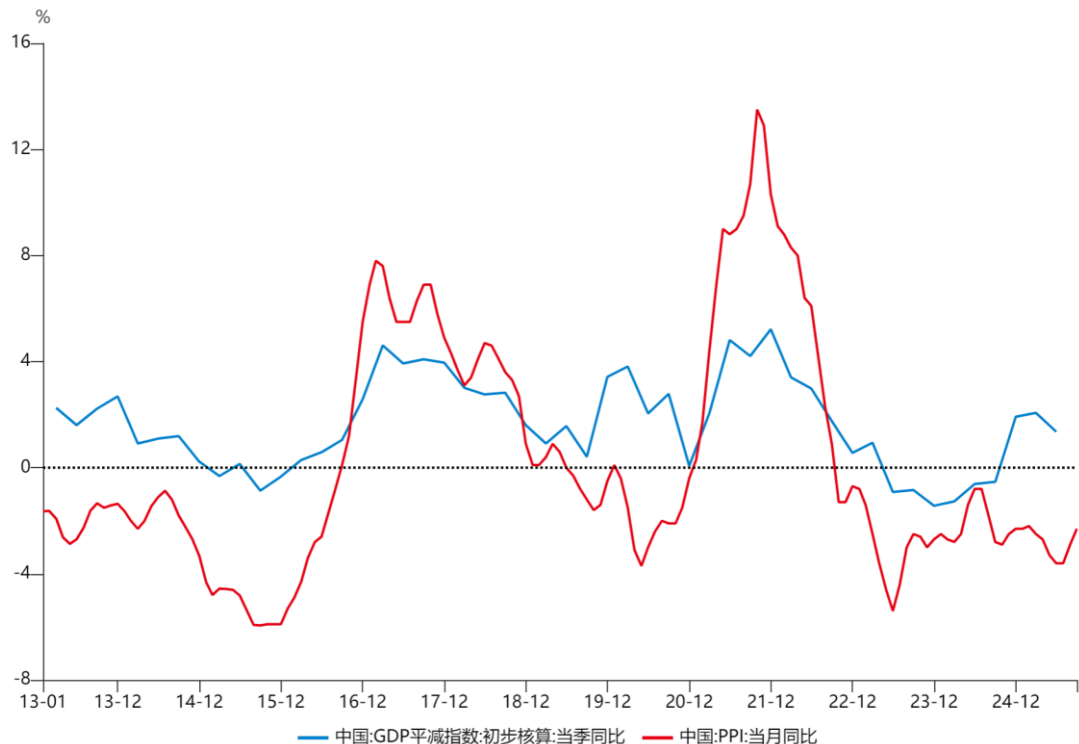
我们在此前的报告《新一轮“五年规划”下的市场择时——十五五系列专题（一）》中已经指出，规划编制过程中有两个关键时间窗口或对资本市场影响重大：一是，五年规划前一年10月底中央全会审议通过的五年规划《建议》，其中，中央委员会全体会议公报将公布《建议》的部分要点，之后11月初将公布完整五年规划《建议》；二是，五年规划首年3月发布全国人大会议审查后的五年规划《纲要》。考虑到时效性，且五年规划《建议》内容基本覆盖《纲要》重点内容，中央全会公报或对资本市场影响更大。

从形势判断来看，“十五五”期间我国发展环境面临深刻复杂变化，国际局势错综复杂，大国博弈加剧；新一轮科技革命正加速展开；国内处于新旧动能转换的关键时期。同时，“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。

总量上，党的十九大提出我国将通过 3 个五年规划期，到 2035 年基本实现社会主义现代化。在习近平总书记关于《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的说明中提出，“到‘十四五’末达到现行的高收入国家标准、到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的”。结合“十四五”期间我国预计实现年均 GDP 增速 5.35% 的成绩测算，接下来十年为实现 2035 经济总量较 2020 年翻一番的情景，2026 年至 2035 年年均 GDP 增速需达到约 4.45% 的水平。考虑到经济增速会随基数增大而边际放缓，“十五五”期间或需维持在相对预估均值较高的增速，作为承前启后的关键阶段，为后续发展夯实基础、赢得主动。假设“十四五”至“十六五”增速较稳定回落，则 2026 年至 2030 年增速中枢需要约为 4.7% 左右，2031 年至 2035 年增速中枢需要在 4.1% 左右。因此我们认为，如果“十五五”规划明确未来五年增速目标，则或在 4.5%-5% 之间。

方向上，“十四五”阶段定调更偏向对供给侧的发力，指导思想中明确提出以深化供给侧结构性改革为主线。在新旧动能转换背景下，供需未能达到阶段性的动态均衡，表现为阶段性的低通胀。因此，“十五五”阶段的政策着力方向或将在兼顾新质生产力等供给侧发力的同时，适度向需求方向回摆，如完善全国统一大市场框架，继续推进“反内卷”政策，改善国内供需错配的问题。同时，“安全”或也将成为“十五五”重点方向之一。9 月政治局会议对“十五五”规划《建议》的意见中指出，因地制宜发展新质生产力，推动经济持续健康发展和社会全面进步；坚持有效市场和有为政府相结合，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；坚持统筹发展和安全，强化底线思维，有效防范化解各类风险，以新安全格局保障新发展格局。

图1 2013 年以来 GDP 平减指数、PPI 走势（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

在产业结构方面，预计优化供给的“因地制宜发展新质生产力”和提振需求的“扩大内需”或将成为两条重要主线。其中，“因地制宜发展新质生产力”或将置于更加突出的战略位置，同时“扩大内需”的重要性也有望提升。2025年9月10日，全国人大常委会开展专题调研并对编制“十五五”规划纲要的总体思路、指导原则提出意见和建议，其中产业结构上的工作部署前两条分别为“大力推进科技创新和产业创新，因地制宜发展新质生产力”和“全方位扩大内需，加快构建新发展格局”。2025年4月30日，习近平总书记在主持召开部分省区市“十五五”时期经济社会发展座谈会时强调，“‘十五五’时期，必须把因地制宜发展新质生产力摆在更加突出的战略位置”。2022年底印发的《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》指出，大国经济具有内需为主导的显著特征；实施扩大内需战略是应对国际环境深刻变化的必然要求。

具体投资方向来看，“因地制宜发展新质生产力”或主要涉及人工智能、新能源、新材料、创新药、低空经济等行业；“扩大内需”或主要涉及新消费、服务消费、育儿和养老等民生保障消费等。新质生产力方面，7月中央政治局会议则强调坚持以科技创新引领、加快培育具有国际竞争力的新兴支柱产业、依法依规治理企业无序竞争。4月中央政治局会议提及，打造一批新兴支柱产业、加快实施“人工智能+”行动。新兴支柱产业相较于房地产、基建、传统能源等传统支柱产业，正意味着新旧动能转换，并依据此前工信部对于新兴产业、未来产业的定义，结合2024年政府工作报告，或将还涉及新能源汽车、前沿新兴氢能、新材料、创新药、低空经



济、量子技术、生命科学等行业。建议以政策线索为指引，提前布局相关行业。扩大内需方面，2025 年 7 月中央政治局会议指出，在扩大商品消费的同时培育服务消费新的增长点、保障改善民生、扩大有效投资。4 月中央政治局会议提及大力发展服务消费、设立服务消费与养老再贷款。《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》中对于“全面促进消费，加快消费提质升级”的任务安排中指出，要持续提升传统消费，积极发展服务消费，加快培育新兴消费等。

中航证券军工组认为，10 月，军工三季报业绩情况开始备受关注。展望 2025 年全年，下半年业绩有望优于上半年，且逐季改善，主要理由为：一是 2025 年为十四五收官，十五五谋篇布局之年，订单需求节奏有望改善，近期部分企业披露了大额订单落地，释放了一些需求修复迹象。同时，我们认为，规划初步明确后中上游有望提前得到部分订单需求。二是去年下半年，行业整体受审价等因素受到一定冲击。今年整体而言，降价压力逐步释放。同时，从上半年来看，行业寻找新增量初具成效，商业航天、低空经济、军事智能化、军贸等大军工、新需求赛道贡献收入增多，增量化需求打开行业天花板。

投资建议：

往后看，A 股即将迎来四中全会重要政策窗口，政策预期有望推动 A 股震荡上行，阶段性中美博弈或会有所扰动，但不改变市场方向。配置上，人工智能等新质生产力仍是中期主线；另一方面，结合日历效应和重大政策窗口下，市场主线或正在阶段性切换，关注大金融、内需新消费和资源品等潜在机会，以及跟踪“十五五”规划中涉及的政策线索。

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