

策略周报

风格切换基础尚不牢固

当前仅存在风格轮动，A 股短期偏弱不改中长期中枢上行趋势。

- **金价加速上行，做多逻辑尚未打破。**本周金价在创下历史新高后迅速回落，呈现高位震荡态势。当前来看，金价的破位上行演绎的是美元信任体系瓦解及全球经济政策秩序的重构，因此虽然 9 月以来金价上行速度偏快或存在短期调整可能，但中长期来看金价做多逻辑尚未发生改变。
- **A 股短期修复斜率或偏弱，但中长期中枢上行趋势不改。**对于 A 股，本周市场在中美贸易担忧阶段性升温、海外风偏下行以及资金止盈等多方面因素叠加下出现回调。后市止跌信号上需关注重要会议节点带来的稳增长政策预期以及 11 月 1 日特朗普政府威胁的关税生效日。当前市场情绪处于相对高位，对于利空因素更为敏感，而年末资金止盈心态下，内资增量资金入市速度或有效缓，本轮市场修复的斜率或弱于 4 月。但更长视角下，美元中长期走弱逻辑仍在持续兑现，海外降息周期的开启有助于人民币资产重估进程。A 股中长期中枢上行无需多虑。
- **只有风格轮动，没有风格切换。只有调整需求，没有恐慌基础。**我们认为当前仅存在风格轮动，但风格切换出现的基础尚不牢固。逻辑层面，在科技中长期叙事逻辑之外，短期风格不能切换的支撑在于后续大概率仍将出现“春季躁动”行情。从时间角度判断，A 股“春季躁动”最早或于 12 月份开始启动。从启动条件来看，此前的调整空间充分与否，是“春躁”行情得以启动的重要条件。从“春躁”潜在占优风格来看，科技成长风格弹性角度本身就是居前的，因此看多做多的时刻，买成长本身就是首选，除非其他风格逻辑显著大级别占优，才出现其他风格、行业领涨的现象。因此，我们认为当前科技成长风格的调整，并不足以认为是风格切换的信号。相反，这种调整是良性的，并且为其后续在“春躁”行情中再度占优，创造了有利条件。此外，基于历史数据归纳的“春躁”类型角度看，“牛市躁动”行情时间长度和涨幅强度最高，“超跌躁动”其次，“熊市躁动”偏弱，参与价值最低。我们认为，本轮后续可能启动的“春躁”行情，“超跌躁动”或为基准假设，“牛市躁动”出现的概率同样存在。
- **市场风险偏好走弱，行业配置短期转向消费、红利。**10 月以来，前期领涨的 TMT 板块出现了一定的回调，这与板块前期的高估值、高涨幅有关，亦与中美贸易摩擦等情绪扰动有关，短期来看，科技主线仍存在一定的调整风险，短期行业配置可适当转向。从业绩预期与估值水平来看，当前业绩预期向好且估值水平相对合理（2025 年一致预测净利润同比高于 20%且市盈率分位数低于 80%）的行业主要集中在消费品及部分周期品，包括个护用品、化妆品、医疗服务、生物制品、服装家纺、饮料乳品、中药、工业金属、贵金属、化学制品等，相关行业仍具备较高的配置价值。此外，从本轮行情经验来看，红利板块与 TMT 板块呈现明显的“跷跷板”特征，且红利板块与市场风险偏好呈现较强的负相关关系，市场情绪偏弱、TMT 板块行情走弱之下，红利板块有望成为资金的避风港，重点关注银行、煤炭、电力、公路铁路、港口等红利板块。
- **下周二十届四中全会将审议《“十五五”规划建议》修改稿，有望围绕经济、科技、改革、民生四主线，强化绿色低碳与“反内卷”治理，产业政策或将围绕新质生产力，布局科技创新、绿色低碳、高端制造、数字融合和制度供给等重点方向。**复盘历史上类似情况，十八届和十九届五中全会公报前后，A 股市场运行呈现出较强规律性：会前资金提前布局，公报后一周情绪冲高，随后短期回调，而年底在政策预期推动下再度修复，政策主线行业反复成为资金关注焦点。对应本次会议，策略上可以侧重“政策确定性+技术成长性”双重标准进行标的筛选，优先布局那些具备核心技术壁垒和规模化应用前景的行业代表性企业及“小巨人”企业，适当配置产业链中上游环节以捕捉成本端改善带来的利润弹性。在持仓结构上，可采用“长线核心持有+短线主题交易”相结合的方式，把握人工智能、军工装备、高端制造、储能与新能源等板块的波段机会，同时配置低估值、高分红的稳健板块对冲市场波动，实现攻守平衡的组合收益。
- **风险提示：**1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

相关研究报告

《中银量化多策略行业轮动周报 - 20251016》20251017

《风格因子动态优选策略》20251017

《9 月金融数据点评》20251016

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东

(8621)20328702

peidong.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：郭晓希

(8610)66229019

xiaoxi.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

证券分析师：徐亚

(8621)20328506

ya.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然

tianran.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

目录

观点回顾.....	4
大势与风格.....	5
中观行业与景气.....	8
一周市场总览、组合表现及热点追踪.....	11
风险提示.....	15

图表目录

图表 1. 近期全球大类资产表现.....	5
图表 2. 本周国内外重点经济数据更新	6
图表 3. 本周市场大盘价值风格相对占优	6
图表 4. 当前市场风格指数表现.....	6
图表 5. 当前市场风偏处于近十年来接近均值水平.....	7
图表 6. 金价与全球经济政策不确定性高度相关.....	7
图表 7. 本周一级行业表现	8
图表 8. 本周二级行业表现（前后 15）	8
图表 9. 二十一年春季躁动行情区间的跨度	9
图表 10. 后续或仍有“春躁”行情.....	9
图表 11. 消费品当前业绩预期向好且估值水平合理	10
图表 12. 红利板块与 TMT 板块呈现明显的“跷跷板”特征	10
图表 13. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）	11
图表 14. 本周股票型 ETF 单周净申购规模创 6 个月以来最大（单位：亿元）	11
图表 15. 2025 年以来“十五五”相关重要讲话及精神解读	12
图表 16. 十八届五中全会公告发布前后申万一级行业涨幅前三分之一	13
图表 17. 十九届五中全会公告发布前后申万一级行业涨幅前三分之一	13

观点回顾

——20241215《重回跨年配置行情主线》：重要会议定调下，新兴消费与“AI+应用”作为跨年主线的线索明确。

——20241216《重回科技主导产业——2025 年度策略报告》：盈利弱复苏，估值强支撑，科技和高端制造业有望成为市场主导。

——20250209《指数与情绪共振：AI Infra 向上重估》：A 股性价比优势凸显，DeepSeek 产业驱动下，AI Infra 有望率先反应。

——20250216《DeepSeek 行情的二阶段：聚焦云计算和 AI 应用》：DeepSeek 高性价比凸显之下，云计算正在成为大模型时代的“卖水人”。应用端重点关注医疗、企服、教育、办公、金融、营销等垂直领域。

——20250720《科技突围》：“反内卷”预期或阶段性升温，成长弹性仍具中线配置价值，重视国产算力、机器人、创新药等主线机会。

——20250720《重视科创补涨机会》：基金二季报科创仓位未显著增加，而 AI 应用端商业化进程加速利好算力特别是推理侧算力需求，中美科技摩擦之下，国产算力尤其有望受益，国产算力有确定性需求机会，重视科创补涨机会。

大势与风格

金价加速上行，做多逻辑尚未打破。本周金价在创下历史新高后迅速回落，呈现高位震荡态势。本轮金价涨势与多个传统驱动因素相背离。9月中旬以来，美元指数持续走高，但金价持续强势上行；此外 2023 年以来的实际利率走势也与金价相背离，这背后反映了全球央行持续购金需求对于金价的强劲支撑，另一方面，避险情绪发酵对于金价上行有所贡献。当前来看，金价的破位上行演绎的是美元信任体系瓦解及全球经济政策秩序的重构，因此虽然 9 月以来金价上行速度偏快或存在短期调整可能，但中长期来看金价做多逻辑尚未发生改变。

中美贸易引发 A 股震荡。对于 A 股，本周市场在中美贸易担忧阶段性升温、海外风偏下行以及资金止盈等多方面因素叠加下出现回调。一方面，上周末，特朗普对中国进口商品在现有关税基础上加征 100% 关税的言论引发市场担忧，中方宣布对美籍船舶加征港务费再度引发贸易摩擦升温预期；另一方面，两家美国区域性银行引发的信贷担忧冲击市场，全球市场避险情绪再次上升。

市场短期修复斜率或偏弱。后市止跌信号上，一方面，从时间节点来看，下周二十届四中全会将召开，“十五五”规划等重大政策有望逐步明朗化，四季度以来内需修复动能依旧有待进一步加强，稳增长政策预期有所升温。此外，11 月 1 日为特朗普政府威胁的关税生效日，在此之前，市场或仍将受到中美贸易波动等因素冲击。从下跌幅度上，我们在 10 月 16 日《贸易摩擦与宏观政策的情景假设》中提到本轮市场并非简单的“风险偏好事件冲击”，相较 4 月 7 日，本轮调整更多叠加了一层“止盈交易”属性。从股债风险溢价的角度，当前市场情绪处于相对高位，对于利空因素更为敏感，而年末资金止盈心态下，内资增量资金入市速度或有放缓，本轮市场修复的斜率或弱于 4 月。

A 股中长期中枢上行无需多虑。更长视角下，美元中长期走弱逻辑仍在持续兑现，海外降息周期的开启有助于人民币资产重估进程。A 股增量资金仍处于初期阶段，宏观叙事角度，“反内卷”政策托底价格因素预期，宏观流动性充沛，AI 科技产业及国内自主可控产业趋势景气，支撑本轮 A 股走牛的这些中长期逻辑并未发生破坏，当前阶段更类似于牛市上升阶段的一次突发事件，并不影响牛市趋势。2018-2019 年中美贸易摩擦后期以及今年 4 月 7 日后的 A 股经验表明，无论过程坎坷，最终占优的仍是“产业趋势”方向。

图表 1. 近期全球大类资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	10月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	1.38	(0.24)	15.87
	MSCI新兴市场	(0.30)	1.16	26.60
	标普500	1.70	(0.37)	13.30
	日经指数	(1.05)	5.90	19.27
	万得全A	(3.45)	(3.79)	21.64
	斯托克指数	0.86	1.07	16.73
	恒生指数	(3.97)	(5.99)	25.86
汇	美元指数	(0.27)	0.75	(9.15)
	美元兑人民币	(0.14)	(0.15)	(1.30)
	美元兑日元	(0.35)	1.83	(4.18)
	欧元兑美元	0.24	(0.71)	12.54
商	CRB商品	0.20	(2.41)	(1.14)
	LME铜	0.85	3.30	20.97
	WTI原油	(2.80)	(8.21)	(20.18)
	伦敦金现	6.30	10.44	61.82
债	10Y美债收益率(Bps)	(3.00)	(14.00)	(56.00)
	10Y国债收益率(Bps)	0.40	(3.59)	14.94

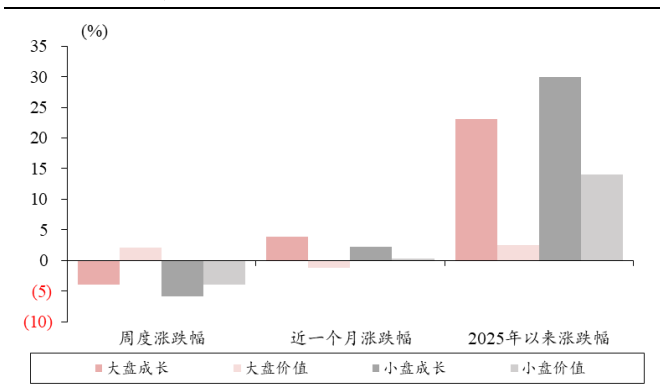
资料来源：万得，中银证券（注：截至 2025 年 10 月 18 日）

图表 2. 本周国内外重点经济数据更新

国家/地区	指标名称	前值	预测值	今值	环比变化
中国	9月出口金额:当月同比(%)	4.3	5.9	8.3	4.0
	9月进口金额:当月同比(%)	1.2	1.5	7.4	6.2
	9月进出口金额:当月值(亿美元)	5410.2		5666.8	256.6
	9月出口金额:当月值(亿美元)	3216.4		3285.7	69.3
	9月进口金额:当月值(亿美元)	2193.8		2381.2	187.4
	9月进出口金额:累计值(亿美元)	41175.1		46841.9	5666.8
	9月出口金额:累计值(亿美元)	24510.7		27796.4	3285.7
	9月进口金额:累计值(亿美元)	16664.4		19045.5	2381.2
	9月贸易差额:累计值(亿美元)	7846.4		8750.8	904.5
	9月进出口金额:当月同比(%)	3.1		7.9	4.8
	9月进出口金额:累计同比(%)	2.4		3.1	0.7
	9月出口金额:累计同比(%)	5.8		6.1	0.3
	9月进口金额:累计同比(%)	(2.2)		(1.1)	1.1
	9月PPI:同比(%)	(2.9)	(2.4)	(2.3)	0.6
	9月CPI:同比(%)	(0.4)	(0.2)	(0.3)	0.1
	9月M2:同比(%)	8.8	8.5	8.4	(0.4)
	9月新增人民币贷款(亿元)	5900.0	13900.0	12900.0	7000.0
	9月M1:同比(%)	6.0	6.0	7.2	1.2
	9月M0:同比(%)	11.7		11.5	(0.2)
	9月社会融资规模:当月值(亿元)	25660.0	32686.0	35296.0	9636.0
	9月社会融资规模存量:同比(%)	8.8	8.6	8.7	(0.1)
	8月欧元区:商品出口金额:当月同比(%)	0.5		(4.7)	(5.2)
	8月欧元区:商品进口金额:当月同比(%)	3.0		(3.8)	(6.8)
日本	9月欧元区:CPI:环比(%)	0.1		0.1	0.0
	9月欧元区:CPI:同比(%)	2.0		2.2	0.2
	9月欧元区:核心CPI:同比(%)	2.3		2.4	0.1
	9月欧元区:CPI(2015年=100)	129.3		129.4	0.1
	8月工业生产指数:季调:环比(修正)(%)	(1.2)	(1.2)	(1.5)	(0.3)
	8月核心机械订单:季调:环比(%)	(4.6)	0.5	(0.9)	3.7

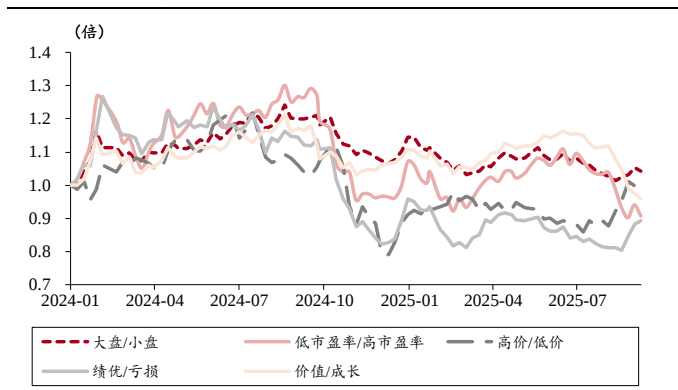
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 本周市场大盘价值风格相对占优



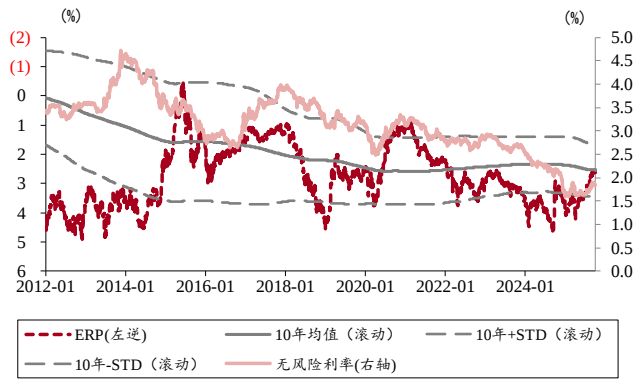
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 当前市场风格指数表现



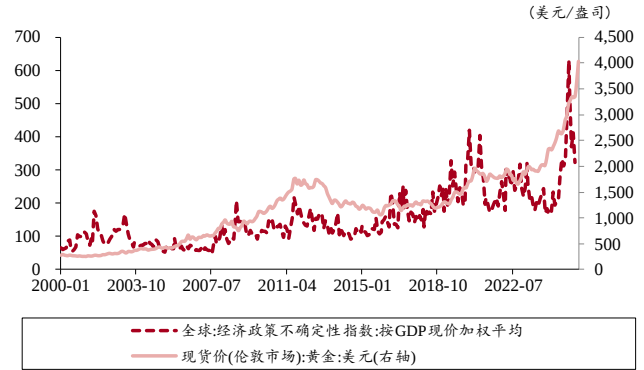
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 当前市场风偏处于近十年来接近均值水平



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 金价与全球经济政策不确定性高度相关

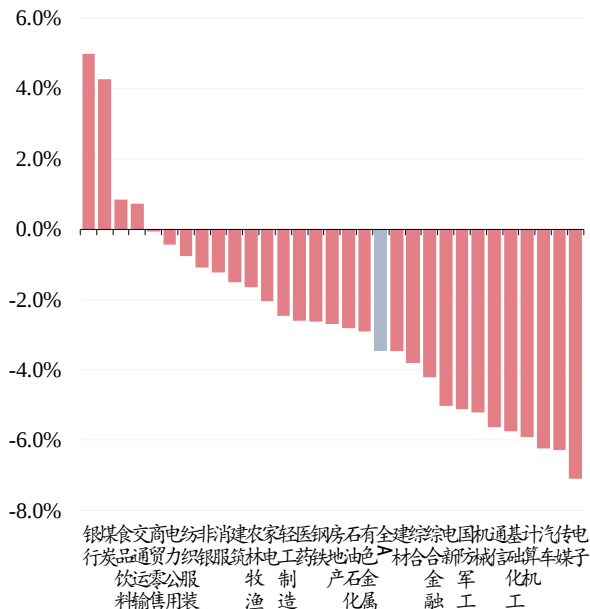


资料来源：万得，中银证券

中观行业与景气

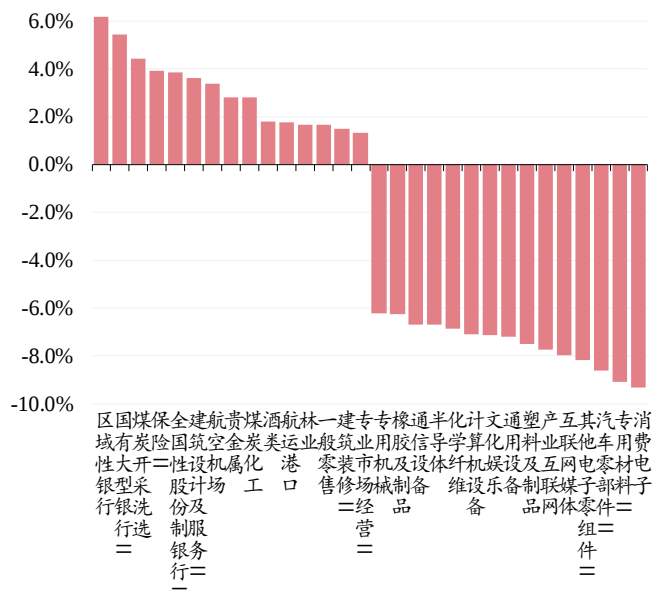
行业涨少跌多，防御特征明显。本周为国庆长假结束后，第一个完整的交易周。受外部贸易摩擦等新闻影响及部分“止盈交易”带动下，A 股主要行业跌多涨少，仅银行、煤炭等少数防御性行业逆市录得正收益，前期涨幅较大的科技行业调整幅度较大，电子、传媒等跌幅居前。

图表 7. 本周一级行业表现



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 本周二级行业表现 (前后 15)



资料来源：万得，中银证券

只有风格轮动，没有风格切换。只有调整需求，没有恐慌基础。10月国庆长假后，A股主要宽基指数出现一定幅度调整，同时，行业层面出现科技走弱，红利走强的现象。此时，市场除关心调整空间及时间外，更加关注是否会再度出现风格切换。

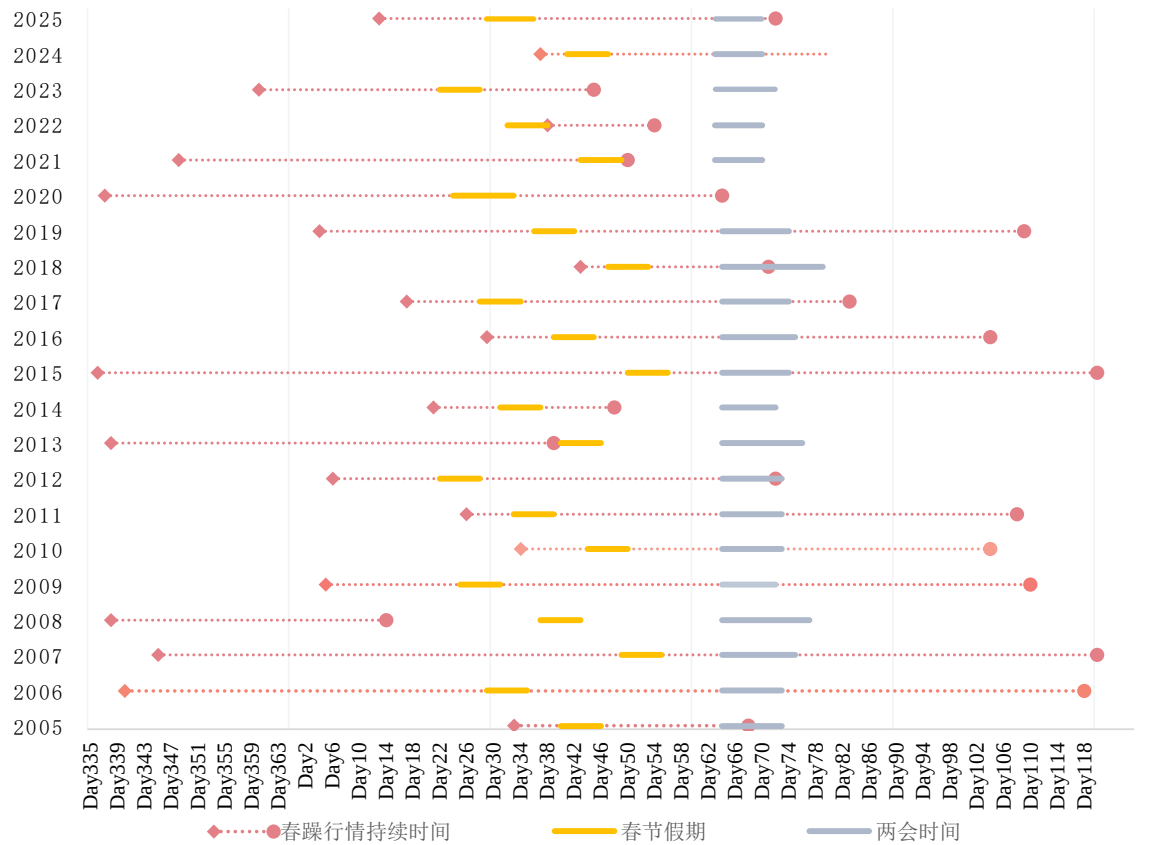
我们认为当前仅存在风格轮动，但风格切换出现的基础尚不牢固。逻辑层面，在科技中长期叙事逻辑之外，短期风格不能切换的支撑在于后续大概率仍将出现“春季躁动”行情。

我们在《行业配置月报 24 年 3 月：二十年春季躁动全景回顾》中，将“广义春季躁动”的时间范围定在当年 12 月至次年 4 月。从 2005 年股权分置改革为统计起点，近二十一年，A 股“广义春季躁动”行情至少出现在了其中十九年（涨幅级别 10% 以上）。从启动顺序来看，“广义春季躁动”行情二十一年中，在 12 月/1 月/2 月启动的年份分别为 8/8/5 次。因此，从时间角度判断，A 股“春季躁动”最早或于 12 月份开始启动。

从启动条件来看，此前的调整空间充分与否，是“春躁”行情得以启动的重要条件。从“春躁”潜在占优风格来看，科技成长风格弹性角度本身就是居前的，因此看多做多的时刻，买成长本身就是首选，除非其他风格逻辑显著大级别占优，才出现其他风格、行业领涨的现象。因此，我们认为当前科技成长风格的调整，并不足以认为是风格切换的信号。相反，这种调整是良性的，并且为其后续在“春躁”行情中再度占优，创造了有利条件。

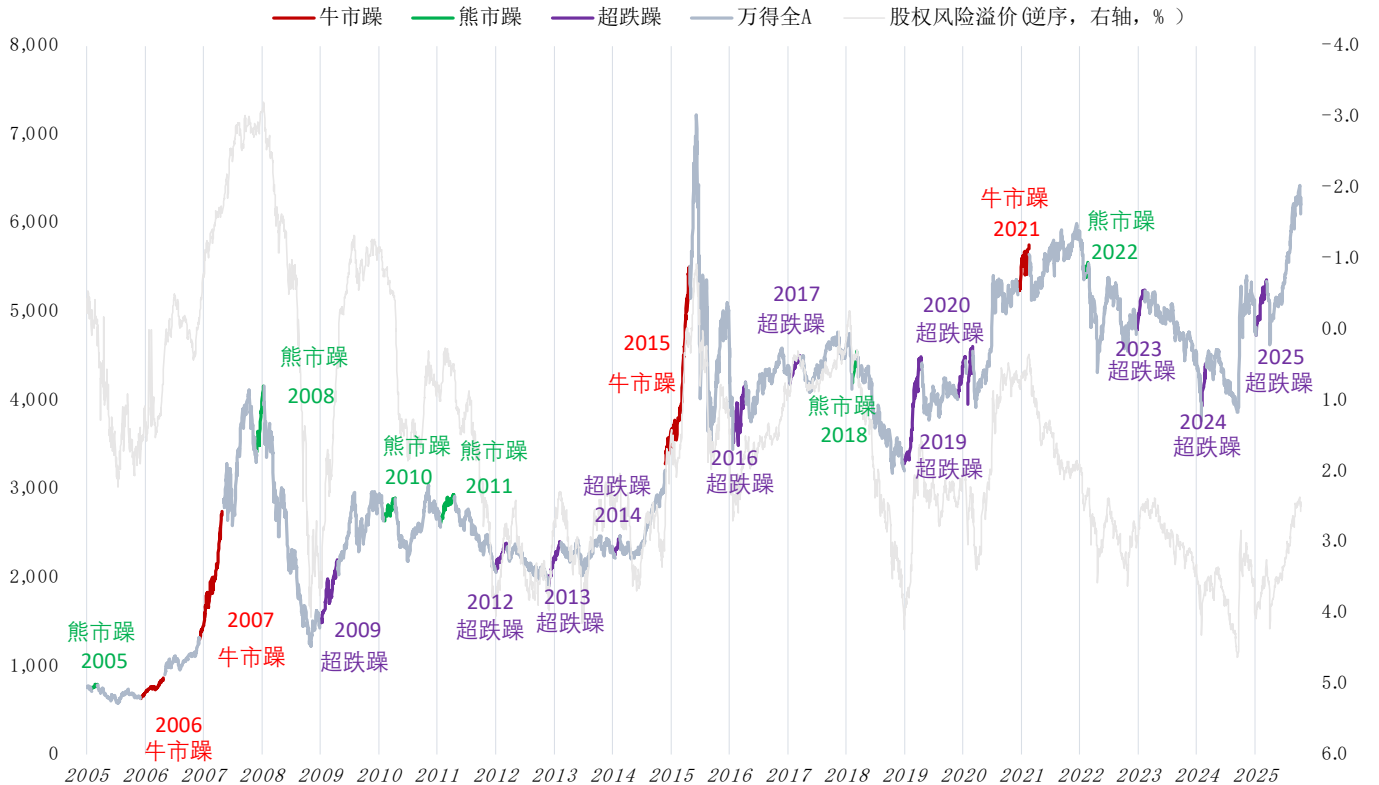
此外，从我们上述报告中，基于历史数据归纳的“春躁”类型角度看，“牛市躁动”行情时间长度和涨幅强度最高，“超跌躁动”其次，“熊市躁动”偏弱，参与价值最低。我们认为，本轮后续可能启动的“春躁”行情，“超跌躁动”或为基准假设，“牛市躁动”出现的概率同样存在。

图表 9. 二十一年春季躁动行情区间的跨度



资料来源：万得，中国网资讯，中银证券。注：DAY337-120 对应上年12月1日至当年4月30日的自然日。2020年两会为5月召开。

图表 10. 后续或仍有“春躁”行情

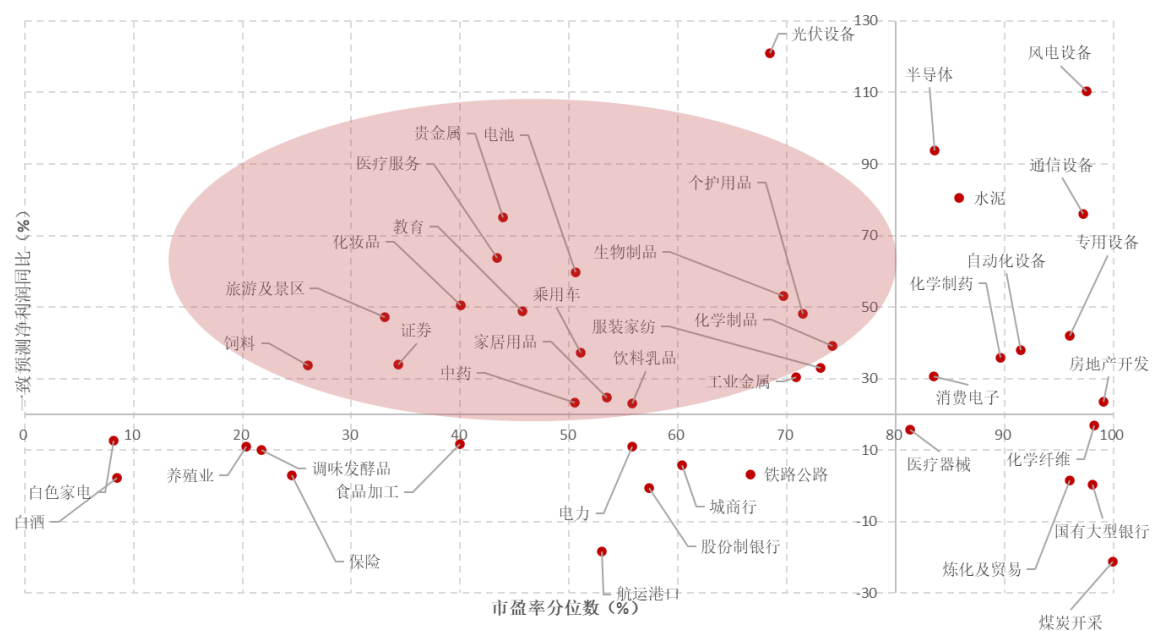


资料来源：万得，中银证券

市场风险偏好走弱，行业配置短期转向消费、红利。10月以来，前期领涨的TMT板块出现了一定的回调，这与板块前期的高估值、高涨幅有关，亦与中美贸易摩擦等情绪扰动有关，短期来看，科技主线仍存在一定的调整风险，短期行业配置可适当转向。

从中万二级行业业绩预期与估值水平来看，当前业绩预期向好且估值水平相对合理（2025年一致预测净利润同比高于20%且市盈率分位数低于80%）的行业主要集中在消费品及部分周期品，包括个护用品、化妆品、医疗服务、生物制品、服装家纺、饮料乳品、中药、工业金属、贵金属、化学制品等，相关行业仍具备较高的配置价值。此外，从本轮行情经验来看，红利板块与TMT板块呈现明显的“跷跷板”特征，且红利板块与市场风险偏好呈现较强的负相关关系，市场情绪偏弱、TMT板块行情走弱之下，红利板块有望成为资金的避险池，重点关注银行、煤炭、电力、公路铁路、港口等红利板块。

图表 11. 消费品当前业绩预期向好且估值水平合理



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 红利板块与TMT板块呈现明显的“跷跷板”特征



资料来源：万得，中银证券

一周市场总览、组合表现及热点追踪

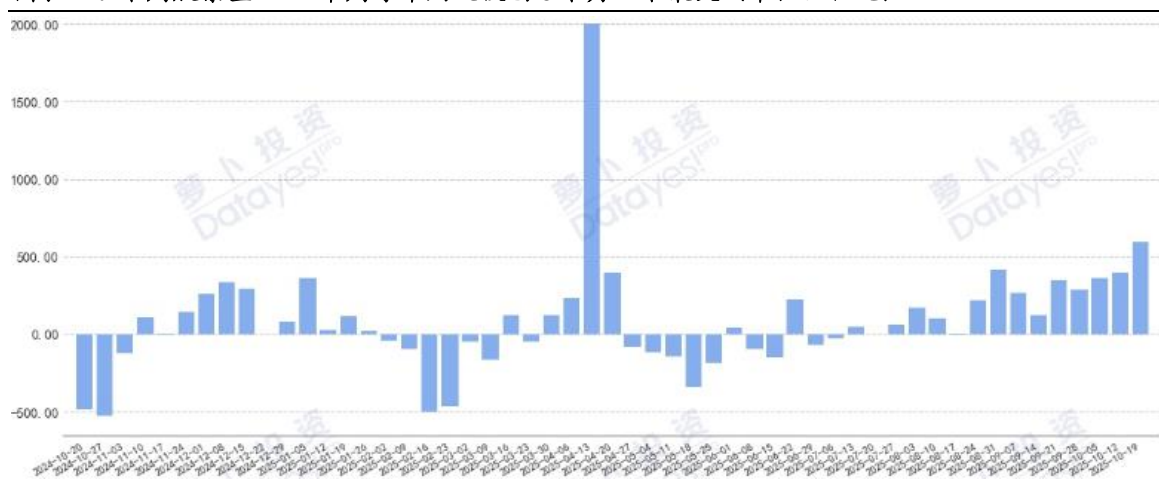
本周 A 股市场主力资金净卖出 2139.72 亿元，为连续第 2 周净卖出，净卖出金额环比增加 1748.05 亿元，单周净卖出规模创 8 个月以来最大。具体行业上，本周最受市场资金青睐的行业是银行，资金净流入规模达 108.73 亿元；交通运输、煤炭分列二、三，资金净流入规模分别是 44.48 亿元和 38.17 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是电子、计算机和电力设备。本周股票型 ETF 场内净申购 593.06 亿元，为连续第 9 周净申购，环比增加 198.37 亿元，单周净申购规模创 6 个月以来最大。具体产品上，份额增加最多的五只 ETF 分别是华宝中证银行 ETF、嘉实中证稀土产业 ETF、国泰中证全指证券公司 ETF、华泰柏瑞中证红利低波动 ETF、华夏恒生科技 ETF(QDII)；减少最多的五只 ETF 分别是南方中证 500ETF、华泰柏瑞沪深 300ETF、富国中证 A500ETF、易方达创业板 ETF、南方中证 A500ETF，集中在重要指数领域。

图表 13.主力资金行业流向情况（单位：亿元）

	近一周	近一月	近三月	近半年		近一周	近一月	近三月	近半年
银行	108.73	28.85	(660.49)	(430.56)	建筑装饰	(21.51)	22.27	(165.80)	(137.01)
交通运输	44.48	(4.48)	(273.00)	(330.78)	农林牧渔	(21.95)	(54.93)	(193.80)	(333.77)
煤炭	38.17	40.62	46.38	0.04	公用事业	(23.65)	37.38	(424.79)	(581.37)
钢铁	27.93	78.94	25.21	60.22	医药生物	(50.07)	(236.68)	(1212.43)	(998.40)
食品饮料	11.33	(52.10)	(269.13)	(555.15)	国防军工	(109.29)	(79.21)	(734.62)	(752.45)
纺织服饰	5.64	(5.44)	(63.50)	(11.81)	传媒	(113.29)	(205.82)	(348.60)	(430.79)
综合	(2.98)	(12.35)	(29.29)	(39.19)	通信	(116.92)	(151.10)	193.79	473.13
美容护理	(3.47)	(6.58)	(48.25)	(38.79)	非银金融	(152.72)	(169.28)	(938.32)	(635.91)
商贸零售	(4.24)	(82.45)	(133.18)	(298.29)	有色金属	(171.44)	205.89	48.00	92.54
石油石化	(5.22)	14.92	(112.69)	(150.75)	基础化工	(172.17)	(130.08)	(562.81)	(711.56)
轻工制造	(5.57)	(49.05)	(112.45)	(56.09)	汽车	(188.06)	(151.04)	(142.34)	(75.04)
环保	(14.94)	3.88	(78.31)	(121.68)	机械设备	(189.55)	(280.46)	(116.77)	(316.19)
家用电器	(17.86)	(96.27)	(151.65)	(192.94)	电力设备	(257.80)	(42.86)	3.34	(17.91)
社会服务	(17.88)	(117.92)	(214.32)	(300.46)	计算机	(258.75)	(239.36)	(751.57)	(763.87)
房地产	(18.98)	(9.27)	27.59	(80.39)	电子	(416.94)	(285.22)	1321.04	1333.33
建筑材料	(20.75)	(18.45)	(44.37)	(68.18)					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2025/10/17

图表 14. 本周股票型 ETF 单周净申购规模创 6 个月以来最大（单位：亿元）



资料来源：通联数据，中银证券

滞涨行业高度重合，关注潜在高低切机会。二十届四中全会下周将于北京召开，届时将审议《“十五五”规划建议》修改稿。我们预计“十五五”规划整体将围绕经济、改革、科技、民生四条主线展开：一是经济主线，聚焦高质量发展与合理增长目标，力争为2035年基本实现社会主义现代化夯实基础，届时我国GDP总量和人均收入将显著提升，经济结构更趋优化；二是改革主线，承接二十届三中全会部署的300多项重点改革举措，成为改革深化的关键阶段；三是科技主线，围绕“新质生产力”强化战略部署，力求在核心技术领域实现关键突破，显著增强科技创新能力，提升产业链供应链安全稳定水平，重点发展新一代信息技术、生物医药、高端装备制造、绿色能源、现代服务业、低空经济等方向；四是民生主线，继续聚焦就业、收入、教育、住房等基本保障，可能进一步加力推进共同富裕目标。同时，绿色发展将深入推进，碳达峰后碳排放有望稳中有降，生态环境质量持续改善。在总体上，“十五五”规划将作为承上启下的制度锚点和政策图谱，引领未来五年中国迈向高质量、可持续和包容性发展阶段。

图表 15.2025 年以来“十五五”相关重要讲话及精神解读

日期	会议/讲话名称	主要内容概括	重点方向与领域
2025 年 3 月 12 日	2025 年政府工作报告	强调“十四五”收官与开展“十五五”规划编制工作。	① 扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革；② 因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系；③ 培育生物制造、量子科技、具身智能、6G 等未来产业；加快发展服务型制造；④ 深化先进制造业和现代服务业融合发展试点，加快发展服务型制造；⑤ 持续推进“人工智能+”行动；⑥ 梯度培育创新型企业，促进专精特新中小企业发展壮大，支持独角兽企业、瞪羚企业发展；⑦ 加快发展绿色低碳经济，扎实开展国家碳达峰第二批试点，建立一批零碳园区、零碳工厂。⑧ 加快“双一流”建设，完善学科设置调整机制和人才培养模式。
2025 年 4 月 30 日	习近平总书记在上海主持召开部分省市区“十五五”时期经济社会发展座谈会	准确把握“十五五”时期的阶段性要求，着眼强国建设、民族复兴伟业，紧紧围绕基本实现社会主义现代化目标。	① 加快构建新发展格局，全面推动高质量发展；② 科技创新和产业创新，是发展新质生产力的基本路径，在突破关键核心技术、前沿技术上抓紧攻关；③ 要深入研究城乡融合发展，在发展中保障和改善民生，稳步推动共同富裕；④ 各地区谋划“十五五”时期经济社会发展，必须把握好“坚持一盘棋、打好特色牌”的要求。
2025 年 5 月 19 日	习近平总书记就“十五五”规划编制工作作出重要指示	将于 2026 年开始实施“十五五”规划，目前党中央正在组织起草“十五五”规划建议。	
2025 年 7 月 30 日	中共中央政治局会议决定召开四中全会	起草，决定于 10 月召开党的二十届四中全会，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议。	① 坚持以科技创新引领新质生产力发展，加快培育具有国际竞争力的新兴支柱产业，推动科技创新和产业创新深度融合；② 纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化；③ 高质量推动“两重”建设，激发民间投资活力，扩大有效投资；④ 要扎实做好民生保障工作，突出就业优先政策导向，促进高校毕业生、退役军人、农民工等重点群体就业。
2025 年 8 月 4 日	习近平总书记就研究吸收网民对“十五五”规划编制工作意见建议作出重要指示	肯定 311.3 万条意见征集成果，强调全过程人民民主，体现以人民为中心。	

资料来源：求是网，中国政府网，共产党员新闻网，中华人民共和国生态环境部，中银证券

根据先期一系列重要文件与讲话构建起的“十五五”规划政策体系，“十五五”规划有望重点突破人工智能、量子科技、6G 通信和生物制造等关键核心技术，坚持创新驱动发展战略；产业升级领域或将着力培育数字经济、新能源和高端装备制造产业集群，同步支持专精特新企业发展，加速构建现代化产业体系。民生保障工程通过完善教育、医疗、养老等公共服务体系，扎实推进共同富裕；同时明确选择 100 个具有典型代表性的城市和园区开展碳达峰试点建设，系统推进绿色低碳转型。为强化发展协同性，规划还重点部署京津冀、长三角、粤港澳大湾区等区域协调发展，配套实施自贸试验区升级和跨境电商试点等高水平开放举措，既保持了与“十四五”政策的连续性，又针对新发展阶段特征作出了系统性创新部署。

复盘 2015 年十八届五中全会与 2020 年十九届五中全会发布公报前后的申万一级行业和二级行业表现，可以看到市场普遍在会前就已提前布局政策主线行业，公报发布后热点板块进一步领涨，体现出资金对政策方向的敏锐把握。十八届五中全会公报提出“十三五”时期要全面建成小康社会，强调创新、协调、绿色、开放、共享五大发展理念，突出“大众创业、万众创新”“互联网+”“中国制造 2025”等战略，为市场定下了“科技创新+产业升级”的基调。对应来看，公报发布前虽有板块深度调整，但资金已提前布局新兴产业，TMT、清洁能源和高端装备方向率先反弹。十八届五中全会公告发布后一周，市场情绪集中释放，金融板块率先反应，表现突出。发布后一个月，市场进入政策预期兑现期，科技成长板块迎来主升行情，大幅领涨。发布后两个月，市场热点向实体经济板块扩散，消费与地产产业链链接棒成为新的市场主线。市场热点完成了从“金融-科技”向“地产-消费”的典型切换，恰好对应了政策主线从“创新创业”到“棚改+供给侧改革”的演进路径。十九届五中全会公报提出到 2035 年基本实现社会主义现代化的远景目标，并对“十四五”时期发展作出系统部署，强调科技自立自强、数字中国、绿色低碳、能源革命和国防现代化等方向。这一政策导向在市场层面得到快速反映：会前汽车、新能源等板块率先启动，显示资金已提前押注政策主线。公报发布后一周，周期行业集中上涨，带动市场情绪进一步释放；随后一个月，前期强势的新能源与成长方向短期调整，但周期品接力走强。至发布后两个月，市场迎来“二次修复”，新能源与军工方向再度领涨，行业表现与“科技自强”的政策主线高度一致，形成了“新能源-高端制造-军工”的强势格局。

图表 16. 十八届五中全会公告发布前后申万一级行业涨幅前三分之一

排名	T-2M~T-1M	T-1M~T-1W	T-1W~T	T~T+1W	T+1W~T+1M	T+1M~T+2M
1	银行	计算机	国防军工	非银金融	综合	综合
2	美容护理	通信	环保	美容护理	电子	社会服务
3	交通运输	商贸零售	综合	农林牧渔	基础化工	房地产
4	轻工制造	电力设备	美容护理	家用电器	轻工制造	电子
5	综合	环保	汽车	社会服务	通信	美容护理
6	汽车	国防军工	电子	纺织服饰	电力设备	家用电器
7	建筑材料	电子	基础化工	房地产	纺织服饰	基础化工
8	食品饮料	传媒	电力设备	食品饮料	计算机	非银金融
9	医药生物	纺织服饰	纺织服饰	煤炭	汽车	纺织服饰
10	社会服务	房地产	有色金属	计算机	社会服务	通信

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券 注：单位为 %；T 为全会公报发布当日的第一个交易日即 2020/10/29，单位为自然日，W 为自然周，M 为自然月，每个区间首日取“首个交易日”，末日取“最后一个交易日”。

图表 17. 十九届五中全会公告发布前后申万一级行业涨幅前三分之一

排名	T-2M~T-1M	T-1M~T-1W	T-1W~T	T~T+1W	T+1W~T+1M	T+1M~T+2M
1	汽车	汽车	汽车	汽车	有色金属	有色金属
2	电力设备	纺织服饰	家用电器	家用电器	石油石化	社会服务
3	国防军工	美容护理	美容护理	钢铁	煤炭	电力设备
4	食品饮料	银行	电力设备	有色金属	非银金融	食品饮料
5	银行	家用电器	电子	建筑材料	钢铁	国防军工
6	机械设备	食品饮料	食品饮料	美容护理	银行	煤炭
7	交通运输	基础化工	社会服务	煤炭	交通运输	石油石化
8	非银金融	电力设备	轻工制造	轻工制造	国防军工	家用电器
9	家用电器	机械设备	医药生物	石油石化	房地产	基础化工
10	石油石化	石油石化	钢铁	通信	基础化工	钢铁

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券 注：单位为 %；T 为全会公报发布当日的第一个交易日即 2020/10/29，单位为自然日，W 为自然周，M 为自然月，每个区间首日取“首个交易日”，末日取“最后一个交易日”。

策略上，针对“十五五”潜在产业政策放心，我们推荐做如下投资布局。科技创新领域，“人工智能+”及其配套算力基础设施、国产化芯片、高端工业软件等方向有望持续受益政策红利与技术突破双重驱动；高端制造板块则重点关注智能装备、机器人产业链、核心零部件及工业自动化系统。绿色能源方面，氢能全产业链、可控核聚变、新型储能与新能源材料将成为长期资金配置的重要赛道。此外，军工产业在传统装备升级的同时，新域新质力量将带来中长期景气机会。策略上可以侧重“政策确定性+技术成长性”双重标准进行筛选，优先布局那些具备核心技术壁垒和规模化应用前景的行业代表性企业及“小巨人”企业，适当配置产业链中上游环节以捕捉成本端改善带来的利润弹性。在持仓结构上，可采用“长线核心持有+短线主题交易”相结合的方式，把握人工智能、军工装备、高端制造、储能与新能源等板块的波段机会，同时配置低估值、高分红的稳健板块对冲市场波动，实现攻守平衡的组合收益。

风险提示

- 1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。
- 2) 市场波动风险。
- 3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371