

2025 年 10 月 11 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

“十五五”政策预期逐渐增强，新主线或正在酝酿

报告摘要

核心观点：

- ◆ 十一假期期间，海外或因为美联储重启降息，同时多国财政扩张下，主权货币信用下降，资金持续涌入资源品和权益市场，其中备受市场关注的是伦敦金一度站上 4000 美元大关。
- ◆ 海外方面，美东时间 10 月 1 日零时起，美国联邦政府停摆，部分经济数据推迟发布。私营部门发布的“小非农”就业数据大幅低于市场预期，强化美联储降息预期，全球流动性较为宽松下，降息交易或仍是当下全球主线之一。全球流动性趋宽同时，预计多国财政将扩张。此前，美国“大而美”法案通过大规模减税和增加政府支出刺激经济，欧盟推出 8000 亿欧元“重新武装欧洲”计划，其中德国政府提出放宽联邦政府债务上限。10 月 4 日，高市早苗当选日本自民党总裁，较大可能成为日本首位女首相。其作为“安倍经济学”的继承人，主张积极财政+宽松货币。
- ◆ 整体来看，全球或有望迎来货币与财政政策双宽阶段，推动资金流入资源品和权益市场。十一假期期间全球权益市场以及黄金、白银、铜等资源品上涨的趋势强化。国际金价不断走高，一度突破每盎司 4000 美元，受降息交易、全球局势不确定性推升的避险情绪、多国财政扩张预期、央行持续购金等多方面因素共振。国际铜价迎来长短期催化共振而持续上行。短期维度，供给端，铜矿停产减产推升价格走高；长期维度，需求端，算力革命推动长期需求。
- ◆ 十一节后首周 A 股仅两个交易日，首日开盘延续海外乐观情绪，沪指时隔十年重返 3900 点，资源品和科技板块大涨。另一方面，随着十月迎来四中全会重要政策窗口，以及近日中美博弈有所加强，周五 A 股风格明显改变，价值风格显著，此前领涨的科技、新能源

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：《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》

中航策略周报：《本轮行情来慢牛特征显著，近期波动或增加》

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

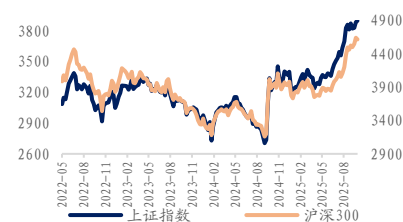
请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

等主线迎来调整，而基建、消费等内需板块领涨。这与我们此前总结的日历效应，四季度常出现主线切换的结论相符。

- ◆ 中航证券军工组对军工行业 2025 年四季度展望：1. 随着“十五五”开启，市场对新订单预期逐步增强，近期预期的逐步落地也将对未来进一步的预期进行强化；2. 相比其余行业的下行压力，比较优势将更加凸显；3. 无人化、智能化装备的高景气发展，有望带动军工电子等领域的订单恢复和毛利率的提升；4. 地缘事件的反复，军贸是打开军工市场天花板的重要逻辑；5. “低空经济、商业航天、深海科技、大飞机、军贸、核聚变”等大军工板块轮动特征清晰。

市场走势：



投资建议：

- ◆ 往后看，10月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，市场或正在酝酿新主线，关注资源品、内需新消费等潜在机会。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场表现分化，上证指数（0.37%）表现较强；深证成指（-1.26%）、沪深 300（-0.51%）、科创 50（-2.85%）、创业板指（-3.86%）、中证 500（-0.19%）、中证 1000（-0.54%），表现较弱。行业风格上，稳定风格表现较强，上涨 2.57%；成长风格表现较弱，下跌 1.89%。分行业来看，申万一级行业中有色金属、煤炭、钢铁表现较强，分别上涨 4.44%、4.41%、4.18%；传媒、电子、电力设备表现较弱，分别下跌 3.83%、2.63%、2.52%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 26029.82 亿元，较上周增加 4152.86 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 22.48 倍，较上周上涨 0.04%。

正文：

十一假期期间，海外或因为美联储重启降息，同时多国财政扩张下，主权货币信用下降，资金持续涌入资源品和权益市场，其中备受市场关注的是伦敦金一度站上 4000 美元大关。

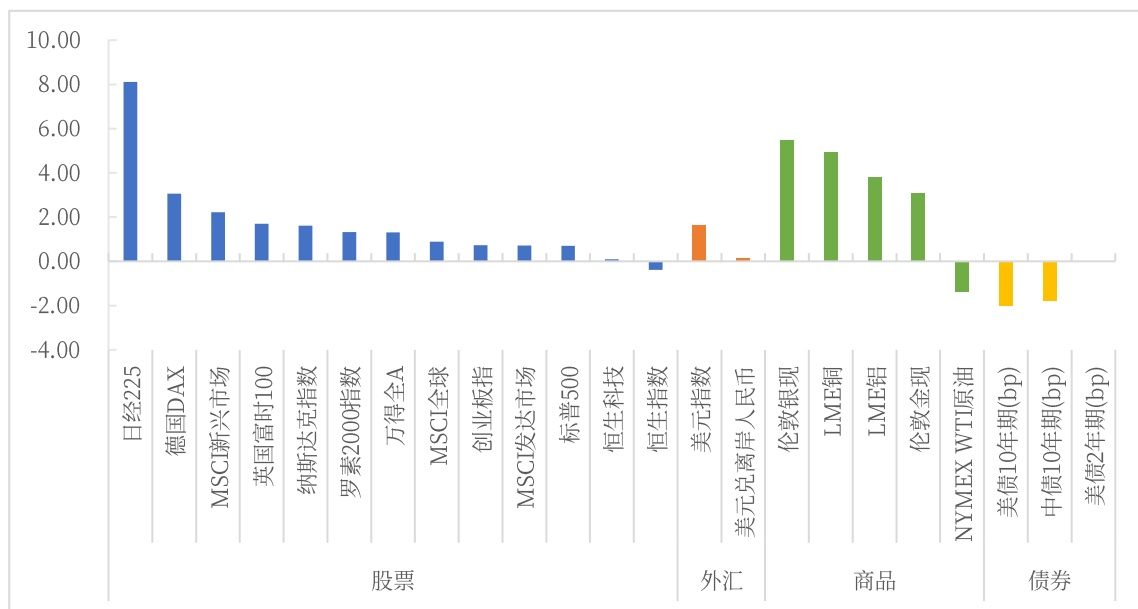
海外方面，美东时间 10 月 1 日零时起，美国联邦政府停摆，部分经济数据推迟发布。私营部门发布的“小非农”就业数据大幅低于市场预期，强化美联储降息预期，全球流动性较为宽松下，降息交易或仍是当下全球主线之一。因参议院未能在联邦政府资金耗尽前通过新的临时拨款法案，美国东部时间 10 月 1 日零时起，美国联邦政府时隔近七年再度“停摆”。受此影响，原应于 10 月 3 日由美国劳工局发布的月度非农数据推迟发布。但此前 10 月 1 日，被称为“小非农”的美国 ADP 就业数据大幅低于市场预期，2025 年 9 月全美私营部门新增就业人数减少 3.2 万人，远低于市场预期的增加 5 万人。数据发布后美联储降息预期强化，CME 美联储观察数据显示，10 月 1 日当日，美联储 10 月降息 25bp 概率由 1 日前的 96% 升至 99%，12 月降息 50bp 概率由一日前 77% 升至 89%。当前市场对美联储年内降息 2 次的预期基本稳固，截至 10 月 8 日，CME 数据显示 10 月和 12 月降息 25bp 和 50bp 概率分别为 94% 和 79%。

全球流动性趋宽同时，预计多国财政将扩张。美国“大而美”法案通过大规模减税和增加政府支出刺激经济，推升财政赤字。欧洲方面，财政趋宽信号明显。地缘安全问题驱使下，欧盟推出 8000 亿欧元“重新武装欧洲”计划，旨在加强欧洲国防工、提高其军事能力以及紧急援乌等；德国政府提出放宽联邦政府债务上限，设立总额为 5000 亿欧元的债务融资专项基金，以推动基础设施建设、气候保护领域发展。日本方面，10 月 4 日，高市早苗当选日本自民党总裁，较大可能成为日本首位女首相。在经济政策主张方面，作为安倍经济学拥护者，高市被视为“安倍经济学”的继承人。其主张实施扩张性财政政策，更重视经济增长，主张通过积极财政支出、减税等方式刺激经济。货币政策方面，高市本次竞选中未谈明确的货币政策立场，但此前货币立场偏宽松，曾在去年的选举中明确反对加息。

整体来看，全球或有望迎来货币与财政政策双宽阶段，推动资金流入资源品和权益市场。十一假期期间全球权益市场以及黄金、白银、铜等资源品上涨的趋势强化。国际金价不断走

高，一度突破每盎司 4000 美元，受降息交易、全球局势不确定性推升的避险情绪、多国财政扩张预期、央行持续购金等多方面因素共振。据 10 月 7 日人民银行公布最新的官方储备资产情况，截至 9 月末，自 2024 年 11 月以来，央行已连续 11 个月增持黄金。国际铜价迎来长短期催化共振而持续上行。短期维度，供给端，铜矿停产减产推升价格走高，9 月 8 日，全球第二大铜精矿印尼 Grasberg 矿山发生事故导致作业暂停，9 月 24 日矿区生产仍处于停滞状态。9 月 10 日，巴拿马表示准备就可能重启此前 2023 年关闭的科布雷巴拿马铜矿展开谈判，预计该矿将于 2025 年底或 2026 年初重启。长期维度，需求端，算力革命推动长期需求，据彭博预计，人工智能产能推动对于数据中心需求强劲增长，电力传输和风电等行业将加速本十年后半叶全球铜市场潜在的供应短缺问题，未来十年新建数据中心的铜需求将在年均 40 万吨左右，到 2035 年缺口可能达到 600 万吨。

图1 10月1日至10月9日全球大类资产表现（单位：%、bp）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

海外人工智能领域龙头投资与合作规模扩大，科技革命乐观预期下主要权益市场上涨。9月中旬，OpenAI 与甲骨文签署了约 3000 亿美元的云计算协议，一周后英伟达宣布注资千亿美元帮助 OpenAI 部署 AI 数据中心。2025 年以来，OpenAI 已与甲骨文和软银达成价值 5000 亿美元的“星际之门”协议，在美国部署价值 10 千兆瓦的设施。10 月 1 日，韩国芯片巨头三星、SK 海力士将为“星际之门”项目提供存储芯片，随后 10 月 6 日，OpenAI 宣布与 AMD 达成一项巨额算力基建协议，将合作部署总计 6 吉瓦的 AMD GPU 算力，OpenAI 可通过行权获得 AMD 约 10% 的股权。据估计，OpenAI 今年已经签署了价值 1 万亿美元的此类交易。OpenAI 首席执行官透露，预计未来几个月还会有更多的交易。另一方面，AI 应用层面技术革新加速，9 月 30 日，AI 大模型龙头公司 OpenAI 发布最新音视频生成模型 Sora 2。

十一节后首周 A 股仅两个交易日，首日开盘延续海外乐观情绪，沪指时隔十年重返 3900 点，资源品和科技板块大涨。另一方面，十月迎来四中全会重要政策窗口，以及近日中美博弈有所加强，周五 A 股风格明显改变，价值风格显著，此前领涨的科技、新能源等主线迎来调整，而基建、消费等内需板块领涨。这与我们此前总结的日历效应，四季度常出现主线切换的结论相符。

中航证券军工组认为，三季度结束，四季度将至，军工行业 2025 年四季度作出如下展望：

(1) 随着 2025 年三季度的结束，军工企业过去交付的订单有望逐步回款，伴随多项重大订单的披露，一定程度上释放出基本面修复信号。随着“十四五”收官和“十五五”开启，市场对新订单预期逐步增强，预期的逐步落地也将进一步对预期进行强化，这也将成为军工行情持续夯实基础，预计业绩将逐季度改善；

(2) 军工行业上行态势，相比其余行业的下行压力，比较优势将更加凸显；

(3) 无人化、智能化是未来军工行业高质量发展的重要方向，无人化、智能化装备的高景气发展，有望带动军工电子等领域的订单恢复和毛利率的提升；

(4) 军贸是打开军工市场天花板的重要逻辑，近期沙特阿拉伯和巴基斯坦正式签署共同战略防御协议，地缘事件的反复刺激或将持续提升世界各国对国防安全的重视程度，从而为我国军贸出口带来“商机”，抬升我国军工行业的市场天花板；

(5) “大军工”板块方面，“低空经济、商业航天、深海科技、大飞机、军贸、核聚变”等大军工板块轮动特征清晰，我们认为，这些新域新质主题仍将会不断深化、反复演绎。在进一步丰富军工行业投资主线的同时展现出较强的板块韧性与活力，一定程度上避免了单一领域过热带来的波动风险。

投资建议：

往后看，10 月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，市场或正在酝酿新主线，关注资源品、内需新消费等潜在机会。

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