

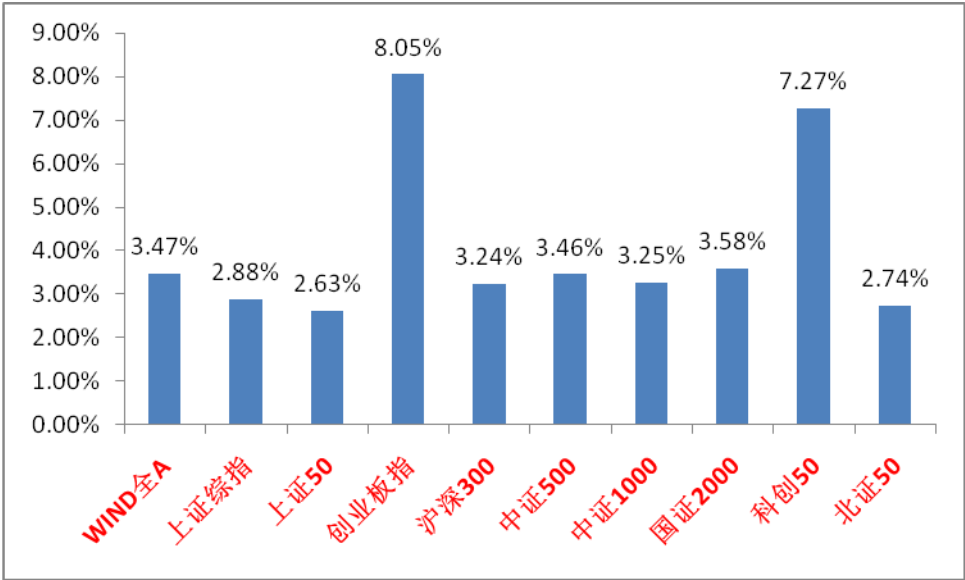
市场情绪出现回暖

1、市场回顾与分析

主要指数情况

上周 A 股主要指数均上涨，量能出现提升。

图 1：A 股主要指数周涨跌幅

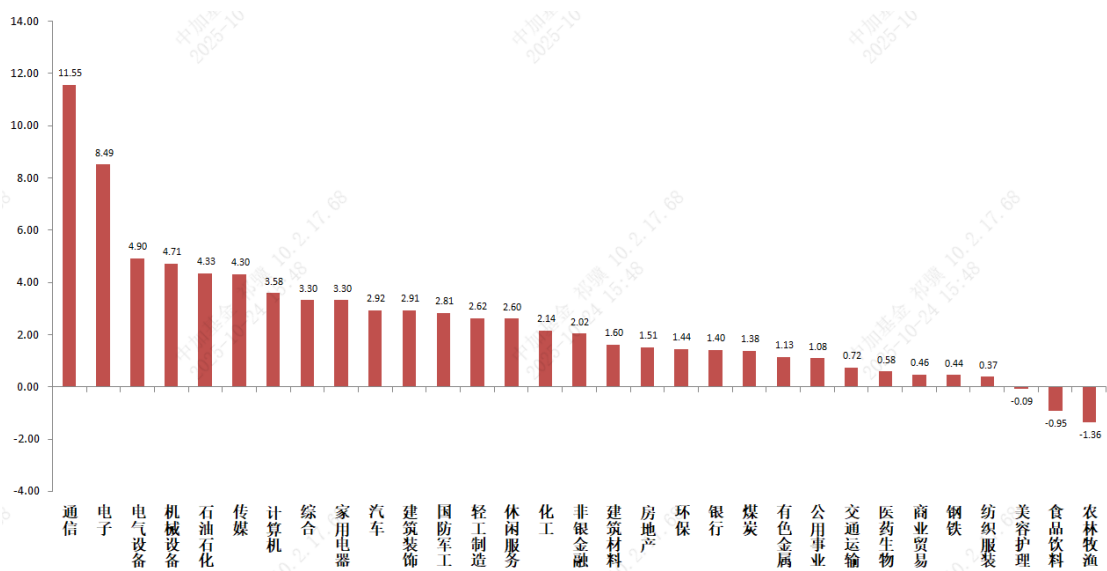


(资料来源：wind，统计区间：2025/10/20-2025/10/24)

各行业情况

31 个申万一级行业中通信、电子和电气设备相对表现较好。

图 2：申万一级行业周涨跌幅



(资料来源：wind，统计区间：2025/10/20-2025/10/24)

2、策略观点

宏观事件与数据

2025 年三季度 GDP 同比 4.8%，前三季度 GDP 同比 5.2%，前三季度规模以上工业增加值累计同比 6.2%，9 月社会消费品零售总额同比 3.0%，前值 3.4%；前三季度社会消费品零售总额累计同比 4.5%，1-9 月全国固定资产投资累计同比-0.5%，前值 0.5%。全国城镇调查失业率为 5.2%，环比回落 0.1 个百分点，同比持平，低于全年 5.5%左右的控制目标。

三季度 GDP 增速降至 4.8%，反映了投资与消费数据弱势对经济的拖累。消费端看，9 月社零增速放缓主要有两方面原因：一是以旧换新政策的退坡（去年同期有支撑），家电、家具、文化办公用品等补贴范围内商品销售增速下行；二是今年中秋节落在 10 月，9 月工作日较去年同期多 2 天，也会对当月消费带来不利影响，在服装、餐饮（还有一定政策影响）等商品销售增速的放缓上得到一定体现。

投资端看，房地产投资 1-9 月累计同比为-13.9%，当月同比-21.2%，降幅持续扩大。商品房销售面积同比降幅也继续扩大，竣工后连续两个月达到两位数。后续仍待政策加码。广义基建 1-9 月累计同比 5.2%，当月同比-3%左右，狭义基建累计同比 1.1%。基建走弱原因可能是 25 年上半年财政前置发力特征明显，专项债发行规模同比增长 2.16%，但下半年资金投放节奏偏慢。且专项债用于广义基建的比例从去年的 45%降至 31%，大量资金被优先用于化债、三保等刚性支出。此外在地方政府财政压力大、收入萎缩背景下，基建投资“缺项目”问题凸显，有经济性的优质项目储备不足，新开工项目数量同比减少 12%。后续看，10 月已进一步安排 5000 亿元地方政府债务结存限额，用于化解存量债务及扩大有效投资，且随着外部环境波动加大可能影响出口和消费弱势，基建投资提速对冲的可能性仍在，需密切观察出口情况。

1-9 月制造业投资累计同比 4.0%，当月同比-1.92%。延续二季度以来的较快下行势头。可能有内外两部分原因，外部看外需环境波动加剧可能影响国内制造业投资信心，2018 中美贸易战中也出现过类似现象。内部看，9 月反内卷继续推进，产能过剩行业投资直接受到影响，如光伏、仪器仪表、汽车等行业资本开支速度明显放缓。同时去年 7 月开始实施的设备更新政策也拉高了基数。后续看，外部贸易环境恶化和反内卷在今年内预计将继续影响制造业，政策的支持和内需回暖可以带动制造业上行。

10 月 23 日，二十届四中全会胜利闭幕。核心原则：坚持党的全面领导，坚持人民至上，坚持高质量发展，坚持全面深化改革，坚持有效市场和有为政府相结合，坚持统筹发展和安全（把十四五的坚持系统观念改为坚持有效市场和有为政府相结合，坚持统筹发展和安全，强调了政府作用和安全）。形势判断：更加以我为主，几乎无关于国际形势表述。更加强调我国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。长期目标：2035 年人均 GDP 达到中等发达国家目标未变。短期强调坚决实现全年经济社会发展目标，提了化债。表述排序方面：相较十四五规划，建设现代化产业体系，巩固壮大实体经济根基的地位比十四五更进一步，放在比科技更靠前的位置，反映了大会在国际竞争和逆全球化加剧的背景下对实体经济坚定的支持决心，继续反对脱实向虚。然后是才科技和扩大内需，科技和扩大内需相互顺序没有变化依旧科技在前。之后是提前了高水平社会主义市场经济体制和高质量发展部分，特别提到了加快完善要素

市场化配置机制，今后政府此类探索应会增多。细分行业方面：公报中篇幅较少，科技和制造业相对受重视。新增加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国，保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系表述。反内卷未出现，地产提法依旧为高质量发展，但没提化解风险，表明地产风险控制情况政府满意。在十五五规划正文中会有更多产业方面细节。

展望

市场上周宽幅震荡，资金面层面，市场量能和两融资金等边际提升，市场量能回到 2 万亿左右。

市场的缩量调整模式随着重要会议的闭幕得到扭转，高层对当前我国竞争优势的强调和实体经济、科技的地位强化结合科技成长板块短期调整幅度较大带动起了新的上行行情。当前到 11 月仍在宏观事件集中期，国内政策和中美谈判相关边际变化均可能发生，在此期间市场大背景仍将是震荡，但在科技情绪的引领下应偏强势。中期看，也难言市场结构会就此转变。科技板块中长期逻辑依旧且在近期调整中其高估值和高拥挤度得到一定消化，而在高切低的另一端，多数红利避险板块和顺周期板块均有基本面层面的问题或缺乏长期叙事，行情进一步深化乃至成为市场主线需要足够强力的催化出现（如出口承压下的投资消费政策对冲或在美国降息周期下的宽松跟进，这是市场风格能否改变的决定性因素）。在偏宽松的货币政策支持 and 低利率环境下，市场流动性充足，流动性和情绪环境依旧支持主题性机会不断产生。

长期维度，中美长期斗争的基调已经确定，随着美国政策的底线逐渐清晰与持续增加赤字，国际资本市场已经开始质疑美国政府的治理能力与制度信誉。但美元信用目前仍未被实质撼动，美债暂时也不存在大风险。观察美国资本市场变化与我国是否会迎来战略机遇。当前在美国经济前景不确定+美联储降息区间中，人民币对美元汇率出现提升，如有外资持续流入对我国权益市场也会形成支撑。其二，在监管多重政策推动下，公募产品被动化、险资和券商自营等资金长期化趋势可能进一步强化（截止 6 月 30 日，五家 A 股上市大型险企持有股票 1.8 万亿，同增 28.7%，股票和基金配置比例均在 10% 以上），且从居民角度来看，权益市场赚钱效应增加有利于居民超额存款流入股市（超额存款 55 万亿左右，目前仅有 22% 的家庭金融资产配置在基金和股票上）中长期维度看市场仍可能迎来配置资金流入。

行业上，对于偏防御的红利类行业，配置比例建议偏低，观察贸易战行情极端化发展带来的高低切或防御倾向。关注有催化的红利标的（部分反内卷相关行业和地产链低位标的）和稳定避险属性强的港股红利、金融、农业、贵金属等价值红利。进攻性行业方面，我们继续重点关注科技（AI 竞赛持续，行情难言彻底结束，在当前市场与宏观环境下仍是短期业绩与长期叙事结合最好的方向。中期看好。关注短期有催化的国产算力、军工、固态、深空深海、机器人，产业景气度高及调整幅度较大的港股互联网、NV 链、稳定币等方向催化，但景气度高的细分方向普遍和海外高关联，需保持跟踪）。弱美元交易（黄金有色等，短期涨幅大叠加多个事件打击情绪，中长期逻辑仍在）。内需与高景气方向（内需十五五规划中受益概率高，问题在于宏观基本面。此类方向行情启动需要自身强力催化出现或科技行情结束，四中前可适当参与，赔率高）。出海类（在美国制造业资本开支提高预期和美国关税谈判时期短期在情绪压力中寻找错杀品种或受益于后续政策更大的品种，自下而上择股更加重

要) 相关标的。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。