

專題報導： 我們對中共四中全會的看法：更堅定推動內需

要點

- ◆ 中共四中全會明確指出，未來「十五五」規劃將以需求端帶動增長為核心，在外圍不確定性升溫下，着力推動內部發展及自給自足。
- ◆ 最新公報採取較「十四五」更堅定的措辭，延續「中國式高質量發展」的大方向，並把擴大國內需求供給、科技創新，以及提升居民與消費者福祉列為戰略重點。
- ◆ 我們維持對中國在岸與離岸股票的看好觀點，以「啞鈴策略」同時配置科技板塊與高息優質股。中國創新動能來自人工智能應用普及，以及更日益自主可控的軟硬件生態系統。我們相信上述策略有助投資組合抵禦中美經貿談判的不確定性，以及中國週期性數據的波動。



何偉華
滙豐私人銀行及財富管理
北亞區首席投資總監



匡正
滙豐私人銀行及財富管理
中國首席投資總監

發生了什麼事？

- 中國共產黨第二十屆中央委員會第四次全體會議（四中全會）已於 10 月 23 日閉幕，並於 24 日上午舉行新聞發佈會。
- 會議審議通過涵蓋 2026 至 2030 年的「十五五」規劃建議，視為邁向 2035 年「中等發達國家」目標的「關鍵過渡期」，推動社會主義現代化。
- 公報雖未明確訂下增長目標，但重申「十四五」中提出的 2035 長期目標：人均國內生產總值需達到中等成熟國家水平，即實質人均國內生產總值翻倍至約 20,000 美元。考慮潛在增長動能或趨緩，「十五五」期間的隱含實質增速或仍需維持在約 5%（假設人民幣匯率保持穩定）。
- 經濟再平衡為中國政策核心方向之一，公報提出建立「全國統一大市場」，以遏止地方保護主義，促進生產要素自由流動，解決長期資源錯配及生產力受限等問題。
- 與「十四五」相比，其中一項重要變化是「深化供給側結構性改革為主線」的表述不再突出。我們認為，從供給端轉向「全面擴大內需」，正是對當前「供給強需求弱」與通縮壓力的直接政策回應。
- 在新聞發布會上，有關方面強調七大施政優先，包括高質量發展、科技自立自強、深化改革、社會進步、民生改善、環境社會治理及國家安全。

- 全會提出，要將改善民生與促進消費緊密結合，推動「投資於商品」與「投資於人才」並重。政策着力透過投資於人民、改善民生及提升收入，鞏固消費根基。公報再度提及「共同富裕」，並強調疏通社會經濟循環、完善收入分配制度、加強社會保障，以及穩步推進基本公共服務均等化的框架。
- 此外，全會提出推動房地產行業高質量發展，並進一步提出穩定樓市的政策方向，我們認為這是提升住戶消費意願的重要支柱。
- 「十五五」規劃的重大目標之一，是在高質量發展方面取得重大突破，特別是提升科技自立自強能力、加強教育與人才培育，以及深化數字經濟。公報指出，中國需推動科技與產業創新融合，打造高技術、製造業主導及現代化的產業體系。
- 近年來，中國在生成式人工智能、生物科技、高端製造、半導體及電動車等領域取得實質突破。然而，外圍環境充滿不確定性，特別是與美國在貿易與科技競爭上的摩擦，突顯加速科技突破的戰略重要性。展望未來數季，與創新行業相關的資本開支有望支撐中國整體投資增長，減輕房地產投資疲弱所帶來的拖累。
- 公報同時提出短期政策目標，即「堅決完成全年經濟與社會發展目標」。我們認為，這意味著 2025 年 5% 的成長目標仍維持不變。
- 鑑於第三季度經濟指標轉弱（固定資產投資回落、消費增速放緩），中央當局自 9 月以來加大逆周期政策力度，包括 5,000 億元人民幣央行再貸款工具及 5,000 億元地方政府債額度，主要用於化解拖欠與補充地方項目資本金，以穩住短期增長。
- 由於「924」會議後的促增長政策逐步落地，在 2025 年首季較高增長基數效應下，對 2026 年初表現將帶來影響。我們預料，積極財政政策繼續主導穩增長的部署，直至明年首季，而年末召開的中央經濟工作會議將是政策加碼的重要窗口。

投資影響

- 對於中國離岸市場，我們認為創新相關主題將在「十五五」政策指引下持續受惠，為相關產業注入動力。我們對生成式人工智能生態（技術推動者及應用者）、生物科技、機械人及半導體板塊前景更為樂觀。
- 與創新領域相關的資本開支可望推動企業盈利向上，我們因此偏好專注於內需的科技龍頭企業。
- 此外，我們亦看好優質國企——憑藉規模及行業地位，有望透過增加分派股息及股份回購回饋投資者，從而提升股東權益回報。
- 中國離岸股票 12 個月遠期市盈率約為 12.8 倍，大致貼近過去五年平均的 11.4 倍。我們留意到，市場在第二季度業績期經歷過盈利下調後，市場預期盈利共識已現回升的跡象。
- 至於中國在岸市場，我們認為日益自主可控的科技生態系統為關鍵驅動力，包括關鍵半導體組件中的高端製造、消費科技與遊戲產業，以及在美國限制下加快發展的國產軟件替代。我們的啞鈴策略有助對沖中美經貿談判不確定性及中國週期性數據波動。

免責聲明

本文件或影片由香港中環皇后大道中1號香港上海滙豐銀行有限公司（「HBAP」）編製。HBAP 在香港註冊成立，為滙豐集團成員。本文件或影片由滙豐銀行（中國）有限公司、HBAP、滙豐銀行（新加坡）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司及滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司（合稱「分發方」）分發及／或提供。本文件或影片僅供一般傳閱及參考用途。

無論基於任何原因，本文件或影片所載之部分或全部內容均不得複製或進一步分發予任何人士或實體。如於某司法管轄區內分發本文件屬違法，則不得於該司法管轄區內分發本文件或影片。所有未經授權之複製或使用本文件或影片，均屬使用者的責任，並有機會引致法律訴訟。本文件或影片只提供一般性資料，文件內所載的觀點，並不構成投資研究或出售或購入投資產品的意見或建議。本文件或影片內所載的部分陳述可能會被視為前瞻性陳述，提供目前預測或未來事件預估。相關的前瞻性陳述不保證未來表現或事件，並涉及風險及不確定性。基於多項因素，實際結果可能與相關前瞻性陳述大不相同。HBAP 及分發方對更新其中的前瞻性陳述，或對提供實際結果與前瞻性陳述的預測不同的原因，概不承擔任何責任。本文件或影片並無契約效力，在任何情況下，於任何司法管轄範圍內均不應被視為促銷或建議購入或出售任何金融工具，而此等建議並不合法。當中所載內容反映滙豐環球投資委員會於編製時的觀點及意見，可能隨時變更。這些觀點未必代表滙豐投資管理目前的投資組合構成。滙豐投資管理所管理的個別投資組合主要反映個別客戶的目標、風險取向、投資期限及市場流動性。

投資價值及所得收益可升亦可跌，投資者有機會未能取回投資本金。本文件或影片所載之過去業績並不代表將來的表現，所載之任何預測、估計及模擬均不應被視為將來表現的指標。任何涉及海外市場的投資，均有機會受到滙率兌換影響而令投資價值上升或下跌。與成熟市場相比，新興市場投資本質上涉及較高風險，而且較為波動。新興市場的經濟一般倚賴國際貿易，因此一直以來並可能繼續會受貿易壁壘、外匯管制、相對幣值控制調整及其他與其進行貿易的國家／地區實施或協商的保護主義措施的不利影響。而此等經濟體系亦會或繼續受到其他與其進行貿易的國家／地區的經濟狀況的負面影響。投資涉及市場風險，請細閱所有與投資相關的文件。

本文件或影片就近期經濟環境提供基本概要，僅供參考。文章或影片代表 HBAP 的觀點，並以 HBAP 的環球觀點為依據，未必與分發方的當地觀點一致。其內容並非按照旨在促進投資研究獨立性的法律規定編製，並且分發前不受任何禁止交易規定的約束。其內容不擬提供且投資者不應加以依賴以作會計、法律或稅務意見。作出任何投資決策之前，應諮詢獨立的財務顧問。如選擇不諮詢財務顧問，則須審慎考慮投資產品是否適合。建議您在必要時尋求適當的專業意見。

有關第三方資料乃取自我們相信可靠的資料來源，我們對於有關資料的準確性及／或完整性並無作出獨立查證。因此您必須在作出投資決策前從多個資料來源求證。

此條款僅適用於滙豐（台灣）商業銀行有限公司向其客戶分發時的情況：滙豐（台灣）辦理信託業務，應盡善良管理人之注意義務及忠實義務。滙豐（台灣）不擔保信託業務之管理或運用績效，委託人或受益人應自負盈虧。

關於 ESG 與可持續投資的重要資訊

我們現在為許多嚴重排放溫室氣體的產業提供資金。我們制定了一項策略來幫助客戶與我們一同減少排放。欲了解更多詳情，請瀏覽 www.hsbc.com/sustainability。

從廣義上，「ESG 與可持續投資」產品包括在不同程度上考慮環境、社會、管治與／或其他可持續發展因素的投資策略或工具。我們包括在此類別的個別投資可能正在改變，以實現可持續發展成果。並不保證 ESG 與可持續投資所產生的回報與不考慮這些因素的投資回報相近。ESG 與可持續投資產品或會偏離傳統市場基準。此外，ESG 與可持續投資或可持續投資帶來的影響並沒有標準定義或量度準則。ESG 與可持續投資及可持續發展影響的量度準則是（a）高度主觀，而且（b）在不同板塊之間與同一板塊之內可能存在重大差異。

滙豐可能依賴由第三方供應商或發行機構設計與／或報告的量度準則。滙豐不會經常就量度準則自行作出具體的盡職審查。並不保證：（a）ESG／可持續發展影響或量度準則的性質將與任何個別投資者的可持續發展目標保持一致；（b）ESG／可持續發展影響將達到指定水平或目標水平。「ESG 與可持續投資」是一個不斷演變的領域，新的監管規例可能生效，這或會影響投資的分類或標籤方式。今天被視為符合可持續發展準則的投資未必符合未來的準則。

*本文件或影片為 HBAP 根據英文報告翻譯的譯文。HBAP、滙豐銀行（中國）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司、滙豐銀行（新加坡）有限公司及滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司已採取合理措施以確保譯文的準確性。如中英文版本的內容有差異，須以英文版內容為準。

本文件或影片的內容未經任何香港或任何其他司法管轄區的監管機構審閱。建議您就相關投資及本文件或影片內容審慎行事。如您對本文件或影片的內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

© 版權所有 2025。香港上海滙豐銀行有限公司。保留一切權利。

未經香港上海滙豐銀行有限公司事先書面許可，不得以任何形式或任何方式（無論是電子、機械、影印、攝錄或其他方式）複製或傳送本文件或影片的任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。