

“四月决断”后，风格如何选择？

2025 年 04 月 27 日

■ “四月决断”后，风格将会如何切换？

回顾过去 10 年 A 股的表现，市场在 2-3 月（春季躁动）以及 4 月（四月决断）有鲜明的季节性效应。这具体表现为 2-3 月主题投资活跃，小盘、成长风格占优，而进入 4 月，蓝筹、绩优股票表现相对稳健。但“四月决断”后，市场风格似乎并未体现出明显的规律，以过去十年指数在 5 月的表现来看，小盘成长跑赢沪深 300 的概率恰为 50%。事实上，若跳出季节性框架，结合中国经济周期与海外美元周期的双维度视角，可以挖掘风格切换的线索。

➤ 在宽货币向宽信用传导的复苏初期，流动性逻辑主导，小盘成长风格占优。

在经济复苏初期，央行会率先进行宽货币，而财政政策出台速度偏缓，落地推进的节奏相对落后。因此实体经济需求的复苏往往会滞后于货币供应的增加，使得大量流动性留存于金融体系中，造成剩余流动性的抬升。同时由于政策底已现，市场风险偏好改善，叠加小盘成长股的业绩弹性更佳，因此这个阶段市场会给予小盘成长股高估值。

2015 年以来的几轮复苏初期小盘成长股往往表现更好。通过 M2 同比-社融存量（剔除政府债务）同比的剪刀差来表征剩余流动性，同时结合制造业 PMI 刻画中国经济周期。2015 年以来共有 6 轮剩余流动性明显抬升、且 PMI 偏弱运行的阶段，对应宏观经济面临下行压力，宽货币政策先行而实体经济需求尚未改善的复苏初期。可以发现在这几个阶段中，小盘成长指数大多相对沪深 300 跑出了明显的超额收益，剔除 2018 年后平均超额收益达到 11.1%，表现远胜于其他风格指数。2018 年的特殊性在于中美贸易摩擦不断升级持续挫伤市场风险偏好，同时股权质押杠杆风险的暴露冲击了场内流动性，宏观剩余流动性向微观流动性的传导出现了阻塞，使得小盘和成长风格受到压制。

➤ 近年 A 股价值/成长风格受美元周期影响加大，弱美元周期下，成长股更为占优。

从基本面来看，海外流动性宽松释放汇率压力，推动中美货币政策走向趋同，科技成长类的公司研发投入的资金成本降低、加速技术进步；且随着美元转入宽松周期，风险投资和创新产业投资的活跃度有望显著提升，有利于产业趋势逻辑的演绎。流动性层面，美元下行周期成长股分母端压力有望得到改善，打开估值空间。

■ 中期“宽货币+弱美元”格局下，小盘、成长风格更为占优

中期来看，我国“宽货币”取向明朗。4 月央行实施 MLF 超额续作，释放流动性调节信号，或为落实“适度宽松”的序曲。此前出于稳汇率诉求，叠加海外经济政策扰动尚未完全释放，仍保留“宽货币”政策空间。未来中期维度下，随着外部约束条件边际缓解，降息降准值得期待。考虑到整体经济仍处于复苏阶段，“宽货币”向“宽信用”的传导存在时滞，剩余流动性有望继续提升，利好小盘、成长风格。

出于特朗普平衡财政的目的，叠加美元信用体系松动，海外流动性将呈现宽松态势，成长股更为占优。我们在《会不会出现风格“逼空”》中强调，特朗普政策中，关税只是手段，其目的是平衡财政，而平衡财政的核心抓手之一就是减少利息支出，美元利率下行是一个必要条件，加之关税壁垒严重侵蚀美元信用，海外流动性将呈现宽松趋势。

■ 观点总结及后续配置建议

中期来看，“宽货币+弱美元”将是影响风格的重要线索，对小盘、成长股的分母端提供支撑。配置方面，政策和产业端具备持续催化的板块将是后

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 蒋琚逸

执业证书：S0600525040004

jiangjy@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

相关研究

《大幅增配港股，汽车超配比例显著提升——2025Q1 公募基金持仓分析》

2025-04-22

《并购重组跟踪（十六）》

2025-04-22

续交易的重心，具体来看，可以关注机器人，人工智能，国产算力产业链（先进制程），军工电子，创新药，低空经济，可控核聚变等方向。

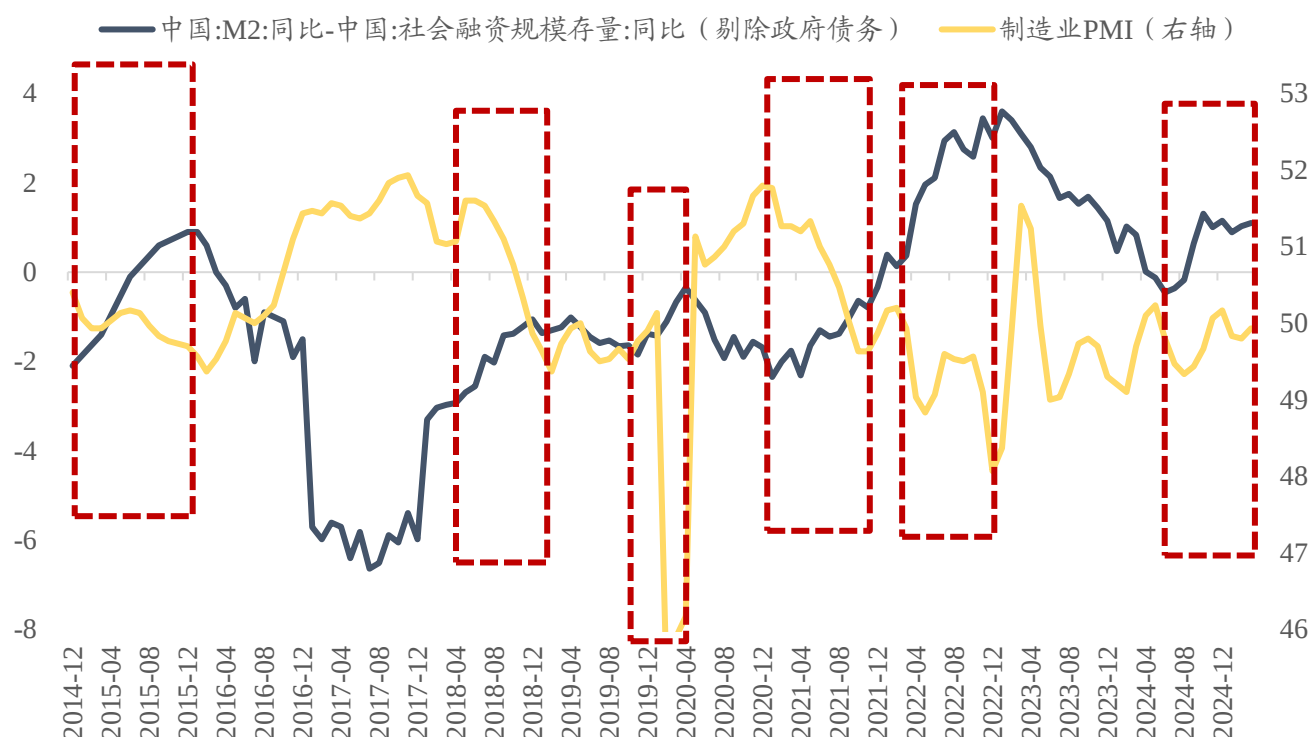
■ **风险提示：**国内经济复苏速度不及预期；联储降息不及预期；宏观政策力度不及预期；科技创新不及预期；地缘政治风险。

图1：过去十年，不同时段小盘成长相对沪深 300 的超额收益率（单位：%）

小盘成长相对沪深 300 超额收益率	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	胜率
2-3月	16.15	6.41	-0.70	9.25	13.89	-1.88	5.28	0.07	2.26	1.99	80%
4月	-2.94	-1.25	-2.64	-0.98	-5.06	-1.17	1.80	-8.52	-3.28	0.88	20%
5月	20.84	-0.43	-7.98	-4.92	-0.88	2.62	2.01	7.20	2.67	-0.18	50%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：当前仍处于弱复苏（单位：%；倍）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

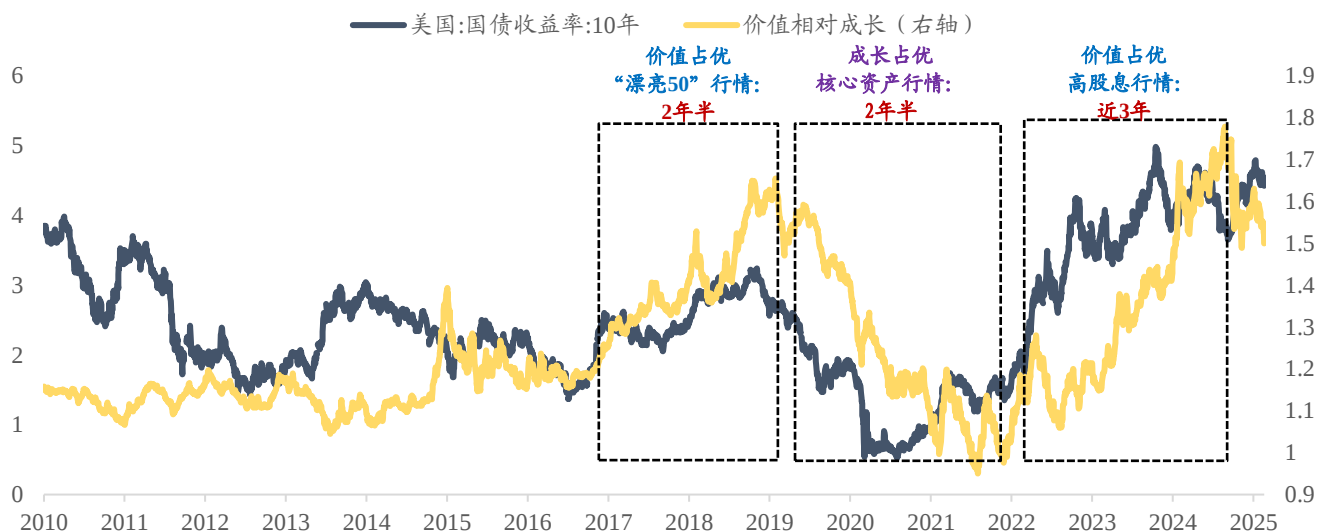
注：红色框为 2015 年以来，6 轮剩余流动性抬升且制造业 PMI 回落的阶段

图3：历次经济复苏前期，各指数相对沪深 300 超额收益表现（单位：%）

区间起点	2015年3月	2018年5月	2019年11月	2021年3月	2022年4月	2024年7月
区间终点	2016年1月	2019年2月	2020年5月	2021年12月	2023年2月	至今
经济复苏周期	复苏前期					
指数相对沪深300超额收益						
小盘成长	13.8	-18.1	10.9	25.8	0.9	4.2
小盘价值	6.7	-5.6	1.8	18.2	-0.2	-3.2
大盘成长	9.5	-2.7	11.1	5.5	-2.0	0.5
大盘价值	7.7	3.7	-8.1	-7.7	-2.4	-0.2
巨潮小盘	12.4	-13.8	11.6	24.2	4.3	6.4
巨潮大盘	-0.6	1.6	-0.3	0.7	-0.2	0.9

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：弱美元周期，成长风格将占优（单位：%；倍）



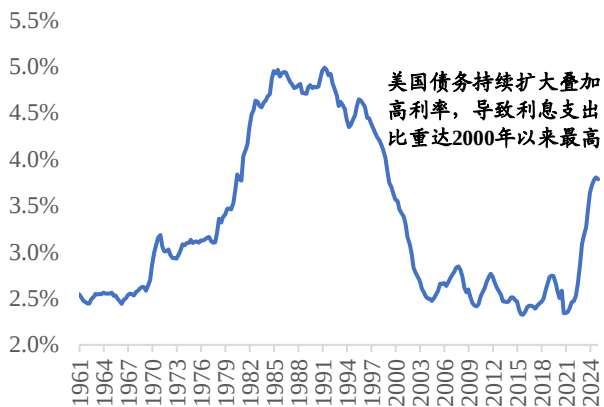
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：美元利率高企——一级市场活跃程度降低——二级市场偏弱



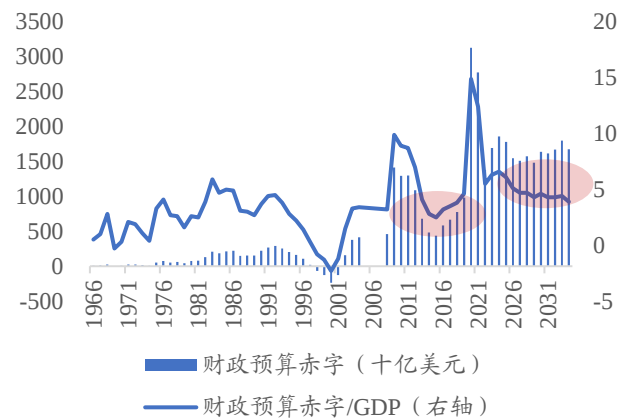
数据来源：Wind，EY 咨询，东吴证券研究所

图6: 美国利息支出/名义 GDP 比重达 2000 年以来最高 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 美国预算赤字/GDP 显著高于疫情前 (单位: 十亿美元; %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>