

策略周评 20250330

历史上的“四月决断”

2025年03月30日

■ 当我们谈论“四月决断”时，我们在谈论什么？

“四月决断”本质是市场从预期驱动向现实定价的转换——经济数据的成色、业绩的兑现能力、政策的边际变化，三者共同构成股价的“压力测试”框架。进入4月，经济与业绩“大考”来临，“春季躁动”积累的涨幅往往面临获利兑现，引发高赔率品种波动加剧。但需强调的是，市场的阶段性整固只是表象，“四月决断”的内核在于通过对经济周期、政策取向的定位、校准，以及对景气方向的识别，确立中期维度市场运行逻辑。“决断”的依据源自4月关键节点的三重验证：

- 1) **经济数据**：随着3月中旬至4月市场逐步走出数据真空期，一季度核心经济指标进入密集披露阶段，尤其在经济增长动能切换的年份，二季度是验证周期拐点、研判复苏斜率的重要观测窗口期。
- 2) **业绩披露**：此前2-3月市场整体处于数据真空期，活跃资金重返，具备产业叙事想象力、关注远期基本面的品种往往凭借高赔率的博弈特征成为市场主线。进入4月，上市公司开始集中披露业绩，脱离基本面的板块迎来定价调整，绩优公司更易跑出超额。以“小盘成长指数”和“沪深300指数”分别代表“主题交易”和“基本面组合”，在过去10年中，2-3月主题交易的相对胜率高达80%，而4月仅有20%。
- 3) **政治局会议**：4月政治局会议承上启下，对全年经济发展作出指引，政策定调或呈现两种路径，一是延续中央经济工作会议与两会确立的框架，细化落地举措；二是基于前期经济表现或突发风险事件动态调整政策取向，因此可能影响市场走向。

■ 历史上看，“四月决断”都“断”了什么？行情如何演绎？

在政策底确立后的经济周期拐点阶段，4月往往成为观测“政策传导效能”和“经济修复成色”的关键验证窗口，典型如2016年、2023年。

2016年供给侧改革验证期：经济数据基本确认周期拐点，A股短期调整后演绎慢牛行情。在经历两年经济增速下行后，2015年末GDP同比进入“6时代”。2016年是中国推进供给侧改革的元年，随着去产能、去库存等政策落地，基本面逐步改善：3月，PPI同比跌幅收窄至-4.3%，较2015年末回升1.6pct；制造业PMI自2015年8月以来首次重回景气区间。尽管4月中下旬至5月底受信用风险事件频发、限售股解禁高峰（5/6月解禁市值均超2000亿元）及春季躁动获利兑现影响，市场出现阶段性回调，期间沪指下跌5.4%，但宏观数据的回暖基本确认了经济的筑底回升趋势，市场短暂调整后启动价值慢牛行情。

2023年疫后强复苏预期降温：4月市场从强预期转向弱现实，复苏预期降温，市场回调。2022年末疫情管控放开与地产“三箭齐发”形成合力，政策拐点到来。投资者预期基本面强复苏，且对地产改善预期相对乐观，叠加ChatGPT产业趋势催化，TMT成为春季躁动主线，计算机一季度涨幅达36.8%。进入4月中旬，经济修复进程弱于此前提强复苏假设，二手房房价与销量边际回落，4月CPI同比回落至0.1%，内生需求不足问题仍旧凸显，市场震荡下行。

当经济现实大幅偏离预期时，进入4月，政策变量的定价权重显著抬升，典型如2017年、2019年，市场短期内更多演绎政策端边际变化。

2017年经济复苏超预期，4月政策基调趋紧：2017年宏观经济延续2016年的复苏态势，企业盈利持续改善，工业企业利润总额同比于2月跃升至31.5%。相较中央经济工作会议的“经济增长内生动力不足”，政治局会议对年内经济增长更为乐观，认为一季度经济“增长和效益回升，市场预期改善”。经济强劲复苏下，政治局会议延续中央经济工作会议和两会的“调结构”定调，但政策基调进一步收紧，且高度重视防风险、去杠杆，强调

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 蒋琚逸

执业证书：S0600123040067

jiangjy@dwzq.com.cn

相关研究

《科技拥挤度回落的怎样了？》

2025-03-30

《聚变能源招标提速——主题掘金（250325）》

2025-03-25

“确保不发生系统性金融风险”，结合 4 月前后证监会监管政策频出，市场流动性趋紧、下跌至 5 月末，此后经济韧性与业绩驱动下大盘再度上行。

2019 年开年经济超预期，政策转向调结构：经历 2018 年大幅调整后，年初在宽信用政策发力（1 月社融增量 3.6 万亿创历史新高）及制造业 PMI 超预期反弹（3 月 50.5%站上荣枯线）支撑下，市场迎来修复性普涨，沪指一季度涨幅达 24.0%。419 政治局会议指出，一季度经济好于预期，重提“坚持结构性去杠杆”并强调“以供给侧结构性改革的办法稳需求”，显示经济超预期修复背景下，宏观调控基调发生转向。叠加 5 月初中美贸易摩擦再度升级，美国对 2000 亿美元中国商品加征关税至 25%，市场进入调整期，科技与周期板块回撤幅度超 15%。

■ 今年的“四月决断”有何特殊？

自去年 9 月政策底确立后，本轮“四月决断”或更接近 2016、2023 年，即基本面对定价权重显著抬升，二季度需聚焦地产与消费的复苏验证。2025 年 1-2 月经济实现了良好开局，结构上延续了“供给偏强、需求偏弱”，然而 CPI、PPI 增速及社融结构均显示市场化需求仍有提升空间。政策底确立后，“四月决断”需重视政策支持下消费复苏的持续性以及地产量价的筑底信号。去年经济工作会议将消费安排在工作首位，强调“着力提振内需，特别是居民消费需求”，提振消费决心空前。年初以来消费政策显著发力，手机、平板等纳入补贴范围，且力度提升。1-2 月社零同比边际改善，通讯器材等以旧换新品种消费热度提升，但消费回暖能否延续有待 4 月数据确认。此外，政府工作报告强调“稳住股市楼市”、“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，近期一线城市二手房价企稳，二季度需持续关注地产的量价变化。

特朗普关税政策等外部风险扰动可能潜在影响国内政策空间以及 4 月政治局会议基调，关注稳增长是否加码。特朗普政府于 2 月 4 日、3 月 3 日对中国输美产品加征 20%关税，4 月 2 日美国将开启对全球贸易伙伴征收“对等关税”，届时或对我国转口贸易和出海形成二次打击。叠加近期地缘政治扰动频繁，1-2 月经济数据整体弹性较弱，关注 4 月政治局会议表述的边际变化。

今年的“四月决断”，如何配置？近年宏观经济周期波动性收敛、总量弹性受限背景下，市场或更为聚焦结构性景气方向。回溯过去两年的行情可以发现，4 月业绩增速较高的行业通常有较好的表现。具体景气细分，我们在上期报告《一季报前瞻，有哪些景气的线索？》中指出，结合基本面和盈利预测视角，建议关注：1) 上游有色金属、小金属以及有机硅、硫磺、蛋氨酸等化工品；2) 中游光伏产业链和工程机械；3) 下游可选消费以及国补受益品类；4) 金融地产板块的非银、地产后端、建材行业的水泥；5) TMT 板块的消费电子、存储方向。

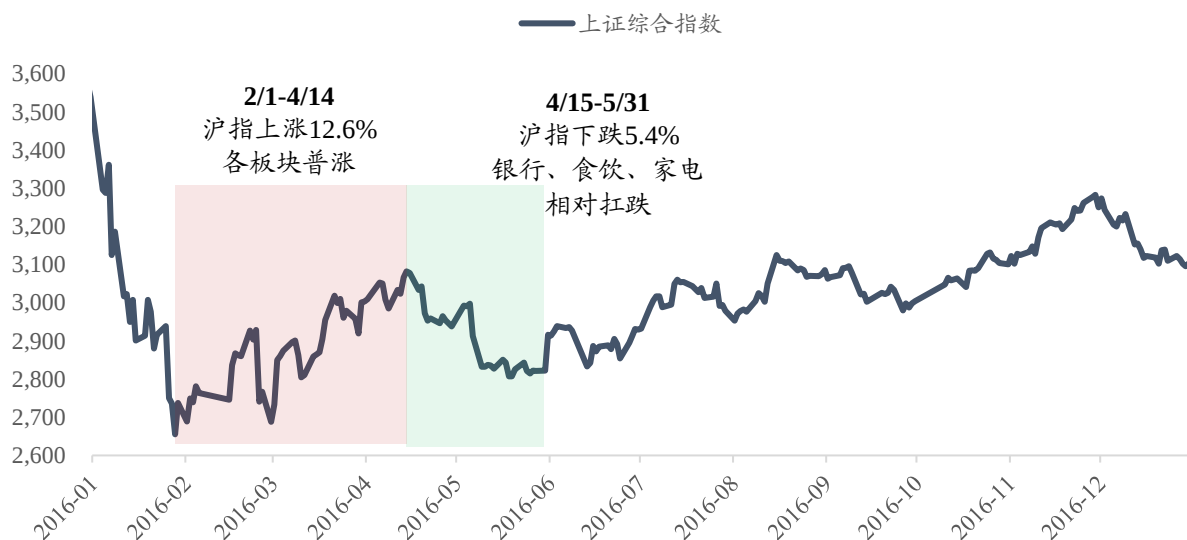
■ **风险提示：**国内经济复苏速度不及预期；联储降息不及预期；宏观政策力度不及预期；地缘政治风险。

图1: 过去十年, 2-3月小盘成长跑赢沪深300的概率为80%, 而4月跑赢概率仅有20% (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%

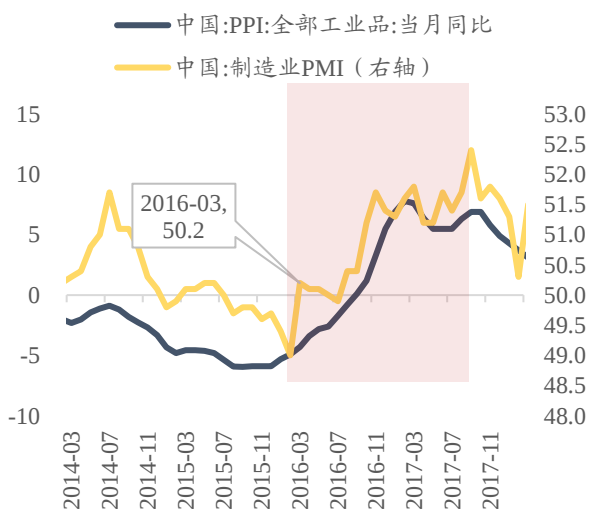
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2016年“四月决断”行情 (单位: 点)



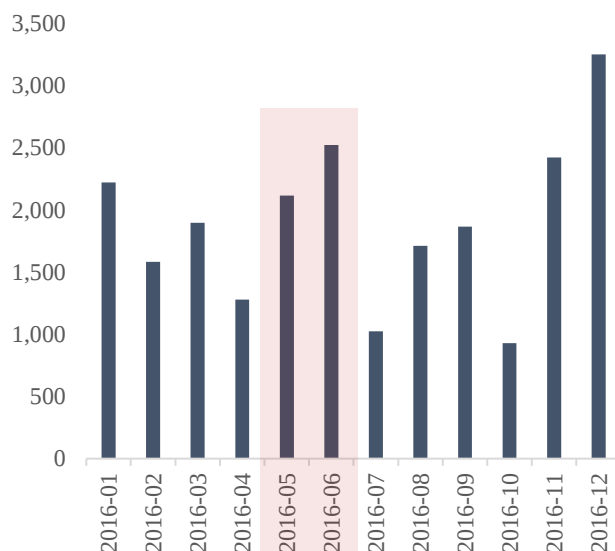
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2016年初, 基本面逐步改善 (单位: %)



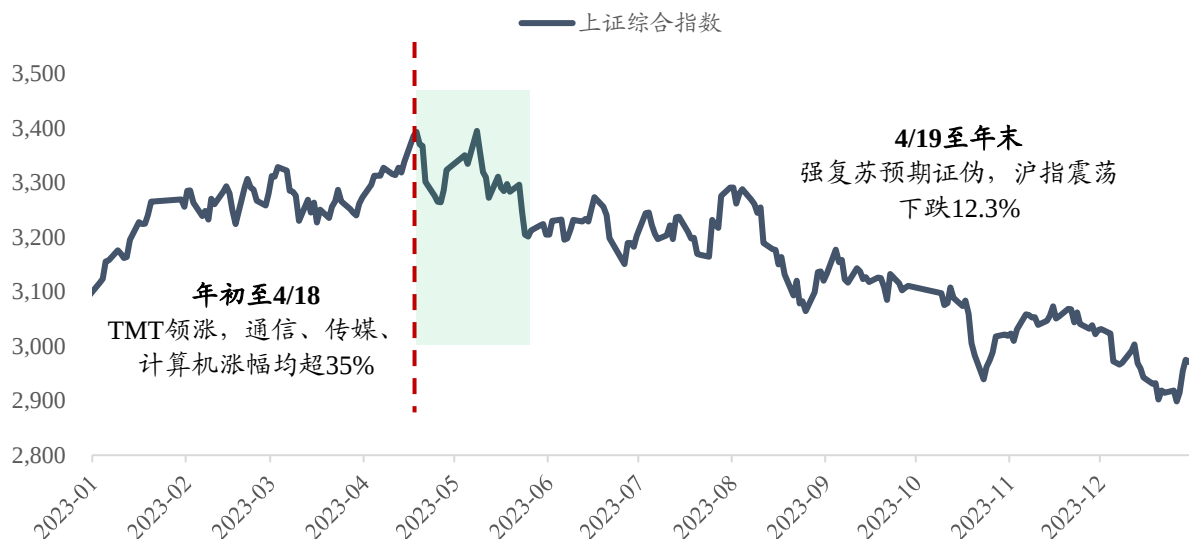
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2016年限售解禁流通市值 (单位: 亿元)



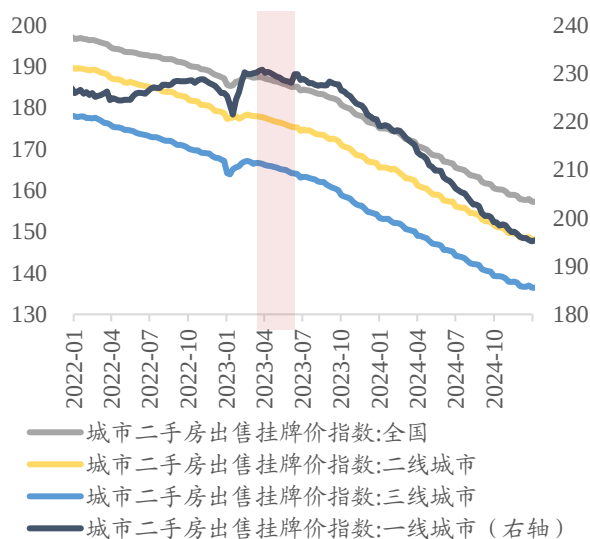
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5：2023 年“四月决断”行情（单位：点）



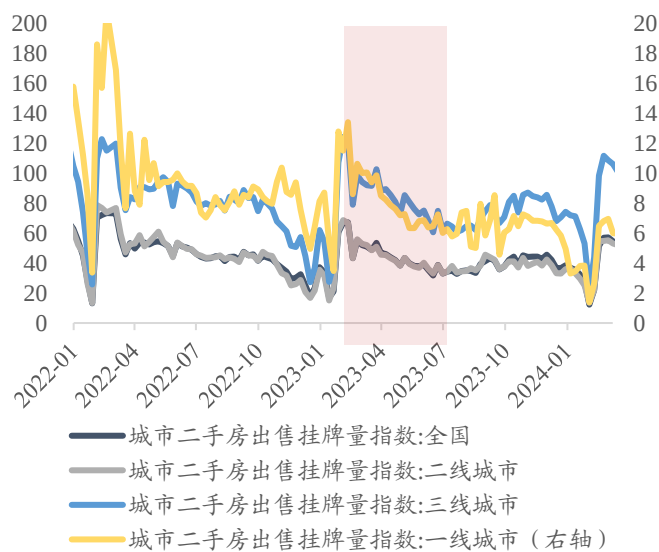
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：23 年二手房出售挂牌价于年初小幅修复后回落（单位：点）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：23 年二手房出售挂牌量年初冲高回落（单位：点）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2017年“四月决断”行情（单位：点）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2017年4月政治局会议与前期会议表述对比

会议	对当前经济形势的判断	宏观政策基调
中央经济工作会议	我国经济运行面临的突出矛盾和问题， 必须从供给侧、结构性改革上想办法 ， 努力实现供求关系新的动态均衡 产能过剩和需求结构升级矛盾突出 ， 经济增长内生动力不足、 金融风险有所积累 ，部分地区困难增多等	要继续深化供给侧结构性改革
两会	我国发展处在爬坡过坎的关键阶段， 经济运行存在不少突出矛盾和问题	在区间调控基础上加强定向调控、相机调控，提高预见性、精准性和有效性， 注重消费、投资、区域、产业、环保等政策协调配合
4月政治局会议	当前经济向好有周期性等因素， 经济结构调整任重道远 ，面临不少挑战， 必须坚持用新常态的大逻辑研判经济形势，坚定不移推进经济结构战略性调整	确保供给侧结构性改革得到深化，确保不发生系统性金融风险 要保持宏观政策连续性和稳定性 深化供给侧结构性改革，坚定不移推进“三去一降一补”

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

图10: 2017年4月前后证监会监管政策频出

时间	监管政策及表态	主要内容
3.29	《开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》	自查制度建设、合规管理、风险管理与流程及系统控制等
3.29	《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理的通知》	全国自查是否存在各种套利手段
4.6	《关于开展银行业“多层嵌套、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》	要求严查“四不当”，打击银行业市场乱象
4.7	《中国银保监会关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》	深入推进供给侧结构性改革，进一步提高金融服务实体经济的能力和水平
4.7	《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》	全国范围内进一步加强银行业风险防控工作，规范股权和对外投资、机构和高管，规章制度、业务、产品与人员行为，严守不发生系统性风险底线
4.1	《中国银保监会关于银行业风险防控工作的指导意见》	信用风险和流动性风险接踵，进一步规范银行理财与代销业务、校园贷、现金贷成为互联网借贷平台整治重点
4.12	《关于切实弥补监管短板 提升监管有效能的通知》	银行权限监管，强化非现场和现场监管等
5.8	《商业银行抵押品管理指引》	完善押品管理的组织架构，加强押品分类、押品估值、抵质押率设定等重点环节的风险管理

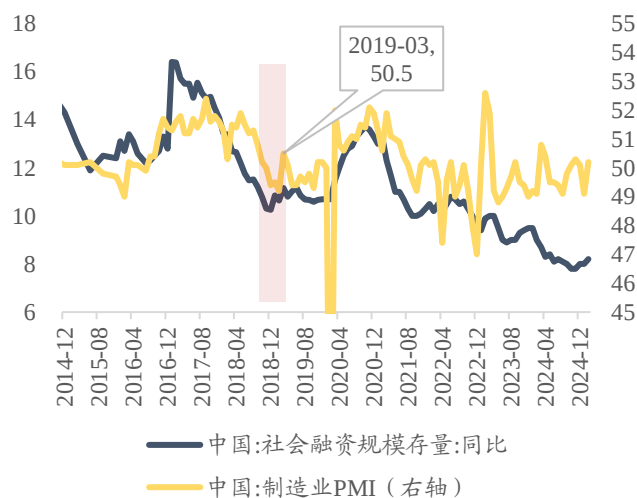
数据来源：证监会，东吴证券研究所

图11: 中国工企利润总额累计同比（单位：%）



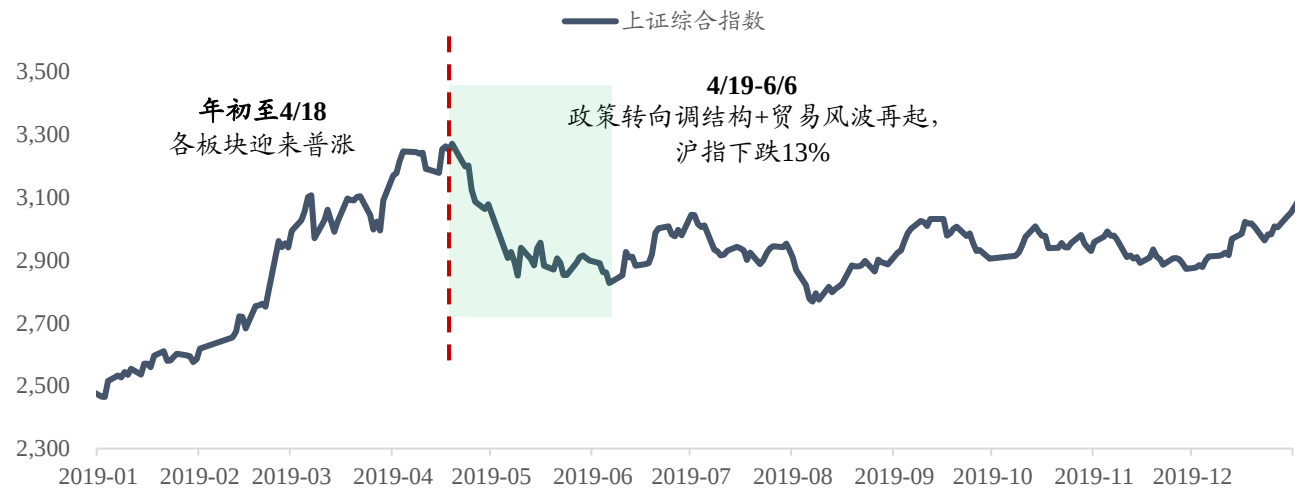
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12: 2019年开年经济超预期（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13: 2019 年“四月决断”行情 (单位: 点)



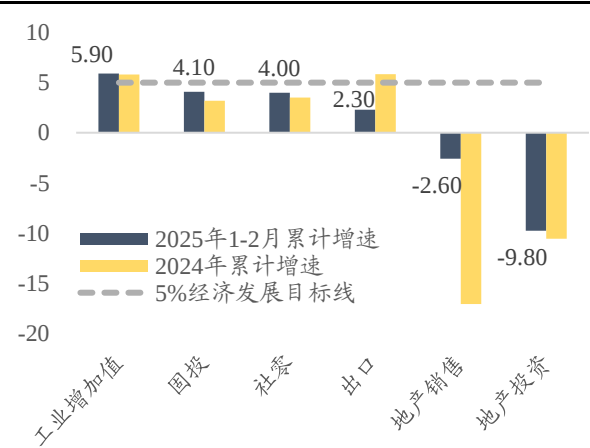
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2019 年 4 月政治局会议与前期会议表述对比

会议	对当前经济形势的判断	宏观政策基调
中央经济工作会议	外部环境复杂严峻, 经济面临下行压力	宏观政策要 强化逆周期调节 , 适时预调微调, 稳定总需求
两会	当前经济下行压力 加大	防控风险要把握好节奏和力度, 防止紧缩效应叠加放大, 决不能让经济运行滑出合理区间
4月政治局会议	一季度经济运行总体平稳, 好于预期 , 开局良好; 外部经济环境依旧趋紧, 国内经济 存在下行压力 , 其中既有周期性因素, 但更多是结构性、体制性的	宏观政策要 立足于推动高质量发展 , 更加注重质的提升, 注重激发市场活力。 注重以 供给侧结构性改革的办法稳需求 。 通过改革开放和结构调整的新进展巩固经济社会稳定大局。

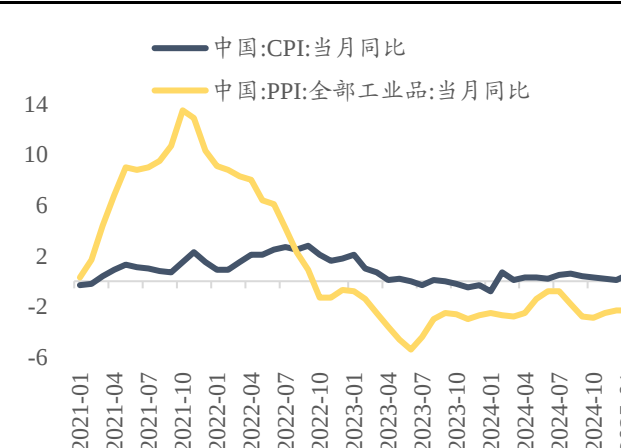
数据来源: 政府网, 东吴证券研究所

图15: 经济延续“供给偏强, 需求偏弱”(单位: %)



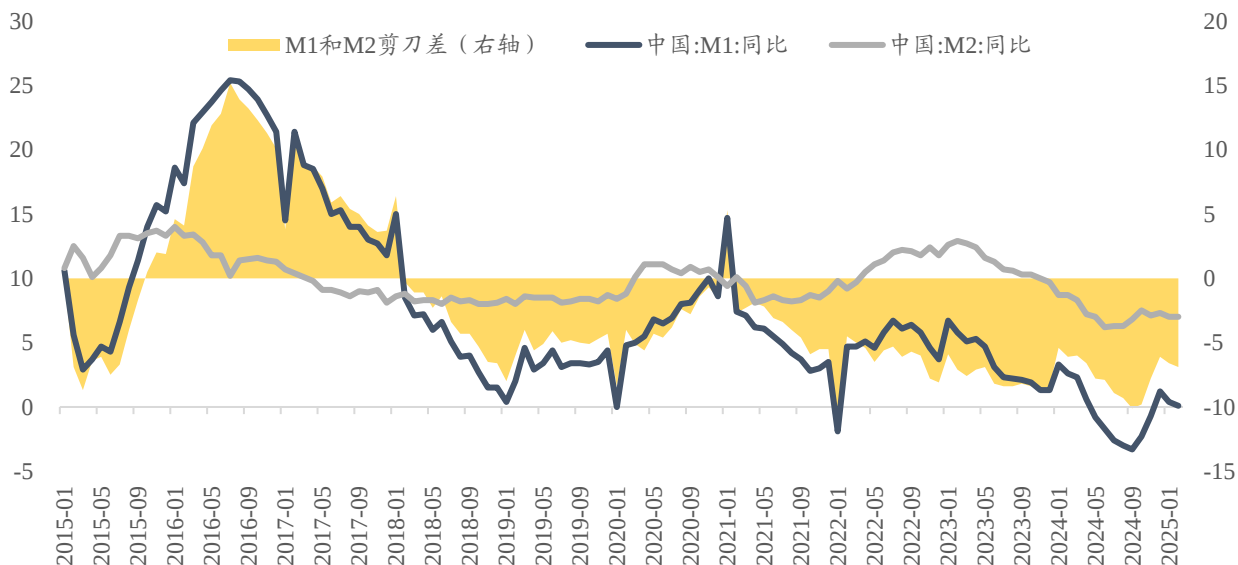
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 需求不足反映到物价层面是 CPI、PPI 承压 (单位: %)



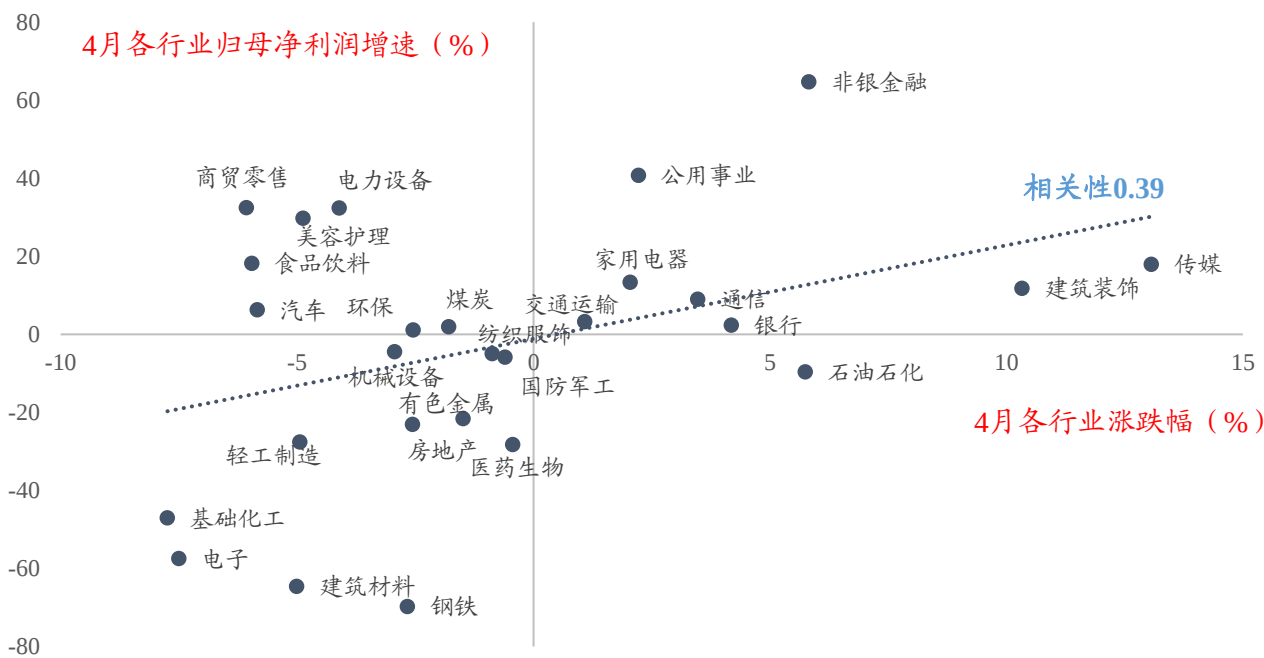
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 领先指标 M1 和 M2 剪刀差仍在低位, 总量经济向上的弹性不足 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

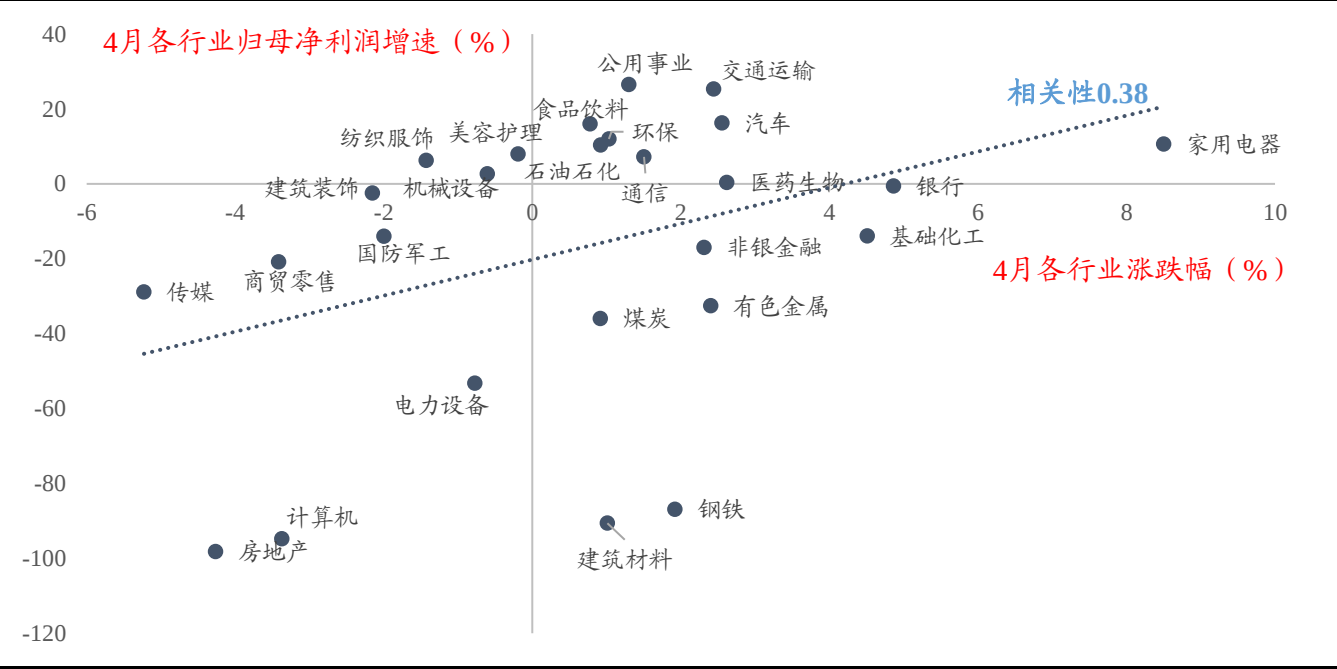
图18: 2023 年行业 4 月涨跌幅和一季报盈利增速关系 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 剔除部分行业异常值, 下同

图19：2024 年行业 4 月涨跌幅和一季报盈利增速关系（单位：%）



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>