



2021年5月1日

## 四月政治局会议定调对股指影响几何？

Experts of financial

derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

联系人：刘文波

从业资格编号 F3070864

投资咨询编号 Z0015179

[liuwenbo@jinxinqh.com](mailto:liuwenbo@jinxinqh.com)

### 内容提要

**历届政治局会议回顾：**历届四月政治局会议对于股票市场的影响较大，原因在于这是新年后管理层对全年经济形势和货币政策的首次定调，对市场的走势具有强烈的指引作用。复盘 2015 年以来四月政治局会议，2015、2016、2019 和 2020 年短期内（一周）市场出现下跌，2016、2017 和 2019 年中期（一个月）市场下跌。

**本届四月政治局会议定调：**（1）经济形势判断：首先对经济复苏成果予以肯定，“各地区各部门统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，有力实施宏观政策，推动我国经济恢复取得明显成效，经济运行开局良好，高质量发展取得新成效”。同时，对经济形势保持理性态度，“要辩证看待一季度经济数据，当前经济恢复不均衡、基础不稳固。要用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好”。（2）财政政策和货币政策：精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。（3）支持领域：有序推进碳达峰、碳中和工作，积极发展新能源。对近期的热点碳中和强调“有序推进”，是为了防止对短期大宗商品的价格形成扰动。

**对股市影响：**在经济复苏、货币政策不急转弯的背景之下，市场出现大跌的风险不高，但信用边际收紧 VS 盈利复苏的矛盾仍将贯穿二季度，市场有望延续结构性行情。资金面上，近期北向资金流入幅度增大，一季度公募基金股票持仓仅小幅下降，近期仓位触底回升，资金面较为充裕。在政策面的担忧缓解后，预计节后市场重拾升势延续反弹。

### 风险提示

重大突发事件冲击；货币政策超预期收紧；监管措施巨大变化

请务必仔细阅读正文之后的声明

## 一、历届四月政治局会议回顾

历届四月政治局会议对于股票市场的影响较大，原因在于这是新年后管理层对全年经济形势和货币政策的首次定调，对市场的走势具有强烈的指引作用。复盘 2015 年以来四月政治局会议，2015、2016、2019 和 2020 年短期内（一周）市场出现下跌，2016、2017 和 2019 年中期（一个月）市场下跌。

表 1：历届四月政治局会议召开后市场走势（%）

政治局会议召开时间	政治局后一周	政治局后两周	政治局后一个月	政治局后一周	政治局后两周	政治局后一个月
	上证指数			沪深300		
2015/4/30	-8.14	-2.20	3.02	-6.37	-1.54	1.39
2016/4/29	-1.10	-4.02	-4.18	-0.96	-2.71	-2.97
2017/4/25	0.45	-1.57	-0.62	-0.14	-2.29	1.43
2018/4/23	0.35	2.12	2.71	-0.11	1.95	1.76
2019/4/19	-5.04	-5.29	-11.68	-4.49	-3.90	-11.16
2020/4/17	-0.40	1.42	1.97	-0.14	2.90	3.17

数据来源：WIND、金信期货优财研究院

具体看：（1）2015 年政治局会议认为“一季度经济增长与预期目标相符”，同时“经济运行走势分化，下行压力仍然较大”，“**稳健的货币政策要把握好度**，注意疏通货币政策向实体经济的传导渠道”。股票市场在前期连续大涨后波动加剧，短期获利盘兑现，一个月后指数重整旗鼓继续刷新高点。

（2）2016 年政治局会议认为“**主要经济指标符合预期目标**，经济运行保持在合理区间”，但“经济下行压力仍然较大，一些实体企业生产经营仍然困难，市场风险点增多”，“要坚持**适度**扩大总需求，实行积极的财政政策和稳健的货币政策”。市场对于货币政策收紧的担忧增加，会议结束后一周以及一个月市场跌幅持续扩大。

（3）2017 年政治局会议表述“一季度经济运行稳中向好、实现良好开局”，但“**经济结构调整任重道远，面临不少挑战**”，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，提及“**高度重视防控金融风险**，加强监管协调”。在严防金融风险的背景下，会议结束后市场先涨后跌。

（4）2018 年政治局会议表述“一季度主要指标总体稳定、协调性较好”，“制约经济持续向好的**结构性、深层次问题**仍然突出”，“坚持积极的财政政策取向不变，保持**货币政策稳健中性**”。市场预期货币政策宽松力度加强，随后市场出现中期上涨。

（5）2019 年政治局会议肯定“一季度经济运行总体平稳、**好于预期**，开局良好”，“国内经济存在下行压力，这其中既有周期性因素，但更多是结构性、体制性的”，“**稳健的货币政策要松紧适度**”。在宏观经济超预期复苏的背景下，市场担忧货币政

策收紧，随后一个月内沪指大跌超 10%。

(6) 2020 年政治局会议肯定“我国经济展现出巨大韧性，复工复产正在逐步接近或达到正常水平”，指出“当前经济发展面临的挑战前所未有”，强调“稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕”。宽松的货政策背景下，疫情后的股市企稳回升。

图 1: 历届四月政治局会议对市场走势的影响



资料来源: Wind, 优财研究院

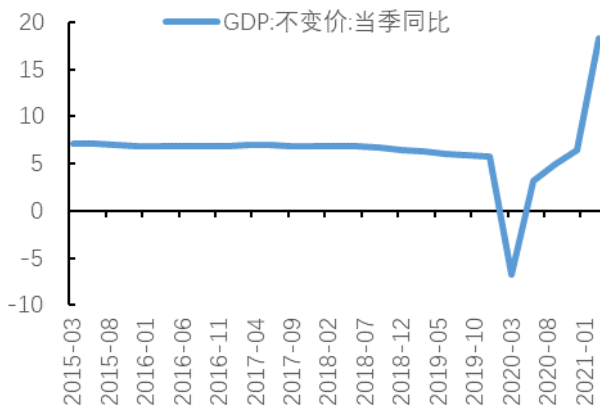
## 二、本届四月政治局会议定调

### 1.1 经济形势判断：辩证看待，恢复不均衡、基础不稳固

本届四月政治局会议首先对经济复苏成果予以肯定，“各地区各部门统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，有力实施宏观政策，推动**我国经济恢复取得明显成效，经济运行开局良好，高质量发展取得新成效**”。同时，对经济形势保持理性态度，“要**辩证看待一季度经济数据，当前经济恢复不均衡、基础不稳固**。要用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好，凝神聚力深化供给侧结构性改革，打通国内大循环、国内国际双循环堵点，为“十四五”时期我国经济发展提供持续动力”。

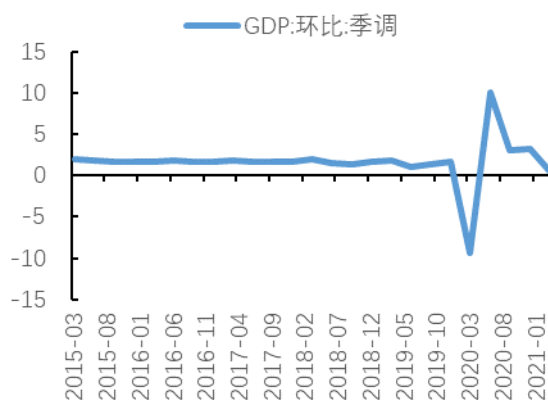
一季度经济延续复苏，**稳增长压力较小**，完成政府工作报告全年 6% 的 GDP 目标难度不大。一季度 GDP 同比增速为 18.3%，但增速不及市场预期的 20%。一季度 GDP 环比仅 0.6%，低于往年同期，反映**经济基础不稳固**。**经济恢复不均衡**主要集中在需求方面，消费和制造业投资回升，但还未达到疫情前水准。针对当下经济恢复不均衡的问题，会议提及，“要**促进国内需求加快恢复，促进制造业投资和民间投资尽快恢复**，做好国家重大项目用地等要素保障，制定促进共同富裕行动纲要，以城乡居民收入普遍增长支撑内需持续扩大。”

图 2: GDP 同比增速回升 (%)



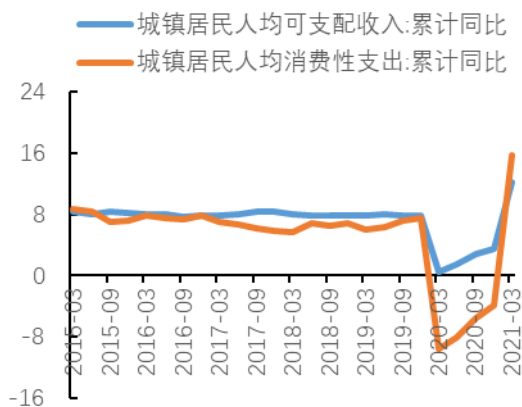
资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: GDP 环比下降 (%)



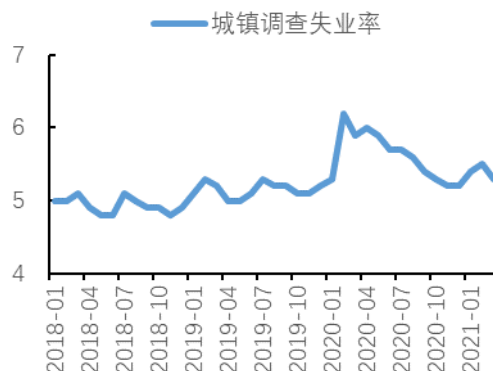
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4：人均可支配收入同比上升（%）



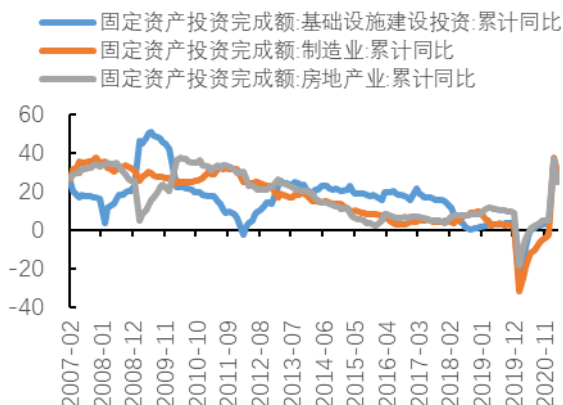
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：城镇调查失业率下降（%）



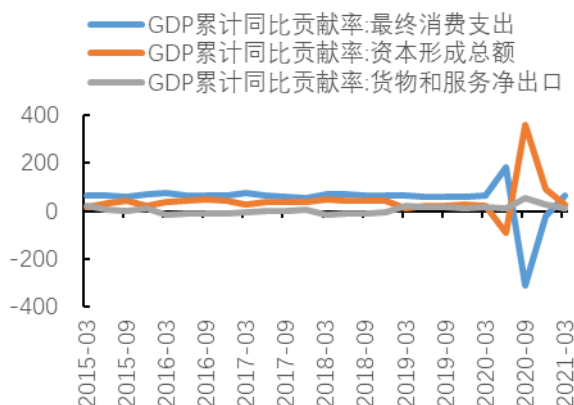
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：固定资产投资增速（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：GDP 贡献率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

## 1.2 财政政策和货币政策：精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯

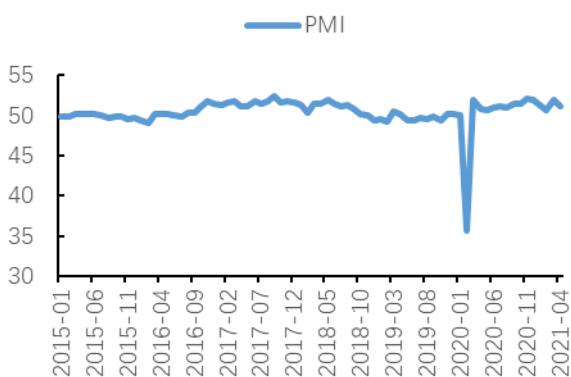
本届四月政治局会议对于宏观政策的总定调是：精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，**不急转弯**，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。

财政政策方面，**积极的财政政策要落实落细**，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。赤字率和专项债适当下调与当前经济持续恢复的形势密切相关，二季度财政政策的落脚点在于提高效率和落实落细。针对财政金融风险，此次会议提出“**要防范化解经济金融风险，建立地方党政主要领导负责的财政金融**

**风险处置机制**”。近期中央持续强调要严控地方政府隐性债务，城投债风险上升，为防止局部信用风险向全局扩散，需要关注地方性的信用风险，建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制。

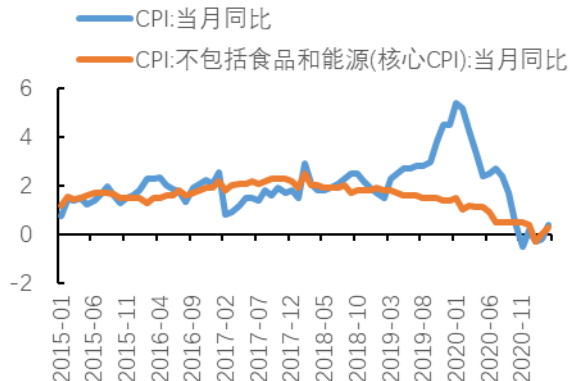
货币政策方面，**稳健的货币政策要保持流动性合理充裕**，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。我们认为，结合当前经济形势和通胀环境，二季度货币政策仍将维持“**不急转弯**”的态度，货币政策回归**稳健中性并开始边际收紧**，信贷收紧的斜率或将趋缓。一方面稳增长压力较小，意味着货币政策重现宽松的概率不高。但经济复苏的速率不及预期，4月PMI下滑至51.1，先行指标反映经济复苏动能减缓；另一方面，当前CPI同比仅为0.4处于低位，历史上往往只有通胀处于高位时，货币政策才会急转弯。近期管理层反复强调对于大宗商品价格上涨的关注，但本次政治局会议并未提及，表明当前通胀并非是制约货币政策的因素。

图 8：4 月 PMI 回落



资料来源： Wind，优财研究院

图 9：CPI 处于低位



资料来源： Wind，优财研究院

### 1.3 支持领域：有序推进碳达峰、碳中和工作，积极发展新能源

会议强调，要引领产业优化升级，强化国家战略科技力量，积极发展工业互联网，加快产业数字化。**要有序推进**碳达峰、碳中和工作，积极发展新能源。对近期的热点碳中和强调“有序推进”，是为了防止对短期大宗商品的价格形成扰动。在环保限产的政策下，大宗商品供给受限，推动价格大幅上涨。对此近期管理层也作出了回应，调整部分钢铁产品关税、取消部分钢铁产品出口退税，对冲国内压降钢铁产量造成的影响。



### 三、对股市的影响：符合预期，反弹延续

本届四月政治局会议对于经济形势的表述是“**辩证看待**”，一方面肯定“我国经济恢复取得明显成效，经济运行开局良好，高质量发展取得新成效”，另一方面强调“辩证看待一季度经济数据，当前经济恢复不均衡、基础不稳固。要用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好”。货币政策方面，稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。我们认为，结合当前经济形势和通胀环境，二季度货币政策仍将维持“**不急转弯**”的态度，货币政策回归稳健中性并开始边际收紧，信贷收紧的斜率或将趋缓。

我们认为，在经济复苏、货币政策不急转弯的背景之下，市场出现大跌的风险不高，但信用边际收紧 VS 盈利复苏的矛盾仍将贯穿二季度，市场有望延续结构性行情。资金面上，近期北向资金流入幅度增大，一季度公募基金股票持仓仅小幅下降，近期仓位触底回升，资金面较为充裕。在政策面的担忧缓解后，预计节后市场重拾升势延续反弹。

### 四、附录

表二：历届四月政治局会议关于经济的表述

年份	召开时间	对宏观经济相关表述
2015	4月30日	1、 <b>一季度经济增长与预期目标相符</b> ，就业形势稳定，城乡居民收入平稳增长，全面深化改革扎实推进，经济结构战略性调整逐步深化。 2、新的增长动力正在形成之中，外部需求收缩，内部多种矛盾聚合， <b>经济运行走势分化，下行压力仍然较大</b> 。
2016	4月29日	1、一季度，国内生产总值增速、城镇新增就业、城乡居民收入增长等主要经济指标 <b>符合预期目标</b> ，经济运行保持在合理区间。 2、 <b>经济下行压力仍然较大</b> ，一些实体企业生产经营仍然困难，市场风险点增多。对存在的突出矛盾和问题，必须高度重视，冷静分析，有针对性采取措施，做好打攻坚战、持久战的准备，扎实做好工作。
2017	4月25日	1、一季度经济运行 <b>稳中向好</b> 、实现良好开局，增长和效益回升，市场预期改善，内需对经济增长的贡献加大，新技术新产品新服务不断涌现并快速成长，产业优化升级不断推进，就业继续增加，城乡居民收入增长有所加快。 2、当前经济向好有 <b>周期性</b> 等因素， <b>经济结构调整任重道远，面临不少挑战</b> ，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。

2018	4月23日	<p>1、一季度<b>主要指标总体稳定、协调性较好</b>，内需拉动作用增强，工业和服务业协同性较好。结构调整对经济发展的支撑作用明显，供给侧结构性改革不断深化，新产业成长和传统产业转型升级态势良好，经济运行内在稳定性有效提升，质量效益保持较好水平，推动高质量发展取得良好开端。</p> <p>2、制约经济持续向好的<b>结构性、深层次问题</b>仍然突出，“三大攻坚战”还有不少难题需要攻克，世界经济政治形势更加错综复杂。要增强忧患意识、坚持问题导向，着力解决突出矛盾和问题。</p>
2019	4月19日	<p>1、市场信心明显提升，新旧动能转换加快实施，改革开放继续有力推进，一季度经济运行总体平稳、<b>好于预期</b>，开局良好。</p> <p>2、经济运行仍然存在不少困难和问题，外部经济环境总体趋紧，国内经济<b>存在下行压力</b>，这其中既有周期性因素，但<b>更多是结构性、体制性的</b>，必须保持定力、增强耐力，勇于攻坚克难。</p>
2020	4月17日	<p>1、今年一季度极不寻常，突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击。在党中央坚强领导下，全国人民众志成城、顽强拼搏，在常态化疫情防控中经济社会运行逐步趋于正常，生产生活秩序加快恢复。<b>我国经济展现出巨大韧性，复工复产正在逐步接近或达到正常水平</b>，应对疫情催生并推动了许多新产业新业态快速发展。</p> <p>2、<b>当前经济发展面临的挑战前所未有</b>，必须充分估计困难、风险和不确定性，切实增强紧迫感，抓实经济社会发展各项工作。</p>
2021年	4月30日	<p>1、各地区各部门统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，有力实施宏观政策，推动我国经济恢复取得明显成效，经济运行开局良好，高质量发展取得新成效。</p> <p>2、要<b>辩证看待一季度经济数据，当前经济恢复不均衡、基础不稳固</b>。要用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好，凝神聚力深化供给侧结构性改革，打通国内大循环、国内国际双循环堵点，为“十四五”时期我国经济发展提供持续动力。</p>

资料来源：新华网，优财研究院



**表三：历届四月政治局会议以及一季度货币政策执行报告关于政策的表述**

年份	政治局会议	一季度货币政策执行报告
2015	积极的财政政策要增加公共支出，加大降税清费力度。稳健的货币政策要把握好度，注意疏通货币政策向实体经济的传导渠道。	坚持稳中求进工作总基调和宏观政策要稳、微观政策要活的总体思路，更加主动适应经济发展新常态，保持政策的连续性和稳定性，继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度 and 预调微调。
2016	坚持宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底的总体思路。要坚持 <b>适度</b> 扩大总需求，实行积极的财政政策和稳健的货币政策，坚定不移以推进供给侧结构性改革为主线，加快培育新的发展动能，改造提升传统比较优势，全面落实“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大重点任务。	保持政策的连续性和稳定性，继续实施稳健的货币政策，保持灵活适度，适时预调微调，增强针对性和有效性，做好供给侧结构性改革中的总需求管理，为结构性改革营造中性适度的货币金融环境，促进经济科学发展、可持续发展。
2017	保持宏观政策连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，深化供给侧结构性改革，坚定不移推进“三去一降一补”，改造提升传统动能，大力培育发展新动能，振兴实体经济，实现转型升级。 <b>要高度重视防控金融风险</b> ，加强监管协调，加强金融服务实体经济，加大惩处违法违规行为工作力度。	保持政策的连续性和稳定性，继续实施稳健中性的货币政策，着力增强金融支持供给侧结构性改革力度。 <b>高度重视防控金融风险，加强金融监管协调</b> ，有机衔接监管政策出台的时机和节奏，稳定市场预期，把握好去杠杆和维护流动性基本稳定的平衡，有序化解处置突出风险点，切实维护国家金融安全。
2018	坚持积极的财政政策取向不变，保持 <b>货币政策稳健中性</b> ，注重引导预期，把加快调整结构与持续扩大内需结合起来，保持宏观经济平稳运行。	保持政策的连续性和稳定性，实施好 <b>稳健中性的货币政策</b> ，注重引导预期，保持流动性合理稳定，为供给侧结构性改革和高质量发展营造中性适度的货币金融环境。
2019	注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，坚持结构性去杠杆，在推动高质量发展中防范化解风险，坚决打好三大攻坚战。宏观政策要立足于推动高质量发展，更加注重质的提升，更加注重激发市场活力，积极的财政政策要加力提效， <b>稳健的货币政策要松紧适度</b> 。	注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，坚持结构性去杠杆， <b>稳健的货币政策保持松紧适度</b> ，适时适度实施逆周期调节，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，注重保持货币信贷合理增长、优化信贷结构和防范金融风险之间的平衡。
2020	要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。 <b>稳健的货币政策要更加灵活适度</b> ，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。	<b>稳健的货币政策要更加灵活适度</b> ，根据疫情防控和经济形势的阶段性变化，把握好政策力度、重点和节奏。 <b>加强货币政策逆周期调节</b> ，把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置，运用总量和结构性政策，保持流动性合理充裕，支持实体经济特别是中小微企业渡过难关。充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。

2021	<p>坚持稳中求进工作总基调，准确把握新发展阶段，全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，慎终如始抓好疫情防控。要<b>精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯</b>，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p> <p>要<b>防范化解经济金融风险</b>，建立地方党政主要负责的财政金融风险处置机制。</p>	
------	--	--

资料来源：新华网，优财研究院

## 重要声明

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。

本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。