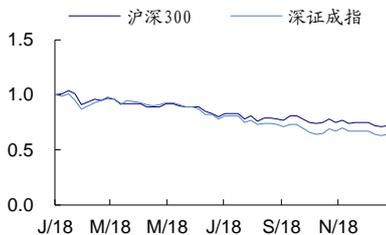


2019年09月06日

一年沪深300与深圳成指走势比较

市场数据

中小板/月涨跌幅(%)	7,588/-3.87
创业板/月涨跌幅(%)	1,555/-4.07
AH 股价差指数	2,164
A 股总/流通市值 (万亿元)	49.84/36.05

证券分析师：燕翔

电话：010-88005325

E-MAIL: yanxiang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080002

证券分析师：战迪

电话：010-88005309

E-MAIL: zhandi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519060001

联系人：许茹纯

电话：021-60933151

E-MAIL: xuruchun@guosen.com.cn

联系人：朱成成

电话：010-88005319

E-MAIL: zhuchengcheng@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

专题策略

历次货币宽松（降息、降准）初期的市场行情表现回顾

● 核心结论

在全球经济下行承压的背景下，今年以来已有不少国家开启了降息模式，在全球降息潮下，我国 LPR 形成机制市场化改革落地，LPR 形成机制的改革有助于畅通利率传导路径，达到降低贷款实际利率的效果，因此也代表着中国加入了这一轮全球“降息潮”。此外，9月4日召开的国常会中关于“及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”等表述释放了较为宽松的政策信号，引发市场对央行降准、降息预期的大幅升温。本世纪以来央行曾分别于2002年2月、2008年9月、2012年6月以及2014年11月开启降低贷款基准利率的通道，历史经验显示，A股市场在央行启动降息后的一个月、三个月内涨跌概率参半，而在首次降息后的六个月内上涨概率较大。从申万各行业的表现来看，在央行首次降低贷款基准利率后的半年内，房地产和医药行业表现相对较好，而钢铁和银行行业表现相对靠后。本世纪以来央行曾分别于2008年9月、2011年12月、2015年2月以及2018年4月全面降低存款类金融机构的存款准备金率（2019年1月份央行同样进行了全面降准，但因据上次降准不足一年，我们不单独讨论），历史经验显示，A股市场在央行启动降准后的一个月延续跌势的概率稍大，而在首次全面降准后的三个月和六个月内涨跌的概率各占一半。从申万各行业的表现来看，在央行首次全面降准后的半年内，房地产和医药行业表现相对较好，而采掘和非银金融行业表现相对靠后。

● 逆周期政策加码，双降预期升温

在全球经济下行承压的背景下，今年以来已有不少国家开启了降息模式，在全球降息潮下，我国 LPR 形成机制市场化改革落地，LPR 形成机制的改革有助于畅通利率传导路径，达到降低贷款实际利率的效果，因此也代表着中国加入了这一轮全球“降息潮”。此外，9月4日召开的国常会中关于“及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”等表述释放了较为宽松的政策信号，引发市场对央行降准、降息预期的大幅升温。

● 历次降息初期的市场行情表现回顾

本世纪以来央行曾分别于2002年2月、2008年9月、2012年6月以及2014年11月开启降低贷款基准利率的通道，历史经验显示，A股市场在央行启动降息后的一个月、三个月内涨跌概率参半，而在首次降息后的六个月内上涨概率较大。从申万各行业的表现来看，在央行首次降低贷款基准利率后的半年内，房地产和医药行业表现相对较好，而钢铁和银行行业表现相对靠后。

● 历次降准初期的市场行情表现回顾

本世纪以来央行曾分别于2008年9月、2011年12月、2015年2月以及2018年4月全面降低存款类金融机构的存款准备金率（2019年1月份央行同样进行了全面降准，但因据上次降准不足一年，我们不单独讨论），历史经验显示，A股市场在央行启动降准后的一个月延续跌势的概率稍大，而在首次全面降准后的三个月和六个月内涨跌的概率各占一半。从申万各行业的表现来看，在央行首次全面降准后的半年内，房地产和医药行业表现相对较好，而采掘和非银金融行业表现相对靠后。

● 风险提示

经济基本面加速下滑，全球经济放缓冲击国内市场，短期市场剧烈波动

内容目录

逆周期政策加码，双降预期升温	4
历次降息初期的市场行情表现回顾	5
2002年2月降息：市场迎来普涨行情	5
2008年9月降息：至暗时刻后的V型反转	7
2012年6月降息：股市表现不尽人意	9
2014年11月降息：5000点大牛市的催化剂	11
历次降准初期的市场行情表现回顾	13
2008年9月降准：危机期间的绝地反弹	13
2011年12月降准：股市走势较为纠结	15
2015年2月降准：“快牛”到“股灾”	17
2018年4月降准：“内忧外患”下的单边下行	19
国信证券投资评级	22
分析师承诺	22
风险提示	22
证券投资咨询业务的说明	22

图表目录

图 1: 2000 年以来贷款基准利率变化	4
图 2: 2000 年以来存款类金融机构准备金率变化	5
图 3: 2002 年首次降低贷款利率后上证综指走势	6
图 4: 2008 年首次降低贷款利率后上证综指走势	8
图 5: 2012 年首次降低贷款利率后上证综指走势	10
图 6: 2014 年首次降低贷款利率后上证综指走势	12
图 7: 2008 年央行首次全面降准后上证综指走势	14
图 8: 2011 年央行首次全面降准后上证综指走势	16
图 9: 2015 年央行首次全面降准后上证综指走势	18
图 10: 2018 年央行首次全面降准后上证综指走势	20
表 1: 2002 年 2 月份降息初期各主要指数收益率表现	6
表 2: 2002 年 2 月份降息初期各一级行业指数收益率表现	7
表 3: 2008 年 9 月份降息初期各主要指数收益率表现	8
表 4: 2008 年 9 月份降息初期各一级行业指数收益率表现	9
表 5: 2012 年 6 月份降息初期各主要指数收益率表现	10
表 6: 2012 年 6 月份降息初期各一级行业指数收益率表现	11
表 7: 2014 年 11 月份降息初期各主要指数收益率表现	12
表 8: 2014 年 11 月份降息初期各一级行业指数收益率表现	13
表 9: 2008 年 9 月份降准初期各主要指数收益率表现	14
表 10: 2008 年 9 月份降准初期各一级行业指数收益率表现	15
表 11: 2011 年 12 月份降准初期各主要指数收益率表现	16
表 12: 2011 年 12 月份降准初期各一级行业指数收益率表现	17
表 13: 2015 年 2 月份降准初期各主要指数收益率表现	18
表 14: 2015 年 2 月份降准初期各一级行业指数收益率表现	19
表 15: 2018 年 4 月份降准初期各主要指数收益率表现	20
表 16: 2018 年 4 月份降准初期各一级行业指数收益率表现	21

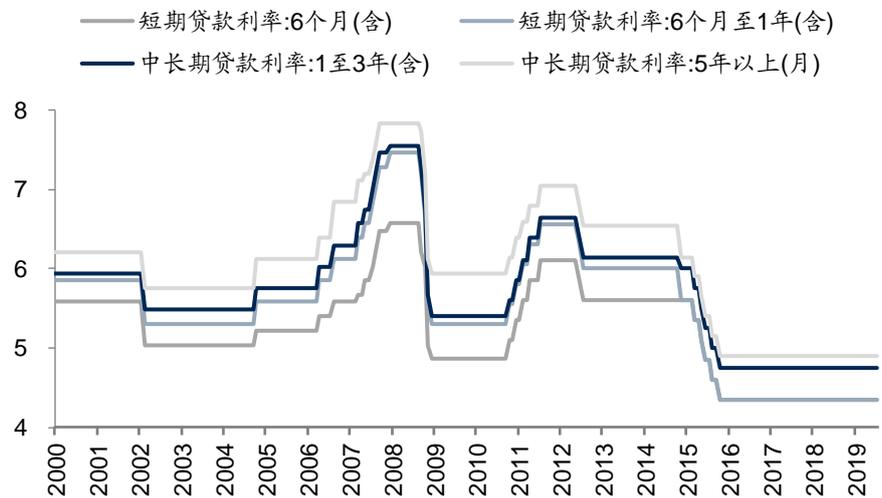
逆周期政策加码，双降预期升温

在全球经济下行承压的背景下，今年以来已有不少国家开启了降息模式，7月份以来，韩国、印度尼西亚、南非、乌克兰、俄罗斯、美国等央行陆续宣布降息，欧洲和日本央行目前虽尚未降息，但仍然维持着宽松的货币政策，并且预计未来或将进一步宽松。截至8月21日，二十国集团中已有过半数国家降息，全球新一轮降息潮悄然而至，多数国家利率也均出现了较为显著的下行。

全球降息潮下，上月中旬我国 LPR 形成机制市场化改革落地。8月16日，国常会提出改革完善贷款市场报价利率形成机制，由各报价银行以公开市场操作利率（MLF 为主）加点方式进行报价后，全国银行间同业拆借中心根据报价计算得出贷款市场报价利率并发布，为银行贷款提供定价参考。8月17日，央行进一步公布 LPR 形成机制改革的更多细节，新的 LPR 报价方式将于8月20日起正式施行，各银行在新发放的贷款中主要参考 LPR 定价，并在浮动利率贷款合同中采用 LPR 作为定价基准，同时将银行的贷款市场报价利率应用情况及贷款利率竞争行为纳入宏观审慎评估。

LPR 形成机制的改革有助于畅通利率传导路径，达到降低贷款实际利率的效果，因此也代表着中国加入了这一轮全球“降息潮”。8月20日，全国银行间同业拆借中心公布1年期 LPR 为 4.25%，较贷款基准利率低 10BP，较原 LPR 降 6BP；5年期以上 LPR 为 4.85%。

图 1：2000 年以来贷款基准利率变化

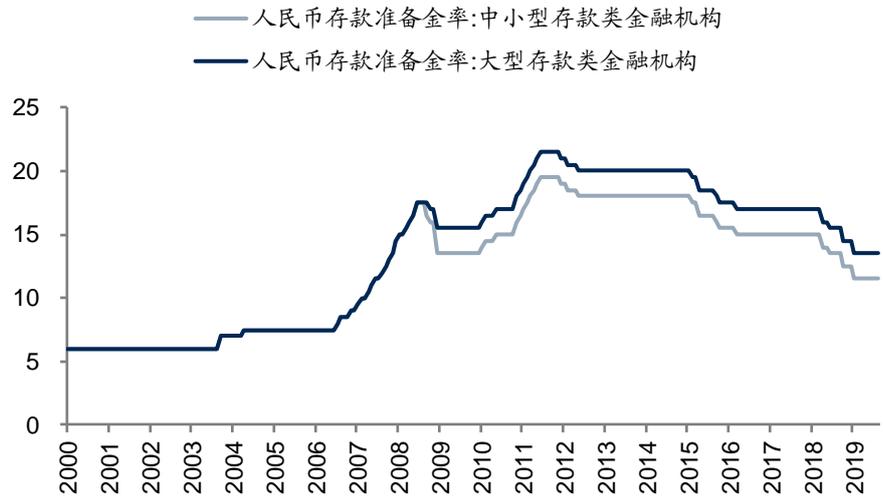


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

另外据中国政府网9月4日当天国务院常务会议顺利召开，会议提出要用好逆周期调节政策工具，部署精准施策加大力度做好“六稳”工作。在货币政策方面，会议指出要坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，引导金融机构完善考核激励机制，将资金更多用于普惠金融，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。

本次国常会中关于“及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”等表述释放了较为宽松的政策信号，引发市场对央行降准、降息预期的大幅升温。在当前外部环境更趋复杂严峻、国内经济下行压力加大的背景下，近期国内稳增长政策频频出台，无论是8月份我国LPR形成机制市场化改革的落地还是本次国常会释放双降信号都极大的彰显出了政府对于维稳经济的决心。

图 2: 2000 年以来存款类金融机构准备金率变化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

历次降息初期的市场行情表现回顾

本世纪以来央行曾分别于2002年2月、2008年9月、2012年6月以及2014年11月开启降低贷款基准利率的通道，历史经验显示，A股市场在央行启动降息后的一个月、三个月内涨跌概率参半，而在首次降息后的六个月内上涨概率较大。从申万各行业的表现来看，在央行首次降低贷款基准利率后的半年内，房地产和医药行业表现相对较好，而钢铁和银行行业表现相对靠后。

2002年2月降息：市场迎来普涨行情

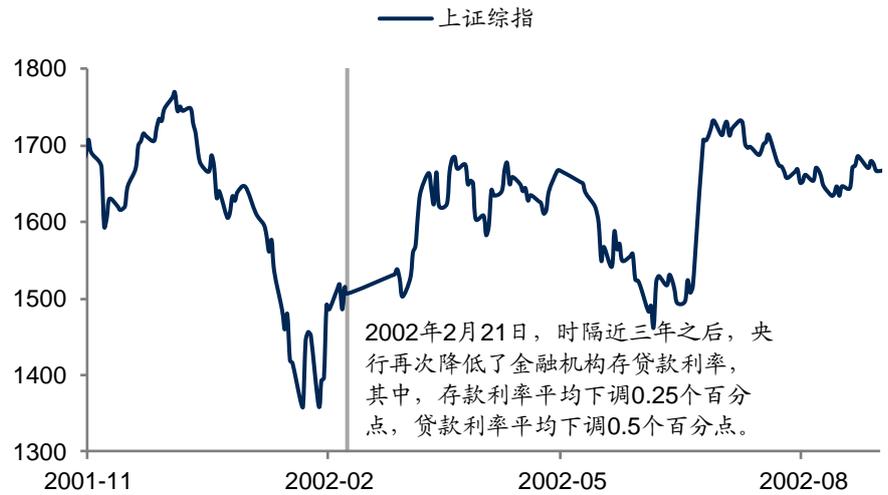
1992年南巡讲话之后，中国经济开始过热，通货膨胀非常高，然后政策收紧开始抑制经济过热。中国经济增速从1993年开始下降，到1999年GDP实际增速连续七年下行。到2000年时中国经济终于是走了出来，2000年中国GDP实际增速8.5%，较1999年提高0.8%，结束了自1993年以来中国经济连续七年的下行走势。但在2000年互联网泡沫破灭以及2001年911事件的影响下，全球经济在2001年发生了衰退，受此影响，中国经济在2001年出现了二次探底。

除了GDP增速回落外，2001年全球经济衰退中我国出口增速大幅下滑，出口增速从最高的30%左右一路下降至5%。此外更重要的是，在经历了2000年CPI和PPI同比增速转正之后，2001年两个指标再度转入负增长，中国经济进入到二次通缩的过程。在这种情况下，时隔近三年之后，2002年2月21日，经国务院批准，中国人民银行再次降低了金融机构存贷款利率，其中，存款利

率平均下调 0.25 个百分点，贷款利率平均下调 0.5 个百分点。

从权益市场表现来看，本次降息后 1 个月内各主要指数全部上涨，平均涨幅达 12.2%，同期申万 28 个行业指数同样全线收涨，其中军工、房地产、农林牧渔行业涨幅居前。本次降息后 3 个月内各主要指数仍全部收涨，平均涨幅为 5.9%，同期申万 28 个行业指数仅通信行业小幅收跌，其中军工、建材、房地产行业涨幅居前。本次降息后 6 个月内各主要指数平均涨幅为 12.4%，同期申万 28 个行业指数仅通信和计算机行业下跌，其中非银金融、银行、军工行业涨幅居前。

图 3: 2002 年首次降低贷款利率后上证综指走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 图中阴影部分为央行首次下调贷款基准利率

表 1: 2002 年 2 月份降息初期各主要指数收益率表现

	降息后 1 个月内指数涨跌幅	降息后 3 个月内指数涨跌幅	降息后 6 个月内指数涨跌幅
上证综指	11.8	5.4	11.1
深圳成指	11.1	4.9	14.1
沪深 300	12.2	5.2	11.0
万得全 A	13.9	8.3	13.3
平均涨幅	12.2	5.9	12.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 2：2002 年 2 月份降息初期各一级行业指数收益率表现

	降息后 1 个月内行业涨跌幅	降息后 3 个月内行业涨跌幅	降息后 6 个月内行业涨跌幅
国防军工	19.4	19.0	23.9
房地产	18.5	12.1	17.7
农林牧渔	18.5	11.1	12.0
综合	17.5	11.6	16.0
非银金融	16.8	2.0	30.6
化工	15.1	9.9	15.4
商业贸易	14.8	10.8	16.9
有色金属	14.8	5.9	9.0
轻工制造	14.6	8.1	13.1
电子	14.5	7.2	11.7
建筑装饰	14.3	6.5	8.8
休闲服务	14.1	10.0	14.3
电气设备	14.0	11.9	13.5
汽车	14.0	10.7	18.4
建筑材料	13.8	12.7	14.2
纺织服装	13.0	9.7	12.1
医药生物	12.6	6.3	13.5
机械设备	12.4	10.1	14.6
公用事业	12.2	6.7	11.7
交通运输	12.1	6.2	14.3
家用电器	11.9	4.4	6.4
传媒	11.1	5.0	5.9
食品饮料	10.6	5.5	9.6
银行	10.1	1.7	29.6
采掘	9.8	3.2	4.2
钢铁	9.0	2.5	9.7
计算机	8.1	0.4	-1.6
通信	4.4	-5.5	-12.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2008 年 9 月降息：至暗时刻后的 V 型反转

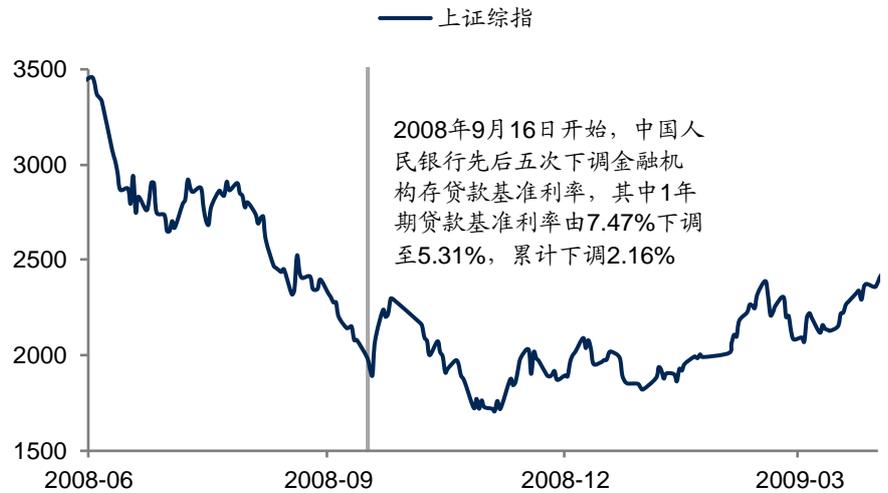
全球经济从 2007 年四季度起出现增速放缓迹象，2008 年上半年增速进一步放缓，但并不是特别明显。到 2008 年三季度和四季度，世界经济增速出现了加速下滑趋势，四季度美国、欧元区、日本等主要全球经济体全部进入经济衰退、GDP 增速负增长。这个过程中，中国的出口和 PPI 增速在三季度到四季度出现了“坠崖式”的下滑，我们认为，这或许是引发中国宏观经济政策 180 度大转向的主要驱动因素。

2008 年 10 月份我国的出口增速（美元计）还有 19%，到 11 月出口增速跌到 -2.2%，一个月的时间里出口增速就从高增速变味了负增长！另一个惊人回落的指标是价格，中国的工业品出厂价格指数（PPI）2008 年 8 月同比增速 10.1% 创十几年来历史新高，9 月 PPI 同比增速 9.1% 依然很高，到 10 月 PPI 同比回落至 6.6%，11 月跌至 2.0%，12 月增速变为负增长的 -1.1%。PPI 同比增速从历史新高到通货紧缩仅仅用了 3 个月的时间！

从 9 月底开始，所有经济政策放水的浪潮一浪高过一浪，9 月 16 日开始，中国人民银行先后五次下调金融机构存贷款基准利率，其中 1 年期贷款基准利率由 7.47% 下调至 5.31%，累计下调 2.16%。

从权益市场表现来看，受金融危机影响，本次降息后 1 个月内各主要指数延续跌势，平均跌幅达 13.5%，同期申万 28 个行业指数同样普遍下跌，仅房地产行业小幅收涨，其中食品饮料、轻工制造、电子行业跌幅居前。本次降息后 3 个月内各主要指数涨跌出现分化，其中深圳成指、中小板指等指数收涨，而上证 50、上证综指等指数收跌，同期申万 28 个行业指数下跌居多，其中电气设备、房地产、通信行业涨幅居前，而银行、非银金融、交通运输等行业表现垫底。本次降息后 6 个月内各主要指数中仅上证 50 小幅收跌，其余各主要指数均出现不同程度的上涨，同期申万 28 个行业指数多数上涨，仅钢铁、食品饮料和交通运输行业小幅收跌。

图 4: 2008 年首次降低贷款利率后上证综指走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 图中阴影部分为央行首次下调贷款基准利率

表 3: 2008 年 9 月份降息初期各主要指数收益率表现

	降息后 1 个月内指数涨跌幅	降息后 3 个月内指数涨跌幅	降息后 6 个月内指数涨跌幅
上证综指	-8.2	-5.0	3.5
深证成指	-11.1	4.5	15.7
上证 50	-13.9	-11.7	-3.3
沪深 300	-12.4	-4.0	7.9
中证 500	-16.4	3.5	27.7
中小板指	-19.1	5.1	21.9
万得全 A	-13.3	-1.9	14.4
平均涨幅	-13.5	-1.3	12.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 4：2008 年 9 月份降息初期各一级行业指数收益率表现

	降息后 1 个月内行业涨跌幅	降息后 3 个月内行业涨跌幅	降息后 6 个月内行业涨跌幅
房地产	3.4	23.8	45.3
通信	-0.1	19.2	29.2
建筑装饰	-4.7	15.3	21.7
医药生物	-5.0	17.9	39.5
农林牧渔	-5.2	18.0	30.4
公用事业	-6.3	6.2	17.0
传媒	-7.9	5.8	21.7
电气设备	-9.0	31.1	54.4
机械设备	-9.5	5.9	33.9
交通运输	-12.0	-12.2	-1.6
家用电器	-12.6	8.3	26.3
计算机	-14.3	5.8	22.3
化工	-14.9	-7.5	2.5
银行	-15.2	-14.9	0.1
汽车	-15.7	-3.4	36.7
国防军工	-15.7	0.1	41.7
采掘	-15.8	-3.8	6.4
商业贸易	-16.1	-0.6	11.8
钢铁	-16.4	-11.3	-5.0
建筑材料	-16.7	17.1	61.3
纺织服装	-17.7	-4.6	13.5
综合	-18.1	-1.5	25.7
非银金融	-19.1	-13.0	2.7
有色金属	-19.4	-0.9	35.4
休闲服务	-21.5	-9.7	15.0
电子	-21.9	-4.2	17.5
轻工制造	-22.1	-6.6	11.0
食品饮料	-22.9	-9.1	-4.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

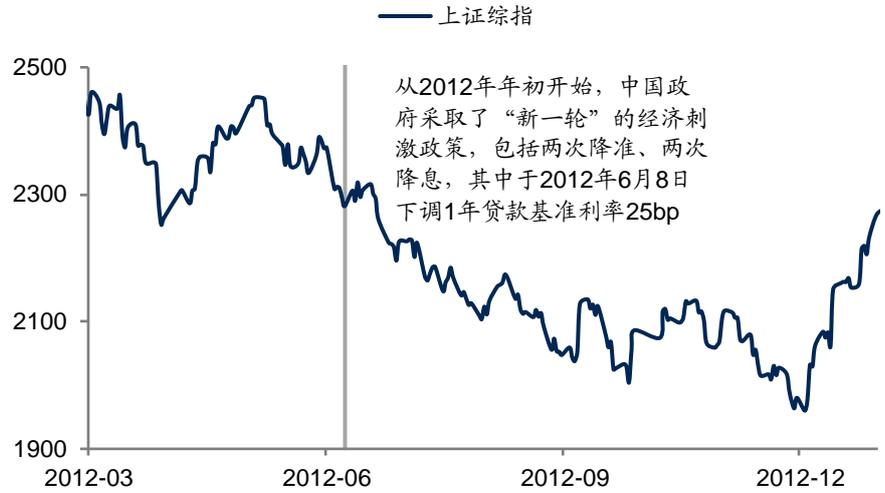
2012 年 6 月降息：股市表现不尽人意

虽然从 GDP 增速的绝对水平 2011 年依然不错，但从趋势上看，已经出现了逐季回落的走势，2011 年一至四季度 GDP 单季度的同比增速分别为 10.2%、10.0%、9.4%、8.8%，这是最可怕的。当时市场普遍认为中国经济即将再度进入“8”时代，但历史仿佛开玩笑一般，中国经济没有再度进入“8”时代，2012 年 GDP 增速直接跌破 8% 进入“7”时代。

经济增速下滑的同时，我们看到从 2011 年四季度开始 PPI 同比增速加速下滑，到 2012 年一季度 PPI 同比正式进入负增长。时间上看，也是从 2012 年年初开始，中国政府采取了“新一轮”的经济刺激政策，包括两次降准、两次降息（其中于 2012 年 6 月 8 日下调 1 年贷款基准利率 25bp），批复大量投资项目，基建投资增速快速拉升，以及最后放出了房地产这个大招。

从权益市场表现来看，本次降息后 1 个月内各主要指数下跌居多，仅中小板指和创业板指数小幅收涨，同期申万 28 个行业指数同样下跌居多，其中医药生物、食品饮料、休闲服务涨幅居前，而钢铁、建材、汽车等行业跌幅靠前。本次降息后 3 个月内各主要指数中仅创业板指数收涨，其余各市场指数纷纷下跌，同期申万 28 个行业指数多数下跌，其中医药生物、传媒、计算机行业涨幅居前，而汽车、钢铁、建材等行业表现垫底。本次降息后 6 个月内各主要指数全部下跌，同期申万 28 个行业指数同样全部下跌。

图 5: 2012 年首次降低贷款利率后上证综指走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 图中阴影部分为央行首次下调贷款基准利率

表 5: 2012 年 6 月份降息初期各主要指数收益率表现

	降息后 1 个月内指数涨跌幅	降息后 3 个月内指数涨跌幅	降息后 6 个月内指数涨跌幅
上证综指	-3.0	-7.2	-10.1
深证成指	-0.7	-10.7	-16.1
上证 50	-2.6	-7.9	-7.0
沪深 300	-2.7	-8.9	-11.6
中证 500	-2.6	-6.9	-17.6
中小板指	0.7	-2.5	-15.6
创业板指	3.6	6.8	-10.4
万得全 A	-1.4	-5.5	-10.1
平均涨幅	-1.1	-5.4	-12.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 6：2012 年 6 月份降息初期各一级行业指数收益率表现

	降息后 1 个月内行业涨跌幅	降息后 3 个月内行业涨跌幅	降息后 6 个月内行业涨跌幅
医药生物	8.0	6.8	-3.9
食品饮料	6.9	-3.0	-21.3
休闲服务	3.7	2.7	-14.5
房地产	2.1	-10.7	-7.8
公用事业	1.9	-2.0	-7.3
农林牧渔	1.3	-1.8	-14.1
非银金融	1.0	-5.6	-12.8
计算机	0.3	3.8	-14.4
传媒	0.0	3.9	-11.9
电子	-1.7	1.4	-15.4
建筑装饰	-1.9	-4.2	-3.6
纺织服装	-2.1	-9.7	-23.2
商业贸易	-2.9	-11.3	-22.7
交通运输	-3.3	-12.5	-16.0
国防军工	-3.4	-8.9	-20.9
家用电器	-3.4	-8.5	-8.3
银行	-3.7	-7.7	-0.8
化工	-3.9	-4.5	-14.2
综合	-4.0	-7.2	-17.3
通信	-4.1	-8.4	-23.9
轻工制造	-5.2	-7.2	-16.7
有色金属	-5.9	-11.0	-21.2
电气设备	-6.2	-10.0	-22.8
机械设备	-6.4	-12.7	-20.8
采掘	-7.3	-11.7	-20.1
汽车	-8.1	-14.8	-12.3
建筑材料	-10.7	-13.8	-12.1
钢铁	-11.1	-14.5	-16.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2014 年 11 月降息：5000 点大牛市的催化剂

2012 年的大放水在 2013 年被收住了，体现在一是用年中和年底的“两次钱荒”使得货币利率和长端利率大幅上行，二是房地产政策的放松到 2013 年“国五条”的出台基本被再次收住。在政策收紧的过程中，2012 年四季度开始的经济弱复苏到 2013 年二季度中止了，2014 年经济再次面临下行压力。

七月份以后，形势的发展超过了预期，主要变化是国际油价出现了暴跌，从而导致 PPI 深度负增长，整个宏观经济出现了通缩压力。国际原油价格在 2011 年冲高后，之后一直维持在 100 美元每桶以上，到 2014 年 6 月时，布伦特原油价格仍在大约每桶 115 美元左右的位置。随后原油价格开始暴跌，到 2014 年年底时，布伦特原油价格已经跌破每桶 50 美元。

这种情况下，货币政策最终从“定向降准”转到了“全面宽松”，2014 年 11 月的降息，宣告了货币政策的彻底转向，直接引爆了 2014 年年底股票市场的行情。中国人民银行于 2014 年 11 月 22 日采取非对称方式下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点至 5.6%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.75%。

延续 2014 年 11 月降息的趋势，2015 年货币政策进一步放松，上证综指在 2015 年冲上了 5000 点：一是降准。2015 年中国人民银行五次调整了存款准备金率，包含四次普遍降准和五次定向降准，累计普遍下调金融机构存款准备金率 2.5%，累计额外定向下调金融机构存款准备金率 0.5%至 6.5%。二是降息。2015 年

中国人民银行连续五次下调金融机构人民币存贷款基准利率，其中，金融机构一年期贷款基准利率累计下调 1.25%至 4.35%；一年期存款基准利率累计下调 1.25%至 1.5%。三是大幅降低货币资金利率。2015 年，配合存贷款基准利率下调，央行公开市场 7 天期逆回购操作利率先后 9 次下行，年末操作利率为 2.25%，较年初下降 160BP，对引导货币市场利率下行发挥了关键作用。

从权益市场表现来看，本次降息后 1 个月内各主要指数全部上涨，平均涨幅为 18.6%，同期申万 28 个行业指数上涨居多，其中非银金融、银行、建筑装饰涨幅居前，而电子、轻工制造、休闲服务等行业表现垫底。本次降息后 3 个月内各主要指数仍全部收涨，且涨幅有所提高，同期申万 28 个行业指数全部上涨，其中非银金融、建筑装饰、计算机行业涨幅居前。本次降息后 6 个月内各主要指数在大牛市背景下涨幅进一步扩大，平均涨幅高达 99.7%，同期申万 28 个行业指数同样全部收涨，即使表现靠后的采掘和银行行业也均录得 60%以上的涨幅。

图 6: 2014 年首次降低贷款利率后上证综指走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 图中阴影部分为央行首次下调贷款基准利率

表 7: 2014 年 11 月份降息初期各主要指数收益率表现

	降息后 1 个月内指数涨跌幅	降息后 3 个月内指数涨跌幅	降息后 6 个月内指数涨跌幅
上证综指	25.8	30.6	87.3
深证成指	27.3	40.6	92.6
上证 50	41.5	42.6	89.5
沪深 300	31.4	36.3	91.7
中证 500	5.5	17.5	94.4
中小板指	0.5	21.1	101.4
创业板指	0.9	25.9	133.7
万得全 A	16.1	26.3	107.4
平均涨幅	18.6	30.1	99.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 8：2014 年 11 月份降息初期各一级行业指数收益率表现

	降息后 1 个月内行业涨跌幅	降息后 3 个月内行业涨跌幅	降息后 6 个月内行业涨跌幅
非银金融	60.4	68.4	113.5
银行	43.5	34.1	66.2
建筑装饰	40.4	43.0	154.6
钢铁	36.5	33.9	100.2
公用事业	23.8	19.9	89.1
交通运输	20.8	23.0	100.1
采掘	19.9	14.1	63.1
国防军工	15.2	21.5	111.4
房地产	15.0	31.0	99.6
家用电器	11.1	29.1	91.6
有色金属	11.0	14.4	71.7
食品饮料	9.0	14.0	67.4
建筑材料	8.8	15.0	75.0
商业贸易	7.1	23.8	112.5
机械设备	4.9	14.9	111.8
通信	4.8	22.3	117.5
农林牧渔	4.1	7.6	82.8
传媒	3.3	34.8	141.0
汽车	3.2	18.2	74.9
计算机	1.5	37.6	165.9
化工	1.1	13.4	85.0
综合	0.6	11.6	87.1
电气设备	0.3	11.5	101.2
纺织服装	-1.0	15.8	114.9
医药生物	-3.0	10.3	82.9
休闲服务	-3.4	9.8	80.1
轻工制造	-4.1	10.9	109.4
电子	-6.1	8.0	81.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

历次降准初期的市场行情表现回顾

本世纪以来央行曾分别于 2008 年 9 月、2011 年 12 月、2015 年 2 月以及 2018 年 4 月全面降低存款类金融机构的存款准备金率（2019 年 1 月份央行同样进行了全面降准，但因据上次降准不足一年，我们不单独讨论），历史经验显示，A 股市场在央行启动降准后的一个月延续跌势的概率稍大，而在首次全面降准后的三个月和六个月内涨跌的概率各占一半。从申万各行业的表现来看，在央行首次全面降准后的半年内，房地产和医药行业表现相对较好，而采掘和非银金融行业表现相对靠后。

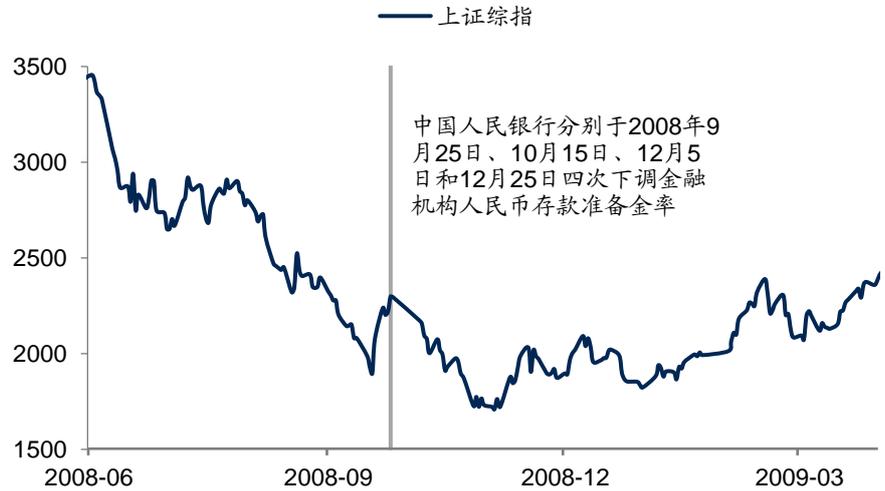
2008 年 9 月降准：危机期间的绝地反弹

2008 年三季度和四季度，世界经济增速出现了加速下滑趋势，这个过程中，中国的出口和 PPI 增速在三季度到四季度出现了“坠崖式”的下滑，引发中国宏观经济政策 180 度大转向的主要驱动因素。中国人民银行分别于 9 月 25 日、10 月 15 日、12 月 5 日和 12 月 25 日四次下调金融机构人民币存款准备金率。

从权益市场表现来看，由于处于金融危机期间，本次降准后 1 个月内各主要指数延续跌势，平均跌幅达 16.4%，同期申万 28 个行业指数同样普遍下跌，仅房地产行业小幅收涨，其中有色金属、休闲服务、采掘行业跌幅居前。本次降准后 3 个月内各主要指数同样仅中小板指等指数小幅收涨，其他市场指数纷纷收

跌，同期申万 28 个行业指数下跌居多，其中电气设备、医药生物、建筑材料行业表现居前，而采掘、交通运输、非银金融等行业表现垫底。本次降准后 6 个月内各主要指数全部上涨，同期申万 28 个行业指数普遍上涨，仅钢铁和交通运输行业小幅收跌。

图 7：2008 年央行首次全面降准后上证综指走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：图中阴影部分为央行首次全面降准

表 9：2008 年 9 月份降准初期各主要指数收益率表现

	降准后 1 个月内指数涨跌幅	降准后 3 个月内指数涨跌幅	降准后 6 个月内指数涨跌幅
上证综指	-17.0	-16.4	3.4
深证成指	-13.1	-4.2	23.6
上证 50	-18.9	-18.4	0.7
沪深 300	-16.7	-12.5	12.3
中证 500	-16.6	-4.1	33.4
中小板指	-16.3	3.4	31.4
万得全 A	-16.5	-9.4	19.7
平均涨幅	-16.4	-8.8	17.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 10：2008 年 9 月份降准初期各一级行业指数收益率表现

	降准后 1 个月内行业涨跌幅	降准后 3 个月内行业涨跌幅	降准后 6 个月内行业涨跌幅
房地产	1.1	9.2	60.7
医药生物	-6.9	12.3	39.8
农林牧渔	-10.4	3.8	30.1
建筑装饰	-10.6	5.0	21.8
电气设备	-10.7	22.5	54.4
公用事业	-10.9	-2.0	18.6
家用电器	-12.7	1.6	33.1
通信	-15.2	-2.8	16.3
传媒	-15.2	-4.6	17.4
机械设备	-15.3	-7.3	31.9
建筑材料	-15.5	10.3	70.1
综合	-16.0	-5.7	37.2
汽车	-16.4	-9.3	46.2
交通运输	-16.5	-22.1	-0.4
纺织服装	-16.9	-10.3	19.4
商业贸易	-17.3	-2.3	19.7
计算机	-17.4	0.9	24.8
食品饮料	-17.7	-8.6	3.9
化工	-18.7	-17.4	5.5
银行	-18.8	-15.2	8.4
轻工制造	-19.1	-10.0	20.3
钢铁	-19.2	-17.6	-0.2
电子	-20.7	-10.3	25.9
非银金融	-20.9	-20.6	8.4
国防军工	-21.6	-6.5	42.0
采掘	-25.8	-23.5	5.4
休闲服务	-26.1	-17.8	16.9
有色金属	-26.4	-15.4	50.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2011 年 12 月降准：股市走势较为纠结

2011 年的经济数据不好看，几乎全部的经济增长指标较上一年均有所下滑。2011 年全年中国 GDP 实际增速为 9.5%，相比上年下行 1.1%，且从季度数据看，GDP 增速已呈现逐季回落的走势。工业增加值累计同比增速为 13.9%，增速较上年下降 1.8%，全年工业企业利润总体同比增速为 15.7%，较上年大幅下降 37.8%。

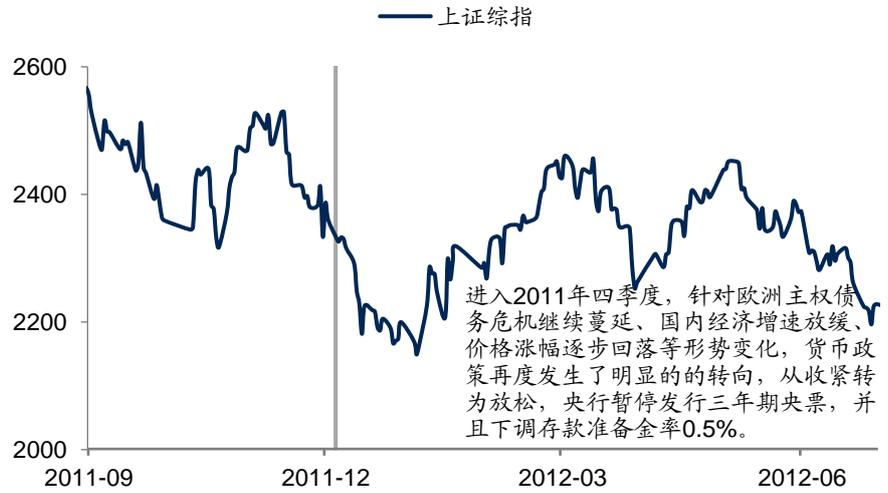
2011 年宏观经济的另一大特征就是通货膨胀的大幅回升，全年 CPI 累计同比增速 5.4%，较上一年提高 2.1%；PPI 全年累计同比增速 6.0%，较上一年提高 0.5%。

其实在当年的前三季度，面对不断加大的通胀压力，经济政策的重心是保持物价稳定，货币政策是收紧的，前三季度央行累计共 6 次上调存款准备金率、3 次上调贷款基准利率。而进入四季度，针对欧洲主权债务危机继续蔓延、国内经济增速放缓、价格涨幅逐步回落等形势变化，货币政策再度发生了明显的转向，从收紧转为放松，央行暂停发行三年期央票，并且下调存款准备金率 0.5%。

从权益市场表现来看，本次降准后 1 个月内各主要指数和申万 28 个行业指数全部下跌，其中分行业看，综合、有色金属、轻工制造等行业跌幅靠前。本次降准后 3 个月内各主要指数上涨居多，同期申万 28 个行业指数基本涨跌参半，其中家用电器、房地产、银行行业涨幅居前，而医药生物、食品饮料、纺织服装等行业表现垫底。本次降准后 6 个月内各主要指数再度以下跌居多，同期申万

28 个行业指数中仅房地产、非银金融等四个行业小幅收涨。

图 8: 2011 年央行首次全面降准后上证综指走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 图中阴影部分为央行首次全面降准

表 11: 2011 年 12 月份降准初期各主要指数收益率表现

	降准后 1 个月内指数涨跌幅	降准后 3 个月内指数涨跌幅	降准后 6 个月内指数涨跌幅
上证综指	-9.0	3.6	-2.1
深证成指	-12.3	4.3	0.4
上证 50	-6.3	7.2	3.5
沪深 300	-11.0	4.1	0.1
中证 500	-19.5	-0.5	-5.2
中小板指	-17.8	-2.6	-6.8
创业板指	-19.6	-8.4	-13.7
万得全 A	-11.0	2.6	-2.5
平均涨幅	-13.3	1.3	-3.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 12：2011 年 12 月份降准初期各一级行业指数收益率表现

	降准后 1 个月内行业涨跌幅	降准后 3 个月内行业涨跌幅	降准后 6 个月内行业涨跌幅
银行	-0.2	8.2	-0.6
家用电器	-7.8	16.7	9.4
房地产	-11.7	11.5	15.6
公用事业	-12.1	-1.0	-3.3
钢铁	-12.1	2.9	-3.2
汽车	-12.4	5.8	-2.9
通信	-12.4	-4.3	-15.9
非银金融	-12.7	7.6	12.1
交通运输	-13.0	0.6	-5.2
采掘	-14.7	5.8	-3.7
传媒	-15.3	1.4	-11.2
商业贸易	-15.8	-2.1	-8.3
建筑装饰	-16.0	-1.4	-1.0
休闲服务	-16.9	-2.6	-0.5
计算机	-17.6	-1.4	-9.2
机械设备	-18.1	1.7	-4.3
建筑材料	-18.2	3.0	-4.7
食品饮料	-19.3	-7.2	-1.6
国防军工	-20.0	-2.0	-12.7
电气设备	-20.9	-6.0	-18.9
医药生物	-20.9	-10.7	-8.9
纺织服装	-21.0	-6.0	-10.5
农林牧渔	-21.4	-5.4	-14.4
化工	-21.5	-2.4	-11.4
电子	-22.0	-0.9	-9.2
轻工制造	-22.1	-4.3	-13.0
有色金属	-22.3	4.5	4.2
综合	-23.3	-5.1	-12.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2015 年 2 月降准：“快牛”到“股灾”

2012 年四季度开始的经济弱复苏到 2013 年二季度中止了，2014 年经济再次面临下行压力。2014 年 7 月份以后，形势的发展超过了预期，主要变化是国际油价出现了暴跌，从而导致 PPI 深度负增长，整个宏观经济出现了通缩压力。

这种情况下，货币政策最终从“定向降准”转到了“全面宽松”，2014 年 11 月的降息，宣告了货币政策的彻底转向。延续 2014 年 11 月降息的趋势，2015 年货币政策进一步放松，在降准、降息和公开市场操作大幅降低货币市场资金利率三箭齐发下，上证综指在 2015 年冲上了 5000 点。

从权益市场具体表现来看，本次降准后 1 个月内各主要指数仅上证 50 指数小幅收跌，各主要指数平均涨幅为 6.3%，同期申万 28 个行业指数普遍上涨，仅银行行业小幅收跌，其中传媒、计算机、通信等行业涨幅居前。本次降准后 3 个月内各主要指数均实现了较大幅度的上涨，平均涨幅高达 39.8%，同期申万 28 个行业指数全部上涨，其中建筑装饰、机械设备、计算机行业涨幅居前。本次降准 6 个月后股灾第一阶段已开始爆发，各主要指数平均涨幅缩小至 24.6%，同期申万 28 个行业指数依然是上涨居多，不过涨幅多有缩减，其中非金融行业累计下跌 10.5%，在所有行业中表现垫底。

图 9: 2015 年央行首次全面降准后上证综指走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 图中阴影部分为央行首次全面降准

表 13: 2015 年 2 月份降准初期各主要指数收益率表现

	降准后 1 个月内指数涨跌幅	降准后 3 个月内指数涨跌幅	降准后 6 个月内指数涨跌幅
上证综指	2.3	35.4	16.4
深证成指	4.0	28.0	12.7
上证 50	-0.2	32.7	4.8
沪深 300	2.8	35.1	13.7
中证 500	9.2	44.3	37.9
中小板指	10.3	39.0	37.4
创业板指	14.6	58.4	42.3
万得全 A	7.1	45.7	31.6
平均涨幅	6.3	39.8	24.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 14：2015 年 2 月份降准初期各一级行业指数收益率表现

	降准后 1 个月内行业涨跌幅	降准后 3 个月内行业涨跌幅	降准后 6 个月内行业涨跌幅
传媒	14.9	56.9	39.6
计算机	14.7	58.4	40.2
通信	12.3	52.3	42.7
纺织服装	11.8	52.9	53.1
医药生物	11.5	44.2	40.0
商业贸易	11.1	47.0	30.6
轻工制造	11.0	53.3	56.8
电子	10.7	41.3	40.5
综合	10.5	42.3	35.0
电气设备	10.1	52.6	40.1
汽车	9.7	35.7	23.1
建筑装饰	9.3	74.9	37.6
化工	9.0	41.6	33.6
农林牧渔	8.9	39.3	50.0
机械设备	8.9	58.5	35.1
休闲服务	8.0	43.8	41.5
有色金属	7.5	34.6	7.8
家用电器	7.4	37.9	30.3
建筑材料	7.1	38.1	27.6
公用事业	5.5	44.9	37.0
交通运输	5.2	53.4	45.2
钢铁	3.8	44.0	31.3
食品饮料	3.3	31.7	26.9
国防军工	3.1	53.0	52.0
非银金融	2.9	27.2	-10.5
房地产	2.0	36.7	27.0
采掘	1.5	34.3	15.8
银行	-4.1	20.7	10.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2018 年 4 月降准：“内忧外患”下的单边下行

2017 年以来，伴随着去杠杆的持续推进，社融增速持续探底，信用利差不断上升，实体经济和资本市场在 2018 年都出现了不同程度的融资难问题，自年初以来债券市场信用违约事件就频频发生，大连机床集团、丹东港、川煤集团、中国城建、神雾环保等多家上市公司密集出现债务违约事件。

与此同时，中美之间的“贸易战”也在 2018 年年初拉开了序幕。3 月 1 日，美国针对中国钢铁和铝进口征收 25% 和 10% 的重税，紧接着 3 月 22 日，美国计划对从中国 600 亿美元的商品征税，并限制中国对美国的投资并购，挑起了两国之间的贸易争端。4 月 3 日，美国宣布将对我国 500 亿美元的商品加征 25% 的关税，4 月 4 日，中国宣布对美国出口价值 500 亿美元商品加征关税作为反击。4 月 5 日，特朗普宣布考虑对中国额外 1000 亿美元商品加征关税。4 月 16 日，美国方面再度祭出杀手锏，美国商务部宣布未来 7 年将禁止美国公司向中兴通讯销售零部件、商品、软件和技术。中美两个大国之间的贸易摩擦愈演愈烈。

“内忧外患”之下，央行货币政策开始渐渐转向，2018 年 4 月，央行在时隔近两年的时间后再度全面降准，此后 7 月份、10 月份以及今年 1 月份央行连续降准，累计共下调存款准备金率 3.5%。

从权益市场具体表现来看，本次降准后 1 个月内各主要指数各主要指数下跌居多，不过此时的平均跌幅仅为 0.4%，同期申万 28 个行业指数涨跌参半，其中

医药生物、休闲服务、农林牧渔等行业涨幅居前，而军工、钢铁和计算机行业跌幅居前。本次降准后 3 个月内各主要指数跌幅有所扩大，平均跌幅为 8.3%，同期申万 28 个行业指数仅休闲服务和食品饮料行业小幅收涨，其余行业全部下跌。本次降准后 6 个月各主要指数平均跌幅进一步扩大至 22.6%，同期申万 28 个行业指数依然是全部下跌，其中电子、综合、传媒等行业大幅领跌。

图 10: 2018 年央行首次全面降准后上证综指走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 图中阴影部分为央行首次全面降准

表 15: 2018 年 4 月份降准初期各主要指数收益率表现

	降准后 1 个月内指数涨跌幅	降准后 3 个月内指数涨跌幅	降准后 6 个月内指数涨跌幅
上证综指	0.4	-7.2	-16.8
深证成指	-1.0	-10.4	-28.7
上证 50	-2.3	-5.8	-8.7
沪深 300	-0.7	-6.9	-16.9
中证 500	-0.7	-10.9	-28.9
中小板指	1.1	-7.1	-28.9
创业板指	-0.1	-9.7	-29.5
万得全 A	0.0	-8.0	-22.2
平均涨幅	-0.4	-8.3	-22.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 16：2018 年 4 月份降准初期各一级行业指数收益率表现

	降准后 1 个月内行业涨跌幅	降准后 3 个月内行业涨跌幅	降准后 6 个月内行业涨跌幅
医药生物	11.3	-2.4	-26.7
休闲服务	6.3	11.2	-15.9
农林牧渔	5.3	-7.8	-19.0
商业贸易	4.8	-10.2	-26.9
食品饮料	4.0	4.7	-16.0
化工	3.5	-4.7	-24.3
交通运输	3.0	-9.4	-23.3
汽车	3.0	-8.4	-26.5
公用事业	2.1	-8.5	-23.4
轻工制造	1.6	-12.6	-33.6
纺织服装	1.4	-11.2	-31.1
采掘	0.5	-9.9	-12.3
通信	-0.3	-16.3	-31.2
机械设备	-1.0	-14.0	-30.2
传媒	-1.9	-13.6	-34.5
银行	-2.4	-7.9	-3.6
有色金属	-2.5	-14.1	-33.6
建筑材料	-3.1	-6.6	-26.7
建筑装饰	-3.2	-9.6	-23.4
电子	-3.5	-10.4	-35.8
电气设备	-3.6	-17.9	-33.1
综合	-3.8	-17.4	-34.9
家用电器	-4.4	-10.0	-27.0
非银金融	-4.5	-10.2	-9.5
房地产	-4.6	-17.3	-27.6
计算机	-4.7	-12.3	-32.0
钢铁	-6.3	-3.2	-15.0
国防军工	-6.7	-14.8	-28.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032