

A股“政策底”往事

团队成员

投资要点:

➤ 核心观点

2023年7月24日，中共中央政治局召开会议，指出要活跃资本市场，提振投资者信心。随后证监会在年中工作座谈会中指出，要从投资端、融资端、交易端等方面综合施策，协同发力，确保党中央大政方针在资本市场领域不折不扣落实到位。8月18日，证监会有关负责人答记者问，表示将采取六大措施活跃资本市场、提振投资者信心。同日，沪深北交易宣布所进一步降低证券交易经手费，并将引导证券公司稳妥做好与客户合同变更及相关交易参数的调整，依法降低经纪业务佣金费率，切实将此次证券交易经手费下降的政策效果传导至广大投资者。

当前市场“政策底”方向明确根基牢固，国家政策对于资本市场的高度重视和持续关怀。鉴往以知来，本文回顾了2008年、2012年、2018年三次“政策底”前后政策、事件以及行情表现的细节。从历史经验中可以发现，“政策底”效果的显现往往是一个过程而并非一蹴而就的，但是市场不断向好的方向是非常明确。无论是2008年11月上旬的“四万亿”计划，还是2018年11月初的民营企业座谈会，历史经验中“政策底”出现后股票市场往往会先在底部震荡徘徊一段时间，随后再真正进入上行通道，这个过程中，理性乐观的投资者最终将能够获得很好的回报。

➤ 风险提示:

地缘政治风险超预期、宏观经济不及预期、海外市场大幅波动等。

分析师 燕翔
执业证书编号: S0210523050003
邮箱: yx30128@hfzq.com.cn

相关报告

- 《如何看待年初以来国证 2000 表现领先》
2023.08.18
- 《通胀数据点评：PPI 低点、盈利拐点》
2023.08.11
- 《2023 年中报业绩前瞻》
2023.08.03

正文目录

1	2008年：三重利好与四万亿	1
2	2012年：二次刺激稳增长政策	2
3	2018年：纾困与民企座谈会	3
4	“政策底”前后行情表现总结	4
5	风险提示	5

图表目录

图表 1：2008年“政策底”前后股市表现	2
图表 2：2012年“政策底”前后股市表现	3
图表 3：2018年“政策底”前后股市表现	4

1 2008 年：三重利好与四万亿

2008 年美国次贷危机蔓延至全球引发金融海啸，全球经济形势急转直下，宏观经济政策大幅度转向。上证综指从 2007 年 10 月最高的 6124 跌到了 2008 年 10 月最低的 1664 点，下跌幅度之深、速度之快都是前所未有的。2008 年 A 股市场从趋势上基本上就是一路下跌，中间除了 4 月 24 日降低印花税有过一周左右时间的反弹，基本上没有像样的反弹，下跌过程中由于内外部因素的叠加，几乎完全没有任何抵抗。结构上看，2008 年呈现出了无差异化的普跌。

2008 年“政策底”出现在 9 月下旬到 11 月上旬。上证综指从 2007 年 10 月的 6124 点开始调整下跌，进入 9 月份，美国次贷危机全面演化为全球金融危机。9 月 7 日，美国财政部正式接管两房（房利美和房地美）。9 月 15 日美国第四大投资银行雷曼兄弟控股公司申请破产保护标志着金融危机全面爆发，16 日美国政府向美国国际集团（AIG）提供 850 亿美元短期紧急贷款，政府出面接管了 AIG。随着国际金融环境的实质性恶化，我国监管层的政策发生明确转向，9 月 15 日晚，央行下调贷款利率与存款准备金率，这也是自 2006 年 4 月以来的首次降准。极度恐慌下降准降息无济于事，9 月 16 日，上证指数大跌 4.5% 跌破 2000 点整数关口。

到 2008 年 9 月 18 日上证综指最低跌到了 1802 点。9 月 18 日晚，国家出台了救市三大政策，一是印花税从双边改为单边征收、卖出征收千分之一，二是汇金公司直接入市、在二级市场自主购入工、中、建三行股票，三是国资委支持央企增持或回购上市公司股份。次日 9 月 19 日，两市股票几乎全线涨停，上证指数当日涨幅 9.5%！在救市政策出台后的五个交易日内，上证综指累计涨幅超过 20%，最高摸到了 2333 点。这种情况下市场觉得总该见底了，论下跌幅度、论估值水平、还是论政策支持，都应该说到位了。可惜就是好景不长，急速反弹周期十分短暂，“十一”过后市场再度开始下跌。

10 月 8 日，央行下调存款准备金率和基准利率，国务院暂免征收利息税。10 月 22 日，房地产市场迎来重磅利好政策，三部门推出七大举措扩大住房消费需求，包括降低住房交易税费、将个人房贷利率下浮幅度扩大至基准利率的 0.7 倍、最低首付降低至 20% 等。10 月 29 日，央行再度下调基准利率。虽然 10 月份央行频繁出手利好不断，但市场情绪没有任何好转迹象，10 月 28 日上证指数最低探至 1664 点。此时股市的悲观情绪达到了极致，各种救市利好政策都已经出了，市场还是跌破了前低，要何去何从。

情绪宣泄过后，市场从 10 月底开始逐步走稳。到 2008 年 11 月，为应对全球金融危机的冲击，各种稳增长政策陆续加速出台。11 月 9 日（周日）新华网报道，国务院常务会议在 11 月 5 日召开，研究部署进一步扩大内需促进经济平稳较快增长的措施，提出实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并出台十项措施刺激经济。会议通稿中提到“初步匡算，实施上述工程建设，到 2010 年底约需投资 4 万亿元”，被誉为史上最大经济刺激计划的“四万亿计划”正式出台。次日 11 月 10 日，上证指数大涨 7.3%。不过在 11 月上漲之后，A 股市场出现了利好效应减退特征，在 12

月再度有所回落，到年底上证指数又回到了 1800 点左右。而元旦过后一进入 2009 年，市场便开始了单边上涨行情，到 8 月初上证综指最高升至 3478 点。

图表 1：2008 年“政策底”前后股市表现



来源：Wind，华福证券研究所

2 2012 年：二次刺激稳增长政策

中国经济在经历了 2009 年的“V 型”反转后，GDP 经济增长指标在 2010 年达到了最高点，由于当时很多观点认为经济将要进入新一轮上行周期，企业在 2010 年大幅扩大了产能进行了大量资本支出，从而使得商品价格大幅上涨，但新一轮周期的幻觉很快消失。到 2011 年中国经济面对的是通胀上涨、货币政策收紧、经济增长指标全面滑落的不利局面，股市大约从 2011 年 4 月开始，一直到 2012 年 12 月，出现了趋势性的下跌。

股市从 2011 年二季度就开始下跌，但更痛苦的还是在 2012 年。2012 年从 5 月到 11 月，上证综指差不多是月线七连阴（9 月小幅上涨 1.9%，其余月份上证综指均为下跌），上证综指累计下跌幅度达 19%。

2012 年并没有出现降低印花税等直接刺激资本市场的政策，“政策底”主要体现在宏观经济政策上的变化上，暨从 2011 年收紧的政策再次转向宽松的“二次刺激”政策（所谓“二次刺激”是针对“四万亿计划”而言的，后者可以理解为金融危机后的第一次经济刺激）。从时间上看，“政策底”大体在 9 月到 11 月间。

持续下跌后，上证综指到 9 月 5 日收盘跌至 2038 点，距离 2000 点整数关口一步之遥。9 月 5 日，发改委公布批复总投资规模逾 7000 亿元的 25 个城轨规划和项目后，9 月 6 日，发改委再次公布批复 13 个公路建设项目、10 个市政类项目和 7 个港口、航道项目。保守估计，发改委在两天内集中公布批复的这些项目总投资规模超过 1 万亿元，由此引发市场在 9 月 7 日大涨，上证综指当日上涨 3.7%。但这个反弹非常短促，随后市场继续下跌，到 9 月 26 日上证综指收盘价最低跌至 2004 点盘中一度跌破 2000 点。

9月26日晚至9月27日，各界传递出维稳市场意图，出现多个利好消息，对大盘2000点形成多方位支撑，包括30余家创业板公司几乎同时发布了关于不减持公告、保监会公告第一批获准管理险资的非保险类投资管理机构名单出炉等。在此刺激下，上证综指在9月27日大涨2.7%再次开启反弹。9月27日开始的小反弹持续到了10月22日，此后行情再度出现震荡调整。11月13日，国务院批准增加2000亿元RQFII投资额度至2700亿。此外，2012年11月仅1家新股IPO上市，此后有超过半年时间没有新发IPO，虽然没有明确说法IPO暂停，但是事实上新股发行已经处于停歇的状态。

上证综指在12月4日盘中最低探至1949点随即开始反攻，12月A股市场反转向大爆发。2012年12月的上涨行情在A股历史上非常著名，虽然在5月到11月间连续下跌，但由于12月的大幅上涨，2012年全年上证综指收益率还是上涨的，以至于后面市场一想到年底行情往往就能想到2012年12月。

图表 2：2012 年“政策底”前后股市表现



来源：Wind，华福证券研究所

3 2018 年：纾困与民企座谈会

北京时间2018年3月23日凌晨，新华社报道美国总统特朗普签署总统备忘录，依据“301调查”结果，将对从中国进口的商品大规模征收关税，并限制中国企业对美投资并购，涉及征税的中国商品规模可达600亿美元。3月23日当日上证综指大跌3.4%。受贸易战等多重因素影响，2018年A股市场表现不太理想，到9月底上证综指收盘于2821点，较2017年底累计跌幅达14.7%。

2018年的“政策底”时间区间大体在10月到11月期间。10月7日，央行决定从10月15日起，下调部分金融机构人民币存款准备金率1个百分点。但十一假期过后，画风突变市场突然出现快速下跌，从10月8日到10月18日，上证综指在九个交易日内收盘价从2821点跌到2486点，10月19日盘中最低探至2449点。10月19日，国务院副总理刘鹤与一行两会（人民银行、银保监会、证监会）负责人同日发声，从不同角度对资本市场表态，加大支持提振信心，释放全面护市信号。其中，

证监会介绍了资本市场改革开放六项新举措。

10月31日中共中央政治局召开会议，会议强调围绕资本市场改革，加强制度建设，激发市场活力，促进资本市场长期健康发展。11月1日，习近平总书记主持召开民营企业座谈会，强调要毫不动摇鼓励支持引导非公经济发展，支持民营企业发展并走向更加广阔舞台。此外，从10月底开始券商、险资、地方政府联手，筹措纾困资金参与化解优质上市公司股票质押流动性风险，积极服务实体经济。根据经济日报报道“据不完全统计，截至11月28日，券商、险资以及各个地方政府成立或拟成立的纾困专项基金规模超5000亿元”。

从市场行情看，上证综指在10月19日探至年内低点2449点后，10月下旬到11月上半月在各项政策利好刺激下行情小幅回升，但从11月下旬开始有震荡回到，到年底时指数再次回到2500点以下。在2018年四季度“政策底”的过程中，指数先抑后扬整体底部低位徘徊。虽然在2018年底时市场很悲观很难受，但刚过元旦过后，一进入2019年市场行情便由弱转强，开启了新一轮上涨行情而且几乎是单边持续上涨，到2019年4月8日上证综指最高摸至3288点。

图表 3：2018 年“政策底”前后股市表现



来源：Wind，华福证券研究所

4 “政策底”前后行情表现总结

通过前述对于2008年、2012年、2018年“政策底”前后的市场行情回顾，我们认为有如下几点经验值得总结：

第一，很难说单个事件或政策就是“政策底”，“政策底”往往是一连串政策的结果。比如2008年年底以9月的三大利好政策还是以11月的四万亿计划作为“政策底”，肯定有分歧。但如果作为一个整体看，那么就可以比较共识地认为2008年四季度是一个“政策底”。所以“政策底”最好以一个时间区间而非一个时间点去判断。

第二，“政策底”出现后，行情也不是马上V型启动，一般会有一个底部反复的过程。2008年9月三大利好出来后行情快起快落，11月即使是四万亿政策出台后，

行情脉冲上行又有调整回落，到年底时依然在 1800 点左右。2012 年、2018 年的情况也一样，在明确的利好政策出现后，行情短期脉冲后也出现了底部反复震荡。但无论如何，“政策底”区间确认后，短期即使有波动，但我们看到这个区间不会被实质性跌破。而且从过去这三次经验看，底部徘徊时间不久后行情便转而向上。

第三，从当下的情况来看，7 月 24 日中央政治局会议明确指出要“活跃资本市场，提振投资者信心”。当前市场“政策底”方向明确根基牢固，国家政策对于资本市场的高度重视和持续关怀。市场行情从 7 月末至今再次出现的反复震荡情况，与过往历史经验也相符合。展望未来，当下中国经济运行不断回稳向好，在“政策底”夯实下，我们认为对后续 A 股市场的行情应该积极乐观，市场最终会给理性的投资者予以回报。

5 风险提示

地缘政治风险超预期、宏观经济不及预期、海外市场大幅波动等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn