

# 历史上 A 股“政策底”的复盘与经验总结

## 策略专题报告

### 投资要点:

一、本文复盘了 2008 年以来 A 股市场 5 次典型的“政策底”：2008 年 9 月、2012 年 6 月、2015 年 7 月、2018 年 10 月和 2022 年 3 月。“政策底”的确认通常伴随着政策组合拳的持续密集出台，包括货币政策、财政政策和资本市场相关政策。政策落地上，货币宽松往往不会缺席，同时积极的财政政策和资本市场相关政策配合，提振市场对经济基本面和股市的信心。

二、“政策底”确认后市场往往出现反弹，但市场底部的构筑往往不是一蹴而就的，对经济基本面预期的好转和对资本市场信心的恢复才是市场走出底部的主要驱动力。复盘历次维稳政策密集出台后，A 股市场反弹持续 6 个交易日至 29 个交易日，反弹幅度在 4%至 19%区间。但外围因素扰动或经济基本面担忧可能使得市场再次回落，例如：2008 年，持续 6 个交易日反弹后，由于国内经济数据继续走弱、国庆假期美股市场暴跌等影响，市场再度走弱；2018 年，受中美摩擦再度反复影响，A 股市场又开始缓慢磨底；再如 2022 年疫情干扰国内产业链供应链，A 股二次筑底。

三、7 月政治局会议探明本轮“政策底”，后续宏观政策调控力度有望加大。7 月 24 日中央政治局会议总体基调偏积极，并首次提出“活跃资本市场，提振投资者信心”，奠定本轮 A 股“政策底”。政治局会议后 A 股阶段性反弹，而后由于 7 月进出口、社融、经济数据疲弱，及某大型地产民企现金流风险等事件冲击风险偏好，A 股再次筑底。复盘 A 股历次“政策底”后的 1-2 个月，政策组合拳通常持续出台，而当前高频数据显示国内经济动能仍有些偏弱，因此，后续政策组合拳仍有望陆续出台：降准、降息等货币宽松政策仍有可能；房地产政策在融资端、需求端或加快优化，核心城市限购限贷、房贷利率、交易税费、普宅认定等方面或存在调整可能性；资本市场政策方面，近期证监会推出“活跃资本市场、提振投资者信心”一揽子政策措施，相关政策落地有望推动资本市场高质量发展，提振投资者信心。

四、历史上 A 股“政策底”后，市场底部区间往往需要反复夯实，等待政策效果的验证。站在当下，万得全 A 的市盈率为 14 倍，回落至近三年 13%的分位；万得全 A 风险溢价为 5.9%，升至近三年 95%分位，A 股已位于中长期价值配置区间。本轮“政策底”探明后，A 股大概率会维持在一定区间来回震荡，短期内继续大跌的概率较低。

### 风险提示:

经济复苏不及预期、海外市场大幅波动、海外黑天鹅事件等。

### 分析师

分析师：李立峰

邮箱：lilf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090003

分析师：张海燕

邮箱：zhanghy5@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521040002

### 相关研究

1. 【华西策略】最新 A 股&港股&美股估值如何看？——估值周报（0814-0818）  
2023-08-19
2. 【华西策略】2023 年中报前瞻：寻找基本面率先走出底部的行业  
2023-08-16
3. 【华西策略】最新 A 股&港股&美股估值如何看？——估值周报（0807-0811）  
2023-08-12

## 正文目录

1. 复盘 A 股历史上的“政策底”到“市场底” .....	3
1.1. 2008 年：救市三大政策，出台四万亿投资计划 .....	3
1.2. 2012 年：发改委批复万亿投资项目，“国家队”集体增持 .....	4
1.3. 2015 年：各部委联合救市，“国家队”护盘 .....	6
1.4. 2018 年：召开民营企业座谈会，民企纾困政策落地 .....	8
1.5. 2022 年：国务院金融委会议召开，稳经济一揽子措施落地 .....	10
2. A 股历次“政策底”的特征 .....	11
3. 7 月政治局会议探明本轮“政策底”，后续宏观政策调控力度有望加大 .....	12
4. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1 2008 年以来，A 股市场大致出现 5 次“政策底—市场底”组合 .....	3
图 2 2008 年 A 股“政策底” .....	4
图 3 2008 年逆周期调节和稳定资本市场的政策 .....	4
图 4 2012 年 A 股“政策底” .....	5
图 5 2012 年相关政策 .....	6
图 6 2015 年 A 股“政策底” .....	7
图 7 2015 年救市政策 .....	8
图 8 2018 年 A 股“政策底” .....	9
图 9 2018 年救市政策 .....	10
图 10 2022 年 A 股“政策底” .....	11
图 11 2022 年稳增长政策 .....	11
图 12 2008 年以来 A 股“政策底”、“市场底” .....	12
图 13 2023 年 7 月政治局会议后，A 股“政策底”基本探明 .....	13
图 14 7 月政治局会议表态“活跃资本市场、优化房地产政策”，此后资本市场、房地产领域政策陆续出台 .....	14

## 1. 复盘 A 股历史上的“政策底”到“市场底”

我们将“政策底”定义为：市场下跌一段时间后，高层对股市积极表态、稳定资本市场的政策密集出台后市场出现反弹的时点。复盘 2008 年后 A 股，市场大致出现 5 次“政策底—市场底”组合，分别为：1) 2008 年 9 月-2008 年 11 月；2) 2012 年 6 月-2012 年 12 月；3) 2015 年 7 月-2015 年 8 月；4) 2018 年 10 月-2019 年 1 月；5) 2022 年 3 月-2022 年 4 月。

图 1 2008 年以来，A 股市场大致出现 5 次“政策底—市场底”组合



资料来源：Wind、华西证券研究所

### 1.1.2008 年：救市三大政策，出台四万亿投资计划

复盘 2008 年，美国次贷危机引发全球性金融危机，美股指数深度调整，但 A 股跌幅更大。2007 年 10 月-2008 年 10 月，A 股市场持续了近一年的深度下跌，上证指数从 2007 年 10 月 16 日的最高 6124 点下跌至 2008 年 10 月 28 日的最低 1664 点，各行业、各风格板块悉数下跌，个股层面上涨的公司寥寥无几。

2008 年“政策底”于 9 月份明确，9 月-11 月，国内宽货币政策、资本市场维稳政策、财政刺激政策陆续发力。2008 年市场下跌过程中，逆周期调节和稳定资本市场的政策从 4 月开始陆续出台：4 月 23 日，财政部、国家税务总局研究决定，自 2008 年 4 月 24 日起，调整证券（股票）交易印花税税率，由原先的 3‰调整为 1‰。货币政策层面，央行自 9 月以来实行宽松的货币政策，五次下调存贷款基准利率，四次下调存款准备金率。2008 年 9 月 18 日，政府出台了救市三大政策（股市印花税改为单边征收、汇金增持工、中、建三行股票、国资委表态支持央企增持或回购上市公司股份），市场风险偏好得到大幅提振，“政策底”明确。9 月 20 日，上证指数、深证成指双双涨停，反弹持续了 6 个交易日，随后市场再次回落，

10月28日上证指数最低点位1664点。直到2008年11月9日，国常会宣布“四万亿”投资计划，A股市场见底回升。

本轮A股筑底过程中，“政策底”出现在2008年9月18日，上证指数最低点位1802点；“市场底”出现在2008年10月28日，上证指数最低点位1664点。“政策底—市场底”时间间隔1.5个月，沪指空间间隔7.66%。

图2 2008年A股“政策底”



资料来源：Wind、华西证券研究所

图3 2008年逆周期调节和稳定资本市场的政策

时间	政策
2008/04/24	财政部、国务院决定调整证券（股票）交易印花税税率，由原先的3%调整为1%
2008/09/15	9月15日起，央行五次下调存贷款基准利率，四次下调存款准备金率
2008/09/18	政府出台三大救市政策：股市印花税改为单边征收；汇金增持工、中、建三行股票；国资委表态支持央企增持或回购上市公司股份。
2008/10/05	中国证监会宣布启动融资融券试点
2008/10/12	十七届三中全会提出着力扩大国内需求特别是消费需求，保持经济稳定、金融稳定、资本市场稳定，保持社会大局稳定
2008/11/09	国常会宣布“四万亿”投资计划

资料来源：Wind、华西证券研究所

### 1.2.2012年：发改委批复万亿投资项目，“国家队”集体增持

2012年国内经济处于经济衰退向复苏的过渡时期，“四万亿”投资退潮、叠加欧债危机发酵，GDP增速进入了“7”通道。3月份的政府工作报告将GDP增速目标设立为7.5%，是八年来GDP增速目标首次低于8%，并且将“稳增长”列为全年政策目标之首，这也体现了2012年全年经济下行压力较大。2012年4月工业增加值从3月的11.9%回落至9.3%，大幅低于市场预期，经济基本面的超预期下行使得市场悲观预期持续发酵。

2012年5月起，国内货币政策宽松力度加大，央行5-7月连续降准、降息；6月20日，证监会表示将放宽持股比例限制，将所有境外投资者的持股限制由20%提

高到 30%，但市场仍在下行趋势中。2011 年 4 月至 2012 年底，A 股市场持续下跌，期间上证指数从 2011 年 4 月 18 日的最高 3067 点下跌至 2012 年 12 月 4 日的 1949 点。

**2012 年 A 股“政策底”于 9 月基本确认，9 月-12 月国内稳增长、稳资本市场政策密集发力。**9 月 5 日至 6 日，发改委连续两日批复逾万亿元基建投资项目，释放稳增长信号，9 月 7 日上证指数大涨 3.7%；9 月 28 日开始，险资、“国家队”集体增持 A 股，中国人寿、中国平安、中国人保、泰康人寿等多家保险巨头三天加仓规模超 100 亿元；汇金公司在二级市场增持四大行股份，三季度增持 626.63 万股工行股份，增持 1881.24 万股中行股份；11 月 6 日，IPO 暂停；12 月 5 日，中央政治局会议明确 2013 年经济工作要“稳中求进”，上证指数当日上涨 2.87%，随后 A 股经历了两个半月的反弹。

本轮 A 股筑底过程中，“政策底”出现在 2012 年 9 月，9 月 5 日上证指数最低点位 2029 点；“市场底”出现在 2012 年 12 月 4 日，上证指数最低点位 1949 点，“政策底—市场底”时间间隔 3 个月，沪指空间间隔 3.94%。

图 4 2012 年 A 股“政策底”



资料来源：Wind、华西证券研究所

图 5 2012 年相关政策

时间	政策
2012/02/24	下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点
2012/04/04	经国务院批准，中国证监会、中国人民银行及国家外汇管理局决定新增合格境外机构投资者（QFII）投资额度500亿美元，总投资额度达到800亿美元。
2012/04/28	证监会发布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》，旨在解决新股发行的“三高问题”
2012/04/30	沪深证券交易所和中国证券登记结算公司宣布，降低A股交易的相关收费标准，总体降幅为25%。
2012/05/18	下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点
2012/06/08	央行下调金融机构人民币存贷款基准利率25bp
2012/06/20	证监会将放宽持股比例限制，将所有境外投资者的持股限制由20%提高到30%
2012/07/06	央行下调金融机构人民币存贷款基准利率25bp和31bp，其中一年期存款基准利率下调至3%，一年期贷款基准利率下调至6%。
2012/09/28	中国人寿、中国平安、中国人保、泰康人寿等多家保险巨头三天加仓超过100亿元；汇金公司在二级市场增持四大行股份。
2012/11/06	IPO暂停
2012/12/05	中央政治局会议明确2013年经济总基调“稳中求进”
2012/12/20	证监会放宽境外上市条件，取消硬性财务指标

资料来源：Wind、华西证券研究所

### 1.3.2015 年：各部委联合救市，“国家队”护盘

2015 年上半年，A 股在杠杆资金的助推下开启大涨，上证指数从年初 3300 点附近最高涨至 6 月 12 日 5178 点，期间上证指数涨跌幅 60%，创业板指涨幅 165%。A 股两融余额从年初一万亿元最高升至年中的 2.27 万亿元，占 A 股流通市值的 5%，还有大量带有高达 5-10 倍杠杆的违规场外配资涌入股市，助长此轮股市“暴涨”行情，市场成交额和换手率不断创新高。6 月中旬起，监管部门严查场外配资，A 股两融规模开始下降，从最高 2.27 万亿元降至不足一万亿元，两市成交额逐步缩量，杠杆资金接连爆仓带动大盘指数大幅下挫。6 月 15 日至 7 月 8 日的 17 个交易日内，上证指数、创业板指分别下跌 32%、39%。

2015 年 A 股“政策底”于 7 月份确立，7 月期间各部委密集出台救市政策，“国家队”入市护盘。6 月 27 日，央行定向降准、降息。7 月 4 日下午，国务院召集一行三会、财政部、国资委及主要央企负责人开会，商讨金融市场应对之策，决策层倾向果断强力救市。7 月 5 日至 7 月 9 日，央行、财政部、国资委、证监会、银监会、保监会、公安部等七部委参与 A 股救市中，“国家队”资金发力护盘，公募、券商也积极参与。具体措施包括：沪深交易所下调 A 股交易经手费和交易过户费、央行协助通过多种形式给予中证金流动性支持、证监会限制上市公司大股东减持、证金公司净申购四大蓝筹 ETF395 亿元、21 家券商联合买入蓝筹 ETF 并承诺上证指数在 4500 点以下不减持、公募基金自购，打开限购基金的申购、证监会将 QFII 额度从 800 亿美元增加到 1500 亿美元、公安部副部长率队至证监会查恶意做空等。

本轮 A 股筑底过程中，“政策底”出现在 2015 年 7 月 9 日，上证指数最低点位 3373 点；“市场底”出现在 8 月 26 日，上证指数最低点位 2850 点。“政策底—市场底”时间间隔 1.5 个月，涨幅间隔 15.51%。

图 6 2015 年 A 股“政策底”



资料来源: Wind、华西证券研究所

图 7 2015 年救市政策

时间	政策
2015/06/27	央行降息0.25个百分点，同时定向降准0.5个百分点。
2015/06/29	养老金投资办法征求意见，投资股票比例不超30%； 证监会表示回调过快不利于股市的平稳健康发展； 证金公司表示目前证券公司融资融券业务风险总体可控，强制平仓的规模很小。
2015/06/30	证券业协会就场外配资情况答记者问：强制平仓规模很小； 基金业协会倡议：不要盲目踩踏。
2015/07/01	证监会：进一步拓宽券商融资渠道； 证监会：出台两融新规，不再强制规定130的线，券商自主决定强制平仓线，允许证券公司与客户自行商定补充担保物期限与比例的具体要求，不再将强制平仓作为证券公司处置客户担保物的唯一方式； 沪深交易所：下调A股交易经手费和交易过户费。
2015/07/02	证监会：对涉嫌市场操纵行为进行专项核查；
2015/07/03	汇金出手护盘，四大蓝筹ETF四天遭净申购395亿； 证监会：QFII额度将从800亿美元增加到1500亿美元。
2015/07/04	21家券商联合救市：各出净资产15%买蓝筹ETF，在上证综指在4500点以下不减持； 国务院：决定IPO暂缓。
2015/07/05	证监会：决定充分发挥中国证券金融公司的作用，多渠道筹集资金扩大业务规模，增强维护市场稳定的能力； 央行：将协助通过多种形式给予中证金流动性支持； 汇金公司：近期已在二级市场买入ETF； 广发基金等25家基金倡议并将践行：打开前期限购基金的申购，基金公司董事长和总经理承诺积极申购本公司偏股型基金，并至少持有1年以上。69家未参会公募基金公司表示自愿加入支持行列； 数十家上市公司承诺，公司大股东、董事长及高管等增持公司股票，或是大股东延长股份限售期限； 证监会：将对恶意做空、利用期指跨期现市场操纵等违法行为，一经查实，将依法予以严惩； 中金所：为抑制短线过度交易，该所决定对沪深300等三大期指合约按照报单委托量差异化收取交易费用，拟于8月1日前实施，将对各合约交易量、持仓量前50名的客户进行重点排查，防范和打击蓄意做空行为。
2015/07/08	人民日报发表评论文章，促使A股市场重新回归理性轨道，已成为当前市场发展的迫切任务，在应对A股市场极端情况方面，中国有很多政策储备，完全有能力促使市场摆脱一时之“危”； 新华社发布时评：市场的过快下跌已经引起了有关方面的高度重视，无论是监管层还是市场参与各方都在全力稳定市场； 证监会：从即日起6个月内，上市公司控股股东和持股5%以上股东及董事、监事、高级管理人员不得通过二级市场减持本公司股份，鼓励大股东及董监高增持。
2015/07/09	公安部副部长率队至证监会查恶意做空； 新闻联播再次播报证监会、保监会、公安部维稳措施。

资料来源：Wind、华西证券研究所

### 1.4.2018 年：召开民营企业座谈会，民企纾困政策落地

2018 年，受国内金融去杠杆和中美贸易摩擦影响，A 股面临盈利下行和估值下修的双重压力，大盘出现较长时间调整。上证指数从 2018 年 1 月 29 日的最高 3587 点下跌至 2019 年 1 月 4 日的最低 2440 点。



**2018年A股“政策底”于10月份确立，此后民营企业纾困政策密集落地。**2018年10月19日，国务院副总理刘鹤就当前经济金融热点问题接受采访，就股市健康稳定发展、支持民营企业、“国进民退”等问题进行了回答，表示政府高度重视股市的健康稳定发展。同日易纲、刘士余、郭树清分别接受媒体采访，就近期股市波动重磅发声，释放积极信号。当日沪指下探至阶段性低点2449点后开启了一轮“超跌”反弹。期间国内利好政策持续出台，11月1日，习近平主席召开民营企业座谈会，提出解决民营企业融资难融资贵问题；11月5日，习近平主席在进博会开幕式上宣布将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。10月19日至11月19日，A股经历了一个月的反弹，沪指、创业板指分别上涨9%、16%。

11月20日，美国贸易代表办公室更新了对华“301调查”报告，对中国有关技术转让、知识产权和创新等方面进行了新的指责。受中美摩擦再度反复影响，A股市场又开始缓慢磨底。市场真正见底是在2019年1月4日，央行宣布全面降准1个百分点，上证指数触及最低点2440后大幅上涨。2019/1/4至2019/4/8期间，上证指数涨幅达31.7%。

本轮A股筑底过程中，“政策底”出现在2018年10月19日，上证指数最低点2449点；“市场底”出现在2018年底/2019年初，上证指数最低点2440点。“政策底—市场底”时间上间隔2.5个月左右；空间上，沪指最低点较接近。

图8 2018年A股“政策底”



资料来源：Wind、华西证券研究所

图9 2018年救市政策

时间	政策
2018/06/24	央行宣布定向降准0.5个百分点
2018/07/02	新一届国务院金融稳定发展委员会成立并召开会议，研究部署打好防范化解重大风险攻坚战等相关工作
2018/08/03	国务院金融稳定发展委员会召开第二次会议
2018/09/04	人民银行和全国工商联联合召开民营企业和小微企业金融服务座谈会
2018/10/07	央行宣布定向降准1个百分点
2018/10/19	国务院副总理刘鹤就当前经济金融热点问题接受采访，易纲、刘士余、郭树清分别接受媒体采访，就近期股市波动重磅发声
2018/10/21	刘鹤主持国务院金融稳定发展委员会专题会议
2018/11/01	习近平主席召开民营企业座谈会，提出解决民营企业融资难融资贵问题
2018/11/05	习近平主席在进博会开幕式上宣布将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制
2019/01/04	央行决定全面降准1个百分点，分两次执行

资料来源：Wind、华西证券研究所

### 1.5.2022年：国务院金融委会议召开，稳经济一揽子措施落地

2022年一季度A股市场持续下跌，有外部地缘环境恶化带来的干扰、国内宏观政策预期的不稳定、还有中概股异常波动、互联网平台和房地产领域问题在资本市场的反映等因素。

2022年A股“政策底”于3月明确，国务院金融委会议召开后，稳经济一揽子政策陆续落地。3月16日起，国内政策层“稳预期、稳市场”的举措频出，从国务院金融委、“一行两会”、外汇局召开会议、再到房地产税的推迟，市场信心得到大幅提振。3月16日，国务院金融委会议明确定调“对市场关注的热点问题要及时回应”，并提到“凡是对资本市场产生重大影响的政策，应事先与金融管理部门协调，保持政策预期的稳定和一致性、必要时进行问责”等。金融委会议召开后，“一行两会”、外汇局等召开专题会议，就抓好贯彻落实做出部署，A股市场也出现企稳反弹。

但2022年4月起，由于国内疫情反复、俄乌冲突升级等因素影响，A股再度走弱，市场风险溢价迅速抬升。A股真正企稳在于4月下旬，上海社会面新增感染者逐步下降，复工复产有序推进，国内供应链恢复，市场悲观情绪明显缓解，A股逐渐走出底部区间。5月起，国内稳增长政策进一步加码，5月18日国务院总理李克强主持召开稳增长稳市场主体保就业座谈会，5月23日国常会部署6方面33项稳经济一揽子措施，5月25日国务院召开国家财政部、税务总局发布减半征收车辆购置税的优惠政策，5月31日国家财政部、税务总局发布减半征收车辆购置税的优惠政策等。逆周期政策密集发力下，A股本轮行情持续到了7月初。

本轮A股筑底过程中，“政策底”出现在2022年3月16日，上证指数最低点位3023点；“市场底”出现在2023年4月27日，上证指数最低点位2863点。“政策底—市场底”时间间隔1.5个月，沪指空间间隔5.29%。

图 10 2022 年 A 股“政策底”



资料来源：Wind、华西证券研究所

图 11 2022 年稳增长政策

2022/03/16	国务院金融委专题会议召开，对市场关注的热点问题做出及时回应
2022/03/16	证监会：继续加强与美方监管机构的沟通，争取尽快就中美审计监管合作达成协议。抓紧推动企业境外上市监管新规落地、鼓励上市公司加大增持回购力度、引导基金公司自购份额完善有利于长期机构投资者参与资本市场的制度机制、支持各类符合条件的企业到境外上市、积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险
2022/03/16	央行：货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长
2022/03/16	银保监会：引导保险机构将更多资金配置于权益类资产
2022/03/16	外汇局：维护外汇市场稳健运行，加强外汇市场监测研判和宏观审慎管理、积极防范化解外部冲击风险
2022/03/16	财政部有关负责人：今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件
2022/04/07	交通运输部召开物流保障协调工作机制会议
2022/04/17	上海公布第一批666家复工企业名单
2022/04/25	国务院办公厅印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，提出了五方面二十条政策举措
2022/04/29	政治局会议指出要努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间
2022/05/15	首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点
2022/05/18	国务院总理李克强主持召开稳增长稳市场主体保就业座谈会
2022/05/20	5年期LPR下调15个基点
2022/05/23	国常会部署稳经济一揽子措施，会议决定实施包括财政及相关政策、金融政策、稳产业链供应链、促消费和有效投资、保能源安全、做好失业保障等6方面33项措施。
2022/05/25	国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，督促地方政策落实
2022/05/31	国家财政部、税务总局发布减半征收车辆购置税的优惠政策

资料来源：Wind、华西证券研究所

## 2.A 股历次“政策底”的特征

A 股“政策底”通常伴随着政策组合拳的持续出台，包括货币政策、财政政策 and 资本市场相关政策，往往不会缺席，例如：2008 年 9 月至 12 月，央行连续四次降准五次降息；2012 年 5 月至 7 月，央行实行一次降准两次降息；

2015年6月，央行实行降息和定向降准；2018年6月至10月，央行两次定向降准；2022年1月央行降息，2022年5月下调LPR等。同时，积极的财政政策和资本市场政策也将发力，提振市场风险偏好。例如：2008年救市三大政策和“四万亿”投资计划出台；2012年发改委密集批复逾万亿元基建投资项目，同时险资、“国家队”集体增持A股；2015年七部委参与A股“救市”，“国家队”资金发力护盘；2018年高层针对股市波动进行发声、中美贸易摩擦缓和及2019年初央行全面降准；2022年国务院金融委会议回应资本市场关注的问题、稳增长一揽子政策密集发力等，均是积极的财政政策和资本市场相关政策相配合，提振市场对经济基本面和股市的信心。

“政策底”确认后市场往往出现反弹，但市场底部的构筑往往不是一蹴而就的，市场对于经济基本面预期的好转和投资者对资本市场信心的恢复才是市场走出底部的主要驱动力。复盘历次维稳政策密集出台后，A股市场反弹持续6个交易日至29个交易日，反弹幅度在+4%至+19%区间，反弹阶段行业板块呈现普涨。其原因在于“政策底”确认时，A股已经历了一段时间的下跌，市场估值通常处于相对低位，而一系列利好资本市场政策的出台使得市场情绪得到修复。但外围因素扰动或经济基本面担忧可能使得市场再次回落，回落阶段行业板块呈现普跌，例如：2008年，持续6个交易日反弹后，由于国内经济数据继续走弱、国庆假期美股市场暴跌等影响，市场再度走弱；2018年，受中美摩擦再度反复影响，A股市场又开始缓慢磨底；再如2022年疫情干扰国内产业链供应链，A股二次筑底。

图 12 2008 年以来 A 股“政策底”、“市场底”

	2008年	2012年	2015年	2018年	2022年
政策底	2008年9月	2012年9月	2015年7月	2018年10月	2022年3月
市场底	2008年10月	2012年12月	2015年8月	2019年1月	2022年4月
政策底沪指最低点	1802	2029	3373	2449	3023
市场底沪指最低点	1664	1949	2850	2440	2863
“政策底-市场底”时间间隔	1.5个月	3个月	1.5个月	2.5个月	1.5个月
“政策底-市场底”空间间隔	-7.66%	-3.94%	-15.51%	-0.37%	-5.29%
政策底成因	美国次贷危机对国内市场和经济产生冲击	经济下行超预期	场外配资去杠杆	国内金融去杠杆+中美贸易摩擦	俄乌冲突+国内疫情+美联储加息
前期市场表现	跌幅大、持续时间长：2007年11月-2008年9月（11个月），上证指数下跌61%	缓慢磨底：2011年5月-2012年11月（19个月），上证指数下跌32%	跌幅大、时间短：2015年6月-2015年8月（3个月），上证指数下跌30%	缓慢磨底：2018年2月-2018年10月（9个月），上证指数下跌25%	跌幅大、时间短：2022年1-4月（4个月），上证指数下跌19%
政策重点	<ul style="list-style-type: none"> <li>四万亿政策刺激</li> <li>资金救市</li> <li>调整印花税</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>货币政策宽松</li> <li>资金救市</li> <li>发改委密集批复投资项目</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>降低场外配资杠杆</li> <li>资金救市</li> <li>严查恶意做空、限制减持、下调交易费用等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>货币政策宽松</li> <li>民企纾困</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>复工复产</li> <li>稳增长一揽子政策</li> </ul>

资料来源：Wind、华西证券研究所

### 3.7 月政治局会议探明本轮“政策底”，后续宏观政策调控力度有望加大

7月24日中央政治局会议总体基调偏积极，并首次提出“活跃资本市场，提振投资者信心”，奠定本轮A股“政策底”。政治局会议后A股阶段性反弹，而后由于7月进出口、社融、经济数据疲弱，及某大型地产民企现金流风险等事件冲击风险偏好，A股再次筑底。

复盘A股历次“政策底”后的1-2个月，政策组合拳通常持续出台，而当前高频数据显示国内经济动能仍有些偏弱，政策仍在陆续落地的阶段。货币政策方面，8月15日央行下调逆回购操作利率MLF下调15BP，SLF三个品种下调10BP，为央行继6月后的再次降息。8月17日央行公布的《2023年第二季度

中国货币政策执行报告》中对当前经济形势判断为“国内经济运行面临新的困难挑战”，包括居民收入预期不稳，消费恢复还需时间，民间投资信心不足，一些企业经营困难，部分行业存在生产线外迁现象，地方财政收支平衡压力加大等。房地产方面，央行指出“适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，促进房地产市场平稳健康发展”，延续7月政治局会议的基调。在后续政策基调方面，央行新增“加大宏观政策调控力度”的表述，指出要“稳固好实体经济恢复向好势头，加强逆周期调节和政策储备。”

**整体看，国内政策基调偏积极，后续政策组合拳仍有望陆续出台：**降准、降息等货币宽松政策仍有可能；房地产政策在融资端、需求端或加快优化，核心城市限购限贷、房贷利率、交易税费、普宅认定等方面或存在调整可能性；资本市场政策方面，近期证监会推出“活跃资本市场、提振投资者信心”一揽子政策措施，相关政策落地有望推动资本市场高质量发展，提振投资者信心。

历史上A股“政策底”后，市场底部区间往往需要反复夯实，等待政策效果的验证。站在当下，万得全A的市盈率为14倍，回落至近三年13%的分位；万得全A风险溢价为5.9%，升至近三年95%分位，A股已位于中长期价值配置区间。本轮“政策底”探明后，A股大概率会维持在一定区间来回震荡，短期内继续大跌的概率较低。

图 13 2023 年 7 月政治局会议后，A 股“政策底”基本探明



资料来源：Wind、华西证券研究所

图 14 7 月政治局会议表态“活跃资本市场、优化房地产政策”，此后资本市场、房地产领域政策陆续出台

时间	政策
2023/07/24	政治局会议首次提出“活跃资本市场，提振投资者信心”；房地产方面，要适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策；要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案等。
2023/07/31	国家发展改革委发布《关于恢复和扩大消费的措施》，指出要优化汽车购买使用管理，各地区不得新增汽车限购措施，已实施限购的地区因地制宜优化汽车限购措施等
2023/08/01	央行在 2023 年下半年工作会议中表态“指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”
2023/08/03	中国结算宣布进一步降低股票类业务最低结算备付金缴纳比例，将该比例由现行的 16% 调降至平均接近 13%
2023/08/04	国家发改委等四部门新闻发布会，强调聚焦扩大国内需求，促进汽车等大宗消费、促进二手车消费等阶段性政策等
2023/08/10	沪深交易所研究允许沪市主板股票、深市上市股票、基金等证券申报数量由 100 股（份）的整数倍调整为 100 股（份）起、以 1 股（份）递增。
2023/08/15	央行降息，下调逆回购操作利率 10BP、下调 MLF 利率 15BP，下调 SLF 三个品种利率 10BP
2023/08/18	证监会针对“活跃资本市场、提振投资者信心”重要部署落实情况答记者问。表示加快推出一批可落地、有实效的政策举措，统筹发展股票、债券、期货市场，完善资本市场基础制度。

资料来源：Wind、华西证券研究所

## 4. 风险提示

经济复苏不及预期、海外市场大幅波动、海外黑天鹅事件等。

## 分析师与研究助理简介

**李立峰**：华西证券研究所副所长，策略首席分析师。硕士研究生，10年证券从业经验。四大行总行A股策略培训核心专家库成员，分别连续荣获“第九届、十届、十一届”水晶球策略最佳分析师团队，公募组第一名。先后任职东方证券研究所宏观策略组、银河基金宏观、策略及金融&家电研究员，国金证券研究所首席策略分析师。

**张海燕**：华西证券研究所策略分析师，东华大学世界经济硕士，曾任东方财富证券研究所策略研究员，2021年3月加入华西证券研究所策略团队。

**张玮**：华西证券研究所策略分析师，曾任昆仑健康保险资管首席宏观研究员，兼研究部负责人。擅长宏观策略、大类资产配置、利率债及股票二级市场研究。毕业于中国社会科学院金融系，具有中国社会科学院金融研究所10年工作经验，主修货币政策。同时被《银行家》、《英大金融》等聘为特约撰稿人；任《经济观察报》《证券日报》等多家主流媒体外聘专家；以及新浪金融、网易金融、凤凰金融等财经智库成员。

**冯逸华**：中国社会科学院研究生院金融硕士，2021年7月加入华西证券研究所策略团队。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。