

策略专题

政策宽松的逻辑——从“政策底”到“市场底”

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

张亚婕 投资咨询资格编号
S1060517110001
021-20661934
ZHANGYAJIE976@PINGAN.COM.CN

研究助理

郭蕊 一般从业资格编号
S1060117100026
021-20662103
GUORUI900@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **2002年以来,A股运行大致经历了四轮底部。**第一轮特征是两次寻底(1300点和998点),政策底出现在2005年2月2日,市场底是在6月6日,相差4个月;第二轮特征是自由落体式下跌,“政策底”出现在2008年9月18日,“市场底”出现在11月9日,历时约2个月;第三轮特征是缓慢的磨底,“政策底”大约出现在2012年9月7日,“市场底”出现在2013年6月25日,相差9个月;第四轮特征是断崖式的千股跌停,“政策底”出现在2015年7月9日,“市场底”出现在8月26日,相差一个半月。
- **政策底作用于股市的逻辑归根结底还是在于信心的重拾。**政策的宽松体现在财政、货币和资本市场改革三方面,短期维稳预期,中长期作用于盈利和估值。财政政策方面,主要包括增加财政支出、优化税收结构,以推动宏观经济基本面的企稳回升;货币政策方面,降准降息和公开市场操作作为市场注入流动性,价格方面无风险利率下行,数量方面可贷资金供给增加;资本市场改革方面,降低股票交易成本,鼓励长线资金入场,以及提供更有效的融资支持。回顾过去四轮底部,政策底是一系列政策出台的过程,每一轮大多先伴随着货币政策的宽松,资本市场改革先于财政政策改革,货币政策宽松提供流动性支持,资本市场改革助力企业融资,财政政策直接作用于宏观基本面的维稳。
- **四轮政策底的重点均在于资本市场改革和财政政策,而货币政策是重要先行信号。**四轮底部的成因和政策手段各有特点,但大体可以分为市场制度和经济基础两类。2005年的国有股减持引发的熊市暴露了股权分置的弊端,因此政策重点在于股权分置改革;2015年的暴跌则源于高杠杆配资,此后资本市场监管进入规范时期;2008年和2013年股市本质上也是受制于经济下行。走出底部的根源是市场对于基本面底部的把握以及信心的回暖,有效政策信号出现后,市场底也会随着政策底而渐行渐近。
- **当前政策底维稳成效初显,货币政策多次降准,资本市场改革框架进入落地层面,财政减税政策拭目以待,但是市场仍在磨底状态。未来市场底真正的信号来自于两方面,一方面是经济底的确定以及更多财政改革政策的出台(特别是减税预期的确定),另一方面来自于海外不确定性风险的出清。**
- 尽管如此,当前资本市场改革和财政改革方向趋势已定,A股市场结构性机会开始显现。一方面来自于引领经济转型方向以及并购重组回暖的龙头成长板块,尽管遭受海外冲击,但是其发展重要性更加不言而喻;另一方面来自于长线资金陆续入场下的价值高分红板块机遇。
- **风险提示:**1)宏观经济下行超预期,上市公司企业盈利将相应遭受负面影响;2)金融监管以及去杠杆政策加码超预期,市场流动性将面临过度收紧;3)海外资本市场波动加大,对外开放加大的A股市场也会相应承压。

正文目录

一、 历史回顾：从四轮市场底部说起	4
1.1 2005年6-7月：制度变革的力量	4
1.2 2008年10-11月：“四万亿”登场	7
1.3 2013年5-6月：经济数据的回暖	11
1.4 2015年7-8月：国家队入市	13
二、 总结比较：四轮宽松政策的逻辑	17
三、 市场展望：本轮政策宽松去向何方	19
四、 风险提示	21

图表目录

图表 1	2000-2018 年 A 股历史上的四轮市场底部	4
图表 2	2002-2005 年上证综指走势	5
图表 3	2002-2005 年股市相关政策总结	5
图表 4	2008 年经济运行方向由热转冷 (%)	7
图表 5	2008 年国际收支持续大额顺差	7
图表 6	油价上行推升企业生产成本 (%)	8
图表 7	净出口对 GDP 贡献率大幅下滑 (%)	8
图表 8	2007 年-2008 上半年货币政策偏紧	8
图表 9	2007-2008 年上证综指走势	9
图表 10	2008 年救市政策密集出台	10
图表 11	2008 年下半年货币政策趋于宽松	10
图表 12	2010 年后经济增长进入下行通道 (%)	11
图表 13	2010 年后货币政策收紧以应对通胀 (%)	11
图表 14	2012-2013 年上证综指走势	12
图表 15	2012-2013 年股市相关政策	12
图表 16	2015 年宏观经济下行但呈现底部企稳 (%)	14
图表 17	2014 年以来开始货币宽松周期 (%)	14
图表 18	2015 年 4-7 月 M1 和 M2 同比回升 (%)	14
图表 19	2014-2015 年两融余额迅速增长	14
图表 20	2015 年上证综指走势	15
图表 21	2015 年救市政策回顾	15
图表 22	政策宽松的逻辑	17
图表 23	四轮“政策底”和市场底梳理总结	18
图表 24	2009 年贷款余额和 M2 均大幅增加 (%)	18
图表 25	2009 年固定资产及基建快速上行 (%)	18
图表 26	2001-2017 经济增长、企业盈利与股市走势	19
图表 27	2015 年 6 月降准降息后银行间流动性缓和	19
图表 28	2018 年上证综指走势	19
图表 29	2018 年货币政策趋向宽松	20
图表 30	2018 年财政政策更加积极	20
图表 31	2018 年资本市场利好政策	21

一、 历史回顾：从四轮市场底部说起

2000 年以来，A 股大致经历了四轮市场底部，分别是 2005 年 6-7 月、2008 年 10-11 月、2013 年 5-6 月和 2015 年 7-8 月。回顾过去近二十年的股市历程，每一轮熊市底部都伴随着政策宽松的托底，短期维稳市场预期，中长期作用于盈利端和估值端进而影响股价走势。2018 年以来，外有中美贸易战升级加码、新兴市场国家危机频发，内有经济下行压力叠加金融去杠杆，投资者避险情绪高企、股市一路下滑跌破 2500 点，政策文件密集发布提振信心，而实际来看市场对于政策成效显现的时间和力度则过于悲观。“所贵乎史者，述往以为来者师也”，过去四轮股市政策的变动是如何传导至 A 股市场底部，本轮政策宽松又产生怎样的效果，我们通过梳理和总结历史上的盘体运行轨迹和政策出台情况以期有益启发。

图表1 2000-2018 年 A 股历史上的四轮市场底部



资料来源：WIND，平安证券研究所

1.1 2005 年 6-7 月：制度变革的力量

2001 年国有股减持政策出台后引起市场恐慌，熊市自此开启。股权分置是我国经济体制转轨过程中的特殊产物，在资本市场发展过程中“同股不同权”的弊端日益凸显，导致了股票供需失衡、股东利益冲突、股市信息失真、企业控制权僵化等一系列问题。为了解决股权分置问题，管理层开始了国有股减持与全流通的探索尝试并于 2001 年 6 月 12 日正式发布《减持国有股筹资社会保障资金管理暂行办法》。此番政策的出台，引发了对潜在股票供给剧增进而导致市场扩容和股价承压的担忧，自此拉开了 A 股长达五年熊市的序幕。

2002-2004 年间管理层陆续出台政策救市，例如降息、停止减持国有股、改革发审制度等，政策刺激下市场短暂小波反弹，但总体趋势仍是下行并多次跌破 1300 点。2004 年 9 月 9 日，上证综指击穿 1300 点关口收报 1284 点并连续三日徘徊于 1300 之下。此后市场迎来小幅反弹，9 月 23 日在冲至 1465 点后回落，并开始了时达三个月的在 1300 左右的鏖战。12 月 17 日，上证综指再次跌破 1300 点，直到 2005 年 2 月 22 日才返至 1300 以上。为期两个月的低位运行彻底打破了“铁底 1300”的市场共识并较大程度上摧毁了股市信心。

2005年1月24日，股票交易印花税下调，带来短暂的利好消息，股市2月稍有反弹，但3月开始不断下行，2005年6月6日上证综指跌破1000点大关，最低探至998，最终收报1034点，这是上证综指8年来首次跌破1000点关口。A股市场底部开始得到确立，此后指数逐渐企稳回升。

图表2 2002-2005年上证综指走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

在指数鏖战1300之际，政府陆续出台救市政策。上市和交易制度变更方面，股权分置改革是重中之重，此外还包括发审制度改革、降低佣金和印花税、允许外商受让国有股和法人股。入市股票和资金的调节方面，降息和保险资金入市是主要举措。高层表态方面，最高决策层通过国务院会议和记者招待会传达信号。在股权分置改革正式落地后，市场底部才最终形成。

这一轮政策底是在2005年2月2日，市场底是在6月6日，相差4个月。政策底到市场底的传导是由上市和交易制度完善来驱动的。以国有股减持为开端的熊市体现的是证券市场基础制度的欠缺和投资者信心的脆弱。彼时制度的不完善体现在两方面，一级市场上，监管部门对于公司上市的全面管制使得上市成为稀缺资源，因而市场定价机制存在一定程度的扭曲，叠加退出渠道不畅通，劣质上市公司无法及时退市，对整体上市公司质量造成负面影响；二级市场上，股权分置问题割裂了流通股与非流通股，非流通股股东与流通股股东的权利义务不对等，后者利益容易受到前者侵占。

针对上市问题，证监会通过改革发审制度、提升上市公司质量、进行股权分置改革等方式完善市场基础设施建设，营造良好的交易环境，修复投资者信心。制度建设是长期的、复杂的、综合的，但不可否认的是这轮政策的出台为后来的牛市奠定了良好的开端。股权分置改革后，上证综指走出一波牛市，从2005年的998点一路冲至2007年的6036点。

图表3 2002-2005年股市相关政策总结

发布日期	政策名称	具体内容	当日涨跌 (%)	次日涨跌 (%)
2002.2.20	降息	从2002年2月21日起，降低金融机构人民币存、贷款利率，金融机构各项存款年利率在现行基础上平均下调0.25个百分点，其中一年期定期存款利率由2.25%下调为1.98%；各项贷款年利率在现行基础上平均下调0.5个百分点，其中一年期贷款利率由5.85%下调为5.31%。	-	-

2002.4.5	降佣金	2002年4月5日中国证监会、国家计委、国家税务总局联合发文,自5月1日起调整证券交易佣金收取标准,A股、B股、证券投资基金的交易佣金实行最高上限向下浮动制度,证券公司向客户收取的佣金(包括代收的证券交易监管费和证券交易所手续费等)不得高于证券交易金额的3%。	-0.43	0.37
2002.5.21	恢复和完善二级配售	中国证监会2002年5月21日发出《关于向二级市场投资者配售新股有关问题的补充通知》,鉴于恢复向二级市场投资者配售新股的技术准备已经完成,决定恢复向二级市场投资者配售新股的发行方式	3.02	-1.5
2002.6.23	暂停国有股减持	国务院决定,除企业海外发行上市外,对国内上市公司停止执行《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》中关于利用证券市场减持国有股的规定,并不再出台具体实施办法。	-	9.25
2002.11.1	允许外商受让国有股、法人股	证监会、财政部和国家经贸委联合发布《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》,允许向外商转让上市公司的国有股和法人股,并加以规范管理。	0.22	1.4
2003.9.19	提高公司首次发行股票上市门槛要求	证监会公布《关于进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知》,这一文件对拟上市公司的业绩计算、独立性和融资额等提出了更严格的要求,融资额不得超过其上年度未经审计的净资产值的两倍。此规定意在提高上市公司质量的政策取向、保护投资者合法权益、促进证券市场健康发展。	0.06	-0.7
2003.10.28	证券投资基金法获通过	证券投资基金法的通过有利于发展壮大证券投资基金,进而稳定市场、活跃交易、吸纳社会资金进入市场、提高直接融资比例。	-0.01	-0.6
2003.12.5	发审委制度实施重大改革	证监会发布《中国证券监督管理委员会股票发行审核委员会暂行办法》,在发审工作透明度、投票方式、委员人数、审核方式等方面进行了改革,强化对发审委工作的社会监督、强化市场主体责任、提高上市公司质量。	-0.12	-0.1
2004.2.2	04版国九条公布	国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》鼓励合规资金入市,继续大力发展证券投资基金,支持保险资金以多种方式直接投资资本市场,拓宽证券公司融资渠道。	2.08	1.56
2004.9.13	最高决策层表态	前任总理温家宝主持召开国务院常务会议,要求抓紧落实国九条各项政策措施,切实保护广大投资者利益,促进资本市场稳步健康发展。	-2.08	3.18
2005.1.24	股票印花税调整	印花税税率由2%降至1%。	1.73	-0.1
2005.2.2	深七条和沪六条相继出台	为贯彻落实国九条,深交所和上交所相继召开座谈会,分别提出深七条和沪六条,保护公众股东权益。	5.25	-0.8
2005.2.16	保险资金入市	原保监会、证监会联合下发《关于保险机构投资者股票投资交易有关问题的通知》,允许保险机构投资者通过独立席位进行股票交易。	0.78	-0.2
2005.3.14	最高决策层表态	前任总理温家宝在记者招待会中表达对股市的关切,提出五大项措施加强证券市场,并提出要妥善解决股市发展中积累的历史遗留问题。	0.28	-1.9
2005.4.13	股权分置改革	证监会明确表态已具备解决股权分置启动试点的条件	2.35	-1.1
2005.5.9		股权分置改革试点正式启动,三一重工、紫江企业、清华同方、金牛能源被确定为首批试点单位。	-2.44	0.42
2005.5.31		证监会、国资委联合发布《关于做好股权分置改革试点工作意见》,明确了股权分置改革的意义、对象、程序等。	0.05	-2

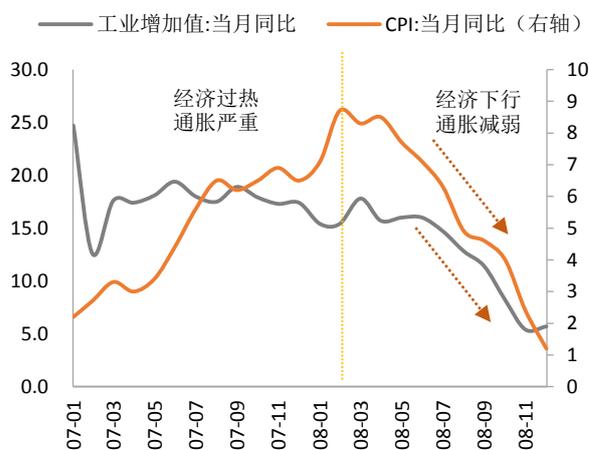
2005.8.23		在改革试点工作顺利完成、政策预期和市场预期趋于稳定的情况下，股权分置改革迈入积极稳妥推进阶段，证监会等五部委发布《关于上市公司股权分置改革的指导意见》，坚持改革的市场化导向，择机实行“新老划断”，对首次公开发行公司不再区分流通股和非流通股，并以股权分置改革为契机，推动上市公司提升治理水平。	-0.75	1.49
2005.9.4		证监会正式发布《上市公司股权分置改革管理办法》，非流通股按照对价减持，股权分置改革尘埃落定。	-	0.62
2005.11.1	国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知	主要内容包括完善公司治理、提高上市公司经营管理和规范运作水平；解决影响上市公司质量的突出问题，包括关联交易、违规担保、财务舞弊等；通过改组改制、提高再融资效率、推进股权分置改革等支持上市公司做大做强。	-0.26	1.36

资料来源：各部委网站，平安证券研究所

1.2 2008 年 10-11 月：“四万亿”登场

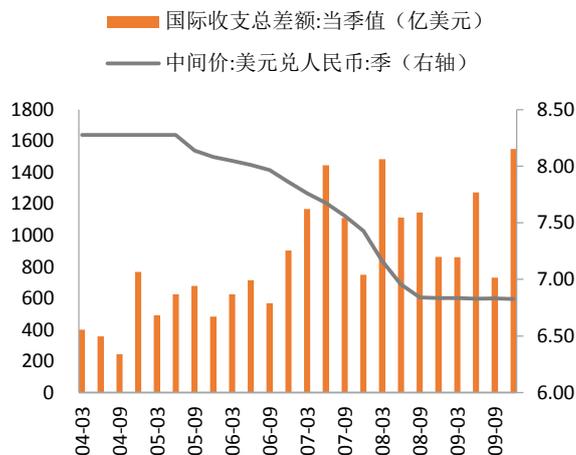
2008 年股市大跌是内外因素叠加的综合结果。从国内因素来看，2007 年经济运行总体过热，CPI 居高不下，而在人民币升值预期影响下国际收支持续大额顺差，国内流动性过剩。为应对经济过快增长，货币政策基调由持续十年的“稳健”转为“适度从紧”，央行先后十次上调法定存款准备金率，由年初的 9% 升至年末的 15%；此外还六次提高金融机构人民币存贷款基准利率，一年期存贷款利率在年末分别达到 4.14% 和 7.47%。2008 年货币政策偏紧态势延续，法定存款准备金率高达 17.5%，创下历史新高。然而，货币政策具有滞后性，调准调息进行得如火如荼，但实际上 2008 年经济风向已由热转冷，GDP 和工业增加值下行，企业盈利增速放缓，困扰中国的通胀已经逐步消除，经济下行压力日渐凸显。股市层面，股权分置改革虽已完成，但却留下大量的非流通股待解禁，2007 至 2008 年适逢解禁高峰，流通股票的大量增加打破了供需平衡，叠加新股发行和再融资的激增，股市面临极大的下跌压力。从国外因素来看，其一，美国次贷危机带来全球金融市场的萧条，中国也难以独善其身；其二，全球经济放缓，净出口对中国 GDP 的贡献率大幅下降；其三，油价大幅上行，推升企业生产成本，叠加外需疲软，企业盈利明显下滑。2008 年全部 A 股归母净利润同比增速跌至 -17.4%，较上一年大幅下滑 66 个百分点。

图4 2008 年经济运行方向由热转冷 (%)



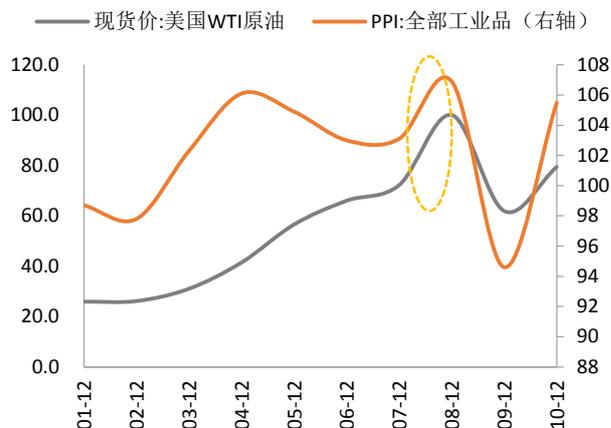
资料来源：WIND，平安证券研究所

图5 2008 年国际收支持续大额顺差



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表6 油价上行推升企业生产成本 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表7 净出口对 GDP 贡献率大幅下滑 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表8 2007年-2008上半年货币政策偏紧

调整类型	调整公告时间	调整前(%)	调整后(%)	调整幅度(%, bp)
法定存款准备金率 (以大型金融机构为例)	2007.1.5	9.0	9.5	0.5
	2007.2.16	9.5	10.0	0.5
	2007.4.5	10.0	10.5	0.5
	2007.4.29	10.5	11.0	0.5
	2007.5.18	11.0	11.5	0.5
	2007.7.30	11.5	12.0	0.5
	2007.9.6	12.0	12.5	0.5
	2007.10.13	12.5	13.0	0.5
	2007.11.10	13.0	13.5	0.5
	2007.12.8	13.5	14.5	1.0
	2008.1.16	14.5	15.0	0.5
	2008.3.18	15.0	15.5	0.5
	2004.4.16	15.5	16.0	0.5
	2008.5.12	16.0	16.5	0.5
2008.6.7	16.5	17.5	1.0	
一年期存款基准利率	2007.3.18	2.52	2.79	27
	2007.5.19	2.79	3.06	27
	2007.7.21	3.06	3.33	27
	2007.8.22	3.33	3.60	27
	2007.9.15	3.60	3.87	27
	2007.12.21	3.87	4.14	27
一年期贷款基准利率	2007.3.18	6.12	6.39	27
	2007.5.19	6.39	6.57	18
	2007.7.21	6.57	6.84	27
	2007.8.22	6.84	7.02	18
	2007.9.15	7.02	7.29	27
	2007.12.21	7.29	7.47	18

资料来源: WIND, 平安证券研究所

2008年A股市场基本上是一泻千里不给半点喘息的机会。4月23日印花税率从3‰调整为1‰后股市小幅上涨,但仅仅维持了一周左右。多重利空因素交织,大盘一路向下,9月18日最低跌到1802点,收报1895点。当晚,国家出台三大救市政策,一是财政部宣布从9月19日起印花税将从双边征收改为单边征收、税率维持1‰,二是国资委表态将支持央企增持或回购上市公司股份,三是汇金公司直接入市将在二级市场买入工中建三大行股票。9月19日,上证综指涨幅高达9.5%,9月22日又大涨7.8%。降准、降息、资金注入,救市政策基本出尽,然而具备欺骗性的反弹趋势却维持了不足十天,随即开启了最后的让人极度恐慌的下跌,10月28日上证综指最低到达1664点,真正的市场底部才出现。此后一周内,指数一直在1700点左右鏖战,直到刺激力度空前的“四万亿计划”出台,市场才确定性走出底部,开启了一波陡峭持续的反弹。

图表9 2007-2008年上证综指走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

从时间上看,“政策底”出现在9月18日,“市场底”出现在11月9日,从政策底到市场底历时约2个月。这一轮的熊市底部,政策救市力度之大、涉及部门之广是空前的。站在目前时点回看,当时的政策效果既有短期对非理性和恐慌情绪的校正,也体现了国家长期稳定市场的决心。**财政政策方面**,一是财政部两次调整印花税,分别是下调印花税率和改为单边征收,二是进行结构性减税、降低出口退税率,三是出台四万亿刺激计划。**货币政策方面**,央行四次降准降息,下调住房贷款利率下限扩大为基准0.7倍,取消对商业银行信贷规划的约束。**证监会**多次出台救市措施,包括控制新股发行节奏、鼓励回购增持、启动融资融券试点等,**国资委**也不遗余力地支持央企回购增持上市公司股票,**中央汇金**更是直接为股市注入流动性。

当2008年中期货币政策由适度偏紧逐渐转向宽松,政策底开始慢慢形成。股市的基础还是实体经济和企业利润,过去的一年半货币政策压的太紧,此时的货币政策放松对于改善企业盈利进而刺激股市是必要的。9月18日,多部委打出“救市组合拳”,政策底基本明确。救市组合拳中,印花税由双边征收变为单边征收,能够在短期内有效的稳定市场和投资者信心,汇金公司入市则通过资金注入对股市走势直接产生影响,而国资委表态则传达了强烈的政策维稳信号,既是对汇金公司入市的肯定,又为后续大型央企回购增持股票奠定基础,鼓励更多资金入场,相当于在股市极度动荡的时候给上市公司吃了颗“定心丸”。在股市下滑至最低点时,“四万亿”的出台极大提振了市场预期,市场对于巨额信贷的反应速度和强度远超基本面的反应,开始步入确定性的上升轨道。

图表10 2008年救市政策密集出台

发布日期	政策名称	具体内容	当日涨跌	次日涨跌
2008.4.23	降印花税	财政部、国家税务总局决定,从4月24日起,调整证券(股票)交易印花税率,由3%调整为1%。	4.14	9.29
2008.7.18	控制IPO节奏	在应减少新股发行和再融资的市场舆论下,证监会表示将兼顾各方意见把握新股发行节奏	3.49	2.99
2008.8.28	鼓励回购增持	证监会发布修改后的《上市公司收购管理办法》,鼓励大股东回购增持	0.34	2.01
2008.9.18	调整印花税	财政部宣布从9月19日起,印花税从双边改为单边征收,税率维持1%。	-1.72	9.46
	调节入市资金	汇金公司直接入市在二级市场买入工中建三大行股票	-1.72	9.46
	支持回购增持	国资委表态支持央企回购、增持上市公司股票	-1.72	9.46
2008.10.5	2008版国九条公布	国常会召开,研究部署当前金融促进经济发展的政策措施,与股市相关的表述是“加快建设多层次资本市场体系,发挥市场的资源配置功能。稳定股票市场运行”	-	-5.23
	启动融资融券	中国证监会将于近期正式启动证券公司融资融券业务试点工作	-	-5.23
	央行重启中票发行	央行同意中国银行间市场交易商协会从10月6日起继续接受非金融企业中期票据发行的注册	-	-5.23
2008.10.12	最高层表态	十七届三中全会提出要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	-	3.65
2008.10.21	出口退税率上调	财政部、国税总局联合发文,明确从2008年11月1日起,适当调高部分劳动密集型和高技术含量、高附加值商品的出口退税率	-0.78	-3.20
2008.11.5	四万亿出台	国常会提出四万亿投资计划,确定当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施	3.16	-2.44
2008.11.28	社保宣布将加仓	全国社保基金宣布将逐步扩大指数化投资规模,同时追加部分股票投资,以稳定市场信心,并追求资本市场长期发展中的稳定收益,11月已经追加100亿元的股票投资。	-2.44	1.25

资料来源:公开资料,平安证券研究所

图表11 2008年下半年货币政策趋于宽松

调整类型	调整公告时间	调整前(%)	调整后(%)	调整幅度(%, bp)
法定存款准备金率	2008.9.15	17.5	17.5	定向降准1%
	2008.10.8	17.5	17.0	-0.5
	2008.11.26	17.0	16.0	-1.0
	2008.12.22	16.0	15.5	-0.5
一年期存款基准利率	2008.10.9	4.14	3.87	-27
	2008.10.30	3.87	3.6	-27
	2008.11.27	3.6	2.52	-108
	2008.12.23	2.52	2.25	-27
一年期贷款基准利率	2008.9.16	7.47	7.2	-27
	2008.10.9	7.2	6.93	-27

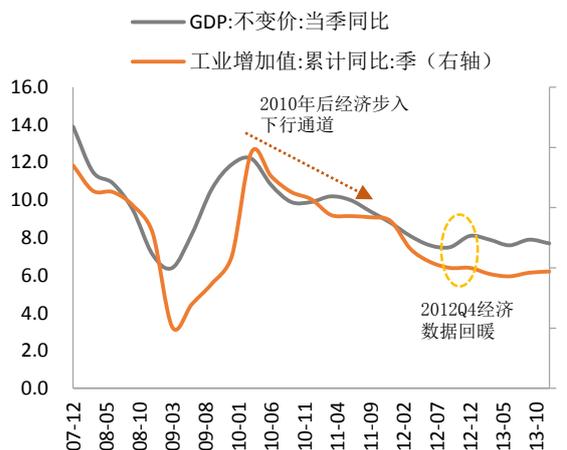
	2008.10.30	6.93	6.66	-27
	2008.11.27	6.66	5.58	-108
	2008.12.23	5.58	5.31	-27
其他	2008.10.22	自2008年10月27日起，将商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的0.7倍		
	2008.11.5	央行表示取消对商业银行信贷规划的约束		

资料来源：央行、WIND，平安证券研究所

1.3 2013 年 5-6 月：经济数据的回暖

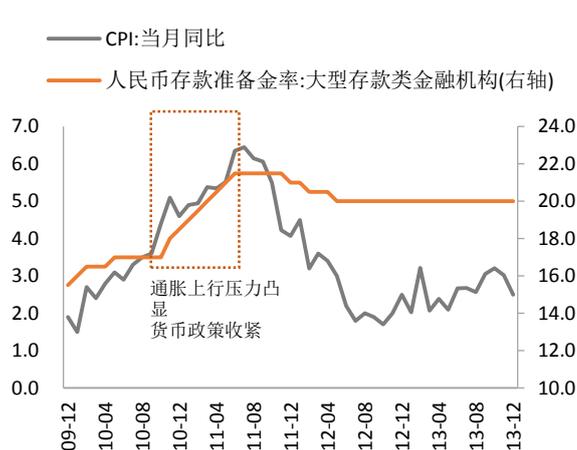
这一轮股市的下跌根源是经济基本面的走弱超过预期。上一轮的熊市中政府出台“四万亿投资计划”起到极强的刺激作用，接下来的两年经济增长突飞猛进，GDP 同比增速在 2010 年一季度达到 12.2% 的峰值，2010 年全年 GDP 增速 10.6%。与之相对应的是通胀压力日渐凸显，CPI 当月同比一路上行，2011 年 7 月 CPI 高达 6.45%。为了应对通胀问题，央行持续上调存款准备金率，由 2010 年初的 14% 攀升至 2011 年 6 月的 19.5%。经济增长在冲顶后显著回落，2012 年开始 GDP 增速进入“7”通道，心理预期的悲观情绪蔓延。

图表12 2010年后经济增长进入下行通道（%）



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表13 2010年后货币政策收紧以应对通胀（%）



资料来源：WIND，平安证券研究所

如果说 2005 年的股市是明显的两次“寻底”，2008 年的股市是几乎没有反抗的自由落体式下跌，那么 2012-2013 年的市场底部则是慢慢磨出来的。自 2012 年 5 月开始，上证综指节节败退，中间虽有几次短暂的维稳，但下跌趋势未改。除了经济面的下行压力之外，股市在 2012 年的利空消息还包括：3 月 28 日，非上市公司股份转让试点和深交所表态支持小微企业上市带来的市场扩容预期导致股市大跌，沪指跌幅 2.65%；6 月 1 日，国家发改委等八部委再度把国际板提上议程，6 月 4 日沪指跌幅高达 2.73%；7 月份 5-12 日证监会新受理 39 家 IPO 申请，引发股市利空；8 月份油价上调、转融通试点启动等事件加剧了股市下跌。9 月份，管理层陆续出台救市政策，包括保险资金入场、汇金增持银行股，但市场总是短暂企稳，终于在 12 月 4 日跌出 1949 点“建国底”开始上升。进入 2013 年后，反弹的时间仅持续半年，市场又开始下行，6 月份又爆发了“钱荒”，“钱荒”对于股市的收缩压力更多的来源于它强化了市场对资金紧缺的预期而非其自身对股市的实际压制。2013 年 6 月 25 日股市探底 1849.65 点，收报 1959 点，市场底部逐渐浮出水面。

图表14 2012-2013 年上证综指走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

2012-2013 年的政策可以分为如下三类：货币政策方面，从适度偏紧走向边际放松，包括降准降息、流动性支持。财政政策方面，发改委加快审批地方投资项目，财政支出力度加大。股市方面政策包括：1) 通过引进外资、放松外资持股比例、保险巨头和汇金入市等方式来注入资金盘活市场；2) 通过暂停 IPO、鼓励国内企业境外上市等措施来分流 A 股供给压力；3) 通过降低交易费用、深化 IPO 体制来提振投资者信心。

这一轮政策底出现在 2012 年 9 月 7 日，市场底出现在 2013 年 6 月 25 日，相差 9 个月。实际上，从 2012 年 5 月份的进一步降准降息开始，政策风向就已经发生变化，但从实际效果来看本轮降准降息对股市的拉升作用较为有限，6 月 8 日降息当日股市甚至出现小幅下跌。维稳效果最明显的措施为发改委推进地方投资、保险和汇金资金入场、中央经济工作会议的召开。12 月 5 日，中央政治局会议明确 2013 年经济工作“稳中求进”总基调，政策鼓舞下，股市大涨 2.87%，一举收复 2000 点，收报 2031 点。2012 年 Q4，经济数据也开始回暖，GDP 同比增速 8.1%，相较于 Q3 增加了 0.6 个百分点。通观全年，政策向市场的传导，本质上还是依赖于宏观经济基本面的改善以及市场对于经济增长信心的修复，股市自身的机制完善和短期的资金入市只能算是锦上添花。但是，2013 年上半年股市短暂反弹后出现了二次探底，跌破年前的“建国底”到达 1849 点。究其原因，管理层对于经济形势的判断过于乐观，货币政策并未放松，经济下行压力仍然存在。值得一提的是，2013 年上半年爆发了“钱荒”，“钱荒”产生是规范银行理财、整治金融乱象、美国退出 QE 时间超预期和央行进一步回笼流动性的综合结果，对于股市下跌的影响主要有两条，一是部分流动性短缺的金融机构抛售资产，二是在较短时间内加剧了资金面紧张的预期、投资者避险情绪高企，后者影响更大。这轮探底中，“钱荒”只是暂时影响，深层次原因还是在于经济基本面。

图表15 2012-2013 年股市相关政策

发布日期	政策名称	具体内容	当日涨跌 (%)	次日涨跌 (%)
2012.2.18	降准	央行下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点	-	0.01
2012.4.3	增量资金入场	证监会新增合格境外机构投资者投资额度 500 亿美元，增加人民币合格境外机构投资者投资额度 500 亿。	-	1.74

2012.4.28	IPO 体制完善	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》解决新股发行的“三高问题”	-	1.76
2012.4.30	交易减负	4月30日,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%	-	1.76
2012.5.12	降准	央行下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点	-	-0.60
2012.6.8	降息	央行下调金融机构人民币存贷款基准利率25bp,一年期存贷款利率分别降至3.25%和6.31%	-0.51	1.07
2012.6.20	证监会利好	证监会表示将所有境外投资者的持股限制由20%提高到30%;取消基金专户投资单只股票净值限制	-0.34	-1.40
2012.7.6	降息	央行分别下调金融机构人民币存贷款基准利率25bp和31bp,一年期存贷款利率分别降至3.0%和6.0%	1.01	-2.37
2012.9.7	发改委批复项目居高不下	消息面传来发改委密集批准地方投资项目,投资金额将近万亿元	3.70	0.34
2012.9.28	资金入场	9月28日开始,中国人寿、中国平安、中国人保、泰康人寿等多家保险巨头,三个交易日内加仓规模已累计超过100亿元;汇金在三季度分别增持了626.6万股工行股份、1881.2万股中行股份。	1.45	-0.56
2012.10.16	提升外资参股比例	证监会将合资券商外资持股比例上限由此前的1/3升至49%	0.01	0.32
2012.11.6	IPO 暂停	IPO 暂停,开展上市公司财务检查	-0.38	-0.01
2012.12.5	经济形势明朗	中央经济工作会议明确2013年经济工作“稳中求进”总基调	2.87	-0.13
2012.12.20	鼓励境外上市	证监会公布《关于股份有限公司境外发行股票和上市申报文件及审核程序的监管指引》,降低境内企业境外发行上市门槛。	0.28	-0.69
2013.6.25	央行提供流动性支持	央行公告已向一些符合宏观审慎要求的金融机构提供了流动性支持	-0.19	-0.41

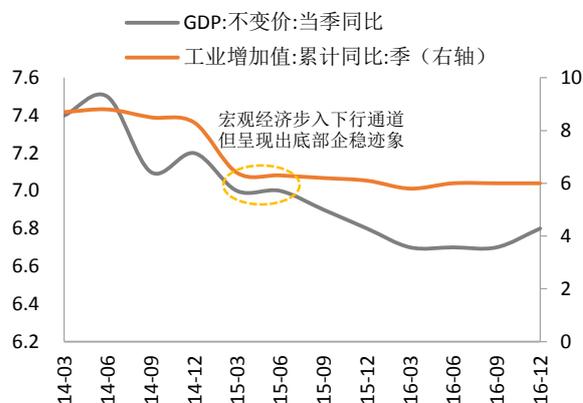
资料来源:媒体报道、各部委网站,平安证券研究所

1.4 2015 年 7-8 月：国家队入市

这一轮股灾的特征是技术性、杠杆性、投机性,其产生更多的是源于流动性过剩和股市制度不完善,而非宏观经济基本面的恶化。从经济形势来看,宏观经济步入下行通道,但呈现出底部企稳的迹象,GDP 同比增速约在 7%,经济下行对于股市的压制作用不大。当然,股市与经济的相背而行也反映了股市的暴涨是没有经济基本面支撑的,市场的过快上涨透支了未来的盈利预期。从流动性来看,央行自 2014 年 11 月以来开启了宽松的货币政策周期,2015 年累计 5 次下调存款准备金率和一年期存贷款基准利率,5 月至 7 月 M1 和 M2 均出现明显回升。宽松的货币政策向市场释放了大量流动性,成为股市泡沫的助推器,为后续股灾发生埋下了伏笔。从股市制度来看,过度高杠杆配资交易是股市异常波动的主要成因。场内配资方面,两融规模急剧增长,峰值时期达到 2 万亿元,占 A 股流通市值的 4%。场外配资方面,银行理财资金通过结构化信托产品、基金子公司和券商资管进入股市,为股市推波助澜。随着配置规模的不断扩张和高杠杆的推动,股市风险被成倍放大。股指期货交易对现货市场的做空,也在一定程度上加剧了市场情绪的恐慌,加速股价下跌。这一轮股灾的顺

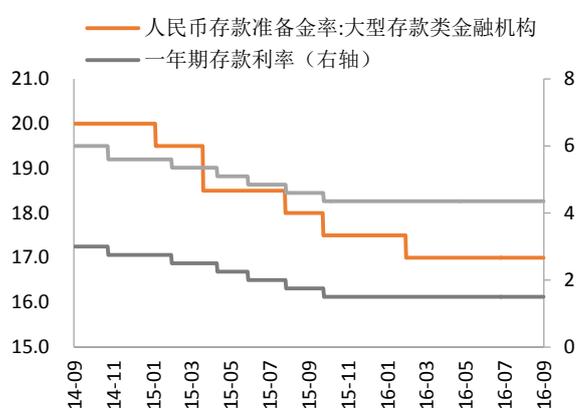
序大致为：机构开始去杠杆→前期暴涨的个股大跌→高杠杆配资账户爆仓→配资平台为自保开始强制平仓→更多股票暴跌→散户纷纷抛售股票。

图16 2015年宏观经济下行但呈现底部企稳 (%)



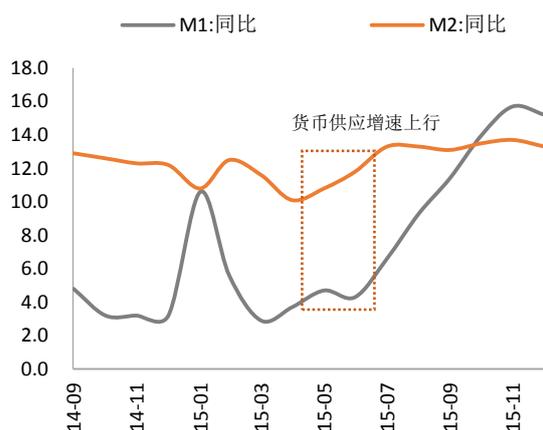
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图17 2014年以来开始货币宽松周期 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图18 2015年4-7月 M1 和 M2 同比回升 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图19 2014-2015年两融余额迅速增长



资料来源: WIND, 平安证券研究所

千股跌停，沪指失守 3000 点。2015 年 6 月 12 日，上证综指触及 5166 点的历史新高。6 月 13 日证监会重申禁止场外配资，15 日上证综指跌幅 2%，19 日收盘大跌 6.4%、沪深两市全部 2780 只股票中有 1088 只跌停，26 日收盘暴跌 7.4%、两市近 2000 只个股跌停，此后国家救市走向前台。7 月 8 日，上证综指大跌 5.9%，险守 3500 点，收报 3507 点。7 月中旬和 8 月上旬，股市一度出现反弹，继而掉头下挫。8 月 24 和 25 日，上证综指接连下跌 8.5%和 7.6%，26 日收报 2927 点，丢掉 2015 年牛市以来全部涨幅。

图表20 2015 年上证综指走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

这一轮股市的“政策底”出现在 2015 年 7 月 9 日，“市场底”出现在 8 月 26 日，二者相差一个半月。从 5000 点到 2900 点，股市由狂热到暴跌的速度之快、程度之剧烈是前所未有的，救市力度也是有史以来最大的。从救市主体来看，央行、证监会、财政部、国资委、中金所、上交所、深交所、券商基金保险甚至上市公司均参与其中；从政策类型来看，主要包括三类，一是针对两融问题，相关机构接连表态强制平仓规模小、影响小，证监会进一步放松平仓限制、券商放宽平仓规则；二是大量资金入市托底，包括养老基金入市、券商/公募基金/证金公司买入蓝筹股、原保监会放宽险资投资股票的比例、上市公司积极增持不减持维护股价、增加 QFII 额度引入境外资金，同时央行也通过降准降息和中期借贷便利等形式给予流动性支持；三是缓解股票供给压力，包括暂停新股发行、央企不得减持；四是整治违法违规乱象，包括中金所打击蓄意做空、公安部严查违法行为等。在救市政策密集出台期间，股市仍未刹车，直到 7 月 9 日公安部前往证监会排查恶意做空，股市才稍微好转。

此次股灾的成因与前几次不同，并非由于经济基本面的恶化，而是过度杠杆、投机交易造成的。因此，我们也可以看到当时的政策重点并不在于财政政策和货币政策。站在当前时点回顾，面临股市的极快、极深下跌，首要任务是有足量资金直接入市，以尽最大可能缓解情绪危机、稳定股票价格。从实际效果来看，这一措施也有效舒缓了市场的下跌趋势。针对高杠杆问题，8 月底监管层发文彻底清理违法违规的配资账户，限制券商两融规模不得超过净资本 4 倍，有效降低了配资的杠杆，纾解了股市风险。另外，这次股灾也反映了监管机构对于金融机构及其交易行为的监管存在漏洞，例如影子银行的扩张、配资平台的野蛮生长。除了资金入市之外，对于各类投资、融资和配资行为应予以严格统一的规范和监管，谨防一些交易以创新之名行投机违法之实。

图表21 2015 年救市政策回顾

发布日期	主体	救市政策	当日涨跌 (%)	次日涨跌 (%)
2015.6.27	央行	降低存款准备金率 25 个基点，同时针对贷款给三农及小微企业的银行，定向降准 50 个基点	-	-3.34
2015.6.29	财政部	《基本养老保险基金投资管理办法》征求意见稿出台，投资股票及相关产品比例合计不得高于基金资产净值的 30%	-3.34	5.53
	证监会	证监会盘中紧急发布两融数据，并表示“融资业务规模仍有增长空间”；证监会发文回调过快不利于股市的平稳健康发展		

	证金公司	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		
2015.6.30	券商	宣布上调部分标的证券折算率，降低融资保证金比例	5.53	-5.23
	证券业协会	就场外配资情况答问：强制平仓影响小		
2015.7.1	中金所	中金所盘中辟谣，称 QFII 和 RQFII 做空 A 股的传言不实	-5.23	-3.48
	上交所	上交所宣布拟自 8 月 1 日起调低 A 股交易结算相关收费标准，其中沪深交易所收取的交易费率降低 30%，过户费降低 33%		
	证监会	表示将进一步扩大证券公司融资渠道；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，不再设 6 个月的强制还款		
2015.7.2	券商等	光大证券盘中紧急放宽两融平仓规则，华夏人寿称近期已大举建仓入市	-3.48	-5.78
2015.7.3	证监会	1) 减少近期新股发行数和筹资金额，7 月上旬仅安排 10 只新股上市；2) 引境内外长期资金入市，将合格境外机构投资者 (QFII) 额度由 800 亿美元增至 1500 亿美元；3) 中国证券金融公司注册资本由 240 亿元扩大至 1000 亿元，以向券商的融资融券业务提供资金；4) 严惩造谣者，已集中部署三起案件	-5.78	2.41
	中金所	启动数据监控，排查做空账户；表示将差异化收取交易费，打击蓄意做空行为		
	央行	开展中期借贷便利操作 2500 亿元人民币		
2015.7.4	媒体	中国证券报、新华网、人民日报等媒体刊文提振市场信心	-	2.41
	券商	21 家证券公司发布联合公告，将投资 1200 亿元买入蓝筹 ETF，并保证在 4500 点以下不会卖出		
	中国证券业协会	发布倡议书表示全力维护资本市场稳定		
	上交所、深交所	暂停 28 支新股的发行，随后国务院要求证监会暂停 IPO		
	公募	25 家公募基金发布联合公告称维护资本市场稳定		
2015.7.5	上市公司	创业板首批 28 家上市公司发布联合公告提出积极增持不减持等四点倡议，中关村 277 家上市公司联合发表维护股价行动倡议，中小板 50 家上市公司联合公告称不减持以稳定市场	-	2.41
	中央汇金公司	宣布已于近期在二级市场买入交易型开放式指数基金(ETF),并将继续相关市场操作		
2015.7.6	央行	将通过多种形式给予中国证券金融股份有限公司流动性支持	2.41	-1.29
	公募	57 家公募基金公司运用自有资金 21.62 亿元已经或即将投资旗下偏股型基金		
2015.7.8	证监会	上市公司持股 5% 以上的股东，6 个月内不准卖自家的股票	-5.9	5.76
	原保监会	发文放宽保险资金投资蓝筹股票监管比例，将投资单一蓝筹股票的比例上限由占上季度末总资产的 5% 调整为 10%；投资权益类资产达到 30% 比例上限的，可进一步增持蓝筹股票		
	央行	积极协助中国证券金融股份有限公司获取流动性，多渠道支持股市稳定发展		
	国资委	央企不得减持所控上市公司股票		
	中金所	提升中证 500 股指期货卖出保证金，自 7 月 8 日起提高到合约价值的 20%，自 7 月 9 日起提高到 30(套期保值持仓除外)，抑制过度投机、维护市场稳定运行。		
2015.7.9	证金公司	2000 亿元申购 5 家基金公司旗下主动管理偏股基金；将在继续维护蓝筹股稳定的同时，加大对中小市值股票的购买力度	5.76	4.54
	原银监会	发布四大措施，允许已到期股票质押贷款重新确定期限、支持调整平仓线、鼓励向证金公司提供同业融资、支持对回购提供质押融资等		
	公安部	公安部副部长率队前往证监会排查恶意卖出股票与股指的线索		

资料来源：媒体报道、各部委网站，平安证券研究所

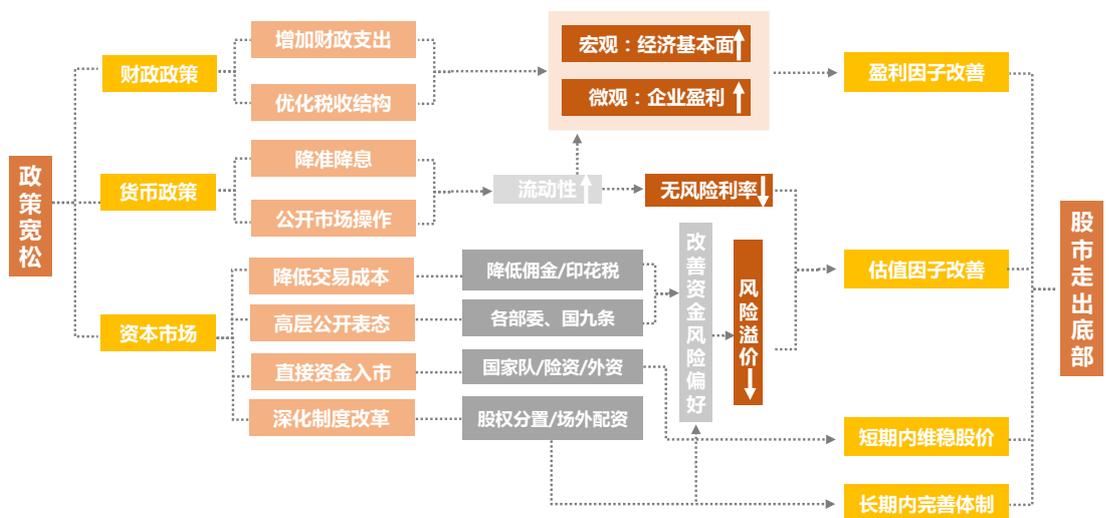
二、 总结比较：四轮宽松政策的逻辑

政策作用于股市的逻辑归根结底还是在于信心的重拾。回顾这四轮政策底，宽松的政策大致可以分为财政政策、货币政策和资本市场改革三类，短期维稳预期，中长期作用于盈利和估值。财政方面，主要政策包括增加财政支出、优化税收结构，以推动宏观经济基本面的企稳回升和企业盈利好转，进而改善股价的盈利因子。货币方面，降准降息和公开市场操作作为市场注入流动性，价格方面无风险利率下行，数量方面可贷资金供给增加，一方面通过增加股票配置的方式直接推升股价，另一方面通过降低企业融资成本和贴现率的方式改善企业盈利状况和内在价值从而间接提升股价。资本市场改革方面，降低股票交易成本，鼓励长线资金入场，以及提供更有效的融资支持。政策的反复催化下资金的风险偏好得到改善，风险溢价下调，并与下行的无风险利率一同改善估值因子。回顾过去四轮底部，政策底是一系列政策出台的过程，每一轮大多都先伴随着货币政策的宽松，资本市场改革先于财政政策改革，货币政策宽松提供流动性支持，资本市场改革助力企业融资，财政政策直接作用于宏观基本面的维稳。

四轮政策底的重点均在于资本市场改革和财政政策，而货币政策是重要先行信号。四轮熊市的成因和政策手段各有特点，但大体可以分为市场制度和经济基础两类。2005年的国有股减持引发的熊市暴露了股权分置的弊端，因此政策重点在于股权分置改革；2015年的暴跌则源于高杠杆配资，于是可以看到后续的走向较大程度上取决于清理违规配资账户、肃清市场交易秩序的执行力度。2008年和2013年股市本质上还是受制于经济下行，这两轮的政策不管是财政方面还是货币方面，不宜过多解读为救市，而更多的是出于应对经济下行压力的考量。

走出底部的根源是市场对于基本面底部的把握以及信心的回暖，有效政策信号出现后，市场底也会随着政策底而渐行渐近。以2008年为例，“四万亿”计划出台后，2009年基建及固定资产投资增速迅速增加，当年投资对于GDP的贡献率高达86.5%。宽松的货币政策下，随着存款准备金率和贷款基准利率的下调，货币供应量和贷款余额快速扩张。总体来看，2008年的一揽子措施在2009年取得了非常显著的成效，在全球经济放缓的背景下，中国仍然实现9.4%的GDP增速。通过观察2001年以来实体经济增速与股票价格走势，我们进一步验证二者的关系。当市场预期到宏观指标改善和企业盈利的好转时自然会有向上的行情。短期的资金救市有助于维稳，但持久度跟不上，如何恢复对经济和市场的信心，是决定能否走出下一个市场底的关键。

图表22 政策宽松的逻辑



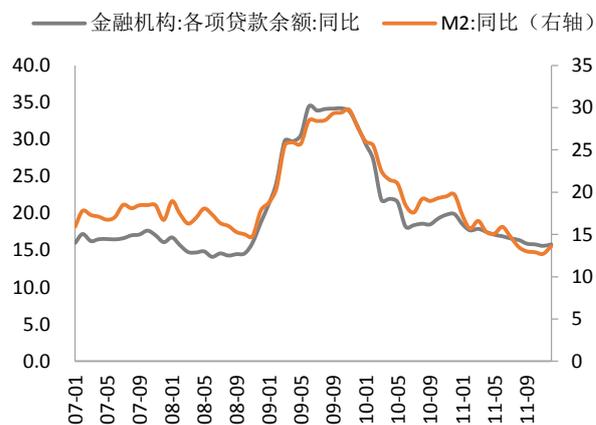
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表23 四轮“政策底”和市场底梳理总结

	第一轮	第二轮	第三轮	第四轮
熊市成因	导火索: 2001 年国有股减持 根源: 股权分置问题	内忧: 国内经济下行; 大小非解禁高峰外患: 2008 美国次贷危机; 全球经济放缓	经济基本面的走弱超出预期	前期流动性过剩; 过度高杠杆配资交易; 股指期货做空现货
运行特征	两次寻底 (1300 点和 998 点)	自由落体式下跌	缓慢磨底	断崖式下跌, 时间短、跌幅大
主要矛盾	制度层面	经济基本面	经济基本面	制度层面
政策重点	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 股权分置改革 ➢ 发审制度改革 ➢ 降低佣金和印花税 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 资金托市 ➢ 货币政策适度宽松 ➢ 财政“四万亿”刺激 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 资金托市 ➢ 货币政策边际放松 ➢ 发改委推进地方投资 ➢ 中央经济工作会议定调 2013 年经济思路 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 资金托市 ➢ 降低配资杠杆 ➢ 整治违法违规乱象
作用路径	完善上市交易机制 修复投资者信心	推动经济复苏 夯实股市基础	政策方向明朗 宏观经济改善	肃清市场秩序 完善交易机制
政策成效	2005 年 998 点冲至 2007 年 6036 点	四万亿出台后市场确定性上行	中央经济工作会议定调 2013 经济“稳中求进”基调后股市一举收复 2000 点	8 月底股市开始缓慢上行, 最高到达 3600 点
政策底	2005.2.2	2008.9.18	2012.9.28	2015.7.9
市场底	2005.6.6	2008.11.9	2013.6.25	2015.8.26
时间间隔	4 个月	2 个月	9 个月	1.5 个月

资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表24 2009 年贷款余额和 M2 均大幅增加 (%)



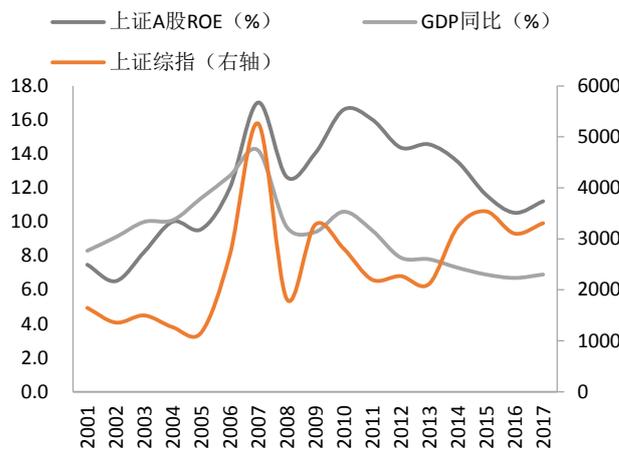
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表25 2009 年固定资产及基建快速上行 (%)



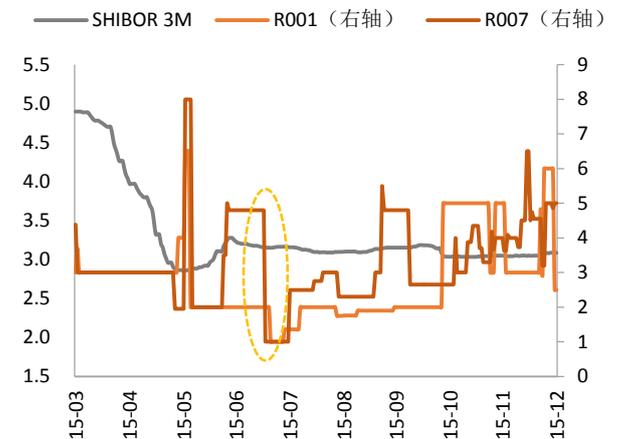
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表26 2001-2017 经济增长、企业盈利与股市走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表27 2015年6月降准降息后银行间流动性缓和

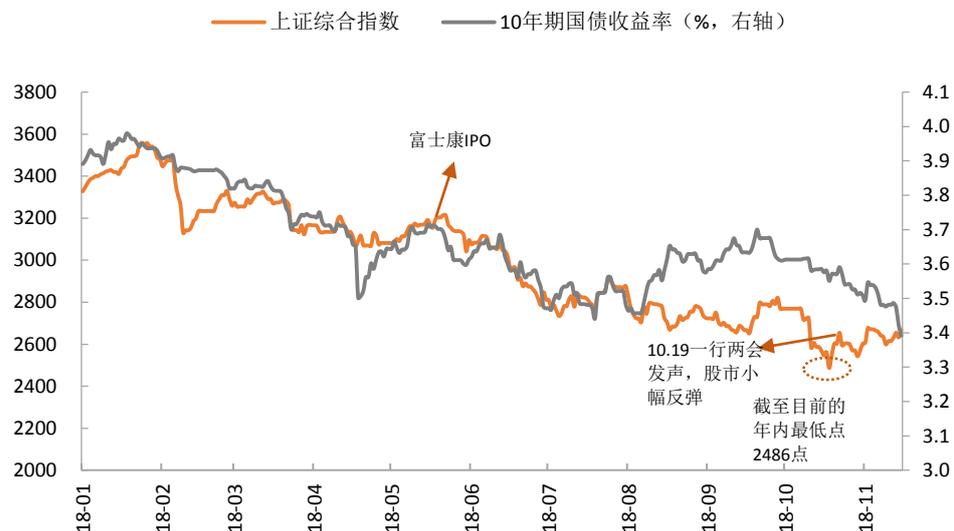


资料来源: WIND, 平安证券研究所

三、 市场展望：本轮政策宽松去向何方

2018 年年初至今，A 股市场持续低迷，最低点跌破 2500 收报 2486 点。与前四轮相比，今年股市的下跌主要来自于内外基本面因素交织的结果，中美贸易战摩擦、跨境资本回流、新兴国家动荡等外部因素和经济下行压力加大以及去杠杆流动性紧缩等内部因素持续催化股市下跌。

图表28 2018 年上证综指走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

经济基本面的利好政策体现为货币政策开始边际放松，财政政策更加积极。货币方面，自年初以来央行先后实施了两次定向降准和两次置换性降准，并通过扩大 MLF 担保品范围和进行信贷窗口指导的方式增加流动性。财政方面，增支和减税相结合，一是国常会和政治局会议均表态加大基建投资

力度、保障在建项目资金需求，其资金补给主要来源于加快地方专项债的发行和降低地方债的风险权重；二是财政部进行了增值税和个税改革，并酝酿更大规模的降税和减费。

图表29 2018年货币政策趋向宽松



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表30 2018年财政政策更加积极



资料来源：WIND，平安证券研究所

资本市场的利好政策体现为金融监管边际松弛，切实解决民营企业融资难困境，不断扩大对外开放，加快推进制度改革等。第一，金融监管边际放松，4.27 资管新规正式稿出台后过渡期延长至 2020 年底，9.30 理财新规正式稿出台后银行未来可以通过设立子公司的方式发行公募理财产品直接或间接投资股票。第二，切实解决民营企业融资难困境，包括加大股权质押救助规模、增加对其信贷支持、加大支持民营企业发债力度以及促进上市公司特别是优质民企的并购重组。第三，对外开放持续推进，例如 A 股正式加入 MSCI、富时罗素指数将纳入 A 股、取消银行和资管的外资持股比例限制、互联互通持续扩容等。第四，加快推进制度改革，包括修订股东回购规则并考虑建立库存股制度、设立科创板和注册制试点等。

图表31 2018年资本市场利好政策

时间	主体	政策
2018.3.9	证监会	允许外资控股合资券商，最高比例可达 51%
2018.4.11	央行	央行行长易纲在博鳌亚洲论坛上表示互联互通每日额度将扩大四倍、取消银行和资管外资持股限制
2018.6.1	明晟公司	A 股纳入 MSCI 新兴市场指数，纳入比例为 2.5%
2018.6.12	国家外汇管理局	取消 QFII 资金 20% 汇出比例及本金锁定期要求，允许外汇套期保值
2018.7.20	央行/银保监会	资管新规指导意见和理财新规征求意见稿发布
2018.8.8	证监会	《坚持改革开放促进资本市场平稳健康发展》意见出台
2018.8.14	明晟公司	A 股第二次纳入 MSCI，累计纳入比例为 5%
2018.9.6	证监会	证监会发布公司法修正案草案鼓励上市公司回购
2018.9.28	银保监会	《商业银行理财业务监督管理办法》发布
2018.10.8	证监会	推出“小额快速”并购重组审核机制
2018.10.12	银保监会	《关于上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定（试行）》出台
2018.10.19	一行两会	刘鹤、易纲、郭树清以及刘士余就股权质押、长线资金、民营企业融资、并购重组等市场重点关注问题发表观点
2018.10.30	证监会	试点定向可转债并购支持上市公司发展
2018.11.1	座谈会	习近平总书记主持召开民营企业座谈会，提出要解决民企融资难的问题
2018.11.5	进博会	习近平总书记在国际进口博览会发言中提出，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设

资料来源：WIND，平安证券研究所

政策底逐渐明晰，资本市场仍处于磨底状态。从年初的央行和财政部“打架”到更加积极的财政政策 and 边际放松的货币政策，再到一系列缓解股权质押风险、加大民营企业扶持力度、放宽外资进入限制的措施，政策密集出台维稳市场。10月19日，刘鹤副总理和一行两会为股市发声，10月31日政治局会议表态加强资本市场制度建设、未提及房地产和去杠杆的内容，11月5日科创板宣布设立，管理层呵护市场之意一览无余。**当前政策底维稳成效初显，货币政策多次降准宽松，资本市场改革框架进入落地层面，财政减税政策拭目以待，但是市场仍在磨底状态。我们认为未来市场底真正的信号来自于两方面，一方面是经济底的确定以及更多财政改革政策的出台（特别是减税预期的确定），另一方面来自于海外不确定性的降低。**

尽管如此，当前资本市场改革和财政改革方向趋势已定，**A 股市场结构性机会开始显现。**从宏观政策改革层面、再融资松绑和并购重组的鼓励方向来看，战略新兴产业领域的龙头企业仍是资本市场资金的重要配置方向，引领着中国经济结构的转型。上市公司**回购和并购重组再融资**是当前政策鼓励的重点，也是当前资本市场资金关注重点。随着长线资金的陆续入场，**价值高分红板块**也将中长期受益制度性红利的提振。

四、风险提示

1) 宏观经济下行超预期，上市公司企业盈利将相应遭受负面影响；2) 金融监管以及去杠杆政策加码超预期，市场流动性将面临过度收紧甚至信用危机的爆发；3) 海外资本市场波动加大，对外开放加大的 A 股市场也会相应承压。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033