

政策底后市场底何时出现？

——“市场策略思考”之八

核心观点

七月政治局会议确认政策底，近期市场再度探底，投资者关心市场底何时出现。当前市场已经体现出历史上市场底附近的许多特征，包括但不限于：①公募及券商机构自购旗下基金，且集中在权益类产品；②近 200 家上市公司实控人或董事长提议回购，或董事会预案计划进行回购；③股债收益差已经跌破均值-2std，到达历史低位。但和历史上相关案例不同，本次市场调整并非经济趋势下行，而是处于弱复苏进程中的暂时性波折，经济的整体修复情况仍然向好，我们认为本次市场底已经近在咫尺。

政策底和市场底之间的逻辑关系

政策底到市场底之间的演绎过程，其实就符合我们在此前报告《这次会出现价值搭台成长唱戏吗？——“市场策略思考”之七》中提出的周期搭台后的三种演绎路径——乐观情形（继续上涨）、中性情形（平台整理）和悲观情形（再度回落）。如果政策行情得到市场认可，那么市场就不再继续探底，对应乐观情形和中性情形，此时政策底就是市场底。但如果后续政策不及预期、经济数据不及预期或其他利空打击市场信心，那么市场就将朝着悲观情形演化，即政策行情结束、周期搭台失败，此时市场就有可能在跌破前期的政策底后继续探底，最终形成一个市场底，而市场底有可能也是一个政策底。

政策底向市场底演绎的历史案例

2011 年 10 月，市场在汇金公司增持四大行股票和货币政策微调预期的催化下形成政策底，而后在 2012 年 1 月温家宝总理“提振股市信心”的催化下形成市场底；2012 年 9 月，市场在发改委批复万亿基建项目和汇金公司增持工行等催化下形成政策底，而后在 2012 年 12 月中央政治局会议“积极稳妥推进城镇化”的催化下形成市场底；2018 年 9-10 月，市场在政府发声支持民营企业的催化下形成政策底，而后在 2019 年 1 月央行宣布全面降准的催化下形成市场底。

市场底附近的相关特征

复盘历史可比案例，我们发现市场底附近有以下特征：①资金行为方面，市场底附近伴随着基金自购以及上市公司回购的显著增加；②市场点位方面，PETTM 普遍位于历史极低水平，股债收益差普遍低于均值-1std 甚至-2std；③调整时间方面，第一个政策底到最终的市场底之间，平均会经历 40 个交易日，但也有部分案例仅用时 20 个交易日。

风险提示：疫情恶化、中美关系恶化、欧美经济硬着陆等。

投资策略

陈果

chengquodcq@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521120006

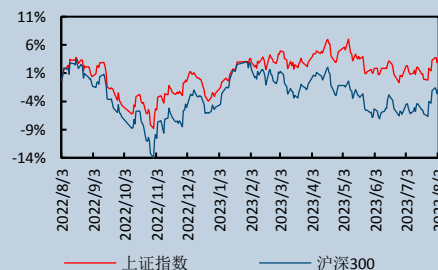
何盛

hesheng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522090002

发布日期：2023 年 08 月 26 日

上证指数走势图



深证成指走势图



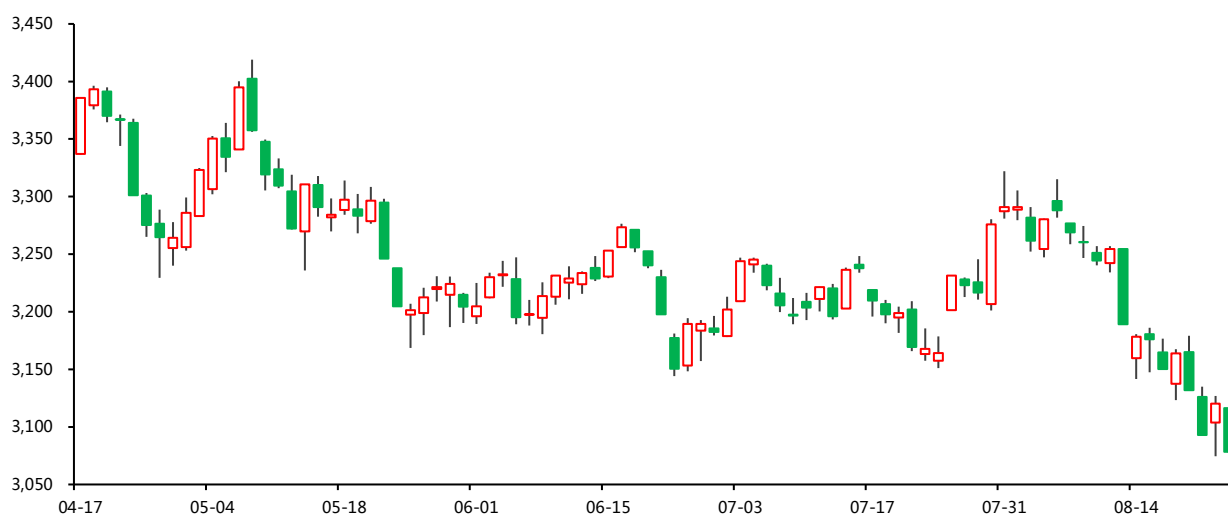
目录

一、引言	1
二、政策底和市场底之间的逻辑关系	2
三、政策底向市场底演绎的历史案例	3
2011Q4—2012Q1.....	3
2012Q3—2012Q4.....	4
2018Q4—2019Q1.....	5
四、市场底附近的相关特征	5
风险分析	7

一、引言

七月政治局会议以来，市场有所回暖，但近期再度拐头向下，并创出本轮调整以来新低，这一现象引发了市场对于政策底和市场底之间关系的讨论，本文旨在通过复盘历史可比案例，回答下列问题：政策底和市场底之间有怎样的逻辑关系？市场底何时到来？

图表1：今年4月以来上证指数 K 线图

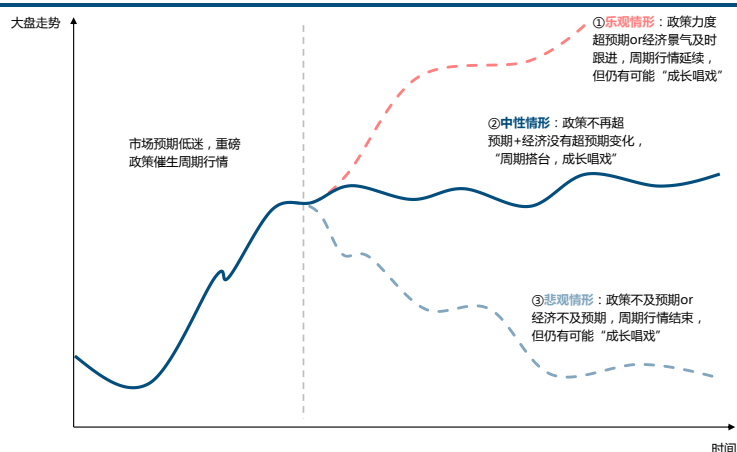


数据来源：iFinD，中信建投证券

二、政策底和市场底之间的逻辑关系

当经济表现低迷或资本市场表现低迷之时，国家会出台一系列的政策组合拳来稳定市场预期，如果这个政策足够重磅，那么就将确认股市的政策底，即市场阶段性由弱势转为强势的拐点，也就是我们在此前的报告《这次会出现价值搭台成长唱戏吗？——“市场策略思考”之七》中提到的周期搭台。那么后续会有三种情形：乐观情形、中性情形和悲观情形。

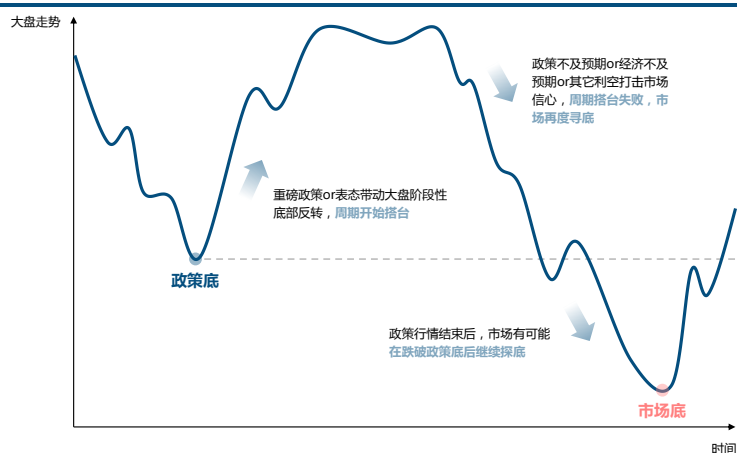
图表2：“周期搭台，成长唱戏”的演绎路径



数据来源：中信建投证券

其中，乐观情形和中性情形都意味着政策行情得到市场认可，市场不再继续探底，此时政策底和市场底是重合的。但倘若后续政策不及预期、经济数据不及预期或其他利空打击市场信心，那么市场将朝着悲观情形演化，即政策行情结束，周期搭台失败，这时市场就有可能在跌破前期的政策底后继续探底，最终形成一个市场底，即市场在未来较长时间内的底部。值得注意的是，市场底有可能也是一个政策底。

图表3： 政策底和市场底的逻辑关系



数据来源： 中信建投证券

三、政策底向市场底演绎的历史案例

2011Q4—2012Q1

2010 年以来，大规模刺激政策后通货膨胀的快速上行就成为了我国货币政策的核心制约，流动性的拐点也就成为了市场的核心关注点之一。2011 年上半年，央行连续提准加息，同时欧债危机的愈演愈烈加速了市场的下挫。下半年以来，大盘已经进入下跌通道，市场情绪极度低迷。2011 年 10 月 11 日，市场在汇金公司增持四大行股票消息的刺激下大幅高开，虽然随后股指再度震荡下行，但第一个政策底已经得到确认。次日，大盘长阳反攻，市场预期汇金的自主加仓不会是国家队增持的句号，后续国家还将出台相关的配套措施。虽然随后市场再度回落，但 10 月 24 日午后市场开始流传“央行决定自 10 月 27 日起下调准备金率 1.5%”的消息，大盘再度开启反弹，第二个政策底得到确认。随后，温家宝强调“更加注重政策的针对性、灵活性和前瞻性，以适应形势的变化”、周小川作出“货币政策要有灵活性和针对性”的表述，被市场解读为货币政策出现微调；同时，三年期央票和 7 天、28 天期正回购的暂停、10 月下旬四大行信贷投放的猛增等信号进一步确认了货币政策的转向。然而好景不长，在国际版传言和欧债危机蔓延的影响下，政策行情最终结束，指数再度探底，直到 12 年年年初温家宝总理提出股市信心论才确认市场底（也是一个政策底）。

图表4： 2011Q4—2012Q1 政策底向市场底的演绎过程



数据来源：iFinD，中信建投证券

2012Q3—2012Q4

2012年9月7日，大盘罕见长阳确认第一个政策底，背后是发改委密集审批通过万亿交通运输项目，但随后行情再度回落；9月27日，大盘再现长阳确认第二个政策底，背后是30余家创业板公司同时表示不减持、险资放闸投资股市以及证监会的利好传闻，而后汇金公司增持工行、监管层鼓励券商创新先行先试等消息继续提振市场信心，大盘有所回暖，但最终再度转弱并继续探底；直到12月4日的中央政治局会议提出积极稳妥推进城镇化、有序推进农业转移人口市民化，“未来的空间在城镇化，每一个百分点的城镇化率，对应的都是上千万人口以及数以万亿元计的投资和消费”，市场底才得到确认（也是一个政策底）。

图表5： 2012Q3—2012Q4 政策底向市场底的演绎过程



数据来源：iFind，中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

2018Q4—2019Q1

2018年9月13日开始，官媒密集发文驳斥吴小平的《中国私营经济已完成协助公有经济发展的任务，应逐渐离场》，同时政府连续表态支持民营经济，市场的“国进民退”担忧有所缓解，第一个政策底得到确认，但类似以上两个案例，市场随后再度回落探底；10月19日，刘鹤重磅发声“为了所谓‘个人安全’、不支持民营企业发展的行为，在政治取向上存在很大问题，必须坚决予以纠正”，并表示“政府高度重视股市的健康稳定发展”，市场信心得到提振，于是第二个政策底得到确认；2019年1月4日，央行宣布全面降准，市场底才终于得到确认（也是一个政策底）。

图表6： 2018Q4—2019Q1 政策底向市场底的演绎过程



数据来源：iFind，中信建投证券

四、市场底附近的相关特征

我们统计了历史上历次市场底附近的特征（包括资金行为，市场点位见底标志以及政策底和市场底之间的天数差异和涨幅差异），发现市场底附近主要有以下特征：①资金行为方面，市场底附近伴随着基金自购以及上市公司回购的显著增加；②市场点位方面，PETTM 普遍位于历史极低水平，股债收益差普遍低于均值-1std 甚至-2std；③第一个政策底到最终的市场底之间，平均会经历 40 个交易日，但也有部分案例仅用时 20 个交易日。

图表7： 历次市场底附近特征的统计

政策底	日期	2008/9/18	2011/10/11	2012/9/6	2014/1/21	2018/9/13	2022/3/15	2023/7/24
	政策	印花税单边征收	汇金增持银行股	万亿基建	千亿逆回购	民营经济不会离场	出台对市场有利的政策	活跃资本市场
市场底	日期	2008/10/28	2012/1/6	2012/12/4	2014/5/21	2019/1/4	2022/4/27	2023/8/22
资金行为	基金自购	是	是	是	是	是	是	是
	上市公司回购	是	是	是	是	是	是	是
	融资余额	—	-1.04%	-0.03%	-0.40%	0.16%	-5.49%	-0.41%
	北向资金净流入(亿)	—	—	—	—	13.71	51.14	-127.90
	PETTM	13.20	11.01	10.22	13.00	11.32	11.33	12.89
市场点位	PETTM：5年分位数	0.16%	0.49%	0.33%	1.32%	18.51%	0.41%	18.20%
	市场底	0.92	1.11	0.41	0.87	0.34	0.31	-0.54
	股债收益差 (%)							
	-1std	2.73	1.49	1.39	0.74	0.80	0.48	0.23
	-2std	2.13	1.17	1.13	0.35	0.41	0.28	0.04
见底标志		四万亿	股市信心论	新型城镇化	严惩做空做空者	央行全面降准	全面加强基建	?
差值	天数	22	60	45	39	52	27	22
	涨幅	-12.18%	-9.19%	-4.99%	-0.86%	-9.14%	-6.54%	-2.83%

注：

1. 基金自购：政策底到市场底期间基金自购行为是否显著增多
2. 上市公司回购：市场底前后一周上市公司回购金额是否显著增多
3. 融资余额：市场底当周融资余额环比增加
4. 北向资金净流入：当周北向资金净流入金额
5. 股债收益差，市场底：市场底当日10年期国债收益率-上证指数股息率
6. 股债收益差，-1std：股债收益差750日均值-股债收益差750日标准差
7. 股债收益差，-2std：股债收益差750日均值-2倍股债收益差750日标准差
8. 差值：第一个政策底和最终的市场底之间的交易天数和点位差异
9. 取2023年7月24日至8月22日区间与历史政策底-市场底区间进行对比

数据来源：iFind，中信建投证券

当前市场已经体现出历史上市场底附近的许多特征，包括但不限于：①多家头部公募及券商机构宣布自购旗下基金，主要集中在权益类产品，规模近 13 亿元；②近 200 家上市公司实控人或董事长提议回购，或董事会预案计划进行回购；③股债收益差已经跌破均值-2std，到达历史低位。此外，和历史上历次市场底不同，本次市场调整并非经济趋势下行，而是处于弱复苏进程中的暂时性波折，经济的整体修复情况仍然向好。综上所述，我们认为本次市场底已经近在咫尺，下半年股市布局的黄金时点已经出现。

风险分析

（1）疫情形势恶化超预期，如果疫情零星反复形势超预期恶化，那么企业供应链、生产活动等都将势必受到影响，从而面临业绩下滑或增速不及预期风险；

（2）国内经济复苏或者稳增长政策的效果不及预期，如果国内经济面临企稳压力，地产风险发酵，复苏力度不及预期，那么整体市场走势或继续承压，后续市场对政策刺激效果的信心可能进一步滑落；

（3）美联储加息超预期，如果美联储持续激进加息，美元流动性收紧，作为全球资产定价锚的美债利率将面临继续上行风险，国内货币政策也或将面临一定约束；欧洲高债务率高通胀高利率情形下，债务危机再次出现，或面临硬着陆风险。

分析师介绍

陈果

中信建投证券董事总经理（MD）、研委会副主任、首席策略官。复旦大学理学学士，上海交通大学金融硕士，曾任安信证券首席策略师，研究中心副总经理。因市场把握准确闻名，2020 年疫情冲击下的市场底部提出“黄金坑”与“复苏牛”。2021 年提出从茅指数到宁组合，是“宁组合”的首创者。曾多次荣获新财富、水晶球和金牛奖中国最具价值分析师等奖项，也是 A 股市场最具影响力的策略分析师之一。

何盛

上海交通大学本硕，目前主要负责大势研判、专题研究、海外策略等领域。曾任东北证券策略分析师，2022 年加入中信建投证券研究发展部。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层
电话：（8610） 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南
塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755） 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852） 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk