

观史以窥反弹能有几何？

研究结论

- 近 20 年来中国股市大约有 19 次大大小小的反弹，最大的反弹幅度是 1992-11-17 至 1993-2-16 的反弹、反弹幅度近 303%，幅度最小的反弹出现在 2005-2-1 至 2005-2-9 的反弹、幅度 10% 左右。平均来看，这 19 次反弹的平均幅度约为 70%，由于中国股市初期的市场可信度不高，我们计算出除去 1992-11-17 至 1993-2-16 余下的 18 次反弹的平均幅度为 60% 左右。
- 经过统计发现，M2 增速与 M1 增速之差与股市反弹力度呈现较强的负相关关系。从最近十多年的历史看，每当 M2 比 M1 高时，尤其是二者差距超过 5 个点时，股市就会见底，一轮新的牛市将会拉开序幕；而 M1 比 M2 高 5 个百分点时，牛市行情会结束，熊市会到来。
- 经过统计发现，市场前期的过度下跌导致市场较低 PE 水平，市场迎来超级反弹的可能性较大。本文前期统计的几次暴跌之后市场整体的市盈率水平都处在历史的平均水平之下。近十几年来历次中国股市暴跌至阶段性低点时平均的 PE 为 26 倍左右，历次市场暴涨幅度超过 100% 之前平均的 PE 水平为 17 倍左右，此现象一定程度上表明市场前期的过度下跌导致市场较低 PE 水平之后市场迎来超级反弹的可能性较大。经过 2008 年的单边下跌，目前 A 股市场的平均 PE 水平为 18 倍左右。
- 这轮反弹从 1664 起步，最高反弹幅度达到了 43%，距离 60% 的平均反弹幅度还有一定空间。另外，目前和历史平均估值水平相比，市场也还有一定的反弹空间。当然，这一结论必须结合其他基本面情况加以判断。



东方证券
ORIENT SECURITIES

阚先成

金融衍生品分析师
021-63325888-6118
kanxiancheng@orientsec.com.cn

高子剑

金融衍生品首席分析师
021-63325888-6115
gaozijian@orientsec.com.cn

报告日期

2009 年 2 月 16 日

牛年伊始股市的强势使得 08 年备受煎熬的投资者有了些许的希望，但是 08 年市场单边下跌惨痛的回忆仍然像乌云一样仍然挥之不去。在市场连续上涨数日的关键时点上，投资者开始变得困惑，市场能反弹到何处以及去还是留等问题一直在投资者脑海里“游荡”。

古语说得好，以史为鉴，可以知兴衰，股市的起伏都是人行为的一种体现，由于人经常会在同一个地方犯同样的错误，所以人性亘古未变的道理让我们有充足的理由从历史寻找未来的轨迹。本文统计了中国股市近 20 年来阶段性低点、高点以及从低点到相对高点的反弹幅度，希望能对当前市场提供参考作用。

由于 2007 年初到 2008 年底，中国股市处于单边的市场行情中，市场下跌以及反弹持续的时间以及幅度相对较小，造成该时间段内的统计结果意义不是很大，所以为了更好地反映每次低点到高点的反弹幅度，本文统计的时间未包含 2007 年初至 2008 年底。表一列出了中国股市近 20 年来阶段性低点以及高点。

表一：中国股市近 20 年来阶段性低点以及高点

日期	位置	上证综指	日期	位置	上证综指
1992-11-17	低点	387	1998-11-17	高点	1300
1993-2-16	高点	1559	1999-5-18	低点	1060
1993-4-1	低点	916	1999-6-29	高点	1756
1993-4-27	高点	1391	1999-12-27	低点	1341
1993-10-25	低点	775	2001-6-14	高点	2202
1993-12-8	高点	1045	2002-1-22	低点	1359
1994-7-29	低点	325	2002-6-28	高点	1732
1994-9-13	高点	1052	2003-1-6	低点	1335
1995-2-7	低点	524	2003-4-16	高点	1606
1995-5-22	高点	926	2003-11-13	低点	1320
1996-1-19	低点	512	2004-4-7	高点	1775
1996-7-24	高点	895	2005-2-1	低点	1187
1996-9-13	低点	753	2005-3-9	高点	1317
1996-12-11	高点	1259	2005-6-6	低点	998
1996-12-25	低点	856	2005-9-20	高点	1213
1997-5-9	高点	1467	2005-10-28	低点	1093
1997-9-23	低点	1025	2006-7-5	高点	1757
1998-6-4	高点	1423	2006-8-7	低点	1547
1998-8-18	低点	1043	2007-1-24	高点	2975

数据来源：wind 资讯 东方证券整理

本文列出中国股市近 20 年来高低点的同时，还计算出每次低点反弹到高点反弹幅度（见表二以及图一）。

表二：中国股市近 20 年来阶段性低点反弹至高点的幅度

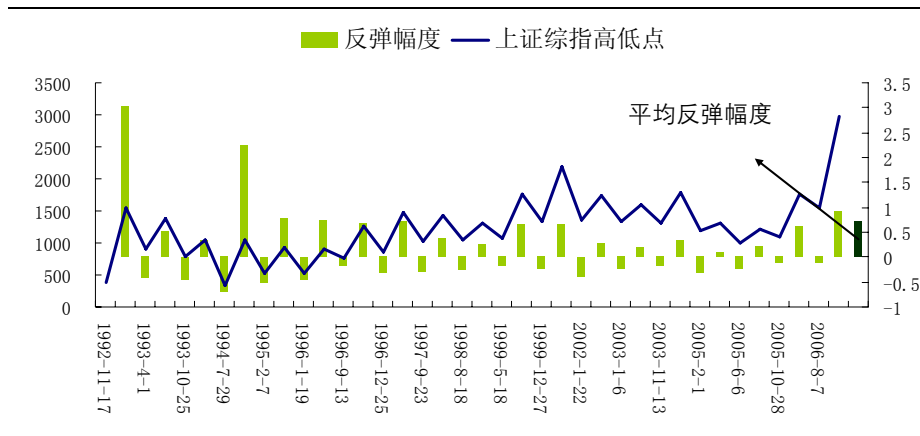
日期	位置	上证综指	反弹幅度	日期	位置	上证综指	反弹幅度
1992-11-17	低点	387		1998-11-17	高点	1300	24.65%
1993-2-16	高点	1559	302.99%	1999-5-18	低点	1060	-18.47%
1993-4-1	低点	916	-41.27%	1999-6-29	高点	1756	65.66%
1993-4-27	高点	1391	51.97%	1999-12-27	低点	1341	-23.63%
1993-10-25	低点	775	-44.33%	2001-6-14	高点	2202	64.21%

1993-12-8	高点	1045	34.90%	2002-1-22	低点	1359	-38.28%
1994-7-29	低点	325	-68.90%	2002-6-28	高点	1732	27.45%
1994-9-13	高点	1052	223.69%	2003-1-6	低点	1335	-22.92%
1995-2-7	低点	524	-50.15%	2003-4-16	高点	1606	20.30%
1995-5-22	高点	926	76.65%	2003-11-13	低点	1320	-17.81%
1996-1-19	低点	512	-44.73%	2004-4-7	高点	1775	34.47%
1996-7-24	高点	895	74.75%	2005-2-1	低点	1187	-33.13%
1996-9-13	低点	753	-15.88%	2005-3-9	高点	1317	10.93%
1996-12-11	高点	1259	67.23%	2005-6-6	低点	998	-24.19%
1996-12-25	低点	856	-32.00%	2005-9-20	高点	1213	21.48%
1997-5-9	高点	1467	71.41%	2005-10-28	低点	1093	-9.88%
1997-9-23	低点	1025	-30.12%	2006-7-5	高点	1757	60.82%
1998-6-4	高点	1423	38.81%	2006-8-7	低点	1547	-11.95%
1998-8-18	低点	1043	-26.70%	2007-1-24	高点	2975	92.26%

平均反弹幅度 71.82% (19 次反弹, 包含 1992-11-17 至 1993-2-16 的反弹)
58.98% (18 次反弹, 未包含 1992-11-17 至 1993-2-16 的反弹)

数据来源: wind 资讯 东方证券整理

图一: 中国股市近 20 年来阶段性低点反弹至高点的幅度



数据来源: wind 资讯 东方证券整理

从表二的统计数据我们可以看出, 近 20 年来中国股市大约有 19 次大大小小的反弹, 最大的反弹幅度是 1992-11-17 至 1993-2-16 的反弹、反弹幅度近 303%, 幅度最小的反弹出现在 2005-2-1 至 2005-2-9 的反弹、幅度 10% 左右。平均来看, 这 19 次反弹的平均幅度约为 70%, 由于中国股市初期的市场可信度不高, 我们计算出除去 1992-11-17 至 1993-2-16 余下的 18 次反弹的平均幅度为 60% 左右。

中国股市从历史最高点 6124.04 点, 跌至前期最低点 1664.93 点, 累计跌幅已达到惊人 73%, 这种单边深幅的下跌在中国股市近 20 年来也曾出现过, 表三以及图二统计出中国股市近 20 年来的暴涨暴跌以及暴涨暴跌的幅度。

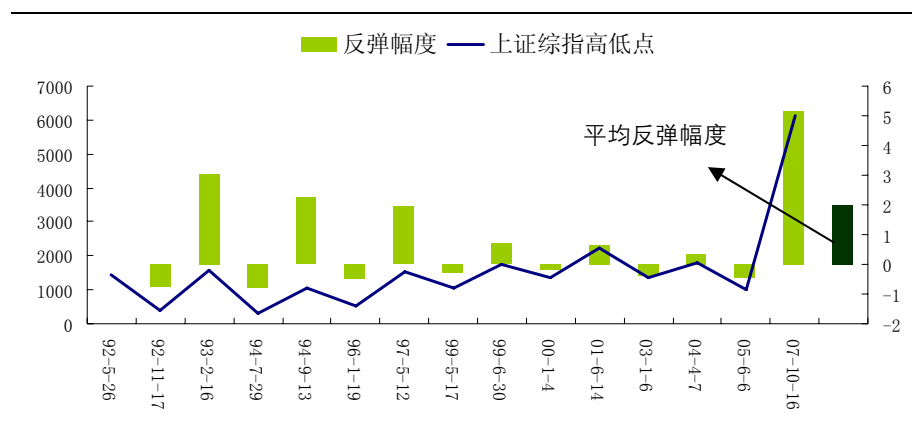
从表三统计的历次暴涨暴跌我们可以看到，市场每次暴跌之后都会出现报复性上涨，平均来看在这七次暴涨中平均涨幅超过 200%，即使除去 2007 年的单边牛市余下的六次暴涨的平均涨幅仍然接近 150%。

表三：中国股市历次暴涨暴跌以及暴涨暴跌的幅度

日期	上证综指	反弹幅度
1992-5-26	1429	
1992-11-17	387	-72.93%
1993-2-16	1559	302.99%
1994-7-29	325	-79.15%
1994-9-13	1052	223.69%
1996-1-19	512	-51.33%
1997-5-12	1510	194.92%
1999-5-17	1047	-30.66%
1999-6-30	1756	67.72%
2000-1-4	1361	-22.49%
2001-6-14	2245	64.95%
2003-1-6	1335	-40.53%
2004-4-7	1775	32.96%
2005-6-6	998	-43.76%
2007-10-16	6124.04	513.49%
平均反弹幅度		200.10%(含 07 年反弹) 147.87%(不含 07 年反弹)

数据来源：wind 资讯 东方证券整理

图二：中国股市历次暴涨暴跌以及暴涨暴跌的幅度



数据来源：wind 资讯 东方证券整理

众所周知，股市的涨跌是由投资者买卖行为引起，而大多数投资者买卖行为是由心理情绪支配，群体性的恐慌情绪在股票市场会引发暴跌，同样群体的乐观情绪在股票市场会引发上涨。

在股票大牛市中，整个群体被乐观情绪所笼罩，而在熊市中，整个群体被悲观情绪所笼罩。在牛市信心非常坚定的时候，即使出现利空，市场可能只会出现轻微的恐慌，行情短暂下跌之后又会被乐观情绪所淹没，市场在极度乐观情绪的推动下出现暴涨。

但是当该进场的投资者都已经进入这个市场的时候，那么此时任何的“风吹草动”都会引起市场信心的动摇，乐观情绪的消减会使得市场“踟蹰”不前，那么最后进场投资者的耐心会逐渐被消耗，当他们坚持不住开始止损的时候市场将会下跌，市场的下跌会进一步动摇市场信心，开始有越来越多的投资者离开这个市场，整个市场笼罩在恐慌的气氛当中，投资者就会出现盲目的杀跌，市场将会出现暴跌。

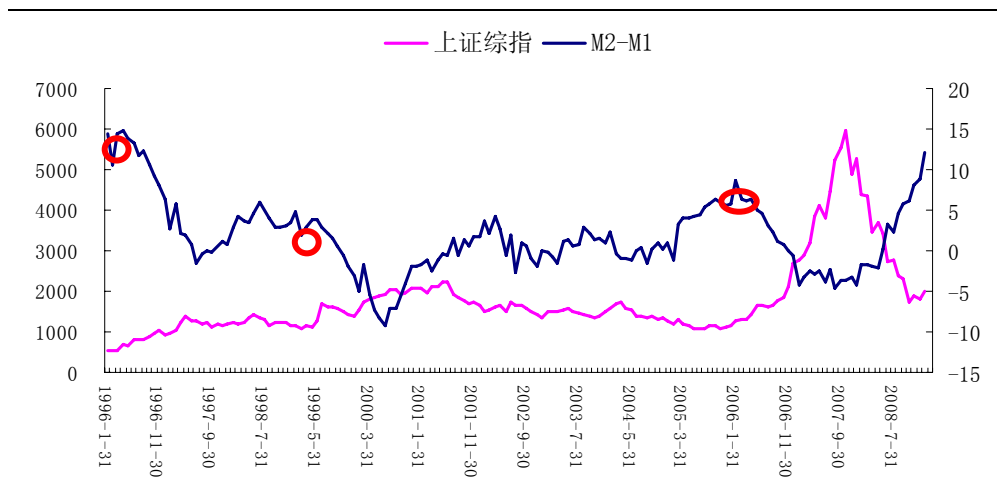
在市场下跌与上涨的过渡阶段，如果供给资金比较充足，那么此时利好消息的公布可以激发市场压抑很久的购买力，市场的信心开始稳定，资金面的充足能够产生持续的购买力，这样会进一步地推动行情的上行。

以上本文给出了暴涨暴跌背后的投资者行为，但是了解大多数投资者的情绪往往存在很大的难度，那么本文接下来将会从资金面、市场的估值以及宏观经济背景来分析市场暴涨暴跌的特征。

本文首先分析资金面。从某种意义上说股市的涨跌主要是由资金流进流出引起的，如果股市的资金增加值为正，则股市会逐渐上涨，反之股市的资金逐渐减少，则股市将会逐渐走低。M1 和 M2 主要来衡量一个经济体的流动性大小，那么分析 M1 以及 M2 就可以看出股市的资金流动情况。

经过统计发现，M2 增速与 M1 增速之差与股市呈现较强的负相关关系（见图三）。从最近十多年的历史看，每当 M2 比 M1 高时，尤其是二者差距超过 5 个点时，股市就会见底，一轮新的牛市将会拉开序幕；而 M1 比 M2 高 5 个百分点时，牛市行情会结束，熊市会到来。例如，1994 年和 1995 年 M1 和 M2 的差距开始拉大，上证综指在 1996 年 1 月 19 日创出阶段性新低后赢来了大牛市，市场一直持续上涨至 1997 年 5 月 12 日的阶段高点、上证综指累计涨幅接近 200%；在 1999 年“5.19”行情以及 2007 年大牛市之前，M1 和 M2 同样出现了这样的背离走势。目前 M2 增速与 M1 增速之差达到 12.11 个百分点，创出近 149 个月以来的新高，近期市场的走势也又一次印证了上述规律。

图三：M2、M1 增速之差与上证综指走势

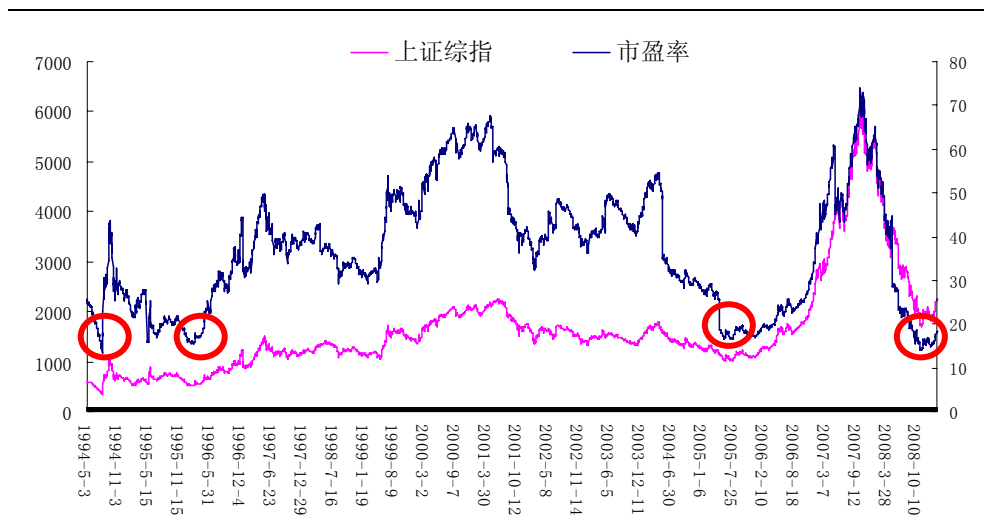


数据来源：wind 资讯 东方证券整理

接下来我们从市场估值的角度来分析。股票市场是价值投资场所，投资者往往寻求具有价值的股票进行投资，投资者经常用到的指标是市盈率，该指标衡量了市场估值的高低，反映了市场对于上市公司盈利的乐观态度，但是当市场极度乐观时，整体市盈率将处于高位，上市公司的未来盈利很难支撑现在的股价，那么市场将会出现下跌；同样当市场处于盲目的悲观情绪中时，整体市盈率将处于低位，上市公司的未来盈利将远远超过该市盈率反应的盈利情况，那么说明市场已经见底，市场将会伺机上涨。

经过统计发现，本文前期统计的几次暴跌之后市场整体的市盈率水平都处在历史的平均水平之下（见图四）。近十几年来历次中国股市暴跌至阶段性低点时平均的 PE 为 26 倍左右，历次市场暴涨幅度超过 100%之前平均的 PE 水平为 17 倍左右，此现象一定程度上表明市场前期的过度下跌导致市场较低 PE 水平之后市场迎来超级反弹的可能性较大。经过 2008 年的单边下跌，目前 A 股市场的平均 PE 水平为 18 倍左右，另外更重要的一点现阶段上市公司的治理结构以及盈利水平要远远好于前期，这也更加充分地证明了目前市场的估值水平位于历史较低的位置。

图四：PE 与上证综指走势



数据来源：wind 资讯 东方证券整理

本文通过对中国股市历次暴涨暴跌的统计以及对其背后原因的分析我们旨在为投资者在不确定的投资世界里提供一些帮助，让投资者在这个纷繁吵杂的市场能够“去伪存真”，保持一定的清醒。

分析师承诺

阚先成：金融衍生品分析师

本人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，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

— 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

— 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

— 行业投资评级的量化标准

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn