

市场面临较大调整压力

——A 股“兴登堡凶兆”研究系列之一



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- “兴登堡凶兆”是美国股市量化分析中，用作为预测走势转弱或暴跌的重要方法之一，一项重要判定标准是同时创 52 周新高或新低的股票数目。从美国的历史数据来看，当兴登堡凶兆一旦确认之后，市场下跌超过 5% 的概率达到 77%，一般这个过程会在未来 40 天内完成。出现恐慌性卖出的概率达到 41%，而且成为股灾的概率达到 29.7%。尽管这个凶兆没有 100% 预测成功，从 1985 年到现在，一共有 27 次的凶兆确认次数，其中只有两次失败（跌幅小于 2%）。
- 同时创 52 周新高或新低的股票数目主要是来衡量市场的分化程度，因为美股个股与板块或行业的联动性高，与市场的联动性低，所以可以用部分股票创新高部分创新低来衡量市场的分化程度；但是中国股市个股相对于市场的联动性远大于美股，所以同时出现部分创新高部分创新低的概率不是很高，所以“兴登堡凶兆”很难简单地适用于中国 A 股市场。但是通过个股相对于市场的相关系数来衡量市场分化程度，可以观察到中国 A 股市场的“兴登堡凶兆”现象。
- 实验测算得到所有个股相关系数 r 方平均值（市场趋同指标）达到最低，也就是市场对于个股的影响力达到最低，市场出现比较明显分化后，往往在这之后会出现比较大的跌幅。而且可以明显发现趋同指标数值越小，市场分化越厉害，低位持续时间越长，后期面临的下跌也就越大，下跌持续时间也就越长。
- 从长期看，趋同指数小于 0.3 作为先期预警信号，一般探底回升之后，然后加上市场短期空头，长期多头信号。用这些标准确定的卖出信号基本上正确，能够规避大的下跌风险，是一个很好的择时指标。当趋同指数减小，也就是个股系统性风险占比降低时，一旦从低位反弹确立，就确立了大盘阶段见顶，是一个领先指标。
- 对于今年的震荡行情，趋同指标也能够比较好的反应出市场风险，我们可以看到从 2009 年 8 月 17 日至今的走势来看，几乎每次趋同指标达到一个相对底部，都会有一次短期的调整（停止前期上涨或者下跌），一般也符合数值越低，持续时间越长，指数下跌幅度越大。经过 8 月份到现在的一波反弹，目前 r^2 趋同指标数值已经达到阶段最低值，已经达到 0.199。从目前的趋同数值来看，我们认为市场已经面临较大的调整风险。一旦指标从低位反弹确立，就意味着市场阶段见顶的确立。

阚先成

金融工程高级分析师
021-63325888-6118
kanxiancheng@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860209110206

楼华锋

金融工程分析师
021-63325888-6114
louhuafeng@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860110060070

报告日期

2010 年 10 月 19 日

1、美股“兴登堡凶兆”

1.1 简介

“兴登堡凶兆(Hindenburg Omen)”是股市技术分析上，用作预测走势转弱或暴跌的重要方法之一，由失明数学家米耶卡于 1995 年创造，主要追踪纽约证券交易所上市股票，由多项标准组成，其中一项重要判定标准是创 52 周新高或新低的股票数目。他认为，正常情况下，当股市行至高点，多数股票应处于高位；股市跌至低位，多数股票应处于低位，这是股市常态。如果股市在高位盘整时，股价创出一年新高与创出一年新低的个股均达到一个较高比例，同时反映市场广度的麦克莱恩摆荡指标为负数时，显示市场可能正处于激烈分化之中，分化之后，市场可能出现大幅回落。自 1987 年以来，美股每次大跌市前，都会出现“兴登堡凶兆”，似乎相当灵验。上一次是 2008 年 6 月，当时 2 度出现“凶兆”，1 个月后又出现 1 次，美股当年秋季果然狂泻 47%。在 2010 年 8 月 12 日，兴登堡凶兆指标再次触发，几日之后信号第二次触发，所以该凶兆指数最近又再度受到市场的关注，投资者担心又一次暴跌的来临。

“兴登堡凶兆”这名称，源自 1937 年德国飞船“兴登堡”号灾难。创造这指标的米耶卡披露，名字是由他的同僚、市场技术员甘米奇构思，他起初想取名“铁达尼”，但发觉已被人使用，遂决定选择史上另一场大灾难来命名。1937 年 5 月 6 日，“兴登堡”号飞船在美国新泽西州莱克赫斯特海军航空站上空准备着陆，其间发生大火，短短 30 多秒便遭大火吞噬，97 名乘客和机组人员中至少 35 人死亡，起火原因据信是发动机释出的静电或火花，点燃降落时放掉的氢气。而“兴登堡”号大灾难，也使飞船退出历史舞台，彻底终止了飞船的黄金年代。

1.2 “兴登堡凶兆”四大准则

当纽交所的股票市场出现以下四大标准的时候，也就标志着“兴登堡凶兆”的触发

“兴登堡凶兆”4 大准则：

1. 纽交所每日创 52 周新高和新低的股票数目，均超过大市交易股份数目的 2.2%，即达 69 或以上(按目前纽交所 3,126 只上市股份的 2.2%计)
2. 指数的 10 周移动平均向上，也有人用相对数据来衡量，大盘指数比 50 天前要高即可。
3. 借平滑涨跌家数差值而制成的“麦克连指标”当天为负数
4. 52 周新高股票数目不可高于 52 周新低股票数目 2 倍(相反则可)。

传统的定义方法需要这些现象出现在同一天，一旦信号发出，在 30 天内都有效，接下来的信号如果再次触发也是可以忽略。在这 30 天内，如果“麦克连指标”指标持续为负责继续有效，如果“麦克连指标”变正了，则信号取消。

关于这四个标准的理解：

标准 1：主要体现了了市场的分化程度，也就是各个股票间的收益间距拉大，表现好的变得很好，差得更加差，个股受市场指数的影响降到历史新低。

标准 2：无论用 10 周移动平均线向上的标准还是用对比 50 日前的指数相对高低，都是表明了大盘前期的上涨趋势。

标准 3：“麦克连指标”的计算如下：

$DIF = \text{上涨家数} - \text{下跌家数}$

$MCL = DIF \text{ 的 } 19 \text{ 日指数的加权移动平均} - DIF \text{ 的 } 39 \text{ 日指数的加权移动平均}$

“麦克连指标”是以 0 轴为中心。MCL 为正值时，是短期多头市场；MCL 为负值时，是短期空头市场。

标准 4：在单边上升市场中，市场普涨可能会使 52 周新高股票过多，此时并不能作为触发“兴登堡凶兆”的条件。

由以上这些理解我们可以笼统地概括出“兴登堡凶兆”的触发条件，在一个前期市场上升的市场当中，短期空头占优势，并且市场表现不断分化，好的更加好，差得更加差。出现这种情况市场会有很大的下跌风险。这是因为在一个上涨过程中，初期和中期往往会有一个比较明确且持续的热点，而到中后期则会缺乏这种持续热点，市场观点开始分化，有部分股票开始独立大盘走出自己的行情，一旦这种分化达到一个极值（有部分创新高部分创新低），短期市场又出现空头情况则很有可能市场会出现剧烈下跌。

1.3 历史表现

从过去的 25 年的历史表现来看，“兴登堡凶兆”基本都在市场崩盘或者恐慌性出售出现前出现。没有一次跌幅超过 15% 的下跌前没有出现凶兆，也可以说只要兴登堡凶兆没有出现，基本可以确定我们还是比较安全的。

从历史数据来看，如果我们用下跌超过 15% 来定义一次股灾的话，在过去的 25 年的 27 次兴登堡凶兆确认信号中，有 8 次（29.7%）；有 3 次（11.1%）出现恐慌性出售（下跌 10% 到 15%）；有 4 次（14.8%）出现大幅下跌（下跌 8% 到 10%）；有 6 次（22.2%）出现明显下跌（下跌 5% 到 8%）；4 次（14.8%）出现温和下跌（下跌 2% 到 5%）；2 次（7.4%）失败（下跌小于 2%）。换句话说，只要兴登堡幸好得到确认了，有 77.8% 概率市场会下跌超过 5%，大约在 13 次兴登堡行照的确认信号只有一次会失败。每次信号的确认都是提前与市场大幅下跌前的，2008 年市场下跌前一天凶兆信号确认，1987 年股灾前几个礼拜凶兆信号确认，1989 年 10 月信号的确认后就出现了 1990 年的经济衰退。

表 1：1986-2010 信号触发统计

日期	触发次数	下跌幅度	下跌持续时间
8/12/2010	2	Watching	Watching
6/6/2008	6	47.3%	276days
10/16/2007	9	16.3%	99days
6/13/2007	8	7.1%	64days
4/7/2006	9	7.0%	34days
9/21/2005	5	2.2%	22days
4/13/2004	5	5.4%	30days
6/20/2002	5	15.8%	30days
6/20/2002	5	23.9%	112days
6/20/2001	2	25.5%	93days
3/12/2001	4	11.4%	11days

9/15/2000	9	12.4%	33days
7/26/2000	3	9.0%	83days
1/24/2000	6	16.4%	44days
6/15/1999	2	6.7%	122days
2/22/1998	2	0.2%	1day
7/21/1998	1	19.7%	41days
12/11/1997	11	5.8%	32days
6/12/1996	3	8.8%	34days
10/09/1995	6	1.7%	1day
9/19/1994	7	8.2%	65days
1/25/1994	14	9.6%	69days
11/03/1993	3	2.1%	2days
12/02/1991	9	3.5%	7days
6/27/1990	17	16.3%	91days
11/01/1989	36	5.0%	91days
10/11/1989	2	10.0%	5days
9/14/1987	5	38.2%	36days
7/14/1986	9	3.6%	21days

资料来源: Technicalindicatorindex 东方证券整理

通过对传统的 4 个“兴登堡凶兆”确认标准的观察可以发现一般信号多次出现接下来下跌的可能性会更加大，幅度也会更深。所以现在也有人提出了第五条标准：在第一次信号出现 36 个交易日之内，再次出现信号，才算兴登堡凶兆信号的正式确立。

图 1：2003~2007 信号触发统计

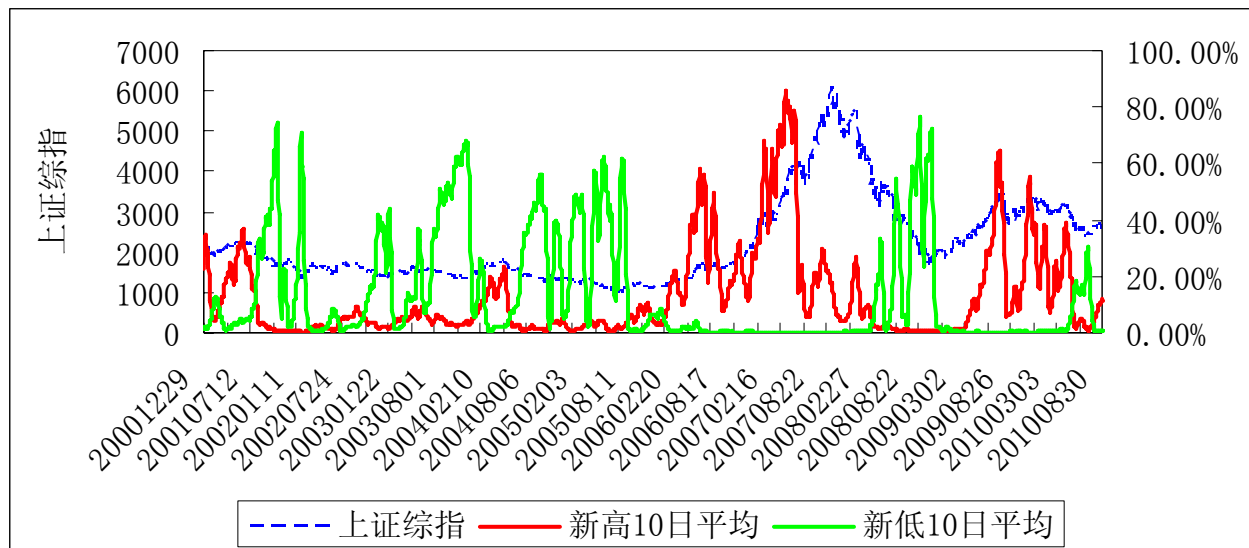

资料来源：HGS Investor Software 东方证券整理

2、A 股“兴登堡凶兆”应用

2.1 发掘中国式“兴登堡凶兆”

“兴登堡凶兆”能否适用于中国的 A 股市场这是一个大家都非常关心的问题。瑞银数量分析部门、新兴市场股票策略研究部门曾经分别对发达国家、新兴市场个股，与国家或地区联动性以及板块或行业联动性做了比较分析，结论是发达国家个股与板块或行业的联动性远高于新兴市场，而新兴市场个股与国家或地区的联动性远高于发达国家。也就是说，发达国家个股的走势更多与个股所属行业、与行业运行周期相关，而新兴市场个股则跟随整体经济走势、整体市场走势，更多表现出“一荣俱荣、一损俱损”的特点。所以就因为这个特点在中国经济走势良好，市场整体向上的时候一般很少会出现一批个股下跌的现象。以 A 股为例，在 2007 年市场不断创新高时，出现 80% 的个股在年内高位 5%，而没有一只股票在年内低位 5%；而在 2008 年末则有近 60% 的个股在价格在年内低位 5%，此时也只有 0.6% 的个股在年内高位 5%。回顾 A 股历史，我们也能发现，中国股市“升则鸡犬升天，跌则泥沙俱下”，没有出现过市场高位时有多只个股创一年新低的现象。所以从表面上看，“兴登堡凶兆”可能并不适用于中国市场。

图 2：A 股 52 周创新高、创新低个股比例统计



资料来源：东方证券整理

虽然“兴登堡凶兆”这一名字或多或少带有很大的娱乐成份，我们也很难简单地把“兴登堡凶兆”这一技术模型应用于 A 股，但是如果深入分析这一模型背后的逻辑，我们还是可以得到许多启迪的。“兴登堡恶兆”这一技术模型的核心在于，市场探出大顶之前，往往会出现剧烈的分化，这一分化往往可以视为市场调整的先行指标。既然与成熟市场相比，A 股个股与行业/板块联动性相对偏低，但是题材炒作、资金推动的特点非常明显，大盘股、小盘股轮动，风格不断转换的脉络非常清楚。一轮行情的开始往往是小盘股、题材股率先启动，而后延伸到大盘股、蓝筹股，两大板块交替前行，一旦这一进程被打断，大盘股、小盘股走势出现分化或者各种题材股出现分化，可能意味着市场调整的开始。

美股“兴登堡凶兆”的四大标准，我们可以发现标准 1 主要是来衡量市场的分化程度，因为美股个股与板块或行业的联动性远高，国家或地区的联动性低，所以可以用部分股票创新高部分创新低来衡量市场的分化程度；但是中国股市个股相对于市场的联动性远大于美股，所以出现部分创新高部分创新低的概率不是很高。如果我们回到标准 1 的逻辑本身，市场的分化程度，我们只要找出 A 股对应的市场分化衡量指标就可以了。基于 A 股市场个股与市场的联动非常大，那我们可以非常简单地想到，当个股与市场的联动（相关性）变小的时候也就意味着市场分化变大。对于其它标准 2 和 3，A 股市场还是可以很容易找到对应的指标来替代的。

2.2 中国式“兴登堡凶兆”模型测算

根据资本资产定价模型（Capital Asset Pricing Model 简称 CAPM）中个股风险 r_i 可以用以下等式来表示：

$$r_i = \alpha_i + \beta_i r_m + \varepsilon_i$$

把个股日收益率作为因变量，市场指数的日收益率作为自变量，用最小平方法求得的回归直线方程 $Y = a + bX$ ，来确定 X 和 Y 的具体变动关系，个股相对于市场的联动程度主要通过个股与市场的相关系数 r 来衡量。相关系数是用以反映变量之间相关关系密切程度的统计指标。它是按积差方法计算，同样以两变量与各自平均值的离差为基础，通过两个离差相乘来反映两变量之间相关程度。

$$r = \frac{n \sum xy - \sum x \sum y}{\sqrt{n \sum x^2 - (\sum x)^2} \sqrt{n \sum y^2 - (\sum y)^2}}$$

相关系数的值介于 -1 与 +1 之间，即 $-1 \leq r \leq +1$ 。其性质如下：

- 当 $r > 0$ 时，表示两变量正相关， $r < 0$ 时，两变量为负相关。
- 当 $|r| = 1$ 时，表示两变量为完全线性相关，即为函数关系。
- 当 $r = 0$ 时，表示两变量间无线性相关关系。

对于个股相关系数能够很好的说明个股相对于大盘指数的关联程度，但是相关系数有可能出现负值的情况，也就是负 β_i 的股票，在计算整个市场所有个股的平均相对于市场的关联程度的时候，可能不能很好的反应真实情况，正负会相抵消。

$$\bar{r} = \sum r_i$$

所以用判定系数 r^2 能够更好测定直线回归模型拟合优度，可以防止对相关系数所表示的相关做出夸张的解释。

$$r^2 = \frac{\text{回归偏差}^2}{\text{总偏差}^2} = \frac{\sum (\hat{Y} - \bar{Y})^2}{\sum (Y - \bar{Y})^2}$$

总偏差=回归偏差+剩余偏差 这说明在总偏差一定时，回归偏差越大，剩余偏差就越小；反之，回归偏差越小，剩余偏差就越大。由此可见，如果实际值紧密分布在回归直线两侧，剩余偏差很小，说明 X 和 Y 的依存关系很强。当 X 与 Y 两变量依存关系很密切，乃至 Y 的变化完全由 X 引起，X 与 Y 为确定的函数关系，剩余误差，也称未被解释的误差为零。判定系数 r^2 便是以回归偏差占总偏差的比率来表示回归模型拟合优度的评价指标，在这里我们作为判定相关程度的指标。

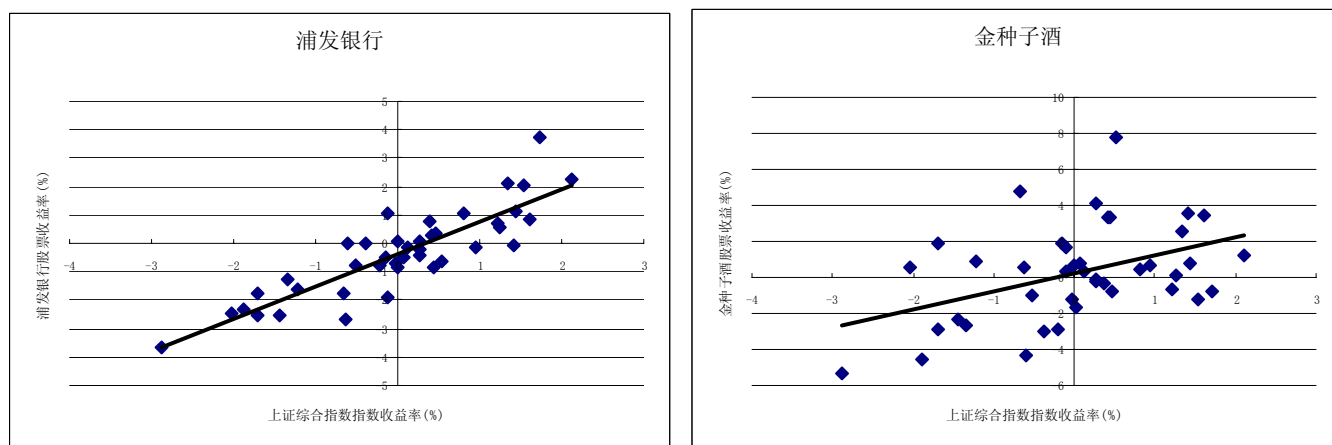
当 X 和 Y 不存在线性依存关系，即 Y 的变化与 X 无关，回归误差=0， $r^2=0$ ；当 X 和 Y 两变量依存关系很密切，乃至 Y 的变化完全由 X 引起，X 和 Y 为确定的函数关系，剩余误差=0， $r^2=1$ 。

一般情况下， r^2 是在 0-1 之间。在我们的测算中一般情况下只要个股不被停牌是不会出现 $r^2=1$ 或者 $r^2=0$ 的情况

在这里我们一般用 30 个交易日作为计算 r^2 的时间段，每个交易日每只个股回顾前 30 个交易日收益率，以市场指数收益率作为因变量，个股收益率作为自变量，计算出一个 r^2 ，我们可以看到一般一些权重股相对于指数的相关性会强一些，而非权重股会小一些，把所有个股的 r^2 数值做简单平均或者加权平均，其中 N 表示所有个股， w_i 表示权重，这个平均值基本就可以反映出整个市场个股相对市场指数的趋同程度，数值越低趋同越小，分化越大。

$$\overline{r^2} = \sum_i^N r_i^2 * w_i$$

图 3：浦发银行与金种子酒 20100801~20100930 收益率回归



资料来源：东方证券整理

所以中国 A 股的“兴登堡凶兆”中关于描述市场分化指标我们这里用 r^2 的平均值就是决定系数来替代，可以证明它在 CAPM 模型中，也就代表了整个市场的系统性风险占某个个股总风险的比率。对于“兴登堡凶兆”的第二条指标也就是用指数的 50 日均线来表述，第三条标准可以用短期均线来代替，第四条标准因为我们用 r^2 作为市场分化指标，也就没有必要考虑了。所以中国 A 股的“兴登堡凶兆”标准我们可以归纳为以下三个条，至于具体各条标准具体临界值我们在下面的实验中测算。

标准 1: 所有个股 30 个交易日个股收益率相对于市场指数收益率的 r^2 的平均值 $\overline{r^2}$ 作为衡量市场趋同的指标，数值越低，趋同越低，分化越高。

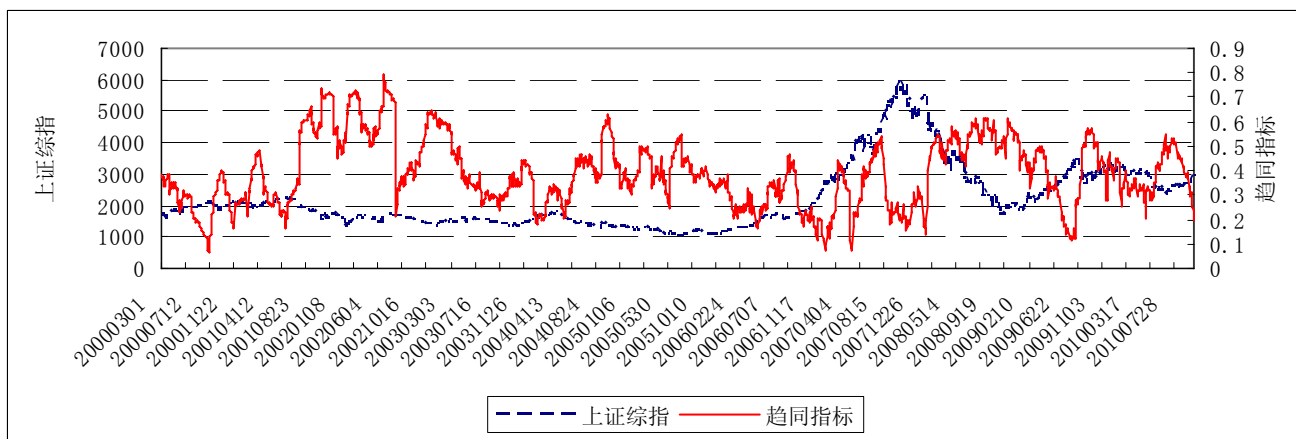
标准 2: 用市场指数 50 日移动平均线是否向上作为一个市场中期是否向好的指标。。

标准 3: 用短期 10 日均线是否向下来判定短期是否空头市场。

2.3 实验数据

上证综合指数作为市场指数，所以选择的个股也是所有上证指数的成分股，按上述方法计算出简单平均 $\bar{r}^2$ 分化指数。从下图中我们可以粗略的看到每次 $\bar{r}^2$ 在低位（小于 0.3），也就是市场对于个股的影响力达到最低，系统性风险占比达到最低，从另一个角度可以理解为市场出现比较明显分化后，往往在这之后会出现比较大的跌幅，而且可以明显发现 $\bar{r}^2$ 数值越小，低位持续时间越长，后期面临的下跌也就越大，下跌持续时间也就越长。

图 4：上证综指 $\bar{r}^2$ 平均趋同指标

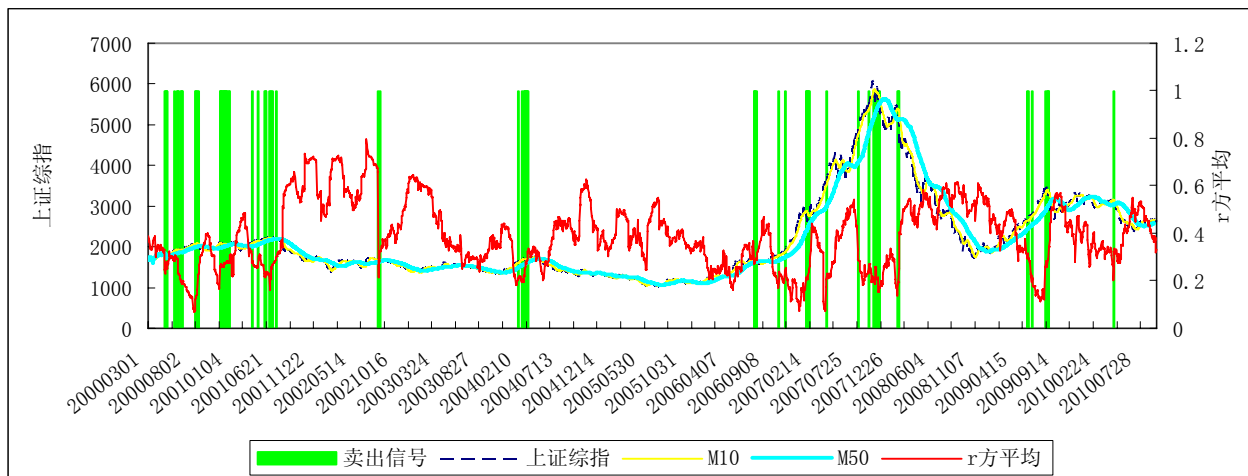


资料来源：东方证券整理

在 2007 年 8 月 17 日 $\bar{r}^2$ 已经低于 0.3，那时上证综指是 4656，之后指数还是一路上涨到 6000 以上，这个就回到我们之前所说的中国式“兴登堡凶兆”的 3 条标准之上。当 $\bar{r}^2$ 小于 0.3 时只能说明市场出现分化，只满足了我们第一条标准，在 2007 年 8 月 17 也满足第二条标准 50 日均线向上，但是不满足第三条标准，那就是短期空头占优势，因为此时的 10 日均线还是朝上的，没有短期空头的迹象。

按照上述方法我们将 $\bar{r}^2$ 小于 0.3 作为先期预警信号，然后加上标准 2 和标准 3，其中标准 3 用 10 日均线向下作为短期空头信号，标准 2 用 50 日均线向上作为长期多头信号。从图 5 我们可以看到基本上发出的卖出信号基本是证券的，信号从下图中看，长期并不一定对，比如 2006 年发出的信号，但是在短期看信号发出后指数的确有一定程度下跌，另外一方面对于短期空头这个标准我们这里用 10 日均线向下来做，如果能够找到其他更加好短期空头指标相信会得到更加好的结果。另外我们用 0.3 这个绝对标准来界定分化程度可能也会有问题，因为不同阶段股票数量、市场环境不同。目前阶段这个作为一个市场情绪指标还是一个不错的选择，当 $\bar{r}^2$ 减小，也就是个股系统性风险占比降低时，也就意味着整个市场的风险较大，应该考虑卖出；相反当 $\bar{r}^2$ 处于高位，市场也不再下跌时，此时的市场风险较低，是买入的良机。

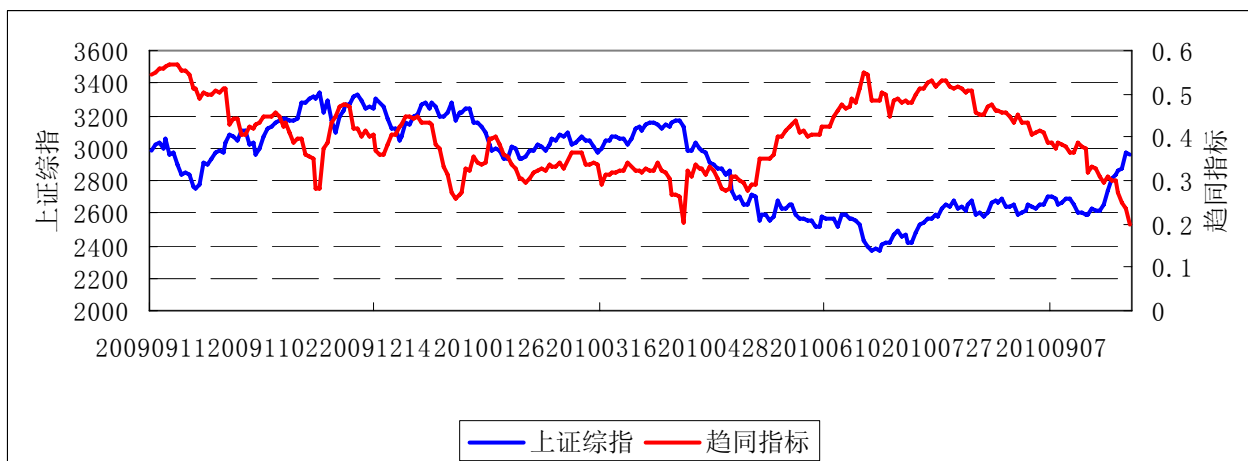
图 5： 卖出信号与上证综指 r 方平均分化指标



资料来源： 东方证券整理

以上的分析都是针对大的趋势判断，如果不考虑绝对阈值，对于短期的震荡行情， $\overline{r^2}$ 指标也能够比较好的反应出市场风险，我们可以看到从 2009 年 8 月 17 日至今的走势来看，几乎每次 $\overline{r^2}$ 达到一个相对底部，都会有一次短期的调整（停止前期上涨或者下跌），一般也符合数值越低，持续时间越长，指数下跌幅度越大。同样是在指数的阶段高点，09 年 9 月的高点因为分化指数较高，而 09 年 12 月份的高点时，分化指数已经低于 0.3，两个时点面临的调整风险也就不一样。经过 8 月份开始到现在的一波反弹，目前趋同指标数值已经有了很大的减小，已经达到 0.199，从目前的 $\overline{r^2}$ 数值来看，我们认为市场已经面临较大的调整的风险。一旦趋同指标从低位反弹确立，那么大盘的阶段见顶也就确立。

图 6： 近期上证综指 r 方平均趋同指标

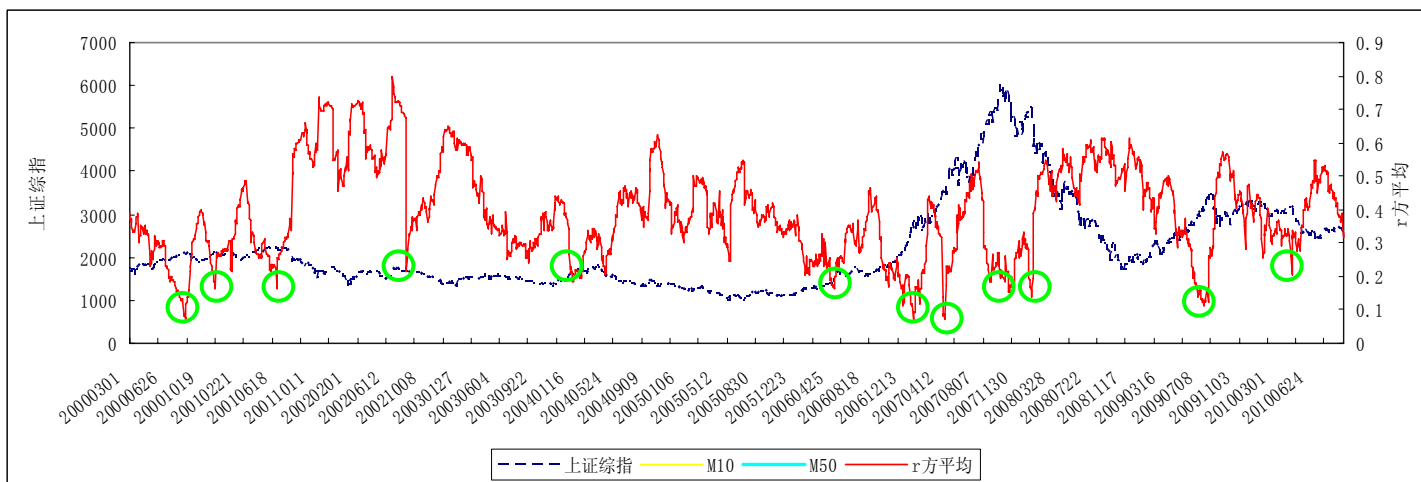


资料来源： 东方证券整理

2.4 中国式“兴登堡凶兆”的市场逻辑

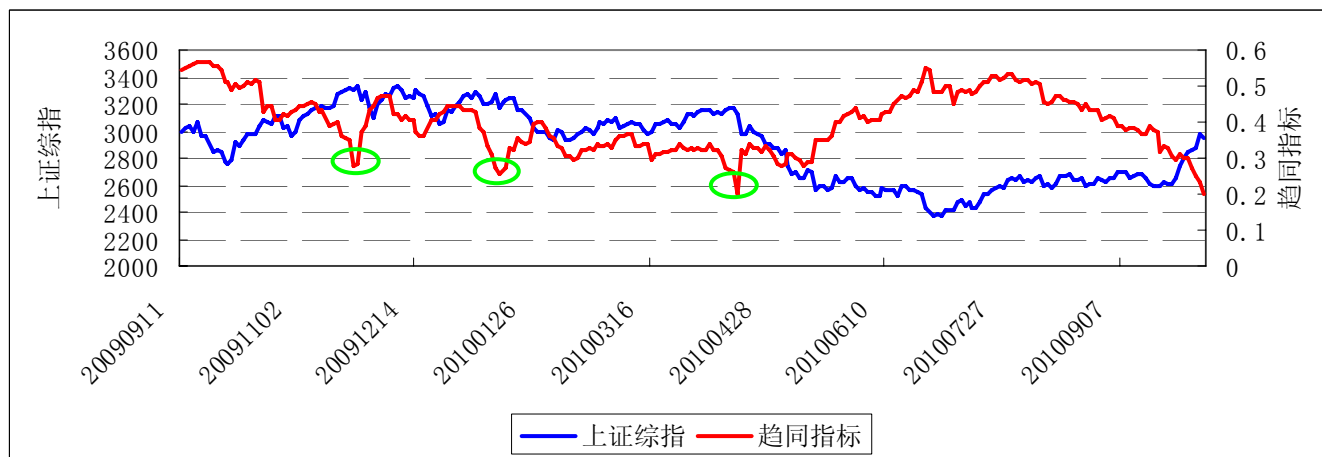
通过进一步对 r^2 走势的图形进行观察，忽略其绝对的数值量化指标，可以明显的发现每次只要 r^2 趋同指标探底回升，基本都有一个后期的指数见顶过程，一般这个探底回升都会领先于指数见顶，对我们来说有非常好的指导意义。下图中我们可以看到每次趋同指标小于0.3的探底回升，都有一个阶段的调整。而事实上相对短期的震荡， r^2 趋同指标的探底回升同样也是可以作为短期市场见顶的一个信号。

图 7：长期上证综指 r 方平均趋同指标探底回升统计



资料来源：东方证券整理

图 8：近期震荡上证综指 r 方平均趋同指标探底回升统计



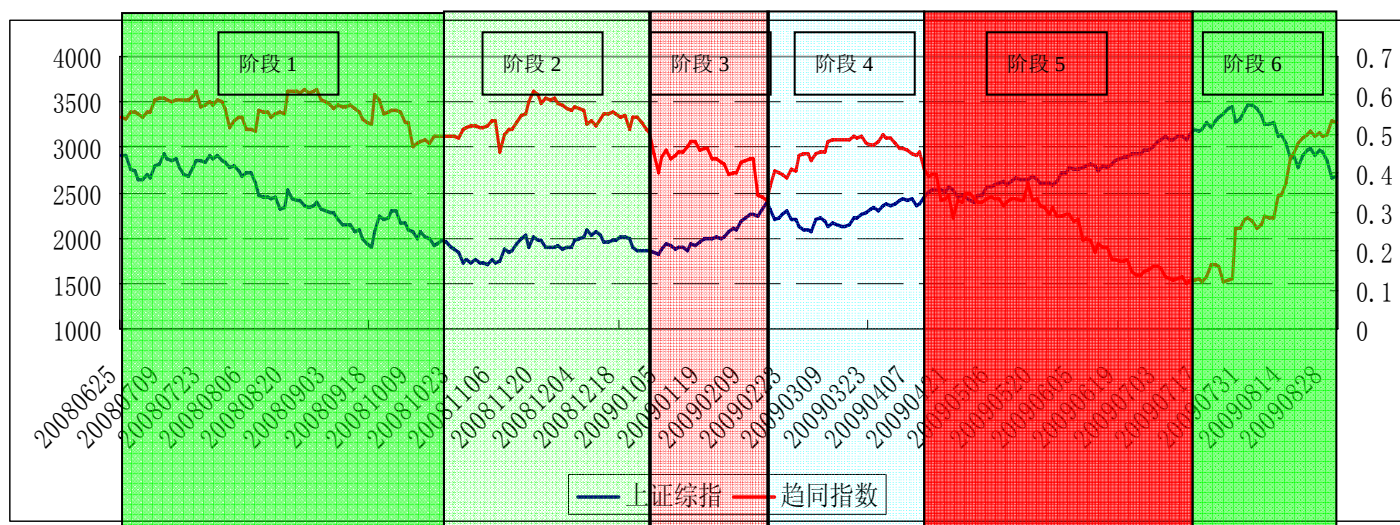
资料来源：东方证券整理

正如我们前面讨论的那样，只要市场出现极端分化，一般原先的上涨趋势不是停止就是面临大幅下跌的风险，这个背后的逻辑又是什么呢？我们这里以 08 年剧烈下跌之后反转的行情来进行分析。

阶段 1：当市场在剧烈下跌的时候，这个时候市场就会出现恐慌性抛售，这个时候一般趋同指标比较高，个股一般都是随着市场下跌。**阶段 2：**而当市场已经止跌之后，因为绝大部分投资者还没有从上一轮的下跌中恢复过来，这个时候个股会随着指数在市场的底部震荡一段时间，这段时间的趋同指标也比较高，因为这个时候市场往往没有太多热点，没有一股主导市场的力量。**阶段 3：**市场中总归存在着一批先知先觉者，他们首先嗅到了市场复苏的气息，开始主动操作股票，于是市场又开始热点频出，随着一轮又一轮的热点炒作，指数节节攀升，市场人气恢复，往往这样的上涨不是个股普涨，一个个热点轮流上涨，所以往往这个过程是一个逐渐分化的过程，所以趋同指数会逐渐变小，**阶段 4：**直到达到阶段性的极端分化，这个时候那批主动操作者感觉到市场有调整的风险开始主动撤离，一些市场跟随者失去了热点方向，于是趋同指数又开始上升。**阶段 5：**经过一轮调整，市场主导者又开始大规模介入，介入力度还大于第一次，趋同指标不断减小。**阶段 6：**直到趋同指标到阶段底部，也就是到极端分化的时候。这批市场主导者开始主动撤离市场，市场跟随者随着市场惯性还会有一轮惯性上涨，但是马上他们发现缺乏市场主导者之后，又开始恐慌性抛售。

当然在一轮大牛市当中，类似阶段 3 和阶段 4 的过程可能会出现好几次，通过一次一次的调整最终达到牛市顶部。往往这样的牛市顶部所对应的趋同指标数值会更低，分化会更加厉害，分化持续的时间也会越长。

图 9：09 年市场上升的不同阶段



资料来源：东方证券整理

3、小结

“兴登堡凶兆”在美国市场适用，通过用个股相对于市场指数的相关程度大小来替代美股“兴登堡凶兆”中市场分化程度指标，可以明显发现中国的A股的“兴登堡凶兆”。A股个股与行业/板块联动性相对偏低，但是题材炒作、资金推动的特点非常明显，大盘股、小盘股轮动，风格不断转换的脉络非常清楚。一轮行情的开始往往是小盘股、题材股率先启动，而后延伸到大盘股、蓝筹股，两大板块交替前行，一旦这一进程被打断，个股收益出现分化，可能意味着市场调整的开始。

用上证综合指数作为市场指标对其中的成分股计算 $\overline{r^2}$ （收益率先系数平方的平均值），可以明显发现在上升或者震荡势中，每次当 $\overline{r^2}$ 数值小于0.3时，往往后期面临着较大的调整，这种调整可能是短期终止前期的上涨，也可能是大幅的下跌。一般 $\overline{r^2}$ 在低位持续的时间越长，数值越低，后期面临的调整也越大。一般当指标从低位反弹确立，一般意味着市场马上就要见顶。目前市场这波上涨，伴随着强烈的市场分化，目前市场趋同指标已经达到0.199的阶段最低值，随时会从低位反弹，一旦反弹的确立，就意味着大盘阶段顶部已经到来。

对于如何才能做到像美股“兴登堡凶兆”那样的精确地量化，找到比较好的短期空头和长期多头指标来替代美股“兴登堡凶兆”的其他指标是接下来研究的一个方向。在本篇报告中，回归用到的计算周期是30个交易日，如果用更长或者更短的周期来计算，对于 $\overline{r^2}$ 的影响，以及对于A股的“兴登堡凶兆”指标是否能够用于一些市场板块，如“中小板”甚至一些行业板块也是接下来研究的方向。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn