

每轮牛市底部和顶部交易特征

综合五轮牛市，每轮行情的起点处，A股情绪往往都处在极度低迷状态，估值和换手率位于历史相对低位；当A股从低迷到火热、逐步走向顶部时，估值和换手率都来到了阶段高点，顶部的估值和换手率接近底部的2~3倍（见表1所示）。

表 1：每轮 A 股牛市底部和顶部的估值与换手率

第二轮牛市				第三轮牛市			
	时间	换手率	分位数		时间	换手率	分位数
底部	1999/5/17	0.62%	93%	底部	2005/6/3	0.57%	89%
顶部	2001/6/13	0.96%	79%	顶部	2007/10/16	1.46%	48%
	时间	PE	分位数		时间	PE	分位数
底部	1999/5/17	37.2	55.6%	底部	2005/6/3	16.5	100.0%
顶部	2001/6/13	65.2	1.2%	顶部	2007/10/16	55.0	13.2%
第四轮牛市				第五轮牛市			
	时间	换手率	分位数		时间	换手率	分位数
底部	2008/11/4	0.76%	81%	底部	2014/6/19	0.23%	100%
顶部	2009/8/4	1.89%	37%	顶部	2015/6/12	1.95%	27%
	时间	PE	分位数		时间	PE	分位数
底部	2008/11/4	13.1	100.0%	底部	2014/6/19	9.0	100%
顶部	2009/8/4	34.5	60.9%	顶部	2015/6/12	23.0	60.5%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

注：

换手率为

底部和顶部前20

天日均换手率，PE为底部和顶部当

日数据，分位数

为1995年以来分位数，数值越大表明所处历史水平越低；1995年前市场数据波动较大，不具备太多参考意义。

以

第一

轮牛市的

第二波上涨（1992

.11~1993.2）为例：1）市盈率方面

，1992年5月1日至5月20日，上证综指

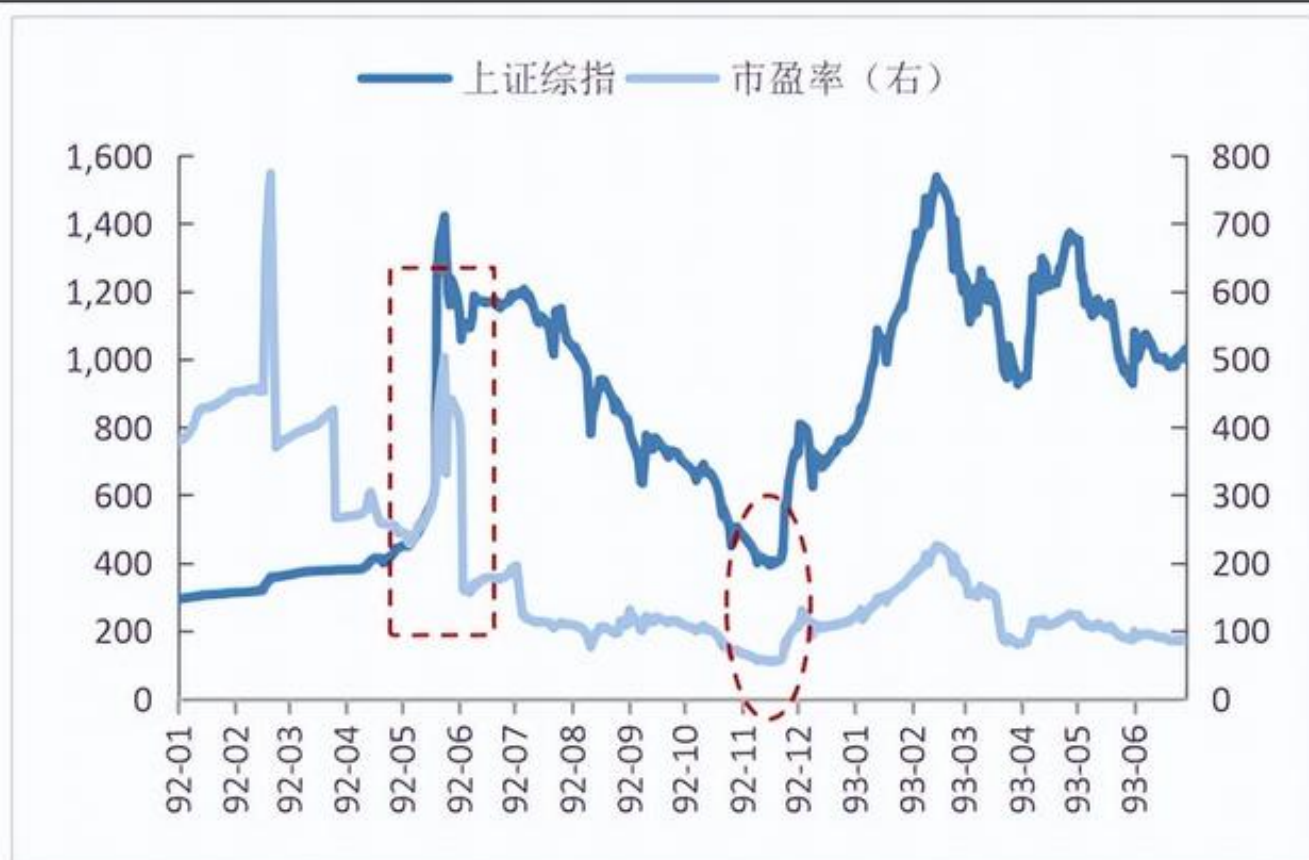
平均市盈率达到257x，5月25日达到峰值502.7x，随后市场逐级回落，至11

月17日，上证综指市盈率仅为54.77x，即当时最低点，近乎于顶点的十分之一。第二波上涨开启后，1993年2月上证综指估值回升至200倍以上（见图1所示）。

2) 换手率方面
，上证综指在11月第一周的日均换手率降至11.1%，为峰值时的五分之一。新股上市以及第二波市场上涨促使市场换手率重新回到50%以上（见图2所示）

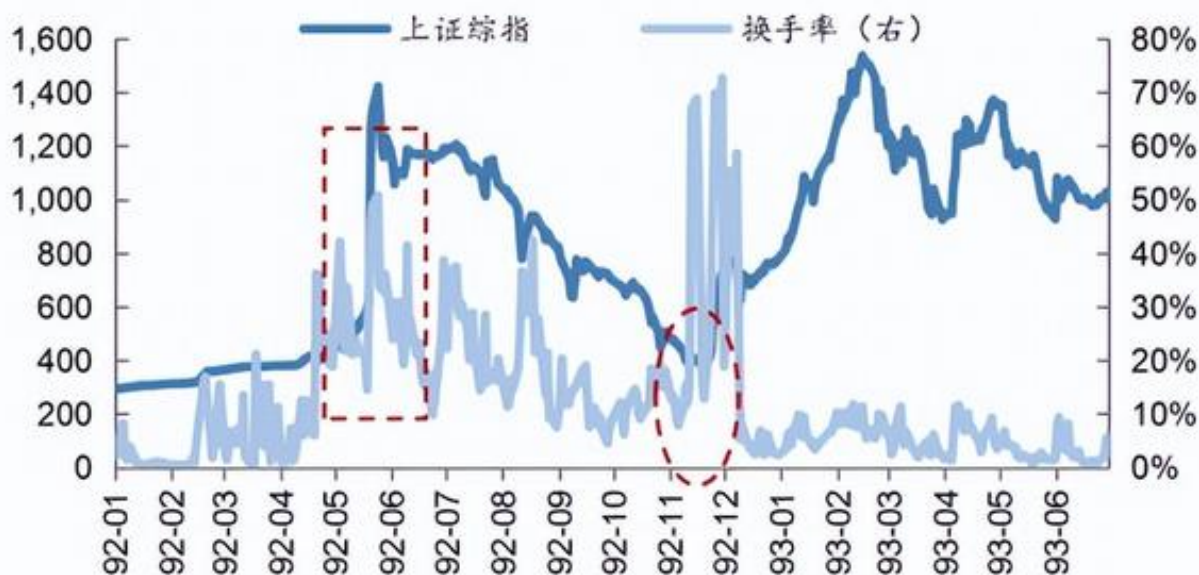
。

图 1： 第一轮牛市上证综指与市场估值比较



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院

图 2：第一轮牛市上证综指与市场换手率比较



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院

启动和见顶的催化事件

五轮大牛市启动前，市场大都处于极端低迷状态，事件的催化成为市场向上的拐点；五轮牛市见顶时，市场的估值和交易热度达到前所未有的高度，此时任何负面事件的风吹草动，都可能成为“压垮骆驼的最后一根稻草”。融资政策、资本市场政策、宏观调控政策的调整曾先后成为过去五轮牛市启动和见顶的标志。

1) 融资政策：过量融资抽血效应明显，暂停IPO监管利好市场回暖。

IPO是过去影响市场资金供需的重要变量，监管层不断在投资和融资两端做平衡。过量融资是牛市顶部下行压力的重要来源，例如1993年沪深两市快速扩容，稀释了市场个股交易量；2007年牛市以“两桶油”为代表的“巨无霸”纷纷上市，致使蓝筹泡沫破裂；2015年中国核电、国泰君安巨量IPO，冻结4万亿资金（参见表1）。

当市场快速下跌时，监管层可能将暂停IPO作为维稳工具之一，例如2008~20

09年牛市，暂停IPO成为市场快速反弹的催化剂之一；另外，2014年牛市，再融资、重组、减持政策放松促成一二级市场“套利”，成为中小创并购行情的助推器。

2) 资本市场政策：资本市场政策调整和改革成为市场调控工具。

资本市场政策调整一方面源于资本市场不断发展的内在需求，另一方面也是市场调控的工具之一。资本市场深化改革成为牛市开启的重要信号。例如1999年，推动证券市场发展的六点意见，促进第二轮牛市开启；2005年4月证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，股改试点启动，是资本市场第三轮牛市的开端。

资本市场监管的加强以及交易费用

上调，则会降低市场热度，致使牛市见顶，例如2015年证监会要求证券公司对外部接入进行自查，清理场外配资；2007年，证券交易印花税从1%调整为3%，是牛市结束的重要原因之一。

3) 宏观调控政策：宏观调控影响中国经济发展节奏，改变投资者景气预期。

宏观调控政策出台，在影响中国整体经济发展的同时，也改变了资本市场投资者对经济与各行业景气预期，从而对股市行情产生重大作用。宏观调控的加强，往往使投资者意识到现阶段的经济过热，致使股市下行，例如1993年党和国务院先后出台三十八项宏观调控文件，促使第一轮牛市见顶；2010年新国四条颁布严厉调控房地产，加上连续两次上调存款准备金率，限制流动性，第四轮牛市结束。

反之，宏观调控放松，货币政策

宽松，有助于资本市场上行，例如

，1999年央行下调存款基准利率

153bp，催化第二轮牛市开启；2008年，推出了“4万亿”政策，叠加大幅降准降息，市场流动性全面改善，牛市启动。

另一方面，产业扶持政策

汽车下乡、十大产业振兴规划

，是第四轮牛市启动的重要因素；2013年1月《国家重大科技基础设施建设中长期规划》，《关于深化科技体制改革加快国家创新体系建设的意见》发布，促使创业板独立走牛。

表 1: 过量融资抽血效应明显, 暂停 IPO 监管利好市场回暖

	第一轮牛市	第二轮牛市	第三轮牛市
启动	1) 上交所全部股票涨跌停限制; 深交所启动救市 2) 深市扩容, 打新潮开始 3) 小平南巡带来开放红利	1) 1999/5/16, 推动证券市场发展的六点意见 2) 1999/6/10 央行下调存款基准利率 153bp	2005/4/29, 证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》, 股改试点启动
见顶	1) 党和国务院先后出台三十八项宏观调控文件 2) 新股加速上市, 市场的快速扩容极大地稀释了个股交易量	2001/6/12, 国务院发布《减持国有股筹集社会保障基金管理暂行办法》	1) 我国证券交易印花税从 1% 调整为 3% 2) IPO 吸血过度, 以中石油为代表的“巨无霸”纷纷上市, 蓝筹泡沫破裂
	第四轮牛市	第五轮牛市	
启动	1) 2008 年 11 月推出了“4 万亿”政策 2) 2009 年实施家电和汽车下乡、十大产业振兴规划 3) 2008 年大幅降准降息, 货币政策大幅放松: IPO 暂停	1) 2013/1/16 《国家重大科技基础设施建设中长期规划》, 19 日《关于深化科技体制改革加快国家创新体系建设的意见》, 促新兴产业发展 2) 2014 年起, 并购重组政策不断放松, 提高并购重组效率 3) 2013 年两融政策开放	
见顶	2010/1/14, 央行上调存款准备金率。4 月 14 日新国四条颁布, 严厉调控房地产, 5 月初的备金率再次上调	1) 证监会要求证券公司对外部接入进行自查, 清理场外配资 2) 中国核电、国泰君安的两轮巨量 IPO, 冻结 4 万亿资金	

资料来源: 兴业证券经济与金融研究院

本文节选自兴业证券

董事总经理、兴证资管首席经济学家王德伦所著《牛市简史：A股五次大牛市的运行逻辑》一书。