

A 股巨量成交从哪里来？

证券研究报告

2021 年 09 月 06 日

作者

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦

联系人

linyan@tfzq.com

相关报告

1 《宏观报告：如何实现共同富裕？》
2021-09-04

2 《宏观报告：70 年代美国反垄断往事及其影响-70 年代美国反垄断往事及其影响》 2021-09-01

3 《宏观报告：风险定价-Taper 靴子落地-9 月第 1 周资产配置报告》
2021-08-30

A 股已经连续 33 个交易日成交额破万亿，巨幅换手的背后，主要是几股力量在推动：公募基金调仓；北向资金成交额加大；融资融券交易量上升；量化私募的中高频交易活跃。

其中量化私募对成交量的贡献收到了市场的广泛关注。我们发现：量化私募的中高频交易确实显著提升了 A 股的成交额水平。目前量化私募的策略同质化情况比较严重，一定程度上增加了市场的脆弱性，但整体影响并没有那么大。

风险提示：疫情再爆发；通胀持续时间与幅度超预期；货币政策超预期收紧

截止上周五（9月3日），A股已经连续33个交易日成交额破万亿，巨量换手的背后，主要是几股力量在推动：

一是公募基金调仓：消费医药的持续弱势导致资金流出，成长和周期板块中景气度较高的赛道的估值和拥挤度处在高位，防御型配置资金开始青睐性价比较高的金融、基建和公用事业。

二是北向资金成交额上升：9月第1周，北向资金的成交额创下年内新高，周度累积成交额达到8342.16亿，占到全市场的交易额的11%。

三是融资融券存量上升：融资融券交易额较5月的低点3000-4000亿回升至近期的6000-7000亿；9月第1周，融资融券交易额达到7135.73亿元，占全市场成交额的9.2%。

四是量化私募的中高频交易活跃：量化私募目前的产品规模已经破万亿，8月量化私募新发行数量高，其中还有很多是明星爆款。根据私募排排网的不完全统计，超过七成的CTA私募规模不超过10亿，量化私募大多数还是以股票策略为主，存续产品交易和建仓对两市的成交额都有无法忽略的贡献。

一直以来大家对量化的固有印象就是机器人下单追涨杀跌，是波动率的放大器。其实这个理解并不全面。

根据我们的经验和研究发现：

第一，当下较为主流的股票量化策略主要是以日频价量策略（技术因子结合非线性的机器学习算法）和高频策略（主要信息来源是日内高频交易数据）为主。这两者都不是单纯的动量策略，其中甚至有时会用到反转的信号。

第二，从这些明星量化私募产品的业绩表现来看，策略的同质化还是比较严重的，经常出现同涨同跌的状态。**这确实加大了市场的脆弱性**，一旦策略出现回撤可能同时触发止损条件，在市场上形成一定的卖出压力。

第三，中高频策略高度依赖市场流动性，在高换手的市场环境中能有较高的超额收益，而较高的超额收益又能吸引更多的资金申购该类型产品，新产品需要建仓和交易会提高市场的换手，因此交易量放大容易形成正反馈。

此外，日内策略会在任何交易时间交易，而日频策略常在临近收盘进行换仓（也有在开盘下单的），从日内的成交额分布来看，2点半之后的成交额确实明显提升，由此也可以瞥见量化策略确实对成交额的上升有贡献。

目前多数中高频策略的年化换手率在50倍以上，远高于主动管理产品。我们简单假设量化私募策略的平均换手率为日均20%，忽略投资商品市场的少数CTA产品，**量化投资策略对A股的日成交额贡献应该在2000亿（周成交额10000亿）以上**，整体占比略高于北向资金和融资融券。

综上，近期成交量大幅上升是由多方面因素共同推动的，主要背景是当前市场流动性宽松但分歧加大。备受关注的量化投资策略只是巨量成交背后的一个推手，同质化较为严重的情况确实加大了市场的脆弱性，但整体并没有起到决定性作用。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26271

