放大的成交量源于公募调仓而非量化私募扩容

分析师：张晗
执业证书编号：S0740520080003
电话：021-20315195
邮箱：zhanghan@r.qlzq.com.cn

投资要点

近期市场将逐渐增大的成交量归结为量化私募的兴起，而我们通过跨市场数据的交叉验证发现，成交量扩大并非是量化私募扩容导致的，市场分歧加大、公募机构调仓换股或许才是背后的始作俑者。

■ **短期量化私募扩容现象不明显**

量化私募的主流策略大体可以分为股票中性、指数增强、CTA 三大类，如果私募规模增长则上述三类策略的管理规模也会相应增加。即股票中性策略所需要的期指空头头寸以及 CTA 策略对应的商品期货多空头寸均应出现上涨。但对股指期货的日成交量、股指期货贴水幅度、商品期货市场的总成交量进行统计发现，今年 7 月份以来均表现平稳，并不支持量化私募扩容的猜想。

■ **公募机构调仓行为显著**

交易量代表对市场的分歧，分歧增加时调仓换股的需求会增大。根据我们的探测模型发现，7 月份以来公募机构出现了明显的风格调整，大幅减仓消费板块并且增加周期和金融板块的配置比例。机构的调仓行为或许贡献了主要的成交增量。

■ **A 股正处于扩容阶段**

A 股正处于快速发展和扩容阶段，无论是股票总市值还是参与资金的体量都有望出现长期增长，当前 A 股总市值接近 100 万亿，早已超越 2015 年的高点，股票在居民资产配置中将发挥更加重要的作用，未来万亿成交额成为常态也不无可能。忽略短期波动、长期看好做多中国股市才是正确的选择。

风险提示：主要结论基于公开数据推导，数据本身可能出现巧合

内容目录

股市量价背离 ..... - 4 -
量化交易并非成交额放大的主因 ..... - 4 -
分歧增加、机构调仓或成直接原因 ..... - 6 -

图表目录

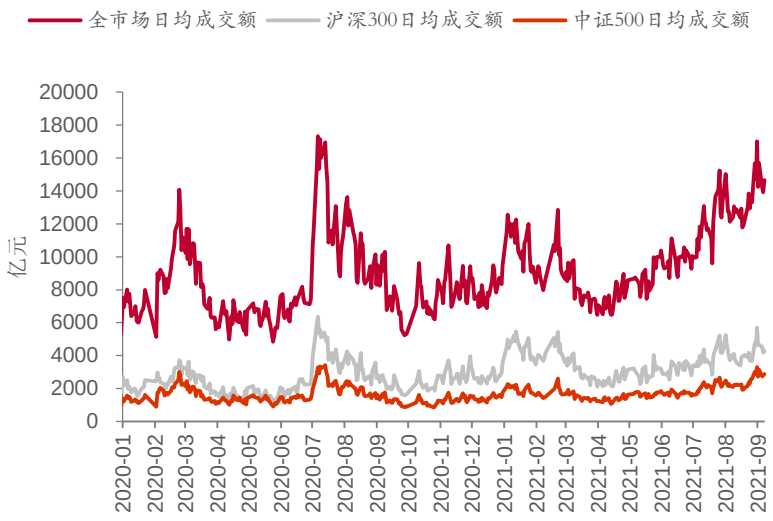
图表 1：市场成交额放大 - 4 -
图表 2：主要私募策略分类 - 5 -
图表 3：过去一年股指期货成交量 - 5 -
图表 4：股指期货贴水率 - 5 -
图表 5：7 月份以来大多指数出现回调 - 6 -
图表 6：商品期货日均成交量 - 6 -
图表 7：公募基金风格配置 - 7 -
图表 8：2021-9-1 日内走势 - 7 -

近期市场热议的话题是逐渐增大的成交量来自何处，量化交易也逐渐进入人们的视野并被当成“罪魁祸首”。股票高频量化和日内 T0 策略换手率较高，可以达到年化 100-150 倍的换手，即 2-3 个交易日把所有持仓更换一遍。再叠加近两年量化私募规模扩容，的确对市场贡献了很大的成交量。**而我们通过数据的交叉验证发现，近期的成交量扩大并非是量化私募扩容导致的，市场分歧加大、机构调仓换股或许才是背后的始作俑者。**

股市量价背离

2021 年 7 月份之后市场日成交额屡破万亿，然而除中证 500 等小盘股指数上涨外，其余板块均处于放量滞涨和回调状态。因此市场有声音认为量价背离的原因是高换手的量化私募撑起了虚胖的成交额。

图表 1：市场成交额放大



来源：wind,中泰证券研究所

对市场成交额进行梳理发现，2021-7-1 至 2021-9-8 全市场日均成交额 12800 亿，沪深 300 日成交额 4000 亿，中证 500 日成交 2280 亿，而今年的前 6 个月全市场日均成交额 8990 亿，沪深 300 为 3360 亿，中证 500 是 1647 亿。全市场成交额放大了 40%。

量化交易并非成交额放大的主因

近期很多人将成交量放大归结为量化私募的扩容，但由于私募对于规模、成交等信息的披露较少，这些猜测很难有夯实的数据支撑。为了检验这一猜想，首先要对底层量化策略有基本了解。

量化策略分类

我们曾对国内头部量化私募进行过大量调研，根据策略持仓构成和收益风险特征的不同，可以把主流（规模较大）量化策略分成以下三大类：

请务必阅读正文之后的重要声明部分

图表 2：主要私募策略分类

策略类型	收益风险特征	策略特点介绍
股票中性策略	获取绝对收益，免疫市场风险	持仓主要为一篮子股票和股指期货空头头寸。
指数增强策略	获取稳定跑赢指数的收益，对市场风险有暴露	多以沪深300或者中证500为基准，在此基础上通过择时(比如日内T0)和选股买入优于基准的个股获得超额收益，持仓主要是股票。
CTA 策略	多数策略以绝对收益为目标	由于期货可以T+0交易，大多为日内的短线交易，持仓主要是期货(金融期货+商品期货）的多单和空单。

来源：wind，中泰证券研究所

而在投资实践中往往多种策略组合使用，比如为了获取更加稳定的绝对收益和分散风险，叠加使用股票中性和 CTA。

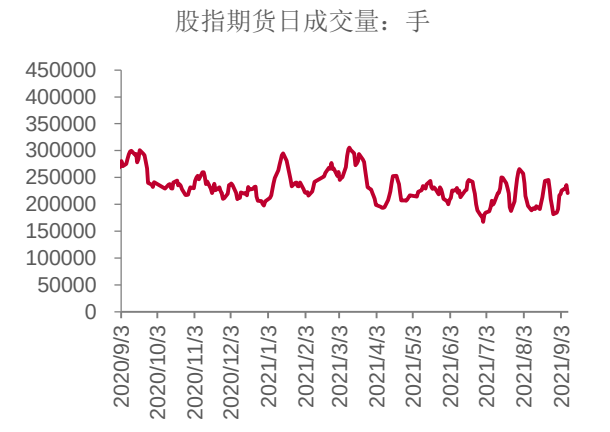
跨市场交叉验证

如果量化私募近期有大规模扩容，那么以上三种主流策略的管理规模大概率上涨。不仅是股票市场成交活跃增加，其他相关资产的交投活跃度也应该一并提升，接下来我们对几种可能一一进行验证。

猜想 1：股票中性策略扩容导致市场成交活跃。

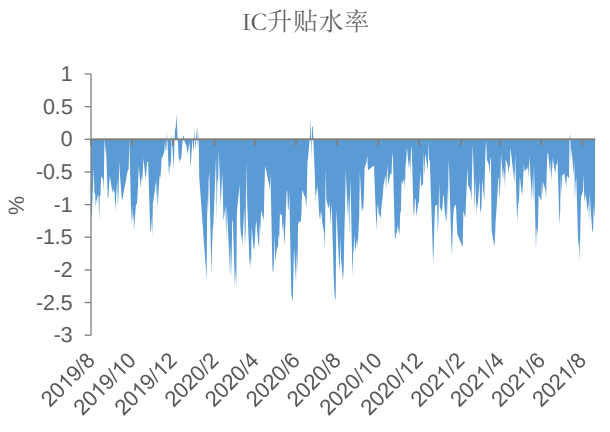
验证：如果此种猜想成立，那么股票中性策略所需要进行对冲的股指期货数量也应该增加，大量主动卖单会使得股指期货贴水幅度增大。而我们对今年以来股指期货每天的成交量进行统计发现，过去三个月，IF 和 IC 期货的日均成交量保持在每天 220000 手的水平，并且没有明显增长的迹象，中证 500 股指期货的贴水率也处于过去两年的平均水平。

图表 3：过去一年股指期货成交量



来源：wind，中泰证券研究所

图表 4：股指期货贴水率



来源：wind，中泰证券研究所

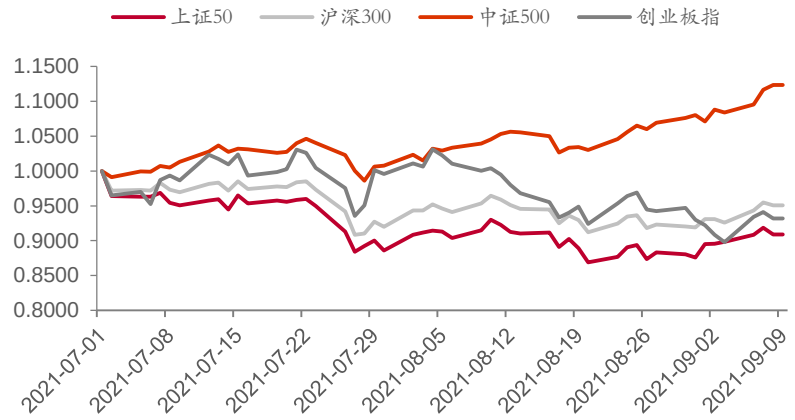
猜想 2：既然股票中性策略没有异常，是否主要增量来自于指增策略扩容？

验证：如果量化私募的增量规模大多投入到指数增强策略，那么对于市场而言是

请务必阅读正文之后的重要声明部分

纯增量资金，市场应该易涨难跌，但 7 月份以来除了中证 500 指数上涨约 10%外，创业板指、沪深 300、上证 50 等指数均为下跌。

图表 5：7 月份以来大多指数出现回调

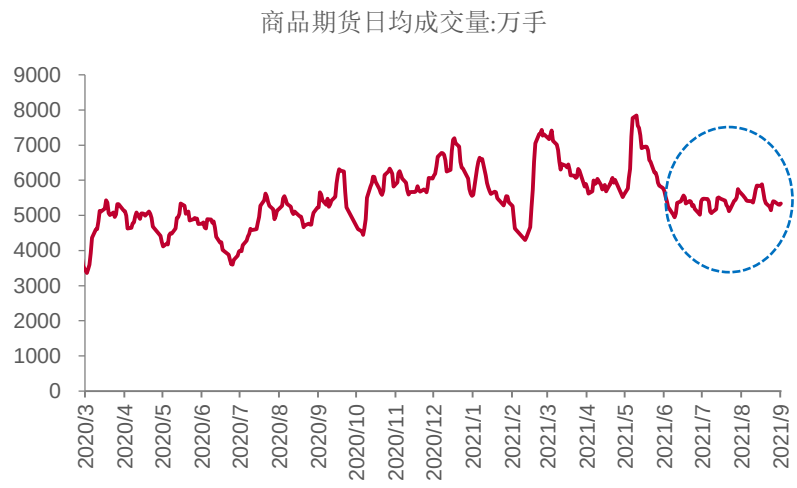


来源：wind, 中泰证券研究所

猜想 3：如果量化私募扩容则 CTA 策略规模也相应增加

验证：私募产品的管理大多使用多策略并行，因此股票类策略与 CTA 策略往往同时存在，即 CTA 策略的管理规模也应该相应增长。但是对上期所、大商所、郑商所等主要期货品种的成交量进行统计发现，7 月份以来期货市场成交量整体平稳，也未能支持此种猜想。

图表 6：商品期货日均成交量



来源：wind, 中泰证券研究所

通过对以上三种猜想的证伪发现，增量成交来自于量化私募扩容的概率不高，而更像是市场分歧增加，机构调仓换股的表现。

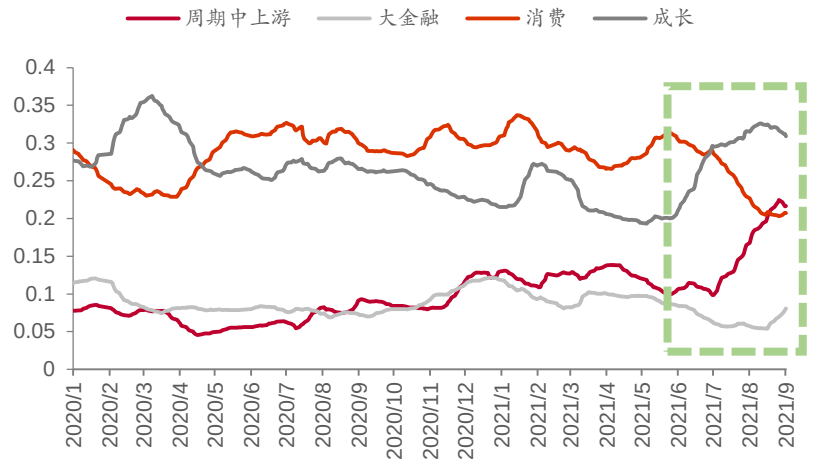
分歧增加、机构调仓或成直接原因

请务必阅读正文之后的重要声明部分

只有观点不同的人才有可能成为交易对手，因此成交量的放大可能代表市场分歧的增加，对于这一点我们可以机构的调仓行为得到验证。

此前我们在报告中提出，可以利用线性回归的方法探测公募产品对不同行业指数的暴露，从而监控公募基金的调仓动向。**下图中曲线代表模型估计的公募基金对不同风格的配置比例，可以发现从 7 月份开始机构对不同风格的配置权重出现了显著调整。**公募基金大幅降低了消费的仓位；从 5 月份开始提升新能源等成长股的配置，而进入到 8 月份开始减仓新能源；大金融的配置比例最近一个月逐渐增加，但还处于低位。

图表 7：公募基金风格配置



来源：wind，中泰证券研究所

此外我们从 2021-9-1 日市场的剧烈波动中也可以看出机构调仓的迹象，当天股市出现先跌后涨的日内走势，最终指数几乎收平，可以理解为机构进行了先卖后买的操作。

图表 8：2021-9-1 日内走势

来源：wind，中泰证券研究所

我们统计历史上单日成交额超过 1.5 万亿的天数，一共出现过 50 个交易日，其中 37 天出现在 2015 年股市的最高点附近，这 50 天万得全 A 指数涨跌幅的绝

请务必阅读正文之后的重要声明部分

对值平均为 2.1%，但今年 9 月份以来的两次当日涨跌幅仅为-0.05%和-0.55%。说明近期的成交量活跃并非在交易市场方向，而是在交易市场结构，更有可能是分歧增加的表现。

最后要明确的是 A 股正处于快速发展和扩容阶段，无论是股票总市值还是参与资金的体量都有望出现长期增长，当前 A 股总市值接近 100 万亿，股票在居民资产配置中将发挥更加重要的作用，忽略短期波动、长期看好做多中国股市才是正确的选择。

风险提示：主要结论基于公开数据推导，数据本身可能出现巧合

投资评级说明：

请务必阅读正文之后的重要声明部分

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。