

证券研究报告

# 《股票异动研究之日内高换手率》

——海通证券2015年金融工程与产品研究

- 5分钟内高换手个股以大概率跑输市场指数，跑输幅度随时间窗口推移不断扩大。
- 在控制风险因子后，上述结论仍然成立，并在时间序列上高度稳健。
- 分位点分析显示，异动股票的收益呈现厚尾分布，左偏现象显著。
- 对于没有“信息优势”的投资者，建议规避发生换手率异动的个股。

- 股票异动有很多类型：大宗交易、急涨急跌、快速换手等。
- 几分钟内股票完成大幅换手，后续表现如何？

定义：若个股**5分钟换手率大于5%**，则认为股票发生异动。

**5分钟换手率：**

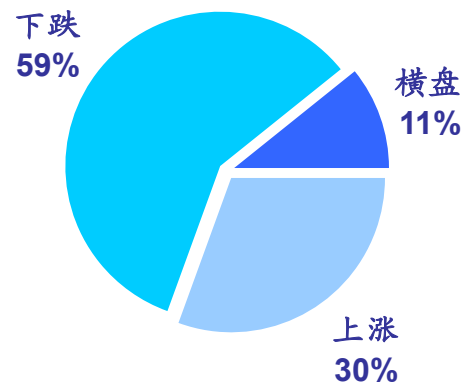
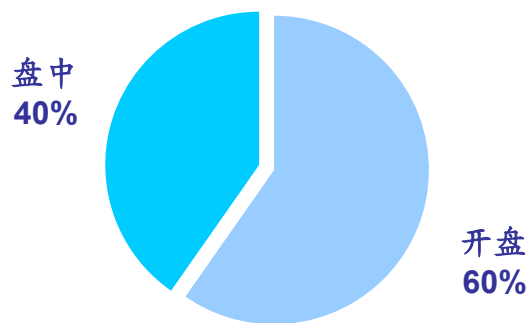
将开市时间等分为**48个5分钟**片段（深市不考虑最后**3分钟**）。

**5分钟换手率**等于个股**5分钟**内的成交量相对流通股本的占比。

样本空间：**A股**全市场（剔除上市不足月的新股）。

- 2012年4月6日至2015年9月17日共计842个交易日中，5分钟内换手率超过5%的股价异动共发生3694次，平均每天约4.4次。

图：多空组合月度收益序列

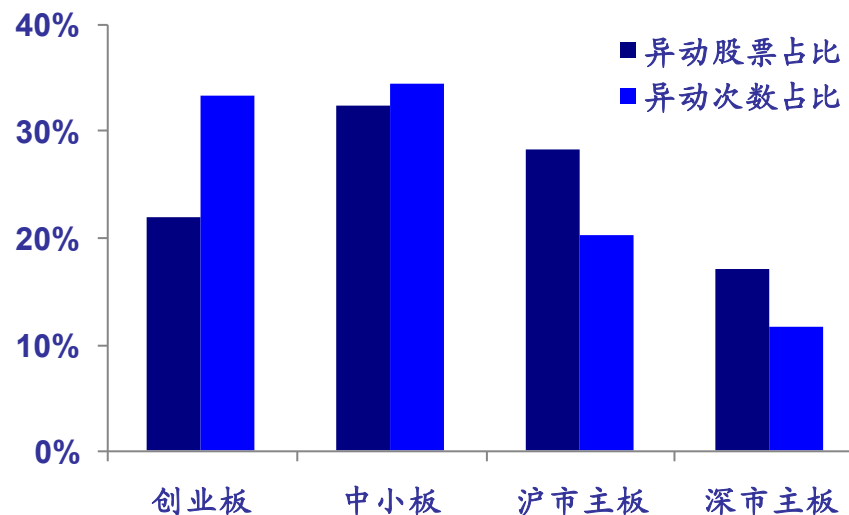


➤ 从板块分布来看，异动股票主要集中在创业板与中小板。

表：异动股票板块分布

所属板块	异动股票	异动次数
创业板	204	1236
中小板	302	1276
沪市主板	264	750
深市主板	158	432
合计	928	3694

图：异动股票板块分布



# 异动股票相对沪深300收益

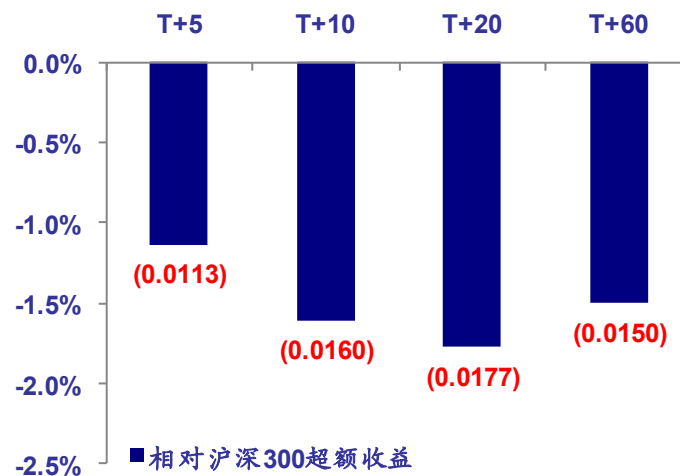
- 考察股票异动后，持有**1周、2周、1月、3月**，相对**沪深300指数**的超额收益。
- 统计显示，股票异动后，以大概率跑输**沪深300**。

表：异动股票相对沪深300指数收益

	T+5	T+10	T+20	T+60
胜率	0.3765	0.3631	0.3630	0.3924
平均收益	(0.0113)	(0.0160)	(0.0177)	(0.0150)
标准差	0.1168	0.1534	0.1846	0.2659
T-统计量	(5.1076)	(5.4750)	(4.9888)	(2.7898)

注：本文分析不包括在涨跌停价处发生异动，但股价没有变化的个股。

图：异动股票相对沪深300指数收益



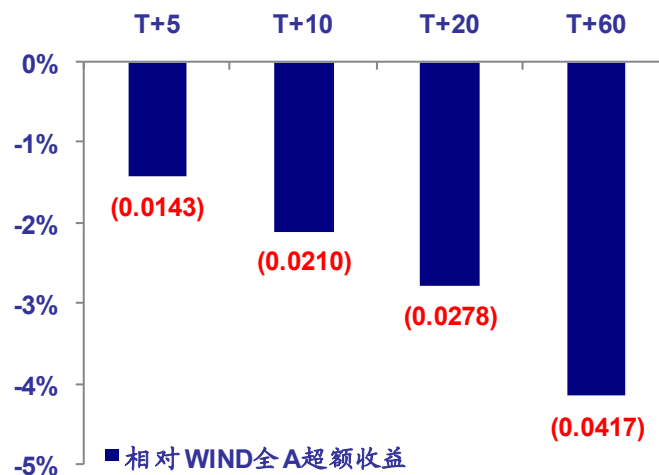
- 股票异动个股主要集中在创业板与中小板，以沪深300指数作为基准存在显著的风格偏离。因此，考察股票异动后，持有**1周、2周、1月、3月**，相对**WIND全A指数**的超额收益。统计显示，股票异动后，以大概率跑输WIND全A；且跑输幅度与持有时间正相关。

表：异动股票相对WIND全A指数收益

	T+5	T+10	T+20	T+60
胜率	0.3559	0.3390	0.3333	0.3246
平均收益	(0.0143)	(0.0210)	(0.0278)	(0.0417)
标准差	0.1107	0.1420	0.1723	0.2420
T-统计量	(6.7784)	(7.7621)	(8.3783)	(8.5166)

注：本文分析不包括在涨跌停价处发生异动，但股价没有变化的个股。

图：异动股票相对WIND全A指数收益



- 股票收益与许多因素有关。A股市场具有显著的市值效应与反转效应。
- 异动股票相对市场指数的负超额收益是否与股票的风险特征相关？
- 如何控制风险因子：
  1. 将全市场可交易个股按风险因子（如市值）排序并分成10组。
  2. 计算各异动股票所属的分组，以及该组合内个股的平均收益。
  3. 计算异动股票收益相对该组合个股的超额收益。



➤ 考察股票异动后，持有**1周、2周、1月、3月**，相对同市值效应组合的超额收益。

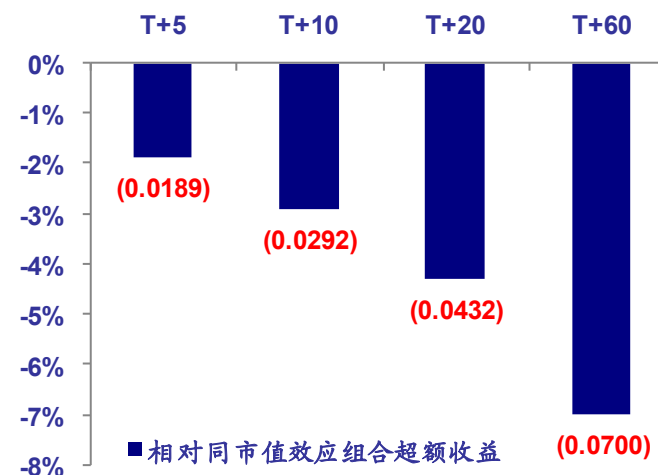
➤ **控制市值效应后**，异动股票的跑输幅度更加显著；跑输幅度与持有时间正相关。

表：异动股票相对同市值组合收益

	T+5	T+10	T+20	T+60
胜率	0.3559	0.3390	0.3333	0.3246
平均收益	(0.0143)	(0.0210)	(0.0278)	(0.0417)
标准差	0.1107	0.1420	0.1723	0.2420
T-统计量	(6.7784)	(7.7621)	(8.3783)	(8.5166)

注：本文分析不包括在涨跌停价处发生异动，但股价没有变化的个股。

图：异动股票相对同市值组合收益



# 异动股票相对同涨幅组合收益

➤ 考察股票异动后，持有**1周、2周、1月、3月**，相对同反转效应组合的超额收益。

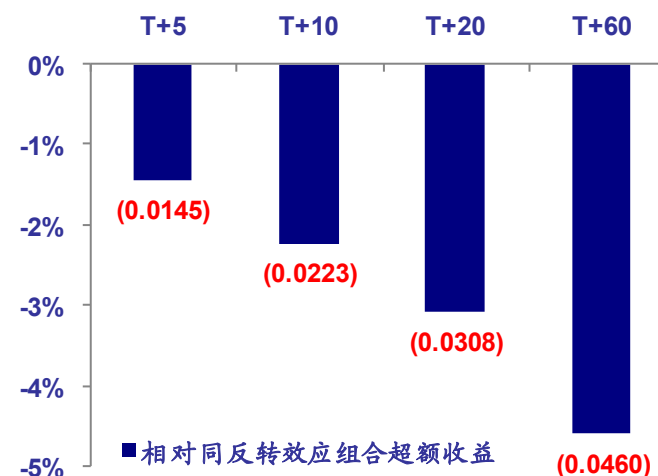
➤ **控制前期涨幅后**，异动股票的跑输幅度更加显著；跑输幅度与持有时间正相关。

表：异动股票相对同涨幅组合收益

	T+5	T+10	T+20	T+60
胜率	0.3559	0.3390	0.3333	0.3246
平均收益	(0.0143)	(0.0210)	(0.0278)	(0.0417)
标准差	0.1107	0.1420	0.1723	0.2420
T-统计量	(6.7784)	(7.7621)	(8.3783)	(8.5166)

注：本文分析不包括在涨跌停价处发生异动，但股价没有变化的个股。

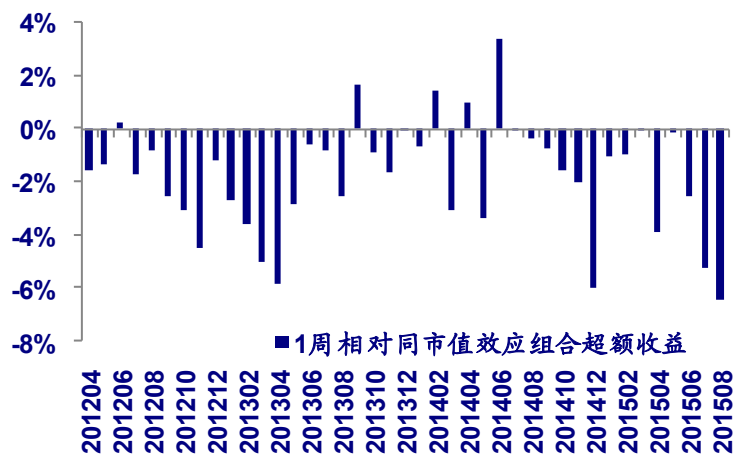
图：异动股票相对同涨幅组合收益



# 异动股票相对风险组合收益时间序列

- 控制风险因子后的相对收益在时间序列上是稳健的。
- 控制市值因子后，88%的月份5日超额收益小于零，83%的月份10日超额收益小于零。

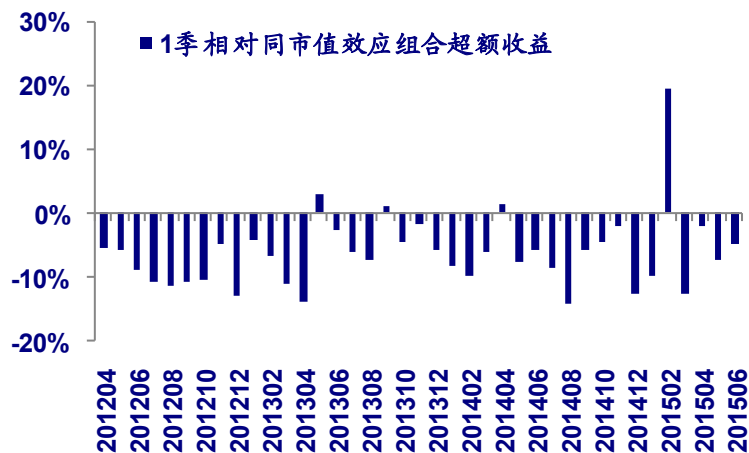
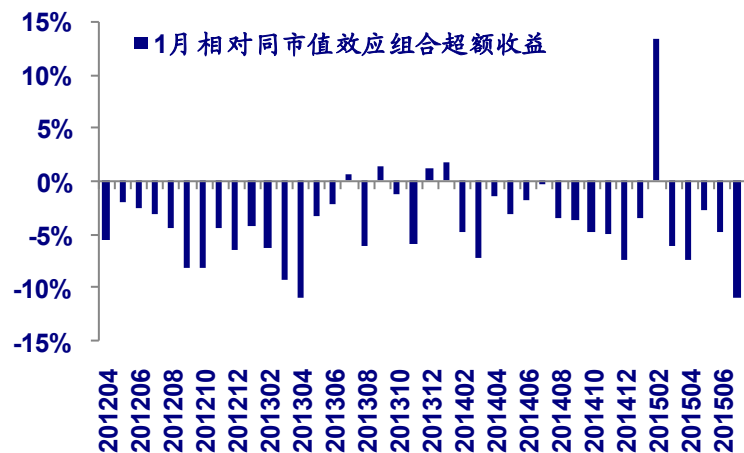
图：异动股票相对同市值组合收益时间序列（1周、2周）



# 异动股票相对风险组合收益时间序列

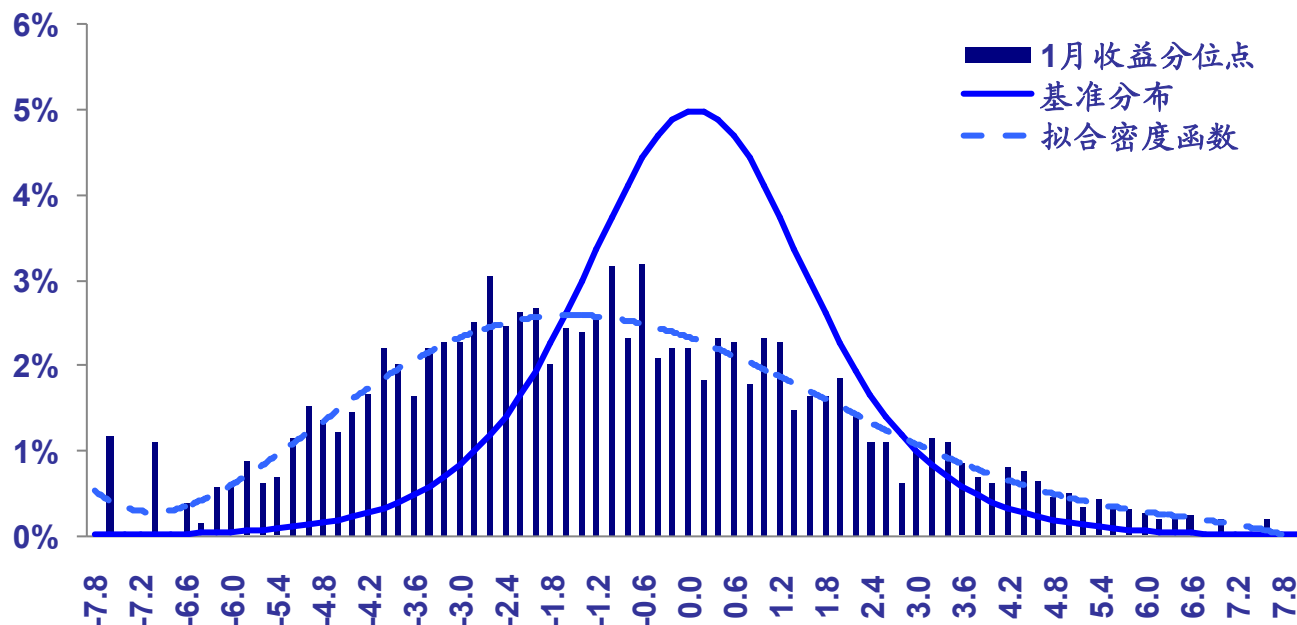
- 控制风险因子后的相对收益在时间序列上是稳健的。
- 控制市值因子后，**88%的月份20日超额收益小于零，90%的月份60日超额收益小于零。**

图：异动股票相对同市值组合收益时间序列（1月、1季）



- 分位点分析显示，异动股票的收益分布具有显著的厚尾特征。
- 从横截面角度看，异动股票在市场中收益排名较低是大样本事件。

图：异动股票20日收益分位点分布



- 若将换手率异动的阈值由5%变换为1%，异动个股个数将大幅增加，并且前文的结论仍然保持一致。
- A股市场存在“换手率魔咒”：无论从“日内”还是“日均”维度考察，高换手率股票大概率贡献负超额收益。这可能与A股市场的投资者结构相关。
- 研究发现，对于以个人投资者交易为主体的A股市场，高曝光的股票（高换手，高涨幅，分析师持续推荐）存在股价反应过度的现象。当个股高度曝光，并进入个人投资者集中关注的阶段，股价将会大概率出现反转，并贡献显著的负超额收益。
- 对于没有明确信息优势的投资者，我们建议规避短期“高换手”、“高曝光”的个股。

## 分析师声明

高道德、郑雅斌

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。