

# 用市场活力指数和换手率把握市场节奏

## 一 市场价量的研究

李皓舒 执业证书编号: S1100513120001  
研究员 8621-68595169  
lihaoshu@cczq.com

邓利军 执业证书编号: S1100115110002  
联系人 8621-68595193  
denglijun@cczq.com

方科 执业证书编号: S1100116070003  
联系人 8621-68595195  
fangke@cczq.com

### 核心观点

- ❖ 活力指数反映的是“价”的位置。在牛市开启的时候,活力指数迅速上升到 90%以上,一般持续的时间在 6-12 个月。在熊市的时候,活力指数在 10%以下,一般持续的时间在 3-6 个月。70%-80%左右的活力指数是震荡市中反弹的一个相对较高的位置,反弹可能面临着结束。在市场极度低迷的情况下,10%-20%的市场活力指数可能是一个有效的支撑。
- ❖ 2009 年以后上证指数换手率一般在 1%-2%之间,创业板指数换手率一般在 4%-6%。从目前来看,创业板指数的平均换手率高于上证指数的平均换手率。随着在创业板上市的股票数增加,创业板指数的平均换手率可能也会呈现逐渐降低。
- ❖ 2007 年至今,上证 50 和中小板换手率比值跟指数比值的相关性高达 0.87。当换手率比值在 0.6 以上或 0.1 以下时,可能意味着市场风格的切换。如果换手率和振幅到达极值(0.1, -5%),可能风格转向大盘,到达极值(0.6, 5%),市场风格可能转向中小盘。
- ❖ 市场活力指数和换手率的结合对市场节奏的判断具有重要的参考意义。在牛市的时候,市场活力指数迅速上升到 90%以上,换手率在牛市中通常有一定的领先性,随着换手率的调整,活力指数也随之调整通常来看。在熊市的时候,活力指数处于 10%以下,换手率处于 0.6%以内。在震荡市中 2%左右的换手率和 70%-80%的活力指数是指数反弹的一个重要的压力位区间。
- ❖ 根据结论,当前活力指数仍处于 50%的中性水平以下,短期市场活跃度有上升的空间,换手率也处于 1%左右,表明短期仍处于反弹的格局。上证 50 与中小板的换手率比值先于指数的比值到达高点,而指数比值也到达了自 2015 年 7 月以来的高点 0.36。目前上证 50 与中小板换手率比值处于 0.17,已经较前面低点 0.125 有所回升,接下来市场风格仍有可能转向大盘。
- ❖ 风险提示:宏观政策出现较大变动;全球出现新的“黑天鹅”事件;数据有一定的延时,可能无法及时反映市场变化。

川财证券研究所

成都:  
高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼, 610041  
总机: 8621-86583000  
传真: 8621-86583002

## 目录

市场活力指数反映的是“价”的位置 .....	4
换手率反映的是“量”的大小 .....	4
上证指数换手率的特征 .....	4
创业板指数换手率的特征 .....	6
换手率在判断市场风格上的运用 .....	7
用市场活力指数和换手率把握市场节奏 .....	11
对当前市场的一些看法 .....	12

## 图表目录

图 1: 市场活力指数 (200 日均线)	4
图 2: 上证指数换手率和股票数	5
图 3: 上证指数换手率	5
图 4: 创业板指数换手率	6
图 5: 创业板上市股票数和指数年度平均换手率	6
图 6: 上证 50 和中小板指年度平均换手率比值	7
图 7: 上证 50 和中小板指换手率比值和市值比值	7
图 8: 换手率比值和指数比值 (2007 年 2 月-2010 年 2 月)	8
图 9: 换手率比值和指数比值 (2014 年 2 月-2017 年 2 月)	8
图 10: 换手率比值和指数比值 (2010 年 2 月-2014 年 2 月)	9
图 11: 上证 50 与中小板换手率和指数比值	9
图 12: 上证 50 与中小板换手率比值以及涨幅差值	9
图 13: 上证 50 与中小板换手率和指数比值	9
图 14: 上证 50 与中小板换手率比值以及涨幅差值	9
图 15: 换手率比值和指数振幅	10
图 16: 2005 年 6 月至 2008 年 2 月 (涨幅 513%, 换手率*10)	11
图 17: 2014 年 3 月至 2015 年 8 月 (涨幅 162%, 换手率*10)	11
图 18: 换手率(乘以 10)和活力指数, 上证指数 (2001.6-2005.6)	11
图 19: 换手率 (乘以 10) 和活力指数, 上证指数(2007.11-2014.3)	12
图 20: 换手率 (乘以 10) 和活力指数, 上证指数(2015.7-2017.3)	13
图 21: 换手率比值和指数比值 (2015.7-2017.3)	13

## 市场活力指数反映的是“价”的位置

活力指数刻画市场情绪的指标之一，在一定程度上反映了市场的动向和趋势。我们对市场活力指数的定义如下：

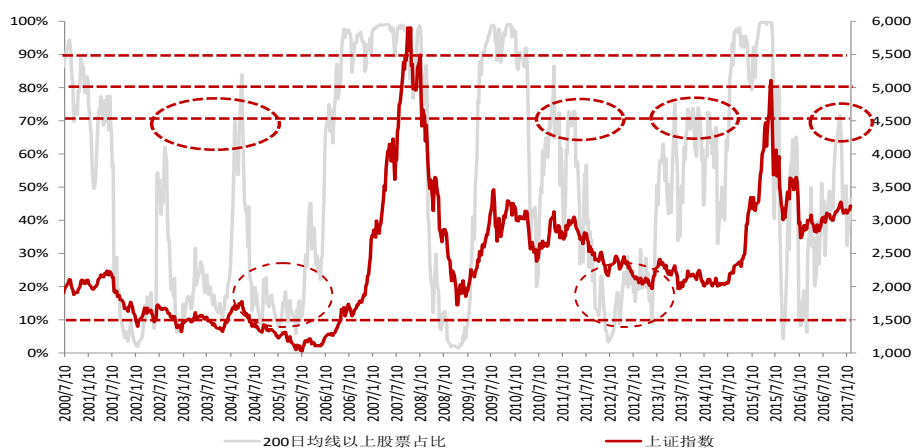
市场活力指数=站上 200 日均线以上股票数/全市场股票数（剔除新股和停牌股票）

当这一指标达到极值的时候，通常对应市场的超买/超卖区间。

下面是市场活力指数的几个主要结论：

- 1、牛市启动后，市场活力指数迅速上升到 90% 以上，一般持续的时间在 6-12 个月。熊市到来后，市场活力指数迅速下降到 10% 以下，一般持续的时间在 3-6 个月。
- 2、70%-80% 左右的活力指数是震荡市中反弹的一个相对较高的位置，反弹可能面临着结束。在市场极度低迷的情况下，10%-20% 的市场活力指数可能是一个有效的支撑区间。

图 1：市场活力指数（200 日均线）



资料来源：Wind, 川财证券研究所

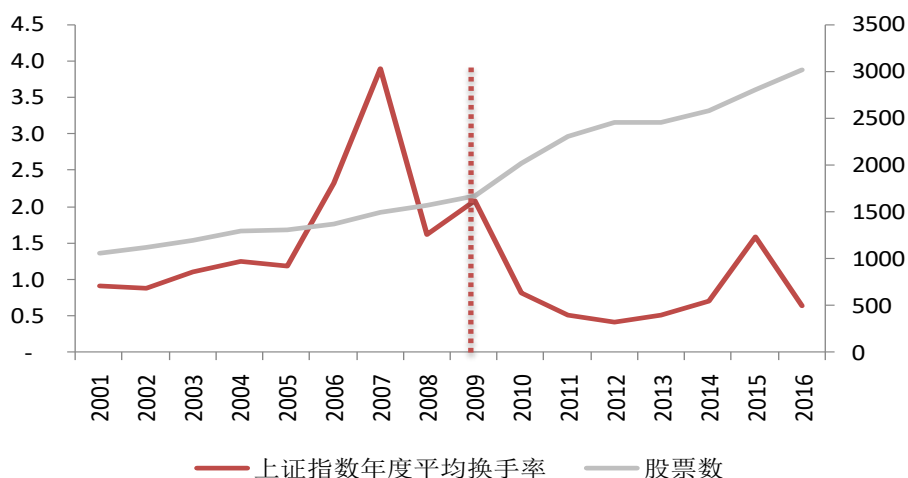
## 换手率反映的是“量”的大小

换手率反映的是市场交投的活跃程度，其实质是市场“量”的指标，而“量”则是市场内资金活跃度以及投资者博弈的体现。

### 上证指数换手率的特征

- 1、上证指数的平均换手率随着股票数的增加，整体呈现逐渐降低的趋势。2009 年之前，年度日均换手率逐渐上升（牛市的时候尤为明显），从 1% 以下最高上升到 4%。2009 年之后，年度日均换手率处于 2% 以内。

图 2： 上证指数换手率和股票数



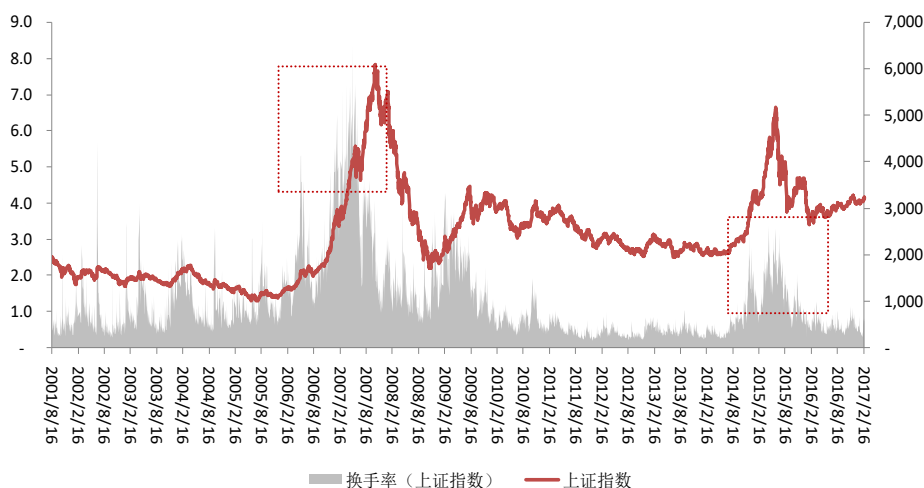
资料来源：Wind, 川财证券研究所

2、牛市期间，换手率不断上升。在 2006-2007 年牛市的时候，上证指数的换手率达到了 4%-8%；在 2014-2015 年牛市的时候，上证指数的换手率达到了 2.5%-3%。

3、牛市转熊市的时候，上证指数的换手率呈现逐渐下降的特征，如 2007-2008 年、2009 年-2010 年以及 2015-2016 年，反映市场内资金活跃度逐渐降低。

4、2009 年以后，震荡市中上证指数换手率一般在 1% 以内。

图 3： 上证指数换手率

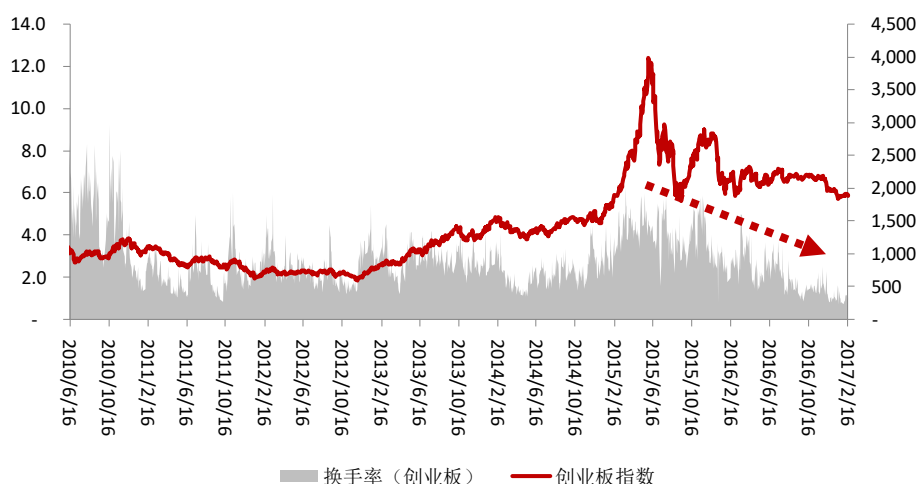


资料来源：Wind, 川财证券研究所

## 创业板指数换手率的特征

1. 创业板指数换手率中枢在 2%-4%，牛市时会达到 6%。从目前来看，创业板指数的平均换手率高于上证指数的平均换手率。

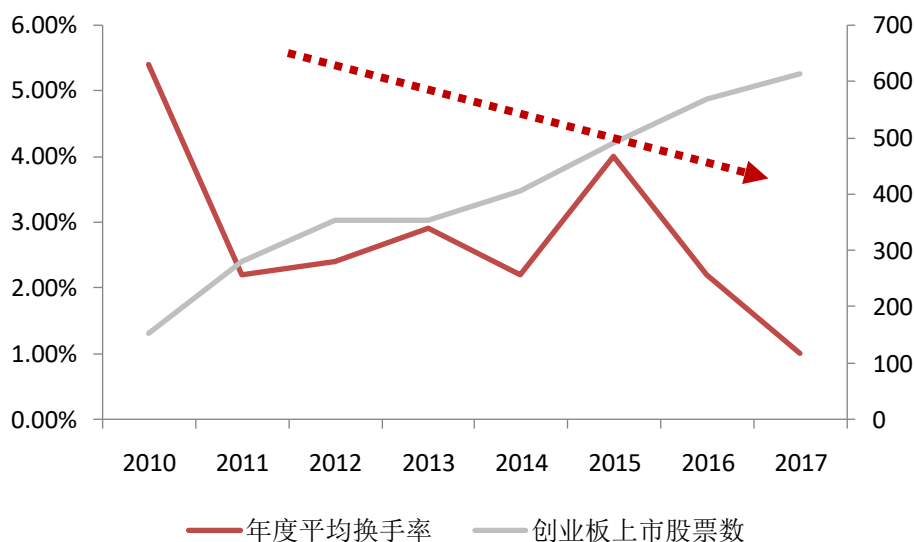
图 4： 创业板指数换手率



资料来源：Wind, 川财证券研究所

2. 随着在创业板上市的股票数增加，创业板指数的平均换手率的中枢可能也会呈现逐渐降低的趋势。

图 5： 创业板上市股票数和指数年度平均换手率



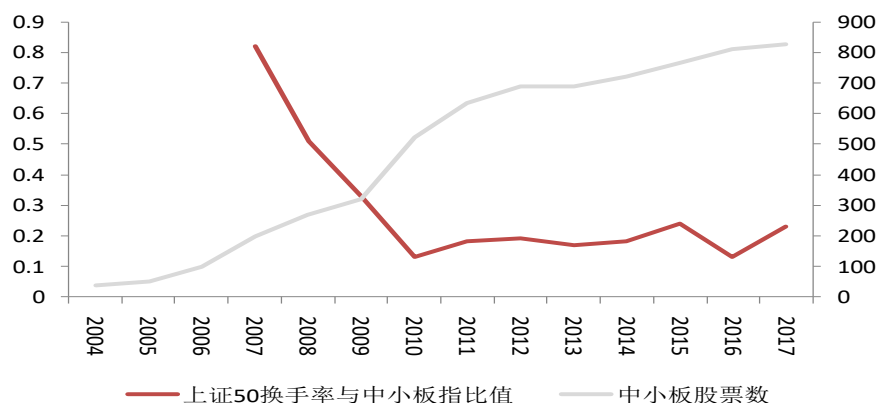
资料来源：Wind, 川财证券研究所

## 换手率在判断市场风格上的运用

换手率比值的变化反映的是市场资金流向的变化。2007 年至今，上证 50 与中小板指的换手率比值跟指数比值相关性高达 0.87，表明两者有着很强的相关性。

1、2009 年以前的上证 50 换手率与中小板指换手率比值的区间远高于 2009 年以后。我们认为主要原有以下原因：2009 年以后上市股票数加快，特别是在中小板上。

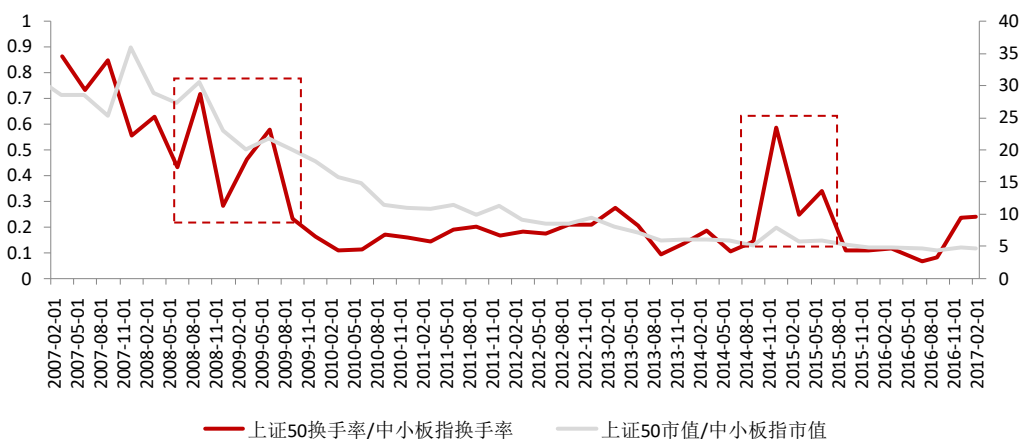
图 6：上证 50 和中小板指年度平均换手率比值



资料来源：Wind，川财证券研究所

市值从某种意义上讲就是意味着成长。上证 50 市值与中小板比值从 30 下降到 5 左右，资金流入中小板中。

图 7：上证 50 和中小板指换手率比值和市值比值



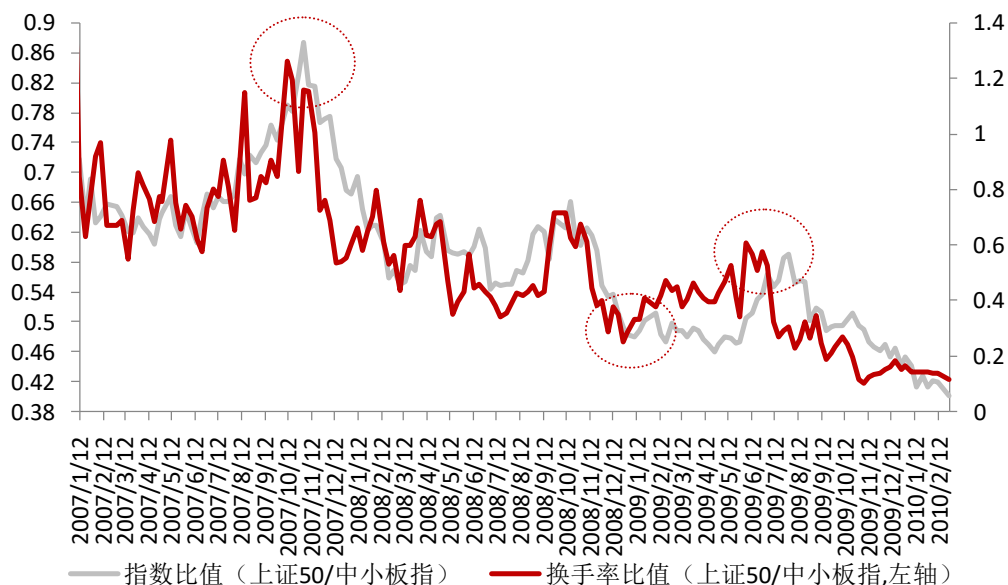
资料来源：Wind，川财证券研究所

2、上证 50 与中小板指的换手率比值对市场风格的切换有一定的领先性。2009 年以后，上证 50 与中小板指换手率比值的两个极值点是 0.6 和 0.1。当换手率比值在 0.6

以上或 0.1 以下时，可能意味着市场风格的切换。

从 2007-2017 年，除了 2013 年 6 月 5 日到 2013 年 6 月 24 日和 2014 年 9 月至 10 月这段时间内换手率比值与指数比值发生背离外，其他时间段内换手率比值的高点均表现出领先于指数比值，而低点有的时候表现是同步，有的时候表现是领先的。这说明换手率比值大概率领先指数比值。

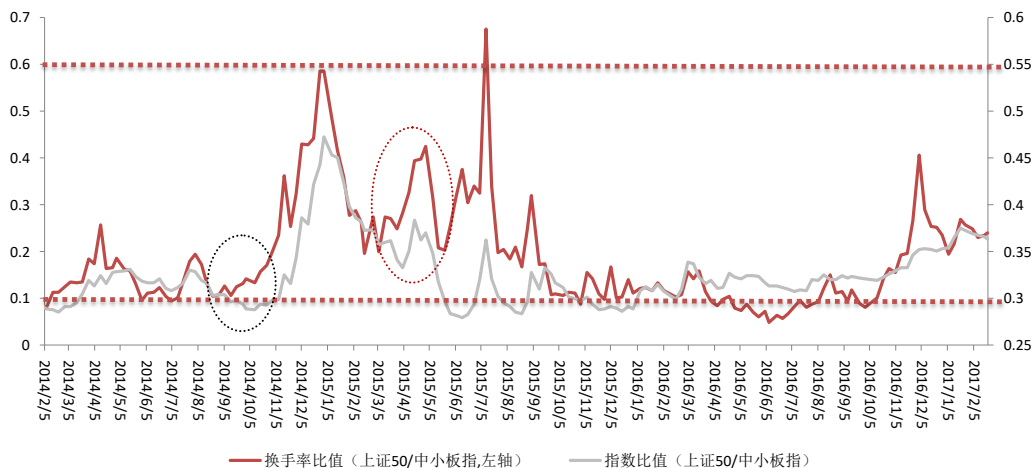
图 8： 换手率比值和指数比值（2007 年 2 月-2010 年 2 月）



资料来源：Wind，川财证券研究所

在 2014 年至 2017 年的这段时间内，换手率比值与指数比值的领先性并不统一。在 2015 年 4 月至 2015 年 7 月这段时间，指数比值反而领先换手率比值，这显示资金攻击权重，指数上涨，而中小板出现滞涨，这可能是牛市末期的特征。

图 9： 换手率比值和指数比值（2014 年 2 月-2017 年 2 月）

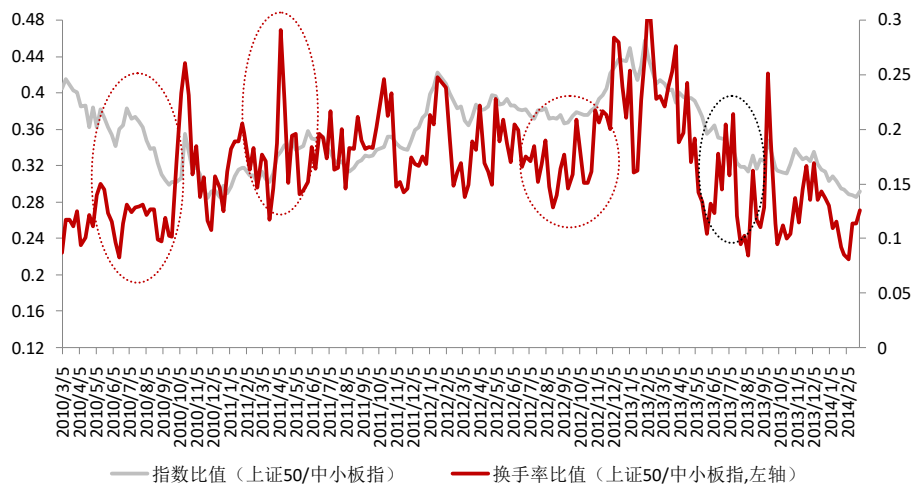




资料来源: Wind, 川财证券研究所

在 2010 年-2014 年的时候, 市场处于震荡, 上证 50 与中小板指的换手率比值与指数的比值的领先性并不明显。

图 10: 换手率比值和指数比值 (2010 年 2 月-2014 年 2 月)

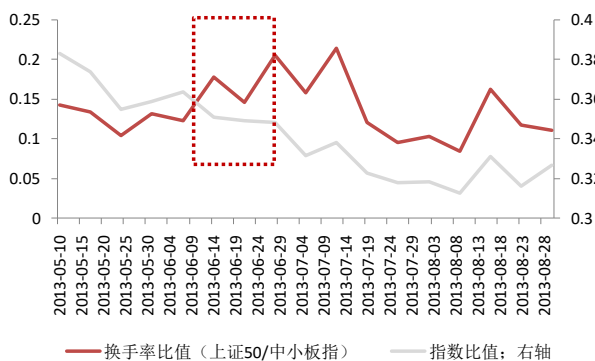


资料来源: Wind, 川财证券研究所

3、结合振幅 (上证 50 涨跌幅减去中小板涨跌幅), 可以发现指数比值与换手率, 振幅均发生背离。此时振幅和换手率比值回归到一种平衡。

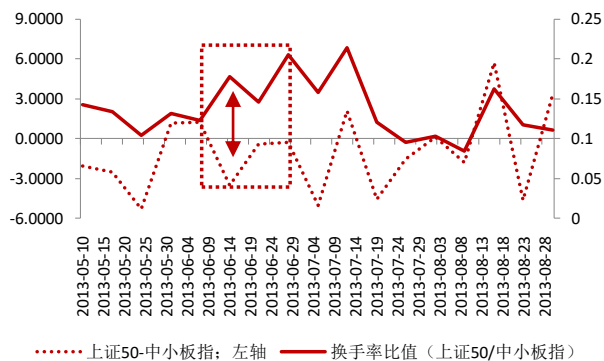
在 2013 年 6 月和 2014 年 9 月, 换手率比值与指数比值发生背离持续的时间较短, 可能是市场的一种情绪反映。如果加上振幅, 从下图可以发现振幅和换手率存在回归现象。

图 11: 上证 50 与中小板换手率和指数比值



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 12: 上证 50 与中小板换手率比值以及涨幅差值



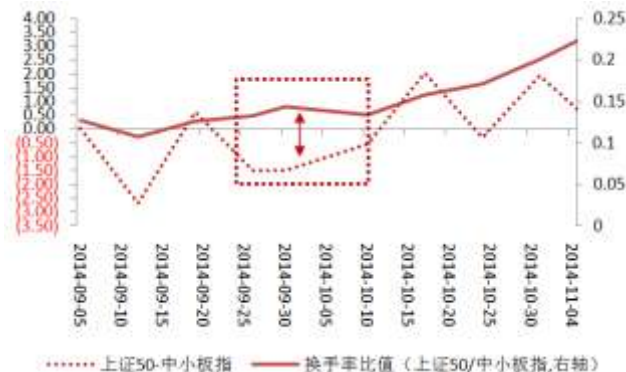
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 13: 上证 50 与中小板换手率和指数比值

图 14: 上证 50 与中小板换手率比值以及涨幅差值



资料来源: Wind, 川财证券研究所



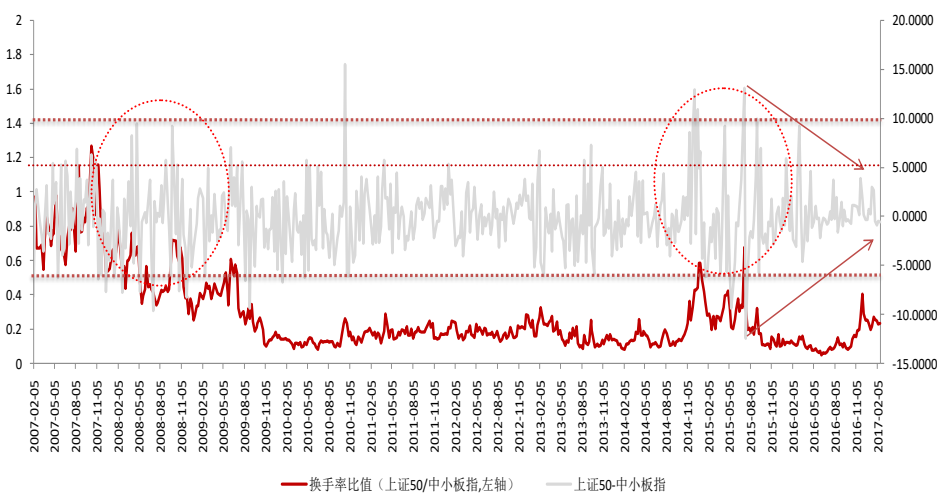
资料来源: Wind, 川财证券研究所

上证 50 与中小板涨跌幅差值正常波动区间在-5%-5%之间。牛市末期的时候, 振幅变化较快, 区间范围也较大, 资金集中在大盘股上, 此时振幅可能达到极值 10%。

4、如果加上振幅, 结合换手率比值, 可以更好的判断短期的市场风格切换。

对于一些极值点的出现, 可以为市场风格的切换提供数量上的支持。换手率比值低, 振幅小, 到达极值 (0.1, -5%), 市场风格可能从中小盘转向大盘。换手率比值高, 振幅高, 到达极值 (0.6, 5%), 指数的比值存在一定的滞后, 市场风格仍有可能从大盘转向中小盘。

图 15: 换手率比值和指数振幅



资料来源: Wind, 川财证券研究所

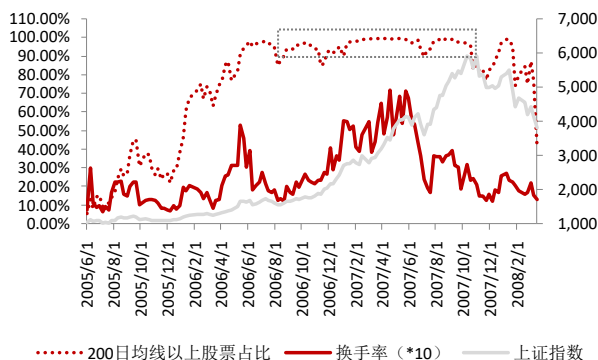
## 用市场活力指数和换手率把握市场节奏

影响市场趋势变化最直观的就是价和量。市场活力指数是市场的宏观指标，具有良好的连续性，而换手率变化的频率较快，两者的结合对市场节奏的判断具有重要的参考意义。我们选取 2001-2017 年的数据，通过这两个指标去把握市场的节奏。

### (1) 换手率和市场活力指数在牛市的节奏特征

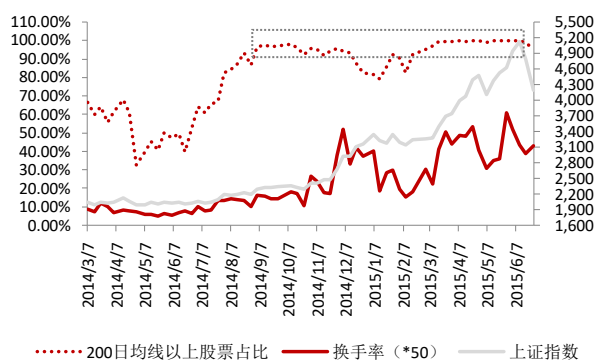
在牛市的时候，市场活力指数迅速上升到 90% 以上，换手率也逐渐上升。因而它持续的时间长度对牛市的节奏把握具有参考意义。从下图可以看出在 2005 年 6 月至 2007 年 10 月，2014 年 3 月至 2015 年 6 月这两波牛市中，活力指数基本在牛市启动后不久就得到 90%，一般持续 6-12 个月。而换手率在牛市中通常有一定的领先性，随着换手率的调整，活力指数也随之调整。

图 16：2005 年 6 月至 2008 年 2 月（涨幅 513%，换手率\*10）



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 17：2014 年 3 月至 2015 年 8 月（涨幅 162%，换手率\*10）



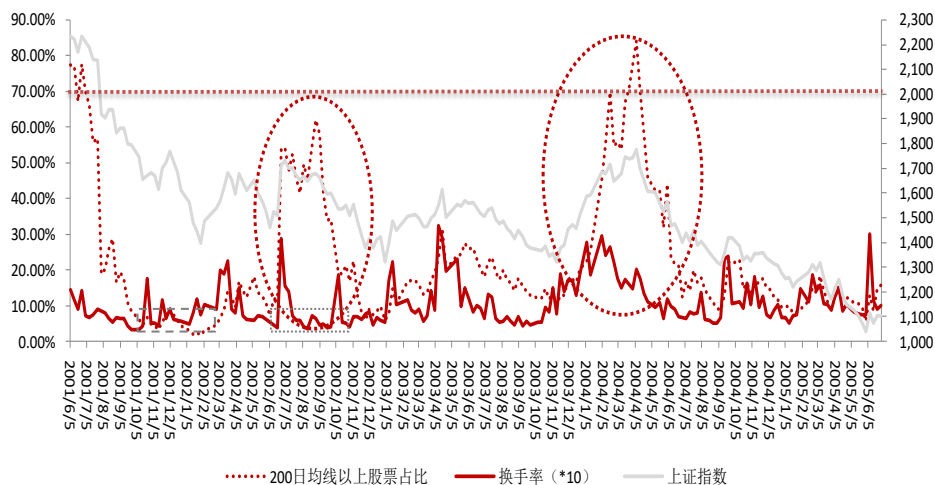
资料来源：Wind, 川财证券研究所

### (2) 活力指数与换手率在熊市和震荡市的节奏特征

统计在 2001 年 6 月至 2005 年 6 月，2007 年 1 月至 2014 年 3 月这两段时间周期内，有以下特征：

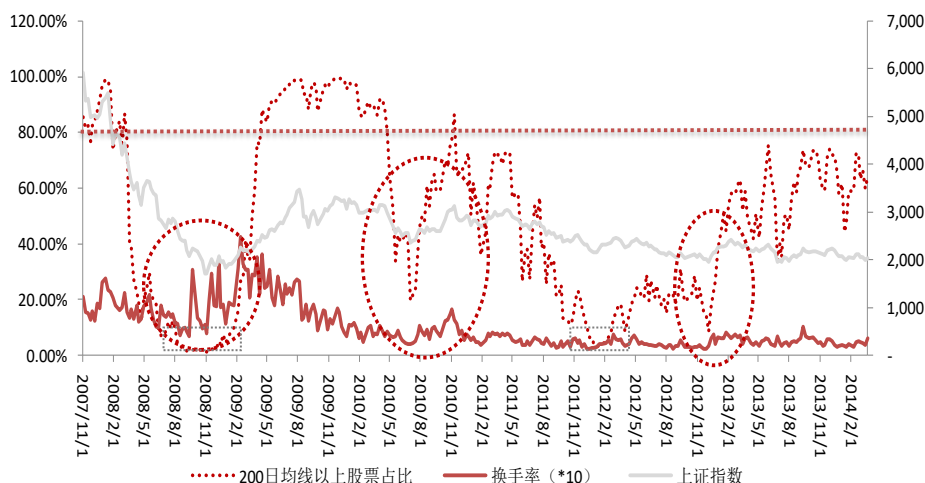
- 1、在熊市的时候，活力指数处于 10% 以下的时间一般在 3-6 个月以内，换手率处于 0.6% 以内。
- 2、换手率和市场活力指数处于低位（10%，0.6%），一旦换手率上升，活力指数也随之上升，两者发生共振，市场可能开始反弹，通常来看 2% 左右的换手率和 70%--80% 的活力指数是指数反弹的一个重要的压力位区间。

图 18：换手率(乘以 10)和活力指数，上证指数（2001.6-2005.6）



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 19: 换手率 (乘以 10) 和活力指数, 上证指数(2007.11-2014.3)



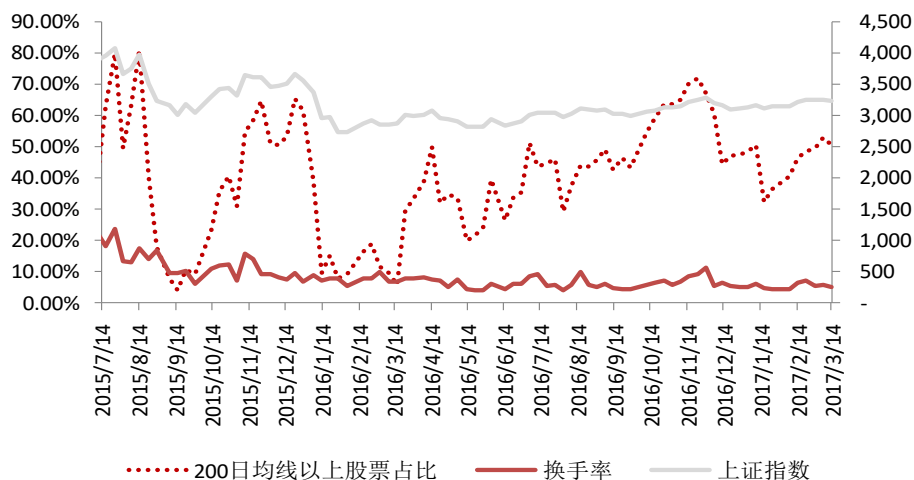
资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 对当前市场的一些看法

根据上面的结论, 反弹中活力指数到达 70-80%, 换手率处于 2%, 指数有回落的风险。当前活力指数仍处于 50% 的中性水平以下, 短期市场活跃度有所上升的空间, 换手率也处于 1% 左右, 表明短期仍处于反弹的格局。

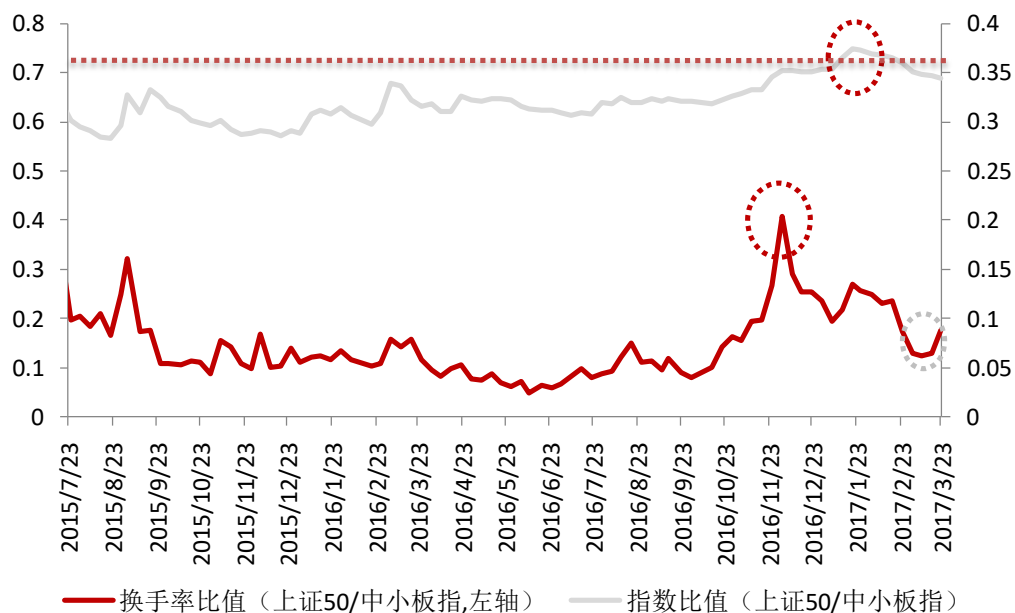
上证 50 与中小板的换手率比值先于指数的比值到达高点, 而指数比值也到达了自 2015 年 7 月以来的高点 0.36。目前上证 50 与中小板换手率比值处于 0.17, 已经较前面低点 0.125 有所回升, 接下来市场风格可能切向大盘。

图 20： 换手率（乘以 10）和活力指数，上证指数(2015.7-2017.3)



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 21： 换手率比值和指数比值 (2015.7-2017.3)



资料来源：Wind，川财证券研究所

## 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

## 联系方式

川财证券有限责任公司研究所 机构业务部

上海陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼

李 沫 13611881751 limo@cczq.com

吴 健 18616814608 wujian@cczq.com

胡 芳 18621972006 hufang@cczq.com

闵歆琰 13482123232 minxinyan@cczq.com

袁梓芳 15502154117 yuanzifang@cczq.com

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼

刘珣华 13910309345 liuxunhua@cczq.com

马 昊 13581897385 mahao@cczq.com

黄 薇 15901115104 huangwei@cczq.com

深圳福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层

彭维熙 13723778798 pengweixi@cczq.com

陈 晨 15986679987 chenchen@cczq.com

王 楚 18620362172 wangchu@cczq.com



## 免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000