



Research and
Development Center

交易量变化 $\neq$ 增量资金变化

——策略周观点

2024 年 1 月 12 日

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
邮箱: fanjituo@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号: S1500523070001
邮箱: lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金
隅大厦 B 座
邮编: 100031

交易量变化≠增量资金变化

2024 年 1 月 12 日

核心结论: 去年 9 月以来, 市场交易量变化较大, 很多投资者会感性地进行交易判断增量资金的强度, 前期交易量达到 2015 年高点的时候过度乐观, 近期交易量下降的时候又担心重回熊市, 我们通过跟踪最近的数据和历史牛市初期的换手率数据, 能够发现交易量变化≠增量资金变化。2024 年 9 月以来, 交易量、换手率已经达到了 2015 年牛市高点水平, 但增量资金规模只是和指数涨幅一致。历史上牛市初期, 经常会出现交易量回升幅度大于增量资金流入幅度, 比如 2019 年 Q1。牛初第一波上涨完成后, 随着市场进入震荡, 交易量也会明显下降, 传统的资金流入渠道(比如开户数)会降温到熊市的水平, 但由于已经流入的增量资金不会都流出去, 而且震荡期, 大多会出现某一类资金持续逆势稳定流入, 比如 2019 年 Q3-20 年 Q1 的震荡期, 公募基金发行量稳步增加, 2013 年 Q2-14 年 Q2 的震荡期, 融资余额逆势稳步增长。最近市场的休整, 我们认为是牛市初期上涨过后的正常休整, ETF 份额有可能在震荡过程中稳步增长。休整过后, 春节前可能是第二次买点。

- (1) 2024 年 9 月以来, 交易换手活跃, 但增量资金规模只是和指数涨幅一致。2024 年 9 月以来, 市场交易量回升很多, 成交额和换手率均达到了 2015 年牛市的水平, 很多投资者可能会基于此认为增量资金也有 2015 年的级别, 但如果仔细观察居民银证转账和融资余额的数据能够发现, 确实有增量资金流入, 但体量上和速度上只是和指数涨幅一致。比如以浙江宁波地区来看, 2024 年 9-11 月证券客户交易资金余额持续回升, 但回升幅度和指数涨幅差不多, 绝对数值回升到了接近 2023 年 5 月的水平。
- (2) 牛市初期的 2019 年 Q1 也是类似现象。交易量回升幅度大于增量资金流入幅度是牛市初期常见的现象, 比如 2019 年 Q1, 股市换手率也回升很多, 但 19 年 Q1 的交易结算资金余额只是回到了 2016 年底。上一次投资者密集讨论流动性牛市, 对比 2014-2015 年牛市, 恰恰也是 2019 年 Q1。
- (3) 震荡休整期, 传统的资金流入渠道会降温, 但新的资金流入渠道还会逆势流入。牛市初期一般快速涨一波修复熊市或之前 1 年大部分跌幅后, 会进入休整回撤。休整期交易量会下降较多, 但之前流入的增量资金并不会完全流出去, 还会存留很多, 并且往往会出出现某一类新的资金流入渠道逆势持续流入。2019 年 Q2-2020 年 Q1 的震荡期, 居民开户数据重新跌回 2018 年水平, 但公募基金发行量逆势稳步增加。2013 年 Q2-2014 年 Q2 的震荡期, 居民开户数跌回 2012 年最低水平, 但融资余额快速增长。
- 风险因素: 房地产市场超预期下行, 美股剧烈波动。



目录

一、策略观点：交易量变化 $\neq$ 增量资金变化.....	4
二、本周市场变化	8
风险因素	11

表目录

表 1：配置建议表	7
-----------------	---

图目录

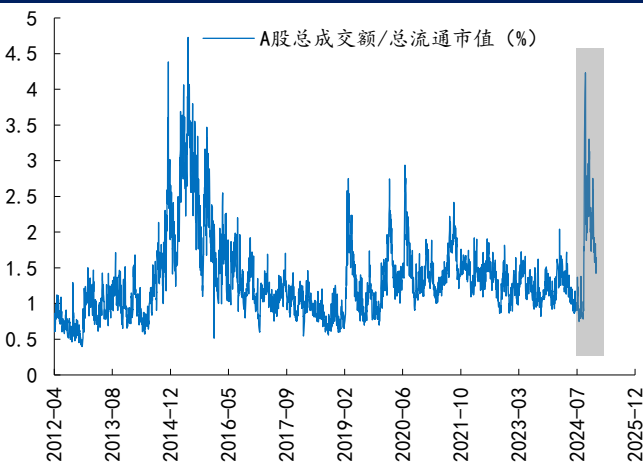
图 1：24 年 10 月 A 股换手率达到了 15 年牛市高点水平（单位：%）	4
图 2：浙江宁波地区证券交易资金余额回到了 2023 年上半年的水平（单位：点数，亿元）	4
图 3：融资余额看似回升很多（单位：点数，亿元）	5
图 4：但融资余额/流通市值和过去 7 年的范围差不多（单位：点数，%）	5
图 5：2019 年 Q1 换手率回升很多（单位：%）	5
图 6：但 19 年 Q1 的交易结算资金余额只是回到了 2016 年底（单位：点数）	5
图 7：19 年 Q3-20 年 Q1 的震荡期，公募基金发行量快速增加（单位：点数，亿份）	6
图 8：13 年 Q2-14 年 Q2 的震荡期，融资余额快速增长（单位：点数，亿元）	6
图 9：震荡休整期，居民开户数会跌回起点（单位：万户）	6
图 10：ETF 有可能逆势继续流入（单位：%，亿份）	6
图 11：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 12：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	8
图 13：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	8
图 14：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 15：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 16：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 17：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）	9
图 18：港股通累计净买入（单位：亿元）	9
图 19：融资余额（单位：亿元）	9
图 20：新发行基金份额（单位：亿份）	10
图 21：基金仓位估算（单位：%）	10
图 22：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	10
图 23：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）	10
图 24：长期国债利率走势（单位：%）	10
图 25：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	10

一、策略观点：交易量变化≠增量资金变化

去年 9 月以来，市场交易量变化较大，很多投资者会感性地将交易量判断为增量资金的强度，前期交易量达到 2015 年高点的时候过度乐观，近期交易量下降的时候又担心重回熊市，我们通过跟踪最近的数据和历史牛市初期的换手率数据，能够发现交易量变化≠增量资金变化。2024 年 9 月以来，交易量、换手率已经达到了 2015 年牛市高点水平，但增量资金规模只是和指数涨幅一致。历史上牛市初期，经常会出现交易量回升幅度大于增量资金流入幅度，比如 2019 年 Q1。牛初第一波上涨完成后，随着市场进入震荡，交易量也会明显下降，传统的资金流入渠道（比如开户数）会降温到熊市的水平，但由于已经流入的增量资金不会都流出去，而且震荡期，大多会出现某一类资金持续逆势稳定流入，比如 2019 年 Q3-20 年 Q1 的震荡期，公募基金发行量稳步增加，2013 年 Q2-14 年 Q2 的震荡期，融资余额逆势稳步增长。最近市场的休整，我们认为是牛市初期上涨过后的正常休整，ETF 份额有可能会在震荡过程中稳步增长。休整过后，春节前可能是第二次买点。

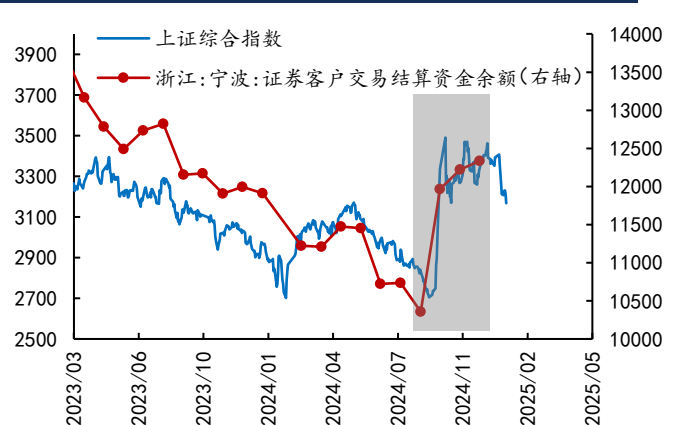
(1) 2024 年 9 月以来，交易换手活跃，但增量资金规模只是和指数涨幅一致。2024 年 9 月以来，市场交易量回升很多，成交额和换手率均达到了 2015 年牛市的水平，很多投资者可能会基于此认为增量资金也有 2015 年的级别，但如果仔细观察居民银证转账和融资余额的数据能够发现，确实有增量资金流入，但体量上和速度上只是和指数涨幅一致。比如以浙江宁波地区来看，2024 年 9-11 月证券客户交易资金余额持续回升，但回升幅度和指数涨幅差不多，绝对数值回升到了接近 2023 年 5 月的水平。

图 1：24 年 10 月 A 股换手率达到了 15 年牛市高点水平（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

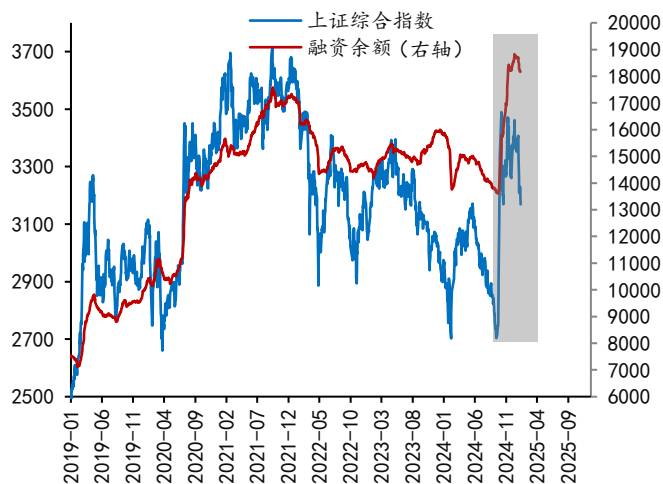
图 2：但以浙江宁波地区来看，证券客户交易资金余额只是回到了 2023 年上半年的水平（单位：点数，亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

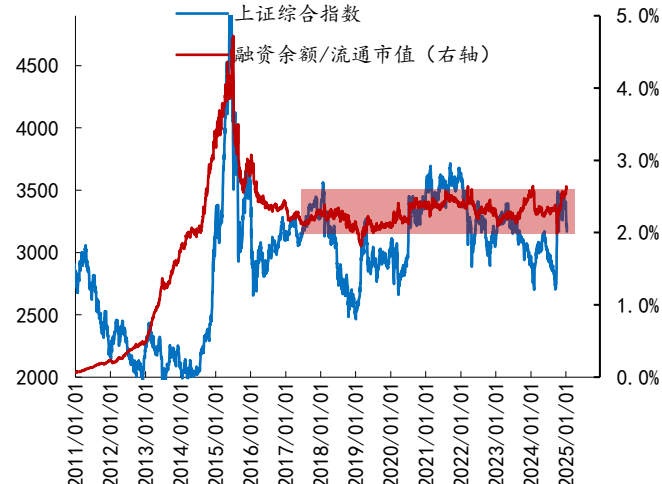
再看投资者关注度更高的融资余额，但从绝对值来看，这一次融资余额高点已经高于 2021 年牛市的高点。我们认为，这更多受到了过去几年股市融资融券标的范围扩大和股市扩容的影响。因为 2022-2023 年熊市期间，融资余额下降的速度远小于指数跌幅。而且融资余额/流通市值的波动范围和过去 7 年的范围差不多。所以整体来看，融资余额回升和股市扩容、标的范围扩大的速度比较匹配，这与 2014-2015 年融资余额回升速度远超流通市值上涨速度是不同的。

图 3：融资余额看似回升很多（单位：点数，亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

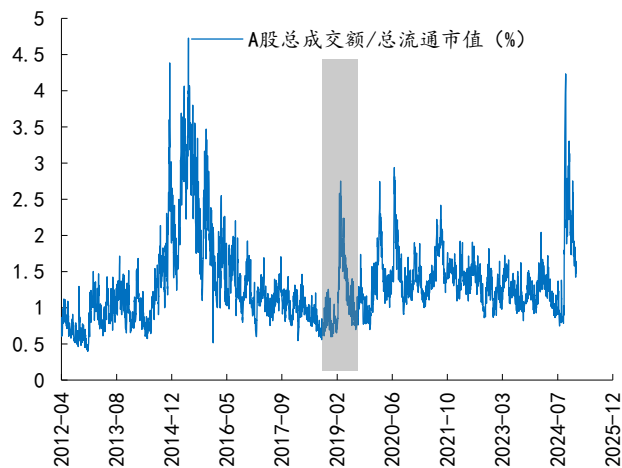
图 4：但融资余额/流通市值和过去 7 年的范围差不多（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) 牛市初期的 2019 年 Q1 也是类似现象。交易量回升幅度大于增量资金流入幅度是牛市初期常见的现象，比如 2019 年 Q1，股市换手率也回升很多，但 19 年 Q1 的交易结算资金余额只是回到了 2016 年底。上一次投资者密集讨论流动性牛市，对比 2014-2015 年牛市，恰恰也是 2019 年 Q1。

图 5：2019 年 Q1 换手率回升很多（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：但 19 年 Q1 的交易结算资金余额只是回到了 2016 年底（单位：点数）

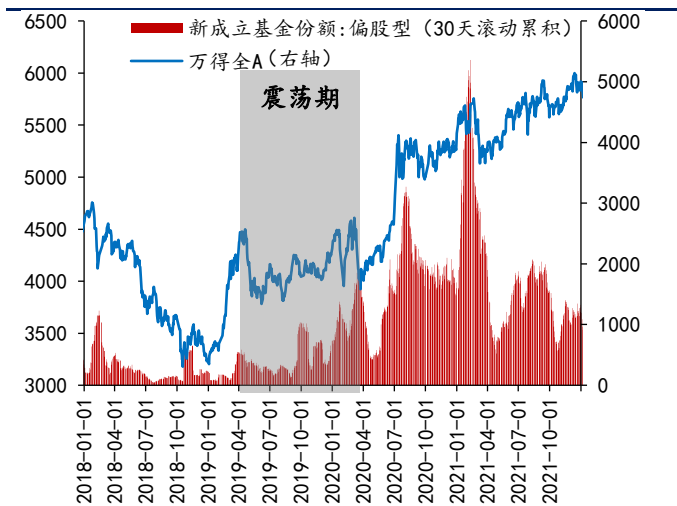


资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 震荡休整期，传统的资金流入渠道会降温，但新的资金流入渠道还会逆势流入。牛市初期一般快速涨一波修复熊市或之前 1 年大部分跌幅后，会进入休整回撤。休整期交易量会下降较多，但之前流入的增量资金并不会完全流出去，还会存留很多，并且往往会出现某一类新的资金流入渠道逆势持续流入。2019 年 Q2-2020 年 Q1 的震荡期，居民开户数据重新跌回 2018 年水平，但公募基金发行量逆势稳步增加。2013 年 Q2-2014 年 Q2 的震荡期，居民开户数跌回 2012 年最低水平，但融资余额快速增长。

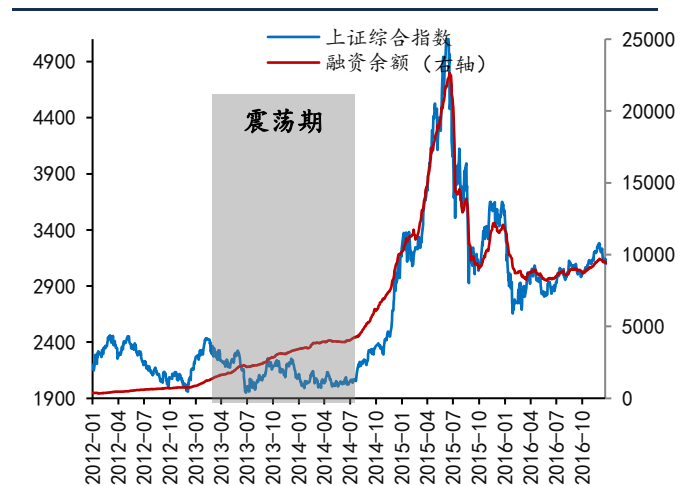


图 7：19 年 Q3-20 年 Q1 的震荡期，公募基金发行量快速增加（单位：点数，亿份）



资料来源：万得，信达证券研发中心

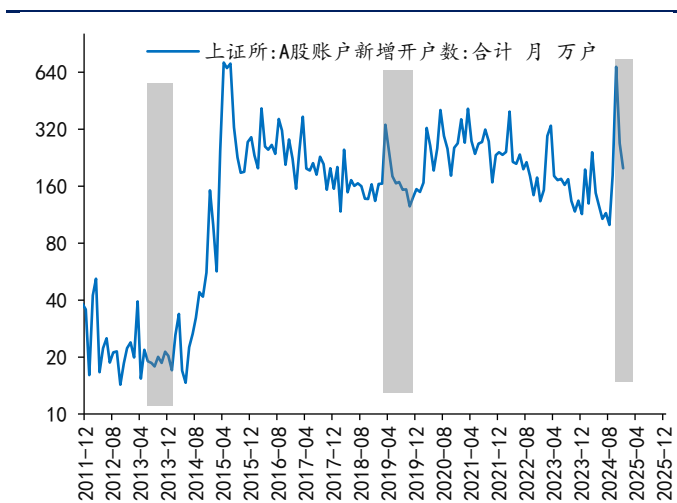
图 8：13 年 Q2-14 年 Q2 的震荡期，融资余额快速增长（单位：点数，亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

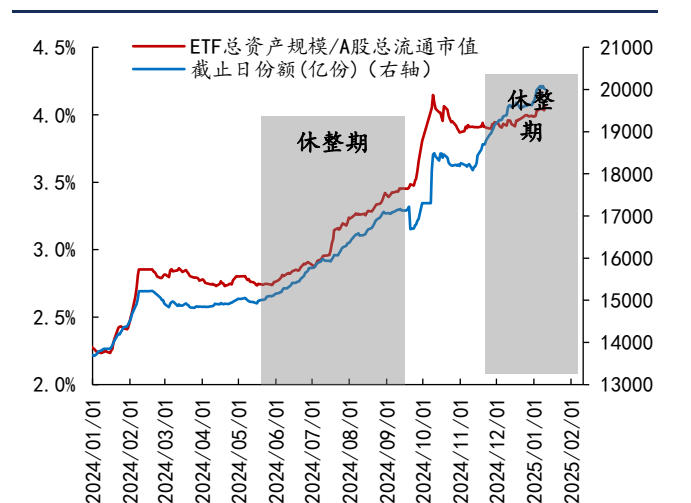
(4) ETF 或将成为这一轮牛市最重要的资金流入方式之一。这一次休整期，居民开户数也已经开始连续下降了，这是牛初回撤正常的现象，按照 13 年和 19 年的经验，开户数据可能会跌回原点，但市场大概率不会调回原点。因为之前流入的资金不会完全流出去，而且 ETF 大概率会是逆势持续偏强的资金。

图 9：震荡休整期，居民开户数会跌回起点（单位：万户）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：ETF 有可能逆势继续流入（单位：% ，亿份）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(5) 短期 A 股策略观点：休整过后，春节前可能是第二次买点。2024 年 9 月初是这一轮牛市第一个较好的买点，下一个可以重点关注的时间点可能是春节前。一方面，季节性规律显示 2 月是 Q1 胜率赔率最好的月份。另一方面，更重要的是，3-4 月是经济数据和居民热情能否继续加速的重要时点，春节前如果市场位置不高，买点比较安全。10 月以来的震荡，内部结构性机会很多，但分化很大，10-11 月机构重仓股偏弱，小盘主题低价股较强，最近大盘股偏强，小盘股走弱。本质上是因为，对机构投资来说，政策预期推升完第一波没有分歧的拐点性行情后，政策效果还有待验证。对居民来说，因为 9 月有一波普涨性行情，所以居民资金快速回流，但随着横盘震荡时间变长，增量资金流入力度变慢。我们认为，市场中枢的再次大幅回升，需要居民和机构资金形成合力，最早估计要等春节之后。

未来1个月配置建议：金融地产(政策最受益)>上游周期(产能格局好+前期涨幅和预期低)> 交运&公用事业(低估值防御)>AI&消费电子(新赛道+成长股中的价值股+风格阶段性偏大盘价值)>出海(长期逻辑好，短期美国大选后政策空窗期)。10月以来的震荡期，市场风格偏向小盘低价策略，这种现象的一种解释是，流动性充裕但盈利较弱，所以投资者偏向博弈性风格。其实如果观察历次牛市(2005-2007、2014-2015、2019-2021)，不管是否是盈利驱动的牛市，低价策略都容易在指数大幅上涨的后期至震荡初期有较强的超额收益。而一旦市场进入震荡期后期，低价策略大多会失效，指数新一轮中枢回升，大多不是由低价策略带动的。对于大小盘风格来看，牛市期间的每一次震荡，大概率是大小盘风格转变的拐点，震荡结束后，新的上涨波段大概率大小盘风格和之前不同。比如2020年7-9月震荡期之前的4-7月，市场风格偏小盘，但2020年8月-2021年初，风格转向大盘。2014年14-15年1月震荡期之前的9-12月，市场风格偏大盘，之后的2015年1-6月，风格转向小盘。站在当下来看，我们认为市场震荡还会继续，在新一轮上涨之前，大概率会提前观察到小盘低价策略失效。

表1：配置建议表

	配置类型	配置建议
配置建议	行业组合	银行、港股互联网、钢铁、石油石化
行业配置观点	周期	从价格波动规律和产能格局来看，商品价格依然受到产能周期正面的支撑，过去1-2年的价格走弱主要是库存周期下降和国内地产下降的影响。25年需求负面影响还在，但力度可能会减弱。
	消费	目前消费板块的估值大多处于2010年以来中等偏下的水平，但由于长期逻辑(消费升级)较难进一步验证，估值抬升空间不大。消费的投资机会可能会主要局限在两个方向：(1)契合消费降级的消费模式。(2)部分行业可能会有较强的高分红属性。
	成长	(1)传媒互联网和消费电子等成长细分方向的估值水平尚未达到历史高位，可以价值股视角来度量，我们认为可以增加配置。(2)AI等新的产业方向，产业趋势较强，但2025年业绩验证的重要性提高，当下迫切需要验证商业模式落地的临界点，临界点之前或可做波段。
	金融地产	金融类似2014年下半年的低估值修复(速度没有那么快)。主要受益于三点(1)经济增速中枢下行，景气度板块较为稀缺。(2)利率大幅下台阶后，静态估值性价比抬升后，大概率会出现估值修复。(3)红利牛市带动的风格偏好。房地产板块受益于地产政策宽松，基本面变化方向是有利的，但仍然需要观察二手房销售回升的持续性。

资料来源：信达证券研发中心

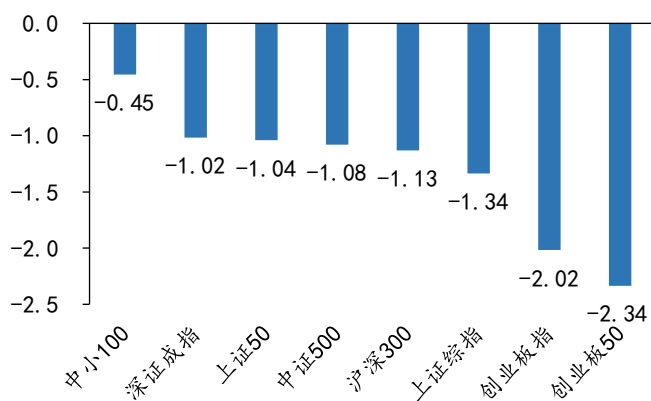
二、本周市场变化

本周A股主要指数全数下跌，其中创业板50（-2.34%）、创业板指（-2.02%）、上证综指（-1.34%）领涨。申万一级行业中综合（2.09%）、家用电器（2.09%）领涨，商业贸易（-6.57%）、煤炭（-5.17%）、食品饮料（-3.46%）领跌。概念股中，减速器（5.50%）、PVDF概念（3.32%）、PCB概念（3.24%）领涨，川普概念股（-14.90%）、激光雷达（-14.57%）、充电桩（-10.83%）领跌。

本周全球股市重要指数涨跌分化，其中法国CAC40（2.04%）、德国DAX（1.55%）领涨，恒生指数（-3.52%）、印度SENSEX30（-2.33%）、标普500（-1.94%）领跌。本周商品市场重要指数涨跌分化，其中NYMEX原油（3.53%）、LME铝（3.00%）、国际黄金（2.73%）领涨，螺纹钢（-2.41%）、铁矿石（-1.96%）领跌。另外在2025年全球大类资产年收益率指标中，布伦特原油（6.90%）、黄金（2.89%）排名较高，而上证综指（-5.47%）、富时新兴市场指数（-2.61%）排名靠后。

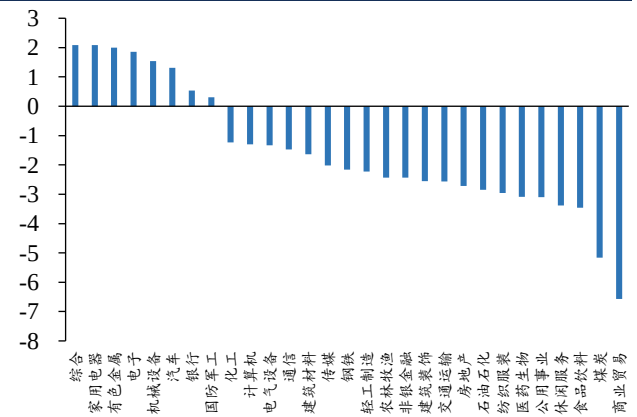
A股市场资金方面，本周南下资金净流入（港股通）共计1767.27亿元（前值净流入1355.43亿元）。本周央行公开市场操作逆回购发行309亿元，累计净投放2600亿元。截至2025年1月10日，银行间拆借利率本周均值相比前期下降，十年期国债收益率本周均值相比前期有所下降。普通股票型基金本周仓位均值相比前期上升，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期有所下降。

图 11：A股主要指数周涨跌幅（单位：%）



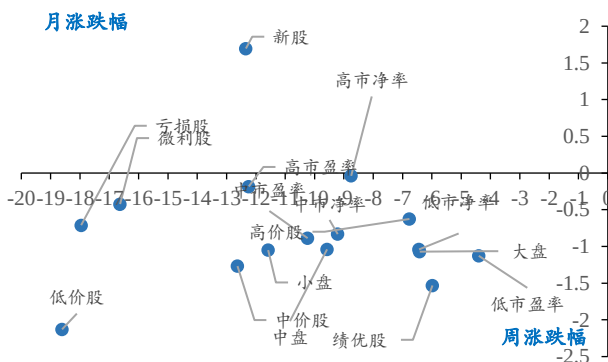
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 12：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）



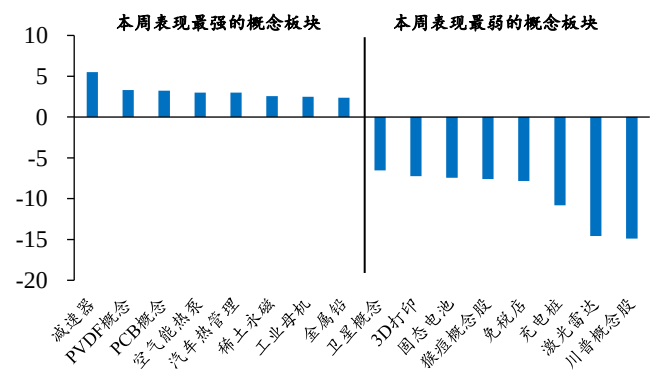
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 13：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

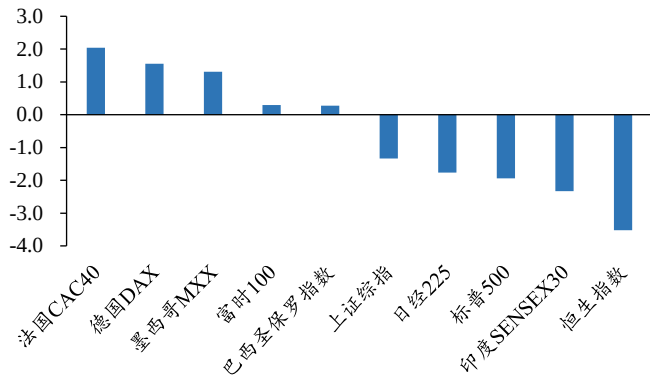
图 14：概念类指数周涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

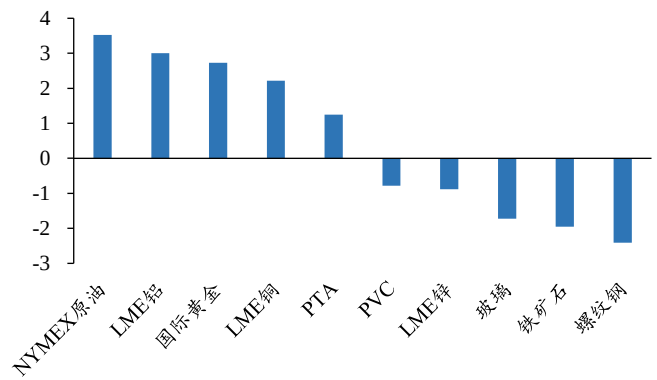


图 15: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)



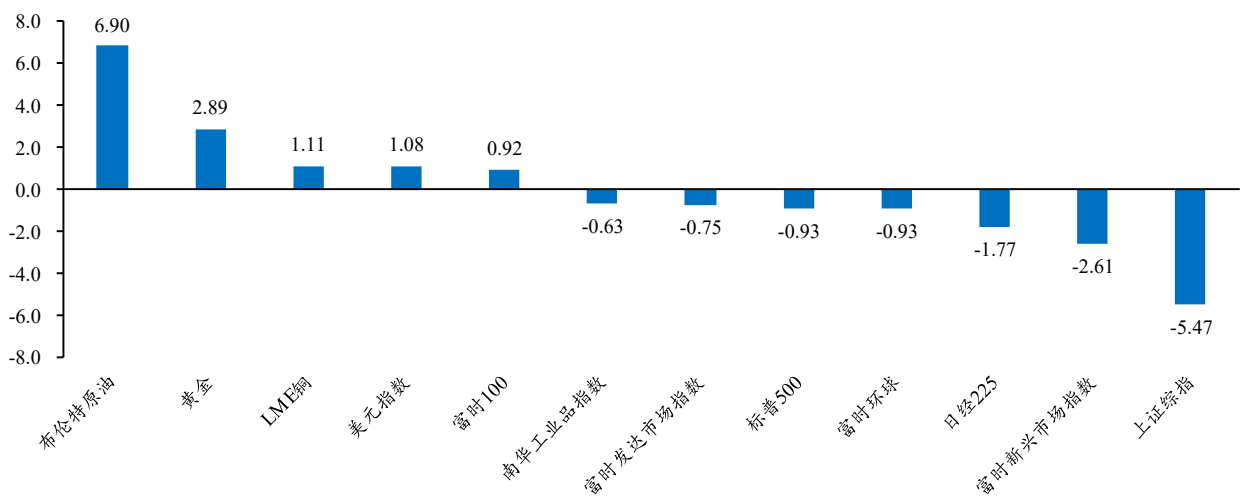
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 16: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

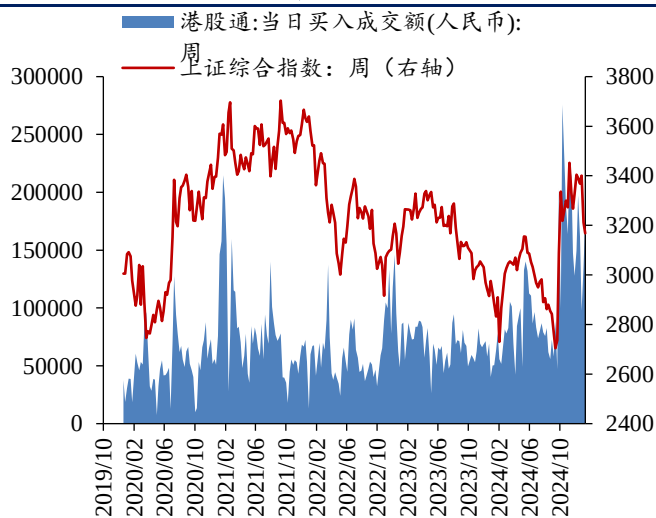
图 17: 2025 年至今全球大类资产收益率 (单位: %)



资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

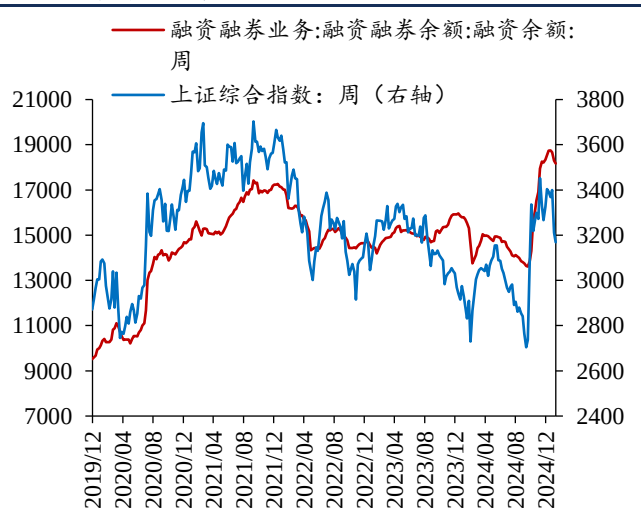
注: 统计日期截至 2025 年 1 月 10 日

图 18: 港股通累计净买入 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

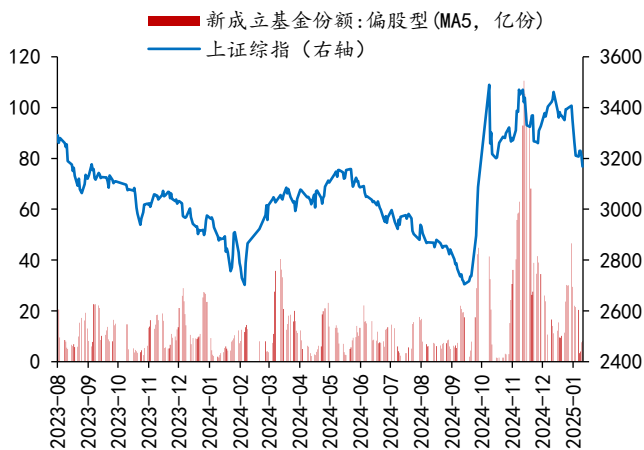
图 19: 融资余额 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

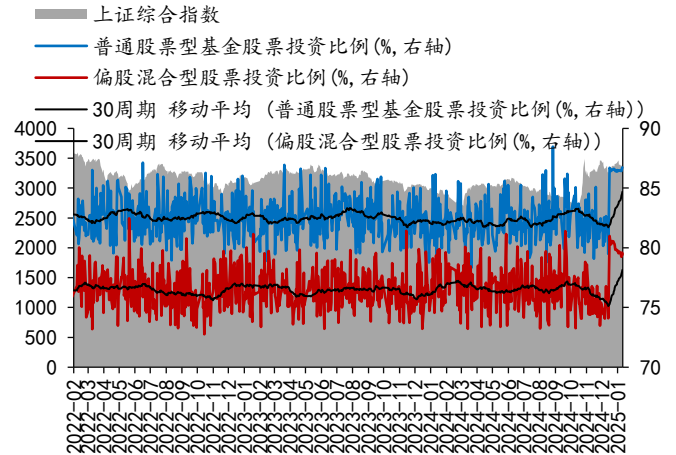


图 20: 新发行基金份额 (单位: 亿份)



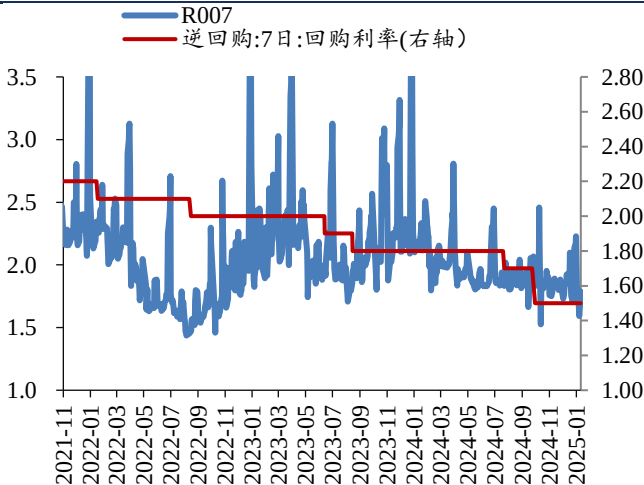
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 21: 基金仓位估算 (单位: %)



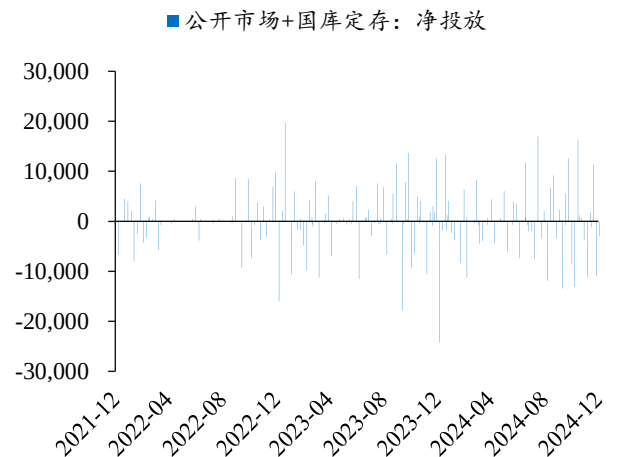
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 22: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 23: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)



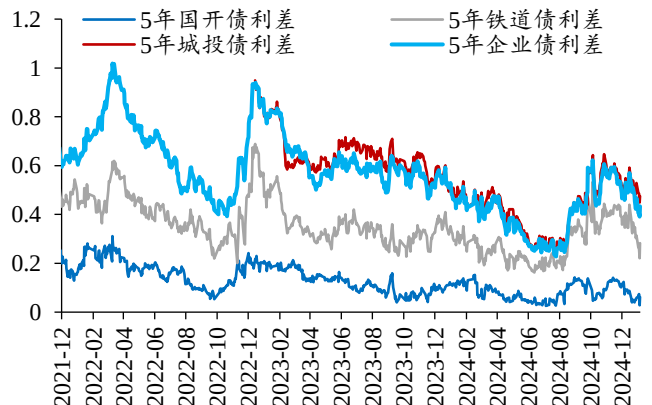
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 24: 长期国债利率走势 (单位: %)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 25: 各类债券与同期限债券利差 (单位: %)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4 年宏观策略研究经验，2021 年 6 月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。