

# 沪市 A 股交易量与收益率关联性 及沪港通影响的研究

姬晓辉 王超凡

(武汉大学经济与管理学院,湖北 武汉 430072)

**[摘要]** 以沪市 A 股 2007 年 1 月 1 日至 2016 年 10 月 28 日交易数据为样本,采用构建交易量策略投资组合的研究方法,研究交易量与收益率的相关关系以及沪港通对其的影响。首先,以 50 个交易日为 1 个交易区间,将整个样本区间划分为 46 个交易区间,同时将企业按流通市值划分为小企业、中企业、大企业,检验不同企业组内高交易量与低交易量股票组合的收益率变动;其次,将整个样本区间划分为沪港通开通前和开通后两个区间,比较分析沪港通的影响。研究结果表明,沪市 A 股存在“反转”现象,且企业规模对其有显著影响,而沪港通的开通减弱了这种“反转”现象。

**[关键词]** 沪市 A 股;沪港通;交易量;收益率;反转

**[DOI 编码]** 10.13962/j.cnki.37-1486/f.2018.01.010

**[中图分类号]**F830.91 **[文献标识码]**A **[文章编号]**2095-3410(2018)01-0118-09

## 一、引言

有效市场理论认为,强式有效市场中股票价格已经包含了所有信息,当前股票交易量对股票未来收益率没有任何预测作用<sup>[1]</sup>。建立在有效市场假说基础上的传统资产定价 CAPM 模型认为均衡股票市场不会存在任何投机性交易,故模型中完全忽略了交易量。但实际股票市场会受到许多外部因素的影响,信息环境、投资者结构、投资行为等都不满足有效市场假设,存在许多 CAPM 模型不能解释的量价现象,如量价齐升、缩量反弹等。那么,股票交易量是否可以有效预测未来股价变动?高交易量股票与低交易量股票在未来交易日的收益率是否显著不同?高交易量(低交易量)股票收益率在未来交易日中将表现出“惯性”还是“反转”?近年来,学界对这些问题进行了大量理论与实证方面的研究,但依然存在许多争论。

学界关于股票价格与交易量相关关系存在四种截然不同的理论。Miller(1977)<sup>[2]</sup>等认为高交易量能提高股票的“能见度”,使未知的不确定因素减少,投资人所承担的风险降低,企业的资本成本下降,从而使公司的市场价值上升,股票价格上升,即高交易量股票未来将获得正

**[基金项目]** 国家社会科学基金重大项目“全面深化改革视阈下社会治理体制机制创新研究”(14ZDA062)

**[作者简介]** 姬晓辉(1965-),男,河南固始人,武汉大学经济与管理学院副教授,博士。主要研究方向:项目投融资、金融市场。

收益,而低交易量股票未来将获得负收益,表现出“惯性”现象。Morse(1980)<sup>[3]</sup>则认为交易者之间的信息不对称性是股票交易的主要原因,股票交易量越大,则股票信息不对称程度越大,随着未公开信息的公开,股价将保持“惯性”。而 Campbell(1993)<sup>[4]</sup>等发现高交易量股票未来更可能获得负收益,表现出“反转”现象,并提出了“资产配置假说”;其他资产收益率的变化导致投资者在股票数量上的配置出现变动,进而影响股票收益率,当资产配置结束时,股票价格会回到其基础价值水平。而行为金融学者 Baker(2004)<sup>[5]</sup>则认为股票价格会受投资者情绪的影响而过度偏离其基础价值,并在随后出现“反转”,而交易量是投资者情绪的一个较好代理变量。

实际股票市场量价关系同时受多种因素影响,并表现出不同的动态关系。Kaniel(2012)<sup>[6]</sup>研究了41个国家(地区)股票市场的交易量溢价情况,发现交易量溢价会受国家(地区)特征、企业特征和投资者结构影响。发达国家(地区)股票市场高交易量股票未来将获得正收益,表现出“惯性”现象,而一些发展中国家和地区,如巴基斯坦、中国台湾地区等,股票收益率在随后交易日中出现“反转”现象。

国内学者的研究主要分为以下三个方向:一是交易量与收益率的相关关系,易文德(2011)<sup>[7]</sup>采用 VAR-Copula 方法发现对数收益率序列与对数交易量差分序列既存在正的相依成分也包含负的相依结构,且都表现为上尾高的非对称的相依特征,何诚颖(2014)<sup>[8]</sup>利用 Fama-Macbeth 截面回归方法发现股票历史交易量对股票未来收益率有一定的预测效果;二是将交易量作为信息传递指标,研究交易量与收益率的波动溢出效应,董秀良(2008)<sup>[9]</sup>采用多元 GARCH 模型发现收益率对交易量具有显著的波动溢出效应,但交易量对收益率的波动溢出效应却并不明显,王艺霖(2012)<sup>[10]</sup>将交易量融入传统的 GARCH 模型建立 VGARCH 模型,发现其能提高收益率波动率预测的准确性;三是实证研究股票市场改革对股票市场的影响,酈金梁(2012)<sup>[11]</sup>对比沪深 300 指数期货推出前后股市运行状态,认为沪深 300 指数期货提升了股票市场的流动性和价格发现能力,提高了交易量的稳定性,降低了价格波动性,郑晓亚(2015)<sup>[12]</sup>对比融资融券推出前后市场收益率,发现融资融券业务对我国股票市场长期波动影响并不显著,但其认为不显著的主因或是融资融券业务在发展初期的规模局限。大量学者从不同角度对交易量与收益率的关系进行分析,并得出了相应的结论。然而,一方面,他们的数据量相对偏少,且较少考虑企业规模和市场变化;另一方面,他们多采用最小二乘法为基础的经典计量模型,很少从股票组合的角度进行分析,但由于股票收益率可能会存在非对称、尖峰、厚尾等特征,与最小二乘法数据正态分布的基本假设有所偏差,故会存在模型偏误。

总体来看,由于中国 A 股市场发展较晚,交易机制还不完善,国内关于交易量与收益率的相关研究还存在一定的争议。中国 A 股市场与发达国家(地区)股票市场有着较大差异,投资者结构也大不相同,投资理念也不同。那么,中国 A 股交易量与收益率的动态关系是否与美国等相对成熟的股票市场相同?同时,沪港通于 2014 年 11 月 17 日正式开通,引进境外成熟的机构投资者,加强与境外金融市场的交流合作,完善股票市场,是我国资本市场改革的重要里程碑。至今,沪港通的开通已近两年,其是否对我国股票市场动态量价关系产生了影响?

借鉴 Gervais(2001)<sup>[13]</sup>构建交易量投资组合的研究方法,对我国沪市 A 股交易量与收益

率的关系以及沪港通对其的影响进行了实证研究,主要的贡献有:一是采用沪市A股2007年1月1日至2016年10月28日期间的交易数据,基本涵盖了股权分置改革至今的交易数据,包含牛市、熊市和平衡市三种市场形态,实证结果更加具有说服力;二是以投资组合构建日为基准,对相邻区间的股票收益率走势进行刻画;三是对比沪港通前后沪港通股票的量价关系,评估沪港通对我国A股的影响。研究结果表明:沪市A股存在“反转”现象,高交易量(低交易量)股票股价处于相对高位(低位);企业规模对交易量与收益率的关系有显著影响,小企业的“反转”更加剧烈;沪港通减弱了“反转”现象。

## 二、研究设计

### (一)数据选取

股权分置改革是我国股票市场一个分水岭,其前后股票交易状态差异较大,且改革前股票市场处于初步完善之中,市场规模较小,市场活跃度也较低,故研究区间设定为股权分置改革之后。选取沪市所有上市A股在2007年1月1日至2016年10月28日期间的交易数据,包括上市代码、交易时间、收盘价(元)、交易量(股)、流通市值(千元)、交易状态,数据全部来自国泰安数据库。

由于时间跨度较长,各公司股票交易状态会发生变化,市场环境也会发生变化,剔除处于非正常交易股票的交易数据,以及各时间区间内50个交易日交易数据有缺失的股票。

### (二)时间区间

采用Gervais的分组方法,每个区间包含前49天的观察期和最后1天的投资组合构建期,并且相邻区间间隔1天,总共46个没有重叠的区间。



### (三)企业规模分组

大量研究文献如Morse(1980)<sup>[3]</sup>、Gervais(2001)<sup>[13]</sup>、Kaniel(2012)<sup>[6]</sup>表明企业规模会对股票动态量价关系产生影响,故对所有交易股票按企业规模分组对比研究。所有股票按照每个区间首日流通市值进行分组,市值规模前20%的股票为大企业,随后30%的股票为中企业,再其次40%为小企业,排名最末的10%的企业由于规模过小,波动较大且对市场影响不大,故直接舍去。

### (四)交易量分组

在各企业组内部,根据前一区间第50天各股票的交易量在其整个区间交易量的排名,区分高交易量股票和低交易量股票,其中处于前10%的股票为高交易量股票,处于后10%的股票为低交易量股票,共得到六个分组:小企业高交易量、小企业低交易量、中企业高交易量、中企业低交易量、大企业高交易量、大企业低交易量。

### (五)构建投资组合

在每个交易区间,每个组的股票进行等权重配置,各买进1元人民币的份数,构成各个组

的投资组合,并采用收盘价对数收益率来表示股票在该时间段的累积收益率,即

$$R = \log P_{t+n} - \log P_t$$

其中,  $R$  表示测试期第  $n$  天的累积收益率,  $P_t$  为第  $t$  个交易区间的构建期股价。

整个时间跨度范围内高交易量投资组合和低交易量投资组合的平均收益率为各个交易区间投资组合的平均收益率。

$$\bar{R}^h = \frac{\sum_{i=1}^{46} \sum_{j=1}^{M_i^h} R_{ij}^h}{\sum_{i=1}^{46} M_i^h}$$

$$\bar{R}^l = \frac{\sum_{i=1}^{46} \sum_{j=1}^{M_i^l} R_{ij}^l}{\sum_{i=1}^{46} M_i^l}$$

$$\bar{NR} = \bar{R}^h - \bar{R}^l$$

其中,  $\bar{R}^h$  为高交易量股票的平均收益率,  $M_i^h$  为区间  $i$  高交易量股票的数量,  $\bar{R}^l$  为低交易量股票组合的平均收益率,  $M_i^l$  为区间  $i$  低交易量股票的数量,  $\bar{NR}$  为高交易量股票投资组合与低交易量股票投资组合收益率的差值。

### 三、沪市 A 股交易量与收益率关联分析的实证结果

#### (一) 描述性分析

描述性分析如表 1 所示。表 1 将沪市 A 股六个分组分别进行统计分析,发现各组中位数与平均值相差很大,数据分布呈现出明显的右偏,并不满足最小二乘法数据序列正态分布的假设。

表 1 中国沪市 A 股样本数据的描述性分析

企业规模	小企业		中企业		大企业	
成交量	高交易量	低交易量	高交易量	低交易量	高交易量	低交易量
平均股价	9.76	11.44	12.56	14.06	16.15	17.24
股价中位数	7.92	9.33	9.85	11.38	10.57	11.93
平均交易量	7609372	9495322	13079513	15024062	34367194	43413945
交易量中位数	4279329	6071307	6947246	9442965	14609967	18894451

同时,不同规模企业组低交易量投资组合的平均股价和平均交易量都是高于对应企业规模组高交易量投资组合的平均股价和平均交易量,这可能就暗示着低交易量投资组合在测试期的收益率是高于高交易量投资组合的收益率。

#### (二) 投资组合平均收益分析

为了进一步研究股票交易量对未来收益率的影响,对各交易量策略投资组合测试期的收益率序列进行样本均值检验。

从表 2 可以发现:小企业和中企业高交易量的股票组合在测试期内的收益并不太显著,其收益率的走势也比较相似:1 天、5 天为正收益,10 天、20 天为负收益,而大企业的高交易量股票组合在测试中期表现出显著的正收益;小企业和中企业低交易量的股票组合在测试期内获得了显著的正收益,且呈现出上扬趋势,表现出“反转”现象,大企业的低交易量股票组合在 1 天、5 天、10 天都获得了显著的正收益,但随着时间变长,收益逐渐变得不显著,并在 50 天时出现了不显著的负收益;小企业和中企业高交易量股票组合的收益率都显著低于低交易量股票组合,表现出“反转”现象,而大企业高交易量股票组合收益率与低交易量股票组合收益率的

差异并不显著;企业规模对交易量和收益率的关联关系有着比较重要的影响,中小企业股票表现出比较显著的“反转”现象,小企业低高交易量组合的收益率差异又比中企业更大,而大企业不能判定其存在显著的“反转”现象,其差异也相对较小。

表2 沪市A股于2007/01/01-2016/10/28区间投资组合的平均收益率分析

测试期		1	5	10	20	30	50
小企业	高交易量组 收益率	0.0021 (0.2218)	0.0044 (0.1562)	-0.0028 (0.4812)	-0.0016 (0.7675)	0.0173 (0.0065)***	0.0056 (0.4508)
	低交易量组 收益率	0.0085 (0.0000)***	0.0292 (0.0000)***	0.0301 (0.0000)***	0.0298 (0.0000)***	0.0499 (0.0000)***	0.0542 (0.0000)***
	收益率 差异	-0.0064 (0.0040)***	-0.0248 (0.0000)***	-0.0329 (0.0000)***	-0.0314 (0.0000)***	-0.0486 (0.0000)***	0.1318 (0.0000)***
中企业	高交易量组 收益率	0.0016 (0.3970)	0.0105 (0.0004)***	-0.0067 (0.1309)	-0.0074 (0.2547)	0.0101 (0.1748)	-0.0026 (0.7628)
	低交易量组 收益率	0.0088 (0.0000)***	0.0274 (0.0000)***	0.0267 (0.0000)***	0.0209 (0.0000)***	0.0361 (0.0000)***	0.0341 (0.0000)***
	收益率 差异	-0.0072 (0.0015)***	-0.0169 (0.0000)***	-0.0334 (0.0000)***	-0.0283 (0.0002)***	-0.0261 (0.0030)***	-0.0367 (0.0007)***
大企业	高交易量组 收益率	0.0006 (0.7496)	0.0153 (0.0000)***	0.0095 (0.0325)**	0.0149 (0.0132)**	0.0138 (0.0321)**	0.0039 (0.6470)
	低交易量组 收益率	0.0045 (0.0104)**	0.0212 (0.0000)***	0.0145 (0.0005)***	0.0027 (0.6238)	0.0095 (0.1102)	-0.0079 (0.2871)
	收益率 差异	-0.0039 (0.1365)	-0.0060 (0.1442)	-0.0050 (0.4058)	0.0123 (0.1282)	0.0043 (0.6195)	0.0118 (0.2947)

注:( )内为均值检验的P值,\*表示在10%的显著水平下显著,\*\*表示在5%的显著水平下显著,\*\*\*表示在1%的显著水平下显著。

### (三)平均收益率走势分析

分析发现,中国A股呈现出“反转”现象,为了进一步验证这一现象的存在性,进一步以构建期为原点,计算其两侧交易区间相对于构建期的收益率,并对其进行对比分析,得到平均收益率的走势。

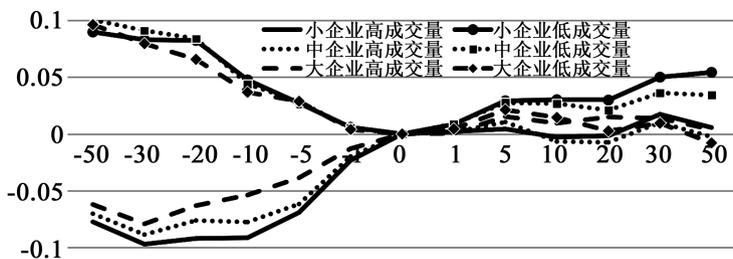


图1 沪市A股2007/01/01-2016/10/28

区间各投资组合在相邻两个区间的收益率走势

从图1可以发现,高交易量股票的价格是短时间内的相对高点,即构建期为高交易量的股票在观察期已经有了较大幅度的上涨,构建期股价正处于高位,其在测试期内呈现出调整的走势,股价下降,交易量下降;而低交易量股票的价格是观察期和测试期的相对低点,即构建期为低交易量的股票已经有了较大幅度的下跌,构建期正处于股价的低位,其在测试期内呈现出反弹的走势,股价上升,交易量上升。

同时,大企业高交易量和低交易量两条收益率走势线位于最里面,波动最小,趋势不显著,

而小企业高交易量和低交易量两条收益率走势线位于最外面,波动最大,“反转”显著。

#### (四)小结

综上所述,中国 A 股市场股票交易量和收益率之间存在“反转”现象,即平均来看,当期低交易量的股票未来股价会显著上涨,低交易量投资组合策略相对于高交易量投资组合策略会获得显著正收益。同时,企业规模会对策略收益产生重要影响,大企业的股票策略收益并不显著,而小企业获得的策略收益相对显著。

该发现也与 Kaniel(2012)<sup>[6]</sup>相符合,一些发展中国家和地区,如巴基斯坦、中国台湾地区等,股票收益率在随后交易日中表现出“反转”现象。进一步分析发现,中国 A 股市场投资者结构与发达国家(地区)的股票市场有着较大的区别:我国 A 股是以个人投资者为主,其自由流通市值占比高达 50.4%,而公募、私募、保险社保等机构投资者占比仅 22.5%,而美国标普 500 指数投资者结构中,个人投资者只占 14.1%,机构投资者占比高达 66.5%。因此,一个可能的解释是,我国股市的个人投资者比例偏高,而个人投资者在交易中的信息含量不足,更倾向于采用负反馈的交易策略,在交易中表现出很强的处置效应,导致我国股市交易量与收益率出现“反转”现象<sup>[14]-[16]</sup>。

沪港通一个重要的目的就是,引进境外成熟的机构投资者,减少股市的投机性,引导资本走向价值投资,因此沪港通带来的境外机构投资者可能会减弱这种“反转”现象。沪港通开通至今已将近两年时间,是否已对沪市 A 股产生了相关影响,下文的第四部分将对此进行实证研究。

#### 四、沪港通对交易量与收益率关联关系的影响的实证结果

为了比较沪港通对交易量与收益率相关关系的影响,将整个时间序列分为两个区间:沪港通开通前(2007/01/01-2014/10/31)和沪港通开通后至今(2014/12/01-2016/10/28),并将剔除 \* ST 后的 561 只沪港通股票在两个区间内进行实证分析,比较分析其交易量策略收益。

表 3 沪港通股票于 2007/01/01-2014/10/31 区间投资组合的平均收益率分析

测试期		1	5	10	20	30	50
小企业	高交易量组 收益率	-0.0141 (0.0000)***	-0.0113 (0.0053)***	-0.0386 (0.0000)***	-0.0591 (0.0000)***	-0.0632 (0.0000)***	-0.0331 (0.0022)***
	低交易量组 收益率	-0.0090 (0.0002)***	-0.0029 (0.0000)***	0.0183 (0.0001)***	0.0497 (0.0000)***	0.0658 (0.0000)***	0.0632 (0.0000)***
	收益率 差异	-0.0050 (0.1292)	-0.0083 (0.1209)	-0.0569 (0.0000)***	-0.1088 (0.0000)***	-0.1290 (0.0000)***	-0.0963 (0.0000)***
中企业	高交易量组 收益率	-0.0157 (0.0000)***	-0.0126 (0.0105)**	-0.0459 (0.0000)***	-0.0654 (0.0000)***	-0.0720 (0.0000)***	-0.0351 (0.0933)*
	低交易量组 收益率	-0.0125 (0.0000)***	-0.0048 (0.2082)	0.0133 (0.0035)***	0.0387 (0.0000)***	0.0307 (0.0012)***	0.0182 (0.0012)***
	收益率 差异	-0.0032 (0.3343)	-0.0078 (0.2094)	-0.0593 (0.0000)***	-0.0941 (0.0000)***	-0.1026 (0.0000)***	-0.0533 (0.0014)***
大企业	高交易量组 收益率	-0.0159 (0.0000)***	-0.0138 (0.0105)**	-0.0371 (0.0000)***	-0.0583 (0.0001)***	-0.0574 (0.0002)***	-0.0521 (0.0003)***
	低交易量组 收益率	-0.0109 (0.0000)***	-0.0001 (0.9823)	0.0085 (0.0668)*	0.0020 (0.7487)	-0.0038 (0.7015)	-0.0179 (0.1055)
	收益率 差异	-0.0050 (0.1783)	-0.0137 (0.0282)**	-0.0456 (0.0000)***	-0.0603 (0.0000)***	-0.0536 (0.0022)***	-0.0342 (0.0521)*

表 4 沪港通股票于 2014/12/01-2016/10/28 区间投资组合的平均收益率分析

测试期		1	5	10	20	30	50
小企业	高交易量组 收益率	0.0035 (0.4762)	0.0074 (0.3554)	-0.0002 (0.9907)	0.0357 (0.1216)	0.0264 (0.3461)	-0.0124 (0.6910)
	低交易量组 收益率	0.0145 (0.0000)***	0.0651 (0.0000)***	0.0399 (0.0000)***	0.0731 (0.0000)***	0.0775 (0.0000)***	0.0462 (0.0000)***
	收益率 差异	-0.0110 (0.0035)***	-0.0576 (0.0000)***	-0.0401 (0.0015)***	-0.0375 (0.0517)*	-0.0511 (0.0233)**	-0.0586 (0.0209)**
中企业	高交易量组 收益率	-0.0029 (0.6383)	0.0060 (0.6127)	-0.0207 (0.3686)	-0.0302 (0.3048)	-0.0729 (0.0206)**	-0.0978 (0.0022)***
	低交易量组 收益率	0.0133 (0.0000)***	0.0588 (0.0000)***	0.0260 (0.0023)***	0.0406 (0.0005)***	0.0533 (0.0000)***	0.0231 (0.1172)
	收益率 差异	-0.0162 (0.0010)***	-0.0528 (0.0000)***	-0.0467 (0.0190)**	-0.0708 (0.0075)***	-0.1262 (0.0000)***	-0.1209 (0.0002)***
大企业	高交易量组 收益率	-0.0088 (0.2803)	0.0009 (0.9638)	-0.0031 (0.9230)	-0.0157 (0.6937)	-0.0392 (0.4473)	-0.0512 (0.3701)
	低交易量组 收益率	-0.0008 (0.8291)	0.0383 (0.0000)***	0.0093 (0.1451)	0.0028 (0.8050)	-0.0008 (0.9486)	-0.0071 (0.5551)
	收益率 差异	-0.0080 (0.4332)	-0.0375 (0.0387)**	-0.0124 (0.5444)	-0.0185 (0.5745)	-0.0185 (0.3100)	-0.0441 (0.2448)

比较表 3 和表 4, 小企业、中企业的低交易量投资组合沪港通开通前后都获得了显著正收益, 并且高低交易量投资组合的收益率差异均显著为负, 可能说明小企业、中企业的交易量与收益率的“反转”现象并没有显著变化。相反, 大企业在沪港通开通前高交易量投资组合的收益率显著为负, 沪港通开通后, 虽然仍然为负值, 但变得不显著; 同时, 大企业在沪港通开通前高低交易量投资组合的收益率差异显著为负, 但沪港通开通后的收益率差异变得不显著, 这可能说明沪港通对大企业的交易量与收益率的“反转”现象产生了一定的影响。

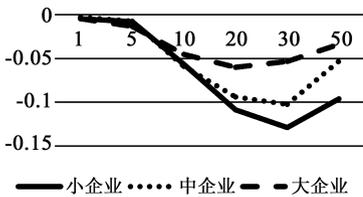


图 2 沪港通股票于 2007/01/01-2014/10/31 区间各规模企业高低交易量组合收益率差异走势

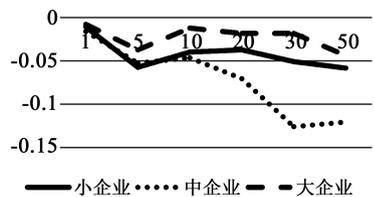


图 3 沪港通股票于 2014/12/01-2016/10/28 区间各规模企业高低交易量组合收益率差异走势

从图 2、图 3 可以发现, 小企业和大企业高低交易量投资组合的收益率差异在沪港通后都有所收窄, 这再次论证了沪港通带来的机构投资者有利于减弱中国 A 股的“反转”现象。然而, 比较奇怪的是, 中企业的“反转”现象反而更加显著, 甚至超过了小企业。从估值来看, 上证 180 指数的市盈率 (TTM) 为 7.5, 上证 380 指数的市盈率 (TTM) 为 21.5, 而恒生综合大型指数市盈率 (TTM) 为 9.6, 恒生综合中型指数 (TTM) 为 13.4, 即上证 A 股的大企业的市值相对港股存在低估, 而中小企业存在高估, 因此, 境外投资者更加偏好于相对低估的大企业。从投资风格来看, QFII 持仓能够基本反映海外投资者风格喜好, QFII 通常看重长期投资与基本面的分析, 投资理念成熟, 投资决策程序规范<sup>[17]</sup>, 然而近几年 QFII 也开始偏好配置一些高成长性的小企业<sup>[18]</sup>。境外投资者偏好于低估的大企业和高成长的小企业, 并带动其他投资者和资

金流入,从而减弱了大企业和小企业的“反转”现象,但是却使中企业的投资者和资金流出,使中企业的“反转”现象加剧,与前文的发现相印证。

## 五、结语

参考国内外关于股票交易量与收益率的相关关系的理论基础和已有文献,首先对 2007 年 1 月 1 日至 2016 年 10 月 28 日期间沪市 A 股的交易量对收益率的影响进行了实证研究。研究发现,中国沪市 A 股交易量对收益率有一定的影响,不同规模企业低高交易量投资组合均获得了显著正收益,并发现高(低)交易量股票价格在构建期处于相对高位(低位),即中国 A 股市场存在显著的“反转”现象。

这个结论与 Gervais(2001)<sup>[13]</sup>对美国交易量溢价研究的结论有很大的不同。美国市场高交易量股票在检测期内的收益都显著高于低交易量股票,其零投资组合净收益在 5 天、10 天、20 天、50 天都显著为正。通过进一步分析我国 A 股市场与美国股市的差异,发现我国个人投资者占比过高,其投资策略和不完全信息导致了我国股市“反转”现象,而美国、中国香港等发达股票市场都是以机构投资者为主导,其股票市场更多地表现出“惯性”。

沪港通的重要目的就是引进境外成熟的机构投资者,减少国内股市的投机性,引导投资向价值投资转化,从而减弱我国 A 股市场的“反转”现象。对沪港通的实证研究发现,沪港通确实在一定程度上减弱了“反转”现象,而对不同企业规模的影响与境外机构投资者投资方向相对一致,也印证了“反转”现象。

投资策略上,历史成交量对未来收益率有一定的预测作用,中小企业低成交量投资组合策略能获得显著正收益,但随着资本市场进一步开放,国内股市与国外股市的互动加强,国外价值投资的机构投资者的增多,国内投资行为日趋成熟,策略收益可能会逐步变得不显著,成交量与收益率的相关关系也可能会动态变化。

## 参考文献:

[1] Malkiel B G, Fama E F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory And Empirical Work[J]. The Journal of Finance, 1970,25(02):383-417.

[2] Miller, Edward M. Risk, uncertainty, and divergence of opinion[J]. Journal of Finance, 1977,32(04):1151-1168.

[3] Morse D. Asymmetrical information in securities markets and trading volume[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1980,15(05):1129-1148.

[4] Campbell J Y, Grossman S J, Wang J. Trading volume and serial correlation in stock returns[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1993,108(04):905-939.

[5] Baker M, Stein J C. Market liquidity as a sentiment indicator[J]. Journal of Financial Markets, 2004,7(03):271-299.

[6] Kaniel R, Ozoguz A, Starks L. The high volume return premium: Cross-country evidence[J]. Journal of Financial Economics, 2012,103(02):255-279.

[7] 易文德.基于 VAR-Copula 模型的股价、交易量的相依结构[J].系统工程理论与实践,2011,(08):1470-1480.

- [8]何诚颖,陈锐,徐向阳,郭丹丹.股票期望收益率模型有样本外预测能力吗?——基于中国 A 股市场的实证研究[J].经济与管理评论,2014,(04):74-82.
- [9]董秀良,吴仁水.交易量适合作为股价波动信息的代理变量吗?——来自中国沪深股市的证据[J].数量经济技术经济研究,2008,(01):97-108.
- [10]王艺霖,周渊.交易量与股价波动性动态关系的研究[J].复旦学报(自然科学版),2012,(04):472-479.
- [11]邴金梁,雷曜,李树憬.市场深度、流动性和波动率——沪深 300 股票指数期货启动对现货市场的影响[J].金融研究,2012,(06):124-138.
- [12]郑晓亚,闫慧,刘飞.融资融券业务与我国股票市场长期波动性[J].经济与管理评论,2015,(02):87-93.
- [13]Gervais S, Kaniel R, Mingelgrin D H. The high-volume return premium[J]. Journal of Finance,2001,56(03):877-918.
- [14]陈志娟,郑振龙,马长峰,林苍祥.个人投资者交易行为研究——来自中国台湾股市的证据[J].经济研究,2011,(S1):67-79.
- [15]陈志娟,马长峰,林苍祥.机构投资者的交易行为研究:来自中国台湾股市的证据[J].商业经济与管理,2012,(03):52-64.
- [16]刘维奇,刘新新.个人和机构投资者情绪与股票收益——基于上证 A 股市场的研究[J].管理科学学报,2014,(03):70-87.
- [17]刘成彦,胡椒,王皓.QFII 也存羊群行为吗? [J].金融研究,2007,(10):111-122.
- [18]滕莉莉,黄春龙.我国 QFII 持股特征研究——基于选股偏好与持股期限的实证分析[J].投资研究,2012,(10):84-97.

(责任编辑:郝 涛)

## Research on the Relationship between the Trading Volume and the Rate of Return in Shanghai A Shares and the Impact of Shanghai-Hong Kong Stock Connect Program

Ji Xiaohui, WANG Chaofan

(School of Economics and Management, Wuhan University, Wuhan 430072, China)

**Abstract:** Taking the trading data of Shanghai A-share from Jan 1st, 2007 to Oct 28th, 2016 as samples, by using the method of constructing the portfolio strategy of trading volume, the paper analyzes the relationship between the trading volume and the rate of return and the impact of Shanghai-Hong Kong Stock Connect Program. Firstly, the sample is splitted into 46 non-overlapping intervals with 50 trading days each, and the enterprises are divided into small, medium and large ones, and the difference of the returns between high-volume and low-volume stocks in different enterprise groups is tested. Secondly, the whole samples are divided into before and after Shanghai-Hong Kong Stock Connect program opening and the impact of Shanghai-Hong Kong Stock Connect program is analyzed. The result indicates that there exists "reverse" phenomenon in Shanghai A shares, and which is affected by enterprises' size and weakened by Shanghai-Hong Kong Stock Connect program.

**Key Words:** Shanghai A shares; Shanghai-HongKong Stock Connect program; Trading volume; The rate of return; "Reverse" phenomenon