我国股市换手率的主要特点分析

刘 芳

（天津理工大学国际工商学院 天津 300191）

【摘要】本文根据1994～2009年沪深两市A股、B股、中小企业板及不同行业股票换手率的数据，归纳了目前我国股市换手率所呈现出的主要特点，并从不同角度分析了我国股市换手率特点形成的主要成因。

【关键词】沪深股市 换手率 投资者结构 派现水平 股指波动幅度

根据世界银行的统计数据，近年来，尽管我国股市换手率与欧美发达国家开始趋同，但仍处于较高水平，特别是与多数亚太经济体相比更是如此。尽管适当的换手率意味着股市流动性良好，但过高的换手率往往会为投机创造机会。

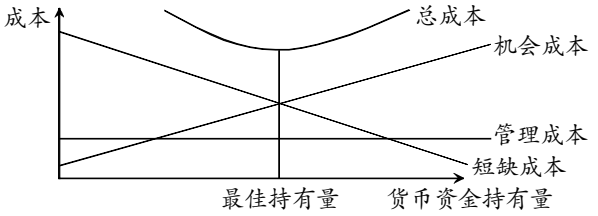
本文根据沪深股市1994～2009年的相关数据，除特殊说明外，文中数据均是通过计算、整理《2010中国证券期货统计年鉴》中相关原始数据所获得，归纳了我国股市换手率的主要特点及影响因素，并分析了换手率特点形成的原因。

一、我国股市换手率特点

1. 换手率总体水平高且起伏不定。根据《2010中国证券期货统计年鉴》的数据计算得出，1994～2009年间沪深两市年均换手率分别约为522%和527%。按照换手率高低，可将此期间大致分为三个时间段：阶段一：1994～2000年，沪深两市年均换手率分别为671%和621%，最高分别为1994年的1 135%和1996年的1 350%，最低分别为1998年的454%和1995年的255%。阶段二：2001～2005年沪深两市年均换手率是三个时间段中最低的，也是最稳定的，分别为259%和249%，最高分别为2004年的289%和2005年的316%，最低分别为2002年的214%和199%。阶段三：2006～2009年，沪深两市年均换手率及年与年之间的增减幅度比前一时间段又有较大增加，

围、程序、责任和相关控制措施，规定经办人办理货币资金业务的职责范围和工作要求，实现货币资金管理规范化。最后，合作社应建立内部稽核制度，明确会计、出纳、财务保管人员的职责权限，实行不相容职务相互分离的原则，实现财务会计相互制约、相互监督。

2. 确定最佳货币资金持有量。货币资金的沉淀将直接影响货币资金的需求以及闲置货币资金的使用效率，因而，合作社应通过有效措施确定货币资金的最佳持有量，提高货币资金的使用效率。货币资金最佳持有量=MIN（管理成本+机会成本+短缺成本），见下图：



机会成本与货币资金持有量成正比，短缺成本与货币资金持有量成反比，而管理成本保持不变，所以当机会成本等于短缺成本时，总成本最低，这时为最佳持有量。合作社要确定货币资金最佳持有量，应遵循四个原则，即保证合理的资金需求、提高资金的使用效率、节约资金使用成本以及保持足够的短缺偿债能力。同时，合作社还应根据产品销售情况，合理分析合作社的运行特点，从而确定货币资金的最佳持有量。在合作社实际运行过程中，要结合实际需求进行调整。当处于销售旺季时，提高货币资金的持有量，满足合作社的资金需求；当处于销售淡季时，合作社可以通过成员大会的集体决策把闲余的货币资金用于对外投资，提高资金的使用效率。

3. 提高会计人员素质。首先，合作社应提高会计人员的业务素质，使从业会计人员具备从事专业服务所需的能力，谨慎地运用专业知识与技能为合作社的财务管理工作服务。合作社可以通过在职培训提高会计人员的基本业务素质，通过定期或不定期的业务知识竞赛，不断更新会计相关知识，从而更好地解决实际工作中所面临的新情况、新问题。其次，合作社应培养会计人员的道德素质，提高会计人员的工作热情与敬业精神，增强其责任感，使其在工作中遵循实事求是、客观公正的道德规范。最后，提高会计人员的法律意识，使其严格按照相关法律、法规体系要求自己，抵制会计造假行为，坚决与挪用公款、贪污腐败等犯罪行为作斗争。

【注】本文系四川省教育厅科研计划项目“民族地区农业产业化发展对策研究——以凉山彝族自治州为例”（项目编号：11SB077）的研究成果。

主要参考文献

1. 侯金云.货币资金内部控制问题与对策.当代经济，2011；7

2. 陈学军.农民专业合作社货币资金内部控制制度探析.中国农业会计，2009；8

分别为591%和710%，最高分别为2007年的927%和987%，最低分别为2008年的393%和469%。

以上分析表明，沪深两市股票换手率一直以来都处于较高水平，即使在换手率最低的2001～2005年，相对很多发达国家的成熟股市而言也并不算低。此外，除2001～2005年外，年与年之间的换手率也变化不定，起伏较大。

2. *沪深两市换手率相关性较强。*总体而言，1994～2009年间沪深两市年均换手率在1%的显著性水平上呈正相关关系，相关性系数为0.75。就A股和B股而言，沪深两市A股之间及B股之间的换手率都在1%的显著性水平上呈正相关关系，相关性系数分别为0.69和0.93；但沪市A、B股之间及深市A、B股之间则不相关，相关系数分别为-0.02和0.11。如果将1994～2009年分为两个时间段：1994～2001年和2002～2009年，则发现两市B股间换手率的相关性在两个时间段基本持平，相关系数分别为0.96和0.93；2002～2009年两市A股间年均换手率相关性明显高于前一时间段，相关系数分别为0.95和0.62；而两市A、B股之间换手率的相关性更是显著增加，1994～2001年沪深两市A、B股之间换手率都基本不相关，而2002～2009年则在1%的显著性水平上呈明显的正相关关系，相关系数分别为0.96和0.86。

3. *沪深两市A股换手率均远高于B股，中小板换手率最高。*1994～2004年间沪深两市年均换手率互有高低，但自2005年起深市换手率一直高于沪市。此外，自2004年深市设立中小板以来，中小板换手率一直很高，2004～2009年其年均换手率为896%，大大高于主板市场。2009年设立的创业板市场的换手率也很高，2009年年均为777%。此外，除2001年B股市场首次对境内居民开放导致了B股换手率是A股的两倍外，两市B股年均换手率在多数时间均分别只相当于两市A股的10%～40%。

4. *行业之间换手率相关性较强且存在一定差异。*沪深两市绝大多数行业之间的换手率相关性较强。通过分析2004～2010年《中国证券期货统计年鉴》中所列出的2003～2009年沪深两市A股换手率的相关性发现，深市各行业间的换手率都有很强的相关性，绝大多数行业间相关系数都在0.8或0.9以上，而且都在1%或5%的显著性水平上呈正相关关系；沪市A股除采掘业、造纸印刷业与其他多数行业相关性稍弱外，其他行业之间的换手率也都在1%或5%的显著性水平上呈正相关关系。此外，除采掘业和造纸印刷业外，沪深两市A股各相应行业之间的换手率也都呈明显的正相关关系。同一行业换手率在不同年份时高时低，但总体而言各行业间换手率存在一定差异。

5. *年均换手率与股指波动幅度同向变化。*通过分别分析1994～2009年沪深两市各年年均换手率与年均股指百分比变化的相关性发现，总体而言两市两者之间的相关性系数分别为0.73和0.75，其中两市A股两者之间的相关性系数分别为0.79和0.80，两市B股两者之间的相关性系数分别为0.94和0.91，且都在1%的显著性水平上呈正相关关系，即股指比前一年上涨的幅度越大，则换手率越高；反之，则换手率越低。此外，随机从《上海证券交易所统计年鉴2011卷》中抽取100家2010年在沪市上市的公司，发现这100家公司的年换手率与各自的年股价涨跌百分比变化也在1%的显著性水平上呈正相关关系。这表明股价上涨幅度增大时，我国持股人越愿意尽快交易股票以赚取资本利得。

二、我国股市换手率所呈现特点的成因

1. *我国股市高换手率的原因。*

（1）我国上市公司派现水平低且稳定性与连续性差。派发现金股利是上市公司回报投资者的最重要最直接的渠道之一，上市公司重视对股东的回报对于培育资本市场长期投资理念十分重要。但是长期以来，我国上市公司派现水平较低。据统计，1996年以来，我国有近95%的上市公司每股现金股利长期在0.3元以下，股票投资者的回报率还不到同期国债利率水平的一半。尽管近年来我国上市公司派现的总体情况有了明显好转，但少分红甚至长期不分红的上市公司仍然很多，现金分红水平整体上依然过低。此外，我国多数上市公司的股利分配政策缺乏连续性和稳定性，能够不间断派现的上市公司较少，即使是一些连续派现的公司，各年度的派现数额也时高时低。由于股利回报率太低且不稳定，再加上还要交纳股利税，因此现金股利并不是我国投资者获得回报的主要手段，这就使得投资者更看重股价的波动并试图通过频繁的股票买卖来获得资本利得。研究表明，换手率随着上市公司派发现金股利减少而增加，且连续派现的上市公司的换手率低于派现次数较少的上市公司的换手率。因此，我国上市公司派现水平低且稳定性与连续性差是股票换手率高的原因之一。

（2）我国股价总体水平低。过高的股价会影响投资者购买股票的愿望，还可能会使部分投资者降低或失去购买能力，特别是对资金有限的中小投资者而言更是如此。因此，股价过高的公司经常会通过拆股的方式来吸引中小投资者。由于拆股后股价会下降，股民入市门槛也就相应降低，这样就能使更多投资者参与交易，从而提高股票交易的活跃性。同样道理，由于我国股价总体水平一直很低，我国股民入市的门槛较低，很多投资者都有能力参与交易，使股票容易转手，从而提高了股票的换手率。

（3）股票市场制度不健全导致投资者缺乏长期投资的信心。我国股票市场成立的时间较短，还不够成熟，相关法律法规也还不健全。很多上市公司信息披露不够透明、行为不够规范以及证券监管不力等诸多问题的存在，使得投资者因担心利益受损而缺乏长期投资的信心，只好进行短线操作，从而导致了股票市场的高换手率。

（4）投资者不够成熟。由于我国股票市场成立时间不长，投资者经验有限，投资心理还不够稳定和理性。研究表明，缺乏经验的投资者比经验丰富的投资者交易更为频繁。一项调查显示，尽管价值投资理念深入人心，但在实际操作中，大部分投资者仍选择了频繁换手。因此，投资者不够成熟也是造成我国股市换手率高的一个原因。

2. *我国B股换手率远低于A股的原因。*

（1）外币交易限制了很多境内投资者对B股的投资。B股

是以人民币标明面值,以外币(沪市为美元,深市为港元)认购和买卖的股票。投资者若想参与B股交易,必须先拥有美元或港元。由于目前我国人民币还不能完全自由兑换,导致很多投资者难以获取充足资金来投资B股,因此B股市场交易不活跃、换手率相对较低与对境内投资者开户的限制不无关系。

(2)部分境外投资者撤出B股。B股设立之初只允许境外机构和个人投资,是国外资金投资中国企业的重要渠道。但是近年来,我国企业纷纷在境外证券交易所上市,再加之长期以来我国B股市场存在市场容量小、透明度不高等问题,使得比较青睐规模较大、透明度较高的境外投资者对B股市场的兴趣明显减少而转投中国概念股,这也是导致B股交易不活跃、换手率较低的一个原因。

(3)人民币对美元的持续升值导致部分B股投资者流失。汇率体制改革后,人民币对美元持续升值,而B股以美元或港元进行交易,港元又和美元挂钩,因此B股投资价值受人民币升值负面影响较大,这就制约了新增投资者,也会导致部分现有投资者由于担心美元继续贬值而退出B股,从而进一步导致投资者对B股的信心不足,最终导致B股交易不活跃、换手率较低。

(4)B股投资者结构的影响。B股投资者中有部分境外投资者,而境外投资者相对来说更注重价值投资而不是短线操作。此外,尽管自2001年B股对境内居民开放后境内居民已成为B股的投资主体,但是由于开设B股账户相对A股来说门槛要高,因此一般B股投资者会比A股投资者具有更多的经验,这可能会使B股投资者更注重价值投资而不是短线操作。因此,B股特殊的投资者结构可能也是其换手率相对较低的一个原因。

3. 中小板换手率远高于沪深两市总体水平的原因。

(1)中小板个股股本小且对经济变化的敏感度较低。在股市各板块中,中小板股票流通市值较小,有利于吸引众多个人投资者,而个人投资者更倾向于短线操作,从而增加了中小板股票的换手率。此外,中小板企业多属非基础性行业,对经济变化敏感度较低。即使在经济增长放缓、市场资金有限时,中小板企业仍然具备一定的投资价值,并为中小投资者提供操作上的可能性,从而使得其有着较高的换手率。

(2)游资的炒作。中小板高换手率背后,是游资疯狂的接力炒作,由于其盘面小且有高送配题材,因此成为游资炒作的主要目标。中小板具有上市时间较短、历史负担较轻且股本扩张能力强等优点,再加上中小板市值规模小,炒作所需资金不大且交易成本相对较低,因此容易吸引大量游资流入,这也是中小板换手率高的一个原因。

(3)投资者对市场的看法分歧很大。中小板的高换手率表明投资者对市场的看法分歧很大。过高的换手率意味着成交异常频繁,这说明买卖双方对中小板未来走势的看法非常不同。

4. 其他原因。

(1)换手率与股指波动幅度同向变化及起伏不定的原因。由于长期以来我国上市公司派现水平低且稳定性与连续性差,投资者只能预期从股票买卖的价差中获得回报,因此股市上涨幅度越大,现有持股人就越急于出售股票以赚取资本利得;此外,股市的涨跌幅会影响潜在投资者对未来股价走势的预期,涨幅越大,潜在投资者对未来股价的预期就越高,就会吸引更多以赚取短期资本利得为目的的投资者或是游资加入到股市交易中来;而跌幅越大时则情况相反。这样就导致了换手率与股指波动幅度同向变化,又由于每年股价的涨跌幅度不定,因此也就导致了年与年之间换手率的起伏不定。

(2)沪深两市A、B股之间换手率相关性显著增加的原因。1994~2001年沪深两市A、B股之间换手率基本上不相关,而2002~2009年则都呈很强的正相关关系,这很可能是B股投资者结构发生改变所致。2001年前,按规定只允许境外机构和个人投资B股,境内外投资者的投资行为和投资心理有较大差异,从而导致了A、B股之间的换手率基本不相关。而2001年B股对境内居民开放后,境内居民已逐步成为B股的投资主体,因此B股投资者的投资行为开始与A股趋同,从而导致了A、B股之间的换手率呈很强的正相关关系。

(3)行业间换手率差异的原因。沪深两市内部绝大多数行业间及两市绝大多数相应行业间的换手率都呈很强的正相关关系,这表明各行业换手率都主要受市场总体走势的影响,换手率同起同落。而2003~2009年各行业间换手率总体水平所存在的差异很可能主要是受政策因素的影响。例如,近年来政府一直关注三农问题,支农惠农政策不断深入,使得投资者对农林牧渔业充满信心,因此成交活跃,换手率较高;而由于近十年来,为遏制房价过快上涨政府不断出台对房地产业的调控政策,使得投资者对房地产业的前景信心不足,因此导致了房地产业多数时间的换手率都处于相对较低的水平。

三、结语

一直以来我国股市换手率总体水平很高且沪深两市换手率呈较强正相关,其中两市A股换手率分别远高于B股,深市中小板股票的换手率最高。两市内部各行业间及两市各相应行业间的换手率也基本都呈强正相关,但不同行业的换手率总体水平存在一定差异。此外,我国股市换手率在年与年之间起伏不定且与股指波动幅度同向变化,即股指涨幅越大,则换手率越高;反之,则换手率越低。

影响我国股市换手率的因素除我国股市成立时间短从而投资者不够成熟、股价总体水平低、投资者对市场未来走势看法分歧大等一些客观因素外,更多的是政策性和制度性因素在起作用,例如政策扶植的行业一般换手率高,反之则低。此外,由于我国股票市场制度不够健全且存在监管漏洞,导致了游资较易于入市炒作、上市公司信息不够透明、派现水平低且稳定性与连续性差、投资者缺乏长期投资的信心并逐渐形成了轻视价值投资的理念。因此,证监部门应多管齐下,完善我国相关法律法规,加强监管,减小游资炒作的可能性,正确引导投资者预期、增强投资者信心、使投资者更加注重价值投资,从而引导我国股市换手率稳定在合理水平。

主要参考文献

涂必玉.上市公司股权结构与现金股利分配政策关系探析.经济纵横,2011;2