

研究报告

(2016年 第4期 总第19期)

清华大学国家金融研究院

我国股市是否有两会效应

民生财富研究中心

本报告对“中华人民共和国全国人民代表大会”和“中国人民政治协商会议”（简称为两会）对我国股票市场的影响进行研究。两会是一个具有固定周期的政策性事件，具有中国特色的两会是否会对我国股票市场产生相应的影响，这是本报告待检验的主要命题。本报告以上证综指、深圳成指、中信标普A股综合指数的历史数据为研究样本，对两会效应进行了统计，结果表明我国股市有正显著的两会效应。

1. 研究背景

我国每年3月份召开的“中华人民共和国全国人民代表大会”和“中国人民政治协商会议”（简称为两会），是我国最主要的政策性事件之一，对我国的政治和经济有重大影响。自1998年开始到现在，我国两会召开的时间基本固定。每年全国政治协商会议均在3月3日开幕，在3月12到15号结束；全国人民代表大会均在3月5日开幕，在3月12到18号结束。在每年的两会上，都会讨论一些我国核心的政治经济政策。具有中国特色的两会是否会对我国股票市场产生相应的影响，这是本报告待检验的主要命题。

两会在时间上具有固定的周期性。过去文献对固定周期的研究，主要集中在股市的周内效应、月内效应和节假日效应上，而针对两会的周期性效应研究的比较少。在周内效应的研究上，Cross(1973)得出纽约股票交易所周五的平均收益最高，而周一最低的结论；French(1980)也发现了类似现象的存在，后来Keim(1984)再次印证了美国股市收益率表现为正周五效应和负周一效应的结论；Solnik和Bousguez(1990)证明巴黎证券交易所股票收益率表现为周二效应；Barone(1990)研究意大利的股票市场也得出类似的结论。国内对周内效应的研究开始较晚，最早的研究可以追溯到俞乔(1994)关于市场有效、周期异常与股价波动的研究，然后戴国强、陆蓉(1999)和奉立城(2000)分别对我国股市的周末效应的进行了详细的实证研究。在节假日效应的研究上，陆磊、刘思峰(2008)发现中国股市不仅有大多数国家股票场所存在的节前效应，还有

其所没有的节后效应；冯俊文、李梦雪（2014）发现上证综合指数收益率存在显著的节日效应，并且在考虑了星期效应之后，节日效应依然显著存在。

在本报告中，我们综合了针对周内效应、节假日效应的周期性统计研究方法，对两会效应进行了周期性的研究。我们发现了上证综指、深圳成指、中信标普A股综指在两会前后各22个交易日期间取得了比非两会期间更好的超额收益，我国股市有正显著的两会效应。

2 研究的数据说明

对股票的周期性效应的研究主要是针对股票市场中各个交易周期的收益率和波动性的变化规律进行研究。在以前的文献中，无论是周内效应、月内效应，还是节假日效应，都是利用大盘指数的数据进行周期性效应研究。我们针对上证指数（代码 000001）、深圳成指（代码 399001）、中信标普 A 股综合指数（代码 816999）过去所有的数据，分别以时间区间为单位进行了统计研究。首先我们将一年分多个不同的周期区间进行统计，区间包括：两会前后各 22 个交易日、两会期间、非两会期间（如图 1 所示）；然后，我们对中信标普 A 股综合指数的数据分从 1996 年到 2015 年的每一年的数据进行对比；最后，我们对中信标普 A 股综合指数的数据，针对两会前后各 22 个交易日区间的每一天收益的涨幅的情况进行了统计。

上证指数和深圳成指是我国股市上最重要的两个指数，分别反映了我国沪市和深市的所有股票的情况。中信标普 A 股综合指数采用

了全部 A 股自由流通股本加权,该指数综合了上证 A 股和深圳 A 股,同时也是首只提供完整的中国股票市场行业分类信息的指数,是中国 A 股市场的整体走势表征,能更全面的反应我国 A 股市场上的最具广泛性的基准。因此上证指数、深圳成指、中信标普 A 股综合指数被我们选作了研究对象。本报告选取数据的时间区间如下:上证指数的数据从 1991 年 1 月 1 日到 2015 年 12 月 31 日;深圳成指的数据从 1992 年 1 月 1 日到 2015 年 12 月 31 日;中信标普 A 股综合指数从 1996 年 1 月 1 日到 2015 年 12 月 31 日。

本报告的原始数据均来自 Wind 资讯金融数据库。这是因为国内多数知名的金融学术研究机构 and 权威的监管机构都是 Wind 资讯的客户,并且大量中英文媒体、研究报告、学术论文等经常引用 Wind 资讯提供的数据。

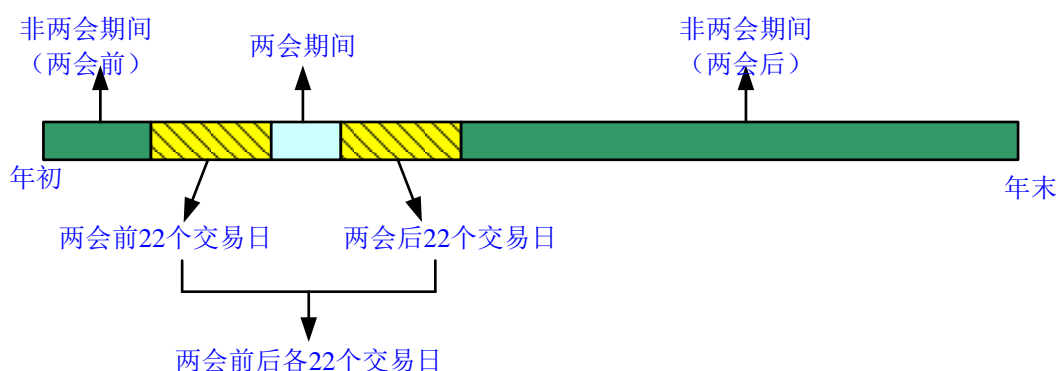
3. 两会效应的时间区间划分

对于两会周期性的研究,我们选择两会开始的第一天和两会结束的最后一天为时间节点,比如说全国人大第十一届第一次会议的时间为 2008 年 3 月 5 日~18 日,全国政协第十一届第一次会议的时间为 2008 年 3 月 3 日~14 日,因此本报告定义 2008 年两会的开始时间为 3 月 3 日,结束时间定义为 3 月 18 日。

为了定义更好的时间区间,我们针对两会前后一周、两会前后两周、两会前后三周、两会前后一个月、两会前后两个月进行了大量的统计实验,发现两会前后一个月有显著的正效应。一般情况下,22 个交易日大致是一个月的时间,因此我们将一年分为 5 个区间,

如图 1 所示，分别是：（1）年初到两会前第 23 个交易日、（2）两会前 22 个交易日（两会开始前第 22 个交易日到两会开始前的第一天）、（3）两会期间（两会开始的第一天到两会结束的最后一天）、（4）两会后 22 个交易日（两会结束后的第一天到两会后 22 个交易日）、（5）两会后第 23 个交易日到年终。对上面 5 个区间进行部分合并，又将一年分为 3 个区间，分别是：非两会期间（年初到两会前第 23 个交易日，两会后第 23 个交易日到年终）、两会期间（指的是两会开始的第一天到两会结束的最后一天）、两会前后各 22 个交易日（两会开始前第 22 个交易日到两会开始前的第一天、两会结束后的第一天到两会后 22 个交易日）。

图 1. 两会的周期效应对应的时间区间



4. 两会效应的描述性统计结果

我们针对上证指数、深圳成指的历史数据进行了统计，分别统计了每个区间的累积涨幅的年平均值和每个区间的涨幅的日平均值，统计结果如表 1、表 2、表 3、表 4 所示。

表 1 针对上证指数 1991 年到 2015 年的全部 25 年的上证指数

的数据，统计了每个区间的累积涨幅的年平均值。表 1 的结果显示上证指数在两会后 22 个交易日、两会前后各 22 个交易日的累积涨幅有显著的正效应。在表 1 中，两会前后各 22 个交易日平均累计取得了+7.81%的显著的正收益，两会期间平均累计为-0.03%的负收益，非两会期间取得+17.83%的累计收益。特别是两会后 22 个交易日累计取得了+6.34%的显著的正收益，说明了两会后 22 个交易日上证指数一年里表现非常好的一段时间。

表 2 针对上证指数 1991 年到 2015 年的全部 25 年的数据，统计了每个区间的日平均涨幅，结果显示，两会后 22 个交易日、两会前后各 22 个交易日的日平均涨幅有显著的正效应。相对于非两会期间的日平均涨幅来说，两会后 22 个交易日、两会前后各 22 个交易日的日平均涨幅非常的大，并且统计上正显著。表 2 中，两会前后各 22 个交易日的日平均涨幅取得了+0.26%的显著的正收益，非两会期间取得+0.08%的日平均收益。两会前后各 22 个交易日对比非两会期间的日平均收益，有非常明显的优势。并且两会后 22 个交易日取得了+0.17%的正显著的日平均收益。

表 3 和表 4 针对深圳成指的统计，取得了与表 1 和表 2 同样的结论。表 3 针对深圳成指从 1992 年到 2015 年的全部 24 年的历史数据，统计了每个区间的累积涨幅的年平均值，结果显示两会后 22 个交易日、两会前后各 22 个交易日的累积涨幅有显著的正效应。表 4 针对深圳成指 1992 年到 2015 年的全部 24 年的历史数据，统计每个区间的日涨幅的平均值，结果显示两会后 22 个交易日、两

会前后各 22 个交易日的日平均涨幅有显著的正效应，并且相对非两会期间的日平均涨幅较大。

表 1. 上证指数在两会效应区间的累积涨幅年平均值：1991-2015

上证指数	累计涨幅	标准差	t 检验值	区间天数	最大值	最小值
两会前 22 个交易日	1.47%	0.081	0.91	22	20.07%	-15.00%
两会期间	-0.03%	0.006	-0.271	10	0.01%	-1.93%
两会后 22 个交易日	6.34%**	0.134	2.371	22	46.75%	-21.22%
两会前后各 22 个交易日	7.81%**	0.161	2.427	44	36.08%	-33.46%
非两会期间	17.83%	0.565	1.579	190	203.43%	-51.78%

(**表示 0.05 显著，*表示 0.1 显著)

表 2. 上证指数在两会效应区间的每日涨幅日平均值：1991-2015

上证指数	日平均涨幅	标准差	t 检验值	总天数	最大值	最小值
两会前 22 个交易日	0.07%	0.021	0.825	550	11.49%	-10.46%
两会期间	-0.06%	0.021	-0.462	252	9.98%	-11.75%
两会后 22 个交易日	0.26%**	0.017	3.535	550	12.66%	-5.67%
两会前后各 22 个交易日	0.17%**	0.019	2.867	1100	12.66%	-10.46%
非两会期间	0.08%*	0.028	1.855	4747	105.27%	-16.39%

(**表示 0.05 显著，*表示 0.1 显著)

表 3. 深圳成指两会效应的区间的累积涨幅年平均值：1992-2015

深圳成指	累计涨幅	标准差	t 检验值	区间天数	最大值	最小值
两会前 22 个交易日	2.99%	0.078	1.865	22	24.40%	-10.74%
两会期间	0.05%	0.007	0.348	10	0.02%	-1.76%
两会后 22 个交易日	7.12%*	0.180	1.934	22	75.81%	-27.43%
两会前后各 22 个交易日	10.11%**	0.208	2.378	44	77.67%	-38.17%
非两会期间	8.39%	0.555	0.756	190	184.61%	-47.23%

(**表示 0.05 显著，*表示 0.1 显著)

表 4. 深圳成指在两会效应区间的每日涨幅日平均值：1992-2015

深圳成指	日平均涨幅	标准差	t 检验值	总天数	最大值	最小值
两会前 22 个交易日	0.14%	0.021	1.559	528	10.64%	-9.46%
两会期间	0.03%	0.019	0.284	240	6.91%	-5.44%
两会后 22 个交易日	0.27%**	0.018	3.455	528	11.92%	-7.39%



两会前后各 22 个交易日	0.21%**	0.02	3.433	1056	11.92%	-9.46%
非两会期间	0.04%	0.024	1.11	4561	26.20%	-19.78%

(**表示 0.05 显著, *表示 0.1 显著)

我们针对中信标普 A 股综合指数的从 1996 年到 2015 年的全部 20 年的历史数据进行了统计, 统计结果如表 5、表 6 所示, 也取得了与上证指数和深圳成指一样的结论。表 5 是区间累计收益的统计结果, 结果显示, 在 1996-2015 年 20 年期间, 中信标普 A 股综合指数在两会前 22 个交易日、两会后 22 个交易日、两会前后各 22 个交易日的区间累计收益都有显著的正效应。表 6 得到了日平均收益的统计结果, 结果显示在 1996-2015 年 20 年期间, 中信标普 A 股综合指数在两会前后都有正的日平均涨幅, 并且两会前 22 个交易日、两会后 22 个交易日、两会前后各 22 个交易日的日平均收益都有显著的正效应。根据表 6 的结果, 相对于非两会相关期间的日平均涨幅来说, 两会前 22 个交易日、两会后 22 个交易日、两会前后各 22 个交易日的日平均涨幅要大的多, 并且统计上非常显著。因此中信标普 A 股综合指数在统计上也有正显著的两会效应。



表 5. 中信标普 A 指在两会效应区间累积涨幅年平均值：1996-2015

中信标普 A 股综合指数	累计涨幅	标准差	t 检验值	区间 天数	最大值	最小值
两会前 22 个交易日	4.17%**	0.067	2.791	22	23.10%	-5.66%
两会期间	0.04%	0.005	0.33	10	0.01%	-1.62%
两会后 22 个交易日	6.52%**	0.098	2.975	22	28.12%	-13.69%
两会前后各 22 个交易日	10.69%**	0.125	3.814	44	31.64%	-16.99%
非两会期间	9.57%	0.367	1.137	186	98.20%	-47.16%

(**表示 0.05 显著, *表示 0.1 显著)

表 6. 中信标普 A 指在两会效应区间日涨幅日平均值：1996-2015

中信标普 A 股综合指数	日平均 涨幅	标准差	t 检验值	总天数	最大值	最小值
两会前 22 个交易日	0.19%**	0.019	2.172	440	9.14%	-9.28%
两会期间	0.02%	0.017	0.184	192	8.24%	-5.52%
两会后 22 个交易日	0.28%**	0.015	4.012	440	5.45%	-6.42%
两会前后各 22 个交易日	0.24%**	0.017	4.174	880	9.14%	-9.28%
非两会期间	0.03%	0.019	1.041	3720	10.04%	-10.01%

(**表示 0.05 显著, *表示 0.1 显著)

表 7 和图 2 是中信标普 A 股综合指数在两会前后各 22 个交易日、非两会相关期间的每一年日平均涨幅从 1996 到 2015 年的年变化趋势，图 2 是该趋势的变化柱状图。可以看出，从 1996 到 2015 年的大部分统计年份，两会前后各 22 个交易日的累计涨幅为正；并且大部分年份，两会前后各 22 个交易日的日平均涨幅超过了非两会期间的日平均涨幅。从表 7 可以看出，在 20 年期间两会前后各 22 个交易日的涨幅是稳定增长的，而非两会期间有较大的回撤。另外两会前后各 22 个交易日的涨幅的夏普比率为 1.86，而非两会期间的夏普比率为 0.15，两会前后各 22 个交易日的每年的累计涨幅取得了远远高于非两会期间的夏普比率。



表 7. 中信标普 A 股综合指数从 1996 到 2015 年的变化趋势。

	两会前后各 22 个交易日的日平均涨幅	非两会期 间的日平 均涨幅	两会前后各 22 个交易日 每一年的累 计涨幅	非两会期间 每一年的累 计涨幅
1996	0.26%	0.53%	11.25%	12.50%
1997	0.61%	-0.03%	26.94%	-5.72%
1998	0.07%	-0.05%	3.24%	-8.77%
1999	-0.14%	0.09%	-6.03%	17.05%
2000	0.72%	0.09%	31.64%	17.42%
2001	0.05%	-0.15%	2.22%	-28.08%
2002	0.07%	-0.17%	3.20%	-30.90%
2003	0.22%	-0.04%	9.89%	-6.98%
2004	0.24%	-0.12%	10.54%	-21.65%
2005	0.02%	-0.07%	1.03%	-13.28%
2006	0.28%	0.46%	12.45%	84.90%
2007	0.71%	0.42%	31.11%	78.66%
2008	-0.39%	-0.25%	-16.99%	-47.16%
2009	0.67%	0.26%	29.27%	48.69%
2010	0.18%	-0.04%	7.82%	-7.99%
2011	0.31%	-0.22%	13.65%	-40.00%
2012	0.15%	-0.01%	6.60%	-1.64%
2013	0.12%	0.02%	5.16%	3.80%
2014	0.10%	0.24%	4.41%	45.24%
2015	0.60%	0%	26.43%	-0.92%
总日平均涨幅	0.22%	0.05%	--	--
夏普比率	--	--	1.86	0.15



图 2. 中信标普指两会与非两会期间每年日均涨幅对比：1996-2015

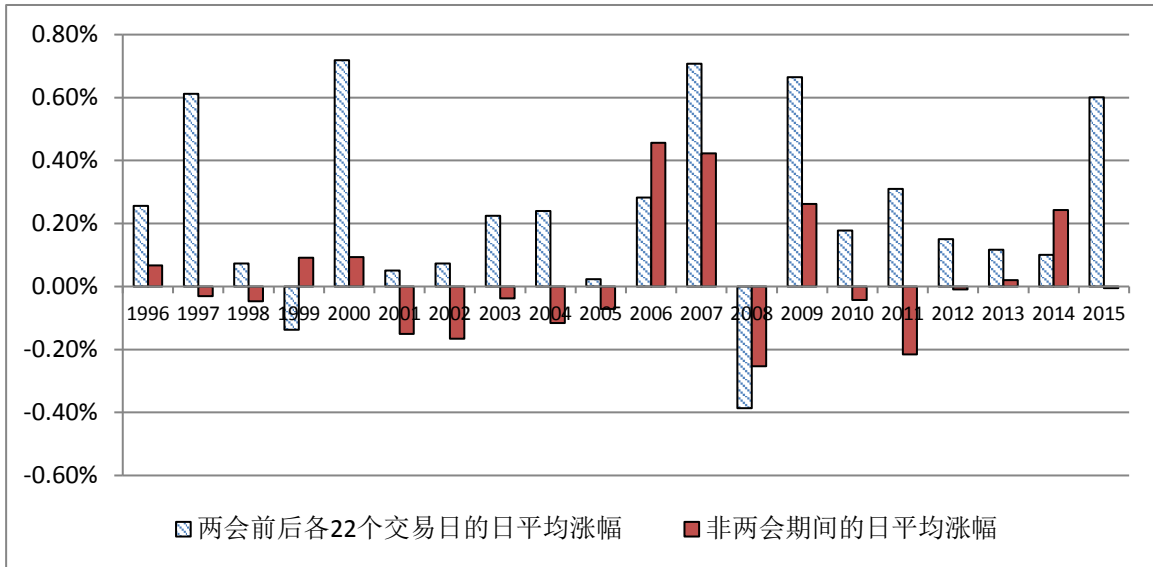


表 8 和图 3 展现的是中信标普 A 股综合指数 20 年的日平均涨幅的从两会前 22 个交易日到两会后 22 个交易日的每天变化趋势。从表 8 和图 3 可以看出，中信标普 A 股综合指数在两会前后各 22 个交易日的每天的平均涨幅（每一个值等于从 1996 到 2015 年这 20 年的当天数据，总共 20 个数据的平均值），大部分为正值。从图 3 的折线图可以看出，在两会前后各 22 个交易日，取得了很好的累计的日平均收益，并且累积涨幅的曲线是稳定增长的。

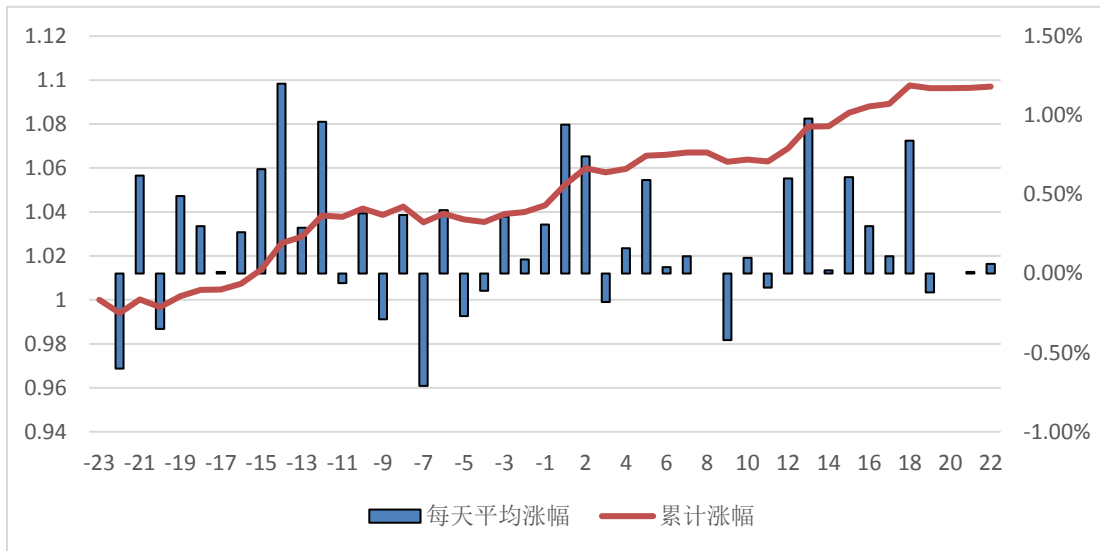
表 8. 中信标普 A 股综合指数在两会前后各 22 个交易日的每天平均涨幅的变动情况。

前面交易日	每天平均涨幅	标准差	t 检验值	后面交易日	每天平均涨幅	标准差	t 检验值
-1	0.36%	0.014	1.165	1	0.97%	0.014	3.021
-2	0.11%	0.013	0.373	2	0.81%	0.011	3.396
-3	0.44%	0.018	1.081	3	-0.16%	0.013	-0.527
-4	-0.14%	0.026	-0.239	4	0.21%	0.012	0.759
-5	-0.22%	0.017	-0.574	5	0.67%	0.014	2.156
-6	0.44%	0.021	0.946	6	0.05%	0.015	0.146
-7	-0.62%	0.026	-1.067	7	0.11%	0.015	0.314
-8	0.38%	0.016	1.082	8	-0.01%	0.013	-0.049
-9	-0.22%	0.013	-0.76	9	-0.36%	0.016	-1.009



前面交易日	每天平均涨幅	标准差	t 检验值	后面交易日	每天平均涨幅	标准差	t 检验值
-10	0.44%	0.015	1.318	10	0.20%	0.015	0.597
-11	-0.05%	0.012	-0.163	11	-0.11%	0.012	-0.433
-12	0.82%	0.019	1.945	12	0.67%	0.013	2.27
-13	0.23%	0.012	0.88	13	0.98%	0.013	3.303
-14	1.10%	0.023	2.135	14	0.09%	0.016	0.262
-15	0.73%	0.026	1.282	15	0.69%	0.009	3.326
-16	0.17%	0.016	0.463	16	0.29%	0.013	1.005
-17	-0.05%	0.015	-0.159	17	0.06%	0.018	0.157
-18	0.24%	0.022	0.48	18	0.91%	0.012	3.258
-19	0.42%	0.011	1.635	19	-0.02%	0.012	-0.063
-20	-0.35%	0.023	-0.689	20	0.02%	0.012	0.062
-21	0.64%	0.011	2.562	21	-0.11%	0.016	-0.31
-22	-0.58%	0.019	-1.344	22	0.17%	0.012	0.642

图 3. 中信标普 A 指数两会窗格日涨幅、累计涨幅



根据表 1、表 2、表 3、表 4、表 5、表 6 的结果，无论上证指数、深圳成指，还是中信标普 A 股综合指数，相对于非两会期间和两会期间，两会前后各 22 个交易日都有非常显著的正收益，特别是两会后 22 个交易日具有显著的正收益。根据表 7 和图 2 针对中信标普 A 股综合指数在从 1996 到 2015 年的逐年统计结果，大部分

年份中两会前后各 22 个交易日的日平均涨幅超过了非两会期间的日平均涨幅。而根据表 8 和图 3 针对中信标普 A 股综合指数在两会前后各 22 个交易日的每天涨幅的统计结果,在总共 44 个交易日内,每天涨幅大部分为正值,并且 44 个交易日的日累计收益是稳步增长的。根据上述 8 个表以及 2 个图的实验结果,我们说我国股市有正显著的两会效应。

5. 两会的周期性效应的原因分析

通过统计分析,本报告得到以下结论:在样本区间内的我国股市的两会效应,主要体现在两会前后各 22 个交易日的收益率有很显著的正效应。本报告尝试从以下几点对结论进行解释:

(1) 我国股市具有更强的政策市的特点,受政策的影响比较大,而每年的两会有不少利好政策会制定,因此每年的两会对我国股市带来正的影响。这和陆蓉、徐龙炳(2004)对中国股票市场的研究发现,我国股票市场上“好消息”的影响要大于“坏消息”的影响的结论是一致的。两会行情实际上缘于市场对两会期间可能出台政策利好的心理预期,从而对大盘走势产生积极作用。这能部分解释为什么两会对股市的收益率具有显著的正效应。

(2) 在我国,每年除了全国人大会议和全国政协会议,各个省市也要召开地方的人大和政协会议。地方每年召开的人大和政协通常召开的时间比全国两会时间要早。在各省市地方的两会上,各个省市相关的政策也要进行充分的讨论。地方两会有效发挥了建言献策的先行作用,为全国两会奠定政策层面基石。全国两会则从统

筹规划层面，进一步阐述了地方两会中反复强调并引起广泛关注的主题，落实中央层面的发展规划，奠定下一年工作重心。另外在召开全国两会之前，各种媒体已经为某些利好政策提前进行吹风。还有一些经济政策，两会前已经经过了反复的论证，但是还需要在两会上等待两会代表的表决通过。以2014的区域经济发展政策为例，在全国两会前，地方上两会便广泛的关注本地的区域经济的统筹发展，并给出了地方上的区域发展方案，然后全国两会上通过了长江经济带、京津冀一体化等区域发展规划战略。这些因素，能部分解释两会前一段时期，两会效应就对我国股市产生了影响。

(3) 又由于两会期间部署的政策，在两会结束后还会继续在当年的各项工作中持续落实推进，但是落实和推进在两会结束后还需要一段时间。这能部分解释两会后持续的一段时期，两会效应对我国股市继续产生了影响。

参考文献

- [1] Cross F. The behavior of stock prices on Fridays and Mondays [J]. *Financial Analysts Journal*, 1973 (29), pp.67-69.
- [2] French K.R., Stock returns and the weekend effects [J]. *Journal of Financial Economics*, 1980(8), pp. 55-69.
- [3] KEIM D B, STAMBOUGH RF. Further investigation of the weekend in stock returns [J]. *Journal of Finance*, 1987, 39: 819 -835.
- [4] Solnik B, Bousquet L. Day-of-the-week effect on the Paris Bourse [J]. *Journal of Banking and Finance*, 1990 (14) pp.461 - 468.
- [5] Baronee. The Italian stock market: Efficiency and calendar anomalies [J]. *Journal of Banking and Finance*, 1990, 14: 483-510.
- [6] 俞乔, 市场有效、周期异常与股价波动 [J]. *经济研究*, 1994(9) : 43-50.
- [7] 戴国强, 陆蓉, 中国股票市场的周末效应研究[J]. *金融研究*, 1999 第 4 期, p48-54.



- [8] 奉立城, 中国股票市场的“周内效应”[J]. 经济研究, 2000(11): 50-57。
- [9] 陆磊, 刘思锋, 中国股票市场具有“节日效应”吗? 金融研究, 2008(2):127-139。
- [10] 冯俊文, 李梦雪, 基于上证综指的节日效应实证研究, 技术经济与管理研究, 2014(6):108-113。
- [11] 陆蓉, 徐龙炳, 中国股票市场政策信息的不平衡性反应研究, 经济学, 2004(3): 319-330。

(2016年8月23日)

报 送: 民生财富研究中心

联系人

电 话: