

中国股票市场“两会”效应分析

韩佳彤 熊 熊 张 维 张永杰*

摘要: 本文选取上证综合指数、沪深300指数和深证成份指数2005–2017年间的日收益率构建模型进行实证分析,从投资者行为角度,利用事件研究法分析每年“两会”召开前后累计平均异常收益率的变化,据此研究我国股票市场是否存在“两会”效应。实证结果证明,三种指数在“两会”召开期间均出现累计平均异常收益率明显下降,且具体反应程度不同;对沪深300行业指数系列分析发现,不同行业对于“两会”召开均存在会议效应现象,但不同行业表现出的过度反应程度存在差异;最后通过调整事件窗与估计窗长度显示实证结果能够通过稳健性检验。研究表明中国股票市场存在基于“两会”的会议效应,投资者关注度高,市场存在过度反应现象。

关键词: 会议效应;事件研究法;过度反应

一、引言

1985年,De Bondt和Thaler从心理学角度指出,人们在遇到重大新闻事件时倾向于过度反应,并证实股市符合过度反应假说。随后过度反应假说也被很多学者进一步研究证明(Fama, 1998; Zacks, 2011; 何瑞卿、谢汉昌, 2015; 岑维等, 2014)。有效市场理论认为投资者都是理性的,但事实上投资者本身过度自信、过度乐观、过度悲观以及噪音交易等心理活动都会影响其对于信息的处理,使得投资者对于市场信息反应过度或是反应不足,因此,市场异象可以说是有效市场理论的预测偏差。随着金融市场的逐步发展,这种过度反应现象也越来越多地体现在现实市场中,如规模效应、媒体效应、IPO溢价等均与过度反应假说有关。而本文主要针对“两会”的召开检验是否对我国股票市场产生会议效应,主要原因在于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“两会”)作为我国重要的全国性会议,每年都会根据过去一年的国家实际情况进行分析,制定新的政策制度,因此会议

* 韩佳彤,天津财经大学金融学院,邮政编码:300222,电子信箱:ritahan510@163.com;熊熊,天津大学管理与经济学部,邮政编码:300072,电子信箱:xxpeter@126.com;张维,天津大学管理与经济学部,邮政编码:300072,电子信箱:weiz@tju.edu.cn;张永杰,天津大学管理与经济学部,邮政编码:300072,电子信箱:yjz@tju.edu.cn。

本文感谢国家自然科学基金重点项目“基于大数据的金融创新及其风险分析理论”(批准号:71532009)、国家自然科学基金重大项目“互联网背景下金融市场微观参与者行为规律及其风险效应研究”(批准号:71790594)以及天津市人才发展特殊支持计划高层次创新创业团队项目的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见,当然文责自负。

信息量大,消息传递速度快,活跃度高,且人们对于“两会”关注度高,并给予很大期望。可以说每年的“两会”都会引起全民情绪的高涨,所以也为本文研究会议效应提供了良好的现实基础。

1992年, Eric T. Singer 在巴顿周刊中首次提出“国会效应”,他发现股票收益率在国会开会期间要低于闭会期间。随后 Singer (2012) 进一步用大量数据进行检验,发现 1965–2011 年间的 11 832 个交易日中, S&P 500 指数年利率在国会开会期间上涨低于 1%, 但国会休会期间利率上涨超过 16%。他认为“国会效应”的影响随着政府的强大而越来越大, 而与此同时投资者则越来越谨慎。2008 年, Eric T. Singer 由此创立了一只“国会效应基金”, 即通过研究股市表现与国会的关系获取盈利。此后, 不少学者从不同的角度研究“国会效应”。Lamb 等 (1997) 从日历效应视角对股市表现和美国国会的日程安排之间的关系进行研究, 发现 1987 年以来几乎所有的股票市场高峰都发生在国会闭会期, 并且国会闭会期间的平均日收益率是国会开会期间的 8 倍。而 Ferguson 和 Witte (2006) 发现, 即使在控制了已知日收益率异常的情况下, 国会活动和股市回报率之间仍有很强的联系; 且当国会举行会议时, 股票收益率较低但波动性较高。他们认为舆论似乎在市场价格方面起到了根本性的作用, 是投资者心情释放的一种反馈。Kakani 和 Ghalke (2006) 从政治风险角度对印度议会对于股票市场的影响进行实证研究, 发现在议会召开期间股票市场波动率上升同时收益率下降, 他们认为这是由于会议所释放出的不确定性信号以及政党交替执政带来的政策变化所致。Ho (2012) 以马来西亚政府发布的 38 个重要政治经济声明为研究对象发现, 无论是声明带有积极情绪还是消极情绪, 市场均会有过度反应, 并对股票市场产生影响。

此外还有一部分学者研究了除国会以外的其他大型有影响力的会议对各种经济活动的影响进行研究。Hanabusa (2012) 采用 EGRACH 模型和 VAR 模型对 1991–2008 年日本油价进行分析, 发现 107 届 OPEC 会议结束后日本油价及其波动幅度都有所增加, 并且会议结束后的汽油和柴油的价格及波动性可以预测和反映经济的增长。Lucca 和 Moench (2015) 发现自 1994 年以来, 美国联邦公开市场操作委员会 (FOMC) 宣布其货币政策决定前 24 小时美国股票市场即产生巨大的异常收益, 同时其他的主要国际股票指数也经历了相同的不正常收益阶段。

此外, 与本文相关的文献还包括近些年一些学者对于国家政治不确定性与股票市场关系的研究。Pástor 和 Veronesi (2013) 通过理论模型发现, 政策的不确定性使得股票价格存在风险溢价, 这种溢价水平与经济发展水平呈显著负向关系。Kelly 等 (2016) 分析了主要政治事件、领导人选举以及全球大型峰会对于股票期权市场的影响, 发现经济发展水平越低或是政治不确定水平越高, 其带来的风险溢价使得股票期权的价格随之增加, 同时印证了 Pástor 和 Veronesi (2013) 的结论。

国内学术文献中关于会议引发的特殊效应方面的研究较少, 其中王浩 (2009) 曾对国家大型会议的召开进行分析, 研究其对于中国股票市场的影响, 发现中国共产党全国代表大会以及“两会”期间存在着一定的“会议效应”。另有一部分文章关注于投资者情绪、市场情绪及关注度与中国股市的关系, 如王宜峰和王燕鸣 (2014) 通过构建情绪水平指标证明, 不同阶段的情绪变化对市场收益、波动率存在方向相反的影响, 近期情绪高涨将导致市场收益下降及实际波动率的上升, 近期市场收益及实际波动的上升将激发情绪高涨。唐静武和王聪 (2009) 通过构建衡量市场情绪的综合指标发现市场情绪能够导致股市的非理性波动。刘锋

等(2014)以金融板块为研究对象,发现投资者的关注与股票收益率呈正向关系,而媒体关注与股票收益率呈负向关系。

本文在已有文献基础上对研究时段及事件窗进行了细致分析,剔除其他如周末效应、春节效应的可能性影响,并通过改变时间窗长度对实证结果进行稳健性分析,进一步验证中国股票市场会议效应的存在。

二、研究设计

(一) 研究数据的选取及数据来源

本文的数据来源于国泰安数据库,包括三种综合指数样本:上证综合指数、沪深300指数和深证成份指数。其中上证综合指数的样本股为全部在上交所上市交易的股票,涵盖了全部A股和B股,反映了上交所股票价格整体变动情况;深证成份指数是深交所发布的一种成份股指数,样本股为深交所上市的有代表性的40只股票;沪深300指数是从沪深股市中选取具有代表性的300只股票,反映A股市场整体走势的指数。基于这三种指数已经基本代表了我国股票市场的变动情况,因此本文选择上述三种股票指数作为样本指数来研究中国“两会”对于整个股票市场的影响。此外,本文选择沪深300行业指数系列作为研究“两会”对于股票市场行业板块的影响情况的样本指数,该系列10只行业指数以沪深300指数成份股按行业分类标准分类编制,以此反映沪深A股市场中不同行业公司股票的整体变动情况。

本文选取了从2005年2月-2017年3月的指数日收盘及日收益率数据,根据事件研究方法的需要按照“两会”召开时间进行分阶段研究,分为估计期、会议前、会议中、会议后。估计期为两周时间(扣除休市日,共10天),会议前期为一周时间(扣除休市日,共5天),会议中期为正式开会时间(每年以实际情况确定),会议后期为一周时间(扣除休市日,共5天)。以一周为一个时间段有两个原因:一是因为通常会议对股市的影响只有在临近会议召开时才会表现得比较明显;二是由于“两会”开会时间靠近年初,如果事前数据取得过长则接近春节期间,而我国早有文献表明春节期间有较明显的“春节效应”(陆磊、刘思峰,2008)。同时本文通过设定估计期来观察事件窗时期异常收益的情况,由于考察异常收益需要在排除影响股价的其他因素的基础上分析收益水平,而股票价格的影响因素错综复杂,既有标的公司内部的原因,也有市场环境的因素;既有经济原因,也有政策制度等政治方面的因素等等。因而一个可行的方法就是选择一个合适的参考收益水平,可以将指数在会议前的一段时间(10天)的平均收益率假定为市场在非会议影响下的收益水平。具体时间窗划分如图1所示。

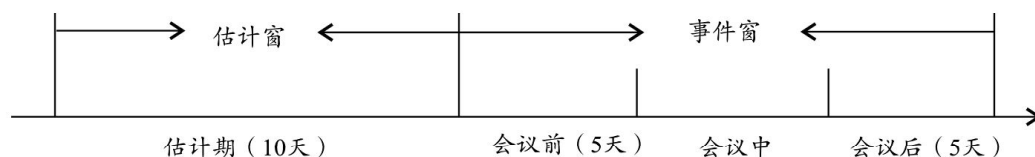


图1 事件研究法的时间轴设定

随后依据“两会”召开时间对指数日收益数据进行筛选,具体时间范围及样本大小如表1和表2所示。

表 1 会议效应检验的时间和数据^①

年份	估计期	会议前期	会议中期	会议后期
2005 年	2.1-2.23	2.24-3.2	3.3-3.14	3.15-3.21
2006 年	2.10-2.23	2.24-3.2	3.3-3.14	3.15-3.21
2007 年	2.6-2.26	2.27-3.5	3.6-3.15	3.16-3.22
2008 年	2.15-2.28	2.29-3.6	3.7-3.18	3.19-3.25
2009 年	2.11-2.24	2.25-3.3	3.4-3.13	3.16-3.20
2010 年	2.3-2.23	2.24-3.2	3.3-3.12	3.15-3.19
2011 年	2.10-2.23	2.24-3.2	3.3-3.14	3.15-3.21
2012 年	2.13-2.24	2.27-3.2	3.5-3.14	3.15-3.21
2013 年	2.6-2.26	2.27-3.5	3.6-3.15	3.18-3.22
2014 年	2.10-2.21	2.24-2.28	3.3-3.13	3.14-3.20
2015 年	2.3-2.16	2.17-3.2	3.3-3.15	3.16-3.20
2016 年	2.4-2.24	2.25-3.2	3.3-3.16	3.17-3.23
2017 年	2.10-2.23	2.24-3.2	3.3-3.15	3.16-3.22

表 2 样本指数收益率统计表

指标	开会期			闭会期		
	上证综指	深证成指	沪深 300	上证综指	深证成指	沪深 300
平均收益率	-0.22%	-0.18%	-0.23%	0.05%	0.07%	0.07%
总天数(天)	109	109	109	2781	2781	2781
正收益率天数比	47.7%	48.6%	46.6%	55.9%	52.3%	54.1%
负收益率天数比	52.3%	51.4%	53.4%	44.0%	46.7%	45.7%

如表 2 所示,开会期平均收益率均为负值,而闭会期平均收益率均为正值。且从正、负收益率天数占总天数比值也可以看出:“两会”召开期间整体股票市场以负收益率为主,在“两会”闭会期间以正收益率为主。三种综合指数均表现出以上特征。为具体观察两段时间中收益率的分布,将按照闭会期收益率与开会期收益率均匀分组并进行频数统计,即取两个时间段总收益率分布范围进行五等分,取每 20%收益范围内收益率天数,以体现两段时期中高低收益率的分布情况,具体开会期与闭会期收益率分布如图 2 所示,其中横坐标从左至右为收益率区间由低到高。

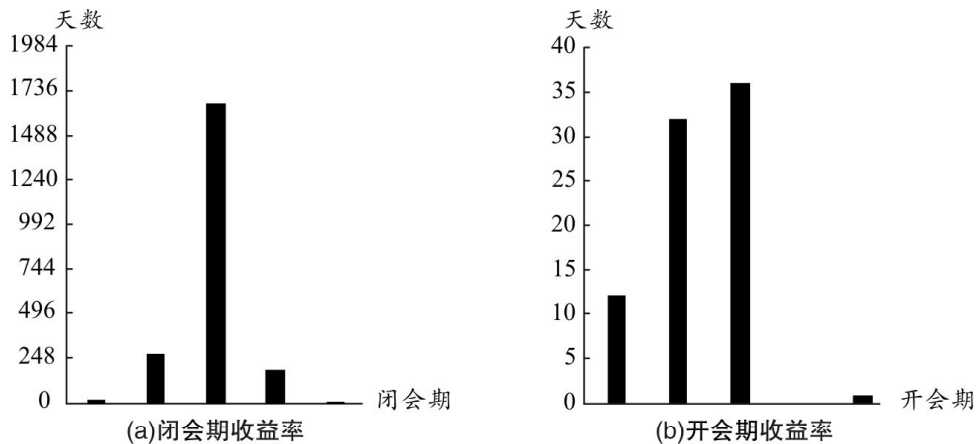


图 2 闭会期与开会期收益率分布图

^①本文由于“两会”开会时间与春节相近,因此在后文中将分别延长估计窗与事件窗的时间段长度作稳健性检验。

如图2所示,闭会期收益率集中分布于中间水平,高收益率与低收益率均不占主要部分。而“两会”召开期间,收益率多分布于低收益率水平区域,而高收益率分布极少。同样印证表2中的统计结果特征。

(二) 实证研究变量的构造

实证检验过程采用事件研究法分析“两会”事件中的价格效应,进而判断是否存在会议效应。本文通过构造正常收益率(Returns)、异常收益率(Abnormal Returns)、平均异常收益率(Average Abnormal Returns)和累计平均异常收益率(Cumulative Average Abnormal Returns)来衡量事件中的价格效应。

1. 正常收益率(R_i)

正常收益率指不受事件影响情况下的一个现实收益水平。本文选择估计期间的收益率均值作为正常收益率,原因在于越临近会议开始时间,会议所带来的影响越大,因此选择距离“两会”开幕式有一段时间的估计期作为正常收益率计算的样本。由此得到的正常收益率为:

$$R_i = \frac{1}{n} \sum R_{i,t} \quad (1)$$

(1)式中: R_i 表示指数*i*的正常收益率, n 表示估计期间天数, $R_{i,t}$ 表示指数*i*在*t*时间收益率。

2. 异常收益率(AR_{it})

异常收益率是对于事件影响的一个度量,通常异常收益率是事件窗时期指数的实际收益率减去估计窗时期的正常收益率。计算异常收益率有很多方法,本文在计算异常收益率时选择常量-均值-收益模型,Brown和Warner(1985)指出,该模型虽较其他模型简单,但所产生的结果与那些更复杂的模型结果很相似,并且它在市场因素或风险的调整执行上并不逊于市场模型,而更加复杂的模型计算的异常收益的方差通常较小,影响了模型选择的敏感程度。常量-均值-收益模型公式如下:

$$R_{i,t} = \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

(2)式中: $R_{i,t}$ 表示指数*i*在*t*时间收益率; μ_i 表示指数*i*的平均收益率; $\varepsilon_{i,t}$ 为扰动项,且 $E(\varepsilon_{i,t}) = 0, Var[\varepsilon_{i,t}] = \sigma_{\varepsilon_{i,t}}^2$ 。根据对常量-均值-收益模型进行算法设计得到事件窗指数*i*的异常收益率为:

$$\varepsilon_{it} = R_{it} - \mu_i \quad (3)$$

本文中的异常收益率 AR_{it} 即为 ε_{it} 。

3. 平均异常收益率(AAR_t)

若定义事件窗指数共*N*只,则定义平均异常收益率 AAR_t 为不同指数*t*时间的异常收益率的平均值:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (4)$$

4. 累计平均异常收益率($CAAR$)

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{t_1}^{t_2} AAR_t \quad (5)$$

(三) 假设检验

价格效应具体通过假设检验结果进行判断,理论上讲CAAR服从均值为0的正态分布,

因此通过对 CAAR 与 0 进行检验:(1)如果统计结果不显著,则认为指数的波动是一种随机事件,“两会”的召开对于指数是没有影响的;(2)如果统计结果显著,则认为“两会”的召开对于指数走势是有影响的。

三、会议效应实证研究

本部分将对“两会”期间上证综合指数、深证成份指数、沪深 300 指数表现情况进行检验结果分析。通过考察平均异常收益率和累计平均异常收益率,并检验其显著性来说明会议效应的存在与否。

(一)“两会”期间综合指数会议效应检验

通过对上证综合指数、深证成份指数、沪深 300 指数日收益率数据进行处理,根据前文所介绍的计算方法,对事件窗中的每一日计算平均异常收益率,得到三种指数的平均异常收益率(AAR)变化如图 3 所示。

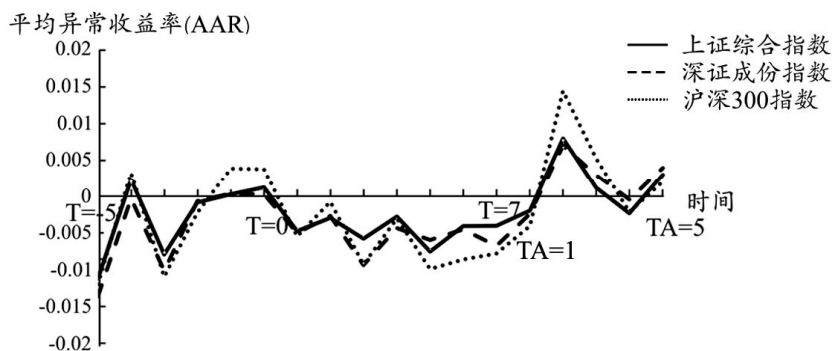


图 3 综合指数平均异常收益率(AAR)变化图

图 3 中 $T=-5$ 至 $T=-1$ 为会议前时间段,表征会议开始前 5 个交易日平均异常收益率情况; $T=0$ 至 $T=7$ 为会议中时间段,表征“两会”期间交易日平均异常收益率情况; $TA=1$ 至 $TA=5$ 为会议后时间段,表征会议结束后 5 个交易日平均异常收益率情况。如图 3 所示,三种综合指数均在会议期间有较大波动,其中上证综合指数波动情况与深证成份指数在会议前和会议后基本一致,在会议期间则波动幅度情况出现差异,深证成份指数波动较上证综合指数更为剧烈。而沪深 300 指数整体上波动剧烈程度高于上证综合指数及深证成份指数,同样在会议期间波动强度高于会议前与会议后。

对平均异常收益率计算每一日累计平均异常收益率,得到累计平均异常收益率(CAAR)随时间 t 的变化规律如图 4 所示,其中横坐标为时间窗日期,纵坐标为 CAAR 值。

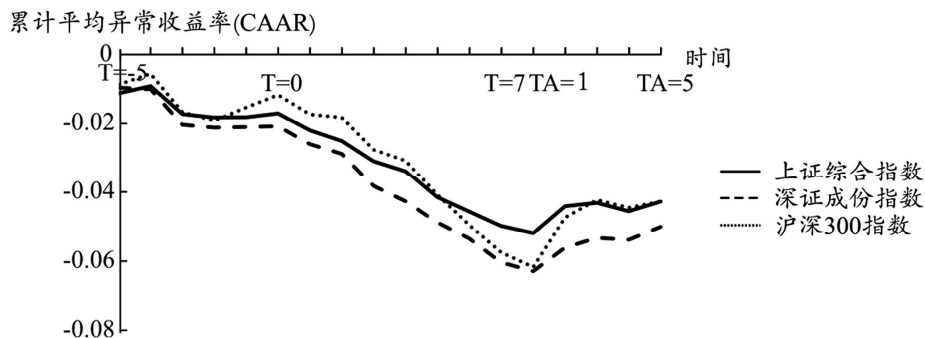


图 4 综合指数累计平均异常收益率(CAAR)变化图

如图 4 所示,三种综合指数在整个事件窗期间整体的累计平均异常收益率(CAAR)均小于 0,在会议开始前收益率小幅回升,而当 $T=0$,即会议开始第一天起 CAAR 开始回落,呈逐步下降走势,而这一现象直到会议结束后才有所缓解,这也可以说明市场对于“两会”的召开存在过度反应。从图中可以看出三种指数对于“两会”召开这一事件的过度反应程度是有差异的,其中沪深 300 指数反应程度最为强烈,其次为深证成份指数及上证综合指数,且沪深 300 指数在会议召开期间的 CAAR 值变化幅度大于深证成份指数及上证综合指数,趋势的变化也更为明显。

随后,通过 SPSS 软件对三种指数的累计平均异常收益率(CAAR)分别进行显著性检验,以此来说明是否存在会议效应。统计检验结果如表 3。

表 3 综合指数价格效应统计结果

指数	上证综指	深证成指	沪深 300 指数
均值	-0.032	-0.038	-0.031
标准差	0.014	0.018	0.018
最大值	-0.009	-0.010	-0.006
最小值	-0.052	-0.063	-0.062
T 统计量	-9.36	-8.94	-7.50
T 统计量 P 值	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***

注: *、**、*** 表示 10%、5%、1% 的显著性水平。

从表 3 统计结果来看,在事件窗期间,整体三种综合指数的累计平均异常收益率(CAAR)的均值均显著不为 0,表明在“两会”召开期间股票市场收益率下降,且存在显著异常收益,进而可以说明“两会”的召开确实会引起市场的过度反应,存在会议效应,而这一结论同 Singer(2012)的美国国会开会期间股市表现及 Kakani 和 Ghalke(2006)中印度议会开会对于印度股市的影响是一致的。分别看三种指数可以发现,沪深 300 标准差大于上证综指且略微大于深证成指,表明沪深 300 指数的累计平均异常收益率在两会期间波动强度最为剧烈,同图 3 特征吻合。

(二) 不同行业会议效应检验

不同行业由于其特有的行业背景、结构等原因对同一宏观影响因素的反应是不同的,而“两会”作为我国最为重要的全国性会议,每年均会释放出大量政治经济信号,这些信号会迅速为市场所吸收,不同信号所涉及的行业不同,因此不同行业对于“两会”的反应程度也是截然不同的。本文以沪深 300 行业指数系列为研究对象,检验不同行业在 2005-2017 年“两会”期间是否存在会议效应现象。

通过对 10 只沪深 300 行业指数日收益率数据进行处理,对事件窗中的每一日计算平均异常收益率(AAR),再据此计算每一日累计平均异常收益率,最后得到累计平均异常收益率(CAAR)随时间 t 的变化规律,如图 5 所示,其中横坐标为事件窗日期,纵坐标为 CAAR 值。

如图 5 所示,10 只行业指数在整个事件窗期间整体的累计平均异常收益率(CAAR)均小于 0,当 $T=0$,即会议开始时各行业指数收益率均有小幅回升,而后除能源行业外大部分行业指数呈现出累计平均异常收益率(CAAR)逐步下降的走势,直到会议结束后第一天才有所缓解,而能源行业指数的 CAAR 则是从会议中期开始下降。图 5 行业指数走势可以表明,各行业股票对于“两会”的召开存在过度反应,且不同行业指数对于“两会”的召开的过

度反应程度存在差异,其中材料、信息、可选、医药反应最为强烈,而能源、金融地产、电信等行业对“两会”召开反应相对较小。

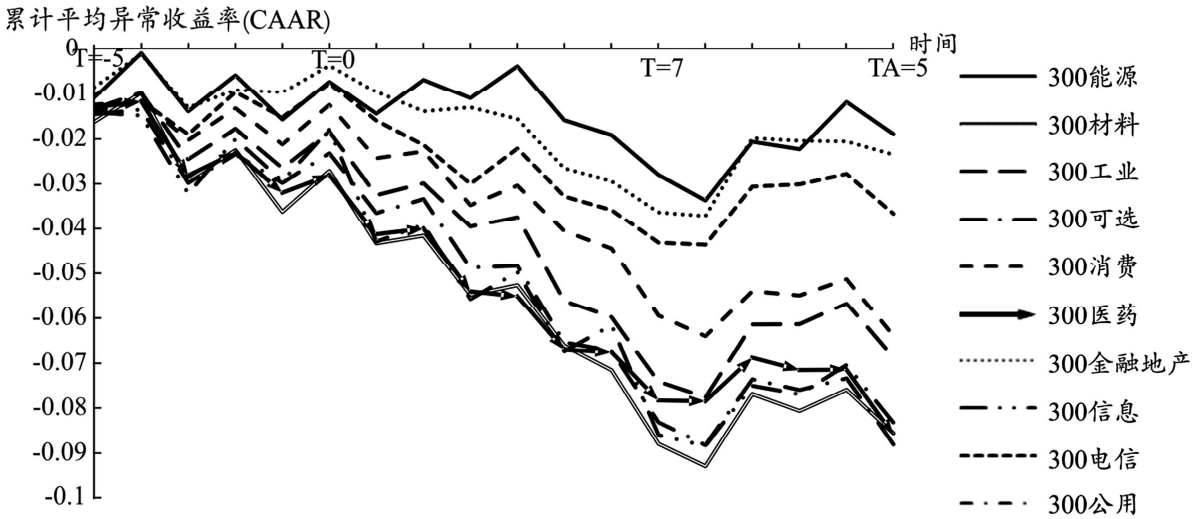


图 5 行业指数累计平均异常收益率 (CAAR) 变化图

随后,本文通过 SPSS 软件对 10 只行业指数的累计平均异常收益率 (CAAR) 进行显著性检验,以此来说明是否存在会议效应。统计检验结果如表 4。

表 4 沪深 300 行业指数价格效应统计结果

行业	300 能源	300 材料	300 工业	300 可选	300 消费	300 医药	300 金融地产	300 信息	300 电信	300 公用
均值	-1.5%	-5.4%	-4.3%	-5.1%	-3.5%	-5.1%	-1.7%	-5.1%	-2.5%	-3.3%
标准差	0.8%	2.7%	2.2%	2.6%	1.9%	2.4%	1.0%	2.6%	1.1%	2.2%
最大值	-0.1%	-1.0%	-1.0%	-1.4%	-1.2%	-1.2%	-0.1%	-1.4%	-0.8%	-0.2%
最小值	-3.4%	-9.3%	-7.8%	-8.8%	-6.4%	-8.6%	-3.7%	-8.8%	-4.3%	-6.5%
T 值	-7.30	-8.33	-8.16	-8.26	-7.94	-8.98	-7.10	-8.40	-9.26	-6.54
P 值	0.00 ***	0.00 ***	0.00 ***	0.00 ***	0.00 ***	0.00 ***	0.00 ***	0.00 ***	0.00 ***	0.00 ***

从表 4 统计结果来看,在事件窗口期间,10 只行业指数的累计平均异常收益率 (CAAR) 的均值均显著不为 0,说明在“两会”召开期间收益率下降,且存在显著异常收益,进而说明各行业指数对于“两会”的召开存在过度反应。其中,材料行业、信息行业、可选行业、医药行业收益率较低且波动幅度较高,收益稳定性较其他行业更差,这也与图 5 结论相吻合。而能源行业、金融地产行业、电信行业收益高且波动幅度较低,收益稳定性较其他行业更好,同样与图 5 结论相符合。

(三) 实证检验结果分析

通过对三种综合指数及 10 只行业指数的分析检验,本文发现我国股票市场对于“两会”的召开存在显著的会议效应现象,并结合综合指数及行业指数的实际走势给予如下分析:

1.在“两会”召开期间,参会委员会提出与宏观经济相关的政策建议及意见并进行讨论,因此存在大量的不确定性,这种不确定性扩散到股票市场中的表现就是波动率上升同时收益率下降,这种波动率与收益率的变化同 Ferguson 和 Witte (2006)、Singer (2012)、Kakani 和 Ghalke (2006) 对于美国及印度议会的实证研究结论一致。同时考虑到“两会”在我国政治决策方面的地位,每年在“两会”召开前,各种渠道的媒体均会对“两会”进行大量报道,也加大了投

资者对“两会”的关注度,投资者对“两会”可能涉及到的领域也有诸多猜测,这种过度关注度也使得股票市场在整个研究事件窗期间的累计异常收益率“高开低走”,具有显著过度反应特征。

2. 上证综合指数的异常收益率要明显高于其他两种指数;通过三种指数的 CAAR 曲线可以得到三种指数对于会议的召开都存在着过度反应,而反应的幅度有所不同,其中沪深 300 指数的反应是最为显著的,其次是深证成份指数,最后是上证综合指数。这种现象与它们所编制的成份股类型有关,深证成份指数多是一些实力背景薄弱的中小型企业,因此“两会”的政策不确定性会扩大对于成份股公司影响,导致这一类公司风险增加,收益率减小幅度较快。而上证综合指数中多是一些实力雄厚且具有国家背景的大型公司企业,因此对于“两会”的召开反应较小。而较为特殊的是沪深 300 指数,沪深 300 指数成分股以市值大、风险低、稳健为特色,为股市中流砥柱,但在本文分析中,其在“两会”召开期间的风险波动表现大于上证综指及深证成指,且收益率反应较大,也是有趣的地方,未来可进一步分析研究。

3. 10 只沪深 300 行业指数在“两会”召开期间均呈现收益率下降的走势,各行业股票对“两会”的召开均表现出过度反应。而不同行业指数对于“两会”召开的过度反应程度存在差异,其中材料、信息、可选、医药等行业过度反应最为强烈,而能源、金融地产、电信等行业反应相对较小。这是由于“两会”召开期间,各行业代表委员均会提出针对相关行业发展的建议及意见,例如推动金融改革、医疗改革、加大能源投入力度等等,因此相关行业的股票大多会产生波动,而因为能源、金融地产、电信等行业一直是我国行业发展中较为成熟的行业,信息、可选、医药等行业则属于较新兴行业,因此其所产生的过度反应程度也不尽相同。

四、稳健性检验

前文对我国股票市场是否在“两会”召开期间存在会议效应用事件研究法进行了验证,得出在“两会”召开期间的异常收益率具有持续下跌的走势特征,股票市场对于“两会”的召开存在着明显的反应过度。本部分将对会议效应从两方面进一步进行稳健性分析:(1)将事件窗中的会议后期时间段延长至 30 天;(2)将估计期延长至 120 天,事件窗中会议前时间段及会议后时间段长度同时延长至 30 天。通过两个时间段的调整进一步验证会议效应的存在及特性。

(一) 将事件窗中的“会议后”时间段延长至 30 天

将事件窗中会议后时间段延长至 30 天后,得到三种指数的平均异常收益率(AAR)及累计平均异常收益率(CAAR),如图 6 及图 7 所示。

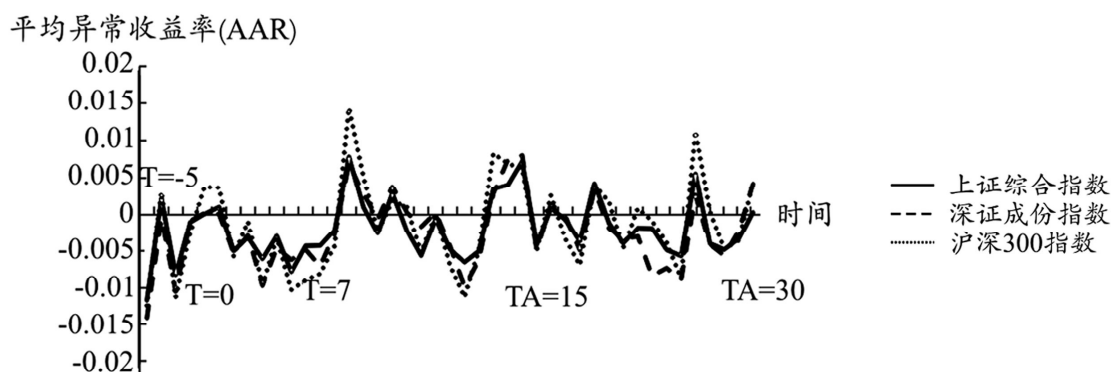


图 6 三种指数平均异常收益率(AAR)变化图

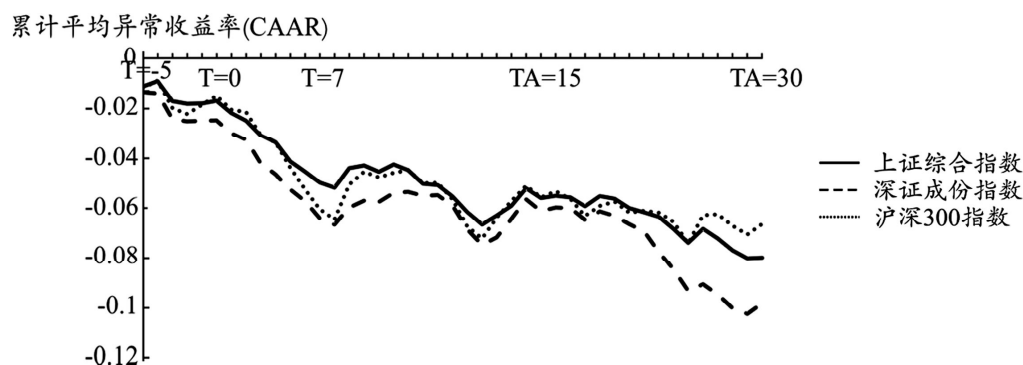


图7 三种指数累计平均异常收益率(CAAR)变化图

在事件窗内,三种指数具有明显的下行且为负值的平均异常收益率,其中上证综合指数的平均异常收益率波动幅度最小,相对深证成指与沪深300较为稳定。而三种指数的累计平均异常收益率(CAAR)均小于0,并且在 $T=0$ 时,收益率有小幅上升,后开始回落,呈下降的走势,也可以说明市场对于“两会”的召开存在过度反应,而这一现象直到会议结束后才开始有所缓解。

(二) 将估计期延长至120天,事件窗中的“会议前”及“会议后”延长至30天

根据图8与图9可以发现,上证综指的异常收益率相对于深证成指与沪深300在各个时期波动幅度都是最小的。在会议开始前30天,累计平均异常收益率呈现出先上升后快速下降的走势,直到会议结束后才停止,随后逐步回升,回归理性价格区间。这种走势特征可以说明市场对于“两会”的召开存在过度反应,具体变动均通过显著性检验。

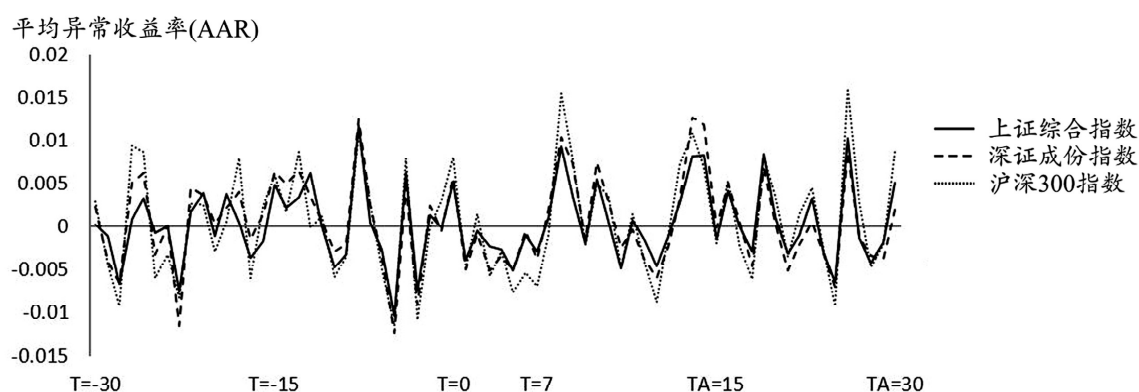


图8 三种指数平均异常收益率(AAR)变化图

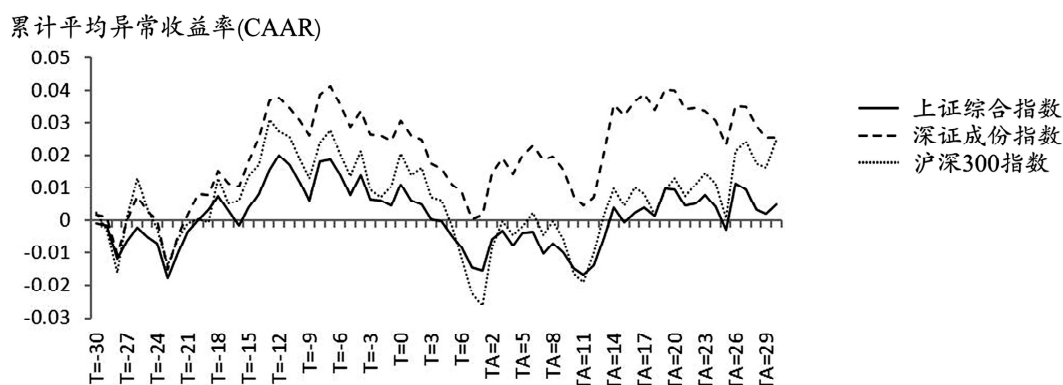


图9 三种指数累计平均异常收益率(CAAR)变化图

五、结论

本文以中国三种主要股票价格指数为研究对象,运用事件研究法以2005–2017年为时间段检验中国股市是否存在基于“两会”的会议效应。根据过度反应理论,“两会”作为我国重要的全国性政治会议,其召开吸引了众多投资者的关注,每天大量的新闻报道都使得投资者更倾向于过度的关注当前信息,而“两会”期间可能出现的不确定性又使得投资者容易产生系统性心理偏差,这种心理偏差会对股票价格产生剧烈的影响,提高了股票的异常收益率;而当会议结束后,投资者逐渐掌握会议的全部信息,其不确定性减小,股票价格的走势会得到反转,市场逐渐回归理性。通过实证研究发现,“两会”期间中国股市确实出现显著的累计平均异常收益率持续走低,且负收益率天数多于正收益率天数,市场反应过度的现象。并且在调整了时间窗长度的条件下,这种现象依然显著存在。说明中国股市对于“两会”的召开存在过度反应现象,且三种指数对“两会”的召开表现出不同的反应程度。

进一步对沪深300行业指数作效应分析时发现,10只行业股票对于“两会”的召开均表现出过度反应。而不同行业指数对于“两会”的召开的过度反应程度存在差异,这种差异反映了一些新兴行业(材料、信息等)对于政策有着高度的依赖程度,其对于“两会”召开的敏感程度高于传统行业(能源、电信等)。

本文的研究发现中国股票市场在“两会”期间存在着特殊会议效应,这种异象不仅依托于“两会”对我国经济社会的影响程度,而且依托于我国金融市场投资者对政策的敏感程度所产生的心理偏差,两种因素导致了股票市场对“两会”所产生的特殊异象,也给予投资者可能的套利空间。

本文采用的是指数分析,指出了基于“两会”的会议效应的存在,但由于所选指数中包含的股票从规模及成熟度上均具有一定局限性,多为成熟型大公司股票,因此未来可以选择个股股票进行分析,或加入创业板股票,或通过选取不同规模、不同行业的股票,更为深入细致地研究“两会”对于股票市场的影响,由此提出更为细致的交易策略。

参考文献:

1. 岑维、李士好、童娜琼, 2014:《投资者关注度对股票收益与风险的影响——基于深市“互动易”平台数据的实证研究》,《证券市场导报》第7期,第40–47页。
2. 何瑞卿、谢汉昌, 2015:《投资者情绪、市场理性与新股价格的半理性繁荣》,《现代金融》第7期,第3–12页。
3. 刘锋、叶强、李一军, 2014:《媒体关注与投资者关注对股票收益的交互作用:基于中国金融股的实证研究》,《管理科学学报》第1期,第72–85页。
4. 陆磊、刘思峰, 2008:《中国股票市场具有“节日效应”吗?》,《金融研究》第2期,第127–139页。
5. 王浩, 2009:《中国股票市场会议效应研究》,西北大学硕士学位论文。
6. 王宜峰、王燕鸣, 2014:《投资者情绪在资产定价中的作用研究》,《管理评论》第6期,第42–55页。
7. 唐静武、王聪, 2009:《市场情绪、溢价与波动》,《经济评论》第4期,第58–64页。
8. Brown, S.J., and J.B., Warner. 1985. “Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies.” *Journal of Financial Economics* 14(1): 3–31.
9. De Bondt, Werner F.M., and Richard Thaler. 1985. “Does the Stock Market Overreact?” *The Journal of Finance*

- 40(3):793–805.
- 10.Fama, Eugene F.1998.“Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance.” *Journal of Financial Economics* 49(3): 283–306.
- 11.Ferguson, M.F., and H.D.Witte.2006.*Congress and the Stock Market*. Social Science Electronic Publishing.
- 12.Hanabusa, K.2012.“The Effect of 107th OPEC Ordinary Meeting on Oil Prices and Economic Performances in Japan.” *Renewable & Sustainable Energy Reviews* 16(3): 1666–1672.
- 13.Ho, Jack S.2012.*Market Reaction to Political and National Budget Announcements in the Period 1981–2011: The Malaysian Evidence*. Kuala Lumpur:University of Malaya.
- 14.Kakani, R.K.,and A.S.Ghalke.2006.“Parliament Session Effect on the Indian Stock Markets.” *Ssrn Electronic Journal* 76(3): 297–309.
- 15.Kelly, B., L. Pástor, and P.Veronesi.2016.“The Price of Political Uncertainty: Theory and Evidence from the Option Market.” *The Journal of Finance* 71(5): 2417–2480.
- 16.Lamb, R.P., K.C.Ma, R.D.Pace, and W.F Kennedy.1997.“The Congressional Calendar and Stock Market Performance.” *Financial Services Review* 6(1): 19–25.
- 17.Lucca, D.O., and E.Moench.2015.“The Pre-FOMC Announcement Drift.” *The Journal of Finance* 70(1): 329–371.
- 18.Pástor, L., and P.Veronesi.2013.“Political Uncertainty and Risk Premia.” *Journal of Financial Economics* 110(3): 520–545.
- 19.Singer, Eric T.1992.“Legislator, Go Home! –How Congress Can Help the Stock Market.” New York, *Barron's*, 1992–03–02.
- 20.Singer, Eric T.2012.*Trade the Congressional Effect: How to Profit from Congress's Impact on the Stock Market*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- 21.Zacks, L. 2011.*The Handbook of Equity Market Anomalies: Translating Market Inefficiencies into Effective Investment Strategies*. New Jersey: John Wiley & Sons.

Congressional Effect in Chinese Stock Market Based on NPC & CPPCC Sessions

Han Jiatong¹, Xiong Xiong², Zhang Wei² and Zhang Yongjie²

(1: School of Finance, Tianjin University of Finance and Economics;

2: College of Management and Economics, Tianjin University)

Abstract: In this paper, we select daily returns of Shanghai Composite Index, CSI 300 and SSE Component Index between 2005–2017 to set up an empirical model. We use Event Study to analyze the changes in cumulative average abnormal return around the Two Sessions (NPC & CPPCC) from the perspective of investor behavior. The empirical results show that the cumulative average abnormal returns of these indexes are all significantly decreased to different degrees. In the analysis of CSI 300, we find that the Two Sessions both have congressional effect on different sectors, but the overreacting effect varies. Finally, by adjusting the length of event window and estimation window, the results can pass through robustness tests. From the study, we find that there exists congressional effect in Chinese stock market; investors pay close attention to the meeting; market shows an overreacting effect.

Keywords: Congressional Effect, Event Study, Overreaction

JEL Classification: D03, G14

(责任编辑:陈永清)