

金融市场中的春节效应

很多人都相信春节对金融市场有扰动作用。但无论在学界还是业界，都鲜有对金融市场中春节效应的全面研究。本报告正是为了弥补这块缺憾而做。我们通过对春节前后 4 个月周度数据的分析，研究了春节对金融市场的影响。我们定义“春节效应”为春节前后金融市场走势的明显变化。不过，某些市场中即使没有我们所定义的春节效应，而不乏投资者需要关注的地方。比如说，在股票市场、人民币即期汇率市场、以及大宗商品市场中，春节附近都有比较明显的上升/下降趋势，值得注意。

通过分析过去几年的数据，我们对春节附近金融市场的走势得到了以下几点主要观察：

- 在股票市场中难以看见明显的春节效应，春节前后股价一般都会持续上行。这一规律对大盘股和小盘股，周期板块和非周期板块都适用。
- 春节对债券短期收益率有比较明显的影响——节前短期收益率一般会走高，然后在节后回落。春节对长端收益率和信用债收益率没有明显影响，这二者在春节前后也没有明显的上行或下行趋势。
- 人民币即期汇率中看不见春节效应。春节前后人民币对美元都会持续升值。但在 NDF 市场中，春节似乎是人民币对美元隐含升值率的一个低点。
- 春节对大宗商品价格没有什么影响。春节前后大宗商品价格一般都会持续上涨。

联系人：

徐高

010-56513082

gaoxu@ebscn.com

分析师：

何媛媛

(执业证书编号：S0930511010008)

感谢**王艺伟**为本报告编制所提供的帮助

宏观团队成员：

徐高，钟正生，谢亚，王艺伟

内容目录

引言	1
股票市场	2
债券市场	3
人民币汇率市场	4
大宗商品市场	4
参考文献	5

图表目录

图 1. 上证综指在春节前后一般会上涨	2
图 2. 但 2008 年春节是一个明显的例外	2
图 3. 春节前后股价上涨的规律对大小盘股都成立	3
图 4. 上涨规律对周期性与非周期性的板块也都适用，不过周期股的涨幅更大一些	3
图 5. 7 天回购利率在春节前一般会有较大波动	3
图 6. 1 年期国债收益率在节后一般会下行	3
图 7. 春节对 10 年期国债收益率的影响不大	4
图 8. 国债收益率期限利差在节后一般会增加	4
图 9. 春节对中票收益率的影响不大	4
图 10. 信用利差中也难以看到春节的影响	4
图 11. 春节对中票收益率的影响不大	5
图 12. 信用利差中也难以看到春节的影响	5
图 13. CRB 大宗商品价格指数在春节前后一般会上升	5
图 14. 油价在春节前后也一般会持续上行	5

引言

国际上关于假日效应的研究最早可追溯到 1930 年代。所谓节日效应 (holiday effect)，是指金融市场中因为特定的节日而带来的价格异常变动。这方面的研究始于美国。Fields (1931) 通过计算 1915-1930 年间道琼斯指数的日常以及节前均值，发现节前一个交易日指数显著低于临近交易日指数均值，从而说明美国股票市场存在节前效应。此后的研究基本上延续了 Field 的思想，通过对不同国家股票市场指数进行统计及计量分析，研究特定节日效应的存在问题。以美国的一月效应 (圣诞节效应) 为例：Rozeff 和 Kinney (1976) 最早发现，一月份股票平均回报率高于其他月份；大多数学者如 Lakonishok 和 Smidt (1988) 通过统计描述方法证实美国股票市场存在节前效应，并且存在一月效应。

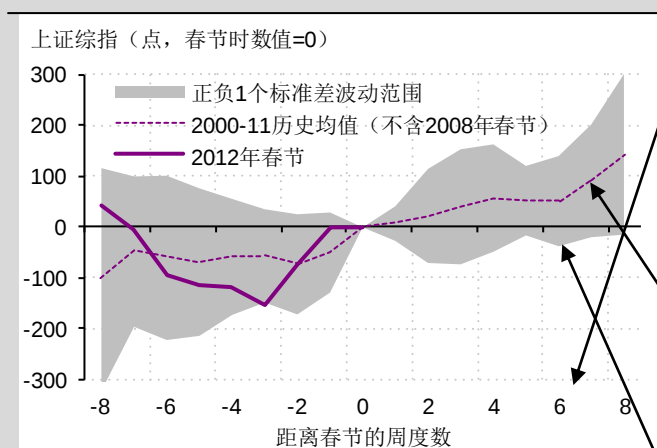
我国学术界也对股市中的春节效应做过一些研究。我国对节日效应以及春节效应的研究起步较晚，不过大部分实证研究的结果认为我国股票市场存在春节效应。仪垂林 (2005) 发现上证综指春节前后一天的收益分别是 1996 年至 2002 年间日数据样本收益均值的 25 倍和 37 倍；王杉 (2006) 用时序回归的方法发现二月效应 (春节效应) 显著存在；陆磊和刘思峰 (2008) 采用描述性统计与计量回归方法对 1996 年至 2007 年上证综指每日收益率进行研究，发现春节有正的节前效应和节后效应。

本报告将对春节效应的研究推广到了整个金融市场，试图在股票、债券、汇率和大宗商品的价格中找到春节的影响。与通常的学术研究不同的是，我们不研究春节前后几天股市的走势，而是研究春节前后 4 个月内金融市场大的变化规律，除了要找出春节带来的影响外，还试图归纳出春节前后金融市场走势的一般特征。所以，从严格意义上来说，本报告研究的内容不仅止于春节效应。

专题框：怎样读图？

在进入具体的数据之前，我们先介绍在本报告中，我们怎样通过图来展示春节前后的金融市场走势。

框图：上证综指春节前后走势



资料来源：CEIC

- 我们研究的数据是春节前后的周度数据，并将春节所在周设定为横轴的零点。为了刻画金融指标在春节前后的走势，我们选取春节前后总共 17 周（约 4 个月）的周度数据作为研究对象——横轴上的数字代表距离春节的周数（负数表示该周在春节之前）。
- 将金融序列春节当周的指数数值正规化为 0。正规化后的序列是每周指标数值相对春节数值的偏离。不同年份春节附近金融指标的绝对水平有很大不同，难以做直接比较。因此，我们对指标做了正规化处理，将春节的数值设为 0，其余各周数值做相应调整。这样，图中金融序列的纵坐标数值表示的是各周数值相对该序列春节时点数值的偏离程度。
- 历史均值曲线（图中虚线）代表了春节前后指标通常的历史走势。我们计算了春节前后每周数据相对春节数值偏离的历年均值（2000 年至 2011 年，2008 年除外），用图中的虚线表示。这条线代表了春节前后指标平均的历史走势，是研究春节效应的主要对象。
- 阴影部分刻画了春节前后指数波动的范围。阴影部分描述的是正规化后指数围绕历史均值正负一个标准差的波动范围。

我们自己定义了“春节效应”。在学术文献中，节日效应往往被定义为节日附近几天金融价格的异常。由于我们研究的时间跨度更长，这一定义并不适用。在本报告中，我们定义“春节效应”为春节前后金融市场走势的明显变化。如果在春节前后某个金融市场的走势没有太大差别，就认为在这个市场中没有春节效应。不过，没有春节效应并不代表就不需要关注。正如我们在下文中展示的，在股票和人民币即期汇率市场中，春节附近都有比较明显的上升/下降趋势，值得投资者关注。

通过分析过去几年的数据，我们对春节附近金融市场的走势得到了以下几点主要观察：

- 在股票市场中难以看见明显的春节效应，但春节前后股价一般都会持续上行。这一规律对大盘股和小盘股，周期板块和非周期板块都适用。
- 春节对债券短期收益率有比较明显的影响——节前短期收益率一般会走高，然后在节后回落。春节对长端收益率和信用债收益率没有明显影响，这二者在春节前后也没有明显的上行或下行趋势。
- 人民币即期汇率中看不见春节效应。春节附近人民币对美元都会持续升值。但在 NDF 市场中，春节似乎是人民币对美元隐含升值率的一个低点。
- 春节对大宗商品价格没有什么影响。春节前后大宗商品价格一般都会持续上涨。

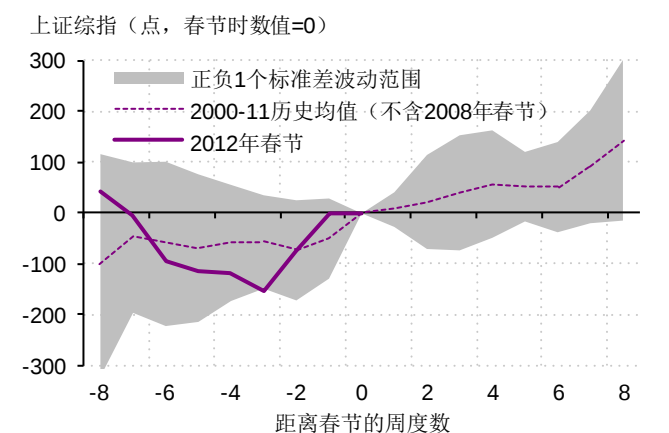
股票市场

股票价格在春节前后一般都会持续上涨，春节的影响不明显。在过去 10 多年的各个春节前后（除去 2008 年），股票价格一般都会呈现趋势性的上涨。春节前后的 4 个月中，上证综指平均上涨幅度超过 200 点（图 1）。不过 2008 年春节是个明显的例外。当时，上证综指正处于从 2007 年 10 月的 6124 点滑向 2008 年 11 月 1664 点的大熊市中，春节前后的 4 个月中指数下滑幅度超过 1500 点（图 2）。

春节前后股价上涨的规律对大盘股和小盘股，周期性和非周期性板块都适用。过去 10 多年的历史数据（不含 2008 年春节）显示，无论是大盘股还是小盘股，春节前后 4 个月内一般都会上涨，上涨幅度在 200 点左右。其中小盘股的涨幅略大（图 3）。这一上涨规律对周期和非周期板块也都适用。但周期板块的涨幅明显大于非周期板块（图 4）。

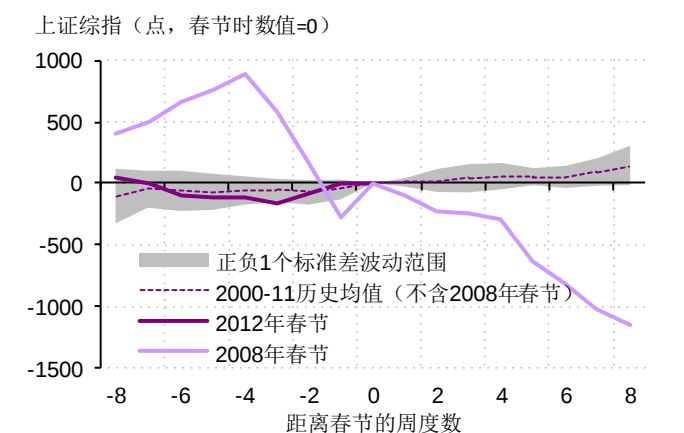
2012 年春节前的股市整体走势并未明显偏离历史规律，但中小盘股和非周期股的下跌幅度反常的大。2012 年春节前两个月内，A 股股指整体略有下滑。不过这主要是因为大盘股和周期类股票在节前反弹明显。小盘股和非周期类股票在这 2 个月中下跌明显，与历史走势有明显背离。

图 1. 上证综指在春节前后一般会上涨



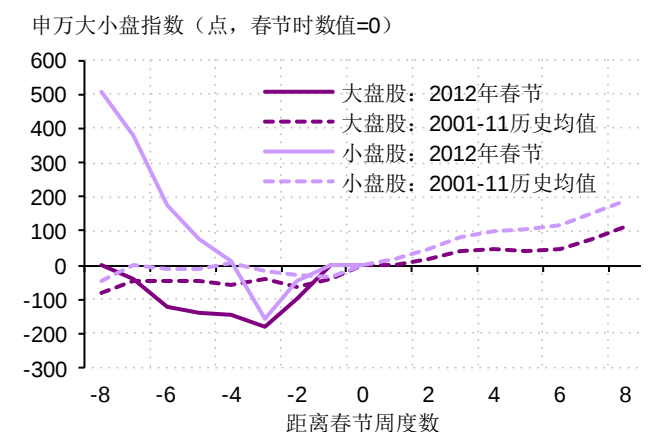
资料来源：CEIC

图 2. 但 2008 年春节是一个明显的例外



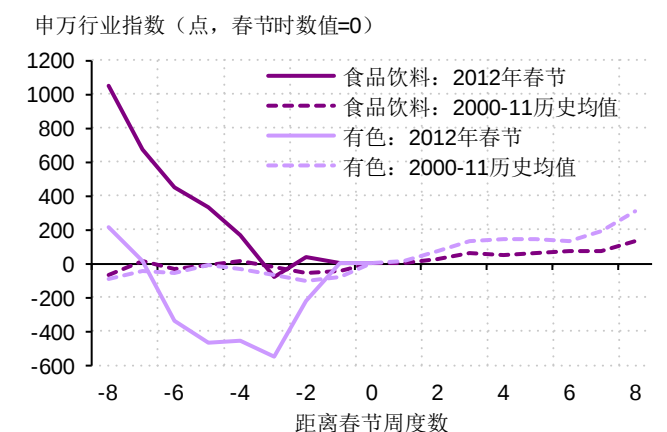
资料来源：CEIC

图 3. 春节前后股价上涨的规律对大小盘股都成立



资料来源：CEIC

图 4. 上涨规律对周期性与非周期性的板块也都适用，不过周期股的涨幅更大一些



资料来源：CEIC

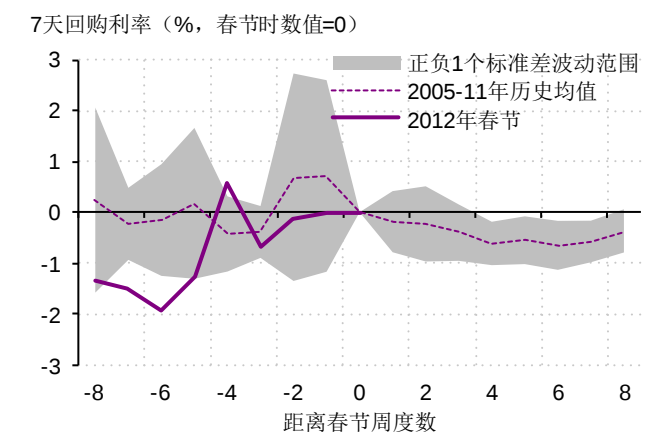
债券市场

春节对债券市场的影响更多表现在短期利率上。作为衡量银行间市场流动性的重要指标之一，7天回购利率在春节前一般会走高，并具有较高的波动（图 5）。这一方面是因为节前资金面会因为节日的需求而趋紧。另一方面是因为春节假期会人为拉长借款的期限——算上春节长假，节前一周做的7天回购实际期限会到两周——因此需要支付更高的利息。节后，7天回购利率平均起来会走低50个基点左右。1年期国债收益率的走势与7天回购类似，节后平均起来收益率可走低10个基点左右（图 6）。

春节对国债长端收益率和信用债收益率的影响不明显。10年期国债收益率中难以看见明显的春节影响（图 7）。相应的，国债收益率的期限利差（10年期收益率减去1年期收益率）会因为短端收益率的下行而在节后拉大（图 8）。5年期AA级中票收益率（信用债收益率的重要指标之一），以及信用利差（中票与国债收益率之差）中也难以看见明显的春节效应（图 9，图 10）。

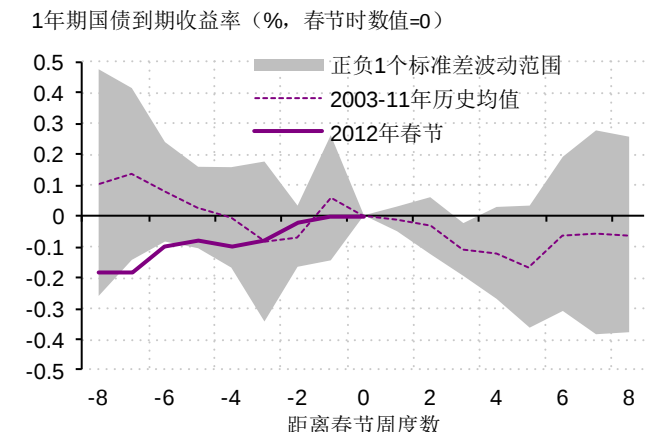
2012年春节前，债券市场中各个指标的走势与历史规律没有太大的差别。

图 5. 7天回购利率在春节前一般会有较大波动



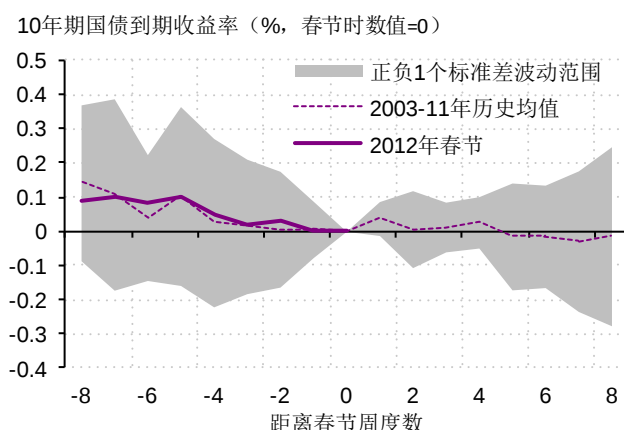
资料来源：CEIC

图 6. 1年期国债收益率在节后一般会下行



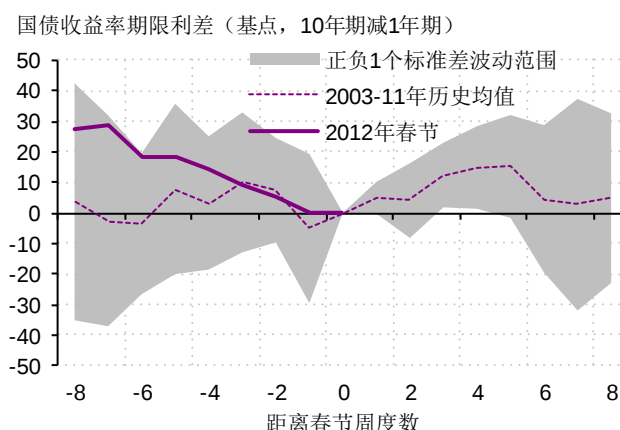
资料来源：CEIC

图 7. 春节对 10 年期国债收益率的影响不大



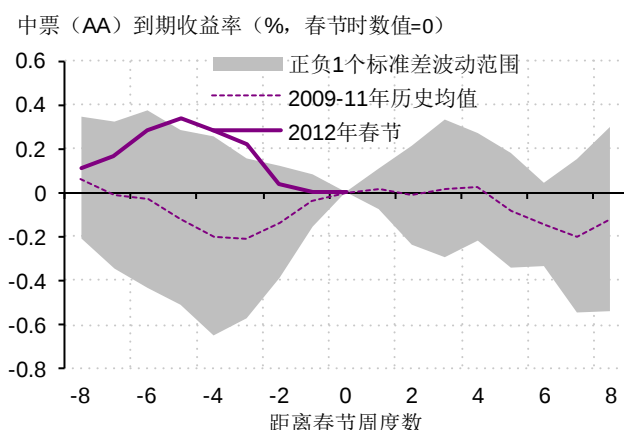
资料来源: CEIC

图 8. 国债收益率期限利差在节后一般会增加



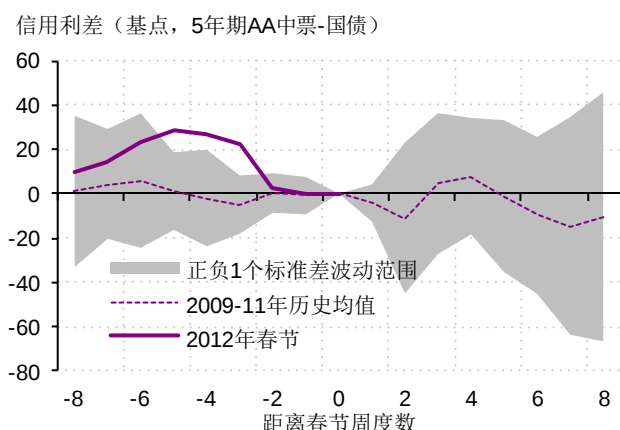
资料来源: CEIC

图 9. 春节对中票收益率的影响不大



资料来源: CEIC

图 10. 信用利差中也难以看到春节的影响



资料来源: CEIC

人民币汇率市场

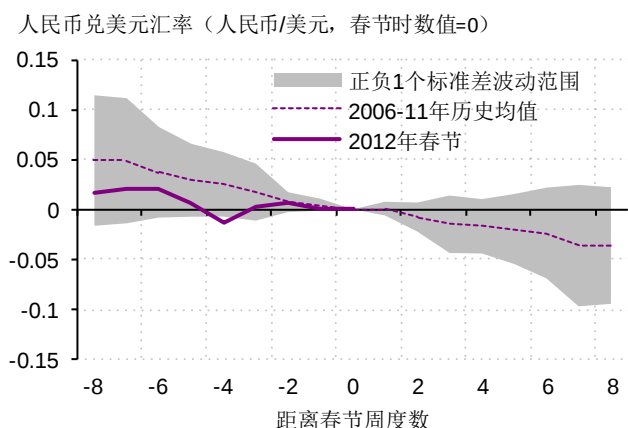
春节对人民币即期汇率没有什么影响。从 2005 年汇改开始以来，人民币对美元持续升值。因此，自 2006 年春节以来，春节前后人民币对美元都保持了比较恒定的升值速率，没有因为春节而发生明显波动。2012 年春节之前，人民币对美元仍保持升值的趋势，但升值速率低于过去几年的均值（图 11）。

春节似乎是 NDF 市场中人民币对美元升值预期的低点。在过去几年中，春节往往是离岸的人民币不可交割远期（NDF）市场中，人民币对美元升值预期的低点。不过 2012 年春节前是个较为明显的例外，在春节前升值预期有明显上升。这主要是因为 2011 年 4 季度中国曾经有大量资本流出，令 NDF 市场中持续出现了人民币的贬值预期。在 2012 年春节前，贬值预期因为资本流出的停止而明显改善。因此在节前升值预期不降反升（图 12）。

大宗商品市场

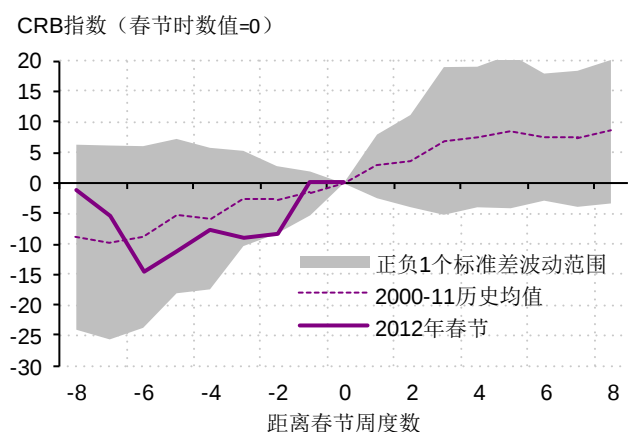
春节前后大宗商品价格一般会持续上涨。这一点在 CRB 大宗商品价格指数，以及 NYMEX 原油期货价格中都可以找到证据（图 13，图 14）。

图 11. 春节对中票收益率的影响不大



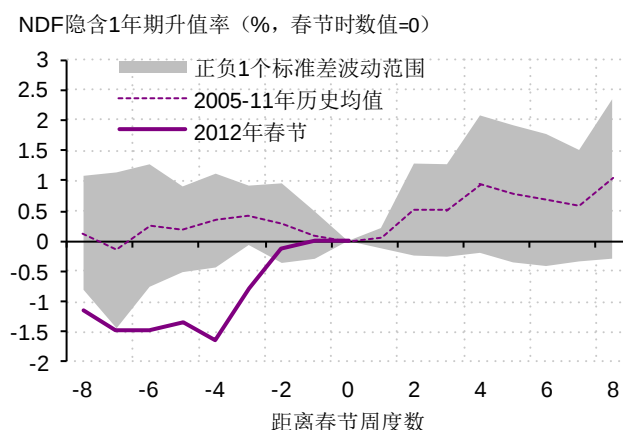
资料来源：CEIC

图 13. CRB 大宗商品价格指数在春节前后一般会上升



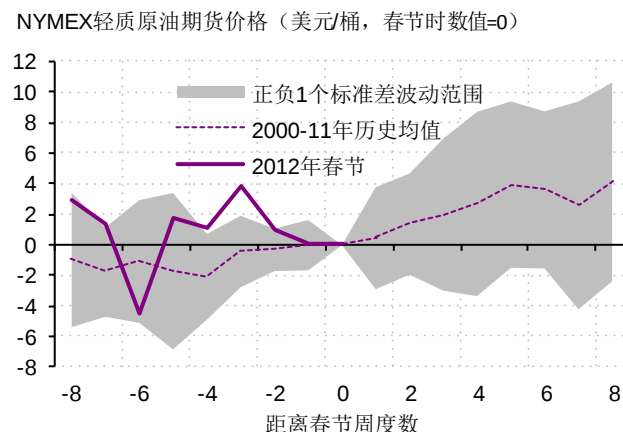
资料来源：CEIC

图 12. 信用利差中也难以看到春节的影响



资料来源：CEIC

图 14. 油价在春节前后一般会持续上行



资料来源：CEIC

参考文献

Fields, M. J., 1931, "Stock Prices: A problem in Verification," Journal of Business, 4, 415-418

Lakonishok, Josef. and Seymour Smidt, 1988, "Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective", The Review of Financial Studies, Vol.1, No. 4, 403-425

Rozeff, Michael S. and William R. Kinney, 1976, "Capital market seasonality: The case of stock Returns", Journal of Financial Economics 3, 379-402.

陆磊, 刘思峰. 中国股票市场具有“节日效应”吗? [J]. 金融研究. 2008(2)

王杉, 张璐. 中国股票市场的春节效应的实证研究[J]. 社科纵横. 2006(04)

仪垂林, 王家琪. 上海股市法定节日及传统节日效应的实证研究[J]. 第四届国有经济论坛-东北老工业基地国有企业制度创新学术研讨会论文集. 2004(12)

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

徐高，北京大学中国经济研究中心经济学博士，西南交通大学工学硕士、学士。2011年5月加入光大证券，任首席宏观分析师。之前，曾任瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家及研究助理等职。

钟正生，中国人民大学经济学院经济学博士，湘潭大学经济学硕士，曾任职中国人民银行，从事宏观经济和货币政策研究。2011年4月加盟光大证券研究所宏观团队，任宏观分析师。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com