

上证综指日历效应简析

■ 乔国荣 毛婧宁 马 遥

摘要:“日历效应”指金融市场与日期相联系的非正常收益、非正常波动,主要包括季节效应、月份效应、星期效应和节日效应。早期研究发现A股市场存在明显的日历效应。近年来,随着我国资本市场生态不断净化、对外开放程度日渐提升、投资者结构愈加均衡,A股的运行环境已得到明显优化。为此,本文再次对A股日历效应进行了检验,发现相较国际代表性指数,上证指数日历效应仍较为显著,表现出“周一、周四效应”“2月、12月效应”及一定程度上的“春节、国庆节效应”。此外,全球发达和新兴市场同样存在日历效应,但日历效应随市场有效性提高而减弱,表现形式也随市场的发展而变化。

关键词: 日历效应; 收益异象; 上证综指; GARCH 模型

中图分类号: F832 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-0753(2020)09-0056-09

DOI:10.14057/j.cnki.cn43-1156/f.2020.09.006

一、日历效应的理论解释

市场未达到弱式有效水平是产生日历效应的主要原因。1930年,Fred C.Kelly首次发现日历效应,指出纽约股票市场存在周一收益率异常偏低的现象。1942年,Wachtel在《股票价格确定的季节性变动》一文中提出纽约股票市场在一月份会出现收益率和交易量异常的现象。之后,日历效应的研究在理论与方法上日臻丰富与完善。国外学者研究发现,全球主要股票市场均存在日历效应,只是程度和表现形式有所差异。在1965年有效市场假说(EMH)提出后,学者进一步将日历效应与之相联系,认为日历效应的存在说明股市走势并非完全随机,市场也未达到弱式有效的水平。我国学者在本世纪初进行大量的研究,发现我国也存在日历效应。

二、模型方法

本文通过描述性统计和构建GARCH计量模型对上证综指日历效应进行检验。在早期研究中,

学者主要通过平均值、均值、标准差等统计方法来刻画日历效应。上世纪80年代French开始采用最小二乘法(OLS)进行估计和分析。但由于金融资产收益率序列普遍具有自相关、异方差等特性,无法满足OLS中残差项需服从独立同分布、同方差的假设。为克服这一不足,部分学者开始采用自回归条件异方差(ARCH)模型和广义自回归条件异方差(GARCH)模型,目前这一方法已较为完善,并成为校验与衡量日历效应的主要方法。该类模型一般通过构建含有星期或月份虚拟变量的模型来对股市日历效应进行检测。这类模型一般表现为如下形式:

$$R_t = \sum_{k=1}^{5或12} \beta_k Dum_{k,t} + \varepsilon_t$$

其中, R_t 代表股票或股指收益率,用当日与前一日收盘价的对数差分表示; $Dum_{k,t}$ 代表k月(此时k最大值为12)或每周星期k(此时k最大值为5)

作者简介: 乔国荣,男,供职于中证资本市场运行统计监测中心,研究方向:资本市场与证券分析。本文不代表供职单位观点。

毛婧宁,女,供职于中证资本市场运行统计监测中心,研究方向:资本市场与证券分析。本文不代表供职单位观点。

马 遥,男,供职于中证资本市场运行统计监测中心,研究方向:资本市场与宏观经济。本文不代表供职单位观点。

的虚拟变量,在当月或当日取值为1,其余为0。此外, β_t 和 ε_t 分别代表虚拟变量的系数和残差。特别地,为了检验上证综指春节效应,我们还构建了含有春节虚拟变量的模型,具体形式为:

$$R_t = \beta \text{Dum}_t + \varepsilon_t$$

其中, Dum_t 为代表春节的虚拟变量,交易日处于春节前后5个交易日内时取值为1,其余为0。此外,我们还选取了春节前后10或20个交易日对虚拟变量进行赋值,进行稳健性检验。

为克服单独采用模型参数难以确定的缺陷,我们结合统计筛选和计量模型对日历效应进行检验。首先,通过比较收益率均值、中位数、上涨天数占比、累计收益率等关键统计指标,筛选出可能出现日历效应的时段,以提高计量模型分析的针对性和准确性;其次,由于上证综指各时段收益率序列的分布呈现“尖峰厚尾”的特征,不满足正态分布,且残差具有明显异方差性,所以通过构建虚拟变量模型,并采用基于t分布的GARCH(1,1)(GARCH-t)模型对筛选出的样本进行进一步检验,确定日历效应的具体时段。

三、实证检验与分析

(一) 上证综指的“星期效应”

图1显示了2006-2019年上证综指周一至周五每日收益率,可以看出,2006年以来^①,上证综指在周内各交易日的日均涨跌幅整体呈“N”型

走势,其中在周一的日均涨幅较大、上涨概率较高,在周四的日均跌幅较大、下跌概率较高。如表1所示,上证综指在周一、周三和周五日均分别上涨0.17%、0.09%和0.08%,上涨天数分别占59.16%、52.97%和55.24%;在周二和周四日均分别下跌0.02%和0.11%,下跌天数分别占41.98%和53.80%。结合均值、标准差、中位数等主要统计指标来看,发现周一、周二和周四与上证综指平均水平偏离较大,出现日历效应的可能性较大。进一步地,GARCH-t模型检验结果显示(见表2),上证综指周一的上涨效应和周四的下跌效应在统计层面较显著,这证明了上证综指存在周一的上涨效应和周四的下跌效应。

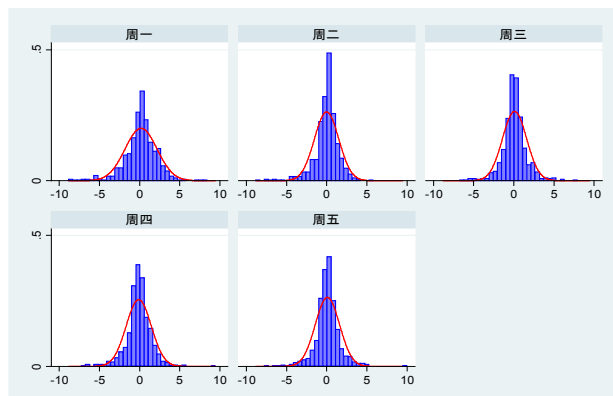


图1 周一至周五上证综指每日收益率分布直方图
(2006年至2019年)

(二) 上证综指的“月份效应”

表1 2006年至2019年上证综指走势及A股交易情况:周度统计结果

单位:%、亿股、亿元

月份	均值	标准差	中位数	最小值	最大值	上涨天数占比	偏度	峰度	累计收益	日均振幅	日均成交量	日均成交额
周一	0.17	1.99	0.27	-8.49	8.13	59.16%	-0.65	6.10	115.78	1.99	150.29	1643.93
周二	-0.02	1.52	0.13	-8.84	5.53	58.02%	-1.37	8.49	-13.06	1.86	148.93	1632.22
周三	0.09	1.51	0.06	-6.50	7.63	52.97%	0.05	6.67	60.58	1.85	147.02	1610.69
周四	-0.11	1.56	-0.08	-7.04	9.29	46.20%	-0.22	7.33	-78.02	1.83	145.39	1585.57
周五	0.08	1.51	0.09	-7.40	9.46	55.24%	-0.10	7.79	56.86	1.78	142.31	1552.38

数据来源:WIND,作者整理

表 2 2006 年至 2019 年上证综指星期效应计量模型检验结果

变量	系数	标准差	Z 值	P 值
周一	0.12%***	0.04%	2.75	0.60%
周二	0.00%	0.06%	-0.05	96.10%
周三	0.01%	0.05%	0.19	85.30%
周四	-0.11%**	0.05%	-2.13	3.30%
周五	0.05%	0.05%	0.98	32.70%

注：***、** 和 * 分别代表在 1%、5% 和 10% 的水平上显著，下同。

数据来源：WIND，作者整理

图 2 显示了 2006-2019 年上证综指 1 月至 12 月每日收益率。2006 年以来，上证综指每月的日均涨幅整体呈“双 W”型走势。如表 3 所示，1 月、6 月和 8 月日均分别下跌 0.05%、0.18% 和 0.10%，下跌天数分别占 43.17%、50.35% 和 50.16%。其中，6 月的日均跌幅较大、下跌概率较高。其余 9 个月表现为整体上涨，其中，2 月、4 月和 12 月分别上涨 0.16%、0.17% 和 0.18%，上涨天数分别占 60.70%、54.87% 和 54.25%，4 月和 12 月日均涨幅较大，2 月上涨概率较高。由此，2 月、4 月、6 月和 12 月出现日历效应的可能性较大。进一步地，GARCH-t 模型结果显示（见表 4），上证综指 2 月和 12 月的上涨效应在统计层面较显著，这证明了上证综指存在 2 月和 12 月的上涨效应。

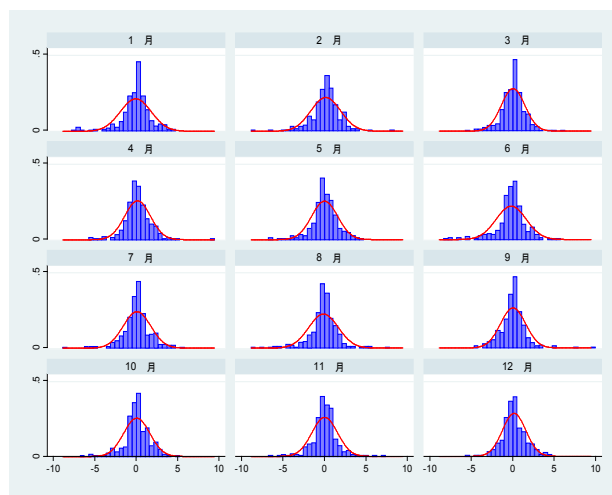


图 2 1 月至 12 月上证综指每日收益率分布直方图 (2006 年至 2019 年)

表 3 2006 年至 2019 年上证综指走势及 A 股交易情况：月度统计结果

单位：%、亿股、亿元

月份	均值	标准差	中位数	最小值	最大值	上涨 天数占比	偏度	峰度	累计 收益	日均 振幅	日均 成交量	日均 成交额
1 月	-0.05	1.86	0.20	-7.70	4.74	56.83%	-1.14	6.71	-13.12	2.04	137.43	1448.32
2 月	0.16	1.80	0.30	-8.84	8.13	60.70%	-0.57	7.59	36.32	1.97	140.59	1409.86
3 月	0.06	1.43	0.12	-5.42	6.12	56.63%	-0.18	5.33	17.58	1.78	161.69	1726.44
4 月	0.17	1.56	0.09	-5.62	9.29	54.87%	0.34	8.50	46.62	1.84	175.19	1995.36
5 月	0.03	1.58	0.02	-6.50	4.26	51.42%	-0.74	5.70	7.32	1.85	146.85	1749.73
6 月	-0.18	1.81	-0.01	-8.26	5.53	49.65%	-1.06	7.07	-50.06	2.03	143.50	1749.21
7 月	0.10	1.66	0.12	-8.48	5.76	56.13%	-0.68	6.87	29.84	1.93	150.66	1644.17
8 月	-0.10	1.78	-0.01	-8.49	7.63	49.84%	-0.68	7.89	-32.11	1.87	136.73	1489.33
9 月	0.05	1.52	0.09	-4.51	9.46	56.03%	1.18	10.54	14.82	1.65	130.10	1359.45

续表 3

10月	0.07	1.58	0.09	-6.32	4.76	54.73%	-0.61	5.09	17.49	1.83	134.67	1433.39
11月	0.04	1.55	0.05	-6.31	7.27	52.00%	-0.02	6.97	11.37	1.79	150.35	1612.07
12月	0.18	1.41	0.10	-5.43	4.32	54.25%	0.09	4.43	56.07	1.79	149.66	1578.82

数据来源：WIND，作者整理

表 4 2006 年至 2019 年上证综指月份效应计量模型检验结果

变量	系数	标准差	Z 值	P 值
1 月	-0.04%	0.07%	-0.59	55.70%
2 月	0.13%**	0.07%	1.96	5.00%
3 月	0.01%	0.06%	0.22	82.70%
4 月	0.07%	0.08%	0.84	40.30%
5 月	-0.08%	0.07%	-1.07	28.60%
6 月	-0.08%	0.07%	-1.20	23.10%
7 月	0.04%	0.07%	0.56	57.30%
8 月	-0.10%	0.07%	-1.36	17.40%
9 月	0.04%	0.08%	0.47	64.00%
10 月	0.08%	0.10%	0.79	43.10%
11 月	-0.02%	0.06%	-0.29	77.30%
12 月	0.13%*	0.08%	1.68	9.30%

数据来源：WIND，作者整理

(三) 上证综指的“节日效应”

春节和国庆节是我国的重要节日，通常而言均有七天长假，如前后适逢周末，休市时间更长。

1. “春节效应”

本文对 2006 年至 2020 年间的 15 次春节前后

A 股走势情况进行了考察（见表 5）。春节前，上证综指在节前两周和一周均有 12 次表现为上涨，3 次表现为下跌，上涨概率均为 80%；同期平均分别累计上涨 1.72% 和 1.85%^②，股指总体涨多跌少。结合股指波动情况看，节前两周和一周上证综指

表 5 2006 年至 2020 年春节前后上证综指走势及 A 股交易情况

单位：%、亿股、亿元

	前 10 个交易日	前 5 个交易日	后 5 个交易日	后 10 个交易日
日均涨跌幅	0.17	0.37	0.23	0.17
平均累计涨跌幅	1.72	1.85	1.11	1.63
上涨次数占比	80.00	80.00	80.00	73.33
日均振幅	1.90	1.67	1.89	1.90

续表 5

日均成交量	122.83	115.33	143.06	151.58
日均成交额	1274.37	1202.81	1475.28	1567.79

数据来源：WIND，作者整理

表 6 2006 年至 2020 年上证综指春节效应计量模型检验结果

变量	系数	标准差	Z 值	P 值
前后 5 个交易日	0.31%***	0.09%	3.32	0.10%
前后 10 个交易日	0.13%**	0.07%	2.03	4.20%
前后 20 个交易日	0.01%	0.05%	0.17	86.10%

数据来源：WIND，作者整理

日均振幅分别为 1.90% 和 1.67%，略有下降。春节后一周和两周 A 股^③日均成交金额分别为 1475.28 亿元和 1567.79 亿元，快速恢复至正常水平；同期平均分别累计上涨 1.11% 和 1.63%，上涨次数占比分别为 80% 和 73.33%，上涨幅度和上涨概率略弱于节前水平。整体看，春节前后上证综指上涨概率较大。GARCH-t 模型检验结果亦显示（见表 6），上证综指在春节前后一周和两周均存在明显的上涨效应^④。

2. “国庆节效应”

本文还对 2006 年至 2019 年间上证综指的“国庆节效应”进行了检验，结果显示（见表 7）：国庆节前，上证综指在节前两周和一周分别有 6 次和 7 次表现为上涨，上涨概率分别为 42.86% 和 50%；同期平均分别累计下跌 0.12% 和上涨 0.88%，股指总体跌多涨少。国庆节后一周和两周 A 股日均

成交金额分别为 1451.01 亿元和 1463.65 亿元，交投水平也回升至节前水平；同期平均分别累计上涨 1.69% 和 1.36%，上涨次数占比分别为 78.57% 和 71.43%，上涨幅度和上涨概率均明显高于节前水平。整体看，国庆前后一周上证综指上涨概率较大。GARCH-t 模型检验结果同样显示（见表 8），上证综指在国庆前后一周存在明显的上涨效应^⑤。上述检验结果也与 Huang（2017）的实证发现相互印证。

四、日历效应的原因分析

（一）上证综指出现“星期效应”的原因

市场主力投资者选择避险策略和提前卖出避免资金占用是引发“周一、周四效应”的主要原因。一般而言，为了避免周内股市行情出现较大波动，同时便于投资者充分“消化”相关信息，上市公司和监管部门倾向于在周末发布重要公告或信息，例如人民银行和各部委通常在周五盘后发布相关政策

表 7 2006 年至 2019 年国庆节前后上证综指走势及 A 股交易情况

单位：%、亿股、亿元

	前 10 个交易日	前 5 个交易日	后 5 个交易日	后 10 个交易日
日均涨跌幅	-0.01	0.17	0.32	0.12
平均累计涨跌幅	-0.12	0.88	1.69	1.36
上涨次数占比	42.86	50.00	78.57	71.43
日均振幅	1.62	1.59	1.75	1.79
日均成交量	117.99	111.17	135.76	136.59
日均成交额	1231.21	1153.50	1451.01	1463.65

数据来源：WIND，作者整理

表 8 2006 年至 2019 年上证综指国庆节效应计量模型检验结果

变量	系数	标准差	Z 值	P 值
前后 5 个交易日	0.28%**	0.12%	2.27	2.30%
前后 10 个交易日	0.06%	0.09%	0.72	47.10%
前后 20 个交易日	0.11%*	0.06%	1.77	7.70%

数据来源：WIND，作者整理

公告，银保监会和证监会也通常在周五收市后举行例行新闻发布会，此外，一些上市公司也会选择在周末披露一些重要信息，这些均增加了周一开盘前累积的信息量。对市场影响力较强的投资者群体对信息关注度较高、预判能力较强，所以出于避险考虑一般会在周末到来前主动卖出持有的股票，之后在周一市场累积的大量信息释放刺激下重新主动买入股票。同时，在卖出时机选择上，由于我国实行“T+1”结算制度，周五卖出股票获得的资金在周一方可转出，为了减少资金占用时间、提高资金的使用效率，资金规模较大的市场主力投资者倾向于在周四卖出股票。二者相叠加形成了上涨的“周一效应”和下跌的“周四效应”。

(二) 上证综指出现“月份效应”的原因

1. 上证综指出现“2月效应”的原因

资金流动、企业盈利预期改善及政策出台是导致“2月效应”的主要原因。2月是“春季躁动”行情最常发生的时间段，上证综指上涨的“2月效应”往往与“春季行情”有关。从资金面看，一季度信贷投放往往较高，因而市场资金面趋于宽松，叠加经过年末的工资发放高峰后，市场新增大量有理财和资产配置需求的资金，这其中有一部分可能会流入股市，从而进一步推升市场内部的“水位”，为股市上涨提供了流动性支持。从基本面看，随着春季开工旺季的到来，经济动能和企业盈利端的预期有望改善，而1月中旬后至3月中旬的市场将进入经济数据的空窗期，经济基本面走势较难证伪，为这一预期升温发酵创造条件。从情绪面看，虽然按惯例我国“两会”在每年3月上旬召开，但往往从2月起，市场对“两会”时间窗前的政策预期就开始逐渐催生做多热情，为市场营造了良好的氛围。

2. 上证综指出现“12月效应”的原因

年底利好消息集中释放和公募基金调仓换股支撑12月A股走势，政策利好进一步提振市场信心。一方面，年底政府及企事业单位面临绩效考核，往往会集中释放一些利好消息，公布一些亮眼的数据和指标。例如，政府部门会对全年工作成绩进行总结，一些盈利向好的企业也倾向于提前披露业绩。这些消息刺激了相关板块的上涨，推动12月股指上行。另一方面，公募基金经理面临业绩考核的压力，为了获得较高的相对排名，往往在临近年底突击买入一些短期走势较好的股票，待考核结束后再调换成符合投资策略配置价值的股票。公募基金在2006年以来的14次12月份中有9次表现为净买入，净买入力度较大的个股平均涨幅明显高于上证综指同期水平。此外，中央经济工作会议一般在12月召开，对下一年国家经济工作做出全面部署，各项政策举措也将渐次落地，投资者情绪往往也有所提振，相关概念板块也会在政策利好的带动下明显上涨。

(三) 上证综指出现“节日效应”的原因

投资者节前情绪乐观、年末奖金入市、“持股过节”、节前流动性季节性紧张和境外市场春节期间走势存在不确定等因素推动节日前后行情变动。春节前，一方面受节日气氛的影响，投资者情绪较为乐观，同时，一些居民也选择将企业年终发放的奖金和津贴等额外收入投入股市，这些因素均有利于推动节前市场上扬。但另一方面，节前流动性时而呈现季节性紧张，因而也有部分投资者可能会在节前最后几个交易日集中卖出部分股票回笼资金以满足节日期间的消费需求，导致市场交投略有下降。此外，节日期间境外股市未休市，行情存在不确定性，部分投资者为规避

风险也会选择“持币过节”故而减仓，这些均在一定程度上对节前股指大幅上行形成掣肘。结合数据看，2006 年以来，A 股成交金额在春节前也有下降趋势，节前两周和一周的日均成交金额分别为 1202.81 亿元和 1274.37 亿元，均明显低于每年 1-2 月 1558.84 亿元的日均成交金额，投资者参与交易账户数和新开账户数也有明显下降。实际上，国庆节前后市场也有类似现象，呈现出投资者节前将资金大幅转出股市而在节后又大量回流股市的“节日效应”，我们的统计亦显示，无论是涨跌幅或是上涨次数占比，亦或是成交情况，国庆节后 5 日均明显高于节前 5 日的水平，“量价齐升”的特点表现较为明显，其成因也与“春节效应”较为接近。

五、上证综指与其他国际代表性指数的比较分析

(一) 发达市场和新兴市场中的日历效应

发达市场和新兴市场均存在显著的星期效应和月份效应。选择道琼斯指数、标准普尔 500 指数、日经 225 指数和富时 100 指数作为发达市场的代表指数，而恒生指数和韩国综指作为新兴市场的代表指数，基于 t 分布的 EGARCH(1, 1) 模型 (指数 GARCH 模型) 分析其日历效应，结果显示 (见表 9)^⑥：2006 年以来，与中国类似，发达市场和

新兴市场也普遍存在日历效应，各国日历效应的表现形式多样。从发达市场看，道琼斯指数和标准普尔 500 指数存在显著为正的“周二效应”，以及“3 月、10 月效应”，同时，道琼斯指数还存在显著为正的“周一效应”；日经 225 指数存在显著为正的“周四效应”，以及显著为负的“5 月效应”；富时 100 指数不存在显著的星期效应，但存在显著为负的“5 月效应”。从新兴市场看，恒生指数不存在显著的月份效应，但存在显著为正的“周三、周四效应”；韩国综指存在显著为负的“6 月效应”。

(二) 市场有效性与日历效应的关系

伴随市场有效性的增强，日历效应不断减弱。Jale 和 Westerfield (1985) 发现 1970 年至 1983 年间的日本日经指数以及 1950 年至 1983 年间的英国金融时报指数分别存在显著为负的“周一效应”和“周二效应”；Keim (1987) 发现 1928 年至 1982 年间标准普尔 500 指数存在显著为负的“周一效应”；Gultekin (2006) 对 17 个国家 1970 年至 1979 年 10 年间的股市数据进行分析，认为“一月效应”是全球性的普遍现象；而 Board 和 Sutcliffe (1988)、Kamara (1997) 的研究分别表明标准普尔 500 指数在 1962 年至 1993 年期间，以及金融时报指数在 1962 年至 1986 年间的星期效应逐步减弱。本文的

表 9 2006 年至 2019 年境外主要股指星期效应及月份效应计量模型检验结果

指数	变量	系数	Z 值	P 值
标准普尔 500 指数	周二	0.08%**	2.05	4.00%
	3 月	0.11%**	1.97	4.90%
	10 月	0.17%***	3.86	0.00%
道琼斯指数	周一	0.06%*	1.87	6.10%
	周二	0.07%**	1.99	4.70%
	3 月	0.09%*	1.79	7.30%
	10 月	0.19%***	4.80	0.00%
富时 100 指数	5 月	-0.50%***	-4.51	0.00%
日经 225 指数	周四	0.40%**	2.38	1.70%
	5 月	-0.39%*	-1.75	8.00%

续表 9

恒生指数	周三	0.27%**	2.04	4.20%
	周四	0.27%**	2.25	2.50%
韩国综指	6 月	-0.48%***	-2.45	1.40%

数据来源：WIND，作者整理

检验也显示近年来除道琼斯指数外，境外主要股指的“一月效应”“周一效应”已不显著。可见，伴随市场的发展，其有效性逐步提高，投资者通过日历效应获取超额收益的可能性下降，日历效应也随之不断弱化。

（三）日历效应的迁移

伴随市场的发展，日历效应也会呈现时变特征。多位学者研究表明，从 20 世纪 90 年代至 21 世纪初，我国股市呈现显著为正的“周五效应”和负的“周二效应”，以及显著为正的“1 月效应”和负的“12 月（年末）效应”。张兵（2005）等发现我国股市“周五效应”从 1998 年开始消失，“周二效应”只出现在市场早期，不具有稳健性；“12 月效应”也已逐渐消失。我们的实证结果显示，上证综指自 2006 年以来存在显著的“周一、周四效应”，以及“2 月、12 月效应”，说明日历效应会出现一定偏移；同时，美、日、英等市场的日历效应也随时间出现一定变化。可见，日历效应会随市场的发展而在不同时段呈现不同特征。

实际上，伴随市场有效性的提升，信息传播速度不断加快，投资者针对日历效应套利增加，逐步消除了原有的日历效应。同时，市场结构性变化又导致新的日历效应出现，从而导致日历效应表现形式的变化。结合我国市场看，自 2006 年股权分置改革后，专业机构投资者不断发展壮大，对市场的影响力不断增强。但由于这些专业机构投资者的投资预期和交易行为一致性较强，且股票衍生品市场发展相对滞后，市场缺乏其他力量进行多空平衡，从而导致市场运行特征受专业机构投资者交易策略和行为特征的变化影响相对较大，这在一定程度上也导致了日历效应的迁移。

六、结论及对策建议

（一）研究结论

基于本文对 A 股日历效应进行的统计检验，发现相较国际代表性指数，上证综指日历效应仍较为显著，表现出明显的周一上涨效应和周四下跌效应、2 月和 12 月的上涨效应，同时在春节和国庆节前后也一定程度上表现出上涨的节日效应。究其原因：一是市场主力投资者选择避险策略在周四提前卖出股票避免资金占用，而周五盘后及周末公布的政策和消息会在周一盘间释放出来，投资者在这些信息刺激下重新主动买入股票，可能是引发“周一、周四效应”的主要原因。二是年底利好消息集中释放和公募基金调仓换股支撑 12 月 A 股走势；资金流动、企业盈利预期改善及政策利好进一步提振市场信心，是导致“2 月效应”的主要原因。三是节前市场流动性出现季节性紧张，叠加境外市场节日期间走势存在不确定性等因素削弱了投资者“持股过节”的意愿，市场往往呈现出投资者节前将资金大幅转出股市而在节后大量回流股市的特征，进而推动股指走势产生变化，导致“节日效应”的出现。此外，纵观全球发达和新兴市场同样存在日历效应，但日历效应随市场有效性提高而减弱，表现形式也随市场的发展而变化。

（二）对策建议

第一，对市场投资者而言：一方面，日历效应是市场中的“异象”，也是一种规律，追求超额收益的投资者可以根据日历效应的特点调整自身的投资决策以期增厚收益，特别是月份和节日效应，在春季以及春节和国庆节前后投资或能获得相对较好的阶段性回报。另一方面，也需要注意到这种套利行为本身可能也会改变日历效应的有效性和表现形式，其只能作为一种辅助性的决策参考。因而，要加强理性分析和客观研判，在决策时不能完全依靠日历效应，避免盲从，选择

合适的交易时机。

第二,对于监管部门而言:一方面,理解日历效应的表现及成因,有助于相关部门在特定时期更有针对性地加强对市场运行的监测,未雨绸缪,必要时采取相关措施,合理引导市场预期,避免羊群效应和交易一致性过强加大市场波动,不断提升市场的有效性。另一方面,虽然近年来随着我国资本市场各项改革措施的陆续出台和实施,A股市场的整体有效性已有明显提升,但日历效应的存在仍在一定程度上表明市场尚未完全达到弱式有效阶段。考虑到A股市场自然人投资者尤其是中小散户占比较高,股市存在“消息市”和“政策市”的特点,监管部门仍需持续加强对市场舆情和上市公司信息披露的关注和监督,针对信息披露的方式、效率和准确度,建立规范统一的制度,减少市场信息不对称,防范内幕交易,为广大投资者营造一个公平、公开和公正的投资环境,维护市场平稳运行。

注释:

- ①股权分置改革使上市公司的大量非流通股转为全流通(标志是2006年6月的“新老划断”),导致2006年前市场的股权结构及博弈环境与此后不具有可比性。
- ②春节在1月时节前一周股指上涨幅度及上涨概率相对较低。2006年以来,共有6次春节在1月份,上证综指在这6次春节前一周平均上涨0.90%,其中有4次上涨,上涨概率为66.67%,上涨幅度和概率均不及春节在2月时的情形。统计显示,2006年以来,上证综指在1月日均下跌0.05%,走势相对较弱。
- ③本文A股均指上证综指成分股。
- ④当考察区间扩展至春节前后四周时,GARCH-t模型检验结果未能通过统计显著性检验,显示上证综指春节上涨效应明显弱化。
- ⑤当考察区间扩展至国庆前后两周时,GARCH-t模型检验结果未能通过统计显著性检验,显示上证综指国庆节上涨效应有所弱化。
- ⑥考察的国外代表指数收益率的波动对正向或负向的冲击反应是非对称的,即具有“杠杆效应”。相较普通GARCH模型,EGARCH模型可以更好地刻画这种非对称性。经检验,上证综指未表现出“杠杆效应”。

参考文献:

- [1] Kelly Fred C. Why You Win or Lose: The Psychology of Speculation[M]Boston: Dover Publications, 2003.
- [2] Wachtel, Sidney B. Certain Observations on Seasonal Movements in Stock Prices[J]. Journal of Business, 1942, 15(2):184-193.
- [3] Carol C. Huang. New Evidence on the Holiday Effect in the Chinese Stock Market[J]. Journal of Applied Business and Economics, 2017, 19(9): 83-98.
- [4] Jaffe J, Westerfield R. The Week-End Effect in Common Stock Returns: The International Evidence[J]. Rodney L. White Center for Financial Research Working Papers.
- [5] Keim D B. Size-related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence[J]. The Journal of Finance, 1983, 12(39):819-840.
- [6] Gultekin M N, Gultekin N B. Stock market seasonality: International Evidence[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 12(4):469-481.
- [7] Board J L G, Sutcliffe C M S. The Weekend Effect In Uk Stock Market Returns[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2010, 15(2):199-213.
- [8] Kamara A. New Evidence on the Monday Seasonal in Stock Returns[J]. Journal of Business, 1997(70): 63-84.
- [9] 俞乔. 市场有效、周期异常与股价波动——对上海、深圳股票市场的实证分析[J]. 经济研究, 1994(09):43-50.
- [10] 奉立城. 中国股票市场的“周内效应”[J]. 经济研究, 2000 (11):50-57.
- [11] 史代敏. 上海股票市场波动的周内效应[J]. 数量经济技术经济研究, 2003(06):154-157.
- [12] 张兵. 中国股市日历效应研究: 基于滚动样本检验的方法[J]. 金融研究, 2005(07):33-44.
- [13] 林日丽. 中国股票市场日历效应实证研究[D]. 暨南大学, 2006.
- [14] 焦璇琨, 李从欣. 中国股票市场周内效应的实证研究[J]. 统计与管理, 2020, 35(02):64-68.

(责任编辑: ZB / 校对: ZP)