

# 研究简报

(2016年 第5期 总第24期)

清华大学国家金融研究院

---

## 两会效应对我国股市行业板块的影响

民生财富研究中心

本报告针对“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）对我国股票市场行业板块的影响进行了研究。通过事件分析法，我们分析了每年两会政策对股市里行业指数的影响。结果发现，有政策利好的行业，特别是在某年两会期间相对于前几年得到了较大的利好政策变动的行业，会有更好的正效应。

我们初步定义事件为：在某一年的两会期间，对某行业的相应政策的部署。为了把握每年两会的政策部署，我们对每年两会的政府工作报告进行分析，例如 2007 年的两会政府工作报告里，有一段话表明了节能环保的是当年经济的部署之一，这段话如下：

“（三）大力抓好节能降耗、保护环境和节约集约用地。今年要把节能降耗、保护环境和节约集约用地作为转变经济增长方式的突破口和重要抓手。在节能环保方面，重点做好以下工作：……”

我们对 2000-2015 年两会期间的政府工作报告进行了分析，发现其中农业、产业结构调整、节能环保、改革、保障民生、区域协调发展等六大内容为 2000-2015 年全国两会的共同热点。但是，由于每年两会的工作部署中都出现了不同的行业，因此每年两会中所发生的事件不同。

为了评估一个事件的影响，需要建立预期收益模型。本报告选择市场模型来计算正常收益率。对于某行业指数  $i$ ，其市场模型为：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{ct} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中  $R_{it}$  是  $t$  时刻该行业指数  $i$  的收益率， $R_{ct}$  是  $t$  时刻某大盘指数（比如中信标普 A 股综合指数）的收益率， $\beta_i$  与该行业指数与市场指数的相关系数有关， $\alpha_i$  为截距项， $\varepsilon_{it}$  是残差。我们用最小二乘法对事件估计区间的数据进行计算，得到公式 (1) 中  $R_{it}$ ， $R_{ct}$ ， $\varepsilon_{it}$  三个参数的估计值。得到参数估计后，就可以计算异常收益率。如第  $i$  个行业指数在事件发生日异常收益率为（假设残差项的期望值及其与市场  $t$  期收益率的协方差均为 0）：

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{ct} \quad (2)$$

其中  $AR_{it}$  为时间点  $t$  的异常收益率， $R_{it}$  为时间点  $t$  的实际收益率，即异常收益率等于实际收益率与预期收益率之差。

我们首先针对每年两会都支持的行业进行研究。从 2000 年开始的每年两会的政府工作报告中，都包含了扩大内需、保障民生、鼓励消费的经济政策，因此我们对行业指数中的可选消费指数进行



了研究。又由于每年两会的政府工作报告中，都包含了对农业的支持，因此我们也对农业这个细分行业指数进行建模。研究的结果表明，对于每年两会都支持的行业，由两会效应所获得的异常收益都可以忽略不计。

进一步的研究中，我们将事件的定义改进为：在某一年的两会期间，某行业相对于该行业的前几年在政策上得到了大力支持。也就是我们将事件的定义的重点放在行业的政策变动上。

为了更好的量化每年两会政策的所支持行业的变动情况，我们利用文本分析技术对两会政府工作报告的内容进行分析，统计出行业关键词出现的频率，来获取每年两会对行业侧重点。在文本分析中，采用了一级行业、二级行业、三级行业的行业名字里所包含的字词为关键词。我们对每年两会政府工作报告的关键词频率进行统计，获得每个行业的关键词出现频率的总表。如果某行业的关键词在某年出现频率大于这该年前 4 年每年出现的频率，我们定义该行业出现了大的变动，也就是有事件发生，即：假设某年  $t$  某个行业  $i$  关键词出现的频率次数为  $N_i(t)$ ，如果出现：

$$\begin{cases} N_i(t) > c \cdot N_i(t - 1) \\ N_i(t) > c \cdot N_i(t - 2) \\ N_i(t) > c \cdot N_i(t - 3) \\ N_i(t) > c \cdot N_i(t - 4) \end{cases} \quad (2)$$

其中  $c > 1.0$  为一常数，认为该行业有事件发生。

通过对改进的事件进行实证分析，实验结果如表 1 所示，本报

告得到了以下的基本结论：在某年两会期间，相对于前几年得到了较大政策利好变动的行业会有很好的正效应。

表 1. 对改进的 15 个事件进行异常收益的计算

编号	对应行业	发生时间	$\hat{\alpha}_i$ 值	$\hat{\beta}_i$ 值	总超额收益
事件 1	工业指数	2003 年两会	-0.000009	1.065298	-1.47%
事件 2	可选消费	2003 年两会	-0.000037	0.960295	0.50%
事件 3	金融指数	2003 年两会	0.000082	1.198023	4.16%
事件 4	公用事业	2003 年两会	-0.00013	1.034162	6.00%
事件 5	医疗保健	2004 年两会	-0.00104	0.917066	9.84%
事件 6	能源指数	2005 年两会	-0.000768	0.908873	14.59%
事件 7	日常消费	2006 年两会	0.000184	1.001459	10.85%
事件 8	医疗保健	2006 年两会	-0.000253	1.043687	1.21%
事件 9	材料指数	2007 年两会	0.000135	0.964571	6.03%
事件 10	金融指数	2007 年两会	0.001915	1.028705	-18.40%
事件 11	公用事业	2007 年两会	-0.000581	0.904951	16.30%
事件 12	工业指数	2008 年两会	0.000091	1.008047	1.16%
事件 13	可选消费	2009 年两会	-0.000023	1.014087	6.63%
事件 14	信息技术	2010 年两会	0.001794	0.966399	4.23%
事件 15	材料指数	2011 年两会	0.000773	1.158627	2.09%

为什么这样的行业效应呢？我们尝试进行解释，对于在某年相对于前几年得到了较大变动的行业，属于超出市场预期而又有政策利好的行业，很容易成为市场的热点，因此能获得较大的超额收益。

(2016 年 8 月 23 日)

---

报 送：民生财富研究中心

联系人：

电 话：

---