

聚焦 岁末年初季节性效应

季节性效应是国际资本市场一个典型的异常现象,特别是在岁末年初最为明显——税收优惠、橱窗粉饰、投资者情绪都在股市里充分演绎。联合证券研究所的报告从投资实践出发,讨论季节性因素在今年12月至明年2月这段时间的影响,特别将春节月份纳入考虑。

不悲观的岁末 曙光升起的新春

联合证券研究所 宋曦

年底再次临近,季节性效应是一些投资者在此刻经常讨论的问题,我们也将目光转移到季节性问题上。根据最新的研究,欧洲市场12月份和1月份都是股票较好的季节,而且当年前11个月收益越好,12月份收益也将越高。我们将讨论我国股票市场是否存在这样的季节性效应和春节效应,哪些行业或者风格将在岁末年初表现得更好。

季节性效应的成因

季节性效应是股票收益序列因自然季节、交易日和移动节日等因素所表现出的季节规律性变化。季节性效应是行为金融中包括的一个重要研究课题,属于市场异常之一,是有效市场假说的现实反例。季节效应还存在于12月/1月效应,周末效应、节日效应以及开盘、收盘效应等。

1月效应是最为常见的季节性效应。Rozeff and Kinney (1976)发现,1904年至1974年间纽约证券交易所的股价指数的1月份收益率明显高于一年中其它11月份的收益率。Gul- tekin 等 (1983)研究了17个国家1959年至1979年的股票收益率,其中13个国家1月份的股票收益率高于其它月份。

12月/1月效应是在世界各国资本市场普遍存在的现象,原因可以用两个假说解释:第一,兑现损失以递减税收;第二,橱窗粉饰(window dressing)。基于资本利得税抵减的考虑,业绩较差的股票很有可能在12月被出售。同样,为了橱窗粉饰,机构投资者倾向于卖出在12月亏损的股票,然后次年1月对这些股票进行回补。大部分主要发达国家的股票市场均存在相似的季节性效应。有趣的是,在没有对股票投资收益征税的国家依然存在12月/1月效应。

我们认为,除了上述解释外,岁末年初的季节性效应还可能与假日效应有关,例如,西方最为重视的圣诞节、元旦和我国传统假日春节,都集中在岁末年初,投资者情绪乐观的时刻,因此,投资收益率一般较高。

股票投资的月度收益

假设我国股票市场统一存在季节性效应,首先对我国股票市场至1994年以来,逐月计算上证综合指数的收益情况,考察季节性效应。1995年1月至2009年11月,共计179个月,月均收益为1.30%,4月份是过去15年中,平均收益最高的月份,其次是3月、2月和5月。表现最差的月份当属8月和10月。产生正收益概率最高的月份来看,3月和4月依然具有最高的概率,历史上85%的概率是上涨的,其次是2月,11月和5月,分别有70%左右的概率上涨。

从均值统计来看,我们比较关心的岁末年初效应,正如国际股票一样,同样我国股票的12月份通常情况表

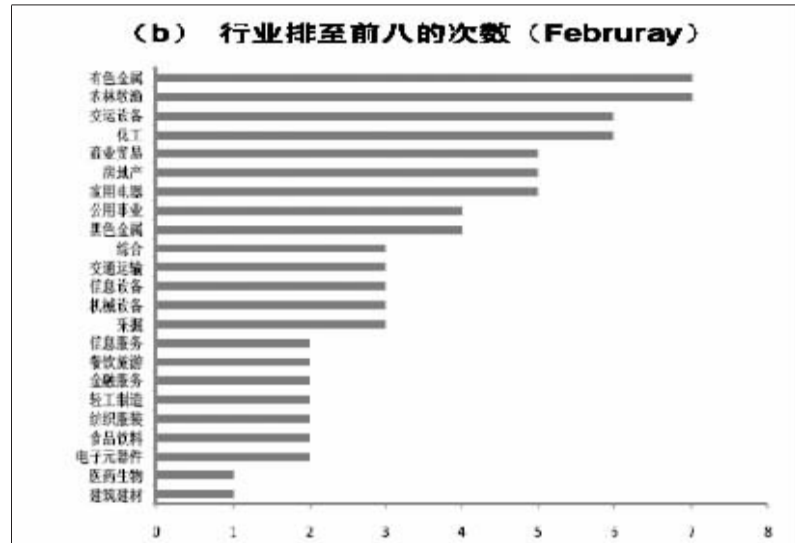
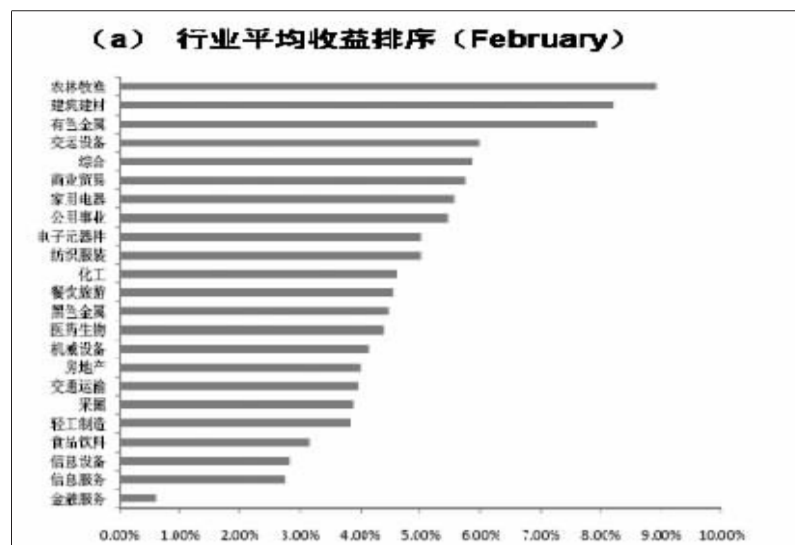
现不佳,而1月份和2月份股票相对较好。为了避免个别异常月份对于整体季节性效应造成的偏误,我们采用了中位数的方法再次进行检验。

从中位数统计结果来看,基本与均值统计没有太大差异,只是更加让我们看到,1-5月均是较好的投资时机,3月成为了收益率最佳的时期,其次是4月和5月,而从6月至10月均表现不佳,印证了“五月清仓,远离市场”的名言。而12月则更加让人失望,按照中位数来看是下跌最大的月份,而下跌的概率也大于上涨概率。

如果我们统计时段缩短至2000年-2009年这10年时间内,平均收益的结果略有不同。我们在这里统计10年的结果,从这里来看,4月份依然是最好的月份,平均收益高达4%,12月份在最近十年中表现较好,平均收益率达到了3.2%,仅次于2月和4月,原因在于1995年至1999年5年的12月份收益情况不佳,这5年平均跌幅超过6%。从产生正收益的概率来看,1月、4月、5月和11月都有80%以上的概率产生正收益。

当运用了中位数后,我们发现,1月份是最好的年份,领先4月和10月。三季度表现依旧不佳,而一季度和二季度则是最好的季度,特别是二季度,是产生正收益概率最高的时期。12月收益在中位数考察下较为一般。从上面我们对整体市场的季节性考察,最为关注的岁末年初季节性反映可以归纳如下:上半年收益整体好于下半年,1-5月是收益较为理想,产生市场上涨的概率较高;一年中最好的季度是一季度,而最好的月份是4月份;12月份则是比较难以判断的季节,最近十年,12月份的市场表现稍好。因此,我们将12月单独列出来,加入条件性概率的考虑。

造成年初股票表现较好的原因:在于从资金面来看,机构投资者已经完成了前期结算工作,投资者的一些大类消费购置完毕,各种结余资金可能重新流入市场;从基本面来看,年初的表现较好,源于流动性推动。我们认为,由于银行放假一般都集中于上半年,因此流动性推动的行情一般出现在上半年,特别是一季度末和二季度初。同样,此期间也是年报披露期间,因此年报行情可能会诞生;从投资者情绪来看,受到年底的不利影响,投资者一般都期待着开年的好彩头,因此,普遍年初的情绪较高。



抓大消费股和周期性行业

我们除了讨论年底的市场外,这部分主要研究在岁末年初行业表现的季节性特征。对各行业2000年以来12月份、1月份、2月份收益进行排序。我们采用了平均收益和排序次数的方法进行了交叉验证。排序次数是指按照行业收益率从高到低,每个行业在过去十年中能排进前三之一的次数,出现次数越多,则说明该行业在所属月份里面获取超额收益的稳定性越强。

超配上游和下游行业

12月份来看,平均收益靠前的行业,同样也是出现在23个行业收益率排序前8的常客。因此,这几个行业表现是具有相当的持续性和稳定性:采掘,有色金属,食品饮料,餐饮旅游,机械设备,交通运输,医药生物和信息设备。有色金属虽然平均收益率较高,但波动较大,排名靠前的出现频率较低。

同样,1月份表现较好且稳定的行业是:信息设备,信息服务,餐饮旅游,采掘,交通运输,农林牧渔和有色金属。

最后,2月份表现较好的行业且稳定性高是:农林牧渔,有色金属,交通运输,商业贸易,家用电器和公用事业。因此,零售业和家电汽车等可选消费品的旺季也可能给这些行业带来较为稳定的超额收益机会。

从我们统计的行业表现结果来看,行业表现在岁末年初的季节性具有主要特征:1. 消费旺季来临的确使得相关行业受益明显,季节性表现也十分突出。交通运输是3个月中唯一都取得稳定超额回报的行业,食品饮料行业主要机会出现在12月,商业贸易和家用电器的机会较大概率出现在2月份。而一般认为机会较少的服务业也有抢眼表现,信息服务(软件、传媒和电信)和餐饮旅游均表现较好。

春节效应:股票投资者的蜜月

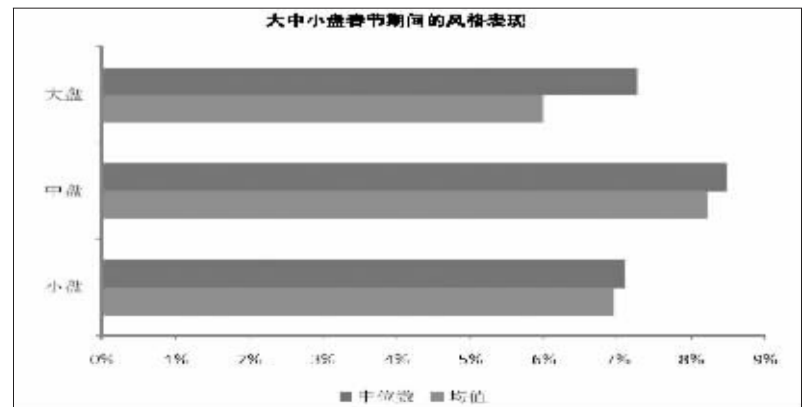
对于我国而言最为重要的节日无疑是农历新年——春节,我国的农历春节基本平均出现在1月和2月。不少研究人员发现,大部分亚洲地区均有明显的季节性效应,例如中国香港、中国台湾、日本、马来西亚、新加坡和韩国的春节前一个交易日都显著高于其他交易日平均。而有研究人员发现,我国股市不仅存在节前效应和节后效应。为了验证春节是否对于市场收益,行业配置和风格配置是否具有显著影响,我们特别增加这部分实证检验。

从我们统计结果来看,春节所在月份的收益是明显高于其他月份的,也高于1月和2月收益的平均值,春节月份的平均收益高达3.10%,而1月和2月期间不是春节的平均收益几乎为0。而如果春节在2月的收益将更加突出,是所有其他月份中第三高收益,是股票投资者的蜜月之一。今年的春节也是在2月,因此,我们对今年的2月也是值得期待。

我们认为,春节效应产生原因大致是:投资者受到乐观情绪和节日期间的愉悦感有关,所以倾向于买入并持有股票,同样年初充裕的流动性也推高了股票的投资收益。

超配中等市值股票

我们依旧对于春节所在月份的风格收益进行了统计,从统计结果来看,中盘股表现在春季期间没有让人失望,继续保持了较为领先的优势,而大盘股平均收益较好,但中位数却低于小盘股。因此我们认为,小盘股从稳定性来讲更优于大盘股,但二者相差不大。因此,在春节月份,我们更建议投资者的风格配置上重视对于中等规模市值股票,采取超配中等市值股票来捕捉风格收益。



给12月一个不悲观的理由

这里我们进一步验证,当年前11个月表现,与12月以及次年1月、2月收益是否具有相关性。结合当前投资者所考虑的一些问题,例如,各国开始考虑刺激政策退出时机,使得政策方面显得略微摇摆。对于经济复苏的前景依然乐观,但新经济增长点不突出,资产价格抬高过快导致复苏前景受到压制,明年融资压力加大导致资金供给可能发生变化等,加上年末的橱窗粉饰以及锁定全年投资业绩等原因,部分投资者对12月份的市场持有略微悲观的态度,我们从条件的角度进行实证研究,或许能够缓解市场的悲观情绪。

但从我们上面单独对12月份的条件收益统计结果看,前11个月收益越高,12月份收益也倾向越高。在1995-2008年这14年中,共出现11年,1-11月累计收益与12月收

