Anomaly Labo.　Working Paper,
2015-89, April 2015

ハーディング現象の季節性

株式市場における順張り投資は、他の投資家と同じ投資行動をとるという意味で、ハーディング現象や群集心理の一種と捉えることができる。群集心理が形成される大きな要因として、我々個人の心理的なストレスが大きく関与していることから、我々を取り巻く天候などの外部環境の変化は心理状態に影響を与えることで、間接的に群集心理の形成にも影響する可能性がある。こうした仮説の下、株式市場における順張り投資の収益率の季節性について分析を進めた。本稿での分析の結果、11 月から翌年 6 月までは順張り投資の有効性が高いものの、7 月は順張り投資の有効性が無くなることが明らかとなった。このことから、群集心理は外部環境の季節性から影響を受けていることが推察された。

第1章　はじめに

株式市場では、テクニカル分析という投資分析手法が知られており、その代表例として、過去の株価が上昇している時に自分も買いポジションを取る、“順張り投資”がある。順張り投資は、他の投資家と同じ投資行動をとるという意味から、ハーディング現象の一種であり、群集心理の一種であると捉えることができる。群集心理が形成される大きな要因として、我々個人の心理的なストレスが大きく関与していることから、我々を取り巻く天候などの外部環境の変化が心理状態に影響を与えるとすれば、間接的に群集心理の形成にも影響している可能性がある。本稿では、季節ごとの気象変化が群集心理の形成にも影響を与えるという仮説の下、株式市場における順張り投資の収益率の季節性について分析を行う。

第2章　群集心理

群集心理を初めて研究したのはギュスターブ・ル・ボンである。ル・ボンはフランス革命において九月虐殺を観察したことを切っ掛けに、群集心理の研究をはじめ、付和雷同など未熟な精神に伴う群集の非合理的な行動に警告を発した。ごく普通の市民が、群集になることで高揚感を得る結果、個人で行動する際には考えられない残虐なことを平気で行うようになる。九月虐殺では、多くの人々が囚人を殴り倒し、虐殺し、そして愉快に笑っていた。

群集心理が発生する環境を考える場合、感染説、合流説、規範説などを考慮する必要がある。感染説はル・ボンが唱えた説で、観念や情操や意欲は無意識のあいだに、個人から個人に急速につたわっていくものとされる。これに対して、合流説は、群集行動をおこなう傾向の強い人々が、群集をつくるという考え方である。また、規範説では、集団の中の教祖的な人物の言動が行動規範となり、世間一般の常識からの乖離が生じるものと考える。

いずれにしても群集心理とは、衝動的に興奮が高まり、判断力や理性的思考が低下する結果として、付和雷同が起きやすい心理状態を指す。こうした群集心理が生じる原因の 1 つにわれわれの心理的ストレスが大きく関与している可能性がある。人間は、集団行動を重んじる動物であるとされ、周りと異質であることや周りから取り残されることに対して不安を感じやすい。周囲と同じ行動を取ることは心理的なストレスが少なく、安心しやすい一方で、周囲と異なる行動を取る場合には心理的なストレスが大きく、不安になりやすい。特に、自己判断に自信が無い場合や、情報不足で判断に不安がある場合には、周囲の意見を参照して同調しやすい。

第3章　順張り投資の季節性と投資戦略への応用

天候などの季節性がわれわれの心理状態の変化

を通じて、群集心理にも影響しているとすれば、株式市場での株価形成にも影響を与えている可能性が高い。特に、周囲の投資家と同じポジションを取る順張り投資の収益率には大きな影響が出るはずである。この観点から、順張り投資（過去 25 日）の日次収益率を月別にまとめ分析したものが図 1 である。分析対象データは日経平均株価（1984.1～2015.3）を用いた。

図 1　順張り投資の月別収益率

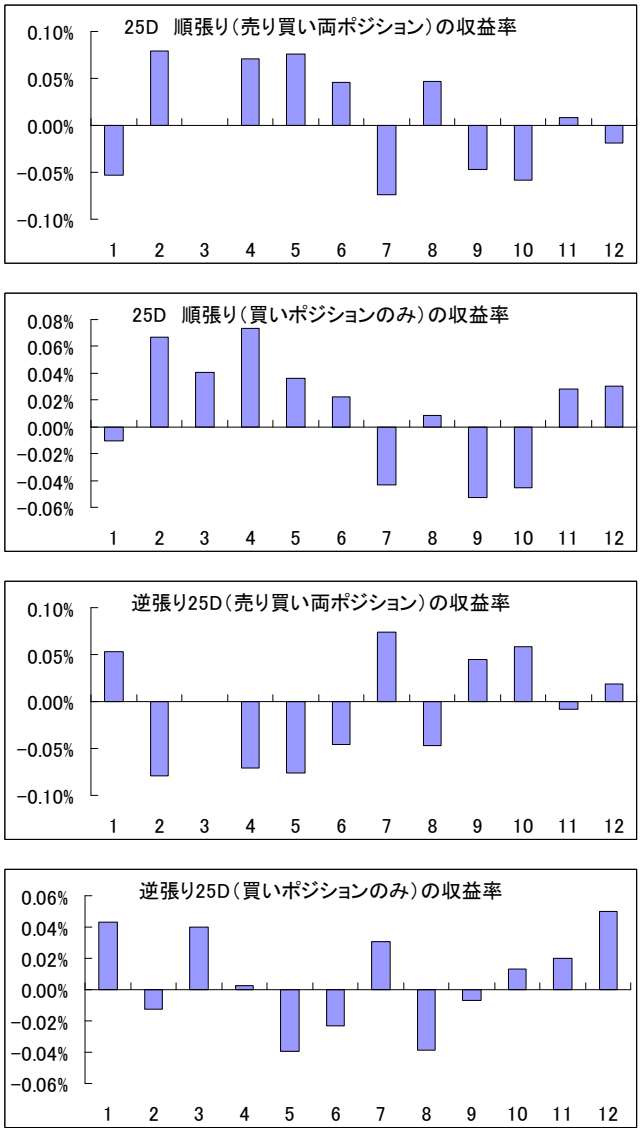
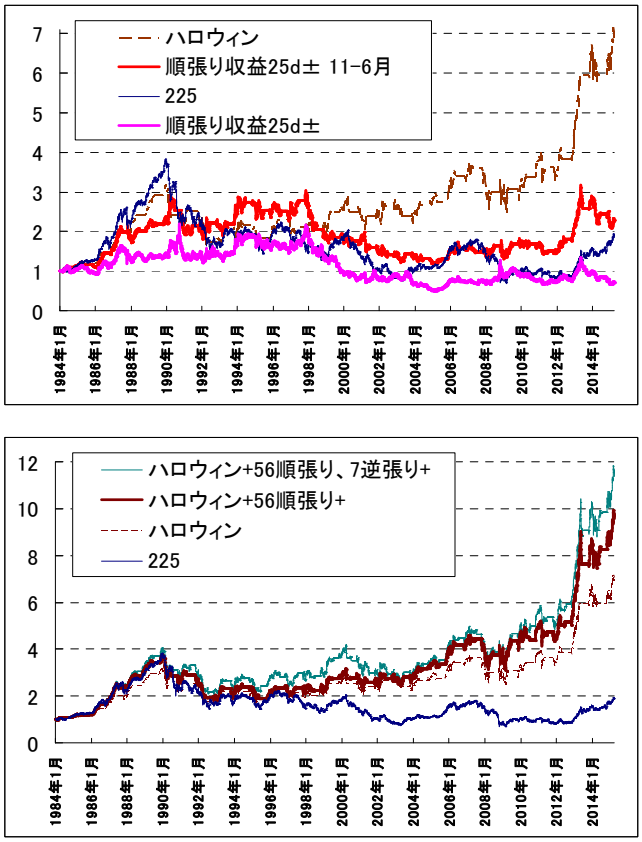


図 1 の順張り（買いポジションのみ）投資の収益率を見てみると、11 月から翌年 6 月までの期間は、収益がプラスとなりやすい。これに対して、7 月から 10 月の期間は順張り投資の収益がマイナスとなりやすい。また、逆張り投資の収益率を見ると、7 月および 10 月はプラスの収益となりやすいことが分かる。このことから、11 月から翌年 6 月までの期間はハーディング現象が起こりやすい季節である一方、7 月から 10 月の期間はハーディング現象が収束しやすい季節ということができる。

このようなハーディング現象の季節性を利用した投資戦略を図 2 に示した。

図 2　ハーディング現象の季節性を利用した投資戦略



単純な順張り戦略（買いポジションのみ）を取った場合の投資成果は、日経平均を買い持ちするだけの戦略にも及ばないが、11 月から翌年 6 月までの期間だけ順張り戦略（買いポジションのみ）を取ることで、買い持ち戦略を上回る投資成果が得られる。さらに、ハロウィン戦略を組み合わせることや、7 月だけは逆張り戦略を取るなどすることで、収益性は更に高まる可能性がある。

参考文献：

ギュスターヴ・ル・ボン，桜井 成夫(訳),「群衆心理」，講談社, 1993