Anomaly Labo.　Working Paper,
NO.56,　July 2012

景気局面ごとの株価季節性

近年、“ハロウィン効果”や“月替り効果”、“週末効果”などのカレンダー効果と呼ばれるアノマリーが世界各国の株式市場などで報告され、学術的にもその存在に一定の認知が与えられつつある。本研究では、こうしたカレンダー効果が景気局面によってどのような違いを見せるのか、検証していく。本研究の分析の結果、冬、月末、週末といったカレンダー要因に加えて、景気改善局面もプラス要因として働くことが明らかとなった。

第1章　はじめに

株式市場にはいくつかのアノマリーが存在することが知られている。たとえば、冬の期間の株価パフォーマンスが、夏の期間の株価パフォーマンスより高い“ハロウィン効果”や、月末近辺の株価リターンが他の期間に比べて顕著に高い“月末効果”（TOM：Turn of the Month、McConnell and Wei (2006)）、バリュエーション指標から割安度が高い銘柄や時価総額が小さい銘柄が高いパフォーマンスを示す“割安株効果”、“小型株効果”などが知られている。

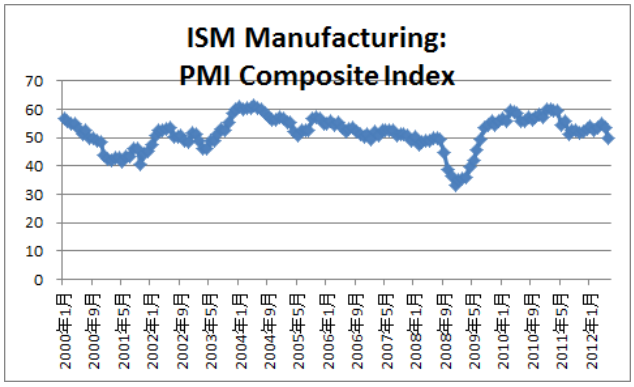
また、こうしたアノマリーは将来の経済成長率の大きさから影響を受けることも知られており、Liew and Vassalou(2000)は割安株効果や小型株効果が 1 年後の経済成長率の高くなる局面で顕著になることを報告している。したがって、経済成長率が大きくなる局面では、割安株や小型株へ投資することが望ましい投資戦略となる。

ただ、こうした戦略を実際の資産運用に利用しようとしても、1 年後の経済成長率はその予想自体が難しいという問題に直面する。そこで、本研究では各時点で得られる経済指標の実績値のみを利用して、投資に有効なアノマリーを予測できるかどうか、という観点から分析を行う。具体的には、足元までの米 ISM 指数を用いた景気局面判断を行い、将来の米国株のアノマリーを予測しうるかどうか、検証していく。

第2章　ISM 指数による景気局面分析

ここでは、景気局面分析を行う際の指標として、ISM 指数を利用するが、これは同指数の継続性の長さや GDP データとの相関の高さ、月次利用可能という速報性、および市場での注目度の高さなどを勘案した結果である。

図１．ISM 指数の推移

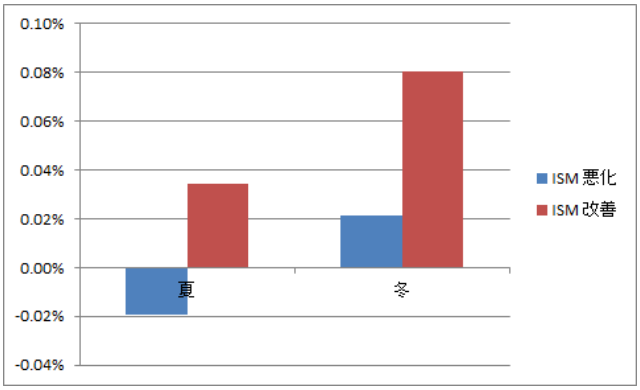


通常、ISM 指数は 50 を超えていると景気拡大局面、下回れば景気後退局面と解釈される。しかしながら、この分類方法で景気局面を分析すると、株式市場におけるカレンダー効果への影響を整合的な形で説明することが難しかった。そこで、本研究においては、足元の ISM 指数が 3 か月前と比較して上向きにある際には景気改善局面、下向きの場合には景気悪化局面と解釈する。こうした景気分類に従い、景気局面ごとにカレンダー効果の大きさを比較する。具体的にはハロウィン効果、月末効果、週末効果について次章以降で分析をおこなう。

第3章　景気局面とカレンダー効果の大きさ

図２では、景気局面ごとに夏季および冬季の株価パフォーマンスを集計し比較した。ここから分かることは、①景気改善局面は景気悪化局面に比較して、いずれの季節に関しても株価リターンは高く、②景気改善局面にはハロウィン効果が強まる、という 2 点である。

図２．景気局面とハロウィン効果



次に図３では、景気局面と月末効果および週末効果の大きさについて分析したが、景気改善局面には月末効果や週末効果についても強まることが確認された。さらに、これらカレンダー効果の複合的な影響についても検討を行った。

図３．景気局面と月末効果・週末効果

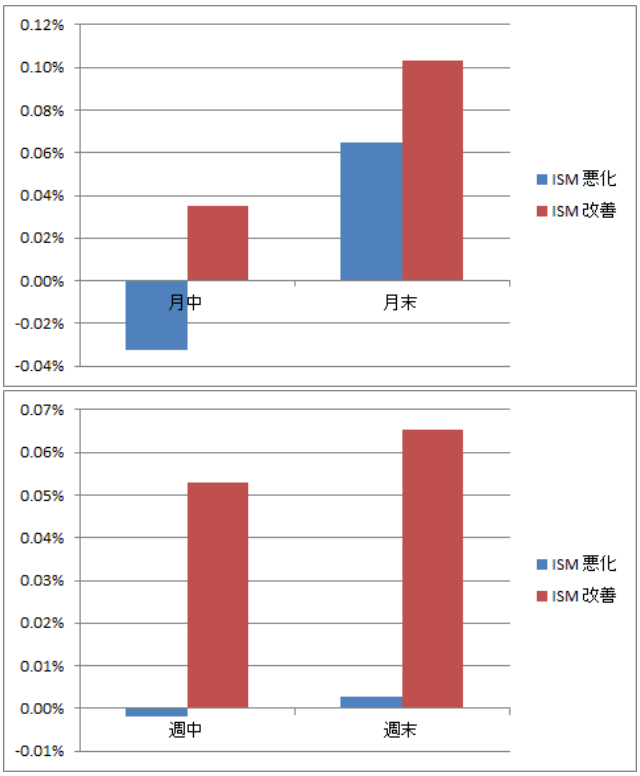
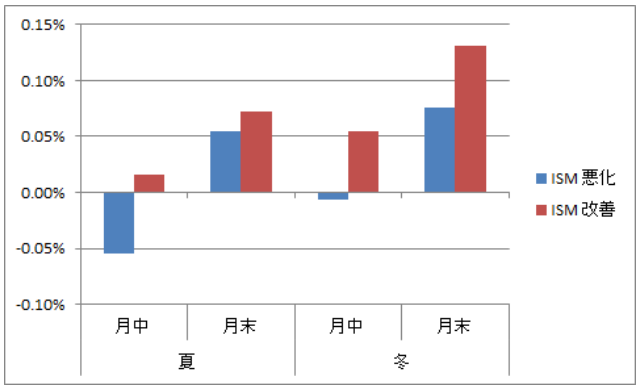


図４に示したように、景気局面とカレンダー効果の間には一定の関係がみられることが分かる。

図４．景気局面とカレンダー効果



すなわち、株価にプラスに作用する要因として、冬、月末といったカレンダー要因に加えて、景気改善局面という要因も存在することが分かる。

たとえば、景気改善局面（ISM 改善）であれば、夏・冬いずれの時期であっても、月末には高いリターンが得られるものの、景気改善局面のリターンは景気悪化局面よりも高くなっている。これが、月中のパフォーマンスとなると、夏・冬いずれも景気改善局面にはプラスのリターン、景気悪化局面にはマイナスのリターンとなっており、リターンの方向性にも影響を及ぼしていることが分かる。

以上のように本研究では、景気局面がカレンダー効果に与える影響について分析した。この結果、足元までの景気指標にも、株価リターンを予測する際の重要な情報が含まれていることが確認できた。

参考文献：

McConnell,　John, J., and Wei Xu, 2006, "Equity Returns at the Turn of the Month", Working Paper Series.

Drogalas, Gege, 2007, "Seasonalities in stock markets: the Day of the Week Effect"

Liew, Jimmy, and Maria Vassalou, 2000, “Can book-to-market, size and momentum be risk factors that predict economic growth? ”, Journal of Financial Economics, 57, pp221-245.