

モメンタム効果の月別分析

株価や為替の騰落率は、投資家の心理状態の周期的な変化に伴い、月ごとに特徴的な動きを示す。ただ、こうした周期的な動きの特徴は、価格モメンタムなどからも影響を受ける。したがって、過去の価格推移が上昇基調にあるのかどうかという点を考慮した上で、周期的な価格変動の特徴を分析することが望ましい。本稿では、直近の為替市況や株価水準が過去の水準よりも高い場合と、低い場合に分けたうえで、月ごとの騰落率の特徴を分析する。

第1章 はじめに

株価などの変動は、過去の価格推移から影響を受けている。Asness et al. (2013)は、先進8カ国の株式と債券、通貨、商品先物市場を対象に検証した結果、日本市場を除き、ほとんど全ての国と資産においてモメンタム効果が観測されることを報告している。また、Novy-Marx (2012)は、モメンタム投資を行う際に参照する過去の価格推移の期間について、12~7ヶ月前の期間で測ったモメンタム効果と6~2ヶ月前の期間で測ったモメンタム効果の比較を行ない、参照期間の重要性を示している。

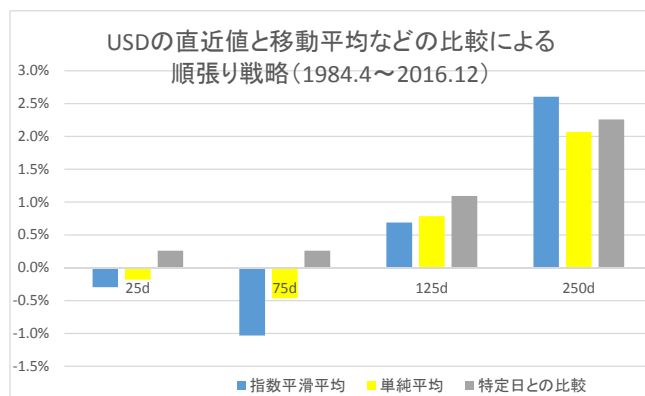
一方で、株式などのリスク資産の騰落率には一定の季節性もある。Kamstra et.al (2002)では、株価パフォーマンスの季節性が生じる一因を「冬季うつ病」SAD (seasonal affective disorder) に求めている。この中で、日照時間の周期的な変化が投資家の不安心理の水準に影響を与え、結果として株価パフォーマンスにも影響を及ぼすと主張されている。

このように、投資家心理はモメンタムをはじめとした過去の株価騰落率から影響を受ける一方で、日照時間のような季節的な要因からも影響を受ける。そこで、本稿では為替市場におけるモメンタムの影響を月別に分析するとともに、こうした為替市場における投資家心理の変化が日本株市場に与える影響についても分析を進める。分析対象のデータは、ドル円市況については2004年から2016年とし、日本株については1984年から2016年のデータとした。

第2章 為替市場におけるモメンタム参照期間

始めに、為替市場における参加者がモメンタムを判定する際に利用している市況参照期間を推定する。図1では、直近為替レートが過去25日、75日、125日、250日間それぞれの単純平均、指数平滑平均、および過去の一時点値と比較して、ドル高方向にある時、ドルに投資を行う順張り投資を行った際のリターンを比較した。

図1. 平均株価からの乖離とその後のリターン



参照期間が75日以下と比較的短めと想定した場合、モメンタム投資の投資成果は低い。一方で、125日以上参照期間を想定すると、モメンタム投資の投資成果はプラスとなり、過去250日の参照期間が最も高いパフォーマンスとなった。そこで、本稿では、為替市場における投資家のモメンタム参照期間は250日として議論を進める。

図2では、為替市場におけるモメンタム投資のパ

パフォーマンスを月別に比較した。同じ月であっても、モメンタムが生じている時期と生じていない時期では、パフォーマンスに大きな差異がある。例えば、1月は平均すると為替リターンはマイナス（ドル安）となり易いものの、モメンタムが生じている期間に限れば、平均的にはややプラス（ドル高）になる。

図2. 為替市場における順張り投資の月別リターン

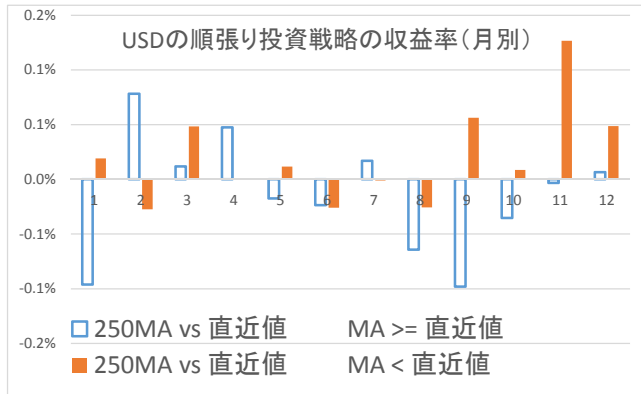
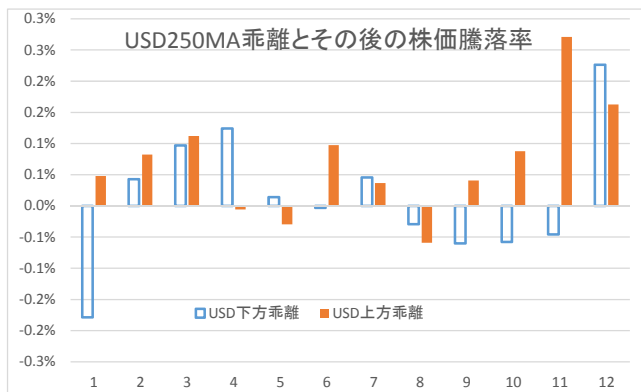


図3. 為替モメンタムと株価の月別リターン



次に、為替モメンタムが株式市場に与える影響を見るために、図3では株価の月別リターンを為替モメンタム別に集計した。全体を通してみると、為替のモメンタムが生じている局面(USD 上方乖離)では、株式市場ではハロウィン効果（“冬”のパフォーマンスが高くなる）がきれいに見られるものの、為替モメンタムが生じていない時期(USD 下方乖離)は1月や11月のパフォーマンスがマイナスとなる等、ハロウィン効果が不鮮明となる。

さらに、図4に掲載したように、株式の月別のリターンは株価モメンタムからも影響を受けている。

そこで、図5では、為替および株式のモメンタム有無に分けた上で、月別の株価推定騰落率がプラスとなる場合のみ、株式へ投資を行うという運用戦略の投資成果を掲載した。一定のプラスリターンが得られていることが分かる。

図4. 株価モメンタムと月別の株式リターン

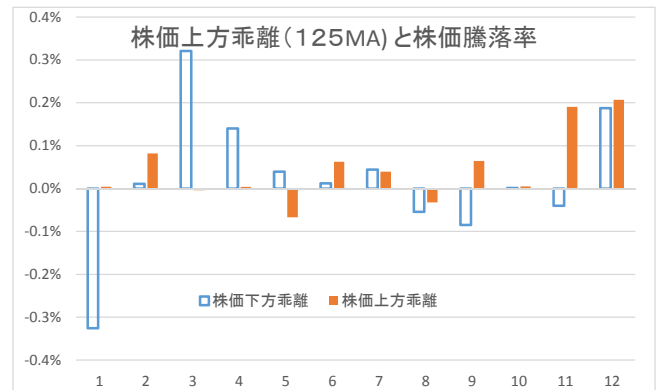
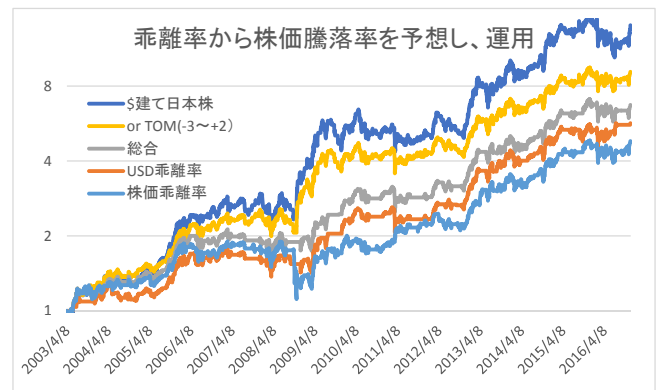


図5. モメンタム毎の月別騰落率を利用した投資成果



参考文献

Asness, Clifford S, Tobias J Moskowitz, and Lasse Heje Pedersen, “Value and momentum everywhere,” *The Journal of Finance*, 2013, 68 (3), 929–985.
 Mark Kamstra, Lisa Kramer and Maurica Levi, “Winter Blues: A SAD Stock Market Cycle”, *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper* 2002-13, July 2002, <http://www.markkamstra.com/>
 Novy-Marx, Robert, “Is momentum really momentum?,” *Journal of Financial Economics*, 2012, 103 (3), 429–453.