

ハロウィン効果再考

ハロウィン効果の有効性についてはこれまでも主張してきたが、当研究所設立から8年を経た現時点でもその有効性が薄れていないのかどうか、改めて検証したい。本稿の分析の結果、ハロウィン効果は現時点でも有効と考えられることが確認されたほか、冬季のパフォーマンス予測に際して、直前の夏季のパフォーマンス水準を参考にできる可能性があることも判明した。

(1). はじめに

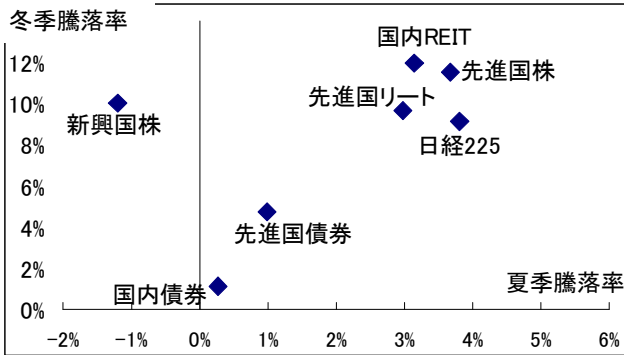
ハロウィン効果は、当研究所設立にあたって、最初に着目したアノマリーであり、その後も一貫して研究対象としてきた。我々にとっては非常に愛着のあるアノマリーであるが、こうしたアノマリーが永続するのかどうか、という点については定期的な検証を継続していく必要がある。そこで今回、当研究所の設立から8年を経たことを契機に、研究所設立後の2011年以降を中心にハロウィン効果の有効性を改めて検証する。

本稿の分析の結果、ハロウィン効果は現時点でも有効と考えられることが確認されたほか、冬季のパフォーマンス予測に際して、直前の夏季のパフォーマンス水準を参考にできる可能性があることも判明した。

(2). 2011年以降のハロウィン効果

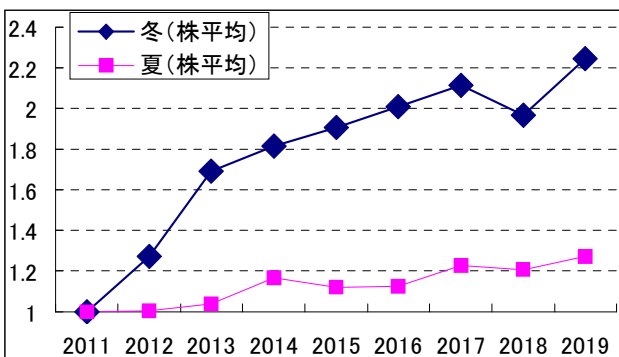
われわれがアノマリー研究所を設立した2011年以降の代表的な資産のパフォーマンスを夏季と冬季の季節別に平均すると、図1のようになる。この間、株式市況をはじめとした金融市場は非常に力強い上昇基調を辿り、いずれの資産も基本的には上昇している。唯一、新興国株が夏季に下落したものの、他の資産は夏季も冬季も上昇した。ただし、夏季の上昇率は冬季の上昇率を大きく下回っている。

図1. 2011年以降の夏季と冬季の平均騰落率



そこで、上記7資産のうち、値動きの小さい国内債券および先進国債券を除いた5資産について、夏季のみに投資した場合と冬季のみに投資した場合の投資成果を確認した。この期間については、夏季のパフォーマンスもプラスとなっていることから、冬季のみに投資を行うハロウィン戦略よりも、単に買い持ちを続ける戦略を取ったほうがパフォーマンスは高かった。ただ、夏季と冬季を比較すれば冬季のパフォーマンスが圧倒的に高かったことが理解できる。また、夏季のパフォーマンスはこの間2回、下落する局面があったが、冬季に下落を経験したのはわずか1回となっている。以上のように、夏季との比較でいえば冬季のパフォーマンスは非常に優れていたことが確認できる。

図2. 2011年以降の夏季と冬季の投資成果



(3). 冬季騰落率の予想

次に、冬季騰落率とその前後の年の夏季騰落率の間に何らかの関係がないかどうか確認してみる。図3は内外の株式・リート6資産の平均騰落率を各年毎に夏季と冬季に分けて集計したものである。これを見ると、各年における冬季騰落率と夏季騰落率の間には若干の負の相関関係がみられる。

図3. 各年毎の冬季・夏季騰落率の比較

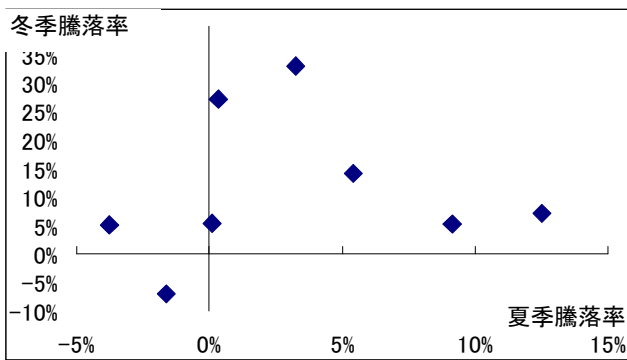
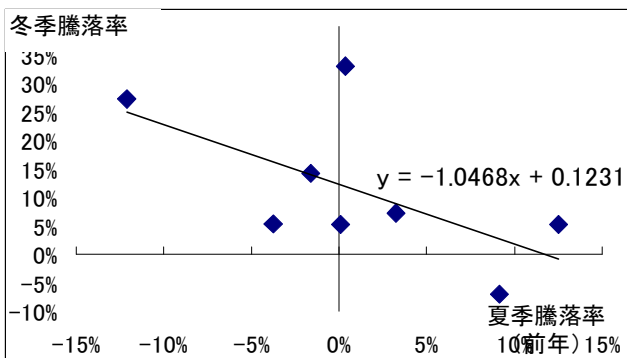
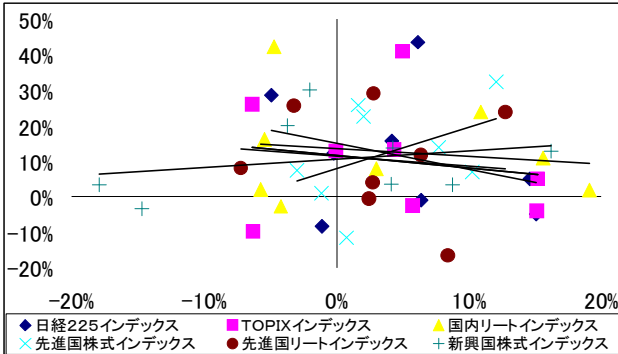


図4. 冬季騰落率と前年の夏季騰落率



さらに、図4では、データを1年ずらして、冬季騰落率と前年の夏季騰落率を比較した。この比較の方が、負の相関関係が明確に表れている。この関係が堅牢ならば、直近の夏季騰落率を利用することでその後の冬季騰落率を予測できる。

図5. 各資産ごとに見た冬季騰落率と前年の夏季騰落率



こうした見通しの下、内外の株式・リート 6 資産それぞれについて、冬季騰落率と前年の夏季騰落率との関係を分析した。図5から分かるように、国内3資産および先進国リートは、冬季騰落率と前年の夏季騰落率の間に負の関係がみられるが、先進国株式および新興国株式の2資産は正の相関関係となっている。この評価自体は難しいので、本稿では扱わないが、この関係を使えば、それぞれの資産の冬季騰落率を予測できる。そして、冬季騰落率の予測値が最も大きい資産を選択し、それに投資を行えば、高いリターンが期待できる。図6ではこの検証を行った。

図6. 冬季騰落率の予測を用いた運用成果

