

渡り鳥戦略

過去の株式市場のリターンを観察すると、冬の期間のパフォーマンスが高く、夏の期間のパフォーマンスが低い（以下、ハロウィン現象）ことが知られている。こうしたハロウィン現象は「冬季うつ症」によってもたらされている可能性がある。この仮説を元に、12月から5月の期間は北半球で株式運用を行い、6月～11月の期間は北半球で株式運用を行なうという投資戦略（以下、渡り鳥戦略）の有効性が主張されている。本研究では、渡り鳥戦略の有効性を再検討するとともに、投資戦略への応用を検討する。

第1章 渡り鳥戦略

株式市場において、ハロウィン現象が引き起こされる原因はいくつか考えられるものの、いまだに決定的な理論は構築されていない。

こうした中、米アトランタ連銀の研究者である Mark Kamstra 博士（現在、ヨーク大学準教授）らは、昼の長さや「冬季うつ病」の関係に着目し、ハロウィン現象の原因を「冬季うつ病」に求めた研究を発表している。

第2章 冬季うつ病 (SAD)

「冬季うつ病」とは、10月から4月にかけて症状が出るうつ病の1種で、アメリカ人の約5%が症状を自覚している。症状としては、日照時間が少なくなるにつれて、常に時差ボケのような感じが続き、疲労感や倦怠感を覚えるほか、常に眠気を感じるたり、絶望感に襲われ、集中力が低下する。

こうした「冬季うつ症」の原因については、日光とセロトニンの関係である程度説明できる。日光が目に入ると網膜を刺激し、脳に信号が送られて脳内でのセロトニン作用が増強し、生体リズムに関連深いホルモンであるメラトニン生産が抑制される。これによって気分は快適になる。

実際、冬季の日照時間が顕著に短い、冬季の日照時間が顕著に短いフィンランド、スウェーデン、アラスカなどの地域では、冬季うつ病の発症率が高く、人口の10%近くか、それ以上になっている。

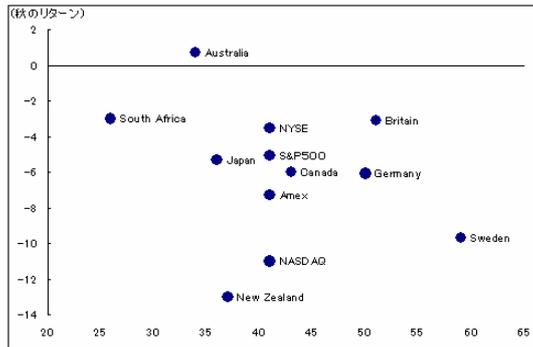
第3章 緯度とハロウィン現象

ハロウィン現象の原因が「冬季うつ症」であるならば、冬季の日照時間が少ない地域の株式市場で、ハロウィン現象が顕著な結果を示すはずである。

季節ごとの昼の長さは、その土地の緯度の関数で表すことができる。高緯度地域は低緯度地域と比較して、冬季の昼の時間が短い。このことから、ハロウィン現象は、高緯度地帯の株式市場で顕著に現れることが予想される。Kamstra(2002)では、12カ国の株式市場について、「冬季うつ症」の影響が強くなる9月から12月の3ヶ月間のリターンを「秋のリターン」と呼んで、各市場の緯度との関係を調べている。その結果をグラフにすると、図1のようになる。図1の結果だけでもある程度は、緯度と株価リターンの季節性の関係性を理解できるが、Kamstra(2002)では「月曜効果」「昼間の時間の長さの影響」「節税効果」「天候」「気

温」などの要素も考慮した重回帰分析をもちいて、秋の株価リターンの検証を行っている。この重回帰の結果、秋の株価リターンと緯度との関係は有意であると主張している。

図 1. 各市場の緯度と秋のリターン



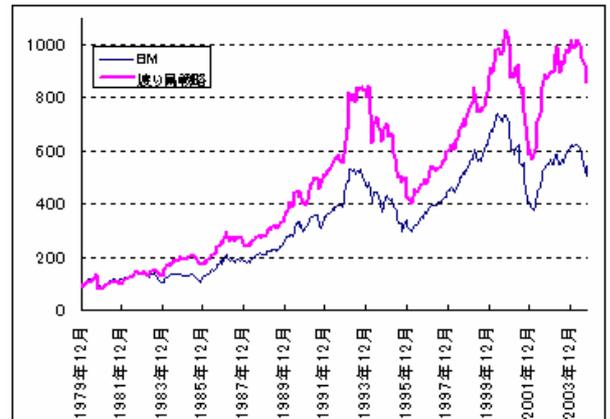
第4章 渡り鳥戦略

第 3 章で述べたように、秋の株価リターンは他の季節より低いという傾向が、緯度が高い地域ほど明瞭に現れるのであれば、季節に応じて投資対象地域を変更することで、高いリターンを得ることができるはずである。

すなわち、北半球の秋には高緯度地域にあるスウェーデン株式市況などが軟調に推移する可能性が高い一方で、その時期に春を迎える南半球のオーストラリアやニュージーランドでは比較的高い株価リターンが期待できる。したがって、毎年毎に投資対象地域を北半球と南半球で入れ替えれば、同じ地域の株式市場で運用し続けるよりも高いリターンを得られるはずである。

このような見通しの下、北半球の冬から春にかけてスウェーデン株で運用した後、南半球の冬から春にかけてオーストラリア株で運用するという「渡り鳥戦略」の運用成果を検証する (Kamstra (2002) では秋から冬とされているが誤植か?)。こうした運用戦略をとることで、両市場に半分づつ投資を行うベンチマーク運用と比較して、年率 2.3% の超過収益を得ることができた。

図 2. 渡り鳥戦略の運用成果



第5章 おわりに

Kamsta の主張のとおり、渡り鳥戦略を利用することで、均等ポートフォリオよりも高いリターンを得ることができた。このことは、ハロウィン効果の原因が「冬季うつ症」であることの証左となる可能性がある。

ただし、純粋に投資戦略として考えた場合、投資家がリスクを取り始める 11 月から 4 月にかけて株式で運用し、5 月から 10 月は債券で運用するという投資戦略のほうが高いリターンを得ることができる。これは、北半球のみならず、南半球でも同様である。おそらく、人口や経済規模の大きな北半球の季節性が南半球の株式市況にも影響を与え、これが南半球の本来の季節性とは逆の現象を引き起こしている可能性が高いものと思われる。

参考文献:

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/>