

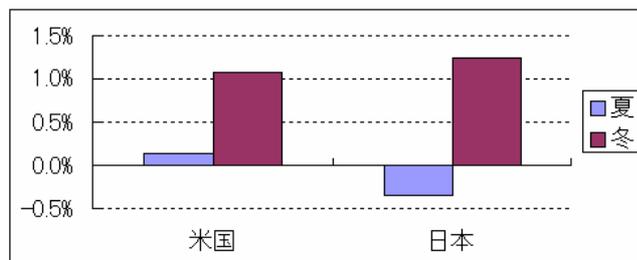
ハロウィン効果と株価トレンド

冬の期間のみ株式へ投資を行う“ハロウィン戦略”を採用すると高いパフォーマンスを得ることが可能であることが知られている。一方で、過去の株価騰落率を利用することで将来の株価が予測可能であるという“順張り戦略”や“逆張り戦略”も知られている。そこでは本研究では、“ハロウィン戦略”と“順張り戦略”の双方を利用することで、運用成果を向上させることが可能であるかどうか、分析を行う。

第1章 はじめに

ハロウィン効果とは、冬の期間（11月～4月）の株価パフォーマンスが、夏の期間（5月～10月）の株価パフォーマンスより高い現象を言う。ハロウィン効果は世界各国で観察されている。たとえば、日本および米国における株価を例にとると、夏の期間の株価パフォーマンスと冬の期間の株価パフォーマンスには図1のような差異がみられる。

図1. 日米株価の夏と冬の月次騰落率



集計対象期間：1961～2011年（月次株価騰落率）

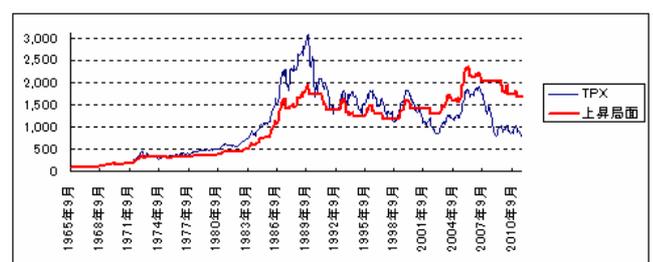
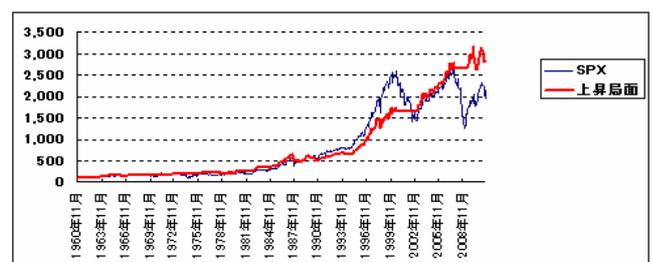
すなわち、冬の期間のみ投資を行うことで、高いパフォーマンスを得ることが可能となる。このような株価の季節性は、カレンダー効果と呼ばれる。

一方で、過去の株価騰落率を利用することで将来の株価が予測可能であることは、Grinblatt and Moskowitz(2004)などで主張されているが、カレンダー効果と過去の株価騰落率との関連についての研究は、ほとんど見られない。そこで、本研究では、両者の関係について分析を行う。

第2章 順張り戦略

Grinblatt and Moskowitz(2004)の分析によれば、1ヶ月以下の短期株価リターンや3年以上の長期株価リターンは、将来の株価に正の方向に影響する（順張り戦略が有効）一方で、過去12ヶ月間のリターンは将来のリターンとは反対方向に影響する（逆張り戦略が有効）とされている。このように株価の局面を分類することは将来の株価リターン予測に有効であると考えられる。

図2. 株価上昇局面におけるパフォーマンス



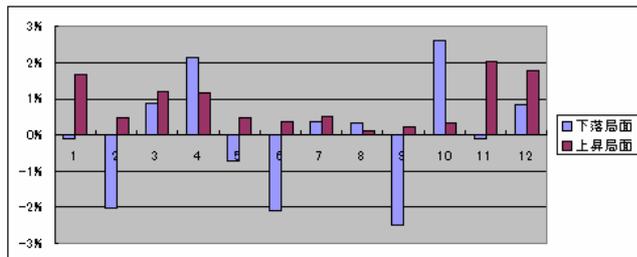
このような先行研究を踏まえ、本研究では前月の株価水準が過去12ヶ月の平均株価より高い場合には株価トレンドが上昇局面にあると判断し、低い場合には下落局面にあると判断することで、その後の株価変動が予測可能であるかどうか、分析する。

こうした株価局面分類を行なった上で、株価が上昇局面にある場合のみ投資を行う場合、投資成果は図2のようになる。ここから分かるように、こうした株価局面分類による順張り戦略には日米両国の株式市場ともに、一定の有効性が見られる。

第3章 順張り戦略とハロウィン戦略

次に、順張り戦略とハロウィン戦略の複合戦略の有効性について分析を行う。図3には、月別の米国の平均株価パフォーマンスを株価下落局面と株価上昇局面に分けて集計したものを掲載した。

図3. 米国株の株価トレンド別の月次騰落率



さらに図4では、米国および日本の季節別平均株価リターンを株価下落局面と株価上昇局面に分けて集計した。

図4. 米日の株価トレンド別の株価騰落率の季節性

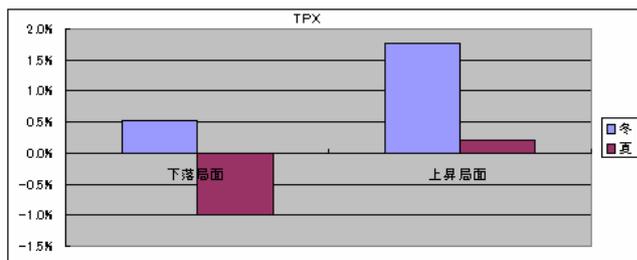
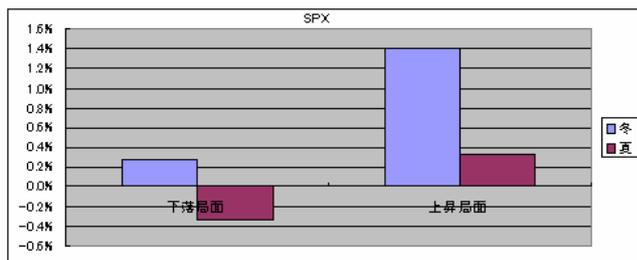
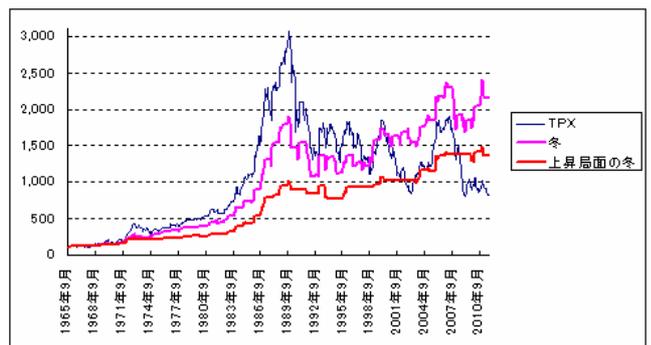
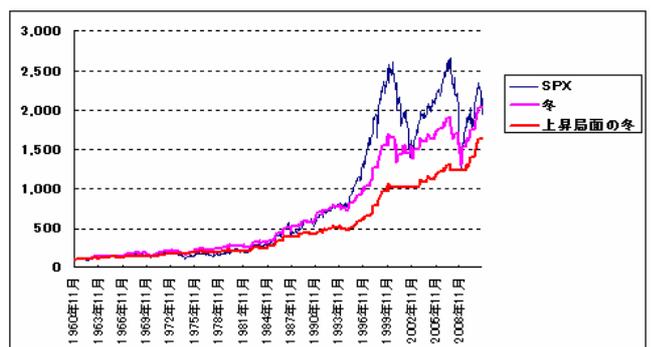


図4から明らかなように、日米ともに冬は夏よりも株価リターンが高いが、こうしたリターン格差は株価上昇局面の方が大きい。また、夏・冬ともに株価

上昇局面の方が、株価下落局面よりも高いリターンを得ることが出来ている。

次に、株価上昇局面とハロウィン効果の双方の条件が重なった場合にのみ株式へ投資を行い、それ以外の時期には何ら投資を行わないという投資戦略を考えてみる。こうした投資戦略を“上昇局面の冬”戦略と名付け、図5にその投資成果を掲載した。

図5. 株価モメンタム・ハロウィン戦略の投資成果



日米ともに、“上昇局面の冬”戦略は、安定的に高いパフォーマンスを上げている。トータルのリターンは単純なハロウィン戦略などよりも低いものの、これは投資ポジションをとる期間が短いことが主因であり、投資成果のリスクの低さは魅力的である。

以上のような“上昇局面の冬”戦略を取ることで、投資のリスクリターンを向上させることが可能になるものと思われる。

参考文献：

Grinblatt, Mark, and Tobin J. Moskowitz, 2004, "Predicting stock price movements from past returns: the role of consistency and tax-loss selling", Journal of Financial Economics, 71, 2004, pp541-579.