

ハロウィン効果の日経平均及び TOPIX への影響

日本株式には、代表的な指数として日経平均株価と TOPIX が存在する。ハロウィン戦略を実施する際、それぞれの指数を利用することでパフォーマンスにはどの程度の差異が生じるのであろうか？ そして、そのパフォーマンス差異の原因はどこから生じているのだろうか？ 本研究では、両指数の為替観応度の差異がハロウィン戦略の投資成果の差につながるという可能性を提示する。ただし、実際にはいずれの指数を用いても投資成果に大きな差は生じないものと思われる。

第1章 はじめに

日本株式には、代表的な指数として日経平均株価と TOPIX が存在する。ハロウィン戦略を実施する際、それぞれの指数を利用することでパフォーマンスにはどの程度の差異が生じるのであろうか？ そして、そのパフォーマンス差異の原因はどこから生じているのだろうか。

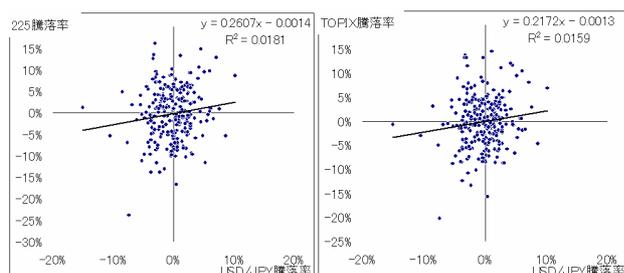
第2章 日経平均株価と TOPIX

日経平均は、日本経済新聞社が独自に選定した 225 社の単純株価平均タイプの株価指数である。パフォーマンスは 225 社を等株数保有していた時の投資成果と同様となる。各銘柄の時価総額とは無関係に株価水準の高安によって構成比が決定されるため、意外な会社の構成比率が 1 位になることがある。これに対して TOPIX のパフォーマンスは、時価総額構成比率で東証一部上場の全企業の株式を保有した場合の投資成果と同様となる。

が、輸出企業の多い電気機器、情報通信分野の構成比率が高いため、図 1 に示したように為替の影響を受けやすい構造になっている。逆に銀行業については日経平均の構成比率は TOPIX に比べずっと少ない。

こうした特徴を持つ両指数であるが、両指数の相対的な動きを簡単に見る方法として、NT 倍率という考え方が用いられる。NT 倍率とは、日経平均株価を TOPIX で除した数値であり、図 2 のような推移をたどっている。

図 1. 為替騰落率と株価騰落率



日経平均と TOPIX を比較すると、日経平均の方

図 2. NT 倍率推移



第3章 NT 倍率のハロウィン効果

では、日経平均株価と TOPIX との相対値である NT 倍率の動きには季節性が存在するのだろうか？ そして、その動きは USD 市況の季節性と関連が見られるのだろうか。この点を確認するために、まず NT 倍率の季節性を確認する。NT 倍率の過去 1 年平

均値からの乖離率を計算し、その月別の平均値を図3に示した。図3からは、NT倍率の動きにもハロウィン効果で説明が可能な季節性が存在することが分かる。すなわち、夏の期間にはNT倍率は概ね軟調な推移（TOPIX優位）が見られ、9月末に底を打つ。そして、10月から12月末までは上昇基調（日経平均優位）に転じる。

図3. NT倍率の月別の平均乖離率



こうした動きが、日経平均株価の業種別構成比によってもたらされているとすると、為替観応度の差も何らかの影響を与えている可能性が大きい。そこで、為替市況の推移をUSD市況によって確認する。図4には、USDの過去1年平均値からの乖離率を計算し、その月別の平均値を示した。

図4. USDの月別の平均乖離率

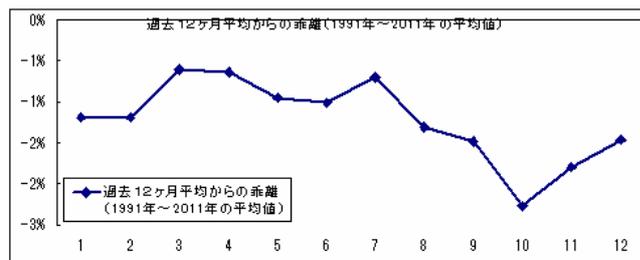


図4からは、USD市況にもハロウィン効果で説明が可能な季節性が存在することが分かる。すなわち、4月末まではUSD市況は概ね堅調な推移が見られ、その後、横這い圏での推移が続いたあと下落に転じ、10月末に底を打つ。そして、11月以降は再び上昇基調を取り戻している。

第4章 日経平均とTOPIXのハロウィン効果

以上のように、日経平均は為替観応度が高く、為替市況自体にもハロウィン効果が存在する。このた

め、日経平均は株式市場のハロウィン効果に加えて為替市場のハロウィン効果からも影響を大きく受け、TOPIX以上のハロウィン効果を享受しうると考えられる。実際、図5、図6に示したように、ハロウィン効果の大きさはTOPIXより日経平均の方が大きい。

図5. 日経平均およびTOPIXの月別平均リターン



図6. 日経平均およびTOPIXの季節別平均リターン

	TPX	日経平均	NT倍率
夏	-0.62%	-0.64%	-0.04%
冬	0.94%	0.95%	0.01%
差異	1.55%	1.58%	0.05%

このような観点から考えると、ハロウィン戦略を利用するのであれば、TOPIXを用いるよりも日経平均株価を利用するほうが有効である可能性が高い。

ただし、両指数を利用してハロウィン戦略を実施したケースのバックテストを行なってみると、両者の間には大きな差異は見られない。このことから、実際にはいずれの指数を用いても大きな差異は出ないものと思われる。

図7. ハロウィン戦略の成果

