

為替市場におけるリスク・リターンの季節性

本研究では、豪ドル/円市況を例にとり、高金利通貨投資のリスク・リターンの季節性について分析を行なう。日本からの外貨投資の際に豪ドルは人気が高いが、これは両国間の金利差が大きいためであり、金利差に着目したキャリー取引が前提となっている。本研究の分析の結果、キャリー取引を行う際のリスク・リターンには季節性があることが確認された。

第1章 はじめに

高金利通貨への投資が有利であるというキャリー取引は、Fama(1984)によって金利平衡仮説(UIP)が否定されたことがきっかけとなり、アカデミックな視点からも注目が集まった。その後、Bailie and Chang(2008)によって、UIPへの回帰が生じるのはボラティリティが大きい局面であり、キャリー取引はボラティリティの大きい局面で損失をこうむることなども報告されている。

一方で、「ハロウィン効果」(Kamstra et al.(2002))や「月替り効果」、「週末効果」、「新月効果」などの季節的な価格変動パターン(カレンダー効果)の存在は株式市場を中心に分析が進められてきたが、同様のカレンダー効果は為替市場にも存在する。実際、為替市場においてキャリー取引を行なう際のパフォーマンスなどには株式市場と同様のカレンダー効果がみられる。

そこで、本研究では、キャリー取引に利用されることが多い豪ドル・円市況を例にとり、「ハロウィン効果」の期間である冬の期間とそれ以外の期間で投資収益のリスク・リターンにどのような違いが見られるのかという点を検証する。

第2章 月替り効果の季節性

まず、月末近辺のリターンが月中のリターンと比較して顕著に高くなるという「月替り効果」の季節性について、リスク値の状況について検証してみ

る。図1には、月末±3日間の過去25日間ベースのリスク値を“月末”、その他の期間を“月中”と表記し、その平均値を季節ごとに集計した。

図1. 月替り効果の季節性

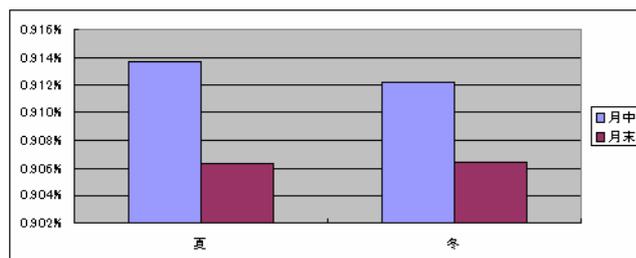
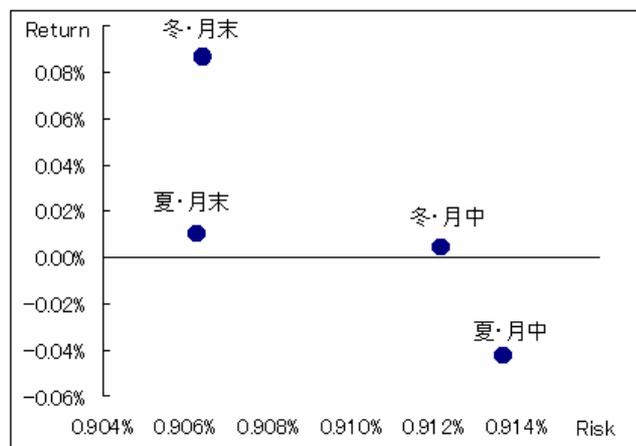


図1から分かるように、月末期間におけるリスク値は、季節にかかわらず低位で安定している。リスク値に違いが見られるのは、月中である。

図2. 豪ドル市況のリスク・リターンの季節性



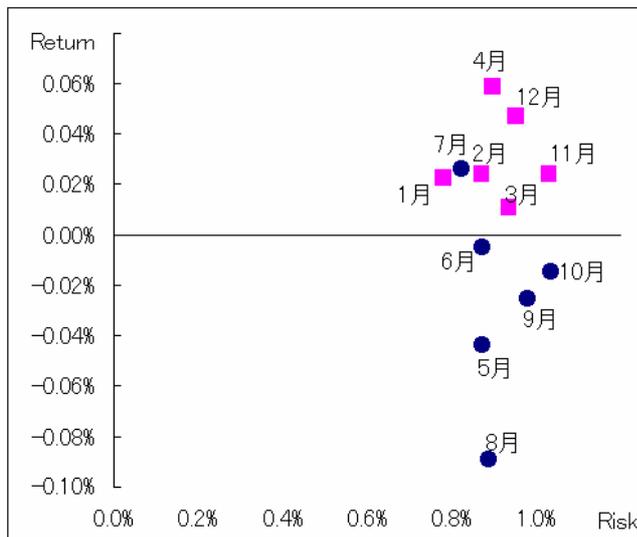
こうしたリスク値の違いをリターンとの関係で見ると図2となる。ここから分かるのは、リス

ク調整後のリターンが最も高い時期はもちろん冬の月末であるが、次にリスク調整後リターン値が高く投資に有利な期間は、冬の月中ではなく、夏の月末であることが理解される。すなわち、投資を行う際には、ハロウィン効果よりも月替わり効果のほうが重要度は高いこととなる。

第3章 リスク・リターンの月別分布

次に、図3にはリスク・リターン値を月別に集計した。リスク・リターン値を月別に見ると、11月から4月の冬の期間は、リスク・リターン値の分布がかたまっていることが分かる。また、4月のリスク調整後リターンは年間で最も高いことや、3月のリターンが冬の中で最も低いことなどが明らかとなる。ただ、各月のリスク水準には顕著な違いは見られないようだ。

図3. 豪ドル市況の月別リスク・リターン



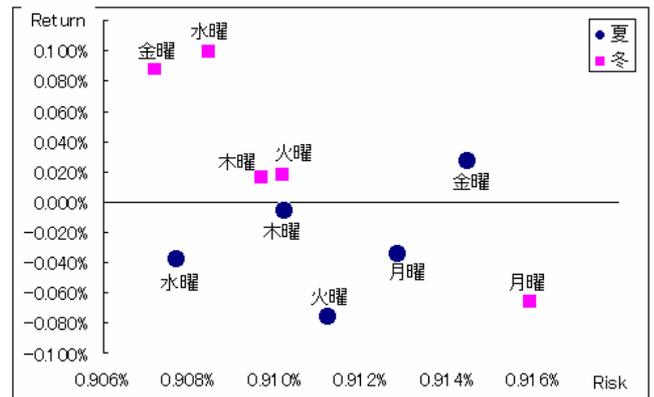
第4章 曜日別リスク・リターンの季節性

さらに、曜日別のリスク・リターン値を季節別に見たものが図4である。曜日別リスク・リターンについても、季節性が強く出ることが分かる。たとえば、月曜日のリスク・リターンは、冬の期間で唯一リターンがマイナスとなる上にリスクが非常に高い。それ以外の火曜日から金曜日については、冬の

期間のリスク調整後リターンは非常に高くなっている。

一方で、夏の期間を見てみると、金曜日のリターンは一応プラスとなっているものの、冬の期間に比較すると投資リスクは高い。

図4. 曜日別リスク・リターンの季節性



以上をまとめると、夏の期間については、月末や週末であればプラスのリターンを期待できる。さらに、リスク値も考慮したとしても、月替わり近辺は投資価値が高い。

参考文献：

- Fama, E., "Forward and Spot Exchange Rates", Journal of Monetary Economics, 14, pp319-338., 1984
- Bailie, Richard and Sanders Chang, "Carry trades, momentum trading and the forward premium anomaly", 2008
- Kamstra, Mark, 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/>