

## 夏季の債券パフォーマンス

ハロウィン効果はカレンダー効果のなかでも、パフォーマンスの高さとその安定性が際立つ存在である。ハロウィン効果によれば夏季には株式保有を避けるべきとされる。では、株式と反対方向の価格パターンを示すことが多い債券については夏季に保有を行うことが有利な戦略なのであろうか？ 本研究では米国長期債への投資を例に取り、夏季の債券市場の有効性について検討する。

### 第1章 はじめに

株式市場ではいくつかの季節的な価格変動パターンの存在が知られている。その中で最も顕著な変動パターンが“ハロウィン効果”である。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指し、世界各国の株式市場で観察されている。また、ハロウィン効果は、株式市場に限らず、為替市場などでも観察されている。

ハロウィン効果が生じる原因については、諸説ある。それらの仮説の中で、Kamstra et al.(2002)は、昼の長さの季節変化に伴う投資家心理の変化が株価に影響を与えることをハロウィン効果の原因であると主張している。ハロウィン効果が複数の資産市場において発生していることを考えると、Kamstra et al.(2002)の主張は有力な仮説である。

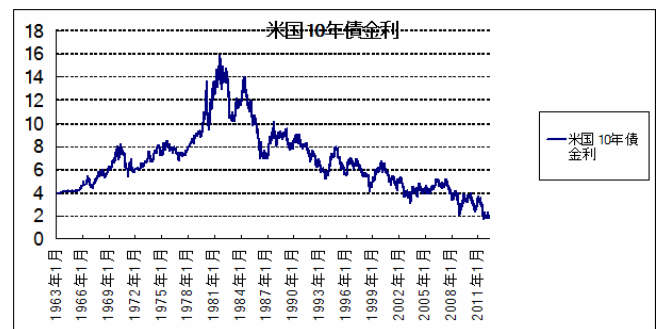
Kamstra et al.(2002)が主張するように、投資家心理の変化が株式パフォーマンスの季節性を生み出す要因となっているのであれば、株式と反対方向の価格パターンを示すことが多い債券については夏季に保有を行うことが有利な戦略なのであろうか？ こうした課題認識の下、本研究では米国長期債への投資を例に取り、夏季の債券市場の有効性について検討する。

### 第2章 債券市況の季節性

まず、1963年以降の米国債券市況の推移から確認する。1963年当時は4%程度であった金利水準はそ

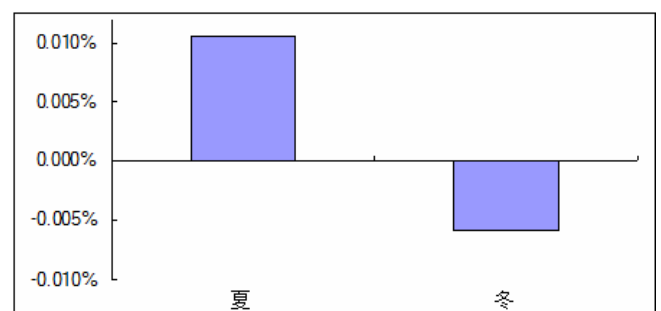
の後大きく上昇し、1980年代初頭に16%にまで達した。その後は上下動はありながらも金利低下傾向が続き、近年では2%割れ水準で推移している。

図1. 米国10年債券の利回り推移



このような長期的な金利水準の変化の中で、季節ごとに特徴的な動きは見られたのであろうか？ この点を調べるために、1年を夏季と冬季に分けた場合の債券市況のパフォーマンスの違いを図2に示した。なお、図2では10年債の利回り水準を債券価格に換算した上で、日々の債券価格騰落率を計測し季節毎に集計している。

図2. 米国10年債券の価格変化の季節性

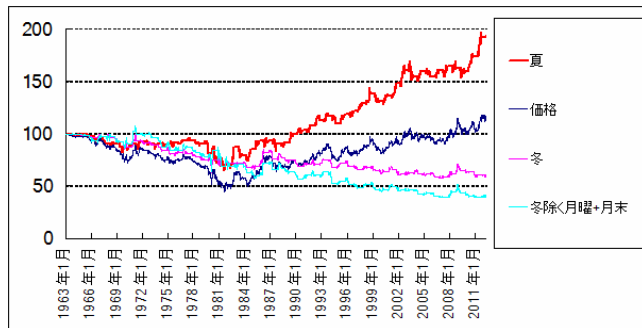


また、図2で計測対象とした価格変化には、受取利

息分は考慮されていない。もし、トータル・リターンを検討するのであれば、夏季および冬季ともに図2の水準から底上げされる。

さて、図2を見ると夏季と冬季のリターン格差は、1日あたり1.5bp程度となる。こうしたリターン格差が積みあがると長期間では比較的大きな差になる。図3には、夏季のみ米国債券に投資した場合（夏）と、1年間保有を継続した場合（価格）、冬季のみ米国債券に投資した場合（冬）のそれぞれのパフォーマンス推移を掲載した。

図3. 米国債の季節ごとのパフォーマンス累計



過去50年間を分析すると、夏季と冬季では、年率2.7%のリターン格差が生じていたことが分かる。

### 第3章 TOM（月替り効果）の影響

さらに、ハロウィン効果以外の市況の季節性として、TOMについても検討してみる。TOMとは、月末近辺の株価リターンが他の期間に比べて顕著に高い現象を指す。McConnell and Wei (2006)によれば、TOMが生じる原因はよくわからないものの、資金フローや銘柄属性によるものではないとされている。過去90年間で見ると米国株式では、TOMの期間には平均0.473%のリターンが得られた一方で、それ以外の期間のリターンはマイナスとなることが報告されている。

仮に、TOMの原因が投資家のリスク許容度の変化によるものであると考える場合、月末近辺の株価パフォーマンスが高くなるのであれば、リスク許容度は高まっていることを示しており、債券市場でのパフォーマンスは悪化するはずだ。一方で、投資家の資金フローの影響によりTOMが発生しているの

であれば、月末近辺には投資家が金融市場に資金を移していることを示していると考えられるため、債券市場でもTOM戦略の採用が有効であると期待される。こうした事前の想定の下、米国債券の夏季におけるTOM戦略の投資成果を計測した。

図4. 米国債の夏季TOM戦略の投資成果

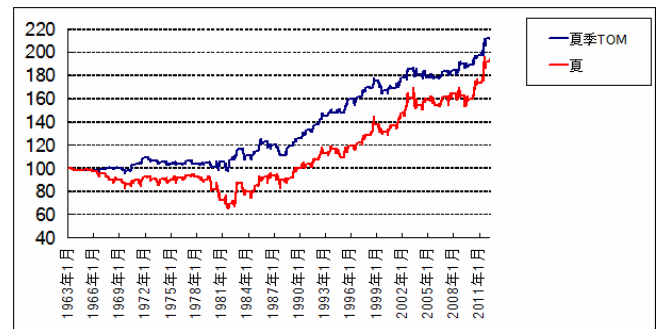


図4に見るとおり、債券市場においてもTOM戦略は有効であるようだ。夏季に債券を保有し続けた場合に比べて、夏季の月末のみに投資する“夏季TOM”戦略のパフォーマンスは、年率0.2%程度パフォーマンスが高くなる。もっとも、月末以外の期間も債券を保有し続ければ、インカム収入を稼ぐことができるので、両者のトータルのリターン格差は縮小し、場合によっては逆転される可能性もある。ただし、債券市況のキャピタル部分のリターンに関して言えば、月末近辺にほとんど全て生じることが理解される。

なお、ここには掲載していないが、冬季においてもTOM戦略は有効である。こうした観測結果からすると、TOMが生じる原因として、資金フロー要因を再度検討してもいいのかもしれない。

#### 参考文献：

- 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/>  
McConnell, John, J., and Wei Xu, 2006, "Equity Returns at the Turn of the Month", Working Paper Series.