

株価の季節性を考慮した半年間のパフォーマンス予想

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。本研究では、こうした株価騰落率の季節性を利用して、各年における夏季および冬季の騰落率を事前に予想する手法について検討する。

第1章 ハロウィン効果と株価の季節性

「ハロウィン効果」(Kamstra et al. (2002))や「月替り効果(TOM)」、「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。こうしたカレンダー効果の中で最も顕著で安定性の高いものは、ハロウィン効果による冬季と夏季のパフォーマンス格差であると考えられる。

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。

第2章 日本株の夏季および冬季の騰落率予測

このように、夏と冬の株価パフォーマンスに差異があるならば、株価の将来の騰落率を予想する時には、こうした季節性を考慮に入れることが望ましい。

株式市況のパフォーマンスは、投資家心理とファンダメンタル要因の2つの要素によって決定されるものと考えられる。この2つの要素のうち、投資家

心理については、ハロウィン効果による季節性によって考慮することとする。一方で、ファンダメンタル要因については、中期的な株価動向によって捉えることが可能だと想定する。こうした想定に立つと、夏季および冬季の半年間毎を1つの予想期間として、半年毎の株価騰落率予想を行うことが妥当である。ここでは、各年毎に4月末から10月末までの夏季の株価騰落率と、10月末から4月末までの冬季の株価騰落率を別個に予想することを考える。

図1. 日本株市場の夏の株価予想

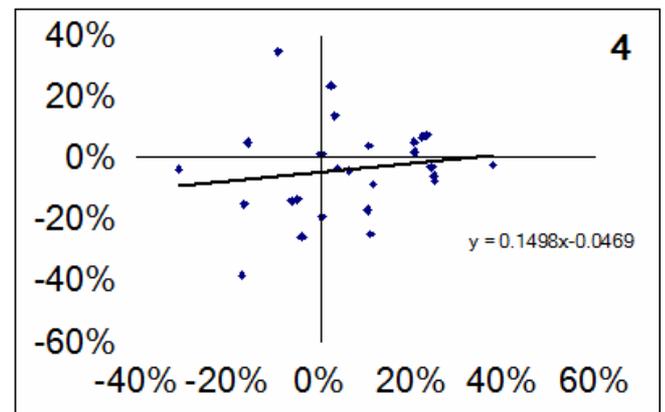
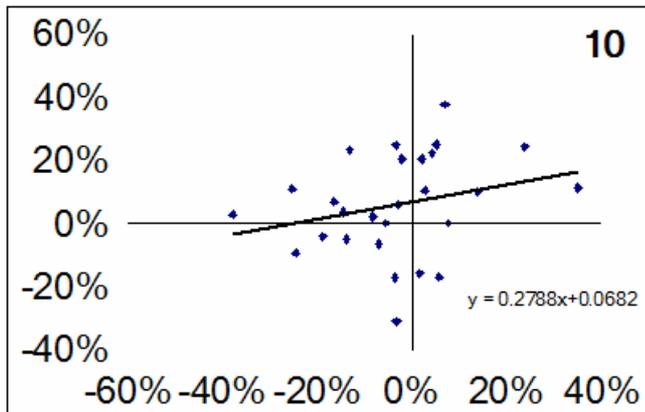


図1では、各年の4月末時点において、それに先行する過去6ヶ月間の株価騰落率を横軸にとり、その後6ヶ月間の将来の株価騰落率を縦軸にとった。図1をみると、過去6ヶ月間の株価騰落率が大きい場合、その後の夏季の6ヶ月間の株価騰落率も高くなる傾向が見られる。これは、企業収益を取り巻く収益環境が良く、その結果として過去6ヶ月間の株価パフォーマンスが高いケースでは、その後の夏季の株価パフォーマンスも高めに出やすいものと解釈できる。ただし、切片がマイナス値にあるため、

過去6ヶ月間の株価パフォーマンスがゼロである場合には、その後6ヶ月間に株価は4%超下落することが予想される。別の言い方をすれば、夏季に株式市況がプラスとなるためには、それに先行する冬季の株式市況が31%以上の上昇を示すようなファンダメンタルの良さが必要となる。

図2. 日本株市場の冬季の株価騰落率



一方で、図2は日本株市場の冬季の騰落率を予測するために、各年の10月末時点でそれに先行する過去6ヶ月間の株価騰落率と、その後の6ヶ月間の株価騰落率をXYグラフにプロットした。こちらのグラフからも、過去の株価騰落率が高いほど、その後6ヶ月間の株価パフォーマンスが高いことが分かる。しかしながら、4月時点の状況と一番異なる点は、Y切片の水準である。夏季(図1)のケースでは、Y切片が4%超のマイナスであったのに対して、冬季(図2)のケースでは、7%弱のプラスとなっており、両者の差は11%超となった。別の言い方をすれば、冬季の株価が下落するためには、それに先行する夏季の株価が25%以上の下落を示すようなファンダメンタルの悪い環境が必要ということになる。

第3章 米国株の夏季および冬季の騰落率予測

次に、同様の分析を米国株についても行う。図3および図4がその結果である。米国においても日本株の分析結果とほぼ同様な傾向が見られる。すなわち、①夏季および冬季のいずれの時期においても、過去6ヶ月間の株価騰落率が高いと、予想騰落率も

高くなる傾向があること、②夏季は冬季よりもy切片の値が大きく、両者の間には、明確な差異が存在すること、の2点である。

図3. 米国株市場の夏季の株価騰落率

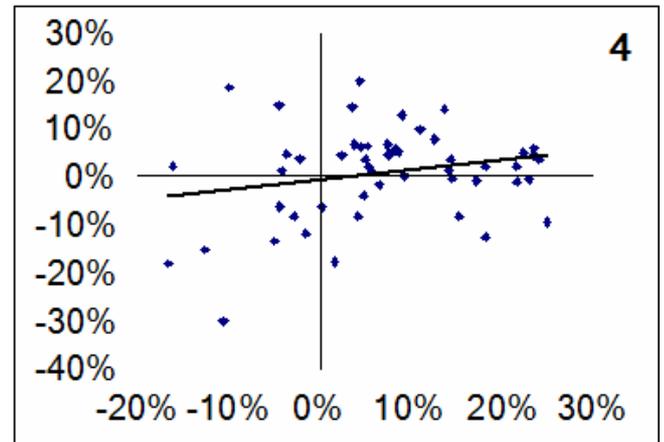
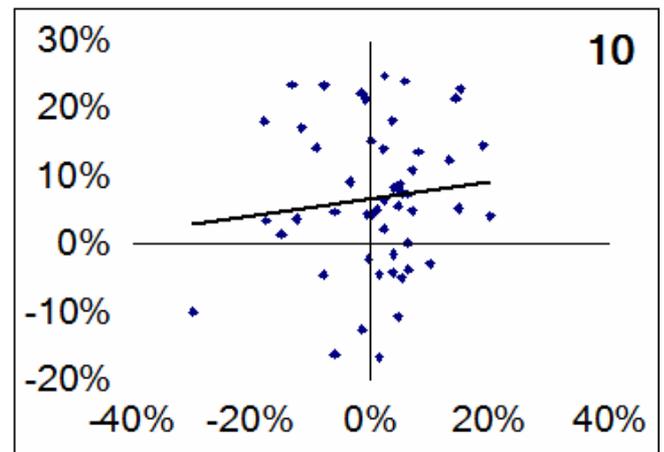


図4. 米国株市場の冬季の株価騰落率



このように株価の季節性を考慮したうえで、収益環境などのファンダメンタル要因を把握できれば、ハロウィン戦略における夏季および冬季の期待収益率の関係を事前にある程度把握することが可能となるはずだ。

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/>