

株式市況および債券市況による局面分類と株価の季節性

近年、“ハロウィン効果”や“月替り効果”、“週末効果”などのカレンダー効果と呼ばれるアノマリーが世界各国の株式市場などで報告され、学術的にもその存在に一定の認知が与えられつつある。一方で、株式市況や債券市況にはモメンタムと呼ばれるトレンドが存在することも知られている。こうしたトレンドが生じる要因はいくつか考えられるが、実経済における景況感の変化を反映していると考えられることも可能である。では、株式市況や債券市況のモメンタムを実経済の代理変数にとらえることで、実経済の景況感の違いがカレンダー効果に与える影響を検証することが可能ではなからうか？ 本研究の分析により、株価下落局面および金利低下局面はハロウィン効果に大きな影響を与え、株価下落局面は TOM および週末効果に大きな影響を与えることが判明した。

第1章 はじめに

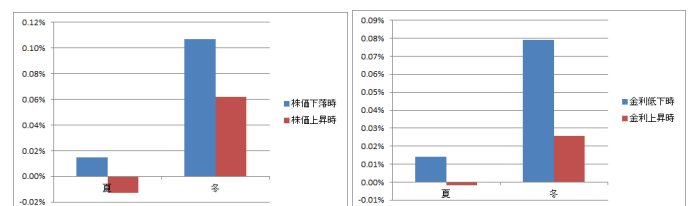
株式市場には、カレンダー効果と呼ばれるアノマリーがあることが知られている。たとえば、冬の期間の株価パフォーマンスが、夏の期間の株価パフォーマンスより高い現象は、“ハロウィン効果”と呼ばれ、統計的にも経済的にも有意性が高いとされている。また、月替り効果 (TOM : Turn of the Month) と呼ばれる、月末近辺の株価リターンが他の期間に比べて顕著に高い現象 (McConnell and Wei (2006)) や、週末効果と呼ばれる、週後半の株価リターンが高い現象 (週末効果、Drogalas(2007)など) も知られている。

一方で、アノマリーの1種である割安株効果や小型株効果は、1年後の経済成長率が高くなる局面に顕著にみられることが Liew and Vassalou(2000)で報告されている。こうした先行研究を受けて、本研究では、カレンダー効果が顕著にみられる局面とそうでない局面を予測できるかどうか、という観点から分析を進める。具体的には、米国株式市場におけるハロウィン効果、TOM、週末効果を分析対象とし、それら3種類のカレンダー効果の強さが株式市場や債券市場における市況のモメンタムによって異なるのかどうかという点の検証を行う。なお、本研究において、市況モメンタムは過去1年間の騰落率によって判断した。

第2章 米国株式市況におけるカレンダー効果

まず、ハロウィン効果に対する株式・債券市況の与える影響から検証する。図1に示したように、株式市場におけるハロウィン効果は、株価下落局面および金利低下局面で顕著になることが示唆されている。このような株式・債券市況の動きはいずれも景気悪化局面の典型例である。したがって、株式市況におけるハロウィン効果は、景気悪化局面において顕著になると考えていいようだ。

図1. 金利・株価局面とハロウィン効果



次に、月末効果および週末効果についても、同様の検証を図2および図3で行った。図2から判断すると、TOMについては、景気局面からはそれほど大きな影響を受けていないようだ。

一方で、図3をみると、週末効果については、株式市況のモメンタムに対する反応と債券市況のモメンタムに対する反応とでは、差異がみられる。景況感悪化と整合的な市場環境は、株式市況の下落お

よび、金利低下という反応であるはずであるが、株式市況が下落する局面では週末効果は大きくなるものの、金利低下局面では逆に週末効果は小さくなっている。

図2. 金利・株価局面の TOM への影響

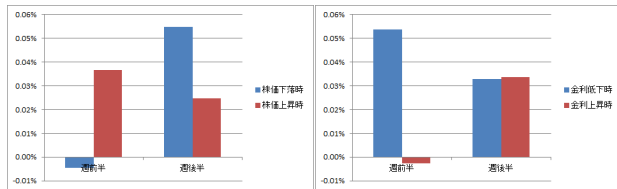
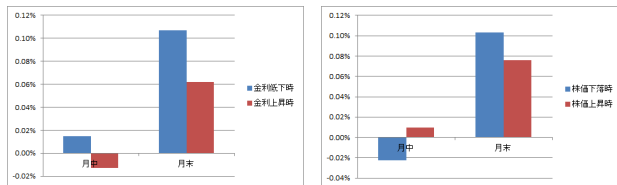


図3. 金利・株価局面の週末効果への影響



第3章 市況モメンタムの株価季節性への影響

以上の結果をみると、景況感の変化が債券・株式の両市場のセンチメントへ与える影響には、影響度の違いやタイムラグがあるように思われる。すなわち、金利動向と株価モメンタムがカレンダー効果に与える影響を考える際には、両市場の動きを見ながら判断することが適当であろう。図4には、両市場からの複合的な影響を見ることが出来るよう、金利動向と株価モメンタムの方向性で、局面を4つに分けた分析を行った。また図5には、金利・株価からみた4局面におけるカレンダー効果の大きさを示した。

ここから分かるように、株式市場のモメンタムが下落傾向を示す場合には、カレンダー効果が強まるということが出来そうだ。この傾向は TOM および週末効果に顕著に表れている。

以上をまとめると、①株式市況および金利市況のモメンタムをそれぞれ単独で見れば、ハロウィン効果は、株価下落局面および金利低下局面で顕著になる、②TOM および週末効果は、株式市況のモメンタムが下落傾向を示した時に顕著になる、ことが判明した。

図4. 金利・株価局面のカレンダー効果への影響 (1)

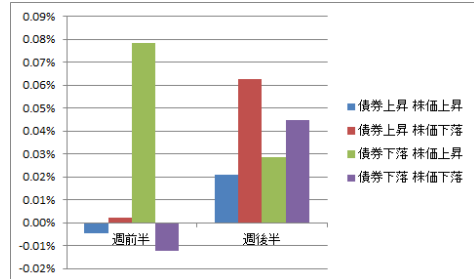
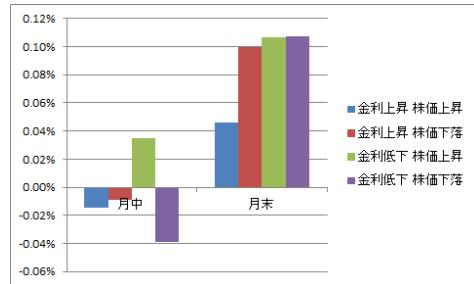
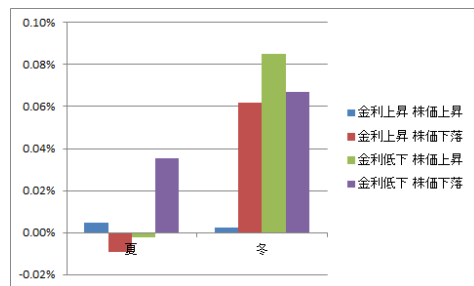
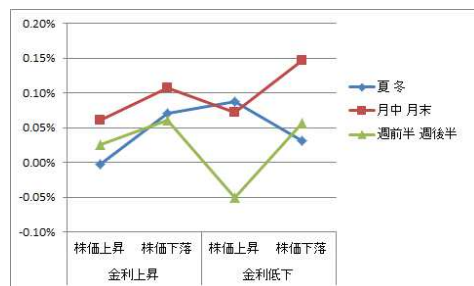


図5. 金利・株価局面のカレンダー効果への影響 (2)



参考文献 :

McConnell, John, J., and Wei Xu, 2006, "Equity Returns at the Turn of the Month", Working Paper Series.
Drogalas, Gege, 2007, "Seasonalities in stock markets: the Day of the Week Effect"
Liew, Jimmy, and Maria Vassalou, 2000, "Can book-to-market, size and momentum be risk factors that predict economic growth?", Journal of Financial Economics, 57, pp221-245.