

曜日別リターンの旬別季節性

冬季の株価パフォーマンスが高くなるというハロウィン効果は学術的にも徐々に認識されつつある。そこで、本研究では“冬季”がいつから始まるのかという点を分析したところ、米国においては10月（下旬）から大きく改善することが確認できた。特に、月曜日を含まない3日間、すなわち、“火水木”および“水木金”の株価パフォーマンスはいずれも10月下旬にはプラスに転換している。

第1章 はじめに

株価変動にはハロウィン効果や1月効果、TOM、週末効果などの季節性があることが報告されている。こうした株価の季節性の中で最も顕著な現象はハロウィン効果であろう。ハロウィン効果は冬季の株価騰落率が高く、夏季の株価騰落率が低い現象を指す。しかしながら、冬季と夏季をいつ時点で区切るのかという点については、これまであまり分析がされてこなかった。本研究ではこの点を分析する。

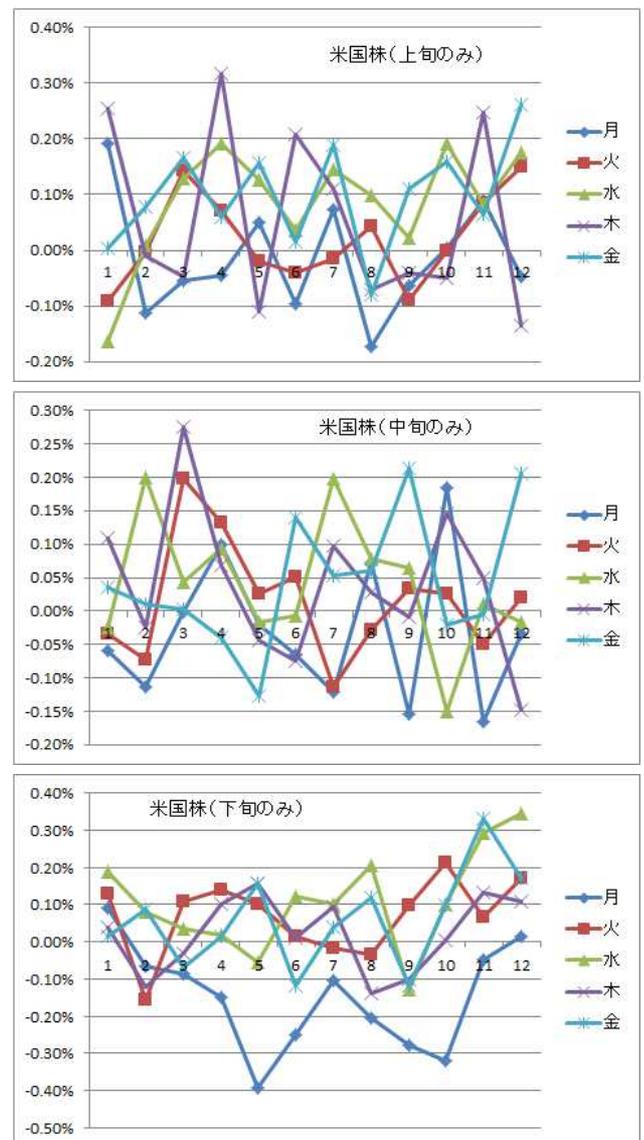
第2章 曜日別リターンの旬別月次推移

まず図1で、米国株について曜日別リターンを各月ごとに見てみるといくつかの特徴に気が付く。1つめの特徴は、月曜日のリターンが常に低いことである。実際、1月を除いて月曜日の平均リターンがプラスとなることはない。特に、夏の期間については月曜日のリターンは平均的に悪く、9月に最も低くなっている。

図1. 曜日別株価リターンの月別推移 (米国株)



図2. 曜日別株価リターンの旬間推移 (米国株)



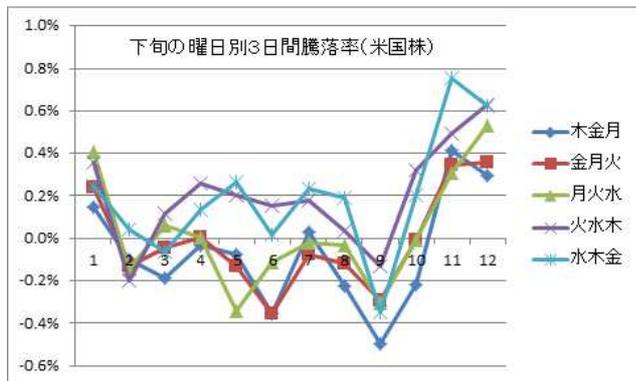
次に、曜日別の株価リターンをもう少し細かく旬間ごとに見ると、図2のようになる。この中で上旬および中旬の株価パターンはあまり大きな傾向がみられないものの、下旬には各月ごとの季節性が比

較的強く出ている。このため、以後の議論は下旬の株価を中心にみていくこととする。

まず、月曜日以外の各曜日の平均リターンがすべてプラスとなる月（下旬）を挙げると、10月、11月、12月、1月、および4月のみとなる。これらの時期は、ハロウィン効果でプラスのリターンが期待される冬季に位置づけられる月が多いものの、冬季の全ての月が該当するわけではないことと、および、通常は夏季に位置づけられる10月のリターンが高いことに注意が向けられる。

すなわち、ハロウィン効果による投資家心理の改善は、10月下旬から始まっている可能性がある。こうした傾向をより明確な形で確認するために、図3では“月火水”のような連続する3日間株式に投資する場合のリターンを月下旬の期間のみ集計しグラフ化した。

図3. 下旬における曜日別3日間リターン(米国株)



ここからも、株価パフォーマンスが10月（下旬）から大きく改善することが確認できる。特に、月曜日を含まない3日間、すなわち、“火水木”および“水木金”の株価パフォーマンスはいずれも10月下旬にはプラスに転換している。

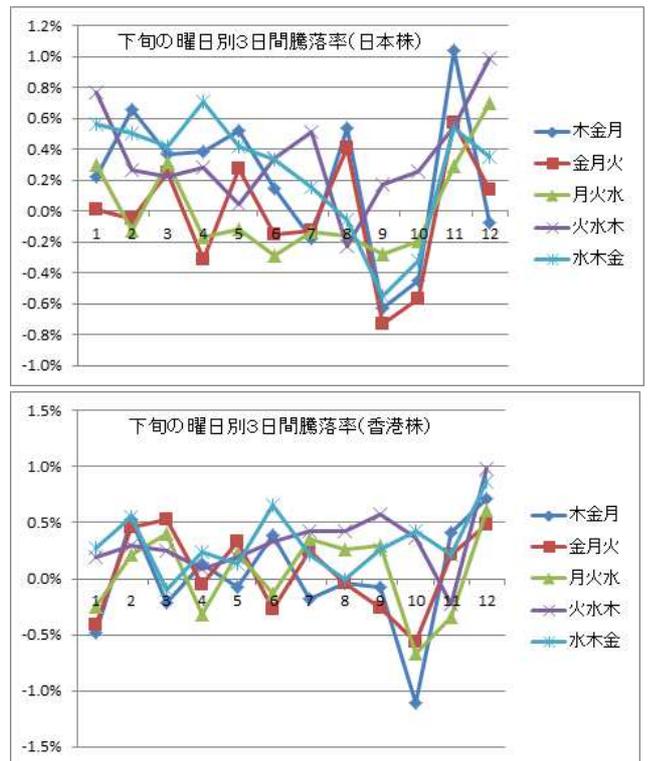
第3章 日本・香港における旬別リターン

米国市場において観測される10月下旬からの株価リターンの回復は、他の市場においてもみられるのだろうか。ここでは、日本株市場および香港株市場について分析を行う。両市場における連続する3日間の株価リターン（月下旬のみ）の推移は図4のようになる。

まず、日本株市場を見ると、10月下旬の株価リターンは9月（下旬）に比べると大きく改善している。もともと、9月のリターンが他の月と比較して圧倒的に低いため、10月のリターン水準が平常レベルに戻るだけでも回復しているように見えるという問題もある。10月下旬のリターン水準を他の月と比較してみると、そのレベルはまだまだ低いともいうことが出来る。この意味からいえば、本格的な回復は11月からと考えた方がいいだろう。

次に、香港株についてであるが、こちらは傾向が見えにくいものの、10月下旬からパフォーマンスが回復するというよりはむしろ、11月から回復するととらえることが妥当だと思われる。10月下旬のリターン水準は年間を通じて最も低い部類に入り、直前の9月よりも投資環境は悪い。

図4. 曜日別3日間リターン(下旬のみ、日本・香港)



以上の分析結果から考えると、日本市場や香港市場に関しては、米国市場でみられたような10月下旬からの株価パフォーマンスの明確な回復は期待しにくいように思われる。