

## 内外市場における月齢効果の比較

月の満ち欠けは、我々の精神状態を変化させることで、株式市場にも影響を与える。心理学分野での研究によれば、満月付近では悲観的な心理状態になりやすい反面、新月付近は楽観的な心理状態になりやすい。この結果、株式市場では一般に満月付近のパフォーマンスが悪く、新月付近のパフォーマンスが高いとされている。しかしながら本稿での分析によれば、満月付近および新月付近のいずれも株価パフォーマンスが高くなった。

### 第1章 はじめに

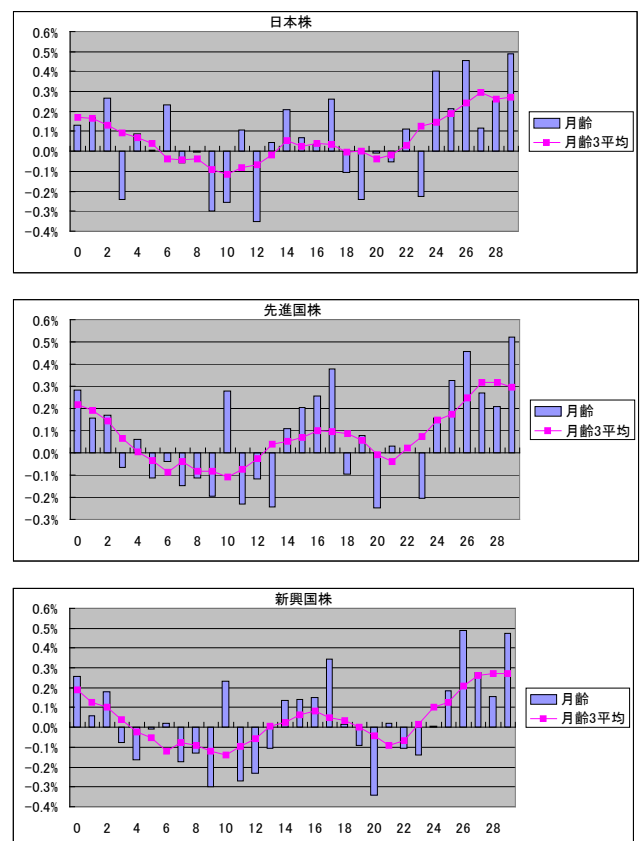
古くから、月の満ち欠けと我々の心理状態については、その関係が指摘されてきた。心理学分野での研究によれば、満月の時には我々は塞ぎ込みやすいといわれており (Yuan et.al.(2001))、その結果、欠勤が多く (Sands and Miller(1991)) なったり、犯罪が起きやすくなる (Lieber(1978)、Tasso and Miller(1976)) ことが報告されている。当然、金融市場の参加者もこの心理的な影響から逃れることはできないことから、市場で取引される株式などの価格は月の満ち欠けから影響を受けることとなる。世界 48 か国の株式市場について分析した Yuan et. al.(2001)によれば、満月付近の株価リターンは、新月付近の株価リターンに比べて 8.3%も低い。また、こうした株価のリターン格差は、先進国よりも新興国や小型株、REIT など市場の効率性が低い市場ほど大きくなる (Yuan et.al.(2001)、Ming-Te et.al.(2014)) ことが知られている。また、月の満ち欠けの影響は株式市場のみならず、銀やプラチナなどの貴金属市場でも見られる。

このような月の満ち欠けによる資産価格への影響を「月齢効果」と名付けることとする。本稿では、日本から投資をするという観点にたち、日本株、海外先進国株、海外新興国株の 3 種類について、円換算でのリターン分析を行ない、月齢効果の有効性を確認する。本稿での分析の結果、先行研究同様に新月付近の株価リターンが高いことが確認されたほか、満月付近にも株価リターンが高い時期があることが判明した。

### 第2章 各市場における月齢効果

本稿では、データ取得の容易性および、実際に投資を行う際の投資容易性の観点から、国内大手運用会社である M 社が運用するインデックス型の投資信託の 2009 年 10 月から 2015 年 7 月までの日次リターンデータを利用した分析を行う。図 1 では各資産のリターンを月齢別に集計した。また、月齢効果のトレンドを見やすくするために、月齢±3 日における平均リターンも図示した。

図 1. 内外株式の月齢別平均騰落率



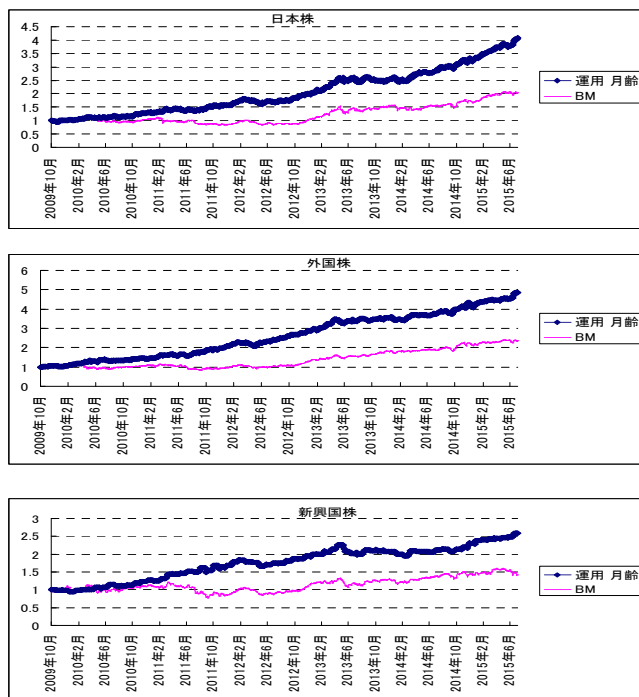
3市場に共通して言えることだが、最もリターンが高い時期は新月近辺である。具体的には月齢24ぐらいから月齢2ぐらいまでの期間の株価パフォーマンスは大きなプラスになりやすい。これは先行研究と整合的な結果である。

ただし、先行研究の主張とはやや異なり、満月近辺にも株価リターンが高い時期が存在する。具体的には月齢14から月齢17ぐらいまでの時期である。この満月近辺のリターンは、新月近辺に比べると水準が低く、プラスとなる期間も短い。したがって、先行研究と矛盾しない結果の範囲内とも言えるが、満月近辺のリターンがプラスになりやすいという傾向については、独立して指摘することが望ましいと思われる。こうした傾向も踏まえ、それぞれの市場において月齢効果が生じる時期を本稿では以下の表1のように定める

表1. 月齢効果の得られる期間

国内株	月齢13-17、月齢24-2
海外先進国株	月齢14-17、月齢24-2
海外新興国株	月齢14-18、月齢24-2

図2. 月齢効果のパフォーマンス



なお、月齢効果が生じる時期については、市場参加者の特性の変化などにより、分析対象期間や分析対象資産ごとにある程度の変動があると考えられる。表1の期間に株式を買持ちした場合の運用成果は図2の通りとなる。図2から分かるように、月齢効果は非常に高いリターンを示すとともに、その安定性も高い。その大きさおよび安定性は、数あるカレンダー効果の中でも特筆すべき水準である。

もともと、分析対象期間は株価が概ね上昇基調をたどっていたこともあり、月齢効果が過大に出ている可能性がある。実際、分析対象期間を長くした場合には月齢効果のリターンが低下することも確認している。しかしながら、特定の月齢時点に大きなプラスリターンが出やすい傾向には変わりがないことから、月齢効果は有用な投資手法となりうるものと思われる。

参考文献：

Lieber, Arnold, 1978, Human aggression and lunar synodic cycle, *Journal of Clinical Psychiatry*, 39, p385  
 Ming-Te Lee, Ming-Long Lee, Bang-Han Chiu and Chyi Lin Lee, 2014, Do lunar phases affect US REIT returns?, *Investment Analysts Journal*, NO.79, pp67-78.  
 Sands, JL and LE Miller, 1991, Effects of moon phase and other temporal variables on absenteeism, *Psychological Reports*. 69, pp.959-962  
 Tasso J. and Miller, E., 1976, Effects of full moon on human-behavior, *Journal of Psychology* 93, pp81-83.  
 Yuan K, Zheng L and Zhu Q., 2006, Are investors moonstruck? Lunar phases and stock returns, *Journal of Empirical Finance*, 13, pp1-23.