

GDP Now から見た投資家の過少反応と過剰反応

特定の経済データに対して、投資家の過剰反応や過少反応が見られる場合、その後の株価推移には一定のトレンドが生じる。また、こうした過剰反応および過少反応がバリューストック効果の原因になっている。ただ、実際にどの程度の過剰反応または過少反応が見られるのかという点については、現実のデータを分析してみる必要がある。本稿では、アトランタ連銀が作成している GDP Now を利用し、投資家がどの程度の過剰反応や過少反応を示しているのか分析する。

第1章 はじめに

特定の経済データに対して、投資家の過剰反応や過少反応が見られる場合、その後の株価推移には一定のトレンドが生じる。こうした過剰反応および過少反応についての先行研究としては、Lakonishok, Shleifer and Vishny(1994) や、Dreman and Berry(1995) などが有名である。Lakonishok, Shleifer and Vishny(1994)は、投資家は、業績の良い企業の価値を過大評価し、業績の悪い企業の価値を過小評価することが、バリューストック効果の原因になっていると説明している。また、Dreman and Berry(1995)は投資家の過剰反応を「ミス・プライシング修正仮説」として定義し、米国市場において仮説検証を行った。

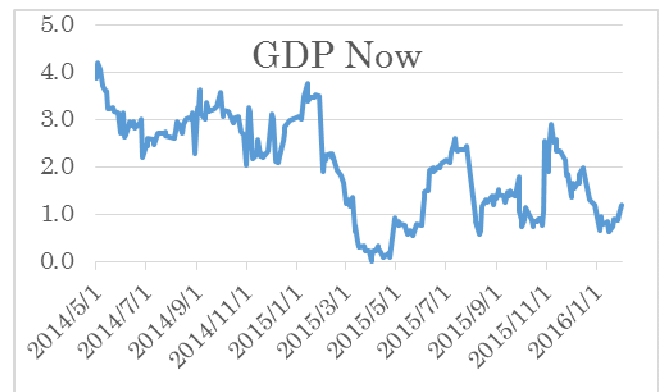
こうした先行研究により、投資家は経済データに対して、過剰反応や過少反応を見せる可能性が指摘されたが、実際にどの程度の過剰反応または過少反応が見られるのかという点については、現実のデータを分析してみる必要がある。そこで本稿では、アトランタ連銀が作成している GDP Now を利用し、この経済データに対する投資家の反応のパターンを分析していく。

第2章 GDP Now とは

GDP は成長率を知る上で有益な指標であるが、公表が遅いという問題がある。その欠点を補う目的でアトランタ連銀によって開発されたのが GDP Now である。GDP Now は GDP の予測に関連する経済指標のうち、ISM 製造業景況指数、国際貿易統計、

小売売上高、住宅着工件数、耐久消費財、個人所得・支出の 6 種類のデータが公表されるたびに新たな GDP 推定値として発表され、速報性に優れた指標として評価されている。図 1 に、2014 年 5 月以降の GDP Now の推移を掲載した。

図 1. GDP Now の推移

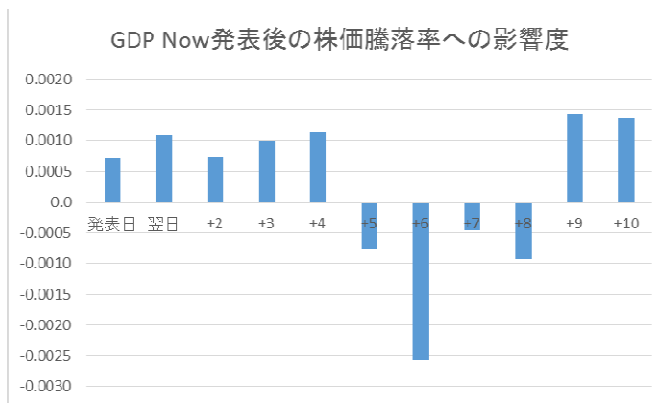


第3章 GDP Now に対する過少反応と過剰反応

GDP Now は、経済データとしての重要性と速報性という 2 つの優れた特色があるため、直近の経済情勢を表す指標として最適である。そこで、GDP Now に対する株式市況の動きを分析することで、投資家の反応が、過剰反応であるのか、過少反応であるのか推計することが可能となる。具体的には、GDP Now の前日値との差異がプラスかマイナスかという点に注目し、その方向性が当日以降の株価騰落率にどう影響したのか分析する。分析結果は、図 2 のようになった。GDP Now が発表された日から発表後 4 日目までは、GDP Now と株価変動の方向は同一だが、発表後 5 日目から 8 日目までは反対方

向となっている。これは、GDP Now 発表当初の時点では、この経済データの株価への織り込みが不十分(過少反応)であり、発表後4日目までかけて徐々に浸透する状況を表している。ただ、発表後5日目以降の数日間は、GDP Now とは反対方向に株価が動く傾向があるため、発表後4日目までは投資家は過剰に経済データに反応するものと推定される。

図2. GDP Now の株価変化への影響度



次に、こうした過少反応および過剰反応を投資戦略に利用する方法を検討する。GDP Now が発表されたのちに株式のポジションを構築する場合、ポジションの構築は発表日の翌日になる。これを日本の投資家から見た場合には発表日+2 にポジションが構築され、発表日+3 以降の株価リターンを得ることが可能となる。この状況を考慮して、図3では発表日+3 から発表日+18 までの株価騰落率への影響度を2014年5月末~2015年12月末を推計期間として推計した。

図3. GDP Now の株価変化への影響度②

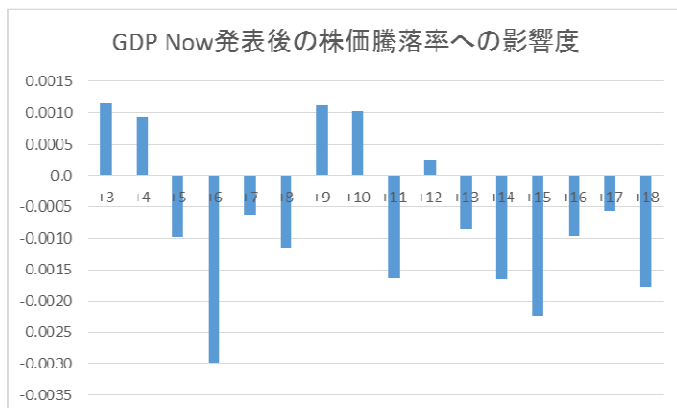
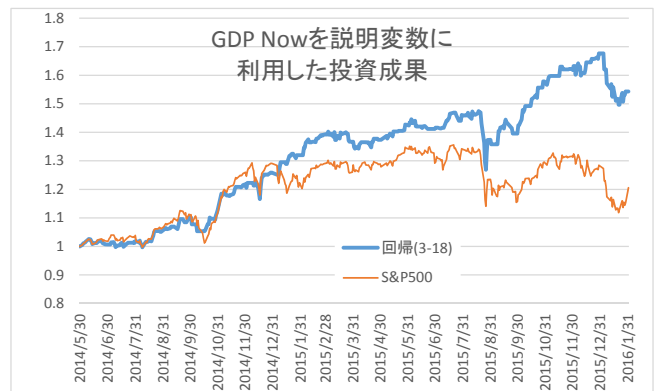


図4. GDP Now を利用した投資戦略

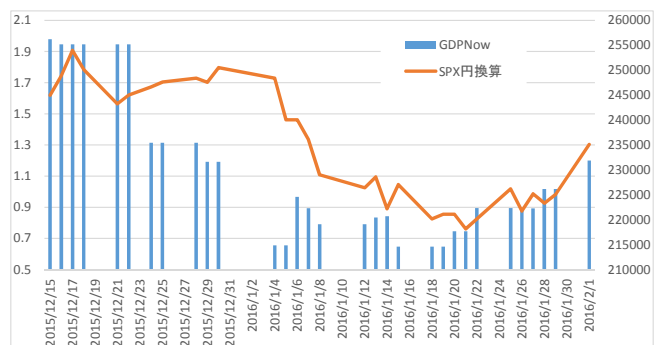


また、図4には、この推計結果を利用した投資戦略の投資成果を掲示した。

第4章 直近の GDP Now と株式市況

2016年1月の株式市況は大きな下落に見舞われた。一方で、GDP Now は株価下落に先立つ形で、2015年12月下旬から低下傾向を示していた。このように投資家行動は、GDP Now などの経済指標から影響を受けているものと考えられるため、株式市況の予測には有用なツールになると考えられる。

図5. 直近の GDP Now と株価推移



参考文献：

D. N. Dreman and M. A. Berry, 1995, "Overreaction, Underreaction and the Low-P/E Effect", *Financial analysts Journal*, pp.21-30.
Josef Lakonishok, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk", *The Journal of Finance*, Vol. 49, No. 5, 1994, pp. 1541-1578