

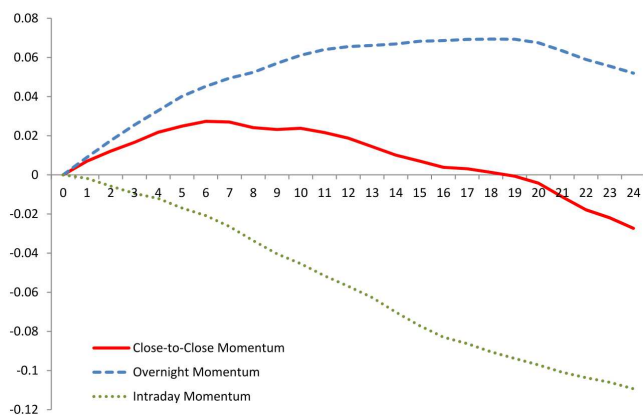
夜間超過収益率

株式市場では、夜間の株価リターンは昼間のリターンと比較して非常に高いことが知られている。こうした夜間の超過収益が生じる原因として、夜間には投資家の意見の違いが小さいことや、投資家の売建て投資制約の存在、機関投資家のリバランス要因等が考えられている。本稿では日本市場における夜間超過収益率の存在を確認した上で、夜間超過収益率を活かした投資戦略を検討していく。

第1章 はじめに

株式市場では、昼間のリターンと夜間のリターンは大きく異なる。一般に、昼間はリターンがマイナスになり易く、夜間はプラスとなり易い。Mei Qiu and Tao Cai(2013)では、夜間に超過収益が生じる原因として、投資家の意見の違いが夜間には小さくなりやすいことや、売建て投資の制約を挙げている。

図1. 順張り投資戦略のパフォーマンス (米国)



出所: Dong Lou, et.al. (2015)

過去12か月の上昇率上位10%の銘柄からなる時価総額ポートフォリオのLongリターンから、下位10%銘柄のShortリターンを引いた24か月間の累積超過収益率。ポートフォリオは月次リバランス。青破線は夜間の超過収益率、緑点線は昼間の超過収益率。

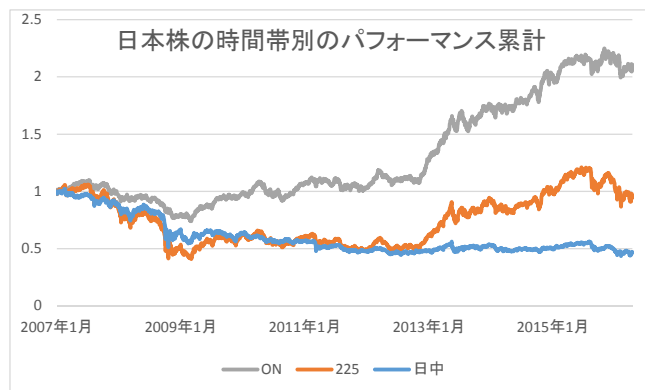
また、Dong Lou, et.al(2015)は、株式市場で見られるある種のアノマリー現象は、夜間に生じやすいことを指摘している。図1は、順張り投資の投資成果を昼間と夜間に分けて累積したものだが、超過収益

のほとんど全ては、夜間のリターンから生じている。そして、この傾向は大型株や値高株でより顕著に見られる。こうしたアノマリーが生じる背景には機関投資家のリバランスが昼間時間帯に実施されやすいことが一因と指摘されている。

第2章 日本株における夜間超過収益率

以上のような先行研究を踏まえ、本稿では日本株市場における夜間超過収益率について分析を行う。はじめに図2に、日経平均株価指数の夜間超過収益率の状況を示した。日本市場においても、夜間のリターンは昼間に比べて非常に高い。

図2. 日経平均株価指数の夜間超過収益率



さらに図3および図4に示したように、先物市場やETFの価格などでも、夜間の収益率が昼間に比べて非常に高い。しかしながら、このアノマリーを実際の投資戦略へ利用することを考えた場合、売買頻度が非常に多くなってしまうため、売買コストを負担できない可能性が高い。逆に言えば、こうした

売買コストが存在するからこそ、夜間超過収益率と
いったアノマリーが存続しているとも言える。

図3. 日経平均先物の夜間超過収益率

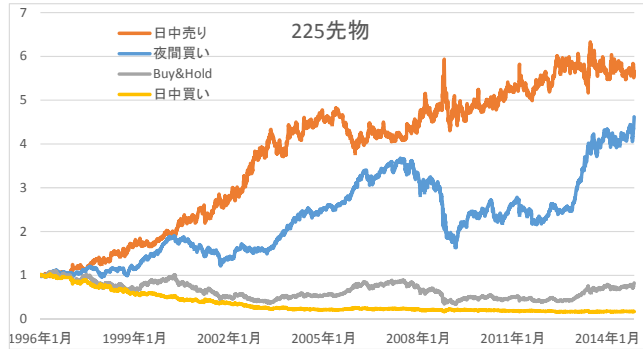


図4. 日本株ETFの夜間超過収益率

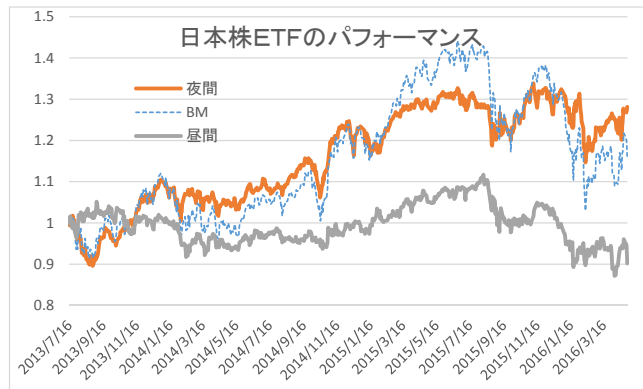
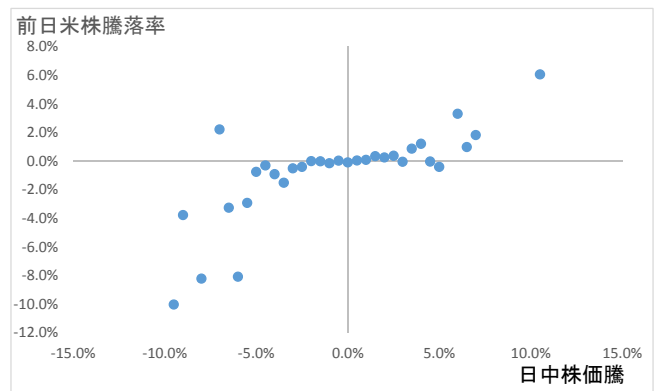
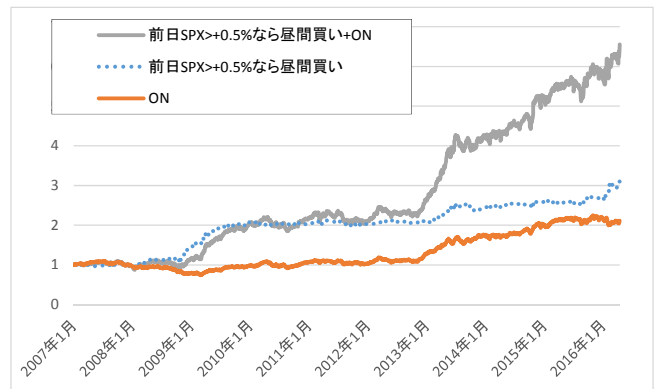


図5. 前日の米国株の騰落率と日本株の昼間騰落率



データ期間：2007.1~2016.3。米国株は S&P500
の日次騰落率。日中株価騰落率は日経平均株価の
始値から終値までの騰落率。

図6. 夜間超過収益率を活かした運用戦略の可能性



第3章 投資戦略への応用の可能性

仮に、夜間超過収益率を実際の投資戦略に利用できるとすれば、ポジション変更に伴う売買の頻度を減らせる場合であろう。すなわち、昼間の時間帯も株式買い持ちポジションを継続できるケースを特定することで、その分の売買回数を減らす必要がある。このような観点から、昼間の株価騰落率がプラスとなることを予測できるかどうか、検討してみる。

図5では、前日の米国株の騰落率と、その後の日本株の昼間騰落率を比較した。両者の間には正の相関が認められる。すなわち、前日の米国株価が上昇した場合は、日本株の昼間の時間帯も株価が上昇するケースが多い。この傾向を投資指標として利用してみた結果が図6となる。売買頻度も減った上に、累積リターンも高くなることが確認できる。

参考文献

Mei Qiu and Tao Cai, "On Overnight Return Premiums of International Stock Markets", 2013, February, 17th New Zealand Finance Colloquium, <http://www.massey.ac.nz/massey/expertise/profile.cfm?stref=733930>
Dong Lou, et.al, "A Tug of War: Overnight versus Intraday Expected Returns a Tug of War: Overnight versus Intraday Expected Returns", 2015, <https://www.semanticscholar.org/paper/A-Tug-of-War-Overnight-versus-Intraday-Expected-Lou-Polk/234d798f658e17b6482deed0e78c45049989b841>