

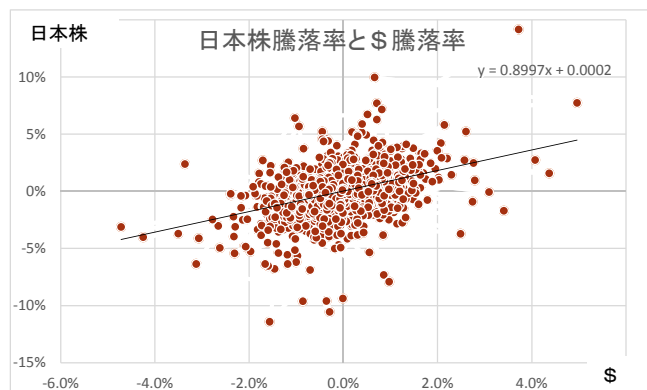
## ドル建て日本株市況のカレンダー効果

近年、日本株市況と為替市況の連動性が高まっている。これは一時的な現象というよりは、当面継続するものと考えることが妥当である。そこで、本稿では両者を統合する形の”ドル建て日本株市況”を分析対象とし、カレンダー効果の検証を行う。本稿の分析の結果、ハロウィン効果や月替わり効果（TOM）が特に有意な結果を示した。

### 第1章 はじめに

日本株のリターンと為替市況との相関関係は近年、強まって（細沼(2014)）おり、株式市況が上昇する局面では、ドル高円安となる傾向が見られる。この背景には、日本株式市場における主要な売買主体である海外投資家の売買動向と、それに伴う為替ヘッジの動きなどが指摘されている。さらに、高速・高頻度のプログラム売買による株式と為替の同時売買が相関関係を一層強めている可能性もある（藤原(2013)）。こうした要因は、一時的なものではなく、当面は継続すると考えることが妥当である。したがって、投資戦略を考えるうえでも、株式市況と為替市況の相関性を考慮することが望まれる。

図1. 日本株と為替市況



両者の相関関係が強いならば、カレンダー効果もほぼ同一の時期に発生することが期待できる。図2に示すように、月別リターンなどは両者の動きにはほぼ同様な傾向が観察される。したがって、単一のカレンダー効果で株式市況および為替市況の双方を説明することが可能となる。この観点からすると、

両者を個別に分析する必要はなく、単に“ドル建ての日本株市況”のカレンダー効果を分析すれば十分となる。本稿では“ドル建ての日本株市況”を分析対象として、カレンダー効果を検証する。

図2. 日本株および為替市況の月別騰落率



### 第2章 ドル建て日本株市況とカレンダー効果

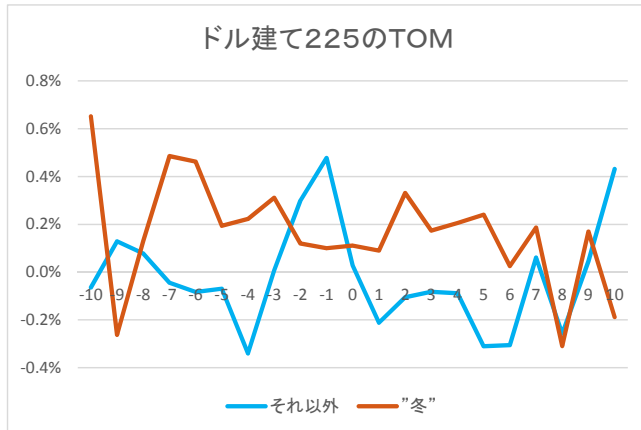
まず始めに、月別リターンから見ていく。概ね“冬”の期間の半年間のリターンが高く、“夏”の期間のリターンが低くなっており、先行研究と整合的である。ただし、“冬”の期間であっても1月などは顕著にリターンが低くなっているため、投資に

当たっては、こうした特徴も考慮することが望ましい。そこで、本稿では“冬”の期間を、1月を除く11月~4月までの期間として分析を行う。

図3. \$建て日本株の月別リターン



図4. \$建て日本株の月替わり効果



次に、図4には、“冬”の期間と、それ以外の期間にデータを分けて、月末近辺の平均リターンを掲載した。“冬”の期間は概ねすべての日でリターンがプラスとなっているが、それでも8営業日目以降や月末-9営業日目以前の時期は、リターンが不安定である。一方で、“冬”以外の期間については、月末-3営業日目から月末前日までの期間以外は、マイナスのリターンとなり易い。

次に、図5では、月齢効果の分析を行った。“冬”の期間と、それ以外の期間では、平均的なパフォーマンス水準が大きく異なるが、いずれも1回の月齢周期の中で騰落率のピークが5回見られる点などは同様である。また、いずれの季節の場合にも、新月近辺のパフォーマンスは比較的高い。

図5. \$建て日本株の月齢効果

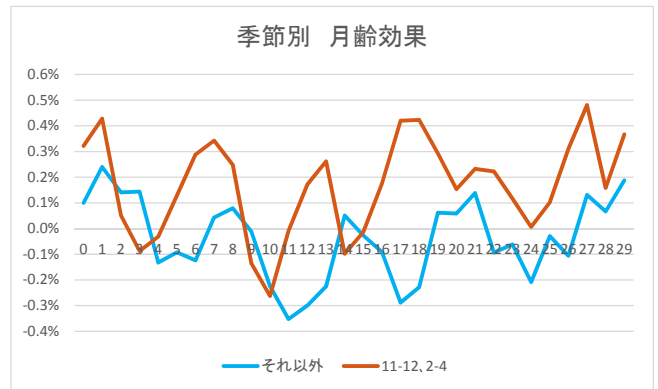
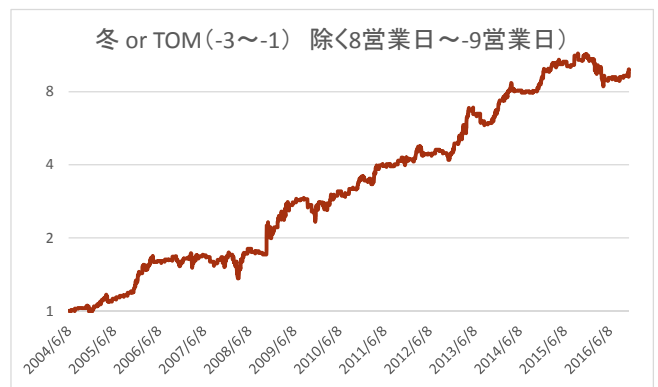


図6. \$建て日本株の運用戦略



こうしたカレンダー効果を踏まえ、図6には以下の局面でポジションを持った場合のパフォーマンスを掲載した。

“冬”： 11~12月、2~4月、

除く、8営業日目~月末-9営業日目

その他の期間：

月末-3営業日目~月末-1営業日目

### 参考文献

藤原茂章, “最近の株価と為替の同時相関関係の強まりについて”, 日銀レビュー, 2013-J-8, 2013, [https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/rev\\_2013/data/rev13j08.pdf](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2013/data/rev13j08.pdf)  
細沼めぐみ, “ドル円相場と日本株の相関について: 同時相関の背景と金融市場への影響”, みずほインサイト, 2014, <https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/mk140331.pdf>