

## 為替市場における夜間超過収益率とゴトウビの影響

為替市場は株式市場などの有価証券市場とは異なり、市場参加者のポジションが一方に偏ることないため、価格の上下対称性が保たれやすいと考えられる。この結果、株式市場などと比較すると、アノマリーが発生しにくい可能性がある。しかしながら、本稿の分析によれば、為替市場においても、夜間超過収益率の存在や、月初などの特定日には円安方向に振れやすい傾向が確認された。

### 第1章 はじめに

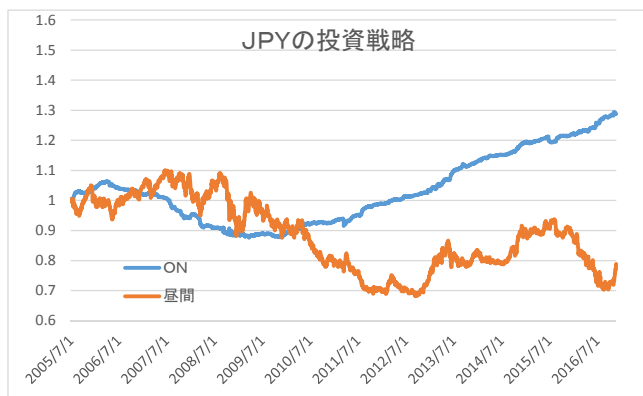
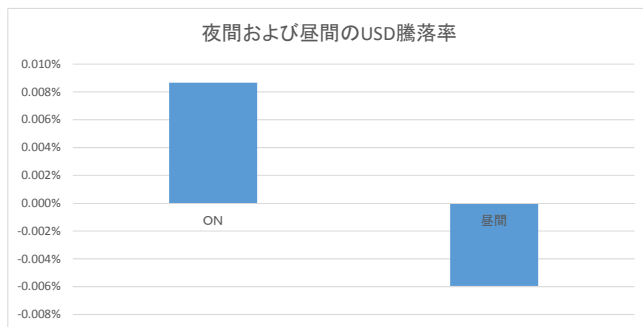
為替市場は、株式市場などの有価証券市場とは異なり、市場参加者のポジションの総和がゼロとなり、プラスマイナスの一方に偏らないため、価格の上下対称性が保たれやすいはずである。したがって、株式市場などと比較すると、アノマリーが発生しにくいと考えられる。一方で、株式市場などに比較すると中央銀行の介入や金融政策変更から直接的な影響を受けやすく、仲値時間近辺で価格形成がゆがむ可能性や、実需の定期的な送回国タイミングの発生などがアノマリーを引き起こす要因となりうる。以上の要因のうち、本稿では、仲値近辺での価格形成のゆがみおよび、実需の定期的な送回国タイミングに着目し、カレンダー効果の検証を行う。

### 第2章 仲値近辺のゆがみと夜間超過収益率

日本の貿易収支が黒字であることから考えると、為替市場では外貨の回金需要が定期的発生しているはずだ。回金の際の約定レートは仲値で決まるケースが多いと仮定すれば、仲値決定の時間帯（午前 10:00）近辺には、円買い外貨売りの注文が多くなることが予想される。すなわち、日中の為替レートは朝方に円高になり易く、回金需要が一巡する夕方には円安となり易いものと想定される。これを為替レートの昼間騰落率と夜間騰落率の観点から見ると、朝から夕方までの外貨投資の収益率（昼間騰落率）は高くなり、夕方から翌朝までの外貨投資の収益率（夜間騰落率）は低くなることが期待される。

ところが、実際の外貨投資収益率は、図1に示したように、夜間騰落率が高く、昼間騰落率が低くなっている。これは、株式市場などで見られる夜間超過収益率（Qiu and Cai (2013)）とは整合的であるものの、本章での事前の想定とは異なる。こうした現象が生じる原因については、今後の研究課題である。

図1. 為替市場における夜間超過収益率



### 第3章 実需の回金タイミングとゴトウビ

次に、企業セクターの定期的な回金タイミングと為替市況の関係を見てみる。企業の為替送回国金はゴ

トウビ（毎月 5 日、10 日、15 日、20 日、25 日、30 日）に実施されやすいと想定すると、ゴトウビの為替レートは円高に振れやすいはずだ。ただ、実際には毎月 15 日や 25 日は、円高方向に動きやすいものの、5 日や 10 日は逆に円安方向に動くなど、想定とは異なる結果が得られた（図 2）。

図 2. ゴトウビの為替騰落率

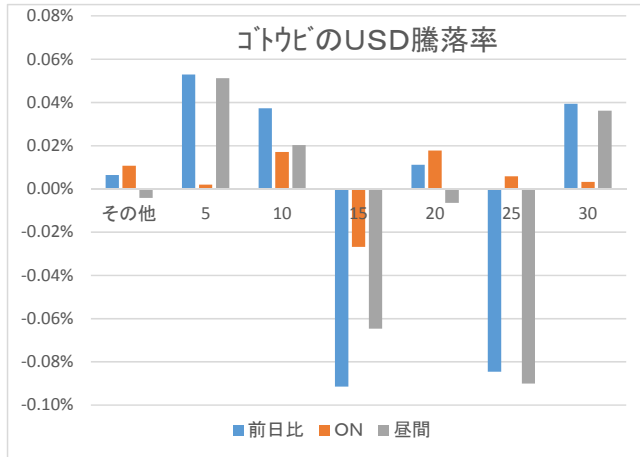


図 3. 月末月初の為替騰落率

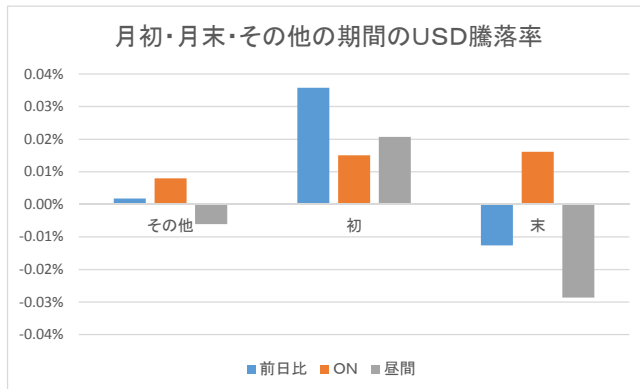


図 2 および、図 3 から考えると、毎月 15 日および月末に、円高方向へ振れることが多いようだ。企業の回金タイミングは、月末および毎月 15 日に集中しやすいと考えると整合的である。

では、一時的な需要により円高方向に振れた後の為替レートは、元の水準に戻るのだろうか？ その場合には、月初および 16 日には、円安方向の動きが見られるはずだ。実際の市況の動きも、図 3 および図 4 に示したように、こうした想定と整合的である。

図 4. ゴトウビ翌日（16 日、26 日）の為替騰落率

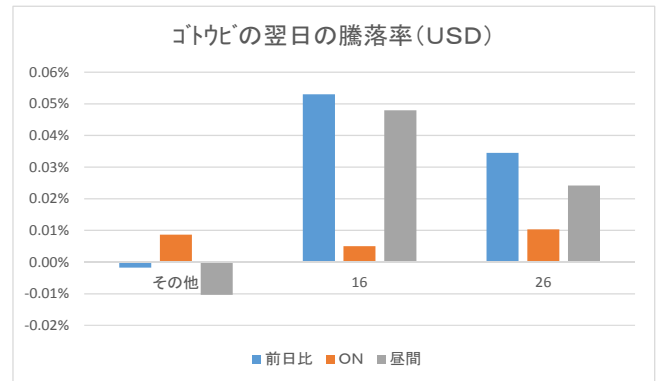
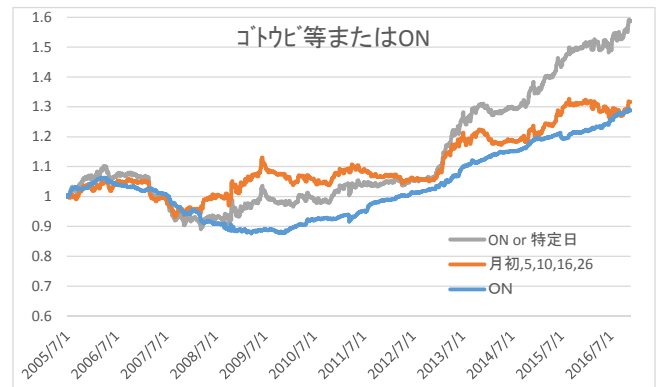


図 5. 為替市場におけるカレンダー効果



上記のような為替市場のカレンダー効果を基に、以下の条件でドルへの投資を行う場合の収益を図 5 に示した。

- ・ 夜間は USD ポジションを持つ。
- ・ 特定日(月初、5 日、10 日、16 日、26 日)は昼も USD ポジションを持つ。

毎月 5 日、10 日に円安に振れやすい要因が説明できていないが、為替市場にはこれらの日を含めて、パフォーマンスの高い特定の日の存在するようだ。

#### 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>