

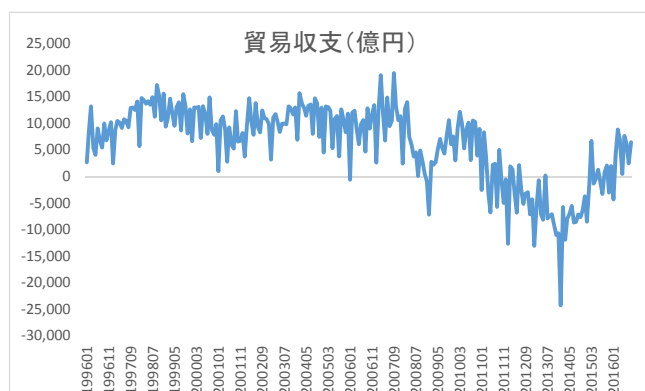
為替市場における夜間超過収益率

本稿では、USD/JPY を例にとり、為替市況を昼間と夜間に分けて観察する。夜間は市況変動が相対的に小さい上、USD が上昇しやすいという特徴が観察される。これを日本からの外貨投資という観点から見れば、株式市場などで見られる夜間超過収益率と同様の特徴が為替市場でも生じているものと解釈できる。さらに、ハロウィン効果などのカレンダー効果は為替市場では主として昼間の時間帯に生じていることが明らかになった。

第1章 はじめに

日本の貿易収支は永らく黒字であったものの、近年は赤字の状態が数年続いた。貿易黒字のケースを考えると、企業セクターの外貨回金需要が仲値（午前 10:00）近辺に発生する場合、この時間帯は円高になりやすいものと想定される。これを昼間騰落率と夜間騰落率という観点から見ると、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。貿易赤字であれば、この逆となる。

図 1. 貿易収支額の推移

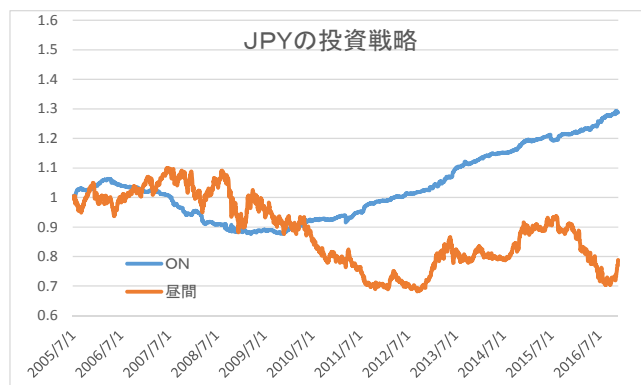


一方で、日本からの海外への証券投資額である対外証券投資額に焦点を当てると、日本の投資家から見た為替レートの変動は、株式などの資産価格変動と同様の影響を与える。このため、為替市場においても株式市場同様、夜間騰落率が昼間騰落率より高くなる「夜間超過収益率」(Qiu and Cai (2013))

が発生する可能性がある。

以上 2 つの側面を頭に入れた上で、実際の外貨投資収益率を見てみる。図 2 に示すように、為替市場では夜間騰落率が高く、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と整合的な現象である。

図 2. 為替市場における夜間超過収益率

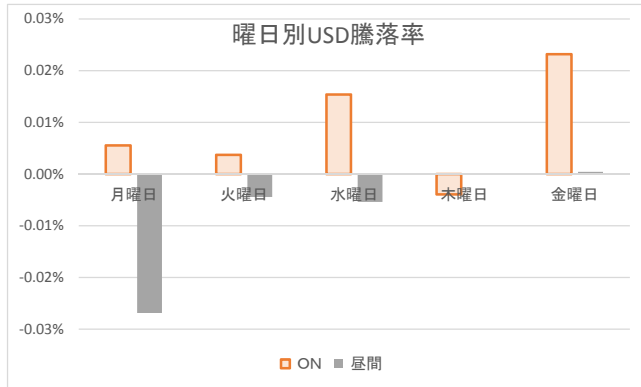


出所) くりっく 365 より作図。2005.7~2016.11(以下同じ)

第2章 曜日別変動・月内変動・月別変動

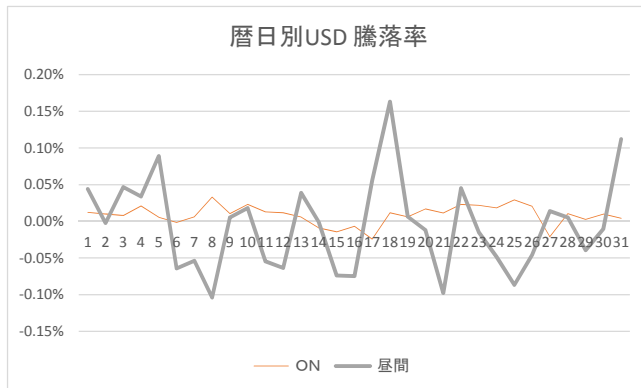
さらに、昼間騰落率と夜間騰落率の特徴の差異を分析するため、曜日別変動、月内変動、月別変動をそれぞれ見ていく。初めに、曜日別の収益率を図 3 に示した。月曜日の昼間収益率のマイナスの大きさおよび、金曜日の夜間収益率のプラスの大きさが目を引く。月曜日のリターンが低くなることは、株式市場などでもよく知られた現象であり、同様なカレンダー効果が生じていることが示唆される。

図3. 為替市場における曜日別収益率



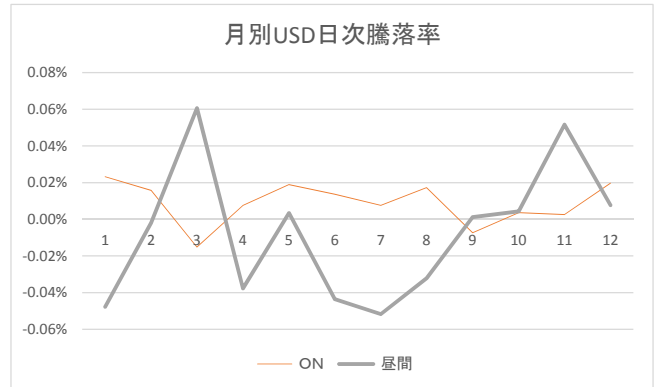
次に、月内の各暦日における外貨投資の収益率を図4に示した。ここからは、夜間収益率の安定性と昼間収益率の変動の大きさが目を引く。さらに、昼間収益率には一定の周期があるようにも見えるが、周期の特定は将来の課題としたい。

図4. 為替市場における月内の暦日別収益率



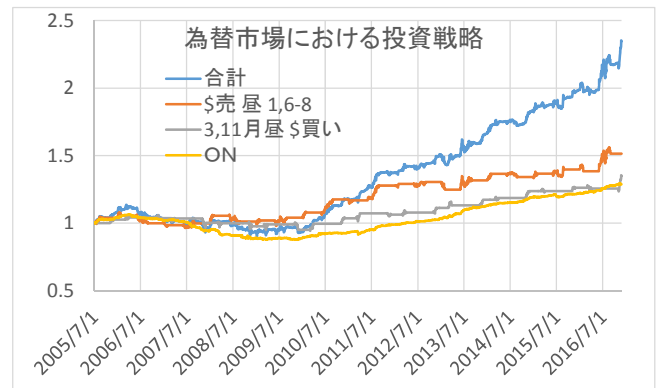
最後に、月別の外貨投資収益率を図5に掲載する。ここでも、夜間収益率には大きな波は見られないが、昼間収益率は変動が大きくなっている。昼間収益率については、冬の期間の半年間は収益率が高く、夏の半年間は収益率が低くなっており、ハロウィン効果の発生が伺われる。このことから、為替市場の価格変動を分析する際は、日本からの外貨投資家の視点に立つ必要性が示唆される。また、1月の昼間騰落率が大きくマイナスになっている点なども、近年の株式市場の特徴に似通っている。これらの点を総合すると、為替市場においては、カレンダー効果は主として昼間の時間帯に生じているものと考えられる。

図5. 為替市場における月別収益率



実際の投資戦略を考えるうえでは、為替市場では株式市場など異なり、売りポジションを取る際のハードルが低い点を活用できる。この特徴を利用して、昼間騰落率がマイナスとなり易い1月および、4月から8月の間は、昼間にはドル売り円買いの投資ポジションを取る戦略を考える。こうしたドル売りポジションの期間に加えて、3月および11月にはドル買いポジションを取り、夜間は全ての期間にわたってドル買いのポジションを取った場合の投資成果は図6のようになる。

図6. 為替市場における月内の暦日別収益率



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>