

普段なら気にも留めない一言が・・・

～ 短期的収益のカレンダー効果に対する影響 ～

我々の精神状態は日々、外部からの刺激に対応して変化している。好ましくない情報もたらされれば、精神状態は悪化し、我々の行動にも影響を与える。ただ、その影響力は、情報を受け取る我々の事前の精神状態によって、重みが変わる。普段なら気にも留めないようなニュースであっても、悲観的な精神状態の時期に受け取れば、大きな悪影響を及ぼしかねない。このような観点から本稿では、投資家の短期的な収益状態とカレンダー効果の関係について、分析を行う。

第1章 はじめに

我々は日々、外部からの刺激に対応して、精神状態を変化させている。外部から悪い情報もたらされれば、精神状態は悪化し、我々の行動に影響を与える。例えば、“今日は月曜日だ”という情報や、“満月が近づいている”という情報、“日照時間が短くなってきた”という情報などは、我々の精神状態にマイナスの影響を及ぼし、株式市況の下落要因になるものと考えられる。

ただ、外部環境から得られる情報の重みは、情報を受け取る我々の事前の精神状態によって、変化しうる。普段なら気にも留めないようなニュースであっても、悲観的な精神状態の時期に受け取れば、大きな悪影響を及ぼすだろう。こう考えると、株式市場に見られるカレンダー効果は、投資家心理が楽観的な時と、悲観的な時ではその大きさや期間に差異が生じるものと予想される。

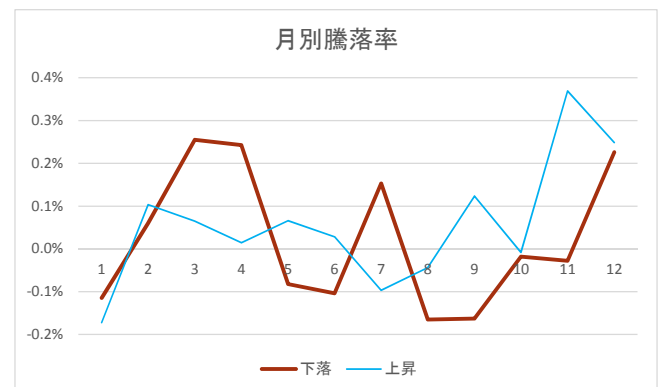
このような観点から本稿では、投資家の事前の精神状態がカレンダー効果に及ぼす影響を測定する。分析の結果、投資家が悲観的なケースにおいて、カレンダー効果が明瞭に観察されることが判明した。

第2章 短期騰落率とカレンダー効果

市場参加者の精神状態を正確に測定することは難しい。そこで何らかの代理変数を利用することが必要となる。本稿では、ドル建て日本株市況を例に

とり、過去1か月間の騰落率がプラスの際には楽観的な精神状態とみなし、マイナスの際には悲観的な精神状態とみなす。こうした分類を行ったうえで、それぞれの状態の下でのカレンダー効果を測定する。データ期間は2004年6月から2016年11月までとした。図1では、月別の騰落率を、過去1か月間の騰落率がプラスのケースとマイナスのケース（投資家が楽観的な精神状態のケースと悲観的なケース）に分けて集計した。

図1. 投資家心理と月別騰落率



Kamstra(2002)などの先行研究でも指摘されているように、株式市況は11月から4月の“冬”の半年間の騰落率が高く、5月から10月の“夏”の半年間の騰落率が低い（ハロウィン効果）。図1でもハロウィン効果は全般として観察されるが、投資家の精神状態が楽観的なケースでは、“冬”の期間でもプラスとなる月が多い一方、悲観的な精神状態の下

では、“夏”の期間でもマイナスとなる月が多くなっている。言い換えれば、悲観的な精神状態の下ではハロウィン効果の期間は長くなり、楽観的な状態ならその期間は短くなる。

次に、図2では投資家が楽観的なケースと悲観的なケースそれぞれについて、曜日別株価騰落率を集計した。曜日別に見ると月曜日の株価騰落率が低いことは月曜効果として知られているが、図2によればこれは投資家の精神状態が悲観的なケースにおいて特に顕著である。逆に言えば、投資家が楽観的な精神状態の下では、月曜効果は観察されない。

図2. 投資家心理と曜日別騰落率

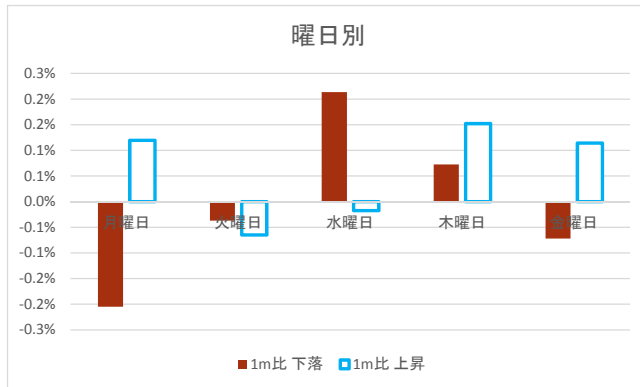
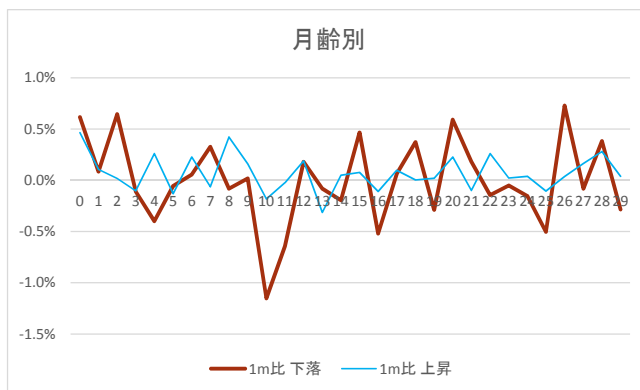
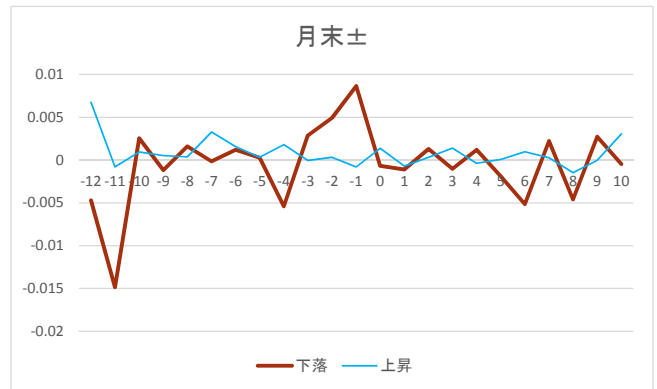


図3. 投資家心理と月齢効果



また、図3では月齢別株価騰落率を投資家が楽観的なケースと悲観的なケースに分けて集計した。一般的には月齢効果とは、新月付近は株価騰落率が高く、満月付近は低くなるものとされているが、図3を見ると、この月齢効果は投資家が悲観的なケースにおいて顕著となり易いようだ。

図4. 投資家心理と TOM



最後に、図4では、月替わり効果 (TOM) と投資家の精神状態について分析した。一般に TOM とは、月末月初の株価リターンが非常に高い現象を指すが、図4を見るとこの TOM が観察されるのは主に悲観的な精神状態のケースのみであることが分かる。特に、月末前の3営業日におけるリターンは、悲観的精神状態の場合には非常に高い。

以上を踏まえ、図5には投資家心理に基づいた運用戦略を検討し、その投資成果を掲載する。

図5. 投資家心理に基づくカレンダー効果の投資成果



参考文献

Mark Kamstra, Lisa Kramer and Maurica Levi, “Winter Blues: A SAD Stock Market Cycle”, Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 2002-13, July 2002, <http://www.markkamstra.com/>