

## モメンタム効果とカレンダー効果

モメンタム投資を行う際、適切な参照期間や、モメンタム投資とカレンダー効果の関係が重要となる。本稿では、日本株市場を例にとり、これらの関係について分析を行う。本稿での分析の結果、順張り投資とカレンダー効果を適切に組み合わせることで高いリターンが得られる可能性が示唆された。

### 第1章 はじめに

株式市場におけるモメンタムの存在については、理論および実証の両面から研究が進んでいる。Asness et al. (2013)は、先進8カ国の株式と債券、通貨、商品先物市場を対象に検証した結果、日本市場を除き、ほとんど全ての国と資産においてモメンタム効果が観測されることを報告している。

こうしたモメンタムが発生する原因については、Chordia and Shivakumar (2002) や Griffin et al. (2003) では、景気循環のリスクが原因と考え、マクロ経済の変数(配当利回り, デフォルトスプレッド, タームスプレッド)によってモメンタムが説明できることを示している。また、行動ファイナンスの分野では Hong and Stein (1999)などにより、情報に対する投資家の過小反応がモメンタムを引き起こす原因と主張されている。

さらに、モメンタム投資を行う際に参照する過去の価格推移の期間についても研究が進んでいる。Novy-Marx (2012) では、ポートフォリオ作成時から12~7ヶ月前の期間で測ったモメンタムを Intermediate モメンタム、6~2ヶ月前の期間で測ったものを Recent モメンタムとして、米国株式を用いて分析した結果、Intermediate モメンタム戦略は Recent モメンタム戦略よりも有意にリターンが高いことを示した。

以上の先行研究を踏まえ、本稿では日本株市場におけるモメンタムの存在と、モメンタム投資を行う際の適切な参照期間、およびモメンタム投資とカレンダー効果の関係について、1984年から2016年のデータを用いて分析を行う。

### 第2章 モメンタム投資の参照期間

日本株のモメンタムを分析するにあたり、直近値を過去25日、75日、125日、250日間それぞれの単純平均、指数平滑平均、および過去の一時点値と比較し、株価が上昇しているか下落しているかを判定することとした。

図1. 平均株価からの乖離とその後のリターン

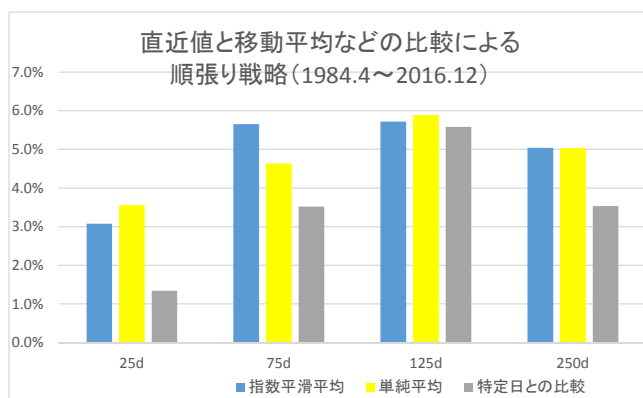
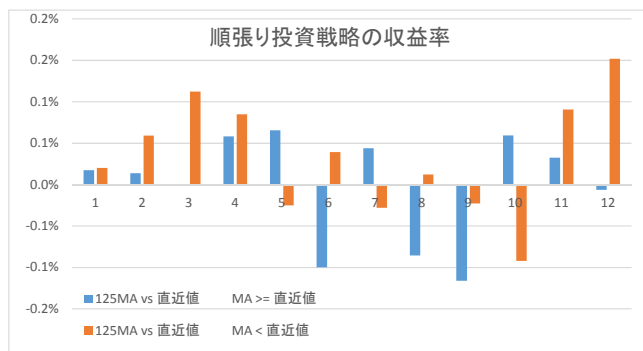


図1に示したように、株価参照期間は125日が最も適切であり、その中でも単純平均の成績が高かった。

図2. 平均株価からの乖離と月別騰落率



次に図2では、平均株価から上昇乖離している(含み益の)局面と、下方乖離している(含み損の)局面での月別収益率の差異を調べた。上方乖離している時期(MA<直近値)の冬季のリターンが高くなっていることなどが理解される。

さらに図3では、平均株価から上昇乖離している局面を順張り対象期間とし、下方乖離している局面を非対象期間と考えた場合の、月替わり効果(TOM)に与える影響を調べた。この結果、TOMは順張り対象期間においてプラスとなる期間が長めになることなどが判明した。

図3. 平均株価からの乖離と TOM

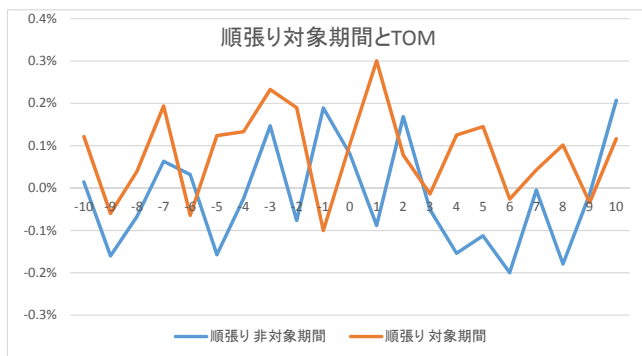
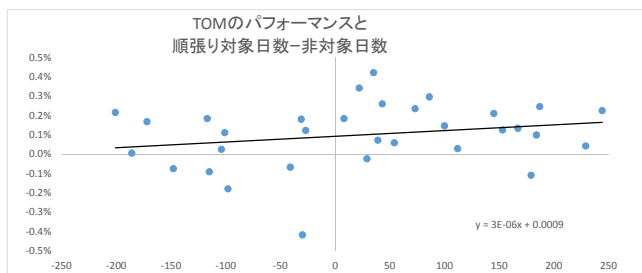
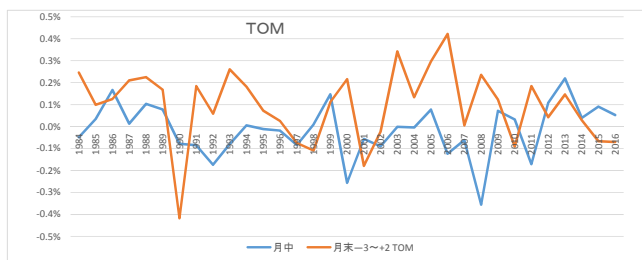


図4. TOMの年別平均リターンと順張り対象日数

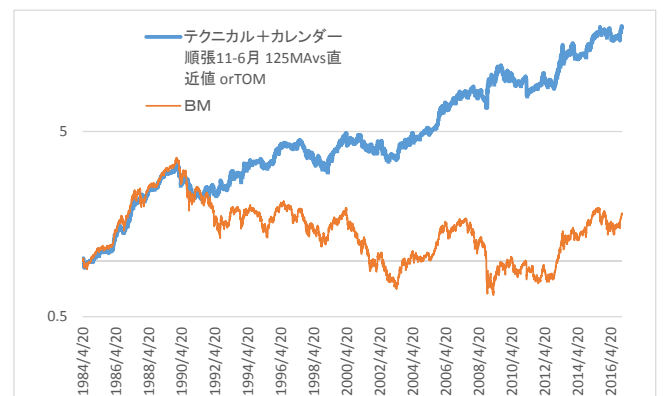


一方で、TOMのパフォーマンスを暦年ベースで見た場合、近年その有効性が低下しているように見える(図4)。この一因として、順張り対象期間の

変化があることが示唆される。すなわち、順張り対象期間が短くなると、TOMのパフォーマンスも低くなるため、近年の株価パフォーマンス不振がTOMの有効性にも影響を与えているようだ。

最後に、順張り投資とカレンダー効果(ハロウィン効果およびTOM)を組み合わせた場合の投資成果を図5に掲載する。

図5. 順張り投資とカレンダー効果の組合せ



参考文献

Asness, Clifford S, Tobias J Moskowitz, and Lasse Heje Pedersen, "Value and momentum everywhere," *The Journal of Finance*, 2013, 68 (3), 929-985.

Chordia, Tarun and Lakshmanan Shivakumar, "Momentum, business cycle, and time-varying expected returns," *Journal of Finance*, 2002, pp. 985-1019.

Griffin, John M, Xiuqing Ji, and J Spencer Martin, "Momentum investing and business cycle risk: Evidence from pole to pole," *Journal of Finance*, 2003, pp. 2515-2547.

Hong, Harrison and Jeremy C Stein, "A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets," *THE JOURNAL OF FINANCE*, 1999, 54 (6).

Novy-Marx, Robert, "Is momentum really momentum?," *Journal of Financial Economics*, 2012, 103 (3), 429-453.