

1月の株価パフォーマンス

従来、1月は株価パフォーマンスの高い月として知られており、1月効果などのアノマリーの存在も指摘されてきた。しかしながら、直近数年間に限ってみると、1月のパフォーマンスは芳しくない。本稿では、歴史的な1月のパフォーマンスの良さおよび、近年のパフォーマンス不振を株価モメンタムという観点から、統一的に説明することを試みる。

第1章 はじめに

1月の株式騰落率は、他の月よりも高いことが従来から知られており、これは「1月効果」などと呼ばれてきた。この背景には、節税対策の関係で12月に損失確定の売りが出やすいことや、欧米企業が12月に決算を迎え、保有銘柄を売買する誘因が働くこと、などが挙げられている。

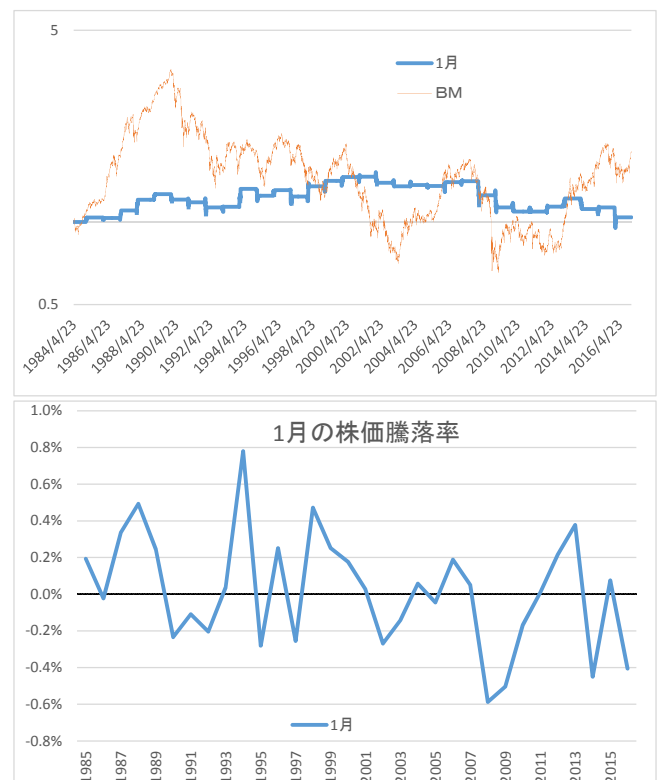
日本についても従来は、1月のリターンが他の月より高いことが多いことが知られていた。しかしながら、2000年以降はなぜか冴えない状況となっている。本稿では、その原因を探りたい。特に、株価モメンタムを起点とする投資家のリスク許容度の変化という観点からの分析を試みたい。

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と報告している。また、Chordia and Shivakumar (2002)は、モメンタムが発生する原因について、景気循環におけるリスクの変化を検討しており、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と主張している。こうした先行研究は、株式市場において投資家のリスク許容度が変化することや、リスク許容度の変化に伴い株価モメンタムが生じる可能性を示唆している。これを踏まえ、1月のパフォーマンスと、株式モメンタムの関係を調べることで、1月効果が近年見られないメカニズムを説明する。

第2章 1月の株価騰落率

日本株市況の推移を図1で確認すると、2000年代初頭までは、1月のパフォーマンスは比較的高かったが、その後は悪化傾向にあることが分かる。

図1. 1月の株式投資成果



次に、株価パフォーマンスを分析する際には、その時点での株価モメンタムも同時に見ることが重要と考え、各月における株価モメンタムが上向きのケースと下向きのケースに分けて平均騰落率を集計し、図2に掲載した。この集計結果を見ると、1月の株価騰落率の方向性は、株価モメンタムの方向性から大きく影響を受けているようだ。

図2. モメンタム別に見た各月の株式騰落率

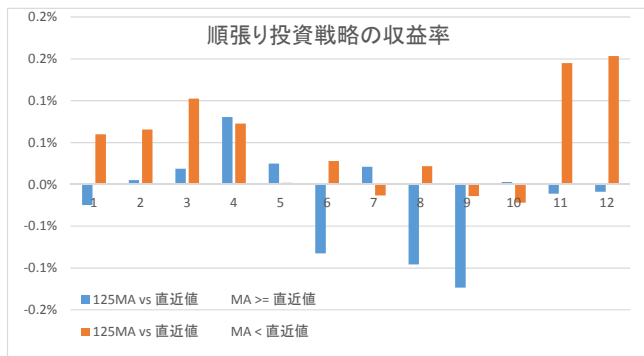


図3では、各年の1月時点における上向きモメンタムの日数の割合と、株価騰落率の関係を見てみる。おおむね、上向きモメンタムの日数の割合が高いほど、株価騰落率も高くなる傾向があるようだ。

図3. 各年の順張り対象日数の割合と株価騰落率

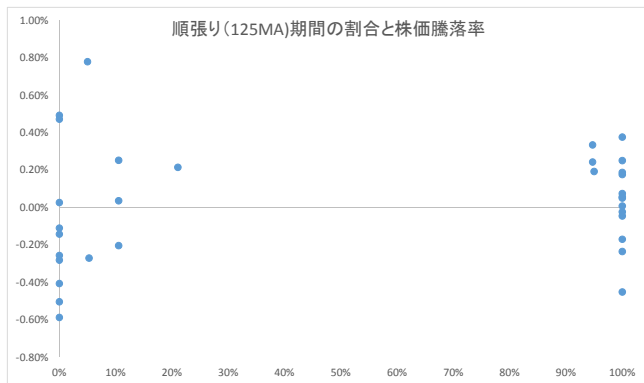
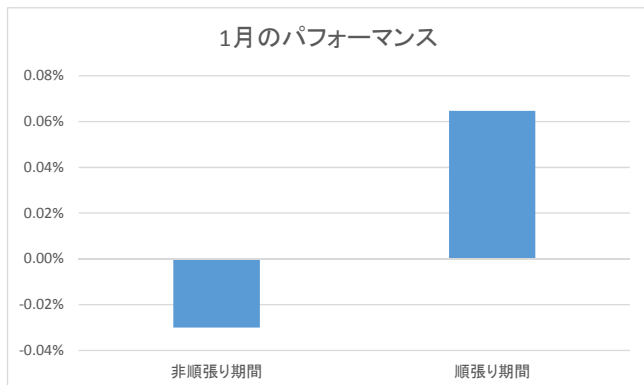


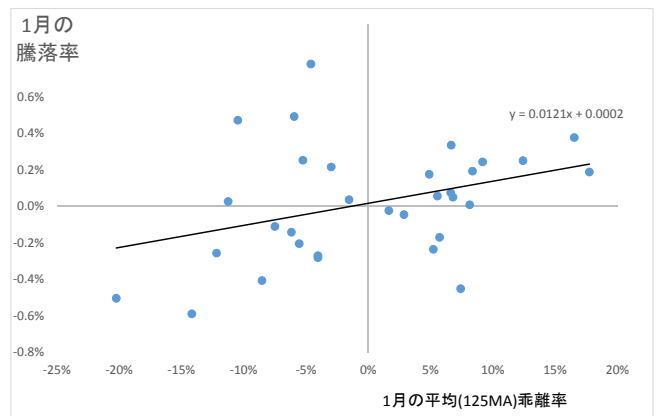
図4. モメンタム割合の多寡で分類した1月の騰落率



また、図3を簡略化するために、各年の1月において順張り投資対象期間の日数が70%以上のケース（順張り期間）と、30%以下のケース（非順張り期間）の年のみを集計対象として、両ケースにおけ

る平均騰落率を図4に掲載した。順張り対象期間の割合が高いほど、平均リターンが高くなっていることが理解される。さらに図5では、125日移動平均からの乖離度とその後の株価リターンの関係について、各年の1月分のみプロットした。ここからも移動平均からの乖離率と、その後の株価リターンには正の相関があることが分かる。

図5. 移動平均乖離率とその後の株価リターン(1月)



以上の分析を総合すると、次のことが言えそうだ。
 ・ 株価騰落率は移動平均乖離率から影響を受けており、1月はその影響が顕著に出やすい。
 ・ 近年、1月の株価パフォーマンスが低迷している一因は、株価モメンタムが1月にマイナスとなっていたことである。

すなわち、1月効果そのものが消滅したというよりは、今後とも株価モメンタム次第で1月のパフォーマンスが良くも悪くもなることが予想される。

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.