

REIT市場における月替り効果

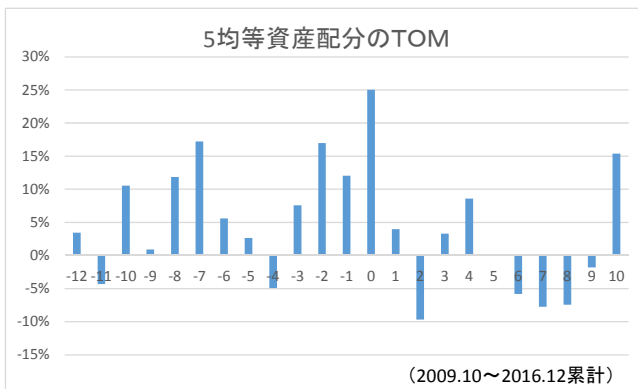
月末・月初における株価騰落率が有意に高くなる現象は、月替り効果（TOM）として知られている。株式以外でもTOMが観察されるため、分析対象を内外の株式及びREIT市場に広げて、TOMを享受しやすい市場や営業日の特定を目指す。本稿の分析の結果、日本のREIT市場におけるTOMは非常に強力であることが明らかとなった。また、上昇時期と下落時期が比較的鮮明であることから、TOMの対象資産として優れた特性を有する。

(1). 各資産クラスでの月替り効果

株式市況は、月末・月初に上昇しやすい。この現象は月替り効果（TOM）と呼ばれ、世界各国で観察されている。本稿ではTOMの分析対象を内外の株式だけでなくREIT市場にも広げ、TOMを享受しやすい市場や営業日の特定を目指す。なお、本稿で利用したデータは、実際の投資への活用容易性を考慮し、インデックス型投資信託の基準価額の騰落率とし、2009年10月から2016年12月までの期間の分析とした。

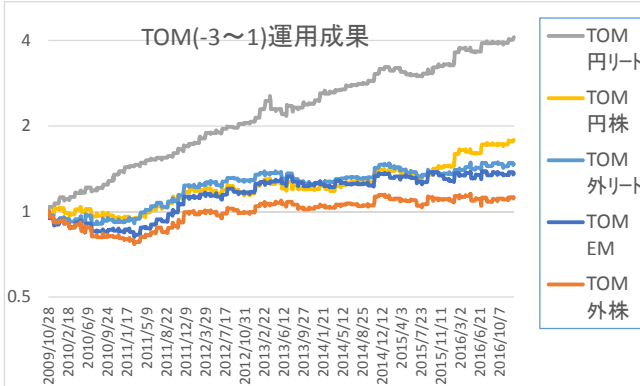
始めに、TOMの全般的な特徴を把握するために、内外の株・REIT合計5資産（国内株、先進国株、新興国株、国内REIT、先進国REIT）に均等投資した場合の、月末近辺のパフォーマンスを図1に示す。ここから判断すると、TOMが生じる期間は、概ね月末-3営業日から月末+1営業日までの計5日間と特定できる。

図1. 5資産均等投資した際の月末月初の騰落率



そこで、この期間を TOM 期間として、TOM 期間のみ投資を行った場合のパフォーマンスを資産クラスごとに調べ、図2に掲載した。5つの資産いずれも、TOM はプラスの効果を発揮しているものの、国内 REIT の投資成果の高さが目立つ。

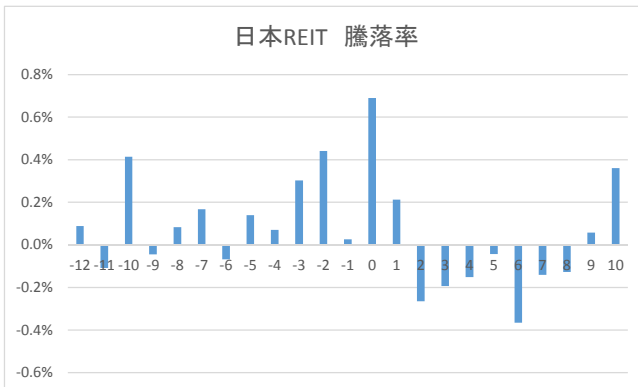
図2. 各資産の TOM 運用成果



(2). 国内 REIT における月後半投資戦略

そこで、分析対象を国内 REIT に絞り、再度、月末近辺のパフォーマンスを調べた。図3を見ると、国内 REIT は他の投資対象資産と比較して、騰落率がプラスの期間とマイナスの期間を明瞭に分けやすいという特徴が見られる。もちろん、他の資産と同様、月末・月初のパフォーマンスが高いが、その後の月末+2営業日から月末+8営業日までのパフォーマンスが極端に悪い。

図3. 国内 REIT の月末月初の騰落率



極言すれば、月末+2 営業日から月末+8 営業日を避けて国内 REIT に投資するという投資戦略（以下、月後半投資戦略）が高いパフォーマンスを示すとも言える。そこで、各資産における TOM 戦略及び、国内 REIT の月後半投資戦略の投資成果を試算した。図 4 から明らかなように、国内 REIT の月後半投資戦略は、リターンが高いのみならず、最大ドローダウンとの比較で見ても他の戦略より有効性の高い戦略と言えそうだ。さらに、図 5 では、同戦略の月別リターンを確認した。

図 4. 各資産の投資成果（年率騰落率と最大ドローダウン）

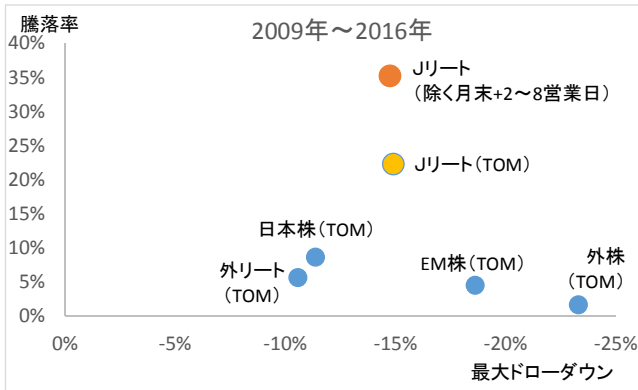


図 5. 月後半投資戦略（国内 REIT）の月別リターン

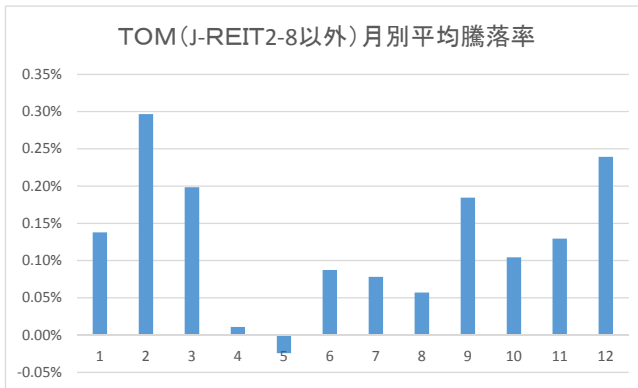
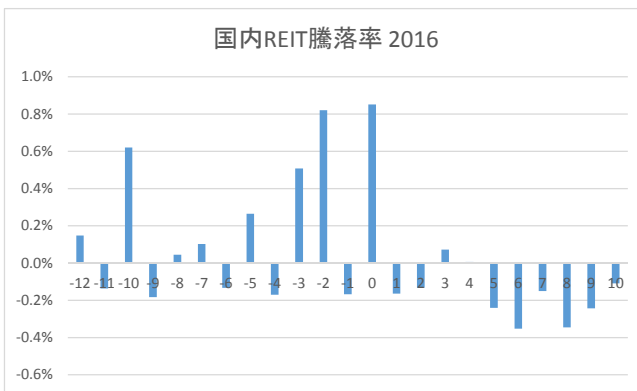


図 5 を見ると、4 月および 5 月には、月後半投資戦略の投資成果が低くなっている。一方で、これ以外の月は高いリターンが期待できる。では、なぜこうした特徴が生じるのであろうか？

(3). 考察

国内 REIT の月後半投資戦略が有効な理由を説明する背景として、REIT 投資家の独特な投資行動が指摘されている。株式新聞は 2015 年の記事の中で、「REIT の主たる投資家は地方銀行」と仮定した上で、「彼らが月初に会議室で月間計画を立てて、どの銘柄を売り、どの銘柄を買うかを決める。月初に売りで現金化しておき、そのお金で月末までに買う。これを毎月延々と繰り返している」という仮説を提示している。この結果、月前半に国内 REIT は下落しやすく、月後半は上昇しやすいという特徴を示している、と主張されている。

図 6. 国内 REIT の月末近辺の騰落率 (2016 年)



上記の仮説は、2015 年に発表されたものであるが、2016 年の REIT 市況にも引き続き同様の傾向が見られる。また、毎月の投資行動とその影響に主眼が置かれているが、4 月や 5 月の月後半投資戦略のパフォーマンスが不振であるという特徴も説明しうる仮説である。すなわち、地方銀行などの機関投資家は、証券投資の年度計画を策定しているはずであり、この計画に沿う形で、4 月から 5 月に手持ちの銘柄の売却を始める。その後、売却代金を基に 6 月以降、新規の銘柄を買い付ける、と仮定すれば、4 月から 5 月のパフォーマンス不振の説明が付く。今後、この仮説が妥当であるかどうか、主体別投資動向などの統計で確認していきたい。

参考文献：

「続・知られざる「REIT の季節性」 買うのは月央/売るなら月末」, 株式新聞 Dijital, 2015, <http://kabu.nsjournal.jp/rensai/25666.html>