

新興国株式市場におけるハロウィン効果と月替わり効果の関係

ハロウィン効果や月替わり効果は、流動性や情報の効率性が劣る市場で有効性が高いものとされている。そこで、本研究では、MSCI 新興国株式指数を分析対象として、ハロウィン効果および、月替わり効果について、その特徴を分析する。

第1章 月替わり効果の季節性

一般に、月替わり効果とは月初数日間の投資パフォーマンスが高いことを指す。しかしながら、実際には月末および月初数日にわたって高いパフォーマンスが観察される例が多い。

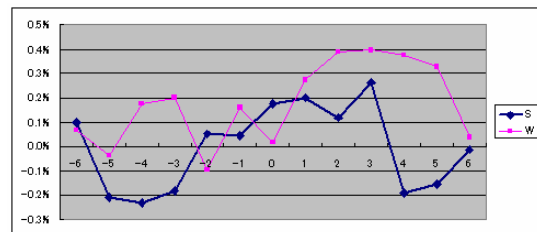
本章においては、この月替わり効果が観察される期間に、季節性が存在するのかどうか、という点について分析を行う。

投資パフォーマンスの季節性を考える上でもっとも重要なものは、1月効果とハロウィン効果であろう。特にハロウィン効果については、近年でもその有効性が持続していると考えられる点で、重要性が高い。ハロウィン効果とは、11月から4月まで（冬）の半年間のパフォーマンスが、5月から10月まで（夏）の半年間のパフォーマンスを有意に上回る現象である。

そこで本章では、月替わり効果を6ヶ月ごとに分類し、夏の期間と冬の期間で差異が認められるかどうかの検証を行う。検証の結果は図1のとおりである。全体を通してみれば、ハロウィン効果の影響があるため、冬のパフォーマンスが高くなっている。ただし、冬の期間のパフォーマンスを詳細に見てみると、月初5日間程度のパフォー

マンスが非常に高いことが分かる。

図表1. 月替わり効果の季節性



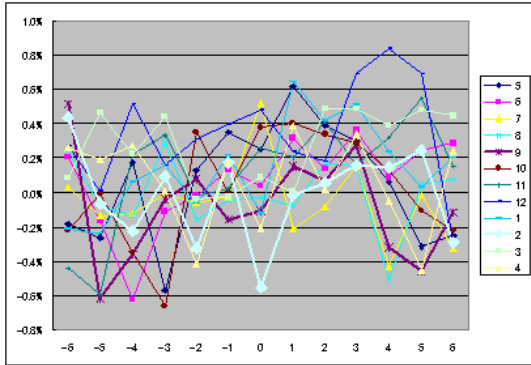
一方で、夏の期間についてみると、パフォーマンスが高くなる時期が冬の期間よりも前倒しとなっているように見える。すなわち、夏の期間では、月末マイナス2日目から月初3日目までのパフォーマンスが高くなっている。その後、月初4日目以降はパフォーマンスが極端に悪化する。

第2章 月替わり効果の月別分析

次に、月替わり効果を月別により詳細に分析する。図表2に月末近辺の株価騰落率を月別に平均しグラフ化したものを掲載した。全体的な傾向としては、月の下旬には株価パフォーマンスが悪化し、月末から月初にかけてパフォーマンスが改善する様子

が伺われる。

図表 2. 月替わり効果の月別推移



図表 3. 月替わり効果の月別分析

月	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	
-6	-0.2%	0.2%	0.0%	0.2%	0.5%	-0.2%	-0.4%	0.3%	-0.2%	0.4%	0.1%	0.3%	
-5	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.6%	0.0%	-0.6%	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.5%	0.2%	
-4	0.2%	-0.6%	-0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.3%	0.2%	0.5%	0.1%	-0.2%	0.2%	0.3%	
-3	-0.6%	-0.1%	0.0%	0.3%	0.0%	-0.7%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.4%	0.0%	
-2	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%	0.1%	0.3%	0.0%	0.3%	-0.1%	-0.3%	0.0%	-0.4%	
-1	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.4%	0.2%	0.2%	0.0%	0.2%	
0	0.3%	0.0%	0.5%	0.0%	-0.1%	0.4%	0.3%	0.5%	-0.1%	-0.6%	0.1%	-0.2%	
翌月初	1	0.6%	0.3%	-0.2%	-0.1%	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%	0.6%	0.0%	0.0%	0.4%
2	0.4%	0.1%	-0.1%	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%	0.2%	0.4%	0.1%	0.5%	0.0%	
3	0.3%	0.4%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.7%	0.5%	0.2%	0.5%	0.3%	
4	0.1%	0.1%	-0.4%	-0.5%	-0.3%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.4%	0.0%	
5	-0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	-0.5%	-0.1%	0.5%	0.7%	0.0%	0.2%	0.5%	-0.5%	
6	-0.3%	0.3%	-0.3%	0.1%	-0.1%	-0.2%	0.2%	-0.3%	0.2%	-0.3%	0.4%	0.2%	
月末2	0.6%	0.2%	0.5%	-0.1%	-0.3%	0.4%	0.3%	0.9%	0.1%	-0.4%	0.1%	0.0%	
翌月初2	1.0%	0.5%	-0.3%	0.1%	0.2%	0.7%	0.6%	0.4%	1.1%	0.0%	0.5%	0.4%	
月末3	0.7%	0.1%	0.4%	-0.2%	-0.2%	0.7%	0.3%	1.2%	0.0%	-0.7%	0.0%	-0.5%	
翌月初3	1.3%	0.8%	-0.1%	0.2%	0.5%	1.0%	0.8%	1.1%	1.6%	0.2%	1.0%	0.7%	

これを表にしたものが図表 3 である。この表から 2 つのことが明らかとなる。まず第 1 点は、月末月初に投資を行うのであれば、月末月初の各 2 日間ずつ（合計 5 日間）投資を行うよりも、各 3 日間ずつ（合計 7 日間）投資を行うほうが、全般的には高いリターンを得ることができる。これは、ハロウィン戦略の投資期間ではない夏の期間についても、5, 6, 10 月にはよく当てはまる。

11 月から 4 月までの期間については、ハロウィン戦略の投資期間に当たるため、全般的に高いパフォーマンスが期待できるものの、特に 11, 12, 1, 3 月の各月は非常に高いリターンが期待できる。

一方で、月変わり効果によるリターンが

期待しにくい月も存在する。具体的には、2, 4, 7 月の各月については、プラスのリターンを確保しにくい。したがって、これらの月については、月変わり効果の獲得を目指す投資行動はとらないほうが望ましい。

第 3 章 投資戦略への応用

以上の分析を基に、高いパフォーマンスを得ることが可能な投資戦略を検討する。

パフォーマンスを高めるための条件は 2 つある。1 つはハロウィン効果を享受すること。もう 1 つは月変わり効果を有効に利用することである。

図表 4. ハロウィン+月替わり効果

