

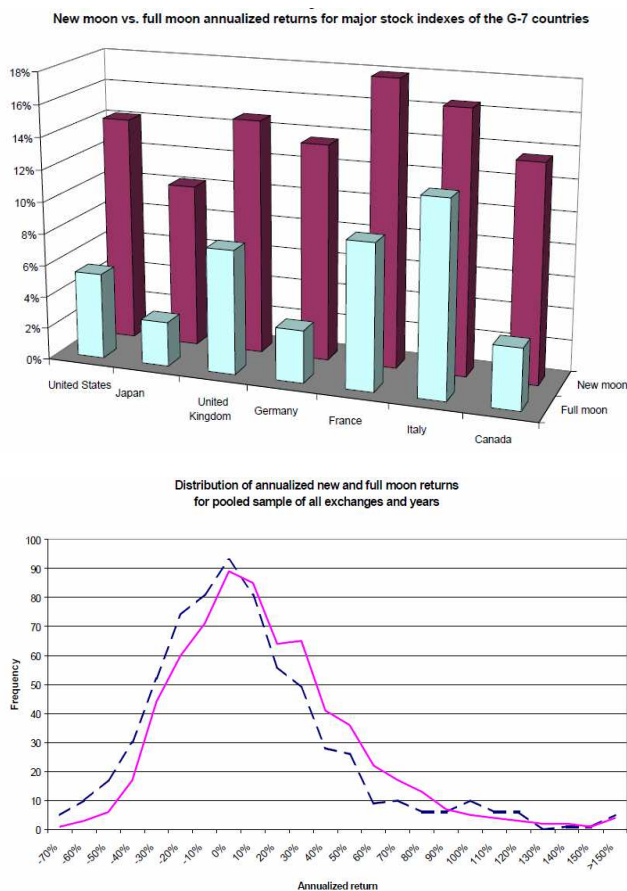
月齢サイクルが株価変動に与える影響

月の満ち欠けが人間の感情に影響を与えることで、投資家のリスク許容度などが変化し、結果として金融市場のパフォーマンスにも影響を与える可能性がある。さらに、こうした「月齢効果」は他のアノマリーとは独立に存在する。そこで、本研究では、「月齢効果」と他のカレンダー効果を組み合わせることで、高いパフォーマンスの実現を目指す。

第1章 はじめに

月の満ち欠けは人間の感情に影響を与えると太古から言われてきている。こうした言い伝えを基に、いくつかの先行研究がなされ、月の満ち欠けと人間行動との関係が主張されている。

図1 月の満ち欠けと株式騰落率 (Dichev (2001) より)



たとえば、月経周期と月齢周期の関係 (Law,1986) や月齢サイクルが妊娠率に与える影響 (Criss and Marcum,1981)、月齢サイクルと過食・アルコール過飲との関係 (de Castro and Pearceym, 1995) な

どの先行研究が知られている。ただ、これらの先行研究に対する追試は必ずしも肯定的なものばかりではない。

このように月の満ち欠けと人間行動の関係について安定的な関係が確認されないことの大きな理由は、サンプル数が十分ではない可能性が指摘されている。むしろ、金融データのように豊富なデータを利用できる分野を分析するほうが、統計的に安定した結果を導けるものと考えられている。こうした仮定の下、Dichev(2001)では、世界 25 ヶ国の長期データを利用して月齢サイクルと株価騰落率の関係を分析した。この結果、図1に示したように、米国市場においては、新月±3日間の株価リターンが満月±3日間の株価リターンと比較して年率5~8%上回る(「新月効果」)ことが明らかになった。米国以外の市場では格差がさらに大きく、両者の違いは7~10%にのぼる。

第2章 他のカレンダー効果との独立性

さらに、こうした新月効果は、他のカレンダー効果とは独立に存在する。これは、「新月効果」が他のカレンダー効果とは別の経路をたどって、金融市場に影響を与えているためである。

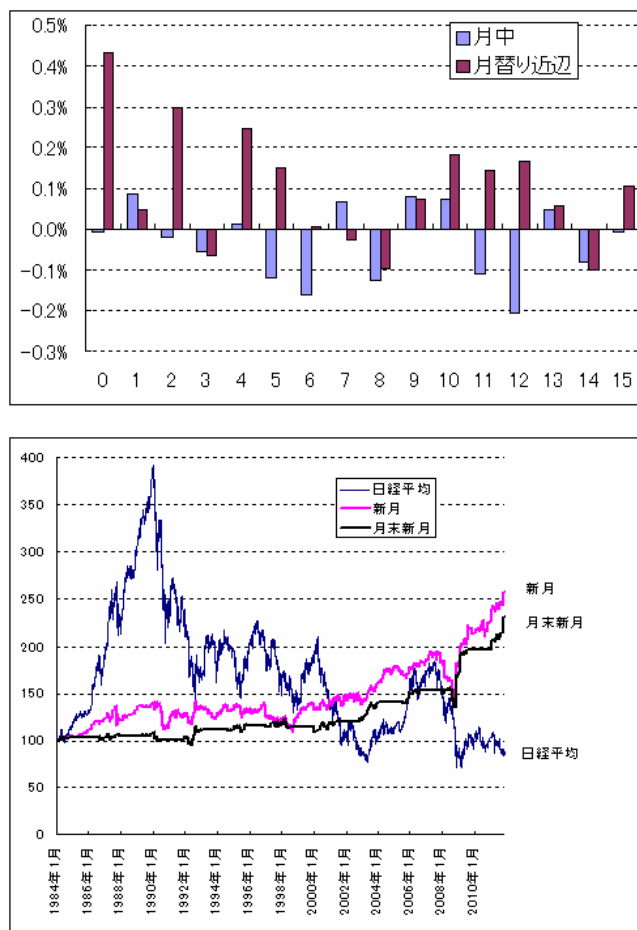
例えば、冬に株価パフォーマンスが高くなる「ハロウィン効果」は、日照時間の変化によって「冬期うつ症」の発症率が変化することが原因となってもたらされるものと考えられている。したがって、月齢サイクルから影響を受ける「新月効果」は「ハロウィン効果」とは独立して存在するはずである。

このように、「新月効果」が他のカレンダー効果とは独立して存在するのであれば、いくつかのカレンダー効果を組み合わせることで、非常に高い株価パフォーマンスを実現できる可能性がある。

第3章 複数のカレンダー効果の組み合わせ

では実際に、どのようなカレンダー効果を組み合わせることが有効なのであろうか？ こうした分析を日経平均株価を例に行う。まず、月末近辺の株価パフォーマンスが高いという「月末効果」と「新月効果」を組み合わせる。図2に示すように、「新月効果」のほとんどは「月末近辺かつ新月近辺」（以下、「月末新月」）の時期に出ていることがわかる。

図2 新月効果のほとんどは月末近辺に生じる

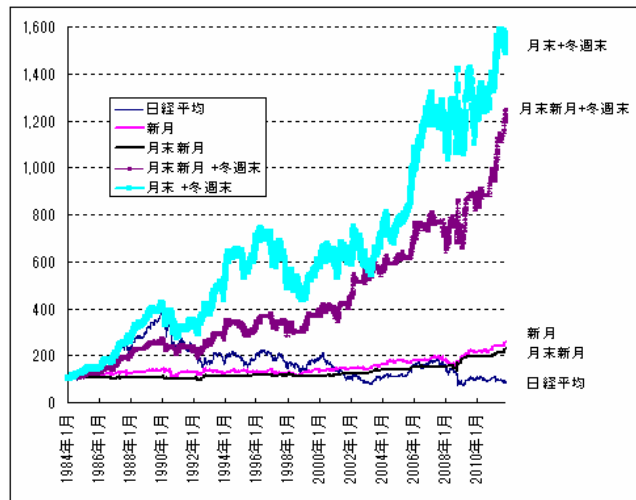


しかも、すべての新月近辺に投資を行う場合よりも、「新月月末」のみに投資を行うほうが投資期間が短いので、全体としてみれば投資成果のボラティリティ

も小さくなるため、リスクリターンが改善する。

次に、「ハロウィン効果」との組み合わせを検試してみる。「ハロウィン効果」とは11月～4月までの半年間（冬）の投資成果が5月～10月までの半年間（夏）と比較して優位に高い現象のことである。これを「週末効果」と組み合わせることで、高いリターンが得られることが知られている。図3では、週末（水曜日～金曜日まで）のリターンを冬の間だけ享受するという「冬週末」戦略に、「月末新月」効果を組み合わせる場合と、単に「月末」効果を組み合わせる場合について、パフォーマンスの比較を行なった。パフォーマンスだけをみると、「月末」+「冬週末」戦略は年率11%と高いリターンとなる。しかしながら、ボラティリティも考慮すると、「月末新月」+「冬週末」戦略（年率リターン10%）が非常に魅力的であることが分かる。

図3 ハロウィン効果との組み合わせ



以上のように、本研究では「新月効果」が他のカレンダー効果から独立しているという性質を利用して、「月末効果」や「週末効果」、「ハロウィン効果」と組み合わせる戦略を分析した。この結果、有効な投資戦略を提示できたものと考えている。

参考文献：

Dichev, Llia D., "Lunar cycle effects in stock returns", Social Science Research Network Electronic Paper Collection, 2001