

## 月齢効果の季節性に関する考察

月の満ち欠けは人間の感情に影響を与えることは太古から指摘されている。人間の感情が変化することで投資行動にも変化が生じ、結果として、新月近辺の営業日には株価が上昇しやすく、満月近辺には下落しやすくなるという「新月効果」が見られる。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。そこで、本研究では他のカレンダー効果とあわせて考えた場合、どの時期に投資を行うことが望ましいのかという点について分析を進めた。本研究の分析の結果、ハロウィン効果からは投資が不適切な季節である夏の期間であっても、新月効果との組み合わせで考えれば、投資価値のある時期が存在することが明らかになった。

### 第1章 はじめに

株市場では、新月近辺の営業日には株価が上昇しやすく、満月近辺には下落しやすくなるという「新月効果」が見られる。こうした新月効果について、Dichev(2001)では、世界 25 ヶ国の長期データを利用した分析が行われ、米国市場において新月±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%上回るなどが明らかにされている。また、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。

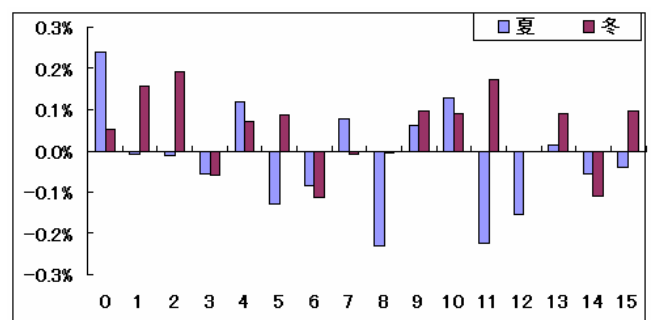
このように、「新月効果」が他のカレンダー効果とは独立して存在するのであれば、いくつかのカレンダー効果を組み合わせることで、非常に高い株価パフォーマンスを実現できる可能性がある。

### 第3章 複数のカレンダー効果の組み合わせ

では実際に、カレンダー効果をどのように組み合わせると投資を行う上で有効なのだろうか？本研究では、日経平均株価を分析対象とした上で、新月効果と、ハロウィン効果および週末効果との組み合わせを検討する。なお、新月効果を検討する際には、月齢 0~15 までは通常の日齢を利用し、16~30 については、“30 - 月齢”の数値を利用する。例えば、月齢 18 であれば 12 に換算する。

はじめに、新月効果とハロウィン効果との関係を図 1 に示す。

図 1 月齢サイクルとハロウィン効果との関係

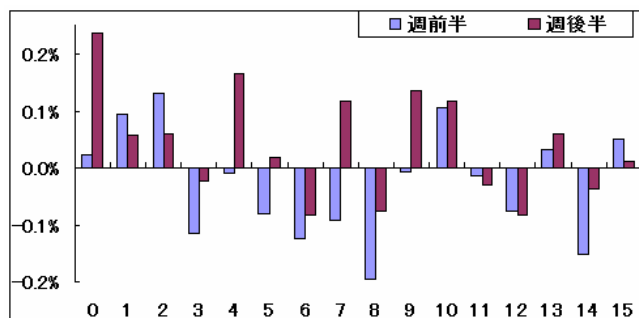


ハロウィン効果として知られているアノマリーによれば、夏 (5 月~11 月) の期間の株価パフォーマンスは悪いので、投資を避けるべき期間とされている。しかしながら、新月効果との組み合わせで考えると、夏の期間であっても、新月近辺なら投資価値があることがわかる。一方で、冬の期間であっても常に一定の投資価値がある訳ではなく、満月近辺の

投資はリスクが比較的高いことが分かる。

次に新月効果と週末効果との関係を図 2 に示す。ここでは、週前半とは月曜日および火曜日を指し、週後半とは水曜・木曜・金曜を指すこととする。

図 2 月齢サイクルと週末効果との関係



週末効果として知られているアノマリーによれば、週前半の株価パフォーマンスは悪いので、投資を避けるべき期間とされている。しかしながら、新月効果との組み合わせで考えると、週前半でも新月近辺なら投資価値ある。一方で、週後半でも満月近辺は投資を避けたほうがいい。

#### 第4章 新月効果との組合せで投資すべき期間

では、ハロウィン効果および週末効果の双方を新月効果と組み合わせた場合を考えると、どの時期が投資に適した時期と言えるのであろうか？ 図 3 には、月齢サイクルをハロウィン効果および週末効果と組み合わせた際のパフォーマンスを 1984 年～2010 年までのデータで分析した。

この分析結果から考えた場合、投資価値が高いと考えられる時期は、

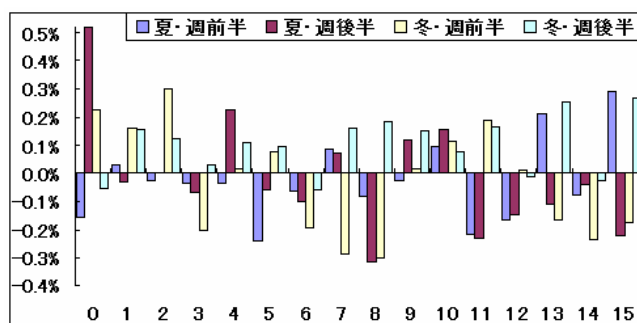
- ✓ 冬の週後半
- ✓ 冬の週前半かつ新月の場合
- ✓ 夏の週後半かつ新月の場合

の 3 ケースであると考えられる。これら 3 つのケースは、いずれもアノマリーが 2 つ以上重なる時期である。このほか、

- ✓ 夏の週前半かつ満月の場合

についても、過去の株価リターンは高かったものアノマリーとしては悪いものが全て揃っている時期であるため、投資価値が高いと考えにくい。

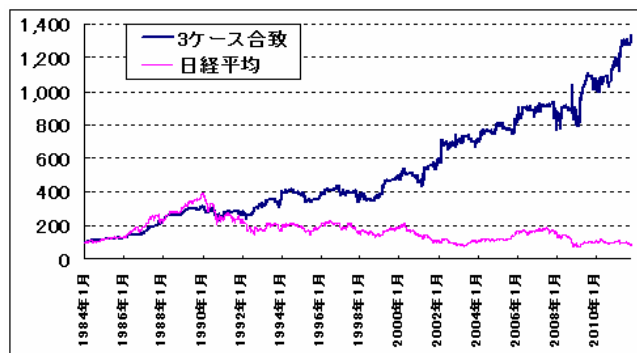
図 3 月齢サイクルと他のアノマリーとの関係



	月齢		
	新月近辺	満月近辺	その他
夏・週前半	-0.03%	<b>0.11%</b>	-0.07%
夏・週後半	<b>0.09%</b>	-0.11%	-0.04%
冬・週前半	<b>0.23%</b>	-0.20%	-0.06%
冬・週後半	<b>0.10%</b>	<b>0.14%</b>	<b>0.09%</b>

最後に、これら 3 つのケースに合致する時期のみ投資を行なった場合の運用成果を図 4 に示す。分析データを使ってバックテストするので、運用成果がいいのは当然であるが、非常に高いパフォーマンスとなっている。この条件で他の株式市場などでも高いリターンが出ることを確認できれば、有力な投資手法となるであろう。

図 4 新月・ハロウィン・週末効果を利用した投資成果



#### 参考文献：

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