

祝祭効果： 日本市場の例

本研究では、異時点間消費モデルを用いて、「祝祭効果」の観点から日本株の季節性アノマリーの説明を行う。祝祭効果とは、祝祭期間の前は株価リターンが低く、祝祭期間の後には株価リターンが高くなることを指す。例えば、株式市場で広く知られている1月効果の要因を祝祭効果の観点から解釈すれば、クリスマス休暇や正月という祝祭期間の後に、株価リターンが高くなる。そこで、日本における大きな祝祭期間である正月休暇やゴールデンウィークの後の期間の株価リターンを分析し、祝祭効果が日本市場においても有効であるかどうか、検証する。

第1章 はじめに

株式市場にはカレンダー効果と呼ばれる季節性アノマリーが存在する。このアノマリーの生じる原因についてはいくつかの仮説が存在するが、異時点間消費モデルを利用した仮説は説得力が高い。そこで、本研究は、異時点間消費モデルを利用して日本株市場の季節性アノマリーの説明を試みる。

第2章 異時点間消費モデル

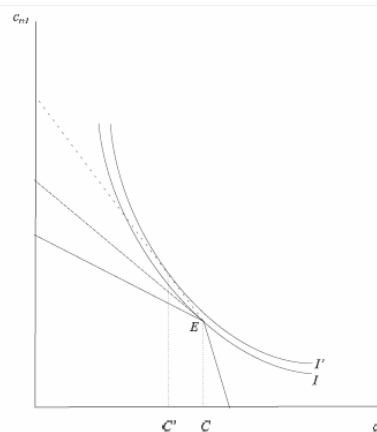
株価トレンドや株価の季節性アノマリーの説明に異時点間消費モデルを用いた先行研究として、Abadir and Spierdijk(2005)を挙げることができる。本研究は、Abadir and Spierdijk(2005)の中でも、祝祭期間の後に株価が上昇しやすいという「祝祭効果」に着目する。

祝祭効果とは、祝祭期間の前は株価リターンが低く、祝祭期間の後には株価リターンが高くなることを指す。例えば、株式市場で広く知られている1月効果の要因を祝祭効果の観点から解釈すれば、クリスマス休暇や正月という祝祭期間の後なので、株価リターンが高くなるということになる。

図1のAbadir and Spierdijk(2005)の異時点間消費モデルでは、横軸に t 期の消費水準をとり、縦軸に $t+1$ 期の消費水準をとっている。 t 期および $t+1$ 期の所得水準を C とすると、貯蓄および借入を行わなければ、消費水準は E 点となる。ここで借入を行う場合と貯蓄を行う場合の金利水準が異なる場合

(借入金利 $>$ 貯蓄金利)、 t 期と $t+1$ 期の消費可能曲線は E を頂点に屈折する。

図1. 異時点間消費モデル



Abadir and Spierdijk(2005)より再掲

この結果、効用曲線との接点で決定される t 期と $t+1$ 期の消費水準の組合せは、金利水準の多少の変化では E の水準から簡単には変化しない。しかしながら、貯蓄金利が従来水準から大きく上昇する場合、消費可能曲線は図1の点線へシフトし、より高い水準の効用曲線へと移行することが可能となる。この結果、 t 期の消費水準は C' へ移動する。

第3章 異時点間消費に伴う祝祭効果の発生

モデルを利用すると、市場環境が若干変化したとしても投資家は行動しないことが予想される。その後、一定のポイントを超越すると急激に投資行動を変

化させる。言い換えれば、あるポイントまでは投資家は過小反応しかしない一方で、その後、過剰反応するはずだ。この結果、短期的な株式市場の動きは過剰反応のように見え、株価モメンタムが発生する結果となる。

また、モデルを利用して、祝祭効果を説明すると、祝祭期間には、消費を拡大するという必要性が高いので、期待リターンの高い株式であっても現金化する行動を取り、消費水準を C' から C へシフトさせるということになる。こうした株式売却圧力の増大の影響をうけて、祝祭期間の直前から祝祭期間中にかけて、株価リターンは不振となる。祝祭期間の終了後には、消費水準を高く維持する動機がなくなるので、再び均衡点である C' に消費水準は落ち着くとともに、株式市場にも資金が投じられる。結果として、祝祭期間の後には株価の上昇が見られる。

こうした仮定の下、Abadir and Spierdijk(2005)では、イスラム諸国におけるラマダン明けの株式市場や中国文化圏の旧正月明けの株式市場において、株価が上昇しやすいことを検証している。

第4章 日本市場における祝祭効果

以上の先行研究をもとに、本章では、日本株市場における祝祭効果について検証を行う。日本における祝祭期間として、我々がイメージしやすい期間は、正月休暇とゴールデンウィークだと思う。この期間には娯楽や旅行などへの出費に寛容になる。このため、通常期よりも消費水準が高くなり、図1で言うところの C' から C へのシフトが生じる。

一方で、正月休み明けやゴールデンウィーク明けの株式市場は上昇しやすいはずである。そこで、1960年から2011年までの株価(TOPIX)の月間リターンの平均を図2に掲載した。

確かに、正月明けの時期である1月やGW明けの5月の株価リターンは平均するとプラスとなっているものの、他の月との差異は不明瞭である。そこで、日本株の月別リターンと米国株の月別リターンの差をみてみることにした(図3)。

図2. 日米の月別株価騰落率(1960年~2011年)

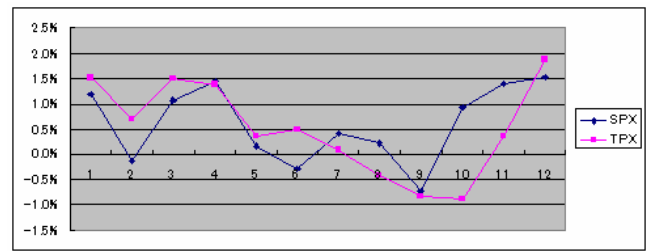


図3. 日米の月別株価騰落率の差(1960年~2011年)

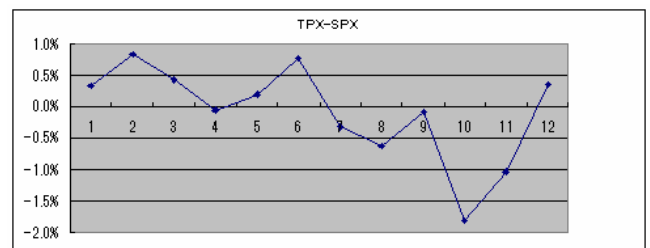


図3をみると、1月および5月の月間リターンは、日本株が米国株よりも高いことが分かる。これは、日本では、正月およびゴールデンウィークという祝祭期間が存在するのに対して、米国には存在しないことが1つの理由であると思われる。

さらに、この祝祭期間の1ヶ月後の2月および6月のリターンも日本市場の方が高くなっている。祝祭効果の持続性については、今後検証していく必要はあるものの、Mustafaなどによりラマダン後の2ヶ月間はパキスタン株式市場が上昇しやすいことなども指摘されていることなどから、日本株においても2ヶ月程度の持続性があるとしても、大きな違和感はない。今後は、こうした祝祭効果の持続性についても検証を行なっていきたい。

参考文献:

- Abadir, K.M., and L. Spierdijk, "The festivity effect and liquidity constraints: a test on countries with different calendars", University of Twente, Department of Applied Mathematics Memorandum No. 1772, 2005
- Mustafa, Khalid, "The Islamic Calendar Effect in Karachi Stock Market",
<http://www.wbiconpro.com/313A---Mustafa,K.pdf>