

## 為替ハロウィン戦略

これまでの先行研究では、株式市場を中心にハロウィン戦略などのカレンダー効果の検証がなされてきた。しかしながら、こうしたカレンダー効果は投資家心理を通じて市場の価格形成に影響を与えるものであり、株式以外の市場においても同様の効果を上げることが期待される。そこで、本研究では豪ドル/円市況を例にとり、ハロウィン戦略の効果を確かめる。本研究の分析の結果、為替市場でもカレンダー効果が見られ、大きな投資成果が期待できることが判明した。

### 第1章 はじめに

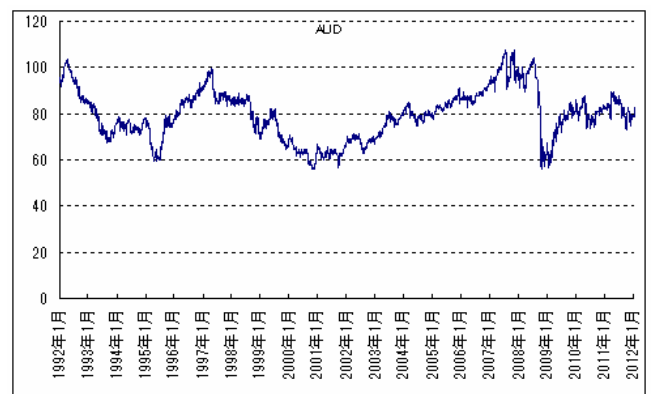
株式市場では季節的な価格変動パターンの存在が知られている。たとえば、“ハロウィン効果”と呼ばれる現象は、冬の期間（11月～4月）の株価パフォーマンスが、夏の期間（5月～10月）の株価パフォーマンスより高い現象を指し、世界各国で観察されている。

ハロウィン効果が生じる原因については、諸説ある。この中で、Kamstra et al.(2002)が主張するように、昼の長さの季節変化に伴う投資家心理の変化が株価に影響を与えるという仮説が正しいとするならば、市場価格への影響は株式市場に限定されることなく、為替市場などにも見られるはずである。こうした観点の下、本研究では豪ドル/円市況を分析対象とし、カレンダー効果の存在についてハロウィン効果を中心に検証する。

### 第2章 豪ドル市況

豪ドルは先進国通貨のなかでは相対的に金利が高いため、投資先として人気が高い。ただ、図1に示したように、市況変動リスクは大きく、中長期的には経済理論が示すように豪ドル安/円高の方向に進むことが懸念される。仮に、カレンダー効果を利用することで、金利部分を考慮しないベースでも利益を得ることが出来るのであれば、投資効果は非常に高くなる。

図1. 豪ドル/円の市況推移



### 第3章 豪ドル市況の平均リターンへの傾向

1992年1月～2012年1月の豪ドル/円市況のリターンを月別に集計した平均リターンは下記のようにになっている。この月次騰落率を用いて1年間の平均的な豪ドル市況推移を図示すると図2の通りとなる。図2の市況推移をハロウィン効果の観点から見てみると、5月以降は市況が下落傾向をたどり、10月末に底を打つ。その後、11月から上昇傾向に転じ、4月末にピークを迎えていることが分かる。

次に、豪ドル市況のリターンを曜日別に集計した平均リターンを図3に示した。この曜日別リターンを見ると、週後半のリターンが高い傾向が見られるが、これは株式市場で見られる傾向と同様である。

表. 豪ドル/円の平均月次リターン

1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
0.28%	0.45%	0.25%	1.22%	-0.96%	-0.14%	0.55%	-1.95%	-0.58%	-0.34%	0.43%	1.05%

図2. 豪ドル/円の平均的な年間市況推移

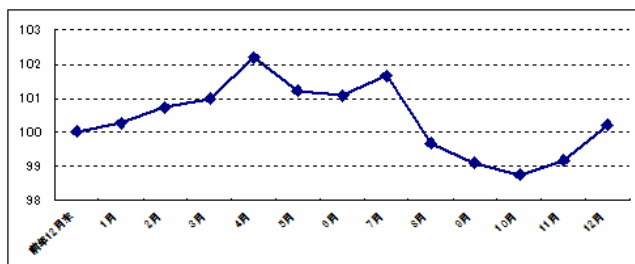
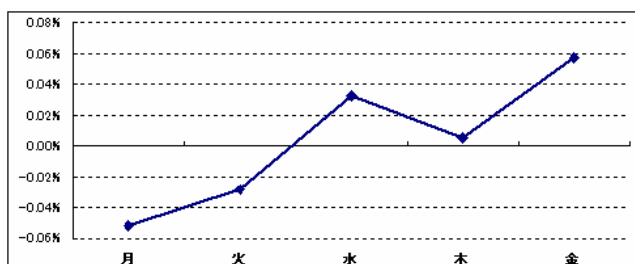
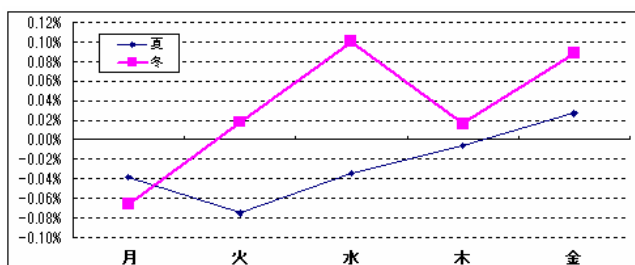


図3. 豪ドル/円の曜日別リターン



さらに、曜日別の騰落率を“夏”の期間と“冬”の期間に分けて、それぞれ集計した結果が図4となる。夏の期間にプラスのリターンとなるのは金曜日のみであるのに対して、冬の期間には月曜日以外はプラスのリターンになることが見て取れる。

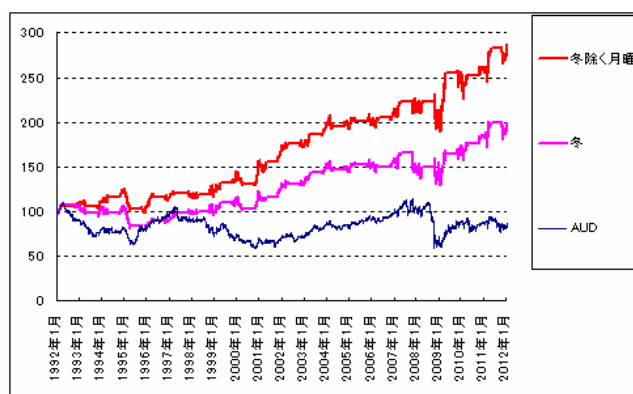
図4. 豪ドル/円の季節別の曜日別リターン



#### 第4章 運用戦略への応用

このような為替市況のリターンの傾向を運用戦略へ応用することを考える。ここでは、冬の期間のみ豪ドルへ投資を行う“冬”戦略と、冬の期間のうち月曜日以外の日にのみ投資を行う“冬除く月曜”戦略を考え、その投資成果を図5に示した。冬戦略、冬除く月曜戦略ともに高いリターンを安定的に生んでいることが分かる。特に、冬除く月曜戦略は、年率5.5%程度のリターンを生んでいる。

図5. 各投資戦略の運用成果



また、リスク水準についても、豪ドルを買い持ちするケースよりも冬戦略や冬除く月曜戦略の方が低くなっている。これは、大きな市況変動（主に下落）が夏の期間に生じることを示している。

実際の投資を行う場合のリターンは、内外金利差分の為替プレミアムが上乘せされる一方で、売買コストが控除される。このうちの売買コストのみ考慮すると、足下の売買コストが往復で0.04%程度であり、冬除く月曜戦略が年間13往復の売買が必要であることから、0.52%のコスト要因が発生する。この結果、売買コストを考慮すると冬除く月曜戦略のリターンは5%弱に低下するが、それでも十分大きなリターンである。

このように大きな収益機会が将来にわたって継続するのであれば、効率市場仮説に対する反証が為替市場についても得られたこととなる。今後は、他の通貨についても、ハロウィン戦略などのカレンダー効果が有効であるかどうか、検証を進めていきたい。

#### 参考文献：

Kamstra, Mark, Lisa Kramer and Maurica Levi, “Winter Blues: A SAD Stock Market Cycle”, Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 2002-13, July 2002, <http://www.markkamstra.com/>