

ハロウィン戦略の分散投資

ハロウィン効果をはじめとしたカレンダー効果は、株式市場において分析が進んでいるが、為替市場でも同様のアノマリーが観察される。このように異なる資産市場で同様のアノマリーが観察される背景には、両市場に共通の投資家心理が影響を与えているものと考えられる。しかしながら、株式市場と為替市場それぞれでハロウィン効果が生じるとは言っても、2つの市場が完全に平行に動いているわけではない。こうした市場動向を考慮すると、株式市場におけるハロウィン戦略と為替市場でのハロウィン戦略を組み合わせることで、単独の市場で投資を行うよりもリスク調整後のリターンが改善する可能性がある。このような観点の下、本研究では、両市場への分散投資の効果を検討する。

第1章 はじめに

株式市場には季節的な価格変動パターンの存在するものとされている。その中で最も顕著な変動パターンが“ハロウィン効果”である。ハロウィン効果とは、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、世界各国の株式市場で観察されている。また、ハロウィン効果は、株式市場に限らず、為替市場などでも観察されている。

ハロウィン効果が生じる原因については、諸説ある。それらの仮説の中で、Kamstra et al.(2002)は、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ことをハロウィン効果の原因であると主張している。ハロウィン効果が複数の資産市場において発生していることを考えると、Kamstra et al.(2002)の主張は有力な仮説である。

投資家心理が市場価格の形成に影響を及ぼしている場合には、各市場の価格推移にはある程度の相関が見られるはずだ。ただ、各資産市場における価格形成の独自要因も存在するため、完全に同一の動きにはならない。このような状態のとき、単一の市場でハロウィン効果を得る投資手法を採用するよりも、複数市場に投資対象を分散して、それぞれの市場においてハロウィン戦略を実施することで、リスク分散を図れるはずだ。そこで本研究では、豪ドル市況と日経平均株価それぞれでハロウィン戦略

を採用する場合と、2つの市場に分散して、それぞれハロウィン戦略を実施する場合について、投資成果の比較を行う。

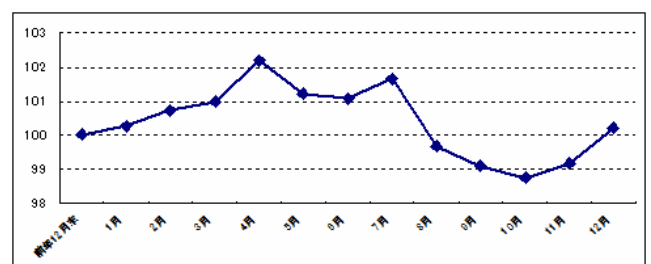
第2章 豪ドル市況と日経平均のハロウィン効果

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表1のようになる。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1の通りとなる。図1の市況推移をハロウィン効果の観点から見ると、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。

表1. 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1. 豪ドル/円の平均的な年間市況推移



次に、豪ドル市況のリターンを季節・月末・曜日別

に集計した平均リターンを表2に示した。表2を見ると、冬・月末・週後半ほど平均リターンが高くなる傾向が綺麗に出ている。

表2. 豪ドル/円の季節・月末・曜日別リターン

AUD	夏		冬	
	月中	月末	月中	月末
月	-0.04%	-0.05%	-0.04%	-0.13%
火	-0.06%	-0.14%	-0.02%	0.15%
水	-0.04%	-0.03%	0.09%	0.14%
木	-0.02%	0.05%	0.00%	0.06%
金	0.02%	0.05%	0.08%	0.13%

同様の集計を日経平均株価についても行うと表3のような結果になる。こちらもほぼ同様の結果と言え、豪ドル市況に比べると、結果にややバラツキが見られる。

表3. 日経平均株価の季節・月末・曜日別リターン

225	夏		冬	
	月中	月末	月中	月末
月	-0.02%	-0.32%	0.00%	-0.22%
火	0.07%	0.01%	-0.07%	0.09%
水	-0.11%	0.03%	0.03%	0.29%
木	0.00%	0.11%	0.11%	0.06%
金	-0.15%	-0.09%	-0.01%	0.13%

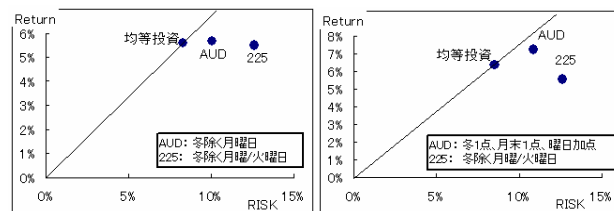
第3章 ハロウィン戦略の分散投資

こうした両市場におけるハロウィン戦略の投資成果を考慮の上、両戦略に分散投資を行うケースを検討する。1992年～2011年のデータを利用し、AUD市況および日経平均株価（225）の両指数にてハロウィン戦略を行なった場合のリスクとリターン（いずれも年率換算値）を図示すると、図2左のようになる。なお、ここでハロウィン戦略とは、純粋に“冬に買って、夏には何もしない”という戦略ではなく、若干の改良を加えた形のもので、AUDの場合には、“冬の火曜日～金曜日のリターンのみ”とする戦略を指し、日経平均株価の場合には、“冬の水曜日～金曜日のリターンのみ”とする戦略を指している。そして、為替ハロウィン戦略と株式ハロウィン戦略の両方に等金額投資を行なった場合のリターンも同時に掲載した。

3つのリスク・リターン値を比べると、リターン値には大きな差異が見られない（実際にはAUDはこの他に為替プレミアム分も得られるのでもっと

大きなリターンとなる）一方で、リスク値に関しては等金額投資が最も優れていることが見て取れる。

図2. ハロウィン戦略の分散投資



次に、ハロウィン効果のみではなく、月末効果も考慮にいったカレンダー効果全般のリスク・リターンを図2右に示した。ここで投資成果の計算方法は、日経平均については図2左と同様だが、AUDについては、表2のシャドー部分のみに投資が行われるように、以下の得点が1点以上となる場合にのみ投資を行うものとした。

- 冬： 1点、 夏： △1点、
- 月末： 1点、 月中 0点、
- 月曜：△2点、 火曜：△1点、
- 水曜： 0点、 木曜： 1点、 金曜： 2点

このようにカレンダー効果を調整した結果、AUDに対する投資成果は高まったが、リスク調整後のリターンで比較すると、依然として等金額投資に分がある。

このように、カレンダー効果を利用した投資戦略を取る際にも、多資産への分散投資を心がけることで、リスク・リターンの改善が見込めることが確認できた。

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/>