

新興国小型株指数のカレンダー効果

米国株式市場において、小型株や高ベータ株、高ボラティリティ株といった特徴を持つ株式は、ハロウィン効果が大きくなることが知られている。仮に、こうした特徴が世界的に見られるのであれば、新興国の小型株が最も大きなハロウィン効果を示すはずである。こうした観点から、本研究では MSCI 新興国小型株指数のパフォーマンスを利用して、ハロウィン効果の大きさを確認していく。また、ハロウィン効果以外のカレンダー効果についても、新興国小型株でどの程度の大きさとなっているのか、確認する。本研究の分析の結果、新興国小型株ではハロウィン効果が大きく、月替り効果も比較的大きくなることが確認された。

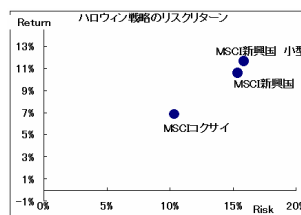
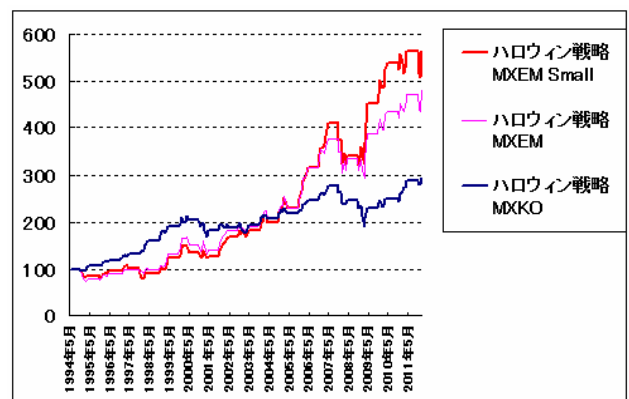
第1章 はじめに

株式の属性により、ハロウィン効果（冬の株式リターンは、夏の株式リターンより高いというアノマリー）の大きさが異なることは、Kamstra et. al.(2003)などで指摘されている。Kamstra et. al.(2003)によれば、米国株市場では、小型株や高ベータ株、高ボラティリティ株のハロウィン効果が大きい。仮に、こうした特徴が世界的に見られるのであれば、新興国の小型株が最も大きなハロウィン効果を示すはずである。こうした観点から、本研究では MSCI 新興国小型株指数のパフォーマンスを利用して、ハロウィン効果の大きさを確認していく。また、ハロウィン効果以外のカレンダー効果についても、新興国小型株でどの程度の大きさとなっているのか、確認する。

第2章 新興国市場におけるハロウィン効果

本研究では、新興国株式市場、新興国小型株式市場について、MSCI エマージング指数および MSCI エマージング小型株指数を利用し、先進国株式市場（MSCI コクサイ指数）との比較を行う。はじめに、これら3指数におけるハロウィン効果について、分析する。図1には、各指数を利用してハロウィン戦略を実施した際の投資成果を掲載した。

図1. 各投資戦略の運用成果



確かに、新興国小型株指数を利用した場合のハロウィン効果が最も大きくなっているが、このリターン格差の大きな部分はリスク水準が高まったことで説明可能である。ただ、MSCI 新興国株よりも MSCI 新興国小型株でハロウィン戦略を実施するほうが、リスク調整後のリターンは若干改善するようだ。

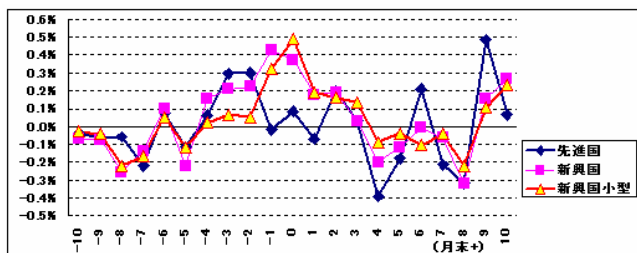
第3章 新興国市場における月替り効果

次に、新興国小型株式の月替り効果を分析する。図2は各指数の2007年2月～2011年12月の月末

近辺の日々の平均リターンである。

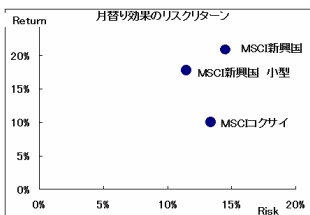
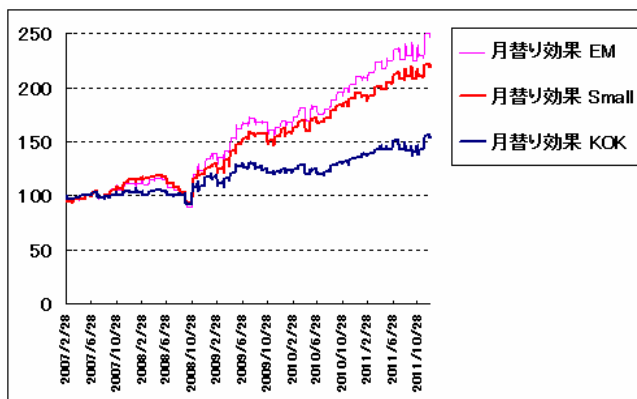
図中の“月末+0”の部分で月末にあたり、その前後数日間が“月替りの期間”とみなされる。この図から明らかなように、新興国において月替り効果は、先進国以上に明瞭に現れている。

図 2. 各指数の月末近辺のリターン



そこで、月替りの期間にのみ投資を行う“月替り戦略”をとる場合のパフォーマンスを図3で確認する。

図 3. 各指数の月替り戦略の投資成果



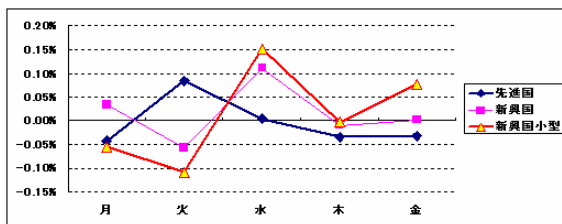
月替り戦略をとる場合、もっともリターンが高い指数は、新興国株指数であり、新興国小型株指数は若干リターンが低くなっている。ただし、新興国株指数で月替り戦略をとる場合には、リスクがかなり高い。一方、新興国小型株指数の月替り戦略のリスク水準は先進国以下となっている。このため、リスク調整後のリターンで比較すると、新興国小型株指数が優れている。

第4章 新興国市場における曜日別リターン

最後に、新興国市場における曜日別のリターンを確認する。図4に3指数の曜日別リターンを掲載した。この図から判断すると、新興国の曜日別リターンは先進国とはパターンがかなり異なっている。

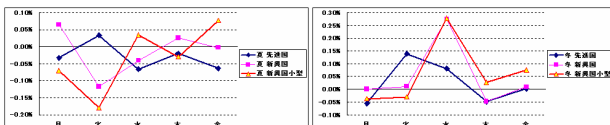
先進国においては月曜日のリターンが低くなることが知られているが、新興国においてはむしろ火曜日のリターンが低くなっている。

図 4. 各指数の曜日別リターン



念のため、曜日別リターンを夏・冬の季節ごとに集計してみたものが図5となる。これらの図をみると、新興国のリターンは先進国のリターンに1日遅れで動いているようにも見える。こうした現象が生じる原因の探求については、将来の課題としたい。

図 5. 各指数の季節別・曜日別リターン



第5章 まとめ

以上をまとめると、新興国小型株では、ハロウィン効果および月替り効果が大きくなる。一方で、週末効果については明確な結果が得られなかった。こうした結果は、先行研究と概ね整合的である。

参考文献：

Kamstra, Mark J., Lisa A. Kramer, and Maurice D. Levi, "SAD Investors: Implications of Seasonal Variations in Risk Aversion", 2003
http://www.cirano.qc.ca/realisations/grandes_conf/erences/risques_financiers/5-12-03/kramer.pdf