

## 内外金利差と為替市場におけるハロウィン効果

本研究では、米ドル/円市況を例にとり、為替市場におけるカレンダー効果の大きさと内外金利差との関係を分析する。為替市場において内外金利差を利用したキャリートレードを行う場合、投資家のリスク許容度が高くなれば、高金利通貨に対するニーズが高まり高金利通貨高となるはずである。そして、株式市場などの分析結果を基にすれば、投資家のリスク許容度は冬に高まるはずなので、高金利通貨は冬に高くなりやすいと考えられる。こうした仮定の下、米ドル/円市況の分析を行う。近年、円金利は非常に低い水準に張り付いているが、米国金利は大きな変動を経験しているため、日米の内外金利差は比較的大きな幅で変動した。この状況は、内外金利差の水準とハロウィン効果の関係を検討する際に理想的である。本研究の分析の結果、為替市場でハロウィン効果を得るためには、3%強の内外金利差が必要であることが分かった。

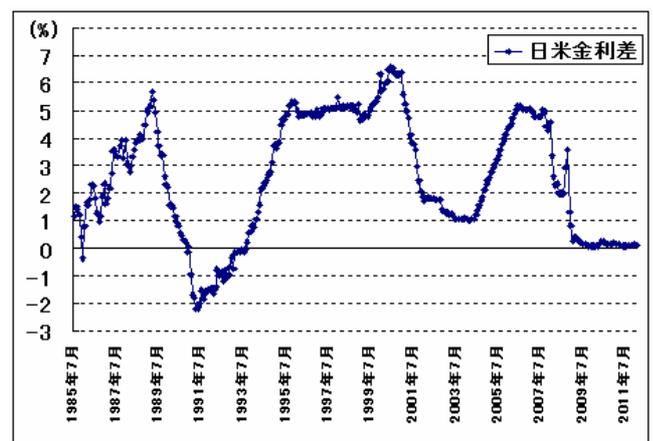
### 第1章 はじめに

株式市場では、「ハロウィン効果」(Kamstra et al.(2002)) や「月替り効果」、「週末効果」、「新月効果」(Dichev(2001)) などの季節的な価格変動パターンの存在が知られている。しかしながら、為替市場におけるハロウィン効果の存在については、ほとんど研究が進んでいない。価格変化の季節変動が生じる原因が投資家心理の変化にあるのならば、為替市場を含めて、リスク資産市場においては同様の季節性が観測されはずである。

そこで本研究では、米ドル/円市況を例にとり、為替市場におけるカレンダー効果の大きさと内外金利差との関係を分析する。為替市場において内外金利差を利用したキャリートレードを行う場合、投資家のリスク許容度が高くなれば、高金利通貨に対するニーズが高まり高金利通貨高となるはずである。そして、株式市場などの分析結果を基にすれば、投資家のリスク許容度は冬に高まるはずなので、高金利通貨は冬に高くなりやすいはずだ。こうした仮定の下、米ドル/円市況の分析を行う。

近年、円金利は非常に低い水準に張り付いているが、米国金利は大きな変動を経験しているため、日米の内外金利差は図1に示したように比較的大きな幅で変動してきた。

図1. 米国・日本の内外金利差 (短期金利)

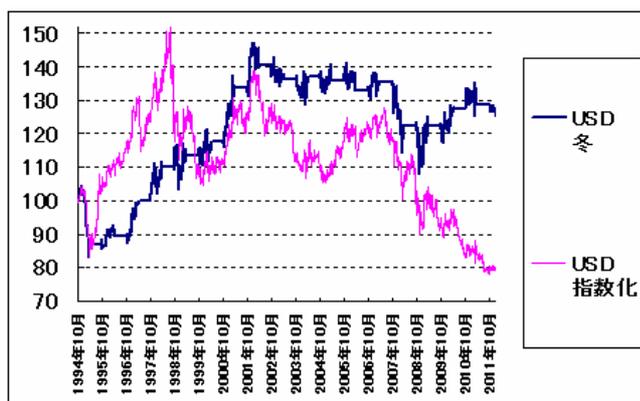


この状況は、内外金利差の水準とハロウィン効果の関係を検討する際に理想的である。なお、内外金利差には、CD 1ヶ月 (米国) と無担保 O/N 金利 (日本) を利用した。

### 第2章 為替市場のハロウィン戦略

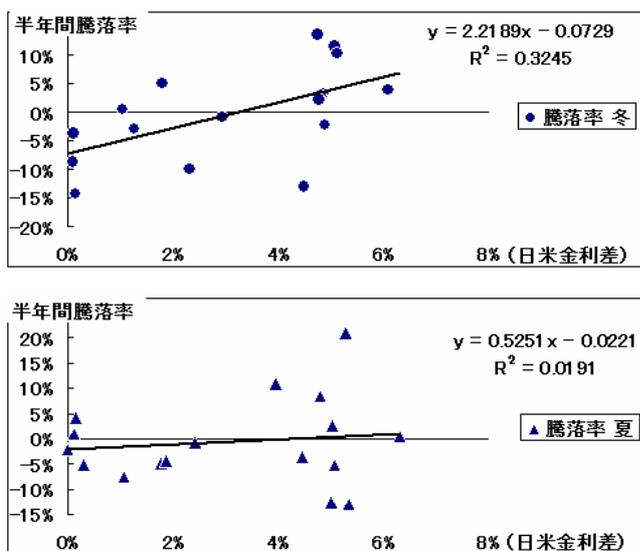
まず、米ドル/円市場において、ハロウィン戦略を実施した場合のパフォーマンスは図2のようになる。2001年までは比較的順調にプラスのリターンを稼ぎ出したが、その後は徐々に損失を重ねている。

図2. 米ドル/円市況の推移とハロウィン戦略



次に、内外金利差の水準と為替ハロウィン戦略の投資成果との間の関係を調べる。図3には、1994年～2011年の“冬の期間”と“夏の期間”のそれぞれ半年ずつの投資成果と、その時期の日米金利差（米国金利-日本金利）を図示した。

図3. 内外金利差と米ドルの季節別・投資成果



冬の期間を見てみると、為替のリターンと内外金利差の関係は、決定係数が0.32と比較的高い数値となっている。また、係数も2.21と大きな数値となっている。すなわち、冬の期間には内外金利差が為替市況に大きな影響を与えることを示している。

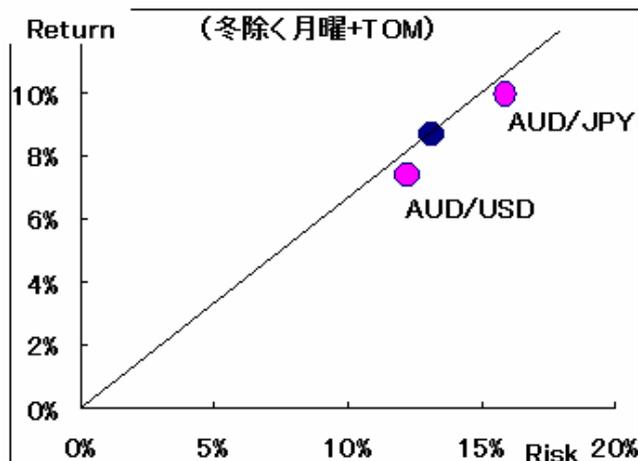
内外金利差が3%強ある場合、冬の半年間の投資成果はプラスとなることが期待される。これに対して、夏の期間は内外金利差と投資成果との間には明確な関係が見られない。

### 第3章 USD を利用した投資戦略

このような分析結果を基に、USD を利用した投資戦略を検討する。現状の米国の短期金利水準は、ゼロ近辺に張り付いており、日本の短期金利水準と同レベルである。したがって、ドル/円の間で直接的な投資を行なっても、リターンは得にくい。そこで、USD 売り AUD 買いのハロウィン戦略を検討する。この投資戦略であれば、短期金利の高いAUD 買いにより為替プレミアムを獲得できる上、ハロウィン戦略による為替評価益も獲得可能と考えられる。

USD 売り AUD 買いのハロウィン戦略を単独で用いても、JPY 売り AUD 買いのハロウィン戦略の投資成果には及ばないが、図4に示したように2つの為替ハロウィン戦略を等金額分散投資することで、リスク調整後のリターンを改善させることが可能である。

図4. ハロウィン戦略のリスクリターン



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