

## キャリー取引、モメンタム、そしてハロウィン効果

本研究では、キャリー取引、モメンタム戦略、そしてハロウィン効果の関係を豪ドル・円市況を例にとり検証する。日本からの外貨投資の際に豪ドルは人気が高いが、これは両国間の金利差が大きいためであり、金利差に着目したキャリー取引が前提となっている。このキャリー取引を行う際に、モメンタム戦略やハロウィン効果も考慮することで投資成果の向上が期待できるのかどうか、分析を行う。本研究の分析の結果、ハロウィン効果のほとんどは逆張り時に生じていることなどが明らかとなった。

### 第1章 はじめに

高金利通貨への投資が有利であるというキャリー取引は、Fama(1984)によって金利平衡仮説(UIP)が否定されたことがきっかけとなり、アカデミックな視点からも注目が集まった。その後、Baillie and Chang(2008)によって、UIPへの回帰が生じるのはボラティリティが大きい局面であり、キャリー取引はボラティリティの大きい局面で損失をこうむることなどが報告されている。

一方で、為替市場におけるテクニカル指標の有効性については、Baillie (2007)によって、過去の月次超過リターンは、その後2年間程度の自己相関が続くことや、短期的には為替市況のポジティブ・フィードバックによって、均衡価格から乖離が生じるが、長期的にはファンダメンタル価値に戻ることが主張されている。また、Serban(2009)では、為替市場でも順張り・逆張り戦略は有効なことを10カ国の通貨で検証し、順張り・逆張り戦略の有効性は、為替市場のほうが株式市場よりも大きいことが報告されている。そして、短期順張り戦略と長期逆張り戦略を組み合わせることで高いリターンを実現する手法が提案されている。

以上のように、為替市場においてはキャリー取引およびテクニカル取引に一定の有効性があると考えられているが、こうしたキャリー取引やテクニカル指標の有効性に季節性があるのかどうか、という点についてはこれまで十分に検証されていない。そこで、本研究では、キャリー取引に利用されること

が多い豪ドル・円市況を例にとり、夏の期間と冬の期間でテクニカル指標の有効性にどのような違いが見られるのかという点を検証する。

### 第2章 テクニカル指標のパフォーマンス

はじめに、テクニカル指標のみを用いた場合の運用成果を確認する。なお、本研究では内外金利差に伴う為替プレミアム分は考慮していない。

図1. テクニカル指標を利用した運用成果

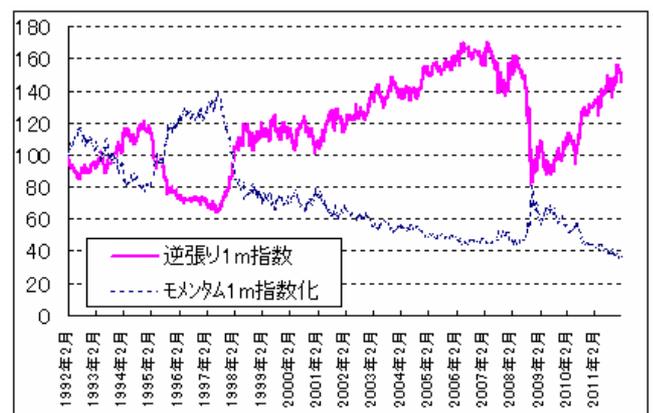


図1には、過去1ヶ月間のリターンを元に、モメンタム投資（豪ドルが上昇局面にある場合に豪ドルを買い、下落局面にある場合に豪ドルを売る）を行った場合の運用成果と、逆張り投資（モメンタム投資の逆）を行った場合の運用成果を示した。この間のトータルのリターンを見ると逆張り投資が優れているものの、これだけデータでは明確な結論は出しにくい。

### 第3章 テクニカル指標の季節性とその利用

次に図2では、モメンタム投資のパフォーマンスと逆張り投資のパフォーマンスを“買建て”ポジションをとった場合と“売建て”ポジションをとった場合に分けて、季節ごと分類し掲載した。

図2. テクニカル投資の季節別パフォーマンス

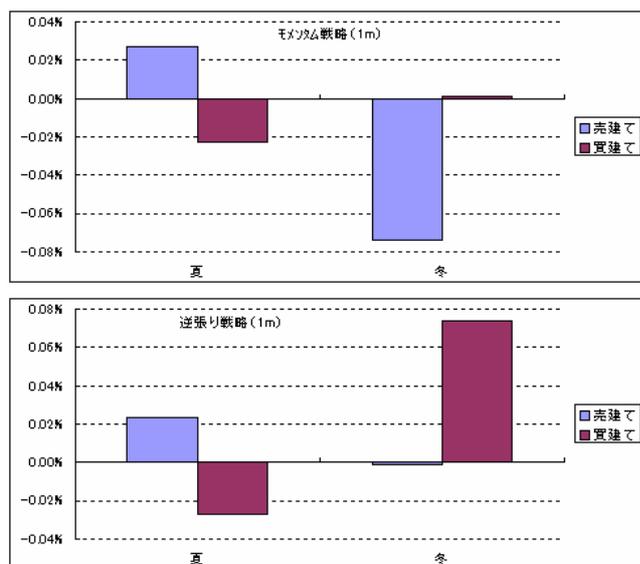
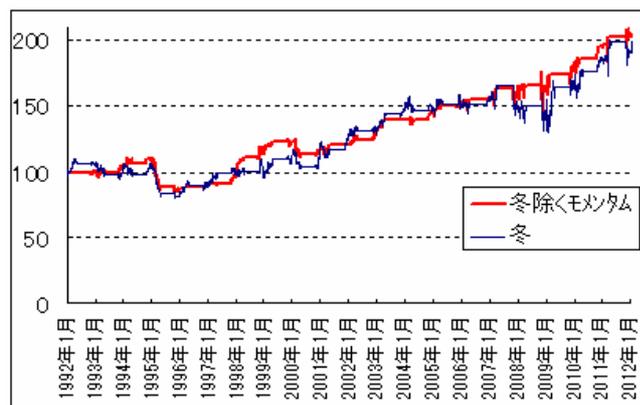


図2から分かることは、以下のとおりである。

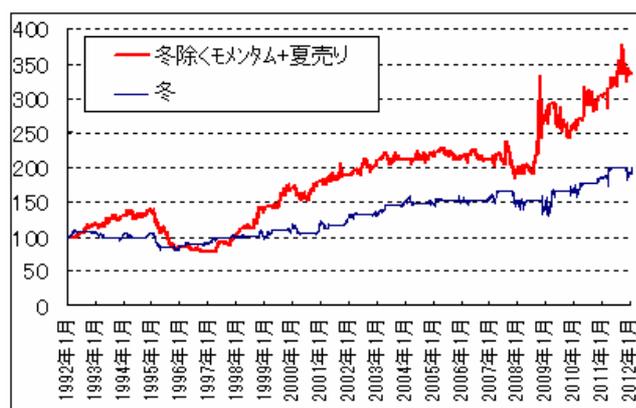
- ✓ 冬の期間のパフォーマンスはモメンタム投資であろうが逆張り投資であろうが、買建ての際にのみプラスとなる。(= テクニカル指標にかかわらず、冬は豪ドルを買うべし)
- ✓ ただし、冬の期間のプラスのパフォーマンスは、ほとんど全てが逆張り指標が買いを示した時期に集中している。
- ✓ 夏の期間は、テクニカル指標に関係なく、売建ての場合にのみプラスの成果が得られる。

図3. 冬の豪ドルへの投資にテクニカル指標を利用



こうした分析結果を元に、冬の全期間にわたり豪ドルに投資するケース（冬）と、冬の期間の中で逆張り指標が豪ドル買いを示す時だけ豪ドルに投資するケース（冬除くモメンタム）のパフォーマンスを図3で比較した。両者のパフォーマンスにはほとんど差がなく、投資期間が短い分だけ“冬除くモメンタム”戦略のほうがリスクは少ない。

図4. 豪ドル投資にテクニカル指標を利用



さらに図4では、(冬除くモメンタム) 戦略に加えて、夏には常に豪ドルを売建てる戦略をあわせて採った場合のパフォーマンスを掲載した。リスクはかなり高くなるものの、トータルの期間で見れば、リターンは高くなっているため、若干の改良を行えば、利用価値が出てくる可能性が感じられる。

#### 参考文献：

- Fama, E., "Forward and Spot Exchange Rates", *Journal of Monetary Economics*, 14, pp319-338., 1984
- Baillie, Richard, "Carry Trades, Momentum Trading and Nonlinear Adjustments to Uncovered Interest Parity", 2007
- Baillie, Richard and Sanders Chang, "Carry trades, momentum trading and the forward premium anomaly", 2008
- Serban, Alina, "Combining Mean Reversion and Momentum Trading Strategies in Foreign Exchange Markets", 2009