

## 金利局面を考慮に入れた株価の季節性

近年、“ハロウィン効果”や“月替り効果”、“週末効果”などのカレンダー効果と呼ばれるアノマリーが世界各国の株式市場などで報告され、学術的にもその存在に一定の認知が与えられつつある。だが、こうしたカレンダー効果がどのような金利局面で強く表れるのか、という観点からの分析はほとんどされていない。そこで、本研究では、米国株市況の季節性を分析対象とし、どのような金利局面でカレンダー効果が大きくみられるのか、という点について分析を進めた。本研究の分析の結果、金利低下局面は株価の季節性が強く表れる傾向がみられた。

### 第1章 はじめに

株式市場には、カレンダー効果と呼ばれるアノマリーがあることが知られている。たとえば、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は、“ハロウィン効果”と呼ばれ、統計的にも経済的にも有意性が高いとされている。こうしたハロウィン効果は世界各国で観察されている。また、月替り効果（TOM：Turn of the Month）と呼ばれる、月末近辺の株価リターンが他の期間に比べて顕著に高い現象（McConnell and Wei (2006)）や、週末効果と呼ばれる、週後半の株価リターンが高い現象（週末効果、Drogalas(2007)など）も知られている。

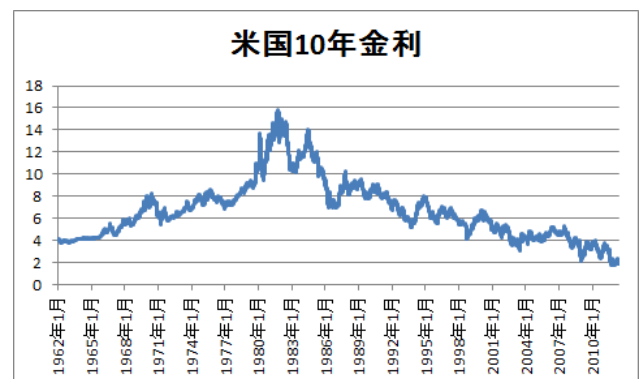
一方で、アノマリーの1種である割安株効果や小型株効果は、1年後の経済成長率が高くなる局面に顕著にみられることが Liew and Vassalou(2000)で報告されている。こうした先行研究を受けて、本研究では、カレンダー効果が顕著にみられる局面とそうでない局面を予測できるかどうか、という観点から分析を進める。具体的には、米国株式市場におけるハロウィン効果、TOM、週末効果を分析対象とし、それら3種類のカレンダー効果の強さが金利局面によって異なるのかどうかという点の検証を行う。

### 第2章 米国の金利環境

一般に金利水準は、期待インフレ率から大きな影

響を受ける。米国市場における金利推移を見てみると、1980年代初頭にピークをつけているが、これは石油価格高騰などを受けて期待インフレ率が高くなったことに対応したものである。

図1. 米国の金利推移



このように金利水準は主に期待インフレ率から影響を受けるものの、足元の経済環境からも影響を受けている。経済環境が好調な局面や将来の景気に強気の見通しが広がる局面では金利に上昇圧力がかかる一方で、景況感が悪化する局面では下押し圧力がかかりやすい。これは、景況感の変化が期待インフレ率を変化させ、間接的に金利水準に影響を与えているということもできる。

### 第3章 金利局面ごとの株価の季節性

では、こうした金利環境は、株式市場のカレンダー効果にどのように影響しているのでしょうか？

ここでは、金利環境を“金利低下時”と“金利上昇時”の2つの局面に分け、それぞれの局面下における株式市場のカレンダー効果の強さを検証した。

図2. 金利局面と株価騰落率

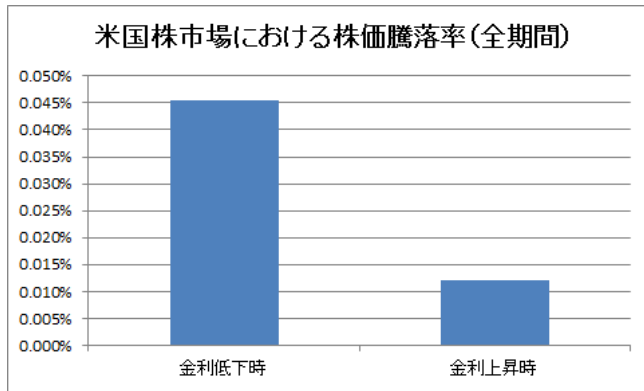
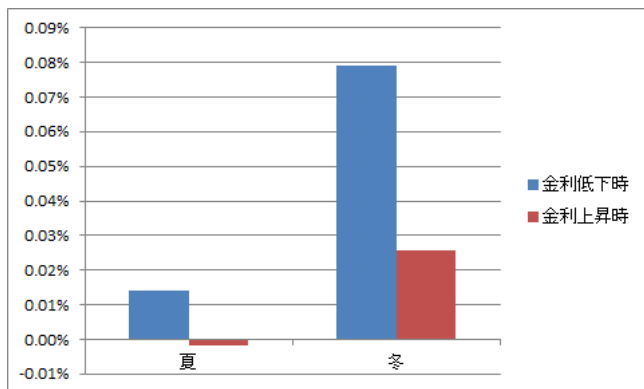


図2では、全期間を金利低下時と金利上昇時に分けたうえで、それぞれの期間ごとに株価騰落率の平均を計算した。このグラフから、株価は金利低下時に大きく上昇することが理解される。金利低下時とは、一般に景況感が悪化し利下げ期待が強くなっている局面と考えられるので、上記の結果にはやや意外感がある。

図3. 金利局面とハロウィン効果

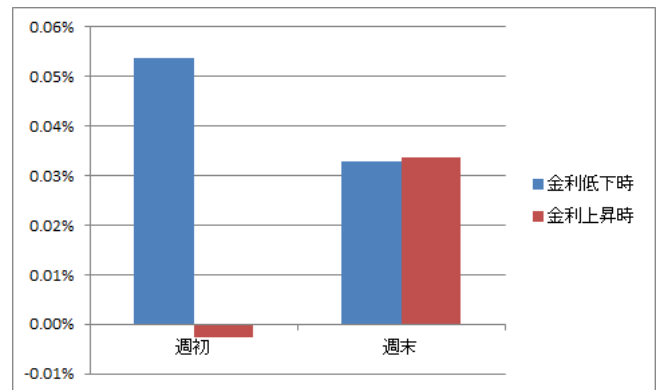
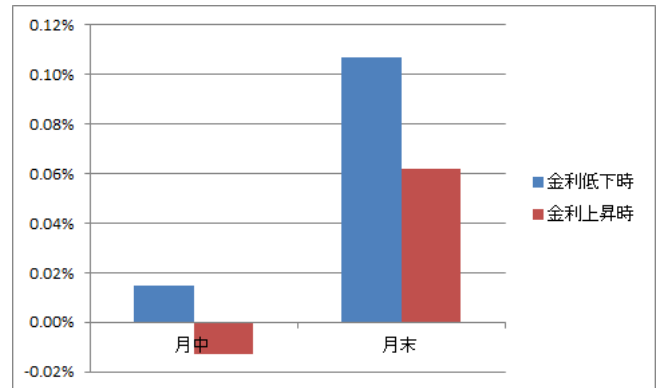


次に、株価騰落率を夏と冬の季節で2分し、金利低下時と金利上昇時とで、金利局面がハロウィン効果に与える影響を図3で分析した。ここから、金利低下時には、ハロウィン効果が強くなることが示唆される。

さらに、図4では、金利局面が月末効果および週末効果に与える影響を分析した。その結果、TOMについては、金利低下時に強くなるものの、週末効

果は、金利低下時に弱まることが示唆された。

図4. 金利局面の TOM・週末効果への影響



以上をまとめると、金利低下局面ではカレンダー効果は強くなる可能性が高いことが示唆される。特に、ハロウィン効果や TOM という比較的長期間のカレンダー効果に影響が大きく出るようだ。

参考文献：

McConnell, John, J., and Wei Xu, 2006, "Equity Returns at the Turn of the Month", Working Paper Series.  
 Drogalas, Gege, 2007, "Seasonalities in stock markets: the Day of the Week Effect"  
 Liew, Jimmy, and Maria Vassalou, 2000, "Can book-to-market, size and momentum be risk factors that predict economic growth?", Journal of Financial Economics, 57, pp221-245.