

日米市場における景気局面ごとの株価季節性の比較

“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は、景気局面によってそのインパクトが異なるようだ。本研究では、日本および米国市場について、景気指標とカレンダー効果の大きさの関係について分析し、資産運用戦略への応用を示唆する。

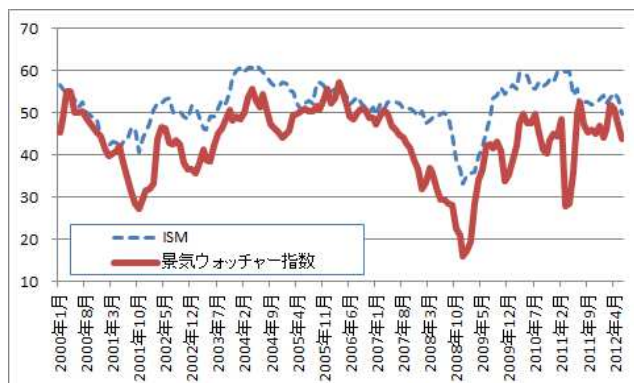
第1章 はじめに

株式市場では、冬の期間の株価パフォーマンスが、夏の期間の株価パフォーマンスより高い“ハロウィン効果”や、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“月末効果”(TOM: Turn of the Month, McConnell and Wei (2006))などのカレンダー効果と呼ばれる現象が知られている。また、株式市況は実経済の景況感からも影響を受けており、好況期にはパフォーマンスが高くなる傾向がある。本研究では、こうした景気局面とカレンダー効果との間の関係が日米の市場でどのように異なるのか、分析を行う。

第2章 ISM 指数および景気ウォッチャー指数

本研究では、米国および日本の景気局面分析を行う際の指標として、それぞれ ISM 指数、景気ウォッチャー指数を用い、それぞれの指数が3か月前と比較して上向きにある際には景気改善局面、下向きの場合には景気悪化局面と解釈する。

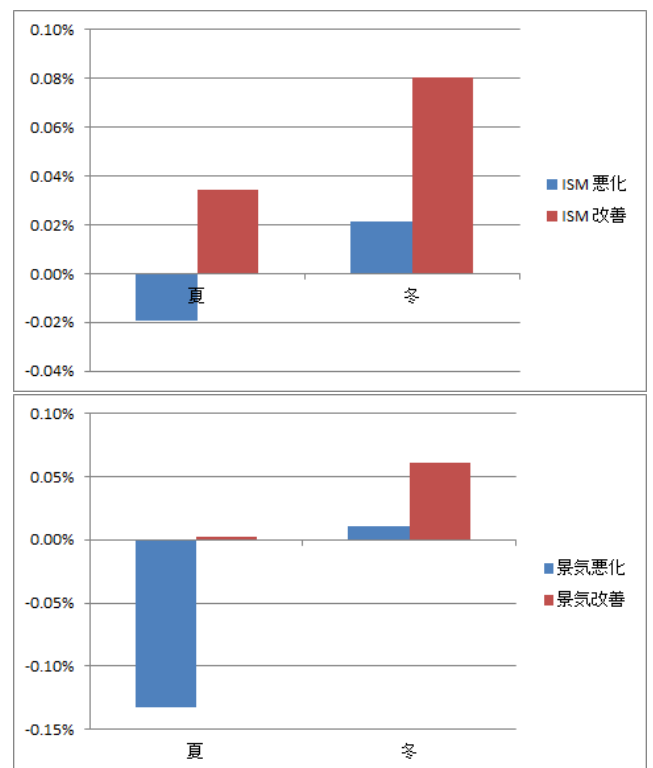
図1. ISM 指数・景気ウォッチャー指数の推移



第3章 景気局面とカレンダー効果の大きさ

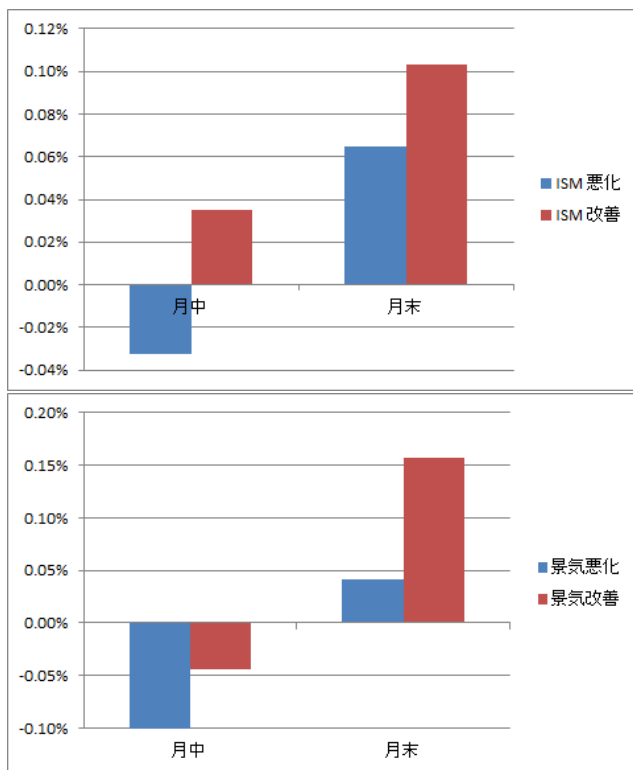
図2では、景気局面ごとに夏季および冬季の株価パフォーマンスを集計し比較した。日米ともに、いずれの季節に関しても景気改善局面は景気悪化局面に比較して株価リターンは高い。ただし、ハロウィン効果の強さに着目すると、米国市場では冬と夏の株価パフォーマンスの格差が大きくなるのに対して、日本市場では両者の格差は小さくなっている。

図2. 日米株価のハロウィン効果 (米:上図、日:下図)



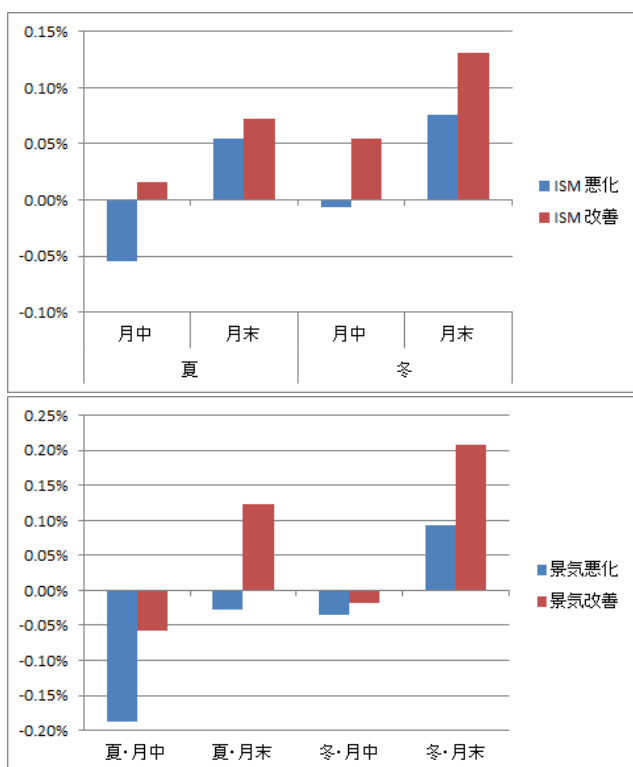
次に図3では、景気局面と月末効果の大きさについて分析したが、米国市場では景気悪化局面に月末効果が強まる一方で、日本市場では景気改善局面に強まることが確認された。

図3. 景気局面と月末効果 (米:上図、日:下図)



さらに図4では、これらカレンダー効果の複合的な影響についても検討を行ったところ、株価にプラスに作用する要因として、カレンダー要因に加えて、景気改善という要因も存在することが確認された。

図4. 景気局面とカレンダー効果 (米:上図、日:下図)



また、米国市場と日本市場を比較すると、いずれ

の景気局面であっても期待される株価パフォーマンスの順位が変わらないことが分かる。すなわち、

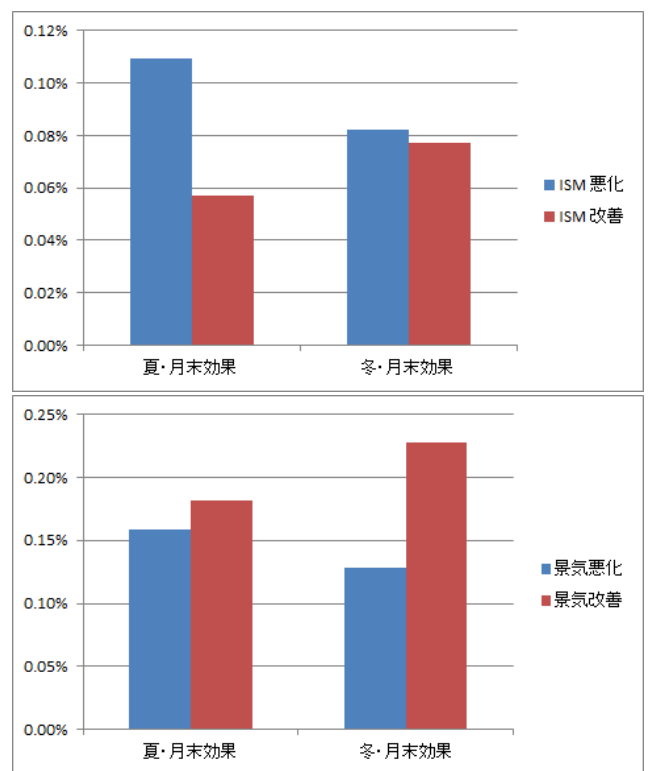
冬・月末 > 夏・月末 > 冬・月中 > 夏・月中
の関係が保たれている。そして、日に米いずれの市場のいずれの時期においても

景気改善局面 > 景気悪化局面

の関係も保たれていることが分かる。

こうした両市場において共通する傾向については、株式市場にとってロバストな特徴であると考えることが可能であろう。

図5. 景気局面とカレンダー効果 (米:上図、日:下図)



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.