

順張り戦略に基づく投資資産選択効果の研究

株価のトレンド分析などのテクニカル分析を用いることで、将来の株価が予測可能であることは、行動ファイナンス分野の先行研究により実証されている。これまでの研究によれば、1ヶ月以下の短期株価リターンや3年以上の長期株価リターンは、将来の株価に正の方向に影響する一方で、過去12ヶ月間のリターンは将来のリターンとは反対方向に影響するものとされている。こうした先行研究を受け、本研究では順張り指標を利用して、各時点で有利な投資対象資産を選択する投資戦略について検討を行う。

第1章 はじめに

将来の株価が予測可能であることは、行動ファイナンス分野の先行研究により実証されている。たとえば、Grinblatt and Moskowitz(2004)の分析によれば、1ヶ月以下の短期株価リターンや3年以上の長期株価リターンは、将来の株価に正の方向に影響する（順張り戦略が有効）一方で、過去12ヶ月間のリターンは将来のリターンとは反対方向に影響する（逆張り戦略が有効）とされている。

こうした先行研究を受け、本研究では順張り指標を利用して、各時点で有利な投資対象資産を選択する投資戦略について検討を行う。

第2章 順張り指標による投資資産選択

順張り指標に基づく資産選択効果を分析する上で、米国株式、日本株式、香港株式、および米国株式の合計4つの指数を分析対象とする。

はじめに、4つの指数それぞれについて、過去20日間の騰落率を計算する。その上で、騰落率が最も高い資産を選択し、その資産に投資するという戦略を考える。このような投資戦略をとった場合の1987年以降の投資パフォーマンスは、図1に“20日騰落率運用(4資産)”として示した通りである。

参考のために4資産を均等ウェイトで25%ずつ保有した場合のパフォーマンス“BM(4資産均等)”および、冬季の6か月間のみ株式(米国株、日本株、

香港株を均等に)を保有し、夏季6か月間は米国債券に投資を行った場合“ハロウィン”の投資成果についても図示した。なお、いずれの投資成果についても為替レートの調整は考慮に入れていない。

図1. 順張り戦略による投資資産選択効果 (4資産)

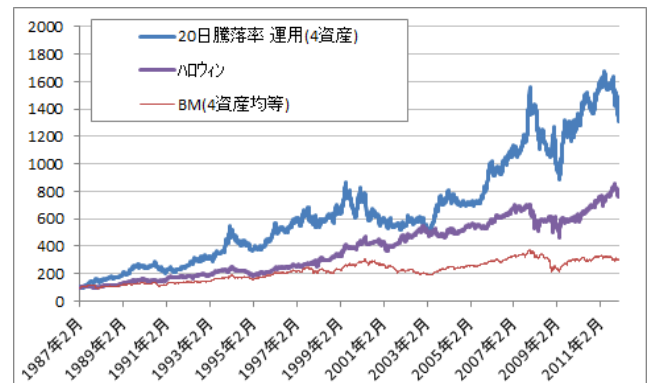


図1から明らかなように、順張り指標に基づく資産選択を行った場合の投資成果は非常に高くなっており、単純な4資産均等保有戦略はもとより、ハロウィン戦略などと比較しても優位な成果を残している。

第3章 順張り指標の季節性

では、このような順張り指標の有効性には、季節的な偏りはみられないのであろうか？この点を調べるために、上記の4資産による投資成果について、夏の期間と冬の期間に分けて1日当たりの平均的な投資収益率を集計し、図2にまとめた。また、

参考のために、株式3資産（米国株、日本株、香港株）のみで順張り戦略を行った場合の投資成果の季節性と、米国債券の投資収益率の季節性についても掲載した。

図2. 順張り戦略による投資資産選択効果（4資産）

	順張り戦略		米国債券
	4資産	株式3資産	
夏	0.05%	0.01%	0.02%
冬	0.04%	0.05%	-0.01%

図2から判断すると、4資産を対象とした順張り戦略の収益率には、季節的な差異がほとんど見られないようである。一方で、株式3資産のみを対象とした順張り戦略には大きな季節性が観察される。また、米国債券についても株式とは逆方向の季節性がみられる。このように、4資産を対象とした順張り戦略には明瞭な季節性が観察されない理由として、債券と株式という価格の方向性が逆方向になりやすい資産を含む形で順張り戦略を行っていることが考えられる。

第4章 順張り指標の季節性

このように4資産を対象とした順張り戦略には収益率に大きな季節性は観察されないものの、冬の投資成果は、株式3資産のみを対象とした順張り戦略が若干優位であるように見える。こうした観察結果は、ハロウィン効果と整合的な結果と言える。

図3. 順張り戦略の資産選択効果とハロウィン効果



そこで、冬季には株式3資産を対象とした順張り戦略をとることとし、夏季には米国債券を含む4資産を対象とした順張り戦略をとるという複合戦略

を考えてみる。この複合戦略の投資成果を図3に“20日騰落率 冬株3MA+夏4MA”として掲載した。図3からも分かるように、今回の提案手法である複合戦略は、単純な形の順張り戦略よりも高いパフォーマンスを得られていることが分かる。

第5章 順張り指標の季節性とリスク

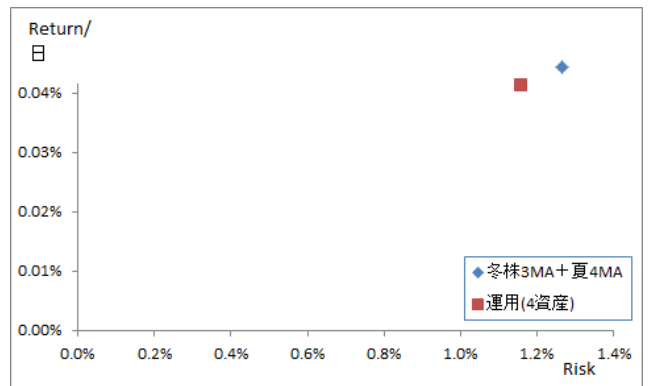
ただ、ボラティリティの高さなどの問題点も含む投資戦略であり、リスク調整後の投資成果は高い可能性がある。この点を調べるために、図4にそれぞれの投資戦略の1日当たりのリターンとリスクをプロットした。リスク当たりリターンを比較すると、

4資産を対象とした順張り戦略： 3.6%

夏季4資産順張り+冬季3資産順張り： 3.5%

となっており、4資産を対象とした順張り戦略が高くなっている。このことから考えると、冬季に株式のみを投資対象とするという投資戦略はリスクに見合った投資成果が得られていないこととなる。

図4. 順張り戦略の資産選択効果とハロウィン効果



参考文献：

Grinblatt, Mark, and Tobin J. Moskowitz, 2004, "Predicting stock price movements from past returns: the role of consistency and tax-loss selling", Journal of Financial Economics, 71, 2004, pp541-579.