

1月の株価リターン特性を利用した修正ハロウィン戦略

ハロウィン効果はカレンダー効果のなかでも、パフォーマンスの高さとその安定性が際立つ存在である。ただ、ハロウィンにより株式保有が有利とされている冬季の期間の中にもリターンがマイナスになりやすい時期が存在するようだ。こうした時期には株式保有は避ける方が賢明だろう。また、ハロウィン効果によれば株式保有を避けるべきとされる夏季においても、他のカレンダー効果を利用することで、一定のリターンを得られる可能性がある。

第1章 はじめに

株価変動には一定の季節性があり、将来の株価が予測可能であることは、カレンダー効果と呼ばれる研究分野の中で明らかにされつつある。なかでも“ハロウィン効果”と呼ばれる現象は世界各国で観察されており、統計的にも経済的にも有意性が高いとされている。

ハロウィン効果によれば、冬季には株式を単純に保有するだけで高いリターンが得られる。しかしながら、冬季の中でも比較的リターンの高き時期と、比較的リターンが低く、下落が期待されるような時期が存在するようだ。また、夏季には株式保有を継続すると、大きな損失をこうむる可能性があるが、夏季の中でもプラスのリターンを期待できる時期も存在する。

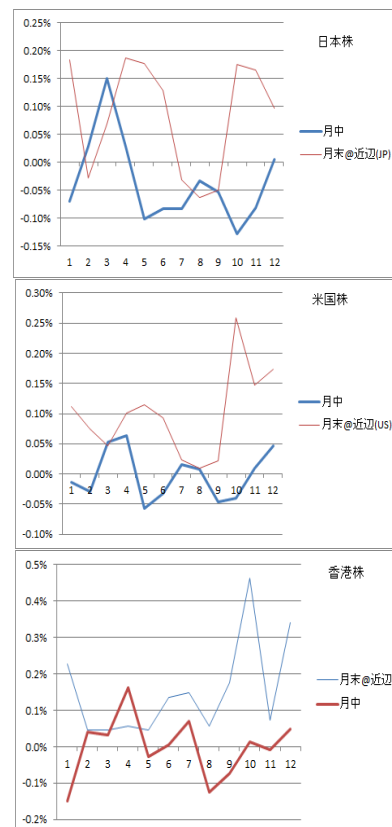
そこで、原則としてハロウィン戦略に従いつつも、冬季の中でマイナスのリターンが予想される時期には株式保有を控える一方で、夏季についてはプラスのリターンが期待できる時期のみ株式を保有するという戦略（以下、「修正ハロウィン戦略」）を検討していく。

第2章 月別に見た TOM 戦略のパフォーマンス

まず、各月ごとの株価リターンを、月末近辺と月中に分けて集計し、過去の投資環境をみていく。各月の株価リターンを月末近辺と月中とに分けて集計する理由は、TOM が株価リターンに大きな影

響を与えているものと考えられるためである。

図 1. 各国の月末・月中の株価リターン



TOM とは、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を指す。McConnell and Wei (2006)によれば、TOM が生じる原因はよくわからないものの、資金フローや銘柄属性によるものではないとされている。過去 90 年間で見ると米国では、1年を通じてみると TOM の期間には平均 0.473%のリターンが得られた一方で、それ以外の

期間のリターンはマイナスとなることが報告されている。

図1には、過去の株価リターンを各月ごとに集計した。ここから浮かび上がる1つの面白い特徴は、1月の月中の株価リターンが各国ともにマイナスとなっている点である。従来の定説に従えば、1月の株価リターンは、“1月効果”という言葉もあるように、年間を通じて最も高いものとされてきた。しかしながら、図1から判断する限り、こうした1月効果は、1月の月末月初の時期に集中的に現れ、残りの時期（すなわち、1月の月中）の株価パフォーマンスはマイナスとなり易いことを示している。

この結果を投資戦略に利用するのであれば、冬季については、基本的には株式を保有しつつも、1月の月中には保有を避けることが望ましい。

第3章 夏季の TOM 戦略

次に、夏季の投資戦略について検討する。ハロウィン効果から夏季の株価パフォーマンスが低いことは知られているものの、夏季の期間を通じて株価が下落し続けるわけではない。特に TOM 期間における株価騰落率は、夏季であってもプラスとなる可能性が高い。

図2. 夏季の日本株の投資成果

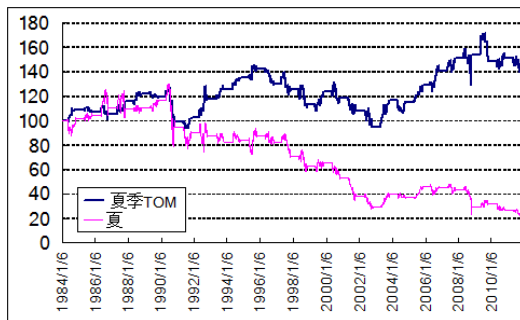
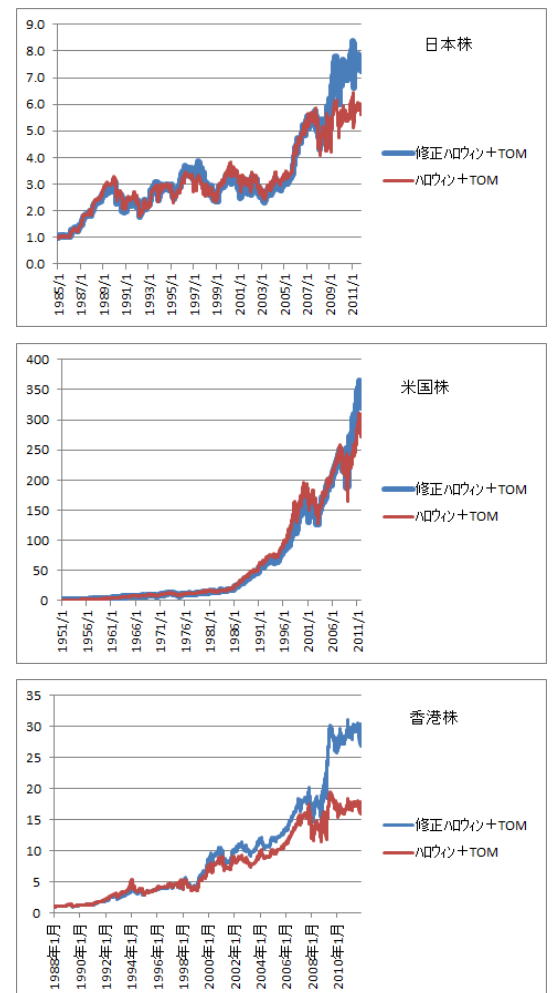


図2には、日本株式市場を例に取り、夏季の株価リターンと、TOM を夏季にのみ採用した場合の投資成果を示した。過去 28 年間のパフォーマンスを見ると、夏季に株式を保有し続けると▲80%の投資成果となるところを、夏季に TOM を行うことで+40%程度のリターンが得られる。このことから、TOM は夏季にも効果があることが確認できる。

第4章 修正ハロウィン戦略

以上の特徴を踏まえここでは、ハロウィン戦略に若干の修正を加えた“修正ハロウィン戦略”を提案する。すなわち、冬季においては、1月を除き株式を100%買い建てる一方で、1月および夏季においては月末・月初のみ株式を買い建て、他の期間については投資を一切行わないこととする。こうした投資戦略をとった場合の各国のパフォーマンスは図3に示した通りである。いずれの国においても単純なハロウィン戦略に比べて、修正ハロウィン戦略のパフォーマンスが高くなっていることが確認できる。

図3. 修正ハロウィン戦略のパフォーマンス



参考文献：

McConnell, John, J., and Wei Xu, 2006, "Equity Returns at the Turn of the Month", Working Paper Series.