

# 角川総一の 金融 60 逆さメガネ

「身」捨つるほどの祖国はあり  
修司は「書を捨てよ、町へ出よう」(同氏のエッセイ集のタイトルでもある)とつぶやいた。  
私は「書を携えて街に出よう」という。「論より証拠」というが私は「論とともに証拠を」という。あるいは投資信託を選択するに際して、ともすれば「AかBか」となるのだが、私は「AもBも」ということが多い。

このうちの「論とともに証拠」であるが、世にはびこる言説には「証拠なくして論のみ」がいかに多いことか。とりわけ経済、金

## 第50回

# 季節性に関する2つの現象のアノマリー度を見てみると…

市場の変化には、合理的に説明ができない現象がある。それが「アノマリー」だ。その代表的な「1月効果」「金先物価格の上昇」について考えてみる。

### 「1月効果」の真偽を検証してみる

閑話休題。今回はアノマリーの中の「季節性」に焦点を当てようと思う。有名なのは、株式の投資収益性は(なぜだか分からない)1月が最も高いという「1月効果」ではないか。では果たして?

年後半に金価格が上がる  
まことしやかな理由とは?  
2つめの例をご紹介します。NY市場で5月11日に719ドル(1トロイオンスあたり)まで上げた金先物価格。4月20日が619ドルだから、わずか3週間で100

捨てきれない。例えば「株式のインフレヘッジ機能」が説かれてもデータは一切示されない。その逆の「株式にインフレヘッジ機能はない」も同様。「預金はインフレに弱い」も同じく。  
ポートフォリオの教科書で「アノマリーの一種である」小型株効果」が言及されても、そこではラインガナム氏による1993年から40年間の米国におけるデータが提供されるにとどまる。といった塩梅だ。最近では「米ドル相場は大統領選挙に合わせて4年ごとに循環が認められる」と言われるが、その証拠はどこにも示されなければ、ちよつとね?

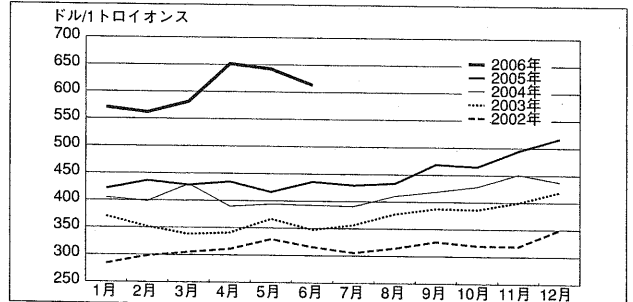
05年に至るまでの54年間にわたるわが国の一部上場株式の投資収益率(配当、増資、分割によるものを含む)を月別に集計したものの一部である。さすがにこれだけの期間を対象にすれば、各月ともに収益率はプラス。が、世上一般に言われるとおり「1月効果」は歴然とある。3・1%と、3月の2・3%を抜いてぶつちぎりのトップだ。  
しかし、今のところ「現代で支配的であるとされる投資理論」によつては、「1月効果」は説明不可能だとされる。あえて言えば「米国企業の決算は12月が多く、期明けには有価証券投資に積極的に出やすい」という珍説もあるが、これは珍説の域にとどめておくべきだろう。

図表1 わが国における月間市場収益率(加重平均)(月率)

年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
1952	13.2	-3.9	1.5	12.9	11.2	9.2	3.8	2.1	8.1	12.3	12.2	1.3
1953	21.9	-11.0	-17.0	5.8	-4.5	4.2	9.4	4.9	12.0	-4.3	-2.2	-8.1
1954	-6.3	-0.4	-5.6	5.5	-6.2	7.1	-4.7	4.2	2.2	-6.0	1.0	9.3
1955	3.2	1.6	-1.3	-0.9	1.9	1.4	5.2	6.6	2.7	6.7	-2.9	9.1
1956	0.2	3.6	5.7	3.8	4.7	2.4	0.8	-1.1	1.3	3.8	10.7	-0.9
1957	3.8	0.0	3.3	0.7	-10.8	0.0	-6.4	7.6	2.0	-3.7	-3.1	-2.5
1958	9.4	0.6	1.9	4.3	1.5	4.0	-2.4	4.3	0.9	4.8	3.7	6.7
1959	4.6	3.2	9.1	-2.8	9.1	0.8	4.4	2.6	6.7	4.8	3.5	-11.4
1960	6.9	3.7	8.5	4.5	-10.7	10.9	0.8	6.3	5.7	-0.1	1.2	3.1
1961	6.4	0.4	3.5	0.9	-0.7	4.7	-1.4	-8.6	-3.2	-12.6	0.6	8.2
1962	5.3	-2.3	-3.0	-3.4	-0.6	5.6	-1.3	0.7	-7.9	-3.4	17.2	-0.8
1963	4.4	3.5	12.9	1.3	-1.5	0.0	-11.8	-0.4	-2.9	1.7	-5.1	-2.5
1964	8.3	-4.5	-1.0	-0.2	8.2	3.2	-2.3	-2.5	-2.6	-3.1	0.0	2.3
1965	4.5	-0.5	-4.7	3.0	-5.3	-1.3	3.7	11.9	-1.6	0.8	7.3	5.3
1966	2.4	1.9	5.0	-0.7	-2.1	-0.4	2.5	-1.2	0.7	-0.4	-2.0	4.9
1967	2.0	1.4	-0.7	-0.1	5.2	-0.7	-0.6	-8.1	-0.3	3.7	-5.7	0.0
1968	2.7	1.9	2.8	4.6	1.8	4.8	5.4	6.0	9.8	-5.7	-1.0	-0.4
1969	5.7	-2.0	7.2	2.3	8.0	-2.7	-5.0	2.7	7.8	2.2	4.8	6.2
1985	2.0	5.0	2.7	-3.2	3.1	3.2	-3.4	2.4	1.3	0.0	-1.7	4.1
1986	-0.7	4.8	16.5	-1.1	4.0	4.4	5.2	8.2	-1.6	-7.2	7.1	3.3
1987	13.0	1.3	4.6	11.1	3.3	-5.0	-1.2	6.9	-0.6	10.3	-3.5	-6.5
1988	11.8	7.7	3.6	2.2	-3.0	2.6	2.9	-5.3	1.3	0.3	6.0	3.2
1989	4.6	-0.7	1.1	0.8	2.0	-3.4	7.3	-1.0	3.9	-0.4	5.1	1.9
1990	-5.0	-6.3	-12.9	-1.0	10.4	-3.8	-3.9	-12.4	-19.8	17.5	-11.0	5.0
1991	-1.3	14.6	0.9	-0.4	0.1	-7.4	2.2	-6.8	6.1	3.0	-8.3	-0.9
1992	-4.9	-4.6	-8.4	-7.1	4.5	-10.1	-1.4	13.7	-5.0	-2.4	3.5	-1.1
1993	-0.7	-1.1	12.0	13.2	1.0	-3.4	5.0	2.0	-3.7	0.4	-15.7	4.8
1994	13.2	0.3	-3.8	2.6	4.9	-0.5	-2.1	0.2	-3.6	0.5	-4.0	2.6
1995	-6.1	-7.9	-2.5	1.8	-5.8	-4.5	11.6	6.9	1.0	-1.9	5.1	6.5
1996	2.2	-3.2	5.3	4.6	-1.9	1.9	-7.5	-2.6	5.8	-4.7	0.8	-5.8
1997	-6.7	1.3	-0.8	4.9	3.2	4.5	-0.6	-7.5	-2.4	-8.1	-1.9	-6.1
1998	7.9	0.4	-1.1	-2.3	-0.1	0.7	2.6	-12.3	-5.3	-0.6	10.4	-4.9
1999	3.5	-0.4	13.6	5.5	-3.0	9.2	4.5	-1.5	3.7	3.7	5.0	5.0
2000	-0.8	0.6	-0.1	-3.4	-7.7	4.5	-8.7	4.1	-2.4	-6.2	-1.2	-5.8
2001	1.3	-4.5	3.5	7.0	-4.1	-0.7	-8.5	-7.3	-7.0	3.5	-0.9	-1.6
2002	-5.8	4.4	5.1	2.1	3.5	-8.5	-5.8	-2.4	-1.8	-6.4	3.5	-5.4
2003	-2.6	-0.3	-3.1	1.1	5.2	7.9	4.0	6.8	2.1	2.4	-4.2	4.4
2004	0.4	3.4	9.6	0.7	-3.9	4.4	-4.2	-0.8	-2.0	-1.5	1.2	4.7
2005	-0.3	2.8	1.1	-4.5	1.3	2.9	2.4	5.6	11.5	2.4	6.4	7.6
平均	3.1	0.6	2.3	1.5	0.5	1.5	0.1	0.5	0.5	0.2	1.2	1.6

データ出所: 日本証券経済研究所

図表2 NY市場では年末にかけ上昇しがちな金価格



入。ここでも世界の金の需要の8割近くを占める宝飾品需要が高まる。  
④さらに年初からは、旧暦の正月を迎える中国による金需要が一気に高まる。  
さて、これだけの材料(物語)とこの図表2を見せられれば、「では今年も7月以降の金の価格の上昇に期待」となるのが人の常であると思うのだが、如何!?

ドルという棒上げ状態だった。この金の価格が年末にかけてどう動くか。これを読むための資料として作成したのが図表2だ。これは金の市況は月別にどのように動くかについて、2002年以降のデータを並べ替えたものだ。一見して分かるのとおり、どの年も7月以降は上昇トレンドを示し

ている。さて、これはどの程度アノマリーなのか。あるいはどの程度、説明可能か? 人は常に物語を求めている存在だ。株式投資を巡る有象無象の言説を見てみれば、人はそれらしき理屈(物語)を求めているんだってことがよく分かる。

さて、では「年の後半に金価格は高い」はどうか。この世界ではまことしやかに以下のように物語られることが多い。  
①世界の金の産出量の20%を需要するインドでは、婚礼に際し女性が金のアクセサリを持参することが多い。なぜなら、インドウー教では女性の土地相続は認められ

ておらず、財産分与の一種の意味で相当高額の金のアクセサリを持参させる。  
②その婚礼の儀式が行われるのは雨期を過ぎた9月から10月がピーク。したがってこの時期にインドの金需要が急増する。  
③その後年末にかけては日米欧ともクリスマス、年末商戦に突