

中国株式市場における季節性効果

効率的市場仮説によると、市場が効率的であれば、すべての情報が証券の価格にすぐに反映される。ところが、1980年代以降、効率的市場仮説に反する現象が数多く発見された。それらのアノマリーの1つが株式市場における季節性効果である。本研究は上海A株式市場に上場されている銘柄の月次収益率を用い、半年効果を中心に中国株式市場の季節性効果を検証する。

第一章では、季節性効果の背景を述べる。本研究では効率的市場仮説で説明できないアノマリーの1つ、株式市場の季節性効果を検証する。たとえば、週明け月曜日に株価が下落するという月曜効果、金曜日に株価が上昇するという週末効果、月の上旬、中旬、下旬で株価が異なるという旬効果、1月の収益率が他の月より高いという1月効果の存在もある。さらに、暦年や年度基準での半年効果というのものもある。1月-6月の株式収益率が7月-12月の株式収益率より高いという上半期効果がある。また、欧米株式市場に存在しているハロウィーン効果も半年効果の1種類である。

第二章では、日本株式市場、欧米株式市場、中国株式市場における先行研究をサーベイする。

第三章は、本研究で採用するデータと分析手法の説明である。本研究は2000年1月から2014年12月までの180ヶ月の上海A株の月次収益率、上海A株式市場の市場平均収益率、中国中央銀行定期預金の月次収益率を用いる。検証手順は以下の通りである。まず、中国上海株式市場において、上半期効果が存在するかどうかを検証する。次に、上半期効果が1月効果と独立に存在するかどうかを考察する。2008年の金融危機の影響を考慮し、金融危機の前後に上半期効果がどのような変化があるかを検証する。続いて、企業規模及び簿価時価比率と上半期効果の関係を考察する。さらに、検証対象を業種別で(不動産、総合、工業、商業、公共事業)分け、上半期効果の存在を検証する。そして上半期効果に基づき、上半期投資戦略とバイ&ホールド投資戦略との比較を行う。最後に、Fama・French 3ファクター・モデルに基づき、半年間ダミー変数を加え、上半期効果に関する統計モデルを構築し、回帰分析を行う。上半期効果と比較するため、中国株式市場におけるハロウィーン効果の存在も同じ手法で検証する。

第四章は、中国株式市場において上半期効果の実証分析である。まず2008年の金融危機の影響を考慮し、金融危機前後に上半期効果がどのような変化が生じたかを考察する。金融危機前、上半期の平均月次収益率が下半期より顕著に高いことを発見した。一方、金融危機後、上半期効果が存在していなかった。次に、企業規模及び簿価時価比率と上半期効果の関係を考察する。簿価時価比率が大きいほど、上半期効果が顕著的である。一方、企業規模が小さいほど、上半期効果の有意性が高い。また、業種別で(不動産、総合、工業、商業、公共事業)上半期効果を考察する。全体期間において各産業で上半期効果が存在している。さらに、1月を取り除いた後各産業には上半期効果も依然に存在している。金融危機前、すべての産業に上半期効果が有意に存在する。一方、金融危機後工業だけ上半期効果の存在が見られる。続いて、上半期効果に基づき、上半期にリスク資産を運用し、下半期に安全資産を運用する上半期戦略とリスク資産を保有し続けるバイ&ホールド戦略の比較を行う。中国株式市場において上半期戦略が良いパフォーマンスを示すことは今までの中国株式市場に対する関連研究の中で、初めての発見である。

第五章では、中国株式市場においてハロウィーン効果の存在を検証する。上半期効果と比較するために、ハロウィーン効果も同じ分析手法で検証する。ハロウィーンが中国の風習と合わないが、ハロウィーン効果が中国でも存在する。

第六章では、結論とし全体をまとめる。