

⇒ 研究ノート ⇐

二 日 新 甫 は 荒 れ る

— 格 言 の 検 証 —

齋 藤 達 弘

この論文は、1960年から2009年までの50年間のTOPIXの月次投資収益率を用いて、相場の格言「二日新甫（ふつかしんぼ）は荒れる」を統計的に検証し、その存在を確認している。

はじめに

日本の株式市場に「二日新甫（ふつかしんぼ）は荒れる」という格言がある。¹ 新甫とは「戦前の清算取引や商品相場で使われ出した言葉で、月初からスタートする限月や相場のこと」である。² 「二日新甫は荒れる」という格言は、朝鮮戦争時の1953年の2月と3月、いずれの月も二日から取引が始まり、その2か月の間に日経平均が3割強、下落したことに由来していると言われている。³ 「二日新甫は荒れる」に根拠はないと言われ続けているものの、依然として見聞きする機会が多い。

1989年2月から、株式市場が週休二日制になり、一日が土曜日、二日が日曜日で、三日の月曜日が最初の取引日、というケースが登場した。⁴ 二があれば三もと言うことで、それ以来、「三日新甫もまた荒れる」とも言われている。⁵ なお、「三日新甫」や「四日新甫」など「二日新

¹ 日本の株式市場については、吉野（2006）が興味深い話題を提供している。

² 『日経金融新聞』「相場格言録」（1989年10月2日付）。

³ 『日本経済新聞』「まちかど」（2004年7月31日付）。

⁴ 東京証券取引所の土曜日休場はつぎのような経緯だった。

1976年1月から1983年7月まで	第3土曜日が休場
1983年8月から1986年7月まで	第2土曜日が休場
1986年8月から1988年12月まで	第2と第3土曜日が休場
1989年1月	第1と第2、第3土曜日が休場
1989年2月から	全ての土曜日が休場

この背景には、金融機関の土曜日の窓口業務が、1983年8月から1989年1月までは第2土曜日だけが中止に、1989年2月からすべての土曜日が中止になったことがある。Hiraki, Maberly, and Taube（1994）は株式市場の土曜日休場がどのような影響を与えたのかを検証し、リターンには影響を与えてなく、リスクにだけ影響を与えていたことを報告している。

⁵ 『日本経済新聞』「まちかど」（2006年7月4日付）は、「三日新甫」は荒れるか、と題して

名実ともに月替わりした七月相場は三日から取引が始まる「三日新甫（しんぼ）」。「二日新甫は荒れる」との経験則は知られているが、実は「三日」も乱高下した例が多い。偶然性は否めないものの、二〇〇三年三月の

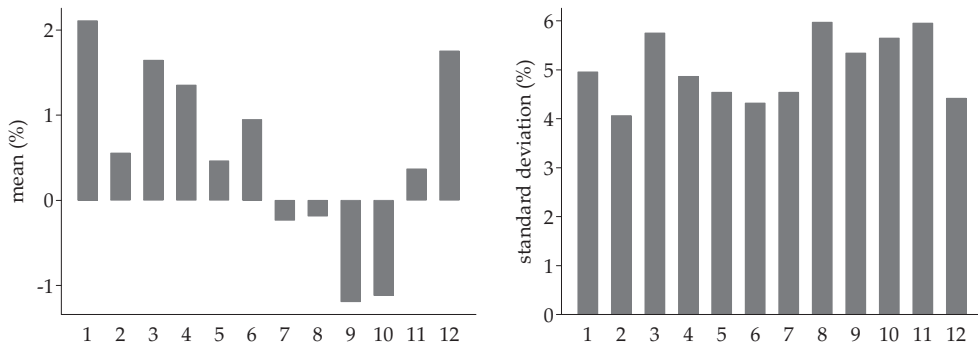


図1 TOPIX 月次投資収益率の月別の平均値と標準偏差

サンプルは1960年1月から2009年12月までの月次投資収益率、サンプル・サイズは600である。

甫」以外の用語は一般的に用いられているわけではない。この論文では、月初、取引が始まる日にちにより、便宜的に「一日新甫」「二日新甫」「三日新甫」というように表記する。また、ときに「一日新甫」以外を総称して「二日（以上）新甫」と表記する。

この論文は、1960年から2009年までの50年間のTOPIXの月次投資収益率のデータを用いて、相場の格言「二日新甫は荒れる」を統計的に検証し、その存在（ジンクス）を確認している。人によっては「荒れる」という言葉を日次投資収益率の変動に帰着させるだろう。⁶ この論文では、月次投資収益率を用いて、一日新甫と二日（以上）新甫の間に統計的に有意な差があるかどうかを検証している。

検証結果

サンプルは1960年1月から2009年12月までの50年間（600か月）のTOPIXの月次投資収益率である。

図1にサンプル全体の月別の平均値と標準偏差を示している。左のグラフが示すように、月ごとの平均値のバラツキは大きく、有意水準1%で、平均値の同等性は棄却される。一方、右のグラフが示すように、標準偏差にはそれほど大きな違いはなく、標準偏差の同等性は棄却されない。

イラク戦争開始、○一年九月の米同時多発テロ、○○年七月の流通大手そごうの経営破綻がいずれも三日新甫。過去十回の月間騰落を見ると値上がり二回で、値下がり八回と大きく負け越し。今月はゼロ金利解除に向けた節目とも見られる日銀の政策決定会合を控えるなど、戻り歩調の株相場に転機があるかと気をもむ関係者も少なくない。

と書いている。

⁶ http://d.hatena.ne.jp/random_walk/20061002には「統計的にも二日新甫の月が他の月に比べて変動率が大きかったという事実は見られない」と書かれている。

表 1 基本統計量 (1)

	N	平均値	中央値	最大値	最小値	標準偏差
全体	600	0.54	0.53	18.15	-20.42	5.13
一日新甫	440	0.76	0.65	18.15	-20.26	5.01
二日新甫	76	-0.59	-0.55	11.90	-13.00	4.91
三日新甫	27	-2.05	-1.25	13.64	-20.42	6.84
四日新甫	45	2.12	2.32	13.19	-8.77	4.47
五日新甫	6	2.48	1.80	12.98	-7.59	7.29
六日新甫	6	-3.35	-3.45	0.98	-6.69	2.58

サンプルは 1960 年 1 月から 2009 年 12 月までの TOPIX の月次投資収益率，サンプル・サイズ (N) の最大は 600 である。「二日新甫」と「三日新甫」の平均値の斜字は，一日新甫との同等性の帰無仮説を有意水準 5% 以内で棄却することを示している。

表 2 基本統計量 (2)

	N	平均値	中央値	最大値	最小値	標準偏差
1 月	50	2.11	2.38	13.19	-8.77	4.95
1 月以外	550	0.39	0.41	18.15	-20.42	5.13
1989 年 1 月以前						
1 月	30	4.05	4.49	12.98	-2.25	3.47
1 月以外	319	0.81	0.64	16.65	-14.07	4.57
1989 年 2 月以後						
1 月	20	-0.80	-0.75	13.19	-8.77	5.48
1 月以外	231	-0.18	-0.30	18.15	-20.42	5.77

サンプルは 1960 年 1 月から 2009 年 12 月までの TOPIX の月次投資収益率である。「1 月以外」の平均値と標準偏差の斜字は，1 月との同等性の帰無仮説を有意水準 5% 以内で棄却することを示している。

表 3 基本統計量 (3)

	N	平均値	中央値	最大値	最小値	標準偏差
1989 年 1 月以前 1 月以外						
一日新甫	273	1.08	1.02	16.65	-14.07	4.47
二日 (以上) 新甫	46	-0.78	-0.54	11.90	-13.00	4.84
1989 年 2 月以後 1 月以外						
一日新甫	167	0.23	0.41	18.15	-20.26	5.76
二日 (以上) 新甫	64	-1.25	-1.11	13.64	-20.42	4.40

サンプルは 1960 年 1 月から 2008 年 19 月までの TOPIX の月次投資収益率である。「二日 (以上) 新甫」の平均値と標準偏差の斜字は，1 月新甫との同等性の帰無仮説を有意水準 5% 以内で棄却することを示している。

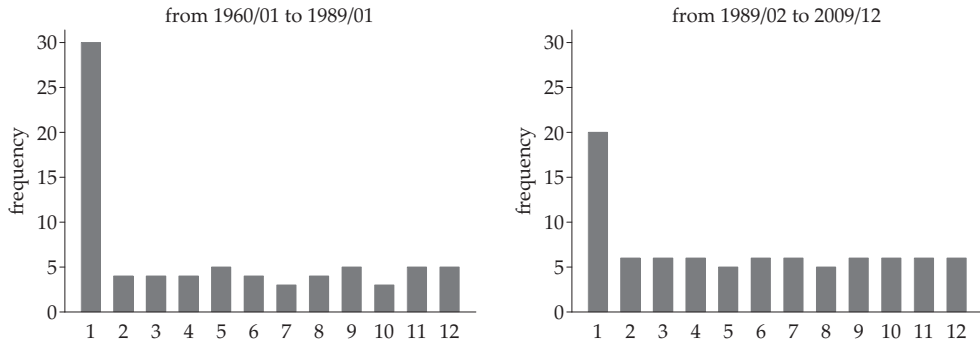


図2 二日（以上）新甫: 月別の頻度

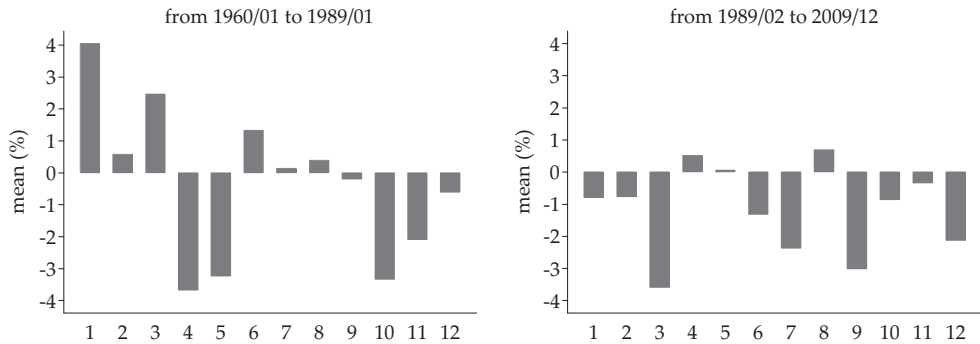


図3 二日（以上）新甫: TOPIX 月次投資収益率の月別の平均値

図1の左のグラフから, Sakakibara, Yamasaki, and Okada (2009) が報告している「デカンショ節効果」(デカンショ, デカンショで半年暮らす, あとの半年ねて暮らす), すなわち, 年の前半が高く, 後半は安いという現象を確認できる。「デカンショ節効果」が観察できる理由について, Sakakibara, Yamasaki, and Okada (2009) は, 年初めの1月, 年度初めの4月を含む上半期はフレッシュな, そして楽観的な気分になるという心理的要因をあげている (Hirshleifer and Shumway (2003) や加藤 (2004) を参照されたい).⁷

表1に, サンプル全体と, 一日新甫から六日新甫までの基本統計量を示している。二日新甫そして三日新甫の月次投資収益率は, 一日新甫と比べて, 統計的に有意にマイナスである。「二日新甫も三日新甫も荒れる(下げる)」と言える。

ところが四日新甫は, 統計的に有意ではないものの, 大幅なプラスである。この四日新甫に

⁷ 外国人投資家が相場動向を左右すると言われる昨今, 国内要因だけでなく, 海外要因も影響をしているのではないかと考える。

は、一日から三日まで株式市場が休場になる1月が含まれている（五日新甫のケースもある）。カレンダー・アノマリーとして有名な「1月効果」の影響があるのかもしれない。⁸

「1月効果」の影響をチェックするために、1月と1月以外に違いがあるのかを検証してみると、表2に示すように、株式市場が週休二日制になる1989年1月以前の1月は、統計的に有意に平均値が大きく、標準偏差が小さい。1989年2月以後の1月については、平均値も標準偏差も小さくなっているが、統計的に有意ではない。

1月を除いて、1989年1月以前と1989年2月以後に期間を区分して、それぞれに二日新甫の影響を検証した。その結果が表3である。いずれの期間も、統計的に有意に「二日新甫は荒れる（下げる）」ことを示している。とりわけ、1989年2月以後、すなわち土曜日に株式市場が開かれなくなってから、その傾向が強まっている。

図2は二日（以上）新甫の月別分布を1989年1月以前と1989年2月以後にわけて示している。1月はかならず二日（以上）新甫になる。1月以外の月の分布はほぼ一様である。図3は、図2に期間を対応させて、二日（以上）新甫の月別の平均値を示している。1989年1月以前は、1月や3月などプラスの平均値が観察できる一方で、1989年2月以後は、マイナスの平均値が多く観察できる。統計的に有意ではないものの、「二日新甫は荒れる（下げる）」傾向は最近のほうが強くなっていると言えそうだ。⁹

ひとつの解釈

あるブログが「二日新甫は荒れる」理由をつぎのように書いている。¹⁰

市場に影響を与える重大なニュースというものは金曜日大引け後に発表されるケースが一般的です。つまり重大なニュースの影響が及び始めるのは、得てして月曜寄り付き前であること。これが一点目。次に月初めの1日というのは合併やら法律制度等の改正による施行実施開始日であることも稀にあります。これが二点目。最後に二日新甫（三日新甫）というのは確率的にみて月曜日であることが非常に多いです。これが三点目。以上、3つの要因が絡み合う二日新甫が荒れるというのも、なるほど理解できることかと思われまます。

重大なニュース、なかでもネガティブなニュースは、その影響を考慮して、市場が閉じている週末に発表されることが多い（Dellavigna and Pollet, 2009）。したがって、一点目の理由は

⁸ 最近の実証分析としては、Cooper, McConnell, and Ovrchinnikov (2006) や Moosa (2007) があげられる。また、1月効果を代表とするカレンダー効果の一つとして休日効果（nontrading effects）がある。最近の実証分析としては、Tsiakas (2010) があげられる。日本の株式市場については、Kato and Schallheim (1985)、加藤 (1990)、城下・森保 (2009)、筒井・平山 (2009) などを参照されたい。

⁹ 表3における二日（以上）新甫の平均値、 -0.78 と -1.25 の同等性は統計的有意水準10%でも棄却されない。

¹⁰ <http://www.phs.jp/mori/morit20823.html>

ある程度、説得的だ。しかし、月末にかかる週末に重大でネガティブなニュースが集中しているのかどうかを確かめなければならない。二点目と三点目の理由については、あらためて検証しなければ評価できない。

さいごに

相場の格言「二日新甫は荒れる（下げる）」を月次投資収益率に注目し、統計的に検証し、その存在を確認した。しかし、理由はハッキリせず、課題として残されている。

参考文献

- 加藤清, 1990, 『株価変動とアノマリー』日本経済新聞社.
- 加藤英明, 2004, 『天気と株価の不思議な関係』東洋経済新報社.
- 城下賢吾・森保洋, 2009, 『日本株式市場の投資行動分析』中央経済社.
- 筒井義郎・平山健二郎, 2009, 『日本の株価』東洋経済新報社.
- 吉野貴晶, 2006, 『サザエさんと株価の関係』新潮新書.
- Cooper, Michael J., John J. McConnell, and Alexei V. Ovrchinnikov, 2006, The other January effect, *Journal of Financial Economics* 82, 315–341.
- Dellavigna, Stefano, and Joshua M. Pollet, 2009, Investor inattention and Friday earnings announcements, *Journal of Finance* 64, 709–749.
- Hiraki, Takato, Edwin D. Maberly, and Paul M. Taube, 1994, The impact of Saturday trading on stock returns: Evidence from the Tokyo Stock Exchange, *Financial Engineering and the Japanese Markets* 1, 67–80.
- Hirshleifer, David, and Tyler Shumway, 2003, Good day sunshine: Stock returns and the weather, *Journal of Finance* 58, 1009–1032.
- Kato, Kiyoshi, and James S. Schallheim, 1985, Seasonal and size anomalies in the Japanese stock market, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20, 243–260.
- Moosa, Imad A., 2007, The vanishing January effect, *International Research Journal of Finance and Economics* 7, 92–103.
- Sakakibara, Shigeki, Takashi Yamasaki, and Katsuhiko Okada, 2009, The calendar structure of the Japanese Stock Market, Discussion Paper Series 2009–31, Graduate School of Business Administration, Kobe University.
- Tsiakas, Ilias, 2010, The economic gains of trading stocks around holidays, *Journal of Financial Research* 33, 1–26.