

2014年5月29日アカデミックセミナー要旨

設備投資研究所

日時：2014年5月29日 15:00-17:00

講師：アルバータ大学 准教授 渡邊 雅弘 先生

演題：Understanding the Pre-FOMC Drift

本研究は、アメリカの株式市場において、連邦公開市場委員会(Federal Open Market Committee, FOMC)の声明発表以前に株価のドリフト(pre-FOMC drift)が起こるといふ現象について実証的に原因を分析したものである。Lucca and Moench (Journal of Finance, forthcoming)の研究により、FOMCの声明発表日の発表前の取引時間中にS&P 500指数が次第に増加する、すなわちドリフトが起こることが明らかとなった。本研究は発表前に特に買い注文が売り注文より多くなっていることに注目し、売りに対するネットの買い越し度合いを測る取引インバランスでこのドリフトを説明できることを実証的に示す。

このように取引が広く市場に与える影響を分析するには個別株の高頻度データの分析が不可避であり、まずドリフトが個別株でも起こることを確認する。具体的には、Lucca and MoenchはS&P500キャッシュ指数の高頻度データを用いて、発表日の発表前累積収益率が他の期間に比べ日次換算ベースで0.485%高いことを発見したが、本稿でもNYSE/AMEX/NASDAQの個別株を時価総額加重平均すると同数値は0.467%と、同様のドリフトが起こっていることを示す。また、FOMC発表前に市場全体の株式取引高は下がるものの、取引インバランスは発行済株式総数の平均0.43%と、平常時の0.25%前後の2倍弱にも上ることが分かる。つまり、FOMC発表前には静かな市場の中で買い注文が際立っている。

次に、このような市場全体のドリフトが取引インバランスで説明できることを示す。個別株の収益率と取引を5分間隔で測り、個別株の時価総額加重平均収益率を取引インバランスで回帰すると、ドリフトを示すダミー項が非有意となる。また、平常日には価格への影響が低い大きな取引インバランスが起こりがちである。そのような取引は、機関投資家等による流動性取引である可能性がある。

さらに、取引がドリフトのクロスセクションを説明できるかを調べる。興味深いことに、時価総額と純資産株価倍率で個別株をソートした6つのポートフォリオのドリフトはそれぞれのポートフォリオの取引インバランスでは完全に

説明できないものの、市場全体の取引インバランスで説明できる。これは一部の株価が、自身の取引よりも市場全体の取引・ドリフトに引っ張られていることの表れとも取れる。

最後に、取引の大きさがドリフトに与える影響を調べる。小型株のドリフトに対しては大規模取引のインバランスが、また大型株のドリフトに対しては小規模取引のインバランスが説明力を持たない。しかしながら、市場レベルの中規模取引インバランスによりそれらのドリフト、ひいては市場全体のドリフト及びその6つのクロスセクション全てを説明できる。理由の一つとして、近年のダーク・プールと呼ばれる取引所外取引や、アルゴリズムによる分割取引の台頭により大規模取引が急減し、代わりに小規模取引が激増したことが挙げられ、まずこの傾向をデータを用いて確認する。これにより大・小規模取引に含まれる情報が近年不明瞭になったと言えよう。すなわち、従来情報を持っていると見なされた機関投資家やインサイダーはもはや大規模取引を頻繁に行わず、情報に劣る個人投資家と同様小規模取引を秘密裏に行う傾向が強まっている。これらに比べ、中規模取引はまだ情報を含んでいるために、価格に対する影響が比較的強く出ているものと推定できる。

まとめると、以下の結論が導かれる。FOMC 発表日の発表前の取引時間中に、市場での取引量は少ないものの、売り注文に比して買い注文が多いという取引インバランスが存在する。このインバランスが同期間の株価の上昇、すなわち pre-FOMC drift を説明する。ただし、ポートフォリオ・レベルではなく市場全体の中規模取引のインバランスが、市場全体のドリフト及びそのクロスセクションを説明するところが興味深い。この結果が、現在パズルとされている pre-FOMC drift の原因究明の一助となることを期待したい。

以上