

## 相場格言「株は5月に売り抜けて一休み」

2012年4月9日

アセットマネジメント部

チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

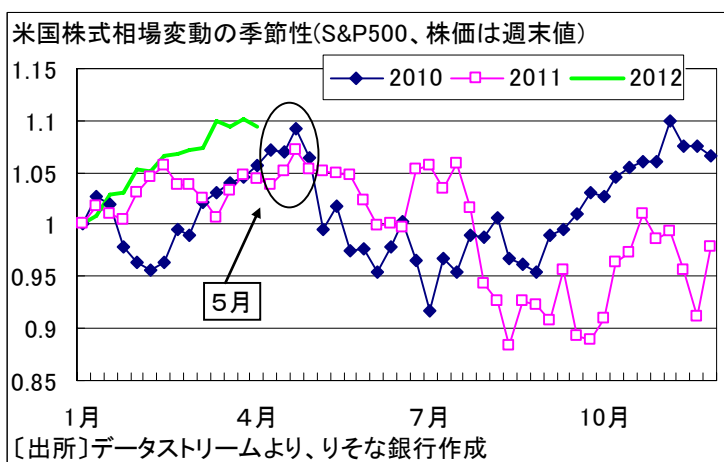
koichi.kurose@resonabank.co.jp

### 1. 「Sell in May and go away」

図表1

英語の相場格言に「Sell in May and go away (株は5月に売り抜けて一休み)」がある。株価は5月に高値をつけて下がる傾向があるので、その前に売り抜けて一休みするのが得策、という意味だ。図表1は2010年以降の米国株価の動きだが、一応この格言に沿った動きとなっている。

株価は景気実態を反映して動くが、秋から春にかけては、景気を押し上げるイベントが多いのは事実だ。しかも、エマージング諸国の経済発展で、その世界的インパクトはだんだん強まっていると考えられる。以下は主なイベントだ。



9月 欧米で入学式シーズン、引越し、自動車、パソコン需要が高まる

中国の住宅販売は「金の9月、銀の10月」と呼ばれ、その後は内装、家具や家電、引越し需要

10月 中国は国慶節（建国記念）と結婚式シーズン（中国の年間婚姻数は約1000万、日本約70万件）

10月から2月にかけてはインドで結婚式シーズン（世界で最も派手とも評されている）

12月 クリスマスで消費が盛り上がる（米国の12月の小売売上高は年間売り上げの約10%）

1月 新年 欧米企業では年に一度のボーナス支給をする企業が多い

1～2月 中国春節（企業は特別ボーナス支給、帰省や観光による人の移動は民族大移動と評される）

そして、6月から9月にかけては休暇等が入るため経済活動は停滞する傾向が強まる。「株は5月に売り抜ける」は、その前に株式を売却するのが得策、という考え方だ。

### 2. 経済統計と季節調整

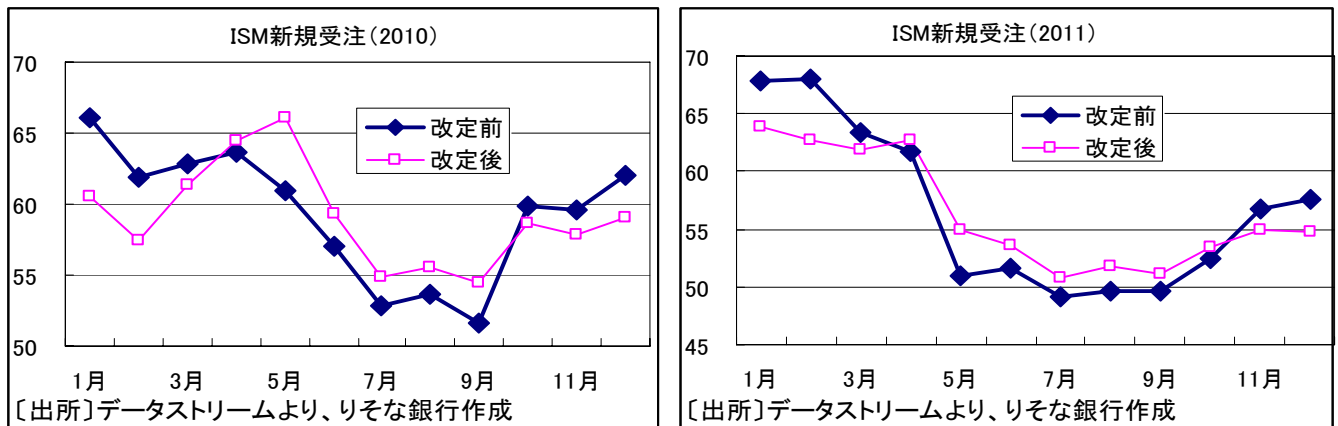
経済統計の処理面では、秋から春にかけての統計処理が極めて難しいことが浮き彫りとなった。

生の経済統計は、季節による振れが非常に大きい。たとえば日本の製造業は、ゴールデン・ウィークのある5月や年末から年始にかけて工場での生産を停止するため、生産統計は大きく低下する。しかし、これらは慣習に根ざした変動であり、景気悪化ではない。経済統計は、このような慣習に根ざした変動を除去するため、景気調整と呼ばれる手法を施す。この季節調整は、過去との連続性があれば有効に機能する。しかし、中国やインドの急激な経済発展、リーマン・ショックのような一時的ショック、リーマン・ショック後の景気対策による急激な景気回復、などの影響があまりに大きいと、変動をうまく捉えられない事もある。

1月に米国ISMは、商務省が算出する季節調整を使い、過去に発表したISM景況感指数を、季節調整を見直して改定した。その結果、2006年ごろから恒常的に10月から2月にかけては経済情勢を過大評価、

3月から9月にかけては過小評価していたことが判明した。米国は統計処理に関して非常に厳密な国なので、ISMのように改定を行って公表した。しかし、ISM景況感指数と類似の傾向は、世界中の経済統計に当てはまると考えてよいだろう。図表1と2は、ISM景況感指数の中でも非常に市場参加者の注目度の高い製造業新規受注の改定前と改定後の数値の比較だ。極論すれば、毎年冬から春にかけては幻の受注回復、初夏頃から秋にかけては幻の受注悪化を見ていたことになる。

図表1、2



### 3. 総合判断

ISM景況感指数のように市場参加者の注目度が高く、非常に重要視される経済指標が、長期にわたりこのような誤ったシグナルを含んでいたことは、由々しき事態だったと言ってよいだろう。そして、ISMは商務省のデータを元に既に季節調整を見直して公表したが、多くの国の経済統計には、まだ類似のバイアスがかかっている可能性があることには注意が必要だ。

しかし、達観すれば、統計の限界は今に始まったことではない。昔から存在する問題だ。

株価は、ISM景況感指数のような経済指標だけでなく、企業業績、金利や為替、更には企業の経営戦略や新商品など定性面も含め、多くの要因の影響を受けて形成される。大事なのは、個別の統計の限界を認識した上で、全ての材料を総合的に判断することだろう。特にISM景況感指数のようなマクロ経済指標は、ミクロの個別企業の売上などと強い連関があるはずだ。変数間の安定した関係性にも特に着目する必要があるだろう。

以上

- ・本資料に示された意見等につきましては、特に断りのない限り、個人の見解を示すものです。発表者の所属しているりそな銀行の見解とは異なることがあります。
- ・本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、弊社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- ・本資料は、情報提供のみを目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・投資等に関わる最終的な決定は、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。なお、本資料は、作成日において入手可能な情報等に基づいて作成したものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、内容が変更となる場合もございます。
- ・本資料に関わる一切の権利は、りそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断り致します。