

深読み

長内 智

(株)大和総研
金融調査部
主任研究員

証券投資の羅針盤

5 5月の投資のアノマリー「セル・イン・メイ」

5月に売って9月に戻る

■英国生まれのアノマリー

昔から株式市場には、投資の「アノマリー」と呼ばれるものが存在します。これは、必ずしも理論的根拠が明確でなく合理的に説明できないものの、比較的よく当たる経験則などのことです。相場格言の中にも、投資のアノマリーに含まれるものがあります。

例えば、米国の相場の格言かつアノマリーとして毎年注目されるのが「セル・イン・メイ」（英語では、“Sell in May and go away”）です。これは「5月に株式を売却して相場から離れよ」という意味であり、日本でも、毎年4月後半頃から各種報道やSNS（交流サイト）で取り上げられるケースが増えます。

ただし、このアノマリーは、かつて世界の金融の中心であった英国に由来しており、その続きがあるという点も重要です。具体的には、“Sell in May and go away, come back on St Leger’s Day”であり、わかりやすくいえば、「5月に株式を売却して相場から離れ、9月に相場に戻ってこい」という意味になります。

最後のセントレジャーズ・デー（St. Leger’s Day）とは、毎年9月に開催される英国競馬の最古のクラシックレースである「セントレジャーステークス」の開催日を指しています。ちなみに、この競馬レースは、日本競馬のG Iレースである「菊花賞」の前身のモデルになったこ

とでも知られています。

■夏のバカンスが影響？

日本では、セル・イン・メイといえば、5月に株式を売却しておけばよいと単純に捉えている人も少なくありません。しかし、続く文章を読むと、その後も9月頃まで相場から距離を置くべきというのが本来の意味だとわかります。

英国では、6～9月頃に相場が軟調な展開になりやすいという「季節性」が過去に観察され、そのことがセル・イン・メイというアノマリーにつながったのです。ただ、その季節性のメカニズムは必ずしも明確ではありません。例えば、要因の1つとして、英国の株式トレーダーが夏に長期バカンスに出かけて株式売買高が減少する影響が指摘されています。

現在、世界の金融の中心である米国でも、英国生まれのセル・イン・メイが脈々と受け継がれているのです。なお、米国版セル・イン・メイでは、5月の「メモリアル・デー」（戦没将兵追悼記念日）、9月の「レイバー・デー」（労働者の日）を区切りの日とするケースがある点も少し頭に入れておくとよいと思います。

日本株には当てはまらず

■実際の株価指数の変化率

世界最大の経済大国である米国株式市場の変動は、日本の株式市場にも影響を与えます。また、日本株の売買代金に占める外国人投資家の割合が高いこともあり、その投資行動の季節性

に起因する海外のアノマリーを無視できないという事情もあります。

それでは、実際に、このアノマリーは日本株に当てはまるのでしょうか。ここで、日経平均株価とTOPIX（東証株価指数）の5月末から9月末の変化率を検証したいと思います。もし、例年6～9月頃に相場が軟調となる傾向が存在するならば、下落の年が多くなるはずで

す。2000年から2022年までの結果を見ると、いずれも上昇が12回、下落が11回であり、ほぼ五分五分の結果になっていることがわかります（図表参照）。また、2017年から2021年は5年連続で上昇しました。

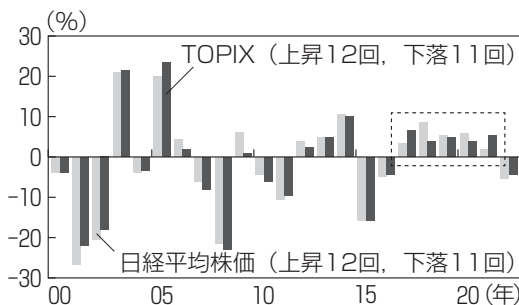
■周りの空気に要注意

前提条件により検証結果が若干変わってしまう点には注意が必要ですが、日本では、基本的にセル・イン・メイは当てはまらなれないと考えられます。なお、米国でもセル・イン・メイが当てはまらないという検証結果が複数存在します。

株式相場にはさまざまなアノマリーが存在するものの、過去の経験則が現在も当てはまるとは限らないということです。

セル・イン・メイはあまりにも有名であるため、おそらく今年も目にする機会があるでしょう。投資家心理として、それを完全に無視できないかもしれません。しかし、周りの空気に流されて普段と異なる取引を行うことだけは避けるように心掛けてください。

【図表】5月末～9月末の変化率



（出所）日本経済新聞社、Bloombergより大和総研作成

相場の格言

節分天井、彼岸底

■コメ相場に由来する格言

日本でも、セル・イン・メイのように季節性に関する有名な相場の格言が存在します。それが「節分天井、彼岸底」です。

これは、年初からの新春相場で上昇した株価が節分の頃（2月上旬）に天井をつけた後、下落傾向に転じ、彼岸の頃（3月中旬）に安値をつけるという意味です。もともとは、コメ相場に由来する格言であり、それを株式市場に当てはめたものとなっています。

ただし、注意が必要なのは、コメ相場における「彼岸」は、春の彼岸ではなく、秋の彼岸（9月中旬）ということです。昔は、収穫期である秋の彼岸頃にコメの供給が増えてコメ価格が底値をつけやすく、取引量が減少して寒さが増す中でコメ価格が上昇し、冬の節分頃に天井をつけるという季節性が見られたとされます。つまり、当時のコメの需給バランスに基づく、理にかなった相場の格言だったといえます。

■現在の株式市場では通用せず

こうしたコメ相場の格言が株式市場に当てはめられているのは、少し理解しにくい面もあります。もしかしたら、2月上旬から株価が下落し、3月中旬に株価が底を打ったケースが過去に何度か発生し、その際、昔のコメ相場の格言を持ち出してきて、彼岸の時期も変えて適用したというのが実態かもしれません。

実際、これまでに各種検証が行われてきましたが、「節分天井、彼岸底」の存在を明確に支持する結果は得られていません。少なくとも現在の株式市場では、基本的に通用しないと考えておいたほうが無難だと思います。

古くから言い伝えられている有名な相場の格言だからといって、鵜呑みにするのはよくないという事例の1つといえるでしょう。