

## 5月23日の株価暴落からの教訓

発表日：2013年5月24日（金）

～期待先行から実績への転換を急げ～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

5月23日の日経平均株価は、前日比▲1,134.28円と13年ぶりの急落幅となった。基本的な理解は、5月の連休後の急激な株価上昇が「高所恐怖症」を意識させて、中国 PMI のショックをきっかけに逆回転したのだと考えられる。急激な株価上昇は、「大きな上昇」だったが「強い上昇」ではなく、「脆さ」を露呈した。そろそろ期待先行だけでなく、企業収益拡大とそれをサポートする成長戦略をエンジンとする株価上昇に転換することが望まれる。

### オーバーシュートしていた株価

日銀の政策決定会合が開催され、夜に米 FRB のバーナンキ議長が公聴会に呼ばれて発言したのが前日 5月22日のこと。その翌日 23日に日経平均株価が大暴落し、前日比▲1,134.28円（下落率▲7.32%）になった（図表1）。実に13年ぶりに大きな下落幅だという。

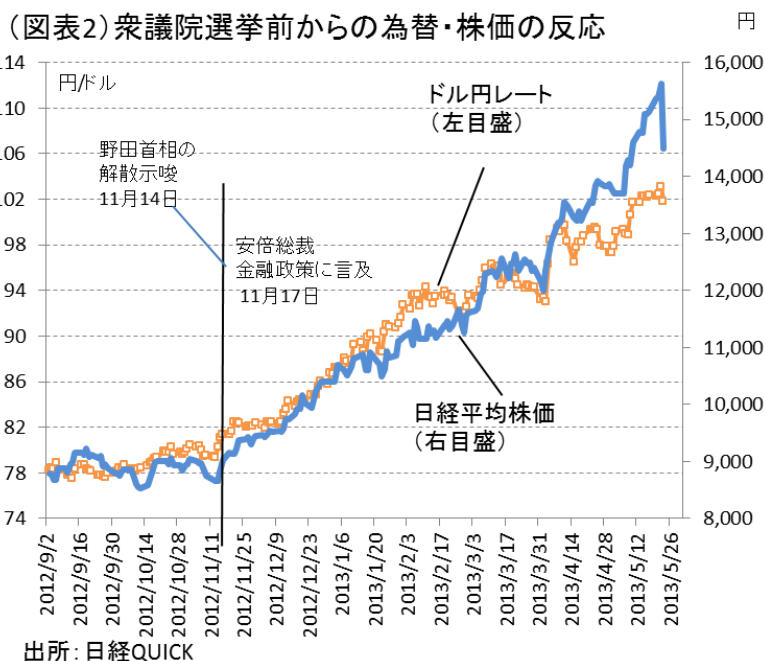
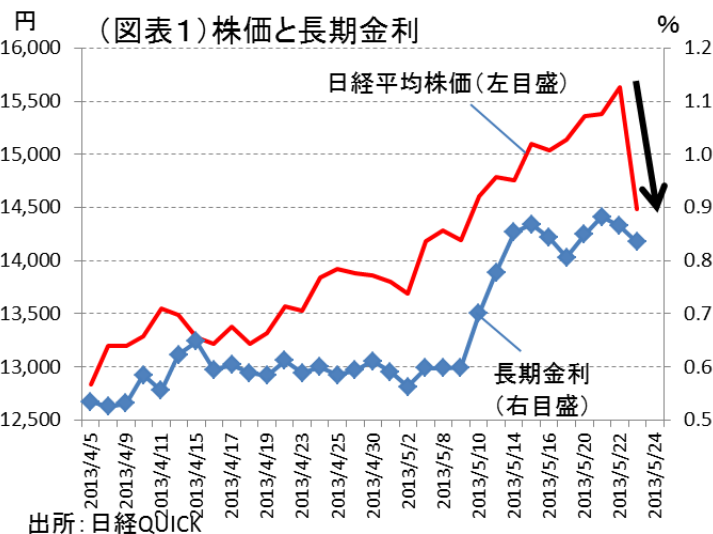
原因について、「日銀の黒田総裁が悪い」、「アベノミクスがバブルを煽った」などという説明も聞かれるが、それは的を射ていない。誰かが特定の犯人だという説明はわかりやすいが、そこには観察者の色眼鏡がある。

今回の下落幅の大きさは、連休明け 5月7日からの株価上昇ペースが速すぎたことで、高所恐怖症に陥っていた背景がある。それが“きっかけ”に反応して売りが売りを呼んだのだろう。

株価の上昇ペースを確認してみよう。14,000円台の期間は5月7日から僅か6営業日。15,000円台は5月22

日まで6営業日であった。5月23日の朝方は、一旦15,942.60円（前日終値より+315円）まで株価が上昇して、いよいよ16,000円台へ移行するかと思わせたところからの下げだった。それまで、日経平均株価が1,000円上昇するのに、5月連休前までは18営業日（13,000円台）、20営業日（12,000円台）、26営業日（11,000円台）、24営業日（10,000円台）を要してきた。だから、5月の株価上昇ペースが如何に速かったかがわかるだろう。

株価上昇の急激さは、ドル円レートのペースとの乖離幅からも知ることができる（図表2）。アベノミクス相場は、野田前首相が衆議院の解散を示唆した2012年11月14日から始まった。株価は、11



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

月前半に対して、5月22日の日経平均株価終値は1.7倍（176.1%上昇）。それに比較すると、ドル円レートの円安への変化幅は1.3倍（129.1%）と相対的に小さい。グラフでは、株価上昇と円安の連動関係は、2013年4月の量的・質的緩和の実施の時期から乖離が大きくなってきたようにもみえる。株価はそれだけオーバーシュートしていたことがわかる。その乖離部分の一部が調整したのだ。

## 株価下落の遠因

これまで株価を押し上げていたのは、海外マネーの影響が大きい。前日22日のバーナンキ議長の証言では、議長が共和党の下院議員の質問に答えるかたちで「雇用の持続的回復が確認できれば、今後数回のFOMCで、資産購入ペースを縮小できる」と言った言葉が広く流れて、金融緩和の継続にある程度の安心感を持っていた人々を慌てさせた。米長期金利が22日に2.00%台に上昇したことで、日本の長期金利も朝方に1.00%を超えるほど、上昇した。長期金利が1.00%にワンタッチしたことは、長期金利の上昇ペースが速すぎると多くの人に感じさせた。ちょうど日銀の黒田総裁は、22日の政策決定会合後の記者会見で、「長期金利が跳ねることは十分防止できると思っている」と答えた直後きだった。一連の黒田発言に関して、各種報道等では日銀は長期金利の上昇を抑えるというメッセージを発したと流れているが、オリジナルの記者会見にそのような言葉はどこにもない。黒田総裁は、量的・質的金融緩和の効果によって「長期金利が跳ね上がることは予想していません」と述べているのであって、跳ね上がりを安定化させるとは述べてない。黒田総裁の会見の直後は、日銀は現状程度の金利変動に対しては目くじらを立てずに放任したという理解の方が多かったと思う。

筆者は、株価下落の犯人は黒田総裁だという見解には賛同しかねるが、要因分解すると、日銀の長期金利に臨む姿勢とバーナンキ議長の発言、そして長期金利の上昇ペースといった諸要因が株価下落を誘ったとは言える。ただし、これらの要因も後講釈に過ぎない。

さらに言えば、朝方の株価動向がそもそもおかしいと思わせた。為替は、米長期金利の上昇に反応して日米金利差拡大したことで、103円台への円安を促した。103円台の円安に反応して、株価が寄付15,739.98円（前日終値比で+112円）と上昇で始まったことも奇異な動きだと受け止めさせた。仮に、QE3の縮小が始まることを市場が織り込んだのならば、日本株は下落になってもおかしくないのに、一旦は株価上昇の反応が起こった。これも、高所恐怖症の一環で、相場の水準観が正しいのかどうかを多くの人に再考させた。

そこへ午前中に、中国PMIが50を切るというネガティブな情報が飛び込んできた。この指標自体の影響というよりもタイミングが悪かったと言える。23日のアジアの株価が▲1~▲2%の下落であるのに対して、日本株が▲7%という大幅な下落になっていることは、中国PMIそのものの悪影響ではなく、それがきっかけに過ぎないことを示唆している。

なお、株価下落の犯人説には、高速自動取引説もある。折から、東証の株式売買の3~5割をコンピュータによる自動売買が占めていると言われてきた。売りが売りを呼ぶのは、自動取引のプログラムのせいという見方がある。この見解はわかりやすいが、なぜ今回だけが13年ぶりの大幅下落になったのかという点は明確ではない。

## 株価暴落をどう理解するか

最近の株価上昇は、「大きな上昇」ではあったが、「強い上昇」ではなかったのだろう。今回は、強さではなく、「脆さ」の側面が浮き彫りになった。期待先行という性格が「脆さ」の原因につながった。アベノミクスはそうした弱点をあらかじめ理解して、期待先行を煽るようなリフレ政策の神通力がいつまでも続かないと考えて、三本目の成長戦略を用意していたのだろう。本来は、一本目の矢であるリフレ政策の賞味期限が切れる手前で、成長戦略に基づく実体経済の力強い拡大過程へとスイッチしなくてははいけなかった。

---

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

今回、巨大な株価下落が起こってしまったことは、アベノミクスの重要な教訓にしなくてはならない。是が非でも6月に発表が予定されている成長戦略第三弾では、しっかりした内容を出さねばならない。認識としては、実体をより大きく見せる成長戦略が望まれているのではなく、日本経済の実体がより大きくなると期待される規制緩和・優遇措置が望まれているのである。

日本経済に吹く追い風についても、いつまでも続く訳ではない。世界的な株価上昇の背後には米国のQE3がある。今後、QE3が縮小されていけば、その反動は思いのほか大きくなりそうだ。改めて言えば、金融政策が、大きな緩和メニューを実行すればするほど、そのプログラムを手仕舞うときの反動も大きくなる。だから、金融緩和に依存した景気回復の図式は、出口戦略への着手のところが不安定になる。

## 2005年の郵政解散との比較

日本株がそれまでの長期低迷から急上昇に転じた経験として、現在は2005～2006年の郵政解散時によく似ている(2003年型という見方もあるが)。あのときは、株価上昇がある程度まで進んだ後、様々な事件が起こり、すぐには株価下落には転換しなかったものの、やがて停滞局面に移行した(図表3)。仔細に言えば、シグナルは事前にあったように思える。2005年8月から勢いよく上昇した日経平均株価は、2006年1月16日にライブドア事件が起こり、16・17日の両日で▲926.85円の下落になった。しかし、この一時的な株価下落はすぐに持ち直して、2006年4月7日まで上がり続けた。この時期は、企業の買収防衛策を積極化させようという機運が強まり、一部ではそうした保守的な制度見直しが嫌気された。さらに、海外の株式相場も一時的に軟調になるなどの影響があって、郵政解散後の株価上昇局面は終わったという経緯がある。

5月23日の株価暴落は、一旦は落ち着きを取り戻して、時間をかけて元の水準へと株価を切り上げていくと予想される。理由は、(1)日本企業の収益が世界経済拡大と円安を梃にして回復してきていること、(2)QE3の早期圧縮が今以上に強く意識されなければ、海外株価上昇の流れが変わらないとみられること、(3)アベノミクスへの期待感がより持続的であること、が挙げられる。

加えて言えば、当面、円安の流れは続くだろう。今回は株価上昇のオーバーシュートした部分が剥落したのであって、日米金利差が拡大していく流れは依然として変わっていない。日本の長期金利が、株価下落に反応して低下していけば、それは円安圧力になっていく。筆者の為替見通しは、引き続き1ドル110円付近までは円安傾向が続くというものである。

半面、(1)～(3)の要因は今後とも変わらないとは限らない点には留意が必要だ。米金融緩和が本当に6月のFOMCで見直される可能性はゼロではない。2006年の経験では、一旦は株価上昇の流れが取り戻せたとしても、かつての楽観ムードは陰ってしまい、株価上昇の勢いはショックの後は落ちている。あのときは、その後の経済動向が変わって、株価の潮目が変わったのである。

特に注意したいのは、アベノミクスがリフレ政策によって円安・株高を演出し得る期間は、今後は意外に短いかもしれない点だ。そのことは、アベノミクス自体の「賞味期限」とは異なるので、やはり成長戦略の中身が残された期限の範囲内で充実したものに仕上げるのが最も重要であろう。

円 (図表3) 過去の株価急上昇局面との比較



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。