

# 金融資産 形成術



## 株式市場の 死と再生

第14回

「株式の死の時代」の背景



合同会社フィンウェル研究所 代表 野尻 哲史

### 米国にもあった長い株式の低迷期

新型コロナウイルス蔓延による世界的な金融市場の混乱が続いていますが、こうした時に長期の価格変動をどう考えるかを改めて振り返ってみることも大切です。

株価は企業業績とそれに対する評価で決まります。株価＝EPS（1株当たり利益）×PER（株価収益率）と分解でき、EPSは発行済み株式数が増えれば希薄化し、PERは株式に対する需要が増えれば高まります。ここに株式需給が株価形成に入り込む余地が生まれてきます。

今回は需給という視点から米国の株式市場の歴史の一片を振り返り、今の日本の長期資産形成への指針を探してみたいと思います。

### バブル崩壊直後に考えた 「米国の株式市場の死の時代」

もう30年近く前になりますが、1991年10月に私は山一証券経済研究所のニューヨークオフィスにアナリストとして赴任しました。1991年といえばバブル経済の崩壊が始まった時です。その時はまさかこんなに長く株価が下落し続けるとは思っていませんでしたが、「厳しい状況から立ち直るために何が対策として考えられるのか。米国から学ぶことはできないか」というのが、日々の米国での情報収集の仕事とは別に、私個人が持っていた大きなテーマでした。

3年半の駐在で自分なりに得た結論は、「米国にも厳しい時代があり、そこからの再生は参

考になる」という思いでした。皆さんもご承知の通り、1930年代の大恐慌時代は有名ですが、私は1970年代に「株式市場の死の時代」といわれた16年にも及ぶ株価低迷の時代の出来事と、そこからの回復の歴史に興味をそそられました。そこでの米国の経験は、日本でも大いに参考になることだろうと考えたわけです。

アメリカのニューヨーク・ダウ工業株指数は、最近でこそ新型コロナウイルスの影響で大きく乱高下していますが、長い上昇トレンドを維持してきました。2019年の高値は3万ドルに届こうかという時代です。しかし、1966年2月には951ドルの水準でした。いつニューヨーク・ダウ工業株指数が本格的に1000ドル台に乗せるかと期待が集まるところまで来ていたのですが、実際に1000ドルを突破できたのは実に16年後の1982年11月のことです。この間の株式市場の停滞を、アメリカの経済雑誌「ビジネスウィーク」は、1979年8月号で“The Death of Equities（株式の死）”のタイトルで取り上げました。

1999年4月、その時代の背景、経済状況、大手証券会社の対応等を分析した調査内容を、『株式市場の「死」と「再生」—米国に学べ金融リテールビジネス』（経済法令研究会）として上梓しました。実はこれが私の最初の著作です。今回は、そこでの分析を振り返りながら、改めて今の時代に合わせて分析してみます。

**【マクロ経済】** 長期間極めて高いインフレ率が続き、株式にはインフレヘッジ能力がないとの見方が強まる。商品などへ資金が流出、その高騰がさらに株式市場からの資金流出につながった。1973年と78年の2度にわたるオイルショックで米国の消費者物価上昇率は2桁に達する時期があった。金利も上昇、政策金利のFFレートは10%を超える水準にまで引き上げられた。

**【投資家動向】** その結果、700万人もの個人株主が市場から去り、インフレヘッジできる実物資産へ資金がシフト。同時に機関投資家も実物資産への志向を強める。1974年のエリサ

法（従業員退職所得保障法、Employee Retirement Income Security Act）の施行で機関投資家は株式以外の資産にも資金を配分せざるを得なくなった。

**【企業動向】** 発行市場も機能不全となり、企業の負債がバランスシートを悪化させ、株価にマイナスの影響を与え始めた。

ここで注目すべきは、この16年に及ぶ厳しい時代からの再生の背景、個人投資家の動向です。

#### 40年で30倍のダウ指数

1983年5月9日付の「ビジネスウィーク」は、前年にニューヨーク・ダウ工業株指数が1000ドルを本格的に上回ったことから、この「株式の死」の時代の終焉が来たとして、“THE REBIRTH OF EQUITIES”と題する特集を組みました。この中で、インフレの鎮静化、金利の低下、企業収益の回復、設備投資の復調などのマクロ経済の回復を指摘し、市場に投資家に戻り始めていることなどから、強気相場は80年代いっぱい続くとの見通しでした。

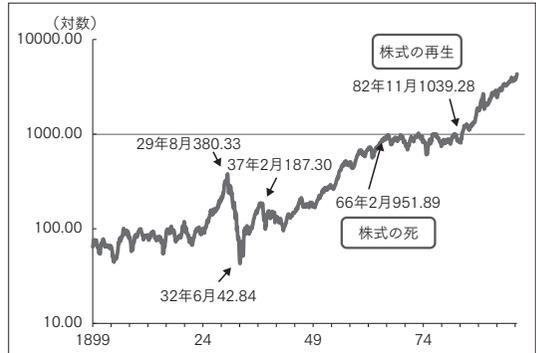
その後の株価の上昇は、皆さんもご承知の通りです。対数指数で見ると、ブラックマンデーもリーマンショックも、ほんのちょっとした停滞期で、ここからほぼ一本調子で上昇を続けているといえそうです。今や同指数は当時の30倍近い水準になっています。

40年ほどで指数が30倍になるという原動力は、単に景気の回復といったシクリカル（循環的な景気変動）なものではなく、もっと市場に根付いた社会現象といったものではないでしょうか。

#### 人口動態が市場に与える影響

長期上昇の大きな原動力は人口の変動だと考えています。当時、米国では35歳までが「消費の年代」で、35歳からは「貯蓄の年代」といわれていました。貯蓄は日本でいえば資産形成と

【図表】米国の株式市場の死と再生の時代のダウ指数の動き



出所：『株式市場の「死」と「再生」—米国に学ぶ金融リテラルサービス』、経済法令研究会、1999年4月

いう意味ですので、人口に占める35歳以上の比率が、その貯蓄（資産形成）動向を強め、株式市場に大きな影響を与えていたという見方です。

米国では1946年から64年までに生まれた世代をベビーブーマーと呼びます。この世代の最初の世代が35歳になるのが1981年。54.5%がこの一連の比率のボトムでした。その後はベビーブーマー世代の最後が35歳になる1999年にかけて急上昇しています。2000年以降はそのペースが落ちるものの、依然としてじりじりと比率が上昇しています。

米国は1960年以降、移民の多さもあって人口は前年比で一度もマイナスになっていませんから、基本的にはこの比率の上昇は、実人口数でも拡大を続けていることになります。すなわち、ベビーブーマーの貯蓄（資産形成）時代入りが、相対的な金融商品の需要を後押ししたわけです。

この人口動態に株価の動きを合わせてみましょう。前述の通り、60年代後半から82年までの16年間に及ぶ「株式の死」の時代は35歳以上人口の減少時期と重なり、その後ニューヨーク・ダウ工業株指数の反転に合わせて、「株式の再生」が進んだのです。

**のじり さとし** 1959年生まれ。2019年5月、定年後の雇用延長契約でフィデリティ退職・投資教育研究所所長を続ける傍ら、合同会社フィンウェル研究所を設立し、資産の取り崩し、地方都市移住、勤労などに特化した啓発活動をスタート。日本証券アナリスト協会検定会員、日本FP学会、行動経済学会などの会員。著書には、「老後の資産形成をゼッタイ始める！と思える本」（扶桑社）、「定年後のお金」（講談社+α新書）、「脱老後難民 英国流資産形成アイデアに学ぶ」（日本経済新聞出版社）など多数。