



## 長期投資仲間通信「インベストラيف」

### I-OWA 創業 10 周年記念講演(要約) 日本の証券市場のあゆみ ～明治から戦前まで～

講演：岡本 和久

I-O ウェルス・アドバイザーズは 2015 年 5 月 20 日に創業 10 周年を迎えることができました。これもみなさまの暖かいご支援の賜物と深く感謝しております。5 月 24 日には 10 周年を記念して拡大版のマンスリー・セミナーを日比谷文化図書会館で開催いたしました。ゲストには作家、書誌学者で私の旧友でもある林望氏をお招きして「薩摩スチューデントの志」という講演をしていただきました。幕末期から明治維新にかけて活躍した薩摩藩のスチューデントたちの話です。私はその時代から昭和の戦前までの日本の文化、経済、金融、証券市場などのあゆみについてお話をさせていただきました。以下はその要約です。

#### 明治維新

1868 年に五カ条の御誓文、政体書が制定され、太政官（中央政府）、三権分立制度、江戸が東京へ、一世一元の制などが実施されます。今日は明治維新以降、太平洋戦争終戦までを三つの時代に分けて、それぞれの時代の国家・庶民、金融・通貨・信用制度、企業・証券市場という切り口から解説をします。

#### 明治・大正・昭和戦前年表

|     |      |                      |     |      |                     |
|-----|------|----------------------|-----|------|---------------------|
| M1  | 1868 | 明治維新                 | T12 | 1923 | 関東大震災(東株、消失)        |
| M3  | 1870 | 9分利公債(ロンドンで発行(初の外債)) | T15 | 1926 | 大正天皇崩御              |
| M4  | 1871 | 新貨条例                 | S4  | 1929 | ニューヨーク市場大暴落         |
| M5  | 1872 | 国立銀行条例               | S5  | 1930 | 金輸出解禁、昭和(解禁)恐慌      |
| M6  | 1873 | 株債公債                 | S6  | 1931 | 事実上の金本位制停止          |
| M9  | 1878 | 国立銀行条例改正             | S6  | 1931 | 金輸出再禁止、株式暴落         |
| M11 | 1878 | 東京・大阪株式取引所営業開始       | S6  | 1931 | 満州事変                |
| M15 | 1882 | 日本銀行開業               | S8  | 1933 | 国際連盟脱退              |
| M17 | 1884 | 兌換銀行条例               | S9  | 1934 | 東株市場、大暴落、反動恐慌       |
| M22 | 1889 | 大日本帝国憲法              | S11 | 1936 | 226事件勃発             |
| M23 | 1890 | 最初の資本主義恐慌到来          | S12 | 1937 | 盧溝橋事件、日華事変の発端       |
| M27 | 1894 | 日清戦争(～1895)          | S13 | 1938 | 国家総動員法成立            |
| M33 | 1900 | 金融恐慌                 | S15 | 1940 | 日独伊三国連盟             |
| M37 | 1904 | 日露戦争(～1905)          | S16 | 1941 | 太平洋戦争(真珠湾攻撃)(～1945) |
| M39 | 1906 | 南満洲鉄道株式会社設立          | S18 | 1943 | 日本証券取引所設立           |
| M45 | 1912 | 明治天皇崩御               | S20 | 1945 | 日証全国市場臨時休会          |
| T3  | 1914 | 第一次世界大戦に参戦(～1918)    | S20 | 1945 | ポツダム宣言受諾            |

明治和暦 + 67 = 西暦、大正和暦 + 11 = 西暦  
昭和和暦 + 25 = 西暦、平成和暦 + 88 = 西暦 (西暦は下二桁)

2

| 1868～1890          | 1894～1918              | 1923～1945       |
|--------------------|------------------------|-----------------|
| 明治維新から日本初の資本主義恐慌まで | 日清戦争、日露戦争から第一次世界大戦終戦まで | 反動恐慌から太平洋戦争終結まで |

#### 戦前の株価動向と主な出来事





## 長期投資仲間通信「インベストラيف」

戦前の株価指数には大正 10 年 1 月以降の東京株式取引所指数、大正 5 年 1 月以降の東洋経済新報社指数などがあります。しかし、明治 11 年 6 月、東京株式取引所が営業を開始して今日までの株価指数は存在しませんでした。戦前・戦後を通じて一貫した方法で株価指数・公社債価格指数の推計を行ったのが藤野正三郎と秋山涼子の「証券価格と利子率・1874～1975」という研究です。

このグラフは色々な系列の株価指標をま

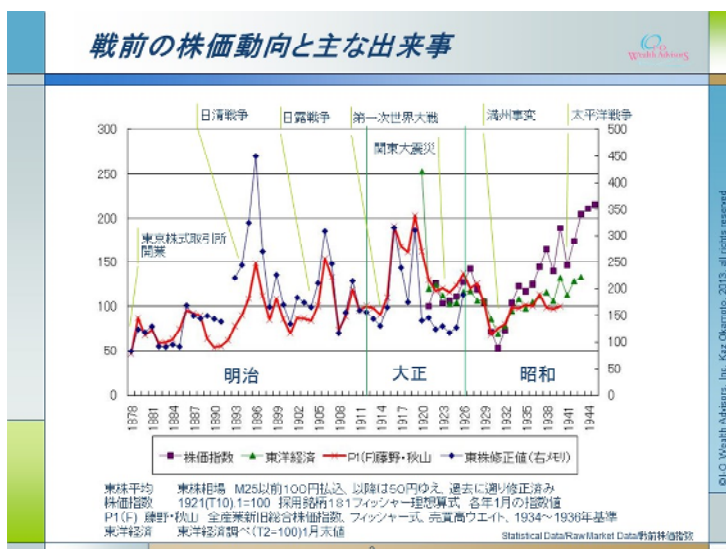
とめて書いたもので、厳密なものではないのですが大体のマーケットのトレンドはわかると思います。特徴は戦争で市場は上昇し、戦後、暴落するというパターンが見えるということです。日清、日露両戦争で「戦争は買い」というパターンが出来上がり、特に日露戦争では大ブームが起こり、その後、ひどい反動不況が起こりました。そして、その後、関東大震災、金融恐慌、世界恐慌、昭和恐慌が次々に起ったのです。しだいに、戦時色が強くなり、再び軍需産業を中心にマーケットは満州事変、太平洋戦争と上昇するが徐々に管理相場色を強めて行き、最後は臨時閉鎖となり 1945 年に終戦を迎えるのです。

### 明治維新から資本主義恐慌

1867 年、徳川慶喜が大政奉還し、封建社会から資本主義社会へ向けての政治社会革命が始まりました。欧米列強はすでに一世紀以上前に産業革命を経て、高度な資本主義と株式会社制度を基礎にする重化学工業の発達と独占の成立する目前で、まさに帝国主義時代幕開けの前夜といった世界情勢でした。

そんな中、明治政府のビジョンは極めて明確でした。つまり、「西洋に学びつつ、西洋から身を守る」ということです。そしてそのためのミッションが、「富国強兵策」であり、「殖産興業政策（銀行制度、株式会社制度）」であったのです。

このミッション遂行のために必要だったのが、古い諸制度を廃止し、新制度を築くこと、とりわけ、封建武士団の解体を狙った秩禄処分と年貢を租税に変えるという地租改正だったのです。さらに、通貨・信用の新制度確立を目的として幕末、幕府発行の鋳貨や各藩発行の藩札、外国通貨まで流通していたのを、一本化する必要にも迫られていました。





## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

そう考えるとアベノミクスの三本の矢どころの話ではありません。おそらく千本、いや、もしかしたら百万本ぐらいの矢が必要だったのです。詳細をここで述べることはできませんが、例えば、士族の解体のためには、身分制度の廃止、国民皆兵、廃刀令、秩禄の公債(秩禄公債)化、国民皆姓などの制度が必要でした。国民生活に大きな影響を与えるたくさんの制度が導入されています。少しだけ例をあげれば、廃藩置県、田畑永遠売買解禁、裸体禁止令、違式誑違条例、混浴禁止、徴兵令、未成年喫煙法、時刻法、太陽暦導入、仇討禁止令、学制発布、等々です。

町中をふんどし一丁で歩いてはいけないという裸体禁止令、混浴禁止令、仇討禁止令、未成年禁煙法など数えきれないほどの法律が出されました。庶民の生活の視点からも鉄道馬車ができ、郵便、電信、電燈、肉食と牛鍋などが普及しました。庶民も新しい制度に対応するのが大変だったようで、郵便の宛名が「東京のおばさまへ」とだけしかなかったこともあったそうです。もっとすごいのは郵便箱を「便」の「箱」、つまり、公衆トイレと間違った人もいたようです。さらに、接吻奨励の論説が時事新報に掲載されたりしています。

何といっても最大の課題は50万人と言われた武士階級の解体でした。1869年に、版籍奉還となり、まず、薩長土肥の各藩がそれに従います。旧大名には石高に代わる家禄を与え、旧領地の知藩事に任命されました。そして1871年には廃藩置県が制定され江戸時代の藩は県となります。

1873年には国民皆兵を目指す徴兵令が出され、内務省、警視庁もできます。つまり、武士の専業だった戦が国民全体の義務になったのです。三族籍による戸籍法が制定され、藩主、上層公家が華族に、藩士・旧幕臣は士族に、農工商、穢多・非人は平民と、四民平等となりました。身分制度がなくなることで職業選択が自由になり、優秀な人間が得意分野で自由に能力が発揮できるようになりました。これは明治維新の大きな成果の一つだったのではないかと思います。

華族、士族には額は減らされたものの家禄が与えられ、王政復古の功労者には賞典禄が与えられました。これらをあわせたものが秩禄で、これが国家財政の3割を占めたそうです。そこで1873年には秩禄奉還の法が定められ、奉還希望者には一時金が与えられましたが、効果は出ませんでした。そこで、1876年に全員に強制的に金録公債証書を与え、華・士族の禄制を全廃しました。これが秩禄処分です。

前年には廃刀例も出ており、これで武士の特権はすべてなくなったわけです。官吏、巡査、教員などになれなかった小禄の士族は生活に困り公債を手放して農工に転じたり、慣れない商売を始めて、多くの旧武士が事業失敗し、没落をしていきました。いわゆる「武士の商法」です。

### 金融制度の確立と産業革命の推進



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

金融・経済に目を転じると 1871 年に新貨条例が制定され、円を基準とする金本位制が採用されました。しかし、紙幣の乱発が続き、金兌換が行われないうままインフレが進行してしまいます。伊藤博文が米国制度に倣い建白したのが国立銀行条例で 1872 年に法律が出来ています。国立銀行を設立し、金貨兌換を計るのですが、設立の条件も厳しく、紙幣の価値も不安定、しかも、インフレで結局、この制度を利用して設立された銀行は 4 行のみで、この制度はうまくいきませんでした。

そこで、1876 年には国立銀行条例の改正が行われます。この改正では兌換によらない銀行券の発行を認めたのです。その結果、1889 年までに 153 の国立銀行ができ、不換銀行券発行が大量に発行されます。それらが貸付にまわり、それがひどいインフレを誘発します。この制度では国立銀行を設立する際の資本金の 8 割は公債で払い込みができました。それをもとに貨幣が発行されたのです。

このインフレに対応して 1881 年、大蔵卿、松方正義による紙幣整理が行われます。松方の政策は健全通貨主義と呼ばれました。ともかく、徹底したデフレ政策で正貨の蓄積、輸出振興、歳出削減、紙幣の償却が行われ、近代的金融制度が成立していきます。そして、1882 年に中央銀行、日本銀行が設立され 1884 年に兌換銀行条例が制定されて金融制度は一応、体裁を整えることとなりました。

金融市場の整備と歩調を合わせて日本で産業革命が起こります。日本の産業革命の父ともいえるのが、渋沢栄一です。彼は天保 11 年(1840 年)に生まれ、昭和 6 年(1931 年)まで生きています。青年時代は攘夷派でしたが、結局、幕臣となり、1867 年パリ万国博覧会への日本の使節団に参加します。その際に、ヨーロッパ各国を訪問。そこで日本の産業の今後の在り方を学びます。

渋沢が特に大きな影響を受けたのがサン・シモン主義でした。サン・シモンはルイ＝ナポレオン・ボナパルト(第二帝政)の政策に大きな影響を与えた人です。王様・貴族・僧侶・軍人・官僚は不要。必要なのは実業人だけ。すべての産業に携わって自分の労働によってお金をつくりだす人々が社会をつくるという考え方で、「産業人による、産業人のための、産業人の社会」の実現を目指した人でした。産業が発展するためには、物、人、お金が動くことが必要で、お金の循環のための銀行、物と人の移動のための鉄道、物と人とを結びつけて付加価値を生み出すための株式会社。これら 3 つのもの、とりわけ株式会社を社会変革の原動力に据えるのが基本的な考え方でした。渋沢はこの考え方に共鳴して日本の産業革命の推進者としての役割を果たしたのです。

産業が発展するために不可欠なのが鉄道です。1870 年に東京ー横浜、明治 20 年代の初めには全国の主要路線が完成し、これが資本主義経済発展の基礎となりました。一方、海運については官営があまりうまくいかず、結局、三菱会社(岩崎弥太郎)に所有船払い下げられます。これが三菱財閥の基礎となりました。



## 長期投資仲間通信「インベストラيف」

官営だった富岡製糸場、兵庫造船所、品川硝子製造所、釜石鉱山精錬所など、ほとんどが 1881 年から民間に払い下げられます。少しずつ民間に資本が蓄積される一方、政府は赤字事業を抱える余裕がなくなってきたのです。その結果、政商に利益が舞い込み、岩崎、三井、川崎、古河の財閥が基礎を固めます。さらに 1886 年以降、鉄道、紡績、鉱山などの企業が勃興し日本の産業革命が進展していきます。1890 年に日本で初の恐慌が起こります。恐慌は資本主義に特有の現象であり、恐慌が起こったということは産業革命を経て日本に資本主義が成立したことを意味すると言われています。

### 証券市場の成立

日本が証券市場とかかわりを持ったのは日本国外債の発行の時からと言ってよいでしょう。明治 3 年、鉄道施設資金をロンドンで調達します。その時のクーポンレートは 9% でした、当時のロンドンでの発行条件はトルコ、アルゼンチン、ペルーが 6%、エジプト、ルーマニアが 7%、ホンジュラスが 10% でした。つまり、日本の信用度はエジプト、ルーマニアより低く、ホンジュラスよりも少し良い程度だったということです。その後、信用度も少しずつ高まり、明治 6 年には 7% 利付外国公債を出しています。この時に調達した資金は秩禄奉還者への生活資金給付財源として使われました。

明治 11 年、1878 年に東京と大阪に株式取引所が設立されます。株式取引所は明治 11、1878 年 6 月 1 日に開所されます。西洋風木造 2 階建ての建物でした。陸海軍楽隊の演奏の中、昼近く、伊藤博文内務卿、大隈重信大蔵卿、楠正隆東京府知事などが到着し、万歳の声の中、2 時半に仲買人 76 人が立ち会い開始しました。

開所当初の取引はもっぱら公債でした。これはあまり不思議なことではなく、どの国でも最初は公債が取引の中心です。日本の場合、前述のように武士階級 50 万人を整理するための禄高にに応じて秩禄公債が交付されました。政府は当初、公債価格の下落を恐れ、売買、譲渡、質入れなどを禁止していました。しかし、その日暮らしの下級士族は密かに両替商を通じて換金せざるを得ない状態でした。多くは売りたたかれて投げ売り同然の値段で売却をしていたのです。

国立銀行条例の改正で公債を銀行券発行の保証として払い込むことが認められます。また国有財産払下げ代金にも利用できるように制度が変わります。したがって、投げ売り同然の公債は商人、地主、事業家など当時の金持ちには絶好の投資対象となったのです。

日本は遅れて先進国入りしたため、資本蓄積が乏しいまま急速な工業化を進める必要がありました。その役割を果たしたのが銀行でした。つまり、払い込まれた公債を資本に転化し、産業資金を供給したのです。銀行は「機関銀行」として特定企業に積極的な貸付が行われたのです。



## 長期投資仲間通信「インベストラيف」

当初は、証券市場に流入する資本は絶対的に乏しく、そのことが株式売買を投機的なものとししました。証券市場が資本集中のための場として本格的に機能しだすには重化学工業の本格的発展と資本蓄積の進展が前提ですが、明治にはそれが整っていなかったのです。1907年(明治40年)ごろ、一般庶民の賃金は高いほうで大工、左官、洋服仕立工など、1日75銭ぐらい。低いほうでは製糸女工の25銭程度、月給は7~20円ぐらいだったのです。当時の株式額面は原則50円、庶民から見ればとても手の出るようなものではなかったのです。それを反映して当時、株式払込は4回に分けて行われていました。

日本では享保年間(18C初)に大阪堂島に帳合米市場が成立しており、セリ売買で値段と数量を決め、一定の手付金で売買契約、将来の一定時期に差金決済で受け渡しが行われていました。米ならともかく、株や債券の本質はイメージしにくかったのでしょう、ただ相場が動くというだけで投機の対象となりました。

1887年ごろからようやく株式売買が増え始めます。1882年には上場会社数が銀行中心に9社のみでしたが1887年には銀行、鉄道中心に34社、さらに1897年には紡績、食品も加わり117社へと増加していきます。人気のあった銘柄は日本郵船、鐘紡、東京株式取引所に集中、しかし、売買の9割は投機、株式というものの理解がなかったのです。資金調達の中心は銀行、株式市場は投機の間と考えられていました。市場は本格的に機能しだすには、重工業の本格的発展と資本蓄積の進展が不可欠ですが、明治時代にはまだ条件が整わない状態でした。

明治14年ごろから鉄道ブームが始まります。日本鉄道を始めとして、明治19年ごろまでには伊予、山陽、甲武、両毛、日光、武蔵など50社が設立されます。神社、仏閣、温泉地など人が集まりそうな場所はどこもかしこも鉄道で結びつけようという計画が至る所で起こります。多少の顔ききが待合の一室にたむろして、物差しで地図に赤線を引き、名士を担ぎ出し株式を募集するとたちまち資本金が集まり、プレミアムがついたといえます。そのせいで、参謀本部の5万分の1の地図が売り切れるという現象まで生じたそうです。

### 日清・日露戦争から第一次大戦へ

1894年に日清戦争が勃発。その背景や経過については皆さんご存じの通りだと思いますので略します。日本はこの戦争に経常歳入の2倍に当たる2億5000万円の予算を投入しますが、戦勝で3億6400万円の償金を得ることができました。1870年ごろから世界的に銀の産出が増加していました。欧米各国は銀を売却して相次ぎ金本位へ移行します。銀相場は低落するので、銀本位の日本は不利でした。日清戦争で清から受け取った償金はポンド建てであり、ポンドは金との交換ができます。それによって日本は金本位制に移行ができました。これは大きな戦果だったと言える



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

でしょう。

日清戦後、企業勃興機運が高まります。鉄道、紡績、銀行、石炭、保険、造船、電灯など企業投資が拡大します。そのような中、鉄道事業の国有化が事業家に有利な条件で行われます。鉄道会社（主な 17 社）はその後、明治 39（1906）年より国有化されていきます。これは株式市場にも大きな影響がありました。それまで鉄道株に統一されていた投資と投機が、投資は電力株、投機は紡績株と取引所株へと分かれるようになったのです。投資と投機が銘柄によって異なってきたということとは少しずつ投資ということの意味が知られるようになってきたということなのでしょう。

もちろん、投機も大人気です。大阪紡績、鐘淵紡績、東京瓦斯、東京人造肥料、東京製鋼、日本麦酒、札幌麦酒、日本石油、日本セメントなど、株式市場で異常な投機熱が起こります。そして、ブームの後、1897～1900 年には反動恐慌がやってきます。

1904 年には日露戦争が勃発します。日清戦争の 8 倍の軍事費が使われました。その大部分が外債発行も含め公債で調達されました。日露戦争は日本の辛勝だったのですが、日清戦争と異なり無償金講和でした。しかし、戦後、外債募集の成功により自信を付けたこともあり熱狂的な企業投資ブームが起こります。綿紡績、電気、造船、鉱産業、諸機械、電気機械などの企業が設立され、徐々に日本の産業の重工業化が進みました。しかし、熱狂があれば不況もあるのは今も昔も同じです。1907～08 年、反動恐慌が発生し、第一次大戦まで景気沈滞が続きました。恐慌下、財閥による資本の集中が進んだことが注目されます。

日露戦争の余波として忘れられないのが満鉄株公募です。ロシアから東清鉄道南部支線を譲り受け設立された南満州鉄道(株)は明治 39（1906）年 9 月に 10 万株の第一回株式募集をします。熱狂的人気で応募は 1077 倍。財閥の大蔵喜八郎は一人でほとんど全部に相当する 9 万 9000 株の申込みをしたと言われています。結局、株主数 10,101 人。半官半民の国策会社が出来上がったのです。ちなみに大蔵喜八郎には 91 株が割り当てられたそうです。これを見ると 80 年代末の NTT 株公募と同じですね。やはり人間の相場での行動はあまり変わらないのかも知れません。

日露戦争後、大正にかけて相場は沈滞していました。そこへ第一次世界大戦が開戦します。当初は不安視をする向きが多かったのですが、翌年から軍需、民需企業ともに潤うようになります。大戦中には大正 4 年と 5 年の 2 回、大相場が示現しています。「戦争は買い」という素朴な信仰もあったのでしょうか。時局関係株として日本郵船、鐘紡、東洋精糖、日石、満鉄、東株。戦争成金を買われました。この時の熱狂を井上日銀総裁は「投機熱は冬の枯野に火をつけた燎原の火のように燃え広がる」と表現しています。

一方で投機化抑制と場外市場取り締まり。呑み行為などを目的として証券規制も強化されます。新場橋署が兜町を一斉捜査して数 100 人の逮捕者が出た新場橋事件などが注目を浴びました。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

### 反動恐慌から太平洋戦争終戦まで

1914～1918年の第一次世界大戦で日本は「漁夫の利」を得ることができました。1907年からの長い不況から脱出、景気はブームへ向かいました。大戦期間中に、鉱工業生産5倍、貿易4倍、製鉄、造船、化学、電気、機械など重工業が発展しました。しかし、毎回のことですが、1920年には反動(戦後)恐慌は起こります。この時の暴落は未曾有の大暴落といわれました。地場筋の売り崩し、ろうばい売り価格は下げ止まらず、「急霞(きゅうか)のごとき投物に相場奔落して疾風枯葉を捲くがごとく、凄惨の気市場に充満したり」と表現されています。

そのような中で大正12年9月1日、関東大震災が発生します。東京都内の本店銀行138行のうち121行、支店銀行310行のうち222行が消失し、ほとんど全部、営業停止となります。政府は7日に緊急勅令で支払延期令を実施、銀行は休業となります。支払延期令の中身は、9月1～30日までの間に支払い義務のある司法上の金銭債務で債務者が東京府その他災害関係地域に住居または営業所を有するものについては30日間その支払いを延期するというものでした。

震災地関係の手形は日銀が再割引をしました。ところが、大正9年の反動恐慌以来、整理されずに持ち越された実質的には不良貸しであったものまでが、震災により損失補償令に便乗して逃げ道を見つけたのです。これが後日、金融恐慌の火だねとなり傷口を広げることになります。

株式取引所も建物消失で立会不能となります。このころ発行された外債は利回りは8%となり国辱国債と言われました。

このような状態だったのですが、昭和初期の世相は意外に明るかったのです。昭和元年は1926年で米国を中心とする世界は「咆哮の20年代」の真っただ中。日本も震災から徐々に回復し庶民生活も正常に戻りつつありました。家電製品が一般家庭に普及し、デパートは出店ラッシュ。三越がファッション・ショーを行えば高島屋は10銭均一売り場を拡大するなど競争を繰り広げます。当時は、映画が最大の娯楽、スターはチャップリン。スクリーンの中のアメリカの社会にあこがれをかき立てられました。

モダン・ガール、モダン・ボーイによる新文化が登場し、都市に高学歴の給与生活者という新中間層が生まれる。このような中で国内外の経済は暗転してゆく。1927年金融恐慌、1930年昭和恐慌、そして世界恐慌と危機が相次ぎます。大衆消費の一方で格差が拡大します。同潤会アパートで優雅なモダンな生活をする人がいる一方、プロレタリア文学が描くような労働者や農民が存在する。そして高学歴エリートも「大学はでたけれど」が流行語になるほど就職難でした。

モダン・ボーイからマルクス・ボーイが派生し、彼等は社会主義革命を目指します。プロレタリア文



## 長期投資仲間通信「インベストラيف」

学が多くの人に読まれる。しかし、社会主義は結局、十分な国民の支持を得られず革命の夢は破れ、大衆は離反していきます。政治は政友会、民政党の党利党略に明け暮れ、政党政治に対する国民の失望が高まります。そして、国民は政党よりもカリスマ的個人を求めるようになるのです。カリスマによる社会の変革に期待するのです。

革命の夢が破れ、社会の閉塞感は「エロ・グロ・ナンセンス」の風潮へと向かい。新興宗教が興隆します。格差是正の追及がなされ、新中間層が農民と労働者へ、モダン・ガールが婦人へと変質していきます。

そして、満州事変が勃発し、社会に衝撃を与え、それが日中全面戦争へとつながっていきます。国民も戦争に協力的でした。それは、戦争が持つ社会の平準化作用への期待もあったのでしょう。国家と国民が一体になって戦争を遂行する体制ができ、国家と国民を結び付ける新聞、ラジオ、写真壁新聞、グラフ雑誌などのメディアの役割が増していきます。これらメディアがカリスマの登場を促します。そして登場するのが五作家筆頭の青年貴族、近衛文麿でした。彼がラジオで熱く語る言葉で世論は日米友好からファシズムへの共感へと変化していきます。

金融市場にも激震が続きます。1927年、金融恐慌が起こります。国内要因として第一次大戦で水膨れした経済の整理の遅れにより発生したのですが、東京渡辺銀行の閉店がきっかけとなり信用不安が発生、全国で3週間のモラトリアムとなります。その中で、1930年に金解禁が行われ一層、恐慌の傷口を広げました。

1930年には昭和恐慌が起こります。1929年、ウォール街で株式市場が大暴落し、世界恐慌の引き金が引かれました。日本は金解禁直後、反動恐慌時の財界整理の遅れで大ダメージを受けます。1925～1931年の期間を見ると、東京卸売物価は-40%、工業生産は-25%、失業、労働争議が6年で約1000件ありました。1931年には金輸出の再禁止が決定されています。

世界不況から脱出するために、米国、英国などの持てる国はニューディールなどで国内需要創出していきます。一方、日本、ドイツ、イタリアなどの持たざる国は武力行使による対外進出の道を進むことになります。そして日本も戦時体制強化と経済統制の時代へとなっていきます。

金輸出再禁止により日本は再び管理通貨制へと戻ります。円高の苦境に苦しんでいたのがこの決定を受け、株価は一斉に反発。市場では「ワッ」という歓声が上がったといわれます。高橋是清による財政政策は赤字国債の日銀引受という思い切った拡張政策で恐慌からの脱出を実現します。

このころから、日本の中国大陸への公然たる進出が目立ってきます。先進資本主義列強への仲間入りを意識しての動きです。経済の面でも、管理通貨が財政膨張、赤字国債増発を生み出しま



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

す。そして、その結果、インフレの中で軍拡が進みそれが景気拡大につながりました。事実、軍需中心に景気は良くなり、昭和5年の鉱工業生産を100とすると、昭和10年には163、昭和15年には183と生産が増加しているのがわかります。

平価切り下げによる輸出増を狙うソーシャル・ダンピングが横行し始め、これが国際的通貨切り下げ競争となり国際関係が緊張します。日本は産業統制の強化、国内経済の軍需向けを中心とする重化学工業化、朝鮮、満州、中国本土、台湾などへの資本進出となり昭和12年の日華事変以降、急速に戦時統制経済となっていきます。

戦時下、戦費調達のための貯蓄推奨ポスターには「働いて得たよろこびを、国に報いるよろこびへ」、「国防に長期貯蓄の底力 貯めよう！ 勝とう！」などというものがありませんでした。銀行も、貯金報国 職域奉公などを合言葉に興亜奉公袋を預金の景品として出したりしていました。

国民貯蓄の増強と重要産業等への資金供給を目的として大戦前夜に投信が発足し、敗戦に至るまで順調に発展しました。ちなみにこの投信は戦後の昭和25年に全額償還されています。もっともひどいインフレでしたから実質価値は大幅に下落していました。昭和18年には東京、大阪などの株式取引所が廃止され、日本証券取引所に統合されます。昭和19年11月から東京が本格的な空襲にさらされ、昭和20年3月10日には東京が大空襲に遭います。8月10日には遂に日証全国市場が一斉に臨時休会となり、その後、敗戦を受けて1949年5月16日の取引所再開まで取引所での取引は行われることはありませんでした。

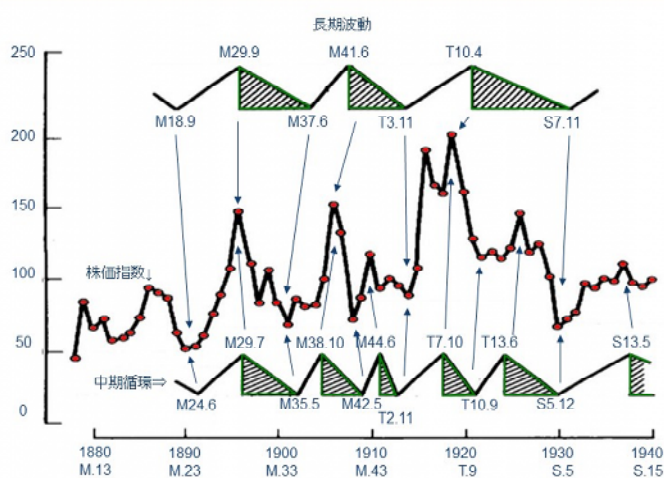
戦前も株式市場はファンダメンタルズを反映していた

この図は「証券百年史」(日本経済新聞社刊)からの抜粋ですが、戦前の株式市場と景気動向を見ると明らかに7～8年の循環的変動がみられる。株

### 戦費調達と戦時中の銀行、証券会社



### 戦前の株式市場と景気動向



証券百年史(日本経済新聞社)より岡本が加工・転載  
1. 中期循環は藤野正三郎、五十嵐富次「景気指数: 1880-1940年」(1973)から  
2. 長期波動はS. Fujino, 'Construction Cycles and Their Monetary - Financial Characteristics, Economic Growth, edited by L. R. Klein & K. Ohkawa, 1968から



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

株価の変動の山と谷は、中期循環（設備投資循環、グラフの一番下）とほぼ時を同じくしています。一般的には株価が若干、先行しているように見えます。この図から、戦前においても、株価は将来において期待される企業活動を表していることがわかります。

さらに株価に対しては長期的な 15～20 年周期の長期波動の方が中期的な循環よりもより強く現れているようです。これを見ると株価は先行性を発揮していると言えるでしょう。まさに戦前においても株価は日本経済の状況をビビッドに映し出しながら変動していたのです。

「証券百年史」では 1901 年以降の産業別株価指数上昇率も紹介しています。これから綿糸紡績業を中心とする繊維工業が 1901 年～1926 年まですべて上位 5 位以内に位置しており、繊維産業が戦前日本の代表産業であったことがわかります。

1901～1910 年には電力が上位に顔を出しています。この時期、水力発電による電力発展期であったのです。1914～1919

年は第一次世界大戦による輸出ブームで海上保険、海運が活躍しています。そして 1930～1937 年には産業構造が軽工業から重工業に移行。造船が登場しています。産業別に見ても株式市場は実体経済の変化を如実に表しています。これを見ると株式市場というのは本当にすごいものと感動します。

### 敗戦へ

昭和 17 年、政府は戦時金融公庫（戦金）という特殊金融機関を設立して株価のテコ入れを行います。昭和 20 年 3 月 9 日の東京大空襲以降は、もはやテコ入れでは間に合わず『無制限買い入れ』に踏み切ります。まさに「市場での買いは戦金だけ」。公権力で価格を支えるというのは市場の崩壊でもあります。

とても興味深いことに敗戦の一か月前（20 年 7 月半ば）から、株式市場では繊維、食品など民需株への買い人気になり始めます。戦後にはこれらの銘柄は「平和株」と呼ばれましたが、当時は「平和」の一語はご法度。「民需株」と言われていました。20 年 7 月 21 日「日本産業経済新聞」

### 産業別株価指数上昇率

|   | 1901～1906         | 1908～1910    | 1914～1919         | 1924～1926         | 1930～1937         |
|---|-------------------|--------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| ① | 紡績<br>5.28X       | 取引所<br>2.13X | 海上<br>保険<br>6.31X | 海上<br>保険<br>1.94X | 造船<br>5.22X       |
| ② | 海上<br>保険<br>3.60X | 電力<br>1.49X  | 石炭<br>鉱業<br>4.39X | 紡績<br>1.59X       | 石炭<br>鉱業<br>3.73X |
| ③ | 取引所<br>2.71X      | ガス<br>1.47X  | 紡績<br>3.81X       | 陸運<br>1.37X       | 海運<br>2.79X       |
| ④ | 食料品<br>2.50X      | 陸運<br>2.46X  | 海運<br>2.53X       | ガス<br>1.27X       | 石油<br>鉱業<br>2.73X |
| ⑤ | 電力<br>2.08X       | 紡績<br>1.28X  | 取引所<br>2.37X      | 窯業<br>1.24X       | 食品<br>2.41X       |

証券百年史(日本経済新聞社)より転載  
推計の詳細は藤野正三郎・秋山涼子「証券価格と利子率・1874-1975年」第一巻、第二巻



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

(今の日経)には「両三日来の民需株買いは依然衰えず、製粉、麦酒、紡績、人絹など一斉に1～2円方の続伸を告げ、浮動株薄のため値が大幅に飛ぶものもあり、三井、三菱などの財閥株の強調と共に注目すべき商状となった」とコメントされていたそうです。平和株人気は「日本の降伏が間近い」という情報が市場にかなり浸透することを示すもの。ポツダム宣言は7月26日に発表されている。これも恐ろしいほどの市場の効率性、予測性を表すものだと思います。

そして敗戦を迎え、時代は戦後となります。集団売買の時代、取引所の再開、朝鮮戦争特需、高度成長、オイルショック、輸出依存成長、プラザ合意とバブル相場、不良債権処理、グローバル金融危機と流動性相場、アベノミクス相場と日本のマーケットは時に大きな波乱を交えながら成長を続けています。さて、これから50年後のマーケットがどうなっているか。50年後に当社創業60周年記念セミナーでまた、皆様にお話したいと思います。ご清聴ありがとうございました。

### 主な参考資料

有沢広巳監修「証券百年史」(日本経済新聞社)

東京証券業協会「証券外史」(東京証券業協会 証券外史刊行委員会)

細金正人著「兜町の40年」(中公新書)

井上寿一著「戦前昭和の社会 1926-1945」(講談社現代新書)

後藤寿一著「明治・大正 日本人の意外な常識」(じっぴコンパクト新書)