



FIWA®マンスリー・セミナー講演より 戦後の日本証券市場史

講演： 岡本 和久
レポーター： 赤堀 薫里

今日は戦後の日本証券市場史というお話です。戦後の証券取引所は、しばらく閉鎖されていました。再開されたのは1949年5月16日。その日の日経平均の引値は176円。2021年2月末が28,966円。つまり、71.75年で、164.5倍。年率換算すると約7.4%。同じ期間の毎月のリターンを年率換算するとちょうど10%ぐらいです。その10%の標準偏差をとると20%。平均リターンが年率で10%。リスクが20%ぐらいだったということです。もちろんこのようなデータは非常に興味深いのですが、その数字の裏側にある我々の生活、世相をもう少し知ってほしいと思います。その時代背景があって、リターンが生まれてきたと知ることは、すごく大事なことだと思います。

戦争が終わったのは日本では一般的にポツダム宣言を受諾した1945年8月15日とされています。しかし、正式に降伏文書に調印したのは1945年9月2日。東京湾に軍艦ミズーリ号が来て、そこで調印式をして敗戦を認めました。760万人の復員兵士と150万人の引揚者がいました。軍需産業の生産停止で約400万人が失業。そのうえ米の作柄が平年並の2/3という未曾有の凶作でした。石炭産業は中国、朝鮮に大きく依存していたため、それがなくなった。だから鉄道輸送も止まってしまった。



東京も焼け野原の状態でした。ダグラス・マッカーサーさんがやってきて、日本を2度と戦争ができない国にすると改革が始まりました。インフレがどんどん進み、証取法も改定されていない、為替レートも決っていない中、9月26日、当時の大蔵大臣が、店頭取引を再開について言及しました。しかし、GHQの許しが得られず、その代わりに集団取引が始まりました。

1946年2月16日、金融緊急処置令等が公布され、始まったのが預金封鎖です。10日間のうちに持っている現金全額を銀行預金に入れるよう命じられます。旧円は使えなくなるのでみんなお金を銀行に預けます。しかし、新円は、生活がやっとならざるに金額しか引き出せないように決められています。名目的にはインフレを抑えるためでした。印刷機や造幣局がやられてしまっているので、新しいお札を発行するにも発行できません。そのため、旧円に証紙を張ることになり、紙は新





FIWA®通信「インベストラ이프」

聞紙を使い、糊はこんにやくを溶かして旧円に貼り付けたと言われます。そんな状態だったのです。

これに困ったのは証券会社です。誰かが株を売却したいと思っても、買い手となる人が新円を生活費程度しか持っていないので代金を払うことができません。証券各社のトップが大蔵省に詰めより、株は預金口座にある旧円で買うことができるようになりました。旧円で買ってすぐ売却をすれば新円がもらえます。これを「封鎖破り」といって、皆が大量に株を買ってすぐに売却したそうです。

全員が銀行に自分の預金を入れることで、その人の持つ現金財産が把握できます。次に導入されたのが財産税。持っている財産に対して税金をかけたのです。これは貧乏な人からお金持ちまで最低 25～90%の税率で税金がとられました。物納もかなりあったようです。財産税で取り上げた税収で戦時中に発行された国債を全部償還しています。ものすごいインフレになっていたのに、実質価値は減っていますが、とにかく返した。だから日本国債はデフォルトがないということに今でもなっています。

もう一つ重要なことは財閥解体。それに続く証券民主化運動です。日本が戦争をするうえで財閥が果たした役割が非常に大きかったという GHQ の認識があり財閥を解体しました。財閥解体で政府機関が株式を買い上げる。台湾や満州にあった日本の企業の株式が全部引き上げて政府が保有した。また、財産税の物納部分として株式で納めたケースも多かったようです。その結果、政府にたくさんの株式が集まることになり、この受け皿として個人投資家に株を持たそうということになりました。証券民主化運動というキャッチフレーズのもと、大々的なキャンペーンが行われ、NHKまでが「株を買いましょう」というコマーシャルを流したそうです。その結果として、個人の保有が半分くらいだったのが 7 割くらいになりました。これ、取引所がまだ再開される前です。

少しずつインフレの収束のメドがたってきて、集団取引市場での株価はだんだん上がり、終戦直後と比較して 7 倍くらいになりました。そして 1949 年によく取引所が再開されるのです。しかし、取引所が再開された途端にドカンと下がってしまった。デトロイト銀行の頭取ジョゼフ・ドッジが日本に来て日本の経済は、米国の援助と政府の補助金の 2 本でやっと立っているだけの竹馬経済ではないかと指摘します。政策の 3 つの柱ということで、財政均衡、生産増大、物価・為替・賃金の安定が打ち出されました。厳しいデフレ政策で株式も大幅に下落したのです。取引所再開の前に、1 ドル 360 円が決っています。これもかなりきついレートだったといわれています。このようにして 1949 年 5 月 16 日に証券取引所が再開され、戦後の株式市場の歴史が始まったのです。

講演では、戦後、証券取引所が再開してから現在に至るまでの日本証券市場史を時代背景に基づいて解説くださいました。また、現在の日本市場の配当込 TOPIX は新値、時価総額も最高値となったことや、世界市場の中で薄れる日本の存在感についてお話くださいました。