

# 株式市場 75年の歩み



1936~65年

## 戦前から復興、高度成長前期まで

1936（昭和11）年6月『会社四季報』は創刊された。その約3カ月前には、高橋是清蔵相が暗殺された「2・26事件」が起き、「準戦時体制」が始まる。株式市場を取り巻く環境は、45年8月の第2次世界大戦終戦まで軍事・統制色を深めていく。

1929（昭和4）年10月にニューヨーク株が暴落し、世界は恐慌に突入した。日本も30年1月に金輸出解禁で「昭和恐慌」に陥るが、その後の株式市場は軍需景気色の中で乱高下を繰り返す。戦時の重工業化のため資金調達“場”の確保、戦争不安一掃のためにも株価対策が重要課題となった。銀行、証券をバックにした41年3月に日本協同証券など株式買い支え機関が設立され、政府も株式価格統制令を41年8月に施行した。

39年9月には欧州で第2次世界大戦が始まり、日本も41年12月のハワイ真珠湾攻撃で太平洋戦争に突入した。停滞していた株価は急反騰し、開戦後の1年間は軍需関連株人気などで

戦前期最後の活況となった。しかし戦局が悪化していくにつれ、株式市場の機能も徐々に失われていく。政治、経済は戦時統制色を一段と強め、43年6月には全国11カ所の取引所が官営の日本証券取引所に統合された。8月10日には取引所は立ち会いを停止し、終戦を迎えた。

### GHQ主導の戦後復興期

連合軍総司令部（GHQ）は、日本の金融・証券制度改革について、経済民主化の基本政策に沿って、国家統制色、軍事色をぬぐい、長・短金融を分離し、長期産業金融として証券市場を育成、強化すべきと考えた。終戦直後は戦時金融機関とされた日本証券取引所は47年に解散し、取引所空白時代となる。

証券業界にも取引所制度改革の機運が高まり、取引所は会員制、証券業は免許制から登録制に移行し、金融業と証券業の分離が決められた。49年5月には、東京、大阪、名古屋の3取引所

が取引を再開した。GHQは上場証券取引の取引所集中、先物取引の禁止、取引の時間順位の記録（時間優先）などの「証券取引再開3原則」を取引所再開の前提とし、証券取引制度の根本的な改革を図った。

取引所再開後、株式市場はしばらく順調であった。しかし、49年2月に来日したドッジ公使が、日本経済の自立自給政策を実行すると発表。この「ドッジ・ライン」によるデフレ政策、為替レート設定（4月25日から1ドル＝360円）で日本経済は深刻な不況に陥った。

こういう状況の中で50年6月に朝鮮戦争が勃発した。特需景気で株価は急反騰し、53年2月4日の高値まで東証修正平均株価（現・日経平均株価）は31カ月間で5倍以上となった。過熱化した株式市場を53年3月5日、ソ連のスターリン首相重体の報道が痛撃する。東証平均株価は1日で10%の下げとなった。その後、株価は暴落直前まで戻したが、株式市場の停滞期が続く。

停滞していた株式市場は、

1955年半ばから上昇相場に入った。契機となったのは金融緩和と銀行の株式相互持ち合いであったが、さらに経済が神武景気（54年12月～57年6月）といわれる好況期に入ったことで、株式市場は金融相場から業績相場へと移行し、息の長い上昇期を迎えた。56年の『経済白書』は「もはや戦後ではない」とうたい、国民生活も55年にほぼ戦前水準まで回復した。家電製品で“三種の神器”といわれた白黒テレビ、電気洗濯機、電気冷蔵庫のブームなど消費革命が進んだ。

株価は57年後半に公定歩合引き上げなどで下落したが、58年初めから出直り、神武に続く岩戸景気（58年6月～61年12月）を背景に、東証平均株価は60年2月には初めて1000円の大台に乗せた。この年、60年には池田勇人内閣が「所得倍増計画」を発表。株価は翌61年7月には1829円の高値をつけた。

政府は諸外国からの圧力もあり、60年に貿易・為替の自由化に踏み切った。さらに64年には日本はIMF（国際通貨基金）8カ国へ移行、同年経済協力開発機構（OECD）に加盟した。

企業の海外での株式資金調達で画期的だったのが、ソニーが61年にNY市場に上場したADR（米国預託証券）。まだ額面発行による資金調達が主流であったなか、米国方式の時価発行公募増資という新手法を開拓した意義は大きい。この後ADRを発行する企業が相次いだこともあって、海外における日本株への認識が高まり、60年から63年にかけて第1次外国人投

資家ブームとなった。

## 山一、大井両証券に日銀特融

東証平均株価は61年7月に高値をつけた後、下降したが、日銀の公定歩合引き下げや外国人買いでいったんは戻した。ただ、過熱ぎみの株式市場は63年7月、大蔵省が証券業者の有価証券保有、負債比率に厳しい規制を行うという通達（「証券会社の財務管理について」）を発表したことを嫌気して下落。さらにケネディ米国大統領が金利平衡税の創設を発表したことで、日本の国際収支、外国人買いに対する懸念が高まり、市場は暴落した（いわゆる「ケネディ・ショック」）。

このため大蔵省はさまざまな株式市場対策を打ち出し、64年1月に興銀、長銀、市中銀行12行と4大証券の合計18社で

株式買い上げ機関・日本共同証券を設立。さらに証券会社も65年1月に買い上げ機関・日本証券保有組合を設立した。

だが、こうした株価テコ入れ策にもかかわらず株価は低迷した。株式の大量推奨販売、株式投信、公社債投信のブームの反動に加えて外国人買いの反落も背景にあった。こうして証券各社の経営が悪化、顧客は投信と運用預かりの解約に殺到し、証券会社の資金繰りを悪化させた。

とりわけ山一証券と大井証券の経営は危機的状況となり、ついに65年5月28日深夜、田中角栄・蔵相をはじめとする首脳会談で、山一証券に日銀法25条の発動、日銀特融の実施が決定された。その後、大井証券も日銀特融を受けたことで、証券恐慌が金融恐慌に波及する展開は回避された。

## 1966～2000年

### 高度成長への決別、バブル生成と崩壊

政府は不況克服を目的に1966年1月には特例（赤字）国債を発行し、公共投資を拡大する。ここから日本経済は第2次高度成長時代に入った。65年11月から70年7月まで「いざなぎ景気」が57カ月続くなか、東証平均株価も業績回復を受けて上昇に転じた。日本は経済「大国」として68年にはGNP（国民総生産）で西独を抜き、自由世界で2位となった。

71年8月には、米国ニクソン大統領が金とドルの交換停止を宣言し、株価は大きな下げを

経験した。だが、株式市場はこの「ニクソン・ショック」も短期間で乗り切った。背景には、輸出の増大をテコにした外貨準備の増大、さらにニクソン・ショックを受けた金融緩和政策によって余ったカネが土地や株式にまわる「過剰流動性」がある。

73年10月に第1次石油危機を迎えて物価が暴騰すると東証平均株価もさすがに反落した。74年度の経済成長率は戦後初のマイナスとなり、高度成長時代に決別した。75年8月に興人の倒産もあり不況色は深まっ

たが、大量の国債発行、海外株式市場の好転もあり、日本の株式市場は81年8月の8019円を目指す上昇基調となった。

証券恐慌への対策として設立された日本共同証券と日本証券保有組合は、買い上げて凍結していた株式をその後の株価反騰時に放出した。各企業は三菱、三井、住友などの同じ企業集団や系列、関係の深い銀行、保険などに株の取得を依頼した。凍結株放出が終了した後も、企業は市場から浮動株を取得して相互株式持ち合い進めた。企業が積極的な安定株主工作を図ったのは、67年7月の第1次自由化以後の段階的な資本自由化のなか、外国人による株式買い占めが懸念されたからであった。

世界的な株安傾向から平均株価は82年10月にはいったん6849円にまで下落した。だが、株価はここから長期上昇局面に入り、89年12月末にまで至る歴史的な大相場を演ずる。

83年からの景気拡大は、85年9月のドル高修正に各国が協力を確認したG5（ブラザ合意）を契機とする急激な円高によっていったん途切れる。この「円高不況」に対し、日銀は公定歩合を87年2月まで立て続けに引き下げ、公定歩合は当時最低の2.5%まで低下。また、政府も87年5月閣議で緊急経済対策を決定した。だが、景気はすでに86年11月に底を打っており、50カ月を超える内需型成長の景気拡大が持続した。

## カネ余りと投機の進展

84年1月に1万円台に乗せていた平均株価はブラザ合意後に上げピッチを早め、87年1

月までの3年で2万円台に達した。背景には、対外摩擦を激化させるほど経常黒字が蓄積し、日本が世界最大の債権大国となるなかで、金融緩和策がカネ余りを拡大した面があった。機関投資家が株式所有・売買を高めたことで、市場の法人化は80年代に入ってさらに強まった。

時価発行に続いて転換社債の発行が増え、事業会社は手にした資金を再び株式市場や土地に投じ、バブルが形成、加速された。鉄鋼や造船などの大型株が土地の含みが大きいというだけで値を飛ばし、ファンダメンタルズではもはや株高の説明は困難となっていった。また、NTTの政府保有株放出も投資家のフィーバーに火を付けた。

## バブル崩壊、失われた10年

87年10月には、ニューヨーク・ダウが大暴落する。このブラック・マンデーが翌10月20日の日本市場を直撃した。日経平均株価は下落率、下げ幅とも史上最大の14.9%、3836円の大暴落となった。しかし、株式市場は88年4月には暴落前の高値水準に回復した。株式相場は88年11月から再度騰勢を強め、一気に89年12月29日の史上最高値3万8915円にまで駆け上った。だが、翌90年1月4日の大発表会から株価は反落した。

経済指標は90年代に入ってもしばらくは堅調であり、直接的には長期金利上昇と円安が株価暴落の背景とみられた。大量のエクイティファイナンスで需給バランスが崩れていたことも暴落を加速した。株価と地価の急落は金融機関の不良債権問題を顕在化させ、法人間の株式持

ち合いも崩れていった。

金融システム安定化対策や総合経済対策といったテコ入れ策によって日経平均株価は93年4月にいったん2万円台を回復した。だが、急激な円高が景気の立ち直りを遅らせた。95年にはメキシコの通貨危機に端を発した投機も加わり、4月には円は79.75円の市場最高値を記録した。日経平均株価は6月に再び1万5000円を割り込んだ。

97年に入ると大手金融機関の経営不安が現実のものとなる。山一証券の自主廃業（97年11月）、日本長期信用銀行の破綻（98年10月）が明らかになり、市場心理はさらに冷え込んだ。急激な資産価格の下落が金融機関のバランスシートと実体経済を苦しめ、さらなる資産価格の下落をもたらすという資産デフレの悪循環が90年以降の停滞を長引かせていた。

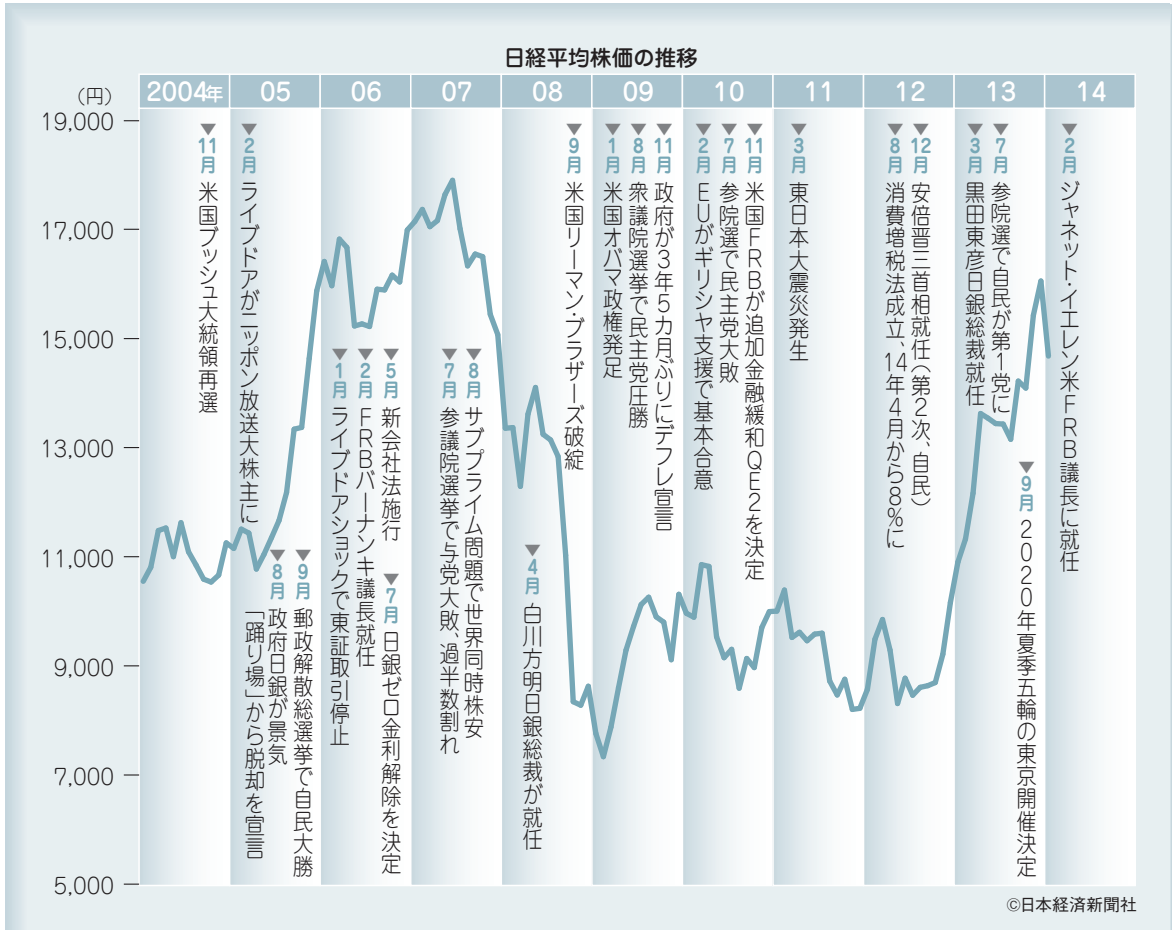
日本が「失われた10年」に苦しむ一方、米国はグリーンズパンFRB議長の金融政策運営のもとで繁栄を謳歌した。90年代の後半に入ると、IT革命によって生産性が向上し、景気循環が消滅、インフレなき経済成長が続くという「ニュー・エコノミー論」が喧伝された。

インターネット、情報技術などIT企業が多く上場するナスダック平均株価は95～96年に1000前後で推移していたが、2000年3月には5000を超えと空前の高値を記録した。日本でも遅れて99年ごろからIT関連企業の株価が急上昇し、これが日経平均株価を牽引した。だが、米国においてもIT関連株のバブルが崩壊すると日本株は再び下降をたどった。

2001年～

# 21世紀の株式市場

# 3



21世紀初めの日本株は、ITバブル崩壊で始まり、その後の金融危機、世界的なバブルの生成と崩壊により大きく翻弄された。日経平均株価は2000年4月に2万0833円とバブル崩壊後の高値を記録した。しかし、ITバブルの崩壊はすでに始まっており、企業業績は悪化。金融不安も高まり、03年4月には1982年11月以来の安値7607円まで売られた。

株価反転の転機となったのは、同年5月のりそなグループの実質国有化である。金融不安が後退したうえ、金融緩和で世界の景気が回復基調に入ったこと、「債務、設備、雇用」という3つの過剰に苦しんでいた日本企業がスリム化に着手、企業再編も進み、業績が改善したことも追い風となった。

米国株の反発や円安、業績改善期待などを背景に、05年の

年央からは株価上昇に拍車がかかった。郵政選挙で小泉自民党が大勝すると、構造改革への期待が高まり、外国人投資家の買いが活発化。05年の上昇率は40%とバブル期の86年の44%に次ぐ水準を記録した。その後、ライブドアショック、インド株や中国株の急落などがあったが、07年春以降は円安による業績拡大期待や海外株に対する出遅れ感で上昇基調を回復。日

経平均株価こそITバブル時の高値を抜くには至らなかったが、TOPIXは1816とバブル後の高値を記録した。

しかし、07年7月下旬に米国のサブプライム問題が顕在化すると、状況は一変した。米国経済の減速が懸念されるなか、日本は参院選での自民党の大敗やその後の政局の混乱、外国人投資家の日本離れで日経平均株価は5年ぶりに下落した。08年に入ると米大手証券の救済合併などで一時落ち着きを取り戻したが、9月に米大手証券リーマン・ブラザーズが破綻すると再び混乱が広がった。

米国の主要投資銀行は破綻や救済合併などにより地盤沈下。混乱は欧州にも広がり、金融機関が破綻し、国有化や公的資金の投入などが必要になった。金融危機は世界が同時に景気後退に向かう事態にまで深化し、08年の日経平均株価は下落率42%と戦後最大の落ち込みを記録。翌09年3月には、7054円とバブル崩壊後の最安値を更新した。

ただ、その後は米国の金融危機対策や景気対策、米FRBの金融緩和策など、欧米や日本が実施した対策が徐々に効果を現し始めた。中国など新興国の経済が底堅く推移したこともあり、世界的に景気回復期待が広がり、日経平均株価は3年ぶりに前年末を上回った。

10年に入ると、南欧諸国の財政問題が顕在化した。前年から続く先進国の景気対策や低金利政策を受けて弱いながらも景気回復が持続。日経平均株価は一時、1万円を下回ったが、11月に米FRBが追加金融緩

和策(QE2)を決定すると世界的に安心感が広がり、1万円台を回復して年を終えた。

## 日本の地位低下が進む

米国発のバブルに翻弄された10年は、改革への期待とその後退、日本株の地盤沈下が進んだ10年でもあった。この背景には日本株の構造的な変化と金融のグローバル化がある。

法人間の持ち合いが主体であった日本の株式保有状況は、バブル崩壊後の株価低迷で様変わりした。時価会計の導入で企業は保有リスクを意識、銀行の保有時価総額が制限されると、保有株売却の動きに拍車がかかった。持ち合い解消が進むなか、受け皿となったのが外国人投資家だ。一方、ヘッジファンドなど世界的に資金を運用する投資主体の台頭やITの進歩によって世界の情報を一瞬の元に把握することが可能になり、金融のグローバル化が進んだ。

こうしたなか、経営者も株主価値の向上を意識するようになった。経営指標として株主資本利益率(ROE)を取り入れるほか、還元策として増配や自己株買いを行う企業も増加した。

しかし、外資系ファンドによる買い占め問題が起きると、敵対的買収への防衛策を導入する企業が相次いだ。またリーマンショック後は米英流の株主重視経営は弱者切り捨てといった批判も高まった。こうした動きは外国人など投資家の構造改革に対する期待を後退させ、「失われた20年」とも揶揄される事態となった。

リーマンショック後になると、日本の地位低下が目立つよ

うになった。09年の日経平均株価はプラス19%と3年ぶりに上昇したが、中国やインドなど新興国に比べて見劣りし、先進国の平均も下回った。10年も中国など一部の市場を除く多くの市場が上昇した中、マイナス3%と2年ぶりに下落。一部ではリーマンショック前の水準を回復した市場があるなか、日本株の回復力の弱さが目立った。東証1部の売買代金も6年ぶりの薄商いと、世界の投資マネーは低迷が続く日本を避け、成長が見込める新興国に移ってきたとの見方も出ている。実体経済も自動車の国内生産台数は09年に中国に抜かれ、10年にはGDP世界2位の座も中国に奪われてしまった。

リーマンショック後の世界経済は、米FRB、欧ECBなどの中央銀行による大規模な金融緩和が、景気回復を下支えしてきた。

日本では11年3月11日に東日本大震災という未曾有の大災害に襲われた。日経平均株価は11年11月25日に、8160円まで下落する場面もあった。しかし、12年12月に就任した安倍晋三首相が大胆な成長戦略を打ち出した。13年3月に黒田東彦日銀総裁が就任すると、日銀も従来の姿勢から大きく転換して、大規模な金融緩和に踏み切った。政府による成長対策への期待感と、日銀による金融緩和が追い風となり13年の日経平均株価は、年初の1万0688円から年末には1万6291円まで、1年で52%も上昇した。13年9月に、20年開催の東京オリンピック決定したことも、株式市場

の強気ムードを支えた。

ただし、一部の新興国経済で減速懸念が高まってきていることなど、世界経済をとりまく環境は決して楽観ばかりできる状況にはない。米FRBの金融政策がどのような方向に移るのかを見極める必要も高まっている。さらには、環太平洋戦略的経済連携協定（TPP）交渉の行方も、日本経済の動向を大きく左右することになりそうだ。