

# 我国の持続的な経常収支不均衡の 歴史についての一考察（第4回）

伏見 一 彰

（始めに）

前回論文（第3回）では、我国の持続的かつ巨額の経常収支黒字累積を記録した過去3回（第一次世界大戦期、第一次石油危機、80年代後半の過剰流動性発生期（泡沫景気、投機景気ないしバブル景気）の時期において発生した経済諸現象のうち、金融市場と物価変動について述べた。「第4回」では、モノの値段のうち、流動性過剰（カネ余り）期に典型的に見られる株価及び地価の大変動について述べる。本論文の構成は、前段で過去3回の投機色の強い景気変動期（バブル景気）の各々についての株価変動をみる。後段は、これらの3時期における株価変動の特徴を要約する。

## 1. 3つの投機景気時における株価の変動

流動性の過剰状態は投機現象（インフレーション）を引き起こすが、価格騰落が最も典型的に現れるモノの一つは株価である。人々が投機の対象として好む財の条件は、保有・在庫が楽であることや単価が高額であること、換金が容易であること等であるが、株式と土地はその条件を最も満たしている。以下で、資本主義体制下の日本の歴史の、3つの時期における株価の変動を眺めてみる。

### （1）第一次世界大戦期の株価

当時の株式市場は現在のように詳細な統計が整備されていないから、株式市場を代表する幾つかの株式を選ぶ。

① 「図表1」は東京株式取引所の代表的銘柄である「東京株式取引所株式」（以下、「東株」と略）の株価と売買高を示している。

(図表1) 東京株式取引所株価の推移

(単位:円)

年	大正	東株			
		最高	最低	平均	売買高(千株)
1912	1	172.6	134.3	156.1	12391
1913	2	162.6	131.2	143.3	9851
1914	3	152.2	103.9	130.3	8470
1915	4	309.9	115.9	164.8	19566
1916	5	480.9	219	315.8	36708
1917	6	331	148	239.1	24442
1918	7	248	142	174.5	25241
1919	8	483.6	183.1	310.5	40874
1920	9	549	100.5	140.1	35730
1921	10	173.8	118.6	145.4	39790
1922	11	166	105.1	124	28896
1923	12	148.9	106	129.8	30092
1924	13	137.8	106	117.3	25239

(出所) 東洋経済新報社『明治大正国勢総覧』p.287より抜粋。

1904～05年(明治37～38)の日露戦争後の日本経済は沈滞し、貿易収支も赤字基調で推移して、第一次世界大戦直前の日本経済は閉塞状態に陥っていた。

株式市場は日露戦争の戦時景気をはやして一時的に活況を呈した後急落し、低迷状態が続いていた。「東株」株価は1914年(大正3)には103.9円となり、1908年(明治41)来の安値を記録したが、第一次世界大戦が勃発して株式市場は活況を呈するに至った。当時の活況の状況を示すものとして、高橋亀吉は井上準之助の次のような記述を紹介している(高橋亀吉『大正昭和財界変動史(上)』p.169。一部省略し、口語体に改めている)。

「私(井上準之助)の記憶に残っている一つの例を申しますと、静岡県で当初大正7年前に紙の会社を拵えて非常に儲かったので、その儲かった味を忘れかねて、今度は東京の権利株や種々様々の株を買おうと図ったのであります。それである鉄道の小さな停車場のある所に事務所を置いて、田舎から田吾作が毎日出て来て、そこで株の売り買いをしたことは有名な話です。常に何十人という者がその事務所に寄って居って、そうして東京の株の値段を聞いて投機をやるという有様であった。都会、地方、もう日本全国を通じてこの投機思惑ということが繁盛したのであります。日本全国いずれの階級の人も、投機思惑をやらなかった人は無いといっても宜しかろうと思うほど、それほど盛んであったのです。政党员、給料取、教育家、銀行の重役、人という人は、誰も彼も投機をやるというような具合でありました。」

即ち、戦争勃発の翌年（1915年）309.9円と、前年安値の約3倍に急騰したが、更に翌1916年（大正5）には480.9円となり、勃発年（1914年）の4.6倍と急騰を続けた。株式売買高は当然に膨張する。14年（大正3）に8,470千株だったものが、翌15年には2.3倍の19,566千株に、16年には更に急膨張して31,708千株になった。1914年に比べて3.7倍増である。その後、急騰の反動などや休戦の成立により、1918年（大正7）には142.0円の安値を付けた。1916年高値（480.9円）から、7割引きの大幅下落である。売買高も25,241千株となり、1916年に比べ、20%方収縮した。

しかし、休戦後もしばらく戦時景気が持続することが明かとなるや、株式市場は戦時中を上回る活況を呈した。休戦成立1年強を経過した1920年（大正9）初め、「東株」株価は549.0円という、戦時を上回る最高値を記録した。1914年の安値（103.9円）に比べ、この約6年間の株価上昇は445.1円、上昇率は5.3倍である。また、株式売買高は40,894千株（1919年）となり、1914年（8,470千株）に比べ、4.8倍増となった。

しかし、戦時景気が突然に終了して貿易収支が赤字に転換するや、1920年（大正9）3月、株価も突然に暴落し、日本経済は一大恐慌状態を呈するに至った。「東株」は1920年安値100.5円となり、同年の最高値549.0円の18%の水準（下落幅82%）まで落ち込んだ。「東株」はその後もしばらく180～100円の安値水準で沈滞を続けた。恐慌後の大正末期の株価は10年前の株価に逆戻りしたわけである（図表2）。

（図表1－2） 大正期の主要株価の推移 （単位：円）

年	大正	鐘淵紡績		帝国製麻		富士製紙	
		最高	最低	最高	最低	最高	最低
1912	1	118.5	104.5	76.9	73.4	47.8	39.5
1913	2	144.9	100	74.7	74.4	50.6	42
1914	3	108.5	87.1	72	67.7	48.2	41.8
1915	4	164	98	104	85.2	73	44
1916	5	290	146.6	178.6	109.7	140.5	71.5
1917	6	324.9	181.9	126.1	108.5	134.5	87.9
1918	7	292	212	122.8	110.1	118	92.5
1919	8	454	244.4	157	130	135.2	93.3
1920	9	574	184	206	116.3	155	72
1921	10	418	225.9	78.5	61.2	99.8	67
1922	11	362.3	269	51	43.4	77.2	46.5
1923	12	323	285.6	56.1	48.6	75.5	54
1924	13	336.9	167	56.1	48.2	68.9	55.8

（出所）東洋経済新報社『明治大正国勢総覧』より抜粋。

## ② その他の主要株式株価の推移

念のため、「東株」以外の主要銘柄の幾つかの株価変動をみてる（図表1-2、図表2）。

イ）「鐘淵紡績」株価は1914年（大正3）の安値は87.1円だったが、1917年（大正6）の最高値は324.9円となった。1914年安値の3.7倍上昇である。第一次世界大戦終結後の1920年には574.0円（1914年安値の6.6倍）まで暴騰したが、大正9年（1920）恐慌発生により、184.0円まで急落した。下落率は7割（68%）である。「鐘淵紡績」株価は大正末期「330～160円」の幅で推移した。戦争前の株価水準（概ね110～90円）よりは高いものの、戦時景気時の株価に比べれば約半値であり、暴落価格たることに変わりはない。

ロ）「帝国製麻」株式、「富士製紙」株式についても、騰落率はそれぞれ異なるものの、騰落の傾向はほとんど同じである。

（図表2）主要株式の最高値と最安値（指数）

	東株		鐘淵紡績		帝国製麻		富士製紙	
	最高値	最安値	最高値	最安値	最高値	最安値	最高値	最安値
戦争開始年(1914年)	146	100	124	100	114	100	115	100
戦争中(1916年)	463	142	373	168	283	136	336	171
休戦直後(1920年)	528	97	659	211	327	113	371	172
大正後期(1923～24年)	143	102	371	192	109	60	165	111

（注）各株価の1914年の最安値を各々100とした指数。

（資料出所）東洋経済新報社『明治大正国勢総覧』p.287～より作成。

## （2）第一次石油危機前後期

1960年（昭和40）、当時第二次世界大戦後最大の四十年不況と証券不況とが重なり、しばらく証券市場は低迷していた。やがて、いざなぎ景気（1965／10～71／12、57カ月間）及び列島改造景気（71／12～73／11、23カ月間）と呼ばれる経済拡大期に入り、企業業績も急回復し、1968年頃から日本の証券市場は活況期に突入した。明るい経済活動を背景として、貿易・経常収支黒字が急増して、日本に一大金融緩和期、カネ余り現象をもたらした。株価は大幅な上昇を開始したが、やがて、石油危機勃発により、景気後退、貿易収支赤字転換により、カネ余り現象は終息し、株価は急落する。以下、具体的な統計数字で確認する。

① 株価の動きを東証第一部の東証株価指数いわゆる「T O P I X」で眺める。1965年（昭和40）の株式不況時のT O P I X平均値は91ポイント（P）で、68年（119P）までほぼ横ばいを続けたが、69年（昭和44）は151Pの大幅上昇を記録した。いざなぎ景気と、その後に続く経常収支黒字累積を伴う列島改造景気（71／12～73／11）を先取りした株高発生である。

好況と経常収支黒字急増に裏打ちされた株価上昇は、1972年に入ると一段と加速する。第一次石油危機時に「狂乱物価」と呼ばれるインフレが発生した。石油価格の急騰がインフレを引

き起こしたとの解釈が広くゆき渡っているが、これは正しくない。勿論、石油価格上昇が物価水準を引き上げたことは間違いないが、インフレ発生の第一の原因は石油危機とは無関係の、1971年以降に起こった日本の巨額の経常黒字の累積である。何故なら、石油危機がもたらす現象は企業業績悪化と経済減速効果であるはずで、株価下落を惹起するはずだからである。当時の経常黒字の急膨張が日本に流動性過剰（カネ余り）現象を招いて株高を含むインフレを引き起こした。その仕上げの役目を担ったのが、偶々勃発した石油価格急騰であった。

1971年（昭和46）の高値209ポイント（P）、安値は148Pであったが、72年には高値401P、安値199Pとなり、73年（昭和48）には高値422P、安値284Pとなり、過去の最高値を記録した。この最高値422Pは、株価が急騰を開始直前の安値（71年の148P）の2.8倍である。また、1965年（昭和40）不況時の最安値（81）比では5.2倍にあたる。また、売買高をみると、株価急騰直前（1971年）197百万株（1日平均）であったが、株価急騰を開始した72年（昭和47）には327百万株／日となり、前年比66%増を記録した（図表3）。

（図表3） 大第一次石油危機時の東証第1部株価都売買高推移（TOPIX）

年	昭和	最高	最低	売買高（百万株／日）
1965	40	105	81	112
1966	41	114	105	115
1967	42	117	99	92
1968	43	142	100	149
1969	44	179	132	162
1970	45	185	147	138
1971	46	209	148	197
1972	47	401	199	327
1973	48	422	284	201
1974	49	342	251	174
1975	50	333	268	178

（注）株価指数（TOPIX）、売買高共に小数点以下切り捨て。

（出所）東京証券取引所『証券統計年報』p.14～15から抜粋。

その後は石油価格暴騰による景気後退の影響で株価は下落に転じる。73年初め、最高値（422P）を記録した株価は74年（昭和49）末に251Pまで急落した。73年最高値に比べ61%の下落率である。

株価が再び上昇傾向に転じたのは、石油危機の混乱が収まった75年（昭和50）に入ってからである。

② 第一次石油危機時の株価の騰落が、もし、企業収益に裏打ちされたものであれば、株価変動がいかに大きくてもその変動は正常である。言い換えれば、株価変動とりわけ上昇が企業

業績を素直に反映したものでなければ、それは異常な価格であり、投機行動ないしバブル現象が介在していることの証左となる。

これを確認したのが「図表4」である。これによると、71～73年の3年間の株価収益率は14.9倍(1971)から25.5倍(1972)に上昇したが、73年には直ぐに従前の水準に戻っている(13.3倍)。同様に、株式平均利回りは3.37%(1971年)から1.96%(1973年)に急低下した後、74年には2.41%にまで回復している。

(図表4) 第1次石油危機時の企業収益と株価

年	株価指数(TOPIX)	前年比%	株価収益率(倍)	株式平均利回り(%)
1971	180	10.4	14.9	3.37
1972	282	56.7	25.5	2.21
1973	362	28.4	13.3	1.96
1974	307	-15.2	13.0	2.41

(出所) 東証『証券統計年報』p.14～15、p.75から抜粋。

これら企業収益と株価関連を示す一連の数値の変動は、72～73年の株価急騰が投機現象だったことを明示している。即ち、経常黒字急増が国内の過剰流動性をもたらし、インフレ現象や投機現象を引き起こしたことを証明している。

### (3) 1980年代経常黒字累積期(日米経済摩擦激化期)

① 日本は第二次石油危機(1979～80年)を乗り切って、日本経済は世界第一級の国際競争力をつけることに成功した。反対に、米国、欧州諸国は対応に失敗してインフレに見舞われ、競争力は弱体化した。加えて米国は、カーター政権に代わったレーガン政権がかったの「強い米国、強いドル」復権を目指し、軍事力強化と強引なドル高政策並びに高金利政策を実行した。この結果、財政は慢性的な巨額赤字となり、ドル高と高金利は企業競争力を奪った。加えて、基軸通貨国の特権を最大限に利用して、貿易赤字是正の義務放棄という常軌を失した行動をとった。貿易・経常収支は恒常的に巨額の赤字を発生させた。

米国の巨額の貿易赤字の裏返しは、主たる貿易相手国日本の巨額の貿易黒字である。米国は自国の経常赤字の巨額なことの原因を自国に求めず、貿易赤字の主たる相手国の日本に求めた。即ち、日米経済摩擦の激化である。米国は貿易に問題を限定せず、経済全般、更には社会文化全般に問題点を拡大し、多数の要求を日本に突き付けた。見方によって、米国の主張や要求は日本に対する内政干渉と言うべき内容であった。日本は種々の反論を展開しつつも、日本が最大の対米貿易黒字国という事実と、自由貿易を確保するという奇妙な論理に基づいて米国の要求の多数を受け入れた。1980年代後半から今日に至るまでの日本の経済政策の多くが米国の主張、提言に沿った内容が盛り込まれたことは、日本国民が承知するところである。

② 巨額の経常黒字の発生により、日本は一大金融緩和(カネ余り)状況に見舞われた。輸

出拡大により企業収益も改善し、日本経済はかつての「高度経済成長」を彷彿とさせる好景気  
が出現し、80年代後半には、後にバブル景気と呼称される投機色の強い経済現象に襲われる。  
証券市場は空前絶後の活況を呈し、株価は力強い上昇運動を持続した。

1982年半ば過ぎから株価は長期、かつ、大幅な上昇路線に乗り入れる。T O P I Xをみると、  
1982年の最安値511ポイント（P）だったものが、ジグザグ変動を繰り返しながら、1989年末に  
は2,884まで駆け登る。この約7年間で5.6倍の大幅上昇である（図表5）。

（図表5） 80年代以降の株価と売買高推移

年	元号	最高	最低	平均	売買高（百万株／日）
1981	昭和56	603	495	552	372
1982	57	593	511	548	268
1983	58	731	574	647	350
1984	59	913	735	815	346
1985	60	1,058	916	997	415
1986	61	1,583	1,025	1,324	694
1987	62	2,258	1,557	1,963	947
1988	63	2,357	1,690	2,134	1,020
1989	平成1	2,884	2,364	2,569	877
1990	2	2,867	1,523	2,177	484
1991	3	2,028	1,638	1,843	373
1992	4	1,763	1,102	1,359	265
1993	5	1,698	1,250	1,525	344
1994	6	1,712	1,445	1,600	328
1995	7	1,585	1,193	1,378	357
1996	8	1,722	1,448	1,606	389
1997	9	1,560	1,130	1,397	431
1998	10	1,300	980	1,178	492
1999	11	1,722	1,048	1,388	617
2000	12	1,754	1,255	1,545	684

（注）株価指数はT O P I X。

（出所）（図表3）と同じ。

1990年に入った途端に、株価は急落に転じる。以降、今日（2001年春）までの11年半の間、  
証券市場は低迷し、株価は未だに最低水準から脱出出来ないままである。

即ち、株価（T O P I X）は89年（平成1年）12月、最高値2,884Pから90年10月の安値  
1,523Pまで急落する。わずか10カ月間で半値（47％下落）となったわけで、まさに「暴落」と  
いう言葉がぴったりの値下がりである。

その後も株価急落は継続する。91年（平成3）は前年の急落の反動で少し反騰したもののそ

れも束の間で、92年には1,102Pという安値を記録した。89年の最高値から6割(61.1%)の下落で、まさに大暴落である。

株価下落は一応ここで下げ止まるが、92年底値から今日(2001年5月)までの9年の長きにわたり底値圏を徘徊している。平成不況が一段と深刻化した98年(10月)には980Pとなり、92年最安値を更新するという深刻な株式市場である。

(参考1)

T O P I Xでなく日経修正平均株価によって株価変動をみると、最高値は89年12月の38,915円、暴落直後の最安値は92年(平成4)の14,309円であり、下落率は63.2%となる。現時点までの最安値は98年12,879円で、89年最高値(38,915円)比66.9%の下落率である。

(参考2)

今日の長期株式市場不況を、大正時代の第一次世界大戦後の株価暴落後の低迷期(1920～35年)と比較したものが「図表6」である。1921年(大正10)のT O P I Xを100として、1930年(昭和5)71.1で、35年(昭和10)117.0である。1920年(大正9)から35年(昭和10)までの15年間の株価上昇は17%に過ぎない。

(図表6) 不況期の株価変動比較(T O P I X)

年	元号	T O P I X	年	元号	T O P I X (平均)
1921	大正10	100	1992	平成4	1359
1925	14	111.2	1995	7	1378
1930	昭和5	71.1	2000	12	1388
1935	昭和10	117	May-01	13	1300(前後)

(出所) 東証『証券統計年報』、経済企画庁『経済要覧』p.10から作成。

一方、平成不況期の株価(T O P I X、平均値)は92年(1,378P)から現在(2001年5月)の1,300P前後の水準まで9年が経過した。巨大のカネ余りがもたらす投機景気(バブル景気)の後遺症が如何に深刻な経済破綻をもたらすか、株価の低迷が雄弁に物語っている。

## 2. 過去3回の投機景気下における株価変動の特徴

上の検討分析で明かとなった、過去3回の投機景気下における株価変動の特徴を要約する。

① 巨額の経常黒字累積によりもたらされる過剰流動性は、インフレ現象や投機を引き起こす。これにより触発された株価上昇は急激である。

② 即ち、大正投機景気では5年6カ月の期間に株価は5.3倍に上昇し、第一次石油危機時は2年0カ月の期間に2.8倍の上昇、80年代投機景気(バブル景気)では7年4カ月の期間に5.6倍の上昇を記録した(図表7)。



（図表7） 黒字3時期の株価上昇率比較

経常黒字期	年月	期間	株価上昇率(倍)
大正バブル期	1914/8～1920/3	5年6カ月	5.3（東株）
第一次石油危機時	1971/1～73/1	2年0カ月	2.8（TOPIX）
80年代投機景気時	1982/8～89/12	7年4カ月	5.6（TOPIX）

（出所）東洋経済新報社『明治大正国勢総覧』p.287、東証『証券統計年報』から作成。

③ 第一次石油危機時の株価上昇率が小さいのは、経常黒字発生期間が短く、経常黒字累積額も少額だったためと推測される。

④ 大正投機景気時と、80年代投機景気時の株価上昇率が共に5倍強と近似した数値を示しているが、両者に何らかの共通因子が存する否かは不明である（注1）。

（注1）なお、日本の戦後50年間の株価長期変動を5時期に区分する見方があり、これによれば、1975～82年を除き、いずれの4期間も株価上昇率は5倍強の上昇を示しているが、5倍強の近似数値に何らかの意味があるのか否かは不明である。

⑤ 投機景気下の株価上昇は、ある時突然に終着駅を迎える。バブル景気破綻後の不況は極めて深刻で、株価下落は暴落と称するほどの急激な下落となる（第一次石油危機時を除く）。

⑥ 即ち、数倍に高騰した株価は下落に転じるや、極めて短期間で投機景気発生前の水準近くまで下落する（大正投機景気では数ヶ月、第一次石油時の危機投機景気では2年弱、80年代投機景気では3年弱）。一旦暴落した株価が新たな上昇路線に乗るのに、10年以上の期間を要するようである（大正投機景気破綻による株価が長期低迷から脱出したのは昭和10年過ぎて、日本が準戦時体制に突入してからである）。

## （結び）

以上、金融超緩和のもたらした株価の大変動について検討した。最後に2点ほど問題点を述べる。

① 日本は最近まで外為法によって、資金の国境移動を厳しく監視、規制してきたが、1997年の外為法改正に始まる金融制度大改革（金融ビッグバン）により、内外資金移動の制限が大幅に緩和されほとんど自由になった。これは過去2回のバブル景気（投機景気）時と環境を全く異にする。内外資金移動の自由化が今後の日本の証券・金融市場に如何なる影響を与えることとなるかは、日本にとって未知の世界である。日本は緊急に検討する必要がある。

② 今回の投機景気を除き、過去2回の投機景気を終わらせた要因は、経常黒字の消滅（経常赤字への転化）であった。しかるに、今次のバブル景気の破綻は経常黒字消滅がきっかけではない。周知のように、日本の経常黒字は平成不況の10年間、80年代と同程度の黒字金額を維持しており、対外純資産もこの間、概ね増加を続けている（注2）。今回の投機景気を終結させた要因が何なのか、興味ある疑問点である。

(注2) 2000年(平成12)末の対外純資産は、非居住者(外国人)の対日投資増加等の理由により、前年比30%を超える大幅減少を記録した。

(以上)

#### (参考文献)

1. 高橋亀吉『大正・昭和財界変動史』東洋経済 1954年。
2. 高橋亀吉『日本近代経済発達史』東洋経済 1989年。
3. 大島 清『日本恐慌史論』東京大学出版会 1966年。
4. 橋本寿朗『大恐慌期の日本資本主義』東京大学出版会 1986年。
5. 松本和男『景気と株価の読み方』中央経済社 1992年。
6. 大蔵省『証券年報』金融財政事情研究会。
7. 日本証券経済研究所『現代日本の証券市場 2000年』2000年。
8. 日本銀行『日銀百年史』1982年。
9. 日本銀行『図説日本銀行』財経詳報社。
10. 吉野俊彦『通貨の知識』日本経済新聞社 1987年。
11. 経済企画庁『経済白書』各年。大蔵省印刷局。

(以上)