

東株月足四本値を描いて

福 山 眞 弘

I. 古色蒼然たるケイ線 からスタート

山一證券百年史——自主廃業で幻の社史に終わってしまったが——を編纂する過程で、倉庫の中から興味深い資料を見つけた。畳半畳より一回り大きいグラフが2枚、一つは「東株連月表」、もう一つは「東株新値足」とある。期間は東京株式取引所（東株）営業開始直後の明治11年11月から大正11年8月までの44年弱。黒、青、茶の3色でグラフ用紙に丹念に描かれている。どちらのグラフも、地の色が黄ばんでおり、この間の風雪の長さを偲ばせる。

「連月表」は、取引所50年史の付属グラフで見知っていた足取りと酷似している。右から左へと当時の慣習にしたがって描かれた東株先物相場（3限月の中の先限）の月足である。だが、少し違ったところがある。取引所のグラフが普通の二本値月足であるのに対し、「連月表」では、高値と安値を示す矩形の内部に、印が一つまたは二つ書き込まれている。これは、月の始値あるいは終値を意味する印ではあるまいか。とすれば、このグラフから、誰にでもおなじみの四本値足（ローソク足）が描けるので

はあるまいか。筆者は、戦前の東株四本値足を見たことがないので、再構成してみるのも一興と考えたのである。

実際に作業を始めてみると、意外に面倒なことが分かった。まず、各月の矩形の内部に書き込まれている印が始め値なのか終り値なのか判断としない。東株の公式な相場表である『東株日報』（正しくは『東京株式取引所検閲相場表』）で、現存しているもののデータと突き合わせて、印の意味を判断した。また、「連月表」では、1ミリ1円で描かれているので、円未満は不明である。幸い、月中の高値、安値は、各種統計表——『東京株式取引所史』1～2巻、『東京株式取引所沿革及統計』、『東株統計月報』、『東洋経済株価20年』——に出ているのでこれらのデータで補足した。また、月の始め値・終り値についても、利用できる限りの東株日報を調べて補足した。

（注）月の始め値はその月最初の日の前場寄付値、終り値は月末日の大引け値・・・その場で出来申さずのときは、その後で最初の、あるいはそれ以前で最後の出来値による・・・とした。なお、蛇足ながら付け加えると、東株日報は、山一保蔵分と東証保蔵分を足し合わせても、欠損期間が多い。日報は上場全銘柄についての貴重な第一次株価データであり、欠損部分を埋める努力は有意義

なことではないかと思う。

さて、このようにして補足した東株四本値データは、「連月表」と比べて、殆どが1円以下の食い違いに過ぎず、2～3円の誤差はごくまれであった。改めて、先輩の仕事が几帳面だったことに感心した次第である。

事のついでに、「連月表」以後の部分（昭和17年12月まで）も、前記諸統計を利用して、可能な限り始め値・終り値を補足した。ただ、大正14（1925）年6月から昭和6（1931）年6月の間は、限月が通常の3カ月から2カ月に短縮されているので、この間の四本値は、原則として20日間の相場になっている。

II. 充分な代表性

株価の循環変動・趨勢変動をみる場合、今だと TOPIX や日経225（とくに長期にわたる比較が必要になる時）をデータとして使う。戦前でも株価指数が登場してからは、指数を使うのが一般的だろう。

最初の株価指数は、「勧銀相場」として親しまれたもので、明治45年1月以降毎月、日本勧業銀行が計算したものである。厳密に言えば指数ではなく、有力上場会社64社の月初株価を単純に算術平均したもので、今の全銘柄単純平均に相当する。ついで大正2年に「東洋経済指数」、翌大正3年から「日銀指数」が出てくる。東京株式取引所が公式に指数を算出し始めたのは、大正10（1921）年で、フィッシャー指数と俗称された独特のもので、上場181銘柄をフィッシャー式算式（分かり易くいうと、取引高をウェイトに使った算術平均）で計算した指数である。

上記4指数は、増資等によって生ずるいわゆ

る権利落ちを修正していない。従って、長期にわたっての趨勢変動は埋没してしまっていることに注意しなければならないが、循環変動をみるにはこれで充分である。

ところで、指数が登場する以前（明治時代）については、東株先物相場を代理変数として使うことが多いが、果たして市場全体の変動を代表しているだろうか。図1は、月間の高値と安値を表す東株の二本値月足を、大正と昭和（17年まで）の各種指数とを比べてみたものである。一見して、細かいあやは別として、循環変動は合致していることがよく分かる。

（注）日銀指数は、当初は大正3年7月基準で、その後大正13年1月基準に改訂されている。このグラフでは旧基準のデータを使い、旧指数が計算されなくなった昭和3年1月以降は、新基準データをリンクした値によった。また、東洋経済指数は、大正2年平均基準の20類指数を使ったが、20類が発表され始めた大正10年以前については、実物気配総平均値をリンクしたデータによっている。なお、勧銀相場が掲載されている「主要株式利回調」の一部は、山一の蔵書に欠けていたので、この分は第一勧銀調査部のご好意で利用させて頂いた。

まず、明治の末年から大正初期の下げ相場の時期。日露戦争後の暴落後、国際的な金融緩和に支えられて、小戻し過程にあったが、金利先高感の台頭で頭を打ち、第一次世界大戦勃発（大正3年7月）の少し後までじり安を続けた。ピークは勧銀相場で大正元年9月、東株先物では2カ月早い明治45年7月。ボトムは勧銀相場で大正4年1月、日銀指数と東洋経済指数（20類平均）で前年12月につけたが、東株先物では4～5カ月さかのぼる大正3年8月に一番底をつけ、勧銀相場のボトムと同月に二番底をつけている。

次は、大戦中の暴騰と暴落の過程。大戦勃発

でわが国の輸出は急増して景気は回復、利下げもあって、株式市場はブームに沸いた。だが、対独講和のうわさが流れる大正5年末から反動安となった。ピークは勧銀相場で大正5年12月、日銀指数と東洋経済指数で11月、東株先物で12月。ボトムは勧銀相場・日銀指数ともに大正6年11月、東洋経済指数で12月。東株先物は10月に一番底をつけている。

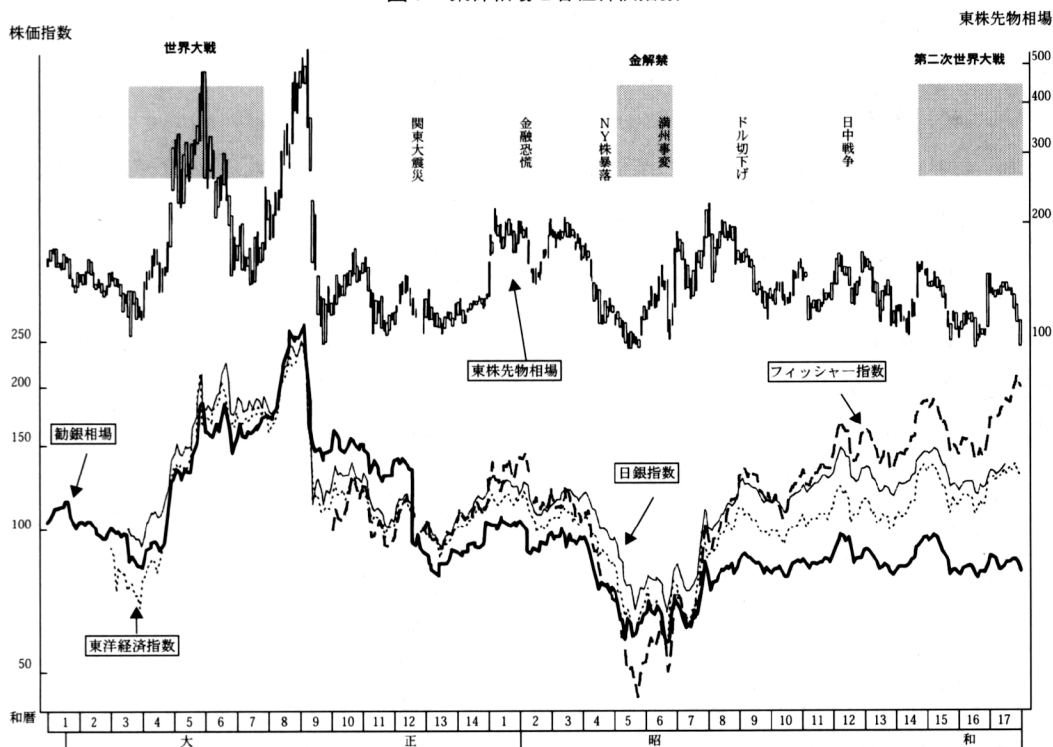
その後の急騰・急落場面。休戦条約が締結され（大正7年11月）、株価は一時値下がりしたが、戦後の復興需要を期待し、事実、輸出も好調が続けたため、景気は持ち直し、最後のブーム——後述するように、バブルといえるものだが——に突っ走る。しかし、日本経済の実態の悪化はインフレと国際収支の赤字拡大に現れていた。加えて、世界的に金利は上げ歩調に入っていた。当然のことながら、バブルは崩壊し、

株価は暴落する。ピークは、勧銀相場で大正9年3月、日銀指数で1月、東洋経済指数で2月。東株先物は勧銀相場と同じ3月、月末値でみると2月に大天井をつけている。バブル崩壊後の急落過程では、底値（より正確にいうと一番底）は、勧銀相場・日銀指数ともに大正9年10月、東洋経済指数で9月、東株先物も9月に記録している。

以下省略するが、周期が1年以上になるような循環局面では、ほとんど一致していることが読み取れよう。東株相場に若干の先行性が認められなくもないが。

ただし、振幅は異なる。株価指数が多数銘柄の平均値で、プラス・マイナスが相殺されて、多少はなめらかな動きをするのに対し、東株は1銘柄のみの変動だからである。また、東株が抜群の人気株であったため、これに投機が集中

図1 東株相場と各種株価指数



し、上げ下げを加速した面もあろう。たとえば、大正9年バブルの崩壊過程の下げ幅——ピークから一番底までの下落率でみて——は、勸銀相場48%、日銀指数55%、東洋経済指数56%であるのに対し、東株先物は72%であった。

Ⅲ. 戦前のバブルとその崩壊

東株先物相場が、十分な代表性を持っていることがはっきりしたところで、つぎは日本の株価の長期変動をみてみよう。

株価変動を論ずる場合、増資の場合に生ずる権利落ち現象を無視できない。権利落ちで見かけ上は1株の値段が安くなっても、持株数の増加を考えると、株価水準自体は下がっていないことがあるからだ。連続性を保つためには何らかの修正が必要である。

戦前の株価指数では、権利落ち修正を行っていないが、循環変動がテーマの時はさほど気にする必要はない。指数を構成する銘柄数が多数であるため、増資は頻繁に、いわばエンドレスに起こるわけだから、指数に目立った波乱を及ぼすことはない。しかし、単一銘柄で株価を代表させようとする、もはや無視できない問題となる。

幸い、東株先物相場の場合、権利落ちが生ずる原因(増資、額面変更など)のデータがすべて分かっているの、修正計算はさほど面倒ではない。ここでは、通常ダウ式と呼ばれる修正方式を用いた。

(注) ダウ式の修正を簡単に説明するとこうだ。倍額増資権利付き最終日の親株相場を仮に150円とし、払込み金額を50円とすると、権利落ちの理論価格は100円 $\{=(150+50)/2\}$ となる。親株1株を150円で売却し、新株を理論価格で買ったとすると、持株は1.5株になる筈。した

がって、増資後は新株の相場を1.5倍して親株の相場につなげて行けば連続性を保つことができる。これがダウ式の修正で、株価指数の場合は、銘柄が複数になるだけで、全銘柄を1株ずつ保有したポートフォリオの時価総額が指数値という基本的考え方では同じである。戦後初めて発表された東証株価平均(通称がダウ平均、その後名称や算出機関が何回かわかって、現在は日経225と呼ばれている指数)でも、この方式が使われている。

東株先物相場に権利落ち修正を施した新しいデータは、循環変動のみならず、趨勢変動をも表現できる株価指数といえる。先物相場が立っていた明治11年11月から昭和17年末まで64年余の動き(月足四本値)を図示すると、図2、図3となる。二つの図に分けたのは、グラフに収まりきれなかったため、また、参考のため、明治時代の図2では公定歩合と、大正・昭和時代の図3ではNYダウと並べて描いてある。

これらのグラフを眺めるだけで気のつく点を列挙すると……

- (1) 株価は戦争と深く関係している。明治27～28年の日清戦争、明治37～38年の日露戦争、大正3～7年の第一次世界大戦、いずれも、戦中から戦後にかけて大相場となっている。
- (2) 図2で株価変動と金利の密接な関係(逆相関)が浮き彫りにされている。株価が高い時は、いつも公定歩合水準の低い時期に当たり、逆に、公定歩合が引き上げられる時に急落するケースが多い。両者が逆相関という関係は、図2の時代にもあてはまるし、戦後も一貫してそうだった。
- (3) 明治時代の株価は右肩上がりだが、大正時代に入ってから、上昇トレンドが失われている。その境目が大正9年(1920年)

図2 東株月足四本値と公定歩合

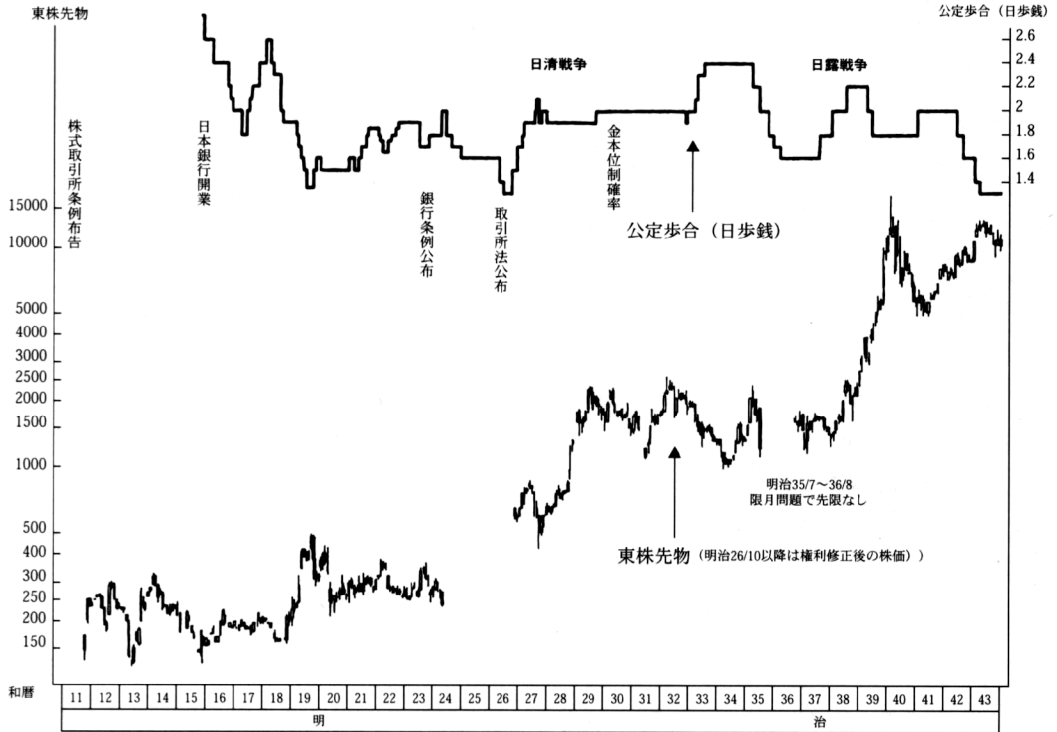
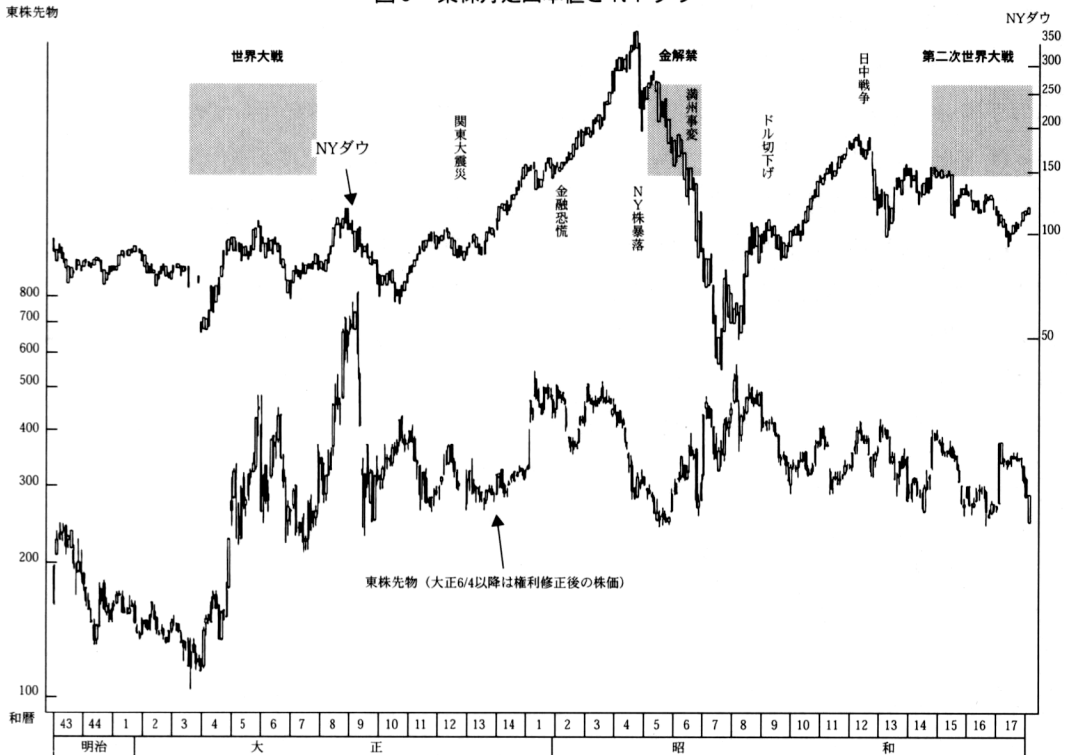


図3 東株月足四本値とNYダウ



3月であり、直前の暴騰、その後の暴落と長期の低迷は、バブルの発生と崩壊を物語っている。

ここでは、(3)の点を若干補足してみたい。

およそ株式市場に関してバブルと称する場合、①かなりの期間、相場が急ピッチで上げ続ける②ある日一転して急落、深い落ち込みを形成する③その後持ち直すものの以前のピークを回復するまでに長年月を要する、といった条件が不可欠だろう。

1929年(昭和4年)10月のニューヨーク市場大暴落は、バブル崩壊の典型とされる。図3にみる通り、第一次世界大戦が終わり、米国が新しいリーダー国に成り上がった1920年代初期から、NYダウはほぼ一本調子に上昇している。1920年12月の66.80からピークとなった1929年9月の381.20まで、約9年間で5.7倍になった。ところが翌10月以降急落過程に入り、1932年7月まで3年弱の間に9分の1のレベルに落ち込んだ。その後は回復過程に入ったが、1929年の高値を更新するまでには、あと22年もかかった(1954年11月に新高値)。

わが国でも、大正9年3月をはさんでバブルが存在したとの指摘をかねがね聞いていたが、図3をみて改めてその指摘の正しさを確信できたように思える。直前の上げ幅は、大正3年8月をスタートにすると5年半で7.8倍、大正7年5月からだと2年弱で3.9倍の暴騰である。

ピークをつけた後の急落は、僅か6カ月で70%に及び、その後も長期に低迷が続く。

関東大震災(大正12年9月)、金融恐慌(昭和2年3月)、金解禁(昭和5年1月)とわが国独自の悪材料が相次いだこともあり、昭和5年6月には一番底を割り込むありさま。時折戻しても、高値からの半値戻しの線にまで回復することはなかった。NYほどのスケールではなかったものの、バブルであったといっておかしい。

1929年(昭和4年)秋にも、東株先物相場はかなり下げており、NY大暴落の影響が身受けられる。だが四本値足を素直に読めば、これは、すでに始まっていたバブル崩壊過程を多少加速したものに過ぎない。とすれば、戦前のバブルは、NYより9年早い時期に、まずわが国で発生し、弾けたといえるのではなからうか。

ところで、わが国株価の現状がバブル崩壊後の回復過程にあることも確かだろう。1989年12月のピークにまでの上げ幅が大きく(3年間に2.5倍)、その後3年足らずの間に半値以下に下げ、過去の高値(3万8,915円)をいつ回復できるか目途はまったくたっていない。もし、戦前と同じパターンが繰り返されるとしたら、NYが日本発バブルの後を追う展開になる可能性もあるのでは? 古色蒼然たる1枚の罫線が、いろいろ考えさせるものである。

(元山一証券社史編集室)