

〔JSRR時事エッセイ鈴懸の木の下〕

一八七三年のウィーン株式市場と世界経済

～永遠の忠節も泡のよう～

高木 隆

一、はじめに

昨年二〇二三年は、リーマンショックから一五年目の年であったため、メディアで特集されるなど、改めて自戒する動きがみられたが、歴史上初の「重大」な国際金融危機と言われる一八七三年の世界恐慌⁽¹⁾からちょうど一五〇年であったことが指摘されることはほとんどなかったようだ。⁽²⁾

副題の「永遠の忠節も泡のよう」(Sichst, wie ew

ge Treue Schaum)は、ヨハン・シユトラウス二世(一八二五～一八九九)が一八七三年に作曲した喜歌劇「こうもり」(Die Fledermaus)の一節であって、さして深い意味はないようにも読める。物語も巧みに展開するものの、上流階級に属する登場人物が大富豪の館に集まってベル・エポックさながらの華麗な夜会を繰り広げるといったわいもないものだ。しかし、ヨーロッパ経済がレッセフェールの時代から成熟した資本主義へと向かう過渡期に作曲された、この高名な喜歌劇

は、一八七三年に発生したウィーン株式市場崩壊の前夜、資産バブルに浮かれに浮かれたウィーンの世界相を色濃く反映していると言われており、主人公のアイゼンシュタインは軽薄な銀行家（あるいは金利生活者）として描かれるなど時代の証言者となっている。

オーストリアでは、後述するようにドイツからの流動性流入などを背景に建設用地、鉄道、証券、商品で広範なバブルが発生したが、一八七二年の秋には頂点をむかえ、一八七三年五月九日に株価は暴落、他のヨーロッパ大陸諸国、さらにアメリカにも波及し、欧米経済は深刻な金融システム危機に陥った。その後も欧米各地で断続的に金融危機が発生するなど、経済停滞は長期化して一八九六年まで続いたとされている。アルフレッド・マーシャル（一八四二—一九二四）のデフレ論が生まれたのもこの時であり、我が国のデフレ

脱却論もマーシャルの警告と関連していることを考えると、一八七三年の世界恐慌に現代人があまり関心を持たないのはやや不可思議とも言える。本稿では、一五〇年前、大帝国オーストリア（オーストリア＝ハンガリー帝国）に端を発し、世界経済を揺さぶった金融恐慌を振り返ってみよう。

二、ユーフォリアの時代背景

ウィーン証券取引所における株価大暴落の原因については言われていることは、覇権国の交代、普仏戦争（一八七〇—一八七二）によるドイツへの賠償金支払い、鉄道等の新技術の急速な発展、通貨制度の急な変更、市民階級の勃興など多岐にわたり、一つのファクターに帰することはできそうにない多元的なものである。これらの要素一つ一

つがショックとなり経済見通しや資産価格の過大評価につながったと考えられる。

普仏戦争で不倶戴天の敵フランスを打ち破ったプロイセンは多額の賠償金を手にしたが、賠償金は主に国債の償還に使われたため、民間資本は投資先を求めてオーストリアに流入した。これにもない、オーストリアでは過剰な流動性が発生し、資金仲介に必要なブローカー銀行 (Maklerbank)⁽⁴⁾ が多数設立された。オーストリア (正確にはオーストリア帝冠領) においては、一八六七年には一一行の株式銀行しか存在しなかったのに対し、一八七三年五月までに一四一行にまで増加した。が、その多くが投機的な取引に関与したと言われている。数字では捉えられないものの、ブローカー銀行の乱立は流動性の回転を加速し、信用バブルを拡大させたと考えてよいと思われる。また、レッセフェール (自由放任) の経済政策に

より株式会社が筈のように設立されたが、一八六七年から一八七三年までに設立された一〇〇五社のうち、実態があったのは三分の二程度であった。約束どおりの資本の払い込みが果たされなかったり、事業の実態がないにもかかわらず株式が高値で取引されるといった詐欺的な取引が行われていた可能性もあり、経済全体の「債務の質」が相当悪化していたと考えられる。冒頭で紹介した「こうもり」の主人公アイゼンシュタインが浮気性で軽薄な銀行家として描かれているのは、こうしたウィーンの世相と深く関係していると思われる。アイゼン (鉄) は鉄血宰相ビスマルクが率いるプロイセンを連想させると一般には評されるが、ウィーンで発生したバブルの一因は、鉄の規律を誇ったプロイセンから流れ込んだ多量の流動性が深く関係していたのである。

こうした流動性もオーストリア経済が低迷して

いれば、他の投資先に向かつていたかもしれない。しかし、鉄道などの技術革新を背景に、一八七〇年ごろはドイツ・オーストリアにおける産業化の最中にあり、投資資金が流入ししやすい条件がそろっていた。ドイツ諸国においては鉄道網が急速に拡大していたが、オーストリアにおいても急速な鉄道網の整備が行われた。鉄道の発展は必然的に鉄鋼業の発展を生むこととなり、ドイツに比べて工業化が遅れていたというイメージの強いオーストリアでも、一八六三年にはヴィートコヴィツエ製鉄所にベッセマー工法が導入されている。鉄鋼業隆盛などに伴う石炭消費量は一八五〇年代から一八七三年にかけて年率一〇%で成長した。こうして誕生した鉄道会社などの株式は市場に上場され、活発に取引された。

このような一連の状況には、新しい覇権国の誕生が関係していると考えられる。つまり、プロイ

センを中心とした強力なドイツ国家である。新覇権国は急速な経済成長が伴うため、そこには当然のことながら強い成長期待が生まれることになるであろうし、また、旧覇権国を追走するには、リベラル思想によるレッセフェールが好都合である。

さらには、ウィーンの都市改造もバブル生成の大きな要因となった。一八五七年、皇帝フランツ・ヨーゼフ一世は、伝統的な城壁を撤去して跡地に環状道路を建設することを発表し、この都市改造計画はさらに環状道路沿いに新しい公共の大建造物を建築するという一大構想に膨れ上がった。現在、リングと呼ばれる環状道路とその両脇に立ち並ぶ壮麗な建築群であるが、工事は一八八六年まで約三〇年に及んだ。ちなみにリング沿いに威容を誇る、現在のウィーン証券取引所も一八七七年に竣工したものだ。このような大規模な都

市改造は、必然的に活発な不動産取引を惹起した。

こうした金融や不動産取引を主導し、オーストリア資本主義を發展させたのは、言うまでもなく貴族に変わって勃興した市民階級、つまり新たなエリート層だった。一八四八年革命によってメッテルニヒは追放されたものの、反動により旧体制は維持され、市民階級は政治的自由を十分に獲得するには至らなかった。しかし、彼らは労働者革命に向けて財産権を確保し、レッセフェールによって自由な経済活動を営んだ。「こうもり」の登場人物はほとんどが市民階級か官吏であり、向かうところ敵なしといった快活さで描かれている。皇帝フランツ・ヨーゼフ一世がリベラルな教養を身につけた伝説の賢女エリーザベトをバイエルン王国から皇后に迎えた際に熱狂したのも市民階級である。血統貴族に対抗して財産を蓄え、豪

華な邸宅と自慢の妻を迎えることを人生の目標とした彼らは、時代を前進させるとともに、証券市場のユーフォリアの原動力となった。

III、Schwarzer Freitag と各国への伝播

オーストリア証券取引所は、マリア・テレジア治世下の1771年に設立された由緒ある取引所で、国債の取引から始まり、その後、外国為替、さらに株式の取引へと拡大していった。最初の市場株式（1816年）は、オーストリア国立銀行であり、やがて鉄道会社や汽船会社など新興企業に拡大し旺盛な資金調達が行われた。⁵⁾ 当時既にマージンを支払うことで多額の取引ができる仕組みが存在したため、「株価が上がる」という見通しと借り入れが可能でさえあれば、現実の資金力

よりも大きなポジションを積み上げることが可能となっていた。⁶⁾取引の規律維持のために「取引所委員会」(Handelskammer)が設置されてはいたが、本格的な証券取引法は証券市場崩壊後の一八七五年の証券取引所法制定を待つこととなり、オーストリアは産業政策にせよ証券市場にせよ、事故や不正がない限り政府は介入しないリベラル思想が支配的で、それは同じドイツ語圏のドイツ諸国でも同様であった。

そのドイツ諸国は一八七一年に統一され(ドイツ帝国の誕生)、貨幣制度は銀本位制から金本位制に変更された。ドイツにおける金本位制の導入が具体的にどのようなようにウィーン株式市場の熱狂につながったかは定かではないが、元々財政規律の低下で弱体化していたオーストリア通貨がさらに相対的な地位を低下させた可能性がある。このため、通貨価値の下落期待が生まれ、通貨から株式

や不動産に資産を移す動きを加速させたのではないかと考えられる。

そもそもオーストリア国立銀行(紙幣発行銀行)の発行紙幣は銀との兌換通貨であったが、たびたび財政規律の低下に見舞われたため(国立銀行による公債の買入れ)、銀行法(Die Bankaktes, 一八六二年一二月)の公布により、紙幣発行量に二億グルデンの上限を設け、それを超える場合には貴金属の交換を義務づけるという通貨制度の強化策がとられた。これは国立銀行の独立と財政ファイナンスの制限を意味しており、財政規律を強化することを通じた通貨の安定という目論見であった。さらに一八七二年三月には二億グルデンを超える場合には銀または金による交換が義務付けられた。しかしながら、普墺戦争(一八六六年)の戦費調達により、こうした国立銀行の独立性(つまり財政規律)はさっそく危機に瀕した。

また、紙幣発行量が二億グルデンを超える場合に金・銀との交換義務を付したとはいえ、十分な金準備を積み上げるには時間を要したはずであるから、ドイツの金本位制導入に伴う銀価格の下落期待の下では、人々の通貨への信頼を高めることは容易でなかったと考えられる。

こうした中、ケーニヒグレーツの屈辱をそそぎ、技術力と経済が成長する帝国の威光を示すため、ウィーン万国博覧会が計画され、ウィーン市民の高揚感をさらに刺激した。ところが、一八七三年五月一日の開会式は、悪天候により散々なものであったうえ、コレラ発生の噂まで流れたと伝えられており、憂鬱な空気がウィーンに流れた。

万博開会式に先立って四月末には、既に最悪の事態が発生しており、パリ証券取引所の株価が暴落するという噂が流れ、不安心理に陥ったオーストリア商工業信用銀行は、当座貸し越しを制限した

上、二、〇〇〇万グルデンもの債券を売却した。資金不足に陥ると、市場参加者は取引の巻き戻しに走るという現象は、他の恐慌や金融危機でも観察されてきたものだ。この時も、同様の現象が起こったと考えてよいだろう。

五月九日金曜日にウィーン株式市場は大暴落に見舞われ (Schwarzer Freitag)、株価は平均一八〇グルデンから一〇グルデンに暴落し、午前中に一二〇の銀行が倒産、午後には警察によって証券取引所は閉鎖された。直後に一五二人が自殺した。不信が金融市場にまん延し、短期貸し付けの更新は行われず、いたるところで資金の逼迫が発生した。一八七三年の株価暴落による金融上の損失は約一五億グルデンに達したとされ、国立銀行の(金銀による交換義務を伴わない)紙幣発行量上限が二億グルデンであったことを考えると、市場崩壊の規模がいかに大きかったが分かる。

株価暴落は、当時を象徴する技術革新の一つであった電信で結ばれていたベルリンやフランクフルト証券取引所にも伝播し、さらにはベルギー、イタリア、スイス、オランダへ、九月にはニューヨーク市場にまで波及した。アメリカにおいても鉄道ブームにより市場に資金が流れ込んでおり、国際的な金融危機の波及には脆弱な状況にあったと言える。ドイツの投資家は、アメリカでの鉄道プロジェクトから資金を引き上げ始め、多くの鉄道会社が破産した。事業会社の破産は金融機関へと波及し、当時、ニューヨーク市で最大規模の金融機関であったジェイ・クック&カンパニー (Jay Cooke & Company) が倒産すると、大銀行の倒産を見て恐慌をきたした預金者は預金引き出しのため銀行に殺到した。ニューヨーク証券取引所は史上初めて閉鎖され、このパニックは東海岸から中西部まで拡大し、全米で一〇〇程度の銀行が破産

したとされる。⁽⁹⁾ イギリスはイングランド銀行の金利引き上げによってドイツ・オーストリアやアメリカのような金融危機は回避できたものの大不況に突入し、一八九六年にいたる長期の経済停滞へとつながった。

一八七三年の株式市場崩壊は、世界経済に甚大な影響を与えた。北村 (二〇〇九)⁽¹⁰⁾ によるとドイツの銑鉄生産量は二一%減少し、価格は三七%下落した。英国の輸出は一九七二年比較で七五年には二五%縮小し、鉄鋼生産稼働率は二〇%程度にまで落ち、価格は六〇%下落した。長期の経済停滞の期間中には当然景気変動は発生しており、一八七九年から八二年にかけて短期の景気回復があったようであるが、一八八二年にフランスで発生した恐慌により再び不況に転落した。もちろん世界恐慌の短期的および長期的影響は国によってまちまちである。ドイツにおいては鉄道網の拡張

をはじめ工業化がさらに進展し、国力はむしろ強化されたと見ることも可能である。しかし欧米主要国は一八七三年以降も一定の経済成長は達成したものの、一八七三年以前より明らかに成長率は

低下し、物価は下落した。ドイツでは保護関税論が台頭し、一八七九年の石炭と鉄鋼業の関税率引き上げを手始めに、次々と保護関税が導入された。オーストリアにおいても一八八二年に保護主義的な関税が導入された。一般には第一次世界大戦後の自国産業保護を機に保護主義の蔓延が始まったと言われることがあるが、自由貿易主義から保護貿易への転機はこの時であったとみることも可能であろう。

既に述べたように、イギリスも好不況の波はあるにしても、物価は大幅に下落し大英帝国に暗い影を落とすこととなったが、吉川(二〇一三)¹¹⁾によると、マーシャルが、ひとたびデフレが始まる

と「スパイラル」に陥る危険性を指摘したのはこの時であり、現代のデフレ観にまで大きな影響を残した。

投資収益率(ROI)のような投資指標が開発されたのは二〇世紀に入ってからと考えられることから、一八七〇年代においては現代よりも投資と投機の境目ははるかに曖昧であったと考えられる。そう考えると、当時の出来事を現代の事象にそのまま当てはめたり、近い将来を予測することは適切ではないだろう。しかしながら、バブルの要因に流動性の問題や国境を超えた資本移動などが含まれていたことは金融危機につきものであるにしても、経済学者などから常に歓迎される技術革新(経済理論ではスター扱いである。)が、一八七〇年代におけるユーフォリアの原因の一つとなったという歴史的事実は印象的であると思う。実質的な経済成長においては、技術革新は労働

力・資本とともに三大要素のひとつだが、金融・資本市場では外生的なショックである「異変」¹³として投資家の経済見通しを左右し、資産価格に影響を及ぼしうるといふことなのだろうか。また、通貨当局が危機に瀕してどのような対応をとったかにも触れざるをえない。現在のオーストリア国立銀行によると、株価下落の危機対応として紙幣発行制限を一時的に停止したが、¹⁴通貨供給量は発行上限から一%未満程度しか増加しなかったようだ。¹⁵一八七三年の金融危機において、オーストリアでは「最後の貸手」の出動はなかったとされるが、オーストリア国立銀行によると必ずしもそうとは言い切れない。ハンブルクの銀行危機（一八五七年）に際して、オーストリア国立銀行はハンブルク銀行を救済しており、¹⁶金融危機対応の経験も有していたことを考えると、無為無策であったとは思えない。しかし通貨供給量がさして増加し

なかったことはオーストリア国立銀行も認めている。紙幣発行制限の解除にもかかわらず、なぜ通貨供給量はさほど増えなかったのか、経済の急激な落ち込みや多数の銀行の倒産が関係していると考えられるが、一八七三年の「最後の貸手」については解明すべき論点が残っているように思われる。

四、おわりに

喜歌劇「こうもり」のフィナーレは、「今日、私たちが被ったひどい出来事は、お酒のせいだ！」（‘Champagner hat’s verschuldet, was wir heut’ erduldet.’）という、資産を失い心を痛めたウィーンの人々を癒すようなものとなっている。ご都合主義にも程がある台詞かもしれないが、当時の人々の心境がそれを必要としていたということだ

る。¹⁷⁾ 経済史上繰り返されてきたバブルの崩壊は人々の心まで傷つけてきたことの、音楽史における痕跡のように思える。

最後に、日本においては、なぜ一八七三年世界恐慌の記憶が残っていないのかについて述べて本稿を閉じることにする。欧米での恐慌は日本にも貿易面で波及し、対ヨーロッパ輸出は、一八七三年は一・二百万円であったのが、一八七四年は六・七百万円、一八七五年は六・六百万円へ急落しており、大きな影響が出ている。しかし、輸出全体で見ると、一八七三年は二一・二百万円であったのが、一八七四年は一八・九百万円に下落したとはいえ、下落幅は二・三百万円に留まり、一八七六年には二七・一百万円に回復拡大している。¹⁸⁾ つまり、貿易面での影響は短期的にとどまっている。また、当時の我が国のグローバリズムは貿易が中心であったことを考えると、欧米の資産

価格暴落は後世に記憶が残るほどの危機ではなかったと考えられる。我々日本人が強く記憶している金融恐慌の最初のケースは、一九二七年に発生した昭和金融恐慌であろうが、¹⁹⁾ 記憶には時間的な遠近の要因があることは間違いないにしても、「痛い目」にあったという経験の有無が大きく作用すると思われる。一八七三年世界恐慌は幸い我が国への影響は大きくなかったかもしれないが、現代への教訓も読み取れるはずだ。一五〇年たった今日、今一度探求することの意義は大きいと思われる。

(本稿の執筆に当たっては、日本証券経済研究所の佐賀卓雄名誉研究員から貴重なご意見をいただきました。もちろん本稿の全責任は筆者にあります。)

(注)

- (1) 一九二九年のアメリカ証券市場の大暴落(世界大恐慌)の影響が余りにも大きかったため、一八七三年から一八九六年まで続いた長期経済停滞は大不況と呼ばれることが多いようであるが、本稿では一八七三年に連鎖的に起こった欧米証券市場のクラッシュを世界恐慌と記述する。
- (2) 本稿は多くの文献に拠っているが、ロビン・オーキー著「ハプスブルク君主国一七六五―一九一八」(二〇〇二)、山之内克子著「物語オーストリアの歴史 中欧「いにしえの大国」の千年」(二〇一九)、小宮正安著「ヨハン・ストラウスワルツ王と落日のウィーン」(二〇〇〇)にも多く拠っており、特に断りがない場合はこれらを参考にしている。
- (3) C.P. キンドルバーガー他著「熱狂、恐慌、崩壊 金融恐慌の歴史」(第六版)
- (4) *Makerbank*とは、投資家を仲介する当時のドイツ語圏特有の銀行形態。この業態が誕生したのはドイツであり、それがオーストリアに伝わったものである。
- (5) 山田廣(二〇一六)「ウィーン取引所」(京都産業大学「産大法学」四九巻四号)
- (6) *Austria-Forum* : “Wiener Börsenkrach von 1873_Spekulationsblase” (URL: <https://austria-forum.org/af/AustriaWiki/Gr%C3%B4nderkrach>)
- (7) アンセルム・フォン・ロートシルト(一八〇三―一八七四)、ウィーン・ロートシルト家二代目当主)の出資などにより一八五五年に設立され、長期の産業融資などを行った。
- (8) Johannes Leicht(2015) : “Gründerkrach und Gründerkrise” (Lebendiges Museum Online) (URL: <https://www.dhm.de/lemo/kapitel/kaisereich/industrie-und-wirtschaft/gruenderkrach.html>)
- (9) アメリカ財務省: The Financial Panic of 1873 (URL: <https://home.treasury.gov/about/history/freedmans-bank-building/financial-panic-of-1873>)
- (10) 北村行信(二〇〇九)「今の状況は大恐慌より一八七三年世界不況に似ている？」(週刊ダイヤモンド二〇〇九年四月四日号)
- (11) 吉川洋(二〇一三)「デフレーション、日本の慢性病の全貌を解明する」
- (12) ピーター・ドラッカー著(牧野洋訳)「知の巨人ドラッカー自伝」によると、ROIを体系化したのはGMの副会長ドナルドソン・ブラウン(一八八五―一八六五)であり、彼のデュボン時代(一九〇九年入社)のことである。また、ドラッカーがフランクフルトで米系投資銀行の支店に勤めていた頃(一九二九年)、支店長のポール・クイットナーは著書「投資」で投資収益率(ROI)や売上高利益

- 率といった投資指標を紹介し、欧州で大きな驚きをもって迎えられたという。
- (13) C.P. キンドルバーガーは、外生的なショックである「異変」について「異変の原因が何であれ、それが十分に大規模かつ広範に及ぶなら、異変は少なくとも経済の重要な一部門での利潤の機会を変えることによって、経済の見直しを変えるであろう。」(吉野俊彦、八木甫訳)と述べている。
- (14) オーストリア国立銀行は、バブルを鎮静化させるため、一八七二年、一八七三年と立て続けに公定歩合を引き上げ、市場金利も上昇したが、不十分であった。前掲のP.C. キンドルバーガーの著作(第四版)を参照のこと。
- (15) オーストリア国立銀行：Die "privilegierte oesterreichische National-Bank"
(URL: <https://www.oenb.at/ueber-uns/unternehmensgeschichte/1818-1878.html>)
- (16) C. M. Reinhart, K. S. Rogoff, "THIS TIME IS DIFFERENT: Eight Centuries of Financial Folly"
(「つうもり」の初演(一八七四年四月五日)における聴衆の反応は今ひとつであったとも伝えられている。このことについて、演出家の寺崎裕則氏は、「前年襲った未曾有の経済パニックのためか、不安のどん底の中で庶民とは余りにもかけ離れた上流階級の世界を扱ったためか、美しさの背
- 後にひそむ諷刺の針の痛さのためか、その原因ははっきりしない。」と述べている。
- (18) 数値は、大蔵省編纂「大蔵省百年史」(一九六九年)より。
- (19) 前掲のC. M. Reinhart, K. S. Rogoffの著作によると、我が国は一九二七年以前に金本位制離脱(一九一七年)を含めて、六回の銀行危機に見舞われている。
- (たかぎ たかし・当研究所常務理事)