

資料

1929年のニューヨーク

株式暴落と今日への教訓

1. は し が き

最近の米国株式市況の急落は、1929年当時の株式恐慌を連想させ、この面からもばく然たる不安感をさそっている。現代の米国経済がもはや30年前のそれと同じではないということがほとんど常識となっているにもかかわらず、1929年が想起されるのは、何よりもまずその経験がきわめて強烈であったからであろう。しかし同時にまた、現状においても米国経済にその再現の可能性を完全に否定しえない何かが残されているという、いちまつの不安が存在していることも否定できない。以下本稿においては1929年の株式暴落をめぐる諸事情についてその概略を述べるとともに最後に簡単に今日との比較を行ってみた。

2. 一 般 的 背 景

第1次大戦が終わってから第2次大戦の始まるまでのいわゆる“Inter-war period”は、周知のように繁栄の1920年代とたそがれの1930年代との際立って対照的な二つの時期にわかたれる。この転換点をなすのが1929～33年の世界大恐慌であるが、1929年10～11月のニューヨーク株式市場の大崩壊は、この大恐慌の発端となったドラマティックなエピソードであった。

第1次大戦後の世界経済は、終戦直後の政治的経済的混乱の克服と1920～21年の戦後恐慌を経てそのいわゆる「相対的安定期」にはいった。大戦を経て債務国から一躍債権国になった米国経済は、この期間における世界経済拡大の先頭に立

ち、最もめざましい発展を遂げたが、その背景には、新技術の発展、膨大な利潤の蓄積、産業合理化の推進などを基礎とした生産設備の更新と拡張、住宅をはじめとする旺盛な建設需要、新興自動車ないしラジオ産業の躍進などがあり、また生活内容の変化向上を反映して消費者支出の増加もみられた。こうして1921年に始まる景気上昇局面は、1924および1927年の両景気後退にも大きく攪乱されることなく1929年のピークに到達することとなる。1957年を100とする生産指数でみると、1921年4月の19.1から1929年7月の39.9へと、この8年間にほぼ倍増した。

欧州諸国もしだいに戦争の破壊から立ち直りつつあった。フランス経済は、ドイツから取り立てた賠償を基礎とする戦災復興と、平価をほぼ毎に切り下げるという思い切った通貨改革によるフランの安定(1928年)とにより、比較的順調な発展を続けていた。ドイツでも1924年のマルク安定を機として急速な経済の回復拡大過程が始まり、戦時中膨大な対外投資を喪失した英国も、旧平価による金本位復帰(1925年)のデフレ的圧力に悩まされながらも、漸次上昇の過程をたどっていた。

この相対的安定期は、1929年秋の株価暴落をもって終末を迎えた。米国の経済活動は同年半ばを境に下降のきざしをうかがわせていたが、投機の崩壊を機としてブームの陰で進行していた過剰生産と過剰設備が一挙に露呈された。しかもこの経済活動の縮小は、米国農業の生産力増大と欧州農業の復興のもとにすでに明確化しつつあった世界的な農業恐慌とからみあい、さらに金本位復帰後

まもない不均衡を内蔵した世界経済の弱さといま、史上最も深刻な、最も長期的なかつ最も一般的な過剰生産恐慌となり、大幅な生産低下、急激な物価下落、大量の失業をもたらした。恐慌の最低点、1932年7月に米国の生産指数は18.6を記録したが、欧州諸国の生産もすべて戦前1913年の水準を下回る線にまで後退した。

恐慌は、すでに農産物過剰から大きな打撃を受けていた東欧諸国をはじめ、ドイツ、英国を捕え若干遅れてフランスをも巻き込んだ。産業恐慌の進行につれて信用面でのひっ迫も漸次深刻化したが、1931年春、貿易縮小の打開策としてのドイツ・オーストリア関税同盟設定が、ベルサイユ体制の崩壊を懸念したフランスの反対とその短資引揚げを招き、その結果オーストリア最大の銀行クレジット・アンシュタルトの破たんをみるに及んで、欧州に信用恐慌が爆発することとなった。短資引揚げの波はついでドイツに及び、同国の金融界を崩壊させたあと、ついに同年9月ロンドンを襲って英国の金本位離脱を引き起こすに至った。

ポンドの瓦解は世界的な通貨不安をもたらし、産業恐慌の持続や関税戦の激化ないし貿易の縮小といま世界経済に大きな衝撃を与えた。各国通貨当局あるいは銀行制度は、このためいずれも金保有の増加や流動性の確保に努め、他方一般の預金引出し、通貨保蔵傾向も増加した。これらはさらにいっそうの物価の下落、沈滞をもたらすとともに、信用の拡張を妨げ、債務の負担を増大させ、産業の回復を阻害する方向に作用した。このような推移を背景として、米国においても1932年から翌33年春にかけて、株式恐慌以降潜在的に進行していた銀行恐慌がついに顕在化し、ドルもまた金本位停止、平価切下げに追い込まれることとなった。

米国の銀行恐慌をもってさしもの世界恐慌もようやく終末を迎えた。産業活動は1932年夏ごろ世

界的な規模で最悪の局面を通過しつつあったが、その後米国におけるニュー・ディール経済の発足を中心として、徐々に好転に向かうこととなるわけである。

3. 株式市場のブームと崩壊

(1) ブームの発生

1929年秋に至る株価の上昇運動は、戦後恐慌の底入れ後まもない1921年夏に始まった。この上昇は1923～24年の景気後退によりいったん中断されたのちいよいよ本格化し、1927年の後退にはほとんど影響されず、しだいに歩度を速めながら1929年に至った。

おおざっぱにいうと、市場における株式の価格は一方では配当収入の高さにより、他方では価格差収得をめざす投機取引の激しさにより左右される。1927年までの株価は、いわば配当収入の高さと多かれ少なかれ見合った程度の上昇であった。1922年を100として株価の上昇をみると、5年後の1927年にはこれが175見当に達しているが、これに対し法人配当支払額は、この間27億ドルから50億ドルへと80%あまり増加した。配当支払の基礎である利潤総額は、1921年の赤字から脱出したあとは順調に増大し、長期債市場金利の漸落、短期金利の水準とともに、株価の上昇をささえた。加えて、この時期における楽観的なふんい気や将来の配当収入増加への期待を考慮すれば、株価上昇には十分の裏付けがあった。

ところで、株価の上昇は株式の発行および取引を増大させ、さらに投機的な活動を刺激することになる。おりから、1927年8月、国内景気の足踏みと欧州金融市場のひっ迫に対処するため行なわれた公定歩合引下げが、実際には株式信用の増加をもたらした。他方では「クーリッジ景気」(Coolidge Prosperity)のもとでの永久繁栄論の流布が株式投機を促した。このような情勢に加え証拠金取

引、持株会社ないし投資信託方式などの各種投資技術が駆使されたことは投機に拍車をかけ、みぞうの「フーバー強気市場」(Hoover bull market)を現出させるに至った。

1928年にはいと、株価は非常な勢いで上昇した。前記の指数を引き伸ばすと、1927年7月の173から、28年1月198、29年1月274となり、同年9月333のピークに到達した。ダウ普通株では、この最高は9月3日の381.17ドル(1928年1月は約200ドル)であった。この記録はその後1954年11月まで、25年間にわたり破られることがなかった。取引高も1925～27年の1日平均2百万株前後から28年にはいとこれが4百万株にはね上がり、5百万株以上の取引も珍しくなくなった。これに対し、配当支払額は1927～29年間に20%余、利潤は約30%増加したにすぎなかった。

証拠金取引の融資にあてられるブローカーズ・ローン残高は、1920年代前半の20億ドル以下から、1925～27年間に30～40億ドルへ増加、以後急増して1929年9月末には85億ドルに達した(ちなみに、1929年当時45～50%の現金支払が求められていたといわれる)。さらにブローカーズ・ローンの出し手もニューヨーク市銀筋中心の従前の型を大きくくずし、1928年以降になると、個人、法人、外国投資層などのグループが出し手として最大の比重を占めるに至り、29年秋にはそれが総額の70%にも及んだ。

もっとも投機的な株価の騰勢にも「ふし」があった。市場の動きを懸念した連邦準備当局は、1928年中3度にわたり公定歩合の引上げ(3½%→5%)を行なったが、1929年2月初め、さらに市場に対して穏やかではあるが異例の警告を発した。たまたま資金のニューヨークへの流出を阻止しようとした英蘭銀行の公定歩合引上げ(4½%→5½%)がこれに重なり、すでに天井観も出ていた株価は、3月初めのフーバー大統領就任でいった

ん反騰したあと、同月25～26日鋭い急落と大量売り(26日825万株)を現出、一時は長年の強気市場の終えんさえ感ぜさせる状態を呈するに至った。しかしながら、これに対し当時ニューヨーク連銀のA級取締役であり、ナショナル・シティ銀行の会長であったチャールス・E・ミッチェルは、「われわれは金融市場の危機をさけるという重要な義務をもっており、それは連銀当局のいかなる警告よりも、その他いかなるものよりも重要であると思う」と声明、コール市場に資金を投入した。このため強気市場は再びよみがえり、連銀当局は影響力を失う一方、ブームは爆発的な勢いで前進を再開し、同年秋の破局的な段階に突入することとなったのである。

(2) ブームの消滅

しかし、投機は無限に続くものではない。それは、株価上昇による価格差収得の見込みが消滅して、もはや新しい買手が市場にはいってこなくなったときに終了する。9月3日をピークとして、株価は下向きの調整過程にはいり、一時的な気迷い状態のあと、10月21日(月)から、11月半ばまでの3週間に、激動のうちに崩落することとなった。

投機の崩壊ないしブームの消滅の直接的な原因については、たとえば、経済の実態面で生産指数が7月を頂点に低下しはじめていたこと、9月20日英国でハトリ財閥の破たんと不正暴露が伝えられたこと、あるいは10月11日マサチューセッツ公益事業局がボストン・エジソン電燈会社の株式分割申請を不許可とし、その収益に比し株価が過高である旨指摘したこと、などがあげられている。しかし、これらの可否は別として、この間に株価が一進一退を繰り返しながら、10月19日(土)には323.87ドル(ピーク比－57.30ドル、6月ごろの水準)まで下げていたため、値下がりに伴う証拠金の追加請求の圧迫もしだいに表面化しつつあった

ことは想像にかたくない。

こうして週明けの21日、市場はついに609万株に上る売りの大波を浴び、恐慌局面に突入することとなった。10月24日、暗黒の木曜日(black Thursday)の午前中市場は「盲目的でかしゃくの無い恐怖」にゆだねられ、膨大な売りに対して誰も買い手がない、という状態がしばしば生じた。これに対し、ナショナル・シティ、チェーズ・ナショナル、ギャランティ・トラスト、バンカーズ・トラスト、J. P. モルガンの各首脳は、モルガン商会の事務所では合して資金プールの設定を決議(のちにファースト・ナショナルも参加)、直ちに組織的買いざさえに出動した。

市場はこれにより後場にはいって生色を取りもどし、下げ幅を前日比 -6.38ドルに食い止め、株価は299.47ドル、取引高1,289万株で大引けとなった。しかし、この買いざさえも翌週明けの28日(月)にはついに無力となり、株価は1日で38.33ドル下げて260.64ドル(取引高925万株)へ、さらに翌29日には230.07ドル(-30.87ドル)、取引高1,641万株と惨憺たる記録を残した。銀行団はついに買いざさえをやめ、市場の秩序を保つという線に後退した(さらに後日明らかにされたところでは、実際には空売りによって市場を逆に悪化させていたといわれる)。

市場は10月30~31日、USスチールの特別配当やロックフェラーの珍しい株価支持声明の発表、あるいは連銀の買いオペや公定歩合引下げ(11月1日6%→5%、同15日5%→4½%)などあって反騰したが、11月1~2日の取引所休業のあと再び売りの大波に襲われ、11月13日株価はついに198.69ドルと1929年の年間最低に落ち込んだ。つまり、9月3日の水準の約半となりブーム発端の1928年1月の水準まで逆もどりしたわけである。この数週間の値下がり総額は約300億ドルに達したが、これは第1次大戦における米国の戦費総

額に匹敵し、当時の国債総額の2倍に近く、また同年のGNPの3割に及ぶ巨大な損失であった。

大暴落のあらしはこうして一段落したが、この間注目されたことは、この暴落が直ちに信用恐慌ないし銀行恐慌を引き起こさなかったという点である。すなわち、株価の落勢の強まりとともに、ブローカーズ・ローンの出し手は資金の安全性と流動性を懸念して急きょ回収に向かったが、とくにニューヨーク市中銀行を通じてブローカーズ・ローンを出していた銀行以外の出し手および地方銀行についてみると、10月30日に終わる週に、前者は一挙に14億ドル(前週残高の36%)、後者は7億ドル(同40%)を回収している。ニューヨーク市中銀行は引き揚げられた資金に代えて、自らの資金を市場に投入(この週間だけで14億ドル、ブローカーズ・ローンのみでは10億ドル増)、連銀当局はこれに必要な準備を供給するために、最も逼迫した2日間に120百万ドルの買いオペを行ない信用状態の崩壊を阻止し、市場の安定を促進した。ちなみに、第1次大戦前の1907年10月の恐慌時に125%というコール金利が現出し、多数の銀行破たんが生じたが、1929年の秋には金利は9月の平均8.5%から漸落しており、同年3月26日朝に記録された20%を再びこえることがなかった。このような相違は両時期の間における連邦準備制度の創設、銀行制度の強化などの諸事情に基づくものと思われる。

なお、その後の市場の動きについて付記しておく、年末から翌30年春にかけて、フーバー大統領の主唱のもとでの財界首脳会議、減税ないし公共事業拡張声明などもあり、株価は一時280ドル近くまで回復した。しかしこの勢いも30年6月の急反落をもって消滅し、株価は以降1932年7月8日の41.22ドル(ピーク比1/6)という大底まで2年余にわたる長期の下落過程をたどることとなった。

この大底から振り返った場合、大崩落の底という1929年11月の株価さえ、きわめて高水準のものであった。若干の主要株式についてこれを見ると次のとおりである。

	1929年 9月3日 (ピーク)	1929年 11月13日 (崩落の底)	1932年 の最低
アメリカ 電信電話	304 ドル	197¼ドル	70¼ドル
ゼネラル・ エレクトリック	396¼	168¼	34
ゼネラル・ モーターズ	72¼	36	7½
ラ ジ オ	101	28	2½
U S ス チ ール	261¼	150	21¼

このような下降過程は、1929年秋の大崩落の場合とは異なり、投機というよりむしろ現実の経済の動きを反映したものであった。すなわち、全世界的な規模での産業および金融恐慌の進行が、株価不振の主因となっていた。主要経済指標は次のとおり大幅に減退している。

	1929年	1933年
生産指数(1957年=100)	(7月) 39.9	(1932年7月) 18.6
卸売物価指数(1947~49年) (=100)	(8月) 62.6	(2月) 38.8
法人利潤(億ドル)	96	(1932年) -30
配当支払額(ク)	58	21
個人所得(ク)	858	472

4. 政策的・制度的諸問題

大恐慌以降、その真因の究明と再発の防止のために多大の努力が払われてきているが、ここではとくに最近の株式不安との関連において、1929年の株式恐慌がいかなる政策運営ならびに制度面における諸事情を背景として生じたか、またその後いかなる改善措置がとられたかという点につき若干ふり返っておこう。

第1に金融政策に関する分野についていえば、異常な株式ブームの進行を許した原因の一つとし

て、1927~29年における連邦準備政策の不善際がしばしば指摘されている。1927年夏、対米金流出に悩む欧州諸国への国際協力的配慮から推進された金融緩和が、實際上株式信用の拡大を通じ投機の進行を触発したこと、その後、投機抑制のため公定歩合の引上げを行ないつつ、同時に正常取引の阻害を懸念して銀行引受手形の買入れを強め、このルートから出される連銀信用が株式信用をささえたという事実を見のがしたこと、あるいはさらに、1929年初め投機抑制が焦眉の問題となった時期に決然たる政策的決断を欠き、公定歩合引上げの時機を失い、「連銀信用を使用しないかぎり、株式投機は連銀政策の対象ではない」(ゴールデンワイザー：米国通貨政策)という消極的な態度をとったこと、などがその具体的な例証であった。

現在の連邦準備制度は当時に比べ格段に強化されている。政策論として、連銀信用はその放出されるルートのいかにかわりなく、いっさいの商業銀行信用の現金基礎になるという理解が確立している。連銀政策の遂行上、経済安定というより広い見地が強調されるに至っており、単に株式面のみならずいっさいの分野における投機的な行き過ぎに不断の関心が払われている。

この点に関連して特記されることは、連邦準備制度理事会が1934年証券取引法に基づき、株式証拠金率の規制権限を与えられたことであった。ブームの進行に際しては、前記のように一方で投機を抑制するための金融引締めが、他方で正常取引に必要な通貨の供給が必要とされるという事態が現出したが、証拠金率規制権限はこのような事態に対処する連銀の立場を著しく強化するものであった。この権限は連銀にとって、商業銀行が個人または事業法人の代理としてブローカーズ・ローンを出すことを禁止した規定(1933年銀行法)とともに、とくに重要な政策手段となっている。

連邦準備の政策機構の点でも、1935年銀行法を中心とした数次の改正を通じ著しい改善が行われた。ワシントンの理事会の強化、公開市場委員会の創設、可変的支払準備制度の実施などはその一例にすぎない。連邦準備の指導性ないし權威もはるかに高まっており、たとえば1929年3月ナショナル・シティ銀行ミッチェル会長のように連銀の政策を無視するようなことは、現在ではとうてい考えられないことといえよう。

第2に証券制度の分野についていえば、1929年当時、比較的ルーズな証券発行および流通制度、持株会社ないし投資信託方式の盛行が投機の進行に大きな役割を演じたことが注目される。投資信託は、普通株のほか優先株や社債で集めた資金を既存の株式に投資したが、これによって、買入れ株式の値上がりの利益が自己の発行する普通株のより大幅な騰貴に反映するというメカニズムが働くことになった。そのうえにさらにこの普通株を保有する別の投資信託が作られ、そのピラミッドの頂上では基底にある株価のわずかな上昇から巨大な値上がり益が取得された。この方式は下部同系会社間での取引による株価の操作などの不正を誘発し、また株価の低落過程ではその崩壊をいっそう激化させる結果をももたらした。

かかる弊害にかんがみ1933年証券法および1934年証券取引法は株式の発行を厳格に規制し、必要な事項を登録公表せしめ、証券取引委員会を設置した証券業者の監督、不正慣行の取締まりを強化することを目的として制定された。投資信託を子会社として経営していた商業銀行は、1933年銀行法によりこれを分離することを要求され、商業銀行業務と投資金融業務とが隔離された。さらに、1935年公益事業持株会社法、1940年投資会社法などが設けられ、持株会社のピラミッド形成を制限し、あるいは投資会社の登録を強制するなどの方策が講ぜられている。商業銀行制度については以

上のほか、銀行役職員の自行からの借入禁止、他の銀行との役職兼務禁止、預金保険制度の創設、預金金利の規制などの諸措置が新たに講ぜられた。

第3に、より一般的な経済政策の分野について付記しておく、1929～33年の大恐慌を境として、単に投機による経済の攪乱を防ぐというだけでなく、その根底をなす経済一般の強化という点においても、格段の進歩がみられる。その最も顕著な例をあげるとすれば、1946年雇用法の制定とその後における経済思想の発展を通じ、適正な経済成長、持続的な生産雇用の高水準、妥当な物価安定ということが、公的政策の目標とされるに至ったことであろう。これに対し1920年代には経済に対する政府の不干渉が最大の原則で、ニュー・ディールを提唱したルーズベルトでさえ、はじめは政府支出の大幅削減と均衡予算を公約として掲げていた。

政策思想のこのような前進のもとで、弾力的金融政策ないし補整的財政政策が経済の安定および成長というより広い観点から活発かつ強力に実施され、さらに、農産物価格支持制度、社会保障制度、高率の累進課税制度などいわゆる自動安定装置(built-in stabilizer)の整備も重要な役割を果たしている。

これらにより深刻な恐慌の発生ないし進行が阻止される限り、現段階の株式市場は1929～33年当時と比べ格段に強力なささえを与えられているといえよう。

5. む す び

以上1929年のニューヨーク株式恐慌は、1920年代のみぞうの経済繁栄を基礎とした大投機の進行とその究局的な挫折の過程であったが、最近の株式市場の動揺についてみた場合投機の発生と挫折という点で当時とかなり似た点がある。しかも今

回の投機もその規模においては1929年ほどではないまでもなお相当の激しさであり、したがってまたその崩落によりもたらされたいわゆるペーパー・ロスも、国民総生産に比し1929年当時の3割に対し2割以上と巨額に達している。あるいは第2次大戦後の持続的な経済の繁栄、大規模な技術革新の波の高揚、これに伴う将来への大きな楽観と期待(「黄金の1930年代」と「黄金の1960年代」)とその挫折など、経済社会全般のふんい気にも当時と似通ったところが少なくない。

しかし、これらから現在の株式市場ないしはまた経済の動きが、今後も当時と同様のコースをたどると判断することはもとより早計であろう。たとえば、以上みてきたように、投機進行の過程だけをとってみても、当時とは異なり現在では各種の歯止めというべき諸制度が整備され、また政策的な態度にも大きな前進が認められるからである。この点で最も根本的な変化とみられるのは株価急落の過程に併行しかつ接続して実体経済の深

刻な恐慌が進行するといった事態が再現する可能性は、今日では、当時に比しはるかに小さくなっていることであろう。混合経済(mixed economy)といわれる現代では、同じく民間の創意に基礎をおいた市場経済であっても、景気変動に対処する方策において格段の前進を遂げているのである。

ただ最後に若干付言しておくとするば、当時にはなかったような問題、すなわち国際収支ないしドル不安という問題が、現在においては米国の不況対策に対する大きな制約となっていることを軽視してはならない。もちろん国内的な管理通貨制度の確立や国際的な経済協力体制の発展によって、金問題の意味するところは1930年以前とは大きな隔たりがある。しかしそれでもなお現在の国際通貨機構が金を基底に構築されたものであり、その改編もにわかに望みがたい以上、これが政府の各種経済金融政策を制約する方向に作用しうることは、これを十分考慮しておかなければならない。