

伝説の  
ファンドマネジャー  
が見た  
日本株式投資  
100年史

100 YEARS OF JAPANESE EQUITY INVESTMENT

山下裕士

HIROSHI YAMASHITA



「愚者は経験に学び、賢者は歴史に学ぶ」。ドイツの鉄血宰相と異名をとるオットー・フォン・ビスマルク（1815～1898年）が遺した言葉である。

もつとも私は「経験から学ぶこと」が愚者のすることとは考えてはいない。経験の積み重ねと豊富な知識があつてこそ、投資判断に直面したとき、正しい瞬間的判断を行えるからだ。一方、歴史は過去100年以上にわたり、場合によっては数千年前から多くの人々が経験してきたことのうち、後世に語り継がれるべき価値あるものの集大成である。

私は1960年、和暦でいえば昭和35年から証券業界に身を置いてきたが、この間においてすら、私が経験してきたことは、この時代に起こったことのごく一部にすぎない。ましてそれ以前のことは何も知らない。

だが、幸いなことに、私には多くの先輩方との出会いがあった。株が好きで、定年後も歩合外務員として出社されていた方々である。その方々は新入社員の私に、雑談という形で多くのことを話してくれた。

私より40歳以上も年長の人たちであるから、戦前・戦後の興味深い話を数多く聞くことができた。たとえば、戦前の証券会社では、月給はわずかだが、社員が相場を張るのは大目に見てくれた。儲かれば人力車で夜の繁華街に繰り出した。

だが、そういう人たちはあまり財を残していない。

志のある人は、財を成したのち、証券会社を立ち上げたり、他のビジネスを始めたたりしている。野村證券、山種証券、立花証券の創業者たちもその成功例である。最近では投資信託・資産運用・運用の助言などの分野で成果を出している企業が増えている。

証券界で世間並みに給与が出始めたのは戦後のこと。大手証券会社が毎月、投資信託の募集にノルマをかけるようになってからという話もしてくれた。

私の勤務先では、個人投資家向け投資情報誌「株式短評」を毎月発行しており、私とその編集長を任されていた。当時、宝塚劇場の座付き作家であった香村菊雄さんをお願いして、野村證券の創業者を描いた『野村徳七伝』という連載小説を書いてもらっていた。その縁で月に一度、原稿をもらいに行き、小説の時代背景などを聞かせてもらった。

株式投資の歴史を勉強する機会は、このように身近にあった。機会は逃すべきでない。

こうした先輩方の話に加え、古本屋などで買い求めた書物など、さまざまな資料を参考にしつつまとめたのが本書の第2部「日本の株式投資100年史」である。第1部「私の投資人生」と第3部「アナリストは会社のどこを見ているのか」は、ともに私の経験に基づくものである。

### 株式市場で儲かるタイミングとは

1960年代、企業の資金調達は間接金融から直接金融への移行期にあった。間接金融とは銀行借入れ、直接金融とは証券市場での増資などによる資金調達のこと。必ずしもその通りになったわけではないが、少なくとも私たちはそのように教えられた。

ところが今は「株主第一主義」で、現預金に余裕がある企業は自社株買いや増配などの株主還元を要求される。証券市場は資金調達の場から株主還元の変化したといえる。これも私が経験したことであり、証券市場の歴史の一場面でもある。

株式市場はほぼ10年サイクルで動いている。例外もあるが、より正確にいうと8〜12年のサイクルである。1つのサイクルに上げ相場と下げ相場があり、それぞれに序盤・中盤・終

盤という局面がある。相場が5つの上昇波動と3つの下降波動で1つの周期をつくるという「エリオット波動」の原則にも通ずるものである。

最も儲かるのは、上げ相場・下げ相場とも「序盤戦」だ。なぜなら数年にわたる上昇相場の最終局面でマクロ経済は絶好調であり、企業業績もほとんどの企業が最高利益を更新している。マーケット関係者のほとんどが強気になっている。その中で一人敢然と売りに向かう。成功すればリターンは大きい。

逆も真である。相場の底値圏では経済環境も悪く、市場参加者もおおむね弱気になっている。そのときこそ絶好の買い場である。

序盤においてはどの銘柄でも儲かる。インデックスファンドでもアクティブファンドでもよい。中盤・終盤になると銘柄によってパフォーマンスに差が出てくる。銘柄によってはダウンサイドも考えなければならぬ。

「**周囲強気の渦中にあつて弱気を吐くことのいかに大勇気を要するものであるか**」という言葉を残した人がある。かつての陸軍大佐・松谷誠である。終戦という言葉を口にするだけで逮捕された太平洋戦争末期、早期終戦に向けた計画を提案し続けたときのことである。このエピソードはNHKの特集番組でも放送されたが、株式投資の極意に通ずる心意気である。

## 天井・底値をどう見つけるか

問題は「天井」「底値」をどう見つけるかである。実際問題としては、転機の来る前に次のステップのイメージを描き、対応を用意しておく必要がある。

私の体験から3つの事例を紹介する。

### ① 高度経済成長期に見られた法則

私が証券界に足を踏み入れた1960年（昭和35年）は、高度成長経済の最中、証券界も活気に満ちていた。それでも上がれば下がるという当たり前のことは繰り返されていた。

戦後の取引所再開後、最初に訪れた上げ相場は、日経平均株価で見ても、1950年7月の安値85円25銭から53年2月の高値474円43銭、値上がり率は5・5倍であった。

次の上げ相場は、53年4月の安値295円18銭から61年7月の高値1829円74銭まで6・2倍。このことから、私は次の上げ相場も5〜6倍になると予想した。

結果は、65年の安値1020円49銭から73年1月の高値5359円74銭まで5・25倍になった。

しかし、「底値から5〜6倍」という私の見つけた法則は、その後、実現することはなかった。戦後の高度成長期特有の現象であったのか、あるいは、戦後、数百倍に達した物価に株価がキャッチアップする過程での現象であったのかもしれない。

## ② オイルショックの時代の教訓

「3割の高下には向かえ」という格言があるが、ちょうどこの格言に当てはまるケースがあった。日経平均で1973年(昭和48年)1月の高値5359円74銭から74年10月の3353円13銭まで、金融引き締めからオイルショックのなかでの調整相場であった。

高値からの下げ率は37・5%、多少の誤差はあるが、この場合は3割下げのあたりから買い始めるのが正解である。その後、15年間にわたるブルマーケット(上昇相場)が続き、89年(平成元年)の大天井まで続く絶好の買い場であったのだから。

私の先輩には、何年続く下げ相場でも「調整、調整」と言っている方々が圧倒的に多かった。問題は「大勢上げ相場の中の調整相場」と「本格的な下げ相場」を見分ける力である。そのため、日ごろの勉強が欠かせない。

米国・欧州・中国をはじめ世界の政治経済、日本の経済政策・金融政策・マクロ経済・企



業業績など。そして過去の株価の動きとそれぞれの時代背景を研究しておくのも有意義だ。

### ③ 日米の大恐慌からバブル崩壊後の底値を予測

「半値8掛け2割安」という言葉がある。大阪の葉問屋や繊維問屋で品物が売れない時の値引きの目安にされていたといわれている。相場用語としては、大相場の後、天井をつけてからの底値の目処を計算する手段として伝えられている。

大相場の天井といえば、先ほど述べた1989年12月の3万8915円87銭。そこから下げ相場に入ったが、「半値8掛け2割安」で底値の目処を計算すると1万2453円となる。しかし、このレベルで株価は下げ止まらない。そうなると歴史に学ぶしかないと私は考えた。1つはご存じのニューヨーク大恐慌である。1929年9月のダウ平均381・17ドルをピークにして、32年7月に41・22ドルの一番底をつけた。

この間34カ月、89・2%の下げであった。その後、42年4月に二番底をつけたのである。底値は一番底より上であったが、ピークから実に13年7カ月後のことであった。

もう1つの事例は、戦前の日本である。第1次世界大戦の特需ブームで、1920年3月に270円63銭のピークをつけた株価は、関東大震災、金融恐慌、昭和恐慌と続く戦前で最

も暗い時代を背景に下げ続けた。

松本和男氏の『2003年日米恐慌』（中公新書ラクレ）によると、20年3月のピークから31年11月の58円17銭まで、11年8カ月下げ、下落率は78・5%に達している。このデータは勸銀株価指数に基づくものである。

細かい算式は省略するが、この2つの事例から、私はバブル崩壊後の底値を2002年7月、8366円と試算した。結果は03年4月、7607円88銭であった。機関投資家としては、私の試算値から買い始めてちょうどよかったということになる。結果論ではあるが。

以上の3つの事例から、何を伝えたいか。

できるだけ多くの引き出しを持ち、臨機応変に引き出しの中身を取り出し、投資判断に活用するということだ。知識や経験は雑然と頭に入れておくだけでは、いざという時に役立つことができない。体系化・法則化して記憶しておくことによってこそ咄嗟とっさの役に立つというものである。本書ではそのいくつかの例を紹介した。参考になれば幸いである。

なお、銘柄選択やタイミングについての基本的な考え方は同じだが、以前、ナビゲータープラットフォーム社の泉田良輔氏にインタビューを受け、個人投資家向け経済メディアの

「Lorgine」に紹介された内容を基に、同氏の了解を得て本書の第3部として再構成した。

本書は、後輩のアナリストからの要請がきっかけとなつて書き始めたものである。いわく「山下さんの60年近いキャリアの中で、私たち後輩に伝えるべきことを書き残してほしい」と。私自身、証券界に入った時、先人たちの相場に立ち向かう姿勢・考え方などに興味を持ち、調べてみた。

多くの相場師と呼ばれた人たちの生き様について調べてみたが、最も印象に残ったのは、江戸時代、米相場の世界で名を成した本間宗久翁である。彼については本文で詳述する。

本書を手にとっていただいた皆様にとって、お役に立つ部分が少しでもあれば、筆者にとつてこれに勝る喜びはない。

2020年5月

山下裕士

『伝説のファンドマネジャーが見た日本株式投資100年史』 目次

まえがき 3

第1部 私の投資人生——失敗の数々、そして得た教訓

1 私が株取引を始めたとき 20

父の教え／調子に乗って痛い目に／倒産続出の「証券恐慌」／大きな借金を背負った教訓／生涯の師

2 私がかんだ投資の心得 28

究極の判断「カン」／分析しても決断できないとき／大勢だけを見る  
／日米3つのスーパーサイクル

3 主役の交代 38

財閥解体／投資信託の時代／持ち合いの始まり／バブル期のファン  
ド対応／バブル最終局面の時価総額と投信／外国人の株式取得制限  
の緩和／外国人が日本株を買った理由／どこまで続くか日銀のE T  
F 買い

4 投資尺度の変遷 54

1960年当時と現在の環境の違い／P E R（株価収益率）の変遷／  
バブルの最終局面で／典型的な官製相場／官製相場の問題点

5 今こそ役立つ本間宗久の米相場語録 65

江戸時代の相場師に学ぶ／米沢藩主・上杉鷹山の教え／参考になる  
のは「曲がり屋さん」

6 株価の先行性 71

株価は景気の先行指標か／経済より相場の研究に没頭し……

7 外国人投資家の黎明期 74

調査部から外国部への異動／フィデリティに入社したとき

## 8 相場の流れ——業種別の動き 78

私が運用開始した1979年頃の動き／プラザ合意で急速な円高に  
／バブル崩壊後の流れ／個別銘柄の分析・研究こそが重要

## 第2部 日本の株式投資100年史——黎明期からバブル崩壊後まで

### 1 黎明期の相場師たち 86

1878年、取引所が設立／相場師その1 岩本栄之助／栄之助が野  
村の苦境を救ったとき／野村が栄之助を救ったとき／自害した栄之  
助の悲劇／相場師その2 太田収／「兜町の飛將軍」／太田の最期も  
自殺

### 2 野村證券の誕生と大正時代の証券市場 96

大阪屋證券の創業と野村徳七／自転車1台、電話1本で株式売買を  
開始／相場で得た巨額利益で経営基盤を確立／品位を学んだ欧米視  
察の旅／第一次世界大戦の勃発と暴騰の熱狂相場／野村銀行と野村  
證券、相次いで設立／昭和初期の世相

### 3 第2次世界大戦と証券界の動き

109

緒戦の勝利で最騰局面になったが……／「戦時金融金庫」の発足／終戦前の特需株に買い人気

### 4 戦後の証券界——取引所再開まで

113

3年9カ月の禁止期間に証券会社は……／自然発生的に始まった集団取引／大インフレと株価／インフレ阻止に「金融緊急措置令」／活況を呈してきた株式投資／GHQの指令による財閥解体／ドッジインと経済安定9原則／証券取引法の制定／ドッジ不況を救った朝鮮戦争／朝鮮戦争終結前に大暴落

### 5 高度経済成長下の証券界

135

世界に類なき高い成長率／① 信用取引の実施／② 企業資産再評価の実施／③ 投資信託の急成長

### 6 高度経済成長期「前半」の株式市場

143

船舶輸出が世界一に／個人消費が急速に活発化／金融機関の投資信託／証券民主化の動き／岩戸景気下の強気相場／影響大だった「坂野通達」／ケネディショックが市場を襲う／下げ止まらない市場の改善策／企業倒産も急増

## 7 高度経済成長期「後半」の株式市場

162

57カ月続いた「いざなぎ景気」／外国人投資家が持ち込んだ時価発行増資／「いざなぎ景気」の終わり／過剰流動性景気／「列島改造論」で地価急騰／変動相場制への移行とオイルショック

## 8 オイルショックから15年間の変貌

179

トイレットペーパー・パニック／戦後最大の貿易赤字／法人主導型の上げ相場／第2次オイルショック年は資源関連株／資源株相場は個人、投信、外国人／サウジの日本株大量買い

## 9 最後の相場師・是川銀蔵のこと

192

極貧のなか、独学で経済を学ぶ／大阪のニュータウン構想に着目／同和鉱業の筆頭株主に／「もう株はやらん」と言いながら……／高額所得者番付の第1位に

## 10 株バブル、土地バブル、ITバブル

200

業績無関係の株価上昇／人気の圏外だった三井不動産株／トリプルメリットの東電株／市街地価格の指数の動きは／プラザ合意とバブル相場／バブル相場の最終局面へ／バブル期の投資家たち／バブル崩壊／土地神話の崩壊／不良債権処理の代償／バブル崩壊後の経済



対策／バブル後の株主分布／株主分布の背景／バブル後のまとめ

### 第3部 アナリストは会社のどこを見ているのか

#### 1 大阪屋證券時代（1960～1978年）<sup>242</sup>

「三種の神器」が定着した頃の動き／大和ハウス／積水ハウス／オンワード（旧・榎山）／東洋建設／ニチコン（旧・日本コンデンサ）／S U B A R U（旧・富士重工業）／本田技研工業／マキタ（旧・マキタ電機製作所）／オークマ（旧・大隈鐵工所）／任天堂／ファナック

#### 2 ファイデリティ時代①（1978～1989年）<sup>257</sup>

イトーヨーカドー／セブンイレブン／第一三共（旧・三共）／三井不動産／東京電力／レオパレス<sup>21</sup>

#### 3 ファイデリティ時代②（1990～2000年）<sup>266</sup>

バブル崩壊後の動き／セガ／しまむら／J F E スチール（旧・川崎製鉄）と日本製鉄（旧・新日本製鐵）／トヨタ自動車／S M C／H O Y A

／ダイキン工業／武田薬品／伊藤萬／オリンパス／結局、オリンパス事件の原因とは？

あとがき

284

参考文献

287