

日本の戦後インフレーションと証券市場

小林 和子

要 旨

日銀が市場から巨額の国債を買い入れる異次元金融緩和の開始から2年、一部には悪性インフレの予測も論じられている。日本経済が経験したことがある悪性・ハイパーインフレは第2次世界大戦後の数年間であった。この経験を、第1次世界大戦後のドイツの経験と照し合わせて異同を知り、その過程で証券市場がどのように反応したかを知るのが本稿の目的である。株式市場はインフレの過程でその本来の自由性を獲得し、対照的に公社債市場は規制継続を余儀なくされたことは、戦後日本の特殊性であろう。

目 次

はじめに

I. 日本経済のインフレーション経験

1. デフレーションの経験
2. インフレーションの経験

II. 第2次世界大戦直後のインフレーション

1. 戦時期のインフレーション抑制政策
2. 戦直後のインフレーション進展理由

3. ドッジ・デフレ政策によるインフレの終焉

4. 第1次世界大戦後ドイツの経験との比較

III. 戦後インフレーション下の証券市場

1. ドイツとフランスの経験
2. 戦後インフレーション下の日本の株式市場
3. 戦後インフレーション下の日本の公社債市場

IV. 公社債市場の戦後規制

はじめに

2014年7月1日にアルゼンチン政府の公式声明文「アルゼンチンは支払う」が、続いて同月10日に同政府の法定広告（利払い実行の通知）が日本の全国紙（『朝日新聞』）に掲載された。アルゼンチンは2001年に同国国債がデフォルト

した折に元本削減に応じた債権者（約9割）に対する利払いの期限（14年6月30日）に利払いを実行できず、1カ月の猶予期間に入った。残る一部投資家の米地裁に対する全額返済を求め訴訟に絡み、7月30日までにこの支払いの合意に至らなかったため、同国はテクニカル・デフォルト（支払い能力があるにもかかわらずデフォルトになる状況）となった。米格付機関S

& Pは同国債をSD（選択的デフォルト）に格下げした。

アルゼンチンは海外投資データバンクの1945年以降「世界のデフォルト国家一覧表」によればヴェネズエラと共に破綻が最も多い国である。これに対して日本は、対外債務の破綻はないが、1946～52年の時期が国内債務の破綻例として挙げられている。日本は戦後インフレーションの急進展に対する緊急措置として採られた新円切替えと預金封鎖が「破綻」の範疇に入れられた。では1946～52年（前掲海外投資データバンク）あるいは1946～50年（他の研究書）の時期は実際には日本経済にとってどのような意味を持ったのか。短期間の一般物価高騰に対比して、証券市場はインフレーションにどう反応したのか。巨大なインフレーションの現象の中で、証券市場は余り注目されない一部に過ぎないが、市場の側から見れば株式、公社債それぞれに、戦後の出発点を形成する大きな影響を受けた。その輪郭となるべき事実を明らかにするのが本稿の目的である。

I. 日本経済のインフレーション経験

日本金融に関する通史に、インフレーション・デフレーションを通じてタイトルとして出てくる記述は少ない（5～8回）。以下、朝倉孝吉『日本金融通史（I、II）』（明治～昭和53年）1978、日本経済評論社¹⁾と、石川通達『やさしい日本金融通史－明治・大正・昭和の景気変動を中心に』1965、文雅堂銀行研究社により、これらを簡単に見ておく。末尾括弧内は各期のデフレ・インフレ政策の筆者による性格付けである。

1. デフレーションの経験

デフレーションの定義は一般論として「継続的な物価の低下とその結果の経済の停滞」と捉えておく。

松方デフレ政策 松方デフレは明確な「政策」で、先行するインフレに対処するための経済立て直し策であり、そのインフレ自体は近代的な資本主義経済が確立する以前の移行期の経済を規定していた政治の混乱に多くが帰せられる。そもそも明治6年の国立銀行の設立自体が各種政府紙幣の整理を目的としてはいたが成功せず、明治9年の法改正で経営を立て直そうとするも却って不換紙幣の増刷に結果した。明治10年には西南戦争によりさらに莫大な紙幣が発行されたため、多種の不換紙幣・政府紙幣の重積がもたらした金融の不安定と不信を一掃し、近代的な信用機構の基盤を固めるために14年10月に就任した松方蔵相は強硬なデフレ策を取った。不換紙幣の整理のため、松方は最初に一切の権限の委任を受け、天皇の承認をも得て、財政収支尻を黒字にし（各省経費の3カ年据え置き、各種租税の新設）、その黒字分の3分の1の政府紙幣を償却し、残余は準備金とした。大規模で直接的な流通通貨の圧縮の結果、明治18年には物価は西南戦争前の水準になり、19年にはインフレーションは完全に消滅した。並行して15年日本銀行の創設（10月開業、中央銀行制度の導入）により、近代的な信用制度を機能させ、産業企業への資金供給を円滑に行えるようにし、23年商法制定、普通銀行条例・貯蓄銀行条例へとつながる基礎を作った〔先行インフレーションへの対応策〕。

金解禁デフレ 第1次世界大戦中に欧米先進諸国とともに日本も金本位制を停止したが、米

国が終戦とともに金本位に復帰した後、すぐにはこれに続かなかつた。戦後好況の後、不況と関東大震災、金融恐慌と経済への打撃が続き、解禁の決断ができなかつたのである。昭和3年時点では大分立ち遅れた感があり、4年には経済状況の改善と緊縮政策断行を決めて翌5年初からの旧平価による金輸出解禁を決めた。しかし、4年10月の米ニューヨーク株式市場の崩落から始まった世界恐慌の影響を正面から受けて旧平価では輸出が困難になり、国際収支は悪化した。5年、6年と国内経済は深刻な不況状態となり、耐えきれず、僅か2年でこの政策は終了した〔金輸出解禁（緊縮）政策の直接的結果〕。

ドッジ・デフレ 近代日本経済史に突出するハイパーインフレに対処するために、抜本的なデフレ政策が取られた。この点はハイパーインフレの解明と共に第Ⅱ章で述べる〔先行インフレーションへの対応策〕。

平成デフレ 昭和末期から平成にかけてのバブル経済の崩壊後、すでにほぼ4半世紀が経過した。この間の長期に亘る物価下落状況が平成デフレである²⁾。今回のデフレ状況の形成には意図された政策はなく、経済の長期停滞の結果である〔先行する資産インフレ、長期不況の結果〕

2. インフレーションの経験

インフレーションの定義は「継続的な物価の上昇とこれによる経済活動の拡大」としておく。ハイパーインフレに結果する場合にはその推進力に政府財政の不均衡が存する。

明治前期のインフレ 資本主義的経済が十分に発達せず、通貨発行権限を集中する中央銀行もなく、政府の権限も強力ではなかつた時期で

ある。前述の松方財政が「デフレ政策」を明言したために、先行した事態がインフレであったことが確認されるが、西南戦争のための政府出費が財政インフレをもたらしたというのが共通の認識である。このインフレは松方財政のデフレ政策で解決され、ピークは明治13、14年、終結は18、19年であった。インフレの期間は西南戦争からとすれば3、4年になるが、それ以前に一種の潜在的な、インフレにつながる不換紙幣増刷の期間があつたともいえる〔体制移行期の不換紙幣増刷に起因〕。

準戦時・戦時下のインフレ進行 金解禁デフレの2年間は金輸出再禁止によって方向性が変わった。農村不況を救済するためにも、産業の活動を誘導し軍事産業を育成するにも、巨額の資金が必要であり、他方で昭和6年9月の満州事変、7年上海事変、満州国の建国と、満州事変関連費も大きな支出となった。これらは当面財政資金で賄う以外に方法が無い。とはいえこの当時、第1次世界大戦後のドイツの深刻なインフレの経験は（ほぼ10年前と）いまだ生々しい。当局者がここから学ぶのは当然であり、巨額の財政資金の需要を第1段階「赤字国債の日銀引受」、第2段階「民間企業への政府支出の民間銀行への還流」、第3段階「民間銀行による日銀保有赤字国債の買入」というマーケット・オペレーションを介させたシステムが考え出され、定着した。このシステムの安定した稼働を維持するために、経済統制、金融統制が進められた。しかし、日支事変期、太平洋戦争期と軍事支出・軍需産業維持拡大のための財政支出は増大の一途を辿り、このシステムは最終段階では日銀の民間銀行貸出が激増する事態を招いた。当然にインフレは進行したが、戦時統制下に価格は抑制され、物資生産量は減り、余

剰資金は可能な限り貯蓄が強制されたため、戦時末期を除いて物価の上昇が強く顕在化することはなかった〔長期化した戦時財政に起因〕。

戦直後のインフレ 第Ⅱ章で詳述するが、昭和20年末からインフレ状況が顕在化し、24年4月のドッジ・デフレ政策が奏功した25、26年で完全に終了した〔戦時インフレの顕在化と敗戦による戦後処理及び経済復興政策に起因〕。

過剰流動性下のインフレ その後、第1次高度成長期にはインフレは起こらなかったが、安定成長時代に入り、円切上げと過剰流動性の供給でインフレが進んだ。日本経済は昭和24年デフレ政策開始の下で4月25日から1ドル=360円固定相場制の時代に入ったが、22年後、昭和46年8月、米ドルの切下げの結果ドル売り円買いが進み、12月に円切上げが実施された。この間の4カ月に生じた円買いによる大量の外貨(約4兆円)に見合う円が民間部門に流入し、過剰流動性の元凶となった(昭和46年の国民総生産は約8兆円)。現金通貨の増加も顕著で、昭和47年末残高で前年同期比29.2%という高さは、近代の100年間を通じて3回のみに限られた(明治初年の混乱期、第1次大戦時、第2次大戦時・戦後のインフレ期)³⁾。しかし不況を恐れた金融当局は公定歩合を引下げ、だぶついた資金は設備投資、株式・土地への投資に向けられ、47年後半から物価上昇が顕著となった〔過剰流動性によるインフレ〕。

なお、バブル経済期の株価・地価の高騰をインフレと呼ぶならば顕著な資産インフレであり、その後のデフレは資産デフレということにもなろう。インフレもデフレも共に政策の結果生じることが多いが、インフレは特に財政・戦時財政との強い関連で惹起されることが多いといえる。

Ⅱ. 第2次世界大戦直後のインフレーション

戦時期に始まったインフレーションのベースに、敗戦による戦後処理が大きく加わったハイパーインフレーションの昂進により、日本の戦後経済は困難な出発を余儀なくされた。

1. 戦時期のインフレーション抑制政策

準戦時・戦時の経済統制には生産・流通の計画化による物資統制とその価格統制、そして資金吸収・運用の計画化による資金統制とその価格統制の両面がある。この過程で「国民経済」は戦時合理性を追求し、一つの有機体のようにそれぞれの機能を関連して把握されるようになった。統制価格と配給制度で、不自由で最低限ではあるが国民生活が維持され、同時に厳しい資金統制が行われ、手元余裕資金も自由市場もなかったため、乏しい物資をめぐるインフレーションが生じることが抑制されたのである。

とはいえ、どのような統制下にあっても何らかの自由市場を求める資金は存在する。さまざまの拘束不能資金が導かれたのが証券市場であり、確定利付債券の発行が完全に統制され(起債の計画化)その流通が強く抑制された後に、自由市場性が残ったのは株式市場のみとなった。株式の発行には臨時資金調整法による認可が必要であったが、流通は自由であった。しかし、太平洋戦争開戦の4カ月前には、開戦を見越してであろう、長期低迷を続ける市場を底上げするために株式価格統制令が出された。同令は政府が株式の最低価格を決定できるとし、開戦以後は最高価格も決定できるとした。一度も

実行命令が出されたことはなかったが、ここで自由市場の概念は死んだといえる。一時は高騰する株価を抑制するために機関投資家に保有株式を提供させ得るようにもなったが、その後は実勢が低落するのを防ぐために取引員が「株価維持申合せ」をし、最終的にはある一定の価格(棒値)で取引所自らが無制限買入をして価格低落を表面化させない市場になった。

2. 戦直後のインフレーション進展理由

終戦により、これらの事情は大きく変化した。公定価格のシステムなど戦直後も統制は存続し、やがて一部は戦後統制に転換した。他方で敗戦対処に巨額の財政資金捻出の必要が急迫し、他方で遊休資金・生活必需資金に食い込む国家的な資金吸収圧力が消滅し、自由市場(闇価格)が出現し拡大した。とはいえ生産能力は極めて低く、国民の最低限の生活を支える消費需要から、やがては企業の復興・生産の基礎的な資材需要が自由資金の動きと絡み合い、インフレを形成していく。以下、この時期のインフレーションの実態を、物価変動を中心に細目に亘り分析した原薫『日本の戦後インフレーション』(1968)に拠り、見ていきたい。原は戦後インフレーションの中心を「戦直後のインフレーションの激発」に置きながら、次に見る3つの時期に大分した。

(1) 昭和20年8月(敗戦)から21年2月(金融非常措置実施)の前夜に至る時期

戦時下に抑制されたインフレは戦末にはじりじりと姿を現しつつあったが、この時期に戦直後インフレとして爆発し、緊急対応が模索された。

敗戦直後の短期間に巨額の臨時軍事費が散布

(軍隊・軍需企業への支払い促進)され、時を経ずして占領軍経費の支弁も巨額に上り、これらを契機としてインフレが爆発し、激化した。物価の高騰は著しく、原によれば「この時期は、一つの国家体制の崩壊期におけるインフレ政策の発動、インフレ政策の役割、及び経済的崩壊と物資の欠乏状態のもとへの大量・急激な紙幣の投入が、物価にどのような影響を及ぼすか、といった問題についての実例を提供している」⁴⁾。

この時期、政府は財政赤字の補填手段を戦中来の日銀借入及び国債の日銀引受発行に求め、これを強化した(日銀券は昭和17年に不換銀行券化し、発行条件も緩和)。手慣れた手段への依存はしかし、GHQによる財政管理とともに翌21年1月には禁止された。他方で、戦争末期にはインフレ懸念が高まり、戦争終結時には社会不安を抑えるためにモラトリアム回避の手段が取られたが、支払制限への危惧は続き、預貯金引出の動きが強まった。モラトリアム回避政策は日銀の追加資金供給と相まって、戦時中に強制的に貯蓄させられた一般国民の資金即ち待機購買力を現実の購買力として顕在化させた。すでに19年頃から激化しつつあった戦時インフレは戦末期にはかなり顕在化していたが、20年7月末から21年2月末に日銀券発行の月末残高はほぼ2倍になった。公定価格と闇価格の二重価格が存在し、闇価格の自由市場が実質的な物資流通の場となり価格上昇を表示し続け、流通日銀券が預貯金に回流する暇はなかった。あっというまに戦後インフレの状況となった。

その特徴は「経済統制下のインフレ」である。当初(20年8~10月)日本政府は戦末期以来のインフレに対する方策を持たず、「放任的統制撤廃方針」を採った。20年8~9月に闇物

価の水準は対戦前（昭和13年）倍率の大きいものでは100～200倍に達した（砂糖は500～800倍）。しかし経済の混乱とインフレ激化の危険を予測し重視したGHQから物価統制の維持と強化を指令された（20年9月22日）。この間、統制価格に因る売買はほぼ途絶状態になり、闇売買が市場を支配し、闇価格が支配的な価格となっていた。最低限の生活必需品の需要は極めて強く、国民生活の生存需要の確保がインフレ進行の歯車の一つであった。11月下旬の生鮮食品の配給・価格統制撤廃がさらに闇価格の一般的な騰貴を推進した。統制価格は闇価格の高騰の影響を受けて改訂・引上げを繰り返して上昇した。闇価格の事実上の公認により、それまでの闇価格以下での商品出回り促進は失敗に終わった。猛烈な換物運動が生じた。第1回目の「闇価格の累進的急騰期」であった。

（2） 21年2月から23年6月（23.6価格補正実施）に至る時期

闇価格の急騰の形で激しく発現したインフレの昂進に対して急遽21年2月金融非常措置が採られ、統制物価の引上げと物価・賃金政策が新たな段階に入った。この時期は「資本主義体制の下での、経済復興、独占の大企業の再建・強化に対するインフレ政策の役割、そうした政策にもとづくインフレの現実的作用等の問題について一つの実例を提供している」⁵⁾。

金融緊急措置令による流通紙幣収縮の対応の過程では、平価切下げは行われなかったが、旧円封鎖、新円の流通、財産税徴収、日銀券発行高の急激な収縮などで、切下げに類似した効果を持った。政府は、かつて経験したことのないような闇価格の急進的高騰に対して、財産税準備、銀行恐慌回避のために、昭和20年12月末日

に金融非常措置の実施を決定、21年2月14日の閣議で最終決定して、同16日（土）午後、銀行の営業終了後に、金融緊急措置令を含む一連の経済危機突破の緊急対策を正式発表した。

金融緊急措置令：2月17日以後預貯金を封鎖、払出し制限（標準生計費、事業用現金（賃金支払い・事務用雑費））を指令。上記以外の事業資金は封鎖預金引当の手形・小切手支払に〔封鎖預金は事業用の預金通貨として機能〕。

日本銀行券預入令：3月2日で現行日銀券（5円以上）の強制通用力を失効させ、3月7日までにそれを金融機関に預け入れる（預貯金・金銭信託）ことを指令、他方で預貯金の新券での支払いを法的に規制。2月25日～3月2日に新・旧券の交換〔預け入れ額の切捨てはなく、新・旧券も等価交換で切捨て無し。預金封鎖で購買力として使用できない間にインフレで減価、国民大衆の負担に〕。

この結果、銀行、とりわけ大銀行取付けの発生が防止され、銀行経営は救済された。事業者は賃金支払いに抜け道があり、封鎖預金は自己の封鎖支払に使用し（21年6月で停止）、銀行は封鎖貸出が可能で他企業の封鎖支払にも利用された。銀行と事業者の間では封鎖預金は預金通貨として全面的に、自由に機能し、産業の立て直し・復興資金の供給を柱として事業者—民間銀行（貸出）—日本銀行（貸出、国債買入れ）の緊密な関係が進行した。

また21年3月「新物価体系」で統制価格を全面的に改定し、同時に物価統制令を公布施行（公定・協定認可の二本立て、物々交換禁止、戦時制度の整理・強化）、戦時の価格等統制令は廃止された。最も重要な米価（他の生活必需品価格・賃金の基準）、賃金（米価等による算定方式で決定）、炭価（重要原材料価格、運

賃・電力料金等の基準)が価格設定の三本の柱であった。昭和24年度に経済安定が確保されることを期待して国家債務と国民所得を推算し、その水準を対戦前(昭和14年)6~8倍に設定した。しかし現実の生産コスト増大は販売価格へ転嫁され、統制物価の引上げ、物価騰貴の公的承認となって発現した。さりながら現金購買力は少なく、引出制限による「500円生活」のきつい枠のために、闇物価も21年3~9月は停滞している。物価に対する政策的「措置」はまだ有効性があったといえる。物資供給量も絶対的に不足していたため、この段階では闇物価は「停滞」に止まったが、その効果は9月までで、以後翌22年6月までほぼ一斉に高騰した。21.3体系は崩壊し、統制価格も再度大幅引上げとなり(22.7体系)、基礎的生産手段(石炭、銑鉄、硫安など)には価格安定帯(戦前基準65倍)が設定された。

他方、21年7月26日、GHQが戦時補償打切りを指令した同日に、吉田内閣石橋蔵相(5月22日就任)は預金封鎖の早期撤廃を言明した。21年8月、金融緊急措置令改正で、封鎖預金の区分は第1封鎖預金(約79%、徐々に封鎖緩和)と、第2封鎖預金(約21%、凍結)になった。翌22年1月に貸金用払出し額拡大及び22年5月同払出し額撤廃により、封鎖預金は実質的に解除状態になった。封鎖預金の存在が重圧であったのは実質14ヵ月であった。かたわら一般自由預金はなかなか増大せず(現金保持、換物化、闇金融資金化)、現存したものも当座・普通預金が大半で、商業信用は減退して現金取引が拡張した。

この時期の後半、昭和22、23年度は引続く巨額の財政赤字と復興金融金庫融資を主因とする「復金インフレ期」である。通貨発行審議会は

日銀券増発規制措置を採ったが、現実のインフレ政策の要請に追随するほかはなく、公定歩合操作も行われはしたが低金利政策の一部で、事実上インフレ政策の枠内にあった。生産の下落・停滞に対処するために、重点生産の「傾斜生産方式」が採られ、政府資金は22年以後まず直接には大企業に対する資金供給の役割を担い、復金・民間銀も同様であった。国家財政を財源とする価格差補給金の投入(二重価格制)も22年度から本格的になった。22年3月公布の金融機関資金融通準則による融資規制の実施で、重点・基幹産業への集中が強行された。

復興金融金庫は昭和22年1月に設立され、「日本経済の復興を促進するため必要な資金で他の金融機関から供給を受けることが困難なものを供給する」目的を持った。活動は24年3月までの2年余りと短いが、政府特殊機関債券である復金債の日銀引受発行で資金調達したため、インフレ促進の主因を形成した。この方式がインフレの原因となることは政府関係者に十分に承知されていたが、生産拡大・復興最優先で積極的にインフレ政策が推進され、また黙認された。当初は公団やがては一般企業の運転資金融資、23年度からは興業(石炭)、化学、電気中心の設備資金融資へ集中した。復金資金はインフレ購買手段を供給し、重点事業が購買により物資を調達し、生産手段・諸物資を強力に集中して闇物価を騰貴させ、高騰物価を下支えた。インフレを進行させつつ、そのインフレを通じて生産復興を促進した時期でもあった。

(3) 23年6月以降、24年におけるインフレ「収束」の過程

インフレの収束は、米国の世界政策の一環として日本の経済的自立の早期達成を目的とした

経済安定政策に基づいて、ドッジ・ラインの実施により行われた。この時期は「インフレ停止の必要が現実にどのような条件のもとで問題となり、どのような政策のもとでどのような過程を辿ってそのインフレ停止が実現していくかの問題——等についての事例を提示するものといえる」⁶⁾。

23年前後、闇物価の上昇は鈍化したが、統制物価は急上昇し、闇物価の対公価倍率は22.6の13倍から23.6の7.5まで縮小した。生産手段闇物価は23年に入り全体として停滞、社会的再生産はようやく軌道に乗り始めた。企業の経営条件、採算条件を公的に保証していくために23年6月GHQ主導のもと再び物価体系が補正された(23.6補正体系)。国鉄運賃(2.5~3倍)、基礎的生産手段の消費者価格(対戦前110倍)、その他の消費者価格(2倍)、公価織込み賃金水準(22.7の2倍、3700円ベース)などとなった。物価体系はこれまでの企業の生産コスト増大の補償を基本とする「事後的・消極的」性質から、利潤獲得・増大のための「積極的」手段に転化し、巨額の補給金で生産者価格の高位設定を支えた。23年7月21日金融緊急措置令改正で第1封鎖預金が解除された(約29ヵ月)。

3. ドッジ・デフレ政策によるインフレの終焉

昭和23年7月、GHQは「経済安定10原則」を指令、日本の経済安定と自立化の方針を決定し、その重要条件の1としてインフレの早期収束が要求された。政府は賃金・物価の悪循環論に立ってインフレの原因を賃金上昇に求め、賃金抑制、労働争議抑制に進んだ。

インフレ収束論議はすでに22年末頃から「復金インフレ」の放置に対する懸念で緊急対策論

が出始め、また別に生産増加等を好条件として徐々に安定させようとする説もでた。これが23年に入り「中間安定」構想として登場した。インフレは段階的収束が可能であるとし、生産増大と生産コストの増大抑制(賃金・労働対策)を基調とするものであった⁷⁾。大資本はインフレ収束実施による復金融資や補給金支給の縮減・停止を恐れ、援助による原材料輸入を求め、時間稼ぎをした。物価騰貴抑制は賃上げ抑制に求めた。

インフレ収束を論ずるに当たって紙幣の兌換再開(金本位制の復活)は問題にならなかった。基本は、財政・金融を通じた追加的購買手段の投入の停止に置き、インフレの原因を断ち切ることで可能になるもので、単なる増産ではインフレ収束は不可能であるとした。また経済再建と社会的拡大再生産を軌道に乗せるためにもインフレ収束が大前提であった。こうした素地があったところに、占領の軍事的・政治的段階を一応終えた米国が、経済的段階に進み、強力なインフレ収束策に乗り出した。ドイツと共に日本にも経済的自立化が急務になったのである。23年7月「10原則」指令に続いて、11月「企業3原則」、12月「経済安定9原則」が出され、「真に総予算の均衡を図ること」を第一に、10原則の内容をより明確に、対日援助と日本の経済自立化方策が初めて明確に打出され、24年に入りドッジ・ラインとして実施された。インフレ収束はその一環として行われた。

① 総合予算の均衡化 政府支出を税収財源内に収める(日銀依存の打切り、インフレ下に名目的に著増した貨幣収入に対して税率不変更で課税、結果は大衆的課税拡大で実際上の増税、価格差補給金の縮減・整理、国債償還の促進、国鉄・通信等特別会

計の赤字解消等)、インフレ財政の清算に伴い復金活動の停止・清算、「見返り資金」新設で「援助」資金取扱いの明確化

- ② 均衡予算の確立に基づく単一為替レートの設定 対外経済面からの安定化として単一為替レートの設定 (GHQ管理の下での正常化)

早期自立達成へ向けて米国民の援助の恩恵とその早期終了が力説され、企業合理化・コスト引下げによる生産増強、国内消費の抑制・輸出増進、国民の耐乏・賃金安定などが要請された⁸⁾。前年の23年6月、西ドイツで同様の米国の復興援助の開始時に採られた通貨処理政策(新ドイツマルク紙幣の発行、DMを法貨とし、一定限度を1対1で交換等)は日本では採られなかった(西ドイツでも闇価格は戦前期の100~200倍に騰貴)。理由は、政策の基本が「財政の日銀依存を断ち切る」ことにあり、通貨処理は戦後すでに一度実施されている、米ソに分割されたドイツ占領とは異なり日本は米国の単独占領下でもあり、安定政策の進行を見守る方針をとったことなどにあった。金融政策は当局者の「良識」に委ねられた。

24年度上半期、復金融ルートに代替して、日銀は食糧証券引受発行で政府に資金を供与し、金融機関には貸出金増加・保有国債買入れで資金を投入した。日銀保有国債・復金債の大規模売却(政府預金部、復金、見返り資金、閉鎖機関等)と、復金債の償還で日銀資金はかなりの引揚超過となった。24年度下半期にはドッジ・ライン進行によるデフレ化の緩和目的で、金融機関に資金供与拡張政策が採られたことは日銀のデスインフレ政策と表現された(急激なデフレ化で安定恐慌以上の恐慌状態になることを懸念、インフレでもデフレでもないことを

表現)。全体としては、インフレの進行は一応停止を見た。金融機関融資は大企業に限られ、中小企業は「金詰り」の全面化・表面化の過程で販売不振から、整理が進み、闇・自由物価の低落が促進され、物価は「安定」へ進んだ⁹⁾。

その後の経済・貿易にとっては単一円ドルレートの確立が大きな意味を持った。外国為替取引は敗戦と共に全面禁止され、対外貿易はGHQ管理下に置かれ、円は外貨から切断された状態にあった。23年に入り米政府の手で公定為替レートの設定が進み、複数レート制実施のうえ整理削減され、23年10月円・ドル価格比例制実施から最終的に24年4月25日、1ドル=360円公定価格制が実施された。外国物価からの調整作用で国内物価の安定を図ろうというものである。算出の根拠は公表されていないが、卸売物価指数(日銀)を指標とする購買力平価と見られている。同指数も輸出商品価格も統制価格(巨額の補給金に支えられた公価取引価格)に基づくものであった。実質的には円購買力の過高評価であったが、これがインフレ収束・物価安定の過程で実勢レートの内実を備えたものになっていくのである。

ドッジ・ラインは本来の意味のデフレ政策ではなく、経済的自立の前提としての経済安定を目的とし、その中心的条件としてインフレの進行停止・収束が意図され、実行された、と原は解する¹⁰⁾。不換紙幣流通制度を維持する以上、厳密なデフレ政策ではない。デフレの意味は、1)資金引揚効果を持った超均衡予算(大規模な債務償還政策)、2)円高レートの実施、であった。

さて、物価はどうなったか。小売物価は23年7、8月に上昇後、停滞し、23年9月~24年4月には統制価格の個別改定でかなり上昇した

図表1 物価の動き（昭和23～25年）

（騰落率，％）

時期別	卸売物価指数			小売物価 指数	闇・自由物価指数	
	総平均	生産財	消費財		生産財	消費財
23.6対24.3	105.1	92.7	118.3	102.7	3.1	4.1
24.3対24.12	11.0	13.8	8.2	7.1	△23.9	△17.2
24.12対25.6	5.2	9.5	0.9	△7.8	△13.3	△26.8
25.6対25.12	23.5	35.5	10.6	17.3	36.5	20.8

（注） △は下落を示す。

〔出所〕 原著，p.476（原資料：各日銀指数）

（統制価格撤廃の進展で停滞した自由価格も包含）。24年5月以後は停滞から下落へ向い、闇・自由価格も停滞した。24年秋以降生鮮食料品・服飾品・衣料・日用品等の大部分で公価は撤廃された。生産手段物価も23年7、8月に最後の大幅上昇を示した後鈍化したが、24年には生産財上昇率が消費財上昇率を上回った（逆転）。闇・自由物価は23年6月以降停滞し、24年度以降は下落した。何れにおいても闇物価の騰勢鈍化及び下落は価格統制廃止をもたらしたのである。他方で、経済安定に基づく物価対策として生産合理化・コスト引下げが強調され、大企業（集中生産，下請け支配，滞貨融資利用など）、中小企業（労働強化）それぞれの対応の結果、労働者の大量解雇が発生した。

インフレは進行を停止した。

昭和20年8月（終戦時）対24年8月（インフレ進行停止後）で、物価水準は小売りで81倍、卸売で62倍、21年平均（金融緊急措置前後を含む）対24年平均（ドッジ・ライン前後を含む）では各12.8倍、12.5倍。戦後4年間に物価水準は大幅に上昇し、その水準で安定した。この数字は次節に見る第1次大戦後ドイツほどのハイパーではなく、物価が5～10倍という低いグループにも入らないため、昭和21年3月の「金

融緊急措置令」による旧円封鎖・新円切替えと、24年4月の為替レート設定（1ドル＝360円）すなわち為替平価の切下げが、本当の意味の平価切下げとなった。戦直後の壊滅的な状況から早期に生産復興を企図し、21、22、23年と小刻みに統制物価体系を修正し、闇価格を重視しつつ生産コストを配慮してきた、いわば姑息な場当たり政策の結果が、望外にもこの程度のインフレに止まりえた理由だと思われる。

総じて昭和23年を境に生産条件は回復に転じており、価格の動きも破壊的インフレ傾向にはない。安定政策の断行はこの現実を基盤としたと思われる。24年4月の政策転換で、5月にすでに物価停滞の効果が出ているのは非常に早い。占領当局及び日本政府の「断固たる財政緊縮」「断固たる引締め政策」の「表明」がこの迅速な効果を直接に説明するものである。

4. 第1次大戦後ドイツの経験との比較

その昂進ぶりが「天文学的数字」と表現されたドイツのインフレーションに比較してみれば、日本の例は高だか、平均100倍以下の物価上昇に止まった。ハイパーインフレとしても天と地の開きがある。以下、日本銀行『ドイツインフレーションと財政金融政策』（1946）及び

関根悦郎『安定恐慌と株式』(1949)により、ドイツのインフレの実態を見る。

日本銀行著はドイツインフレーションの基本的な原因を戦争需要及び戦後賠償需要を基因とする財政の不均衡を主軸として財政金融政策の誤謬が加わって通貨の増発を来したことに求めている¹¹⁾。インフレの余りの昂進にライヒスバンク券のみでは足りず民間の「緊急通貨」が複数発行された(共に非金本位制下の紙幣マルク)。第1次世界大戦後(1918年11月終了)、ヨーロッパ各国はインフレーションに襲われたが、中でも通貨価値の低下が著しく、旧通貨の廃棄と新通貨の発行によりようやく安定したのがドイツとロシアであった。ドイツ経済は戦争遂行により消耗し、敗戦国として賠償及び領土の割譲により戦後経済の回復の条件が極度に制限されたために、インフレーションが空前の規模に発展した。戦時中からドイツは戦費を戦勝後に敗戦国から取立てる積りで大蔵省証券による一時的借入金(大半はライヒスバンク引受)で支弁し、後に確定公債に切り替えてきたが、敗戦後もこの方式を継続して紙幣の増発を続け、為替の下落、物価の騰貴、赤字の増大という悪循環を招いた。1919年12月に比して1923年12月には、大蔵省証券は1400万倍以上、通貨は100億倍弱、卸売物価は1500億倍弱、対ドル為替相場は100億倍弱となった¹²⁾。

戦時の必要に続き敗戦国としての必要から積極的なインフレーション政策を取らざるを得なかった点はドイツと日本に共通するが、為替の下落と投機からくる圧力は為替交換性の無かった日本には存在しなかった。また戦後の統治方式も日本は連合国軍の占領下、支配下にあり、インフレの進展は一応警戒され、ハイパーインフレではあれ極端な倍率には至らなかった。イ

ンフレの解決には、前述のように、ドイツに見るアメリカの介入よりも強力かつ直接的なアメリカの介入があった。

1923年1月フランス及びベルギーのルール地方占領以後、財政破綻によりドイツはハイパーインフレに突き進んだ。23年10月15日、シャハト・ドイツ帝国銀行総裁主導で Rentenbank が新設され(1金マルクと同じ価値を持つとされ、不動産や工業機械を担保とする Renten 債権と兌換できるが、法定通貨ではない) Rentenマルク導入が発表されてインフレはほぼ停止状態となり(Rentenマルクの奇跡)、11月15日に発行された1 Rentenマルクは1兆パピエルマルク(紙幣マルク)と交換され、事実上のデノミネーションが行われた。24年にアメリカ(17年4月参戦)が介入しドイツに融資を行うドーズ案が採択され、この資金を基にライヒスマルクが発行されドイツは金本位制に復帰し、ワイマール共和国政権が倒壊することはなかった(ライヒスマルクは第2次世界大戦後のドイツの東西分割で消滅)。Rentenマルクの発行は金マルクとの交換性を予想した事実上の極端なデノミで通貨への信認を回復し、ライヒスマルクの発行につなげた。

ドイツ経済にも戦後統制はあったが基本は自由主義経済であり、為替思惑等が激烈でインフレを加速した。日本は占領国軍に貿易・為替も直接管理されたが、国内の経済実勢では生産設備が相当の戦災を受け、交戦国への生産設備の賠償、集中排除法・独占禁止法等が生産力の回復を妨げた。インフレ政策が推進されたがその結果に対する危機感も強く、傾斜生産方式、補助金政策などで復興生産には注力した。占領国軍側からの均衡財政・デフレ政策は受け入れるしかない性格のものであったが、結果は吉と出

たのである。

Ⅲ. 戦後インフレーション下の証券市場

インフレーションによる物価騰貴を問題にするとき、その物価とは消費財及び生産財に係るものであり、金融資産の価格は対象にされない。原の著書にも証券価格に触れたところはない。しかし、インフレーションの期間に証券の発行流通が消滅するわけではない。そもそもインフレーション発現の大きな原因は長期的な財政不均衡による巨額の財政資金需要を公債（及び準公債）発行で賄わざるを得なかったところにある。こうした公債発行を持続させるために公債以外の債券の発行は抑制され、金融市場金利は統制により低位固定化される。巨額の発行公債が流通市場を混乱させないように、流通抑制乃至禁止がかけられる。公社債の発行流通は基本的に統制下に置かれる。株式も発行は抑制され、選択的になり、場合によっては流通制限もかけられるが、総じて公社債よりも規制は柔軟である。

インフレーションが発現し進行する段階でも、一般物価と異なるという点は共通するが、公社債と株式では受ける影響が大きく異なる。株式はいわば「陽」の影響を受ける。株式の発行が自由であっても配当に期待できないなど別の要因で発行が阻害されることもある。株式の流通は、その物的証券性が注目されて投資対象になる可能性は大きくある。投機化するかどうかはその国のインフレの状況次第である。日本のハイパーインフレの下では生活必需品の購入が優先され、それを越えた余剰資金が相当程度ある場合に選択されたに止まる。これに対して

公社債の受ける影響は「陰」というべきである。ハイパーインフレ進行の早い段階から小額の流通取引が発生し小規模ながら組織化された。しかし、ハイパーインフレの下では確定利付債券の元本価値は急速に減少し、流通取引の価格も低位に止まる。「元本の実質減価」の影響が余りに大きいため投資価値は見いだされず、投機の余地は全くない有様となる。

1. ドイツとフランスの経験

ドイツでは「インフレーションは、銀行の地位を非常に弱体化し、一時は金融資本の産業に対する支配を無力にしたかに見えた。投機思惑の盛行、株式の活況から、資金は現実的に価値を代表する物又は株式に流れ、貯蓄は減少して、資本市場の微妙な機構は、一時全く破壊されてしまった」¹³⁾。インフレーション期間中を通じて株価は騰貴した。1919年後半、紙幣マルク下落で公社債の価格も下落し、株式に人気が出て、外国人にも買われた。インフレによる実収入の減少を補うため、個人も企業も株式を買った。20年にはマルク減価による輸出増・事業収益増の要因で買われた。21年秋からは本格的インフレーション投機熱を帯びて取引高が異常に増大し、年初100の指数では株価は卸売物価よりもやや多く上昇した。22年には株価の騰貴は遅れたが、原因は21年中のドイツ共産党の武装蜂起等で大暴落したことと、預金減少・金利騰貴・新税の圧迫などから資本家が株を売り、物に乗り換え、また為替下落で為替・物の騰貴に資金が流れ、外国市場でもドイツ株が売られたためであった¹⁴⁾。内部留保増大と配当減少から売られもした。しかるにその後、22年11月からインフレ終息時（24年1月）まで、株価は物価に劣らず暴騰した。理由は、1)外国為替管理

法の改正で為替の投機思惑が不可能になり、2) 22年末からライヒスバンクの法外に寛大な貸付で金融緩慢になり、3) マルクの急速下落、物価暴騰に対して再び株式が物としての値打ちを増大すると見られたことにあった。紙幣マルクの価値下落で株式に「実質価値」を求めたのである¹⁵⁾。企業の生産設備は非常に高価になり、半面で借金はゼロに近くなっていた。株式はいわば「物」、「価値」の代表と考えられたのである。

これに対して公社債は全く別次元の問題に直面した。戦後、当初は累積国債の償還問題が深刻に捉えられ、当面の処理策はすべて失敗に帰したが、インフレの昂進が「天文学的数字」となって問題は自然解消した¹⁶⁾。インフレの過程で価値が消滅したドイツの国債・州債・都市債・戦時国債・企業社債の保有者には中流以下の小ブルジョア農民が多く、インフレ成金となったのは為替・株式で大規模な投機思惑を繰り返したスチンネスのような一部の個人であった。23年12月28日金価値による資産再評価を命令した金マルク貸借対照表令が出され、インフレの一応の決算が示されたが、1913年比較で一般に 1) 固定資本 (19.4億M→15.1億M) に比較して運転資本 (銀行預金・現金・在庫品・流動資本) が非常に減少し (安定恐慌の主因の一つ)、2) 資本総額は減少したが株式資本・準備金はそれほどでもなかった (マルク価値低下の結果、債務が減少)。各種債権の再評価は24年2月14日緊急勅令 (産業会社の社債・抵当権を元の金マルク価値の15%に評価替え) で行われた。金利生活者には大打撃である。政府は国債等公共債については賠償終了まで延期する方針だったが、評価替えの要求が強大で25年7月16日再評価法 (国債切替法) を制定した (抵当権

を元の金価値の2.5%に評価替え、旧公債1,000Mの代わりに25Mの公債交付、支払いは32.1.1以後、償還の抽選に当選しても12.5%、利子にも及ばず棒引きと同様状態)。評価替えに際して発行会社に対するインフレーション利得税が創設された (国税、旧金価値の1.7%、保管州税3種)¹⁷⁾。

ドイツに対してフランスは戦勝国で経済力も英国に次いで大きかったが、戦争被害は大きく、復興に多大の費用を要してインフレとなった。インフレ期間は28年までと長かったが、1914年と26年の比較では卸売物価指数は約8倍の、小売りは約6倍の増加、ドル為替に対するフランの減価は約8分の1で、ドイツに比しては微々たるものであった¹⁸⁾。ドイツのインフレが破局状態に達した23年末からフランスでは本格化した。復興資金をドイツからの賠償金に頼り、借入金・短期公債等の一時的手段で財政面を糊塗してきたため、賠償取立てが困難になると強い影響を受けたものである。23年1月ルール地方の占領による実物賠償取立に出るも一層フランの地位は悪化し、投機化の進行をようやく食い止め安定化した。そこへドーズ案の実施でフランスはドイツからの賠償金に頼れなくなり、為替の下落が続いた。ポアンカレが再度首相となり、為替購入に紙幣の無制限発行方策を取り、為替思惑を封じ込めた。フランスの場合、軽微なインフレの時期には生産は却って上昇したが、フラン貨の変動に苦しみ、インフレ悪化後には「財政を安定させてから通貨価値の安定を図るということは不可能であり」「安定の見通しを立て、その実行力を有するという確信を与えることが、通貨の安定を齎す」ことはドイツと同様であった¹⁹⁾。デフレ政策 (政府への貸付金削減による通貨収縮)、増税による財

政立て直し、外資借り入れによる為替安定の確立で、インフレは収束した。長引いたのは、フランスには金利生活者が多く平価切下げに反対、短期債の整理運用が困難となり、外資借入れも困難だったためといわれる。またインフレ中は株価の凹凸が激しく、片や公社債は著しく下落し、実質的な利子収入の減少と一般市場金利の引上げの結果、約半値になった。

2. 戦後インフレーション下の日本の株式市場

戦時インフレの発現抑止期に大蔵省・日本銀行を頂点とする金融統制システムの中に取引所取引は包含され、国民経済の有機的な関連の中に証券取引所・証券取引が位置付けられた。敗戦を機に、戦後インフレの進展期には戦時取引所機構は消滅し、断絶した。取引所外の自由市場から戦後市場は再生し、やがて新・証券取引法による取引所市場の母体となった。統制市場から自由市場へ、戦直後の株式市場はダイナミックに転換した。

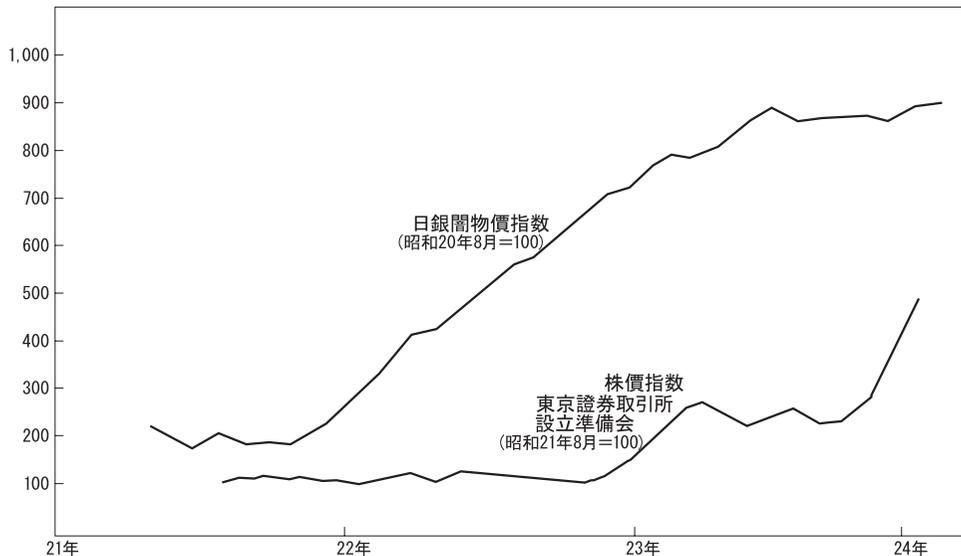
統制法令の廃止で株式の発行は自由発行へ転換したが、額面発行はその後も長く継続した。戦後企業の一大試練は財閥解体、集中排除・独占禁止法、決算可能経営への立直し、そして資産再評価である。占領下・インフレ下に日本の「資本」は再建が進められた。第1次大戦後ドイツの産業はインフレ下に実質上は資産の食潰しで高配当をしたが、日本では（デフレ政策に転換する直前期の）24年3月末でも有配会社は3分の1以下、配当率も（配当制限の下で）半分は1割以下で、目減りした額面への「高配当」に魅力はなかった。長期に亘った戦争による打撃が大きく、賠償その他による特別損失の切捨て、復興特別経理処置、集中排除法による

分割措置などで、企業の回復は遅れた。昭和24年7月においてもインフレによる生産への刺激及び利益の増大が一部に限られた段階でのインフレ抑止は安定恐慌の恐れがあり、インフレ再燃の条件をもはらむ危険性があると考えられた。

昭和20年後半期には商品の投機思惑が盛んであったが、株式はごく一部の専門業者の間で僅かの売買があるだけであった。前記のような産業の状況であれば、当初は事業再開の見通しも不明で株式を投資・投機の対象として見る者はほとんどなかった²⁰⁾。少数の換金需要から取引所所在地に集団取引が自然発生的に形成されるのは同年末にかけてである。売手の多い、僅かの需給の結果、株価は一般物価のインフレ発現の勢いとはかけ離れて、戦末よりも下がることもあった。

昭和21年3月上旬の通貨措置（旧円封鎖、制限的新円引換）時に、株式取引は2.23大蔵省告示で「事業資金」扱いで封鎖預金使用が可能となり、商品投機から株式投機に資金が流れたこともあって、取引が盛んになった。5～6月は取引ブームとなり、混乱もあり、6.20事業資金に預金通帳制が実施されて、6.21証券取引の封鎖支払に許可制が通達され、7.10以後会社の名義書換証明の認証が必要になった。市場は売買停止状態となり、7.10新・旧円二本立て取引実施で再開、7.29新円に一本化された。新円不足で取引不振が危ぶまれたが、新円の換物的投資が起り、ようやく市場は平常の機能を果たすようになった。この過程で株価はやや上昇したが、総指数で見ると戦末から余り上昇していない。22年に入ると、闇物資思惑の制限で、一般物価に比して割安の株式に資金が流入したが、なお産業の回復は遅れ、年末にかけての株価の

図表2 日本インフレの物価と株價（昭和21～22年）



〔出所〕 土屋陽三郎『株式投資の基礎知識』P.219

上昇は25%程度であった。株価の上昇が目立ってきたのは22年末からで、23年中を通じてほぼ上昇基調を保った。企業の再建整備が促進され、証券民主化運動が進み、配当制限令が緩和され、証券金融が積極化するなど、流通の環境が整えられたからである²¹⁾。また、23年2月の爆発高は「通貨不安の様相を呈し、地方から続々新円をリュックや鞆につめ、兜町に持ち込む光景が見られた」という、通貨不安からの株式への換物化の見方もあった²²⁾。通貨不安に対する財産保全対策である。割安であった株価は事業界の本格的な立ち直りの感触が大きく影響して、同年中には平均2倍に騰貴した。株式が買われる基準には大きく見て利潤証券性（配当に着目）、物的証券性（実質的価値に着目）、支配証券性（会社支配の手段として持株数に着目）、さらに売買による投機利益の獲得がある。インフレーションの進展に応じて、初期は利潤証券性が基本であり、インフレ高進と共に物的証券性が加わるが、実質価値は将来の収益力を

伴ったものとして評価されている²³⁾。現存の設備・原材料等が時価評価されれば名目のままの資本金の何十倍にもなろうから、当然の期待であった。支配証券性はごく一部の売買者にとっては高い評価を持ったものであろう。この時期の投機思惑は価格上昇の著しい商品市場に強く傾いていたが、株式市場にも相当程度顕現したのである。物を対象とした闇資金が株式市場に流入し、株価と物価のさや寄せを起こす動きもした（図表2参照）。

インフレーションの影響は換物運動の一環として株式を「価値の裏付けのある」「将来的に価値が上昇する可能性のある」「物」として評価して買う方向に現れる。額面（50円等）に規定された、当初は将来見通しのなかった株価は他の物価に比して非常に割安感があった。預貯金（自由に動かさず）や、保険・投資信託（額面償還、流通無し）、債券（額面償還、若干の流通あり）に比して、一般商品とは異なるが値上がりの可能性があり、現実に自由市場で値が

動いている株式は唯一魅力的な金融商品であった。とはいえ証券取引所再開時点までの株価の最大上昇例は額面50円に対して800円前後で、15～16倍にすぎない。平均100倍の物価となったインフレの昂進に比してみれば、株式への「換物」の感覚はむしろ堅実投資に近かった。市場の側からは証券民主化運動の高まりもあり、インフレの高波を良い刺激として一般の投資＝貯蓄資金を呼び込んだものでもあろう。この時期に、為替投機・資本の海外逃避は不可能であり、不動産投資は大衆向きでなく、物価は上げ止まり、と感じられたときに株式の存在が急浮上したといえる。また、単一為替レートの設定は実質上の平価切下げと捉えられ、国内通貨の切下げが行われる不安が株価変動の大きな要素にもなったようだ。厳重な貿易・為替管理下では為替・外国貨幣は投機対象にならず、商品の下落が予想される安定恐慌下では株式が唯一の逃避対象になるとも考えられた²⁴⁾。

なおインフレの安定後には何らかの形で資産再評価が予定された。時価評価又は再取得価格による再評価自体は資産も収益力も増大させないが、従来時価よりも非常に低く評価されていた資産が時価に近く引き上げられ、表面化する。それが株価に反映され、その評価益が株主に分配されるので、再評価前には株価が急騰する見込みだが、株数が増えて収益力のない場合には下落もありうる。企業各社はすでに終戦以来繊維を中心に相当の増資を実行（22年以後）した。資産再評価は株価と物価の跛行を縮小する作用と共に、個別に見た株価の優劣をはっきり表現することになろうと考えられた。

3. 戦後インフレーション下の日本の公社債市場

インフレ下に魅力的な商品として「再発見」された株式に対して、確定利付き商品たる公社債は「冬眠」「凍結」状態のまま減価した。満期の到来した債券は減価した額面で償還された。損失補償条項のついた特殊な戦時投資信託は償還延期を何回か繰り返し、昭和24～25年に全額償還された²⁵⁾。株式も植民地・外地企業や閉鎖機関の株式などはただの紙切れになったが、債券類も額面をはるかに下回る価格の取引では、ほぼ同様の安価な紙切れとなったのである。

戦後の債券発行は自由ではなかった。昭和21年1月GHQ「政府借入金並びに支出削減に関する件」で国債の日銀引受発行は原則禁止され、21年度長期国債の日銀引受発行は占領軍経費・復興金融金庫への政府出資金など日銀立替払いの代位・返済用のみとなった。代わって大蔵省証券の日銀引受発行が21年9～12月には特に増大した。民間社債の自由発行はならず、すでにみたように復興のための傾斜生産方式を支えるなどの目的で国債発行に代わる復興金融金庫債券が乱発され、インフレを加速する一大要因となった。また、明治期以来戦時まで維持された旧来型の金融債の発行は特殊銀行が制度変更される過渡期に遭遇し縮小した。図表3「公社債一覧」で発行・償還の概略を見ることができ、21年と24年の未償還現在額は僅かに2倍になった程度である。

発行が停滞しても巨額の現存債券は何らかの流通を求める。一般にインフレーションの下で確定利付・当初元本償還約束のある債券の価値は下落する。実際にドイツ・フランスの例でも

図表3 公社債一覽 (昭和21～24年)

(単位:100万円)

	21年末	22年		23年		24年		24年末
	未償還現在高	発行	償還	発行	償還	発行	償還	未償還現在高
国債	150,431	55,202	1,294	37,874	1,720	90,691	42,142	289,079
地方債	2,604	745	130	929	353	3,166	232	6,709
小額債券	3,388	0	171	0	184	0	1,694	1,337
金融債	11,188	42,776	74	88,262	41,835	56,957	104,472	46,472
事業債	9,496	340	197	514	308	16,555	1,057	24,676
総計	177,109	99,063	1,867	127,581	20,069	167,370	149,599	368,275

注1) 概略把握のため100万円以下は切り捨て。

2) 国債の発行は代償発行(交付)のみである。

3) 閉鎖機関・旧領土・旧満州国関係は含まない。

〔出所〕『全国公債社債明細表』昭和25年, 日本経済評論社復刻版第24巻。

相当の下落が生じた。日本ではそもそも戦時下に債券の流通は抑制されており、戦後は個別の仲介者が少しずつ債券取引を始め、以下に見るように(株式業者の「株和会」と債券業者の「証和会」を統合した)「証友会」が、関谷証券で行われていた債券売買の調整を、昭和21年2月から株式集団売買の引け後に行う債券交換会の形にした。大雑把な売買であったようだが、交換会では「二束三文になりつつある債券の転落を防止した」自負があり、その活動で債券には若干の市場性が確保されたといえる²⁶⁾。売買対象は公債、政府保証債、勸業債、貯蓄債券、報国債券等である。中値表を見る限り、4～9割の値が付けられたようである。残念ながら株式中心の集団取引では債券に関する資料は他にほとんど残っていない²⁷⁾。

終戦直後 「戦時国債を皇居前広場に集めて焼く」デマ流れる

その後 債券の換金盛行、露地で安値売買も

21年2月 証友会が売買開始、中値気配公表

四社(大口法人対象)や日本勸業証券(勸業債券)も行う後に統合

22年6月1日 会場を日証館内株式集団売買場内に移す

25年4月1日 一般所有国債買上制実施

25年10月1日 証券業者も国債買上げにつき日銀の買上取次機関に指定

27年10月1日 証友会中心の要望貫徹、貯蓄債券・報国債券・福券買上償還

27年10月21日 証友会、債券中値公表の最後
昭和24年の証券取引所新設・市場再開時に債券は上場されず、昭和31年まで取引所市場による債券取引はなかった。上場されなかった理由の最大のものは、戦時来の債券流通軽視・抑制政策と、インフレによる著しい減価で、とりわけ国債の時価の公表を回避したかったことと思われる。その他にも社債に関しては日銀の社債担保制度で銀行が保有を独占、戦時来の社債等登録制度の存続、国債・「公社」債・金融債等がコールの担保となりえたのに社債はならな

かったことなどがあげられる²⁸⁾。とはいえこの間、額面価格による満期償還や買入償還は継続し、デフォルトが生じることはなかった。インフレを経過してほぼ100分の1に減価した債務の償還は発行者にとって困難なことではなかった。また、新規発行分については取引所市場その他の市場はなくとも、日銀適格担保制度により一部優良債券には流通性が付与された。限られた優良企業及び限られた金融機関の関係内ではあるが日銀・大蔵省の手厚い保護がかけられたのである。いわば「傾斜」金融方式であった。日銀・大蔵省に「囲い込まれた」戦後優良債券に対して、インフレーションの渦中に打ち捨てられた民間所有公債・少額債に流通の場を与えたことこそが債券交換会の果たした役割であった。もっともその効能は全国には及ばず、発行者にこれら債券の買入を強く訴えたことが交換会及び証券業の果たしたもう一つの補完的な役割であったといえる。

現存債券残高の太宗を占めた国債にとって償還の問題は特別に大きかった。財政にも市場にも恐るべき負担をもたらす問題であったが、頭を抱えて、右往左往している間にインフレーションが急進行し、気が付いてみれば債務残高の実質的価値は減り続けていた²⁹⁾。

インフレーション対策の要として国債処理が注目され、昭和21年初めまでに「元本消却の方策」（官業及び国有財産払下げ、財産税等徴収、債務破棄の構想、インフレーション進展による減価期待）、「利子負担の引下げ方策」（利率引下げ、無利子化、一定期間利払い停止・繰延べ、利子に特別課税）などが検討された。しかし実施に移されたのは財産税徴収（財産税法21年11月12日公布、20日施行）のみで（軍事公債利払い停止・償還時支払法案は昭和23年7月審

議未了で不成立）、焼け石に水、そのうちに22～23年にインフレが急進行し、債務の実質減価で処理問題は縮小し、消えてしまった。国債の戦後償還は財産税等の物納国債の償還（約半分）に加えて、23年には満期償還が開始された。ドッジ・ラインで財政緊縮を断行する過程で国債償還政策は積極的に進められ、20年代後半には償還の実行は順調に進められた。他方、戦後に発生する政府の戦時補償債務に関しても同様の検討が行われ、20年10月に公約通り実行という線が出たが、GHQから関係勘定の「封鎖案」が提示され、大筋の日本案は認められたが、折衝を重ねた結果、最終的には「打切り」となった。21年7月26日、GHQは戦時補償打ち切りを指令し、10月19日戦時補償特別措置法が公布された（30日施行）。

インフレ期の国債に関しては、結果として何もしないことこそが最上の策、無策こそが最善の策となったのである。これこそ財政に「神風」が吹いたということもできる。その上で、ドッジ・ラインでまずは日銀以外の機関（預金部、見返り資金、復金、閉鎖機関、金融機関など）に大規模な国債償還が実施された。復金債も（金融機関、預金部、日銀に）償還された。政府が直接に日銀保有国債の償還を行うことはなく、昭和30年には日銀が最大の償還先として残った（図表4）。

IV. 公社債市場の戦後規制

戦後インフレーションは戦時経済によって大きく傷んだ大銀行の経営を救済し、大企業の復興を助けたが、巨額の戦時国債の償還という重圧を背負った国家財政にこそ最高の恩恵を与えた。日本国債は国内的にはデフォルトを生じる

図表4 満期到来内国債の所有者別内訳

(単位：100万円)

	満期到来額	所有者別内訳			
		政府	日本銀行	市中金融機関	その他
昭和27年度	27,263	13,900	5,674	7,627	63
28	23,801	2,175	4,076	17,475	76
29	11,416	10,898	437	14	68
30	2,979	202	2,130	142	505

〔出所〕『昭和財政史』昭和27～48年度, 7 (国債), p.49

ことなく、国際的にも戦時特例でデフォルトを免れ、長い時間を経過したにせよ（最終的には昭和60年に償還完了）、すべての発行国債（戦時特例法により引継いだ地方外債及び民間外債を含む）を額面価格で償還した³⁰。国内保有国債に関しては、ほぼ100倍のインフレーションの結果、国家財政が負担した償還金額は実質的には100分の1で済んだ。外国保有の外貨建債券には仏貨債のように金兌換条件が付されたものもあったが、個別に対応して戦後40年で完済した。顧みて、国家財政及び公社債市場が国債償還問題に何ら悩まされずに済んだことが戦後インフレーションの最大の「功績」であったといえる。

金融機関と企業は資産と負債の両建てで、保有国債・融資等の金融資産は減価したが、預金・借入金等の負債も減価した。インフレが進展する過程で、預金封鎖期間にも抜け道があり、戦後復興に必要な新事業に手を付けられた企業とそこに融資できた金融機関は新たな経営のバランスを確保しえたであろう。債券発行には戦時起債計画が貫徹された故に純粹の民間債として発行されたものは少なく、政府保証債が大半であったが、これらは国債の陰に隠れて金額も少なく、期間も短くて、同じくインフレの恩恵を受けて円滑に償還された。外地・植民地

系の企業・金融機関、閉鎖機関等の問題は別として、大金融機関と大企業はインフレーションの試練をも政策的援助を受けて再建過程として活用できた。その対極にあったのが犠牲となった個人金融資産である。個人のバランスシートには預貯金、債券、保険、投資信託など債権はあっても、住宅ローンなどの巨額の長期債務は少なかった。インフレーションは個人に恩恵を与えることなく、一方的に収奪するだけであった。

とはいえ、ほとんど無意味な額とはいえ戦時国債の償還が進められている間、最低限の生活再建に追われている個人に、戦時債券の価値消滅を思い起こさせる戦後債券の新規所有を勧誘することは困難であろう。反対に戦後インフレーションの下で、換物人気が燃え上がり、配当も（有配であれば1割見当と）悪くはなく、占領下に証券民主化運動で大々的に喧伝された株式が、にわかに個人の投資対象として浮上した。証券民主化運動の傍ら社債民主化運動も進められたが、しかし結局は戦時来の政策主導型金融のシステムから貯蓄推進運動が最大の力を有したことはいうまでもなく、インフレ終了後の経済安定から蓄積された個人資金は大方が金融機関預金の形を取ったのである。

発行者にとってインフレーションにより償還

が容易になった結果、デフォルトを生じることなく償還された債券という金融商品は、しかしながらその代償として日銀・大蔵省の主導する金融の一部に組み込まれ、流通市場を喪失し、価格形成という証券本来の機能を失った。償還された戦時債券の中心は国債であり、その国債は戦後の財政法で赤字国債の日銀引受発行が原則禁止されたため、昭和40年度まで新規国債の発行が無かった。「国債を欠いた経済」で、「準国債」と目された政府保証債、金融債、民間社債の市場に関しては、戦時統制から戦後規制へと姿を変えたが、規制の本質はほとんど変わらない市場の形骸化が継続した。流通に関してはバブル経済期までには巨額の取引が可能となる市場が出現したが、発行面では大企業の資金調達優遇を温存する規制が戦後50余年も（平成7年まで）継続したことは驚くべきである。

注

- 1) 朝倉孝吉『日本金融通史』（I）（II）1978、日本経済評論社、には昭和戦前期に入る以前はデフレの記述のみで、インフレの記述はほぼない。
- 2) 伊東光晴『アベノミクス批判』2014、岩波書店、のように、「失われた20年」をすべて「デフレ」とは言えないという批判もある。氏は「どんより曇った」と表現している。
- 3) 朝倉、（II）、p.213
- 4) 原薫『日本の戦後インフレーション』1968、法政大学出版社、「まえがき」iii。
- 5) 同書、「まえがき」iv。
- 6) 同書、「まえがき」iv。
- 7) 同書、p.385
- 8) 同書、p.398~399
- 9) 同書、p.419~421
- 10) 同書、p.428
- 11) 日本銀行調査局『ドイツインフレーションと財政金融政策』1946、p.29~44。またドイツとフランスの経験から分析されたゼイムス・ハーヴェー・ロージャーズ、大原社会問題研究所訳、『インフレーションの統計的研究』1940、栗田書店、p.69では、「政府の不足金及び借入金に通常帰せられるインフレーション過程における重要な役割」を特記している。
- 12) 関根悦郎『安定恐慌と株式』1949、北隆館、p.20~

22より計算。

- 13) 同書、p.60
- 14) 同書、p.65~70
- 15) 同書、72~73
- 16) 日本銀行、前掲書、p.204~216。
- 17) 関根、前掲書、p.102~103
- 18) 同書、p.105~106
- 19) 同書、p.122
- 20) 同書、p.215
- 21) 同書、p.218
- 22) 土屋陽三郎『株式投資の基礎知識』1949、実業之日本社、p.169
- 23) 関根、前掲書、p.224
- 24) 同書、p.242
- 25) 『日本証券史資料』戦前編、第8巻、2、投資信託、資料（27）「野村の投資信託—結成から償還まで」参照。
- 26) 債券交換会の実態については、『証友会小史』、1957、日本証券新聞社、『証友会の想出』、1974、佐藤祐嗣、参照。証友会自体は債券業者のみが参加したわけではなく、債券取引、宝くじ販売、集団取引に参加して株式売買と発展した。しかし、昭和31年に取引所に債券市場ができたことを機に解散した。
- 27) 集団取引の場における債券取引は当初は若干あったようだが、取引は株式に集中した。主催者（地域証券業者の団体）により取引銘柄は把握できるがすべて株式であった。『日本証券史資料』戦後編第四巻、第二章集団取引、参照。
- 28) 東京証券取引所『東京証券取引所10年史』1963、総括編、p.313及び小林和子「戦前発行国債の処理と公社債市場」『証券研究』Vol.58、1988、p.208~213、参照。
- 29) 大蔵省財政史室編『昭和財政史—終戦から講和まで—』第11巻、参照。
- 30) 国債償還までの過程は、前掲、小林和子、参照。

参 考 文 献

- 大蔵省財政史室編『昭和財政史—終戦から講和まで—』第11巻、1983、東洋経済新報社
- 原薫『日本の戦後インフレーション』1968、法政大学出版社
- 日本銀行調査局『ドイツインフレーションと財政金融政策』1946、実業之日本社
- 小林和子「戦前発行国債の処理と公社債市場」『証券研究』Vol.58、1988

（当研究所特別嘱託研究員）