

<研究ノート>

借金を続けて借金をなくす話

——日本の終戦直後インフレーション（上）——

一ノ瀬 篤

（はじめに）

経済現象には不思議なことが多い。金融の世界ではそれが最も顕著にあらわれるが、とりわけ金融と財政の接点となる国債の領域では、重要な問題に関して、不可思議的現象が頻出する。

本稿では、終戦直後日本の大インフレに関わる逆説的現象をとりあげる。表題の示すように、終戦直後期の日本政府は、借金に借金を重ねることによって、結果的には借金をなくすことに成功した。「借金（＝財政赤字）→国債の日本銀行引受発行→インフレ急進→既発国債の実質急減価（＝借金〔国の債務〕の大半が雲散霧消）」という事態の進行がそれである。この結果、日本は（ドイツも、ほぼ同様）戦勝国英米の場合と異なって、経済運営（特に金融政策、財政政策）の際に国債が重荷になるという不利な条件から解放され、これが高度成長の一因ともなった。

以下では、上記カギ括弧の事態進行を出来る限り簡潔・具体的に説明したい。本稿で述べている内容自体は、いずれかと言えば周知のことに属するし、事実発見に関しても、とくに新しいものはない。ただ、考察の角度や論証の細部に、多少の新味があるのではないかと考えている。

キーワード：国債の日銀引受発行、復金インフレ

(1) 借金の程度とその方法の変容

まず、終戦直後からドッジ・ラインに至るまでの時期（財政年度では1945年度後半、1946、1947、1948年度）に、政府がどの程度の借金をしたのかを明らかにしておこう。以下では、概して、インフレ醸成のメカニズムが変化した1947年度以降（復金インフレ期）とそれ以前の時期とに区分して考察する。

第1表は当該時期の国債発行状況を概括的に示している。A欄は国債の年度末残高を、B欄は残高ベースを用いて算出した各年の国債純増加額（フロー）を示している。

第1表 終戦直後期における国債発行状況

(単位：億円)

| 年度末 | (A) 財政年度末国債残高 | | | | (B) 年度 増加額 |
|------|---------------|-------|-------|-------|---------------|
| | 長期債 | 短期債 | 一時借入金 | 合計 | |
| 1944 | 1,076 | 19 | 424 | 1,519 | 668 |
| 45 | 1,408 | 31 | 554 | 1,994 | 475 |
| 46 | 1,731 | 309 | 612 | 2,653 | 659 |
| 47 | 2,094 | 463 | 1,048 | 3,606 | 953 |
| 48 | 2,803 | 1,207 | 1,232 | 5,244 | 1,638 |
| 49 | 3,914 | 1,190 | 1,268 | 6,372 | 1,128 |
| 50 | 3,414 | 1,181 | 944 | 5,540 | -832 |

(出典) 日本銀行統計局『明治以降本邦主要経済統計』1966年、159頁

第1表から読みとれることは、①長期債発行高の漸増（ただし、かなり急速な）②短期債の、特に1948年からの高水準発行 ③一時借入金の異常な膨張（特に1947年度以降）④これらの結果としての国債残高全体の急増、である。しかし、国債の数値だけを見ても、あまり意味のある判断は出来ない。そこで、まず年々の国債発行額が中央政府歳入（国債代わり金を含む）や日銀券発行残高とどのような量的関係にあったのかを見ておこう（第2表）。C欄の中央政府歳入純計というのは、一般会計と特別会計の歳入合計額から

重複分を控除した額を意味している。

第2表 戦後期における国債の年度増加額、日銀発券残高、中央
政府歳入 (単位：億円)

| 年 度 | (A)国債の 年度発行量 | (B)日銀券年 度末発行残高 | (C)中央政 府歳入純計 | $\frac{A}{C}$ (%) |
|------|-----------------|-------------------|-----------------|-------------------|
| 1944 | 668 | 177 | 450~650 | 148~103% |
| 45 | 475 | 554 | 550~750 | 86~63 |
| 46 | 659 | 933 | 1,624 | 41 |
| 47 | 953 | 2,191 | 4,199 | 23 |
| 48 | 1,638 | 3,552 | 11,168 | 15 |
| 49 | 1,128 | 3,553 | 17,188 | 7 |
| 50 | -832 | 4,220 | 21,029 | -4 |

(出典) 日本銀行統計局『明治以降本邦主要経済統計』1966年, 129,
159, 172頁

①1945-46財政年度

第2表を見ると、この時期における財政・金融状況の異常さが明らかである。1945年度の前半はまだ臨時軍事費特別会計（**臨軍特会**）¹⁾が機能していた。臨軍特会は1945年の秋に漸く停止されたのであるが、この年度全体では実に63ないし86%程度の国債依存度（一般会計・特別会計の合計歳入に対する）になっている。臨軍特会が完全に停止された後の1946年度においてもなお、41%の高水準である。1970年代のいわゆる国債「大量発行」期でも、こ

1) 1944年度においては、国債発行額の方が歳入純計よりも多いという奇妙な結果になっている。この原因は十分には明らかでないが、おそらく、国債発行額には「臨時軍事費特別会計」（1937年9月に創設され、1946年2月、占領軍によって最終的に停止された。[鈴木武雄『現代日本財政史』第1巻, 6頁]戦時中は、この会計が戦費を賄う主勘定として位置づけられ、しかも会計年度は存在しなかったために異常膨張し、事実上、当該期間中は一般会計をしのぐほどの意義を有していた）が含まれているのに対して、年々の歳入には臨軍特会が含まれていないことを主因として考えてよいだろう。なお、1944, 1945年度については、混乱期であったため公的な「純計」推計値が存在しない。第2表では、それ以前および以降の時期における単純合計額と純計額との比率からラフに推計した数値を示しておいた。広い幅をもたせた推計なので、大きな誤りはないだろうが、これも完全には保証できない。

のような高い依存度は実現しなかった。(以下に示す第3表参照)。敗戦直後2年間の財政赤字ぶりは、まことに顕著と言うほかない。

さらに異常さが際だつのは、当時の国債発行量と日銀券流通残高との相対的關係である。たとえば1945年度には、1944年度末の日銀券流通残高177億円の2.7倍に当たる475億円の新規国債が発行されている。今日に引き直すと、2002年度末(2003年3月)の日銀券発行残高は69.5兆円であるから、その2.7倍、つまり約188兆円の新規国債を2003年度に発行する、というスケールの話になる。1946年度においてもなお、前年度末の日銀券流通残高の1.2倍に当たる659億円の国債新規発行が行われている。

国債新規発行量が日銀券残高に対して大きな値を示したという点については、1970年代の「大量発行」期も、かなり比肩できるところがある。大量発行の始まった1975、1976年度あたりは、まだ前年度日銀券残高を凌駕するほどの国債発行は行われなかったが、1978年度になると前年度の日銀券発行残高を超えるほどの国債が発行されている(第3表)。しかし、戦争直後の時期においては、新規発行国債がそのまま日銀券の増発に結びついたので、70年代にはそのような因果関係は、相対的に希薄だった。この点を考察しておこう。

戦争直後期には、巨額の国債発行はそれだけの「水増しの」購買力が財貨流通市場に投下されることを含意していた。この時期、国債の発行は、日銀引受で行われていたので²⁾、政府は国債と引き替えに日銀から入手した購買力を直ちに財貨・サービス市場に投じたのであるが(具体的には戦時補償、軍人への恩給等諸支払い、など)、その購買力は国債売却によって市中から

2) 国債の日銀引受発行は、1945年11月の占領軍による「戦時利得の排除並びに国家財政再編成に関する覚書」およびその発展としての占領軍指令「政府借入並びに支出削減に関する件」(1946年1月)によって禁止された。(鈴木武雄, 上掲書, 141-145頁)。正確に言えば、「覚書」では日銀引受の禁止よりも根元的に、国債発行それ自体が禁じられた。「指令」では、日銀引受をも明示的に禁止した。しかし、「覚書」を具体化した上記「指令」は、短期債を適用除外としており、政府は以後、ドッジ・ラインまで、短期債・一時借入金および特別会計債の大増発(鈴木武雄, 前掲書, 311頁, 同書, 第二巻, 264頁)と復金債発行によって、従来同様の赤字財政を続けた。

第3表 いわゆる「大量発行」期における国債の年度増加額，日銀券発券残高，中央政府歳入 (単位：兆円)

| | (A)国債の 年度増加額 | (B)日銀券年 度末発行残高 | (C)中央政 府歳入純計 | $\frac{A}{C}$ (%) |
|------|-----------------|-------------------|-----------------|-------------------|
| 1973 | 1.5 | 10.1 | 28.2 | 5.1 |
| 74 | 2.5 | 11.7 | 34.7 | 7.3 |
| 75 | 7.1 | 12.6 | 39.7 | 17.8 |
| 76 | 9.9 | 14.0 | 48.0 | 20.5 |
| 77 | 13.4 | 15.4 | 57.1 | 23.4 |
| 78 | 16.2 | 17.7 | 67.3 | 24.1 |
| 79 | 15.2 | 19.0 | 77.0 | 19.7 |
| 80 | 17.5 | 19.3 | 86.4 | 20.1 |

(出典) 日本銀行調査統計局『経済統計年報 平成4年』263, 272頁

引き上げたものではなく、日銀券の新規増発によるものだった。したがって生産物増加の裏付けのない「水増し」購買力が流通に投じられたのであり、インフレ促進の最大要因となったのである。また、戦時中の場合には、日銀は引き受けた国債を極力市中に売却し、インフレ圧力を減殺しようとしていたが³⁾、この終戦直後期には、日銀の市中消化努力も中途半端なものであった⁴⁾。第4表は、1945、1946年度を通して見ると、日銀の国債保有高が非常に増加していること、すなわち、国債の市中消化は僅少であったこと、したがって国債増発がそのまま日銀券の増発に結びついたであろうことを物語っている。実際、先の第2表の示すように、1945年度以降、国債発行額の増大は並行的に日銀券発行残高の大増加をもたらしている。

3) 高橋財政以来、政府・日銀は、日銀の引き受けた国債の市中売却策に腐心した。この結果、国債の市中消化率（一旦日銀が引き受けた後に市中に売却しえた率）は非常に高かった。しかし、この高い消化率を支えたのは、国債担保の日銀貸出であり、実体的には、結局日銀引という範疇を、大いに出るものではなかった。つまり、銀行は戦時中、軍需を中心とする活発な企業の借り入れ要求に積極的に応じ、その結果必要となる現金需要は、国債担保の日銀借入で充足させることが出来た。日銀も国債消化を促進するために、これを受容せざるを得なかったのである。しかし、戦時中の日銀は、ともかくも懸命に国債の市中消化を策し、一定の成功を収めてはいた。

4) 鈴木武雄『現代日本財政史』第一巻、284-285頁

第4表 国債の年度増加額と日銀の国債増加額 (単位：億円)

| 年 度 | (A)国債の 年度純増加額 | (B)日銀の国債 保有増加額 |
|------|------------------|-------------------|
| 1945 | 475 | 4 |
| 46 | 659 | 744 |
| 47 | 953 | 1,096 |
| 48 | 1,638 | 893 |

(出典) 日本銀行百年史編纂委員会編『日本銀行百年史』資料編(1986年)所収の「日本銀行貸借対照表」および上掲第1表

他方、1970年代の国債大量発行では、国債管理政策が変更されて、新規発行国債が殆ど自動的に日銀に年度内還流するという、それまでのメカニズムが抑制され⁵⁾、大量発行が必ずしも日銀の大量国債保有には結びつかなかった。第5表はこの辺りの事情を明瞭に示している。

要するに終戦直後期には、国債の新規発行が日銀の直接引受方式で行われていたために、購買力の水増しの増加と、それに伴うインフレを引き起こしたのだった。

当該期のインフレは財政面のみに原因があったわけではない。底流的原因(もしくは可能化条件)は、敗戦後の特殊事情としての財貨需給の極端な不均衡であろう。半ば重なるが、戦時中に蓄積された巨大な金融資産(=購買力)の換物運動も大きな原因である。さらに金融面でも「オーバー・ローン」に象徴されるインフレ誘発要因はあった。しかし、当時の国債発行量の異常な大きさと、その monetization の容易さを勘案すると、赤字財政こそがインフレの最大原因であるというのが正しいだろう。この認識は、従来の通説でもある。

②復金インフレ期

1945年秋以降の、占領軍による国債発行原則禁止に対応する(むしろ、そ

5) 中島将隆「国債管理の現状と課題－昭和50年以降の特徴－」(『証券経済』第127号, 1979年1月), 日本銀行金融研究所『新版 わが国の金融制度』(1986年)452頁

第5表 国債の年度増加額と日銀の国債保有増加額（単位：兆円）

| 年 度 | (A)国債の 年度純増加額 | (B)日銀の国債 保有増加額 |
|------|------------------|-------------------|
| 1974 | 2.5 | 2.1 |
| 75 | 7.1 | 1.5 |
| 76 | 9.9 | 1.1 |
| 77 | 13.4 | -0.3 |
| 78 | 16.2 | 1.4 |
| 79 | 15.2 | 3.6 |
| 1980 | 17.5 | 1.8 |

(出典) 日本銀行百年史編纂委員会編『日本銀行百年史』資料編(1986年)所収の「日本銀行貸借対照表」および上掲第3表

れを「かいぐる」)のために、政府は一方では短期債と特別会計債(とくに「国有鉄道特別会計」債が多かった)の発行に頼ったが、他方では復興金融金庫の設立に依存した。

復興金融金庫(復金)は、正式には1946年10月に設立され、開業は1947年1月からであるが、実質的には、すでに1946年8月に日本興業銀行の復興金融部で業務を開始していた。以後、ドッジ・ライン開始(1949年初め)にいたるまでの2年余の間、それまでの国債発行(→財政支出:とくに生産に直結しない消費的支出が多い)に代わって巨額の資金を、とりわけ傾斜生産方式で重視された産業部門の諸企業に、融資という形で供給した。その供給額がいかに巨額であったかについては、第6表、および対比のために、上掲第2表を参照されたい。この融資資金が同金庫発行の復興金融金庫債(復金債)の発行代わり金を原資としていたこと、しかも復金債がほぼすべて日銀引受によって発行されたことは、周知の通りである。第6表は残高ベースで表示されているが、フローに直すと1947年度の債券発行額は409億円、貸出金は442億円、1948年度の債券発行額は462億円、貸出金は669億円になる。

資金供給の形態こそ変わったが、インフレ醸成メカニズムという点からは、事態は従来とさほど変わるものではなかった。原理的には

第6表 復興金融金庫主要勘定

(単位：億円)

| 年 末 | 資 産 | | | | | 負 債 | | |
|------|-----|-------|-------|---------|------------|------------|------------|---------|
| | 預け金 | 有価証券 | | 貸出金 | 未払込 資本金 | 債 券 発行高 | 保 証 債 務 | 資本金 |
| | | | 国債 | | | | | |
| 1947 | 0.0 | 7.1 | 7.1 | 442.1 | 510 | 409.0 | 15.5 | 550.0 |
| 1948 | 1.0 | 12.8 | 6.8 | 1,111.6 | 1,200.0 | 871.0 | 51.9 | 1,450.0 |
| 1949 | 2.4 | 122.4 | 102.5 | 1,084.1 | 510.4 | 235.0 | 31.4 | 1,450.0 |
| 1950 | 2.9 | 41.2 | 41.1 | 899.0 | 25.3 | — | 10.7 | 1,080.6 |
| 1951 | 5.2 | 85.8 | 85.7 | 792.5 | 25.3 | — | 2.6 | 954.6 |

・復興金融金庫は、1949年3月新規貸出業務停止、1952年1月解散、日本開発銀行へ資産・負債等引き継ぎ。

・資本金は、全額が一般会計からの出資による。

(出典) 日本銀行統計局『明治以降本邦主要経済統計』(1966年)、231頁

①生産面に資金が投じられる限り、融資された資金による当初の商品需要は生産活動が軌道に乗った後の商品供給によって相殺される、

②融資である限り、当初資金は返済されるから、貨幣収縮が生じ、インフレ効果は生じにくい、

などと主張されることがある。しかし、これらは少なくとも当該期の日本については空論である。需給逼迫期においては、当初の融資による商品需要の増大が、まず、価格上昇をもたらす。生産物が市場に供給されはじめるまでには相当なタイム・ラグがあり、その間、価格上昇は続く。生産物が市場に供給されはじめ、それが当初の需要増(→価格上昇)を相殺する効果をもったとしても、その売上から生じる需要が、また価格上昇をもたらす。こういう過程が続くのである。

融資だから資金が返済されるという点について言えば、仮に個々には返済されるケースがあったとしても、全体としての融資残高が増え続ければ、商品への需要は増すばかりである。実際、ドッジ・ラインによって強制的に融資残高の縮小を迫られるまでは、復金融資残高は増大し続けたのである。

(第6表)

第7表 物価動向：1944-50年（単位等：指数は1944=100，年上昇度は「倍」）

| 年 | 卸売物価 | | 消費者物価 | | 東京小売り | |
|------|--------|-------|-------|-------|--------|------|
| | 指数 | 年上昇度 | 指数 | 年上昇度 | 物価指数 | 年上昇度 |
| 1944 | 100 | — | 100 | — | 100 | — |
| 1945 | 151 | 1.51倍 | 324 | 3.24倍 | 147 | 1.4倍 |
| 1946 | 702 | 4.65 | 1,265 | 3.90 | 901 | 6.13 |
| 1947 | 2,076 | 2.96 | 2,728 | 2.16 | 2,428 | 2.69 |
| 1948 | 5,515 | 2.66 | 4,725 | 1.73 | 7,124 | 2.93 |
| 1949 | 9,004 | 1.63 | 5,923 | 1.25 | 11,590 | 1.63 |
| 1950 | 10,643 | 1.18 | 5,498 | -7.2 | 11,338 | -2.2 |

・1945年と1946年の間は、統計不連続。

（出典）日本銀行百年史編纂委員会編『日本銀行百年史』資料編（1986年），438頁

こうして、インフレ醸成という観点からは、本質的には従来同様のメカニズムが続いた、と言って良い。特別会計債および短期債に加えて、復金債が大いに増大し、これらが日銀引受で発行されたので、日銀券発行残高増加は異常な増加を続け、これを軸にして高インフレが継続したのである。インフレの進行ぶりを、第7表で簡潔に示しておく。

（未完）

（いちのせ・あつし／経済学部教授／2003年12月22日受理）