

アメリカのインフレーション

——歴史的文脈——

本田浩邦（獨協大学）

*付図の出典などは、当日の資料で補足する。

はじめに——報告の目的

1970年代以降のアメリカのマクロ経済の変化を概観し、長期停滞への政策対応の段階的推移を考察する。そのうえで、現在のインフレのもつ意義を明らかにする。

I 長期停滞の構図

1970年代、先進諸国の経済は、それ以前の高い経済成長の時代を終え、長期停滞に直面した。長期停滞の基本的な要因と性格は次のとおりである。

- 19世紀末以来の技術革新がもたらした製品（家電、自動車、社会インフラ）などがほぼすべての世帯の基本的な需要を満たし、70年代以降、市場が飽和状態に陥った。
- 技術革新が継続的に行われても、技術の伝播やグローバリゼーションによる代替供給源との競争によって、新製品が付加価値を生みにくい。
- 収益性のある投資領域が限られているため、大手企業は投資を抑制し、労働条件を引き下げて収益を確保しようとする。そのことによって総需要が制限される。
- 現在の長期停滞と低金利は、19世紀末大不況の際の低金利と対比させてみると、その性格が浮かび上がる。両者は独占的な経済力集中という点でも類似性がある。しかし、19世紀末にはその後の経済成長をもたらす技術革新の大きな波があったが、現在は長期停滞を克服するような技術革新が登場する可能性は低い。

これらの要因によって、1970年代以降のアメリカ経済は、19世紀末の大不況期を下回る経済成長率の低下に見舞われている（図1、図2）。

この現象は先進諸国にほぼ共通に見られるものであり、アメリカに固有のものではない（図3）。特殊アメリカ的であるのは、それに対する政策対応が極度の金融化をもたらし、システム全体のリスクを高めている点にある。

なお、経済成長率の低下は、生活水準そのものの低下を意味するものではない。その社会

が公正な所得分配の状態を実現できれば、豊かな生活を維持することは可能である。しかしそれは資本蓄積の拡大そのものを目的とする企業からすれば、収益の拡大を損なうもので耐え難いものとみなされる。したがって企業サイドからは分配の平等よりも生産性の一層の拡大が求められるようになる。

II 経済政策の段階的特徴

1970年代以降、アメリカは、通貨政策や多国籍化など国際的要因を除けば、収益性の危機に、主として財政政策の拡張によって対処しようとした。その軌跡は、端的に貯蓄投資バランスでみた政府収支の悪化にみられる。財政収支はマイナス5%の水準まで低下し、その後、その水準は1990年代初頭までつづく（図4）。この政府支出は70年代と80年代初頭に深刻なスタグフレーションをもたらし、政策転換を余儀なくされた。画期となったのはいうまでもなく1979年以降のボルカー連銀議長による強い引き締め政策（QT）であった。

その後、政府支出は横ばいで推移するが、他方で、経常収支と家計収支が悪化した。グリーンズパン時代（1987.8～2006.1）に、ブラックマンデーやLTMC救済を契機に政策的に金利が引き下げられたが、それがさしたる物価上昇をも引き起こさなかったため、「グレートモデレーション」（大安定期）と呼ばれた。

しかし、この長期にわたる低金利が、レポ取引市場、デリバティブ、CDO（債務担保証券）を膨張させ、その後、金融危機を招来するひずみを生み出した。

金融危機後は、緩和策は是正されることなく、むしろバーナンキ連銀議長のもとで通貨供給量の拡大が景気浮揚策として用いられた（QE1～QE4）。こうした一連の政策的緩和の積み重ねの結果、長期停滞の状況は基底で続いたまま、経済にはスタグフレーションの時代とは異なった、歪みが随所にもたらされた（後述）。

現在、コロナ危機を契機として、アメリカの企業はインフレによって負債を整理し、実質的な賃金抑制によって新たな収益基盤を作ろうとしている。その意味で、現在のインフレは、この間の長期にわたった大安定期の部分的修正といえる。

III マクロ経済政策——金利と通貨供給

こうした経済を金利と貨幣供給量の2つの面からみてみよう。

まず金利である。金利の指標として、10年もの財務省証券をもちい、それと経済成長率、消費者物価指数との関連でみると、次の点が指摘できる（図5）。

- 金利は1970年代まで、経済成長率を上回る水準で推移したが、それは当時の物価水準の高さに規定されたものであった。つまり戦後のケインズ政策の展開とともに物価も金利は比較的高くなる傾向があった。

- 80年代以降、金利は一貫して低下傾向を示し、現在までに、低位の経済成長率と重なる水準にまで落ち込んでいる。この時期に家計貯蓄率と企業貯蓄率はともに低下している。経済学は、金利は貯蓄と投資によって決まり、金利が下がると投資が回復すると考えてきた。それによると貯蓄不足は金利を引き上げるはずであった。しかし実際には、貯蓄と投資が相互的に縮小し、金利がそれらを均衡させる役割を持たなくなった。
- 現在の金利の低位は、財政赤字の金利負担の累積を抑えるため機能をも果たしてきたといえるが、別の面からみると、金利の下げ幅の余地は限られ、長期停滞を金利低下で凌ごうとする政策対応はもはや限界に達しつつある。

つぎに通貨供給量の変化をみてみよう。ここでは国内総生産(名目)、マネーサプライ(通貨供給量=現金と銀行預金など)、ベースマネー(現金と中央銀行当座預金の合計)の長期的推移をみる(図6)。

この図は、アメリカの2000年以降現在までの3つの指標の変化である。国内総生産に対するマネーサプライの比率を経済学では「マーシャルのK」という。この値は、アメリカの場合、伝統的に2008年の金融不況までは0.5で推移していた。つまり経済規模の半分のマネーが経済に吸収されていたと考えられる。しかし、その後、その割合は急増し、現在0.89である。つまりマネーサプライがここ20年余りで経済規模に比して倍増したのだ。

倍増したのは、すでにみたように、2008年に起きた金融不況対策としてFRB(連邦準備制度)はベースマネーを急激に引き上げ市場に資金を注入しようとしたことにはじまる。しかしこの時点でのベースマネーの変化は、マネーサプライに目立った影響を与えることがなかった。これもまた経済学の想定を裏切るものであったといつてよい。ベースマネーを増やせば銀行貸出が増え、それが経済を上向かせると考えられていた。それがもの見事に打ち破られたのであった。ポール・クルーグマンは当時これを「マネタリズムの死」と呼んだ。

ジョン・メイナード・ケインズも、銀行の信用創造が無限であると述べていた。しかしそれは企業や民間の資金需要が無限にあるとの前提があったからである。しかし現代経済は余剰の経済であり、新しいものを作っても思うようには売れない。金利がいくら下がっても経済成長率が低ければ、借り手は現れない。ポスト・ケインジアンの中には、エクハルト・ハインのように均衡利子率などというものは経済学者の頭のなか以外には存在しないとの批判があるが、それは正しい(Hein [2016])。

しかし、その後もFRBは緩和をつづけ、徐々にマネーサプライは上昇をつづけた。しかし金融緩和の効果はなく、経済成長率はその後も低迷をつづけ、2011年から2019年までの経済の平均成長率は2.2%、2020年から2021年までは1.1%と停滞傾向をくい止めることはできなかった。

不況に際しては中央銀行が積極的にマネーサプライを拡大し、経済成長のアクセルを踏むというのが主流派の経済政策であったが、ベースマネーを増やしてもマネーサプライが

思うように拡大せず、さらにはマネーサプライが増えても経済成長は上向かないということが明らかとなった。

このようになった理由はなにか。それは、アメリカ企業が長期停滞の経済状態に直面して、実体経済への投資を回避し、労働報酬を抑制し、労働から資本への所得移転を加速することでその収益性を維持しようとする戦略をとったためである。この戦略が結果的に経済停滞をより深刻にするという悪循環を生んだ。ベースマネーが増えても企業の実体的な投資需要は回復せず、バランスシート調整や自社株買いに資金が回されたにすぎない。

変化が生まれたのは、コロナ危機からの経済の回復過程においてであった。2021年後半から記録的なインフレ局面に転じ、FRBは22年3月以降、利上げに転じた。マネーサプライは定義上、口座預金を含み、したがって児童手当の増額などはマネーサプライの拡大を意味した。したがってこのような政策は、直接経済を刺激した。

たしかに、家計への支援が悪性インフレを招かないように政府は慎重に物価を管理する必要があることは事実であり、実際にバイデン政権はその方向に動こうとはしている。しかしいたずらに、バイデン政権の国民向けの政策がインフレに直結するように説明するのは筋違いである。高利潤を手にしながらか、これをもっけの幸いとばかり物価を恣意的に引き上げている企業の責任をこそ問うべきであり、家計支援策に物価上昇の責任を負わすべきではない。マサチューセッツ大学のロバート・ポーリンは、「こうした刺激がなければ、われわれは現在、インフレでなく、デフレを議論していたであろう」と述べた (Pollin [2022])。

以上のように概観すると、マネーサプライが経済成長と物価にほとんど影響しない時期と、近年のように強く影響する時期とそうでない時期があることがわかる。要点を整理すると以下のようなになる。

- 長期的にみて、通貨政策は徐々に効果をもたなくなり、政策的選択の余地も狭まりつつある。他方で、基礎的な生産能力は内外含めて存在し、供給面は物理的には安定している。したがって大きな価格変動が生じる可能性は、戦争などの場合を除いて低い。そのような供給サイドの傾向は構造的に定着し、現在でもつづいている。「大安定期」(The Great Moderation)とはこの時代の傾向を表現したものといえる。
- しかしコロナ禍でのように、国民の需要を直接補うような通貨供給量の拡大は経済成長を促進する。同時にそれは市場支配力のある企業の便乗値上げを誘発する。
- しかし物価上昇が金利を大幅に引き上げる可能性は大きくないであろう。物価と金利は、ともに経済の基礎にある停滞状況によって規定されており、その根底が克服されない限り、物価も金利も引き上がりにくい。まして賃金の抑制が続いている限りそうである。その文脈でみると、現在は「大安定期」よりは少し高い物価＝金利水準で、労働から資本への所得移転と、積み上がった企業債務整理の仕組みを組み込んだ資本蓄積の新しい段階で、「大安定期」の修正版といえる。

IV 金融緩和の弊害

この間の長期にわたる金融緩和の弊害とはおよそ次のようなものである。

▽低金利による資本調達コストの低下は、企業の債務を膨張させ、自社株買いや配当など、非生産的投資を助長する。

▽低金利は、経営の金融化をもたらし、企業の金融収益依存を強める。

▽低金利は企業買収を促進し、企業経営の莫大な資源を買収対策に向けることを余儀なくさせる。

▽低金利は、淘汰されるべきゾンビ企業を温存し、実体のないユニコーン企業をも繁殖させる。

▽低金利と通貨供給量の拡大は、株や金融資産、不動産の価値を高め、資産を持てるものと持たざるものとの経済格差を強める。

▽低金利は、地方銀行や信用金庫、年金、生命保険など、金融資産運用で成り立つ分野の収益性を損ない、経営を圧迫する。

▽低金利と通貨供給量の拡大は為替を安くする傾向がある。

金融緩和の短期的な効果と長期的な弊害とがどのように帳尻を合わせるのかは余談を許さない。アメリカの金利の引き上げは、低金利でアメリカから外へ流出していた資産の価格下落と金利負担の上昇という形での諸外国経済の危機を引き起こしかねない。その意味では、1980年代の途上国債務危機のパターンの再現も非現実的とはいえないであろう。

むすび

アメリカのジャーナリスト、クリストファー・レオナルドはアメリカの金融緩和政策を論じた著作で、次のように述べている。

「アメリカは経済問題に対処するために連邦準備制度（FRB）に依存したが、そのツールには深刻な難点があった。連銀はそのマネーで勝ち組と負け組の差を広げ、経済基盤をより不安定なものにした。脆弱な金融システムはコロナ・パンデミックで座礁し、その対応のために FRB はさらに新たなマネーを創出し、既存のひずみを増幅させた」（Leonard [2022] p. 305）

また、歴史学者エドワード・チャンセラーは、リチャード・カンティロン（アイルランド出身で、フランスで活躍した経済学者。主著は『商業試論』1630年）を取り上げて、この

数十年間のアメリカの金融政策を批判する (Chancellor [2022] p. 58-61)。

カンティロンが『試論』で論じていることのひとつが「カンティロン効果」と呼ばれるものである。それはつまり、金融政策は、経済全体に等しく恩恵をもたらすわけではない。金利の引き下げの効果はただであり、その恩恵には階級的、階層的なバイアスがある。上層ほど優遇され、下層は排除される。通貨供給量の拡大も同じであり、零細な起業家や庶民は現金での取引が多いことなどから貨幣の流通速度も遅いというものである。

金融政策にはそうした意味で、「資産の配分効果」(allocation effect of assets)があり、アメリカでは低金利の継続が膨大な経済格差をもたらした。「大安定」は経済構造の安定ではなく、むしろシステムのリスクを大きくしたというのが、近年の研究者たちの批判である。傾聴すべき主張であり、日本にとっても教訓的といえる。

文 献

チリヤード・カンティロン『商業試論』津田内匠訳、名古屋大学出版会、1992年(原著1730)年。

Chancellor, Edward [2022] *The Price of Time: The Real Story of Interest*, Atlantic Monthly Press.

Gordon, Robert [2017] *The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living Since the Civil War*, Princeton University Press. (『アメリカ経済 成長の終焉』上・下、高遠裕子、山岡由美訳、日経BP社、2018年)

Hein, Eckhard [2016] Secular stagnation or stagnation policy? : Steindl after Summers, *PSL Quarterly Review*, vol. 69 n. 276 (March), 3-47.

Leonard, Christopher [2022] *The Lords of Easy Money: How the Federal Reserve Broke the American Economy*, Simon & Shuster

Pollin, Robert [2022] “Fed Attacks the Working Class,” *theAnalysis.news*, Sept. 20.

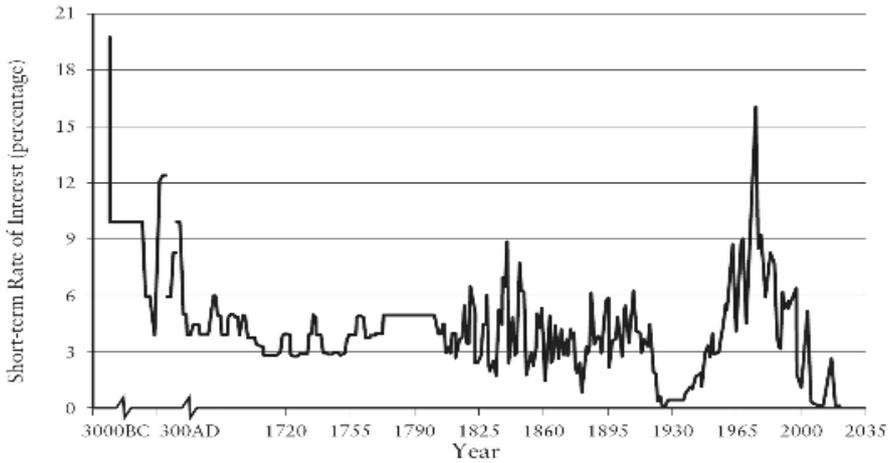
1

The long history of long (10-year US treasuries) yields



2

Five millennia of interest rates



3

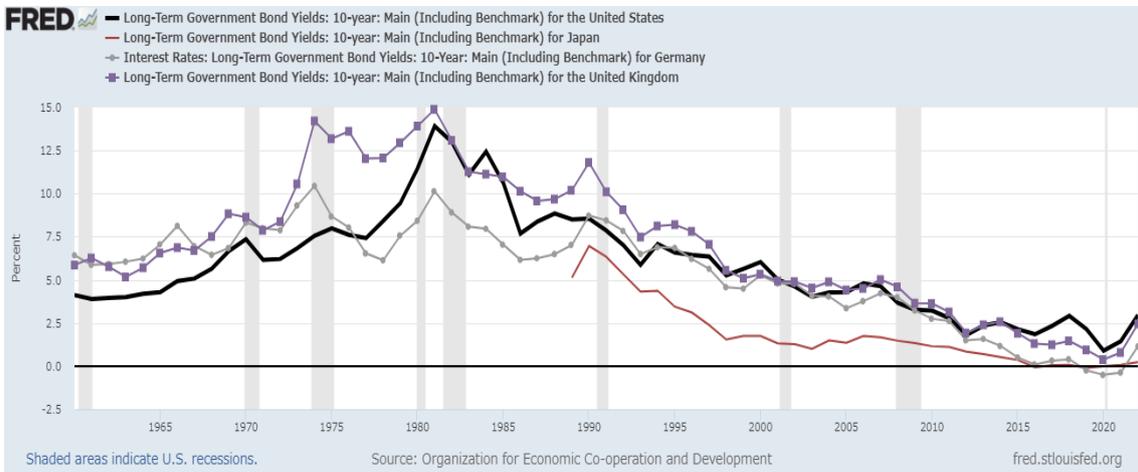


図 4

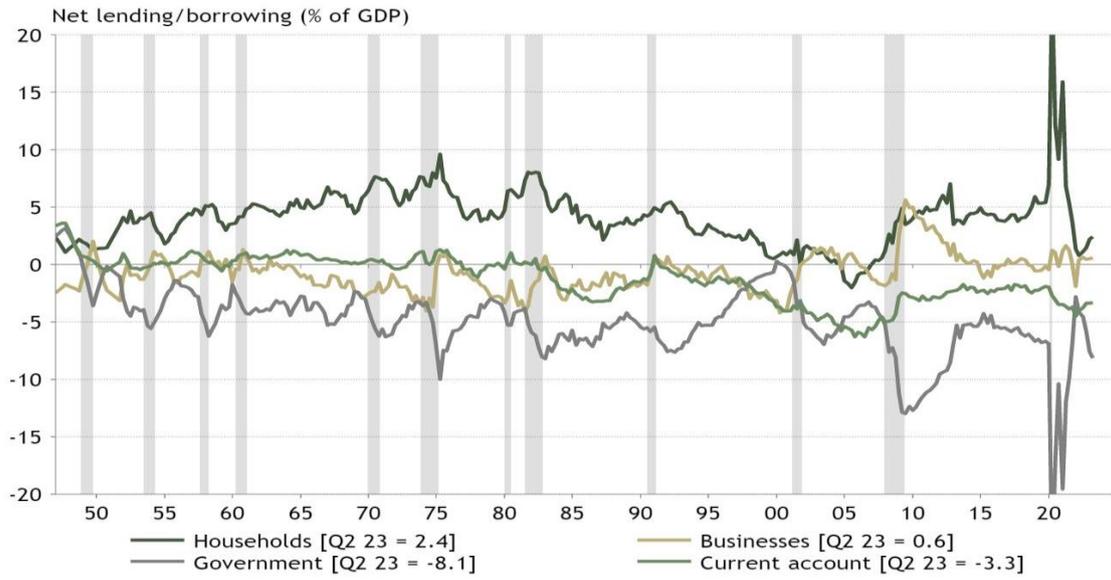


図 5

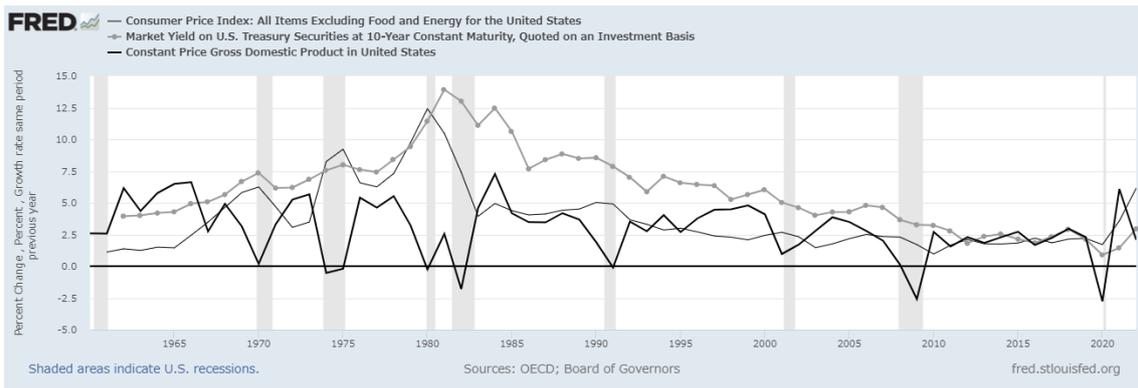


図 6

