

(論文)

インフレーションについての覚書

—現在の物価論議で忘れられた論点について—

Memorandum on current inflation

小西 一雄

Konishi Kazuo

要旨

現在なぜ米欧は、そして日本は歴史的な物価高騰に見舞われているのであろうか。その根底にはコロナ不況期に実施された財政支出があり、それは中央銀行の事実上の引き受けによる国債増発を原資とした財政資金の散布であった。その後発生した全般的な物価高騰の基底には、財政資金の散布を通じた通貨価値の下落という典型的で古典的なインフレーションの進行がある。ところが現在行われているインフレ論議の大部分は、エネルギー価格や小麦価格などの国際的高騰、加えて日本では円安といった諸要因にだけ目を奪われて、この古典的なインフレの問題を看過している。このことは現状認識や経済見通しに、したがってまた政策スタンスに大きな歪みをもたらさざるをえない。本稿は、インフレーションとはなにかについての簡単な解説と若干の統計の検討をとおして、コロナ不況からの回復過程で生じている現下の物価騰貴の特徴を明らかにしている。

はじめに一忘れられた論点

コロナ不況からの経済の回復過程のなかで米欧は、そして少し遅れて日本もインフレの昂進に見舞われ、この問題が当面の経済情勢や経済政策の焦点となっている。ふりかえてみると、戦後の先進資本主義国においては、戦後初期の混乱期を経て、1960年代を中心とする高成長期にはフィリップス曲線がもてはやされ、「インフレは成長の代価」とであるという認識が広がっていた。フィリップス曲線とはインフレ率と失業率は二律背反の関係にあり、高いインフレ率には低い失業率、低いインフレ率には高い失業率に対応するという当時の観察を定式化したものであった。しかし、1971年のニクソンショック（金ドル交換停）と73年の第一次オイルショックを画期として先進国経済が低成長期に移行するなかで、74、5年恐慌以降80年代初頭まで、先進国経済は物価上昇を伴う経済停滞というスタグフレーションに見舞われた。高インフレと高失業率の併存である。

こうして、インフレの抑制なしに経済成長なしという新たな認識と政策スタンスが生まれた。その典型は、1979年10月のアメリカにおけるボルカー-FED(連邦準備制度理事会=アメリカの中央銀行)議長の誕生と新しい金融政策の採用であった。それは金融政策の操作目標を従来の金利からマネーサプライ(現在のマネーストック)に換え、このもとで厳しい金融引締め政策を実行することであった。そして、この政策も一因として、79年から82年にかけてアメリカは長期の不況に直面した。しかしこの不況を経てようやくインフレ率は低下し、スタグフレーション期は終わりを告げたのであった。現在、米欧でも日本でも1981年、あるいは1982年以来の物価高騰といわれている81年、82年とは、まさにスタグフレーション期最末期であり、そのような意味で「歴史的」な物価高騰ということであ

る。

では現在なぜ米欧は、そして日本は歴史的な物価高騰に見舞われているのであろうか。その根底にはコロナ不況期に実施された財政支出があり、それは中央銀行の事実上の引き受けによる国債増発を原資とした財政資金の散布であった。その後発生した全般的な物価高騰の基底には、財政資金の散布を通じた通貨価値の下落という典型的で古典的なインフレーションの進行がある。

ところが意外にも、と筆者は感じているが、現在行われているインフレ論議の大部分は、エネルギー価格や小麦価格などの国際的高騰、加えて日本では円安といった諸要因にだけ目を奪われて、この古典的なインフレの問題を看過している。このことは現状認識や経済見通しに、したがってまた政策スタンスに大きな歪みをもたらさざるをえない。本稿では、インフレーションとはなにかについての簡単な解説と若干の統計の検討をとおして、コロナ不況からの回復過程で生じている現下の物価騰貴の特徴を考えてみたい。

1 歴史的にみた物価騰貴のさまざまな要因

どのような種類の物価騰貴でも、物価は需給関係の変化をとおして変動していくものであり、需要が供給を超過する（供給＜需要）という関係を媒介として物価は上昇していく。しかし、需給関係におよぼす要因の違いによって、物価変動は異なる様相を示すことになる。

1-1 好況期の物価上昇

まず、好況期における物価上昇である。景気循環の好況局面での需要拡大によって生じる物価上昇は、不況への転化の過程での需要の縮小による物価下落で終わる。したがってこの物価上昇は景気循環過程における一時的な現象である。資本主義の歴史のなかで、好況期の物価上昇、不況期の物価下落という現象は、兌換制下（金本位制下）であれ兌換停止が常態化した現在の不換制下（管理通貨制下）であれ、いずれにおいても観察されてきた。

1-2 金属貨幣の減価による物価上昇

次に、金や銀という金属貨幣が実際に流通している時代にあつては、金価値や銀価値の変動が物価に不可逆的な影響を与えた。新産金（銀）の発見や金（銀）生産における労働生産性の上昇が生じると、それは商品市場での需給関係の変化を通して徐々に、あるいは急速に金（銀）価値の低下による物価上昇をもたらした。経済史で「価値革命」などと称される事態である。このような貨幣価値の下落による物価上昇は一時的な現象ではなく「物価水準」それ自体の上昇であり、長期的な影響をもたらした。

1-3 商品価値の変動による物価変動

一方、商品の価値変動に眼を向けると、資本主義のもとでの生産力の発展にともなって全般的に労働生産性は上昇していくので、諸商品の価値は傾向的に下落する。そして諸商品の価値低下は、商品市場での需給関係の変動をとおして、物価の下落をもたらすことになる。だから、兌換制下にあつて観察された平均的な物価変動の姿は、景気循環の中で物価上昇と物価下落を繰り返しながら、趨勢と

インフレーションについての覚書

して、景気循環を越えて物価は低下していったのであった。(なお、これに対して、不換制の現在では、景気循環の中で物価が上昇・下落を繰り返すという点では大きな変化はないが、趨勢としては景気循環を越えて物価は上昇してきたのである。この点については2-2の②の末尾で改めて言及する。)

しかし、兌換制下であれ不換制下であれ、商品の価値変動が物価上昇をもたらす場合もある。典型的には天候不順などの結果生じる不作による食料価格の上昇の影響である。この場合、不作が終われば食料価格は旧来の価格に戻るもので、それは一時的な物価上昇であり、物価水準自体が上昇するわけではない。さらに、石油をはじめとするエネルギー資源の価値変動も諸商品価格に全般的な影響を及ぼし物価上昇の要因となる。だが、これが一時的な影響にとどまるのか、それとも物価水準自体を上昇させる長期的な影響をもたらすのかは、エネルギー資源上昇の諸要因によって異なる。ここではまず1973年の第一次オイルショックを例として考えてみよう。

第一次オイルショックでは1973年の一年足らずの短期間に原油価格は1バレル約2ドルから約8ドル、さらには約10ドルへと急騰した。この価格急騰には、原油商品の価値の変動を反映する「経済合理性」をもった価格上昇と政治的理由による価格上昇とが混在していた。当時原油価格の決定権は米欧のメジャーと呼ばれた巨大な石油資本の支配下にあり、1960年代以降1バレル2ドル程度に抑えつけられていた。ところが高成長期に先進国ではインフレが進み国際的に工業製品の価格は上昇していた。加えてニクソン・ショック以降の米ドルの為替相場下落によって、産油国にとって輸入品のドル建て製品価格は大幅に上昇していた。こうして、安く据え置かれた原油価格のもとで産油国の交易条件は大きく悪化していたのである。第四次中東戦争の際、OAPEC(アラブ石油輸出国機構)は資源主権を掲げてメジャーに抗して原油価格の引き上げを断行したが、その引き上げには十分な経済的合理性が含まれていた。しかし他方、原油価格の引き上げには、OAPECがイスラエル支援国への禁輸措置を実施するという政治的要因が反映されていた。したがって、当時の原油価格引き上げは、経済合理性を反するかぎりでは原油の価格水準自体の引き上げとして、その後の原油価格に、さらには物価水準に影響を与えたが、政治的要因による引き上げの部分は、工業諸国における省エネの展開もあって、逆オイルショックと呼ばれた原油価格の下落につながったのであった。このように物価に影響を与えるエネルギーや原料資源の価値変動はその要因によって、その後の物価水準に影響を与える場合と、一時的な影響にとどまるものがある。(第一次オイルショックのいまひとつの論点は、その後続いたスタグフレーションの要因についての議論であり、それは原油価格の高騰だけで説明できるものではないのだが、この点は2-2の③の末尾で改めて取り上げる。)

1-4 通貨の減価による物価上昇(インフレーション)

次に物価上昇の要因として取り上げるのは、政府紙幣の流通下、あるいは不換制下に固有の要因である。さしあたって簡単に「紙幣の過剰投入」というタームを仮置きとして使えば、紙幣の過剰投入による通貨価値の下落による物価上昇、つまり、本来のインフレーションの問題である。インフレーションとは本来物価騰貴一般の呼称ではなく、物価騰貴のなかでも独自の規定をもつ通貨価値の下落による物価騰貴のことである。その内容は節を改めて検討しよう。

2 独自の物価騰貴としてのインフレーション¹

2-1 政府紙幣の場合

まず、政府紙幣が流通している国を仮定しよう。そして GDP は 50 兆円で 50 兆円の政府紙幣が流通しているとしよう。いま政府が戦費調達のために、あるいは景気対策として新たに 50 兆円の政府紙幣を印刷し、これを流通界に投じたとしよう。さてなにが生じるだろうか。

突如の需要増大によって、諸商品の価格は多かれ少なかれ上昇するだろう。ただし、買われる諸商品の在庫が余っていて処分に困るような状態であったのなら、まずは販売数量が増えるだけで価格はそれほど上がらないかもしれない。あるいは、すぐに生産量を増やすことができるような状態であったのなら、やはり価格はそれほど上がらないかもしれない。いまかりに物価上昇率は当面 5% であったとしよう。100 円のは 105 円になった。人々は自分の持っている 100 円が実質的には 95 円 24 銭 ($100 \div 1.05$) の価値に目減りしていることを知る。では 5% の物価上昇で事は終わるだろうか。50 兆円の流通紙幣はいまや名目的には 100 兆円になっているが、5% の物価上昇で実質的には 95 兆 2400 億円の購買力になっている。しかし、依然として 50 兆円のもともとの購買力にくらべて 45 兆 2400 億円の追加購買力が存在している。この追加購買力がどのようなテンポで実際の需要として支出されていくか、また短期にか長期にわたってかはさまざまな想定が可能であるが、追加購買力が存在する限りでは、追加支出が行われ、その過程は追加購買力が消滅するまで続くだろう。そして追加購買力が消滅するのは、この例では、物価が倍になった時である。つまり名目的には 50 兆円から 100 兆円に増加した購買力が、実質的には以前と同じ 50 兆円の購買力となる時である。結果として、既存の 50 兆円の購買力を持っていた人々の実質的購買力は以前の半分の 25 兆円に縮小し、政府や新たに投入された政府紙幣を手に入れて購買をし、それが次々に連鎖していく過程でその恩恵を手にした人々には実質 25 兆円の購買力が棚ぼたで手に入っている。そして、一時的に拡大した商品流通はもとの水準にもどり、二倍に上昇した物価水準が残される。もちろん、紙幣が流通量の倍も投入されるというのは極端な仮定であって、リアルに考えれば事態はもう少し地味である。だが規模の大小はともかくとして、通貨価値の減価の過程、インフレーションは既存の政府紙幣所有者から新たな追加的政府紙幣の所有者への強制的な「価値移転」の過程である。そして、政府による追加的紙幣の投入はまずは数量効果（商品生産と流通の拡大）として現われるが、次第に価格効果（商品価格の上昇）が強くなり、ついには数量効果の消失と価格効果の存続として終わる。政府紙幣の過剰投入による通貨価値の下落であるインフレーションは、物価変動の基準となる物価水準自体が上昇していくのであって、不可逆的な現象である。

このようなインフレの特徴は、かつて金貨と政府紙幣が同時に流通していた金紙混合流通の時代には誰の眼にも明らかであった。アメリカの南北戦争の時期に、北軍の政府は戦費調達のためにグリー

¹ 以下ではインフレについて簡単な解説を行なうが、より厳密な理論的説明としては次の文献を参照されたい。久留間健「独自の物価騰貴としてのインフレーションの概念規定の確立のために」、「不換制下における銀行信用の膨張とインフレーション」(『貨幣・信用論と現代—不換制の理論』(大月書店1999年10月)所収、第1章、第2章)。より啓蒙的な解説として、久留間健「現代日本の物価騰貴とインフレーション」(『現代人の科学1 インフレーションの経済学』(大月書店1975年6月、所収)。

インフレーションについての覚書

ンボックス・ダラー（紙幣の裏面が緑色で印刷されているドル）と呼ばれた政府紙幣を増発した。その結果、同じ商品でも金貨で買えば1ドルでも政府紙幣で買えば2ドルであるという事態が生じた。つまり、紙幣の価値は半分に減価し、紙幣ベースでみれば物価が倍に上昇したのであった。そのまま放置しておけば、この物価水準の上昇は不可逆的であったが、戦後勝利した北軍の政府は税金で回収した政府紙幣をそのまま廃棄することによって、金貨1ドル＝紙幣1ドルという関係を取り戻したのであった。金紙混合流通の時代なればこそ、このような過程は比較的簡単に理解できる事態であった。

2-2 不換制下の中央銀行信用の膨張の場合

政府紙幣の例はインフレの説明として簡便ではあるが、今日の大多数の国家で流通しているのは政府紙幣ではなく、不換銀行券である。1936年9月にフランスなど金ブロック諸国が兌換を停止していわゆる金本位制から離脱して以降、世界中で兌換停止が常態化した。不換制、いわゆる管理通貨制である。兌換制下の信用制度（金融制度）と不換制下の信用制度との最も重要な相違は、発券銀行である中央銀行の諸取引が不換制下では金準備の制約を離れるという点にある。兌換制下では、一国の景気が過熱して恐慌の直前になる時期に貿易収支赤字が急拡大する。その結果為替相場が下落して金輸出点に近づくと、中央銀行に対する兌換請求が増大し、中央銀行の金準備は減少した。中央銀行券も中央銀行預金も兌換制下では金支払い約束であったから、金準備の減少は中央銀行信用の拡大にブレーキをかけることになる。そして恐慌期だけではなく、日常的にも、中央銀行の対政府取引や対市中銀行取引、あるいは対企業取引²の拡大、つまり中央銀行信用の膨張は金準備による制約があったのである。これに対して不換制下では中央銀行信用は金準備の制約なしに拡大することが可能となる。不換制下の中央銀行信用は次の三つのルートで拡大する。

① 対政府取引の膨張（古典的なインフレのルート）

中央銀行が国債を引き受けたり、引き受けが禁止されている場合でも今日の日本のように市中銀行経由で事実上の引き受けを行なって対政府取引を拡大すると、政府の中央銀行預け金が増大し、政府はこの預け金を使って財政支出を拡大することができる。こうした政府取引の拡大が兌換制下の限度、すなわち「兌換制下で行ないうるような範囲をこえて」³行なわれるならば、先の政府紙幣の過剰発行と同様の事態が進行することになり、インフレーションが発生する。

ただし、政府紙幣のように不換銀行券が直接に増発されるわけではない。日銀を例としてみれば、日銀による国債の事実上の引き受けによってまずは日銀の政府名義の預金口座が増加する。そして政府がたとえば建設業者の取引銀行に入金すれば政府名義の日銀預金は減少し、それは市中銀行名義の日銀預金（市中銀行の準備金）となる。そして、これに見合って建設業者の市中銀行預金が増加している。今回のコロナ対策としての給付金のような場合は、建設業者ではなく国民個人の市中銀行預金が増加する。この預金を、カードなどを通じて預金通貨として使えば日銀券（紙幣）は登場しなくても支払いができる。もちろん預金を日銀券で引き出すこともできるが、多くの場合、それは預金通貨

² 当時のイングランド銀行は対企業取引も行っていた。

³ この文言は三宅義夫が名著『金—現代の経済におけるその役割』（岩波新書、1968年1月）で与えた規定である（52頁他）。「兌換制下の限度を超える」という規定は、『資本論』の貨幣論次元で「流通必要量を超えて」と規定されている事態を信用制度下で活かすためのものであって、平易な表現でありながらきわめて重要な規定である。

として使われるであろう。

今日の主要国では通貨機能を果たしているのは圧倒的に預金通貨であって、不換銀行券は流通している通貨の一部に過ぎない。不換銀行券は預金の銀行券での引き出しによって流通界に入り、また銀行券での銀行への預金によって銀行にもどるという過程を繰り返しており、通貨量の膨張収縮の中心は預金通貨の膨張収縮である。預金には二重の機能がある⁴。預金は銀行の預金者に対する支払い約束であり、預金者からみれば銀行に対する「貨幣」請求権であり、そのような信用関係を表わしている。他方、支払い指図によって預金が振り替えられ決済が完了する限りでは、預金はそれ自体が通貨として機能している。兌換制下の限度を超えるような通貨の膨張とは、なによりも預金通貨の膨張に他ならない。だから、その意味で、紙幣の過剰投入という表現は厳密には正しくない。先に「紙幣の過剰投入」というタームを仮置きとして使って言えば」（171 頁）と表現したのはそのためである。

とはいえ、政府紙幣であれ不換の中央銀行券であれ、いずれも輪転機を廻して紙幣を増発する能力を政府なり中央銀行なりが持っていることを前提としてはじめて、政府紙幣の過剰投入や兌換制下の限度を超える中央銀行信用の膨張が可能となるのだから、その内容を踏まえてであれば、簡単な表現として「紙幣の過剰投入」という表現を使うことも許容されるであろう。なお、中央銀行の国債引き受け、あるいは事実上の引き受けを通じた財政資金の散布とそれがもたらす通貨価値の下落、インフレーションは、インフレのもっとも古典的な、あるいは典型的なルートであった。日本でみれば、第二次大戦中の日銀引き受けでの戦費調達の影響は戦後インフレの起動力となり、またドッジラインにいたるまでの財政資金散布も戦後インフレの主要要因であった⁵。さらに 1975 年の特例国債（赤字国債）の常態化以降の財政資金の散布はスタグフレーションの重要な要因となった。そして、後述のように、コロナ不況下での財政資金の散布も、古典的なインフレーションの特徴をもっている。

② 対市中銀行取引の膨張（典型としての高成長期）

預金通貨の膨張の次のルートは中央銀行の対市中銀行取引の拡大であり、それを通じた市中銀行信用の膨張である。中央銀行は貸出しや買いオペをつうじて対市中銀行取引を拡大することができるが、ここでも兌換制下の限度を超えて中央銀行が対市中銀行取引を拡大するならば、通貨の減価によるインフレーションが生じることになる。

企業や家計の市中銀行に対する貸出し需要の増加に応じて銀行は預金設定を行ない、マネーストックが増大する。しかし銀行が自行の預金残高の範囲を超えて、いいかえれば預金取引の範囲を超える規模の貸出しを行なうと、他行とのあいだで交換負けが生じ、現金準備（中央銀行預け金）が減少し、その補填をコール市場のような銀行間市場での借入れに頼ることになる。そして多くの銀行がこのような貸出しを実施すれば短期金融市場の金利は高騰し、諸銀行の貸出し拡大は制約を受けることになる。しかしここで中央銀行が貸出しや買いオペを通じて市中銀行の現金準備の補填を容易にするならば、諸銀行は積極的な貸出しを継続することができる。そして中央銀行の対市中銀行取引の拡大が兌換制下の限度を超えるような規模で行なわれるならば、通貨の減価による物価高騰、インフレーション

⁴ 預金論について詳しくは拙稿「信用創造論」の呪縛—銀行信用の正しい理解のために」（『資本主義の成熟と転換—現代の信用と恐慌』（桜井書店、2014年6月）第2章所収）を参照されたい。

⁵ 日本の戦後インフレーションの詳しい経緯については原薫『戦後インフレーション — 昭和20年代の日本経済』（八潮社、1997年12月）を参照されたい。

インフレーションについての覚書

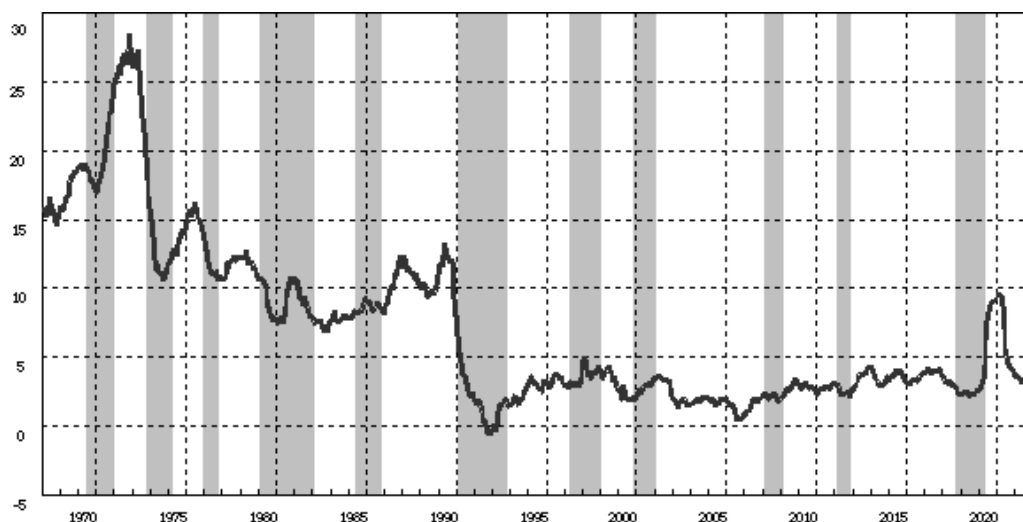
ションが発生することになる⁶。先進資本主義諸国の 1960 年年代を中心とする高成長期のインフレはこのルートによるインフレの典型であった。

なお、兌換制下の限度を大きくこえるような中央銀行による対市中銀行取引の拡大は日常的にみられるものではないが、程度は小さくても兌換制下の限度をこえる対市中銀行取引はいわば常態化しているとみることができるのであって、不換制下では景気循環を超えて趨勢として物価が上昇してきたのはそのためである。

③ 外国為替取引の膨張（典型としてのニクソン・ショック下での「過剰流動性」）

さて、不換制下での中央銀行信用の拡大を通じた市中銀行信用の拡大にはいまひとつのルートがある。中央銀行の為替市場への介入（為替平衡操作）である。いまこの典型例として 71 年のニクソン・ショック後の事例を振り返ってみよう。

図1 日本のマネースtock（M2）の対前年比伸び率の推移（単位%）



(1) 伸び率はM2の平残前年比

(2) マネースtockは2004年3月以前はマネーサプライ

(3) 影の部分は景気後退期

（資料）日本銀行時系列データ検索サイト。

図1は日本におけるマネースtock（M2平均残高）の前年比伸び率を図示したものであるが、みられるように71年から73年にかけて大幅かつ急激なマネースtockの増大が観察される。71年8月の金ドル交換停止、12月のIMFのスミソニアン会議での一時的な固定相場制への復帰、73年2、3月の主要国の変動相場制への移行という国際通貨体制の激変の時期である。この時期を通じて東京外国為

⁶ この段落の説明を注意深く読んでいただければ、筆者は外生的貨幣供給論にも内生的貨幣供給論にも、そのいずれにも与していないことが分かっていただけたと思う。主流派の外生的貨幣供給論は論外であるが、その批判者たちの内生的貨幣供給論も一面的である。

替市場でドル売り円買いが急増し、外貨流入により日本の市中銀行の円預金残高が急増した。同時に、日銀による円売りドル買いの為替介入も激増した。この過程で、まず市中銀行では保有ドルが増加し、これに見合って円建て預金債務が増加する。そして日銀介入の結果として市中銀行の保有ドルは日銀に買い取られ、結果として、市中銀行では日銀預け金（現金準備）と円預金が増大し、日銀ではドル資産と市中銀行の日銀預け金とが増大し、こうして日銀と市中銀行の急激な信用膨張が進んだのであった。当時「過剰流動性」と呼ばれた事態である。「過剰流動性」は73年の第一次オイルショックと結合して二桁インフレ（73年11.7%、74年23.2%、75年11.7%⁷⁾をもたらした。スタグフレーション期の始まりである。

もともと、アメリカにおけるスタグフレーションの始まりは日本のような外貨流入による「過剰流動性」発生とは無関係である。それは優れて財政支出増大とオイルショックの結合であった。日本でも75年以降、赤字国債（特例国債）発行の常態化による財政支出増大があった。思い切って図式化していえば、日本におけるスタグフレーションは、①「過剰流動性」と財政支出とによる購買力の造出、②原油価格の高騰、③企業の「減量経営」の推進、これらの結合の産物であった。②の原油価格高騰は①の購買力の発動により消費者物価上昇として吸収・実現され、物価上昇が続く。しかし企業は売上高増加、増収の成果を資本蓄積（拡大再生産）に回すのではなく、ヒト（人件費）、カネ（負債）、モノ（設備投資）の節約という減量経営の強化を計った。ここに景気停滞下での物価上昇というスタグフレーション状態が継続することになった。

さて、図1にはいまひとつマネーストックが短期間に急増する時期が読み取れる。現在である。これは外貨流入や為替介入ではなく財政資金の散布というまったく別の要因によるものである。この点は次節3で改めて検討する。

2-3 「通貨」の前貸と「資本」の前貸の区別の重要性

図1に示されているマネーストック伸び率の変動について、若干の、しかし重要な付記をしておきたい。

図1によれば、60年代の高度成長期（図では1968年以降しかカバーしていないが）、74—75年不況以降の低成長期、そしてバブル経済崩壊以降の長期停滞期と、それぞれの時期にマネーストックの伸び率の水準は低下してきた。そしてその基調のなかで時々の景気動向を反映してジグザグが繰り返されている。これらは、銀行信用膨張の二つの側面を反映して変動している。

預金残高は銀行貸出しによって増加するが、貸出しには「通貨」の前貸と「資本」の前貸の違いがある⁸⁾。まず、時々の商品流通の規模に応じて商品流通を媒介する通貨需要が拡大したり縮小したりする。そして通貨需要の拡大の際には、銀行は「通貨」の前貸によってこの需要に応えることになる。典型的には手形割引需要の増大に対する貸出しである。これは商品流通の拡大に応じた銀行のいわば受動的な貸出しであり、通貨供給である。いまひとつは、新たな購買力の造出としての銀行の貸付けであり、「資本」の前貸である。銀行が企業に新たな、あるいは追加的な事業資金を貸付ける場合、そ

⁷⁾ 『経済財政白書』長期統計による。

⁸⁾ 「通貨」の前貸と「資本」の前貸の区別の重要性を先駆的に明らかにしたのは久留間健「流通手段の前貸と資本の前貸（上）（中）（下）」（『立教経済学研究』第20巻第2、3、4号）である。これは前掲『貨幣・信用論と現代』に「第Ⅱ部 流通手段の前貸と資本の前貸」として収録されている。

インフレーションについての覚書

の資金は新たな商品生産と商品流通の拡大の要因となる。この貸付けは新たな商品流通を生む、銀行のいわば能動的な前貸である。家計の場合は「資本」という規定性はあてはまらないが、住宅ローンや消費者ローンのように家計が銀行貸付けによって新たな購買力を手に入れる限りでは、この新たな購買力の支出は、「資本」前貸しと同様に、新たな商品流通をもたらす可能性をもっている。

さて、銀行が「通貨」の前貸をする限りでは、兌換制下であれ不換制下であれ、その役割にはいささかの違いもない。商品流通の規模に応じて「通貨」は銀行組織から流通界に入り、また流通界から銀行組織に引き上げられる。兌換制下での金準備の制約は「通貨」需要に銀行が応じることをいささかも妨げない。「通貨」に対する需要は時々の商品流通の規模が決定するのであって銀行が恣意的に決めることはできない⁹。

しかし、「資本」の前貸については、兌換制下では金準備の制約があり、不換制下ではその制約がない。したがって不換制下では兌換制下の限度を超える「資本」前貸、あるいは家計にたいする新たな購買力の貸付けが可能である。そしてこれがインフレーションを引き起こすのである。

「紙幣の過剰発行」という簡略化された呼び方の弊害かもしれないが、往々にして「通貨の過剰投入」が通貨価値の減価、インフレーションを引き起こすと考えているような理解がみられる。しかし通貨量の増減が物価を規定するというのであれば、それは誤った貨幣理論である貨幣数量説そのものである。なお念のために補足しておく、「資本」前貸の場合、これは新たな商品生産・商品流通を生み出すのであるが、拡大した商品流通はより多くの通貨需要を生み出すのだから、「資本」前貸は通貨量の拡大に結びついている。しかしそのことによって、「資本」前貸と「通貨」前貸の区別を踏まえないうで、どちらも通貨前貸として変わりはないと誤解してはならない。

先の図1にもどろう。成長率が大きければ「通貨」の前貸も「資本」の前貸も大きく、小さければそれらは小さいこと、好況期には両者は増大し、不況期には縮小すること、これが図のマネーストック増減に反映されているのである。(なお、通貨量の問題は通貨の回転数の問題を入れて考える必要があるが、統計的にみるかぎりこの間のマネーストックの伸び率の低下が回転率の上昇によるものだという因果関係は認められない。)

3 現下の物価高騰の特徴—財政資金散布による典型的なインフレーションの進展

ここまで、1節では物価上昇の諸要因を整理し、そのひとつであるインフレーションについては2節で詳しく見た。現実の物価現象は以上で展開した諸要因それぞれの単独の要因によってではなく、複合的な要因によって発現する。現在の物価上昇も「好況期の物価上昇」、「商品価値の変動による物価上昇」、「通貨の減価による物価上昇」、これらの要因の複合的作用によるものである。

コロナ不況からの回復過程でまずみられたのは、コロナ不況下でのサプライチェーンの寸断によってエネルギー、中間製品、原材料、食料などの不足や人手不足が顕在化したことであった。そして2022年2月以降はウクライナ戦争がエネルギー資源や小麦などの不足をより大きなものとした。また日本では日米の金融政策の相違を主因とする急激な円安の進行が輸入物価の上昇をもたらした。これらはいずれも国内的にみればサプライサイドの物価押し上げ要因である。しかし、忘れてならないのはコ

⁹ 1844年のピール条例は、誤った理論にもとづいて通貨供給を制約することによって恐慌を激化させたのであって、これは兌換制下では通貨需要が制約されるという事例ではない。誤った銀行立法の問題と兌換制の基本的性格の問題とを混同してはならない。

コロナ不況からの経済の回復過程は当然に需要の回復・拡大の過程でもあるということである。サプライサイドの物価押し上げ要因が実際に最終財の物価上昇に繋がるためにはこのディマンドサイドの要因が不可欠である。

ではコロナ不況からの回復過程での需要の回復、拡大はどのような内容をもっていたのであろうか。ひとつは、コロナ禍という「経済外的な要因」によって急減した需要が回復するという景気回復にともなう需要拡大である。だがそれだけではない。いまひとつの特異な要因が働いていた。コロナ不況対策として米欧でも日本でも展開された財政資金の大量の投入である。

表は主要国における 2020 年 3 月以降 2021 年末までのコロナ不況対策として発動された経済対策の規模を示している。表の注にあるように、日本では 2021 年 11 月 19 日に閣議決定された事業規模 78.9 兆円の経済対策やアメリカで 2021 年 11 月 19 日に下院で可決された事業規模 1.75 兆ドルの経済対策は含まれていないので、各国の実際の事業規模はこれよりもかなり大きな額となる。一方、これは「事業規模」なので実際の財政支出の額はこれよりも少ない。たとえば、先の 11 月 19 日閣議決定の経済政策の場合、事業規模は 78.9 兆円程度であるが、うち財政支出は 55.7 兆円程度である。とはいえ、この表には米日欧においてコロナ不況対策として平時として前例のないような巨額な財政支出が行なわれたこと、また日本はアメリカに次ぐ規模の財政出動を行なったことが示されている。

表 主要国における 20 年 3 月以降の経済対策等（事業規模）

国	事業規模、累計額	対 GDP 比
日本	約 293 兆円	54%
アメリカ	約 6.5 兆ドル (約 694 兆円)	31%
英国	約 0.7 兆ポンド (約 96 兆円)	32%
フランス	約 0.7 兆ユーロ (約 80 兆円)	28%
ドイツ	約 1.3 兆ユーロ (約 164 兆円)	40%

（備考） 1. 各国政府公表資料を基に内閣府において集計（2020 年 3 月以降）。

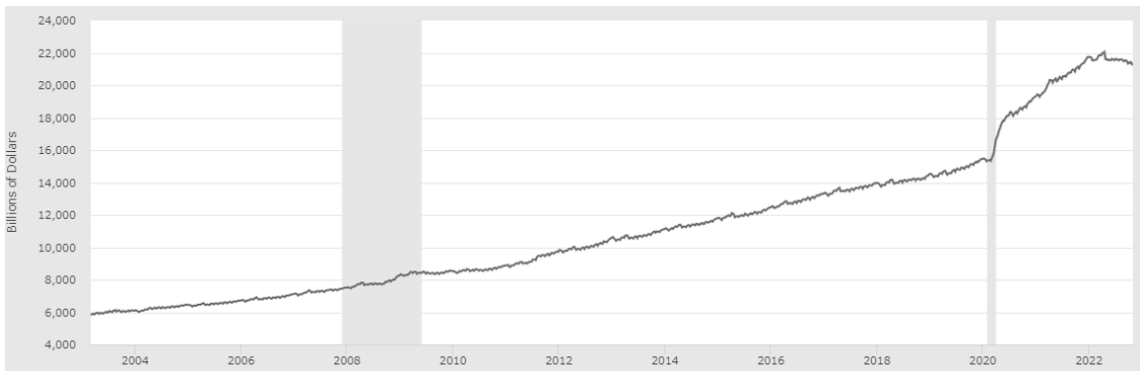
2. 日本は、2020 年度 1～3 次補正予算を含む経済対策等の規模であり、**2021 年度経済対策（事業規模 78.9 兆円（GDP 比 14.7%））は含まない**。なお、両年度の対策規模には一部重複等があり単純に 合計はできない。日本以外については、2021 年 12 月 22 日現在の情報に基づく。アメリカについて、2021 年 11 月 19 日に議会下院で可決された「Build Back Better」（1.75 兆ドル）は、同日において 成立していないため含めていない。

3. 対 GDP 比は、2020 年（暦年）の名目 GDP に対する比率。

（出所）内閣府『世界経済の潮流』（2022 年 2 月 3 日公表）から転載。

大規模な財政支出はマネースtock統計にもはっきり反映している。図 2 と図 3 はアメリカと日本のマネースtock（M2）の残高の推移を図示したものである。

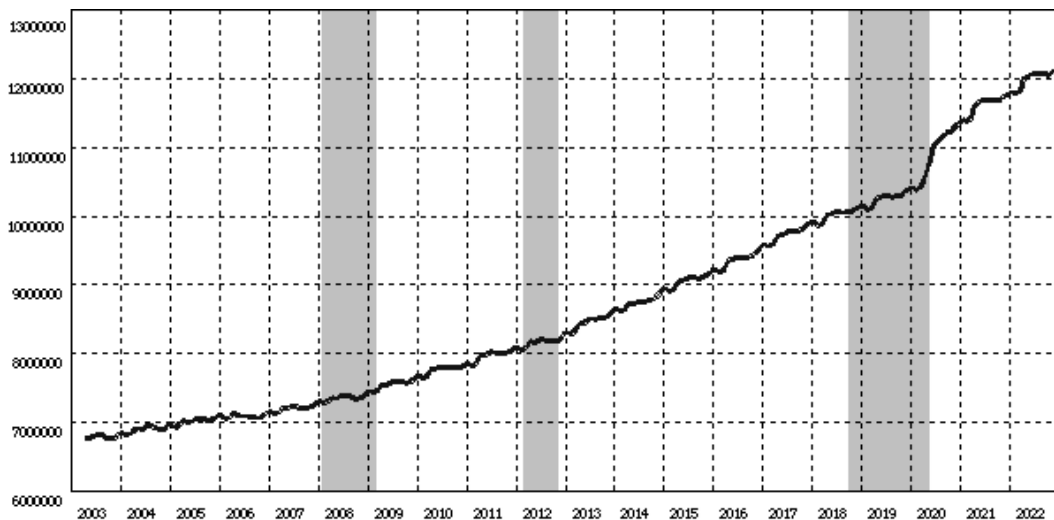
図2 アメリカのマネースtock (M2) の残高の推移 (単位 10 億ドル)



(1) 影の部分は景気後退期

(資料) FRED(Federal Reserve Economic Data).

図3 日本のマネースtock (M2) の残高の推移 (単位億円)



(1) 影の部分は景気後退期

(資料) 日本銀行時系列データ検索サイト

図2, 図3にみるように、2020 年以降かつてない急激なマネースtockの増大が記録されている。(先の図1のM2の同時期の急激な伸び率も参照されたい。)2020年3月以降、コロナ不況対策として2年ほどのあいだにGDP比数十パーセントに及ぶ巨額な財政支出がなされた結果、企業や家計が保有する預金残高は急増した。先の表の期間に即していえば、アメリカでは2020年3月から2021年11月にかけてM2は約4兆7650億ドル(1ドル107円で換算すると約500兆円)も増加し、同じ期間に日

本ではM2は約131兆円も増加した。

先に述べたように、コロナ不況からの経済の回復過程は当然に需要の回復・拡大の過程でもあり、サプライサイドの物価押し上げ要因が実際に最終財の物価上昇に繋がるためにはディマンドサイドの要因が不可欠である。そしてこの需要の拡大過程は単なる景気回復過程での需要拡大にとどまらず、巨額な財政支出が購買力の増加として現われていく過程、この増大した購買力が企業の投資や家計の支出として流過程に投じられていく過程でもあった。コロナ不況からの回復過程が急速な物価上昇の進展をともなったのは、エネルギー価格や小麦価格の高騰などのコストプッシュ要因にとどまらず、中央銀行の事実上の国債引き受けによる巨額な、まさに兌換制下の限度をはるかに超える財政支出がもたらした需要創出の結果であった。まさにインフレーションの進展である。したがって、米欧と日本での物価高騰は一時的な現象ではなく、物価水準そのものを引き上げる、不可逆的な物価上昇なのである。

ところで、これまでのところ、日本の物価上昇率は米欧の二桁台前後のそれと比べるとまだ低い(2022年11月の消費者物価上昇率は3.7%)。その理由は先の図2、図3の景気後退期を示す影の部分によく現われている。日本ではコロナ不況以前に、2019年の10月から2020年の3月までの2四半期にわたって成長率はすでにマイナスになっていた。コロナ不況はこれに追い打ちをかけたのであるが、日本の景気後退局面は米欧よりも長期にわたり、かつ景気回復の足取りも重かった。対して米欧は景気拡大局面でコロナ禍に見舞われ、コロナ不況の期間も短く、景気回復の足取りも速かった。とくにアメリカでは賃金上昇をとまなう景気拡大が進んだ。このような米欧と日本との経済の基調の相違は、巨額な財政支出が家計や企業の購買力として実際に支出されるテンポの相違につながっている。米欧ではそのテンポは早く、日本ではそのテンポは遅かった。たとえば、初期のコロナ対策として2020年4月20日の閣議決定で実施された特別定額給付金(一人10万円の支給)は給付事業費として12兆7344億円14百万円の予算が組まれたが、給付金のうち速やかに家計の支出として使われたのは10%程度であったという推計もある。先行き不安からその多くがまずは貯蓄として滞留したのである。

先にインフレーションの進展の特徴として、次のように指摘した。財政支出によって生み出された「追加購買力がどのようなテンポで実際の需要として支出されていくか、また短期にか長期にわたってかはさまざまな想定が可能であるが、追加購買力が存在する限りでは、追加支出が行われ、その過程は追加購買力が消滅するまで続くだろう。」(172頁)このようなインフレの特徴からみて、現時点で米欧よりも低い物価上昇率は日本の着地点ではなく、今後時間をかけてジワジワと、場合によっては景気停滞による中断をはさみながらも、より高い水準に物価が上昇していくことが予測される。

おわりに

今後、政治的要因やウクライナ戦争によって上昇したエネルギー価格や食料品価格は、いずれは「経済合理性」によって下落することになろう。また円安の是正によって輸入物価が下落に向かうこともあろう。しかし、現在の物価上昇の重要な要因が物価水準の不可逆的な上昇を意味するインフレーションであるとすれば、全体として物価が下落に転じることは期待できない。

一方、日本のコロナ不況からのジグザグしたきわめて緩やかな景気回復過程が、30数年におよぶ日本経済の長期停滞基調からの脱却の始まりだとは到底考えられない。そうだとすると、今後賃上げが

インフレーションについての覚書

不十分であった場合は、これまでの長期停滞基調に加えて新たな高い物価水準のもとでの長期停滞という、コロナ前よりもひどい経済状況が待っている。他方、物価上昇率を十分にカバーできるような賃上げが実現した場合には、大資本は利潤回復のために新たな人件費抑制に乗り出すであろう。このような大資本の攻勢を止めることができないならば、賃金上昇は一時的なものに終わり、長期停滞のなかで国民生活は再びジリジリと悪化していくことになる。1997年以降下がり続けてきた実質賃金を回復し、かつ新たな賃金水準を維持しないかぎり、年金受給者や社会保障受給者も含めた国民生活は改善しない。

いま、野党だけではなく政府も、そして経営者団体さえも賃上げが必要だといっている。その背景のひとつは、実質賃金の急速な低下を放置すれば社会的、政治的不安定が大きくなるという危機感である。しかし、現在の日本の労資の力関係のもとでは、物価上昇率を超えるような賃上げが実現するとは到底考えられない。残念ながら、現時点では、コロナ後の日本経済は、コロナ以前よりも高い物価水準のもとで長期停滞基調が継続するという悲観的なシナリオが現実のものとなる可能性が高い。

最後に若干の付記をさせていただきたい。筆者はコロナ禍のさなかに上梓した『資本主義の成熟と終焉—いま私たちはどこにいるのか』（桜井書店、2020年12月）で、コロナ禍での財政出動の「正当性」とその「後遺症」や「予想される困難」、つまりインフレについて述べた（18～20頁、168～171頁）。そして「あとがき」で「私の見通しが正しいかどうかの事実による判定はいましばらく先のことになる。」と記した。現時点で、インフレに関する見通しについては合格の判定がもらえると思う¹⁰。

しかしいまひとつ私が指摘したコロナ不況からの回復過程での困難、つまり「金融危機」については、現時点（2022年12月）ではまだ判定はできない。株価の暴落はあったが金融機関の倒産やその連鎖は生じていない。これはリーマンショック以降の国際機関や各国のマクロ・プルーデンスの金融取引規制の強化（高リスクの仕組債の規制や過度の債務積上げによる金融資産投資の規制など）が効果をもっていたことを示している。たとえば、保有株式などの資産価値が暴落しても、過度の債務がなく債務超過に陥らなければ金融機関は持ちこたえることができる。筆者は拙著でこれら諸規制の効果を過小評価していた可能性がある。この点、今後の推移を注視したい。

（2022年12月28日脱稿）

¹⁰ 拙著では、いま一部でもてはやされているMTT（現代貨幣理論）の批判も行ったが（164～166頁）、現在進行中のインフレはMTTの誤りをも実証している。