

《研究ノート》

Jacques Attaliのいわゆるグローバル・システムミック・リスク： 量的金融緩和政策によるインフレーション亢進の可能性に関する一考察

渡 部 恒 彦

Consideration on what is called global systemic risk by Jacques Attali:
A possibility of development of inflation by quantitative easing
(or “large scale asset purchase” emphasized by Ben S. Bernanke)

TSUNEHICO WATANABE

キーワード

システムミック・リスク, QE (quantitative easing), 投機, 新しい形態のインフレーション, 内生的貨幣供給論

目次

1. はじめに
2. 2008年世界金融恐慌以降の世界各国におけるバランス・シート政策：「往路」と不安定な正常化政策「復路」
3. インフレーションの基本原理解
4. 新しい形態のインフレーションの発現
5. FRBの金融危機時の対応とインフレ・ターゲット論の盲点

1. はじめに

たとえ、一国、例えば米国が、「世界を支配することがあったとしても」、「あるいはさまざまな同盟関係によってどの国もその立場を維持することができたとしても」、今日すでに存在している…いかなる国家、いかなる連合国家、いかなるG7、いかなるG20、いかなる国際機関も、世界を統治することではできない…。ますます虚しくなっていくばかりの首脳会議で、何をうやうやしく祈ろうとも、それを地球規模で現実に実行できるような決定に移すことができる者は誰もいない…。/「地域的な問題を解決する手段を持つ者も、誰もいなくなる…。そうして抑制されることもない諸問題が、地球全体に蔓延するようになる…。ましてや問題がもともと地球規模の性質を持つものであれば、誰が解決できるだろう。/この二つのカテゴリーの問題が一緒になって、地球全体を脅かす“グローバル・システムミック・リスク”となる。/まず初めに、グローバルな破局となり得る」のは「地域的なリスク」である⁽¹⁾。

J. Attali氏はグローバル・システムミック・リスクとして「巨大インフレ」、「制御不能な人口」問

(1) Jacques Attali (2012), *Demain, qui gouvernera le monde?*, Payard. 山本規雄訳 (2018) 『新世界秩序：21世紀の“帝国の攻防”と“世界統治”』作品社, 第8章「無政府化・カオス化する世界——迫るグローバル・システムミック・リスク」, 268頁。以下、引用文内のスラッシュ (/) は原典改行を意味する。

題, 「地域紛争の多発」, 「地球環境の破壊」, 「小天体衝突の可能性」⁽²⁾等, 数多くのリスクに言及しているが, ここでは金融の問題に焦点を絞って第一の問題のみを取り挙げ, 考察を試みたい。

「グローバル・システミック・リスクの最初は, くすぶっていた熾火がどこかで大火事の火種となり, 地球規模の巨大インフレが発生するリスクである」⁽³⁾。

扱うべき問題は, 2008年世界金融恐慌以降の世界各国におけるバランス・シート政策である(2)。この金融緩和策の「往路」および「復路」(正常化のためのいわゆる出口政策)に関する世界主要国の実際に関する考察は, 河村小百合氏の論考⁽⁴⁾に負うところが大きい。但し, 「復路」が実際には困難を伴い, 不安定になっている点については新聞報道によって補った。筆者独自の論考は, インフレーション(以下, インフレ)の原理(3)と「新しい形態のインフレの発現」形態としての株式はむろん, 貴金属は住宅・土地をも含めた投機商品価格の膨張に関する試論(4)にある。そして最後はFRBの金融危機に対する当時のFRB議長, Ben S. Bernanke氏の採った施策と内生的貨幣供給論の関係(5)に関する建部正義氏による考察の紹介とインフレ・ターゲット論の盲点に関する議論ある。

2. 2008年世界金融恐慌以降の世界各国におけるバランス・シート政策: 「往路」と不安定な正常化政策「復路」

2008年の金融危機以降, 主要中央銀行は軒並み, 政策金利をゼロ%近傍まで引下げたうえで, 大規模な資産買入れ等の手段によって自らのバランス・シート(以下BS)を大きく拡大させた。こうした金融政策運営は, 長期化していくなかで, 「BS政策」と呼称されるようになっていく。主要中央銀行のBS規模の推移をみると, 金融危機以降, 顕著に増加している。とりわけ, 日銀とスイス国立銀行(SNB)は, ほぼ一途に増加し, その水準はGDP比8割超と突出している。これに対し, それ以外の中央銀行は, 危機以降の増加は必ずしも一方向ではなく, 資産規模は対名目GDP比で最大時でも大旨2-3割程度に抑制されている。中央銀行のBS政策の手段は大別して①「資産買入れ」と②「有担保方式の資金供給」とがある。①は金融恐慌後, FedやBOEが大規模に用いたものであるのに対し, ECBも当初こそ①の採用に消極的であったが, ユーロ圏経済のデフレ懸念の高まりを背景に, 2014年6月以降スタンスを転換し, 活用するようになった。2017年9月下旬, 「出口戦略」に先鞭を着けた米国では, FRBが, 2008年末以降約6年間にわたる「大規模な資産買入れ」(large scale asset purchases: 以下, LSAP)の初期の段階から, 同政策運営を最終的には必ず正常化させることを明確に表明し, かつ, いかにも収束させるのかを検討し, 対外的にも積極的かつ明確に説明してきた。2017現在はずでに正常化局面に入り, 超過準備への付利による2度にわたるFFレートの引上げ誘導の後, 早晚, 買入れた資産の満期到来分の再投資を見送る(=いわゆる「満期落ち」, すなわち借換債が発行されても乗り換え投資は行わず, 償還分相当の資産規模縮小が可能)という方法で, 連銀の資産規模の縮小に着手すべく検討を開始するとみられていた⁽⁵⁾。正常化の過程では短期金融市場の参加者全員が大幅な資金余剰状態にあり, Fedの当座預金(準備預金)には, その制度上中央銀行への預け入れが義務付けられた額, ないしは市中銀行同士で決済を行うために中央銀行に預けておくことが必要な額を大幅に上回る余剰資金, いわゆる「超過準備」が預けられている。このため, 金融危

(2) *Ibid.* 前掲訳, 271-288頁参照。

(3) *Ibid.* 前掲訳, 271頁。

(4) 河村小百合(2017)「中央銀行のバランス・シート政策と課題」日本総合研究所『JRIレビュー』Volume 7, Number 46, 28-75頁。

(5) 河村, 前掲, 29, 37頁。

機前のように短期金融市場に資金を供給しないしは吸収する公開市場操作だけで、Fedが市場の短期金利を引上げ誘導することはできない。そこで、Fedの資産規模の縮小が完了するまでの間は、市中銀行がFedに預ける当座預金にFedが付利を行って、余剰資金が流出しないようにFedの当座預金内にとどめつつ、その付利水準を徐々に引上げて金融引き締めを行うという形がとられる。そして「満期落ち」が完了し、FedのBSの規模や内容が元通りになれば、短期金融市場コントロールのための付利も不要となり、正常化は完了することになる⁽⁶⁾。だが2018-2019年段階に入って、米国の金融政策は様々な試練を抱え、例えば景気拡大のわりに物価が伸びない中で、どこまで利上げを続けるのかは重要な検討課題となってくる。2019年2月に任期切れを迎えるYellen・FRB議長が退任すれば、政策の軸が変わる公算も出てきていた⁽⁷⁾。

事実政策の潮目は2018年に入って以降醸成された世界株安によって変わった。翌2019年1月30日のFRBの会合では、短期金利の指標であるFF金利の誘導目標を、年2.25-2.50%のまま据え置くと投票メンバー10人の全員一致で決めた。FRBは2018年12月の前回会合では年4回目の利上げを決断し、2019年中にも2回の追加利上げに踏み切る政策シナリオを公表していたが、これを棚上げした形となった。これによって、2015年から続いた利上げ局面の終結を見込む声も強まっている。金融市場はFedの保有資産の縮小策に注視していた。Fedは金融危機後の量的緩和で米国債や住宅ローン担保証券(residential mortgage backed securities: 以下、RMBS)を大量に買い入れたが、2017年秋から保有量を減らす「量的引き締め」に転じている。これが金融市場には利上げと伴に二重の圧力となって、投資家の不安材料となっていた。これに配慮して、Yellen氏の後任者Powell議長は、当初の予測よりも早期に資産縮小を停止すると明言することになった。前回12月の記者会見では、資産縮小は順調で見直す予定はないと述べていたが、大幅に方針を改めた。そのためFedは資産縮小に関連した声明文も別枠で公表して経済活動や市場動向に応じて、バランス・シートの正常化の詳細を修正する用意がある旨表明した。Fedが利上げ路線の棚上げや資産縮小の早期終了に傾いたのは、米国経済は良好だが、中国経済の減速等、世界景気の先行きに相反する動きがあり、国内でも物価上昇率がまだ目標の2%を下回り⁽⁸⁾、米政府機関の一部停止、米中通商摩擦等、先行き不透明な懸念材料もあるからである。Fedが利上げを一時停止するのはそれゆえ妥当な措置かも知れない。但しそれまでのFRBの情報発信には混乱もあり、市場との対話が円滑であったとはいえない。Trump大統領が公然と利上げ路線を批判する等、FRBには制御できない問題もあったが、金利見通しの発表方法等も含め、FRBの情報発信については改善の余地がある。Powell議長は今年2019年から年4回から8回、FOMCすべての会合後に開くことになった会見をよりの確な情報発信の場として使うべきであろう。1月30日の米国の利上げ一時停止の方針発表を受けて、外国為替市場では円高・ドル安が進む等、国内金融政策の転換は国際的な資本移動に影響を及ぼす。米利上げの打ち止め感が広がり、利下げへの転換の思惑が出ればドル安圧力が増す可能性がある。米金融政策は一層の注意を要する局面を迎えた⁽⁹⁾。他方Fedが利上げ休止へと急遽舵を切ると資産価格は着実に持ち直し始めた。ダウ平均は2018年10月に付けた史上最高値に迫る水準まで回復し、実体経済面でも、2019年1-3月期の実質GDPは輸出増等が奏功して前期比年率換算で3.2%増えた。IMFは、依然としてTrump米政権が仕掛ける貿易戦争が大きなりスクではあるが、中国の景気刺激策の効果もあって2019年後半には世界経済

(6) 河村、前掲、37頁参照。

(7) 「教訓になりうる米金融緩和の出口戦略」『日本経済新聞』2017/09/22付電子版参照。

(8) 「米追加利上げ一時停止資産縮小「修正の用意」FOMC、世界的な株安配慮」『日本経済新聞』2019/01/31付電子版；「FOMC、資産縮小「修正の用意」利上げも棚上げ経済北米」『日本経済新聞』2019/01/31付電子版参照。

(9) 「[社説] 転機の米金融政策に注意を経済北米」『日本経済新聞』2019/01/31付電子版参照。

の成長率は再び上向くと予測する（Lagarde専務理事）。先物市場は今回のFOMCで利上げに踏み切る可能性を全く見込んでおらず、金融政策の現状維持は既定路線である。先物市場は逆にFedが年内に利下げに転じる可能性を67%も織り込んでいる。国内景気の底堅さを受けてPowell議長が先行きの利上げ再開の可能性を少しでもにじませれば、過度に楽観視した金融市場にショックが走るリスクがある。FOMCの参加者には2019年と2020年に1回ずつの利上げを見込んでいるとの声が残っている（フィラデルフィア連銀のHarker総裁）。全米の商業用不動産の価格指数はLehmanショック前のピーク時（2007年8月）より33%も高く、金融危機後の底値から2倍強となった。米銀の商業用不動産向け融資も7年で1.5倍に膨らんでおり、低金利政策がバブルを引き起こす懸念は否めない。失業率は3%台と半世紀ぶりの水準まで下がり、Fedが先行きの利上げ再開を視野に入れてもおかしくはない。それにもかかわらず、金融市場がFedの利上げを全く織り込まないのは、Trump米大統領の強烈な圧力が効いているとみるからである。Trump氏は株価が下落基調を強めていた時期であった2018年12月の利上げを「常軌を逸している」と猛烈に批判し、Powell氏の解任まで検討したとされる。2020年の大統領選を見据えて、政権は景気を下支えするため「0.5%の利下げ」まで公然と要求し始めた（Kudlow国家経済会議委員長）。Powell議長は中央銀行の独立性は最も重要であると主張するが、Trump氏に真正面から反論するのは避け、結果的にはTrump氏の主張通りに利上げ休止を決断した。Powell氏が（2019年）5月1日の記者会見でTrump氏の主張に追随する姿勢をみせれば、市場参加者は金融政策を先読みする材料として、Powell氏よりもTrump氏を重要視するようになるかも知れない⁽¹⁰⁾。

欧州では、2008年秋のLehmanショックの後、翌2009年秋から欧州債務危機が始まり、ECBは、先進各国の主要中央銀行のなかでも、最も厳しい金融・経済環境下での金融政策運営を迫られた。①金融政策運営のシグナリング機能は、あくまで政策金利に担わせるべきで、資産買入れの規模をもって代替させることはできず、②欧州の場合、資本市場中心の米国等とは異なり、銀行中心の金融システムであるため、資産買入れを行ったとしても米国と同じような効果が同じような経路で实体经济に波及するとは考えにくく、また、③民間債券市場が米国ほど発達しておらず、資産買入れを行うとすれば各国債とせざるを得ず、それは各国の財政運営上の規律に悪影響を及ぼし、さらに、④一旦資産を買入れてしまうと、危機が収束し経済・金融環境が好転した際、逆方向の資産の売りオペを行うことは事実上難しく、先行きの金融政策運営や中長期的な物価安定という政策目標の達成に悪影響を及ぼしかねない等がその要因であった。そして2013年以降、欧州債務危機の緊張が徐々に緩和するのに伴い、「長期リファイナンス・オペ」（longer-term refinancing operation：以下、LTRO）という銀行向けの有担保方式の資金供給によって大きく膨張していたECBのBSは、ECBの当初の目的通り顕著に縮小した。これは、LTRO実施の際の条件として、市場実勢より常に若干高めの金利を適用する仕組みとなっていたため、ユーロ圏の市中銀行は、危機の緊張が緩和して自力で市場から割安な金利で資金調達できる力を取り戻したところで、割高なLTROを一斉に繰り上げ償還したことによる。このように、欧州債務危機の対応に追われていた時期のECBは、BS政策に関しては、明らかに消極的なスタンスを採っていたといえよう⁽¹¹⁾。ところが、危機が鎮静化した2013年頃から、实体经济の低迷や物価の下落傾向が、深刻な債務危機に見舞われた重債務国のみならず、2013年以降、次第にユーロ圏内の重債務国以外の国々にも拡がり始めた。こうしたデフレ懸念の深刻化を背景に、ECBは2014年6月、従前とは異なる新たな金融政策スタンスを採用した。従来ゼロ%が金利引下げ

(10) 「News Forecast 30～5月1日 米連邦公開市場委員会「利上げ様子見」続くか」『日本経済新聞』2019/04/28付電子版参照。

(11) 河村、前掲、29-45頁参照。

の下限と認識されていたが、ECBは3つの政策金利のうち、市場金利の下限を画する機能を担ってきた「預金ファシリティ金利」⁽¹²⁾を初めてマイナス圏内（▲0.1%）に引下げた。そして、預金ファシリティ金利がマイナス圏内にある限り、市中銀行がいつでもまた幾らでもユーロ・システムに預けられる「預金ファシリティ」のみならず、それ以外の決済目的等で市中銀行がユーロ・システムに保有する当座預金（従前は無利子）にも同様に、マイナスの預金ファシリティ金利を適用するという制度改正を行った。要するに、市中銀行がユーロ・システムに預ける資金にはほぼ例外なくマイナス金利を適用するという「徹底的なマイナス金利政策」を導入した。因みに、ユーロ・システムでは現在、「預金ファシリティ」残高と「当座預金」残高の合計が、「超過流動性」（excess liquidity）として把握されている。それと同時に、市中銀行による住宅ローン以外の与信拡大を対象を絞った「ターゲット長期リファイナンス・オペ」（TLTRO）が開始されたほか、従来から実施していたカバード・ボンド⁽¹³⁾や資産担保証券（asset backed securities：以下、ABS）といった民間債券を対象とする資産買入れプログラム（asset purchase programme：以下、APP）を拡充する方針が明確化された。これらの手段を通じて、ECBはそれまでの消極的な（passive）BS政策から、積極的な（active）BS政策にスタンスを転換したことが明らかにされた。ECBはこうした政策運営を「信用緩和（crediteasing）」と称している。さらに、こうしたスタンス転換から半年以上が経過した2015年3月から、APPを拡大・強化する観点から、各国債の買入れも開始した。但しこうした政策運営においても、ECBは引き続き、金融仲介機能は銀行中心という欧州の金融システムの特性を踏まえて、市中銀行経由で金融政策の効果が発現することを狙っていることに注意する必要がある。ECBは、積極的なBS政策というスタンスに転換し、TLTROやAPPを通じて、潤沢な流動性を市中銀行に供給し、それらの資金を超過流動性としてユーロ・システム内に滞留させず、市中向けの積極的な与信に向け、ユーロ圏各国の経済活動の押し上げ、延いてはデフレ懸念の払拭と中長期的な物価安定の達成に寄与することを企図する。このため、ユーロ・システムのBSの推移をみると、2014年6月のBS政策にかかるスタンス転換後も、超過流動性（「預金ファシリティ」および「当座預金」の合計に相当）の伸びは、相当に抑制されている。因みに、超過流動性の積み上がりの状況を各国中央銀行別にみると、ユーロ圏全体としての超過流動性のかなりの部分は、ドイツをはじめとする健全国の中央銀行での積み上がりで構成されている。このことから、イタリアやポルトガルといった重債務国の市中銀行向けのユーロ・システムの資金供給は、市中向けの与信に振り向けられている様子が窺われる。このような考え方に基づいてECBが政策運営を行ってきた結果、積極的なBS政策に転換したとはいえども、中央銀

(12) 欧州中央銀行（ECB）におけるオーバーナイトの付利預金の利率、即ち金融機関の短期的な余剰資金を、一晚欧州中央銀行に預け入れた場合に付く利率のことで、銀行にとって、ECBに預け入れることで、預金ファシリティ分の利子は確保できるので、実質的に市場金利の下限として機能している（「投資用語集」（<https://www.glossary.jp/econ/interest-rate/deposit-facility.php>（2019/05/11）））。

(13) カバード・ボンドとは、欧州の金融機関を中心に広く発行されている債権担保付社債の一種である。質の高い債権で構成されるカバープールを担保とし、投資家は発行体の信用力と担保債権の信用力へ二重にリコースすることが可能である点の特徴となっている。発行体の破綻時においても、カバード・ボンドでは、投資家がカバープールからの償還を優先的に受けることができ、発行時の発行体の信用力の高さに加えて、期中を通じたカバープールの信用力も高く維持される枠組みが構築されている。こうした枠組みは、各国の法制度に基づくものと、法制化を前提とせずに証券化の手法を応用したもの（ストラクチャード・カバード・ボンド）があり、とりわけ前者については、欧州において投資家から信頼性の高い金融商品として認知されている。また発行体となる金融機関にとっても、安定的な資金調達手段として広く活用されてきた（日本政策投資銀行、カバード・ボンド研究会（2011）「カバード・ボンド研究会とりまとめ（わが国へのカバード・ボンド導入へ向けた実務者の認識の整理と課題の抽出）」（https://www.dbj.jp/pdf/investigate/etc/pdf/book1107_03.pdf（2019/05/11）））。

行としてのユーロ・システムのBSは、規模およびその構成の点で、大規模な資産買い入れによりBSを拡大してきた日銀やFedとは大きく異なっている。その最大の特徴は、短期金融市場の余剰資金で中央銀行にやむなく預けられている超過準備に相当する「超過流動性」(預金ファシリティと当座預金の合計)が、最近漸く銀行券の発券残高を小幅に上回る程度に抑制されている点にある。これは、金融危機以降、LSAPに踏み切ったFedや日銀等の中央銀行が、短期金融市場における巨額の余剰資金によって、危機前のような方法で金融調節を行い得なくなっているのに対して、ECBは、危機前とはほぼ同様の金融調節を引き続き行い得ていることを意味する。実際、ユーロ圏の短期金融市場の取引高の推移をみると、無担保取引こそ、欧州債務危機以降減少し、取引高は低水準が続いているものの、有担保取引はマイナス金利導入後も引き続き活発に行われている。マイナス金利導入後の日銀とは異なり、あくまで短期金融市場における民間プレイヤー同士の取引によって、マイナスのイールド・カーブが形成されている。また、ユーロ・システムのBSの資産サイドをみても、買い入れた資産は、加盟各国の長期国債ばかりではなく、カバード・ボンドやABS、社債といった民間債券が一定の割合を占めている。これらは通常中期の年限で発行されており、今後、BS規模の縮小を図っていく際には、その運営を容易にすることに資すると考えられる。ECBは、2016年12月の政策委員会において、APPの実施期限を2017年9月まで延長する一方、月毎の買い入れ額を800億ユーロから600億ユーロに減額することを決定した。ユーロ圏では、失業率はなお高水準ながら、物価情勢は好転しつつあり、今後の経済・金融情勢を見極めつつ、徐々にBS政策の収束を図っていくものとみられる。その際には、そもそものBS政策がよく練られたうえで、手段が選択され、導入する手順も工夫されていたことから、ECBが抱える将来的な金融政策運営に関する懸念は、Fed等と比較すれば相対的には小さいように思われる。FedおよびECBのこれまでのBS政策の展開やその際の考え方を踏まえ、ここで、BS政策を採用した中央銀行が先行きに抱える課題を整理しよう。BS政策の実施に踏み切った中央銀行は、FRBのBSが示すように、資産の買い入れ等を行ってBSを拡大させる対価として、市中銀行に供給した巨額の流動性を管理する必要に迫られる。中央銀行は、それまで無利子が当然であった中央銀行当座預金に、付利する制度を導入することによって、市中銀行に供給した巨額の流動性を市中に溢れかえらせることなく、中央銀行に預けさせて管理することが可能である。そして、その付利水準を徐々に上げていくことによって、巨額の流動性が供給されているなかでも、一定の金融引き締めを行うことができる。しかしながら、このような方法での金融政策は、かつては無利子であった中央銀行当座預金への利払いのため、中央銀行に財務運営上のコストが発生するため、永続的には運営できない。このコストに当該中央銀行がどこまで耐えられるかは、①BS政策を行っていく過程、いわば「往路」で先行き付利を余儀なくされる中央銀行当座預金の規模をどこまで拡大しているのか、そして、②BS政策を収束していく過程、いわば「復路」において、どの程度の金利水準までの金融引き締めが必要になるか、さらに、③当該中央銀行がBS政策の過程で買い入れて保有する資産の収益性(どの程度のクーポンが付されているか)やリスクの質、④BS規模を元通りの規模に縮小するまでに、どの程度の年数を要するか、というコストの決定要因に対して、⑤当該中央銀行の自己資本の基盤がどの程度あるのか、といった点に依存する。BS政策の「復路」においては、景気拡大やインフレ率の上昇といった経済状況になっていることも多いと想定されるが、BS規模縮小のために採り得る手段を考えると、「往路」で買い入れた固定利付債券の持ち高を減らそうとすれば、中途売却は、金利上昇局面では債券の価格は下落するため、キャピタル・ロスが当該中央銀行の負担となることから容易ではなく、事実上満期到来まで保有して「満期落ち」によって圧縮していくことを前提とせざるを得ない。このため、満期到来までの残存年数は加重平均でどの程度か、どの程度のクーポンが付されているかといった点が、上述のように正常化プロセスのコストの大きさ

を決める要因となる。さらに、当該中央銀行が株式等のリスク性資産を買い入れる場合には株式市況の変動次第で減損コスト等が別途発生することもあり得る。BS政策を「往路」で展開し、それが「復路」で最終的に元通りの形に収束させられるまでの間に、当該中央銀行がこの財務運営のコストに耐えられなくなると、政府からの資本注入が必要になる。但し、これは政治的問題となりかねない他、当該国の財政事情次第では、国の財政運営そのものに大きな影響が及ぶ可能性も否定できない。その場合、当該中央銀行が、国からの財政支援を回避することを最優先せざるを得なくなり、国内外の経済・金融情勢に応じた機動的な金融政策運営を行い得なくなるリスクがある。例えば、外国為替市場で自国通貨安が進行した場合、通貨防衛のための利上げに動かざるを得ない局面も想定される。このように考えれば、BS政策を展開した中央銀行にとっては、「復路」を無事全うして自らのBSを元通りに近い姿に戻すまでは、財務運営の面でいかにして国に頼らず自立性を維持していくか、そのうえ短期金融市場で超過準備という過剰流動性を抱えつつ、金融調節の制御可能性をいかに確保するかが主な課題になる。したがって、BS政策は「往路」においてどこまでも無限に拡張できるものではなく、一定の限度があると考えるのが自然であろう。そして、BSをどこまで拡大できるのかは、将来的に支障なく正常化できるのかどうかにかかっているように掛かっており、その意味で拡大の限度は、BS全体の規模や、その負債サイドに存在する超過準備の大きさ、資産サイドで保有する債券等のデュレーションや収益性、リスク性資産も保有する場合はそのリスクの度合い等に応じて決定されると考えられる。FedやECBは、金融危機後にBS政策を展開するのにあたり、いずれ抱えざるを得ないこうした課題を、事務方の分析等も含め、組織として十分に検討し、最終的には金融政策運営の意思決定の場であるFOMC (Fed) や政策委員会 (ECB) において十分な議論を重ねたうえで決定し、慎重に政策運営を進めてきているように見受けられる⁽¹⁴⁾。しかしながら、先に新聞報道に見たように、2019年3月初めに議長に就いたPowell氏の下、Fedは政治的圧力の影響を多分に受けて、株高を導く緩和策として利上げの棚上げに傾いている。これに抗議の意思を表わしたのがECBのDraghi総裁で、「米連邦準備理事会 (FRB) の独立性について懸念している」と2019年4月13日発言した。中央銀行首脳が他国の中銀と政治の関係に触れるのは異例で、背景には2020年の選挙対策上、景気を重視する立場からFRBの政策を批判してきたTrump米大統領の発言がある。FRBの独立性が低下するなら、世界経済に大きな影響を及ぼす米金融政策の円滑な運営を阻みかねない。その懸念が国際的に広がってきたといえる。Trump氏は4月14日にもFedの利上げを批判し、自分に近い人物をFRB理事に指名する考えをすら表明している。各国中銀や市場の関係者が懸念するのは、政治的介入は米金融政策の信認や自由度を下げかねないからである。今年後半以降、減税効果が薄れ、米経済の減速が進みそうである。そうした中、Trump氏の攻勢は将来のFedによる利下げの可能性を高めるとの見方 (SMBC日興証券の丸山義正氏) は多い。問題はそうした状況を市場参加者がどう受け止めるかである。政権に唯々諾々と従う政策が続くと解釈されれば、先行きの利下げを必要以上に織り込むかもしれない。Fedの想定以上に予想インフレ率や資産価格の上昇が進めば、米国経済は不安定になる。利下げ観測で円高圧力も強まりそうで、日本政府や日銀も注意を払っている。Draghi氏の発言の裏側にもユーロ高リスクへの危惧がありそうである。逆の指摘もある。政権の介入により、Powell・FRB議長は信認低下を気にせざるを得なくなり、利下げに動くのが難しくなり、機動的な政策決定がかえって困難になるという見解である (みずほ証券の上野泰也氏)。いずれにせよ、景気の下振れリスクが増し、世界経済が微妙な局面にさしかかる中、Fedの適切な政策の重みは増す。にもかかわらず次期大統領選挙での再選を目指すTrump氏による金融政策への介入の更なる強化が各国で懸念されそうで

(14) 河村, 前掲, 43-51頁。

ある⁽¹⁵⁾。特に先に確認したように、BS政策を展開した中央銀行にとっては、「復路」を無事全うして自らのBSを元通りに近い姿に戻すまでは、財務運営の面でいかにして国に頼らず自立性を維持していくか、そのうえ短期金融市場で超過準備という過剰流動性を抱えつつ、金融調節の制御可能性をいかに確保するかが主な課題になる。Trump氏の口先介入は、利上げの先送りを通じてユーロ高・円高を招く結果、EU諸国や日本における相対的金利高を通じて、同域の「往路」そのものを困難にするという問題を孕む。

さて、先に言及したように、EU諸国では財政規律によって金融政策の余地が限定される。しかしこれを例外として、日本や米国では、比較的機動的な金融・財政政策が可能である。

Attali氏が懸念するように確かに理論的には、2008年金融恐慌以降、中央銀行の現金準備の無制限の積増しと歳入を上回る政府支出を賄う赤字財政あるいは、米国を中心として生じた経常収支赤字と表裏関係をなす資本収支黒字は、次に見るようにインフレの亢進を招く可能性が高かった。しかし2019年5月現在、先進諸国の中でも特に日本が直面している問題は、デフレーションで、インフレ・ターゲット論（具体的には目標物価上昇率2%水準）を外生的貨幣供給論に立脚して日銀が採用する由縁である。そこで先ず、節を改めて、インフレの理論を振り返り、最後に、内生的貨幣供給論との対比でインフレ・ターゲット論の盲点について論じることにした。

3. インフレーションの基本原則

先進諸国の中央銀行によるLSAPによる現金準備の巨額な積増しが現在の日本や欧州諸国において付利の水準を離れて死蔵する状況とは異なり、実際に中央銀行の思惑通り、市場の資金需要の伸張に応じて取り崩されて預金が設定されて貸し出され、尚かつ実体経済において、需要の伸張に供給が追いつかない場合には、企業・銀行双方の利潤動機が経済拡張を強く刺激し、これに即応した銀行の信用供与は、中央銀行の現金準備の貸出が最早金兌換を約束しないという意味で本来の信用ではない不換紙幣が事実上無制限に増発されるから、その限りで、常にインフレの部分を含むと考えるのが自然である。むしろ現実の世界で経験的に捉える事が出来るのは、兌換停止下においてすでにそれ自体通貨価値の絶対的な減少、つまりインフレを反映して多かれ少なかれ名目的に上昇する単位価格で集計した商品＝資本の流通総量であり、インフレの基準となる流通必要金量とは、それ自体、兌換停止下の保有金量によって技術的に決まる上限値とは無関係に、景気の循環に応じて変動して止まない量で、それは金貨流通あるいは金兌換制下なら紙幣によって代替された流通に本来必要となったであろう想定金の大きさで、量とはいいながら、経験的に捉えることのできる量ではない。それゆえ先の信用膨張による物価上昇が一度始まったとして、その上昇の内どれだけがインフレ部分かを分ける手立てはない。しかしながら兌換停止下では、市中銀行信用の膨張があったとして、それ自体としては単なる不換銀行券に対する請求権の堆積に転化する。こうした不換制下の銀行信用の独自性を背景に中央銀行が低利で容易に現金準備を供給し、市中央銀行および企業の利潤動機は、兌換制下の限度を超えた対企業取引を拡大させる。他方でインフレ下、通貨価値が低下する場合には、債務者利得が生じるから、銀行借入はますます有利になる。

さらに不換制下では、Attali氏の指摘通り、不換制下では財政支出による様々な需要喚起政策が実施されるので、それがさらに企業の利潤動機を刺激して銀行信用への需要を増加させる。こうして銀行の信用供与は、インフレ促進的である。紙幣も信用も現実の金に代わって貨幣として機能するが、

(15) 「FRB、独立性低下への懸念 ドラギECB総裁が異例の発言」『日本経済新聞』2019/04/15付電子版参照。

紙幣は価値標章として必要な流通に必要な貨幣に代位し、信用は貨幣請求権として現実の金に代位する。そして両者は、それぞれ、その本質規定に基づいて貨幣に代位する量的な限度を持っている。紙幣の場合にはその限度を超えるときにはインフレを結果し、信用の場合には信用の収縮あるいは崩壊を結果する。それゆえ信用膨張はほんらいインフレの原因にはなりえない。しかし兌換制下の限度を超えた中央銀行の市中取引の増大がインフレに原因とならないわけではない。不換制下の銀行信用の膨張がインフレの原因となるかどうかは問題になるのは先にみた不換制下という独自性によるものだからである。信用インフレというのは、インフレ要因として銀行信用を分析する際に問題になる不換紙幣の特殊な性質に配慮してのことである⁽¹⁶⁾。そしてそれが個別的商品価格の上昇に止まらず、物価水準全体の不可逆的な上昇にどの程度反映していくかどうかは、社会全体の信用創造の規模とその時間に依存している。そのとき分析の視点は、過度な資金需要を不断に引き出す不換制下の資本主義の構造に内在する要因、インフレの構造的な動因の存在に移行する。動因は独占資本主義の規定に係わるものと国家独占資本主義の規定に係わるものと二つある。インフレ的な政策である点で異論の少ない赤字財政支出の場合でも、それは総資本の円滑な再生産にとって時的に不可欠な財政措置として、つまり再生産内部の要請に応じてその都度実施される点では銀行による信用創造と同様である。異なるのはただ中央銀行の金融取引主体の政府、市中銀行という違いと創出可能な需要の規模と時間的継続性とである。むろん不換紙幣の環流の仕方の違いによってインフレの表われ方も異なってくる。返済による不換紙幣の環流ルートがあっても、先に述べたように、借入れの累積が景気の循環を通じて避けられない要因がもし存在するなら、それは物価水準全体を引上げさらにそれを時間的に持続させる力になる。問題は不換制を制度的要因としてもつ現代資本主義の再生産過程における価格の上昇と不況下における本来的な価格の下方硬直性はどのように生じるかである。不換制下では中央銀行の貸出に金準備による制約はないから、国際的な通貨価値の維持が困難でない場合には、中央銀行の金融操作によって好況を人為的に引延ばすことが比較的容易である。むろん企業の需要にどの程度市中銀行が応えられるかは中央銀行の公開市場操作以外の現金準備の貸出条件に左右され、それは国によって異なり時間的にも変化する。こうして時間的に引延ばされた好況期において物価の上昇が経済体系の全体に及びつつあるとき、したがってまた同時に通貨価値の減少がインフレによる絶対的の下落を多かれ少なかれ含みながら継続的に進行するとき、歴史的な名目価額で固定して記帳される取得原価に対して名目売上高は時間的に次第に増大するなら、棚卸商品の評価方法としてLIFO (Last In, First Out: 後入先出法)を採用して利益の名目的増大部分を圧縮する場合でも、名目利益は幾分とも膨張する。しかし次期以降の生産に必要なすべての商品の原価もまたそれ以上の速度で上昇する場合、もし売り出し価格が同じようなペースで上昇しない場合には実質的な利益は減少することになる。しかも名目利益の膨張は課税ベースの増大を意味するから、課税率一定でも税引後利益の比率は落ちる。好況時において生まれるインフレ期待が実質利益の維持を目的に価格を引上げるこれがその論理である。

続く過程で過剰な投資等によって需給関係が逆転し不況に陥る場合、価格改定が需要の向かう方向で数多くの産業にまで及ぶとき、独り価格を下げれば実質利益を維持できないので、価格に対する需要の弾力性に配慮しながら極力価格をその水準に押し止めようとせざるをえない。つまりインフレを反映して通貨価値の絶対的な下落を含んで物価水準全体が既に引上げられている時、需要が低下しているから他の企業者すべてが価格を元の水準に下げるであろうと考えて上昇以前の価格水準まで進ん

(16) 久留間健 (1977) 「不換制下における銀行信用の膨張とインフレーション」『立教経済学研究』第31巻、第2号、5頁参照。

で引下げる企業者はいない。政府の財政上あるいはFedの金融上の救済措置がまだ採られない場合でも、不況に入って俄には価格が下落しないこれがその基本論理である。むしろ資金繰りに迫られて商品の投売りに走るまで不況が深化するような事態が生じる場合には価格体系は確実に崩落する。事態がここに及んで国家的な財政・金融上の救済措置が講じられるであろう。そこで価格体系は上昇以前の水準まで低下せずに歯止めが掛けられる。ここでインフレは不可逆的な価格の上昇として固着することになる。

以上の考察でもわかるように、インフレの価格変動のメカニズムの解明にとって独占価格の範疇が特に必要となるわけではない。一方で旧来の基軸産業での純投資率が一層低下して労働生産性が低下して長期供給力が落ちる他方でさらに非生産的な特に第3次産業での投資量の飛躍的増大に抑制されて経済体系全体の労働生産性の低下が後押しされる時、赤字財政支出による信用創造の強制、市中銀行を媒介とした貸出等の対供給、需要のバランスを図るための政策の継続は企業が存続するために必要な価格水準を引上げ、労働生産性の格差がある場合には、賃金の高位平準化の動き等を媒介に管理価格等の独占価格が需要の向かう方向で産業間を波及する。米国においても僅かなデータ区間について確認される動きではある。しかし現代の資本主義に内在するそれが主要な動因ではない。しかも上の論理が妥当するのは外国資本との価格競争を分析の射程に入れずに米国企業の価格政策を分析できる1960年代末頃迄で、輸入価格の壁が相対的に低下してマージンの確保が困難になる1970年代半以降特に1980年代初期以降、一般に意義を失う。この時期以降の理論的系譜に位置する生産性格差による物価上昇の論理について、建部正義氏が指摘した問題点は次の通りである⁽¹⁷⁾。①独占価格の本質を「参入阻止価格」として理解している。②独占部門に成立する高賃金を独占的超過利潤の分配部分として理解している。③賃金の高位平準化傾向を一般的な傾向とみなしている。④国家独占資本主義段階の蓄積様式を特徴づける国家のインフレ政策＝有効需要政策が物価上昇の重要な要因となっている点を軽視している。以上の論点を踏まえて1970年代半以降について生産性変化率格差による物価水準上昇の論理の問題点をデータのあきらかにしておきたい。1974-1977年をデータ区間とする経常ドルで測った賃金水準の推移に注目すると、ビッグ・ビジネスの主な支配領域であった製造業におけるその伸び率が6.2%→7.9%→9.7%→9.4%と推移し、建設業と小売業の順に5.7%→6.8%→6.6%→4.2%、6.3%→5.9%→5.5%→6.1%を大きく上回っている⁽¹⁸⁾。特に財政スペンディングが大型化し始めた⁽¹⁹⁾1975年に製造業の同賃金水準が他の二業種の賃金伸び率が低下するなかでひとり突出して上昇したことが重要である。この点は生産性変化率格差による物価上昇の論理を評価する上で重要な事実となるので後に立ち返る。しかし1976年以降の拡張政策が効を奏して景気が回復するなかで、製

(17) 建部正義 (1974)「現代インフレーション論」金子ハルオ編『経済学』講座マルクス主義研究入門、第3巻、青木書店、230-231頁参照。

(18) 出所：The Council of Economic Advisers (February 1991), *Economic Report of the President, Transmitted to the Congress, Together with The Annual Report of the Council of Economic Advisers*: Appendix B: Table B-44.—Average weekly hours and hourly and weekly earnings in private nonagricultural industries, 1947-90 [For production or nonsupervisory workers; monthly data seasonally adjusted, except as noted] (典拠：Department of Labor (Bureau of Labor Statistics)). 賃金は、都市部の賃金労働者および事務員について計算した1982年=100とした消費者物価指数(以下、CPI)で除した経常ドルに基づく。

(19) 財政支出の年伸び率は5年移動平均で、1968年に10.9%でピークを迎えて後一旦1971年の8.6%まで低下するが、その後、1974年の11.5%水準まで急上昇し、その後は10%超水準を1977年迄維持している(出所：The Council of Economic Advisers (February 1991), *op.cit.*, Appendix B: Table B-79.—Federal and State and local government receipts and expenditures, national income and product accounts, 1929-90 [Billions of dollars; quarterly data at seasonally adjusted annual rates] (典拠：Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis)) から算出)。

造業程ではないがそれを後追いつる形で他の二業種の名目賃金が上昇している点も確認できる。この事実により工業製品棚卸物価上昇率が同時期消費者物価水準を上回っていた事実⁽²⁰⁾を重ねると、まず始めに独占的な部門で1974年不況からの脱出の目的で財政的に創出された追加需要が既に国際競争力の壁に阻まれながらも名目的独占利潤を保証する独占的な価格設定を可能にし、これによって独占部門での過剰資本が温存されると共に、労賃引上げ要求の結果名目賃金が上昇する。(しかしここで注意しなければならない点として同時期実質賃金は上昇した1975、1976年でさえ▲3.2%、▲1.9%とマイナスを記録し⁽²¹⁾、民間消費需要の実質額を停滞させ⁽²²⁾、訪れる不況の条件を早くも準備したことである。)先に見たように、分野別の価格上昇率の格差から独占部門での価格維持・上昇→賃金水準の上昇の中で中小企業も多い産業部門の費用価格が上昇し、そこで新たな価格引上げによる名目利益の回復が要求される。他方で増大した利益・賃金に基づく消費財への需要増大によってそれが可能になる。しかしこの部門は価格上昇に限度があり、以前のような利益率の改善はもはや望めない。だがインフレ的な追加需要の創出を起点とし、賃金増を媒介した多くの中小企業が構成する産業分野での価格上昇が生じる。以上のように生産性変化率格差による物価水準上昇の論理は価格上昇の波及過程に関する有力な仮説を提示している。しかしこれは物価上昇の波及過程の具体的な特徴に過ぎず、これが不換通貨の増発に起因したインフレである点を十分明らかにしていない。さらに、この過程での賃金上昇が名目的なもので、実質ベースでは、先に留保した、1970年代半における建設業、小売業の經常ドルで測った賃金が伸び悩み、横這いであることから分かるように、実質的な分配率は低下している点を見逃し、さらに賃金上昇による費用価格の増大から直ちに中小企業製品の価格上昇を導き出して賃金アップによる「コスト・インフレ」のような議論と共通の基盤に立ってしまった点が問題である。しかしまた、特に保護貿易下の管理価格政策による国内価格上昇を無視することはできない。資本投下初期から需要の増大を見越して予め意図的に過剰生産能力を保有し、時間の関数としての販路拡大に備えて資本間競争に迅速に対応するというのが1950年代以降の独占理論の一つの考え方である。しかし1970年代後半以降の世界的な不況下で、地球規模で販売ルートの分割・移動を用意する大規模な多国籍企業が狭い特定市場での需要の増加を推測して積極的に過剰生産能力の保有を企図するかどうかは疑問である。商品生産の差別化=フレキシブルな多品種少量生産の問題を抜きにしても、資金運用上非可逆的で巨額な資本投下に本来慎重な独占的企業者が特に設備投資に一層慎重になり始めたのが1970年代後半で、投資に占める純投資及び純投資に占める設備投資が一貫して低下し始めるのもこの時期である⁽²³⁾。国内の設備資産の労働の生産性が国際的にみて相対的に劣る場合には実現

(20) 1974-1977年のデータ区間中、CPIの変化率を資本設備の生産者価格の変化率が、3.2%ポイント、6.1%ポイント、0.8%ポイント、(0.0%ポイント)、同じく最終財全体の生産者価格の変化率が、5.0%ポイント、3.0%ポイント、0.2%ポイント、(0.0%ポイント)上回っていたという事実である(出所: The Council of Economic Advisers (January 1981), *op.cit.*, Appendix B: Table B-53.-Changes in consumer price indexes major groups, 1948-80 [Percent change] (典拠: Department of Labor (Bureau of Labor Statistics)); Table B-58.-Changes in producer price indexes for finished goods, 1948-80 [Percent change] (典拠: Department of Labor (Bureau of Labor Statistics))から算出)。

(21) 出所: The Council of Economic Advisers (February 1991), *op.cit.*, Appendix B: Table B-44.-Average weekly hours and hourly and weekly earnings in private nonagricultural industries, 1947-90 [For production or nonsupervisory workers; monthly data seasonally adjusted, except as noted] (典拠: Department of Labor (Bureau of Labor Statistics))から算出。

(22) 変化率▲0.9%、2.3% (出所: The Council of Economic Advisers (February 1991), *op.cit.*, Appendix B: Table B-2.-Gross national product in 1982 dollars, 1929-90 [Billions of 1982 dollars, except as noted; quarterly data at seasonally adjusted annual rates] (典拠: Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis))から算出)。

(23) 製造業における設備投資に対する純投資比率の5年移動平均は、1967年の37%から徐々に低下し始め、1979年の28%でピーク・アウトし、1985年の10%まで低下している。その後は1990年代末に20%超の水準まで一旦戻すが、

問題に阻まれて稼働率は当然低下する⁽²⁴⁾。しかしそうでない稼働率の低下要因がある。鉄鋼商品のトリガー価格に代表される国家的保護貿易政策や農産物価格支持に典型的な国内的価格凍結等の政策がそのひとつで、もうひとつは需要の価格弾力性を含む需要の粘着力に依存した管理価格機構の維持で、かつてのGeneral Motors Co.主導による特に大型車の事実上の価格統制がその一例である。またIBM Corp., Apple Inc.等を含むコンピューター産業等、国内的には価格競争の展開を余儀なくされながらも国際的な参入障壁の突出した高さによって激的な価格低下を免れた産業種もあった。むしろ、こうした私的または制度的な高価格政策の可能性は、例えば全般的な労働の生産性に集約的に表現される供給力の国際的な劣勢と併行した超過需要の存在に依存する。このとき稼働率が同時に低下しているとすれば、それは生産制限によるものと考えざるを得ない。しかし国家の設けた障壁に安住して1979年のエネルギーの相対価格の急変をカバーするエネルギー消費効率の改善等を目的とする設備投資を怠れば、投資を推進する外国資本との間に労働生産性の伸び率格差が生じる。1982年以降のドル高の追風を受けた純輸入の激的な増大ひいては経常収支赤字の大幅な拡張⁽²⁵⁾は米国における価格政策が一時的な効果をもつものに過ぎないことを示した。1982年以降の国内物価騰勢の急速な鎮静は、Reagan政権による労賃負担の軽減や金融資産・不動産へのインフレのシフトと並んで、輸入価格による国内物価水準の低下による影響も小さくはなかった。

しかも国家的な救済措置を特に要請する独占資本主義の段階におけるゴーイング・カンサーンに固有で重要な要素がある。景気が高揚する過程で通貨価値の低下による上昇を含む高い市場価格で購入された設備資産（固定資本）の償却部分は、年々生産される商品の販売価格の中に長期に亘って入り込む⁽²⁶⁾。実際、非金融事業会社のGDPに占める固定資本減耗の比率は1970年代の平均で10%近い水準にある⁽²⁷⁾。景気後退時における需給の失衡に際して価格の引下げを抑える大きな要因のひとつがこの長期に配分された償却コストの回収である。さらに長期の好況において水位を上げてきた名目労賃を引下げるとは、個別的慣行的な賃金契約が一般的な米国では特に難しい。不換制を不可欠の制度的一要因としてもつ現代の資本主義には好況過程で高騰した価格を引下げずにその水準に止める独占資本主義に内在する以上のような諸力が働いている。この資本主義に内在したインフレの動因は、

2004年の3%まで再度低下し、その後はほぼ横這いの状態にある（出所：U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, National Data, Fixed Assets Accounts Tables, Table 4.7.-Investment in Private Nonresidential Fixed Assets by Industry Group and Legal Form of Organization; Table 4.4.-Current-Cost Depreciation of Private Nonresidential Fixed Assets by Industry Group and Legal Form of Organizationから算出）。

- (24) 製造業の稼働率は、5年移動平均で見て、1967年の88%から1976年の81%まで低下した後、1979年の82%まで一旦上昇するが、その後、1982-1984年の77%まで低下し、その後1988年の82%まで再度上昇している（出所：The Council of Economic Advisers (February 1991), *op.cit.*, Appendix B: Table B-51.-Capacity utilization rates, 1948-90 [Percent; monthly data seasonally adjusted]（典拠：Board of Governors of the Federal Reserve System）から算出）。
- (25) 経常収支は、1981年の68億9200万ドルの出超から1982年の58億6800万ドル、1983年の40億4300万ドルの入超へと逆転し、以後入超が増大することになる（出所：The Council of Economic Advisers (February 1991), *op.cit.*, Appendix B: Table B-102.-U.S. international transactions, 1946-90 [Millions of dollars; quarterly data seasonally adjusted, except as noted. Credits (+), debits (-)]（典拠：Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis)））。
- (26) 高木暢哉（1967）「現代インフレーション論の問題点」『金融経済』第103号、有斐閣、30頁参照。
- (27) 正確には9.8%（出所：The Council of Economic Advisers (2019), *Economic Report of the President, Together with The Annual Report of the Council of Economic Advisers: Together with The Annual Report of the Council of Economic Advisers*, Appendix B: Table B13.-Gross domestic product of nonfinancial corporate business, 1959-94 [Billions of dollars; quarterly data at seasonally adjusted annual rates]（典拠：Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis.)）より算出）。

インフレ発現の条件を流通あるいは再生産の外からの不換通貨の一方的投入に求め、主体を政府、投入経路を赤字財政支出に限定しようとする見解に再検討を迫る。このインフレ発現の条件に関する議論を現実の関連する経済過程に映して考えると実は形式的にも首尾一貫した論理として成り立つ議論ではなく、単に政府や中央銀行が総資本から独立した存在であるというその一点だけがその議論の根拠になっていることがわかる。問題にとって、例えば先に言及した価格支持的な財政・金融政策等の具体的な両者の相互関係こそが決定的に重要であるが、いわゆる流通内外の違いに囚われた議論ではこの点が抜け落ちる。したがってここでいう根拠も単なる一つの見方に過ぎない。

インフレ発現の前提条件を再生産外からの一方的な不換通貨の投入と規定するなら、たとえば市中引受けの国債発行に支えられた超過財政支出による物価上昇はインフレを含むと俄に考えることはできない。政府による租税歳入を超える支出＝購買力は、準備金は不変のままに政府借入れによる勘定を引当てにしているから、いわば潜在的な民間の貨幣資本の政府への移転部分が源泉である。市中銀行の保有国債増に伴って本来生じるFRBへの預け金の減少は、国債引受けと同時的に実施される財政支出によって制度的に負債＝政府預金の財務省租税公債勘定への振替によって直ちに相殺され、超過準備の減少は政策的に回避されている。したがって市中銀行引受けが短期にせよ準備金の減少によって信用創造の基礎を縮小させるといふようなしばしば見受けられる議論は現代米国における制度的慣行に照して成り立たない。財政支出によって市中銀行によって準備金は増減しない。準備金が増えるのはその後の金融政策を通じてである。過去に発行された国債残高を対象に買オペあるいはそれを担保にした現金準備の貸出が実施されてはじめて各種預金別の準備率の逆数倍の信用創造＝預金の設定の余地が確保される。再生産外から一方的に不換通貨を投入しうる条件はこの時点において始めて確保される（だがしかし、市場での資金需要がなければマネタリー・ベースの増加が市中銀行貸し出しの増加にはつながらない。理論的に正しいのは、外生的貨幣供給論ではなく、内生的貨幣供給論である）。むしろ先行する国債発行もそれが大規模に可能なのはあくまで中央銀行が無制限な発券能力をもつからで、先行する財政支出による信用創造の政府主導による強制とその後の市中の資金需要圧力を受けて実施されるであろう金融政策による準備金の補填、二者の時間的順序は、追加的需要が波及して上昇する物価の現実の運動にとって重要ではない。だがインフレ発現の条件は赤字財政支出そのものにおいては満たされないから、インフレの原因を拡張財政政策として理解することはこの条件の成立に固執する立場では誤りとなる。しかしこれは単なる形式論理上の帰結で、上に述べたようにインフレ的現象の総体を捉える視点からみれば二義的な条件に過ぎない。インフレ的現象を総体として捉える観点に立てば、インフレ従ってインフレ政策を掌る主体として政府が再生産の外部に立つ点をことさら強調して再生産内部への通貨または資金の外部からの投入と規定する見解も適切ではない。

米国では1980年代がそうであったように国債の償還時期を繰り延べる目的でその満期構成を長期化することによってインフレを抑制し、ドル防衛を経済政策上優先する時期がある。しかし償還にはその財源が新たに必要となる。Keynes的な財政政策は不況時の赤字を好況時の黒字で埋める時間的に対称的な推移を本来たてまえるとするが、揚超による国債償却の実施に要する膨大な法人税・所得税率の引上げによる増税は困難なため、その方法は採用されず、実際には借換えによる政府借入れによって巨額な赤字が累積した。そしてそれは他ならぬ総資本が、財政赤字の累積の帰結である投資阻止要因等数多くの様々なインフレ的物価上昇に伴う弊害をいわば代償に、好況の引延ばしと不況深化の抑制・早期脱出という景気循環の経済政策的操作を要請し、実現させることによって再生産過程での障害を乗り越えようとしてきたことを意味する。もし償還の財源を総資本利潤の分配部分に求める場合には、償還によるマネー・サプライの増大を潜在的に蓄積に利用可能な利潤部分の減少で相殺すること

になるが、この総資本の負担増を避けて選択された借換えは、部門別でみて保有残高比が最も高く歴史的にも上昇する傾向をみせる民間に償還の都度、時間的に徐々に切下げられた購買力を手渡すことで政府負担を軽減している。しかもそこでは同時に、購買力の切下げによる実質利益の浸食が企業者をして分配率に変更を来し、消費力を実質切下げあるいは通貨価値の不測の変動が投下資金の回収不安を醸成して投資の抑制する結果、さらにこれを解消するような財政的挺入れの連用が要請されることになる。このように財政赤字支出はそれ自体その動因を生み出す矛盾をかかえながら拡張せざるをえない。この世界で浮び上がってくるのは再生産あるいは流通の内外の壁ではなく、むしろ国家と総資本を結ぶ強く太い紐帯である。こうして財政支出等のインフレ機構は資本主義の内部に紛れもなく組込まれている。上に述べたようにマージンの名目的のみならず実質的な維持のためには企業価格が下方硬直的となるのも当然で、それはインフレとは関連しないオイル・ショック時のエネルギー価格高騰等の原価の上昇圧力と並んで、物価が財政的超過需要で高騰し、その後さらに買オペ等による準備金の増加から刺激される企業－市中銀行間の信用授受、経済活動の活発化によるインフレ的上昇に転化、増幅する過程を常に動因とするものである。その総体としての一般物価水準の上昇が先に述べたような、拡張財政の発動連用の背景的要因を創り出す点では企業の価格政策もまた、インフレ発生の直接の原因ではないにせよ、インフレ的な経済連関の一因をなすことは否定できない。市中の内発的な資金需要に基づく通貨供給は、既に何らかの要因によって上昇した価格での商品＝資本の流通を媒介するという意味で受動的なもので、インフレ要因でないと考える議論は以上のような財政政策を軸とするインフレ的連関を形づくる複雑な経済過程を見失って再生産の内外という見方に縛られた一面的な見解である。しかもこのように資本主義に構造的にビルトインされたインフレ機構は、ほかならぬ資本主義的な分配関係において取分の最も大きい資本の蓄積を浸食して、総資本の更なる利潤を求めた拡張財政、すなわち一層のインフレ機構の発動を慢性化する等新たな問題を生み出すことになるのである。

こうして金融緩和が基調となりがちな米国で、特にその傾向が著しくなったのは、周知の通り2008年米国発世界金融恐慌直後からである。2001年、ハイテク・セクターの凋落、いわゆるドットコム・バブル崩壊の余波を受けて、消費者物価（全項目）特殊指数の変化率も前年度3.4%から1.6%へと落ち込んで後、翌2002年度には2.4%へとV字回復し、2007年の4.1%まで傾向的に上昇したものの、2008年には住宅バブル崩壊に端を発する米国発世界金融恐慌下、0.1%水準まで一気に下落し⁽²⁸⁾、強度の緩和策の措置がFRBによって採られることになる。2000年代初め、折しもデジタル革命の黎明期、GAFA（Google LLC（1998年創立）、Amazon.com, Inc.（1994年）、Facebook, Inc.（2004年）、Apple Inc.（1976年）：米国の「4人の騎士」とも呼ばれる⁽²⁹⁾）は、単価が安く支払総額が小さな財・サービスの価格弾力性は低いという特徴があるから、小さな取引毎には高い価格を付けることができるため、それを大量に販売する手段があれば膨大な収益を得ることができる。かつては高い取引コストのために不可能であった距離的にも隔絶した地域に分散する膨大な数の顧客に、コストを掛けずにアクセスを可能にした技術革新の最大の成果の一つである。現在デジタル革命を象徴するGAFAはこの原則によるビジネスを展開している⁽³⁰⁾。これに代表されるように、旧来産業から脱工業化へと

(28) 出所：The Council of Economic Advisers（2009）, *op.cit.*, Appendix B: Table B-63.-Change in special consumer price indexes, 1960-2008. [For all urban consumers; percent change]（典拠：Department of Labor（Bureau of Labor Statistics））。

(29) 清水啓典（2018）「第4次産業革命と金融業——取引コストの低下と経済理論——」全国銀行協会・金融調査研究会編『キャッシュレス社会の進展と金融制度のあり方』全国銀行協会、所収、第2章、50頁参照。

(30) 清水「第4次産業革命と金融業——取引コストの低下と経済理論——」前掲、55頁参照。

進展する中で、情報通信機器、インターネット通販、SNS、バイオテクノロジー、ハイテク・アグリカルチャー、ロボティクス、コンピューター・ビジョン等、いずれもが、所要初期投資額が大きく、投資の懐妊期間の長いデジタル産業・ハイテク産業が一度成功すると、旧来産業と同じように、参入障壁を高く築いて独占価格による超過利潤を享受する「可能性」を得るに至る。「可能性」と強調する理由は、第4次産業革命と称される時代における新規産業の振興にもかかわらず、知的財産物に対する純投資比率の5年移動平均の値が、1981-2015年のデータ区間で、1984年の24%をピークに1994年の19%まで逡減し、その後1998年の23%まで一旦上昇するものの、その後は傾向的に低下し、2009-2015年の区間中12-13%水準で横這いにあることでも分かるように、それがいまだ十分達成されていないように見受けられるからである⁽³¹⁾。景気の梘子入れで金融緩和策を継続・強化したため、先の指数の変化率は2度のオイル・ショック期、1974年の12.3%、1979年の13.3%、続く1980年の12.5%の2桁の物価指数の亢進を例外に、1980年代はその後大凡2-3%水準、1990年代も1%台後半-3%水準、2000年代もまた、1%台後半-4%水準、そして、世界金融恐慌が起きた2008年の0.1%水準への下落直後の金融緩和策の強化が奏功し、2014、2015両年の0.8%、0.7%を最小値とし、2010-2018年の残る7年間は1%台後半-3%水準で推移している⁽³²⁾。Fedがバランス・シートの正常化を目指して「出口戦略」を採り始めた背景には以上のようなすでに述べたようなインフレと連関する独占価格の存在とCPIのプラスの変化率の2要因がある。本稿、2で論及したFedの2017年9月下旬以降のFRBのBS縮小化に向けた施策はAttali氏の懸念するインフレの芽を早くも摘み取り始めていることを意味する。しかしそれが米国で2019年4月現在、政府の株高志向による圧力で、抑止されていることも事実である。そこで発現してくるのが消費者物価等の通常の商品の価格指数の上昇に代わるダウ工業30種株平均やS&P総合指数あるいは株価収益率（PER）の上昇である。マネー・サプライの中でもM₃と代替的な運用先の交替の論議として今後、検討の余地があろう。

結局、Attali氏が指摘するインフレは、需要の増勢に供給が追い付こうとする限り、また同時に適宜採用される金融引き締め策によって、ハイパー・インフレの形を採ることはまずありえない。しかし、景気高揚が常時求められる現代経済では、CPIを構成する何らかの商品の突出した価格の高騰が懸念されるという意味では、いま尚含み置かなければならない現代資本主義に内在する問題ではあろう。次に節を改めて、この問題について再考したい。

4. 新しい形態のインフレーションの発現

ところで米国内景気循環のマクロ指標で理解が容易なのは、その動向に適合した投資指標、例えば民間固定投資の変化率（%）で、1982年の▲0.9、1991年の▲3.5、2001、2002両年の▲0.5、▲3.2、2008、2009両年の▲5.0、▲17.0を除けば、大旨順調な値を示し、2008年金融恐慌後も、財政的梘子入れ⁽³³⁾

(31) 出所：U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, National Data, Fixed Assets Accounts Tables, Table 4.7.-Investment in Private Nonresidential Fixed Assets by Industry Group and Legal Form of Organization [Billions of dollars] & Table 4.4.-Current-Cost Depreciation of Private Nonresidential Fixed Assets by Industry Group and Legal Form of Organization [Billions of dollars] から算出。

(32) 出所：The Council of Economic Advisers (2019), *op.cit.*, Appendix B: Table B-38.-Changes in consumer price indexes, 1975-2018 [For all urban consumers; percent change] (典拠：Department of Labor (Bureau of Labor Statistics))。

(33) 対GDP財政支出比率は金融恐慌の生じた2008年に、前年度2007年の19.1%から20.2%まで伸張し、2009年に24.4%水準でピーク・アウトしたものの、その後2010-2018年まで平均で21.3%の高水準を記録している。これら水準がいかに高いかは、データ区間の基準は1960年代以降10年毎と機械的になるが、Reagan政権下軍事支出で同比

と企業の収益増勢下の配当性向低下による内部留保の増大によって⁽³⁴⁾、早くも2011年には、5年移動平均で2%水準まで戻し、その後2016年に至るまでの間、5-7%水準まで回復している⁽³⁵⁾。しかし他方、市中銀行によるFedに持つ超過準備の取崩しも進まず量的金融緩和政策は準備金の「死蔵」のみを残し⁽³⁶⁾、またマネー・サプライ、すなわち民間非金融部門（個人、金融機関を除く法人、地方

率が高まった1980年代の平均21.6%を例外に、1960年代の同18.1%、1970年代の同19.6%と比較すれば分かる（出所：The Council of Economic Advisers (2019), *op.cit.*, Appendix B: Table B-46.—Federal receipts, outlays, surplus or deficit, and debt, as percent of gross domestic product, fiscal years 1948–2020 [Percent; fiscal years]（典拠：Department of the Treasury and Office of Management and Budget）から算出）。

- (34) 2002-2017年をデータ区間とする名目ベースでの民間固定投資に占める内部留保利益の比率は31.4%から47.0%まで上昇している。これは大雑把に捉えて民間投資の資金調達源泉に占める内部留保利益の比率が増してきていることを示す。その要因は、民間固定投資の伸び率91.3%（変動係数0.20）に比して内部留保は186%（変動係数0.30）と後者の増勢が顕著で、前者が企業の収益性に比して相対的に伸び悩んでいる点に求められる（出所：The Council of Economic Advisers (2019), *op.cit.*, Appendix B: Table B-53.—Corporate profits with inventory valuation and capital consumption adjustments, 1968-2018 [Billions of dollars; quarterly data at seasonally adjusted annual rates]（典拠：Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis)); Table B-12.—Private fixed investment by type, 1968-2018 [Billions of dollars; quarterly data at seasonally adjusted annual rates]（典拠：Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis)）から算出）。
- (35) 出所：The Council of Economic Advisers (2019), *op.cit.*, Appendix B: Table B.12.—Private fixed investment by type, 1968–2018 [Billions of dollars; quarterly data at seasonally adjusted annual rates]（典拠：Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis)）より算出。
- (36) 超過準備（季節調整前）（以下、すべて12月残高）は、2007年の1億8,500百万ドルから金融恐慌が深化した2008年には大量の債券の買いオペによる量的緩和策によって7,673億1,800万ドルまで一気に増加し、翌2009年にも1兆751億9,900万ドルに、さらに翌2010年には、おそらくは、付利の水準が低いため取崩しによる貸出が増えたため、1兆66億3,600万ドルへと微減したものの、2011年には緩和策の進捗によって1兆5,022億600万ドルに大幅に再増し、2012年にはまた貸出増によって1兆4,587億5,000万ドルへと微減している（出所：The Council of Economic Advisers (2013), *Economic Report of the President, Together with The Annual Report of the Council of Economic Advisers: Together with The Annual Report of the Council of Economic Advisers*, Appendix B: Table B-71.—Aggregate reserves of depository institutions and the monetary base, 1982-2012（典拠：Board of Governors of the Federal Reserve System)）。Fedによるデータ制約もあってその後2107年までは不明であるが、保持されている現金残高に必要な準備のために使用される手許現金を加算した総準備から必要準備を控除して算出した超過準備は、2018年で1兆6,790億5,400万ドルと依然高い水準を維持し、2019年3月現在1兆6,491億3,400万ドル水準にある（出所：Federal Reserve Statistical Release, H.3 (502) Aggregate Reserves of Depository Institutions and the Monetary Base, Table 2.—Not seasonally adjusted, Millions of dollars unless otherwise noted (<https://www.Federalreserve.gov/releases/h3/current/default.htm> (Release Date: April 25, 2019) (2019/06/18))。2018年6月と12月の政策金利の誘導目標レンジの引上げ（いずれも0.25%）の際、付利金利を0.20%の引上げに留めることで政策金利がより誘導目標レンジの中央に位置するよう誘導し、政策金利であるFF金利の実効レートをみると、このところ上限としての機能が期待される付利金利に近づいてきている（赤嶺彰一（2019）「コラム海外経済の潮流 Fed, FRB, 連邦準備銀行, FOMC及び短期金利との関係」財務省広報誌『ファイナンス』（https://www.mof.go.jp/public_relations/finance/201902/201902o.pdf (2019/05/11)), 119頁参照)。Fedの資産規模の縮小が完了するまでの間は、市中銀行がFedに預ける当座預金にFedが付利を行って、余剰資金が流出しないようにFRBの当座預金内にとどめつつ、その付利水準を徐々に引上げて金融引き締めを行う、という形がとられる。そして、「満期落ち」が完了し、FRBのBSの規模や内容が元通りになれば、短期金融市場コントロールのための付利も不要となり、正常化は完了する、ということになる（河村、前掲、37頁参照）。付利の引上げが0.20%に押し止められているのは最近の景気を最優先する政権寄りのFRBの金融調節と符合する。正常化は、このところ、途半ばで、滞っているということになろう。付利がある水準まで引上げられない場合、市中銀行は超過準備を現金として取崩して貸出や内外の投資に振り向ける可能性があるかもしれない（小黒一正（2016）「日銀がマネー拡大しても民間融資は増えない——日銀依存の誤った幻想を斬る——」キャノングローバル戦略研究所 (CIGS) 『日経ビジネスオンライン』参照 (https://www.canon-igs.org/column/macro-economics/20160512_3628.html (2019/05/11))。しかし先に見た異常なまでに巨額な超過準備の付利は小さいにもかかわらず、市場での資金需要の低迷を反映して、その取り崩しは微少である。

公共団体)が保有する通貨の残高も、金融危機時に安定志向を反映して伸張するものの、逆に好況時に伸び悩んでいる⁽³⁷⁾。これと併行して、CPIの変化率がデータ区間を2000-2016年として5年移動平均で傾向的に低下していることは図1でも明確に分かる。ところがこれに株価収益率(price-earnings ratio: PER)とS&P総合指数の動きを同じく5年移動平均を採って重ねると分かるように、特に一方のCPIの5年移動平均のデータが2007年の3.0%から2012年の1.7%まで1.3%ポイント下がる時、これと併行して、他方のPERの5年移動平均が4.87%から5.97%まで1.10%ポイント上昇して、ほぼ逆相関している。これは、CPIの変化率の下落の下、かつマネー・サプライの伸び率が鈍化したにもかかわらず、株式に買い向かう資金需要が増えていることを示す。この資金移動は、市場間移動=平衡化を抑えて、資金を逆流させるリスク・テイキングの現われと視ることはできようが、先に民間固定投資の動向でも確認したような、なだらかな景気の回復に反したCPIの伸び率の鈍化と並行している点がかこれまでに見られない特徴的な現象である。これについては新しい形態のインフレとして株価が高じているという解釈も多分にあり得よう。同じ解釈は2007年までの住宅価格の高騰にも妥当しよう。土地・住宅・株・債券等の商品は特に株価がそうであるが、上がれば儲かるから誰もが付き従って買う。先に『日本経済新聞』2019/4/28付電子版報道に見た、米銀の商業用不動産向け融資も復活して、7年で1.5倍に膨らんでおり、低金利政策がバブルを引き起こす可能性は否めないという懸念も銀行の信用膨張が不動産価格を新しい形態の「インフレ」として押し上げるがゆえであると考えることが出来る⁽³⁸⁾。このように、株式市場を始めとする投機の対象となりうる商品市場は、須くバブルの芽を内包し、その膨張の機構を内部にビルトインしている。特に、株式市場は富裕層の利殖の場としての性格を一層強め、高水準の総合利回りは所得格差を一層拡大する⁽³⁹⁾。また株式市場のみならず各種商品を投機対象とした大量の資金流入による、以上のような、一般的なCPIに代わる何らかの指標で捕捉されるべき、新たに生まれたインフレという解釈⁽⁴⁰⁾は検討の余地のある一つの仮説となろう。

筆者はかつて各種投機商品の月次利益率の特性を、データ区間をNBER景気基準による2001年12月-2007年12月に定めて比較したことがある(図2参照)。

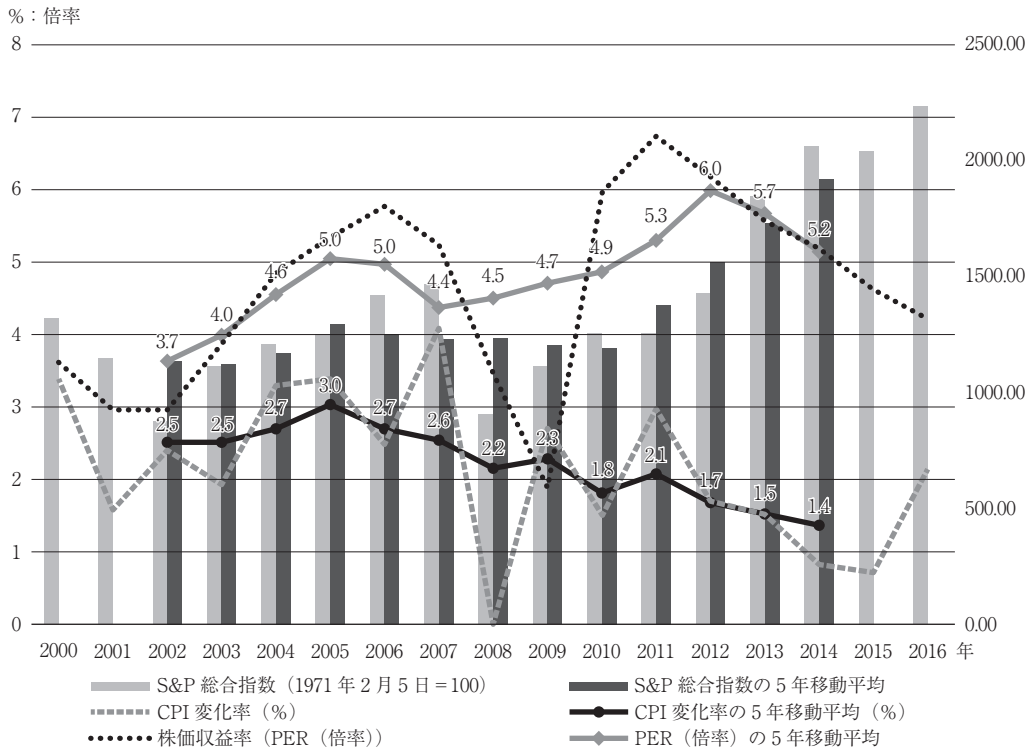
(37) 政府は反循環政策を採っているため、例えばNBERの景気指標に見る谷から山に至る期間は、1980年代以降、2008年金融恐慌時を除けば、何れも1年に満たないため(NBER, US Business Cycle Expansions and Contractions (<https://www.nber.org/cycles.html>)), データ区間の理論的根拠はないため、便宜上1980年代、1990-2000年、いわゆるドットコム・バブルの弾けた2001年(単年)、2002-2007年、世界金融恐慌時2008年(単年)、2009-2018年と6区分してM₂(The Council of Economic Advisers (2019), *op.cit.*, Appendix B: Table B-40.-Money stock and debt measures, 1980-2018 [Averages of daily figures, except debt end-of-period basis; billions of dollars, seasonally adjusted] (典拠: Board of Governors of the Federal Reserve System) (年率は12月から翌年12月まで、月次変化は、年率より6か月早い)の変化率の平均を算出すると、順に、7.9%, 4.2%, 10.3%, 5.5%, 9.7%, 5.8%と推移している。2001年金融危機、2008年世界金融恐慌時にそれぞれ10.3%, 9.7%と相対的にかなり高い水準を記録しているのはM₂の市場と株式・土地・住宅の商品市場の両利回りの平衡化から視て、危機時に資産保有の安定志向が顕現するため後者から前者へと流動性が移行・傾斜するとみるのが常識的ではある。しかし現実とは違った。マネー・サプライの伸び率が鈍化し、かつこれと併行して相対的な株高が現われているのである。

(38) (3)で述べたように、過去にも、少なくとも一度、1982年以降の金融資産・不動産へのいわばインフレのシフトとして国内物価騰勢の急速な鎮静が生じたことがあった。

(39) 1978年には富裕層最上位1%がキャピタル・ゲイン総額の75%も得ていた(出所: Andy Nicholas (2012), "Richest 1 Percent Get 75 Percent of All Capital Gains", Washington State Budget and Policy Center, Schmudger Blog, January 17 (<https://budgetandpolicy.org/schmudger/richest-1-percent-get-75-percent-of-all-capital-gains/>) (2019/06/08)), Richest 1 Percent Get Three-Fourths of All Capital Gains: Share of total capital gains by income group in 2007. (典拠: Budget & Policy Center analysis; data from the Congressional Budget Office)。

(40) 従来通りCPIを使用する場合には、住宅の価格をウェイト付けて織り込む際、例えばラスパイレス指数の算出上、持家の帰属家賃等の計算が必要になる。

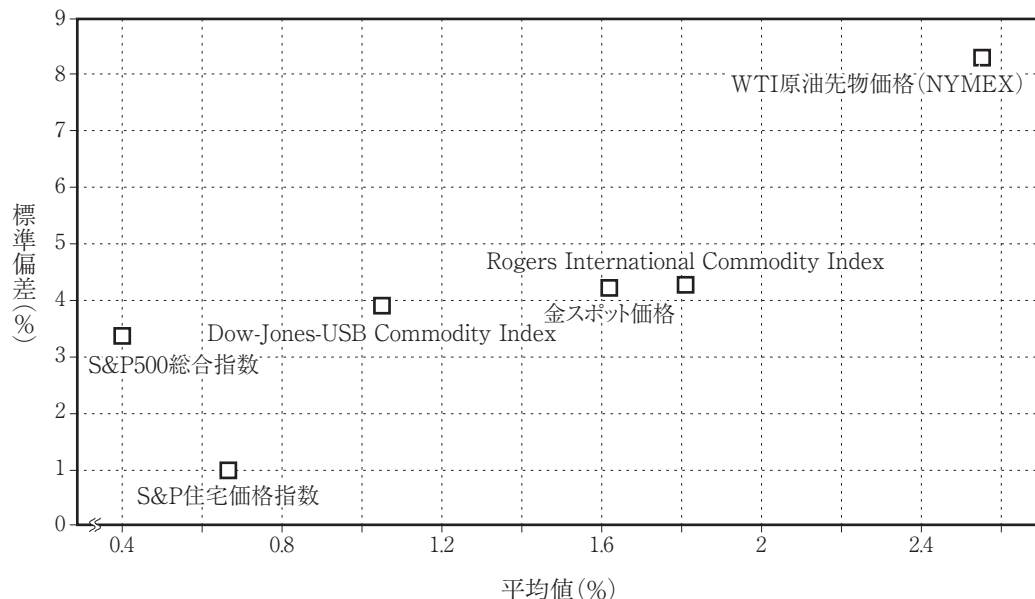
図 1. CPI変化率とPER, S&P総合指数の5年移動平均



出所：S&P総合指数, 株価収益率 (移動平均)：出所：The Council of Economic Advisers (2019), *op.cit.*, Appendix B: Table B-56.-Common stock prices and yields, 2000-2018 (典拠：New York Stock Exchange, Dow Jones & Co., Inc., Standard & Poor's, and Nasdaq Stock Market.) から算出, 参照。CPIの変化率 (移動平均)：出所：*Ibid.*, Table B-38.-Changes in consumer price indexes, 1975-2018 [For all urban consumers; percent change] (典拠：Department of Labor (Bureau of Labor Statistics) & The Council of Economic Advisers (2009), *op.cit.*, Appendix B: Table B-63.-Change in special consumer price indexes, 1960-2008. [For all urban consumers; percent change] (典拠：Department of Labor (Bureau of Labor Statistics)) から算出, 参照。

図2. S&P500総合指数等の月次データで基準化した利益率の平均値と標準偏差の散布図

(渡部恒彦「Dodd-Frank「法の論理」の混乱とその收拾の必要条件としての経済政策: CDSの市場価格決定プロセスの特徴を手掛かりとして(下)」『流通経済大学論集』第47巻, 第4号, 1. (1), 注(21), 148頁, 図1-1「S&P500総合指数等の月次データで基準化した利益率の特性」の再録)



註：データ区間は，NBER景気基準による2001年12月-2007年12月。

出所：各指数は，野村証券総合研究所提供による。

その結果，ボラティリティー市場におけるS&P500総合指数の月次利益率の特徴をみると標準偏差（%：以下，単位省略）は3.39で，S&P住宅価格指数で算出した月次利益率の標準偏差0.95に次いで小さく安全であるが，変動係数は7.37と一番大きく，水原氏のいわゆる「レンデュ（Runde）の条件」，すなわち，「もし各人が集団の他のメンバーが慣行に従うと期待する場合，慣行に従うことが主体各人自身の利益になる……」という慣行（convention）の特性⁽⁴¹⁾から示唆される模倣慣行による投機の成功の度合い⁽⁴²⁾では最も効率が悪い。0.95と3.39の差は，株式価格が心理的な動揺で劇的に下がる傾向があるのに対し，住宅価格は，ここでのデータ区間に限れば，供給及びそれを超える需要がゆっくりと増大し，株価格，ファンダメンタルズの変化等に対する市場心理の動揺等がないという違いの現れである。株式と住宅の価格指数で算出した利益率と比べてバラツキがかなり大きいのが Rogers International Commodity Index，金スポット価格，Dow-Jones-USB Commodity Indexで算出した利益率であり，標準偏差は，順に4.25，4.19，3.88でほぼ同水準であった。平均値も順に1.81，1.62，1.05と並ぶが，相互に開きが幾分あり，変動係数を比較しても，同じ順番で，2.34，2.59，3.69であった。

(41) Jochen Runde (1994), "The Keynesian Probability-Relation: In Search of a Substitute", in J.B. Davis ed., *The State of Interpretation of Keynes*, Kluwer Academic Publishers, p.248.

(42) 水原総平 (2000) 「ケインズの慣行とは何か」日本評論社『経済セミナー』2000年8月(547)号, 84-93頁 [リレー掲載] Keynesの哲学と経済学⑩, 91頁。

資源価格指数に基づく利益率で平均・バラツキ共に最も大きいのが原油（WTI原油先物価格（NYMEX））で、順に2.55（平均値）、8.28（標準偏差）であった。投機資金が流れやすい市場が原油市場であることを示している。21世紀末以降の投機資金は、基準化した以上のような利益率の特徴でも分かるようにITバブルが崩壊しても、標準偏差が著しく小さく安定した投資効率の住宅投資、そしてその価格指数がピーク・アウトして以降は、標準偏差は幾分大きく不安定ながら、平均値では格段に優る利益率を有する資源へと順に運用先を探し続けて来たと言える⁽⁴³⁾。先に示唆したように、通常CPIの伸び率がインフレ・ターゲット2%を一時的に超えても、尚落ち着かない⁽⁴⁴⁾他方で、以上のような投機商品に過剰貨幣資本が大量に流入する事態は新しい形態のインフレーションを生み出しているものとして捉えることも一つの見方として成り立つのではないであろうか。

最後に、当該事態が住宅およびRMBS等の証券化商品で生じ、そしてバブルが弾けた金融危機時にFRB議長として、対処に当たったBernanke氏の外生的貨幣供給論者から内生的貨幣供給論者への変節ぶりを建部氏の議論によって明らかにし、内生的貨幣供給論との対比でインフレ・ターゲット論の盲点について論じることしたい。

5. FRBの金融危機時の対応とインフレ・ターゲット論の盲点

本稿脚注(36)でも見たように、超過準備が未曾有の水準にあるにもかかわらず、マネー・サプライ、 M_2 の季調済年伸び率は2001年以降2017年まで、5-10%水準を、国内非金融部門における負債の季調済伸び率も4%超の水準を、それぞれ維持するに止まり⁽⁴⁵⁾、CPIの上昇率も、2010-2018年のデータ区間中、平均1.7%⁽⁴⁶⁾で、FRBの目標水準である2%に到達していない。これは超過準備への付利がいかに小さくとも、市中銀行が貸出に至る資金需要が乏しければ、準備金をどれほど大量に積上げ、マネタリー・ベースを増やそうと、マネー・サプライの増大にはつながらないという内生的貨幣供給論の正しさの証拠である。2007-2008年金融恐慌への対処に当たった当時のFRB議長Bernanke氏は、本来紛れもないマネタリストであったが、建部氏によれば彼は当の金融施策に際して変節した。同氏の解説によれば、「証券会社への貸出も、コマーシャル・ペーパーの借り手やマネー・マーケット・ミューチュアル・ファンドへの支援も、資産担保証券市場にたいする流動性プログラムの創出も、すべて、流動性資金の供給をつうじてパニックを鎮静化するための措置であり、その手段として、連邦準備制度の最後の貸し手機能が発動された（その根拠は連邦準備法第13条第3項に求められる）が、この中央銀行の最後の貸し手機能は150年も前から存在するものであり、今回違っていたのは、たんに伝統的な銀行危機下ではなく、コマーシャル・ペーパー市場やマネー・マーケット・

(43) 図1-1「S&P500総合指数等の月次データで基準化した利益率の特性」再掲；渡部「Dodd-Frank「法の論理」の混乱とその收拾の必要条件としての経済政策：CDSの市場価格決定プロセスの特徴を手掛かりとして（下）」再掲，1.（1），注(21)参照。

(44) 全項目のCPIの変化率は2010-2018年をデータ区間として、1.5%、3.0%、1.7%、1.5%、0.8%、0.7%、2.1%、2.1%、1.9%と推移している（出所：The Council of Economic Advisers (2019), *op.cit.*, Appendix B: Table B-38.—Changes in consumer price indexes, 1975-2018 [For all urban consumers; percent change]（典拠：Department of Labor (Bureau of Labor Statistics)）から算出）。

(45) Cf., The Council of Economic Advisers (2019), *op.cit.*, Appendix B: Table B-40.—Money stock and debt measures, 1980-2018 [Averages of daily figures, except debt end-of-period basis; billions of dollars, seasonally adjusted]（典拠：Board of Governors of the Federal Reserve System）。

(46) 出所：*Ibid.*, Appendix B: Table B-38.—Changes in consumer price indexes, 1975-2018 [For all urban consumers; percent change]（典拠：Department of Labor (Bureau of Labor Statistics)）より算出。

ミューチュアル・ファンド市場の発展といった新たな制度的環境下で適用された点にすぎない…。換言すれば、これらの措置は、ときに非伝統的な中央銀行の最後の貸し手機能の枠内でのそれにすぎなかった…」⁽⁴⁷⁾。その上、Bernanke氏は、マネタリスト的政策のニュアンスを伴う量的金融緩和政策（quantitative easing: QE）という用語に代えて、LSAPという用語を使用しているが、同施策は、金利を活用するという伝統的な金融政策の一環（ゼロ金利制約下で、国債の大量購入を通じて市場での国債の需給関係に働きかけることより、国債価格の上昇、したがって、国債の流通利回りの下落を導き、長期金利を引下げするための工夫）以外の何ものでもない⁽⁴⁸⁾。建部氏によれば、彼は「2001年から3月から2006年3月にかけて日本銀行が導入した「量的規制緩和」と2009年3月から2014年10月にかけてFRBが導入したLSAP」とを比較して、前者を「マネーサプライを増やすことを目的とする」ものであり、しかも、「失敗した」プログラムに「すぎないと主張しているという⁽⁴⁹⁾。「失敗した理由が説明されていないので」、Bernanke氏の「意図が、目的そのものが誤りであったといおうとしているのか、それとも手段ないし手法が誤りであったのか、肝心な点が必ずしもはっきりとはしていないが、「マネーサプライを増やすことを目的とした」「量的緩和政策」に代えて、「長期の金利を低下させる」「LSAP」が意識的に選択されたことから判断して、おそらく、前者がいわんとするところであると思われ」、もしそうであるなら、それはBernanke氏が「マネーサプライを増やすことを目的とした」「政策」じたいを否定した初めてのケースに相当することになる」。それまでBernanke氏は、「オーソドックスなマネタリスト的政策を正面から批判することを慎重に避けてきた」が、同氏によれば、これが、彼が「理論的にさえ、変節した」と断じるゆえんである⁽⁵⁰⁾。

彼は、次のようにさえ述べている。「流通している通貨の量は、人々がどれだけ現金を持ちたいと思うかで決まるものであり（たとえば、クリスマスの買い物時期には需要が高まる）、FRBの国債買い取りの影響は受けない。FRBは、紙幣を印刷するのではなく、銀行システムに準備預金を作ることで支払いをしているのではなく、私たちが経験していたような景気の悪さでは準備預金はしまひ込まれたままなので、一般的な意味での『お金』にはならない…」⁽⁵¹⁾。ここに見られる見解は理論的に正しい内生的貨幣供給論である。「ヘリコプター・ベン」というあだ名を付けられていたBernanke氏は、FRB議長として金融危機への対応に取り組む中で、理論的にも、実践的にも内生的貨幣供給論者に変節していたのである。このことは、とりも直さず、彼がインフレ・ターゲット論の盲点に気付いていたことを示しているのである。

(47) 建部正義（2018）「中央銀行の最後の貸し手機能（Lender of Last Resort）について——学説史的考察——」『中央大学 商学論纂』第60巻第1・2号、315頁。

(48) 建部「中央銀行の最後の貸し手機能（Lender of Last Resort）について——学説史的考察——」前掲、316頁参照。

(49) 「成功はしなかったのだが、私はメディアや市場に『量的緩和』ではなく……『信用緩和』（CE, credit easing）という用語を使ってもらおうとした。量的緩和は2000年代前半の日本で行われた（失敗した）プログラムを指す用語であり、私たちの国債買い取りとは多くの点で異なっていたからだ。日本の量的緩和プログラムはマネーサプライを増やすことを目的としたものであった〔実際には、マネーサプライないしマネーストックを操作目標とするものではなく、金融機関保有日銀当座預金残高を操作目標とするものであった〕のに対し、FRBは長めの金利を低下させる手段のひとつとして長めの国債や住宅ローン担保債券を買い取ることに焦点を当てたものだった」（Ben S. Bernanke（2017）, *The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*, W.W. Norton & Company, reprint of 2015, p.418. 小此木潔〔ほか〕訳（2015）『危機と決断：前FRB議長ベン・バーナンキ回顧録』下巻、角川書店、192-193頁；丸括弧（ ），中括弧〔 〕内は共に、建部氏の補筆である）；建部「中央銀行の最後の貸し手機能（Lender of Last Resort）について——学説史的考察——」前掲、322-323頁参照。

(50) 建部「中央銀行の最後の貸し手機能（Lender of Last Resort）について——学説史的考察——」前掲、323頁参照。

(51) Bernanke, *op.cit.*, pp.494-495. 前掲訳（下巻）、290頁；建部「中央銀行の最後の貸し手機能（Lender of Last Resort）について——学説史的考察——」前掲、324頁参照。