

現代のインフレーションと金融政策

Recent Worldwide Inflation and Monetary Policy

一 谷 藤 一 郎

1 世界的インフレーション

昭和47年8月ごろから、わが国の卸売物価は連続的に高騰していたが、48年11月の石油危機が一層その勢いを強めたため、49年1月には対前年比30%を超える異常な上昇を示し、消費者物価も対前年比20%を上回る大幅の騰貴を続けている。「わが国の歴史始まって以来、最悪の物価情勢」とか「狂乱物価」とかいわれるほど、世人の関心はもっぱら物価問題に集まり、社会不安は深刻化し、同じインフレ病にとりつかれている先進諸国の中でも、日本は最もひどい物価高に悩まされている。

当局のインフレーション対策がはなはだしく手遅れになったのは、48年2月以前の固定為替レート制下では、黒字国は国内で拡張政策をとって、国際収支の均衡回復をはかるべきであると要請されていたこと、および当局が情勢の判断を誤り、円の再切上げを極力回避しようと無駄骨を折ったことによるところが大きいと思われる。当局は固定為替レート制下では公然と引締め政策をとることをはばかったものの、激しい物価騰貴に対処するため、48年1月、おそまきながら預金準備率の引上げを断行した。ところが同年2月に変動為替レート制に移行したため、当局は引締め政策を積極的に強行することに踏み切り、預金準備率をその後、3月、6月、9月、49年1月に引き上げたばかりでなく、公定歩合を4月、5月、7月、8月、12月の5回にわたって引き上げ、4.25%から9.0%へと戦後最高水準に高めた。最近、当局はさらに第6次の公定歩合

引き上げを用意していると伝えられている。これとともに日銀の窓口規制をきびしくしたことはもちろんであるが、そのほか48年1月には商社など22企業を対象として買取手形の限度額の設定、土地融資の伸び率抑制（大蔵省の緊急対策）、同年2月には商社向け融資規制を実行するなど選別的な抑制措置をも強行した。

これら一連の金融政策のほか、財政政策として48年度公共事業関係費の契約率の抑制をはかり、48年8月には公共事業関係費の8%（ただし積雪・寒冷地および生活環境施設については4%とする）を実質的に49年度に繰り延べることに決定し、さらに49年度の予算も緊縮型とするなど、財政面からも総需要の抑制を期することになっている。

以上のほか、物価対策閣僚協議会は48年4月には当面の物価安定策7項目、（1）財政金融政策の弾力的運用、（2）輸入の積極的拡大、（3）円の変動相場制移行に伴う物価安定効果の確保、（4）物価高騰物資に対する対策の推進、（5）消費者に対する情報の提供、（6）物価対策の効果の追跡（フォローアップ）、（7）物価行政の責任体制の確立、を決定し、さらに8月には物価安定緊急対策5項目、（1）財政執行の繰り延べ、（2）金融引締め政策の推進、（3）民間設備投資と建築投資の抑制、（4）消費者信用の調整、（5）個別の物資対策の強化、を決定して所期の効果をあげることに努めた。11月の物価安定政策会議において、首相は一連の物価抑制政策の効果が物価を鎮静させるまでは、金融引締め政策を堅持するという所信を表明した。さらに49年1月、社会経済国民会議（労働、経営、学識経験者の三者で構成されている）は、「インフレ克服の緊急対策」として、総需要抑制の強化、企業の臨時利得税の徴収、節度ある賃上げ、石油管理特別会計の設置、など8項目にわたる大胆な提言を発表したが、その実現は予断を許さないようである。

こうした当局その他のインフレーション抑制のための、さまざまな努力にもかかわらず、物価は上昇の勢いを弱めないばかりか、いまもなお侮り難い騰勢を示している。

ところで、インフレーションは日本のみに限られた現象ではなく、まさに世界的インフレーションの様相を呈しており、程度に差はあるものの、ほとんど

すべての先進国は根強いインフレーションに悩まされているのである。OECD（経済協力開発機構）が49年2月に発表した主要先進国の48年中の消費者物価上昇率は、日本が19.1%と断然群を抜き、以下イタリア12.5%、スイス11.9%、イギリス10.5%、アメリカ8.8%、フランス8.5%、西ドイツ7.9%の順になっている。

このような世界的インフレーションの根本原因は、（1）先進諸国において完全雇用政策が実行され、成功を収めていること、（2）固定為替レート制がなお維持されていた国際通貨体制崩壊以前の時期においても、アメリカの慢性的な国際収支の赤字に基づくドルのたれ流しのために、流入諸国に過剰流動性をもたらしたに加えて、国際通貨体制が崩壊して変動為替レート制に移行したことであり、さらに国際原料その他の資源の供給不足に基づく価格高騰、特に48年11月以降の原油の供給削減と大幅な値上げは、インフレーションの高進に拍車をかけると思われる。

西ドイツ連銀副総裁のエミンガー（O. Emminger）は「インフレーションと国際通貨制度」（*Inflation and the International Monetary System*, 1973）において、世界的インフレーションの主因が先進諸国の国内にあることを認めるものの、国際通貨体制がそれぞれの国内に発生したインフレ圧力に対して余りにたやすく屈服したばかりか、みずからもまたインフレーションを生み出したと断定し、世界的インフレーションの高進が国際通貨体制と無関係でないことを強調して、識者の注意を呼び起こしている。

OECD閣僚理事会は48年6月、インフレーションが各加盟国において、しだいに加速の勢いを強め、しかも各加盟国におけるインフレーションの高進のペースがほとんど完全に一致していることを憂慮して、共同声明を発表し、各加盟国はインフレーション対策を経済政策の最優先課題とすること、およびインフレーション対策としては伝統的な総需要管理政策だけでなく、所得政策など賃金・物価の決定に何らかの形で政府が介入する政策を実行することを要請した。各加盟国はそれぞれインフレーション対策として金融政策のほかに財政政策（財政支出の削減、安定国債の発行など）ならびに、アメリカ、イギリス、フランス、イタリアのように賃金・物価凍結策ないし所得政策を実行している

が、金融政策として共通なものは高金利政策である。日本の公定歩合は上に述べたように9.0%と戦後最高の水準に上げられているが、イギリスは12.75%（49年1月までは13%）、フランス11%、アメリカ7.5%、西ドイツ7%であり、世界的な高金利時代が再現している。

このように先進諸国を深刻に悩ましているインフレーションを、金融政策によって抑制することは果たして可能であろうか。金融政策のインフレーション抑制効果と限界について、もっぱら理論的に検討しよう。

2 インフレーションの定義と分類

まずインフレーションの定義から始める。インフレーションは貨幣所得・支出の拡大および賃金その他のコストの上昇によって、物価が景気の動きと無関係に持続的に上昇する過程であると定義することができる。物価が将来さらに騰貴し続けるという期待感が一般にもたれているときには、物価騰貴の勢いはますます強まる。その間、貨幣供給が激増することはもちろんである。過少雇用のもとでは、雇用の増加率と貨幣所得の増加率との関係を考慮する必要があるが、完全雇用のもとでは、こうした関係は問題にならない。

インフレーションの進行下では生産の増加に結びつかない貨幣供給の増加が起り、土地、株式その他一部の消費財に対する支出が急増し、それらの価格を高騰させ、分配関係を歪め、インフレ・ムードの定着は社会不安をかり立てずにはおかない。

ところで従来、金融を引き締めてインフレーションや景気の過熱を抑制する方が、金融を緩めてデフレーションや景気の後退を阻止することよりも容易であるとみなされている。金融政策を1本の紐にたとえ、紐を引き締めてインフレーションを抑制し、景気の過熱を抑えることは可能であるが、反対に紐を緩めてもデフレーションや景気の後退を食い止めることはできないとか、金融政策は過度の拡張を防ぐ場合の方が、過度の収縮を防止する場合よりも効果が大いとか、あるいは馬を水際までつれてくることはできるが、実際に馬に水を

飲ますことはできないとかいわれているのは、こうした考えの端的な現われにほかならない。金融政策の効果の遅れは非常に大きいと計測して、金融政策の機動性を否定するメイヤー（T. Mayer）でさえ、抑制効果が緩和政策よりも大きいことを暗黙のうちに認めているのである。ここに金融政策の抑制と緩和の①効果の非対称性が見出されるのである。しかし、金融政策によるインフレーションの抑制は、果たしてそれほど効果が大きいのであろうか。

インフレーションは従来、さまざまな観点から分類されている。まず、物価上昇率の程度によって、ゆるやかなインフレーション（mild inflation 年率1～1.5%の物価上昇）と激しいインフレーション（severe inflation それ以上の物価上昇）、あるいは忍び足のインフレーション（creeping inflation 年率2～3%の物価上昇）と急ぎ足のインフレーション（galloping or trotting inflation それ以上の物価上昇、最終的には超インフレーション hyper inflation になる）に分けられる。また物価が絶対的に上昇する絶対的インフレーション（absolute inflation）と、単位生産費の低下により当然下落すべきはずの物価が下落せずに安定している相対的インフレーション（relative inflation これは利潤インフレーションの一つの場合である）に分けられる。さらに物価・賃金に何ら統制を加えず、それらを野放しにしておく際の開放型のインフレーション（open inflation）と物価・賃金を統制下に置く際の抑圧型のインフレーション（repressed inflation この場合には必然的に闇価格、闇賃金が発生する）に分類することもできる。しかし、これらの分類はここでは必ずしも重要でない。

① T. Mayer, "The Inflexibility of Monetary Policy," *Review of Economics and Statistics*, Vol. XL, Nov. 1958, pp. 359-69.

3 インフレーションの原因別類型

現代のインフレーションの原因は多様で複雑にからみ合っているので、単純なカテゴリー別に分類することは時代遅れであるとする論者もある。②しかし、有効適切な抑制策を求めるためには、インフレーションの真の原因は何か、原

因が複数であれば、各原因の相対的重要度はどうであるかを正確に診断することが何よりも必要である。原因のいかんによって抑制策は必然的に異ならざるをえないからである。

インフレーションを原因別に分類すると、ディマンド・プル (demand-pull inflation) とコスト・プッシュ (cost-push inflation) になる。このほか、両者のミックスしたものにディマンド・シフト・インフレーション (demand-shift inflation) がある。ディマンド・インフレーションはさらに銀行および金融仲介機関の過度の信用拡張に基づく信用インフレーションと、財政の赤字に基づく財政インフレーションに分かれる。コスト・インフレーションは賃金の上昇に基づく賃金インフレーションと、企業独占または寡占による管理価格インフレーションに分かれる。固定為替レート制のもとで特に顕著になった輸入インフレーション (imported inflation) は、海外からの需要増加→輸出超過 (国内資源の海外流出) →外貨流入→国内の過剰流動性に基づくディマンド・プル型と、海外の物価および賃金の高騰に基づくコスト・プッシュ型の二つの異なったタイプのものを含んでいる。

ところが、ディマンド・インフレーションとコスト・インフレーションとの区別は明白であるかのように考えられるかもしれないが、しかし、決してそうではない。ハロッド (R. F. Harrod) はディマンド・インフレーションの際には、たとえ充足されない需要の累積または注文品の納期延滞の続出のために、物価騰貴が超過需要の程度に達しないことがあるとしても、このような点を無視して、ただ超過需要が物価に与える影響のみに限って考えるならば、ディマンド・インフレーションの特質は費用の騰落にかかわらず、物価が超過需要とまさに同じだけ騰貴するという点にあるのであるが、これに反して、コスト・インフレーションは物価と費用との同時的上昇をひき起こすことを本性とするものであるとなし、両者の間に根本的な相違があるとしている。しかし、ハロッドのこのような見解が果たして正当であるか否かには疑問の余地が多分にある。なぜならば、物価と費用との同時的上昇はディマンド・インフレーションの際にも起こりうるからである。

ディマンド・インフレーションとコスト・インフレーションとの区別は多く

の困難を伴う。というのは、物価騰貴と賃金上昇のいずれが先行するか、またいずれが原因であり、いずれが結果であるかを決定することは容易でないからである。ヒックス（J. R. Hicks）は物価とくに生計費と賃金との関係を重視し、第2次大戦後の数年間におけるイギリスその他の物価騰貴の激しかった国では、生計費の騰貴が賃金の上昇に先行していたとみている。しかし、物価騰貴と賃金上昇との関係はあたかも鶏と卵との関係のようなものであり、いずれが先行するかを決定し難いばかりでなく、互いに密接に関連している市場では、結果が原因に先行することさえ起こりうるのである。たとえば、物価が予想される賃金の上昇に先行して騰貴するような場合がこれである。しかし、一層重大なことは、物価と賃金の上昇が経済の各部門を通じて波及するから、単に総計（aggregation）を示すデータのみによるときは、明白な時間的前後関係を転倒的に誤解する恐れもあるのである。^⑤

このように見てくると、ディマンド・インフレーションであるか、コスト・インフレーションであるかを先験的に決めることはほとんど不可能であるといっても過言ではない。二つの型のインフレーションをはっきり区別するために必要な経験的論証は、利用可能な巨視的データ（macrodata）によっては全く不可能である。微視的データ（microdata）の利用はその論証に若干の光明を投じうるが、しかし、証明はさまざまな困難と曖昧さに満ちている。このことは同様な一般物価の騰貴が、異なる部門における異なる原因の結果であることを知るときに、きわめて明白になるのである。^⑥

けれども、完全雇用を支障なく維持するに必要な程度に需要を抑えようとする場合には、ディマンド・インフレーションとコスト・インフレーションとを区別することが必要である。このようないわば政策的な観点から区別すれば次のようである。すなわち、需要が抑制されると、ほぼ同時に賃金その他のコストの上昇が阻止され、したがって物価安定のために高水準の雇用と生産が犠牲に供されるという意味での社会的負担が、はなはだ僅少であるならば、ディマンド・インフレーションであり、これに反して、需要が抑制されても賃金その他のコストの上昇がやまず、これを阻止するためには、おびただしい失業が不可避であるならば、コスト・インフレーションであるということが出来る。^⑦

ディマンド・シフト・インフレーションは経済全体としては超過需要が存在していないにもかかわらず、需要がある部門から他の部門にシフトすることによって生ずるものである。需要の増加する部門の価格騰貴（賃金の引上げも可能となる）が、需要の減少する部門の価格下落によって相殺されるという必然性はない。なぜならば、需要の減少する部門は労働力確保の必要上、需要の増加する部門と同じ程度の賃金の引上げを余儀なくされ、そうした賃上げの部分は価格に転嫁され、価格の上昇を不可避にするからである。こうした意味でディマンド・シフト・インフレーションを部分的超過需要に基づくインフレーションということもできる。

インフレーションがこのようにそれぞれ原因を異にしており、特に最近のように複数の原因が入りまじり、互いに刺激し合って物価騰貴の勢いを強めている限り、金融政策は総体的効果 (total effect) をめざす一般的統制 (general control) または量的統制 (quantitative control) のみによって抑制可能か、指示的效果 (directional effect) をめざす選択的統制 (selective control) または質的統制 (qualitative control) の併用を必要とするか、銀行貸出の直接規制に訴える必要があるか、さらに財政政策その他の政策との組み合わせを必要とするか、などがきわめて重大な問題となる。

- ② 吉野俊彦「新しいインフレに挑むヨーロッパ」『エコノミスト』昭和47年12月12日号、25ページ。
- ③ R. F. Harrod, "Memorandum of Evidence," Committee on the Working of the Monetary System, *Principal Memoranda of Evidence*, Vol. 3, 1960, p. 115.
- ④ J. R. Hicks, *Essays in World Economics*, 1959, pp. 139—41. (大石泰彦訳『世界経済論』岩波書店、昭和39年、171—74ページ)
- ⑤ P. A. Samuelson and R. M. Solow, "Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy," *American Economic Review*, Vol. 50, May 1960, pp. 182—84.
- ⑥ C. L. Schultze, *Recent Inflation in the United States*, Joint

Economic Committee, Study Paper No. 1, 1959, pp. 42-43.

⑦ P. A. Samuelson and R. M. Solow, *op. cit.*, p. 12.

4 ディマンド・インフレーションの抑制と阻害要因

従来、インフレーションといえば、ほとんどディマンド・インフレーションに限られていた。というのは、物価の変動とくに騰貴の原因をもっぱら需要側に求める見解が支配的であったからである。もちろん、例外がなかったわけではない。たとえば、トーク (T. Tooke) はナポレオン戦争当時の物価騰貴の一部分は、戦争のためにひき起こされた租税、船賃その他の費用の増加に基づくものと認め、モルトン (H. G. Moulton) は第1次大戦当時のインフレーションは費用の先行的上昇に基づくものとみなしており、さらにウィクセル (K. Wicksell) が第1次大戦中の物価騰貴について、戦時下の財貨不足のために誘発された貨幣の流通速度の推移のみを重視する見解の誤りを指摘したことも注目される。このような見解は、すでにコスト・インフレーションに気づいていたものといえるかもしれないが、しかし、これらの論者はいずれも需要を抑制することによって、コストの上昇を阻止し、物価を安定させることが可能であると主張しているのであるから、ここにいうところのコスト・インフレーションを問題としていたとは認められない^⑧。

ケイズ (J. M. Keynes) は『貨幣論』 (*A Treatise on Money*, 1930) において、周知のように二つの基本方程式を提示している。

$$P = \frac{E}{O} + \frac{I' - S}{R} \quad (1)$$

$$\pi = \frac{E}{O} + \frac{I - S}{O} \quad (2)$$

(1) 式および (2) 式において、 P は消費財の価格水準、 E は社会の総所得、 O は全産出量、 R は消費財の産出量、 I' は投資財の生産費、 S は貯蓄、 π は全産出量の価格水準、 I は新投資の価値を示す。^⑨

ところで、二つの方程式の右辺の二つの項、すなわち E/O と $(I'-S)/R$ または $(I-S)/O$ は、形式的にはそれぞれ独立的であって、ディマンド・プルとコスト・プッシュのもたらす影響を表現しているものと解される。したがってこうした意味において、ケインズはコスト・インフレーションとくに賃金インフレーションに注意を向けていたといえる。しかし、ケインズは賃金の上昇はディマンド・プルの要因によって著しく影響されるものとみなしていた。というのは、ケインズは賃金の上昇は労働者の要求に基づくのではなくて、むしろ企業者（正常以上の利潤を獲得している企業者）が賃金の引上げを有利と考えることによるものとみているからである。もっとも、ケインズも労働者の要求に基づく賃金上昇（ケインズの言葉でいえば、「自生的な」 spontaneous 賃金上昇）^⑩の可能性を認めていたものの、景気後退期においても、賃金の引上げを強硬に要求し、その目的貫徹のために盲進するような激しい労働組合闘争がひんばんに起こるとは全く思いも及ばなかったようである。それ故に、ケインズは労働組合の要求に基づく賃上げの実現を可能ならしめるような社会的または政治的な勢力が強まってくるならば、そうした原因に基づく物価騰貴は金融政策によって抑制され難いと考えていたと推察される。^⑪しかし、彼はこのような事態がひんばんに発生するとは、ほとんど予想していなかったので、コスト・インフレーションに大きな関心を払わなかったのではないかと思う。

コスト・インフレーションが注目され、盛んに論議の対象として取り上げられるに至ったのは、第2次大戦以後のことである。現在においても、コスト・インフレーションは総需要の増加なしに進展しえないという理由で、ディマンド・インフレーションをコスト・インフレーションよりも根本的であるとみなす論者もあり、^⑫またフリードマン（M. Friedman）その他の論者のように、コスト・インフレーションの重大性を認めないものもある。この点については次節で詳しく述べる。

ディマンド・インフレーションは前に述べたように、コスト・インフレーションと異なり、総需要の抑制とほぼ同時に賃金その他のコストの上昇を阻止することが可能であって、失業の発生というような犠牲を払う必要のないことを特徴としているのであるから、ディマンド・インフレーションはコスト・イン

フレーションに比べて、金融政策によって抑制の目的を達しやすといえる。なぜならば、ディマンド・インフレーションの場合には労働組合および寡占企業の独占力を規制する困難から免れることができるからである。

ディマンド・インフレーションのうち、信用インフレーションは金融引締め政策によって、比較的容易に抑制の目的を達することができる。その理由は上に述べた通りである。財政インフレーションも同様に金融引締め政策によって、ある程度所期の目的を果たしうるであろう。当局が財政面でひき起こすインフレーション圧力を、金融面で取り除くことを意味しているのである。しかし、このような政策は生産資源を民間部門、すなわち生産的な民間投資から政府部門に移動させること、したがって間接的に隠された一種の課税にほかならぬことを忘れてはならない。社会資本の立ち遅れを取り戻すために、こうした政策がとられることは稀ではない。

金融引締め政策はこのようにして、ディマンド・インフレーションの抑制目的を達しうるが、しかし、抑制効果を阻害する要因または減殺する要因が全く無いというわけではない。経済全体の流動性が過剰となり、企業の手元流動性が高まるにしたがって、自己金融による投資が盛んに行なわれる場合には、金融引締めの抑制効果は抹殺され、所期の目的は達せられない。また金融引締めのための公開市場売却の際に、流動性ポジションの低下した証券の買い手が、経済全体の流動性が過剰なために、容易に他から借り入れて、流動性の不足部分を補うことができるならば、抑制効果をあげることは不可能である。さらに、好況期に行なわれる投資はヒックスのいう「防衛的投資」(defensive investment)であることが多い。ここに「防衛的投資」というのは、企業の将来の見込み（物的設備の変化と金融構造の変化によって影響される見込み）の不確実さまたは危険を減少させるための投資であって、通常の見込み投資または補填投資のほか、労働力確保のために必要な諸施設、顧客の気に入るように注文を迅速に満たすために必要な製品在庫の蓄積などを含んでいる。新しい生産技術を利用するための新規取付は、たとえそれが最初に投資を実行する企業にとっては、真の意味での「新投資」（企業の将来の見込みの不確実さまたは危険を増加させる投資）であっても、競争企業の立場からすれば、防衛的投資となる。とい

うのは、競争企業は取り残されて、はなはだしく不利な立場に陥ることを防ぐために、同様な投資を行なわなければならないからである。ところで、防衛的な投資から得られる限界利益 (marginal advantage) は通常、総じて高い。それ故に、そのために必要な資金調達は、たとえどんなに条件がきびしくても、採算がとれる限り実行されるので、抑制効果の阻害される恐れは大きいといわなければならない^⑬。転じてコスト・インフレーションの抑制についてみよう。

- ⑧ P. A. Samuelson and R. M. Solow, *op. cit.*, pp. 178—79.
- ⑨ J. M. Keynes, *A Treatise on Money*, Vol. 1, 1930, pp. 135—36.
- ⑩ J. M. Keynes, *op. cit.*, pp. 166 ff.
- ⑪ J. M. Keynes, *A Treatise on Money*, Vol. 2, 1930, p. 351.
- ⑫ G. Haberler, *Inflation, Its Causes and Cures*, revised and enlarged ed. 1961, p. 36.
- ⑬ J. R. Hicks, *Critical Essays in Monetary Theory*, 1967, pp. 55—56.
(江沢太一・鬼木甫訳『貨幣理論』東洋経済新報社、昭和44年、77—78ページ)

5 難しいコスト・インフレーションの抑制

フリードマンなどの若干の論者はコスト・インフレーションの理論が人気を博していることに批判的であり、彼らはコスト・インフレーションの理論の妥当性はきわめて限られたものに過ぎないにもかかわらず、その妥当性がはなはだしく誇張されていると非難する^⑭。フリードマンはコスト・インフレーション理論が多くの人々の支持を得ているのは、(1) コスト・プッシュの偽瞞的な外観と、(2) インフレーションに対する非難を他に転嫁しようとする金融当局のもくろみに基づくにはかならないときめつける。そしてフリードマンは金融当局が貨幣供給を過度に増加しないように慎重な態度を堅持するならば、労働組合の賃金引き上げの要求は適度なところにおさまるはずである。インフレーション的な物価の動きから、非インフレーション的な物価の動きへの過渡期には、一時的には若干の失業が生ずるが、しばらくの後、労働組合はインフレーションの存在しない際には、インフレーション下と同じ程度に年々の賃金引上

げを期待しえないことを知るであろう。かくて経済は物価の上昇しているインフレーション下におけると全く同一の雇用水準と実質成長率に落ち着くことになるであろう。実際、長期的には経済の実質成長はインフレーションによって引き起こされる周期的な攪乱（インフレーションの兆候を抑えるための金融当局の無効な政策によって引き起こされる攪乱を含めて）が避けられるために、僅かではあるが早められることになる、と推論するのである¹⁵。このようなフリードマンなどの反対にもかかわらず、現在多くの論者はコスト・インフレーションの重大性を確認している¹⁶のである。

コスト・インフレーションはすでに述べたように、総需要を抑えても賃金その他のコストの上昇を阻止し難く、これを阻止するためにはおびただしい失業を不可避にすることを特徴としているので、金融引締め政策による抑制ははなはだ困難である。コスト・インフレーションは賃金インフレーションと、管理価格インフレーションに分かれる。まず賃金インフレーションから始めよう。

賃金とくに貨幣賃金の下方硬直性は広く認められているが、賃金契約によって生産性の上昇を超えて賃金が上昇すると、生産コストが上昇し、ある一定の価格のもとでの総供給は減少する。価格の上昇（これは実質賃金の下落を意味する）が実現しなければ失業が発生する。失業を避けるためには価格が上昇しなければならない。価格が失業を避けるほど上昇するのは、それに見合う需要がある場合に限られる。そして需要が増加するのは、貨幣供給の増加がある場合だけである。この意味においてハーバラー（G. Haberler）が「総需要の拡大なしにはインフレーションは起こりえないし、さらに貨幣供給の増加なしに総需要の大幅で持続的な拡張は生じえない。このことはウェージ・プッシュの場合にもまた当てはまる¹⁷」と述べているのは正しい。

かくして、生産性を上回る賃金の上昇に応じて貨幣供給を増加させるように、金融当局に対して強い圧力がかかる。つまり、生産性を上回る賃金の上昇を追認させようとする圧力がかかるのである。労働組合が将来の物価上昇を見込んで、さらに一層高い賃金を要求すると、物価は一層上昇し、賃金と物価の悪循環の上昇が発生することになる。このような賃金インフレーションを金融政策のみによって抑制することは、失業の発生という代償を払うことなしには

ほとんど不可能である。

ハーバラーは賃金インフレーションの対策として、（１）賃金契約において労使間にもっとつり合いのとれた力関係を確立し、暴力や権利の濫用を抑えるように法的改革を断行すること、（２）世論ならびに政府当局が労働組合のインフレーション的賃金引上げ要求に対して、同情的でなく、もっときびしい態度をとるべきことをあげている¹⁸。しかし、労働組合の社会的・政治的勢力が著しく強まっていること、およびフィリップス曲線 (Phillips curve) が示唆しているように、貨幣賃金の変化率と失業率の間には負の相関があり、失業率が小さくなればなるほど、貨幣賃金の上昇率はますます大きくなるということ、などを考慮に入れるならば、ハーバラーの賃金インフレーション対策は現実性に乏しいといわなければならぬ。もっとも、賃金インフレーションも総需要と全く無関係なものでないのであるから、金融政策は賃金インフレーションの抑制に全く無効であるときめつけることは行き過ぎであろう。しかし、賃金インフレーション進行の過程からすれば、金融政策の抑制効果に大きな期待をかけることは不可能である。それ故にこそ、アメリカ、イギリス、フランス、イタリアその他の諸国のように、賃金・物価凍結策または所得政策 (incemes policy) に訴えざるをえなくなるのである。

ところで、賃金インフレーションに関してもっぱら問題とされているのは、貨幣賃金であって実質賃金ではない。しかし最近、労働組合の指導者はもちろん、各組合員も物価意識が高まり、いまや貨幣賃金ではなく、実質賃金で契約を取り決める傾向がある、としばしばいわれている。この意味において、ケインズの『一般理論』 (*The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936) における見解は批判の対象となりうる。なぜならば、ケインズは『一般理論』では労働者は強い「貨幣錯覚」 (money illusion) に陥るものと想定しているからである。労働者は物価騰貴を通じて実質賃金の低下することに対しては比較的寛大であるに反し、貨幣賃金の切下げに対しては強力に抵抗するという、ケインズの想定した仮説は、ケインズ理論の基盤であり、彼の政策の根本的帰結である。

ケインズ理論のこの側面に対しては、すでにハイエク (F. A. Hayek) その

他の論者がきびしい批判を加えている。ハイエクはケインズが貨幣賃金を切り下げるよりも、貨幣の購買力の減少（物価騰貴）を通じて実質賃金の低下をはかって労働者をだます方が、より容易な方策であり、こうした方策は実質賃金が高すぎて、完全雇用の達成に支障をきたすときは、いつでも実行されるべきであると主張していることを鋭く批判し、ケインズの犯した重大な誤りは、労働者がこのような欺瞞策に長い間だまされ続け、実質賃金の低下にもかかわらず、労働者がすぐには新たに貨幣賃金の引上げ要求を行なわないであろうという、愚かな信念にあるときめつけている。¹⁹ トービン (J. Tobin) もケインズは、同じ個人が賃金稼得者としては、貨幣賃金が切り下げられるときに貧しくなると感じ、消費者としては実質賃金のより多くの部分が消費に、より少ない部分が貯蓄に充てられるときに貧しくなると感じるというように、両立し難い個人のビヘイビアを仮定している、ときびしく批判する。²⁰ さらにハーン (A. L. Hahn) もケインズ仮説に対しては批判的立場をとっている。²¹

長期インフレーション下では人びとの物価意識がますます強まり、物価の上昇に対応して固定的な貨幣所得も、より速やかに調整されることにならざるをえない。こうしたことは明らかに経済がインフレーション的刺激に対して脆弱化することを意味する。貨幣錯覚が完全に消散し、ほとんどすべての貨幣所得が貨幣購買力の変化に自動的に調整されるようなことになるならば、結果はきわめて深刻である。しかし、現在のところ、このような深刻な段階には未だ達していない。貨幣錯覚が完全に消え去るまでには、まだかなりの時間的余裕があり、比較的短期間の物価安定によって、貨幣に対する信認がかなり速やかに回復するに思われるのは、全く驚くべきことである。²²

次に管理価格インフレーションの理論の展開に寄与したのは、シュルツ (C. L. Schultze) のダイヤモンド・シフト・インフレーションの理論と、ラーナー (A. P. Lerner) の売り手インフレーション (sellers' inflation) の理論である。シュルツのダイヤモンド・シフト・インフレーション理論の骨子は、前に述べたように、経済全体としては超過需要が存在していないにもかかわらず、需要がある部門から他の部門にシフトする際に、需要の増加する部門の価格と賃金の上昇が、需要の減少する部門の価格と賃金の下落によって相殺される必然

性はないから、物価と賃金の平均水準は騰貴するということである。ラーナーの売り手インフレーション理論の要点は、すべての売り手、すなわち組織化されている労働または未組織の労働、準独占的経営、不完全な商品市場における寡占的な売り手などが共同して国民所得の分け前の維持または増加をはかるために、物価および賃金の上昇を不可避にするということにある²³。この二つの理論は全く同じではないが、両者に共通と認められることは、コスト・プッシュの要因として、管理価格の下方硬直性をきわめて重視していることである。

ところが、ハーバラーは企業独占は労働独占と性格を著しく異にしていることを強調し²⁴、（1）管理価格の下方硬直性は賃金の下方硬直性ほど一般的でなく、しかも持続的でないこと、（2）企業独占または寡占は労働独占よりも遙かに弱い立場にあること、（3）国内の寡占企業に対して競争的な外国企業が増加し、それらの間に健全な競争が行なわれるために、管理価格インフレーションはその力を弱めるであろうこと、などを理由として、企業独占または寡占は物価のインフレーション的上昇に持続的な圧力を加えることはない²⁵と推論している。

しかし、最近の管理価格の下方硬直性は不況カルテルによる生産調整、流通独占などを通じて、かなり強まっており、賃金の下方硬直性と大差ないほどになっている。したがって、管理価格をインフレーションの重大な要因とみなす論者も多いのである。そうであるとすれば、金融政策のみによって管理価格インフレーションを完全に抑制することは、はなはだ困難であり、所期の目的を達成するためには、企業独占または寡占の価格つり上げ行為を厳重に規制する措置を講ずることが必要であり、さらに進んで企業独占または寡占そのものを阻止する政策を実施することも必要となる。しかし、こうした措置および政策が多くの困難ないし摩擦を伴うことは、改めていうまでもあるまい。

(14) M. Friedman, "What Price Guideposts?" in *Guidelines, Informal Controls and the Market Place*, eds. G. P. Shultz and R. Z. Aliber, 1966, reprinted in M. Friedman, *Dollars and Deficits*, 1969; A. H. Meltzer, "Is Secular Inflation Likely in U.S.?" *Monetary Problems*

of the Early 1960s, 1967; F. W. Paish, *Rise and Fall of Incomes Policy*, 1969. しかし、ペイシユは1971年の前掲書第2版では、1969年ごろからイギリスの状況が変化したとして、賃金インフレーションが現実化したと認めている。

- ⑮ M. Friedman, "What Price Guideposts?" *op. cit.*, pp. 21—23.
- ⑯ たとえば、G. Haberler, *Incomes Policies and Inflation, An Analysis of Basic Principles*, 1971, pp. 10—13.
- ⑰ G. Haberler, *Inflation, Its Causes and Cures*, revised and enlarged ed. 1961, p. 35.
- ⑱ G. Haberler, *op. cit.*, pp. 79—80.
- ⑲ F. A. Hayek, "Union, Inflation and Profits," *The Public Stake in Union Power*, ed. P. D. Bradley, 1959, reprinted in F. A. Hayek, *Studies in Philosophy, Politics and Economics*, 1967, p. 282.
- ⑳ J. Tobin, "Money Wage Rates and Employment," *The New Economics, Keynes' Influence on Theory and Public Policy*, ed. S. E. Harris, 1947, p. 587.
- ㉑ A. L. Hahn, *The Common Sense of Economics*, 1967.
- ㉒ G. Haberler, *Incomes Policies and Inflation*, p. 17n.
- ㉓ ラーナーはシュルツの主張するデマンド・シフト・インフレーションのみでは、彼の売り手インフレーションのすべてを説明することはできないと批判している。なぜならば、ラーナーは、アメリカの鉄鋼の価格と賃金の上昇は事実上、労働と経営との暗黙の了解のもとに行なわれ、労働と経営との闘争は単に見せかけの争いに過ぎなかったとみているからである。A. P. Lerner, "Discussion," *American Economic Review*, Vol. 50, May 1960, p. 216.
- ㉔ G. Haberler, *Incomes Policies and Inflation*, pp. 13—15.
- ㉕ G. Haberler, *Inflation, Its Causes and Cures*, pp. 29, 83—84.

6 輸入インフレーションの波及と対策

これまでの閉鎖体系の前提を取り除いて国際関係を考慮に入れるときに、取

り上げるべきは固定為替レート制下でとくに顕著になった輸入インフレーションの問題である。輸入インフレーションは固定為替レート制下でしばしば生じがちな、きわめて重大な現象である。純粋な変動為替レート制（為替管理や中央銀行の為替市場への介入が全く行なわれない）のもとでは、国際収支は為替レートの変動を通じて調整されるから、ある一国が常に赤字国であり、他の国が常に黒字国であるというようなことはなく、赤字国の責任とか黒字国の責任とかいうことも問題とならない。したがって金融政策は国際収支の動向に煩わされることなく、もっぱら国内均衡をめざして実行すればよいことになる。しかし、固定為替レート制のもとでは、ある国の国際収支が慢性的に赤字であり、他の国が継続的に黒字であるというようなことが、しばしば起こる。変動為替レート制下でも為替管理や中央銀行の為替市場への介入が行なわれ、実勢とかけ離れた為替レートが維持される場合には、固定為替レート制下と似た現象が生じうる。それ故に、国内均衡と国際均衡の同時達成はきわめて困難となる。

マンデル (R. A. Mundell) は周知のように、固定為替レート制のもとで、国際均衡は金融政策とくに金利政策、国内均衡は財政政策という意味でのポリシー・ミックス (policy mix) によって同時に達成されると主張しているが、²⁶ここではポリシー・ミックスの問題に立ち入ることを避け、金融政策を中心として考察することにしたい。

ところで、輸入インフレーションは前に述べたように、海外からの需要増加→輸出超過→外貨流入→国内の過剰流動性に基づくディマンド・プル型と、海外の物価および賃金の高騰に基づくコスト・プッシュ型に大別することができる。

ディマンド・プル型の輸入インフレーションは国際収支の黒字と国内インフレーションが同時に発生している場合である。このような際に金融政策のみによって、輸入インフレーションの国内波及を阻止することは、固定為替レート制のもとでは、はなはだ困難であるが、全く不可能というわけではない。すなわち、短期利率を低めに維持して、短期資金の流入を抑えるに止まらず、その流出を促し、国際収支の黒字を減らすとともに、国内の投資を抑制する程度に長期利率を高めるという意味でのオペレーション・ツイスト (operation twist)

または二重金利政策を実行することによって、ある程度その目的を達することはできる。そしてそのためには国債管理政策を活用して、国債の満期別構成を変え、利子率構造を所期の目的に適合するように(長期債の増発、短期債の削減)操作することを要する。もちろん、こうした操作は国債管理の利子費用最小化の要請と矛盾するが、国際均衡と国内均衡の同時達成を望むならば、やむをえない代償といわなければならぬ。しかし、こうしたオペレーション・ツイストは他国がその効果を妨害しないことによって、初めて実行可能となるのであり、この意味での国際協力が是非とも必要である。もし他国が意識的に妨害するようなことがあれば、オペレーション・ツイストの効果は、もちろん抹殺されよう。²⁷⁾

しかし、オペレーション・ツイストのみではとうてい十分な効果を期待し難いから、緊縮財政政策を同時に実行して財政規模の圧縮をはかり、財政支出の削減ならびに増税を実行する必要がある。もし財政支出の削減が何らかの事情で不可能である場合には、金融引締め政策は強化されなければならない。しかし、そうしたことは輸出を促進することになりかねないので、慎重な政策運営が望まれる。このほか、輸入促進政策によって国際収支の黒字削減と国内インフレーションの抑制をはかることも必要であろう。

次にコスト・プッシュ型の輸入インフレーションは、海外の物価および賃金の高騰に基づくインフレーションである。固定為替レート制のもとでは、海外の物価および賃金の上昇がやまない限り、国内への波及の脅威はなくならない。最近のように国際原料価格とくに石油価格が著しく高騰する際に、適当な代替品がなく、しかも需要の価格弾力性が小さいならば、輸入インフレーションの波及効果は大きく、国内インフレーションは一層激化される。さらに、海外の大幅な賃金上昇は国内の賃金上昇に拍車をかけることになるので、海外の賃金上昇の波及効果も軽視しえない。このような輸入インフレーションの波及効果を金融政策のみによって阻止することは、ほとんど不可能である。もし徹底的に阻止しようとするならば、固定為替相場制のもとでは、為替レートの切上げという非常手段に訴えるほかはない。しかし、こうした非常手段を実行するに際しては、輸入品の価格下落によるメリットと、輸出品が割高になり、

輸出が阻害されるデメリットを慎重に比較計量する必要があることはいうまでもない。

このようにして、ディマンド・プル型であろうと、コスト・プッシュ型であろうと、総じて輸入インフレーションの波及効果を金融政策のみによって阻止することは、はなはだ困難であるか、あるいは全く不可能であるといわなければならぬ。

ところが、輸入インフレーションとは反対に、インフレーションを他国に輸出する危険のある内外の不均衡が現われる一つの場合は、国際収支の赤字と国内インフレーションが同時に発生している場合であり、他は国際収支の赤字と国内景気の後退が同時に発生している場合である。前者の場合、すなわち国際収支の赤字と国内インフレーションが同時に発生している場合に、国内インフレーションがディマンド・プル型であるか、コスト・プッシュ型であるかによって、抑制の難易は、もちろん著しく異なる。コスト・プッシュ型である場合には、賃金インフレーションであれ、管理価格インフレーションであれ、金融政策のみによって抑制目的を達することは、前に述べたように、ほとんど不可能である。もし徹底的に抑制効果を収めようとするならば、賃金・物価凍結策または所得政策に訴えるか、あるいは寡占企業の価格つり上げ行為を厳重に規制することが必要である。しかし、ディマンド・プル型であれば、金融引締め政策によって、国内インフレーションの抑制と国際収支の赤字削減の二つの目的はほぼ同時に達成される。ただし、国内の高金利のために、金利の開きに敏感な外資が流入することは、国際収支の赤字解消という観点からすれば好ましいことではあるが、引締め効果を抹殺する恐れがあるから、政策の運営に際しては慎重な配慮が必要である。もし財政政策との組み合わせが可能であるならば、緊縮財政政策によって金融引締め政策の負担の軽減をはかるべきである。しかし、ディマンド・インフレーションの抑制に伴う前述のような困難を免れ難いことは、改めていうまでもない。

インフレーションを他国に輸出する危険のある内外の不均衡が現われるもう一つの場合、すなわち国際収支の赤字と国内景気の後退が同時に発生している場合に、国際収支の赤字解消と国内景気の回復という二つの互いに矛盾する目

的を同時に達成するためには、ディマンド・プル型の輸入インフレーションの場合と逆なオペレーション・ツイスト、すなわち短期利子率を高めに維持して、短期資金の流入の促進をはかって、国際収支の赤字を減らすとともに、国内の投資とくに設備投資を刺激するために長期利子率を低めにするという意味でのオペレーション・ツイストを実行することが必要である。そしてそのためには国債管理政策を活用して、国債の満期別構成を変え、利子率構造を所期の目的に適合するように（短期債の増発、長期債の削減）操作することを要する。このような政策はアメリカでは1961年以後、随時実行され、イギリスでも1963年に実行されたものである。しかし、もしこうしたオペレーション・ツイストのみによって、十分に所期の目的が達せられないならば、積極的財政政策を同時に実行し、公共事業費を拡大することも必要であろう。

- ⑳ R. A. Mundell, "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability," *IMF Staff Papers*, Vol. 9, March 1962, pp. 70—77. 固定為替レート制下で、国際均衡は金融政策とくに金利政策、国内均衡は財政政策という意味でのポリシー・ミックスによって同時に達成されるとするマンデルの主張に対して、われわれは批判的な見解をもっている。その詳細は一谷藤一郎『金融政策論』有斐閣、昭和49年、349—51ページに述べられている。
- ㉑ H. G. Johnson, "The Objectives of Economic Policy and Mix of Fiscal and Monetary Policy under Fixed Exchange Rates," in W. Fellner, F. Machlup, R. Triffin et al., *Maintaining and Restoring Balance in International Payments*, 1966, pp. 145—50.

7 インフレーション抑制の限界と展望

以上述べたところから明らかなように、ディマンド・インフレーションは信用インフレーションであれ、財政インフレーションであれ、金融政策によってある程度抑制することは可能である。その意味において、金融政策はディマン

ド・インフレーションの抑制に関しては、たとえ十分条件を満たしていないとしても、必要条件は満たしているといってもよいであろう。これに反して、コスト・インフレーションは賃金インフレーションであれ、管理価格インフレーションであれ、金融政策のみでは、ほとんど抑制目的は達しえない。もし徹底的に抑制しようとするならば、労働組合ならびに寡占企業の独占力を規制するところまで進むことを必要とするが、しかし、こうしたことは多くの困難を伴う。したがってコスト・インフレーションの抑制に関しては、金融政策は必要条件も十分条件も満たしていないといわなければならぬ。ディマンド・シフト・インフレーションに関しても、程度に差はあるものの、それがコスト・プッシュ的な要因を含んでいる限り、ほぼ同様なことが当てはまる。

固定為替レート制下でとくに顕著になった輸入インフレーションはディマンド・プル型であろうと、コスト・プッシュ型であろうと、その波及効果の阻止は容易でない。ことにコスト・プッシュ型の輸入インフレーションの波及効果の阻止に関しては、固定為替レート制下では金融政策は必要条件も十分条件も全く満たしていない。ただインフレーションを輸出する危険のある一つの場合、すなわち国際収支の赤字と国内インフレーションが同時に発生している場合に、国内インフレーションがコスト・プッシュ型でなくて、ディマンド・プル型である限り、その抑制に関して金融政策は、少なくとも必要条件を満たしており、ときには十分条件を満たすこともありうるであろう。インフレーションを輸出する危険のあるもう一つの場合、すなわち国際収支の赤字と国内景気の後退が同時に発生している場合には、金融政策とくに前に述べたような意味でのオペレーション・ツイストによって、ある程度の効果を期することができるであろう。

ところで、現代のインフレーションは従来のように、純粋なディマンド・インフレーションというような単純な型のものではなく、ディマンド・インフレーションのほか、コスト・インフレーション、ディマンド・シフト・インフレーション、さらに輸入インフレーションが同時に入りまじり、互いに刺激合せて物価上昇の勢いを強めている。複合インフレーションまたは混合インフレーションといわれるのはこのためである。現代のインフレーションがこのよう

に複雑な性格をもっているものである限り、金融政策のみによって、その抑制または阻止をはかることはほとんど不可能であり、われわれはここに限界が厳然として存在することを認めざるをえない。

こうしたことが正当であるとすれば、金融政策とともに他の諸政策を併用し、いわゆるポリシー・ミックスによって抑制目的を達成することが是非とも必要である。ここにいうところのポリシー・ミックスは単に金融政策と財政政策との組み合わせのみならず、さらに為替政策、所得政策などを含むのである。アメリカ、イギリス、フランス、イタリアその他の諸国において、インフレーション抑制のために、賃金・物価凍結策または所得政策が実行され、あるいは現に実施中であることは前に述べた通りである。

このようにして、ポリシー・ミックスによってインフレーションの抑制をめざすに際しては、単に短期的な観点からばかりでなく、長期的な観点からも政策を運営することが要請される。短期的にはインフレーション抑制のために総需要を規制することが、もちろん重要である。しかし、長期的には、需要管理と供給管理を平行的に実行することが必要である。そうでなければ、長期的にインフレーションを招く危険が大きい。特に生産性を超える賃金の上昇圧力が継続的に強い場合には、そうした恐れが大である。賃金契約が継続的に生産性の上昇に先行して締結されるようなことがあれば、需要を管理する政策は永続的なインフレーションをひき起こすことになりかねないのである。

さらに、インフレーションの抑制をめざすポリシー・ミックスは他の政策目標、すなわち適度な経済成長率、高い雇用水準、国際収支の均衡、国民福祉の充実、経済構造の質的改善などを慎重に考慮に入れて実行されるべきである。インフレーションの抑制が行き過ぎて経済をスタグフレーション（stagflation）、すなわち景気停滞下の物価高に落とし入れるようなことがあってはならない。このようにして、インフレーション抑制のための政策運営は多くの複雑な問題を含んでいるので、当局はそのときどきの経済情勢を的確に診断して、随時、有効適切なポリシー・ミックスをタイミングよく実行するとともに、さらに国際協調を強化して、各国互いに輸入インフレーションの波及に悩まされないようにすることが、何よりも必要と考える。

このような事情を考慮したためか、OECDは加盟国中の主要国、すなわち日本、アメリカ、イギリス、西ドイツ、フランスなどの金融政策の大綱をまとめ、金融研究シリーズ (Monetary Studies Series) として公刊することになり、すでに日本の金融政策に関しては、*Monetary Policy in Japan* と題し1972年12月に発刊されている。このシリーズ公刊の目的は、各加盟国の金融政策の分析のため、ならびに国内の需要管理と国際収支の調整をめざす各加盟国の金融政策の運営に関する国際協調のために、すぐれたフレームワークを提供することにある、と事務総長のレネップ (E. van Lennep) は言明している。²⁸ こうしたことは世界的インフレーションの高進下において、各国の英知を結集して、国際協調を通じインフレーション抑制のための金融政策の有効性を高めようと企てているものとして注目される。

²⁸ E. van Lennep, "Foreword," *Monetary Policy in Japan*, 1972, p. 7.