

## 第2章

# インフレーションのメカニズム

### はじめに

本章の目的は、ラテンアメリカのインフレーションについて、その基本的メカニズムを理解することにある。ただし、ここでの議論は以下の諸点に留意している。

#### (1) マネタリストと構造派の融合。

ラテンアメリカのインフレーションに関するこれらの二つの考え方は、互いに異なる側面を強調しているが、本来的には互いに矛盾するものではなく、むしろ互いに補完しあうものである。今日では、理論的にも実証的にも両者の主張を統合する形で議論が発展してきている (Wachter[1976]; 西島[1986])。本章においても、ラテンアメリカのインフレーションを理解するにはいずれの論点も不可欠であると考えている。このため、本章では、両者の論点をそれぞれ需要側の主張 (マネタリスト) と供給側の主張 (構造派) と捉えることによって、標準的なマクロ分析で両者の主張を融合させることを試みている。このことによって、これまでの両者の主張が整合的に把握できることに加え、インフレ要因として重要なアコモデイティブな貨幣供給政策、インデクセーション、供給ショックなどの分析が可能となる。また、実質賃金、実質為替レート、期待インフレ率の調整に基づく、短期から長期への調整の問題が理解できる。

#### (2) クロニック・インフレとハイパー・インフレの区別。

ラテンアメリカのインフレーションといっても、国によって、時代によって、さまざまな特徴をみせており、同一のものとして取り扱うことはできない。とくに、一定のインフレーションが長期間引き続くクロニック・インフレと、急激な高インフレの加速であるハイパー・インフレとは、その性質、発生メカニズム、実物経済に与える影響などに異なる側面を有しており、区別が必要である。かつてケーガンは、月率で50%以上のインフレーションをハイパー・インフレと定義したが、本書ではこのような定義の問題には立ち入らず、急激なシーニョリッジの増大にともなう高インフレの急加速をハイパー・インフレとして取り扱っている（Kiguel and Liviatan[1988]）。

ハイパー・インフレとしての具体的な議論は、1989年のアルゼンチン、85年のボリビアのインフレーションに対応する。しかし、ハイパー・インフレとクロニック・インフレは必ずしも独立したものではない。とくにアルゼンチンの場合、長期間のクロニック・インフレによって、ハイパー・インフレ出現の条件が形成されてきたことが重要である。したがって、両者をつなげる議論も必要である。

### (3) 1980年代のインフレーションの加速の説明。

ラテンアメリカのインフレーションに関し、一つの重要な課題に、どのような理由で1980年代に入り各国で一様にインフレーションが加速したのかという問題がある。考えられる基本的要因のうち、外生的要因として重要なのが、対外累積債務危機と軍事政権から民主政権への移管という問題であり、これらのインフレーションとの関わりが議論される。債務危機は、為替レートの切下げと財政赤字の拡大を通して、民主政権への移管は、財政支出の硬直化と階級対立の激化によってインフレーションを加速してきた。他方、インフレーションの加速に関する内在的要因として、インデクセーションの改定期間の短期化、インフレ期待調整の加速化、インフレーションがもたらす実質税収入の浸食などの問題が考慮される。このようなインフレーションの加速という問題は、上で述べたクロニックな高インフレからハイパー・インフレへのプロセスを説明するうえで不可欠のものである。

## 第1節 インフレーションの基本的分析

### 1. マネタリスト vs. 構造派

ラテンアメリカのインフレーションに関しては、1950年代から、いわゆる構造派とマネタリストとの間で有名な論争が続いている。両者の論点は、たんにインフレーションに関するだけでなく経済発展問題や政治的立場の相違を含む広範なものであり、また初期の構造派から新構造派 (Taylor[1983]) と呼ばれる議論への展開など、必ずしも単純なものではない。ここではインフレーションに関わる諸点について焦点をあて、可能なかぎり簡潔に要約しておこう (Baer[1967]; Campos[1961]; Felix[1961]; Wachter[1976])。

ラテンアメリカのマネタリズムという言葉は、そもそも1956年のチリの経済安定化問題に対する IMF の勧告に始まるが、シカゴ学派の狭義のそれとは異なる。むしろ、たんにアメリカのマネタリストの言う「インフレーションとはいつでも、どこでも貨幣的現象である」という立場を超えて、インフレーションの原因を超過需要だとする、より広範な立場をとる人々もラテンアメリカのマネタリストに含まれている。一部の学者は、むしろフィスカリストと呼ぶべきだとしている (Campos[1967], p.106)。しかし、ラテンアメリカにおいては、一般的に超過需要が貨幣供給の拡大とあい伴うことが多く、このことがマネタリズムという言葉で代表されるに至ったと推察されている。

つまり、ラテンアメリカにおいては、マクロ政策や開発政策のスタンスとして、政府投資や社会保障などにおいて経常的に拡張的な財政支出政策が一般的であり、また多大な公務員や非効率的で大規模な公営企業など大きな公的部門をかかえ、さらには非合理的な公営企業の価格設定、過度の民間信用、利子補給・補助金制度などに著しく依存しており、これらは超過需要を作り出すと同時に慢性的な財政赤字の原因となる。しかし、他方で、間接税主義や徴税方法の問題などから租税体系が不備であり、また国内債券市場が未発

達(少なくとも当時においては)であり国債発行による財政ファイナンスが限られていることから、財政赤字はもっぱら貨幣発行に依存することになる。したがって、マネタリズムのインフレ抑制の処方箋は、これらの政策的に作り出されるディストーションをなくし、貨幣供給をコントロールすることを要求する。そして、インフレーションを抑制して初めて、安定的で持続的な成長が可能となると考えている。

ところで、以上のマネタリストの主張は、標準的な総需要・総供給の分析にのせればきわめて直截的となる。ラテンアメリカのマネタリストが重視する拡張的な財政・金融政策は総需要曲線の右上方のシフトとして表現しうるからである。いうまでもなく、種々の前提に従い議論の修正が必要である。財政赤字がどのような形でファイナンスされるのか、閉鎖体系なのか開放体系なのか、どのような調整メカニズムを仮定するかによって結論は異なるであろう。しかし、基本的には、マネタリストの主張とは、拡張的政策がなされれば短期的には総需要曲線のシフトによってインフレーションが上昇し、また恒常的に財政赤字が存在するとすると、長期的には、長期産出量曲線上で貨幣成長率と一致したインフレ率の上昇として捉えることができる。

しかし、マネタリストの主張はある意味で一般的な議論であり、このような議論を直接的にラテンアメリカに適用することへの批判として構造派の議論が出現してきたといえる。構造派の議論の発端は、既に述べた1956年のIMFのチリへの政策勧告に対して、国連ラテンアメリカ経済委員会(ECLA)のエコノミストたちから出された批判から出発している。IMFによって支持された経済抑制政策は確かにチリのインフレ率を低下させたが、同時に生産や雇用を著しく低下させるものであった。このため、2年後にはこの安定化政策は放棄されるにいたり、実質面でのコストを伴わないインフレ抑制政策を見出す必要が生じたからである。したがって、このような過程で、ラテンアメリカの固有の特質を考慮したインフレ抑制政策の理論的背景として登場したのが、構造派の理論であった。

構造派の基本的立場は、ラテンアメリカのインフレーションの原因を、経

済成長とともに顕在化してくる種々の構造的ボトルネックや制約の存在に求めようとするものである。構造派によれば、農産物供給の非弾力性、工業部門の非競争的な市場構造、外貨制約、財政赤字などの構造的要因が重視されている。農産物供給が非弾力的で供給制約が存在すれば、急激な工業化とこれに伴う都市化によって農産物原材料、食糧作物への需要を急速に高め、農業部門に慢性的な超過需要が発生する。ラテンアメリカの農業は伝統的にラティフンディオと呼ばれる大土地所有制が支配的であり、彼らは土地をインフレ・ヘッジカステイタス・シンボル、もしくは政治的理由で所有しているといわれる。このため利潤動機に乏しく営農形態は非近代的で、生産性は著しく低く、農産物需要や価格に対する反応は鈍い。他方、ミニフンディオと呼ばれる零細農家は市場とは隔絶しており、自家消費分だけをどうにか生産しているにすぎない。したがって、ラテンアメリカにおいては、農産物生産は需要もしくは価格に対してその供給は構造的な理由から非弾力的であり、工業化とともに都市部で発生する農産物需要に対して不十分にしか供給がなされず、農産物価格は経常的に上昇する。

次に、工業部門が寡占的な市場構造にあり、工業製品価格が下方硬直的である点が重要である。ラテンアメリカにおいては、大規模な外資系企業や政府系企業が狭隘な市場を支配しているのが一般的である。また、賃金に関しても同様に、歴史的に労働保護法が整備されていることや組合からの圧力が強いことを理由に下方硬直性が存在する。このため、農産物価格の上昇は都市生計費を圧迫し、都市労働者の賃上げ圧力を強め賃金コストを上昇させ、これがマーク・アップを通じて工業製品価格を上昇させる。すなわち、農業部門の構造的要因から発生する不断の超過需要の存在と、工業部門価格の下方硬直性によって、農産物価格の上昇が一般物価の上昇をもたらすことになる。このことが、構造派の議論においてしばしば登場する相対価格の上昇と一般物価水準との直接的関係にほかならない。

一方、ラテンアメリカにおいては、輸出の大宗が一次産品であることから常に輸出収入の傾向的低下と不安定性に直面しており、また輸入代替的工業

化も十分に外貨節約を果たしてはいない。他方、工業化、都市化にともない輸入需要が拡大するため、構造的に外貨制約に直面している。したがって、常々為替レートの切下げ圧力が生じ、これが輸入品価格を上昇させ工業品価格に反映されるとされる。工業部門に関しても、技術的制約や非競争的な市場構造、また伝統的に企業家に輸出マインドが存在しないことから海外競争力は低く、輸出拡大は望めない。

ところで、構造派においては、インフレーションの波及について二つの理由が考慮されている。第1は、階級間もしくはセクター間の分配上の対立である。インフレーションの高進に対して、各階級、各セクターは自らの実質所得の相対的分け前を維持するために、不断に自らの価格の引上げを行う。とくに、所得分配が不平等な状況にあっては各階級、各セクター間のコンフリクトは大きい。このため、なんらかの価格の上昇が発生し相対価格上の変動が生じれば、企業と労働者間、各企業間、各産業間で自らの相対価格を回復するため価格の引上げ競争がなされ、インフレ・スパイラルが引き起こされる。ある意味で、資本家と労働者間の階級対立の結果として引き起こされるインフレーションの典型的なケースであるかもしれない。

第2は、貨幣供給が財政赤字によって決定されるというより、むしろインフレーションに依存しているという考え方である。これの基本的背景は、ラテンアメリカにおいては、一般的にリセッションや失業などの政治的、社会的コストがインフレーションがもたらすコストより高いことである。したがって、農業生産の不振であるとか、賃金、輸入原材料価格の上昇など供給側の理由による実質生産の低下に対しては、政治的、社会的コストを回避するために、民間信用や制度的金融を拡大し、景気の回復を図ろうとする。しかし、このようなアコモディティブな景気拡大政策は、財源を持たない政府としてはもっぱら貨幣供給の拡大に頼らざるをえない。マネタリストとは異なる理由から貨幣供給が説明されるが、供給側の理由に基づく景気の停滞に対し、恒常的にアコモディティブな貨幣供給の拡大がなされるとすれば、構造派の議論においても 長期的なインフレーションの持続の説明が可能とな

る。

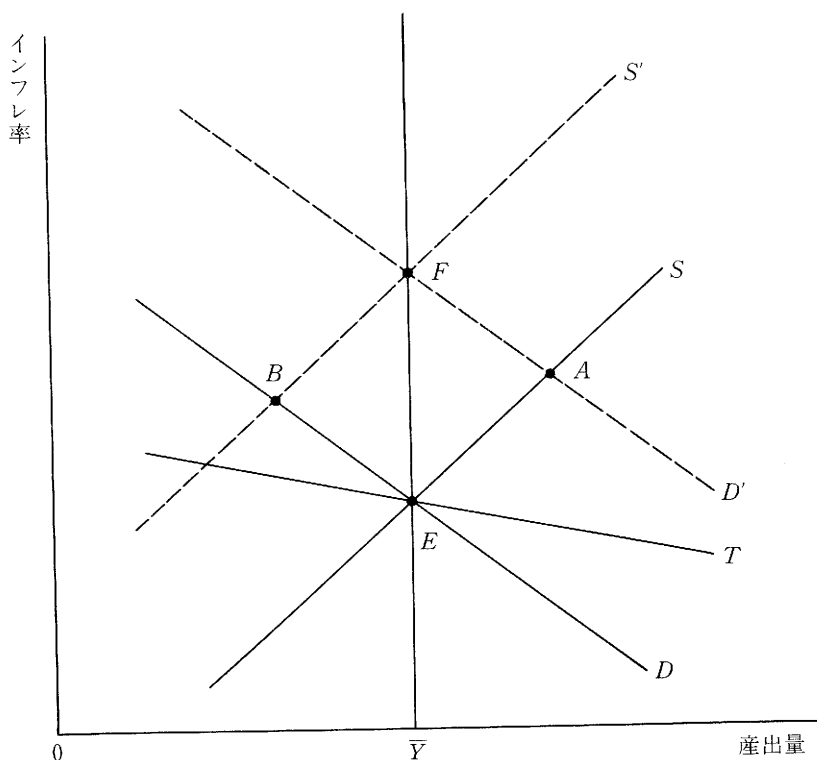
以上の構造派の主張を単純化すれば、農業部門・対外部門の供給隘路の存在や、工業部門におけるマーク・アップに基づく価格決定行動は、もっぱら供給サイドの問題であり、工業化に伴う総需要曲線の右上方へのシフトに対し、総供給曲線が硬直的かもしくは不十分にしか右方向へシフトするにすぎないことと理解しうる。このような理解は、マネタリストと構造派が主張するインフレ抑制の基本的政策を比較すれば、より明確となる。すなわち、マネタリストが総需要曲線を左下方にシフトさせようと主張する（このときには実質生産は低下する）のに対し、構造派が総供給曲線を右下方へシフトさせようと主張（実質生産の低下は伴わない）していることと対比しうるからである。

以上みてきたように、マネタリストと構造派の議論は、標準的なマクロ分析という同一のフレームワークで分析可能である。両者の議論は必ずしも対立するものではなく、今日では両者の主張を総合して初めてラテンアメリカのインフレーションを説明することが可能となる。実際、マネタリストも、階級対立や社会的不満の激化に対して、これに対処するために財政赤字が拡大することを認めざるをえないし、構造派も貨幣的なアコモデーションなしではインフレーションが持続しないことを認めている。

## 2. 基本モデル

以上の論争を現代の標準的なマクロ分析で解釈してみよう（西島[1988b]）。第1図の縦軸はインフレ率、横軸は実質産出量（実質所得）であり、 $D$  曲線は総需要、 $S$  曲線は総供給、 $T$  曲線は貿易収支均衡、 $\bar{Y}$  は完全雇用（長期均衡）に対応する産出水準を表している。総需要は実質貨幣残高、実質為替レートに、総供給は実質賃金、実質為替レート、もしくは期待インフレ率に、貿易収支は実質為替レート、実質所得に依存する。当初の経済は  $E$  点で均衡していたとしよう。ここで、構造派の主張を総供給曲線を永続的に左上方へシフトさせる供給ショック、マネタリストの主張を総需要曲線を右上方へさせる

第1図 インフレーションの標準的マクロ分析



需要ショックであるとさらに単純化しよう。左上方への総供給のシフトは、通常よく議論されるような石油ショックなどと同様に考えてもよいし、総需要の拡大のスピードに比して総供給の拡大が遅れることの図的表現だと解釈してもよいであろう。いずれにせよ、以上のような単純化によって、両者の主張は両曲線がそれぞれ上方へシフトすることとして表現でき、それぞれ  $A$  点もしくは  $B$  点で示されるインフレ率の上昇をもたらすことが示される。

しかし、経済は  $A$  点、 $B$  点に留まるわけではない。総需要が単独でシフトした場合は、労働に対する超過需要が発生し ( $A$  点)、時間とともに実質賃金上昇するか、もしくは期待インフレ率が現実のインフレ率と等しくなるよう



に調整されるので供給曲線が左上方にシフトし、 $F$  点でさらに高いインフレ率が実現する。ラテンアメリカのように、慢性的な財政赤字とこれに基づく貨幣供給によって恒常的な総需要拡大が存在すれば、長期的にはこの貨幣供給成長率に対応するインフレ率となる（貨幣数量説の世界）。

インフレ率の高い経済においては、一般的にインフレーションがもたらす実質所得の目減りを最小限にとどめるために、インフレーションの上昇に対しては賃金やインフレ期待の調整スピードは速まると考えられている。したがって、この総需要の拡大が産出量に影響するのは、インフレーションによって低下した実質賃金が元の水準にまで調整される期間か、インフレ期待が現実のインフレ率に調整されるまでの期間であり、これらの調整が速ければ速いほど産出量への効果は小さく、インフレーションに対する効果が支配的となる。名目賃金の変化のスピードがきわめて速いか、インフレ期待が瞬時的に調整（合理的期待）されるケースであれば、貨幣供給の上昇はインフレ率のみに反映される。

逆に、供給ショックが単独で生じた場合には失業が発生し（ $B$  点）、時間とともに実質賃金が低下するので、一般的な議論では供給曲線は元の位置に戻ると考えられる。また、期待インフレ率も、供給曲線の下方向へのシフトにともない元の均衡点  $E$  の水準まで調整される。しかし、長期間にわたり高インフレにあるラテンアメリカにおいては、賃金インデクセーションなどの制度的要因のために下方向への実質賃金調整のスピードは遅い。また、誤ったインフレ期待の下方向修正による損失を防ぐために、インフレ期待の調整は一般的に下方にはスムーズではなく、このため供給側の調整には長い時間を要する。この調整のスピードが遅ければ遅いほど、価格の低下のスピードは遅く、失業の期間が長引く。このため、ラテンアメリカでは失業の社会的、政治的コストが大きいことから、供給ショックによって失業が深刻化すれば、これを避けるために財政赤字に依存した総需要のアコモデイティブな拡大がなされるのが一般的である。したがって、総供給曲線の左方へのシフトに対して総需要曲線が上方にシフトさせられることになり、結局は  $F$  点での高いインフ

レ率が維持される。

ところで、さらに別の調整を考えると、 $F$  点は  $T$  曲線の上方に位置するので貿易赤字の領域にあり、為替レートが固定されていれば、外貨準備の低下とこれに伴う貨幣供給の減少によって、総需要曲線が低下し始め、経済は長期的にはいずれもとの  $E$  点に戻らざるをえない。しかし、貿易赤字補填のために十分な海外資金の流入が続くかぎり、貿易赤字を持続しながらも  $F$  点での均衡が維持可能であり、 $F$  点に対応するインフレーションが持続する。ただし、この場合対外債務が累積していくことはいうまでもない。また、このような海外資金の流入が困難となれば、貿易収支均衡のために為替レートが十分に切り下げられることとなり、 $T$  曲線は  $F$  点まで上方にシフトし、 $F$  点が最終的に新しい長期均衡点となり、高インフレが持続する。

## 第2節 1980年代のインフレーションの加速

以下では、ラテンアメリカの多くの国で1980年代に入りインフレーションの加速がみられた理由を検討しよう。まず、外生的な要因について議論され、次いで内在的な要因が議論される。

### 1. イナーシャル・インフレと供給ショック

第1は、イナーシャル・インフレ（慣性インフレ）の存在のために、さまざまな供給ショックが自動的に将来のインフレ率に反映されることである（Cardoso and Dornbusch[1987]）。インフレーションが高進してくると各種のインデクセーションが広範化するが、このインデクセーションは過去のインフレ率に基づき一定の時間的インターバルをもって改定されるので、インフレーションにイナーシャルが持ち込まれ、価格や賃金の調整スピードは遅れる。いま、単純化のために、今期の賃金上昇率がもっぱら賃金インデクセーショ

ンという制度的要因によって決定され、これが前期のインフレ率に基づくとする、

$$w_t = \beta \pi_{t-1} \quad \dots\dots\dots(1)$$

を得る。ここで、 $w$  は賃金上昇率、 $\pi$  はインフレ率、 $t$  は期間を表し、 $\beta$  は基準インフレ率がインデクセーションに反映される程度であり、 $\beta$  は0と1の間の値をとるとする。インフレ率はマーク・アップと労働市場調整によって決定されるとし、これに供給ショックを考慮すると、今期のインフレ率は

$$\pi_t = w_t + \alpha h_t + u_t \quad \dots\dots\dots(2)$$

と表現できる。ここで、 $h$  は需給ギャップ、 $\alpha$  は需給ギャップがインフレ率に与える影響の程度、 $u$  は供給ショックである。これより、今期のインフレ率は

$$\pi_t = \beta \pi_{t-1} + \alpha h_t + u_t \quad \dots\dots\dots(3)$$

となる。したがって、今期のインフレ率は、インデクセーションのために、前期のインフレ率に影響されており、 $\beta$  の値が大きいほどその影響が大きいことが理解できる。

しかし、このようなインフレ率の決定では、前期のインフレ率のイナーシャを表現するだけでなく、同様に、過去の需給ギャップや供給ショックの攪乱の影響が今期のインフレ率に反映されていることも示しうる。(3)式を(2)式を用いて書き直すと、

$$\pi_t = \beta w_{t-1} + \alpha h_t + u_t + \alpha \beta h_{t-1} + \beta u_{t-1} \quad \dots\dots\dots(4)$$

となる。したがって、過去のショックがインデクセーションを通して今期のインフレ率に反映され、供給ショックが連続的に発生した場合、インフレ率が階段状にジャンプし、インフレ加速をもたすことを意味している。1980年代に入り、為替レートの大幅切下げ、第二次石油ショックの影響、農業不振、賃金改定、補助金カットなどの供給ショックが引き続いた。このような供給ショックに対し、アコモデイティブな貨幣供給政策が自動的にすばやくなされれば、供給ショックは産出量ではなく、もっぱらインフレーションの上昇として現れる。とくに、ブラジルでの80年代のインフレ率のジャンプとその後の持続は、これらの連続的な供給ショックと需要側のアコモデーションと

で説明できる。

これらの問題は、総供給・総需要の分析においては、総供給曲線の右下への調整が遅れることを意味し、このため供給ショックの影響が累積していく。ただし、インデクセーションは、インフレーションに対しイナーシャと供給ショックのトランスミッションをもたらすことになるが、他方で、需要面でのショックに対し、産出量や雇用などのリアル面での変動を小さくする役割を持っていることに注意しておこう（西島[1984]）。

## 2. 累積債務危機と実質為替レート切下げ

多くのラテンアメリカ諸国では、1982年の債務危機の発生とともに、新規資金流入がきわめて困難となり、債務利払いのために大幅な貿易黒字への転換を余儀なくされた。このため、厳しい輸入削減と実質為替レートの急激な切下げが実施された。一般的に、海外資金が十分に流入し貿易赤字を補填するかぎりには実質為替レートの切下げを必要とせず、70年代後半からアルゼンチン、チリ、ウルグアイで典型的にみられたように、過大評価レートに基づくインフレ抑制政策が可能である。しかし、債務返済のために大幅な貿易黒字が必要となれば、実質為替レートの切下げは不可避である。このような切下げは輸入原材料の国内価格上昇を通じる新たな供給ショックとなり、持続的な総供給曲線の左上方シフトをもたらすと同時に、代替効果を通じて自国財需要を高める。また、為替切下げと同時に実施される輸入制限は、生産に必要な原材料や投入財の入手を困難とし、いっそう供給を制約することも重要である。

さらに重要な問題は、為替切下げが政府財政を圧迫する問題である。たとえば、ブラジルの対外債務の約8割は政府もしくは政府系企業の債務であり、政府は利払いのために民間よりドルを購入しなければならない。民間部門で貿易黒字を作りだし、ドルを供給させるためには実質為替レートの切下げが必要である。しかし、この為替レートの切下げは、政府部門のドル建て債務

が現地通貨で計れば増額することを意味し、この増額分は財政赤字の増加となる。このような財政赤字の増加は、政府部門がドル購入のための特別の資金を持たないため、政府国債の発行と貨幣のプリントで埋めることになる。ブラジルでは、かかる問題は「外債から内債もしくは貨幣へのトランスファー問題」と呼ばれている（本書第5章マセード論文；西島[1990b]、[1990c]）。

### 3. 民主化と財政赤字の拡大

1980年代におけるラテンアメリカのインフレーションの加速をもたらした外生的な要因として、いま一つの重要な問題は、民主化に伴う財政赤字のいっそうの拡大である。80年代はラテンアメリカにとって民主化は時代の趨勢であり、アルゼンチンは83年末、ブラジルは85年初頭、ボリビアは82年末にそれぞれ軍事政権から文民政権へと移管した。最後の軍事政権であるチリも90年に民政へと移管した。しかしながら、軍事政権から民主政権への移管によって、長年の軍事政権下で培われてきた所得分配の悪化などの社会的諸矛盾に対し、一般大衆からの改善への要求が強まり、また社会階層間の階級対立も激化する。

そもそも一般的にラテンアメリカ諸国においては、深刻な貧困問題のために失業の社会的コストは大きく、政治的安定を維持するためにインフレーションの抑制よりも雇用（産出量）の安定が重視されてきた。このため、経済成長を確保するために公共投資や政府系企業を通じて慢性的に一定の財政赤字が存在しており、この財政赤字を削減することはきわめて困難である。したがって、1980年代に入り、各国ともに民主化を開始したことは、大衆の支持を得るために社会政策面などにおいていっそうの支出拡大を余儀なくされることを意味し、財政赤字が拡大する傾向となった。とくにポピュリズムの性格をおびる政権の場合、この傾向はいっそう強くなる(Sachs[1989])。典型的な事例であるアルゼンチンのペロン政権、チリのアジェンデ政権、ペルーのガルシア政権をみれば明らかであろう。いうまでもなく、財政赤字の拡大

は、総需要曲線のいっそうの右上方へのシフトをもたらす。

#### 4. インデクセーション改定の短期化

ところで、インフレーションの加速については次の内在的要因の議論が必要である。第1は、賃金などのインデクセーションの改定期間の短縮化である (Macedo[1983] ; Simonsen[1983])。インフレ率が高くなればなるほど、実質賃金の目減りを防ぐために賃金調整のスピードを速める要求が強くなる。ブラジルでは賃金インデクセーションの改定期間が、インフレーションの高進とともに1年、半年、3カ月、1カ月と短縮化していった。為替レートのインデクセーションも、過大評価を避けるために切下げはきわめて短期間のインターバルでなされるようになり、1980年代の後半からは日々切り下げられている。いうまでもなく、公共料金、国債、その他の諸々の価格の改定期間も短縮化していく。これらの改定期間が短縮化され、その調整のスピードが速まることは、イナーシャの影響が弱まるかわりに、より近い過去のインフレ率の影響が強まり、たとえば賃金・インフレのスパイラルを強めてインフレーションを加速することとなる。このことは、総供給・総需要分析でいえば、需要側のショックに対する総供給曲線の左上方への調整が速まることを意味し、長期均衡のより高いインフレ率にすばやく到達することになる。

ここで、インデクセーションのもう一つの重要な問題を付け加えておく。インフレーションの加速とともに、労働者は賃金改定期間の短縮化だけではなく、インデクセーションにおいて基準となるインフレ率が今期の価格に反映される程度も大きくなるように要求を強める。このことは、理論的には総需要・総供給の分析において、短期の供給曲線の傾きが大きくなることを意味し、需要ショックや供給ショックのインフレーションへの効果を増幅することになる (西島[1984])。ただし、ショックがインフレ率に多く吸収される分だけ、実質面への影響が少なくなる。これらのことは、労働者や各階級にとっては、インフレーションによって被る実質的損失を避けるために必要な要求

であり、インフレーションの高進という犠牲を伴ってもなお、実質賃金や雇用確保を得ようとする行動を反映しているといえる。

## 5. インフレ期待の調整

インフレ加速をもたらす内在的な第2の要因は、インフレーションの高進とともにインフレ期待の調整スピードも速まることである。インフレーションの上昇局面においては、インフレ期待調整の遅れは実質資産や実質所得の損失をもたらすので、期待調整の改定期間が短期化する。インフレ期待の調整が速まれば、インデクセーションの場合と同様に、価格調整におけるイナershiaは低下し、インフレ・スパイラルが強まる。しかも、高インフレになればなるほどインフレ率自体の変動が大きくなり、正しいインフレ率の予測がより困難となるので、インフレーションを先取りした (forward-looking) 予想形成を行い、実質的損失を回避する行動が一般的となる。マーク・アップに基づく企業の価格決定や、賃金決定のうち労使間での交渉で決定される部分でインフレーションを先取りした予想が支配的となると、インフレーションの加速は避けられない。

ここで強調しておきたいことは、たんにインフレ期待係数が変化することだけでなく、その調整のスピードが、インフレーションの上昇局面では速まり、下降局面では遅まる非対称性を有していることである(西島[1988a])。このことは、ラテンアメリカのインフレーションを考えるうえで、重要な意味がある。たとえば、総需要拡大政策が実施されたときには、第1図におけるB点からの総供給の調整が速く、きわめて短期間にインフレーションが高進するのに対し、総需要抑制政策が実施されても供給側の右下方への調整は緩慢で、リセッションを長期化させ、オーソドックス・タイプの経済安定化政策を挫折させる一因となるからである。

## 6. オリベラ・タンジ効果

いま一つは、インフレーションの高進とともに財政赤字が拡大することである。すなわち、納税義務が発生した時点と、実際に納税される時点に時間的ラグが存在することから、インフレーションによって税収に実質的な目減りが生じるためである。ラテンアメリカでは、このような現象はしばしばオリベラ・タンジ効果と呼ばれている (Olivera[1967] ; Tanzi[1977])。いうまでもなく、インフレ率が高ければ高いほどこの徴税ラグに基づく実質税収の減少は大きく、財政赤字も拡大する。この財政赤字の拡大は、貨幣供給の拡大とさらなるインフレーションの加速をもたらし、税収がいつそう減少するスパイラルを結果する。また、税収のみならず、公共料金など公的部門の収入も徴収に時間的ラグが存在すれば、その実質収入の減少は免れない。

一般的にクロニックなインフレーションのもとで、租税にもインデクセーションが適応されていれば、税収の目減りはさほど大きくない。しかし、ブラジルにおいても、対 GDP 比の税収は1981～83年の期間では25.16%であったのが84～88年の期間には22.5%まで低下しており、インフレーションの高進とともにこのオリベラ・タンジ効果の影響を受けたとされている (第5章マセード論文)。しかし、かかる現象はハイパー・インフレのときに顕著に出現する。ボリビアでは80年に対 GDP 比で9.69%あった税収は84年には2.30%にまで極端に減少している (第6章浜口論文)。したがって、高インフレからハイパー・インフレへの転換のプロセスには、このオリベラ・タンジ効果が一つの重要な役割を果たしていると考えられている。

ところで、以上の1980年代のインフレ加速の議論は、アルゼンチンやブラジルを念頭におけば、いわゆるアウストラル計画やクルザード計画実施前夜の状況に対応している。しかし、ボリビアやアルゼンチンのハイパー・インフレを説明するには、以上の諸問題に加えて、さらなる議論が必要である。すなわち、基本的には、財政赤字の拡大に対し、最後の租税であるインフレ



税によって財政赤字をファイナンスするシステムが不安定となる問題である。

### 第3節 ハイパー・インフレ

本章では、主として、ハイパー・インフレを経験したボリビア、アルゼンチンと、1990年初頭できわめて高いインフレ率となっているブラジルを念頭において議論するが、細かい事実問題は以下の諸章に譲り、ハイパー・インフレの一般的な特徴と、それぞれの諸国のハイパー・インフレのメカニズムを検討する。なお、第1表には、89年のアルゼンチン、ブラジルの月間インフレ率と85年のボリビアのそれとが示されている。

第1表 月間インフレ率（消費者物価指数）

(%)

	アルゼンチン (1989年)	ブラジル (1989年)	ボリビア (1985年)
1月	8.9	70.3	68.9
2月	9.6	3.6	182.8
3月	17.0	6.1	24.9
4月	33.4	7.3	11.8
5月	78.5	9.9	35.7
6月	110.0	24.8	78.5
7月	196.6	28.8	66.3
8月	37.9	29.3	16.5
9月	9.4	36.0	56.5
10月	5.6	37.6	-1.9
11月	6.5	41.4	3.2
12月	40.1	53.6	16.8

(出所) INDEC (アルゼンチン統計院) ; Fundação Getulio Vargas (ジエトゥリオ・バルガス研究所) ; Sachs [1986]。

## 1. ハイパー・インフレの特徴

ハイパー・インフレはクロニックな高インフレと異なるいくつかの特徴を有している。ここでハイパー・インフレのさまざまな特徴を議論しておこう。

第1に、ハイパー・インフレとは、財政赤字がインフレ税のみによってファイナンスされるきわめてマネタリーな現象であることである。大きな財政赤字が存在し、これをファイナンスする特別の財源をもたない場合、貨幣プリントの拡大によってインフレーションをもたらすことが最後に残された手段である。すなわち、インフレーションの加速とともに人々が保有する貨幣の実質残高価値が減価するので、インフレーションがあたかも一種の税金のように機能し、これによって財政赤字をファイナンスすることである。したがって、一般的に「インフレ税」と呼ばれている。

しかし、インフレーションの高進と同時に、人々は実質貨幣保有を減少させるので、インフレ税の課税ベースが失われる。このため、政府は一定の財政赤字を維持するためには、いっそう加速的に貨幣を増発させてインフレ税を確保せざるをえない。しかし、このような貨幣の増発はさらにインフレーションを加速し、いっそう課税ベースを減少させるため、際限なくかかるプロセスが引き続き、遂にはハイパー・インフレが生じる。したがって、ハイパー・インフレはインフレ税モデル（もしくはシーニョリッジ・モデル）で分析されるのが一般的であり、しかも単なる高インフレ均衡ではなく、ハイパー・インフレをインフレ率の累積的な、一方的加速と捉え、不安定な発散過程として分析される（Bruno and Fischer[1977]）。

このようなインフレ税（もしくはシーニョリッジ）とインフレーションとの関係は、ボリビアのハイパー・インフレの時期に典型的に観察しうる。いま、シーニョリッジを名目GDPでマネタリー・ベースの増加分を割ったもので代理すると、1980年から84年の5年間に、0.21%、3.63%、13.35%、18.27%、23.1%へと急激な上昇を示している。逆に、安定化政策が実施され

インフレーションが収束に向かうと、85年の5.68%、86年の-5.37%へと著しい低下となっている（浜口論文）。このように、ハイパー・インフレは、政府がもっぱら貨幣プリントで財政赤字をファイナンスせざるをえず、一定のインフレ税の課税ベースを維持するために、常にインフレ率を上回って貨幣が供給されなければならない、このプロセスが累積的に引き続くきわめてマネタリスト的な世界で出現する。

第2は、ハイパー・インフレがドラライゼーションと密接な関連を有していることである。ラテンアメリカの多くの諸国においては、インフレ・ヘッジのために人々はドル資産を保有しているのが一般的である。国内でドル保有が公認されている場合には主としてドル預金という形で、また禁止されている場合には海外でのドル預金（資本逃避）、もしくは自由（ヤミ）為替市場でのドル現金の調達という形で保有している。さらに、高インフレが続き自国通貨価値が激しく下落すれば、通常取引における計算単位として表面的にか暗黙的にドルが利用されるに至る。かかる現象はドラライゼーションと呼ばれる。

ところで、ドラライゼーションが一般化した経済においては、なんらかの理由でインフレ期待が急激に高進したり、国内政情不安や国際収支危機のため為替切下げ予想が支配的となると、自国通貨への信認がいっそう失われ、自国通貨からドル資産へとポート・フォリオのシフトが急激に生じる。このことは、実質貨幣残高の低下とインフレ税の課税ベースが著しく収縮することを意味し、ハイパー・インフレを不可避とする。ボリビアにおいてもアルゼンチンにおいても、ドル資産への急激なシフトがハイパー・インフレの直接的原因であった。したがって、ドラライゼーションはハイパー・インフレの欠くべからざる一つの要因であるといえる。ちなみに、ボリビアの商業銀行におけるドル建て定期預金とペソ建て定期預金の比率は、1973年の10%から82年には150%にまで上昇し、ドラライゼーションの進展を物語っている（Cardoso[1989]）。

第3は、ハイパー・インフレとなれば、インフレーションにおけるイナ-

シャが消滅していくことである。人々は日々の経済活動においてインフレ予想や自らの価格決定を行わなければならないが、きわめて高率のインフレーションのもとでは、実質的な損失を被らないためには、適当なインフレ指標に基づいた遅れのないインフレ予想の調整や価格調整が要求される。一般的には、遅れがなく情報収集コストがかからないインフレ指標として、日々刻々に成立している自由為替市場レートの切下げ率が唯一のインフレ指標となる。消費者物価指数などはデータの収集・整理などで公表までに最低数週間を必要とするため、もはやインフレ指標としては無意味である。したがって、諸価格は為替レートに基づいて瞬時的に調整されることになるが、ハイパー・インフレに近づけば近づくほど、調整の遅れはきわめて小さくなり、インフレーションにおけるイナershiaは失われていく。

ところで、ここで興味ある問題は、すべての価格改定が瞬時的に一つのインフレ指標に基づいてなされれば、すべての価格がこの自由為替市場レートに同調(シンクロナイズ)することを意味し、相対価格のばらつき、もしくは分散が小さくなる可能性である。一般的に、比較的低いインフレ率のもとでは、インフレ率の上昇は、経済主体間の予想形成の相違や市場支配力の相違、もしくは階級対立の結果などから、相対価格におけるばらつきを大きくするとされている。しかし、きわめて高いインフレ率のもとでは、市場支配や階級間の争いで実質所得の損失をカバーすることはできなくなり、むしろ急速に加速するインフレ率自体に遅れないことが重要となってくる。このため、すべての主体にとって最も都合のよいインフレ指標にインフレ予想が収斂していくため、相対価格のばらつきは失われていく。この意味で、「ハイパー・インフレは完全に伸縮的な価格、賃金システムと似ている」(Kiguel and Livatan[1988], p.256)のかもしれない。もし相対価格の変動がきわめて小さくなっておれば、各セクター・各階級間の対立も弱まっていると予想され、ハイパー・インフレにおいては安定化政策が成功しやすいことの一つの理由となるかもしれない。しかし、このことはハイパー・インフレがリアルへの影響をもたないということの意味しない。ボリビアにおいては、ハイパー・イ

ンフレの期間には実質成長率が著しく低下している。またハイパー・インフレ自体がもたらす「インフレーションのコスト」も無視しえない規模であったことは想像に難くない。実質賃金もこの時期には大幅に低下している。したがって、上のコンテキストでいえば、ボリビアのハイパー・インフレであっても、相対価格の変動がなくなるほどの究極のハイパーではなかったのか、もしくはハイパー・インフレであっても、相対価格は均衡での水準で落ち着くのではなく、どこか不均衡な水準に収束していたのかもしれない。

第4は、ハイパー・インフレが突然にしかも急激に終息することである。かつての両大戦間のドイツ、オーストリア、ハンガリー、ポーランドなどにおけるハイパー・インフレ収束の経験もそうであったし、ボリビアのケースもそうであった。ドイツなどの経験に関しては、サージェントは財政政策レジームの激的な変化が、ハイパー・インフレの突然の終息をもたらしたとしている(Sargent[1986])。すなわち、きわめて厳格な財政均衡化(レジーム・チェンジ)が実施されたため、人々が政府の安定化政策を信頼するにいたり、このことがインフレ期待をドラスティックに鎮静化し、ハイパー・インフレが劇的に終息したという議論である。しかし、レジーム・チェンジによるクレディビリティの回復は長期的なインフレーションの終息には疑う余地のない条件であるが、ボリビアでの劇的なハイパー・インフレの終息を説明するには不十分であるかもしれない。厳格な財政赤字のコントロールが実施され、クレディビリティが回復したのは、インフレーションが収束してから数カ月後であったからである。

この点に関し、サックスは次の異なる解釈をしている(Sachs[1986])。ハイパー・インフレにおいては、すべての価格の変化が為替レートの切下げ率と同調しているので、為替レートの安定化によって、国内インフレ率が瞬時的に貿易財の世界インフレ率にリンクすることである。為替レートの安定化とは、公定レートと自由レートを一本化し、公定レートを自由レートの水準にまで切り下げた(1337%)ため、以後公定レートが実勢のレートを反映し、安定化したものである。したがって、このような為替レートの安定化は、一種

のアンカーとしての役割を果たし、劇的にハイパー・インフレが終息することになる。しかし、いうまでもなく、為替レートの安定化は、短期的なインフレ安定化にとって十分条件であるが、財政改革もまた長期的なインフレ安定化にとって不可欠であることにもサックスは言及している。

以上の議論に加えて、ハイパー・インフレにおいては安定化政策がクレディビリティを得られやすいという点に触れておこう (Kiguel and Liviatan [1988])。第1の理由は、ハイパー・インフレではシーニョリッジが原因であることが人々に明確に認識されるので、貨幣供給をストップする政策は妥当な政策としてよりクレディブルとなることである。第2の理由は、ハイパー・インフレにはそれ自体がもたらす無視しえないコストが存在することから、長期的には持続しえないと判断され、安定化政策が受け入れられやすいという点である。逆に、インデクセーションなどインフレーションの実質面への影響をカバーする制度が一般化していると、ハイパー・インフレへの転化は防げるが、高インフレの持続を可能としてしまう。このような状況下では、インフレ抑制政策が引き延ばされる傾向にあることを人々は知っているので、経済安定化政策はクレディブルとはならないであろう。

とにかく、ハイパー・インフレのもとでは、安定化政策がクレディブルとなりやすい状況にあり、このもとでドラスティックな制度的改革が実施され、為替レートの固定化がアンカーの役割を果たせば、ハイパー・インフレはクロニックな高インフレと異なり、突然に終焉することになる。

## 2. 各国のハイパー・インフレへの経緯

次に、ボリビア、アルゼンチンのハイパー・インフレへの経緯と、ブラジルにおけるハイパー・インフレの可能性を議論しよう。ここでも、議論の理論的背景は序章で登場したインフレ税モデルである。すでに述べたように、インフレ税モデルにおいては、ハイパー・インフレは累積的な不安定過程として表現される。財政赤字をインフレ税によってファイナンスするために貨

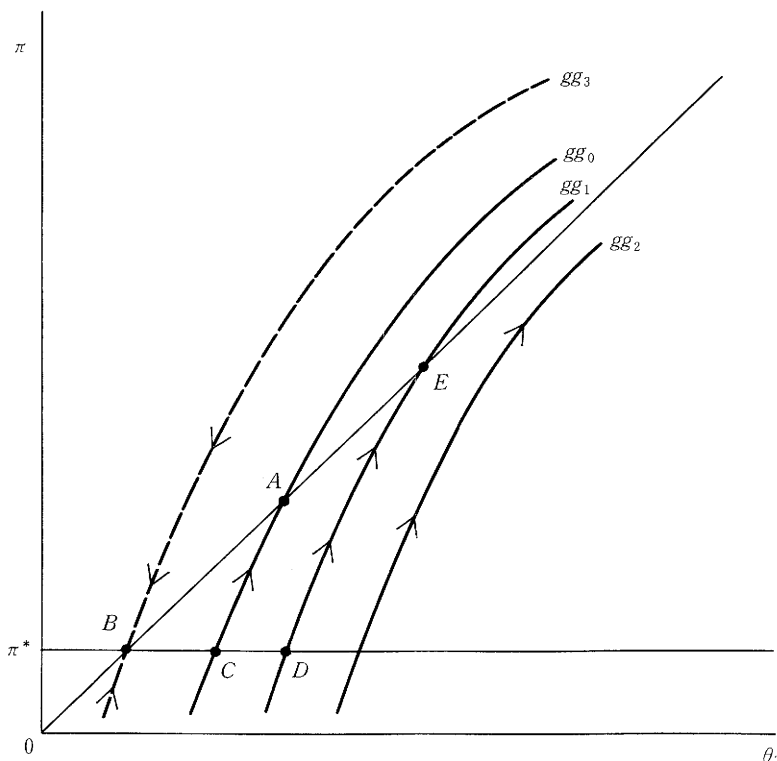
幣供給を拡大しても、インフレ税の課税ベースの減少がそれを上回るため、いっそう加速的に貨幣供給を拡大しなければならない状況である。

### (1) ボリビア

ボリビアのハイパー・インフレをもたらした基本的背景は、以下の諸点である (Sachs[1986]； Morales[1988])。第1は、1979年から82年の期間に、軍事政権と民主政権との間で9回にわたり政権交代が繰り返され、また政権の腐敗やコカインとの関わりなど、国内的には著しい政治的混乱をもたらし、また国際的にも孤立化していったことである。このことは、それまで政府財政をファイナンスしてきた対外借入れが急激に困難となり、政府は中央銀行からの借入れに頼らざるをえなくなることを意味している。対外借入れが急激に不可能となり、また国際利子率が高騰したため、80年にはGNP比で4.9%の純資本流入であったのが、83年には5.2%の純資本流出に転じたとされている。したがって、債務返済負担はGNP比で10%に達する財政赤字の拡大をもたらし、これをもっぱらインフレ税でファイナンスすることを強いられることになった。

さらに、ボリビアの輸出の8割近くが錫と天然ガスで占められているが、政府財政収入の4～5割がこれらを輸出する政府系企業の収入から得られているため、これらの国際価格の悪化や過大評価レートによって、深刻な対外不均衡と財政赤字の拡大がもたらされたことも重要である。いうまでもなく、インフレーションの加速は、オリベラ・タンジ効果によって実質政府収入を侵食し、いっそうの財政赤字拡大と加速的な貨幣供給をもたらした。このような状況下で、1982年10月にはシレス・スアソ政権が誕生したが、85年のエステンソロ次期政権までに計6回にわたる非整合的な安定化政策を実施したために事態はいっそう混乱した。この間、非ドル化政策による過大評価、資本逃避の激化、自由為替市場のプレミアムの沸騰などが生じた。また、民主政権であるがゆえにポピュリスト的性格が強く、労働者の賃上げ要求を再三にわたって受け入れることによって、賃金・インフレーションのスパイラル

第2図 各国のハイパー・インフレの経路



をもたらし、他方で公務員賃金の引上げは財政赤字拡大の一因となった。また、シレス政権とコアリッションにある政党は公的部門の縮小や実質賃金の低下に強く抵抗し、逆に対立政党は税制改革に抵抗するといった、階級対立を封じ込められなかったことも重要である。

以上のような状況を考慮し、端的にボリビアのハイパー・インフレを表現すれば以下のとおりである。便宜のために序章で用いたインフレ税モデルの図を第2図で再録しておこう。以上の対外借入れの停止、輸出の停滞、オリベラ・タンジ効果などは、大規模で急激な財政赤字の拡大をもたらし、第2図においては  $gg$  曲線が45度線と接しなくなるまで右方にシフトさせ ( $gg_2$  曲



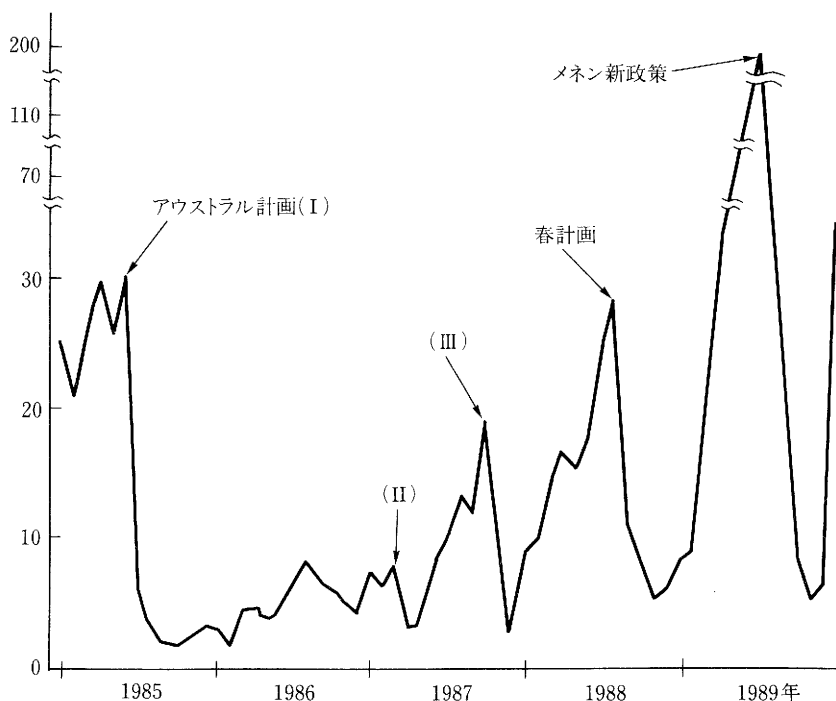
線), 累積的なインフレ率の発散をもたらしたと解釈される。しかし, シレス・ソアソ政権は, 階級対立の制約のなかで整合的な安定化政策を実施できず, 政府に対するクレディビリティは失われていき, いっそうドラライゼーションが進行し, ハイパー・インフレを抑制することはできなかった。このため, インフレ率は85年の安定化政策まで *gg* 曲線上を際限なく上昇していくこととなった。

## (2) アルゼンチン

アルゼンチンのハイパー・インフレをもたらした基本的背景は次のとおりである。1983年にアルフォンシン前大統領が政権を担当した時点では, 深刻な財政赤字, 対外債務問題などのマクロ不均衡, 政府部門の過度の経済介入など, 種々の経済問題を引き継いでおり, 経済政策の選択肢に制限があった。アルフォンシン政権が民主政権であるがゆえに, 各階級・各セクターのコンフリクトが尖鋭化し, 経済政策や実質為替レート政策の自由度が失われていたことも重要である。このため, オーソドックス・タイプの安定化政策が実施できずヘテロドックス・タイプの安定化政策が採用されたが, 財政赤字の縮小が実現しなかったためにこれに失敗し, 失敗が繰り返されるたびに, 政府に対する信頼が失われてしまった。さらには, 政府に対するクレディビリティの喪失とともに, 海外逃避, ドラライゼーション, 地下経済化が進展し, いっそうマクロ政策の有効性を損なったことも無視しえない。第3図には, アルゼンチンのインフレ率の推移が示されているが, ヘテロドックス・タイプの安定化政策が失敗するたびにインフレ率がジャンプするさまがみごとに表現されている。

かかる状況下で, インフレーションが進展し, 遂には1989年に入りハイパー・インフレの出現となるわけであるが, 直接的な原因は急激なドル逃避(自国通貨アウストラルの放棄)によってインフレ税の課税ベースが著しく減少したことである(西島[1989])。とくに, 4, 5月に入ってからインフレーションの急加速は, 5月の大統領選挙に関わる政治的見通しの不確実性とあい

第3図 アルゼンチンの月間インフレ率（消費者物価指数）（%）



(出所) INDEC。

まって、政府の為替市場からの撤退が重要な要因となっている。それまで、ドル逃避と為替レート減価の加速を弱めるために為替市場への介入を実施していたが、2月には外貨準備の枯渇のためにこれを断念するに至った。当時のアルゼンチンの外貨準備は数億ドル程度であり、債務国であるブラジル、メキシコ、ベネズエラからのつなぎ融資（1億2500万ドル）と東京のアルゼンチン公館敷地の売却益（2億7500万ドル）をあてにしなければならない状態だったからである。また、ボリビアへの天然ガスの支払いさえも滞っている状態である。しかし、この為替市場介入の放棄は、政府のインフレ抑制政策の放棄と解釈され、決定的なドルへのラッシュと自国通貨の放棄を引き起こ

し、ハイパー・インフレとなった。

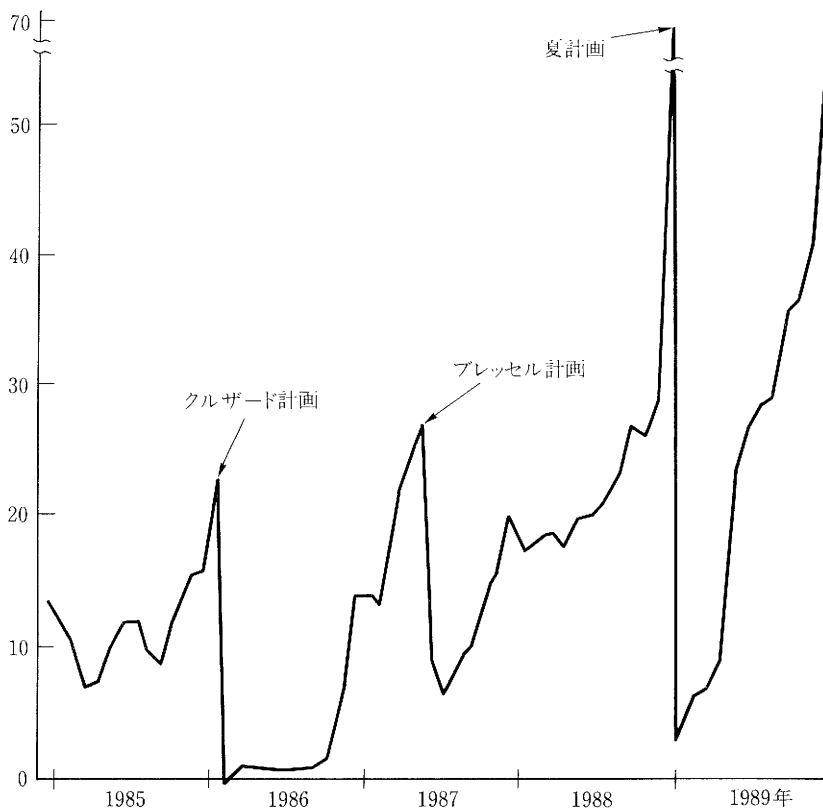
このようなプロセスは、インフレ税のモデルでは以下のように表現される。第3図より明らかなように、価格凍結を含むアウストラル計画などの安定化政策は、それが挫折し凍結解除がなされるたびに、インフレ率をさらに高進させた。このような現象は、安定化政策の失敗とともに政府に対するクレディビリティがいつそう喪失していったことの結果に他ならない。ところで、これまでのインフレ税モデルに若干の変更を加え、たとえば貨幣とドル資産の2資産モデルを考慮すると、財政赤字の水準が一定であっても、このクレディビリティの喪失は自国通貨からドルへのシフトをもたらすので、それだけインフレ税の課税ベースが収縮し、一定の財政赤字をインフレ税でファイナンスするためにはいつそう貨幣供給を拡大しなければならないため、 $gg$  曲線は右方へシフトすることになる。

さて、第2図において、経済は当初  $A$  点にあるものとする。政府は、ヘテロドックス・タイプの安定化政策により、価格凍結で  $\pi^*$  までインフレ率を低下せたとしよう。もし、価格凍結とともに  $gg_3$  曲線で示される財政赤字の縮小が実現したとすると、以後安定的な  $B$  点にとどまり、安定化政策は成功する。しかし、現実には財政赤字の縮小はいずれの計画においても実現せず、凍結解除とともに経済は  $C$  点から元の  $A$  点に戻ろうとする。しかし、問題は安定化政策の失敗とともに、政府に対するクレディビリティが低下していることである。このため、 $gg$  曲線は同じ財政赤字の水準であっても右方にシフトしており ( $gg_1$  曲線)、 $D$  点から新しい均衡点  $E$  点へと歩いていく。したがって、安定化政策が失敗するとインフレ率は元の  $A$  点より高い  $E$  点を結果する。このように、再び安定化政策が実施され同じ失敗のプロセスを繰り返していくと、遂には  $gg$  曲線が45度線と交差しないところまでシフトし、ハイパー・インフレの出現となる。

### (3) ブラジル

ところで、ブラジルではインフレ率は1989年12月現在で月率53.6%に達し

第4図 ブラジルの月間インフレ率（消費者物価指数）（%）



（出所） FGV, *Conjuntura Econômica*, 各号。

ている。かかる高インフレはハイパー・インフレと呼ぶに値するかもしれない。現在のブラジル経済はヘテロドックス・タイプの安定化政策の失敗とハイパー・インフレ突入寸前という点で、アルゼンチンと同様の経路を歩んでいるかにみえる。第4図にみるように、クルザード計画、ブレッセル計画、夏計画など、ヘテロドックス・タイプの安定化政策の繰返しとともに、インフレ率がより高くなる現象でアルゼンチンと共通している。また、政権交代に際し、大統領選挙時点での誰が選出されるかについての思惑、コロール候補当選後には新政権が実施するであろう新経済政策に対する不安感など、ア

ルゼンチンでの政権交代期にみられたのと同様の混乱がみられ、インフレーションがますます加速する事態となった（西島[1990b]）。

しかし、ここで注意しなければならないことは、ブラジルにおいては、確かにドル、金などへの資本逃避は急増しているが、依然としてインフレ・ヘッジの逃避先として国債が重要な役割を果たしているという点である。したがって、このような国債を民間が保有し続け、国債の発行によって財政赤字がファイナンスされうるかぎり、爆発的な貨幣供給の増発はないと考えられることである。このことは、これまでインフレ率が徐々に高進してきたことでも窺える。このような国債のほとんどはインデックス付きで、インフレ・リスクをカバーするために人々はインフレ・ヘッジとしてそのポート・フォリオを国債にシフトさせてきた。しかし、現実にはこれらの国債は「オーバー・ナイト」でしか保有されず、人々は購入した債券を翌日には売却し一夜の利鞘を稼いでいる。したがって、準通貨もしくはインデックス付きの紙幣と呼べる性格のものであり、流動性は著しく高い。

ところで、このような国債を市中に十分に保有させるためには、実質利子率を高めに誘導する必要がある。しかし、民間に国債を保有させるための高利子政策は、さらに国債の利払い負担を高め、いっそう財政赤字を拡大することに注意が必要である。もし実質利子率が経済成長率を上回るならば、利払いのためには財政黒字の創出が必要であるが、これが困難であることから、貨幣をプリントするか利払いのためにさらに国債を発行せざるをえない。しかし、このような国債の累積を無限に続けることはできない。1989年末には、外債が1120億ドルに対し、内債（国債）は900億ドルにまで累積してきた。したがって、短期的には国債の発行によって貨幣供給を制限しインフレーションを抑えることができたとしても、長期的にはより高いインフレーションをもたらすことを意味し、いずれ内債の支払い拒否（内債モラトリアム）が不可避となる。人々が内債のモラトリアムを予想するに至れば、国債からドル、不動産などへの逃避が生じ、財政赤字は貨幣プリントのみでファイナンスされることになり、ハイパー・インフレがもたらされる。

以上のようなブラジルのハイパー・インフレのシナリオは、インフレ税モデルで解釈できる（西島[1990a]）。ここでも若干の変更を加え、貨幣、国債、ドルの3資産モデルに拡張すれば、国債からドルへの逃避は、これまで国債でファイナンスされていた財政赤字がもつばら貨幣供給の拡大でファイナンスせざるをえなくなり、*gg* 曲線が右方へシフトすることとして表現されるが、その程度が大きければハイパー・インフレは避けられない。したがって、国債へのクレディビリティが決定的に重要である。

コロール候補は、内債モラトリアムを避けるために、内債のリスクと低金利の維持を表明しているが、今年3月の新政権誕生までの期間は、現サルネイ政権は政策担当責任を放棄し、すべての残された困難な問題を先送りしようとする一種の政府不在の状態となり、抜本的な政策変更は実施されない。問題はやはり新政権がいかにオーソドックス・タイプの安定化政策を実現し、国債の累積をストップし、国債へのクレディビリティを回復しうるかどうかにかかっている。

しかし、新政権が経済抑制を伴うオーソドックス・タイプの安定化政策と政治的支持のバランスを実現できるかどうかは微妙である。貧困問題はアルゼンチンと比較してもはるかに深刻である。オーソドックス・タイプの安定化政策が経済成長と貧困問題に対しては短期的な解決策ではなく、むしろ悪化させることを考慮すると、これを厳格に実行すれば、労働者、貧困層からの抵抗は避けられず、政治的支持基盤を失う。しかし、厳格に実行しなければ財政赤字はなくなり、政府に対するクレディビリティは生まれない。いずれ、内債累積の限界点に到達し、ハイパー・インフレとなる。コロール新政権の課題はあまりにも大きいと言わざるをえない（西島[1990c]）。

## [参考文献]

- Baer, W., "The Inflation Controversy in Latin America: A Survey," *Latin American Research Review*, Vol.2, No.2, February 1967.
- Blejer, M. and N. Liviatan, "Fighting Hyperinflation: Stabilization Strategies in Argentina and Israel, 1985-86," *IMF Staff Papers*, Vol.34, No.3, September 1987.
- Bruno, M., "Econometrics and the Design of Economic Reform," *Econometrica*, Vol.57, No.2, March 1989.
- Bruno, M. and S. Fischer, "Seigniorage, Operating Rules and the High Inflation Trap," *NBER Working Paper*, No.2413, October 1987.
- Campos, R. O., "Two Views on Inflation in Latin America," A. Hirschman ed., *Latin American Issues*, New York, Twentieth Century Fund, 1961.
- Campos, R. O., *Reflections on Latin American Development*, Austin, University of Texas Press, 1967.
- Cardoso, E., "Hyperinflation in Latin America," *Challenge*, January-February 1989.
- Cardoso, E. and R. Dornbusch, "Brazil's Tropical Plan," *American Economic Review*, Vol.77, No.2, May 1978.
- Felix, D., "An Alternative View of the Monetarist-Structuralist Controversy," A. Hirschman ed., *Latin American Issues*, New York, Twentieth Century Fund, 1961.
- Kiguel, M. and N. Liviatan, "Inflationary Rigidities and Orthodox Stabilization Policies: Lessons from Latin America," *World Bank Economic Review*, Vol.2, No.3, 1988.
- Macedo, R., "Wage Indexation and Inflation: The Recent Brazilian Experience," R. Dornbusch and M. Simonsen eds., *Inflation, Debt, and Indexation*, Cambridge, MIT Press, 1983.
- Morales, J.A., "Stabilization Policy in Bolivia," M. Bruno, G. Di Tella, R. Dornbusch and S. Fischer eds., *Inflation Stabilization*, Cambridge, MIT Press, 1988.
- Olivera, J., "Money, Prices and Fiscal Lags: A Note on the Dynamics in

- Inflation," *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, No.26, 1967.
- Sachs, J., "The Bolivian Hyperinflation and Stabilization," *NBER Working Paper*, No.2073, 1986.
- Sachs, J., "Social Conflict and Populist Policies in Latin America," *NBER Working Paper*, No.2897, 1989.
- Sargent, T., *Rational Expectations and Inflation*, New York, Harper & Row, 1986.
- Simonsen, M., "Indexation: Current Theory and the Brazilian Experience," R. Dornbusch and M. Simonsen eds., *Inflation, Debt, and Indexation*, Cambridge, MIT Press, 1983.
- Tanzi, V., "Inflation, Lags in Collection and the Real Value of Tax Revenue," *IMF Staff Papers*, Vol.24, No.1, March 1977.
- Taylor, L., *Structuralist Macroeconomics*, New York, Basic Books, Inc., 1983.
- Wachter, S. M., *Latin American Inflation*, Cambridge, Lexington Books, 1976.
- 西島章次「ブラジル経済におけるインデクセーションと経済安定——合理的期待モデル——」(『国民経済雑誌』第149巻第3号, 1984).
- 西島章次「ラテン・アメリカのインフレーション——マネタリストと構造派の理論的総合化——」(『経済経営研究年報』〈神戸大学〉第36号〈II〉, 1986).
- 西島章次「ラテン・アメリカにおける非対称的インフレ期待形成」(『国民経済雑誌』第157巻第4号, 1988a).
- 西島章次「ラテン・アメリカのインフレ」(『日本経済新聞』9月5日～9月10日〈「やさしい経済学」〉, 1988b).
- 西島章次「ラテン・アメリカのハイパー・インフレと経済危機——アルゼンチンとブラジル——」(上・下)(『世界経済評論』第33巻第11—12号, 1989).
- 西島章次「財政赤字・インフレ税・ハイパーインフレ」(『国民経済雑誌』第161巻第2号, 1990a).
- 西島章次「ラテン・アメリカ経済の混迷——ハイパー・インフレの現状と今後——」(『世界経済評論』第34巻第3号, 1990b).
- 西島章次「ラテン・アメリカの債務返済とインフレーション」(『海外投資研究所報』第16巻第7号, 1990c).