

アメリカのインフレーション

——歴史的文脈——

Inflation in the US: A Historical Context

本田浩邦（獨協大学）

Honda Hirokuni (Dokkyo University)

はじめに——報告の目的

本報告では、アメリカのマクロ経済の長期的変化を概観し、1970年代以降の経済政策の推移と金融政策の特徴を考察する。そのうえで、現在のインフレのもつ意義を明らかにする。

I アメリカ経済の長期停滞

1. 長期停滞の構図

1970年代、先進諸国の経済は、それ以前の高い経済成長の時代を終え、長期停滞に直面し現在に至る。長期停滞の基本的な特徴を列挙すれば次のとおりである。

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

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

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

また、経済成長率の低下は、生活水準そのものの低下を直ちに意味するものではない。その社会が公正な所得分配の状態を実現できれば、豊かな生活を維持することは可能である。しかしそれは資本蓄積の拡大を目的とする企業にとっては、収益性を損なうもので耐え難い。したがって企業サイドからは分配の平等よりも生産性の一層の増大が求められるようになる（図4）。

2. 長期停滞の時代の経済学

20 世紀初頭と 21 世紀初頭の経済学を対比させて、長期停滞の特徴を描いてみよう。

まず、19 世紀末から 20 世紀初頭の経済学には、世紀末不況の影響が端々にみえる。シュムペーターの『経済発展の理論』（1912 年）は、19 世紀末不況の特徴である長期停滞、独占的経済力集中、低金利の 3 つの要素が集中的に描かれている。その著作で、彼は、ジョン・ベーツ・クラークの彫琢した限界生産力理論を基礎に、静態的な経済は利潤も利子も生まない傾向にあることを強調した。

彼によれば、生産価格は、賃金と土地という本源的生産要素のコストを賄うのみで、生産者の利潤は競争過程で価格が押し下げられることによって消滅する。利子が発生するとすれば、それは独占によるものだという。生産物の価格が費用を上回るのは、独占が存在する場合のみである。生産物の価格は、賃金、地代、独占利潤に分割される。独占は、生産諸力を新たに結びつけることによって高価な生産物を生み出す。そして、その担い手は起業家である。

しかしそうした独占の作用も経済全体の停滞を克服するには不十分と考えられていたようである。彼は次のようにいう。

「高度に発達した国民経済の利子率が、発展の低い国民経済のそれに比して多くの場合低いのは、前者においてはリスクがはるかに少なく、技術が進歩しているためである。われわれは具体的な国民経済の状態にとって、相対的に低い資本利子をたしかに一般に富裕の徴候として認めるものであるが、しかしそれを同時に静止状態とはいわないまでも、将来の発展力の欠如の徴候として認めるであろう」（邦訳下巻 p. 180）

シュムペーターは、利子の高さは経済状況全般のバロメーターであると考えた。その水準を引き上げるのは起業家であり、富裕な経済であっても技術革新の可能性はつねに残されているので、利潤と需要の可能性は無限であるとも付け加えている（p. 150-151）。つまりシュムペーターは、経済停滞のなかで起業家による技術革新の光明を見いだそうとしたといえる。

独占の問題を別の角度からとらえたのは、ルドルフ・ヒルファディングであった。彼は、『金融資本論』（1910 年）において、「利潤率の低下は、せいぜい、利子の理論的に可能な最高限界が、すなわち利潤が、低下する、という意味をもつにすぎない。しかし、一般的に

比較的長期間にわたってこの最高限界に到達することはないのだから…」(邦訳上巻 203)と述べているように、利潤率は徐々に低下するが、利子率を侵食するまでに至るにはかなりの時間がかかるとみている。

彼の場合には、創業者利得や小経営からの利潤移転による独占部門の利潤は、資本蓄積の結果による利潤率の低下傾向を相殺するほど大きいと想定されている。その意味で、収益性の面においては、ヒルファディングは、シュムペーターに比べて楽観的といえる。ヒルファディングの悲観論はむしろ、収益性の問題が金融資本の支配強化という命題と結びついたところにある。

「発達した資本主義的諸関係においては利子率はわずかしか変動せず、これに反して利潤率は低下するのだから、ある程度において総利潤における利子の分け前が、企業者利得に比して増大する。この事実は、利子率低下という定説(ドグマ)とは矛盾するが、しかし諸事実とは一致するものであり、同時に、利子付き資本の、したがって銀行の、勢力と意義の増大の一原因であり、また、資本の金融資本への転化のための重要な一槓杆である」(邦訳上巻 p. 204)

シュムペーターとヒルファディングを比較すると、両者ともに、経済発展が利潤率と利子率とともに低下させるが、独占あるいはそれによってもたらされる新しい技術が、利潤率および利子率の低下に逆に作用するとみていることが分かる。しかし、同じ独占、すなわち経済力と技術力の集中を単純に経済成長に結びつける前者の見方と、高められた生産力による部門間不均衡や帝国主義的な資本輸出という壮大な構図に結びつける後者とは、資本主義観としては対照的といえる。

では、現在の経済学はどうであろうか。今日の長期停滞は、19世紀末の大不況と比べても、強い低成長、低価格、低金利圧力が働いている。現在の経済学は、ヒルファディングに倣い、長期停滞のもとでの経済力集中が資本と労働の力関係に及ぼす影響、政策的変化が経済構造、さらには対外的に及ぼす影響をも視野に入れるべきであろう。

今日の独占的な経済力集中と技術革新については、研究者のあいだで関心が高まっている。AI(人工知能)やセンサーなどの技術革新も注目されているが、しかしそれらは現在の長期停滞を克服するものというよりも、むしろ雇用不安を増幅させ、経済に下方圧力をかけるものとも危惧されている。技術開発競争は、国際的な経済的・軍事的覇権の争いの種となり、資源や物流の確保の問題は、20世紀初頭の帝国主義の時代とは異なったかたちではあるが、深刻な国家間の亀裂を生んでいる。

Ⅱ マクロ経済の段階的特徴

1. 歴史的経緯

1970年代から90年代まで、アメリカは、通貨政策や多国籍化など国際的要因を除けば、収益性の危機に、主として財政政策の拡張によって対処しようとした。その軌跡は、端的に貯蓄投資バランスでみた政府収支の悪化にみられる。財政収支はマイナス5%の水準まで低下し、その傾向は、レーガンの減税政策とあいまって1990年代初頭までつづく(図5)。莫大な政府支出は1970年代と80年代初頭に深刻なスタグフレーションのトリガーとなった。それに対する政策転換の画期となったのは、1979年以降のボルカー連銀議長による強い引き締め政策(QT)であった。

その後、政府支出は横ばいで推移するが、他方で、経常収支と家計収支が悪化した。結局、マクロ経済の不均衡は、スタグフレーションから財政と貿易の「双子の赤字」とかたちを変えて、経済の根底に残った。財政赤字に対する懸念が高まるにつれ、経済政策の主軸は金融政策へと移動した。グリーンズパン時代(1987.8~2006.1)に、ブラックマンデーやLTCM救済を契機に政策的に金利が引き下げられたが、それがさしたる物価上昇をも引き起こさなかったため、「グレート・モデレーション」(大安定期)と呼ばれた。

1990年代、FRBはFOMC内で物価安定という場合、消費者物価指数のみをターゲットとし、資産価格は度外視するという慣例ができた。しかし失業率と物価の安定の背後で、199資産インフレは顕著となった。住宅や株価のバブルはインフレとは呼ばれず、ブームとみなされ、その資産効果がもてはやされた。しかし、資産が平等に配分されているわけではないので、金融緩和によって富裕層はますます豊かになり、低所得者層は高い住居費、エネルギー価格、教育費、医療費に苦しんだ。

長期にわたる低金利は、金融市場でのレポ取引市場、デリバティブ、CDO(債務担保証券)を膨張させ、その後、金融危機を招来するひずみを生み出した。住宅市場の崩壊を契機に、2008年に金融危機が発生した。この対処のためにFRBは6000億ドルという大量の資金を市場に注入した。ときを経て、危機は表面上沈静化したが、金融危機からの回復後も、金融緩和策は縮小されることなく、バーナンキ連銀議長は、金融緩和を景気浮揚策として用いた(QE1~QE4)。

コロナ感染症のパンデミックがおこって以来、FRBは90日間で3兆ドルの資金を市場に注入した。企業の債権のみならず、ジャンクボンドまで購入するという無制限の介入に踏み切った。あるトレーダーはこう述べた。

「われわれは信用リスクを社会したのだ。そして経済の働き方の性格を永遠に変えたのだ」(Leonard [2022] p. 282)

こうした一連の政策的緩和の積み重ねの結果、長期停滞の状況は基底で続いたまま、経済には後述のように、スタグフレーションの時代とは異なった歪みが随所にもたらされた。

2. 金利政策

こうした経済経済の展開を金利と貨幣供給量の2つの面からみてみよう。

まず金利である。金利の指標として、10年もの財務省証券をもちい、それと経済成長率、消費者物価指数との関連でみると、次の点が指摘できる（図6）。

- 金利は1970年代まで、経済成長率を上回る水準で推移したが、それは当時の物価水準の高さに規定されたものであった。つまり戦後のケインズ政策の展開とともに物価も金利は比較的高くなる傾向があった。
- 80年代以降、金利は一貫して低下傾向を示し、現在までに、低位の経済成長率と重なる水準にまで落ち込んでいる。この時期に家計貯蓄率と企業貯蓄率はともに低下している。一般的には、金利は貯蓄と投資によって決まり、金利が下がると投資が回復すると考えられ、貯蓄不足は金利を引き上げるはずであった。しかし実際には、貯蓄と投資が相互的に縮小し、金利がそれらを均衡させる役割を持たなくなった。
- 現在の金利の低位は、財政赤字の金利負担の累積を抑える機能をも果たしてきたといえるが、別の面からみると、金利の下げ幅の余地は限られ、様々な弊害を生んでいる。長期停滞を金利低下で凌ごうとする政策対応はもはや限界に達しつつある。

こうした低金利政策のもたらした弊害は、およそ次のようなものである。

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

▽低金利は、経営の金融化をもたらし、企業の金融収益依存を強める。

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

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

▽低金利と通貨供給量の拡大は、株や金融資産、不動産の価値を高め、他方で、一般の人々は、高い住居費、医療費、学費、学資ローンの支払いを余儀なくされている。資産を持てるものと持たざるものとの経済格差を強めている。

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

▽低金利と通貨供給量の拡大は為替を安くする傾向がある。

まさに常態化した低金利政策は経済構造全般にとってアヘンであり、これらはその副作用である。いまやアメリカ経済は多臓器不全ともいえる状態であり、アメリカ自身が **too big to fail** あるいは **too big to bail** の状況にある。金融緩和の短期的な効果と長期的な弊害とがどのように帳尻を合わせるのかは即断しかねる。また、アメリカの金利の引き上げは、

低金利でアメリカから外へ流出していた資産の価格下落と金利負担の上昇という形で諸外国の経済危機を引き起こす可能性も否定できない。メキシコ、ポーランド、トルコなど、低利で借り入れていた国は、FRB がテーパリングを議論するたびに市場が下落する有様である。その意味では、1980 年代の途上国債務危機のパターンの再現も非現実的ではない。

長期の金融緩和による経済の歪の拡大は現在もつづいており、アメリカのジャーナリスト、クリストファー・レオナルドは最近の著作で、次のように述べている。

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

3. 通貨供給

つぎに通貨供給量の変化をみてみよう。ここでは国内総生産 (名目)、マネーサプライ (通貨供給量=現金と銀行預金など)、ベースマネー (現金と中央銀行当座預金の合計) の長期的推移をみる (図 7)。

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

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

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

しかし、その後も FRB は緩和をつづけ、徐々にマネーサプライは上昇をつづけた。しか

し金融緩和の効果はなく、経済成長率はその後も低迷をつづけ、2011 年から 2019 年までの経済の平均成長率は 2.2%、2020 年から 2021 年までは 1.1%と停滞傾向をくい止めることはできなかった。

不況に際しては中央銀行が積極的にマネーサプライを拡大し、経済成長のアクセルを踏むというのが主流派の経済政策であったが、ベースマネーを増やしてもマネーサプライが思うように拡大せず、さらにはマネーサプライが増えても経済成長は上向かないということが明らかとなった。

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

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

たしかに、家計への支援が悪性インフレを招かないように政府は慎重に物価を管理する必要があることは事実であり、実際にバイデン政権はその方向に動こうとはしている。しかしいたずらに、バイデン政権の国民向けの政策がインフレに直結するように説明するのは筋違いである。高利潤を手にしながら、コロナ危機やウクライナ戦争をもつけの幸いとばかり製品価格を恣意的に引き上げている企業の責任をこそ問うべきである。インフレの 6 割は「利潤主導」ともいわれる。家計支援策にこうした物価上昇の責任を負わすべきではない。マサチューセッツ大学のロバート・ポーリンは、「こうした政策的刺激がなければ、われわれは現在、インフレでなく、デフレを議論していたであろう」と述べたが、的確な指摘といえる (Pollin [2022])。

以上のように概観すると、マネーサプライが経済成長と物価にほとんど影響しなかったパンデミック以前と、強く影響するそれ以降の時期とではちがいがあることが分かる。要点を整理すると以下ようになる。

- 長期的にみて、通貨政策は徐々に効果をもたなくなり、政策的裁量の余地が狭まりつつある。他方で、基礎的な生産能力は内外含めて存在し、供給面は物理的には安定している。したがって大きな価格変動が生じる可能性は、戦争などの場合を除いて低い。そのような供給サイドの傾向は構造的に安定し、現在でもつづいている。「大安定期」(The Great Moderation)の時代の傾向は現在でもつづいているとみてよい。
- しかしコロナ禍でのように、国民の需要を直接補うような通貨供給量の拡大は経済成長を促進し、物価上昇の要因となりうる。同時にそれは市場支配力のある企業の便

乗値上げを誘発する。

Ⅲ 現在のインフレーションの意味

1. 経済のアキレス腱——住宅と株式

アメリカの金融緩和（QE）は、リフレを目的とした日本と異なり、住宅ローンや社債の金利を引き下げ、投資や支出を刺激するためのものだったとバーナンキは説明している。FRB の資産購入やゼロ金利はなによりも資産保有層に対して恩恵を与えた。企業は資金調達コストが下がったことによって、負債を爆発的に増加させた。非金融法人の借り入れは 2010 年から 2019 年まで、6 兆ドルから 10 兆ドルへと膨らんだ。その結果、1982 年に解禁されていた企業の自社株買いが、90 年代以降、低金利をバネに急増した。

金融緩和は経済の上層部に恩恵を与え、底辺層には弊害のみをもたらすという指摘がなされている。

歴史学者エドワード・チャンセラーは、リチャード・カンティロン（アイルランド出身で、フランスで活躍した経済学者。主著は『商業試論』1630 年）を取り上げて、この数十年間のアメリカの金融政策を批判する（Chancellor [2022] p. 58-61）。

カンティロンが『試論』で論じていることの一つが「カンティロン効果」と呼ばれるものである。それはつまり、金融政策は、経済全体に等しく恩恵をもたらすわけではない。金利の引き下げの効果はただであり、その恩恵には階級的、階層的なバイアスがある。上層ほど優遇され、下層は排除される。通貨供給量の拡大も同じであり、零細な起業家や庶民は現金での取引が多いことなどから貨幣の流通速度も遅いというものである。

金融政策にはこの意味で、「資産の配分効果」（allocation effect of assets）があり、アメリカでは低金利の継続が膨大な経済格差をもたらした。「大安定」は経済構造の安定ではなく、むしろシステムのリスクを大きくしたというのが、近年の研究者の批判である。

この「資産の配分効果」の顕著な現れが、株式市場と住宅市場である。

図 8 は、シラーの株価収益率である。金融危機後に大きく下落したが、その後、急速に回復していることが分かる。現在の株価収益率は 1920 年代や高度成長期をも上回っている。低金利のもとでの株高の異常な水準がうかがえる。

表 1 と図 9 は、ケース＝シラー指数という不動産価格の増加を 10 大都市、20 大都市、全米平均で表したものである。これも金融危機後に落ち込んだ後に、それ以前を上回る回復を示していることが分かる。3 つの指標とも、不動産価格はこの 20 数年で 3 倍化している。

政策当局のみならず、一般の人々がこうした資産の高騰をインフレとは呼ばないのは、F15 戦闘機の価格が跳ね上がってもインフレといわないのと似ている。しかし実際には、可処分所得の多くが住居費に当てられ、これにさらに教育、医療、交通、通信といった費用を加算すれば、必要な支出は、多くの庶民の所得ではカバーできないことは明らかである。「グレート・モデレーション」とは大多数にとってはその言葉の意味と裏腹に、少数の資産保有

者への所得移転を意味する。

「インフレ」の不在が、低金利継続を正当化し、その低金利が資産価格を維持し、上昇させる。低金利政策の客観的な機能はここにある。この過程が、結局は、実際の経済成長率とはかけ離れた資産価格を生み出している。この乖離はアメリカ経済にとって大きなリスクであり、アキレス腱といえる。

2. インフレーションの歴史的文脈

1970年代以降の不安定化を増す資本主義の推移を、ドイツの社会学者ヴォルフガング・シュトレックは次のように段階的に特徴づけた。

「近代資本主義の制度のなかでも、もっとも神秘的に満ちた制度である貨幣。その力を利用して、潜在的な不安定化要因である社会紛争を緩和しようとしたのだ。最初はインフレをつうじて、次には国家の債務をつうじて、さらには民間信用市場の拡大をつうじて、そして最後は、今日のように、中央銀行による国家と銀行の債務買い取りをつうじて、それは戦後の民主主義的資本主義の危機を、時間を買うことによって先送りし、引き伸ばすための方策だった」(Streeck [2013] p. lxii)。

こうしてみると、現在の状況は、このシュトレックに即していえば、コロナ危機を契機として、「大安定期」よりは少し高い物価＝金利水準での資本蓄積の新しい段階であり、その意味で「大安定期」の修正版といえる。それには、労働から資本への所得移転と、積み上がった企業債務整理のメカニズムが組み込まれている。

しかし物価と金利が大幅に上昇する可能性は大きくないであろう。物価と金利は、ともに経済の基礎にある停滞状況によって規定されており、その根底が克服されない限り、物価も金利も引き上げにくい。まして賃金の抑制が続いている限りその構図は変わらない。また、そもそも低金利が投資刺激的でなかったことからすれば、現在の金利引き上げが投資＝消費抑制的であるとはいえないかもしれない。利上げはむしろ、住宅市場や株式市場の下落を招くリスクがある。

むすび

現在のアメリカ経済は、GDP成長率でみれば、19世紀末以上に低い状態にある。しかもそれに対する短期的政策対応の積み重ねが、長期的には、経済全体の様々な部面で深刻な弊害をもたらしている。金融緩和も財政刺激ももはや経済を刺激せず、独占の支配力をますます強化するように作用している。所得と資産分配の不平等は年々深まる一方である。

所得底辺層のみならず、かなりの層が、生産点における賃金抑制のみならず、住居費、医

療保険、学費、学資ローンの高騰、フリンジ・バンキングによる搾取で生活が成り立たなくなりつつある。多くの人々がホームレス生活を余儀なくされている。この現象はすべて何らかのかたちで、この間の金融緩和政策と結びついたものである。

真の問題はこうした全体状況をとらえ、改革を要求する社会的勢力と規制政策を社会が作り出すことに失敗していることである。つまりアメリカの民主主義が制度的に機能していないことが、あらゆる経済の潜在的諸力の暴走を許している。日本が教訓とすべきことは少なくない。

文 献

ベン・バーナンキ『危機と決断——前 FRB 議長回顧録』小此木潔訳、角川書店、2015 年。

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

ルドルフ・ヒルファディング『金融資本論 上・下』岡崎次郎訳、岩波文庫、1982 年（原著 1910 年）

ジョセフ・シュムペーター『経済発展の理論 上・下』塩野谷祐一、中山伊知郎、東畑精一訳、岩波文庫 1977 年（原著 1912 年）

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

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

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

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

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

Streeck, Wolfgang [2013] *Buying Time: The Delayed Crisis of Democratic Capitalism*, Verso.（『時間かせぎの資本主義——いつまで危機を先送りできるか』鈴木直訳、みすず書房、2016 年）

図 1



図 2

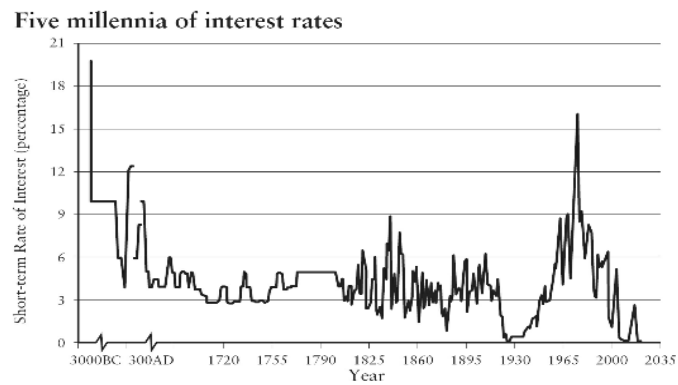


図 3

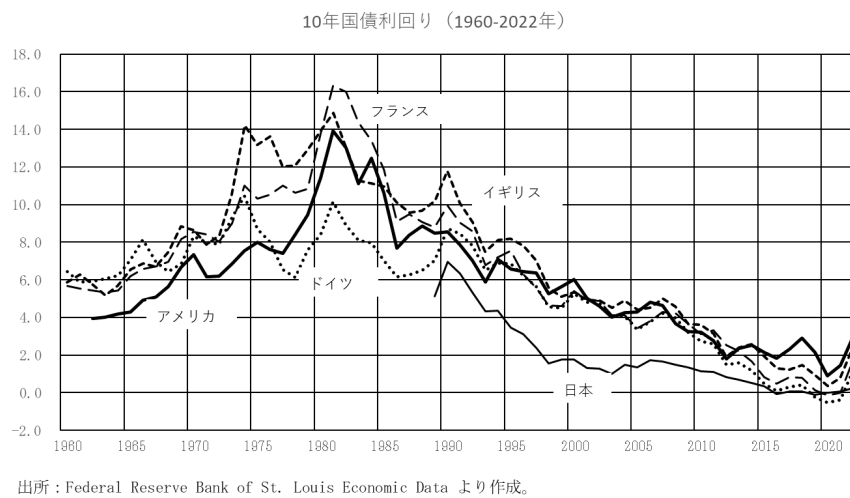


図 4

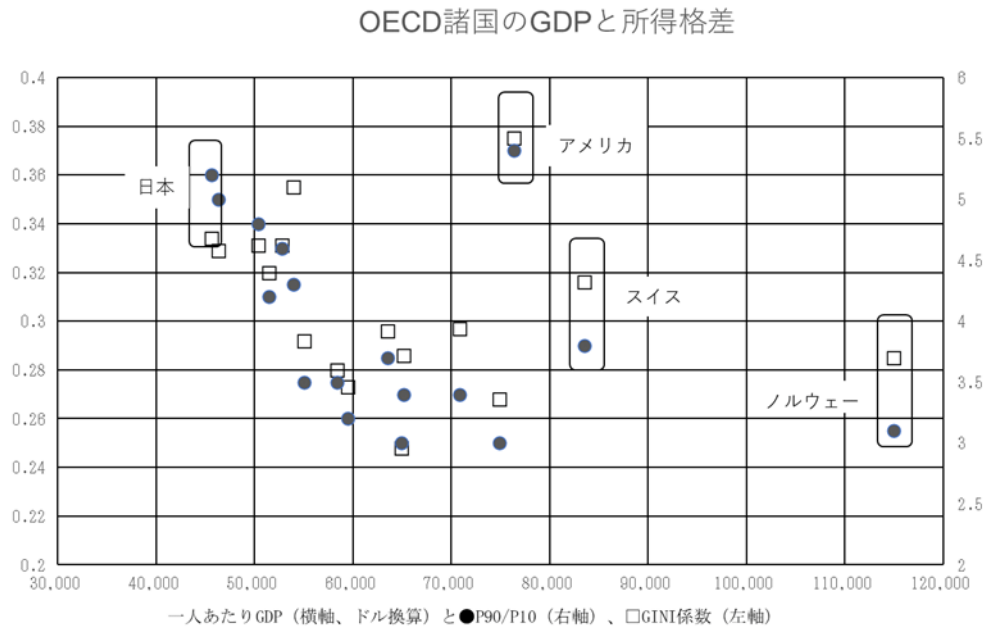


図 5

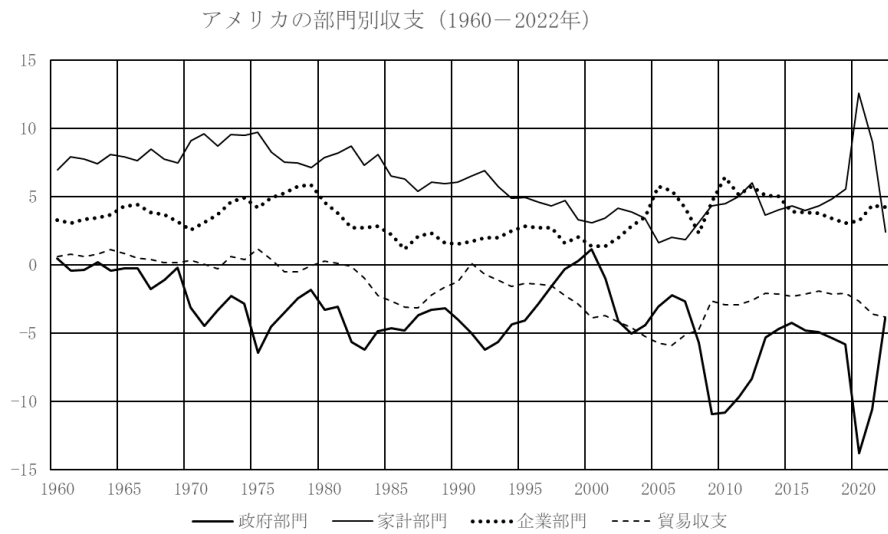
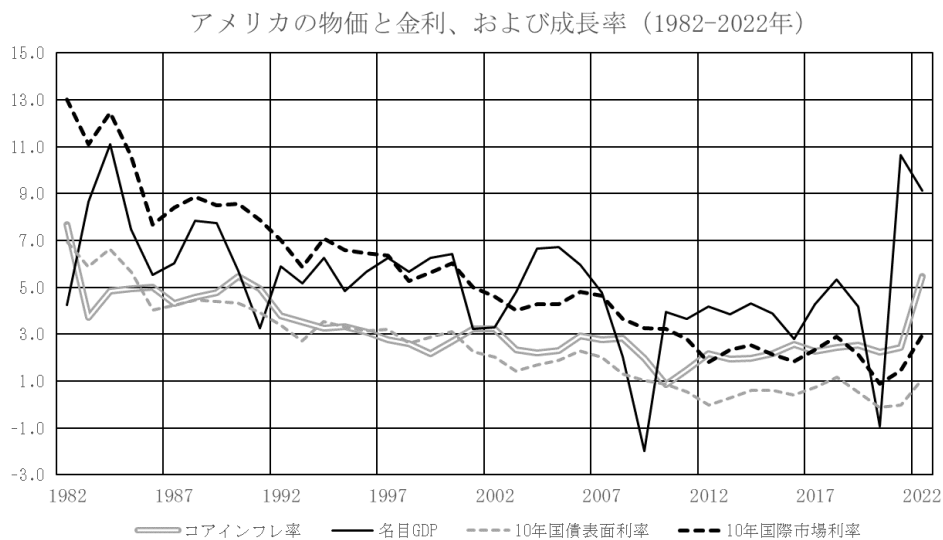
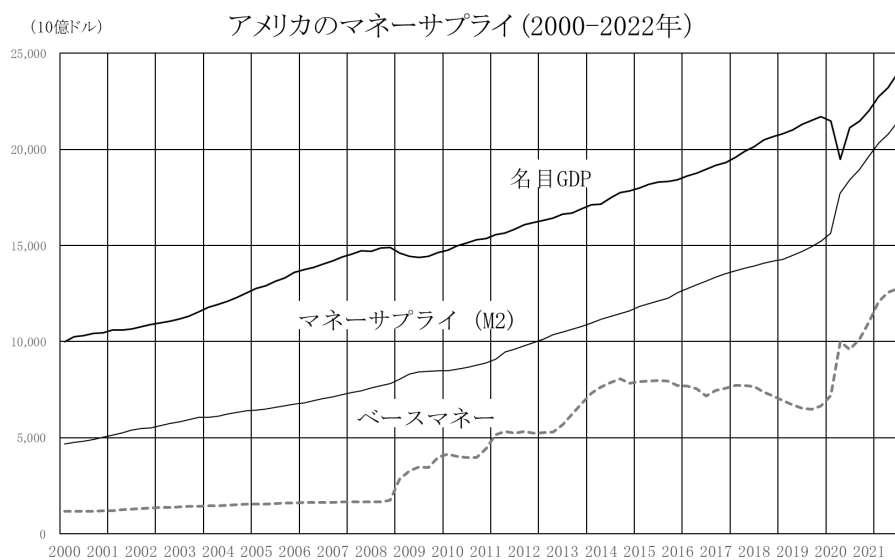


図 6



出所：Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Data より作成。

図 7



Source: Federal Reserve of St. Louis.

図 8 Shiller PE Ratio (株価収益率)



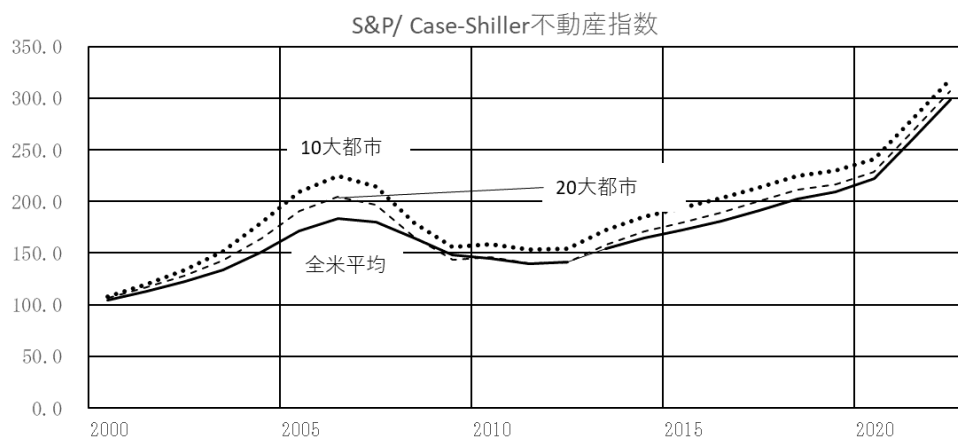
S&Pコアロジック・ケース・シラー・コンボジット

Jul 2023 時点 配信日 Sep 26, 2023 エクスポート ☺

表 1

インデックス名	1 カ月	3 カ月	年初来	1 年	3 年 年率換算	5 年 年率換算	10 年 年率換算
S&P コアロジック・ケース・シラー10都市圏コンボジット住宅価格NSA指数	0.61%	2.99%	6.22%	0.93%	11.41%	7.81%	6.48%
S&P コアロジック・ケース・シラー20都市圏コンボジット住宅価格NSA指数	0.59%	2.97%	5.88%	0.13%	11.73%	8.19%	6.91%
S&P コアロジック・ケース・シラー全米住宅価格NSA指数	0.60%	2.88%	5.34%	0.98%	11.86%	8.64%	6.96%

図 9



出所 : Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Data