

貨幣数量説の限界を再検討する

発表日：2012年5月17日（木）

～なぜ物価コントロールが効かないのか～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel : 03-5221-5223)

金融政策の役割は、物価コントロールとされる。この基本は、貨幣数量説に依拠しており、本当にそれが成り立つかどうかは、もっと吟味した方がよい。近年は、金融調整によってマネー量を操作することは難しく、かつ貨幣需要も不安定化している。金融政策だけで実体経済を持ち上げられる余地が乏しく、効果はすぐに出尽くしてしまう。金融政策ができる範囲だけで工夫するのではなく、民間部門が積極的にリスクテイクできるような仕組みづくり、などにも発言する必要がある。

建前としての物価コントロール

日本の物価下落は、かれこれ10数年間も継続している（図表1）。これを是正するのが、金融政策の役割とされる。日銀自身も、2012年2月に「物価安定の目途」を打ち出し、物価対応の目標を改めて明示した。本稿は、物価と金融政策の関係を今一度問い直し、その可能性と限界について考えてみたい。

物価と金融政策の関係は、日銀法にも規定されている基本である。日銀法2条には「日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする」とある。ここには、金融政策は物価をコントロールすることができるという建前があつて、金融政策のミッションとして物価安定が掲げられている。

しかし、現実には、技術的にみて日銀が物価をコントロールできるのだろうか。「物価上昇率が1%になるまでゼロ金利を我慢強く続ける」などと表明しても、実際は海外からやってくるエネルギー価格上昇に同調させて、日銀は手足を動かしているに過ぎないという冷ややかな見方もある。物価コントロールは、短期のスパンで引き締め時には効いても、長期間のデフレを解消するには効かないということが永年言われてきた。

しかし、現実には、技術的にみて日銀が物価をコントロールできるのだろうか。「物価上昇率が1%になるまでゼロ金利を我慢強く続ける」などと表明しても、実際は海外からやってくるエネルギー価格上昇に同調させて、日銀は手足を動かしているに過ぎないという冷ややかな見方もある。物価コントロールは、短期のスパンで引き締め時には効いても、長期間のデフレを解消するには効かないということが永年言われてきた。

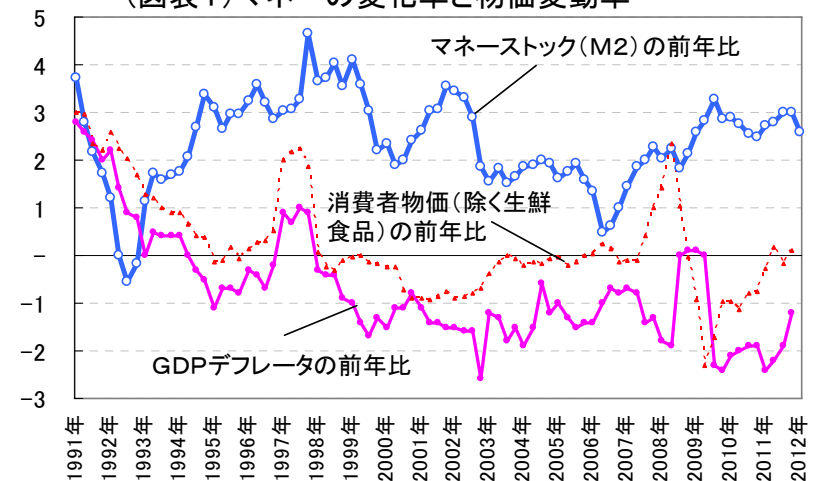
貨幣の中立性

金融政策は、物価変動をコントロールできるという考え方は、「貨幣数量説」に依拠している。貨幣数量説とは、物価動向の背後に、マネー量（貨幣数量）の間にある連動関係である。貨幣数量説の図式は、アービン・フィッシャーが定式化した実体経済とマネーの次のような関係で表される。

$$\text{名目GDP} = \text{貨幣数量 (マネーストック : M)} \times \text{流通速度 (回転数 : V)}$$

実数を示すと、480兆円の名目GDPは、800兆円のマネーストックが0.60回転している関係になる。名目GDPが、価格と数量で構成されていることを考慮すると、名目GDP = 価格（物価：P）×数量（実質GDP：Y）となるので、

前年比% (図表1) マネーの変化率と物価変動率



出所：日本銀行、内閣府、総務省

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

$$PY = MV \quad \dots \text{名目GDP} = \text{物価} \times \text{実質GDP} = \text{貨幣数量} \times \text{流通速度}$$

と書き換えられる。流通速度が定数だとすると、PYの変化率は、Mの変化率に一致することになる。

$$\dot{P} + \dot{Y} = \dot{M} \quad \text{※上付き傍点は変化率の意味}$$

貨幣数量説の興味深いところは、ここから先で、貨幣は経済取引に用いられる交換手段なので、貨幣をいくら増やしても、長い目でみて生産数量そのものを増やすことはできないと考えるところにある（貨幣の中立性）。そのとき、物価の変化率は、貨幣数量の変化率と一致する。Yの伸び率は独立して決まり、

$$\dot{P} = \dot{M}$$

となる。例えば、世の中に100本のボールペンしか存在せず、消費者がボールペンの取引用に使っていた100万円の貨幣を、200万円に増やして取引を活発化させたとすると、1本1万円だった価格は2万円に跳ね上がる。最初、ボールペンが在庫として30本売れ残っているときは1本1万円のままで取引が行われていても、完売した後は、ボールペンの取引価格が2万円に値上がりすることになる。実質成長率を高めるためには生産能力を増強してボールペンの生産量を増やすしかない。生産能力のボトルネックは生じやすく、貨幣が増えるほどは機敏に増えない。貨幣を増やすと購買力が増えると錯覚するが、生産能力の増加ペース以上に実質成長率を引き上げることはできず、貨幣の増加が物価変動で調整される。

経済学の歴史を紐解くと、古くから貨幣の中立性に関係した議論が繰り返されている。アダム・スミスは金銀を蓄積するほど国が豊かになると唱える重商主義を批判して、国富論を書いた。金銀（マネー）を増やせば景気が良くなる流の発想を否定したのがアダム・スミスの議論である。デビッド・ヒュームも、国の豊かさは金銀の多寡は重要ではないと喝破した。現代流に言えば、資源国は豊かで無資源国は貧しいという見解への反論に通じる。ミルトン・フリードマンは、貨幣の中立性に依拠して、インフレが起こらないようにするために、中央銀行が貨幣数量を一定ペースよりも増やさないように管理すべきだというルールを唱えた。現代のエコノミストも、金融政策だけで潜在成長率を継続的に引き上げることはできないという見解には同意するだろう。

物価下落を金利操作で変えられるか

金融政策が、デフレ対策として効果を発揮しうるかどうかを考えるとき、貨幣数量説の視点を使って、いくつかの前提が本当に成り立つのかどうかをチェックしておく必要がある。いくつかの前提が成り立たなければ、教科書的な金融政策を通じたデフレ対策は有効性を持たないことになるので、この点の吟味が必要になるという理屈である。チェックすべき点をいくつか列挙すると、

- ・金融調節→貨幣数量（M）の操作可能性。
- ・貨幣の流通速度（V）を一定と置いてよいのか。
- ・Yは何で決まるか。金融政策は、中長期的に成長率に影響を与えられないのか（M→Y?）。

それぞれの項目を吟味していくと、次に（1）～（4）のような議論ができる。

（1）ゼロ金利制約

デフレを是正するために、日本銀行には貨幣数量を増やすような金融緩和策を推進すべきだという「リフレ政策」の考え方が1990年代中盤くらいから広がってきた。しかし、金融政策がマネーをコントロールする操作ができるかどうかは、貨幣数量説では記述されていない。

マネーの増減を通じて物価をコントロールするという発想には、本来、中央銀行の金利操作によってマネーが増減できるという因果関係が隠れている。かつて金融政策がもっと有効性を発揮していた時代は、政策金利を引き上げると需要が絞り込まれてマネーが減り、政策金利を引き下げると需要喚起によってマネーが増えていた。それが、90年代にバブルが崩壊し、1999年に政策金利がほぼゼロ金利に貼り付いてから、伝統的な政策金利の操作ではマネー

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

一を増やせなくなっている。政策金利がゼロになった後に、どうやって実体経済を刺激できるかという問題がある。現在は、資産買入や期待形成によって長期金利を引き下げる演出を行っているが、その効果は昔に比べると遥かに小粒化している。

(2) 貨幣の流通速度が安定しない問題

マネー量は、名目成長率（PY）だけに連動するという考え方は正しいのか。支払手段は、実物取引のみならず、金融取引にも使われる。貨幣数量説は、金融資産などのストックが蓄積されて資産取引需要を捨象しているという批判ができる。ケインズによって有名になった流動性選好は、資産取引需要を「投機的動機」と呼び、さらに不安に対する備えとしての「予備的動機」を加えた。

貨幣数量説の $MV = PY$ を変形して、 $V = PY / M$ が一定だと考えるのは、投機的動機や予備的動機を除外して考える発想につながる。つまり、金利水準が極端に低下して現金・預金通貨を無制限に保有しようとする状態や、将来不安に陥って手元流動性をいくらでも増やしたい状態では、通常のトレンドよりも民間部門が過大にマネーを抱え込みたがる。貨幣の流通速度の低下は、そうした貨幣需要のあり方を受けて進んでいる（図表2）。物価とマネーの関係は不安定化して、単純な貨幣数量説は当てはまらない。

ケインズは、民間部門が流動性を無制限に保有したいという状況になると、金融政策が無効になる「流動性の罠」に陥ると指摘した。近年、ケインズの言った「流動性の罠」と同じように、日銀が銀行融資の増えるように側面支援に力を奮っても、企業も家計も借り入れた資金を現預金として積み上げるだけで、投資や支出に回そうとしない状態になっている。貨幣数量説に基づき物価がコントロールできると机上で考えても、危機時には貨幣の流通速度が攪乱されて、金融政策の影響力も低下してしまう。

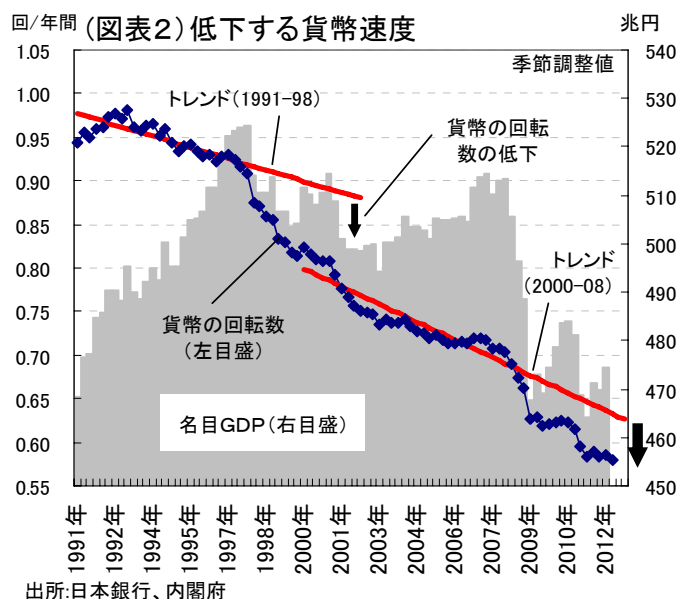
(3) 貨幣の非中立性を前提にできるか

ここまでは貨幣数量説に拠って、金融政策が物価コントロールに力を尽くすべきだという見解の基礎となる前提を疑ってみた。しかし、実際には全く逆の発想で、金融政策が実体経済を押し上げられるから、景気刺激を通じてデフレ対策をしろという意見もあるはずだ。この考え方は、成長率が金融政策で決まってくるという発想に基づく。

言い換えると、貨幣の役割が中立的ではなく非中立的だから、マネー量を増やすことで実質GDPを押し上げられるという表現もできる。財政政策にしても、日本は財政赤字が巨大化して、かつてのように財政支出によって景気刺激ができない。だから、財政政策でやってきたことを、日銀がマネー量を増やす緩和策にかこつけて実行させようとする。

こうしたトリッキーな政策提言は、金融政策ではなく、財政政策の変形とみなすことが可能だ。日銀が政府に融資をして、企業や家計に大減税をしようとするならば、それは貸借ではなく贈与になる。もはや貨幣数量説ではなく、極端なケインズ主義に近い。

しかし、極端なケインズ主義に対しては、伝統的経済学のサイドから次のような批判ができる。短期的にマネーを増やして実質GDPを増やせたとしても、持続的に成長率を上げることはできない。例えば、購買力を高めてデフレギャップが完全に穴埋めされた状態になっても、購買力のでこ入れが永遠に継続されなければ、潜在成長率は安定的にならない。これは、財政出動が永遠に続けられないのと同じように、中央銀行による資金贈与も続けられ



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ない欠点を抱えている。先々、贈与を止めれば需要が落ち込んで成長率は下がる。需要の嵩上げを、中央銀行による財政ファイナンスによって継続したとすると、政府債務残高は累増する。いずれ債務返済の持続可能性が脅かされて、債券利回りの上昇が起こって民間需要は押しのけられる。人によっては、中央銀行が財政ファイナンスをすれば、金利上昇は起こらないと主張する者もいるだろうが、その真偽はともかく、経済政策でギャンブルをするような運営になることは間違いない。

議論を貨幣の中立性から出発させたが、思考を深めていくと、やはり中長期的に実質成長率を高めることに対して、金融政策は中立的だということがわかる。貨幣数量説の前提となっている中立性は意味深長な概念であり、それ無視した政策運営をやろうとしてもうまくいかない。

(4) 自然利子率の低下

マネーを増やしても実質成長率を上げられない理由として、潜在成長率が低すぎるという見解をする人もいる。いくら金融緩和をしても、天井となっている潜在成長率を上げられないから、需要刺激だけでは高い実質成長率を遂げられない。貨幣の中立性を前提にしても、潜在成長率が低ければ、需要刺激ではなく、技術革新によって生産性向上を目指すしかない。潜在成長率を反映した実質金利水準のことを「自然利子率」と言い、それが低下していることが、金融緩和の効果の限界をもたらしているとする。自然利子率が低いという指摘は、金融政策ではなく、実体面での企業の競争力強化が景気対策の本質であるという主張へとつながる。

今までの限界を越えていくために

本稿は貨幣数量説を材料に、金融政策の機能不全を洗い出そうとするものである。金融政策の限界をまとめると、

- ・ 金利コントロールを通じてマネー量を操作することができなくなっている。
- ・ 貨幣保有の動機が、将来不安や不確実への備えにシフトしていて、必ずしも物価の尺度となっていない。
- ・ 経済成長に持続的に働きかけて潜在成長率を高めることが重要。

ということである。

では、どうすればそうした機能不全を打開できるのだろうか。まず、金利コントロールの限界に関しては、為替のチャンネルを使い、円安によって物価への影響力を及ぼすことができる。円安誘導は、日銀だけではなく、外為特会を使った為替介入による方法もある。

貨幣の保有動機が、安全資産に偏ってしまうと、物価上昇にはつながらない。安全資産保有ニーズによって、金融緩和効果が吸収されないようにするためには、民間部門にある強い安全志向を変化させる必要がある。そのためには、安全志向の裏返しとして、民間部門がリスクテイクに積極化することが不可欠である。税制上の支援などによって、投資利益の課税減免や損失繰り延べの工夫をすることは有効な方法であろう。銀行部門についても、信用リスクを積極的に受け入れるための仕組みをもっと考えることが求められる。潜在成長率を高めるためには、民間ビジネスにおける過度・過剰な規制・ルールを見直し、技術革新が柔軟に受け入れられるように、行政の仕組みを寛容に見直すことが挙げられる。

筆者は、金融政策が不全に陥っているように見える原因は、日銀の努力不足といった精神的な問題ではなく、広く金融やビジネスのあり方によってそうなっていると考え。日銀ができる範囲内だけでどうにかしようとしても自ずと限界がある。日銀は、自分のセクションでできる最大限のことをやろうという姿勢を改めて、日銀の手が届かない分野に視野を広げて言及し、改革案を打ち出すことが必要だ。日銀自身が、今まで同じような金融政策の守備範囲に止まっていると、いつまでも外部からの圧力に屈するような緩和決定を余儀なくされる。最近、日銀がリフレ的な緩和策に次々と動かされている印象が強いのは、日銀から内発的にアイデアが出てきているように見えなからだとも言える。デフレとの戦いにおける閉塞感は、既存の政策への厭戦ムードがそうさせるのかもしれない。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。