

マネーが増えても物価はなぜ上がらないか

異次元金融緩和がはじまって5年目に入ったが、2%の物価目標を達成できる目途は立っていない。日本銀行がマネーを大幅に増やし続けているにも拘らず物価が上がらない理由は、マネーは経済拡大や物価上昇の「原因」ではなく「結果」であるからである。「結果」であるマネーを増やしても、「原因」である物価が上昇するはずはない。過剰な金融緩和は日本銀行の国債保有額を異常なまでに増加させ日本銀行の資産内容を不安定にただけでなく、健全な金融システムを脆弱にしつつあるという点でも問題がある。

異次元金融緩和の問題点

日本銀行は物価上昇率2%が安定的に展望できる状態になるまで異次元金融緩和を続けるとしている。しかし、異次元金融緩和には次の4点で問題がある。

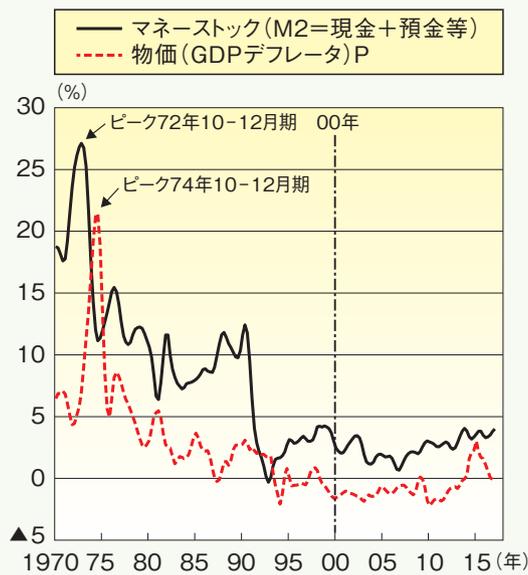
第1点は、目標としている物価（消費者物価）がガソリンや灯油などの輸入品を含めたものであることである。このため、例えば原油価格が大幅に上昇して消費者物価が2%になり実質所得が減少した場合でも「物価目標は達成された」ことになってしまう。

第2点は、かつて消費者物価上昇率が2%であったのは、日本では1980年代後半のバブル期であったことである。当時は高い成

長率を背景に賃金と物価が上昇を続けた。1992年までの12年間の物価上昇率は年平均+2.5%、賃金上昇率は+4.5%であった。物価上昇率2%というのはバブル期並みの経済なのである。

第3点は、なぜ日本がこれまでデフレの状態にあつたかが正しく理解されていないことである。デフレになった大きな原因の一つは、石油を中心とする輸入コストの上昇を輸出価格の引き上げで吸収できなくなったことである。新興国の経済成長率がグローバル化の進展によって高まった結果、原油価格は1999年から2013年までに5倍に上昇しドル建て輸入物価は大幅に上昇した。しかし、ドル建て輸出物価は輸出ウエイト

図1 マネーストック(M2)と物価(前年比)



(注1) 物価とM2は、全期間を通すと相関係数は0.679であるが、1970-99年の間では最高は6四半期前のM2で相関係数は0.886、2000-16年の間では最高は当期のM2で相関係数は0.447である。

(注2) 相関係数は、2つの指標間の密接の度合いを示す指標で、一般に相関係数は0.4を下回ると「相関がない」、0.4~0.9は「相関が弱い」、0.9以上だと「相関が強い」とされている。

データ出所：内閣府、日本銀行

が最も高かった電気機械の輸出価格が約半値になったため、それほど上昇しなかった。加えて企業は、過剰債務を減らし収益力を強化するため正規労働者を減らし賃金の安い非正規労働者を増やしてきた。その結果、家計は将来に期待が持たなくなつて消費に慎重になり、国内需要がますます落ち込む「負の連鎖」が進行した。デフレの原因はこれら2つの点にあるのである。

第4は、金融を徹底して緩和し、「マネーを大幅に増やせば物価が上がる」と誤解していることと、そうした中で「物価が上がる」と日本銀行が言い続けられ「実際に物価は上がる」と誤解していることである。この2つは、なぜ日本銀行が異次元金融緩和という危険な政策に舵を切ったのかという点に関わる特に重要な点である。

「マネーを大幅に増やせば物価が上がる」という考え方の問題点

マネタリストと呼ばれている人たちは、マネーストックの増加率が拡大（縮小）すると、しばらくして物価上昇率が拡大（縮小）すると考えてきた。マネーストックとは、「金融部門から経済全体に供給されている通貨の総量」のこと、どこまで範囲を広げるかで

M1、M2、M3などの区分がある（Mはマネーサプライあるいはマネーストックの略）。

M1は、現金と要求払い預金（当座、普通、貯蓄、通知、別段、納税準備）の合計である。M2は、M1に国内銀行等の定期預金を含めたもので、これが最も一般に用いられている。図1は、マネーストック（M2）と物価の関係図である（いずれも前年比変動率）。1960年から80年代にかけては、マネーストック（M2）が増える

と、1〜2年後に物価が上昇する関係があった。

このような関係は他国でも広く観察されたため、「マネーストックを増やせば物価は上がる」と考えるマネタリストの意見が説得力を持つようになった。日本でも、1970年代前半の列島改造バブルや第二次石油危機の際はマネーストック（M2）を適切にコントロールできなかったため大きなバブルになってしまったとの立場から、一時はこのような主張に共感を寄せる人たちが増えた。

しかし、マネタリストの考え方が正しいのであれば、マネーストック（M2）が増えてから物価が上がるまで1〜2年も時間がかかった理由を説明できなくてはなら

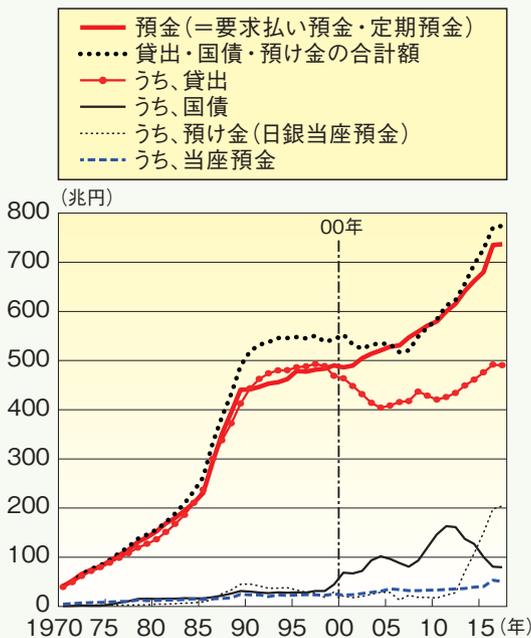
ない。2000年代に入ってから

はそれほど緊密でなく、時間差も観察できない理由についても説明が必要である。

マネーストック（M2）と物価がこのような「不可解」な関係にある理由は、マネーストック（M2）と物価の捉え方が次の2点で間違っているからである。

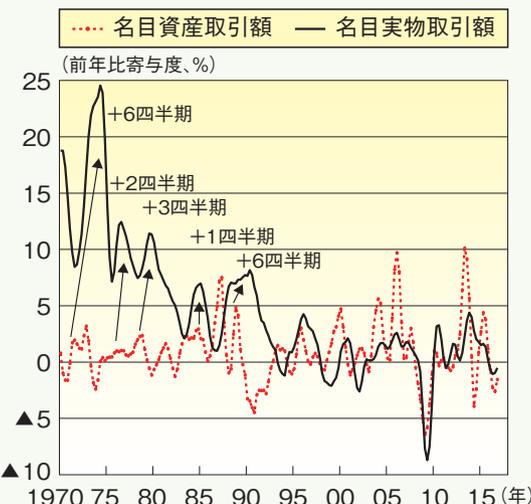
一つは、マネーストック（M2）と言っているが、実はモノやサービス等の取引決済に使われるマネーストックはM2の一部にすぎないことである。取引決済に使われるのは現金と当座預金だけで、1〜2割にすぎない。8〜9割を占める定期預金や、当座預金を除く普通預金等の要求払い預金は、預金に留まったまま取引決済に使わ

図2 銀行部門の預金と、貸出・国債・預け金の合計額の関係



データ出所：日本銀行

図3 名目実物取引より先に変化する名目資産取引



データ出所：内閣府、日本証券業協会、東京証券取引所、日本不動産研究所ほか

れない。しかも、マネーストック（M2）は、実は金融機関のバランスシートの負債総額にほぼ等しく、同時に資産総額でもある。マネーストック（M2）と言っているが、実は銀行部門の貸出や有価証券、預け金等の資産総額をみているのである。ちなみに図2は、銀行部門における預金（要求払い預金と定期預金の合計）を、貸出、国債、預け金（日銀当座預金）等と比較したものである。要求払い預金と定期預金の合計額である預金は、2000年頃まではほとんど貸出と一致していた。その後の預金は、貸出に国債と預け金を加えた金額とほとんど一致している。

2000年代に入り預金と貸出の間に乖離が生じた理由は、金融機関が貸出の代わりに国債を保有するようになったためである。2013年以降に国債が減って預け金が増えたのは日本銀行の異次元金融緩和の結果である。

もう一つの間違いは物価の側にある。マネーストックが決済に使われるのであれば、モノやサービスの取引（名目実物取引）に限定すべきでなく、株式や土地、債券等の資産取引も含めなくてはならないからである。最近では投機的な土地取引などのために金融機関が貸し出すことがなくなったが、かつては運転資金の一部が資産取引にさかんに流用されていた。

図3は、名目資産取引と名目実物取引を明示したものである（いずれも全体に対する前年比寄与

度)。名目資産取引は土地・株式・債券取引の合計、名目実物取引はモノやサービスの生産額でもある。この図からは、1990年末頃までは名目資産取引がピークを付けると2四半期から6四半期遅れて名目実物取引がピークを付ける関係にあったのが見て取れる。

マネーストック(M2)といっているが、ほとんどが2000年頃までは貸出のことであったという第1の「事実」と、バブル期には名目資産取引と名目実物取引の間に1年半もの時間差があったという第2の「事実」は、「かつてはなぜマネーストック(M2)が増えてから物価が上がるまで1、2年かかったのか」という先の疑問に答えを与えている。答えは、貸出の多くが株や土地等の投機的な資産取引にも使われたことである。マネーストック(M2)が大幅に増えたから物価が大幅に上昇したのではなく、貸出が、最初は名目資産取引に使われ、その後は名目実物取引に使われたためである。2000年以降は、バブルの反省もあり、投機的な資産取引のために貸し出されることがほとんどなくなった

図4 マネーストック(M)と名目総取引額の正しい関係(前年比)

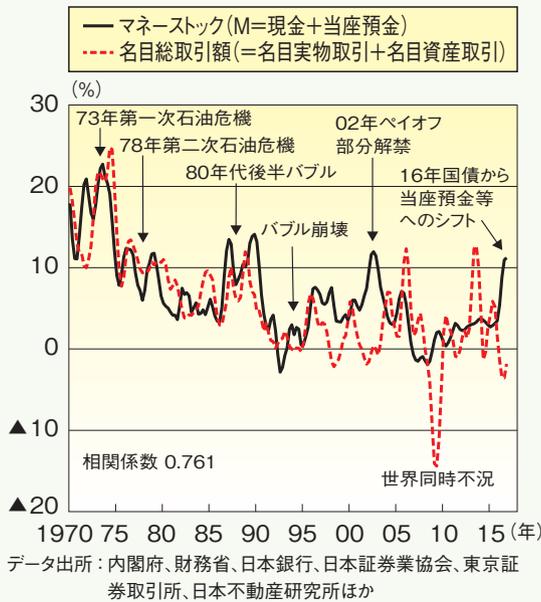
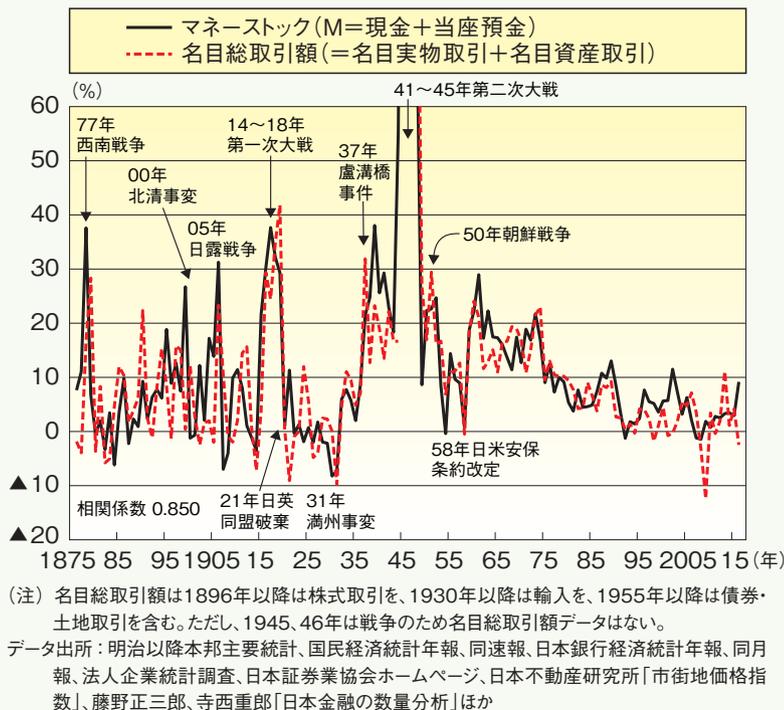


図5 約140年間のマネーストック(M)と名目総取引額の関係(前年比)



正しいマネーと取引の関係

ため、そのようなリード・ラグが観察できないわけである。

現金と当座預金の合計額を「真正のマネーストック」という意味で、マネーストック(M)と表現し、実物取引と資産取引の合計額と比較してみると、今度は両者が大体同じタイミングで変化している(いずれも前年比変化率)。

それが図4で、マネーストック(M)が増えている(減っている)ときには、多くの場合、名目総取引額が増えている(減っている)。両者の動きがときに異なっているのは、①土地取引は公表データがないので大胆な仮定を置いた推計を行っていること、②株式取引は

電子取引の広がりとともに現金や当座預金を経由しなくなったこと、③当座預金は1999年までは変動の大きい月末データしかないこと、④現金は取引動機とは別の要因で変化することもあるためである(たとえば2002年にペイオフ解禁になった際には預金から現金への一時的な逃避が起きた。2016年には国債の金利低下を受けて国債の売却代金を預金や現金にシフトする動きが加速した。これは、かつてケインズが説いた

ように、マネーストックは取引動機だけでなく、予備的動機や投機的動機でも使われるためである)。

また、図5は、過去約140年間の両者の関係図である。前の図は四半期データ、本図は年データと違いはあるが、日本経済が言葉の正しい意味で「貨幣数量説」が説く通りに変化してきた姿が見て取れる。この図を完成させるまでには多くの時間と労力が必要であった。おそらくこのような関係図をつくった人は他にいないと思う。

最近のデータはホームページから手に入るが、何十年前前のデータをこのような形で整理するのは骨の折れる作業であった。

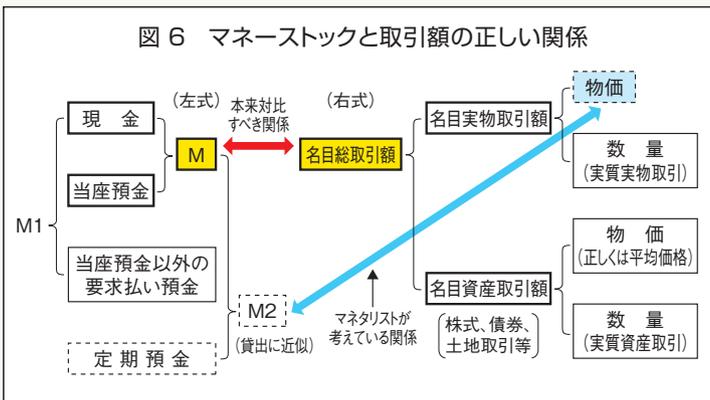
これら2つの図が示す最も重要な点は、マネーストックの変化は「原因」ではなく「結果」であるということである。「マネーストックを増やせば物価は上がる」のではなく、「マネーストックを取引決済に使いたいとの需要があるからマネーストックが増加する」ということである。

なお、以上の点の多くは、かつて経済企画庁（現内閣府）物価局の審議官であった赤羽隆夫氏（その後同庁事務次官、慶應義塾大学経済学部教授）から共同研究の提案を受けて行った作業結果が基礎になっている。同氏の確かかつ事実を徹底的に見極めようとする問題意識なくしてこのような整理ができなかったことを記しておきたい。

図6は、これまで述べてきたことを整理したものである。マネーストックMと通貨回転率Vの積は物価Pと取引数量Tの積（＝名目総取引額PT）である、という貨幣数量説の関係式は正しい。しかし、マネーストックMは現金と当座預金の合計額であるところのMでなくてはならない。名目総取引

額は名目実物取引額と名目資産取引額の合計額でなくてはならない。ところがマネタリストらは、決済にほとんど使われない普通預金や定期預金などを含めたM2を考え、名目総取引額PTの一部にすぎない物価だけをそれに対比させてしまった。その結果、本当は貸出が増えたために物価が上昇したのに、マネーストック（M2）が増えたから物価が上がった、だから物価を上げるためにはマネーストック（M2）を増せば良いと誤解してしまった。

図6 マネーストックと取引額の正しい関係



異次元金融緩和が内包する4大リスク

異次元金融緩和が内包しているリスクは以下の4点である。

第1点は、金利上昇が日本銀行の資産に与える悪影響である。過去において物価上昇率が年2%のときの10年物長期国債の利回りは平均的には4%であった。物価が2%上昇すれば利回りは約4%ポイント上昇する。日本銀行が保有している長期国債の残高は2017年4月末で385兆円である。したがって、物価が2%上昇すると初年度だけで約15兆円（ $385 \times 4\% \approx 15.4$ 兆円）の国債価格の評価損が発生する計算になる。日本銀行の資本勘定は引当金を含めて7・6兆円のため、とてもカバーできる金額ではない。

第2点は、日本銀行が内包しているリスクを他の主体に補てんしてもらおうとすると、それを補てんする主体がリスクを背負うことである。金融機関は日本銀行から国債を購入した際に受け取った代金を日銀当座預金に置いていて、現在は多くの場合は年0・1%の利息収入を得ている。日本銀行の収益が悪化してくれば、この0・1%という利率を引き下げてくるだろ

う。また、それでも足りないときには政府に依存するしかないが、周知のように財政はすでにGDPの2倍に相当する赤字を抱えている。第3点は、金利低下が金融機関の収益を悪化させ、金融システムの脆弱性を助長する恐れがあることである。正しい理論に基づく正しい政策であればそれも許容可能かもしれないが、誤った理論に基づく誤った政策の結果、金融システムが脆弱になるのはいかなるものであろうか。

第4点は、金融緩和が内外の借り手に与える影響である。過度の金融緩和は阿片のようなもので、人間の体力を弱め、心を蝕む。多くの企業は金融に大きく依存する体質から卒業しているが、過度な金融緩和の状態でなければ生きられない企業が一方で増えていることは困ったことである。行き場を失った過剰なキャピタルゲインが内外の経済変動を大きくするリスクもある。

※より詳しくは、経済TOPICS No.133 京銀景気ウォッチング (2016年4月17日)「3.マネーが増えても物価が上がらない理由」を参照願いたい。

(株)京都市総合経済研究所
東京経済調査部長 村山晴彦