

貨幣供給より根本的なシステム改革を

検証： デフレ経済下の金融政策

(初出：関西社会経済研究所「ヌーベル・エポック」2002年10月号)

神戸大学経済経営研究所助教授

宮尾 龍蔵

金融政策をめぐる、よりドラスティックな緩和策を求める積極派と慎重派との論争が続いている。金融政策の効果波及経路(トランスミッション)として、その可能性の一つに、為替レート(円安)を通じる経路があるが、実際、大きな効果が期待できるのだろうか。また「デフレは貨幣的現象」として、貨幣数量と物価水準のリンクを重視する立場から追加緩和の要求が繰り返されるが、この基本的な争点をどう理解すべきか。この2つの問題に絞って議論の整理を試みたい。

円安経路の効果とデメリット

追加緩和策やインフレーターゲット提案への慎重論の背後には、金利(実質金利)、銀行信用、資産価格を通じる伝統的なトランスミッションがいずれも機能していないという基本認識がある。一方、**為替レート(円安)を通じる経路**は、その可能性が認められる唯一のトランスミッションとも考えられ、純輸出の増加、輸出産業の収益増、輸入物価を通じた一般物価水準(消費者物価)の上昇という、より直接的なデフレ阻止効果も期待されている。

円安の効果を考える際、それが過去との連続の中で発生するような円安か、為替レジームの変更といった非連続かつ大規模な円安誘導かで、答えは異なってくる。

これまでの変動の延長線上にある円安であれば、過去のデータから判断する限り、大きな需要創出効果は期待できないであろう。実際のデータを見ても、特にプラザ合意以降、為替レートと輸出量の関係は著しく弱まっている。一般に信じられている程、円安 輸出増という効果は明確ではない。企業収益に及ぼす効果についても、法人企業全体で見ると、データからは円安 収益増という期待される関係は見出せない。輸入品を中間財として利用する企業にとっては、逆に収益の圧迫要因となる。**円安が輸出を伸ばし、また経済全体の増収に寄与して、景気をジャンプスタートさせるとは考えにくい。**

一方、**レジームの変更を伴うような大規模な円安誘導であれば、近年のデータに基づく上記の議論は妥当しない。**たとえばプラザ合意以前のような200円を上回る円安水準にコミットできれば、再び輸出ドライブによる需要創出も可能かもしれない。しかしそれには、国際政策協調であれ時限付の固定相場制であれ、**相当強力な制度的枠組み**が必要となる。また隣人窮乏化はより深刻な政治問題となろう。実現へのハードルは極めて高い。

また、円安には、**交易条件の悪化(自国財価格・外国財価格比率の下落)による人々の厚生**の低下という**デメリットも懸念される。**円安、消費者物価の上昇により、家計の実質所

得は減少する^(注)。外国財消費は減少し、広く人々の厚生水準(効用)を低下させる。大規模な円安であれば、それだけ問題も大きい。国民生活全般に影響を及ぼすデメリットであり、十分な配慮が求められる。

デフレは「貨幣的現象」なのか

次に「デフレは貨幣的現象」について。これは、マクロ経済学や金融論のどの教科書にも登場する「貨幣数量説」に依拠したもので、物価水準は貨幣数量にリンクして決定されるという議論である。よく知られる「 $MV = PY$ 」という関係式を使えば、実質産出量 Y は完全雇用の水準で与えられ、貨幣の需要面をあらわす「貨幣の流通速度 V 」一定の下で、貨幣数量 M が物価水準 P を決定する。

だが実際のデータを見ると、量的緩和策のもとで、ベースマネー、狭義のマネーサプライ(M1)とも大幅に増加しているが、物価は依然として下落を続け、貨幣数量とリンクしているようには見えない。この事実から慎重派は「貨幣数量説の世界は単純すぎて現実には妥当しない」と主張するが、積極派は「この基本的な経済理論を無視することは経済学を知らない(あるいは放棄する)に等しい」と反論する。経済学の存在意義にも関わる重要な争点であるが、和解の目処は立っていない。貨幣数量説の枠組みを放棄することなく、現在のデフレを説明できないのだろうか。

鍵は**貨幣の流通速度 V の取扱い**にある。流通速度 V は、与えられた総取引(PY)を実現するために1単位の貨幣が何回転するかという係数である。上式を「 $M = (1/V)PY$ 」と変形し、貨幣の需給一致式と見れば、 **$1/V$ は取引総量に対してどれだけの貨幣を保有するかという「貨幣需要を表す係数」と解釈できる。**標準的な貨幣需要の理論に従うと、**この $1/V$ は名目金利に依存し(金利が上がれば貨幣保有のコストが上昇し、 $1/V$ は低下)、 V は一定ではない。**

現在の日本では、金利はゼロに向かって下落を続けていることから、人々の貨幣需要は強まっており、 **$1/V$ は上昇、流通速度 V は低下している。**貨幣数量をいくら増やしても、**貨幣の回転数が下がれば、(Y 一定のもと)物価水準を期待通りに高めることはできない。**流通速度の低下幅の方がより大きければ、物価はむしろ下落する。このように人々の貨幣需要態度の強まり(V の低下)を考慮すれば、日本のデフレを整合的に説明できる。今後貨幣がいくら追加的に供給されても、それが旺盛な貨幣需要によって保蔵されてしまう限り、物価上昇は期待できないであろう。

いま何をすべきか

もはや量的な追加緩和や時限的政策減税といった対症療法では解決しえない。**必要なのは、あくまでも銀行システムの根本的な建て直しであり、問題債権の直接処理と過剰債務企業の清算である。**一部の大企業・大銀行を守り続けてきた結果、本格的な構造調整、過剰設備の解消が進まず、経済全体の株価・地価の下落が延々と続いている。日銀は、銀行保有株の購入からさらに踏み込んで、**自らの銀行審査の情報を政府・担当官庁に提供する**

(注) 輸入が必要全体の10%を占めるとすると、たとえば50%の円安は実質所得を5%減少させる。

などして、最終処理の本格化に直接かつ具体的に関与してほしい。銀行問題を避け続けると、優良企業・優良銀行までもがさらなる資産デフレの巻き添えになり、日本全体がもたない。この危機感が政府、与党、全ての政策当事者に共有されれば、事態は打開へと向かうはずである。