

2016年7月19日  
No.2016-017

## 数字を追う ～物価安定の目標の柔軟化と異次元緩和の際限なき拡大の回避

参考にしづらい戦前のヘリコプターマネー的政策

調査部 主席研究員 吉本澄司

### 《要 点》

- ◆ マネタリーベースの操作を重視する政策は、採用されるまで実例の積み重ねが乏しかったため、理論上の帰結が拠り所とされたほか、伝統的な政策の下での量的金融指標と物価の動向や戦前の例から可能性の手掛かりが探られた。ただし、改めて観察すると、マネーストックの変化が物価に及んでいるように見える局面でも数字の幅は大きく、1%単位をファインチューニングするのは難しそうに見える。加えて、非伝統的政策を実施してからは、マネタリーベースを大幅に増加させても、マネーストックが増えず、物価の変化が小さいままであるという問題が生じている。
- ◆ 非伝統的な政策が画期的な効果を生んでいない理由として、デフレが長期間続いたために物価が柔軟に動きにくくなっている可能性が指摘されているが、資金需要の変化を通じたマネーストックへの影響という点では、物価と数量の両方の動きが重要である。価格上昇を見込みにくくても数量が大幅に増加すると期待できれば、それを見越した増産や在庫積み増しのために資金需要が増える。デフレ脱却に成功した例にあげられる戦前には、物価だけでなく数量も大きく動いていたため、両者の先行きの見通しを反映して、在庫投資が大きく増減した。一方、現在は、物価だけでなく数量も含めた経済全体の動きが小さく、企業にとって金額ベースで大きな変化を織り込みにくい業務環境になっている
- ◆ バブル崩壊後の経済・金融情勢とその時々金融政策を巡る長年の様々な経緯によって、2%の物価安定の目標は重い存在となった。反面、2%が絶対的な存在という認識が広く固定化されるほど、目標が達成されない限り、提唱される政策、市場が期待する政策が大仰なものになるという問題がある。最近では、非常時の政策であるヘリコプターマネー論まで注目されている。2%という目標は、通常であれば軽々しく変更しにくい、物価に大きな影響を与える出来事が後から生じたということであれば、説明は付く。今後、どこかの時点で、中国経済など何らかの不透明材料によって物価抑制方向への力が強まったと多くの目に映るようになった機会をとらえて、例えば、目標は2%以下、当面は1%といったように、柔軟化を検討することは有意義であろう。

本件に関するご照会は、調査部・主席研究員・吉本澄司宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-5327

Mail: yoshimoto.kiyoshi@jri.co.jp

## 1. はじめに

2016年5月の消費者物価は、総合、生鮮食品を除く総合がともに前年同月比マイナス0.4%となった。下落は3か月連続である。「食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合」（いわゆるコアコア）がプラスを保っていることからわかるように、電気、都市ガス、ガソリンなどエネルギー関連の下落の影響が大きい、「コアコア」も、消費税率引き上げによる押し上げ（2014年度）を除けば2年半あまり1%未満で推移している。

こうした情勢によって、市場から注目されるのが金融政策の対応である。英国の国民投票前の6月16日に開かれた金融政策決定会合では、金融市場で材料視されていた追加緩和は見送られたが、現状維持であっても、現在の金融政策は、一昔前からは想像もできないほど非伝統的な内容と規模の緩和となっている。これは、「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」の共同声明（2013年1月22日）で掲げた物価安定の目標（消費者物価の前年比上昇率で2%）を達成するために、量的・質的金融緩和の導入（2013年4月4日）と拡大（2014年10月31日）、マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入（2016年1月29日）が進められてきた結果である。

物価安定という以上、インフレも好ましくない現象ということになるが、バブル崩壊後のわが国の足取りに照らせば、克服すべき対象として最優先に照準を定めているのがデフレであることは言うまでもない。そのデフレとは、戦前に世界各国で起きたことがある物価が大幅に下落する現象とは異なる、緩やかなデフレである。現在では、緩やかなデフレであっても好ましくない現象として政策課題になっているが、一足飛びにそこまで重い存在になったわけではない。むしろ、バブル崩壊後、（一足飛びではなく）多くの経緯と長い時間を経て到達しているだけに、手を触れにくくなっているとも言えるだろう。反面、数歩離れて、改めて現状を観察してみると、物価安定の概念が2%という数字で表されて重い存在になったことによって、経済全般の状況と、金融緩和策の内容とのバランスが崩れてきているようにもみえる。物価安定の概念を具象化するものとなった2%という数字になかなか到達できないことを受けて金融緩和の強化が一層進んでいけば牛刀割鶏のような状況に陥る事態が懸念される。

外部の識者から、ミルトン・フリードマン流のいわゆるヘリコプターマネーの考え方<sup>1</sup>が提唱されて注目を集めるのも、異次元の金融緩和を3年余り続けても2%という目標に達していないことが背景にある。2%を絶対的なものという認識が固定化されれば、目標に達しない限り、実施未済の政策の候補は少なくなり、（当局が採用するか否かは別にして）一段と異例な提唱だけが残されていく。

今後、短期間のうちに、政策の追加・拡大を積み重ねずに目標を達成できれば、「出口戦略」という難題が残るにせよ、一区切り付くことになるが、目標達成がいつまでも長引くようであれば、政策の追加・拡大を続けるのか、目標の見直しを図るのか、判断する必要が出て来るとみられる。

---

<sup>1</sup> 以下、思考実験としてのヘリコプターマネーやその変形、それらの概念を政策に取り込もうとした場合の方策を合わせて、ヘリコプターマネー論やヘリコプターマネー的な政策と記す。

そもそも、物価安定の目標が現在のように重い存在となり、その達成のために金融政策が非伝統化、特に量的な指標を重視する色彩を強めてきたのは、バブル崩壊後の経済・金融情勢に対して実施された伝統的な政策の適否や効果を巡って意見が戦わされてきた結果である。とはいえ、非伝統的な金融政策には、金利操作（ただしプラス領域）に代表される伝統的な金融政策のような実例の積み重ねが乏しかったため、理論上の帰結を手掛かりに実行に移されてきた面があるように見える。

本稿では、バブル崩壊後、物価安定の目標が重い存在になり、その概念が2%という数字で表されるようになった過程をまず振り返り、次に、視点をバブル崩壊前、さらには戦前にまで広げて、改めて物価と量的な金融指標の動きを整理する。バブル崩壊前を含めるのは、非伝統的な金融政策の世界に足を踏み入れる前だったにせよ、物価上昇率が大きかった時代から一貫して物価と量的な金融指標の動きを確認し、非伝統的な金融政策と物価の安定について考える材料を探るためである。

戦前にも視点を広げるのは、現在の金融政策の主要な構成要素となっているマネタリーベース重視の考え方が、バブル崩壊後の政策論争で強調された際にも、さらには前出のヘリコプターマネー論においても、戦前の経験が成功例として持ち出される場合があるためである。当時起きていたのは、物価の下落幅が大きい典型的なデフレであったが、そのようなデフレに対して仮に効果があったようにみえたとしても、現在のマイルドなデフレに対して、政策規模を比例的に縮小することによって適用可能なのか、詳しくみておく必要があるだろう。

## 2. 物価安定の目標はどのようにして重い存在となってきたか

物価安定の確保は、昔から金融政策の重要な課題であったが、過去にも増して金融政策の役割が重く指摘されるようになった法制上の背景としては、全文改正されて1998年4月1日に施行された日本銀行法の存在を指摘できる。同法第二条では、「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」と定められた。

この（改正）日本銀行法施行とほぼ同時期を境に、消費者物価が前年比マイナス<sup>2</sup>となることが目立ってきた。しかも、当時はバブル崩壊の影響が指摘されるような経済・金融の不安定局面であったため、デフレには、物価の動きだけでなく、投資の沈滞、業績悪化などの暗い印象が付きまとった。物価のマイナスが目立つようになる前から、マネーストック<sup>3</sup>の増勢鈍化と金融政策の対応の適否を巡って議論が活発化していたが、物価がマイナスとなり、民間需要が思うように盛り上がらないという状況に陥ると、物価下落が実質金利上昇や債務の実質的な負担増大などを通じて経済活動を抑制する要因になるという理論的主張と合致しているような景色であったため、伝統的な金利操作が効きにくくなっている状況に合わせて金融政策を転換すべきであるという提唱が勢いを増す背景となった。

---

<sup>2</sup> 最新の基準年の指数による変化率ではなく、5年ごとに改定されてきた過去の各基準年の指数による変化率。

<sup>3</sup> 当時の統計名称はマネーサプライであり、マネーストックへの名称変更は2008年6月9日公表分（2008年5月速報計数）からであるが、マネーストックで統一した。



このように消費者物価が頻繁に前年水準を下回るようになったことが、その後の金融政策に影響を与えたが、どの程度の騰落率がよく出現したかを長期的に観察すると、バブル崩壊後に変化率が突然小さくなってマイナスになったのではなく、それ以前から長い年数をかけて徐々にプラス幅が小さくなり、やがてゼロ近辺になって、ついにはマイナスが出現するようになった（図表 1）。

（図表 1）消費者物価変化率の出現状況の長期的推移

	0%未満	0%以上	1%以上	2%以上	3%以上	4%以上	5%以上	10%以上
1950年代								
1960								
1970								
1980								
1990								
2000								
2010								

（資料）総務省統計局ホームページ（HP）

（注 1）1950 年度から 2015 年度までの年度ごとの消費者物価変化率の出現頻度を棒（|）の数で示している。

（注 2）1970 年度以前の変化率は、持ち家の帰属家賃を除く総合、1971 年度以降は総合で、5 年ごとに改定されてきた各基準年の指標による（最新の基準年の消費者物価指数から計算し直した変化率ではない）。

（注 3）消費税導入や税率変更が行われた年度は、物価への影響を調整。

物価に関して多用される「経済の体温」という比喩を援用すれば、長期的に「平熱」が少しずつ下がってきているようにも見えるが、2000 年前後から繰り返されてきた論議を経て、現在の政策運営では、一定以下の変化率（特にマイナス）は、目指すべき物価安定の範囲から逸脱しているとみなされるようになってきている。例えを用いれば、「平熱」が低くなったのではなく、「治療」（政策対応）が必要な「低体温症」に陥ったとするのが現在の「診断基準」である。

もっとも、デフレや物価の安定などをどうとらえるか、一気に現在のような考え方に落ち着いたわけではない（図表 2）。

デフレに関しては、わが国の場合、バブル崩壊後の経済不安定局面で物価下落が定着していったことから、物価下落という事実だけでなく、その背景や要因と考えられる（物価以外の）様々な経済指標の動向と結び付けて「デフレ」を定義し、議論が展開される傾向があった。特に、物価下落と景気悪化を、関連する一組の現象としてとらえることは、決して異質ではなかった。一例として、1999 年 11 月の「物価レポート '99」の中には、「日本経済は、景気の低迷と物価下落が同時進行する『デフレ』そのものであったというよりは（略）」という記述がみられる。物価動向だけで判断する見方が多くなったのは、2001 年 3 月の「月例経済報告等に関する関係閣僚会議」の配布資料で、当時の状況について、持続的な物価下落という定義によれば緩やかなデフレにあるとする旨の記述が入り、同年 4 月以降の月例経済報告でも踏襲されるようになってからである。

物価が下落していても、政策として注力されてきた規制緩和や、資源価格など輸入物価の低下の影響が大きいとみられる場合には、その効果に目が向けられた。前述の「物価レポート‘99」では、当時の状況を、景気が低迷したことによる好ましくない物価下落要因だけでなく、規制緩和などによる好ましい物価下落要因も生じたと判断している。2000年10月の『「物価の安定」についての考え方』でも、1990年代の日本の物価上昇率の落ち着きについて、景気の低迷によ

(図表2)物価の状況の捉え方は時代とともに変わってきた

	資料名など	記述(抜粋または要旨)	補 足
1995年4月	公定歩合引き下げについて(日本銀行)	わが国経済のインフレなき持続的成長を実現していく上で十分資するものと期待	“インフレなき”の具体的な定義は明示されず
1995年9月	公定歩合の引下げおよび市場金利の引下げ措置について(日本銀行)	物価安定の下での着実な景気回復に資することを期待	物価安定の具体的な定義は明示されず
1998年4月	日本銀行法第2条	物価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	同 上
1998年9月	当面の金融政策運営について(日本銀行)	インフレでもデフレでもない、「物価の安定」を金融政策運営の目標としている	“インフレでもデフレでもない”具体的な範囲は明示されず
1999年4月	日本銀行総裁定例記者会見	デフレ懸念の払拭ということが展望できるような情勢になるまでは、(中略)無担保コール・オーバーナイトレートを事実上ゼロ%で推移させ…	“デフレ懸念” “デフレ懸念の払拭”の具体的な定義は明示されず
1999年11月	物価レポート‘99(経済企画庁物価局)	98年度の日本経済は、景気の低迷と物価下落が同時進行する「デフレ」そのものであったというよりは、「デフレ的な」状況であった	デフレの概念的定義を、景気の低迷と物価下落が同時進行する状況と表現
2000年8月	金融市場調節方針の変更について(日本銀行)	「ゼロ金利政策」解除の条件としてきた「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至った	デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になったとしてゼロ金利政策を解除
2000年10月	「物価の安定」についての考え方(日本銀行)	「物価の安定」の概念的定義はインフレでもデフレでもない状態であるが、定義を数値で表すことは適当でない	数値による物価安定の定義の問題点を指摘
2001年3月	月例経済報告等に関する関係関係会議 配布資料	持続的な物価下落をデフレと定義すれば日本経済は緩やかなデフレにある(以後、2001年4月から2006年6月まで月例経済報告に何らかの表現でデフレを使用し、2009年11月から2013年11月にも使用)	デフレの概念的定義を物価下落に絞り、景気の低迷を除外
2001年3月	金融市場調節方式の変更と一段の金融緩和措置について(日本銀行)	消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、(量的金融緩和と政策を)継続	物価が継続的に下落することを防止し、持続的な経済成長のための基盤を整備する観点から実施すると説明
2006年3月	金融市場調節方針の変更について(日本銀行)	消費者物価指数の前年比は、先行きプラス基調が定着していくとみられる	消費者物価が安定的にゼロ%以上となるまで継続するという「約束」の条件は満たされたとして量的緩和を解除
2006年3月	「物価の安定」についての考え方(日本銀行)	消費者物価指数の前年比 0~2%程度であれば各委員の「中長期的な物価安定の理解」の範囲と大きくは異なる。中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散	政策委員による「中長期的な物価安定の理解」という形式をとって物価安定を数値で示す
2006年3月	国会提出資料(内閣府)	デフレ脱却:物価が持続的に下落する状況(デフレ)を脱し、再びそうした状況(デフレ)に戻る見込みがないこと	一定期間デフレでなくなっても、再びデフレに戻る可能性が残っていればデフレ脱却とはいえない
2009年12月	「中長期的な物価安定の理解」の明確化(日本銀行)	政策委員の「理解」については、消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている	ゼロ%以下のマイナスの値は許容していないこと(プラスの領域)、中心は1%程度であることを明確化
2012年2月	「中長期的な物価安定の目的」について(日本銀行)	「中長期的な物価安定の目的」について、日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率が2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目的とする	日本銀行として、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的に判断する物価上昇率を示す(従来は各政策委員が理解する物価上昇率の範囲)
2013年1月	金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について(日本銀行)	日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする	従来の“目的”から“目標”という表現に代えたうえで、その目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とした

(資料) 国会図書館 HP、内閣府 HP、日本銀行 HP

(注) 抜粋や要旨、下線は筆者が行ったものであり、原資料そのままではない。

る需要の弱さを反映する面が大きかったと指摘する一方で、これに加えて、技術革新や規制緩和、国際競争の激化、流通革命などの供給サイドの要因が作用していると分析している。このような認識は、物価の安定を示す具体的な数字をどうとらえるかにも影響する。

このため、物価の安定に関しては、インフレでもデフレでもない状態とする概念的な定義は比較的早い段階から使われ始めたものの、数値での表現は、統計の誤差や、経済構造の変化による影響などによって長期的な妥当性が確保される保証がないといった理由から、すぐには取り入れられず、政策委員による「中長期的な物価安定の理解」という形式をとって数字を公表することが決まったのは2006年3月であった<sup>4</sup>。

その後、理解の明確化（2009年12月）、さらに政策委員の理解ではなく日本銀行としての目途（2012年2月）に変わり、2013年1月には、日本銀行の考え方を伝えるうえで、わかりやすく適当であるとして、目途から目標へと言葉が変更されて、現在まで数字の公表が続けられている。この間、当初の「中長期的な物価安定の理解」では、前年比0～2%程度であれば理解の範囲と大きくは異ならず中心値は概ね1%の前後という表現だったものが、理解の明確化（2009年12月）では、ゼロ%以下のマイナスの値を許容していないことが示され、日本銀行としての目途（2012年2月）では、物価の安定を2%以下のプラスの領域、当面は1%を目途とされた。そして、2013年1月には、物価安定の“目標”が前年比上昇率2%となっただけでなく、デフレからの早期脱却と持続的な経済成長の実現を目指す政策連携を謳った政府・日本銀行の共同声明にも盛り込まれた。

物価安定の目標が重いものになってきた経緯は、以上のとおりである。これにより、2%を目標として、一昔前からは想像もできないほど非伝統的な内容と規模の金融緩和が行われている。

### 3. 量的金融指標と物価の動向

概観してきたように、物価安定の目標が重い存在になってきた過程と、金融政策が非伝統化、特に量的な指標を重視する色彩を強めてきた足取りには密接な関係がある。1990年代前半から、マネーストックの増勢鈍化と金融政策の対応の適否を巡って議論が活発化していたが、1990年代後半に物価のマイナスが目立つようになると、経済全体に行き渡るマネーの源流（マネタリーベース）の量を操作する政策を採用すべきであるという提唱が勢いを増した。

デフレ脱却のために果たすべき役割の重圧が増す中で、日本銀行は2001年3月に量的緩和政策を導入した。これは、必ずしもマネタリーベース操作を至上とする考え方に「宗旨替え」したためではなかったが、少なくとも形式上はマネタリーベース操作の一形態であり、伝統的な政策から非伝統的な政策への転換<sup>5</sup>とみなすことができる。

伝統的な金融政策では、金利操作を通じて需要動向に影響を与え、需要の増勢が変化し需給ギャップが拡大・縮小することによって物価を好ましい方向に導くという伝達経路が中心的な

<sup>4</sup> 物価の状況について数字が示された例としては、2001年3月に決定された量的緩和政策の導入において、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで続けるという方針（フォワードガイダンス）が示されたことがある（図表2）。

<sup>5</sup> 非伝統的政策に転換した背景に関連して、当時の金融政策が置かれた状況を振り返ると、2000年8月11日に「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったという判断に基づいて踏み切ったゼロ金利政策の解除に関して、その後のデフレ懸念の強まりを受けて、批判的論調が少なくなかった。

概念である。これに対して、マネタリーベースを操作する政策では、バランスシートや資産価格の変化を通じた伝達経路が重視される。

最も簡素な形式に則れば、物価（一般物価）はマネーストックの量によって決まるので、デフレもインフレも貨幣的現象とされる。ここで問題となる論点は、①マネタリーベースを操作するとマネーストックはどの程度安定的に動くのか、②物価が数十パーセントないしそれ以上に大幅に騰落する典型的なインフレ・デフレでは貨幣的現象と考えられるような動きになるとしても、マイルドなインフレ・デフレの場合にも実務的に適用可能なのか、である。

以下、マネタリーベース、マネーストック、物価の動きを、（因果関係を前提とせずに）ファクトファインディングのために対比してみる。マネタリーベースとマネーストックの水準の比率は信用乗数（貨幣乗数）であり乗数そのものが観察対象とされることも多いが、本稿では、物価を、政策目標（2%）同様、水準ではなく前年比でみようとしているため、マネタリーベースとマネーストックも変化率で対比する。

物価は、マネーストックと名目 GDP をマーシャルの  $k$  によって結び付けるケンプリッジ方程式の形式に則れば GDP デフレーターであるが、物価安定の目標に採用されている消費者物価を観察対象とする。

### （1）非伝統的金融政策導入前

図表 3 の左側は、量的緩和政策が始まる前の、年代ごとのマネタリーベースとマネーストックの動きである（年度末の 2001 年 3 月 19 日に量的緩和政策導入の決定があった 2000 年度は開始前に分類）。非伝統的な政策への転換前であるため、金融政策は金利を中心に行われており、マネタリーベース操作を能動的に動かそうという政策は取られていない。

ただし、マネタリーベース操作を重視する目には、伝統的な政策の下での量的金融指標と物価の動向にも、非伝統的な政策の可能性が映っていたとみられる。即ち、長い観察期間を取り、組み合わせの許容範囲を緩く考えれば、マネタリーベースとマネーストックの変化率はおおむね太い帯の中に分布しているように見える。反面、組み合わせの許容範囲を厳しく絞って、細い帯、さらには一本の線（一対一の対応）を想定するのは難しそうであるが、限界をどう考えるかは立場にもよる。

いずれにせよ、この観察期間の金融政策は、まだマネタリーベースを操作する非伝統的政策に転換していない。それでもマネタリーベースとマネーストックが完全に独立して動いているようにみえないのは、マネタリーベースの構成要素のうち金融機関保有以外の現金はマネーストックと共通であり、同じく構成要素である準備預金（法定部分）はマネーストックの大半を占める預金残高に基づいて所要額が決まるためである<sup>6</sup>。

年代別にみると、1970 年代前半に関しては、およそその趨勢に逆行したり、一定の幅を許容した太い帯の域外に飛び出したりするといった不安定な動きを観察できる。これは、土地投機や景気過熱、地価高騰とインフレの種をまいた過剰流動性の供給として、後年、指摘されるこ

<sup>6</sup> 図表には準備預金制度の開始（1959 年 9 月）より前のデータも一部含まれている。



となる動きであり、1970年代後半以後の金融政策では再発を警戒されるようになった。

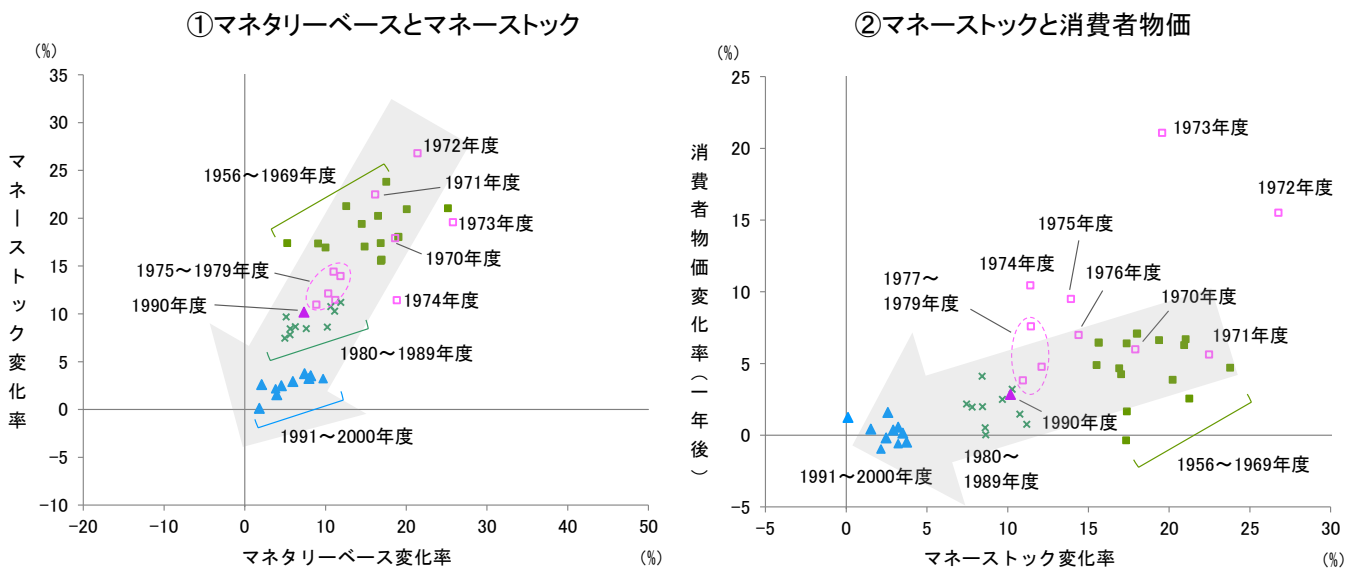
マネタリーベースとマネーストックの変化率は時代とともに小幅になり、図表3における最後の期間の1991～2000年度には、直前の1980～1989年度や1990年度と比べても、一段と小さくなっている。これを受けて、マネーの量を重視する立場から、当時の金融政策について、マネタリーベースの供給が不十分だったためにマネーストックの増勢が鈍化しデフレ懸念が生じるような状況になったという問題提起が行われるようになった。

図表3の右側は、左側の金融の動きに観察期間を合わせて、マネーストックと消費者物価の変化率を示したものである。組み合わせの許容範囲を緩くして長期的な動きをみれば、マネタリーベースとマネーストックを対比した左側と同様、マネーストックと消費者物価の変化率はおおむね太い帯の中に分布しており（1970年代前半に関して乱れが生じていることも同様）、デフレ懸念が強まっていった1991～2000年度もその中に分布している。他方、一対一の対応には程遠いことには注意が必要である。

マネーストックの増勢鈍化と金融政策の対応（マネタリーベースへの向き合い方）を巡って議論が活発化し、さらに1990年代半ば以後、消費者物価が前年比マイナスとなる年が出て来るようになって、マネーの量を重視する立場から金融政策の転換を提言する声が一段と強まった背景には、このような量的金融指標と物価の動きがあった。

しかし、その後の非伝統的な金融政策の下で観察された量的金融指標と物価の動き（後出）は、前掲図表3に示した大まかな趨勢の帯の中を後戻りする姿ではなかった。

（図表3）マネタリーベース、マネーストック、物価の対比（伝統的金融政策の局面）



（資料）日本銀行HP、総務省統計局HP

（注1）1971～2000年度のマネタリーベース変化率は平残（準備率調整後）から求めた。日銀券と貨幣以外は、1982年度以降が当座預金、1981年度以前は準備預金。1970年度以前の変化率は、日銀券は平残、日銀券以外は月末残高を平均した年度平均を用いて、合計した系列から求めた。現金以外は、1961年度以降が準備預金、1960年度以前は金融機関預金。

（注2）1968～2000年度のマネーストック変化率はマネーサプライ統計のM2+CD平残から求めた。1967年度以前の変化率は、マネーサプライ統計のM2+CDの月末残高を平均した年度平均から求めた。なおCD（譲渡性預金）の導入は1979年5月であり、その前の残高は存在しないが、統計の名称に従った。

（注3）1971～2001年度（グラフでは1970～2000年度のマネーストックと対比）の消費者物価変化率は総合から求めた。消費税導入や税率変更が行われた年度は、物価への影響を調整。1970年度以前（1969年度以前のマネーストックと対比）の消費者物価変化率は持家の帰属家賃を除く総合から求めた。

## (2) 非伝統的金融政策導入後

デフレ脱却のために果たすべき役割の重圧が増す中で、日本銀行は、2001年3月19日、通常では行われないうような、思いきった金融緩和に踏み切ることが必要と判断し（金融市場調節方針に関する公表文）、金融市場調節の主たる操作目標を無担保コールレート・オーバーナイト物から日本銀行当座預金残高に変更するという、量的緩和の導入を決定した。これとあわせて、新しい金融市場調節方式を継続する期間を、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比が安定的にゼロ%以上となるまでとして、将来の金融政策の方針（フォワードガイダンス）に関するコミットメントを行った。これは、いわゆる時間軸効果を意識したものと言える<sup>7</sup>。

量的緩和は、当座預金残高の目標値や実行手段であるオペレーション方式の変更などを行いながら約5年間続いたが、2006年3月9日、物価に関する前述の条件が満たされるようになったとの情勢判断に基づいて解除された（前掲図表2）。

その後、リーマンショックによって引き起こされた世界金融危機に対応した大規模な資金供給や、ETFやJ-REITなど多様な資産の購入<sup>8</sup>などを経て、2013年4月4日、量的・質的金融緩和に姿を変えた。量的緩和ではマネタリーベースそのものではなく日本銀行当座預金残高が操作目標であったが、量的・質的金融緩和ではマネタリーベースが操作目標となる。物価によって継続期間を示したフォワードガイダンスを伴っている点は量的緩和と同様であるが、この間に物価安定のとらえ方が変わったことを受けて、量的・質的金融緩和では、ゼロ%以上ではなく、2%となっている。量的緩和との大きな違いは、2%の物価安定の目標の早期実現が、同年1月の政府・日本銀行の共同声明の中で既に約束されていたことである。量的・質的金融緩和はそれを裏打ちする政策として、2年程度の期間を念頭に置くという言い方で達成時期の目標も盛り込まれた。

図表4では、伝統的政策下の前掲図表3と同様に、非伝統的政策の下でのマネタリーベース、マネーストック、消費者物価の動きを対比した。それ以前の動きと対照するために、伝統的な金融政策の下で観察された大まかな趨勢の帯と、政策転換前の約10年間の指標の分布を、あわせて表示している。

まず、左側のマネタリーベースとマネーストックの対比をみると、量的緩和が導入された直後の2001年度から2003年度に、マネタリーベースは2桁台の増加率となったが、マネーストックの増加率は1~3%台にとどまり、伝統的な金融政策に対して時に批判的色彩が濃い論評が寄せられた1991~2000年度とほぼ同じであった。これに関して、2000年代前半は1990年代以上に不良債権問題が懸念された時期であったため、マネーストックが増加しない理由を銀行の

<sup>7</sup> 日本銀行は1999年2月12日にいわゆるゼロ金利政策を決定し、同年4月13日の総裁記者会見では、デフレ懸念の払拭が展望できるようになるまでという言い方で、先行きの方針を示した。2001年3月の場合と異なり、具体的な指標で判断基準が示されていないが、フォワードガイダンスといえる。このフォワードガイダンス付きのゼロ金利政策を非伝統的政策に分類することも考えられるが、本稿では、金利ではなく量的な操作が政策の中心に据えられた2001年3月を非伝統的政策の開始とした。

<sup>8</sup> マネタリーベースを操作目標とする政策ではないが、中央銀行がETFやJ-REITなどを購入することも非伝統的な金融政策といえるだろう。

信用創造機能に求める見方も出た。しかし、不良債権問題が懸念されなくなった 2000 年代後半以降もマネーストックの動きに大きな変化は観察されない。

2000 年代後半以降で注目されるのは、量的緩和の解除（2006 年 3 月 9 日）によってマネタリーベースの前年比が大幅なマイナスになった 2006 年度も、量的・質的金融緩和によってマネタリーベースの前年比が量的緩和当時を大きく上回っている 2013～2015 年度も、マネーストックの前年比に大きな差がみられないことである。

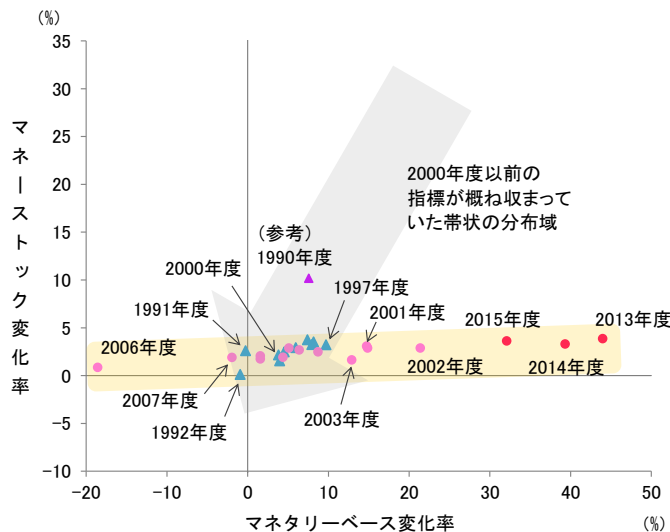
2001 年度以降の動きからは、2000 年度以前の指標の観察で浮かび上がった大まかな趨勢の帯とは異なる、水平に近い帯状の分布域が観察される。

次に右側のマネーストックと消費者物価の対比をみると、2001 年度以降と 1991～2000 年度の分布は、前掲図表 3 右で観察された太い帯の左端の狭い範囲に集中している。これは、2001 年度以降、マネーストックと消費者物価、どちらの前年比も 1991～2000 年度とほぼ同じ狭い範囲に収まっていることによる。

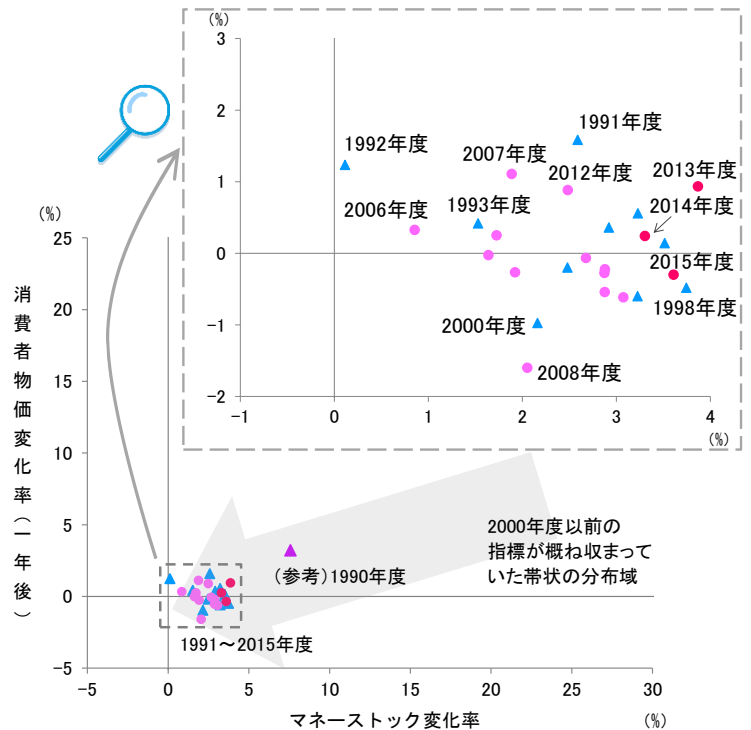
太い帯状の分布域は、長い観測期間の中で生じた様々な大きさの値を、組み合わせの数字に 10%、15%の違いがあっても領域の中とみなすような緩い見方を前提に浮かび上がったものであり、1%単位、数%単位の差しかない前年比の組み合わせについても同様とは限らない。実際、前年比の変動幅が数%ポイントしかない 1991～2015 年度のマネーストックと消費者物価の対

(図表 4) マネタリーベース、マネーストック、物価の対比(非伝統的金融政策の局面)

① マネタリーベースとマネーストック



② マネーストックと消費者物価



(資料) 日本銀行 HP、総務省統計局 HP

(注 1) マネタリーベース（現金＋日本銀行当座預金）、マネーストック（M2）の変化率は平残から求めた。2004 年度以降はマネーストック統計の M2、2003 年度以前はマネーサプライ統計の M2+CD。

(注 2) 1990～2015 年度のマネーストック変化率と 1991～2016 年度の消費者物価（総合）の変化率（2016 年度は 5 月まで）を対比している。

比では、マネーストックのどの程度の前年比と、消費者物価のどの程度の前年比との組み合わせが多いのか、見当が付きにくい（右上の拡大図）。

前述のとおり、図表3・同4は、因果関係を前提とせずに、量的金融指標と物価を対比したものであるが、仮に因果関係を仮定して応用しようとしても、1%単位、数%単位の差をファインチューニングできるとは言いにくい。

#### 4. 三度目の登場となったヘリコプターマネー論

量的・質的金融緩和の導入（2013年4月4日）という「サプライズ」的金融政策開始から3年超、さらにその拡大（2014年10月31日、「サプライズ」第2弾）を経て、第3弾のマイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入（2016年1月29日、なお実施は2月16日）に進んでからも既に半年弱が経過したが、2%の物価安定の目標に関しては、達成できそうな時期がまだ視界に入っていない。

これについて、マネタリーベースを増大させるという緩和策にもともと懐疑的であった立場からは否定的な評価が出ている反面、従前から積極的であった立場からは、原油価格や海外経済の動向などによる予期せぬ影響があったとして<sup>9</sup>、政策の仕組みそのものには肯定的な評価が出ており、必ずしも一致しないが、要因はともあれ、政策に懐疑的な立場であっても首肯するほどの、疑問の余地がない数字につながっていないことは事実である。

加えて、量的・質的金融緩和策には、日本銀行が国債の大量購入を続けようにも、遠からず量的な限界に直面するという問題が指摘され、デフレ脱却の目標達成が「逃げ水」のような様相を呈していることと相俟って、一部から行き詰まり観測が漂い始めていた。

そのような中で、ヘリコプターマネー論がまた提唱されて、注目を集めている。ヘリコプターマネー的な政策は、量的・質的金融緩和のような非伝統的金融政策の枠組みにも収まらない財政・金融一体の政策である。その本質は、通貨増発やそれに代わる方法によって財源を確保して財政支出や減税を行う点にあり、財政政策の色彩が濃い。

量的・質的金融緩和に関しても、日本銀行が市場から国債を大量に購入していることが財政ファイナンス、国債のマネタイゼーションと大差ないとして、ヘリコプターマネー的な政策に当たるという見方が批判的な立場から指摘されることはあるが、政府・日銀の見解は、あくまでも物価安定の目標のために金融政策の一環として市場オペレーションで国債を購入しているというものである。一方、仮にヘリコプターマネー的な政策が行われるとすれば、むしろ国債のマネタイゼーションであることを積極的に標榜する方が（将来の増税を意識させないことによって）需要増加を促すことになるので、その点が現状と異なる。

ヘリコプターマネー論は、思考実験の域にとどまっている場合はともかく、仮に現実の政策として取り入れれば、財政ファイナンス、国債のマネタイゼーションという点において、財政規律、中央銀行（日本銀行）の独立性、通貨（円）に対する信認を大きく揺るがす危険性を秘めているため、懐疑的な立場からは、奇策、極論、タブー、劇薬などの形容や例えを付けて否

<sup>9</sup> ただし、量的・質的金融緩和策によって具体化されたような概念を支持する立場では、過去において、原油価格など個別要因の影響よりマネタリー要因が一般物価に及ぼす効果を強調する傾向があった。



定的に語られることが多いし、支持する立場からも平時の政策とはみなされていない。言い換えれば、ヘリコプターマネー的な政策の提唱が増える局面というのは、経済・金融情勢が、少なくとも提唱者の目には、「非常時」であるかその瀬戸際に立っていると映っていることになる。加えて、注目が集まるためには、政策提言への賛否は別にして、経済・金融情勢に関して一定の問題意識が周囲にも共有されているという条件も満たされている必要があるだろう。

ヘリコプターマネー的な政策への関心が高まった時期を、記事検索を手掛かりに調べてみると、2002～2003年<sup>10</sup>、2008～2009年、最近（2016年）の三局面である。

#### (1) 2002～2003年

三つの局面のうち、デフレ（物価動向）と景気に関する見方が最も暗かったのは最初の局面であった（図表5）。政府の月例経済報告（基調判断）をみると、2002～2003年の24回の報告すべてに“デフレ”という言葉が（何らかの表現で）が入っていた一方で、“回復”の表現は一度も入っていない。その背景として、当事は、不良債権問題が喧伝され、日本経済がデフレスパイラルの淵に立っているかのような論調が強かったことを指摘できる<sup>11</sup>。同時多発テロの後、「テロとの戦い」を掲げた米国とイラクの関係が緊迫化し、地政学リスクへの懸念を一因として世界的に株価が下落基調をたどり、わが国では株価がバブル崩壊後の最安値（当時）を更新し続けたことも不安心理を醸成した。

（図表5）ヘリコプターマネー的な政策が注目された局面の経済・金融情勢

		1回目		2回目		3回目
		2002年	2003年	2008年	2009年	2016年
物 価	月例経済報告における“デフレ”の使用(回)	12	12	0	2	0
	消費者物価(総合・前年比、%)	-0.9	-0.3	1.4	-1.4	-0.1
景 気	月例経済報告における“回復”の使用(回)	0	0	7	0	6
	GDPギャップ(%)	-3.0	-2.4	-0.4	-6.2	-1.1
	失業率(%)	5.4	5.3	4.0	5.1	3.2
金 融	マネタリーベース(平残・前年比、%)	25.7	16.4	0.1	5.8	27.3

（資料）内閣府 HP、総務省統計局 HP、日本銀行 HP

（注） 2016年のうち月例経済報告とマネタリーベースは6月まで、消費者物価と失業率は5月まで、GDPギャップは1～3月期まで。

政策を巡っては、1990年代に公共投資・減税や金利引き下げを繰り返し実施したにもかかわらず満足できるような結果が得られなかったため、従来と異なる手段に期待する雰囲気が強か

<sup>10</sup> これより前は、専門的な分野（例えば2000年のFRBスタッフによるWorking Paper：FEDS 2000-51）を別にして、わが国の一般向けの媒体では、政策提言というよりも概念の紹介のような形式で、コラム等の欄に散発的に出て来る程度であった。

<sup>11</sup> 2002年10月には、主要行の不良債権問題解決を通じた経済再生を謳った金融再生プログラム（金融庁）が公表された。

った。2001年3月から開始された量的緩和は、1990年代に伝統的な金融政策の適否を巡って議論が繰り返されてきた経緯を考えれば思い切った手段であり、当時としては世界の中で異例の非伝統的な金融政策であったが、デフレと景気に関する論調が暗い方向に傾きがちであったため、より極端なヘリコプターマネー的な政策にも関心が向かった。FRBのベン・バーナンキ理事（当時）やジョン・スティグリッツ米コロンビア大学教授が言及したこともマスコミが取り上げるきっかけとなった。

もともと、不良債権問題を解決しなければ景気回復は望めないという論調が根強かったにもかかわらず、実際には景気はそれより前に谷（2002年1月）を過ぎていた（ただし、その認定公表は2003年6月）。この景気上昇は2008年2月の山まで6年1か月続いて戦後最長となった。企業の景況判断も2002年3月調査を底に改善基調であった。株価は約1年間、景気と逆向きの動きをみせたが、2003年4月を境に急速に上昇した。消費者物価（生鮮食品を除く総合）は例外的な月を除いて前年比マイナスが続いたが、それ以外で、非常時と考えるにすれば明るい動きが増えてくると、ヘリコプターマネー的な政策への関心は薄れ、しばらく影をひそめることとなった。

## (2) 2008～2009年

ヘリコプターマネー的な政策が再び紙面・誌面に出るようになったのは、サブプライムローン問題に端を発する経済・金融の混乱が欧米を中心に広がった2008～2009年であった。2001年3月にわが国が量的緩和を導入した際は世界の中で例外的であったが、この局面では欧米諸国も次々に非伝統的な金融政策に踏み切った。ヘリコプターマネー的な政策は、わが国の経済・金融情勢を念頭にした提言というより、危機対策として欧米で始まった非伝統的な金融緩和策を主な題材として、そこからさらに踏み出すのであればヘリコプターマネー的な政策もあると示唆する論旨であった。

2008～2009年は、サブプライムローン問題に端を発する混乱がリーマンショックによって急激に広がった時期であったが、各国の大規模な対策によって経済・金融危機の最悪期が過ぎるにつれて、ヘリコプターマネー的な政策が紙面・誌面に取り上げられる機会も減っていった。

## (3) 2016年

そして3度目の登場が最近である。しかし、足元の経済・金融情勢に関して、2002～2003年の時のように「崖っぷち」に立っているかのような論調は少ない。中国経済への懸念など先行きが不透明な要素は存在するが、既に2007年からサブプライムローン問題に端を発する混乱が表面化していた2008～2009年のように状況には陥っていない。

非常時とは異なるにもかかわらず、わが国でヘリコプターマネー的な政策が話題にのぼるようになったのは、量的・質的金融緩和の導入から3年余りが経過しても、2%の物価安定の目標に到達せず、他方で巨額の公的債務の帰趨が見えづらい状況であるからだろう。アデア・ターナー元FSA（英・金融サービス機構）長官が2013年に英国で言及した際には、本国ではともかく、わが国の一般向けの媒体ではわずかに紹介された程度で、関心は量的・質的金融緩和に集中していた。しかし、3年後の今では、ヘリコプターマネー的な政策の提唱が話題を集めている。この見解では、日本で開始されて間もないマイナス金利に関しては、ユーロ圏など欧州で

の先行事例をもとに効果が薄いとされており、ヘリコプターマネー的な政策の提言はユーロ圏にも向けられている。

言い換えれば、現下の経済・金融情勢が非常時のような混乱をみせているのではなく、日本を皮切りに、この15年あまり、断続的に各種の非伝統的な金融政策が試みられてきたにもかかわらず、政策効果として期待したほど物価が安定せず、放置すれば下振れする可能性を否定できないという、政策選択上の手詰まり感が背景にあるとみられる。

ヘリコプターマネー的な政策の提唱は、(伝統的政策はもちろん) 非伝統的政策の中の選択肢も限られてきているという認識に基づいて、過激と思われる政策をはなから排除するのではなく、考慮に入れておくべきであるという趣旨であると受け取ればよいのだろうが、反面、昔からタブー、劇薬といった批判が付いて回るように、扱いやすい政策ではない。よく指摘されるのは、政治的思惑の影響などによって安易に何度も使われて、歯止めが効かなくなる可能性があるが、限定的な利用であれば有効なのかも問題となる。物価の下落幅が大きかった昔のデフレに対して仮に有効であった場合でも、現在のマイルドなデフレに対して、政策規模を比例的に縮小することによって適用可能なのか、検討が必要だろう。

## 5. ヘリコプターマネー的な政策が行われた戦前の量的金融指標と物価の動向

マネタリーベースの操作を重視する政策がまだ採用されず、金利操作(ただしプラス領域)に代表される伝統的な金融政策に対する「アンチテーゼ」として提唱されていた当時、非伝統的な金融政策には実例の積み重ねが乏しかったため、理論上の帰結が拠り所とされたほか、伝統的な政策の下での量的金融指標と物価の動向の中で、非伝統的な政策の可能性の手掛かりが探られた(例えば前掲図表3の中の太い帯)。

そのような状況下で、希少な実例とされたのは、戦前の金解禁(旧平価での金本位制復帰、1930年1月)から金輸出再禁止(事実上の金本位制離脱、1931年12月)とその後の政策の動きである。これは、金解禁を目指したデフレ政策から金輸出再禁止後の「高橋財政」<sup>12</sup>下での金融緩和への転換を、マネタリーベースの大幅な増加を伴う金融政策の前例とみなすためである。なお、「高橋財政」では、日本銀行引受方式による国債発行(1932年11月)と財政支出の拡大が行われたため、純粋な金融政策と言うよりも、ヘリコプターマネー的な政策の実施例として引用されることが多い<sup>13</sup>。

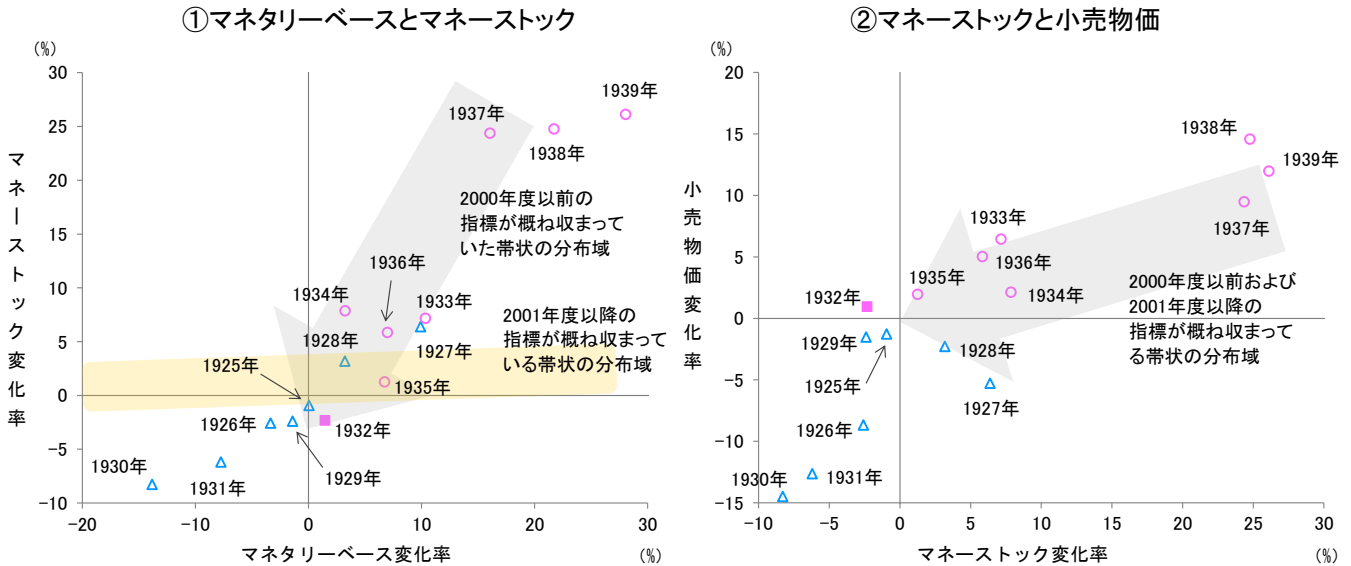
図表6は、戦前の金解禁から金輸出再禁止、さらに「高橋財政」を含む期間におけるマネタリーベース、マネーストック、小売物価の動きを年別に対比したものである。このうち、日本銀行引受方式による国債発行がマネタイゼーションの始まりという意味で重要な節目であった一方で、金輸出再禁止も、金本位制復帰とそれを目指してデフレ政策が行われた時代からの転換という意味で貨幣制度上の大きな出来事であった。金輸出再禁止の影響、日本銀行引受方式

<sup>12</sup> 高橋是清大蔵大臣(在任期間は1931年12月~1934年7月、1934年11月~1936年2月)によって実施された拡張的な財政政策。日本銀行引受方式による国債発行の開始を含めて論じられる場合もある。

<sup>13</sup> 財政支出の拡大に注目して、ケインズ政策の先駆けと評価されることもある。

による国債発行の影響が年ベースの数字に表れたのは翌年からとみなすと<sup>14</sup>、1932年は金輸出再禁止後、日本銀行引受方式による国債発行前であるため、期間を1931年以前、1932年、1933年以降の三つに区切ってマークを変えている。

(図表6) マネタリーベース、マネーストック、物価の対比(ヘリコプターマネー的な政策の局面)



(資料) 東洋経済新報社「経済年鑑」、藤野正三郎・五十嵐副夫「景気指数:1888-1940年」(一橋大学経済研究所日本経済統計文献センター)

(注1) マネタリーベース(日本銀行の発行銀行券と民間当座預金の合計)の変化率は、6月末と12月末を平均した残高から求めた。マネーストック(藤野推計による貨幣供給量Ⅱ・広義)の変化率は、月末値を平均した暦年残高から求めた。なお、1932年9月に関しては、他の系列と不整合であり誤植とみられるため、他の系列との整合性を考慮して修正した。

(注2) 小売物価変化率は、東京小売物価指数(日本銀行調べ)の暦年平均から求めた。

まず、左側のマネタリーベースとマネーストックの対比をみると、マネタリーベースの大きな変化に対してはマネーストックの大きな変化が組み合わさっており、2001年度以降の動きから観察された水平に近い帯状の分布域(前掲図表4左)よりも、2000年度以前の指標の観察で浮かび上がった太い帯状の分布域(前掲図表3左)に似ている。

次に、右側のマネーストックと小売物価の対比をみると、現在の緩やかなデフレと異なり、当時のデフレ局面では物価が大幅に下落したため、戦後に比べて分布域が(縦軸の)マイナス方向まで大きく広がっていた(図表3・同4には、これに対応する分布域が存在しない)。中でも、旧平価での金本位制復帰(事実上の円切り上げ)が実施された1930年と翌1931年の物価は大幅なマイナスであった<sup>15</sup>。これと対比しているマネーストックも、他の年に比べてマイナスが目立つ。一方、日本銀行引受方式による国債発行と財政支出の拡大が行われるようになって

<sup>14</sup> それぞれ12月、11月に変更があったことを考慮。

<sup>15</sup> 戦後の図表3・同4(ともに右側)では、一般にマネーストックの変化と物価の変化の間にタイムラグが指摘される場合が多いことを考慮して、マネーストックと1期(1年)後の物価を対比させた。一方、1930~1932年に関しては、旧平価での金本位制復帰、事実上の金本位制離脱という貨幣制度の大きな変更から時を置かず物価が動いたため、1期のタイムラグを想定すると分布域が大きくなる。1930~1932年だけを当期、その他の年を1期後とすることも考えられるが、戦前全体の整合性の観点から、図表6(右側)ではすべて当期の物価を用いた。なお、1930~1932年以外に関しては、当期でも1期後でも分布域に大きなずれは生じない。



た後は、マネーストックの増勢が強まり、それと対比している物価のプラスも大きくなっている（金輸出再禁止直後の1932年は、日本銀行引受方式による国債発行が始まる前であり、マネーストックはマイナスであるが、物価はプラスに転じている）。

戦前の金解禁から金輸出再禁止、さらに「高橋財政」を含む期間が、マネタリーベースの大幅な変動を伴う金融政策の前例として指摘されてきたのは、以上のような結果が観察されるためである。

## 6. 物価だけでなく数量の変動の大きさによっても金融指標の反応は変わる

前述の観察結果が現在にも通用するのであれば、仮定の話としてマネーストックが20%、30%と増加する状況を生み出すことができた場合の物価動向は、足元とは違ったものになるだろう。ただし、留保条件が二つある。物価のファインチューニングの可能性と、マネーストック増加の実現性である。

前掲図表6から、マネタリーベース、マネーストック、物価のうち、ある指標（例えばマネタリーベース）について数十パーセント単位の差がある二つのデータがあれば、同じ二つの年の他の指標（例えばマネーストック）にも数十パーセント単位の差があることがわかるが、同時に、これらの指標（例えばマネタリーベースとマネーストック）はピンポイントの精度で対比が分布しておらず、横軸のどの数字と縦軸のどの数字が組み合わさっているかには10%程度の幅があることも見て取れる<sup>16</sup>。10%単位の大きな増減や騰落をみせている量的金融指標や物価に対して、おおまかにその1~数単位分（10~数十パーセント）の変化を起こそうとする場合に参考になる可能性があるとしても、政策規模を比例的に縮小することによって現在のようなマイルドなデフレをファインチューニングするにあたって役に立つかは別問題である。

次に、マネーストックに目を向けると、20%、30%と増加する状況を仮定の話と述べたように、最近のマネーストック（前年比3%台）との差は大きい。2001年度以降、（中断期間をはさんで）マネタリーベースを大幅に増加させる政策が取られているが、マネタリーベース、マネーストックの対比は前掲図表4左のとおりであり、図表6左の再現にはなっていない。たとえマネーストックの伸び率が高まっても、物価との対比の分布域は幅が広いと、物価変化率の落ち着きどころをピンポイントで見込むことは難しいようにみえることは既に述べたとおりであるが、マネーストックの伸び率が高まらないことには、話はそこまでも進まない（マネーストックの伸び率が高まる前に物価の基調が変わった1932年は金輸出再禁止という貨幣制度変更の影響）。

伝統的な金融政策に対して批判的色彩が濃い論評が寄せられるようになったきっかけが（物価はまだマイナスではなかった）1990年代前半のマネーストックの増勢鈍化であったことを思い起こすと、マネタリーベースを増加させてもマネーストックの増勢があまり強まらない点が、非伝統的な金融政策の見込み違いの始まりになっている。

---

<sup>16</sup> 図表6の左右どちらをみても、横軸（または縦軸）の値がほぼ同じで、縦軸（または横軸）の値が大きく異なる組み合わせが複数存在している。

単純化した概念として考えれば、マネタリーベースの増加は信用乗数を介してマネーストックの増加となり、それによって実質的な経済規模（数量）と物価がどう動くかというステップに、GDP ギャップや潜在成長率、予想物価上昇率が関係するとされる。予想物価上昇率が高ければ数量よりも物価の上昇につながりやすい。

しかし、2001年度以降のマネタリーベース増加局面において、マネーストックの伸びは小さいままであった。本稿のようにマネタリーベースとマネーストックを変化率で対比するのではなく水準同士の対比で考えれば、信用乗数が低下していることになる。

マネーストックが伸びない理由として、2000年代前半には、不良債権によって銀行の信用創造機能が低下しているためだとする説が時流に乗ったこともあったが<sup>17</sup>、不良債権問題が懸念されなくなった2000年代後半以降もマネーストックの動きに大きな変化は起きていない。

前述の整理では、マネーストックはマネタリーベースによって政策的に決まり、次のステップにGDPギャップや潜在成長率、予想物価上昇率が関係するという単純な図式を示したが、例えば、デフレ懸念が予想物価上昇率に反映されていると金融緩和効果が抑えられるといったように、実際にはマネタリーベースとマネーストックのステップにも影響するとみられるだろう。

量的・質的金融緩和が開始される前までは、初期の量的緩和より大規模な金融緩和を強いコミットメントとともに実施すれば、予想物価上昇率が変化してマネーストックや信用乗数も動き、現実の物価に波及する可能性があるという見方もあったが、異次元の金融緩和を3年余り続けても大きな変化は起きていない。予想物価上昇率の硬直性はより根深いとみられる。

この硬直性に関しては、マイナスを含む低い物価変化率が長期間続いたために（前掲図表1）、予想形成が動きにくくなっているという見方が有力とされている。即ち、そのような予想形成に基づいて企業の経済活動（個々の価格設定を含む）が行われているために、資金需要もマネーストックも伸びず、一般物価への波及も限られるという説明になるだろう。

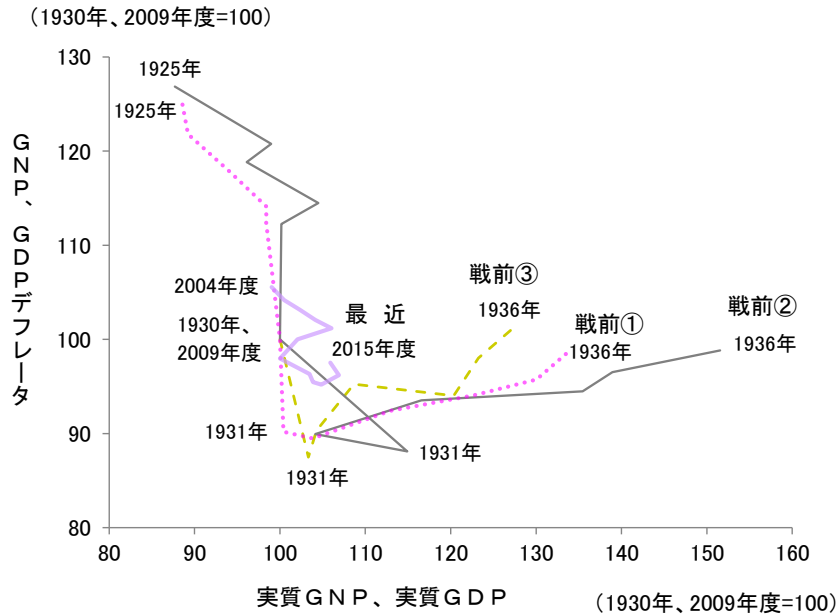
他方、戦前においても、小売物価は公表開始の1922年から約10年間、最近より大幅な下落基調であったが、政策転換（金輸出再禁止、次に「高橋財政」）後、物価は早期にプラスに転じた。

当時との違いを念頭に置きつつ、最近の状況について、より複合的に背景を考えると、①単にマイナスを含む低い物価変化率が長期間続いたことだけでなく、②ほぼ足並みをそろえて（短期的な変動を別にすれば）実質経済成長率も低くなったこと、③実質経済成長率の低下は、潜在成長率が高いのに活かしていないのではなく、潜在成長率の低下が影響しているとみられることなど、物価以外の要因も注目される。仮に価格上昇を見込みにくくても、数量が大

---

<sup>17</sup> ただし、状況はより複雑であり、マネタリーベース重視論では、マネタリーベースを増やせば、銀行の信用創造機能を通じなくてもマネーストックは増えるとして、不良債権問題をことさら強調しなかった。むしろマネタリーベースを操作する政策に懐疑的な立場から、マネタリーベースに傾注するより先に解決すべき金融の制約要因があるとして、不良債権問題が強調された。これにより、世の中の関心は、非伝統的金融政策ではなく不良債権問題の解決（金融行政）に向かった。

(図表7) 戦前のデフレ脱却局面と最近の比較



- (注1) 便宜的に GNP、GDP としているが、データは以下の資料の支出系列の表から取った GNE、GDE である。戦前③の系列が 1930 年以降しか得られないため①、②も 1930 年=100 (期間は 1925 年から) として、これが最終年 (1936 年) の 6 年前であるため、最近については 2009 年度=100 とした (長さを①、②にあわせて期間は 2004 年度から)。
- (注2) 戦前①は、Kazushi Ohkawa and Miyohei Shinohara, with Larry Meissner (1979) *Patterns of Japanese economic development ; a quantitative appraisal*, New Haven : Yale University Press による。この系列では、大川一司 (ほか) 編「長期経済統計 1 (国民所得)」(東洋経済新報社) の一部が改定されている。
- (注3) 戦前②は、Shozaburo Fujino (1975) *A neo-Keynesian theory of income, prices, and economic growth*, Tokyo : Kinokuniya による。
- (注4) 戦前③は経済企画庁 (統計公表時) の国民所得勘定によるが、物的接近法が重視されるようになった 68SNA より前の (人的接近法の) 推計であり、現在の 93SNA だけでなく、それ以前の 68SNA による系列とも接続性はない。
- (注5) 最近の系列は、内閣府 HP による (国民経済計算)。

幅に増加すると期待できるのであれば、それを見越した増産や在庫積み増しのための資金需要が増える。しかし、企業が、状況が変わるとしても物価、数量どちらも 1%単位の話であり、売り上げ (物価×数量) が劇的に変わるわけではなさそうだと見込んで不自然ではない業務環境であれば、資金需要の変化は限られる。

経済全体の物価と数量について、戦前と最近の動向を比較してみると、違いは明白である (図表 7)。高橋是清の大蔵大臣在任期間 (脚注 12 を参照) にほぼ相当する 1931~1936 年に、名目 GNP は、統計 (推計) によって差はあるが、年平均 7~8%程度増加し、それより前 (1925~1931 年、年平均約マイナス 2~3%) に比べて一変した。ちなみに、名目 GNP に対する寄与度は、デフレ進行時には物価 (デフレーター、縦軸方向の動き) の方が大きく、デフレ脱却時には数量 (実質 GNP、横軸方向の動き) の方が大きかった。このように業務環境の変化の余地が大きければ、先行きをどう見るかによって企業行動も大きく変化し、それに応じて資金需要、ひいてはマネーストックも大幅に増減することになるだろう。

一方、1931~1936 年に期間の長さをあわせて 2010~2015 年度をみると、名目 GDP は、消費税率引き上げによる物価上昇を含めても年平均 0.8%増、除けば 0.5%増<sup>18</sup>である。2010~2015

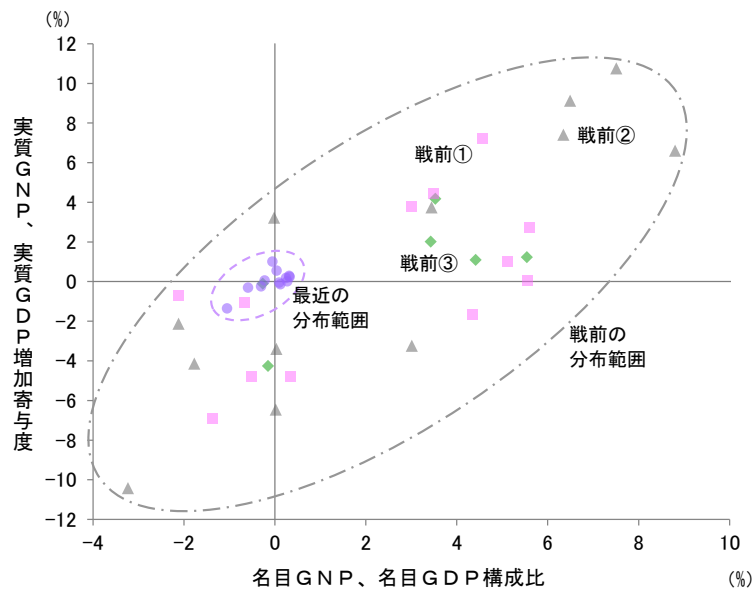
<sup>18</sup> 消費税率引き上げによって実質個人消費が伸び悩むといった数量への影響を考慮せずに、物価押し上げ分だけを除いてみると、という意味である。

年度のうち 2013 年度以降は異次元金融緩和が実施されているが、劇的な変化は起きていない。その期間のマネーストックの変化が小さかったことは、前掲図表 4 左でみたとおりである。そこで予想物価上昇率の硬直性が指摘されるわけであるが、資金需要の増加が加速しない理由は、物価だけでなく数量も含めた経済全体の動きが小さく、企業にとって金額ベースで大きな変化を織り込みにくい業務環境になっているためとみられる。

注目されるのは、戦前の在庫投資の動向である。在庫投資は、設備投資に比した「身軽さ」故に、景気や物価の状況に応じた企業の見通しや行動の変化を設備投資より素早く映し出すことが多いが、最近では、経済全体の動きが小さくなったことや在庫管理システムが発展したこと、財の在庫をあまり保有せず済むサービス産業のウェートが増したことなどを受けて、GDP に占める割合や変動への寄与度は低下し、(中長期ではなく短期の経済変動に影響する需要であることもあって) 中長期的な経済動向を考慮する場合には埒外に置いてもほぼ問題ないとみられるようになった。例えば、近年まとめられた多くの中長期経済見通しでは、在庫投資の予測値は明示されないか、示されていても 1、2 年より先はゼロと仮定されている。

しかし、デフレ脱却の成功例とされる戦前に目を向けると、サービス産業のウェートが低いなど経済・産業構造に違いがあり、在庫管理技術も未発達であったことから、在庫投資は、GNP に占める構成比でも増加寄与度でも、無視できない存在であった。当時は物価だけでなく数量も大きく動いていたため、国内外の経済情勢の変化や政策の転換などが起きると、先行きの物価や数量に対する見通しや思惑を反映して、在庫投資が大きく増減した<sup>19</sup>。

(図表 8) 戦前のデフレ脱却局面と最近における在庫投資の大きさ



- (注 1) 戦前①、同②の対象期間は 1925～1936 年、最近は 2004～2015 年度であり、図表 7 に合わせている。戦前③ (図表 7 では 1930～1936 年) の対象期間は、縦軸の増加寄与度を得られるのが 1931 年からであるため、1931～1936 年。
- (注 2) 戦前②、同③、最近に関しては、図表 7 の注 1、注 3～5 を参照。
- (注 3) 戦前①の Kazushi Ohkawa and Miyoei Shinohara, with Larry Meissner (1979) *Patterns of Japanese economic development ; a quantitative appraisal*, New Haven : Yale University Press では GNE (図表 7 で使用) の内訳に在庫投資が示されていない。そこで、生産面からの接近である GNP と GNE の乖離を在庫投資と仮定したものであり、在庫投資として推計された他の 3 系列とは性格が異なる。図表 7 の戦前①は、戦前②、同③、最近と同じく GNE であるが、図表 8 の戦前①は GNP である。

<sup>19</sup> 当時の新聞報道には、(マクロではなく、企業や業界といったマイクロ、セミマクロの動きであるが) 先行きの変化を見越して仕入、生産、在庫を操作しようとする動きが多く伝えられている。無論、見通しや思惑が当たるとは限らなかった。見込みが外れて在庫が積み上がり、その後の在庫調整を招くこともあり、その様子を伝えた報道もみられる。

図表8は、構成比と増加寄与度の二面から、戦前と最近の在庫投資の大きさを比較したものである。戦前の状況は統計（推計）によって異なるが、GNP増加寄与度がプラス10%程度からマイナス10%程度の範囲であったことを示すものもある。どの統計をみても、構成比と増加寄与度が最近より格段に大きい。

在庫投資に象徴的に表れているように、物価だけでなく数量の増減も激しかった戦前の業務環境の下で、企業の経済活動が先行きの予想によって大きな変化を繰り返していたからこそ、量的な金融指標の動きも大きかったと考えられる。

## 7. おわりにかえて

本稿では、まず、物価安定が初期の概念的な定義から徐々に具体化され、数字の範囲も絞られて2%になった過程を振り返った。

金融政策は、はじめは概念的な物価安定を達成するために伝統的な金利操作を中心に実施されていたが、物価のマイナスが目立つようになると、マネタリーベースの量を操作する政策を採用すべきであるという提唱が勢いを増した。ゼロ金利政策解除後にデフレ懸念が強まるという状況となって、量的緩和という非伝統的政策に踏み切ったのは2001年3月であった。

量的緩和策導入の際には、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比が安定的にゼロ%以上となるまでという、将来の金融政策の方針に関するコミットメントが行われたが、2006年3月には、この条件が満たされるようになったとの情勢判断に基づいて量的緩和は解除された。しかし、翌2007年から米国のサブプライムローン問題による火種が証券化商品を介して世界に広がっていることが表面化し始め、2008年9月のリーマンショックによって、その後、混乱が一気に深刻化した。

量的金融緩和策が解除された2006年3月には、政策委員による「中長期的な物価安定の理解」という形式によって、物価安定が、概念ではなく、数値で示された。それは、①消費者物価の前年比が0~2%程度であれば各委員の理解の範囲と大きくは異ならない、②中心値は、大勢として、概ね1%の前後というものであった。

その後、2008年12月には、政策委員の理解の明確化において、2%以下のプラスの領域に変わり、ゼロ%以下のマイナスの値は許容していないことが明確化された。しかし、この頃には、リーマンショックによって世界的な金融の混乱が生じ、实体经济の深刻な影響が懸念されるようになっていたことに加えて、円高が急速に進行したことで、物価がマイナスに転じるのは時間の問題であった。結果だけで言えば、量的緩和を解除したが物価はマイナスに戻ってしまうこととなった。さらに、これらの影響による物価下落が落ち着き始めた頃に、わが国は東日本大震災に見舞われた。

このような混乱に対して、ETFやJ-REITなど多様な資産を購入する等の形式で非伝統的な金融政策が取られたが、マネタリーベースの量を操作する政策は選択されなかった。物価がゼロ%をはさんで小幅のマイナスとプラスを繰り返す中、2012年2月には、政策委員が理解する範囲ではなく、日本銀行が持つ「中長期的な物価安定の目途」として、2%以下のプラスの領域という判断が示され、当面は1%を目途とするとされたが、その後も、次の政策転換までに物価上

昇率が1%に達することはなかった。

目途として「2%以下のプラスの領域」「当面は1%」が示されてから約1年後、“目途”から“目標”に表現を変更した上で、目標が2%とさらに具体化されたのは2013年1月であった。この日本銀行の目標は、政策連携を謳った政府・日本銀行の共同声明にも盛り込まれた。さらに2013年4月、マネタリーベースの量を操作する政策は量的・質的金融緩和として再登場した。将来の金融政策の方針に関するコミットメントで言及された物価の数字は、上の経緯から明らかかなように2%であり、2年程度の期間を念頭に置くという言い方で達成時期の目標も盛り込まれた。

2014年10月には量的・質的金融緩和が拡大され、2016年1月にはマイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入が決断されたが、異次元の金融緩和を3年余り続けた現在も、2%という目標達成は視界に入ってきていない。

非伝統的な政策が画期的な効果を生んでいない理由としては、マイナスを含む低い物価変化率が長期間続いたために、予想形成が柔軟に動きにくくなっているとする見方が有力とされている。

物価の予想に起因する制約も無視できないだろうが、資金需要の変化を通じたマネーストックへの影響という点では、物価（価格）と数量の両方によって決まる金額も重要である。戦前には、物価も数量も最近より変動が大きく、先行きの予想次第で企業の経済活動は大きな変化を繰り返していた。それを象徴するのが在庫投資の動向である。先行きの予想によって企業の経済活動が大きく変わり、それが各指標にも表れることで、マネタリーベース、マネーストック、物価の対比が最近と異なる分布状況として観測されている。

しかし、最近のわが国では、物価だけでなく数量（実質GDP）の変化も小さくなっている。その根源には潜在成長率の低下があるため、短期間で状況を変えることは難しい。戦前の動きは再現されにくくなっている。

このような状況下で非伝統的な政策をさらに強化しても、思うような効果を得られないまま、実施未済の政策の選択肢が狭まっていく。

マネタリーベースを操作しても、戦前と同じようにマネーストック、物価が動かない背景に関して、金額の変動可能性が小さくなったためではなく、ヘリコプターマネー的な政策が取られていないからだという考え方もあるだろう。戦前にとられたヘリコプターマネー的な政策は、日本銀行引受方式による国債発行と財政支出の拡大という特徴が示すように、純粋な金融政策と言うより、通常とは異なる方法によって歳入を得て実施した大規模な財政政策であった。“名目”有効需要が追加されていった過程で物価（GNPデフレーター）より数量（実質GNP）が大きく動いたので、政策開始時には大きなGNPギャップが存在していたとみられる（前掲図表7）。

“名目”需要を大規模に追加しようとした場合の展開を事前に見通すことは（異例な政策だけに）難しいが、企業が業務環境の根本的な変化に懐疑的であれば、外生的に需要を追加しようとした分野のボトルネックによって関連する一部の財・サービス価格が上昇するものの、全

体的には進捗の大幅な遅れで需要増加が直ちには実現せず、名目 GDP、実質 GDP、GDP デフレーターの変化はあまり大きくなならないという展開が仮説の一つとして考えられる。この場合のマネタリーベース、マネーストック、物価の対比は前掲図表 4 に似たものとなる。

一方、“名目”需要を追加しようとする試みを実現するという仮説も考え得る。ただし、最近の GDP ギャップは小さいため、名目 GDP が増加しても相対的に実質 GDP の増加は小さく GDP デフレーターの上昇が大きくなると考えられる。この場合のマネタリーベース、マネーストック、物価の対比は、前掲図表 4 より同 6 に似たものとなるが、戦前に比べて数量より物価が大きく動くこととみられることから、図表 6 に比べて、縦軸方向に分布が大きく広がるだろう。

「5. 戦前のデフレ脱却局面」で既述したとおり、図表 6 からの示唆は、10%単位の大きな増減や騰落をみせている量的金融指標や物価に対して、おおまかにその 1~数単位分（10~数十パーセント）の変化を起こそうとする場合には参考になる可能性があるとしても、現在のようマイルドなデフレを 1%単位でファインチューニングしようとする場合に役に立つかは別問題である、というものであった。図表 6 に比べて、物価の分布域がさらに広がる可能性があるのであれば、ファインチューニングの参考にすることは一層難しくなる。

そもそも、日本銀行引受方式による国債発行と財政支出の拡大という政策は、慢性的な不景気からの脱却を意識したものであった。特に、金輸出再禁止と「高橋財政」の直前の数年間は、世界恐慌と金解禁の影響によって不況色が濃かった。「高橋財政」によって扉が開かれたヘリコプターマネー的な政策の道が、やがて制御困難に陥ったことから、財政支出拡大の部分とはともかく、日本銀行引受方式による国債発行という部分に関しては、タブーとして封印されることになったが、政策採用当時の経済情勢が厳しかったことは事実である。

一方、最近の経済情勢は、景気の先行きにいくつかの不透明要因があるとはいえ、当時のような深刻な状況ではない。2%の物価安定の目標が達成できないままであることが課題として目立っているが、ヘリコプターマネー論は、その達成のために選択するには非常手段の性質が強過ぎ、課題の重さとバランスが取れない政策である。

今のところ、外部の識者による提言にとどまり、現実の政策として採用される可能性は小さいが、戦前とは程遠い経済情勢であるにもかかわらず非常時の政策が唱えられるのは、デフレ脱却、物価安定の概念が、2%という数字で定義され、2%の目標達成が重い存在になったためである。

既にみたとおり、2%の物価安定の目標は、長い年月とさまざまな経緯の結果、辿りついたものであり、政府・日本銀行の共同声明にも盛り込まれているため、軽々しく変更できる性質のものでないことは明らかである。反面、2%が絶対的なものという認識が広く固定化されるほど、目標に達しない限り、提唱される政策、市場が期待する政策が大仰なものになっていく。ヘリコプターマネー論は非常手段の性質が強過ぎて、目下の経済情勢と照らし合わせるとバランスが取れない旨を前述したが、現状のマイナス金利付き量的・質的金融緩和も、ヘリコプターマネー的な政策には及ばないまでも、過去、どの程度の経済情勢にどの程度の金融政策が対応していたかという観点からすれば、一昔前からは想像もできないほど非伝統的な内容と規模である。

懸念されるのは、2%の物価安定の目標のために通常なら選択されないような緩和策が実施されたり、本当の非常時の際に使えるカードを先に使い切ってしまうことである。

異次元緩和が開始された際に2年程度と言明された物価安定の目標時期は、既に後ずれしており、その背景として原油価格や海外経済の動向などがあげられている。マネタリーベースの操作を重視する見方では、過去において、このような個別要因の影響よりマネタリー要因が一般物価に及ぼす効果を強調する傾向があったため「揺れ」「ずれ」は指摘され得るが、その点を別にすれば、原油価格下落などが物価に抑制的に働いたという説明は受け入れられやすい。

同様に、今後に関しても、中国経済の先行きなど、現時点で広く関心が持たれ、さらに不透明感が増せば物価（や景気）のマイナス材料として説明が受け入れられる可能性が大きい不安定要因が存在する。将来、そのような要因による物価抑制が強くなるようなことが生じたら、その機会に、物価安定の目標を柔軟化することが望ましい。2%という目標は、通常であれば軽々しく変更しにくいだろうが、物価に大きな影響を与える出来事が後から生じたということであれば、説明は付くだろう。

この他には、2%の物価安定の目標が参照している消費者物価指数が、2016年8月に2010年基準から2015年基準に改定されるという統計上の節目がある<sup>20</sup>。こちらは、技術的な問題であるため広く受け入れやすい説明にはなりにくいだが、指数の断層の生じ方次第では、目標の数字に影響する場合もある。

2%の物価安定の“目標”は、2%以下のプラスの領域、当面は1%という中長期的な物価安定の“目途”を変更して掲げられた。再び“目途”を使う必要はないが、数字に関しては、曖昧になり過ぎない程度に柔軟である方が、政策の自由度が増すと考えられる。

今後、どこかの時点で、不透明材料の現実化によって物価抑制方向への力が強まったと多くの目に映るようになった機会をとらえて、例えば、目標は2%以下、当面は1%といったように、柔軟化を検討することは有意義であろう。

以上

#### 【参考文献】

内閣府経済社会総合研究所 企画・監修、吉川洋 編 [2009] 『デフレ経済と金融政策』  
(内閣府経済社会総合研究所)

吉本澄司 [2013a] 「数字を追う ～パラダイム変更後の政策下の金融・経済動向」  
『Research Focus No.2013-008 (2013年6月21日)』(日本総合研究所)  
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/6847.pdf>

吉本澄司 [2013b] 「数字を追う～物価動向を入口として探る日本経済の課題」  
『Research Focus No.2013-033 (2013年11月27日)』(日本総合研究所)  
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/7126.pdf>

---

<sup>20</sup> 旧基準で公表済の2016年6月以前について2015年基準による指数が8月12日に、2015年基準による2016年7月の指数が8月26日にそれぞれ公表される予定である。