

市川レポート (No.615)

改めて考える物価と貨幣量の関係

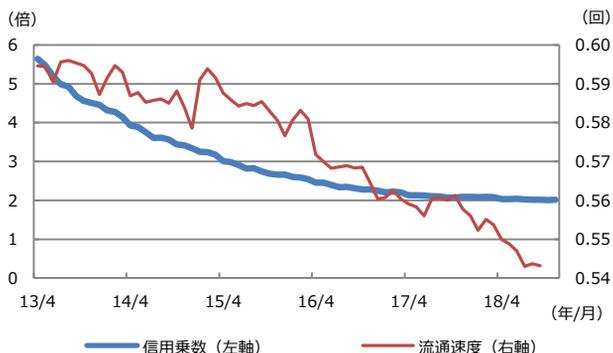
- 2013年4月のQQE以降、マネタリーベースなど貨幣量は急増したが物価上昇率は限定的だった。
- それは政策理論で定数と仮定した信用乗数も流通速度も実際は変数で低下傾向をたどったため。
- 物価変動を「貨幣的現象」とする政策はやや非効率、「実体的現象」と考えれば違うアプローチも。

2013年4月のQQE以降、マネタリーベースなど貨幣量は急増したが物価上昇率は限定的だった

総務省が2018年12月21日に発表した11月の全国消費者物価指数は、生鮮食品を除く総合で前年同月比0.9%の上昇となりました。日銀は、2013年4月に「量的・質的金融緩和（QQE）」を、また2016年1月には「マイナス金利付きQQE」を、さらに同年9月には「長短金利操作付きQQE」をそれぞれ導入してきましたが、2%の物価目標は依然として未達の状況です。

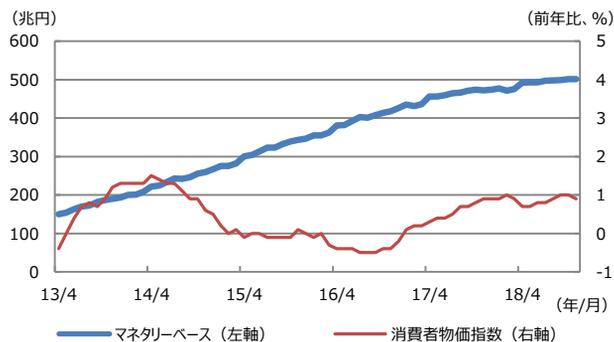
一連の政策の根拠となる理論は、国債の買い入れなどによりマネタリーベースを増やせば、その信用乗数倍のマネーストックが追加供給されるという「信用乗数理論」や、マネーストックの増加で物価は上昇するという貨幣数量説を定式化した「フィッシャーの交換方程式」です。しかしながら、2013年4月のQQE以降、マネタリーベースなど貨幣量は急増しましたが、物価の上昇率は限定的です。以下、その理由を検証します。

【図表1：信用乗数と流通速度】



(注) データは2013年4月から2018年11月（ただし流通速度は2018年9月まで）。信用乗数および流通速度の算出にあたってのマネーストックはM2を使用。
(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表2：マネタリーベースと消費者物価指数】



(注) データは2013年4月から2018年11月。消費者物価指数は生鮮食品を除く総合で、消費税の影響を除いたもの。
(出所) Bloomberg L.P.、総務省のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

それは政策理論で定数と仮定した信用乗数も流通速度も実際は変数で低下傾向をたどったため

まず、信用乗数理論について考えます。信用乗数は、マネーストックをマネタリーベースで割ったものです。マネーストックとは、簡単に言えば、民間銀行から家計や企業への資金供給量であり、マネタリーベースは中央銀行から民間銀行への資金供給量です。信用乗数が定数ならば、マネタリーベースを増やせば、その信用乗数倍、マネーストックが増えます。しかし、実体経済において信用乗数は変数で、足元では低下傾向にあります（図表1）。

次に、フィッシャーの交換方程式に目を向けます。フィッシャーの交換方程式は、 M （流通貨幣量） $\times V$ （流通速度） $= P$ （物価） $\times Y$ （実質GDP）で表されます。流通速度とは、名目GDPを生み出すための一定期間における貨幣の回転率です。流通速度と実質GDPが定数ならば、式が示す通り、流通貨幣量、すなわちマネーストックの増加で、物価は上昇します。しかしながら、流通速度も実質GDPも実体経済では変数で、貨幣の流通速度は低下傾向にあります（図表1）。

物価変動を「貨幣的現象」とする政策はやや非効率、「実体的現象」と考えれば違うアプローチも

マネタリーベースを増やしても、信用乗数が低下すれば、マネーストックは伸び悩み、マネーストックが伸び悩むなかで、貨幣の流通速度が低下すれば、（実質GDPがよほど急増しない限り）物価はさらに伸び悩みます（図表2）。つまり、信用乗数理論やフィッシャーの交換方程式で定数と仮定した信用乗数や流通速度は、実際は変数で、しかも低下傾向にあるため、これらを論拠とする政策では、物価を2%の目標水準に押し上げることは難しかったということになります。

なお、物価はQQEを導入した2013年4月時点でマイナスの伸びでしたので、この点を勘案すれば、一連の政策に全く効果がなかったとはいえません。ただ、物価の変動を「貨幣的現象」として、貨幣量を増やして物価を押し上げる政策は、効率性の面ではやや問題があるように思われます。仮に、物価は需要と供給で決まる「実体的現象」と考えれば、違うアプローチがみえてきますが、これについては次回、考えてみたいと思います。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- 当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号
加入協会：一般社団法人投資信託協会/一般社団法人日本投資顧問業協会/一般社団法人第二種金融商品取引業協会