

門間 一夫の
経済深読み現金をなくしても
マイナス金利の地平は広がらないみずほリサーチ&テクノロジーズ
エグゼクティブエコノミスト

門間一夫

2021年4月26日

「マイナス金利の深掘りを阻むのは現金」というのは本当か？

現在、先進国の多くの中央銀行が追加緩和の余地をほとんど持たないのは、金利が概ねゼロまで低下しているからである。一部の金利を多少のマイナスにはできても、マイナス幅の深掘りには限界がある。その最大の理由は現金の存在だとよく言われる。

現金の金利はゼロなので、預金金利をマイナスにすれば人々は預金を現金に替えてしまう。実際には現金にも保管コストや盗難リスクがあるため、預金金利を多少ならマイナスにすることはできる。それでも「現金の金利＝ゼロ」が強力なアンカーとなり、大幅なマイナス金利は成立しえないと考えられている。

ところが近年、各国でキャッシュレス化が進行している。日銀を含む多くの中央銀行は、みずからデジタル通貨を発行する可能性も検討している。中央銀行自身は決済システムの改善という観点でそうした検討を進めているのだが、現金をなくしてデジタル通貨だけにしてしまえば自由自在にマイナス金利を付けられる、と金融政策上のメリットを説く声もある。

もちろん、現金を完全になくすという前提自体が容易には実現しないので、予見しうる将来においてこの話は意味を持たない。しかし、仮に現金を完全になくせたとしても、デジタル通貨でマイナス金利を深掘りすることはそもそも原理的にできないのである。マイナス金利で金融緩和の地平を広げることは、現金の有無にかかわらず永遠に不可能なのだ。このことは意外に指摘されていないと思うので、以下でその説明をする。

現金なき世界で起きる「価格調整」

現金はないと仮定する。かつての現金は、中央銀行が発行するデジタル通貨に置き換わっている。ここでそのデジタル通貨に金利が付かない場合は、現金からデジタル通貨に媒体が変化しただけであり、話はそこで終わる。

次にデジタル通貨に金利が付く場合を考えてみよう。中央銀行が「金融緩和」の手段として、

その金利をゼロから－5%に引き下げたとする。1000円のデジタル通貨は年率5%で徐々に額面が下がり、来年の今日には950円になる。金融機関はできるだけ資金調達コストを下げたいと考えているので、そういう状況なら預金金利を5%下げたろう。5%下げても預金とデジタル通貨の相対的な魅力は変わらず、預金からデジタル通貨への資金流出が起きないからである。そうした裁定メカニズムが次々に働き、銀行間の市場金利も企業に対する貸出金利も、以前に比べて5%低下する。貸出金利が5%も低下するのだから、金融緩和効果が大いに発揮されそうに思える。

ところが、現金がない世界でのデジタル通貨の金利低下は、別の種類の調整も引き起こす。財・サービス価格の低下である。現金のような「額面が不変の価値保蔵手段」が存在しない世界になると、金融資産が年率5%で奪われていく状態から人々は逃れるすべがない。この時、仮に財・サービスの価格が不変なら、金融資産の減少はそのまま購買力の低下となり、経済に強い収縮圧力となる。そこで財・サービスの価格に低下圧力がかかり、価格が年率5%で低下する状態で均衡が回復される。

1000円のデジタル通貨が950円になってしまっても、1000円のランチが950円で食べられるようになるなら、1年後の消費者にとっても中立というわけである。そして、ランチの値段を年率5%で下げ続けることが可能であるためには、食材の価格、家賃、従業員の給料等にも年率5%の低下圧力がかからざるをえない。借入コストも5%減るのがむしろ当然という状況になる。

こうして現金のない世界では、デジタル通貨の金利と同じ率で財・サービスの価格が調整されていくため、貸出金利は5%下がっても実質金利としては不変になる。貸出金利が5%下がることで経済がようやく中立なのであり、金融が緩和したことにはならない。

以上の議論に対しては、金利はすぐに変化するが価格の調整には時間がかかるので、短期的には実質金利が低下して金融緩和になるのではないか、という反論がありうる。確かに、一回目はサプライズが効いてそうなる可能性もある。しかし、デジタル通貨の金利が動く可能性を人々が一度知ってしまえば、それを想定した価格設定行動が広まるだろう。販売価格はもちろん、家賃や賃金など名目金額を決めるあらゆる契約が、デジタル通貨の金利変動をヘッジできるものになっていくと考えられる。「デジタル通貨金利スライド方式」の価格契約があつという間に普及するはずだ。

今の例で起きた年率5%の価格下落は、デフレではなく「デノミ」のようなものである。デノミ（デノミネーション）とは、通貨単位の切り替えのことであり、典型的には高インフレで日常取引が高額になり過ぎた時に、通貨単位を調整する目的で行われる¹。日本でも1946年に、それまでの100円を新しい1円とするデノミが行われた。

普通のデノミは1回限りの非連続現象なので、年率5%で価格が継続的に下がる現象はやは

¹ なお、英語の denomination は単に通貨呼称のことを言う。日本語のデノミに相当する英語は redenomination である。

りデフレと呼ぶべきではないか、という反論があるかもしれない。しかし、事の本質で区別すれば、やはりこれは「小幅かつ連続的なデノミ」としか言いようがない。現金がある世界では起こらない現象であり、想像しにくいかもしれないので、「価格」の根本にさかのぼって考えてみよう。

この世に「絶対価格」は存在しない

経済学で価格理論を習うと、通常最初に出てくるのが単純な2財モデルである。そこで決まる「価格」とは、A財とB財の相対価格（交換比率）のことである。人々の意思決定に関わるのは「相対価格」だという本質部分は、財・サービスの種類が無数にある現実世界でも変わらない。

あらゆる相対価格をいちいち比較するのは大変そうだが、実は簡単な方法がある。どれか一つを価値尺度財（ニューメール）と決めてしまえば、ニューメールに対する相対価格だけを認識すればよいことになる。そのようなニューメールの役割を現実世界で担うのが貨幣である。通常われわれが「価格」と呼んでいるものは、正確には「貨幣に対する相対価格」のことである。

われわれは財・サービスの今日の相対価格だけでなく、明日の相対価格や1年後の相対価格も、なるべくわかりやすく認識したい。そのためには、ニューメールたる貨幣には、今日の1000円は1年後も1000円というように、額面が時間を通じて一定であってほしい。その条件を完璧に満たすのが金利の付かない「現金」である。先ほどいったん「貨幣」という用語を使ったが、もっと厳密に言えば、通常われわれが「価格」と呼んでいるものは「現金に対する相対価格」のことである。

さて、インフレ率とは、財・サービス価格（＝様々な財・サービスの価格を適宜のウェイトで合成したもの）の上昇率のことである。これも、正確に言えば、財・サービスの「現金に対する相対価格」の上昇率のことであり、それがプラスならインフレ、マイナスならデフレである。

もちろん、われわれが普段インフレやデフレを考える時には、「現金に対する相対価格」という概念を意識しない。それは、1000円の現金は1000円のまま常に一定なので、財・サービスの「価格」の上昇率と、財・サービスの「現金に対する相対価格」の上昇率を、区別する必要がないからである²。

ところが、現金がない世界では今の区別を思い出さなければならない。現金がない世界でニューメールとなるのはデジタル通貨である。したがって、デジタル通貨にゼロ以外の金利を付

² それでも日常会話ではなく多少専門的な議論では、インフレとは「貨幣価値の下落」のことだと言ったりもする。そういう言い方が成立するのも、インフレが財・サービスの「貨幣（現金）に対する相対価格」の上昇のことだからにほかならない。

けるということは、ニューメレール自体の額面を連続的に変化させるということである。デジタル通貨の金利が－5%なら、1000円が1年で950円へと連続的に変わっていくようなニューメレールを基準とし、それとの相対関係ですべての財・サービスの価格を認識することになる。

先述の通り、現金のある世界では、インフレ率は財・サービスの「現金に対する相対価格」の上昇率のことであった。現金がデジタル通貨に切り替わるなら、インフレ率は財・サービスの「デジタル通貨に対する相対価格」の上昇率のことになる。すると、デジタル通貨の額面が1000円から950円に下がる時にランチの値段も1000円から950円に下がるなら、両者の相対価格は不変なのでインフレ率はゼロである。ここではインフレもデフレも起きていない。起きているのは連続的な価格の読み替えだけであり、経済活動には中立である。これは「連続的なデノミ」と呼ぶしかないのではないか。

1回だけ100円が1円になるような普通のデノミなら、切り替え前後に実務的な面倒があったとしても、あとは慣れの問題である。しかし、日々デノミが少しずつ起き、しかもそのスピード（マイナス金利の幅）や方向性（プラス金利への転換）について先行き色々な可能性があるという話になると、なかなか生きにくそうな世界であることは容易に想像がつく。

日銀の物価目標はどうなるだろうか。改めて、インフレ率は財・サービスの「デジタル通貨に対する相対価格」の上昇率のことである。デジタル通貨の金利が－5%の時は、「－3%物価目標」が今の2%物価目標と同等のものになる。ちなみに、デジタル通貨の金利を2%にすれば、2%の物価上昇は簡単に実現できる。しかし、「デジタル通貨に対する相対価格」で2%、つまり表面上は4%の物価上昇が実現できなければ、今の2%物価目標と同等のものを実現したことはない。

一方、デジタル通貨の金利を長期平均的にはゼロにすることを展望し、あくまで中長期で目指すインフレ率は今まで通り2%でよい、という考え方もありうる。しかし、ひとたびデジタル通貨の金利を動かし始めたら、長期平均でゼロにできる保証などどこにもない。底なしのマイナスの世界に足を踏み入れてしまうリスクもある。

なくなって知る「価値尺度」のありがたみ

このように、ニューメレール自体に額面の変化を持ち込むと、相対価格を認識する土台そのものが動くことになるので、経済に関する理解や意思決定が煩雑になって有害なだけである。普段意識していない現金の「価値尺度」としての役割は、実はとてもありがたいものなのである。

「決済」や「価値保蔵」の手段としては、現金よりデジタル通貨の方が優れている面もあるだろう。一方、「価値尺度」としての役割は、現金が存続する限り現金が自動的に担う。しかし、仮に将来、現金がなくなる日が訪れたら、そのときは人間の意思によって、デジタル通貨に完璧な「価値尺度」の機能を持たせるべきである。それは、デジタル通貨には永遠に金利を付けないと決めてしまうことを意味する。そうすることの必要性は既に明らかだと思うが、改

めてまとめておく。

第一に、現金がない世界で「デジタル通貨に金利を付ける」とは、ニューメレール自体の額面を変動させることであり、財・サービス価格の認識に堪え難い煩雑さをもたらす。貨幣の基本機能は「決済」「価値保蔵」「価値尺度」の3つであり、「価値尺度」の部分を決して忘れてはならない。

第二に、デジタル通貨の金利の上げ下げで金融政策の幅が広がる、というメリットなど存在しない。現金がない世界の貸出金利は、正確には貸出金利の「デジタル通貨金利に対する相対金利」である。デジタル通貨の金利をゼロに固定しながら、他の何らかの操作で貸出金利を低下に導き、両者の相対関係を変えて初めて金融緩和ができたことになる。

なお、日銀を含むいくつかの中央銀行は、現在研究している中央銀行デジタル通貨に金利を付す可能性もあるとしている。これは現金の存続を前提としたうえでの議論なので、全く問題ない。デジタル通貨と現金の間に利便性や機能の面で多少の違いは存在するので、それに応じて両者の間に金利差を設ける（＝デジタル通貨の側におそらくはマイナスの金利を付す）ことはむしろ合理的ですらある。

しかし、仮に現金がなくなりデジタル通貨自体がニューメレールになる日が来たら、デジタル通貨に決して金利を付けてはいけぬ。額面不変のニューメレールをこの世からなくするのは狂気の沙汰である。現金をなくせばデジタル通貨でマイナス金利を深掘りできるのではなく、現金をなくしたらデジタル通貨にそもそも金利を付けられないのである。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。