

門間 一夫の
経済深読み「物価の安定」を金融政策に任せ
ることのコスト

～非対称な分配効果をどう考える～

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 2024年7月24日

素朴な疑問：「物価の安定」はなぜ金融政策の役割なのか

通常の経済理論では物価は金融政策で決まるとされている。ゆえに「物価の安定」を金融政策のマンデート（責務）とするのが世界標準になっている。

金融政策が効果を及ぼす基本的なメカニズムは、金利が総需要に与える影響である。金利を引き上げれば、資金調達コストが上がって設備投資や住宅投資などにブレーキがかかる。総需要が抑制されて物価上昇率は低下する。逆に、金利を引き下げれば総需要が刺激され、物価には上昇圧力がかかる。ポイントは、「金融政策」という起点から「物価の安定」という終点に至るまでの間に「総需要」という媒介項が存在することである。つまり金融政策は、総需要に影響を与えて物価の安定を図る政策である。

ここで素朴な疑問が生じる。財政政策も総需要に影響を与える政策なので、物価への影響も当然ある。それなのになぜ、財政政策ではなく、財政政策と金融政策の共同責任ですらなく、金融政策に「物価の安定」が任されているのだろうか。

理論的背景らしきものを二つ挙げるとすれば、第一に「インフレはいつでもどこでも貨幣的な現象」という考え方である。このマネタリズムと呼ばれる哲学は、1960～70年代に経済学者のミルトン・フリードマンらによって広められた。今では貨幣量と物価が単純に比例すると考える人は少ないが、「インフレは貨幣的な現象」というインパクトのある言葉は、「最終的に物価を決めるのは金融政策」と広義に解釈されたうえで、今も広く息づいている。

第二に、「リカードの中立命題」と呼ばれるもので、この考え方のもとでは財政政策は無効とされる。すなわち、合理的な個人は将来を予想しながら今の行動を決めるので、減税が行われてもそのために発行された国債はいずれ増税で償還されると予想して、減税で増えた所得を消費には回さない（将来の増税に備えて貯蓄する）とされる。

一方、金利の低下はお金を「今使う」か「後で使うか」の選択に影響を与えるので、将来のことまで考える合理的な個人こそ今の消費を増やす（異時点間の代替効果）。金利が低い時には借金してでも多めに消費を楽しみ、あとで金利が上がった時に消費を抑えて借金を返済すれば、生涯全体の消費を増や

せるからである。このように、合理的な個人を仮定すると、総需要ひいては物価を動かせるのは財政政策ではなく金融政策ということになる。

理論はどこで現実とつながらなくなるのか

以上の考え方は、論理的な誤謬や矛盾があるという意味で「間違っている」わけではない。しかし、いずれも誤った、あるいは非現実的な解釈につながる議論である。

まず、「インフレは貨幣的な現象」というのは、名目の（すなわち金額ベースの）経済活動と、その経済活動を決済面から支える貨幣の量の間、何らかの関係があるはずだという緩い意味において基本的に正しい。しかし、貨幣が重要なことから「金融政策の話だ」と言った瞬間に、それは過剰な決めつけになる。経済活動に使われる貨幣（すなわち現金や預金）の変動要因は金融政策だけではないからだ。

確かに、金利が引き下げられ、借入れをしたいと思う人が増えれば、実際に銀行貸し出しが増え、その資金は借入れをした人の預金口座に入金される。つまり貨幣が増えるのである。だから、金融緩和は貨幣が増える要因のひとつではある。

しかし、金利が下がらなくても、外部環境の好転などの理由で企業は設備投資を増やすことがある。その際に借入れを増やせばその企業の預金（つまり貨幣）が増える。また、政府が国民に給付金を配れば、その資金が国民の預金口座に振り込まれ、やはり貨幣が増える。このように、金融政策が不変でも、民間需要が強くなった場合や、財政赤字が拡大した場合は、貨幣が増え、したがってインフレも起きやすくなる。デフレについても逆方向で同じことが言える。

つまり、「インフレは貨幣的な現象」という観察自体は間違っていなくても、「だから物価を決めるのは金融政策だ」とまで言うのは論理の飛躍なのである。両者をつなぐには、「民間や財政の活動から生じる物価変動圧力を、金融政策で打ち消して安定させるべき」という、もうひとつの、しかも一定の価値観を伴う前提が要る。「財政政策は物価を気にせず自由にふるまってよく、そのことで生じた物価の変動も金融政策が帳尻を合わせるべき」という主張には、「インフレは貨幣的な現象」という観察だけからはたどりつくことができない。

二つ目の「リカードの中立命題」については、個人がどんなに合理的だとしても、「減税は将来の増税だから効果がない」とまで言うのは、現実世界での時間軸に照らして無理がある。この中立命題はしばしば「今日の減税は明日の増税」と比喩的に説明される。本当に今日／明日の話なら確かに減税の効果はないだろう。しかし、例えば日本の場合、政府債務の残高はGDPに対する比率でも、何十年の間、増加し続けている。他の先進国も程度の差はあれ似たようなものである。「今日の減税は50年後の増税」「いや50年後の増税ですらないかもしれない」という世界なら、合理的な個人の頭の中でも今の減税と将来の増税は結びつかない。

少なくとも現実の政策論は、「財政政策は総需要に影響を与える」という前提で行われている。日本でこの30年間に補正予算を伴う景気対策が何度組まれたことか。最近の米国でも、財政拡張がもたらす

インフレの上振れリスクが議論されている¹。ならば、「財政政策は物価の安定を意識して適切に管理されるべき」と考えないのはなぜなのか。「国がインフレを引き起こしても中央銀行が利上げで対応すべき」と考えるのはなぜなのだろうか。

「次善の策」であることのコスト

その答えは「財政政策にまともな管理など期待できない」というある種の諦観にある。突き詰めれば政治への不信である。実際、歴史的な経緯としても、1970年代を中心とする世界的な高インフレへの反省から、政治の影響を受けにくい主体に「物価の安定」を任せた方が良いという考えが強まった。その実効性を高めるために、中央銀行の独立性や透明性も強化された。現実の要請に基づく制度哲学の推進に前述の理論が都合よく使われたのであって、理論が正しいからそれを踏まえた制度が作られたわけではない。

このように、「物価の安定」を金融政策に任せるという役割分担が、政治にはそれを任せられないがゆえの「次善の策（セカンドベスト）」である以上、それが真の最適（ファーストベスト）ではないことのコストは発生する。

最近目につくのは、金融政策が分配面に与える望ましくない影響である。例えば、米国では高インフレへの対応から大幅に金利が引き上げられたが、それは主に中低所得層や若年層の負担になっている²。今回の利上げ局面では、生成AIブームが重なったこともあり、株価上昇で富裕層のバランスシートはむしろ大きく改善した。一方、物価上昇で出費がかさむ中低所得層では、コロナ禍でいったん得られた貯蓄も底をつき、借金に頼らざるをえなくなる人々が増えている。高金利政策は、まさにそういう人々を直撃するのである。

住宅市場においても、既に住宅を所有している人たちは、低水準の固定金利で住宅ローンを組んでいるため、その後で起きた金利上昇の痛みは受けない。住宅価格の上昇でむしろ富が増えている。一方、新規に住宅を購入しようとする若年世代は、住宅価格の高騰と高金利のダブルパンチに苦しむ。

高金利政策では富裕層の消費を止められず、それがインフレを長引かせる一因となって、さらに高金利を続けざるをえなくなる。このダイナミクスは、「金利弱者」の痛みがひどくなって総需要と物価にその影響が及ぶまで続く。もともとインフレの痛みは、コストプッシュの要素が大きい場合を中心に、低所得層ほど大きくなる傾向がある。インフレという「病」の痛みをとくに強く感じる人々が、高金利という「薬」の痛みも集中的に受ける。

「金利」という手段しか持たない中央銀行は、それがわかっているにもかかわらずどうすることもできない。

¹ 金融政策を決定する連邦公開市場委員会（FOMC）の議論でもこの点は指摘されている（FOMC議事要旨2024年6月分）。

² 菅井郁「米国経済の二極化～家計編～ -二極化の進行はバイデン民主党への逆風に-」（みずほインサイト、2024年7月8日）はこの点について詳細に分析している。また、白井斗京「米国経済の二極化～企業編～ -ソフトランディングへの狭き道-」（みずほインサイト、2024年7月18日）は優良大企業とそれ以外の企業の間でも高金利の影響の明暗が分かれていることを指摘している。

おそらく理想的な処方箋は、富裕層への増税でインフレを抑え、高金利を速やかに終わらせる環境を作ることだったはずだ。しかし、そういうインフレの抑え方は中央銀行にはできない。政治から独立している主体ではなく、政治そのものによってしか実行できない処方箋である。

バイデン政権の支持率低迷の背景には、インフレの問題があると言われる。そうした社会の不満は、そのインフレを高金利だけで抑えようとしたことで増幅された可能性がある。欧州でもこの夏は政権交代や政治勢力の大変動が起きた。共通するのは現政権への不満であり、それもインフレや高金利と無関係ではないだろう。

円安に形を変えて日本も同じ問題に

日本も 42 年ぶりのインフレになったが、幸いなことに高金利にはなっていない。長らく低インフレであったために、2%物価目標の実現を慎重に見極めようとする日銀が、ここまでほとんど金利を引き上げていないからだ。

「日本は例外で良かった」と言いたいところだが、代わりに起きたのが大幅な円安である。その円安にも、グローバル企業やインバウンド関連企業を利し、内需型中小企業や多くの家計を苦しめる非対称な分配効果がある。2年半で 40 円以上というすさまじい円安ともなれば、全体でプラスかマイナスかを論じる意味はなく、非対称な分配効果そのものが問題となる。そうだとすると、「物価の安定」を金融政策に任せるべきかというここまでの論点に加えて、「為替の安定」自体を日本の経済政策全体としてもっと意識すべきではないか、という論点も浮上する。

日本においては「物価は日銀、為替は政府」という役割分担になっている。しかし、政府が持つ手段は為替介入ぐらいであり、短期的には有効な場合があってもその効果はおのずと限られる。一方、日銀が持つ「金利」という政策手段は、日銀の意図としては「物価の安定」に使うつもりでも、好むと好まざるとに関わらず為替に大きな影響を与える場合がある。逆に、日銀が持つ手段では「物価の安定」が難しい場合もある。例えば、既に低金利の状態ですフレ圧力に直面するケースでは、「気持ちで頑張る」のに等しい程度の手段しか日銀には残されていない。

「物価は日銀、為替は政府」という役割分担の是非を、以上の観点だけで論じるのは不十分だが、少なくとも現在の役割分担では、日銀・政府それぞれが「できることがあってもやらない、不得意なことに全力を尽くす」というケースも起きかねないことに注意したい。そのことが一因となって経済に様々なゆがみ、とくに分配面で大きな非対称効果が生じた場合、その帰結が政治に跳ね返る点は日本も同じである気がする。

●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。