

## なぜ、日本経済は物価が安定し、長期金利が低位なのか？ ～戦中と現在の旺盛な貨幣需要の比較から解明！～

国立大学法人東海国立大学機構 名古屋大学大学院経済学研究科の齊藤 誠 教授は、物価水準の決定に関する新たな理論を提示し、戦中・敗戦直後と現代の日本経済について物価や金利の決定メカニズムを解明しました。

本研究では、特に現在の日本の財政金融状況について、

- (1) なぜ、大量の貨幣が供給されているにもかかわらず、物価水準が安定しているのか？
- (2) なぜ、大量の国債が発行されているにもかかわらず、長期金利が低位で安定しているのか？
- (3) 現在の物価安定と低位な長期金利は将来も持続するのか？

を理論的、実証的、歴史的な考察から明らかにしています。

本研究成果は、2021年7月に「Strong Money Demand in Financing War and Peace: The Cases of Wartime and Contemporary Japan」(出版社: Springer Nature Singapore)として出版されました。

本研究は、2018年度から2020年度にかけて実施した日本学術振興会科学研究費助成事業(基盤研究)と2020年度から始まった公益財団法人野村財団「金融・証券のフロンティアを拓く研究」助成事業の支援のもとで行われたものです。

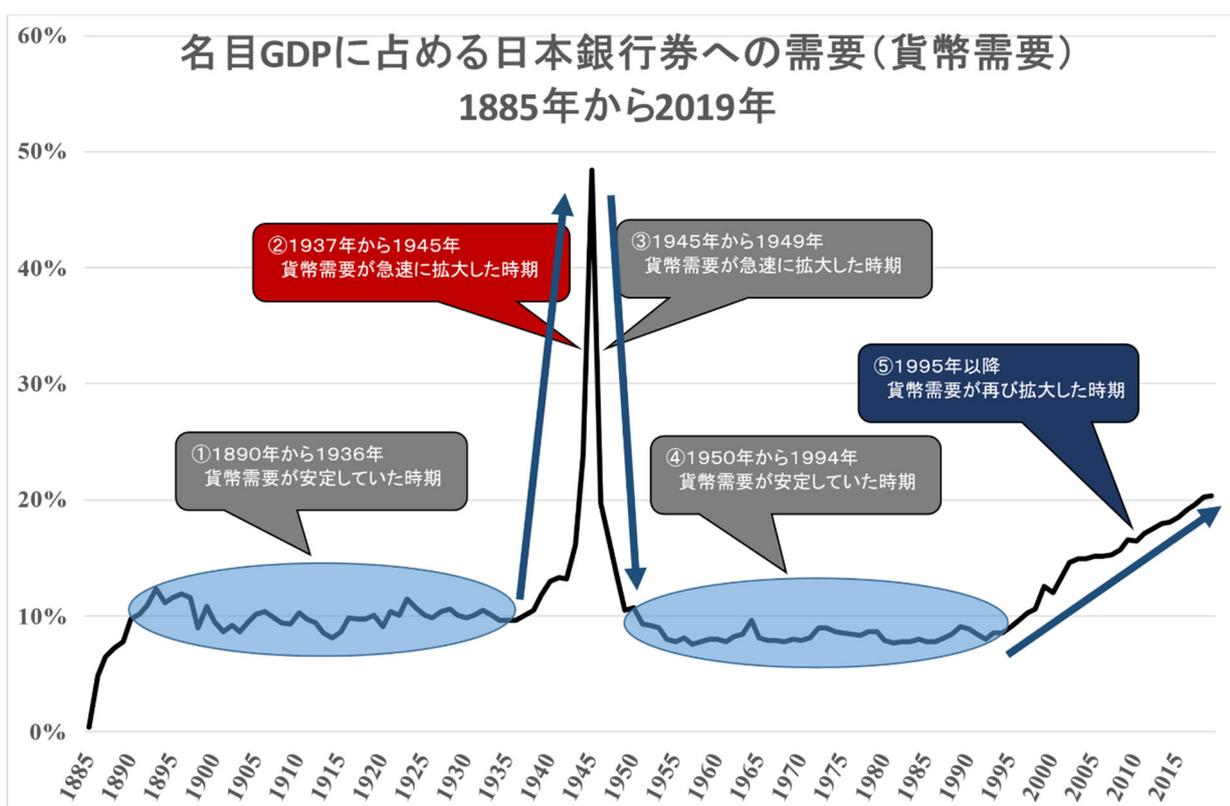
## 【ポイント】

- ・貨幣経済論には「貨幣数量説<sup>注1)</sup>」と「物価水準の財政理論<sup>注2)</sup>（以下、FTPL と略）」という2つの代表的な物価理論があるが、いずれの理論も現在の日本経済の状況をうまく説明できない。大量の貨幣供給にもかかわらず物価が安定する状況は、貨幣数量説と矛盾し、大量の国債発行にもかかわらず物価が安定する状況は FTPL と矛盾する。
- ・貨幣数量説と FTPL を統合した新しい物価理論では、長短金利がゼロ水準まで低下すると、旺盛な貨幣需要が大量に発行された貨幣とともに、将来の返済能力を超えて発行された長期国債も吸収されて、物価水準が依然として安定する。
- ・大量の貨幣供給と国債発行でも、長短金利がゼロ水準にとどまる下で物価が安定する均衡は継続しやすい性質を有する。しかし、何らかのきっかけで、金利がゼロ水準から離陸するやいなや、物価が一挙に数倍に高騰する。その際に財政規律を回復することを速やかに宣言しないと、一度きりの物価高騰がハイパーインフレ<sup>注3)</sup>に転じてしまう。
- ・ゼロ金利の物価安定下では、財政規律を大幅に緩めることができるが、いずれ国民は、物価高騰と厳しい財政規律によって、それまでに大量に発行された国債の返済に迫られることになる。

## 【研究背景と内容】

本研究では、19世紀末以降の日本の貨幣需要について、下図の以下の時期について比較検討を行っています。

- ① 1890年から1936年と1950年から1994年：貨幣需要が安定していた時期
- ② 1937年から1945年：貨幣需要が旺盛になった時期
- ③ 1945年から1949年：貨幣需要が急速に縮小した時期
- ④ 1995年以降：貨幣需要が再び旺盛になってくる時期



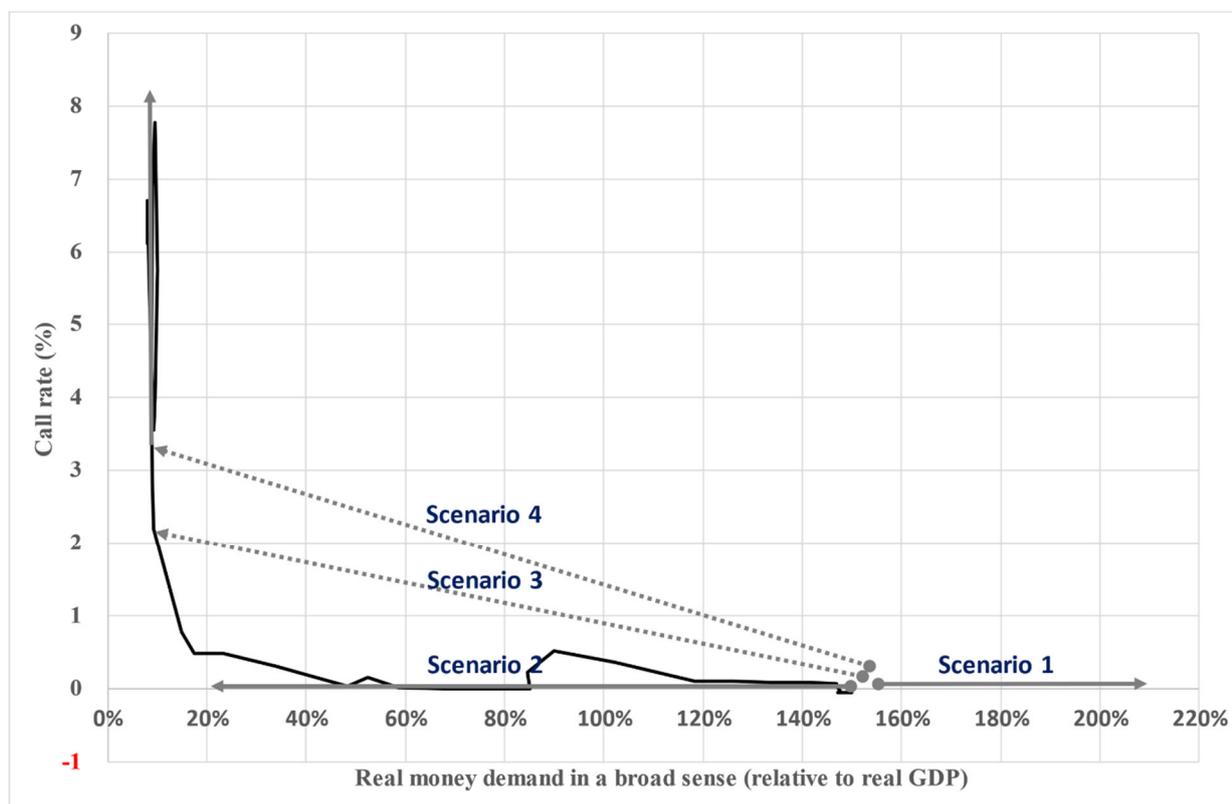
特に、②の時期（戦中期）には、統制経済下で地下経済に流れた資金の受け手となった闇市場のディーラーが、所得隠匿目的で匿名性のある日本銀行券（紙幣）を大量に保有し、それが旺盛な貨幣需要につながりました。しかし、敗戦直後の③の時期には、闇市場のディーラーの資金運用先が、紙幣から土地や物資などの実物資産にシフトしたことから、貨幣需要が急速に縮小しました。その結果、②の時期は、貨幣供給が拡大したにもかかわらず物価が相対的に安定した一方、③の時期は、貨幣供給拡大が鈍化したにもかかわらず物価が高騰しました。

ただし、③の時期の物価高騰も、1949年には収まり、貨幣需要がゼロに向かって退化するハイパーインフレに陥らなかったのは、日本政府が敗戦直後から税制改革を断行し、財政規律を回復したからです。

④の時期（1995年以降）は金利水準がゼロ近傍まで低下し、貨幣保有に機会費用<sup>注4)</sup>がかからなくなったことから、貨幣需要が再び旺盛になりました。さらには、長短金利がゼロ水準に近づくとつれて、「そもそも金利がゼロの貨幣」と「かつては金利が正であった国債」が等価な資産になりました。その結果、旺盛な貨幣需要は、大量に供給された貨幣だけではなく、大量に発行された国債も吸収するようになりました。また、金利がゼロであるかぎりには、国債の返済を先延ばし続けることができます。

それでは、④の時期に観察された旺盛な貨幣需要は、大量発行の国債を吸収し続け、国債返済を永遠に先延ばしすることができるのでしょうか？本研究では、③の時期（敗戦直後）に貨幣需要が急速に縮小し物価が高騰した経験を踏まえて、現在の旺盛な貨幣需要の将来を考察しています。

下図は、縦軸に金利水準を、横軸に名目GDPに対する貨幣残高の割合を示しています。なお、1995年以降は、貨幣とほぼ等価になった国債も貨幣として含めています。ここでは、4つのシナリオを想定している。



**シナリオ 1**：今後も十年単位の期間でゼロ金利が継続し、旺盛な貨幣需要が大量発行される国債を吸収し続ける。

**シナリオ 2**：ゼロ金利が継続している間に、政府や日銀を合わせた統合政府は、国債返済や貨幣回収を実施して、統合政府債務を圧縮する。

**シナリオ 3**：何らかの理由で金利水準がゼロから離陸し、貨幣需要が急激に縮小するやいなや、金利水準が数%にまでジャンプし、物価水準が一挙に数倍に高騰する。しかし、政府が財政規律を回復することで、物価高騰がハイパーインフレに転じることは回避される。

**シナリオ 4**：シナリオ 3 の下で、政府が財政規律の回復に失敗をすると、金利水準も、物価水準も急騰し続けるハイパーインフレに陥ってしまう。

本研究では、首都直下地震からの復興政策のような大規模政策対応で数年分の民間貯蓄が一挙に費消されるような事態では、**シナリオ 3** や **シナリオ 4** の可能性が高いことを示しています。そうした事態が顕在化した場合に、将来にわたって財政改革にコミットし財政規律を回復することは、ハイパーインフレのような最悪の事態を回避できる点できわめて重要な政策対応といえます。

### 【成果の意義】

1995 年以降のきわめて攻撃的な財政金融政策については、長期的にも持続可能な政策パッケージとして積極的に評価する考え方と、将来の時点できわめて深刻な弊害（物価や金利の高騰、国債や円通貨の暴落、財政破綻など）を深刻に懸念する考え方が鋭く対立してきました。しかし、どちらの考え方も、理論的、実証的、歴史的に厳密な考察を欠いてきました。

本研究は、厳密な経済学的考察に基づいて 2 つの対立する考え方を整理し、(i) いずれ後者が顕在化する可能性が高いこと、(ii) その場合に、現在、完全に弛緩してしまった財政規律を速やかに回復させることがきわめて重要な政策対応であることを指摘しています。

### 【用語説明】

注 1) 貨幣数量説：

物価水準が貨幣要因で決定されるとする理論。具体的には、物価水準は、貨幣供給量の増加とともに上昇すると想定されている。

注 2) 物価水準の財政理論 (FTPL)：

物価水準が財政要因で決定されるとする理論。具体的には、物価水準は、将来の財政余剰（財政収入が財政支出を上回る度合い）が減少するとともに上昇すると想定されている。なお、FTPL は、「the fiscal theory of the price level」の略。

注 3) ハイパーインフレ：

物価上昇が年 100 倍程度のスピードで何年にもわたって継続する状況。

注 4) 貨幣保有の機会費用：

金利がゼロの貨幣を保有すると、その資金を預金すれば得られたであろう正の金利を放棄するという意味で、機会費用が生じていることになる。しかし、金利水準がゼロ近傍になると、貨幣保有の機会費用がほぼゼロとなる。

**【論文情報】**

著書タイトル : Strong Money Demand in Financing War and Peace: The Cases of  
Wartime and Contemporary Japan

著者 : Makoto SAITO

出版社 : Springer Nature Singapore

DOI: 10.1007/978-981-16-2446-9

URL: <https://link.springer.com/book/10.1007%2F978-981-16-2446-9>