

2015年3月26日

三井住友アセットマネジメント
シニアマネージャー 市川 雅浩

市川レポート (No.39)

異次元緩和の中間評価～実体経済への影響を検証（その1）

日銀が2013年4月4日に量的・質的金融緩和の導入を発表してから2015年3月25日まで、日経平均株価は56.3%上昇し、ドル円はニューヨーク市場終値ベースで1ドル=96円34銭から119円49銭までドル高円安が進行しました。また今年の労使交渉では、自動車など製造業が過去最高水準のベースアップ（ベア）となったほか、金融界にもベアの動きが広がっています。

大規模な金融緩和への期待から株価など資産価格が大きく上昇し、ここにきて賃上げや雇用環境の改善を通じた消費の持ち直しも見込まれるようになりました。そこで今回のレポートでは、いわゆる異次元緩和の中間評価として、緩和効果の実体経済への浸透度合いを検証します。

マネーサプライを増やせば物価が上昇するという考え方

「物価が持続的に下落するのは実体経済に十分な貨幣が行き渡っていないためで、物価の持続的な下落、すなわちデフレを止めるには貨幣の量を増やさなければならない」とするのが「貨幣数量説」です。貨幣量を増やせば比例的に物価が上昇し、景気を好転させるという議論はこの考え方にに基づきます。20世紀前半に活躍した米国の経済学者であるアービング・フィッシャー（Irving Fisher、1867-1947）は、貨幣数量説を下記の「貨幣数量方程式」で表しました。

$$MV = PQ$$

M : 名目貨幣数量
 V : 貨幣の流通速度
 P : 一般物価水準
 Q : 実質取引量

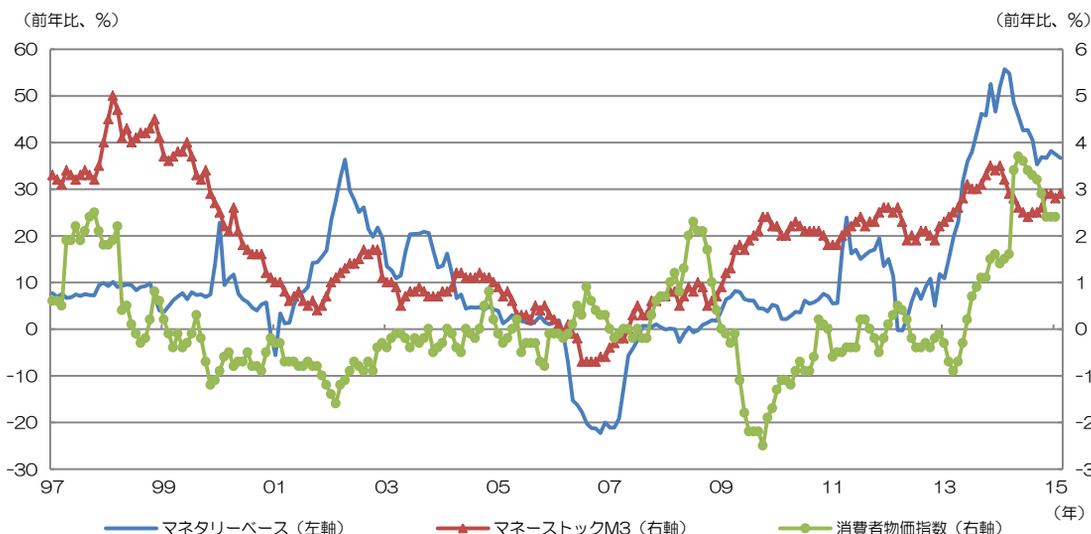
この式は、貨幣の流通速度（ V ）が一定で、実質的な取引量（ Q ）は完全雇用水準で所与のものとする、一般物価水準（ P ）は名目貨幣数量（ M ）に比例するというを示しています。そのため貨幣数量説に立てば、デフレを脱却して緩やかなインフレであるリフレを実現するためには、名目貨幣数量であるマネーサプライを増やせばよいということになります。

日本では過去、マネーサプライと物価に明確な関係はみられず

マネーサプライについて、中央銀行が直接関与できるのはマネタリーベースです。マネタリーベースは日本の場合、日銀が供給する通貨で、「日本銀行券発行高」、「貨幣流通高」、「日銀当座預金」の合計値と定義されています。このうち金融機関保有分を除く日本銀行券発行高と貨幣流通高がマネーサプライに含まれます。（なお日銀は2008年のマネーサプライ統計見直しの際、海外で一般に使われている統計名称を踏まえて、マネーストックに変更しましたので、以下マネーサプライはマネーストックと表記します。）

では日本において過去、マネーストックの増加が物価上昇につながったか検証してみたいと思います。図表1は日本のマネタリーベース、マネーストック、消費者物価指数それぞれの前年比伸び率の長期推移を比較したものです。これをみる限りマネタリーベースの増加がマネーストックの増加につながり、物価が上昇したという明確な関係は読み取れません。ただ日本の場合、1999年2月に「ゼロ金利政策」が導入されてから現在に至るまで超低金利環境が続いており、いわゆるゼロ金利制約下にあるため貨幣数量説が成立しなかったと解釈することも可能です。

【図表1：マネタリーベースと物価の長期推移】



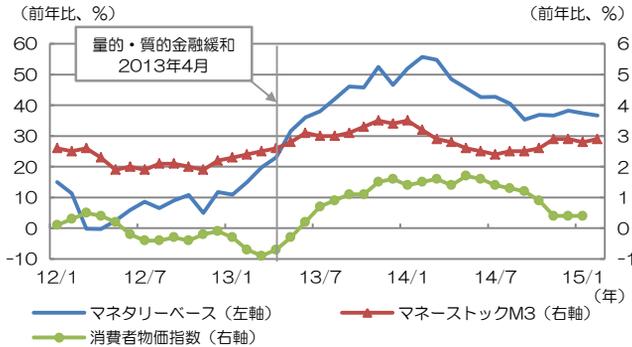
(注) データ期間は1997年1月から2015年2月。消費者物価指数は総合指数で2015年1月まで。
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

異次元緩和で少なくとも物価は持続的な下落局面から脱却

名目金利がゼロでも民間主体の期待形成に働きかけて期待インフレ率を上昇させれば、実質金利が

低下し、民間需要が増加して実際のインフレ率も上昇すると考えるのが、いわゆるリフレ派の人々であり、この理論に基づき導入されたのが量的・質的金融緩和です。そこで、やや期間は短くなりますが、2012年1月から直近まで2013年4月の量的質的金融緩和の導入発表を挟んだマネタリーベース、マネーストック、消費者物価指数の動きを確認してみます（図表2）。これをみる限り、マネタリーベースの大幅な伸びに比べ、マネーストックの伸びは緩慢なものにとどまり、また物価もプラス圏に浮上しましたが、原油安などの影響で足元の伸び率は鈍化していることが分かります。

【図表2：マネタリーベースと物価の推移】



(注) (注) データ期間は2012年1月から2015年2月。消費者物価指数は総合指数で2015年1月まで。消費税率引き上げの影響を除く。
 (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

このように考えると、マネタリーベースの増加が物価の上昇に直結するという判断はなかなか難しいように思われます。しかしながら異次元緩和によって、物価は少なくとも持続的な下落局面から脱し、株高や円安が進み、賃上げの動きが広がったことは評価すべきだと考えます。そこで今回はもう少し他の経済指標にも目を向けて金融緩和の効果を検証してみます。

- 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。
- 本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。
- この資料の内容は、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