

日本金融学会 2025年度春期大会

非伝統的金融政策の効果

2025年6月8日

東京大学名誉教授
吉川 洋

黒田日銀による「実験」: 2013-23

日本銀行「金融政策の多角的レビュー」

2024年11月

URL

https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2024/k241219b.pdf

日銀の主張

- × 量的・質的金融緩和の効果によって、デフレではなくなった
- × 量的・質的金融緩和は総需要を刺激して息の長い景気拡大に貢献

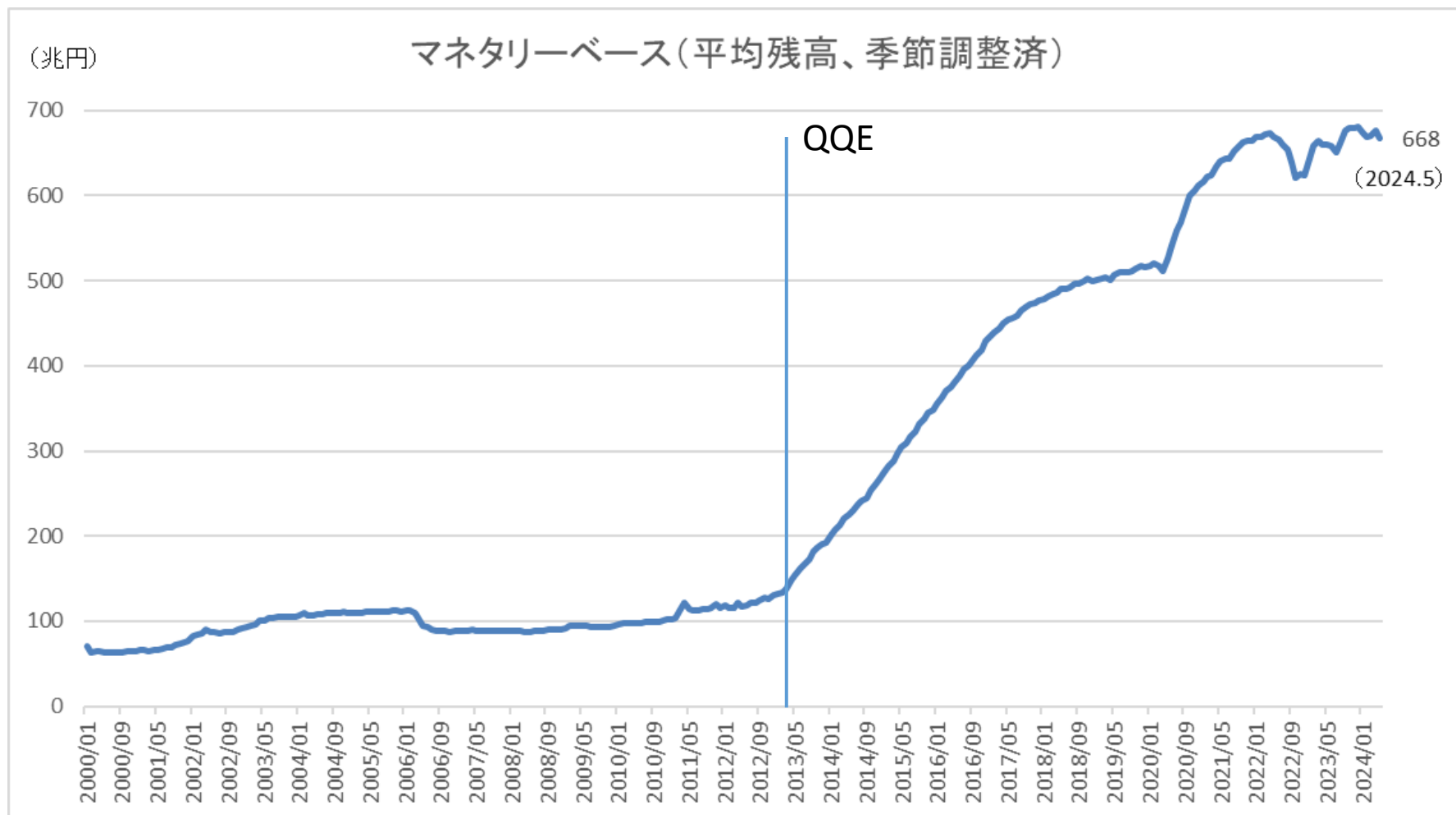


十分な根拠は示されていない

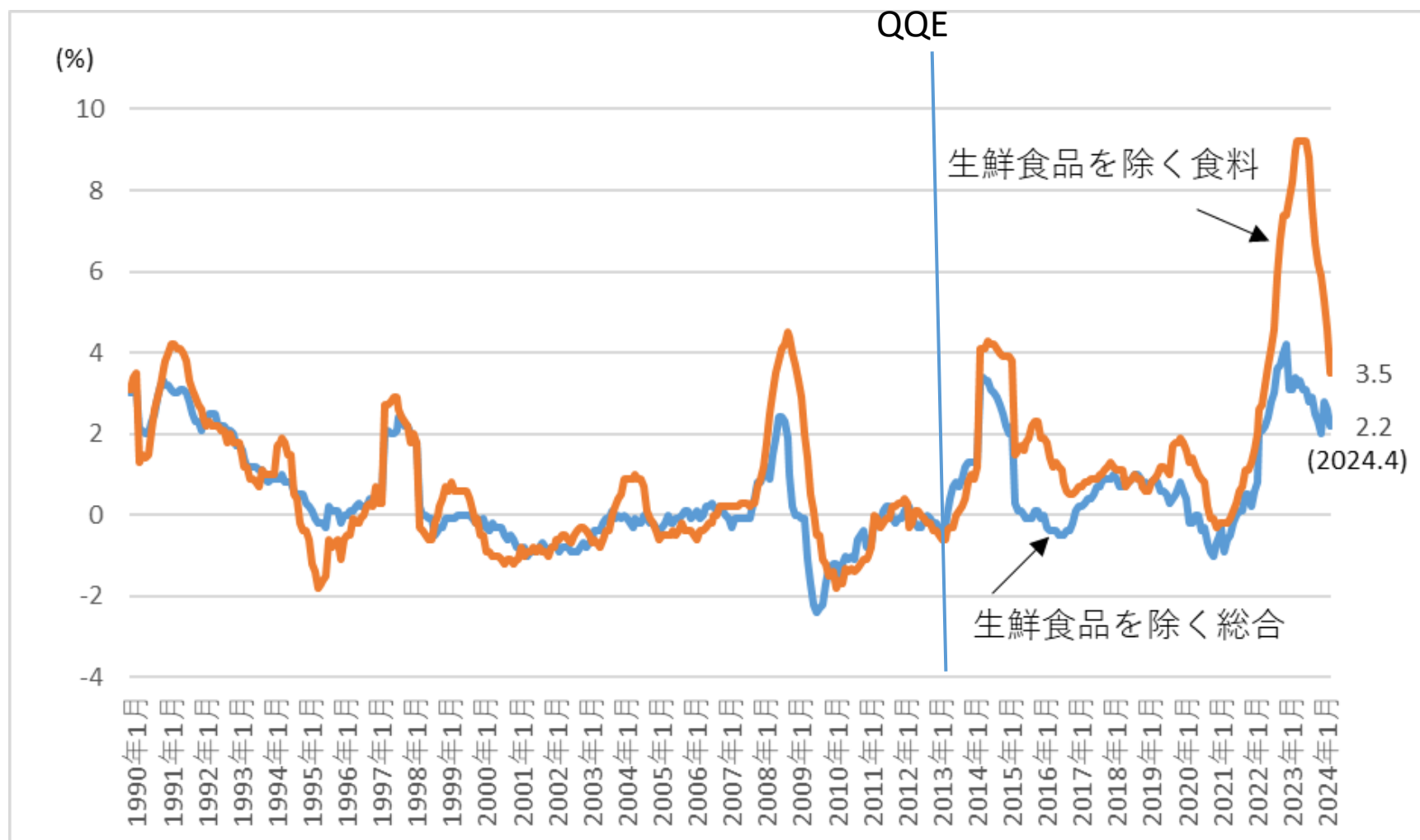
QQE時代の消費

	2013～2019年(%)	
	GDP成長率	個人消費成長率
米国	2.3	2.4
EU	1.6	1.4
日本	0.9	0.0

リフレ派＝マネーでデフレは止まる



消費者物価指数（1990.1-2024.4）



出所) 総務省統計局「消費者物価指数」

最初の1年は良かった？

株価は上がり、為替レートも円安に
しかし、動いたのは「外人」

Fukuda S. (2015), "Abenomics: Why was it so successful in changing market expectations?" Journal of The Japanese and International Economies, 37, 1-20.

そもそも金融政策の目標は物価

異次元緩和(2013年4月～) の ロジック

- (1) 日本経済停滞の根本原因はデフレ
- (2) デフレは「貨幣的現象」
- (3) マネーストックを増やせば
デフレは止まる

アベノミクスはデフレを敵視

しかしマイルドなデフレと 劇症性デフレを 区別する必要がある

Source: Borio C., M. Erdem, A. Filardo, and B. Hofmann (2015),
“The costs of deflations: a historical perspective” BIS Quarterly
Review, March, 31–54.

1930年代の激しいデフレ

▪ Debt – Deflation Theory

Fisher, I. (1933), "The debt-deflation theory of Great Depression," *Econometrica*, Vol. 1, No. 4, 337-357.

Tobin, J. (1980), "Real Balance Effects Reconsidered," in his *Asset Accumulation and Economic Activity*, University of Chicago Press, 1980.

▪ 不良債権と銀行機能の低下

Keynes, J. M. (1931), "The consequences to the banks of the collapse of money values (August)," in *Essays in Persuasion*, London: Macmillan (Collected Writings of J. M. Keynes, Vol. 9).

マイルドなデフレ

19世紀前半のイギリス: 1815 – 47
(年平均変化率)

工業生産 + 3.5% 最大の成長率

一般物価 – 1.4% 30年デフレ

Source: Rostow, W. W. (1948), *British Economy of the Nineteenth Century*, Oxford: Oxford University Press, Table I, P.8.

この長期デフレについては、Tooke(1857), *A History of Prices and of the State of the Circulation*.

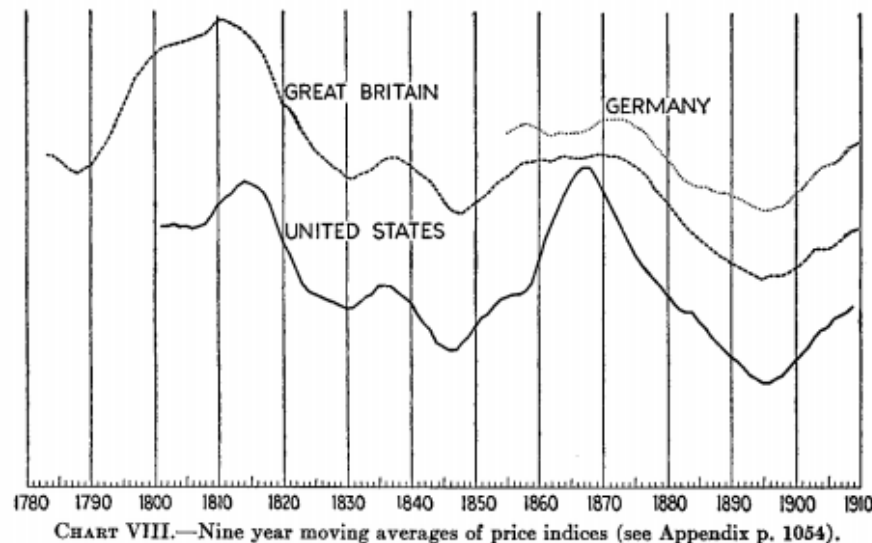
19世紀はデフレの世紀

468

BUSINESS CYCLES

influencing incomes. A very interesting research program suggests itself here. It is, however, safe to say that, for our countries at least, the net effect of external factors has been to counteract and not to intensify the influence of the result trend.

It stands to reason that external factors affect not only the result trend but also the cyclical behavior of price-level series. Moreover, the facts that our figures do not express at all accurately the level of prices in our sense and that they even do not measure correctly what they could be expected to measure are likely to make themselves felt still more in the case of cycles than they do in the case of the secular tendency. Finally, there is always so much “slack” and underemployment in the



Schumpeter
(1939)

system and so much room for the play of a multitude of factors that the effects on the price level of each cyclical phase may be slow to emerge and can easily be drowned in the effects of the succeeding one. It should be equally clear that this does not invalidate our analysis.

貨幣数量説

Hume(1752), Ricardo(1817)



Monetarism



“The most important lesson of macroeconomics is that the growth of money stock is the ultimate determinant of inflation.”

Source: Mankiw, N. G. (2016), *Macroeconomics*, 9th ed., New York: Worth Publishers.

貨幣数量説は正しいか

16世紀イギリスの大インフレ

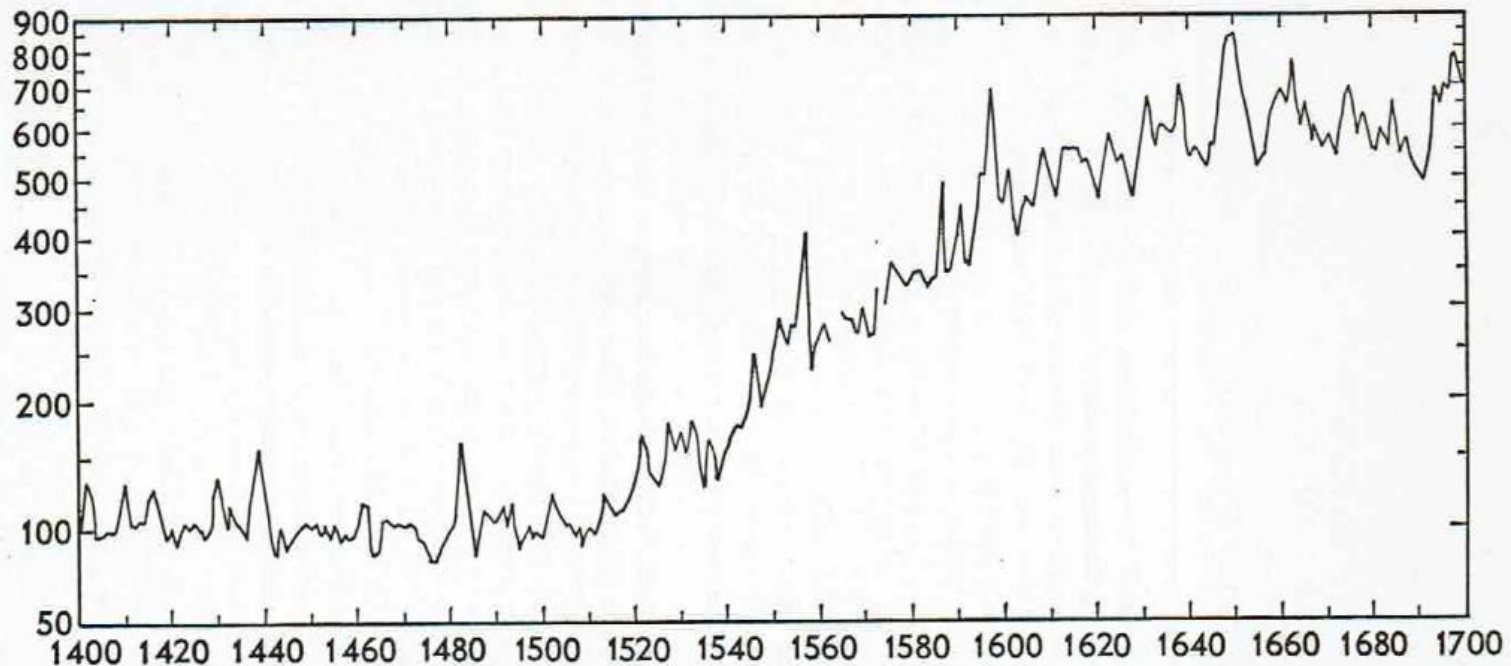


Figure 1. Index of Prices of 'basket of consumables', 1400-1700

Source: Outhwaite R. B. (1969), *Inflation in Tudor and Early Stuart England, Studies in Economic History*, Macmillan. 14

ケインズ (1930)

19世紀のGreat Depression (1873-96)

「1890年から1896年にかけてイギリスで起きたことは、旧式の貨幣数量説では説明できない」

貨幣数量が増えたのに物価が下落したのは、投資が以上に落ち込んだからだ

Keynes (1930), *A Treatise on Money*, P.146.

物価の動きを決める1次産品価格

Brown and Ozga (1955), “Economic Growth and Price Level,” *Economic Journal*, P.1-18.

1870-1950、80年間のイギリスの名目物価
の大きな変動は、貨幣数量ではなく、

1次産品の相対価格＝交易条件
で決まっている

Monetarism : 1960-70's

Friedman, M. (1956), *Studies in the Quantity Theory of Money*.

Friedman, M. and Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*.



Tobin, J. (1965), "The Monetary Interpretation of History," *American Economic Review*, June 1965.

Kaldor, N. (1970), "The new monetarism," *Lloyds Bank Review*, July.

貨幣数量説のブラックボックス

「相対価格の変化と絶対価格（物価のこと）の変化とを区別することが重要である。石油や食料品の価格が上がれば、それらに対する支出額は増えるから、企業や人々はその他のモノに対する支出を減らすだろう。これは、石油や食料価格以外のモノの価格を引き下げたり、その上昇率を押さえたりする圧力になるはずである。だから、平均的な価格である物価が、相対価格の変化によって影響を受ける理由はない（Friedman(1975)、岩田(2001, p123)の引用を再掲）」

Source: Friedman, M. (1975), "Perspectives on Inflation," *Newsweek*, June 24..

貨幣数量説のブラックボックス

「(1) $\times \times$ の価格が下がれば $\times \times$ に対する支出は減るから、その分余裕ができた企業や人々は他のモノに対する支出を増やすだろう。

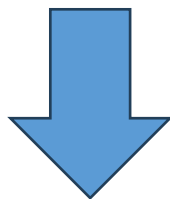
(2) そうすると $\times \times$ 以外のモノの価格は上がる。

(3) だから $\times \times$ の価格が下がっても、それは $\times \times$ の相対価格を下げるだけで、すべてのモノの平均である一般的な物価水準は影響を受けない。」

結局、一般物価を決めるのは、貨幣数量である。

マネタリズム

利子率の軽視と貨幣数量の重視



非伝統的金融政策との親和性

物価と実体経済の関係

Phillips Curve: Phillips, A. (1958), "The relation between unemployment and the rate of change of money wages in the United Kingdom, 1861-1957," *Economica*, Vol. 25, No. 100, 283-299.

Friedman, M. (1968), "The Role of Monetary Policy," *American Economic Review*, Vol. 58, No. 1, 1-17.

期待インフレの導入と合わせてマクロ経済学の変質
Keynesian → Classical

物価の安定と2%インフレーターゲット

Greenspan A. (1996)

This suggests, from a central banker's point of reference, an operating definition of price stability: Price stability obtains when economic agents no longer take account of the prospective change in the general price level in their economic decision-making.

Since we cannot observe expectations directly, we look for proxies. If we believe that expectations are grounded in reality, then the relevant proxy is an index of the actual general price level.

リフレーションの意義

リフレーションへの懐疑

Pigou, A. (1935), "Inflation, deflation and reflation," in his *Economics in Practice*, London: MacMillan, 80-106.

非伝統的金融政策

伝統的金融政策＝裁量的金利政策

Taylor Rule ($\Leftrightarrow$ Monetarist's $k\%$ Rule)

Yoshikawa H. (1981) IER



非伝統的(unconventional)金融政策

貨幣数量(Money Stock)と期待(Expectations)

非伝統的金融政策の背景

- マネタリズム (Monetarism)
- 「ミクロ的基礎づけ」を持つマクロ経済学
(Micro-founded Macroeconomics)

期待の役割

Krugman(1998) モデル

Micro-founded Macroeconomics

ゼロ金利の下でも、「将来」の物価は将来のマネーストックで決まることから、期待インフレ＝実質金利を変えることができる。

マクロ経済学の基本問題

- ・実体経済 (Real GDP)の動向は、何によって決まるのか？
- ・名目物価の動きを決めるのは何か？
- ・金融政策は上記2つにどのように関与するのか？

実体経済（実質GDP）

- Friedman/Lucas Rational Expectations

予期せぬマネーの変動が実質GDPを動かす

- Real Business Cycle (RBC)

物価／金融政策無関係

- New Keynesian DSGE

Representative Agent NK (RANK)

Heterogeneous Agent NK (HANK)

Transmission Mechanism あいまい

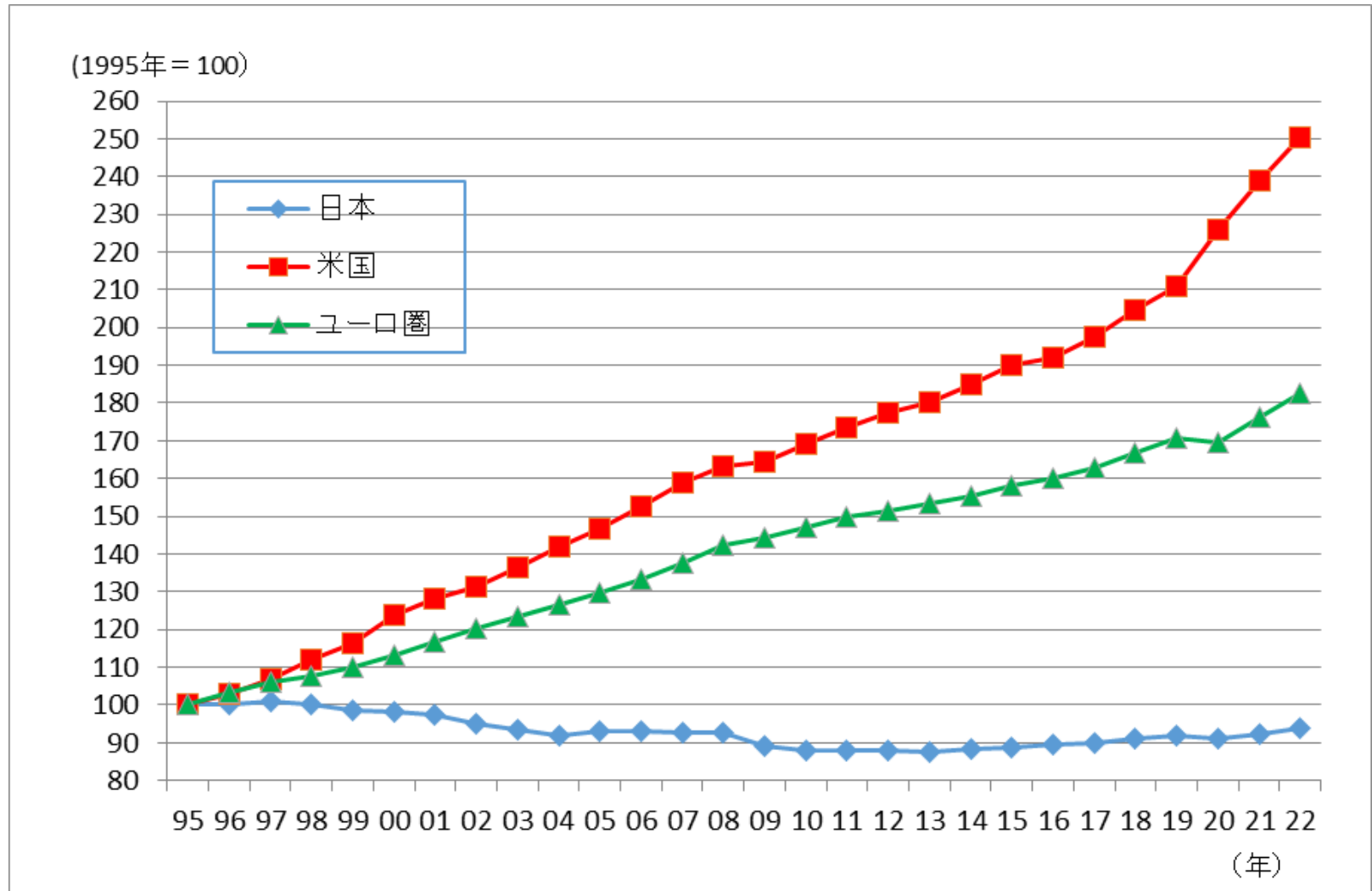
動学モデルの最適化による金融政策 古い発想？ 28

物価はどのように決まるか

Kalecki (1954) 2部門アプローチ

- ・1次産品価格 需要／供給 期待
- ・CPIを構成するモノやサービスの価格
ノーマル・コスト 原材料(1次産品)価格、
為替レート、名目賃金

名目賃金の日米欧比較



物価／賃金とノルム

実体経済は資産市場とは異なる！

Fairness/Social Norm

Hicks: Fixed Price Sector

Okun A. (1981), *Price and Quantities*.

Solow R. (1990), *The Labor Market as a Social Institution*.

Macroeconomics astray

吉川洋(2020), 『マクロ経済学の再構築』
岩波書店.

Yoshikawa H. (2022), *Reconstruction of Macroeconomics: Methods of Statistical Physics, and Keynes' Principle of Effective Demand*, Springer.