

金融政策をめぐる四つのM ——何が真っ当な政策論議を妨げているのか

沼波 正

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. はじめに

黒田総裁率いる日本銀行（以下、日銀）が、2013年4月に、いわゆる「量的質的緩和」（以下、QQE）を開始してから、既にほぼ4年が経過したが、当初2年程度で実現すると高らかに宣言していた2%というインフレ目標の達成が、5年という黒田総裁の任期が終了する時点でもまず不可能であろうことは、今や誰の目にも明らかになっている。しかしながら、QQEという「壮大な実験」がなぜ失敗に終わったのかを論じるのが、本稿の目的ではない。本稿で指摘したいのは、QQEを中心とする金融政策をめぐる「識者」の議論や、日銀自身の説明に、大きな違和感を覚えるものが少なからずあり、そうした主張や説明が、建設的な政策論議の妨げになってきたという事実である。

筆者はかつて長年日銀に籍を置き、FRBを始め海外の中央銀行の同僚と接する機会も多かった人間として、中央銀行サークルにおける金融政策の基本に関する共通認識は共有しているつもりである。そうしたいわば「相場観」に照らして見ると、「さすがにそれはいいのではないかと首をかしげたいような主張や解説に接する機会が、これまで少なからずあったのである。

以下では、金融政策に関する真っ当な議論を妨げていると筆者が考える四つのM、すなわち、money

supply、monetary base、miscommunication、そしてmonetizationをキーワードにして、この問題を考えてみたい。

2. Money supply——いまだに徘徊するマネーサプライ（以下、MS）という「亡霊」

QQEについての議論に触れる前に、金融政策一般についての学者の説明にまず驚いたという話をしてみたい。筆者がしばらく前に留学生向けの金融の講義を大学院で始めるに当たり、金融政策の波及経路についての、海外の教科書の説明ぶりを、参考までに見てみたときのことである。コロンビア大学のミシュキン教授の金融論に関する代表的な教科書を見ると、「MSの動向が金利やインフレ、したがってわれわれ全てに影響を及ぼす」、「この章では、FedがMSや金利をコントロールするために使う手段について検討する」といった記述がある。

周知の通りMSは、現金と銀行預金など、世の中に出回っている「お金」の総量である（今では「マネーサプライ」より「マネーストック」という表現が使われることが多いが）。「マネーの量がインフレ率を決める」という純粋なマネタリズムは、主要国が高インフレに悩まされた70年代後半～80年代初頭には栄華を極めたものの、その