

ゼロ金利の裏側で 起きていること

東京大学大学院経済学研究科長 経済学部長
渡辺 努



下手の考え休むに似たりというがあながちそうでもなく、ひとつのことを長く考えていると他の人が気づかないことに気づくこともある。

筆者がゼロ金利の下での金融政策運営について論文を書いたのは2000年頃だった。当時は全く知られていない研究テーマで、取り組んでいる研究者は世界中でもおそらく片手で数えられるほどだったと思う。後にフォワードガイダンスとよばれるようになる考え方の原型を理論モデルで提示し、多くの人に読んでもらうことができた。

このテーマはその後、多くの研究者の関心を集めるようになるのだが、筆者自身は数本の論文を書いた後、他の人と異なる方向へと関心が移った。それはゼロ金利の裏側はどうなっているのかということだ。金利とマネーはコインの表と裏の関係だ。だからゼロ金利という特異な現象の裏側ではマネーにも不思議なことが起きているはずだ。それは何なのかを知りたかった。

2000年代前半の時点で、その答えは既に分かっているというのが学界でのコンセンサスだった。金利ゼロの裏側はマネーの飽和というのがそれだ。少しかみ砕くと、金利はマネー保有の機会費用とみることができ、したがって金利はマネー保有の限界効用と等しいという関係が成立する。ここでの限界効用とは、マネーでモノが買えるという意味ではなく、マネーを持つことによって決済が容易になるなどの流動性サービス

を享受できるという意味だ。この関係を前提とすれば、金利がゼロのときには限界効用もゼロのはずだ。マネーの限界効用がゼロになるには大量のマネーが保有されていなければならない。

誰でも容易に理解できる単純な理屈のように見える。しかしマネーの限界効用ゼロというのが曲者だ。マネーに限らず何かの財の限界効用がゼロになるということはその財が飽和しているという意味だ。通常の(エベレスト山頂とかではない)環境であれば酸素は潤沢にあり、飽和している。したがって酸素の価格はゼロだ。金利ゼロの裏側ではこれと同じことがマネーについて起きるということだ。

はるか昔にミクロ経済学の初歩を学んだときに飽和という概念を知った。その授業の詳細は記憶のかなただが、鮮明に覚えているのは、飽和というのは危険だとその教師が強調していたことだ。価格がゼロになるのだから競争均衡を支える価格メカニズムが機能しなくなる。そのため競争均衡の存在も怪しくなる。飽和している商品は経済の分析の対象外という説明も受けた記憶がある。

ミクロ経済学を専門とする同僚に聞くと分析の対象外というのは言い過ぎのようで飽和財についても研究の蓄積はあるそうだった。しかし筆者に刷り込まれた「飽和は危険」という記憶は独り歩きしてしまったようで、マネーの飽和と聞いた途端に強い違和感を抱いたのを覚えている。

しかし筆者がもった根拠のない違和感とは無関係に、マネーの飽和という考え方は研究者の間で広まっただけでなく、政策の現場でも極めて重要な意味を持つようになった。酸素を追加で供給しても効用は上がらない。飽和しているからだ。しかし効用が下がることもない。効用は酸素量の非減少関数だからだ。マネーに置き換えると、マネーを大量に追加供給しても効果はないかもしれない。しかしだからといって、追加供給で何か悪いことが起きることもない。

マネーを増やしても何の効果もないという点については別な考えもある

り得る。経済学の主流派ではないものの、マネーを増やせば物価が上がりデフレから脱却できるという考えだ。実際、2013年に始まった日銀の異次元緩和の背景にはそうした考えがあった。その説の真偽はともかくとして、ここで強調したいのは、もうひとつの大事なメッセージである「マネーを大量供給しても悪いことは何も起きない」という方だ。筆者の知る限り、このメッセージに正面から異論を唱えた人はいない。飽和という概念はそれほどまでに抗しがたいものだったと筆者は理解している。

やや協道にそれるが、マネーの大量供給が何らかの悪さをすることではないかの懸念はなかったわけではない。日銀がマネーを大量に供給するには国債の購入が必要で、それは財政規律を弛緩させるという議論があった。また、日銀がETFを大量に買うと企業のガバナンスが歪むという議論もある。しかしこれらの議論に共通しているのは日銀が買うもの（日銀のバランスシートの資産側に計上されている項目）に関する懸念であり、マネーそのもの（日銀のバランスシートの負債側に計上されている項目）に対する懸念ではない。その意味でマネー飽和に対抗するロジックはこれまで提示されてこなかった。

日銀の発表するマネー量の天文学的な数字を目にするたびに「飽和は危険」という教師の言葉を思い出したが、それをどう表現してよいか分からないままに随分と時間が過ぎてしまった。しかしようやくその糸口がつかめたように感じ、それを昨年秋に論文にまとめた（注1）。

話は単純だ。ゼロ金利で機会費用がゼロのときにはマネーの需要が非常に大きくなるはずだ。マネーの需要関数の研究では、需要は無限大に

（注1） Watanabe, T. [2020] “The Welfare Implications of Massive Money Injection: The Japanese Experience from 2013 to 2020,” CJEB Working Papers No.377, Columbia Business School, October 2020.

なるとされている。しかし実際には無限大にはなっていないし、人々が全財産をマネーに振り向けるということが起きているわけではない。少し考えれば理由は分かる。マネーのうちの「預金通貨」はデジタル情報なので体積も重さもない。しかし「現金通貨」は現物だ。たくさん保有しようとするれば家の一角を占有することになるし、金庫も必要だ。現物を移動させるにはセキュリティも含めたコストもかかる。さらには、消費者が負担するコストだけでなく、金融機関や流通業も現物の取り扱いに膨大なコストをかけている。日本でもATMの維持負担が銀行収益を圧迫しているとの声をしばしば耳にする。ユーロ圏での推計によれば、1ユーロを流通させるのに必要な社会的費用は2.3セントにのぼるそうだ。

マネーの保有にコストがかかるということに昔の人が気づかなかったわけではもちろんない。ヒックスはケインズの流動性の罍の説明に際し「マネー保有の限界費用が無視できるほどに小さいとすれば」という注書きをつけることを忘れていなかった。しかしヒックスは現実の近似として限界費用はゼロとみなしてよいと考えていた。

マネー保有のコストが費用逓増とすれば、限界費用はマネーの保有量とともに増えていく。通常マネー量であれば限界費用もゼロとみなしてよいだろう。だがマネー量が膨大になれば限界費用もばかにならなくなる。

マネー量が通常の水準であれば、マネーの限界効用は限界費用を上回っているため、マネーを増やすのが望ましい。しかしそうやってマネー量を増やしていくと、限界効用は徐々に低下する一方、限界費用は増加する。したがってマネー量をどこかまで増やすと、そこでは限界効用と限界費用が一致する。さらに、その閾値を超えてもっとマネーを増やすと、限界効用が限界費用を下回るため経済厚生はどんどん低下してしまう。

り得る。経済学の主流派ではないものの、マネーを増やせば物価が上がりデフレから脱却できるという考えだ。実際、2013年に始まった日銀の異次元緩和の背景にはそうした考えがあった。その説の真偽はともかくとして、ここで強調したいのは、もうひとつの大事なメッセージである「マネーを大量供給しても悪いことは何も起きない」という方だ。筆者の知る限り、このメッセージに正面から異論を唱えた人はいない。飽和という概念はそれほどまでに抗しがたいものだったと筆者は理解している。

やや脇道にそれるが、マネーの大量供給が何らかの悪さをするのではないかとの懸念はなかったわけではない。日銀がマネーを大量に供給するには国債の購入が必要で、それは財政規律を弛緩させるという議論があった。また、日銀がETFを大量に買うと企業のガバナンスが歪むという議論もある。しかしこれらの議論に共通しているのは日銀が買うもの（日銀のバランスシートの資産側に計上されている項目）に関する懸念であり、マネーそのもの（日銀のバランスシートの負債側に計上されている項目）に対する懸念ではない。その意味でマネー飽和に対抗するロジックはこれまで提示されてこなかった。

日銀の発表するマネー量の天文学的な数字を目にするたびに「飽和は危険」という教師の言葉を思い出したが、それをどう表現してよいか分からないままに随分と時間が過ぎてしまった。しかしようやくその糸口がつかめたように感じ、それを昨年秋に論文にまとめた（注1）。

話は単純だ。ゼロ金利で機会費用がゼロのときにはマネーの需要が非常に大きくなるはずだ。マネーの需要関数の研究では、需要は無限大に

（注1） Watanabe, T. [2020] “The Welfare Implications of Massive Money Injection: The Japanese Experience from 2013 to 2020,” CJEB Working Papers No.377, Columbia Business School, October 2020.