

基礎研 レポート

MMT を考える

専務理事 エグゼクティブ・フェロー 樋 浩一(はじ こういち)
(03)3512-1830 haji@nli-research.co.jp

はじめに

金融政策による景気刺激策の限界が強く意識されるようになったこともあって、財政政策の活用を主張する MMT (Modern Monetary Theory : 現代貨幣論) が注目を集めるようになってきている。MMT の主張は、「自国通貨を持つ国は財政破綻しない」と要約されることが多く、財政破綻に関する部分が議論の的となっている。以下では、ミッチェルやレイらの著作(注1~3)を代表的な MMT の考え方ととらえて、MMT の主張と問題点を考察してみたい。

1—財政破綻の意味

MMT に関する議論は大幅な財政赤字を続けることで財政が破綻するかどうかという点に集中している。しかし、財政破綻についての MMT の支持派と批判派の間の議論は、論点がずれているためにかみ合っていない。

「自国通貨を持つ国は財政破綻しない」という MMT の主張は、批判する側からすると荒唐無稽に見える。しかし、これは暗黙のうちに現在主要国が採用している制度を前提としているか、破綻を回避しようとする財政以外で経済的な大問題が発生してしまうと考えているためである。

現在の制度に囚われず、物価や外貨の資金繰りといった財政以外の問題を無視して、財政破綻を単に「財政支出をまかなう資金が調達できなくなる」あるいは「政府が債務不履行に陥る」ということだとすると、MMT の主張するように財政破綻を回避することは常に可能で、財政破綻は起きないはずだ。例えば、自国通貨を発行する中央銀行がある国では、政府は国債などの自国通貨建ての債務の履行が困難になった際には、国の支払いのために中央銀行が自国通貨を増発して支払えば良いので、債務不履行は回避できる。

レイは、現代の貨幣(マネー)は単なる引換券(トークン)や債務の記録に過ぎないと述べている。MMT は、政府が支出を行うために必要な資金は、必要であれば中央銀行にある政府の当座預

金残高の数字を増やすというコンピューターへのキー入力だけで作り出すことができると主張している。実際のところ、日本のマネーストックの代表的指標である M2 は約 1000 兆円だが、そのうち紙幣や硬貨など形のある「お金」は約 100 兆円に過ぎない。残りの「お金」は、銀行の預金通帳の上の数字や金融機関の帳簿上の記録数字などであり、レイの言うとおりの債権・債務関係の記録に過ぎないと言えるだろう。

主要国が現在のような制度を採用するに至ったのは、持続的な財政赤字がインフレの亢進などの経済的な問題を引き起こすのを回避するためである。結局 MMT の主張の妥当性を考えるためには、MMT への批判の多くが暗黙のうちに前提としている、自国通貨の発行を際限なく続ければ経済に問題が起きるといった考え方の妥当性を再検討することが必要だろう。

財政規律を維持しなければ経済に大きな悪影響を及ぼすという考えは、広く受け入れられており、各国は法律などによって財政赤字や政府債務残高の上限を設定することや、独立組織を作って監視を行うことなど財政規律を維持するために様々な制度を採用している。財政赤字を通貨発行によってまかない続けるとインフレを引き起こすということも、ほとんど自明のこととして受け入れられており、日本を含めて多くの国は中央銀行による公債の直接引き受けを禁止している。

このため政府が大幅な財政赤字をまかなうために大量の国債を発行して資金調達しようとするれば、国債の金利が上昇してしまい国債の発行が困難になってしまう。つまり自動的に財政赤字の拡大に歯止めがかかるという市場による規律付けが働くわけだ。中央銀行による公債の直接引き受けの禁止というルールは、財政赤字を続けると政府の資金調達が困難になるような制度を作ることで、政府債務の膨張を防止しようとしていると考えることができるだろう。実際に、日本銀行の web では、このような制度が設けられている理由を「中央銀行がいったん国債の引受けによって政府への資金供与を始めると、その国の政府の財政節度を失わせ、ひいては中央銀行通貨の増発に歯止めが掛からなくなり、悪性のインフレーションを引き起こすおそれがあるからです」と説明している。

(注 4)

財政赤字の持続可能性の議論では、「中央銀行による公債の直接引き受け禁止」という制度の下で、次期の政府債務残高が、「今期の政府債務 + 基礎的財政収支赤字 + 今期の政府債務から発生する利子の合計」となるという、以下のストックとフローの関係式を使ったものを多く見かける。

$$Dt+1 = Dt + B_t = Dt + PB_t + iD_t = (1+i)Dt + PB_t$$

D : 債務残高、i : 金利、g : 経済成長率、PB:基礎的財政収支 (赤字)、B : 財政赤字

政府債務の名目 GDP に対する比率が発散しない条件としては、多くの人が $PB_t = 0$ (基礎的財政収支均衡) のとき、 $i \leq g$ というドーマー条件を思い浮かべるだろう。MMT の主張の妥当性を巡る議論の多くは、歴史的に名目経済成長率と名目金利のどちらが高かったのか、あるいは正常な経済ではどちらが高いのか、政府・中央銀行はこの条件を維持することができるのか、といった点に集中している。(注 5)

このような条件の検討は、「財政赤字を賄うために国債を発行し、市中で消化する」という仕組みが前提となっている。しかし、政府支出を行うために国債を発行する必要は無く、通貨発行で対応する場合には利払いが発生しないので、国債金利と名目経済成長率のいずれが高いかということ

を議論しても無意味だ。他の問題を無視して「政府が財政支出に必要な資金を調達する」という点だけを取り上げるのならば、財政赤字が拡大したり政府債務残高が累増したりすれば資金調達できなくなると言うことはできない。結局のところ日本銀行が述べている、「中央銀行の通貨増発が悪性のインフレーションを引き起こす」という説明が正しいのかどうかは MMT の主張の妥当性を考える上で核心となる論点であると考えられる。

2—マネーストックとインフレの関係

日本銀行による国債の直接引き受けが禁止されている理由の説明の背景には、単純な貨幣数量説は成り立っていないとしても、長期的にはマネーストックと名目 GDP との間には比例的な関係があるという考え方があるであろう。実質 GDP の拡大には経済の生産力の限界という制約があるので、マネーストックの拡大が続けば、物価水準が上昇することになる。財政赤字を通貨発行でまかなうことはマネタリーベース（ハイパワードマネー）の増加からマネーストック（通貨残高）の増加を引き起こすので、インフレに繋がることになる。しかし、MMT はこのようにマネーストックの量が物価に影響するという考えを否定していて、総需要と経済の供給力の差が物価上昇率を決める主因だと考えている。

MMT は貨幣数量説的な説明を否定しているが、その考え方は二つの要素からできていると考えられる。第一は、マネタリーベースの増加がマネーストックの増加をもたらすというメカニズムについてだ。経済学の教科書では、貨幣乗数を使って、「中央銀行がマネタリーベースを増加させると、これを受け取った A 銀行はマネタリーベースの増分×準備率だけを残して、残りの資金を企業や家計に貸出す。この貸出は例えば B 銀行の預金となるので、B 銀行は増加預金額×準備率を残して、残りを貸出に回す。この資金はどこかの企業に貸付けられて、C 銀行の預金となり、、、結局 $1 / (1 - \text{準備率})$ の乗数倍だけマネーストックが増える。」と説明されることが多い。

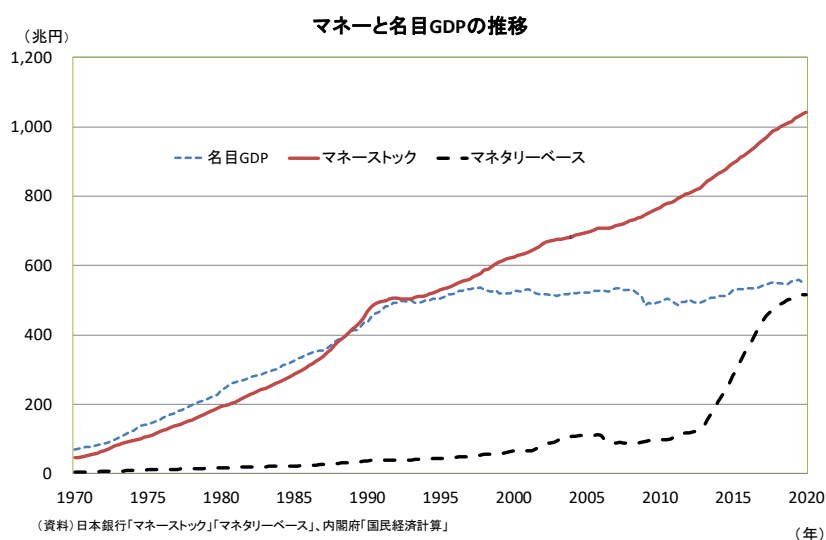
しかし MMT では、通常の教科書の説明のように金融機関が余剰資金を貸し出しに回しているのではなく、金融機関が貸出先を見つけてから必要な資金を市場で調達していると説明をしている。リーマンショックでは、欧米の金融機関が貸出しや投資に回す資金を短期の金融市場で調達していたことが、流動性危機が起きた際に金融危機を悪化させる要因の一つとなったとされる。このように通常の教科書の説明よりも MMT の説明の方が現実の金融市場に即したものになっているのではないだろうか。

MMT は、マネーストック（マネーサプライ）が企業などの資金需要と金融機関の貸出意欲によって決まる点を強調して、中央銀行はマネーストックの量をコントロールすることはできないという内生的貨幣供給論を唱えており、マネタリーベースとマネーストックの関係は不安定だと主張する。筆者は、教科書は銀行システムの中でマネーストックが増加するメカニズムを理解させようとして、分かりやすさのために、あたかも貨幣乗数が固定的でマネーストックの増加が供給側の要因だけで決まるかのように説明しているのであって、貨幣乗数は可変的だが中央銀行がマネーストック量を全くコントロールできないということでもないと考えられる。

第二の論点は、マネーストックと物価との関係である。単純な貨幣数量説では、マネーストック

が全て取引に使われるかのように説明されるが、教科書では貨幣の機能として、価値尺度、流通手段、価値貯蔵の3つをあげていて、マネーストックの全てが取引に使われているわけではないのは周知のことだ。

日本の名目GDPとマネーストック、マネタリーベースの関係を長期に見てみると、1990年頃までは、マネーストックと名目GDPは、ほぼ平行して動いていた。しかし、1990年頃以降はマネーストックが大幅に増加しているにもかかわらず、名目GDPはわずかしか増加していない。現在の日本経済では、マネーストックと名目GDPの比率が、1990年頃までのほぼ1程度から2程度に上昇している。マネーストックのかなりの部分は取引に利用されず、他の金融資産同様に価値を保蔵するための手段として利用されていることを示唆している。



マネーストックの変化がインフレを引き起こすわけではないと考えているMMTでは、政府が発行する国債を中央銀行が直接引き受けても、マネーストックが増加すること自体はインフレの原因にはならないと考える。ミッチェルは、政府の財政赤字を通貨発行で資金調達する（明示的財政ファイナンス）ことは、国債発行で資金調達することよりイ

ンフレ的だということはないと述べている。インフレへの効果は支出の規模のみに依存しており、総需要の成長速度が生産力の伸びを超えない限りハイパーインフレーションの危険はないと主張している。（注2）ゼロ金利の状態では短期国債とマネタリーベースとが完全な代替財となるということがしばしば議論されるが、MMTではM1、M2、M3といったマネーストックとその他の金融資産との差を重視していないように見える。

3—MMTに関する二つの懸念

MMTが財政赤字拡大の制約条件と考えているのは、経済の需要が供給力を上回ってしまい、需給のひっ迫から物価上昇率が高まっていくことである。日本はハイパーインフレーションどころか、2%の消費者物価上昇すら視野に入らない状況にあるので、当面は大幅な財政赤字を継続しても高インフレが起こる心配をする必要はないように見えるが、二つの懸念を指摘しておきたい。第一は、総需要が供給力を上回ってGDPギャップがプラスにならない状態でも物価上昇率が高い水準となる、スタグフレーションが起こる可能性があることで、第二は、財政赤字を長期間続けることによって民間部門はストックである純金融資産を蓄積していくことになるが、この累積したスト

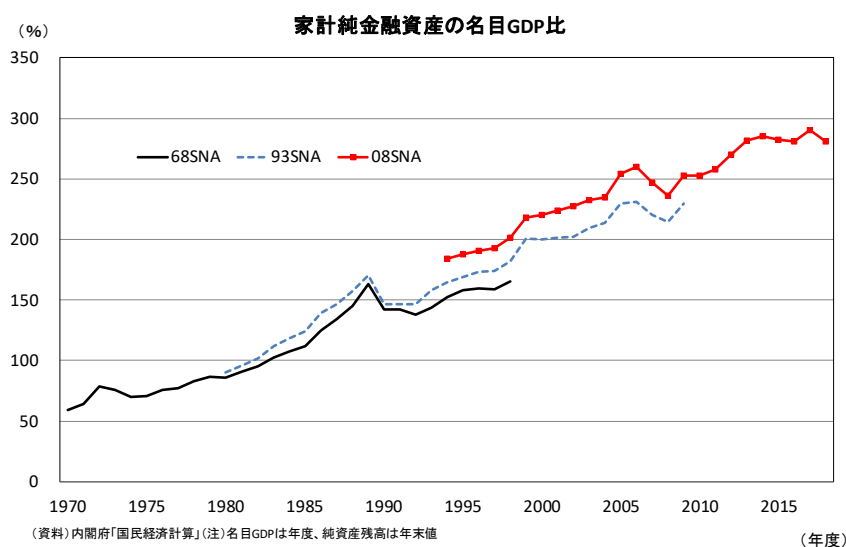
ックが短期間の間に放出されてフローの需給を大きく変化させる可能性があるのではないかという点である。

世界経済は 1970 年代から 1980 年代にかけて、失業率が高い水準であるにも関わらず物価上昇率も高いというスタグフレーションに悩まされた。スタグフレーションでは、失業率が低下して GDP ギャップがプラスになって、実際の需要が経済の供給力を超える前に物価上昇率が高まってしまう。ミッチェルらのマクロ経済学の教科書にもスタグフレーションの歴史に関する記述はあるが、どのような政策を行うべきだと考えているのか明確な記述は見当たらなかった。また、レイ(注 3) では、カギとなる資源の相対的な不足がボトルネックとなってある程度の物価上昇が起こるとい可能性を指摘しており、呼び水政策のような需要刺激策に対して、ボトルネックによる物価上昇を引き起こしやすいという否定的な評価を下している。

歴史を見れば、状況認知の遅れ、判断の誤り、合意形成の遅れなどから、政府が最適な政策を最適なタイミングで実施できない可能性は高い。経済の動きは政府や中央銀行が自在に微調整できるというものではない。スタグフレーションへの対処法などわかっていないことも多いことを考えれば、政府がインフレをうまくコントロールできると考えるのは、楽観的すぎるだろう。

財政赤字が続くと、民間部門、特に家計の純金融資産が増加していくので、いずれ経済の状況が変わる可能性が高い。金融資産とは誰かの債務であり、MMT が強調する部門別のフローとストックの会計的な関係で分かるように、政府が財政赤字を続けると民間部門の純金融資産が増加していく。1970 年度から 2018 年度までの間に、日本の家計は純金融資産の名目 GDP 比を 59.2%から 281.2%にまで高めてきた。高齢化が進んで金融資産の取り崩しを行う 65 歳以上の年金生活者が増えているため、SNA の家計貯蓄率は大きく低下しており、速度は鈍化しているものの家計金融資産の名目 GDP に対する比率は上昇傾向が続いている。

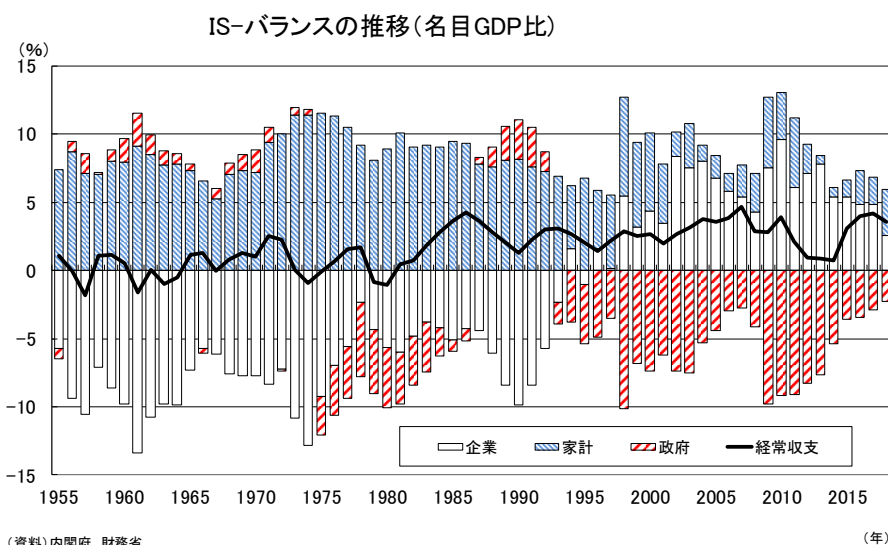
また、バブル崩壊後の日本ではそれまで IS (貯蓄投資) バランスの赤字を続けてきた企業部門が過剰債務問題への対処から赤字幅を縮小し、1990 年代半ば以降は黒字傾向となった。2000 年代に入ると企業の過剰債務問題は概ね解消されたと考えられているが企業部門の貯蓄投資バランスの大幅な黒



字が続き、その後日本のみならず先進国でも企業部門の貯蓄投資バランスの黒字が広くみられるようになってきている。企業部門の貯蓄投資バランスが黒字を続けるということは、ほとんどの経済理論では想定されてこなかったことではないだろうか。

家計、企業、政府、海外の各部門の貯蓄投資バランスを合計すれば必ずゼロになるという会計的な関係は、マクロ経済学の最初に学習することだ。家計も企業も貯蓄投資バランスが黒字になるのであれば、政府か海外部門が大幅な赤字にならなくてはならない。対外収支が赤字を続けて対外債務が累積することは、いずれ通貨危機を引き起こす危険性が高まるために、どの国も望むことではないし、日本にとっては円高の圧力にもなる。結局のところ、日本は政府が貯蓄投資バランスを赤字化（財政収支を赤字化）させてバランスを維持せざるを得なかった。

家計が金融資産を増やそうとしている状態で、企業が債務を増やそうとしなければ家計は目的を達することができないので、さらに消費支出を切り詰めて金融資産を増やそうとするだろう。経済は需要不足となって低迷してしまうが、政府が減税す



るなり支出を増やすなりして債務を増やせば経済はGDPが高い水準に戻り均衡する。こうした政策でしばらくの間は経済にフローの均衡を実現することができるが、時間が経てば、フローであるGDPや家計所得に比べてストックの金融資産の規模が不釣り合いに大きくなる。家計純金融資産の名目GDP比はどこまでも上昇を続けるわけではなく、いずれは修正が起こって経済が混乱する恐れが大きいのではないか。

通常は、お金は消費に使って初めて効用を生むのであって、お金を持っているだけでは効用を生まないと考える。家計が貯蓄をするためには、消費支出を可処分所得以下に維持し続けなくてはならない。家計はどこかで毎年の所得に比べて金融資産を積み上げて行くのを止め、取崩しはじめる可能性が高い。特に日本の場合には人口構造の高齢化や総人口の減少が進むので、一人当たりの金融資産の増加はさらに加速して、家計が貯蓄を行う必要性を低下させるだろう。子孫のために残す必要のある資産も減少するので、家計貯蓄率は低下してマイナスとなる可能性もある。民間部門の貯蓄投資バランスが赤字化すれば、政府の財政赤字も加わって国際収支の経常収支が赤字化する可能性も出てくる。円高のトレンドが弱まり円安に動き出せば、円建て資産から外貨建て資産へのシフトも今よりも活発になり、円安を加速する恐れもあるので、海外への資本逃避が起こる危険性も高まる。急速な円安がおこって輸入物価の上昇から消費者物価上昇率が高まっても、政府が増税や

歳出削減を行うには国会の審議を経なくてはならず、対応が後手に回ってしまう恐れが大きいと考えられる。

MMT が、マクロの需給ギャップ（GDP ギャップ）が物価上昇率を決めていると考えているということは、単純化すると GDP ギャップがプラスであれば物価が上昇し、マイナスであれば物価が下落するという関係を想定していることになる。インフレが行き過ぎないようにするには、物価上昇率が高まったら、政府支出を削減したり増税したりして GDP ギャップを縮小して物価上昇率を低下させればよい。

しかし、物価上昇率の低下が続いた状況では GDP ギャップと物価上昇率との関係は、一定ではなく過去の物価状況の履歴が残ると考えられている。このため、現在の日本のようにデフレ心理が定着している状況では、GDP ギャップをかなり大きなプラスにしないと物価上昇率をプラスにできない。だが物価が上昇するようになり、さらに上昇率が高くなり過ぎた場合には、物価上昇率を適切な水準に引き戻すには、厳しい財政引き締めが必要になるだろう。

むすび

MMT が指摘するように、財政赤字が減れば（＝「政府貯蓄－政府投資」は増加）、他の部門の黒字が減る。政府債務がネットで減っていれば（＝政府の純金融資産が増加）、どこか他の部門の純金融資産が減少しているはずだ。家計や企業がフローの収支悪化や純資産の減少を回避する行動（＝支出の削減）をとると、景気が大きく落ち込んでしまったり、景気の悪化で財政赤字が期待したほどは減らなかったりということが起こってしまう。

財政再建の議論で無視されがちな部門別の貯蓄・投資バランスの問題を提起している点は、MMT の重要な指摘であると考えられる。しかし、部門別の貯蓄・投資バランスの不均衡が拡大してしまう原因を放置して、失業者の発生や、企業の投資の減少といった経済活動の縮小均衡を避けるために、財政再建をせずに財政を拡張させるべきだ、という問題解決の方向性は間違っている。財政再建を成功させるためには、歳出削減や増税で財政部門の収支を改善させる努力をするだけでなく、民間部門の経済構造も変える必要があるというのが正しい理解であろう。本稿では詳しく触れなかったが、ミッチェルやレイ（注2、3）はこうした問題にも言及しており、MMT は雇用政策などと一体であると述べている。MMT は財政赤字の拡大による政策だけが注目されるが、広範な政策も含めたものとして MMT を考察する必要があるだろう。

完全雇用の実現は MMT の最も重要な目標の一つだが、日本をはじめとして米国などでも失業率は歴史的な低水準にあり、1930 年代の大恐慌や 2008 年のリーマンショック後のような大きな問題ではない。現在の日本経済は失業率が 2% 台前半に低下していて、失業者をさらに減らす社会的な意義は非常に小さくなっている。物価上昇が加速しないのだから、完全雇用ではないという主張も聞かれるが、人手不足が問題であるとする企業が多く、外国人労働力の活用が議論される状況の中で、さらなる失業率の低下を実現するために財政赤字を利用することにどれだけの意味があるであろうか。財政赤字の持続に全く問題がないと確信できるのであればともかく、政府債務の累積が問

題を引き起こす危険性があると考えるのであれば、リスクと便益の比較では現状ではリスクが勝るのではないだろうか。

(注1) Mitchell, William and Wray, L. Randall and Watts, Martin, “Macroeconomics”, Red Globe Press (2019)

(注2) Mitchell, William. “Reclaiming the State: A Progressive Vision of Sovereignty for a Post-Neoliberal World”, Pluto Press (2019)

(注3) Wray, L. Randall. “Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems”, Palgrave Macmillan(2012)

(注4) 日本銀行「教えて！にちぎん」

<https://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/op/f09.htm/>

(注5) 例えば、

Krugman, Paul, “What’s Wrong With Functional Finance? (Wonkish) The doctrine behind MMT was smart but not completely right” ,

<https://www.nytimes.com/2019/02/12/opinion/whats-wrong-with-functional-finance-wonkish.html?module=inline>

Kelton, Stephanie, “Modern Monetary Theory Is Not a Recipe for Doom”,

<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-02-21/modern-monetary-theory-is-not-a-recipe-for-doom>

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。