

研究ノート

Modern Monetary Theory の概説

望 月 慎

最近経済論壇でとみに話題になり始めた Modern Monetary Theory だが、その批判も、それ以前にその紹介でさえも、残念ながら非常にレベルの低いもの、曲解、藁人形論法が跋扈していると言わざるを得ない。そこで本稿では、この MMT について、その全体像を概説することで世上の誤解を払拭したい。

まずは、MMT で重要なコンセプトとして、

- I. 租税貨幣論 (Tax-Driven Monetary View)
- II. 機能的財政論 (Functional Finance)
- III. 信用貨幣論, 及び Monetary Circuit Theory (貨幣循環理論)
- IV. 債務ヒエラルキー (債務ピラミッド)
- V. Stock-Flow Consistent Model (SFC)
- VI. Job Guarantee Program (JGP)

という六つのコンセプトについて論じていこうと思う。

この六つのコンセプトについて、直接的に言及されているか、あるいは直接的言及がなくとも概念的に共通するような紹介がなされていれば、その MMT 紹介は少なくとも及第点ではあろう。しかし裏を返せば、これらのコンセプトを踏まえていない紹介や批判というのは、少なからぬ誤謬を含む可能性が高い。

I 租税貨幣論 (Tax-Driven Monetary View)

租税は財源ではなく通貨を流通させるための措置

それでは第一のコンセプト、租税貨幣論から論じていこう。

主だった主張は以下の通りである。①政府は、通貨を徴税してから支出しているのではなく、支出を通じて通貨を発行し、それを後に徴税している、②租税は、通貨を調達する手段ではなく、通貨を流通させるための措置である。世間一般の通俗的な財政観を持っていると、こうした主張は極めて奇妙に思えるのであるが、そもそも政府が徴税をして通貨を回収するには、あらかじめ支出によって通貨が民間経済に供給されていなければならない、ということを鑑みれば、実はむしろ極々自然な見解なのである。通俗的な財政観、つまり政府が通貨を調達してから支出するという認識だと、どこから通貨がやってきたのかという肝心要の部分が曖昧になってしまっている。

②の部分について掘り下げてみよう。そもそも、政府・中央銀行が発行したただの紙切れが何故これほどまでに流通性を持っているのだろうか。特に、時代を遡って明治時代、いわば“ぼつと出”の新政府が刷り出した紙幣が、なぜ流通性を持ったのだろうか。もちろん当時は金との兌換性を約束されたわけではあるが、仮に金との交換性というだけなら、金準備を超える紙幣発行があった時点で紙幣の流通はストップしていたはずであろう。また、後に金本位制から離脱した時点で完全な紙切れになったはずである。しかし実際にはそうはならなかった。金本位制はあくまで、ドルペッグや、あるいは債務上限法のような、ある種の発行高の自縄自縛のようなものに過ぎないのであり、通貨の流通性を本質的に担保していたものでは決してないのである。(余談になるが、ドルペッグのような固定相場制と金本位制の類似性については、ランダル・レイの教科書でも指摘³⁾されている。)

租税が通貨の流通性を創出したという事例は、例えば南アフリカ植民地における小屋税・人頭税による経済の貨幣化の事例がある⁴⁾。逆に上手く租税などによる需要を定着させることが出来ず、流通が限定的に止まってしまったものとして、富本銭などの事例もある⁵⁾。何にせよ、租税(ないし、何かしらの形での政府への支払い手段としての需要)が通貨を駆動するという動きは、貨幣史的にはごく一般的なものなのである。

さて、既に論じたように、金属の塊(硬貨)であれ、紙切れ(紙幣)であれ、現代のいかなる通貨も、政府(統合政府)が発行して、それを租税で回収するという順序になっている。MMTがSpending Firstと述べるのはまさにこの点があるからだ。世間一般の「税で資金を集めてから政府支出を行う」という思い込みは全く現実とは掛け離れていて、事実としては、政府支出を通じて通貨発行して、後に租税で回収するという順序になっている。ここから二つのことが言える。一つは、中央政府が民間部門のような流動性不足・資金調達不全による破綻をきたすことは原理的にありえないということ、もう一つは、財政支出、財政赤字が多すぎるか少なすぎるかというのは、単に通貨発行の多寡、及び支出用途の問題に過ぎないということだ。

ところで、「不況であればたとえどれだけ政府債務残高 GDP 比が高くても基本的に財政支出は拡張すべきだ」という主張や、「インフレが充進しない限りはどれだけ累積財政赤字が拡大しても問題ない」という主張に対して、よく「それなら無税国家が成立するとでも言うのか」という批判が浴びせられることがある。こうした批判に対して、MMT 的には明瞭な反論がある。というのも、税は通貨を流通させるための措置であるため、無税国家は(少なくとも租税貨幣を導入している現代国家においては)端的に言って有り得ないからである。

国債は何のためにあるのか

既に前項で確認した通り、租税は政府(統合政府)にとって資金調達手段ではなく、通貨を流通させるための措置に過ぎない。であれば、国債とは何なのか。あるいは、何のために存在するのか。

誤解を恐れずにはっきり言ってしまうえば、国債というのはほとんど時代の遺物でしかない。国債は、通貨発行が金属貨幣で行われており、金属資源に制約されていた時に、通貨の追加発行をせずに財政支出を行うため、事実上の苦肉の策として機能していたと言える。今は通貨発行にそのような自縄自縛の制約はないわけであるから、本来は全く存在する必然性はない。

そうした中で国債は、短期金利操作の手段としてのみ利用されている。短期金利操作はそもそものように行われているのかということを整理しよう。まず中央銀行が誘導する政策金利を決める……例えば2%としよう。短期金利はコールレートともいって、コール市場、つまり金融機関の間でベースマネーを融通する市場の金利のことである。その金利を2%に誘導する方法、即ち銀行が2%以下でコール市場への資金融通を行わなくなるようにする方法は、端的に言えば、銀行に2%の有利子資産を適宜供給するというものになる。要するに、中央銀行は利回り2%の短期国債を売り出すことによって、コール市場金利が2%を下回らないようにしている。これは逆も然りで、中央銀行は短期国債利回りが2%より高くないように買いオペすることで、ベースマネーが国債市場に逃げてコールレートが上昇してしまうのを防いでいる。まとめれば、中央銀行は、短期国債利回り、すなわち短期国債価格の操作による裁定取引を通じてコールレートをコントロールしている、と整理できる⁶⁾⁷⁾。

このメカニズムが頭に入っていれば、ある日突然国債が暴落するというストーリーが全く可笑しいということがすぐさま分かるはずだ。以上は短期国債に限った話だが、長期国債にしても、当然のことながら現在の長期国債は将来の短期国債なのだから、現在の長期国債金利は将来の短期国債金利の予想に依存して決定してくる。実際、アメリカにおけるQEにおいて、オペレーション・ツイスト、即ち短期国債売却と長期国債購入の組み合わせを行なっていたにも関わらず、長期金利がむしろ上昇していくという現象が生じたことがあった⁸⁾。既に説明した金融調節メカニズムが頭に入っていれば、この現象も全く不思議ではない。長期国債金利は、単に将来の政策金利の予想に依存してくるため、例えば将来に景況が上向き、それに対して中央銀行が将来的に利上げするだろうと予想されれば、オペレーション・ツイストが施行されていても長期金利は上がる。同様にして、国債残高がどれだけの水準であろうが、将来の国債金利は、将来の政策金利で決定してくるため、暴落を予想すること自体が極めてナンセンスである。予想すべきは、将来の中央銀行の政策スタンスである。

中央銀行の金利政策に意義はあるのか？

さて、余談にはなるが、中央銀行による短期金利誘導政策が経済調節において有効かどうか、ということも論じておこう。

簡潔にいうと、MMTerは一般的に金利政策の有効性に懐疑的である⁹⁾。確かにコールレートの引き上げは、銀行の取引コストを増やし、その結果として銀行融資を引き締める働きをし得るが、一方で、既に論じたように、その手段である国債利回りの引き上げは、銀行および民間部門にとって収益増加でもある。例えば、国債利回り上昇の分だけ財政支出も増加する場合、利上げによる経済引き締め効果はほとんど無くなるかもしれないし、利上げしてもそれ以上に財政支出を増やす場合は、利上げに全く意味がなくなってしまうかもしれない。

仮に均衡財政を行うという前提を置いた場合は、非政府部門の収益増加を打ち消すことが前提となるため、金融政策の引き締め効果は発生するかもしれないが、それは先ほどの議論を踏まえると、国債利払いが増加する分を緊縮なり増税なりで相殺するという前提の話である。したがって、これを金融政策単体の効果だと主張するのはかなりミスリーディングなのではないだろうか。利下げについても同様のことが言える。利下げは本質的に金融機関からの有利子資産の剥奪にあ

たるため、金融機関の収益は基本的に圧縮される。このことは、金融機関の投融資を却って萎縮させる可能性がある¹⁰⁾。実際マイナス金利導入時には、前述の予想に基づいて、円高株安のような緊縮効果が観測された¹¹⁾。（逆方向に極端に振れて、金融機関がリスクすぎる投融資に打って出してしまうという可能性もある¹²⁾）利下げに際して、財政が補填的に支出拡張ないし減税をするなら、まだ狙った拡張効果を多少期待し得るが、金融政策をメインツールにしようとする国、制度において、補完的な財政制度が整備される可能性は低いであろう。

またMMTerのビル・ミッチェルは過去の実証研究を引用し、短期金利誘導政策はインフレ率ないしインフレ加速度を効果的に操作できたとは言えないということを指摘している。そうになってしまう理由は色々と考えられるが、既に論じたような財政スタンスとのバランスの問題の他、民間の収益予想というのが本質的に不安定で、従って自然金利は、仮にあるとしても物凄く不安定なものであり、ある自然金利を狙って短期金利を誘導するという営為自体が多かれ少なかれ徒労なのではないか？という問題がある。

加えて、政策金利誘導というのは、地域や階層に対してのきめ細やかさが無い。例えば、東京では2%という金利は低すぎるが、大阪では逆に高すぎる、といったことだって有り得る。ニーズにあった経済調節が本質的に不能な構造になっている。

まとめれば、MMTerから見た金利政策というのは、そもそも有効かどうかからして不透明で、仮に有効だとしても自然金利に合わせて調節するなんてことは到底不可能そうであり、しかも緻密さに欠いた大雑把な政策だということになる。おまけに、一定以上の深刻な不況になると、すぐに不能になってしまうほど弱々しいものでもある¹³⁾。そのような政策は放棄して、財政政策、特に裁量的でないシステムティックな財政的調整機構を経済調節の主軸に置くべきではないかとMMTerは主張する。その一つとして、後に説明するJob Guarantee Programがある、という文脈なのだ。

II 機能的財政論 (Functional Finance)

租税は政府が公衆の購買力をコントロールすること

次に、機能的財政論の方に移ろう。機能的財政論とは、端的に言えば、支出や租税を、その効果でのみ評価する枠組みのことで、例えば、機能的財政論の枠組みでは、租税は、公共目的を追求する国家政府が政策パラメータを操ることによって、購買力が失われたり獲得されたりする事象である過ぎないということになる¹⁴⁾。

一応留保しておきたいのは、「税が通貨流通の根拠になる」という話と、「税に総需要調節の効果がある」という話は別次元だということだ。例えば、10%、20%のインフレが発生している国でも、税による通貨の最終需要の確保がきちんと機能している状況なら、その状況が厚生的に好ましいかどうかはともかくとして、その通貨経済は一応持続可能であろう。必ずしも、きちんとした通貨価値調節がなければ通貨流通が途絶するというわけではない。制御不能なインフレというのは、何らかの原因、戦争や致命的な政策失敗によって、まず生産体制が崩壊して、その結果として当該通貨経済が崩壊した結果として起きてくるものであり、インフレそれ自体によって通

貨からの離脱が生じる、というわけではないからだ。（ベネズエラやジンバブエで起きたような、いわゆるハイパーインフレが、MMT 的に見てどういうメカニズムで起こったのかについては、後々解説する）

さて、機能的財政論に関連して、政府債務の将来負担問題についてまとめてみよう。機能的財政論に則れば、将来の生産物を現在にタイムスリップさせるなどということはありません。現在の生産と分配、そして将来の生産と分配は、それぞれ別個に考えるべきものだ。このことを MMTer はいつも強調している。『将来につけを回さない』などという美辞麗句に踊らされて、現在の投資を減らしたら、むしろ将来の生産が減ってしまうことすら有り得る。その方が却って将来へのツケ回しではないか、というのが MMTer の決まり文句である。¹⁵⁾

OLG を加味した将来負担論の検討

しかしながら、MMTer の議論は基本的に Over Lapping Generation Model, いわゆる世代重複モデルを考慮に入れていない。このため、OLG で議論したい主流派とはそもそも話が噛み合わないことが多い。「Modern Monetary Theory の概説」という本題からはやや逸れるが、OLG に基づいた将来負担論の概説および批判というのもこの場で行っておこうと思う。

大雑把な説明になるが、OLG において、現在の現役世代から通貨発行支出によって財を購入し、引退世代に財を移行したとすると、現役世代から引退世代に財が移動して、代わりに現役世代が通貨貯蓄を得ることになる。そして将来で発行通貨を徴税によって回収すると、現役世代は現在の消費を失う上に、将来の引退後の貯蓄も失うというダブルパンチを被ることになる。主流派経済学者が「将来にツケを残す」と表現するのはこういう事態のことである。¹⁶⁾ この議論の最大の問題は、「そもそもなぜ将来で増税によって通貨貯蓄を取り上げなければならないのか」が明らかでないということだ。

なぜ主流派経済学者が将来の徴税を必要と考えるのか？ 端的に言えば、主流派経済学者は政府負債の残高、裏を返せば民間部門の純資産の残高があまりにも大きく、将来的に必ず高インフレになってしまうと考えているからである。彼らは横断性条件、あるいはその十分条件である Bohn 条件からその結論を導き出している。¹⁷⁾ しかしながら、そのような彼らの診断が全く的外れであったということを示したのが現代日本の数十年間だったと言わざるを得ない。主流派経済学者は実質的に、「国民が保有する金融資産、純金融資産があまりにも多すぎるのでこのままではインフレが亢進してしまう」と予言し続けてきた。私はその診断自体が（現代日本の経済史を踏まえた上で）極めてナンセンスだと考えている。

なぜ現代日本において横断性条件の“破れ”があるのか？という興味深いトピックがここにあるわけだが、このままだと MMT から完全に離れていってしまうので、本題に戻るとしよう。何にせよ、MMT はこうした議論には有用ではない、無関係な理論であるということは留保しておく必要がある。

Ⅲ 信用貨幣論, 及び Monetary Circuit Theory (貨幣循環理論)

銀行預金は現金の又貸しではなく創造される

次に、信用貨幣論について論じることしよう。この世の経済学関連の教科書がそう書いてしまっているから仕方がないのだが、「銀行預金が現金の又貸しによって発生する」という丸っきり間違った説がここまで蔓延しているのは本当に頭が痛い限りである。そういった間違った貨幣観が、政策論議にまで悪影響を及ぼしている可能性までありうる。

銀行預金は、預金という名前が付いているものの、どちらかといえば手形に近い代物である。手形を発行するのにわざわざ同額の現金を用意することはないのと同様、銀行預金の発行において同額の現金の用意は必要にならない。銀行預金はあくまで必要に応じて現金引出や代行決済をするということを約束してくれる銀行負債であるため、銀行は手元の現金資産よりはるかに多い銀行預金を創造することが可能である¹⁸⁾。

通貨が支出によって創造され、徴税によって回収・破壊されるというサイクルを持っていたのと同様に、銀行貨幣は銀行の投融资によって創造され、その返済によって回収・破壊されるというサイクルを持っている。通貨が、政府への支払手段という意味で政府負債、統合政府負債であるのと同様に、銀行預金も、現金引き出しや代行決済もあるものの、銀行への支払手段という意味でも銀行負債であり、通貨と銀行貨幣は別の、しかし極めて類似したサイクルを有しているわけだ¹⁹⁾。通貨は通貨で、銀行貨幣は銀行貨幣で独立したサイクルを持っており、それを中央銀行制度が橋渡ししているという構図になる²⁰⁾。

ベースマネーの役割

銀行システムの中で中央銀行貨幣、いわゆるベースマネーは、三種類の用途で用いられている。一つは現金引出需要、一つは財政需要、もう一つは銀行間決済である。中央銀行は、この三つの需要に応じてベースマネーを調節している²¹⁾。例えば、決算期が近づくと、財政需要と銀行間決済需要が増加するため、政策金利目標を指標として、需要増加分だけ中央銀行はベースマネーを増やし、決算期が終われば、ベースマネー需要がまた減少するため、それに応じてベースマネーを減らす。仮にこの前後でマネーサプライ、銀行貨幣の量が変化していなくても、ベースマネーはその時期的な需要変化に応じて増減する。

教科書のあの又貸しモデルによるマネーサプライ創造の神話を盲信していると、このようなベースマネー調節の話を理解するのは物凄く難しくなってしまう。現実には、銀行融資によるマネーサプライの創造、マネーサプライの移動に伴うベースマネー需要の発生、ベースマネー需要に応じた金融調節、という順序で金融実務が動いているのだが、教科書の説明はそうした実務とは丸っきり反対の、現実とは無関係なお伽話になってしまっているからである。

Monetary Circuit Theory

さて、話を戻して、銀行貨幣の運動、融資によって創造され、返済によって破壊されるという

金融活動について改めて整理しよう。生産活動と信用創造の関係を整理したのが、MMTの一部を形成する Monetary Circuit Theory である。（MCT、ないしCTと称される）

この理論について順を追って解説しよう。企業は生産するにあたって、銀行から資金を借入する。既に説明した通り、この際銀行は、現金をそのまま交付するのではなく、銀行負債である銀行預金を新規に発行し交付する。銀行の資産として貸付金、銀行の負債として銀行預金が計上され、その逆に、企業の資産として銀行預金、企業の負債として借入金計上される。ここで企業は機材購入なり、労働者雇用なりを行って、借入した銀行預金を家計へと支出する。企業に実物資産としての生産資産や在庫が積み上がり、その分だけ家計に金融純資産が積み上げられる。次に家計がいよいよ企業から財やサービスを購入する。これによって銀行負債、銀行預金が企業へと還流し、企業はそれを銀行に返済する。返済において、銀行の貸付金債権と銀行負債、銀行預金が相殺され、全体のバランスシートはクリアになる。これが一連の信用貨幣サイクル、貨幣性生産サイクルである。²²⁾「マネーサプライはベースマネーの乗数倍増える」「貨幣を財の一種として考える」といった主流派の作法では、このような信用経済の基本的な動きすら理解するのが難しくなる。

ところで、この貨幣性生産サイクルにおいて問題になるのは、利潤、利潤による貯蓄はどのように生まれてくるのかということである。利潤発生には主に二つのパターンがある。一つは、単純だが、どこかのセクターの赤字、例えば海外部門の赤字や、政府部門の赤字によるものだ。もう一つは、経済全体の信用創造の相対的な加速である。例えば、「これから大人になる」「これから収入が伸びる」という層が多ければ、そうした層は様々なローンを組み、経済全体で見れば信用創造が加速して、一巡して終了する信用貨幣サイクルよりも、新しく創出される信用貨幣サイクルの方が多くなるであろう。その場合は、新しいサイクルの超過分だけ、経済全体で貯蓄を増加させることが出来る。

裏を返せば、今の日本のように、新しい信用サイクルを創出する主体が減って、逆に老後のために貯蓄しようとする世代が増えるような経済の場合は、経済全体で生み出される利潤が小さくなり、経済が停滞しやすくなるというわけだ。そうした潜在的貯蓄需要過剰に対しては、政府部門か海外部門の赤字で補填するくらいしか方法がない。²³⁾（ここではあえて潜在的と表現した。というのは、先ほど示した信用貨幣サイクルを見ても分かるように、家計が貯蓄するには、そもそも企業が借入していなくてはならないからである。貯蓄によって投融资が生じるのではなく、投融资によって貯蓄が可能になるという順序なのだ。経済で投資需要よりも貯蓄需要の方が超過している場合、貯蓄需要超過の分は、そもそも実現せず、結果としては消費の減少という形で現れてくるのであり、貯蓄の指標上の増加は生じないということに注意が必要である。）

CT を元にしてハイパーインフレを考察する

上述で解説したCTを用いることによって、先程触れたジンバブエ・ベネズエラのハイパーインフレの議論が可能となる。ジンバブエの場合は白人差別主義的な政策、ベネズエラの場合は原油暴落の影響や社会主義的政策、放漫財政などがハイパーインフレの要因として語られることが多いが、実はどちらの国でも、もっとクリティカルな、ハイパーインフレの引き金となるような政策があった。²⁴⁾²⁵⁾それが価格管理政策である。

何らかの政策や経済環境の変化に伴い、いわゆるコストプッシュインフレが起きたとしよう。先ほどの MCT の信用貨幣サイクルを思い起こして欲しい。企業が貨幣性生産サイクルを完結させるためには、銀行へ返済するための十分な収益が必要だ。コストプッシュインフレが発生した場合、コスト上昇を十分に転嫁できないと、貨幣性生産サイクルが破綻し、それに伴って生産体制自体が破壊されていくことになる。ところが、価格管理政策は生産者によるコスト転嫁を妨害し、生産体制を自ら破壊してしまうという構造を持っている。ジンバブエにせよ、ベネズエラにせよ、ベースに何かしらのインフレはあったとして、それをプーストしてハイパーインフレまで炎上させてしまったのは、こうした価格管理政策による生産体制破壊だと考えられる。（留保しておくが、これは MCT に基づいて考え得る仮説であって、本場の MMTer が同様のことを論じているわけではないことには注意してほしい）

IV 債務ヒエラルキー（債務ピラミッド）

次に、「債務ヒエラルキー」、または「債務ピラミッド」の話に映る。実は先ほどの CT の説明はもう一つの謎を残して終わっていた。銀行貨幣が、銀行負債、銀行の手形のようなものとして創造され、それ単体で一連の生成・流通・破壊のサイクルを持っているということは明らかなのだが、ではなぜ銀行貨幣は日本円のような特定の貨幣、政府通貨を単位として借用しており、かつ現金引出という形で適宜払い戻されなくてはならないという制約のもとで創造されているのかについて、説明がなされていないのである。それを説明するのが債務ヒエラルキー（債務ピラミッド）だ。債務ヒエラルキーを追加することで、CT は MMT へ昇華するとも言えるだろう。

債務ピラミッドについて簡潔に説明すると、現代金融システムは、統合政府貨幣、いわゆる通貨、currency を最上位としたピラミッド型ヒエラルキーを形成しており、中位に銀行の債務証券、つまり銀行預金があり、下位にノンバンクの債務証券があるという構造になっている。^{26) 27)}（もちろん、ノンバンクの債務にもヒエラルキーがあり、例えば大企業の手形が、いわゆる手形裏書（手形譲渡）を通じて、子会社とその取引先の間でまるで貨幣のように決済手段として利用されることもある。子会社が親会社から資金を借り入れる場合、直接銀行預金を受け取るのではなく、手形を受け取るという形もあり得る。このような『子会社が親会社から親会社の手形を借り入れ、その手形を支払手段として用いる』²⁸⁾という取引は、銀行とノンバンクの間の融資、信用創造、及び銀行預金決済と非常に似通った構造である。）

債務ヒエラルキーについて理解すると、最上位の決済手段である通貨が、下位の負債・債務の共通単位となり、同時に下位の負債・債務を全て決済可能となるオールマイティになるということが分かる。もちろん、そのようなヒエラルキーは、租税貨幣制度などの基礎があって初めて成立するわけであり、例えば租税などの経済政策が維持不能になるような政府の混乱や経済崩壊があれば、このピラミッドは崩落し、場合によっては輸入需要を基礎にもつ米ドルが最上位となる経済に移行し得る。これはドル化、Dollarization といい、ハイパーインフレをきたした国でよく見られる現象である。²⁹⁾

V Stock-Flow Consistent Model (SFC)

会計的整合性を重視する

Stock-Flow Consistent Modelは、既に論じた Monetary Circuit Theory, いわゆる CT で整理した経済原則に基づき、会計的整合性の成立を重視した構造計量マクロモデルである。本質的に会計的不整合性がない(例えば、財政は赤字を減らす³⁰⁾が、その一方で民間貯蓄増加も起きる、というような会計的に起こり得ない事態がモデル内で発生することがない)というのが最大の利点だが、ルーカス批判は回避できていないということには注意が必要だ。

ともあれ、SFCでは、財政黒字の発生・拡大や、財政赤字の縮小は、基本的に民間の発生・増大に依存しているということが示唆される。多くの人々に広く誤解されているポイントだが、MMTは、累積財政赤字の「安全性」を提唱する学派として生まれてきたわけではない。むしろ文脈的には、財政黒字発生を危機的だと警鐘を鳴らす形で勃興してきた学派である。MMTはハイマン・ミンスキーの流れを一部汲み、財政黒字の発生を、民間債務膨張の顕れと捉え、危機の前触れであると喧伝し、特にクリントン政権の財政黒字に対しては強い警告を発し続けていた。同政権における財政黒字は、当時は Goldilocks Economy、要するに、財政は黒字で、インフレでも不況でもない理想的な経済として持て囃されていたにも関わらず、³¹⁾³²⁾である。そしてMMTerらが警告した通り、ITバブル崩壊という形でのクラッシュを経験し、アメリカは再び双子の赤字を甘んじざるを得なくなった。

当時のMMTerに予見できていなかったことがあるとすれば、それは『バブルが「付け替え」によって延命し得るという事実』であろう。ITバブルは程なくしてサブプライムローンバブルに置き換わり、本当の意味での“クラッシュ”が2007年に先延ばしされた。彼らがクリントン政権当時本当に懸念した形でのクラッシュは、やや遅れて世界同時金融危機という形で帰結したと言える。

世界同時金融危機は、良識ある人々の目から見れば、明らかに民間債務による危機であった。であるにも関わらず、一部の人々によって、ギリシャなどの一部の国の財政問題をテコにして、政府債務の問題へと主座がすり替えられている。³³⁾しかしながら、ギリシャなどで生じているのは、財政それ自体の問題というより、むしろユーロという通貨制度の問題なのであって、そこを見誤って(あるいは意図的に)財政問題と取り違えるのは問題がある。MMTerのビル・ミッチェルはこのすり替えを事あるごとに舌鋒鋭く批判しており、ユーロの問題をMMTer側から整理するにあたって、Eurozone Dystopia という本をわざわざ書いて³⁴⁾いる。

簡潔にまとめると、MMTerの枠組みにおいて、財政黒字は民間純債務膨張を示唆する危険兆候であると考えられている。財政赤字であれば経済が安定するというわけではないものの、少なくとも安定的な経済状況においては、財政赤字となることを受け入れなければならない³⁵⁾ということが言える。

VI Job Guarantee Program (JGP)

働く意図のある人をみんな政府が雇う

さて、最後の項目である Job Guarantee Program に移ろう。JG, ないし JGP と呼ばれるこの提言は、一定賃金雇用の無制限供給のことを指す。

少なくとも第一世代 MMTer においては、JGP は経済調節ツールの中核に据えられるのだが、その性質について確認しておこう。³⁶⁾

JGP において提供される賃金および待遇は、必然的に、経済全体の賃金・待遇の“底”になる。少なくとも低所得層の労働者に関しては、政府が民間企業を監視・監督し、労働待遇を保護するよりも、より強力かつ確実な労働者保護政策という性格を持つ。加えて、一定賃金雇用の“無制限”供給であることから、非自発的失業は定義上消滅し、いわゆる完全雇用の状態がキープされる。

また、JGP は、社会主義的政策として言及されることがしばしばあるのだが、むしろ極めて民間自由経済に親和的ないし補完的なものである。というのは、経済が不況になれば、民間から解雇される労働者を包摂し、労働者としての習慣や能力を保全する一方、経済が好況になり、民間側から JGP を超える待遇を提示可能となれば、民間へとスムーズに人材が移動するという構造になっているからだ。いわば労働力のバッファーストックプールとなって、民間の経済活動を阻害するどころか、むしろ促進する機能を有していることになる。

ただし、問題点としては、JGP 労働者にどのような職務を与えるか、というのがある。というのも、本当に重要な公共プログラムなら、案件に応じた人材を求人した上で、通常の終身雇用を用意するのが筋である。いつでもやめて良い公共プログラムに従事させるのも、非効率の誇りを免れ得ない。以上を考慮すると、潰しが効く職業訓練、OJT や、環境保全や小さい単位での社会福祉活動といった小規模な公共活動にターゲットを絞る必要があるだろう。

余談になるが、以下に私見として、JGP と従来のマクロ経済政策ないしフィリップス曲線との関係を整理しておくことにする。従来の経済調節政策のスキームにおいては、インフレ率や名目所得などをコントロールすることを通じて、失業率や実質成長率を調整することが志されてきた。MMTer に言わせれば、これは失業率を上げ下げして経済調節しているのと同じことだということであり、非常に非道徳的で、かつ非効率なものだとされる。

MMTer はフィリップス曲線を否認するのだが、その意味は、フィリップス曲線は何の政府介入もないプレーンな民間経済におけるインフレ率と失業率のトレードオフを示唆するものではあるものの、政府が JGP を施行し、国民の雇用に責任を持つのであれば、決して受容せねばならないトレードオフではないという趣旨である。もちろん、JGP で保障される一定賃金が高すぎる場合においては、JGP 雇用の平均生産性を大幅に超過し、インフレ亢進を惹起する恐れがある。裏を返せば、JGP 賃金が高すぎない場合は、JGP それ自体がインフレ亢進をもたらすということはない。JGP が施行される国では、インフレ率と失業率のトレードオフは過去のものとなり、完全雇用、非自発的失業がないという意味での完全雇用を前提とした上で、インフレ率と

JGP 待遇の関係に置換される。

終わりに

以上、Modern Monetary Theory の主要な主張や論点について、ややオリジナルな評価も交えつつ紹介した。実のところ筆者は、生粋の MMTer ではなく、むしろ立ち位置としては MMT に「同情的」な「修正」ニューケインジアンといったところである。以上論考にも陰に陽に論じたように、MMT を理解した上での MMT への不満はあり、その部分には距離感はある。しかしながら、だからこそ、荒唐無稽な MMT 批判は許容できないとも考えているのである。この論考が、MMT の正当な理解の一助になれば幸いである。

Appendix 1. MMT へのよくある批判とその反論

概説を一通り行った上で、一般メディアなどでよく見られる MMT 批判について一つ一つコメントしておこう。

•『政府に支出制約がないなら、無税国家が出来るということか』

これは MMT に限らず大体の財政出動派に向けられがちな批判であろう。MMT に言わせれば、この質問は実にナンセンス極まりない。既に確認した通り、一般的な通貨制度において、税は通貨を駆動する役割を担っている。納税手段であるからこそ、かの紙切れが流通価値を持つのであり、したがって無税国家は端的にあり得ない。問題はその発行量、そして支出先なのであって、無税国家がどうこうという話が出てくること自体、通貨制度への無理解の産物に他ならないということになる。

•『MMT が言うようにいくらでも政府が支出し放題になったら、ハイパーインフレになる。』

この「ハイパーインフレ」批判も、財政出動派に対するよくある批判である。これまで整理してきた通り、MMT の議論に基づけば、政府には本質的に決済・履行のリスク、いわゆるソルベンシーリスクが全くないため、財政赤字や累積債務のサイズそれ自体による財政破綻ではなく、財政支出による実物リソースの逼迫こそが主眼とすべき問題だということになる。実物リソースを主座に据えることで、例えば将来世代の負担論争の愚かしさが浮き彫りとなる。もし将来的な人手不足が問題になるのだとすれば、その直接的解決は省力化投資推進等になるべきだ。しかし、実物リソースとは無関係な債務残高などの指標に囚われていると、増税、ないし緊縮財政といったある種見当外れなソリューションに陥ってしまうことになる。

•『通貨を発行するのは中央銀行なので、政府は通貨の調達が必要だ。MMT が財政支出≡通貨発行と主張するのは誤りだ。』

中央銀行の独立という「建前」は世間一般に広く受け入れられている。しかし、既に確認した通り、中央銀行が完全に財政から独立して機能するということとはあり得ない。中央銀行が発行す

る紙切れは、税による駆動という形で財政的に流通価値を付与されており、支出や徴税といった財政措置に際して、中央銀行はその取引を円滑にするように適宜ベースマネーを調節している。もし財政が決済上の破綻をきたすとすれば、それは中央銀行がわざと財政の履行を妨害する場合に限り、そのことを本気で懸念することの意義は乏しいと言わざるを得ない。

- 『MMT を真に受けて財政支出を増やすと、金利が上がってクラウドディングアウト（あるいはマンデルフレミング効果）が起きる。』

財政出動派批判の典型パターンにあたるクラウドディングアウト、およびマンデルフレミング効果だが、中央銀行が通常のオペレーション、つまりコールレートが一定に保たれるようなベースマネー調節を行っている限りは、財政支出それ自体が金利上昇と通貨高を起こすというものはあり得ない。財政支出増加に対し、中央銀行が対抗的に利上げを行うというような政策をとる場合は、その限りではないが、それは財政出動によるクラウドディングアウトというより、単に金融引き締めによる効果と見るべきであろう。（また、既に論じたように、そもそも利上げが緊縮的に／利下げが拡張的に働くかどうかともいささか不明瞭な問題である）

Appendix 2. MMT によって防がれる様々な誤謬

MMT の知見を踏まえていると、経済論議上の様々な誤謬を未然に防ぐことができる。具体的には以下の通り。

- 『財政赤字は維持不可能であり、財政黒字を目指すべき。』

多くの人々は家計と同じ感覚で、ただ何となく財政黒字を“良いもの”、財政赤字を“悪いもの”と捉えている。これは全く逆で、既に論じた通り、財政黒字こそ警戒すべき危険兆候に他ならない。財政赤字にさえなればバブルが起きないというわけでは決してないが、バブルのない経済、あるいはバブルが過剰に膨れ上がらない経済を望むなら、そのときは必ず財政赤字を受け入れなくてはならない。

- 『量的緩和によって経済を刺激できる。』

量的緩和に謎の期待をしている方々は本当に多いのだが、既に論じた通り、中央銀行の金融オペレーションというものは、本質的に国債価格誘導であり、これを敷衍すると、ゼロ金利政策では国債と準備預金は完全な等価物であるから、これをどう入れ替えたとしても経済的には全くの無意味となる。銀行の安全資産の総量を増やすような政策（リスク資産の購入や、リスク資産を担保とした中央銀行貸付など）には一定の効果が見込めるが、そのメカニズムは量的緩和とは根本的に異なるものである。

- 『中央銀行が将来のマネーサプライの拡大を約束すれば、インフレを起こせる。』

クルーグマンの³⁷⁾論文を端緒として持て囃されたこの論調だが、内生的貨幣供給メカニズムを考慮すれば、中央銀行によるマネーサプライの操作はあり得ない。もし仮にマネーサプライ經由でアプローチしたいなら、その手段は財政政策に他ならない。

• 『財政支出によって経済を刺激すれば、(債務残高 GDP 比などの面で) 財政再建できるので、財政出動するべきだ。』

こういった主張は本当に多いのだが、一見財政に寛容なように見えて、結局拙速な緊縮を齎してしまう誤った見解である。債務残高 GDP 比などの意味のない指標に固執すること自体を辞めなければ、過少な財政規模を是正することはいつまでたっても不可能となるからだ。

• 『政府の資産も合わせた“政府純債務”では日本は健全だから財政は大丈夫』

この手の主張をする論者は大抵、ベースマネーが統合政府の IOU、債務証券であることを踏まえていない。純債務の水準は財政の安全性には全く関係がないし、純債務にフォーカスする考えはむしろ政府資産売却や民営化を促すという悪質な側面がある。³⁸⁾

※付記：本稿の著者は、海外の経済学文献を翻訳してインターネットサイトで公表している非営利活動法人「経済学101」所属の翻訳者であり、多くの MMT 派論者の文献に精通してそれを翻訳してきたほか、ニューケインジアン³⁸⁾の議論にも詳しい。本稿の内容は、著者による本学経済学会セミナーでの同名タイトルでの報告がもとになっている。このセミナーは2019年6月14日に本学びわこ草津キャンパスにおいて実施され、出席者たちとのあいだで活発な質疑応答、討論が行われた。(松尾匡)

注

- 1) Mosler, Warren, 2010, “The 7 Deadly Innocent Frauds of Economic Policy”, Valance Co Inc
※該当部分邦訳：『MMT (現代金融理論) のエッセンス! ウォーレン・モズラー「命取りに無邪気な嘘 1/7」』, <http://econdays.net/?p=9414>
- 2) Wray, L. R., 2011, “MMP BLOG #8: TAXES DRIVE MONEY”, New Economic Perspectives, <http://neweconomicperspectives.org/2011/07/mmp-blog-8-taxes-drive-money.html>
- 3) Wray, L. R. 2015, “Modern Money Theory — A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary System 2nd Edition: 6 Modern Monetary Theory and Alternative Exchange Rate Regimes: 6.1 The gold standard and fixed exchange rate”, PALGRAVE MACMILLAN
- 4) Pakenham, Thomas (1992) [1991]. “Chap. 27 Rhodes, Raiders and Rebels”. The Scramble for Africa. London: Abacus. pp.497-498
- 5) 飯田泰之, 2019, 「日本史に学ぶマネーの論理」, PHP 研究所, pp.30-36
- 6) Mitchell, William, 2009(1), “Building bank reserves is not inflationary”, Bill Mitchell-Modern Monetary Theory, <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=6624>
※邦訳：『ビル・ミッチェル「準備預金の積み上げはインフレ促進的ではない」(2009年12月14日)』, <https://econ101.jp/%E3%83%93%E3%83%AB%E3%83%BB%E3%83%9F%E3%83%83%E3%83%81%E3%82%A7%E3%83%AB%E3%80%8C%E6%BA%96%E5%82%99%E9%A0%90%E9%87%91%E3%81%AE%E7%A9%8D%E3%81%BF%E4%B8%8A%E3%81%92%E3%81%AF%E3%82%A4%E3%83%B3%E3%83%95/>
- 7) Mitchell, William, 2010(1), “Understanding central bank operations”, Bill Mitchell-Modern Monetary Theory, <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=9392>
※邦訳：『ビル・ミッチェル「中央銀行のオペレーションを理解する」(2010年4月27日)』, <https://econ101.jp/%E3%83%93%E3%83%AB%E3%83%BB%E3%83%9F%E3%83%83%E3%83%81%E3%82%A7%E3%83%AB%E3%80%8C%E4%B8%AD%E5%A4%AE%E9%8A%80%E8%A1%8>

- C%E3%81%AE%E3%82%AA%E3%83%9A%E3%83%AC%E3%83%BC%E3%82%B7%E3%83%A7%E3%83%B3%E3%82%92/#more-36001
- 8) 澤田義孝, 2015, 『米国における非伝統的金融政策の有効性』, 京都学園大学総合研究所所報, (16), 3-12 (2015-03)
- 9) Mitchell, William 2009(2), “The natural rate of interest is zero!”, Bill Mitchell-Modern Monetary Theory, <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=4656>
 ※邦訳: 『ビル・ミッチェル「自然利率は「ゼロ」だ!」(2009年8月30日)』, <https://econ101.jp/%E3%83%93%E3%83%AB%E3%83%BB%E3%83%9F%E3%83%83%E3%83%81%E3%82%A7%E3%83%AB%E3%80%8C%E8%87%AA%E7%84%B6%E5%88%A9%E5%AD%90%E7%8E%87%E3%81%AF%E3%80%8C%E3%82%BC%E3%83%AD%E3%80%8D%E3%81%A0%EF%BC%81%E3%80%8D/>
- 10) Brunnermeier, Markus K., 2018, “The Reversal Interest Rate”, NBER Working Paper No. 25406
- 11) 木村俊夫, 2016, 『マイナス金利導入後の円高の背景と展望』, 三井住友信託銀行 調査月報 2016年5月号
- 12) 木内登英, 2018, 『スルガ銀行問題と金融政策・行政の責任』, NRI Financial Solution ナレッジ&インサイト, <http://fis.nri.co.jp/ja-JP/knowledge/commentary/2018/20180907.html>
- 13) Mitchell, William, 2009(2), “The natural rate of interest is zero!”, Bill Mitchell-Modern Monetary Theory
- 14) Mitchell, William, 2010(2), “Taxpayers do not fund anything”, Bill Mitchell-Modern Monetary Theory, <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=9281>
 ※邦訳: 『ビル・ミッチェル「納税は資金供給ではない」(2010年4月19日)』, <https://econ101.jp/%E3%83%93%E3%83%AB%E3%83%BB%E3%83%9F%E3%83%83%E3%83%81%E3%82%A7%E3%83%AB%E3%80%8C%E7%B4%8D%E7%A8%8E%E3%81%AF%E8%B3%87%E9%87%91%E4%BE%9B%E7%B5%A6%E3%81%A7%E3%81%AF%E3%81%AA%E3%81%84%E3%80%8D%EF%BC%8820/>
- 15) Mosler, Warren, 2010, “The 7 Deadly Innocent Frauds of Economic Policy”, Valance Co Inc
 ※該当部分邦訳: 『MMT (現代金融理論) のエッセンス! ウォーレン・モズラー「命取りに無邪気な嘘 2/7」』, <http://econdays.net/?p=9488>
- 16) Rowe, Nick, 2011, “Debt is too a burden on our children (unless you believe in Ricardian Equivalence)”, Worthwhile Canadian Initiative, https://worthwhile.typepad.com/worthwhile-canadian_initi/2011/12/debt-is-too-a-burden-on-our-children-unless-you-believe-in-ricardian-equivalence.html
 ※解説記事: himaginary, 2012, 『政府債務が将来世代の負担になる理由』, himaginary's diary, https://himaginary.hatenablog.com/entry/20120111/debt_is_too_a_burden_on_our_children_unless_you_believe_in_ricardian_equivalence
- 17) 例えば, 土居丈朗, 2004, 『政府債務の持続可能性の考え方』, PRI Discussion Paper Series (No. 04A-02)
- 18) McLeay, Michael and Radia, Amar and Thomas, Ryland, 2014, “Money Creation in the Modern Economy”, Bank of England Quarterly Bulletin 2014 Q1.
- 19) Mitchell, William, 2009(3), “Money multiplier and other myths”, Bill Mitchell-Modern Monetary Theory, <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=1623>
 ※邦訳: 『ビル・ミッチェル「貨幣乗数, 及びその他の神話」(2009年4月21日)』, <https://econ101.jp/%E3%83%93%E3%83%AB%E3%83%BB%E3%83%9F%E3%83%83%E3%83%81%E3%82%A7%E3%83%AB%E3%80%8C%E8%B2%A8%E5%B9%A3%E4%B9%97%E6%95%B0%E3%80%81%E5%>

- 36) Tcherneva, P. R., 2018, "The Job Guarantee: Design, Jobs, and Implementation", Levy Economics Institute of Bard College Working Paper No. 902
- 37) Krugman, Paul, 1998, "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap", Brookings Papers on Economic Activity, 2: 1998
- 38) Mitchell, William, 2018, "IMF continues to tread the ridiculous path", Bill Mitchell-Modern Monetary Theory, <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=40553>
※邦訳: 『ビル・ミッチェル「政府のB/Sなどという愚かな道を行くIMF」(2018年10月16日)』,
<https://econ101.jp/%E3%83%93%E3%83%AB%E3%83%BB%E3%83%9F%E3%83%83%E3%83%81%E3%82%A7%E3%83%AB%E3%80%8C%E6%94%BF%E5%BA%9C%E3%81%AE%E3%81%A8%E3%81%8B%E6%84%9A%E3%81%8B%E3%81%AA%E9%81%93%E3%82%92%E8%A1%8C%E3%81%8D%E7%B6%9A/>