
Quarterly "Urbanization" 2019 vol.3

季刊「都市化」2019 vol.3

現代貨幣理論
MMT(Modern Monetary Theory)

について

株式会社ニッセイ基礎研究所 樋 浩一

2019年9月

公益財団法人 都市化研究公室

Research Institute of Urbanization

本レポートは原則として発表時における情報に基づき作成されております。
内容についての問い合わせは、当財団事務局までお願いします。

現代貨幣理論 MMT (Modern Monetary Theory) について

2019年9月

株式会社ニッセイ基礎研究所 樋 浩一

(はじめに)

財政赤字の存在を肯定的に考える、MMT (Modern Monetary Theory : 現代貨幣論) が注目されている。MMT は完全雇用をはじめとする公共的目的を実現するために財政赤字を活用することを主張しているが、必ずしもこうした目的とは関係なく増税や歳出削減といった緊縮政策に反対する論拠として持ち出されることも多い。

MMT は多くの経済学者からは異端と見なされているが、金融政策による景気刺激の限界が強く意識されるようになったことや、IMF が通貨危機に陥った国々に対して緊縮財政を求めてきたなどに財政均衡を重視し過ぎだとの批判が高まっていたことが、社会的に認知される素地となったと考えられる。

筆者は日本は現在のような高い水準の財政赤字を続けるべきではないと考えるが、MMT に対する批判には、内容を十分検討せずに議論しているのではないかと疑われるものがあると考え。これは、多くの論者が財政赤字を許容すべきだという結論部分に反応し、MMT の主張するロジックをまともに取り上げるべきものと考えてこなかったことや、当初は情報源が提唱者達の web のブログなどしか無く、細部が不明確だったことも原因だろう。2019 年になって MMT の提唱者であるウィリアム・ミッチェル (豪ニューカッスル大学) や、L.ランダル・レイ (米バードカレッジ) らが書いたマクロ経済学の教科書 (注 1) が刊行されるなど、体系的に説明された書籍が増えてきた。MMT の主張の理解が進み、建設的な議論が行われることを期待したい。

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だけが注目されがちだ。しかし、古くからの提唱者であるミッチェルやレイらは、後に述べる雇用政策などを一体としたものであると述べており、広範な政策も含めて MMT を考察する必要があるだろう。

1. 財政破綻の意味

MMT に関する議論は財政破綻が起こるかどう点に集中しているが、こ

のような議論は以下で述べるように論点が間違っており、生産的な議論ではないと考える。MMTの主張は一見すると荒唐無稽に見えるが、実は財政破綻をどう定義するかによって依存する。財政破綻を、他の要素を考慮せず、単に「財政支出をまかなう資金が調達できなくなる」「政府が債務不履行に陥る」ということだとすると、各国政府は国債などの自国通貨建ての債務の履行を求められた際に、自国通貨を増発して支払えば良いので、MMTの主張するように債務不履行を回避することは常に可能である。MMTを続ければ財政破綻が起こるという批判は、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とか何か経済的な大問題が発生するので結局破綻してしまうと考えていることが多い。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ので、結局MMTの主張の妥当性を考えるためには、批判の多くが暗黙のうちに前提としている、自国通貨の発行を続けても経済に問題が起きないのか、という「他の要素」の部分の再検討が必要だ。

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、各国は財政規律を維持するために様々な制度を採用している。こうした仕組みとしては、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がある。また、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うため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。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、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。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2)

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を禁止」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。

$$D_{t+1} = D_t + B_t = D_t + PB_t + iD_t = (1+i) D_t + PB_t$$

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。実際のところ、最初に述べたように MMT 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3）

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が MMT は、政府支出を行うために国債を発行する必要はなく通貨発行で対応すれば良いと主張するので、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も議論しても有益であるとは考え難い。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ので、日本銀行が説明しているような、「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」のかどうか MMT の妥当性を考える中心的な論点であると考えられる。

2. 歴史の解釈と現代の貨幣

財政赤字を賄うために国債発行ではなく通貨を発行するという方法は、MMT が初めて主張したことではない。むしろ、日本銀行の説明にあるように歴史的にはしばしばこうした例が見られ、悪性のインフレーションの原因と考えられてきた。このため、政府が財政赤字を通貨発行によって賄うことができないように、先進諸国では、政府から中央銀行を独立させ、中央銀行が政府の発行する国債を直接引き受けることを禁止して、市場から資金を調達させるという仕組みが定着した。

日本銀行の説明のように、過去のハイパーインフレーションは、財政赤字が原因でマネーストックが増加しインフレを引き起こしたと説明されている。例えば、第二次世界大戦直前のドイツやジンバブエなどが例としてあげられる。しかし、MMT 提唱者たちの説明はこれとは異なり、物価上昇率が上昇すると貨幣の流通速度が速くなり、通貨供給量の伸びに比べて物価ははるかに速く上昇しているため、通貨の過剰な供給がハイパーインフレーションの原因だとは言えないとしている。後に述べるように、MMT が考えるハイパーインフレーションの原因は、供給力の急激な低下などによる著しい需要超過の発生である。

また、変動相場制の下では、大幅な財政赤字が続いても西側資本主義国の中でハ

ハイパーインフレーションを経験した国の例は無いとしている。しかし、歴史的にみれば変動相場制に移行してからの期間は非常に長いとは言えず、近年を除けば、ほとんどの国は中央銀行による国債の直接引き受け禁止といった財政ルールを採用してきた。MMTの提唱するような財政赤字の通貨発行によるファイナンスを行っても高インフレにならないとは言えないのではないだろうか。

MMTが現代貨幣理論と呼ばれているのは、現在の主要国が、不換紙幣の発行、変動相場制、マネーストックの大半が預金通貨であるという状況下であり、金本位制や固定相場制、金属硬貨や紙幣がマネーストックの大きな部分を占めていた時代とは大きく異なることを強調しているためだろう。

金本位制や固定相場制の下では、財政赤字を通貨の発行によって賄うことには限界がある。金本位制の下では、政府・中央銀行が保有している金に比べて発行した紙幣があまり多くなると、紙幣の保有者が約束された比率で金と交換できなくなるという懸念がたかまってしまう。実際に多くの人々が紙幣と金との交換を要求すると、金が不足して交換比率が維持できなくなるからだ。

第二次世界大戦後に生まれたブレトンウッズ体制の下では、米ドル以外の通貨は金との交換を行わない不換紙幣となったが、米ドルとの交換比率を一定に維持することが求められる固定相場制であった。固定相場制度の下では、経常収支の赤字が続くと外貨準備が不足して、米ドルとの交換比率が維持できなくなるため、緊縮財政や金融引き締めによって経済を減速させて経常収支の赤字を縮小する必要に迫られた。このため、MMTが考えているような、不況下では財政赤字を拡大して失業者を減少させるということは実行できなかった。しかし、1970年代に入ると主要通貨は次々と変動相場制に移行しており、現在では必要に応じて財政赤字を拡大することに金本位制や固定相場制の時代のような制約はなくなっている。

MMT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する。実際のところ、現在の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100兆円に過ぎず、残りは銀行の預金通帳上の数字や金融機関の帳簿上の記録数字などであり、債権・債務関係の記録に過ぎない。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。

3. マネーとインフレの関係の理解

先にも触れた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。

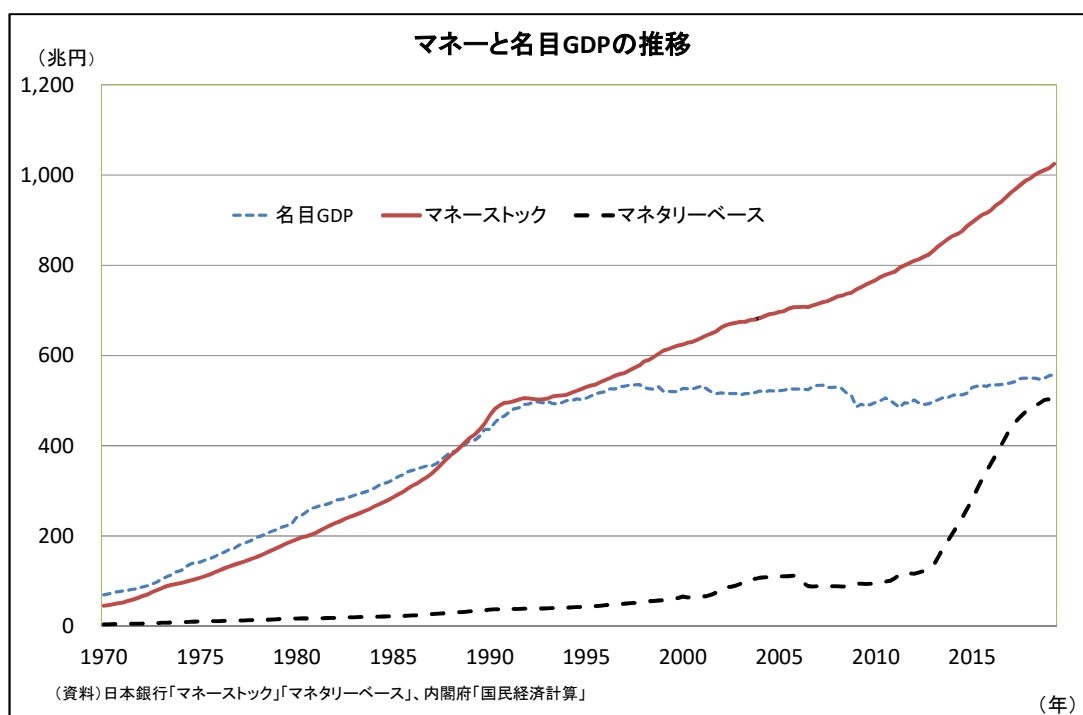
MMT は貨幣数量説的な説明を否定しているが、その考え方は二つの要素からできていると考えられる。第一は、マネタリーベースの増加がマネーストックの増加をもたらすというメカニズムについてだ。経済学の教科書では、貨幣乗数を使って、「中央銀行がマネタリーベースを増加させると、これを受け取った A 銀行はマネタリーベースの増分×準備率だけを残して、残りの資金を企業や家計に貸出す。この貸出は例えば B 銀行の預金となるので、B 銀行は増加預金額×準備率を残して、残りを貸出に回す。この資金はどこかの企業に貸付けられて、C 銀行の預金となり、結局 $1 / (1 - \text{準備率})$ の乗数倍だけマネ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

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 5）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。

4. インフレ加速の可能性

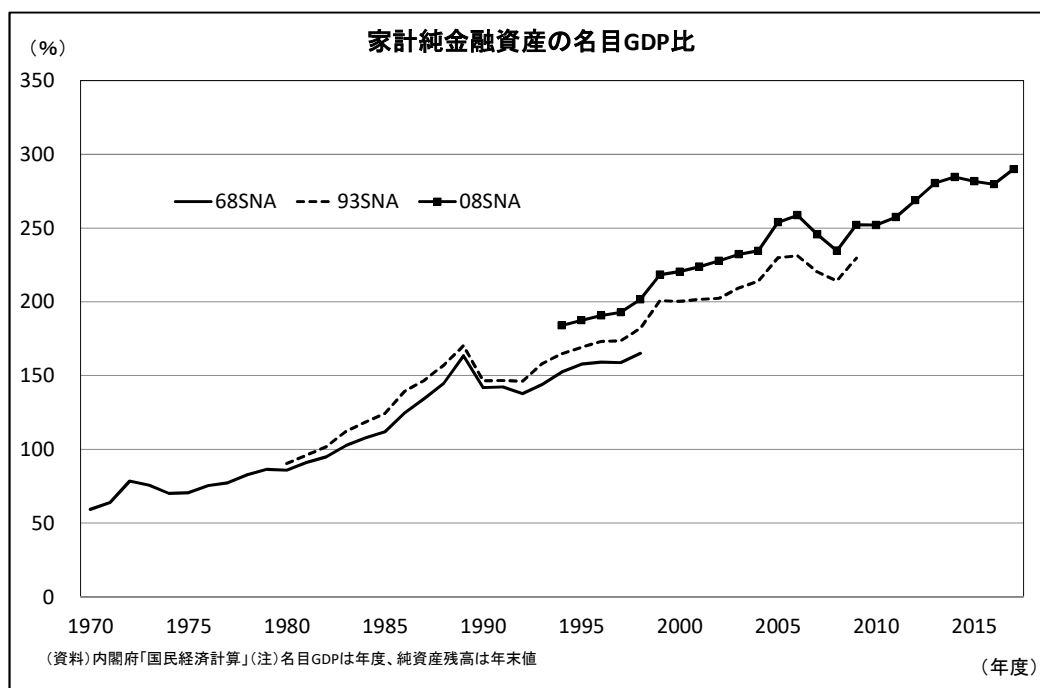
MMT が財政赤字拡大の制約条件と考えているのは、経済の需要が供給力を上回ってしまい、需給のひっ迫から物価上昇率が高まっていくことである。日本はハイパーインフレーションどころか、2%の消費者物価上昇すら視野に入っていない状況にあるので、当面は大幅な財政赤字を継続しても高インフレが起こる心配をする必要はないように見えるが、二つの懸念を指摘しておきたい。第一は、総需要が供給力を上回って GDP ギャップがプラスにならない状態でも物価上昇率が高い水準となる、スタグフレーションが起こる可能性があることで、第二は、財政赤字を長期間続けることによって民間部門はストックである純金融資産を蓄積していくことになるが、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4）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う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。

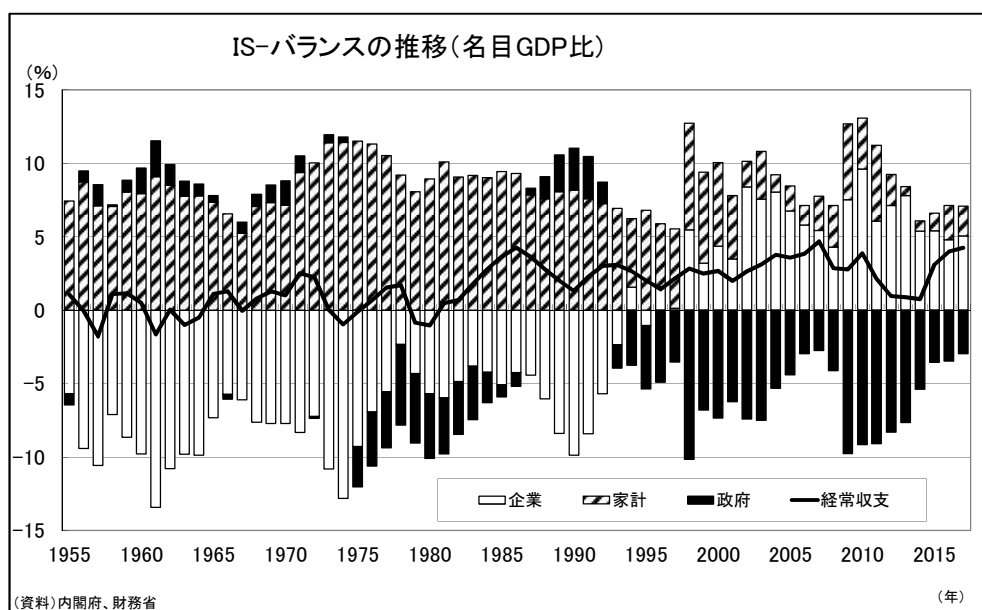
財政赤字が続くと、民間部門、特に家計の純金融資産が増加していくので、いずれ経済の状況が変わる可能性が高い。金融資産とは誰かの債務であり、MMT が強調する部門別のフローとストックの会計的な関係で分かるように、政府が財政赤字を続けると民間部門の純金融資産が増加していく。1970 年度から 2017 年度までの間に、日本の家計は純金融資産の名目 GDP 比を 59.2%から 290%にまで高めてきた。高齢化が進んで金融資産の取り崩しを行う 65 歳以上の年金生活者が増えてい

るため、SNA の家計貯蓄率は大きく低下しているが、家計金融資産の名目 GDP に対する比率は上昇傾向を続けている。



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。

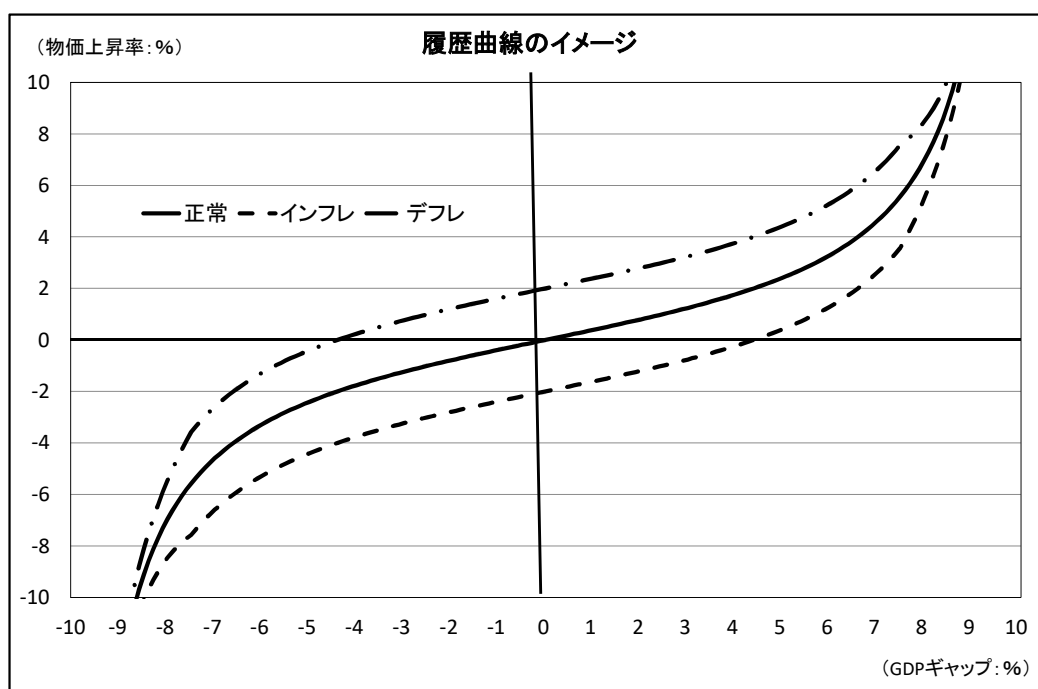


家計が金融資産を増やそうとしている状態で、企業が債務を増やそうとしなければ家計は目的を達することができないので、さらに消費支出を切り詰めて金融資産を増やそうとするだろう。経済は需要不足となって低迷してしまうが、政府が減税するなり支出を増やすなりして債務を増やせば経済はGDPが高い水準に戻り均衡する。こうした政策でしばらくの間は経済にフローの均衡を実現することができるが、時間が経てば、フローに比べてストックが釣り合いに大きくなる。家計の純金融資産の名目GDPはどこまでも上昇を続けず、修正が起こって経済が混乱する恐れが大きいのではないか。

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

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、図の実線のように 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、図の下方を推移する点線のように GDP ギャップがかなり大きくなると物価上昇率がプラスにならない一方で、過去に物価上昇が続いていた場合には、上方にある一点鎖線のように GDP ギャップがマイナスになっても物価上昇が続くというように、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、物価上昇率を適切な水準に引き戻すのには一点鎖線のカーブが示すように、厳しい財政引き締めが必要になり、低所得層を中心に生活に悪影響が出るだろう。

5. 雇用保障プログラム

初期からの提唱者であるミッチェルやレイは、MMTの採用で懸念されるインフレの加速や海外への資本流出といった問題を防止するために、JGP（あるいはJG: Job Guarantee Program:雇用保障プログラム）や累進的な所得税制、金融機関に対する規制、国際的な資本取引の規制など幅広い政策を包括したパッケージを提唱している。

JGPは、仕事を求める人達に最低賃金で政府が雇用を提供する制度だ。レイは、中央銀行の最後の貸し手機能（Lender of Last Resort）をもじって、最後の雇用者（Employer of Last Resort: ELR program）機能と呼んでいる。これによって失業者は働いて最低所得を得ることができる。BI(Basic Income:ベーシックインカム)も最低所得を保障する仕組みだが就労を条件としていない点でJGPとは大きく異なっている。BIは、しばしば将来AI（人工知能）の発達によって多数の人々が働かなくても社会で十分な生産が行える状況になることを想定することがあるのに対して、JGPは多くの失業者が社会的に価値のある生産活動に従事することを想定している。JGPでは、民間企業で仕事を得られなかった人達が、財政資金によって生産的な仕事を行うので、経済の生産が増えて社会にとってもプラスである。

JGPは不況期には失業者に仕事と所得を提供して景気の悪化を自動的に防ぎ、好況期には追加の労働需要に即応できる労働力の供給源となってインフレの加速を防止する役割が期待されている。好況期にはJGPに参加していた人たちが民間企業でより高い賃金の仕事に就くということで財政赤字が自動的に縮小するというビルトインスタビライザーが働く。

レイは羊毛を安値で購入し高値で放出するというオーストラリア政府のプログラムが、羊毛の価格安定に効果をあげたことを、JGPに物価変動抑制効果が期待できる例として紹介している。JGPが市場における賃金の下限となり労働者の所得に下限ができるので、物価や賃金の下落というデフレを抑制することは期待できる。しかし、羊毛の場合には政府が安値で買い上げなければ大量の在庫は存在せず、高値の時に在庫を放出して供給を増やすことはできないが、JGPが無ければ民間企業で仕事を見つけられなかった労働者は失業者として仕事を探しながら待機している。JGPに参加している労働者も失業者も、労働市場の需給が改善すれば民間企業で働き始めるという点では同じなので、JGBに民間企業の賃金上昇を抑える効果はそれほど期待できないのではないだろうか。また、好況期にJGPプログラムに参加する労働者が減少するということは、JGPで供給されていた政府のサービスや投資が行われなくなるということである。JGPによって社会に有益なサービスなど

が提供されていたということであれば、好況になると社会は必要とするサービスが受けられなくなるという問題が起こるといふ矛盾を抱えている。

6. 財政赤字拡大と低所得者

1997年のアジア通貨危機でIMFの管理下におかれたアジア諸国や欧州債務危機でのギリシャなどでは厳しい緊縮財政の下で、相対的に所得水準の低い国民が苦しい生活を強いられた。一方、財政状況の良好なドイツでは歳出を増加させようとせず財政収支が黒字化した。こうした事例では、IMFを初めとした国際機関は財政規律を保つことにこだわり過ぎて、経済的な危機に陥った国々の人々に大きな負担を強いることになったと考える。また、米国では伝統的に共和党は小さな政府を主張し財政赤字には批判的で、民主党は大きな政府を主張して財政赤字を容認する傾向があるとされてきた。しかし実際には、むしろレーガン大統領やトランプ大統領などの共和党政権下で財政赤字が拡大している。これは相対的に所得水準の低い人達には恩恵が少ない所得税や法人税の減税が共和党政権下で行われたことが原因だ。財政支出を拡大すれば中・低所得者層に向けた政策を行う余地が拡大するはずだが、実際にそうした政策が実施されるかどうかは別問題だ。財政赤字の拡大が容認されたからといって、中・低所得者に有利な政策が実行されるとは限らない。

レイが「貧しい失業者がトリクルダウン効果で仕事を得られることを期待して、減税や支出増を行うことは既に豊かな人々に有利に働く傾向がある」と述べているように、財政支出を拡大しても利益が一部の高所得者に集中してしまう可能性がある一方で、物価上昇を抑制するための社会的なコストは低所得者層に重いものになる恐れがある。レイは物価上昇を抑制するために政府支出の伸びを抑える方法の例として、物価指数などに連動して支出を増やすことを止めることをあげている（注4）。これは例えば生活保護などで物価が上昇しても給付レベルを物価上昇幅よりも小さくして実質的に減らすことを意味しており、低所得者層の生活は大きな打撃を受けることになる。金額で評価すれば高所得者や高額資産保有者の損失が大きいかも知れないが、こうした人々は所得が実質で多少目減りしたとしても生活が破綻するわけではない。しかし、低所得者層ではわずかな実質所得の減少で大きな打撃を受け、事故や病気などの小さな不運によって生活が成り立たなくなる可能性を大きく高めてしまうだろう。

ミッチェルは物価上昇を敵視する緊縮財政の考え方は中・低所得者層に不利に働いているという考え方をしている（注5）。しかし、物価上昇率の高まりを許容することは、常に高所得者層に不利で中・低所得者層に有利とは言えない。JGPプログラムをはじめとしてミッチェルやレイが提唱している政策が期待通りに機能す

るかどうかは良く検討すべきだ。財政赤字と高めの物価上昇率を容認することが低所得者層にとって有利に働くようにするには、財政赤字の原因となる支出の内容と財政赤字を縮小するために行う増税などの歳入の増加策の内容に大きく依存するはずだ。政治的な力学によって理想的な政策が実際に実現できるとは限らないので、常に期待通りの機能を果たすと楽観すべきではないと考える。

7. 経済の現状と MMT

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リスクが勝るのではないか。

また日本では、MMT はデフレ脱却のための方策として議論されている。しかし、MMT は完全雇用などの公共的目的を達成するために財政赤字を許容するが、物価上昇が起こることは政策の制約条件が顕在化することだ。レイ（注 4）による JGP の説明ではこの仕組みがいかにインフレを抑制する効果が大きいかが強調されている。デフレからの脱却は財政支出によって公共的目的の実現を目指す MMT にとってはむしろ好ましくないことであり、MMT で物価上昇を引き起こそうとすることは筆者には矛盾した主張に見える。

MMT はアバ・ラーナーの機能的財政論を引いて、経済の均衡を実現するために財政政策や金融政策を活用するという考え方を強調しているが、財政の均衡や金融システムの安定は、それ自体が最終目的ではなく国民生活の向上や安定のための中間目標であることは言うまでもない。MMT が主張するように、短期的な景気変動を吸収するために財政赤字を現在よりも積極的に利用することは適切だと考える。IMF が通貨危機に陥った国々に対して厳しい緊縮財政を要求した理由の一つは、救済資金の出し手の国々が資金の返済をより確実なものにしようとしたことも原因で、必ずしも危機に陥った国にとって最適な政策ではなかっただろう。ただし、経済危機の拡大防止のために財政赤字を活用することには大きな意義があるが、危機が緩和した後も経済の不均衡が続く限り長期にわたって政府債務を累積させても

問題は起こらないとは言い切れない。

大幅な財政赤字を続けることにはやはり大きな危険があり、非常に長期間にわたって継続しても問題が起こらないという確証はない。そもそも現在の主要先進国のように、大幅な財政赤字が無ければ経済が均衡を維持できないという状況は、何か構造的な問題が隠されていることを意味している。リーマンショックのように経済状況が著しく悪化した場合の短期的な対応として大幅な財政赤字や政府債務の累積を許容することはやむを得ないが、構造的問題を放置したまま財政赤字の拡大で非常に長期間にわたって経済の不均衡に対処すべきではないだろう。

ミッチェルやレイが JGP など多様な政策を提唱しているのは、市場機能に任せおくだけでは失業問題が解消しないという構造問題への対応という意味もあると考える。MMT の提唱する JGB は働く意欲さえあれば誰でも最低賃金で職を得ることができる制度であり失業問題の解消はできるが、社会が大きな格差を抱えたままであることには変わりがない。

フォーブス誌は、恒例の世界長者番付でジェフ・ベゾス氏が保有資産額 1310 億ドル（約 14 兆 6600 億円）で 2 年連続の首位となったと報じている（注 6）。これほどの資産を一生のうちに使い切ることも容易ではなさそうに思えるが、前年からさらに 190 億ドル（約 2 兆 1300 億円）資産を増加させている。こうした資産家の行動は、消費だけではなく資産を蓄積するだけで効用を得ていると考えると理解できるが、こうした家計が存在すれば国全体として家計の純金融資産が名目 GDP に対してどこまでも上昇していくことはあり得る。

本稿は MMT について論じたもので、現在の主要国が抱える構造問題について深入りはしないが、ピケティが「21 世紀の資本」で提起したような、所得や資産の著しい偏りが経済の不均衡の原因となっている可能性について、現状の評価や解消方法など真剣に検討されるべきだ。

繰り返しになるが、リーマンショックのような事態で発生する経済の不均衡に対しては、MMT が考えるように財政赤字や政府債務の拡大を使って経済を安定化させることは適切だ。しかし、構造的な問題から生じる経済の不均衡に対しては、原因となっている構造問題を解決することが望ましい対応であり、長期に渡って大幅な財政赤字を継続させて経済を安定化するのは危険であると考えられる。

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

(注2) 日本銀行「教えて！にちぎん」

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

(注3) 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>

(注4) Wray, L. Randall. “Modern Money Theory: A Primer on
Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems” , Palgrave
Macmillan(2012)

(注5) Mitchell, William. “Reclaiming the State: A Progressive Vision of
Sovereignty for a Post-Neoliberal World” , Pluto Press (2019)

(注6) 「世界長者番付、ジェフ・ベゾスが2年連続首位 21歳のビリオネアも
誕生」 <https://forbesjapan.com/articles/detail/25883> (2019年3月5日)