

現代貨幣理論(MMT): 妙薬か劇薬か?

佐藤主光(もとひろ)

一橋大学国際・公共政策大学院、経済学研究科

医療政策・経済研究センター

現代貨幣理論(MMT)とは？

- MMTの主張＝「自国通貨(例:円)を発行できる政府は自国通貨建て(例:円建て)で国債を発行する限り、財政的に破綻することはない(財政的な制約に直面することはない)」
 - 過度なインフレを伴わない限り財政赤字を続けても大丈夫……
- 何故か？
 - 円建ての国債は何時でも自国通貨で置き換えられる(＝中央銀行の買い入れ)
 - いざインフレになれば財政を緊縮(増税・歳出削減)すればよい(＝機動的財政政策)
- 主流派経済学との違い＝MMTには個人・企業の誘因(選択)・期待形成はない
 - 投資・消費決定のメカニズム(理論)の欠如⇒最適化問題(ミクロ的基礎付け)はない
 - ✓ 概ね「機械的」な算術に終始⇒経済学というより会計学……

MMTとは？その2

- 仮説であって、実証はない
 - 日本の異次元の金融緩和政策はMMTの実証例ではない・・・
 - ✓ 思考は演繹的(≠機能的)⇒実証による仮説の裏付けをしていない

- 脱デフレの処方箋ではない
 - MMTが目指すのは政府主導による完全雇用の実現⇒「大きな政府」
 - ✓ 民間需要の低迷(=民間のカネ余り)を解消するのではなく、それを前提に財政を拡大
 - ✓ 非常時ではなく、平時の政策としての財政赤字

- 金融政策を補完する財政政策ではない
 - 中央銀行は国債を継続的に引き受け⇒金融政策は財政に従属(≠補完)
 - ✓ 中央銀行の独立性は失われている

何故広がったのか？

- MMT (Modern Monetary Theory) は、1990年代にウォーレン・モスラー (米投資家)、ビル・ミッチェル (豪ニューカッスル大学)、ランダル・レイ (米ミズーリ大学-カンサスシティ)、ステファニー・ケルトン (米ニューヨーク州立大学、サンダース上院議員の顧問) 等によって提唱された。

● 米国では、2018年11月にニューヨーク州から連邦議会下院選に立候補し当選したアレクサンドリア・オカシオ-コルテス氏がMMTを支持したこと、また、MMTの主要な発信者であるケルトン教授が2020年の大統領選に出馬を表明している民主党サンダース議員の2016年大統領選時の顧問を務めていたことなどから、注目が集まっている。

(参考) 米国におけるMMT支持者は、国債発行で確保した財源を用いて、完全雇用を達成・維持するため、「雇用保障プログラム」(Job Guarantee Program) (政府が基金を作り、失業者を雇用してその業務を担わせる) を実施すべきとの立場。

出所: 財務省資料

□ ポイント = 景気対策 (脱デフレ) というより、財政赤字で「大きな政府」を試行する考え

MMT対主流派

●ローレンス・サマーズ(元米財務長官) 2019年3月4日 ワシントンポストへの寄稿

「MMTには重層的な誤りがある(fallacious at multiple levels)。まず、政府は通貨発行により赤字をゼロコストで調達できるとしているが、実際は政府は利子を払っている。全体の貨幣流通量が多いが、政府によってコントロールできるものではない。第2に、償還期限が来た債務を全て貨幣創造し、デフォルトを免れることができるというのは間違っている。幾つもの途上国が経験してきたようにそうした手法はハイパーインフレを引き起こす。インフレ税を通じた歳入増には限界があり、それを超えるとハイパーインフレが発生する。第3に、MMT論者は閉鎖経済を元に論じることが典型的だが、MMTは為替レートの崩壊を招くだろう。これは、インフレ率の上昇、長期金利の上昇、リスクプレミアム、資本逃避、実質賃金の低下を招くだろう。…保守にとってもリベラルにとっても、そんなフリーランチは存在しない。」

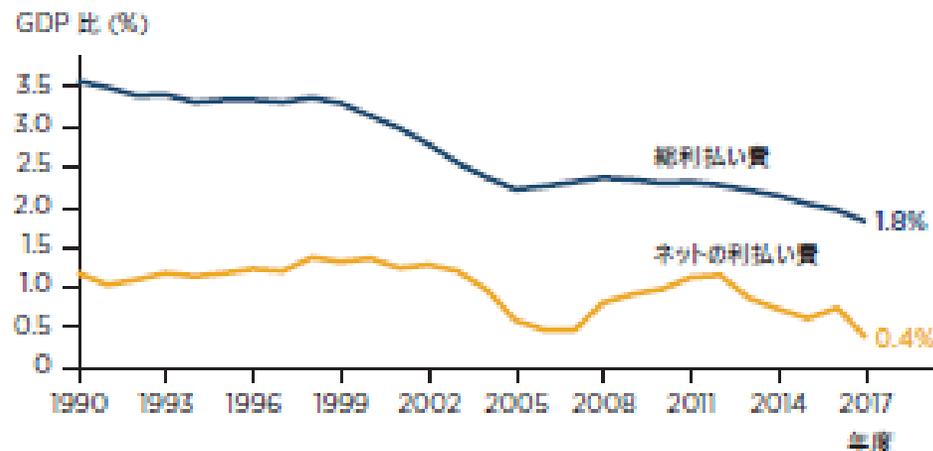
●ポール・クルーグマン(ニューヨーク州立大学、経済学者) 2019年2月12日 ニューヨークタイムへの寄稿

「債務については、経済の持続可能な成長率が利子率より高いか低いかに多くを左右されるだろう。もし、これまでや現在のように成長率が利子率より高いのであれば大きな問題にならないが、金利が成長率より高くなれば債務が雪だるま式に増える可能性がある。債務は富全体を超えて無限に大きくなることはできず、残高が増えるほど、人々は高い利子を要求するだろう。つまり、ある時点において、債務の増加を食い止めるために十分大きなプライマリー黒字の達成を強いられるのである。」

MMT≠「長期停滞論」

- 経済が需要不足で長期的に低迷するとき、財政出動による需要の喚起が必要(=伝統的ケインズ政策)
 - 金利が低く推移する限り、財政赤字=国債を発行してインフラ整備等に充てる⇒将来の成長(生産性)を促進？
 - 成長率 > 金利であれば、基礎的財政収支が赤字でも財政は持続可能(国債残高対GDP比は発散しない)
 - 非常時の財政政策
 - 財政支出は生産性の向上に繋がる分野に充当⇒将来的には公的需要から民間需要への転換(民間主導の成長)
-
- オリヴィエ・ブランシャール(元IMFチーフエコノミスト) 2019年3月10日 ツイッター「MMTについて、確かに財政政策は産出を潜在水準に保つために利用できるが、その赤字は、とても小さなものでない限り、高インフレないしハイパーインフレなしで、無利子の貨幣創造によりすべてを調達することはできない。」

図4 日本の利払い費対GDP比 (1990年度から2017年度)



資料：国民経済計算

日本の財政政策の選択肢
オリヴィエ・ブランシャール 田代毅

参考：成長＞金利？：上げ潮対MMT

- 長期的にも成長＞金利は成立する？
- 二つのシナリオ
- 上げ潮路線＝金利を上回る高い成長の実現
- 財政政策による脱デフレと民間主導の成長の組み合わせ
- ✓ バンカーショットとしての財政・金融政策(悪い均衡から良い均衡への転換)

□ MMT＝低い金利と低い成長

➤ 慢性的な民間経済の低迷(民間需要不足)

✓ 政府主導の経済運営？⇒「大きな政府」へ

例：「雇用保障プログラム」(Job Guarantee Program)
(政府が基金を作り、失業者を雇用してその業務を担わせる)

成長実現ケース

【マクロ経済の姿】

(%程度)、[対GDP比、%程度]、兆円程度

年 度	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
名目GDP成長率	(2.0)	(0.9)	(2.4)	(2.9)	(2.8)	(3.0)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
名目長期金利	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.4)	(0.9)	(1.4)	(2.1)	(2.6)	(3.1)	(3.4)

出所：内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2019年1月30日)

MMT≠ヘリコプターマネー論

- ヘリコプターマネー＝直接家計に資金を供給

⇔伝統的金融政策: 買いオペ等で民間機関に資金供給、民間金融機関が貸出に充当することで経済に資金が流通

- 財政政策としてのヘリコプターマネー

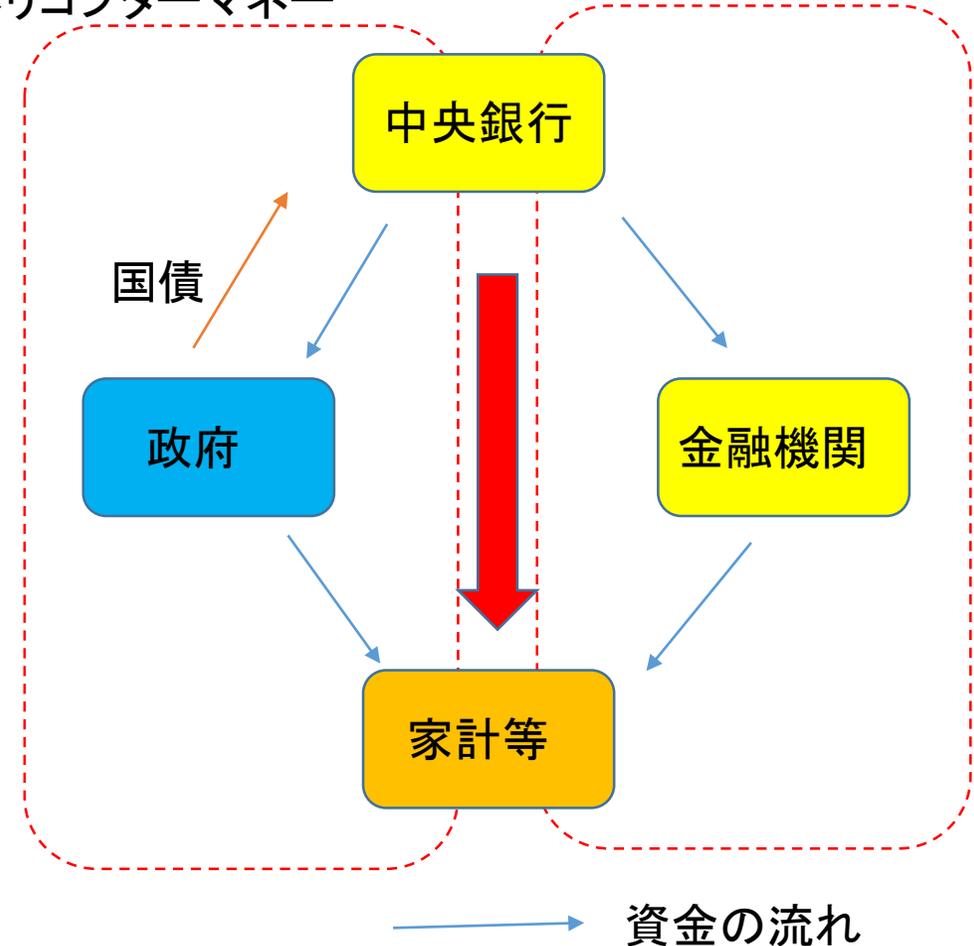
□ 中央銀行が国債を購入⇒政府が家計に給付(政府支出に充当)

- ✓ 伝統的金融政策が効かない非常時の対策

- アデア・ターナー(英金融サービス機構元長官) 2019年3月29日 プロジェクト・シンジケートへの寄稿「過度な財政ファイナンスが極めて有害(hugely harmful)であることを理解することも重要だ。例外的な環境における需要管理手段としてではなく、長期的課題の解決のためのコストのかからないやり方だと見ることは危険なことだ。」

財政政策としての
ヘリコプターマネー

伝統的金融政策



参考：ヘリコプターマネーで財政再建？

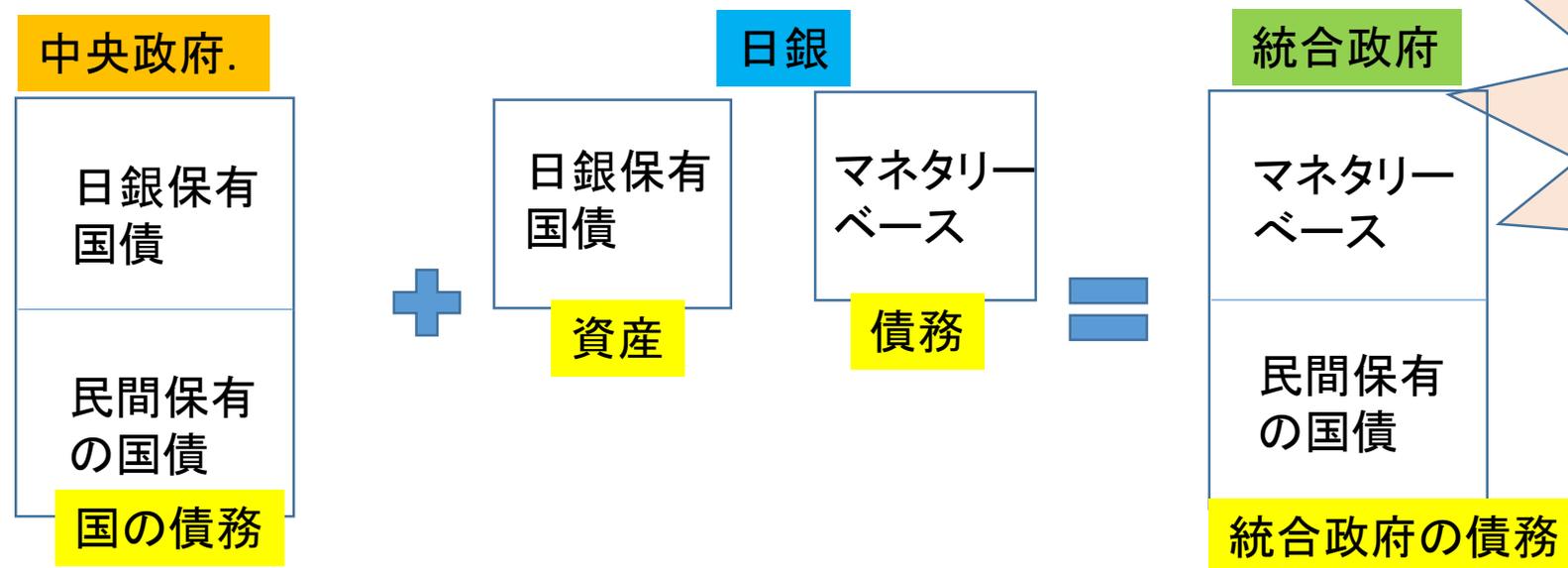
□ 財政ファイナンス＝日銀が国債を(直接)引き受けた上、永久国債(コンソル)化⇒国債の「塩づけ」

➤ 市場(民間)に対する国の借金は帳消し？

➤ 貨幣は債務ではない？

□ 統合政府＝日銀と政府の統合化⇒日銀の債務(現金＋準備預金)を継承

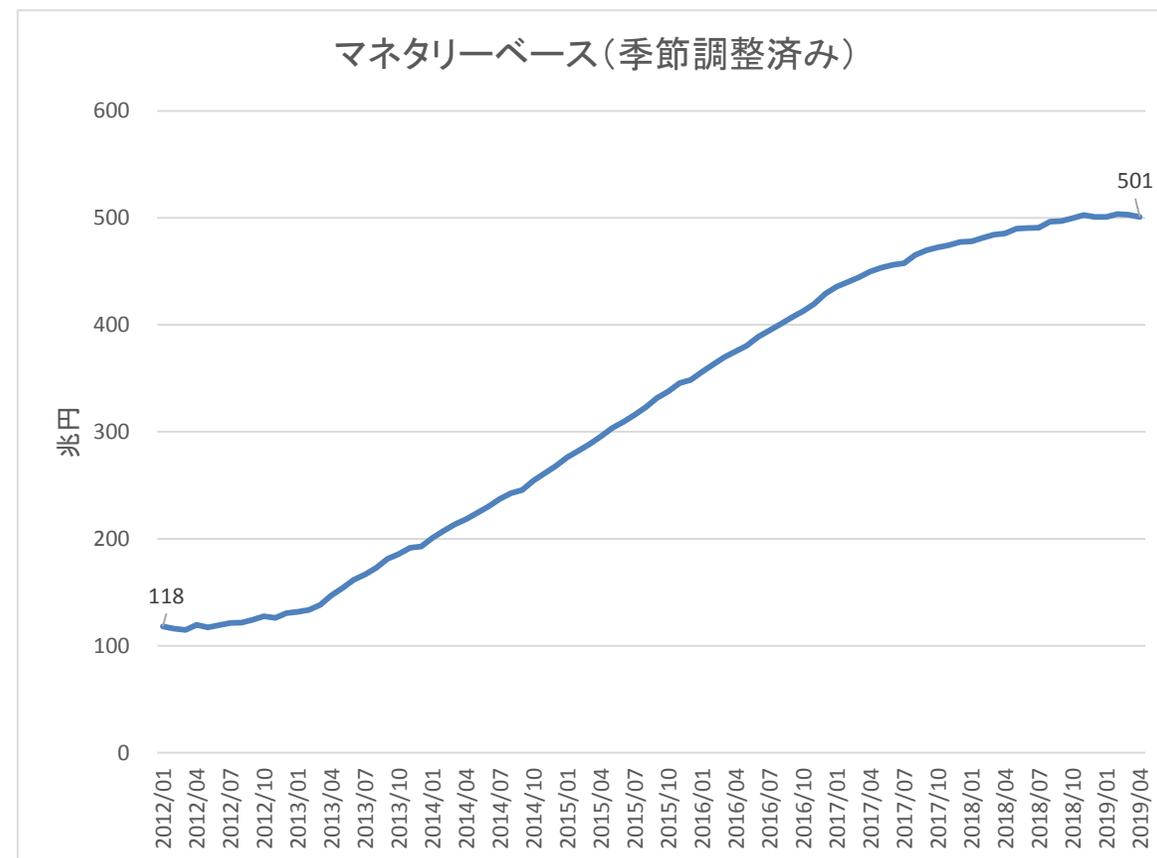
✓ 例：企業の連結バランスシート



財政・金融政策の理論
であって、財政再建の理
論ではない？

MMT≠異次元の金融緩和

- 日本は既にMMTを実践？
 - 日本銀行が年間80兆円規模で国債を購入⇒事実上の財政ファイナンス？
- 異次元の金融緩和は非常時(=深刻なデフレ時)の対応であり、平時(=脱デフレ後)には通常の金融政策(バランスシートの縮小)に回帰することが前提⇒「出口戦略」あり
 - 異次元の金融緩和の狙い=家計・投資家等のインフレ期待を喚起⇒消費・投資の拡大
- ✓ 期待から実体経済へ波及
- MMTの財政ファイナンスには①出口戦略も②インフレ期待もない
 - 民間の余剰資金(=純貯蓄)を吸収するための財政ファイナンス
- ✓ 余剰資金=カネ余り



出所:日銀データベース

MMTとの関係

	類似点	相違点
長期停滞論	デフレ経済においては財政赤字を伴う財政出動が要請される	非常時の政策であり、平時の処方箋ではない
ヘリコプターマネー論	中央銀行による財政ファイナンス	
シムズ理論(財政の物価理論)	財政再建しないことで脱デフレ	・完全雇用を前提 ・消費・投資の増加による物価上昇
リカードの等価定理	将来の課税に備えた貯蓄・貨幣の退蔵	財政赤字に合わせて貯蓄が増加

MMTの世界・・・

- MMTの描く世界とは？
 - 其の1: 民間経済は慢性的に需要不足⇒平時でも大規模な財政支出による需要喚起が必要
 - ✓ 民間経済の回復ではなく、その停滞が前提(経済の規模は需要サイドで決定)
- 其の2: 民間は慢性的な資金余剰(プラスの純貯蓄=カネ余り)
 - ✓ アニマルスピリッツの低迷? ⇒ 国債(+財政ファイナンス)で余剰資金を吸収⇒デフレスパイラルの回避

三面等価

所得(=可処分所得+税) = 生産量 = 需要量 = 消費 + 民間投資 + 政府支出 + 純輸出



其の1: 民間部門の需要不足

ISバランス:

貯蓄(=可処分所得-消費) - 民間投資 = 財政赤字(政府支出-税) + 純輸出

其の2: 民間部門のカネ余り

ISバランスの読み方

主流派・伝統的ケ
インズ経済学の解釈:

可処分所得+税



財市場:

$$\text{産出量} = \text{民間消費} + \text{民間投資} + \text{政府支出} + \text{純輸出}$$



資金市場:

$$\text{貯蓄} - \text{民間投資} = \text{財政赤字} + \text{純輸出}$$

MMTの世界:

$$\text{民間のカネ余り} = \text{貨幣の発行} - \text{貨幣の回収} + \text{外貨の流入}$$



政府支出



課税

財政赤字

ISバランスの読み方: その2

ヘリコプターマネー論・長期停滞論とも整合的

$$\text{貯蓄} - \text{民間投資} = \text{財政赤字} + \text{純輸出}$$

(+)

信用創造・乗数効果

不完全雇用・長期停滞

リカードの等価定理

(+)

クラウディングアウト

(-)

$$\text{貯蓄} - \text{民間投資} = \text{財政赤字} + \text{純輸出}$$

(+)

MMT=カネ余りを吸収

完全雇用

参考：何故混乱するのか？

- 「理論上」、ISバランスはマクロ経済の「均衡式」
 - 「統計上」、ISバランスは国民経済計算の「恒等式」(会計勘定)
- 統計上のISバランスは因果関係を示唆しない⇒財政赤字、民間資金余剰から特定の因果関係を見出せるわけではない……
- 主流派・MMTとも自身の「仮定」の下でISバランスを解釈しているに過ぎない

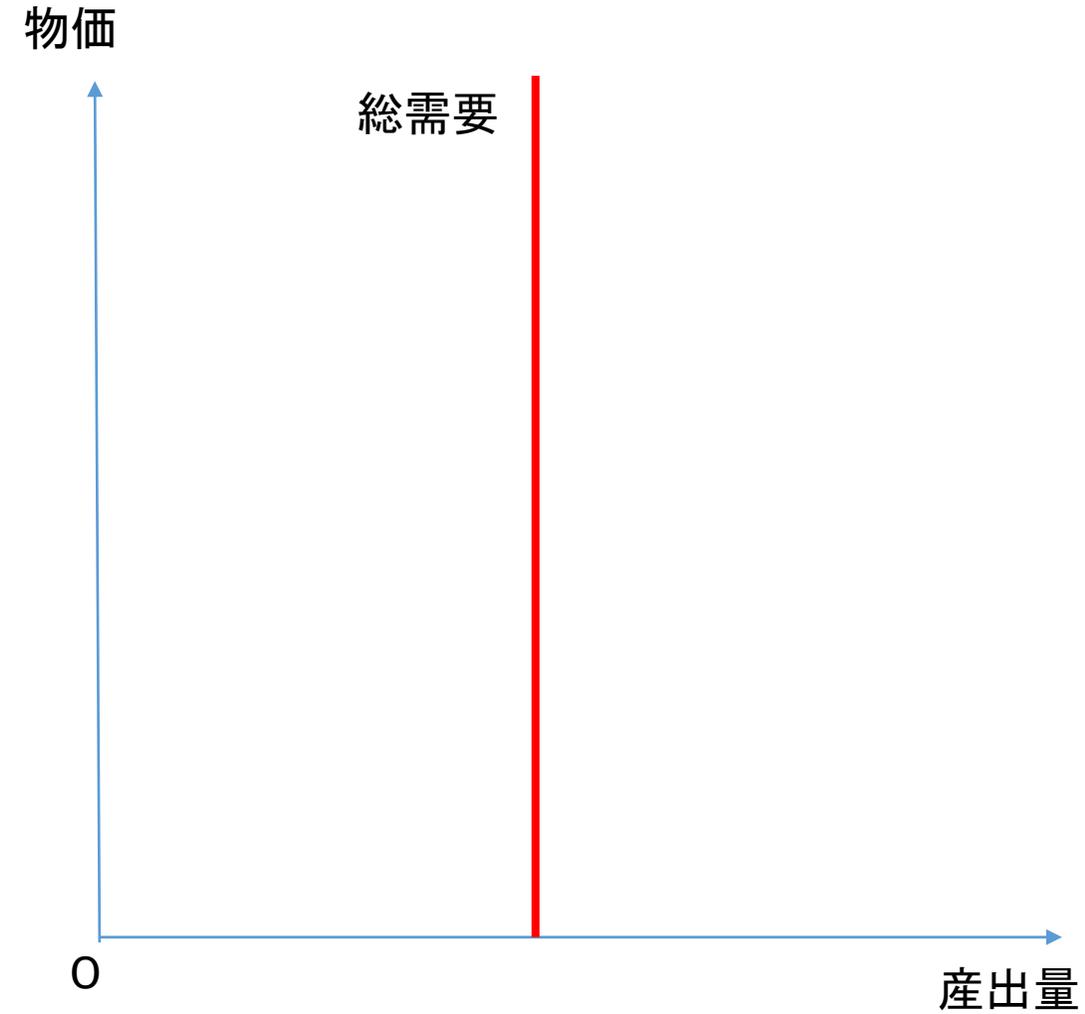
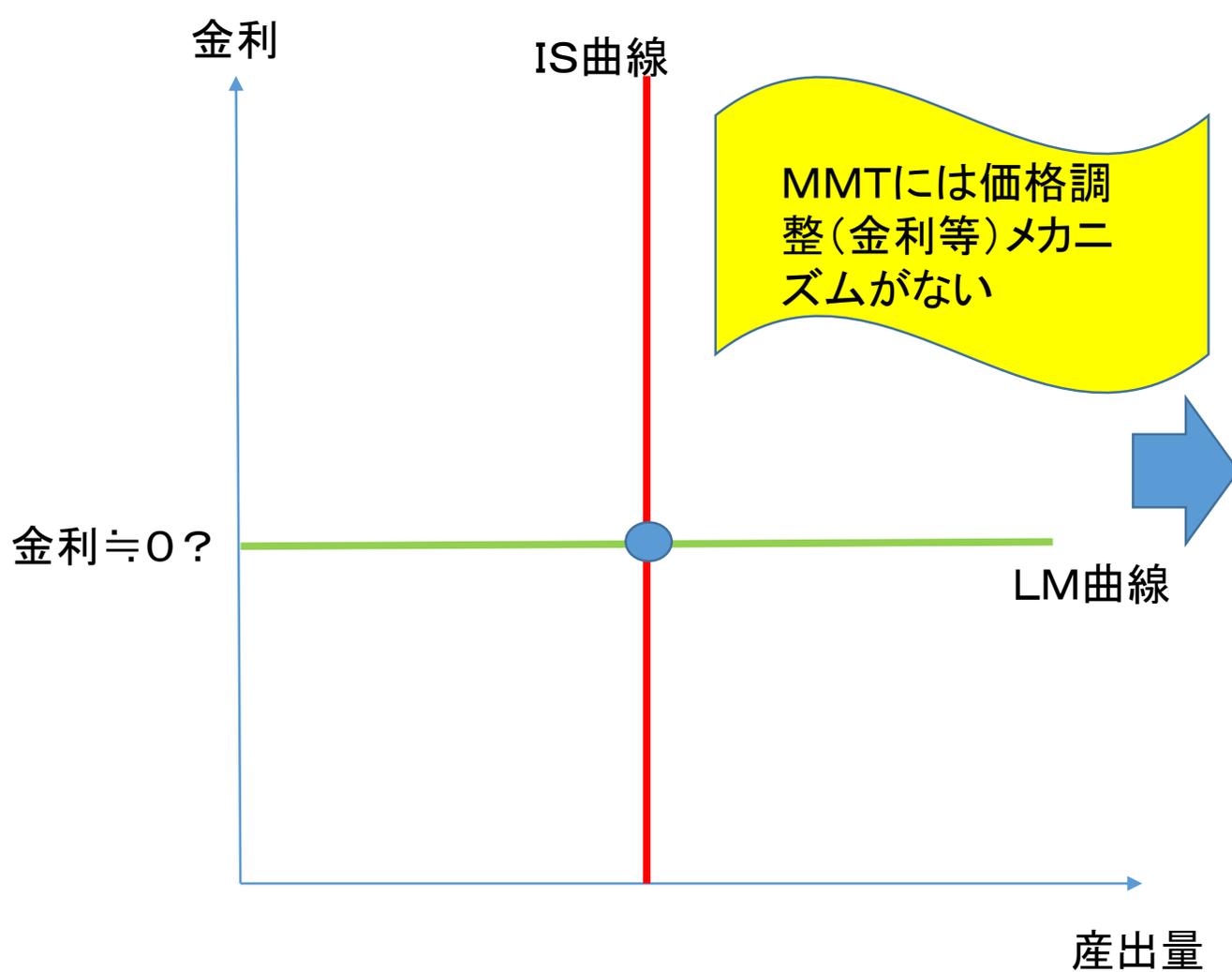
主流派の因果関係(クラウディングアウト・リカードの等価定理)

ISバランス

$$\text{貯蓄} - \text{民間投資} \equiv \text{財政赤字} + \text{純輸出}$$

MMTの因果関係(カネ余りを吸収)

MMTとIS・LM



参考：財政再建の奇策？

	主張	前提
ドーマー条件	成長率が金利を上回れば、基礎的財政収支が赤字でも財政は持続(＝公債残高対GDP比安定的)	成長＞金利が長期にわたって持続？ ・ピケティの格差論 ✓ 成長＝賃金上昇率＜金利が常態化
ヘリコプターマネー	中央銀行が公債を引き受け永久国債化(恒久的に保有)すれば民間に対する国の借金は解消	統合予算(連結)ベースでは債務の内訳がシフト(公債⇒貨幣)しただけ ✓ 通貨の信認は？
物価の財政理論	財政再建＝増税等をしないことで民間消費・投資が喚起されれば物価は上昇＝脱デフレ 財政再建自体が必要なくなる＝財政収支は均衡	財政破綻(将来的に厳しい財政再建)しないことを家計・投資家が信認していることが前提 ✓ 財政再建しない国の財政への信認？

注: 簡単化のため海外部門は捨象

MMT = 財政機能論

- ISバランス = 民間部門の予算(収支)と公共部門の収支の合算(どんぶり勘定)
- 政府は財政制約に直面しない?
- MMT = 完全雇用に対応した民間の余剰資金(=純貯蓄)は予め決定 ⇒ 財政赤字は民間のカネ余りを吸収
 - 財政赤字が少ないと経済はデフレスパイラル
- 財政の機能 = 完全雇用を達成するよう財政赤字を決定
 - ⇔ 主流派 = 長期の財政収支の均衡
- 何故、収支均衡は必要ないのか?
 - どんぶり勘定 = 自分と他人のカネに区別がない ⇒ 他人の財布に手を入れることが可能 ⇒ 政府はその気になればいつでも家計の所得・資産を収奪 = 課税可能
- ✓ 長期の赤字が許容できる理由 = いつでも課税できるから...

家計の予算:

$$\text{可処分所得} = \text{消費} + (\text{民間投資} + \text{国債購入})$$



政府の予算:

$$\text{財政赤字(国債発行)} = \text{政府支出} - \text{税}$$



ISバランス:

$$\text{貯蓄} - \text{民間投資} = \text{政府支出} - \text{税}$$



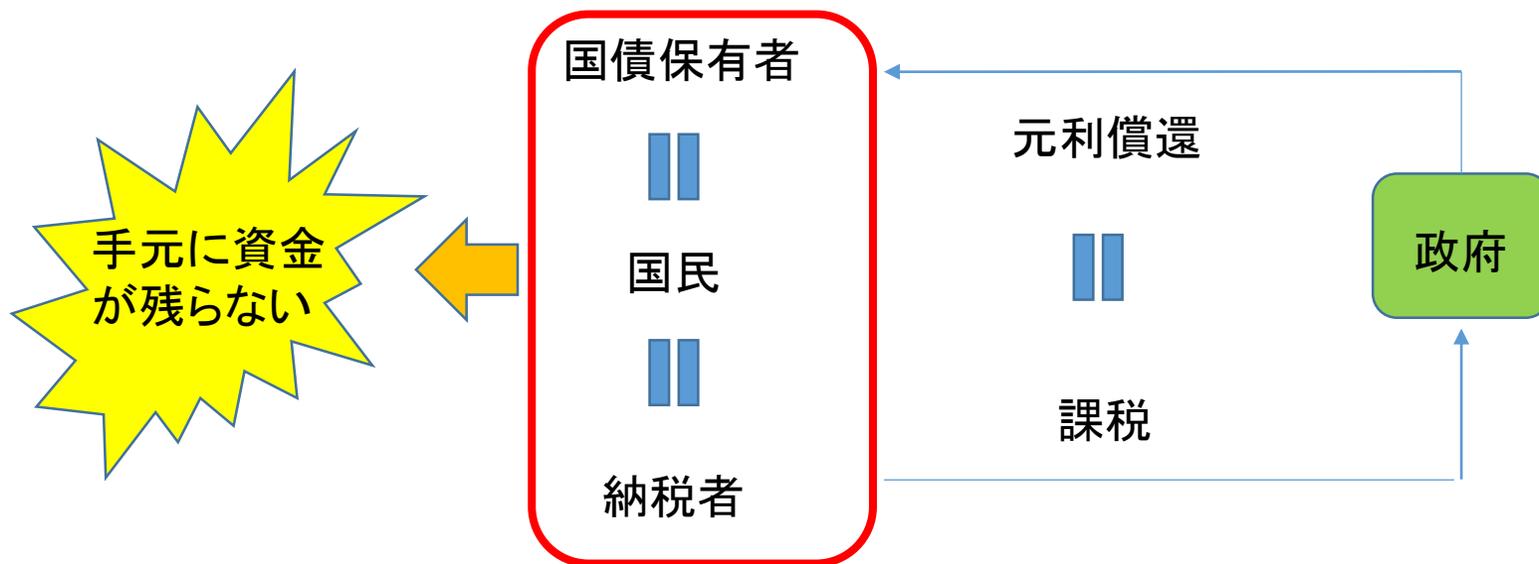
完全雇用時のカネ余り

参考：国民の借金＝国民の資産

- 国民の借金＝国民の資産

□ 其の1: 国内で消化するだけの十分な金融資産がある

□ 其の2: 国民の金融資産を国債償還の原資にすればよい⇒増税！



国債は資産か？：戦後財産税の顛末

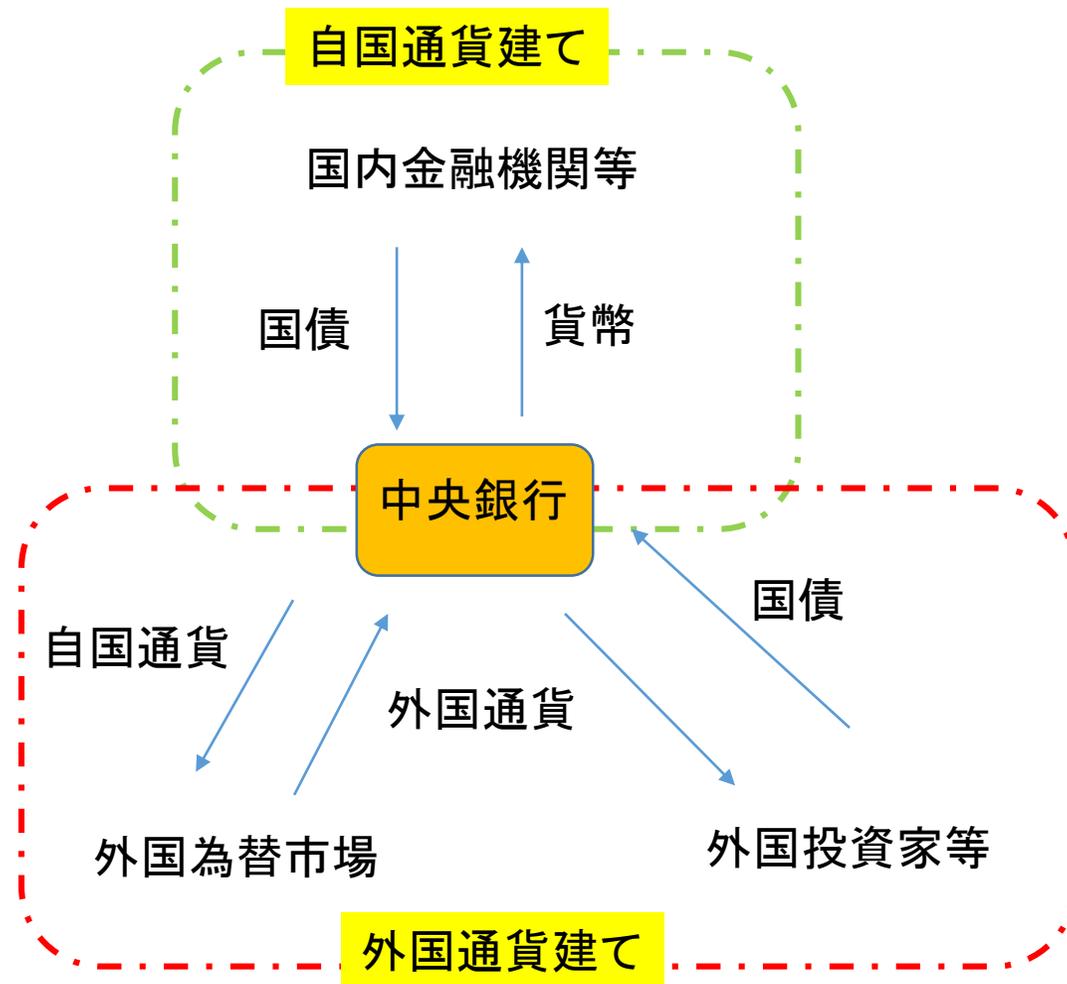
- 国内債の場合、国債＝国の負債は国民の資産・・・
 - ただし、国債返済の原資は税金＝国民の負担⇒国債＝国民の資産＝税金で返済＝国民の負担
 - ✓今の税金(消費税10%)ではなく、追加の増税で返済原資が捻出されるかもしれない・・・⇒負担増！

- 例：戦後の財産税＝国民の資産が国民の負担になった・・・
 - ✓1946(昭和21)年度予算：普通歳入＝120億円：歳出＝172億円(うち78.3億円＝国債費)
 - 「取るもの取る、返すものは返す」
 - 取るものは取る＝動産、不動産、現預金等を対象に高率の「財産税」(税率25～90%)
 - 返すものは返す＝財産税を原資に内国債を可能な限りの償還
 - ✓「財産税は・・・貧富の差を問わず、国民からその資産を課税の形で吸い上げるものであった」

出所：「戦後日本の債務調整の悲惨な現実(2013年8月)－日本総合研究所調査部主任研究員 河村小百合」

何故、自国通貨建てか？

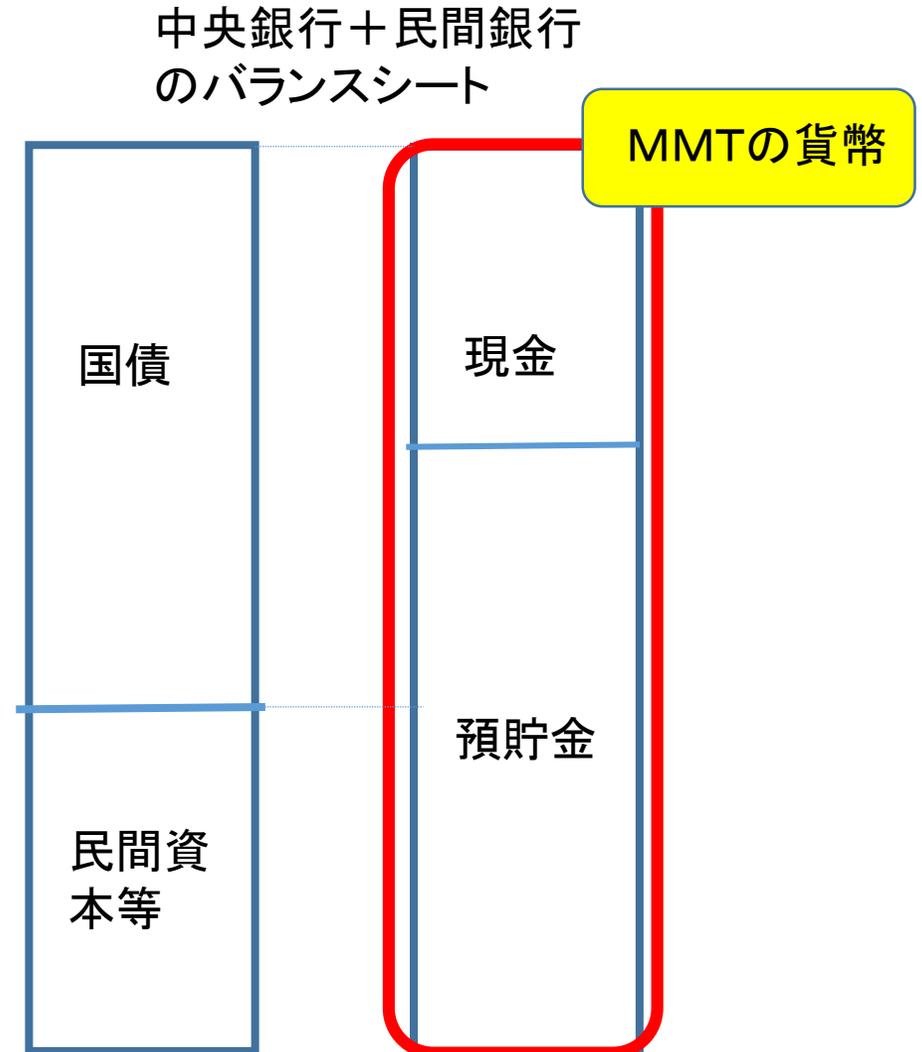
- 国債は「自国通貨建て」であることが前提⇒国内で消化
- 自国通貨建ての国債は自国通貨と交換(=財政ファイナンス)可能
- ✓ 1万円の国債は1万円で交換できる…
⇒国債と貨幣は**完全代替**⇒国債=貨幣
- 外国通貨建て国債の場合、自国通貨に直接は交換できない
- 中央銀行が自国通貨を発行⇒外国通貨と交換⇒外国通貨建て国債を購入
- ✓ 外国為替市場に影響…⇒自国通貨が減価(円安)のリスク



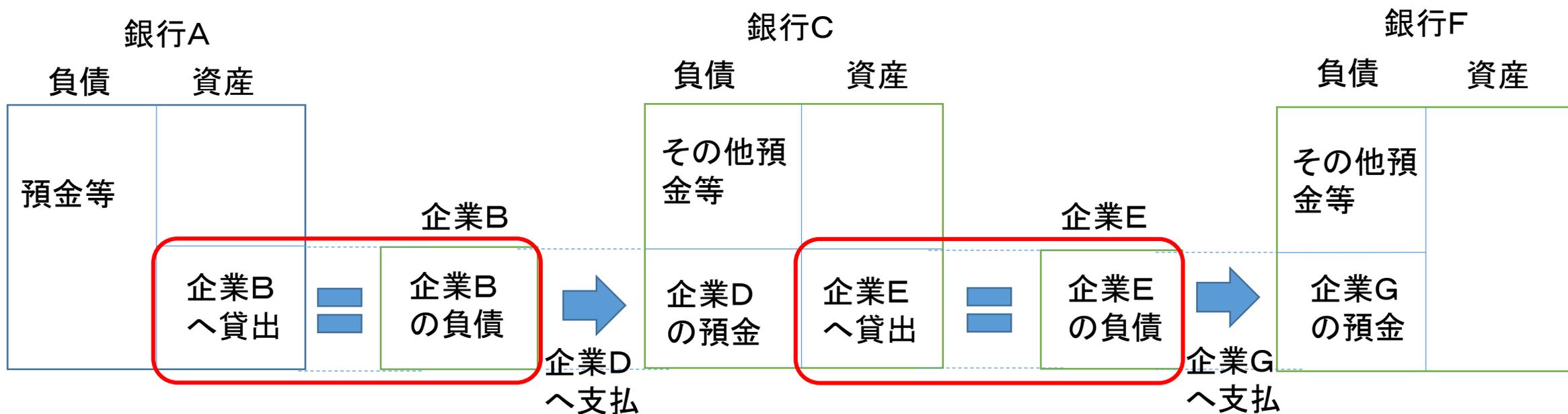
信用創造とMMT

- MMT=貨幣は信用創造プロセスで内生的に決定
- 例: 銀行Aが企業Bに資金1億円を貸出⇒資金が企業Bの口座に振り込み=貨幣1億円が創造⇒銀行Cに口座を持つ取引相手の企業Dに代金として振り込=(貨幣1億円の移転⇒銀行Cは企業Eに貸出。
- ✓ 2億円貨幣(銀行Aで1億円、銀行Cで1億円)が創造
- 投資=借入⇒貯蓄
- ⇔ マネタリスト=貨幣は中央銀行がコントロール
- 二つの貨幣
- マネタリーベース=現金+準備預金=マネタリストの貨幣
- M2等マネーサプライ=現金+預貯金等=MMTの貨幣

準備預金は相殺

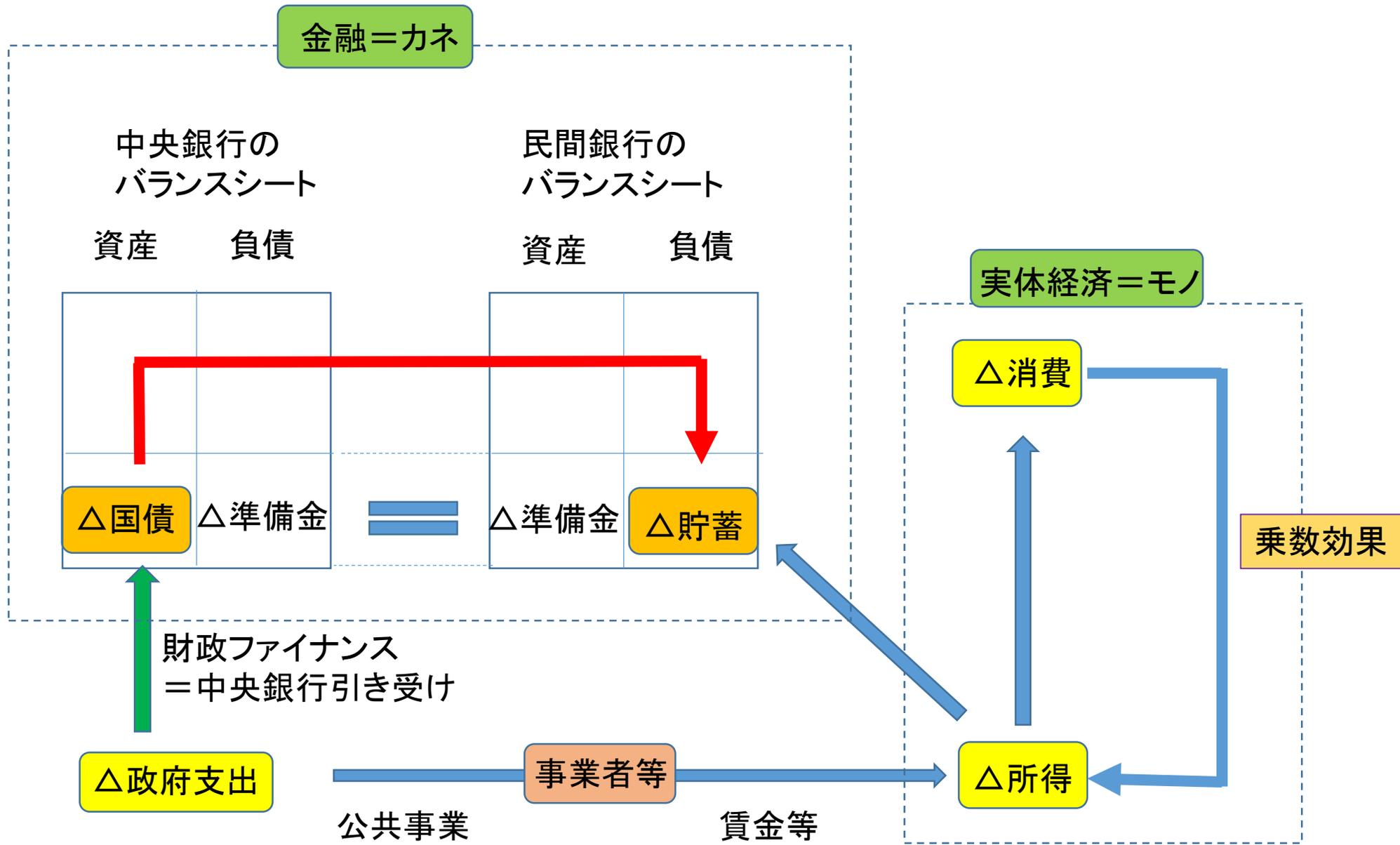


参考:信用創造



注1:法定準備率は無視してる

注2:企業Bへの貸出を通じて企業Dの預金が創造され、更なる貸出⇒預金の創造に繋がっている



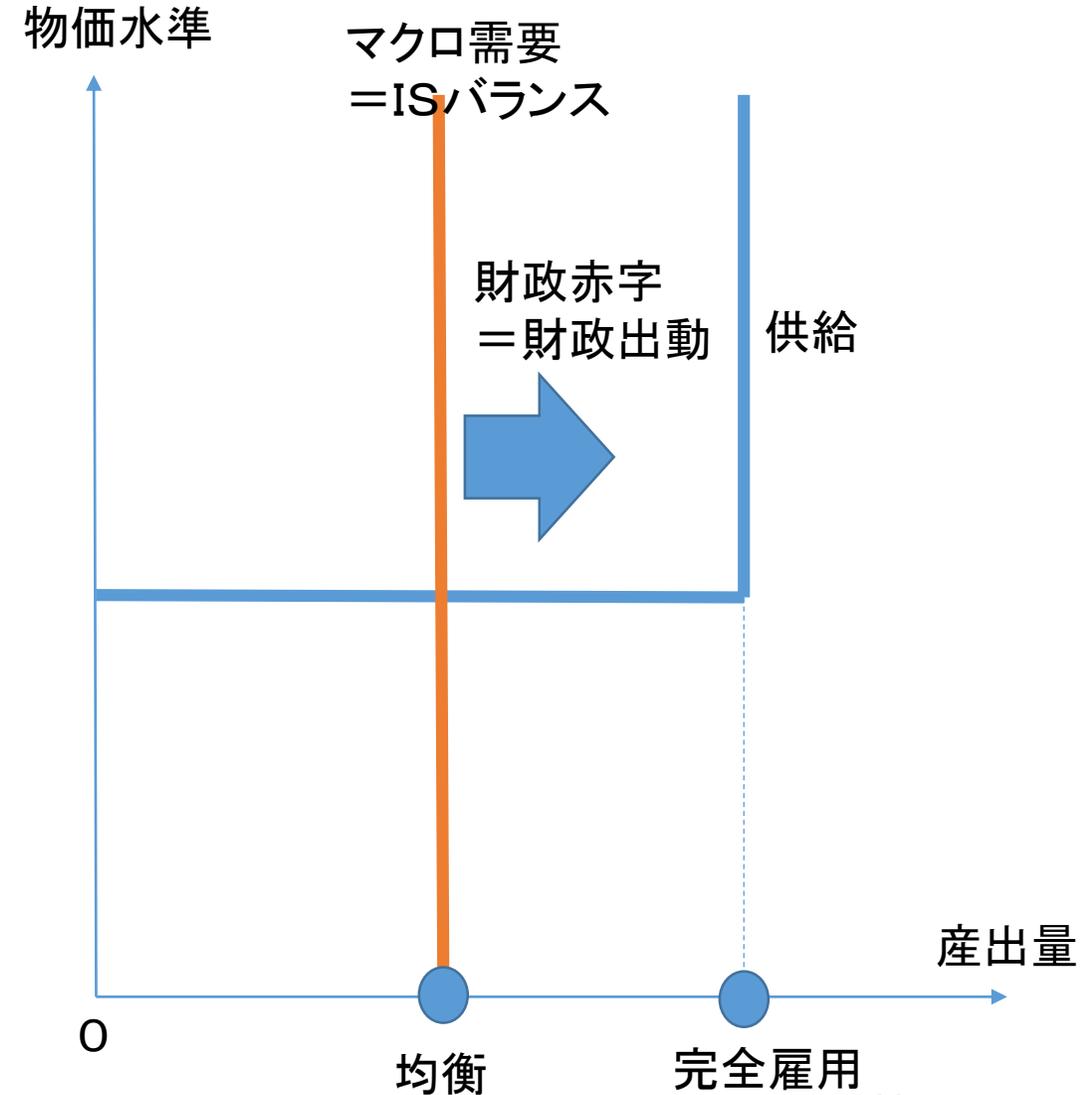
誰のための信用創造？

	信用創造の利益	帰結
創造的破壊(イノベーション)	革新的企業家	生産性の向上・経済成長
バブル経済	不動産・投機	投機の過熱化
MMT	政府	財政赤字＝国債の消化



MMTとインフレ

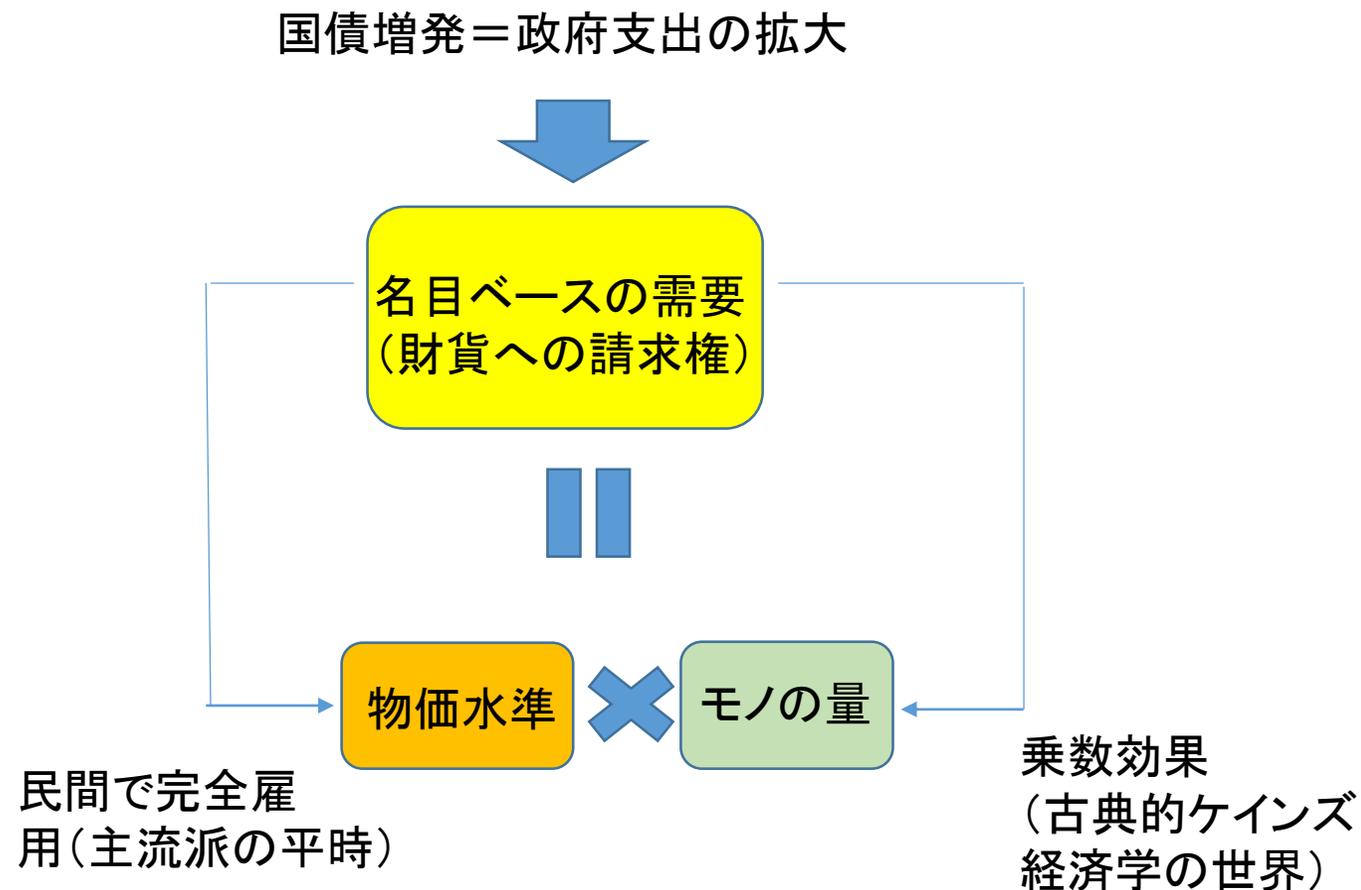
- 貨幣数量説
 - ✓ $\text{物価水準} * \text{実質産出量} = \text{流通速度} * \text{貨幣供給}$
 - 貨幣供給が増加すれば、比例的に物価が上昇⇒過剰な貨幣供給は高インフレのリスク
- MMTはインフレのリスクを排除しているわけではない…
 - インフレは貨幣供給量ではなく、ISバランスで決まる
 - 留意: MMTにはLM曲線(貨幣市場の均衡式)は登場しない…
 - 完全雇用水準を越えた財政の拡大=マクロ需要の増加はインフレを誘発



参考：実質と名目

- MMTで膨らむのは名目ベースの需要（請求権）と貯蓄
- ✓ 1000兆円の国債 = 1000兆円の貯MMTでは貨幣の一部
- 1000兆円新たな「富」が創造された？
- ✓ 信用創造 = 新たな錬金術？

- 実質ベースで経済が拡大するとは限らない
- モノが増えなければ、インフレを誘発するだけ……
- ✓ 実質 = 名目 ÷ 物価水準¹



車は急には止まれない・・・

- 財政が過剰に拡大してマクロ需要が供給を超過

⇒インフレ圧力

- 緊縮財政に転換？

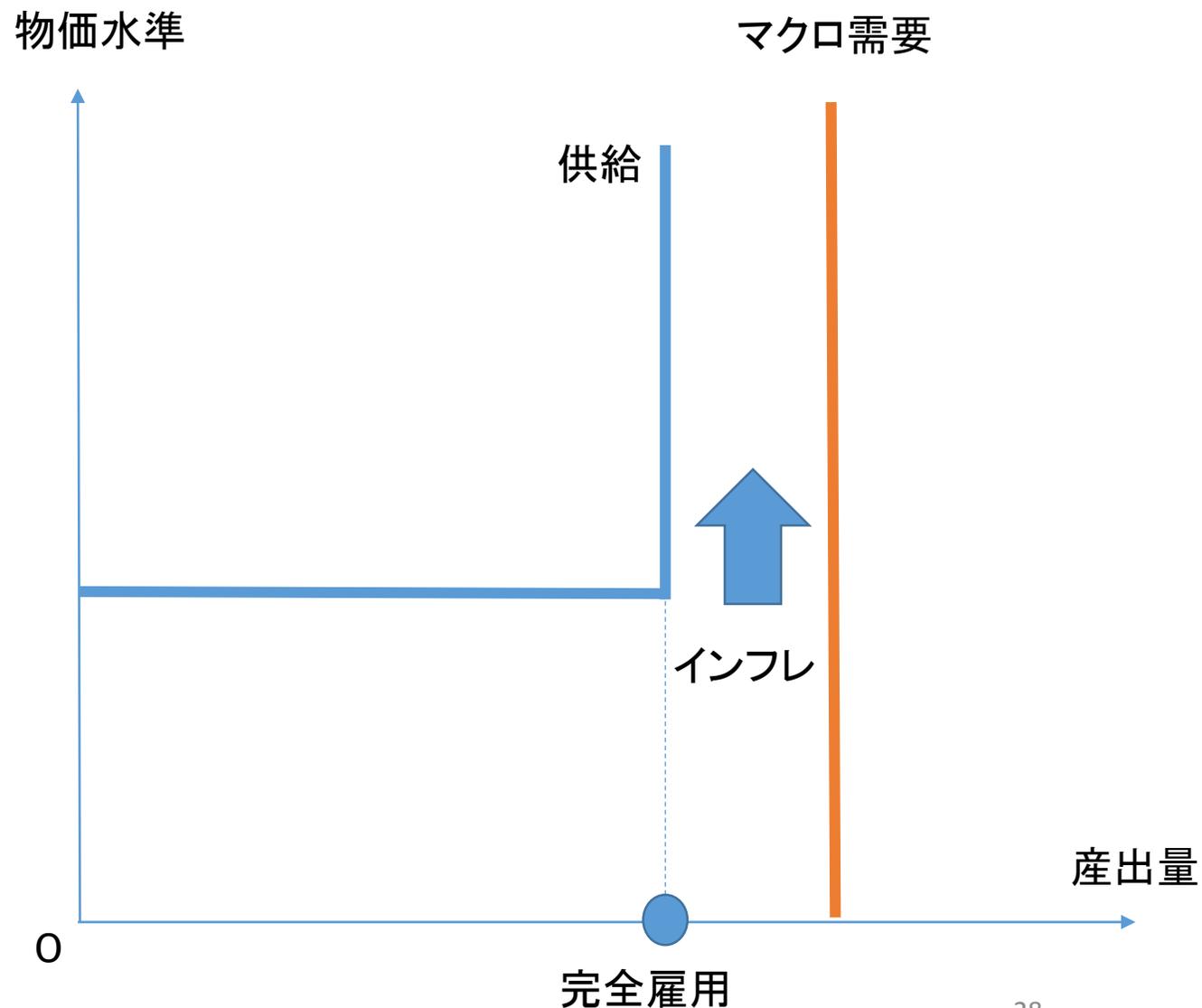
□機動的に増税・歳出カットが出来るか？

- 財政政策の決定にはラグ

□金融政策に比べて財政政策の機動性は劣る

✓財政政策＝政治的判断(国会による議決等)

⇒車(＝財政)は急には止まれない(＝拡大から緊縮に)転換できない



ヒトは何故貨幣を持つのか？

- 主流派＝貨幣は(究極的には)交換手段⇒貨幣がモノに対して増え過ぎれば、貨幣の価値は減少＝インフレ
- MMT＝貨幣は保有されるのは交換だけではない⇒納税のための貨幣保有
- 貨幣と何か？
 - 「表券主義」(チャータリズム:Chartalism)＝政府によって信用を与えられた人工的な創造物
 - ✓ 荻原重秀「貨幣は国家が造る所、瓦礫を以てこれに代えるといえども、まさに行うべし」
- 誰が貨幣の価値を決めるのか？⇒人々からの信認
 - 信認は当然視できない・・・
- 納税目的の貨幣需要＝将来的に納税＝貨幣の回収があることが前提:貨幣ストック＝政府の債務＝将来の増税で回収
 - 財政赤字を継続＝将来的に増税はない？⇒貨幣を保有し続ける必要はない？？
 - 貨幣が取引＝モノとの交換に回れば、高いインフレを誘発

財政赤字と貨幣と課税

ISバランス
(フロー)

$$\text{貯蓄} - \text{民間投資} = \text{財政赤字} + \text{純輸出}$$



国債



貨幣(マネタリーベース)増



マネタリーベース
(ストック)



取引需要



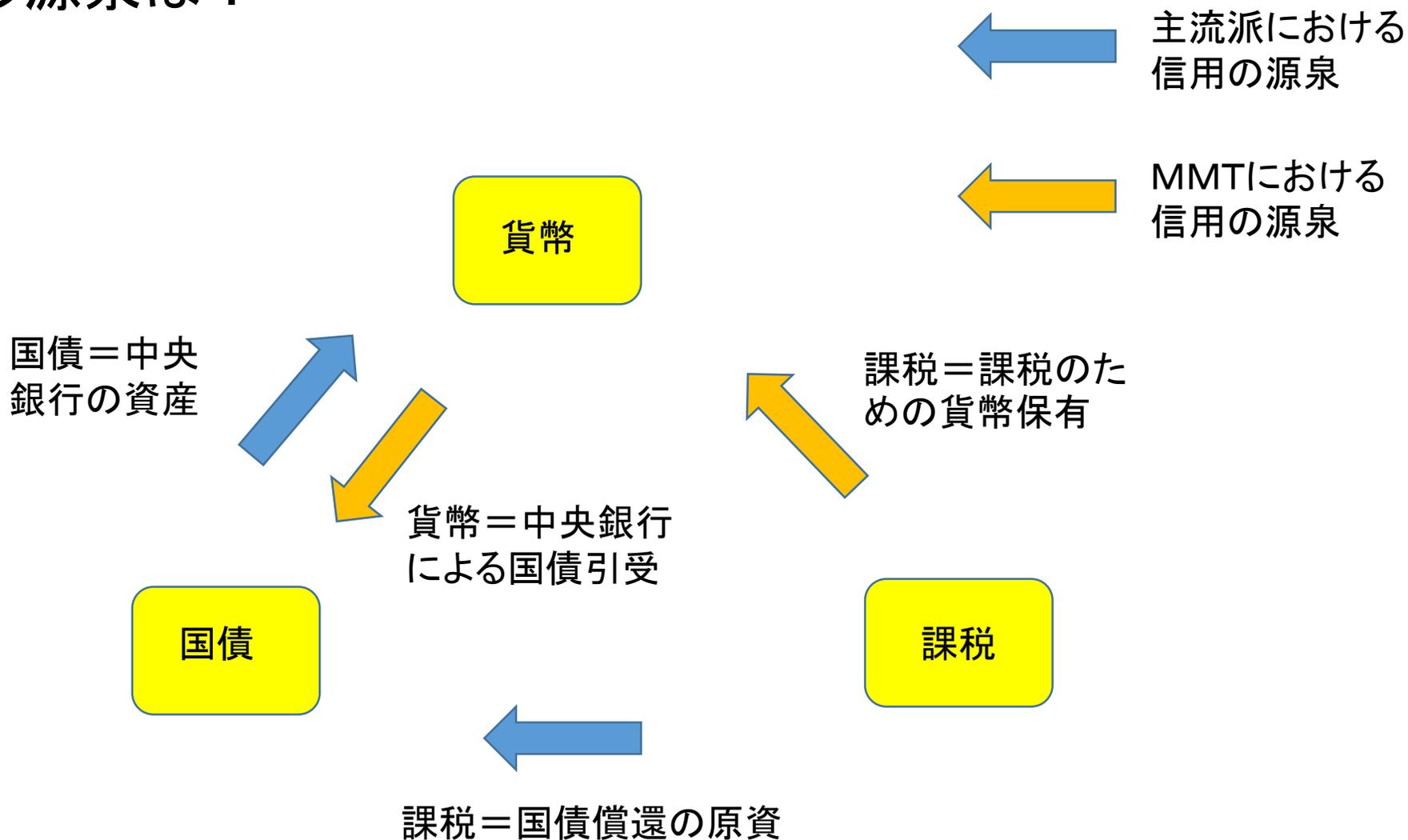
物価に影響

納税目的



タンス預金等
(滞留)

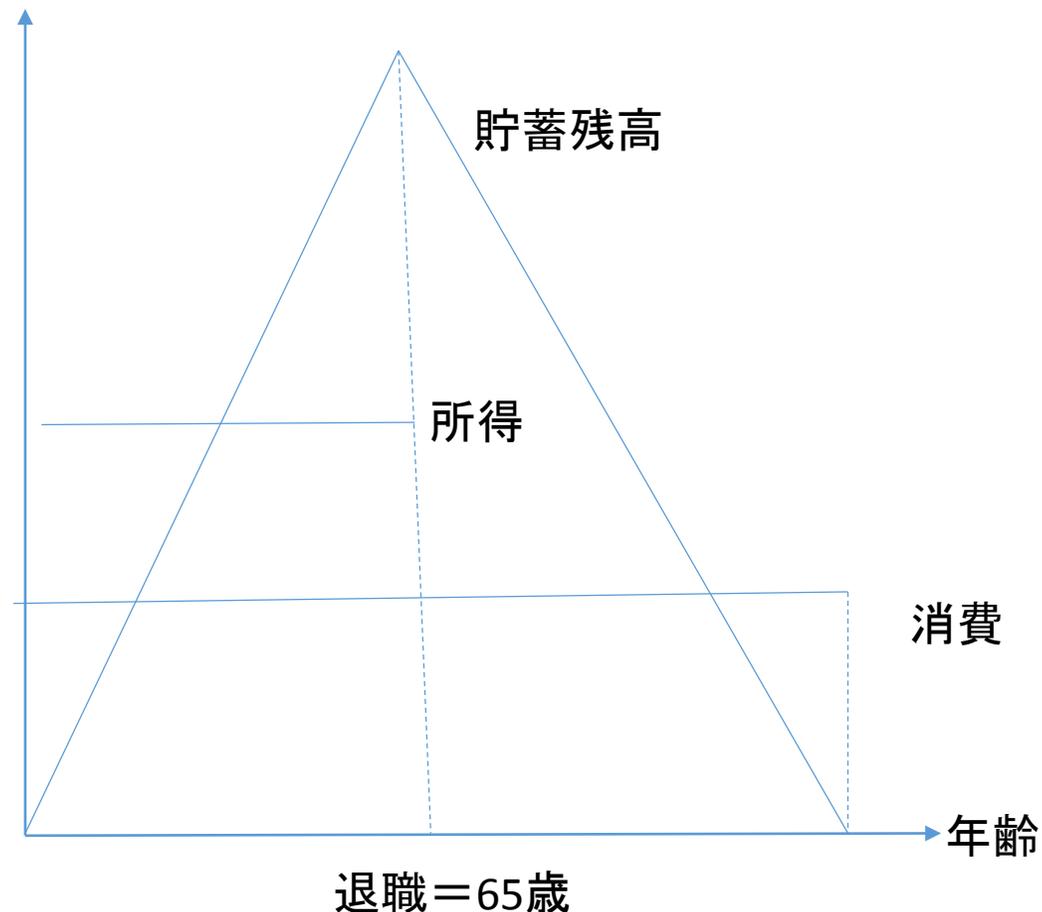
参考：信用の源泉は？



参考: MMT ≠ ライフサイクル仮説

- 人々は何故、貯蓄＝貨幣保有するのか？
 - ライフサイクル仮説＝将来の消費への備え
 - ✓ 貯蓄＝貨幣保有はいずれ消費＝モノとの交換に充てられる⇒インフレを誘発？
- MMT＝個人の誘因を織り込まない＝貯蓄動機が不明
- 長期停滞論
 - 将来不安から人々は貯蓄？⇒貯蓄はいずれ使われる…
 - ✓ ヒトはいずれ死んでしまう…＝ヒトはいずれ消費する…

ライフサイクル仮説



MMTと日本の現状

- MMTは日本の現状に当てはまるか？
 - 異次元の金融緩和(=年間80兆円の国債購入)はMMTの先駆例？
 - ✓ 金融緩和には「出口」があるはず・・・

- 何のための金融緩和(=(旧)アベノミクスの第1の矢)と財政出動(=第2の矢)か？
 - デフレ=需要不足から脱却して成長軌道を回復する？
 - 需要不足に甘んじて、財政需要に依存？
 - ✓ 地方経済の公共事業依存体質⇒日本経済の地方経済化・・・

- 日本は需要不足か？
 - 需要不足から人手不足へ・・・⇒生産性の向上=サプライサイド政策が急務・・・

変わる前提：デフレから平時へ

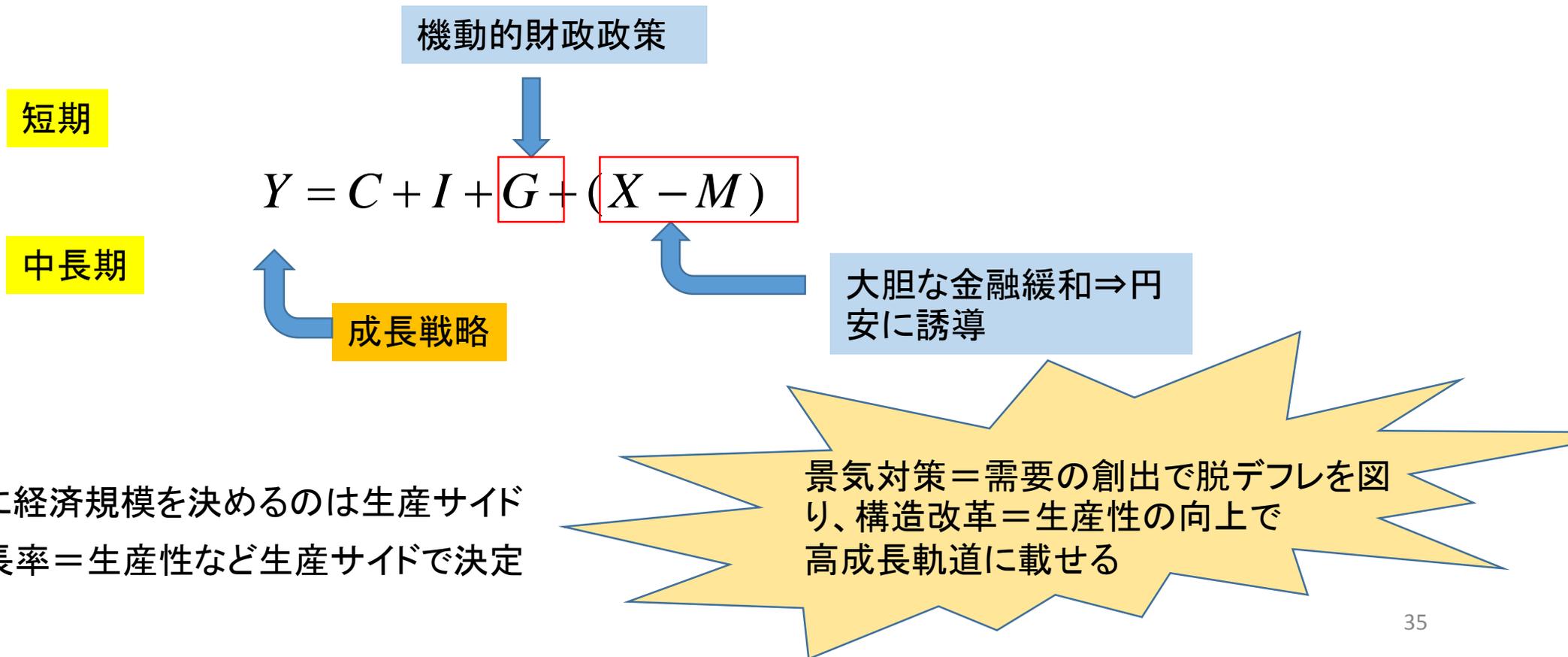
- デフレ・モデルが「常態化」
⇒デフレ(マクロ需要不足)を「前提」にした経済政策＝総需要の喚起
 - ✓ 消費税増税は総需要を損なうため望ましくない・・・
 - ✓ **通念としてのデフレギャップ**
- 実態＝需給ギャップは解消の方向
 - 経済活動の制約は需要から供給へ
- 例：慢性的人手不足
 - 処方箋＝需要喚起から生産性の改善へ



出所：日本銀行

参考: アベノミクスの長期と短期

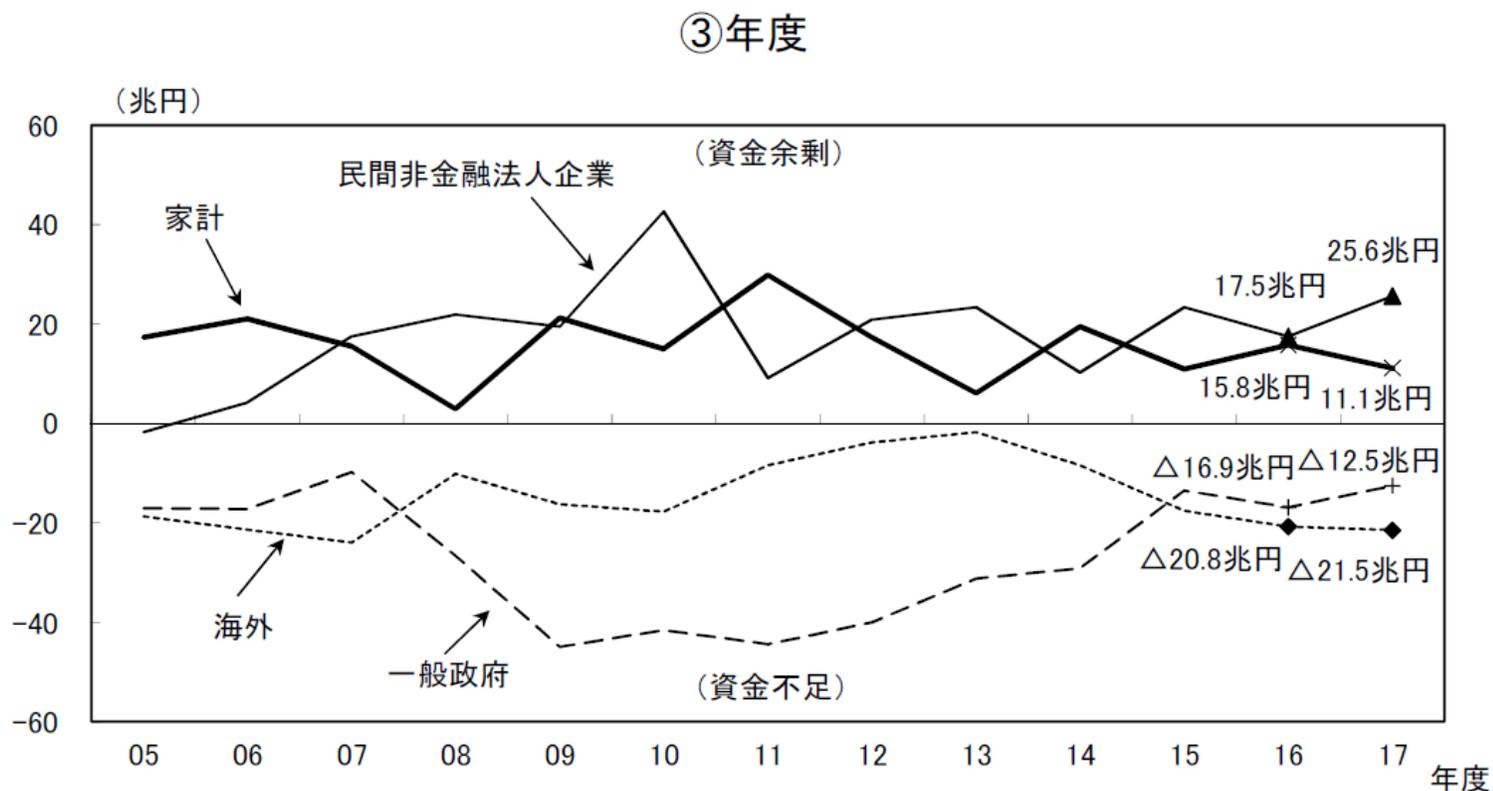
- アベノミクスは①短期はケインジアンの有効需要政策、②中長期的にはサプライサイド(新古典派)的な生産(供給)サイド主導の成長戦略



- 中長期的に経済規模を決めるのは生産サイド
✓ 潜在的成長率 = 生産性など生産サイドで決定

参考：三つのデフレ

- モノのデフレ＝デフレギャップ
- ✓ 潜在的GDP > 実際のGDP
- 資金のデフレ＝民間部門に余剰資金
⇒ MMTが前提
- 価格のデフレ＝上がらない物価



資金余剰への認識	原因	結果
MMT	慢性的なカネ余り	財政赤字で吸収
実際？	財政・社会保障への将来不安 進まない産業の新陳代謝(イノベーション)	家計の貯蓄増 企業の投資低迷

出所：日本銀行資金循環統計

財政再建反対の同床異夢？

	望ましい政府	増税	歳出カット	狙い？
上げ潮路線＝市場志向？	小さな政府	政府の肥大化になるから反対	賛成	財政が行き詰ったら歳出カット・資産売却で小さな政府を実現
MMT＝リベラル志向？	大きな政府	反対＝財政赤字は問題ではない	反対＝弱者の切り捨て	「痛みのある」財政再建を避けつつ大きな政府へのコンセンサスの確保



財政再建反対＝自身のアジェンダを実現するためのレトリック？