

No. 1062 (2019. 6.26)

## 財政政策と金融政策の協調をめぐる議論

### —MMT その他の提案の論点—

はじめに

#### I MMT その他の提案の背景—金融

危機後の経済社会の変容—

- 1 流動性の罨
- 2 バランスシート不況
- 3 公的債務残高の累積
- 4 金融不安定性への注目
- 5 ポピュリズム勢力の台頭
- 6 小括

#### II 現代貨幣理論 (MMT)

#### 1 現代貨幣理論 (MMT) の概要

- 2 我が国における紹介
- 3 政策当局者・経済学者らの議論

#### III 財政政策と金融政策の協調に関するその他の提案

- 1 ヘリコプターマネー
- 2 物価水準の財政理論 (FTPL)
- 3 シカゴプラン

#### IV MMT その他の提案の論点

おわりに

キーワード：財政政策と金融政策の協調、現代貨幣理論 (MMT)、量的緩和、ヘリコプターマネー、物価水準の財政理論 (FTPL)、長期停滞論

- 世界金融危機後、先進国経済は深刻な不況に陥った。その後の経済回復の遅れの背景として、長期停滞論も説かれた。低金利・低インフレの継続や公的債務残高の累積の下で、従来型の財政政策・金融政策の運営は困難に直面した。
- こうした状況を受けて、2019年に入って内外で注目を集めている「現代貨幣理論 (MMT)」を始めとして、政府 (財政政策) と中央銀行 (金融政策) の明示的な協調を求める各種の提案が登場した。
- 中央銀行による財政赤字のマネタリーファイナンスは、財政規律を失わせ、物価の安定を損うおそれがある。我が国が経済停滞から脱却するためには、構造改革に取り組むことが必要であるとの指摘も見られる。

国立国会図書館 調査及び立法考査局

財政金融課 おもり けんご 大森 健吾

## はじめに

2019年2月、米国において、大規模な気候変動対策やインフラ投資により雇用創出や経済成長を目指す政策（Green New Deal）の実施を連邦政府に求める内容の決議案が、連邦議会下院に提出された<sup>1</sup>。提出者のアレクサンドリア・オカシオ＝コルテス議員（Alexandria Ocasio-Cortez, 民主党）は、「経済が過熱する危険がない（インフレとならない）場合には、新たな財政支出に際して歳出削減や増税は不要である（公債発行による財源調達が望ましい）」と説く「現代貨幣理論（Modern Monetary Theory: MMT）」を信奉しているとされている<sup>2</sup>。有力議員らが続々と決議案への支持を表明する中で、「少なくとも中長期的には政府が財政規律を遵守すべきである」という通説とは見解を異にする、MMTの主張に注目が集まることとなった<sup>3</sup>。

決議案の提出と前後して、有力経済学者や政策当局者らのMMTに関する発言も相次ぎ、その是非をめぐる議論は、世界的に広がりを見せた。我が国においても、すでに国会審議で取り上げられた例があるほか<sup>4</sup>、2019年10月に予定される消費税率の10%への引上げに反対する論拠として援用する向きもある<sup>5</sup>。MMTの主唱者からは、公的債務残高を累増させながらも高インフレや金利高騰に見舞われていない我が国の状況を、自らの主張を裏付ける有益な実例とする見方も示されており<sup>6</sup>、財政当局は安易な財政拡張論への警戒を強めている。4月17日開催の財政制度等審議会財政制度分科会では、諸外国の財政危機の事例等と並べてMMTに否定的な見解を紹介する内容の財務省作成資料が委員に配付された<sup>7</sup>。

本稿では、1990年代のバブル崩壊により我が国において先駆的に経験され、2008年のリーマンショックを頂点とする世界金融危機<sup>8</sup>以降、米欧諸国においても顕著となった「長期停滞（secular stagnation）」<sup>9</sup>とも呼ばれる経済不振の下で、現在注目を集めるMMTを含め、政府（財政政策）と中央銀行（金融政策）の明示的な協調を求める各種の提案が登場してきた経緯を振

\* 本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は、2019年6月5日である。

<sup>1</sup> H.Res.109 - Recognizing the duty of the Federal Government to create a Green New Deal. <<https://www.congress.gov/116/bills/hres/109/BILLS-116hres109ih.pdf>>

<sup>2</sup> “Alexandria Ocasio-Cortez Is the Darling of the Left, Nightmare of the Right,” *Bloomberg Businessweek*, 2019.1.17. <<https://www.bloomberg.com/news/features/2019-01-17/alexandria-ocasio-cortez-s-big-ideas-for-taxes-and-medicare?srnd=premium>>

<sup>3</sup> Inês Goncalves Raposo, “On Modern Monetary Theory,” 2019.2.11. Bruegel website <<http://bruegel.org/2019/02/on-modern-monetary-theory/>>; 「大統領候補ら「大きな政府」論 富裕層増税財源に」『日本経済新聞』2019.2.19.

<sup>4</sup> 第198回国会参議院決算委員会会議録第2号 平成31年4月4日 pp.3-8など。

<sup>5</sup> 「革命か暴論か MMT 消費税廃止論も浮上、財務省など警戒」『東京新聞』2019.5.9.

<sup>6</sup> 「異端の経済理論 日米で論争 「日本の債務全く過大でない」（ニューヨーク州立大・ケルトン教授）」『朝日新聞』2019.4.17.

<sup>7</sup> 財務省「わが国財政の現状等について」（財政制度分科会資料1）2019.4.17. <[https://www.mof.go.jp/about\\_mof/councils/fiscal\\_system\\_council/sub-of\\_fiscal\\_system/proceedings/material/zaiseia310417/01.pdf](https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_fiscal_system/proceedings/material/zaiseia310417/01.pdf)>

<sup>8</sup> 2007年に顕在化した米国のサブプライム住宅ローン危機に端を発し、2008年9月の米大手投資銀行リーマン・ブラザーズ（Lehman Brothers）の経営破綻を契機に世界的な金融危機へと発展した。その後の不況下において、欧州ではギリシャの財政問題が南欧諸国等へも飛び火し、ユーロ圏の制度的不備と相まって欧州債務危機に発展した。

<sup>9</sup> 金融危機等による大きな負のショックが、長期にわたって総需要を低迷させ、あるいは投資の減少を通じて総供給にも悪影響を及ぼすこと（「履歴効果（hysteresis）」）で、経済成長経路が従来のトレンドよりも低下してしまう現象を指す（中野章洋・加藤涼「長期停滞」論を巡る最近の議論—「履歴効果」を中心に—『日銀レビュー』2017-J-2, 2017.3. <[https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/rev\\_2017/data/rev17j02.pdf](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2017/data/rev17j02.pdf)>）。先進国経済の長期停滞においては、低インフレと超低金利状態の継続が特徴となっており、経済の「日本化（Japanification）」が論じられている（Mohamed A. El-Erian, “Can other economies avoid ‘Japanification’?” *World Economic Forum*, 2019.4.9. <<http://www.weforum.org/agenda/2019/04/how-western-economies-can-avoid-the-japan-trap/>>）。

り返り、それらをめぐる論点を整理する。

## I MMT その他の提案の背景—金融危機後の経済社会の変容—

近年、財政政策・金融政策に関して伝統的な考え方と異なる新たな提案が相次いだ背景には、先進国の経済社会が大きく変容したとの認識がある。具体的には、次のような諸要因が複合的に影響し合い、従来型の政策運営が困難に陥ったと考えられている<sup>10</sup>。

### 1 流動性の罫

我が国では、1990年代以降、大規模な金融緩和が継続し、名目短期金利は一貫して0%近傍を推移してきた。世界金融危機後は、米欧諸国においても前例のない規模で金融緩和が行われ、同様にゼロ金利状態が現出した<sup>11</sup>。また、そもそも危機以前から、実質金利<sup>12</sup>の長期における均衡水準（消費や投資に中立的な水準）とされる自然利子率が趨勢（すうせい）的に低下してきたとされ、中央銀行の物価目標<sup>13</sup>に対する信認等を背景に期待インフレ率も低位で推移してきたことから、名目金利が上がりにくい環境にあったとの指摘もある<sup>14</sup>。これを裏付けるように、危機以前から長期金利の低下が広く観察された<sup>15</sup>。

金融政策は、伝統的に名目短期金利に誘導目標水準（政策金利）を定め、金融調節を通じてこれを実現することを目指してきた<sup>16</sup>。一般に名目金利を0%未満に下げることができない（ゼロ金利制約）ため<sup>17</sup>、名目金利が過度に低下してしまうと金融政策運営は困難に直面する。ゼロ金利制約に直面した国々では、金利操作によらずに金融緩和を行う手段として、中央銀行がマネタリーベースの供給量を増やす、あるいは長期国債の大規模買入れによって長期金利を押し

<sup>10</sup> マーティン・ウルフ（遠藤真美訳）『シフト&ショック—次なる金融危機をいかに防ぐか—』早川書房、2015、pp.197-244。（原書名：Martin Wolf, *The Shifts and the Shocks: What We've Learned - and Have Still to Learn - from the Financial Crisis*, 2014.）；アデア・ターナー（高遠裕子訳）『債務、さもなくば悪魔—ヘリコプターマネーは世界を救うか?—』日経BP社、2016、pp.140-160, 353-399。（原書名：Adair Turner, *Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*, 2016.）

<sup>11</sup> 危機後の回復が他に比較して早かった米国では、2014年12月から政策金利が段階的に引き上げられ、すでにゼロ金利状態を脱している。一方で、我が国や欧州では、依然として事実上のゼロ金利政策が継続している。

<sup>12</sup> 企業の投資行動の決定等においては、金融市場で貸借される際の利子率（名目金利）から物価の影響を除いた実質金利が重視される。「名目金利＝実質金利＋期待インフレ率」（フィッシャー方程式）という関係が知られている。

<sup>13</sup> インフレ率をある範囲に収めることを目標に行われる金融政策を物価目標政策（inflation targeting）という。元来、インフレ抑制を目的に導入されてきたが、デフレ期待の発生を抑える手段としても有効との主張がある。

<sup>14</sup> 翁邦雄『金利と経済—高まるリスクと残された処方箋—』ダイヤモンド社、2017、pp.25-39。長期における自然利子率は潜在成長率で近似される。高齢化に伴う生産年齢人口の減少等の影響（人口オーナス）を受けて潜在成長率が低下し、収益性の高い実物投資の機会が失われたことから、不動産等の資産市場にマネーが流入して、金融危機につながるバブルが醸成されたとする議論もある（河野龍太郎「世界経済はなぜ長期停滞に陥ったのか—自然利子率低下のメカニズム—」『資本市場』350号、2014.10、pp.36-44.）。

<sup>15</sup> 自然利子率の低下に着目する長期停滞論のほかに、アジア新興国や産油国、日本、ドイツなどの経常黒字（貯蓄過剰）に長期金利低下の原因を求める見方もある（ベン・バーナンキ「なぜ金利はこんなに低いのか—第3部世界的な貯蓄過剰—」ローレンス・サマーズほか（山形浩生編訳・解説）『景気の回復が感じられないのはなぜか—長期停滞論争—』世界思想社、2019、pp.44-52.）。

<sup>16</sup> 政策金利の誘導により、実質市場金利が自然利子率よりも低く（高く）なれば、景気刺激的（景気抑制的）な金融環境となると考えられる。

<sup>17</sup> 一般に現金通貨が存在し、預金の引出しが自由である場合には、名目金利をマイナスにすることは困難であるが、治安や利便性の面で現金保有に一定のコストがある下では、若干の幅でマイナス金利の適用が可能と考えられる。日本銀行や欧州中央銀行は、非伝統的な金融政策手段の1つとしてマイナス金利政策を導入している。

下げるといふ「量的緩和 (Quantitative Easing: QE)」政策が実施されてきた<sup>18</sup>。その効果については、流動性が枯渇して金融市場が機能不全に陥る局面では、その安定化に一定の効果が見られるものの、平時では、中央銀行が追加的にマネタリーベースを供給しても、ゼロ金利状態のため通貨保有コストが著しく低いことから、それがそのまま需要 (保有) されてしまう「流動性の罠 (liquidity trap)」と呼ばれる状況に陥り、実体経済を刺激する効果は大きくないとの見方が多い。量的緩和については、その手段として中央銀行が国債を大量に買い入れることで、政府の財政規律を緩ませ、財政への信認が失われかねないとの警戒も根強い<sup>19</sup>。

## 2 バランスシート不況

バブルの形成過程では、資産価格の上昇が企業や家計の財務状況を改善させる。これにより一般的には外部資金調達条件が改善し、借入による設備投資や消費が増えて、景気が拡大する。景気の拡大は更に資産価格の上昇を導き、金融的要因と実体経済の好調が相互に増幅し合って景気が更に拡大するというメカニズム (financial accelerator) が働きやすい<sup>20</sup>。反対にバブルの崩壊過程では、この循環が逆回転し、金融的要因と実体経済の不振が相互に増幅し合う可能性がある。具体的には、資産価格の下落による財務の悪化が資金調達を困難にし、経済活動を縮小させる、あるいは過剰債務の負担に苦しむ企業や家計が一斉に債務削減に動くことで、資産価格の下落に拍車がかかり、実体経済が低迷して不況が長期化するおそれがある。リチャード・クー氏 (野村総合研究所) は、バブル崩壊後に財務の毀損を通じて波及する経済停滞を、「バランスシート不況 (balance sheet recession)」と名付けている<sup>21</sup>。

バランスシート不況下では、通常は家計部門の生み出す貯蓄を元に投資活動を行う企業部門が、債務削減を優先して投資を減らし、あるいは手元の現預金の保有を増やすなどの動きが見られる<sup>22</sup>。我が国では 1990 年代から、米欧諸国においても世界金融危機後に、企業部門が貯蓄超過主体に転じている (図 1)<sup>23</sup>。その結果、政府部門 (我が国を含む一部の国では海外部門も) に巨大な投資超過 (=財政赤字) が生じている<sup>24</sup>。

<sup>18</sup> 政策金利が事実上 0%に低下した下で、さらに緩和効果を追求する政策を総称して「非伝統的金融政策」という。我が国及び米欧諸国の非伝統的金融政策については、大森健吾「異次元金融緩和をめぐる論点—黒田総裁下の 5 年間の振り返り—」『レファレンス』808 号, 2018.5, pp.25-45. <[http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo\\_11095236\\_po\\_080802.pdf?contentNo=1](http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11095236_po_080802.pdf?contentNo=1)>; 良永晃子「米欧英の非伝統的金融政策と出口の動向」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』996 号, 2018.2.1. <[http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo\\_11037889\\_po\\_0996.pdf?contentNo=1](http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11037889_po_0996.pdf?contentNo=1)> を参照。

<sup>19</sup> 白川方明『中央銀行—セントラルバンカーの経験した 39 年—』東洋経済新報社, 2018, pp.593-620.

<sup>20</sup> 福永一郎「資本市場の不完全性下の金融政策」『日銀レビュー』2006-J-13, 2006.7. <[https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/rev\\_2006/data/rev06j13.pdf](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2006/data/rev06j13.pdf)>

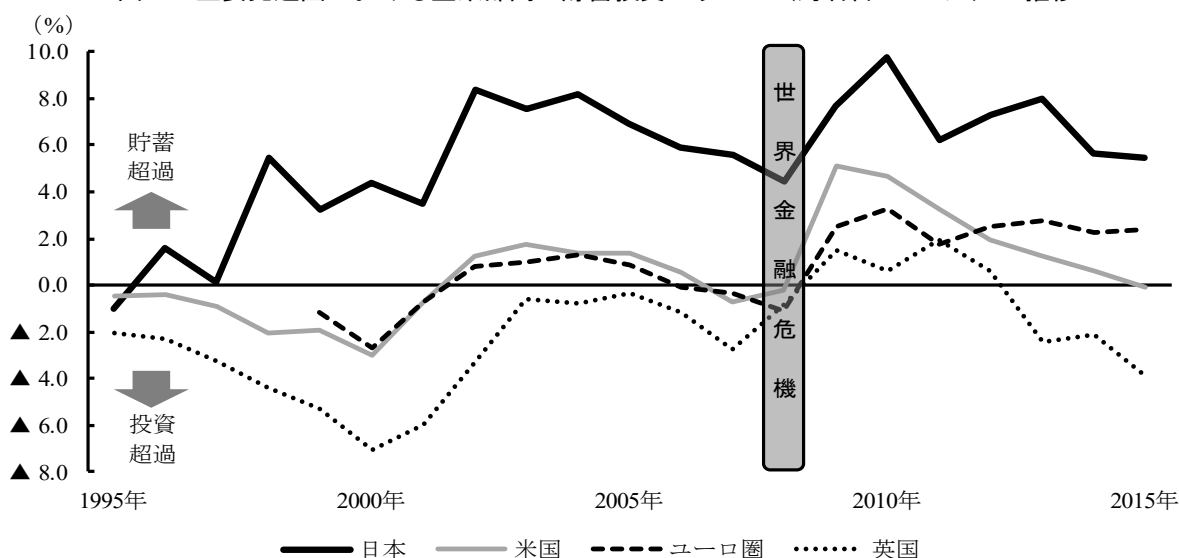
<sup>21</sup> Richard C. Koo, “Balance sheet recession is the reason for secular stagnation,” Coen Teulings and Richard Baldwin, eds., *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2014, pp.131-142; リチャード・クー『バランスシート不況下の世界経済』徳間書店, 2013, pp.21-110.

<sup>22</sup> 企業部門の現預金保有については、鈴木絢子「企業の内部留保をめぐる議論」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』836 号, 2014.11.11. <[http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo\\_8795835\\_po\\_0836.pdf?contentNo=1](http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_8795835_po_0836.pdf?contentNo=1)> を参照。

<sup>23</sup> 一方で、危機からの回復が比較的早かった米国では、近年、企業債務が再び膨張しているとの指摘も見られる (「FRB、米企業債務を警戒 過去最大 1700 兆円 信用収縮リスクも」『日本経済新聞』2019.5.22.)。

<sup>24</sup> 国内総生産 (GDP:  $Y$ ) は、消費 ( $C$ )、投資 ( $I$ )、政府支出 ( $G$ )、輸出 ( $X$ )、輸入 ( $M$ ) を用いて「 $Y=C+I+G+(X-M)$ 」と表せる。また、民間貯蓄 ( $S$ ) は、総所得 (=総生産) から消費と租税 ( $T$ ) を差し引いたものであるため、「 $S=Y-C-T$ 」となる。両式から「民間部門の純貯蓄=財政赤字+貿易・サービス収支 ( $S-I=(G-T)+(X-M)$ )」という関係が導かれる。

図1 主要先進国における企業部門の貯蓄投資バランス（対名目 GDP 比）の推移



(出典) “Net lending/borrowing by sector.” OECD Data website <<https://data.oecd.org/natincome/net-lending-borrowing-by-sector.htm>> を基に筆者作成。

### 3 公的債務残高の累積

経済停滞による税収の減少や景気対策のための支出増により、金融危機以降、主要先進国の財政赤字は大きく拡大した。また、我が国を始めとする多くの先進国では、高齢化に伴う社会保障費の増大も、財政赤字を拡大させる構造的な要因となっている。一般に大規模な財政赤字が継続し、公的債務残高が雪だるま式に増大すると、いずれ財政は破綻すると考えられている<sup>25</sup>。財政の持続可能性を考える際には、公的債務残高が経済にとって身の丈に合う水準を維持できるかという観点から、これを名目 GDP 対比で見るのが通常である。公的債務残高（対 GDP 比）が増加し続ける（上方に発散する）場合、財政は持続不可能と考えられる<sup>26</sup>。我が国では 1990 年代から、米欧諸国においても世界金融危機後に、公的債務残高（対 GDP 比）の水準が高まっている（図 2）。公的債務残高が過度に積み上がると、財政の硬直化や金利上昇による民間投資の抑制（crowding out）を招くおそれがあり、世代間の負担の転嫁も問題となり得る<sup>27</sup>。

### 4 金融不安定性への注目

世界金融危機が発生した原因としては、1980 年代の金融自由化以降に進行した経済の金融化（financialization）<sup>28</sup>や世界的な経常収支の不均衡（global imbalances）に起因するマクロ経済面の問題、近年顕著となった金融イノベーションへの対応が不十分であった規制・監督体制の問題などが挙げられている<sup>29</sup>。また、金融当局の政策に大きな影響を与えてきた主流派経済学が、

<sup>25</sup> 持田信樹『財政学』東京大学出版会、2009、pp.225-247。

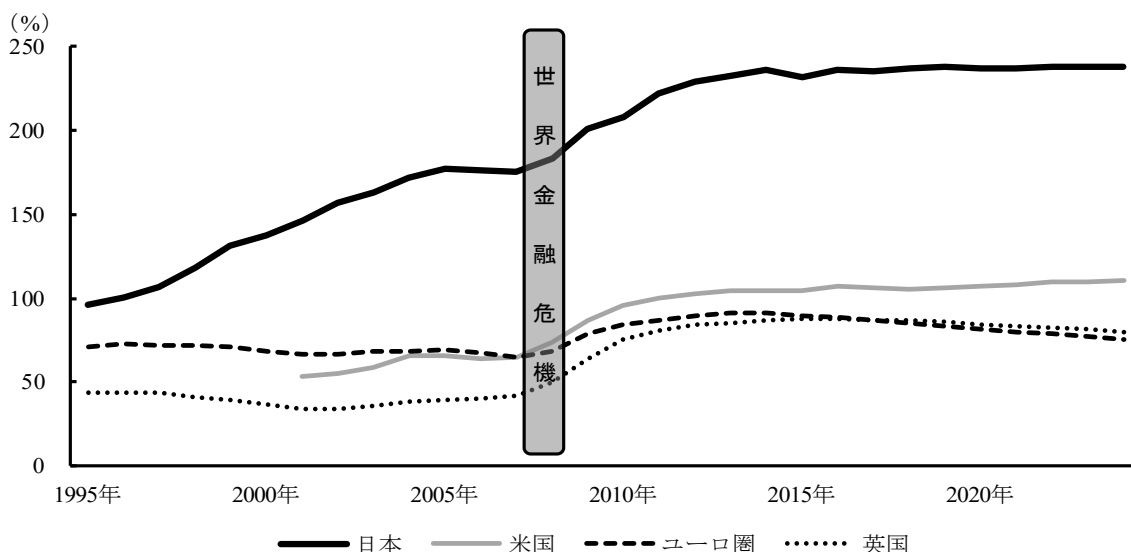
<sup>26</sup> 一般に財政が持続可能であるためには、①利払費を規定する要因である「名目金利」よりも「名目 GDP 成長率」が大きいこと（ドーマー条件）、又は、②「税収及び税外収入」と「利払費を除く歳出」との収支である基礎的財政収支（primary balance）が十分に黒字であること（ボーン条件）が必要であるとされている。

<sup>27</sup> 持田 前掲注(25)

<sup>28</sup> 1980 年代以降の先進国経済において、実体経済の成長をはるかに上回るペースで金融市場の規模が拡大し、国際的な金融取引の増大や金融工学を駆使した新たな金融商品の開発が進んだことなどを指す。金融機関の影響力の増大や金融危機の頻発等を警戒する文脈で、批判的に用いられることが多い。

<sup>29</sup> ハワード・デイビス（田中正明訳）『金融市場は制御可能なのか?』金融財政事情研究会、2016、pp.11-69。（原書名: Howard Davis, *Can Financial Markets be Controlled?*, 2015.）

図2 主要先進国における公的債務残高（対名目 GDP 比）の推移



(注) 2019年4月時点で実績値が未公表のデータは推計値。

(出典) “World Economic Outlook Database,” April 2019 Edition. International Monetary Fund website <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/01/weodata/index.aspx>> を基に筆者作成。

物価の安定のみを重視し、金融の不安定性に目を向けてこなかったことも批判されている<sup>30</sup>。

2008年11月には、米国のワシントンで「金融・世界経済に関する首脳会合 (G20 サミット)」が開催され、グローバルなマクロ経済面での調整や金融規制・監督の見直しに向けた議論が始動した。G20 サミットの枠組みの下で打ち出された金融規制改革は、銀行の自己資本比率に関する新たな国際統一基準 (バーゼルⅢ)、システム上重要な金融機関 (SIFIs) を対象とした秩序ある破綻処理制度、銀行システム外で行われる金融仲介活動 (shadow banking system) に対する規制・監督、店頭デリバティブや格付会社に対する規制等、非常に広範な領域にわたる包括的なものとなった<sup>31</sup>。また、金融システム全体のリスクの状況を分析・評価し、それに基づき制度設計、政策対応を図るという「マクロ・プルーデンス (macro prudence)」の視点も重視されるようになってきている<sup>32</sup>。しかしながら、これらの改革については、各法域間で規制内容に乖離 (かいり) が生じているため、金融機関の規制回避行動 (regulatory arbitrage) を誘発しかねないとの指摘が見られるほか、マクロ・プルーデンス政策の有効性にも疑問が呈されており、民間部門の信用創造<sup>33</sup>を直接管理するといった、より急進的な改革案への関心も高まっている<sup>34</sup>。

<sup>30</sup> Willem Buiter, “The Unfortunate Uselessness of Most ‘State of the Art’ Academic Monetary Economics,” 2009.2.3. Munich Personal RePEc Archive website <[https://mpra.ub.uni-muenchen.de/58407/1/MPPRA\\_paper\\_58407.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/58407/1/MPPRA_paper_58407.pdf)> 日本銀行は、バブル崩壊の反省に立ち、早くから中央銀行による金融不均衡への対応の重要性を指摘していた (翁邦雄ほか「資産価格バブルと金融政策—1980年代後半の日本の経験とその教訓—」香西泰ほか編『バブルと金融政策—日本の経験と教訓—』日本経済新聞社, 2001, pp.3-110.)。

<sup>31</sup> 小立敬「金融規制改革10年の回顧と将来への課題—国際協調と規制のフラグメンテーション—」『野村資本市場クォーターリー』22巻2号, 2018.秋, pp.5-31。

<sup>32</sup> 宮内惇至『金融危機とバーゼル規制の経済学—リスク管理から見る金融システム—』勁草書房, 2015, pp.287-344。なお、個別金融機関の健全性確保を目的とする従来型の信用秩序維持政策 (検査・審査やオフサイト・モニタリング) は、「ミクロ・プルーデンス (micro prudence)」と位置付けられている。

<sup>33</sup> 銀行が貸出を行うことで、預金通貨が創造されるプロセスを指す。なお、金融仲介機能に着目して、銀行は外部から受け入れた預金 (本源的預金) を貸出で運用するとする立場を「外生的貨幣供給論」といい、信用創造機能に着目して、銀行は貸出により自由に預金を創造するとする立場を「内生的貨幣供給論」という。

<sup>34</sup> ウルフ 前掲注(10), pp.249-285; ターナー 前掲注(10), pp.273-399; デイビス 前掲注(29), pp.99-138。

## 5 ポピュリズム勢力の台頭

金融危機の発生と公的資金による金融機関の救済は、政治・経済エリートの権威を失墜させ、経済的な格差拡大への不満は、民主主義の危機の現れとされるポピュリズム (populism) の台頭を招いた<sup>35</sup>。特に米欧諸国では、緊縮財政 (austerity) に対する反発が強まっている<sup>36</sup>。

米国では、公的資金の投入への不満や景気対策による「大きな政府」化への反発から、緊縮財政を求める右派ポピュリズム的な運動 (Tea Party movement) が隆盛となり、2010 年中間選挙における共和党の躍進につながった。民主党のオバマ政権 (Barack Obama, 当時) は、危機からの回復が不十分なままに財政的な引締めを余儀なくされた<sup>37</sup>。欧州では、ギリシャの財政危機に端を発し、南欧諸国等を中心にソブリンリスクが高まった (欧州債務危機)。債権国ドイツの強硬な主張により、当事国は経済危機の渦中で緊縮財政を強いられ、深刻な不況に陥った<sup>38</sup>。また、2010 年 6 月の G20 トロント・サミットは、緊縮財政への転換を国際合意した。これらについては、清算主義的なイデオロギーに基づく、無用な政策対応であったとの批判も見られ<sup>39</sup>、結果的に反 EU や反緊縮の主張が政治的な力を強めることにつながったと考えられる。

## 6 小括

本章では、近年の先進国経済の変容をもたらした 5 つの要因を紹介した。①低インフレと低金利状態の継続の下では、金利操作による伝統的な金融政策運営が困難となり、②民間部門の資金需要が低下したことで、マクロ経済政策の重点は金融政策から財政政策へとシフトした。しかしながら、③金融危機後の税収減や支出増により公的債務残高は累積しており、財政規律を重視する観点からは、柔軟な財政支出の余地は小さくなっている。また、④金融不安定性の軽視が世界金融危機をもたらしたとの指摘は、従来の金融当局の政策の見直しを迫っており、⑤財政引締めを行った国では、極端な主張を掲げる勢力が台頭しやすくなっている。以上のような要因を背景として、次章以降で検討する財政政策・金融政策に関する新たな提案が登場してきたと考えられる。

## II 現代貨幣理論 (MMT)

### 1 現代貨幣理論 (MMT) の概要

MMT は、非主流派経済学のポスト・ケインズ派の流れに属するランドール・レイ教授 (Randall Wray, バード大学) によって提唱された理論であり、不換紙幣 (fiat money) を発行する国<sup>40</sup>では、返済に必要な通貨を自由に創造できるため、自国通貨建ての政府債務の不履行は生じない

<sup>35</sup> シャンタル・ムフ教授 (Chantal Mouffe, ウェストミンスター大学) は、世界金融危機後の新自由主義モデルの危機を「ポピュリスト・モーメント (the populist moment)」と呼んでいる (シャンタル・ムフ (山本圭・塩田潤訳) 『左派ポピュリズムのために』明石書店, 2019, pp.21-40. (原書名: Chantal Mouffe, *For a Left Populism*, 2018.))。

<sup>36</sup> ブレイディみかこほか『そろそろ左派は〈経済〉を語ろう—レフト 3.0 の政治経済学—』亜紀書房, 2018, pp.67-128.

<sup>37</sup> 平井俊顕「オバマ 2 期目の経済政策 理想の達成と共和党との妥協」『エコノミスト』91 巻 4 号, 2013.1.29, pp.86-88.

<sup>38</sup> 田中素香『ユーロ危機とギリシャ反乱』岩波書店, 2016, pp.117-161.

<sup>39</sup> マーク・ブライス (若田部昌澄監訳, 田村勝省訳) 『緊縮策という病—「危険な思想」の歴史—』NTT 出版, 2015, pp.328-366. (原書名: Mark Blyth, *Austerity: The History of a Dangerous Idea*, 2013.)

<sup>40</sup> ユーロ圏のように、財政的統一のないまま共通通貨が採用されている場合には、以下の主張は成り立たない。

(インフレにならない限りは、財政赤字を膨らませても問題はない)と主張する<sup>41</sup>。しかし、物価変動に応じて政府が財政を柔軟にコントロールし得るとの見方には疑義も呈されている。

MMTは、過剰債務がもたらす金融不安定性に対して警鐘を鳴らしたハイマン・ミンスキー(Hyman Minsky, 1919-1996)、内国債の負担は将来世代に転嫁されないと説いたアバ・ラーナー(Abba Lerner, 1903-1982)らの影響を受けているとされる。特に後者の主張については、公債負担は将来世代に転嫁され得るとの見方が現在では標準的であるため、主流派経済学との重要な対立点となっている<sup>42</sup>。

MMTは、政府が納税手段に指定することで通貨が流通する(taxes-drive-money)という「新表券主義(neo-Chartalism)」の立場をとる。民間部門では、納税のために「国家通貨(sov­ereign currency)」を必要とするため、国家通貨による貯蓄が行われる<sup>43</sup>。これに相当するだけの国家通貨の供給(=財政赤字)がなければ、有効需要が不足し、失業が発生することとなる。このため、政府が「最後の雇用者(Employer of Last Resort: ELR)」として、民間部門で不足する雇用を補完するという積極的な財政・社会保障政策の採用も主張されている<sup>44</sup>。

一般に完全雇用時に公債発行を行うと、政府と民間が資金を取り合うことで名目金利が上昇し、民間投資が抑制される効果(crowding out)が生じるとされる<sup>45</sup>。これを抑えるために中央銀行が金融緩和を行うと、名目金利が低下して投資が増え、需給が引き締まって物価が上昇すると考えられる。これに対してMMTは、金利水準にかかわらず、完全雇用に対応する財政赤字の水準があらかじめ定まっていると想定した上で、これを国家通貨の発行によって賄うことを説いている。インフレの有無は、財政赤字の大ききで決まることとなる<sup>46</sup>。また、インフレの進行時には、課税によって需要を減少させることで物価を制御し得るとしている<sup>47</sup>。

<sup>41</sup> L. Randall Wray, *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, 2nd edition, Hampshire: Palgrave Macmillan, 2015, pp.41-70, 193-220. なお、同書はMMTを「Modern Money Theory」と表記している。

<sup>42</sup> ラーナーらは、公債発行に伴う公的部門への資源の移転は(租税と同様に)現在世代の負担となる、公債償還時の課税は将来世代の負担となるが、公債保有者も同じ世代に属するため、両者間で所得再分配が行われるにすぎず世代間の負担転嫁は生じないとする。主流派経済学からは、①公的債務は、民間投資への影響を通じて将来の生産性を低下させる、②内国債として発行された公債を海外投資家が保有する場合もあるため、内国債であれば将来世代の負担が生じないとの議論は成り立たない、③償還はその時点の生存者全体で見れば内部移転であるが、生まれた時期により生存者を複数の世代に分けて考えるならば(重複世代モデル)、若い世代は恩恵を受けることなく増税を負担することとなる、などの批判が見られる(持田 前掲注(25), pp.235-241.)。

<sup>43</sup> 現実には預金通貨による納税も認められており、その意味で銀行通貨と国家通貨は統合されている。なお、MMTは内生的貨幣供給論(前掲注(33)参照。)の立場から、景気循環増幅的な信用創造がもたらす金融不安定性を警戒している。レイ教授は、信用創造の禁止自体には否定的であるが、経済の安定化における国家の役割を重視する立場である(Wray, *op.cit.*(41), pp.1-8.)。

<sup>44</sup> *ibid.*, pp.221-247; 内藤敦之『内生的貨幣供給理論の再構築—ポスト・ケインズ派の貨幣・信用アプローチ—』日本経済評論社, 2011, pp.279-301. 政府が非熟練労働等の特定商品の購入を通じて物価の安定化を行う「緩衝在庫(buffer stock)」政策も提案されている。

<sup>45</sup> 持田 前掲注(25), pp.235-241. 海外部門を捨象した閉鎖経済を前提とすると、民間純貯蓄と財政赤字が等しくなる必要があり(前掲注(24)参照。)、両者は金利が変動することで事後的に均衡すると考えられている。

<sup>46</sup> Paul Krugman, “Running on MMT (Wonkish): Trying to get this debate beyond Calvinball,” *New York Times (Online)*, 2019.2.25. <<https://www.nytimes.com/2019/02/25/opinion/running-on-mmt-wonkish.html>>; 佐藤主光「Modern Monetary Theory (MMT) とは何か?」2019.5.1. 東京財団政策研究所ウェブサイト <<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=3078>> この場合、物価水準は、完全雇用時の民間純貯蓄(実質ベース)と財政赤字(名目ベース)から定まることとなる。

<sup>47</sup> Wray, *op.cit.*(41), pp.137-157. 課税に必然的に伴う政策ラグや政治過程における困難を無視しており、アイデアの実効性には疑問が持たれている(井手英策「MMT 無節操な「支出拡大」の呉越同舟」『毎日新聞』2019.5.23.)。



MMT は、通貨の起源に関する人類学的洞察等をも含んだ広範な議論であり<sup>48</sup>、一部の提唱者からは、何らかの価値観や政治的信念の表明ではないとの声も聞かれる<sup>49</sup>。一方で、主唱者の1人であるステファニー・ケルトン教授 (Stephanie Kelton (旧姓: Bell) . ニューヨーク州立大学) は、2016年米国大統領選挙の予備選挙で旋風を起こしたバーニー・サンダース上院議員 (Bernie Sanders) の陣営の経済顧問を務め、オカシオ=コルテス議員らの決議案にも影響を与えるなど、MMT が政策論として注目されるきっかけを作った<sup>50</sup>。

## 2 我が国における紹介

我が国では、中野剛志氏 (評論家<sup>51</sup>) や松尾匡教授 (立命館大学)、岡本英男教授 (東京経済大学) らが MMT に好意的な紹介を行ってきた<sup>52</sup>。我が国の場合、米欧諸国と比較しても財政状況の悪化が著しく進んでおり、財政赤字を拡大する余地は乏しいと考えられるが、巨大な公的債務残高を抱えながら、高インフレや金利上昇に見舞われていないことを引き合いに、MMT の成功例と見る向きもある<sup>53</sup>。しかしながら、金融緩和で抑制された金利水準を今後も維持できるのか、物価上昇時に速やかに政策の引締めにも動けるのかなど、疑問点は多い<sup>54</sup>。

## 3 政策当局者・経済学者らの議論

2019年2月、オカシオ=コルテス議員らの決議案が注目を集めると、世界的に MMT をめぐる論争が生じた。ジェローム・パウエル米国連邦準備制度理事会 (FRB) 議長 (Jerome Powell) やクリスティーヌ・ラガルド国際通貨基金 (IMF) 専務理事 (Christine Lagarde) ら各国の政策当局者は、一様に MMT に否定的な見解を示した。我が国においても、安倍晋三内閣総理大臣、麻生太郎財務大臣、黒田東彦日本銀行総裁らが、現行の財政政策・金融政策が MMT を実行する意図を有しないことを繰り返し表明している。また、ローレンス・サマーズ教授 (Lawrence Summers, ハーバード大学) やポール・クルーグマン教授 (Paul Krugman, ニューヨーク市立大学)、オリヴィエ・ブランシャール米国経済学会会長 (Olivier Blanchard) ら有力経済学者も、MMT には理論的な誤りがあることを指摘している (巻末表)<sup>55</sup>。

これらの議論における MMT への主な批判点は、①通貨発行は無コストではないこと、②財政赤字を無際限に続けるとハイパーインフレを招く可能性が高いこと、③MMT の主張の前提

<sup>48</sup> デヴィッド・グレーバー (酒井隆史監訳, 高祖岩三郎・佐々木夏子訳) 『負債論—貨幣と暴力の5000年—』以文社, 2016, pp.65-107. (原書名: David Graeber, *Debt: The First 5,000 Years*, 2011.)

<sup>49</sup> Bill Mitchell, "MMT is what is, not what might be," 2017.4.20. Bill Mitchell - Modern Monetary Theory website <<http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=35836>>

<sup>50</sup> 「財政赤字容認 米で論争激しく 異端「MMT」左派・若者が支持」『日本経済新聞』2019.4.13.

<sup>51</sup> 中野氏は、現職の経済産業省課長 (商務情報政策局情報技術利用促進課長) でもある。

<sup>52</sup> 中野剛志『富国と強兵—地政経済学序説—』東洋経済新報社, 2016, pp.51-77, 101-136; 松尾匡「反緊縮のマクロ経済政策諸理論とその総合」『大阪市立大学経済学会経済学雑誌』119巻2号, 2019.2, pp.9-40; 岡本英男「福祉国家と機能的財政—ラーナーとレイの議論の考察を通じて—」『東京経大会誌 経済学』283号, 2014, pp.215-254.

<sup>53</sup> 『朝日新聞』前掲注(6)

<sup>54</sup> 野口悠紀雄「「超」整理日記951—MMTが問題なのは無駄な支出を増やすから—」『週刊ダイヤモンド』107巻18号, 2019.5.11, pp.102-103.

<sup>55</sup> シカゴ大学経営大学院による全米の有力経済学者に対する調査では、回答者の28%がMMTに不賛成、72%が強く不賛成との結果であった ("Modern Monetary Theory Finds an Embrace in an Unexpected Place: Wall Street," *New York Times (Online)*, 2019.4.5. <<https://www.nytimes.com/2019/04/05/business/economy/mmt-wall-street.html>>).

は国際取引が自由に行われる開放経済では成り立たないことなどである<sup>56</sup>。ただし、公的債務残高の膨張にもかかわらず、低金利と低インフレが続く現状を受けて、将来世代の負担なく財政を拡張する余地は大きいとの見方もあり<sup>57</sup>、財政支出の拡大自体には前向きな意見も多い。

### Ⅲ 財政政策と金融政策の協調に関するその他の提案

1990年代以降、いち早く長期停滞の傾向を示した我が国では、これまでも財政政策と金融政策の協調に関する様々な提案が議論の俎上（そじょう）に載せられてきた。世界金融危機以降は、従来の定説が破綻したとの認識の下、米欧諸国でも財政政策・金融政策に関する各種の新提案が登場している<sup>58</sup>。

#### 1 ヘリコプターマネー

政府が将来返済の必要がない債務として通貨を発行することで、人々が将来の負担増を予想することによる効果の減殺（非ケインズ効果）を伴うことなく総需要を刺激することができるとする政策（ヘリコプターマネー）が提案されている<sup>59</sup>。古典的には、ヘリコプターで紙幣をばら撒くというミルトン・フリードマン（Milton Friedman, 1912-2006）の思考実験が知られているが、現実に実行するのであれば、政府と中央銀行が協調して財政赤字のマネタリーファイナンス（財政ファイナンス）を行うことになろう。その具体的な手段としては、中央銀行による国債引受け、中央銀行保有国債の永久債化、あるいは政府が自ら通貨（政府紙幣）を発行すること<sup>60</sup>などが考えられる。

なお、市場から国債を買い入れる量的緩和政策の場合であっても、その出口において財政悪化の懸念から適切な政策金利の引上げが行えないならば、これがそのまま財政ファイナンスに転化してしまうとの見方もある<sup>61</sup>。また、現行の量的緩和政策の下では、金融機関に法定準備預金額を超える残高（超過準備）を保持させるために中央銀行当座預金に対する付利が行われており、これを前提とするとヘリコプターマネーが財政コストを伴わないとする主張は成り立たないとの指摘も見られる<sup>62</sup>。

こうした財政政策と金融政策の協調は、財政状況の悪化を背景として実施されることが多く、その帰結として通貨の過剰供給から極度のインフレを招いた例が歴史上数多く知られている<sup>63</sup>。

<sup>56</sup> Lawrence H. Summers, “The left’s embrace of modern monetary theory is a recipe for disaster,” *Washington Post (Online)*, 2019.3.4. <[https://www.washingtonpost.com/opinions/the-lefts-embrace-of-modern-monetary-theory-is-a-recipe-for-disaster/2019/03/04/6ad88eec-3ea4-11e9-9361-301ffb5bd5e6\\_story.html?utm\\_term=.747ec9a49f06](https://www.washingtonpost.com/opinions/the-lefts-embrace-of-modern-monetary-theory-is-a-recipe-for-disaster/2019/03/04/6ad88eec-3ea4-11e9-9361-301ffb5bd5e6_story.html?utm_term=.747ec9a49f06)>

<sup>57</sup> Olivier Blanchard, “Public Debt and Low Interest Rates,” 2019.1.4. Peterson Institute for International Economics website <[https://www.aeaweb.org/aea/2019conference/program/pdf/14020\\_paper\\_ctZgfbDr.pdf](https://www.aeaweb.org/aea/2019conference/program/pdf/14020_paper_ctZgfbDr.pdf)>

<sup>58</sup> ウルフ 前掲注(10), pp.249-285; ターナー 前掲注(10), pp.273-399.

<sup>59</sup> ターナー 同上, pp.355-383.

<sup>60</sup> 2003年4月、ジョセフ・スティグリッツ教授（Joseph Stiglitz. コロンビア大学）が来日し、我が国における政府紙幣の発行を提案したことが注目された（財務省国際局調査課「関税・外国為替等審議会外国為替等分科会最近の国際金融の動向に関する専門部会（第4回）議事録」2003.4.16. <<http://warp.ndl.go.jp/info:ndljp/pid/1022127/www.mof.go.jp/singikai/kanzegaita/giziroku/gaic150416.htm>>）。

<sup>61</sup> 池尾和人「ヘリコプターマネーの是非（下）なし崩し的に実施の恐れ 金融緩和の出口議論急げ（経済教室）」『日本経済新聞』2016.6.8.

<sup>62</sup> 翁 前掲注(14), pp.207-228; Summers, *op.cit.*(56)

<sup>63</sup> 白川方明『現代の金融政策—理論と実際—』日本経済新聞出版社, 2008, pp.321-329; カーメン・M・ラインハート、ケネス・S・ロゴフ（村井章子訳）『国家は破綻する—金融危機の800年—』日経BP社, 2011, pp.193-204.（原書

このため、通常は政策上の禁じ手と位置付けられてきた<sup>64</sup>。

## 2 物価水準の財政理論 (FTPL)

狭義の政府と中央銀行を一体的に捉える「統合政府」という考え方に立ち、政府の通時的な予算制約式から通貨価値を説明する考え方を、「物価水準の財政理論 (Fiscal Theory of the Price Level: FTPL)」という。FTPLは、従来、貨幣的現象と考えられてきた物価水準の決定において、政府の財政行動に関する人々の期待が国債を通じて重要な影響を与えていると考える。国債の実質価値は、将来の財政余剰に対する期待に連動して伸縮するため、財政赤字が膨張しても、国が支払不能になるという意味での財政破綻は起こり得ず、インフレにより国債の実質価値が下がることによって、財政赤字が解消されることとなる<sup>65</sup>。

2016年秋には、FTPLの主唱者の1人であるクリストファー・シムズ教授 (Christopher Sims, プリンストン大学) の講演<sup>66</sup>をきっかけに、デフレ脱却のために財政を拡張し、意図的にインフレを引き起こすという政策が我が国でも注目された。しかし、政府行動に対する期待を政策的にコントロールするなどということが、現実には可能なのか疑問視する見方も少なくない<sup>67</sup>。

## 3 シカゴプラン

1929年の世界大恐慌を受けて、フランク・ナイト (Frank Knight, 1885-1972) からシカゴ大学の経済学者によって提案され、アーヴィング・フィッシャー (Irving Fisher, 1867-1947) が熱心に支持した「銀行改革のためのシカゴプラン」<sup>68</sup>を踏まえた通貨改革の提案も見られる<sup>69</sup>。シカゴプランは、MMTと同様に銀行の信用創造を金融危機の元凶とみなしており、100%の預金準備率を銀行に義務付けることを提案している。経済成長に伴って必要となる通貨は、銀行の負債としてではなく、政府が発行するとしており、これにより政府は莫大な通貨発行益を得られるため、財政状況も改善すると考えられる<sup>70</sup>。しかしながら、信用創造の禁止は、民間がリスクを取ることで経済に活力が生まれるという市場経済の利点を失わせかねないこと、あまりに急進的な改革であるため、むしろ金融システムに大きな混乱を引き起こしかねないことなどが指摘されている<sup>71</sup>。

名: Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, *This Time Is Different*, 2009.)

<sup>64</sup> 戦前期の我が国では、いわゆる「高橋財政」期に日本銀行引受けによる国債消化が開始された。当初は引受国債の事後的な市中売却等により規律付けを図ったが、後に歯止めを失い、戦後の急性インフレをもたらしたとの見方がある (伊藤正直「高橋財政をめぐる論点整理」『金融経済研究』40号, 2018.1, pp.66-70.)。こうした反省を踏まえて、財政法 (昭和22年法律第34号) 第5条は、日本銀行の政府に対する直接的な与信を原則禁止している。

<sup>65</sup> 渡辺努・岩村充『新しい物価理論—物価水準の財政理論と金融政策の役割—』岩波書店, 2004, pp.1-38.

<sup>66</sup> Christopher A. Sims, “Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence,” 2016.8.26. Federal Reserve Bank of Kansas City website <<https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2016/econsymposium-sims-aper.pdf>>

<sup>67</sup> 佐藤主光「財政再建に奇策はあるか?シムズ理論等の概観」『経済のプリズム』163号, 2017.12, pp.1-35.

<sup>68</sup> Jaromir Benes and Michael Kumhof, “The Chicago Plan Revisited,” *IMF Working Paper*, WP/12/202, 2012.8.1. <[https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2012/\\_wp12202.ashx](https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2012/_wp12202.ashx)>

<sup>69</sup> Ben Dyson et al., “Sovereign Money: An Introduction,” 2016.12. PositiveMoney website <<https://positivemoney.org/wp-content/uploads/2016/12/SovereignMoney-AnIntroduction-20161214.pdf>> など。

<sup>70</sup> 我が国でも、山口薫氏 (同志社大学元教授) が同様の提案を行っている (山口薫『公共貨幣—政府債務をゼロにする「現代版シカゴプラン」—』東洋経済新報社, 2015.)。

<sup>71</sup> ウルフ 前掲注(10), pp.249-285.

#### IV MMT その他の提案の論点

前2章では、先進国経済の停滞を受けて登場した、財政政策と金融政策の明示的な協調を求める各種の新提案について検討した<sup>72</sup>。流動性の罫により金融政策の機能が低下すると、総需要に働きかける手段として財政政策への期待が高まる。しかし、各国の公的債務残高はすでに高水準にあり、積極的な財政政策を行う余地に乏しいため、財政ファイナンスを唱える議論が出てきやすい。現代では、過去に高インフレを招いた反省から、中央銀行の独立性を確保するべく各種の制度設計がなされている。とはいえ、現実の財政危機に際して、中央銀行が政府と協調した行動を取らないとは考え難く、両者を財務的に一体と見る統合政府の視点から議論を整理することには、一定の意義があるものと考えられる<sup>73</sup>。

狭義の政府の財源調達手段には、①租税と②公債発行があるが、統合政府で見た場合には、これに③通貨発行が加わることとなる。通貨発行は、中央銀行による公債買入れ又は公債引受けによって行われると想定するのが一般的であるが、政府紙幣を発行する場合も統合政府で見れば同様の結果となる(図3)<sup>74</sup>。通貨発行による財源調達は、租税や将来の償還を前提とした公債発行に比べて、コストの低い手段と認識されやすく、安易に依存することで高インフレを招くおそれがある。現行の政策枠組みの下では、中央銀行が量的緩和からの出口政策を適切に進められるか否かが、財政運営の信認維持の試金石となり得る<sup>75</sup>。国際取引が自由に行われる開放経済においては、過剰な通貨発行により自国通貨が減価し、資本逃避が生じる危険にも留意が必要となる<sup>76</sup>。

一般に財政破綻の可能性をめぐる議論は、論者の想定する時間軸の違いから水掛け論に陥りがちであるが<sup>77</sup>、これを棚上げしても目を向けるべき論点として、財政政策・金融政策のみで経済停滞から脱け出せるのかという問いがある<sup>78</sup>。我が国では、MMTの実例と目されるほど、大

<sup>72</sup> なお、量的緩和政策については、財政規律への影響を無視できないとの指摘があるものの、基本的には金融政策として中央銀行が単独で実施している。なお、中央銀行の非伝統的金融政策手段としては、このほか、中央銀行が将来の政策指針を示す「フォワードガイダンス」、民間リスク性資産を買い入れる「信用緩和」、名目短期金利を0%未満に引き下げる「マイナス金利」などがある。我が国では、現在、無制限の為替介入と財政・金融政策の明示的な協調を除き、ほぼ全ての非伝統的金融政策手段が実施されている(白川 前掲注(19))。

<sup>73</sup> 塩路悦朗「物価水準の財政理論と非伝統的財政・金融政策—概観—」『PRI Discussion Paper Series』No.18A-07, 2018.4. <[https://www.mof.go.jp/pri/research/discussion\\_paper/ron307.pdf](https://www.mof.go.jp/pri/research/discussion_paper/ron307.pdf)> なお、中央銀行が自国通貨建ての公的債務をデフォルトさせることはないとする「マネタリストのある不快な算術」と呼ばれる議論が知られている。この議論では、通常の政策レジーム(monetary dominance)においては、独立性を保障された中央銀行が物価安定を目的として金融政策を運営し、財政当局は健全財政を保障するルールに従って財政政策を運営するが、公的債務の水準がある限界点を超えると、中央銀行が政府の財政運営に従属するレジーム(fiscal dominance)に転換すると考える。財政政策と金融政策の協調の在り方が後者の型となると、政府の財政行動が物価上昇率を規定することとなる(白川 前掲注(63); 宮尾龍蔵「財政と金融の協調—緩和長期化のもとのリスクと意義を考察する—」『NIRA オピニオンペーパー』No.41, 2019.1. <<http://www.nira.or.jp/pdf/opinion41.pdf>> )。

<sup>74</sup> MMT やシカゴプランの説く国家通貨の創造も、統合政府の枠組みを前提とした議論と考えられる。

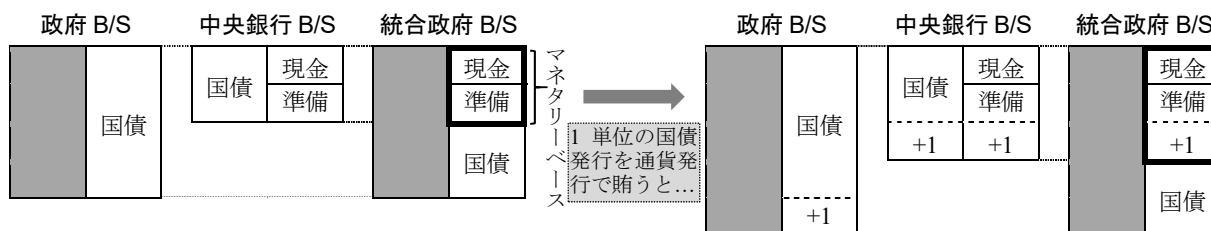
<sup>75</sup> 経済が回復した場合には、金融引締めに向かう必要があるが、金利の上昇は利払費を増大させるため、財政の持続可能性が十分に確保されていないと、中央銀行が政府への配慮から適切な利上げを行えない可能性がある。その場合、通貨の過剰供給、あるいは需要の過剰によりインフレが高進すると考えられる(池尾和人『連続講義・デフレと経済政策—アベノミクスの経済分析—』日経BP社, 2013, pp.96-214.)。

<sup>76</sup> Summers, *op.cit.*(56)

<sup>77</sup> 吉川洋「オオカミ少年」『ファイナンス』53巻6号, 2017.9, p.1.

<sup>78</sup> 金融政策の効果は、金利の低下を通じて将来の需要を「前借り」することにあるため、将来の成長率を低下させ得るとの議論がある。一方で、ゼロ金利制約に直面する下では、財政政策が需要不足への有効な対応策となる可能性

図3 統合政府のバランスシート (B/S) で見る財政政策と金融政策の協調の仕組み



(注1) 政府 B/S の資産側については多様な解釈があり得る。FTPL では将来の財政余剰の実質現在価値を計上する。  
 (注2) 国債ではなく政府紙幣を発行する場合は、統合政府 B/S の負債側では、準備ではなく政府紙幣が増加する。  
 (出典) 筆者作成。

規模な財政赤字が長期間継続されてきたが、民間部門に主導された経済の自律的な回復はいまだ十分には見られない。

長期停滞から脱却するためには、設備投資や賃上げによる企業貯蓄の解消等が課題となるが、その実現に向けては、少子高齢化の進行や公的債務残高の累積といった構造的な問題への取組(構造改革)を進め、日本経済の将来に対する悲観論を払拭していくことが重要であるとの指摘がある<sup>79</sup>。一般に供給面へ働きかける構造改革は、効果が出るまでに時間を要することから、需要不足に起因する長期停滞への対応策としては有効でないとの批判が見られる。しかし、たとえ効果の実現には時間がかかるとしても、構造的な問題が確実に解消されていく道筋を示すことができれば、そのことが現在において人々の将来不安を解消し、需要面にも好影響を与える可能性がある<sup>80</sup>。通説的な見解からは財政政策・金融政策に拡大の余地が乏しいと考えられる現状においては、特に構造改革の重要性が高まっていると言えよう。

## おわりに

本稿では、現在、世界的な注目を集める MMT を始めとして、財政政策と金融政策の明示的な協調を求める各種の提案をめぐる議論を整理した。現状において、我が国及び各国の政策当局がこれらの提案を採用する可能性は、必ずしも高くないように見える。一方で、現行の量的緩和政策が適切な出口に至らず、事実上、これらの提案が採用された場合と同様の状態が実現される可能性も皆無とは言えまい。MMT その他の提案の是非に関する議論は、財政破綻や高インフレの発生の可能性をめぐる見解の対立に終始しがちであるが、先進国経済が停滞を脱するために真に必要な政策は何かというような方向性を持った議論も重要であろう。

があるが、拡張的な財政政策は、増税を予想させ、将来不安から消費を抑制する効果(非ケインズ効果)をもたらすとの議論もある(翁 前掲注(14), pp.168-177, 205-207.)。

<sup>79</sup> 脇田成『日本経済論 15 講』新世社, 2019, pp.50-67; 福田慎一『21 世紀の長期停滞論—日本の「実感なき景気回復」を探る—』平凡社, 2018, pp.121-139. なお、この場合の「構造改革」は、新自由主義的な主張に見られるような公共サービス・福祉の縮小や市場原理主義的な規制緩和を伴うものである必要はないとされる。

<sup>80</sup> 福田 同上

巻末表 MMTに関する主なコメント（2019年2月以降）

<p><b>政策当局者</b></p> <p><b>ジェローム・パウエル</b>米国連邦準備制度理事会（FRB）議長  <u>「<b>自国通貨建てで借り入れることのできる国にとっては、財政赤字は問題にならないという考え方は、全く間違っていると思います。</b>」</u>「米国の公的債務残高（対GDP比）は、かなりの高水準にあります。そして、更に重要なことには、それはGDP成長率をかなり上回るペースで増えているのです。我が国は、歳出を減らさなければなりませんし、歳入を増やさなければなりません。」                  （連邦議会上院における証言後の質疑に対する答弁、2月26日）</p>
<p><b>麻生太郎</b>財務大臣                  「今、日銀なんかは、政府が株持っているんだから、日銀なんか子会社なんだから、子会社には金が幾ら掛かったって連結決算したらチャラじゃないかと、これも立派な、理屈としては成り立ちます。だから、そういった意見というのは幾つもの時代というのは出てきますんで、私どもとしては、そういった、さっきのMMT、モダン・マネタリー・セオリーですけれども、あの話を含めましていろいろな意見が出てまいりますけれども、この際、やっぱり基本的には、そういったような話ではなくて、きちんとした普通の話をしておかないと、何となく、日本は確かにMMTをやれる数少ない、自国で自国の国債を発行し、外国に買われても、それは全部円でやってもらっておりますので、<u>そういった意味では、あのMMTを実験できる可能性のある、極めて高い国というのでよく言われるんですけども、日本がその実験場にするつもりはありません。</u>」                  （参議院予算委員会における答弁、3月22日）</p>
<p><b>安倍晋三</b>内閣総理大臣                  「かつて日本が格付において相当下げられたときに、その下げている理由の1つとしてデフォルトするということが言われたと。でもしかし、それはデフォルトしないんだということの反論においては、このMMTで言われている1つの理論として、自国建ての通貨であるということをして日本は反論しているのは事実でありますから、これはそうなんだろうと、こういうことだろうと思います。しかし、だから債務残高がどれだけ増えても問題がないのかということでもあります。これは、言わば非常に純粋な理論としておっしゃっているわけですが、<u>政府としては厳に無駄な支出はしっかりとこれは戒めていかなければならないわけでございますし、実際、この債務残高対GDP比の安定的な引下げを目指していますから、言わば我々がMMTの論理を実行しているということではないということでもあります。</u>」                  （参議院決算委員会における答弁、4月4日）</p>
<p><b>クリスティーヌ・ラガルド</b>国際通貨基金（IMF）専務理事                  「私たちは、MMTが真の万能薬だとは思いません。」<u>「<b>私たちは、現状において、MMTが持続的な形でプラスの価値をもたらすような国があるとは考えておりません。</b>」</u>「確かに、その数理モデルは魅力的ですし、うまく行くように見えます。」<u>「流動性の罠に陥っている、あるいはデフレ状況にあるならば、短期的にはうまく行くのかも知れません。」</u>                  （記者会見、4月11日）</p>
<p><b>黒田東彦</b>日本銀行総裁                  「MMTの理論は、理論としてきちんとした体系になっていないので、批判・反論も難しいのです。ご承知のように、欧米の著名な経済学者は全て、これを極端な議論で全く採ることを得ないと言っておられます。<u>私も、理論がきちっとしていないということもありますが、やはり極端な議論で適切なものとは思っておりません。</u>」                  （総裁定例記者会見 4月25日）  <u>「<b>日本銀行による長短金利操作付き量的・質的金融緩和は、2%の物価安定の目標を実現するという金融政策上の目的で実施しているものでありまして、政府による財政資金の調達を助けることを目的とする財政ファイナンスではありません。</b>この点は、2013年4月に導入した量的・質的金融緩和の公表文でも明確にしているほか、これまでも繰り返し述べてきたところでもあります。したがって、私どもが行っていることがMMT理論を実行しているということはないというふうに考えております。」</u>（参議院財政金融委員会における答弁、5月14日）</p>
<p><b>経済学者</b></p> <p><b>ポール・クルーグマン</b>教授（ニューヨーク市立大学、ノーベル経済学賞受賞者）                  「本当はそんなに暇じゃないから、MMT論者との議論なんてしたくないんだ。結局、彼らとは、現在の政策課題について一致してるわけだし、彼らは緊縮財政派ほど破壊的な影響を与えそうにないんだから。」<u>「<b>だいたいMMT論者と議論をすると、あの漫画に出てくるカルヴィンボール、ルールが目まぐるしく変わるゲームのことだ、をしてる気分になる。ある命題に追い込んだと思ったら、必ず「意味を取り違えてる」と言ってお返ししてくるんだから。</b>」</u>「<u>MMTが依拠するアバ・ラーナーの「機能的財政論」の鍵となる主張は、財政赤字の適正な規模を、完全雇用が実現されるのに必要なところで決定できるというものだ。私が言いたいのは、これは金融政策がゼロ金利制約にはまっている場合には正しいけれど、中央銀行が金利を操作する余地がある場合には正しくないということだ。</u>」<u>「はっきりさせよう。（ケルトン女史はそう言ってるようだが）MMT論者たちは、完全雇用に対応する財政赤字の水準が一意に決まる、あるいは財政政策の代わりに金融政策を使う余地はないと主張しているのだろうか。彼らは、拡張的財政政策が本当に金利を低下させると主張しているのだろうか。なぜそうなるのか、私の単純明快な説明のどこが間違っているのかを明らかにした上で、「はい」か「いいえ」で答えて欲しい。カルヴィンボールにはうんざりだ。」</u>（『New York Times（オンライン版）』への寄稿、2月25日）</p>

<p>ローレンス・サマーズ教授（ハーバード大学、元米国財務長官、元米国国家経済会議（NEC）委員長）</p> <p>「いつか見た光景だ。経済パフォーマンスに対する不満の広がり、期待外れの伝統的な政策手段、不人気な大統領と本命候補が負けて憤懣やるかたない野党との間の尋常でない党派対立、様変わりした経済環境、定説の破綻が生み出す新たな経済論。」「現代貨幣理論、略して MMT は、新たな「トンデモ経済学（voodoo economics）」だ。実質金利が低下している時代には、伝統的な財政政策上のタブーを再考する必要があるという、それ自体は真つ当な考えが、非主流派経済学者の手にかかると、雇用保障のための巨額の財政支出を、経済に対するいかなる負担もなく中央銀行がファイナンスすることができるという珍妙な考えへとゆがめられてしまう。」<b>「MMT には重層的な誤りがある。第 1 に、通貨発行により無コストで財政赤字を賄えたと想定しているが、現在、銀行が連邦準備制度（Fed）に置いている準備預金には付利が行われている。実際、とんでもない量の通貨が発行されているが、いわば銀行に預けられた状態であって、政府がその量を管理することなどできっこないのだ。通貨発行で財政赤字を賄ったとしても、むしろ政府の負担は増えてしまいかねない。第 2 に、MMT 論者の主張に反して、政府が返済期限の来た債務を通貨発行で償還すれば、財政破綻が避けられるというのは正しくない。多くの新興国が過去の一時期に経験したことだが、このやり方はハイパーインフレを招くことになる。実際、MMT が実践された新興諸国では、人々は刻々と上がる価格に備えて、酒場で 1 度に 2 杯のドリンクを注文したものだ。他の税と同じで、インフレ税から得られる収入にも限度がある。この限度を超えてしまうと、ハイパーインフレが起こるのだ。第 3 に、MMT 論者のモデルは大抵の場合、閉鎖経済を前提としているが、現実には財政ファイナンスに頼った政策を行えば、為替レートの暴落につながりかねない。これによって、インフレーションが生じ、長期金利やリスクプレミアムの高騰、資本逃避、為替レート暴落と輸入価格高騰による実質賃金の低下がもたらされるだろう。」</b>（『Washington Post（オンライン版）』への寄稿、3月4日）</p>
<p>ケネス・ロゴフ教授（ハーバード大学、元 IMF 経済顧問）</p> <p>「米国では、2020 年選挙で政権を取ると見られる進歩派たちが、近年の低インフレ・低金利を当て込んで、Fed のバランスシートを、新たな拡張的社会的政策の財源を賄うための打出の小槌にしようとしている。現代貨幣理論、あるいは MMT と呼ばれるこの提案の支持者には、民主党の新たな大スターであるアレクサンドリア・オカシオ＝コルテス議員も含まれている。彼らの主張に正しい点がないわけではないが、いくつかの根本的な勘違いを含んでいる。」<b>「米国は、幸運にも債務を米ドル建てで発行できるが、輸転機は万能薬ではない。投資家は、ある国の国債を保有したくなくなると、その国の通貨の保有も嫌がるだろう。その国が通貨を投げ売りすれば、その結果はインフレだ。仮に中央集権的な計画経済（MMT 支持者には、これを目指す人もいるようだ。）に移行したところで、解決にはならない。」</b>「実際、政策当局は債務負担を減らすための代替案として、再び金融抑圧に頼ることができるし、市場金利以下で国の債務を保有するよう市民に強制することもできる。でも、それは政府債務のほとんどが国内で保有されている日本にふさわしい選択肢であって、海外保有に依存する米国には適さない。Fed が政府の長期債務を買い入れるために短期債務を発行するという方法は、政策を誤った方向へ 180 度転換することになる。なぜなら、それは民間部門や外国政府に保有されている米国の公的債務の満期構成を短期化することにほかならないからだ。通説と異なり、米国の中央銀行は財務的に独立した主体ではないのだ。何しろ政府が全て保有しているのだ。中央銀行バランスシートをめぐる議論の混乱の責任の一端は、残念ながら Fed 自身にある。2008 年の金融危機以降、Fed は数年間にわたり大規模な量的緩和（QE）を実施した。すなわち、準備預金と引き換えに超長期の政府債務を買い入れ、しかも、このやり方が魔法のように経済を刺激するのだと米国民に確信させようとした。実際には、単に国債を買い入れるだけなら、QE などまやかさに過ぎないのだ。Fed の親会社である財務省が 1 週間物の短期債を発行すれば、ほぼ同じことができるわけだし、Fed の介入など不要なのだ。」（『Project Syndicate』への寄稿、3月4日）</p>
<p>オリヴィエ・ブランシャル氏（ピーターソン研究所、米国経済学会会長、前 IMF 経済顧問）</p> <p>「MMT について① いずれきちんと書きたいが…。正しい点は、財政政策は潜在的な産出の水準を維持するために使えるということ。間違っている点は、無利子の通貨発行によって、高インフレやハイパーインフレを伴わずに、（ごくわずかな額ならまだしも）財政赤字を全て賄えたとしていること。」<b>「MMT について② 財政赤字を通貨ではなく公債によって賄うならば、（「金利＜成長率」となる限りは）財政上のコストはないかもしれない。しかし、経済厚生上のコスト（クラウドディングアウト等）が生じる可能性はある。コストは大きくないかもしれないが、ゼロにはならない。」</b>（twitter への投稿、3月9日）</p> <p>「これは『不思議の国のアリス』の世界だ。」<b>「もし 2050 年に世界の気温が 5%上昇したら、世界は終わる。その時、まだ我々が生きてると仮定してだが、子どもたちに向かって「ほら、全くひどい状況だが、赤字はないだろ」とでも言うかい。」</b>（『Bloomberg』に掲載されたコメント、3月13日）</p>
<p>ラグラム・ラジャン教授（シカゴ大学、元インド準備銀行総裁）</p> <p>「世界的なポピュリズムの流れの一環だ。金融危機などをきっかけに人々は中央官僚機構や専門家への信頼をなくし、国民の負託を受けたとする政治家が経済などの専門領域にも大きく関与する傾向が強まっている。しかし長期的に経済を傷つける恐れは大きい。」<b>「MMT 支持者はインフレのある段階で適切に止められれば、財政赤字をどれだけ膨らませても問題ないと主張する。現実の世界はそのようには決して動かない。政策当局者は新たな手段を始めると、それに過度に依存する傾向がある。」</b>（『日本経済新聞』のインタビュー、4月30日）</p>

(注) 英文からの訳出及び強調は筆者による。

(出典) 国会会議録、各種報道等を基に筆者作成。