

MMTをどう考えるか

～異端からの挑戦～



資本市場研究会 理事

湯本 雅士

1. はじめに

MMT (Modern Money 〈Monetary〉 Theory—現代貨幣論—とは、かねてから一部の人々が唱えていた主張ないしは学説の総括的な呼称であるが、近年における米国の政治的風土の変化に伴って改めて脚光を浴びることとなった。

しかし、伝統派ないしは主流派からは依然として異端・仇花といった目で見られ、強い批判の対象になっている。事実、MMTの主張には、これまで経済学の常識とされてきたところに照らしてみると理解困難な箇所も少なくなく、また論者によってその説くところ

が異なるなど、今のところ、全体として整合性のとれた「理論」と称するほどの体系になっているとは言い難い。

2. MMTの主張とその問題点

MMTに対する抵抗感が強い理由の一つとして、基礎的な概念—例えば「通貨・貨幣」あるいは「債権・債務」等—について厳密な定義を行い、それについて大方のコンセンサスを得る努力を行わないまま議論を進める傾向があり、それが混乱を招いているということがある。したがって、以下に述べるコメントも、MMTが言いたいことはおそらくこのようなことではないかという推測を交えたものにならざるを得ず、MMT論者からは“straw man tactics”と批判される可能性がある (straw man tacticsとは、自分で勝手に作り上げた「虚像」を、あたかも相手方の主張であるかのように装って批判する討論の手

〈目次〉

1. はじめに
2. MMTの主張とその問題点
3. 総括

法を指す。“straw man”は案山子を意味する。“shadow boxing”と言い換えてもよい)。

MMTの説くところは、理論面ではおおむね次の3点に集約される。その他に、政策論としては雇用保証プログラム (JGP) や最低限の所得保証 (ベーシック・インカム) 等を巡る論議がある。以下、その各々について簡単な解説を試み、その問題点を指摘する。

- (1) 伝統的通貨概念の否定
- (2) 財政赤字の容認ないしは勸奨
- (3) 金融政策の機能限定
- (4) 就業保証プログラムとベーシック・インカム論

(1) 伝統的通貨概念の否定

伝統派は、貨幣発生の源を古代の物々交換の過程に求める。物々交換の世界において「欲望の二重の一致」(double coincidence of desire—特定の財・サービスに対する需要が、それに丁度見合う供給を見出す) が実現するためには膨大な取引コストがかかるが、それを克服するために、多くの財・サービスの中から特定の「財」が自然発生的に選択され(合理化・効率化の結果)、それが最終的に「一般受容性」を獲得した、すなわち通貨(貨幣)として機能するようになったとされる。こうした見方は「商品貨幣論」と称される。

そのような財としては(少なくとも初期の段階においては)、希少性・神秘性・呪術性を有し、かつ耐久性や分割・携帯可能性といった属性を持ったものであることが求められ

た。金属貨幣、中でも金銀貨が珍重されたのはそのためである。

ある財が一般受容性を獲得するということは、それと引き換えに他のどのような財・サービスをも獲得することができるということを意味する。往時の統治者(王・皇帝等)がそれを見逃すはずはなく、その財の発行権を独占するのは自然の成り行きである(金銀鉱山の直轄支配)。そして、それを補強するために、法律でそれを受け取ることを拒否できないと定める(強制通用力の賦与)。こうした貨幣は「法貨」とよばれ、しばしば表面に統治者の肖像が刻印されたりする。

日本で言えば、日本銀行が発行する銀行券と、政府が発行する鑄貨(コイン)がそれである。法律で、銀行券は無制限の、コインは額面の20倍まで強制通用力を与えられている。金融機関の日本銀行当座預金は、銀行券との完全な互換性があるため、実質的にはこれも法貨と見なすことが可能である。なお、日常交換決済手段として用いられている一般顧客の当座・普通預金は法貨とはされていない。

貨幣がその素材価値を失ってもなお貨幣として機能するのは何故か。伝統派はそれを、「貨幣は、人々がそれを貨幣であると信ずるが故に貨幣である」、と説明する(自己循環論法)。すなわち、貨幣が貨幣として機能するためには、それが持つ一般受容性に対する人々の「信認」が絶対に必要であるということである。そうした信認が失われたときは、

たとえそれが「法貨」とされていようとも、通貨としての機能を失う。逆に言えば、「信認」さえ獲得しさえすれば、それが何でできていようとも通貨として流通するということである。

MMT派は、こうした伝統的な考え方を真っ向から否定する。とりわけ強調されるのは、商品貨幣論を裏付ける歴史的な証拠を見出すことができないという点である。伝統派の唱える自己循環論法的な貨幣の定義についても、これを「ババ抜き」論として退ける。通貨を通貨と信じない人が一人でも出てきた瞬間に、自己循環過程は終るということであり、そのような貨幣論は意味を持たないとする。

それでは、MMT派は通貨の起源を何に求めるのか。MMT派は、それは債権債務関係、すなわち「信用」であるとし、これを「商品貨幣論」に対する「信用貨幣論」と呼ぶ。そして、伝統派とは異なり、それにはれっきとした歴史的証拠があると主張する。その例として挙げられるのが、中世欧州において債権債務関係の存在を表すのに用いられたという「割符」(tally sticks)である。木片に金額が線で刻まれており、長短二片に割られて債権者・債務者がそれぞれ一片を保管する(債権者が長片、債務者が短片)。割符は債務が履行された段階で破棄される。こうした割符が多く集められて、相互に交換決済が行われた市場もあったとされている。似たようなものは、古代メソポタミア地方にも粘土片のかたちで存在したということである。

重要なのは、貨幣・通貨についてのMMT派の次のような主張である。

「国家はある特定の財を、租税や過料ないしは手数料等を国に支払う際に用いる手段として指定する。そして、そのことがその財を貨幣たらしめる(“taxes drive money”)」。

国家がある財を貨幣として指定する行為は「表券主義」(chartalism)と呼ばれるが、法貨の指定はまさに表券主義であり、そのことについて伝統派とMMT派の間に違いはない。多種多様な通貨が乱立してそれぞれ正統性を主張するような世界では大混乱が生ずることは明らかであり、国家にはそうした混乱を防ぐ義務がある。

ところで、この表券主義とMMT派が唱える信用貨幣論(通貨=債権債務関係の表章)とはどのような関係にあるのか。この点に関するL.R.Wray(MMT派の代表者の一人)の説明は必ずしも明確ではなく、若干推測を交えつつその主張を要約すれば次のようになる。

「国民が、租税等を支払うためにあらかじめ国家が指定した財(貨幣)を差し出した際、国家はそれを受け取る義務がある。その意味で、国家は国民に対し債務を負っており、支払い手段として指定された財はその表章である。国民の方から見れば、国家にその財の受け取りを要求する権利、すなわち債権を持つ。そのような力を持った財(貨幣=国民から見れば債権の表章)は、必然的に国民の間で転々流通する、すなわち通貨として機能する」。

MMT派の考え方に対して人々が大きな違和感を覚えるのは、租税等の支払いという行為についてのこうした極めて独特な理解の仕方である。国民としては、納税を義務という次元で考えるのが普通であって、貨幣をもって国家に租税の受領を請求できる権利と見ることには強い抵抗感がある。

私見では、こうしたロジックを使わずに、単に、「国家は国民に対する徴税権を持つ。国家の財政支出とは、こうした徴税権を表章する財（貨幣—政府鑄貨ないしは中央銀行券）を国民に手渡すことであって、納税の際にはそれを提出するよう指示し、それ以外の財での納付を認めない（表券主義）。その結果その財に対する需要が生まれ、人々の間で転々流通するようになる（一般受容性を獲得する、すなわち通貨として機能する）。その財は、国が徴税権を行使した（国民が納税義務を果たした）段階で回収され、国家と国民との間の債権債務関係はそこで消滅する」、とした方が、より明快で説得力を持つように思われる。ちなみに、MMT派は、古代に使用されていた金銀貨も債権債務関係の表章とするが、これも相当に抵抗感がある主張である。

より大きな問題は、貨幣創造の内生性・外生性を巡る論議である。MMT派は、伝統派が外生的貨幣創造論を信奉しているとしてこれを批判し、自らの内生的貨幣創造論の正しさを強調する。

外生的貨幣創造論は、通貨（マネーストック）は、外部から与えられる「タネ」、具体

的には、中央銀行による準備（マネタリーベース）の注入に基づいて、銀行による信用創造のプロセスが働き、それによって生み出されるとする。

これに対して、内生的貨幣創造論はそれを否定し、貨幣は、金融機関自らの信用供与（貸出等）が先行して生み出されるものであって、中央銀行による準備の注入はいわばその後始末をしているに過ぎないとする。事後的（ex post）に見れば両者は同じ姿であるが、事前的（ex ante）には因果関係が逆になっている。

ところで、MMT派が批判するところの「伝統派の外生論」については疑問がある。そもそもそこで「伝統派」とは何を意味しているのか。いわゆる伝統派・主流派といえども、現時点で通貨創造の外生性を主張している論者はほとんど見当たらない。銀行等の行動をミクロで見れば、顧客に対する信用供与があって初めて預金が生み出されることは、少しでも金融のことを知っている人にとっては常識である。MMT派の念頭には、マネタリーベースの注入がマネーストックの増加を生むという、マネタリズム一派の議論が主流を占めていた時代の記憶がなお残っているのかもしれない。あるいは、伝統派の商品貨幣論を批判し、MMT派の信用貨幣論（貨幣＝債権債務関係の表章）の正しさを証明する材料として内生論を持ち出している可能性もある。さらに勘ぐれば、中央銀行が担っている金融政策の限界・無効性を強調し、景気対策としては財政政策しかないという主張を補強

する材料にしようとしているのかもしれない。

(2) 財政赤字の容認ないしは勸奨

今さら言うまでもないが、財政運営についての伝統派・主流派の考え方は次のとおりである。

政府も経済主体の一員である以上、財政支出を行うためにまずは資金を必要とする。政府が資金を調達する方法としては、税収の他に、国内借入（国債の発行）、海外からの借入（外貨借入ないしは非居住者による国債の保有）がある。中央銀行による国債の直接引受という形での資金調達も理論上はあり得るが、歯止めのないインフレにつながるという理由で伝統的にタブーとされている。ただし、中央銀行が金融政策の一環として、ある程度の規模で民間金融機関保有の長期国債を買い入れることは認められており、従来から行われてきた。それが重要な政策手段（「量的緩和政策」）として本格的に活用されるようになったのはここ10年余りのことである。

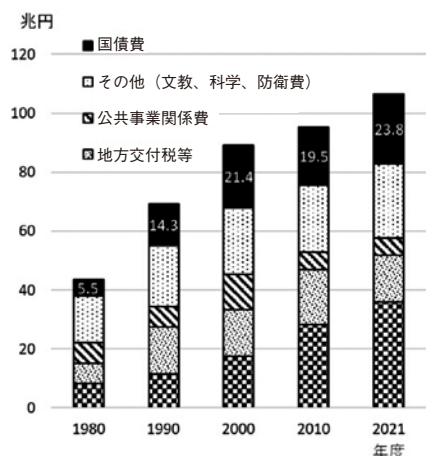
借入による資金調達の場合、国は当然返済義務を負う。返済できなければデフォルトとなる。いわゆる「財政破綻」である。財政ポジションの劣化は将来の返済不能を予想させ、政府に対する信用を失わせる要因となる（格付けの低下－資金調達コストの増加）。信用の喪失は、対内的にはインフレを促進し、対外的には資本逃避による為替相場下落（そしてそれによる国内物価の上昇）を引き起こす。

さらに付言すると、名目金利（ r ）>名目成長率（ g ）という状態が続くならば、GDP対比の政府債務残高比率は無限大に発散する。理論的な意味での「財政の破綻」とはこうした状態を指す（「ドーマー条件」と称される）が、それでは抽象的過ぎて現実感が湧かないというのであれば、「国債費の重圧」の方がより具体的で理解し易い。政府の債務残高が増大するにつれて国債費（国債の償還金および支払利子）は増加の一途をたどるが、それをファイナンスするためにまた国債を発行せざるを得ず、それによって債務残高が際限もなく膨らんでいくという図式である（図表1、2参照。図表2で国債残高の増加にもかかわらず利払費が減少しているのは、言うまでもなく低金利政策のためである）。歳出全体に占める国債費のウエイトが上昇するにつれてそれ以外の歳出項目は圧迫され、現在および将来の社会生活・経済発展（潜在成長力）に甚大な影響を及ぼすことになる。

このような状態に陥ることを避けるためには、可能な限り増税や支出削減を行い、極力財政ポジションの健全化を図る必要がある。金融当局に対しては（インフレを起こさない限り）名目金利を低位に維持することが要請される。

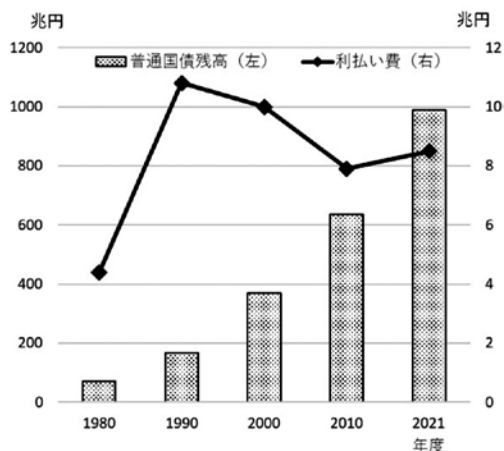
こうした伝統派の考え方に対して、MMT派は次のように主張する。「政府が財政支出を行うために予め資金調達を行う必要はない。まずは貨幣（前記のとおり、国の債務の表章）を発行して支出に充て、

(図表 1) 財政支出に占める国債費の推移



(出所) 財務省 2021年度は予算

(図表 2) 国債残高と利払い費の推移



(出所) 財務省 2021年度は予算

その後で租税等の徴収（徴税権の行使）を行えばよい。国家と国民との間の債権債務関係はその段階で相殺される。こうしたレジームの下では、政府支出が先行する結果、民間部門に同額の貯蓄が生み出され、租税の徴収はそれによって可能となる」

ちなみに、MMT派は租税無用論を唱えているわけではない。租税は貨幣に対する需要を生み出す要因である (tax-driven money) とともに、インフレの抑制、所得の再分配、L.R.Wray言うところの「悪行（環境破壊、過度の酒・煙草等）」の抑制、あるいは住宅政策の一環としても活用できるとされる。租税はまた、景気調整の手段（インフレには増税、デフレには減税）としても重要である。

もっとも、MMT派の中には、社会保障税、消費税、法人税については否定的な論者が多い。消費税は逆進性が問題であり、社会保障

税（年金保険・雇用保険等）は雇用の抑制につながる、法人税は企業の意思決定を歪め、非生産的な支出を促す、また、消費者等への負担転嫁という問題もあるとされる。このように見ると、累進性の強い個人所得税（富裕層の負担増加）、あるいはキャピタルゲイン課税ないしは配当所得等への課税しか有望な税目が見当たらなくなる。格差の存在に敏感なMMT派としては当然なのであろうが、そこまで課税対象を限定すると、“tax-driven”というMMTの貨幣概念が怪しくなる。

そのことはともかく、財政支出のためにあらかじめ資金を調達する必要がないMMTの世界では、国債を発行する必要はないはずであるが、MMT派はそれでも国債の存在を認めている。その理由は必ずしも明確ではないが、おそらく、民間部門が保有する貨幣の量を調節するために必要と考えているためであ

ろう。財政支出を民間部門への資金供給、租税を資金吸収手段と見なすMMTの論法で言えば、民間部門に対する国債の発行ないし売却は資金（貨幣）の吸収、国債の償還ないしは買入は資金（貨幣）の供給である（「期限付きの有利子国債と無利子の永久国債の交換」と言い換えることもできる）。そこで成立する国債の利回りは経済全体の金利水準を左右する。

こうしたMMTの枠組みでは、国債が国内で消化されている限り、換言すれば国が自国通貨建てで国債を発行し、それを自国民が保有している限り、国家としてのデフォルトなどは起こり得ない。

しかしながら、開放経済においては、国内部門の投資超過（貯蓄不足）が、海外部門の貯蓄超過、すなわち自国の経常収支赤字と見合う場合があり、その際は、民間部門だけではなく政府が対外借入を行う必要が生ずる。そういう場合には返済資金（最終的には外貨）のことを考えなければならないが、MMT派はそれに対し、外貨準備を取り崩し、あるいは為替相場下落によって対応すればよいとする。MMT派はとりわけ変動為替相場制度の収支不均衡調整機能に絶大な期待を寄せているように見受けられるが、国際金融の場におけるこれまでの経験に照らせば、この点については大きな疑問符が付く。大幅な為替相場の変動は、期待されていたほどの貿易収支の改善をもたらさないばかりか、国内経済に大きなダメージを与える場合が少なくない。

このことは、MMT理論を開発途上国に適用しようとする際にとりわけ問題となる。

MMT派にとっては、財政収支の赤字・黒字幅などは問題にはならない。財政政策の評価基準は、財政が健全か不健全かではなく、一国経済においてそれがどのような機能を果たしているかによって定まる（A.Lernerの「機能的財政論」として知られている）。政府支出によって経済活動の活発化、完全雇用の実現、物価の安定、社会保障制度の充実、国土強靱化、国防の強化が実現し、国民が安定した健康で文化的な生活を送っている場合、たとえ赤字が嵩んだとしてもその国の財政運営は高く評価されるべきであるとする。長期的な経済成長を促進するためには、むしろ政府部門が赤字を維持する必要があるとさえ主張する。

このように、MMT派の考え方は、これまで常識・正道とされてきた健全財政の旗印に対して真っ向から挑戦するものであるが、財政運営の正邪・是非の判断基準を、財政赤字や黒字の規模ではなく、財政支出が生み出すものの姿に見出そうとするそのアプローチは極めて魅力的であり、それだけに世間の耳目を引きつけている。

それでは、MMT派は止めどもない財政拡張論を主張しているのか…MMT派はこれに対して強く異議を唱える。伝統派同様、MMT派においても、最大の課題はインフレを起こさぬことであり、そのためには、何よりも「ワイズ・スペンディング」の徹底が求め

られる。しかしながら、格差の是正、介護・医療を含む社会保障制度の充実、食料自給率の引き上げ、資源・エネルギー自給率の向上、防災・国土の強靱化、地方の活性化、科学技術力・防衛力の強化、等々様々な分野において財政支出の拡大を求める声が渦巻く中で、どれがワイズでどれがそうではないか…財政支出に歯止めをかけることの難しさ—それこそが財政当局を日夜悩ませている問題である。

MMT派は、景気過熱の兆候が見られたら直ちに財政支出をカットするか、増税で対応すべきだと主張する。しかしながら、半ば既得権益化した支出を削るのが如何に大変か、僅かな税率の引き上げにどの程度の時間を要するかを身をもって体験した人々にとって、支出カットや増税をインフレ対策として位置付ける政策運営姿勢は、現実の政治の世界を知らないナイーブな主張としか映らない。MMT派が、「民主的に選抜された国民の代表の叡智」が支配する議会の予算審議に多くの期待を寄せていることも、同様の素朴さの表れとされる。MMT派の学者の多くが実地の政策運営あるいは実務経験を積んだことのない人々であることが、こうした傾向を生んでいる可能性がある。伝統派は、こうしたMMT論者に対して、「もっと現実を直視した、地に足がついた議論をせよ」と呼びかける。

そのことはともかく、インフレ抑制の重要性という点で、これまで途方もなくかけ離れ

ていると思われていた伝統派とMMT派との間のギャップは急速に縮まる。もともと伝統派といえども、かつてのように厳密かつ永続的な財政収支均衡を唱える論者（極端な財政タカ派）は今や少数派であり、大勢はある程度の財政赤字を容認する（今回のコロナ・パンデミックのような緊急事態においてはむしろ積極的に推進する）というスタンスをとっている（限定的な財政ハト派）。この点、MMT派の伝統派批判はここでも若干straw-man tactics的であり、両派の対立は見かけよりも大きくないことに留意すべきである。

(3) 金融政策の機能限定

ここで過去数十年にわたる金融論・金融政策論の足取りをたどる余裕はない（本誌2021年7月号拙稿「量的・質的金融緩和政策の軌跡」参照）が、その激しい変貌ぶりには改めて驚かされる。MMT派はしばしば、彼らが伝統派ないしは主流派と見なしている金融論・金融政策論を批判するが、それがともすれば時代遅れとの印象を与えるのは、こうした変化を十分に消化吸収していないことによるものではないかという疑問が否めない。その好例が、上述の貨幣の起源や、貨幣創造の内生性・外生性を巡る論議への強いこだわりである。

こうした枠組みの下で、中央銀行の金融政策が果たすべき役割は何か。財政支出が先行するMMTの世界では、まずは金融市場が資金超過となり、金利がゼロに張り付く。金融

市場の余剰資金は、租税の徴収や国債の発行によっていずれは吸収される筋合いにあるが、それらは常時行われるわけではなく、また散布された財政資金がすべて回収されるわけでもない。したがって、日常の金融市場調節は中央銀行の任務となる（金融機関に対する短期国債の売却によって余剰資金を吸収、ないしは金融機関保有の国債を買い入れることによって不足資金を供給）。それによってあるべき金利水準が決まるというプロセスは、現在各国中央銀行が行っているところと変わりはない。

それでは、「あるべき金利水準」とはどういうものか。伝統派では、IS曲線とLM曲線との交点で金利が決定されるという理論が確立しているが、MMTにはそうした枠組みが存在しない。I（財政支出）が同時にM（貨幣供給）でもあるMMTのレジームにおいては、市場利子率は一義的には定まらず、中央銀行は、せいぜい「インフレやデフレを起こさぬ金利水準を維持する」という程度の曖昧な方針に従って金融調節を行わざるを得ない。前述した $g > r$ が意味するところを踏まえてみれば、金融政策は極力低金利、できればゼロ近辺の金利水準を維持することが期待されるということになろう。MMT派が、現在主流となっている自然利子率仮説（Wicksellian regime）を認めているかどうかは定かではないが、一部の論者はそれをゼロと考えているようである。

こうしたMMT派のスタンスは、何らかの

理由（おそらくは〈突発的な事件をも含め〉global supply chainに生じた何らかの障害によって）で物価が上昇し始め、金融引締が現実問題となってきたときに試練を迎える。そういう状況になってもなお、金利は低位に押さえつけておくべきである、財政支出を惜しんではならない、と言い続けることができるかどうか。インフレ防止に並々ならぬ熱意を示すMMTにとっての正念場はまさにその時である。そしてそれはまさに、現在量的緩和政策を推進中のすべての中央銀行家の念頭を離れない重い課題でもある。

(4) 就業保証プログラムとベーシック・インカム論

以下では、MMT派の政策論の中核をなす就業保証プログラム（Job Guarantee Program（JGP））と、それとの関連で取り上げられることが多いベーシック・インカム（Basic Income）について一言する。

政府の経済政策の目的については様々なことが言われるが、物価の安定と十分な雇用機会の提供とは、財政金融当局にとって何としても達成しなければならない課題とされている。

MMT派が目指すところもそれと変わりはないが、そうした目的を実現する手段として、就業保証プログラム（JGP）の重要性を強調するところに特色がある。MMT派は、裁量的な政策運営よりは、政策措置の持つ景気の自動調整機能（automatic stabilizer）を重視

する傾向があるが、JGPはこれに最も適合した措置であるとされる。

JGPは、働く意思と能力のあるすべての個人に対し、政府が雇用主となって働き場所を提供するプログラムである（もちろん強制ではなく、任意の制度である）。雇用者には一定の時給に基づく報酬が支払われ、各種の社会保障制度を等しく享受することができる。事業主は中央政府である必要はなく、地方自治体や各種の組合組織、NGOやNPO等が主体となり、中央政府が間接的にこれを支援する（資金面も含め）という形も考えられる。

JGPの適用先としては、民間ベースでは採算が取れない公益的な職種、公共サービスの提供の場等が考えられる（民間でできることはもちろん民間に任せる）。JGPがオファーする報酬は事実上の最低賃金となる。

MMT派は、JGPの持つ景気安定化機能に大いに期待する。好況期には民間部門の雇用が増えるはずであるから、JGP関連の財政支出は縮小し、景気過熱を防ぐ。不況期にはその逆の働きが期待できる。JGPはまた、賃金の安定化にも役立ち、インフレ・デフレ防止に寄与する、とされる。

JGPについて指摘されるのは、どのような人々をその対象とするか、どのような仕事を与えるか、という点である。高学歴・高スキルをもった人々を広く引きつけるような職種を考えることは難しく、自然、低学歴・低スキルの人々、すなわち、現在最も失業の脅威

を感じている人々が就くことができる職種が対象となろう。ただ、JGPが必要とする職種と求職者との間のミスマッチは避けて通ることができず、これをもって、失業問題を満足に解決することができる施策というわけにはいかない。こうした様々な制約を内包するJGPに、MMT派が主張するほどの景気自動調整機能を期待できるとは思われない。ともあれ、MMTの枠組みにおいては、現在のように、政府が財政難のゆえに十分な雇用対策をとることができず、失業率が増加する（とりわけ特定階層の）という事態は避けられる。MMT推進派の念頭には、雇用・格差の現状は、パンデミックに類似する危機的な状況・緊急事態であるという認識があるのであろう。この点については、主流派との間で何らかの合意が可能であるように思われる。

JGPと類似の制度にBasic Income論がある。その歴史は古いが、要はすべての個人に（どのような状況に置かれていても）、生活に必要な所得を無条件で供与する、という制度である（もちろん非課税）。ベーシック・インカムには、現行の生活保護に付きまとうstigma問題（世間体・心理的抵抗感）はない。ベーシック・インカムには所得制限が必要ではないか、という疑問が直ちに生ずるが、行政コストのことを考えると一律給付にメリットがあるとされる。

しかしながら、JGPの場合とは異なり、MMT派の多くはベーシック・インカムには否定的である。その理由は様々であるが、例

えば、この種の財政支出はMMTでいうところのtax-drivenという貨幣の属性に適合せず（したがってインフレの原因になる）、ベーシック・インカムに満足した労働者は雇用市場から退出し労働力不足になる（ひいてはインフレの原因になる）、等々であるが、いずれも説得力に欠ける。真の理由は、やはり「働かずして食う」ことに対する倫理的な抵抗感、「負い目」感であるのかもしれない。

■ 3. 総括

以上、昨今話題のMMTについて若干の解説と問題点の指摘を試みた。冒頭で記したように、MMT派の主張に対しては、いわゆる伝統派・主流派から厳しい批判が浴びせられている。いわば、異端論者からの挑戦に対して正統派が反撃に転じているという図式であるが、そのためもあってか、主流派に対するMMT派の反論にもやや過剰反応と思われるところがないでもない。

貨幣の本質についてのMMT派の議論にはかなりの無理があることは否めない。MMT派の政策論議がこうした特異な貨幣観に依拠して展開されていることが、その議論を説得力に欠けるものとしていることは事実である。MMT論者にしばしば見られる現場感覚の欠如（とりわけ財政運営や金融資本市場の現状についての認識不足）も、MMT派の主張を実際の政策に移し替えていく際に大きな障害となろう。

それでは、伝統派・正統派はなぜMMT派の主張を一蹴し、完全に無視することができないのか。ことさらにMMT派の議論を取り上げて批判を浴びせているということは、その存在が強く意識されていることを意味する。

その最大の理由は、現在主流派が行っている政策運営の枠組みが、MMT派が主張しているそれとあまりにも似通っているところにある（図表3参照）。各国中央銀行もそのことは十分承知しており、機会を捉えてかつてのような政策運営態様に戻る機会を窺ってきた（いわゆる「出口」問題）が、これまでのところ、市場の強い抵抗に遭遇してはかばかしい成果を上げることができず、現状がいわば「新常态」として定着しているというのが実情である（本誌2019年4月号拙稿「金融政策の正常化を巡る諸問題」参照）。

MMT派の主張に対して提起されているもう一つの問題点は、そうした政策が実行に移された場合に生ずるであろう金融システムの不安定化をどう考えるか、という点である。MMTを唱える学者の多くが、金融不安定化仮説（発達した金融資本主義に内在する本質的な脆弱性を指摘）を唱え、リーマンショックの預言者的存在として名を挙げたミンスキーの弟子筋であることもそうした批判が生ずる原因の一つとなっている。しかしながら、この問題は、現在各国中央銀行が推し進めている量的緩和政策、実質ゼロ（場合によってはマイナス）金利政策に対して向けられてい

(図表 3) 主要国の財政状況と中央銀行の政策運営方針

債務残高の国際比較 (GDP比%) と主要中央銀行の国債等買入方針 (2021年 6 月末現在)

日本	241.4	日本	10年国債の金利がゼロ近辺で推移するよう、上限を設けず必要な金額を買入
米国	144.0	米国	毎月国債800億ドル、MBS400億ドル (ネット) のペースで買入
英国	141.5	英国	保有残高8,750億ポンドを限度として国債を買入
ドイツ	72.7	欧州	毎月200億ユーロのペースでユーロ圏の債券を買入
フランス	116.0		他にコロナ対策として、1兆8,500億ユーロの債券を買入 (2022年 3 月まで)
イタリア	157.2		

(出所) OECD “World Economic Outlook” (2021.5) 及び各国中央銀行

る批判であって、MMTに限定されたことではない。主流派もようやくそのことに気づき、改めて金融機関の経営状況、金融システム全体の健全性維持確保に格別の注意を払うという姿勢にある。

主流派對MMT派という問題に関連して、日本を取り上げ、その経済・社会情勢の現状と財政・金融政策運営の実態を概観してみよう。

① 政府は、基礎収支黒字化の時期を示して財政健全化の旗印を掲げているが、現実には収支の大幅赤字が続き、黒字化達成の時期は何度も先送りされている。加えてコロナ危機の発生によって巨額の財政支出を余儀なくされている上に、大幅な税収不足に悩まされており、健全化目標は今や絵に描いた餅である。今後こうした状況が改善に向かう可能性は限りなく小さい。

② 日本銀行は、ここ10年近く、デフレからの脱却を目標に大幅な量的緩和政策を続けてきた。具体的には、政策金利をほぼゼロに維持するとともに、金融機関から国債を中心とする各種の金融資産を大量に買い入れ、市

場に流動性を供給してきた (図表 4 参照)。この結果、民間部門の金融資産は急速かつ大幅に増大しつつあり、株式市場、住宅価格等の一部にバブルの様相が指摘されている。

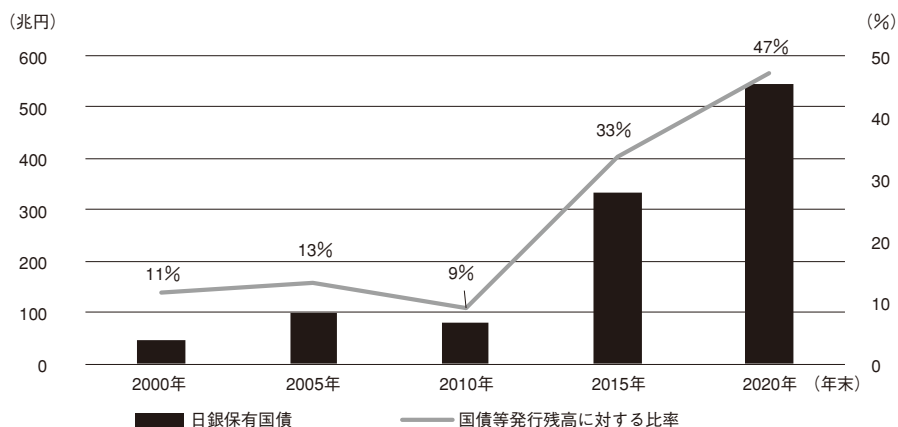
③ その一方で、高齢化の進行に伴う介護・医療需要の増加、固定化し、困窮の度を深める低所得者層と、金融資産価格バブルを享受する富裕層との間の格差の拡大は今や看過し得ないレベルに達しつつある。

④ 社会保障関係需要の増大に加えて、相次ぐ災害に対応するための国土強靱化、国際関係の緊張度増大に伴う国防増強の必要性等、財政に求められているところは枚挙に暇がない。

⑤ この間、物価は上昇するどころか、ともすれば下落しかねない状態が続いている。失業率は量的緩和政策前に比べれば低水準を維持しているが、職種や雇用形態間の格差は依然として大きい。

⑥ 金融政策はゼロ金利制約に直面し (マイナス金利に多くを期待することはできない)、これ以上の対策については財政政策に依存せざるを得ないということは中央銀行当

(図表4) 日銀の国債保有状況(含む短期証券)



(出所) 日本銀行 財務省

局者自身が認めているところである。

⑦ 経常収支は黒字基調を続けており、外貨準備も高水準にあるなど、さしあたっては対外ポジションに懸念すべき問題は見当たらない。

こうした状況の下で、MMTの説くところは極めて魅力的に響く。伝統派・主流派といえども「打ち出の小槌」的なMMTの主張に抗しがたい魅力を感じるのも無理からぬことである。しかしながら、如何に魅力的に見えようとも、その理論構成に多くの問題があり、学術的にも、また政策的にも納得し難いMMTの主張をそのまま受け入れるわけにはいかない。主流派としては、MMTの主張を頭ごなしに異端と決めつけるのではなく、どこがどのように問題なのか、それを解決するためにはどのような対策をとるべきかを共に考えるという姿勢で臨むべきであろう。MMT派の方も、いたずらに防衛的な一ハリ

ネズミ的ともいうべき一姿勢をとって自滅するような態度を改め、自説に内在する問題点を主流派と共に考え、力を合わせてより良き政策運営の方向を探るといった姿勢が求められる。現在主流の地位を占めている量的緩和政策も、かつての主流派から見ればとんでもない異端の思想であったことを忘れてはならない。

[参考文献]

- ・L.R.Wray, "Modern Money Theory" (2015)
- ・S.Kelton, "The Deficit Myth" (2020)
- ・G.A.Epstein, "What's wrong with Modern Money Theory" (2019)
- ・井上智洋 "MMT—現代貨幣理論とは何か" (2019)
- ・島倉 原 "MMTとは何か" (2019)
- ・野口 旭 "MMTの批判的検討" (2020)
- ・早川英夫 "MMT—その読解と批判" (2019)
- ・望月 慎 "最新MMTがよくわかる本" (2020)