

現代経済事情 2021

第3部 現代貨幣理論 (MMT) から見る経済政策

岡敏弘

2021年6月9日～6月23日

目次

1	はじめに	1
2	商品貨幣説	2
3	貨幣はどこで生まれるか	3
4	貨幣の起源について	7
5	人はなぜ貨幣を受け取るのか	8
6	支出が先	10
7	ケインズ理論	11
8	機能的財政論	14
9	雇用保障政策	15
10	物価の制御	16
11	インフレーションについて	17
12	只飯は食えるか	18
13	政府債務残高	19
14	利子率と貨幣政策	21
15	為替率	22
16	低金利・低成長	24

1 はじめに

この講義の私の担当部分では現代貨幣理論 (MMT: modern money theory) を論ずる。MMT は ‘modern monetary theory’ と呼ばれることの方が多いようだ。ここでは、私が最初に目にした名称である ‘modern money theory’ (ランドル・レイの著書のタイトル¹) を使っている。‘MMT’ と書けばどちらも同じである。MMT は 2019 年に突如注目を集め、議論を巻き起こした。米民主党の左派下院議員オカシオ＝コルテスが、大規模な財政支出を伴う左派の政策への財源を問われた『ビジネス・インサイダー』のインタビューに答えて、「財政赤字は制約にならない。財政を均衡させる必要はなく、むしろ財政黒字が経済を害すると説く MMT を支持する」と述べた²のがきっかけと言われている。ノーベル賞経済学者のポール・クルーグマンが MMT を批判する論考を『ニュー・ヨーク・タイムズ』(2019 年 2 月 12 日、25 日) に出し、元財務長官のローレンス・サマーズも『ワシントン・ポスト』(2019 年 3 月 5 日) で「MMT は、中央銀行が資金をまかなって経済への負担なく雇用保障ができるという馬鹿げた主張をしている。つまり只飯が食えるというわけだ。それは何段階も間違っている。」と述べた。日本の財務省は、MMT に批判的な論者の議論を整理して「わが国財政の現状等について」(2019 年 4 月 17 日、財政制度等審議会財政制度分科会資料) に載せ、麻生財務大臣も MMT を否定した。日本では、早くから MMT に注目していた岡本英夫 (東京経済大学) や、内生的貨幣供給論の観点から、R・レイの議論を批判的に研究していた内藤敦之 (大月短期大学) のような人もいるが、財政を拡張して公共事業を増やせという主張をもっていた藤井聡 (京都大学レジリエンス実践ユニット長) や評論家の中野剛志や政治家の西田昌司 (京都府選出自民党参議院議員) が、財政拡大に墨付きを与える理論として MMT に注目した。彼らを「保守派」と呼ぶ松尾匡 (立命館大学) も、「反緊縮」の立場から、自らは MMT 論者ではないとしながら、MMT を至極真っ当な理論として紹介している。

日本の財政は、1990 年代以降一貫して赤字で、赤字幅は年々拡大した (図 1)。新型コロナウイルス感染症対策のために、2020 年度は、一般会計歳出と税収との差額が、100 兆円に達した (補正予算段階だが)。2019 年度の 45 兆円から急増した。「一般政府」の公債残高は、2020 年度初めで GDP の 2.4 倍に達している³。新型コロナ対策のためとはいえ、累積赤字をこんなに貯め込んだ上にさらに赤字を増やして大丈夫なのかというのは多くの人が抱く心配であるから、それを心配ないと言う MMT が注目されるのは当然である。

私は、2010 年前後に、ケインズ『一般理論』第 17 章の貨幣の本質に関する問題を研究していて、内生的貨幣供給論者である R・レイを知り、2012 年に出たレイの *Modern Money Theory* を読んだのが MMT を知った最初である。貨幣とは何かについての記述が深く徹底していて、ケインズの流動性選好説をそれで組み立て直す必要を感じた。MMT というと、財政赤字はいくら作ってもよいのだという政策への示唆だけが注目されるが、それも貨幣とは何かについての捉え方から出てきているので、この講義では貨幣とは何かを中心に論じる。

¹ Wray, L. Randall (2012), *Modern Money Theory: a Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, 1st edition Palgrave Macmillan; 2nd edition in 2015.

² <https://www.businessinsider.com/alexandria-ocasio-cortez-ommt-modern-monetary-theory-how-pay-for-policies-2019-1>.

³ IMF, ‘World Economic Outlook’ の国際比較値。公債残高は一般政府 (中央政府、地方政府、社会保障基金を合わせたもの)(財務省「財政に関する資料」https://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/condition/a02.htm)。

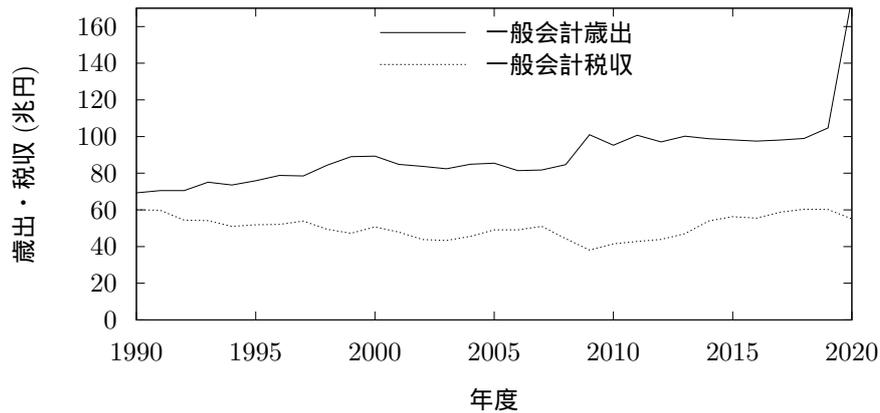


図 1 一般会計歳出と税収の推移: 財務省「財政に関する資料」
 (https://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/condition/a02.htm 2021年5月31日閲覧)、
 「これからの日本のために財政を考える 3 どのくらい借金に依存してきたのか」
 (<https://www.mof.go.jp/zaisei/current-situation/situation-dependent.html> 2021年6月2日
 閲覧) から作成

2 商品貨幣説

アダム・スミスの『国富論』は、分業の結果、労働の生産力がいかに上昇したかを強調することから始まっている。すなわち、ピンを製造する人がその仕事の専門家になり、他のものを作ったりしないことで、どれだけ生産力が上がっているかをスミスは記述した。分業が成立してしまえば、人が自分の生産物では自分の欲求のごく一部しか充足できず、消費するものの大部分を交換によって入手することになる。しかし、分業が起こり始めた当時は、交換に障害があっただろうと指摘し、貨幣の起源について、概略次のように述べた(私の要約)。

社会的分業が起こり始めたとき、肉屋は、自分が消費する以上の肉をもち、パン屋は自分が消費する以上のパンをもち、パン屋は肉をほしいと思っているが、肉屋はパンを欲していないとすれば、交換は起こらない。そこで、誰もが交換で受け取ると思われる商品を一定量常に手元に置いておけば便利だと考えるだろう。家畜、塩、貝殻、タバコ、砂糖、皮などがそのような目的のために使われたが、やがて、金属がその役目にふさわしいものとして選ばれ、重量をいちいち測らなくてもよいように刻印された鑄造硬貨が作られるようになった。(アダム・スミス『国富論』水田洋監訳杉山忠平訳、岩波文庫、(1)51~60頁)

これは、貨幣の起源は商品であるという説、「商品貨幣説」である。

スミスは、商品の価値に使用価値と交換価値があると言い、交換価値の大きさを決めるものが、そのものを獲得するのに必要な労働量であるということを見出したが、この「労働価値説」の適用を、資本蓄積と土地占有のない初期未開の状態に限定した。この限定を取り払って、資本蓄積が進み土地が占有された資本主義経済について労働価値説を徹底したのは、デービッド・リカードであるが⁴、カール・マルクスはこれを受け継い

⁴ D. Ricardo, *On the Principles of Political Economy and Taxation*, Volume 1 of *The Works and Correspondence of*

で、搾取の理論を作り上げた。そのマルクスは、貨幣の起源について次のように述べた⁵。商品というものは、使用対象であると同時に価値（交換価値のこと）の担い手であるという二重の性格をもっている。マルクスは、価値の内実が労働であるということ、リカードの説を受け継ぎながらさらに徹底したのだが、商品の価値は、現実には、商品がある量の貨幣と等置されるという形で現れる。例えば、

$$20 \text{ エレのリンネル} = 2 \text{ ポンド・スターリング}$$

というように。マルクスは、この価値の「貨幣形態」がどのように生まれたかを問う。その最初の形として、

$$20 \text{ エレのリンネル} = 1 \text{ 着の上着}$$

という関係があったと考える。ここでは商品と商品とが等置され、その等置関係の基礎に、投入された労働量が等しいという内実があるわけだが、「1 着の上着」がリンネルの価値の表現になっている。間が長いので飛ばすが、ここで上着が担った、そのものの個数が別の商品の価値を表すという機能を独占的に担う商品が現れる。例えば金である。

$$\left. \begin{array}{l} 20 \text{ エレのリンネル} \\ 1 \text{ 着の上着} \end{array} \right\} = 2 \text{ オンスの金}$$

そして、「2 ポンド・スターリング」が2 オンスの金の鑄貨名になれば、

$$\left. \begin{array}{l} 20 \text{ エレのリンネル} \\ 1 \text{ 着の上着} \end{array} \right\} = 2 \text{ ポンド・スターリング}$$

が成立する。このような「論理」で貨幣生成を説くのである。だから、マルクスの理論も「商品貨幣論」、つまり、貨幣は元商品で、それを生産するのに投入されている労働量によって、他の商品と等置され、他の商品の価値を表現する役割を独占したものだという説である。

ここから、マルクスの議論はつぎのように進む。商品から貨幣が発生し、その貨幣が資本になる。資本とは価値増殖する貨幣である。この増殖過程をマルクスは「G-G'」と表現した—Gは貨幣 (Geld) で G'は G よりも大きい貨幣量であることを示す—。マルクスはこの増殖がどこで生じるかを問うて、G-G' が、貨幣が商品と交換される G-W—W は商品 (Ware)—と、商品が売られて貨幣に変わる W'-G' という2つの等価交換の過程から成り、その2つの交換の間に、生産過程 W-W' があるということに着目し、増殖は生産過程で起こるということ突き止め、労働が、「労働力の価値」（賃金）を上回る価値を生む「搾取」にその答えを見出した。とはいえ、「搾取」はこの講義のテーマから外れるので、これ以上述べない。しかし、ここで、資本の増殖過程が、貨幣に始まり貨幣に終わると捉えられていること、つまり、資本は、貨幣—商品—貨幣と姿を変えるが、貨幣が目的であると捉えられていることが重要である。つまり、資本にとって貨幣がゴールである。この見方は、商品の消費から得られる効用が経済活動の究極の目的であると捉える新古典派経済学と対照的である。そして、貨幣が目的であることが不況と失業をもたらすと捉えたケインズの理論とつながってくるのである。

3 貨幣はいつどこで生まれるか

スミスもマルクスも貨幣の起源を商品に見出した。商品の1つが特別の地位を得て貨幣になったというのである。MMTはこれと真っ向から対立する見方をする。貨幣の歴史的な起源を追究する前に、現在ある貨幣が

David Ricardo, edited by P. Sraffa with the collaboration of M. H. Dobb, Cambridge University Press, 1951 (堀経夫訳『リカード全集 I 経済学および課税の原理』雄松堂出版 1972年)。

⁵ Karl Marx-Friedrich Engels Werks 23, Das Kapital. Kritik der politischen Ökonomie. Erster Band. Buch I: Der Produktionsprozeß des Kapitals. Institute für Marxismus-Leninismus beim ZK der SED, Dietz Verlag, Berlin 1962 (『カール・マルクス=フリードリヒ・エンゲルス全集第23巻資本論、経済学批判、第1巻。第1部、資本の生産過程』岡崎次郎訳、大月書店 1968年) の第1章第3節。

どのように生まれるかを考えてみよう。

今誰もが貨幣だと認めるのは、紙幣と硬貨である。しかし、預金もまた貨幣であることを否定する人はいないだろう。紙幣とは日本銀行券であり、日本銀行がそれを発行している。硬貨は政府が発行している。預金は銀行が発行している。それらが貨幣であるが、発行者がもっている限り貨幣とは見なされない。発行者以外の者がもっている時に貨幣である。貨幣がいつどこで生み出されるかという問いは、貨幣量がどういうときに増えるかという問いと同じである。貨幣量とは、今言ったように、家計と、銀行以外の企業（以後銀行以外の企業を単に「企業」と呼ぶ）がもつ現金と預金の量である。それが増えるのはどのようなときか。

まず、家計・企業が銀行から現金（紙幣＝日銀券）を引き出したときに増えないことは明らかである。現金が増えて預金と同額減っているだけだからである。現金を預けたときも同様である。家計が企業から貸金支払を受けたときも、貨幣量は増えない。企業の預金が減って家計の預金が増えているだけだからである。家計が企業から物を買ったときも貨幣量は増えない。家計から企業へと現金または預金に移転しただけだからである。一般に誰かが誰かに物やサービスを売ったとき、貨幣は増えない。物を作ったときもちろん増えない。

銀行・企業・家計の間の取引で貨幣量が増えたとしたら、銀行から金を借りて支出するときだけである。家計が銀行から 1000 万円借りて住宅を買うとすると、まず、銀行の貸借対照表（バランス・シート）が

(資産)		(負債)	
貸出金	1000	お客の預金	1000

となる（単位:万円）。お客の預金が増えた。これが貨幣の創出である。お客が住宅購入代金を住宅販売会社に支払うと、住宅販売会社も同じ銀行に口座をもっていたとすると、銀行の貸借対照表は

(資産)		(負債)	
貸出金	1000	お客の預金	0
		住宅販売会社の預金	1000

となる。貸出によって生み出された貨幣である預金が、お客から住宅販売会社に移っている。以上の取引はすべて銀行の帳簿上で行われる。現金（紙幣）は動かない。だから、銀行が貸すお金はどこからも来なくてよい。貸借対照表で、資産側と負債側と同じ金額を記帳するだけでお金は生まれる。銀行がお金を創り出すのである。

お客の取引銀行と住宅販売会社の取引銀行が同じでない場合は、銀行が日銀にもつ当座預金を使って決済される。お客が K 銀行から金を借りたとき、K 銀行の貸借対照表が

K 銀行			
(資産)		(負債)	
貸出金	1000	お客の預金	1000

となるのは同じだが、住宅販売会社の取引銀行が S 銀行であれば、お客から住宅販売会社への支払が行われたとき

K 銀行			
(資産)		(負債)	
貸出金	1000	お客の預金	0
日本銀行預け金	-1000		

S 銀行			
(資産)		(負債)	
日本銀行預け金	1000	住宅販売会社の預金	1000

となる。この取引が行われて、K 銀行の日本銀行預け金残高がマイナスにならないためには、その当初の残高が 1000 万円以上なければならなかったが、以上の取引が、銀行が貨幣を創出することによって行われたことに変わりはない。そして、このすべての取引も銀行と日本銀行の帳簿上で行われる。

K 銀行が日本銀行預け金の減少を補おうとするときは、銀行間の貸し借りをを行う市場（コール市場など）で調達する。S 銀行が貸して K 銀行が借りるなら、その結果は

K 銀行			
(資産)		(負債)	
貸出金	1000	お客の預金	0
日本銀行預け金	0	コールマネー	1000

S 銀行			
(資産)		(負債)	
日本銀行預け金	0	住宅販売会社の預金	1000
コールローン	1000		

となって、各銀行の日本銀行預け金の残高は元に戻る。S 銀行の資産が日本銀行預け金からコールローンに置き換わった。貨幣量は、お客の預金が住宅販売会社の預金に置き換わっただけで、変わらない。結局、貨幣を増やしたのはお客への最初の貸出金である。

住宅販売会社が預金を引き出して現金化しようとする、S 銀行は日銀券を用意しなければならないが、コールローンを日銀に売却してそれを得るとしたら、S 銀行の資産がコールローンから日銀券に変わり、次いで、住宅販売会社が現金を引き出すときに、資産としての日銀券と負債としての預金が、S 銀行の貸借対照表から消える。そのとき貸借対照表は

K 銀行			
(資産)		(負債)	
貸出金	1000	コールマネー	1000

S 銀行			
(資産)		(負債)	
日本銀行預け金	0	住宅販売会社の預金	0
コールローン	0		

日本銀行			
(資産)		(負債)	
コールローン	1000	日銀券	1000

となる。貨幣は預金という銀行の負債から現金（日銀券）という日本銀行の負債に変わるが、それが当初の K 銀行による貸出によって生み出されたことに変わりはない。まとめると、

- 貨幣とは
 - － 銀行以外の企業と家計が持っている現金と預金である。
 - － そして、預金は銀行の負債であり、現金は日本銀行の負債である。

- それは、銀行の貸出によって生まれる。
 - 銀行は貸出によって銀行預金を生み出す。
 - 日本銀行は、銀行への貸出や銀行からの債券の買い入れによって、日銀当座預金や日本銀行券を生み出す。それはまず銀行の資産になり、銀行が貸出によって生み出した預金を引き出されるときに、われわれのもとへ紙幣としてやってくる。

以上のように、銀行が金を貸すときに貨幣量が増えた。

貨幣量が増える 2 つ目の場合は、政府が支出したときである。国が公務員の給料を払ったり、年金を支給したり、公共事業の工事費を払ったりするとき、国が日本銀行に持っている預金が減り、銀行の日本銀行預け金が増え、その銀行と取引している家計や企業の預金が増える。

政府			
(資産)		(負債)	
日本銀行預け金	-1000	支払義務	-1000
日本銀行			
(資産)		(負債)	
		国の当座預金	-1000
		銀行の当座預金	+1000
銀行			
(資産)		(負債)	
日本銀行預け金	+1000	家計・企業の預金	+1000

家計・企業の預金が増えた。すなわち、貨幣量が増えた。

政府は、決済手段である日本銀行預け金が不足してくると、短期には、国庫短期証券を発行して日本銀行預け金を獲得するが、結局は、国債を発行する。銀行が国債を買うと、

政府			
(資産)		(負債)	
日本銀行預け金	0	支払義務	-1000
		国債	+1000
日本銀行			
(資産)		(負債)	
		国の当座預金	0
		銀行の当座預金	0
銀行			
(資産)		(負債)	
日本銀行預け金	0	家計・企業の預金	+1000
国債	+1000		

となって、政府の日銀当座預金は元の残高を回復する。銀行の方では、資産が日銀預け金から国債に変わっている。家計・企業の預金は国債発行によっては変化しないから、貨幣量は変わらない。貨幣量は政府が支出したときに増えたのであって、国債発行してそれを銀行がもった時には増えも減りもしない。

国が支出すると貨幣が増えるのだから、逆に、税を徴収すると、貨幣が減るということは容易に予想できるだろう。実際、国が 1000 万円徴税し、家計・企業がこれを銀行預金の振替で払うと、

政府			
(資産)		(負債)	
日本銀行預け金	+1000	支払義務	-1000
税債権	-1000	国債	+1000
日本銀行			
(資産)		(負債)	
		国の当座預金	+1000
		銀行の当座預金	-1000
銀行			
(資産)		(負債)	
日本銀行預け金	-1000	家計・企業の預金	0
国債	+1000		

となって、貨幣が消えた。これに対して、国が国債を返済すると、

政府			
(資産)		(負債)	
日本銀行預け金	0	支払義務	-1000
税債権	-1000	国債	0
日本銀行			
(資産)		(負債)	
		国の当座預金	0
		銀行の当座預金	0
銀行			
(資産)		(負債)	
日本銀行預け金	0	家計・企業の預金	0
国債	0		

となる。このとき貨幣量に変化はない。

もう一度、民間の取引に戻って、銀行が貸し出すときに貨幣が増えたことから、銀行に返済したときに貨幣が減ることも容易にわかるだろう。

政府の行動を入れてもう一度まとめると、

- 貨幣は、銀行が貸し出すときに増える。
- 貨幣は、政府が支出するときに増える。
- 政府支出が国債でまかなわれるとき、増えた貨幣は減らない。
- 政府が徴税したとき、貨幣は減る。
- 銀行に返済したとき、貨幣は減る。

4 貨幣の起源について

MMT は、貨幣の創出・消滅について、現に起こっている現実と、貨幣の起源とを区別しない。つまり、制度はいろいろと変わっているが、貨幣の本質は、今も昔も変わらないと見なす。貨幣の本質とは、誰かの発行

した負債であるということである。預金は銀行の負債であり、日銀券は日銀の負債である。その負債を所有している人にとってはそれは資産であり、他人に譲渡もできる。譲渡されて流通するようになった負債が貨幣である。

銀行がない場合を考えてみる。アルムの山小屋でヤギの乳からチーズを作っているおじいさんが、ハイジに帽子を買ってやろうと村へ行く。チーズと帽子とを交換できればいいのだけれど、あいにく帽子屋はチーズを欲していない。このとき、アダム・スミスなら、だれもが受け取ってくれそうな商品をあらかじめ手もとに置いておいて、それで帽子を買おうとするところだが、そんなことをしなくても、つけて帽子を買うこともできる。帽子屋はつけて帽子を売ったことを紙に書いておく。その紙はおじいさんの発行した債務証書になる。帽子屋は、その紙をパン屋のところへ持って行って、その紙を渡してパンを買うことができる。パンを手放すのと引き換えにその紙を受け取ったパン屋が、チーズを欲するとすれば、その紙をおじいさんに渡してチーズを入手することができる。このとき、おじいさんはチーズで債務を返済し、債務は消滅する。

こうして、おじいさんが発行した債務証書は、ぐるっと回って、商品を流通させた後に、おじいさんの元へ還り、消滅する。これが貨幣であるというのが MMT の貨幣観である。そして、文明の初期の頃から、そのような債務証書として使われた木札や粘土板があったという歴史的事実を示して、スミスの言うような、誰もが受け取るであろう商品が貨幣として働いたなどと考える必要はないと言うのである⁶。

現代では、このような債務証書を発行する役割を独占的に担う組織として銀行がある。そして、その中心に銀行の銀行、政府の銀行たる中央銀行がある。それらが発行する負債を貨幣として誰もが認知している。しかしその本質は譲渡可能な負債である。それは商品ではない。日本銀行券は金の代わりではないのだ。

5 人はなぜ貨幣を受け取るのか

ただの紙切れである紙幣をなぜ人は値うちのあるものとして喜んで受け取るのかというのは、くり返し問われる問いである。貨幣の本質が商品たる金であれば、金のもつ交換価値が、人がそれを受け取る根拠になると考えることができたろう。実際、19 世紀から 20 世紀の初めにかけて、金本位制を採る国が多くあり、紙幣は兌換銀行券であったから、紙幣は金の代わりのものであり、その価値を金の交換価値が支えていると思われたらう。第二次大戦後も、1971 年までは、米ドルは金に結び付けられ、各国通貨は固定相場でドルと交換されたから、どの国の通貨の価値も究極的には金の価値に結び付けられていると思われた。こういう歴史的事実から、紙幣制度の故郷は金本位制であり、その価値は本来金のような商品によって支えられるという観念は今も根強い。

しかし、その故郷は遙か遠くになり、今の紙幣の価値が金によって支えられると考えるのは不可能である。岩井克人⁷は、商品貨幣説を否定し、貨幣は、人がそれを価値あるものと思うから価値があるのだと述べている。人は、自分がそれで支払ったときに他人が受け取ってくれると信じているから、自分も受け取るのだというわけである。この意味で貨幣の価値には実体がない。実物価値の裏づけをもたない資産価値の上昇をバブルと言うが、その意味では、貨幣の存在そのものがバブルだというのが岩井の説である。バブルなら崩壊する運命にある。だから、貨幣の価値は危うい幻想の上に成り立っているということになる。

資産バブルの場合、はじける前に他人に高値で売りつけた者は得をする。最後にババをつかまされた者は大損をする。他人が受け取ってくれるから自分も受け取るという形で価値が保たれているものはすべてこれと同じ構造をもっている。貨幣が信用されているうちに物に変えてしまった人は得をするが、最後に貨幣価値が崩壊したときに貨幣を所有していた人は損をする。貨幣価値の根拠を、他人が受け取ってくれると信じていると

⁶ Wray, R. (1998), *Understanding Modern Money*, Edward Elgar, pp.39-73.

⁷ 岩井克人 (1993) 『貨幣論』筑摩書房。

いう点に見出すこの理論を、レイは「ホット・ポテト理論」と呼んでいる。熱い芋は早く誰かに渡してしまわないとやけどするという意味である。そして、「どこぞのアホが受け取ると思うから私は貨幣を受け取る」などという理論を学生に教えることはとてもできないとレイは言っている⁸。

それに代えてレイが主張するのは「税が貨幣を機能させる (tax drives money)」という理論である。レイは、貨幣の価値を最後に支える強力な根拠があるという。それは、政府が発行した負債での、政府に対する債務の履行を、政府が必ず受け入れるという事実である。国家は民衆に税を課することができる。課税することは、政府が税債権をもっているということである。そのとき、民衆は税債務を負う。民衆が税債務を、中央銀行(政府と一体と考えれば政府の一部)の負債である紙幣で果たそうとすると、債権者である政府が必ずそれを受け取ると約束しているのである。そうすると、人は、政府が発行した負債をもっていなければ税を払えないので、そのような負債(つまり貨幣)を欲しがらなければならないというわけである。

税は税務署の窓口で現金(紙幣と硬貨)で払うこともできるが、大抵の場合は、銀行口座からの振替で納付する。その場合、預金口座から引き落とされるが、銀行の貸借対照表では、負債側のお客の預金が減らされ、同時に、銀行にとっては資産である日本銀行預金金がそれと同額減らされ、それと引き換えに、政府が日銀にもっている預金はその額だけ増える。最終的には日本銀行預金という負債で税が受け払いされるのである。

紙幣が金の代わりをしているのではなく、貨幣は初めから債務証書であるということであれば、商品がもっているような市場価値を、紙切れである貨幣がもつはずがない。そうすると、それを人が持ちたくなる理由は、自らの債務をそれで払え、債権者がそれを必ず受け取ってくれるという事実しかないのである。

同じことは、紙幣という現金でなく、帳簿上の数字(通帳に記された数字)にすぎない銀行預金についても当てはまる。人はなぜ銀行振込での支払を喜んで受け取るのか。預金の場合には、現金との兌換が保証されていることが預金の価値をつなぎとめるのに大きな役割を果たしているが、現金である紙幣の価値を支えたものと同じ論理もまた成立している。人が銀行預金での入金を喜んで受け取るのは、その預金つまり銀行負債の発行者である銀行が、銀行に対する債務をそれで支払うのを受け入れるからである。つまり、銀行への債務は、その銀行の預金で返済することができる。人が銀行に返済するということは、銀行に対する債務が存在しているということである。つまり、銀行がもつ債権が存在していなければならない。この債権に対応する債務の返済でその銀行の預金が受け取られるという事実が銀行預金の価値を支えているわけである。

上のアルムのおじいさんが発行した「つけ」を帽子屋が受け取ったのは、パン屋がそれを受け取ると信じたからであるが、そう信じたのは、おじいさんに債務を負う誰かがそれで債務を果たせるからである。つまり、おじいさんは自分への債務の返済を、自身が発行した「つけ」で受け取るのである。そのためには、おじいさんは債権を持たなければならない。おじいさんの債権は、誰かにチーズを与えることによって発生する。おじいさんがチーズを作る能力をもっており、誰かがそれを欲しがるという事実が債権を発生させる。このときおじいさんには信用があると言ってよいだろう。信用が「つけ」の価値を支えるのである。

銀行の場合も、十分な債権を持っていることが、銀行預金への需要を作り出す。国の場合は、債権の最も重要なものが税債権である。そして、これは権力によって増やしたり減らしたりできる。したがって、増減税が貨幣の価値を左右する。政府支出は貨幣を創造し、徴税は貨幣を回収する。そして、貨幣の価値とは裏を返せば物価のことである。だから、政府支出と課税が物価と関係する。増税が貨幣の価値を支える。貨幣の価値を支えるとは物価が上がらないようにするということである。

⁸ Wray (2015), p.47.

6 支出が先

これまでに見たことから、政府が支出するか、誰かが銀行から金を借りなければ、貨幣は生まれないということがわかる。銀行から金を借りるのも支出するためであるから、支出が貨幣を生むということがわかる。あらかじめ持っている貨幣を支出するのではなく、貨幣を持っていないのに物を買うということがないと貨幣は生まれない。個人や個別の企業の場合は、あらかじめ持っていた貨幣で物を買うのは普通のことだが、社会全体では、それだけでは貨幣は決して増えないので、個人があらかじめ貨幣を持っているためには、誰かが、貨幣を持っていないのに支出した事実が必要である。支出が先で、その結果、誰かが貨幣を持てるのである。

だから、世の中の借金が全部返済されたら、貨幣がなくなってしまう。政府が財政再建して債務残高をなくしてしまったら、貨幣がなくなってしまう。実は、これまで触れていなかったが、貨幣が生まれるもう1つの道がある。輸出である。詳しいメカニズムは述べないが、輸出が輸入を超過すると、その国の貨幣が増える。だから、政府と民間の債務残高がなくなっても、輸出超過を貯め込んでいる国の貨幣はなくなる。しかし、世界のすべての国がそうすることはできない。輸出超過の国があるのは輸入超過の国があるからである。輸入超過の国は、その国が作ったより多くを消費（投資も）しているのであるから、誰かがあらかじめ貨幣を持たないのに支出した事実が貨幣の存在が依存しているということに変わりはない。

支出が財源調達に先立ち、支出が貨幣を生み出すという事実が、政府支出の財源を気にしなくてよいというMMTの主張の根底にある。しかし民間部門の個々の経済主体が支出するとき、財源を気にしないわけにはいかない。それは、借りた金は返済しなければならないからである。返済が滞った借金は、銀行にとっては不良債権になる。債権の価値が毀損して、預金などの債務が資産価値を超過すると、銀行は破綻する。破綻すると、預金が現金化できなくなり、預金の価値が崩壊する。昔は破綻が予想されると預金の取り付け騒ぎが起きた。いまは預金保険があって預金のかんりの部分が保護される。しかし、破綻するわけにはいかないで、銀行は債権を必ず回収しようとする。だから、民間の経済主体は財源を気にせずには支出しない。しかしながら、経済全体としてはまだ返済されていない借入金に常に一定量存在している。それが貨幣量の一部をなしている。

国は日本銀行の政府預金（国庫金とも言う）で支払う。支払うと、政府預金が減り、同時に民間銀行の日銀預金が増え、支払を受けた個人や企業の銀行預金が増える。減った国庫金を回復するために、国は国債を発行する。それを買うのは主に銀行であり、買うと、銀行の日銀預金が減って、日銀の政府預金（国庫金）が増える。国債も期限が来れば償還しなければならないが、借り換えが行われるのに加えて、日本銀行が国債を買うことができる。財政法で、日銀が直接国債を引き受けることは禁じられているが、銀行から買うことを通じて実質的には国債を引き受けている。2013年から日本銀行は毎年60~70兆円国債を買うという「量的・質的金融緩和」という政策を始めたが、2016年9月に購入量を年80兆円に増やした。その間の国債発行額は年間40兆円以下だから、国が発行するよりも多くの国債を日銀が買っている。

日銀は政府と一体となって政策を行っている、いわば政府と一体の組織であるから、政府と日銀とを統合して考えると、国は自分で引き受けて借金しているようなものである。国は、貨幣を自ら生み出すことによって支出できるのである。これが、国と民間経済主体との違いである。

民間の銀行も自ら預金を創造することによって支出できる。銀行が1本100円の鉛筆を1本買うとき、銀行の客である文房具店の預金を100円増やしてやることによって、買うことができる。100円玉で払う必要はない。このとき、銀行の負債が100円増えるが、資産も鉛筆1本分ちょうど100円増える。もし、鉛筆が永続性のある固定資産であれば。しかし、鉛筆は消耗品である。使えばなくなり、やがて価値0になる。そうすると、負債100円だけが残り、債務超過になる。だから、銀行が鉛筆のような消耗品を預金創造で買うということが続けると、銀行は破綻する。破綻しないためには、負債である預金に見合った固定資産や優良な貸出金

や国債を持たなければならない。それは、株主からの出資金と、銀行の活動によって積み上げた収益によって実現するものである。銀行が収益を上げるためには、銀行がもつ債権が健全で利子をもたらしてくれなければならない。

国は、自ら貨幣を創造することによって消耗品やサービスを買って、それが消耗して資産がなくなって、負債だけが残ってもよい。実際、そうしてきた結果、900兆円を超える国債がたまったが、それに見合った資産があるわけではない。国には金融資産もあり、また、道路や橋や建物といった実物資産をもっているが、売ろうと思っても売れるものでもないから市場価値は小さい。その代わりに、国は徴税権をもっている。それによって債権を作り出すことができる。いつでも税債権を作り出し、貨幣需要を作り出すことができるということが、貨幣の価値を支えている。そして、民間経済主体が税を払うためには、貨幣をもっていなければならないが、その貨幣は、国が支出した時に生み出されたものなので、人が税を払うためには、その前に国が支出していなければならない。国は税を取ってから支出するということはできないのである。支出は課税に先立つ。財源を得る前に支出しなければならない。

7 ケインズ理論

支出が財源確保に先立つという貨幣の本質から、MMTは、財政赤字は悪ではないということを引き出すのだが、財政赤字に経済政策上の意義を見出した最初の経済学者はケインズである⁹。ケインズの理論について述べる前に、GDP、付加価値、所得、最終需要などの用語を定義しておこう。

A社は眼鏡枠製造業者で、B社から部品5000万円を仕入れて眼鏡を製造し1億円の売上を上げているとしよう。図2に示すように、B社はまたC社から材料1000万円を仕入れて5000万円の部品を売っている。A社、B社、C社の売上を足し合わせると、1億6000万円になる。他方、Y社もA社と同様に眼鏡枠を1

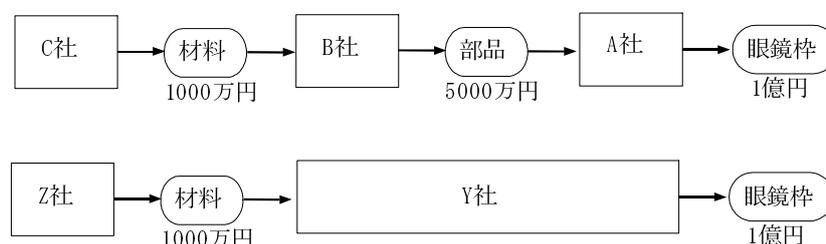


図2 GDP概念

億円製造して売っているが、Z社から材料を1000万円仕入れ、部品を自社工場内で製してそれで眼鏡枠を作っているとしよう。このとき、Y社、Z社の売上を合計すると、1億1000万円にしかならない。しかし、C→B→A系列とZ→Y系列は、1億円の最終財を製造するという全く同じ規模の経済活動を行っているのだから、その大きさを表す数値は同じであるべきだ。上の売上合計が同じ値にならなかったのは、部品を他社から調達したA社の売上の中に、B社の売上がもう一度入っているからである。そこで、他社から購入するか、自社で内製するかによって、同じ規模の経済活動の大きさの表現が影響を受けないようにするには、他社からの購入を差し引いて集計すればよい。他社からの購入分を「中間投入」と言う。売上から中間投入を差し引い

⁹ Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money: Volume VII of The Collected Writings of John Maynard Keynes*, the Macmillan Press LTD, 1971 (『雇用・利子および貨幣の一般理論(ケインズ全集7)』塩野谷祐一訳、東洋経済新報社1983年)。翻訳は塩野谷祐一訳の全集版が良い。東洋経済新報社からペーパーバックの普及版も出ている。岩波文庫版は誤訳が多く、読んでも意味がわからない。

たものを「付加価値」と言う。付加価値を経済全体にわたって集計したものが GDP(国内総生産)である。

図 2 で表されている小経済を産業連関表の形で表すと、表 1 のようになる。この表の縦の列は産業を表す。

表 1 眼鏡枠製造小経済の産業連関

(単位:万円)

	中間投入			最終需要	粗産出
	材料	部品	眼鏡枠		
材料	0	1000	1000	0	2000
部品	0	0	5000	0	5000
眼鏡枠	0	0	0	20000	20000
付加価値	2000	4000	14000		20000
粗産出	2000	5000	20000	20000	

この小経済は材料産業と部品産業と眼鏡枠産業から成っている。材料産業は 2 社からなり、何も投入せずに材料を 2000 万円作っている。部品産業では材料を 1000 万円投入して部品 5000 万円作っている。眼鏡枠産業は 2 社からなり、1 つ (A 社) は部品 5000 万円を投入して眼鏡枠を 1 億円作っており、もう 1 つ (Y 社) は材料 1000 万円を投入して眼鏡枠を 1 億円作っている (もちろん途中で自社内で部品も作っているのだが、それは表に現れない)。材料産業では何も投入しないから売上がそのまま付加価値で、付加価値 2000 万円、部品産業では付加価値 4000 万円である。眼鏡枠産業の付加価値は売上の 2 億円から中間投入 6000 万円を引いた 1 億 4000 万円である。これら付加価値の合計が 2 億円になる。

表を横に見ると、1 つの行は 2000 万円の材料がどこに用いられ消費されるかを示している。すなわち、部品製造業に 1000 万円用いられ、眼鏡枠産業に 1000 万円用いられて全部が消費されている。部品 5000 万円は、眼鏡枠産業に 5000 万円用いられて全部消費される。眼鏡枠は、どの産業にも用いられず、最終消費者によって 2 億円消費される。中間投入以外の需要を「最終需要」と言う。最終需要は眼鏡枠だけからなり、その額は 2 億円である。行の合計の粗産出は列の合計の粗産出と等しいはずだから、粗産出の合計は横に足しても縦に足しても同じく 2 億 7000 万円である。そこから中間投入の合計を差し引いたのが、付加価値の合計であり、最終需要の合計でもあるから、総付加価値と総最終需要は必ず等しい。付加価値の合計が GDP だったから、

$$GDP = \text{最終需要}$$

となる。

この小経済では、最終需要は眼鏡枠だけだから消費需要と言ってよいだろうが、現実経済では、企業が機械・設備や建物を設置する投資需要も、政府支出も、外国からの需要である輸出も最終需要を構成する。輸入は外国への需要だから控除項目となり、

$$\text{最終需要} = \text{消費} + \text{投資} + \text{政府支出} + (\text{輸出} - \text{輸入})$$

となる。

GDP は付加価値だと言ったが、付加価値は売上から中間投入を差し引いた残りだから、そのまま、その付加価値を生んだ産業に携わる人の所得になる。具体的には、労働者の賃金と企業の利潤になる。そこで、

$$GDP = \text{所得} = \text{最終需要}$$

である。

これは、会計上必ず成り立つ恒等式であるが、その大きさを決めるメカニズムについて、右から左への因果関係を見たのがケインズである—つまり、最終需要が生産と所得を決めると。需要がないと、物は作られない

し、したがって所得も生まれぬ。これは当然のことのように見えるが、ケインズ以前の経済学の常識では、供給が需要を超過したときには、市場の調整が働いて、供給と需要とが一致し、そこでは生産したものは全部売れると考えられた。ケインズはこれを否定した。労働も含めてすべての財・サービスを含んだ経済全体について、供給しようとするものがすべて需要されることを保証するメカニズムは存在しないというのがケインズの発見である。例えば、1つの商品について、供給が需要を超過するとき、その価格が下がって、需要が増え、供給が減って、供給が一致することがあるかもしれない。しかし、すべての商品の供給が一般的に需要を超過するとき、すべての商品の価格が下がったら、収益の低下が予想され、悲観が蔓延して需要がさらに下がるだろう。また、そのときには賃金も下がるから、労働者への分配が減って、消費需要がさらに下がるだろうとケインズは考えた。最後に、あらゆる物価が下がったとき、貨幣の購買力が増すから商品への需要が増えるかもしれないという点については、貨幣への根強い需要があって、それは阻止されるだろうとケインズは考えた。貨幣への根強い需要をケインズは「流動性選好」と呼んだ。流動性選好とは、不確実な世の中で、商品よりも貨幣を人が持ちたがることである。何しろ、 $G-W \dots W'-G'$ 、貨幣こそ資本の目的なのだから。

ともかくケインズは需要が生産を決める体系を描いた。需要が不足すると、生産が縮小する。生産が縮小すると、雇用も縮小するから、失業が生まれる。GDP= 所得を Y と書き、需要項目の消費を C 、投資を I 、政府支出を G 、輸出を X 、輸入を M とすると、上で述べた関係は、

$$Y = C + I + G + (X - M) \quad (1)$$

と書ける。需要のうち、消費需要だけは、所得に依存するとケインズは考え、所得が増えると消費は増えるが、所得増加分がすべて消費に向かうとは限らず、一部は貯蓄されると考えた。所得のうち消費される割合を「消費性向」と言い¹⁰、これを c とすると、 $C = cY$ だから、これを (1) に代入して、 cY を移項して整理すると、

$$Y = \frac{1}{1-c}(I + G + X - M)$$

が得られる。需要のうち、所得に依存しない項目である $I + G + X$ が増えたり減ったりすると¹¹、その $1/(1-c)$ 倍所得が増えたり減ったりする。この $1/(1-c)$ を「乗数」と言い、所得に依存しない需要項目の動きによって所得が決まるこのメカニズムを「有効需要の原理」と言う。

ケインズは、民間の投資 I が予想収益に依存して特に変動しやすく、それが所得を大きく変化させ、雇用を不安定にすると考えた。予想収益が高く楽観が支配するときには投資は大きくなり、予想収益が小さく悲観的になると投資は縮小される。それによって雇用が大きく変動する。投資 I が少なすぎて、所得が下がり、失業が発生しているとき、投資の不足を政府支出 G の拡大で補うことができることが、上の式からわかるだろう。不況時に財政を拡大するというケインズ政策がここから出てくる。

所得から税 T が徴収されるとして、(1) の両辺から T を引いて、 $C + I$ を左辺に移項すると、

$$Y - T - C - I = G - T + (X - M)$$

となるが、 $Y - T - C$ は民間の貯蓄と見なしてよいから、これを S と書けば、

$$S - I = (G - T) + (X - M)$$

となる。これは

$$\text{民間黒字} = \text{政府赤字} + \text{貿易黒字} \quad (2)$$

¹⁰ 厳密に言うと、ケインズは「限界消費性向」を使って変化分について議論している。

¹¹ 輸入 M についてここでは追及しないが、輸入は所得に依存すると考えられている。

を意味している。これは必ず成り立つ会計上の恒等式である。民間の貯蓄が投資を超過して民間黒字があるとき、政府赤字と貿易黒字の合計が正でなければならない。もし貿易黒字が0であれば、必ず政府赤字が存在する。民間が黒字のときはそれは必然である。このときもし無理に財政赤字を減らそうとすると、有効需要の原理に従って、所得が縮小する他ない。それは失業を拡大させるだろう。だから、財政赤字は悪ではなく、民間が黒字のときは、雇用を維持するためにそれは必要なのである。これが、民間需要不足のときの政府支出の役割についてのケインズ理論の基本認識である。MMTもこの認識を共有する。

8 機能的財政論

ケインズ理論が登場すると、不況時の財政拡大政策は急速に受け入れられるようになった。しかし、ケインズ理論の支持者達(ケインジアンと呼ばれる)の多くは、政府赤字が必要なのは不況時だけで、そして不況は景気循環の一面面であって、不況と好況とは繰り返すものだから、不況時に作った財政赤字を、好況時の黒字で解消し、循環の全体を通じては財政を均衡させるべきだと考えていた。今も多くのケインジアンはそう考えている。その政策は、好不況の振幅が大きいと痛みが大きいので、振れを小さく均すことを狙うものである。この政策を「反循環政策」と呼ぶ。

この反循環政策を否定したのが、アバ・ラーナーである。ラーナーは、健全な財政という概念を否定し、財政の結果と効果だけで財政を見るべきだと主張し、そのような見方を「機能的財政論(functional finance)」と呼んだ¹²。ラーナーによれば、財政の第1の責務は、完全雇用を実現するような総支出額を維持することである。財政の黒字赤字に善悪はなく、経済の総支出額という結果だけを見ればよいと言う。税もそのような効果だけで見ればよい。第2の責務は、公衆がもっと少ない貨幣を持ちもっと多い債券をもつのが好ましいときにだけ、政府は借金すればよい(つまり国債を発行すればよい)。好ましいときは、そうしなければ、利子率が低くなりすぎるときという意味である。利子率が低すぎると過剰な投資を誘発しインフレが起こる。そうでない逆の場合には(つまり貨幣を増やしたほうがよい場合には)政府は借金を返すか、金を貸すかすべきだ。紙幣を刷ることは支出を意味しない。支出は第1法則の方で規制されている。

第2の責務についてラーナーが言っていることは、現代の制度で言えば、中央銀行が国債を売ったり買ったりする公開市場操作で行われることである。中央銀行が国債を買えば、民間銀行が、国債の代わりに中央銀行預金という通貨を持つことになる。ラーナーが「政府は借金を返すか、金を貸すかする」と言っている事態は、これを指している。逆に、「公衆がもっと少ない貨幣を持ちもっと多い債券を持つ」というのは、中央銀行が国債を売ることによって実現する。

健全な財政というものはないとラーナーは言う。財政が収支均衡する必要はない。それに代わって、第1に、失業とインフレをともに防ぐような総支出額を実現すること、第2に、政府の借入量を調整し、公衆がもつ貨幣と国債との割合を調整することによって、最も望ましい投資水準を実現するような利子率にすること、第3に、以上の2つを実現するために、貨幣を印刷し保蔵あるいは破壊すること、この3点を追求すればよいのだと。

北欧学派は、財政を景気刺激のための「呼び水」と見なし、需要不足時には財政赤字で需要を補填するが、完全雇用時には財政を黒字にして、長期をならずと均衡財政になるようにするという「反循環政策」を主張する。しかし、1年だと均衡財政では完全雇用にはならない—これを反循環政策論者は肯定する—が、10年なら均衡財政で完全雇用になる—反循環政策論者はこれを期待している—という保証はないじゃないかとラーナーは言う。

¹² Lerner, A. (1943), 'Functional finance and the federal debt', *Social Research*, 10 (1), pp. 38-51.

インフレを防ぐ以外の目的で課税を用いるべきでないし、利子も借金で払って何の問題もないと彼は言う。公衆が金を貸そうとしている限り、公債残高はいくら増えてもよい。公衆が貸したがないということは貨幣保蔵したがつているか、支出したがつているかどちらかである。保蔵したがつているのなら、紙幣を刷ればよく、公衆が支出したがつているのなら、政府が支出するために金を借りる必要はなく、課税すればよい。機能的財政は単純で半自動的なものだ。ハンセンは、「財政を赤字にしても、赤字財政によって生まれる所得から税が払われるから大丈夫だ」と言うが、そんな言い方をすると、機能的財政への反対論が出てくるのだ。

公債の利子を税で払わなければならない理由はない。税が必要なのは支出が多すぎるときだけだ。利子を借金で払えばよく、負債の大きさは問題ではない。負債残高が 10 兆ドルになり、その利子が年 3000 億ドルになったとしよう。実物の所得が 1500 億ドルだとすると、その 2 倍の利子支払があるわけだが、この利子支払は社会に何の負担も与えない。この利子所得を含めて貨幣所得が 4500 億ドルあるのだから。この所得から 3000 億ドルを税でとって利子を払えばよい。人々は 1500 億ドルの実物の支払をしている。これだけの物しかないで、これに支出し消費する。もっとも、こんな大きな残高になる前に負債の伸びは抑えられるだろうが。

利子を税で払わなければならないという観念の裏に、公債残高の対所得比率に「合理的な」あるいは「制御できる」限界があるという考えがある。幸いなことに機能的財政がインフレを防いでいる限り、そのような限界はない。

最後に、負債が必ず増えるという理由はないと言う。

1. 紙幣印刷なら負債は増えない (返済の必要はない)。
2. 常に完全雇用が保たれるという安心感が投資を促し、財政赤字の必要を減ずる。
3. 公債が増えるとともに私的資産が増えるので、自然に税が増える。
4. 私的資産が増えると貯蓄の必要が減り、支出が増える。
5. 私的資産の拡大をしたくなければ富者に課税すればよい。

以上がラーナーの機能的財政論である。

9 雇用保障政策

完全雇用と物価安定が財政の役割であるという機能的財政論の立場を、MMT は全面的に受け入れている。失業があれば、需要不足を補うために財政支出を増やし、インフレが起これば、需要を減らすために増税する (財政支出を減らしてもよいが) というわけである。

MMT は、この 2 つの目的を同時に、そして自動的に達成する政策枠組を提唱している。それが「雇用保障・最後の雇い手 (JG/ELR: job guarantee/employer of last resort) プログラム」というものである。それは、常に、一定賃金で政府が無制限に雇用するという政策である¹³。そこでは、その「一定の」賃金で働きたい人は全員雇われる。何が完全雇用かという完全雇用の定義は常に曖昧さを伴うが、この政策の下では、その賃金で働きたい人が全員雇われていることをもって完全雇用と定義するから、原理的に常に完全雇用である。また、その「一定の」賃金がアンカーとなって物価を確実に安定化するという。

民間の景気が悪く、失業が生まれると、失業者は、政府の提示する賃金でよければ全員雇われる。民間の景気が良くなると、政府に雇われていた労働者が民間に移っていく。

かつて金本位制が、金の一定量の名目価値を固定することによって、物価を縛り付けたように、この制度は、労働の名目価値を固定する。だから、これを労働本位制と呼んでもよい。自動的に完全雇用と物価安定を

¹³ Wray 2012 前掲書, pp221-222.

実現する制度である。本当にそんなにうまく行くのかという点については後で述べるが、金本位制がなぜ崩れたかに触れておこう。

貨幣価値を金のある重量に固定すると、金と他の商品との相対価格が変わると物価が変わることになる。金の価値が他の商品に比べて高くなると、金で固定された貨幣で測って、他の商品の価格が下落することになる。つまり、デフレ傾向を生む。良質の金鉱山が枯渇して金の稀少性が高まると、他の商品の価格は下がりがちになるのである。物価下落予想は資本の予想収益率を下げるので投資需要を減らす。金本位制のデフレ傾向が経済の安定を損ねるのである。

労働本位制も、労働の他の商品との相対価格の動きによって、需要に有害な影響を持つ場合がありうる。労働生産性が上昇するとき、他の商品の労働に対する相対価格は下がるだろう。このとき貨幣価値を労働に固定すると、やはりデフレ傾向が生じる。物価安定を目指すなら、労働生産性と同じ率で労働の貨幣価値を引き上げてやらないといけないうらう。

10 物価の制御

物価の制御は中央銀行の役割だと普通思われている。2013 年以来黒田総裁の下で日本銀行が取ってきた政策も、物価が年 2% 上昇することを目標にして、いろいろな策を打ち出してきたのだから、物価を動かせると思っているわけである。実際、物価は意図通りには全く動かなかったのだから、その考えのどこかに問題があるのではないかと思うのが当然である。

中央銀行が行っているのは貨幣政策 (monetary policy)¹⁴ であるが、貨幣政策で物価が制御できると思われたのは、物価が貨幣現象であるとみなされたからである。物価が貨幣現象であるという見方の最も古典的なものは貨幣数量説と呼ばれるものである。それは、貨幣の量が物価を決めるというもので、インフレは貨幣量を増やしすぎるから起こり、デフレは貨幣量を減らしすぎるから起こると考える。

商品貨幣説を採るなら、貨幣数量説はわかりやすい。貨幣は元来商品だったが、貴金属がその役割を専ら担い、さらに、「円」とか「ドル」といった、貴金属に刻印された名称が貨幣を表すようになり、さらに紙幣がその代わりに用いられるようになると、貨幣の単位は商品価値という根拠から離れて自由になる。そうすると、貨幣と諸商品との交換比率を決めるものは、世の中に存在している「総円」や「総ドル」と、諸商品の総量との比率しかなくなり、総円が増えると、1 円あたり商品量が減る、つまり物価が上がり、総円が減ると、物価が下がるというのはわかりやすい論理である。

ケインズは貨幣数量説を否定していた。彼は、物価の動きも有効需要の原理の中で考えた。つまり、有効需要が増えると、その増加分の幾分かは雇用増加によって吸収されるが、幾分かは、物価の上昇によって吸収されると言ったのである。そして、貨幣数量説を無意味な命題と見なした。ミルトン・フリードマンに代表されるマネタリストは、1970~80 年代に、インフレーションは長期的には純粋に貨幣現象であるという考えを復活させた。そして、貨幣量を一定率で安定的に成長させることによってインフレを制御する政策を主張した¹⁵。

MMT では、貨幣は、誰かがあらかじめ財源を用意せずに—政府が税を取らずに、また民間主体が借金して—支出した時に生み出されるものだから、貨幣量をそもそも中央銀行が制御できるとは考えない。貨幣量は支出に追随するのである。支出が先にあるので、支出しようという意図が、それに応じて財を提供しようという意図を上回れば、価格が上がる可能性がある。これが物価を動かす。だから、物価は貨幣現象ではなく、実物現象と捉えられる。財政は、支出を増やしたり税を課したりして、実物の需給に直接影響を与えるのだから

¹⁴ 日本ではふつう 'monetary policy' を「金融政策」と訳しているが、「貨幣政策」の方が原語に忠実だし、指す中身ともよく合っている。

¹⁵ Friedman, M. (1968), 'The role of monetary policy', *American Economic Review*, 58, pp 1-17.

ら、財政政策こそ、物価に影響を与えると見なされる。

物価の動きに影響する要素がいろいろあって一筋縄にはいかないが、需要が供給能力を超えると物価は上がるだろうということが考えられる。この点では、政府が支出を増やせば、それは需要増加要因だから、物価を上げる傾向をもつが、政府支出増加は即貨幣量の増加を意味するから、物価上昇と貨幣量増加とが同時に起こっているよう見える。民間の支出増加も需要増加要因だから物価を上げる傾向をもつが、民間支出増加が銀行融資によってまかなわれる場合は同時に貨幣量が増えているから、この場合も物価上昇と貨幣量増加とが同時に起こる。こうして、貨幣量の増加が物価上昇を起こしているように見えるかもしれないが、先に見たように、貨幣量は実物への支出に追随するのであり、実物の需要増加が先にあるのである。

ともかく、MMTでは、インフレが亢進したら増税するという財政政策が基本となる。税をインフレ抑制のためだけに使えという機能的財政論の中にある。とはいえ、JG/ELR政策が実施できれば、物価の制御は雇用政策の中で自動的に実現され、そのような裁量的政策も必要なくなる。

11 インフレーションについて

しかしながら、実物の需要と供給との関係が物価の動きを決めると言えるほど現実には単純ではない。かつては、失業率が下がると物価上昇率が上がり、失業率が上がると物価上昇率が下がるといういわゆるフィリップス曲線が安定的に観察された。そのような時代には、完全雇用に近づくともインフレ率が上がるというのが、物価についての最も重要な関係だったかもしれないが、近年はだいぶ傾向が変わってきた。新型コロナウイルス感染症蔓延が起こる直前の日本経済を見ればわかるように、完全失業率2.4%の超完全雇用で、明らかな人手不足が多く分野に存在したのに、賃金も物価もなかなか上がらず、2017年から2019年の間、消費者物価上昇率が1%を超えることはなかった。

だから、物価は単純に総需要と総供給との関係で決まるものではない。もっとミクロの経済構造が影響しており、インフレ体質だった時代と今の時代とで何かが変わったのだと思われる。考えられる要因は、競争の状態と生産性上昇の状態の2つである。

日本の高度成長時代には物価が著しく上がったが、当時先進国でも同様の傾向が見られた。ガルブレイスは、『アメリカの資本主義』（原著1952、著作集第1巻、TBSブリタニカ1980）で、第二次大戦後のインフレーションをどう説明するかという問題を提起した。現代のインフレーションの特徴は、急激なインフレではなく、持続的な長く続くインフレであり、不況でも物価が上がり、消費者物価が卸売物価よりも速く上昇するというものである。古い物価理論である貨幣数量説に基づけば、貨幣供給の過剰が物価上昇の原因であるはずだが、マルクスやケインズが批判したように、因果関係が逆であり、貨幣数量説が妥当するのは完全雇用の場合だけだと述べた。そして、現代のインフレーションの原因として、市場の寡占化で、生産者が価格を決める管理価格が一般的になっていることと、ケインズ政策の普及で不況が起こりにくくなっていることを挙げた。

伊東光晴は、1966年に出した『新しいインフレーション』で、

1. 寡占という状況下で
2. ケインズ政策と管理通貨制度の下で
3. 生産性上昇率の部門間の差が存在する場合に、

次のようにしてインフレーションが起こると述べた。すなわち、完全競争の古典的資本主義の下では、生産性が上昇した部門の価格は下がり、生産性の停滞する部門の価格が不変に保たれるのに対して、現代資本主義では、生産性が上昇する部門—主として製造業—の市場が寡占的なので、生産性上昇にもかかわらず価格が下がらない。そうすると、その部門では以前よりも高い賃金を払うことができるようになる。これは、生産性が上

がらない部門—サービス業など—との間に賃金格差を生じる。生産性が上がらない部門はそのままでは労働者をつなぎ止めることができない。そこで、その部門の賃金は上がっていくが、これはその部門の価格を上昇させる。そして、ケインズ政策によって不況が抑えられ、管理通貨制度によって十分な貨幣が供給されることがインフレを可能にすると。

このインフレ理論を「生産性上昇率格差インフレ説」という。ケインズ政策と管理通貨制度という条件の中で、寡占下での生産性上昇率格差がインフレをもたらすわけである。ガルブレイスは、寡占企業による市場支配を抑えようとする反独占政策は成功しなかったとし、むしろケインズ政策を抑制することを主張した。その代わり失業へは福祉政策によって対処すればよいと述べた。伊東光晴は、いくつかの産業の国有化も示唆した。

インフレが生産性上昇率格差によって起こったのだとすれば、生産性上昇率格差の小さいときには、インフレは起こらない。これが現在の状況であるという説明が可能である。また、地球規模で経済が一体化することによって、寡占企業が世界的競争にさらされ、価格設定力が弱まった。製造業では生産性上昇は起こり続けているが、生産性が上がる部門の経済全体に占める割合が小さくなって、大きな影響をもたなくなった。また、生産性上昇が、一定の資源を投入したときの生産量の増加として、つまり量の拡大として現れるよりもむしろ、製品の品質や性能の改善として現れ、労働者1人あたり名目付加価値が増えなくなった。そうすると、生産性上昇率格差も発生しない。

要するに、近年はインフレが起こりにくくなっている。これは日本だけの現象と思われていたが、先進国全般に広まってきたようだ。少なくともコロナ禍前の状況では、各国がそのような傾向に収斂しつつあった。コロナ後にどうなるかわからないが、それが先進国の長期的な傾向だとすると、インフレが起こるまで財政赤字を気にしなくてよいというMMTの考えはどう影響を受けるだろうか。ずっとインフレが起こらなかったら、いくらでも財政赤字を作ってよいということになるだろうか。ちょっと切り口を変えて、只飯(フリー・ランチ)が食えるかという問題を考えてみよう。

12 只飯は食えるか

冒頭に紹介したように、ローレンス・サマーズが『ワシントン・ポスト』2019年3月5日でMMTを批判した。すなわち、

MMTは、中央銀行が資金をまかなって経済への負担なく雇用保障ができるという馬鹿げた主張をしている。つまり只飯(フリー・ランチ)が食えるというわけだ。それは何段階も間違っている。1) 紙幣を刷ることによって政府がゼロコストで資金を調達できると言っている。しかし現実には利子を払っている。貨幣の多くは銀行預金であり、政府はその量をコントロールできない。2) 政府が単に貨幣を創造できるというのは正しくない。すべての新興国が経験したように、ある一点を超えると超インフレになる。3) 閉鎖経済を仮定している。MMTに従うと為替率が崩壊する。

と述べている¹⁶。

ここでの批判の多くには、MMTは容易に反論するだろう。例えば、国債に利子を支払っているのは当然であり、貨幣と国債とをどれだけ公衆に持たせるかを利子率によって制御するという機能的財政論に対して、この議論は何の批判にもならない。「貨幣の多くが預金であり、その量をコントロールできない」というのは、まさにMMTが主張していることである。これは誰に対する批判なのか。商品貨幣説に対して言っているか

¹⁶ L. Summers, 'The left's embrace of modern monetary theory is a recipe for disaster; Modern monetary theory is the "voodoo economics" of our time', Washington Post 2019年3月5日。

のようである。「ある一点を超えると超インフレになる」の「ある一点」とはどこなのか。日本の公債残高はその一点を超えているのか。この点を説明する理論はない。MMT は「閉鎖経済を仮定」などしていない。為替率が崩壊する可能性については後で述べる。

ともかく、MMT は財源を気にせずに財政支出してよいと言っている、それは只飯が食えると言っているように聞こえる。しかし、貨幣が負債であり、負債を発行して物を得るとき、誰もが只飯を食っている。先に自分の労働で貨幣を獲得して後に飯を食う場合は只飯ではないが、みんながそうしたら、世の中に貨幣残高が存在しないので、誰かが只飯を食った結果貨幣が存在しているのである。貨幣的に見ればたしかにそうである。

しかし、只飯とはそういう問題か。飯を食った人は只で食ったかもしれないが、飯を作るには労働が投じられている。他の資源も投じられている。飯を獲得するには、必ず社会のどこかで資源が費やされている。労働やその他の資源の費えのことを「費用」と言うのであれば、飯には費用がかかっている。実物的に見れば飯は決して只ではない。

財政赤字下で完全雇用に達し、人手不足、物不足でもインフレが起こらなかったとき、さらに政府支出を増やして物資や人手を調達しようとするれば、民間で市場向けに提供されていた物やサービスの供給から資源を引き抜いて、公共サービスに振り向けようとすることになる。災害復興や、オリンピックのための公共投資は物不足を引き起こした。医療資源を新型コロナ対策に振り向けようとするれば、他の医療が手薄になる。学校教員を増やそうとするれば、民間企業に就職する人を減らさなければならない。これらは真の費用であり、これが本当の「只飯が食えるか」問題である。そして、これらは貨幣とも物価ともあまり関係がなさそうだが、インフレが起こるかどうかと別には別に考えなければならない問題である。

13 政府債務残高

クルーグマンは、2019年2月12日の『ニュー・ヨーク・タイムズ』に「機能的財政論のどこが間違いか」という論考を発表した¹⁷。そこで、

負債については、経済の持続可能な成長率が利子率より高いか低いかにより多くが依存するだろう。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負債が雪だるま式に増える可能性がある。負債は無限に大きくなることはできない。それは富全体 (total wealth) を超えることはできない。残高が増えれば増えるほど、人々はますます高い利子を要求するようになるだろう。つまり、あるところで、負債の増加を止めるために十分大きな基礎的財政黒字 (primary surplus) の達成を強いられるのである。

と述べている。

ここに出てくる、成長率が利子率よりも高いというのは、財政の持続可能性に関するドーマーの条件と呼ばれるものである。公債残高を B 、名目 GDP を Y 、基礎的財政収支 (プライマリー・バランス) — 税金・税外収入と、公債費 (公債の元本返済や利子の支払いにあてられる費用) を除く歳出との収支のこと — の対 GDP 比を α (黒字なら正)、名目 GDP 成長率を g 、公債の利子率を r とするとき、

$$\Delta \left(\frac{B}{Y} \right) = -\alpha + (r - g) \frac{B}{Y} \quad (3)$$

¹⁷ Krugman, P. (2019), 'What's wrong with functional finance? (Wonkish)', *The New York Times*, Feb. 12, 2021.

である¹⁸。つまり、公債残高の対 GDP 比は、基礎的財政収支の赤字に、利率マイナス成長率を公債残高の対 GDP 比にかけた分だけ増えていく。増えていってもどこかに収束するのなら持続可能と言っても良いかもしれないが、発散するのなら持続可能ではない。(3) の両辺に Y/B をかけると、

$$\frac{\Delta(B/Y)}{B/Y} = -\alpha \frac{Y}{B} + r - g$$

となる。この式の左辺は公債残高の対 GDP 比の成長率を表している。基礎的財政収支が赤字のとき、つまり $-\alpha > 0$ のとき、 B/Y が大きくなっていくにつれて、右辺の第 1 項 $-\alpha Y/B$ ははだんだん小さくなっていくが、 $r - g$ が一定なら、公債残高の対 GDP 比成長率が $r - g$ を下回らないことを、この式は示している。よって、 $r - g$ が正で一定なら、 B/Y は発散する(成長率一定ならすべてのものは発散する)。クルーグマンが「雪だるま式に増える」と言っているのはこのことを指していると思われる。それを防ぐには、 α を正にしてかつ十分大きくしなければならない、つまり、 Y/B の低下にもかかわらず、 $-\alpha Y/B + r - g$ を 0 に持っていくくらい十分大きくしなければならないと言っているわけである。

ところで、日本の α, g, r は表 2 のとおりである。14 年間で基礎的財政収支が黒字になった年も一度もない

表 2 日本の基礎的財政収支の対 GDP 比、成長率、利率、公債残高対 GDP 比

年	α	g	r	B/Y	$-\alpha Y/B + r - g$
2005	-4.3%	0.8%	1.4%	1.367	3.7%
2006	-3.0%	0.6%	1.4%	1.367	2.9%
2007	-2.7%	0.4%	1.4%	1.375	3.0%
2008	-3.8%	-4.0%	1.4%	1.439	8.1%
2009	-9.3%	-3.4%	1.4%	1.592	10.7%
2010	-8.6%	1.5%	1.3%	1.656	5.0%
2011	-8.3%	-1.1%	1.2%	1.721	7.1%
2012	-7.5%	0.1%	1.2%	1.793	5.3%
2013	-7.0%	2.6%	1.2%	1.827	2.4%
2014	-4.9%	2.2%	1.1%	1.846	1.6%
2015	-3.2%	2.8%	1.1%	1.856	0.0%
2016	-3.0%	0.8%	1.0%	1.885	1.8%
2017	-2.6%	2.0%	1.0%	1.888	0.4%
2018	-2.2%	0.1%	0.9%	1.921	1.9%

注) α と r と B/Y は財務省『日本の財政関係資料』(2020年7月)から。
 B/Y は「国・地方の公債等残高対 GDP 比」。 g は 2018 年度国民経済計算から。

¹⁸ $B = (B/Y)Y$ だから、 $\Delta B = \Delta(B/Y)Y + (B/Y)\Delta Y$ 。よって、

$$\Delta\left(\frac{B}{Y}\right) = \frac{\Delta B}{Y} - \frac{B}{Y} \frac{\Delta Y}{Y}$$

ところで、 $\Delta B = rB - \alpha Y$ だから

$$\Delta\left(\frac{B}{Y}\right) = \frac{rB - \alpha Y}{Y} - \frac{B}{Y} \frac{\Delta Y}{Y} = -\alpha + (r - g) \frac{B}{Y}$$

し、名目成長率が利子率を上回ったのは2010年以降では5回あるが、 $-\alpha Y/B + r - g$ は常に0以上であり、クルーグマンが問題視した状況が続いている。だから、 B/Y は増え続けている。

ドーマー条件が意味するものについて、ランドル・レイは次のようなことを言っている¹⁹。まず、式(2)で、貿易黒字を0とすると、民間黒字は政府赤字に等しいから、政府赤字は必ず民間黒字とともにある。このことをレイは「タンゴは1人で踊れない(it takes two to tango)」と表現している。公債残高は同じだけの民間資産残高を生み出している。だから、政府赤字が持続可能でなければ、民間黒字も持続可能でない。ドーマー条件を用いて民間黒字の持続可能性を論じることのばかばかしさを、彼は、毎日5000カロリー摂取して2000カロリー消費する男の運命によって例証している。余分の3000カロリーが毎日1ポンド(0.45kg)体重を増加させるとすると、初めに200ポンド(90kg)あった体重は1年で565ポンド(254kg)になり、100年で36700ポンド(16500kg)になり、10万年経つと、36,700,000ポンドになる。これは持続可能でない。しかし、実際はそれは起こらない。第1に、彼は永遠には生きない。第2に、大きくなると、代謝が変わって、多く消費するようになり、少なく吸収するようにもなる。第3に、意識してダイエットすることもできる。同じように、民間資産が増えると、支出が増え、それが物価を上げるかもしれないから、名目成長率 g が上がるだろう。所得が増えると、税収が増えるから、 α は増えるだろう。政府は増税することもできる。これも α を増やす。政府(と中央銀行)は利子率 r を下げることもできる。だから、 B/Y の成長はどこかで修正される。実際、日本の B/Y の成長は、上の表2にも現れているが、だんだん鈍り、一定値に近づいているように見える(コロナ禍で跳ね上がるだろう)。

公債残高が所得の67倍にもなった極端な場合をラーナーが挙げていたことを上で述べたが、その資産から民間が得る所得に課税して利子を払えば何の問題もないということであった。

14 利子率と貨幣政策

クルーグマンは、上に紹介した『ニュー・ヨーク・タイムズ』の論考で、機能的財政論全般を批判している。クルーグマンは、機能的財政論のラーナーが、財政政策と貨幣政策との間のトレードオフを無視していると言う。ラーナーは、利子率は、「最も望ましい投資水準」を実現するような値に設定されるべきで、完全雇用と物価安定は財政の役割だと言うが、何が最も望ましい投資水準なのかについて、彼は何も言わないとクルーグマンは批判する。ゼロ金利下で望ましい利子率水準について議論するのは無駄だということかもしれないが、金利が正という「一般的な」状況では、機能的財政論とは反対に、政治的制約が、財政支出と税を決め、完全雇用と物価安定という役割は、利子率設定という貨幣政策に委ねられるのだと述べた。

「最も望ましい投資水準」が何を意味するかについてラーナーははっきりとは述べていない。しかし、上で述べたように、彼は、公衆がもっと少ない貨幣を持ち、もっと多い債券をもつのが好ましいときにだけ、政府は国債を発行すればよいと言った。その「好ましいとき」というのは、そうしなければ、利子率が低くなりすぎるときという意味であった。利子率が低すぎるとは、過剰な投資が誘発されてインフレが起こるときであった。

先に説明したケインズの有効需要の原理では、所得から独立の需要項目の変動が経済活動の規模の変動を引き起こす。今外国からの需要を無視すれば、民間投資と政府支出が生産の大きさを決め、所得を決める。そして、民間投資が不足して、生産が縮小し、失業が生じているとき、政府支出で補うというのが、ケインズの財政政策であった。ところで、ケインズは、民間投資が、予想収益に依存して大きく動き、それが経済変動の主因だと考えたが、もっと細かくは、予想収益の率が利子率よりも高ければ、投資が進み、予想収益の率が利子

¹⁹ Wray, R. (2012), *Modern Money Theory: a Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, Palgrave Macmillan, pp.66-71.

率を下回るようになると、投資が減ると述べたから、利率の高さもまた投資を左右する要素になっている。利率が下がれば投資が増え、利率が下がると投資が減る。利率は貨幣政策で動かせるから、貨幣政策もまた、投資の増減を通じて生産を左右することになる。

ラーナーは当然これを知っていただろう。だから、インフレを防ぐという局面については、利率を上げるべく、国債を売る政策を採れと言った。しかし、その局面についてしか利率政策に言及しない。それはなぜかということ、失業が生じている局面では、民間投資の利率への反応が小さく²⁰、利率を下げても十分な投資が生まれないので、是非とも財政支出の増加が必要とされるからだろう。インフレ局面でも、財政政策が主で、利率の操作は従だというのがラーナーの見解のようだ。それに対して、クルーグマンは、財政政策には政治的制約があるから、通常は、貨幣政策が、失業局面でもインフレ局面でも主になると言っているように見える。確かに、インフレ局面ですぐ増税というのは難しいかもしれない。その意味で、民主的手続きを必要としない利率引き上げの方が機動的であろう。しかし、そのあとで需要を抑制するのに、財政赤字を減らすのが直接的で効果があるのは間違いないと思われる。

とりわけ、1999年以降の日本のように、ゼロ金利でなお需要が足りないときに、貨幣政策には打つ手がない。そのような場合にも貨幣政策が主になるべきだという観念が強くあったがゆえに、日本銀行の政策への批判が繰り返された。クルーグマンも、1998年に、日本経済について次のように主張した。すなわち、日本は、積極的な財政支出を行って来て、また、政策金利がほとんどゼロにまで下げられているのに、投資が十分に増えず、不況から抜け出せない。これは「流動性の罠」である。このような状況で有効な政策は、インフレ期待を起こすことしかない。つまり、インフレが起こると人々に思わせることしかない、と。そして、インフレ期待を起こすための政策は、日銀が、「長期的なインフレの目標値を設定することで、その目標を達成するためにはなんでもするぞ、という意味を表明すればいい」と²¹。この、金融緩和によって、人々の心理の中にインフレ期待を作り出す政策の提案が、これが、2013年以降の黒田日銀政策の元になっている。機能的財政論やMMTなら、決してそういう発想は出てこない。

クルーグマンは、失業がある場合も、財政支出を増やすと利率が上がると言っているが、MMTはそれを否定する。ケインズも投資の増加(財政支出も含む)は利率を引き上げないと力説したが、貨幣当局(や銀行組織)が引き締めたら利率が上がるのであって、貨幣当局が利率を一定に維持する管理をすれば、利率は上がらない。

15 為替率

エプシュタイン²²は、次のような批判を行っている。

- MMTが提唱するマクロ経済政策を適用できる国は、自国通貨が国際通貨として機能するごく少数の国々だけである。変動相場制の隔離効果は完全なものではない。
- MMTが提唱するマクロ経済政策を適用できる可能性の最も高い国はアメリカであるが、アメリカのもつ「法外な特権」はいつまで続くか疑問である。

²⁰ そのことは繰り返し実証されているが、初期の研究に1930年代のオックスフォード調査がある(伊東光晴『ケインズ』岩波新書1962年、168-169頁)。

²¹ Krugman, P. (1998a), 'It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap', *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 137-203 (ポール・クルーグマン、ラルス・E・O・スヴェンソン『クルーグマン教授の<ニッポン>経済入門』山形浩生訳、春秋社2003、12-114頁)。Krugman, P. (1998b), 'Further notes on Japan's liquidity trap' (ポール・クルーグマン、ラルス・E・O・スヴェンソン『クルーグマン教授の<ニッポン>経済入門』山形浩生訳、春秋社2003、141頁)。

²² Epstein, G. A. (2019), *What's Wrong with Modern Money Theory: A Policy Critique*, Palgrave Macmillan (『MMTは何が間違っているのか?』徳永潤二・内藤敦之・小倉将志郎訳、東洋経済新報社2020年)。

- 低金利と豊富な流動性は金融不安定を招く。
- 財政赤字政策の限界は完全雇用水準に達したときに訪れる。

最後の点は、MMT のまさに主張するところで、MMT への批判になっていない。また、金融不安定は、MMT が提唱するマクロ政策に特有のものでなく、景気が加熱した時にはいつでも起こりうる。ここでは、初めの 2 つの批判に注目しよう。

アメリカの「法外な特権」とは次のことである。米ドルが決済通貨だとしよう。日本の企業 J が米国の企業 U から輸入するとき、J は日本の取引銀行である N 銀行の預金 (円) を引き落として送金する。N 銀行は、J の預金 (円) を減らし、同時に、N 銀行が米国の A 銀行に持っているドル預金を為替相場による交換比率で引き落としてもらう。A 銀行は、N 銀行の預金 (ドル) を減らして代わりに企業 U の預金を積み上げる。N 銀行の貸借対照表では、ドル預金 (資産側) と J の円預金 (負債側) とが減る。だから、日本の企業が輸入する場合には、N 銀行が A 銀行にドル預金をもっていなければならない。これに対して、米国の企業 U が日本の J から輸入する時には、A 銀行にある U の預金を引き落としてもらって代わりに A 銀行に N 銀行がもつ預金を積み上げてもらい、同時に N 銀行にある J の預金口座に円が積み上がる。N 銀行の貸借対照表でドル預金 (資産側) と J の預金 (負債側) とが増える。A 銀行の貸借対照表の資産に変化はなく、負債側の A 企業の預金が減って N 銀行の預金 (どちらもドル) が同額増えるだけである。A 銀行が外国通貨の資産をもっていなくても、U 企業は輸入ができる。これが「アメリカの法外な特権」の中身である。

米国以外の国の企業が輸入するためには、その国の銀行が米国銀行にドル預金をもっていなければならないが、その国からの輸出によってそれは貯まるから、十分な輸出があれば輸入に困ることはない。輸出がなくても、米国銀行から N 銀行が融資を受ければ、ドル預金をもつことはできる。しかし、融資は引き上げられる可能性があるから、累積貿易黒字が、輸入のための決済手段蓄積の確かな手段である。そうすると、世界の貿易を滞りなく行わせるためには、アメリカが十分な貿易赤字を累積させて、世界の銀行に豊富なドル預金を持たせることが必要だということになる。実際、アメリカはそれを行ってきたと言えるだろう。これは特権なのか、責任なのか。

MMT が提唱する、完全雇用と物価安定のための政策を行うとき、開放経済で問題になるのは、ちょうど完全雇用にしたときに貿易が赤字になりがちな国に何が起こるかということである。その国の通貨の価値が下がり始めるだろう。そのとき、N 銀行が A 銀行にもつドル預金が、A 銀行からの融資で得たものであって、輸入決済のためにドル預金を減らしてしまっていた場合、N 銀行のドル負債の価値は変わらず、円資産の価値が下がる。これを危険と見た A 銀行が融資の回収を急げば、ますます円が下がる。これが急激に起これば通貨危機である。ゆっくりと起これば、むしろ円切り下げによって、貿易赤字が解消に向かう可能性があり、円切り下げによる調整という手段がある分、完全雇用と物価安定を目指すマクロ政策は取りやすくなるというのが MMT の主張である。

上で述べたように、基軸通貨国が貿易赤字を続けて、世界にドルの豊富な流動性を供給することは、貿易を円滑にして、多くの国のマクロ政策の制約を緩めるのに役立つ。アメリカの「法外な特権」が崩れていった場合は、別の国の通貨が決済手段になるだろう。そのときは、その通貨をもつ国が貿易赤字を出す責任を負うことになるだろう。基軸通貨が 1 つでなく、複数になれば、責任も分散されるかもしれない。

通貨や債務の危機の問題も、(2) 式で考えるとよく整理できる。政府赤字を左辺に移行すると

$$(S - I) + (T - G) = X - M$$

すなわち

$$\text{民間黒字} + \text{政府黒字} = \text{貿易黒字}$$

同じことだが、

$$\text{民間赤字} + \text{政府赤字} = \text{貿易赤字}$$

となる。これはフローの式だが、フローの累積したストックについても同じ関係が成り立つ。貿易赤字が累積しているとき、必ず、民間赤字または政府赤字が累積していて、外国に債権者がいる。その債権者が一斉に「返済しろ」と言ってきたら、危機である。債務が政府にある場合、返済しようとして増税すれば、経済活動が縮小して失業が生じる。債務が民間にある場合、貨幣を回収しようとして一斉に物を売ろうとすれば、物が売れなくなったり、価格が下がったり、利率が上がったりして、これも不況と失業を引き起こす。

債務が自国通貨建てであれば、中央銀行がそれを買い取ることができる。中央銀行は通貨を創造して買い取ることができる。国債の場合は、制度上もそれは容易である。民間の債権を中央銀行が買い取るのは普通ではないが、政府が買い取って、その代わりに国債を中央銀行が買い取ってもよい。

しかし、米国のような、自国通貨が決済手段である国でなければ、対外債務が累積しているのなら、その多くは外貨建てである。債務が外貨建ての場合は、中央銀行がいくら自国通貨を発行しても、買い取することはできない。このときは、自国通貨が切り下がるという調整に委ねなければならない²³。自国通貨の切り下げによって、外国製品と競争できる生産物が増え、また、国内生産物の価格下落を防いで、雇用を維持できる。しかし、そこに至るまでに急激に通貨価値が下がると、輸入品の物価が急上昇して、生活が困窮するだろう。これが危機の害の中心である。だから、危機に至る前に為替調整を利用して対外赤字が累積しないようにすることが重要である。インフレの輸入を許容して雇用を守れるという点が、変動相場制の長所である。

何かの理由（インフレを嫌うとか威信を保つとか）で、変動相場制を採らず、自国通貨と外国通貨との固定相場での兌換を保証すると、対外債務が累積する危険が高まり、また、固定相場を維持するために、利率を維持したり、輸入需要を抑制したりしなければならないなど、貨幣政策も財政政策も自由を失い、失業が生じやすくなる。ギリシャのように、ユーロ圏で自国通貨を持たない国が、他国（主にヨーロッパの国）に対して輸入超過を続けると、累積債務が積み上がる。その返済を一斉に強いられると、危機になる。しかし、この場合も、ヨーロッパ中央銀行がギリシャの国債を買い取ることによって、危機を治めることができる。ドイツ人あたりがそれをけしからんと思って認めなければ、ギリシャは緊縮に甘んじなければならない。

通貨という点で、ギリシャの EU における立場は、地方の都道府県の日本における立場と同じである。都道府県は通貨を発行できないし、多くの県は日本の他の部分に対して輸入超過である。しかし、多くの県が他の都道府県に対して危険な純債務残高を負っているということはない。これは、財政上の移転があるからである。通貨の点ではギリシャと同じだが、財政の点では同じではない。また、ギリシャは国債を発行できるが、日本の県は自由に地方債を発行できない（国に規制されている）。これも財政上の違いである。だから、ギリシャにも財政移転を行う必要があると言われる場合もあるが、国債を発行する自由があるのだから、その国債をヨーロッパ中央銀行が買うという調整法があるのである。

16 低金利・低成長

日本で 2019 年から MMT に同調したり、MMT に好意的な議論を行ったりしているのは、藤井聡、中野剛志、松尾匡、井上智洋らである²⁴。左翼も保守も混じっている。共通点は「反緊縮」で、財政支出によって物価上昇率を高め、成長率を高めよと主張している。藤井聡は、政府支出で貨幣量を増やすことによってインフ

²³ たくさんの自国通貨との交換なら外貨建て債権を買い取れるかもしれないから。中央銀行は自国通貨の価値を下げる自由は持つが、自国通貨の価値を上げる自由は、たくさんの外貨をもっていない限り、ない。

²⁴ 藤井聡 (2019) 『MMT による令和「新」経済論』晶文社、中野剛志 (2019) 『奇跡の経済教室 [基礎知識編]』『奇跡の経済教室 [戦略編]』ベストセラーズ、松尾匡編 (2019) 『「反緊縮!」宣言』亜紀書房。

レ率を上げることができると言っている。そしてデフレ脱却のために物価上昇率を2~4%に引き上げて保てと言っている²⁵。まるで、日銀を批判して黒田総裁の政策を日銀にとらせたリフレ派のように言っている。松尾匡も、日銀が大胆な金融緩和をやらなかったことが日本を長期停滞に陥れた原因だったと主張している²⁶から、リフレ派であり、MMTに独自性はなく、MMTの主要命題はマクロ経済学の常識であると言っている²⁷。財政支出によって日本はもっと成長できるという主張の根拠としてMMTが使えると見ているようだ。

しかし、財政支出を増やせば、もし極端に増やせばインフレを起こせるかもしれないが、MMTの本来の政策目標は、完全雇用と物価安定であった。インフレを起こすことではない。本気で物価上昇率を2~4%に引き上げようとするのなら、MMTが提唱しているJG/ELR政策を使って、公務員の賃金を毎年2~4%上げていけばよい。しかし、それは民間部門から労働力を引き抜いて、何をしてくれるかわからない公務員を大量に生産することを意味するだろう。それは大きな抵抗に遭うだろう。そもそも、JG/ELR政策は単純で魅力的だが、本来の目的である物価安定を目指す場合でも次のような問題がある。

- 民間支出が大きくなって、民間の賃金が上がり始めると、JG/ELRプログラムでは、公務の賃金を上げられないのだから、公共部門から労働者が流出していくだろう。そうすると、社会的に必要な公務が維持できなくなるだろう。だから、JG/ELRプログラムにすべてを委ねればよいというわけではなく、増税によって民間需要を抑える必要があるだろう。そうすると、JG/ELRプログラムは自動的に物価を安定させるとは言えない。
- 政府がいくらでも雇うといっても、仕事を考え出すのは大変である。適当な公務の仕事がないうちに労働者がこのプログラムに殺到すれば、雇ってはみたが、やらせる仕事がない状態とか、あるにはあるがろくな仕事ではないといったことが生じる。労働というのは、単に対価として賃金を得るための手段ではない。仕事のやりがいは重要で、社会的に必要な仕事を考え出す仕事が政府に負わされる。そして、社会的に必要な仕事であれば、民間需要が大きくなってきたからやめるといふわけにいかなくなるというジレンマがある。

JG/ELR政策に頼らずに物価を2~4%引き上げるために、財政支出をどれだけ増やせばよいかわからないが、コロナ禍直前の超完全雇用で人手不足状態でも物価は上がらなかったことを見ると、そのような目的を確実に達成できる保証はない。そのための理論はない。日本経済には、需要が高まっても物価が上がらない構造があるように思われる(時代の変化について先に見た)。

実現できるかどうか不明だが、そのようにして物価上昇率を引き上げるのは、経済成長率を引き上げるためだと言われている。しかし、インフレ率が高まれば成長率が高まるというメカニズムも存在しない。MMTには当然そのような理論はない。MMTからはかなり離れた議論のようだ。

MMTの骨格は、完全雇用と物価安定を目標とし、それを財政政策によって実現するというものである。目標はそれだけであって、経済成長は目標ではない。経済成長をどう考えるか。そのための1つの視点を提供してくれるケインズの古い議論を振り返って結びとしよう。

ケインズは1937年に「人口減少の経済的帰結」を書いた²⁸。ケインズは次のように述べる。

資本需要は、(1) 消費者数、(2) 生活水準、(3) 生産の平均期間(資本労働比率または資本産出高比率に等しい)に依存する。19世紀の技術進歩は生産期間を延ばすものだったが、今日のそれはそうではな

²⁵ 藤井前掲書 51-54 頁。

²⁶ 松尾編前掲書 34 頁。

²⁷ 松尾匡(2019)「薔薇マークキャンペーンと安倍政権を倒す経済政策」『情況』2019年夏号、18-43頁。

²⁸ Keynes, J. M. (1937), 'Some economic consequences of a declining population', *Eugenics Review*, April 1937, CW14, pp124-133.

い。しかも、豊かになるにつれて需要はサービスに向かい、むしろ生産期間は短くなっている。そうすると、人口減の時代には資本需要はもっぱら生活水準の向上に依存する。

1860年から1913年までの間に、人口は50%増え、生活水準は60%増え、生産期間は10%増えた。もし人口増がなかったら、資本は、実際の半分くらいしか増えなかっただろう。さらに、平均所得の増加、世帯人口の減少は、貯蓄率を引き上げるだろう。

現在年所得は40億ポンドで、資本は150億ポンドある。完全雇用下の貯蓄率は8~15%だから、貯蓄に見合った投資需要があるためには、資本が年2~4%増加しなければならない。

これまで資本需要の半分弱が人口増加から来、半分強が生活水準上昇を可能にする技術革新から来ていたわけだが、過去100年間、生活水準の上昇率は年1%未満である。だから、貯蓄率を下げるような分配の変化か、資本産出高比率を上げる方向での技術・消費様式を有利にするような利子率低下が起こらなければ、繁栄を維持できなくなる。

マルサスは人口増を恐れたが、今や我々は失業という問題を知っている。人口増という悪魔を退治すると、失業という悪魔が現れる。停滞人口の下では、繁栄と市民の平和 (civil peace) は、より平等な分配による消費の増加と、生産期間延長を有利にする利子率低下に依存することになるだろう。

資本主義がより平等な分配を拒み、銀行組織が19世紀的な高利子率を要求するなら、資源の低雇用が社会の活力を奪い、社会を破壊するだろう。反対に我々の資本蓄積への態度が、人口停滞に適したものに変わったら、資本蓄積の重要性が減り、それへの報酬が、social schemeの中で適切な位置を占めるようになって、我々の現在の体制の自由と独立を守りながら、その欠陥を安楽死させることができるだろう。

ここに表明された必要な資本成長率は次のような論理から導かれる。貯蓄率が8~15%ということだが、上限の15%だったとして、今、政府支出と輸出入を無視すれば、その貯蓄が実現するためにはそれと同じだけの投資が存在しなければならなかった (これが有効需要の原理)。だから、所得を Y 、投資を I とすると、

$$I = 0.15Y$$

投資 I とは資本の増加分にほかならないから、資本量を K とすると、

$$\Delta K = 0.15Y$$

両辺を K で割ると、

$$\frac{\Delta K}{K} = 0.15 \frac{Y}{K}$$

となるが、 $Y = 40$ [億ポンド]、 $K = 150$ [億ポンド] だったから、

$$\frac{\Delta K}{K} = \frac{0.15 \times 40}{150} = 0.04$$

となって、資本が4%成長しなければならない。同様にして貯蓄率が8%のときは必要資本成長率が2%になる。これは後にハロッドが「保証成長率 (warranted rate of growth)」と呼んだのと同じものである²⁹。定常状態では、資本成長率は所得の成長率に等しいから、保証成長率とは、与えられた貯蓄率と資本産出高比率 (K/Y) の下で、有効需要の原理に従って付け加えられていく資本が、完全に利用され続けるために必要な経済成長率である。他方、経済の現実の成長率は、人口の成長率と生活水準の上昇率との和—こちらはハロッド

²⁹ Harrod, R. F. (1939), 'An essay in dynamic theory', *The Economic Journal*, vol. 49, no. 193, pp.14-33. Harrod, R. F. (1973), *Economic Dynamics*, London, Macmillan

の「自然成長率 (natural rate of growth)」と同じもの—を超えられないが、人口減少時代には、これがせいぜい1%程度にしかならないから、現実成長率が保証成長率に足りない状態が常となり、放っておけば経済は不況に陥って失業が生じる。それを防ぐためにケインズは、資本産出高比率を上げ、貯蓄率を下げることを提唱したのである。これはまさにハロッド成長理論の先取りであった。

第二次大戦後、人口はそこそこ増えたのに加えて、ケインズの予想を上回って生活水準が向上したので、利率を下げることなく、分配変化による貯蓄率低下を必要とすることなく、資本主義社会は繁栄を維持できた。今ようやく人口減少時代を迎えた。利率は下限近くまで下がったのに、繁栄とは言えない空気が社会を支配している。ケインズの分析に従えば、それは、生活水準が十分向上しなくなったのに、貯蓄率が高いままだからだということになる。

人口増加率と生活水準上昇率との和が経済成長率であるから、ケインズは低成長率時代に雇用を維持するために何をしなければならないかを論じているわけだ。そのための政策は、労働者の所得を増やすような分配の変化と必要資本量を引き上げるための利率引き下げだと言った。必要資本量を引き上げるというのは、資本が豊富に存在しても構わない社会にすることということで、豊富に資本があってもよいくらい利率を下げるということである。極端な場合は、利率がゼロになってもよいくらい資本を潤沢にしまえという主張になる³⁰。

このケインズの主張は、『一般理論』第16章での以下の記述に示された将来社会の構想と整合的である。

利率が完全雇用に対応する投資量と両立することを保証するための手段がとられると想定しよう。さらに、資本設備の成長が、現世代の生活水準に不釣合な負担をかけない率をもって飽和点に近づくようにするための均衡化要因として、国家活動が介入すると想定しよう。

このような想定に基づいて、私は次のように推測する。すなわち、近代的な技術的資源をもち、人口の増加が急速でない、正常に運営される社会は、均衡における資本の限界効率 (予想収益率のこと) を一世代の間にほぼゼロにまで押し下げることができるであろう。その結果、われわれは準定常的社会の状態に到達する。...

資本の限界効率がゼロになる程度にまで資本財を豊富にすることは比較的容易である、という私の仮定が正しいならば、そのことは資本主義の好ましくない特徴の多くを徐々に除去する最も賢明な方法であるといえるかもしれない。... この場合にも、稼いだ所得を後日支出する目的で蓄積しようと思う人は、自由にそうすることができる。しかし彼の蓄積は増殖しないのである。...

利率生活者は消滅するだろうが、人によって見解に異なりうる予想収益の推定をめぐって、依然として企業と熟練とが活動する余地が残されるであろう。(『一般理論』220-221(原書)頁)

このケインズの議論は、ラーナーがはっきり言わなかったとクルーグマンが問題視した、最適な利率がゼロであることを示唆している。なぜ利率がゼロにならなければならないかと言えば、成長率のきわめて低い社会が、なお貯蓄するとすれば、完全雇用の維持と両立する資本量が、予想収益がゼロになるほど豊富にならなければならないからである。ケインズがこれを語ってから85年経って、社会はこれに近づいてきたのではないだろうか。

重要なことは、人口減少社会についてのケインズの議論では、成長は目的でも善でもなく、与えられるもの

³⁰ 吉川洋は『人口と日本経済—長寿、イノベーション、経済成長』(中公新書 2016年)で、ケインズの「人口減少の経済的帰結」を取り上げている。吉川はこのケインズの論文を、投資に影響を与える要因として、人口・生活水準・資本の耐久性があるが、資本の耐久性は20世紀に入って小さくなり、投資を盛り上げるほどの技術進歩(生活水準を上げる技術進歩)は期待できず、人口は減るから、投資が不足して不況になることを警告したと紹介し、そこで、投資不足を補うために、所得の再分配によって消費を増やす必要があるというのがケインズの提案だと述べている(39-44頁)。資本の耐久性を増すために利率を下げるという点については触れていない。

であるということである。成長率が与えられたとき、完全雇用の維持と両立する利子率と分配とがあるという見方が示されている。利子率が0でもなお完全雇用にならないとすれば、必要な財政赤字の水準があり、必要な政府債務残高の対GDP比があるだろう。MMTがケインズの直系の学説であるならば、成長は追い求めるものではなく、与えられるものだという、政策の目的と手段についてのケインズの姿勢をも受け継いだ方がよいのではないだろうか。