

Modern Monetary Theory (MMT) と 主流派の齟齬と一致を解剖する

望 月 慎

要 約

本稿では、MMT 派と主流派の間における経済論議上の齟齬と一致について論じた。財政破綻に関しては、通貨発行権と変動相場制を有する国での受動的な財政不履行の不在について両者が一致することを確認した上で、「再定義された財政破綻」について双方の主張を吟味した。財政「黒字」問題、及び政府部門赤字と民間部門赤字の非対称性についても両面から検討した。

金融システム・金融政策論については、信用創造・内生的貨幣供給理論の点での両者の乖離を指摘しつつ、主流派側による”整合論”について、様々な面から批判を加えた。

財政政策論については、まずクラウディング・アウトとマンデル・フレミング効果について、MMT 派的な金融財政理解に基づけばいずれの効果も自明ではないことを論じた。リカード＝バローの中立問題、FTPL、政府債務の将来世代負担問題については、いずれも経済財政状況についての前提によって議論が左右されることを確認した。最後に、財政の硬直化については、MMT と主流派の懸念が協調的であることを指摘した。

key words: MMT, 財政政策, 金融政策, 内生的貨幣供給理論

目 次

- 1 財政破綻に関する齟齬と一致
 - 1.1 MMT による財政破綻の未発生の説明
 - 1.2 主流派における MMT 親和的なデフォルト観と財政破綻の再定義
 - 1.3 再定義された財政破綻に関する MMT 及び主流派のそれぞれの問題点とその止揚
 - 1.4 MMT 派における財政「黒字」問題、及び政府部門赤字と民間部門赤字の非対称性
2. 金融システムおよび金融政策論に関する齟齬と一致
 - 2.1 信用創造理解に関する MMT 派と主流派の乖離
 - 2.2 内生的貨幣供給理論と主流派モデルの整合の理路とそれに対する反論
 - 2.3 政策金利と総需要の関係の非線形性に関する議論、及び金融政策への懐疑的見解
3. 財政政策論に関する齟齬と一致
 - 3.1 クラウディング・アウト、及びマンデル・フレミング効果に関する齟齬
 - 3.2 リカード＝バローの中立命題、FTPL、政府債務の将来世代負担に関する齟齬
 - 3.3 「財政硬直化」に関する MMT 派と主流派の“一致”した問題意識
4. 結語

序文

Modern Monetary Theory ないし Modern Money Theory (MMT) は、L. ランダル・レイ教授¹⁾、ビル・ミッチェル教授²⁾、ウォーレン・モズラー氏³⁾といった人々を筆頭として展開されている経済理論だが、周知の通り、“主流派”から多くの批判が寄せられている^{4,5,6)}。

エコノミストからよくある批判に対する回答や、いわゆるリフレ派との根本的な相違などについては、2020年3月に上梓した拙著⁷⁾にて既に論じたところであるが、本稿ではそこからさらに踏み込んで、いわゆる主流派と MMT の主張の間にある溝を精緻に解剖し、その整合や止揚を試みることを目的とする。

1 財政破綻に関する齟齬と一致

1.1 MMT による財政破綻の未発生の説明

一般には、MMT は通常の現代先進諸国における財政破綻/財政危機の未発生を説明する学問とみなされており⁸⁾、その主張は『独自の通貨発行権を有し、何らかの為替ペッグ制度（金本位制を含む）を採用していない場合は、財政手続き上で不履行/デフォルトは生じない』と要約される⁹⁾。なぜ手続き上の破綻が生じ得ないのかについては、財政支出における財務省及び中央銀行の実際の取引の概観を理解する必要がある、このことは拙著の第2章で詳細に論じ

1) Wray, L. Randall (2015). *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, Second Edition, Palgrave Macmillan

2) Michell, W., Wray, L. R. & Watts, M. (2019). *Macroeconomics*, Red Globe Press

3) Mosler, Warren (2010). *Seven Deadly Innocent Frauds of Economic Policy*, Valance co., Inc. ISBN: 978-692-00959-8

4) Mankiw, N. Gregory (2020). *A Skeptic's Guide to Modern Monetary Theory*, AEA Papers and Proceedings 110: pp. 141-44 DOI:10.1257/pandp.20201102

5) Rogoff, Kenneth (2019). *Modern Monetary Nonsense*, Project Syndicate, URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/federal-reserve-modern-monetary-theory-dangers-by-kenneth-rogooff-2019-03>

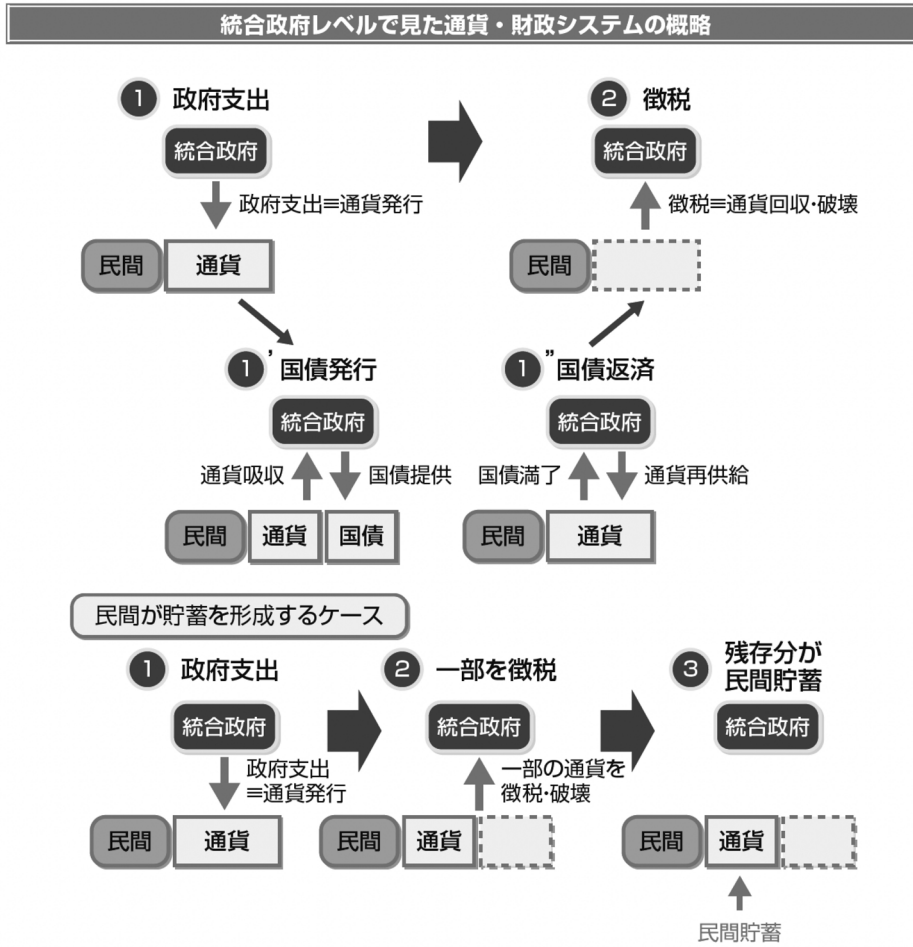
6) 佐藤主光 (2019). 消費税は「増やすより減らせ」とは本当か いい話ばかりの MMT の魅力とリスク, PRESIDENT Online, URL: <https://president.jp/articles/-/29359>

7) 望月慎 (2020), 図解入門ビジネス 最新 MMT [現代貨幣理論] がよくわかる本, 秀和システム, ISBN 9784798060439

8) 例えば, 小林慶一郎 (2019). MMT は信用しても大丈夫か. 東京財団研究所, August 13, 2019. URL: <https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=3202>

9) 例えば, Wray (2015) Chapter 4, Section 1, 及び Chapter 6, Section 5.

図 1



望月 (2020) pp. 33 より

ている¹⁰⁾。図 1 及び図 2 に図解を引用しておくが、端的にまとめれば、中央銀行は自身の金融調節業務のため、財政支出の前後で準備預金を銀行間市場に対して出し入れする役割を負っており（中央銀行が国債を直接引き受ける場合もある¹¹⁾）、債務不履行や、中央銀行の直接のオペ資産となっている短期国債の暴落などは、手続きの性質上、原理的に生じ得ない¹²⁾。

10) 望月 (2020) pp. 23-36.

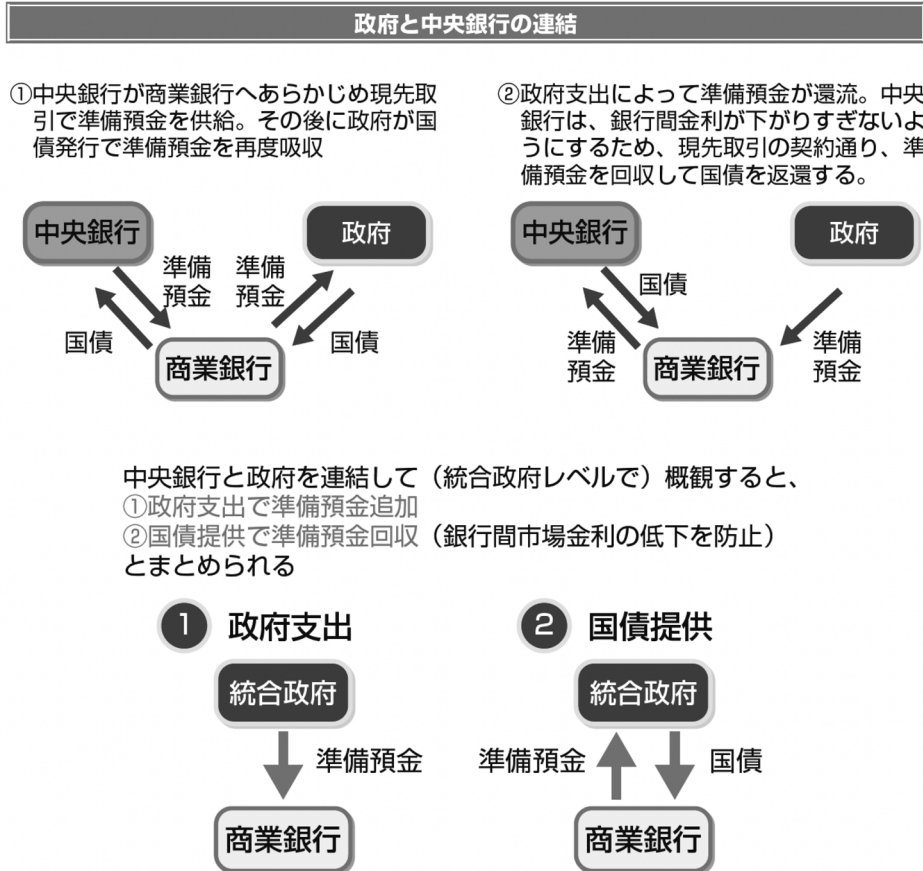
11) 鎮目雅人 (2001). 財政規律と中央銀行のバランスシート - 金本位制~国債の日銀引受実施へ・中央銀行の対政府信用に関する歴史的考察 -, Institute for Monetary and Economic Studies Bank of Japan Discussion Paper No. 2001-J-15, pp. 11-13.

12) 詳しくは, Wray (2015) Chapter 3, Section 6-8.

関連文献としては以下。

Fullwiler, Scott (2011) Treasury Debt Operations: An Analysis Integrating Social Fabric ↗

図2



望月（2020）pp. 35 より

1.2 主流派における MMT 親和的なデフォルト観と財政破綻の再定義

ただし、主流派においても、通貨主権を有する政府において財政不履行が生じないという事実に理解を示す向きもある。例えば小林慶一郎らは、MMT 派とはやや異なる理路ではあるが、通貨主権国における受動的な財政不履行の不在を認めている¹³⁾。

そして小林氏らはその上で、財政破綻の再定義として『「緩やかな（2%程度以下の）インフレ率のもとで、正常な（4%程度以下の）名目金利を維持できない状態……インフレ率または名目金利が高騰する状態』と整理している¹⁴⁾。

要するにここで問題にされるのは中長期的な財政条件であり、いわゆる横断性条件/NPG

∖Matrix and Social Accounting Matrix Methodologies., Mimeograph.

13) 小林慶一郎 et al. (2018). 財政破綻後 危機のシナリオ分析, 日本経済新聞出版社, pp. 4-5.

14) 小林慶一郎 et al. (2018) pp. 4-5.

条件, ないしその十分条件であるところの Bohn 条件の議論であろう¹⁵⁾。

1.3 再定義された財政破綻に関する MMT 及び主流派のそれぞれの問題点とその止揚

この点に関して, 確かに MMT 派は, 実物資源制約を強調して, 供給力との兼ね合いでインフレーションを起こし得ることを留保するというケインジアン的な指摘に止まっている¹⁶⁾。とはいえ, 主流派の財政学における“洗練された”財政予算制約式の議論も, 現実の物価動向や国債金利動向をあまりよく説明するものにはなっていない¹⁷⁾。

個人的に考えている止揚解は, いわゆる長期停滞モデルを組み込む方向性である。Eggertsson & Mehrotra (2014) は, 世代間での相互の貸借がある 3 世代 OLG において, 信用摩擦を導入すると自然利子率が長期的にマイナスになり得ることを示した¹⁸⁾。MMT 派は一般的に自然利子率アプローチを受け入れていない¹⁹⁾ ので, MMT のフレームワークとこの議論を整合するのは難しいが, 『容易に代償されず, 時間が解決することもない相対的借入不足 (潜在的貯蓄過剰) が出現する経済条件が現実的にあり得る』という形では何とか了解可能であろう。何にせよ, この点については, 現実との対応を取るため, より一層の理論的發展が望まれる。

1.4 MMT 派における財政「黒字」問題, 及び政府部門赤字と民間部門赤字の非対称性

MMT 派はしばしば (財政赤字ではなく) 財政黒字の危険性を強調してきた²⁰⁾。MMT 派の

15) 例えば, 土居丈朗 (2004). 政府債務の持続可能性の考え方, PRI Discussion Paper Series (No. 04A-02)

16) 例えば, Wray (2015) Chapter 7, Section 1.

17) 例えば, 土居丈朗 (2002). 財政学から見た日本経済. 光文社新書. 第 5 章では, 財政学的に予想される財政破綻に伴うインフレ発生について, 差し迫った危機として論じられているが, 執筆次点でそこから 20 年近く経過する中で, 土居氏が想定した事態からはかなり遠い状況にあるように見られる。

18) Eggertsson, Gauti B. & Mehrotra, Neil R. (2014). A Model of Secular Stagnation, National Bureau of Economics Research Paper Series: Working Paper 20574

19) 例えば, Mitchell, William (2009a). The natural rate of interest is zero!, Bill Mitchell – Modern Monetary Theory: August 30, 2009. URL: <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=4656>

※邦訳: 『ビル・ミッチェル「自然利子率は「ゼロ」だ!」(2009年8月30日)』, 経済学 101: 2018年2月28日.

URL: <https://econ101.jp/%E3%83%93%E3%83%AB%E3%83%BB%E3%83%9F%E3%83%83%E3%83%81%E3%82%A7%E3%83%AB%E3%80%8C%E8%87%AA%E7%84%B6%E5%88%A9%E5%AD%90%E7%8E%87%E3%81%AF%E3%80%8C%E3%82%BC%E3%83%AD%E3%80%8D%E3%81%A0%EF%BC%81%E3%80%8D/>

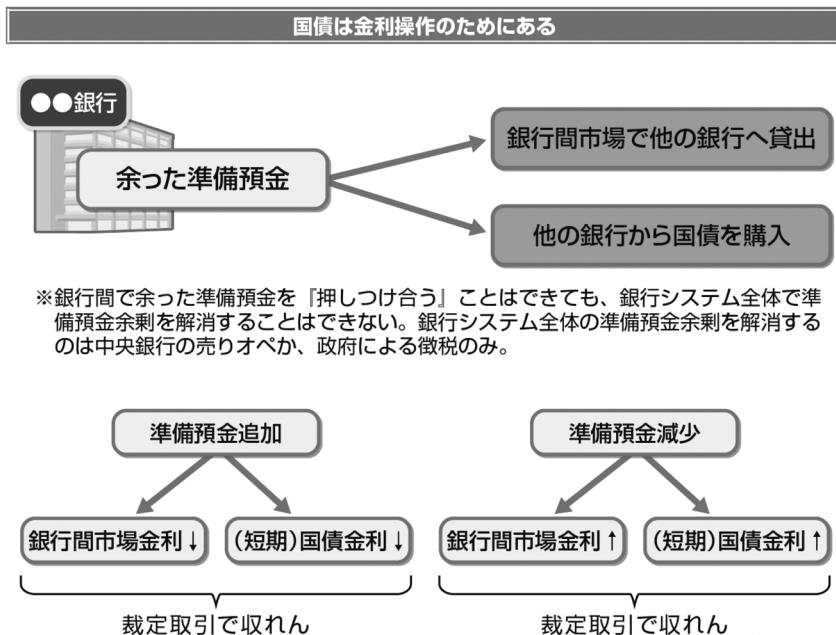
20) 例えば, Mosler (2010) pp. 41–9.

あるいは, Godley, Wynne, Wray, L. Randall (1999). Can Goldilocks Survive?, The Levy Economics Institute of Bard College Policy note 1999/4

理解では、経済の安定化のためには民間部門における正の貯蓄形成が必要とされており²¹⁾、これは海外部門ないし政府部門の継続的な赤字計上を意味することになる。一般に、先進国が対外黒字を十分な規模蓄積し続けることは難しいため、必然的に持続的な財政赤字を必要とする。財政が黒字なのはむしろ異常事態で、何かしらの民間信用膨張の結果として生じると考えられる。実際に日本やアメリカにおいても、財政黒字はバブル景気の結果として観測され、その後には常にバブル崩壊に伴う不況が経験されている²²⁾。

さらに言えば、現状および歴史的事実として、財政赤字は概ね安定的である一方で、民間部門赤字は非持続的である。MMTにおいては、いわゆる負債ピラミッドという概念によって、最高位の負債である政府通貨が、低位の負債である民間負債とは異なって決済上の安定性を有することが定性的に整理されている²³⁾が、主流派においても、例えば Hagedorn (2018) のように、Money in the Utility の枠組みに政府債務を組み込むことで、政府債務の低金利の安定を説明しようとする試みがある²⁴⁾。図3で示したように、国債は短期金利の調節手段として

図3



望月 (2020) pp. 31 より

21) Tymoigne, Eric & Wray, L. Randall (2013). Modern Money Theory 101: A Reply to Critics. Levy Economics Institute of Bard College Working Paper No. 778. pp. 19-20.

22) 望月 (2020) pp. 90-91.

23) 例えば, Wray (2015) Chapter 3, Section 1-2.

24) Hagedorn, Marcus (2018). Prices and Inflation When Government Bonds are Net Wealth, CEPR Discussion Paper No. DP12769.

用いられることで事実上の価格誘導を受けており、この場合、Money in the Utility を国債に対しても適用する（家計が貨幣のみならず、国債保有からも直接効用を得ると仮定する）のは、アドホックなどどころか、むしろ制度的現実と整合する。

2. 金融システムおよび金融政策論に関する齟齬と一致

2.1 信用創造理解に関する MMT 派と主流派の乖離

信用創造に関して、経済学の多くの教科書では、ベースマネーの貸し出しの連鎖によって銀行預金が増加するとするいわゆる又貸しモデルが無批判に掲載されており²⁵⁾、多くの経済学者ないし経済学徒に認知・共有され、法定準備率から逆算した貨幣乗数分だけマネーストックが創造されるのが“正常”と想定される²⁶⁾。また、翁-岩田論争に見るように、教科書的な貨幣乗数理論が念頭におかれた主張は決してマイノリティではない²⁷⁾。ところが、金融機関系の刊行物等においては、こうしたいわゆる又貸し説は概ね否定され、銀行預金は単に銀行負債として新規に発行されるにすぎないとする主張が一般的である²⁸⁾。当然、MMT においてもほぼ同様の形で信用創造および金融システムは理解される²⁹⁾。さらに補足しておく、銀行間決済を想定する場合でも、（随時同額の流動性の調達を前提とする又貸し説とは異なり）信用創造分と同額のベースマネーの調達が必要とされることは基本的にない。というのは、小口内為決済であれ、大口内為決済であれ、決済高よりはるかに小さいベースマネーの調達で済むシステムとなっているからである^{30,31)}。

25) 例えば、マンキュー、グレゴリー（2012）. マンキューマクロ経済学Ⅱ 応用編（第3版）[足立英之、地主敏樹、中谷武、柳川隆訳]、pp. 235-237.

26) 例えば、村瀬英彰（2020）. 新古典派均衡モデルにおける MMT 支持的なケース：2つのマクロ経済学の包摂に向けて、「長期停滞・低金利下の財政金融政策：MMT は経済理論を救うか？」資料より URL: https://ies.keio.ac.jp/upload/Murase_Paper.pdf

27) 山口義行（1994）. いわゆるマネーサプライ論争について（上）、立教経済学研究 第47巻 第4号：pp. 67-84.

28) 例えば、全国銀行協会金融調査部（2013）. 9訂版 図説わが国の銀行、財経詳報社、pp. 20
McLeay, Michael, Radia, Amar & Thomas, Ryland（2014）. Money creation in the modern economy, Quarterly Bulletin, Bank of England, London（2014）: pp. 14-27

田中久義（2011）. 金融論の新展開と組合金融論、農林金融 2011・2: pp. 2-13

井汲明夫（2004）. 通説的信用創造論（所謂フィリップスの信用創造論）の批判的検討、城西経済学会誌 31巻: pp. 1-34.

29) 例えば、Wray（2015）Chapter 3, Section 4.

あるいは、Mitchell et al.（2019）Chapter 10, Section 4.

30) 日本銀行 決済機構局、決済動向（2018年1月）、2018年2月28日.

31) 土屋宰貴（2012）. 流動性節約機能付 RTGS 下における業態別・取引別の資産決済動向について、BOJ Reports & Research Papers 2012年9月.

上記のような信用創造理解は、MMT 派による様々な主張を理解するのに重要となる。例えば、量的緩和政策の無効性が MMT 派において強調されるのは、銀行預金の創造が先にあり、準備預金の調達需要が後に生ずるのであって、準備預金の追加それ自体がマネーストックを増加させるメカニズムはないと主張される文脈においてである。それどころか、量的緩和による有利子資産の“剥奪”は、銀行収益の圧縮を通じてデフレ的に働き得るとも主張される³²⁾。銀行の信用創造が、借り手の信用度、銀行の自己資本水準、及び各種金融規制によって制約される（準備預金量や法定準備制度には制約されない）とする MMT 的な信用創造・金融システム理解³³⁾においては、貨幣乗数メカニズムは実在しないことになる。こうした理解に基づけば、量的緩和政策下で貨幣乗数が急降下したことは驚くに値しない³⁴⁾。上述のような金融システム理解のことは、内生的貨幣供給理論とも呼ばれる³⁵⁾。

2.2 内生的貨幣供給理論と主流派モデルの整合の理路とそれに対する反論

しかしながら、上記のような実務的な信用創造論・内生的貨幣供給システム理解を共有しつつも尚、一般的な経済学モデルにおける貨幣供給方程式の妥当性は概ね失われたいとする見方もある³⁶⁾。その理路を要約すると、ベースマネー量 ↔ 政策金利 ↔ 総需要水準 ↔ マネーストック

32) 例えば、Fullwiler, Scott & Wray, L. Randall (2010), Quantitative Easing and Proposals for Reform of Monetary Policy Operations, Levy Economics Institute of Bard College Working Paper No. 645

他にも、Mitchell (2009b), 及び Mitchell (2009c)

33) Mitchell, William (2010). Lending is capital – not reserve – constrained, Bill Mitchell – Modern Monetary Theory: April 5, 2010. URL: <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=9075>

※邦訳：『ビル・ミッチェル「銀行融資は一準備預金ではなく一自己資本によって制約されている」(2010年4月5日)』, 経済学 101: 2018年3月25日.

URL: <https://econ101.jp/%E3%83%93%E3%83%AB%E3%83%BB%E3%83%9F%E3%83%83%E3%83%81%E3%82%A7%E3%83%AB%E3%80%8C%E9%8A%80%E8%A1%8C%E8%9E%8D%E8%B3%87%E3%81%AF%E2%80%95%E6%BA%96%E5%82%99%E9%A0%90%E9%87%91%E3%81%A7%E3%81%AF%E3%81%AA/>

34) Mitchell, William (2009d), Money multiplier and other myths, Bill Mitchell – Modern Monetary Theory, April 21, 2009. URL: <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=1623>

※邦訳：『ビル・ミッチェル「貨幣乗数、及びその他の神話」(2009年4月21日)』, 経済学 101: 2018年3月6日. URL: <https://econ101.jp/%E3%83%93%E3%83%AB%E3%83%BB%E3%83%9F%E3%83%83%E3%83%81%E3%82%A7%E3%83%AB%E3%80%8C%E8%B2%A8%E5%B9%A3%E4%B9%97%E6%95%B0%E3%80%81%E5%8F%8A%E3%81%B3%E3%81%9D%E3%81%AE%E4%BB%96%E3%81%AE%E7%A5%9E%E8%A9%B1/>

35) Fullwiler, Scott (2013). An Endogenous Money Perspective on the Post-Crisis Monetary Policy Debate, Review of Keynesian Economics 1, 171–194.

36) 例えば、野口旭 (2019). MMT (現代貨幣理論) の批判的検討 (2) – 貨幣供給の内生性と外生性, ニューズウィーク日本版: ケイザイを読み解く: 2019年7月30日.

URL: https://www.newsweekjapan.jp/noguchi/2019/07/mmt_2.php

クという相互関係が一意であれば、内生的貨幣供給理論を受容しながらも中央銀行による貨幣供給の“外生性”を保つことが出来る、という論旨である。(こうした主張では基本的に、金利のゼロ下限制約を流動性の罫ないし信用創造の罫³⁷⁾として例外とする)

上記主張にはいくつかの問題がある。まず、ベースマネー量と政策金利の関係は一意ではない。留保されるようなゼロ下限制約もそうだが、現在では既に準備預金付利という政策手段が定着し、ベースマネー量が政策金利と一意な関係を持つ状態ではなくなっている。準備預金付利政策が運用される場合、量的緩和政策単体では、将来の低金利政策を約束するものにならない³⁸⁾。

政策金利と総需要の関係についても、決して一意なものとは言えず、むしろ整合しないようなデータが蓄積されている^{39),40)}。そもそも政策金利である無担保コールレート⁴¹⁾と、長期融資の再優遇金利である長期プライムレート⁴²⁾の推移の関係は、一致も先行/遅行も明らかでなく、あまり一定のリンクは見られない(図4)。国債市場の短期金利と長期金利の乖離に限れば、いわゆる市場分断仮説が言及されることが多い⁴³⁾が、ここではもう少し根本的に考えてみる。そもそも無担保コールレートは銀行間の準備預金の融通の金利であって、非金融部門の資金調達に対しては間接的な関係しか持たない。短期の資金決済では銀行を跨ぐことも多いので、短期プライムレートと無担保コールレートが連動するのは合理的であるが、一方で、非金融部門における長期借入は、設備投資等の、長期リターンを目的とした支払の際に行われるものであり、この場合、支払先とメインバンクや第二メインバンクが共通するのであれば、わざわざ異なる銀行を跨いで借入及び支払をすることを選好するとはコスト的に極めて考え辛い。このため、主として銀行が対面するのは、発行した銀行負債それ自体のコストと融資それ自体

37) 井上智洋, 品川俊介, 都築栄司, 上浦基 (2014), ゼロ金利下で量的緩和政策は有効か, 早稲田大学現代政治経済研究所 Working Paper Series, No. J1403: pp. 1-24.

38) Mitchell (2009c)

39) Mitchell (2009a)

40) Vague, Richard (2016). Rapid Money Supply Growth Does Not Cause Inflation, Institute for New Economic Thinking: Dec 2, 2016.

URL: <https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/rapid-money-supply-growth-does-not-cause-inflation>

41) 日本銀行, 主要時系列統計データ表: コールレート (月次).

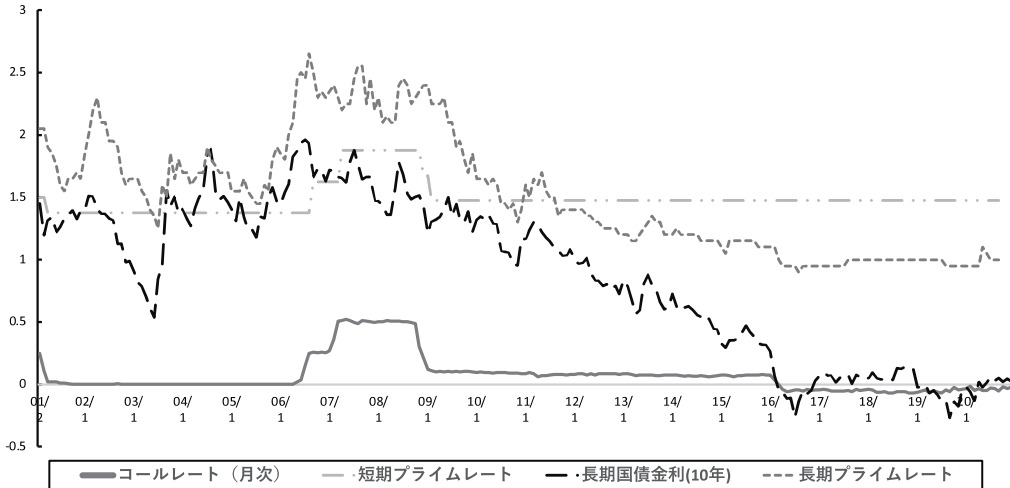
URL: https://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/mtshtml/fm02_m_1.html

42) 日本銀行, 長・短期プライムレート (主要行) の推移 2001年以降.

URL: <https://www.boj.or.jp/statistics/dl/loan/prime/prime.htm/>

43) 服部孝洋 (2019). イールドカーブ (金利の期間構造) の決定要因について—日本国債を中心とした学術論文のサーベイ—, 財務省広報誌「ファイナンス」, 令和元年10月号, シリーズ 日本経済を考える 93

図4 コールレート、長期国債金利、長・短プライムレートの比較
コールレート、長期国債金利、長・短プライムレート



日銀統計、財務省統計より筆者作成。(＊コールレートは月平均、長・短プライムレートと長期国債金利は月初の値を使用)

のリスクプレミアムが大部分となり、銀行間市場金利の影響は二次的なものとなる。主として経済生産に影響を与える融資は、後者の長期融資となるであろうことから、政策金利が総需要・総供給に与える影響は、この意味でも限定的となり得る。

2.3 政策金利と総需要の関係の非線形性に関する議論、及び金融政策への懐疑的見解

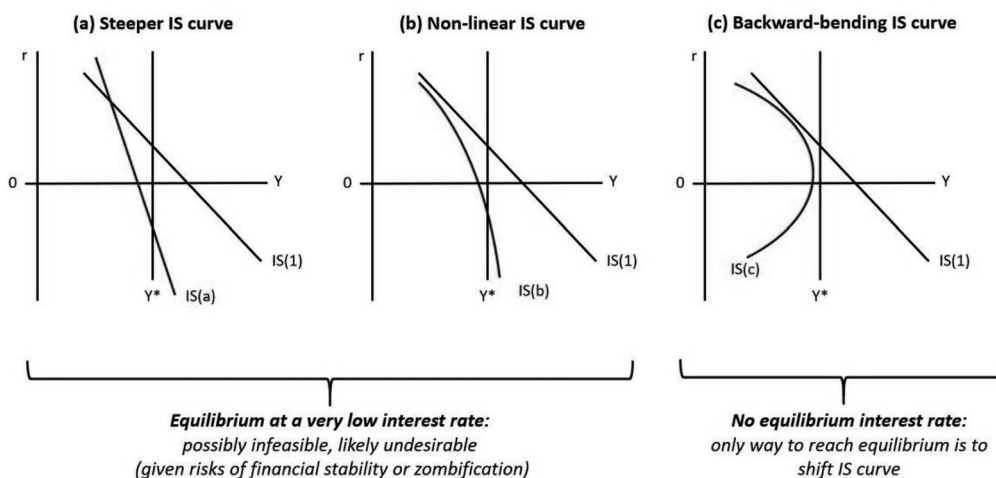
また、政策金利の引き下げが総需要に対して拡張方向に働くかどうかについてすら決して明らかではない。例えば、Brunnermeier & Koby (2017) のいわゆる反転金利の研究では、低金利による利鞘圧縮がデフレ・ミスマッチによる資産価値増強の効果を上回る場合、逆説的に緊縮的に働き得ることがモデルで示された⁴⁴⁾。また、Eggertsson et al. (2019) のマイナス金利に関する実証的・理論的研究では、スウェーデンのマイナス金利政策において、政策金利と預金金利/貸出金利の経路の途絶・乖離、信用の伸びの低下、マイナス金利発表時の株式の超過リターン低下の3つが生じていたことが実証的に示されている⁴⁵⁾。後者の論文の共著者であるローレンス・サマーズは、金融政策によるインフレのコントロールを懐疑視し、非

44) Brunnermeier, Markus K. & Koby, Yann (2018). The reversal interest rate. No. w25406. National Bureau of Economic Research, 2018.

45) Eggertsson, Gauti B., Juelsrud, Ragnar E., Summers, Lawrence H., & Wold, Ella Getz (2019). Negative nominal interest rates and the bank lending channel, Working Paper 2019/4, Norges Bank.

図 5

Figure 2: Alternative scenarios for the IS curve



Lawrence H. Summers @LHSummers (2019c) より引用

線形ないし後方屈曲型の IS を示唆するといった驚くべき主張を展開している^{46, 47, 48}。こうした政策金利と総需要間の非線型性については、非主流派が議論として先取りしていた⁴⁹ののだが、主流派系統の経済学者においてもそうした主張が展開されるようになってきていることは大変興味深い。(ポストケインジアン型の物価理論では、利上げに伴う国債金利上昇がインフレ上昇を惹起し得るとするまさに鏡合わせの議論もあり得る⁵⁰)。上記を踏まえれば、MMT による金利政策の懐疑論も十分な妥当性を帯びている (図 6 参照)。

46) Lawrence H. Summers @LHSummers (2019a), Twitter.com:

URL: <https://twitter.com/LHSummers/status/1164490342529478656>

47) Lawrence H. Summers @LHSummers (2019b), Twitter.com:

URL: <https://twitter.com/LHSummers/status/1164490350179823616>

48) Lawrence H. Summers @LHSummers (2019c), Twitter.com:

URL: <https://twitter.com/LHSummers/status/1164490361881931777>

※一連のツイートをまとめた邦訳記事として、以下を推奨する:

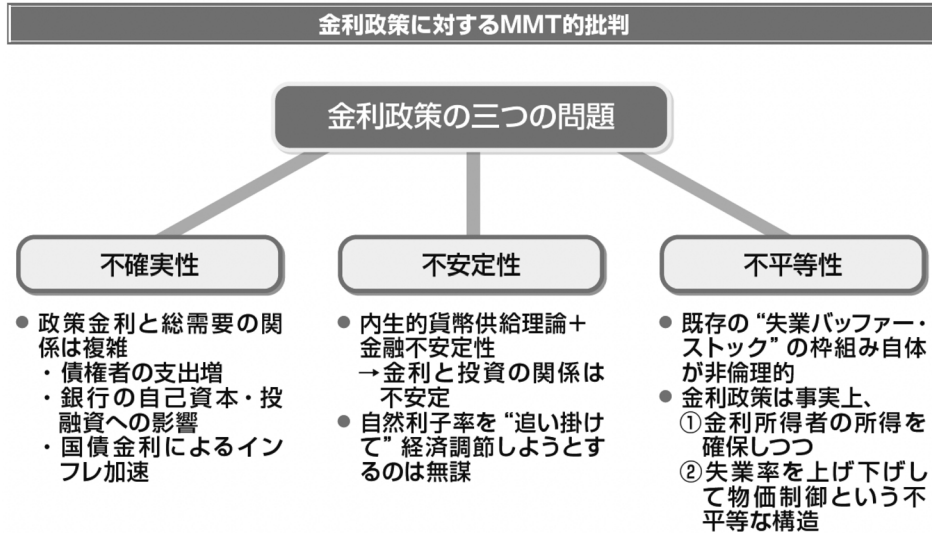
ローレンス・サマーズ「今後の経済で金融政策がマクロ経済安定化の第一手段となるかは疑わしい」(2019年8月22日), 道草, 10/02/2019, URL: <http://econdays.net/?p=10703>

49) Mitchell (2009a)

50) Tymoigne, Eric (2016). Money and Banking, Part 11: Inflation, ECONINTERSECT NEW ANALYSIS BLOG: April 20th, 2016.

URL: <http://econintersect.com/a/blogs/blog1.php/money-and-banking-part-11>

図6



望月（2020）pp. 169 より引用

3. 財政政策論に関する齟齬と一致

財政破綻/財政危機に関する議論は、既に本稿第1章にて整理したが、ここでは財政政策論、特に財政政策の効果を限定的とする主流派系統の議論、政府債務の将来負担論、及び硬直的財政赤字の問題について、MMT的な金融・財政観との齟齬や一致を確認する。

3.1 クラウディング・アウト、及びマンデル・フレミング効果に関する齟齬

第一に扱うのは、クラウディング・アウト、及びマンデル・フレミング効果に関する論点である。古典派的なクラウディング・アウト、即ち、実物資源的なクラウディング・アウトはMMTにおいても了解されているので扱わない⁵¹⁾。ここで検討するのはあくまで、ケインジアン的な金融面でのクラウディング・アウトとマンデル・フレミング効果である。詳細な説明は割愛するが、端的にまとめれば、クラウディング・アウトはIS-LMモデルにおける財政支出増加 → 資金需要逼迫による利子率上昇 → 民間投資減少による財政政策効果の相殺を指し⁵²⁾、マンデル・フレミング効果はIS-LM-BPにおける財政支出増加 → 利子率上昇 → 通貨高 → 輸出減による財政政策効果の相殺を指す⁵³⁾。

51) 例えば、Wray (2015) Chapter 7, Section 1.

52) 浅子和美、竹田陽介 (2000). 「21世紀初頭の財政政策のあり方に関する研究会」報告書、第4部 財政金融政策とマクロ経済、第9章 財政赤字と実体経済 pp. 168-191.

53) 福田慎一 (2000). 「21世紀初頭の財政政策のあり方に関する研究会」報告書、第4部 財政金融

本稿第1章にて整理したように、MMTによる金融・財政システムの“観察”に基づけば、財政支出単体は、実際には準備預金増発を通じて金利に「低下」圧力を掛けるのであり、国債の売り戻しによって金利の「低下」を防ぐことで政策金利の誘導を実現しているのが実態である。IS-LMの世界観（特にLM曲線の描写）は、上述のような財政金融システムの実情とはあまりにも大きく乖離してしまっている。LM曲線の想定するいわゆる貸付資金説 [loanable funds theory/doctrine] は、実際の金融システムには似ても似つかない。既述のように、マネーストックはある金利や信用条件に応じてフレキシブルに創造されるもので、財市場的なアプローチは不適切である。ベースマネーの市場に限れば財市場に近い考え方は適用できるが、何度も確認しているように、政府支出がベースマネー市場に与える効果は、主流派の想定とは全く逆になる。このため、総じてIS-LMから何らかの政策インプリケーションを導き出すのは困難になっている。

IS-LMと現実経済のギャップを埋めるものとして、ある程度の妥当性を備えているのはIS-MPへの変換であろう。MP曲線は、ある総需要水準に対する中央銀行の金融政策ルールを描写するものとして、LM曲線と置換され⁵⁴⁾、現実との整合的理解が容易になる⁵⁵⁾。基本的にこの場合、MP曲線はテイラー・ルールを踏襲して描写されるため、一般に右上がりの曲線が描かれ、概ね元々のIS-LMのインプリケーションと一見変わらないように見えるが、現実的に描写する意味合いはかなり異なってくる。例えば仮に、政府支出増加の結果として利子率上昇と民間支出抑制が観測されたとしよう。この場合、IS-LM的には「政府支出増加が資金市場でのクラウドアウトを起こして民間投資を阻害した」と表現される一方で、IS-MP的には「政府支出増加に対して中央銀行が対抗的に利上げを行なって、その結果民間投資が抑制された」と表現されることになる。

また、IS-MPにおいては勿論のこと、IS-LMでさえ、金利のゼロ下限制約や政策金利固定下においては、政府支出増加による利子率変動は生じないことになり、クラウドディング・ア

、政策とマクロ経済、第10章 財政赤字と金融市場—オープン・マクロ経済における財政政策の効果—、pp. 192-213

54) Romer, David (2000). Keynesian Macroeconomics without the LM Curve. *Journal of Economic Perspectives* 14 (2): 149-169.

55) IS-LMとIS-MPについて、例えばグレゴリー・マンキューは “I like the IS-LM model because it keeps the student focused on the important connections between the money supply, interest rates, and economic activity, whereas the IS-MP model leaves some of that in the background.” (Mankiw, Gregory (2006). The IS-LM Model, GREG MANKIWI'S BLOG Random Observations for Students of Economics: May 30, 2006. URL: <https://gregmankiw.blogspot.com/2006/05/is-lm-model.html>) と述べているが、この点についてはマンキューは実態を逆に捉えていると言える。マンキューがLMの背景として信ずるような「マネーサプライ、金利、経済活動の関係」は実在せず、MP的な描写がより実態に近いからである。

ウト、マンデル・フレミング効果は発生しない。

3.2 リカード＝バローの中立命題，FTPL，政府債務の将来世代負担に関する齟齬

リカード＝バローの中立命題は、リカーディアン型財政政策ルール（政府の財政規律が守られるように将来のいずれかの時点で十分な財政余剰を税率の引き上げや政府支出の削減によって確保しなければならないとするルール）を採用している状態において、財政支出における税による資金調達と国債による資金調達が経済的に等価であり、調達手段の違いは経済に対して中立であるとするものである。決して財政政策の完全な中立性を示すものではなく、財政政策による資源配分の変化が資本蓄積に与える効果などを通じて経済に影響を及ぼすことは認められる⁵⁶⁾が、財政支出が単体で純粋に総需要・総供給を引き上げるということは基本的に考えられないことになる。こうした主張を主流派モデルの内部で部分的に覆すには、流動性制約などによる近視眼的な家計を仮定するといった、アドホックな措置しかない⁵⁷⁾。一方で、非リカーディアン型財政政策ルールを採用する場合は、今度は実質政府債務の割引現在価値が横断性条件を満たすために、代償的な物価上昇が要求され、これはFTPLという形で整理されている⁵⁸⁾。

こうした主張の重要な前提は、追加的な財政支出をそのまま吸収する潜在的貯蓄需要（これは遊休資源の水準に対応する）が存在せず、したがって現在ないし将来の増収増加か、FTPL的なインフレが必要となるというものである。

一方で、既に本稿第1章で整理して論じたところだが、さらなる財政支出を許容ないし要求する主張においては通常、潜在的貯蓄超過ならびに実物生産キャパシティ余剰があるということが前提となっている。つまり、前提がそもそも異なるのである。

また、政府債務の将来世代負担論については、主流派においてはOLGに基づいて主張される⁵⁹⁾一方で、MMT派はシンプルな機能的財政論から否認する⁶⁰⁾、という議論構造になっているが、そもそもOLG的な将来世代負担論は、決して機能的財政論の主張と矛盾するものではない。つまり、財は“タイムトラベル”せず、財政はあくまでそれぞれの期の分配に影響するに過ぎないということを認めた上でも、OLG的な将来世代負担論は成り立つ。

56) 荒井壮一 (2019). DSGE モデルにおけるリカードの中立命題に関する一考察. 秋田大学教育学部研究紀要 人文科学・社会科学部門 74, pp. 1-12, 2019.

57) 矢野光 (2005). リカード中立問題の日本経済での検証 (2) GMM を用いた Euler 方程式推定による検証. 敬愛大学国際研究 第15号 2005年7月, pp. 49-72.

58) 河越正明, 広瀬哲樹 (2003). FTPL (Fiscal Theory of Price Level) を巡る論点について. ESR Discussion Paper Series No. 35.

59) 例えば, Otaki, Masayuki (2015). Public Debt as a Burden on the Future Generation: A Keynesian Approach. DBJ Discussion Paper Series, No. 1502.

60) 例えば, Mosler (2010) pp. 31-40

ここではまたしても、前述と同様の問題が浮上する。OLG 的な将来世代負担論では、経済状況が概ねフラットであれば、財政の持続可能性条件を満たすために、現時点での財政支出増加は、現在ないし将来のどこかの時点での増税、あるいは現時点での物価上昇によって代償されなくてはならない。高インフレを許容しないのであれば、現時点での徴税か、将来時点での徴税かを選択の問題になり、ここで政府債務の将来世代負担論が成立することになる。一方で、既に論じたように、現在の累積財政赤字水準が『過少』であるとすると、上記議論は成り立たず、追加的な財政支出が税負担を増やすことも、それを将来世代に転嫁することも無いことになる。

3.3 「財政硬直化」に関する MMT 派と主流派の“一致”した問題意識

主流派の財政再建論においては、財政硬直化がキーワードになることが多い⁶¹⁾。この点については、実は MMT 派の政策主張とむしろ強くシナジーがある。例えば、MMT 派の主たる政策主張であるところの Job Guarantee は、カウンターシクリカルな政策であり、完全雇用と物価安定を両立する政策として位置づけられている⁶²⁾。さらに、Wray (2018) にまとめられているように、MMT はミンスキーの問題意識を継承している——即ち、マークアップのメカニズムによって不平等なインフレーション・バイアスを齎す政策として、非生産的な政府支出の硬直的増加を問題視し、マークアップ型のインフレを回避しつつカウンターシクリカルに働く財政を実現する方向性として“最後の雇い手”政策を提唱したミンスキーの議論を包摂している⁶³⁾。ミンスキーは特に、民間投資誘発的な財政支出や、軍事支出などの特定部門（先進部門等）に利潤蓄積しやすい支出項目など、不平等なマークアップ・インフレと金融不安定性の源泉となりうる財政政策について概して批判的であった。こうした財政政策観は、MMT 派、特にカンザスシティ・アプローチに色濃く継承されており⁶⁴⁾、このような問題意識は本来、主流派の財政学とも協調的に発展可能なものはずである。

4. 結語

本稿では、MMT 派と、いわゆる主流派の間における経済論議上の齟齬と一致について、大きく3つのカテゴリー（財政破綻、金融システムと金融政策論、及び財政政策論）に分けて整

61) 東京財団研究所 (2019). 【特集】公開シンポジウム「平成の財政・税制を振り返る」～講演（土居丈朗/西沢和彦/大田弘子）～. URL: <https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=3132>

62) Wray (2015) Chapter 8, Section 1.

63) Wray, L. Randall (2018). Functional Finance: A Comparison of the Evolution of the Positions of Hyman Minsky and Abba Lerner. Levy Economics Institute of Bard College Working Paper No. 900.

64) Wray (2020) pp. 24–29.

理して論じた。

総じて、主流派とMMT派の間には、経済観の違いに基づく根本的な齟齬も多くある一方で、本来協調可能な論点についても相互理解の不足で決裂してしまっているように見える。本稿による論点整理が、双方の間での生産的な議論に何ほどか資すれば幸いである。