

MMT派の主張を巡って

－信用創造の理解と積極財政論－

東京大学経友会(2022年5月19日)

東京財団政策研究所主席研究員
早川英男

はじめに言い訳から

- 最初にお断りしたいのは、本日の講師(早川)はMMTの専門家ではないということ。MMTの文献も、ごく基本的なもの」以外は読んでいない。
- したがって、Q&Aの時間にMMT理論の詳細について質問されても多分答えられない。
- MMTについて意見を問われるようになったきっかけは、MMTが流行始めた3年前、富士通総研のサイトにコラムを掲載したこと。
- その時の問題意識は、①MMT派の議論はオーソドックスな経済学の教育を受けた者には理解し難い言語やロジックで書かれている一方、②MMT批判の多くは、頭ごなしの反発で、しばしばMMTの主張を読んでいないのではないかと感じられたこと。
- これでは、生産的な議論はできないし、何故MMTに注目が集まったのかも理解できないと考えた。
- 確かに、MMTの主張には荒唐無稽も少なくないが、主流派の見落とし(信用創造の理解)や言い過ぎ(政府の予算制約の過度の強調)を突くものもある。

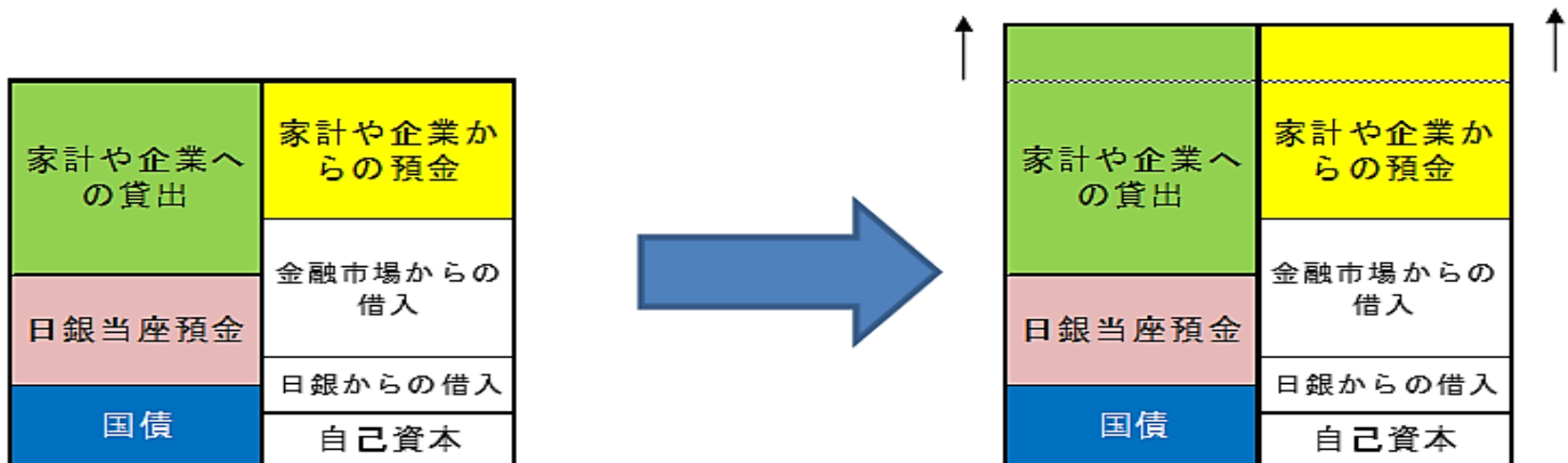
本日お話する内容

- MMTの主張の中で役に立つものを取り入れるという観点から、今日の話題として取り上げるのは、MMTの信用創造に関する理解と、積極財政論の2点。
1. 信用創造の理解
 - 信用創造に関しては、銀行の与信を起点とするMMTの与信先行論の方が中央銀行の現金発行を起点とする主流派の理解より、実態に即している。
 - 金利や均衡の概念を欠くMMTの限界を指摘する一方、主流派の現金先行論が量的緩和の過大評価に繋がった可能性も指摘する。
 2. 積極財政論
 - 自国通貨建ての国債はデフォルトしないという自明の命題から財政赤字に限界はないという主張を導くMMTのロジックはナンセンス。
 - ただし、政府の予算制約を無条件に前提する(旧)主流派の議論も行き過ぎ。財政の持続可能性を国債金利(r)と成長率(g)の関係から考える最近の主流派内の積極財政論(新版のfunctional finance?)を紹介する。

信用創造(1): 貸出の場合

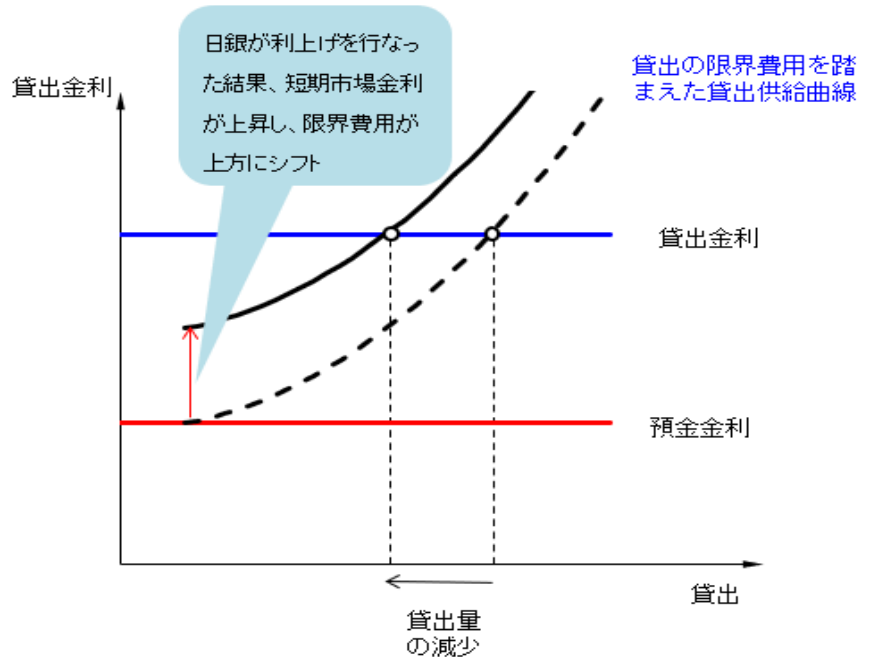
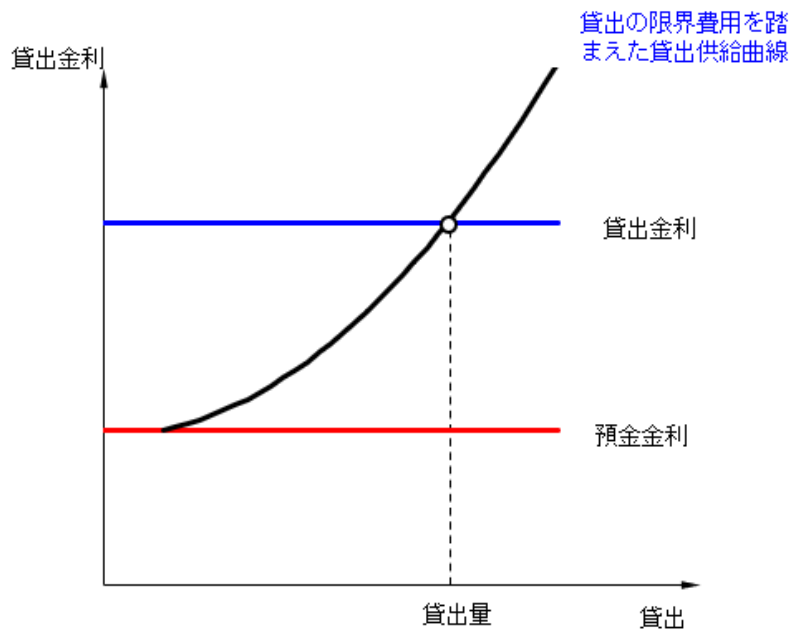
- 銀行が貸出を実行すると、直ちに同額の預金が生れる(貸出実行の前に現金は必要でない)。
- 銀行は、まず貨幣を手に入れてそれを財源にする貸し手ではない。まず貸出を実行して、その後預金の流出分を賄うため、現金を手に入れるのである(ミンスキー)。
- 上記の点で、MMT派の信用創造論は正しい。問題は、B/Sの左右は常に一致するため、これだけではどれだけの貸出が行なわれるか分からない。

民間銀行のバランスシート



金利と貸出量の決定

- 銀行はいくらでも貸出を行えるが、営利企業の銀行がどれだけ貸出を行なうかを決めるのは価格(金利)。
- 貸出には、預金コストのほか、審査費用などの費用が掛かる。銀行の収益は、貸出金利＝貸出の限界費用の時に最大化する。
- 中央銀行(日銀)は、市場金利を上下させて貸出の限界費用を変化させることで、貸出量の影響を与える。現金(マネタリーベース)の増減が直接信用創造に影響を与える訳ではない。



信用創造に関する一般の理解

- 経済学の教科書では、始めに現金(マネタリーベース)があって、銀行がこれを元手に信用創造を行なうという説明が多い。MMT派が与信先行の信用創造論を再興した貢献は大きい。
- しかし、以前から金融界では与信先行が常識だった。
 - 融資の実務に携わったことのある人から見れば、貸出実行に現金が要らないことは当たり前。
 - 筆者が日銀で最初に教えられたのも与信先行の理解。1990年代前半の岩田・翁論争の根底にあったのも、マネタリーベース先行の岩田と与信先行の翁の違いだった。
 - マネタリーベースを増やして経済を刺激する量的緩和にも金融界は懐疑的だった(「ブタ積みが増えるだけ」)。
- なお、経済学者の中でも、金融実務をよく知る人には与信先行の理解が存在していた。
 - まず信用ありき。銀行から見れば、貸出とは、貸出額に相当する数字を預金口座に記入することに過ぎない。したがって、紙とインクさえあれば、銀行はいくらでも貸出を実行できる(池尾和人『現代の金融入門』より)。

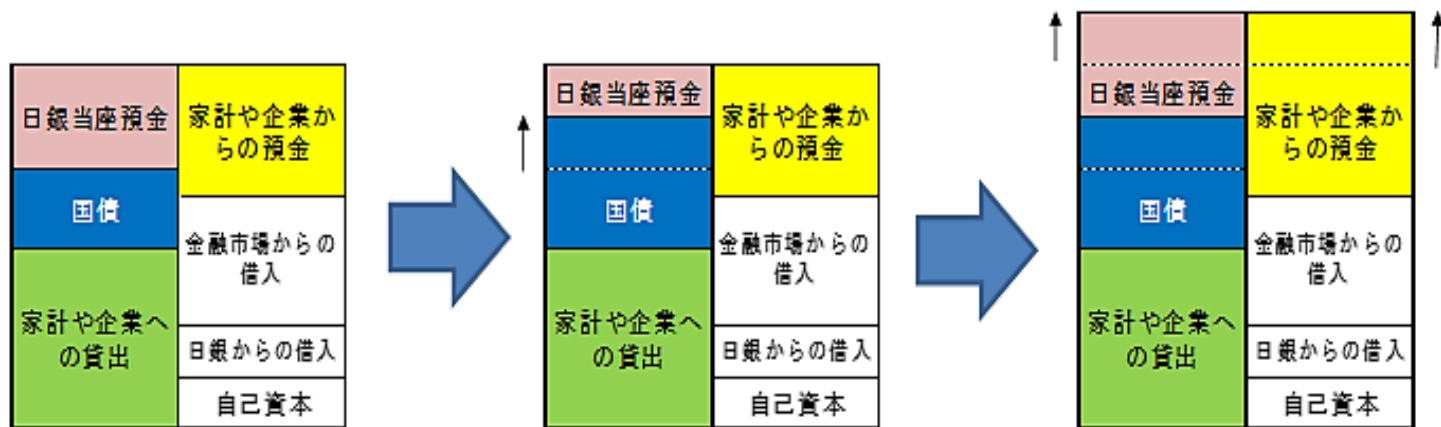
信用創造(2): 国債購入の場合

- 銀行による国債購入の場合は、政府が国債発行で得た資金を使った段階で家計や企業の預金が増加し、信用創造が起きる。
- 銀行が国債を買う時点では、日銀当座預金で支払うため、当座預金がいったん減少する。しかし、政府が支出を増やすと家計や企業の預金が増加し、日銀当座預金も増加する。この2段階を通じて、B/Sは貸出の場合と同じようになる。
- ただし、銀行がどれだけ国債を買うかは、金利を考えないと分からない点は貸出の場合と同じ。

民間銀行のバランスシート

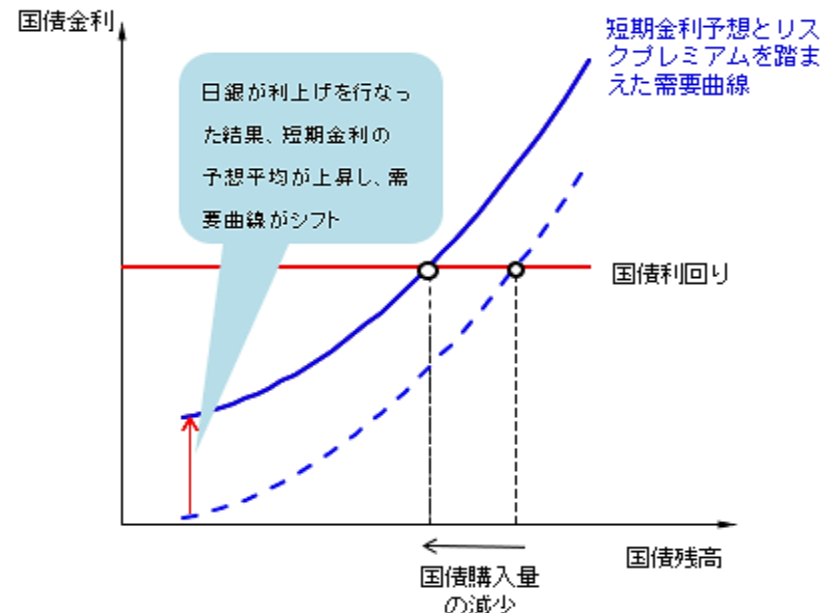
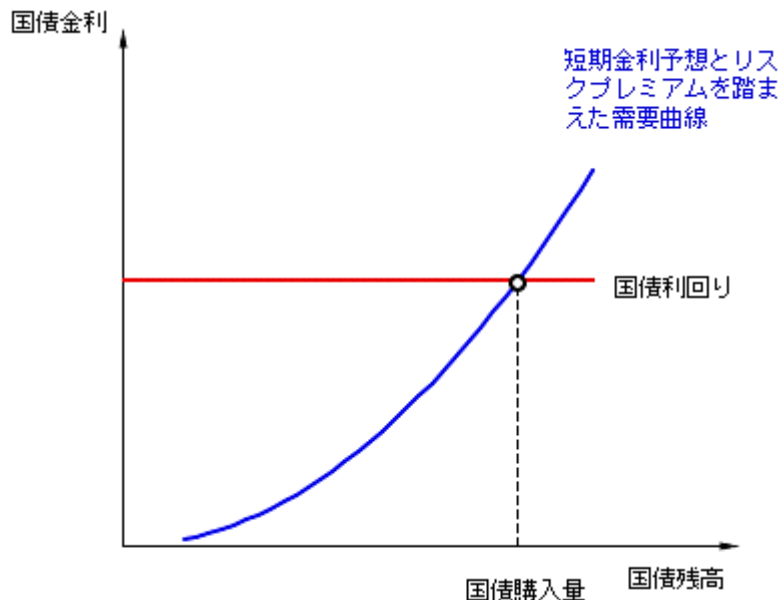
①民間銀行が
国債を購入

②政府が国債発行
で得た資金を使う



国債購入量の決定

- 銀行の国債購入量は、国債金利と機会費用（短期金利の予想平均）＋リスク・プレミアムの比較で決まる。
 - 銀行が求める10年国債利回りは、今後10年間の短期金利の予想される平均値に、資金を固定することに伴うリスク・プレミアムを加えたもの。リスク・プレミアムは購入量が増えるほど大きくなるので、国債利回り＝短期金利予想＋リスク・プレミアムの所で国債購入量が決まる。
 - 日銀が利上げを行ったり、将来の利上げを示唆したりすれば、短期予想金利が上昇して、銀行の国債購入量は減少する。
- * 金利のゼロ制約もあって金融政策が限界に直面する中、MMT派以外の主流派経済学者も財政政策の重要性を強調するようになっている。MMT派との大きな違いは、主流派がインフレ時には金融引き締めを行うべきだと考えていること。



日銀の国債買いオペ(1); 信用創造は起こらない

- 日銀が銀行から国債を買入れ（買いオペ）ても、直ちに信用創造は起こらない。

- 国債買いオペで起こるB/Sの変化は、①民間銀行の資産側で国債が減って、日銀当座預金が増えることと、②日銀の国債保有と当座預金受け入れが同額増えること、の2つだけ。家計や企業の預金が増えることはない＝信用創造は起こらない。

- ただし、国債買いオペの結果、長期金利が低下し、銀行が相対的に有利になった貸出を増やすといった形で、二次効果として信用創造が促されることはあり得る。

民間銀行のバランスシート

日銀当座預金	家計や企業からの預金
国債	金融市場からの借入
家計や企業への貸出	日銀からの借入
	自己資本



日銀当座預金	家計や企業からの預金
国債	金融市場からの借入
家計や企業への貸出	日銀からの借入
	自己資本

日本銀行のバランスシート

国債	当座預金
	銀行券
	自己資本

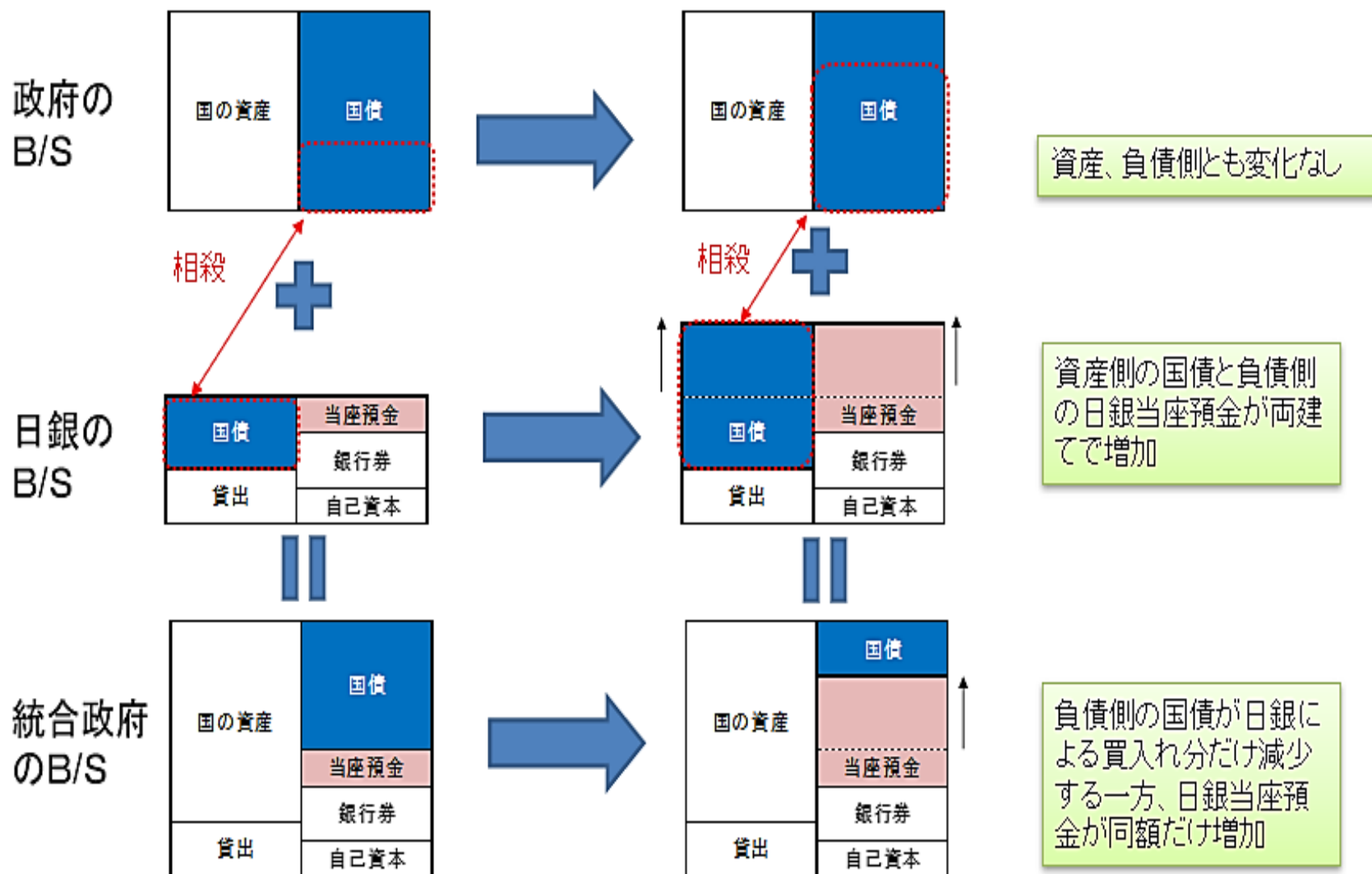


国債	当座預金
	銀行券
	自己資本

日銀の国債買いオペ(2): 政府＋日銀の統合B/S

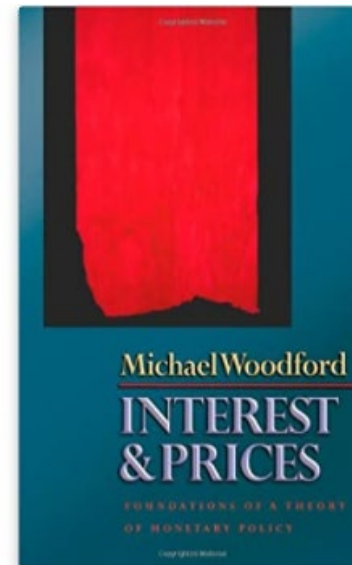
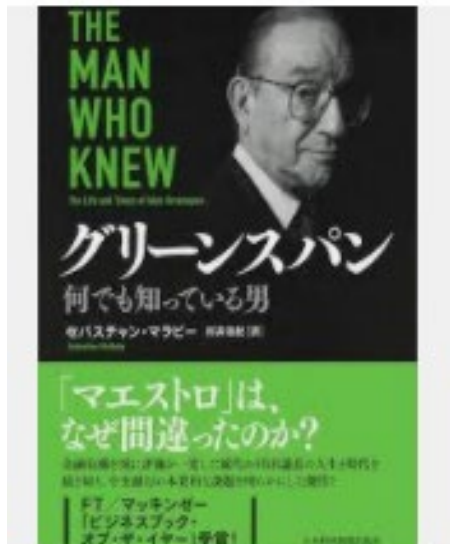
- 日銀の国債買いオペに関しては、「政府＋日銀の統合B/Sで考えれば、買いオペで国債は消えるので償還負担はなくなる」といった誤解がよく聞かれる。しかし、統合B/Sをきちんと考えれば、正しく理解することができる(次ページ図表を参照)。
 - 政府＋日銀の統合B/Sの資産側に変化はないから、負債側で国債だけが消えることはあり得ない。実際には、国債の減少と同額の日銀当座預金が増えている。
 - 問題は、金融関係者を除き、日銀当座預金がどんなものか理解されていないこと。利子を支払う必要のない銀行券とは全く異なり、当座預金には短期市場金利を付ける必要がある(昔の日銀当座預金は利子を付ける必要のない法定準備が殆どだったが、今では法定準備は当座預金のごく一部)。
 - FRBの利上げも、現在は当座預金の金利を引き上げる形で行われている(かつては短期市場でのオペを活用していた)。
- ということは、統合B/Sの当座預金は短期国債と同じ。日銀の買いオペで長期国債が減っても、同額の短期国債が増えることを意味する。
 - これは、超低金利環境で35年固定の住宅ローンを変動金利に乗り換えるようなもの。折角財務省が30年物、40年物の国債を発行して、金利上昇局面になっても利払いが増えないように工夫しても、日銀が大量に買いオペを行うと、負債構成が短期化して、統合勘定では金利上昇に対して脆弱になってしまう。

日銀の国債買いオペ(3): 統合B/S図表



経済思潮の変化(1): 金融危機以前

- 1960年代のマネタリスト反革命、70年代の合理的期待革命を経て、マクロ経済学はケインズ政策の限界を強調する立場が主流となった(教科書では、財政政策を無効とする「リカード中立性」がデフォルトに)。
- ファイナンス理論では、金融市場の万能性を主張する「効率的市場仮説」が登場。ここでは、原則としてバブルはあり得ない(後に、行動経済学によって否定された)。
- 金融マクロでは、90年代からニューケインジアンが主流に。「ケインジアン」とは言うものの、価格の硬直性以外は完全市場を仮定。
- グリーンスパン神話を背景に、金融政策万能論が拡がり、2%のインフレ目標が世界標準となった。
- 97～98年の金融危機以降、日本はデフレに陥るが、欧米の学界では「日本経済の長期低迷」はデフレのせいとの認識が一般的だった。
- 当然、日銀に量的緩和やインフレ目標を求める意見が多かった(その代表がKrugman1998)。



経済思潮の変化(2): 金融危機以後

- 2008～09年の世界金融危機(GFC、日本で言うリーマン・ショック)により、市場万能論、金融政策万能論は大きく後退した筈だった。
 - 確かに、金融危機直後にはG20主導による協調的財政出動が行なわれた。
- しかし、欧米では主に政治的理由(ティーパーティー運動、欧州債務危機)から財政政策は緊縮に転じ、マクロ金融緩和一辺倒となった(the only game in town)。
 - これは、金融政策の万能性を主張するものではなく、財政政策は使えないから「金融政策しかない」という意味。皮肉にも、日銀の「異次元緩和」はこの時期に開始された。
 - ニューケインジアン経済学も、マネーや銀行部門をモデルに導入するといった微修正に止まった。
- しかし、景気回復の鈍さに対する不満は徐々に高まり、サマーズ元財務長官が主導する長期停滞論(Secular Stagnation)が広まっていった。
 - 長期停滞論は、需要要因(デジタル企業の投資不足、新興国の貯蓄過剰、所得格差の拡大など)、供給要因(人口減少、技術革新の減速など)とも多くの要因が挙げられており、内容はかなり複雑。
 - しかし、根本には自然利子率が低下したとの認識があり、ゼロ金利に直面した金融政策の限界を強調(Krugman2015は、日本の長期停滞は金融緩和だけでは脱出できないと主張し、従来の立場を大きく改めた)。

経済思潮の変化(3): 財政出動論の高まり

- 景気回復の鈍さに経済格差拡大への不満も加わって、2010年代後半には財政出動を求める議論が高まった。
- この財政出動論の流れの一つがMMT(現代貨幣理論)、自国通貨建ての国債にデフォルトはあり得ないとして大胆な財政出動を要求。
- とくにコロナ危機の直前には、低成長、低インフレ、低金利という「日本化」(Japanification)が世界に広がったとの認識が強まり、金融政策の限界が意識された。
- しかし、財政政策重視はMMTだけでなく、Krugman、Fischer、Blanchardといった主流派経済学者も同じ。19年1月BlanchardのAEA会長講演では、当分の間、利子率が名目成長率を下回る可能性が高く、財政赤字が拡大しても財政危機に至る心配はないと主張。
- 実際、コロナ危機の直後には主要国が一斉に巨額の財政出動に動き、財政政策の復権を思わせた。



ステファニー・ケルトン

政府の予算制約式

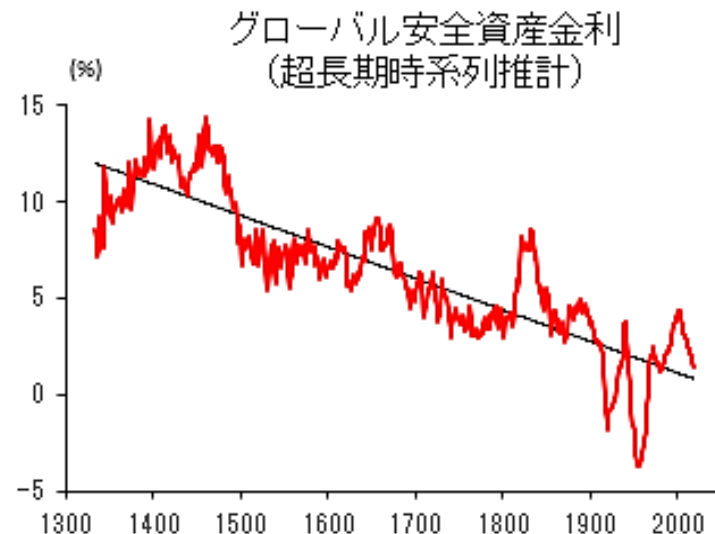
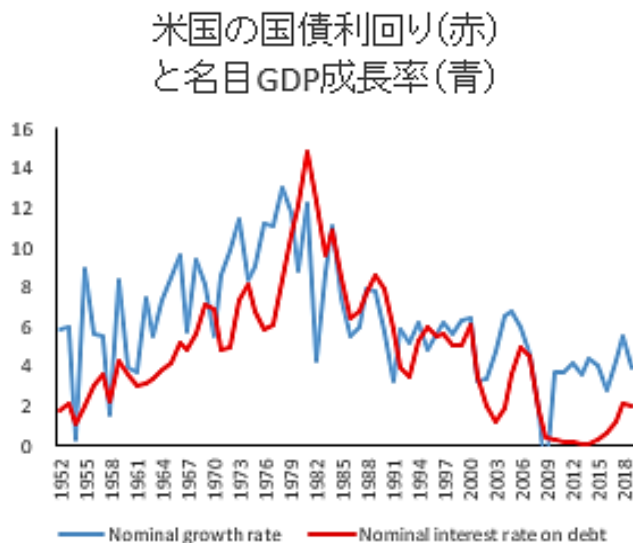
- 主流派内でも積極財政論が高まってきたとは言え、「自国通貨建て国債はデフォルトしないので、財政赤字に制約はない」というMMTの主張が認められている訳ではない。
- Reinhart-Rogoff2009が指摘するように、財政破綻には債務不履行以外にもハイパーインフレ、金融危機などがあり得る。なお、自国通貨建て国債は常に債務不履行を逃れられるが、債務不履行のケースは存在する(1998年のロシアなど)。
- しかし、(旧)主流派のように、政府の予算制約式が常に成り立つ(国債はいずれ全て償還される)とするのも行き過ぎ。
- 政府の予算制約が常に成り立つ場合、それを民間の予算制約式に代入すれば、民間の予算制約は政府の調達の方(税か国債か)から独立になる(リカード中立)。だが、現実の消費者が全てリカーディアンという事実はない。
- 国債を使った金融政策などは、常に国債残高が十分に存在することを前提にしている。現に、クリントン政権で一時的に財政黒字が実現すると、国債のストックは十分にあったにも関わらず、金融市場では国債不足が問題になった。
- 政府の予算制約が常に成り立つと仮定する場合、裏側では家計が死ぬまでに全ての資産を消費すること(遺産は残さない)ことが前提されているが、こちらも現実的ではない

国債金利(r)と名目成長率(g)の関係

- 財政バランスや政府の予算制約に代わって注目されているのが国債金利(r)と名目成長率(g)の関係。
- t時点の国債残高/名目GDP比率を $d(t)$ と書くと(s はプライマリーバランス)、
$$d(t) = (1+r/1+g)d(t-1) - s$$
だから、 d を一定に保つPBは
$$s = (r-g/1+g)d$$
つまり、 $r < g$ ならば、PBが多少赤字でも債務は発散しない。
- このため、 r と g の関係が極めて重要になってくる。
- 経済成長論では、 $r > g$ が動学的効率性の条件となるが、この場合の r は資本の生産性。これは国債金利より高いので、 r を国債金利とした場合、どちらが大きいかわからない。
- Piketty2014でも $r > g$ とされるが、この場合の r は不動産なども含む資産の収益率であり、やはり国債金利とは異なる。
- 結局、 r と g の関係は理論的に確定することはできず、経験的に確認する外ない。

Blanchard2021の主張

- 現在、主流派内で積極財政論を主導しているのはBlanchard。AEA会長講演の後も、昨年の日銀国際コンファレンスで、米国では $r < g$ の時期が多いとして、医療関連や気候変動関連で公的投資を拡大する余地が大きいことを強調した。
- Blanchardは $r < g$ になり易い理由として、①長期停滞、②安全資産需要の増加、③長寿化に伴う貯蓄の増加などを挙げている。
- ただし、同氏は注意点として① $r > g$ が常に成り立つとは限らないこと、②政府債務が維持可能でもcrowding outは起こることをも指摘。



国債バブルと新型Functional Finance

- このように、MMTの論理は認められていないが、最近のマクロ経済学界では長期停滞などを背景に $r < g$ が続くならば、金融政策がゼロ金利制約に服する下、必要な財政政策は躊躇せずに実施すべきとの見方が強まっていた。
- コロナ・ショック下の世界的な財政出動の背景の一つ。
- もっとも、Blanchard後の理論研究では、国債バブルの可能性が注目を集めている。そこでは、①国債保有には安全資産・流動性需要に基づくバブル需要があるため、利回りが低くても国債は消化される、②国債にバブル需要がある場合、政府債務が累積してもインフレは生じないが、③バブル崩壊のリスクも存在する(バブルの上限は分からない)。
- これは、櫻川昌哉『バブルの経済理論』(2021)が描いた世界に他ならない。
- こうした世界では、財政赤字は危険(旧主流派)とか、財政赤字に限界はない(MMT)といった教条主義に陥ることなく、 r や g の動きなど、財政政策がもたらした結果に基づいて具体的に判断すべきだということになる。しかし、これはLernerが80年前に主張したFunctional Financeの原則に戻ることはないか。
- Government fiscal policy . . . shall be undertaken with an eye only to the *results* of these actions on the economy and not to any established traditional doctrine.
Functional Finance and the Federal Debt (1943)、Abba Lerner

高インフレ、高金利の復活

- MMTが注目を集め、主流派でも積極財政論が強まった背景としては、長期停滞ないし日本化の下で超低金利が長期化した影響が大きい。
- しかし、足もとは米国を中心に高インフレと高金利が復活しつつあり、環境は大きく変わった。財政政策の評価にも大きな変化が訪れる可能性。
- コロナの経験は、①財政政策の効果を確認した(量的緩和と違って財政を出せばマネーが増える)一方、②インフレへの対応はやはり金融引き締めであり、財政緊縮というMMTの処方箋の非現実性が明らかになった。
- 金利は上がったが、名目成長率も上がっているので、 r と g の関係がどうなるかは分からない(金利の変動が拡大すると、ターム・プレミアムが拡大する可能性)。ただ、「金融政策がゼロ金利下にあるから今は財政」という議論が難しくなったことは間違いない。

Figure 1.2. Inflation Trends

(Three-month moving average; annualized percent change)

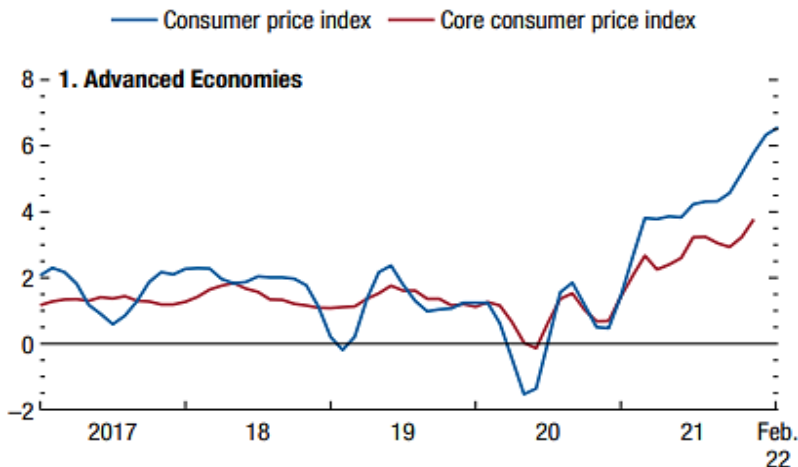


Figure 1.3. Monetary and Financial Conditions

(Percent, unless noted otherwise)

