

〔パネル討論〕

『金融経済研究』第44号、2021年12月

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？——

櫻川昌哉

2020年に生じた新型コロナショックによる財政拡大を受けて、政府債務残高はGDP比で260%を超えようとしている。主流派の新古典派経済学の想定する世界に現実の経済が近いならば、日本の財政はかなり危険な状況に追い込まれているはずである。しかしながら、財政を取り巻く環境は全く平穏で何ら警告が発せられることもない。長期金利が跳ね上がってもいなければ、激しいインフレも生じていない。すると、そもそも財政均衡など気にしなくてもいいのではないかという意見が浮上する。

そこで浮上してきたのが「現代貨幣理論」（以下、MMT）である。その主張はおおむね、次のとおりである。政府は不況時ではなく平時でも、財政の健全性の縛りをまったく気にする必要はない。むしろ経済が不完全雇用にあるならば、積極的に財政赤字で経済の需給のバランスをとるべきである。中央銀行が貨幣を発行して財政支出を賄えば、利子率の上昇を心配することなく、景気刺激効果を期待できる。総需要拡大政策が行き過ぎてインフレになれば、その時点でやめればよい。自国通貨建ての債務である限り、いくら国債を発行しても債務不履行には陥らない。そしてその典型が日本であるというのである。新古典派に忠実な立場をとる主流派は完全に足元をすくわれた。果たして、MMTの主張は正しく、財政規律の必要性を主張してきた主流派の経済学は誤っているのだろうか。

こうした問題意識を受けて、「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？」のタイトルで、日本金融学会機関誌『金融経済研究』、慶應義塾大学経済学部、慶應義塾大学経済研究所の主催の下に、2020年1月31日、慶應義塾大学で学術コンファレンスが開催された。MMTの有効性、正当性を巡って、“主流派”の経済学者、歴史研究者、MMT支持者など学問的背景の異なる研究者が集い、活発な討議が交わされた。

本稿は、コンファレンスの最後を飾るかたちで催された当日のパネル討論（タイトル：「マネーファイナンスによる財政支出は正当化されるか」）の概略をまとめたものである。パネラーは、齊藤誠（名古屋大学）、中野剛志（経済産業省）、松尾匡（立命館大学）、村瀬英彰（学習院大学）の4名であり、櫻川昌哉（慶應義塾大学）が司会を務めた。テーマを大きく3つにわけて討議を進めた。

テーマ1 「MMTの理論構造について」

新古典派に代表される主流派経済学とMMTの違いについて、メカニカルな表層的な部分だけ

ではなく、理論の背後にある思想やイデオロギーを含めて根本的なところに遡って議論してもらった。

松尾は、MMTの立場を「マネーファイナンスで財政支出をしたとしてもインフレが激しくなったりすることはないし、利子率が上昇することもない。よって、マネーファイナンスをやっても問題は無いと考えていると一般には捉えられているのではないかとまずまとめた。そのうえで、「この政策的帰結は、MMTに特有というよりも、不況下で流動性の罫にある経済が典型的でそうであるように、貨幣供給したとしてもそのまま貨幣需要される前提を持ったモデルでは、普遍的に成立することであると私自身は感じている」と述べ、MMT的とされる主張を主流派経済学と特に区別する必要はないと思うと主張した。

齊藤は、松尾の指摘を的確と認めつつも、貨幣需要が貨幣供給を吸収し続ける状況を、新古典派の枠組みでどのように理解するかという作業が依然残っていると強調する。議論の出発点として、現実に行き始めていることを「超低金利の環境になって、貨幣市場の超過需要が財・労働市場の超過供給を吸収してしまうようなことが起きたのではないかと捉える。そして「そうした事態が、新古典派的なフレームワークのなかで起きる前提をきっちりさせて、そのレジームがずっと長期の均衡で起きるのか、あるいは他のレジームに移行する可能性があるのかどうか？」と独自の考え方を展開していくと、次のような懸念が持ち上がるとする。「仮に、財・労働市場で超過供給状態がほぼ解消していたとして、現行の政策を推し進めた場合、名目価格体系にレジーム・スイッチが起きたときには、連続的にインフレが起きるのではなく、突然、いわば非連続的にインフレが起きるならば、もう引き締めるといっても手遅れになってしまう」。

村瀬は、安全資産供給という視点からMMTを新古典派と区別しようとする。「貨幣や国債に限らず、人々は安全資産への需要を持っていますね。そして、安全資産を作り出す能力が一番高い主体は誰かという、政府なんです。そして、政府は、自らが作り出した安全資産と引き換えに資源を得て、その資源を公共目的に使っていくことができると。こういう発想がたぶんMMTの本質にあるのではないかと思います」。そして、この点が新古典派と大きく異なる点であると主張する。「新古典派というのは、貨幣なんか何も生まないから、貨幣よりも生産に貢献する資本の蓄積を重視する。MMTは、税は貨幣で支払わなければならないなど、人々の貨幣への需要が持続するための条件を持ち出してきました。けれども、これは新古典派から見ると、生産的でないところに資源を配分しろと言っているに等しく、ここに非常に大きな対立点があると思います」。

中野は、MMTを理解するためには、信用貨幣論と表券主義の考え方が大きな特徴であると述べる。「信用貨幣論というのは貨幣を物体ではなく、社会関係や人間関係を基に構築される信用関係とみなす。となると、原子論的な方法論的個人主義では説明できないはずで、そうすると、リレーショナルな関係論、あるいは相互依存行為的なアプローチでなければ、貨幣そのものが本来何かを理解できないはず」と考える。さらに、「表券主義については、これは貨幣の価値を支えるのは国家権力、国家の徴税権力ということで、国家権力とは何かを理解しないと貨幣が理解できない」、そして、「現代貨幣理論というのは方法論的個人主義とは相容れない。方法論的個人主義をとっている主流派経済学とは一致しえない。そこがやはり現代貨幣理論が主流派経済学に突きつける根本的な問題かと思っています」と結ぶ。

齊藤は、新古典派と異なる政策インプリケーションを提唱するならば、MMTは理論モデルを提示して正当化すべきであると述べる。「新古典派は、民間経済主体の国家への信用供与の範囲を限定的に考えており、徴税権の範囲の中で国債が担保されていると考えるものですから、それを越えた国債の供給があった場合に、その本来の財政余剰の割引現在価値を超えた分は、ある種のバブル

が存在すると考える。そしてそのうえで、バブルが存在するための経済環境を特徴づけていくというのが適切なアプローチだと考えます。抽象的に、そこに何か目に見えない価値があるとか、国家権力に裏づけられた信用があるとか、そういう言葉で説明するのではなくて、徴税権を超えた国家信用がもし現出しているとすれば、それがかつ財政破綻が起きていないとすれば、それはなぜ起きるのかということモデルで説明するしかないと思っています。

櫻川は補足する。「新古典派は、市場には摩擦がない世界を前提とした精巧な理論モデルを持っています。新古典派で考えることの利点は、仮に効率的な市場経済が存在するならば、何か問題が起きたときに、何がどのように機能するのかを思考実験できることにあります。それは新古典派の世界を信じているということとは同義ではありません。現実の世界は、新古典派が考える世界から遠く離れたところにあるかもしれません。仮にそうであったとしても、新古典派を理解している人は、現実の世界と理論で構築された理想の世界という2つの経済を知っていることとなり、現実の経済が向かうべき方向を探り出すために、より多くの材料を手に入れているということとなります。現実の経済と理論の想定に隔たりがあるとき、理論のどの部分を修正すれば、現実への説明力を高めることができるのかという方向に思考と想像力を集中することができるのです」。

テーマ2 「マネーファイナンスによる財政支出は是か非か」

まず、櫻川（司会）から、かつての国債の日銀引受けの歴史に関する資料の提示があった（図1）。

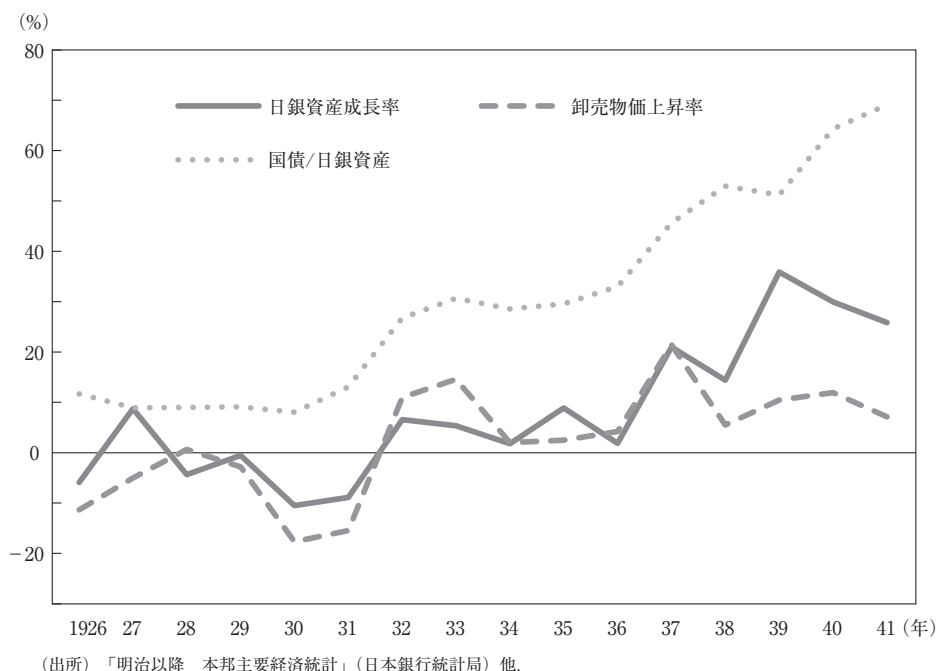
1927年に金融恐慌が起き、その2年後に世界恐慌が起きると、日本経済はデフレ不況に陥った。1932年、高橋是清は、国債の日銀引受けによる財政拡張に踏み切る。図のように、政策が実施された同年、デフレ基調であった経済は一気にインフレ基調となる。この効果が、レジーム・スイッチによるものなのか、景気回復によるものなのか、あるいは同時期に実施された金本位制離脱によるものなのか、判断はむずかしい。いずれにしても、物価高騰は翌33年には沈静化する。それは、日銀資産に占める国債のシェアの動きに反映されている。高橋財政は世間でいわれるほど拡張的ではなく、いったん国債の買取り規模を拡大した後、その後、国債シェアは30%程度で安定していた。高橋是清が実施した赤字財政には規律があったといえる。

図を見る限りにおいて、レジーム・スイッチがあったかに見えるのは、二・二六事件で高橋が暗殺され、軍事予算の拡大を受けた1937年以降である。日銀資産の成長率は大幅に上昇し、国債シェアは右肩上がりに増えるようになる。1937年には、インフレ率は20%を超え、その後も平均して10%程度となる。なお、この時期を境に経済は軍事色を強め、卸売物価を構成する工業製品価格は統制されるようになったという事実を留意しておく必要がある。中央銀行引受けによる巨額の国債は、終戦直後の激しいインフレにつながったとする主張は数多いが、ターニングポイントとなったのは、政府債務の増大に対する財政ルールはもはや消失したと人々が認識したまさにこの瞬間かもしれない。

現代の財政に重ね合わせると、仮に、政府があからさまに財政健全化を放棄してしまったら、貨幣や国債への人々の認識がこれまでと全く異なったものとなるかもしれない。そうした場合、レジーム・スイッチは起きないのか、それとも起きるのか。

齊藤は、まずマネーファイナンスの定義について言及した。「マネーファイナンスの典型といわれている高橋財政ですが、32年に日銀引受けを先行していますけれども、34～36年には売りオペでほとんどマネーを回収しているんですね。だから、高橋財政は、マネーファイナンスではなくて、非常に限定的な典型的なケインズ政策だったと思っています」。さらに黒田日銀の金融政策について

図1 国債日銀引受けの物価への影響



でも、「統合政府が国債を貨幣に置き換えるマネーファイナンスというよりも、長期利付国債を変動利付国債に置き換える国債スワップである」と述べた。

中野は、マネーファイナンスと呼ばれるものをタブー視する理由はまったくないという立場をとる。「国債の市中消化はいいけれども、中央銀行による直接引受けはダメということになっているが、例えば、高橋財政がそれに当たるけれども、直接引受けをやって財政出動をやり、そのあとで国債を市場に売ると、国債を先に市場に売って、支出をするのを比較した場合、やっていることは実質的に同じではないか」と述べた。そのうえで、財政支出とインフレの関係について興味深い意見を展開した。「積極財政への批判とまったく逆で、財政危機を恐れて緊縮財政を続けていると、設備投資は冷えこみ、既存の資本ストックも老朽化してくるので、供給力が低下して経済全体で超過需要が発生する。つまり、積極財政に転じないと、むしろインフレになるのではないか。逆に積極財政によって設備投資やインフラ投資が進んで、生産力が向上するのであれば、むしろインフレを避けて経済が成長できる」と述べた。

齊藤は、マネーファイナンスによる財政支出がレジーム・スイッチの引き金となるリスクについて述べた。「貨幣数量関係が、物価と貨幣供給量がほぼ平行に動いていた時期が1885年から1936年と、あと1949年から1995年ですね。そして、37年から終戦直後のドッジラインに至るまで貨幣数量が大きく乖離している。現在は、再び乖離している時期であり、どこかで1949年から1995年の長期のトレンドに戻る力が働くのではないか。どこかで、名目価格体系のレジームのスイッチが生じて、数十%程度の物価調整という形をとる可能性があるかもしれない」と述べ、マネーファイナンスによる財政支出拡大に対して警笛を鳴らした。

松尾は、マネーファイナンスによる財政支出がレジーム・スイッチの引き金となるかどうかについては懐疑的な立場をとった。1937年がレジーム・スイッチの起点となったという説に対して、

「レジーム・スイッチというとき、経済の中で一人ひとりの考えていることの合成結果として、特定の間が意識したものではない法則が働いて起こる問題であるとするならば、37年は戦争が関係しているので、少し性格が違う話かなと思っております」。さらに続ける、「井上準之助の緊縮財政が昭和恐慌を非常に激しくし、そして、緊縮政策を推進した人たちというのが、当時の政治の図式の中ではリベラル系の人たちであったということがあったわけで、リベラル系の政治というものに対する決定的な大衆の不信ですよ。そういうことをもたらしたということが、その後の侵略の歴史というものを作っていったということがあると思うわけです」。なお、レジーム・スイッチはそう簡単には起きないだろうと言いつつ、政策の帰結として生じる最悪のシナリオを用意しておく必要性についても述べた。「今のレジームが出口に差しかかって、金利がゼロから少々上昇を始めたとき、円高になるおそれがあると思います。円高が持続すると、緊縮で国内の需要が冷え込んでいるとか、そういうことが複合的にあると、ますます国内の生産力が低くなってしまいます。そのあかつきには、インフレがかなり深刻な状態に将来なっていくと思います。ですから、そうした事態を想定して対応を考えていくという必要はあるとは思っています」。

宮川努（学習院大学経済学部教授）は、現在のレジームの潜在的な問題点について質問した。「ゼロ金利になって金利が安くなると、資本が海外へ出ていってしまっていて、かなり破綻的な状況が起きるかもしれないと危惧しておりましたが、そうした事態はいまのところ起きていない。それがどうしてなのかがあまりよくわかっていなくて、それはたとえば、中野さんがおっしゃるように、みんな政府を信頼しているからなのか、それとも円がなぜか高く評価されているのか、その辺りどのように考えればよいのでしょうか」。

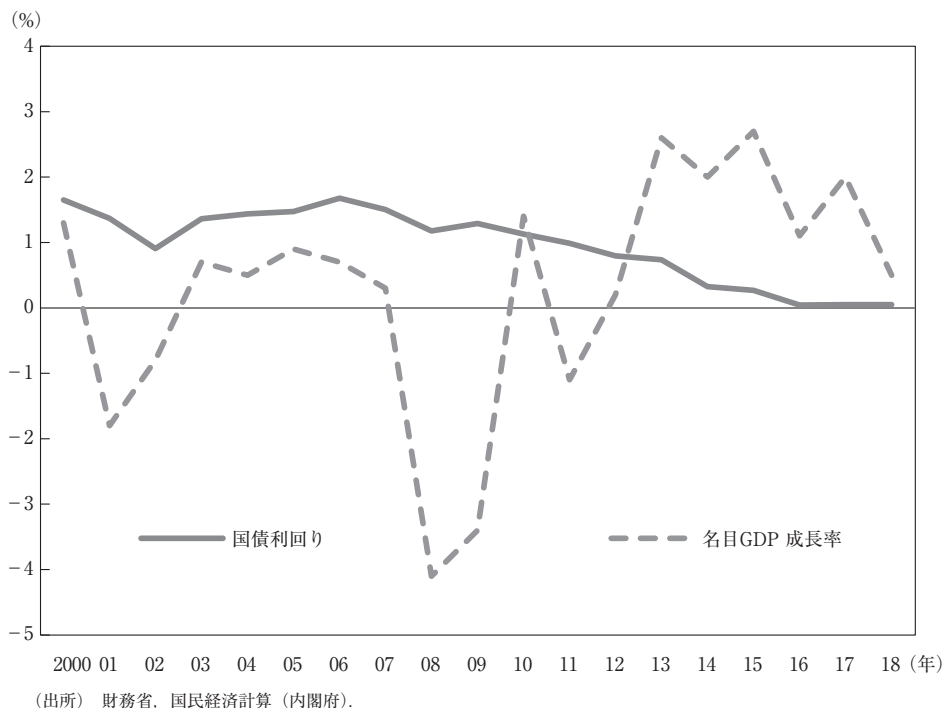
松尾は、現在のレジームで問題は生じていないと次のように答えた。「変動為替相場制の下でゼロ金利を維持するということは、円安という調整機能が働いて、日本経済を底支えしていたというふうには私は理解しています。なので、むしろ警戒すべきことは、日銀が出口を目指して、このレジームが終わったときに円高になるということです。円高が続くことによって海外に企業が流出して、国内の生産力が弱体化することが長期的にもたらす問題のほうが大きいと思っています」。

そもそも低い利率をどのように理解したらいいのであろうか。櫻川（司会）は、最近の日本の利率と成長率に関する資料を提出する（図2）。

図は、10年物国債利回りと名目経済成長率の関係について、明らかな特徴を示している。日本銀行が大規模な量的緩和を開始した2013年を境にして、国債利回りと成長率の関係は大きく変化している。2012年以前は、おおむね国債利回りが成長率を上回っており、その差は平均すると1.6%程度である。国債利回りも低い、デフレのせいもあり、名目成長率は平均してほぼゼロであった。2013年以降となると、両者の関係は逆転する。日本銀行の大量の長期国債買取りで国債利回りがほぼゼロとなったこと、デフレの収束で名目経済成長率がプラスに転じたことが、この逆転現象に大きく影響している。2018年までの平均をとれば、成長率が国債利回りを1.5%ほど上回るようになる。つまり、量的緩和をきっかけにして、財政を取り巻く環境は、「利率＜成長率」から「利率＞成長率」の世界へと劇的に変化している。

現在の日本国債を支えているのは、将来の財政黒字という「適格な担保」ではなく、新規の借換え債が既存国債の償還費用を賄うことができるという期待であり、その期待を自己実現させているのは「利率＜成長率」というマクロ的経済環境であるといえる。いずれ「利率＞成長率」の世界に戻ることを念頭に、あくまでも将来の財政黒字が国債の価値を支えている可能性も全く否定するものではないが、過去30年の長きにわたって財政はずっと赤字であったこと、何度も財政再建計画が裏切られたことを考えれば、日本国債の価値を支えているのはバブル、つまり借換えで償還費

図2 日本の国債利回りと経済成長率



用を賄うことができるという期待であると考えるのが自然であろう。だとするならば、日銀がゼロ金利を終了して出口を目指しはじめたときに、「利率 $<$ 成長率」から「利率 $>$ 成長率」の世界へと元に戻ってしまうのではないかという危惧が生じる。すると、財政の維持可能性への信頼は揺らぎ、齊藤が指摘したように、物価水準の大幅なジャンプへの引き金となるかもしれない。

村瀬は、現状の低い利率について興味深い考え方を提示した。「利率が低いということは、世の中に安全資産が足りないことの証拠であると考えられるでしょう。しかし、安全資産不足が議論の出発点ではなくて、優良な危険資産の供給が不足していて、その結果として安全資産への需要が高まり、安全資産の供給不足と利率の低下が起きていると考えるのが正しい捉え方だと思います」。さらに続ける。「優良な危険資産が不足する状況は、収益率が低くなっているけれどもリスクは高い投資機会しか見当たらない状況で、どこの国も成長すればぶつかる壁、いわば新古典派的な停滞の典型現象といえると思います。資本主義の活力を維持するためには、この壁にぶつかってから勝負で、それはたぶん、資本収益率をどうやって確保するかに尽きるのだと思います。そして、それは、魅力的な証券を創造することができるかどうかにかかっており、アメリカやイギリスは、厚みもある株式市場を中心に、ある程度の資本収益率を確保してきました。一方、日本は、株式市場経由の企業統治の弱さも反映して、資本収益率は低いままでした」。

上田衛門 (慶應義塾大学商学研究科教授) から次のような質問があった。「黒田日銀になってから、国債利率を GDP 成長率が大幅に上回る、いわば異常な状態が長く続いている。これはもちろん、インフレーターゲット 2% を達成するためにそういう状況を人工的に作り出しているということだと思います。しかし、今の状況を続けていると、レジーム・スイッチの可能性など潜在的リスクがたまっていくのだと思います。そこで、目標インフレ率を 2% にすることをプライオリティ

に置くこと自体が間違っているのか、あるいはインフレ率を2%にするためには量的緩和以外の別の方法があると思っておられるのか、もしお伺いできればと思います」。

齊藤は次のように答える。「できるのかどうかということの算段が相当あっての政策だと思うんですけど、今の段階はなぜ達成できなかったかの検証もないですし、インフレターゲット2%について、本当にできることを約束していたのかということから、やっぱりもう一度問い直さないといけないと思っています」。

松尾は次のように答える。「銀行が持っている資産の国債を準備預金に替えているだけの話なので、財政支出を増やしているわけでもなく、緊縮財政政策をとっているわけで、2%に達するはずがないと思っています。マネーファイナンスで政府支出をすべきだというのが私の主張です。インフレターゲット2%は、積極的に目指すべき目標というよりも、歯止めとして守りますという約束という意味で掲げておく必要はあると思っています」。

テーマ3 「マネーファイナンスをした場合の政治経済学」

最後に、政策が実施されたあとの意思決定プロセスについて討議してもらった。仮に、インフレ率が2%に上昇するまでマネーファイナンスを実施することを合意したとしよう。多くの人が懸念しているのは、実際にインフレ率が2%に上昇したとき、目標を達成できたのだから引締め政策に転換しようという政治力学が働くのかどうかについて確信を持っていないことである。

村瀬は以下のように答えた。「政治がインフレを止める意思を持つのか否かについては、よくわからないというのが公平な見方だと思います。ジョブ・ギャランティ・プログラムなどの自動安定化装置が1つの解決策とは思いますが、設計は難しい。具体的には、フィリップス・カーブとどう関連付けるかということになると思いますが、コストプッシュ・インフレが生じたらどうするのか、あるいは通貨の信認が失われるなど金融市場発のかく乱が起きて、物価が大きく跳ね上がったらどうするのかなど、よほど精巧に作らないとなかなかうまく機能しないんじゃないかと思っています」。

中野は以下のように答えた。「まず、事実の問題として、過去30年間、日本に限らず先進各国は民主的な政治プロセスの下で財政を決定している財政民主主義がすでにあるわけで、にもかかわらず、どこの国も、実績としてはむしろ高インフレどころか、低インフレの実績がある。個人的には積極財政が必要だと思いますが、今のところ世界中で民主的な政治プロセスによってMMTを公式に採用している国は1つありませんし、積極財政をそれに基づいてやっているところも1つありません。それどころか、民主的な政治プロセスの下で、政治家も政策当局も、日本を初めとして、MMTを否定しています。だとすると、MMTの弱点とか欠点として問うべきは、高インフレになるまで財政拡張を行うとするMMTの指標が民主的な政治プロセスの下で受け入れられるのかということです。現に受け入れられていないわけで、問題にすべきはそのことであり、MMTをやったら民主主義のせいでインフレが止まらなくなるという議論をしていること自体、私にはまったく理解できない」。

中野はさらに、インフレ抑制策として、下村治の考え方を紐解きながら、生産力向上が有効であると述べた。「下村は、終戦直後の占領期のインフレ退治に従事していたわけですが、当時の高インフレの第1の原因は、異常な生産力破壊という状況にあったととらえていました。生産力の不足にあるので、需要を下げて物価を安定させるデフレ政策では、国民がもたないと。したがって、実際に生活水準を落とすのではなく、生産力を上げてインフレ退治をしなければいけないと下村は考えていました。当時、石橋湛山が大蔵大臣のときに積極財政を提唱しましたが、下村は支持します。設備投資や公共投資による需要増大はインフレのリスクを高めるかもしれないが、それは生産力を

増強することなので、これが実はインフレ退治として有効だと、下村はこういった経験を踏まえて、生産増強以外にインフレ退治の道はないと考えていました。インフレになるかならないかを決定するのは、基本的には生産と需要との相互関係であるということになると思います。

加藤出（東短リサーチチーフエコノミスト）は以下のようにコメントした。「仕事柄海外へよく行くものですが、2019年あちこち行ってきて一番感じたのは、このMMTが最も人気が高いのは日本だなという感じで、まさに中野さんがおっしゃったように、アメリカ人が、やっぱりこれはちょっと気持ち悪いなというのが平均的な見方だと思います。去年の2、3月にメディアでもワットと盛り上がりしましたが、その後は話題にほとんどなくなっていませんし、学会の方々は議論はされていると思いますけれども、一般的にはもうほとんど議論としてはちょっと忘れられている感があるぐらいの状況だと思います。典型例が民主党の大統領選の候補者で、MMTを主張する人は誰もいないわけです。バーニー・サンダースが、ステファニー・ケルトン教授をアドバイザーとして雇いましたけれども、政策では一切主張しないわけです。MMT派の人たちがそれが面白くなって、サンダースに、「なぜ言わないんだ」と言うらしいんですけども、サンダース陣営としてはそれはいい政策だとは思わないとはっきり言っているのです。やっぱり政府債務を将来世代にツケ回しするのはよくないということをサンダースは言うわけです。そう言わないと大統領選で中道派の票を取り込めないということだろうと思います。まさにおっしゃるように、アメリカではMMTは今後採用されないでしょう。あと、ヨーロッパも、ドイツは見事にMMTには関心がなくて、市場関係の人に聞いてもほとんど知らないんですね。メディアも報じていない。MMTがというよりも、財政拡張を正当化するロジックとして、日本では好かれやすいという中での政治経済学というところをうまくバランスをとっていくということは、相当慎重にやっていくべきではないかなというふうに思います。

このコンファレンスは、学問的立場を異にする学者同士は同席しないという不文律を破って開催されたという点で意義あるものである。陰で罵り合っている者同士のあいだで、果たして平和的な討議が成り立つかどうかは未知数であったが、いったん会を始めてみると、参加者の多くは、案外、“敵側”の議論を楽しんでいたようにもみえた。ただし、いつもの学会にはない緊張感が常時、会場を支配していたこともまた事実である。いずれにせよ、80名にも及んだ参加者があったコンファレンスは、無事に幕を閉じた。方法論の違いは明白であり、どれほど理解が共有されたかは定かではない。しかし、主流派であれ、MMT支持派であれ、日本経済をよくしたいという情熱という点では変わりがないという事実は理解されたように思う。

最後に、MMTに関して3点ほどコメントを述べさせていただく。まず、財政赤字拡大の可能性についてである。図2で示したように、日本経済はおおむね、「利子率<成長率」の局面にある。仮にこの状態が今後も続くとして、果たしてどこまで財政赤字を拡大することができるのであろうか。利子率が成長率を下回れば、財政赤字が存在したとしても、国債残高はそれほど増加することはない。また税収を増加しなくても、借換え債で償還費用を賄うことができる。

こう述べれば、MMTの主張を支持しているように見えるが、決してそうではない。ここで注意すべきは、利子率が成長率を下回るといっても、たかだか1~1.5%程度だということである。政府債務残高がGDP比で250%ならば、仮に差を1%とした場合、節約できる利子費用は2.5%、1.5%とした場合、3.75%にすぎない。つまり、基礎的財政赤字がGDP比で2.5~3.75%程度の範囲にとどまるなら、国債残高をGDP比である一定規模に据え置くことができるが、5%や10%のペースで財政拡大を続ければ、国債残高はやはり雪だるま式に膨れ上がる。MMT支持派は、GDPギャップがある限り、財政赤字で需要不足を埋めればよいと主張するが、一定の歯止めは必要であ

り、無制限に拡大できるわけではない。

次に、国債の信用についてどう考えるかという問題について触れたい。金井（2021）が、「預金は銀行によって創造されると捉える MMT は内生的貨幣供給論に立っていると考えられるが、国債発行を巡る議論に関しては外生的貨幣供給論ではないかと思われる主張をしている」と指摘するように、MMT は貨幣の信用について「貨幣の内生性」の点から詳細な説明を加えているが、国債の信用に関する記述は驚くほど貧弱である。¹⁾ 少なくとも、レイ、L・ランダル（2019）には国債の信用の根拠に関する記載を見つけることはできない。²⁾ 貨幣も国債も同じ政府債務であることを考えると、奇異であるといわざるをえない。そもそも、政府債務の信用の根拠を、現在から将来にわたる動学的な政府予算の維持可能性の観点から考えるという発想に乏しく、国債の信用を将来の税収で担保されると考えているのかどうかは定かではない。いずれにしろ、なぜ国債が保有されるのかという基本的な問いに答える必要がある。そうでなければ、国債保有を前提とした議論を正当化することはできない。

最後に、経済成長をどう考えるかについてである。新古典派は、短期の GDP の増加と経済成長を明確に区別しており、短期的な GDP の増加は総需要の拡大によってもたらされるが、長期の経済成長は、技術進歩や資本蓄積など生産性の向上を促すことによって実現すると考える。一方、MMT は、中野がパネル討論で指摘していたように、供給サイドの経済学を持たない。そのせいであろうか、短期の GDP の増加と経済成長の区別はあいまいであり、財政支出の持続的な拡大があたかも長期の経済成長を促すかのような指摘がしばしば見られる。

MMT は、利率率が成長率を 2～3% 上回ることを想定している新古典派経済学の“行き過ぎた”政策インプリケーションに警笛を鳴らすという意味で一定の役割を果たしたことは確かである。しかし、現段階では新古典派に対する単なるアンチテーゼにすぎない。新古典派に対峙するには、まだまだ理論体系の完成度が低いといわざるをえない。

（慶應義塾大学）

1) 金井雄一（2021）「貨幣の内生性と現代貨幣理論（MMT）における論理不徹底」『金融経済研究』。

2) レイ、L・ランダル（2019）『MMT 現代貨幣理論入門』島倉原監訳・鈴木正徳訳、東洋経済新報社（原典：*Modern Money Theory*）。