

# MMT（現代貨幣理論）はどこが間違っているのか？

國枝繁樹

中央大学の國枝でございます。よろしくお願  
いいたします。

が間違っているのかというお話をしていこうと  
思っています。

今日のテーマは、MMT (Modern Monetary

Theory / Modern Money Theory) / 日本語だと

一、MMT（現代貨幣理論）とは

何か

「現代貨幣理論」の問題点です。これからお話し  
していきますように、標準的な経済学から見  
ると、非常に怪しい理論であると思います。

MMTは、もともとはアメリカでRandall

現代貨幣理論自体が理論と呼べるような体をな  
しておらず、理論になっていないものを批判する  
のは大変なので、わかりやすい批判を聞かれたこ  
とはないかもしれませんが。今日は、理論的にどこ

WrayあるいはStephanie Keltonという、主流派  
あるいは標準的な経済学とは違うことを研究な  
さってきた人たちがいて、その人たちが主唱して  
います。

アメリカでは、民主党の若手でオカシオ・コルテスという女性が、いろいろな財政支出を詰め込んだ政策を打ち出すのに財源がないときに、このMMTがいいのではないかとということで支持をしています。その後日本でも、消費税増税に反対するような論者が多々言及したり、支持したりしています。関係の本も、Stephanie KeltonやRandall Wrayの本の翻訳も出ています。

経済学者はすぐ数学的なモデルを持ち出して、経済学者ではない人から見ると、何だと思われるところもあるかと思いますが、幾つかいい点もあります。理論を数式にすると、モデルの中に矛盾があると、こっちで言っていることと、あっちで言っていることがおかしいというのがすぐに明らかになる。もう一つは、数学的なモデルがあれば、それが正しいかどうか、データを使って実証研究ができます。しかし、MMTの場合にはそう

いった数学的モデルはほとんどありません。結局これを批判しようとしても何だかよくわからない。

ただ、MMTでよく出てくる主張は、徴税権のあるような国で、財政ファイナンス（国債の中央銀行引き受けによる貨幣増発）をしてもインフレにならずに政府支出をふやすことができる。日本はその典型例なんだということで、Keltonさんも日本をよく引き合いに出しています。

多くの主流派あるいは標準的な経済学者はMMTを強く批判しています。例えば、ローレンス・サマーズ元財務長官は、私の留学時代の指導教官ですが、MMTには重層的な誤りがあるということを指摘しています。オリヴィエ・ブランシャールという元IMFのチーフエコノミストは、非常に尊敬されているマクロ経済学者ですが、彼も批判をしている。

彼らは、どちらかというところ、最近までは財政支出をもう少しやってもいいんじゃないかということとを言っていたのですが、そういう人も、MMTについては、根本的に批判している。簡単に言うと、一緒にするなということです。それだけ問題がある理論ということですよ。

その意味で、MMTとほかの標準的な理論に基づく理論を分けて論ずる必要があります。確かに、国債の中央銀行引き受けによる、財政ファイナンスと日本で言われている貨幣増発をしても、インフレにならずに政府支出をふやすことが当分の間可能という話はあるわけで、それは別に全てMMTではなく、標準的な枠組みでもそういった議論ができるわけです。

標準的な経済的理論に基づく議論というのは、さすがにやり過ぎるとインフレになるのではないかとという話がサマーズ教授からも出ているような

状況ですから、まともな議論がなされている訳です。これに対し、MMTというのは非常に問題が多い理論ですから、MMTと標準的な理論を分けて議論する必要があります。例えば日本の新聞に出ていた議論ですと、これをこたたにして言う人が非常に多いですが、それに対しては、サマーズやブランシャールは、一緒にしてくれるなという議論です。今日の話聞いてご理解いただき、これからは分けてお考えいただければと思います。

今日のお話は、繰り返しになりますが、MMT批判です。グレッグ・マンキューというハーバードの教授が、去年のアメリカの経済学会で、MMTのセクションがあり、そこで批判をしました。その際の冒頭の発言で、とにかくMMTの人が書いた本を読んでも何を言おうとしているかわからないので困ると言っています。

実際、数学モデルがないので、理論の全体の姿

がわかりませんし、先ほど挙げたMMT論者の本を普通に読んでいても、こっちで言っていることとあっちで言っていることが違うんじゃないかというところが多々あつて、わからない。その結果、批判するほうも、自分でいろいろ補完して話すということになっている。

今日は、MMTの問題点を、私がコアだと思つた部分に絞つて、「標準的な経済学の枠組みでその話が成り立つとすると、こういうモデルしかないでしょう、しかし、こういうモデルのもとでは、MMTの支持者が言っていることは全て否定されますよ、矛盾していますね」という、数学で言うところの一種の背理法を使って根本的に間違っていることをお示ししていこうと思います。

## 二、通貨発行益とは何か

ただ、この話を理解していくためには、幾つかステップがあります。MMT論者の主張は、幾つもの段階で間違っているものですから、入門のところからやっついていかないといけません。

まず、「通貨発行益」を理解する必要があります。もともとスペイン語から来ているので、不思議なつづりになっていますが、「seigniorage」といいます。通貨を発行することによって得られる利益ということです。

これには二つ定義があります。一つが、通貨発行に伴う中央銀行、日本で言えば日銀ですが、日銀の利益ということになる。中央銀行のバランスシートを見ますと、今ではいろいろなものが資産のほうにのっています、古典的には国債があ

図表 1

# I 通貨発行益とは何か？

## 1. 通貨発行益(seigniorage)の定義

(第1の定義) 通貨発行に伴う中央銀行の利益

→中央銀行のB/Sは、「資産:国債(有利子) 負債:日銀券(無利子)」なので、利益発生

資産	負債
国債 (有利子)	日銀券 (無利子)
その他資産	自己資本等

日銀の場合、  
「日銀納付金」  
の形で政府収入  
に

⇒これが、「通貨発行益」

り、負債のほうには日銀券がある（図表1）。今は利子がゼロとかマイナスになっていますが、通常であれば正の値の利子がついている。そうすると、日銀というのは無利子の負債を発行して、国債を買ってきて、国債のほうは利子がついてくるので、この状況が続けるだけで利益が上がることになっていきます。これが通貨発行益です。

このお金は日本銀行に政府が通貨発行権を与えたことによって反射的に生まれてくる利益ですから、当然国民の財産です。したがって、日本では日銀納付金の形で政府収入になっている。これが通貨発行益になります。

実際、令和二年度の予算で六千四百三十五億円、今議論されている令和三年度の予算でも九千七百八十三億円、一兆円近くで、かなりの額になっている。日銀は、昨今は、株式等も持っていて、そこから上がってきている利益も入っています。

すが、とにかくある程度の規模の日銀納付金が毎年計上されている。過去においても、いわゆる成長通貨の供給をしなければいけない。これは何かというと、経済成長すれば、当然取引がふえるので、それに見合っただけの日銀券の発行をしないと行けないので、その分国債を買ってきて、日銀券を発行する。このため、日銀納付金というのは持続的に発生します。過去の予算においても、それぞれ額は違いますが、日銀納付金が計上されています。

MMT論者の中には、このレベルで間違っている人たちも多々います。ある大学の先生が最近出された本で、成長通貨供給に伴う通貨発行益で政府支出をふやせと提案なさっています。既に日銀納付金は予算の中に入っているのです、全く間違った提案ということになる。このレベルで間違っているケースも、日本の場合にはあるということだ

す。

どうしてこういう間違いが出てくるのか、理由がないわけではありません。その背景に、マクロ経済学ではよく使われるもう一つの通貨発行益の定義があります(図表2)。新規国債を中央銀行が直接引き受ける、あるいは現実的には一応流通市場に発行し、すぐ日銀が買い取り、とにかく中央銀行が財政資金を事実上調達する。その場合には国債の引き受け分と同じ額だけマネタリーベースがふえる。これが、日本でよく言われる財政ファイナンスですが、この額のことを通貨発行益と言うこともあります。実は、マクロ経済学の教科書や大学院レベルの教科書でも、この定義しか載っていないことも結構あります。日本の経済学者の中で、通貨発行益というとこれを浮かべる人がいる。

二つ定義があつて、どちらか間違っているのか

MMT（現代貨幣理論）はどこが間違っているのか？

図表2

(第2の定義) マネタリーベースの増加分

新規国債を中央銀行が直接引き受ける(あるいは流通市場から巨額の購入を続ける)ことで、中央銀行が財政資金を事実上調達。

$$\boxed{\text{国債の中央銀行引受分}} = \boxed{\text{マネタリーベースの増加}}$$

「財政赤字の貨幣化」(日本では「財政ファイナンス」)

→実は、第1の定義の「通貨発行に伴う中央銀行の利益」と同じものであることを示すことができる。

※ 第1の定義での単年度の通貨発行益  $i\Delta B$ 。将来にわたる通貨発行益の現在価値  $\Delta B \times 1/i = \Delta B = \Delta M$ なので、第2の定義の通貨発行益と同じ！

というところ、そうではなく、実は同じものです。図表2の下の方に書いてありますが、単純に言うと、 $i$ が名目成長率で、 $B$ はボンド(国債)とすると、それを掛け算したのが単年度の通貨発行益です。それがずっと続くことになる。ただし、現在価値を計算しないといけない。昔の高校の数学でやる等比級数の和の公式を使って計算すると、その $i$ 分の1がそれに当たる。 $i$ 分の1を掛けると、実は国債購入額と同じになる。先ほどお話しした日銀納付金の定義とこのマネタリーベースの増加分は、実は同じものになります。

ただ、一般的にはどちらを使ってもいいですが、第一の定義の日銀納付金が、マクロ経済学であまり使われない理由としては、日銀の利益として納付金が出てくるわけですが、その前に、日銀でいろいろな引当金を計上するとか、法人税を払うという会計処理のあり方によって日銀納付金の

額は左右される。例えば通貨発行益について、時系列分析しようとする、そういう余計なものが入ってくるので、マクロ経済学者からすると、あまりよくない定義です。それに比べると、幾らマネーを出しましたかというのは手を加えようがないので、そちらのほうが望ましいと説明することもあります。

ただ、私自身は、それは時と場合によってで、第二の定義は、マネタリーベースがプラスの経済成長が続いて毎年成長通貨を出しているようなときにはいいと思いますが、一時的にマネタリーベースがふえて、そして減るといふときにはちょっと怪しいことが起こってくる。

覚えている方もいらつしやるかもしれませんが、二〇〇〇年問題と言われて、コンピュータのソフトが二〇〇〇年になると認識できなくなり、コンピュータの誤操作が起こって大問題が

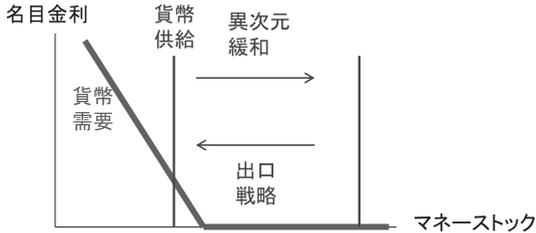
起きるのではないかという話です。そのときに、金融市場でも大混乱が起きる可能性があるということ、一九九九年の年末に、日銀は、マーケットに巨額の資金供給をしています。あまり大したことがなかった、その後二〇〇〇年になって回収をしています。

二〇〇〇年度、会計年度で同じことが起こったかどうか。会計年度なので、先ほどの通貨発行益の第一の定義で考えると、日銀にこのオペレーションでどれだけ利益が発生したかという、実はオーバーナイト一日分の利益ですから、たかが知れた利益しか出ない。

ところが、第二の定義で考えると、一九九九年の間に年末には莫大な額のマネーが出ているので、そのまま計算すると、ものすごい歳入増があったことになる。他方、二〇〇〇年度の頭の日に、回収することになると、二〇〇〇年度の予算

図表3

## 2 「流動性の罠(ゼロ金利制約)」下での特殊な状況



流動性の罠(ゼロ金利制約)においては、貨幣供給を大きく増加することが可能

→従って、第2の定義に従って、「いくらでも財政ファイナンス可能(お札を刷ればよい)」との主張(→誤り)

→しかし、第1の定義では、利子0なので、通貨発行益も0

は莫大な大赤字が発生することになる。ただ、実態は単に三月三十一日から四月一日の間にマネーを出し入れしただけです。そうすると、第一の定義のほうが自然だと思います。もちろん第二の定義でも、一九九九年度分と二〇〇〇年度分を合わせればほぼゼロになるので、やはり同じということとは変わらないが、一年ごとで取り上げたときにミスリーディングになる可能性があります。

第二の定義の問題点が非常に深刻になるのが、いわゆる流動性の罠(ゼロ金利制約)の特別な状況です。図表3は、横軸にマネーストック、縦軸に名目金利をとっていますが、これは大学の教科書に出てくるIS-LM曲線のLMに当たります。左側の貨幣需要が、利子が高いと国債で持っていたほうがいい。低いとそれほどでもないからマネーで持ってもいいかなということ、右下がりの太線になっています。しかし、名目金利

はゼロより下に行かない。今だとマイナス金利ですけれども、マイナス金利も限度があるので、貨幣需要も、図表3にあるような形で、途中から水々な太線になる。

貨幣供給のほうを中央銀行が操作できると考えると、普通の状況では、左側の縦線にある貨幣需要との交差点が金融市場での均衡になって、利子は正の値になります。

これがご存じのように日本は今や異次元の緩和で貨幣供給曲線が右側にシフトすることによりゼロになっていきます。

こういう状況が流動性の罍ですが、この状況のもとでは、国債とキャッシュの比較でいうと、普通の状況下においては、国債は金利があるので、国債で持てば金利が稼げる。しかし、キャッシュで持っているとき金利がつかみません。その比較でポर्टフォリオを考えていくわけですが、流動性

の罍の状況になると、国債で持っているとき金利がつかない。キャッシュで持っても金利がつかないが、買い物に使える。国債を持って、その高島屋に行って買い物しようとしても買えない。金利がつかないのであれば、キャッシュのほうがいい。その意味で貨幣需要が無限大の状況になる。そうするとマネーというのは、ある意味制約なく幾らでも出せる状況になってくる。これが異次元の緩和ということです。

第二の定義では、マネーが無茶苦茶出ていますから、幾らでもお札を刷ればいいということになってしまふ。第一の定義ではどうか。この状況を考えると、利子率ゼロですから、先ほどの日銀のバランスシートで考えて、日銀の持っている資産が全部ゼロ金利ということになると、日銀券は確かに無利子で発行できますが、他方、国債も無利子ということ、通貨発行益はゼロになる。

第二の定義を使うと、この状況だと幾らでも出せ  
ますよという話ですが、第一の定義に基づき、普  
通の予算で考えるとゼロということになってしま  
う。実際は、今、日銀が持っている国債の中に  
は、長期国債で過去に金利がついて発行されてい  
るものもたくさん持っていますから、今年の予算  
でも日銀納付金が上がっていますが、あれが全部  
ゼロ金利とかマイナス金利のものだけになって、  
株価がなければ利益は上がらないことになる。

不思議に思われるかもしれませんが、これは正  
常化した後のことを考えていないからということ  
になります。二%のインフレ目標が達成されて、  
いずれかの時点で金融引き締めが必要になる。金  
融引き締めというのは、マネーをもとに戻さない  
といけませんから、第二の定義のもとでは、マネ  
タリーベースの減少というのは通貨発行損、損失  
が発生することになる。したがって、流動性の罫

のものとマネタリーベース増だけを見ると歳入増  
ですが、その後金融正常化でマネタリーベースを  
減らすときには、巨額の歳入減が発生するという  
ことになります。両方足せば、実は通貨発行益は  
それほどふえずに、結局第一の定義の通貨発行益  
ゼロ、非常に小さなものになるということです。

このことを「家に帰るまでが、遠足」と東大の  
岩本先生がうまく表現しています。遠足に行った  
けれども、帰ってこなくて迷子になってしまう。  
流動性の罫のものとマネタリーベース増のほうだ  
け考えて、幾らでも歳入が入るんだと言う人は、  
結構いますが、遠足に行つて帰つてこなければ、  
金融が正常化しても異次元の緩和を続けてしま  
うという状況になるので、当然ながら大インフレ  
が起こることになります。

財政ファイナンスのそういった意味での帰結と  
して、非常に高いインフレーションが起きる。第

一次大戦と第二次大戦の間のドイツで何が起きたか。ドイツは戦争に負けて膨大な賠償金を負わされたわけですが、もう払えないということで、ルール地方で労働者がストを始める。ドイツ人もみんなそのストを支援したので、金銭的に支援していく。しかし、お金がないので、事実上、今日の日銀が言うところの財政ファイナンスが行われる。その結果、とんでもない勢いで物価が上がっていくことになりました。

これがどうして止まったかというと、財政改革が行われたからです。中央銀行自体の改革もあったのですが、あわせて賠償金が重過ぎるというのが根源にあったので、それを減らすということで合意がなされた。そうになると、財政ファイナンスをしなくてもいいということになるので、突然インフレがとまる。

日本でも戦後同じことが起こっています。日本

の場合もインフレが止まったのは、ドッジが超均衡予算をつくったからで、日本の場合にもかなり過激な財政再建をしてインフレが止まったわけですよ。

通貨発行益の第一の定義と第二の定義の両方があることがわかっていないので、第二の定義だけでお札を刷れば、通貨発行益で、それが予算に使えるんだと思ひ込んでいる人がいますが、正常化で引き締めるときにはものすごい赤字が出るので、そういう考え方はだめです。数字で考えると、そんなに財政支出には使えませんよというのが正しいですし、逆に、遠足から帰ってこなければ、確かに歳入として使えることになりましたが、インフレになるとというのが歴史の教えるところで

### 三、MMTの主張一 国には通貨高権があるからインフレは起らない

MMTの人でもそんなことはわかっていると言う人たちもいるわけです。そこで第二段階の話として出てくる主張が、ちょっと難しい言葉ですが、国には通貨高権がある。通貨高権があるからインフレは起らないということを言う人たちがいます。政府が独占的に通貨発行権を持っている。この通貨発行権のことを通貨高権と言ったりします。これを発行できないか。しかも、通貨とというのは、英語で言う legal tender（法貨）であって、取引の相手方は受け取りを拒否できない。普通の会社が負債を出している状況のもと、その債務を返済しようとするときに、「うちの小

切手をまた出すから、それで債務が返済されたことにしてよ」と言っても、もちろん相手方は断ることができない。これが、日銀券で払うと相手方のほうが受け取りを拒否できない。これが法貨ということです。

私は日銀法の改正を担当していましたけれども、四十六条に、「日本銀行は、銀行券を発行する。前項の規定により日本銀行が発行する銀行券は、法貨として無制限に通用する。」とあります。これは日銀券で支払いを受けたら、受け取らないとだめですよというのがこの規定になります。ここから日銀が日銀券を発行すれば受け取らなければいけないんだ、だからインフレは起きないんだという議論をする人たちがいます。

ところが、問題点がありまして、一度受け取ったものをずっと持つていなければいけないということを法貨は意味しているわけではない。英語で

ホットポテトという言葉があります。ジャガイモを丸ごと熱くして、触ると熱いので、誰かが持つと、やけどしないようにほかの人に渡そうとするのをホットポテトといいます。それと同様に、日銀券が無茶苦茶発行されるぞ、通貨価値は下落するぞというときでも、日銀券を受け取らなければいけないんですが、ずっと持つていなくてはいけないという縛りはないので、とにかくそれを誰かに渡そうとする。一つは、為替市場で外国の通貨とかえてもいいですが、普通の人にはなかなかできないので、財と交換しようとする。何か買いに行く。しかし、みんな同じような行動をすると、高いインフレが発生する。

中央銀行や国に通貨高権が幾らあっても、受け取りは拒否させないようにすることは、法律ですからできますが、それをずっと持つていろうということになってない。だから、当然インフレが発生

してしまいます。もしずっと持つていろうというのであれば、こういう怖いことが起きますよという話をする人がよく言うことですが、預金封鎖が必要件になってくる。日銀券をモノにかえさせないということを強制的にやろうとすると、そういうことまでやらないといけない。通貨高権だけではインフレは防げないということになります。

このレベルで、通貨高権があるので大丈夫という議論をしているMMTの論者の人たちもいますが、それはずっと持つていなければいけないということを意味しているわけではなく、インフレになるから間違いですよと言うことができる。

そこで持ち出すのが、今日の本題であるところの Taxes Drive Money という MMT 論者のキーワードになります。

その話に行く手前の留意点として、今の話は逆に言うと、日銀券は法貨なので、日銀の財務状況

が悪くなったから、債務超過になったからといって、民間で言うところの破産法という意味での破綻ということはない。これを多くの人が勘違いしています。例えば金本位制であれば、日銀券を金にかえてくれといって、金がなければ、ある意味中央銀行は破綻してしまうわけですが、日銀券というのは法貨なので、受け取らない人が悪いということになっている。だから、債務があっても日銀券をさらに発行して渡せばいいだけということになる。

日銀はそういう意味で破産はしません。ただし、日銀が破産しなければ大丈夫かというと、通貨が過剰に発行されれば、当然ハイパーインフレーションになる。我が国経済自体が破綻することになる。最近のハイパーインフレーションの例で有名なのはジンバブエです。私の知る限り、ジンバブエ中央銀行は別に破綻していませんが、ご

存じのとおり、ジンバブエ経済は破綻しています。

MMTを批判する人の中には、日銀が破綻するから大変なんだということを言っている人もいます。そういう批判をしてみると、「何言っているんだ、法貨なんだから受け取らなきゃいけないんだ」と言っている人のほうが正しくなっています。日銀が破綻するのではなく、通貨高権というのは受け取りなさいという話だけであって、ずっと持つてなさいということを言っているわけではないから、通貨価値が落ちると思えばみんな手放すので、インフレが起きるんですよというのが正しい批判になります。

## 四、MMTの主張二 Taxes Drive Money

もちろんMMT論者の人たちがそういうことがわかっている人もいる。しかも、現代貨幣理論という新しい貨幣理論をつくったんだとまで言っているわけです。

そこでコアとなっているのが、今日の話の本丸 Taxes Drive Money というキーワードです。これは何かというと、納税のためには現金が必要だ。だから、通貨に対する需要を生み出すことができるというロジックです。税務署は、普通の状況ではキャッシュで納税してくださいと言っている。ということ、一般の家計あるいは企業がキャッシュを用意する必要がある。そうすると、そこにキャッシュに対する需要が発生する。そう

いう裏づけがあるので、インフレにはならないというのが Taxes Drive Money という考え方です。

それと、もう一つの柱が、政府の財政赤字が発生すると、普通はクラウディングアウトが起きますよと言うのですが、MMTの議論の中では、いや、そうではない。財政赤字が発生すると、同じ額の貯蓄が自動的にふえる。貯蓄自体がふえれば民間に回る貯蓄の額も減らなくて済むので、クラウディングアウトは起きませんと言っている。

この二つに基づいてMMTの論者がどういうことを言っているか。政府の予算制約式に基づく理論(①政府には予算制約式があり、税収か国債で財源を調達する必要がある。②大不況の場合等を除き、国債は経済の負担となる。③財政赤字はクラウディングアウトを引き起こし、金利が上昇する。④財政赤字は、将来世代の負担となる。この負担を減らすには、増税か歳出削減が必要。⑤財

政赤字拡大は、将来の増税幅拡大を意味する。)を *Wray* は全否定しています。これに基づいて、例えば公共事業をふやしてもらいたい人は MMT に基づけば、幾らでも出せるだろう。最近だと、コロナでみんな大変だ、支援金をもっと出せ、でも、財源がありませんというときに、MMT に従えばお札を刷ればいいだけだという話につながっていることになりました。

このコアの部分はどうなのかということを考えていく必要があります。

まず、*Taxes Drive Money* ですが、先ほど言いましたように、納税は現金でのみ可能という制約があって、納税目的の通貨需要が存在するから、高インフレは起きませんよと。Mosler という人がいて、Stephanie Kelton は MMT の父と書いています。Kelton の本の中にもその話が出てきます。Mosler の家で、子どもに家事を手伝

わせようとしたが、やらない。そこで家事を手伝ったら自分の名刺を三十枚あげるよと言ったけれど、当然誰も手伝わなかった。そこで、Mosler 家のルールとして月末に三十枚の名刺を税として回収すると子どもたちに言った。子どもたちは月末に三十枚の名刺を税として払わなければいけなくなったので、家事を手伝って、名刺をもらうということになる。

名刺のような、子どもにとって何の意味もないものが、税があることによって需要を生んだ。この名刺を現金に置きかえればまさに *Taxes Drive Money* ということです。この話というのが MMT の一番のコアの部分ということになります。これだけ聞くと、そうかなと思ってしまうかもしれません。

しかし、少し考えてみると、一番のコアが実はどうなのかなと。先ほどの例では、月末名刺三十

枚集めるぞと言って、一生懸命働くという話でした。

Moslerが名刺を六十枚提供したらどうなったでしょうか。月末に三十枚あればいいよという状況だとすると、子どもは三十枚名刺を集めて、その後はそもそも払う必要はないので、名刺あげるから家事を手伝ってくれよと言っても、当然受け取らない。当たり前で、納税に必要な額以上の名刺は要らないわけです。すなわち名刺の価値がなくなる。現金に置きかえると、現金の価値がなくなるということですから、まさにインフレが起きる。このインフレを避けるために何が必要かというところ、Moslerの家の家訓を変えて、月末に要るのは三十枚ではなく六十枚なんだと言えば、また子どもたちは働き出すということになる。

そうだとすれば、通貨をふやしても大丈夫だという話ですが、しかし、もともと納税のために必

要だからということではキャッシュに価値があると  
いうのであれば、ふやした通貨に見合う増税が存  
在していないと、そんなものは要らないことにな  
る。二百万円ぐらい税金が予想されている人が二  
百万円キャッシュで銀行預金をずっと持っている  
というのは合理的な行動かもしれませんが、二百  
万円税金を払えばいいとわかっていている人が四百  
万円銀行預金で抱えているというのは全く合理的な  
行動ではない。

このMMTのコアをなす話は、通貨供給に応じ  
た増税がないと成立しないということが指摘でき  
ると思います。

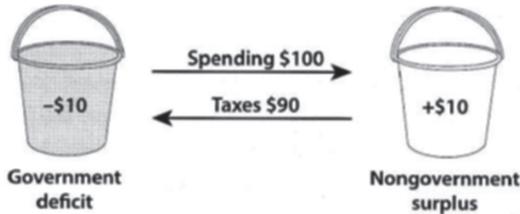
これと密接に関係してくるのがもう一つの柱で  
ある「財政赤字と同額の自動的な貯蓄増」です。  
これを彼らはどうやって説明しているかという  
と、これもKellonの本に出てきますが、輸出入  
の話は除いて、閉鎖経済と考えます。このもとで

図表4

### 3 「財政赤字と同額の自動的な貯蓄増」の検討

#### (1) MMTの説明

（閉鎖経済では）財政赤字＝民間の黒字なので、  
政府の財政赤字は必ず民間貯蓄の純増をもたらす。



(Source: Kelton (2020), page 107)

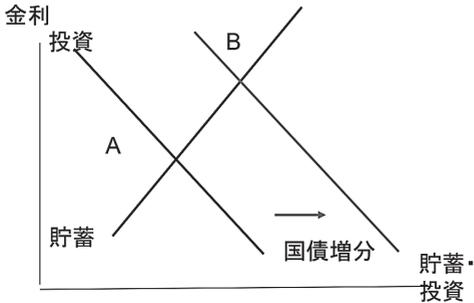
⇒しかし、会計上の恒等式は事後的には必ず成立するが、それは民間投資に影響がないことを意味しない。

はGDPの定義を考えると、財政赤字イコール民間の黒字に必ずなります。政府の財政赤字は必ず民間貯蓄の純増につながります。

これをイラストにしたのが、Keltonの本に出てくる絵です（図表4）。バケツが財政赤字をあらわして、左側がGovernment deficit、財政赤字です。それはどうして発生したのか。上の右を向いている矢印が、Spending（政府支出）が一〇〇、民間に一〇〇払います。税金が九〇です。そうすると、一〇〇払って九〇を民間から政府が引き揚げていきますから、一〇残ります。Non Government surplusと云うことで、非政府部門は一〇という黒字が生まれる。だから、政府の財政赤字は必ず民間貯蓄の純増になる。例えば減税をして八〇だったとすると、差がマイナス二〇の財政赤字が発生する。非民間部門のほうは、一〇〇もらって八〇だけ払うと、プラス二〇になるので、

図表5

(2) 国債での調達の場合での反例



B点でも財政赤字  
= 国内純貯蓄  
↓  
だが、民間投資は減少(クラウディングアウト)

⇒一般的に、MMTの主張は成立しない。ただし、リカード中立命題下では？

民間貯蓄が純増している。だからクラウディングアウトは起きるわけではないというのがMMTの説明です。このバケツの絵がKellonの本には幾つも出てきます。

しかし、これはごく初歩的な誤りです。確かに会計上の恒等式なので、事後的には必ず成立しますが、それは民間投資に影響がないことを意味していません。

もう少し具体的な例で反例を示すと、貨幣ではなく国債での調達の場合を考えてみようと思います(図表5)。

資本市場で何が起きているかということです。国債がない状況のもとで、横軸が貯蓄と投資、縦軸は金利です。企業投資は利子率が高いと収益の高いプロジェクトだけになるので、資金需要は右下がりになっている。他方、貯蓄は金利が高いとふえる状況だとすると、右上がりになっている、

この状況のもとではAという点がこの経済の均衡になります。金利がこの水準で、貯蓄と投資が一致してこれだけ投資がなされる。閉鎖経済ですから、外国から資金は入ってこない。

こういう状況のもとで財政赤字が発生するとどうなるか。財政赤字の部分は当然赤字国債を発行して調達するしかない。どこで調達するかというと、海外市場がない世界ですから、国内の資本市場で調達するしかない。民間の投資需要に加えて国債の需要が出てきてしまう。すなわち需要曲線が右の線に移ることになります。この国債が発行されたもとでは、Bという点が均衡になります。が、このBという点では金利が高くなっていますから、民間投資は抑制されている。これがまさにクラウドディングアウトですが、クラウドディングアウトが発生している状況で、先ほどの式がどうなっているかといえば、財政赤字分と国内の純貯

蓄は、この点でも当然一致している。均衡というのはそういうことです。民間投資と国債(財政赤字分)と民間の貯蓄が一致しているから均衡なので、一致することになる。

したがって、等式が成り立つからといって、クラウドディングアウトが起きないということは全く誤りということになります。

ただし、実は標準的な経済学のもとでも、自動的に貯蓄がふえるケースがあり得ます。これがリカード中立命題と呼ばれるものです(図表6)。

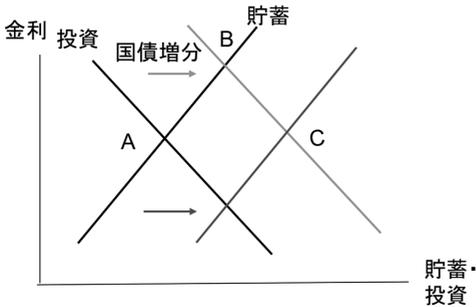
これは何かというと、赤字国債を発行して財源を調達し、ここでは減税を行うと考えます。しかし、赤字国債というのはいずれ返さなければいけない。政府支出のほうはずっと変わらないとすると将来増税があるだろうということを合理的な家計は予想し、増税に備えて減税でもらったお金を全額貯蓄に回すことになる。そうすると、平行移

図表6

## IV 通貨発行益を含むリカード中立命題としてのMMT

### 1 (一般的な)リカード中立命題

– 赤字国債発行により財源を調達して減税を行っても、合理的な家計は、将来の増税を予想して、減税で得た所得を全て貯蓄増に回す。⇒ 消費刺激にならない！



国債は増加するが、  
貯蓄も同額だけ増加  
↓  
民間投資には影響なし

動になるので、AとCは同じ金利のところになります。国債は増加するけれども、貯蓄も確かに同額に増加するので、民間投資には影響がない。この状況のもとでは確かに事前も事後も財政赤字イコール貯蓄の増分ということになります。これが国債の場合のリカード中立命題ということになります。

ここで、MMTは別に国債発行の話をしているわけではないので、通貨発行益だったかどうかということを考えてみます。

通貨発行益でも、先ほどの遠足の話で言うと、行きき場面では確かに第二の定義を使えば歳入増につながります。その分減税を行い、キャッシュを家計に配りました。赤字国債を発行しましたが、日銀が全部買ってくれました。ところが、合理的な家計は来年にその分同じ額を増税するということとを全く合理的に予想している。だとすると

来年の納税のために現金をとっておこうと、貯蓄に回す。そういうことだとすると、確かに通貨発行益を使った財政ファイナンスによる財政赤字の資金調達をやっても、クラウドイングアウトは起さない。

実は、MMTの本を読むと、中央銀行の日々の政府の資金繰りの話を書いてあります。財務省でいうと国庫課がやっているような仕事の話を、こんなふうにならしているということを書いています。国庫課の日々の資金繰りとして、この日は法人税がたくさん入ってくる日だとなると、金融市場で金利が急にはねると困るので、日銀がそれに応じたマネーを出すというようなオペレーションを日々やっているわけです。

それをもって先ほどのバケツの絵の話とつなげようとしているわけですが、少し前に日銀の話をめぐる論争がありました。日銀がマネーをコント

ロールできるかという、岩田規久男さんと日銀の翁さんの論争です。翁さんは「日銀はコントロールできないです」、岩田さんは「コントロールできる」と言った。結局、仲裁なさったのが当時東大の植田先生で、「短期は確かに裁量の余地はないが、中長期的にはマネタリーベースはコントロールできるでしょう。」ということになった。

まだ議論している人はいますが、この件は植田先生の話で日本では決着がつかっていることになっています。

MMTを通貨発行益を伴うリカード中立命題と解釈すれば、その場合にはMMTのコアをなす主張は成立するでしょう。すなわち、各家計は現金を給付されても、翌年の増税に備えて消費しないで現金をずっと保有している。そうすると財政赤字と同額の家計貯蓄がふえます。お金をもらって消費にいかないですから、インフレは起きるわ

けない。クラウドディングアウトも起きない。

もう一点、必要条件があります。来年だったらともかく、これが十年後、二十年後に増税が待っているとする、ずっと現金を抱えているか。今はともかく、正常化するとほかの金融資産であれば金利がつく。そうすると、キャッシュを手放して金融資産を買おうということになってくるでしょう。

そうすると、今の話が崩れてしまうので、もう一つ必要なのがゼロ金利。ゼロ金利であれば現金を納税が来るまでずっと持っていて損はしません。

MMTの人たちはこのモデルで考えていないですが、MMTの人たちが言っていることを標準的な経済学の枠組みでモデル化しようとする、今お話したような理解の仕方しかない。すなわち流動性の罨のもとで通貨発行益を伴うリカード中

立命題と考えるしかないだろうと思います。これはもちろん幾つもの仮定を前提としてです。

## 五、通貨発行益も考慮した中立命題としてのMMTとMMT支持者の政策提言の矛盾

ではこれでMMTが救われたか。これが正しいとするとMMTの人たちが言っていることが全部否定されることになります。どういふことかという、例えばMMTの人は政府の予算制約式は無視していいと言っていました、今私がお話した解釈が成立するためには、家計が通貨発行益で財源を調達したけれども、政府の予算制約式があるので、いずれ増税をするんだということを理解していないといけない。むしろ政府の予算制約式を認識してこそMMTが成立することになりま

す。

それから、納税を現金で行う必要があるのですが、インフレは起きませんよと言っているわけですが、先ほどの Mosler の例、名刺が六十枚だったらどうなるかという話をしましたが、追加的な通貨供給がインフレを起こさないようにするために同額の増税が将来予定されていないわけじゃない。実は MMT の「今幾らでもお札を刷れるから大丈夫です。インフレは、納税のために通貨をみんな使うので大丈夫です」というのは、大増税議論であるということになります。

ラーナーという国際貿易の分野では非常に業績を上げた昔のイギリスの経済学者が、機能的財政という考え方を言ったことがあります。財政については、財政均衡は考えなくてよい、失業者がいたら財政拡大しろ、インフレになったら財政再建しろ、それだけだということをやった。MMT の

人たちは、財政均衡にこだわる財政運営というのは間違いだ、正しいのは、このラーナーに従ったやり方で、我々はそれを進めると言っています。

中立命題に従うというのはどういうことかというところ、お金をあげてもみんな貯蓄してしまうので、消費はふえません。財政刺激効果はゼロ。だから、機能的財政をしたかったら、MMT ではだめということになる。MMT 論者の人は、我々は機能的財政なんだと言っていますが、MMT をやったら機能的財政はできません。

それから、アメリカのコルテス議員は民主党で、しかもバーニー・サンダースに近い人ですが、アメリカは格差が確かに大きいので、貧困対策にお金を使えということをやっています。もちろん増税して貧困対策に回すということは間違っていないと思いますが、通貨発行益で大丈夫だという話をしてしまっている。この中立命題というの

は、貧困層にお金を配ったときには成立しないことが知られています。なぜかというところ、キャッシュを渡して、将来増税があるから貯蓄するというのは、ある程度余裕がある家計であって、日々の生活に本当に困っている人にキャッシュを渡せば、貯蓄に回すことなく、とにかく使うことになる。この場合には中立命題が成立しないことが知られています。

Keltonの本は初めのほうにMMTの話が書いてあり、後半はこんなことにもお金を使えるとかたくさん書いてあります。貧困対策にお金を使ってしまうと、貧困の人がお金をもらっても消費してしまうので、MMTが破綻することになる。したがって、MMTを何とか成立させようとすると、通貨発行益を含む中立命題と解釈するしかないと思います。中立命題と解釈した途端に、MMTの人が言っているほかのことが全部破綻すること

になる。そういう意味で、MMTの論理というのはまさにサマーズ教授の言っているとおり、多くの段階で破綻していると思います。

ほかにも多々問題があります。MMTは、そういうことで現預金に対する需要として納税が重要なんだ、新しい貨幣理論だと言っているコアの部分です。

皆さんはお財布の中に現金があり、銀行に預金を持っていらつしやると思いますが、その大部分は納税のためだという方がどれぐらいいらつしやるでしょうか。恐らくないと思います。なぜかというと、皆さんの所得が給与、銀行預金からの利子、配当からの所得が中心だとすると、それは源泉徴収の対象になっているからです。源泉徴収ということは、所得が払われる時点で支払者が徴収して税務署に一カ月以内に渡すということです。

普通のサラリーマンは、納税は給料をもらった瞬間に終わっているので、納税のために預金はしていないわけです。法人税は年二回の分割ですし、消費税の会社側のほうは、益税になってはいけないということで月一遍払わなければいけない。そうするとずっと納税のためのお金を持っているという需要が果たしてどれだけあるのか。もちろん自営業者の人にはあるかもしれませんが。しかし、日本には税制上優遇のある納税準備預金という制度があります。日銀のデータが、ほかの特段預金と分けた形で公表してないので、合計になります。この合計額が預金中どれだけに当たるかというところ、ケトンが0・5%です。ケトンの本にしろ、Weissの本にせよ、源泉徴収などという言葉はどこにも出てきません。国庫の資金繰りの話は一生懸命書いてあるんですが、肝心の納税がどう行われるかというのを見ると、そもそも納税が

そんなに重要かというところで大きな疑いがあるということが言えるかと思えます。

確かに、今無茶苦茶にお札を刷って歳入を確保しても、将来増税をすればいいですが、日本の場合には必要とされる増税額が既にとんでもない額になっている。そうすると、一つには課税上限とあって、いわゆるラッファーカーブというのがあって、税率をあまりに上げ過ぎると、ばかばかしくなると働かなくなる。もう一つ、こちらのほうがより重要ですが、脱税、節税が一般化する。経済学者の中には消費税が60%や70%でも大丈夫だという人がいますが、例えば福岡に住んでいれば日ごろの買い物も釜山フェリーに乗って釜山に行って買って来たほうが安いという事態になりますので、もっと低い税率に上限はあると思います。

さらには、政治家が本当に増税をするかという

問題があります。これは緊縮疲れと呼ばれていますが、緊縮疲れで、課税上限のもっと前のところでもう増税できませんという話になるかもしれない。そこでインフレが起きることになります。

## 六、標準的な枠組みでの財政赤字の貨幣化の議論

これが今日のお話の中心になります。さて、MTが誤まっていることがわかって、標準的な枠組みでは財政赤字の貨幣化はどう評価されるんだとの疑問を持たれると思います。これを話し出すと、もう一回講演をしなければいけないぐらいの話なので、ごく簡単にお話ししようと思います。

一つには、今のようなゼロ金利制約下、あるいは流動性の罨のもとで財政政策はどれだけ需要を

ふやす効果があるか。これは正常時と比較して有効であろうということについては、恐らくコンセンサスがあるだろうと思います。単純に今の状況を考えても、金融政策をやってもなかなか効果が出ない中、それと比べれば財政政策のほうが需要をふやす効果があるだろうと考えられるわけです。

ただ、これはアメリカでの研究ですが、ロックダウンのもとだと、お金をあげても使い道がないので、あまり効果はないのではという話もありますが、コロナのもとで財政政策、財政支出をする必要性については、経済学者は誰も否定する人はいないと思います。

とはいえ問題となるのは、特に日本の場合にはこれだけ国債がたまっているので、財政の持続可能性は大丈夫かということになります。

財政の持続可能性というのはそもそも何か？毎

年の政府の予算制約式、これは単純に国債費以外の政府支出と国債費、歳出、それに対する歳入が税込であり、MMTの人は通貨発行益を強調し、すから、通貨発行益も入れ、それでも足りなければ赤字国債ということになるわけです。これは別にイデオロギーや経済理論と関係ない単純な恒等式です。単年度の恒等式を足し上げていく。ただし現在価値に割り引きながら足し上げていくと、ここに書いてあるような式（PB黒字の現在価値＋通貨発行益の現在価値＋ポンジゲーム項＝公債残高）が出てきます。すなわち、PBと書いてあるのはプライマリーバランスですから、プライマリーバランスの黒字、今から将来にわたってのプライマリー黒字です。ただし、それは現在価値に直したものの合計。それから、通貨発行益も必要とあれば入れてもいい。通貨発行益の現在価値。ポンジゲーム項はとりあえず無視していた

だいて、これが公債その他の債務の残高と一致しなければいけない。難しいようですが、公債は借金ですから、借金は耳をそろえて払わなければいけないということを言っているだけです。

これに従って政策をやっていくので、公債がたぐさんたまっている中では、プライマリーバランスの黒字を出さないと財政が破綻する。通貨発行益もあるかもしれませんが、MMTやリフレ派の人が言うほど額はないので、プライマリーバランスの黒字が必要ですよという話になってくる。

ところが、ポンジゲーム項というのも、一応数学的には出てきます。ポンジゲームというのは英語で、ポンジという人がやった詐欺で、日本でいうとネズミ講です。何かというと、公債の償還期限が来ても返さないで、新たに元本と利子合わせた分だけ借りがあればいいんだ、これを永遠に繰り返せば増税しなくてもいいんだという話

です。これがポンジゲームです。

ただし、今は利子がゼロになっていきますが、普通は三%や五%の利子がつくので、利子分まで借金をすればどんどん借金がふえていくことになり、それをずっとやっていけば無限大になっていく。ただ、これが無限大になったとしても、一方で経済成長率がそれよりも高いということであれば、一国のGDP自体もそのスピードよりも速く大きくなるわけですから、GDPとの比率で見た公債比率は爆発しないで済む。そうすると、借りかえを繰り返すことも可能になってくる。そういう状況のもとでは、実はこの項が出てきて、この公債残高に対して必要となってくるプライマリー黒字の額はもう少し少なくてもいいよという話になってくる。

このポンジゲーム項というのがどれだけ実現性があるかという話です。これは、日本だとドー

マーの法則と言う人がいますが、ドナーの法則は、今の世界の経済学界では用語としては使われていません。テクニカルになりますが、一国経済が動学的に効率的かどうかという事で判断がなされます。動学的に効率的な経済と判定されれば、そこではポンジゲームができませんということが知られています。

一九八九年のサマーズ、マンキューも含めた有名な論文で、日本を含むG7諸国は動学的に効率的、すなわちポンジゲームによる財政再建は非現実的ということが指摘されています。デビッド・ローマーの大学院のマクロ経済学の標準的な教科書でもまさに書かれています。

国債は本来であれば安全資産なので、安全資産についてはリスクがあるものよりも低い金利でもいいということでは低い金利になる。一方で経済成長は変動し得るので、一定の確率でポンジゲー

ムが成功する可能性があります。日本近海で石油が見つかるのか、ものすごいイノベーションが起きるといことが絶対ないとは言えませんから、成功する可能性があるかもしれない。しかし、そういうことが起きなければ破綻する。これを財政赤字ギャンブルといいます。楽観的な経済成長を予測して、それで大丈夫だとの主張です。アベノミクスもそういう傾向がありました。これは財政赤字ギャンブルと呼ばれていて、もちろん望ましくありません。

ただ、ここで問題になってくるのは、最近是非常に金利が低いということです。金利と成長率で金利のほうがずっと低いので、ポンジゲームができるのではないかという話が出てきている。

とはいえ、コロナのもとでの金融緩和を世界中でやっているから低金利なのであり、正常化すれば元に戻るとい話があるので、その場合にはポ

ンジゲームは不可能になります。ポンジゲームは借換えを永久に続けることが前提なので、一時期だけ金利が低くなっても意味がありません。

ただし、もっと根本的な議論として、長期停滞論というのがあります。これは私の師匠のサマーズ教授も言っているのですが、先進国経済は、イノベーションの欠如や需要不足で長期的な停滞に入っている。そのもとでは、自然利子率が低いという状況がむしろずっと続くという話があります。

このもとではポンジゲームができる、あるいはポンジゲームのコストは少なくともいいのではないかと主張もあります。ただ、残念ながら日本は少子化で人口が減っていくのは間違いないですから、日本の経済自体、GDP成長率もマイナスになる。実質の利子率がマイナスになる

か、そこまでいかないとすれば、成長率のほうが高いという状況が日本で続くということは考えられないのではないかと私自身は思っております。

最後に、今、金利が低いという話ですが、これを私は高血圧によく例えます。高血圧はサイレントキラーで、症状がないですが、血管や脳に損傷を与えて、ある日血管がバーストして、下手すると命を落とす。そういう病気なので血圧が高い人にお医者さんは、早く治したほうがいいですよと言うわけです。そういうことがわかっていないと、今日まで症状がないから大丈夫だということで飲みに行つて、残念ながら次の日お亡くなりになったりする。そういうことと同じで、金利が低いということが続いても、ある日突然、みんなが日本はまずいのではないのと思えば金利が上がるということがあるので、気をつけなければいけません。

長くなりましたが、私の話はここまでといたします。

## 質疑応答

○増井理事長 MMTのお話、理論的なお話も含めてありがとうございます。

若干時間がありますので、ご質問などございましたら、いつでもか。特段なければ、私から。MMTをやっていくと、世の中のモラルが低下する。貸したものは返さなくてもいい、何もなくても政府が面倒を見てくれるという風潮が起こるのではないかと思います。そのあたりはどのように考えたらいいでしょうか。

○國枝 今ネットでは、コロナ禍で大変だということで支援金をたくさん出せ、財源がなければお札を刷ればいいんだという話も出てきてしまっ

いるわけです。今日お話ししたように、やはりそ

うではない。財政で言えば、もちろんコロナ禍の状況でみんな困っていますから、財政支出をすべきなのは誰も異論がないところです。しかし、将来財源が必要になるということをしつかり頭の片隅に置いて、ワイズスペンディングといいますが、賢い政府支出をするのか、みんなに百万円でも何でもいいから配れというのでは全く意味が違うと思います。経済学でフリーランチといいますが、フリーランチというのは存在しないので、将来財源が必要になるといことまで含めて今の財政政策を考えていかなければいけないということだと思えます。

○増井理事長 そのほかにご質問ございますでしょうか。よろしいですか。

それでは、時間になりましたので、今日の講演会はこのあたりで終わらせていただきたいと思います

ます。

大変明快にご説明いただいた國枝先生に拍手を  
お願いいたします。（拍手）

（くにえだ しげき・中央大学法学部教授）

（本稿は、令和三年二月一九日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

國 枝 繁 樹 氏

略 歴

職歴

中央大学法学部教授（ハーバード大学経済学博士）。

1984年 大蔵省（現財務省）入省

1998年 大阪大学大学院経済学研究科助教授

2000年 一橋大学国際・公共政策大学院准教授

2018年 中央大学法学部教授（現職）

専門分野

財政学・マクロ経済学