

書 評

ジェラルド・A・エプシュタイン著
徳永潤二，内藤敦之，小倉将志郎訳

『MMT は何が間違っているのか？』

(東洋経済新報社，2020年12月)

相 沢 幸 悦

ブローチの問題点の一部が表面化してきていることをあきらかにしている。

非主流派経済学者である著者は、MMTの主張に賛成する部分も多いが、経済政策アプローチの持つ欠陥、限界、問題点について論じている。

なお、本書の「訳者解説」では、貨幣金融理論の立場から徳永潤二教授が、本書の意義について、とりわけ理論的側面からレベルの高い解説をおこなっている。読者諸賢は、最初に訳者解説から読まれることをお勧めしたい。本書の主張が理論的にも、より深く理解できるはずである。

I. はじめに

本書が出版されたのは2019年であるが、日本語版に寄稿された「日本語版に寄せて」において、新型コロナウイルス感染症拡大にともなう、現代貨幣理論(MMT)の主張に関心が集まっていると述べられている。

ここで、MMTのマクロ経済政策アプローチは、次のようにまとめられている。

みずからの主権通貨を発行する政府は、その支出のために事前に収入を得る必要がなく、非常に大きなマクロ経済政策運営上の余地がある。なぜなら、「政府の銀行」である中央銀行が「主権通貨を発行」しさえすれば、政府による財政支出は積極的、または自動的にファイナンスされるからである。そして、主権通貨発行に基づく財政支出は、経済が完全雇用水準に達するまで、過剰なインフレーションなどのマイナスの影響をとまなうことなく拡大できる。

本書は、このMMTのマクロ経済政策アプローチの実際の適用可能性に疑問を投げかけ、経済政策アプローチの持つ欠陥、限界、問題点について論じているが、このことは、コロナ危機下でも有効で、妥当し、MMTの経済政策ア

II. 本書の構成

本書の構成は、次のとおりである。

謝辞

日本語版に寄せて

凡例

第1章 現代貨幣理論の台頭

第2章 MMTの基礎理論と主権通貨発行による政府債務ファイナンスの持続可能性

第3章 MMTの開発途上国への適用の限界

書評 『MMTは何が間違いなのか?』

第4章 複数国際通貨システムにおけるドルの特権

第5章 「アメリカ第一主義」の金融政策とそのコスト

第6章 ミンスキーへの誤解—MMT派のマクロ経済政策と金融不安定性

第7章 MMTの幻想—MMT派の経済政策の矛盾

第8章 結論—進歩主義的マクロ経済政策の輪郭

訳者解説 MMTは実際の経済政策に適用できるのか

訳者あとがき

訳者解説・注

原注

引用文献リスト

索引

Ⅲ. 本書の概要と主張

各章の概要は、次のとおりである。

1. 現代貨幣理論の台頭

MMTにとって、財政金融政策の役割は、①経済が完全資本稼働率以下にあるとき、財政金融政策は、完全雇用を目標とする総需要拡大にあてられなければならない、②経済が完全雇用／完全資本稼働率を超えるとき、機能的財政に基づいて主権通貨をさらに発行するのではなく、租税と政府借入によって、財政支出を削減させることで、過剰なインフレーションの発生をおさえることが必要である。

このように、MMT派にとって財政金融政策の主な目標は、過剰なインフレーションを生じさせることなく、完全雇用を実現することにあ

る。

MMTが注目されるようになったのは、主流派経済学である新古典派経済学が、均衡予算、緊縮財政、物価の安定、中央銀行の独立性などに政策目標を設定し、完全雇用をふくむ政策目標を実質上排除してきたからである。

MMTによれば、政府債務は、いかなる水準にあっても維持可能にとらえられている。というのは、主権通貨を発行する政府がけっして債務不履行におちいることはなく、必要があれば、その発行によって政府債務の元利払いができるからである。

こうしたことから、進歩主義的で社会民主主義的な国会議員や自由主義的なヘッジファンドの著名なマネージャーまでがMMTを支持している。それは、進歩主義的な立場のひとたちは、民主党の主流とそれをささえる主流派経済学による過酷な緊縮財政の理論と政策に左右されることがない、金融投機家は、MMTの主張で動く世界では、実質的に金利のない状況で、自由に投機をおこなって利益をあげる一方、財政支出のための租税支払いが必要ではないからだと考えているからであろう。

2. MMTの基礎理論と主権通貨発行による政府債務ファイナンスの持続可能性

「主権通貨」国は、「決して破産しない」ので、いくつかの国は財政赤字について懸念する必要はない。機能的財政の立場によれば、租税の役割は、「政府支出を賄う」ためではなく、むしろ、総需要の「ケインズ的」操作において、インフレーションなしに完全雇用を維持するために総需要を増減させることである。

重要なことは、MMT派が、国家が租税支払いにおいて、主権通貨の利用を強制できると論

じていることである。その理論は、貨幣が国家によって定義され、銀行の貨幣創造の能力が、国家から与えられる特許状によって認可される「表券主義」とよばれているものである。

MMTによれば、完全な通貨主権を持つ国は、次の条件をみたしている。

国内通貨が計算単位であり、租税と財政支出は、この通貨の受払いによっておこなわれる。中央銀行は、主権通貨発行にさいして、いかなる規制によっても制約を受けず、国債は、国内通貨建てで発行され、純粋な変動相場制が採用されている、という条件である。

もちろん、これらすべての条件をみたすのは、ごくわずかな国だけである。

米FRB（連邦準備理事会）のような中央銀行は、政府支出を自動的に「貨幣化」するとMMTの想定にたいする批判は、中央銀行と財務省の「統合」は存在しないというものである。というのは、一定額を超える国債の直接購入を禁止され、流通市場で購入するFRBが、自動的に政府の支出をファイナンスするというのは正しくないからである。

もうひとつの批判は、中心的なマクロ経済金融変数として信用ではなく、むしろ貨幣に焦点をあてていることである。信用により焦点をあてることによって、信用状況と結び付いた金融不安定性、投機、金融危機といった複合的な諸問題を理解する方法を持てるようになるからである。

低金利が金融投機と金融危機につながることなく、その有効性を発揮するためには、ブルードレンス規制、信用手当の手段、資本移動規制、投機取引にたいする課税など、制度的諸政策が、低金利にともなって実施されることが求められるかもしれない。

主流派経済学者によるMMTにたいするさらなる批判は、マクロ経済安定の基礎を危険にさらし、「ハイパーインフレ」と「為替相場の暴落」を引き起こす危険性があるというものである。MMTは、①政府負債の貨幣化と貨幣供給自体が、インフレの典型的な原因ではない、②ほとんどのハイパーインフレは、需要サイドではなく、凶作や戦争、供給サイドの完全に誤った管理という経済における構造的かつ混乱によるものだというのは正しい。

とはいえ、政府債務の水準の持続可能性については、いかなる水準においても懸念の対象とすべきではないとのMMTの主張は疑わしい。

MMTの深刻な問題は、MMTのマクロ経済政策を実行するための財政政策を「ファイン・チューニング」する能力、財政当局と比較した中央銀行の機関形態、現代の国内およびグローバルな経済のダイナミクスにおいて信用と広範な金融機関・金融市場のはたす役割、これらにたいする分析の欠如である。

3. MMTの開発途上国への適用の限界

MMT派は、みずからの提唱するマクロ経済政策は、主権通貨を発行するすべての国々に適用可能であると主張するが、発展途上国のうち、小規模の開放経済がMMTのマクロ経済政策を実施できる余地は、先進国よりも小さいことも認識している。

MMTは、変動相場制の採用が、そのマクロ経済政策を発展途上国に適用することによって生じるあらゆる問題を解決する万能薬と考えているが、実際には、この考えはまったくの外れなものである。

資本移動規制の導入をMMTのマクロ経済政策適用において主要な構成要素と考えられて

いるのであれば、その有効性に関する実証研究がなされてもよいはずであるが、重要な研究課題になっていない。

4. 複数国際通貨システムにおけるドルの特権

アメリカは、自国通貨ドルが圧倒的な国際通貨なので、世界のなかで、MMTの提唱するマクロ経済政策を適用できる可能性がもっとも高い国といえるかもしれない。

MMTが主張するように、FRBが低金利を長期にわたり維持すれば、国際金融市場で活動する米系・外国系金融機関が世界中でドル建て資産・負債を拡大させることで、民間・公的部門のバランスシートは拡大する。同時に、拡張的なマクロ経済政策は、それによる輸入の増加をつうじて、アメリカの経常収支の赤字をさらに拡大させるとともに、インフレーションが高進し、ドル為替相場も大きく変動する。このような動きは、世界中の投資家にドル建て資産保有の危険性を認識させることになる。

現在、ユーロや人民元の役割が高まっており、現代の国際通貨システムは、複数国際通貨システムに移行しつつある。このことは、圧倒的な国際通貨ドルの為替相場、安定性、その一般的動向に限界をしめすものであろう。

このように、MMTのマクロ経済政策が実際に適用されると、国際通貨ドルの圧倒的地位が低下し、それによってそのマクロ経済政策実施の可能性が低下するであろう。

5. 「アメリカ第一主義」の金融政策とそのコスト

MMTの低金利・拡張的な財政赤字からなるマクロ経済的アプローチは、アメリカ一国中心

的なマクロ経済政策であり、もっとも脆弱で経済的にも最貧の国々には正当化できないコストを課す。

国際通貨としてのドルの圧倒的地位は、FRBの金融政策が大部分の国々の金融状況に大きく波及する重要な経路となっている。このスピルオーバー効果は、先進国よりも、新興国に大きく影響する。国際資本フローの急増と突然の停止は、新興国でいぜんとして頻繁かつ大規模に生じ、巨大で破壊的な影響をおよぼしている。

きわめて低い長期金利と完全雇用を志向する財政政策からなるMMTのマクロ経済政策は、ドルの国際通貨としての圧倒的な地位をふまれば、新興国および発展途上国などアメリカ以外の世界の多くの国々において、投機的貸出の増大、資産バブルの発生、金融不安定性の高まりをもたらす。

6. ミンスキーへの誤解—MMT派のマクロ経済政策と金融不安定性

MMTのいう低金利政策は、金融バブル、金融不安定性、金融危機につながる、つまり、解き放たれたドル信用の波が、ホットマネー、為替投機、新興国と発展途上国での債務問題を深刻化させる。

このような潜在的な金融不安定性の危険性にたいして、MMTは、対処することができていない。著者は、これを「ミンスキーへの誤解」とよんでいる。

それは、MMTが、主権通貨の発行は、当然、ミンスキーによって展開された金融不安定性の問題を解決するものだと、想定しているからである。

7. MMTの幻想—MMT派の経済政策の矛盾

MMT派は、FRBが主権通貨ドルを発行することによりおこなわれる財政支出ファイナンスは事実上、自動的におこなわれているので、アメリカがデフォルトすることはないとする。

財政赤字への「金融的限界」がないとしても、ひとたび、完全雇用・完全設備稼働水準に達すると、財・サービスへのさらなる需要は、短期的には新たな供給によってはみだされない。その需要は、既存の労働と生産設備の再配分によってしか充足されない。したがって、新たな政府支出は、他の生産の供給を「クラウドイングアウト」し、インフレーションをもたらす。追加的な政府支出が拡大するとインフレーションは激化する。

MMT派は、経済成長政策であるGND（グリーン・ニューディール）プログラムにともなう支出を事前に租税や借入によって「ファイナンス」する必要はなく、財政的な意味では、それを「賄う」必要はないと主張してきた。ただし、最近では、何人かは、課税や財政支出削減が必要なことを認めている。

もちろん、GNDに必要とされる負債額や負債の貨幣化の額、およびアメリカと世界経済にどのような影響をもたらすかを分析する必要があることはいうまでもない。

8. 結論—進歩主義的マクロ経済政策の輪郭

本書の結論は、次のとおりである。

第一、MMT派のマクロ経済政策がすべての「主権通貨」国にあてはまると主張したとしても、グローバルな金融市場に統合された多くの

発展途上国には適用されない。

第二、国際通貨を発行する国々でさえ、国際通貨としての地位の持続可能性とその地位を無制限かつ最大限利用することはできない。

第三、たとえ、ドルの国際通貨としての圧倒的役割が、MMTのマクロ経済政策を実施する余地を無限にあたえつづけたとしても、そのことは、アメリカが実際にそうしなければならないということの意味しない。

第四、アメリカの金融政策のスピルオーバー効果は、よいものだとするMMT派の主張は、現代の国際金融市場の非常に投機的な性質を無視している。

第五、完全雇用下の経済拡張は、インフレーションを悪化させ、拡張的財政金融政策がさらに実施されるとインフレーションを加速させることをMMT派は認めている。この世界では、経済が完全雇用水準に達したら政府は、新たな財政の計画の余地を残すために、増税か、民間あるいは他の公共投資を削減しなければならない。

IV. MMT批判の意義

本書は、MMTの理論を貨幣信用論の立場から、内在的・理論的に積極面と問題点についてあきらかにしたものである。ここで、本書の意義を資産バブルと債務危機、金融不安定性という側面からみてみたい。

MMTは、よく平成大不況下の日本を分析対象にして論じられたものであるといわれている。それが、とりわけコロナ危機を契機にして、アメリカなどでも適用されるようになってきているようである。このことについても考えてみたい。

1. 資産バブルの頻発

MMTのいう国内経済での低金利が、民間部門の負債の蓄積と金融投機や資産バブルを発生させる可能性がある。

日本では、1980年代末に低金利政策をつづけたことで、大量の資金が不動産投機に流入し、資産バブル崩壊によって、日本は、2010年代初頭まで、深刻な超円高・デフレ不況、すなわち平成大不況に見舞われた。IT革命やデジタル化が遅れた一因はここにあるといわれている。

資産バブルというのは、資産価格のインフレーションにほかならない。アメリカにおいても、1995年におこなわれた米ドル高政策によって株式ネットバブルが発生した。このバブルが崩壊すると住宅バブルが発生し、2008年のリーマン・ショックで崩壊した。

リーマン・ショックに対応すべく、FRBの実質ゼロ金利政策とアメリカ政府の大規模な財政出動がおこなわれ、長期にわたる景気の高揚を謳歌した。

2019年末にはじまる新型コロナウイルス感染症の世界の拡大への対処で、アメリカ政府をはじめ、世界各国政府は、膨大な財政出動をおこなうとともに、各国中央銀行は、低金利政策・ゼロ金利政策・マイナス金利政策を繰り出して、コロナ恐慌の勃発をふせごうとしている。その結果、アメリカのダウ工業株平均が3万ドル超えの史上最高値をつけ、日経平均も30年ぶりの高値を記録している。

資産インフレーションの様相を呈しているが、本来のインフレーションは勃発していない。しかし、コロナ・ワクチンが世界中で接種されるようになって、コロナ感染症がおさまっても、景気のコロ入れのためとして、財政出動

がつづけば、新たな供給が大量に創出されないかぎり、インフレーション高進の可能性は高いであろう。

ここに、MMT理論の危険性があるといえよう。インフレになりそうになったら、緊縮財政や金融引き締めをすればいいというが、それができないのが歴史の教訓だからである。

コロナ危機下、景気のコロ入れのため、アメリカで数兆ドルの財政出動がおこなわれ、政府債務残高のGDP比は、第二次世界大戦の水準を超えている。ところが、米国債のかなりの部分は、外国の投資家が保有しているため、国債消化のためには、国債価格を引き下げて発行しなければならない。長期金利が上昇するので、株価が暴落してしまう。個人金融資産の半分は、株式がらみの金融資産なので、個人消費が減少し、景気後退におちいる。

それを回避するためには、日本銀行のように、FRBが大量に米国債を購入せざるをえなくなる。いわゆる財政ファイナンスである。いずれインフレの高進ということになるだろうが、政府・中央銀行は、止めることはむずかしい。500兆円あまりの国債を保有する日本銀行をみればよくわかるはずである。日銀による「異次元緩和」の「出口」は、はるかかなたにあり、いずれインフレが高進するかもしれない。

2. 通貨危機と債務危機

国際金融市場において、たびたび通貨危機や累積債務危機が勃発してきた。

1997年のアジア通貨危機では、タイ・バーツを米ドルにリンクさせたタイが深刻な打撃を受けた。タイ・バーツを米ドルにリンクさせれば、対米ドルの為替リスクは発生しない。その

結果、大量のドル短期資金がタイに流入し、資産バブルが発生した。当時、アメリカはドル高政策をとったので、対ドルで円安になっていた。ところが、米ドルにリンクしていたので、対円でタイ・パーツ高となった。その矛盾を投機筋に狙われたのである。

リーマン・ショック後のFRBによる三次にわたる量的金融緩和（QE）とアメリカ政府の財政出動で、大量のドル短期資金が発展途上国に流入した結果、それらの国では、自国通貨高と株高を謳歌した。しかし、FRBの金融引き締め観測などが流布されると、新興諸国や産油国や発展途上国から急速に資金が引き揚げられ、世界的な経済危機におちいることもあった。

発展途上国に変動相場制を導入しても、うまくいかないというのはあきらかである。発展途上国において、完全雇用を目的としたマクロ経済政策の効果を高めるために、資本移動規制の導入という追加的な政策が必要であるというのは、まさに正論である。

3. 金融不安定性の危険性

MMT派のなかには、潜在的な金融不安定性の危険性に対処することができていない論者がいる。これが「ミンスキーへの誤解」であるが、それは、主権通貨の発行は当然、ミンスキーによって展開された金融不安定性の問題を解決するものだと想定しているからである。著者は、それは誤解であるという。

ミンスキーは、ヘッジ金融、投機的金融、ポンツィ金融という議論を提示している。ほとんどの主体がヘッジ金融の状態にあり、銀行が大規模な安全性のゆとり幅を持って貸し出しする安定期に、その状況を維持する原動力は徐々に

浸食されはじめる。その過程で、ますます多くの企業がヘッジ金融からポンツィ金融に移っていき、貸し手と借り手がますます小さな安全性のゆとり幅を甘受せざるをえないような方向に経済が移行する。

経済成長につれて、より多くの主体がより長期性の資産を借り入れでファイナンスするようになるが、労働生産性の伸びの鈍化、設備稼働率の上昇による労賃の下方硬直性のため、債務と比較したキャッシュフローは減少していく。こうして、安全性のゆとり幅も減少し、ますます多くの主体が投機に向かい、ついにはポンツィ金融のポジションに入っていく。

MMT派が主権通貨を発行する政府は、つねにヘッジ金融主体である、ととらえる限定的で同義反復的な議論、生じ得る金融不安定性の経路に関する視野の狭さ、グローバルなシャドバンキングのメカニズムに対する関心の欠如などにより、MMT派が提唱するマクロ経済政策と結び付いて生じうるミンスキー的な金融不安定性を軽視しているとの著者の指摘はきわめて重要である。

4. 日本の平成大不況

MMTの議論は、当初、1990年の資産バブル崩壊による長期不況におちいった日本の状況を説明するものであるといわれた。

資産バブルが崩壊すると、政府は、膨大な財政出動（公共投資）をおこない、日本銀行は、金利の引き下げを連続的に起こした。それは、資産バブルをもたらした建設・不動産業と大規模な不動産融資をおこなった銀行を救済するためであった。しかしながら、この措置では、200兆円あまりにまで膨れ上がった銀行の不良債権（不動産価格の下落による帳簿上の損

失)を償却することはできなかった。

大規模な公的資金の投入による銀行の不良債権処理が絶対不可欠であったが、1997・98年に大金融機関が立て続けに経営破綻するまでまたなければならなかった。そのため、財・サービスの反対を流通する貨幣が銀行から供給されなくなったし、不良債権処理のため銀行の信用創造機能が機能不全におちいったので、不況が長期化した。

20世紀末から21世紀にかけての平成不況は、超円高・デフレ不況の様相を呈し、政府債務残高はGDP比230%にも達した。GDP成長率も0%近辺に張り付いていた。消費者物価は0%どころか、マイナス(デフレーション)にまで低下した。

日本国債は、そのほとんどが国内の銀行など金融機関が購入者であるため、順調に消化され、長期金利も1%程度であった。大不況下で有利な投資先のない金融機関が、もっぱら国債に殺到した結果であった。

当時、財政赤字が増えすぎると経済成長が止まるという実証研究が出されると、一時、経済成長のためには、財政赤字を減らせという議論が盛り上がった。だが、この実証研究は、データの取り扱いなどで間違いがあり、現実の経済には適用できないのではとの批判が出されるようになった。日本政府は、財政赤字を減らすためには、成長戦略が不可欠として、財政出動による経済へのテコ入れをつづけた。これが「上げ潮戦略」といわれるものである。

こうしたなかで、MMTの議論が出てきた。日本政府は、GND(グリーン・ニュー・ディール)や研究開発投資などに財政出動をおこなうことにより景気のテコ入れをおこない、インフ

レーションの兆候が出てきたら、金融引き締めなどをおこなえばいいということで、60兆円前後の税収で100兆円以上の歳出をおこなっている。

日本銀行は、「日銀法」で政府からの独立性を担保されているにもかかわらず、政府の財政政策に協力している。というより、政府に「従属」しているが、消費者物価上昇率は、コロナ危機以前から2%上昇への道のりは遠い。コロナ危機下ではマイナスにいたっている。日銀が「インフレ目標」2%をかかげて異次元緩和を断行すれば、適度のインフレの下、経済成長が実現するという「リフレ(リフレーション)派」の主張を実験した冷厳なる帰結である。

コロナ危機下では、アメリカやヨーロッパ、日本では、大規模な財政出動をおこなっているにもかかわらず、あまり消費者物価が上昇する気配はない。もちろん、アメリカは、インフレ懸念から長期金利が多少上昇している。

欧米日本において、コロナ危機下で景気のテコ入れのため、大規模な財政出動しているにもかかわらず、消費者物価が極端に上昇する傾向はみられない。とすれば、MMTの考え方は、現状で有効であるということになるのであろうか。

アメリカも民主党政権にもどって、それまでの主流派経済学の緊縮財政から、非主流派のMMTの考え方に転換しつつあるといえよう。それが、世界史の必然なのであろうか。アメリカばかりでなく、日本の経済の行方を慎重に見極めていくために、本書は、きわめて重要な手掛かりを与えてくれる。

(川口短期大学非常勤講師・埼玉大学名誉教授・当研究所客員研究員)