

MMTとは何だろうか(後編)

第一生命経済研究所 特別顧問 佐藤 慎一

昨年12月号に引き続き、Modern Monetary Theory(以下、「MMT」という。)について考えてみたい。前稿の最後のところで、「MMTメカニズム」の下で、金利が事実上ゼロに長期固定化されることに副作用はないのかとの懸念を述べた。ここではまずはこの点を考えてみたい。

MMTの副作用

MMTにより金利ゼロが長期固定化された場合、その副作用として懸念されるのは、まず、手元の金融資産から金利収入がほとんど生じない状態が続くという点である。これは、特に年金収入に依存せざるを得ない高齢者の家計にとっては実に厳しい。昨夏話題となった所謂「老後2000万円問題」の論議がいみじくも示唆しているように、年金収入だけでやりくりできない家計にあっては、仮に高齢者の手元に一定の金融資産の蓄えがあっても、それから生じる金利収入を当てにできないとすれば、この蓄え自体を切り崩して行くしかない事態も起こりうる。仮にそうなれば、更なる老後に備えようと財布の紐が固くなることは容易に想像できる。ましてや人生100年時代ということになれば、尚更のことである。さらに、わが国の人口ピラミッドを見るに付け、ますます超高齢社会化していく日本では、こうした境遇におかれる高齢者の数が増加して行く。結果として、総需要が極度に萎縮していかざるを得ないのである。

第二の副作用は、金利ゼロの長期化により民間部門での新陳代謝が停滞してしまうということである。利払い負担がないために非効率な企業であってもそのまま延命されてしまう。これは、経済全体としては低成長、低賃金を招き、結果的に総需要を萎縮させてしまいかねない。

第三に、金利ゼロというフラットなイールドカーブの状況が長引けば、金融機関(特に地銀)の経営を圧迫し続け、ひいては金融システムの不安定化につながりかねないという点である。なお、この点に関し、国債管理政策の一環として、超長期国債の発行など国債の玉揃えを多様化しイールドカーブのスティープ化に資する環境を整えることも検討に値するのではないか。

第四に、長引く金利ゼロ状況によりやがて金融資産保有の「ホーム・バイアス」が修正され、金利の付かない円建て資産から、金利の付く外貨建て資産にシフトする可能性も否定できないという点である。もしこれが生じ始めたらISバランス構造を大きく変化させ、MMT自体が有効に機能しなくなる可能性がある。

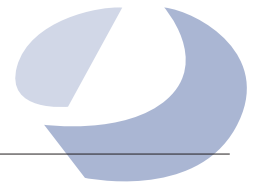
第五に、金利ゼロの長期化によるカネ余りが行き場を失って資産バブルを惹起しないかという懸念もある。

このほかにも、その副作用を様々指摘することは出来ようが、要は、片や金利ゼロでも経済体質は実質的に強くなり、片や金利ゼロだから経済はますます萎縮していくという負のスパイラルに陥ってしまいかねないのである。尤も、MMTはこの弊害をカバーするため財政拡張により需要創出できるという類いのものであるが、果たしてこれは持続可能な経済運営といえるのであろうか。誤解を恐れずに言えば、これは「政策的ドーピング」ではないだろうか。MMTは一定の特殊条件の下で短期的には政策的有効性をもちうるが、実は当座が凌げているだけであり、いわば「魔法」である。長続きはしない。これに長期に亘って過度に依存すれば、経済の資源配分や財政構造を一層著しく歪め、経済体質を劣化させ、経済の正常化には程遠い結末を招くことになりかねない。

超金融緩和の背後にあるもの

前回、「MMTメカニズム」の成立条件のひとつとして、「ディス・インフレ状況の下で、中央銀行がインフレ目標達成のためにはいかなる金融緩和措置をも強力にとり続けるという強いコミットメントを表明していること」に言及した。

これは、まさしく現在の日銀の金融政策のスタンスそのものである。事実、実際のインフレ率がインフレ目標2%を下回るという「乖離」状況が続いているため、日銀はインフレ目標達成に向け、強力な金融緩和を継続していかなければならない。しかし、日銀の思惑をよそにこの「乖離」が長期化しているため、金利ゼロの固定化も自ずと長びくこととなっている。つまり、インフレ目標達成を標榜する中、こうした「乖離」が観察される以上、超金融緩



和状況が長期に亘るのもやむを得ないということになる。これは一種の自縄自縛、金縛りなのではないか。

さて、ここで疑問が生じる。何故このような状況が生じているのか。ひょっとして実はこれはインフレ目標の設定そのものに由来するのではないか。実際、かくまで超金融緩和を続けてきているにもかかわらず、実際のインフレ率がインフレ目標2%を大きく下回り、期待インフレ率がなかなか上昇しない状況が続いている。何故か。もしかしたら、経済構造上、そもそもその可能性自体が乏しくなってしまうからではないか。近時のICT化、デジタル化により情報の限界費用が限りなくゼロになった、1990年代以降のグローバル経済化により世界的に供給過剰状態が常態化し、低賃金化、低価格化が進んでいる、特に日本の場合には人口減少時代に突入し需要拡大が見込みにくい、といった指摘がなされることがあるが、これらは、経済構造上、グローバルにみて物価水準そのものが上昇しにくくなっていることを示唆しているのではないか。もし仮にそうだとすれば、現在のインフレ目標(2%)自体が経済実態に照らして高すぎるのかも知れない、ということにもなる。さすがに、インフレ目標は、こうした内外の経済構造との関係で、これをどう適切に設定すればよいのか。この点については、さらに深い議論が必要であろう。ここでは問題提起にとどめ、専門家の詳細な議論を俟ちたい。

その上で、あえてここで指摘しておきたいのは、MMTが日本で機能しているように見えるのも、実は、インフレ目標が高すぎるせいかもしれないということである。日銀は、このインフレ目標達成のために大胆な金融緩和を長期にわたり継続せざるを得なくなり、金利ゼロを長期固定化することになっているし、さらには、その結果として、好むと好まざるとにかかわらず、政府の財政拡大を日銀が下支えする姿となってしまっているのかもしれない。

ここで聊か素っ頓狂だが、ひとつの思考実験をしたい。仮に、グローバルな過剰供給時代に対応してインフレ目標を2%よりも低く設定することとして、これを国際的に協調して行うか一因みに日本単独でこれを行えば急激な円高が発生する恐れがある一、もしくは超長期的な

目標として再定式化するとすれば、MMTは一体どうなるのであろうか。おそらく、日銀は、超金融緩和の手仕舞いに向かうようになり、金利が再生していく。経済は新陳代謝し始め、低体温症化を免れ、正常化に向かう。他方、金利再生の可能性が生じることから、政府は、歪な財政構造を見直し、財政規律をより考慮した財政運営をせざるを得なくなる。かくしてMMTが成り立たなくなると思われるが、いかがなものであろうか。

MMTの「くびき」から脱するためには

二回に亘ってMMTについて述べてきた。結論的に言えば、MMTは、「金融政策と財政政策の一体的協調」という形で、短期的には有効でありうるものの、基本的には持続可能性を欠く政策手法である。決して「打ち出の小槌」ではない。その行き着く先は、「金利ゼロの長期化による経済の慢性的低体温症化・萎縮化」、もしくは「ISバランス悪化を引き金とする経済のハード・リセット」という可能性が高いのではないか。

とはいえ、MMTはやはり魅惑的に映る。ではどうすればMMTの「くびき」から逃れられるのか。既に答えは出ている。MMTは「アベノミクス」の「第一の矢」と「第二の矢」の組み合わせでしかない。必要なのは、経済全体としての生産性向上により潜在成長率を高め所得を底上げすることである。「第三の矢」による政策的な環境整備をテコにして、これを民間主導で推進していかなければならない。それには、先端技術とビッグデータを掛け合わせた破壊的創造という試練もあろうし、金利が駄目なら賃金引き上げ率を政策的シグナルとするのも一案かもしれない。とにかく「第三の矢」以外に近道は無い。あわせて、財政についても、金利ゼロ状況に安住することなく、「そもそも何のための財政なのか」という原点を改めて見つめ直しながら、フィージブルかつ信頼性の高い長期的な財政健全化の道筋を政府の意思としてしっかり示していくこと、これももちろん俟たなしである。

改めて言おう、「魔法」はいつか解ける。MMTもこれまた同じである。くれぐれもMMTという名の「亡霊」に惑わされないように。