

MMTとは何だろうか(前編)

第一生命経済研究所 特別顧問 佐藤 慎一

かのカール・マルクスのひそみに倣えば、いま、Modern Monetary Theory(以下「MMT」という。)という名の「亡霊」が日本中を徘徊しているかのように見える。MMTの正体は一体何なのか。その政策的含意は何か。筆者なりにこれを二回にわたって探してみたい。

MMTの本質

MMTの本質は何か。まずこの点について考えてみたい。MMTは、もともとは1990年代にアメリカの一部の経済専門家たちによって提唱されたものだが、発表当初よりもむしろ最近になって注目を集めつつある。その定義自体は必ずしも判然としないが、わが国では、「独自の通貨発行権を持つ国の政府は、通貨(自国通貨建て国債)を際限なく発行できるので、物価の急上昇が起こらない限りデフォルトに陥ることはなく、政府債務残高がどれだけ増加しても問題はない」とする考え方として紹介されることが多い。これに対しては、主流派経済学の立場から様々な批判がなされてきているが、近頃わが国でもかなり強い関心が持たれるようになってきている。それは何故か。

まず、MMTが注目されるようになった背景だが、そのひとつに、現在の金融政策が限界に来ているのではないかという認識がある。周知のとおり、金融政策においては、短期金利を上下させる正統的なアプローチに加え、金利ゼロ制約の下にあって量的緩和というアプローチも編み出されてきたが、いずれも今や経済拡大に結びつかなくなっているという現状認識である。異例の金融緩和を行ってもなお、マネーと与信の拡大、ひいては消費能力の拡大につながらず、緩和効果が大半の人々に届かず、経済的利益の拡大につながっていないという見立てである。こうした現状認識の下で国民の経済的恩恵を拡大しようと思えば、政策的には自ずと財政政策の出勤、財政支出の拡大に帰着する。

これがMMTの本質である。その政策的含意は、「金融政策と財政政策との一体的協調」とも言い換えられるであろう。その基本構造は、「中央銀行が金利をゼロ近傍に事実上固定化する中で、財政政策を柔軟に調整することにより、インフレをコントロールしながら完全雇用を実現

する」ということである。これがまさに「MMTメカニズム」である。これを敷衍するならば、「中央銀行が金利水準をゼロ近傍に固定化する」とは、中央銀行が金利をゼロ近傍に据え置くとともに、要すれば量的緩和として国債を買い入れ続けるということであり、「財政政策を柔軟に調整する」とは、需要創出のために赤字国債発行により財政支出を拡大させるということである。もちろん、インフレ懸念が生じれば、財政を柔軟に緊縮化するという意味をも含み得るが、インフレ圧力やインフレ期待自体がかくも弱い現状の下では、財政支出を拡大させることがその基本的な含意となる。さらに、これにより、「金利<成長率」の状況を人為的に演出しうることから、「国の債務残高/GDP比」は低下していき、見かけ上財政状況が悪化しているようには見えないということにもなる。

アベノミクスとMMT

所謂「アベノミクス」は、周知のとおり、「三本の矢」という名で人口に膾炙している。その中味は、「大胆な金融緩和」(第一の矢)、「機動的な財政政策」(第二の矢)、「経済構造改革」(第三の矢)という組み合わせである。

これを裏書きしているのが、2013年1月に公表された政府と日銀との「共同声明」である。これは、デフレからの脱却、経済の正常化までの比較的短期を想定した政策協調パッケージとして、政府と日銀との間での政策連携を表明したものである。そこでは、上記の三項目に加えて、「中長期的な財政健全化の取り組み」も盛り込まれているが、「アベノミクス」というとき、この点を意識する人は少ない。さらには構造改革(第三の矢)の進捗具合も、掛け声の割には緩慢に推移しているとの批判がある。

その意味では、「アベノミクス」は、今のところ「金融政策と財政政策の一体的協調」として機能しているのが現状であり、したがって、結果的に、「アベノミクス」はMMTの実質的な政策実践そのものであるようにも見える。しかも、その政策効果としては、潜在成長率を上回る経済成長が実現し、有効求人倍率が1を超える状況が継続してきている。その意味では、MMTは、今のところ、「アベノミクス」という装いを得てかなりの成功を収めているようにも見える。



「MMTメカニズム」が成り立つ条件

それでは、MMTは、日本のみならず、いかなる経済においても政策として一般的有効性を持ちうるのだろうか。結論から述べれば、この「MMTメカニズム」が成り立つには、

- ① いわゆるISバランス上、経常収支黒字が中長期的に安定的に見込まれること
- ② ディス・インフレ(デフレ)状況の下で、中央銀行がインフレ目標を達成する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

という2つの条件が同時に満たされている必要がある。そしてこの場合においてのみ、「MMTメカニズム」は有効に機能しうる。すなわち、この条件が満たされる状況下では、政府が財政拡大により赤字国債(自国通貨建)をいくら発行したとしても、中央銀行がインフレ目標達成のために国債を事実上買い続けることから、基本的に国内で完全消化される。俗な言葉で言えば、国内だけで十分カネが回るということである。

では、この2つの条件を同時に満たすのはどこの国か。それは現在の日本である。「アベノミクス」は、MMTの実質的な政策的実践であることは既に述べたが、それが今のところうまく機能しているように見えるのは、実は日本がこれらの特殊条件を同時に満たしている世界でも稀な国だからである。

「MMT」は「打ち出の小槌」か？

一見、MMTは「打ち出の小槌」のように見える。しかし、本当に信頼性の高い政策手法なのだろうか。ここではふたつの懸念点を指摘したい。

まずひとつ目は、「MMTメカニズム」は、上記①の条件が満たされないような状況、すなわち、現在のISバランス構造(経常収支黒字)に何がしかの限界が見込まれた途端、不連続なショックが突然生じうるということである。この場合には、急激な円売りが生じ、コントロールしきれなくなる恐れがあり、おそらく待ち受けているのは日本経

済の“sudden death”であろう。

ただ、このような状況がいつどのように生じうるのかは、今のところはっきり予測できないことも事実であり、したがってこれは為にする議論だという批判もありうるであろう。とはいえ、たとえば、日本特有の金融資産保有の「ホーム・バイアス」が崩れれば、やがてそれが引き金になることも考えられる。いずれにしても「MMTメカニズム」は一定の特殊条件のもとでのみ機能しうるものであり、その意味で本質的に普遍性や持続可能性を欠く面があるという点に留意しておく必要がある。

もうひとつの懸念点は、「MMTメカニズム」の下で、金利が事実上ゼロに固定化され続けることに副作用はないのかという点である。

もちろん、これは悪いことばかりではない。例えば、負債を抱えている主体は利払いが僅少で済み、借金返済圧力は緩和され、倒産の危機から救われる。国においても同様である。超低水準の金利のお陰で、債務残高がGDP比200%を超えても利払い費は少なくて済み、財政の膨張は見かけ上抑えられる。さらには金利<成長率という状況を作り出せるので、見かけ上、債務残高対GDP比は発散しなくて済む。

しかし、借金が苦にならなくなり、感覚が麻痺すれば、どうなるのだろうか。まずは自己制御できなくなる。さらに、悪いことに金利が突如上昇でもしよものなら、一転して、返済地獄に陥る。尤も、MMTは金利上昇を人為的に抑えるものなので、これも杞憂だと一蹴することもできようが、ただこれは言い換えれば、MMTの下では金利シグナルを人為的に完全に消滅させているということに他ならない。金利というシグナルを失った経済は、自ずと不活性化し、「超低体温症」に陥り、「白色矮星化」してしまうのではないか。MMTによる金利ゼロの副作用のために経済はじわじわと萎縮していくのではないかと言ったら、あまりに刺激的だろうか。

ここで紙面が尽きた。この続きは次々号に。