

MMT とは何か — L. Randall Wray の *Modern Money Theory* の要点

朴勝俊

2019/5/5

## 1. はじめに

本稿は Modern Monetary Theory (MMT、現代貨幣理論)の入門書である、レイ (L. Randall Wray) の *Modern Money Theory*(初版 2012 年、第 2 版 2015 年)の要点を解説したものである。解説者(朴)は(まだ) MMT 論者ではなく、この本に MMT 論者のコンセンサスが集約されていると言えるのかどうかは分からない。本書には事実の記述と、政策提言の主張が含まれており、レイも政策提言については議論がありうると述べている。

本書は全体で 306 ページあり、「第 1 章 マクロ経済会計の基礎」、「第 2 章 自国通貨の発行者による支出について」、「第 3 章 国内通貨システム：銀行と中央銀行」、「第 4 章 自国通貨を発行する国家の財政的オペレーション」、「第 5 章 ソブリン国家の課税政策」、「第 6 章 現代貨幣理論とさまざまな通貨制度」、「第 7 章 ソブリン通貨の金融政策と財政政策：政府は何をすべきか」、「第 8 章 完全雇用と物価安定のための政策」、「第 9 章 インフレーションとソブリン通貨」、「第 10 章 結論：ソブリン通貨のための現代貨幣理論」の、10 の章からなる。なお、ソブリン(sovereign)とは「主権」の意味であるが、ここではソブリン国家とは通貨発行権を有する政府の意味であり、ソブリン通貨とはそうした政府が発行した通貨のことである(p.43)。例えば、ユーロ加盟国はもはやソブリン国家とはいえない(p.132)。

ちなみに、本書の分析や政策提言(特に雇用保障プログラム)は、レイが 2016 年に出版した *Why Minsky Matters* において、彼の師であるハイマン・ミンスキーの学説を説明したものと、非常によく一致している。レイは、MMT がケインズ、マルクス、イン(Innes)、クナップ(Knapp)、ラーナー、ミンスキー、ゴドリー(Godley)の洞察に基づく比較的新たなアプローチだと述べているが、ミンスキーの影響が最も大きいと考えられる。

本稿では、それぞれの章を順に解説するようなことはしない。まず第 1 節で MMT の基本的な主張を簡潔に説明したうえで、第 2 節で本書の命題として解説者が重要と考える、政府が貨幣発行制度の手足を縛られても結果は同じだ、という命題について、図解を用いて詳しく説明する。紙幅を節約するため、その他の主要な論点については第 3 節にまとめて簡単に述べるにとどめる。なお本稿は説明に徹し、評価をいっさい下さないものとする。

## 2. MMT の基本的な主張

## 2.1. 貨幣も国債も政府の債務証書(IOU)である

MMT では、貨幣も国債も政府の債務証書(IOU)である(p.7)。

政府は貨幣を無から創出する(紙幣または準備預金として)。また政府は、強権をもって民間経済主体に納税義務を課す(税債権を保有し、税債務を負わせる)。だが、のちに貨幣で税を納めた者に対しては、彼に対する税債権を消滅させることを約束している。貨幣は、その意味での債務証書である。そのため、貨幣の価値は納税義務によって保証されていると言うことができ、貨幣が流通するのは課税のおかげである(“Taxes drive money”という表現が、本書を通じて何度も出てくる)。

国債は、政府から見れば、定期的に貨幣で利子を支払い、満期が来た場合に貨幣を返済しなければならないという意味での債務証書である。ただし、国債の元本も利子も、貨幣を創ることによって、いくらでも、必ず返済できる。MMT の立場から、財政赤字が問題ではないと論じられるのは、このためである。インフレーションは、財政破綻とは別問題である。

貨幣を創るといって、紙幣の印刷機が想像されるだろうが、実際には準備預金（政府金庫ないしは中央銀行の負債）を管理するコンピュータ上の帳簿にキーボード入力で数字を書き込むだけである。この「電子記録としての貨幣」が、実際に用いられる貨幣の大部分である。

## 2.2. 政府の Affordability と Solvency

政府はいくらでも貨幣を創ることができるので、Affordability（資金の入手可能性）には何の問題もない。「財源がないから政策が打てない」ということはあり得ない。国債の元本も利子も、「キーボード入力」によって準備預金を創造することで、いくらでも必ず返済できる。従って、ソブリンの政府は破産することがなく（Solvent であり）、債務不履行を強いられることはありえない。

制約は、実物経済の方である。完全雇用の状態で政府が赤字支出によって労働力や資源を動員すると、モノ不足が生じてインフレーションにつながる。逆に、不完全雇用の場合には赤字支出によって政府が有休の人員・設備を活用しても何ら問題はない。このように、赤字財政支出の制約となるのは、インフレーションが進み過ぎることであるが、それは財政破綻とは別問題である。もちろん、「MMT 論者もインフレを恐れている(p.245)」のであって、それを防ぐ手立てを説明している（後述）。

## 2.3. 間違った常識

以下は常識であり誤りである。ソブリン政府には、次のような主張は当てはまらない(p.103)。ただし、通貨発行をしない政府にとっては当てはまる（州、地方自治体、ユーロ加盟国など）。

- ・政府には（家計や企業と同様の）予算制約があり、課税や借入れによって資金を調達せねばならない。
- ・財政赤字は悪であり、特殊な状況（深刻な不況など）を除いては、経済に負担となる。
- ・政府赤字によって金利が上がり、民間部門が排除され（クラウドアウトされ）、インフレが起こる。
- ・政府赤字は、投資に利用されるはずだった貯蓄を奪う。
- ・財政赤字は将来世代に負担を残す。将来世代にツケを残さないために、政府はいま支出を抑え、増税をすべきである。
- ・現在の財政赤字が大きくなると、債務の利子と元本を支払うために、将来の税金が高くなる。

それに対して、MMT が正しい原理だとするものは、第4節で述べる。

## 3. レイは「統合政府論」にはこだわっていないのか？

レイのこの入門書の全体を通じて、統合政府(consolidated government)などという用語が見られない。唯一、Q&A において、質問者の「MMT 論者は連邦準備と財務省を統合したがついていますが、連邦準備

は民間機関であって、政府の一部ではありません・・・」という指摘に対して、「MMTが（このアプローチの誕生のころから）明らかにしてきたように、統合してもしなくても、結局バランスシートは完全に同じになるのです。どんなふうにしても、MMTの論理は成立します(p.97)」と答えている。政府が（昔の王朝のように）直接に発行を行っても、両手を縛ってまず借入れを行うことにしても、両手両足を縛って中央銀行の貨幣発行権を独立させても、結果は同じになるというわけである。本節では、この点に関するレイの例示を説明しよう。

### 3.1. 予備知識

ここでは、予備知識として、財務省、中央銀行、民間銀行、民間非銀行のバランスシートの形と、その各項目の対応関係を確認しておく（以下は本節の説明を理解するための基礎知識であって、レイの本に載っている説明ではなく、解説者（朴）が書いたものである）。バランスシートでは、左側に資産（保有している財産や債権）、右側に負債（債務）と純資産（資本金や、剰余金）が示される。

貨幣は債務証書であるから、政府紙幣は政府(財務省)の負債として、準備預金や中央銀行券は中央銀行の負債として、バランスシートの右側に計上される。民間銀行は中央銀行に口座において準備預金を保有している。民間非銀行は民間銀行に口座において預金を保有し、決済に用いる。

以下の表0の各項目は、のちに示すレイの例示に登場するものである。ある者の債権はある者の債務である。そのような対応関係が番号で示されている。これらの表はあくまで対応関係を確認するものであって、それぞれの表の左右（資産、負債・純資産）の合計が、各表でバランスしていることを意味しない。もちろん、実際のバランスシートでは常に、左右の金額の合計が合致していなければならない。読者には、政府や中央銀行、民間銀行、民間銀行のバランスシートの実物をごらんになり確認されたい。

表0 財務省、中央銀行、民間銀行、民間非銀行のバランスシートの対応関係

#### 財務省

資産	負債・純資産
①中央銀行への政府預金	⑤民間保有国債
②民間銀行への預金	⑥中央銀行保有国債
③財(ジェット機)	⑦政府預金の小切手
④税債権	⑧政府紙幣
	⑫純資産

#### 中央銀行

資産	負債・純資産
⑥国債	①政府預金
⑦政府預金の小切手	⑨準備預金(民間銀行の)
	⑩中央銀行券
	⑫純資産

#### 民間銀行

資産	負債・純資産
⑤国債	②預金(政府の)
⑦政府預金の小切手	⑪預金(民間非金融の)
⑨準備預金(中央銀行へ)	⑫純資産
⑩中央銀行券	

#### 民間非銀行

資産	負債・純資産
⑦政府預金の小切手	④税債務
③財(ジェット機)	
⑩中央銀行券	⑫純資産
⑪預金	

### 3.2. 政府が通貨発行の手足を縛っても結末は同じになる

上述のとおりレイは、以下の3通りの異なるルールを想定した場合にも、政府が赤字支出を行う場合には、最終的なバランスシートが同じになることを強調している：

(1)政府の財務省と中央銀行が分化しておらず、その政府が貨幣（紙幣ではなく準備預金）を発行する場合（うち、1aは課税によって財を購入する場合、1bは貨幣創出による赤字支出で購入する場合）、

(2)政府の財務省と中央銀行は分化していないが、赤字支出を行う場合には前もって民間銀行に対して国債を発行せねばならない場合、

(3)政府の財務省と中央銀行が明確に区分され、財務省は貨幣を発行できず、財購入時には中央銀行にある政府預金口座の小切手を発行しなければならない場合。

いずれも同じ結果になることが、原書の p.91~96 でバランスシートを示して説明されているが、その図解は省略が多くわかりにくい。以下は、理解しやすくするために、表をよりわかりやすく工夫し、取引の各段階を分解して、番号をつけて整理した。読者は別の用紙に、各ステップの取引を書き写しながら読んでゆけば、理解が深まるものと思う。

バランスシート記入の際、2つのルールに留意されたい。第1に、一つの経済主体の表の中で常に左右がバランスしていなければならないため、各取引のステップで、左右に同時に同じ符号（+、-）で同じ金額を書き込むか、左右のいずれか一方に逆の符号で同じ金額を書き込むか、しなければならない。第2に、取引の相手側の経済主体のバランスシートにも同時に、対応する項目として（例えば、支払いに対応して受け取りとして、あるいは債権に対する債務として）、書き込まなければならない。従って、以下の各表は、すべての経済主体を見渡せば、同じ番号の項目が4つずつ（時には6つ）出現しているはずである。また、すべての項目で、金額は同じとする（ジェット機の購入代金の100億円とする）。

(1a)政府の財務省と中央銀行が分化しておらず、その政府が貨幣（紙幣ではなく準備預金）を発行する場合（課税によって財を購入する場合）

表1aは、政府の財務省と中央銀行が分化しておらず、その政府が準備預金を発行する場合のうち、課税によって財を購入する場合、を示したものである(p.91)。

①政府が民間非銀行に対して税債権を設定する。

②政府は、民間非銀行の預金口座に預金を振り込み、ジェット機を購入すると、民間銀行の準備預金が増える。

③民間非銀行が預金を用いて納税すると、預金、準備預金、税債権が消滅する。

最後に、ひとつのバランスシートの同じ側に、同じ名前の項目がプラス・マイナス同額で記入されていれば、それらをすべて消去する。その結果が、1aの「結末」と題した表である。均衡財政を守るために、100億円のジェット機を100億円の課税によって調達するとき、民間非金融からジェット機が召し上げられ、民間の純資産が100億円減少する結果となることわかる。また、③の部分から、納税が貨幣（準備預金）を消滅させることも分かる。

表1a 政府が税でジェット機を買う：途中経過

政府

資産	負債・純資産
①(+) 税債権	①(+) 純資産
②(+) ジェット機	②(+) 準備預金
③(-) 税債権	③(-) 準備預金

民間銀行

資産	負債・純資産
②(+) 準備預金	②(+) 預金
③(-) 準備預金	③(-) 預金

民間非銀行

資産	負債・純資産
②(-) ジェット機	①(+) 税債務
②(+) 預金	①(-) 純資産
③(-) 預金	③(-) 税債務

結末

政府

資産	負債・純資産
(+) ジェット機	(+) 純資産

民間銀行

資産	負債・純資産

民間非銀行

資産	負債・純資産
(-) ジェット機	(-) 純資産

(1b)政府の財務省と中央銀行が分化しておらず、その政府が貨幣（紙幣ではなく準備預金）を発行する場合（1bは貨幣創出による赤字支出で購入する場合）

表 1b は政府がジェット機を、貨幣創出(準備預金の増加)による赤字支出で購入する場合である(p.93)。

①政府は 100 億円の準備預金を創り、民間非金融が民間銀行に保有する口座に 100 億円を振り込んで、民間非金融からジェット機を買う。このとき、民間銀行では負債側に預金、資産側に準備預金が計上される。

②政府は、金融市場の金利を調整するために国債を売る。民間銀行からすれば、金利のつかない準備預金を、金利のつく国債に交換する。

その結末は、政府が国債を発行してジェット機を買い、民間銀行は国債を買い、民間非銀行はジェット機を売って預金を手にしたことになる。赤字支出はそれ自体、民間を豊かにするわけである。

表 1b 政府が貨幣創出でジェット機を買う：途中経過

政府

資産	負債・純資産
①(+) ジェット機	①(+) 準備預金 ②(-) 準備預金 ②(+) 国債

民間銀行

資産	負債・純資産
①(+) 準備預金 ②(-) 準備預金 ②(+) 国債	①(+) 預金

民間非銀行

資産	負債・純資産
①(-) ジェット機 ①(+) 預金	

結末

政府

資産	負債・純資産
(+) ジェット機	(+) 国債

民間銀行

資産	負債・純資産
(+) 国債	(+) 預金

民間非銀行

資産	負債・純資産
(-) ジェット機 (+) 預金	

(2)政府の財務省と中央銀行が分化していないが、赤字支出を行う場合には前もって民間銀行に対して国債を発行せねばならない場合、

表 2 は、政府の財務省と中央銀行が分化していないが、赤字支出を行う場合には前もって民間銀行に対して国債を発行せねばならない場合、である(p.94)。つまり、政府の両手を縛り、貨幣（準備預金）を無から創ることを許さない場合である。

①政府は国債を民間銀行に売って、民間銀行預金の形で 100 億円を手に入れる。

②政府は民間銀行預金を使って、民間非金融からジェット機を購入する。

その後、相殺しうる項目を相殺すると、結末が得られる。それは、1b の結末と全く同じものになる。政府の両手を縛っても、結末は同じになるということである。

表 2 政府は事前に国債発行をしてジェット機を買う：途中経過

政府

資産	負債・純資産
①(+) 民間銀行への預金	①(+) 国債
②(-) 民間銀行への預金	
②(+) ジェット機	

民間銀行

資産	負債・純資産
①(+) 国債	①(+) 預金(政府の)
	②(-) 預金(政府の)
	②(+) 預金(民間の)

民間非銀行

資産	負債・純資産
②(-) ジェット機	
②(+) 預金	

結末

政府

資産	負債・純資産
(+) ジェット機	(+) 国債

民間銀行

資産	負債・純資産
(+) 国債	(+) 預金

民間非銀行

資産	負債・純資産
(-) ジェット機	
(+) 預金	

(3)政府の財務省と中央銀行が明確に区分され、財務省は貨幣を発行できず、財購入時には中央銀行の政府預金口座の小切手を発行しなければならない場合

表3は、いわば中央銀行が独立し、財務省は中央銀行においた政府預金を用いてしか、つまりこの政府預金に対する小切手を発行することによってしか、財を購入できない状況である(p.95)。いわば、財務省は貨幣発行権限を奪われている。この場合の手続きを順に見てゆこう。

- ①政府が民間銀行に対して100億円の国債を発行し、銀行預金を入手する。
- ②政府が民間銀行預金を中央銀行に移す。民間銀行は「政府の預金が引き出された」のに対し、中央銀行から準備預金を借りる。
- ③政府が民間非銀行に100億円の小額切手を渡してジェット機を買う。
- ④民間非銀行は、民間銀行で小額切手を換金し、預金とする。
- ⑤民間銀行が小額切手を中央銀行に持ち込んで準備預金に換える。準備預金の貸し借りが消滅する。
- ⑥政府と中央銀行の間で、小額切手の償還が行われる。政府預金が減少する。

表3 中央銀行が独立し、政府は中央銀行政府預金の小額切手によって支払いを行う：途中経過

財務省

資産	負債・純資産
①(+) 民間銀行への預金	①(+) 国債
②(-) 民間銀行への預金	
②(+) 中央銀行政府預金	
③(+) ジェット機	③(+) 政府預金の小額切手
⑥(-) 政府預金	⑥(-) 政府預金の小額切手

中央銀行

資産	負債・純資産
②(+) 準備預金の貸し	②(+) 政府預金
⑤(+) 政府預金の小額切手	
⑤(-) 準備預金の貸し	
⑥(-) 政府預金の小額切手	⑥(-) 政府預金

民間銀行

資産	負債・純資産
①(+) 国債	①(+) 預金(政府の)
	②(-) 預金(政府の)
	②(+) 準備預金の借り
④(+) 政府預金の小額切手	④(+) 預金
⑤(-) 政府預金の小額切手	⑤(-) 準備預金の借り

民間非銀行

資産	負債・純資産
③(+) 政府預金の小額切手	
③(-) ジェット機	
④(-) 政府預金の小額切手	
④(+) 預金	

結末

政府

資産	負債・純資産
(+) ジェット機	(+) 国債

民間銀行

資産	負債・純資産
(+) 国債	(+) 預金

民間非銀行

資産	負債・純資産
(-) ジェット機	
(+) 預金	

その後、各表の消去可能な項目を消去すると、結末が得られる。途中経過はかなり迂遠になるが、この結末も、1b と全く同じであることがわかる。中央銀行を独立させても、政府は自ら貨幣発行をする場合と同じ結果となるのである。

上記の 1b、2、3 の結末が全く同じになることから、MMT では政府が貨幣発行権を握っていても、直接の貨幣発行を禁じて、貨幣発行権を持つ中央銀行を独立させても、結果は同じになると考える。Wray の本が、どんなに政府の手足を縛っても同じことだ、と論じられているのはそのためである。

#### 4. MMT から引き出されるさらなる原理と政策提言

第 3 節の解説が理解できれば、以下の説明のほとんどを理解することは容易であろう。

##### 4.1. ソブリン政府に当てはまる貨幣と課税の原理 (p.104)

ソブリン政府（固定相場制をとる政府を含む）に当てはまる原理は以下の通りである[※は解説者による注釈である]。

- ・政府は計算単位を定め、その計算単位で税を課し、その計算単位で貨幣を発行し、その貨幣が納税に用いられるようにする。
- ・政府が支出をするのは、準備預金（中央銀行の口座に民間銀行が保有する預金）に入金(credit)することによってであり、徴税をするのは準備預金を引き落とす(debit する)ことによってである。
- ・銀行は政府と非政府部門の仲介者となる。政府が支出するとき、銀行は預金者の口座に入金を行い、逆に預金者が納税をするとき、預金者の口座を引き落とすのである。
- ・政府が赤字だということは、銀行の準備預金と、民間銀行にある預金口座が入金超過(net credit)になっていることを意味する。
- ・翌日物金利の目標は「外生変数」であり、中央銀行が目標として定めるものである。しかし、準備預金の金額は「内生変数」であり、民間銀行の必要と欲求によって決定される[※銀行は、金利のつかない準備預金を保有するか、それを他の銀行に翌日物金利を取って貸すか、利子のつく国債を保有するかを選択する]。ただし、量的緩和(QE)が行われる時代に入って、銀行に多額の超過預金を積み立ておきながら、翌日物金利目標を達成するために、超過準備に一定の金利(support rate)が支払われるようになっているので、注意が必要である。
- ・「預金乗数」[※貨幣乗数、信用乗数ともいう]はあくまで、銀行預金額と預金準備額との「事後的」な比率である。むしろ、準備預金が「レバレッジ」されて銀行預金額が内生的に膨張するものと考えたほうがよい[※民間銀行は、貸付けをするときに、いくらでも預金を無から作り出す]。レバレッジ倍率は事前に決まっているものではない。
- ・財務省は中央銀行と協調してオペレーション[※国債の発行など]を行うことによって、小切手[※上記表 3 参照]が不渡りにならないようにするとともに、財政的なオペレーションのせいで翌日物金利が目標

から乖離しないようにする。

・従って、ソブリン政府の場合には、国債の売却は（通常の意味での）借入れオペレーションではなく、中央銀行が金利目標を達成するのを助ける手段である。

・政府は常に何らかの形で自らの支出に制約を加えているが、実際には財務省は、自国通貨建てで売りに出されているものなら、いつでもどんなものでも「買う」ことができ、財源には困らない。

#### 4.2. 政府の黒字は民間の赤字、政府の赤字は民間の黒字

経済が政府と民間に二分されるとすれば、民間の貯蓄超過(黒字)は政府の財政赤字によってしか生じない。すなわち、政府の財政赤字は民間の純貯蓄を意味し、政府の財政黒字は民間の純負債の増加を意味する。つまり、政府の財政が「健全」である場合、民間部門の借入状況に注意する必要がある。例えばアメリカ発通貨危機の際、財政が健全だったスペインやアイルランドも、民間部門の債務超過によって経済危機に陥ったのであった。

経済が、政府と民間と外国部門に三分されるとすれば、政府と民間がともに黒字を出している場合には、かならず外国部門は「赤字」となっている。このとき、おのずと自国から外国への貸付や直接投資が行われている。以下の数式は恒等式であり必ず成立する。

$$\text{政府の黒字} + \text{民間の黒字} + \text{外国の黒字} = 0 \quad \text{-(式 1)}$$

ただし、レイが示すこの式は、GDP 統計（国民経済計算、SNA）から導かれる IS バランス式とは若干異なる。レイが収支として把握したいのは、あくまで貨幣のやりとりを伴うものである。だが GDP 統計では、農家の帰属収入や持ち家の帰属家賃など、貨幣のやりとりを伴わないものも含まれるのである。

SNA からは、総需要式  $Y=C+I+G+X-M+\alpha$ （ただし、 $\alpha$  は海外からの純要素所得であり、 $Y$  は GDP ではなく GNP となる。C は消費、I は投資、G は政府支出、X は輸出、M は輸入である）、および所得の配分に関する式  $Y=C+S+T$ （S は貯蓄、T は税金）の 2 本から、

$$(S-I)+(T-G)=X-M+\alpha$$

$$\text{民間貯蓄超過} + \text{政府黒字} = \text{経常収支黒字} \quad (\text{金融収支黒字、外国から見れば赤字})$$

あるいは、

$$(S-I)+(T-G)-(X-M+\alpha) = 0$$

$$\text{民間貯蓄超過} + \text{政府黒字} + \text{外国の経常収支黒字} = 0 \quad \text{-(式 2)}^1$$

<sup>1</sup> p.40 では、 $(S-I)+(T-G)+(M-X)=0$  の式が示されており、外国との収支は貿易収支赤字(M-X)が明示されている。しかし本稿では外国からの純要素所得を加えて、貿易収支(X-M)ではなく経常収支(X-M+ $\alpha$ )を把握している。 $\alpha$ の有無は、国民総生産(GNP)と国内総生産(GDP)の違いでもある。また、以前の日本では経常収支黒字の裏にもものとして、資金が出てゆくという意味での資本収支赤字という用語が用いられていたが、現在ではこれを投資収支黒字として把握する。

を導出することができる。これが、いわゆる「IS バランス式」である。式2は式1の「よい近似」となっている(p.40)。輸出等による収入と、輸入の金額が一致すれば、経常収支はゼロとなり、このとき、金融収支もゼロである。自国の経常収支が黒字になっている時には、外国は自国への輸出等で稼いだ以上に輸入しているはずであり、その資金は自国からの投資か融資か援助でまかなっている（自国の金融収支はプラスとなる）。

米国の経常収支赤字については、次のように述べて、当面は問題がないものと論じている。「経常収支の黒字・赤字が為替レートの調整によって是正されると信じた経済学者たちは、「不均衡」が必ずしも、バランスが崩れているわけではないということを、認識していなかった。上述のとおり、ある国の IOU を他の国々が貯め込みたいと思っている限り、その国は経常収支赤字を出すことができる。その国の資本収支黒字によって、経常収支赤字が「バランス」されるのである。」(p.130)

#### 4.3. 100%準備貨幣論（公共貨幣論）には否定的

民間部門の信用創造の膨張・収縮が発生させる金融の不安定をなくすために、民間銀行の預金に対しては 100%の準備預金を義務つける「シカゴプラン」には否定的である。「私は共感するが、目的には賛成しても極端な提案には賛成しない。この種の提案は、通貨制度の根本的な誤解に基づいているからである。・・・「債務なき貨幣」というフレーズは、推論の誤りか誤解に基づいている・・・すべて債務証書なのだ(p.7)」。

#### 4.4. 通貨制度のトリレンマ

MMT でも通貨制度のトリレンマが当然のこととして指摘される(p.129)。政府は、(1)金融政策の独立、(2)固定為替レート、(3)自由な資金移動、の3つのうち、2つしか達成できないのである。

変動相場制をとった国は、為替相場の不安定性を甘受する一方で、国内経済政策の自由度が高くなる。

固定相場制をとった国は、資金移動を規制すれば政策の自由度をあるていど確保できるが、資金移動の自由を認めれば国内経済政策の権限を放棄せざるをえなくなる。不況時に完全雇用のための政策（金融緩和など）をとろうとすれば、資金移動を規制するか、固定相場制を放棄するしかなくなる。また、通貨暴落の懸念は固定相場制につきものである。その政府に固定相場制を維持する能力がないと見られると、投機筋から通貨アタックを仕掛けられるためである。固定相場制を長年維持し続けている国があるとすれば、それは経常収支黒字国に限られる。

先進国は変動相場制を取ることが推奨される。途上国は、それぞれの状況に応じて、別の通貨制度を採用する合理性があるのかもしれない。

ユーロには設計上の欠陥がある。ユーロ加盟国政府は通貨発行権限を欧州中央銀行(ECB)に移譲してしまっており、経済危機が発生したときに金融政策をとることはできない。ユーロ圏内でも貿易収支の赤字国・黒字国が生じるが、赤字国は輸出振興のための通貨の切り下げもできない。その上、財政ルール（安定成長協定）によって財政赤字を増やすことも禁じられている。それでいて、黒字国から赤字国への財政調整のメカニズムも存在しないのである。ユーロ加盟国政府は（ドイツでさえ）ソブリン政府ではない。

#### 4.5 税は何のためにあるのか

政府は貨幣を創出できるので、税は財源調達のためにあるのではない。ならば、なぜ国の政府は税を必要とするのか？ 4つの目的を上げるならば、第1にインフレーションを抑えるため（貨幣価値を維持するため）、第2に所得や富の分配を変えるため、第3に好ましくない行為を抑制するため、第4に特定の公共プログラムの費用を受益者に認識させるためである。

第3の目的は、「バツズに課税し、グッツに課税しない」ことを要求する。バツズ課税はたばこ税や環境税のことである。グッツに対する課税は、望ましくない税であるが、賃金税・消費税・法人税がその例である。レイは法人税を、廃止すべき悪税としている。

また、第1の目的に関連して、MMTは課税が総需要を抑える役割を持っていることを重視する(p.141)。景気が悪い時に税収がへり、良い時に増えるような仕組みが望ましいのである。

税金として納められた金は、銀行口座から引き落とされることによって、消滅する。政府支出のために税金を使うことはできない(p.142)。

#### 4.6 完全雇用と物価安定のための公的雇用保障

レイは景気刺激策には批判的であり、それよりも政府が雇用保障(Job Guarantee)のためのプログラムを実施するよう提言している(第8章)。これは、1930年代のニューディール期の政府が「最後の雇い手」として実施した各種の雇用保障や、それを引き継いだ1960年代のハイマン・ミンスキーの議論に基づいている。

これは、インフレーションを抑えるために、一定の失業率が必要であるという常識（フィリップス曲線の単純な解釈）に反対する立場である。景気が良いときも悪いときも、政府が定めた最低賃金率で、働きたい人々がいればいくらかでも雇用する。これによって、失業をゼロにするとともに、失業ゼロがインフレ圧力にならないようにする、という考え方である。

#### 4.7 インフレーションについて

もちろん MMT 論者もインフレーションを懸念している（「MMT 論者もインフレを恐れている」(p.245)。政府にとって財源は問題ではないという MMT の主張は、財源を気にせずいくらかでも支出すべきだということを意味しない。

1970年代以来、変動相場制をとった西側主要国がハイパーインフレに陥った事例はない。金などの裏付けなしに、政府が「キーボード入力」で貨幣を発行することは、それがすなわちハイパーインフレにつながるものではない。

過去のハイパーインフレの事例を調べると、ワイマール・ドイツやジンバブエ、南北戦争期の米国などで特徴的なのは、供給側の制約が厳しくなったことと、(政治的な理由などで)税金をまともに徴収することができていなかったことである。

なお、量的緩和は、いわば銀行が中央銀行においている定期預金(国債)から普通預金(準備預金)へとカネを移すだけのことなので、インフレーションを引き起こすことはありえない(p.265)。

## 5. むすび

MMT は、財政赤字推奨論とみなされ、日本の財務省や新聞などは危険思想として片付けようとする。しかし、政府は「キーボード入力」で支出を行うという主張は、事実の記述に過ぎない。

本書は、レイによる *Why Minsky Matters* の記述との類似性を確認すれば、政府支出と（中央銀行、民間銀行の）金融実務に関する洞察のみならず、政府による雇用保障（最後の雇い手）という政策提言に関しても、ミンスキーの経済論を受け継いでいることが分かる。

基本的な分析枠組みとして重要なのは、政府部門・国内民間部門・海外部門の収支バランスであり、この三者すべてが黒字を出すことはありえず、また、政府部門が黒字を出している場合には、国内黒字部門が借金による危険な成長をしている可能性がある、という洞察である。

また、インフレーションを過熱させるべきではないという点では、MMT 論者も注意をしている。1970年代以降、金や外貨による裏付けなしに貨幣を発行する、変動相場制をとった先進国でハイパーインフレの事例が皆無であること、また、ハイパーインフレを経験した独立革命期の米国、南北戦争期の米国、ワイマール・ドイツ、ジンバブエの事例などから、ハイパーインフレは貨幣発行の増大のみによるものではなく、戦争等による供給力の破壊や、政治的配慮や混乱によって課税が十分に行われなかった、という事情が見てとれる。

MMT は事実の記述と、政策提言からなる。政策提言の部分については、もちろん論争の余地がある。しかし MMT が事実の記述とした部分は、多くの経済学者の通説を打破し、現代の政府が実施可能な政策の可能性を広げる潜在力がある。

### <文献>

Wray, L. Randall (2015) *Modern Money Theory, A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems* (Second Edition), Palgrave Macmillan.

Wray, L. Randall (2016) *Why Minsky Matters*, Princeton

付録： 重要な文の抜粋

「いまの銀行制度に対する期待を捨てた人もいる。私は彼らの悲観的な見方に共感する。リンカーン大統領の「グリーンバックス」とか、1930年代のシカゴプランの「ナローバンク」提案に帰ろうという人もいる。

民間の貨幣創造（信用創造）をなくそうという人もいる！ 「債務なき貨幣」を政府に発行させるのだ！ 私はその立場に共感するが、目的を支持しても極端な提案は支持しない。それらの提案は、貨幣システムに対する根本的な誤解に基づいているのだ」（p.7）

「Q すべての貨幣は債務ですか？

A はい、すべての貨幣トークンは債務の記録です。」

「Q 連邦準備は準備預金率を上げることによって貨幣とインフレを制御できるのではないですか？ 100%準備預金ルールをどう思いますか？

A 以下で詳しく説明しますが、準備預金率では銀行の貸し出しを制御できません」（p.73）

「納税はマネタリーベースを破壊する」（p.76）

「Q ビットコインは貨幣ですか？

A 違います。(….)要するに、ビットコインはアホをカモにする道具です。」（p.80）

「Q いつもあなたがた MMT 論者は連邦準備と財務省を統合したがついていますが、連邦準備は民間機関であって、政府の一部ではありません……。

A MMT が（このアプローチの誕生のころから）明らかにしてきたように、統合してもしなくても、結局バランスシートは完全に同じになるのです。どんなふうにしても、MMT の論理は成立します。政府が計算単位としての貨幣を創出し、その単位で課税し、その単位で表示された貨幣を支出し、そしてその貨幣で支払われる税を徴収するので。（p.97）

「財政赤字の直接的な効果は利子率を下げることで（上げることではない）」（p.114）

「ならば、なぜ国の政府は税を必要とするのか？ 彼〔バーズリー・ルムル Beardsley Ruml、ニューディール期のニューヨーク連銀代表〕は、次の4つの理由を挙げた。(1)ドルの購買力の安定化に寄与する財政政策の手段として、(2)累進所得税や財産税のように、富や所得の分配に関する公共政策を伝えるために、(3)様々な産業や経済的集団を補助したり抑制したりする公共政策を伝えるために、(4)高速道路や社会舗装など、特定の国家的事業に関わる費用を切り分け、直接的に評価するために。」（p.143）

「金持ちから税金をとって貧乏人に与えよ、というストーリーは好まれる。しかしそれは、貧乏人を助けるために、金持ちから税金をとる必要があるという誤解に基づいている。さらに、金持ちから税金をとることが、貧乏人を助けるための条件になってしまう。」

「経常収支の黒字・赤字が為替レートの調整によって税制されると信じた経済学者たちは、「不均衡」が必ずしも、バランスが崩れているわけではないということを、認識していなかった。上述のとおり、ある国の IOU を他の国々が貯め込みたいと思っている限り、その国は経常収支赤字を出すことができる。その国の資本収支黒字によって、経常収支赤字が「バランス」されるのである。」（p.130）

「ウォレン・モスラー(Warren Mosler)がよく言っていたように、税の目的は失業を生むことだ」（p.148）

「グッズではなく、バツズに課税すべきだ。私たちは昔から様々な害悪に課税してきた。害悪税の目的を勘違いする人がいるが、バツズ課税の目的は「税金を得る」ことではなく、「害悪を減らす」ことだ。ここを明確にすべきだ。」

「(望ましくないと考えられる税は) 賃金税、消費税、そし

て法人税である」(p.154)

「では、日本とギリシャの違いはなんだったのか？ ギリシャよりも政府債務対 GDP 比率の高い日本に対して、なぜマーケットはちがう扱いをしているのか。ここまで論じてきたように、ギリシャは欧州通貨同盟(EMU)に加入したときに、自国通貨を捨てて、事実上の外国通貨を使用することになったということだ。その点を理解することが重要だ。上述のとおり、日本が債務を返済するとき、バランスシートに対して項目を「キーボード入力」することによって、それを処理する。「キーボード入力」が底を尽くことはない。」(p.182)

「MMT 自体は右でも左でもない。ある段階においては、MMT は事実の記述である。しかし、もし私たちが MMT に対して、公共的目的に関するよりリベラルな見方を付け加えるなら、もし「完全雇用と物価安定」とか「経済の安定」といった公共的目的の考え方を付け加えるなら、MMT は、政府にはそんな政策のための「カネがない」という意見を即座に論破して、公共目的を達成する方法を見つける手助けをしてくれる。」(p.199)

「現在、米国財務省はプラチナ硬貨を、いかなる額面のもので発行する権限がある。従って、財務省は例えば、巨額の軍事兵器を、巨額のプラチナ硬貨を鑄造することによって、購入することができる。」(p.210)

「輸入国は入手した生産物を、生産しなくてよかったのだ。従って、実質的には純輸出は純費用であり、純輸入は純便益だ」(p.218)

「過去の失敗した政策を続けたがる人々がいる。経済成長と社会保障の組み合わせという、試みられて失敗してきた双子の政策を、ベーシックインカム保証という現代的な装いで実施しようとしている」(p.242)

「よりよい代案がある。通貨を下落させて近隣窮乏化政策

をとるよりも、米国国内で仕事を作り出すのだ」(p.133)

「しかし、MMT 論者もインフレを恐れている。(…中略…) いずれにせよ、MMT 論者は (MMT 論者も) 黒いヘリコプターを飛び回らせて現金袋を落とすようなことはしたくない。我々は (我々も) 政府による需要「刺激策」には反対している (リバタリアンやオーストリア学派、あるいはミルトンフリードマンも、ある点 (おそらく、完全雇用到達する手前) を超えたらインフレにつながると論じたのは、正しい)。」(p.245)

「要するに、物価が上昇する傾向には、様々な理由がある。物価上昇の一部は計測上の問題によるもので、一部はボーム病 [生産性が伸びにくいサービス業等の賃金や価格が上昇すること] と関係がある。また一部は市場支配力 (労働組合や寡占など) と関わりがあるが、それは必ずしも悪いことではない。デフレの方がインフレよりも悪いのである。」(p.252)

「第一次世界大戦の敗戦国 (と、戦勝国だが資本主義世界から去ることによっていわば負け組となったポーランドとロシア) を除けば、過去 100 年間、民主主義掲げる西側資本主義諸国においてハイパーインフレの事例はひとつもない。変動相場制をとった国々のデータに限ってみれば、為替レート危機の例さえひとつもないのだ」(p.258)

「変動相場制が必ずハイパーインフレにつながるというのは事実ではない。もしそれが本当なら、常にあちこちでハイパーインフレが起こっているはずだ。また、キーボード入力によって「カネを刷る」能力が、ハイパーインフレにつながるというのも間違いだ。自国通貨を発行する主権国家はみな、キーボード入力で支払いを行っている。固定為替レートで通貨を交換する約束をした政府でさえも、キーボード入力で支払いを行う。キーボード入力がハイパーインフレを引き起こすというなら、いつもいつもハイパーインフレが起こっているはずだ。

実際にはそうではない。ハイパーインフレは例外的な事

態なのだ。」(p.258)

「固定相場制度は儉約を保証するよう見えるが、それは愚かしい思い込みのようである。固定相場制度は、政府に儉約させようという善良ぶった期待によって、為替レート危機と、非自発的デフォルトの可能性を導入するものだ。残念ながら、固定相場制をとっている政府の方が、聖アウグスティヌスの祈りのような言葉を、「神よ、我に儉約の心を与えたまえ、いますぐにはなしに」という言葉を頻繁に使うのだ」(p.258)。

「量的緩和についてこう要約しよう。あなたは銀行に普通預金(checking account)と貯蓄預金(saving account)を置いている。銀行が、あなたが断るはずがない申し出をしてくる。貯蓄預金から当座預金におカネをいくらか移しませんかというわけだ(あなたがトーストをお好みなら、景品としてトースターを付けましょう、というかもしれない)。特に、配偶者が解雇されたばかりで、住宅ローンの返済に困っている場合は断れないだろう。そして、当座預金の金利は低くなるので、あなたは出費を減らすかもしれない。

量的緩和とは銀行が、中央銀行においている貯蓄預金(国債)を当座預金(準備預金)に移し替えるのと、同じようなことである。これにより、銀行の金利収入は100~200ベースポイント(万分率)下がるだろう。それで、経済が刺激されるというのか? インフレ撲滅運動家たちはおとなしくなるだろう。量的緩和がインフレを起こすことはあり得ないからだ。預金準備がどれだけ創造されても、それは中央銀行のバランスシートに安全に閉じ込められている。それが流出してインフレを起こすことはあり得ない。」(p.265)

「(超低金利によって預金者の金利収入が減り、支出も減るはずなので) 超低金利は需要を刺激する以上に、需要を奪う。連邦準備(FED)はアクセルとペダルを間違えて踏んでいるのだ」(p.266)

「ケインズに続く者たち(自分のことをケインジアンと呼ぶ人間と誤解しないこと)は、金利政策が投資にとって重

要であるという考え方を、つねに拒否してきた。」(p.282)。