

# MMT（現代金融理論） とは何か

法政大学教授

財務省財務総合政策研究所上席客員研究員

小黒一正

# MMTを巡る論争



インフレにならない限り、  
財政赤字は中央銀行が  
引き受けても問題ない

ケルトン・ニューヨーク州立大教授



MMTは様々なレベルで  
間違っている。  
超インフレや通貨暴落に  
つながる可能性がある

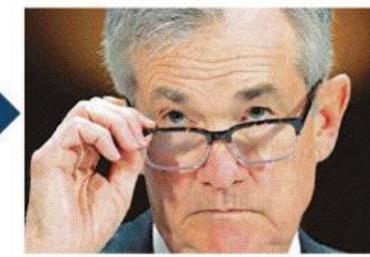
サマーズ・  
元米財務長官

(写真はロイター)

# 中央銀行は試練の時期に 左派に赤字引き受け論



ドラギECB総裁



パウエルFRB議長

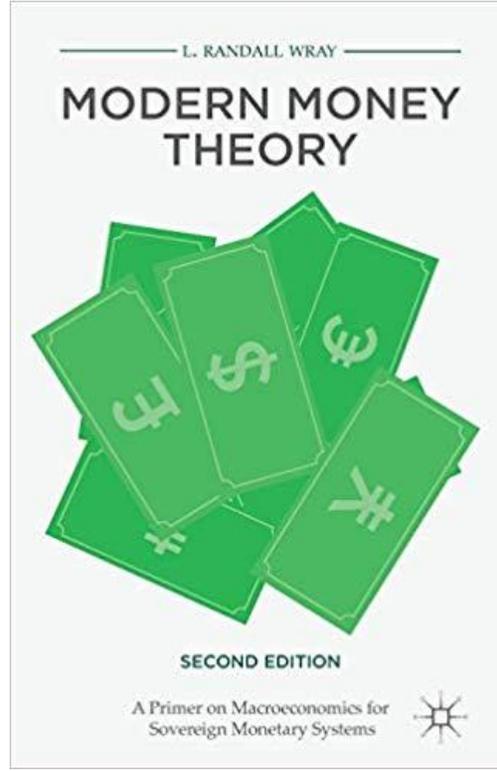


民主党・  
サンダース氏



金融緩和へ  
「介入」止めず  
トランプ米大統領

世界で最も重要な  
中銀の独立性を懸念  
写真はいずれもロイター



L. RANDALL WRAY  
**MODERN MONEY THEORY**



SECOND EDITION

A Primer on Macroeconomics for  
Sovereign Monetary Systems



## 「インフレ過度に恐れるな」 MMT提唱者のケルトン教授一問一答（日本経済新聞2019/4/13）

「現代貨幣理論（MMT）」を提唱するニューヨーク州立大教授のステファニー・ケルトン氏は11日、日本経済新聞の取材に「物価の安定と雇用の最大化は金融政策ではなく財政で担う」などと主張した。主な一問一答は以下の通り。

—日本の政府債務は国内総生産（GDP）の240%と主要国で最悪です。にもかかわらず財政再建は不要ですか。

「答えは明白だ。日本政府と日銀はMMTを実証してきた。日銀による日本国債の保有割合は、全体の40%以上だ。長期金利が抑制され、国債増発がなかったかのような現象になる。財政赤字が問題ならインフレになるはずだ。債務のGDP比がよく問題視されるが、240%という数字に意味があると思わない」

—債務拡大の最大の懸念は金利急騰でしょう。巨額の政府債務を抱えて国債の信認を維持できるでしょうか。

「日銀が政策金利の引き上げに動けば、維持できないかもしれない。長期金利を決するのは金融政策だが、市場参加者は金融引き締め局面に突入するとは考えていない。中銀が望む金利水準に維持することは可能だ」

—MMTはインフレにならない限り、財政赤字を膨らませていいという考えです。しかし中銀が低金利を維持し続けるなら、どのようにインフレを防ぐのですか。

「国が拡大財政政策を実行したとして、問題になるのは『その国の経済はその新しい支出のすべてを吸収するための資源や能力を持っているか』ということだ。需要増に供給が追いつかないなら、インフレの兆しがでるだろう。ただ、日本に現時点でインフレの懸念があるとは思わない」

—問題はインフレがいつ発生するのか誰にもわからないことです。インフレの兆候はどうやって見つけるのですか。

「いい質問だ。もう1つの良い質問は『どれだけのインフレ率が問題か』ということだ。主要国のインフレ率は目標の2%にも到達しないが、3%に達したとしよう。しかし3%や4%のインフレが、足元の失業率の高さや景気の長期停滞よりも経済に悪影響をもたらすだろうか。我々はインフレを警戒して実体経済の改善を怠りがしるにしている。日本の『失われた20年』は、インフレを恐れすぎて財政支出を中途半端にしてきたからだ」

—警戒するのは3%ではなく、10%や20%になる高インフレです。そのようなリスクを高めてまで財政を膨らませていいのでしょうか。

「財政が積極的すぎてインフレが生まれるなら、逆戻りして物価を抑制する必要がある。一つの方法は、財政法案にインフレ時の歳出抑制策を入れておくことだ。政府が5カ年の投資計画をつくったとしても、2年目にインフレの予兆がみつければ、支出を止めると決めておけばいい」

「完全雇用と物価の安定は、中央銀行の責務とされる。ただ、MMTの立場はその目標を達成するのは米連邦準備理事会（FRB）ではないということだ。目標達成には財政政策への依存度を高める必要がある」

—機動性のない立法府にそこまで賢明な判断ができますか。

「米国では財政法案を議論する際にインフレリスクを考慮しない。『財政赤字が増えるのではないかと』言うだけで、それは正しくなく、必要なのはインフレを増大させるのかだ。もしそうであれば、財政支出法案を通すべきではない」

—MMTは民間部門を後押しするのでしょうか。公共部門のためにあるようにも思えます。

「民間とか公的とかいう発想ではない。必要なのは雇用を考えることだ。MMTの目的の一つは、連邦政府で雇用の受け皿をつくることだ。財政政策で連邦政府が雇用を保障し、誰でも仕事をもらえるようにする。1千万人が現れたら1千万人を雇う。誰も来なくなれば完全雇用を達成したとということだ」

「景気が弱まって失業率が上昇すれば、MMTによる財政支出を使って公共部門で雇用する。財政赤字はしばらく増加するが、それは景気回復を支えることになる。景気が回復すれば、雇用は公共セクターから民間セクターに移って財政赤字は縮小するだろう」

—インフレが発生すれば財政支出を減らすと言いました。その場合、公共部門も雇用をカットしなくてはならなくなりますか。

「それはできない。政府が雇用を保障しているからだ」

—ではインフレをどうやって防ぐのですか。

「インフレ圧力を弱めるメカニズムはある。米経済は何百万人も失業を抱えており、その多くは長期失業となっている。スキルの乏しい長期失業者は企業が雇いたがらない。企業は高賃金を提示してほかの企業から人材を引き抜くが、それはインフレの源だ。公共部門で雇用を確保して長期失業を防げば、人材のプールが大きくなる。高賃金を提示して雇用する必要がないので、インフレ抑制につながるはずだ」

—主流派経済学者はドル急落のリスクを指摘しています。

「MMTは最も健全でダイナミックな経済を実現するためのものだ。米国の生産能力を最大にするために多くの投資を受け入れることになるのに、ドルが急落するはずはない」

—財政赤字を膨らませてまですべき政府支出は何ですか。

「米国は国民皆保険を持たない唯一の先進国であり、財政支出をヘルスケアに充てるのは極めて重要な。インフラや教育、研究開発への投資も、生産性を高めて長期成長につながる」



理論

# 貨幣供給は中央銀行が制御可能か

- マネタリストの主張

MS（貨幣供給）は中央銀行によって制御可能

- MMT

MS水準は金融市場の中で内生的に決定される

根幹は「信用創造」（誰かの資産は誰かの負債）

<閉鎖経済の場合：簡略化のため政府の資産はゼロ>

→ 民間の資産 = 民間の負債 + 政府の負債

→ 民間の貯蓄 = 民間の投資 + 財政赤字

$$S = I + G - T$$

→ これは「ISバランス」を意味する

# MMT派の主張①：ISバランスの解釈

- 正統派

ISバランスは均衡式

$S > I + G - T \rightarrow$  金利↓で投資↑

$S < I + G - T \rightarrow$  金利↑で投資↓

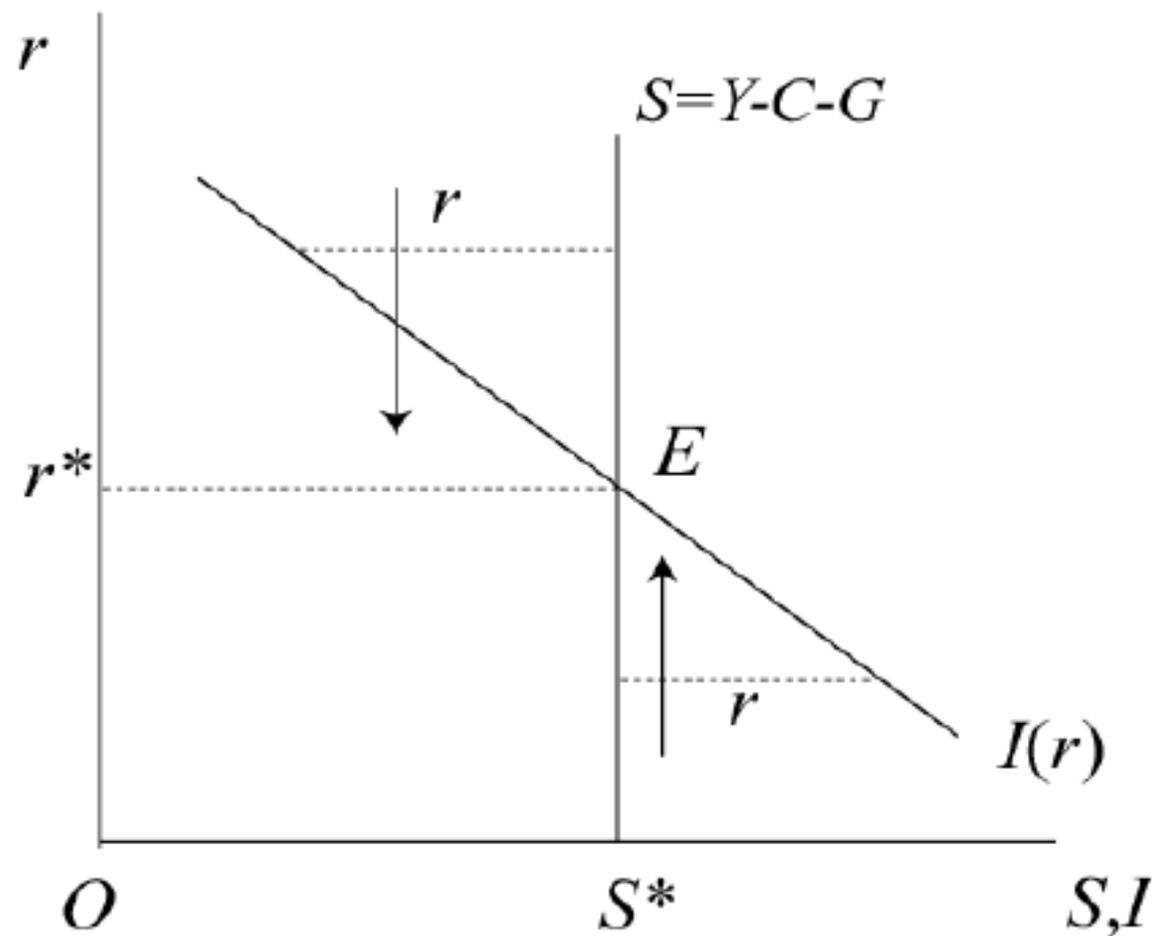
- MMT派

完全雇用の際の民間純貯蓄（S-I）は構造的に決まっており、ISバランスの成立には、財政赤字が必要

財政赤字が小さ過ぎ  $\rightarrow$  需要不足でデフレ・スパイラルに陥る

財政赤字が大き過ぎ  $\rightarrow$  超過需要でインフレが発生

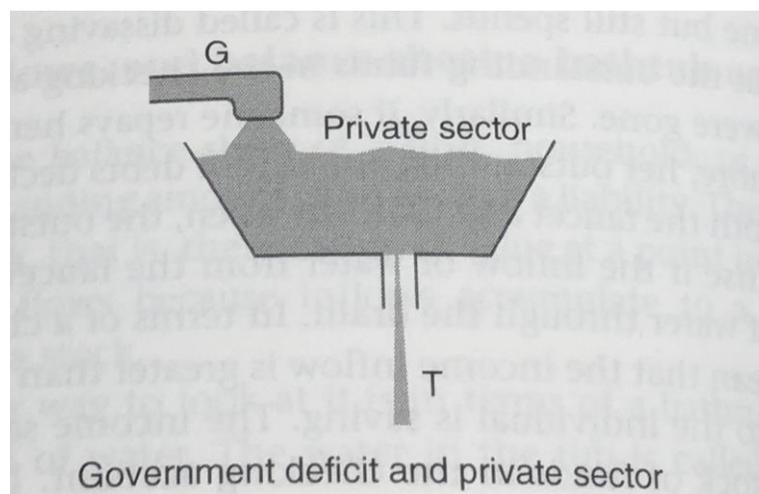
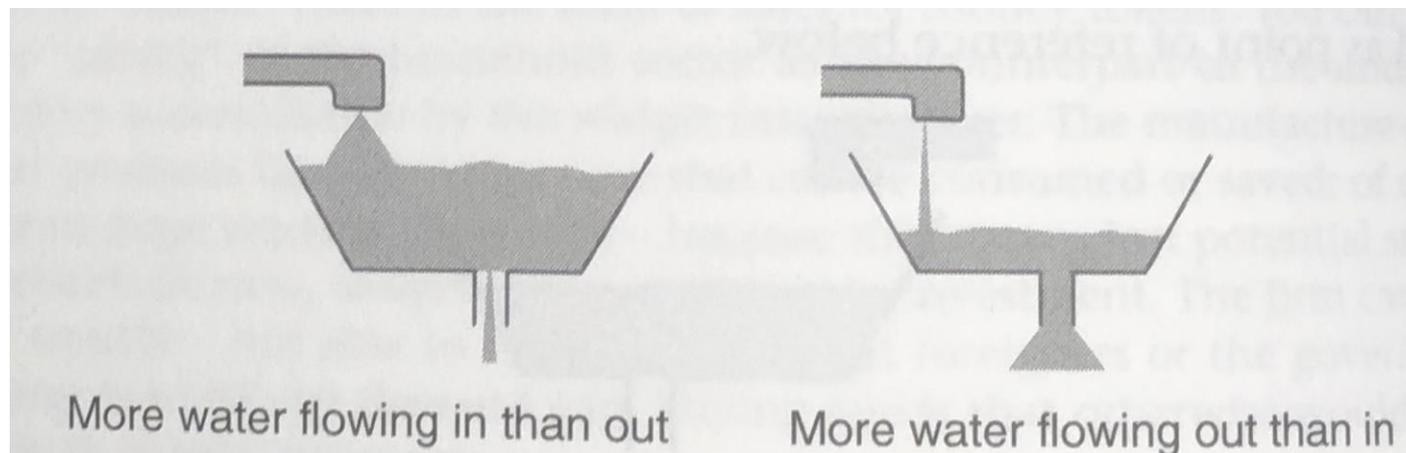
※ 伝統的なケインズ派の理論に近い



貸付資金市場の超過需要 → 利子率の上昇で解消

貸付資金市場の超過供給 → 利子率の下落で解消

$S - I = G - T$  ← 完全雇用のときの民間純貯蓄にマッチするように財政赤字 ( $G - T$ ) を制御



# MMT派の主張②：政策手段の解釈

- 財政赤字を永続的に可能とするために、財政ファイナンスを行い、財政赤字は法定通貨の新規発行で賄う。

$$\begin{aligned} \text{民間純貯蓄 (S - I)} &= \text{財政赤字 (G - T)} \\ &= \text{法定通貨の新規発行} \quad \dots \quad \text{※式} \end{aligned}$$

→ 政府支出の拡大や減税は、法定通貨の発行  
増税や政府支出の削減は、法定通貨の回収  
を意味する。

- 「財政赤字＝法定通貨の新規発行」のため、※式は「民間部門の手元に残るネットの通貨」を意味する。

# MMT派の主張③：法定通貨の保有動機

- MMT派は、法定通貨の保有動機として納税義務（税の支払い）を強調する。納税は法定通貨で行う必要があるため、法定通貨を保有する動機がある（課税は法定通貨の回収のため）。
- 財政赤字を法定通貨の新規発行で賄っても、将来の課税に備えるため、法定通貨の保有動機が発生する。政府支出の経路が決まっているとき、その財源の一部を国債発行で賄っても、家計の消費経路は変化しないという「公債の中立命題」（リカードの等価定理）の考え方に近いもの。
  - ※ 将来の課税に備えて法定通貨の保有を増やす場合、民間純貯蓄が増加するはずだが、これは民間純貯蓄が構造的に決まっているとの仮定に矛盾しないか。

# 主な論点①

- 納税が法定通貨の保有動機となるのは確かだが、将来の課税に備えて、流動性の高い株式や、不動産・ゴールド・暗号資産・海外資産などに資産を変換する誘因は本当に発生しないか。その誘因が強まれば、インフレが発生する可能性がある。なお、主流派は、財政ファイナンスの拡大（際限のないMSの増加）はインフレを招くと考えている。
- 財政赤字が害をもたらすと分かれば（例：超過需要でインフレが発生すれば）、その時点で適切な水準に財政赤字を縮小すればよいという発想だが、民主主義の下で、政府支出の削減や増税が迅速かつ容易に行えるのか。歴史的教訓から、それが難しいので、中央銀行の独立性を高め、財政法で財政ファイナンスを禁止したはず。

「意図的な財政赤字の創出—支出はするが課税はしないというあからさまな決定—は、ケインズ政策の特徴だが、（略）ケインズ派が—大半のケインズ派が—通貨の増発を選ばず、古典的な公債負担論に挑戦する道を選んだのは、今もって意外である（略）需要不足という環境では、政府の追加支出の機会費用は完全にゼロである。これは直ちに、必要な財政赤字を補てんするために通貨を創造しても、純コストは発生しない—つまりインフレの恐れはない—ことになる。したがって、政治・制度上の制約がない場合は、意図的に財政収支を赤字にし、通貨発行だけで赤字を補てんすることが、ケインズ派の理想的な景気対策になるはずだ。」

（pp.76-77）

## 赤字の民主主義

—ケインズが遺したもの

ジェームズ・M・ブキャナン

リチャード・E・ワグナー 大野 一 〔訳〕

アメリカの財政赤字、通貨の膨張、公的部門の肥大化の原因をケインズ派の経済政策にあると激烈に批判したノーベル賞学者の珠玉の1冊。

**「ケインズがいなければ、一九六〇～七〇年代の政治家がこんなに節度を失うことはなかった。」**



日経BPクラシックス

定価（本体 2400 円＋税）日経BP社

「政府は公債発行の権利よりも通貨発行の権利を厳しく制限されてきた。選択が許される場合、政府が課税よりも通貨の膨張（水増し）に傾く傾向があることは、経済史の無数の例が示している。（略）選挙で選ばれる政治家は公的支出を承認し、有権者に課税する。もし予想される歳出を歳入と均衡させることが政治家の義務でない場合は、そんなことはしない。政治家の行動が必然的にインフレを招いても、有権者から直接責任を問われることはないからだ。（略）教科書通りのケインズ理論を鵜呑みにした有権者や政治家から見れば、財政赤字の削減で総支出のペースが落ちれば、雇用と実質生産がいつ減少してもおかしくない」  
（pp.216-234）

## 赤字の民主主義

—ケインズが遺したもの

ジェームズ・M・ブキャナン

リチャード・E・ワグナー 大野一 [訳]

アメリカの財政赤字、通貨の膨張、公的部門の肥大化の原因をケインズ派の経済政策にあると激烈に批判したノーベル賞学者の珠玉の1冊。

**「ケインズがいなければ、一九六〇～七〇年代の政治家がこんなに節度を失うことはなかった。」**



日経BPクラシックス

定価（本体 2400 円＋税）日経BP社

- 実際には、物価の上昇が大きい場合、歳入の増加が歳出の増加に追い付かないことによる財政収支の悪化が、GDPの増加による実質的な債務残高の減少を上回りがち。
- 例えば、第一次オイルショックの際、物価は1973年度から1975年度にかけて33%程度上昇。
- そうした状況下で、
  - ・ 税収は、1973年度から1975年度にかけて3%程度の伸びに留まった一方、
  - ・ 社会保障歳出が86%程度増加するなど、歳出全体では41%程度伸びた結果、
 一般会計の基礎的財政収支(対GDP比)は0.4%程度の黒字の状態から、▲2.9%の赤字に悪化し、国債残高(対GDP比)は8.5%から12.3%に増加した。

(単位：億円)

	1973年度	1975年度	伸び率
C P I (2015年度=100)	41.4	55.2	+ 33%
税収	133,655	137,527	+ 3%
歳出合計	147,783	208,609	+ 41%
うち社会保障関係費	22,204	41,356	+ 86%
基礎的財政収支	4,602	▲43,456	赤字に変化
基礎的財政収支 (対GDP比)	0.4%	▲2.9%	(同上)
国債残高 (対GDP比)	8.5%	12.3%	+ 45%
名目GDP	1,167,150	1,523,616	+ 31%
利払費等	4,422	7,800	+ 76%

(出所)財務省「決算の説明」、内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」。

(注)基礎的財政収支は、各年度の「決算の説明」における(歳入総額－公債金)－(歳出総額－債務償還費)として算出。

○ これに対し、ハイパーインフレーションであれば、急激な物価上昇のインパクトで債務残高/GDP比を下げられる可能性はあるが、国民生活は塗炭の苦しみに見舞われる。

### ○ ハイパーインフレは、中産階級を崩壊させ、国民生活に大変な痛みを強いる

- ・ インフレの痛みはたとえ長引いた場合でも、激しい痛みに似ている。痛みが続くあいだは、そのことに全神経が集中し、ほかのことにはいっさい注意が向かないが、ひとたび痛みが去ると、精神的、肉体的に傷が残っても、痛みはすっかり忘れられるか、気にされなくなる。
- ・ インフレのせいで、あらゆる悪が助長され、国の復興や個人の成功のチャンスがつぶされたことは、疑問の余地がない。…単純に貧しくなっただけなら、みんなで協力して問題を解決しようという気持ちが強まっただろう。インフレ下では、そうはならなかった。インフレには差別意識を駆り立てる性質があり、そのせいで誰もが自分の悪い部分を引き出された。
- ・ どの社会階級に属していても、資本や収入の絶え間ない目減りや将来の不確かさがもたらす悪影響に染まらないでいる人、あるいはそれを利用しないでいる人はいなかった。脱税から、食料のため込み、通貨投機、違法な為替取引まで—個人にとっては多かれ少なかれ生き残りの手段となっていた。…中産階級と上流階級は、贈賄と収賄の両方に関わる不正やごまかしを用いた。…少数の人たちが莫大な利益と愉快なぜいたくをこれ見よがしに享受している一方で、ほかの人々が無関心でいられるはずはなかった。
- ・ 愛国心も社会的な義務も道徳も消え去ってしまった。…持っていたもの、あるいは取っておいたものを保持できないということはまさに根源的な絶望をもたらした。嫉妬や恐怖や激怒という感情も、そこからかけ離れたものではなかった。
- ・ 存在そのものが脅かされている人たちの自己保存本能が、あらゆる道徳律を踏み越えてしまう。
- ・ ハイパーインフレの最中には、家族の銀器よりも1キロのじゃがいものほうが、グランドピアノより豚の脇腹肉のほうが一部の人間にとっては価値があった。家族のなかに売春婦がいるほうが、赤ん坊のなきがらがあるよりもよかった。餓死するより盗むほうがまじだった。名誉より暖房のほうが心地よく、民主主義より衣類のほうが不可欠で、自由より食べ物のほうが必要とされていたのだ。

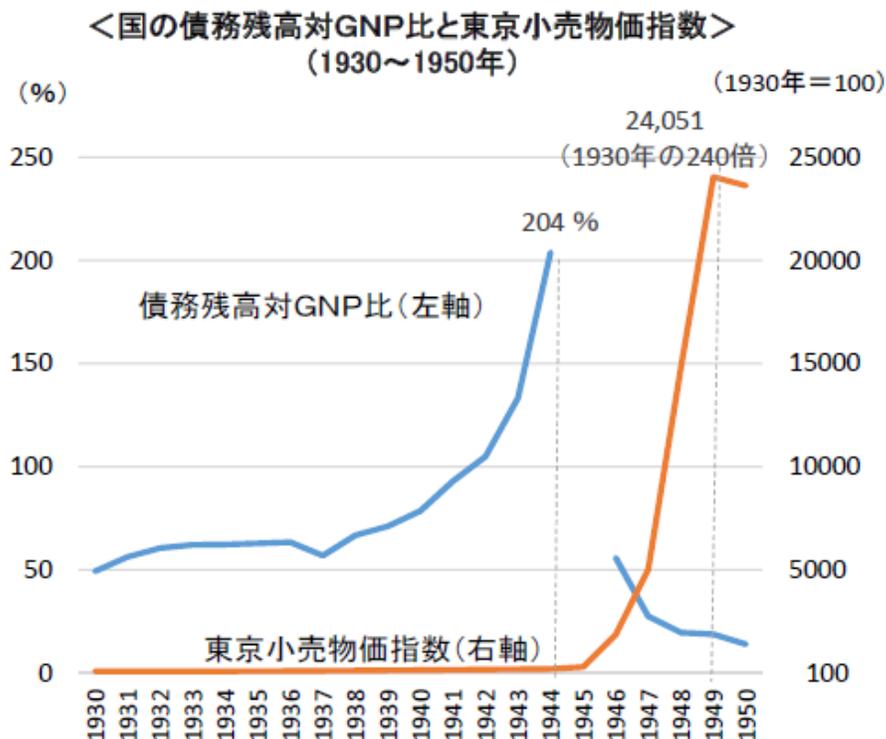
### ○ 賃金の引上げが急激な物価上昇に追いつかず、歳入が歳出に追いつかないため、国や自治体の行政も麻痺し、税制での対応も困難

- ・ 労働者の賃金が初めて、眼に見えて物価の上昇に追いつかなくなってきた
- ・ 週末に給料を引き上げても、翌週の火曜日には、給料が物価の上昇に見合ったものではなくなる。継続的な賃金の引き上げにもかかわらず、労働者階級や給与生活者は深刻な打撃を受けている。
- ・ ベルリンでは、資金不足のせいで路面電車が運行を停止した。あまりにも資金が足りなくなり、自治体がまったく維持できなくなることもあった。
- ・ 8月の税収は、名目上は4月の98倍の金額だったが、実質的には半分の価値しかなかった。マルクが同時期に200倍下がったからだ。…たとえ理論的に税制が予算を満たせたとしても、実際にはほとんど何も変わらなかった。予算の均衡は、絶え間なく暴力的にひっくり返されていた。人々の生活面では、信じがたい負債を処理するために無理な税金を課されたせいで、ついには社会のあらゆるレベルで税に対する倫理観が損なわれてしまった。…国のためにこれ以上犠牲になろうとする人はほとんどいなかった。

### ○ このような局面で中央銀行が通貨の供給で事態を解決することは困難

- ・ ライヒスバンクは、無制限の紙幣発行計画を発表し、実行に移していた。…紙幣の発行量を制限するのは、印刷所の能力と印刷工の体力だけになった。…歴史上、ライヒスバンクほどの速さで、自分のしっぽを追い回した犬はいない。自国の紙幣に対するドイツ人の不信は、紙幣の流通量より速いペースで増大している。結果が原因より大きくなっている状況だ。しっぽが犬を追い越してしまっている。
- ・ 昼も夜も、30か所の製紙工場と、150か所の印刷会社、2000台の印刷機があくせくと働いて、絶え間なく紙幣の猛吹雪に拍車をかけ、その下では国の経済がすでに壊滅していた。
- ・ 総裁は、…自分の義務は、全力を尽くして通貨を供給することだと考えていた。…扱えるだけの量の紙幣を繰り返して印刷して配布する際の純粋な物流管理が、総裁の最も大きな心配事だったらしい。
- ・ どれだけ大量に印刷しようと、対ポンドの価値を高めることはできなかった。その一方で、予算の穴はますます大きくなっていった。
- ・ 無知と誤った理論が導きえた極端なまでの愚かさが、あれほど無邪気にさらけ出されるとは、誰にも予期できなかっただろう。

- 第2次世界大戦時の巨額の軍事費調達のために多額の国債が発行された結果、終戦直前には債務残高対GNP比が200%程度にまで増大。この巨額の国債発行は日銀引受けによって行われたことから、マネーサプライの増加等を通じて、終戦直後にハイパーインフレーションが発生。
- 政府は、ハイパーインフレーションに対応し、債務を削減する観点から、「預金封鎖」・「新円切替」を柱とする金融危機対策を講じるとともに、「財産税」・「戦時特別補償税」を柱とする財政再建計画を立案・公表。ハイパーインフレーションやこれらの施策により、債務残高対GNP比は大幅に低下したが、同時に国民の資産(特に保有国債)も犠牲になった。
- こうした教訓に基づき、財政法上、「非募債主義(4条)」や「国債の日銀引受け禁止(5条)」が定められた。



(注1) 政府債務残高は、「国債及び借入金現在高」の年度末の値(「国債統計年報」等による)。  
(注2) 1945年度についてはGNPのデータがなく債務残高対GNP比が算出不能。

### ＜預金封鎖・新円切替＞

- 全金融機関の預貯金を封鎖し、引出しを原則的に禁止。生活費や事業資金について一定額のみ引出しを承認。
- 日銀券を「旧券」として強制通用力を喪失させ、流通中の旧券を預貯金等に受け入れ、既存の預金とともに封鎖。「新券」を発行し、新円による預金引出しを認める。

### ＜財政再建計画＞

- 「財産税」: 通常生活に必要な家具等を除く個人資産(預貯金、株式等の金融資産及び宅地、家屋等の不動産)に対して、一回限りの特別課税。
- 「戦時補償特別税」: 戦争遂行のために調達した物品等の軍や政府に対する戦時補償請求権に対して100%課税を行うことで、戦時補償の支払いを打ち切り。

(参考) 財産税及び戦時補償特別税による収入は5年間累計で約487億円(昭和21年時点: 一般会計税収約264億円、個人及び法人企業の金融資産は約3,806億円)。

### ＜ハイパーインフレーションの影響＞

- 「預金封鎖が父を変えてしまった」。漁師の父親は酒もたばこもやらず、こつこつ貯金し続け、「戦争が終わったら、家を建てて暮らそう」と言っていた。だが、預金封鎖で財産のほぼすべてを失った。やけを起こした父は海に出なくなり、酒浸りに。家族に暴力も振った。イネ(娘)は栄養失調で左目の視力を失い、二人の弟は餓死した。
- 愛知県の松坂屋名古屋店は商品も少なく、物々交換所に様変わりした。インフレで物価は高く、必要な物を交換で入手できる場として重宝された。着物を持ってきて食料を欲しが人もいれば、鍋釜を探す人もあった。同店従業員が交換を仲介し手数料を得た。

(出典)『人びとの戦後経済秘史』(東京新聞・中日新聞経済部 編 2016年)

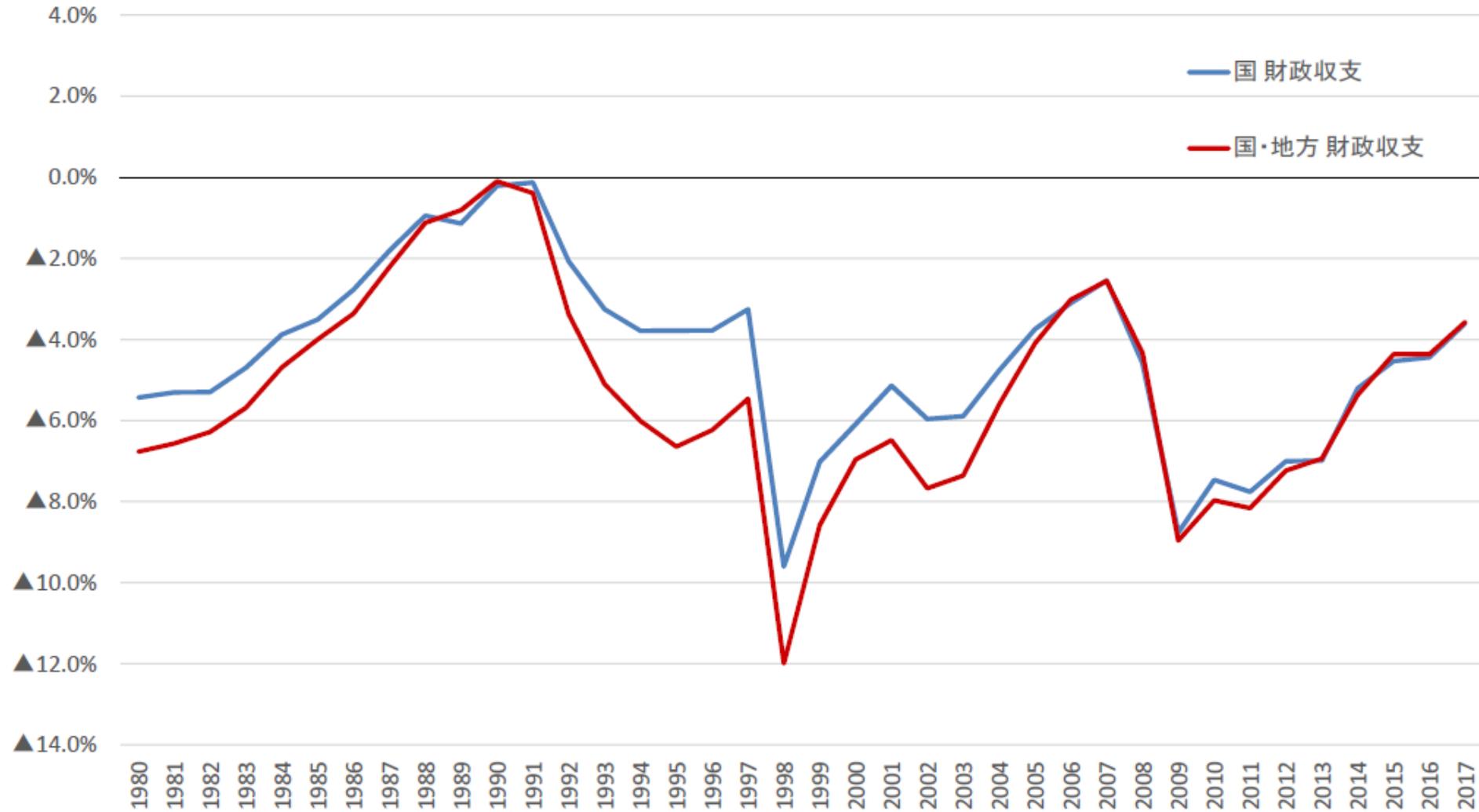
## 主な論点②

- 日本政府と日銀は本当にMMTを実証してきたか。これは誤解であり、日銀の大規模金融緩和では、民間が保有する国債と超過準備の等価交換をしているに過ぎず、財政ファイナンス（法定通貨の新規発行）ではない。周知のとおり、財政ファイナンスは、財政法5条で原則禁止されており、国会の議決が必要。

（参考）財政法（昭和22年法律第34号）

第5条 すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない。

# 財政収支（対GDP）の推移



(参考) 財務省の資料

### MMT (Modern Monetary Theory) について

- **MMT (Modern Monetary Theory)** は、1990年代にウォーレン・モスラー(米投資家)、ビル・ミッチェル(豪ニューカッスル大学)、ランダル・レイ(米ミズーリ大学-カンサスシティ)、ステファニー・ケルトン(米ニューヨーク州立大学、サンダース上院議員の顧問)等によって提唱された経済運営の手法についての考え方。
- 米国では、2018年11月にニューヨーク州から連邦議会下院選に立候補し当選したアレクサンドリア・オカシオ-コルテス氏がMMTを支持したこと、また、MMTの主要な発信者であるケルトン教授が2020年の大統領選に出馬を表明している民主党サンダース議員の2016年大統領選時の顧問を務めていたことなどから、注目が集まっている。  
(参考) 米国におけるMMT支持者は、国債発行で確保した財源を用いて、完全雇用を達成・維持するため、「雇用保障プログラム」(Job Guarantee Program) (政府が基金を作り、失業者を雇用してその業務を担わせる)を実施すべきとの立場。
- 「MMT (Modern Monetary Theory) というのは、最近米国で色々議論されているということは承知していますが、必ずしも整合的に体系化された理論ではなくて、色々な学者がそれに類した主張をされているということだと思います。そのうえで、それらの方が言っておられる**基本的な考え方**というのは、自国通貨建て政府債務はデフォルトしないため、財政政策は、財政赤字や債務残高などを考慮せずに、景気安定化に専念すべきだ、ということのようです。」(2019年3月15日 黒田日銀総裁会見)

### MMT に対する批判、コメント

- **ポール・クルーグマン(ニューヨーク州立大学、経済学者) 2019年2月12日 ニューヨークタイムスへの寄稿**  
「債務については、経済の持続可能な成長率が利子率より高いか低いかによって多くを左右されるだろう。もし、これまでや現在のように成長率が利子率より高いのであれば大きな問題にならないが、金利が成長率より高くなれば債務が雪だるま式に増える可能性がある。債務は富全体を超えて無限に大きくなることはできず、残高が増えるほど、人々は高い利子を要求するだろう。つまり、ある時点において、債務の増加を食い止めるために十分大きなプライマリー黒字の達成を強いられるのである。」
- **ジェローム・パウエル(FRB議長) 2019年2月26日 議会証言**  
「自国通貨で借りられる国にとっては、赤字は問題にならないという考えは全く誤っている(just wrong)と思う。米国の債務は国内総生産(GDP)比でかなり高い水準にある。もっと重要なのは、債務がGDPよりも速いペースで増加している点だ。本当にかかなり速いペースだ。歳出削減と歳入拡大が必要となるだろう。」
- **ロバート・シラー(イェール大学、経済学者) 2019年2月26日 ヤフーファイナンスインタビュー**  
「パウエル議長が(議会証言で)受けた質問にMMTについてのものがあって、これは最近出てきたスローガンだ。もしも大衆が望むなら、政府はどこまでも財政赤字を無限に続けられるというものだと思うが、これはこのタイミングで出てきた悪いスローガンだと思う。一部の人々にとって政治的には有用なものだ。」

## ●アラン・グリーンズパン(元FRB議長) 2019年3月1日 ブルームバーグインタビュー

「(MMTが実施されれば、)外国為替市場を閉鎖しなければいけない。どうやって為替交換すればいいのか。」

## ●ローレンス・サマーズ(元米財務長官) 2019年3月4日 ワシントンポストへの寄稿

「MMTには重層的な誤りがある(fallacious at multiple levels)。まず、政府は通貨発行により赤字をゼロコストで調達できているが、実際は政府は利子を払っている。全体の貨幣流通量は多いが、政府によってコントロールできるものではない。第2に、償還期限が来た債務を全て貨幣創造し、デフォルトを免れることができるというのは間違っている。幾つもの途上国が経験してきたようにそうした手法はハイパーインフレを引き起こす。インフレ税を通じた歳入増には限界があり、それを超えるとハイパーインフレが発生する。第3に、MMT論者は閉鎖経済を元に論じることが典型的だが、MMTは為替レートの崩壊を招くだろう。これは、インフレ率の上昇、長期金利の上昇、リスクプレミアム、資本逃避、実質賃金の低下を招くだろう。…保守にとってもリベラルにとっても、そんなフリーランチは存在しない。」

## ●ラリー・フィンク(米資産運用会社ブラックロック、CEO) 2019年3月7日 ブルームバーグインタビュー

「MMTはくず(garbage)だ。財政赤字は非常に重要な問題だと私は確信している。財政赤字は金利をずっと高く、持続不可能な水準に押し上げる可能性がある」と私は強く信じている。MMTは財政赤字が害をもたらす多過ぎると分かるまで、借り入れを続けられるという理論だ。親である私からすれば、子どもの素行が悪くてもずっとただそれを見ているだけで、手が付けられなくなるまで放っておくことと同じだ。良いアプローチではないと思う。」

## ●ケネス・ロゴフ(ハーバード大学、経済学者) 2019年3月9日 プロジェクトシンジケートへの寄稿

「米国は債務を米ドル建てで発行できて幸運だが、印刷機は万能薬ではない。投資家が国債を保有しなくなったなら、その通貨についても所有しようとは思わないだろう。その国が通貨を投げ売りすれば、その結果はインフレだ。仮に中央計画経済(MMT支持者にはこれを目標にする人もいようだ)に移行したとしても、この問題は解決できない。」

## ●オリヴィエ・ブランシャール(元IMFチーフエコノミスト) 2019年3月10日 ツイッター

「MMTについて、確かに財政政策は産出を潜在水準に保つために利用できるが、その赤字は、とても小さなものでない限り、高インフレないしハイパーインフレなしで、無利子の貨幣創造によりすべてを調達することはできない。そして、もし、赤字を国債で賄ったとして、成長率が金利より高ければ財政コストはないかもしれないが、民間投資のクラウドファンディングアウトなど社会厚生に対してのコストが生じる可能性がある。コストは大きくないかもしれないが、ゼロではない。」

## ●ジェフリー・ガンドラック(ダブルライン・キャピタル CEO) 2019年3月13日 投資家向けウェブキャスト

「(MMTは)大規模な社会主義的プログラムを正当化するために利用されている完全なナンセンス(complete nonsense)。この議論の問題点は、それが完全に誤っている(completely fallacious argument)ということだ。(MMTは長期債の)重大なボイコットにつながる可能性がある。この議論はばかげている(ridiculous)。小学1年生には正しく聞こえるかもしれないが、景気が悪化したらどうなるのか。米国が来年リセッション(景気後退)に陥れば、MMTは単なる理論以上のものになる可能性があるとして、米国がMMTの実験に向かっているかもしれない。」

## ●ピーター・プラート(ECBチーフエコノミスト) 2019年3月13日 記者会見

「(MMTについて、)その基本的考えである政府債務が中央銀行から調達可能との指摘は、危険な提案(dangerous proposition)である。過去、そうした取組は、ハイパーインフレや経済的混乱を生んできた。だからこそ、中央銀行は独立性を持っているのだ。」

## ※シカゴ大学ブース・スクール・オブ・ビジネス MMTに関するアンケート調査 2019年3月13日

① 自国通貨での借入を行う国は、債務を賄うためにいつでも貨幣を創造できるので、政府の財政赤字を心配する必要はない、② 自国通貨での借入を行う国は、貨幣を創造することで望むだけ政府実質支出を賄うことができる、という考えに対する意見を米有名大学の経済学者38名に対して質問。無回答(1~3名)を除き、全員が「反対」ないし「強く反対」を表明。

## ●ウォーレン・バフェット(パークシャー・ハサウェイCEO) 2019年3月15日 ブルームバーグインタビュー

「MMTを支持する気には全くなれない(I'm not a fan of MMT – not at all)。赤字支出はインフレ急上昇につながりかねず、危険な領域に踏み込む必要はなく、そうした領域がどこにあるのか正確にはわからない。(We don't need to get into danger zones, and we don't know precisely where they are.)」

## ●ヨアヒム・フェルズ(PIMCOグローバル経済アドバイザー)、アンドルー・ポールズ(同CIO) 2019年3月21日 Cyclical Outlook

「批判的な論者は、MMTは現代的でもなければ、貨幣の問題でもなく、理論でもない(MMT is neither Modern, nor Monetary nor a Theory)と断じています。フォーラムの参加者の1人が皮肉ったように、この理論で正しいことは新しくなく、新しいことは正しくはない(what is correct in this doctrine is not new, and what is new in it is not correct)、とも言えます。…こうした政策の枠組みは、財政が支配的であった戦時中や戦争直後のそれに似ていますが、PIMCOでは近い将来現実になる可能性は低く、公開討論の場で最近MMTが目立っているのは、大きなパラダイムシフトが進行している兆候だとみています。…現時点では、より積極的で拡張的な財政政策への支持の拡大は、イールドカーブのスティープ化につながり、将来のインフレリスクを上方に押し上げると結論付けています。」

## ●ジャネット・イエレン(前FRB議長) 2019年3月25日 クレディ・スイス主催アジア投資家会議

「現代金融理論(MMT)を支持しない(not a fan of MMT)。この提唱者は何がインフレを引き起こすのか混乱している(confused)。それ(MMT)は超インフレを招くものであり、非常に誤った理論(very wrong-minded theory)だ。」

## ●フランソワ・ビルロワドガロー(フランス銀行(中銀)総裁) 2019年3月27日

「残念ながら、自国の債務をマネタイズしようとした国は極めて不幸な経済状況に陥ったことがケーススタディーで繰り返し示されている。インフレ、さらにはハイパーインフレが大きなリスクとなる。このために、インフレ目標を担うのは財政当局ではなく中央銀行となっている。インフレ制御などの金融政策の目標は、経済成長の刺激などの財政政策目標に優先するものでなくてはならない。こうしたことの実現には中銀の独立性を保証することが最善策だ。」

## ●アデア・ターナー(英金融サービス機構元長官) 2019年3月29日 プロジェクト・シンジケートへの寄稿

「MMTの主張の背景にあるさまざまな見方 – 政府と中央銀行は協調することで常に名目需要を生み出すことができるというもの – はミルトン・フリードマンの1948年の重要な論文で説明されている。しかし、過度な財政ファイナンスが極めて有害(hugely harmful)であることを理解することも重要だ。例外的な環境における需要管理手段としてではなく、長期的課題の解決のためのコストのかからないやり方だと見ることは危険なことだ。」

## ●ギータ・ゴピナート(IMFチーフエコノミスト) 2019年4月9日 記者会見

「財政政策はマクロ経済の安定化や格差の解消のための再分配に大きな役割を果たしており、当局者にとって極めて重要な政策手段の一つだ。そうは言ってもフリーランチはない。各国が支出できる規模には限界がある。これまで多くの先進国・途上国において、政府支出のための財政赤字、そのファイナンスが行われてきたが、帰結は大抵、予期せぬインフレーションと投資や経済成長の悪化であった。つまり、政府支出は何に使うかに注意を払う必要がある。歴史は安定した経済を維持するための中央銀行の独立性の価値を説いており、心に留めておくべき教訓であると考えている。」

## ●クリスティーヌ・ラガルド(IMF専務理事) 2019年4月11日 記者会見

「MMTが本物の万能薬だとわれわれは思っていない。MMTが機能するようなケースは極めて限定的である。現時点でMMTが持続的にプラスの価値をもたらす状況の国があるとは想定されない。(理論の)数式は魅惑的だが、重大な注意事項がある。金利が上がり始めれば(借金が膨張して)罠にはまる。」

2019年4月4日 参・決算委員会 西田昌司議員(自民)の質疑に対する麻生財務大臣、黒田日銀総裁の答弁

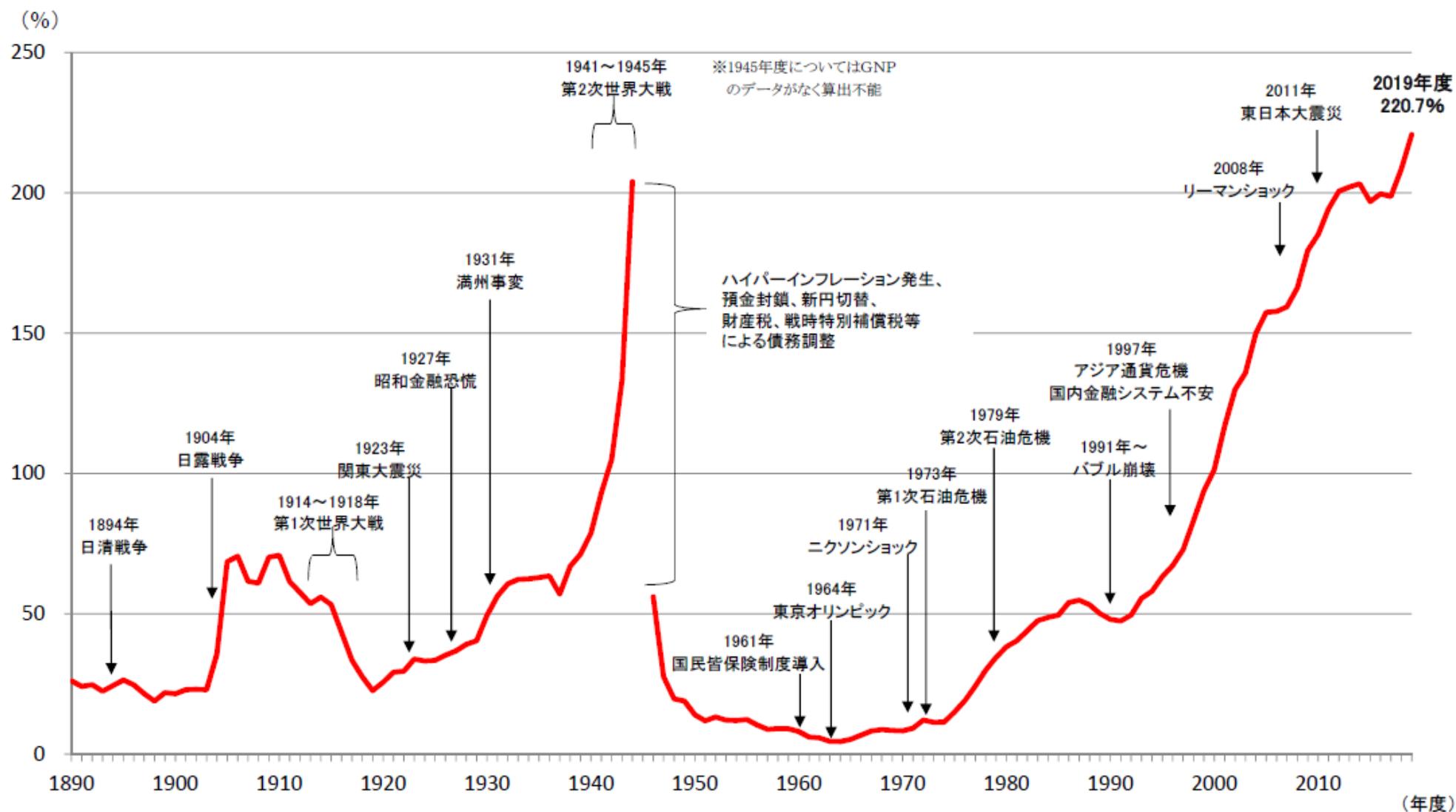
(麻生財務大臣)

MMTという、いかがわしい名前はいかがなものか、というご意見だったので、近代もしくは現代貨幣理論、たぶん直訳すりゃそういう単語だと思いますが、Modern Monetary Theoryという話が出てこられましたんで、これは最近、アレクサンドリア・コルテスですかね、この辺りがよく話をしている話で、それでそれを叫んで、下院議員に当選したりするんで、ちょっと、名前としてはMMTという名前が出てきたのが最近かな、そんな記憶だと思いますが。まあ、言っていることは、自国通貨を持っていて、自国で貨幣を発行しているのだから、今の西田先生の話で、通貨というのは限度なく発行ができるんだから、早い話がデフォルトなんか陥ることありませんよと、従って、政府債務の最高残高がいくらであっても関係ないと、簡単にいえばそういう話を言っておられるんだと思いますが、・・・(中略)・・・こういった考えがあるということを我々が知らないわけではありませんが、他方でそういったものに対して、例えばグリーンスパンとか、なんでしょかね、ローレンス・サマーズとか色々おられますけれども、そういった方々が、こういった意見と全く違う意見だと思いますが、今、そういった意見であるというのは、私ども知らないわけではありませんけれども、あの、こういった話は、常識的にはインフレが起きることになるんだと思いますが、極めて否定的な見解がその人達から示されているんですが、私どもは少なくとも、世界200か国近くの国相手に、グローバルな市場で、金融とかマーケットが見えておりますので、市場からの受け入れてもらえるようなものでやらないと、極端な議論に陥るといことになりますと、これは財政規律を緩めるということでは極めて危険なことになり得ると、そういった実験にもっとも適しているからといって、この日本という国をその実験場にするという考え方は私どもは持っているわけではありません。

(黒田日銀総裁)

・・・(中略)・・・その上でですね、いわゆるMMTの評価については、これは必ずしも体系化された理論ではなくて、その本質をつかむことがなかなか難しいのではないかと感じておりますが、MMTの基本的な主張について、自国通貨建政府債務はデフォルトすることはないので、財政政策や財政赤字や債務残高などを考慮せずに、景気安定化に専念すべきであるというふうに理解いたしますと、このように財政赤字や債務残高を考慮しないという考え方は極端な主張であり、なかなか受け入れられないのではないかというふうに考えております。

# 財政の現状

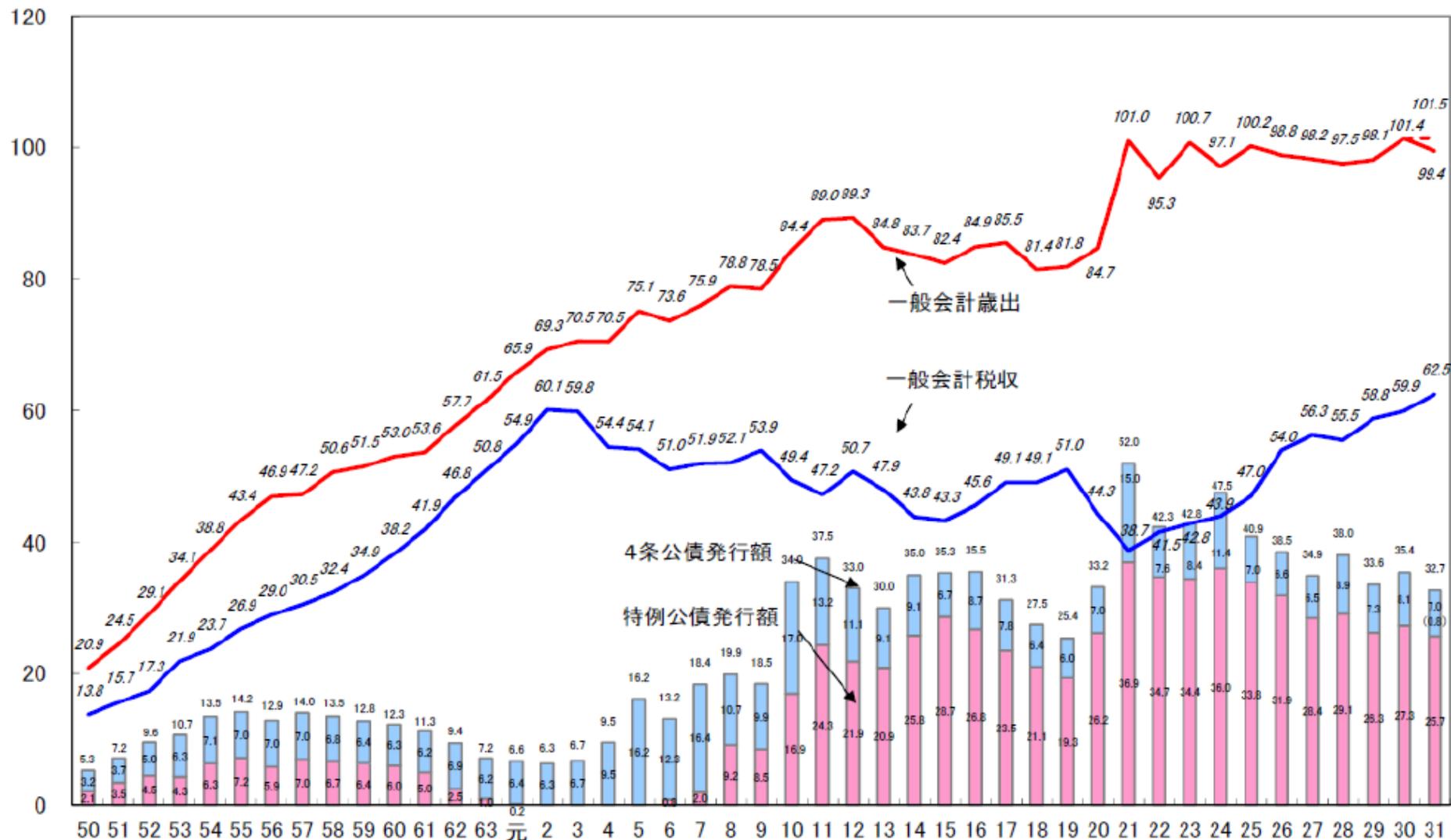


(注1) 政府債務残高は、「国債及び借入金現在高」の年度末の値(「国債統計年報」等による)。2018年度は第2次補正後予算案に基づく見込み。2019年度は予算ベースの計数であり、政府短期証券のうち財政融資資金証券、外国為替資金証券、食糧証券の残高が発行限度額(計197兆円)となっていることに留意。なお、1945年は第2次世界大戦終結時によりGNPのデータがなく算出不能。

(注2) GDPは、1929年度までは「大川・高松・山本推計」における粗国民支出、1930年度から1954年度までは名目GNP、1955年度以降は名目GDPの値(1954年度までは「日本長期統計総覧」、1955年度以降は国民経済計算による)。ただし、2018年度及び2019年度は、「平成31年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」(平成31年1月28日閣議決定)による。

# 一般会計税収、歳出総額及び公債発行額の推移

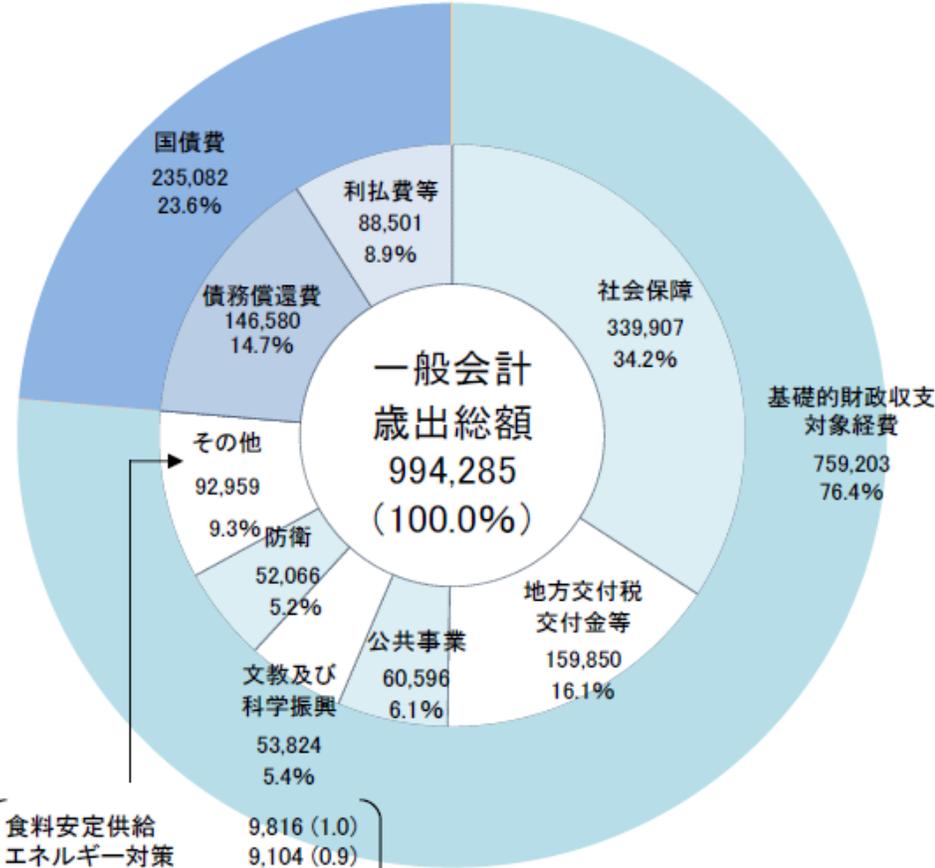
(兆円)



- (注1) 平成29年度までは決算、平成30年度は第2次補正後予算案、平成31年度は政府案による。
- (注2) 公債発行額は、平成2年度は湾岸地域における平和回復活動を支援するための臨時特別公債、平成6～8年度は消費税率3%から5%への引上げに先行して行った減税による租税収入の減少を補うための減税特別公債、平成23年度は東日本大震災からの復興のために実施する施策の財源を調達するための復興債、平成24年度及び25年度は基礎年金国庫負担2分の1を実現する財源を調達するための年金特別公債を除いている。
- (注3) 平成31年度の計数は、一般会計歳出については、点線が臨時・特別の措置に係る計数を含んだもの、実線が臨時・特別の措置に係る計数を除いたもの。また、公債発行額については、総額は臨時・特別の措置分も含めた計数、()内は臨時・特別の措置に係る建設公債発行額。

# 平成31年度一般会計歳出・歳入の構成 (臨時・特別の措置を除く)

## 一般会計歳出

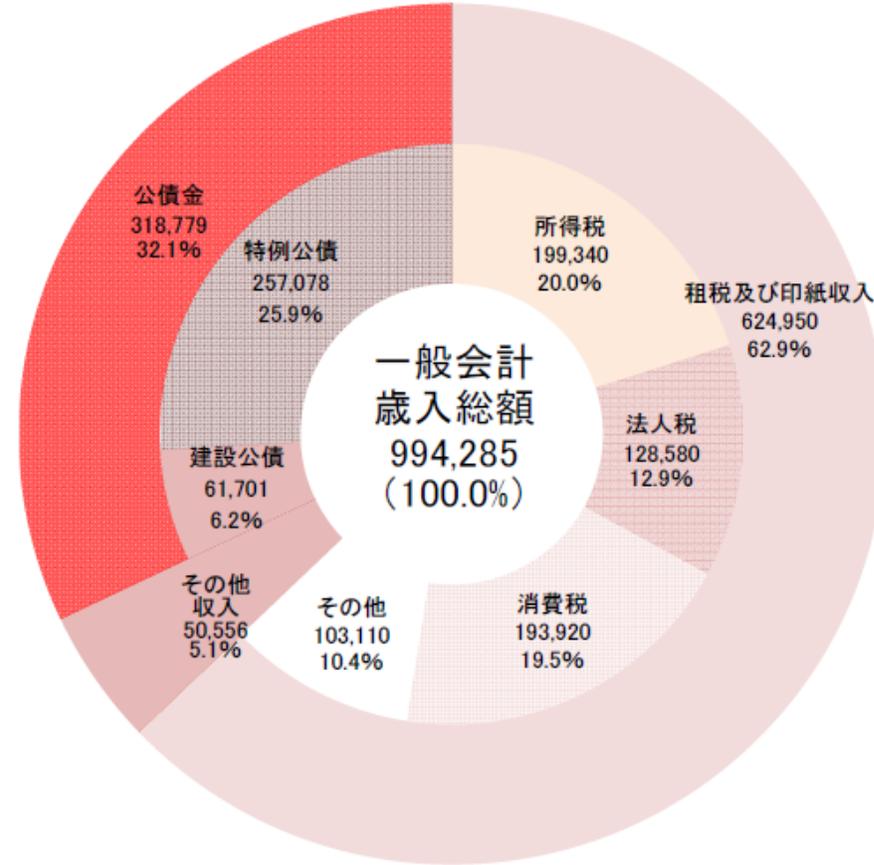


食料安定供給	9,816 (1.0)
エネルギー対策	9,104 (0.9)
経済協力	5,021 (0.5)
恩給	2,097 (0.2)
中小企業対策	1,740 (0.2)
その他の事項経費	60,181 (6.1)
予備費	5,000 (0.5)

※「基礎的財政収支対象経費」とは、歳出のうち国債費を除いた経費のこと。当年度の政策的経費を表す指標。  
 ※「一般歳出」(=「基礎的財政収支対象経費」から「地方交付税交付金等」を除いたもの)は、599,352(60.3%)

## 一般会計歳入

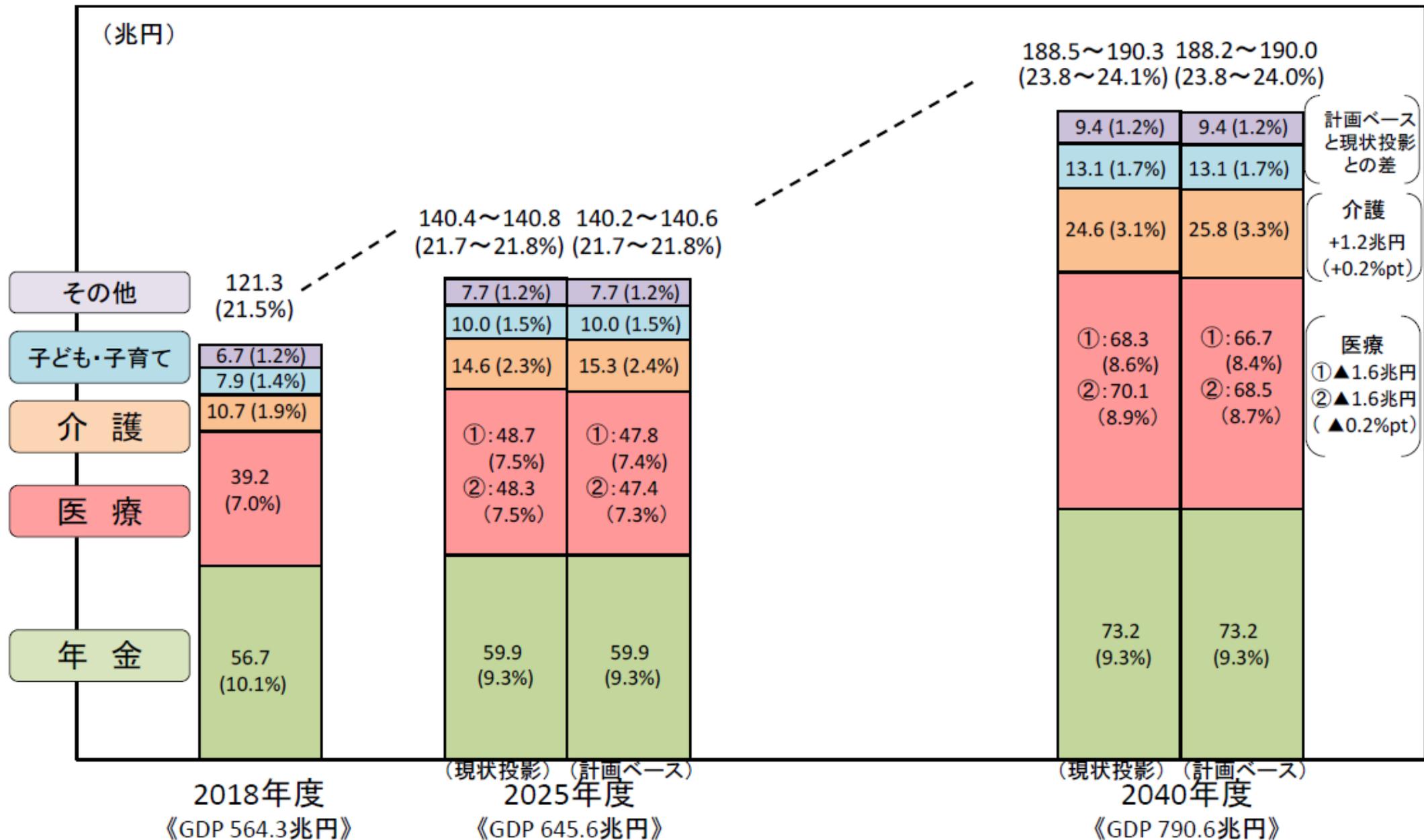
(単位:億円)



(注1) 計数については、それぞれ四捨五入によっているので、端数において合計とは合致しないものがある。

(注2) 一般歳出※における社会保障関係費の割合は56.7%。

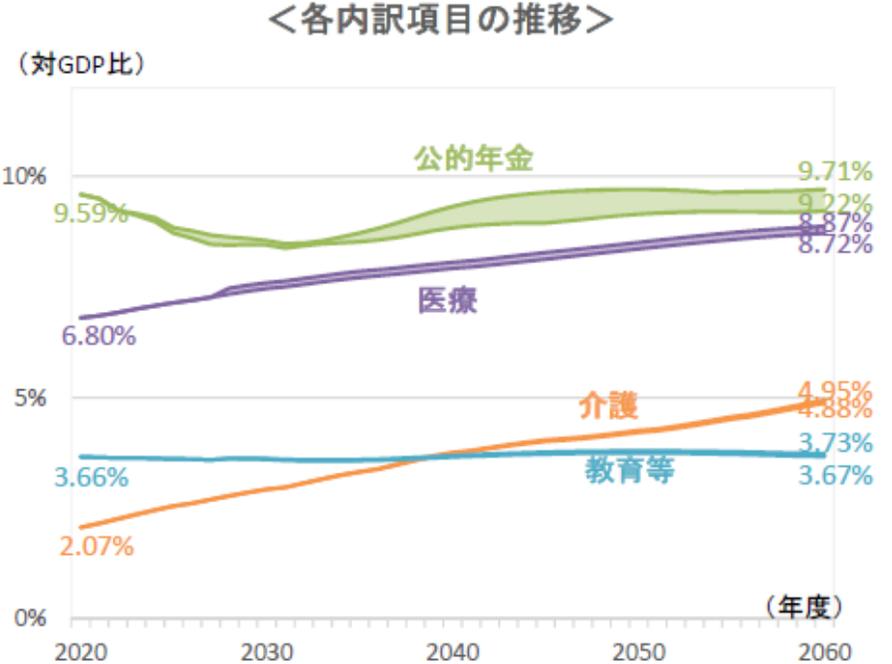
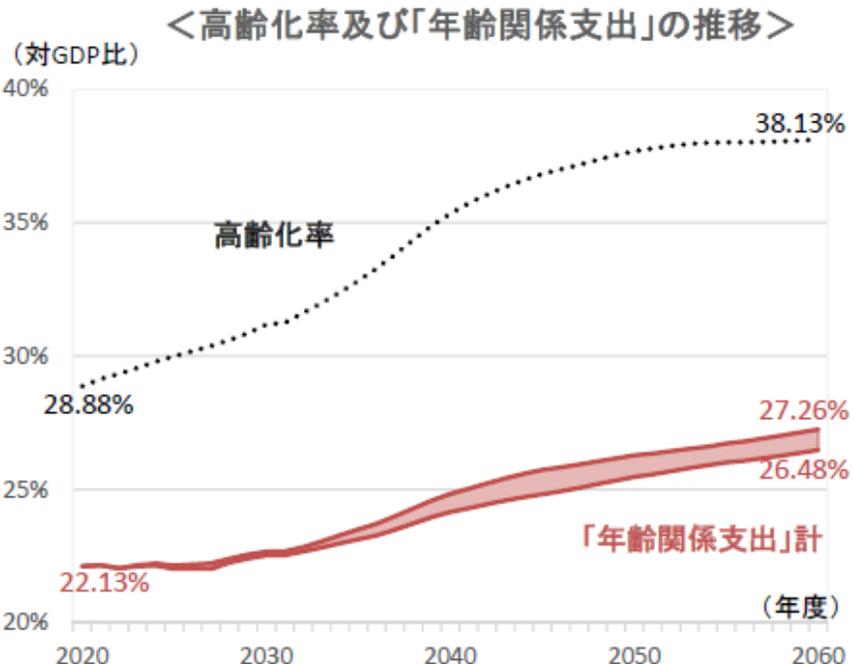
# 社会保障給付費の見通し（経済：ベースラインケース）



# 「年齢関係支出」の推移

○ 少子高齢化に伴う歳出増対応のための要収支改善幅の増加の背景には、年齢関係支出の増加がある。医療費・介護費を中心として後年度にかけて増加傾向。

○ GDPの基準改定による影響など試算前提の変更等により、前回試算より若干低下(2060年度で3%強程度)している一方、医療の高度化により医療費が現在の想定を上回るスピードで増加する可能性についても留意が必要。



○ 経済(経済成長率、金利等)に関する前提

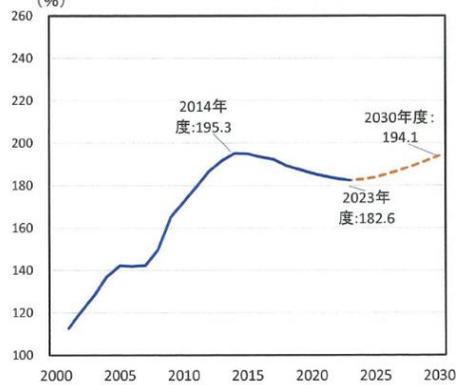
- 2023年度まで  
内閣府「中長期試算「経済再生ケース」(2015年7月)(前回:「中長期試算「経済再生ケース」(2014年1月))
- 2024年度以降  
厚生労働省「年金財政検証」(2014年6月)の「経済再生シナリオ」に基づいた5パターン(シナリオA~E)(前回:「年金財政検証」(2009年2月))  
: 実質経済成長率0.4%~1.4%、名目経済成長率1.6%~3.4%(実質経済成長率+物価上昇率)、名目長期金利3.8%~5.0%

(出所) 財務省(2018)「我が国の財政に関する長期推計(改訂版)」

# 内閣府の中長期試算（2019年1月版）

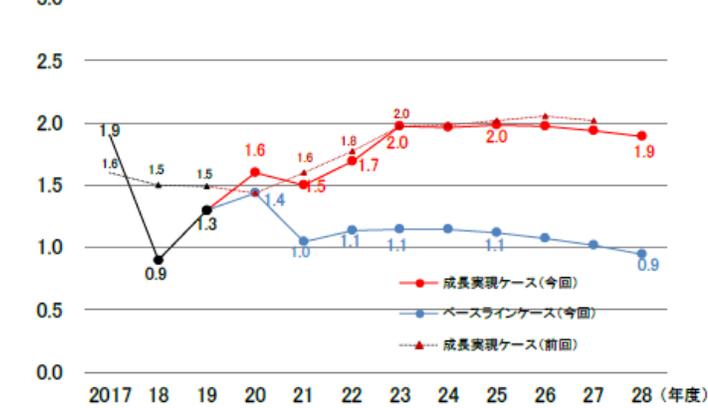
## 中長期的な財政の姿に関する機械的試算

公債等残高GDP比の長期的推移

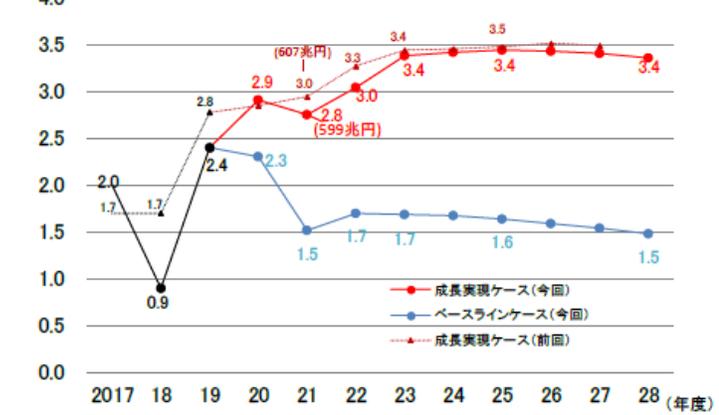


- ＜2024年度以降の計算の前提＞
- 名目GDP成長率及び長期金利は2023年度並みの水準（3.7%、4.6%）で推移
  - 医療・介護関係は、年齢階級別1人当たり単価を名目GDP並みの上昇とした上で、高齢化に応じて増加
  - その他の歳出・歳入は長期的に名目GDP並みの上昇
  - 利払いは、過去数年の長期金利の平均と公債等残高の関係に基づき算出

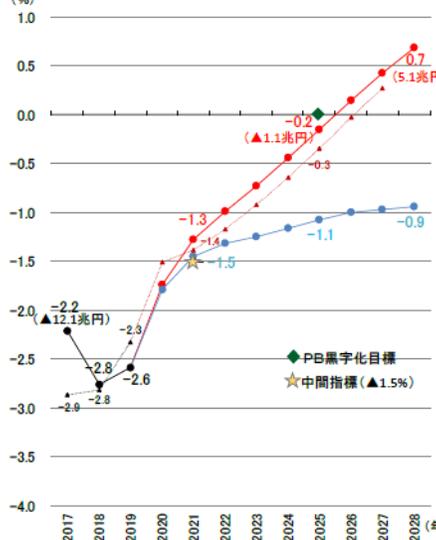
実質GDP成長率



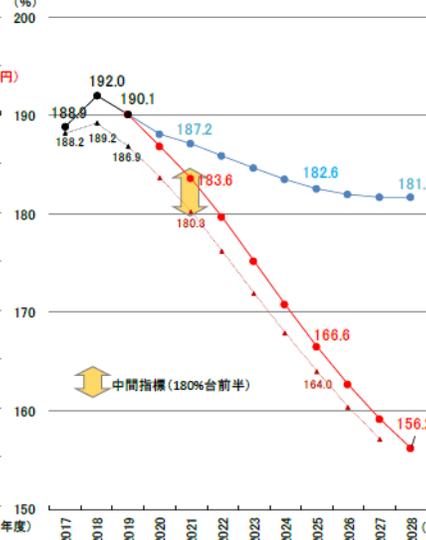
名目GDP成長率



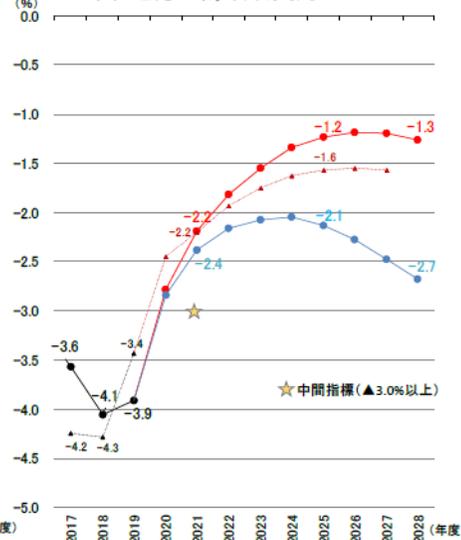
国・地方のPB対GDP比



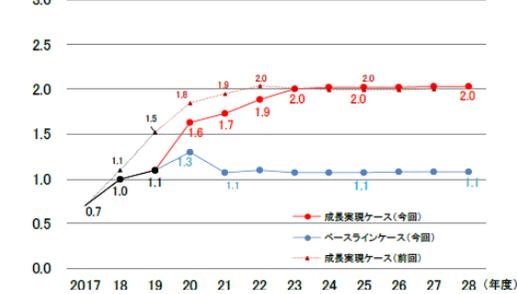
国・地方の公債等残高対GDP比



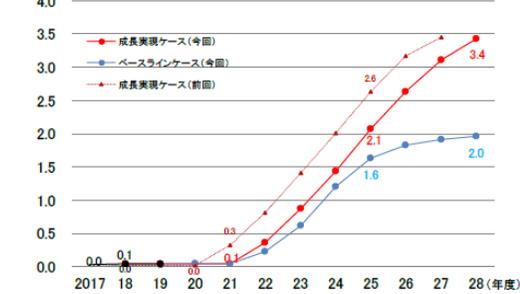
国・地方の財政収支対GDP比



消費者物価上昇率

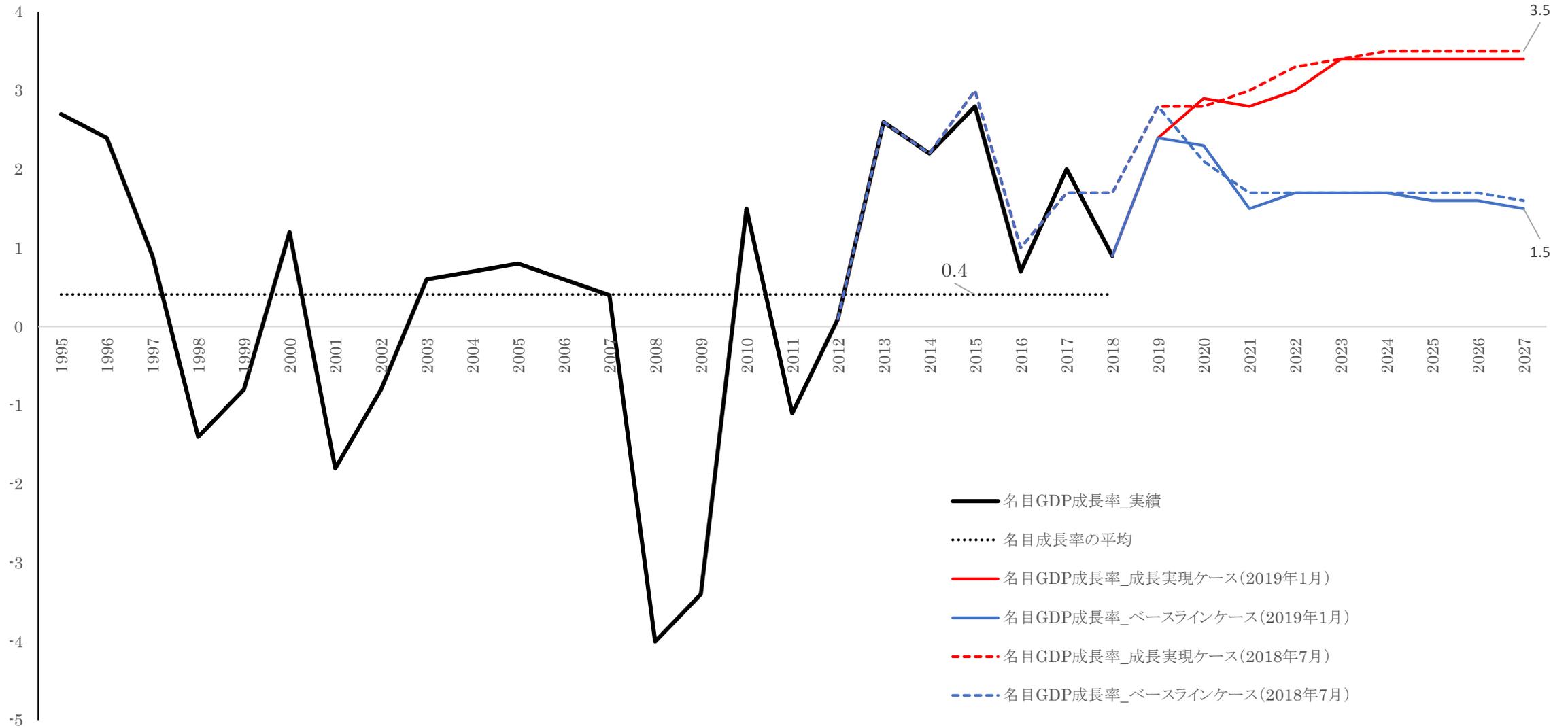


名目長期金利



● 成長実現ケース(今回)    ● ベースラインケース(今回)    ▲ 成長実現ケース(前回)

# 名目GDP成長率の推移と試算前提



# ドーマーの命題

- 財政赤字（対GDP）を $q$ 、名目GDP成長率を $n$ とすると、以下が成り立つ。

$$\text{債務残高（対GDP）の収束値} = q / n$$

- 例えば、名目GDP成長率（ $n$ ）が0.8%程度で、財政赤字のGDP比（ $q$ ）が2.7%超の場合、債務残高（対GDP）の収束値は350%超（ $q/n=3.5$ 超）となってしまう。
- この原因は財政赤字の大きさにあり、もし名目GDP成長率が1%程度で、債務残高（対GDP）の収束値を現在と同水準の200%程度に留めるならば、PB均衡の目標では甘く、財政赤字（対GDP）は2%程度まで抑制する必要