
国債は株である 「良い財政赤字」の可能性

福井義高

青山学院大学大学院国際マネジメント研究科

令和元年11月21日

I はじめに

1: 緊縮財政か財政拡大か

- 財政赤字をめぐる二つの相反する主張
- 財政赤字を「支出 > 収入」状態の家計にたとえ、現状GDP比マイナス2パーセントの基礎的財政収支(プライマリーバランス)赤字のゼロ化を目指す財務省の緊縮財政論
- 米国発の新理論MMT (Modern Monetary or Money Theory)を用いて、財政赤字による支出拡大を主張する財政拡大論

2: 米国で話題のMMT

- 2016年に民主党エスタブリッシュメントが推すヒラリー・クリントンと最後まで大統領候補の座を争い、次回2020年の大統領選でも有力候補とされるバーニー・サンダース上院議員
- 米主要政治家としては異例の、社会主義的とすらいえる大きな政府志向の政策を打ち出し、MMTがそれを根拠づけるものとされたことから、政治の世界で脚光を浴びる

3: 学界ではトンデモ理論扱い

- 経済学界でMMTを唱えているのは、主流からはずれたごく少数の研究者に限られ、民主党支持か共和党支持かにかかわらず、経済学者の間では、学問的主張としては全くといってよいほど相手にされておらず、一種のトンデモ理論扱い
- 一方、MMT論者は学界内での無視や嘲笑のなか、主流派の根本的誤りを正す、画期的な理論と主張

4: 経済理論の枠を超えたイデオロギー闘争

- 単なる経済理論の枠を超えた、新自由主義のイデオログである主流派経済学者に対する、疎外された弱者の側に立つ非主流派の異議申し立てという構図の、極めて政治色の濃い議論が展開
- 日本でも同様の傾向

5: 今日、伝えたいこと

- ここではそうした議論から距離を置き、マクロ経済理論としてのMMTを、主流派理論と対比し、なるべく客観的かつ分りやすく解説
- そのうえで、MMTと同様の前提に立ちながら、全く異なるインプリケーションをもたらす、主流派内で有力になりつつある財政理論FTPL (Fiscal Theory of the Price Level) により、緊縮財政論と財政拡大論を共通の枠組みで理解

Ⅱ マクロ経済の基本と主流派の考え方

6: 実質と名目①

- マクロ経済の議論の焦点は、国全体で生み出された付加価値を金額で表したGDP(国内総生産)
- 四半期ごとに直近値(現時点で2019年7-9月期)が発表され、その増減をめぐってひろく議論
- その際、メディアが大きく取り上げ、議論の対象となっているのは、正確には季節調整済実質GDP

7: 実質と名目②

- GDPに限らず、マクロ経済データに関しては、企業や家計の場合と異なり、実際の数値を季節調整した名目値を物価水準で割った実質値がもっぱら用いられる
- 式で書くと、

$$\text{実質GDP} = \text{名目GDP} \div \text{物価水準}$$

あるいは $\text{名目GDP} = \text{物価水準} \times \text{実質GDP}$

8: インフレとデフレ

- インフレとは物価水準の上昇、デフレはその下落
- 個々の財サービスの価格変動はまちまちであり、物価水準とは、基準時の数値を1とした、その変動の平均値
- 物価水準が上がれば、貨幣価値は低下
 - たとえば、物価水準が基準時の2倍になると、同じ生活水準を維持するには、基準時の2倍のおカネが必要
 - これは貨幣価値が半分になったことを意味
- 要するに、貨幣価値は物価水準に反比例(物価水準の逆数に比例)

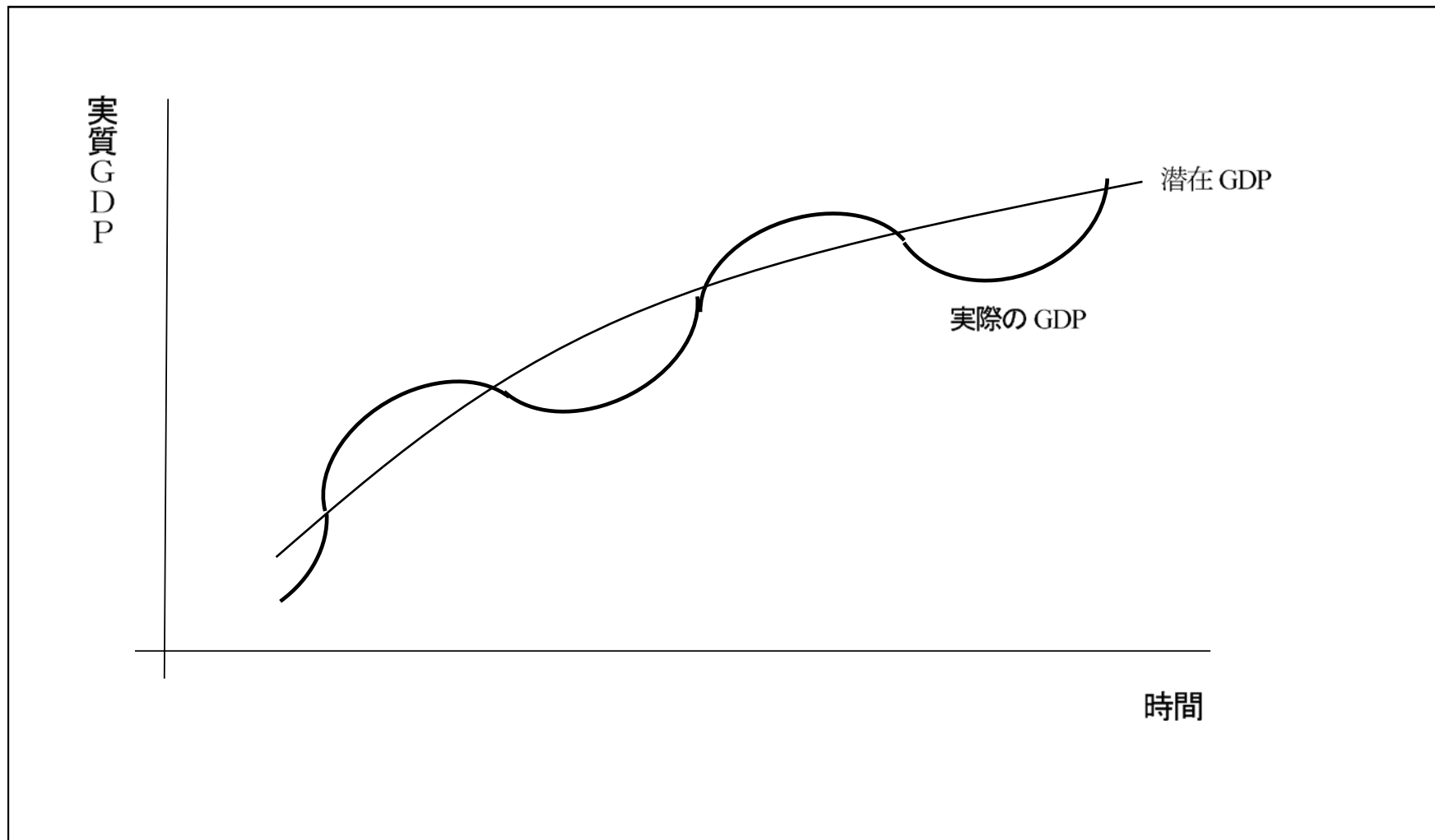
9: デフレはなぜ悪いのか

- 官民とも現実にそうしているように、実質GDPによって経済状況の良し悪しを判断する以上、物価水準の変動は、基本的には二次的な問題
- なぜデフレ脱却が叫ばれ、政府が最重要政策課題のひとつとしているのかといえ、デフレが実質GDP自体にマイナスの影響を及ぼす一方、適度なインフレはプラスの影響をもたらすと考えられているから
- 逆に言えば、物価水準が下落しても、実質GDPに悪影響を与えないのであれば、デフレでも構わない
 - デフレ悪影響論には、実証研究に基づく有力な反対意見

10: 主流派の考え方

- 基本的に供給能力から決まる、国の経済的実力を示す潜在GDPに沿って、実際のGDPはそれを上回る好況期と下回る不況期を繰り返す
 - 図表1はその概念図
- 潜在GDPと実際のGDPの差はGDPギャップと呼ばれ、日本の公表直近値(2019年4-6月期)はプラス0.4パーセント

図表1：経済成長と景気循環の概念図



11: 金融政策中心のマクロ経済政策

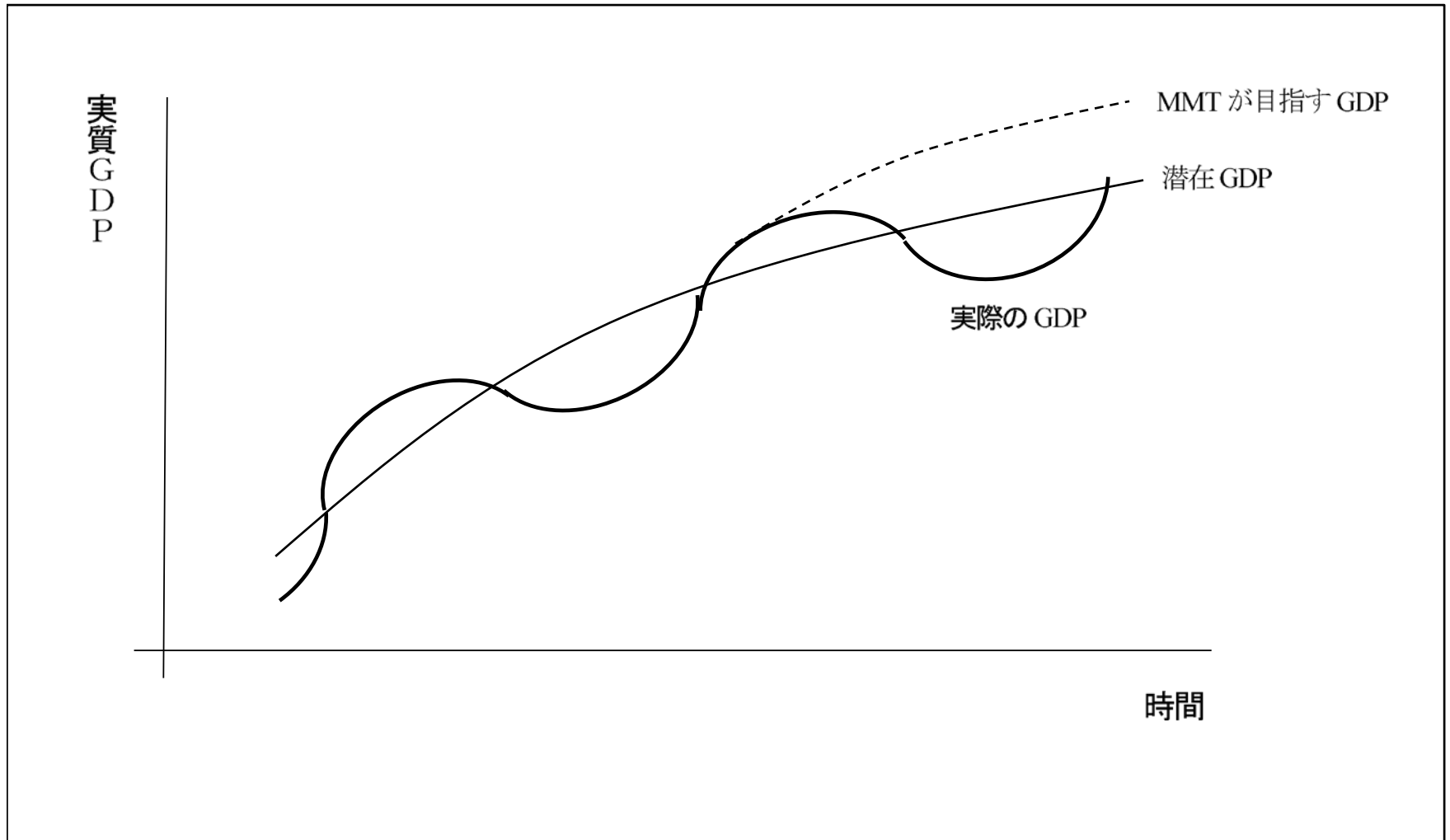
- 不況が望ましくないのはもちろん、景気が「良すぎる」ことも避けるべきなので、マクロ経済政策の役割は、潜在GDPに沿って安定的に経済が成長するよう、景気変動を抑えること
- 財政支出を通じた景気対策の効果に懐疑的で、経済政策の中心となるべきなのは、政治から独立した中央銀行による金利誘導
- しかし、日米欧とも、歴史的低金利が続き、金利引き下げの余地がないため、理論的根拠が不明確な、量的緩和という貨幣残高そのものを増やす政策導入

III MMTの考え方

12:MMTの政策的主張

- 主流派とは対照的に、民間需要が落ち込んだ不況期には、財政支出を拡大し、直接需要を作り出すとともに、民間需要を喚起し、経済を成長軌道に乗せることを目指す
- 市場経済では一定の失業は不可避とする、主流派の自然失業率という考え方を批判し、「仕事保障プログラム」によって政府がすべての国民に働く場を与え、真の意味での完全雇用を実現
- 図表2に示したような、これまでの延長線上ではない、高いレベルのGDPが達成可能

図表2: MMTの経済成長観



13: 財源はどうするのか

- 不況期にはただでさえ税収が落ち込むのに、支出を増やせば、財政赤字拡大は必至
- しかし、MMTは、個人・企業のファイナンスと政府財政には根本的違いがあり、財政赤字は心配無用と主張

14: 財政赤字は論理的に必要

- 国単位で考えれば、民間どうしの貸し借りは相殺され、国全体のネットの資産への影響はゼロ
 - 夫婦間の貸し借りが家計全体で合算したネットの資産額に影響しないのと同じこと
- 民間全体の貯蓄が投資を上回り、金融資産がネットで増加した場合も、民間と政府を合わせた国全体で合算すれば、やはり貸し借りは相殺される
- 民間の金融資産純増額は政府の金融負債純増額と定義上一致
- 民間が金融資産をネットで増やすには、財政赤字が論理的に必要

15: 不況期の財政赤字と好況期の財政黒字

- 民間の投資が低調な不況期には、政府が財政赤字で需要を増やし、GDP低下を食い止める
- 好況期には投資が好調なので、税収増を通じて政府が民間の金融資産を吸い上げ、財政黒字を実現
- MMTでは、不況期の財政赤字と好況期の税収増による財政黒字がセット
- 日本でも、バブル期には基礎的財政収支がGDP比2パーセントのプラス（現在は逆にマイナス2パーセント）

16: MMTの政策論は旧主流派の焼き直し

- 当事者の画期的という主張とは裏腹に、MMTの政策論は、定性的には、1970年代のスタグフレーション(インフレ+不況)を経てマクロ経済学が大きく変わる前の旧主流派(オールド・ケインジアン)の焼き直し
- ケネディ政権の大統領経済諮問委員だったジェームズ・トービン(1981年ノーベル経済学賞)は、半世紀以上前、今日の財務省同様の緊縮財政論を批判して、以下のように述べている

17: トービンの緊縮財政批判(1963年)

経済を落ち込ませ、過剰設備を常態化させ、企業が外部資金を使うことを妨げるような手段で、連邦政府は財政赤字を削減することなどできない。増税と支出削減は財政を均衡させる自明の方法のようにみえる。しかし、それは民間の支出や貸し借りへの影響を通じて、全く逆の結果を招来し得る。一方、減税と政府支出増が民間の事業活動と借り入れを促進することで、結果的に政府赤字が削減されるかもしれない。...

素朴な考えを財政政策に誤って用いることで、国民は大きな代償を支払っている。本当の損失は、失業、遊休設備、失われた生産、鈍化した経済成長で測られる。しかしながら財政保守主義は自滅的でもある。財政赤字を回避するという自らの目的すら果たすことができない。

18: 主流派内にも緊縮財政批判

- クリントン政権で財務長官を務めたローレンス・サマーズらは、需要不足で不況に陥った場合、財政出動は短期的に債務残高を増加させるものの、長期にわたってGDPを押し上げ、税収増をもたらすので、結果的に債務・GDP比率は低下すると主張
- 今年の米経済学会会長講演で、オリヴィエ・ブランシヤールは、米国では経済成長率が国債利子率を上回ることが常態化しており、今後もこれが続くのであれば、基礎的財政収支が若干の赤字でも債務・GDP比率は安定的に推移するとして、杓子定規な財政均衡政策に疑問

19: 日本の場合

- 筆者の試算によると、基礎的財政収支がマイナス2パーセントでも、経済成長率が国債利子率を1パーセント上回れば、債務・GDP比率は一定で推移
 - 消費税増税前の現状はこれに近い
- 日本を代表するマクロ経済学者でトービン門下の吉川洋東大名誉教授は、主流派理論に批判的であるにもかかわらず、消費税増税による財政再建を提言
 - それほどまでに日本の財政は危機的状況にあるという認識だと思われる

20: MMTが主張する二つの理論的前提①

- 第一に、国（政府）にデフォルトの心配なし
- 国（中央銀行と一体で考える）は不換貨幣（通貨）を好きなだけ発行できるので、民間から財を購入するうえで資金不足に悩むことはないし、借金返済に行き詰ることもない
- 国債の償還期限が来たら、貨幣を新たに発行して、国債の代わりに渡せばよいだけ

21:MMTが主張する二つの理論的前提②

- 第二に、「税が貨幣を動かす」(Tax drives money)
- 税金を支払うために、民間には貨幣が必要であり、そのためには、国は民間から財を購入し、貨幣を供給しなければならない
- 経済の状態に対応した貨幣供給量を維持し、インフレを抑えるため、貨幣を民間から回収するのが、税の役割
- ただし、40(!)パーセント程度までのインフレであれば問題ないとも主張

22:MMTの問題点①

- 財政赤字は心配無用という結論を、以上の二点からMMTが筋道立てて示したとは言い難い
- 貨幣を好きなだけ発行できるからといって、実質でみて国がいくらでも資金を調達できることにはならない
- 市場で貨幣残高が過剰と判断されれば、インフレとなって、国が貨幣発行と引き換えに手にする実質収入(=名目発行額/物価水準)は低下
- 名目発行額はいくらでも増やすことができるものの、それを物価水準で割った実質収入が増加するとは限らず、ハイパーインフレとなれば、ゼロに近づく

23 : MMTの問題点②

- MMT論者自体、批判に応じるかたちで、米国では主張を後退
- 野心的な財政支出プログラムを実行するために巨額の財政赤字を通じて供給された大量の貨幣を、税金で回収するためには、本来の主張どおりであれば、将来の大規模な増税が必至
- そのような増税は非現実的と批判され、最近では、インフレを抑える手段として、価格統制や貯蓄強制など、統制経済色を前面に

IV FTPLの考え方

24: MMTと同じ前提に立つFTPL

- 国にデフォルトの心配がなく、貨幣は税支払いに必要という、MMTの二つの前提から、整合性ある理論を導き出すことは可能
- それが、主流派内でも特に市場メカニズムを重視する経済学者が唱え、近年有力になってきたFTPL
- 主唱者であるジョン・コ克蘭(元・米ファイナンス学会会長)は、ほとんどの主流派学者がMMTをまともに取り合わないなか、MMTは正しい前提から間違った結論を導いていると冷静に指摘

25: FTPLのエッセンス

- 貨幣・国債という国の「債務」は、民間企業の株式に相当する、いわば政府発行株式
 - 貨幣とは期間ゼロの国債
- 株式だから償還する必要はなく、デフォルトもない
- ただし、収益性の低い会社の株価が下がるように、徴税力が十分でない政府の発行する貨幣の実質価値(物価水準の逆数)は、インフレを通じて低下
 - 物価水準の逆数は貨幣の「株価」
- 名目額のデフォルトはなくても、インフレを通じて部分的に実質価値のデフォルト

26: 会社はいくらでも株式を発行できる

- しかし、増資しても、収益の裏付けがないと市場で判断されれば、株価は下がるので、 $\text{株価} \times \text{株数}$ である収入は当初見込額に達しない

27: 国の場合も同じ

- いくらでも貨幣・国債を発行できるけれども、将来の
 税収増で担保されていないと市場で判断されると、
 貨幣価値が低下、すなわち物価水準が上昇するの
 で、名目発行額を物価水準で割った実質収入では、
 計画した財政支出を賄えない。
- 将来にわたって十分な税収(正確にはネットの税収
 である基礎的財政収支黒字)を得られないと市場が
 判断した場合、政府発行株式である貨幣・国債の実
 質価値は、高インフレを通じて、大きく低下
 - 事業に行き詰ったと判断された会社の株価が暴落するの
 と同じこと

28: 共通の土台を提供するFTPL

- FTPLによって、MMTの財政拡大論も財務省の緊縮財政論も、共通の枠組みで理解することが可能
- MMTが唱える財政赤字に依拠した支出拡大は、それに見合った将来の税収増を支出時に市場に確信させ、実際に実現することができるのであれば、維持可能な政策であり、インフレにもならない
- 一方、財務省の消費税増税へのこだわりの背後にある、財政規律に対する市場の信認を失えば、制御不能なインフレになるという認識も、少なくとも理論的には間違っていない

29: 国という企業

- 政府サービスを提供し、代金として税を受取る企業
- 政府ファイナンス(財政)も企業ファイナンスも同じ枠組みで理解可能
- 国は資金調達をすべて増資で行う「株式会社」
- 国債償還は自社株買い
- 物価水準の逆数が株価
- 発行する株式が個人・企業の決済手段に用いられ、最も安全性・流動性の高い資産として保有される
- 需要に応じた量である限り、発行残高が多く、配当がゼロ(貨幣)あるいは民間債務より低くても(国債)、「株価」は下がらない、すなわちインフレにはならない

V おわりに

30: 望ましい議論のあり方

- 将来の恒常的な基礎的財政収支黒字を実現するには、短期的な帳尻あわせではなく、経済成長による税収増という視点が重要
- 一時的に財政赤字が拡大しても、長期的に経済成長を加速させ、大幅な税収増につながるのであれば、「良い財政赤字」と言い得る
- MMTを奇貨として、財務省も子供だましの家計類推論はやめ、FTPLに基づく、理論的根拠のある財政再建論を主張すべき

主な参考文献

MMT

- Y. Nersisyan & L. R. Wray (2019) How to Pay for the Green New Deal, Levy Institute WP 931.
E. Tymoigne & L. R. Wray (2015) *Review of Political Economy* 27: 24-44.
L. R. Wray (2015) *Modern Money Theory*, 2nd Ed. (Palgrave) [『MMT現代貨幣理論入門』(東洋経済新報社)].

反MMT

- T. Palley (2015) *Review of Political Economy* 27: 1-23, 45-61.
T. Palley (2019) What's Wrong with Modern Money Theory (MMT): A Critical Primer, FMM WP 44.

MMT以外の財政赤字容認論

- O. Blanchard (2019) *American Economic Review* 109: 1197-1229.
J. B. Delong & L. H. Summers (2012) *Brookings Papers on Economic Activity*. Spring: 233-274.
J. Tobin (1963) *New Republic*, Jan. 19: 10-12.

FTPL

- J. H. Cochrane (2004) *Journal of Monetary Economics* 52: 501-528.
J. H. Cochrane (2019) *The Fiscal Theory of the Price Level* (preliminary draft).

拙稿

- 「本当に国は『借金』があるのか」『産経新聞』2019年1月29日東京朝刊9頁。
「『MMT』に惑わされるな 経済成長による税収増も意識せよ」『正論』2019年11月号256-264頁。