

# 信用論から検討する M M T の是非<sup>1</sup>

—— 信用と貨幣供給の起点を手掛かりに ——

MMT's perception for credit money

近 廣 昌 志  
CHIKAHIRO Masashi

## はじめに

MMT (Modern Monetary Theory) に関する検討は、信用貨幣の考察に立ち返ることになる。本稿の目的は、現代の信用貨幣論の枠組みから MMT の主張を検証することで、その貨幣供給に関わる理論構造を明らかにすること、より端的に言えば、MMT の貨幣供給メカニズムが内生的か外生的かを明確にすることである。MMT は日本のみならず米国でも話題性が高く、大枠として分かりやすい論議に見えるものの、経済の現実的側面から切り離される部分が多い。ただし、現行の貨幣制度が未来永劫不変的である必要はないし、今日の日本の状況、すなわち国債残高の50%近くが日本銀行に保有される状況は、既にして MMT が主張するモデルに実質的に近いと判断されても違和感はない。

中央銀行が担う役割や能力も時代とともに変化することが望ましいと考えるが、一方で、人々の創意と工夫によって発展し到達をみた現代の貨幣制度の重みは、決して軽視してはならない。本稿では、まず本稿で扱う MMT に関わる問題を限定した上で、MMT の主張を整理し、今日の貨幣制度の利点と信用貨幣の捉え方を論じ、MMT の貨幣供給に関わる理論構造が外生的貨幣供給理論のフレームワークに即したものであることを明らかにしたい。

---

<sup>1</sup> 本稿は学術振興会科学研究補助金、2019年度基盤研究 (C)「預貸率低下に対応する地方銀行経営」(研究者代表者：近廣昌志) の研究成果公開の一部である。

## 1. 問題の限定

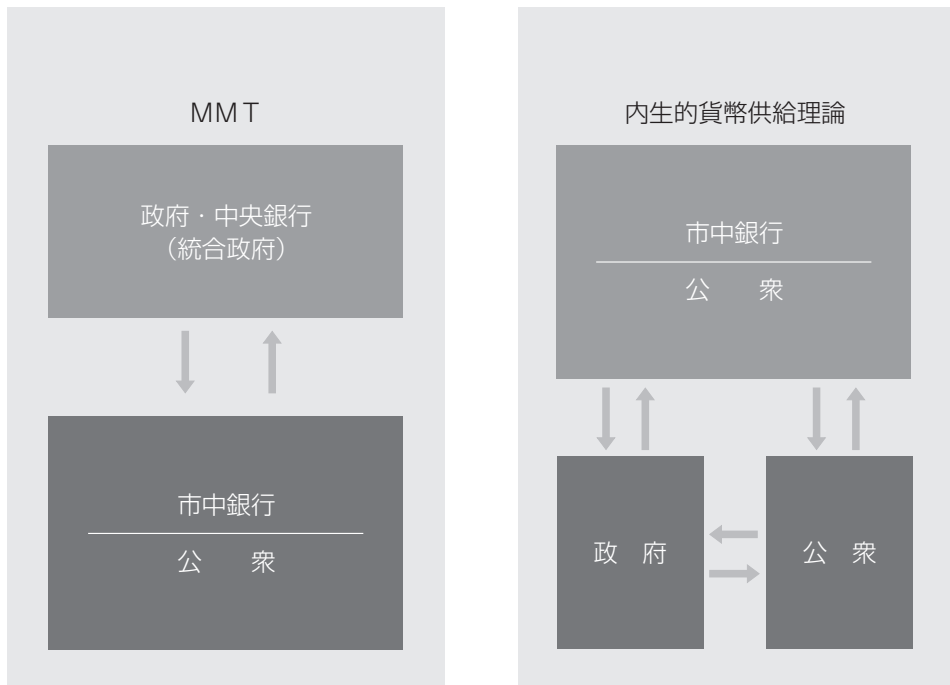
MMT を肯定的に扱う論者は、貨幣金融論からというよりは、財政論として関心を有しているようにも思われる。MMT の貨幣供給メカニズムに対する説明は、銀行貸出による預金貨幣の創造を基本とする点で、一見すると内生的貨幣供給理論のそれと差異はないように見える。しかしながら、MMT の枠組みでは、市場の中から必要に応じて貨幣が創造されるという内生的貨幣供給理論の根幹を否定しており、両者は別物である。従って、貨幣供給のフレームワークとの関わりの中で、それらの差異を明確にすることが必要であるが、MMTer は、都合の良い部分を切り出して利用することで、あたかも現実的かつ理想的であるかの如く主張する点はいささか問題である。

MMT に対する理解および捉え方は多様であるが、内生的貨幣供給理論と MMT との認識の違いを明確化するために、「政府」・「市中銀行」・「公衆」に関わる両者の枠組みを図表 1-1 に示した。

一方で、MMT では市中銀行の預金設定機能は認めつつも、貨幣供給の主体は統合政府に重きを置き、統合政府の公衆に対する負債が、公衆の資産に対峙し、貨幣供給は統合政府の負債に依存すると考えている。

MMT が市中銀行の預金設定機能を認めていることは先述したが、例えば、MMTer としての存在感が大きい Wray [2015] は、銀行融資のオペレーションについて、市中銀行は自らのバランスシートの借方（左側：資産の部）に新たに貸出を書込み、一方で貸方（右側：負債の部）には借り手に対して新たに当座預金を書き

図表 1-1 「政府」・「市中銀行」・「公衆」に関わる認識の違い



(出所) Wray [2015] 等を参考に筆者作成。

込むと説明する。これにより銀行貸出によって流動性預金が創造され、つまり新たな預金貨幣が増加するものと説明する<sup>2</sup>。

氏は銀行貸出について、それが既に存在する原資をどこからか調達してきたものではなく、融資に際して銀行が預金を創造すると明言しており、銀行機能について貨幣仲介ではなく預金創造の側面から説明するのである。また、氏は預金貨幣を money tokens と表現することからも、預金貨幣を一種の記号として認識していることがうかがえるが、この点に関して、預金貨幣は帳簿上のデジタルな存在に過ぎないという点で、筆者にとって違和感を覚えるものではない。さらに言えば、氏の考える銀行の預金貨幣創造機能の前提として、(預金保有者の一近廣) 要求に応じて、銀行は預金を現金に換えることを預金者に約束することも挙げており、一見すると、内生的貨幣供給理論と整合的であるように見える。

Kelton も MMTer の一人とみられるが、氏は資金貸借説を明確に否定する点で、メインストリームとされるマクロ経済学には懐疑的であり、氏のミクロレベルでの説明はおおよそ実態に即している。統合政府が供給する貨幣は、政府部門の負債であると同時に保有者の資産であることから、インフレーションを惹起しない限りにおいて MMT の主張には問題がないと主張する<sup>3</sup>。

確かに、古典派が想定するような資金貸借説では、現代の貨幣システムを説明することはできない。なぜならば、大枠として金のマイニングに貨幣供給が制約されるリジットな本位貨幣制度<sup>4</sup>とは異なり、現代の貨幣供給システムは

銀行による貨幣創造というフレームワークの中で機能しているからである。MMTer である Wray と Kelton は、共に銀行の預金設定による貨幣供給機能を強調し、いかにも銀行学派ないし内生的貨幣供給理論を理解しているのごとく主張しているが、銀行機能の起点を誤認している。

そこで問題になる論点は、信用貨幣制度の信用の捉え方についてである。信用貨幣は民間の信用関係、つまり企業間の商取引における延払を、銀行信用に高次化することで貨幣が供給されると解釈されることが多く、その場合の信用とは商取引に帰着すると考えられている。

確かに、必要とされる貨幣が供給されるといいう意味において、信用は商取引に原点を置く考えも理解できる。内生的貨幣供給理論では、まず商取引が先にある、それに対して銀行による融資を実行するからである。しかし、信用貨幣に関わる信用に対しては、商取引の信用関係としてではなく、貨幣支払約束であるとする考えも存在し、筆者は後者の立場に立つ。

本稿では、信用と貨幣形態を手掛かりとして考察することで、MMT が外生的貨幣供給理論の枠組みであることを明らかにする。

## 2. MMT の論理構造

決して一様ではない MMT の主張ではあるが、それらの共通項を挙げるとすれば、以下の通りである。

第 1 に、貨幣供給の主体について、政府と中

2 Wray [2015], pp.83-84

3 Kelton [2020], 「MMT は打ち出の小槌ではない、非常に重要な制約は存在する」と述べており、それはインフレーションを指している(邦訳書、61頁)。ただし、氏の関心は貨幣供給のメカニズムというよりは、政治としての財政出動を念頭に置いた主張が多いように思われる。

4 筆者は金本位制であっても、金のマイニングという制約に直結するものではないと考えている。金本位制度の下にあっても、近代的な銀行システムが存在する貨幣制度では、貨幣は内生的に供給され、アンカーとしての預金準備が制約されるだけで、預金準備率操作を主とした工夫によって、金の制約を回避することは可能だからである。詳細は別稿に譲ることとしたいが、金本位制は外生的な貨幣供給とみられることが多いものの、実際には内生的貨幣供給理論のフレームワークで説明できると考えている。

中央銀行を一体とみなし「統合政府」とする点である。詳細については後に述べるが、これ自体が外生的な貨幣供給を前提とするものである。また統合政府の登場は、供給貨幣量を統合政府が決定できるとする構図の中に表わされるものでもある。従って、商取引に関して必要になる貨幣量は社会的要請に応じて市場で決定される現在の貨幣制度を否定する「上からの貨幣供給」である。

第2に、貨幣流通について、納税時の指定貨幣をその根拠とする点である。これについては、法定貨幣を流通根拠とする点で、筆者の信用の捉え方、すなわち、貨幣支払約束との親和性がみられることから、現在の貨幣流通根拠と違和感を覚えることはない。

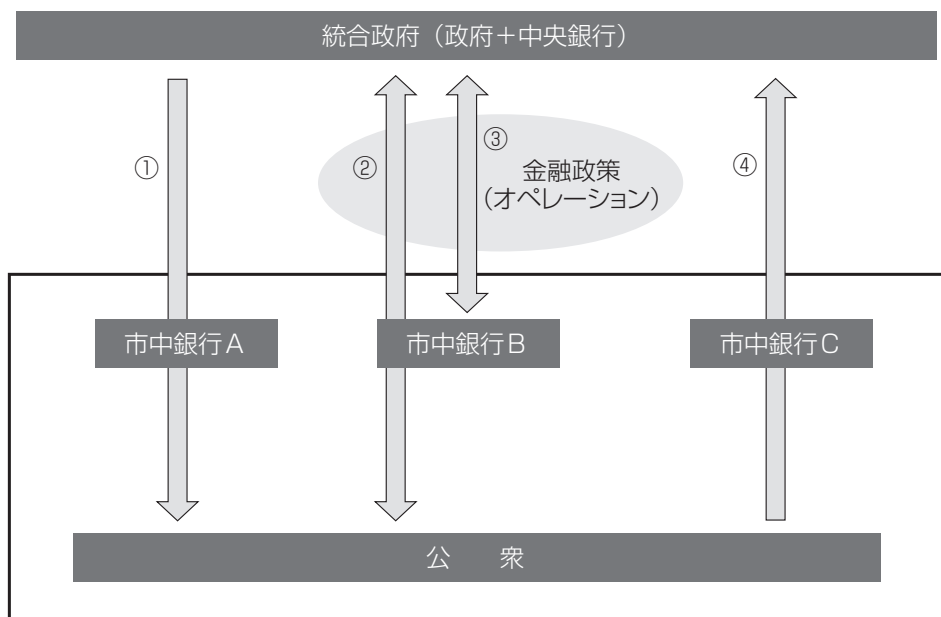
第3に、雇用維持に関わるプログラムとしての財政支出を重視する点である。この点はオールドケインジアン政策と一致するものであり、わざわざMMTと名乗らずとも、今日の日本の状況にみられるように、政府の国債発行による積極的財政出動を肯定すれば済む話である。

本稿では、以上の3点を中心に検討するが、本項においては第1点目の論点から先に検討し、第2点目および第3点目の論点は、次項以降で検討する。

図表2-1は、Wrayを中心とするMMTerの主張および説明をもとに、筆者がMMTの貨幣供給チャンネルを図式化したものである。MMTの貨幣供給の起点は統合政府にあることが特徴であるが、統合政府（政府+中央銀行）対民間（市中銀行と公衆）の構図を前提としている点が最も重要である。

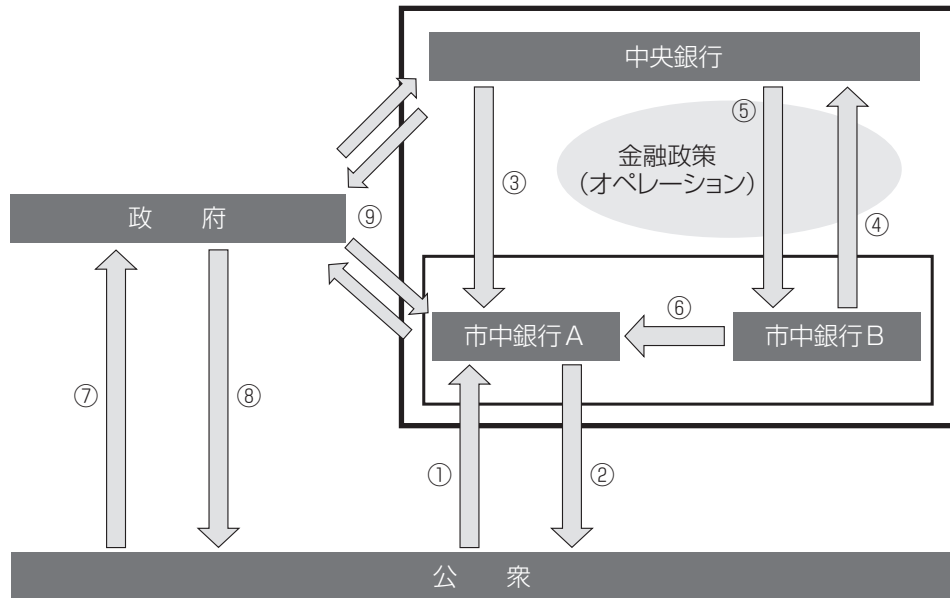
MMTの構図では、①統合政府が公衆に対して債務証券、つまり貨幣を渡して財・サービスを購入する。公衆がそれを貨幣として受取る根拠は、納税貨幣として指定されているからである。②統合政府が国債を発行して公衆が購入する場合、公衆が市中銀行に有する預金残高と市中銀行が統合政府に有する準備預金とが共に消滅し、中央銀行の政府預金が増加する。国債は①でみた貨幣としての債務証券と同じ構図ではあるが、②は①の後に可能になると考えられる。③金融政策は市中銀行の所要準備を満たす

図表2-1 MMTの貨幣供給チャンネル



(出所) Wray [2015] 等を参考に筆者作成。

図表 2-2 現行制度の貨幣供給チャネル



(出所) 拙稿 [2019], p.113を元に加筆して作成。

ために実施するものであるが、Wrayは統合政府と市中銀行との関係についてはLLR(最後の貸し手)機能にも言及している。④は納税を示しており、これは①の前提として機能する。MMTは徴税の前に政府支出が可能であり、むしろ貨幣供給のためには統合政府部門の赤字が必要であるとしている。

内生的貨幣供給理論に基づく現行の貨幣供給チャネルの解釈は、次の通りである。図表2-2にみられるように、貨幣供給メカニズムの起点は公衆の借入需要にある。①企業や個人の資金需要に基づき市中銀行に融資を依頼し、②融資審査を経て顧客の預金口座に預金残高を書込む<sup>5</sup>ことで、市中銀行が融資を実行し、これにより預金残高がマクロ的に増加する。③貸出によって市中銀行の預金が増加したことで、中央

銀行は追加的な準備金を課す<sup>6</sup>。④各市中銀行が所要準備額を満たすことを実現させるために、中央銀行は市中銀行セクターに対してオペレーションを実施し、市中銀行が保有する国債を中央銀行に売却する。⑤中央銀行はオペで買入れた国債代金を市中銀行が中央銀行に有する当座預金(日本で言えば日本銀行当座預金)の預金設定によって支払う。②と⑤は共に貸記という預金設定によってなされる。⑥は準備預金の不足する市中銀行と余裕のある市中銀行とがコール市場で中央銀行当座預金をファイナンスしあう。⑦公衆は政府に対して納税し、⑧政府は公衆に対して支出する。⑨政府は歳入と歳出の差を国債発行で賄うが、日本の場合、伝統的には国債引受シンジケート団(シ団)引受にはじまり長らく市中銀行による引受が基本路線であった。そして今日では市中銀行が消化・保有していた国債を中央銀行が買取ることで、量的緩和政策を実現させている<sup>7</sup>。

5 この行為は、貸記(たいき)と呼ばれる。

6 これは所要準備額がぴったり積まれていることを前提にするものであり、昨今のように超過準備が所要準備を遥かに上回る状況では市中銀行が新たに準備預金を積み増す必要はない。ただし、構造的に中央銀行が市中銀行に預金準備を課すことには変わりはない。

7 もっとも、筆者は、量的緩和政策のために国債を買切ったのではなく、むしろ発行済国債を止め処なく日

筆者は拙稿 [2009] において、国債の市中銀行による引受と中央銀行による引受は、いずれもマネーストックを増大させる要因であり、市中銀行による引受は「市中消化」になっていないことを指摘した。この論点からも、政府と中央銀行を一体と見なす MMT は、中央銀行と市中銀行を一体と見なし、銀行システム全体が貨幣供給機能を有すると捉える内生的貨幣供給理論とは異質である。

MMT と内生的貨幣供給理論に基づく現行の貨幣制度とを比較してきたが、MMT によって説明されていない点を指摘しておきたい。それは、市中銀行の位置づけおよび統合政府と市中銀行との関係が曖昧である点である。Wray も Kelton も共に銀行原理に基づき、無から有を生むという意味での信用創造に関わる説明によって貨幣の供給メカニズムを説明しようとしているが、貨幣は統合政府の債務証券であることを強調するあまり、統合政府と市中銀行との論理的な接続がなされていないように思われる。

### 3. 今日の貨幣制度の障壁と利点

筆者は、金本位制下にあっても内生的貨幣供給理論は適応可能であると考えている。確かに、1913年の金本位制復帰に反対したケインズは、金本位制に復帰すればデフレーションが発生するとして、『貨幣改革論』からは、金本位制の欠陥である貨幣不足に陥ることを回避させたいとの意図を読み取ることができ、同様の

認識は『一般理論』においてもみられる<sup>8</sup>。流動性選好説の特徴については膨大な先行研究が存在するが、筆者はこの説に関して、利子率を引き下げることが目的とした貨幣量増大の必要性を訴えるものと捉えている。利子率が与えられて市中銀行が預金貨幣を創造するという展開ではなく、貨幣量の決定が利子率を規定する構図であって、それは内生的貨幣供給理論とは逆の論理展開である。

ケインズの『貨幣改革論』および『一般理論』の問題意識は、最終的には完全雇用の実現にあり、そのための貨幣量が金に制約を受けない貨幣システムを模索したものと理解するが、この発想こそ、貨幣を外生的に供給させようとするものにはかならない。一見すると人々の暮らしの安定に資するものに聞こえるためパブリックチョイスの面からは大いに支持されるであろうが、現行の信用創造メカニズムとの整合性が見られないばかりか、貨幣価値の維持という点では疑念を払拭することはできない。

このような貨幣量を重視する考え方のひとつに、マネタリズムを挙げることができる。マネタリスト的な発想の根底には、インフレーションを回避させる必要性を重視するものと見て取れる。単純な貨幣数量説ではないにせよ、マネタリストは長期的にみて貨幣乗数が安定していると指摘するのであるが、それは過去を振り返っての結果である。マネタリズムは、裁量的な金融政策の負の側面を回避することを重視して、貨幣価値の維持の達成が何より重要であることを説いているとも考えられる。過去を長期的に眺めた場合、貨幣乗数が安定的であったことをもって、将来を眺めて貨幣乗数の安定が確約されなければならない根拠であるとは言えない。マネタリストの趣旨の一つとして解熱剤的な効果に重きがあるとしても、解熱剤は低体温

---

本銀行に買わせてイールドカーヴを無理矢理フラット化させるために量的緩和政策を必要としたものと捉えている。さらに言えば、物価目標ですら、止め処なく日本銀行に国債を買切らせるための口実であると捉えている。そもそも物価はサプライチェーン、資源価格、外国為替レート、労働者市場等、実体経済の側面の要因は無視できないにも関わらず、それらは排除されてしまった。物価コントロールは中央銀行マターでありコントララブルであるという論理展開にしなければ、イールドカーヴのフラット化の実現は困難であったと考えられる。

---

8 貨幣供給のフレームワークに関して、ケインズは著作ごとにそれらを使い分けており、詳細は拙稿 [2014] を参照されたい。

症の患者には使えないし使ってはならない。

マネタリストの主張に対しては、それが通貨学派的であり、また外生的貨幣供給理論との親和性が高いと考えられている。しかし、筆者にはマネタリストの主張が預金貨幣の創造という現実に対する理解が全くないと論定するには至っていない。

今日の貨幣制度が抱える問題として、金融政策の受動性が挙げられる。中央銀行が銀行信用の拡大を抑えたいと考えていても、一時的には実行されてしまった銀行貸出に応じて必要となるベースマネーは供給せざるを得ない。とは言え、金融引締に関しては比較的達成の実現性は高い。一方で、例えば中央銀行が市中銀行の貸出の増加が望ましいと考えていても、実際にそれが実現するかどうかは企業や市中銀行の経営判断に依存するのであって、金融緩和に関しては、その実現性は容易ではない場合が生じてしまう。これが市中銀行の貸出ビヘイビアを背後から誘導する枠組みを持つ今日の貨幣制度の障壁である。

そうであるからこそ、MMTはマクロ的にみた場合の適正な貨幣量が算定できると仮定し、あるいは雇用情勢に鑑みて、政府等がそのターゲットに誘導することが望ましいと考えてしまう。つまり、貨幣供給量の操作にダイレクト感を持たせることを求めて、MMTは統合政府による貨幣供給を可能にする貨幣制度が理想的とするのである。この意味で、MMTは大いにケインジアン的であり、有効需要の創出を重視するものであると整理できる。

MMTが描くような統合政府による一方的な貨幣供給チャネルは、民間企業や個人が中央銀行に銀行口座を保有して、預金残高を思いのままに操作することができるような環境を目指すと考えられる。しかしそれは、歴史的な展開の結果、つまり、公衆の借入需要に対して市中銀行が預金創造することで貨幣が供給される今日の信用貨幣制度とは相容れない。

続いて、今日の貨幣制度の利点および社会的

要請について、現代の貨幣形態と共に検討しておきたい。今日の貨幣制度が、貨幣量に対してコントロールではないものであるとしても、むしろ必要とされる貨幣量は供給される仕組みを持っている。必要とされる貨幣量の測定が可能かどうかは難しい問題であるが、そもそも貨幣量が経済をコントロールすると考えるのはマネーゲームの側面を除くと妄想である。重要な点は、今日の貨幣制度によって供給される貨幣は、市場原理を介して創造されるという点にあり、期待収益率が考慮され、企業の投資計画や市中銀行が融資する際の審査を経ているという点に意義を見出すことができる。もっとも、今日の貨幣制度が銀行審査を経ているかといつて全く問題がないわけではない。不動産向けの銀行信用が膨張することによってバブル経済を発生させ、その崩壊によって大きな混乱をみたことは確かである。

別の言い方を用いるならば、市場経済のディシプリンを有する点が、今日の貨幣制度の利点である。先述の企業に対する銀行信用の供与のみならず、例えば個人が住宅ローンを受けようとする場合には、日ごろの支払状況等の信用情報などの面である程度の規律を持つ必要が生ずる。これらは民間経済主体のディシプリンの維持と向上に寄与するものである。もちろん、社会的に立場の弱い人々や、構造的に埋め込まれて自立が困難な中小零細企業を無視することは適切ではないにしても、政府が雇用維持のために半永久的に穴を掘り埋め戻す仕事を発注することが明白に期待されていたら、企業や人々はディシプリンを持った仕事や生活を行うだろうか。

実際、今日の貨幣制度が、既にしてMMTの世界と酷似しているとは言え、だからと言ってMMTの主張する世界に変えてしまうことは重大な危険が伴う。

それでもなお統合政府が貨幣供給を継続すると宣言すれば、貨幣価値の維持は困難になる可能性が高い。「濡れた薪」<sup>9</sup>が乾いて火が付く条

件に関わる研究は、理論的にも実証的にも進んでおらず、現時点での論定は筆者にも困難であるが、貨幣価値の低下を惹起する条件は必ず存在する。

#### 4. 信用貨幣の「信用」問題とMMTの是非

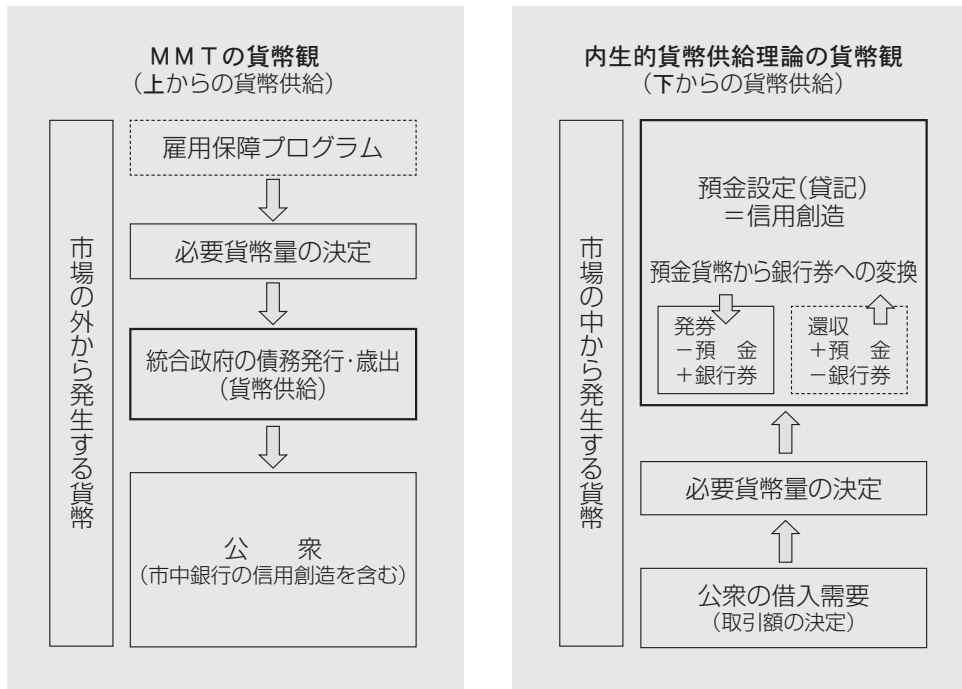
MMTの理論構造については既に第2項において3点挙げたが、本項では信用貨幣の「信用」の捉え方に関して考察する。筆者は、以前、政府紙幣発行論について、銀行券の世界ではなく、政府紙幣発行論を必要とする要素は、有効需要創出と貨幣数量説の両側面の重視であると論じた<sup>10</sup>。

図表4-1は、MMTと内生的貨幣供給理論の差異を図式化したものである。以下、図表4

-2との対比の中でMMTの性格を捉えていく。第2項でも述べたが、内生的貨幣供給理論では、民間主体の借入需要を起点として、市中銀行がその借入需要に応じて融資を実行することで貨幣が創造される。

必要とされる貨幣は、市中銀行が預金設定によって供給し、その市中銀行のビヘイビアを間接的かつ受動的に中央銀行がコントロールしてきた。これと比較すると、MMTの主張は、企業や個人が直接中央銀行に口座を持ち、統合政府によって上から決められた貨幣量が口座に入金されるシステム、すなわち政府紙幣発行論とはほぼ同義ではないか。政府紙幣の世界とは、資本主義と整合的でもなく親和性も極めて低く、市場経済をベースとする経済システムとは呼べない。MMTが主張する構図は、政府紙幣発行論と同様に、「上からの貨幣供給」であり「市

図表4-1 MMTと内生的貨幣供給理論の貨幣観



(出所) 拙稿 [2009] p.6を参考に加筆修正し筆者作成。

9 「濡れた薪」と「乾いた薪」という表現は、筆者が知る限り、西川元彦氏が用いた表現である。筆者はそれを名言と考えているので引用させていただいている。

10 拙稿 [2010] p.8-12を参照されたい。



図表 4-2 貨幣供給理論からみた銀行券および政府紙幣の理論的経路



(出所) 拙稿 [2009] p.6より引用。

場の外」から発生する貨幣である。

もっとも Wray [1999] では、自らの主張が銀行学派的な内生的貨幣供給理論とは異なるものと認識しているようである。国家の負債が公衆の貨幣資産を形成することから、問題ないと主張している。

貨幣供給に関わる MMT の主張について別の言葉で表現すれば、かつての中国人民銀行が採用していた制度、つまり公衆が中央銀行に直接預金口座を持つような世界と類似していると言える。また、統合政府を登場させる必要性は、中央銀行の独立性を否定し、政府が中央銀行信用をコントロール下に置くことで貨幣供給を行うことを想定しているからであり、公衆の資金需要に基づいた銀行に対する借入需要を起点とする内生的貨幣供給理論のフレームワークでは成立しない、それが MMT である。

銀行の預金設定機能や、負債に対峙する資産の存在など、現実的な説明を引用することで理論武装を試みてはいるものの、残念ながら、そ

れらによって説得力が得られるわけではない。今日の貨幣制度は信用貨幣制度である。銀行システムが創り出す信用貨幣と国家が供給する信用貨幣とは別物である。どちらの信用も「貨幣支払約束」であるが、貨幣供給の起点が異なる2つの体系の並存は困難である。

信用貨幣の「信用」に対する捉え方については以下のように大別できる。ひとつは、实体经济における企業間等の信用関係が銀行信用に高次化され、つまり商業手形を銀行が割引くことで貨幣が供給されることを重視し、経済主体間の信用関係を信用貨幣の信用と捉える考え方である。いま一つは、信用を「貨幣支払約束」として定義する考え方である。前者は、例えば吉田 [2002] をはじめ、根強い論者がいる一方、金属貨幣を本位とする貨幣制度ではないところで経済取引の信用関係のみから信用を捉えるには無理が生ずる。後者は、建部 [2010] にみられ、一見して単純な定義の問題に落とし込んでいようであるが、信用を貨幣支払約束と捉え

て、その貨幣は法定貨幣（リーガル・テンダー）としての現金であり、その現金をいつでも引き出すことが出来る預金（信用貨幣）を設定する、それが信用創造であるとの説明は極めて明快である。例えば企業間信用を介さない資金需要、すなわち日本の例にみられるように、国債を市中銀行が引受るケースにおいて、市中銀行が預金を設定する場合には、前者の説明では信用貨幣が供給されないという致命的な制約に陥るのである。

ただし、後者が、信用を貨幣支払約束として捉えるからと言って、実体経済を無視するものではなく、前者同様に公衆の資金需要を起点として貨幣が供給されることを重視すること変わりはない。

実は、MMTが説明する貨幣の流通根拠については、納税貨幣の指定を挙げているが、これは上記で論じた「貨幣支払約束」に基づく信用貨幣とはほぼ同義である。

Wrayによれば、貨幣は「IOU」という債務証券である<sup>11</sup>と言い、国債同様に統合政府が供給する貨幣は統合政府の政務証券であると説明する。確かに、誰かの資産は誰かの負債であって、貸し手がいる限りにおいて、誰でも債務証券を発行することができる。その債務証券が貨幣として機能するための条件ないしは論理的な裏付けは、国家による納税貨幣としての指定である。現実的には、貨幣法におけるリーガルテンダーの定めである公衆は統合政府が供給する債務証券で納税しなければならないという制約を課すことで、公衆は統合政府が供給する債務証券を貨幣として受取り、またそれが貨幣としての機能を有するようになるという。

このように、信用貨幣の捉え方について、そこだけを部分的にみれば、MMTの説明は正しいものである。しかし、MMTの特徴は、政府と中央銀行をひとつの「統合政府」として捉えている点であることは既に述べたとおりであ

り、貨幣供給の起点をそこに置いていることが、貨幣供給チャンネルの分類上極めて重要である。MMTのいう統合政府の存在は、自らが立法によって貨幣として法定するものを自らが発行し供給することを意味しているのである。

ところでMMTerは「雇用維持に関わるプログラム」を組み込むことを重要視する。ポストケインジアンというよりは、ケインジアンそのもののようである。MMTは失業者の存在を前提にしていると考えられるが、このプログラムはマネタリーの側面以外の負の側面を持っており、現実的ではない。まず、仕事が降ってくるような世界では、むしろ誰も生産的で良い仕事をしようとしなくなる。失業者の存在は、自らの責任によるケースや、国家の経済政策の失敗が要因であるケース等、その要因は多様であることから、失業率を低下させる不断の経済政策は必要であるとしても、雇用維持に関わるプログラムを前提とする経済社会で、国際競争力を乗り越えるだけの自立した生産性の高い労働が成立するか疑問である。

次に、MMTerは貨幣価値の下落が生ずれば政府債務の発行を止めると言うのであるが、非自発的失業者の存在と貨幣価値の下落とが共存しないという理由はどこにもない。自らが法定する貨幣を自らが発行・供給する世界、つまり政府紙幣の世界で、いわゆるフィリップス曲線が成立する条件を明確化できるか疑問である。もっともフィリップス曲線については、因果関係を取り違えた読み方が浸透してしまっているのではないか。

本節では、MMTの貨幣供給が政府サイドに起点があることから、公衆の資金需要をもとにした信用貨幣を創造する世界、つまり内生的貨幣供給理論と対比することで、それが政府紙幣発行論同様に外生的貨幣供給理論の一種であることが明らかになった。また、MMTerの主張が、説明の部品が正しくとも、全体の構造として組み立てた際には成立しえず、現実的ではないことも確認した。

11 IOUとはI owe youの略語である。

## むすびにかえて

MMTが主張する世界は、今日の日本の状況と近似していると判断することも可能であるが、結局のところMMTの主張とは、市中銀行と中央銀行の関係を断ち切るものである。

現在、日本の金融政策は、実質的に市場経済のフレームワークから逸脱している。オーソドックスな従前の金融政策としては、短期金利は中央銀行によるコントロールによって誘導され、それが市中銀行の貸出ビヘイビアに影響を与え、より正確に言えば間接的に影響を与える一方、長期金利については市場で決まる仕組みが敷かれてきた。しかしながら、今日では、イールドカーヴのフラット化を目的として長期金利についても日本銀行によって操作され、国債市場に対して恣意的な介入が行われている。

また、量的緩和の一環としてのETFの購入を通じて、株式の購入が平然と実施されていることで、民間企業の大株主が中央銀行という図式が現れている。中央銀行による資本性金融資産の購入には、流動性供給という役割を逸脱させ、金融政策上のオペレーションに関わる問題を越える、経済社会の在り方に関わる重大な問題であることは、筆者が指摘するまでもなく広く認識されつつある。日本では、財政法第五条による国債の市中消化の原則が、実質的には機能しておらず、それはシ団引受を中心としてきた明治期から既に形骸化していた。

しかしながら、MMTの主張を受け入れるよりは、現在の状況、すなわち政府債務の残高は大きい、形上だけでも中央銀行が政府から独立し、貨幣発行のメインステージが内生的なメカニズムに置かれている状況の方が、資本主義との親和性が高い。MMTの枠組みでは、銀行原理を引用することによって経済学のメインストリームは貨幣供給が外生的であると批判するのであるが、貨幣に対する必要性を市場の中からとらえていないMMTもまた、外生的な貨幣

供給理論と同じ構造に立脚しているものと結論付けたい。

## 【参考文献】

- Epstein, Gerald A. [2019] “What’s Wrong with Modern Monetary Theory ?” Springer Nature Switzerland. (徳永潤二・内藤敦之・小倉将志郎訳『MMTは何が間違いなのか?』東洋経済新報社、2020年)
- Kelton, Stephanie [2020] “The Deficit Myth” PublicAffairs. (土方奈美訳『財政赤字の神話』早川書房、2020年)
- Meltzer, Allan H [1988] “Keynes’s monetary theory” Cambridge University Press. (金子邦彦・秋葉弘哉訳『ケインズ貨幣経済論—マネタリストの異なる解釈—』同文館出版、1997年)
- Wray, L Randall [1999] “Understanding Modern Money” Edward Elgar Publishing.
- [2015] “Modern Monetary Theory” Second Edition, Palgrave Macmillan.
- [2016] “Why Minsky Matters” Princeton University Press. (横川太郎監訳、鈴木正徳訳『ミンスキーと〈不安定性〉の経済学』白水社、2021年)
- 建部正義 [2010] 『金融危機下の日銀の金融政策』中央大学出版部。
- 近廣昌志 [2006] 「国際通貨供給とシニョレッジ発生の可能性」『大学院研究年報』商学研究科篇 (第35号), 中央大学大学院。
- [2009] 「国債発行の市中消化に関する考察」『企業研究』第15号, 中央大学企業研究所。
- [2010] 「政府紙幣発行論の検討」『大学院研究年報』商学研究科篇 (第39号), 中央大学大学院。
- [2014] 「ケインズおよびポストケインジアン」の貨幣供給理論の検討」『商学論纂』第55巻第5・6号, 中央大学商学研究会。
- 内藤敦之 [2019] 「貨幣の名目性：表券主義の貨幣理論」『季刊経済理論』第58巻第4号, 経済理論学会。
- 西川元彦 [1984] 『中央銀行』東洋経済新報社。
- 楊枝嗣朗 [2020] 「銀行貨幣と国家貨幣」『佐賀大学経済論集』第53巻第2号, 佐賀大学経済学会。
- 横山昭雄 [1977] 『現代の金融構造』日本経済新聞社。
- [2015] 『真説 経済・金融の仕組み』日本

評論社。

吉田暁 [2002] 『決済システムと銀行・中央銀行』  
日本経済評論社。