

2019年11月5日 衆議院議員会館
第2回MMT国際シンポジウム

MMTと信用創造過程

—主流派経済学の説明できない事実—

京都大学レジリエンス実践ユニット特任教授 青木 泰樹

主論点

- MMTと主流派経済学における貨幣観の最大の相違

MMT: 現代貨幣は不換(信用)貨幣 ⇔ 主流派: 金属(商品)貨幣

- 相違を生んだMMTと主流派経済学の学問的ルーツ

- 中央銀行の金融政策は手詰まり状態

ニューノーマル、長期停滞状況に対応できず(ヒモ理論)

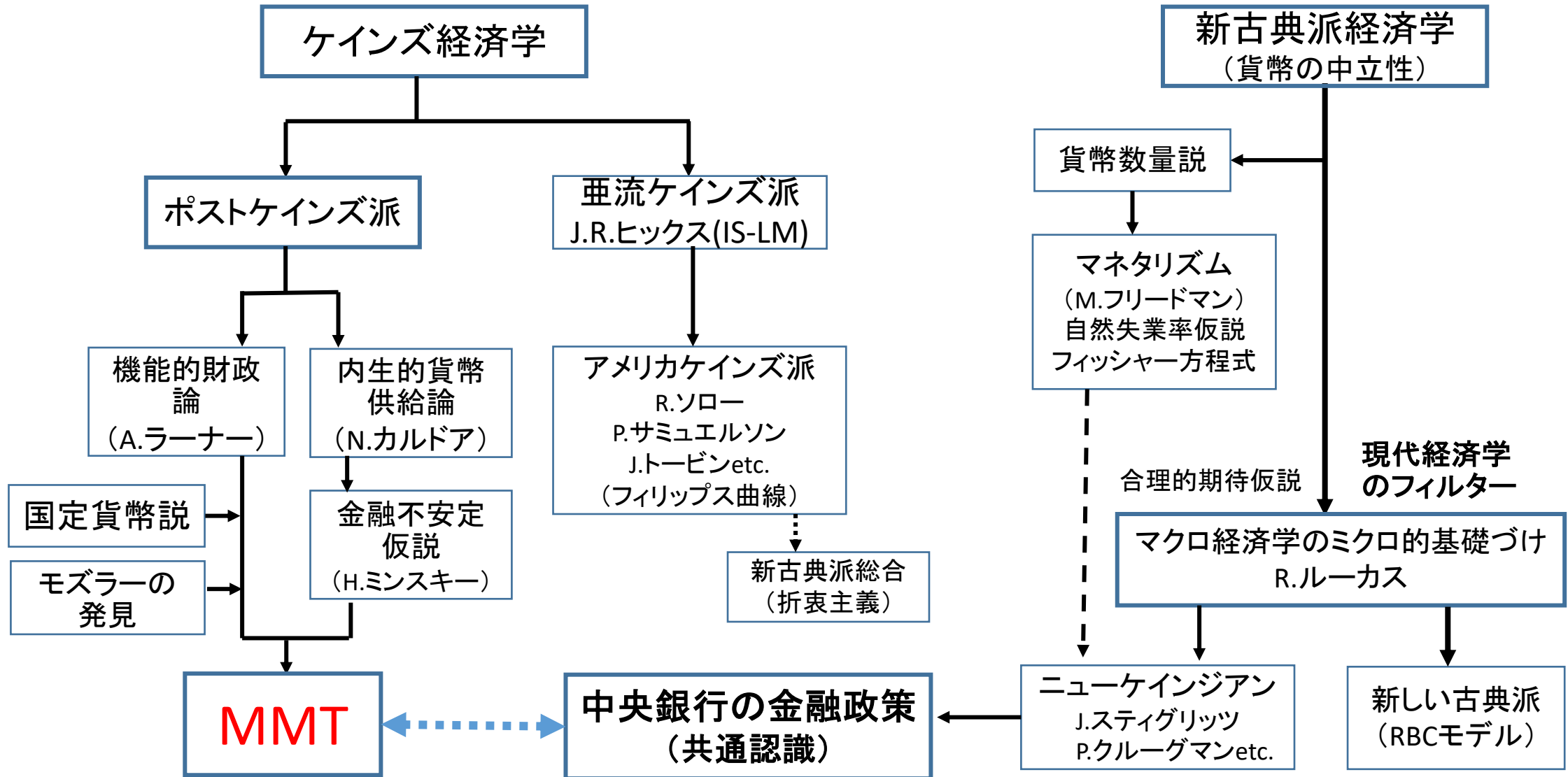
- 主流派貨幣観の致命的欠陥

市中銀行による信用創造を説明できない(貨幣の又貸し論)

- 中央銀行による信用創造過程

政府債務の増加⇒民間の資産形成(徴税による国債償還は無意味)

ケインズ経済学と新古典派経済学の系譜(概略)



MMTアプローチと中銀の金融政策姿勢

(MMTの**実務**的アプローチ)

- 不換貨幣の発生、流通、消滅を**複式簿記**の形式で実務的に説明
- 不換貨幣は民間銀行および中銀の信用創造により発生
- マクロ部門間の貨幣流通を資金循環分析の恒等式でとらえる

$$\text{政府収支} + \text{民間収支} + \text{海外収支} = 0$$

- MMTの実務的説明は何らかの経済学説・イデオロギーとは無縁

(中銀の**理論**的アプローチ)

- ニューケインジアン・モデルに基づく政策金利(短期金利)操作
- 前提条件: セイ法則、合理的経済人、均衡軌道をたどる経済etc.

中銀による政策金利決定のプロセス

- 名目金利操作により実質金利(r)を目標値に近づけること
(フィッシャー方程式)
実質金利 = **名目金利** - 期待インフレ率(一定)
- 目標値は中立利子率(自然利子率: r^*)である
- それは貸付資金市場で貯蓄 = 投資を実現する利子率
- 貸付資金市場は**実物市場**(資本財の貸借の場)である
- 実質金利 r (資本調達コスト) = 中立金利 r^* (投資の収益率)
 $r \neq r^*$ であれば経済は不安定 (ヴィクセルの累積過程)

金融政策の限界

- 世界的な名目金利の水没

日銀のゼロ金利政策→日欧中銀のマイナス金利政策

- ゼロ金利下で投資が低迷し物価が上がらない理由(主流派)

中立金利がマイナス($r > r^*$)・・・但し r^* は正確に推計できない

- 日銀の量的緩和(リフレ派政策)も失敗

ベースマネー370兆円増→期待インフレ率(BEI)0.111%(19.10/17)

- 主流派経済学は金融政策中心、財政政策は副次的な位置づけ

主流派論理からの脱却が必要→MMTに対する関心の高まり

主流派経済学は「貨幣の又貸し」を想定

- 主流派論理の出発点は実物経済モデル(貨幣の中立性)
- 貸付資金市場も資本財(モノ)の貸借の場
 - 誰かのモノを他の誰かに貸す→モノの全体量一定
- 主流派は金融仲介機能だけを想定する
 - 誰かの現金を他の誰かに貸す→現金の全体量一定(外生説)
- 主流派教科書の信用創造も銀行組織による現金の又貸し論
- 預金取扱業務のできないノンバンクから成る経済を想定
 - 金属貨幣には妥当→(例)兌換紙幣の使用は金と物財の交換

MMTの信用創造過程：市中銀行

- 民間経済内部の信用創造

預金取扱業務のできる市中銀行による**万年筆マネー**
融資に**財源は不要**(預金通帳への入金記帳のみ)

- 民間預金は融資によって増加し、借入金返済により減少

- 中銀は民間預金をコントロールできない(**内生説**)

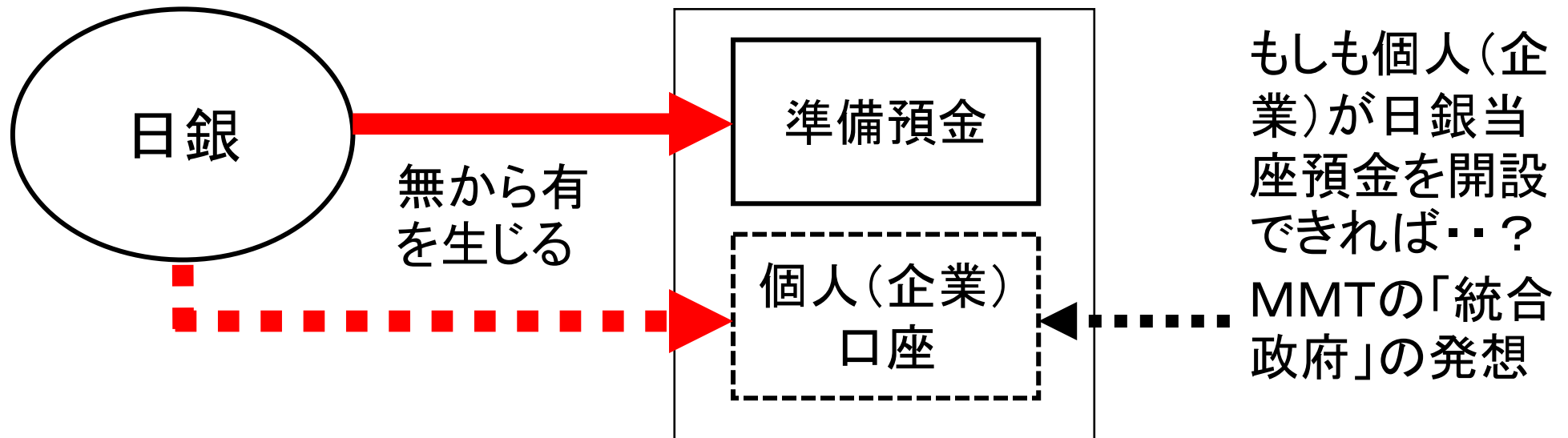
マネーサプライ = 現金(発行銀行券) + 民間預金

- 政府資金需要(国債発行)と民間資金需要は競合しない

クラウディング・アウト(官が民を締め出す)は生じない

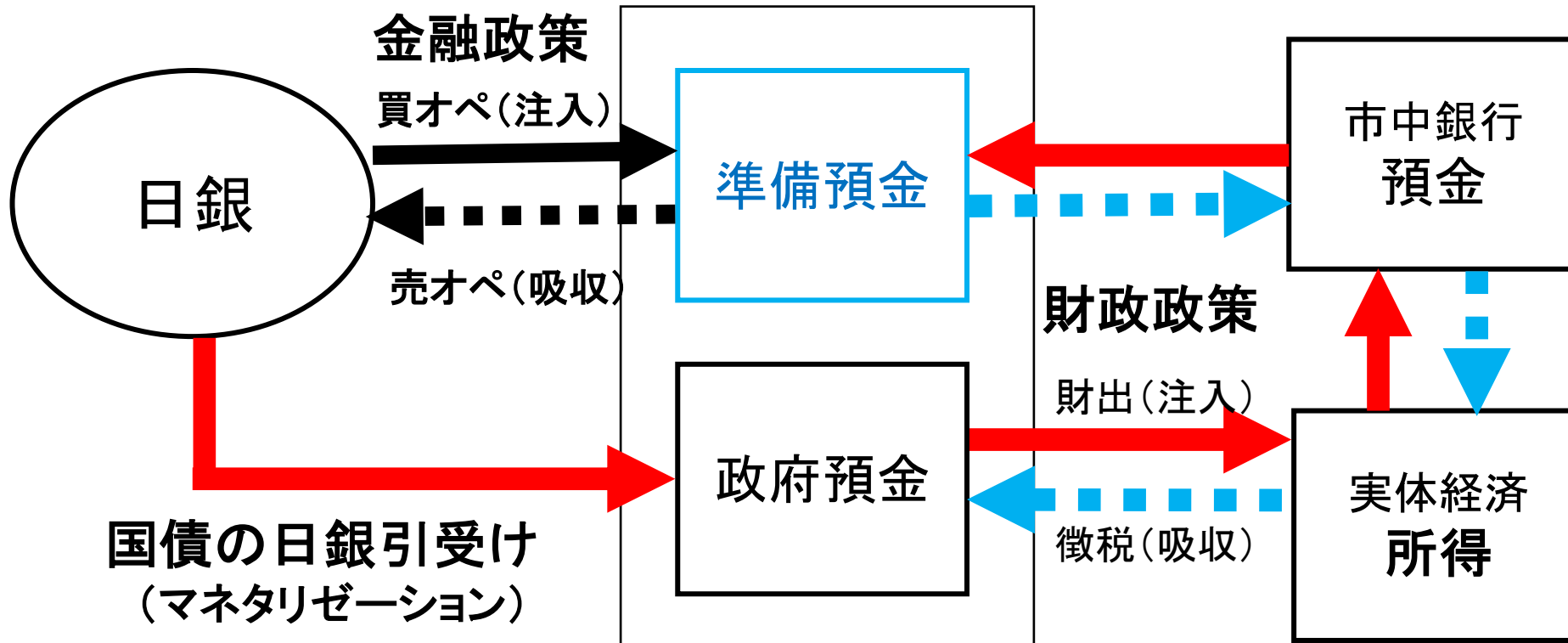
MMTの信用創造過程：中央銀行

- 日銀は6年間で約370兆円の量的緩和(国債買取)を行った
- **量的緩和の財源**をどのように調達したのか？
- 市中銀行の日銀当座預金(準備預金)へ入金記帳したのみ



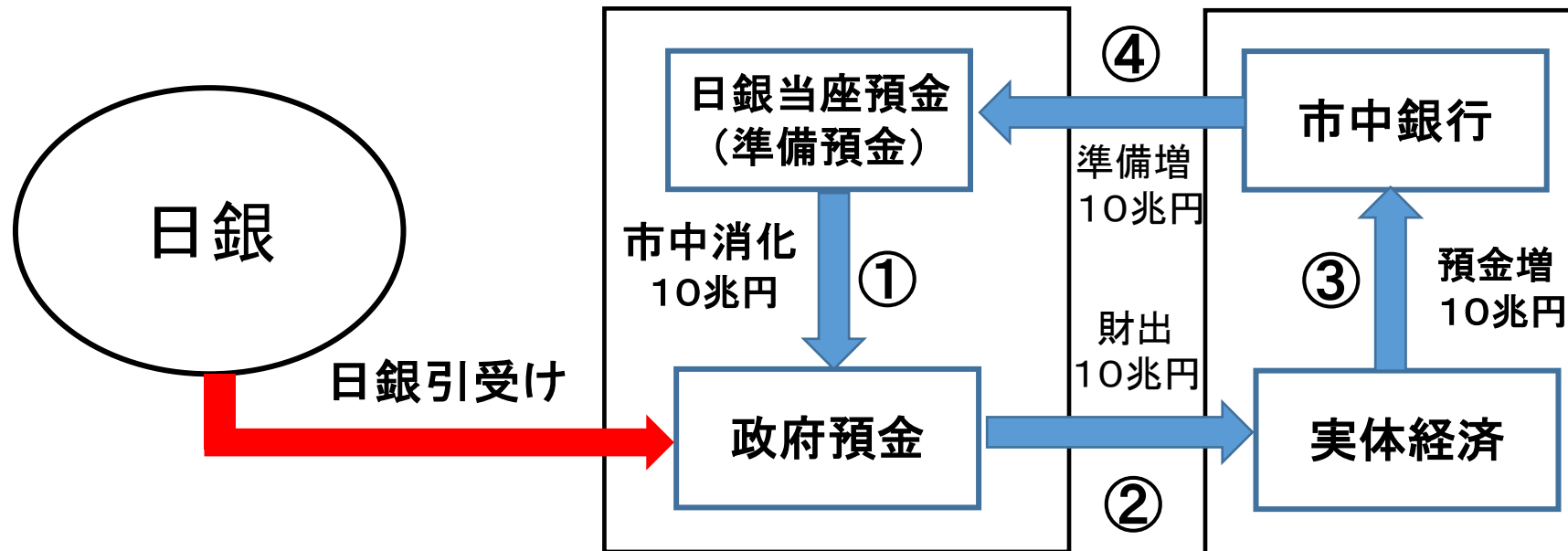
中銀の信用創造：現実のオペレーション

- 中銀は新発国債と交換に政府預金へ入金記帳
- 政府は財政政策を通じて個人（企業）口座へ入金記帳



国債発行と償還に関する三要諦(事実)

- 国債発行はそれ自らの財源を生む(財源不要: 市中消化)
- 国債発行は民間預金と準備預金を純増させる(日銀引受け)
- 徴税による国債償還は民間預金を純減させる(貨幣消滅)



国債は借換えるのが世界の常識

- 日本は60年償還ルールによって一般会計から定率繰入
- 主要国(米英仏etc.)に**国債償還ルールなし**(借換債で対応)
一般会計予算にも公債金および公債償還費は含まれない
- 利払費は計上される
- 政府総債務残高は増加するのが当然
2001年→2018年増加率 (出所:IMF World Economic Outlook)
日本1.7倍、仏2.6倍、米国3.8倍、英国4.7倍
- 日本の政府総債務対GDP比が高い理由:世界最低の成長率

MMTの実践的拡張：国債を明示的に導入

- MMTの**統合政府**論は中銀の政府に対する信用創造を無視
- 現行制度下でMMT論理を再解釈し、政策論の礎とする
- 日銀の信用創造の帰結は「日銀保有国債が増加する」のみ
量的緩和も日銀引受けも結果は同じだが経済効果は大きく異なる
- 現状で国債増発を懸念する理由は全くない（借換・日銀乗換）
- **家計と財政を同一視**する主流派経済学からの脱却が必要
- 「新しい考えを受け容れるより、古い考えを捨て去る方が遙かに難しい」(by J.M.Keynes 『雇用・利子および貨幣の一般理論』序文)