

**Discussion Paper**

現代貨幣理論(MMT)と金融の不安定性

—一つの批判的検討—

二宮健史郎

立教大学経済学部

2021年5月

Discussion Paper J-6

**Rikkyo Institute of Economic Research**



**Rikkyo University (St. Paul's University, Tokyo)**  
**3-34-1 Nishi-Ikebukuro, Toshima-ku**  
**Tokyo 171-8501, Japan**

---

# 現代貨幣理論(MMT)と金融の不安定性

## — 一つの批判的検討 —

### <目次>

1. はじめに	1
2. 現代貨幣理論(MMT)と主流派経済学	3
2.1 現代貨幣理論(MMT)	3
2.2 貨幣数量説	5
2.3 ラムゼイ・モデル	6
2.4 ニュー・ケインジアン・モデルとニュー・コンセンサス・マクロ経済学	8
3. 現代貨幣理論(MMT)とポスト・ケインズ派の議論	11
3.1 ニュー・コンセンサス・マクロ経済学に対する批判的検討とカレツキアン・モデル	11
3.2 財政政策に対する新古典派経済学、新しい古典派の見方	15
3.3 ポスト・ケインズ派マクロ動学モデルの展開	17
4. おわりに：現代貨幣理論(MMT)の評価と展望	23

# 現代貨幣理論 (MMT) と金融の不安定性

## 一つの批判的検討

二宮健史郎\*

立教大学経済学部

2021年5月

### 概要

本稿では、現代貨幣理論 (MMT) に関連する新古典派経済学、新しい古典派、ニュー・ケインジアンモデルを基本的な議論から整理し、それらの議論に対するポスト・ケインズ派による批判的検討、MMT の議論に関連するポスト・ケインズ派マクロ動学モデルの定式化等を概観する。そして、MMT の議論と比較検討を行い、金融不安定性理論の立場から MMT の議論を批判的に検討する。

MMT の考え方は、ポスト・ケインズ派の内生的貨幣供給論に依拠している。MMT はミンスキーを継承していると言われてはいるが、少なくとも金融不安定性の理論モデルとは異なるものと考えられる。MMT は、金融の不安定性に関する検討は十分であるとは言い難い。それ故、その主張により金融の不安定性を抑制することは難しく、むしろ金融の不安定性を誘発する可能性を否定することはできない。

## 1 はじめに

バブル経済崩壊後、我が国、及び世界経済を取り巻く環境は非常に厳しいものがある。「失われた 30 年」と言っても過言ではない景気の長期低迷、異次元の金融緩和政策にも関わらず脱却することができないデフレ、膨大な国債累積残高、市場経済化を志向した構造改革による格差の拡大、サブプライム問題に端を発した世界的金融危機、新型コロナウイルス感染拡大にともなう負の需要ショックによる経済危機等である。このような状況の中、表舞台に登場してきたのが現代貨幣理論 (MMT) である (Wray(2015) 等)。

---

\* 立教大学経済学部教授。〒171-8501 東京都豊島区西池袋 3-34-1 立教大学経済学部。E-mail; kni-nomiya@rikkyo.ac.jp。

2007年に発生したサブプライム問題に端を発した世界的金融危機により、市場経済化を志向した新自由主義に基づく構造改革は一時の勢いを失い、格差拡大等の負の側面が顕在化するようになる。サブプライム危機の発生によりにわかに注目を浴びたのが、主流派経済学からは全く見向きもされなかったミンスキーの金融不安定性仮説である(Minsky(1975)(1982)(1986))。サブプライム危機から10年以上が経過したが、多くの人々は景気の回復を実感できない状況にある、新型コロナウイルスの感染拡大にともなう負の需要ショックによる世界的な経済危機が追い打ちをかける一方で、世界的な金融緩和政策により株価は一時的な下落はあったものの高値を維持している。

ミンスキーの金融不安定性仮説がサブプライム危機で注目を浴びたように、豊かさを実感できない、というよりはむしろ教育や医療といった基本的な社会インフラすら享受できない人々の経済学、特に主流派経済学に対する失望が、既存の経済学からは逸脱しているように見える MMT を表舞台に登場させた一つの要因であるように思われる<sup>\*1</sup>。主流派経済学を含む多くの経済学者は、MMT に対して厳しい批判を展開している。MMT はポスト・ケインズ派も継承しているとされているが、ポスト・ケインズ派からも批判されている (Epstein(2019))。しかしながら、それは裏を返せば主流派経済学を含む既存の経済学も結局のところ有効な処方箋を提示できていないという証左であろう。経済学の存在意義が問われていると言っても過言ではない。

しかしながら、MMT は、その提唱者によってフォーマルな理論モデルとして展開されているわけではない。先に述べたように、ポスト・ケインズ派を継承しているとされているが、その主張は多岐にわたり独特な解釈を行っている面も多い。本稿では、MMT の考え方に関連する新古典派経済学、新しい古典派、ニュー・ケインジアンモデルを基本的な議論から整理し、それらの議論に対するポスト・ケインズ派による批判的検討、ポスト・ケインズ派マクロ動学モデルの定式化等を概観する。そして、それらを整理、概観することにより MMT の考え方と比較検討し、金融不安定性理論の立場から MMT の主張を批判的に検討する。つまり、MMT は金融の不安定性を抑止する方策についての検討が十分に行われていないということである。

本稿の構成は、以下のようなものである。第2節では、MMT の考え方を簡潔に概観し、その特徴を整理する。そして、MMT に関連すると思われる新古典派経済学、新しい古典派、ニュー・ケインジアンといった現代経済学の主流派の本格的考え方を基本的なレベルから整理する。第3節では、新古典派とケインズ派(ニュー・ケインジアン)を時間的

---

<sup>\*1</sup> 学術書レベルの翻訳のみならず、一般向けの MMT 解説書も出版されている(例えば、望月(2020)等)。また、我が国の学部生向けのマクロ経済学の教科書においても MMT が批判的に取り上げられている(井堀(2020))。

視野で統合したニュー・コンセンサス・マクロ経済学とそれに対するポスト・ケインズ派の批判的検討を概観する。そして、MMT の考え方を簡単なモデルで議論する。さらに、MMT と関連するポスト・ケインズ派マクロ動学モデルの定式化を概観し、金融不安定性理論の立場から MMT に対する批判的検討を行う。第 4 節では、まとめとして MMT に関する議論を行い、金融の不安定性との関連から将来の研究の展望を行う。

## 2 現代貨幣理論 (MMT) と主流派経済学

### 2.1 現代貨幣理論 (MMT)

現代貨幣理論 (MMT) は、その提唱者によってフォーマルな理論モデルとして展開されているわけではない。また、その主張は多岐にわたり、独特の解釈をしていることから、非常に理解しにくいという印象を受ける。Wray(2015) 等を参考にし、筆者の理解の範囲でまとめれば以下のようなものである。

【1】変動為替相場制で本国通貨を発行すれば、インフレにならない限り財政赤字を本国通貨でファイナンスし続けても問題はない。

【2】ポスト・ケインズ派の内生的貨幣供給論を採用し、貨幣数量説を否定している。中央銀行は名目利子率を設定し、貨幣需要に対して銀行信用を含む貨幣供給は受動的である。

【3】インフレ率は GDP ギャップ (ヴィクセル的物価調整) により調整され、インフレ率の調整には租税政策 (財政政策) が重要である (つまり、インフレ率が上昇すれば、増税を行う。)

【4】完全雇用は、就業保証プログラムによってその達成を目指す。

【5】裁量的な財政政策よりは、景気の自動安定化装置等の制度による景気の安定化が望ましい。

【6】中央銀行の最後の貸し手としての機能を重視している。

MMT はポスト・ケインズ派の流れを汲み、随所にポスト・ケインズ派の主張、研究成果が取り入れられている。鍋島 (2017) は、ポスト・ケインズ派の特徴について、以下の諸点を指摘している。

【a】マーク・アップ原理に基づいて価格が決定される。

【b】貨幣の非中立性 (実物面と金融面の相互依存関係) と内生的貨幣供給論を採る。

【c】インフレは、名目賃金率上昇によるコスト・プッシュ・インフレである。

【d】生産要素の限界生産力とは無関係の所得分配論である。

【e】需要が長期においても重要な役割を果たし、自然成長率自体が需要によって決定さ

れる。

MMT の主張において特に独自性があるものは、【1】【3】、及び【4】であると思われる\*<sup>2</sup>。【1】は、財政赤字の制約条件をインフレ率としている点である\*<sup>3</sup>。特にこの主張は、財政赤字を自国通貨でファイナンスし続けても問題ないという点が長期的にはハイパー・インフレーションを招くとして厳しく批判されている\*<sup>4</sup>。井堀 (2020) は、【1】と【3】について、「これらは学術的な理論仮説というよりも、こうあってほしいという願望に近い議論である。p.371.」と酷評している。

【3】は【1】と関連している。筆者の【3】の理解については異論があるかもしれないが、【a】、【c】とは若干異なるように思われる。Davidson(1994) は、コスト・プッシュ・インフレに基づき、インフレに対して企業への課税を主張している\*<sup>5</sup>。確かに、この主張は MMT と類似している。しかしながら、MMT はインフレの要因について貨幣数量説は明確に否定しているが、ディマンド・プル・インフレについては否定していないように思われる。

【4】の就業保証プログラムは最低限の賃金で政府が雇用を保証するというもので、【d】と関連していると思われる。ポスト・ケインズ派に属するカレツキは賃金主導型経済成長を論じており、MMT は就業保証プログラムが景気後退期における需要の下支えをすると考えている。一般的には、ケインズ派は完全雇用達成のためには、財政拡大政策 (減税政策) や金融緩和政策等の総需要管理政策が必要であると考えている。勿論、【4】は、完全雇用達成 (景気刺激) のための財政拡大政策 (減税政策) の役割を否定しているわけではない。しかしながら、【1】【3】を見れば分かるように、租税政策 (財政政策) は主としてインフレ制御のために用いられると考えられていると思われる。

【2】【6】については、従来からのポスト・ケインズ派の主張である。内生的貨幣供給論は、貨幣需要に対して銀行信用を含む貨幣供給が受動的に行われるというものである。

---

\*<sup>2</sup> 【3】については、財政政策等の総需要政策がインフレ目標を達成する重要な手段となることが Fontana(2009) より指摘されている。詳細は、鍋島 (2017) を参照。

\*<sup>3</sup> 財政赤字を自国通貨でファイナンスするという点は、管理通貨制度に基づくものであると考えられる。金本位制度の下では発行できる通貨量は保有する金の量に規定されていたが、管理通貨制度の下ではそのようなそのよな制約は基本的にはない。しかしながら、無秩序な通貨の発行は、ハイパー・インフレーションを招く恐れがある。それ故、我が国では、国債を日銀が引き受ける場合には、国会の議決が必要である (財政法 5 条)。そして、発行された国債を日銀の意思 (金融政策) で購入するという手順が採られている。しかしながら、MMT は直接日本銀行 (中央銀行) が日本銀行券 (自国通貨) で財政赤字をファイナンスしても問題ないと主張している。

\*<sup>4</sup> この他にも MMT に対しては、様々な批判がある。例えば、無秩序な財政赤字の拡大は、将来世代へ負担を先送りするというものである。但し、本稿では、それらの批判の全てについて検討を行うわけではない。

\*<sup>5</sup> この点の詳細な議論は、鍋島 (2017) を参照。

銀行信用により預金が増加し、それに伴って必要準備金が増加するが、中央銀行は受動的にハイパワード・マネーを供給する。従って、中央銀行が制御できるのは貨幣量ではなく利子率であるという考え方である\*<sup>6</sup>。MMTの考え方は、内生的貨幣供給論を前提としている。それ故、内生的貨幣供給論を受け入れることができるか否かが極めて重要であると思われる。

【6】は、ミンスキーの金融不安定性仮説において、最終的に金融の不安定性を抑止する方策として、つまり、経済が金融危機から金融恐慌へ転落することを回避する方策として重視されているものである。また、その方策として、ミンスキーは大きな政府が望ましいとの主張もしている。これらの意味において、MMTはミンスキーを継承していると考えられることもできなくはない。

## 2.2 貨幣数量説

MMTは、貨幣数量説を明確に否定している。まず、教科書的な基本モデルにおける新古典派経済学の考え方を整理しよう。通常、マクロ経済学や金融論の教科書で取り上げられる貨幣数量説は、フィッシャーの交換方程式とケンブリッジの現金残高方程式である。ケンブリッジの現金残高方程式は、

$$M = kpY \quad (1)$$

と定式化される。ここで、 $M$ ：名目貨幣供給量、 $k$ ：マーシャルの $k$ 、 $p$ ：物価、 $Y$ ：実質産出量、である。実質産出量 $Y$ は、労働の需給均衡で決定される均衡雇用量によって生産される。マーシャルの $k$ は、人々の貨幣保有に対する効用を表しているが、これを一定であると考えれば、(1)は名目貨幣量 $M$ と物価水準 $p$ の関係を表している。この性質は貨幣の中立性と呼ばれている。

さらに、新古典派経済学、新しい古典派において貨幣を考えるうえで極めて重要なのはルーカス批判と呼ばれている一連のケインズ経済学批判である。例えば、裁量的な金融緩和政策に対し、人々は合理的に予想して金融緩和に伴って発生するインフレを織り込んで行動を変化させるので、金融緩和政策が効果を持つのは人々が予想しえない貨幣供給の増加があった場合のみであるということである。

ルーカス批判は、2つの重要な意味を持っている。一つ目は、貨幣供給の増加が物価水

---

\*<sup>6</sup> 内生的貨幣供給論については、内藤(2011)、鍋島(2017)が詳しい。また、内生的貨幣供給論については、ポスト・ケインズ派内部での論争がある。中央銀行が完全に受動的にハイパワード・マネーを供給すると考えているのが同調論、その供給に制限があると考えているのが構造論である。この論争についての詳細は、鍋島(2017)を参照。

準の上昇を招くという貨幣の中立性を前提としているということである。二つ目は、人々は将来に対する期待により合理的な行動をするということを強調しているということである(合理的期待形成仮説)。特に二つ目の点は、主流派経済学が現在、将来という動学的な視点を重視する重要な根拠となっていることに疑いの余地はない。新古典派経済学、新しい古典派では、代表的個人の効用最大化等のミクロ経済学的基礎付け、特に動学的最適化が非常に重視されている。ミクロ経済学的基礎付けにより、経済の厚生分析が可能となる。しかしながら、企業の利潤最大化条件が明確に示しているように、労働者への分配(実質賃金率)はその限界生産物で決定され、ポスト・ケインズ派の分配理論とは大きく異なるということには注意が必要である。

財政政策の効果についても、新古典派経済学、新しい古典派は否定的な考え方を示しているものが多い。基本的な新古典派モデルでは、財の需要量が利子率でその供給量に調整されると考えている。経済の活動水準は供給側で決定されるので、政府支出の増加は利子率を上昇させ、投資や消費を抑制すると考えている(クラウディング・アウト)。先にも述べたように、MMTの考え方は内生的貨幣供給論を前提にしている。それ故、MMTの立場に立てば、クラウディング・アウトは起こりえない。

新古典派経済学、新しい古典派は、経済の活動水準が供給側で決定され、財市場の需給均衡が速やかに達成されるセイ法則を前提としている。MMTは、裁量的な財政政策よりは景気の自動安定化装置等の制度的枠組みが望ましいと主張している。これは、新古典派経済学、新しい古典派の裁量的財政政策に対する時間非整合性等の批判に対応したものであると考えられる。

## 2.3 ラムゼイ・モデル

先にも述べたように、新古典派経済学、新しい古典派では、1) 貨幣の中立性、2) 現在、将来という動学的な視点を考慮したミクロ経済学的基礎付け、が非常に重視されている。この特徴を体現するモデルが、ラムゼイ・モデル(代表的個人モデル)である<sup>\*7</sup>。ラムゼイ・モデル自体は、ケインズが『雇用、利子、及び貨幣の一般理論』を刊行する1936年より以前の1928年に発表されているものである(Ramsey(1928))。ラムゼイ・モデルでは、無限期間生存する代表的個人が効用を最大にするように最適な消費と貯蓄(投資)を決定すると定式化されている(動学的最適化)。

---

<sup>\*7</sup> ラムゼイ・モデル、実体的景気循環論は、多くの教科書で解説されているが、本項における説明は、主として二神(2012)、中村・北野・地主(2016)、蓮見(2020)等にかけている。

代表的企業の生産関数を、

$$Y = AK^\alpha L^{1-\alpha}, \quad (2)$$

とする。ここで、 $Y$ :実質生産量、 $A$ :生産性を表すパラメーター(技術水準)、 $K$ :資本ストック、 $L$ :労働量、 $\alpha$ :資本分配率、である。

$A = 1$  とし、 $y$  を一人当たりの生産量とすれば、

$$y_t = f(k_t), \quad f' > 0, \quad f'' < 0, \quad (3)$$

である。ここで、 $k$ :一人当たりの資本ストック、である。 $k$ の遷移式は、

$$\begin{aligned} k_{t+1} - k_t &= y_t - c_t - \delta k_t - n k_t, \\ k_{t+1} - k_t &= f(k_t) - c_t - (\delta + n)k_t \end{aligned} \quad (4)$$

である。ここで、 $c$ :一人当たりの消費、 $\delta$ :資本減耗率、 $n$ :人口成長率、である。(4)は、投資=貯蓄(財市場の均衡)を表している。

(4)の制約式のもと無限期間生存する代表的個人の効用最大化問題を解き、企業の利潤最大化条件を考慮すれば、

$$\frac{c_{t+1}}{c_t} = \frac{1 + f'(k_t) - \delta}{1 + \rho}, \quad (5)$$

が得られる。ここで、 $\rho$ :主観的割引率、である。(5)はオイラー方程式と呼ばれており、新古典派経済学、新しい古典派において非常に重視されているものである。(4)(5)より、定常状態の1人当たりの消費と資本ストックが導出される。

ラムゼイ・モデルは、無限期間において「貯蓄=投資」が仮定されているので、動学的一般均衡モデルと呼ばれるモデルの一つである。動学的一般均衡モデルは、あらゆる時点で市場均衡が達成されており、将来において発生する市場のショック等も定常状態に影響を与える、つまり、全ての時点の市場均衡に影響を与えるというものである<sup>\*8</sup>。

新古典派経済学、新しい古典派がオイラー方程式を重視するのは、将来の出来事(ショック)を考慮(予想)したうえで、代表的個人が行動(最適化)をするということが定式化されているからである(フォワード・ルッキング)。リカードの等価原理は、公債発行による財政政策の有効性を否定している。合理的期待形成学派のBarro(1974)は、公債の発行による政府支出の拡大は将来の増税を意味するので、将来を合理的に予想し、子孫を利他的に考える家計は将来の増税を考慮すると考え、リカードの等価原理を発展させた議論を展開している。また、後述するように、ラムゼイ・モデルに政府や税制を導入した議論も

<sup>\*8</sup> この他に新古典派経済学において重視されているモデルとして、世代重複モデルがある。世代重複モデルも動学的一般均衡モデルである。

存在するが、均衡財政が想定されているか、公債残高に制約を設けた議論が展開されている。

ラムゼイ・モデルでは、生産性を表すパラメーター  $A$  の変化は考慮されていないが、その変化を考慮したものが新古典派経済学、新しい古典派の景気循環論である実体的景気循環論 (リアル・ビジネス・サイクル) である (Kydland and Prescott(1982))。  $A$  の変化は、

$$\log(A_{t+1}) = \eta \log(A_t) + \epsilon_{t+1}, \quad (6)$$

と定式化される。ここで、 $\epsilon$  : 技術ショック、 $\eta$  : 外生的ショックの持続性に関するパラメーター、である。

実体的景気循環論は、景気の変動が生産性に対するショックといった実体的ショックにより発生すると考えている。また、貨幣の中立性という性質は維持されており、金融的要因により景気変動が発生するということは考えられていない。それ故、新古典派経済学、新しい古典派の世界では、金融危機は起こりえない。

貨幣の中立性という新古典派経済学、新しい古典派の考え方に立てば、貨幣を発行して財政支出 (需要) を増加させる、或いは、インフレにならない限り政府の負債の増加は問題ではないという MMT の考え方は、根本的なところから相容れないものであることは容易に理解できる。

## 2.4 ニュー・ケインジアン・モデルとニュー・コンセンサス・マクロ経済学

ニュー・ケインジアンは、当初、メニュー・コスト理論や効率賃金仮説など、ケインズが主張する価格の硬直性をミクロ経済学的な基礎付けを持つモデルで説明することに注力していた。その後、ニュー・ケインジアンは、実体的景気循環論に独占的競争と Calvo 型価格決定 (Calvo(1983))、テイラー・ルール (Taylor(1993)) 等を導入し、ニュー・ケインジアン・モデルを展開している。そして、少なくとも短期においては金融政策等が有効であることを主張している<sup>\*9</sup>。

独占的競争とは、経済には無数の財が存在すると想定し、その財の生産者 (企業) は価格を自由に決定できるというものである。Calvo 型価格決定とは、独占的競争のもとでは企業は価格を自由に決定できるが、每期価格の改定ができるわけではなく、一定の確率で

---

<sup>\*9</sup> ニュー・ケインジアン・モデルについては、中村・北野・地主 (2016) が数値シミュレーションでその特徴を示している。蓮見 (2020) では、モデルが数学的に展開されて説明されている。本項の説明も、蓮見 (2020) 等に基づいている。

ある時期に価格の改定ができるというものである。つまり、実体的景気循環論に価格の硬直性が導入されることになる。

そして、テイラー・ルールは、

$$i_t = i^* + \phi_\pi \pi_t + \phi_y \log \left( \frac{Y_t}{Y_t^n} \right), \quad (7)$$

と定式化されている。ここで、 $i$ ：目標名目利子率、 $i^*$ ：名目利子率の定常値、 $\pi$ ：インフレ率、 $Y$ ：実質 GDP、 $Y^n$ ：潜在的 GDP、である。(7)は、インフレ、或いは景気が加熱すれば目標名目利子率を引き上げるということを示している。

ニュー・ケインジアン・モデルでは、新古典派経済学、新しい古典派と同様の動学的な視点を持ち、長期においてはラムゼイ・モデルが想定する定常状態に収束すると考えられている。新古典派経済学、新しい古典派とニュー・ケインジアンの間では、分析手法における対立は解消されている。鍋島(2020)はニュー・ケインジアンをケインズ派ではなく、新古典派経済学、新しい古典派と解釈し、ポスト・ケインズ派のみをケインズ派と捉えている。

ニュー・ケインジアン・モデルの考え方を単純化したマクロ経済モデルが、ニュー・コンセンサス・マクロ経済学と呼ばれているものであり、我が国のマクロ経済学の教科書においてもその考え方が掲載されるようになってきている。 $IS \cdot MP$ モデルと呼ばれるものがそれである。ニュー・コンセンサス・マクロ経済学には、ニュー・ケインジアン・モデルのように動学的な視点は明示的には考慮されていない。しかしながら、その考え方が基になっているということは言うまでもない

ニュー・コンセンサス・マクロ経済学は、Romer(2000)やTaylor(2004)等により提示されたものであり、 $LM$ 方程式に代えてテイラー・ルールが導入されているものである。Mankiw(1992)が提示した長期と短期という時間的視野は継承しており、(1)の貨幣数量説ではなくヴィクセル的物価調整が採用されている。

図1挿入

中央銀行はインフレ・ターゲット(テイラー・ルール)を採用しており、インフレ率 $\pi$ の上昇に対して名目利子率 $i$ をより高い水準に誘導すると考える。Taylor(2004)では、テイラー・ルールは目標名目利子率がインフレ率 $\pi$ のみに依存すると考えられており、

$$i = i^* + \phi_\pi \pi, \quad (8)$$

と考える。また、財市場の均衡式を、

$$Y = cY + C_0 + I(i - \pi) + G, \quad (9)$$
$$0 < c < 1, \quad C_0 > 0, \quad I' < 0,$$

とする。ここで、 $Y$ ：実質 GDP、 $c$ ：限界消費性向、 $C_0$ ：基礎消費、 $I$ ：投資、 $G$ ：政府支出、である。

(8) を (9) に代入すれば、

$$Y = cY + C_0 + I(i^* + \phi_\pi \pi - \pi) + G, \quad I' < 0, \quad (10)$$

が得られ、(10) より総需要曲線 ( $AD$ ) の形状は、

$$\frac{d\pi}{dY_{AD}} = \frac{1 - c}{I'(\phi_\pi - 1)} < 0, \quad (11)$$

となる。

インフレ率  $\pi$  が上昇すれば、中央銀行は名目利子率をより高めに誘導するので ( $\phi_\pi > 1$ )、実質利子率が上昇して投資は抑制され、所得  $Y$  は抑制されるということである。それ故、総需要曲線 ( $AD$ ) は右下がりとなる (図 1)。

図 1 の  $IA$  はインフレ調整線 (Inflation Adjustment Line) である。インフレ調整線 ( $IA$ ) は、潜在的 GDP ( $Y^n$ ) と実際の実質 GDP の乖離とインフレ率  $\pi$  の関係を表しており、実際の実質 GDP が潜在的 GDP を上回る場合にインフレ率  $\pi$  が上昇傾向になることを示している。

短期均衡点は、 $AD$  曲線と  $IA$  線の交点で決まる (SR 点)。SR 点の実質 GDP は潜在的 GDP よりも低い水準にあるが、ヴィクセル的物価調整によりインフレ率  $\pi$  は低下し、 $IA$  線は下方にシフトして潜在的 GDP に収束する (LR 点)。図 1 の  $\pi^*$  は望ましいインフレ率である。つまり、ヴィクセル的物価調整 (市場メカニズム) により、経済は自律的に潜在的 GDP と望ましいインフレ率を回復するということである。

そして、高インフレ率への金融政策ルールの変更 (名目貨幣供給量の増加) は  $AD$  曲線を右方にシフトさせるので、短期的には景気を刺激する (A 点)。しかしながら、長期的にはヴィクセル的物価調整により潜在的 GDP に収束するが、インフレ率  $\pi$  は上昇する (B 点)。従って、長期的には貨幣は中立的である。また、政府支出の拡大も  $AD$  曲線を右方にシフトさせるので、短期的には景気を刺激するが (A 点)、長期的には潜在的 GDP に収束し、インフレ率  $\pi$  は上昇する (B 点)。つまり、財政政策も短期的には効果があるが、長

期的には効果がないという結論になる<sup>\*10</sup>。

ニュー・コンセンサス・マクロ経済学は、短期的には金融政策、財政政策の効果を認めるが、長期的には新古典派経済学、新しい古典派と同様の考え方をしている。つまり、長期においては貨幣は中立的であり、財政政策も効果は抑制されると考えられている（クラウディング・アウト）。この観点から、ニュー・コンセンサス・マクロ経済学も MMT の考え方に批判的であることは十分に理解できる<sup>\*11</sup>。

### 3 現代貨幣理論 (MMT) とポスト・ケインズ派の議論

#### 3.1 ニュー・コンセンサス・マクロ経済学に対する批判的検討とカレツキアン・モデル

ニュー・コンセンサス・マクロ経済学に対しては、ポスト・ケインズ派から多くの批判的な検討がなされてきた<sup>\*12</sup>。ここでは、Lavoie(2006) を概観する。先にも述べたように、ニュー・コンセンサス・マクロ経済学では、財政政策は長期的には効果がないと主張する。これに対して、Lavoie(2006) は、政府支出の拡大により潜在的 GDP も高まるので、財政政策は長期的にも効果があると批判している。

ここで、経済は図 1 の LR 点にあるとしよう。政府支出の拡大は  $AD$  曲線を右方にシフトさせるので、ニュー・コンセンサス・マクロ経済学と同様に短期的には景気を刺激する (A 点)。そして、政府支出の拡大は潜在的 GDP ( $Y^n$ ) を高めるので ( $Y^n$  が  $Y_1^n$  にシフト)、A 点は長期均衡点となる。つまり、財政政策は長期的にも効果があるということである。しかも、インフレも発生していないので、MMT の考え方に従えばさらに政府支出を拡大することが可能であるということになる。

財政政策等の総需要管理政策が長期的にも効果がある (需要が長期にも影響する) という主張は、ポスト・ケインズ派の特徴である。それを体現しているのが、カレツキアン・モデルである。カレツキアン・モデルの短期、中期、長期については、佐々木 (2011a) が詳細な検討を行っている。短期的にはケインジアン の安定条件が仮定され、財市場は均衡している。そして、長期的にも有効需要、つまり、財政政策が経済に影響することが示されている。

---

<sup>\*10</sup> 中村・北野・地主 (2017) では、単純なニュー・ケインジアン・モデルにおいて、政府支出の拡大がクラウディング・アウトを発生させることを数値シミュレーションで示している。

<sup>\*11</sup> 財政支出の拡大は、通常の  $IS \cdot LM$  モデルにおいても利率の上昇を招く。

<sup>\*12</sup> ニュー・コンセンサス・マクロ経済学に対するポスト・ケインズ派による批判的検討については、鍋島 (2017) が詳しい。

また、ラムゼイ・モデルは代表的個人の貯蓄が投資を決定しているが、カレツキアン・モデルは独立した投資関数が想定されており、企業の投資行動が経済に大きな影響を与える。また、カレツキアン・モデルでも財市場は均衡しているが、動学的な一般均衡モデルではない。また、ヴィクセル的物価調整を想定し、政府支出の増加が潜在的 GDP を高めるとする Lavoie(2006) の議論とも異なる。

カレツキアン・モデルでは、資本家と労働者が考慮され、資本家と労働者の消費性向が異なると想定されている(カルドア型消費関数)。それ故、カレツキアン・モデルにおける物価は分配変数であり、一般的には物価の動態が考慮されていないものが多く、賃金主導型経済成長が議論されている。

また、カレツキアン・モデルに金融的側面を導入した研究は多く存在する。ミンスキーが重視した負債の動態を考慮したもの(佐々木(2011b)、Nishi(2012)等)、*LM* 方程式を導入したものなどがある(大野(2011))。負債を導入したものでは、負債主導型、負債荷重型の経済成長が議論されている。また、利子率については、ポスト・ケインズ派の内生的貨幣供給論により一定と定式化されているものが多い。基本的に、カレツキアン・モデルでは利子率も分配変数であると考えられている。

先にも述べたように、内生的貨幣供給論とは、貨幣需要に対して銀行信用を含む貨幣供給が受動的に行われるというものである。銀行信用により預金が増加し、それに伴って必要準備金が増加するが、中央銀行は受動的にハイパワード・マネーを供給する。従って、中央銀行が制御できるのは貨幣量ではなく利子率であるという考え方である。現在、我が国においては、法定準備金をはるかに上回る超過準備が保有されている。それ故、内生的貨幣供給論の立場に立てば、中央銀行が設定した利子率  $\bar{i}$  の下で、市中銀行が貨幣を受動的に供給するということになる。つまり、

$$i = \bar{i}, \quad (12)$$

である。

MMT の主張は、需要主導型経済、特に賃金主導型経済を想起させるが、寡占経済を想定した数量調整モデルであるとは考えにくい。物価をコントロールするのは租税政策(財政政策)であり、インフレにならない限り、貨幣発行による政府支出の拡大は問題ないと主張する。そして、MMT は、供給能力が十分である現在の経済においては、ハイパー・インフレーションが発生する可能性は低いと主張する。その主張を簡潔なマクロ経済モデルを構築して検討しよう。

図 2 挿入

MMT は、ハイパー・インフレーション発生の可能性を否定しているわけではない。そ

れ故、インフレになれば増税し、財に対する需要を抑制する必要があると考えている。つまり、MMT は、ニュー・コンセンサス・マクロ経済学と同様に、ヴィクセル的物価調整（財市場におけるインフレ率の調整）を想定していると考えるのが妥当であろう<sup>\*13</sup>。

ここで、租税関数  $T$  を、

$$\begin{aligned} 1)\pi > 0: & \quad T = t(\pi)Y, \quad t_\pi > 0, \\ 2)\pi \leq 0: & \quad T = tY, \end{aligned} \quad (13)$$

とする。ここで、 $t(0 < t < 1)$  : 税率、である。つまり、 $1)\pi > 0$  の場合、インフレ率  $\pi$  が上昇すれば、税率  $t$  を上昇させるということである。そして、消費関数  $C$  を、

$$C = c(Y - T) + C_0, \quad (14)$$

とする。さらに、MMT は内生的貨幣供給論を採ることを明確に示している。

(12)(13)(14) を考慮すれば、財市場の均衡式、

$$\begin{aligned} 1)\pi > 0: & \quad Y = c\{1 - t(\pi)\}Y + C_0 + I(\bar{i} - \pi) + G, \quad I' < 0, \\ 2)\pi \leq 0: & \quad Y = c(1 - t)Y + C_0 + I(\bar{i} - \pi) + G, \quad I' < 0, \end{aligned} \quad (15)$$

が得られ、総需要曲線 ( $AD$ ) の形状は、

$$\begin{aligned} 1)\pi > 0: & \quad \frac{d\pi}{dY_{AD}} = \frac{1 - c(1 - t)}{-cYt_\pi - I'} < 0, \\ 2)\pi \leq 0: & \quad \frac{d\pi}{dY_{AD}} = \frac{1 - c(1 - t)}{-I'} > 0, \end{aligned} \quad (16)$$

となる。ここで、 $-cYt_\pi - I' < 0$  を仮定する。

つまり、 $1)\pi > 0$  ならば、総需要曲線 ( $AD$ ) は右下がりとなる。ニュー・コンセンサス・マクロ経済学は、目標インフレ率より実際のインフレが高くなるほど名目利子率をより高めに誘導すると考えている。それ故、実質利子率が上昇して投資等の需要が抑制される。結局のところ、インフレになれば需要を抑制するということには変わりはない。 $2)\pi \leq 0$  ならばその効果は働かないので、総需要曲線 ( $AD$ ) は右上がりとなる<sup>\*14</sup>。

ここで、経済は図 2 の SR 点にあり、インフレ率は望ましいインフレ率  $\pi^*$  よりも低い  $\pi_0$  であるとしよう。また、実質 GDP は潜在的 GDP ( $Y^n$ ) より低いので、供給能力は十分

<sup>\*13</sup> MMT はポスト・ケインズ派の内生的貨幣供給論を採っているため、自然利子率という概念そのものを否定していると思われる。従って、ヴィクセル的物価調整という言い方は適切ではないかもしれない。

<sup>\*14</sup> 浅田 (2000)、二宮 (2018) は、実質負債残高を導入することにより、右上がりの総需要曲線を導出している。これは、負債効果と呼ばれている。

にある。この時、財政拡大政策により  $AD$  曲線を右方にシフトさせれば ( $AD \rightarrow AD_1$ )、経済は A 点に移行する。A 点は潜在的 GDP ( $Y^n$ ) を上回っているため、インフレ率  $\pi$  は上昇する。インフレ率  $\pi$  の上昇により、政府は税率  $t$  を引き上げるので所得は減少し、経済は LR 点に移行する。LR 点は潜在的 GDP にあり、インフレ率も望ましいインフレ率  $\pi^*$  である<sup>\*15</sup>。MMT は、インフレにならない限り政府支出を拡大し続けても問題なく、インフレになれば増税すればよいと主張する。少なくとも LR 点までは、その主張は妥当であると思われる。但し、MMT の主張は、内生的貨幣供給論を採用することが前提となっていることには注意が必要である。

しかしながら、さらに政府支出を拡大させ、 $AD$  曲線を右方にシフトさせれば ( $AD_1 \rightarrow AD_2$ )、経済は B 点に移行する。B 点は潜在的 GDP ( $Y^n$ ) を上回っているため、インフレ率  $\pi$  は上昇する。インフレ率  $\pi$  の上昇により、政府は税率  $t$  を引き上げるので所得は減少し、経済は C 点に移行する。C 点は潜在的 GDP にあるが、インフレ率は  $\pi_1$  に高止まりしたままである。それ故、MMT の主張は、LR 点 (望ましいインフレ率  $\pi^*$  で、潜在的 GDP に到達する) までは政府支出を拡大しても問題はない、と修正する必要があると思われる。

次に、財政拡大政策を採らない場合を検討しよう。同様に、経済は図 2 の SR 点にあり、インフレ率は望ましいインフレ率  $\pi^*$  よりも低い  $\pi_0$  であるとしよう。SR 点は潜在的 GDP ( $Y^n$ ) を下回っているため、インフレ率  $\pi$  は低下する。インフレ率  $\pi$  の低下により、政府は税率  $t$  を引き下げるので所得  $Y$  は増加する。しかしながら、インフレ率  $\pi$  がゼロになると税率  $t$  の引き下げを停止するので、さらなるインフレ率  $\pi$  の低下 (デフレ) は実質利子率を上昇させるようになる。実質利子率の上昇は投資を抑制するので所得は減少に転じ、インフレ率  $\pi$  の低下 (デフレ) と所得  $Y$  の減少が累積的に継続することになる (デフレ・スパイラル)。MMT は内生的貨幣供給論に基づいているので、中央銀行が主体的に量的金融緩和政策を採用することができない。それ故、デフレ・スパイラルを回避するという意味でも、財政拡大政策を LR 点まで行うというのであれば理解はできる。

デフレ下における我が国の実際の政策運営は、1999 年のゼロ金利政策、2001 年の量的緩和政策、2013 年の異次元の金融緩和政策、2016 年のマイナス金利政策といったように、金融を緩和し続けてきた。財政赤字は拡大し、日銀は大量の国債を購入している。それでも、デフレの解消には至っていない。

<sup>\*15</sup> 租税関数  $T$  を、

$$\pi^* > 0: \quad T = t(\pi)Y, \quad t_\pi > 0,$$

と考えれば、LR 点には移行せず、所得  $Y$  とインフレ率  $\pi$  は望ましいインフレ率  $\pi^*$  までともに上昇し続けると考えられる。

この間、金融システムの安定化を大儀名分とした民間金融機関への公的資金の導入、景気を回復（株価を上昇）させるための日銀による上場投資信託（ETF）の購入が行われる一方、財政赤字や自己責任を理由とした社会保障費や教育費の削減が行われ、非正規雇用も増加している。MMTの主張が、財政支出による民間銀行の救済や金融緩和による株主に対する利益供与をやめ<sup>\*16</sup>、その恩恵を切り捨てられたものに分配せよというものであるならばある程度は理解できる。

MMTが提案する就業保証プログラムは、財源の確保などを含めその運用には多くの課題があると思われる。しかしながら、裁量的財政政策、金融政策は景気刺激（完全雇用達成）のために使われているが、就業保証プログラムは完全雇用達成のために財政、金融政策をできる限り使わないということを意味している。就業保証プログラムの提案とともに、MMTは景気の自動安定化装置の重要性を強調している。

結局のところ、異次元の金融緩和政策が、株価等を異様に上昇させ、企業の利益のみが増加する見せかけの（雇用が改善しない）景気回復しかもたらさないのであれば、就業保証プログラムは一つの選択肢であるように思われる。日銀は上場投資信託（ETF）を大量に購入しているが、株価が下落すれば当然のことながら日銀は損失を被る。就業保障プログラムは、失業給付などの社会保障の代替にもなり得ると考えられる。但し、新古典派経済学、新しい古典派は限界生産力による分配を主張し、最低賃金の引き上げにも否定的な見方をしているので、就業保証プログラムには同意しないことが容易に想像できる。

### 3.2 財政政策に対する新古典派経済学、新しい古典派の見方

第2節で述べたように、新古典派経済学、新しい古典派は財政政策の有効性に否定的で、ニュー・コンセンサス・マクロ経済学も長期的には財政政策の有効性に否定的である。しかしながら、新古典派経済学、新しい古典派においても、長期的な財政政策の有効性に肯定的な見方をするものがある<sup>\*17</sup>。

Barro(1990)は、生産関数を、

$$Y = K^\alpha (GL)^{1-\alpha} \quad (17)$$

と定式化している。ここで、 $G$ ；生産的公共サービス、である。つまり、生産的公共サービスが増加すると労働の効率性が上昇するということである。これは、(2)の生産性を表すパラメーター  $A$  と同様の役割を果たしている。

<sup>\*16</sup> 我が国の株式市場における外国人投資家の割合は7割程であると言われているので、株価上昇の恩恵の多くは外国人投資家が享受していると考えられる。

<sup>\*17</sup> 本項の説明は、二神(2012)に負っている。

ここで、企業の利潤  $\Pi$  は、

$$\Pi = K^\alpha (GL)^{1-\alpha} - wL - rK, \quad (18)$$

であり、利潤最大化の一階の条件より、

$$\frac{\partial \Pi}{\partial K} = \alpha K^{\alpha-1} (GL)^{1-\alpha} - r = 0, \quad (19)$$

が得られる。

政府の予算制約式は、

$$G = tY, \quad 0 < t < 1, \quad (20)$$

が想定される。ここで、 $t$ : 税率、である。そして、 $L = 1$  とし、(17)(19)(20) を整理すれば、

$$r = \alpha t^{\frac{1-\alpha}{\alpha}}, \quad (21)$$

が得られる。税率  $t$  を考慮したオイラー方程式に (21) を代入すれば、

$$\frac{c_{t+1}}{c_t} = \frac{(1+t)\alpha t^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} + 1}{1+\rho}, \quad (22)$$

が得られる。(22) は、消費の成長率を表している。

Barro(1990) は、(22) の消費成長率を最大する税率を導出している。つまり、政府支出の増加により労働の効率性が高まる効果と、税率の上昇が利子率の上昇を招き貯蓄を減少させる効果が釣り合うところで税率を決定すれば経済成長率が最大になるということである。

Barro(1990) では均衡財政が想定されているが、Futagami, Iwaisako and Ohdoi(2008) は、財政赤字を考慮し、公債残高と資本ストックの比率を一定率とするようなルールを導入した議論を展開している。そして、政府支出の増加を公債の発行で賄うか、税率の上昇で賄うかは、経済が高成長均衡か低成長均衡かに依存することを示している。つまり、高成長均衡の場合には税率の引き上げ、低成長均衡の場合には公債発行の上限を引き下げることが成長促進的であるということである。

(17) の見方をニュー・コンセンサス・マクロ経済学に当てはめれば、Lavoie(2006) と類似した議論が展開できると思われる。つまり、政府支出の拡大は潜在的 GDP( $Y^n$ ) を高め、財政政策は長期的にも効果があるということである。しかも、インフレも発生していないので、MMT の考え方に従えばさらに政府支出を拡大することが可能であるということである。勿論、Barro(1990) の議論は短期の乗数効果を肯定しているわけではなく、

政府支出の増加による労働効率性の上昇を考慮することにより、消費の成長率を最大にする税率を導出している。従って、政府支出はあくまでも生産性を高めるもの（教育やインフラの整備等）に限られるということと言うまでもない。

MMT は、財政政策を景気の安定化よりは、教育や福祉に振り向けることを主張している。教育の充実が生産性を高めることが期待されるので、新古典派経済学、新しい古典派も受け入れることは可能であろう。しかしながら、福祉の充実は、新古典派経済学、新しい古典派には容認できない主張であると思われる。また、Lavoie(2006) が長期的に財政政策が効果があるとする根拠は、その政策により長期的に潜在的 GDP が高まると考えているからである。これに対して、MMT では生産性の上昇等の経済の供給面に関する議論は殆ど行われていない。

また、Barro(1990) では、(20) のように均衡財政が想定されている。また、Futagami, Iwaisako and Ohdoi(2008) は財政赤字を許容しているが、公債残高と資本ストックの比率を一定率とするようなルールが導入されている。そして、低成長均衡の場合にはその比率を引き上げて財政支出を拡大することが望ましいと論じている。しかしながら、インフレにならない限り財政赤字を続けても問題はないと主張する MMT の議論とは基本的に異なるものであることは言うまでもない。

### 3.3 ポスト・ケインズ派マクロ動学モデルの展開

以上概観したように、MMT の考え方は、新古典派経済学、新しい古典派、ニュー・ケインジアンとは多くの点で異なった見方をしている。さらに、MMT はポスト・ケインズ派と見做されているが、Lavoie(2006) やカレツキアン・モデルの他にも、ポスト・ケインズ派のマクロ経済モデルとは様々な点で異なった見方をしている。ここでは、関連する議論についてこれまでポスト・ケインズ派のマクロ動学モデルがどのような定式化、議論を行っているのかを簡潔に概観し、MMT の主張を検討する。

MMT は、貨幣による財政赤字のファイナンスを主張している。政府の予算制約式を考慮して財政政策の効果を検討したものに、Asada(1987) がある。Asada(1987) は、政府支出関数  $G$ 、租税関数  $T$ 、供給関数をそれぞれ、

$$G = G_0 + \alpha(\bar{Y} - Y), \quad G_0 > 0, \quad \beta \geq 0, \quad (23)$$

$$T = t \left( Y + \frac{B_g}{p} \right) - T_0, \quad 0 < t < 1, \quad T_0 > 0, \quad (24)$$

$$p = p(Y), \quad p_Y > 0, \quad (25)$$

と定式化している。ここで、 $Y$  : 実質生産量、 $\bar{Y}$  : 目標実質生産量、 $t$  : 税率、 $B_g$  : 公債残

高、 $p$ ：物価水準、である。(23)は逆循環的な財政政策ルールを表しており、 $\alpha$ はその反応係数である。

さらに、政府の予算制約式が、

$$\frac{\dot{M}}{p} + \frac{\dot{B}_g}{ip} = G + \frac{B_g}{p} - T, \quad (26)$$

と定式化されている。ここで、 $i$ ：名目利子率、である。(23)(24)(25)を(26)に代入して整理すれば、

$$\frac{\dot{M}}{p} + \frac{\dot{B}_g}{ip} = -(t + \alpha)Y + (1 - t)\frac{B_g}{p(Y)} + G_0 + T_0 + \alpha\bar{Y} \quad (27)$$

が得られる。

Asada(1987)は、Blinder and Solow(1973)に従い、貨幣による資金調達と公債による資金調達を、

$$B_g = \bar{B}_g(\dot{B}_g = 0), \quad \text{貨幣による資金調達} \quad (28)$$

$$M = \bar{M}(\dot{M} = 0), \quad \text{公債による資金調達} \quad (29)$$

とし、逆循環的財政政策の効果をカルドア型循環モデルにおいて検討を行っている。そして、貨幣による資金調達、債券による資金調達の何れにおいても逆循環的財政政策は動学体系を安定化させると論じている。勿論、Asada(1987)はMMTの想定とは全く異なるが、不況下における貨幣による資金調達における逆循環的財政政策の有効性を示しており、不況(デフレ)における貨幣による資金調達の財政政策を主張するMMTと類似している。

しかしながら、二宮(2005b)は、企業の有利子負債を考慮したケインジアンのマクロ動学モデルにおいて、(23)のような逆循環的財政政策は経済を安定化することができないと論じている。二宮(2005b)は、金融不安定性を所得 $Y$ の上昇(下落)にも関わらず利子率 $i$ が下落(上昇)する局面であると捉えている。二宮(2005b)では、貨幣供給関数 $M$ が、

$$M = \mu(Y, B_f, i)H, \quad \mu_Y > 0, \quad \mu_{B_f} < 0, \quad \mu_i < 0, \quad (30)$$

と定式化されている。ここで、 $\mu$ ：貨幣乗数、 $H$ ：ハイパワード・マネー、である。

$\mu_Y$ が大きいとき、通常のLM方程式とは異なり、利子率 $i$ は所得 $Y$ の減少関数となる可能性がある<sup>\*18</sup>。 $\mu_Y > 0$ は市中銀行の行動を表しているが、好況(不況)により市中

<sup>\*18</sup> (30)のような貨幣供給関数は、Rose(1969)により導入されている。Taylor and O'Connell(1985)は、貨幣需要関数を期待利潤率の減少関数と定式化し、金融の不安定性を論じている。

銀行の貸付が増加(減少)すれば、利子率  $i$  が下落(上昇)して投資を促進(抑制)し、景気をさらに過熱(悪化)させるということである\*<sup>19</sup>。また、 $\mu_{B_f} < 0$  は、企業の負債が大きくなる時、市中銀行は貸付を抑制することを示している。

さらに、企業の有利子負債の動態を、

$$\dot{B}_f = I - \Pi_n = I(Y, B_f, i) + I_0 - \left[ (1-t) \frac{\tau}{1+\tau} Y - iB_f \right], \quad (31)$$

$$I_Y > 0, \quad I_{B_f} < 0, \quad I_i < 0,$$

と定式化している。ここで、 $B_f$ ：企業の負債、 $\Pi_n$ ：税引き後純利潤(内部留保)、 $I$ ：投資、 $\tau$ ：マーク・アップ率、である。ミンスキーの金融不安定性仮説を数理モデルに展開した諸研究では、ヘッジ金融、投機的金融からポンツィ金融へと至る金融レジームの脆弱化を企業の負債の増加として捉えているものが多い\*<sup>20</sup>。

二宮(2005b)は貨幣による資金調達、(30)(31)を考慮した動学体系において、(23)のような逆循環的財政政策は動学体系を安定化させない可能性を指摘している。これは、以下のようなメカニズムである。ここで経済が不況局面にあると想定しよう( $Y$ の下落、 $B_f$ の上昇)。この時、市中銀行の貸し手のリスクが高まり、利子率  $i$  が上昇する。利子率  $i$  の上昇は投資  $I$  を抑制するが、有利子負債の増加がそれを上回れば負債  $B_f$  はさらに増加する。しかしながら、逆循環的財政政策は、このような不安定性を取り除くことができないということである。これに対して、二宮(2005a)は、利子率・ターゲットが金融的な経済の不安定性を取り除くことができると論じている。

ポスト・ケインズ派のマクロ動学モデルは、インフレ・ターゲットについて肯定的な見方をしているものが多い(Asada(2006)、浅田(2011)等)。多くのポスト・ケインズ派マクロ動学モデルは、寡占経済を想定しマーク・アップ原理に基づいて物価版フィリップス曲線が導入されている。ヴィクセル的物価調整を考慮したものとしては、Asada(1991)がある。Asada(1991)は、競争-寡占の混合体系のマクロ動学モデルを構築して、動学体系の安定性とHopf分岐を適用した経済の循環を論じている。

Ninomiya(2016)は、(30)のような貨幣供給関数を考慮した金融の不安定性のマクロ動学モデルにおいて、インフレ・ターゲットを検討している。Ninomiya(2016)は、

\*<sup>19</sup> このような金融の不安定性を考慮した実証分析として、Ninomiya and Tokuda(2012)(2017)(2021)がある。松尾(2021)は、このような経済の不安定性を抑止する方策として、市中銀行の利潤動機に基づく信用創造を廃止し、貨幣発行の公有化を主張している。そして、信用創造廃止論に基づき MMT を批判している。但し、筆者は貨幣発行の公有化には懐疑的である。

\*<sup>20</sup> 企業の負債を考慮した最近の実証分析として、西(2021)がある。

Asada(1991) に従い競争-寡占の混合体系を導入し、インフレ率  $\pi$  を、

$$\pi = (1 - \varepsilon) \left( \frac{\dot{W}}{W} - \sigma \right) + \varepsilon [g(y, i - \pi^e) - sy + \pi^e], \quad (32)$$

$$0 < \varepsilon < 1, \quad g_y > 0, \quad g_{i-\pi} < 0,$$

と定式化している。ここで、 $W$ ：名目賃金率、 $\sigma$ ：生産性の代理変数、 $g$ ：資本蓄積率、 $s$ ：貯蓄率、 $\pi^e$ ：期待インフレ率、である。つまり、(32) は、 $\varepsilon$  が十分小さいならば寡占経済、 $\varepsilon$  が 1 に近づくほど競争経済であることを意味してゐる。

さらに、Ninomiya(2016) は、ハイパワード・マネー  $H$  の成長率を、

$$\frac{\dot{H}}{H} = \eta + \beta [i - \{\gamma\varphi(\pi - \bar{\pi}) + i_0\}], \quad (33)$$

と定式化している。(33) は、 $\beta$  が十分小さい場合にはハイパワード・マネー  $H$  を一定率  $\eta$  で増加させるという政策を、 $\beta$  と  $\gamma$  がともに大きい場合にはインフレ・ターゲットを採ることを示している。Ninomiya(2016) は、競争経済、寡占経済の何れにおいてもある条件の下でインフレ・ターゲットは動学体系を安定化させることを示している。

MMT はヴィクセル的物価調整を想定し、インフレは増税、政府支出の削減により抑制できると主張している。インフレに対して需要を減少させるとする考え方は、インフレ・ターゲット (ニュー・コンセンサス・マクロ経済学) と同様である。しかしながら、MMT の基本的立場は (28) のような財政赤字の貨幣による資金調達 (マネー・ファイナンス) であると考えられ、名目利率を誘導するインフレ・ターゲットや利率・ターゲットとは基本的に異なる。これは、MMT の考え方が、ポスト・ケインズ派の内生的貨幣供給論を前提にしているからである。

先にも述べたように、内生的貨幣供給論は貨幣需要に対して銀行信用を含む貨幣供給が受動的に行われるというものである。銀行信用により預金が増加し、それに伴って必要準備金が増加するが、中央銀行は受動的にハイパワード・マネーを供給する。従って、中央銀行が制御できるのは貨幣量ではなく利率であるという考え方である。我が国においては、法定準備金をはるかに上回る超過準備が保有されているので、内生的貨幣供給論の立場に立てば、市中銀行が受動的に供給するということになる。

それ故、内生的貨幣供給論を前提としている MMT は、(30) のような貨幣供給関数は想定されておらず、利率が所得の減少関数になる可能性があることもまた想定されていないと考えるのが妥当であろう。MMT はミンスキーを継承していると言われているが、少なくとも金融不安定性の理論モデルとは全く異なるものであると考えられる。それ故、

金融の不安定性に関する検討は十分であるとは言い難い<sup>\*21</sup>。

マネー・ファイナンスは、財政赤字を貨幣の発行(ハイパワード・マネーの供給)でファイナンスすると考えているので、MMT はインフレにならない限りは財政赤字は問題ないと考えている。しかしながら、仮にハイパー・インフレーションは防ぐことができるとしても、内生的貨幣供給論を前提としないならば金融の不安定性が発生しないとは言えない。金融危機は十分に起こりうると考えられる。

MMT は、ミンスキーが重視した中央銀行の最後の貸し手としての機能を強調している。しかしながら、最後の貸し手は、金融危機が発生した後の手段であり、それを未然に防ぐものではない。金融危機(金融の不安定性)を抑止する政策や制度的枠組みの構築が非常に重要であるというのが筆者の見方であり、MMT に欠落していると思われる点である。

また、我が国のバブル経済の経験が如実に示しているように、一般物価水準が安定的だとしても過剰なマネーが資産価格等の高騰を招くことは明らかである。新型コロナ感染拡大による不況は、一時的に株価の下落を招いたものの、実体経済と乖離したと思われる株価の上昇が続いている。その他にも、金、原油、穀物等の高騰も発生している。これらの価格高騰が過剰なマネーによりもたらされている可能性は否定できない。

一般に、資産価格の上昇が健全な経済成長によるものなのか、バブルによるものなのかを見分けることは非常に困難である。過剰なマネーが金融危機や金融恐慌の素地となる危険があることを十分に認識する必要があるというのが筆者の見方である<sup>\*22</sup>。MMT は民間部門の金融資産や負債の創造を軽視しているわけではないとしているが(訳書 p.54)、少なくとも Wray(2015) ではその検討が十分であるとは言い難い。

さらに、MMT は変動為替相場制の有効性を強調する。アジアの通貨危機の要因について、1) 固定為替相場制(ドル・ペッグ制)、2) 国内経済の脆弱性、3) 国際資本移動、が指摘されている(伊藤(1999))。ポスト・ケインズ派マクロ動学モデルにおいて開放体系を検討したものは多くないが、Asada(1995) はカルドア型循環モデルを開放体系に拡張し、固定為替相場制の不安定性と変動為替相場制の安定性を論じている。Ninomiya(2007) は、Asada(1995) に金融不安定性の議論を導入し、固定為替相場制の不安定性と変動為替相場制の安定性を論じている。

---

<sup>\*21</sup> Epstein(2019) は、異なった視点から MMT が金融の不安定性に関する検討が不十分であると論じている。

<sup>\*22</sup> この意味において、筆者は現在行われている異次元の金融緩和政策等の世界的な金融緩和政策についても懐疑的である。

Ninomiya(2007) は、国際資本移動を、

$$Q = \theta \left( i - \delta f(Y) - i_f - \frac{\rho^e - \rho}{\rho} \right), \quad (34)$$

と定式化している。ここで、 $Q$ ：資本収支、 $\theta$ ：国際資本移動の程度を表すパラメーター、 $i_f$ ：外国債券の利子率、 $\rho$ ：為替レート、 $\rho^e$ ：期待為替レート、である。また、 $f(Y)$  は国際的な貸し手のリスクを表しており、 $\delta$  はその程度を表すパラメーターである。

Ninomiya(2007) は、国際資本移動、国際的な貸し手のリスクの程度が大きい場合には、国内経済が脆弱（所得の上昇にも関わらず利子率が下落する状況）であったとしても変動為替相場制の動学体系は安定となることを示している。しかしながら、国際的な貸し手のリスクの程度が小さい場合には、動学体系は不安定になることも示している。

MMT は、ユーロ危機を念頭に置き、変動為替相場制に限定してその主張の有効性を論じている。確かに、固定為替相場制は、ユーロ危機やアジアの通貨危機の重要な要因の一つである。しかしながら、固定為替相場制の不安定性については、主流派、ポスト・ケインズ派を問わず既に指摘されていることであり、MMT が特に独自性を持っていると言いがたい。

また、Ninomiya(2007) が示しているように、変動為替相場制の安定性は国際的な貸し手のリスクにも依存している。国際的な貸し手のリスクは不安定なものであると考えられるので、変動為替相場制だから問題がないということにはならないと考えられる。

筆者は二宮 (2018) において、金融の不安定性を回避する方策として、1) 安定的な金融構造、2) 分配の改善、3) 供給面の重視、適切な投資機会、4) 投機的な資金移動に対する監視、を指摘した。MMT が提唱する就業保証プログラムは、2) の分配面の改善に資する興味深い提案であると思われる。先にも述べたように、実際には我が国のバブル経済崩壊後、財政支出による民間銀行の救済や金融緩和による株主に対する利益供与が行われてきたという見方もできる。

結局のところ、新自由主義とは言いながら MMT の主張と同様の方法で民間銀行や株主は助けられ、新自由主義（自己責任）のもとで切り捨てられたのが非正規雇用労働者、教育、福祉であるという見方もできる。繰り返しになるが、MMT の主張が、新自由主義の大儀名分により切り捨てられてきたものに分配せよというものであるならばある程度は理解できる。しかしながら、1)3)4) については、MMT の検討は十分であるとは言いがたい。新古典派経済学、新しい古典派、ニュー・ケインジアンとは異なる観点から、MMT の主張には危うさを感じるというのが現時点での筆者の見方である。

## 4 おわりに：現代貨幣理論 (MMT) の評価と展望

本稿では、現代貨幣理論 (MMT) の議論に関連する新古典派経済学、新しい古典派、ニュー・ケインジアンモデルを基本的な議論から整理し、それらの議論に対するポスト・ケインズ派による批判的検討、MMT の議論に関連するポスト・ケインズ派マクロ動学モデルの定式化等を概観した。そして、MMT の議論と比較検討を行い、金融不安定性理論の立場から検討した。

新古典派経済学、新しい古典派は、貨幣数量説とセイ法則に依拠しており、貨幣供給量の増加はインフレを招くのみであり、政府支出の増加は消費や投資を抑制すると考えている。ニュー・ケインジアンは短期的には金融政策、財政政策の効果を認めるが、長期的にはそれらの効果を認めない。変動為替相場制においてインフレにならない限り財政赤字を貨幣でファイナンスし続けることを許容し、インフレになれば増税すれば良いと主張する MMT とは根本的に相容れないものである。

他方で、MMT はポスト・ケインズ派の考え方を継承しており、親和性は比較的高いと考えられる。例えば、MMT はポスト・ケインズ派の内生的貨幣供給論を前提としている。しかしながら、ポスト・ケインズ派の議論は多様である。MMT はミンスキーを継承していると言われているが、少なくとも金融不安定性の理論モデルとは異なるものであると考えられる。内生的貨幣供給論に依拠する MMT は、利子率が所得の減少関数になる可能性が想定されておらず、金融の不安定性に関する検討は十分であるとは言い難い。

勿論、MMT の主張をより厳密に評価、批判するためには、変動為替相場制の動学体系において、マネー・ファイナンスによる政府の予算制約式、物価の動態 (ヴィクセル的物価調整)、インフレ率を目標とした租税関数 (政府支出関数)、企業の有利子負債等の金融不安定性の議論等の導入が必要であろう。しかしながら、それらの要素を部分的に考慮したマクロ動学モデルによる検討は可能だが、全てを考慮した検討は非常に困難である。

また、MMT は、財の供給能力が十分な現代においては、貨幣供給量の増加により新古典派経済学や新しい古典派、ニュー・ケインジアンが懸念するようなハイパー・インフレーションが発生する可能性は小さいと主張する。実際、バブル経済崩壊後の日本経済において、異次元の金融緩和が行われているにも関わらず、新古典派経済学等が主張するようなインフレは発生せず、むしろデフレに苦しんでいる。このことが MMT の主張の重要な背景となっていると思われる。貨幣数量説は否定されたと主張しているが、貨幣供給量の増加が何故インフレを招かないのか、その要因をより詳細に検討することが必要不可欠であろう。

さらに、最も懸念されるのは、株価や地価、住宅価格等の資産価格の高騰（バブル）である。我が国のバブル経済の時に、一般物価水準は安定していた。貨幣供給量の増加は、財ではなく株や土地、住宅に流れれば、それらの価格は上昇する。それが金や国債である場合もあれば、原油や穀物である場合もある。過剰なマネーが金融危機や金融恐慌の素地となる危険があることを十分に認識する必要があるということは繰り返し強調しておきたい。

## 参考文献

- [1] Asada, T. (1987): 'Government Finance and Wealth Effect in a Kaldorian Cycle Model', *Journal of Economics*, 47(2), pp.143-166.
- [2] Asada, T. (1991): 'On a Mixed Competitive-Monopolistic Macrodynamics Model in a Monetary Economy', *Journal of Economics*, 54, pp.33-53.
- [3] Asada, T. (1995): 'Kaldorian Dynamics in an Open Economy', *Journal of Economics*, 62(3), pp.239-269.
- [4] Asada, T. (2006): 'Inflation Targeting Policy in a Keynesian Dynamic Model with Debt Accumulation: Japanese Perspective' in Chiarella, C., Flaschel, P., Franke, R. and Semmler, W. (eds.), *Quantitative and Empirical Analysis of Nonlinear Dynamic Macromodels*, Elsevier, pp.517-544.
- [5] 浅田統一郎 (2011) 「国債累積と財政金融政策のマクロ動学」渡辺編『金融と所得分配』日本経済評論社, pp.3-30.
- [6] Barro, R.J. (1974): 'Are Government Bonds Net Wealth?', *Journal of Political Economy*, 82, pp.1095-1117.
- [7] Barro, R.J. (1990): 'Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth', *Journal of Political Economy*, 98(3), pp.S103-S126.
- [8] Blinder, A. and Solow, R. (1973): 'Does Fiscal Policy Matter?'. *Journal of Public Economics*, 2, pp.317-337.
- [9] Calvo, G.A. (1983): 'Staggered Price in a Utility-Maximizing Framework', *Journal of Monetary Economics*, 12(3), pp.383-398.
- [10] Davidson (1994): *Post Keynesian Macroeconomic Theory; A Foundation for Successful Economic Policies for the Twenty-first Century*, Aldershot; Edward Elgar. (渡辺・小山訳『ポスト・ケインズ派のマクロ経済学：21世紀の経済政策の基礎を求めて』多賀出版、1997年。)

- [11] Epstein, G.A. (2019): *What's Wrong with Modern Monetary Theory?: A Political Critique*, Palgrave, Macmillan, (徳永・内藤・小倉訳『MMTは何が間違っているのか?: 進歩主義的なマクロ経済政策の可能性』東洋経済新報社、2020年。)
- [12] Fontana, G. (2009): 'Whither New Consensus Macroeconomics? The Role of Government and Fiscal Policy in Modern Macroeconomics', in Hein, E., Niechoj, T, and F. Stockhammer (eds.), *Macroeconomic Policies on Shaky Foundations: Whither Mainstream Macroeconomics?*, Marburg: Metropolis-Verlag.
- [13] Futagami, K., T. Iwaisako and R. Ohdoi (2008): 'Debt Policy Rule, Productive Government Spending and Multiple Growth Paths', *Macroeconomic Dynamics*, 12(4), pp.445-462.
- [14] 二神孝一 (2012) 『動学マクロ経済学：成長理論の発展』日本評論社。
- [15] 蓮見亮 (2020) 『動学マクロ経済学へのいざない』日本評論社。
- [16] 井堀利宏 (2020) 『入門マクロ経済学：第4版』新世社。
- [17] Kydland, F.E. and E.C. Prescott (1982): 'Time to Build and Aggregate Fluctuations', *Econometrica*, 50, pp.1345-1370.
- [18] Lavoie, M. (2006): 'A Post-Keynesian Amendment to the New Consensus on Monetary Policy', *Metronomica*, 57(2), pp.165-192.
- [19] Mankiw, N.G. (1992): *Macroeconomics*, Worth Publishers. (最新版は第9版。足立・中谷・地主・柳川訳『マクロ経済学 (第4版)』東洋経済新報社、2017年)
- [20] 松尾匡 (2021) 「信用創造を廃止し、貨幣発行を公有化する」松尾・井上・高橋著『資本主義から脱却せよ』光文社, pp.141-179.
- [21] Minsky, H.P. (1975): *John Maynard Keynes*, Columbia University Press. (堀内訳『ケインズ理論とは何か：市場経済の金融的不安定性』岩波書店、1988年。)
- [22] Minsky, H.P. (1982): *Can "It" Happen Again?: Essays on Instability and Finance*, M.E. Sharpe. (岩佐訳『投資と金融：資本主義経済の不安定性』日本経済評論社、1988年。)
- [23] Minsky, H.P. (1986): *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press. (吉野・浅田・内田訳『金融不安定性の経済学：歴史・理論・政策』多賀出版、1989年。)
- [24] 望月慎 (2020) 『MMT[現代貨幣理論]がよくわかる本』秀和システム。
- [25] 鍋島直樹 (2017) 『ポスト・ケインズ派経済学』名古屋大学出版会。
- [26] 鍋島直樹 (2020) 『現代の政治経済学：マルクスとケインズの総合』ナカニシヤ出版。
- [27] 内藤敦志 (2011) 『内生的貨幣供給理論の再構築：ポスト・ケインズ派の貨幣・信用アプローチ』日本経済評論社。

- [28] 中村保・北野重人・地主敏樹 (2016) 『マクロ経済学』東洋経済新報社。
- [29] 二宮健史郎 (2005a) 「負債荷重と金融政策」『季刊・経済理論』第 41 巻第 4 号, pp.90-97.
- [30] 二宮健史郎 (2005b) 「ミンスキー的循環、不安定性と逆循環的財政政策」『季刊・経済理論』第 42 巻第 3 号, pp.96-103.(二宮 (2018) 所収)
- [31] Ninomiya, K.(2007): 'Open Economy Financial Instability', *Journal of the Korean Economy*, 8(2), pp.329-355.(二宮 (2018) 所収)
- [32] Ninomiya, K. (2016): 'Financial Structure, Financial Instability, and Inflation Targeting', *Evolutionary and Institutional Economics Review*, 13(1), pp.23-36.(二宮 (2018) 所収)
- [33] 二宮健史郎 (2018) 『金融不安定性のマクロ動学』大月書店。
- [34] Ninomiya, K. and M.Tokuda(2012): 'Structural Change and Financial Instability in an Open Economy', *Korea and the World Economy*, 13(1), pp.1-37.
- [35] Ninomiya,K. and M.Tokuda(2017): 'Financial Instability in Japan: Debt, Confidence, and Financial Structure', *Research in Political Economy*, 32, pp.39-61.
- [36] Ninomiya,K. and M.Tokuda(2021): 'Structural Change and Financial Instability in the US Economy', *Evolutionary and Institutional Economics Review*, 18(1), pp.205-226.
- [37] Nishi, H.(2012): 'A Dynamic Analysis of Debt-led and Debt-burdened Growth Regimes with Minskian Financial Structure', *Metroeconomica*, 63(4), pp.634-660.
- [38] 西洋 (2021) 「日本経済における金融不安定性と負債比率の決定要因」『季刊・経済理論』第 57 巻第 4 号, pp.7-33.
- [39] 大野隆 (2011) 「カレツキアン・モデルの不安定性と金融市場」渡辺編『金融と所得分配』日本経済評論社, pp.246-265.
- [40] Ramsey, F.P.(1928):'A Mathematical Theory of Saving', *Economic Journal*, 38, pp.543-559.
- [41] Romer, D. (2000): 'Keynesian Macroeconomics without the LM Curve', *Journal of Economic Perspectives*, 14, pp.149-169.
- [42] Rose, H. (1969): 'Real Monetary Factors in the Business Cycle', *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(2), pp.138-152.
- [43] 佐々木啓明 (2011a) 「カレツキアン・モデルにおける短期・中期・長期」『季刊・経済理論』第 47 巻第 4 号, pp.19-29.
- [44] 佐々木啓明 (2011b) 「負債を考慮したカレツキアン・モデルにおける長期分析：金融政策が所得分配と雇用に与える影響」渡辺編著『金融と所得分配』日本経済評論社,

pp.223-245.

- [45] Taylor, J.B.(1993) : 'Discretion Versus Policy Rules in Practice', *Carnegie-Rochester Conference Series on public Policy*, 39, pp.195-214.
- [46] Taylor, J.B.(2004): *Principle of Macroeconomics* (4th ed.), Houghton, Mifflin Company.
- [47] Taylor,L. and S.A.O'Connell (1985): 'A Minsky Crisis', *Quarterly Journal of Economics*, 100, pp.871-885.
- [48] Wray,L.R.(2015), *Modern Monetary Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems* (2nd ed.), Palgrave, Macmillan. (島原監訳、鈴木訳 『MMT 現代貨幣理論入門』東洋経済新報社、2019年。)

图 1

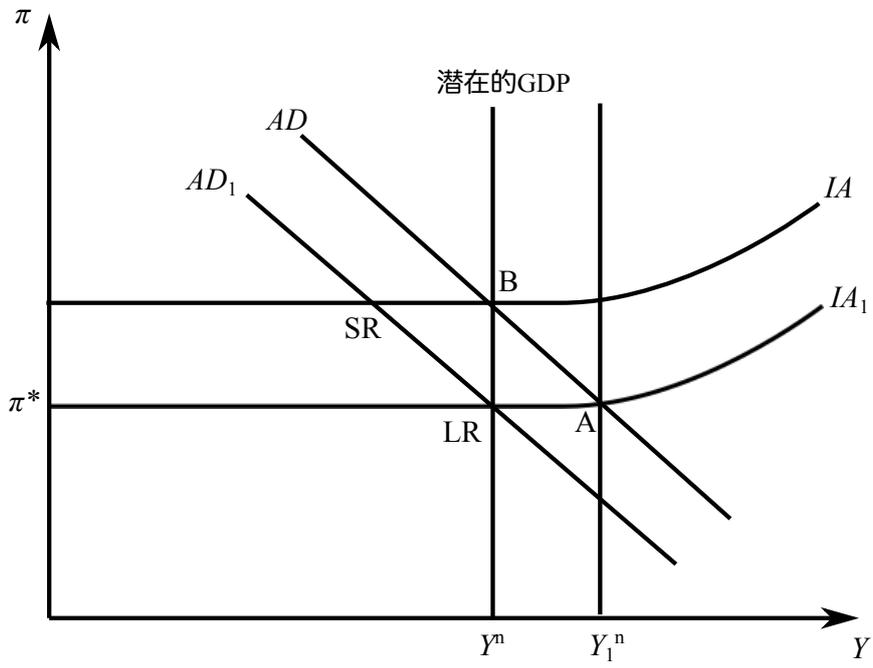


图 2

