

野村證券
フィデューシャリー・マネジメント部
木須 貴司

日本の金利上昇リスクと現代貨幣理論(MMT)

令和2年度の我が国の補正予算の規模は、新型コロナウイルスによる経済低迷を克服するため、空前の規模となりました。そこで気になってくるのは、日本の財政の持続性、今後の金利上昇リスクです。しかし、近年注目を集める現代貨幣理論(MMT)によると、現状はそのリスクは、それほど高くないようです。本稿では、主に近年、注目を集めるMMTについて解説します。

日本の財政の状況

2020年6月8日に政府が国会に提出した令和2年度第2次補正予算案は、歳出総額が約32兆円で、過去最大となる見込みです。新型コロナウイルスへの対策や売上げが落ち込んだ中小事業者への賃料負担などが主な項目です。NHKの報道によると当初予算と第1次補正予算を含めた今年度の国債の新規発行額は過去最大の90兆円あまりとなるようです。

そこで心配になるのが、日本の財政の持続性です。他の先進国と比較して対GDP比の政府債務残高は最も悪化しています(図表1参照)。

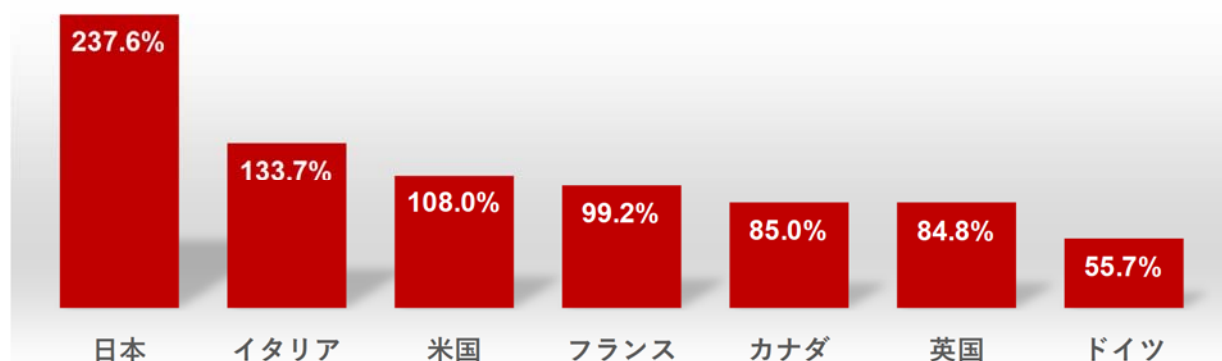
財務省の公式YouTubeチャンネルMOF Japanには、「日本の財政を家計にたとえると借金はいくら」という動画があります。その動画によると平成30年度の一般会計を家計にたとえると

- 30万円の手取り収入に対して、支出は50万円
- 新規の借金は17万円
- 過去の借金が積み重なり、現在のローンの残高は5,379万円

となっており、「いつかは破産してしまうほど危険な状況」と説明されています。

収入以上の支出を続けていて、手取り収入の

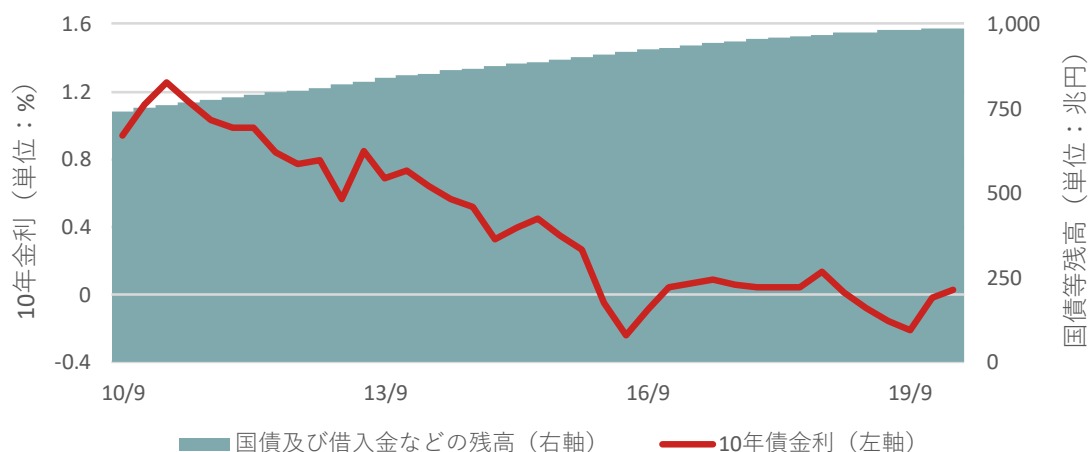
図表 1 政府債務の対 GDP 比の比較 (2020 年)



(出所) 財務省資料、IMF World Economic Outlook(Oct-2019)より野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

図表2 日本の債務残高と10年金利



(出所) 財務省のデータより野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

180倍のローンを抱える家計や企業は、通常、お金を借りるためにはとても高い金利を払う必要があるはずですが、実際は、日本政府は非常に低い金利で資金を調達しています(図表2参照)。インフレどころかデフレになりかかっているほどに物価上昇率も低い水準が続いています。

このように債務残高が膨れ上がっていても低金利が持続しているため、我が国はMMTと呼ばれる経済理論の「正しさを証明している」と一部では言われています。

MMTとは

MMTとは、Modern Monetary Theoryの略で、一般に「現代貨幣理論」と訳されています。ニューヨーク州立大学のステファニー・ケルトン教授やレヴィ経済研究所の上席研究員のランダル・レイ氏、ニューカッスル大学(オーストラリア)のビル・ミッシェル教授らによって提唱されている経済理論です。米民主党の一部の議員がこの理論に賛同したため、大きく注目されました。

ケルトン教授やランダル・レイ氏の著作によると既存の以下のような説や理論を組み合わせたものようです。

- ゲオルグ・クナップ「貨幣国定説」(表券主義)

- マクロ会計の基礎(ISバランス)
- アバ・ラーナー「機能的ファイナンス」など

実は、構成要素自体は新しいわけではありません。それぞれについて説明します。

ゲオルグ・クナップ「貨幣国定説」

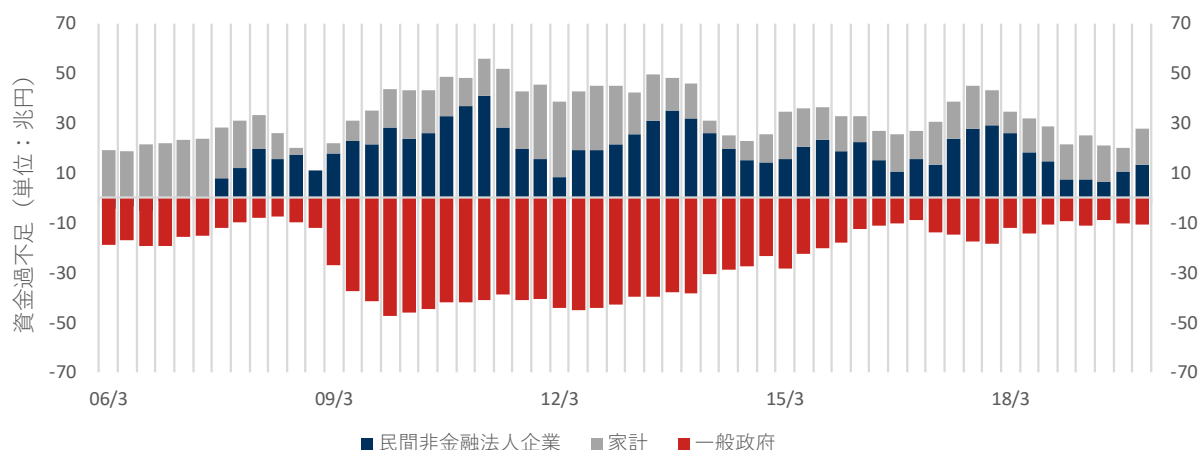
MMTの中心は、文字通り貨幣についての仮説です。具体的には20世紀初頭の経済学者ゲオルグ・クナップが提唱した貨幣国定説をベースとしています。貨幣国定説とは、貨幣を法定通貨として定義することにより、価値を有するようになった政府の創造物とする説です。法定通貨とは、債務や税金の支払いの強制通用力を有する通貨のことを指します。つまり、国・政府が税金や債務の支払いをその通貨で行うと定めているからその通貨は、「お金」として価値を持っている、と主張しています。

貨幣国定説以外にも「お金」とは何かを説明したものはあります。代表的なものは、商品貨幣説、金属主義(メタリズム)と呼ばれる考え方で、お金とは物々交換のコストを低下させるための交換媒体という説です。アダム・スミスなどはこの考え方をとっています。

MMTは、厳密には、新貨幣国定説(Neo-

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

図表3 我が国の民間・政府・家計の収支の推移(四半期ローリング)



(注) 4 四半期でローリングした結果。2019 年 12 月末までの数値

(出所) 日本銀行のデータより野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

Chartalism)という考え方をとっており、アルフレッド・イネスの信用貨幣論を取り入れ、貨幣国定説と比べると、より貨幣の政府に対する納税手段としての側面にポイントが当たっています。

マクロ会計の基礎

二つ目の理論は、マクロ会計の基礎で、ISバランスとしても知られる以下の式です。

国内民間収支+国内政府収支+海外収支=0
なお、

国内民間収支=企業の貯蓄-投資+民間の貯蓄-投資

国内政府収支=歳入-歳出

海外収支=輸入など-輸出など(経常収支)

です。

つまり、海外収支が0だとすると民間収支がプラスであれば、政府収支はマイナスになるということ、誰かの赤字は誰かの黒字になるということの意味しています。

たとえば、新型コロナウィルスの対策のため、特別定額給付金として10万円が支給されることになりました。これは上記の式によれば、10万円政府の赤字が増えて、民間(国民)は10万円貯蓄が増えるということの意味しているということに

なります。

実際、我が国のISバランスはここ数年、常に政府部門の赤字と民間部門の黒字と経常黒字が概ね釣り合っています(図表3参照)。

アバ・ラーナー「機能的ファイナンス」

「機能的ファイナンス」とは、20世紀初頭の経済学者アバ・ラーナーによって提唱された財政運営ルールです。中央銀行が金融政策を使って、インフレをコントロールするように政府が財政政策を使って需要、インフレをコントロールするという考え方です。

具体的には以下のルールにしたがって財政政策を運営することを指します。

ルール①: 完全雇用が達成されておらず、失業が多すぎる場合は、政府が支出を増やすか減税を行う。もし、完全雇用が達成され、インフレが起こりそうなら、支出を削減するか、増税を行う。

ルール②: 国内金利が高すぎる場合、金利を下げるために政府が銀行の準備預金という形で貨幣供給を増やす。

政府の財政運営は、家計や企業とは異なったルールで行うべきだということも意味しています。

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

MMTによる金利上昇のトリガー

MMTは、しばしば「いくらでも財政赤字を続けていい」と主張している理論とされている場合があります。しかし、より詳細に読んでみると必ずしもそうではないようです。

ランダール・レイ氏の著作を読む限り、以下のような場合には債務残高の拡大によりインフレや財政リスクが高まるようです。

- ✓ 通貨主権がない、外貨建ての借り入れに依存している

たとえば、第一次世界大戦直後のドイツやアルゼンチンなどは、多額の対外債務があったため、ハイパーインフレとなったとしています。また、欧州債務危機におけるギリシャは、ユーロという主権を持たない通貨に頼っていたからだとしています。

- ✓ 生産能力に対して需要が上回る

完全雇用が実現し、生産能力がフル稼働していてもそれを上回る需要がある場合、あるいは生産能力が大きく低下し、需要を満たせなくなった場合、インフレとなり、金利が上昇すると考えられる。

など

我が国の債務は、ほぼ自国通貨建てでの内国債です。また、GDPギャップもあることから、

MMTに基づけば、財政赤字を拡大させても問題はない、という結果になると考えられます。

MMTは注目に値するか

MMTは、まだあいまいな部分が少なくありません。貨幣数量説では、フィッシャーの交換式などによって明瞭にインフレが起こる仕組みを説明できますが、MMTはそれと同じくらいの明瞭さでインフレが起こるメカニズムを説明していません。加えて、機能的ファイナンスといった手法は今までどの国も実施されたことがないと思われます。インフレになれば、増税し、財政を黒字化するとは言っても、増税には国民からの支持を得る必要があるため、簡単ではありません。

しかし、既存の経済理論が現実には我が国で起こっている現象をうまく説明しているというわけではありません。前述の貨幣数量説では、インフレは貨幣的現象であるとされていますが、我が国では日本銀行の積極的な金融緩和にも関わらず低インフレが続いています。そのため、現在の状況を説明しやすい点で、MMTを支持する声も一定程度あります。特にコロナショック後の大幅な財政出動を正当化するためにより注目が集まる可能性はあると考えます。

— 次号のお知らせ —

次号は

6月29日(月)

発行予定です。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.43%(税込み)(20万円以下の場合、2,860円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。