

MMT（現代貨幣理論）批判再説

建 部 正 義

目 次

はじめに

- 1 貨幣供給の基本的メカニズムと金融政策の効果波及経路
- 2 レイにみられる内生的貨幣供給理論
- 3 租税は国家貨幣で支払われるのか預金で支払われるのか
- 4 「租税が貨幣を動かす」
- 5 「政府による国債売却は金融政策の一部である」
- 6 インフレーションは貨幣的・金融的現象であるのか財政的現象であるのか
- 7 中野剛志氏による筆者の見解にたいする評価
むすびに代えて

はじめに

筆者は、MMTにかんして、すでに、「MMT（近代的金融理論）をめぐって」（『経済』2019年10月号）と「価値論なき貨幣理論—L・ランダル・レイ『MMT 現代貨幣理論入門』を読む—」（『経済』2020年6月号）という2篇の批判原稿を書いている。

前者は、ステファニー・ケルトンによる、「日本はMMTにたいする有益な実例を提供している。国内総生産（GDP）比の公的債務は米国の3倍もあるのに、超インフレや金利高騰といった危機は起きていない。自国通貨建ての〔政府〕債務は返済不能にならないと市場が理解しているからである」、という主張に反論したものである。

筆者は、「わが国においてインフレと呼ばれるような現象さえ生じていないからといって、ケルトンが主張するように、『日本は MMT を実証している』ということにはならない。ケルトンは、日本銀行による『量的・質的金融緩和』の副作用を完全に無視している。あるいは、それにかんして無知であると称するほうがより正確であるかもしれない」として、ケルトンの主張に以下のように反論した。

異次元金融緩和からの「出口」政策の採用上の困難さという問題については、日本経済研究センター編著、岩田一政・左三川郁子『金融正常化へのジレンマ』（日本経済新聞出版社、2018年）によれば、緩やかでゆっくりとした出口というベースライン・シナリオを想定した場合でさえ、「出口」政策の追求の過程で、日本銀行には、累計で19兆円もの損失が発生するとの由である。すなわち、「〔出口において、金融機関が保有する日銀当座預金のうち、現行の『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』のもとで、0.1%の金利が支払われている基礎残高部分——基本的に、準備預金制度に関する法律が定める法定準備部分を超える超過準備部分に相当する——にたいする〕付利を引き上げると、その分〔金融機関から〕買い入れる国債の落札利回りも上昇すると考えられるが、日銀は既に表面利率の低い国債を大量に購入してきたため、保有する国債残高の平均運用利回りは緩やかにしか上昇しない。2024年度には、長期国債の〔政府からの〕受取利息（0.38%）に対して、〔金融機関への〕付利金利が0.75%になり、逆ざやが生じる。その後は低金利の国債が償還を迎え、比較的高い金利の国債に置き換わっていくため、運用利回りは徐々に上昇し、2029年度には、逆ざやが解消される」（271-272ページ）。「逆ざやが発生する2024年度以降、損失が発生し、2026年度の損失は約5兆円におよぶ。その後、

2029年度には逆ざやが解消し、2031年度以降は、純利益が拡大していく。日銀の損失を累計すると、約19兆円にのぼる。……2031年度以降、2050年度までの純利益は約12.5兆円しか得られず、見通し期間中に損失を回収することはできない」（274ページ）、と。二期目に入った黒田東彦総裁の任期は2023年4月までである。しかし、2022年度に消費者物価指数の対前年比上昇率が安定的に2%に達し、2023年度から政策金利が引き上げられるというベースライン・シナリオを想定した場合でさえ、日本銀行には2024年度から2028年度までのあいだに約19兆円もの損失が累積せざるをえないというのが現実である。しかも、2050年度にいたっても、累積が解消することはない。そして、これらの事態が発生するのは、黒田総裁の退任後にほかならない。何代もの後任者にこれほどまでに巨額の負の遺産を残すことが、現職の日本銀行総裁といえども、はたして、許される行為であるといえるのであろうか。

要するに、「出口」政策の追求の過程で、日本銀行が長期的な債務超過に陥る（損失の累計が純資産を上回る）ことがほぼ確実な見通しだというわけである。ちなみに、2020年度末の日本銀行貸借対照表を点検するならば、純資産の部には、1億円の資本金と3.3兆円の法定準備金が計上されているにすぎない。

「超インフレや金利高騰といった危機は起きていない」という理由で、「日本はMMTを実証している」とするケルトンの主張の背景には、日本銀行のこうした窮状が控えていることが忘れられてはならない。

後者は、L・ランダム・レイの『MMT 現代貨幣理論入門』（島倉原監訳・鈴木正徳訳、東洋経済新報社、2019年）にみられる貨幣理論、インフレーション論、金融政策論などを批判したものであり、そこには、以下の記述

が含まれる。

歴史的には、革命や戦争などの際に政府支出が政府紙幣の乱発によって賄われたところから、悪性的なインフレーションを必然的に招くことにもなった。そこから、近代になって、先進国においては、財政支出は原則として税収の範囲内で政府が行い、貨幣の発行・管理と金融政策は中央銀行が担当するというかたちで、明確な責任分担が図られることになった。それとともに、政府紙幣の乱発にもとづくインフレーションの可能性が排除されると同時に、銀行による過剰な民間貸出にもとづくインフレーションの可能性にたいしても中央銀行の金融政策による抑止の途が開かれることになった。

その意味で、政府と中央銀行との役割分担、財政政策と金融政策との分離には、まさに、人類の英知が結晶されていると判断されてよいほどのものなのである。

これを記述したときには、紙数の関係で触れることはできなかったが、じつは、こうしたインフレーションと中央銀行とのあいだの密接な関係にかんしては、ほかならぬ日本銀行の設立の経緯が雄弁に物語ってくれている。

『〈新版〉わが国の金融制度』（日本銀行金融研究所、1986年）は、以下の記述を残している（491-492ページ）。

明治10年に西南戦争が起こり、軍費調達のため不換〔政府〕紙幣が増発されたため、それを契機として明治10年から13年にかけて、紙幣減価・物価騰貴・正貨流出・金利の高騰といった典型的なインフレーションの様相を示すに至った。このインフレーションの進展は、明治

政府の財政をいよいよ危機に追い込むと同時に、近代産業の成立を阻害した。そこで紙幣整理を行ってインフレーションを収束させるとともに、兌換制度を確立する必要性が深刻に認識されるようになったが、この紙幣整理策の中核となったのが日本銀行の設立である。

明治14年9月、当時内務卿の地位にあった松方正義は、「財務議」と題する建議を提出した。これは、不換紙幣の整理ならびに中央銀行創立の必要性を論じたものであるが、前者を後者に結びつけている点にそれまでの紙幣整理策にみられない特色があった。松方は明治14年10月大蔵卿に転ずるとともに、この建議の構想実現に着手した。こうして、翌15年3月「日本銀行創立ノ議」は太政大臣の承認するところとなり、同年6月日本銀行条例が制定され、10月には開業の運びとなった。

これにたいして、レイの場合には、政府と中央銀行との一体性、財政政策と金融政策との統合性がくりかえし説かれるばかりである。

本稿の課題は、これらの拙稿の内容を受けつつ、MMTの貨幣理論、インフレーション論、金融政策論などへの批判をいっそう掘り下げることにある。そこでは、租税は、現在、銀行が創造する預金貨幣によって支払われるのだということが、ひとつの論点となる。これにたいして、レイは、租税は、過去においても現在においても、政府が発行する国家貨幣によって支払われるのだ——『『現代貨幣』制度（そこには、ケインズが言うところの『少なくとも過去4000年間の』貨幣制度も含まれる）はすべて、主権者が計算貨幣を決め、それを単位として租税債務を課す国家貨幣制度である。主権者は租税支払いに使われる通貨を発行することができる』（前掲書、161ページ）——と主張する。ここで提起する論点はきわめて素朴なものである。しかし、素朴なものであるだけに、それだけ、問題の本質を適格に衝

くことが可能になるのだともいえよう。

1 貨幣供給の基本的メカニズムと金融政策の効果波及経路

貨幣・金融論ないし貨幣・信用論を研究していると、中央銀行と民間銀行とから成る貨幣供給上の二層構造は、経済が必要とする貨幣を安定的・効率的に供給するうえでも、金融政策を安定的・効率的に遂行するうえでも、いかに優れたシステムであるかという点について、つくづくと感心させられざるをえない。ここにも人類の英知が結晶されていると判断してさしつかえがない。

まず、民間銀行による通貨供給の基本的メカニズムの検討から始めることにしよう。

経済は生き物である。経済は短期的にも長期的にも変動を繰り返す。しかも、長期的には成長も実現する。他方、貨幣は経済の血液であると称される。そうであるとすれば、貨幣は、経済の変動や成長に対応するかたちで、柔軟に増加させられたり減少させられたりしなければならないことになる。それでは、現代経済において、こうした貨幣の増減メカニズムはいかにして保証されているのであろうか。ここで、登場してくるのが、民間銀行が有する預金創造能力すなわち信用創造能力にほかならない。

念のためにいうならば、預金を取り扱うことができるのは、金融機関のなかでは銀行だけである。証券会社も保険会社も預金を取り扱うことができない。

ここで、銀行は、企業や家計に貸し出すにあたって、どのようにして行うのかということが問題になる。一般には、企業や家計から現金（銀行券と硬貨）を預金として集めてきて、その一部を支払準備として手許に留め、残りを他の企業や個人に現金のかたちで貸し出すのだと考えられている。つまり、預金者がそろって一斉に預金を引き出すことはありえないからこ

そ、貸し出せるのだというわけである。銀行を指して金融仲介機関と呼ぶ習慣はこの点に由来する（集めた現金の現金による又貸し）。しかし、この考え方は、わが国についていうならば、現金流通額がいまなお傾向的に増大し続けているという事実と矛盾する。くわえて、この考え方は、銀行の日々の貸出行動と一致するものではない。家計が住宅ローンを借り入れる場合を想定してみるとよいであろう。今日では、銀行が窓口で現金を貸し出すことはおよそありえないことがらである。それでは、銀行はどのようにして貸出を行うのかといえば、実際には、企業や家計が自行に開設している預金口座に預金を増額記帳するというかたちで、それを実施する。つまり、銀行は、預金を新たに創造することによって、貸出を行うわけである。これが、銀行の預金創造活動の意味するところにほかならない。この預金とはといえば、銀行にとっての企業や家計にたいする現金支払約束なわち信用であるから、銀行は預金と同時に信用を創造していることになる。これが、銀行の信用創造活動の意味するところにほかならない。したがって、筆者は、銀行を金融仲介機関として理解するべきではなく、預金創造＝信用創造機関として理解するべきであると考えている。

ところで、企業や家計は、こうして創造された預金を用いて、他の企業や家計にたいする債務の支払いに充当することができる。通常は、振替（同一銀行内）や振込（銀行間）という方法がとられる。もちろん、企業や家計は、この預金の一部を現金で引き出すことも可能である。

そして、企業や家計が、他の企業や家計から受け取った預金を用いて、銀行からの借入を返済する場合には、創造された預金＝信用も同時に消滅することになる。

あくまでも、因果関係は、貸出から預金にであって、預金から貸出にではない。

証券会社や保険会社は、預金を取り扱うことができないから、当然のこ

とながら、預金創造＝信用創造能力も備えていない。

また、今日の中央銀行は、金融機関とだけしか取引関係を持たないから、企業や家計に直接に貸し出すことはない。

要するに、経済の拡大と成長とともに増大する貨幣にたいする需要は、銀行の預金創造＝信用創造活動によって満たされることになる。逆に、経済が停滞する場合には、貨幣にたいする需要が減少するとともに、企業や家計による借入の返済が進展するので、銀行の預金創造＝信用創造活動が縮小することになる。

こうして、現代経済が必要とする貨幣の増減メカニズムを保証しているのは何かと問われるならば、それは、ほかならぬ銀行の預金創造＝信用創造活動であると答えられるべきである。

なお、企業や家計が必要とする貨幣は、銀行の預金創造＝信用創造活動から生まれるとする考え方を内生的貨幣供給理論と呼び、企業や家計の預金活動から生まれるとする考え方を外生的貨幣供給理論と呼ぶ。

ちなみに、外生的貨幣供給理論にはもうひとつの立場がある。それは、中央銀行による民間銀行にたいする貸出をつうじて、中央銀行預金という貸出のためのパン種が銀行に与えられるとする、ミルトン・フリードマンなどのマネタリストの考え方である。つまり、中央銀行預金（準備預金）というパン種を基礎にして銀行はその準備率倍（準備預金が100で、準備率が10%の場合には、1000）までの貸出が可能になるというわけである。この考え方でも、パン種としての預金が外部から与えられると考える点で、先の考え方と軌を一にしていることが知られるであろう。

しかし、すぐ次の金融政策の効果波及経路のところでもみるように、中央銀行の準備預金は、基本的に、民間銀行が預金創造＝信用創造活動をつうじて創造した預金額に応じて内生的・事後的に供給されるのであって、外生的・事前的に供給されるわけではない。

それでは、現代の貨幣供給システムの二層目を成す中央銀行は、いかにして中央銀行貨幣（銀行券と準備預金）を供給し、何を操作目標として金融政策を遂行するのであろうか。ここでは、日本銀行のそれに即しつつ、説明を加えることにしよう。

(1) はじめに、企業や家計からの銀行にたいする借入需要がそもそもの出発点となる。

(2) つづいて、現金を貸し出すのではなく、借り手の口座に増額記帳するという方法での銀行による貸出、すなわち、預金創造＝信用創造活動をつうじて、支払手段機能を有する預金貨幣が創出される。

(3) 借り手は既存の債務にたいする支払いを予定して借り入れるのであるから、この預金貨幣は債務者である借り手の口座から債権者である受取人の口座に移転されることになる（企業から家計への賃金の支払いもここに含められてよい）。しかし、預金貨幣は、さしあたり、受取人名義の預金というかたちで、銀行システムのなかに留まり続けるであろう。借り手も受取人も同一の銀行を利用している場合には、行内の口座間で預金の移転がなされる。受取人が他の銀行に口座を保有する場合には、銀行間で預金に移転されなければならないが、借り手の口座から預金が引き落とされ、受取人の口座に入金される点に変わりはない。また、銀行間の資金決済は、それぞれの銀行が日本銀行に保有する準備預金の一方からの引き落とし、他方への入金という方法で処理される。

(4) 逆にいえば、こうして生み出された預金貨幣が銀行システムから消滅するのは、企業や家計が他の企業や家計からの振替・振込を介して入手した預金貨幣でもって、自らの借入を銀行に返済するケースに限られる。厳密を期すならば、生み出された預金の一部が現金で引き出される場合にも、預金は消滅する。もっとも、現金による支払いを受けた小売店がそれを銀行に預金するならば、預金は復活することになる。

(5) ところが、それぞれの銀行は、準備預金制度に関する法律をつうじて、基本的に自らが創造した預金貨幣額を基準にしつつ、その一定比率を準備預金として、日本銀行に当座預金というかたちで預入することを義務づけられている。ここで、「自らが創造した預金貨幣額を基準にして」というのは、預金貨幣を他の銀行に奪われた銀行は、その分、日本銀行に保有する準備預金もその銀行に奪われることになるので、その預金貨幣ならびに準備預金を奪い返すべく、その銀行の預金者を自行の預金者に転換しようと働きかけざるをえないからである。預金創造＝信用創造能力を有するにもかかわらず、なぜ、銀行がお互いに預金および預金者の奪い合いをするのかという根拠はまさにこの側面に求められる。

(6) 銀行間貸借市場（インターバンク市場）をつうじた個々の銀行間の既存の日銀準備預金の相互的貸借——余剰を抱える銀行からの不足に悩む銀行への貸出——は、いわばゼロサム・ゲームであって、ネットでの準備預金の増加をとまなうものではないから、企業や家計への新たな貸出によって必要になる追加的な準備預金の手立ては、銀行システム全体としてみれば、結局のところ、日本銀行によるその追加的な供給に依存する以外には方策はない。

(7) 他方、ネットで準備預金を増加させることができる唯一の主体である日本銀行の側でも、銀行による追加的準備預金需要にたいして手立てを講じなければ、インターバンク市場で成立する金利が青天井の水準にまで高騰することを容認せざるをえない状況に追い込まれることになる（原理的には、準備預金が不足する銀行はどんなに高い金利を支払ってでもそれを手に入れざるをえない立場にある）。したがって、日本銀行には、貸出政策や公開市場操作といった手段を利用しつつ、日銀当座預金の新規創出というかたちで、銀行の追加的準備預金需要に受動的に対応する以外に方策はない。この措置は後に述べる金融政策と区別して、金融調節と呼ばれる。

(8) もっとも、準備預金制度に関する法律の第8条第1項は、「指定金融機関の日本銀行に対する預け金の額が……当該指定金融機関の法定準備預金額に達しない場合には、その不足額について、当該法定準備預金額の計算の基礎となった月の日数に応じ、その月の末日における日本銀行の商業手形についての基準となるべき割引率に年3.75パーセントを加えた率により計算した金額を、政令で定めるところにより、日本銀行に納付しなければならない」、と謳い、また、同第2項は、「日本銀行は、前項の規定により、納付された金額を、政令の定めるところにより、政府に納付しなければならない」、と謳っている。したがって、実際には、インターバンク市場金利の高騰には、上限が画されているわけである。しかし、3.75パーセントという上乗せ金利は、いかにも懲罰的な水準だといわなければならない。こうして、この問題を考慮に入れたとしても、銀行の追加的準備預金需要にたいして、日本銀行は、受動的に対応する以外には方策はないという事実が変わりはない。

(9) ただ、日本銀行には、銀行からの追加的準備預金需要にたいして金融調節というかたちで受動的に対応しながらも、積極的に金融政策を発動する余地が残されていないわけではない。すなわち、インフレーションの発生の恐れがある場合、通貨価値の安定すなわち物価水準の安定を第一の使命とする同行は、追加的準備預金の供給条件を変更することによって、具体的にいえば、貸出政策を利用しつつ、基準割引率および基準貸付利率（これらはかつての公定歩合に相当する）を従来よりも高めに設定することによって、あるいは、公開市場操作を利用しつつ、インターバンク市場金利を従来よりも高めに誘導することによって、銀行の預金創造＝信用創造活動を金利コスト面からコントロールしうる立場にある。要するに、基準割引率・基準貸付利率ならびにインターバンク市場金利の上昇は、ほどなく銀行の貸出金利の上昇につながり、それにともない、企業や家計からの過

剰な借入需要、さらには、インフレーションも抑制されるにいたるというわけである。こうして、金利（短期金利）を操作することが、日本銀行の、否、世界の中央銀行の、使命をなすことになった。まさに、金融政策の王道は金利政策にあると称されるゆえんである。

(10) 日本銀行の行動をこのように整理するならば、同行は、準備預金の供給については内生的に対応し、操作目標金利については、外生的に対応すると考えても何のさしつかえもないであろう。

(11) 最後に、企業や家計が預金を銀行から日銀券（または硬貨）で引き出す場合には、準備預金のそれに相当する金額が取り崩されて、まず、銀行の手で、日本銀行から日銀券が引き出され、つぎに、この日銀券が銀行のATMまたは窓口を経由して企業や家計の手に引き渡されることになる。銀行の預金創造＝信用創造活動をつうじてひとたび預金通貨が生み出された以上、銀行や日本銀行はこのプロセスに歯止めをかけることができない。つまり、日銀券の流通額を決定するのは、企業や家計であって、銀行でも日本銀行でもない。そして、もし、この事態が銀行システム全体としての準備預金の不足につながるならば、日本銀行は金融調節というかたちでこれを受動的に埋め合わせざるをえないことになる。

以上であるが、この説明によって、民間銀行と中央銀行とから成る貨幣供給メカニズムの二層構造が、経済が必要とする貨幣を安定的・効率的に供給するうえでも、金融政策を安定的・効率的に遂行するうえでも、いかに優れたシステムであるかという点にかんして、読者には、理解していただけのものと推測する。

しかも、ここまでのところ、政府はなんらの関与もしていない。

本節を終えるにあたり、3つの問題を提起しておきたい。

第1に、銀行の預金創造＝信用創造活動は、しばしば、「無から有を生み出す活動である」と表現される。因果関係は、貸出から預金であって、

預金から貸出ではないという意味では、そのように表現されることもあながち誤りであるとはいえない。しかし、それが、銀行の預金創造＝信用創造活動には何の制限も存在しないという意味にまで拡張解釈されるならば、明らかに誤りである。

ひとつは、貸出は不良債権化する恐れがあるが、だからといって、借り手がすでに預金を債権者に移転している場合には、その債権者の預金を切り捨てることができないという問題がある。つまり、貸出と同時に、銀行のバランスシートには、資産の部に貸出金と負債の部に預金が計上されるが、資産としての貸出金が傷んだからといって、負債としての預金を減額することはできない。そうすると、資産額の傷んだ分だけ負債額の方が大きくなり、そして、その大きさがついには貸倒引当金に資本金をプラスした額を上回ることになれば、もはや、銀行は倒産する以外には方途がなくなるであろう。要するに、「無から有を生み出す」といっても、その貸出先は返済が期待できる優良な借り手に制限されるというわけである。

いまひとつは、すでにみたように、銀行の預金創造＝信用創造活動は、中央銀行が設定する金利水準によって制約されるということである。

第2は、中央銀行の本質は銀行業務にあるということである。日本銀行の調査局長・監事の職にあった西川元彦氏は『中央銀行—セントラル・バンキングの歴史と理論—』（東洋経済新報社、1984年）のなかで、次のように指摘する（1-2 ページ）。

中央銀行は、まさに公の、つまり国民経済のためという使命を持つ。それでも、中央銀行は銀行であって、普通の意味の役所ではない。国有化された中央銀行の場合でさえも、やはり銀行なのであって、預金とか貸出という銀行業務を営む組織体である。この点からいえば、銀行業務を行いながら、その目的が公共的で営利的でないのが

中央銀行だということになる。昔は中央銀行と呼ばれず、「公共銀行」(パブリック・バンク)と性格づけられたりしていた。

こうして生まれてきた現代的な中央銀行の本質、その制度、機能および目的の特質とは何か、一言でいえば次のようになろう。中央銀行とは、金融の市場や通貨の流通の中心にあって毎日毎日さまざまな銀行業務を営み、それらを通じて、健全な通貨を供給し健全な市場メカニズムを維持しようと努める各国にただ1つの中枢的な銀行である。その意味で公共的であり、人体の心臓にも相当する。政府の経済政策は通常、「市場の外から」市場に干渉したり手術を加えたりするものだとすれば、「市場の中にある」市場のメカニズムに即して機能する中央銀行とは峻別されてよい。むしろ中央銀行は公共の目的を持つ以上、政府とは無縁でありえない。しかし、その最大の特質は、市場の中の銀行という点にある。

この本の題を英語で表現するとすれば、セントラル・バンクではなくセントラル・バンキングだということは「はしがき」で述べておいた。直訳すれば、中央銀行業務だが、同時にその金融政策をも意味している。この「銀行業務と金融政策の表裏一体」だということにも中央銀行の市場性という本質が現われている。中央銀行の行動は、実務の面からみれば市場の中の銀行業務だし、目的の見地からいえば金融政策というわけである。

ここでは、①中央銀行は銀行であって、普通の意味の役所ではないこと、②イングランド銀行のように国有化された中央銀行の場合でさえも、やはり銀行なのであって、銀行業務を営む組織体であること、③政府の

経済政策は通常、「市場の外から」市場に干渉したり手術を加えたりするものだとすれば、中央銀行は「市場の中にあって」市場メカニズムに即して機能するものだとということ、④中央銀行の行動は、実務の面からみれば市場の中の銀行業務だし、目的の見地からいえば金融政策だというわけであり、「銀行業務と金融政策の表裏一体」であるということ、これらの諸点が注目されるべきであろう。

第3は、貨幣供給システムの二層構造という問題に戻るならば、下層の民間銀行も上層の中央銀行も、その本質はともに銀行業務にあるという点が留意されなければならない。要するに、貨幣供給の基本的メカニズムならびに金融政策の効果波及経路の背後には、本質としての銀行業務が横たわっているというわけである。

2 レイにみられる内生的貨幣供給理論

レイは、『MMT 現代貨幣理論入門』において、民間銀行による貨幣供給の内生性、ならびに、中央銀行による準備預金の供給の内生性および操作目標金利の設定の外生性という問題を、以下のように展開する。

まず、民間銀行による貨幣供給の内生性について。

レイは、第3章「国内の貨幣制度」のなかで、この問題を次のように整理する（187ページ）。

創造された貨幣を、銀行はどこで手に入れたのだろうか？

(1) 銀行はそれをどこから手に入れたのではない。コンピューターに「200」という数字を入力する〔キーストロークする〕ことで、当座預金は無から創造されたのだ。かつては銀行も自らの銀行券を発行できたが、現在それができるのは一般に中央銀行だけである。

(2) 銀行は前もって預金をまったく必要とせず、金庫の中の現金もまったく必要ではなかった。実際に、金庫に現金を全く保有していなかった

し、中央銀行の口座にも「準備」預金をまったく保有していなかった。

(3) 銀行は、銀行が既にもっているものを貸すのではない。銀行は、借り手の意思に従って、貨幣として機能する負債の記録——銀行預金——を創造するだけである。

(4) こうした銀行の負債を創造することによって、銀行は次のことを約束している。要求があり次第、預金を現金に交換する。銀行にたいする「借り手の」債務の支払手段として、銀行の負債（預金）を受け取る。

以上であるが、みられるように、民間銀行による貨幣供給の内生性という問題については、筆者とレイとのあいだに特段の見解の相違が存在するわけではない。ただ、銀行が自らの銀行券を利用して貸し付ける場合にも、それが内生的に行われることには変わりがないであろう。

つぎに、中央銀行による準備預金の供給の内生性および操作目標金利の設定の外生性について。

レイは、やはり第3章「国内の貨幣制度」のなかで、この問題を次のように整理する。

「MMTは『中央銀行はマネーサプライや準備預金を制御できない』という考え方を、『内生的貨幣』アプローチあるいは『ホリゾンタリスト』アプローチと共有している。制御できるところか、中央銀行は超過需要に応じて準備預金を供給しなければならない……。他方で、中央銀行の誘導目標金利は、制御の意味において明らかに外生的である。中央銀行は誘導目標を25ベースポイントに設定することも、あるいはそれを150ベースポイントまで引き上げることもできる」(192-193ページ)。「通常、翌日物金利は制御の意味で外生的であると考えられるが準備預金は内生的であると考えられる。なぜならば、中央銀行は、誘導目標レートを達成するために準備預金の需要に応えるからである」(193ページ)。

「量的緩和(QE)によって、FRBは、銀行が必要とする量をはるかに超

えて準備預金を『外生的に』増加させている。だが、そこには非対称性が存在する。FRBは、銀行の超過準備状態を維持できても、準備不足状態（それは、市場金利を目標よりも引き上げる）を維持することはできないからだ。準備預金の不足はFRBによる公開市場での国債購入を促すことになり、準備預金を増やしてフェデラルファンド金利を誘導目標水準に戻す」（194ページ）。

「結論として、平時における準備預金は、中央銀行が準備預金の需要に応じるので『内生的』である。一方で金利は、中央銀行が翌日物金利の誘導目標を設定するので『外生的』である。しかしながら、QEを行っている中央銀行は、銀行が必要とする量を下回って準備預金を減らすことについては翌日物金利の制御を放棄しない限り不可能であるものの、銀行が必要とする量を超えて準備預金を増やすことは常に可能である」（194-195ページ）。

以上であるが、みられるように、中央銀行による準備預金の供給の内生性および操作目標金利の設定の外生性という問題についても、筆者とレイとのあいだに特段の見解の相違が存在するわけではない。

しかし、これ以外の問題については、筆者とレイとのあいだに、ことごとく見解の相違が生じることになる。

3 租税は国家貨幣で支払われるのか預金で支払われるのか

政府に租税を支払う場合、今日、国民はいかなる貨幣を使用しているであろうか。国家貨幣であろうか、あるいは、民間銀行が創出した預金貨幣であろうか。読者は、自分の経験に照らして、預金貨幣に決まっていると答えるはずである。じっさい、企業や家計は、銀行から借り入れた預金貨幣（銀行によって新たに創出された預金貨幣）を使用してさえ、租税を支払うことが可能である。この場合には、国家貨幣によってではなく、預金貨幣

によって租税を支払っていることは一目瞭然である。

じつは、この問題が筆者とレイとの見解の決定的な相違の初発点になる。

それでは、なぜ、租税を銀行が創出した既存ならびに新規の預金貨幣によって支払うことができるのであろうか。

筆者の考え方は、以下のとおりである。

決済では支払完了性（ファイナリティ）が問題になる。支払完了性とは、ある特定の貨幣の支払いをつうじて、取引相手との決済を終了することができる性質のことを指す。どの貨幣も支払完了性を持たないということになれば、決済はいつまでたっても終了しないことになるであろう。ところが、これまでのところ、われわれは、市場メカニズムのなかから発生し、市場メカニズムのなかで機能する貨幣としては、民間銀行が創出する預金貨幣、中央銀行が創出・発行する準備預金および銀行券しか知らない。このうち、民間銀行が創出する預金貨幣の貨幣的根拠はといえば、それは銀行券支払約束であるという側面に求められる。つまり、預金貨幣はそれじたいで支払完了性を有するものではないし、また、有しうるものでもない。つぎに、中央銀行が創出する準備預金についていえば、それにアクセスすることができるのは金融機関だけであって、企業や家計はアクセスすることができない。そうすると、残るのは、中央銀行が発行する銀行券だけであるということになる。こうして、近代においては、結局のところ、銀行券についてのみ、法貨規定というかたちで支払完了性が付与される結果になった。わが国についていえば、日本銀行法第46条の規定、すなわち、「日本銀行は、銀行券を発行する」（第1項）、「前項の規定により日本銀行が発行する銀行券は、法貨として無制限に通用する」（第2項）、がそれに相当する。ちなみに、旧日本銀行法では、第29条において、より明確に、「日本銀行ハ銀行券ヲ発行ス」（第1項）、「前項ノ銀行券ハ公私一切ノ

取引ニ無制限ニ通用ス」（第2項），と規定されていた。「公私一切ノ取引ニ無制限ニ通用ス」ということであるから，この法律をつうじて，いまや，銀行券によって租税を支払うことが正式に可能になったというわけである（それ以前においても銀行券による租税の支払いが，事実上，認められていた）。ただ，今日では，その多くは銀行券によってではなく，銀行券支払約束を貨幣的根拠とする預金貨幣をつうじて行われているものと思われる。なお，わが国においては，日本銀行が発行する銀行券とは別に，政府が発行する貨幣（硬貨）も法貨として通用するが，通貨の単位及び貨幣の発行等に関する法律は，「貨幣は，額面価格の二十倍までを限り，法貨として通用する」（第7条），と規定しているので，端数を除き，事実上，租税の支払いに硬貨を役立てることはできない。

法貨規定に照らすならば，民間銀行が中央銀行に保有する準備預金も，その貨幣的根拠は中央銀行による銀行券支払約束に求められるということになる。

預金貨幣によってにせよ銀行券によってにせよ（硬貨を別にすれば，企業や家計がアクセスできる貨幣はこの両者に限られる），租税が支払われる場合，民間銀行，中央銀行および政府のあいだでの会計処理はいくぶん複雑なものになる。その理由は，通常，政府は中央銀行だけにしか預金口座を設けていないからである。預金貨幣によって租税が支払われる場合には，まず，民間銀行の企業や家計の預金口座から租税支払額が引き落とされる。つぎに，中央銀行は，民間銀行の準備預金から税額分を引き落とし，政府の預金口座に付け替える。これにたいして，銀行券によって租税が支払われる場合には，まず，民間銀行の預金口座から銀行券が引き出され，その分，企業や家計の預金額が減額される。民間銀行は，その銀行券をどのようにして入手するのかといえは，中央銀行にある準備預金を解約することによってそうするのである。つぎに，銀行券を受け取った政府は，それを

中央銀行に持ち込み、政府預金を増加させることになる。いずれの場合にも、民間銀行の準備預金が不足することになるから、中央銀行は、金融調節という手段に訴えて、この不足を受動的に埋め合わせなければならない。

ここで強調しなければならないことは、法律で法貨を決定するということと、その法貨が国家貨幣である、ないしは、国家貨幣に転化するということとは、まったく別のことがらだということである。わが国についていえば、すでに、事実上、法貨として機能していた既存の日本銀行券を旧日本銀行法が正式に法貨として認定したというだけの話にすぎない。その時点で、日本銀行券は政府紙幣であると宣言されたわけではない。また、イギリスについていえば、イングランド銀行が設立されたのは、1694年のことであるが、その銀行券が法貨として認められたのはようやく1833年のことであった。やはり、その時点で、イングランド銀行券は政府紙幣であると宣言されたわけではない。ところが、レイは、これらの両者（銀行券と政府紙幣）を完全に混同する。レイは、『MMT 現代貨幣理論入門』の第2章「自国通貨の発行者による支出」の「通貨主権とは何か？」のなかで、以下のように主張する（113-114ページ）。

国の通貨は、しばしば、「主権通貨」と呼ばれる。つまり、主権を有する政府により発行される通貨である。政府は、民間の個人や団体にはない様々な権限を有する。ただし、ここで論じたいのは、貨幣に関する権限だけである。

公式な計算尺度として認められる計算貨幣を決定する権限を有するのは、主権を有する政府だけである（すでに述べたように、政府は一定の支払いについては外貨を受け取ることを選択するかもしれないが、それもまた主権の特権である）。さらに、自らの計算貨幣で表示された通貨を

発行する権限を付与されているのは、現代の主権を有する政府だけである（合衆国憲法は、連邦政府に唯一の通貨創出権限を付与している）。裁判において、金銭契約がどのように強制されるかを定める——義務の履行のために渡すことのできる貨幣を定める——のも、最終的には政府である。

もし政府以外の主体が自国通貨を発行しようとすれば、（政府によって明確に許可されていない限り）その主体は通貨偽造者として訴追され、厳しい処罰を受けるであろう。

さらに、主権を有する政府はその計算貨幣で納税義務（および罰金と手数料）を課し、これらの債務の支払方法を決定する。つまり、政府は、納税者がその義務を履行する際に、自身が何を受け取るかを決定する。

最後に、主権を有する政府は自らの支払いをどのように行うかも決定する。つまり、財・サービスを購入するために、あるいは自らの債務（年金受給者に対する支払いや、政府債務の保有者に対する利息支払いなど）を履行するために、何を渡すかを決定する。現代の主権を有する政府の大部分は、自らの通貨で支払いを行い、それと同じ通貨で租税の支払いを要求する。

なるほど、レイが主張するように、以下のことがらは事実である。「計算貨幣を決定する権限を有するのは、主権を有する政府だけである」——「まずは計算貨幣の概念を導入しよう。豪ドル、米ドル、日本円、英ポンド、欧州ユーロはすべて計算貨幣の例だ」（110ページ）、「思い切って単純化して言えば、計算貨幣とは元来、手数料、罰金、租税を評価するために統治者が創り出した計算単位である」（285ページ）——、「裁判において、金銭契約がどのように強制されるかを定める——義務の履行のために渡す

ことができる貨幣を決める——のも、最終的には政府である」,「主権を有する政府はその計算貨幣で納税義務（および罰金と手数料）を課し、これらの債務の支払方法を決定する」,「主権を有する政府は自らの支払いをどのように行うかも決定する。つまり、財・サービスを購入するために、あるいは自らの債務（年金受給者に対する支払いや、政府債務の保有者に対する利息支払いなど）を履行するために、何を渡すかを決定する」。しかし、これらの権利を政府が行使するためには、法貨が何であるかを法律によって決定することだけで必要十分であって、「自らの計算貨幣で表示された通貨」を政府が自ら発行するにはおよばない。じっさい、アメリカにおいては、銀行券は、連邦政府の一機関である連邦準備制度理事会（Board of Governors of Federal Reserve Banks）によってではなく、区内加盟銀行を株主とし、銀行という性格を有する12の連邦準備銀行（Federal Reserve Banks）によって発行されている。また、この銀行券の券面には、「この銀行券は、公的および私的な、すべての債務にたいする法的支払手段である」と明示されている。

ちなみに、こうしたレイの貨幣観は、「(ケインズが言ったように、「少なくとも」) 過去4000年間、我々の貨幣制度は『国家貨幣制度』であった。簡単に言えば、国家が計算貨幣を決め、それを単位として表示される義務（租税、地代、10分の1税、罰金、手数料）を課し、そうした義務を果たすための支払手段となる通貨を発行する制度である）」(38ページ)、という発言からも窺えるように、J・メイナード・ケインズの『貨幣論』（小泉明・長澤惟恭訳、ケインズ全集第5巻『貨幣論Ⅰ 貨幣の純粹理論』、東洋経済新報社、1979年）のなかの、第1章「貨幣の分類」における以下の説明を下敷きにしたものである（同書、3-7ページ）。

計算貨幣（money of account）、すなわちそれによって債務や価格や

一般的購買力を表示するものは、貨幣理論の本源的概念である。

貨幣と計算貨幣との区別は、計算貨幣は記述あるいは称号であり、貨幣はその記述に照応する物であるといえ、恐らく明らかにしうるであろう。

ところで、契約と付け値とに言及することによって、既にわれわれはそれらを履行させることのできる法律あるいは慣習を導入している。すなわちわれわれは、国家あるいは社会を導入しているのである。さらに貨幣契約の一つの特殊な性質は、国家または社会が、単に引き渡しを強制するだけでなく、計算貨幣をもって締結されている契約の合法的あるいは慣習的な履行として引き渡されなければならないものは何かをも決定する点にある。したがって国家は、まず第1に、契約に含まれている名称または記述に照応する物の支払いを強制する法の権威として現われる。しかし国家が、これに加えていかなる物がその名称に照応するかを定め、これを布告し、そしてその布告をときどき変更する権利を要求するとき——すなわち辞典を再編集する権利を要求するとき——国家は二役を演ずることになる。この権利は、すべて近代国家が要求しており、そして約4000年もの間そのように要求し続けてきた。クナップ（Knapp）の表券主義（chartalism）——貨幣はとくに国家の創造物であるという学説——が完全に実現されるのは、貨幣の発展がこの段階に到達したときである。

一般に行われている一般の用語法に完全に一致しないという犠牲を払っても、私は、それ自身強制的法貨である貨幣〔「国家貨幣すなわち本来の貨幣」〕だけではなく、国家または中央銀行がそれ自身への

支払いに対して受領すること、あるいは強制的法貨と交換することを保証している貨幣をもまた国家貨幣に含めることにする。したがって、今日のたいていの銀行券および中央銀行預金さえもが、ここでは国家貨幣として分類される……。

みられるように、ケインズの場合にもまた、「国家または中央銀行がそれ自身への支払いに対して受領することを保証している貨幣」という問題と、そうして決定されたものを「国家貨幣」と呼ぶべきか否かという問題とが混同されている。すでにみたように、近代においては、市場メカニズムのなかから発生し、市場メカニズムのなかで機能する貨幣を法貨として指定することが一般的である。その背景には、歴史的にみるならば、革命や戦争などに際して、政府支出が政府紙幣の乱発によって賄われたところから、悪的なインフレーションを招くことになったという苦い経験が存在する。アメリカ独立戦争時の大陸紙幣、アメリカ南北戦争時の北軍政府によるグリーンバック紙幣、フランス革命時のアッシニア紙幣、わが国においては、西南戦争時の明治通宝札がその具体例である。したがって、「銀行券および中央銀行預金」と「国家貨幣」との混同はケインズといえども許されることではない。ただ、レイの貨幣観はケインズの貨幣論を下敷きにしているにしても、ケインズの場合には、「一般に行われている用語法に完全に一致しないという犠牲を払っても、私は、それ自身強制的法貨である貨幣だけではなく、国家または中央銀行がそれ自身への支払いに対して受領すること、あるいは、強制的法貨と交換することを保証している貨幣をもまた国家貨幣に含めることにする。したがって、今日のたいていの銀行券および中央銀行預金さえもが、ここでは国家紙幣として分類される」、というように、銀行券および中央銀行預金を条件的に国家貨幣として位置づけているのにたいして、レイの場合には、銀行券および中央銀

行預金を無条件的に国家貨幣として位置づけているという点で、両者のあいだには立場の相違も見出される。じっさい、レイにおいては、銀行券および中央銀行預金は最初から何の疑いもなしに国家貨幣だとして理解されている。

なお、民間銀行が創出する預金貨幣によって租税が支払われている——つまり、「国家がそれ自身への支払いに対して受領する」——という現実を前にしてさえ、ケインズもレイもともに、さすがにそれを国家貨幣のなかに含めることをためらっているという側面にも留意がはられるべきである。

4 「租税が貨幣を動かす」

筆者のみるところ、銀行券および中央銀行の準備預金は国家貨幣であるという視点が起点となって、「租税が貨幣を動かす」という MMT に独自の理論が生まれることになった。この両者の関係について、レイは、『MMT 現代貨幣理論入門』の第 2 章「自国通貨の発行者とその支出」の「租税が貨幣を動かす」のなかで、以下のように説明する（120-124ページ）。長文の引用になるが、肝要な個所であるので、読者の寛容を請いたい。

主権を有する政府によって行使される最も重要な権限の 1 つは、租税（および手数料や罰金などの政府に対する支払義務）を課し、徴収する権限である。納税義務は、米国、カナダ、オーストラリアではドル、日本では円、中国では人民元、メキシコではペソといった具合に、国家の計算貨幣を単位として課される。さらに、納税義務を果たすために渡すことができるものは何かも政府が定めている。ほとんどの先進国では、租税の支払いにおいて受け取られるのは政府自らの通貨である。

後ほど、政府に対する支払いが正確にはどのように行われるのか検討する。納税者は租税の支払いにたいいて民間銀行の小切手を使うようだが、政府は小切手を受け取ると民間銀行の準備預金からその金額を引き落とす。民間銀行は納税者と政府を実質的に仲介し、納税者に代わって通貨（厳密には、中央銀行の負債である準備預金）で支払いを行う。銀行がこの支払いを行うと、納税者は自らの義務を果たしたことになる、従って租税債務は消滅する。

今や、先の質問——なぜ誰もが政府の「法定不換通貨」を受け取るのか？——に答えることができる。それは、政府の通貨が、政府に対して負っている租税などの金銭債務の履行において、政府によって受け取られる主要な（たいいては唯一の）ものだからである。租税の不払いに対して課される罰（刑務所行きもある）を避けるために、納税者は政府の通貨を手に入れる必要があるのだ。

もちろん、政府の通貨は他の用途でも使える。硬貨は自動販売機で使えるし、民間の債務は紙幣で返済できるし、政府の貨幣は将来の支出に備えて貯金箱に貯めることもできる。しかし、これらの通貨の利用法はすべて二次的なものであり、租税の支払いにおいて自らの通貨を受け取るという政府の意思から派生したものである。

結局のところ、政府の通貨が需要され、それゆえ財・サービスの購入や民間の債務の返済にも使えるのは、納税義務を負う者なら誰もがその（租税）債務を消去するのに使えるからである。政府にとって通貨を民間の支払いに使い、貯金箱に貯めるようにすることは、簡単ではないが、自らが課す納税義務を果たすために通貨を使用することは強制できる。

従って、政府の通貨の受取りを確実にするためには、貴金属（ある

いは外貨）の準備も支払手段制定法も必要ない。必要なのは、政府の通貨で支払われる租税債務を課すことだけである。カーテンの裏側にあるのは、租税債務（または、その他の義務的支払い）なのだ。

我々は、「租税が貨幣を動かす」と結論づけることができる。

政府が自ら創造した計算貨幣で表示された通貨を発行するには、租税の支払いにおいてその通貨を受け取るようにすればよい。その通貨に貴金属の「裏づけ」は必要ないし、国の通貨の受取りを要求する支払手段制定法も必要ない。国内、場合によっては海外でも通貨が広く一般に受け入れられるようにするために主権を有する政府がなすべきなのは、例えば「この紙幣は、公的および私的な、すべての債務に対する法定支払手段である」という文言〔これが支払手段制定法の内容をなす〕を印刷することではなく、「この紙幣は租税の支払いにおいて受け取られる」と約束することだけである。

ここには、「租税が貨幣を動かす」という MMT の中心命題のルーツが明示されている。要するに、「租税の支払いにおいて受け取られるのは政府自らの通貨である」、だから、「租税が貨幣を動かす」というわけである。引用を省いたが、ここに引用した文章のあいだに、「租税の支払いにおいては、英国財務省はその紙幣〔英ポンド紙幣〕を受け取るし、受け取らなければならない。もし財務省が自らの債務証書の受取りを拒むならば、それは財務省の債務不履行（デフォルト）である」、という記述が挿入されている。つまり、イングランド銀行券、財務省の債務証書ならびに国家貨幣は三位一体だというわけである。これは、現行の日本銀行券は財務省の債務証書であり、同時に国家貨幣であると断じるに等しい。問題をこ

のように整理するならば、多くの読者は違和感と同時に疑問を覚えるにちがいない。これを正当な理論と呼べるであろうか。そして、この異様な理論がMMTの起点をなしていることには疑問の余地がない。

しかも、この起点から導出される「租税が貨幣を動かす」という中心命題から、さらに、以下のような結論が誘導されることになった。いわく、「主権を有する政府が自らの通貨について支払不能になることはありえない」、いわく、「政府が支出や貸出を行うことで通貨を創造するのであれば、政府が支出するために租税収入を必要としないのは明らかである」、いわく、「納税者が通貨を使って租税を支払うのであれば、まず政府が支出しなければならない」、いわく、「政府は支出をするために自らの通貨を『借りる』必要がない。MMTは、主権を有する政府による国債の売却を、中央銀行による金融政策オペレーションと機能上同等のものだと認識している」（この論点については後述）、いわく、「最も『不健全な』予算政策とは、『均衡予算』——一定期間（通常は1年間）における、租税収入と政府支出をぴったりと一致させる予算を盲目的に追求することである」。

われわれは、こうした結論の外見上の壮大さに惑わされて、その起点となる貨幣理論の異常さを忘れることがあってはならない。

なお、アメリカでは納税者は民間銀行の小切手を使用して納税することが一般的である。小切手は預金の振込指図書にはかならない。したがって、政府が小切手を受け取った時点で、納税者の租税債務は消滅することになる。その後、政府がこの小切手を中央銀行に持ち込み、準備預金の民間銀行の口座から政府の口座への振替というかたちで最終的に租税を受け取るにしても、納税者と政府とのあいだのこうした関係には変わりはない。つまり、納税者は、預金によって租税債務を支払うのであり、準備預金によって支払うのではない。納税者はそもそも準備預金にたいするアクセス権を持たない。

5 「政府による国債売却は金融政策の一部である」

レイの『MMT 現代貨幣理論入門』のなかには、「政府が運営する中央銀行」（270ページ）という表現が登場する。また、ケルトンの『財政赤字の神話— MMTと国民のための経済の誕生—』（土方奈美訳、早川書房、2020年）のなかには、「通貨の独占的供給者である政府の右腕となる中央銀行」（119ページ）という表現が登場する。ここからも窺えるように、MMTは、中央銀行の金融政策の独立性を、事実上、否定することになる。

本節においては、その経緯を説明することにしたい。

レイは、まず、「政府が、自らの通貨を借り入れることなどあり得ない」、という理由で、政府による「国債の発行は自由意思に基づくもの」であると主張する（264ページ）。

政府は通貨の独占的供給者であるから、自らの通貨において財政上の制約に直面することはない……。政府は、銀行口座へ振り込むことによって、債務の元利金支払いを含めた期限の到来するすべての支払いを実行する。つまり、政府は、その支出の規模にかんしてオペレーション上の制約を受けない。国債の発行は自由意思に基づくものなので、主権を有する政府は金利を市場に決めさせる必要もない。政府が、自ら通貨を借りることなどあり得ない。

それでは、政府は、なぜ、国債を発行するのであろうか。結論的には、レイは、「国債の売却〔発行〕は、中央銀行の誘導目標金利達成を手助けする手段である」、と位置づける（222, 230, 218ページ）。

銀行システムが全体として超過準備状態になっていると、その時点

の翌日物銀行間貸出金利（しばしばバンクレートと呼ばれるが、米国ではフェデラルファンド金利と呼ばれている）では、貸出オファー額は（借入需要額と）マッチしない。従って超過準備状態の銀行は、もっと低い金利で準備預金の貸出をオファーすることになる。これが、「市場」金利を中央銀行の誘導目標よりも低いものにしてしまう。

中央銀行は、金利を誘導目標とするので、金利が目標よりも下がるとそれに反応する。つまり、〔中央銀行による〕国債の売却は超過準備と金利低下圧力を打ち消す。

国債の売却〔発行〕は、主権を有する政府によって利用される（一般的な意味での）借入オペレーションではない。国債の売却は、中央銀行の誘導目標金利達成を手助けする手段である。

それどころか、レイは、「国債は、中央銀行によって売却されても（公開市場操作）、財務省によって売却されても（新規発行取引）、効果は同じであり」、「国債売却は、どちらの場合も金融政策オペレーションと考えるべきである」、とさえ主張する（232-233ページ）。

国債は、中央銀行によって売却されても（公開市場操作）、財務省によって売却されても（新規発行取引）、効果は同じであり、準備預金が国債に交換される。これによって、中央銀行は翌日物の誘導目標レートを達成できる。従って、国債売却はどちらの場合も金融政策オペレーションと考えるべきである。

準備預金の量は、政府の立場から見れば非裁量的である（学説上、これは「アコモデーショニスト」または「ホリゾンタリスト」と呼ばれる立

場である）。銀行システムが超過準備状態になると、翌日物銀行間貸出金利は誘導目標よりも低下して、……〔中央銀行または財務省による〕国債売却を誘発する。銀行システムが準備不足状態になれば、市場金利は誘導目標よりも上昇して、〔市場からの〕国債購入を誘発する。ここで明らかなのは、この点に関しては、中央銀行も財務省も区別はないということである。つまり、国債の売却／購入（あるいは償還）の効果は、どちらが行っても同じである。

最後に、レイは、「〔政府の〕国債売却は、金融政策の一部である」、と結論づける（367ページ）。

政府の国債売却は、本当は政府の赤字支出に必要な「借入」オペレーションではないということになる。もっと正確に言えば、国債売却は、中央銀行が金利誘導目標を達成するのを手助けするように設計された金融政策の一部である。

ここまでくれば、MMTは、中央銀行の金融政策の独立性を、事実上、否定するものであると断じて、何の誤りもないことが理解されることであらう。

しかし、アメリカにおいても、公開市場操作および貸出金利の決定権はFRB（連邦準備制度理事会）が握っており、それらの決定にあたって、政府に指示を仰ぐ必要はない。その意味では、FRBの金融政策の政府からの独立性は確保されている。また、わが国についていえば、塩野宏監修・日本銀行金融研究所「公法的観点からみた中央銀行についての研究会」編『日本銀行の法的性格—新日銀法を踏まえて—』（弘文堂、2001年）は、日本銀行の法的性格——行政組織法一般理論上の行政主体性の有無という問

題について、以下のような結論を下している（169ページ）。

日本銀行が行政組織法一般理論上の行政主体性を有するか否か（日本銀行を行政権の一部門として認識し得るか）という問題は、日本銀行と国との関係や組織運営のあり方について何らかの立法措置を講ずる際、あるいは、日本銀行法の解釈論を行う際に、基本的視座を提供するものと思われる。

日本銀行の法的位置付けは「認可法人」とされてきたが、それが行政主体性の有無についていかなる意味をもつのかは、これまで必ずしも明確ではなかった。この点については、1942年の旧日本銀行法制定時に、同法下の日本銀行は日本銀行条例下において株式会社形態の組織として設立された「私法人」としての地位を継承しているとの政府見解が示されていることから、そうした位置付けを継承しているとみられる新日本銀行法下の日本銀行も、行政組織法一般理論上の行政主体性を欠くものである（日本銀行が、それ自体として行政権の一部門とは位置付けがたい）と考えられる。

6 インフレーションは貨幣的・金融的現象であるのか財政的現象であるのか

レイは、『MMT 現代貨幣理論入門』の第9章「インフレと主権通貨」のなかで、「現代の資本主義経済において、なぜゆるやかなインフレが持続するのか考えてみよう」、という問題を提起し、その回答として以下のような要約を与える（451ページ）。

要するに、物価は様々な理由から上昇する傾向にあった。計測の間

題に関係する物価上昇もあり、ボーモル病や、市場支配力——組合や寡占——に関係する物価上昇もあった。インフレは必ずしも悪いことではない。デフレはインフレよりもっと悪い。

実のところ、多少のインフレはおそらくよいものである。

このうち、「計測の問題に関する物価上昇」とは、CPI（消費者物価指数）などの物価指標は、品質が向上した分だけ調整されなければならないが、調整が遅れたり不十分であったりすると、物価は高めに計測される傾向があるという側面を指す。あなたの iPhone には NASA が月旅行のために結集したよりも優れた電子技術が使われている、という冗談が引用されている。ボーモル病についての説明は興味深い。それは、次のとおりである。ボーモル病と呼ばれるものがある。モーツァルトの時代の交響楽団は、若干の奏者の増減はあるものの、今日のものと同規模であった。指揮者次第ではあるものの、同じ楽曲の演奏時間はほぼ同じであった。つまり、ほとんど生産性が向上してこなかった（同じ交響曲を演奏するのに、同人数の「労働者」が同じ時間働く）。しかし他の分野の労働者は、今やモーツァルトの時代とは比較にならないほど生産性が高い。同様な問題を抱えた分野は他にも多く、その大部分は生産性をさほど改善できないサービス業の分野である（理髪師、教師、医師を考えてみよ）。インフレによるドルの価値の毀損は、コンサート・バイオリニストのせいだ！ こう考えてみよう——インフレは文化を保護するためのコストである。幼稚園の教室での「非効率」を保つためにはインフレが必要である。

組合や寡占による市場支配力については、言及するまでもないであろう。

結論として、レイは、次のような判断を下す、「人々はインフレが好きではないものの、低い持続的なインフレが経済に悪影響を及ぼすという

証拠はあまりない」(452ページ)。

それでは、レイにとってインフレーションはまったく問題にならないのかといえば、もちろん、そういうわけではない。

『MMT 現代貨幣理論入門』の第8章「『完全雇用と物価安定』のための政策」のなかには、「自らの通貨を発行する政府は、常に失業者を雇う支払い能力がある。しかし、完全雇用の達成はインフレ率や為替レートに影響を与えるかもしれない」(408頁)、という文章が見出される。

ここで、完全雇用を目指す政策とは、MMTが主張する「就業保証 (job guarantee) プログラム」ないし「最後の雇い手 (employer of last resort) プログラム」のことを指す。

要するに、レイにとってインフレーションが深刻な問題になるとすれば、それは、政府による「就業保証プログラム」ないし「最後の雇い手プログラム」の実施過程において、完全雇用が実現された場合に限られるというわけである。そして、たとえばこうしたかたちでインフレーションが発生したとしても、政府支出の削減あるいは増税によってこれを容易に除去することができると考えられている。

その意味で、レイのインフレーション論は、基本的に、財政的インフレーション論と呼ばれるべき性格のものである。いいかえれば、レイには貨幣的・金融的な要因にもとづくインフレーション論は存在しない。この点はいくら強調されても強調されすぎることはないであろう。

よく知られているように、先進国の中央銀行は、いずれも、金融政策の目的として物価の安定を掲げている。日本銀行法は、第2条において、「日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする」、と謳っている。ここで、「通貨及び金融の調節」とは、金融政策のことを指す。連邦準備制度 (Federal Reserve System) の根拠規定であるア

アメリカの連邦準備法では、物価の安定とならんで最大雇用の達成が謳われているが、金融政策の目的として物価の安定が掲げられていることには変わりが無い。イングランド銀行法には、同行の目的は物価の安定である旨が明記されている。欧州連合（EU）の創設を定めたマーストリヒト条約および欧州中央銀行法にあたる同条約付属議定書は、物価の安定を維持することが欧州中央銀行（ECB）の行う金融政策の主たる目的であると規定している。

この背景には、インフレーションは貨幣的・金融的現象であるという共通の認識がある。筆者もこの認識を共有している。しかも、中央銀行はインフレーションを阻止しようとすれば阻止できるだけの手段（その王道は金利政策である）も有している。

『MMT 現代貨幣理論入門』におけるレイの見地からすれば、第一次オイルショック前のわが国における狂乱インフレ、1970年代末のアメリカにおけるポール・A・ボルカー議長時代の狂乱インフレは、どのように説明されることになるのであろうか。まさか、これらを財政的インフレーションと呼ぶわけにもいくまい。じっさい、MMTが登場するのは、1990年代のことであり、当時は、「就業保証プログラム」や「最後の雇い手」という言葉さえ、経済学者のあいだでも政策当局者のあいだでも知られていなかった。

ちなみに、レイの見解から貨幣的・金融的現象としてのインフレーション論が欠落しているのは、偶然の理由にもとづくものではなく、確信的な理由にもとづくものであるように思われる。レイはおそらく次のように推論するのであろう。民間銀行も中央銀行も貨幣を内生的に供給する。貨幣が内生的に供給される以上、それは必要に応じて供給されるだけであり、過剰に供給されることなどありえない。したがって、貨幣的・金融的現象としてのインフレーションは存在しない、と。この点は、「ホリゾンタリ

スト」的アプローチないし「アコモデーショニスト」的アプローチにたいするレイの共鳴姿勢からも確認することができる。

しかし、筆者は、貨幣は内生的に供給されつつも、民間銀行が過剰な貸出に走ることは十分にありうることであり、中央銀行がそれを容認・追認する場合には、貨幣的・金融的現象としてのインフレーションが発生することは十分にありうるものと考えている。先にあげたわが国やアメリカのインフレーションの例がそれに相当する。

7 中野剛志氏による筆者の見解にたいする評価

筆者は、拙稿「国債問題と内生的貨幣供給理論」(『商学論纂』第55巻第3号、2014年3月)において、以下のように指摘した(599, 618-619ページ)。

つまり、こういう次第である。すなわち、① 銀行が国債(新発債)を購入すると、銀行保有の日銀当座預金は、政府が開設する日銀当座預金勘定に振り替えられる、② 政府は、たとえば公共事業の発注にあたり、請負企業に政府小切手によって代金を支払う、③ 企業は、政府小切手を自己の取引銀行に持ち込み、代金の取立を依頼する、④ 取立を依頼された銀行は、それに相当する金額を企業の口座に記帳する(ここで新たな銀行預金生まれる)と同時に代金の取立を日本銀行に依頼する、⑤ この結果、政府保有の日銀当座預金(これは国債の銀行への売却によって入手されたものである)が、銀行が開設する日銀当座預金勘定に振り替えられる、⑥ 銀行は戻ってきた日銀当座預金でふたたび国債(新発債)を購入することができる、⑦ したがって、銀行の国債消化ないし購入能力は、日本銀行による銀行にたいする当座預金の供給の仕振りによって規定されているのだ、と。

要するに、銀行は受け入れた預金を基礎に国債を購入するわけではなく、逆に、政府が国債を発行し、銀行がそれを購入することによって、預金が生み出されるというわけである。これは、預金→国債購入という捉え方を国債購入→預金という方向に、問題を捉える視点を180度転換するという意味において、まさに、コペルニクス的なないしアインシュタイン的な発想法の転回と呼ぶうるものである。

本稿の結論は、内生的貨幣供給理論の見地にたちつつ、さしあたり、第1に、外生的貨幣供給理論が想定するように銀行は受け入れた預金を基礎に国債を購入するのではなく、逆に、銀行が国債を購入することによって預金が生まれるということ、第2に、銀行が国債を購入するにあたっての資金源泉とはいえば、日銀当座預金以外には考えられず、したがって、銀行の国債消化ないし購買能力は、日本銀行による銀行にたいする当座預金の供給の仕振りによって規定されるということ、こういうものであった。ところで、ここから、われわれはいまひとつの結論を導き出すことができるであろう。それは、日本銀行による銀行にたいする当座預金の供給は、日本銀行による預金創造＝信用創造をつうじてなされるのであるから、結局のところ、銀行の国債消化ないし購入能力は、日本銀行による銀行への預金創造額＝信用創造額によって規定されるというものである。しかも、そうなれば、銀行が国債を購入することによって預金が生まれるという場合の預金は、じつは、日本銀行による預金創造＝信用創造の結果ないしその反映であったということになる。

否、それにとどまらない。この結論は、さらに転じて、今日のわが国の国債発行システムは、市中消化という形式をとりながらも、その内実は、日本銀行による国債の直接引受と事実上異なるところがない

というさらに衝撃的な理論的帰結につながる。つまり、市中消化のケースでは、日本銀行の信用創造の方向は銀行にむけられ、直接引受のケースでは、その方向は政府にむけられるという差異はあるにせよ、日本銀行の信用創造をとまなうという点では両者とも同断であるというわけである（直接引受のケースでも、日本銀行による信用創造額だけ、民間預金が増加することになる）。

みられるように、筆者の問題意識は、「銀行は受け入れた預金を基礎にして国債を購入するのではなく、逆に、銀行が国債を購入することによって預金生まれることになる」が、この後者の預金の出所は、銀行の預金創造＝信用創造活動によるものなのか、中央銀行の預金創造＝信用創造活動によるものであるかという側面を明らかにする点にあった。正解はもちろん後者である。

ところが、わが国における MMT の有力な擁護者である中野剛志氏は、『目からウロコが落ちる奇蹟の経済教室【基礎知識編】』（KK ベストセラーズ、2019年）のなかで、筆者のこの見解を MMT 貨幣供給理論の正しさを実証するものであるとして、肯定的に引用・紹介する。すなわち、「政府が国債を発行して、財政支出を行った結果、その支出額と同額の『民間預金』が生まれるのです。つまり、政府の赤字財政支出は、民間貯蓄（預金）を増やすのです」（125-126ページ）、「重要なポイントなので何度も繰り返しますが、銀行が国債を買い、政府が支出することで、その支出と同じだけの民間の預金が増えるのです」（126ページ）、と。

自己の見解が肯定的に引用・紹介されるのは喜ぶべきことであろうが、MMT 批判者である筆者としては複雑な気分を抱かざるをえないというのが実情である。

拙稿「国債問題と内生的貨幣供給理論」における筆者のもうひとつの間

題意識は、わが国の銀行の預貸率（貸出金と預金額との比率）はなぜ低いのかという側面を解明することにあった。内生的貨幣供給理論によれば、貸出から預金が生まれるというわけであるから、銀行の預貸率は基本的に100%の水準に留まるはずである。ところが、拙稿を執筆した2013年末の時点では、国内銀行の実質預金額は640兆円であるのにながら、貸付金は449兆円であった。預貸率は70%強にすぎない。差額のうちの一部はバブルの崩壊にともなう不良債権の処理に帰することができるとしても、残りの部分はそれによつては説明することができない。ここで、不良債権の処理に帰することができるという意味は、次のとおりである。貸出とともに、銀行のバランスシートには、資産の部に貸出金が負債の部には預金が生まれることになる。ところが、バブルの崩壊にともなつて大量の貸出金が不良債権化し、その処理が必要になつたわけであるが、だからといって、銀行はそれに見合うかたちで自行の預金を減額するわけにはゆかなかつた。そんなことをすれば、その銀行は預金の取付け騒ぎに見舞われ、早晩、破綻を迫られることになるからである。話を元に戻すと、残りの預金残高を説明するべく、いろいろと考えた末に、「銀行が国債を購入することによつて預金が生まれることになる」、という経緯に思ひいたつたというのがこの真相である。

この論文を執筆した際には、筆者は、MMTの理論はもとより、その存在さえ知ることがなかつた。

なお、一言だけ付記するならば、政府の赤字財政支出が生み出す預金を利用して租税を支払うことももちろん可能である。しかし、低下したとはいえ、2013年末の時点で預貸率がなお70%強を保っていたことは、この時点でも租税の支払いの大部分は銀行が創出した預金をつうじてなされていたことを窺わせるに十分であらう。

むすびに代えて

貨幣供給の基本的構造として、筆者は民間銀行と中央銀行との二層構造からなる市場メカニズムを重視するのにたいして、MMTは「国家貨幣制度」という市場外的システムを重視する。これは、下からの目線——したがって、ボトムアップ——を尊重するか、上からの目線——したがって、トップダウン——を尊重するかという、両者の姿勢の相違にも対応するものである。