

リサーチ TODAY

2019年 4月 18日

## 近頃都で流行るもの、3年前はFTPL、今年はMMT

副理事長 エクゼクティブエコノミスト 高田 創

TODAYでは昨年11月以来、ストーリーラインとして2016年との類似性を議論してきた。下記の図表は、2015年から2016年にかけての状況と現状を比較したもののだが、その後半年近くが経過し、市場は落ち着きを取り戻した。一方、中国を中心とした経済の停滞に米国中心の金利低下もあり、引き続き不安定化した状況にある。今日の論点は、両局面のなかから経済政策に対する潮流の共通項を指摘することだ。2016年に向け、日本では金融政策の限界との見方から財政政策への依存を重視する考え方が生じた。当時、財政を重視した物価水準の財政理論 (FTPL) が脚光を浴び、ノーベル経済学賞を受賞したクリストファー・シムズ教授の考えを内閣府参与の浜田宏一先生が紹介したことが大きな話題になった。一方で2019年は、モダン・マネタリー・セオリー (現代貨幣理論: MMT) としてやはり財政政策を重視した見方が生じていることに注目する必要がある。2016年のFTPLは日本のなかで止まっていた潮流で、その延長線上で2016年には2度目の消費増税の延期につながった。一方で今日は米国も含め財政政策を重視する観点からグローバルな広がりをもつ点にも注目する必要がある。MMTの理論自体は依然として伝統的な理論派からは異端の扱いにあるが、世界的に財政政策への関心が生じているのは確かだ。また、再び、世界的に金利低下局面に戻り、金融緩和余地が各国ともに限られているなか経済政策に対する閉塞感も生じている。それは、日本が世界に先駆けて対峙してきたことで、世界的な「日本化現象」<sup>1</sup>の広がりともいえる。

### ■ 図表: 2015～2016年の環境と今日の比較

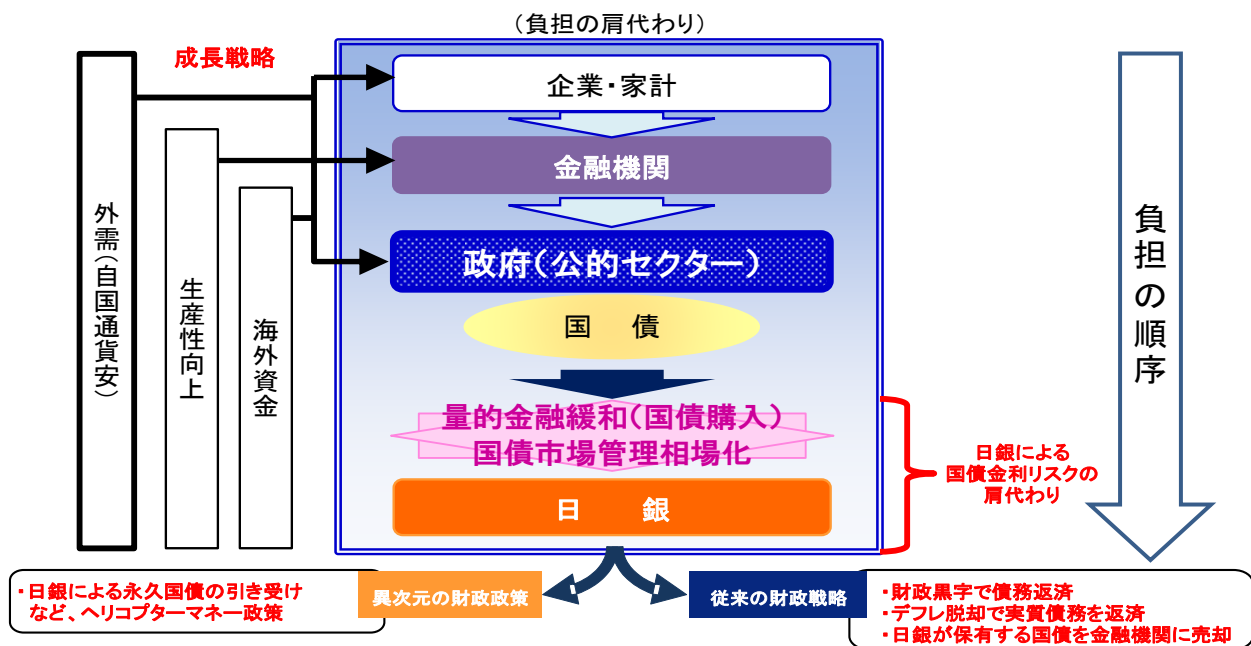
2015—2016年の特徴	現状
中国経済停滞	中国経済は減速(停滞局面入り)
ITサイクル悪化	半導体売上高の伸びは減速基調に転化
欧州政治不安(Brexit 決定)	英国、イタリア、ドイツなどで不安材料
米国は 2015 年 12 月から利上げを 1 年休止	米国は 2019 年以降利上げ休止観測
物価水準の財政理論 (FTPL) に脚光	モダン・マネタリー・セオリー (MMT)

(出所) みずほ総合研究所作成

バランスシート調整のなかで財政の役割を考えてみる。筆者は長らく、国債は過大な債務を肩代わって膨れ上がった「身代わり地蔵」として説明してきた。国債はバランスシート調整に伴う損失処理のプロセスのなか段階的に債務を肩代わり「時間を確保する器」の機能を果たし、悪く言えば債務問題の「先送りの道具」であった。日本の1990年代以降のバブル崩壊時、企業の過剰問題として議論されたが、それから30年近くが経過し、日本企業の債務負担は極めて軽い「筋肉質」状況にある。一方、長年にわたる債務負担の肩代わりの結果、国債残高が巨額に達した。次ページの図表は、筆者が1990年代から用いてきたバランスシート調整の「段階的」概念図である。バランスシート調整の基本形は次の3原則、①債務の肩代わり、②成長

戦略として債務処理原資確保(多くの場合は自国通貨切り下げ)、③先行き期待改善のパッケージである。まず先に、国債を用いた「肩代わり」が行われ、次に図表の左側に示される債務負担処理原資を確保した損失処理が必要になる。負担処理の原資は、理想的には新商品開発や生産性向上等だが、現実には海外への依存、自国通貨切り下げ政策がとられ、図表の右側で先行き期待を改善させ、資産価格の改善が必要とされた。以上の債務肩代わりプロセスは日本では完了し、さらに金融機関の国債は日銀が肩代わりするまでの最終段階になった。ただし、問題なのは成長戦略が十分に描けないなか、債務の償還原資が不足し、最終段階であるにもかかわらず閉塞感が生じやすい点にある。

■図表: バランスシート調整の最終局面概念図



(出所) みずほ総合研究所作成

先の図表での最終段階、日銀が積み上げた国債を正常化として出口に向かうことが今日期待されるところで、基本的に出口戦略としては財政再建や日銀による金利正常化が基本となる。一方、現実には先行きの改善を中心とした成長戦略が描きにくいなか、非伝統的な出口戦略のヘリコプターマネーとして増税による負担の先送りも選択肢になりやすい。日銀の国債直接引き受けで資金を配るといった、打ち出の小槌のようなヘリコプターマネーは正当化しにくい。異次元の金融政策を飛び越え異次元の財政政策として、財政を実験台に使うようなことは極力避けるべきだ。ただし、経済が再び金利低下局面に陥ったような状況下、経済の底上げへ期待が生じやすい。2016年に、財政を重視した物価水準の財政理論 (FTPL) が再び脚光を浴びたのはこのような論点が背景にあった。今回、MMTの理論が米国発でグローバルにも広がりをもつ形で浮上したのは、日本同様、先行き改善への成長戦略が描ききれない「日本化」が背景にある。同時に、金融政策の限界への認識がグローバルにも広がった面がある。さらに、金融の拡大に伴い各国の資産価格上昇がけん引役となったことで格差への問題意識が強まったこともある。この結果、金融政策の限界に止まらず、格差の観点からも財政政策への期待が浮上したと考えられる。それは、まだ実現できない閉塞感のなか、世界各地で「青い鳥」が求められているような側面もあるように感じられる。

1 日本経済新聞(2019年4月13日付)で、MMTの提唱者とされるケルトン・ニューヨーク州立大学教授は、インタビューにて「日本はMMTを実証している」としている。

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。