溜池通信 vol.668 ***Biweekly Newsletter*** *June 21st 2019*

双日総合研究所
吉崎達彦

Contents **********

特集：今どき財政支出拡大？の経済学 1p
＜今週の”The Economist”誌から＞
”The tail that wags” 「尻尾が犬を振る」 7p
＜From the Editor＞ 「2000 万円」と選挙情勢 8p

****

特集：今どき財政支出拡大？の経済学

今回は、**各方面で話題の MMT（現代貨幣理論）を取り上げ**てみたいと思います。簡単に言えば、「自国通貨建てで国債を発行している限り、政府は財政赤字を気にせず歳出を拡大できる。ただしインフレの時はこの限りではない」というものです。

この議論、米民主党内で盛り上がっているのですが、**「その証拠に日本を見よ。あれだけ政府債務があっても超低金利じゃないか」**と言われると、いささか複雑な心境になってしまいます。とはいえ、かかる逆説的状況が長期化しているのは、従来の経済学では説明のできないことが起きているからかもしれない。金融政策に限界が見え始めた昨今、「今こそ財政支出の拡大を」という意見の妥当性を探ってみたいと思います。

●間もなく始まる民主党候補テレビ討論会

米大統領選挙のキックオフは、**近年では「投票日から 1 年半前」が頃合い**であるらしい。ドナルド・トランプ氏が出馬表明をしたのは、2015 年 6 月 16 日、ニューヨークのトランプタワー内であった。その時点でトランプ氏は「共和党内で 12 番目の候補者」に過ぎず、泡沫候補と受け止める向きがほとんどであった。

今回、再選を目指すにあたり、トランプ氏はこの縁起の良い日を選びたかったようだ。あいにく日曜日（父の日）に重なったので、2 日ずらして今週 6 月 18 日とした。場所はフロリダ州オーランド。毎度おなじみの激戦州であるし、大好きな別荘「マー・ア・ラゴ」もある。しかしもうひとつの理由は、「来週、同州マイアミで民主党初の大統領候補テレビ討論会が行われるから」であったからだろう。

以前にも書いた通り、**2020 年大統領選挙の本質とは「民主党から誰が挑戦するか」**であって、トランプ大統領が何をするかはあまり関係がない。米大統領選挙は現職が有利であり、まして経済が堅調なときにはそうそう負けるものではない。

となれば、野党側は魅力的な挑戦者を選出しなければならないのだが、**来週 6 月 26～27 日にはなんと 20 人もの候補者が登場する**。以下は 2 日間の登場予定者だが、これだけ多数となってしまうと、本誌としても各候補を解説しようとする気力が失せてしまう[1]。

各候補者は、それぞれ 12 分間のプレゼンタイムを与えられるが、20 人だとそれだけで 4 時間（240 分）かかってしまう。2 日間ぶっ通しで番組を見て、全候補者をきちんと吟味しよう、などという有権者はどれだけいるだろうか。

Debate Lineup 1: June 26

Debate Lineup 2: June 27

大勢が出馬すれば、それだけ候補者は鍛えられるし、民主党票の掘り起こしが期待できるかもしれない。とはいえ、失われるものも多い。**選挙資金は分散するし、優秀な選挙スタッフも奪い合いにある**。さらには 1 年半にわたる戦いの中では、陣営間のトラブルも生じるし、遺恨もできる。有力候補者が要らぬ失言で失速する事態もありそうだ（特にバイデン元副大統領が心配だ）。何より、**トランプ大統領に挑戦できるのは 1 人だけ**なのだ。なぜもっと「足切り」して候補者を絞らないのか、正直理解に苦しむ。

と思ったのは筆者だけではないようで、6 月 10 日のワシントンポスト紙が**「23 人もの大統領候補者は要らない。ほかにも重要な役割がある」**とのオピニオンを載せている[2]。すなわち、**「候補者の一部は上院議員選挙に回るべし」**との趣旨で、政局を考えれば至極もっともなご意見である。上院の議席は現在共和党の 53 対民主党が 47。来年の議会選挙で 3 議席以上増やさないと、仮に大統領選挙で勝ってもその先は苦労が見えている。

例えば昨年の中間選挙で、現職テッド・クルーズ上院議員に肉薄したベト・オルーク候補は、2020 年も再度上院選に出るべきではないのか。そうやってテキサス州の民主投票を掘り起こせば、同州の選挙人 38 人をひっくり返すことができるかもしれない。少なくとも共和党側から見れば、その方がよっぽど嫌なはずである。

---

[1] https://www.nytimes.com/2019/06/14/us/politics/democratic-debates-2020.html　ちなみに討論会に登場しない候補者も 3 人存在する（Wayne Messam; Steve Bullock; Seth Moulton）。

[2] https://www.washingtonpost.com/opinions/we-dont-need-23-presidential-candidates-theres-another-important-role-to-fill/2019/06/10/f7b5012c-8bbd-11e9-8f69-a2795fca3343_story.html?utm_term=.69f1e48514b8

●リベラルな政策課題を可能にする **MMT**

この辺は日本政治においても共通する現象なのだが、**「保守派は政局志向、リベラル派は政策志向」**である。自民党支持者は「いかに」に興味があって、選挙制度や世論調査の分析、派閥抗争の歴史などを面白がる。野党の支持者は「何を」に関心があり、地球環境やフェミニズムといった個別の課題を追求する。米民主党も真面目に政策を追い求めた結果、「20 人の候補者によるテレビ討論会」という事態に至ってしまったようだ。

それではどんな政策論争が飛び交うのか。特に左派（進歩派）候補者からヘルスケア、気候変動、大学授業料無償化、税制改革、最低賃金引上げ、あるいは GAFA のような巨大テック企業の解体、といった大胆な（実現性の低い）提案がなされることだろう。

前置きが長くなったが、ここまで状況を説明すると MMT（Modern Monetary Theory）が必要とされる理由が分かりやすくなるだろう。要するに**リベラルなアジェンダを実現しようとすると、いくらおカネがあっても足りない**のである。

この点で最も旗幟鮮明に MMT を支持しているのは、今や民主党のアイコンとなった感のある AOC ことアレクサンドリア・オカシオ＝コルテス下院議員である。彼女が提唱する GND（グリーン・ニュー・ディール）では、10 年以内に再生エネルギーへの完全転換を果たし、国民階保険制度を実現し、学生ローンの徳政令を実施する。そのために富裕層に対して 70%の所得税を課すというが、おそらく全然足りないことだろう。その点で MMT は文字通り「打ち出の小槌」ということになる。

興味深いことに、リベラル派の大御所、ポール・クルーグマン教授やローレンス・サマーズ教授は MMT に拒否反応を示している。特にサマーズ氏は、**「長期停滞時代には、財政赤字を過度に恐れるべきではない」**と言ってので、結論部分は MMT と似通っている。それでも主流派経済学者としては、「あんなものと一緒にされてたまるか」という思いがあるのだろう。つまり、政治的な「ご都合主義経済学」と見なしているのではないか。

経済学者として MMT を主唱しているのは、ニューヨーク州立大学のステファニー・ケルトン教授である。もともとはバーニー・サンダース上院議員の政策顧問であったが、その**サンダース氏は最近 MMT から距離を取り始めている**。「私は政府債務を心配している」と語り、富裕層増税や企業の節税封じ、軍事費の大幅削減などを通して、財政資金を確保するとしている。もともとは AOC の「師匠筋」とはいえ、2020 年大統領選挙の有力候補者として、無責任なことは言えないと考えているのかもしれない。

とはいうものの、MMT の主張を一概に切り捨てることはできない。米国債の発行残高はほぼ 22 兆ドルと、米国経済の GDP を超えるくらいになっている。政府債務が対 GDP 比 200%を超えている日本に比べればはるかに健全な状態といえるが、それにしても長期金利は 2%前後という歴史的な低さである。今週の FOMC で利下げ観測が強まったこともあるとはいえ、少なくとも政府債務の拡大を心配して、**米国債の発行上限を上げることを躊躇する必要はなさそう**にみえる。

●世界的な超低金利という「ニューノーマル」

政府の財政赤字が拡大すると、長期金利が上昇して民間に資金が回らなくなるという「クラウディングアウト」が起きるというのが、普通の経済学が教えるところである。実際に1990 年代には、クリントン政権が財政赤字の削減を通して長期金利を低下させ、長期にわたる好景気を実現している。お陰で税収が伸びて、政権末期には財政が黒字化したほどであった。この場合は、**財政健全化こそが景気対策であった**ということになる。

ところが現在の日本経済を考えてみよう。政府債務は GDP の 2 倍を超えているのだが、長期金利はほぼゼロ％である。日本政府が 10 年物国債を発行して 10 兆円調達すると、10 年後に必要な返済額はぴったり 10 兆円ということになる。ところが名目 GDP はほぼ 2%弱で成長しているので、10 年後には 120%くらいになっているはずである。

つまり債務は名目金利の分だけ増え（というか、ゼロ金利下ではまったく増えず）、GDP は名目成長率の分だけ増えるので、今なら債務の対 GDP 比率はどんどん低下することになる。事実、今年で 7 年目を迎える**アベノミクス下の日本経済は、財政節度は緩いままなのに財政状況は好転**している。2013 年度と 2018 年度を比較すると、税収は 43.1 兆円から 59.1 兆円に増加し、基礎的財政収支は▲23.2 兆円から▲10.4 兆円に改善し、公債依存度は 46.3%から 34.5%に減っている。

こんなゼロ金利時代においては、政府は借り入れを増やす方が得ではないのか？　少なくとも、財政緊縮化や増税を急ぐ必要はないのではないのか？

この議論を否定することは思ったよりも難しい。なんとなれば、「政府債務が巨大になっているのに長期金利がゼロ」という現状が、既に常識外れであるからだ。少なくとも従来の経済学では説明がつかない。だからこそ MMT 登場の余地がある。MMT 論者は、「今はパラダイム転換が起きているのだから、過去の常識を否定しなければならない」と勇ましく主張する。もっともこれを全面的に信頼するのも怖いところである。

この 10 年ほど、日米欧では金利が経済成長率よりも低い状態が続いている。いわば「ニューノーマル」だが、問題はこれがいつまで続くかであろう。「財政再建派」の小林慶一郎・慶応大学教授は、**「永久に金利が成長率より低いと、将来の GDP の割引現在価値が無限大になってしまう**ので、理論的につじつまが合わない。低金利の現状は、一種の国債バブルが生じている状態なのだろう」と論じている[3]。そしてバブル崩壊のリスク（＝日本財政の持続性に対する国民の信頼が失われること）があると考えて、警戒を怠るべきではないと説く。大人の意見と言えよう。

さらに言えば、この先に到来する超高齢化社会と社会保障費の増大を考えると、**今後の財政支出は放っておいても増加する**ことが予想される。いくら金融政策に限界が見えてきたからと言って、「今こそ財政支出の拡大を」という議論は、なかなか支持が広がりにくいところであろう。

[3] 中央公論 7 月号「時評 2019」から。金利が成長率よりも低い「ニューノーマル」の不思議。

●「会田×榊原」氏に財政拡張の意義を尋ねてみる

そんな中で、週刊東洋経済が「財政再建か財政拡張か大論争」という特集を組み、その中の「財政論争座談会～エコノミストはどう考えるか！」に、筆者が登場する機会を得た。経済雑誌としても、**MMT の流行を「放置できない」と感じている**ようである。

座談会では、本誌 5 月 10 日号「令和時代の日本経済」でご紹介した『日本経済の新しい見方』の著者、会田卓司氏と榊原可人氏に「財政拡張派」としてご登場いただいた。そのうえで筆者が司会を務め、正統派エコノミストである小峰隆夫・大正大学教授が「財政拡張論」の判定役を務める、という企画である。詳しくは週刊東洋経済 2019 年 6 月 1 日号（p56-63）をご参照願いたい。

会田×榊原両氏の問題意識は、日本では企業セクターが貯蓄超過になっている、という点にある。経済学の教科書は、家計部門の貯蓄を企業部門が借り入れ、それで金利がつくことを想定している。ところがその図式が崩壊すると、政府が独占的な借り手となってしまい、超低金利になってしまう。だからネットの国内資金需要を作らなければならない。

90 年代までの日本経済では、このネットの資金需要がプラスだったが、2000 年以降は企業貯蓄率が大幅に増加している。だから政府は財政を拡張して、資金需要をプラスにする必要がある。会田氏によれば、**「ネットの資金需要を対 GDP 比 3～5%くらいに誘導する」**ことが望ましいという。

これに対し小峰教授は、企業セクターの貯蓄超過に問題があることは同意するものの、①**今は失業率も低く、非常事態ではない**ので、むしろ財政は健全化を目指すべき、②**政府と企業という 2 つだけで操作できるのか**（マクロの貯蓄投資バランスは、家計や国際収支なども含む複雑なものである）、③**一度拡張型になった財政を元に戻すことはできるのか**（政治家は財政再建に二の足を踏む）、などの指摘があった。財政は最終的に国会で決まるものなので、「財政拡張すべし」というエコノミストの議論は、常に政治家に「つまみ食い」される危険性を伴う。「何に、どれくらい使うべきか」の議論も欠かせないと言えよう。

MMT に関しては、お二人とも否定的であった。MMT では「将来、インフレが起きたときには、直ちに増税や歳出カットを通して赤字を解消する」ことになっている。すなわち**財政赤字は、社会保障費のような恒久財源には適していない**ことになる。だとすると、「財政支出を何に使うべきか」は思ったよりも難しい。公共投資にしても、なるべく工期が短いもの、短期的にリターンが出る案件を探さなければならない。

いつでも元に戻せるように、という観点から行くと、意外と所得税減税が現実的であるのかもしれない。小渕政権の時に行われた「恒久的減税」（所得税額の 20%を、25 万円を限度に一律カット）という前例を思い出す。1999 年に景気対策として導入されたが、2007 年には廃止されている。

もっともこんなことを提案すると、MMT を提唱するような米民主党の理想主義者からは思い切り嫌われてしまうかもしれないのだが。

●リチャード・クー氏「もうひとつのマクロ経済学」

東洋経済の座談会で興味深かったのは、日本経済の内需が盛り上がらない理由として、「企業セクターの貯蓄超過」に問題があるという点では全員が一致したことである。よく「企業は内部留保を貯め込んで…」という批判も聞くところだが、どうやったら日本企業は投資を増やし、カネを借りてくれるようになるだろうか。

会田×榊原氏の「財政支出を増やせば企業借り入れが増える」という仮説は、過去にそういう相関関係があったという話であって、かならずしも因果関係があるからではないだろう。むしろ構造改革を通して企業が成長分野を見出しやすくする、あるいはコーポレートガバナンスを強化して、使わないカネは株主に返還させる、というのが筋ではないだろうか。

ところで、代表的な「財政政策重視」エコノミストであるリチャード・クー氏が、新著『「追われる国」の経済学』（東洋経済新報社）の中で、これに近い問題意識を有していることに気がついた。

つまりいままでの経済学は、常に借り手が存在する状態を前提としてきた。ところが 1990 年代の日本では、不良債権処理に伴うバランスシート問題が発生し、「企業がカネを借りてくれない」事態が発生した。こういうときは政府が財政出動するしかない、というクー氏の主張は、多くの人がかつてよく聞いたところであろう。

しかしそれだけではなく、新興国の追い上げを受けるようになった先進国では、国内に投資するよりも海外に投資する方が魅力的になるので、やはり投資機会がなくなる現象がみられるという。かつて日本の追い上げを受けた 1970 年代の米国経済がそうであったし、今の追われる側になった日本経済もそうである。なぜなら「追う国」の方が、「追われる国」よりも投資収益率が高いから。つまり「日本企業がカネを借りてくれない」のは、日本が「追われる国」になったから、という理由もありそうだ。

しかるがゆえに、今後は以下の 4 つの局面を想定する必要がある、とクー氏は説く。

① 貸し手と借り手がともに存在する世界→通常金利
② 借り手はいるが、貸し手が居ない世界→高金利、クレジットクランチ
③ 貸し手はいるが、B/S 問題などで借り手が不在→景気低迷で超低金利
④ 借り手もいないし貸し手もいない状態→高格付け者のみ超低金利

今までの経済学は①と②だけを想定していた。しかしこれからは、③や④のケースも考えなければならない。

ちなみに本書の原題名は”The other half of Macroeconomics”である。つまり①と②ばかり考えていたマクロ経済学は、半分だけを対象としていたに過ぎなかった。今の日本経済は、③借り手が不在であって、そのことを重点的に考えていく必要があるだろう。

クー氏はそこで再び財政出動の必要性を説くのであるが、1990 年代がそうであったように、「何にどれくらい」使うべきかは語ってくれない。それこそが重要だと思うのだが。

＜今週の”The Economist”誌から＞

”The tail that wag”　　Finance and economics

「尻尾が犬を振る」　　June 13th , 2019

市場コンセンサスによれば、米連銀は年内に 2~3 回は利下げする、となっている。でも、ホンマかいな。The Economist 誌のご託宣を聞いてみましょう。

＜抄訳＞

米連銀は進路変更の最中にある。昨年 12 月時点では、2019 年は 2 度の利上げがあるはずであった。それが 3 月には現状維持となった。投資家たちは 6 月利下げの確率が 20%あり、9 月までには 95%利下げだと見ている。パウエル議長は「準備はできている」と言っている。

世界経済は減速しており、主因は米中の貿易戦争にある。しかし米国経済の悪化を示すデータは多くない。5 月雇用者増は 7.5 万人に留まったが、失業率は 3.6%という低さである。

貿易戦争の痛みはもっぱら金融市場に表れている。10 年物国債の利回りは 5 月の 2.5%から、質への逃避や利下げ期待もあって 2.1%まで低下。連銀にとって不快な質問だろうが、金利は金融政策ではなく市場が決めるものなのか、経済データで決めるべきなのか。

市場は資金を持つ群衆の英知を発揮し、その予想は金儲けに関心のない専門家たちによる委員会を凌駕する。しかし、両者の明らかな乖離が続くのはほかにも理由がある。

第 1 に連銀と市場は、貿易戦争のような経済リスクには同様な判断を下す。しかし連銀は何が起きるかを待つことができるのに、投資家は自分の賭けをヘッジしなければならない。第 2 に市場は中央銀行の見通しに同意するものの、その行動に混乱することがある。米連銀は市場とのコミュニケーションに失敗している、との指摘は絶えない。

これらの可能性を排除できれば、中央銀行は市場から必要な何事かを学ぶことができる。連銀が市場に敏感になればなるほど、こうしたシグナルは手の込んだものになる。仮に連銀が市場の動きを無視し、成長とインフレのデータだけみて政策を決めるとしよう。市場の変化は投資家の認識だけを反映したものになる。そこからは有益な情報が得られよう。ただし連銀が市場志向になればなるほど、それは「鏡を見る」ようになってしまう。

もしも金融政策が完全に自動化されたら、市場からの情報も役立てられなくなる。経済データだけに反応するのはバックミラーを見ながら運転するようなもの。中央銀行家はよく、金融政策が効くまで 18 カ月から 2 年はかかるという。戦後の米国経済は何度も不況を体験してきたが、それは連銀があまりに頑なだったせいだと信じるエコノミストは多い。

市場の情報を役立てたいのなら、その弱みに付け込むべきではない。「連銀は尻尾を振る犬を必要としている」との声もある。しかし市場の反応がもっとも（貿易戦争）であるとき、利下げはいずれ必要になるだろう。短期的リスクとしては、見通しが改善すればインフレを招くだろう。だが今のところそれは抑制されており、5 月の消費者物価は 1.8%である。であれば、連銀は市場の言う通りに利下げするのがよろしかろう。

＜From the Editor＞　「2000 万円」と選挙情勢

このところ騒ぎになっている金融庁の報告書（老後資金＝2000 万円）ですが、筆者にはいったい何が問題なのか見当がつきません。どうしてこう、年金の問題になるとヒステリックな論調が多くなるのでしょうか。「95 歳まで生きるには、年金とは別に夫婦で××万円必要」というのは、ごく普通にマネー雑誌などにも書いてある話だと思うのですが。

おそらく選挙が間近でなければ、どうということなく見過ごされた話なのだと思います。「金融庁も大人なんだから、8 月になってから出せばよかったのに」との声もあるようです。ともあれ選挙への影響は一大事。安倍首相がここへきて解散＆ダブル選挙を見送る構えなのも、このことが一役買っているのかもしれません。

そこで、直近で発表された産経新聞＝FNN 合同調査（6 月 15-16 日）をチェックしてみました。内閣支持率は先月の 50.7%からちょっぴり下げた 48.4%で、ほとんど影響がないように見えますね。同じタイミングで出た共同通信社も同様で、先月の 50.5%が 47.6%に減っただけでした。内閣支持率は 2 ～3p 減が相場観です。

ところが、です。産経＝FNN が行った「この次の参議院議員選挙の比例代表で、あなたはどの政党の候補者、あるいはどの政党に投票しようと思いますか。次の中からひとつだけ選んでお知らせください」という設問に対し、恐ろしい変化が起きていました。

○比例代表に対する投票行動

	6 月	5 月	増減
自由民主党	31．4%	39．9%	▲8．5p
立憲民主党	9．2%	9．3%	▲0．1p
国民民主党	1．6%	2．4%	▲0．8p
公明党	6．1%	4．5%	＋1．6p
共産党	4．4%	3．9%	＋0．5p
日本維新の会	6．9%	6．4%	＋0．5p
社民党	0．9%	0．5%	＋0．5p
希望の党	―	0．3%	▲0．3p
その他の政党	8．7%	7．0%	＋1．7p
わからない・言えない	30．8%	25．7%	＋5．1p

比例代表で支持が 1%落ちるということは、100 万票を失うことにほぼ等しい。自民党にとって、▲8.5p＝850 万票減は厳しい結果です。ちなみに前回の 2016 年参院選での自民党の比例得票数は 2011 万票で、その結果 19 人が当選しています。うーん、これは相当に議席数が減りますね。2000 万円問題はやっぱり効いているようです。

ところが興味深いことに、旧民主党の支持が伸びたわけではない。むしろ減っている。そりゃそうでしょう。「アンタたちには言われたくない！」という気分はよくわかりますもん。これでは党首討論も盛り上がりを欠いてしまいます。

自民党が減らした分は、公明党と日本維新の会、「わからない・言えない」などに分散したようです。かねがね感じていたことですが、欧米における「トランプ支持層」のような低所得の保守派有権者は、日本ではヤンキー気質の「日本維新の会」に流れているのではないかという気がします。いわば「右派ポピュリスト政党」ですね。

左側で言うと、共産党と社民党の支持が少し伸びました。ただし注目したいのは「その他の政党」の＋1.7%です。これってたぶん、山本太郎参議院議員の「れいわ新選組」ですな。わが国における初の「左派ポピュリスト政党」と言っていいでしょう。

つまり「西側先進国の中で、日本政治だけが安定している」とこれまで長らく言われてきたものの、ここへ来てようやく「右派ポピュリスト」と「左派ポピュリスト」の政党が芽生えてきた。逆に自民党と旧民主党という 2 大政党には逆風が吹き始めている。

今年の参院選は、左右のポピュリスト政党に注目すべきでしょうね。やっぱり MMT の議論も登場するのでしょうか？

＊　**次号は 2019 年 7 月 5 日（金）にお送りします。**

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問合わせ等は下記あてにお願します。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル　http://www.sojitz-soken.com/
双日総合研究所　吉崎達彦　TEL:(03)6871-2195　FAX:(03)6871-4945
E-mail: yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com