

財政金融政策に関する考え方

財務省事務次官による月刊誌寄稿に端を発するまでもなく、財政金融政策の現状認識、今後のあり方については、我が国経済の根幹に関わる重大な問題です。国民民主党経済調査会は財政金融政策を巡る現下の論点、とりわけ「財政赤字をどう捉えるか」という点に関して、その考え方を以下のように整理します。

(ポイント)

- ① MMT と TMT と RMT の違いを整理します（略称の意味は本文参照）。
- ② 積極財政、成長戦略、金融政策正常化（出口戦略）の3つを同時に追求します。
- ③ そのために、第1に日銀保有国債の一部永久国債化、第2に日銀保有のETF、REITの日銀取引先金融機関への売却（日銀資産圧縮）を行うとともに、名目賃金上昇率が安定的に「物価上昇率+2%」となるまで積極財政と金融緩和を継続します。
- ④ その間に、新設する「教育国債」等を活用し、教育・科学技術予算を10年間で倍増させ、経済と産業を巡行軌道に乗せ、その先の財政金融政策正常化を目指します。

1. 新「二兎論争」

現在、「財政赤字は心配する必要はない」という主張と、「財政健全化が必要だ」とする主張が国会のみならず、経済論壇等で交わされています。

1990年代以降、過去30年にわたってこの論争は続いています。財政赤字が累積するとともに、日銀の超金融緩和による事実上の財政ファイナンスが続く中、現代金融（貨幣）理論 MMT（Modern Monetary Theory）と称される考え方が登場するに及んで、一層活発な議論が行われています。

MMT の提唱者は米ニューヨーク州立大学ステファニー・ケルトン教授とされています。ケルトン教授は2016年大統領選で民主党サンダース候補の顧問を務め、MMT が脚光を浴びました。

その主張は「独自通貨を有する国は通貨を限度なく発行できるため、デフォルト（債務不履行）にはならない」「高率のインフレにならない限り、財政赤字は気にしなくてよい、国債はいくら発行してもよい」とする内容が骨格です。

こうした考えを信奉して積極財政を求める意見が政界のみならず、国民の中にも同様の主張が以前より拡大している印象です。

日本の MMT 論者の間では、基礎的財政収支 PB（プライマリーバランス＜Primary Balance＞）目標を撤廃することも議論されています。

PB とは、社会保障、公共事業、防衛など、毎年の政策に必要な支出を毎年の収入（税収等）でどれだけ賄えているかを示す指標です。長年、財政健全化の目安とされてきました。

PB 黒字化を提唱したのは小泉政権のブレインであった竹中平蔵氏です。小泉政権は 2011 年度黒字化を目標に掲げましたが、麻生政権はリーマン・ショック後の景気回復を優先して目標を 2019 年度に先送りしました。

その後の民主党政権でも 2020 年度に 1 年延ばされた後、安倍政権下でさらに 2025 年度に先送りされました。結局、一度も目標は達成されることなく今日に至っています。

現在、国と地方を合わせた債務残高は約 1200 兆円。こうした中で 10 月、財務省事務次官が月刊誌に寄稿し、現在の与野党の主張を「バラマキ」と断じて物議を醸しました。

故小渕首相の時代に「二兎論争」がありました。財政再建と経済成長を二匹の兎に喩え、どちらの兎を追うか、両方追うか、あるいは「二兎を追う者は一兎を獲ず」の諺（ことわざ）どおりなのか。そうした観点から論争が行われました。

今回は新「二兎論争」の様相を呈しています。以下、対比のために、財政健全化を追求する考え方を TMT（Traditional Monetary Theory）、伝統的金融理論と記します。

2. 日銀トレード

日本の MMT 論者の主張の根拠は主に 3 点です。

第 1 は、国は負債だけではなく資産も有しており、純資産（資産マイナス負債）で考えることが必要と主張します。

そのうえで、日本の純資産はゼロ近傍（負債と資産がほぼ同額）なので問題ないと結論づけています。

第 2 は、日銀が国債を買い続けることができる（事実上の引き受けができる）ため、政府は日銀に紙幣を印刷させれば財政は回り続けるという論拠です。

いわゆる「統合政府論（アマルガメーション・アプローチ）」であり、ケルトン教授の主張とほぼ同じ理屈です。

第 3 は、財政健全化は度々先送りされ、かつ財政赤字は拡大しているものの、現に何も起きていない、インフレも発生していない、だから大丈夫だという論拠です。ケルトン教授も自身の主張の正当性の根拠として日本の状況を挙げています。

一方、TMT 論者は上記の 3 点に関してそれぞれ次のように主張しています。

第 1 に、国の資産と言っても、実際にそれを購入する人がいなければ資産としての価値も意味もないとします。

また純資産がゼロ近傍だから「大丈夫」なのではなく、ゼロ近傍だから「大丈夫ではない」という真逆の判断です。

第 2 に、日銀が国債を買い続けることはできないと主張します。日銀が YCC（イールド・カーブ・コントロール、Yield Curve Control）と称して長期金利を政策的に低位固定化せざるを得なくなっていることが、市場の国債消化能力が限界に達しつつあることの証左と指摘しています。

日銀が YCC を止めると、国が民間金融機関に市場経由で国債を発行し、それを日銀が市場から取得するという「日銀トレード」ができなくなるとしています。

「日銀トレード」ができなくなれば、日銀はまさしく国債を直接引き受けするしかありません。その場合、投資家は国債売却、円売り、つれて日本株売りという悪循環に陥りません。つまり、債券安、円安、株安のトリプル安です。

第 3 に、上記第 2 の状況に至って急激な円安が生じると、輸入物価高を含め、制御できないインフレが発生すると主張します。

そのうえで、上記第 2、第 3 の状況が現実化した場合、政府はその流れを止めるために財政再建策を発表しないと市場も投資家も「日本売り」を止められないと考えます。

その結果、結局は伝統的な理論通りに財政再建策を発表することとなり、それは TMT が妥当であることの証左とします。

さて、ここで MMT 論者と TMT 論者の間で認識が異なるもうひとつの論点が浮上します。

それは「日本国債は大半が国内消化されている（つまり国内投資家、国民が保有している）ので心配はない」という MMT 論者の主張の是非です。

その根拠のひとつの事例が 2009 年に発生したギリシャ危機。ギリシャの財政赤字が問題となった際、ギリシャ国債は大半が英独仏等の欧州諸国が保有していたため、ギリシャは財政破綻に追い込まれたという見方です。

この見方は、日本国債は国内消化が中心のため、ギリシャのように外国の圧力に屈することはないという認識と表裏一体です。

TMT 派は真逆の見方をします。つまり、ギリシャが破綻すれば国債保有者（英独仏等）も損失を被るため、それを回避するために欧州諸国はギリシャを救済するために財政再建策を受け入れさせたと指摘します。

この認識に立てば、日本国債のように国内保有が大半の場合、日銀による国債直接引き受けのような事態が到来すると、市場参加者は少しでも早く円建て資産を処分しようとし、債券、為替、株は投げ売りの修羅場が来ると考えます。

英独仏等がギリシャに財政再建策を受け入れさせたような対応をすることなく、自らが

損をしないように、瞬時に市場での「日本売り」に走るという見方です。

これだけ真逆の主張ですから、いくら議論しても MMT 論者と TMT 論者の主張の優劣については結論が出るはずがありません。

3. MMT と TMT と RMT

この問題に関して、国民民主党経済調査会は次のように考えます。

第 1 に、財政状況が「悪い」よりは「良い」方が望ましいことには誰もが賛同すると思います。

第 2 に、だからと言って、財務次官寄稿のような内容を今すぐ実行できるはずはありません。経済状況を悪くしても財政状況を改善するという対応は本末転倒です。この論理にも多くの人々が合意できると思います。

第 3 に、とは言え、日本は純資産がゼロ近傍だから「大丈夫」か「大丈夫ではない」かは、後者に分があります。

IMF の最新統計（財政モニター〈2018 年 10 月〉掲載の 2016 年時点データ）では、日本の資産に占める金融資産の割合は 47.1%。残り 52.9% は非金融資産です。

橋や道路、山林等の非金融資産は、誰かが購入してくれないと資産価値はありません。国民が購入するとも思えず、だからと言って諸外国（中国等）に売却する訳にもいきません。

そもそもゼロ近傍では「大丈夫ではない」と言えますが、仮に「大丈夫」と仮定しても、市場価値が保障されている金融資産は半分弱に過ぎず、実質的にはゼロ近傍ではありません。

第 4 に、以上を踏まえると、この局面では財政出動、積極財政を維持できるような工夫をしつつ、一方では異常な金融緩和による財政ファイナンスを是正する意思表示、市場に対するメッセージを発することが必要です。

そこで、国民民主党経済調査会は次のように考え、今後、国会等で議論していきます。

第 1 に、日銀保有国債の一部を永久国債化することで積極財政のための財源確保を図ることです。日銀は既に 500 兆円近い国債を保有していますが、これを全部償還することはできないうえ、そもそもその必要もありません。

日銀も一定量は国債を資産として保有し続ける必要があることを考えると、その部分と言えば「根雪」のような存在です。

そこで、例えば上記 500 兆円のうち 300 兆円分を市場で政府が発行する永久債に入れ替えていくと、政府の元本返済負担はその分減殺されます。

そこで確保した財源で、人材育成、企業支援、技術革新等に時限的、集中的に投資することで、その後の成長と税収増の歯車を回し始めることを内外に示します。示すだけでな

く、実際にやらなくてはなりません。

第 2 に、異常な金融緩和の象徴である ETF（上場投資信託）や REIT（不動産投資信託）を保有している状況を徐々に解消します。具体的には、日銀の取引先金融機関（メガバンク等）に日銀保有の ETF や REIT を相対取引で売却します。

購入者には一定期間（例えば 2 年程度）の保有義務を課し、その代わりに売却価格は購入者に有利に設定します。市場への影響を回避するための配慮です。

つまり、積極財政、成長戦略、金融政策正常化（出口戦略）の 3 つに対する姿勢を同時に示すことにより、事態の打開を目指します。

このことは、遠い先には財政健全化も念頭にあることを意思表示することになり、日本の財政に対する市場の潜在的懸念に対応します。

TMT と MMT の論争は正解のない極論同士の議論と言えます。財政再建を目指しても、それでは結局財政再建ができないという論理矛盾です。

一方、永久に財政拡大策を続けるには、その財源を生み出し続ける成長が必要という現実。この状況をどのようにハンドリングするか、政権の運営手腕が問われています。

現在の状況は、1930 年代の「高橋財政」を再現すればデフレを脱却し、経済を成長軌道に乗せられるとした、いわゆる「リフレ派」の政策の結果です。

政策を主導したのは、安倍元首相の後ろ盾になった岩田規久男元日銀副総裁、浜田宏一東大名誉教授などですが、もちろん実践しているのは黒田日銀総裁です。

この時、高橋是清は 4 度目の蔵相就任でした。また、日銀総裁（1911 年から 13 年）と首相（1910 年から 11 年）も経験しており、首相、蔵相、日銀総裁の 3 つを務めた人は、歴史上、高橋是清ひとりです。

しかし、「リフレ派」は「高橋財政」の捉え方を間違っていると思われます。

高橋蔵相は積極財政の限界も理解しており、「不景気打開のために 3 年間は積極財政を断行する」との方針の下、実行しました。そして、1935 年末、方針どおり放漫財政を是正する方向に転換しました。

近現代史の通説によれば、予算圧縮は軍事費も例外ではないために軍部と対立し、8 ヶ月後に「2・26 事件」で暗殺されました。

それ以降の日本は「戦時財政」時代に入りました。現在の金融緩和の程度は、「高橋財政」時代ではなく、1940 年以降の「戦時財政」時代の規模をも上回るものです。

過日の総選挙では、安倍元首相が街頭演説で「財政は何の心配もない。日銀がお金を刷ればいいだけです」「日銀は国の子会社です」という内容を公言して憚（はばか）りませんでした。

「そうだ」と感じた有権者もいたと思いますが、「本気ですか」と驚いた有権者もいたこ

と思います。

国民民主党経済調査会は「財政は何の心配もない。日銀がお金を刷ればいいだけです」という立場には立ちません。

しかし、だからと言って古典的な財政再建策を直ちに追求できる状況ではないことも理解しています。極論にすぎることなく、政策の隘路を検討します。

国民民主党経済調査会の立場をあえて命名すれば、RMT (Realistic Monetary Theory)、現実的金融理論です。

4. 合理的な選択肢

積極財政、成長戦略、金融政策正常化（出口戦略）の3つに対する姿勢を同時に示すことを企図して、上述のとおり、第1に日銀保有国債の一部永久国債化、第2に日銀保有のETF、REITの日銀取引先金融機関への売却（日銀資産圧縮）を行うとともに、名目賃金上昇率が安定的に「物価上昇率+2%」となるまで積極財政と金融緩和を継続します。

またその間に、新設する「教育国債」等を活用し、教育・科学技術予算を10年間で倍増させ、経済と産業を巡行軌道に乗せ、その先の財政金融政策正常化を目指します。

財政金融政策においても、客観的事実を共有する「正直な政治」、普遍性が保証されない意見に囚われない「偏らない政治」、実現可能性のある「現実的な政治」を追求することにより、自ずと合理的な選択肢、政策手段に到達すると考えます。

(了)