

論 文

# MMT (現代貨幣理論) の問題点について

Problems of Modern Monetary Theory

中央大学法学部教授 國枝 繁樹 / *Shigeki KUNIEDA*

キーワード (Key Words)

MMT (Modern Monetary Theory または Modern Money Theory), 財政政策 (Fiscal Policy), マクロ経済学 (Macroeconomics)

〈要 約〉

本稿においては, Kunieda (2020) および國枝 (2021) の内容に基づき, MMT の問題点を一種の背理法を用いて示していく。まず, ①現在でも通貨発行益は, 政府支出の財源となっていること, ②通貨高権は, 日銀券をずっと保有しなければいけないことを意味しないので, 通貨高権があっても, インフレは発生することを説明する。その後, MMT の主張のうち, 核心をなす「租税が貨幣を動かす」および「財政赤字と同額の自動的な貯蓄増」という主張が成立するためには, 流動性の罫の下, 通貨発行益まで含めたリカード中立命題が必要となることを示す。しかし, そうしたモデルの下では, MMT 支持者の「政府の予算制約式は無視できる。」「財政政策は、『機能的財政』に基づき実施されるべき」「巨額の通貨発行益で, 貧困層を救済すべき」という政策提言が否定されることを示し, MMT が論理的に破綻していることを明らかにしていく。

## 1. はじめに

我が国の財政状況はきわめて深刻で, 世界で最悪の水準にある。それにもかかわらず, 我が国の財政政策につき, 財政支出を拡大しても問題ないとする一部の論者が主張するのが, 米国の L. ランダル・レイ (L. Randal Wray) やステファニー・ケルトン (Stephanie Kelton) 等の非主流派経済学者が提唱してきた MMT (Modern Monetary Theory または Modern Money Theory), いわゆる「現代貨幣理論」である。典型的な主張としては, 「徴税権のあるような国では, 財政ファイナンス (国債の中央銀行引き受けによる貨幣増発) をしてもインフレにならずに政府支出を増やすことができる。」というものである。

政治的には, 財源なしで政府支出拡大可能との主張は非常に魅力的であり, 一部の政治家は, MMT に強く影響された政策を打ち出している。

例えば, 米国では, 民主党リベラル派のオカシオ・コルテス下院議員が, 巨額の歳出提案の財源として, この MMT を支持し, また, 日本でも, 安倍総理の参与であった藤井聡京大教授のように, MMT を支持する本を出版している者もいる (藤井 (2019))。2021 年の自民党総裁選でも, 事実上の MMT 採用の方針を主張する候補に対し, 麻生財務大臣 (当時) が MMT につき, 「放漫財政をやっても大丈夫ということが書いてあるが, そういうものの実験場に日本のマーケットをするつもりはない」と反論する事態となった (読売新聞 (2021.9.11 朝刊))。

しかし, 多くの標準的な経済学者は, 財政政策の積極的活用と比較的好意的な論者も含め, MMT を強く批判している。例えば, サマーズ元財務長官 (Summers (2019)) は, MMT には重層的な誤りがあると指摘しており, また, 元 IMF のチーフエコノミストのブランチャールも批判を

している<sup>(1)</sup><sup>(2)</sup>。

もっとも、MMTの理論は、そもそもよくわからない部分が多い。2019年の全米経済学会におけるMMTのセッションで、マンキュー・ハーバード大学教授は、「とにかくMMTの人が書いた本を読んでも何を言おうとしているかわからないので困る」と述べている(Mankiw (2019))。実際、MMTには明確な数学モデルがないので、理論の全体像が不明であり、代表的なMMT論者の著書の中でも、矛盾している説明が少なからず存在している。その結果、批判する論者も、MMT論者の主張を補完して批判するため、様々な批判が混在しており、一般の人々にとっては、MMTは怪しそうだが、どこが間違っているのかよくわからない印象になっていると思われる。

こうした現状を踏まえ、本稿においては、筆者が2021年6月5日に、パーソナルファイナンス研究会において行ったMMTの問題点についての講演内容をとりまとめている。パーソナルファイナンス研究会での講演においては、筆者が日本租税研究協会財政経済研究会で行った同旨の講演(國枝(2021))に基づき、MMTの問題点を一種の背理法を用いて示したところである<sup>(3)</sup>。すなわち、まず、MMTの主張のうち、核心をなす「租税が貨幣を動かす」および「財政赤字と同額の自動的な貯蓄増」という主張が成立するためには、流動性の罫の下、通貨発行益まで含めたりカード中立命題が必要となることを示す。しかし、そうしたモデルの下では、MMT支持者の「政府の予算制約式は無視できる。」「財政政策は、『機能的財政』に基づき実施されるべき」「巨額の通貨発行益で、貧困層を救済すべき」という政策提言が否定されることを示し、MMTが論理的に破綻していることを明らかにしていく。

サマーズ元財務長官の指摘するように、MMTの誤りは、重層的に存在しているため、本稿では、ステップを踏んで説明を進める。まず、次節においては、通貨発行益は何かにつき説明する。第3節では、「国には通貨高権があるから、インフレは起こらない。」との主張の問題点を指摘する。第4節において、MMTの主張の中核をなす「租税が貨幣を動かす」の考え方を説明した上、が、MMT論者の主張と異なり、その考え方が一般に

広く成立する訳ではなく、流動性の罫の下、通貨発行益を含む中立命題が存在する場合のみ成立することを明らかにする。第5節では、その場合、MMTの有力な政策提言が否定されることを指摘し、MMTが論理的に破綻していることを明らかにする。第6節では、MMTの主張のその他の問題を指摘する。最後に、短い結論を付す。

## 2. 通貨発行益とは何か

MMT論者の誤りを理解するには、まず、「通貨発行益(seigniorage)」を理解する必要がある。通貨発行益には、大きく分類すると、2つの定義がある。第1の定義は、通貨発行に伴う中央銀行の利益である。中央銀行のバランスシートにおいては、資産サイドでは、最近は様々な資産を持つこともあるが、伝統的には国債を保有し、負債サイドには銀行券(日本では日本銀行券)がある。通常であれば、国債には正の値の利子が付されているので、中央銀行は、無利子の負債を発行して、国債を購入し、国債の利子を得ることができるので、通貨を発行するだけで自動的に利益が計上される。これが通貨発行益である。この利益は、中央銀行に政府が通貨発行権を与えたことによって反射的に生まれてくる利益なので、当然、国民の財産である。従って、日本においては、日銀納付金の形で政府収入になっている。実際の予算においては、2020年度の予算で6,435億円、2021年度の予算では9,783億円と1兆円近くというかなりの額になっている。(現実には、日銀は、昨今は、株式等も保有しており、国債以外の保有金融資産からの利益も入っている。)過去より、中央銀行は、経済成長に伴い増加する取引需要に応えるため、通貨を供給する必要があり、その分国債を購入し、日銀券を発行する。(これを「成長通貨」と呼んでいる。)このため、日銀納付金というのは持続的に発生し、過去の予算においても、日銀納付金が計上され、政府の歳出に用いられている。

MMT論者の中には、まずこの点を理解していない者もいる。例えば、我が国においてMMTを広く紹介してきた井上智弘氏は、井上(2016)において、貨幣発行益(通貨発行益)によるベーシックインカムの実現を提言し、井上(2019)にお

<sup>(1)</sup> サマーズ元財務長官へのケルトン教授の反論は、Kelton (2019a)で見ることができる。その他、積極的財政政策の支持者のクルーグマン教授が、ニューヨークタイムズ紙上で、ケルトン教授と論争を行い、MMTを厳しく批判している(Krugman (2019), Kelton (2019b))。

<sup>(2)</sup> 国債の中央銀行の引受けによる財政政策が、状況によっては有効であることは、標準的な枠組みによっても議論

(例えば、Gali (2020), Blanchard (2019))は可能であり、そうした議論とMMTを区別することがきわめて重要である。

<sup>(3)</sup> 日本租税研究協会で行った講演の内容は、日本租税研究協会の発行する『租税研究』第861号(2021.7)に掲載されている。本稿の第2章から第6章は、同じ内容を、PF研究会での講演に合わせ、再掲したものである。

いては、主流派経済学者は、「成長通貨という重要であるはずの概念を忘れている」のではないかとの疑念を呈している（井上（2019）, p144-145）。上述の説明で明らかのように、高度成長期より日本銀行は、成長通貨供給のため、国債を購入しており、その国債の金利から得た通貨発行益は、毎年度の予算の歳入に計上され、その年度の歳出に利用されてきた。そのことを認識していない井上（2016, 2019）の主張は、ナンセンスと言わざるをえない。

経済学者の中にも、こうした通貨発行益に関する基本的な知識を欠く者が存在する背景には、通貨発行益のもう1つの定義が存在することがある。この第2の定義においては、新規国債を中央銀行が直接引き受ける、あるいは現実的には一応流通市場に発行し、すぐ日銀が買い取り、中央銀行が財政資金を事実上調達し、政府は、支出を行う。その場合には国債の引き受け分と同じ額だけマネタリーベースが増加する。これが、日本でよく言われる日銀の「財政ファイナンス」だが<sup>(4)</sup>、この額を「通貨発行益」と呼ぶのが、通貨発行益の第2の定義である。この定義は、MMT論者の「お札をどんどん刷れば、いくらでも財源など作れる」との表現に対応している。実は、マクロ経済学の教科書等でも、第2の定義しか載っていないことも少なくない。（もちろん、Walsh（2019）のように、様々な通貨発行益の分類について詳細に述べている教科書も存在する。）このため、日本の経済学者の中でも、通貨発行益というと、この第2の定義のみを念頭に置き、毎年度の予算に既に通貨発行益が計上されていることを理解していない者も存在する。

それでは、2つの定義のうち、どれが正しい定義かということになるが、実は、この2つの定義は、現在価値で考えれば、同値である。仮に、第1年度の当初に、日銀が国債を購入し、成長通貨を発行して、マネタリーベース $M$ が名目成長率 $g$ だけ増加したと仮定する。第2の定義による通貨発行益、すなわちマネタリーベースの増分 $\Delta M$ は、次の額となる。

$$\text{(第2の定義)} \quad \Delta M = g M$$

これに対し、日銀の利益の変化を考えるため、日銀の国債保有額の増加 $\Delta B$ に伴う国債利子から

の収入の増加額は、名目利子率（一定と仮定）を $i$ とすると、第1年度には、通貨発行益は、 $i\Delta B$ だけとなる。成長通貨の供給の場合には、後にマネタリーベースを減少させる必要はないので、 $\Delta B$ の国債は、永遠に保有される。それに伴う現在から将来にわたる通貨発行益の増加分は、以下の式の左辺で示される。しかし、等比級数の和の公式を用いれば、次の関係が得られる。

（第1の定義の現在価値）

$$\sum_{t=1}^{\infty} i\Delta B / (1+i)^t = i\Delta B * \frac{1}{i} = \Delta B$$

元々、国債を $\Delta B$ だけ購入して、マネタリーバランスを $\Delta M$ だけ増加させているので、 $\Delta B = \Delta M$ であり、第1の定義と第2の定義は一致する。従って、どちらの定義を用いても、長期的に見れば問題ない。第1の定義の日銀納付金は、現実の予算に用いられており、第2の定義は、理論上のものに過ぎない。それにもかかわらず、マクロ経済学で第1の定義が、あまり使われない理由としては、現実的に日銀納付金を計算する際には、日銀の各種経費や引当金、さらには、日本の場合には法人税の支払い等を控除する必要があるため、そこに裁量的な操作が加わる可能性があるため、日銀納付金のデータを用いて、時系列分析等を行うことが難しいという点がある（Walsh（2019））。

しかし、筆者が強調したいのは、マネタリーベースが急激に増減する場合には、第2の定義は、ミスリーディングとなるおそれがある点である。仮想例として、1999年度末日（3/31）から2000年度初日（4/1）に移行する際に、コンピューターソフトの誤作動により、金融市場の混乱が予想されたため、日銀が3/31に巨額のオーバーナイトで資金を供給し、混乱が生じなかったので、4/1に全額資金を回収した場合を想定する<sup>(5)</sup>。この場合、1999年度末のマネタリーベースは巨額の増加なので、定義2を用いると、1999年度には、巨額の通貨発行益が生じることになる。しかし、4/1には全額回収しているため、2000年度には、巨額の通貨発行「損」が生じることになる。他方、定義1では、オーバーナイトの利子が4/1に計上されるとすると、2000年度の日銀納付金がオーバーナイトの利子分だけわずかに増加するのみとなる。実は、定義2でも、1999年度の巨額の通貨発行益と、2000年度の巨額の通貨発行損を合計するのであれば、損益のほとんどが相殺され、損

<sup>(4)</sup> 「財政ファイナンス」は、英語では、「Public Finance Finance」となってしまう、意味不明である。経済学では、「財政赤字の貨幣化（monetarization of budget deficit）」等の表現が正しい。

<sup>(5)</sup> 現実には、1999年末と2000年初の間にこうした資金供給が行われている。

益発生タイミングの差（すなわち、3/31と4/1のオーバーナイト）分だけ利益が生じることになり、定義1と同じことになり、定義1と定義2の同値性は維持されている。しかし、単年度だけに着目すると、1999年度予算は大幅な財政黒字になっているので、財政状況が好転したとして、財政支出を増加させてしまうおそれがある。その場合、翌年度には、巨額の通貨発行損が計上され、財政危機に陥ってしまうことになりかねない。

この第2の定義の問題点が非常に深刻になるのが、いわゆる流動性の罠（ゼロ金利制約）の特別な状況である。図表1の横軸は、マネーストック、縦軸は名目金利であり、IS-LM曲線のLMである貨幣需要関数を示している。通常の状態では、貨幣需要曲線は、名目金利が低ければ、家計は国債保有を減らそうとするため、貨幣需要曲線は右下がりとなる。

しかし、名目金利はゼロよりも低くならないため、貨幣需要関数は水平になる。これが流動性の罠である。ゼロ金利においては、取引に利用できる貨幣よりも国債を持つとするインセンティブはなくなるので、貨幣需要は無限大となり、中央銀行は、巨額の供給増が可能になる。日銀が異次元の金融緩和で行っているのは、そうした巨額の通貨発行増である。

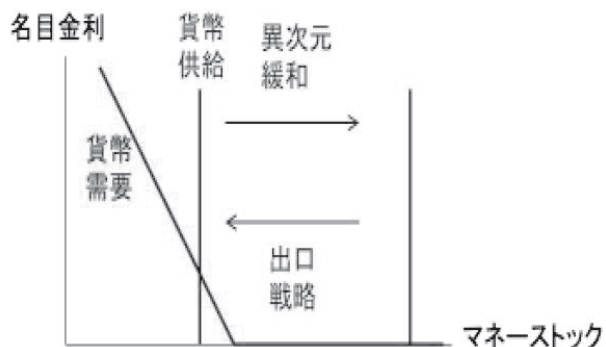


図1 異次元の金融緩和の効果

(出所 筆者作成)

ここで、通貨発行益はどうなっているのか？第2の定義によれば、巨額のマネタリーベース増があるので、巨額の通貨発行益が生じていることになる。これが、MMT支持者が巨額の通貨発行益があり、歳出に回せと主張している状態である。しかし、第1の定義ではどうなるか？中央銀行の購入する国債が短期国債のみで、他の金融資産は購入しないと仮定すると、流動性の罠においては、中央銀行は巨額の短期国債を資産サイドに保有するものの、短期金利は0のため、どれだけ短期国債を保有しようとも、0の利子収入しか発生せ

ず、通貨発行益は0となる。現実の日銀の異次元緩和では、短期国債以外の金融資産も購入し、また過去に購入した正の金利が付いた長期国債も多く保有しているため、上述のように、一定額の日銀納付金が生じているが、MMT論者の主張するような巨額の水準になっていないのが現実である。

通貨発行益の第1の定義と第2の定義は同値なのに、流動性の罠の下では、通貨発行益は第1の定義では0、第2の定義では巨額になることは、奇妙に思えよう。しかし、これも上の例と同様に一時的な通貨供給の増減の効果である。すなわち、2%のインフレ目標が達成されて、いずれかの時点で金融引締めへ転じ、大幅に通貨供給が減らされれば、その時点で第2の定義の下では、巨額の通貨発行損が発生することになる。流動性の罠の下のマネタリーベース増だけを見ると歳入増だが、その後の金融正常化下でのマネタリーベース減少により、巨額の歳入減が発生する。マネタリーベースが流動性の罠が始まる前の水準に戻る場合、流動性の罠下の通貨発行益と金融正常下での通貨発行損は同額であり、合計した通期の通貨発行益は0になる。（ゼロ金利の間は、通貨発行益と通貨発行損の発生タイミングが異なることによる利益も生じない。）やはり、通貨発行益の第1の定義と第2の定義の同値性は維持されている。（このことを、東大の岩本康志教授は、「家に帰るまでが、遠足」とうまく表現している。流動性の罠下のマネタリーベース増の方のみを考慮し、いくらでも歳入を得ることができる」と主張するMMT論者は、遠足に行ったきり、帰ってこない迷子の子供に例えられよう。）

それでは、インフレ目標が達成され、経済が正常化しても、金融引締めを行わなければどうか？その場合は、通貨発行損が生じないので、第2の定義からすぐにわかるように、金融緩和時に生じた通貨発行益が残ることになる。Auerbach and Obstfeld (2005) は、標準的な経済学の枠組みを用いて、当時、既に巨額の財政赤字を抱えていた日本につき、Feldstein (2002) の提案のように消費税率を徐々に引き上げていかななくても、流動性の罠の下で通貨供給を大幅に増加させれば、財源が確保できることを示している。しかし、経済正常化後も異次元の金融緩和で供給した巨額のマネタリーベースを維持したまま、金融引締めを行わないということは、高インフレの発生を容認することを意味する。Auerbach and Obstfeld (2005) は、通貨発行益のみで、財政赤字を解消しようとするれば、一気に物価水準が2倍になるという激しい物価上昇が必要になることを明らかに

している。一気に物価水準が倍増するのではなく、時間をかけて物価が上昇していき、期待インフレ率が適応的に修正されていく場合には、一定の実質額の通貨発行益を確保するためには、よりインフレ率を引き上げ続けていく必要があることが、Cagan (1956) のハイパーインフレーションの古典的モデルで知られている。有名な事例としては、ドイツの戦間期のハイパーインフレーションがあり、また（ハイパーインフレーションには至らなかったが、）我が国の戦後のインフレも、戦後直後の財政赤字が重要な役割を果たしている。こうした理由によるインフレーションを抑制するためには、Sargent and Wallace (1981) の指摘したように、ドラスティックな財政緊縮が必要である。ドイツのハイパーインフレーションも賠償金の減額等も含む財政改革により停止した。我が国の戦後インフレも、ドッジラインによる財政緊縮により停止することとなった。結局、通貨増発で通貨発行益を得ることで財源を確保しても、高インフレを甘受しない限り、遅かれ早かれ、増税等の財政緊縮策が必要となる<sup>(6)</sup>。

### 3. MMTの主張1 国には通貨高権があるからインフレは起こらない

もちろん、MMT論者の中にも、通貨発行益の2つの定義の存在を理解している論者もいる。代わって、MMT論者の中で主張されることがあるのが、「金融が正常化して、金融引締めを行わなくても、インフレは起きない。なぜならば、国には通貨高権がある。通貨高権があるからインフレは起こらない」との主張である。政府は、独占的に通貨発行権を持っているが、この通貨発行権のことを通貨高権とも呼ぶ。通貨というのは、legal tender（法貨）であって、取引の相手方は受取りを拒否できない。普通の会社が債務を返済しようとするときに、当該会社が、新たに手形を振り出して、返済したことにしようとしても、もちろん債権者は手形の受取りを断ることができる。しかし、通貨で払うと、相手方は受け取りを拒否できない。これが法貨である。日銀券についても、日銀法第46条に、「(第1項) 日本銀行は、銀行券を発行する。(第2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。」と定められている。ここから、「日銀券は法貨であり、日銀が日銀券を発行すれば、家計や企業は受け取らなければならない。従って、イ

ンフレは起きない」という主張をするMMT論者がいる。

しかし、そうした主張には、法貨の理解につき、根本的な問題点がある。法貨であるとは、決済において、通貨による支払いを断ることができないということであって、一度受け取った日銀券をずっと持っていなければいけないということを意味しているわけではない。日銀券が大量に発行され、通貨価値は下落すると予想されるときでも、法貨たる日銀券を受け取らなければならないが、ずっと保有すべきという制約はないので、とにかく日銀券を何かと交換し、手放そうとする。交換の対象の一つは、外国通貨で、その場合には、通貨価値が暴落する。あるいは、実物を交換の対象としてもよく、その場合、通貨の持ち主は早急に通貨を手放したいので、価格が高くて容認する。その結果、高いインフレが発生する。通貨高権は、通貨の財との交換を禁じている訳ではないので、「通貨高権があるから、インフレは起きない」との議論は誤りとなる。もし、受け取った通貨（通常、家計は預金の形で保有）を、家計にずっと保有させようとするならば、いわゆる「預金封鎖」が必要になってくる。歴史的にも、ドイツの戦間期のハイパーインフレや我が国の戦後インフレの場合も、預金封鎖の上、新通貨に強制交換という措置が講じられている。通貨高権があるから、インフレが起きないとの主張は、通貨高権と預金封鎖の違いを理解していない<sup>(7)</sup>。

なお、MMT論者の「中央銀行が通貨供給を行えば、いくらでも歳入を確保できる」との主張に対し、そうした政策を行えば、中央銀行が破綻するとの批判がある。この批判に対しては、MMT論者は、通貨高権があるから問題ないとの反論を行っている。この論点に関しては、MMT論者の反論の方が正しいことに留意する必要がある。すなわち、普通の法人の破産等は、当該法人が債務を返済できなくなった場合に生じる事態である。しかし、中央銀行は、債務は基本的に銀行券を発行して返済することが可能である。法貨は、受取りを拒否することができないので、中央銀行のバランスシート上、債務超過の状態になっても、問題がない。重要なのは、中央銀行が破綻するか否かは、コントロール不能のインフレが起きるかとは、直接関係ないことである。近年のハイパーインフレーションの例で知られるジンバブエにおいても、筆者の知る限り、ジンバブエの中央銀行は破綻していない。法貨であれば、民間主体は受け

<sup>(6)</sup> インフレと財政の関係については、古くはケインズが『貨幣改革論』（Keynes (1923)）の中で既に指摘している。

<sup>(7)</sup> 法貨の果たす役割については、Wallace (1983) が、標準的な経済学の枠組みでの分析を行っている。

取らざるをえないが、こぞって急ぎ手放そうとするから、通貨価値が暴落し、インフレが生じるのである。MMT論者の誤りは、通貨高権は、通貨の保有を強制するものでないことを理解していない点にあることに注意する必要がある。

#### 4. MMTの主張2: 「租税が貨幣を動かす」と「財政赤字と同額の自動的な民間貯蓄増加」

##### (1) MMTの主張の2つの柱

もちろんMMT論者の中でもこれまで述べてきたことを理解している者もいるが、それにもかかわらず、現代貨幣理論という新しい貨幣理論を創ったと主張している。そうした議論の中核にある2つの柱のうちの1つが、「租税が貨幣を動かす (Taxes Drive Money)」という考え方である。この考え方は、「納税のためには現金が必要だから、通貨に対する需要を生み出すことができる」というロジックである。税務署は、伝統的には現金(預金からの振替も含む)で納税を求める。そのため、一般の家計あるいは企業が現預金を用意する必要があり、通貨に対する需要が発生する。MMTでは、そうした通貨需要があるので、インフレにはならないと主張する。

もう1つの柱が、「財政赤字と同額の自動的な貯蓄増が発生する」という主張である。政府の財政赤字が発生すると、深刻な不況時でなければ、クラウディングアウトが発生するというのが標準的な理解である。しかし、MMTの議論では、「財政赤字が発生すると、同額の民間貯蓄が自動的に増加する。このため、財政赤字が民間貯蓄を吸収しても、民間に回る貯蓄の額も減らず、クラウディングアウトは起きない」と主張する。

この2つの柱に基づいて、MMTの代表的論者であるレイは、政府の予算制約式に基づく理論(①政府には予算制約式があり、税収か国債で財源を調達する必要がある。②大不況の場合等を除き、国債は経済の負担となる。③財政赤字はクラウディングアウトを引き起こし、金利が上昇する。④財政赤字は、将来世代の負担となる。この負担を減らすには、増税か歳出削減が必要。⑤財政赤字拡大は、将来の増税幅拡大を意味する。)を全否定する(Wray (2015))。これこそが、MMTの中核をなす議論である。政府の予算制約式を全否定してしまえば、将来世代の負担を増やすことなく、財源は確保できるという主張が出てくる。(ここで注意すべきは、Wray (2015) が、②で大不況等の場合でなくとも、財政赤字はクラウディングアウトを引き起こさないと主張している点で

ある。標準的な経済理論でも、大不況下で失業者があふれている状態で、財政赤字がクラウディングアウトを引き起こさない可能性は認識されている。Wray (2015) の主張は、そうした標準的な経済理論とは異なっている。)

従って、MMTの主張の中核の問題点を明らかにするためには、MMTの2つの柱につき考察する必要がある。

##### (2) 租税が貨幣を動かすという主張の問題点

MMT論者は、「租税が貨幣を動かす」を正当化するために、きちんとした理論モデルを提示するのではなく、MMTの父とも呼ばれるモズラー(Warren Mosler)の家でのエピソードを説明することが多い(例えば、Kelton (2020))。モズラー家で、子供達に家事を手伝わせようとしたが、手伝わない。そこで、モズラーは、家事を手伝ったら自分の名刺を30枚あげると言ったが、当然誰も手伝わなかった。そこで、モズラー家のルールとして月末に30枚の名刺を税として回収すると子供達に伝える。そうしたら、子供達は月末に30枚の名刺を税として払うため、家事を手伝って、名刺をもらい出したというエピソードである。名刺のような、子供達にとって何の意味もないものが、納税手段になったことによって需要を生む。このエピソードの名刺を現金に置きかえれば、そのまま、租税が貨幣を動かす証明になる理屈である。このエピソードが、新しい貨幣理論としてのMMTの主張の中核である。

このエピソードで納得する者もいるかも知れないが、少し考えると、その問題点が明らかになる。もし、モズラーが、月末の税を30枚の名刺に維持したまま、子供達に60枚の名刺を提供したらどうなるか? 月末に30枚の名刺があれば税が支払えるので、子供達は、30枚名刺を集めた後は、残り30枚は受け取ろうとしない。納税に必要な名刺を超えて、名刺を保持する必要はないからである。従って、残りの名刺は、子供達にとって無価値となる。名刺が現金だとすれば、現金の価値がなくなる状況は、まさにインフレに該当する。もし、このインフレを止めようとするれば、モズラーは、月末に30枚ではなく、60枚の名刺が必要になると宣言しなければならない。そうすれば、子供達は、30枚の名刺を集めた後でも、名刺に価値を見出し、家事を手伝うことになろう。

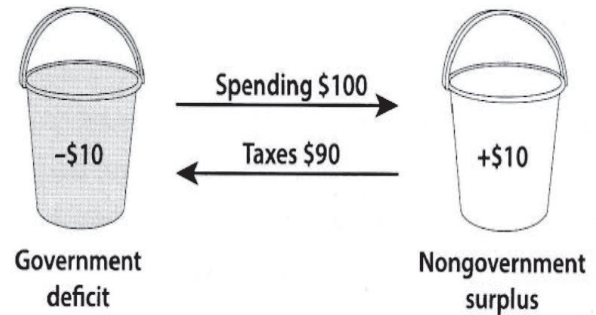
モズラーのエピソードを少しだけ変えた話からわかることは、納税のための通貨需要により、現金の価値が維持されるためには、同額の増税が予定されている必要があるということである。200

万円の納税が予想されている家計が、200万円の当座預金を保持するのは合理的な行動かもしれないが、200万円しか納税の予定がないのに、納税のため、200万円を超える利子の付かない当座預金を保持し続けるのは合理的な行動ではない。

すなわち、MMTの「租税が貨幣を動かす」との主張は、通貨供給増に見合うだけの増税が予定されていなければ成立しないことになる。MMT論者は、通貨増発でインフレが起きれば、増税すればよいと主張するが、いくら増税する必要があるかについては述べていない。この質問に対する答えこそが、MMTの議論に欠けている点である。

### (3) 「財政赤字と同額の自動的な貯蓄増」という主張の問題点

MMTのもう1つの中核である「財政赤字と同額の自動的な貯蓄増」は、MMT論者はどのように正当化しようとしているのか？ 最も単純な閉鎖経済の場合では、SNA会計により、「財政赤字＝民間部門の黒字」となっているので、財政赤字が生じれば、必ず民間部門には同額の貯蓄増が生じると説明している。それを示しているとされるのが、Kelton (2020) に繰り返し出てくるバケツの絵のイラスト(第2図)である。左側のバケツが財政赤字(Government deficit)で、右向きの矢印が、政府が民間に政府支出(Spending)を100ドル支払った状況を示している。他方、税金が90ドルとする。そうすると、10ドルの財政赤字が生じるが、同時に、民間部門では、100ドル受け取って、90ドルを納税しているから、手元には10ドル残る。右側のバケツは、非政府(民間)部門の黒字(NonGovernment surplus)を示しているが、10ドルの黒字が生じている。だから、政府の財政赤字は必ず民間貯蓄の純増になるというのがKelton (2020)の主張である。仮に、減税をして税収が80ドルになると、20ドルの財政赤字が発生する。非民間部門のほうは、100ドルもらって80ドルだけ支払うと、プラス20ドルとなるので、民間貯蓄が純増している。だからクラウディングアウトは起きるわけがなく、民間投資に悪影響はないというのがMMTの説明である。このバケツのイラストは、Kelton (2020)に、若干の修正を加えながら繰り返し出てくる図であり、Kelton (2020)の説明の多くは、この単純な図に拠っている。



(Source: Kelton (2020), page 107)

図2 Kelton (2020)の説明

しかし、これはごく初歩的な誤りである。確かに会計上の恒等式なので、事後的には「政府の財政赤字＝非政府部門の黒字」は必ず成立するが、それは民間投資に影響がないことを意味しない。具体的な反例を示すため、まず貨幣ではなくて赤字国債で財源調達の場合を考えてみる。この場合、資本市場で何が起きているかを示しているのが、第3図である。同図の横軸は貯蓄と投資、縦軸は金利である。企業投資は利子率が高いと収益の高いプロジェクトだけになるので、資金需要は右下がりになっている。他方、貯蓄は金利が高いと増える状況だとすると、右上がりになっていて、国債発行がなされていない場合、同図のA点がこの経済の均衡である。A点では、貯蓄と投資が一致して、均衡金利水準に対応した投資がなされる。(閉鎖経済なので、外国から資金は入ってこないと仮定している。)

この状況で、財政赤字が発生するとどうなるか。財政赤字は赤字国債を発行して国内の資本市場で調達するしかない。民間の投資需要に国債の需要が加わるので、需要曲線が右の線に移る。赤字国債が発行された下では、第3図のB点が均衡になるが、このBという点では金利が高くなっているので、民間投資は抑制されている。これがクラウディングアウトである。このクラウディングアウトが発生している状況でも、財政赤字と民間部門の純貯蓄は当然一致している。従って、事後的に「財政赤字＝民間の純貯蓄」の等式が成り立つからといって、クラウディングアウトが起きないとの主張は全く誤りである。

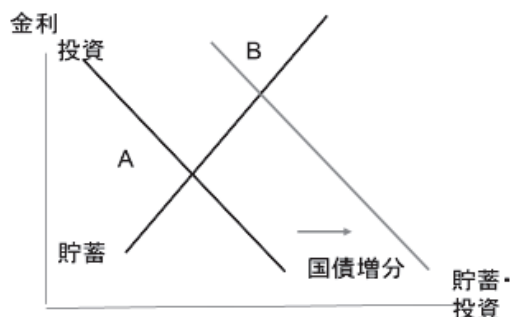


図3 国債増発によるクラウディングアウト  
(出所 筆者作成)

ただし、実は標準的な経済学の枠組みでも、自動的に貯蓄が増えるケースがある。これが、リカード中立命題である。赤字国債を発行して財源を調達し、減税を行う場合、政府支出を維持するのであれば、赤字国債はいずれ償還されることになる。このため、将来増税があることを合理的な家計は予想し、増税に備えて減税で増加した可処分所得を全額貯蓄に回すことになる。その場合、資本市場で何が起きているかという、家計の貯蓄が財政赤字と同額だけ増えることになる。第4図では、貯蓄を示す線が右にシフトとし、新しい均衡点は、Cとなる。この場合、AとCでは、金利水準は同じとなる。国債は増加するが、貯蓄も同額だけ増加するので、民間投資には影響がない。

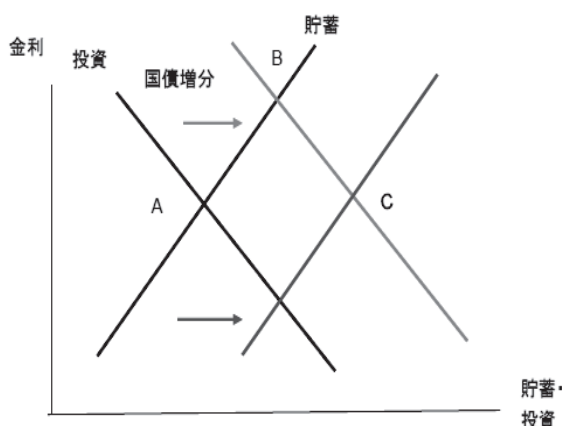


図4 リカード中立命題が成立する場合

この状況の下では、MMTの主張のように、事前も事後も「財政赤字＝民間貯蓄の増分」となる。これが、国債の場合のリカード中立命題である。ここで留意すべきは、減税分を全て貯蓄に回している、消費は喚起されないということである。

#### (4) 通貨発行益を含むリカード中立命題としてのMMT

もっとも、MMTは国債発行ではなく、通貨発行益を利用した減税もしくは歳出拡大を考えているので、その場合、どうなるかを検討する必要がある。ある期に、中央銀行が通貨供給を大幅に増加する場合、通貨発行益の第2の定義を用いれば、歳入増となる。その分の現金を家計に配付する場合を考える。政府は赤字国債を発行するが、日銀が全部購入し、政府はそれで得た現金を、家計に配付する。その結果、当該期のマネタリーベースは増加する。マネタリーベースをそのまま、翌期も放置すると、インフレが発生する。租税が貨幣を動かして、インフレを起こさないためには、増税が必要になる。こうした事情を理解している家計は、来年に同額を増税するというを予想している。合理的な家計は、来年の納税準備のために、受け取った現金給付を貯蓄に全て回す。その場合は、民間貯蓄が、ちょうど財政赤字と同額だけ増加するので、確かに通貨発行益を使った財政ファイナンスによる財政赤字の財源調達を行っても、クラウディングアウトは起きない。

このように、MMTを「通貨発行益を伴うリカード中立命題」と解釈すれば、その場合にはMMTの中核をなす2つの柱が成立する。すなわち、各家計は現金を給付されても、翌年の増税に備えて消費せず、現金をずっと保有している。そうすると、財政赤字と同額の家計貯蓄が増加する。現金給付を受けても消費しないので、インフレも生じない。資本市場において、貯蓄増で資本の供給が増えるので、クラウディングアウトも起きない。将来の増税が、納税準備のための通貨需要を生み出し（租税が貨幣を動かす）、「財政赤字と同額の民間貯蓄の増加」が観察される。

MMTの主張が正当化されるためには、もう一点、必要条件がある。増税が来年であればともかく、これが10年後、20年後に増税が予想されるとすると、納税準備の資金をずっと現金で保有しているのは合理的でない。通常は、他の金融資産であれば、正の金利または収益率が期待できる。そうすると、現金を手放して金融資産を購入するのが合理的な行動となる。MMTの主張するように、現金を保有し続けるためには、ゼロ金利が必要となる。ゼロ金利であれば、納税準備のために現金を保有し続けることは合理的な行動である。

MMT論者は否定するが、不自然な仮定を加えず、標準的な経済学の枠組みでMMTの中核である「租税が貨幣を動かす」と「(大不況時以外にも)財政赤字＝民間貯蓄の同額の自動的増加」をモデ



ル化しようとする、MMTを「流動性の罫下で通貨発行益を含むリカード中立命題」と考えるしかならないと思われる。

なお、MMT論者の本においては、中央銀行の日々の政府の国庫の資金繰りの説明が書かれている。実際に、法人税の納税により国庫に資金が流入することが予想される日には、金融市場で金利が急騰しないように、日銀がそれに応じた短期資金を出すというようなオペレーションが日々、行われている。MMT論者は、この日々の資金繰りのオペレーションを、上述のパケツのイラストの話を正当化するものとしているが、我が国においては、関連して、既に、日銀がマネタリーベースをコントロールできるかにつき、岩田規久男教授と日銀の翁邦雄氏達の間で論争が行われている。日銀側は「日銀はコントロールできない」とし、岩田教授は「コントロールできる」と主張した。結局、当時の東大の植田和男教授が、「短期は確かに裁量の余地はないが、中長期的にはマネタリーベースはコントロールできる」との結論を出し、一応の決着がついており、日銀の国庫の資金繰りに対応するオペレーションの存在は、MMTの主張の根拠にはならない。

### (5) モデルによる説明

ここまでは、MMTを「流動性の罫下での通貨発行益を含むリカード中立命題」とみなす解釈を記述的に述べてきたが、Kunieda (2021)において、理論モデルを提示しているの、

その枠組みを簡単に紹介する。

現金のみでしか納税できないとの制約は、現金制約 (Cash-in-Advance (CIA)) モデルの一変形と考えることができる。実は、納税の現金制約に焦点を当てた分析は、MMTが初めてではなく、Mulligan and Sala-i-Martin (1997) が、貨幣モデルのうち、標準的な money in utility モデルや shopping time モデルに、消費税の納税の現金制約を組み込み、分析を行っている。

Kunieda (2021) は、より明確に納税の現金制約の効果を考えるため、納税および財購入に対する現金制約を導入している。単純化のため、各家計に每期 endowment  $y_t$  が付与されるが、自分のための消費財は他の者から買う必要と仮定する (消費の現金制約)。

現金制約モデルにおいては、タイミングの設定が重要だが、Kunieda (2021) では、Svensson (1985) 型の設定を用い、次のタイムラインを仮定する。

- ① 家計は、 $t$  期初に  $M_{t-1}$  と  $B_{t-1}$  を保有。Endowment  $y_t$  を付与される。
- ② 政府は、家計に現金給付を行う。同時に、家計は、現金で税を納める。結局、家計は、「税額 - 現金給付額」を現金で納めることとなる。これを、 $T_t$  とする。
- ③ 財市場が開く。家計は、財市場で、仲買人に自分の Endowment の売却を依頼するとともに、仲買人から消費財  $c_t$  を現金  $P_t c_t$  で購入。現金は、仲買人に渡す。
- ④ 財市場が閉まる。家計は、財市場で売却された自らの Endowment の代金を、仲買人から受領。
- ⑤ 資産市場が開く。現金  $M_t$  と債券  $B_t$  を入手。
- ⑥ 資産市場が閉まり、翌期に。(また上記①より繰り返す。)

なお、財市場での価格  $P_t$  は自由に設定されると仮定する。

家計は、次の効用関数を最大化する。

$$U = \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t u(c_t)$$

納税・財購入の際の現金制約 (CIA) は、次の式のとおりである。

$$P_t c_t + T_t \leq M_{t-1}$$

上記のタイムラインの下での各期の家計の予算制約式は以下のとおりとなる。

$$P_t y_t + (1 + i_{t-1}) B_{t-1} + M_{t-1} - T_t - P_t c_t \geq M_t + B_t$$

次に、政府は、税を現金で収受する他に、国債 (満期は1期)  $B_t$  を発行するか、通貨供給を  $M_t - M_{t-1}$  だけ増加させ、通貨発行益 (第2の定義) を得て、政府支出  $G_t$  および前期発行分の国債の元利払いの財源とする。政府支出は、単純化のため、例えば戦争の賠償金のように、海外に支払われ、国内経済には直接の影響はないと仮定する。 $t$  期の予算制約式は、次のとおりとなる。

$$G_t + i_{t-1} B_{t-1} = T_t + (B_t - B_{t-1}) + M_t - M_{t-1}$$

政府 (中央銀行を含む) は、ポンジーゲームを永続に行えない非ポンジーゲーム制約の下、異時点間の予算制約式を守る必要があると仮定する。

この前提の下で、政府が、 $t$  期に税額を維持したまま、現金給付を増加させる場合を考える。 $T_t$  は、「税額 - 現金給付」と定義しているの、 $\Delta T_t < 0$  となる。翌期からの税額と現金給付額は、元に戻る。この財源を、MMTで想定されているように、全額、通貨発行の増額で調達するとどうなるか？

その効果は、政府（中央銀行を含む）がどのような行動をするかによって変わってくる。

#### ① 将来の増税を伴わない場合

t期の財市場が開く前に、家計が保有する現金が増加する。将来の増税は予定されていないため、家計は、給付された現金を用いて、財市場で消費を行う。各家計の供給する財（endowment）は所与なので、この消費需要の増加は、価格水準の上昇を引き起こす。これは、Auerbach and Obstfeld（2005）の状況に対応する。MMTの主張と異なり、通貨増発による現金給付の増加は、インフレを引き起こす。

#### ② 翌期の増税を伴う場合

家計は、翌期に増税があることを予想しており、そのための納税資金を現金の形で保有する。財市場での需要は増加せず、物価も変わらない。このケースは、MMTの主張と整合的である。

#### ③ 翌期より将来の増税を伴う場合

家計は、将来の増税を認識しているので、貯蓄を増加させる。ただし、納税のための現金は、前の期の資産市場で用意すればよいので、それまでは、国債による運用を図る。現金を手放さないような状況になるためには、ゼロ金利である必要がある。流動性の罍の下であれば、MMTの主張どおり、通貨増発で現金給付を増やしても、インフレを招かない。

以上のように、フォーマルなモデルにおいても、MMTの主張が成立するのは、MMTを「流動性の罍下の通貨発行益を含むリカード中立命題」と解釈できる場合であることを示すことができる。

### 5. 通貨発行益も含む中立命題としてのMMTとMMT論者の政策提言の矛盾

上述のように、MMTを流動性の罍下での通貨発行益を含むリカード中立命題と見れば、標準的な経済理論の枠組みでもMMTが正当化されることになる。しかし、そうした解釈が正しければ、MMT論者の政策提言の多くが全部否定されることになる。

第一に、Wray（2015）は、上述のように、政府の異時点間の予算制約式を否定しているが、本稿の解釈では、政府の通貨発行益を含む異時点間の予算制約式が成立していなければ、MMTの中核をなす2つの主張が成立しないことになる。

第二に、MMT論者は、納税を現金で行う必要があるのでは、インフレは起きないと主張している

が、実は、上述のモズラーの例で名刺が60枚の場合の議論と同様に、追加的な通貨供給がインフレを起こさないようにするためには、同額の増税が必要である。その意味で、MMTの「いくらでもお札を刷って、財源を確保できるので、将来の増税の必要はない。インフレは、納税のために現金への需要があるので、心配ない。」との議論は、論理的には破綻している。

第三に、MMT論者は、ラーナーの機能的財政の考え方に従った財政運営を推奨している。機能的財政とは、「財政については、財政均衡は考えなくてよい。失業率が高ければ財政拡大しろ、インフレになったら財政再建しろ」という財政運営方針である。ところが、MMTが、流動性の罍下の通貨発行益を含むリカード中立命題だとすると、政府が通貨発行益（第2の定義）を財源に現金給付等を行っても、将来の増税を予想する家計は、給付として受け取った現金を納税準備のためにそのまま保有するので消費を拡大しない。従って、財政政策の景気刺激効果は存在しないことになる。その場合、機能的財政の主張する「失業者がいたら、財政拡大しろ」との運営方針は否定される。すなわち、MMT理論が正当化される場合には、機能的財政は否定されるのである。

第四に、米国のオカシオ・コルテス議員に代表されるように、MMT支持者の中には、通貨増発で財源を確保し、貧困対策を拡大すべきと主張する者も多い。Kelton（2020）も、MMTにより、貧困対策その他に巨額の財源を確保することが可能としている。しかし、リカード中立命題が成立するのは、手元の現金に困っていない流動性制約下でない家計であることが知られている。多くの貧困層は、流動性制約下にあるため、現金を給付されれば、納税に備える貯蓄を行うのではなく、消費を拡大する。従ってMMTの主張どおり、巨額の通貨増発を行っても、インフレが生じないのは、通貨発行益が富裕層のために使われる場合のみとなる。通貨発行益が、貧困対策に用いられる場合には、リカード中立命題は成立せず、MMTの議論が適用できないことになる。

このように、MMTを標準的な経済理論の枠組みで正当化しようとする、流動性の罍下での通貨発行益を含むリカード中立命題と解する他ないが、その場合は、MMT論者の重要な政策提言の多くが否定されることになる。その意味で、MMTの論理というのはまさにサマーズ教授の言っているとおり、多くの段階で破綻している。

## 6. その他のMMTの問題点

ここまで、MMTの2つの柱の主張の問題点を、一種の背理法で明らかにしてきたが、MMTには、他にも多々問題がある。

貨幣理論としてのMMTの基本は、納税準備のための現金需要の重要性である。しかし、我が国の現実の家計や企業にとって、納税のための現金需要は重要でないように思われる。これは、我が国の税制においては、非常に整備された源泉徴収制度が存在しているからである。すなわち、一般の多くの家計が受け取る給与は、会社が給与より既に所得税・住民税・社会保険料を天引きした後のものであり、他に所得がなければ、既に納税が済んだ状態にある。また、家計が受け取る銀行利子等も利子所得から既に所得税・住民税が源泉徴収されたものである。法人は、法人税や消費税の納付の必要があるが、これらの税は年に1回、納付される訳ではない。大法人であれば、法人税の納付は年2回、消費税の納付は年12回である。Baumol-Tobin型貨幣需要関数と同様の枠組みで考えれば、納付回数が多い場合、通貨需要は小さくなる。上述のKunieda (2020)のモデルでも、1年間の納付回数が多い状態は、モデルの各期の期間を短く設定すれば分析できるが、その場合、各期末に家計が保有すべき現金の額は小さくなる。また、我が国においては、個人・非金融法人の納税のためには、税制上の優遇措置のある納税準備預金制度が存在する。同預金の額は、日銀の統計によれば、他の項目である特設預金と合計しても、円建要求払預金の0.5%にすぎず、我が国において納税準備のための通貨需要が重要である証拠はない。Wray (2015)等のMMT論者は、納税準備のための現金需要を重視するが、源泉徴収制度等の現実の納税手続きにつき十分理解しているとは思われない。

なお、ここまでで言及してこなかったが、MMT論者の中には、就業保証プログラム (Job Guarantee Program (JGP)) がMMTの前提であり、そうしたプログラムを含まない理論は、MMTではないとの考え方もある<sup>(8)</sup>。就業保証プログラムとは、働く用意と意欲がある適格な個人なら、誰でも職に就けるようにする政府が約束するプログラムである。政府が、統一された時給を複利厚生とともに提供するプログラムに対し、資金を拠出するとされる (Wray (2015))。そうした論者の主張への直接的な反論としては、そもそ

も現在の日本・米国とも現時点で就業保証プログラムは存在しておらず、従って、通貨増発で財源確保が可能だとするMMTの政策提言は、現在の日本や米国には当てはまらないということになる。 (就業保証プログラムのない現在の日本の状況が、MMTの例だとするケルトン (2020)の主張も否定されることになる。) 仮に就業保証プログラムが存在する国を仮定して、そうした国でMMTが成立するかは、理論的な検討の対象となるが、筆者は、その場合もMMT論者の主張が成立する可能性は低いと考える。

## 7. 終わりに

財源がなくても財政支出可能とするMMTは、政治家にとっては夢のような理論だが、経済学的には誤った議論である。ただ、MMT自体に明確な理論がないため、経済学者の批判に対し、MMTの支持者は、いわばいいところ取りをした反論をしてきた。本稿では、MMTの「租税を貨幣が動かす」及び「民間貯蓄が自動的に財政赤字と同額増加」という中核的な主張が成立する場合には、MMT論者の主張する他の政策が否定されることを示し、MMTが論理的に破綻していることを明らかにした。

コロナ禍下の現在においては、様々な財政支出が必要だが、MMTの主張と異なり、将来的には、財源が必要となる。政府の財政支出においては、そうした制約に留意して、本当に必要な賢い支出 (ワイズ・スペンディング) を実施していくことが求められている。

## 参考文献

- Auerbach, A., and M. Obstfeld (2005), "The Case for Open-Market Purchase in a Liquidity Trap," *American Economic Review*, Vol. 95, No.1, pp.110-137.
- Blanchard, O. (2019), "Public Debt and Low Interest Rates," *American Economic Review*, Vol.109, No.4, pp.1197-1229.
- Cagan, P. (1956) "The Monetary Dynamics of Hyperinflation". Friedman, M. (ed.). *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago: University of Chicago Press.
- Cole, H. (2020), *Monetary and Fiscal Policy through a DSGE Lens*, Oxford University Press.
- Feldstein, M. (2002), "Commentary: Is There a Role for Discretionary Fiscal Policy?" in *Rethinking Stabilization Policy*. Kansas City, MO: Federal Reserve Bank of Kansas City, 2002, pp.151-62.

<sup>(8)</sup> Gunji and Miura (2020) は、就業保証プログラムをMMTの不可欠な構成要素としている。

- 藤井聡 (2019) 『MMTによる令和「新」経済論: 現代貨幣理論の真実』 晶文社
- Gali, J. (2020), “The Effects of a Money-financed Fiscal Stimulus,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 115, pp. 1-19.
- Godley, W., and M. Lavoie (2012), *Monetary Economics (2<sup>nd</sup> edition)*, Palgrave, Macmillan.
- Gunji, H., and K. Miura (2020), “Towards a Grand Unified Model for Modern Monetary Theory,” presented at Japanese Economic Association Spring Meeting (online) .
- 井上智弘 (2016) 『ヘリコプターマネー』 日本経済新聞出版社
- 井上智弘 (2019) 『MMT 現代貨幣理論とは何か』 講談社選書メチエ
- Kelton, S. (2019a), “Modern Money Theory is not a Recipe for Doom,” Bloomberg Opinion, Feb. 21, 2019.
- Kelton, S. (2019b), “Paul Krugman asked me about Modern money theory. Here are 4 Answers.” Bloomberg Opinion, March 1, 2019.
- Kelton, S. (2020), *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy*, Public Affairs, New York.
- Keynes, J. M. (1923), *A Tract on Monetary Reform*, Macmillan, London.
- Krugman, P. (2019), “Running on MMT (Wonkish): Trying to get this debate beyond Calvinball,” *New York Times*, 2019.2.25.
- Kunieda, S. (2020), “‘Modern Money Theory’ as the Ricardian Equivalence with Seigniorage in a Liquidity Trap,” presented at Japanese Economic Association Autumn Meeting (online)
- 國枝繁樹 (2021) 「MMT (現代貨幣理論) のどこが間違っているのか?」『租税研究』第861巻, 108-124頁, 2021年7月, 日本租税研究協会
- Mankiw, G. (2020), “A Skeptic’s Guide to Modern money theory,” presented at American Economic Association Annual Meeting, San Diego.
- Mitchell, W., L. R. Wray, and M. Watts (2019), *Macroeconomics*, Red Globe Press, London.
- Mulligan, C., and X. Sala-i-Martin (1997), “The Optimal Quantity of Money: Theory and Evidence,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 29, No. 4, pp. 687-715.
- Sargent, T., and N. Wallace (1981), “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic,” *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 5, No. 3, pp. 1-17.
- Svensson, L. (1985), “Money and Asset Prices in a Cash-in-Advance Economy,” *Journal of Political Economy*, Vol. 93, No. 5, pp. 919-944.
- Summers, L. (2019), “The Left’s Embrace of Modern Money Theory is a Recipe for a Disaster,” *The Washington Post*, March 5, 2019.
- Wallace, N. (1983), “A Legal Restrictions Theory of the Demand for “Money” and the Role of Monetary Policy,” *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Winter 1983.
- Walsh, Carl. (2019), *Monetary Theory and Policy (4<sup>th</sup> Edition)*, MIT Press.
- Wray, L. Randall (2015), *Modern Money Theory (2<sup>nd</sup> Edition)*, Palgrave Macmillan.

## 編集委員会付記

本論文は編集委員会の依頼によるもので、査読プロセスを経ずに掲載したものである。