

2020年1月

貨幣財需要としての公債需要：日本のマクロ経済政策の経験を踏まえて¹

名古屋大学 齊藤誠

要約：本稿では、すべての市場がかならずしも需給均衡しないマクロ経済モデルによって、政府、中央銀行、民間主体の前期から当期にかけての予算制約が満たされるもとの、財・労働市場の超過供給と貨幣・公債市場の超過需要が表裏の関係にあることを示す。この理論的な枠組みでは、「財政規律を棚上げにしても雇用創出を目的とした財政支出を拡大すべきである」とする MMT の政策処方箋が、財・労働市場の超過供給と貨幣・公債市場の超過需要を同時に解消する政策として位置付けられる。さらには、超低金利環境のもとで生じる旺盛な貨幣需要（貨幣市場の大幅な超過需要）が、コンビニエントな財として貨幣と密接な代替関係にある公債の大量発行の受け皿になる結果、公債の実質価値が将来の元利返済価値を大きく超える可能性が生まれる。また、この需給不均衡モデルにおける貨幣市場の現在の超過需要と財・労働市場の将来の超過供給は、需給均衡モデルにおける公債価値のバブル項に相当する。本稿では、日本経済が 1990 年代半ば以降に経験した状況が当該モデルにそって解釈できることを示す。同時に、今後、名目金利がゼロ水準から離陸し、実質貨幣需要が急速に縮小すると、超攻撃的なマクロ経済政策は維持できなくなり、日本経済は、物価水準の高騰、長期金利の急上昇といった大幅な調整が迫られる可能性を検討する。あるいは、ゼロ金利環境と財・労働市場の超過供給状態が継続すると、貨幣市場の超過需要が実物資本の資産価格バブルに転嫁する可能性もある。

¹ 櫻川昌哉氏には、本題を考える契機をいただき、また、需給均衡理論と需給不均衡理論の関係に関する貴重な示唆をいただいた。ここに深く感謝する。