

混迷するグローバル経済
ーコンフィデンス回復への道筋を探る

Seeking Paths to Restore Confidence in the Global Economy



公益財団法人 国際通貨研究所

Institute for International Monetary Affairs

IIMA

Institute for International Monetary Affairs

はじめに

大震災からの復帰に希望を託した 2012 年が始まりました。しかし、世界を見渡すと深刻化する欧州のソブリン危機は未だ出口が見えず、米国の景気回復もたどたどしい足取りで、先進国経済は重苦しい空気に包まれています。高成長を謳歌した新興国も、インフレ・リスクが残る一方で、先進国の需要低迷の影響を回避しきれず、成長神話にかげりが出てきています。こうした現状認識のもとで、市場のコンフィデンスを呼び戻し、世界経済を再び成長軌道に乗せるため克服すべき課題、政策、行動は何なのでしょう か？

このような問題意識に立ち、公益財団法人国際通貨研究所は、国内外から著名な専門家をお招きし、2012 年 3 月 15 日に経団連会館において「混迷するグローバル経済ーコンフィデンス回復への道筋を探る」と題する国際金融シンポジウムを開催致しました。本シンポジウムでは、グローバルな視点で先進国、新興国、日本のとるべき政策、果たすべき役割について幅広く議論していただきました。

本稿は、同シンポジウムにおける各パネリストのスピーチおよびパネル・ディスカッションの議論を記録にまとめたものです。ご関心のある皆様方の今後のご考察への一助になれば幸いです。

2012 年 7 月
公益財団法人 国際通貨研究所

Preface

The world economy has been under severe strain, with no clear sustainable solution yet in sight to the European sovereign debt crisis, which continues to deteriorate, even as the US economy remains fragile and close to faltering. What policy measures should the advanced countries take to revive confidence in the world economy and achieve greater cooperation among governments and key institutions? What actions need to be taken by emerging countries that have now become important players in the global economy?

To address these questions, the Institute for International Monetary Affairs (IIMA) held a symposium titled “Seeking Paths to Restore Confidence in the Global Economy” at Keidanren Kaikan in Tokyo on March 15, 2012. A number of prominent experts joined our symposium panel to share their views and opinions on these globally challenging issues.

We sincerely hope this record of the symposium will help give you much inspiration in your business and academic considerations.

July 2012
Institute for International Monetary Affairs

パネリストの略歴／Profiles



ブレンダン・ブラウン

三菱UFJセキュリティーズ・インターナショナル
エグゼクティブ・ディレクター

Brendan Brown

Executive Director
Mitsubishi UFJ Securities International plc

1972年ケンブリッジ大学卒業、シカゴ大学でMBA、LSEで経済学博士号を取得。外資系証券会社を経て、90年から三菱UFJセキュリティーズ・インターナショナル、エグゼクティブ・ディレクター。「ユーロクラッシュ」(近刊)、「ドルはどこへ行くのか」(2006)など多くを出版。

He graduated from Cambridge University in 1972 and obtained MBA from University of Chicago and PhD in Economics from LSE. After joining a big securities company in Europe, he is now executive director/head of economic research at Mitsubishi UFJ Securities International, plc based in London. He has published many books including "Euro Crash" (2012), and "What Drives Global Capital Flows" (2006).



高 海紅

中国社会科学院 世界経済政治研究所
シニア・フェロー

Gao Haihong

Senior Fellow, Institute of World Economics and Politics,
Chinese Academy of Social Sciences

1986年北京大學卒業。同大より経済学修士号および英デューラム大学より国際金融投資修士号取得。1989年に世界経済政治研究所に入所後、カリフォルニア大学デービス校等で客員研究員を経て、現在は同研究所シニアフェローでCASS大学院の博士課程指導教員も務める。

Graduating from Peking University in 1986, she obtained MA from Peking University and MSc. from Durham University in the UK. She joined the IWEP, CASS in 1989 and once was a visiting scholar at University of California at Davis before taking present post. Currently she is a senior fellow of IWEP and also a doctoral advisor in the Department of World Economics and Politics of the Graduate School of CASS.



伊藤 隆敏

東京大学 大学院経済学研究科 兼 公共政策大学院教授

Takatoshi Ito

Professor, Graduate School of Economics and Graduate School of Public Policy,
The University of Tokyo

1973年一橋大学卒業。ハーバード大学で経済学博士号取得。ミネソタ大、一橋大、ハーバード大、東大などで教鞭を取る一方、IMF調査局上級審議役、大蔵省副財務官を歴任。2004年より東京大学大学院経済学研究科兼公共政策大学院教授。

After graduating from Hitotsubashi University, he earned PhD. in Economics from Harvard University. He has taught extensively both in the United States and Japan, including at University of Minnesota, Hitotsubashi University, and Harvard University. He also served as Senior Advisor in the Research Department, the IMF (1994-97) and as Deputy Vice Minister for International Affairs at Ministry of Finance, Japan (1999-2001) before taking present posts in 2004.



中尾 武彦
財務省 財務官

Takehiko Nakao

Vice Minister of Finance for International Affairs,
Ministry of Finance

1978年東京大学経済学部卒業後、大蔵省（現財務省）に入省、94—97年のIMF出向、2005—07年の駐米大使館公使勤務を含め、主税、証券、主計、国際金融局等で要職を歴任。09年7月国際局長、11年7月より財務官。カリフォルニア大学バークレー校で経営学修士号取得。

After graduating from the University of Tokyo in 1978 (BA Economics), he joined the Ministry of Finance and served in a variety of bureaus such as Tax, Securities, Budget, International Finance, before taking present post in 2011. He also worked for the IMF from 1994 to 97, and served as Minister at the Embassy of Japan in Washington, D.C. from 2005 to 07. He obtained MBA from University of California at Berkeley.



ギジェルモ・オルティス

パノルテ・イクセ・フィナンシャルグループ会長
前メキシコ中央銀行総裁

Guillermo Ortiz

Chairman, Banorte-IXE Financial Group,
Former Governor of Bank of Mexico

1971年メキシコ国立自治大学卒業、スタンフォード大学より理学修士号、経済学博士号を取得。IMF理事の後、94-97年財務公債大臣、98—2009年メキシコ中央銀行総裁を務める。BISの議長を務めた後、現在パノルテ・イクセ・フィナンシャルグループ会長。

He graduated from National Autonomous University of Mexico in 1971 and obtained M.Sc and PhD in Economics from Stanford University. After being Executive Director at the IMF, he served as Secretary of Finance and Public Credit in the Mexican Federal Government from 1994 to 1997. Then he was Governor of the Bank of Mexico from January 1998 to December 2009. He was also Chairman of the Board of the BIS. He is now Chairman of Banorte-IXE Financial Group in Mexico.

(アルファベット順／In the alphabetical order)



行天 豊雄
国際通貨研究所 理事長

Toyoo Gyohten
President, Institute for International Monetary Affairs

1955年東京大学卒業後、大蔵省（現財務省）に入省、国際機関出向、銀行・国際金融局等を経て1986年財務官。1990年プリンストン大学およびハーバード大学客員教授を務め、92年東京銀行会長に就任。1995年より国際通貨研究所理事長。

He graduated from the University of Tokyo in 1955 and joined the Ministry of Finance. Serving in a variety of bureaus including Banking and International Finance, and at international organizations, he was Vice Minister of Finance for International Affairs in 1986. After retiring from the MOF he taught at Princeton and Harvard Universities in 1990 and was assigned as Chairman of the Bank of Tokyo Ltd. in 1992. Since 1995 he has been President of the IIMA.



渡辺 喜宏
国際通貨研究所 専務理事

Yoshihiro Watanabe
Managing Director, Institute for International Monetary Affairs

1970年東京大学卒業後、東京銀行入行、多くの海外勤務を歴任。2005年三菱UFJフィナンシャルグループ専務取締役を経て、08年国際通貨研究所専務理事。日印経済委員会常設委員会委員長を務め、ABACの日本委員でもある。

After graduating from the University of Tokyo in 1970, he joined the Bank of Tokyo and served for many overseas businesses. He was Senior Managing Director of Mitsubishi UFJ Financial Group in 2005. He took the present position in 2008 and now also chairs at the Standing Committee of Japan-India Business Cooperation Committee and is a member for Japan of the APEC Business Advisory Committee (ABAC) .

目次／Contents

日本語版	
Japanese Version 1

英語版	
English Version43

本シンポジウムは主に英語で行われました。日本語版は英語での記録を当研究
所で翻訳したものです。

The English version is based on the transcript of the speeches and
discussions which were mainly conducted in English.

日本語版
Japanese Version

Occasional Paper No.22

第 21 回 国際金融シンポジウム

混迷するグローバル経済
- コンフィデンス回復への道筋を探る

(日本語版)

2012 年 3 月 15 日 経団連会館



公益財団法人 国際通貨研究所

目 次

1. 開会スピーチ 1
渡辺 喜宏 国際通貨研究所専務理事

第一部 ユーロ危機の打開策

2. ユーロ危機に関する一考察（ラテンアメリカの教訓はなにか） 4
ギジェルモ・オルティス
バノルテ・イクセ・フィナンシャルグループ会長、前メキシコ中央銀行総裁
3. 欧州の債務危機：アジアからの視点 11
伊藤 隆敏 東京大学大学院経済学研究科 兼 公共政策大学院教授
4. ユーロに必要な根本的な改革 16
ブレンダン・ブラウン
三菱UFJセキュリティーズ・インターナショナル エグゼクティブ・ディレクター
5. 第一部パネル・ディスカッション 20

第二部 グローバル経済の再生に向けて

6. 世界経済に対する中国の貢献とチャレンジ：短期的懸案事項と長期的課題 26
高 海紅
中国社会科学院 世界経済政治研究所 シニア・フェロー
7. 国際金融の課題と日本の対応 31
中尾 武彦 財務省財務官
8. 第二部パネルディスカッション 36

1. 開会スピーチ

渡辺 喜宏（国際通貨研究所専務理事）

本日は当シンポジウムにご参加いただき、大変ありがとうございます。皆様の日頃のご支援ご鞭撻に心より感謝申し上げます。本日は 5 人の著名なパネリストにご参加いただきました。厚くお礼を申し上げます。

「混迷する世界経済——コンフィデンス回復への道筋を探る」と題した本日のシンポジウムは、当研究所理事長の行天が司会を務めますが、二つのセッションに分けてパネリストによるスピーチとパネル・ディスカッションを行います。第 I セッションでは 45 分間の基調演説と 40 分間の討論を予定しております。15 分間の休憩の後、第 2 セッションでは 30 分間の基調講演と 40 分間の討論を行い、5 時 15 分に終了の予定です。



私からは、パネリストの皆様のスピーチと議論に先立ち、本日の二つのセッションに関し、重要と思われる点をいくつかピックアップさせていただきたく存じます。

現在の平穏、地殻変動が揺るがす世界、その課題、そして信任の回復に向けてのポイント、となります。まず現状をどうみるかという点です。

世界の株式市場の回復や円高の衣服を、皆様と共に歓迎しています。これらは、ギリシャへの第二次支援合意、ECB の大量資金供給による資金市場の緩和に加え、米国の失業率の低下など、实体经济の回復への期待をも反映しているとみられます。主要途上国のインフレによる景気の腰折れ懸念も一服し、途上国が金融政策を緩和気味に転換しうることも、明るい材料かもしれません。

しかし米国の住宅市場が本格回復するには、しばらく時間がかかりそうです。欧州の債務危機の背景にある金融機関の不良債権の処理が、どこまで進んでいるのか不透明です。ギリシャの救済合意の実現性には疑問が残ります。市場には大量の流動性が供給され、資源・エネルギー価格の高騰など、ネガティブインパクトが懸念されています。不安定な市場では予期せざる事象が発生しやすく、制御不可能な事態に陥る懸念を拭い去れません。危機の収束には時間がかかる一方で危機の再来は早く、このところ危機が連続しています。

我々は 1930 年代の過ちを犯しつつあるのではないか、という懸念を持つ有識者もいます。現在は、偽りの夜明け—False Dawn—ではないかという思いにとらわれます。我々はなぜ、このような混迷のなかで出口を見いだせないのでしょうか。リーマンショックへの対応では、金融規制の強化や監督体制の強化の枠組みを描くと共に、財政出動による景気対策が

奏功し、一旦夜明けを見たような気がしました。しかし一方、放漫な財政対応は財政危機を招いています。

危機の波及はグローバルです。我々は、欧州の出来事と等閑視するどころか、思わざる円高、エネルギー価格の高騰、輸出の減速、金融規制による予期せざる副作用におびえています。我々は、技術革新と市場統合の進展により網の目のように結ばれた世界に今います。クモの巣の一か所の揺れが、どこに居ても瞬時に感知されるように、影響は即時に伝わり、避けられません。

これに対し、リージョナルな枠組み—セーフティ・ネットでの危機の遮断は、不可能でしょうか。また地域の枠組みと世界的な枠組みとの協調には、不安が残ります。リーマンショック以降、途上国の力とその成長に世界経済が支えられた事は、忘れられない、今も続く大きな変化です。Angus Maddison によると 2030 年の世界は、中国・インドが再興し、アジアが世界経済の過半を占めるとされます。このシナリオが、今現実味を帯びています。途上国のリード役中国の台頭は、世界経済の構造を根底から変革しましたが、その進路、とりわけ人民元は、どのような役割を果たすのでしょうか。

ユーロは、第二の準備通貨としての輝きを失っています。最近人民銀行は、人民元の国際化の現状と短期・中長期の、国際化の進展のための工程について、試案を発表しています。人民元は、第三の準備通貨としての地位を固められるのでしょうか。

同時期、世界銀行と中国国務院発展研究センターは、中国の持続的成長のための 6 つの改革提案を発表し、注目を集めています。成長センターアジアの牽引役、中国の持続的成長には、市場経済の徹底、イノベーション、グリーン成長、社会保障システムの充実、財政改革そして世界との互惠関係の確立が必要とされています。報告書は 2 月 27 日に公開されています。中国・インドが更に高成長を継続し、Angus Maddison の予測を実現する道は厳しいとみられます。アジア開発銀行は 2050 年のアジアという報告書で、今世紀はアジアの世紀となるのか、ラテンアメリカのように、失われた 10~20 年によるミドルインカムトラップに陥るのか、岐路に立っているとしています。

おそらく、成長持続の重要なカギの一つは、資源確保で、地域協力の枠組み作りと世界との協調による平和の維持も、今世紀のアジアの時代をリードする人民元の将来にとって不可欠とおもわれます。

先進国の成長の回復は、中国の更なる成長に繋がりますが、EU、米国、日本ともに、ダイナミックな成長に戻るには時間がかかるとみられます。パネリストの意見をぜひお聞きしたいところです。

最後に今一度欧州の問題を振り返り、本日のセッション—信頼回復への道筋の議論に、つなげて行ければと存じます。ギリシャ経済の持続的な成長への回帰の道筋は、欧州の財

政統合の道に通じると思えます。ラテンアメリカの危機を振り返ると、債務国の構造改革と債権者であった銀行の損失負担体力の回復の 2 条件が整い、始めて債務カットとニューマネーの投入が行われました。構造改革・民営化とセットのデットエクイティ・スワップなどで、成長軌道への復帰の道が拓かれています。ギリシャでは、この過程が済んでいません。今後は、むしろ欧州内の支援国側には、ギリシャの成長軌道への復帰を助ける努力よりは、ギリシャ側の損得にかかわらず、ギリシャを排除してゆく路線が力を増すように思えます。民間機関投資家をみると、債権の切り捨て幅が大きいだけに、今後のギリシャの成長回復への更なる協力は期待できないように思えます。

グローバルな、そしてリージョナルなファイナンシャル・アーキテクチャーと通貨の体制については、模索の時代が続くように思えます。アジアの世紀に向けての移行の過程は長く、不安定な市場の状況が続きそうです。予期せざる事象に襲われても、市場が耐えるように備えが築かれることを、民間は期待しています。

足元のアジアで言えば、チェンマイ・イニシアティブのマルチ化はアジア通貨基金の設立に発展するのか、或いは域内での人民元の国際化への協力など、前向きな金融システム安定化に向けたパネリストの皆さまの議論に期待します。景気の悪化を招きかねない、米国の規制強化、或いは欧州の金融取引税や欧州独自の金融機関の自己資本充実の為の時限設定など、金融関係者にとっては憂慮すべき施策も多くパネリストのご意見を伺いたいところです。

ご清聴ありがとうございました。

第一部 ユーロ危機の打開策

2. ユーロ危機に関する一考察（ラテンアメリカの教訓はなにか）

ギジェルモ・オルティス（パノルテ・イクセ・フィナンシャルグループ
会長、前メキシコ中央銀行総裁）

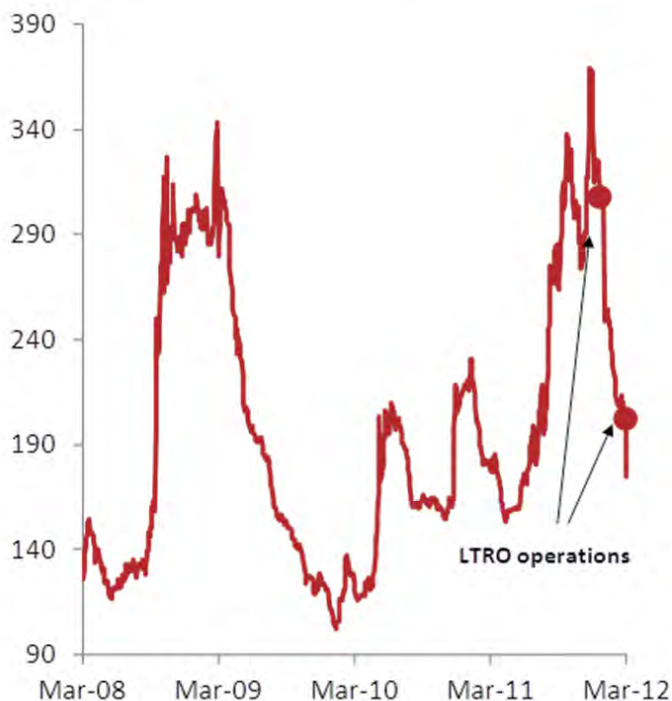


最初に本日の IIMA のシンポジウムにお招きいただいたことに
対して行天さんに深く感謝します。行天さんからはユーロ危機と特
にラテンアメリカ危機から引き出されうる教訓について話すように
いわれました。また、公務をはなれたのだから自由に話せとのこと
なので、そうしたいと思います。

2009 年以降欧州の当局者は、主に市場の圧力に対応する政策措置
を実施するだけで、常に「事態の後追い」に終始してきました。そ
の結果、最初は一部の国（主にギリシャ）の資金繰りの問題であつ
たものが、今やユーロの存在そのものを問う問題となっています。要するに欧州のソブリ
ン債務危機対応は破滅的なものだったのです。

最近の状況を見てみましょう。
状況は一時的に改善しています。
イタリア、スペイン、フランスの
資金ひっ迫のリスクは ECB による
3 年間の LTRO（長期流動性供給）
のおかげで大幅に低下しました。3
年物の LTRO（長期流動性供給）
は欧州に時間を稼ぐ余裕を与え、
金融制度および経済に信認をもた
らし、対策の余地を高めました。
昨年 12 月および今年 2 月の資金
供給により ECB のオペ残高は過去最
高の 1.2 兆ユーロに増加していま
す。しかしこれによって経済実体
への信用供給が自動的に増加する
わけではなく、2012 年に景気回復
が起こるためには銀行貸し付けが
増えはじめることが必要なのです。

Credit Conditions in Europe*
(basis points)



*OAS level for AAA banks in Europe. Source: Bloomberg and Banorte IXE

では次に何が起こるのでしょうか。基本的に二つの取決めが進行中です。最初の一つは「改
定版安定成長協定」——いわゆる新財政協定——で、これまでよりも監視を厳しくし、早

期に是正措置を発動しようとするものです。たとえば、各国は自分で制御できないような「例外的状況」にあるのでない限り、構造的赤字を GDP の 0.5%以内に抑制するよう義務づけられます。通常の場合であれば、相当の乖離が認められる場合には自動的に是正メカニズムが発動されます。これらの規則は各国の国内法により発効させる必要があります（できれば憲法改正が望ましい）。さらに、各国は GDP の 60%の基準を超える債務残高を 20 分の一ずつ削減しなければならず、公債発行計画についても事前に EU 理事会と欧州委員会に報告する必要があります。

しかし、この新財政協定が効力を持つためには、少なくともユーロ圏の 12 カ国で批准されねばなりません。アイルランドは早々に本件を国民投票に付す決定を下しました。ユーロ圏が新財政協定に移行するに当たっては、各国レベルで多くの不安が予想されます。さらに新制度が効果をもつかどうかは、ひとえに、ユーロ圏内の多数の国が欧州委員会の実施を支持するかどうかにかかっているとと言えます。

第二の政策はギリシャの新救済策です。2月21日、欧州諸国はギリシャに対して第二弾の貸付を提供することでやっと合意に辿り着きました。これで少なくとも当面はデフォルトが回避されたかと思われます。にもかかわらず、市場は依然として新計画が横道にそれるリスクが残っているのではないかと神経質になっています。疑問をもっているのは市場だけではありません。IMF 自身も最新の「債務持続性分析」の中でギリシャの計画について、「事故に対して脆く、持続性について疑問が残る」と指摘しています。

私の見るところ、同計画はあまりにもぜい弱で機能しないと思われます。第1に、仮にギリシャにとって大変厳しい債務の GDP 比 120%という目標を民間部門の主導¹によってどうにか成功したとしても、2020年に同国が市場に復帰できるかどうかは分からないということです。興味深いのはそもそもなぜ 120%という目標が選ばれたのかです。それはイタリアの現在の債務水準に近く、それ以下で合意すると自然とイタリアの債務が持続不能ということの意味することになるからでしょう。120%というのは政治的数値で、経済的根拠はありません。つまるところ、持続的な債務とはどんなものか、あるいはギリシャの真の GDP がどれなのか誰もわかっていないということです。それに、今年の年末までにギリシャの実質 GDP は累計 20%も下落する可能性があります。そして明らかなことは、成長を回復させることこそ債務の GDP 比を引き下げ、財政スタンスを安定させる上で不可欠であるということです。

さらに、新計画は残酷なほど干渉的です。IMF は、これまでのケースでは実施国が当事者になることを求めてきましたが、ギリシャの場合はそうではありません。まず、ユーログループは欧州委員会が現地での監督を強化し、ギリシャ政府と緊密な継続的協力をする

¹ ギリシャは一部の投資家を強制的に債務交換に参加させ、90%の参加率を達成するため集団行動条項（CACs）を発動した。

よう要請しました。第二に、翌四半期の債務支払いがきちんとなされるようトロイカ（EU、ECB および IMF）の監視下におかれた別勘定で管理するメカニズムが設定されました。おそらく IMF はトロイカで管理されるべきこのプログラムで本来ならわき役に回るべきだったでしょう。IMF が信頼もしていない計画に介入するのは評判を傷付けるという危険を冒すことにほかなりません。

この計画は上手くいくはずがありません。新しい救済策が必要になるのは時間の問題です。では上手くいくためのパッケージとはどんなものなのでしょうか。

必要なのは、調整と改革のプロセスはおそらく 10 年ほどの長期にわたるとの認識に立った計画です。こうした緩やかな調整の間、市場は引き続きギリシャを締め出すでしょうから、多額の公的長期金融が必要になることを勘案しなければなりません。つまり EU はその間ずっと支援助けなければなりません。また、債務交換は民間、公的を問わず、すべての債務を対象とすべきで、当然ながら財政目標の達成と構造改革を条件とすべきです。この計画は HIPC（重債務貧困国）イニシアティブのもとで行われた債務救済に似たものにすべきでしょう。もちろん通常、救済の対象となる重債務国は、所得水準をはじめとする多くの点でギリシャの比ではありません。しかし、プログラムの構成はギリシャにも適切にあてはまるものです。

HIPC プログラムは 1996 年に IMF と世銀によって立ちあげられました。その目的は各国が債務リスクの繰り返しというプロセスから脱して、債権者との正常な関係を再開できるようにするというもので、持続可能な債務を実現する適正な手法です。同計画は二段階に分かれています。まず、IMF と世銀が暫定的な債務救済を実施する。そして、その国が一定の約束を守った時点で全面的な債務救済（IMF、世銀等の国際機関のみならず地域あるいはその下にある開発銀行に対する債務の削減を含む）²が行われます。これと同じ方法がギリシャにも採られるべきでした。すなわち、公的・民間双方の債権者を巻き込んだ債務交換でギリシャの債務を持続可能な水準（GDP の 30%か 40%近辺）に落ち着かせるような計画が必要だったのです。

しかし、実際は北部の欧州諸国は最近あまり「欧州的」でなく、ギリシャを通貨同盟から追い出そうという気になっています。一部の国はギリシャが経済と財政の改革にもたもたして消極的であると確信しているようであり、ギリシャをユーロ圏から追い出したがっています。ドイツ国民の間ではギリシャ救済はだんだんと不人気になっています。*Bild am Sonntag* 紙が最近行った調査では 62%のドイツ人は 1300 億ユーロの救済計画に反対であり、賛成は 33%にすぎませんでした。去年の 9 月に行われた同様の調査では 53%が反対し、

² たとえばアンゴラの債務の GDP 比率は 1995 年の 222%から 2000 年には 89.9%、2003 年には 59.8% となった。

43%が賛成していました。

今日の欧州の債務危機に関して、1980年代にラテンアメリカ諸国がどのように債務危機に対処したかを分析してみると示唆に富んでいます。基本的にラテンアメリカの対応は①財政調整、②構造改革、および③債務救済の3段階に分かれていました。

1980年代には、債務危機に対する最初の対応はIMFが支援する安定計画—いわゆるスタンバイ取り決め—を実施することでした。この計画では、追加的に国際金融支援を得るためには、かなりの水準の財政調整と金融引き締め策、そして公的部門の縮小策を実現することを条件としていました。財政引き締めによりプライマリーバランスは大幅な黒字になりましたが、これだけではすみませんでした。財政の引き締めにより深刻な景気後退が引き起こされ、債務のGDP比率は上昇し続け、その一方で信認の低下から資本流出と金利上昇につながったのです。

ですから、財政再建を遂行するために、ラテンアメリカ諸国は成長促進につながる構造改革に乗り出しました。たとえばメキシコは、広範囲の貿易改革、多くの公的企業の民営化、金融市場の自由化などを通じてより開かれた経済へと自己変革を成し遂げました。数年のうちにメキシコは石油輸出中心の国から工業製品輸出中心の国に生まれ変わりました。ブラジル、アルゼンチン、ペルーも同じ戦略を採りました。

確かに実質為替相場下落は競争力回復に役立ちました。また、通貨切り下げとインフレも海外からの移転 (external transfers) を実現させるのに有益でした。これは中長期的に債務を持続可能とするための重要な一歩でした。しかしながら、これは現在の欧州諸国に開かれた道ではありません。さらに海外の需要環境も当時は輸出による成長にとって有利でしたが、今日ではこれは当てはまりません。

ラテンアメリカでとられた第三の段階は債務救済でした。しかし、債務救済が行われた時、財政再建はすでに実現しており、信頼できる構造改革計画が進行中でした。ブレイディ・プランは市場参加者が、その後これらの国が高成長できる状況を設定するために必要とした関門でした³。同プランは単なるヘアカット (債務削減) だけでなく、ラテンアメリカ諸国が信認を回復し債務の持続可能性を達成できるようにするための制度の変更だったのです。

たとえラテンアメリカの経験が今日の欧州のジレンマに対して関連性があるとしても、ギリシャのモデルとはなりません。第一に、ラテンアメリカ諸国の債務のGDP比率はギリシャを大幅に下回っていました。たとえば80年代の債務のGDP比率の平均はアルゼンチン

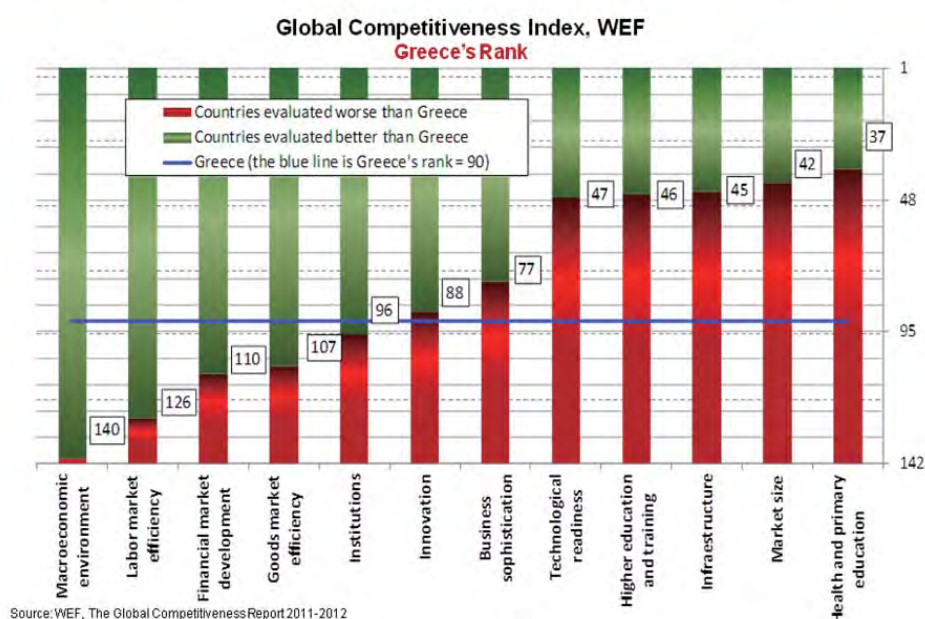
³ ブレイディ・プラン策定の際の日本の支援は極めて貴重なものであった。債務削減計画は「強化計画」を含んでおり、18か月間の元本及び利子の支払いがIMF及び、世銀、日本によって保証されていた。(メキシコも保証基金に対し自己の外準から13億ドル拠出した)。増強部分は贈与でなく、貸与である。

ンで 45%、ブラジルで 32%、メキシコで 46%、ペルーで 67%⁴でした。第二に、ラテンアメリカ諸国は要請された財政再建と構造改革を含む調整を実施しました。さらに、ブレイディ・プランが救済した国の債務は主に商業ベースのもので、公的債権者が中心の国はカバーしていませんでした。

財政再建でギリシャは長い道のりを辿らなければなりません。ギリシャはプライマリー赤字を 2009 年の対 GDP 比 10.4%から 2010 年には 5.0%に削減し、2011 年には 2.4%まで削減しようとしています (IMF 見通し)。けれども、今回の計画によるとさらに野心的な財政再建目標を達成し、2013 年以降はプライマリー黒字を取り戻す必要があります。

経済成長については、これまでに行われた政治的に不人気な構造改革の進展は遅く、樂觀は許されません。世界経済フォーラム (WEF) が発表している世界競争力指数 (GCI) によりますと、ギリシャの競争力は 2010 年に 12 ランク下落した後、2011 年も 7 ランク落ち、EU 諸国の中で最下位となっています。

Greece has a long way to go, on fiscal adjustment and growth stimulus



GCI は 12 の指標の平均ですが、何がギリシャの競争力の低水準の主因なのかを示しています。

⁴ また、ブレイディ・プランがラ米各国で打ち出された時、これらの国の債務の GDP 比率は 85%を下回っていたが、現在ギリシャは 160%を上回っている。1989 年のメキシコとコスタリカの債務 GDP 比率は 59.8%と 77%であった。1990 年のウルグアイとベネズエラの比率は 56.1%、55.6%で、1992 年時点のブラジルとアルゼンチンの比率は 84%と 38.5%、1995 年時点のパナマとペルーは 60.6%及び 36.8%であった。

- 当然ながら当面の財政危機と投資家の信頼感低下によって、ギリシャは「マクロ経済環境」と「金融市場」の項目で低下を続けています。
- このほかの懸念分野は「非効率な労働市場」で、ギリシャが危機から脱出する能力に制約をもたらし続けています。それに加えて政府の効率性、汚職、不当な影響力行使など「公的機関」に関する項目です。

しかしながら、ギリシャは、生産性向上に役立つ新技術の採用にたけた教育水準の高い労働力といった多くの強みももっています。

こうした暗い見通しを根拠に、ギリシャはユーロ圏から離脱して旧通貨のドラクマを復活させたほうがいいのかというアナリストもいます。彼らはしばしば2002年のアルゼンチンのカレンシーボード放棄を、自国通貨再導入によるギリシャへのメリットとして引き合いに出します。ですが、アルゼンチンがカレンシーボードを放棄した後に被ったコストを分析すると、ギリシャはユーロ圏に残ったほうが良いとの結論になります。ギリシャにとって負担となるいくつかの例は次の様なものです。

- 銀行の取り付け：欧州の金融市場の統合に鑑みると、ギリシャにとってははるかに破壊的な規模かつ範囲になるでしょう。
- 国際金融市場へのアクセスをもつ大手民間企業の倒産：外貨建て債務は通貨変換されないので、大企業の倒産につながるでしょう。
- 無制限の契約違反：投資環境に長期にわたって汚点を残すことになるでしょう。

通貨切り下げとEMUからの脱退はギリシャが採るべき選択肢ではありません。それよりも10年計画を作ることが妥当でしょう。この計画とHIPCプログラムのような協調的な公的債務救済によって、ギリシャを持続可能な公的ファンナンスの道に乗せ、継続的な経済成長への基盤を強化できるようにするのです。

欧州の指導者たちが、ギリシャや周縁国の回復に成功したとしたら、次に何が起こるでしょうか。ユーロ圏は存続するのでしょうか。私は、ユーロ圏は明らかにそれに向かって進んでいるようにみえますが、より強固な財政の統合、「収斂」が必要だと思います。生産性と成長率が持続的に収斂しないかぎり、欧州連合の構成はおそらく変化することになるでしょう。

もう一つ深刻な欧州の問題は、ECBを別として、欧州の機関は決定を下せるようにつくられておらず、ただ事態に対応するだけであることです。このため、これらの諸機関は金融危機に直面できる体制にありません。ECBだけが決定権限と能力を持っていますが、ECBに与えられた使命と範囲は金融政策と金融の安定に限定されています。

ユーロ圏の政策立案の有効性に関わる問題、すなわち政策立案力の不足は、ユーロ圏の存続に不可欠な問題に取り組もうとする政治的メカニズム、政治的リーダーシップ、政治

的意思の欠如に関係しています。この欠陥ある決定プロセスと政治同盟の欠如、そして生産性および成長率の収斂の欠如から、欧州連合は今のままでは終わりを迎えることになりそうです。ユーロ圏が現在の形で存続するかといえば大きな疑問符がついている、と私には思えるのです。

3. 欧州の債務危機：アジアからの視点

伊藤 隆敏（東京大学大学院経済学研究科 兼 公共政策大学院教授）



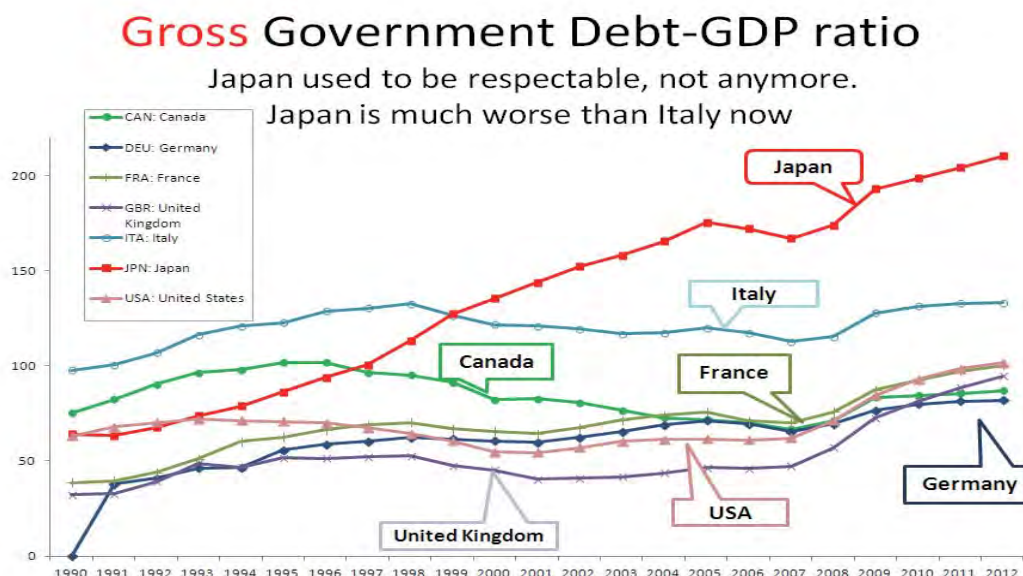
ご指名ありがとうございます。本席に連なり、欧州の債務問題および将来起こるかもしれない日本やアジア問題との関連について私の見解を述べさせていただけるのを大変うれしく思います。最初に欧州の債務危機について述べさせていただき、次いで歴史的な危機を振り返り、危機の根源と伝染の問題をどう区別するか一般的な見解を紹介した後、欧州のソブリン危機の解決策についての私見を述べたいと思います。

過去 3 年ばかりの間に欧州で起こっている事態については皆さん周知のことと思いますが、簡単に振り返ってみますと、ギリシャの財政赤字の統計数値が偽りであったことが 2009 年 10 月に明らかになり、2010 年 5 月には IMF の主導で第一次の救済措置が取りまとめられました。それはオルティス氏が現在についておっしゃったと同じく、楽観的な経済見通しに立ったものでした。けれどもその楽観的な見通しは当然実現しませんでした。そして昨年、一連の債務救済措置が話し合われ、21%のヘアカット（債務削減）にはじまり、次いで 50%、そしてついに民間部門は 76%の削減に合意しました。市場は何度もこうした発表に驚かされ、その度に市場やユーロは落ち込みました。当然出てくる質問は、なぜギリシャや EU や IMF はもっと早く解決できなかったのか、ということです。どうしてそれは 2 年半もダラダラと長引いたのでしょうか。そして、危機が長引く間、それはアイルランドやポルトガル、スペイン、イタリアなどに波及しました。ギリシャの問題を早期に解決できなかったことが他の国を危険に陥れたと思われま

す。オルティス氏が述べられたように、ついに、ギリシャの債務削減がなされ、ECB の LTRO（長期流動性供給）によりイタリア及びスペインの債券市場に平静さが戻り、今は一種の平穏な状況にあります。これはこれで結構なように見えますが、これは単なる時間稼ぎにすぎず、来年あるいは再来年にはまた驚きの発表がなされるかもしれません。そしてその時はまた我々は驚き、伝染をどう防ぐかといった議論のプロセスを繰り返さねばならないでしょう。

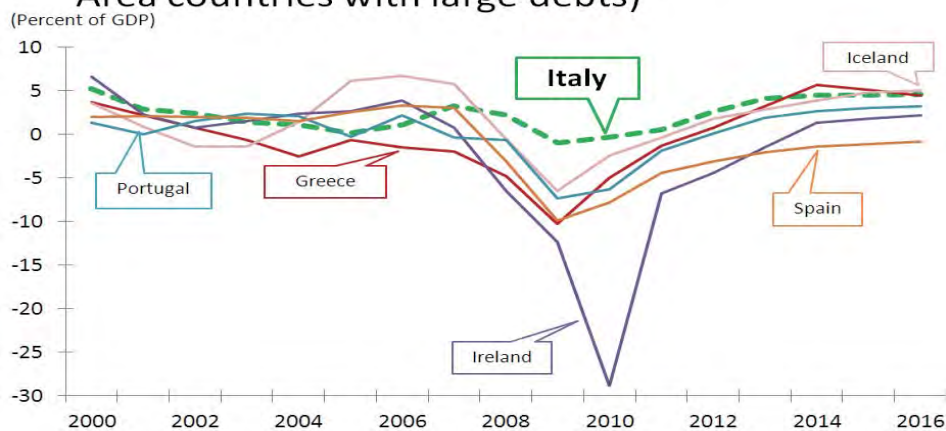
欧州では依然として防御壁と安全網の構築に努めています。次回もおそらくギリシャに驚かされるでしょうが、その時にはこれらが現実に存在してほしいものです。これからいくつかの統計数値を申し上げます。その意図するところは、イタリアはギリシャからの伝染によって苦しんでいますが、基本的には健全な国であるということを示そうというものです。すぐに同意していただける方もいれば、数字を見てからとおっしゃる方もいらっしゃるでしょう。ところで皆さんもご承知のように、日本はイタリアよりも財政状況が

悪く、日本の政府債務の対 GDP 比率は図のように 2000 年あたりからイタリアを上回っています。現在の比率はイタリアの 2 倍です。日本政府は多額の金融資産をもっているのではないかとおっしゃる方がいますので、それを差し引いてネットの GDP 比率を見てみますと、日本はここでも 2008 年にイタリアを上回りました。ですからイタリアを病気の国というなら、日本は重病の国であり、ベッドに横たわっているのです。



プライマリーバランスにおいて、日本は米国、英国と並んで G7 諸国の中で最悪ですが、イタリアはプライマリー黒字を出しており、日本や他の G7 諸国よりもはるかに健全なのです。欧州諸国に限定して見てみましょう。次の図のように、イタリアとアイスランドはプライマリーバランスで黒字国です。イタリアが最高で、アイスランドがそれに続いています。見通しをみてもイタリアは大幅な黒字を出し続けるとみられます。スペインはプライマリーバランスでみると実際非常に悪い状態です。アイルランドは民間銀行部門の債務を引き取ったことから特別な問題を抱えており、これは異なった状況です。見通しではやはりギリシャの債務比率が高く、次いでイタリアとなっています。債務の対 GDP 比率でみるとイタリアは悪く、スペインがよく見えます。しかし、プライマリーバランスをみると、イタリアが最高でスペインは最悪です。ですからストックの数字でみるか、フローの数字で見るかで結論は異なったものになるでしょう。

General Government, primary surplus (Euro Area countries with large debts)



Source: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2011.

これが欧州の概観ですが、イタリアはプライマリーバランスで最高であると思います。そのため多くのイタリアの政治家は、財政改革で多くのことをやったからこれ以上財政面でやれること、あるいはやるべきことはあまりないといっています。そしてイタリアではいまや構造改革や成長問題を議論しているのです。ですからイタリアはギリシャとは大きく異なっています。

二番目の課題は歴史的観点です。1994年のメキシコについて思い出すのはオルティスさんにとっては若干つらいことかもしれませんが、94年のことを思い出していただければ、これはいわゆる21世紀型の危機の始まりだったと思います。90年代からアルゼンチン危機まで、オルティスさんがおっしゃるように、こうした例をたくさん経験してきました。

振り返ってみると、危機には様々な種類があります。そのいくつかは実際に本質的な政府債の危機であり、政府債危機というよりも銀行危機であったものが、後に政府債危機になったりしたものもあり、またあるものは危機の伝染であったりします。また、1997年12月の韓国の危機は純粋な流動性危機に最も近いものであったと思います。これに匹敵するのが欧州ではイタリアでしょう。イタリアの場合は、イタリア自身のソルベンシーに問題があったわけではないのですが、近隣のギリシャ危機を引き金とした金融市場の緊張によって債務のリファイナンスが困難になってしまったという流動性危機に苦しんでいます。アジア危機の時の韓国と似ています。ですから我々はいわゆる南欧諸国をひとからげにして考えることはできないのです。それぞれの国に分けて考える必要があります。

学術的分類では、危機は、通貨危機あるいは国際収支危機から始まるものもあり、財政危機から始まるものもあります。欧州の危機は現在ほとんどが財政の危機ですが、バブルの発生と崩壊に伴い銀行危機から始まったものもあります。アイルランドは銀行危機が財

政危機に発展した例です。このように危機の形があるものから他のものに転化することがありますので、その解決策を議論する場合にはこれらを区別する必要があります。処方箋を書くときには、その国がなぜ危機にあるのかを知る必要があります。処方箋は病気の根本原因を直すためのものを書く必要があります。ちなみに、IMF はアジア諸国に対して非常に間違った処方箋を書きました。これがアジア危機を深刻化させた原因です。

危機がある国に起こった場合、それは貿易、通貨、株価などさまざまなチャネルを通じて他の国に影響します。そのため、危機の震源国に対する政策の処方箋は、巻き添えになった国への処方箋とは全く異なるものであるべきです。

同じように、我々は、基本的な支払不能の危機と流動性危機とを区別します。ある国が支払い不能に陥った銀行のように破産状態にあるとすれば、その時は債務削減が必要です。その国あるいはその企業、銀行に対する債務を引き下げねばなりません。しかし、もしその国が単に流動性危機に陥っているのであれば、一時的にその国に支援を与え流動性を供給するのが理にかなっています。ちょうど中央銀行が緊急時に商業銀行に流動性を供給するのと同様です。ですから、支払い不能の危機と流動性の危機を区別できれば、それぞれの種類の危機に対して異なった解決策を採ることができるでしょう。私は、ギリシャは支払い不能危機（ソルベンシー危機）に陥っており、イタリアは流動性危機、ポルトガルとスペイン、アイルランドはその中間にあると申し上げたいと思います。ポルトガルをギリシャ型に、スペインをイタリア型に振り分ける人もあるだろうと思いますが、これらの3カ国はその中間でしょう。

仮に流動性危機には流動性の供給が必要だということで意見が一致したとして、では誰がそれを供給するのでしょうか。またどのくらい供給すべきなのでしょう。そこに地域基金の考え方が登場します。我々はタイの危機が1997年の最初の金融包括措置で解決された後、アジア通貨基金（AMF）を提案しました。その前にも、インドネシアと韓国に問題が起きた時、日本は地域基金をもつべきだと提案し、アセアン諸国もこれに同意しました。ですが、このアイデアはIMFと米財務省によって撃墜されてしまったのです。

現在欧州では同じように地域基金が必要なのではという考えが高まっています。そしてまず、債券発行を保証し、国と銀行制度を支援するための欧州金融安定基金（EFSF）を作りました。現在は欧州安定メカニズム（ESM）について話し合われていますが、これは地域的な融資メカニズムを作るためのより恒久的なメカニズムで、AMFと極めてよく似たものです。アジア危機から15年たって、アジアと欧州は同じ結論を持ち始めています。ともにIMFを補完できるようなんらかの地域基金が必要であるというものです。IMFには限界がありますから、各地域はこうした地域基金を持つ権利を与えられるべきです。AMF構想は歴史的に時期尚早だったかもしれませんが、現在の動きは当時の我々の考え方は正しかったということを証明していると思います。

危機は貿易や金融等のチャネルを通じて伝染するため、根本的な支払不能の危機は流動性危機から切り離して考えるべきであるということに、多くの人が同意されるだろうと思います。なかには 支払い不能危機と流動性危機の間にあるグレーゾーンについては区別するのが難しいと言われる人もありますが、もし区別できるなら別々の対策をとるべきです。

イタリアの例をみてみましょう。プライマリーバランスの数値をみて、イタリアは流動性危機の例であり、最後の貸し手が正当化されるという方がいらっしゃいます。ではなぜ欧州では最後の貸し手機能をもっと早く提供しなかったのでしょうか。各国は昨年12月まで動きませんでした。オルティスさんが示されたように、ECBのLTRO（長期流動性供給）により長期金利は大幅に下がりました。実際LTRO（長期流動性供給）は形を変えた最後の貸し手だと私は思います。もちろんECBに行つてこのことを議論しても、ECBの人たちは否定するでしょう。「いや、これは最後の貸し手ではない。金融安定化メカニズムなのだ」と。しかし、私からみればこれは最後の貸し手に他なりません。ですから、根本的な危機でなく、流動性危機に対しては中央銀行が流動性を供給する行動をとれば解決されるわけです。けれども6週間前私がベルリンに行った時、この考えを当局者に伝えたところ、彼らの答えは次のようなものでした。「いえいえ、これは流動性危機ではありません。イタリアには構造的な問題があります。南北間の問題があります。現在のところイタリアはうまくいっているように見えますが、それはモンティ政権のおかげであり、モンティ政権が来年春に予定される次期選挙で退陣すれば何が起こるか分かったものではありません。だからこそ財政協定が必要なんです。財政規律のため頑強なルールが必要なんです。ちょっと手綱をゆるめると、モラルハザードが起きるんですよ。」 欧州にはある種の合意があると思っておりましたが、イタリアに関してすら明らかに当局者間に不一致があるのです。

時間が押しているようですので最後の問題に行きます。アジアと欧州の間には類似点がありますし、AMFとEFSFの間にも類似点があります。米財務省やIMFがAMFに反対した理由は、緩い引き出し条件やIMFとの重複の問題とか、地域規模の危機には対応できないといったものでした。こうした疑問はEFSFやESMに対しても向けられ、答えが出されるべきだと思います。私はIMFやEFSFを批判しているわけではありませんが、地域基金に関して彼らはどうしようとしているのか、説明されるべきだと思います。アジアはいまだにIMFとのやり取りの苦い経験を引きずっています。韓国やインドネシアにいつてみればわかりますが、IMFに駆け込むことは全く選択肢にありません。考えることすらありません。では欧州も同じようにIMFの厳しい条件に苦しむことになるのでしょうか。おそらくそうはならないでしょう。ギリシャに対するIMF、EU、ECBによるトロイカ監視団のなかでIMFはもっとも柔軟です。三者のなかではEUが最も強硬で、IMFがもっとも寛大なように見えるのです。

ご清聴ありがとうございました。

4. ユーロに必要な根本的な改革

ブレンダン・ブラウン（三菱UFJセキュリティーズ・インターナショナル エグゼクティブ・ディレクター）



本日は高名なスピーカーの皆様方とともにお招きいただきありがとうございます。ありがとうございます。

私が「ユーロクラッシュ」の第2版を書いている時、1960年代の初めに描かれた漫画を見つけました。それは、「仏独協力条約」に関するもので、ドゴール仏大統領がアデナウアー西独首相に「早く署名しなさい。我々にはそれほど時間がありませんよ。」と言っているものです。実際、その時、二人は80歳代でした。当時を振り返るなら、その時に両国だけで通貨統合に調印していたらどんなに良かったでしょう。所詮、欧州の平和は、独仏の同盟にかかっているのですから。当時、世界はドル本位制の下にありました。両国だけの通貨統合なら非常に容易なことだったでしょう。欧州中銀（ECB）も必要なかったはずで。

欧州は、欧州経済通貨同盟（EMU）創設から15周年を迎えようとしています。ECB当局者は、EMUは大成功だったと言っています。インフレ率は年平均わずか2%で、若干ですがかつてのブンデスバンク（ドイツ連銀）の20年間の実績より好成績だということです。しかし彼らは、ブンデスバンクの20年には他の主要国が10%近いインフレだった時期が含まれていることには言及していません。ドイツの政治家は、EMUはマルクのままだったら起きていたはずの通貨高から国を救ったと主張し、ドイツの輸出業者もこれに同意しています。一方で、多くのドイツの消費者はこれに同意していません。彼らは他のユーロ圏諸国に対する支援を負担することを覚悟しなければならないからです。ドイツの支援額は、ドイツが第一次世界大戦以降に支払った賠償金を上回りうるのです（訳者注）⁵。

フランスの政治エリートは、EMUがドイツの通貨覇権を打ち壊したこと、米国の覇権を侵食したことを密かに祝っています。個々のミクロのレベルでは、EMUによる大きな勝ち組と小さな勝ち組が生まれました。スペイン、ポルトガル、ギリシャの投資家・債務者は、それまでの二流の自国通貨ではなくユーロという国際通貨の使用により利益を得ました。それらの国やイタリアでは、今は困難な状況に陥っていますが、EMUの全盛期、信用バブルの時期に、多くの人が非常にうまくやっていたことを見過ごしてはいけません。また、ギリシャでは、他のユーロ諸国による支援のおかげで、人々は銀行に預けていたお金の半

⁵ ドイツの支援額には、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）、EUのギリシャ支援関連債務、ECBの資金供給に伴う潜在的損失、のドイツ負担分などが含まれる。

分を、価値を損なうことなしにマットレスの下かドイツの銀行に避難させることができました。東欧では、最後は弾けましたが、バブルの時期が数年間続きました。もし EMU がなければそれらは起こらなかったでしょう。なぜなら、EU を東欧まで拡大することにフランスが同意する条件が、ドイツが EMU に同意することだったからです。

要するに、EMU により多くの者が利益を得ました。しかし、利益を得た者が負担する訳ではありませんが、それには歴大なコストを伴うことが次第に明らかになりつつあります。欧州通貨統合のコストや失望は非常に大きなものですが、その結果として抜本的な改革が行われるとすれば、ユーロの明るい未来を想像することができます。そして、私は EMU の抜本的な改革が行われることについて悲観的ではありません。ただし、これは政治力学、とりわけドイツ、フランス、そして非常に重要ですが米国の政治力学にかかっているのです。

ユーロの将来を決める一つのカギは、ベルリン（ドイツ政府）とフランクフルト（ECB）の間の緊張状態です。先週の独ハンデルスブラット紙の一面に漫画がありました。ブンデスバンクの総裁がまるで世界と戦っているかのようにヘルメットをかぶって机に向かっているものです。ここでいう世界とは、ドラギ ECB 総裁がお金を刷り、バーナンキ FRB 議長がお金を刷り、そして白川日銀総裁がお金を刷っている世界のことです。つまり、ブンデスバンクだけがマネタリズムの最後の隠れ家になっているということです。

しかし、問題はより根深いのです。ECB が LTRO（長期流動性供給）で資金を供給するということは、本質的にはドイツやオランダなど強い国の納税者からお金をとって弱い国に渡すということです。これをドイツの視点から見れば、こうした ECB によるバッドバンクへのバランスシート拡張の帰結として、以下の 3 つが考えられるでしょう。一つは、今後巨大化するブラックホールを埋めるために、最終的にドイツやオランダの納税者の負担で資金を ECB に移されなければならないということです。二つ目は、ECB がお金を刷ってインフレを起こし、自ら穴を埋めることです。三つめは、ドイツが EMU から脱退してシステムが崩壊し、全てのユーロ加盟国が ECB の損失をシェアすることです。

ユーロの将来を決めるもう一つのカギは、米国の通貨がどの程度不安定になるかということです。米国の通貨の不安定性とは、米国のインフレ率がターゲットの 2% に達するかどうかということではなく、より広い意味でとらえなければなりません。通貨が安定していると言えるための要件の一つは、資産価格インフレがないということです。過去数十年の間に、我々は米国の低金利政策によって作られた大きな資産価格バブルとその崩壊を世界中で経験しました。資産価格インフレは、米ドルに対して自国通貨の大きな変動を嫌う国々を通して広がったのです。FRB が安定した金融政策を行い、ワシントンが度重なる通貨戦争の勃発を抑えていたら、欧州を含む世界のほとんどはドル本位制に留まっていたことでしょう。EMU に対するニーズはいつも米国の通貨の混乱から生じたのです。米国の通貨の

不安定の起源である 1960 年代後半のマーティン FRB 議長時代、もしくは 1970 年代のアーサー・バーンズ FRB 議長時代に戻ってみましょう。米国の通貨の混乱に対する欧州の最初の反応はばらばらでした。もちろん、その時に最善の道を選んだ国はドイツでした。エミンガー総裁率いるブンデスバンクはマネタリスト革命を起こし、堅固な独マルクを作りあげました。独マルクの成功により、欧州諸国の多くはドイツの通貨圏に入ることが最善の行動であると決断しました。こうしてオランダ、ベルギー、ルクセンブルグなどがドイツの通貨圏に入りました。もちろん、これは仏の政治エリートの嫌忌の的となりました。彼らは米国による覇権よりも、ドイツによる通貨覇権を嫌ったのです。

EMU の究極の目的は、衛星国を含めたドイツの通貨圏を欧州中央銀行の下での超国家的な通貨圏に変えることでした。この転換は、ユーロ圏における金融安定という点では大成功でしたが、大きな欠陥を抱えていました。独マルクを偉大な通貨にした金融原則のほとんどすべてが捨て去られました。ECB は多くの点でグリーンSPAN 議長やバーナンキ議長時代の FRB と区別できない金融制度をデザインしました。そこにはインフレ・ターゲット、デフレ恐怖症、金利に関する期待の操作、金融政策の中心からのマネタリーベース排除、資産価格インフレの無視などの共通要素がみられます。これらはすべてイッシング元 ECB 理事の下で欧州の金融体制に組み込まれました。

結果はどうだったでしょう。欧州は 21 世紀の最初の 10 年間に、米国と同様の信用バブルに陥りました。私は、欧州ソブリン危機が財政放蕩から来たのではないということを強調したいと思います。ソブリン危機は実は欧州版信用バブルなのです。投資家や銀行が独国債に対するスプレッドがわずか 50bp や 100bp でギリシャ国債を大量に購入したという事実がその証拠です。バブルの責任は、ECB によってとられた金融政策や金融制度にあります。金融の不安定によって生み出された資産価格インフレは、ソブリン危機に影響しただけではありません。それはまた、スペインの不動産市場、スペインの銀行、幅広いプライベートエクイティ、そして東欧への貸出に影響を及ぼしました。これらは全て既に起きたことですが、欧州の政治論議に影響するのはこれからです。数年前、米国のバニング上院議員がバーナンキ議長に対して「あなたがシステミックリスクだ」と非難を浴びせたのは有名な話です。しかし、欧州では、ECB 総裁を金融不安の源だとかバブルの元凶だといって攻撃する人はいません。

しかし、聴衆の皆さんの中には私の説明で混乱する方がいらっしゃるかもしれませんが、私はユーロの将来には楽観的です。まず、米国では今後 FRB に対する反発が強まるでしょう。FRB が故意に生み出した資産バブルと金利操作は、金融改革または少なくとも金融に関する議論の触媒となるでしょう。FRB に対する反発は政治の世界だけでなく学界でも出てくるでしょう。こうした反発は欧州にも伝染するに違いありません。ただし、それは良い伝染であって、悪い伝染ではありません。

次に、欧州の金融改革がどのように進展するかという点ですが、私はこの先、欧州の金融情勢が非常に荒れることを予想しています。ある時点でまた資本逃避の波が生じるでしょう。私は、それがギリシャとスペインから広まると考えています。

ギリシャの場合、ドイツの政治状況をみる必要があります。2013年に選挙を控えるメルケル首相にとって再選にベストなのは、ギリシャをユーロから追い出すことです。それはドイツ国民の間で非常に人気の高い政策となるでしょう。私も今、ドイツがギリシャを追い出そうとしているとは思いません。しかし、もしギリシャがさらなる資金援助を求めたら、おそらくそうなると思いますが、ドイツがノーという可能性はかなりあります。それはギリシャが EMU から脱退することを意味するでしょう。

スペインの場合はもっと複雑です。スペインが危機的状況になるか、なるとしたらそれはいつか、これを予測することは困難です。しかし、もしスペインで資本逃避が起きたら、ECB がスペインに資金を供給することにドイツが我慢できるかという問題が出てきます。ドイツはスペイン救済のために ECB がさらにバランスシートを膨張させることを我慢しようとするのでしょうか。それともドラギ総裁に電話してやめさせようとするのでしょうか。もちろん、もしやめさせるといふのであれば、それはスペインが EMU から去ることを意味します。私はスペインが危機に陥るまでに重要な交渉が行われると考えています。

もし、スペインで深刻な事態が発生すれば、EMU の将来に対する不確実性が高まります。その場合、EMU が存続する唯一の方法は仏大統領と独首相が会談し、できれば救済措置の必要のない新たな通貨統合を決めることだと私は信じています。会談を 2013 年秋のドイツの総選挙（そして 2012 年春の仏の大統領選挙）の後に行えば成功の可能性が最も高くなるでしょう。そして、成功は、これが EMU が機能するための方策の一つなのだと理解することにかかっています。実際、財政同盟や所得移転同盟は必要なくなるでしょう。なぜなら、我々は既にそれらを伴わない金本位制の下での通貨統合を経験しているのですから。

EMU を維持するために必要なことは出口を設けることです。出口があれば、EMU は所得移転同盟がなくても維持することが可能です。加盟国が EMU から去る手段が必要なのです。それが独仏間の再交渉の重要なポイントとなるはずです。

私は、たとえそれがひどい状況の中であったとしても、独仏のリーダーが新しい協定に署名するという希望に満ちたシナリオを皆さんにお伝えします。それは今、ブラッセルで話し合われている財政協定のことではありません。独仏が中心となり、スリム化した意味のある通貨協定のことを言っているのです。ありがとうございました。

5. 第一部パネル・ディスカッション

行天： ありがとうございます。たいへん多くの教訓に富む、もしかしたら少し富みすぎたお話だったと思います。このたいへん複雑な議論を短時間でどのように進めていったらよいか、ずっと悩んでいました。適切な処方箋を書くには、第一に危機の原因について合意する必要があると思います。



パネリストの皆さんのご発言には、かなりニュアンスの違いがあったように思います。そこで今回の危機はギリシャを中心としたものですので、ギリシャに焦点を絞って、非常に単純な質問をしたいと思います。まず無遠慮な質問から始めたいと思います。ギリシャは腐った卵なのか、迷える子羊なのか、それとも哀れな犠牲者なのでしょう。もしギリシャが腐った卵ならば、ギリシャやユーロ圏に混乱をもたらすことなく取り除くことができるのでしょうか。もしギリシャが迷える子羊ならば、必要な構造改革を行うだけの経済的、政治的、社会的スタミナを十分に持っているのでしょうか。国際社会はどのようにその努力をサポートすることができ、またすべきなのでしょう。

もしギリシャが犠牲者なら、悪者は誰なのでしょう。米国のサブプライムの失敗なのか、愚かな中央銀行なのか、それともユーロプロジェクトの構造的欠陥なのでしょう。それは解決可能な問題なのでしょう。私はこのちょっとクレージーな質問をすべてのパネリストにしようとは思いませんが、第I部でスピーチをされなかったパネリストの高さん、中尾さんにお聞きしたいと思います。それでは、まず中尾さん、お願いします。

中尾： まず、2年ぶりにこのシンポジウムに参加させていただいて、大変光栄に思っております。また、今回も私は少し緊張しております。と申しますのも、パネリストのなかで私は唯一の政府関係者であり、不注意な発言はできません。また、行天理事長は私が1978年に大蔵省に入省した時の課長であり、そうした先輩・後輩の関係は長年続くもので、私も抵抗できません。

ご質問の点について、私はギリシャはその3つの特徴のすべてがあてはまると考えています。政府の一員としての立場から少しコメントしてみたいと思います。危機の原因にはさまざまな問題があり、ヨーロッパの国々はこれまでさまざまな努力を行ってきました。2月のメキシコでのG20財務大臣会合では、国際的な対応に関して議論されましたが、もしユーロ圏がさらなる努力を行えるなら、国際社会は支援する用意があるというコンセンサスが得られました。ユーロ圏はこれまでも様々な努力を行ってきました。常設機関であるESM(欧州安定メカニズム)の創設前倒し、LTRO(長期流動性供給)実施など。LTROについては議論がありますが、これまでは進展してきたと思っております。政府は新しい要因

によって強化され、ギリシャ、イタリア、スペインでは非常に困難な努力が続けられています。しかし、IMF および国際社会が全体としてヨーロッパ問題の解決を支援するためには、ヨーロッパはさらなる努力をする必要があります。融資可能額 5,000 億ユーロの ESM と融資可能額 4,000 億ユーロの EFSF(欧州金融安定ファシリティ)を統合し、現在は 5,000 億ユーロとなっている双方を合わせた融資可能額の上限を見直すことが、IMF がさらにクォータ増額を検討する条件のひとつです。

ヨーロッパは新興国とは違った状況にあります。先ほども伊藤先生がアジア危機とヨーロッパの違いについて議論されました。非常に重要な違いは、ユーロ加盟国は自ら発券できる中央銀行を持っていることです。もしユーロ圏が通貨を発行すれば、さまざまな問題を自らの手で解決できるでしょう。ユーロ圏は、問題はありますが、事実それを行っています。また、ユーロ諸国は一人当たりの所得が高い国でもあり、ひとたび救済しようとするとそのコストは巨大なものになります。そして、民間部門のギリシャ向けの投資など、モラルを欠いた国家間の自由な資本移動の結果、コストはさらに大きくなってしまったのです。したがって、IMF は新興国のケースのようにヨーロッパ諸国を救済することはできません。言ってみれば、ユーロ圏は貧困地域と富裕地域を抱えた一つの国のようです。以上が、私が指摘したかった第一点です。

二点目は日本についてです。日本はヨーロッパが努力をするなら、ヨーロッパを支援する準備があります。日本は支援しないとは言っていません。実際 2008 年秋のリーマン危機後、新興国を危機から守るための IMF の措置を支援するため、日本政府は IMF の一般勘定に 1000 億ドルの融資を行いました。財務省は外貨準備を利用して、30 億ドルの EFSF 債を購入しました。これは EFSF 債の 14%にあたります。私がここで強調したいのは、ヨーロッパ諸国による、より具体的な自助努力が求められているということです。

行天： ありがとうございます。では高さん。

高海紅： はじめに本シンポジウムに再びお招きいただいたこととお礼申し上げます。出席できてたいへん光栄に思います。いただいた質問はたいへん難しい質問です。実は数か月前ギリシャを訪問した時に、ケーススタディを行いました。英国に留学していた時に 2 人のギリシャ人のクラスメートがおり、今回その 2 人に会うことができました。2 人にギリシャはユーロから離脱すべきか否かという質問をしました。一人はイエス、もう一人はノーと答え、それぞれに納得できる理由がありました。中尾さんの、3 つの特徴すべてが複合しているというコメントに賛同します。これは非常に複雑な問題で、ギリシャが離脱するかどうかに関わりなく、世界が共通に被る影響があると思います。現在米国では、QE1、QE2、ツイスト・オペレーションが、ユーロ圏では LTRO（長期流動性供給）1、2 が行われ、これらの政策は流動性を増加させています。中央銀行が財政政策の一部に責任を負っているようです。これは事実上、政府債務のマネタイゼーションです。我々、新興国はこ

うした先進国の流動性の受け手であり、これらのリスクに対応しなければなりません。ある国は資本規制を選び、またある国はインフレ圧力に苦しむことになるでしょう。我々は本当にこれを懸念しています。

行天： ありがとうございます。パネリストの皆さん、何か付け加えることはありますか。

オルティス： ほとんどすべての危機には過剰債務があるという中尾さんの意見に賛成です。バブル期、信用膨張、資産価格高騰を伴うなど、危機は皆似ているのです。もちろん表面に現れる事象には違いがあります。ある国は国際収支の問題に、ある国は銀行危機に苦しみました。しかし多かれ少なかれ、根本原因は同じようなものです。よく言われるように、タンゴは一人では踊れません。ギリシャの例で思い出すのは、私が政府にいた時、ヨーロッパの同僚たちに、ギリシャ、スペイン、ドイツの間のスプレッド縮小を懸念していないかと尋ねた時のことです。答えは、「とんでもない。まさにこの単一市場への収斂が、我々が望んだことだ」ということでした。ヨーロッパの人々はこの収斂、スプレッド縮小を懸念するどころか、奨励したのです。また GDP 比 8~9%に達していたスペインの経常赤字についての質問には、「何の問題もない。カリフォルニアの経常赤字を心配する人がいますか」というのが答えでした。今となってみれば、他のパネリストの皆さんがご指摘されたように、計画に根本的な間違いがあり、また、「良い時には、それがずっと続くと思いがちである」という人間の本性が問題であったといえるでしょう。

行天： ありがとうございます。伊藤さん。



伊藤： 腐った卵か、迷える子羊かの違いは、ギリシャの潜在的な成長力にかかってくるのだと思います。競争力を回復するには、実質実効為替相場を低下させる必要があります

ます。それには 2 つの方法があります。ひとつは名目為替相場を切り下げること、それはユーロからの離脱を意味します。もうひとつはデフレです。もし、ギリシャで、賃金や価格の引き下げによって 20~25%のデフレを起こすことができれば、競争力を回復するチャンスはあるでしょう。それはまさにラトビアが行ったことです。ギリシャが競争力を回復するために、このラトビア型解決をする意欲があるかどうか、私は疑問に思います。街角での暴動や、ゼネスト、IMF から派遣された統計担当官を投獄してしまうようなギリシャの現状をみると、とてもギリシャが前進しているとは思えません。したがって、ギリシャは迷える子羊というより、腐った卵になってしまうのかもしれない。

行天： ありがとうございました。ではブラウンさん。

ブラウン： この場合、黒い羊はだれなのかという点について、ギリシャが欧州通貨同盟のメンバーにふさわしいとの書類にサインした EU および ECB の高官の責任は重いと思います。もし、EMU や EU がこれまでの間違いを正すことに正面から向き合うのなら、ギリシャがどのように EMU のメンバーになったかを検証する委員会を設ける必要があるでしょう。

行天： ありがとうございました。さてここで、聴衆の皆様のために、オルティスさんとブラウンさんにちょっと違った質問をしたいと思います。オルティスさん、ラテンアメリカ危機の経験についてたいへん解りやすい説明をしていただきました。そして危機時のあなた方の成功にとっても感銘を受けています。ラテンアメリカの成功、これまでの構造改革の進展を考えると、ラテンアメリカは全体として、安定的かつ持続可能な成長軌道に乗っていると考えてよいのでしょうか。このような質問をしますのも、ラテンアメリカの国々には十分な中間層が育っていないのではないかと懸念する声もまだあるからです。またラテンアメリカの国が「中所得の罿」にはまってしまうのではないかと懸念する人もいます。これらのラテンアメリカについての見方についてご意見をいただけますか。

オルティス： とても適切なお質問だと思います。私たちは毎日それらについて議論しています。まず、最初に区別しておきたいのですが、ラテンアメリカには型にはめられないベネズエラなどの国があります。しかし、ラテンアメリカの主流の国、ブラジル、ペルー、コロンビア、そしてメキシコ、あるいはアルゼンチンも含めて良いかもしれませんが、これらの国は持続可能な政策をとっていると言えます。ラテンアメリカ大陸はずいぶん進展してきました。25 年前にはこれらの国のうち真の民主主義国はほとんどありませんでした。今では、先ほどあげた例外を除いて、民主主義国となっています。

第 2 に我々のマクロ経済の枠組みはより堅固なものとなりました。たとえば、債務残高の GDP 比は平均して 30~40%です。ブラジルはもう少し高めですが。ほとんどの債務は国内で保有され、インフレ率を含む経済指標は安定しています。インフレ・ターゲットおよび独立した中央銀行のシステムが、危機にも十分耐えられる安定したマクロ経済の枠組み

を作りあげたのです。今回のグローバル経済金融危機に際してのラテンアメリカをみると、メキシコは米国との密接な貿易関係から GDP がマイナス成長となりましたが、興味深いことに、これらラテンアメリカの国々はグローバル危機の影響による国内からの資金流出に見舞われなかったのです。したがって、全体として、マクロ経済の枠組みはすでに作りあげられたと言ってよいと思います。

ご質問の後半部分、ラテンアメリカは持続可能な成長軌道に乗っているのかですが、ラテンアメリカに必要な基本的な改革のいくつかが実行されるとすれば、イエスだと思います。最も重要なのは、政府機関の強化と法による統治です。競争政策、教育水準などは十分でないことは認めざるをえないと思います。これはたいへん懸念すべきことです。ラテンアメリカは GDP 比でみて多くの資金を教育に向けてきましたが、OECD による共通テストの結果は、ラテンアメリカは非常に低い点となっています。教育や雇用創出が今後の長期的な成長の上で必要な重点課題です。これまで安定的なマクロ経済の枠組みを作りあげてきましたが、これは土台にすぎないと思っています。しかし、それは未来に向けての堅固な土台なのです。

行天： ありがとうございます。ではブラウンさん、英国のユーロに対する姿勢についてお話いただけますか。昨年 12 月、英国は新財政協定の提案について拒否権を発動しました。その時我々は、英国はついにユーロから距離をおくことを決めたのかと思ったのです。英国はどこに向かっているのでしょうか。北大西洋同盟を目指しているのか、あるいは、英連邦の復活でしょうか。ポンドの将来は、またロンドンのシティの将来はどうなるのでしょうか。ご意見をどうぞ。

ブラウン： ご指摘の中にもあったように 2~3 の矛盾があると思います。第一に、英国が、現在の問題やドイツが他国を救済するのをためらうことに共感してドイツとの結びつきを強めるのではなく、むしろ EMU を守るための、いわゆる「バズーカ砲」アプローチを支持したのはおかしなことでした。そしてこの矛盾は、ドイツに対し他国救済を強く迫り、ドイツの視点に立とうとしなかった米国の政策にも当てはまります。これが第一点目です。

第二の英国の金融政策についての質問ですが、過去 10 年間の大きな失望は、通貨同盟に入らなかったにも関わらず、金融政策の運営をなぜもっとうまくできなかったかということです。実際英国はヨーロッパよりも米国よりも大きな信用バブルを生んでしまいました。これは極めて大きな損失でした。もし英国が安定的な金融政策運営に成功し、ヨーロッパの巨大なスイスになっていたら、ずっと良かったと思います。しかしまた、先ほども申し上げたように、米国ではバーナンキ議長と金融政策が共和党の大統領予備選挙の中心的な争点となったのと対照的に、ヨーロッパでは金融政策についての政治的議論がおこりませんでした。英国でも、政治議論の中で、金融政策は重要課題にはならなかったのです。

行天： ありがとうございます。オルティスさん、付け加えることはありますか。

オルティス： 質問をしたいのですが、過去 10 年の英国の金融政策は、シティを世界の金融センターとするという目的とも関連があったとお考えでしょうか。

ブラウン： そのようにみるのは難しいと思います。もちろん、過去 2~3 年の間、なぜ英国はシティを発展させるためにもっと積極的な政策をとらなかったのかは、謎です。というのも、米国で非常に多くの金融規制が課されるなか、英国にとっては、その反対の政策をとって、英国およびシティの競争力を高めることがよりよい戦略だったと考えられるからです。しかし、現実には、英国は非常に熱心に規制強化を行いました。そして金融政策が実際どのように、世界の金融センターとしての英国を支援し、刺激したかをみるのは難しいと思います。結局は銀行システムの半分を破綻させてしまったのですから。

行天： これで前半のセッションは終わります。15 分の休憩後、第 2 セッションでは、いかにグローバル経済を再活性化するかについて議論します。ありがとうございました。パネリストに盛大な拍手をお送り下さい。

第二部 グローバル経済の再生に向けて

6. 世界経済に対する中国の貢献とチャレンジ：短期的懸案事項と長期的課題

高 海紅 (中国社会科学院 世界経済政治研究所シニア・フェロー)



中国、特に世界経済に対する中国の貢献についてお話するよう
に、とのことでしたが、かなり広範囲なテーマになりますので、中
国の短期的な懸案事項と長期的な課題に焦点を当ててお話をしよ
うと思います。

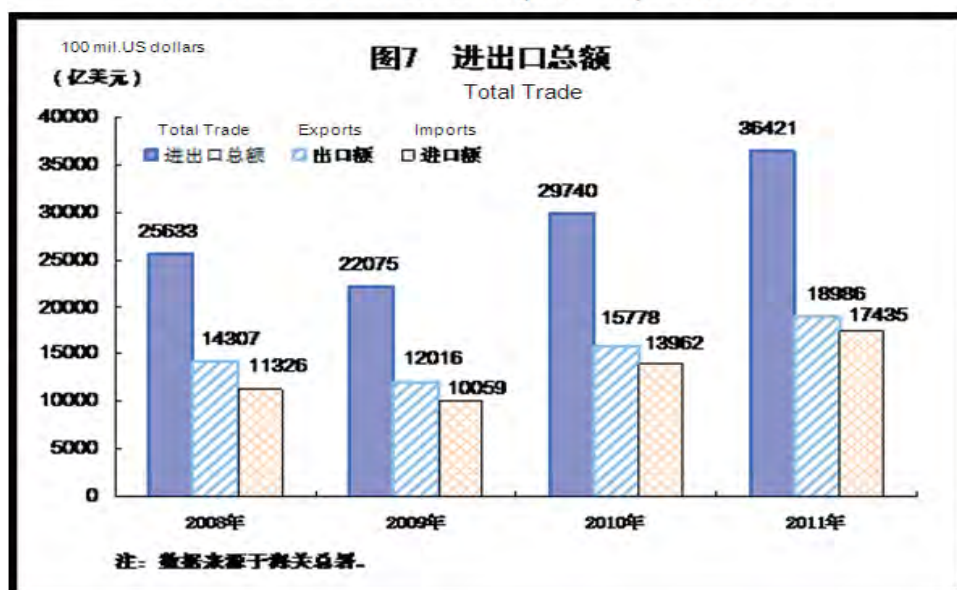
中国の短期的な懸念事項は何か？ それは不確実性
(uncertainty) です。不確実性は今年のキーワードになっていま
す。あまりにも多くの事柄が不確実になってきているために、シナ
リオ分析が大流行です。そして非常に短期の様々なケースの予測値
をはじき出すことすら求められることがあります。

不確実性に関する議論の一つは、米国経済とユーロ圏経済のどちらの状況がより悪いか
ということです。これについて中国には面白い比喻があります。米国は癌を患っており、
ユーロ圏は心臓麻痺、というものです。両者とも病んでいますがどちらがより重病か？と
いうものですが、その判断は困難です。中国も統合された世界の一部なので、この
ような不確実性に取り組んでいかななくてはなりません。

もう一つの不確実性は市場が何を考えどう判断するかです。市場が納得しなければ政府
は何もできません。その意味で市場は常に正しく、政府は市場のスピードに遅れがちな
のです。市場は金融市場の安定性に対して強い心理的影響やスピルオーバー効果を及ぼす
ので、中国や多くの新興国にとってもリスクなのです。

二番目の懸念事項は、この言い方には反対の人もいかもしれませんが、「ソフト・ランディング」
についてです。数日前、全人代で温首相は 2012 年の経済に関する前年比数値目標を、成長
率：7.5%、消費者物価上昇率：4%以下、失業率：4.6%以下、貿易総額：10%以上と発表
しました。そして、金融政策と財政改革を中心とする「ファイン・チューニング」が政策
オプションとなります。経済成長目標値 7.5%は疑いの余地なく達成可能でしょう。それど
ころか、多くの中国人はある程度の上振れさえ見込んでいます。とはいうものの、先行き
に懸念が全くない訳ではありません。

Total trade Attributed to import Surplus narrowed



第一に、輸出の減速です。この図は2008年から2011年までの貿易動向を示しています。2009年は大きく減退しましたが、その後回復しています。しかし、2011年の貿易総額の伸びは2010年に比べると少なく、また、2011年のGDPにおける貿易の寄与度はマイナスになっています。更に、2011年では輸入の伸び率は輸出の伸び率を上回り、輸出額と輸入額の差は2%に縮まりました。この傾向は2012年も続くでしょう。そのような中で、米国側から中国に対して、「不公平な競争慣行がある」、「為替操作をしている」、「アメリカ人の雇用を奪っている」など、非難が向けられているのです。今年は米国にとって政治の年でもあるので、保護主義が台頭する危険があると思います。このような米国の中国に対する非難は一時的な政治的プロパガンダと信じたいところです。欧州の状況は米国の場合とは異なります。欧州は中国にとっての最大の貿易相手ですし、中国は欧州にとっての第二の貿易相手ですので、ユーロ圏の需要の減退は、中国に相当の負の影響を与えることになるのです。

2012年のインフレ目標は4%ですが、これが楽観的なものか否かは議論があると思います。この目標を達成するためには、エネルギー価格と商品価格が高騰しないことが前提となります。実際、これらは輸入インフレの主な原因になっています。また、人件費の高騰も中国の物価水準の重要な要素の一つになっています。

金融緩和はおそらく2012年の重大テーマとなるでしょう。それに関連した懸念材料は不動産バブルです。中国政府はバブル抑制に全力を尽くしていると思いますが、投資対象の供給には限りがあり、一方で流動性拡大の勢いは強いからです。流動性が不動産投資に流れ込むことになると事態は深刻です。また、流動性が銀行による地方政府債の保有拡大に

向かうことになれば、銀行の新たな不良債権の積み増しとなりかねない、という問題があります。

中国では、最低賃金の引き上げや税制改革を含む財政改革は、金融政策に比べより受け入れられています。2011年、24省で平均20%の最低賃金の引き上げがありました。これは大きな一歩です。実際、この点中国は日本の経験から学ぼうとしています。中国では減税の余地が大いにあり、多くの人は今こそ政府は家計に富を移転し、民間消費の増加を図るべきだとしています。

もう一つの短期的な懸念材料は、金融の安定性です。中国には資本規制がありますので、金融の安定性についてはさほど懸念材料はないだろうと思われています。しかし、直接投資や貿易チャンネルには抜け道が幾つもあり中国政府は一時も安心できないのが実情です。

更に、香港オフショア市場があるので、人民元の国際化の複雑さに輪をかけているのです。オフショア市場はオンショア市場にシグナルを送り返し、また裁定取引を刺激します。急激なマネーの出入りを来すこともあります。中国はプロシクリカルなグローバル流動性問題から切り離されているわけではなく、そのスピルオーバー効果や心理効果は計り知れないものがあり、資本規制を一層困難なものにしています。その結果、金融政策の独立性が脅かされているのです。

外貨準備管理も困難に直面しています。中国は巨額のユーロを保有しているので、不安定なユーロは悪夢のようなものです。つまり、いくら中国政府が巧みに運用を図ってもキャピタルロスは避けられるものではありません。

長期的な課題に話題を移します。第一に、構造改革について述べますと、先日、温首相が記者会見の場で「改革」という言葉を何回使ったかある記者が数えたところ、なんと20回に上ったということです。このエピソードが示すように、構造改革は重要な長期的優先課題と位置づけられます。構造改革を行うには成長パターンを変えなければなりません。2011年におけるGDPへの寄与度は、消費54.2%、固定資産投資51.6%、そして純輸出の寄与度はマイナスでした。したがって、中国の経済成長は外需ではなく消費と投資が主導しているといって差し支えないでしょう。しかし、成長の構造に懸念材料があるのです。

まず、投資に言えることは、投資は膨大なエネルギー消費と環境問題をもたらします。これにどう応え持続可能なものにしていくかということです。一方、消費の課題は、余裕資金のない庶民、特に低所得の農民にどうやって消費を促すことができるか、さらに、社会保障や将来の保障なくして、消費を促すことができるのかということです。これは中国政府が今後5年間に取り組むべき課題の一つです。

構造改革は問題の核心領域に足を踏み入れています。まさに正念場にさしかかっています。これについてはメディアを通してよくご存じのことと思います。一つは、地域間格差、

そして階層間格差です。これについて中国政府は真剣に受け止めていると思いますが、社会保障、年金、健康保険、教育での早急な改革が求められています。

財政改革については、先に述べたように 2011 年は非常にうまくいきましたが、引き続き改革は行われ富の再配分を通して中間層の強化が図られることになると思います。

公的セクターと民間セクターの役割分担については、もっと難しい問題があります。渡辺さんが開会の辞の中で言及された最近の世銀レポート「中国 2030」でも、公的セクターの改革がキーワードになっていますが、これは中国では極めて複雑な課題ですので、早晩解消するとは考えられません。

もう一つの長期的課題は人民元の国際化戦略です。中国では人民元の国際化はステップ・バイ・ステップで取り組むことがコンセンサスとなっています。人民元の最近の使用状況を概括すると、次の通りです。

use of RMB

Private use	Public use
Trade settlement (no limit)	Currency Swaps between central banks
Bank loans (in Hong Kong)	Swaps under Chiang Mai Initiative
Bond (in Hong Kong)	Reserve for central banks
Equity (QFII, RQFII)	Anchor for currency baskets
Direct investment (ODI)	
Money market (few banks)	

Small steps: 6.6% trade settlement; 0.9% transaction in global FX market

民間使用はかなり円滑に行われています。基本的に貿易決済での人民元の使用については、どの国の企業にも制限はありません。香港では相当の金額の人民元建ての銀行貸出が積み上がっていますし、香港での人民建て債券発行に加え、適格外国機関投資家のための人民元建て株式市場も発足しました。また、人民元建て直接投資も可能になりました。人民元建てマネー・マーケットについても、いくつかの外資系銀行は認可を得て取引を行っています。

人民元の公的使用では、これまでのところ 17 件（3 件は延長を含む）の中央銀行間の二国間通貨スワップや、チェンマイ・イニシアティブのスワップの通貨として使用されています。また、ASEAN 諸国の中央銀行の外貨準備や通貨バスケットの一部として、あるいはアンカー通貨として使用されています。したがって、人民元は国際的にある程度普及したといえます。2011 年、中国の総貿易額の 6.6%が、そして 2 年前まではゼロだった全世界

の外国為替市場での取引高は0.9%が人民元建てとなりました。もちろん、日本円に比べればまだまだに小規模です。

最後に挙げる長期的課題は、国際金融機関における中国の役割です。中国は、G20、世銀、IMFなどの様々な国際協力プラットフォームで新興諸国の声を代表していこうとしていることは明らかです。中国は、金融市場の不安定化を防ぐために新興国と先進国が共に緊急に取り組むべきグローバル・セーフティ・ネットのための協議に参加しています。

二国間では、2008年の韓国との通貨スワップを皮切りに多くの二国間通貨スワップに寄与しています。地域的には、中国はマルチ化されたチェンマイ・イニシアティブの下で日本と同額の多額の貢献をしており、域内協力の推進に非常に積極的に取り組んでいます。グローバルにみると、中国のIMFや世銀でのクォータの増加は、世界経済の中で益々重要度を増す中国経済の実力を反映したものと考えます。

まとめますと、中国は巨大です。各種の合計数値は大きい。しかし、一人あたりの数値を見ると、中国はさほど大きくはありません。世界は中国の経済成長に期待を寄せています。一方、中国は、世界経済が早く成長軌道に戻ってくることを期待しているのです。そのためにこそ、協力とコンセンサスが必須なのです。

7. 国際金融の課題と日本の対応

中尾 武彦（財務省財務官）



このセッションでは 4 つのテーマ、①世界経済、②アジア金融セーフティーネット、③人民元や円を含めたアジア域内通貨の使用拡大の推進策、④日本を含めた為替レートについてお話をしたいと思います。お伝えしたいことは多岐に渡りますので、細部は別途お配りしたテキストをご覧ください。

第 1 のテーマは世界経済についてです。世界経済は総じて見ればリーマン危機から回復しつつあると言えます。2009 年には先進国経済全体ではマイナス 3.5% の縮小を記録しましたが、現在は回復しつつあります。しかし、適切に対応すべきテーマは数多くあります。

日本について言えば、2011 年は非常に悲惨な年でした。2011 年 3 月 11 日に発生した東日本大震災と津波、原子力発電所の被害とサプライ・チェーンの遮断に見舞われ、その上にタイの洪水も追い打ちをかけました。日本経済は多大の悪影響を受けましたが、消費者のコンフィデンスは回復してきましたし、電力不足も当初懸念されていたほど深刻な事態には至らず、またサプライ・チェーンの遮断も回復しつつあります。更に、累次の補正予算と 2012 年度予算に盛り込まれた約 18 兆円、GDP の 4% 程度に相当する復興予算の支えもあって、一層の日本経済復興が期待されます。

欧州危機によるリスクは、①デレバレッジによるクレジット・チャンネル、②貿易チャンネル、③コンフィデンス・チャンネル、の三つから発生しています。しかし、これらの悪影響に直面しているにも関わらず、アジア経済全体が示した強靱性を強調したいと思います。リーマン危機の際には、アジア経済は果たして米国と欧州のかかえる困難からデカップリング（切り離し）が可能かどうかという議論もありました。

アジア諸国の域内貿易は非常に活発だが、最終的には米国と欧州の消費需要地を目的にしている、という話をよく聴きます。しかし、現在ではアジアの成長は欧米の需要よりも益々アジア域内の需要に依存するようになってきています。その中で、当然ながら日本は ASEAN 諸国の重要な輸出先となっています。2011 年の ASEAN 諸国の輸出に占めるシェアは、日本が 9%、EU が 11%、米国が 10% でした。中国について言えば、輸出に占めるシェアは、EU は 20%、米国は 17%、そして日本は 8% を占めています。このようなアジア諸国の成長における日本の貢献は、全般的に十分周知されていないと感じています。

いずれにしても、アジアの成長は益々アジア各国の内需に依存してきているという点を強調したいと思います。例えば、2011 年の中国国内の自動車販売台数は約 19 百万台だったのに対し、米国では約 14 百万台でした。このことは、中国は単に生産しているだけでは

なく、大量に消費もしている、ということをお話しています。私は2011年8月の財務官就任後にほとんどのASEAN諸国やインドなどを訪問しましたが、これらの国々の内需に焦点を当てた日本の直接投資の例を数多く見てきました。例えば、インドネシアでは化粧品、オートバイ、そして紙おむつの工場など、多くの新しい工場が日本資本によって建設されていました。日本の60年代、70年代の経験からしても、ひとたび国民が洗練された製品を使うようになり、洗練された消費行動を採るようになると、もう後戻りはできません。その点、現在アジアは強い内需と、各国の生産クラスターを結ぶ生産ネットワークも含めた強い生産能力によって支えられています。したがって、欧州などでの危機のスピルオーバーがあったとしても、今後ともアジアの力強い内生的な成長に期待できると思います。アジアは全体として力強い勢いというものがあります。

日本について言えば、日本はアジア諸国に近く位置し、中国、韓国などの強い需要に恵まれています。これはアジア諸国が日本の重要な輸出先となっているということのみならず、アジア諸国から観光客や留学生が大勢日本にやって来ていることにも表れています。このように、少なくともアジアに関して言えば、アジアは世界の成長センターであり続けることができると思います。

第2のテーマは、アジア地域における金融セーフティネットの強化についてです。特に欧州系金融機関からの借りに依存していたASEAN諸国と韓国は、現在欧州系金融機関のデレバレッジに苦しんでいます。BISの統計で2011年6月末から9月末の間に、欧州系金融機関の主要ASEAN諸国及び韓国向け貸出は8%減少しました。フランスの銀行だけで見ると、25%もの凄まじい減少です。一方、シェアで約15%を占める日本の銀行は同期間にこれらの国々への貸出を5%も増加させています。しかし、全体としては3%の減少となりました。

このようにアジアでは実際デレバレッジが起こっており、特に韓国ではその影響は大きかったのです。デレバレッジの結果、韓国では2011年9月末にかけてウォンの為替レートや株価は下落しました。このような状況下で、2011年10月には、韓国政府からの働きかけもあって、日韓両国で二国間の通貨スワップの総額を従来の130億ドルから700億ドルへ大幅に拡充することが合意されました。

今回の拡充策では、日本の財務省と韓国銀行（中央銀行）との間の米ドル・ウォン（及び米ドル・円）のスワップを300億ドルで新たに締結しました。これはチェンマイ・イニシアティブによる危機対応型のスワップとは若干異なり、韓国はIMFの支援プログラムを前提としない形でいつでも米ドルを引き出せるもので、より柔軟に韓国の金融市場の安定化を支援するものです。

実は、領土問題など抱えている韓国を何故支援するのだ、といった批判を受けました。スワップ拡充を決めた理由は、リーマン危機後、欧米系金融機関からの借りに依存するウ

オンの為替レートが低下するのとは反対に円の為替レートが上昇し続けたからです。ウォンの為替レートの低下を阻止し、ウォンの安定を支援することは、とりもなおさず日本のためでもあるのです。なお、日本は、インドとの間でも、2011年12月に通貨スワップ拡充に合意しています。

アジア地域の金融セーフティネットのもう一つの課題は、ASEAN+3によってマルチ化されたチェンマイ・イニシアティブの強化です。現在1200億ドルの引出可能総額の倍増を2012年5月のASEAN+3閣僚会合に向けて検討しています。また、現在各国ごとの引き出し限度額の20%となっているIMF融資プログラムとのリンク無し比率の引き上げも検討中です。また、チェンマイ・イニシアティブのASEAN+3マクロ経済調査機関であるAMRO (ASEAN+3 Macroeconomic Research Office) が既に発足しており、シンガポールをベースに約30名のエコノミストが従事しています。AMROの発足によって、またIMF融資とのリンク無し部分の拡大に伴い、アジア独自で危機救済策を実施することができるようになってきたと言えます。また、IMFのFlexible Credit Line (FCL) やPrecautionary and Liquidity Line (PLL) のような予防的メカニズムを導入することを検討しています。それらもIMFプログラムとリンクしない形で引き出し可能とすることを検討しています。これらによって、伊藤教授が言及されたAMFのような機構の実現に向けて大きく前進することになると思います。

第3のテーマは、アジア域内通貨の一層の使用拡大についてです。一昨年も、この年次シンポジウムに参加しましたが、その際、基軸通貨としての米ドルの地位はユーロによってさほど脅かされることはないだろうと述べました。それというのも、ユーロは単一通貨ではありますが、国債などは国ごとに発行されるからです。あれから2年の間に欧州危機が起こることを予想できませんでした。しかし当時からユーロは基軸通貨として限界があり、したがって強力な金融部門、巨大な経済規模、ネットワーク外部性（他人が使うことにより更に利便性が増すこと）を有する米ドルが基軸通貨として暫くは存続するものと考えていました。したがって、日本円も含めてアジア域内通貨の将来についてはどちらかという悲観的になっていました。

しかし財務官に就任後、多くのアジアの国々を訪問する中で、危機だからこそアジア域内通貨の使用拡大を強く望む声を訪問の先々で聞きました。リーマン危機後、あるいは今回の欧州危機の際には、ドルの流動性が不足する事態を経験しました。ドルの流動性が手に入りにくいといった理由だけで、アジアでの貿易や投資の円滑なファイナンスが進まず、良い政策を実行しているにもかかわらず、实体经济に悪影響が及びました。

これが、アジア域内通貨の使用拡大をあらためて望む声の背景です。それはまた、2011年12月25日の野田首相と温首相の首脳会談で日中両国の金融市場の発展に向けた協力について合意がなされましたが、その背景でもあるのです。その合意の中には、①両国間の

クロスボーダー取引における円・人民元の利用促進、②円・人民元間の直接交換市場の発展支援、③円建て・人民元建ての債券市場の健全な発展支援、④海外市場での円建て・人民元建ての金融商品・サービスの民間部門による発展の態勢、などが謳われています。これらの分野における協力を促進するための合同作業部会は既に活動を開始しています。

この合意の内容は、2012年2月19日の安住財務大臣と王岐山副総理の会談で改めてその重要性が確認され、目下民間部門と共に努力を注いでいるところです。というのも、民間銀行部門側に関心がなければこの合意事項は実現できないからです。中国当局自身もこのイニシアティブは民間市場によって主導されるべきものとしています。

会場にお集まりの民間部門、銀行部門、証券部門の方々にはこのイニシアティブを真剣に受け止めてもらいたいと思います。実際、中国当局は経常勘定に引き続いて資本取引の自由化を着実に進めつつあり、そのスピードは一般に予想されているよりも速いと考えられます。

日中首脳の合意の一環として、日本の当局による中国の人民元建て国債への投資についても合意され、既に中国当局によって100億ドルの枠が承認されています。なお、上限枠が設けられているのは、中国の資本規制によるものです。今回の措置は、米国ドルへの信認に問題があるからポートフォリオの多様性を図るということではありません。中国が日本の国債への投資を既に相当行っていることから国債投資の双方向性を確保するものです。双方向の国際投資は両国の当局間の外貨準備管理などの情報交換を含め、協力関係を促進することが期待されます。

第4のテーマとして、簡単に為替の問題に触れておきます。最近の円ドル為替相場は、日本銀行が2012年2月14日に発表した金融緩和の強化やギリシャ向け第2次支援に向けた進展などを背景に円安に向かっています。日本政府としては、2011年の夏以来の一方向的な円高の動きについては、従来から強い懸念を有してきました。したがって、足元の為替市場の動きについて違和感はありません。

実質実効為替レートを見る限り、円は長期的な趨勢範囲内にあるという議論がよくされています。しかし、円の実質実効為替レートは、2007年7月と2011年12月を比べると30%もの円高になっています。この間、日本は大地震とサプライ・チェーンの遮断に見舞われただけでなく、それ以前からの長い経済停滞やデフレ、財政赤字、累積債務に苦しんできており、このような円高は民間部門の吸収能力を超えていますし、理解も超えています。これは過度の投機的な動きの結果によるものです。

実際、G7の声明では、常に過度な為替変動は好ましくありません。2011年9月9日のG7声明でも、「我々は為替市場における行動に関して緊密に協議し、適切に協力する」としています。日本は当然他のG7当局と協議した上のことですが、2010年9

月、2011年3月、2011年8月、そして2011年10月末から11月初めにかけて、ドル買い円売り介入を行っています。しかし、そのうち協調介入があったのは一回だけでしたが、過度な為替変動に直面する場合には介入は必要という考え方に変わりはありません。最近の為替レートの動きは良い方向にありますが、引き続き市場の動向を注視し、必要に応じて適切に対応していく、というのが日本政府の公式なスタンスです。

8. 第二部パネルディスカッション

行天: ありがとうございます。ところで、とりわけユーロ危機のような被害の大きい危機の後で世界経済の復活について考えるとき、ユーロ危機の被害は主にふたつのルートによって生じていると考えられます。一つはもちろんクレジットクランチによるもの、もう一つは需要の崩壊によるものです。

ですから、世界経済の回復に対して、特にアジア太平洋地域が貢献できる点を考えるに当たっては、この二つの道を通じて何ができるのかを具体的に考える必要があります。高さんと中尾さんのお話を伺うと、金融面ではこの地域、特に中国と日本は実際はかなり貢献をしてきており、引き続き貢献するつもりでいるのだなと思います。しかし、実体経済の需要面をみると、アジア太平洋地域が2008年のリーマン・ブラザーズ崩壊後に行ったような甚大な貢献を再び繰り返すことができるのか、自信がありません。

この点から、高さんに二、三の質問をさせていただきます。一つはまさに世界経済における需要の低下を中国の貢献により補充できるかという点です。2008年のリーマンショック後に中国は4兆元の刺激策を採って世界経済の回復に大いに貢献しました。けれど、私が心配するのは、高さんがいみじくもおっしゃったように、この4兆元の刺激策は中国国内に問題を作り出し、特に構造問題の一部を悪化させる形になっているのではないかとことです。同じく高さんがおっしゃったように、中国政府は今、より安定したより持続的成長にむけてギアを切り替えようとしています。今年の成長率は7.5%と設定されました。もっとも、高さんがおっしゃったように、私もこの数字にはかなりの遊び部分が入っており、実際の成長率はもっと高いものになるだろうと思っています。ただ、そうはいっても、中国の経済成長が超高度成長期から持続的安定期にむけて明らかに舵を切ったのは確かです。そうだとすると、中国の需要増加はどの程度世界需要の鈍化を下支えできるのでしょうか。これが最初の質問です。

もう一つの質問は中国の構造改革についてです。高さんはこれが今重大な局面にあるとおっしゃいました。問題の一つはおっしゃるように中国経済社会における不平等の拡大です。この問題はすでにかなり前から議論されていましたが、2日前の温家宝首相の発言により再び重要視されました。私の質問というのは、あなたを含め中国のエリートはこの格差の拡大の根本原因は何だと考えているかということです。こうした事態はなぜ生じ、悪化したのでしょうか。この点に関して率直なお考えをお聞かせいただけたらと思います。



三つ目の最後の質問ですが、プレゼンにもあったように、人民元の国際化は長期的な主要戦略の一つであり、中国は資本勘定の開放、為替相場の弾力化、国内改革の3種類の料理を用意しているということですが、これらの料理はどのくらい早くでてくるとお考えでしょうか。これらの“簡単な”質問にお答えいただければと思います。

高: 素晴らしい質問をありがとうございます。一生懸命お答えしたいと思います。最初の国内需要ですが、おっしゃる通りだと思います。リーマンショック後には4兆元の刺激策は本当に多大な貢献を致しました。その後、どうしたことから、これは問題含みとなりました。というのも地方政府に債務が積み上がったこと、銀行が関与していたため銀行問題が増加したことがあり、中国政府はこれらの問題すべてを懸念しております。

さて、昨年の経済成長に寄与した要因の第一は投資で、第二は消費です。投資については、ジェフリー・サックス教授が数日前ビデオ会議で、なぜ中国は投資をやめるべきではないのか、中国はもっと投資すべきだと論じていましたが、問題は投資の規模ではないのです。効率性の問題なのです。ご存知のように東部地域には既に巨額の投資がなされている一方で、西部地域はまだまだ更なる投資を必要としているのです。部門別の投資の不均衡もあります。最大の問題は汚染とエネルギー及び水の不足が深刻化していることです。これらが投資の抑制要因となっています。けれども投資はいまだに経済の推進力であり、とりわけ輸出需要がなくなっていることから、重要となっています。

もう一つの需要項目は消費です。中国は今都市化の過程が始まったばかりですので、急速な増加を期待するのは大変むずかしいと思います。都市化には時間がかかります。中国の都市化率は今50%程度ですので、80%以上である他の先進国と比べると大きく後れをとっています。キャッチアップにはまだ時間がかかるでしょう。農村部と都市部の所得格差も極めて大きいです。例えば、昨年都市部の可処分所得の伸びは農村部の3.5倍でしたので、格差は広がっています。

不平等については確かに拡大しております。その根源は特定しがたいのですが、中国は過去30年間急速な成長を享受しました。その始まりは、鄧小平の南巡講和だと思います。

皆さんもご存じだと思いますが、そこで大変有名になった演説をしました。これが中国の改革の始まりで、計画経済から市場経済への移行がはじまったのです。鄧小平の有名な猫の理論があります。黒ネコであれ白ネコであれ、ネズミをとる猫がいい猫だというもの。彼は一部の人が金持ちになることを奨励しました。私はこれは一定の期間正しかったと思います。中国は当時みんながとても貧しかったからです。効率と平等を選ばなければならないとしたら、当時中国が重視したのは効率でした。私が現在は転換点にあると申し上げたのはこのためです。我々は振り返ってみなければなりません。「重大な局面にある」といったのはさらなる効率性重視の路線は難しいということです。これ以上不平等を放置することはできません。

人民元の国際化については、三つの料理があると申し上げました。中国の政策当局者にとってはこれは大変重大で複雑な選択ですので、実際にはもっと選択肢がありうるでしょう。人民元の国際化は、ある程度まではとても成功してきましたが、昨年以來、だんだんと疑問が多くなってきているように思います。一部の人は資本勘定の開放を急ぎすぎると危険ではないかと懸念して、この政策を批判しています。開放を行う前に国内の金融改革を実施しなければならないのだから、馬の前に車をつけるのは間違っている、とっています。ですから三種の料理のうち、どれが先にだされるべきかは明らかだと思います。さて、公式に出されたものではありませんが、政府関係者が最近示したロードマップがあります。それは、高官が新聞のインタビューにのべた10年計画なのですが、そこにはしっかりとした順序付けもあり、緩やかな金利の自由化や為替相場の一層の弾力化を含んだ国内金融改革が説かれています。資本勘定を開放すればするほど、金融政策の独立性は失われるからです。ですから、私としては、これらは一つ一つではなく同時に出されるほうがいいのではないかと思います。あえて順序をつけるとすれば、国内改革が最初に行われるだろうと思います。

行天: ありがとうございます。では次に中尾さんにいくつか質問したいと思います。とりわけユーロ危機の後にアジアでは域内通貨の使用拡大にむけての意欲が高まったというのは全くその通りだと思いますし、各種のイニシアティブが打ち出され、実行されつつあるのは嬉しいとおっしゃいました。この点について、特に円の使用に重点をおいてもう少し具体的にお聞かせいただければと思います。世界経済におけるアジア太平洋地域の役割が急速に高まっているのを見ると、どうしてこの経済的進展に通貨分野の進展が伴わないのだろうと当然のことながら疑問に思うわけです。アジア経済が今日世界において重要な役割を果たしているにもかかわらず、通貨の世界では我々は依然としてドルに依存しています。この状態をどう見ておられるでしょうか。この点で円や人民元の国際通貨としての使用が今後増大する可能性をどのようにみていらっしゃいますか。日本は多くの構造的な問題を抱えていますが、円は依然としてアジア太平洋地域では唯一のハードカレンシーです。他にはありません。ですから、拡大するアジア経済において円の役割を期待する

のは当然のことと思います。

もうひとつは少しマイナーな質問ですが、あなたは危機のために欧米銀行がレバレッジを解消している結果、アジアの銀行、特に日本の銀行に欧米の銀行の信用供与の減少を肩代わりする役割があるのではないかとおっしゃいました。今後数年間にこうした望ましい動きが継続的に起こると思われますか。というのも、あなたもオルティスさんも思い出されるでしょうが、80年代後半のラテンアメリカの危機の後、日本の銀行はラテンアメリカ市場での活動を広げようと努めました。ある程度は広げることができました。ただしこの展開をアメリカの銀行は歓迎しませんでした。当時アメリカの銀行は市場シェアを失うことをとても恐れていたのです、日本の銀行が自分たちの裏庭に侵入してくるのを快く思わなかったのだと思います。ということではいまの状況をどのように評価されますか。この二つがあなたへの質問です。

中尾: はい、円は輸入決済の25%、輸出決済の40%に使われています。ですから前進はしているのです。ただ、円の国際化は20年前に期待していたほどには進んでいません。これはドルがとても便利な通貨で、とりわけ多くの国で事業を行っている大企業にとっては債務と債権を相殺できるし、外部経済性や一種の慣性があるからだと思います。しかしアジアの域内取引が増大し、とりわけ中国の存在が大きくなってきていることから事態は変化してきていると思います。日本の対中貿易は今や対米を大きく上回っておりますから、貿易に人民元や円を使うことにはメリットがあると思います。なぜ私が人民元の利用を推進しようとしているのかというと、そうすることで円も一緒に使われるようになり、中国市場のみならず日本の金融部門をも増大させることができるからです。ですから中国工商銀行や中国銀行などの民間銀行と話し合いました。今は中国の大きな存在と韓国やアセアンといったアジア諸国の力の高まりから、人民元や円などのアジア通貨の役割拡大を考えるには良い機会だと思うのです。

貸付の回収と日本の銀行の役割についてですが、先程申し上げたように、日本の銀行は特に欧州の銀行の貸し渋りについてすでに補完しています。日本の銀行の幹部と話しましたが、銀行は今や国際的に大きな収益を上げていることもあり、彼らはこれを事業拡大の好機と積極的にとらえようとしていました。また1980年代の失敗を繰り返すことはないと思います。当時は資産の価値についてあまり慎重ではありませんでしたが、今はとても慎重です。一部の銀行はまだ底値を探っている状態です。ですから今度こそ日本の銀行は国際金融の領域を取り返してくれるものと期待しています。この機会につけ込むということではなく、肩代わりはアジアの投資や貿易をファイナンスすることを通じて、アジア諸国を助けることにもなるのです。

行天: ありがとうございました。他にコメントしたい人はいますか。伊藤先生、どうぞ。

伊藤: 人民元の国際化ですが、それを行うには適切な順序があると思います。国内改革

がまず第一で、為替の自由化がその次、そして資本勘定の自由化が最後でしょう。多くの国が順序を間違えて危機に陥ってききましたので、中国が正しい順序で行うよう期待したいと思いますが、人民元の国際化については若干懸念しています。それが打ち出された後、国内政治の一角からは、これは資本勘定の自由化を意味するのではないかとして抵抗が見られました。ですから人民元の国際化が資本勘定の自由化を意味する限り、これらの人たちはこれを歓迎せず、反対をしてきました。ただ、最近数カ月に国際化への動きが再燃しております。そこで質問というのは、人々は正しい自由化の順序立てを理解しているのか、また、それを正しい順序立てでスピーディに行うことについて政界の各方面の合意はできているのかということです。

行天: 高さん、何かお答えがありますか。

高: 簡単にお答します。順序立ての問題は伊藤先生のおっしゃる通りだと思います。これについては少なくとも学界ではコンセンサスになりつつあると思います。政策当局者の側からすると、各部門はそれぞれの義務を負っていますので、少々複雑なところがありますが、合意は可能だと思います。今は時期尚早かもしれませんが、国内改革を促進させる良い影響も期待して良いでしょう。

行天: ありがとうございます。オルティスさん？

オルティス: 大西洋の反対側、あるいはラテンアメリカ、とりわけメキシコの側から見ると、中国は一挙両得を狙っているような感じを受けます。通貨の問題も例外ではありません。通貨をコントロール、あるいは操作と言っても良いですが、できるようにして置き、同時に国際通貨としての人民元の使用を促進したがついてきます。これは本質的に矛盾していると思います。伊藤先生がおっしゃった順序立ての話は全くその通りだと思います。国内改革から始まり、為替相場の弾力化、そして最後に資本勘定の開放を行うべきです。この順序を賢明に実施していくとしても中国の国家体制を少し知るなら、これはすぐに起こると思われません。最後のご質問への答えです。

行天: ブラウンさん、何か付け加えることがありますか？

ブラウン: 通貨の国際化の問題で付け加えたいのは、もし中国の経済が一種のバブルにあるとみるなら、バブルがはじけた後は70年代、80年代の日本がそうであったように、きっと民間貯蓄の黒字が拡大します。円の国際化は、米国との貿易戦争から目をそらさせることに関係していたと言えるでしょう。つまり貿易戦争を回避する方法が対外資本規制の緩和を進め、民間資本の流出により貿易黒字を相殺しようということだったのです。ですから、中国の国際化の問題は一部米国との関係にも関連しているといえるでしょう。

行天: ありがとうございます。今日はユーロ危機とその後の世界経済への影響について議論してきました。この問題に対して明確で単純な答えを見出すことはできませんでし

たが、結局、この問題に対処するには主に 3 つの面の対策が必要だという点で幅広い合意があったと思います。一つはもちろん当該国の構造改革努力、もう一つは債務削減を含めた各種の金融取決め、そして三つ目はユーロ圏諸国のある種の収斂の深化です。こうした努力のどれをとっても容易なものではありませんが、オルティスさんがおっしゃったとおり、これらは今後 10 年あるいはそれ以上の単位で見ることがあると思います。ユーロ圏はある期間、いわば **muddle through**、苦難をなんとか切り抜けていく必要があるのではないのでしょうか。この言葉を使った場合に、もちろんどちらを強調するかでその意味合いは異なってくるでしょう。「苦難」に力点をおいた場合と「切り抜ける」に力点を置いた場合では意味合いは異なりましよう。現在、一部の表面的な改善をみて多くの方は「切り抜ける」に重点が移りつつあるのではと思うことと思いますが、私はまだ予断は許されないと思います。



いずれにせよ、今回のユーロ危機は、過去に経験した他の一連の危機と相まって、世界が新たなパラダイムに移行しつつあることを示していると思います。言い換えれば、いわゆる「戦後体制」とは我々は訣別したのです。戦後の期間には、世界経済の浮き沈みはあったものの、政治的安全保障と経済問題に関する世界的な枠組みにより一種の安定が保たれていたと思います。しかし、そうした日々は終わりました。世界の覇権のシフトと金融・情報の世界的優勢により、もう我々は新たなパラダイムに足をふみいれているということを認めざるをえないと思います。この新しいパラダイムには、いわせていただくなら、公平な権力のシェア、公平な責任のシェア、公平な負担のシェア、そして公平な恩恵のシェアを確保するなんらかの枠組みが必要だと思います。このためには、我々太平洋沿岸の国々のみならず、欧州にとってもこれまで以上に親密で率直な心の交換が必要となるでしょう。今日のこのささやかなシンポジウムが小さなものであれ、この目標に向かって貢献できることを心から期待しています。

そろそろ終了の時間が来たと思いますので、まずご来場の皆様に対してご熱心にご参加くださいましたことに感謝を申し上げたいと思います。またこのシンポジウムの成功に多大の貢献をしてくださった同時通訳の方々やスタッフの皆さんにもお礼を申し上げます。そしてもちろん、終わりを宣言するまえにパネリストの方々の絶大な貢献に対して是非ともお礼を申し上げなければなりません。ご来場の皆様もこの討議を十分に楽しまれたことと思います。どうぞパネリストの皆様に盛大なる拍手をお願い申し上げます。ありがとうございました。これにて閉会いたします。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

This report is intended only for information purposes and shall not be construed as solicitation to take any action such as purchasing/selling/investing financial market products. In taking any action, each reader is requested to act on the basis of his or her own judgment. This report is based on information believed to be reliable, but we do not guarantee its accuracy. The contents of the report may be revised without advance notice. Also, this report is a literary work protected by the copyright act. No part of this report may be reproduced in any form without express statement of its source.

Copyright 2012 Institute for International Monetary Affairs (IIMA) (公益財団法人 国際通貨研究所)
All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.
Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-Chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan
Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422
〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町1-3-2
電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422
e-mail: admin@iima.or.jp
URL: <http://www.iima.or.jp>



公益財団法人 国際通貨研究所

〒103-0021

東京都中央区日本橋本石町 1-3-2 三菱東京 UFJ 銀行日本橋別館 12 階

Tel: 03-3245-6934 Fax: 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>

Institute for International Monetary Affairs

12F The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. Nihombashi Annex,

3-2 Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Tel: 03-3245-6934 Fax: 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>