

真の夜明けに向けて

～世界経済の成長のための政策と課題

**Toward a True Dawn**

**-Challenges and Policies for the World Economic Growth**



公益財団法人 国際通貨研究所

Institute for International Monetary Affairs

**I I I M A**

Institute for International Monetary Affairs

## はじめに

いよいよ米国で、世紀に一度の危機への対応として始まった超金融緩和が出口に向かって動き出しました。世界の投資センチメントが変化する可能性がある一方で、実態としてはベアスマネーはしばらく増え続けます。日本では日銀の異次元の金融緩和が中間点に差し掛かり、インフレ率 2%の達成まで約 1 年となりました。もちろん、その前には消費税の引き上げがあり景気展開は予断を許しません。インドは、昨年米国の金融政策を巡る市場センチメントの影響を受けたエマージング諸国の代表格であり、これからは潤沢なグローバルマネーを前提としない経済運営を求められます。ユーロ圏は、銀行同盟という一段と強い超国家レベルの統合に踏み込み、中国は市場に資源配分の決定的な役割を任せることを決めました。どの国の政策当局も国民も、来たるべき変化への決意を新たに 2014 年を迎えたのではないのでしょうか。

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、「真の夜明けに向けて～世界経済の成長のための政策と課題」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、国内外から著名な専門家をお招きし、各国経済の現状、政策対応の適合性、他の地域への意図せざる影響の有無、そして個々の政策がうまく進んだときに、グローバル経済はどう変わっていくのかを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。

2014 年 7 月  
公益財団法人 国際通貨研究所

## Preface

At the beginning of the year 2014, it seems the world economy is struggling to find an economic dawn. The Federal Reserve Board has at long last begun tapering extraordinary monetary easing in the United States. This could impact investment sentiment around the world although the monetary base still keeps increasing for a while. Meanwhile, Japan's extraordinary monetary easing policy has been implemented for one year, and another year remains in the target timeline for achieving an inflation rate of 2%. The consumption tax hike in April from 5% to 8% will be a substantial hurdle to a smooth economic path in 2014. India is typical among emerging countries whose currency has been affected by collapsing market sentiment as speculation of US tapering has built and economic policymakers in India are girding for significantly less global liquidity. Eurozone has made a bold decision in establishing a banking union to step into further supranational integration. China has surprised the world with an historical decision to allow markets to determine allocation of economic resources. Countries around the globe face 2014 knowing that this is a year of challenges that will lead to a new equilibrium. Then how will they face these challenges?

To forecast their developments, prominent panelists from Japan and abroad broadly discussed in our symposium the appropriateness of the present policy responses, policies to be taken in the future, possibility of their unintended effects on other regions and how the global economy is changing if these policies are successful.

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

July 2014  
Institute for International Monetary Affairs

## パネリストの略歴／Profiles



**ハン・デ＝ヨン**  
ABN アムロ銀行 チーフエコノミスト

**Han de Jong**  
Chief Economist,  
ABN Amro Bank

1981年アムステルダム自由大学を卒業後、ABN AMRO内外で各種の職務を経験。2000年から同アセット・マネジメントで投資戦略チームを統括。2005年から同銀行のチーフエコノミスト。また、アムステルダム自由大学ではマクロ経済学の教鞭をとる。

**Mr. de Jong** is Chief Economist of ABN AMRO Bank N.V., in the Netherlands. Prior to taking up this position in 2005, he headed the Investment Strategy team at ABN AMRO Asset Management for five years, and held various positions inside and outside ABN AMRO before that. He is a graduate of the Vrije Universiteit in Amsterdam where he teaches macroeconomics.



**高 海紅**  
中国社会科学院世界経済政治研究所 教授・ダイレクター

**Gao Haihong**  
Economics and Politics,  
Chinese Academy of Social Sciences

1986年北京大学毕业。北京大学経済学修士号および英デューラム大学国際金融投資修士号を取得。1989年中国社会科学院世界経済政治研究所入所、カリフォルニア大学デービス校等で客員研究員を経て、現在は同研究所ディレクター兼中国社会科学院大学院博士課程指導教員。

**Dr. Gao** joined the Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Science (CASS) in 1989 and once was a visiting scholar at University of California at Davis before taking present post. Currently she is a director and professor of Graduate School of CASS. She obtained MA from Peking University and M.Sc from Durham University in the UK.



**黒田 東彦**  
日本銀行 総裁

**Haruhiko Kuroda**  
Governor,  
Bank of Japan

1967年大蔵省（現財務省）入省。主税局課長、国際局長等を歴任し、99年財務官に就任。2005年アジア開発銀行総裁、2013年3月より現職、オックスフォード大学より経済学修士号取得。

**Mr. Kuroda** joined the Ministry of Finance in 1967 and assumed various senior posts in Tax Bureau and International Bureau before he became Vice Minister of Finance for International Affairs in 1999. Prior to taking up the position of Governor of the BOJ in 2013, he served as president of the ADB. He earned a Master of Philosophy in Economics from the University of Oxford.



### ヴィンセント・ラインハート

モルガン・スタンレー 米国担当チーフエコノミスト

#### Vincent R. Reinhart

Chief US Economist,  
Morgan Stanley

フォーダム大学卒業後、コロンビア大学で哲学および文学修士号取得。1983年ニューヨーク連邦銀行に入行、以後2008年にAEIに移るまで、01-07年の公開市場操作委員会事務局長を含め、連邦準備制度内の要職を歴任。11年からモルガン・スタンレーの米国担当チーフエコノミスト。

**Mr. Reinhart** joined the Federal Reserve Bank of New York in 1983 and held several positions there and senior positions in the Federal Reserve including as Secretary and economist of Federal Open Market Committee during 2001-07. He joined Morgan Stanley in 2011 after serving for the AEI as a resident scholar. He received a M.Phil. and M.A. from Columbia University.



### ドゥヴリ・スバラオ

インド準備銀行 前総裁

#### Duvvuri Subbarao

Ex-Governor,  
Reserve Bank of India

1972年 インド工科大学卒業後、インド財務省、アーンドラ・プラデシュ州財務長官等の政府部門を歴任、94-2004年には世界銀行リードエコノミストを務める。2007年 インド財務次官、2008年から2013年までインド準備銀行総裁を務めた。1998年 アンドラ大学より経済学博士号取得

**Dr. Subbarao** was Governor of the Reserve Bank of India during 2008-13. Prior to that he was Finance Secretary to Government of India (2007-08), Secretary to the Prime Minister's Economic Advisory Council (2005-07) and Lead Economist in the World Bank (1999-2004). He was alternate Governor on the Boards of Governors of both the World Bank and the IMF. He studied at the prestigious IITs in India and at MIT in the US and earned his PhD from Andhra University in 1998.

(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 Gyohnten**  
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。

**Mr. Gyohnten** 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 became Vice Minister of Finance for International Affairs in 1986. He taught at Princeton University and Harvard University before he was named 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年以降三菱UFJフィナンシャルグループ専務取締役、日印経済委員会常設委員会委員、APEC Business Advisory Council (ABAC)の日本委員を務めた。2008年より国際通貨研究所専務理事を務める。

**Mr. Watanabe** graduated from the University of Tokyo in 1970 and joined the Bank of Tokyo and served for many overseas businesses. He was Senior Managing Director of Mitsubishi UFJ Financial Group in 2005. He was also Chairman for the Standing Committee of Japan-India Business Cooperation Committee and a committee member of the APEC Business Advisory Council (ABAC) representing Japan. Since 2008, he has been managing director of the IIMA

## 目次／Contents

日本語版	
Japanese Version	..... 1
英語版	
English Version	.....49

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.27

第23回 国際金融シンポジウム

真の夜明けに向けて  
～世界経済の成長のための政策と課題

(日本語版)

2014年3月19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)	
2. 国際金融シンポジウムの開催に際して .....	8
行天 豊雄 (国際通貨研究所 理事長)	
3. 米国経済見通し .....	9
ヴィンセント・ラインハート (モルガン・スタンレー 米国担当チーフエコノミスト)	
4. 危機後の欧州：予想外の好結果の可能性 .....	13
ハン・デ=ヨン (ABN アムロ銀行 チーフエコノミスト)	
5. デフレ脱却に向けた「量的・質的金融緩和」の推進 .....	19
黒田 東彦 (日本銀行 総裁)	
6. インド経済：金融市場を中心とした最近の動向と中長期展望 .....	22
ドゥヴリ・スバラオ (インド準備銀行 前総裁)	
7. 三中全会の改革と中国経済へのインプリケーション .....	26
高海紅 (中国社会科学院 世界経済政治研究所 教授・ダイレクター)	
8. パネル・ディスカッション .....	32

## 1. 開会スピーチ

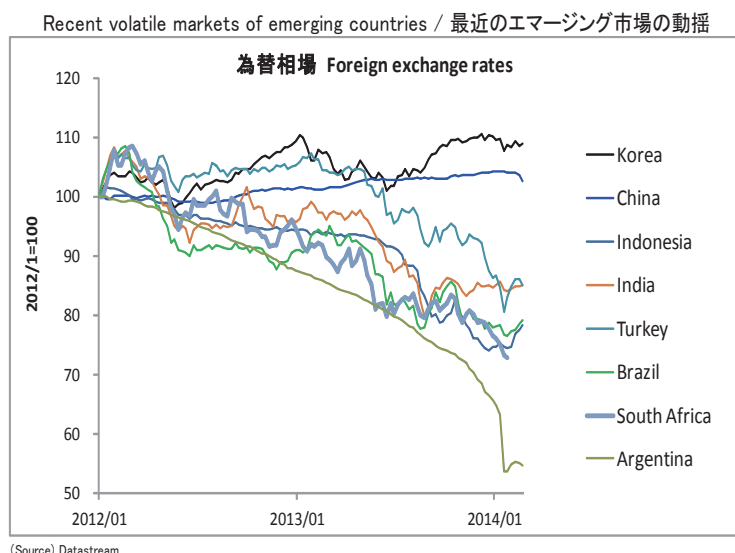
渡辺 喜宏 (国際通貨研究所 専務理事)

パネリストの皆様、聴衆の皆様、こんにちは。国際金融シンポジウムにお越しくださり誠にありがとうございます。本日は「真の夜明けに向けて～世界経済の成長のための政策と課題～」と題し、世界経済が今度こそ本当に“普通の”状態に戻りつつあるとみてよいのか、皆様と一緒に確認していきたいと思えます。

パネリストの講演の前に、私から、簡単に世界経済の現状をご説明し、議論の共通認識を提供させて頂きたいと思えます。



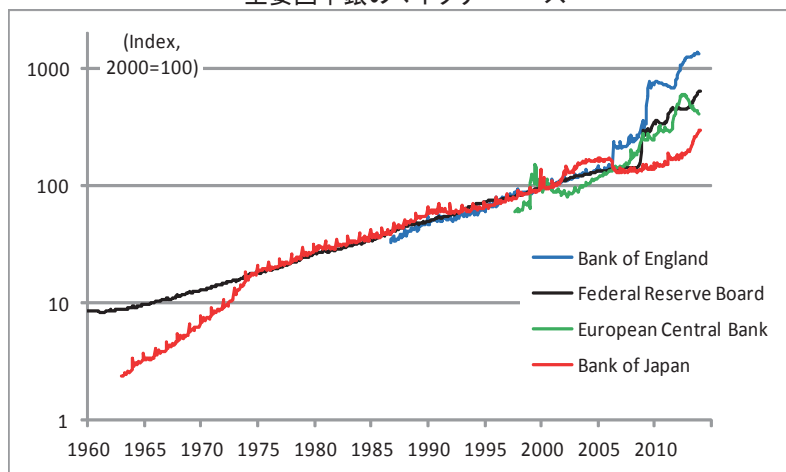
### 1. 米国の金融緩和の縮小と市場の反応



2014年の国際金融市場は荒れたスタートとなりました。最初に届いたのがアルゼンチンからの悪いニュースです。アルゼンチンペソの為替相場が、1月下旬の数日のうちに20%も下落しました。各国が抱える問題はそれぞれ異なりますが、このアルゼンチンの動きは、たちまち多くのエマージング通貨の動揺を引き起こしました。この市場の動揺の背景として指摘されるのが、米国の金融政策におけるいわゆる「テーパリング」つまり金融緩和ペースの縮小です。

## 2. 異次元の金融緩和とその効果

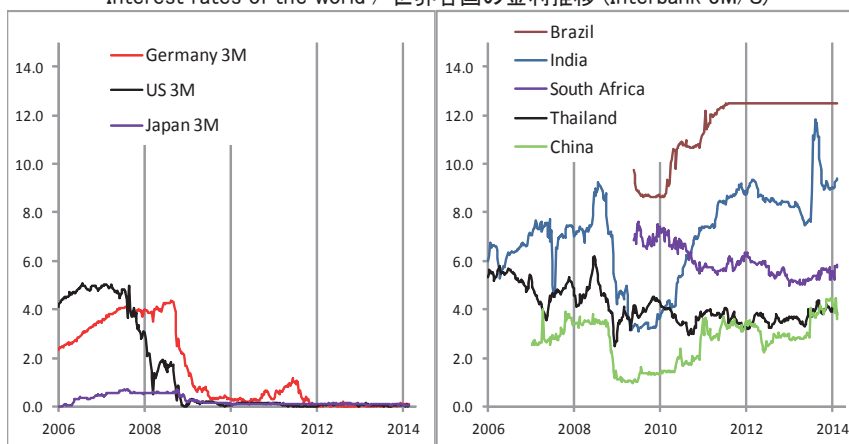
Monetary base of Major Central Banks  
主要国中銀のマネタリーベース



(Source) FRB, BOJ, datastream

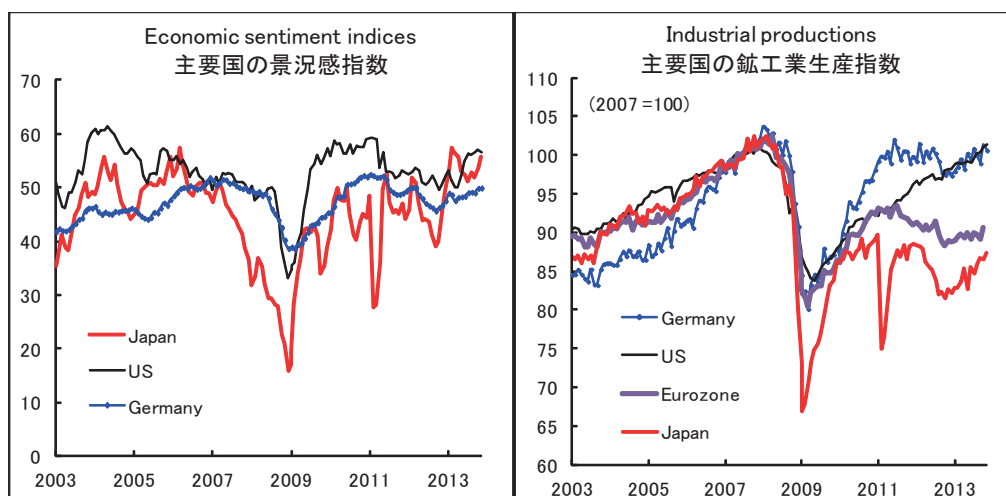
2008年の金融危機後、欧米の中央銀行は、非日常的な方法でマネタリーベースの供給を急増させました。図表にもある通り、彼らは数年前から異次元の量的緩和を始めて、日本も去年からこの動きに加わっています。

Interest rates of the world / 世界各国の金利推移 (Interbank 3M/S)



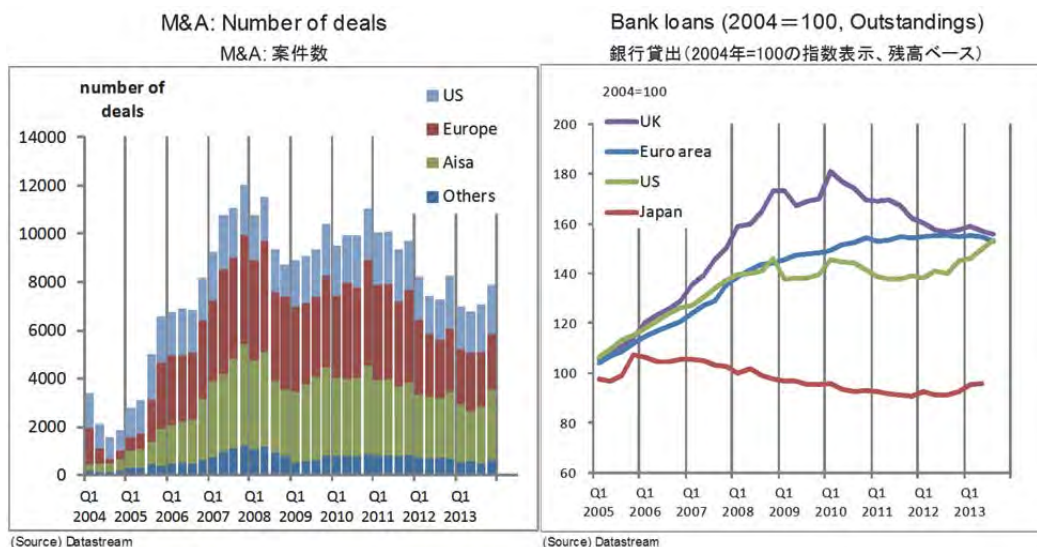
(Source) Datastream

結果、米ドルやユーロや円などのハードカレンシーが、歴史的とも言うていい低水準の金利で世界中に供給される一方で、エマージング諸国は、成長を維持しつつインフレを抑えなければならないという難しい金融政策の舵取りを迫られています。



(Source) Datastream

もちろん緩和策の効果は出ています。先進国では、経済・金融の回復は様々な指標に表れつつあります。消費者のセンチメントは、ほとんどの国で危機前の水準まで戻ってきました。企業の生産活動を見ますと、ドイツと米国では危機前まで戻っておりますし、ユーロ圏や日本でも、半戻しくらいにまではなりました。



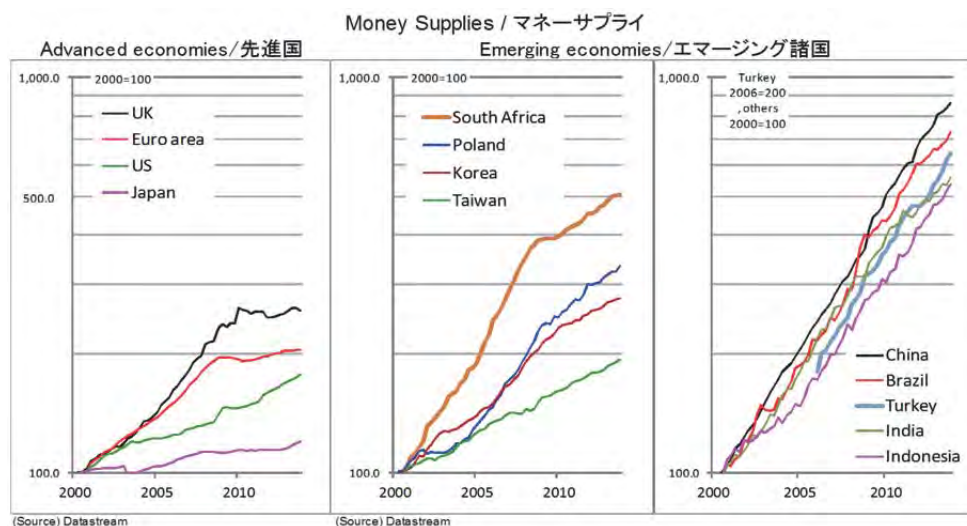
(Source) Datastream

(Source) Datastream

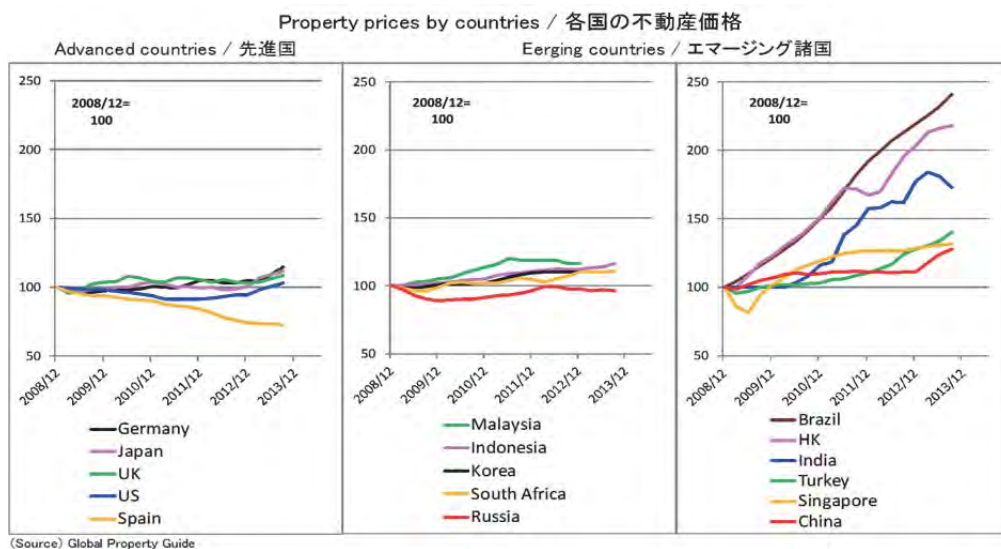
このような企業の景況感の回復や金融システムの機能回復は、世界中の M&A の動きにも反映されています。銀行貸出は、欧州だけはまだデレバレッジが続いていますが、米国や日本は、2年ほど前には底を打ち、その後徐々に回復に向かっています。

### 3. 緩和策の意図せざる影響

エマージング諸国に目を転じてみましょう。2008年のリーマン・ショック直後の動揺が収まった後は、エマージング通貨は概して上昇トレンドにありました。そして、こうした市場の背景には、非常に低コストのドル流動性の存在があり、エマージング諸国の成長に対する世界中の投資家の強い期待がありました。

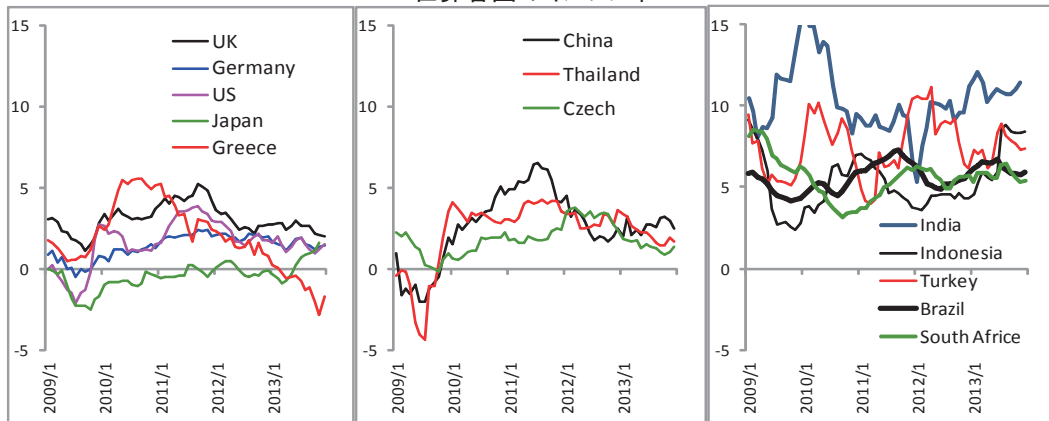


結果として起きたのが、エマージング諸国における急激なマネーサプライの拡大です。この強いマネーの拡大が内需拡大を生み、それが与信拡大を誘発して更なるマネーと内需の拡大を生むというスパイラルを発生させました。また、財サービス価格や不動産価格も、こうしたマネー拡大の影響が色濃く表れ、上昇していきました。



金融危機後、先進国の不動産価格が調整を続ける中で、一部のエマージング諸国では、同じ期間に資産価格が倍にもなるところが出てきたのです。

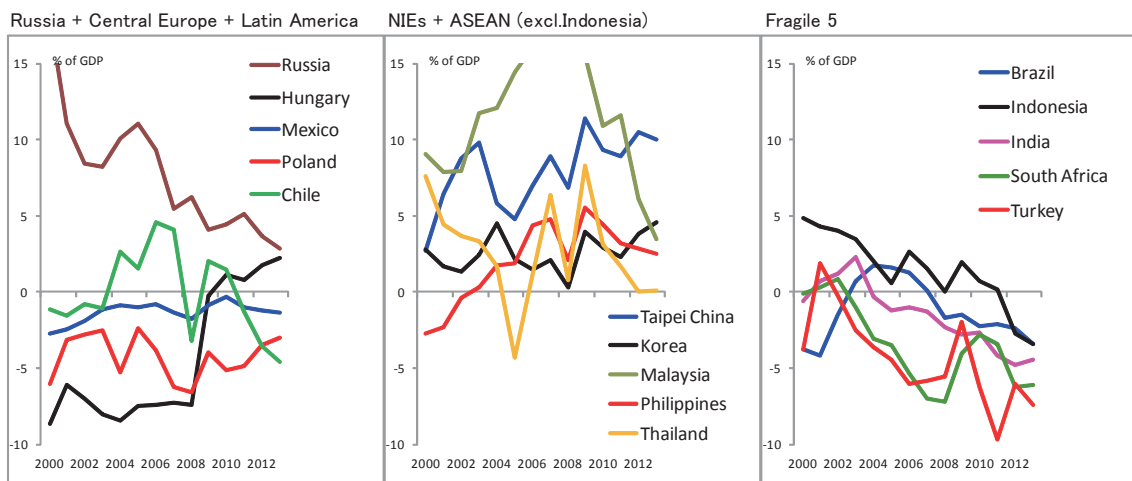
Inflation of major countries  
世界各国のインフレ率



(Source) Datastream

インフレの動向を見ても、中国を除けば明らかにマネーサプライの伸びの強い国で高いインフレが起きていることが見て取れます。もちろん、5%~11%というインフレ率は、20年前にみられたハイパー・インフレーションではありません。しかし、非常に低い先進国のインフレ率との相対比で考えますと、強い通貨減価圧力のもとになっていることは確かであり、悩ましい高インフレだと言えるでしょう。

Current Account 経常収支 (% of GDP)



(Source) IMF

高インフレ国は巨額の経常赤字国でもあります。そして、まさにこの内外不均衡こそが為替相場下落の発生源なのです。

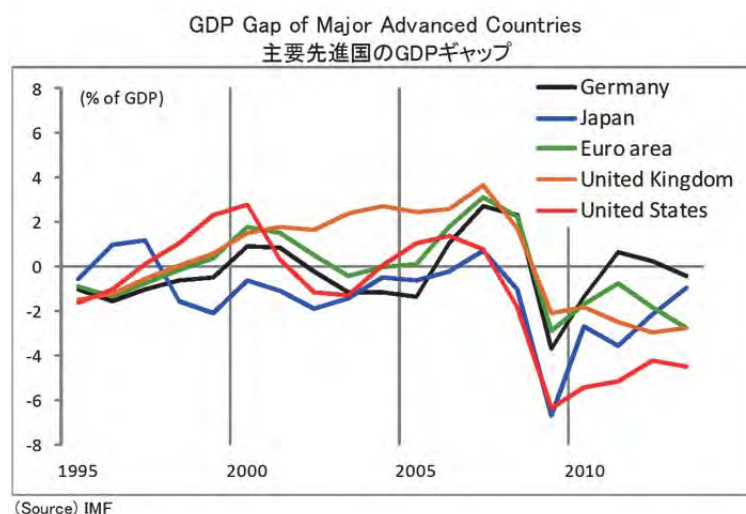
冒頭で、いくつかの国で為替相場の下落が見られると言いましたが、こうして見てきますと、これは非常に論理的な経済因果関係の結果であります。つまり、マネーの拡大、強い内需、インフレ、経常赤字の拡大という一連の不均衡拡大のメカニズムが働いてしまい、



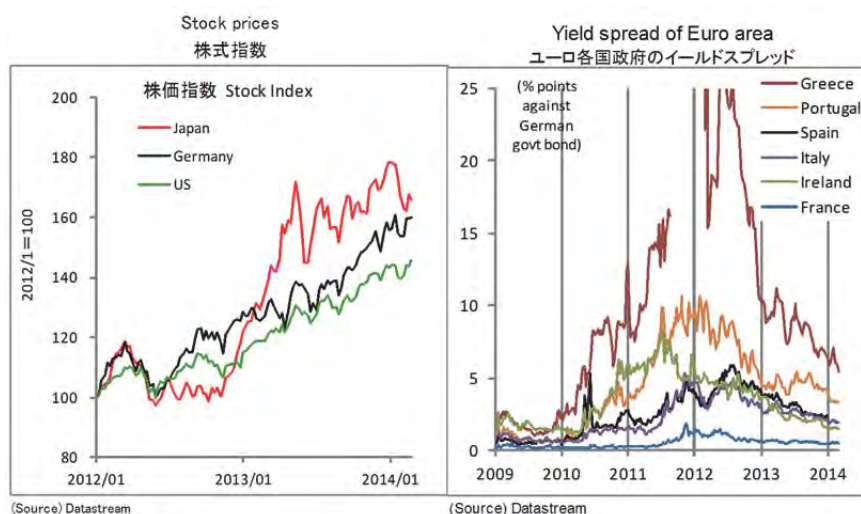
最後に当然の結果として為替相場下落という価格調整が起きていると言えるのではないのでしょうか。

#### 4. 懸念すべき材料は何か

足元の不安定な市場環境は、経済原理に沿ったシンプルな因果だと言いましたが、それでも市場参加者の間には、どこかつかみようのない不安感が漂っているように思えます。これはなんのでしょうか。恐らく以下の2つのことに関する不透明感ではないのでしょうか。



ひとつは、米国経済の回復というのが本当に確かなのかという不安が残っているということです。FRBは米国回復が確かだと踏んだからこそテーパリングを始めたわけですが、それでもGDPギャップはまだ大きくマイナスです。英国やユーロ圏といった他の先進地域もまたしかりです。欧米経済は、本当に異次元緩和を終息に向かわせていいほど回復しているのでしょうか。まだこの問いに対する確かな答えは出ていません。



もうひとつは、逆に市場の中には行き過ぎた楽観主義が見られるのではないかという不安です。テーパリングの開始によって、世界の投資家のセンチメントには幾分警戒感が生まれたことは確かです。しかし、テーパリングというのは、マネーの拡大ペースの縮小であって、マネーそのものはまだ拡大し続けていることを忘れてはいけません。我々は、まだ潤沢な流動性のある市場にいるのです。こういう状況では、投資家の間に再び安易な群集心理的な楽観主義が広まる危険があります。最近の、米国や日本の株式相場の上昇やユーロの政府債券市場の強気なセンチメントには、こうした安易な楽観主義はないのでしょうか。

こうした地域横断的なセンチメントの問題に加えて、米国のシェール革命、中国のシャドーバンキング問題、アジアや欧州で見られる地政学的な緊張など、個々の材料も事欠きません。特に地政学的な緊張は、このところ急激にグローバル経済に影響を与えかねない不安材料として台頭しつつあります。

我々は、一言でいえば、楽観主義と悲観主義が複雑に絡み合った不安定な状況の中にあるのです。いったい次に起こるのは何か。我々は何に対して身構えていたらいいのでしょうか。それではみなさん、世界の経済・金融界のリーダーでもある本日集まって頂いたパネリストの話に耳を傾けてみましょう。私の開会スピーチはこの辺で終わりにいたします。どうぞシンポジウムをお楽しみください。

ご清聴ありがとうございました。



## 2. 国際金融シンポジウムの開催に際して 行天 豊雄（国際通貨研究所 理事長）

グローバル金融危機が始まって以来 7 年が過ぎました。これは確かに大きな危機でした。経済や貿易のグローバル化を背景に、どの国も危機伝染の津波から逃れられませんでした。ですから、多くの国で金融や需要の落ち込みが底を打ち、マクロ経済に回復の兆しが見えはじめたということは大変心強いことに思います。

ですが、これで満足している余裕はありません。まだどの国も危機の影響から完全に抜け切れているとはいえません。危機がもたらした直接の打撃に加えて、各国とも取り組まなくてはならない固有の問題を抱えています。状況は国によって異なりますが、いくつかの国ではまだ夜は暗く夜明けは来ておりません。

その意味でも、本日は、主要国が抱える状況や問題を正しく把握し、望ましい共通の努力の方向性を模索するためのシンポジウムを開催することができたのは、大変時宜を得たものだと思います。そして幸せなことにここに優れたパネリストの方々をお迎えすることができました。本日はパネリストのみなさんがたくさんの思考の糧を与えてくださるものと確信しています。



### 3. 米国経済見通し

#### ヴィンセント・ラインハート（モルガン・スタンレー 米国担当チーフエコノミスト）

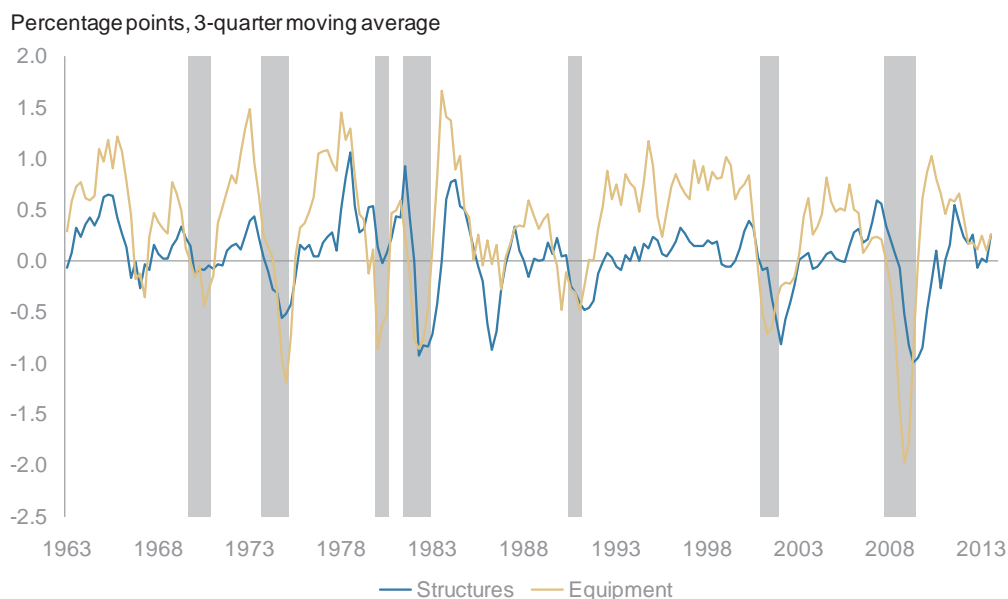
米国では悪天候により、最近の景気動向が読みにくくなっていますが、私が所属するモルガン・スタンレーは経済データの収集に強みがあり、我々のマクロチームは消費や雇用などに関する幅広いデータを常時集めています。それらの情報によりますと、天候の影響は各地で見られますが、その影響を除けば国内の支出活動は勢いを維持しているようです。



我々の予測では、2014年、15年の米国経済の成長率は2-3/4%前後に高まる見通しです。2014年1～3月期は、悪天候の影響で成長率の鈍化が予想されますが、4～6月期はその反動で成長率が上昇します。2014年は平均すれば2.7%成長となり、2015年はわずかに成長率が鈍化する見通しです。

4つの力がこの2-3/4%ペースの成長を支える見通しです。第一は財政です。財政は2013年のような成長のマイナス要因にはならないでしょう。第二は、金融危機が遠のいたことです。2008-2009年のグローバル金融危機は、地殻変動ともいふべき事件でしたが、その傷は徐々に癒えてきています。それは、資産形成という形で見えてきています。株価、住宅価格の上昇で、過去1年半の間に米国の家計が保有する資産の価値は年収の3/4に相当する額だけ増えました。第三は、この資産価格の上昇の結果、個人消費が支えられ、消費者マインドが好転することです。第四は、売上が伸び、先行きにも自信が回復してきた企業が、設備投資を加速させることです。企業が保有する現金は最近の設備投資熱を支えるのに十分な水準です。また、シェールガス・石油の掘削成功も、構築物に対する設備投資を高い水準に維持するでしょう。

### Investment in Structures & Equip: Contribution to GDP



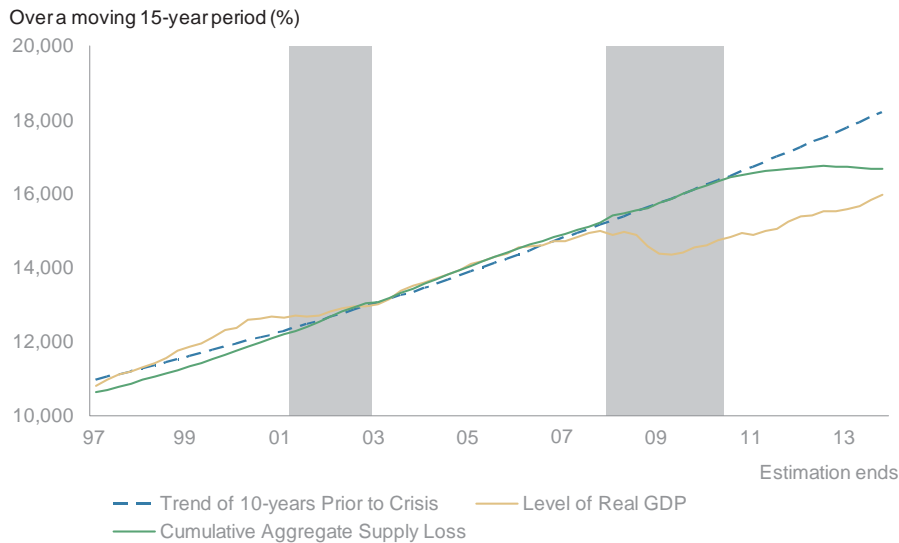
(出所) Bureau of Economic Analysis, Morgan Stanley Research

天候要因を除外すると、雇用の増加は毎月 20 万人ペースとなっています。労働参加率低下の大部分は長期的なトレンドですが、循環的な部分の巻き戻しによって、失業率の低下は緩慢になっています。それでも失業率は年末までに 5<sup>3</sup>/<sub>4</sub>%に低下し、資源の緩みは徐々に縮小するでしょう。

2014 年の米国経済の最大の関心事は、総供給力（潜在 GDP）の水準と伸び率がどのくらいになっているかということです。金融危機とその後の景気停滞は、両者に長期にわたる影響を残しました。

現在、実質 GDP は、危機前の 10 年間で算出したトレンド線を 12% 下回った水準にあります。我々の分析では、そのうちの 8% については潜在 GDP の水準低下によるものです。潜在 GDP の低下は自然失業率が 6% に上昇したことで生産性が低下したことによる結果です。潜在成長率は約 0.5% 低下し、今では年 2% 程度に下がっていると思われます。潜在 GDP の水準は FRB による政策金利の経路決定に、また、潜在 GDP 成長率は政策金利の最終到達点、すなわち均衡実質フェデラルファンド (FF) 金利の水準に影響します。FRB が使用している経済モデルでは、潜在成長率が 0.5% 低下すれば、均衡実質 FF 金利も同じだけ低下します。

### Real GDP Relative to Trend



(出所) Bureau of Economic Analysis, Morgan Stanley Research

しかし、イエレン議長が率いる FRB は、金融政策の正常化を急がないでしょう。2014 年は、FRB がインフレ率の低さを再発見する年になると思われるからです。足元、コア個人消費支出デフレーターで計ったインフレ率は FRB が目標としている 2%を 1%近く下回っています。FRB が我々よりも総供給力を高めにみていることはほぼ間違いないと思われませんが、それでも資源の緩みが 2014 年中も残るといふ彼らの見方は正しいと思います。我々は 2015 年の成長率は潜在成長率を上回ると予測していますが、インフレを起こすほどの力はないとみえています。FRB が日米欧英の中で最初に「出口」に向かっていること、新興国の成長率が低水準に止まることから、ドル高が進み、コモディティ価格も上がらないでしょう。インフレ率は、今後 2 年近くゆっくりとしか上がらず、FRB の目標を上回ることはないでしょう。

インフレ率が目標を下回り、最大雇用水準に関する FRB の計測が誤っているため、名目の FF 金利は、今年、来年ともゼロ近辺に留まるでしょう。我々は、最初の利上げを 2016 年初めと想定しています。

我々の経済予測を基にすれば、FRB は FOMC 開催の度に資産の買い入れ額を 100 億ドルずつ縮小していくとみられます。FRB 高官の大半は、すでに 2013 年初めの時点で、量的緩和の必要性に対する自信をほぼ失っていました。10 月までに資産の買い入れは終了し、FRB のバランスシートの拡大は 4.5 兆ドル付近で止まるでしょう。

こうした米国経済の見通しのもと、日本にとっては心配な点があります。日銀もよく認

識しているように、中央銀行は産出量をトータルで増やすことはできません。金融政策は、産出量を為替安を通じて海外から借りてくるか、実質金利の低下を通して将来から借りてくるかしかできないのです。

このうち、海外から借りてくる点についてですが、米国は、選挙の年である今年も景気の回復ペースが弱いままなら、日本にとって協力的でないパートナーになってしまうかもしれません。その場合、たとえ米国と同じ量的緩和策をとったことで円安が進んでいるとしても、米財務省は円安ドル高を受け入れないかもしれないからです。一方、将来から借りてくる点についても、構造改革が進まない限り期待できません。この点、国内産業を開放する梃子として、TPP を通して貿易改革を迅速かつ大幅に進めることに対しても、過度に期待することは禁物です。

#### 4. 危機後の欧州：予想外の好結果の可能性

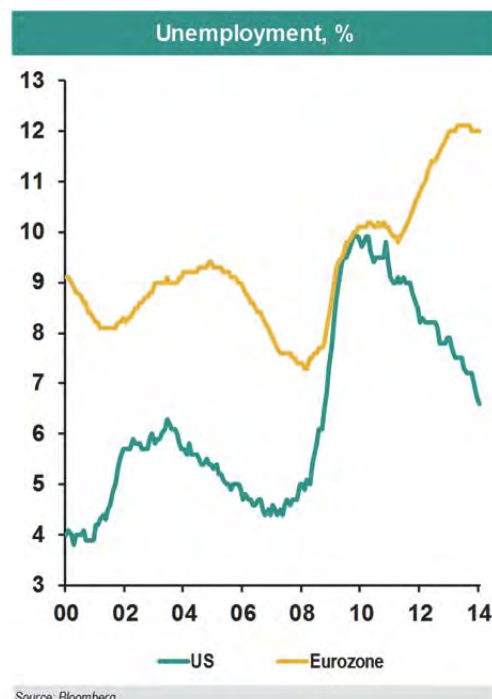
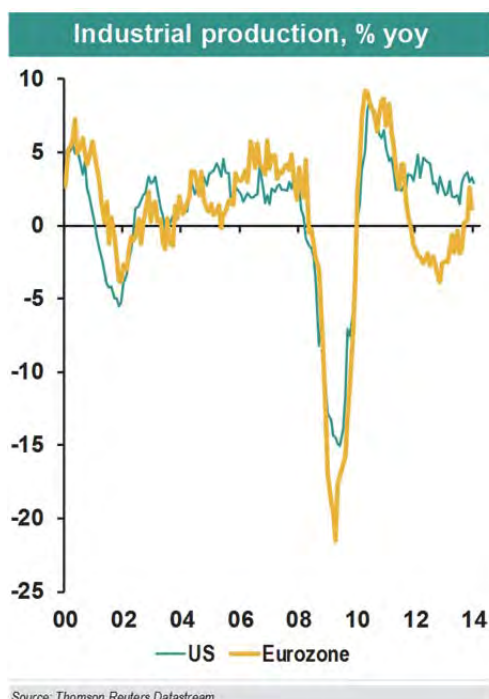
ハン・デ＝ヨン（ABN アムロ銀行 チーフエコノミスト）

行天さん、ご紹介ありがとうございました。このシンポジウムにご招待いただき、今欧州で何が起こっており、また今後何が起こる可能性があるのかについて、お話しする機会をいただき大変光栄に思います。



欧州経済はかなりの長い間、低迷を続けてきました。近年の成長の実績は驚くほど低いものでした。2007～2008年におこったグローバル金融危機を受けて、世界中の多くの国が厳しい景気後退に陥りました。しかし、2009～2010年の景気回復の後、再度景気後退に陥った国はほとんどありませんでした。欧州はその数少ない例外です。

欧州の景気循環は、通常、米国の景気循環に一定のタイムラグをもって追随します。このパターンが崩れるのは、米国や欧州が、他方は経験しない固有のショックに見舞われる時ですが、米国が2010年以降も成長を続けたのに対し、欧州は厳しい景気後退を経験しました。これは何故だったのでしょうか？



多くのエコノミストが、欧州の政府があまりにも厳しすぎる緊縮政策を実施したからだと考えています。しかしながら構造的財政赤字の推移をみると、この見方は実証することが困難です。実際、米国政府の構造的財政赤字は2011～2013年の間にユーロ圏全体の構造的財政赤字よりも大きく改善しており、これは米国経済が事実上ユーロ圏以上に抑制的な財政政策を経験したことを意味しています。

ユーロ圏の景気落ち込みについての、よりもっともらしい説明は、2011年を通じた欧州の金融システムにおけるストレスだということです。ギリシャ国債の「自発的」な償却やユーロ崩壊の懸念が引き金となり、債券保有者は脆弱とみなされた国の債券を投げ売りしました。結果として、スペインやイタリアの国債利回りが急騰しました。このことはこれらの国の借入れコストを押し上げ、自国の銀行の経営をさらに悪化させました。脆弱な経済には命取りとなったのです。

欧州が正しい経済成長への道を見つめることができるとすれば、その戦略には2つの要素が必要です。第一に、安定を回復し、信認を強化しなければなりません。持続的成長にとってこれは不可欠な要素です。しかしこれだけで十分ではありません。戦略の第二は、経済効率を高め、構造改革を通じて潜在成長力を引き上げること、これが伴わなければなりません。

私たちがユーロ危機から何らかの教訓を得たとすれば、それは、通貨同盟はそれ自身が、深刻な欠陥を持っていたということです。加盟国の経済政策が通貨同盟加盟国としてふさわしいかどうかを十分に検討する適切なガバナンス構造がなかったのです。加盟国のなかには、ユーロ導入後、身の丈に合わない生活を送ってきた国々がありました。外国資本の流入によってそれが可能となったのです。ユーロ圏のどんな権力もこの失敗を正すことができませんでした。周縁国の非常に大きな対外収支赤字は、明らかな警戒のサインでしたが、そのサインは無視されました。資本流入が突然止まった時、これらの国にとって大きな痛みを伴う調整が不可避となったのです。

今のユーロ圏は3つのことを同時に達成しなければなりません。不均衡の大幅縮小、経済成長の加速、そしてガバナンス構造の改善・再構築です。しかしこの3つを同時に達成することは、不可能に近いといわざるをえません。米国政府はユーロ圏より経済運営能力が高いと言う評論家たちがいますが、ユーロ圏の政策当局者は、通貨同盟のガバナンスを再構築しなければならないという、より厳しい課題を同時にこなさなければならないということを考慮すべきです。さらに、個々の国の不均衡は米国よりもかなり大きいのです。たとえばスペインの経常収支赤字は危機直前にはGDPの10%を超えていました。



当初は政策の焦点は「消火活動」でした。それは試行錯誤の連続で、火が消えたと思ったら、新たな火種が絶えず出てきました。不均衡の是正には、問題国における痛みを伴う調整政策と、強い国からの金融支援が必要でした。その結果、支援国と被支援国の双方で国民の不満が高まりました。

徐々に、適切なガバナンス構造が形づくられるようになってきました。その構想は次の4つのカテゴリーにわけられます。

- 予算のサーベイランス
- マクロ経済政策の協調
- 金融協力のメカニズム
- 銀行同盟

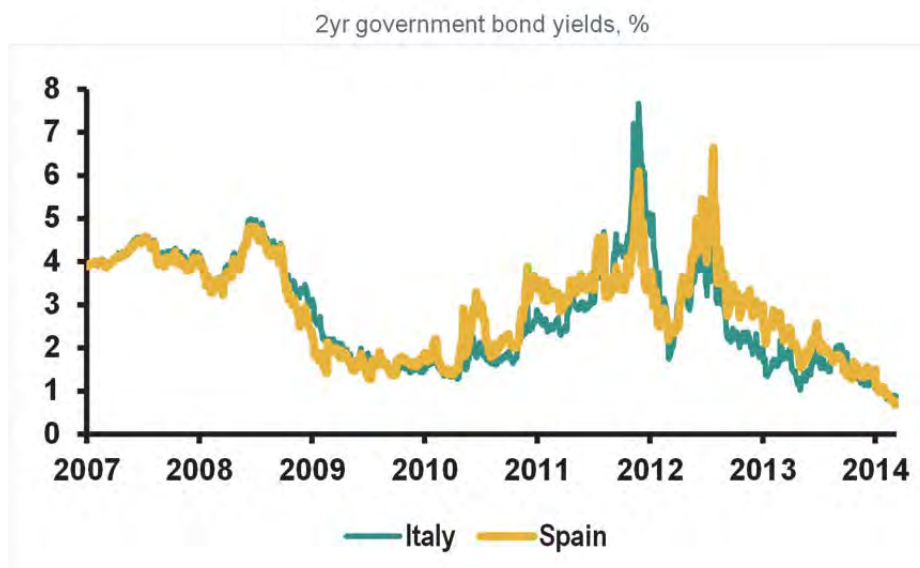
予算の管理に関しては、新たな包括的な協定ができあがりました。新協定により、各国は財政赤字のコントロールにより強くコミットし、各国と欧州委員会との協力はより緊密なものとなります。残る問題は、協定に従わなかった国に対し、何ができるかということです。新協定は個々の国に対する罰則を規定していますが、それがどれほど有効かはこれから見ていかなくてはなりません。強制的な措置、加盟国相互の監視圧力、欧州委員会の定期的な勧告がこのプロセスの実際の実動となるでしょう。

いわゆるマクロ経済不均衡是正手続き（MIP）はマクロ経済政策協調の重要な要素の一つです。この手続きを通じて、各国は11の経済指標について評価されます。これは不均衡をコントロールがきかなくなる前に把握したいという考えに基づくものです。欧州委員会は加盟国にこれらの不均衡是正のための政策勧告をすることができます。興味深いことに、2014年のMIPでは、欧州委員会はドイツを不均衡のある国と指摘しました。特にドイツの巨額で長期にわたる経常収支黒字が分析されました。委員会は、ドイツの経常黒字は、同国の国際競争力の強さを反映しているだけでなく、内需が弱すぎることも要因と結論づけました。委員会は、インフラ分野への公共投資不足や民間投資の低迷を、ドイツの長期的な経済見通しへの脅威と指摘しました。委員会はまた、労働者に労働へのインセンティブを与えるような労働市場改革、サービスセクターをより効率化する改革などを勧告しました。残念なことに、これらの勧告は幾分あいまいで、強く、切迫した調子ではありませんでした。

ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、キプロスの5カ国は、これまでトロイカ（IMF、ECB、欧州委員会）による金融支援を受けてきました。当初は、これらの金融支援を与えるために一時的な取り決めがなされました。これらの取り決めは2012年に統合され、恒久的な支援ファンドとしての欧州安定メカニズム（ESM）となりました。



欧州中央銀行（ECB）もまた、特にマリオ・ドラギが総裁になってからは、役割を果たしてきました。ECBは2011年の終わりから2012年初にかけて、金融システムに大量の流動性を供給し、システムにかかるストレスを緩和し、一定の効果を上げました。2012年7月、ECB総裁は、ユーロを守るために、ECBの権限の範囲内では何でもすると表明し、ECBが市場での国債買い切り（OMT）を導入することで、その言葉を裏付けました。この手段はECBに、財政困難国の国債を購入することを可能にするものです。経済政策の改善と合わせ、このOMT導入は、市場の信認を回復するのに十分でした。そして、OMTのもとでの購入は一銭たりとも行われていないにもかかわらず、これまでのところ市場のストレスは緩和された状態を維持しています。



(出所) Bloomberg

ECBは量的緩和を行ってきましたが、これまでのところ規模の点では他の主要国の中央銀行に遅れをとっています。これはひとつには、ドイツがインフレへの警戒からこうした政策を嫌がったことによるものです。こうした政策姿勢をとることで、ECBはデフレのリスクを冒しています。私の考えでは、経済は回復しつつあり、所得の伸びも高まっていることから、ひどいデフレのリスクは当面は限定的だと思われます。しかし、こうした厳しい状況にも関わらず、驚くほどユーロ高が進んでいるのは、ECBの相対的なタカ派姿勢の副産物であるとみられます。

銀行同盟の目的は、銀行セクターの信認を取り戻すこと、金融面での国ごとの分断をなくすことですが、なかでも特に銀行経営と財政の悪循環を断ち切ることが重要です。した

がって、銀行同盟は、銀行破綻の場合の納税者負担を限定的なものとし、そのコストを銀行の債権者に負わせなければなりません。銀行同盟は、単一銀行監督機関、単一破綻処理メカニズム、預金保険システムからなる複雑なプロジェクトです。2014年11月には、ECBが銀行監督官としての全責任を担うこととなります。現在、銀行破綻処理に関する規制の枠組みと破綻処理機関についての議論が進められています。かなりの意見対立があることは事実ですが、関係当事者たちは、破綻処理メカニズムを来年には実現させるという意思を持っており、そのためにはすべての加盟国での立法手続きが必要なため、この交渉は近いうちにまとまることを期待しています。

預金保険システムは議論の初期段階であり、今後この分野の議論がどのように発展していくかは明らかではありません。

こうしたユーロ圏の歩みを概観しますと、いくつかの特徴が指摘できると思います。第一に、ユーロ圏のガバナンスは構築途上であり明らかに不完全だということです。有効な部分もありますが、そうでない部分もあります。今後数年で、数多くの調整が繰り返されるでしょう。第二に、ユーロ危機勃発以来、欧州人が見せてきたユーロ存続のための努力は驚くべきものだということです。この困難な状況のなかで、短期間にこれだけのことが達成されてきたのです。市場からの巨大な圧力とユーロ崩壊の懸念が、緊急事態であるとの意識をもたらしたと言えましょう。第三に、強化されたガバナンスは欧州統合の深化を表すものです。多くの人々の間に、統合の深化に対する反感が広がっていたなかで、これらの進展が起こったことには驚かされます。今や経済は循環的な回復局面にあるため、おそらくユーロ懐疑主義も緩和されるでしょう。

ユーロ圏に安定と信認をもたらす、新しい制度を立ち上げることは重要ですが、成長を持続させるためには、それだけでは十分ではありません。ユーロ圏のファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）は実際それほど悪くはありません。財政赤字はかなり縮小し、政府債務残高は、日本はもちろんのこと、米国よりも小さいのです。経常収支は若干の黒字を示しています。国や産業によって大きな違いはありますが、企業セクターは全体としてみれば、相対的に健全な状態を維持しています。欧州の真の問題は、低い（潜在）成長率、高失業、銀行の経営状態の不透明性です。この最後の点については、今年、大手銀行は、ECBが監督機関となる前にECBによる資産評価(AQR)を受けることになっているので、透明性が多少は高まるはずで、資本不足が明らかにされれば、資本増強が必要となるでしょう。

成長と雇用の問題は構造改革の問題です。世界経済フォーラムの競争力レポートなどで、起業環境や競争力についての国際ランキングをみると、ユーロ圏の成績はまちまちです。

うまくいっている国もあれば、順位が低位の国もあります。近年の改革努力にもかかわらず、ユーロ圏の国々は順位を上げることに成功していません。とはいえ、かなりの改革を実現してきた国もあります。特に金融支援パッケージの条件の一環として改革を強いられた国々では、かなりの改革が実現しました。これは特にスペインとポルトガルにあてはまります。心強いことにこれらの国の経済は回復しつつあります。成長は回復し、自信が急速に高まっています。失業率をより許容できる水準に下げるにはまだ時間がかかるでしょうが、間違いなく前進がみられます。他方、イタリアとフランスは懸念される国です。この2カ国は改革を強制されませんでした。この2カ国の経済成長は明らかに後れをとっているため、それぞれの政府はおそらく方針を変えるでしょう。欧州委員会によるサーベイランスや勧告もまた効果があるでしょう。今年1月にフランスの大統領は“劇的”な記者会見を行い、“革新的な政策転換”を表明しました。フランス政府と、企業家、労働組合の三者間で「責任の協定」交渉が行われています。おそらくこれは意味のある改革のスタートとなるでしょう。

私は、ユーロ圏経済は今後数年、期待を上回る可能性が十分あると感じています。それは一部には、期待が非常に低いからですが、政策面で前進がみられるからでもあります。ユーロのガバナンス構造は、まだそのプロセスは完了していませんが、かなり短期間のうちに決定的に強化されました。構造改革の問題については、コップは半分は満たされ、同時に半分は空だということです。スペインやポルトガルのような国ではコップは明らかに満たされつつあります。これは、他の国が後に続くうえで、心強いことに違いありません。

ご清聴ありがとうございました。

## 5. デフレ脱却に向けた「量的・質的金融緩和」の推進

黒田 東彦（日本銀行 総裁）

本日は、国際通貨研究所主催の国際金融シンポジウムに、パネリストとしてお招きいただき、誠に光栄に存じます。

このシンポジウムのテーマには、「世界経済の成長のための政策と課題」という重要な論点が掲げられています。この点、世界経済の現状をみると、リーマン・ショック後の金融危機を漸く克服し、最近では全体として回復に向かっていますが、そのペースはなお緩やかなものにとどまっており、欧州など先進国経済でデフレに陥るリスクも指摘されています。もっとも、私は、そのようなリスクが大きいとは思っていません。中長期的な予想インフレ率が各国中央銀行の目指す水準でアンカーされているからです。この「予想インフレ率」は、この後私がお話する日本のデフレの経験と、脱却に向けたチャレンジの面でもキーワードになります。



1990年代後半以降の日本経済を振り返ると、不良債権問題、アジア通貨危機、リーマン・ショック、東日本大震災など、強い下押し圧力に次々と見舞われました。同時に、新興国からの安値輸入品の流入、規制緩和に伴う競争激化を受けた企業の低価格戦略といった、物価に対する直接的な下押し要因も数多く存在しました。これに対し、日本銀行は、ゼロ金利政策、量的緩和政策、フォワードガイダンスなど、世界に先駆けて様々な非伝統的金融政策を実施してきました。こうした実体経済を刺激する政策によって、景気が回復に向かう局面は何度かみられました。しかし、物価の下落傾向に歯止めをかけることはできませんでした。むしろ、長期にわたってデフレが続く中で、人々の予想インフレ率は低下し、「物価は上がらない」という感覚、「デフレ期待」が定着してしまいました。

「デフレ期待」が定着した世界では、現金や預金を保有することが相対的に有利な投資戦略となり、設備や研究開発に投資して新たな挑戦を行う意欲が削がれます。この結果、日本経済の活力は奪われ、これがデフレからの脱却を一段と難しくするという悪循環が発生しました。デフレは、それが長く続くことにより、克服するのが一層難しい課題となっただけです。

こうした状況から抜け出るためには、人々の「物価は上がらない」という感覚を、早期かつ抜本的に転換する政策が必要となります。そのための処方箋として昨年4月に導入したのが、「量的・質的金融緩和」です。この政策は、人々の期待に直接働きかけて「デフレ

期待」を払拭すること、すなわち、人々の予想インフレ率を引き上げることを政策効果の中心に据えたという点で、日本銀行のこれまでの金融緩和策や、海外の主要中央銀行で実施されている金融緩和策と異なります。

「量的・質的金融緩和」は、2つの要素から構成されています。第一に、企業や家計に定着した「デフレ期待」を払拭するため、必ずデフレから脱却するという日本銀行の意志を、強く明確なコミットメントで示すことです。そこで、「消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」と明確に表明し、目標達成までの期限をはっきり区切りました。第二に、長期間にわたってデフレが継続してきたことを考えると、どんなに強いコミットメントを示しても、それを裏打ちするものがなければ、人々に日本銀行の強い意志を信じてもらうことはできません。そこで、マネタリーベースを2年間で2倍に拡大することとし、これを実現するため、残存期間の長いものを含めて巨額の国債買入れを行うことを決定しました。これまでのところ、日本銀行は、この決定通りにマネタリーベースの供給を進めており、2月の前年比プラス幅は約55%になっています。また、本年末には、マネタリーベースは名目GDPの約56%に達する見込みです。これは、現在の米国FRB(22%)や英国イングランド銀行(22%)を遥かに凌駕する規模であり、歴史的にも例のない金融緩和です。

この「量的・質的金融緩和」の波及メカニズムの鍵となるのは、実質金利の引き下げです。明確なコミットメントとそれを裏打ちする大規模な金融緩和によって予想インフレ率を引き上げる一方で、巨額の国債買入れによって名目金利を抑制することにより、実質金利を低下させ、経済を強力に刺激する効果が生じます。また、こうした刺激の結果として実体経済が改善すれば、現実の物価上昇率が高まり、それがさらなる予想インフレ率の高まりにつながるという、好循環も期待できます。

それでは、実際に、このメカニズムは働いているのでしょうか。これまでのところ、「量的・質的金融緩和」は、狙いどおりの効果を着実に発揮しています。すなわち、予想インフレ率については、様々な経済主体に対するアンケート調査やブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)などをみると、全体として上昇しています。また、名目金利についても、先進国の長期金利が景況感の改善などに伴って上昇しているのとは対照的に、わが国の長期金利は0.6%前後という極めて低い水準で安定的に推移しています。

こうした金融環境のもとで、生産・所得・支出という前向きの循環メカニズムを伴いながら、日本経済は緩やかな回復を続けています。物価面でも、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比をみると、この政策の導入時にはマイナスでしたが、直近のデータでは1%台前半のプラスまで改善しています。「量的・質的金融緩和」の導入から1年が経過し、「2年程度」



と区切った期限の中間地点まで来ましたが、これまでのところ、わが国経済は2%の「物価安定の目標」の実現に向けた道筋を順調に辿っており、我々はこの政策に確かな手応えを感じています。

なお、日本では、今後2回の消費税率の引き上げが予定されています。前回税率が引き上げられた1997年に景気後退に陥ったことから、その再現を懸念する声も聞かれます。もっとも、当時の経済情勢をみると、引き上げ直後に成長率が一旦大きく低下したものの、その後は回復の兆しをみせていました。むしろ、その矢先に発生した、日本の大手金融機関の相次ぐ破たんやアジア通貨危機の影響が大きかったと思います。これに対し、現状、日本の金融システムは安定性を維持しているほか、新興国も負のショックへの耐性を高めているなど、当時とは環境が異なります。これらも踏まえ、日本銀行は、2回の税率引き上げを前提としても、前向きの循環メカニズムは途切れず、基調として潜在成長率を上回る成長が続くとみています。

最後に、今後の課題として、2%の物価上昇が安定的に持続する状態における価格や賃金の設定について、一言お話したいと思います。日本銀行は、2%の目標を安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続することを約束しています。すなわち、実際の物価上昇率が平均的に2%程度で変動し、「物価がだいたい2%くらい上がる」ことを前提に企業や家計が行動するような経済・社会を目指しているのです。米欧では、人々の中長期的な予想インフレ率が2%程度でアンカーされており、これが価格や賃金の設定方式にしっかりと織り込まれていますが、日本でもこれを実現しようということです。この点、来年度の賃金改定では前向きな動きがみられましたが、今後、物価上昇を前提とした賃金決定の仕組みがどのように作り上げられていくかに注目しています。

本日お話した「量的・質的金融緩和」は、予想インフレ率を政策的に引き上げるという大きなチャレンジです。これまでのところ、この政策が所期の効果を発揮するもとの、日本経済は2%の「物価安定の目標」実現に向けて順調に歩みを進めています。もちろん、まだ道半ばであり、今後も日本銀行は、15年近く続いてきたデフレからの脱却をできるだけ早く実現するよう、「量的・質的金融緩和」を着実に推進していきます。また、その際には、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、「物価安定の目標」を実現するために必要であれば、調整を行っていく方針です。

ご清聴ありがとうございました。

## 6. インド経済：金融市場を中心とした最近の動向と中長期展望 ドゥヴリ・スバラオ（インド準備銀行 前総裁）

皆様こんにちは。最初に、このような有意義なシンポジウムにお招きいただきまして、国際通貨研究所、特に行天さんに感謝申し上げます。これから、まず、インドのマクロ経済状況を概観し、次に短期的な脆弱性、中期的な政策課題に触れ、最後に、インドの成長物語はいまだに確かなものなのか、ということについて述べていきたいと思います。



### インドのマクロ経済概観

今日のインドのマクロ経済状況の第一の特徴は、成長が大幅に減速したということです。昨年度の成長率は4.5%でした。今年度（2013-2014）の成長率は再び5%以下となることが予想されています。2年連続で成長率が5%以下を記録するのは、この20年間で初めてのことです。グローバル金融危機直前の3年間、2005年から2008年の年平均成長率は9.5%でした。危機の最中の2008年、2009年においてさえも6.7%の成長率を記録していましたので、5%以下という成長率は最近の記録の中でも特に低いといえます。

この低成長の原因はどう説明できるのでしょうか。細かなことは捨象して、最も成長減速をもたらした要因をあげるとしたら、投資が大幅に減速したということです。この投資減速が第二の特徴です。ではなぜ、投資は減速したのでしょうか。様々な要因が考えられますが、ガバナンスを巡る信頼性の低下があることは確かでしょう。今日、インドの投資の伸びがGDP成長率よりも低いことは大きな懸念材料です。というのは、今日の投資は明日の生産能力となるからです。

第三の特徴は、これまで二桁台だったインフレが一桁台に低下しましたが、依然として8%という高率に止まっていることです。インフレはすべての国の経済に悪影響を与えますが、特にインドのような貧困国への影響は大きなものがあります。自分がインド中銀総裁だった時代に、「欧州や日本にはインドのインフレを少し持っていつてもらってもいい」と、よく冗談を言ったものです。欧州や日本はインフレを欲している一方、インドではまったく不要なのです。興味深いことに、成長が減速したにもかかわらず、インフレは減速していません。これは、インドの潜在成長率が低下したことによるものと思われる。

最後にあげられる点は、国際収支状況です。今日、ルピーは大幅な下落の後に安定してきています。インドは昨年5月にFRBによる量的緩和縮小（テーパリング）観測の影響を

受けました。その後、12月と1月に実際にテーパリングが実施されたときに、インドがそれに耐えることができたのは、既にそれまでにルピーが大幅に下落していたからです。現在、大幅な経常収支赤字の調整が起こっています。昨年の経常収支赤字はGDP比4.8%でした。今年は約2%に低下することが見込まれています。この安定化傾向は安心材料なのですが、その背景には気がかりな点もあるので、後に述べようと思います。

次に、インドの短期的な脆弱性は何か、あげてみたいと思います。

### インドの短期的な脆弱性

第一に、経常収支の赤字です。既に述べたように、今年の経常収支赤字は昨年から半減してきていますが、2つの疑問が浮かびます。1つは、この調整傾向は持続するのか。もう1つは、調整の質はどうか、ということです。経常収支の赤字が減少したのは、過去3年間、赤字を増加させてきた金の輸入が減ったためです。金の輸入が減ったのは、関税の増加などの政府の措置が奏功したためです。経常収支の赤字削減を持続させるためには、インドは輸入を抑え、輸出を増やさなければなりません。調整の質という点では、金のような非生産的資産の輸入を抑えることが必要です。そして、生産財、投資財の輸入を増やし、輸出を増やすことが必要です。ところが、そのような姿にはなっていません。

第二に、割高で不安定な資本フローへの依存があげられます。過去4~5年、インドが大幅な経常収支赤字を抱えていながら、その赤字分を補填できたのは、先進国の中央銀行による量的緩和の結果としての国際金融システムの膨大なマネーのおかげです。そのために、世界経済がしゃっくりを起こすたびに、また、欧州や米国で何か起こるたびに、インドは影響を受けてきたのです。インドは、資本フローの突然の停止や逃避に対して脆弱です。まさにそのようなことが、昨年5月にFRBが将来のテーパリングを示唆しただけで起こったのです。インドの為替市場は大幅に不安定化し、ルピーは25%以上下落しました。しかし、既に述べたように、その後、実際にテーパリングが行われた時には、ルピーは大幅に下落した後だったのでさほど動きませんでした。また、その間、非居住者預金や銀行間のスワップを通して資金フローの流入があったことも、ルピー安をとどめる方向で作用しました。現在の懸念材料は、この流入資本がいつかは流出するだろうということです。そして、資本が流出すれば、インドは再び脆弱化する恐れがあります。このため、インド中銀が今しなければならぬことは、外貨準備のバッファを増やすことです。

第三は、中央政府と州政府を合わせたGDP比で7.2%にもものぼる財政赤字です。これは大きな問題です。大幅な財政赤字がもたらす弊害はあらためて言うまでもありませんが、特に問題となるのは、中銀のインフレとの戦いに逆行することになる点です。中銀がインフレ抑制のために金融引き締めを行う一方で、政府が総需要拡大政策を行う場合です。こ



のように、政府と中銀の間ではしばしば十分な協調が行われないことがあります。

第四は、執拗なインフレです。高インフレは低下してきたとはいえ、依然高レベルにあります。インドの高インフレには三つの要素があります。1つ目は、食品です。これは循環的かつ構造的なインフレ要因です。インドについてよく知られていないことの1つに、過去7~8年の間に農村の所得が向上したことがあげられます。その結果、農民の食生活は変わりましたが、農民は、穀類よりも肉や卵などの蛋白質をより摂取するようになったので、蛋白質食品に対する需要圧力が高まり、それがインフレの原因の一つになっているのです。2つ目は、石油価格です。インドは世界で第4番目の石油輸入国ですので、石油の国際価格に大きく左右されます。3つ目は、需要圧力です。一人当たり所得が2,000ドル程度の国であればどこでもそうですが、ちょっとした所得の伸びはすぐに需要に向かいます。これが今まさにインドで起こっていることなのです。

第五は、投資の減速です。前に述べたとおり、投資の伸びはGDP成長率よりも低くなっています。現在、企業投資の対GDP比はグローバル危機前から約半減しています。したがって、問題はいかにして企業マインドを回復させるか、ということです。

第六は、供給面の制約です。非効率、部門間格差、原材料リンケージ、輸送ボトルネック、統制価格、などなど様々な問題があります。

ここからは、これからインドがとるべき政策上の五つの優先課題について述べようと思います。

### インドの中期的な優先政策課題

第一に、インドは政策と執行面のボトルネックを取り除いていかなければなりません。最近の世界銀行の「ビジネス環境の現状」報告書によると、インドの順位は前回から3ランク下がり、134位です。インドは官僚制度や、国内外の投資家とのインターフェースを改善する必要があります。ビジネスを行う上でインドでは驚くほどの数の許認可を必要とします。ガバナンスや汚職の問題もあります。汚職が悪化しているか必ずしも明らかではありませんが、汚職が認識されていることは確かなことです。最近の *Economist* 誌では、インドの汚職について4ページにわたってまとめられています。実際何が起きているかという点、汚職批判が渦巻く中で、官僚制度は立ち往生しているということです。官僚たちは何をやっても汚職の非難を受けかねないことを恐れるあまり、何もしないのが最善の防衛、と考えるようになっているのが現状です。

第二は、農業やインフラなどにおける供給上の制約の緩和です。

第三は、生産性の向上です。生産性の向上を牽引するのは次の三つの強力な力があげられます。1つ目は、人口構成です。インドには豊富で急速に増加する労働力があります。2つ目は、生産性の低い農業部門から、生産性の高い工業、サービス部門に大量の労働人口を移動させる余地があるということです。3つ目は、労働力が農業から製造業に移動することに伴って期待できる規模の経済です。

第四は、財政調整の量と質の改善です。財政調整とは、あらかじめ定められた数値目標に財政赤字を抑えるということだけではなく、財政調整の中身も重視するものです。日本で消費税が議論されているように、インドでも間接税である物品・サービス税（GST）が全国的に議論されていますが、政治的な理由で進展していません。しかし、これが実現すれば世の中を変えるだけの大きな効果があります。補助金も問題です。インドには数多くの補助金があり、GDPの3~3.5%にものぼりますが、問題はその目的がはっきりしないことです。インドに必要なことは、補助金の増加を抑え、その目的を明確にし、そして浮いた資金で必要な資本支出を増加させることです。

第五は、金融部門の改革の加速です。インドはインフラ投資を必要としていますが、そのためには長期金融が必要です。銀行はそもそもインフラ融資には適していないので、保険市場、年金市場を改善し深化させていく必要があります。海外と国内からの投資を必要としています。銀行の自己資本も充実させなければなりません。銀行間の競争を高める必要があります。そして、金融包摂を進化させていくことが極めて重要なのです。

#### インドの成長物語はいまだに確かなものか？

最後に、「インドの成長物語はいまだに確かなものなのか？」と問われれば、「然り」と自信を持ってお答えできます。中期的成長の原動力は健在です。原動力は大勢の優れた企業家達です。国民の非常に高い能力レベルもあげられます。その他、貯蓄を生み出し、巨大な市場を提供する人口構成、民主的制度、そして、それなりにしっかりとした法制度です。これらは皆インドの成長物語の原動力です。しかし、ただ放っておいても成長していくというものではありません。インド人自身がやるべきことをやるべき時にやるのが重要なのです。「インドの成長物語」はいまだ健在です。そして、インドは国内からの投資と海外からの投資、特に日本からの投資を必要としているのです。

ご清聴ありがとうございました。

## 7. 三中全会の改革と中国経済へのインプリケーション

高海紅（中国社会科学院 世界経済政治研究所 教授・ダイレクター）

行天理事長、再び国際通貨研究所のシンポジウムにお招きいただき、光栄に存じます。

本日は、三中全会で打ち出された改革と、中国経済へのインプリケーションについてお話ししたいと思います。

はじめに、最近の中国経済の状況についてです。ご承知の通り、過去 30 年、中国の GDP 成長率は年平均 9.8%と高成長を遂げてきましたが、現在中国は低成長への道を歩み始めています。

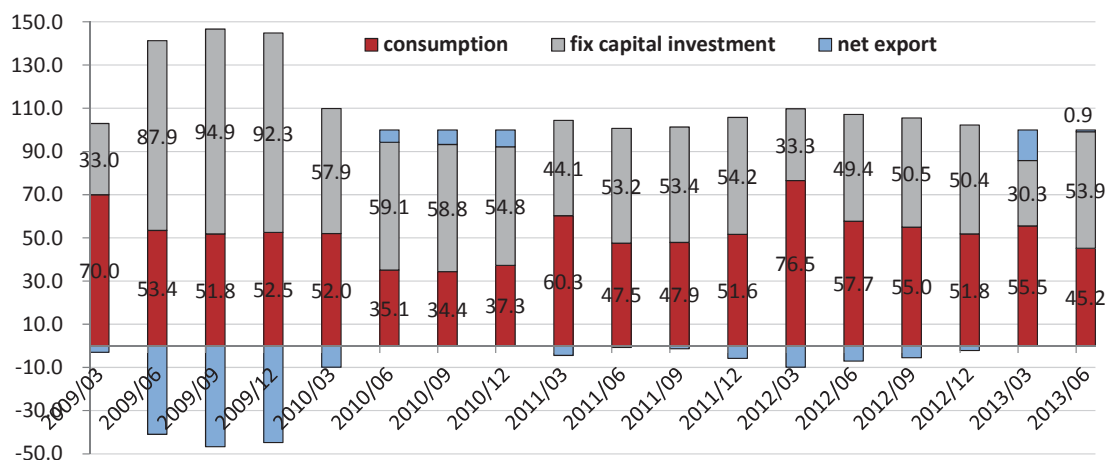


李克強首相は、2 週間前に行われた全国人民代表大会で、今年の経済成長率の目標を 7.5% に設定しました。私は、この数字は、おそらく成長率の上限であると考えています。というのも、中国は現在、シャドーバンキング、地方政府債務、不動産バブルのレバレッジを解消しようとしているためです。

中国は雇用の問題についても懸念しています。今年、中国では 730 万人の大学生が卒業し、600 万人の農民工が都市へ流入すると予測されています。したがって、これらの人々の雇用を確保しつつ、レバレッジ解消や構造改革を実施し、安定成長を保つということは、難しい課題となっています。

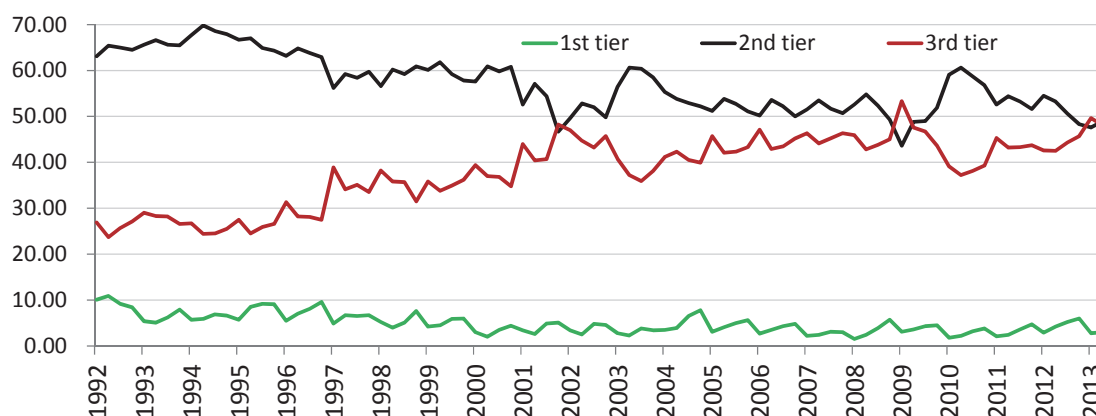
中国の成長を牽引しているものは何かをみてみましょう。輸出の成長率への寄与度は 2009 年からほぼ一貫してマイナスであり、今年は回復が予想されていますが、引き続き成長への寄与は限定的でしょう。固定資本投資については、消費中心の成長を目指す中国にとっては残念ですが、7.5%の成長目標を達成するのであれば、再び中国経済の牽引役とならざるをえないでしょう。消費については、引き続き低水準が続き、近い将来に劇的な増加を遂げるとは考えづらいでしょう。

### Three drivers as percent of GDP



産業の構造的な変化もまた中国を低成長へと導くでしょう。サービス部門は着実に成長を遂げ、ついに工業部門の規模を上回りました。今後 10 年間の潜在成長率は、6%から 8%の間、全要素生産性は 2%と推計されています。過去 30 年間の全要素生産性は 4%であったことを鑑みると、今後中国は資本・労働の投入が減速すると考えられます。

### Three sectors as % GDP / Agricultural, industry and service



では次に、三中全会で打ち出された新しい改革についてみてみましょう。今回の社会および経済の改革は、どこが新しい点なのでしょう。私がみるところ、1978年に始まった鄧小平による改革では、富のパイを大きくすることを目的としていましたが、今回は富を公平に分配することに重点を置いていると思います。では、どうすればこの改革を達成できるのでしょうか。

キーワードは2つあります。1つは市場化、もう1つは自由化です。それでは、改革の概要について、簡単にご説明したいと思います。

## The Third Plenum policies in brief

Reform areas		Policies	Objectives
<b>1. Economic and financial reforms</b>	Role of the government	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Reduce government intervention in the economy;</li> <li>- Let market determine the prices of water, oil, natural gas, electricity, transportation and telecommunication.</li> <li>- Delink officials' performance from GDP growth-based, link it to an index including resource consumption, overcapacity and incremental local government debt.</li> </ul>	Let the market play a decisive role and establish a modern market system in terms of market rules and pricing.
	Financial sector	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Set up privately-funded small and medium sized banks;</li> <li>- Establish a registration-based stock issue system from current approval-based one;</li> <li>- Form a deposit insurance system;</li> <li>- Interest rate liberalization;</li> <li>- Exchange rate formation;</li> <li>- Speed up RMB capital account convertibility toward full convertibility by 2020.</li> </ul>	
	Fiscal reform	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Improve the budget system and tax system include the property tax and VAT;</li> <li>- Revenue sharing between local and central government will be gradually adjusted by a local tax system, but the central government will take more responsibilities and have more power accordingly.</li> <li>- Consumption tax instead of business tax</li> </ul>	
	State owned enterprise	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Set up state-owned asset management companies;</li> <li>- Increased state capital gains transferred to social security fund from the current level of 0-20% to 30% by 2020;</li> <li>- Allow non-public owned enterprises to take part in state investment projects.</li> </ul>	
	Economic Openness and fairness	<ul style="list-style-type: none"> <li>- liberalize investment access and more free trade zones following Shanghai;</li> <li>- Explore a model of national treatment (being treated the same as domestic investors) combined with a "negative list"</li> <li>- Explore the set up of intellectual-property courts</li> </ul>	

Reform areas		Policies	Objectives
<b>2. Social reforms</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>- More property rights for farmers include limiting the scope of rural land acquisition by local governments and establish a rural property rights trading market</li> <li>- Hukou (residency permit) system reform: fully opening for towns and small cities; gradual loosening limitations to settle in middle-sized cities; reasonable requirements for large cities but strict control of population size in large cities.</li> <li>- Loosen the one-child policy; Improve the education system and help college graduates for employment; Income distribution adjustment, establish a more reliable and sustainable social security system and continue healthcare reforms</li> <li>- Strengthen management of the internet; increase the supervision of food and drugs, and complete the social security risk evaluation system.</li> </ul>	Enhance equality and social safety
<b>3. Political reforms</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Abolish the system of re-education through labor camps; further judicial reform including centralized management of courts.</li> <li>- Complete anti-corruption system and explore an official residence system.</li> <li>- Continue to promote "deliberative democracy"</li> </ul>	Enhance social justice
<b>4. Cultural reforms</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Consolidate media resources to push the merging of traditional and new media; Complete online propaganda system</li> </ul>	Enhance the soft power
<b>5. Ecological reforms</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Protect the environment including making local officials permanently liable for any environmental damage.</li> </ul>	Sustainable growth
<b>6. National security</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Establish a National Security Committee to co-ordinate and centralize national security</li> </ul>	

三中全会の改革は、大きく 6 つの分野に分かれています。

第一の分野は経済・金融改革についてです。政策の第一は、政府の役割を変えるというものです。すなわち、経済に対する政府の介入を減らし、水、原油、天然ガスといった資

源や電気、運輸、通信の価格を決めるのを市場に任せるといったものです。その中で最も重要なのは、公務員の評価項目から GDP 成長率を外すということで、これによって政府の様々なレベルで変革が起き、経済成長に過度に傾斜した政策からの転換が起こることが期待されています。

第二の政策は、金融セクター関連の改革です。民営の中・小規模の銀行の設立が予定されており、実際に 5 つの民営の中小銀行の設立に向けて準備が進められています。また、株式発行システムが従来の許可制を変更し届出制に変わる予定です。これらの改革実行には議論があるものの、間もなく実現されると考えています。預金保険制度の整備は、おそらく長期的な目標となるでしょう。金利の自由化については今まさに進んできています。貸出金利はすでに自由化されていますが、人民銀行は預金金利についても 2 年の間に自由化するとしています。為替相場については、ご承知の通り人民銀行は最近日中変動幅を 1% から 2% に拡大しました。もちろん、資本取引についての改革も加速させていますが、これは大掛かりな政策目標と見てよいでしょう。

第三の政策は、財政改革です。ほかの政策と比べてとても難しい改革です。予算のシステムや固定資産税、付加価値税といった税制の改革は長期的な目標になるでしょう。これらの改革には、日本から学ぶことがたくさんあります。中国の場合、やるべきことは議題にあがってはいるものの、それを実行するためにはより細部を詰めていかなければならないと感じています。

第四の政策は、国有企業に関するものです。国有資本運営企業を設立し、国有資本の収益の社会保障基金への納入比率を 2020 年までに現在の 20% 以下から 30% に引き上げ、国民生活の保障や改善への活用を進めます。非国有企業に対し国家投資プロジェクトへの参入を認めたのも、新しい動きであるといえます。

第一の分野の最後の政策は、経済の開放と公平性についてです。中でも最も重要な政策は、上海自由貿易試験区の取組みで、ここではネガティブリストを利用して、外資企業に対し内国民待遇を実施するという管理モデルを追求しています。これもまた、政府の介入を減少させるという改革の 1 つであると思います。上海自由貿易試験区では、知的財産裁判所の設立も検討しています。

三中全会の改革の第二の分野は、社会制度改革についてです。第一の政策は、農民の土地に関する権利の拡大についてです。この改革は非常に重要で、これがうまくいけば、農村から都市へ絶えることなく続いている人口の移動を和らげることができるからです。第二の政策は、戸籍制度改革です。現在は農村から都市への戸籍転換は厳しく制限されてい



ますが、この改革については順序立てて進んでいくと思います。すなわち、はじめに小さな都市に完全に開放され、次第に中都市で緩和され、合理的な理由がある場合には、大都市でも緩和されるというものです。これも、長期的な目標となる政策です。第三の政策として、一人っ子政策の緩和も非常に重要で、社会からも歓迎されています。インターネットの規制強化や、社会保障制度体系の構築なども重要な政策です。

今まで述べてきた社会制度改革は、いくつか代表的なものを挙げているだけですが、お気づきの通り、この改革は公平性と社会の安定を目的としています。

改革の第三の分野は、政治改革です。ご存知だと思いますが、中国では今、腐敗撲滅運動が非常に活発に行われております。政府は可能な限り腐敗を制限するという決意をもっていると思いますし、このキャンペーンは長い間続くでしょう。

このほかに、文化、環境、安全保障の 3 つの改革があります。持続的な成長モデルの構築、ソフト・パワーと社会正義の強化を目指す中国にとって、これらもたいへん重要な改革です。

このように複雑な改革ですが、まとめるとポイントは以下 4 つだと思います。第一は、政府は介入を減らし、政策の透明性を高めるとともに、政府行動は法の支配に基づくものでなければならないということです。第二は、土地、労働、資本といった要素価格は、市場で決められるべきだということです。第三は、金融セクターは自由化され、徐々に国家の介入から解放されていかなければならないということです。第四は、技術革新と企業の公正な競争の促進が必要だということです。最後に、家計は、平等な権利、社会・健康上の安全を得られるようにするべきだということです。中国は市場化への道を歩み始めています。中国のメディアは、今回の改革について「前例のない、広範囲に及ぶ、深くて強力な改革だ」と述べています。

では中国が抱えるリスクとはなんでしょうか。簡単に触れたいと思います。

第一に、シャドーバンキングの問題があります。皆さん、ニュースで最近の中国のシャドーバンキングの拡大についてはご存知かもしれません。シャドーバンキングは、長年の中国の金融市場の停滞に深く根を張っています。長い間、実質金利がマイナスであった中国では、家計の消費が停滞し、またマイナス金利の状態は、ある程度、国有企業の資金調達を支援していたといえます。シャドーバンキング拡大の主なインセンティブとなるのは規制の裁定行動です。その結果、現在では 2 つの並行する金利が存在しています。1 つはシャドーバンキングが提供する市場金利で、もう 1 つは公式の固定預金金利です。中国のシ

シャドーバンキングの代表とされる理財商品は、急速に成長しています。

では、このシャドーバンキングはどれくらいの規模なのでしょう。シャドーバンキングの範囲を定義するのはとても難しく、正確なデータはありません。理財商品のような狭義の定義をとるのか、あるいは信託、証券やほかの金融事業体など広義の定義をとるのか、統計が違えば、違った数字が出てくるということなのです。ですが、数字からいえば、規模は先進国と比較して小さいですし、シャドーバンキングの特徴も先進国とは違います。中国のシャドーバンキングは、銀行と密接に関連し、ほとんどの銀行が関与しているといっていでしょう。欧米の典型的シャドーバンキングである証券化商品とは違うのです。

では、中国のシャドーバンキングで懸念されていることとは何でしょうか。

第一に、それはオフバランスで見えない取引であって、潜在的な不良債権を銀行にもたらしめているということです。第二に、レバレッジが高く、実体経済の資金調達コストを上げていることです。第三に、流動性リスクと信用リスクがあることです。最後に、これは一番重要な点ですが、暗黙の公的保証期待があるということです。4大商業銀行は特にそうですが、銀行は決して自分たちが販売する理財商品について明確な保証を唱っていませんが、人々は銀行や銀行の商品は政府によって保証されているものと思い込んでいます。しかし、実際には今年1月末に工商銀行が販売した理財商品の償還問題で、銀行の商品もデフォルトするという注意喚起がなされました。今後も、小規模の民間企業を中心にデフォルトが起きてくると思いますし、それに伴う銀行のリスクも高まってくると思います。政策当局者は、24時間体制でシャドーバンキング問題を監視し、金融システム全体への波及を阻止しなければなりません。

中国の抱える第二のリスクは、地方政府の債務問題です。地方政府債務は急速に増加しています。16の地方政府では、対GDP比債務残高が100%を超えており、これは非常に危機的な状況であるといわざるをえません。

なぜ危険なのでしょう。過剰生産能力、環境問題のボトルネック、金融リスクなど既に指摘されているリスクに加えて、中国が債務依存症のような国になってしまう恐れがあるということではないでしょうか。まだ、最悪期は終わっていないと思いますが、私は悲観的なメッセージを出しているわけではありません。中国自身が最悪のシナリオを認識している限り、行動して、実際にそういうことが起きないように準備をしていくと考えているからです。

以上で、私のプレゼンテーションを終わります。ご清聴、ありがとうございました。



## 8. パネル・ディスカッション

行天： ありがとうございます。では、パネリストの皆様とのQ&Aセッションに入りたいと思います。すでに、聴衆の方々から本日の講師の皆さんに対する質問をたくさん頂いています。なかなか選ぶのが大変でしたが、講師の方々に個別に質問して、お答えを聞いていきたいと思っています。



では、ラインハートさんから始めたいと思います。お聞きしたいのは、米国の成長モデルについてです。これまで長い間、米国は個人消費主導で成長し、それが財政赤字と経常赤字、いわゆる双子の赤字の原因となってきました。先ほどのお話にもあったように、目下米国は先進国の中では最も早いペースで成長しています。大変喜ばしいことですが、米国が仮に今後も世界景気の回復を牽引するような高成長を続けるならば、経済の中期的な成長パターンはどのようなものになるのでしょうか。引き続き消費主導でしょうか、それとも輸出主導あるいは投資主導へと変わるのでしょうか。お聞かせ願えますか。

ラインハート： 重要なのは、米国はこれまで貯蓄が不足しがちだったので、投資を増やすために海外資本を必要としたことです。その結果、我々はいくつかの課題を抱えることになりましたが、その中には希望もあります。

最大の課題は、今、米国で最も過大評価されている資産は何かという問題と関連しています。私は、それは国民が将来受け取ることができると思っている社会保障の実際の価値だと考えます。米国の社会保障制度は脆弱です。社会保障給付額を「資産の過大評価」と捉えれば、簡単に説明がつかます。すでに資産を手に入れているという安心が貯蓄不足を引き起こしているのです。言い換えると、米国では、皆がそうした資産があると信じるがゆえに、過剰なレバレッジがかかっています。一方、政治家は社会保障制度の問題を語ろうとしません。なぜならば、それは有権者に対して、将来所得は彼らが期待しているほど大きくないと告げることになるためです。したがって、中期的な課題は社会保障に関する問題を解決することでしょう。そのうえでの良い点は、これまで財政改革に手をつけていないだけに、税制改革、歳出改革、さらには社会保障の公平化に取り組む余地が大きいことです。中長期的にみて、米国の最善の姿は包括的な財政改革が進むことです。

もうひとつの強みは、シェールオイルやシェールガスといったエネルギーが採掘でき

るようになったことです。これは、製造業の国内回帰を後押ししています。石油・ガス採掘と製造業の国内回帰により生じた資本の拡大は、結果としてより速いペースで成長する機会をもたらしました。これは新興国経済にとっても、重要な変化をもたらす可能性があることを指摘しておきます。米国が世界の輸出拡大のエンジンになってきたのは、新興国がその製造を得意とする多くの消費財を米国が好んで買っていたからです。ですが、製造業が国内に回帰し、支出を設備投資に向けるようになると、米国は途上国にとって消費者ではなく競争相手になります。

行天： ありがとうございます。財政再建を強調されていますが、ご自身のお考えとして、この点には、いわゆるオバマ・ケアの問題も関係するのでしょうか、あるいは関連する問題ではないですか。

ラインハート： もちろん関係があります。というのは、医療保険制度改革法には、現在の社会保障制度がどのようになっているのか、きちんと問題を把握させる意図があるからです。医療費の上昇が極めて緩やかにとどまることを当てにするような予算システムは持続不可能です。そのため、医療保険改革を行ったのです。したがって、改革の精神は至って真っ当です。実施に際してはやり方に問題があったと思われるかもしれませんが。

行天： 仮にそうした必要な措置が取られた場合、中長期的にみて、米国の家計貯蓄率は、例えば6%から7%というかつてと同じぐらいの水準に戻っていくと考えてよいのでしょうか。

ラインハート： 私の答えは、そうなるべきということです。私たちは、財政改革を通して貯蓄を増やす必要があります。そうすることによって、投資がより有利になるため、消費は過去の標準的な水準に戻るでしょう。もっとも、改革に向けた政策を実現していくのは政治家です。今の米国の政治状況を踏まえると、そうした改革が進むとは言い切れません、むしろ進まないといったほうがいいかもしれません。ただ、持続不可能なものはいずれ立ち行かなくなりますので、私たちは、国を挙げて貯蓄を増やす必要がありますし、社会保障の問題に正面から向き合わざるを得ないのです。行天さんの中期的な予想は正しいですが、それが成長に導くように起こるか、そうでないかは、今の時点では予想できません。

行天： ありがとうございました。さて次はデ=ヨンさん。スピーチのなかで、2011年にユーロ圏危機が起こって以来、ユーロ域内ではいわゆる中心国と周縁国の間に深刻な格差が広がったというご指摘がありました。私の印象ではこの格差は簡単には解消できそうも

ありません。今後ユーロ圏は、持てる者と持たざる者の格差を均していくための安定的な仕組みを持たねばならないと思います。その仕組みは中心国、特にドイツの新たな負担によって作らざるをえないのではないのでしょうか。危機が起こって以来、ユーロ圏におけるドイツの地位はかなり上がり、この所得均等化のプロセスのなかでのコスト負担について、活発な議論が行われていると理解しています。しかし同時に、ドイツからは、周縁国がもっと努力すべきだとの議論が聞こえてきます。そこで私から質問です。あなたはユーロ圏に何らかの所得均等化のための安定したメカニズムが必要という意見に同意しますか？そしてドイツがそのコストのかなりの部分を負担すべきだと思いますか？もしそうであれば、それは実現可能な提案だと思いますか？それとも非常に困難でしょうか？こういう質問をするのは、何らかの所得均等化のための安定したメカニズムは、ヨーロッパで危機の再発を避けるために必須条件だと考えるからです。

**デ=ヨン：** もっと簡単な質問を期待していました。質問にお答えする前に私のバックグラウンドを明らかにしておきたいと思います。私はオランダ人で、オランダは強い国の一つとみられています。母は半分ドイツ人で、妻はアイルランド人です。私はオランダのアムステルダムで仕事をしていますが、アイルランドに住み、アイルランドからオランダに通勤しています。私は危機を強い国の立場からも経験し、また緊縮政策や生活水準の切り下げという痛みも感じてきました。息子は学生ですが、数年前にダブリンのマイクロソフトの子会社で好条件のサマージョブに従事しました。私は次の年も息子にサマージョブを探すように言い、息子は再びマイクロソフトに面接に出かけました。帰宅した息子が暗い顔をしているので、職を得られなかったのかと思いました。ところが、「職は得られたけれど、給料は去年より 10%も低い」という答えでした。そこで私は「お前はアイルランド経済の回復にかなりの貢献をした。すばらしいことだ」と息子に言いましたが、彼は化学専攻なので、その経済的意味はわからなかったようです。

行天さんの質問に戻ります。格差にもさまざまな次元のものがあると思います。貧富の格差という点では、私たちはある程度格差とともに生きなければなりません。ある国は他より生産性が高く、こうした生産性の格差が存在する国々の統合をさらに深化させるためには、皆が最高の水準に到達しなければなりません。しかし、それは無理なので、どこかの格差の水準から始めなければなりません。私は、貧富の格差が統合にとってある種の限界点になるとは考えていません。もっと重要なのは経済の成長力だと思います。各国の潜在成長力、国際競争力、ビジネス環境指数、OECD の構造改革進捗度などに注目すると、ヨーロッパ各国の格差が大きいことがわかります。フィンランド、ドイツ、オーストリアそしてオランダの点数は高く、他方で、スペイン、ポルトガル、フランスは驚くほど点数が低いのです。このように格差があるままでは通貨同盟を成功させることはできないと思います。これらの指標の点数の低い国々は改革を進め、点数を上げる必要があります。こ

のプロセスは既に始まっています。私たちは危機を無駄にはしていません。私たちは、今回の危機を利用し改革を軌道に乗せており、被支援国は改革を実行するよう圧力をかけられました。被支援国は改革を実行し、経済はその恩恵を受けつつあります。先ほどもお話ししたように、他国も追随することが期待されます。

ドイツが今般の危機に際して自らの義務を自覚しているかどうかという点については、私は彼らは自覚をしていると思います。過去数年間、ドイツが救済措置などで巨額の金融支援を行ってきたことがそれを示しています。



**行天：** ありがとうございます。さて黒田さんに対する質問を選ぶのにはかなり悩みました。当フォーラムの内容は記録されており、黒田さんを難しい立場に追いやりたくないと考えたのですが、勇気を持って行動することにしました。黒田さんは、量的・質的金融緩和が実体経済に波及する 3 つの経路をお示しになりました。第一の経路が実質金利の低下、第二が金融機関等におけるポートフォリオ・リバランス効果、第三が市場や経済主体の期待の抜本的転換で、いずれも重要であると思います。この内、第三の経路、すなわち結局のところ日本経済の復活には人々や企業の心理の大転換が不可欠、との考え方に私は賛成です。しかし、一方でこの考え方は非常につかみどころのないものと言わねばなりません。まるで集団心理の問題であるかのようです。黒田さんの立場からご覧になって、日本経済の再生の引き金になり得る現在の前向きな心理を維持するために、日本には何が必要とお考えかお聞かせいただけますでしょうか。

**黒田：** 難しい質問ですが、お答えしてみましよう。まず、「期待」は政府が施行するあらゆる経済政策において常に重要ですが、特に重要なのは金融政策においてです。これはどの国にも共通する話ですが、現在の日本の金融政策運営において、「期待」はとりわけ重要です。日本の金利水準は相対的に低く、短期金利は殆どゼロで、長期金利も低水準です。



名目金利の引き下げによる実質金利の引き下げ余地は限定的であるため、実質金利を大きく引き下げるためには、予想インフレ率を大幅に高めなければなりません。こうした考え方をつかみどころがないと捉えるか否かは、ご判断に委ねるしかありません。

ご承知のように、期待の形成というのは、理論的観点からもなお不確実性が残るものであり、引き続きとても難しい分析テーマです。長年にわたってマクロ経済モデルやマクロ経済における政策立案には、いわゆる合理的期待仮説が用いられてきました。期待が合理的であるとの仮定は扱いやすいからです。ところがここ 5～6 年の間に、合理的期待はそれほど万能ではないかも知れないということも指摘されてきました。期待の形成は経済主体毎に異なっており、単一的前提ではそれらに対応しきれないからです。その結果、ある種の適応的期待と合理的期待の組み合わせが必要となりましたが、これを分析することは、理論的観点のみならず統計的観点からも、非常に困難といわれています。

私も、期待というものは掴みどころがなく曖昧であると思います。しかし、先程申しました通り、期待の形成が経済に与える影響、ひいては、それが経済政策、特に金融政策に関して持つインプリケーションは極めて重要です。そのため、何らかの手法による分析を通じて期待形成に関する一定の想定を置く必要があります。

先程も申し上げましたが、日本銀行は、明確なコミットメントを強い姿勢で示すことによって、予想インフレ率を高めることができると考えます。しかし、消費者物価の前年比上昇率 2% という物価安定目標を 2 年程度で実現すると表明すれば、すぐに予想インフレ率が 2% に向けて上昇していくと考えるほど楽観的ではありません。

インフレ期待はすでにある程度高まっていますが、インフレ期待は適応的な過程を通じて形成されます。実際にインフレ率の上昇を目の当たりにすることにより、予想インフレ率も上昇するわけです。この 2 つのプロセスを通じたインフレ期待の高まりがフィリップス曲線の上方シフトを促し、インフレ率を緩やかに上昇させると考えます。

「期待」は経済活動における極めて重要な要素です。先ほども申し上げたとおり、理論的には分析が難しいですが、分析を通じて一定の期待形成メカニズムを想定する必要があると考えており、我々は 2 つのプロセスを想定している訳です。これまでのところは想定した通りインフレ率は上昇し、インフレ期待も高まっています。

なお、行天さんのご質問が、わが国の持続可能な中期成長経路、あるいは潜在成長率に対する問いかけを含んでいるとすれば、それらを決定するのは基本的にサプライサイドの要因であるとお答えします。中長期的な潜在成長率を引き上げるのはいわゆる成長戦略で

あり、政府は現状の1%未満から2%に引き上げることを目標としています。

政府は、すでに電力セクターの規制緩和やコメの減反政策の廃止決定、国家戦略特区の枠組み作りなどいくつもの構造改革を実施しており、さらに今国会中に約30の法案を提出し、様々なセクターにおける改革や規制緩和を推進する方針です。私は、成長の要であるこれら規制緩和や構造改革が実行されれば、日本の中期的な潜在成長率は引き上げられると確信しています。

**行天：** 黒田さん、簡潔にお答え下さり誠にありがとうございました。それでは、スバラオさんに質問いたします。スバラオさんのお話からは、インド経済が現在、大変多くの課題に直面しているということがよく伝わってきました。インド経済については様々な見方があると思いますが、私は直接投資をどのように増やすかが、最も重要な課題のひとつとみています。インドのような状況にある国において、資本と共に技術なども流入する直接投資は、国内市場を刺激する最良の手段と考えるからです。外資系企業との競争が生まれれば、いわゆる「創造的破壊」も促進されるでしょう。ご承知の通り、インドにおける対内直接投資の規制緩和の行方には、非常に多くの注目が集まっています。政治的・社会的問題が絡んだ、単純とは言い難い課題であることは承知しておりますが、その概要と見通しについてお聞かせください。

**スバラオ：** 直接投資は、インド政府が数年前から取り組んでいる課題です。インドは対内直接投資の増加を望んでいますが、海外からの資本流入の多くは直接投資ほど安定的でなくインド経済への貢献度も高くないポートフォリオ投資となっています。

インドの直接投資政策にはいくつかの誤解が存在します。1つは、「大勢の海外投資家がインドの直接投資の規制緩和を待っており、緩和が実施され次第、大量の資本流入が起きる」という見方です。しかし、海外からの投資の呼び込みには世界中の国々がしのぎを削っており、インドもアピールする努力無しで呼び込むのは難しいというのが現状です。2つ目は、直接投資がインドの投資家を押しつけ、インドには適さない資本集約的な技術を持ち込み、収益を持ち去るというものです。もちろん、直接投資の目的が利益の追求であって、善意の施しではないのは当然です。外資系企業の進出は、利益追求の過程でインドの成長と発展にも貢献するのです。

インドは経常赤字の穴埋めのためだけに直接投資を必要としているのではなく、成長と発展を加速させるために必要としているのです。直接投資を呼び込むためには、投資家によりフレンドリーになる必要があります。そのためには直接投資に係るコストを引き下げることがより重要です。



最後に、インドは日本企業にとって大きな可能性がある進出先であるということを申し上げます。1980年代以降、日本はアジア中に進出しましたが、インドへの進出はごくわずかです。デリー・ムンバイ産業大動脈構想は前進しています。日本企業が進出、成功すれば、相乗効果が起きると考えます。

**行天：** ありがとうございます。本格的な動きが現れる前に、成功例を増やす必要がありますね。あなたの意見に全く同意します。

高さんにお尋ねします。中国が本格的かつ大胆な改革に乗り出していることは明らかです。私は、中国が①大幅なレバレッジ解消、②政府権限の縮小、③環境配慮の強化の実現をもたらす金融、産業、投資政策の強化によって、経済・社会における多くの不均衡の是正、すなわちリバランスを目指していると捉えています。高さんのプレゼンテーションにあったように、それらは総じて中国に経済成長の減速をもたらすでしょう。

高さんご自身の発表に際して、今後10年間の中国の潜在成長率の予想値を6%から8%と述べられました。もし、何らかの理由で平均成長率が想定レンジの下限である6%近辺となった場合、中国の労働市場はどのような影響を受けるのでしょうか。また、シャドーバンキングによってファイナンスされている様々なプロジェクトはどう影響されるのでしょうか。

中国が安定成長の維持と短期的な経済成長の鈍化が予想される改革の取組みを、どのようにバランスさせる方針なのかお伺いいたします。もちろん、私は中国が不均衡の是正に成功すると共に、6%から8%の経済成長率を維持することを願っていますが、経済成長率が見通しの下限に止まった場合に何が起きるのか、ご意見をお聞かせ下さい。

**高：** とても難しい質問です。ご質問に完璧にお答えすることはできないと思います。ともあれ私の考えを申し上げます。おっしゃる通り、7.5%の成長率というのは上限であり、多くの予想値はこれより低くなっています。中国政府は、短期的な成長と長期的な構造改革を上手くバランスさせようとしています。構造改革のためには低成長を許容しなければならないというのは、中国が目下直面するジレンマです。中国は世界経済、特にアメリカやヨーロッパなどの先進国が回復することを望んでおり、それによって中国の輸出産業が恩恵を得られることを期待しています。しかし、先ほど申しました通り、中国経済は輸出主導型から消費主導型へと舵を切っています。国内消費はまだ低水準ですが、改善の傾向がみられます。あらゆる取り組みは、達成に時間がかかるのが常です。中国は、最終的にある程度の低成長へ向かうと思いますが、想定されている成長率のレンジの下限には至らないと思います。6%はかなり保守的に見積もった数字です。

労働市場について申し上げますと、ご承知のとおり中国は戸籍改革によって農村から都市への労働者の移動を促進しようとしています。近い将来、驚異的な規模の農村人口が都市部の労働力として活用可能になる可能性があります。戸籍改革は、向こう10年間における他の都市化政策と比較しても大掛かりな政策であり、国内労働市場の発展を大いに促進するでしょう。中国は、高齢化などの構造問題を原因とする成長のボトルネックの問題を克服できると考えます。

このように、私は中国経済について、短期的には少々悲観的ながら長期的にはかなり楽観的に考えています。



**黒田：** 私は中国経済について語る立場にありませんが、中国経済に関する高さんのプレゼンテーションは大変印象深かったです。中国経済は外需主導から内需主導へと大きく転換しつつあります。そして高さんのご説明のとおり、サービス産業のシェアが拡大しています。一般的に、サービス産業は製造業に比べて労働集約的であり、経済が多少減速したとしても雇用状況は悪化せず、むしろ改善する場合があります。

現在、日本経済も同様の状況にあります。今回の日本経済の回復は、消費、住宅投資、公共投資といった国内需要に牽引されており、輸出主導で、製造業の回復が起点となったこれまでの典型的な回復局面とは異なります。今回は、内需主導、非製造業主導の回復であることから、成長率はそれほど高く無いにもかかわらず、雇用状況が顕著に改善しています。実際、労働市場はかなり逼迫しており、失業率は3.7%まで低下しました。私どもの推計では、日本の構造的失業率はおおよそ3.5%であることから、現在の労働市場は完全雇用に近い状況にあると考えられます。なお、足許の失業率はリーマン・ショック前の水準に

近く、賃金もすでに上昇し始めています。

日本経済は中長期的にも、よりサービス産業中心の経済に変化していくと考えます。高さんがおっしゃったように、医療、保育、高齢者介護などの産業が拡大すれば、サービス部門のその他の産業の需要も増加するでしょう。日本経済は今後、サービス産業の一層の拡大によって、米国経済のようにサービス産業主導の経済へ移行すると考えます。

**行天：** 皆様、貴重な話をありがとうございました。さて、2番目の質問として、中長期的な問題について伺いたいと思います。まず、ラインハートさんには、米国の潜在的な強さに関連してお尋ねします。私自身は、米国がダイナミックな企業活動やシェール・エネルギーの開発など数多くの強さを持っていると思いますが、一方で、米国が抱えている中長期的なリスクとは何でしょうか。ラインハートさんからは、すでに社会保障の問題についてお伺いしましたが、米国においてさえも、人口動態が住宅市場や財政状況に影響を及ぼすという意見も聞こえてきます。また、グローバルな問題についてアメリカのリーダーシップが弱まっていくことを心配する人もいます。これらの点について、中長期的視点からどのようにお考えですか。

**ラインハート：** それでは順にお答えしましょう。米国でも人口の高齢化が進んでいますが、この問題にどう対処したらよいか助言を求めるならば、相手は日本をおいて他にありません。米国ではベビーブーマーが引退することの顕著な影響が3つあります。第一は、既に進行していることですが、労働参加率の低下です。年に0.3%ポイント程度の労働参加率の低下が続いても不思議ではありません。スキルのある労働者は、年老いた時点ですでに資産を蓄積しているので引退を考えるでしょうし、スキルの劣る高齢の労働者は、政府の保障を当てにするからです。第二は、社会保障負担の増加です。これはどんな財政見通しにも反映されていることで、議会予算局の長期見通しにも盛り込まれています。この先5年から7年後に深刻な事態を迎えるでしょう。第三は、資産の循環に関する問題です。高齢者が保有している資産は、すべて、いずれより人数の少ない若年層に売却されます。その時に起こりうる相対価格の調整に、どのように対処すべきでしょうか。この点には良い面も悪い面もあります。良い面は、市場メカニズムがある程度の緩衝材となることです。例えば、資本が労働を代替するでしょうし、経済は製造業からサービス業にさらにシフトする可能性があります。また、実質賃金の上昇によって高齢者はより長い間労働市場に留まるようになるかもしれません。私はこうした可能性に期待しています。悪い面は、既に述べました通り、社会保障の問題です。

次に取り上げるべきは、平等・公正の問題です。過去30年間、米国の労働分配率は低下してきました。この間に所得の不平等も拡大し、資産の不平等は更に大きくなっています。

重要なことは、グローバル化と技術革新によって、高スキルと低スキルとの間で報酬の差が広がったことです。高スキルの人々は、早々と資産形成を進め、さっさと引退して悠々自適の生活に入るのに対し、低スキルの人々は、政府、あるいは非公式な組織に頼らざるを得ないのです。中長期的に考えた場合、民主主義は、こうした不平等を抱えたままでは機能しません。不平等は、社会の勝者寄りの政党と敗者寄りの政党の間の争いを通じて、政府の機能不全を引き起こします。内向きの志向が強まる結果、グローバルな問題への影響力が弱くなります。また、より多くの資源が国内にとどまることになるため、グローバルな規模での援助の機会が少なくなります。スキルのミスマッチを解決する魔法の杖はありません。解決に必要なのはより良い教育制度であり、開かれた貿易機会であり、技術進歩です。これらによって、コンピュータの機能に置き換えられる立場から、コンピュータの機能を補完する立場へ変わることができるのです。これらは難しい問題ですが、明るい材料もあります。米国のシステムは非常に変化に富んでおり、教育システムは平均レベルでは先進国の中で順位が低いですが、高レベルの教育には定評があります。

**行天：** ありがとうございます。高等教育に関して、米国がトップであることを疑う人はいないでしょう。しかし同時に、いわゆるエリートをたくさん生み出すことのできる米国の能力が社会における格差を推し進めているとは考えられませんか。

**ラインハート：** そうです。まさにスキルの格差を拡大させています。なぜならば、コンピュータを利用できる人達は、それを補完的に使うことによってますます高い報酬を手にかけています。エリートを養成する大学のグローバル化も進んでいます。私たちは、理にかなった移民政策を採用していませんので、若者達に優れた教育を施しても、彼らは海外に戻っていきます。学位取得者の外国人にビザを支給するなど、できることはたくさんあります。

**行天：** この議論を終わらせるにはまだ 2~3 時間必要のようです。さてデ=ヨンさん。欧州の長期的な未来についてお話いただきたいと思います。これも 2~3 時間議論が必要な問題ですね。欧州の統合の歴史を振り返ってみますと、欧州のリーダー達が、何世代にもわたって、欧州の運命について共通の確信を持ち続けてきたことに感銘を受けます。それはおそらく、前世紀に度重なる戦争を経験するなかで獲得されてきたものでしょう。これまでは欧州はリーダー達の、賢明な、強い意思に率いられてきたと思います。さて、戦後 60~70 年が過ぎ、欧州でも他国と同様、過去の歴史を何も知らない新世代が現れました。貴方のスピーチでも言及されていましたが、欧州のガバナンスの強化、銀行同盟などの域内協定について、世論と政治家の意図が危険なほど乖離するようになっていきます。そこで質問です。貴方のお考えでは、欧州の若い世代は欧州の運命についての、この歴史的確信を喜んで引き継いでいるのでしょうか？それともこの点について危険な兆候がありますか？



**デ=ヨン：** 未来について述べるうえでは、まず欧州に関しては、大いなる未来よりも、大いなる歴史が存在すると表現するのが適切かもしれません。私の出身国は17世紀当時、世界のリーダーであった小国です。私の国には、まさに、大いなる未来ならぬ大いなる歴史が存在しています。しかし、だからと言って、必ずしも私たちが幸せになり得ないわけではありません。幸せになるのに、世界のリーダーである必要はありません。行天さんのおっしゃるように、過去100年ほどの歴史が、賢明なリーダー達を統合と平和へと導いてきました。ほとんどの欧州、特に西欧では、過去60~70年は素晴らしいものでした。お互いに殺しあうのをやめたからです。さて、若い世代がこれを引き継いでいくかどうか？率直に言うと、私は根っからの楽観主義者ですので、若い世代はそうするだろうと信じたいです。しかしもう少し知的にお答えするとしたら、彼らがそうするメカニズムのようなものを示さなければなりませんね。私の考えでは、それは、若い世代が今存在している統合後のより大きな欧州を知っているからです。私は学生時代に、鉄のカーテンの向こうの共産圏の国々を旅行しました。それはとても危険なことで、友人達や両親は狂気じみた行動だと思っていました。当時の外国旅行は、例えばオランダ人であれば、ドイツやイタリアには行くけれども、それより遠くへは行かないというものでした。しかし、今の若い世代は欧州にとどまってはいません。もっと遠く、世界中へ出かけて行きます。私は、彼らがそうした豊かな経験が出来た場合、そのことに感謝するであろうと考えます。そして、その共通の認識が広がることにより、統合のプロセスが進んでいくと期待しています。

行天さんは危険な兆候に言及されました。実際、極右や極左主義者達は存在しますが、政治的に大きな力を持つには至らないと期待しています。もしそうなったとしても、彼らが極端な政策をとれば、人々はすぐにそれが危険なことに気づき、選挙で権力から引きずり落とすでしょう。それは平坦な道ではないかもしれませんが、私はこの統合のプロセスが続くことを強く希望し、また信じています。

**行天：** ありがとうございます。非常に勇気づけられるご発言でした。さて黒田さんには長期的ではなく、短期的な見通しについてお伺いします。昨年、日本では異次元の金融緩和政策が始まる一方、米国では量的金融緩和の縮小、いわゆるテーパリングが開始されました。これらの政策の組み合わせにより、日本にとっては、好ましい結果が生まれたのではないかと思います。この組み合わせは今年も続くでしょうか。

**黒田：** ありがとうございます。「為替レート」という言葉を使うのを慎重に回避されましたね。

**行天：** その通りです。

**黒田：** 私も基本的に行天さんのやり方に従いましょう。去年は状況が好転しまして、株式市場は活気を取り戻し、ここ数年の過度な円高は完全にではないにせよ是正されました。積極的な金融緩和と柔軟な財政政策によって、経済は回復し始めました。経済成長率は上半期に4%、下半期に1%となりました。国内需要は、全ての四半期において年換算で3%程度経済成長に寄与しました。一方、純輸出の寄与度は上半期に1%でしたが、下半期にマイナス2%となりました。輸出から輸入を差し引いた値である純輸出が、下半期にこれほど大きなマイナスになった要因は2つあります。ひとつは、東南アジア経済の緩慢な回復あるいは減速によって、昨年上半期に顕著な回復の兆候を示していた輸出が下半期に停滞したことです。もうひとつは輸入の伸びの加速です。第4四半期に純輸出の寄与度はマイナス2%となりましたが、その主因は輸入のマイナス寄与が2%を上回ったことでした。輸入の堅調は、内需が強いことを示しています。今年の第1四半期も内需の強さは続いています。輸出はもちろん為替レートの影響を受けますが、世界貿易の影響も受けます。米国の力強い景気回復や中国の安定的な成長を反映して、東南アジア経済は回復すると予想します。これに伴って、日本の輸出は今後、GDP成長率を押し上げる方向に作用すると考えています。

日本では今後も非常に緩和的、拡張的な金融政策が続く一方、米国ではテーパリング（債券買い入れの減額）が続く見込みです。米国のテーパリングは、世界経済にとっても日本経済にとっても基本的に望ましいと考えています。なぜなら、テーパリングが円滑に行われるのは、米国経済の着実な回復の証左であり、世界経済に好ましいことだからです。私は日本の拡張的な金融政策と米国における着実なテーパリング、すなわち毎月の資産購入プログラムの着実な縮小は、基本的に日米両国の経済にとって好ましいことであると思います。

**行天：** さて、スバラオさん。先ほど米国の教育について議論がありましたが、私は生産性向上に向けたインドの教育・研修制度の変革の取組みに、具体的にどのような進展があるのか関心があります。インド経済が回復を果たすうえで、これは重要な役割を担っていると考えるためですが、いかがでしょうか。

**スバラオ：** 私はインドの教育改革に関する専門知識を有してはいませんが、教育の質の引き上げが必要なことは間違いありません。インドには、インド工科大学、インド経営大学院、全インド医科大学といった、国際的にみて高水準の教育機関が存在します。海外の人々は、これらトップ校に対するイメージをインドの教育制度に重ね合わせているのですが、インドで行われている教育の質には大きなばらつきがあり、高等教育の質はかなり低いと評価してよいでしょう。



インドでは毎年約 30 万人が技術系大学から卒業しますが、その内、採用可能な人材は 4 分の 1 以下です。多くの IT 企業はこれらの卒業生の能力を高めるためにもう一度大学のカリキュラムを提供するなど、多くの時間と労力とお金を費やしているのです。

インドは労働者のスキルを改善する必要があります。専門学校が職業訓練を行いますが、カリキュラムは時代遅れで設備は貧弱、教師の質も低いため、卒業生の就職状況は良くありません。

技能訓練における問題の 1 つは、民間部門に頼ることができないということです。訓練の後で他社に移られてはコストを回収できないからです。このため政府の関与が求められますが、実績は芳しくありません。そこで官民協力事業が期待されるのですが、その成果を評価するのはまだ先のことです。

**行天：** ありがとうございます。高さんには、この会場の皆さんがとても聞きたがっておられる、人民元に関する質問をしなければなりません。2005 年の人民元改革以来の 10 年間、為替市場では人民元相場が徐々に、しかし着実に元高に進みましたが、足許では反落に転じているようです。これはどのように解釈したらよいのでしょうか。疑問解決の道筋を示して頂けると大変ありがたく思います。

**高：** 難しい質問だと思います。人民元の為替レートの変動を上手く解説できたならば、100 万ドルの賞金に値するのではないのでしょうか。おっしゃる通り、2005 年以降、人民元相場は着実に上昇してきました。足許の人民元安の理由の 1 つには、市場参加者の思惑の反映があると思います。

現在、人民元レートは 3 種類あります。1 つはオンショア市場スポットレート (CNY)、あとの 2 つはオフショア市場のスポットレート (CNH) およびノンデリバラブル・フォワード (NDF) です。市場の相場予想を織り込んだ NDF は、人民元相場の先行きを占う際の良い判断材料になるでしょう。

当局によって変動幅が制限されているオンショア市場、および市場によって値決めされているオフショア市場のそれぞれの相場動向をみると、かつて存在した両者のかい離は小さくなる一方です。したがって、足許の人民元安は市場の思惑を一部反映しており、また経常黒字の縮小のようなファンダメンタルズも反映していると考えられます。

均衡為替レートが意識されている可能性もあります。多くの人々は、為替レートは均衡

レートから大きくかい離しえないと信じているため、調整がおきるのです。

中央銀行が背後で為替介入を行っているためとの見方も強いですが、為替相場に対して何の介入も行っていない中央銀行は世界中どこにもない訳ですが、中国人民銀行は、先日、1日の対ドル為替相場の許容変動幅を1%から2%へ拡大しました。これは非常に健全な動きだと思います。

このように、人民元相場の変動要因には、市場および政府の2つの動きがあります。中国の政策当局者は、この2つの要素が相互に影響を与えながら、相場を適切な方向に導いてくれることを期待しているのだと思います。

**行天：** どうもありがとうございました。大変参考になるご意見でした。残念ながら、そろそろセッションの終了時間が近づいてきました。残りの10分程度の時間を使って、パネリストの皆さんそれぞれから、最後に一言頂きたいと思います。私たちが今日議論した話題と関係のないことでも結構です。この時間を用いて皆さんの叡智をお聞かせ願いたいと思います。お一人1、2分程度でお願いします。まずは、ラインハートさん、よろしくお願いします。

**ラインハート：** お話すべきことは多岐にわたりますので、経済に限定してお話ししたいと思います。私の妻とK.S.ロゴフ氏の共著「国家は破綻する」で述べられている通り、ナポレオン戦争の時代から現在までの間、インフレやソブリン危機に陥りやすい国がある一方で、こうした問題とは無縁の国もあります。ですが、銀行危機は、あらゆる国が経験しています。インフレやソブリン危機が生じないように、法律を制定することや、国の方針を定めることはできますが、銀行危機に対しては同じような対応はできません。銀行危機は人の本性から発生するものであって、人の本性を規制する法律を定めることはできないからです。人の本性とは、希望、欲望、恐れ、熱狂です。銀行危機が生じる度に、私たちは即座の対応措置をとってきましたが、時には対応を誤ったこともあります。ですから、私が現実的な対応と考えるのは、危機管理のためのインフラを構築することです。そのためには、何を求めて何を回避するのか、あるいは何ができて何ができないのかをよく理解しておくことが必要です。

**行天：** ありがとうございました。ではデ=ヨンさん。

**デ=ヨン：** 私には2つの願いがあります。その1つは、アジアや米国ではどうか分かりませんが、欧州では、我々の世代は両親の世代よりも物質的に豊かになったと言える最後の世代になると言われています。私はそれが現実とならないことを願います。私は、自分の

物質的生活に不満がある訳ではありませんが、子供や孫の世代がさらに良い生活を送ることを望みます。2つ目の願いは、今回の危機では悲観主義があまりにも巨大だったと思います。今、周囲を見回してみると、元気づけられるような出来事が多く起きていますが、それを見ようとしない人が多いようです。おかしいと思われるかもしれませんが、悲観主義が後退して、楽観主義が広がることを望みます。

行天： ありがとうございます。黒田さんどうぞ。

黒田： これまでの議論を通じて、会場の皆様には米国、欧州、インド、中国、日本の経済が互いにかに異なるか、ご理解いただけたことと思います。一方でこれら国・地域は、そうした大きな違いがあるにもかかわらず、2つの共通する課題に直面しているということ強調しておく必要があります。第一の課題は、マクロ経済のバランスの維持です。第二の課題は、もちろん構造改革に向けた取り組みです。各国・地域によって細かな点は異なりますが、いずれの国・地域も必要な構造改革の実現という課題に直面しているのです。

行天： スバラオさん、お願い致します。

スバラオ： 私は、グローバリゼーションが現在の世界の最大の特徴であるということ述べたいと思います。例えば、我々はこのセッションが始まる直前に、ウクライナ情勢が世界経済に与えた影響について語り合っています。ウクライナのような小国での出来事がグローバルな影響を持つことは15~20年前には考えられないことでした。欧州危機の発端となったギリシャ危機が始まった時、私はギリシャの異変を伝える部下の報告を跳ね除けて、こう言いました。「インドとの貿易量は極めて少ないし、金融取引は皆無だ。ギリシャの危機がインドに影響するはずがない。」しかし、その直後にギリシャ危機が欧州に波及し、インドにも影響を及ぼし始めたのを見て、いかに自分が愚かであったかを知りました。

グローバリゼーションは諸刃の剣です。莫大な恩恵をもたらすと共に、困難な課題も突きつけます。インドなどの新興国は、米国発のグローバル金融危機に襲われた際、原因はグローバリゼーションであるとして、これを強く非難しました。しかし、新興国は、グローバリゼーションがもたらした、**Great Moderation**（大いなる安定）と呼ばれる、経済の安定成長と低インフレの時代を享受していたことに気づいていませんでした。全ての国がグローバリゼーションのコストを最小化し、利益を最大化するために管理する必要があります。

G20はグローバル金融危機に際して十分に上手く機能しましたが、現在のG20に対する評価の中には、各国間の意見が揃わないため存在の意味が無いとの評価もあります。私は

G20 に対して、平時においても危機時同様の成果を求めることはできないと考えます。一方、グローバル化の時代には課題もグローバル化するため、課題の解決にも世界各国による協調が必要です。このことを理解した時のみ G20 は機能するでしょう。G20 のメンバー国も、それ以外の国も、自国の利益よりもグローバルな事項を優先すれば世界は良くなり、中長期的には自国にとっても良い選択であるということを理解する必要があります。

行天： スバラオさん、ありがとうございました。それでは高さん、お願いします。

高： 私の望みは、スバラオさんのおっしゃったことと似ています。2008 年のグローバル金融危機は、世界経済の構造を変化させました。私たちは世界経済の不均衡を議論しながら、共存の方法を模索しています。世界経済のグローバル化が進行する一方で、各国の政策は自国の利益のために策定されているのが現況です。我々は相互協力を高めると共に、自国優先の考えを改めるべきと考えます。

私は自分が唯一の女性パネリストであることを意識して、締めくくりには、アメリカ映画「デンジャラス・ビューティー」で繰り返された「世界平和」という言葉を用いたと思います。私たちは、ひとつのグローバル化した文明社会で生きているにもかかわらず、この世界では、いまだに戦争による流血や衝突が絶えません。本当に心から、世界平和が永遠に続くことを願っています。

行天： 高さん、ありがとうございました。

今日のシンポジウムにおいて、私たちは本当に多くを学びました。パネリストの方々の発言は、楽観的な見通しから、希望、懸念、警告まで様々でした。これらを通じて伝わってきたのは、いずれの国も自らの誤りを正し、国内経済のバランスを取り戻すために大変な努力をしているということです。私は、そのこと自体は好ましいことだと思います。しかし、我々は 2 つの相反する原則に従わねばならない複雑な状況に置かれています。我々は自国の安定的発展に取り組みながら、世界の「合成の誤謬」の回避にも努めなければならないのです。スバラオさんがおっしゃったとおり、このような状況下において IMF や G20、またそのメンバーである各国政府の果たす役割と責任は、国際協調を実現していくためにとりわけ重要であるといえます。

私はモデレーターとして本日の議論を総括することになっていましたが、このように中身が濃くかつ多様な議論を一言でまとめるのは困難です。ともかく、2014 年という年が私たち全員に、より良い世界をもたらすことを願いましょう。私たちは、本日、本当に有意

義な時間を過ごすことができましたと思います。皆様のご多幸をお祈りして、今日のシンポジウムの閉会を宣言したいと思います。素晴らしいパネリストの方々に、盛大な拍手をお願いいたします。本日はシンポジウムにご参加いただき、ありがとうございました。それでは皆様、よい一日を。



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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思わ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 2014 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](mailto: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](mailto: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](mailto:admin@iima.or.jp)

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