

## グローバル経済

米国金融政策正常化への備えは十分か？

---

## The Global Economy

– Is the World Really Ready for  
Normalization of the US Monetary Policy? –



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

米国で利上げが始まるとされる 2015 年が幕をあけました。世界の基軸通貨ドルの借入コストは無料から有料になります。このことは何年も前から予告されていたとは言え、その影響は世界中の経済に及ぶことでしょう。

欧州や日本では、米国の金融政策との乖離で金利に上昇圧力がかかり、一層の緩和が求められるかもしれません。また、欧州では、いったん薄れかけた Grexit や Brexit という言葉も新たな懸念となっています。エマージング諸国では、中国は、社会不安を惹起することなく投資依存の成長から脱却できるでしょうか。資源依存型エマージング国では、このところの急激な原油安の悪影響が懸念され、非資源依存型エマージング国も、米国へのグローバルマネーの回帰に影響されるとみられます。

こうした問題意識をベースに、国際通貨研究所では3月4日に「グローバル経済～米国金融政策正常化への備えは十分か？」と題するシンポジウムを開催いたしました。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、主要国経済の現状と備えの状況、デフレ脱却への処方箋、Brexit等の政治的社会的背景等について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・ディスカッションで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。

2015 年 7 月  
公益財団法人 国際通貨研究所

## Preface

The year 2015 has started with an anticipation that the United States is going raise its interest rates. The dollar, the worlds' key currency, will no longer be available for free. Although this has been predicted for several years, its effect will impact the world economy broadly.

In Europe and Japan, a diverging US monetary policy may put upward pressure on their interest rates, ultimately forcing them to make further monetary easing. Also in Europe the re-sounding words of Grexit and Brexit are again raising concerns. In emerging economies, will China be able to succeed in its efforts to lessen its dependency on investment for growth without causing social unrests? For natural resource dependent Emerging Countries, the effects of the drastic decrease in crude oil prices are a concern, and for other Emerging Countries there will be no countries that would not be affected by the recurrence of global funds to the US.

With these in mind, the IIMA held a symposium on March 4, titled "The Global Economy – Is the World Really Ready for Normalization of the US Monetary Policy?" Prominent panelists from Japan and abroad extensively discussed the current economic situations of major countries and their policy responses, prescriptions for growing out of deflation, political and social backgrounds of Brexit and Grexit and so on.

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

July 2015  
Institute for International Monetary Affairs

## パネリストの略歴／Profiles



**ジェイコブ・フレンケル**

JP モルガンチェースインターナショナル 会長

**Jacob A. Frenkel**

Chairman,  
JPMorgan Chase International

シカゴ大学より経済学博士号取得。IMF 経済顧問兼調査局長、シカゴ大学経済学部教授、イスラエル中銀総裁などの要職を歴任。現在 JP モルガンチェースインターナショナル会長及び G30 理事会議長。また、ピーターソン研究所等の理事を務める。イスラエル経済学賞ほか受賞多数。

**Dr. Frenkel** is Chairman of JPMorgan Chase International and also of the Board of Trustees of the G-30. Previously he was Governor of the Bank of Israel, Economic Counselor and Director of Research of the IMF, and Professor of Economics, University of Chicago. He is a member of many boards such as Peterson Institute for International Economics and Trilateral Commission. He is a Laureate of the 2002 Israel Prize in Economics with many other awards. He holds Ph.D in economics from the University of Chicago.



**クラウス・レグリング**

欧州安定メカニズム 総裁

**Klaus Regling**

Managing Director,  
European Stability Mechanism

ハンブルグ及びレーゲンスブルグ大卒業後、IMF（ワシントン、ジャカルタ）、独財務省、欧州委員会経済金融局長を含む官民分野で要職を歴任。欧州安定メカニズムの初代総裁であり、欧州金融安定ファシリテーター（EFSF）の CEO も務める。

**Mr. Regling** is the first Managing Director of the European Stability Mechanism as well as the CEO of the EFSF. He studied economics at the Universities of Hamburg and Regensburg and has worked for 38 years as an economist in senior positions in the public and the private sector in Europe, Asia and the U.S. including a decade with the IMF and a decade with the German Ministry of Finance. He served as Director General for Economic and Financial Affairs of the European Commission in 2001-08.



### クリフォード・タン

三菱東京 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ東アジア統括

#### Clifford C.H. Tan

East Asian Head of Global Markets Research,  
Bank of Tokyo - Mitsubishi UFJ, Ltd.

ハーバード大学及びイェール大学より修士号取得。25年にわたりソシエテ・ジェネラルや CITI グループ、米 FRB 等で活躍のほか、韓国開発研究所の客員研究員を務め、香港大学、スタンフォード大学で教鞭も執る。現在、三菱東京 UFJ 銀行のグローバルマーケットリサーチ東アジア統括（香港）。

**Mr. Tan** is East Asian Head of Global Markets Research of the BTMU based in Hong Kong. He has 25 years of work experience in markets and public sector, including as Managing Director/Head of G10 and EM FX Research at Société Generale; Head of Asian local markets strategy at Citigroup; and the Greater China economist of the US FED. He has been Visiting Fellow at the Korea Development Institute, and teaching at the University of Hong Kong and Stanford University. He has degrees from Harvard and Yale Universities.



### アデア・ターナー

新経済思考研究所 シニアフェロー  
前英国金融サービス機構 長官

#### Adair Turner

Senior Fellow, Institute for New Economic Thinking  
Ex-Chairman, UK Financial Services Authority

2013年4月より新経済思考研究所シニアフェロー。前英国金融サービス機構長官。マッキンゼー、メリルリンチ欧州、気候変動委員会、ロンドン経済大学等、官民多方面で活躍。著書に「危機後の経済学：目的と手段」他。

**Lord Turner** has been a Senior Fellow at the Institute for New Economic Thinking since April 2013. Prior to that he was Chairman of the UK Financial Services Authority. He has combined a business career with public policy and academia, serving for Mckinsey and Merrill Lynch Europe, and for Climate Change Committee and London School of Economics. His publications include 'Just Capital -The Liberal Economy'(2001) and 'Economics After the Crisis: Objectives and Means'(2012).



### 山崎 達雄

財務省 財務官

#### Tatsuo Yamasaki

Vice Minister of Finance for International Affairs,  
Ministry of Finance, Japan

1980年大蔵省（現財務省）入省。国際協力銀行海外投資研究所主任研究員（在シンガポール）、国際局課長、審議官等を歴任、金融庁参事官、国際局次長、国際局長を経て2014年7月より財務省財務官。

**Mr. Yamasaki** joined the Ministry of Finance in 1980. He has been Vice Minister of Finance for International Affairs since July 2014. He also served as the Deputy Commissioner for International Affairs of the Japanese Financial Services Agency and Vice chairman, Executive Committee of the International Association of Insurance Supervisors (IAIS).

(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。

**Mr. Gyohten** 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.



**倉内 宗夫**  
国際通貨研究所 専務理事

**Muneo Kurauchi**  
Managing Director,  
Institute for International Monetary Affairs

1978年慶應義塾大学卒業後、東京銀行（現三菱東京UFJ銀行）入行。国際プロジェクト部、ニューヨーク勤務などを経て、常務執行役員名古屋営業本部長、専務執行役員国際部門副部門長などを歴任。2014年7月より国際通貨研究所専務理事。

**Mr. Kurauchi** joined the Bank of Tokyo (presently the Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.) in 1978. He took up many important posts including Deputy Chief Executive of Global Business Unit of the BTMU as Senior Managing Executive Officer. Since July 2014, he has been Managing Director of the IIMA.

## 目次／Contents

日本語版

Japanese Version ..... 1

英語版

English Version ..... 56

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.30

第24回 国際金融シンポジウム

グローバル経済  
米国金融政策正常化への備えは十分か？

(日本語版)

2015年3月4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
倉内 宗夫 (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.....	6
行天 豊雄 (国際通貨研究所 理事長)	
3. 米国経済見通し.....	7
ジェイコブ・フレンケル (JP モルガンチェースインターナショナル 会長)	
4. 欧州における政策対応.....	14
クラウス・レグリング (欧州安定メカニズム 総裁)	
5. 過剰債務に陥ったグローバル経済.....	18
アデア・ターナー (新経済思考研究所 シニアフェロー、前英国金融サービス機構 長官)	
6. アベノミクス「第三の矢」の進捗状況.....	24
山崎 達雄 (財務省 財務官)	
7. 量的緩和の時代の安定.....	27
クリフォード・タン (三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ 東アジア統括)	
8. パネル・ディスカッション.....	33

## 1. 開会スピーチ

### 倉内 宗夫（国際通貨研究所 専務理事）

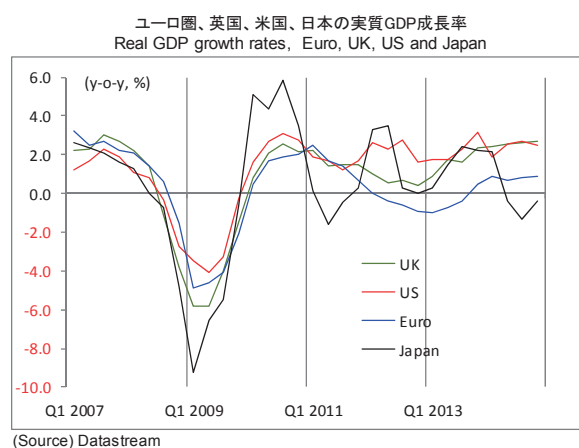
パネリストの皆様、聴衆の皆様、こんにちは。国際金融シンポジウムにお越しくださり誠にありがとうございます。本日は「グローバル経済：米国金融政策の正常化への備えは十分か？」と題し、ようやく実現する米国金融政策の正常化が世界各地の経済に及ぼす影響について、皆様と一緒に確認していきたいと思っております。



最初に、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っております。

## 1. 米国

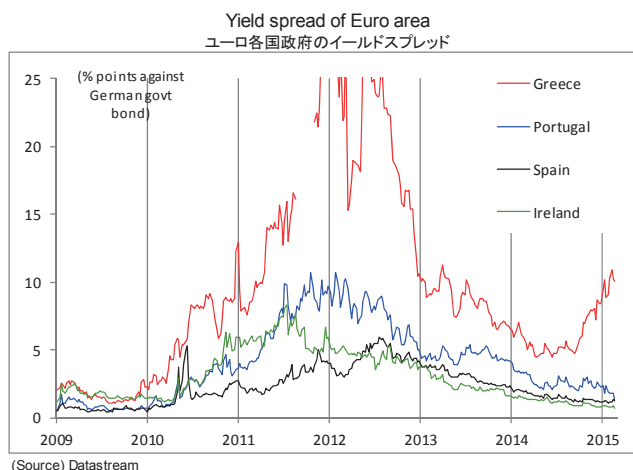
2015年、国際金融市場で最も注目されているのが米国の利上げです。米国経済は雇用の回復を背景に2014年以来力強い拡大を続けてきました。2015年は3%程度の経済成長が見込まれ、そうしたなか、金融政策はいよいよ出口に差し掛かっています。これは、世界の基軸通貨ドルの借入コストが無料から有料に変わることを意味します。何年も前から予告されていたとは言え、その影響が世界各国の経済に影響を及ぼすことは必至です。



## 2. 欧州

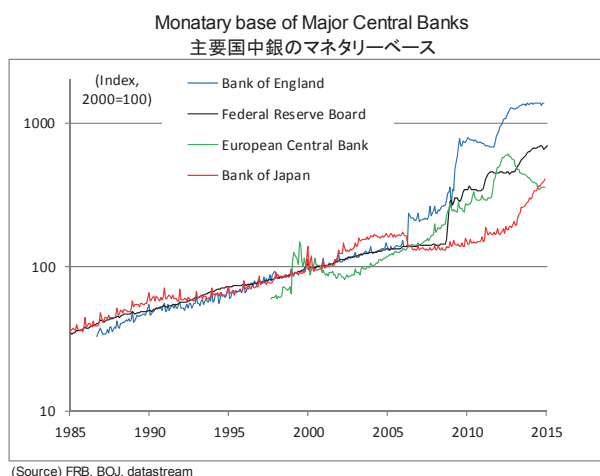
米国と対照的に欧州では当面金融緩和が継続もしくは拡大する見通しです。金融政策における米国との方向性の違いは、適度な通貨安が景気刺激と輸入物価の上昇をもたらすデフレ回避につながる一方で、金利への上昇圧力というデメリットをもたらします。欧州経済はユーロ圏を中心に緩やかな拡大を続けていますが、デメリットが大きければ一層の量的緩和に踏み込まざるを得ないかもしれません。

政治動向も気になります。1月のギリシャの総選挙では反緊縮派の野党が勝利し、ギリシャの債務再編やEUなどからの支援持続への不透明感が高まっています。5月には英国、秋にはEUなどからの支援を脱したポルトガル、スペインでそれぞれ総選挙があり、政局の行方が金融市場へ及ぼす影響には目が離せません。



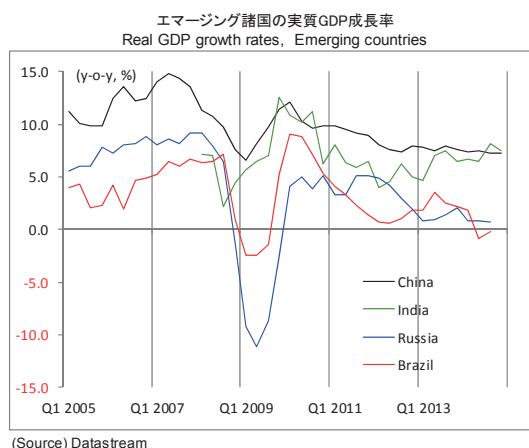
### 3. 日本

日本経済は、2014年の消費税引き上げ後の景気の低迷から回復しつつあります。量的金融緩和政策の継続や消費税率の再引き上げの延期といった政策対応に加え、円安や原油価格の下落が当面の経済成長を支えることが見込まれます。他方で、現政権は2014年12月の総選挙の結果、更に足場を固めたとはいえ消費税率引き上げが延期されたため、財政再建の見通しは悪くなりました。デフレ脱却に向けアベノミクスによる各種の取り組みが進められていますが、高齢化や人口減少など自然体では国内需要が先細りを余儀なくされる状況にあって、医療・農業改革や地方活性化など期待される第3の矢が力を発揮するか否か注目されます。



#### 4. 中国

エマージング諸国は全般的に不安要因が目立ちます。要となる中国は、過剰な与信や資産バブルの拡大につながりやすい投資依存の成長からの脱却を図りつつあり、こうした政策変更を背景とした緩やかな景気の減速が続く見通しです。中国政府はそのための成長率低下は容認する一方で、急激な減速の結果、成長の果実が庶民に及ばず社会不安が生じることを避けねばなりませんから、難しい舵取りを求められるでしょう。中国におけるニューノーマルといわれる新しい概念の下で、成長による分配は明らかに難しくなりますので、社会の不満との折り合いの観点からどこまで成長率を落とせるのか気になります。

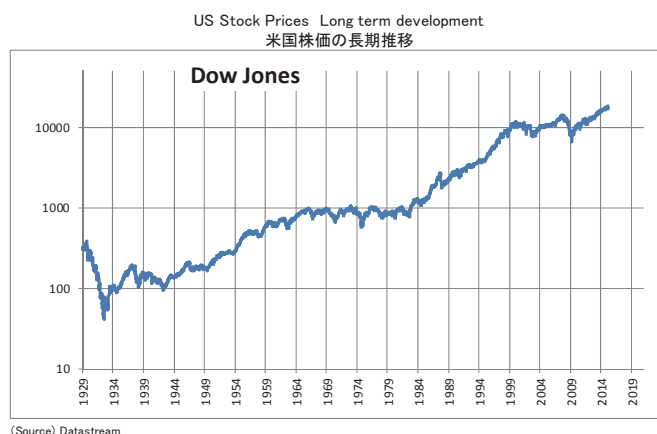


#### 5. その他エマージング諸国

中国以外のエマージング諸国も悪材料が多く、産油国は急激な原油安に伴う原油輸入国への所得移転により、景況は悪化が続く模様です。一方、非産油国にとり原油安は国家財政圧迫の最大要因となっている燃料補助金削減で大きなメリットはあるもの、国際マネーフローの米国への回帰や中国経済の減速の悪影響を受けることが予想されます。ウクライナや中東など地政学リスクも懸念されます。

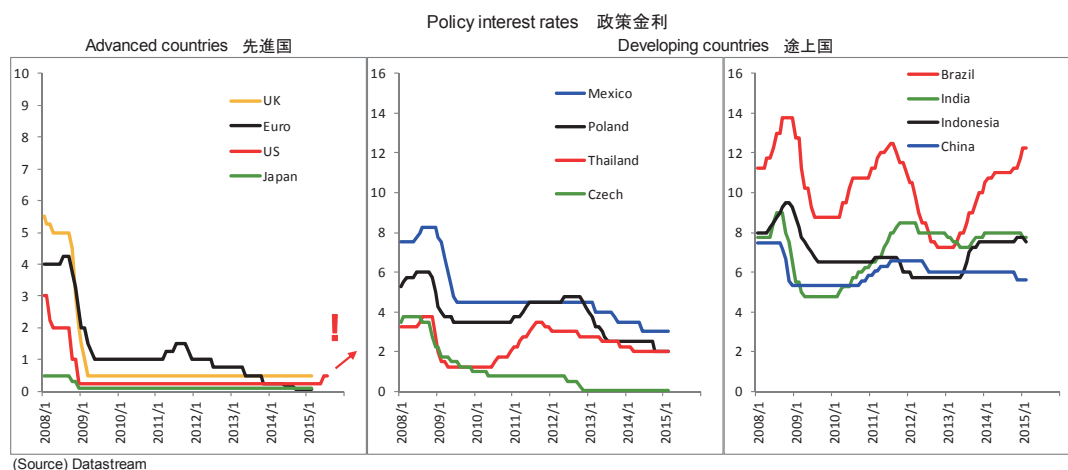
#### 6. 米国景気の持続性と構造変化

このように、産油国を中心に新興国の成長がより緩やかとなる一方で先進国経済が持ち直すことにより、世界経済は拡大を続ける見通しです。その鍵となるのが 2015 年に 3% 台の高い成長が予想されている米国経済ですが、そもそも、現在の米国経済の拡大は正常な状態への回帰に過ぎないのでしょうか、それとも、例えば 1990 年代の IT 革命のように新たな成長メカニズムが背景にあるのでしょうか。その答えが、6 年間ゼロ金利政策に支えられてきた米国自身が、利上げによる悪影響の種を抱えているのかどうかを見極めるヒントになります。



## 7. 米国の利上げによるマネーフローの変化

原油価格の下落などから多くの国では物価上昇が落ち着き、景気の足取りの弱さを警戒して金融緩和に踏み切る国も目立ち始めました。こうした状況下、米国が利上げに向かうことは、基軸通貨国とその他多くの国々との間で金融政策の方向性が逆になることを意味します。国際金融市場の環境変化の結果、マネーフローが大きく変化する可能性があり、エマージング諸国にはとくに影響が及ぶと考えられますので、注意する必要があります。最も影響を受ける国はどこでしょうか。また、仮にエマージング諸国の経済と金融・資本市場が不安定化した場合、何か先進国にできることはあるのでしょうか。



## 8. 地政学リスク (Grexit、Brexit、ウクライナ)

欧州周辺の地政学リスクも依然として燻り続けています。

緊縮財政に否定的な新政権の誕生により、ギリシャの離脱 (**Grexit**) というユーロ体制の根幹にかかわる懸念材料が再び浮上しており、今後はどのような展開が予想されるのか大いに気になります。仮に今回ギリシャが無事ユーロ圏にとどまったとしても、将来、どこか別の国に離脱圧力が加わることは考えなくて良いでしょうか。

一方、スコットランドの英国からの独立は見送られましたが、英国自体が EU から離脱す

ること（Brexit）を警戒する向きもあります。

また、ウクライナとロシアの紛争はようやく停戦協定が締結されましたが、依然混沌としており気掛りです。

## 9. 金融業界・金融規制

最後に、世界の金融界の論客が集まるこの機会に、金融産業が今後どう展開していくのかを議論しておくことも大変有益と思います。

まずは国際金融規制の在り方を考えることが不可欠です。まだ抜け穴があり不十分だという見方もあれば、規制が厳しすぎて金融産業が高コストを余儀なくされ、一部の強者のみが残るプレーヤーの寡占化が進み、結局は企業の金融コスト増を招くという見方もあり混沌としています。

そのうえで金融産業の進むべき方向を見極める必要があります。世界の金融産業は、2008年から09年の金融危機後に一旦は活動が縮小しましたが、危機後の低迷を脱し、どこに需要を見出し誰に対してどのようなサービスを提供していくべきでしょうか。

このように世界の経済と金融を取り巻く議論は尽きませんが、私のお話しはこの辺で終わりにし、パネリストの皆さんのお話に耳を傾けてみたいと思います。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）

会場の皆様、本日はお集まり下さり有難うございます。また、遠方からお越し下さったパネリストの方々に厚く御礼申し上げます。

世界経済は、全体としてみれば 2008 年のグローバル金融危機から徐々に回復してきたと思います。経済回復のスピードと中身は国によって異なりますが、ほとんどの主要先進国では、今日 QE と呼ばれる非常に積極的な金融緩和策に経済回復が依存するという、異例の事態が起きました。



米国は QE の先頭を走り、実際に相当の成果もあげました。一方、米国に追随した他の多くの国々では今のところ成果が表れていません。ベン・バーナンキ氏が述べたように、QE を実施したことは正しかったにしても、その理論は間違っていたのかもしれない。

世界の国々の今の状況は、あたかも川を渡ろうとしているアフリカのヌーの群れに例えることができます。川を渡るときは他のヌーの動きにも細心の注意が必要ですし、とにかく目標はできるだけ早く川を渡り、乾いた向こう岸にたどり着くことです。本日のメインテーマを逸話的に表現すると、このようになると思います。

### 3. 米国経済見通し

ジェイコブ・フレンケル (JP モルガンチェースインターナショナル 会長)

東京に再び来られたこと、特に、私の 30 年来の友人である行天氏が代表を務める国際通貨研究所主催のシンポジウムに参加できることを嬉しく思います。

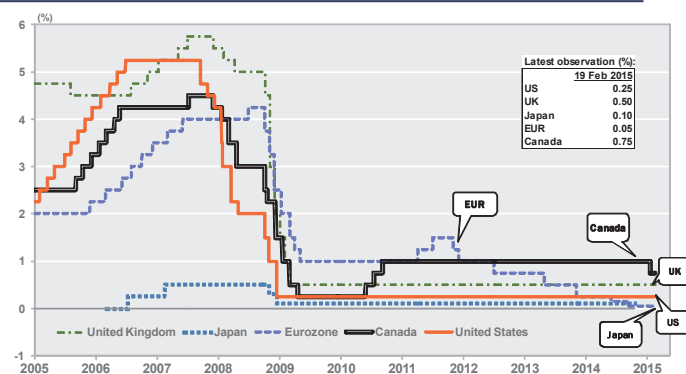
今回のシンポジウムのテーマは、「米国金融政策正常化への備えは十分か？」です。私には、「本当に？」という音楽さえ聞こえてきます。世界は米国の金融政策正常化を受け入れられる状態にあるといわれますが、それは「本当に？」という疑問を伴っています。私はこの疑問に対して、特に米国の視点から述べるよう、求められました。まず初めに申し上げておくと、米国の視点からみる限り、それなりに準備ができてい



ると思っています。金融正常化に対して世界がどのように準備できているかを、三つの基本的要素から順序立てて説明します。一つ目が金融政策、二つ目が経済活動、三つ目が労働市場です。これらをみますと、世界もそれなりに準備ができていといえます。

一つ目の、金融政策から始めましょう。世界中で金利はほぼゼロパーセントとなっており、このようないまだかつてない状況が過去 5 年間も続いています。全てが始まった 5、6 年前に世界中のセントラルバンカーに「ゼロ金利政策が 6 年以上も続くと予想するか？」と訊けば、「気は確かか？これは問題が解決されるまでの一時的なまわり道だ。」と返されたでしょう。ご承知の通り、一時では終わりませんでした。世界中の金利がゼロ近傍で推移したのはある意味では非常に幸運なことでした。しかし、問題を直視しなければなりません。これが、第一のポイントです。

#### Central Bank Policy Interest Rate



Source: Bloomberg Market Data. Last observation: 19 Feb. 2015



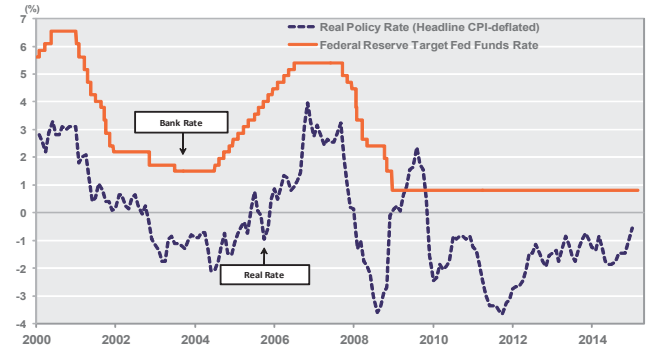
第二のポイントは、QEによって先進国の実質金利が比較的長期間、マイナスで推移しているということです。経済規模が最大の米国でも状況は同じです。

### Global Policy Rates: Developed Markets



Source: J.P.Morgan Chase, National Statistical Institutes, Last Observation: Realized - January 2015; Nom - December 2014

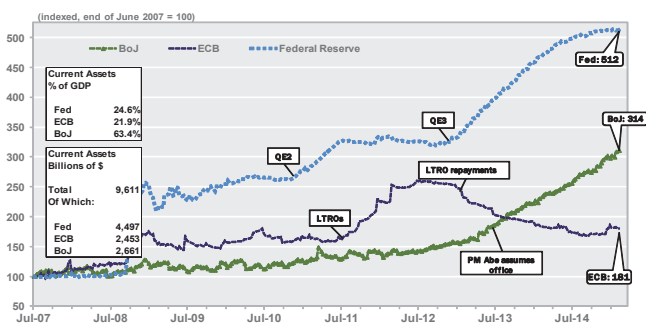
### U.S. Monetary Policy Rates



Source: Fed; Last Observation: Main Policy Rate - 23 Feb, 2015; Real Rate - Dec 2014 (Fed)

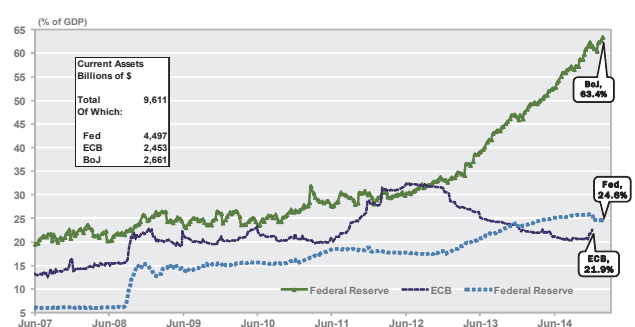
QEはどのように作用したのでしょうか。世界中の中央銀行はバランスシートを拡大させましたが、なかでも米国連邦準備制度（FRB）は大きな規模で行いました。現在、FRBのバランスシートはグローバル危機以前に比べて5倍以上の規模になっています。QEは回を重ねるごとに効果が小さくなってきました。QE1の効果は劇的でした。QE2は良好でしたがQE1より大きくはありませんでした。QE3はまあまあといったところです。効果の薄れは、QEという長い旅が終わりに近づいたことを意味します。しかし、効果が乏しいという現象は米国だけでなく、世界中で起きています。

### Total Assets of Key Central Banks (indexed levels)



Source: Bloomberg; Last Observation: Fed: Feb 18, 2015; ECB: Feb 13, 2015; BoJ: Feb 20, 2015.

### Total Assets of Key Central Banks (share of GDP)



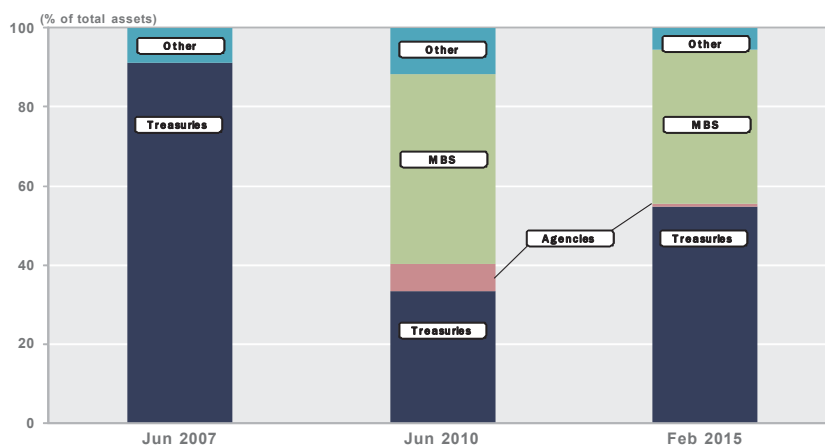
Source: Bloomberg; Last Observation: Fed: Feb 18, 2015; ECB: Feb 13, 2015; BoJ: Feb 20, 2015.

レグリングさんが説明して下さいと思いますが、欧州中央銀行（ECB）は3年前からバランスシートを拡大させるべく努力してきました。しかし、実際にはそのバランスシートは縮小しています。なぜそうなったのでしょうか？理由はECBが銀行にお金を渡し、その後銀行が再びECBに預けるからです。お金は経済にまわりません。日本銀行の非常に劇的な金

融政策は、とくに人々の期待ないしは人々の心理を変えたという点で非常に効果的であったことに疑問の余地はありません。

重要なのは、世界の中銀のバランスシートが極めて大きくなったということです。FRB の場合は 5 兆ドルと、日銀と ECB のバランスシートの合計にほぼ等しい規模です。バランスシートの内容も重要です。FRB の場合、かつては資産のほとんどは質が高く流動性が高い財務省証券でした。グローバル金融危機直後、突如として FRB のバランスシートの中で不動産担保証券という違ったタイプの資産が最大のシェアを占めるようになりました。現在の状況をみますと、財務省証券が再び戻ってきていることに気づくでしょう。正常化は始まっているのです。

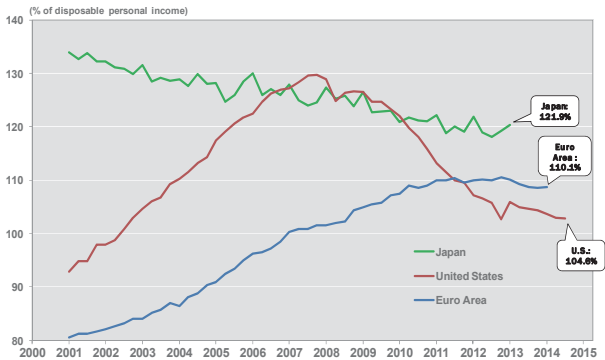
## Composition of Federal Reserve Assets



Source: Federal Reserve. Bloomberg. Last Observation: February 18, 2015.

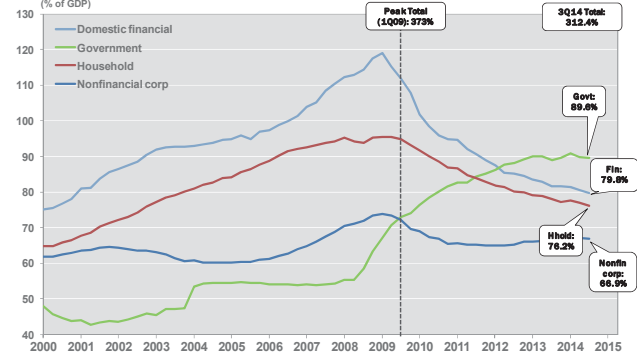
グローバル金融危機の主因の一つは、民間部門、政府部門、金融部門、家計、企業すべてにおける過剰なレバレッジでした。グローバル金融危機後に生じた調整の一つはレバレッジの削減でした。米国では家計のレバレッジは低下しており、正常化は既に始まっていますが、欧州はまだ正常化の長い道のりの途上にあります。世界は金融正常化に向けて本当に準備ができているのかと問われると、米国については「イエス」、欧州については「ことによるとイエス」というのが答えです。

## Household Debt to Disposable Income



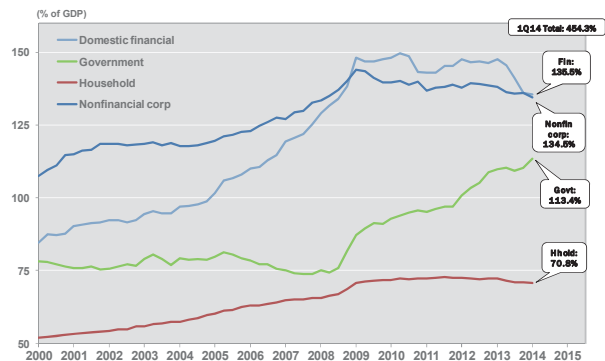
Sources: Haver analytics; last observation Q3 2014.

## US: Gross Debt Outstanding by Sector



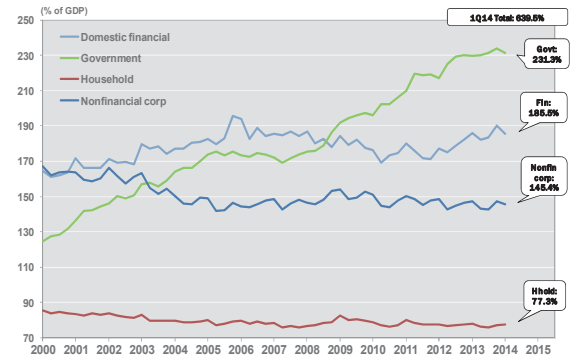
Source: Haver analytics; last observation Q3 2014.

## Euro Area: Gross Debt Outstanding by Sector



Source: Haver analytics; last observation Q1 2014.

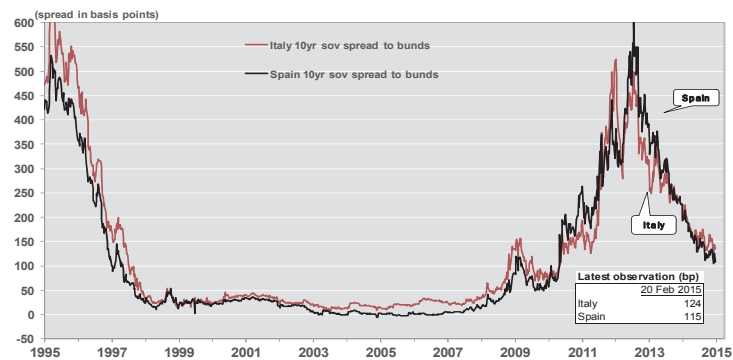
## Japan: Gross Debt Outstanding by Sector



Source: Haver analytics; last observation Q1 2014.

他の項目についてもお話しさせて下さい。ドイツ国債とスペインあるいはイタリアの国債のスプレッドの推移をみると、グローバル金融危機前は市場が後者の国々のリスクを正しく評価していなかったため、スプレッドは非常に小さく抑えられていました。その後、危機の発生でスプレッドは一時大幅に拡大しましたが、最近では縮小傾向です。これも、正常化が始まっている証左といえるでしょう。

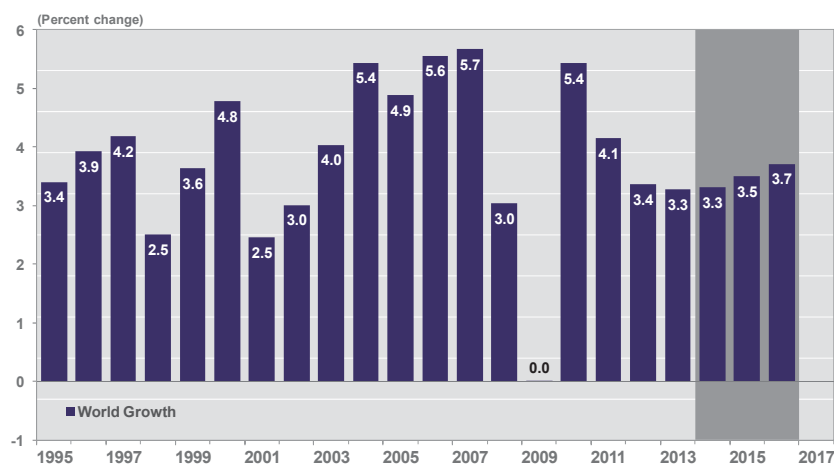
## 10yr Sovereign Bond Spreads



Source: For 10yr yields, Reuters, Bloomberg, last update 20 Feb, 2015; for gross debt, IMF World Economic Outlook, last update Oct 2014.

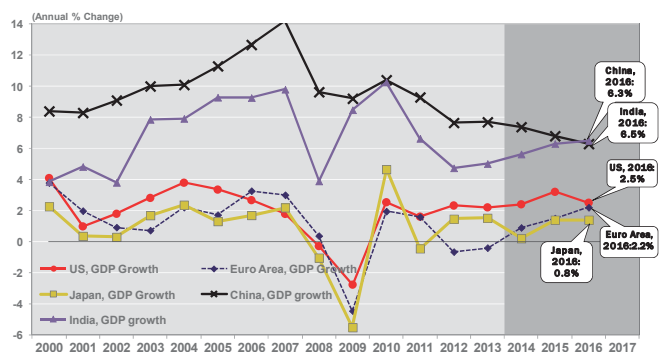
次に世界経済に目を転じますと、予想より若干遅いながらも回復しつつあります。世界経済は2009年こそ成長しませんでしたでしたが、その後は急激ではないにしても回復を続けており、今では3.5%近辺で成長しています。地域別にみても、欧州を含めて全ての地域は危機前水準を回復しています。私の発表の中心である米国でも、劇的ではないにしても底堅く2%台の成長に戻っています。一方、産業別の動向をみますと、米国の情報産業、製造業、専門ビジネスサービスの全てが今日では10年前に比べ22%から25%成長しています。したがって、私は世界の实体经济についても、金融政策の調整、正常化に耐える力が一層強まったとみています。

## Global GDP Growth



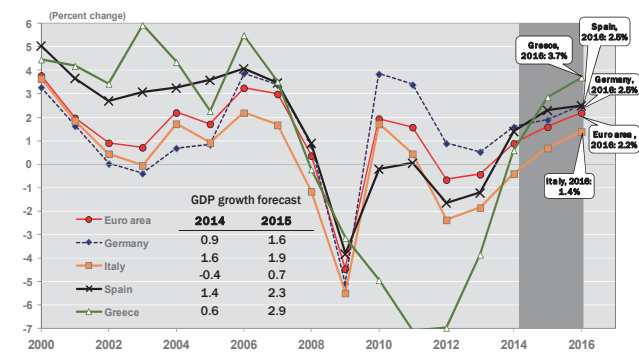
Source: IMF, last update Jan 20 2015, WEO (2014, 2015, & 2016 Forecast)

## Real GDP Growth, Select Countries



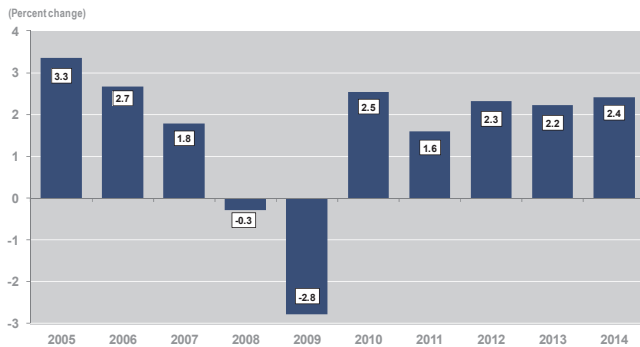
Source: IMF, last update Jan 20 2015, WEO (2014 & 2015 forecast); For US and Euro area, 2014 & 2015 are JPM forecast, last update February 13, 2015.

## Real GDP Growth, Euro area countries



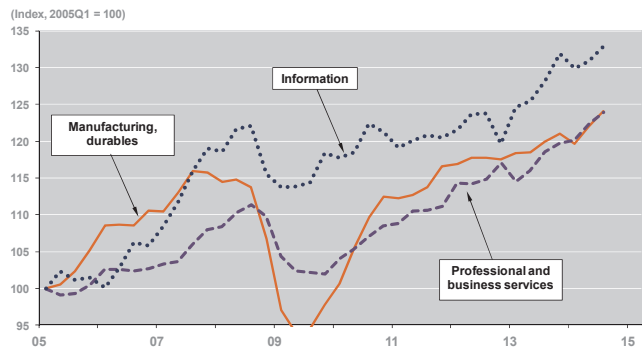
Source: IMF, last update Jan 20 2015, WEO (2014 & 2015 forecast); For Euro area, Germany, Italy, & Spain, JPM forecast, last update February 13, 2015.

## US Real GDP Growth



Source: Bureau of Economic Analysis. Latest observation 2014Q4.

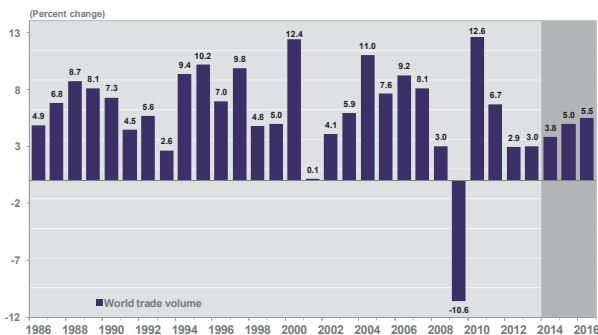
## US Real GDP, Selected Industries



Source: Bureau of Economic Analysis. Latest observation 2014Q3.

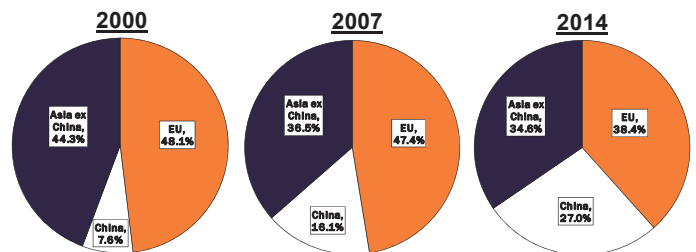
世界貿易も、2009年の急減後は毎年増加という回復を示しています。また、米国の輸出は貿易のダイナミズムを示しています。中国向け輸出が全輸出に占める比率は2007年に16%でしたが、2014年には27%まで上昇しました。EU向け輸出の比率は50%弱から38%へ低下しました。これは、これら貿易相手国の機会や需要の変化に対応する強靭さと能力を示しています。

## World Trade Volume



Source: IMF, av. Annual growth rates, last update Jan 20 2015, WEO (2014 & 2015 forecast).

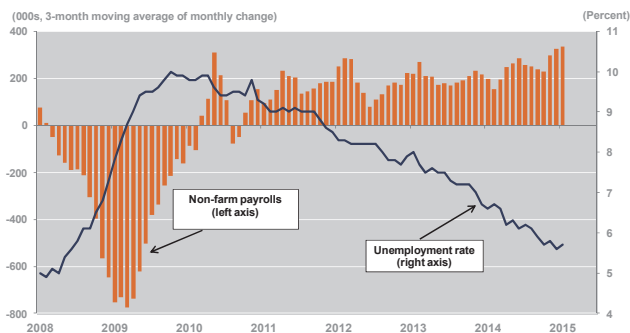
## U.S. Exports by Destination



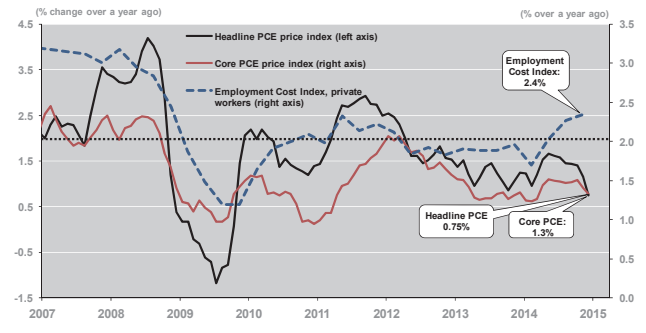
Source: US Department of Commerce, Last Observation: Dec 2014

最後は労働市場についてです。世界の労働市場は以前に比べてはるかに健全性を増しました。米国の失業率は急低下しており、一時は10%近傍でしたが、今では5.5%辺りです。危機後は雇用創出も続いています。このように、労働市場も堅調さを増しています。加えて雇用コスト指数は若干上向しているものの、物価インフレも賃金インフレも生じていません。

## U.S. Payrolls and the Unemployment Rate



## U.S. Price and Wage Inflation is Low



私の結論は、米国の視点に立つと、現在は金融正常化が待たれる状態であるということです。FRBは正常化のための最善の方法に焦点を置いており、当然確約はありませんが、今後2~3四半期内に金融政策の正常化が開始されるというコンセンサスはできあがっています。FRBは、米国経済の強靭さとその持続力を確信しない限り利上げをしない、ということについて高い信認を得ています。利上げは、経済は十分に強靭とFRBが判断していることの実証になりますので、よい知らせと受け止められるべきでしょう。FRBが米国経済に対して博打的な金融政策を行うことはありません。私は政策金利が一方方向でなく、上下に動くような正常な時期の到来を心待ちにしています。大変ありがとうございました。

## 4. 欧州における政策対応

### クラウス・レグリング（欧州安定メカニズム 総裁）

本日はお招きいただきありがとうございます。このシンポジウムに参加できて大変嬉しく思います。本日私が依頼されたテーマは、欧州特にユーロ圏についてです。ギリシャについてもお話しせねばなりません、ギリシャだけが欧州ではありませんから、このトピックは後ほどパネル・ディスカッションでお話ししたいと思います。また私は金融政策については多くお話ししないつもりです。先ほどのフレンケルさんのお話には、賛同することがたくさんありましたし、私は中央銀行の人間ではありません。また欧州では今現在、多かれ少なかれ米国の金融政策とは連動しておりません。ですから



本日のテーマである米国の金融政策正常化がもたらす影響に対する結論は欧州の場合とても簡単で、短期的にはとても小さいということです。欧州債券の内、例えばドイツ債券をみると、米国債券との利回りの連動性がほとんどゼロで期間によってはマイナスとなっています。先ほどの倉内さんのご説明にもあったように、欧州では景気回復が米国より遅れているので、金融政策の正常化の時期も少し遅れるでしょう。今日はより広い観点から、欧州における過去数年の政策対応についてお話ししたいと思います。なぜ政策対応が異なっていたのでしょうか。私は最近のはやりの概念である長期停滞論から始めたいと思います。

長期停滞論はグローバルな関心事のようです。というのも、フレンケルさんが先ほどお話しされたように米国では景気回復の足取りがしっかりしてきましたが、多くの国で景気回復ペースは非常に緩慢だからです。そしてインフレ率は、先進国ばかりでなく、中国のような新興国でも低いものとなっています。低インフレ・低成長の現象はユーロ圏だけでなく、英国や米国でも起きました。ただし、この2カ国では中央銀行がより積極的に介入しており、最近の名目成長率が高まっています。

なぜグローバルに低成長が広がっているのかを説明するうえで、2つの議論があります。一つはラリー・サマーズに代表される、長期停滞は需要不足によるもので、財政刺激が必要だとする考え方です。もう一つは、ロバート・ゴードンを始めとする学者たちが提唱している最大の問題は生産性の停滞という考えで、生産性は低下傾向にあり、近い将来どこか中期的にみてもこの傾向が反転するとは考えがたいとするものです。後者の見方からすれば、問題は経済の供給サイドにあることとなります。

この見立ての違いが、危機に対する政策対応の違いに反映されています。英国と米国では、GDPギャップを縮小する方策として、財政・金融政策による景気刺激に多くを頼っています。欧州では、生産性と潜在成長率を上げるための構造改革に、より重きを置いています。（欧州連合（EU）の本部のある）ブリュッセルではゴードンが読まれ、ロンドンとワシントンではサマーズがより共感されているようです。

米国と英国では、財政政策はより拡張的で、中央銀行は、巨額の公的資産や民間資産を購入することによって、リスクをシフトさせる政策を行ってきました。その反対に欧州のポリシー・ミックスは、構造改革の達成と財政再建により重点が置かれています。ユーロ圏の国々、特に公的支援を受けている国々は、労働市場・生産物市場の効率性を高めるための重要な改革を実行しています。財政面では、ユーロ圏の国々には、政府債務が過度に積みあがらないように管理する機能があります。拡張的な財政政策による大規模な景気浮揚は過去のものとなり、ユーロ圏全体の財政スタンスは、今年は中立となるとみられます。

政策対応の違いは、人口高齢化やより広い意味での人口動態の変化がもたらす課題に根ざすものでもあります。これらに伴う今後の労働力供給不足は欧州ではより深刻です。それは、一部は低出生率のためであり、一部は欧州が米国ほど移民に対して開かれていないためです。

いずれにせよ、グローバル経済には、将来の成長に対する逆風が数多くあります。さまざまな要因が今後の成長のダイナミズムが弱まることを示唆しています。

第一に、人口動態の変化は、ほとんどの先進国や多くの新興国に需要・供給両面でマイナスの影響を与えます。高齢化はおそらく貯蓄増加をもたらし、金利低下の圧力となるでしょう。

第二に、グローバリゼーションは減速しつつあります。過去30年間にわたって、世界貿易は世界のGDPよりも高い伸びを示してきました（前者は5.3%、後者は3.2%）。これまではこうした貿易による統合プロセスが成長に大きな刺激を与えてきましたが、これは一回限りで、未来に繰り返すとは思えません。

第三に、同じような一回限りの要因として、女性の労働市場参加があります。これは過去には需要・供給両面で経済成長に寄与してきました。しかし、先進国の多くではこの効果はほとんど出尽くしてしまっています。

第四に、過去のように官民の債務拡大や金融バブルが成長を押し上げることもありません。

最後に、社会保障に伴う偶発債務は今後、重大な問題になってくるでしょう。

これらすべてが、将来の成長トレンドは過去よりも低くなることを示しています。いず



れにせよ、全要素生産性（TFP）が潜在成長力の主要な牽引力です。学術論文によれば、生産要素のセクター間の配分の効率性の度合いが、各国の TFP の水準格差を生じさせる可能性があります。このため、欧州では構造改革に重点が置かれているのです。

構造改革は、長期的な成長を促進し、通貨同盟を効率的に機能させるためのカギです。困難な改革の実施と、不可避の財政再建により、近年多くの欧州諸国で、短期的な成長実績は満足のかないものとなりました。しかし、これらの改革は将来の便益をもたらし、加盟国間の格差を縮小させることで、通貨同盟をより安定化させます。また、今後追加的に必要な財政再建の規模はずっと小さくなります。公的支援を受けているスペイン、ポルトガル、アイルランド、ギリシャ、キプロスの 5 カ国の低成長はかなりの部分、過去に不均衡の累積によって実現した、行き過ぎた高成長の結果でもあることを忘れてはなりません。

過去数年、欧州の国々は改革のチャンピオンでした。構造改革の進捗を計る指標として広く知られる世界銀行、経済協力開発機構（OECD）やリスボン評議会の指標は、欧州諸国、特にプログラム国の構造改革の進展を良く表しています。これらの機関によれば、構造改革は、名目労働コストの低下や、より効率的な生産物市場の規制という結果につながっています。アイルランド、スペイン、ポルトガルなどの国は、すでに経済成長の加速という形で改革の成果を手にしています。OECD によれば、ギリシャについても、改革が続行されれば、今後数十年間に成長の加速を実現できる見込みです。

EU は追加的な成長促進策を実行しています。第一に、中立的な財政政策、金融緩和そしてこれらに関連したユーロ安が総需要を支えるでしょう。第二に、欧州委員会ユンケル委員長が最近公表した投資計画は、欧州の官民の投資を促進し、需要拡大につながるでしょう。第三に、財政と金融機関リスクの相互依存を低下させ、信用チャネルを復活させることを目的に、EU は銀行同盟を発足させましたが、銀行貸出への依存を低下させるために、資本市場同盟を検討中です。

金融セクターが再び欧州、特にユーロ圏の経済成長を支えることができるように、欧州銀行同盟が創設されました。その実現に際し、喫緊の問題は、銀行経営を安定させ、銀行セクターのリスクと財政とのリンクを取り除くことでした。中期的観点からは、金融危機がおこる可能性を低減させるような枠組みが必要でした。欧州はこの課題にさまざまなレベルで対応したのです。

EU は銀行業務に関する規制・監督環境を徹底的に見直しました。バーゼルⅢが EU 内で実施されました。BRRD（金融機関再生・破綻処理指令）の改定により破綻処理は改革さ

れ、破綻時の損失の負担者が納税者から債権者に変更されました。**SSM**（単一監督メカニズム）と**SRM**（単一破綻処理メカニズム）によって、システム上重要な金融機関に対する健全な監督と破綻処理が、欧州レベルで確保されました。最後に、**ESM**（欧州安定メカニズム）は今や銀行に直接資本注入をする機能を持ち、加盟国の負担を制限できるようになっています。これらの変化は **EU** が 2008 年の危機時と比べて、金融危機に対してより耐性を強めることにつながっています。

昨年秋に **ECB**（欧州中央銀行）と **EBA**（欧州銀行機構）が実施した銀行の包括資産査定によって、欧州の銀行はバランスシートが綺麗になり、銀行セクターは透明性を増しました。統一された基準に基づく銀行の資産の質の査定は、銀行の公平な競争の場を確保するため、また **SSM** の稼働開始時まで可能な限り透明性を高めておくために実施されました。銀行の脆弱性を低下させるために引当金の精査も行われました。こうしたことは、銀行セクターの信認を回復させ、銀行が新たなプロジェクトに向かうことを助けるでしょう。数千億ユーロの資本増強によって、銀行貸出はもはや支払能力への懸念からの制約を受けなくなっています。

中長期的に、構造改革と財政再建、銀行同盟の創設の組み合わせが、大きな便益をもたらすことについて私は確信を持っています。経済が構造改革をスムーズに実行できるように、財政・金融政策を使うというユーロ圏の多層的な政策対応は、中期的に維持可能な成長のためのしっかりとした基礎を作り上げています。こうした政策対応や、政策協調を進めるためのより強固で包括的な枠組み、**ESM**（欧州安定メカニズム）や **ESRB**（欧州システムミック・リスク理事会）などの新組織の創設によって、通貨同盟は危機以前と比べて、より良く機能するようになっています。ありがとうございました。

## 5. 過剰債務に陥ったグローバル経済

アデア・ターナー（新経済思考研究所 シニアフェロー、前英国金融サービス機構 長官）

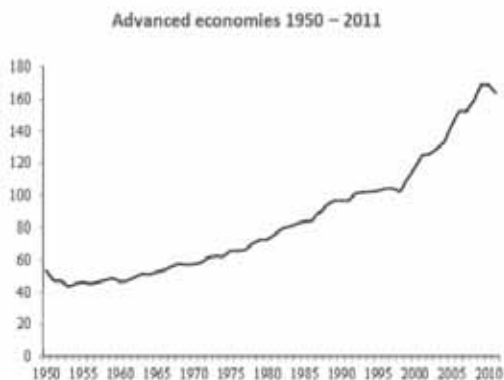
行天さん、有難うございます。私は英国の政治・経済に対する私の見解を、グローバル経済が直面している最大の問題は何であるかという切り口でお話したいと思います。

グローバル金融危機の発生から 7-8 年が経過しますが、民間部門向けの過剰な与信供与が残した過剰債務から発生しているデフレという世界経済の逆風について、多くの有識者はその深刻さを理解していないと私は感じます。2007 年から 2008 年の金融危機と危機後の経済の回復力の弱さの根本的な原因が何であるかは、先進国の民間部門向け与信の GDP 比率の推移を示す図表 1 を見れば明らかです。この値は 1950 年から 2007 年にかけて 50%から 170%まで上昇しました。また、図表 2 の通りその主因は不動産向け与信の増加でした。



図表 1

Private domestic credit as a % of GDP



Source: Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten, C. Reinhart & K. Rogoff, 2013

図表 2

Share of real estate lending in total bank lending

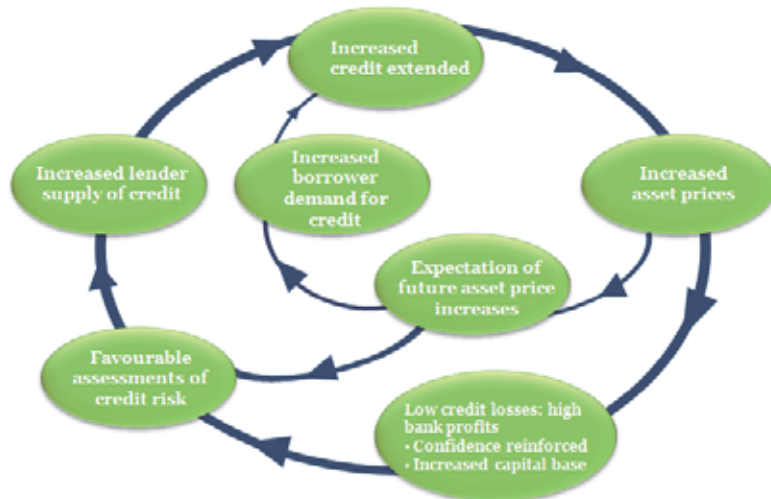


Source: The Great Mortgaging, Professor Alan Taylor, University of California, Dean

与信の膨張は、図表 3 の通り経済学者ハイマン・ミンスキーが説いたような自己強化的なサイクル (self-reinforcing cycle) によって、資産価格の上昇、特に不動産価格の上昇を招きました。しかし、このサイクルは、2007 から 2008 年に「ミンスキー・モーメント」ともいわれる信用の喪失によって逆回転しました。これは資産価格の下落を引き起こし、家計や企業は過剰債務の解消を迫られました。

図表 3

### Credit and asset price cycles: upswing



私は、景気回復が過去 7 年にわたって緩慢であることの主因は、銀行の信用供与機能の不全ではなく、家計および企業の債務圧縮（デレバレッジング）と、それによる資金需要の低下であると考えます。

市場参加者や評論家は、おしなべてそれらが何をもちたらすか予測できませんでした。ちょうど危機が到来しつつあることを 2007 年以前にわからなかったのと同じです。フレンケル氏が述べたように、2009 年の時点ではほとんど誰もゼロ近傍まで下げられた政策金利が 6 年間そのまま据え置かれるとは考えませんでした。しかし、民間部門の過剰債務が経済にこれほど大きな悪影響を及ぼすことを、私たちは予想すべきでした。なぜなら過去 7 年間に米国、ユーロ圏、英国で起きたことは、1990 年代に日本で起きたことの、そのままの繰り返しであったからです。

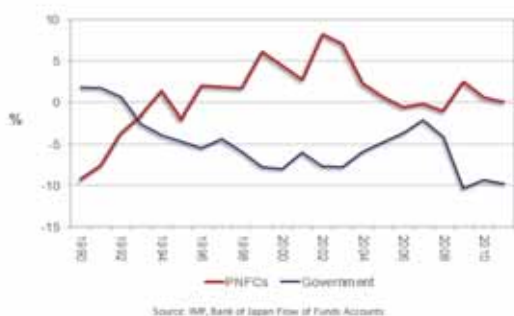
日本は 1980 年代に信用および不動産の最大級のバブルを経験しました。このバブルが 1990 年に弾けると、過剰債務を抱えていた企業は債務返済に努めました。日本銀行は政策金利をゼロ近傍まで下げましたが、こうした企業の行動は変わりませんでした。その結果、図表 4 の通り企業部門は資金不足から資金余剰に転換し、経済は不況に陥りました。

結果として、政府の財政収支は、民間部門のデレバレッジによる需要減少を相殺するための財政支出拡大により黒字から赤字に転換しました。政府債務は、企業部門が債務を縮小するよりも遥かに速いペースで拡大したため、国全体の債務は 1990 年代以降、毎年かな

りの規模で増え続けました。

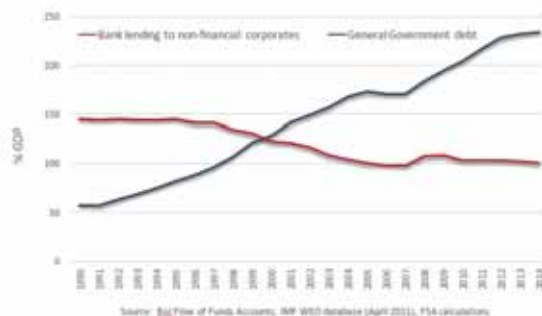
図表 4

**Sectoral financial surpluses/deficits as % of GDP: Japan 1990 – 2012**



図表 5

**Japanese government and corporate debt: 1990 – 2010**



債務が民間部門から公的部門に移るだけで根本的には解消されないという事象は、2007から2008年のグローバル金融危機後にその他の多くの先進国でも発生しました。図表6、7は、International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB)が2014年に発表したジュネーブレポート(題名: “Deleveraging, what Deleveraging?”)からの引用です。民間部門の債務縮小を上回る規模で公的部門の債務が増加したため、両者の合計は危機以降に増え続けました。

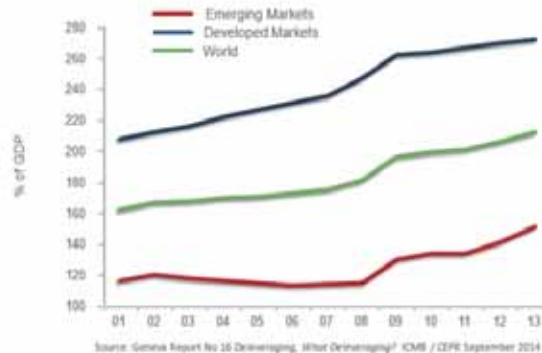
図表 6

**Developed economies – Debt to GDP**



図表 7

**Global debt excluding financials**

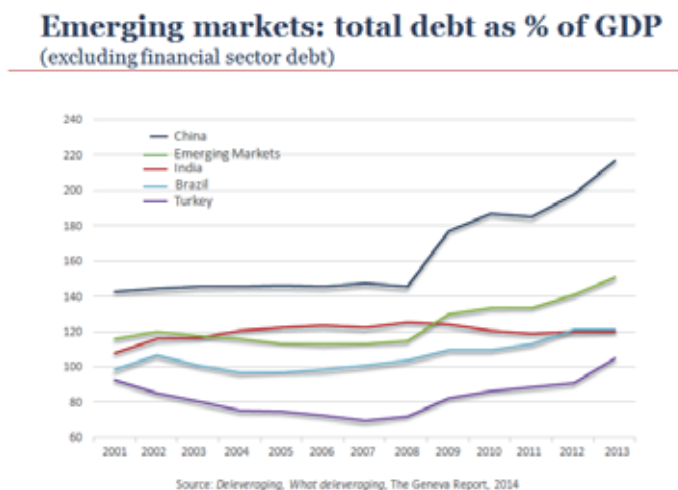


債務増加の本質的な問題は、金融・財政政策を機能させない、もしくは副作用を生む可能性があることです。名目需要を刺激する方法として、財政出動は短期的には確かに効果的です。しかし、公的債務残高のGDP比率が上昇するため、長期的には債務の持続性が問題化します。債務縮小のため各国が財政再建に取り組もうとすると、欧州周縁国や2014年の消費増税で需要の大幅な減少が生じた日本にみられるように、景気が悪化します。この

ため、代わりに先進国はゼロ金利政策に量的緩和を加えた超金融緩和政策を行ってきました。しかし、超金融緩和政策は資産価格の上昇という機能を果たす一方、それによって格差拡大を加速させます。また、実体経済の投資と消費より先に、金融市場においてキャリートレードのようなレバレッジを用いた投機取引を活発化させます。そして、結局皮肉にも、危機の原因であった民間部門向けの与信を再び拡大させることによってしか機能しないという現実苦しむのです。

過剰債務を抱えることは、債務デフレーションの罠への転落であると思われます。図表 7 の通り、債務はグローバル金融危機後に世界中で増加しました。新興国では特に早いペースで増加していますが、その主因は図表 8 の通り中国における債務増加です。2008 年終盤の世界経済の急激な落ち込みに際して、中国政府は、不動産とインフラ開発に資金を供与するため巨大な与信ブームを起こし、この結果わずか 5 年間で国内与信の対 GDP 比率は 140%から 240%に上昇し、またすでに GDP 比で 42%という高水準にあった投資比率は 48%まで上昇しました。これは経済と雇用の拡大に寄与しましたが、代償として中国経済は不動産関連の比率が 33%に上るといふ大きな不均衡を抱えました。産業分野の偏りに伴うリスクは現実化しつつあるようです。中国経済は過去 6 カ月にかけて減速が顕著であり、世界にデフレ効果を与えています。

図表 8

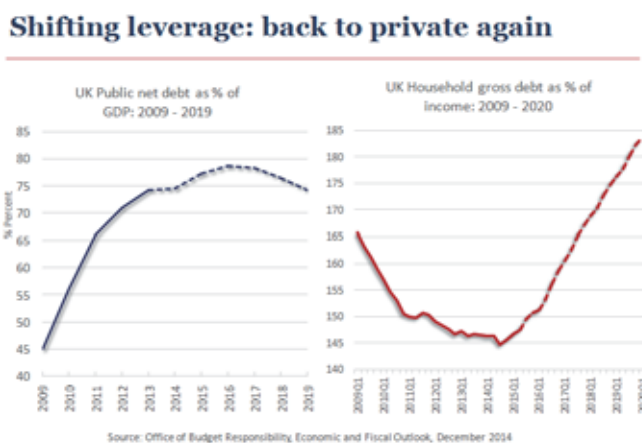


2008 年の危機から 7 年が経ちますが、依然として世界は巨大な過剰債務が生み出したデフレの逆風に直面しており、債務を縮小させるための明確な方策も立てられていません。債務を縮小させるには、債務を返済したり経済を成長させたりするだけでなく、債務再編と減免、もしくは恒久的なマネタイゼーションも併せて行うほかないのです。

世界的にデフレ圧力が深刻化するなかで、英国の現状はどうでしょうか。GDP は 2014 年現在、2007 年の水準まで回復しています。英国における与信および不動産投資ブームの崩壊による影響は、アイルランドやスペインほど深刻ではありませんでした。理由は 3 つです。まず、英国ではアイルランドやスペイン、一部の米国で起きたような過剰な建設ブームは起きませんでした。次に、民間部門の債務圧縮の影響を相殺するために非常に大型の財政刺激策を実施しました。その結果として過去 5 年間の英国の財政赤字は、GDP 比で平均 6% とユーロ圏の 2% を大きく上回っています。最後に、超緩和的な金融政策と通貨の変動相場制によりポンド安となったことです。

しかし、英国の景気回復は不均衡を伴っています。輸出と投資の持ち直しは進んでおらず、経常赤字は GDP 比で 5~6% に上ります。英国は他の国々と同様に、累積債務の水準をどのように低下させるかという問題の解決策を見出せていません。図表 11 の通り、英国では過去 5 年間に民間部門の債務圧縮の規模以上に公的部門の債務が増加しました。向こう 5 年間で公的債務の GDP 比率は低下に転じるとみられますが、その実現可能性について、英国予算責任局 (OBR) は経済が堅調であった場合のみとしています。また、OBR は、仮に民間債務の GDP 比率が先般の金融危機の発生前の水準まで上昇すると、2020 年の英国の債務総額はこれまでよりさらに大きくなるとしています。

図表 11



英国では、米国と同様に、マクロ経済の不均衡により、国民の所得水準が大いに不平等となるような形でしか景気が回復していません。GDP は 2007 年の水準に戻りましたが、一人当たり GDP は依然として危機前の水準をやや下回り、実質賃金の中央値は 2008 年の水準を 7% も下回っています。GDP の成長の一因は、単なる人口増に伴う労働力の増加です。また、雇用は堅調ですが、生産性の伸びは非常に小さくなっており、実質賃金は低下しています。一方、富裕層が保有する資産の価値は、債券にしる、株式にしる、ロンドン

の不動産にしろ、相当に増加しました。その結果、現在多くの英国人が、自分は経済大国のひとつに住みながらその恩恵を受けていないと感じています。

その結果、5月の総選挙が近づく中、政治への不満が強まっています。また、エリート層や金融部門、既存政党に対する信頼はとても低いです。保守党と労働党の2大政党は30年前に投票の95%を獲得しましたが、今回は65%も得られないでしょう。票の15%は移民問題に関して強い支持を得ている英国独立党(UKIP)に流れるのではないのでしょうか。UKIPは英国をEUから離脱させたいとも考えています。スコットランドに目を移すと、独立住民投票では55対45の僅差で独立派が敗北しましたが、独立を主張する国民党(SNP)の支持率は上昇しており、過半数の議席獲得によってこれまでの労働党の優勢を崩すとみられます。

今回の選挙でも、連立政権の維持は避けられないでしょう。保守党主導となった場合、英国のEU残留の可否を問う国民投票が行われるでしょう。私は、残留・離脱の可能性についてそれぞれ60%、40%とみています。一方、労働党主導の場合、保守党はEU懐疑派の傾向を強め、次の選挙ではUKIPと連携しいずれEU残留の可否を問う国民投票に持ち込むでしょう。その際、EU離脱に対する支持が増えている可能性があります。ちなみに英国がEUを離脱すれば、スコットランドが英国を離脱するのは間違いありません。

英国の政治は困難な局面に直面しています。背景にあるのはグローバル金融危機後の大不況で、英国は依然として過剰債務とデフレにあがっています。これらは欧州における極右・極左政党支持の高まりの原因にもなっています。今回のシンポジウムのテーマは金融政策の正常化ですが、世界経済の正常化までの道のりはまだ遠いと考えます。



## 6. アベノミクス「第三の矢」の進捗状況

山崎 達雄（財務省 財務官）

行天理事長、ご紹介ありがとうございます。現在、多くの注目が米国経済の強さに集まっていますが、ここ日本でも前向きの動きが幾つも見られています。

日本の財政政策の状況からお話しします。2014年11月に安倍首相は2015年10月からの消費税増税の延期を決定しましたが、その目的はデフレ脱却と持続的成長の実現のための当局の取組みの下支えです。首相は増税延期の発表に際して、財政の持続可能性に対する懸念を払拭するために次の3点を明言しています。第一は消費税再引き上げを2017年4月に確実に実施すること、第二は2020年度までに国・地方の基礎的財政収支の黒字化という財政健全化目標をしっかりと堅持すること、第三はかかる目標の達成に向けた具体的な計画を2015年夏までに策定することです。政府の取組みは経済再生の実現の面でも進展しています。2015年度予算が良い例で、国・地方の基礎的財政収支の赤字の対GDP比を2010年度に比べて半減するとの目標の達成が見込まれています。加えて、2015年度の経済成長はほぼ完全に内需主導によって名目で2.7%、実質で1.5%の伸びとなることが見込まれています。



次に、いわゆる「第三の矢」とよばれる成長戦略について述べたいと思います。よく、アベノミクスの第三の矢については進捗が不十分であるとか、見えてこないという意見を耳にしますが、それらは正しい評価ではありません。構造改革が具体的な成果を生むまでには時間がかかります。そのため「第三の矢」は飛行速度が少し遅いということなのではないでしょうか。すでに何百本もの矢が正しい方向に放たれています。少し詳しく説明します。

成長戦略の目標の1つは、日本企業の約3兆ドルの内部留保と、家計が保有する約8兆ドルの現預金を生産的な投資に振り向けることです。そのためには日本企業の考え方を変える必要があり、そのカギとなるのがコーポレート・ガバナンス改革です。2014年に金融庁は日本版スチュワードシップ・コードを公表しました。175の機関投資家がこのコードを受け入れており、機関投資家は株主として議決権行使基準の概要、議決権の行使結果を開示することが求められています。さらに、金融庁が主導する日本版コーポレートガバナンスコードが2015年6月に適用開始されると、全ての上場企業は独立社外取締役を少なくとも2人以上選任する必要があり、それを行わない場合は理由を説明する義務を負うよう

になります。

重要な歩みのひとつには、JPX 日経インデックス 400 という新たな株価指数の導入も挙げられます。この指数は 2014 年 1 月に算出開始され、構成銘柄の選定にあたっては ROE や営業利益などの量的指標に基づくスコアリングが行われ、銘柄の入れ替えが毎年行われています。このような取組みの効果もあって、日本企業の ROE は 2012 年末の 5.8% から 2015 年 1 月の 9.0% に改善し、自社株買いは 2014 年に前年比 2 倍以上となりました。

政府は、法人実効税率を数年間で現在の 34.62% から 20% 台まで引き下げることを目的とした、成長志向型の法人税改革にも着手しています。第一歩として、政府は 16 年度までの 2 年間で法人実効税率を 3% 以上引き下げることを決めました。先行減税の規模は 4 千億円超となる見込みです。一方、歳入確保のために課税ベースは拡大されます。なぜ黒字企業に対して減税を行いながら、赤字企業により多くの課税負担を求めるのでしょうか？それは、この改革が成長性の乏しい企業の退出の促進と、その他企業の競争力強化を目的としているからです。企業の収益性のさらなる改善と賃金の持続的上昇によって企業行動の構造変化が進むことも期待されています。

経済の好循環の実現のためには、企業の収益力強化に加えて、賃金の上昇も不可欠です。この観点から 2014 年 12 月に政府、労働者、経済界の代表による政労使会議が再開され、2 年連続の賃上げに向けて最大限の努力を促す合意文書が公表されました。大手の自動車メーカーや電機メーカー、銀行の労働組合が賃金のベースアップに向けた交渉を行っており、また、ベアの規模は昨年より大きくなると期待されるなど、足許では賃金上昇モメンタムが強まっています。

政府は「貯蓄から投資へ」の流れを促進するため、いくつかの改革に着手しました。2014 年 10 月発表の、年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) の運用の基本ポートフォリオの見直しでは、国内債券の割合は 60% から 35% へ引き下げられる一方、国内株式と外国株式の割合はともに 12% から 25% に引き上げられました。その他の改革の例としては、少額投資非課税制度 (NISA、日本版個人貯蓄口座) の導入が挙げられます。2014 年 1 月の NISA 導入以降、700 万を超える口座が開設され、その資産規模は 1.6 兆円となりました。政府は 2016 年度から NISA の年間投資枠の引き上げを予定しています。

以上、企業行動や金融市場に関連する数々の改革について述べましたが、これらが政府の改革の全てではありません。残りの時間では、アベノミクスの「第三の矢」の改革に含まれる取組みについて、簡単にお話したいと思います。

まず、政府は強い決意を持って、数十年に亘って続いた規制を変えようとしています。例えば電気システム改革においては2016年4月に電力小売の全面自由化が実施予定であるほか、現在会期中の通常国会には、2020年までに送配電部門の法的分離および電気の小売料金の全面自由化を行うために必要な法案が提出される予定です。これら変革によって、約60年前に形成された電力市場の構造は根本から変わることになります。農業改革をみると、農地集積・集約化を目的に「農地集積バンク」が全都道府県に設置されました。この機関は農地の出し手から農地を借り受けて集約し、まとまりのある形で農地の受け手に貸付けるなどの仲介役を担います。また、農協システムは全国農業協同組合中央会の組織形態変更によって大改革が進行します。

政府は労働力人口の減少の抑制にも取り組んでいます。例えば、政府は女性の労働参加拡大のため、保育所の整備について目標を掲げています。25歳から44歳の女性の労働参加率は2012年末の70.9%から2014年末の74.3%に上昇し、いわゆる「M字カーブ」<sup>1</sup>はフラット化しました。政府は外国人労働者の受入れ拡大にも努めており、例えば、建設部門の労働者不足への対応として、外国人建設労働者の受入れは2015年4月から拡大されます。これは2020年の東京オリンピック・パラリンピックの準備の円滑化にも寄与するでしょう。

最後に、政府は日本経済のさらなる市場開放と、世界経済との統合を進めています。日本にとって、環太平洋パートナーシップ協定（TPP）交渉を成功裡に妥結することは大変重要です。成長戦略に盛り込まれている訪日観光客の増加は順調に進んでおり、2014年の訪日外国人旅行者数は前年比3割増、訪日外国人による旅行消費額は4割増となりました。政府は外国人旅行者の誘客のため、2014年10月以降、外国人旅行者向けの消費税免税制度の対象品目に食品、飲料や化粧品を加えています。

私のスピーチはここで終えたいと思います。ご清聴ありがとうございました。

---

<sup>1</sup>M字カーブとは、女性の労働参加率が女性が結婚・出産期に当たる年代に一旦低下し、育児が落ち着いた時期に再び上昇する現象を描いた曲線

## 7. 量的緩和の時代の安定

### クリフォード・タン（三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ 東アジア統括）

行天さん、有難うございます。会場の皆様とお会いできて嬉しいです。また、パネリストの方々と共にこの場にいることを光栄に思います。私も会場の皆様も、このシンポジウムで多くのことを学べればと願っています。

私の講演の題目は「量的緩和の時代の安定 (Stability in the Time of QE)」です。ご承知の通り、これはコロンビアのノーベル文学賞作家ガルシア・マルケス氏による有名な小説、「コレラの時代の愛 (Love in the Time of Cholera)」からの引用です。平時において、愛と安定には相当の価値があると思われませんが、「コレラ」の代わりに量的緩和を挿入すると、量的緩和政策は治療か病かという、アジアを含む新興国の複雑な心境の示唆になります。



トレーディングフロアで毎日を過ごす市場の実務家として、私は今年最大のグローバルなテーマである「政策の多様性」とは、言い換えると「セントラル・バンキングが過去 30 年間で記憶される限り、各国間で最も調和していない状態」であると思っています。

米連邦準備制度理事会 (FRB) が運営する金融政策の対象は米国経済のみであるという我々の主張は、もはや事実です。ニューヨーク連邦準備銀行のダドリー総裁が 2011 年 4 月に香港を訪れたとき、私は総裁に対して、FRB は自らの金融政策が世界の国々に与える影響を重視しているのかという、その場にいた人々の多くが抱いていた疑問を投げかけました。かつては金融機関に勤務していたダドリー総裁ですが、この時の彼の返答は明確な「ノー」であったことを、私ははっきりと覚えています。FRB が気にかけているのは二つの使命 (デュアル・マンデート) だけで、米国からの資本流出、新興国への資本流入、新興国通貨の上昇などは米国経済の成長の支えとして作用している限り、FRB の懸念事項ではないのです。米国が「強いドル」に伴う資本の再流入、あるいは新興国からの流出を心配し始めるのは、それら資本フローによって自国経済が悪影響を受ける場合だけです。FRB が量的緩和の縮小 (テーパリング) に抱いた不安も、米国住宅市場に負の影響を与えないかという点に関してのみでした。

2014 年 4 月にブルッキングス研究所で行われたバーナンキ前 FRB 議長とインド準備銀行 (RBI) のラジャン総裁による対話は、「バーナンキ ラジャン 対決 (Barnanke Rajan

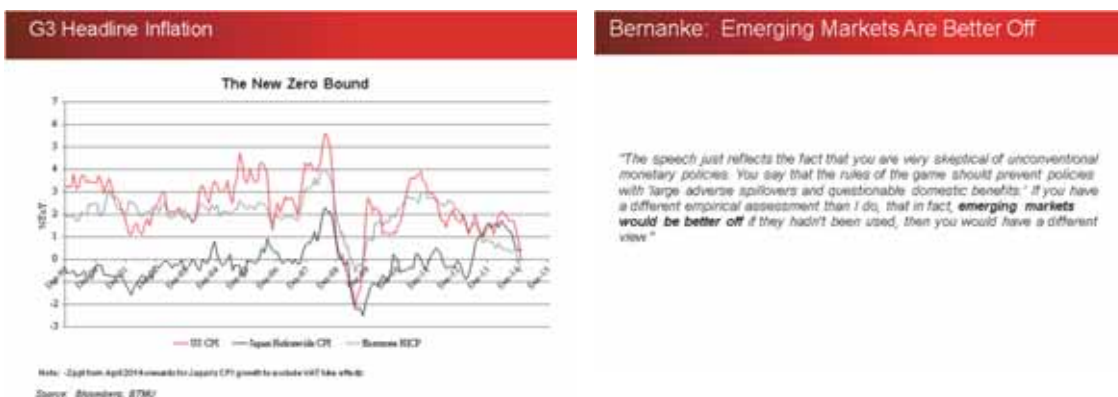
face off)」というインターネットの検索ワードまで生みました。実際の映像をみると、質疑応答は双方を尊重しながら行われており、友好的ともいえるほどでしたが、バーナンキ氏とラジャン氏が互いを褒め合っていたとは言い難いです。



この対話においてバーナンキ氏は幾つかの印象的な発言をしました。まず一つが、「非伝統的政策には需要喚起の効果があり、内需を拡大させる。一方、為替操作は1930年代の関税政策のように需要抑制の効果がある」という発言です。量的緩和に需要喚起の効果があるのなら、世界に蔓延したディスインフレーションの原因はどのように説明できるのでしょうか。私には、これがセントラル・バンキングの弱点に思われます。ターナー卿が示唆されたひとつの可能性については、パネル・ディスカッションで議論したいと思います。長年FRBにとって、量的緩和が手に負えないようなインフレを招くことは無いため心配は無用、と確信を持って言うことは道理に合わないことでした。しかし、日本銀行に続いて今や欧州中央銀行も、量的質的金融緩和・量的緩和は確かにインフレを発生させると自信を込めて断言しています。時折、我々は果たしてひとつの星に暮らしているのだろうかと当惑してしまいます。

ディスインフレーションの原因が何であるかは、中央銀行にとっても大きな謎なのではないかと我々エコノミストは疑っています。経済の専門家達は近年、個々の価格のマクロ経済への波及について研究を深めました。また、既存の販売時点（POS）情報に加えて、ビッグデータの活用は情報量の増加だけでなく、経済の分析にも役立つと期待されます。しかし、インフレに関わるより大きな問題は、現在使われているマクロモデルが、1970年代後半に使われていたものと比べてそれほど発展していないという点です。インフレ目標政策が正統化され始めた15年前にその理由が何であるかは熟考の対象にはなりませんでしたが、ゼロ近傍の政策金利を設定している世界の中央銀行は、必要な時にインフレを起こせないでいます。マネタリストの定義にあてはめると、外生要因の大きな構造変化が手元資金ないし資金需要に起きた結果、世界中の金融機関は中央銀行が作り出した兆単位のハ

イパワードマネーを喜んで保有しています。何故でしょうか？その理由は分かりません。中央銀行も分かっていないと思います。



皮肉にも、フォワード・ガイダンスの実施が一般的となった現在、中央銀行はかつてより、またおそらく実際よりも自信あり気に振る舞わねばならないと感じていることでしょう。数年前、スタンフォード大学フーバー研究所で開催された、金融政策をテーマとする年次カンファレンスにおいて、私は当時 **FRB** 副議長だったコーン氏に対して、**FRB** 独自のインフレ予想モデルにどの程度自信を持っているのか質問してみました。何故なら 2000 年代前半、そのモデルではデフレリスクが予想されており、そのことを当時 **FRB** 理事であったバーナンキ氏もスピーチで強調していましたが、ついぞ現実にはならなかったからです。**FRB** スタッフ出身であるコーン氏は、**FRB** モデルの限界について、慎重だが素直で控えめという、昔の **FRB** を想起させる語り口で答えました。対照的だったのが、2012 年に香港で開催された、シカゴ連銀総裁のエバンズ氏が出席したイベントです。私はエバンズ氏に、更なる追加緩和が必要な状況が示唆する量的緩和の機能不全について、その理由を質問しました。しかし、エバンズ氏は見るとに立腹し、学術論文が書かれた紙をこちらに向かって振り上げて、冗談じゃない、量的緩和は当然機能していると主張しました。さらに、それ以上の質問も許しませんでした。

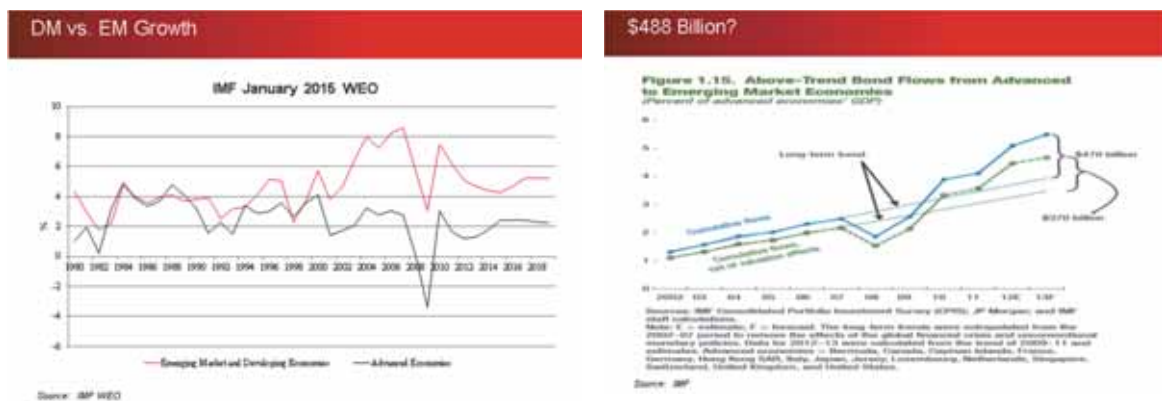
未知の政策手段に自信を持つことは、将来、マーケットサプライズとボラティリティーを発生させる上では良い材料です。私は、世界の中央銀行の目下の金融政策は無視界飛行であり、各中銀はその事実を認めること、あるいはせめてその状況について健全な議論をするにはフォワード・ガイダンスに縛られ過ぎている、と批判的に捉えています。

ブルッキングス研究所でのバーナンキ氏のもう一つの印象的な発言は「量的緩和政策を新興国では用いない方が良いという別の実証分析が存在するというのなら、我々と観点が異なるのでしょうか」というものでした。米国、日本、欧州にとって良いことは新興国にも良いということです。この会場で、少しネオ帝国主義的なのは私だけでしょうか。

このような現状は、中国と新興国にどのように関係するのでしょうか。

中国と新興国は自国通貨相場が対主要通貨で大幅に振れることを許容させられており、その変動率は 25%以上です。主要通貨が新興国通貨に対して一斉に下落するのでなく、米ドル、円、そして次はおそらくユーロと順々に下落していることは、過去に時折、交易条件の大きな変動を受容しなければならなかった新興国を、やや安心させる事象です。10 年前、新興国に対してハードペッグ制の採用が奨励されましたが、これを導入した国の中には、ペッグの対象となった通貨相場が 40%以上変動する経験をした国があったかと思いません。

さて、量的緩和政策の許容には先進国市場の需要という「人参」がぶら下がっている必要があるのですが、現在起きているのはバーナンキ氏のいうような世界の需要拡大ではなく、需要の再配分であることを示す証拠が幾つか上がっています。さらに、ディスインフレーションあるいはデフレが、量的緩和が実施された国で再発したという謎によって、一連の政策に対する新興国の信頼は損なわれています。新興国にとって量的緩和政策に対する先進諸国の最良の対応が傍観であったというのは、理解し難い話です。



はっきりさせておきますが、現状は、不吉にも通貨戦争が予想される事態ではありません。通貨の安定を願っていることが今や良く知られているアジア諸国では、以てのほかです。IMF が時々、近年の新興国の資本流出について不気味な話をしていますが、私はちょっと大袈裟だと思っています。何年か前、IMF 専務理事のラガルド氏がジャクソン・ホールにおいて、新興国には 4,880 億ドルもの過剰な資本流入が起きている可能性があると言及しましたが、私はその時即座に IMF の知人に連絡を取り、一体どこから拾った数値なのかと問いいただきました。そのデータが正しければ、私はアジア通貨危機の再来に備えねばならないと考えたのです。結局、これは IMF の負債フローのデータベースに基づいた時系列

分析の結果ということが分かりましたが、私には精緻さに欠ける手法に思えました。IMFが手掛ける業務の多くは、これよりずっと思慮深く行われていると思います。

私が本日のシンポジウムで問われている、アジアの新興国からの資本流出について、それほど答えに困っていないのは、米国の量的緩和の第1弾、2弾、3弾(QE1、QE2、QE3)の間で、新興国の資本フローへの影響に大きな違いがあったからです。大きな違いと言えば、資本フローが債券投資に限定されていた国と、債券と株式投資の両方であった国の間でも差異がありました。詳しくはパネル・ディスカッションでお話しようと思います。

グローバル金融危機後の先進国の政策スタダードは、中国とその他新興国の長年の課題である、安定的な資本調達のためのプラットフォームの探求に対しする新たな動機づけになったと思います。量的緩和政策によって、一部新興国は基軸通貨として米ドルの代替になり得る通貨を探し始めました。よく知られているのが中国人民銀行総裁である周小川氏による特別引き出し権(SDR)への人民元組み入れの提案と、ブラジルの前財務大臣であるマンテガ氏の「通貨戦争」発言です。オフショア人民元市場の育成は、周小川氏の提案がほとんど前進しないことに対応した動きです。中国が、自ら創設したこの市場によって自国通貨相場の変動圧力を受けているというのは皮肉ですが。私は最近、中国が実質実効相場に対する米ドル高、および一部の主要貿易相手国で起きているディスインフレないしデフレの両方の影響を抑制し始めたとみています。今年1月に中国で起きたように、実質実効相場がひと月に5%以上変動するようだと、私は中国当局が行っているような対応に同調します。それらは通貨安戦争ではありません。一部新興国の賢明な対応が、先進国の量的緩和政策の目的の一部である、世界経済成長のために新興国需要により多く依存しようとする動きを遮ぎるのです。



市場の実務家としての私の結論は、G20 に対して、量的緩和の外部性を巡る一層真剣な議論—より協調的な財政政策による景気刺激とより非協調的な金融政策による景気刺激の実施—を提案しなければならない、ということです。ローリングストーンズの LP アルバムの



題名である、「物乞たちの宴会 (Beggar's Banquet)」という表現が当てはまる状況から  
抜け出すには、そうするしかありません。

## 8. パネル・ディスカッション

行天： 第2セッションでは、質疑応答形式で議論を進めていこうと思います。

フレンケルさん。あなたのお話しはアメリカ経済の正当性に対する強力な支持と聞こえました。グローバル金融危機後、唯一勝ち残った国はアメリカだけと言わんばかりでした。そこで最初の質問は、アメリカ経済の回復は累次の量的金融緩和策（QE）による需要の活性化というごく普通の反応なのか、あるいは、お話にあったようなシェール革命や産業構造（？）の変化によるなど、これまでとは違った変化によってもたらされたものか、どちらでしょうか？



二番目の質問は、これもお話しに出たグローバル不均衡における変化に関するものです。現在、アジアの経常黒字は減少し、アメリカの赤字は改善し、欧州では赤字から黒字に転じています。そういうことであれば、今後の世界の成長モデルはどのようなものになっていくのでしょうか？これまでは、世界経済の成長のかなりの部分はアメリカの家計部門の消費に支えられてきました。その結果、アメリカの巨額な経常収支赤字は増え続けたのです。その状況が変わるのであれば、世界はどうなるのでしょうか？これは正常化の一部でしょうか？あるいは、あらたなパラダイムの始まりなのでしょうでしょうか？以上二つの質問にお答えください。

フレンケル： 第一の質問は、「アメリカは唯一の勝者か？そうであれば、そのメカニズムはなにか？」というものでした。最終的に勝者と敗者に分かれてしまうことになったとしたら残念なことです。Win-win となることを確保することが重要です。それこそがグローバル化の本質と考えるからです。すなわち、皆同じボートに乗っているのであれば、同じ船と一緒に居続けることが重要なのです。一つの重要な格言をご紹介しますと思います。チャーチルがかつて言ったことですが「市場とは落下傘のようなもの。開いているときが一番効果的」というものです。これは深い意味があります。というのは、危機が起こると、各国は自国のことだけを考えてしまうという傾向があり、市場を閉ざす誘惑に駆られるものなのです。グローバル金融危機に対してはグローバルな対応が非常に重要です。G20 会合、IMF、世銀の対応も、危機の影響は国によって異なるが、解決当たっては足並みをそろえてグローバルに取り組む、というものでした。

アメリカが先進国の中で最初に景気後退から脱出できた理由の一つは、最初に課題を片付けたからです。構造調整、柔軟な経済、柔軟な労働市場が主なものです。そのおかげで、状況の変化に対して調整が必要となったとき、それに立ち向かうための十分な柔軟性を培っていたのです。アメリカは唯一の勝者でしょうか？そうであってほしくないと思います。と言うのは、この種の危機の解決は金融政策だけでは対応できないからです。アベノミクスの三本の矢が重要なのもそのためです。一番目の矢の金融政策の実施が一番簡単であり、即効性が最も高いのですが、第二、第三の矢によって、特に、経済の柔軟性に支持されていなければ、その効果は長続きしません。まさにこれがアメリカ経済の回復の秘訣です。それにはシェール革命というエネルギー部門からの追い風もありました。一方、油価が下落すればするほど代替エネルギー模索のインセンティブを削ぐという重大な影響をもたらすことにもなるでしょう。いずれにしても、アメリカにとってシェール革命は非常に重要な要素です。

もう一つの質問は、成長モデルはどうしたのか、であった。これぞ唯一の成長モデルというものはありません。消費者が成長の原動力だったことがありますし、投資が原動力だったこともありました。重要なことは、それらの適切なバランスを見出すことです。ところが、極端な例は中国です。中国は長期にわたり投資主導の成長を追求してきたのですが、その結果数々の歪みが生じました。中国の環境問題は深刻な事態に陥りました。そして、中国は投資主導から内需主導の成長への転換を模索しているのです。中国の例は極端な例としても、一般的に言えることは、財政責任や金融政策上の責任が果たされることを確保するという事もさることながら、最も重要なのは、よく機能している構造政策です。金融市場についてはこの後で議論されると思いますが、グローバル金融危機の教訓を一つ上げるとすれば、強靱で、よく監督された金融部門が存在しなければ、経済成長を維持することは不可能ということです。ここで注意しなければならないことは、よく規制された経済とは、多くの規制があるということではなく、よい規制からなっているということです。

**行天：** フレンケルさん、ありがとうございます。もう一つですが月並みな質問があります。**FRB** は今年どこかで金利を上げ始めるでしょう。もし、金利上昇が始まり、それを続けたら、アメリカの長期金利とドルはどうなっていくのでしょうか？

**フレンケル：** もし金利が上がれば、とおっしゃいましたが、金融市場の専門家として言えることは、ある意味ではもうすでにそれは始まっている、ということです。皆、ご存じのとおり、6月なのか、9月なのか、という議論がされている。(しかし)市場の見方では、もう始まっている。金融市場がよく機能していれば、将来の期待を現在に引き戻すことができるのです。そのようにして、市場は収斂してゆくのです。**ECB** の大型量的緩和策の実施開始によって為替は反応しており、アメリカは量的緩和策の収縮ではなく減速を追求し

ています。それによっていくらかの変化が起こるでしょう。それは、ドルについて言えばドルの供給が減れば一般的に他の通貨に比ベドル高の傾向になるということです。これも調整の一部、というのもヨーロッパはユーロ安となることを必要としているからです。ヨーロッパはユーロ圏に閉じこもった結果、競争力を失ったのです。ユーロ圏にいることによる利益は様々ありますが、柔軟な経済がなければ十分にその利益を享受することはできません。経済に柔軟性がなければユーロ安は好都合で、今、生産的なものを見せている。通貨戦争という観点ではなく、政策調整という観点から、金融政策の経路の相違は必ずしも悪いことではないといえます。

**行天：** フレンケルさん、ありがとうございました。さて次はレグリングさんです。2つ質問があります。まず一つは、2009年にユーロ圏が危機に陥った時、銀行同盟や財政同盟がないこと、ユーロ域内の南北の国々の格差を修復するシステムがないこと等々、ユーロ・システムそのものに根ざす構造的な欠陥が危機をもたらしたとの議論が盛んになされました。あれから7年がたって、欧州では銀行同盟ができました。レグリングさんはその中心人物だったわけですが、私は貴方の努力を賞賛しないわけにはいきません。財政再建についても多くの前進がありました。しかし、私には、危機以来十分に対応がされていない大きな問題が残っているようにみえます。それは、貴方のスピーチでも言及されていたように、多くの国での構造改革の遅れです。私は、構造改革が欧州の国々にとり、現在最も必要なものだとの貴方の議論に賛成です。しかし、同時に我々は現実を直視しなければなりません。それは多くの国で、高失業や低所得といった改革のコストの厳しさに対する不満



が高まっているという現実です。そしてまた、ドイツに対し、ユーロ圏の弱小国へもっと寛大な支援をすべきだとの要求が強まっていると言わざるをえません。彼らに言わせれば、「ドイツは私たちに財政緊縮を要求するけれど、実際にはドイツはユーロ圏の弱い国々から利益を得ている。たとえば、ユーロ安はドイツの輸出を支え、低金利はドイツの経済を支えている。また、ユーロ圏の弱小国の債券を購入することで、ドイツはかなりのキャピタルゲインを得ている等々」ということです。これらの議論がどの程度正しいのかはわかりません。しかし、我々の目からみると、これはとても不穏な状態です。確かに、ドイツはユーロ圏ではメンターのようにはみられていますが、中には、もっと進んでユーロ圏の弱い国と強い国の格差を縮小するための新たな仕組みが必要だという意見もあります。ドイツ自身の立場として、こうしたユーロ圏のメンバー国からの不平や要望をどう考えているのでしょうか。これは非常に現実的であると同時に、ある意味とても解決の難しい問題だと思います。

次の質問はもっと単純な質問です。ユーロ圏のデフレのリスクはどの程度高いと考えていますか？ユーロ圏ではデフレのリスクが議論され、正直に言って、最近のデータはそのリスクは低くはないことを示しています。ユーロ圏のデフレのリスクはどの程度高く、その観点からみて、最近 ECB が決定した金融政策、一種の QE、はリスクを払拭するのに十分だと思いますか？レグリングさんお願いします。

**レグリング：** ご質問ありがとうございます。1 番目の質問に答えるには午後中かかってしまうでしょう。というのもユーロ圏で今起きていることは非常に興味深く、私は今まさにそのなかに、深くかかわっています。ユーロ圏には大きな前進がありました。ギリシャについて関心が高まっていることは事実ですし、ギリシャは最も難しい問題ではありますが、ユーロ圏のなかで 2%のシェアしかありません。誇張しすぎるのは問題だと思います。一般的に言って、構造改革に関して多くの前進がありました。構造改革はとても困難だと言われますが、フレンケルさんがおっしゃった、構造改革は将来の成長の基本であり、米国が他国に先駆けて問題を克服できたのは、米国経済が柔軟性に富むからだという点には、私は賛成です。そして、ヨーロッパでもまた改革の進展がみられました。特に私が専務理事を務めている EFSF および ESM や IMF から緊急支援プログラムのもとで借入れをし、コンディショナリティを受け入れなければならなかった国々では、今日では構造改革の進展が顕著にみられます。これらの国々は世界中のどの国よりも多くの構造改革を進めており、したがって、OECD の長期見通しでも、このまま改革が持続すれば、将来の潜在成長率が高まることが期待されています。欧州ではたくさんの事が進展しているのです。しかし、正確なご質問は、弱い国々による構造調整、財政再建、構造改革によって、ユーロ域内の不均衡を解決しようとする現在のアプローチは不十分なのか、それとも、行天さんは所得移転という言葉はお使いではありませんでしたが、もう結果が出ているが、もっと所得移転ができるような新しいシステムが望ましいのかということでした。その答えについては、

私はドイツ人としてではなく、欧州の公的立場にいる者としてお答えしたいと思います。

私の判断では、それは起こらないだろうと思います。ユーロ圏が十分に機能するために、財政移転のシステムは必要ではないと思います。その理由をご説明しましょう。ひとつには、我々は何がユーロ圏の問題を引き起こしたかを良く知っているからです。アイルランドとスペインでは、住宅バブルが発生し、国債のバブルによりギリシャやその他の債務国では財政赤字が過大となりました。したがって、経常収支赤字という形にも明らかに表れたように、我々はマクロ経済面での実質的な不均衡を抱えていました。それはあまりにも長い間見逃されてきました。ESM から借り入れを行った 5 か国はようやくその問題に対処しました。これらの国々は、例えばギリシャでさえ、マクロ経済調整を行ってきました。ギリシャの財政赤字は 6 年前には GDP 比 15% でしたが、去年はそれが 1.5% でした。GDP が 25% 減少した中での赤字削減は素晴らしい努力でした。これほど短期間に財政の調整を行った国は歴史的にも例がありません。これらの国々は生産コストが平均的な推移を辿るならば、うまくいくでしょう。巨額の経常収支赤字はすでに消滅し、これらの国々は構造改革を続け、より柔軟になり、成長率も高まっていくでしょう。実際にこれらを裏付ける事実は明らかです。

さらに、過去数年で金融面での問題が起こらなかった国々でも、例えば、ドイツとフランスをみると、ドイツは絶好調で、フランスは悪い状態にあるというのは衆目の一致するところですが。これは現時点では妥当な判断だと思います。しかし、1995-2005 の 10 年間もの間、フランスがドイツより 1% ポイントも高い成長を記録してきたことが忘れられています。なぜそれが逆転したのでしょうか。ドイツは 2004 年以降、労働市場、コスト構造などの点で、たくさんの構造改革を行ってきました。それが現在の高成長をもたらし、欧州の国のなかでなぜ特定の国が他国より高成長なのかの理由です。こうした成長率格差は厳しい危機にあった周縁国だけでなく、コア国についても同様にみられます。この点では、例えばフランスや北イタリアでの議論でも明らかです。彼らはドイツを見ていて、なぜドイツが今好調なのかを理解しています。そして彼らも構造改革を開始しました。私は彼らも将来、より良くなることを確信しています。

このように各国は正しい政策によって、このような問題は消滅するだろうというのが、直接的な所得移転が必要ないとする理由の一つです。そしてもう一つの理由は、周縁国は現在のシステムのもとで十分に利益を得ているということです。一つは EU 予算を通してです。EU の予算は大きなものではありませんが、それでも低所得国にとっては、EU 予算からのネット受取額は平均して GDP の 3% にもなります。例えばギリシャは毎年 GDP の 3% を EU 予算から受け取っています。これは EU 予算からのネット受取で、通貨同盟とは関係がありません。EU ができたときからずっと、EU 予算においては、豊かな国はネット貢献者、貧しい国はネット受益者という原則となっています。したがって、貧しい国々は毎年巨額の利益を EU 予算から得ているのです。

危機対策という観点からは、EFSF、ESM の創設を通じて、納税者の負担によることなく、

借入国が IMF からの借入よりも多くの利益を得るシステムがつくられました。もちろん第一の利益は、借入国にとって、危機時には市場で調達できない資金を借入れることができるということです。それに加えて、欧州の新システムでは ESM から非常に低い借入コストで借入ができます。ESM の利率は ESM のファンディング・コストに基づいています。ESM のファンディング・コストは、最も健全な加盟国の格付け、基本的には AA+に基づいているので、非常に低いものです。我々はこのようにして貸出資金を調達しています。そしてギリシャのような国にとっては、ESM から多くの資金を借り入れることによって毎年の財政は 80 億ユーロの節約になり、これはギリシャの GDP の 4.5%に相当します。我々から好条件で借り入れることで、巨額の金利負担の軽減になります。これは前例のないことで、その利益は IMF から得られるものよりもはるかに大きいものです。というのも ESM は IMF より多くの資金を貸し出しているからです。したがって、これ以上の所得移転はドイツを始めとした国々の納税者の負担を増やすことになるだけです。新しく創設された EFSF や ESM からの借入を行った国々は、すでにかかなりの利益を得ており、最も極端な例はギリシャで、GDP の 4.5%にもなっています。これ以上の所得移転は必要がないでしょう。政治的にも不可能だと思います。

第 2 の質問については、もっと簡単にお答えができます。デフレのリスクはどれだけ高いのか。ユーロ圏では非常に低いと思います。今日ではユーロ圏のインフレ率はマイナスになっていますが、私の定義ではデフレとは単に消費者物価 (CPI) 変化率がマイナスになることだけではありません。IMF の調査局長ブランシャール氏は CPI 変化率のマイナスが一四半期続く状態をデフレと定義し、昨年ユーロ圏経済はデフレに陥るリスクが 30%あると警告しました。私はこの定義は誤りだと思っています。私は正しいデフレの定義は、物価下落期待が蔓延し、消費者や投資家が消費や投資を先送りすることであると考えています。欧州は決してそんな状況ではありません。デフレの可能性はゼロとは言いませんが、明らかに 30%よりはかなり低いでしょう。欧州では、他の国々と同様にエネルギー価格の下落によってインフレ率がマイナスとなっています。ユーロ圏では、ギリシャ、スペイン、ポルトガル、アイルランドなどの周縁国の物価が下落しているために、さらに低くなっています。しかし周縁国を中心とした CPI の下落は調整の一環であり、政策的に意図されたものです。周縁国は国内物価を急速に下げることで競争力を回復させようとしています。これは彼らの調整の一環なのです。したがって、それは速やかに終了し、このデフレ圧力も消滅するでしょう。それに加えて、フランスやドイツなどのコア国では、今年の労働組合と企業の交渉で 2-3%の賃上げが決まりました。直近のドイツの最大の労働組合と企業との交渉では年率 3.7%もの賃上げが決まりました。

行天： レグリングさんありがとうございました。ドイツがシュレーダー政権の下で、構造改革に関して、どれほど痛みを伴う努力をしてきたかは、誰もがご存じのことだと思います。私はドイツの努力に敬意を表したいと思います。しかし、問題は欧州や日本のよう

な民主主義国家において、言ってみれば、息子にメンターに従うように告げるオデュッセウスがいないということです。そのため、欧州の国のなかには、人々が改革の痛みは正当なものではなく、自分たちはその痛みを反対する権利があると考えよう国もでてきています。私は欧州の国々がレグリングさんのメッセージを良く理解し、構造改革の重要性を強く認識してほしいと思います。そしてまた、このメッセージは、日本の現状についてもあてはまるものだと思います。レグリングさんありがとうございました。

**行天：** ターナーさんにお聞きしたい質問が2つあります。あなたは過剰債務の問題について、英国の金融部門も例外ではないと言われました。私も金融規制の枠組みや市場環境の変化から、英国の金融産業や金融市場はここ20年で大きな変化を経験してきたと思います。私たちは、最近、こうした英国の銀行業や銀行員に起きている変化について、目にしたり耳にしたりしていますが、ターナーさんはこれらの変化についてどうお考えですか。英国の金融サービス業は10年前と比較して大きく変化したと思いますか。そしてどこへ向かっていると思いますか。もしこのような変化が続くのであれば、国際金融センターとしてのシティの役割はどうかと思いますか。

私の二つ目の質問は、経済の話題ではなく、英国のEU離脱やスコットランドの英国離脱など政治の話題についてです。ターナーさんはこの話題についてとても鋭い発言をされていました。聴衆の皆さんはお話を聞いて少し驚いたと思います。私たちは部外者なので、英国のEU離脱を主張する人が、離脱後の英国についてどんな考えを持っているのかがわからないので、この主張はほとんど想像もつかないような出来事のように感じます。私たちが、英国のEU離脱への支持が持つ切迫感や現実性について完全に理解することは難しいと考えていますので、私たちにこのあたりの政治的な事情について教えていただければ、大変ありがたいです。

**ターナー：** まず、金融部門の改革や変化についての質問からお答えさせていただきます。この点に関して私がお話しした内容の多くは、英国特有のものというよりは世界共通のものであると思います。なぜなら、英国が金融部門を健全にするために導入した改革のほとんどが世界的に導入されているものだからです。それらは、バーゼルⅢにおける資本や流動性に関するルールであり、英国の規制当局だけではなく欧州全体の規制当局によって作られた欧州の規制を基に、英国で法制化されたものだからです。10年前と現在で金融システムがどのように違うか考えてみると、世界に共通して言えることがあります。それは、世界の金融システムそれ自体は危機前よりもかなり安全になったということです。私たちは金融規制における自己資本の基準を上げました。しかし私は、バーゼルⅢの中で何が大きな改革になったかを理解していない人もいます。バーゼルⅢの最も画期的な変化は、銀行の自己資本の定義とリスクアセットの計算方法の変



更、そしてその結果として金融機関に要求される自己資本比率が引き上げられていることです。これらの3つの項目から、主要銀行に求めてられているリスク調整後資産に対するコア資本の比率がわかります。それはおそらく危機前に私たちが求めていた水準の3~4倍の大きさがあるでしょう。危機前に金融機関に求められていたコア資本の水準は、バーゼルⅡの下、とても低いものでした。バーゼルⅡの下では、金融機関は8%の自己資本比率、そしてそのうちの半分の4%がTier1、またさらにその半分の2%がコアTier1の基準を満たしていれば、つまりリスク調整後資産に対するコア資本の比率が2%あれば、基準を満たすことができました。仮に資産サイドの住宅ローン債権を信用度の高い住宅ローン債権に分類し、リスクウェイトを10%としたならば、10%のリスクウェイトで調整したプライム住宅ローン債権に対する2%のコア資本は、バランスシート比で0.2%の水準でしかありません。

私たちは一般の人々に対して、銀行が住宅ローン債権に対して0.2%のコア資本と99.8%の債務でカバーすることが許可されていた規制の中で、銀行システムが運営されていたと言わなければなりません。そして彼らは、信じられないほどのリスクの高さに驚くでしょう。当然のことながら、彼らの感覚が正しいのです。金融機関が実際にやってきたことは大きな過ちだったのです。私たちはこうした観点から、大きな改革を行ってきました。今では、RBS、ロイズ、HSBC、バークレイズなどの主要な英国の銀行が2008年のような危機に遭遇する確率はかなり低くなったと思います。このことは、JPモルガン、ソシエテジェネラル、ドイツ銀行などの銀行も当てはまります。私はグローバルな金融システムそれ自体はかなり安全な状態になったと考えています。私が本当に懸念しているのは、金融システムそれ自体ではなく、実体経済が抱えた過剰債務です。なぜなら私は、金融システムは安全にすることができたと考えていますが、実体経済における過剰債務に関する本当の解決策は出せたとは考えていないからです。

シティの役割についてですが、シティは、今後も欧州時間帯の主要なホールセール向け金融サービスの拠点であり続けるでしょう。私たちは、あらゆる時間帯で支配的なホールセールの拠点が生まれることが現代経済における強い傾向であることを知っています。これはリテールには当てはまりません。リテールの定義はローカルだからです。支配的なホールセールの拠点は、米国ではニューヨークであり、欧州では現在のところ、ロンドンです。金融の拠点としてのロンドンは単に、フランクフルトやパリよりも大きいだけでなく、影響度も大きいのです。ロンドンはその範囲や能力などの経済的な集積を強めており、その集積も無くなる気配はありません。しかし、現在のシティの地位も、英国がもしEUを離脱したら、そしてこれは行天さんからの2つ目の質問に繋がりますが、脅かされる可能性のあるもののひとつです。ここからは、私に、英国においてなぜEU離脱が重要な議論となっているのかを説明させていただきたいと思います。EU離脱を主張するイギリス独

立党は何を言っているのでしょうか。

英国独立党は、EU の結成は失敗であり、またユーロ体制も失敗であり、ユーロへの加入は経済にとってマイナスであると言っています。先ほどクラウスさんは、英国は EU への貢献よりも EU からの恩恵の方が大きいとおっしゃっていましたが、英国独立党は、英国は EU への貢献の方が大きく、私たちのお金を返してほしいと言っています。彼らは、EU が英国に対して不必要な規制も押しつけてくると言っており、彼らの視点で語られる EU は、架空の思い込みの世界であることも少なくありません。彼らは、EU が全てのバナナは真っすぐでなければならないという規制を導入するようなどころであるという、少し調べればすぐにそんな規制がないことがわかるような作り話をします。彼らの中にはこのような多くの思い込みが次から次へと出てくるのです。

しかし EU 離脱の議論は、ポピュリストの根底にある欧州の EU というプロジェクトに対する嫌悪感だけから出てくるのではなく、反 EU の人々が問題とする議論は実際には移民の問題なのです。英国では移民の流入が年々大きくなっています。1 年あたり 25.6 万人の移民が純流入しています。これは 10 年間で 250 万人増加するという無視できない規模であり、50 年後には英国の人口が現在の約 6,400 万人から約 8,000 万人に増加することを意味しています。英国は欧州の中でも人口の密集した国のひとつですが、特にイングランド南部でその傾向が強まっています。このため単純に英国はすでに人でいっぱいこれ以上の窮屈な暮らしはしたくないという要素も一部あり、強い反移民感情が存在しています。

民族の多様性の問題も EU 離脱の議論の主な要因の一つです。もちろん民族の多様性の問題は、EU とは何の関係もないと思われるかもしれませんが、ソマリアなどの統合が不十分な民族コミュニティを多く作る国々からの移民は関係しています。移民がやがて生活に溶け込んでいくという理想論では、ポーランドからの移民とソマリアや南アフリカからの移民の区別は生じません。しかし移民は最も大きな個別の問題であり、EU の背景にあるとても難しい問題です。なぜなら、人々の移動の自由は EU の求める理念の一つだからです。そして EU はイギリス独立党が言う通り、人々の移動の自由のため国境のコントロールを不可能にします。イタリアやスペイン、フランスに不法移民が流入した場合、これを止めることは不可能であり、10 年後には彼らはやがて英国に流入するでしょう。これが最も重要な現実なのです。

英国が EU を離脱したらどのような結果が待っているのでしょうか。英国の EU 離脱は、期待したものと反対の結果を生むでしょう。これは反 EU 主義者が否定している部分です。彼らは、英国が EU を離脱しても現在と同じように欧州市場にアクセスできると考えているようです。彼らは、ノルウェーやスイスなどの資本と貿易の自由がある一方でひと

の移動の自由のない欧州経済領域の諸国の例を持ち出して議論します。人々の移動の自由がなく資本と貿易の自由を享受できるという欧州経済領域が英国独立党の望んでいる状況なのです。しかし、現実にはノルウェーとスイスは、欧州経済領域にアクセスするために、EUの全てのルールを受け入れなければならないのです。英国がEUを離脱し欧州のルールに従わなくていいというのはちょっとした幻想のようなものなのです。英国がEUを離脱した場合には、経済的な不利益があることは疑いなく、特にEU諸国が英国内のお金をEUに回帰させること、ロンドンのシティにとってとても厳しい状況になると、私は思います。ロンドンのシティがEUの外にあるEUの金融サービスの拠点となることを考えてみても、ドイツやフランスがロンドンのシティを変わらず受け入れてくれる姿を想像するのは難しいでしょう。

ここまでいろいろとお話してきましたが、何がEU離脱の国民投票の結果を左右するでしょうか。国民投票について重要な点は、しばしば投票の内容と関係ないことで結果が左右されることです。政権に人気があるかどうかで決まる時もあるれば、国内の景気がいいかどうかで決まる時もありますし、欧州の景気がいいかどうかで決まる時もあります。私は、論理的にEUに留まるべきと考えています。ただ、大多数はそう考えていると思いますが、私は慎重な人間なので、EU残留となる可能性を60%以上はみていません。私は、全く想像もしてなかったことが起こり得ると考えています。英国が行う今回の国民投票は移民の問題と関係していますし、政治は不確定要素を伴いますので、英国のEU離脱の可能性を40%とみています。

**行天：** ターナーさん、ありがとうございます。あなたのご説明はとても啓発的でした。どうもありがとうございました。

それでは、次に山崎さんにお尋ねしてもよろしいでしょうか。

ご承知の通り、今日世界で様々な変化が起きていますが、最も重要な変化が起きている地域は、経済にしる、地政学的な問題にしる、明らかにアジアであるといつてよいでしょう。特に中国の世界での主導権の強さは、生産、消費、投資、貿易、金融などどの分野でも著しく、あらゆる経済活動においてみられます。もしこのような大きな流れが今後数年間続くと仮定して、今後20年、30年後のアジアの金融市場についてどのような展望をお持ちですか。私が特に興味を持ってお尋ねしたいのは、そのような環境の中で、日本の金融機関と日本円が果たすべき役割について、どのようなお考えをもっておられるかということです。もちろんこれは大変難しい質問であることは承知していますが、可能であればお答えして頂ければと思います。

また、先ほどの基調講演の中で、日本の財政状況、及びそれに対する政府の真剣な取り組みについてお話して頂きました。私の考えでは、今日世界では日本の財政持続性についての相当の関心をもっている人や、これについてかなり悲観的な見方をしている人ばかりい

るように思います。そこで、当局者として、財政状況、とくにその持続可能性やその実行可能性について、実際的かつ楽観的な見解を示して頂けないでしょうか。

**山崎：** 良い質問をして頂きありがとうございます。まず最初のご質問からお答えしたいと思います。確かに、中国の急速な経済成長に伴って、アジアの実体経済の情勢は大きく変化してきたと思います。中国の GDP はすでに日本の 2 倍以上になっていますし、中国は米国、アジアや EU の多くの国々にとって最大の貿易相手国となっています。このような状況の中、中国は貿易決済通貨としての人民元利用拡大を加速させています。また、中国の金融当局は 2020 年を目途に資本勘定自由化をすることを目標として改革を進めていますが、その動きを加速させる動きがある一方で、すこしゆっくりと進んでいる部分もあります。いずれにしろ、人民元の 1 日の対ドル変動幅は±2%に拡大されましたし、その他の多くの改革が進行中であり、中国の金融改革は次の 10 年、20 年も引き続き行われていくと思えます。

しかしながら、これらの改革がなされた後、アジアの金融市場において中国がどのような役割を果たしていくのかについてはまだはっきりしたことは言えません。というのも、中国は、経済の規模がすべてではなく、経済・社会環境に関する様々な改革を進めていかなければならないからです。例えば、中国は沿岸部の大都市と内陸部の省とで特に顕著である所得格差の問題に取り組まなければいけません。市場本位の経済構築と同様、信頼でき、予測可能な法体系や規制システムへの改革も進めていかなければなりません。

突き詰めていくと、民間部門がどう行動するかでその答えがわかるように思います。つまり、より物事を単純に捉えますと、米国や EU、日本へと同じようなスタンスで民間部門が今後 10 年、20 年間で中国に投資したいと思うかということです。ただ単に経済規模が大きいという理由だけで相当の投資が増加するとは考えにくいのではないかと思います。

日本、あるいは通貨円が果たす役割についてですが、この 20 年間のデフレ、及び、日本の機関投資家・家計のホームバイアスは今だんだんと弱まっているように思います。これら機関投資家や家計の資金の国内外への流出入が増えるにつれて、日本とアジアの経済関係はより緊密なものとなっていくでしょうし、国際協調の枠組みが多く作られていくと思えます。チェンマイ・イニシアティブの拡大・多国間化、マクロ経済調査事務局（AMRO）を国際機関化するための設立協定署名、TPP 交渉などはその良い例だと思えます。

日本の金融機関の動向をみると、こういった動きに関連するいくつかの兆候をみることができます。2014 年末の日本の金融機関のアジアにおける信用残高は、2007 年時点の 3 倍となり、米国や欧州の金融機関よりも早いペースで増加しています。日本のアジア向けの直接投資も著しく増加してきています。

同時に、私は東京金融市場の魅力を高めていくことが大変重要だと思います。日本政府は

この分野で様々な努力をしていますが、東京都、民間部門もそれぞれ熱心に取り組んでいます。例えば、全国銀行協会は、24時間365日決済可能な新しい決済システムを2018年に導入する予定ですし、2014年、ASEAN+3（日中韓）は、議長国・日本のイニシアチブの下、クロスボーダーの金融取引を促進するため、二国間における国内決済システムの接続促進に合意しました。これら民間部門、公的部門双方の取組は、日本とアジア諸国との連携強化に貢献していると思います。私は、日本の金融システムがアジア経済、金融にさらに貢献していくという点については、ある意味楽観的に捉えています。

行天理事長の次のご質問ですが、日本の債務持続可能性に関するある種の悲観論が広まっているということですか。それはかなり驚きました。債務リストラ、債務削減、リスケジュールといった議論は、一般に低所得の重債務国で起こるものであると認識しています。先進国ではあまりない例であり、仮に先進国でそういった議論が起こるとしても、それは多額の外国債務を負っている場合です。

こういったことが日本で起こらないのは明らかです。というのも、日本国債の大部分は日本国民が保有しているからです。それはさておき、私としては、今日本が財政再建と経済成長の双方の達成に向けて進展しているということを強調したいと思います。2014年4月の消費税増税後の経済成長率の落ち込みが、我々の予想以上に大きいものとなったのは事実ですが、それにもかかわらず、日本経済は2014年第4四半期にプラス成長に回復しましたし、すでにご説明した通り、多くの前向きな動きができています。2015年度までに基礎的財政収支の赤字(対GDP比)を2010年度の水準から半減する目標の達成だけでなく、2020年の基礎的財政収支の黒字化の達成もコミットしています。これは大変に大きな挑戦であると認識していますが、2015年夏までの具体的計画の策定に向けて政府や関連作業部会で集中的に議論し、草案を策定しているところです。この計画策定によって、経済成長、税収、歳出削減をうまく均衡させようとしています。ですので、今年の夏の発表を待っていただきます。

**行天：** ありがとうございます、山崎さん。

さてクリフォードさん、私は中国について一つの質問があり、アジアについて一つの質問がある。中国の成長は緩和してきているとあなたは言いました。彼らは、俗にいう「ニューノーマル」の実現に向けて真剣に追求していると思う。私の質問は、「ニューノーマル」の状態を達成する手段として、あなたは何がもっとも重要事項だと思うのか？過剰投資、地方政府の多額債務、それとも他に何か？そして、彼らの努力によって、成功率はどれくらい高いのか？これが中国に関する質問です。

アジアに関する質問だが、ご存じのとおり、東アジアでは最近までの特異なサプライチェーン構造があり、そこでは日本、韓国と台湾で精密機器の部品を製造し、それを中国に輸出し、中国で最終製品に組立し、米国やEUへ輸出していた。このサプライチェーンが変

って来ていると思わないか、第一にこの地域の消費レベルが質、量ともにおいても、急激な拡張しているから。東アジア全体が大きな消費センターになりつつある。また、中国の製造業はかなり洗練されてきたものになってきた。もう単なる組立屋でなくなった。これら変更に対して、伝統的な東アジアのサプライチェーンの将来の形態は、または、世界経済への影響についてどう考えているのか？

**タン：** 最初の質問について答えよう、それば我々にとって中国が行うもっとも重要なことだから。その前に多くの皆様がお互い会ったことはないので、少し背景について説明しよう。2年前、クライアントと面談する時に持ち歩いていた「チャートパック」は中国のニューノーマルであった。そして、これは **Bill Gross** から盗んだものであり、更に習近平が盗んだので、我々はもう使えなくなっている。とは言え、我々は中国が行うとして構造的改革についてある程度の見方を持っている。要約してみよう。私は、2013年末頃に開催された第3中全会の結果について未だ着目している。第3中全会は、すべての全会がそうであったのように、4万字の決定文書を作成した。もし、この決定文書を読み上げようとしたら、4時間半かかるだろう。ですから、我々はクライアントたちに、そんなに時間を取りたくないから、重要度に従って5つの課題にまとめた。それ以来、私は時にこの5つの課題でクライアントに説明して回っている。知つてのとおり、我々中国人は数字に拘りを持っており、5つの課題とは、この4つ何々、など。私は、各課題についてそれぞれ中国に成績をつけ、そしてこの5つの課題で、中国が掲げている変革についてどれだけ真剣なのか、見えるだろう。



第一の課題は、「過剰生産」である。私は、第 3 中全会以降の中国に、この分野に、A~F のスケールで、「D」をつける。中国の過剰生産のいいニュースは、それが実質、一握りの産業に限られていることである。国務院はこれら産業を認識している。それは、セメント、鉄鋼、アルミニウム、造船、と石炭。これら産業は分野別に区切られているため、何か対応しようと思えば、すぐにできる。昨年、中国は過剰生産を軽減する計画を発表した。セメント業はいい例である。中国が昨年発表したセメントでの生産過剰を軽減するための計画は生産を大体 2.5%軽減するものであったが、速攻性のあるとするには、実際は 10%ぐらい必要だった。もっと軽減できない理由としては地方政治のためであり、多くの企業は地方政府にとって、何十万人雇用しているから、重要である。私の予想では今年、習近平は権力を集中するのにいいスタートを切ったと思う。したがって私の考えでは、この課題については過剰をさらに軽減させる改革をできる権力を彼がもっと持つことができると思う。これが本当かどうか見極めてゆきたい。今のところは、評価は「D」である。

私が見ている第二の課題は、天然資源の価格設定である。中国の天然資源の価格設定は、中国の説明によると、国家安全保障に係るものだからと言っているが、極端に不合理であり、昨今、またはここ数日の原油価格の下落により、中国が、例えば天然ガスなどの価格設定の改革について議論し始めた。したがって、私はこの課題の評価に「D」を与える、あまり進捗がない。

私が注目したい第三の課題は、サービス産業への個人投資である。私は中国のマクロ的な話をする時、クライアントによく話をするのだが、もし中国が世界の勝者、または最低でも強者になり得る五つの産業を見つければ、中国は次の 10~15 年間成長を保ち、維持することができるだろう。これで話は終わりだ。(中国の) 産業のマクロ的な話が完成したような気になる。2 年前に「チャートパック」で世界中を回っていた時、今後の 10~15 年の中国の成長物語で重要な部分となる確かな一つの産業を見つけた、それは自動車産業である。昨年は、2 つ目の産業を見つけた、それは多分を観光業であり、海外からと、海外への両方である。観光業はサービス業である。中国経済にはまだ把握しきれていないたくさんの産業が、今日においても、あると思う。そしてその重要な分野は、民間分野にある。中国政府は人々に対し、私はこれが方向性のまったくないものだと思っているが、国有企業へ投資させようとしているが、なぜだろう？それはここ十年、国有企業の総資産利益率が落ちているかれである。なぜ、少数のコントロールしかなく、リターンが落ちてきている分野に投資をしようとするか？民間サービス業への民間投資を見つける方が、望みがある。従って、この課題には「B-」を与える。他にも興味深い分野がある。中国は絶対的に世界でもっとも大きい電子商取引市場を持っている。これは中国の将来にとってどうな意味をもっているのか？私にはまだわからない。知ってのとおり、Alibaba 社は大きな話題である。投資資金の中国のサービス業への流入は、改革の大きなバロメーターであると思う。

そして最後の 2 つは、少し官僚的なもので説明するのが難しい。第四の課題は土地改革である。土地改革は重要で、ここ 5 年間、そして今後 10 年間で、中国は 3 億人を農村から中

央と西部の新しい小都市に移住しようとしている。中国でいう小都市とは、人口が百万人位である。中国は1.5倍から2倍の日本を農村からこれら新都市に移住しようとしている。しかし、農民は移住するためのお金がない。彼らは今の何の資産もない、唯一の資産が土地の使用権である。移住のためのお金を持たせるには、土地使用権の市場が必要である。従って土地改革は重要である。この課題の成績は「D-」である、赤点一步手前である、なぜなら、今中国が議論しているところを見ると、信用できる土地登記システムが構築されるのは、2018年、またはそれ以降になるから。農村から都市への移住は政府の政策があっても、なくとも起きるであろうが、都市への移住から期待される需要の増加は、中国での不動産市場の開始に大きく左右されている。これに関しては、ここ十年議論しているので、新しいことではない。しかし、進展は非常にゆっくりである、なぜなら地方政府は土地の売買によってたくさんお金を得ており、中央政府の改革に抵抗している。

最後の課題は「戸口」改革である、戸籍登録制度である。日本にもあるし、アジアのほとんどの国にもある。中国は、この改革を進める準備が出来たと最近発表した。この課題の成績は「未了」である。未了なのは、ここでの重要な事項は「戸口」制度が完成し、人々が自由に移動できるようになった時の地方政府のコストをだれが負担するかである。まだ、決まっていない、地方政府がどれくらいで、中央政府がどれくらいで、また、どこのお金を使うのは決まっていない。

(最初の質問に対し) 5つの回答をしたが、これらは重要な要素であると思う。

第二の質問、サプライチェーンについて。逸話で始めよう。私は1年半前、ドイツにいた、そこでクライアントの一つである大きなドイツ財閥企業の人と話していた。非常に言い方で、楽しい会話をしていた。そこで彼は「最近、役員から、20年前中国に進出し、サプライチェーンを作り、その時の考えは中国で製造し欧州やその他の世界の地域に輸出し戻すであったが、そのサプライチェーンを他に使えないか、他の方法はないか？ 例えば、東欧向けに輸出し戻すものを製造できないか？ アジアのサプライチェーンで見られことは、世界の流通業に大きく関与している香港のLi & Fung (利豊)社のヘッドである兄弟の一人、Victor Fungが言うには、「アジアのサプライチェーンでの重要な変化は、(物の流れが)往復になりつつあることである。既存のサプライチェーンの構造には我々が気づかない新しい、違う方法がたくさんあるだろう」。例えば、今日本の会社、自動車会社は、インドネシアに製造拠点を設置するのに意気込んでいる、タイの代替として、政治的要因のために。私が思うに、これはあまりにも短期的な見方かもしれない、最終的にタイとインドネシアは中国と競争することとなる、中国からの製造と。必ずしも、東南アジアにいれば、東南アジア向けの自動車を製造する訳ではない。中国でなぜ東南アジア向けに製造できないのか？

こうしてゆくと競争力の問題となってくる。私の知る限りでは、中国製造業での労働コス



トに詳細な研究は一つしかないはず。それは、米国の労働統計局が行ったもので、彼らは永年、OECD 諸国における労働コストの比較をやってきた。この集計をやっていた部署のヘッドだった人がいたが、10~12年前に退職し、中国に行き、北京に住み、コンサルタントとして数年働いていた。彼女は（中国での）集計を行った一人である。2004年、中国製造業の労働コストについて詳細な調査をやった。数字が全部まとまった後、労働コストの中国での数字がいくらだったか知っているか？1時間当たり75セントであった。米国での同様の数値は1時間当たり30ドルであった。ここ十年、中国での賃金インフレについての話を私たちはたくさん聞いているが、生産性の向上を、実際におきたと私は思うが、考慮しなかったら、中国での労働コストはここ十年で4倍になったと思う。つまり、中国での労働コストは今、1時間当たり3ドルである。米国での同じ数値は、ここ10~12年で若干落ちた、生産性の向上のため。米国では1時間当たり27ドルである。

ここでのポイントは、様々な商品の製造能力を見れば、中国はまだ競争力がある。しかし、私はここ2年、クライアントに言っているのは、現在の中国の成長段階において、中国はもうおもちゃなど作りたくない、靴など作りたくない、繊維など作りたくない、簡単な電気製品でさえも作りたくない。私の観点からすると、中国から撤退するものもいるようだが、決して中国はサプライチェーンにおける場所を失った訳ではない。有難うございました。

**行天：** クリフォードさん、ありがとうございます。時間が迫っていますが、最後にいくつかの幅の広い質問に答えていかねばなりません。私たちは今回のグローバル金融危機の深刻さについて議論しました。2008年に危機が起こった当時、世界の金融サービス産業が過剰にその活動を広げていたこ、また、金融規制枠組みは非常に不備なことがわかり、皆驚愕したはずで。それによって、新たな規制の波がやってきました。実際様々な手立てが講じられました。Dodd-Frank 法やバーゼル3はいい例です。これらの努力は、監督能力の強化と金融機関の健全性を高めることを目的としていました。

ターナーさんが既に言及されましたが、各パネリストから、現在の金融規制の適切さについてお聞きしたいと思います。新たな規制は、世界の状況からして最適なものか、あるいは、規制の振り子は大きく振れ過ぎ、その結果、だれかが異議を唱えるかもしれないが、金融サービスの質は劣化し、競争力を削いでいかないか。どうお考えでしょうか？

関連する質問としまして、将来の金融の役割についてのご意見をお聞きしたいと思います。歴史的に言って、金融は公器として重要視されてきました。しかし、1980年以降の規制緩和によって、金融サービス産業は世界経済にとって非常に重要な産業となり、雇用創出産業、所得創出産業になっていきました。公器としての金融サービス産業と、雇用創出・所得創出産業としての金融サービス産業といった両極端の性格をいかにバランスさせるの

かお聞きしたいと思います。まず、フレンケルさん、どうぞ。

フレンケル： 今後 10 年に金融産業の姿は大きく変わることは確かです。その理由の一つは、金融産業の過剰な活動が危機を招いたということです。この危機を（の影響をkarouじて）軽減すること（乗り越えること）はできましたが、問いは「振り子は振れ過ぎたのか？（規制は強化され過ぎたのか?）」ということです。これに関して、二三意見を述べたいと思います。第一は、既にターナーさんが述べていますが、過去に比べより強靱で安全な今日の金融システムを成り立たせている最も重要な三つの要素とは、より多くの資本、より多くの流動性、そして、より少ない負債比率です。（全てのケースでこれらが究極的な均衡状態にまで十分に進むことは稀ですが、）これら三つの要素の中で、最も重要なものを選ぶとしたら、資本が挙げられると思います。

二番目の点は、先に述べたように、規制はその数の問題ではなく、質の問題なのです。そして、たとえ初歩的な規制であっても、実際に施行されなければ意味がないということです。これは監督機関の役割です。既存の規制は十分活用されておらず、危機が発生するたびに新たな規制を急ごしらえすることはよくあることでした。つまり、規制強化の問題は、既存の規制の実施実態と対にして考えなければなりません。

第三の点は、欧州とアメリカの資金調達源の違いを理解しなければならないということです。アメリカでは、資金調達源の 80%は資本市場。わずか 20%が銀行からの調達となっています。欧州では、その反対に資金は主に銀行から調達されています。世界の金融システムが統合されていくにしたがって、この欧州とアメリカの違いは縮まっていくでしょう。すなわち、今後、アメリカでは銀行部門が、また欧州では資本市場が拡大することになるでしょう。そして、アメリカと欧州の間に一層の調和がもたらされることになるでしょう。それでも、両者は大きく異なるものであることを承知すべきでしょう。

何故そんなことを言うかという、ターナーさんが前職の英国金融サービス機構長官に在籍中、注力されていたことでもあった、いわゆるシャドー・バンキングへの対応があるからです。シャドー・バンキングとは、なにかうさん臭く違法なものとして理解すべきではなく、透明度が不十分なものとして理解されるべきでしょう。したがって、解決策は透明性を確保することです。金融システム全体の透明度が高まればより健全なシステムとなります。何故そうなのかというと、毎回規制を設けるたびに規制が届かない場所に逃れようとするインセンティブが働いてきたからです。このような規制の負の副作用を避けるためには、規制の届かない分野をなくすことが重要です。規制の間で裁定行動が起こらなければ、平等な競争条件が確保されることとなります。したがって、規制は数ではなく、実施の質が問題なのです。これは金融システムの様々な分野に関係してきます。特に、クロス

ボーダー取引においては、規制のより少ない地域を物色することに資源を浪費すべきではなく、経済金融合理性が支配する市場が確保されることが重要なのです。

**ターナー：** ジェイコブさんのおっしゃる通りだと思います。私は、行天さんの質問の後半部分を、金融システムの役割は何か、そして金融システムはその役割を果たしているかという問いにまで広げて、お答えをしようと思います。過去 50 年にわたって、経済に占める割合が拡大しているということは、金融サービスに関するはっきりとした事実です。米国の数字を例にとってみると、1950 年には金融サービスセクターは GDP の 2.5% を占めていましたが、2007 年までにその割合は 8% を占めるまでに拡大しました。そして私たちは、次のような質問をしなければならないと思います。金融サービスセクターの拡大はいいことなのかそれとも悪いことなのかと。一方、この質問を聞く必要がないセクターもあります。たとえば観光、外食、もしくは自動車セクター、これらの GDP に占める割合は、3% から 5% に拡大したことにしましょう、その理由として、私たちは消費者がより多くのレストランを求めたが、ホテルをそこまで必要としなかった、自動車を求めたが、コンピューターをそこまで必要としていなかったからと答えるでしょう。これは、私たちが、経済が、人々が自由にお金を使いたい分野によって牽引されていると考えているためでしょう。しかし、みなさんご存じの通り、金融は違います。なぜなら金融サービスは、それだけで終わるサービスではないからです。誰も朝、目覚めて、いい日にするため今日は何をしようか？ そうだ金融サービスを購入しに行こう。だれもそんなことはしません。

金融サービスは、他の経済活動をサポートする機能を担っています。もし、金融サービスに対する需要が高まったり、効率的な資本配分に貢献したりするならば、金融サービスの拡大はいいことなのです。

次に私たちは、なぜ金融がこんなに大きくなるのか問わなければなりません。私は、ハーバード大学の経済学者である David Scharfstein 氏と Robin Greenwood 氏の大変優れたレポートを知っています。彼らは金融サービス産業の成長についてわかりやすく説明しました。彼らの描いた姿は、英国でも当てはまるし、絶対的な規模は小さいですが欧州でも当てはまる部分があります。金融サービスが大きくなる理由は 2 つあります。ひとつは、私がスピーチ時に図表で示した通り、実体経済により多くの信用が供与されるからです。私たちが答えなければならない質問の一部は銀行のバランスシートが拡大し、経済のレバレッジが大きくなることはいいことだと思うかという点です。私はその解答は、有益な金融深化のための信用の拡大の場合もあるし、有害な過剰債務の拡大という場合もあると思います。2007 年からの金融セクターの成長について興味深い点は、実体経済に対する影響に加えて、金融サービスそれ自体や貿易活動に影響を及ぼす点です。もし 1960 年代以降の銀行のバランスシートをみて見れば、何が起きているか簡単に理解できるでしょう。銀行のバランスシートが国債保有もしくは消費者や企業向けの貸出で占められていたことがわかるでしょう。しかし世界金融危機前夜の 2007 年の主要銀行のバランスシートをみると、

他の銀行との取引によりバランスシートがとてつもなく大きくなっていることに気づくでしょう。JP モルガンとゴールドマンサックス、ゴールドマンサックスとモルガンスタンレー、モルガンスタンレーとドイツ銀行などです。私たちは金融セクター内の活動をとてつもなく大きくしていました。そしてもう 1 度問わなければなりません。このことはいいことなのか悪いことなのか。

金融サービスの拡大はいいことだという議論は、私たちが証券化やデリバティブなどのシステムから作り上げたもので、この複雑な議論が発生した点でもあります。私たちは、資産配分をより効率化するシステムとリスク配分をより効率化するシステムの両方を作り上げてきました。そして危機の前には、このシステムについて 2006 年 4 月の IMF の **Global Stability Report** でみられたような、過剰なほどの自信がありました。このシャドーバンキング、証券化、デリバティブとよばれる複雑な手順は、世界を安全な場所にしました。私のスピーチの中でこのレポートについて何回も言及したので、私はこのレポートについてほとんど覚えてしまいました。このレポートは、バランスシートから債権を切り離し、他の部門に分配することによる証券化と債務のリストラクチャリングの過程は、金融リスクを吸収する余地があり、管理できる部門に移転させることができ、それゆえに金融システムをより強いものにすることが幅広く認識されていると言っていました。この強化された回復力が大きな銀行危機の可能性の低下や安定的な信用増加につながると言っていました。これらは、IMF の金融規制に関する専門家によって 2006 年 4 月に書かれたものです。この 15 カ月後に私たちがこれまでに経験したことのないような金融危機が起こったのです。私は、実際にこのレポートを書いた人が、IMF 内のどこか牢屋のようなところで縛り付けられてないか、IMF にとって恥ずかしいことだから、公の場に出されてもらえないようになっているのではと恐れています。

極めて重要なポイントは、私たちが、大量の、デリバティブのトレード、証券化の組成、再担保の設定など危機前に作られた複雑なスキームに対する理解の中に大きな間違いを犯していたのではないかという点です。最適な金融システムが銀行システムと資本市場の要素の両方を持つべきであることを私たちは知っています。危機前に生み出されたような何段階も証券化を繰り返し元の債権が不透明になり、非常に複雑な仕組みを特徴とする、特異なクレジットリスクの証券化から危機後に学んだことは、このような証券を銀行システムから離し分散することにより、銀行システムのリスクを軽減するどころか、より複雑で法規制の及ばないところに銀行システムが抱えていた同じリスクを再現してしまったということです。したがって、これは将来正しく行わなければならない重要な事項ですが、私は証券化という 2007~08 の金融危機以前に拡散した複雑で高リスクの手法に代わる、安定的な形態による銀行によらない信用仲介が必要であると考えています。

行天： ターナーさん、ありがとうございます。山崎さん、何かコメントがありますか？

山崎： ありがとうございます。ご質問の 2 番目については他のパネリストの方がお話ししてくださっているので、最初のご質問についてお答えしたいと思います。私は今マクロ経済について担当していますが、以前は金融機関を監督する立場にもありましたので、私の考えは両方の観点からのものであります。金融危機後、金融監督については重要な進展を遂げたと思いますが、現在は規則の策定からその実行へと焦点が移っています。この実行段階において、新しい金融規制の実体経済への影響を考慮し、適切な準備期間を確保することが非常に重要です。さらに、合意された改革は広範囲に亘り、かつ大変複雑であるので、規制の実行時に、意図されなかった、不測の悪影響が金融システムや実体経済に及び、経済成長を支えている金融仲介機能の妨げになる可能性があることをよく認識しなければなりません。いまのところは、こういったリスクを予期することは難しいかもしれませんが、私たちは慎重に新しい規制の効果について検証していく必要がありますし、もし意図しないネガティブな効果が発生した場合は、規制に関する過去の合意について再度見直すことや、修正の可能性について躊躇なく検討していくことが必要です。

行天： ありがとうございます。クリフォードさんはいかがですか？

タン： ここにいるパネリストたちが取り組んでいる仕事と経験値のため、私は発言するのに非常に躊躇しているのだが、二つの指摘をしたい、そのうち一つについて皆様は非常に驚くかもしれない。最初の簡単な指摘は、市場にいる我々は当局が新しいルールを設定したら、我々は単純に従うだけであるので、重要な問題は当局の裁定である。新しいルール



がほとんどの主な市場において一貫性のものであったなら、我々は従う。しかし、また言いますが、これは私個人の意見であって、属している団体とは関係ないが、(私は)少し驚く意見を持っており、3年前、日本の団体に属する前には言えなかつただろうが、私が思うには、日本の伝統的な組立てによる規制のため、円の変動に関係なく、日本企業は、日本の(根本的な)状況のため、未だに海外進出の長いフェーズにいる、アベノミックスの影響も一部あり、銀行は企業についていく以外選択肢はない。世界中の規制改正のほとんどは、レバレッジの縮小、監督強化とリスク軽減である。しかし、日本の銀行が効率よく機能するには、彼らが直面している規制構造を実際に緩和する必要があると私は思う、日本の銀行が顧客の役に立つため、そして主要グローバル銀行と競争するためにも。これは推測であり、必ず起きることであるとは言っていないが、私が言いたいことは、グローバルな動きとしてこの方向に向かっており、日本が今後10~15年に必要としていることを考えたとすれば、一種の底流になっている。

中国の銀行についてだが、私は思い出す、1990に「エコノミスト」の週刊誌で、資産において世界のトップ10のうち、当時、正確な数字は忘れたが、5または6が日本の銀行であるような記事を読んだが、振り返って考えるとこれを当時大きな警告として捉えるべきであった。今日の中国の銀行は同じように見える。資産では世界では一番大きい銀行である。私が望むのは、我々が話している当局後押しが、中国にとって期待すべきことになるだろう。中国は(当局の)懸念を受け入れることができる。今、遅れ馳せながら、ガイドナーの回想録を読んでいるが、本の最初の方で、当局の監督外で巨大なシステムが構築されようと気付いており、また、資本条件や行動規範のないところで構築されている。これを読み、中国の銀行のことを考えると少し怖くなる。世界中で起きている当局の後押しが、同じ方向で中国に影響を与えることを期待するが、日本にとっては底流になるかもしれない。有難うございました。

**レグリング:** 一言付け加えたいと思います。フレンケルさんとターナーさんがおっしゃったことに全く賛同します。行天さんの質問は、振り子が振れすぎて(規制強化が行き過ぎで)、金融サービス産業が実体経済に十分なサービスを行えず、悪い影響を与えないかということでした。答えるのは難しいですが、振り子は反対方向に振れすぎてしまったということは言えると思います。それは今や明らかです。そして振り子は振れ始めると、また振れすぎてしまうリスクがあります。しかし、私は、バンキングとシャドー・バンキングをはっきりと区別するべきだと思います。フレンケルさんがおっしゃったように、シャドー・バンキングについては振れすぎた(規制強化が行き過ぎた)とは思いません。バンキングについては、答えるのがより困難です。さらに欧州の事情を理解することが重要です。ターナーさんが指摘されたように、欧州では金融の80%は銀行経由ですが、米国では20%に過ぎません。したがって銀行規制に関する変化はすべて、欧州にとって、米国よりもさらに深刻です。競争力に影響を与える可能性があるからです。

もう一つの質問は雇用・所得を生み出す産業としての金融サービス産業という点についてでした。私はこれを受け入れることができません。というのも、金融サービスは経済に奉仕するもので、それ自身がサービスを享受するものではないからです。過去にはそういうことがありました。危機前には、銀行相互間の取引を通じて銀行のバランスシートが膨らみ、過大な収益が計上され、銀行の期待資本収益率が 20~25%にもなっていました。これは現時点で見れば明らかに過大な収益率ですが、当時でも他産業と比べて過大だとみなされるべきでした。さらに、数値は正確ではないかもしれませんが、2007年には米国経済の総利益の 60%を金融サービスが生み出しました。これらはすべて、当時は明らかに行き過ぎであり、修正が必要だったことを示唆しています。ある種の銀行のビジネスモデルや高すぎる収益期待は見直される必要があるでしょう。そして、その調整のプロセスは、関連企業や関係者には非常に大きな痛みを伴うものですが、それは避けられないことです。金融サービスは収益を生む産業であり、その理由から金融サービス産業を保護すべきという議論は私には受け入れられません。

行天： レグリングさん有難うございます。ターナーさん、一言いかがでしょうか。

ターナー： タンさんが意見を述べられた、日本の銀行が世界で戦うためには銀行規制を幾らか緩和すべきか否かという事柄に関連して、短くコメント致します。私は FSB で 4 年間、監督及び規制上の協調に関する常設委員会の委員長を務めました。その間、バーゼル III、デリバティブ規制、SIFI 規制などに深く関わり、世界の金融機関の上層部と頻りに会いました。しばらくして、私は彼らとの議論の中に一つのパターンがあることに気づき、驚きました。ドイチェ銀行やソシエテ・ジェネラルの最高責任者は私に「アデア、我々は金融機関をより安全にする一連の規制強化に対して全面的に賛成だ。しかし、欧州で実施される規制が米国の規制よりずっと厳しいことをとても心配している。」と言ってきました。一方、ゴールドマンサックスや JP モルガンの幹部は「アデア、我々は金融機関をより安全にする一連の規制強化に対して全面的に賛成だ。しかし、米国で実施される規制が欧州の規制よりずっと厳しいことをとても心配している」と言うのです。私は FSB の取組みの成果が上々であり、公平な競争の場といえる環境も提供されていると断言します。欧米の金融機関が共に不公平だと言っていることが、それを証明してくれました。

行天： ありがとうございます。ターナーさん。

さて、我々の議論も適時に終わりに近づいたようです。本来ならここで私が議論を総括しなければいけないところなのでしょうが、そもそもそれは困難なうえ、必要ないと思いますのでやめておきます。パネリストの皆さんの大変刺激的な議論を聞かれた聴衆の皆さんにとっては、現在の状況はコップが半分空になっている状態と思われたでしょう。同時にそれはまだ半分残っている状態にも見えるでしょう。現在我々が直面している事態は大変

流動的で、いろいろな見方がありますからそのどちらも正しいと言えます。ただ一つ明らかかなことは、世界は経済のみならず様々な分野でほぼ毎日新たな挑戦に直面しており、自己満足に浸っている余裕はないということです。ですから我々はどの分野にいるにしろ現在の状況に満足しないで、この百年に一度の深刻な危機をみんなで脱却するという目的を達成するため一層の努力をすることが求められているものと思います。

こう申し上げて本日のシンポジウムをお開きにしたいと思いますが、その前に大変貴重な指針を与えてくださったパネリストの皆様にもう一度大きな拍手をお願いしたいと思います。パネリストの皆様、大変ありがとうございました。また、聴衆の皆様そして素晴らしい仕事をしてくださった同時通訳の皆様にもお礼を申し上げます。ありがとうございました。それではこれでお開きにいたします。



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 Hongokucho 1-Chome, Chuo-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>