

# グローバル金融危機から 10 年 変貌した世界経済、その背景と今後の展望

## 10 years after the Global Financial Crisis

- How has the World Economy changed and where will it go? -



公益財団法人 国際通貨研究所  
Institute for International Monetary Affairs

IIMA

Institute for International Monetary Affairs

## はじめに

リーマン・ショックと言われた 2008 年 9 月の金融危機から間もなく 10 年を迎えます。世界経済はようやく安定成長軌道に乗った模様ですが、一方でインフレ圧力は依然総じて弱く、市場金利はかつての好況期と比べて大幅に低い水準にあります。また、日本にとどまらず米国や欧州でも、賃金の伸び悩みがみられるようになっていきます。

こうした、低いインフレ、低い賃金上昇率、低い金利といった 3 つの低さ（3 低）について、日米欧の先進国、また中国や ASEAN などの途上国の立場からどのように考えればよいのでしょうか。また、このような環境変化を踏まえ、金融規制のあり方についてはどう考えるべきでしょうか。この点については、金融業界を変えつつあるフィンテックの問題も含めて考える必要があります。

以上の問題意識をもとに、国際通貨研究所では 2 月 22 日に「グローバル金融危機から 10 年～変貌した世界経済、その背景と今後の展望～」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、各国・地域の現状を踏まえたうえで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。

2018 年 7 月  
公益財団法人 国際通貨研究所

## Preface

It is almost 10 years since the Lehman Brothers went bankrupt in September 2008. The world economy seems to have finally gotten on a stable track but inflation pressure is still weak generally and market rates have been on a dramatically low level compared to the previous boom periods. Growth of wages has been slow not only in Japan but also in the US and Europe.

How should we understand and address this situation of “three lows” of low inflation, low wage increase, and low interest rate from the standpoint of advanced economies like Japan and Western countries and emerging economies like China and other developing countries? Under these circumstances, how should we modify financial regulation? In this regard, we will also have to take into account the issues of Fintech which is changing the whole picture of financial world.

With these points in mind, the Institute for International Monetary Affairs held on February 22 a symposium titled “10 Years after the Global Financial Crisis – How has the world economy changed and where will it go? –.” We invited prominent experts from home and abroad and we had the pleasure to have very active discussions on the basis of current situations that the panelists represent, namely, Japan, the US, the EU, and Asia including China.

This is a record of speeches of the panelists of the symposium and discussions in the panel discussion session. We would be happy if this will be of some help to those who are interested in the issues concerned.

July 2018  
Institute for International Monetary Affairs

## パネリストの略歴／Profiles



**浅川 雅嗣**  
財務省財務官

**Masatsugu Asakawa**

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

1981年大蔵省(現財務省)入省。2008-9年、麻生太郎内閣で総理大臣秘書官。総括審議官、国際局長などを経て、2015年7月より財務省財務官。2011年から2016年までOECD租税委員会議長を務めた。ADB・IMFへ出向経験あり。1985年プリンストン大学にて行政学修士取得。

**Mr. Asakawa** is Vice Minister of Finance for International Affairs, Japanese Ministry of Finance. Since he joined the ministry in 1981, he had held many senior positions, including Director-General of the International Bureau. He previously served as Executive Assistant to the Prime Minister (2008-09). He also held senior roles at the IMF and the Asian Development Bank. Besides, he served as Chair for the Committee on Fiscal Affairs, OECD (2011-16). He obtained his MPA from Princeton University in 1985.



**ディワ・C・ギニグウンドウ**  
フィリピン中央銀行副総裁

**Diwa C. Guinigundo**

Deputy Governor for the Monetary Stability Sector,  
Bangko Sentral ng Pilipinas

フィリピン中央銀行副総裁(金融安定セクター担当)。同中央銀行に40年にわたり勤務し、これまで東南アジア諸国中央銀行グループ(SEACEN)やASEAN金融統合フレームワークの共同議長、IMFフィリピン理事代理等を歴任。

**Mr. Guinigundo** is Deputy Governor for the Monetary Stability Sector, Bangko Sentral ng Pilipinas, which he has been serving for 40 years. He has since 2000, co-chaired the South East Asian Central Banks (SEACEN) Experts Group on Capital Flows with Bank Negara Malaysia and in 2010-13, the ASEAN Senior Level Committee on Financial Integration and again co-chairs in 2016-18. In 2009-12, he chaired the EMEAP Central Bank Deputies Monetary and Financial Stability Committee. He was Alternate Executive Director at the IMF in 2001-03 and also chairs the SEACEN Task Force on SEACEN membership.



**ランダル・K・クォールズ**  
米国連邦準備理事会副議長

**Randal K. Quarles**  
Vice Chairman for supervision,  
Federal Reserve Board

2017年10月米国連邦準備理事会副議長（金融規制担当）に就任。1991年以降、米国財務省にて要職を歴任。また、投資会社サイノシュア・グループを創業、カーライル・グループのパートナーを務めるなど官民多方面で活躍。

**Mr. Quarles** was sworn in as Vice Chairman for Supervision for the Federal Reserve Board on October 13, 2017. Prior to his Board appointment, he was founder and managing director of the Cynosure Group, and before that, a partner at The Carlyle Group. From September 2005 to November 2006, and from January 1991 to January 1993, he held a number of positions in the United States Treasury Department. Prior to, and in between, his service at the Treasury, he was a partner at Davis Polk & Wardwell.



**クラウス・レグリング**  
欧州安定メカニズム総裁  
欧州金融安定基金CEO

**Klaus Regling**  
Managing Director, European Stability Mechanism  
CEO, European Financial Stability Facility

欧州安定メカニズムの初代総裁および欧州金融安定基金の初代CEO（ともに現職）。過去40年にわたり欧州・アジア・米国の官民セクターでエコノミストとして活躍。2001～2008年には欧州委員会経済金融総局長を務めるなど要職を歴任。

**Mr. Regling** is the current and first Managing Director of the European Stability Mechanism. He is also the CEO of the European Financial Stability Facility (EFSF), a position he has held since the creation of the EFSF in June 2010. Mr. Regling has worked for 40 years as an economist in senior positions in the public sector (IMF, German Federal Finance Ministry) and the private sector (Moore Capital Strategy Group, German Bankers' Association) in Europe, U.S., and Asia. From 2001 to 2008, he was Director General for Economic and Financial Affairs of the European Commission.



**アンドリュー・シェン**  
香港大学アジアグローバル研究所特別フェロー  
中国銀行業監督管理委員会首席顧問

**Andrew Sheng**  
Distinguished Fellow, Asia Global Institute, The University of Hong Kong  
Chief Adviser, China Banking Regulatory Commission,

香港大学アジアグローバル研究所特別フェローおよび中国銀行業監督管理委員会首席顧問。カザナ・リサーチ・インスティテュート会長の他、中国投資有限責任公司、中国国家開発銀行等の諮問委員会メンバーを務める。アジアにおける各種雑誌への定期的寄稿も多数あり。

**Mr. Sheng** is Distinguished Fellow of Asia Global Institute, The University of Hong Kong. He is Chief Adviser to China Banking Regulatory Commission, Chairman of Khazanah Research Institute, a Board Member of Khazanah Nasional Berhad and a member of the international advisory councils of China Investment Corporation, China Development Bank, China Securities Regulatory Commission, Securities and Exchange Board of India and Bank Indonesia Institute. He writes regularly commentary on global issues for AsiaNewsNet, Project Syndicate and for Caijing and Caixin



**渡辺 博史**  
国際通貨研究所 理事長

**Hiroshi Watanabe**  
President,  
Institute for International Monetary Affairs

1972年東京大学法学部卒業、同年大蔵省（現財務省）に入省。主税局税制第三課長、同第二課長、大臣官房秘書課長、大蔵大臣秘書官などを経て、国際局長、財務官などを歴任。2007年退官後、一橋大学大学院教授、日本政策金融公庫代表取締役副総裁、2013-2016年国際協力銀行総裁。2016年10月より現職。

**Mr. Watanabe** after graduating from the University of Tokyo joined the Ministry of Finance (MOF) in 1972. Before retiring as Vice Minister of Finance for International Affairs in 2007, he occupied various senior positions in the Taxation Bureau and others at the MOF. He later took high positions in the Japan Policy Bank and the Japan Bank for International Cooperation (JBIC) before his appointment as the President of JBIC in 2013. Since October 2016 he has been the 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 MUFG Bank, Ltd.) in 1978. He took up many important posts including Deputy Chief Executive of Global Business Unit of the Bank 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 ..... 52

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。内容については、英語版が日本語版に優先します。

The Japanese version is based on the transcript of the speeches and discussions which were mainly conducted in English. Regarding the contents, the English version takes precedence over the Japanese version.

日本語版  
Japanese Version

Occasional Paper No.36

第 26 回 国際金融シンポジウム

グローバル金融危機から 10 年  
変貌した世界経済、その背景と今後の展望

(日本語版)

2018 年 2 月 22 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.....	7
渡辺 博史（国際通貨研究所 理事長）	
3. 世界金融危機後の米国経済.....	8
ランダル・K・クォールズ（米国連邦準備理事会副議長）	
4. 世界金融危機後の欧州における政策対応.....	11
クラウス・レグリング（欧州安定メカニズム総裁）	
5. デジタル経済への変容を遂げる中国.....	14
アンドリュー・シェン（香港大学アジアグローバル研究所特別フェロー、 中国銀行業監督管理委員会首席顧問）	
6. 統合が進む世界において深化する ASEAN の協力体制.....	18
ディワ・C・ギニグゥンドゥ（フィリピン中央銀行副総裁）	
7. 日本経済の現状と新たな成長戦略の経済政策.....	22
浅川 雅嗣（財務省財務官）	
8. パネル・ディスカッション.....	26

## 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「グローバル金融危機から 10 年 ～変貌した世界経済、その背景と今後の展望～」と題し、過去 10 年間の世界経済の変化とその背景、そして今後の見通しについて、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、グローバル金融危機とその後の 10 年間における世界経済の推移についてご説明し、議論の共通認識を提供させていただきたいと思っております。

#### 1. グローバル金融危機が発生した背景

10 年前のグローバル金融危機を振り返ると、その直接的な引き金は、米国のサブプライム・バブルの崩壊でした。しかし、根本的な原因として、国際的な資金フローが拡大し、証券化や信用デリバティブなどの金融技術が発展したにもかかわらず、金融機関のリスク管理や規制当局の金融規制・監督が、それらに十分に対応できなかったことが指摘できます。具体的には、債務担保証券（CDO）やクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）などの新しい金融商品に内在するリスクへの対応が不十分でした。このため、サブプライム・ショックによる資産価格の下落に対して、金融市場が非常に脆弱な構造となっていました。

#### 2. グローバル金融危機への政策対応

グローバル金融危機、なかんずく 2008 年 9 月のリーマン・ショックの発生を受けて、先進国では危機の拡大を食い止めるため、緊急の金融市場安定化策が次々と打たれました。第 1 に、バランスシートの毀損した金融機関を救済すべく、政府による公的資本の注入や不良債権の買い取りが行われました。第 2 に、金融市場の流動性を回復させるため、中央銀行が流動性を供給したり、市場参加者の債務保証を政府が行ったりしました。そして第 3 に、預金者保護が強化されました。その後、こうした金融危機の再発を防ぐため、G20 や金融安定理事会（FSB）が中心となり、国際的な金融規制の改革が行われることになりました。

別途、実体経済の下支えを目的として、各国・地域で大幅な財政拡大と金融緩和が行われました。中でも規模が大きかったのが、中国の「4 兆元対策」でした。4 兆元とは約 6,000 億ドルに相当する莫大な金額であり、その内容は鉄道・道路・空港・電力等のインフラ整

備や、四川省の地震被災地域の復興支援といった大型の投資計画でした。この対策を通じて中国景気は押し上げられ、それが世界全体にとっても景気回復の下支えになりました。

## Policy Measures to the Global Financial Crisis



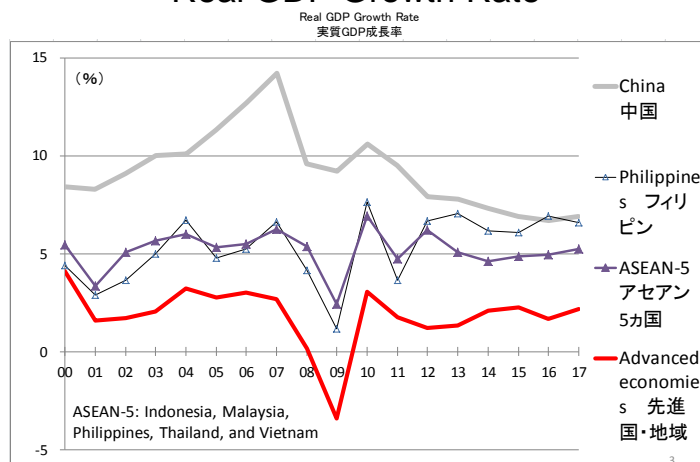
- Measures to stabilize financial markets
  - ✓ Capital injection into private financial institutions
  - ✓ Purchase of bad assets, and provision of liquidity to financial markets
  - ✓ Protection of depositors
- Global financial regulatory reform
- Expansionary fiscal policy
  - ✓ **【China】** Economic stimulus measure of RMB 4 trillion (= about USD 600 billion)

2

### 3. 足取りの重かった 2016 年初めまでの世界景気

このように金融・財政の両面から支えられて、グローバル金融危機後の世界経済は回復に向かいました。ただし、足元までの道のりは必ずしも平坦ではありませんでした。2011 年および 2012 年にはユーロ圏で債務危機が生じましたし、2013 年末から 2015 年にかけては、先進国・地域で本格的な景気回復が始まらないことから「長期停滞」が盛んに論じられました。また、中国では、4 兆元対策の副作用により、鉄鋼産業やセメント産業、石炭産業などにおける過剰生産能力の問題が一段と悪化し、年次ベースの実質 GDP 成長率は、2010 年から 2016 年にかけて、水準は高いものの 6 年連続で低下しました。

## Real GDP Growth Rate

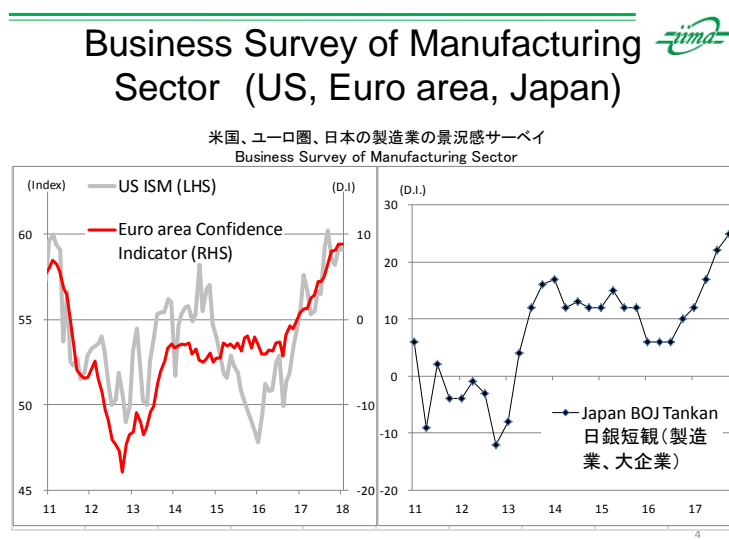


一方で、そうした中でも景気が順調に拡大したのが東南アジアです。ASEAN5 カ国、すなわちインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナムを合算した成長率をみると、2010 年代初めから 5%前後を維持しており、中でもフィリピンは 6~7%成長を続けています。

#### 4. 拡大傾向が鮮明となった足元の世界景気

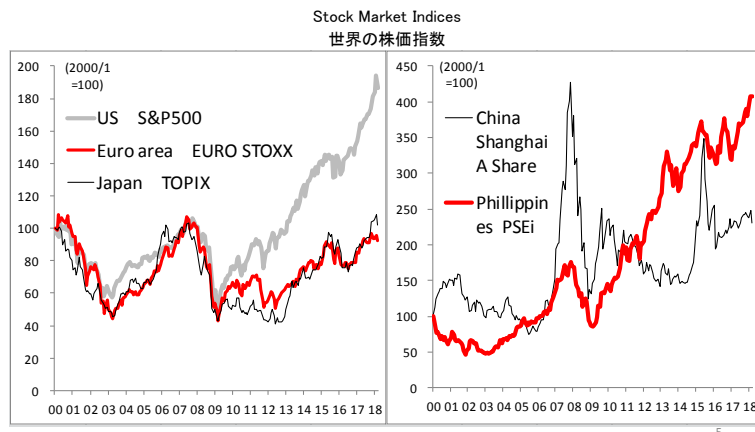
最近では、先進国・地域においても景気の拡大傾向が鮮明になってきました。すなわち、2016 年前半を底として経済成長率が徐々に加速し、つれて景気の先行きに対する信頼感が強まっています。米国、ユーロ圏、日本の製造業セクターの景況感サーベイをみると、ここ 1 年間余りで急激に改善していることが確認されます。こうして景気拡大局面は、米国で 9 年目、ユーロ圏と日本では 6 年目を迎えることになりました。

加えて、中国についても、2017 年の成長率が 6.9%と 7 年ぶりに前年を上回ったことが特筆されます。



こうした足元の景気拡大を最も端的に反映しているのは、今月初めの下落を踏まえても株式市場でしょう。各国・地域の代表的な株価指数を、2000 年初めを 100 としてプロットすると、日米欧は 2015 年から 2016 年前半までの調整局面を経て、その後は上昇傾向を鮮明にしています。中国とフィリピンも、ここ 1~2 年間は総じて上昇傾向にあります。

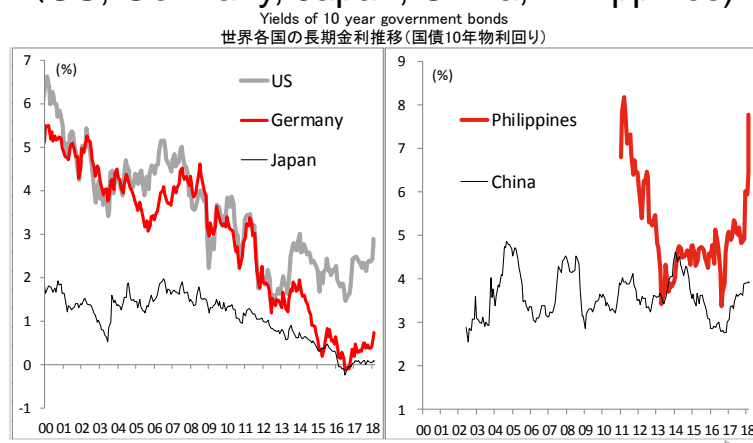
## Stock Market Indices (US, Euro area, Japan, China, Philippines)



### 5. 低位で安定する長期金利

足元の景気拡大局面の特徴としては、インフレ率および長期金利が、とくに先進国・地域において、過去の景気拡大局面と比べて低位で安定していることが挙げられます。10年物国債の利回りをみると、各国とも2016年半ばに底打ちしており、今年に入り、さらに上昇する兆しもみられますが、それでもフィリピンを除けば歴史的な低水準にあります。この直接的な背景には、低い貸上げ率や、それを背景とした低インフレがあるのでしょう。また、より根本的な背景として、「自然利子率」の低下が指摘できるかもしれません。

## Long-term Interest Rates (US, Germany, Japan, China, Philippines)



### 6. 過去10年間の国際的な金融規制改革

金融危機の再発を防ぐための国際的な金融規制改革は、この10年間で大きく進展しまし

た。銀行規制の国際基準であるバーゼルⅢが公表されたのは2010年のことであり、すでに主要国の大手銀行の多くは、自己資本の拡充や流動性の確保をほぼ完了しています。「バーゼルⅢ最終化」と呼ばれる、自己資本比率の分母の計測手法見直しには、ようやく昨年12月に各国が合意したところであり、規制改革はまだ完了していません。それでも他の規制分野、すなわち「グローバルなシステム上重要な金融機関」(G-SIFIs)に対する規制や、店頭デリバティブ規制改革などが進捗していることをも勘案すると、10年前のような形で金融危機が再来する可能性は、もはや無いと思われれます。

金融規制に関する新たな焦点は、一連の規制改革の効果を検証した上で、副作用がある場合はそれに対処していくことでしょう。一部の国では、銀行向け規制の強化に伴い、シャドバンキングの拡大が懸念されています。また、規制強化に伴う債券市場の流動性低下も根強く指摘されています。そして米国では、2010年に制定されたドッド=フランク法が経済成長を阻害しているとの見地から、その見直しが検討されています。

---

## Global Financial Regulatory Reforms

- Implementation of the global financial regulatory reforms
    - ✓ Basel III
    - ✓ Regulation for Global Systemically Important Financial Institutions (G-SIFIs)
    - ✓ OTC derivatives regulatory reforms
  
  - New challenges
    - ✓ Expansion of shadow banking
    - ✓ Lower liquidity in the bond markets
- 

それでは、今後10年間を見通した場合、世界経済や金融市場にとってのリスクは何でしょうか。従来型の金融危機の再来がないとしても、新たなリスクはフィンテックの中に潜んでいるかもしれません。例えば、日本は仮想通貨(暗号通貨)の取引が盛んですが、先月は500億円以上もの仮想通貨が取引所から奪われる事件が発生しました。仮想通貨を巡る様々なリスクをいかにコントロールするかが、今後の重要なテーマになるのかもしれません。

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 渡辺 博史（国際通貨研究所 理事長）

こんにちは。本日は大勢の聴衆の皆様と素晴らしいパネリストの方々にお集まりいただき有難うございます。生憎のお天気ですが、思い返すと 10 年前の金融市場は本当にひどい状況でした。今はずいぶん回復してきたと思います。

本日のパネリストは、米国連邦準備理事会副議長（金融規制担当）のランダル・クォールズさん、欧州安定メカニズム総裁のクラウス・レグリングさん、香港大学アジアグローバル研究所特別フェローのアンドリュー・シェンさん、フィリピン中央銀行副総裁のディワ・ギニグウンドウさん、そして、財務省財務官の浅川雅嗣さんです。本日、素晴らしいパネリストの皆様をお迎えできたことを大変光栄に思っています。本日の講演と討論を楽しんでお聞きいただけると幸いです。



それでは、ここからパネリストの皆様は現在の経済情勢にかかわるご見解や分析について 10 分間ずつ述べていただきます。



### 3. 世界金融危機後の米国経済

#### ランダル・K・クォールズ（米国連邦準備理事会副議長）

私は、グローバル金融危機から 10 年後の世界経済を評価するため、このシンポジウムに参加することを非常にうれしく思い、また、招待をしてくださった渡辺博史さんに感謝します。私は、その危機到来以降の米国経済の概要について皆さまに説明する時間を 10 分以内に収めて欲しいと頼まれていますので、早口で話しか、より直近の経済情勢に焦点を合わせてコメントするかにします。そして、適宜その歴史的背景を少し補足します。



結論を言いますと、米国経済は非常に良い状態のようです。そして、危機以降において最も良い状態であることはもちろんのこと、危機以前よりも良い状態を示す経済指標も多数あります。最近の株式市場の不安定さは、資産価格が急速かつ不意に動くものであることを思い出させます。しかしながら、個人的な見解ですが、米国経済の潜在的なファンダメンタルズは健全であるうえ、2008 年初め頃と比べるとはるかに改善しています。

改善を確認することができる簡単かつ重要な経済指標の一つとして労働市場が挙げられます。2009 年 10 月に 10% でピークをつけた失業率は、その後着実に低下し 2018 年 1 月に 4.1% と、1999 年から 2000 年の時期を除けば、1960 年代以来の低い水準となりました。ここ数カ月の新規雇用の増加率は、この数年間の労働参加率の安定がなかったならば、失業率を更に低下させるぐらいに勢いついています。労働市場の強さが、内職をせざるを得なかった労働者をその市場に引き付ける、または引きとどめ続けているということは、歓迎すべき経済の発展であり兆候でもあります。例えば、「現在は労働市場の外にいるが働きたいと思っている人や、パートタイムよりも正規雇用の方が良いと答える人」を含む、より広い意味での「労働市場のゆるみ」を示す指標は、ほとんど危機以前の水準に戻りました。

この 10 年間で労働市場が着実に改善した一方で、危機以降の GDP 成長率は過去 7 年間平均でわずか 2% と期待外れなものとなりました。しかしながら、昨年（2017 年）の第 2 四半期からその成長に勢いがついてきたようです。2017 年の最後の 3 四半期の実質 GDP 成長率は平均でほぼ 3% に上昇しました。第 4 四半期の速報値は、輸入の増加と在庫の減少を主因に少し後退しましたが、国内民間最終需要（それは経済の基調を確認するためのより優れた指標です）は、過去 3 年強の間で最も速いペースで成長しました。

最近の調査では、今後の経済を楽観的に見る人の増加が明らかになっています。消費者

信頼感指数は危機以前の水準に戻りました。企業が経済を楽観視していることは、アンケート調査や投資の力強さから明らかです。2017年の機械設備投資額は2011年以来の最大の伸びを計上し、とくに年後半の加速で通年では2桁の伸びを計上しました。結論付けるにはまだ早いかもしれませんが、ここ5年にわたり米国経済を苦しめた設備投資の不振がようやく終わる可能性があります。

ここ数カ月の間に国会を通過した税制改革及び予算パッケージは、需要を増加させ、また、投資の促進と底堅い労働参加率の維持により、経済の潜在能力を押し上げることを通じて、経済の勢いを維持する一助となるでしょう。

最近の経済のパフォーマンスは、危機以前の大部分の時期と比べ堅調ですが、先進国の間で共通しているのは、労働生産性の伸びが停滞している点です。労働生産性の伸びの平均は、金融危機までの20年間、年率2.25%のペースであったのに対し、2011年初め以降は平均0.75%にとどまっています。生産性の伸びがあまりにも低い理由を説明することは簡単ではありません。企業投資の伸び悩みが主因かもしれません。加えて、危機以降の企業の活力が低下していると主張する人もいれば、危機と労働生産性の低さとは関連しておらず、むしろ技術的進歩の減速という外生的な要因によるものとする人もいます。さらに、公式統計が正確に測定されておらず、実は生産性の伸びは全く減速していないと信じている人もいます。それでも、労働生産性の伸びは、経済と生活水準の長期的な潜在性を示す重要な指標であり、政策立案者はその成長率を高めるための政策を追求することが極めて重要です。

経済について大いに注目されているもうひとつの側面は、労働市場がひっ迫しているにも関わらず、インフレ率が明らかに低いことです。2017年12月時点の個人消費支出(PCE)ベースの物価指数は前年比で1.7%上昇しましたが、米国連邦準備理事会(FRB)の目標値である2%を下回っています。しかし、最近のデータを評価したところ、一時的にインフレを低下させた要因が存在した可能性が高く、しかもその要因が2018年には消えるため、再び目標値まで上昇するというのが私の見解です。あえて言うなら、将来消えると予想する要因により、目標値を小数点以下の範囲で下回っているということです。私はあまり心配していません。

労働市場の強さと一時的なインフレの弱さという経済情勢を鑑みれば、私は金融政策を徐々に正常化させ続けるのが適切であると考えます。その正常化に向けての重要な取り組みを2017年10月に開始しました。我々は、満期到来の国債と元本部分が償還された政府機関債について、それを再投資する金額を徐々に減らし始めました。

景気見通しについて悪い材料がない限り、FRB のバランスシートの正常化計画を自動的に行えるようとどめておくためには、フェデラルファンド (FF) 金利が FRB の金融政策のスタンスを調節するための主要なツールとなり続けます。1 月の連邦公開市場委員会 (FOMC) で、FF 金利の目標レンジを 1.25% から 1.5% の間に維持することを決めました。このレンジでは、金融政策は緩和状態が続きます。私は、労働市場の健全性を維持しつつ、我々の目標である 2% 当たりでインフレを安定させるためには、政策金利を将来徐々に引き上げることが適切と見込んでいます。もちろん、言うまでもなく、私は様々な経済指標、そしてそれらの指標がインフレと実質的な経済活動の先行きに対しどのような含意を有しているのか注視し続け、それに応じ適切な金融政策に関する判断を調整していきます。

最後に金融セクターに言及したいと思います。FRB と他の機関の同僚たちはこの 10 年間の大半を、危機以降の規制体制を構築し、それを立ち上げるために費やしてきました。現時点において、危機以降の規制に関する業務の大部分を終えました。今後は前線から一歩退き、それらの努力を評価することが非常に自然であると同時に適切と考えます。金融セクターが意図した通りに働いていることを確認するのが我々の責任です。そして、この新しい規制体制の適用範囲は広くかつ複雑ですが、必ず、今までの経験や教訓の恩恵を活用し、金融セクターを改善させることができると考えています。

#### 4. 世界金融危機後の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）

ユーロ圏の金融安定を維持することが欧州安定メカニズム（ESM）の役割です。そして同様に、国際通貨研究所の研究やそれから派生する議論はこの地域の安定に貢献しています。ですから私は本日ここでスピーチをするご招待を喜んでお受けしたのです。



今回のシンポジウムのテーマである、グローバル金融危機後の 10 年の議論をするうえで、欧州はこの間、一度ではなく、二度の危機を経験したことを思い出していただきたいと思います。グローバル金融危機は米国で始まりましたが、迅速に欧州に広がりました。そして続いて欧州自身もたらしたユーロ債務危機が起こり、通貨同盟の制度設計の欠陥のいくつかに光が当てられることになりました。

欧州はこれらの不備を補うために、幅広い政策パッケージを行うに至りました。数年前には考えられもしなかったさまざまなイノベーションが実現しました。その代表的な例が、単一銀行監督メカニズムと単一破綻基金（SRF）からなる銀行同盟、および ESM で、ESM はソブリンに対する最後の貸し手であり、危機前には存在しなかった機能を持っています。

危機は過ぎ去ったことは明らかです。ユーロ圏は危機を脱することで、以前よりも経済的にも機関としても強くなりました。今回もまたユーロ圏は生き残りましたが、こうした努力がなければそれは不可能でした。

昨年第 4 四半期には、ユーロ圏経済は前年同期比 2.7% 成長しました。ユーロ圏の人口動態を考慮すると、この成長率はとても高いものです。人口一人当たりでは、2016-2019 の 4 年連続でユーロ圏は米国よりも高い成長率を達成する見込みです。ユーロ圏 19 カ国すべてが景気拡大しています。もちろん危機以来の世界的な同時景気拡大の広がりによって支えられていることも事実です。

ユーロ圏経済の現在の成長スピードは潜在成長率の 2 倍近いもので、いずれ減速せざるを得ません。いくつかのユーロ圏の国々では労働市場や住宅市場が過熱状態にある兆候がみられます。それでも現在の見通しでは、減速は緩やかなものにとどまり、2019 年でも潜在成長率を上回るとみられます。

政治が経済成長の邪魔をするのでしょうか？私はそうは思いません。フランスでエマニュ

エル・マクロン大統領が選出されたことは、ポピュリズムに対する決定的な転換となり、それは欧州にとっては良いことでした。欧州では多くの国でポピュリスト政党の台頭がみられるのは事実です。その殆どは欧州懐疑主義政党です。ポピュリスト政党は今すぐには消えず、政治はより複雑になるでしょう。間もなく行われるイタリアの選挙が次の試金石になります。しかしこうしたことは、民主主義社会では常に起こることです。私は個人的には、ユーロの人気に勇気づけられています。ユーロへの支持は 2004 年以来最高の水準となっています。欧州中の政治家達はそれを良く知っておくべきです。

**Brexit**（英国の EU 離脱）について若干ふれたいと思います。英国が EU から出ていくことについてはとても残念に思います。政治的には厳しい損失です。経済的には欧州もいくらかの影響を受けるでしょうが、英国ははるかに大きい悪影響を受けるでしょう。すでに EU との交渉の行方の不透明さが英国経済に影を投げかけています。

そしてもちろん、いつものことですが、見通しが明るいなかでもリスクは残ります。ですから先のことを見越して、次の危機に備えておく必要があります。欧州は全ての国で、投資を促進し、構造改革を進め、財政再建を行うことで、次の危機に備えています。ユーロ圏の財政赤字は合計で GDP の 1%にも満たないので、世界の他の地域と比べて、財政拡大の余地があります。最後に、通貨同盟を深化させようとする我々の努力は、ユーロ圏をより強靱なものにするでしょう。政治家達は今後 4 カ月の間に、2つの問題に対処することで合意しています。銀行同盟の完成と ESM の発展です。財政政策の問題についてはまだ十分な合意ができていないので、その後に対処します。

銀行同盟を完成させるには、さらに 2つのステップが必要です。先ほど言及した単一破綻基金には、非常に深刻な危機時にも十分な火消しの能力が発揮できるよう、財政上の裏付けが必要です。それはおそらく ESM の役割となるでしょう。銀行同盟の完成に向けたもう 1つのステップは共通の銀行預金保険です。これは議論を呼ぶ問題です。というのは、各国の既存の預金保険システムは全く異なっており、いくつかの国の銀行は負の遺産の問題に苦しんでいるからです。このような国によって全く違ったニーズにまず対処しなければなりません。それが終われば、欧州全体の預金保険システムが、銀行破綻が国全体に広がるリスクに対する最高の保障となるでしょう。

では次に ESM の発展の話題に移りましょう。ESM をより強固で力強いものとする、それ自体はゴールではありません。それはむしろ、通貨同盟をより強固なものにし、欧州が固有の問題により責任をもって対処できるようにするための一要素となるものです。

私は先ほど SRF の裏付けとしての新たな ESM の役割についてお話ししました。さらにま

たESMがユーロ圏の支援プログラムにおいてもっと大きな役割を果たすべきという点についてコンセンサスができつつあります。そのため我々は、ESMが使える支援策の見直しをしています。

1つの可能性はマクロ経済の安定化機能をもつ、新たな財政支援ファシリティです。またソブリン債務再編枠組みを作り、厳しいルールを導入しなくても、民間債権者との債務再編交渉をより予測可能なものとする案なども出ています。ESMに債務再編交渉を企画し、リードする役割を課すべきかもしれません。しかし、それにはまだやらなければならないことが多く、6月までには合意に達せないでしょう。

最後に財政問題についても、さまざまなアイデアがあります。国境警備、テロ対策、気象変動、防衛などのための年間共通予算から、ユーロ圏の投資予算、非対称的なショックに備える基金、財政ルールの見直し、ユーロ圏財務相等々。先ほどお話したようにこれはたいへん議論を呼ぶ問題で、合意にはまだ時間がかかるでしょう。

ユーロ圏経済は生き延びています。それでもいつか次の危機が起こる可能性があり、我々はそれに備えることができます。ユーロ圏の金融の安定は欧州にとっても、世界経済全体にとっても重要です。危機以来、欧州はそのゴールにむけて長い道のりを辿ってきました。あともう少しで完成することができます。

## 5. デジタル経済への変容を遂げる中国

### アンドリュー・シェン（香港大学アジアグローバル研究所特別フェロー、中国銀行業監督管理委員会首席顧問）

この非常に重要な会議に私をご招待下さった渡辺さんと倉内さんに感謝申し上げます。この会議は非常に重要なものです。我々は「冗談」から始めて、「お詫び」で終わらねばなりません。まずは「冗談」ですが、ここにいる全てのパネリストは、過去 20 年ほどの間に、危機を処理してきた危機管理者であり、我々全員は次の危機に向けた準備をしなければならない、ということです。しかしながら、良いニュースは、クォールズさんが米国経済は順調であると述べていますし、レグリングさんも欧州経済は大変順調だと述べていることです。そして、私も中国経済は順調であると述べます。一方で、悪いニュースは、私のスライドが 30 枚もあることです。私はとても早口でしゃべらなくてはなりません。日本銀行や財務省の多くの友人は、私がたくさん話をする人だということを知るようになるかも知れません。しかし、私は、グリーンズパン元 FRB 議長から「非常に早くしゃべった内容について聴講者がそれを理解した場合、聴講者は大抵、誤った認識をしている」ということを学びました。それが「お詫び」です。それでは、始めましょう。



この前回に起こった 2007 年の金融危機を通じて、我々は、中国が世界第 2 位の経済大国になったことを目の当たりにしました。そして、その時に発生した多くのリスクとチャンスが今日の主要な論点であると、私は考えています。しかし、中国はこれに対し非常に対応してきました。皆さんは、そのことをもっと正当に評価するべきかもしれません。新たなリスクに対する中国政府の対処は、実際、非常に優れたものでした。現在は、地政学、人口動態、金融化、破壊的な技術、気候変動、ガバナンスなど、皆さんご存じのトレンドによって、あらゆるビジネスモデルがストレスにさらされています。また、皆さんにはあえて提起するまでもないのですが、グローバルなサプライチェーンは、実に速いスピードで変化しています。私の予測では、今後 20 年間は新興市場が世界の需要を牽引するでしょう。仮に米国や欧州の経済が回復したとしても、今後の成長は先進国主導ではなく、中国、インド、ASEAN や、それ以外の新興国により主導されます。それらの国々の国民が中産階級になり、先進国へと移行していくことで、世界の消費を牽引することになるでしょう。



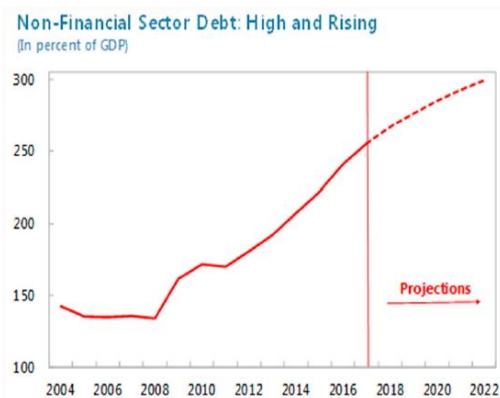
### Key Points

- 20 Years after Asian Global Financial Crisis, China has emerged as 2nd largest economy
- Huge global major transformation from Trumpian Geo-politics, QE, Technology, Climate Change, Demographics, Social Inequalities, regulation and intense competition
- China adapting with 19th Party Congress roadmap towards Quality and People-centred Growth
- Major correction of imbalances in Debt model through system-wide regulation and transformation through technology and innovation, at all levels
- Internet+ and Made in China 2025 will be game-changer for all

中国の経済刺激策については、倉内さんからすでに言及がありました。これは、実際に経済成長の機会を提供する素晴らしい施策でした。しかし、遠慮なくいわせてもらうなら、誤って実施されました。今日の中国を訪問すれば、空港・高速鉄道・地下鉄・新しい都市などの素晴らしいインフラが目に入ってきます。これらは全て、経済刺激策に基づいて建設されたものです。その後、新しい技術基盤の構築がこれに続きました。これは中国の対外直接投資（FDI）と人民元の国際化の始まりをも意味していました。しかし、その一方で悪いニュースがあります。もちろん不運なことなのですが、地方政府による行き過ぎた資金調達が起こり、シャドーバンキングが隆盛し、皆さんご存じの通り、腐敗の問題が巻き起こりました。そして、中国の経済成長率は年率 10%という勢いのあるものから、より正常な 6%台へと移行しました。中国が打ち出したニュー・ノーマル（「新常态」）が、より速い成長からより現実的な成長へと期待を変化させるものだったということは、皆さん、ご同意をいただけるのではないかと思います。このことは、より人を重視した、質を重視した経済成長策の導入であるとも解釈されるべきものです。IMF は、中国が行っている様々な要素について説明を行っています。それらは、ここで詳しく述べる必要はないでしょう。中国は今では債務増加速度を減速させ、過剰生産設備を減らし、不動産在庫を減らし、コストを削減し、きれいな空気・浄水・農業などの環境面にも注力して「新常态」に適応しようとしています。最近の良いニュースは、工業部門の企業利益が 21.9%も増加したことです。これは米国、欧州、そして中国を含む新興国の経済が回復したことによるものです。

### Positive and Unexpected Consequences

- Rapid acceleration of upgrading of city and high-speed rail infrastructure
- Growth spillover from coastal to inland areas, as export sectors hurt by GFC
- Emergence of new Tech Platforms and FinTech
- Beginnings of Outward FDI and RMB internationalisation
- Local government financing overshoot
- Shadow banking credit accelerated
- Corruption emerges as major social issue



Source: IMF Country Report No. 17/247.



内需拡大は中国の対外不均衡の緩和に役立っています。今後は企業の過剰債務（それは主に国有企業や地方政府に起因するもの）の処理にきちんと向き合っていく必要があります。多くの方が中国は国内の債務過剰問題でいずれ崩壊するのではと思っていますが、それは正しくありません。では主張の相違はどこから生じているのでしょうか？その答えは中国が変化の駆動車として技術に焦点を当てたことにあります。中国のデジタル・トランスフォーメーションは目覚ましいものがあります。2016年の改革パッケージは、経済減速を受け入れ、金融リスクに警戒し、より変動幅のある為替相場メカニズムを導入し、透明性を向上させると謳っています。マッキンゼー社は中国で成長の改善が期待できる5つの領域として、中産階級の需要の充足、新しいビジネスプロセスのデジタル化、バリューチェーンの向上、業務効率の向上、グローバル化の推進を挙げています。

皆さんが中国に関して理解する必要がある重要なことは、規模、規模、そしてまた、規模であります。中国は世界の総人口の5分の1を占めています。3億人の中産階級がいて、今後10年から20年のうちに更に1億人の中産階級が出現するでしょう。そして、この規模の大きさに加えて、パソコンから直接スマートモバイルに蛙跳び型で移行できたという事実があり、アメリカを含む他のどの国よりも速く、インターネット決済への移行を可能にしたのです。冗談のような話ですが、私の友人の一人が上海に行った時、物乞いからお金を無心されたようですが、彼は現金は欲しがらず、代わりにお金を送金するスマートフォン操作を要求したということです。

デジタル経済は非常にチャレンジングです。中国では、ワン・ストップかつユーザー・フレンドリーな素晴らしいアプリを利用することができます。政府は非常に柔軟な規制環境を用意することで、これら技術基盤の実験を支えました。今ではその新しい技術基盤自体が、研究開発や独創的スタートアップ企業のための資金供給の役割を果たしています。ある意味では、アリババ社とテンセント社の2社だけでも時価総額が1兆ドル近くあるわけですが、そのような巨大企業が新たな成長と新技術を求めており、そのためにベンチャーキャピタルに資金提供をしているのです。彼らは調達資本と利益プールを移転させようとしています。そのインパクトは巨大なものであり、その多くが生産性によって導かれていきます。これは、欧州のインダストリー4.0プログラムを採り入れて作られた「中国製造2025」プログラムと経済のデジタル化のスピードアップを図る「インターネットプラス」プログラムとに由来するものです。中国国内では、中産階級が新たに出現してくることで、2018年も消費の拡大が続くことになります。良いニュースは、過剰貯蓄のお陰で、彼らにはまだ消費余力があることです。

私は非常に複雑な話を非常に速いペースで説明してきました。結論を申し上げますと、

中国経済は、国内外ともに非常に複雑な政策的環境の中で移行しつつあります。第 19 回党大会で習近平国家主席が行ったのは、大局的な改革パッケージの説明のための 3 時間半もの演説でありました。しかし、この演説は、中国が国民視点で質の高い成長を実現するために何が必要であるかを非常に大局的に説明したものでありました。そのためには金融安定による下支えが必要となります。今後 2 週間ほどで（全国人民代表大会が行われ）官僚（テクノクラート）のレベルでの新指導者グループが発表されます。彼らによって、金融の安定と持続可能かつ公平な成長に焦点を当てた政策が明らかにされていくことでしょう。

もし、これらが適切に運営され、同時に米国と欧州と新興国、とくに ASEAN の景気が順調に回復すれば、中国はこの移行期をうまく乗りきることができるはずですが、それでも多くのリスクが存在します。ただ、ここで中国は全世界の 5 分の 1 の人口を有する国であることを、あらためて思い出して欲しいと思います。つまり、統計学的には世界の問題の 5 分の 1 が中国に存在するはずだということです。したがって、これらのリスクを管理することは非常に困難なものであり、過去 40 年間、これを管理してきたという事実は、ほぼ奇跡といってもよいことなのです。彼らが今までこれを成し遂げてきたのは、継続的に変化への対応を行ってきたからなのです。これこそが、皆さんが中国の成長戦略に関して焦点を当てるべき、一つのポイントなのです。

### Concluding Remarks

- China is recovering due to worldwide revival in growth and trade
- Xi's 19th Party Congress focused on comprehensive reforms in 14 areas
- Top priority is People-based and Quality Growth, underpinned by financial stability and address debt issues
- Growth areas will be strong consumer base, Internet+ and Made in China 2025 digital transformation
- If carefully managed, 2018 could be pro-cyclical China benefiting from global growth, plus contributing to global growth
- However, risks still remain from geopolitical accidents and policy mistakes

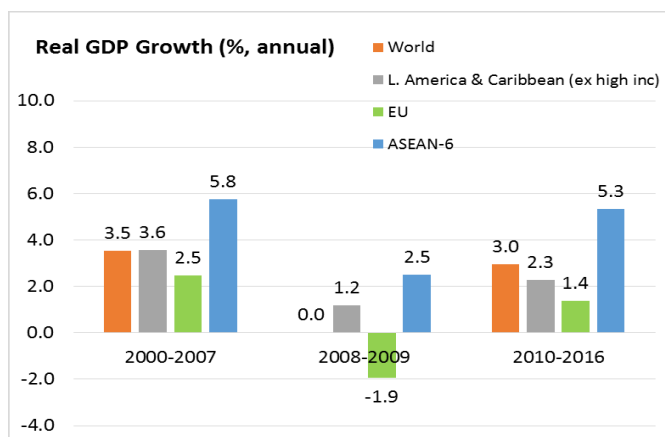
ご清聴、ありがとうございました。

## 6. 統合が進む世界において深化する ASEAN の協力体制 ディワ・C・ギニグウンドウ（フィリピン中央銀行副総裁）

渡辺さん、倉内さん、どうもありがとうございます。フィリピンについて話す方が個人的には楽なのですが、今日は ASEAN 10 カ国についてお話するように言われました。「六次の隔たり」ともいわれる通り、人は平均してわずか 6 段階でどのような方ともつながり合えるとされていますので、私もそれにならって 6 分間でお話しできればと思います。

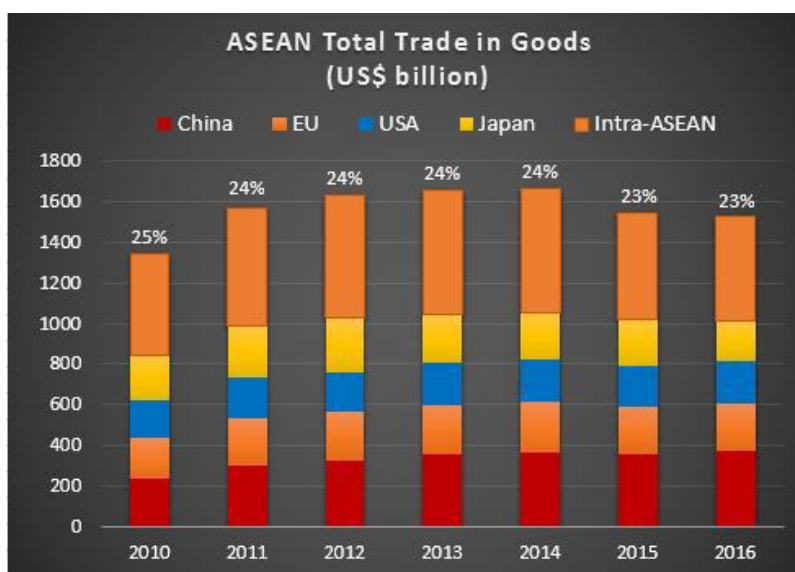


すべてがつながり合っているという考えは、経済的にますます現実的なものになっています。ですから、昨年 ASEAN 会議の開催国そして議長国がフィリピンだったことにふさわしい内容と考えられる、ASEAN 経済統合計画について近況報告したいと思います。まず、ASEAN の発展の経緯についてお話ししましょう。ASEAN は経済統合、成長そして開発を中心とした共同体へと進化、発展してきました。国際商品価格、とくに原油価格の下落が響いたブルネイを除き、ASEAN 経済は、世界金融危機直後の世界景気後退にもかかわらず、驚くべき回復力を示しました。

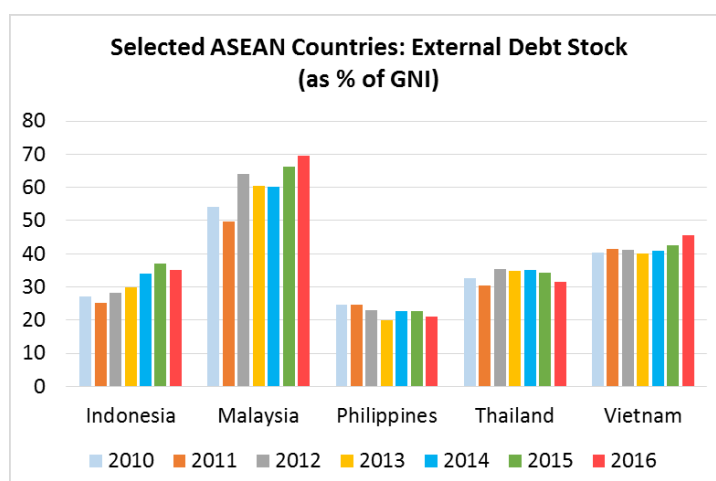


世界金融危機後の 2010 年から 2016 年にかけて、ASEAN 地域の実質 GDP 成長率の平均は 5.2%で、これは世界平均の 3%よりも高い値です。また、2016 年の全世界の GDP に対する ASEAN 地域の GDP の割合も 2016 年に 5%から 6%へと高まりました。2 年前、ASEAN 経済は世界第 5 位の規模で、アジアでは第 3 位でした。こうした経済の好調は、①生産高の伸び、②輸出入を含む国際取引額の伸び、および③直接投資の流出入の規模などにあらわれています。2009 年以降の ASEAN 域内への直接投資額は毎年およそ 1,000 億ドル相当で、ASEAN 域外への投資額は 500 億ドルでした。

ASEAN 経済の強さと好機の根源は、域内貿易および域内投資の増加にあります。これらは ASEAN 地域に恩恵をもたらしました。つまり、ASEAN は域外の経済と関係を深めつつ、域内でも直接投資や証券投資、輸出入において相互に依存度を高めたのです。2016 年の ASEAN 域内の貿易額は ASEAN の貿易総額の 23% を占め、同年の域内直接投資額も ASEAN の直接投資全体の 25% 近くを占めました。また、2004 年にインド、2007 年に中国、2008 年に日本、2009 年に韓国、そして 2010 年にオーストラリアやニュージーランドとそれぞれ FTA（自由貿易協定）などにより関係を強めました。

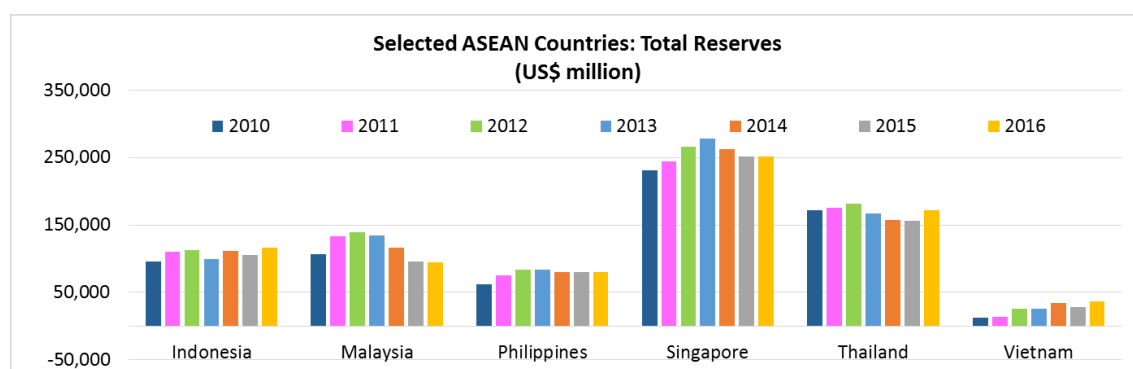


ASEAN が今日に至るまでには、どのような事情があったのでしょうか。現在の強気な見方の裏には何があるのでしょうか。答えは、ASEAN10 カ国による様々な発表や政府の声明文にあります。基本的には、インフラ整備や政治・経済の制度設計が挙げられます。アシモグル氏とロビンソン氏が執筆した”Why nations fail?” という書籍をご存知ですか。作者によると、国が崩壊するのは、政治面でも経済面でも、適切な法整備がなされなかったことにあります。そういう意味で、ASEAN はそうした政治的、経済的な法整備をする力がしっかりと備わっていたのだと考えます。不完全な部分はあるかもしれませんが、総合的にみるとしっかりした法整備が、世界金融危機にもかかわらず、ASEAN の高い回復力や力強さをもたらしたのです。ASEAN 諸国のほとんどは、より柔軟な為替制度、より独立した金融政策、より緊縮な財政政策といった形の政策を導入しましたが、これらは期待インフレ率を通じて物価上昇率を低く安定させる際にとっても重要な役割を果たしました。また、政策の見直しによって、対外債務の対 GDP 比および財政赤字の対 GDP 比が低下するなど、経済の抵抗力が高まりました。



ほかには何があるでしょうか。ASEANには十分な対外的備えがあります。例えば外貨準備高の十分な蓄積は、財とサービスの輸入額をカバーし、対外債務のGDP比率の低下と同様にASEANがインフラを整備したり公的支出を増やしたりするための要因になりました。さらにこのような十分な外貨準備高は、柔軟な為替相場と併せ、ショックへの備えの第一線になります。

銀行部門については、現行の政策が銀行システムの安定性と収益性の保持に役立ちました。その第一は、国際的なベストプラクティスに従ってきたことです。第二は、マクロ・プルーデンス政策への信頼が高まったこと、そして第三は、金融の安定が公共政策のより明確な目的になっていたことです。ASEAN経済の耐性は金融政策の独立性や為替相場の柔軟性の高まりにあり、その結果、為替相場が自動的に調整し安定するようになりました。より適切な対外債務の管理は、インフラと社会的セーフティネットの財源確保につながりました。時機に応じたプルーデンス政策により、財政収支は管理可能な規模となりました。



では、今後のより大規模で強い結束力のある経済を目標とするASEANビジョンについて、ごく手短かに話しましょう。これは2025年に向けたビジョンで、マクロ経済と金融の安定を

追求すべく、金融統合、金融包摂、金融安定の 3 本柱から成り立っています。世界情勢の如何によらず、ASEAN は地域の安定に貢献すべきなのです。ASEAN 経済の耐性が増すためには、どのような仕組みが必要でしょうか。一点目は、サーベイランス機能の強化です。これは、ASEAN や中国、日本、韓国というパートナーとの ASEAN プラス 3 の枠組みを含む様々な会合で話し合われています。二点目は CMIM（チェンマイ・イニシアティブ）を含む、地域の金融取り決めの再考です。三点目は、ABIF（ASEAN 共同体における銀行統合）や ABMI（ASEAN プラス 3 の債券市場育成の取り組み）など現行の地域的取り組みの支援強化です。そして最後に、RCEP（東アジア地域包括的経済連携）を中心とした地域協力協定の拡充です。

とはいえ、様々な論点や課題があることに注意しなければなりません。第一に、FRB による金融政策正常化の時期が不透明であることです。米国の金融政策は ASEAN 地域の多くの国で金融政策を運営する際の不確定要素となります。第二に、中国経済の予想外の悪化です。第三に、金融面での大幅な変化も依然として課題です。そして第四に、内向き政策の脅威や中東を中心とした地政学的な緊張関係にも注意しなければなりません。

実際、どのようなリスクや脆弱性があるのでしょうか。世界の金融市場が一層動揺するかもしれません。先進国の金融政策の正常化に伴って、ASEAN 経済からの資本流出のリスクが高まる可能性があります。貿易を制限し、国内の雇用を維持する政策が実施されると、ASEAN の成長は妨げられるでしょう。それでも、ASEAN は世界経済の逆風に対応できる状態にあります。我々の経済はとても力強く抵抗力があるのです。経済が急に停滞するリスクについても、ASEAN における CDS スプレッドがタイトな状況から、そうしたリスクはかなり抑制されてきたと考えられます。

最後に、今後実施すべき重要なポイントを何点か紹介します。一点目は、ASEAN の健全性の下での政策の枠組みの改善です。いかにより多くの財源が、多くのインフラ計画の推進や景気と信用サイクルの好循環を下支えしてきたかをみてきました。二点目は、より柔軟な為替相場制度の採用、適切なマクロ・プルーデンス政策の実施、脆弱性への備えとしての外貨準備高の積み上げです。そして最後に、着実な金融の発展や政策手段の見極め、およびより強固な協力関係が求められています。

ご清聴ありがとうございました。

## 7. 日本経済の現状と新たな成長戦略の経済政策

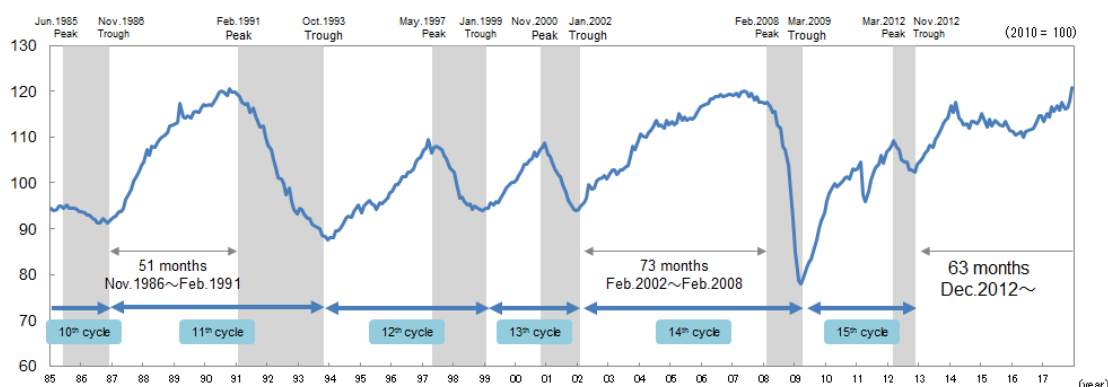
### 浅川 雅嗣（財務省財務官）

渡辺さん、この度は素晴らしい機会をいただきありがとうございます。また、素晴らしいパネリストと聴衆のみなさんのもとで、名だたるシンポジウムに参加できることを喜ばしく存じます。



それでは、現在の日本経済の動向についてお話いたします。日本経済はグローバル金融危機を脱して以来、2012年以降、短期的な調整があったものの長期的に回復基調であります。2012年12月から始まった現在の景気回復局面は、戦後2番目の長さであったいざなぎ景気を超えております。

簡潔に申し上げますと、この景気回復局面は安倍首相が就任した後に発表した「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、「成長戦略」という皆様のご存知の「三本の矢」を中心としたアベノミクスと呼ばれる包括的な経済政策から始まりました。まず、株価が上昇し、国内外の投資家のアベノミクスへの期待により消費者信頼感が改善しました。そして公共事業による景気刺激策とともに消費支出が増大し、今回の景気拡大局面が始まりました。また、政府として、日本銀行と協力してデフレ脱却のために量的質的金融緩和政策の実施を強化しました。その結果、安倍首相就任前の行き過ぎた円高の是正がなされ、前政権時代の1ドル80円前後の水準から近年は110円前後まで円安が進み、円ベースでの企業業績が上昇しました。



2014年の消費税引き上げにより景気は一時的に落ち込みましたが、実質GDPは2016年の第1四半期から2017年の第4四半期にかけて、28年ぶりに8四半期連続のプラス成長が続いており、再び好況に転じています。日本の強固な経済指標をいくつか紹介しまし



よう。1点目は、企業収益が2012年度の48.5兆円（対GDP比9.8%）から2016年度は75兆円（同13.9%）に大きく増加しました。2点目は、労働市場において、有効求人倍率（2017年12月）が1.59倍になり全都道府県において15カ月連続で1倍を超え、完全失業率（同）は2.8%と24年ぶりの低水準となりました。3点目は、賃金は4年連続で2%前後上昇し続けており、経済の好循環が継続しています。

	Units	Pre-Abenomics	Current	Notes
Nominal GDP	JPY (trillion)	493.0 (Oct.-Dec. 2012)	548.7 (Oct.-Dec. 2017)	Record high level
Consumption (Private consumption integrated estimates)	2011=100	102.3 (Dec. 2012)	104.2 (Dec. 2017)	
Unemployment rate	%	4.3 (Dec. 2012)	2.8 (Dec. 2017)	Lowest level in about 24 years
Active job openings to applicants ratio	times	0.83 (Dec. 2012)	1.59 (Dec. 2017)	More than 1.0 in all prefectures
Corporate profits	JPY (trillion)	48.5 = 9.8% of GDP (FY2012)	75.0 = 13.9% of GDP (FY2016)	Record high level
Capital investment	JPY (trillion)	34.4 = 6.9% of GDP (FY2012)	42.7 = 7.9% of GDP (FY2016)	Recovering the pre-global financial crisis level
Business conditions (Large enterprises, Manufacturing)	Diffusion index, %pt	-12 (Dec. 2012)	25 (Dec. 2017)	Highest level in 11 years
Indices of industrial production	2010=100	94.7 (Dec. 2012)	106.5 (Dec. 2017)	
Nikkei 225 Stock average	JPY	10,230 (Dec. 26 <sup>th</sup> 2012)	21,970 (Feb 21 <sup>st</sup> 2018)	

素朴な疑問が湧くでしょう。今回の景気回復の原動力は何かと。この場で特定するのは難しいのですが、あえて申し上げるとすれば、住宅および公共部門を含む投資であると思います。実質GDP成長における各支出の寄与度をみると、投資は2012年第4四半期から2017年第4四半期の間の経済成長率の累計7.1%の、約半分を占めています。

とはいえ、企業収益の劇的な改善を考えれば、とくに民間設備投資はもっと増加できたはずであり、この成長のけん引力ももっと強くてよかったはずだと思います。企業収益は2012年度から2016年度の間で26.5兆円（対GDP比4.1%）増加しているものの、設備投資は同期間においてたったの8.3兆円（同1.0%）しか増加しておりません。この緩慢さは、デフレの継続や国内市場の衰退、および低潜在成長といった課題による企業部門の慎重な姿勢が根底にあるのかもしれませんが。こうした日本のマクロ経済的な課題を克服する努力により高度な投資と包括的な成長につながることを期待します。

それでは次に、現在の成長は持続するのかということについてお話していきます。この質問に答えることは難しいのですが、少なくともいくつかの有利な追い風が吹いていると思



います。まず、世界経済が堅調であり、成長への外需の貢献がさらに強まると期待されます。次に、継続的な賃上げや株価上昇による資産効果を背景に、個人消費が増大する兆候が見受けられます。

今後の見通しを紹介しましょう。日本政府は 2017 年 12 月に、最新の経済見通しと中期的な経済見通しについてそれぞれ 1.9% (2017 年度)、1.8% (2018 年度) と発表しました。これは主に堅調な世界経済と労働環境および所得環境の改善が見込まれる中、民間需要主導により景気回復が続くという予測に基づいています。また、IMF による最新の「世界経済見通し」における日本経済の GDP 成長率は、外需の堅調と大規模な補正予算及び最近の予想以上に力強い経済活動の余勢を反映し、2018 年は 0.7% から 1.2% に、2019 年は 0.8% から 0.9% にそれぞれ上方修正されました。

先行き、2020 年に開催される東京オリンピック・パラリンピックの準備により、日本経済は力強い建設需要と訪日観光客の需要等により後押しされることでしょう。

	FY 2016 Actual (%)	FY 2017 Estimate (% Approx.)	FY 2018 Forecast (% Approx.)
Real GDP	1.2	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>
Private consumption	0.3	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>
Private non-residential Investment	1.2	<b>3.4</b>	<b>3.9</b>
Domestic demand	(0.4)	<b>(1.6)</b>	<b>(1.6)</b>
Private demand	(0.3)	<b>(1.3)</b>	<b>(1.5)</b>
Public demand	(0.1)	<b>(0.3)</b>	<b>(0.1)</b>
External demand	(0.8)	<b>(0.3)</b>	<b>(0.1)</b>
Nominal GDP	1.0 ¥539.3 tio	<b>2.0</b> ¥550.3 tio	<b>2.5</b> ¥564.3 tio
CPI	- 0.1	<b>0.7</b>	<b>1.1</b>
Unemployment rate	3.0	<b>2.8</b>	<b>2.7</b>

ここで 1 つ注目すべきことは、需給ギャップ（需要－供給）がすでにプラスに転じていることです。最新の四半期 GDP 統計によると需給ギャップは+0.7%となっております。すでに需要不足の時期を克服しているため、今後は供給制約に注意を払うべきです。女性や高齢者の労働参加率の増加により潜在成長率は下げ止まり、わずかながら上昇に転じましたが、中長期的には少子高齢化による供給制約問題に直面しています。

そしてこの供給サイドの課題は最後の問題、すなわち新たな成長戦略につながってきます。安倍内閣は 2017 年 12 月 8 日に新しい経済政策パッケージを決定し、この政策を通じて生産性成長率を 0.9% (2011 年から 2015 の 5 年間での平均) から倍の 2% に引き上げることを目標としております。ここでは、政策の 2 つの柱である「人づくり革命」と「生産性革命」について触れたいと思います。

幼児教育の無償化は第一の柱である「人づくり革命」の土台となる政策です。幼少期の人材教育の拡充は、人材の質の改善や生産性を増大させることが期待されています。

同時に「働き方改革」を通じた労働力供給を増やすことも計画しております。とくに、政府は父親の育児参加やワーキングマザーの柔軟な働き方を推進するとともに、保育施設での待機児童の解消策の実施を加速させております。

第二の柱である「生産性革命」に関してですが、政府は今後の3年間で「生産性革命・集中投資期間」と定め、IoT (Internet of Things) やビッグデータ、ロボット、人工知能 (AI) といった領域へのイノベーションを実現するために、設備投資や人的投資を拡大することを企業に対し奨励しています。また①2020年度までに対2016年度比で日本の設備投資額を10%増加、②2018年度以降における年3%以上の継続的な賃上げといった数値目標も掲げております。これらの施策に併せて2018年度の税制改正案では、企業に対して賃上げの実施を促すための税制措置が盛り込まれました。

全体としてこれらの取り組みは日本経済の潜在成長率を引上げ、現在の景気拡大をより持続可能なものにするため重要な役割を果たすものと考えております。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

渡辺： それでは、第2セッションをはじめます。このセッションでは、質疑応答形式で議論を進めていきます。その前に、10年前に何が起こったかを振り返ってみたいと思います。

2008年1月21日、東京株式市場では日経平均株価が535円下落し、翌日にFRBが米国の政策金利であるFFレートを0.75%ポイント引き下げました。それにより、日本だけでなく、アジア諸国の株価は大暴落に陥りました。2月18日には、英国政府が同国の中堅銀行であるノーザン・ロック（Northern Rock）の国有化という異例な処置を実施しました。また、3月13日には、大幅な為替市場の変動により、1ドル100円を下回るまで円高が進み、これが市場の大幅な変動を引き起こしました。翌日の3月14日、JPモルガンチェースはベアスターズを救済買収しました。すなわち、ベアスターズは破綻したわけです。もちろん、9月には、最も大きな衝撃が走ります。9月15日にリーマンブラザーズが連邦倒産法第11条（Chapter 11）の適用を申請しました。その後、米国政府は金融安定化法案を提出しましたが、議会で否決されたため、その同日にニューヨークダウは777ドル下落しました。以上が10年前に起こったことです。



2008年と2018年を比べますと、すでにパネリストの方々が現在の世界経済について明るい見方を示している通り、現在、世界経済は力強さと回復力を備えています。これから金融市場や社会構造の変化は非常に重要な要素になるでしょう。昨今、我々は、低インフレ、低い賃金上昇率、低金利という「3つの低さ（3低）」問題を抱えています。この点について、パネリストの方々に鋭い洞察や見解を述べていただきたいと思います。

昨年までは、多くの方が日本人に、「日本では厳しい労働環境で働いているのに、何故、賃金は上がらないのか。」と聞いていましたが、それは簡単に答えられる問題ではありませんでした。しかし、昨年末から、欧州や米国でも同様に賃金が上がらず、日本人だけでなく、欧州や米国の人にも同様の質問を問われたのです。私は、労働市場におけるここ数年の賃金の上昇は普通ではなく、我々が理解している経済学の理論とはまったく異なる説明が必要ではないかと思います。現在は資金の供給は潤沢で金利は低く、パネリストの多くから指摘があった通り、インフレターゲットを設定した国々はいずれもその目標に達成していません。そのため、「3低」問題のそれぞれは別々の問題であるか、互いに関連するものであるか、パネリストにコメントをうかがいたいと思います。とくに、利子率、いわゆ

る自然利子率は低下しています。あるいは、以前より低くなっているかもしれません。それでは、クォールズさん、レグリングさん、浅川さん、自然利子率の低下の問題に関してどのようにお考えですか。クォールズさんからお願いします。

**クォールズ：** ありがとうございます。自然利子率に関しては、米国では危機後に大幅に低下したという十分な証拠があると思います。しかし、冒頭での講演でお話した多くの事例（そこには、昨年末の税制改正によりさらに刺激されるとされると思われる企業の投資増大と生産能力拡大を含みます）の通り、過去10年にわたり自然利子率が要因であったと考える限り、今再び自然利子率が高まっていると考える理由はたくさんあります。

何が自然利子率なのかを正確に測定するのは明らかに難しいです。世の中で何が起きているのかを説明することができないような少々知的な難問に際しては、「自然利子率が低下したに違いない」という言い回しを用います。しかし、自然利子率を独立変数から測定できる場合は、それはおそらく上昇しており、それが少なくとも米国においては政策金利が引き上げられている一因となっていると考えます。

**レグリング：** 自然利子率が再び上昇基調にあるかもしれないという点に同意します。しかし同時に欧州では、過去よりも低位にとどまるとみられます。その要因のいくつかは明白で、おそらく皆同意するでしょう。生産性の伸びは低く、しばらくの間は低いままでしょう。人口動態が役割を果たしています。というのも人口動態は潜在成長率に影響を与えるからです。所得格差もまた何らかの役割を果たしていると考えられます。所得分配は経済全体の貯蓄に影響を与えるからです。金持ちはより金持ちになり、彼らの貯蓄率は上昇し、貯蓄過剰を加速します。そしてまた、とくにアジア通貨危機後に新興国でみられたような、外貨準備の積み上げが貯蓄過剰をもたらしました。しかし、これらのことは終わりに近づきつつあり、転換点が近い、もしくはすでに転換点を過ぎたという見方をサポートする可能性があります。しかし、それでも自然利子率は危機前の水準よりは低くなるだろうと思っています。もちろん、それが一時的なものか恒久的なものかどうかという問題は非常に重要で、答えるのが大変困難です。

また渡辺さんのご指摘の「(3低)」についても転換点が来ているのではないかと考えています。もちろんそれは難しい問題です。クォールズさんは賃金についてお話しされませんが、欧州では、そして米国でもそうだと思いますが、賃金は非常に低い水準から上昇傾向にあります。もちろん、インフレ、賃金、実体経済の分断は驚くべきことです。本日のパネルの出席者の皆さんがご指摘されたように、日本、米国、欧州で成長は潜在成長率を上回っており、先進国では需給ギャップが解消に近いのか、もしくはすでにプラスに転じているにもかかわらず、物価は上がらず、賃金は過去のように伸びず、また労働生産性の伸びを下回っています。しかし、その点についても転換点がきているようです。ユー

ロ圏経済の 1/4 を占めるドイツで、現在行われている 2018 年の賃金更改交渉での回答は、過去 5 年よりもはるかに高く、近年の水準より年率 1-1.5% も高くなっています。これは好ましいことで、政府も中央銀行も奨励しています。したがってこれは、実体経済とインフレの分断からの脱却の助けになるでしょう。金融政策もまた調整プロセスの助けになると思います。これまで長い道のりを辿ってきましたが、直近の兆候は明るいものです。

**浅川：** 私もクォールズさんとレグリングさんがおっしゃったことにほぼ賛同いたします。金利の急落は世界の先進諸国で見られる現象であり、それは、主に貯蓄投資バランスと潜在成長率の 2 つの側面から議論できると考えます。

しかし、貯蓄投資バランスに作用するほとんどの要素は潜在成長率を高めるものであることから、2 つの議論は密接に絡んでいます。

貯蓄投資バランスをシフトさせた要因は様々です。いくつか例を挙げさせていただくと、投資サイドでは①デレバレッジ（資金回収）、すなわち金融危機に伴う企業部門のバランスシートの調整や、②経済環境の不確実性の高まりを背景とした企業の設備投資の停滞、③設備投資材価格の下落というものがあり、それらが投資活動に影響を与えたと思われます。貯蓄サイドでは、①いわゆるシェアリングエコノミーの増加を背景とした消費性向の減少、②ギニグウンドウさんが講演でもおっしゃっていたグローバル化の拡大による世界的な外貨準備の増大が挙げられます。しかしとくに申し上げたいことは、少子高齢化は貯蓄面だけでなく投資面においても重要な要因になっているということです。なぜなら、人口減少は一般的に期待投資収益が減少することとほぼ同義であるからです。

前述した要因の多くは本来、構造的な要因ですが、どれも簡単には解決できない問題であります。したがって、企業部門に対して投資を推奨することや不測の事態に対しての内部留保を抑制させるための構造改革を着実に取り組むことが必要であります。また、すでに触れましたように、これらの改革は潜在成長率の引上げにもつながるでしょう。

**渡辺：** ありがとうございます。低金利の際に、貯蓄供給と資金需要に関する議論があります。両者のバランスは 20 年から 30 年前とは全く異なり、現在では正反対の二つの現象があります。一つ目は、我々は高齢化に突入しているということです。昨年、英国の科学者は、2017 年に日本で生まれた新生児の平均寿命は 107 歳と発表しました。これは、仮にその新生児が 60 歳から 65 歳に退職した場合、40 年以上の老後が待っていることを意味します。老後の生活費のための資金を賄うために、より多くの貯蓄が必要となります。市場により多くの貯蓄が供給されます。これが一方の現象です。もう一方の現象は、シェンさんが取り上げていましたが、これまでは貯蓄の供給源だった中国の状況の変化です。西側諸国とは異なり、中国の貯蓄は減少しています。他方で、フィリピンではいまだに貯蓄が拡大しています。全体としてみればこうした状況は続くと思いますが、人口動態の変動は貯蓄と金融市場にどのような影響を及ぼすのでしょうか。シェンさん、ギニグウンドウさ

ん、その点についてお話し下さい。

シェン： ありがとうございます。私は、議論を巻き起こしかねない、やや突拍子もない発表をしますから、皆さん、寝ている暇はありませんよ。2つの金融危機、すなわちアジア通貨危機と世界金融危機に我々が陥ってしまったのは、悪い経済状況、悪い経済理論、そして統計の欠陥に原因があります。

まず、統計の問題について、たとえば生産性をとり上げてみます。今日の我々の生産性は、我々の生産活動が iPhone で制御されるようになっていながらもかかわらず、なぜ、これほど低い数字に留まっているのでしょうか。例えば、クアラルンプールに3カ国の関係者を集めて、非常に複雑な会合を開こうとする場合、今では WeChat アプリを用いれば、私が現地にいなくても、うまく会合を組成し運営することができます。ビデオ会議の開催が可能ですし、書類を送信もできます。これによって私の生産性は100倍も向上しています。それなのに、統計上、この生産性はゼロです。これはナンセンスではありませんか？また、私がもし家政婦と結婚した場合、家政婦は給料があつてそれがGDPに加算されていますが、妻になった途端にGDPの計算対象外になります。これもまたナンセンスですよ？この2つの極めて簡単な事例だけみても、この新技術の時代において、統計の手法は大きな欠陥を抱えていることがわかります。統計が欠陥まみれである理由は、政治も、カネも、資本も皆、債務の方にバイアスがかかっているためです。しかし、もし、私が債務を抱えていた場合でも、私はそれを簿外（オフバランス）に移すことができますし、もし当局がその債務に規制をかけようとしても、私はそれを海外（オフショア）に移すことができます。このようにみると、実際に行われている経済活動は大部分が測定されていないばかりか、完全に無視さえされているのです。これが意味することは、経済理論も完全なる欠陥品であるということです。

さて、渡辺さんからご提起があつた貯蓄率の問題について論じようとする場合、まず、自然利子率は古典的な政治経済学でいうところの「生産性」の関数であるということを理解する必要があります。しかし、生産性は人口動態のサイクルとも関連があります。もし、我々全員が80歳であるなら、（ロボットによる代替がない限り）生産性は間違いなく低くなるでしょう。ここでのポイントは、我々が例えばフィリピンのように平均年齢が23歳で今後35歳に上昇する国に暮らしていれば（その現象がいま中国で発生していますが）、本来は人口ボーナスが生まれるはずなのですが、悪い政治の下では、人口ボーナスはなくなり、代わりに人口オナーズが生じるということになるのです。つまり、我々が本当に現実を理解したいのなら、グローバルな成長について説明する場合に使われる、非常に単純で還元主義的な一般均衡モデルからは脱却し、その代わりに成長に対して複雑な影響をあたえているもの、つまり歴史、人口動態、地理、そして制度などについても考慮に入れていく必要があるということです。

アジアのことを説明するには、赤松要氏が提唱した「雁行型経済発展論」に遡る必要があります。赤松氏の理論を本当に理解すれば、彼が基本的に語ってきたことは、きれいに並んで飛ぶ雁の群れとは、結局、長期の歴史的な人口動態のサイクルであったということがわかります。ある国がまだ若い時に経済成長のスピードが速いのは、人口増加が経済成長においてプラス要因として働くからです。このリーダーに追随する国は、先頭に行く国から学び、現実的な知識を吸収していきます。そしてリーダー国と追随国がお互い賢くなっていくなかで「クラスター効果」が生じ、「スリップストリーム（高速走行中の車両の背後に、気流の働きで生じる気圧の低い領域で、その空気抵抗が小さくなるため、追随車はより小さなパワーで走行できる。ここでは、リーダー国の背後に隠れている国の産業が、何らかの拍子に加速度的に成長することを示唆している）」が生じて、東アジアの地域全体に成長が及ぼされたということなのです。我々はアジアで何を目撃しているのでしょうか？最初は日本が工業化し、そこに「アジア四匹の小龍（韓国、台湾、香港、シンガポール）」が続き、さらに「アジア四頭の虎（インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン）」が続き、最後に中国が工業化していきました。しかし、中国の背後にインドがいることを忘れていません。インドの人口動態は中国からたった 15 年から 20 年間ほど遅れているだけなのです。

この世界では、13 億人もの人々が中所得者層に移行し、最終的に高所得者層へと移行する姿を、今まで見たことがありません。さらに、ここにベトナム、バングラデシュ、そしてフィリピンの各国 1 億人ずつが 15 年遅れて加わっていきます。インドネシアの人口は 2.5 億人ですが、ASEAN 全体には 6 億人が暮らしています。これは世界総人口の 8% を占めます。これにインドの 20%、中国の 20%、さらにバングラデシュなどが加わると、世界の人口のほぼ半分に匹敵します。これらの人々が中所得者層に移行すれば、貯蓄不足は起こらないでしょう。

もちろん、1980 年代に中国の安価な労働力が世界経済に取り込まれた際は労働力供給ショックが起きました。さらにテクノロジーの進化による生産性向上が加わり、先進国で賃金が上昇しない事態に陥ったことは、とても大きなショックでした。しかし、中国は、2012 年に「ルイスのターニング・ポイント（注釈：農業部門からの余剰労働力の供給が底を突き、賃金が上昇を始める転換点）」に到達し、現在、労働力が減少し始めています。興味深い点は、現在中国は私が「フォードのターニング・ポイント」と呼んでいる状況に向かっているということです。「フォードのターニング・ポイント」とは何か？ ご存知の通り、フォード氏は自動車の組立ラインを発明しました。彼が非常に成功していた時代に、彼は労働者により多くの給料を支払うようにしました。なぜそのようなことをしたのでしょうか？フォード氏は、そのようにすれば私の労働者たちが私の自動車を購入できるようになるからだ、と答えたのです。

同様の現象が、アジアでも起きています。相対的に伸び率は落ちてはいるものの、中国人の貯蓄が絶対水準で継続されている理由は、過去 10 年間で実質所得、実質賃金が着実に増加したからです。労働者に対して賃金をより多く支給すれば、労働者はより多くの収入を得て、中所得者層に移行します。そして、彼らが製品を購入することにより自律的な消費効果が生み出されるのです。これこそが現在まさに起きていることです。もちろん、中国政府はインフラ向けなどの投資に非常に注力してきましたが、それと同時に、中所得者層はより多くの消費を行うようになっているのです。この現象は中国に限ったものではありません。ASEAN も同じです。ASEAN の中所得者層は未来の希望です。もちろん、これによって環境面での持続可能性が大きな挑戦を受けています。そして、インドでも、同様の動きがみられています。

人口統計学の観点から見え始めたことは、政策を見通す見地からいうと、歴史・人口動態・地理・制度の説明を除外した、還元主義の常識外れでバカげた（このような言葉を用いることをお詫びします）理論モデルから抜け出す必要があるということです。もし、歴史・人口動態・地理・制度の要素、さらに気候変動や技術革新をも考慮に入れるなら、金利・賃金・インフレの動向を説明するために、現在のダメな理論から、より新しい複雑かつ現在の経済情勢に適応したシステム理論に移行する必要があることがわかるでしょう。私はこのことを説明するために、あまりにも多くの時間を費やしたことを誠に申し訳なく思います。しかし、我々は、この古いダメな理論モデルから、より複雑なモデルに移行すべき時期にきていると考えます。より複雑なモデルでは、説明は単純ではありませんが、実質的な意味があるものになるでしょう。

**ギニグウンドウ：** わが国の平均年齢は 23、24 歳なので、人口動態の変動が貯蓄や金融市場に影響を与えるのはまだ先の話だと思います。5 年前は 21 歳くらいだったことを考えると、平均年齢が 1、2 歳上がるには大体 5 年ほどかかります。人口動態に注目すると、我々は 2030 年まではまだ人口ボーナスの配当を受けられるでしょう。とはいえ、年金制度はしっかり整備すべきです。フィリピンでは 1999 年以降、とくに 2002 年のインフレターゲット導入後より、インフレ率が低位安定しているという事実があります。また、経済成長が 1999 年以降 76 四半期にわたって持続しました。これらのいわゆる高所得、高貯蓄、低インフレのおかげで、フィリピンにおいてさえ低金利が続きました。

人口動態の影響は大きいものですが、フィリピンにとってはまだ先の話です。低金利・低インフレの要因は他にもあります。インフレ率の低下に関しては、ASEAN 諸国において適切な金融政策を担う体制が確立されてきたこととは別に、グローバリゼーションが挙げられます。ASEAN における多くの国々はグローバルバリューチェーンに組み込まれ、時間が経つにつれ、このことがインフレ率の低下と安定にも寄与しました。技術革新もとても



重要な要素です。実際、情報通信機器の価格は、ここ数年で 18%も低下しました。コンピュータサーバーの価格は 26%、パソコンは 24%安くなりました。また、原油価格の低下もインフレ率の低下に寄与しました。米国の石油会社は、海洋での伝統的な採掘方法と異なる新たな技術によって、シェールオイルをより安価な方法で獲得できるようになりました。最後に中国です。中国の輸出額は、WTO に加盟した 2001 年と比べて 8 倍に増えました。2001 年から 2016 年にかけて、中国の輸出額の世界に占める割合は 4%から約 13%へと 3 倍以上にまでなりました。これらの要因が ASEAN 地域のインフレ率の低下に寄与し、ひいては金利の低下にもつながったのです。

**渡辺：** ありがとうございます。シェンさんは、論議を呼ぶような問題点を提起して下さいました。この問いに対して、どなたか回答はありますか。浅川さんはいかがですか。

**浅川：** シェンさん、ありがとうございます。とても興味深いことです。シェンさんがおっしゃったことは、誰もが達成することを目標としている好循環経済のことであり、マクロ経済ベースにおいては正しいことです。もし企業が労働者により多くの賃金を支払えば、消費の増加が促進され、それが企業の収益性の改善をもたらし、設備投資の増加につながるなどが考えられますが、ご存知の通りとくに日本ではミクロ経済ベースにおいて企業部門が賃上げを渋るといった状況が観測されており、これは合成の誤謬の典型例です。なぜこういったことが起こるのでしょうか。マクロベースの議論のみに焦点を合わせるよりも、むしろミクロベースの事象も考慮しなければなりません。たしかに常識的なマクロ経済ベースの議論では、低い生産性や技術革新による労働分配率の低下というような世界的に共通の要因で賃金上昇の緩慢さを説明することが可能でしょう。しかしとりわけ日本においては、上述のような要因に加えて、特有な現象がいくつか挙げられます。たとえば、バブル経済の崩壊の経験や 15 年以上続くデフレマインドの継続、および度重なる金融危機により労働者側が雇用の安定を賃上げよりも優先させているといったことを背景に、企業および労働者の両者において、リスク回避の行動が増長されていることです。これは、労働者のトラウマ仮説としばしば呼ばれているものです。また、増加する非正規労働者による労働市場の変化の影響も過小評価すべきでないと考えております。中国で同様のことが起こっているかどうかは知りませんが、2012 年からの景気回復局面において日本の非正規労働者数は正規労働者数よりも増加基調で推移しており、全労働者のうち 37%前後を占める非正規労働者の増加は、平均賃金に減少圧力を与えるだけでなく、労働市場に目に見えない緩みをもたらしている可能性があります。このことは、シェンさんが初めに指摘された現行の統計における欠陥にも関連しておりますので、私からも一言言及させてください。非正規労働者の中には、もっと長時間働きたいが、実際には長時間働くことができていない人たちがいると想定しましょう。その場合、長時間労働を希望する人の気持ちは、失業率には正確に反映されていないため失業率を過小評価している可能性があります。こうし

た観点から、労働市場をより実態的にとらえる一環として、政府は2018年1月から現行の失業率に表れない失業状態を示す指標を新たに作成し、3月から公開する予定です。しかし、シェンさんが提起されたマクロ経済の議論に加えて、労働市場の構造についてマイクロベースの要素を調査する必要があると再度申し上げたいと思います。

**渡辺：** ありがとうございます。それでは、レグリングさんいかがでしょうか。

**レグリング：** 一言付け加えたいと思います。それは先進国についても正しいと思います。労働市場において何かが起こっていて、労働市場の緩みが正しく把握されていない可能性があります。たとえば、欧州では多くの国で雇用率が上昇しており、それは良いことですが、非自発的なパートタイム労働者の比率が増えており、賃金交渉プロセスが変化しているのかもしれませんが。危機が影響を与えた可能性があります。人々は雇用について不安を抱くようになってきました。これらは先進国では共通に起こっていることです。シェンさんに質問があります。シェンさんのモデルはたいへん興味深いものです。このモデルは将来の自然利子率にどんな影響を与えるのでしょうか。クォールズさんと私が言ったように、欧州でも転換点があり、自然利子率が再び上昇することを意味しているのでしょうか。シェンさんは中国ではすでに賃金が非常に力強く上昇していると指摘されました。中国では何年も下落を続けていた生産者物価が過去12-18カ月の間かなりのペースで上昇していると聞いています。我々は転換点を過ぎ、インフレ率はより高く、賃金は伸び、自然利子率もより高くなるのでしょうか。シェンさんのモデルの結論はどうでしょうか。

**シェン：** 新しい理論を通じて人々が理解すべき結論は、低金利は1%の人々にとっては良いことであり、99%の人々にとっては大変悪いということです。さらに、低賃金政策も、1%の人々にとっては良いことであり、99%の人々にとっては非常に悪いのです。つまり現行の政治はとても悪いということになるのです。なぜなら、仮に真面目に貯金をしても、その貯金に対する利息がゼロで、かつ賃金が非常に低ければ、どうやって暮らしていけば良いのかわからない、ということの人々が理解しているからです。同時にテクノロジーは就業の機会を奪っています。皆さんご存じの通りとくに低賃金の仕事が破壊されているのです。

いま、政治の世界は二極分化が進んできています。これはあなたの質問に関する、政治的側面での問題です。経済理論の基礎に立っても（ここは純粋理論を支持する方々が誤った見方をしている部分なのですが）、「金利は1つではなく、自然利子率も1つではない」のです。個々の国には一定の自然利子率が存在するものの、その水準は各国で大きく異なります。厄介なことは、名目金利は各国の個別のニーズに基づき、各国の中央銀行によって規制されており、その個別のニーズは各国によって大きく異なることです。金利が1つの価格に収束していない理由は、その期間構造だけではなく、地理的構造にも原因がありま

す。地域と世界との間に非効率性を伴う世界においては基本的には「金利がグローバルに1つになる」という経済理論は存在しません。

本質的に米ドルが支配的な今日の世界情勢の下では、米ドルが世界的な指針（ベンチマーク）であるため、米ドル金利が世界の金利を決定していて、そのことを我々は完全に当たり前のこととして受け入れています。しかし、今後、実際に目の当たりにするであろうことは、中央銀行の政策にもよりますが、米国が名目金利を調整し始めており、米国の長期金利に対する新興国のリスク・スプレッドが拡大し、それが新興国市場の貯蓄と投資と消費に影響を与えるであろうことです。しかも、新興国市場は金利スプレッドの非線形的な拡大への対応策を何ら持ち合わせていません。そして、世界政府・世界財政政策・世界中央銀行がないため、この問題は、結局、世界の全ての国がグローバルな金融政策について合意するような対処方法を有していない現行の国際通貨制度に跳ね返ってくるのです。このような現実が前提となり、今後新興国市場では非常に複雑な力学（ダイナミクス）が発生する、一つの過渡期に入っていくことになるでしょう。

現在、全ての新興国市場が事実上直面している問題は、米国と独立した金融政策を実施しようとする、非常に多額の資本流出にさらされるということです。そのため、新興経済圏（EMEs）は、金利と為替をトレードオフするための適切な金利政策を自国で適用しようとするには、相当な制約を受けるという問題に直面します。自国の通貨が非常に減価することを許容してしまうと、資本流出をより多くの発生させることとなります。一方、金利を引き上げることで自国通貨を防衛しようとするれば、自国の経済はデフレーションの苦境に陥ります。これこそがアジア通貨危機の時の解決策でした。つまり、現時点において我々は、特定に国において、大きな為替レートの変動に見舞われずに名目金利を国内通貨政策のみで完全に効果的に制御することができない、という非常に複雑な地点に立っているのだといえます。

これこそが、我々が行わなければならない会話です。なぜ、これについて、しっかりとした会話が必要なのかと言えば、先進国は独自の問題を抱えており、我々はそのことを完全に受け止めているからです。2007年の世界危機前には、これは実現できていませんでしたが、現在ではそこからは脱却しています。世界は、正常化しているのではなく、元に戻ろうとしており、先進国の経済成長が始まり、その一方で、新興国の市場は遅い国と速い国とに分かれていき、緊張が高まるような事態が起こるでしょう。そこが災難を発生させるポイントとなるのです。

なぜ、私がこの議論に非常に熱心なのかというと、新興市場国で自己満足的に政策を立案している者たちにショックを与えたいからです。彼らは、もはや古い経済理論に依存す

ることはできない。それこそが、私が本当に伝えたいことなのです。

**渡辺：** シェンさん、ありがとうございます。自然利子率については各国が固有の事情を抱えていることが分かりました。しかし、シェンさんが後半で説明されました通り、現在、銀行は世界中に広く展開しており、一部の投資家にとって状況はいくらか変化しているのです。こうした観点から、次に議論したいことがあります。このような問題に対して、一般的にどのような金融規制が効果的でしょうか。また、今後、米国や欧州などの先進的な金融市場における規制はどのようになるとお考えですか。クォールズさんはこの問題に関して重要なお立場にあると思いますが、将来の金融規制をどのようにお考えですか、また、どのような取組みが必要だと思いますか。

**クォールズ：** 金融危機後の金融規制に関して、少なくとも米国が確立した基本的な変更事項、とくに金融システムのなかの自己資本を増やすための事項は、維持することが大切です。また、おそらくそれと同様に重要なことは、流動性に関する規制に焦点を当てることです。つまり、金融機関自身の流動性管理を規制するとともに、規制体系における流動性規制に注目するということです。これまで流動性規制が主要な焦点にならなかったのは少し驚きです。

これらが、少なくとも米国においては過去と比べ後退しなかった点です。現在では、より多くの自己資本を求める規制体系や、我々が引き続き支援していくべきその他の規制の目的が存在します。ただ、FRB が対応したことは、即時に対処する必要があったため仕方がないのかもしれませんが、その目標を最も効率的に達成するというところに重点が置かれていませんでした。したがって、いま米国で行っていること、そして国際的な規制当局における世界の規制関連の担当者に対し奨励することは、この 10 年の経験をもとにこれらの目標をいかに効率的に達成するかを見出すことです。

これを実施するにあたり、自己資本を毀損せず、かつ金融危機以降の適切な規制改正からも後退せずに、金融業界の負担を軽減する方法があります。それを実施することで、金融業界が経済成長を支えて実現するための、より多くの機会を作り出すこととなります。

**渡辺：** ありがとうございます。レグリングさん、欧州は一体化の問題を抱えつつも、一方で、世界の先を行く経済です。今後、これらの問題に対してどのようにみていますか。

**レグリング：** だからこそ我々は今日ここで危機後の 10 年の振り返りをしているのです。危機には様々な要因がありました。そうでなければあれほど深刻なものにはならなかったでしょう。しかし、一つの要因は規制が十分でなかったことです。それは G20 の金融安定

報告での明白な結論であり、その結果として現在の強化された規制システムがあります。それは危機の結果であり、好ましいことだと思います。しかし、時には行き過ぎがおこります。クォールズさんもおっしゃったように、今問題なのは政策の微調整で、銀行セクターをより安全にするために必要な規制を、実体経済へあまり悪影響を与えないように行うことです。銀行の規制遵守コストは過去より増加していることは明らかです。欧州の銀行の資本の水準はたいへん高くなっています。過去 10 年間に 7,000 億ユーロの資本を積み増し、その資本の水準は 2007-2008 年の 2 倍以上となっています。銀行の収益性は低下していますが、それ自体は問題だとは思いません。我々はよりリスクの低い銀行を求めています。リスクの低い銀行は収益性が低いことは明らかです。過去には銀行は収益性を上げるためにあまりに高いリスクをとり、それが危機をもたらしました。したがって、資本はより厚く、リスクはより低く、収益性は低い。これらはすべて理にかなっていると思います。前にも言った通り、欧州の銀行の経営状態は改善しています。資本はより厚く、不良債権残高は依然として高水準ですが、毎年減少を続けています。欧州銀行全体の不良債権残高は 2017 年には 1 年で 17% も低下し、収益性が低下したにもかかわらず、2017 年の純利益は 2007 年以来の最高水準を記録しました。物事は正しい方向に向かっています。そして規制の微調整の問題については、私は全くクォールズさんに同意します。我々は 2007 年より前に戻るべきではありません。

**渡辺：** ありがとうございます。ギニグウンドゥさん、新興国の立場から昨今の問題に関して、どのようにお考えですか。

**ギニグウンドゥ：** 我々の賃金制度についてお話ししましょう。フィリピンでは法定最低賃金を撤廃し、いわゆる地域生産性賃金委員会を設置しました。つまり、地域ごとの賃金調整は、①生産性と②生計費の 2 点をもとに行われているのです。

生産性の上昇は、測定方法は不完全ですが、少なくとも 1~2%ポイント影響します。一方生計費は、フィリピン統計庁が集計する州地域のインフレ率を元に算出しています。過去 19 年間にわたって経済成長が続いたことで、労働所得の総所得に占める割合は、他の 9 カ国はともかく少なくともフィリピンにおいては、徐々に上昇してきました。

また、米国をはじめとする先進国の金利に対応することにより、新興国の為替相場や資本移動、金利などに影響が生じることがあります。ただし、国際金融のトリレンマとよばれる事象があるように、多くの新興国には金融政策の独立性はありません。

我々中央銀行が政策金利を調整する代わりに実施しているのは、マクロおよびミクロのプルーデンス政策です。ASEAN のうち数カ国は、完全な資本規制を実施しました。もっとも、IMF は当時それが金融危機への正当な対処法だとは認めたりませんでした。しか

し状況は変わったのです。IMF は、今や資本規制を最後の手段とみなしています。この政策は、資本の流出入が不安定化するという脅威に対する手段または対処法になるでしょう。

過去には賃金決定にあたって労働闘争が行われたりもしましたが、それは旧来の手段です。現在は賃金の問題に対し、地域生産性や需給を重視する解決法を用いるようになりました。

他のポイントとしては、低インフレを持続させることです。低インフレや低金利の恩恵は人口の1%にとどまらず国民すべてに及びます。実際、少なくともフィリピンにおいては、人口の下位30%のインフレ率は消費者物価総合指数よりも低くなっているのです。これはつまり、主に人口の下位30%によって消費される品目の消費バスケットをもとに算出すると、物価の上昇率は、消費者物価総合指数よりも低いということなのです。

**渡辺：** ありがとうございます。私は、現在、低金利が広がっていると思います。そして、調達金利と貸出金利の差がなくなりつつあり、銀行業務はもはや儲かるビジネスではなくなってきています。また、浅川さんから説明がありました通り、世界はシェアリング経済となりつつあり、我々はモノを買わなくてもよくなるのです。例えば、家は住宅ローンを組んで一括で購入しますし、車も自動車ローンを組んで購入します。しかし、完全にシェアリング経済になった場合、このようにローンを組む必要はなく、少額の支払いをすれば良いのです。これは、銀行業へ大きな影響を与えるでしょう。この点に関し何かご意見はありますか。浅川さん、いかがでしょうか。

**浅川：** 明確な回答をすることはできませんが、金融機関の手数料や収益を圧迫している要因は低金利環境そのものというより、イールドカーブの平準化であると強く感じています。金融庁の収集したデータによりますと、主要銀行および地方銀行を合わせた金利収入は2016年度では約5%減少したという結果が出ており、主に利ざやの圧縮によるものであるといわれています。

その結果、少なくとも日本の金融機関では、利ざや獲得競争が高まっており、不動産業界への与信残高が増加していることがその一例として挙げられます。金融庁の報告書によれば、2016年度に地方銀行が新規に実行した不動産業界向けの融資残高は平均で全体の約27%を占めています。

そのうえで強調しておきたいのは、日本の金融システムは安全でかつ健全であるということです。このことは日本の主要銀行がTier1自己資本比率において要求されている水準を大きく満たしていることや国内銀行の不良債権比率が大変低い水準であるといったことに表れています。このように、日本の金融規制は非常に効果的に機能しております。

将来的に日本の金融機関が担う役割は次の2点であると強調しておきたいと思います。1

点目はリスクマネー及びエクイティファイナンス（株主資本調達）の供給です。現在の金利環境下において、単に高い信用格付や潤沢な担保や保証を有する与信先へのみ貸し付けることや、過大な金利競争をすることは適切でないと考えております。他方では、とくに中小企業においては潜在的な融資のニーズが明らかに存在します。たとえば、新規事業の展開を強く望んでいたり、人手不足に対する IT やその他の投資を行ったりする中小企業は多く存在しております。銀行は顧客本位でリスクマネーや成長融資を提供することを通じ、中小企業のニーズを満たすことが期待されております。そうすれば、現在の厳しい環境下であっても、持続可能な収益を得られることでしょう。

2 点目は、銀行は顧客企業に対しガバナンスの向上に貢献すべきであるということです。すでに、上場企業のコーポレート・ガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードについては数年前に導入されました。一方、非上場の中小企業のガバナンスを向上させ、その生産性の向上に重要な役割を果たせるのは銀行、とりわけ地銀であると考えております。上記の 2 つの役割を満たすことで、日本の銀行がさらに持続可能なビジネスモデルを作り上げてくれることを期待します。

**渡辺：** ありがとうございます。それでは、シェンさん、レグリングさんいかがですか。

**シェン：** 私は引き続き議論をかき混ぜていきます。第一のポイントは、規制についてです。皆さん、奇妙に思われるかもしれませんが、私は今の米国財務省の金融規制に関する活動を完全に支持しています。もし、金融セクターに関する最も秀逸なレポートを読み取れば、銀行・資産管理・資本市場などに関する米国財務省の報告書を読んでください。それらはウェブに公開されています。それらは大変優れたものです。過去のものはすべてゴミなので閲覧する必要はないです。最新のもののみ入手して閲覧ください。最近のジレンマについて、大変詳しく説明しています。しかし、そこには金融において再考を要する基本的な問題は述べられていません。

再び非常に議論を呼ぶような意見を述べますが、それはテクノロジーのインパクトに関するものです。1990 年にビル・ゲイツ氏がテクノロジーの影響に関して、「21 世紀でも銀行業務は重要だがそれは銀行がやる必要はない」と述べました。そして、実際その通りとなっています。現在何が可能なのかを説明しましょう。朝、目を覚ましたら、Alexa や Echo（アマゾン社やグーグル社のスマート・スピーカー）に「10 分でコーヒーを作ってくれ。30 分でウーバーの車を呼んでくれ。妻のために花を注文してくれ。今夜の食事を注文してくれ。会議に繋げてくれ。」などと声をかけます。これらすべてのことがテクノロジーを通じて出来るのです。人工知能（AI）とロボット技術はすでに目の前にあります。

それではゼロ金利の環境下で、なぜあなたは銀行に預金する必要があるのでしょうか？あ

あなたはアマゾンドットコムに預ければよいのではないのでしょうか？なぜかという、毎年10万ドルまたは3,000ドルを、アマゾンドットコムを通じて買い物をすれば、彼らが銀行法に違反せずに、顧客にリベートを提供することができるからです。しかも、アマゾンドットコムにお金を預けたり、それを介してアマゾンドットコムの株式を購入したりした場合、あなたはどの銀行よりもはるかに良いリターンをより便利に享受できるのです。

今日の銀行の競争相手は、他の銀行ではなく、アリババやフェイスブックやアマゾンとなるでしょう。そして、率直に言うと、規制当局はそれらの業種による銀行業務への参入に対して、どう対処すべきか分からないのです。なぜならば、これらの技術基盤は資本比率規制に従う必要はなく、いくつかの会社はAML（アンチマネーロンダリング）やテロ資金供与規制を遵守する必要はなく、バーゼルIIIやIVを遵守する必要もなく、ただ優れたサービスを消費者と投資家に対して提供するだけだからです。技術面で我々が直面することになったことは、金融が消費者の複雑なニーズの一部分でしかないという事実だったのです。実際アリババは製造・物流・決済・投資を手助けすることができます。

もし、それらの会社が金融サービスを提供したならば、一体誰が銀行を必要とするのでしょうか？従って私は、銀行のみならず規制当局も絶滅の脅威にさらされていると考えています。現時点の規制当局は、夜間に近づいてくる車のヘッドライトをただ見ているだけの鹿と同じです。規制当局はそれらについて、明確かつ戦略的な反応をとれていません。それはサイバー通貨の興隆に対しても同じです。我々は今、21世紀に生きているにもかかわらず、20世紀の眼鏡をかけ、19世紀の思考回路から抜け出せずに生きています。そのため我々が変わるときには、すでに遅すぎる、または全くの手遅れとなりかねません。私は成長を続けているアジアがポイントだと思っています。アジアには、心構えを変える十分な柔軟性があると考えています。

さて、我々が古い政策や考え方を引きずった結果、それが常識とずれてしまっているのなら、その理論の採用をやめ、推薦された政策の採用をやめ、一旦、常識に立ち戻るべきです。アジア人は実用主義者なので、自身の身丈に合った政策を採用することが問題なくできると、私は思っています。それは、もはや全ての人に合うワンサイズの洋服とは限りません。それはベストプラクティスでもありません。なぜならば、何がベストなのか、今日ではもはや分からなくなっているためです。それは我々の置かれている条件に最も適している政策であるはずですが、従って、我々はゲーム全体を再考する必要があるのだと思います。そこでは、どのように世界基準（グローバルスタンダード）を我々に合わせていくのかを考えることとなります。ちなみに、私は基準を設けることには賛同します。ただ余りに詳細なルールを設けることには賛同しません。なぜなら、詳細なルールを設けても、個々の国における地場の環境にそれが適合しなくなるからです。



**渡辺：** 銀行セクターから多くの方が参加されていますので、皆さん少しがっかりして、渋い表情をされていますね。レグリングさん、コメントいただけますでしょうか。

**レグリング：** シェンさんが先ほど言ったことは矛盾しているとは思いません。でも一言コメントしたいと思います。浅川さんの「銀行はマイナス金利で苦しんでいるのか」という発言についてもコメントしたいと思います。欧州でも「銀行はマイナス金利に不満を唱えている」という議論があります。しかし、イールドカーブ、とくにフラット化したイールドカーブが影響しているという浅川さんの発言に同意します。同時に、銀行がもっと注意しなくてはならないことは、技術革新だというシェンさんの発言に賛成です。銀行はアマゾン、アリババ、フェイスブックのような他業界によってビジネスを侵食され、存在そのものがリスクにさらされています。本当の変化が起こりつつあります。我々が現在知っているような伝統的な銀行は生き残れないかもしれませんが、それはマイナス金利のせいではなく、この非常に劇的な変化の一端にすぎないのです。もちろん欧州では、米国と違って、多くの国で銀行は過剰であり、インターネット・バンキングなどを考慮すれば、とくに支店は多すぎます。技術革新、規制を受けない非金融部門によるビジネスへの浸食が銀行にますます大きな影響を与えています。私はシェンさんの言うように規制当局が大幅に後れをとっているとは思いません。当局は十分に気づいており、それに対処しています。クォールズさんが、まさにその当局者なので、よりよく説明してくれるでしょう。私の聞いている限り、規制されていなかった非金融機関は規制されるようになるでしょう。他の選択肢はないと思います。

**渡辺：** ありがとうございます。クォールズさんいかがですか。

**クォールズ：** 私も、シェンさんの見解に完全に同意します。金融サービスの進化（それは、総じて「銀行への脅威」、または「金融システムに対する前向きな機会」とも言いますが）は、巨大 IT 企業を含め昨今の非金融機関と呼ばれる分野から発生することでしょう。ただ、それらの会社は現時点では揺籃期にあります。それらがどう進化するのか大変興味深いです。なぜならば、それらの会社は、わずかな制限のもとで既存の金融産業のかなりの部分の業務を担うことになるため、現行の銀行業界が規制されているいくつかの理由に対処しつつ進化していかなければならないからです。そして、このような方法で進化しないと、現行の銀行業界の重要な機能に取って代わることはないでしょう。そして、そのような変化が発生すれば、米国や多くの国・地域において、その業務のための法律上の変更が必要であると判断されたときに、その討議を始めるのは完全に適切なことです。しかし、皆さんは、米国において 100 年または 150 年前に制定された銀行業界に対する規制と同様に、少なくとも金融業界に新規参入した非金融機関の活動に規制を設けるようになるとおっしゃるでしょう。参入した分野が金融機関の一部の機能または活動であれば、もしかす

ると我々はその非金融機関全体を規制しないかもしれません。

とはいうものの、私はレグリングさんに同意します。彼の将来の見通しは全くその通りであり、金融機関は多少状況が異なるかもしれませんが、少なくとも規制面では将来の危機への準備が大幅に遅れているとは思いません。

**渡辺：** ありがとうございます。先進国経済ではすでに多くのシステムや仕組みを導入してきました。おそらく、まだそれらが完全に時代遅れにはなっていないでしょうから、引き続き使い続けたいと思います。シェンさんがおっしゃたように、中国では無線 LAN や通信システムは完備しておらず、銀行システムはまだ完全に整備されていません。このような場合は、新技術は容易に導入されるでしょう。もしかすると、今後、アフリカ諸国では人口が約 20 億人になり、中国と同じような状況がおきるかもしれません。ギニグウンドゥさん、フィリピンの場合はいかがでしょうか。どれくらいの速さでフィリピンでは現在のシステムから新しいシステムへと移行するのでしょうか。

**ギニグウンドゥ：** 基本的に、仮想通貨（暗号通貨）やフィンテック企業は銀行システムを回避しています。政府は何かしら対策を立てる必要があります。ただしはっきりさせたいのは、責任の所在が常に中央銀行にあるとは限らないということです。なぜなら、国によって規制の体制が異なっているからです。例えば、シンガポール金融管理局はすべての金融システムを規制していますし、マレーシア中央銀行は証券を除くものすべてを規制しています。

我々フィリピンでは、保険会社や銀行に準じた機能をもたないノンバンクの金融機関は規制されていません。そこで、中央銀行、財務省、保険委員会、そして証券取引委員会から成る金融セクターフォーラムを設立しました。ここではフィンテック、および規制とテクノロジーの融合、すなわちレグテックについての話し合いがなされます。我々はフィンテックや仮想通貨の問題に対し、より強い規制で臨むべきと考えます。規制当局だけでなく政府自身が力を入れるべきなのは、とにかくフィンテックや仮想通貨を規制する必要があるということです。フィンテックや仮想通貨には説明責任、透明性や共有すべき明確なガイドラインすら存在しないからです。

フィリピンではこれは中央銀行が管轄しています。今後数カ月以内に適切な規制を発表する予定です。銀行やほかの利害関係者にも規制を拡充させます。行き届けば、次の新たな規制を発表します。このようなことは、ASEAN だけでなく EMEAP（東アジア・太平洋中央銀行役員会議）でも論議されることが実に重要です。全ての会議において、フィンテックは必ず議論の対象となります。ですから、フィリピンの規制当局はフィンテックの間

題点やリスク、課題を理解しています。

**渡辺：** わかりました、ありがとうございます。このフィンテックの問題について考えなければなりませんし、まだ今の規制ではフィンテックの問題に対応できていません。ギニグウンドゥさんが仮想通貨について語ってくださいましたが、来年、日本が議長国を務める G20 会議では、仮想通貨を議題の一つとして取り上げることになると思います。浅川さん、この点についてコメントはありますか。

**浅川：** はい、当然 G20 のなかで議論せざるを得ないと思います。率直に申し上げますと、過去の G20 では仮想通貨に関して議論をしたことがありません。この仮想通貨と呼ばれるものは決して通貨と呼べるものではなく、むしろ「暗号資産」と呼ぶべきものです。この問題は、来月、アルゼンチンで行われる G20 財務相・中央銀行総裁会議で話し合われるほか、2019 年の議長国である日本での同会議の開催時にも継続的に議論されると確信しています。この暗号資産の根底にあるフィンテックの問題は実際のところ、金融セクターや金融市場を将来的に革新的な変化をもたらす潜在能力を有しており、フィンテックのリスクの側面だけでなく世界経済の成長の好機としても捉えるべきであると考えています。そのためには、金融セクターの技術革新と消費者保護といったリスクとのバランスをとることの重要性について合意を図る必要があります、さらなる連携を推進することが必要です。

また、暗号資産取引のボラティリティや資産価格の急騰が散見されていることから、暗号資産が金融システムや市場に与える影響を評価することは大変重要であると思います。昨年 4 月に日本ではすでに資金決済法を改正し、仮想通貨交換業者の登録制を導入しております。米国やオーストラリアも同様の措置を取っていると思いますが、この規制では、FATF が策定する「マネーロンダリング防止とテロ資金供与対策に関する国際基準」に準拠させただけでなく、仮想通貨交換業者に対し顧客への重要事項の説明の提供や顧客の資産と業者の資産を分離することを義務付けるといった消費者保護を制定しています。この議論は、次のブエノスアイレスで行われる G20 で議論されることを期待しておりますので、積極的に関与していこうと思います。

**渡辺：** はい。この問題はもう少し議論する必要がありますね。しかし、多くの方はまだ仮想通貨の実状を正しく理解していません。フィンテックやブロックチェーンの仕組みと仮想通貨の影響について、ある種の混乱があります。また、新規仮想通貨公開 (ICO) は別の難しい問題です。おそらく、この状況をだれも正確に理解していません。少なくともこの先 1、2 年以内に我々が議論すべき最も重要な問題は何でしょうか。この点についてどなたかご意見はありますか。

**シェン：** 仮想通貨は、先進国にとっては致命的なものにならないかもしれませんが、新

興市場には大量破壊兵器のような存在になりうると思っています。私はこのことを軽率に言っているわけではありません。なぜならば、問題の根底にあるのは「通貨とは何か？」ということだからです。通貨とは、「国家の信用」の象徴です。誰かが勝手に通貨を作ることができ、それがために私が損失を被った場合、私は政府が保護してくれなかったということで政府への信用を失ってしまいます。最近、規制当局は「サイバー通貨は『通貨』ではなく、我々が全く理解できない『商品』または『トークン』である」と述べています。こんな風にいうのはとても申し訳ないのですが、規制当局のこのような態度こそが、最近発生した 2 つの金融危機を引き起こしたのです。規制当局は、金融革新に内包される全ての事項を理解してはいませんでした。確かに法律にはそのような金融革新の結果に関して、規制当局が何かを行わなければならないとは規定されていませんでした。そして、損失が出れば投資家の自己責任になってしまうのです。

つまり、こういうことです。仮想通貨について多少の知識を有している者であれば、その通貨には技術的所有権、登録者、法的保護がないことをご存じでしょう。また、ブロックチェーン技術は破壊・改ざんされないと信じることは、妖精の存在も信じなければならないことと同じ意味です。決して破壊・改ざんされることはない、決して盗まれることはない、そして決して意図的に価格をコントロールすることができない技術など、この世の中には存在しません。誰が価格をコントロールしているのか分からないのにもかかわらず、価格が上下すると、人々は単にブロックチェーン技術の価値が上下したのだと述べるのです。

さて、仮想通貨の時価総額が、その価格によっては 6,000 億ドルあるいはそれ以上となっている現況において、我々は、どのようにして国への信頼を失うかについてお教えしましょう。もし明日、あなたの国の誰かが説明不可能な富について調査されたとした場合、それは仮想通貨で利益を得たからと至極簡単に説明することができるでしょう。しかし、それをチェックすることができるでしょうか？できないと思います。昔であれば生じた富の理由を説明するのに、カジノで儲けたからと言わざるをえなかったでしょう。それに対して捜査機関がカジノ業者を訪問し、当該人物が本当にギャンブルをしていたかどうかを確認することができました。今日では、「破壊・改ざんが不可能」と言われるブロックチェーンに勝ち負けが記帳されるため、だれが儲けたかについて（外部に）記録が残っていません。

仮想通貨の共通した問題は、その通貨を購入することの意味を十分に理解できていない無知な投資家を利用して、多くの技術的な知識を有する人々がその優位さのなかでカネ儲けを正当化してしまうという新手の犯罪問題を作り出したことです。私の見解では、「その規制は現行の法制度の管轄外である」と言っているすべての規制当局者が理解する必要が

あることは何かと言えば、それは、テクノロジーの世界が非常に高速に進化しているため、そこにシステマティックな問題が存在するかもしれないことが、本質的な問題であるということなのです。仮想通貨に関して全体を規制するためには、その一部分だけを規制するだけでは足りません。各規制担当者は、「この部分だけを規制し、あとの問題は自分の管轄外である」と言うでしょうが、しかし、それこそが国にとってもまた個人にとっても根本的な問題なのです。個人は政府に対して一部分だけではなく、全体に及ぶ規制を期待しているのです。

サイバー通貨の時価総額 6,000 億ドルは、世界全体の公的機関が保管する金の時価総額の 40%に相当します。それはもはや鶏のエサのように無視できる小さなものではありません。私は G20 でそれについて議論するとの考えを完全に支持しています。しかし、同時に私は、多くの国々がこれを禁止し、少額貯蓄者に対して「このような偽りの計画や詐欺に惑わされないように」と伝えるべきであると考え、それを要請中です。さもなければ、多数の人々が相当なお金を失うからです。多額のお金を失うことになるのは富裕層ではなく、貧しい人々であり、お金を失っては困る人々なのです。そのことを私は怖れています。なぜなら、彼らがお金を失うと、規制当局の対応がなぜここまで遅れたのかという問題になり、今まで我々が見てきたものと同じ政治リスクを抱えることになるからです。その後、規制当局は、これもまた我々が過去に見た通り、過剰反応をして、過剰規制を設けることになるでしょう。私は、新興市場の規制当局が、この分野に関し非常に速いスピードで規制を推し進めていくことが非常に大切であると考えます。

**渡辺：** レグリングさん、いかがですか。

**レグリング：** シェンさんの発言に一言だけ付け加えたいと思います。それは新興国だけの問題ではなく、先進国にとっても同様に重要な問題です。だからこそ、G20 のアジェンダにも載っているのです。

**渡辺：** 仮想通貨の問題では、欧州の小国の中央銀行が特別な仮想通貨の導入を検討しています。これがひとつの例です。また、もう一つの例としては、金融の問題を抱えているラテンアメリカの大国が、新しい通貨「ペトロ」を発行しようとしています。これらが仮想通貨の例ですが、多くの異なる危険な考えがあり、最近広がりを見せています。我々はどうのようにこの問題に取り組み、どのように管理すべきでしょうか。シェンさんやギニグウンドゥさんがおっしゃったように規制はあるのですが、仮想通貨の問題は規制が及ぶ範囲を越えていますし、規制が及ぶ範囲はどんどん小さくなっています。そして、ついには、規制当局の厳しい監督下に置かれた銀行のみが操業可能となり、この銀行により貨幣取引量のわずか 1%のみが取り扱われることになるかもしれません。このような光景は見たくあ

りません。それでは、こうした状況に対してどのように取り組むべきでしょうか。米国では、銀行業界は連邦政府から管理され規制を受けておりますが、保険会社はやや状況が異なります。全体を統括した管理システムがより適切でしょうか、それとも、複数の機関が連携して管理する方が良いでしょう。クォールズさん、若干取り上げにくい問題ですが、おうかがいできますか。

**クォールズ：** 私は、米国を含めた世界各国の規制当局が、機能に応じて完全に中央集権的な規制を設けることと、機能に応じて規制当局を多様化することとの間のバランスをとることにより、何らかの利益を享受することができるという経験を今までたくさんしてきたと考えます。そして、過度の細分化は常にリスクがつきまとうということも経験してきました。

現在、米国ではとくに細分化したシステムを有していますが、規制システムの細分化に要するコストを鑑みると、理想的にはもっと集中するべきでしょう。レグリングさんが現状について述べた通り、物事はばらばらに転がってしまうこともあります。例えば、我々米国では、現時点において仮想通貨を規制するにあたり多数の規制当局に権限を与えるような法律を有していません。しかし、我々は、まさしくそれに取り組んでいるところです。一つの規制当局にすべての機能を押し付けてしまうと、それが細分化されない限り、これに反対する議論が出てきます。すなわち、人類が関わるあらゆる分野において競争に伴う利益が存在し、規制当局間の競争でも同様に一定の利益が生じるはずであるという議論です。そのため、米国では様々な規制当局を協働させるべく、システムの調整作業にかなりの力を注いでいます。しかしながら、すべてのものを規制できるよう、一つのシステムにすべてを押し込むべきとは考えません。そのようなことは、米国では多くの問題を引き起こすと考えられます。

**渡辺：** ギニグウンドウさんいかがですか。

**ギニグウンドウ：** いわゆる仮想通貨や暗号資産というものとフィンテックは区別すべきでしょう。フィンテックは、便利で、より安価で、より速く、より効率的に金融取引が行えるため、消費者にしっかり便益をもたらします。技術を活用するのでコストは下がり、結果、一般消費者に便益をもたらします。資金調達やクラウドファンディング、預金や貸付の取引でも同様です。すなわち、技術の活用によって金融取引が容易になるでしょう。

一方、シェンさんが明言したように、仮想通貨は別物です。仮想通貨には中央銀行が裏付けるような価値がないのです。価格の設定方法も不透明で、たとえ 500 ドルから 15,000 ドルに上昇したとしても、その上昇が何によってもたらされたのかが不明なのです。詐欺

にもハッキングにも利用されやすく、誰も説明できないような方法で、価値やお金そのものが喪失しているのです。これは本当に規制すべきです。消費者保護こそが最も重要なのですから。

したがって、仮想通貨のような重要なデジタル技術の開発に対しては、直ちに規制を行うべきだと考えます。一方、フィンテックに関しては、ASEAN の中央銀行が関わるべきです。フィンテック企業は、例えば決済といったサービスを提供するにあたり、中央銀行や金融当局より信用を供与されるからです。この信用供与のおかげでフィンテック企業は規制されることになり、フィンテックは政府や中央銀行、証券取引委員会、保険委員会などの管轄下におくことができるのです。

**渡辺：** 浅川さんいかがでしょうか。

**浅川：** 渡辺さん、ありがとうございます。私もギニグウンドウさんと同じ意見で、仮想通貨の要素はフィンテック技術の重要なものの 1 つではありますが、フィンテックと暗号資産の問題については別個にして考えるべきであると思います。たとえばフィンテック技術の中で有名なブロックチェーン技術は通貨の管理においては必ずしも適正ではありませんが、所有権の保護の点では適正なものであると考えられます。よって、ブロックチェーン技術も、フィンテックの枠組みの中でより広い観点から議論すべきであります。それでもやはり、これまで、財務相の間での仮想通貨または暗号資産の議論は、投資家を保護し、マネーロンダリングや租税回避の動きに対処するため、どのように規制するか集中しています。此次の G20 財務相・中央銀行総裁会議ではまさにこうした内容を取り上げることになると思います。ただし、それとは別に渡辺さんがおっしゃったように、中央銀行が暗号資産に対してどうかかわっていくかという問題があり、ひとつの極端な議論が中央銀行がデジタル通貨を発行するかどうかというものです。ベネズエラでは仮想通貨発行をすでに行っていたり、エストニアにおいても導入を検討したりしております。しかし、先進国のほとんどの中央銀行ではその流れに追随することはないでしょう。一方で、中央銀行がデジタル通貨を発行しないにしても、他の選択肢があるでしょう。今や民間取引の多くの部分が暗号資産となりつつあるため、デジタル通貨が金融政策にどのような影響をもたらすかということは、しっかり考えなければならず、上記の議論とは別に将来 G20 の議題として取り上げることが必至の問題であると思います。

**渡辺：** まだ、議論すべき問題はありますが、そろそろ終わりの時間ですので、最後の質問です。今日のシンポジウムのタイトルは「グローバル金融危機から 10 年」ですが、2027 や 2028 年に何が起こると思いますか。これまでほぼ 10 年ごとに、金融危機が生じています。1987 年にブラックマンデーがありました。1997 年にアジア通貨危機がおき、その後ブ

ラジルとロシアの通貨危機がありました。そして、ご存知の通り、我々は 2007 年から 2008 年にかけてグローバル金融危機という大きな困難にあい、未だにその余波に苦しんでいます。我々はこの困難から抜け出せていませんが、うまくいけば、この困難から完全に抜け出すことができるでしょう。それでは、2027 年や 2028 年に何が起こるのでしょうか。シェンさんがおっしゃったように、10 年も経たないうち、2、3 年後に全く違った世界に変わっているかもしれません。10 年後について何かご意見または見通し等がありますか。それでは、順番にクォールズさんからお願いします。

**クォールズ：** 一点だけ自信をもっていえるのは、ご紹介いただいた事例からも分かる通り、我々は今後も定期的に危機に見舞われるということです。しかし、危機の発端は常に異なっていました。したがって、10 年後に発生する危機の原因は何になるのかということ、現時点で述べることは正しくないということも確信しています。

かなり一般的な見方ですが、現時点において規制当局が将来に向けてしっかり考えておくべきことは、業界全体に対するサイバー攻撃などのサイバーリスクです。業界の進化の本質は、金融の変化の結果によるものです。ただ、米国ではまさしくその通りなのですが、一般的に規制当局はその問題についてきちんと承知しています。しかしながら、我々はそれらの問題の本質に突っ込んだ対応がいまだできていません。まさにそこから、業界に対する次の真のリスクが生じるものと考えます。

**レグリング：** それは良い質問です。私は危機に対応する緊急基金の管理をする仕事をしているので、この質問について頻繁に考えています。いつか何かが起こることを我々はわかっています。現在の良好な経済状態が永遠に持続はしないことについては、さきほど皆さんが同意したと思います。米国、日本、欧州などの先進国はすべて潜在成長率の 2 倍のスピードで成長し続けることはできず、減速せねばなりません。それは必ずしも大きな危機をもたらすわけではありません。しかし、注意しておかなければならない問題があります。もちろん政治的問題がありますが、我々はエコノミストとしてあまりこの問題に焦点をあてるつもりはありません。先週末ミュンヘンで安全保障の会議があり、集まった安保の専門家の多くが戦争の起こるリスクは過去 60 年間で最も高いと言っていました。私はエコノミストとして、その問題は専門家に任せておきましょう。

そして先ほど話に出た、ここで話すのにもっとふさわしいことは、規制されていない金融取引、非金融機関、IT 企業グループ、シャドー・バンキングなど、まさにそこで何かが起こっている分野についてです。そして私のリストのトップは、クォールズさんも言ったようにサイバー・セキュリティ・リスクです。私は非常に懸念すべきだと思っています。サイバー攻撃はブリティッシュ航空の業務を 3 日間停止させ、英国の健康保険システムを 1



週間停止させました。大手金融機関、銀行、IT 企業グループ、アセット・マネージャーが何カ月も業務ができず、取引の決済ができなくなる可能性があります。これらが互いに繋がっていることを考えると、人々に多大な影響を与えます。清算機関も影響を受ける可能性があります。これらはほぼ毎日攻撃を受けています。もちろん実際に起こると予測しているわけではありませんが、テール・リスクとして把握しておく必要があります。テール・リスクを含めるならば、我々はそれを一番のリスクと認識すべきです。

シェン： 私は以前、証券監督当局に所属していました。当局者は規定上、市場予測をすることや未来予測をすることは、決してしてはいけないことになっています。しかし、私はもう引退をしています。ここで 2 つの予測をしたいと思います。一つ目の予測は、医療技術のおかげで余命が伸びて、私はもしかしたら 2027 年に 100 歳まで生きている可能性が高まっているということです。医療技術は非常に速いスピードで進歩しています。これは良いニュースです。二つ目の予測は、クォールズさんとレグリングさんがともに言っていた通り、2027 年までには、何らかの危機が発生するだろうと思います。危機が発生するかも知れない、などとあえて緩めに言わなかったのは、我々が愚かなのかもしれませんが、危機は「いつ」発生するかが問題なのであって、「発生するかどうか」は問題にしないからです。

個人的な見解を言わせてもらうなら、金融危機とは他の危機の副産物であります。なぜならば、40 年間にわたり規制や規制当局に携わった経験に基づくと、我々全員が危機の有無をチェックしたり協議したりしているときには、危機が発生することはないのです。危機は、いつも我々が見ていないところで発生します。そして、それが現時点の理論は非常に悪いという根拠となります、なぜなら、実際は現時点の様々な状況は過去と同じでないのにもかかわらず、他の要因を過去と同じであると仮定した議論をするからです。そのなかで、とくに大部分の人が見落としているリスクは、気候変動リスクだと考えています。私の見解では今日の多くの問題、例えば人口動勢・テロ戦争、内戦は、気候の変動のなかで生起しています。

また、我々は大変幸運なことに、第二次世界大戦以降に発生した大きな自然災害は、ごくわずかしかなかった。しかし、歴史を学ぶ人たちは、何らかの自然災害は常に人々を打ち負かしてきたことを知っています。これから述べることは完全に私の個人的見解です。もし、インフレが戻ってくるのであれば、それは中央銀行の政策に起因するものではなく、食糧生産に影響を与えるような、大きな自然災害や気候変動によるものになると予想します。そして、それが起こると、食料価格が劇的に上昇し、非常に深刻な市民不安につながり、それが別の問題を引き起こしていくのです。しかし、我々はエコノミストとして主に経済問題を見ており、全体的なシステムの問題はきちんと見られていません。

**ギニグウンドウ：**すでに引退しているであろう 2027 年までまだ健康であればとても嬉しいですね。それはともかく、世界金融危機からの教訓をある人が 7 点挙げていたので紹介します。

第一に、金融危機は頻繁に起こるということです。ロバート・バロー氏が 1870 年以降の危機を 148 挙げたことやラインハート氏とロゴフ氏が 2009 年に、第二次世界大戦以降の銀行危機を 104 明示したことはまだ記憶に新しいでしょう。つまり、危機は常に起こり得るのです。

第二に、過ちが大きいほど罰則も重いということです。我々 ASEAN は、この教訓を難しい状況の中（注釈：アジア通貨危機）で得ました。そしてそれ以降政策転換や構造改革を行ったおかげで、世界金融危機の際、ASEAN 共同体が基本的に無傷ですむような十分な実力を身につけました。

第三に、金融革新は金融をより安定させるものではなく、むしろ潜在的には不安定化させる要因となっている、ということです。サブプライムローンを不動産価格が上昇し続けない限り返済できないような者に貸し付けたり、仕組みを理解できる者がほとんどいないようなとても複雑な金融デリバティブ商品を組成することなどが行われました。優秀なセールス担当者が、かれらは後に破綻しましたが、それらの商品を販売し、多くの人々が購入したのです。

第四に、シャドバンキング制度の拡大が金融の不安定化につながったということです。先ほどフィンテックや仮想通貨、銀行規制の回避について話しましたが、これらは規制当局にとっての大きな課題です。規制の枠から外れたものにはもっと注目すべきでしょう。

第五に、世界金融危機で起きた金融市場での出来事を通して、金融市場における自主規制または自己修正だけでは市場の行き過ぎや不正行為を防止できない、ということが広く認識されました。規制が悪いわけではありません。必要に応じて強化もされなければならないのです。

第六に、規制当局の質は、規制の体制そのものと同様に重要であるということです。多くの規制は良質ですが、規制当局の質が追いついていなければ、規制の質もその規制当局と同程度にとどまってしまいます。

そして最後に、金融安定化への努力はおろそかにしてはならない、ということです。だからこそ、金融の安定性やその欠如がどう定義づけられようと、金融の安定は必要であり、

中央銀行だけでなく政府関係機関にとって、明らかに義務として認識されているのです。

このように世界金融危機の 7 つの教訓は、規制当局の役割だけでなく金融市場そのものの在り方を明確にしました。危機に備えて経済の回復力を強化させていれば、それが発生しても、金融市場や規制当局はきちんと対応できるでしょう。

**浅川：** これからの 10 年において、何が起こるかという質問に対し 3 点、簡潔に述べたいと思います。一点目は地政学リスクです。現在、日本は北朝鮮からの真の脅威にさらされています。この脅威は 10 年も続くとは思いませんが、もっと広く見て、たとえばマネーロンダリングへの対策や、世界中からのサイバーセキュリティの脅威への対処といったようなことが政府としては緊急かつ重要な課題であると認識し、今後これらの重要な課題に、真摯に取り組む必要であると考えます。

二点目はシェンさんやギニグウンドゥさんがおっしゃっていた資本移動の問題です。過去を振り返ると、アメリカが政策金利を引き上げるとしばしば新興国において、1980 年代の中南米の債務危機や 1990 年代のテキーラ・ショックといった金融危機や債務危機が起っています。しかし、今回の FRB の利上げにおいては、今までと状況が違のではないのでしょうか。実際には、FRB が政策金利を 5 回も引き上げたにもかかわらず、2013 年の QE3 終了を示唆したバーナンキ発言があった状況は例外であるとしても、驚くべきことに新興国市場への資本流入はこれまでのところ非常に安定している状況です。しかし、決して安穩としていてはなりません。新興国市場で今後何が起こるかどうかについては、慎重かつ入念に監視すべきです。これに関連して、私は少々懸念をしているのですが、中国においては 2015 年と 2016 年に資本市場から大規模な資本流出が起り、それに対して当局は、当初大幅な為替介入を行い人民元の切り下げペースを抑制しようとしてきました。現在中国当局による資本移動の過度な規制により為替は安定しているように見えますし、私はそのこと自体を否定するものではありません。ギニグウンドゥさんがおっしゃったように、新興国においては資本規制を行うことは往々にして必要であると思いますが、それをいつまでも続けることはできません。ですから中国においてどのようにして資本移動を安定化させるかということは世界経済にとって大きな課題であると考えております。

最後に、これからの 10 年において、中国とインドは明らかに超大国となっていることでしょう。これらの超大国をどのようにして貿易、投資、税制、為替政策といった様々な分野でこれまで世界が築いてきた多角的な制度の中に取り入れていくかを真摯に検討する必要があります。

**渡辺：** ありがとうございます。優れたパネリストの方々に多くの課題をご提示いただ

き、私もそのすべての点に同意できると思いました。本日まで参加いただいた若い方々には、これらの課題を解決するため努力しているかうかがいたく思います。もし、10年先に、生きていないだろうと思う方は、現役世代の同僚の方々に今日の議論を伝えてください。それがとても重要であると思えます。10年ごとに経済危機が起きるとするのは人々の自信を喪失させるという意味でよいことではありません。ですが、シェンさんが先ほど述べたように、むしろ10年というのが長いくらいで、我々は5年に1度は困難に直面することもありうるのです。状況は日々急速に変化しているため、時間を無駄にはできません。いずれにしろ、パネリストに恵まれ本日の議論は非常に実りのあるものとなりました。5名の素晴らしいパネリストの方々に大きな拍手をお願いします。

本日は国際通貨研究所の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。来年もより興味深い、より素晴らしいシンポジウムを開きたいと思えます。是非、来年もお越しください。本日は誠にありがとうございました。

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、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信賴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 2018 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: <https://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 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: <https://www.iima.or.jp>

**Institute for International Monetary Affairs**

12F, MUFG Bank, 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: <https://www.iima.or.jp>