

最近の国際金融情勢

中 尾 武 彦

はじめに―IMF・世銀総会を
終えて

ご紹介いただいた中尾です。このような機会を与えていただいております。よろしく願いたします。

今も御紹介がありましたように、先週いっぱい、IMF・世銀総会が東京で開催されました。四八年ぶりということです。去年、大震災があった後に、エジプトでもと今年の総会を開くと

いうことになっていたのですけれども、エジプトがいわゆる「アラブの春」の混乱で開催は無理だということになったときに、日本でやりませんかという話がありまして、これは私の前任の玉木財務官のときですけれども、東京は来年になれば大丈夫だということで、この際、かえって復興の姿を見てもらうということを念頭に引き受けたわけです。

結果的には、一万数千人の公式の来訪者、それ以外にもいろんな来訪者がいたと思いますけれども、非常に高い評価を得ました。ワシントンで会

議をやったりすると、デモを恐れたりして幾つかのブロックを完全に封鎖して、そこをしばらく歩いてから会場に入らなければならないようなことが多いですけれども、そういうことも余りなくて、自然な形でセキュリティが確保されていたし、食事もちろんおいしいし、ホテルのサービスは非常によかったし、天気にも恵まれて、すばらしい会議であつたという評判でございました。

実際、私がいろんな国際会議に出たのと比較しても、交通の渋滞も少ないし、今申し上げたような点では、こんな歓待を受けたらみんな本当に感激するだろうなという気がしました。それは、もちろん財務省の中に立ち上げた仲事務局長以下の事務局の人たちの貢献が大きかったですけれども、同時に、警察とかホテルの方とか、日本の行き届いたサービス、徹底した完璧主義というか、日本の総合力がそういうところに出ていたのかな

ということでございます。

その関係で言うと、一〇日からどんな人が入ってくるようになっていたのですけれども、直前になって、中国の周小川人民銀行総裁と謝旭人財政部長も来ないと。これは今日の資料に入っていませんけれども、日中の金融協力を推進してきているんですね。つまり、一言で言うと、人民元をできるだけ使っていこうと。それから円も使うようにしよう。サムライ債の発行とか人民元建て債、パンダ債と点心債なども進めていこう、ドルを経由しない円と人民元の直接取引も開始しよう、というようなことを去年の一二月の野田総理と温家宝総理の対談で決めて以来、ずっと進めてきておったわけでして、こういうのが少しでも進めにくくなるということになれば、これは非常に残念だなと思っています。

日本の立場は、このような重要な国際会議に中

国のトップの当局者が来ないというのは非常に残念である、我が国は、日中関係の非常に強い経済的な関係に鑑みて、今後とも幅広い観点から対話を追求していくというようなことでございます。

ラガルドIMF専務理事がその後の記者会見で、中国は非常に大きなオポチュニティを逃したという言い方をしました。東京は天気もいいし、木も色づき始めてすばらしい会合なのに、来なかったのは中国にとって機会を逃したのではないかという、割とはっきりした発言をされました。

実際、向こうの人民銀行の人たちとか財政部の人たちは、副部長クラスが三人来ていましたし、副総裁も来て、私も普通に話をしました。

もう一つ申し上げておくと、日韓のスワップとというのがこれまた問題になっていました。日韓では、もともと一三〇億ドルのスワップが日銀と財務省を合わせて韓国の当局との間でありました。

必要があればドルとか円を貸し付けて向こうの外貨準備を支えらる。お互いに支え合っているけれども、事実上、日本から韓国を支えている面が強いということになります。

ところが、去年の九月、先方から、外貨準備が少し減りつつあるというので少しスワップを増額できないかということでした。一〇月の最初には先方から当局者が当方を訪れ、七〇〇億ドルまでふやしてくれということを行ったわけです。結果的にはほぼそのまま応じたわけですが、一年間の期限で応じた。最近の状況を見ると、危機になるたびに円が上がつてウォンが下がるという構造を基本的に持っているわけです。リーマン・ショック以降ずっとそうです。ですから、一般的に韓国の外貨準備を支援するということが、友誼の観点に立って韓国を助けるという面もあるけれども、日本経済、韓国経済、それからアジア経済

全体にとっていいことであるということ、更に、そのように日本経済にとつてもいいことだという抽象的な理由に加えて、ウォンが下がって円が上がるという状態は日本にとって不利だということが前提になってこういう増額に応じたということです。

今回、一〇月末にその期限が来るけれども、竹島の問題もあつて、どうするかということになっていました。結局、IMF・世銀総会の直前に共同で声明を出して、韓国の経済が安定している、金融情勢も安定しているので、これは延長しない、一三〇億ドルに戻すということに致しました。ただ、必要があればお互いに協力していくということを言つて、それで二日後に総会時に朴企画財政部長と城島大臣の会合をセットして、にこやかに握手することによって、延長しなかったけれども友好関係は維持されているということ

いわば明確にしたわけでございます。純粹に経済的な判断ということでございます。

そういう日中や日韓というような問題も、今回のG7あるいはIMF・世銀総会の中では一つのバックグラウンドになっていたと思います。

最後に、今回の全体のオペレーションの中で、さつき申し上げたようにロジ的には非常に評価が高かつたと思うのですけれども、具体的なサブの話としては、ヨーロッパの話、アメリカの財政上の問題の話、それから中国等のスローダウンの問題、ASEANとかほかの地域はどうなんだというようなことが焦点となりました。もちろん日本の経済や財政も議論になっています。

日本側としては、G7大臣・総裁会合を開いて、みんなで意見交換をしておらおうというのに入力していた。それから、仙台で防災会合というのをやりました。津波の被害にあつた地域にも

行ってもらって、うまく校舎を使って逃げて全員助かった荒浜小学校というところがあるのですけれども、ここにも訪ねてもらって、非常に心を打たれたという話が多かった。

それから、これは今日の本題ではないのかもしれませんが、私が議長をして、ミャンマーの支援会合というのを開催しました。日本はもともと円借款を一九八〇年代にかけて三千億円強ぐらい元本ベースで出していたのですけれども、長い間返済が滞って基本はもう既に円借款のバランスシートからは保守的な会計の考え方に立って償却されています。今回は公式に円借款の延滞の処理を行って、つまり、一部分は償却するし、一部分は新たなローンに借り換えてもらう。そして借り換えの間のつなぎは三メガにブリッジローンを出してもらう。今回の会議では、ミャンマーの大臣と城島大臣、それからADBや世銀やIMFの

幹部も入れて、日本はまず延滞を解消します、それで新たなローンを来年から出していきますと。

ADBや世銀も、今とまっている延滞について、延滞を解消した上で来年から支援していくと。それから、ミャンマーには、マクロ経済政策をきちつとやって、IMFとも仲よくやって、日本以外の債権者との関係も正常化してきちつとやっていきますということを声明してもらったということです。

これは日本の、ここにいらっしゃる主として証券会社の方にどこまで直接的な関係があるかわかりませんが、大和証券は昔からミャンマーの証券取引所づくりを支援しているという面がございますし、日本全体として見て、人口が六〇〇〇万以上あるようなミャンマーは、ベトナムぐらいにどんどん成長していく可能性がある。今年の夏までは、アメリカの経済制裁も厳しかった。特

にミャンマーに関するドルの取引は、アメリカは一切、誰がどこでやろうと認めていなかったんです。ですから、アメリカに拠点があるような、支店があるような銀行は、ミャンマーとの関係で取引をするとアメリカで制裁を受けてしまうということで一切できなかつたけれども、これをアメリカは最近解除しています。

それから、ADBや世銀も延滞解消をどうするかというと、JBICにブリッジローンを出してもらって一日だけ借りて世銀やADBにお金を返して、直ちに世銀やADBはローンを新たに出して、それでブリッジローンを返してきれいになる。つまり、延滞金が新たな世銀やADBからのローンに置き換わるわけですけれども、それをやった上で支援をしていく。そのうえで、円借款も、それから世銀やADBも、新たなプロジェクトローンが今後出ていくということになります

と、インフラの整備も進みますし、それから、ドルの送金などができるようになれば直接投資も割とやりやすくなります。今までも円建てだったらできたけれども、ミャンマーはかなりドルが現金で流通しているような経済なので、やはりドルが必要だったわけです。その制裁が解消したものですから、これからミャンマーは相当なスピードで成長していく可能性があると思います。今はまだ一人当たりのGDPがたしか八〇〇ドルぐらいで、ベトナムが一四〇〇ドルぐらいですから大分差がありますけれども、今後急速に成長していくことが期待されるのではないのでしょうか。

特に、先ほど申し上げた中国との関係がビジネス面で見ても一つのリスク要因になっているということになれば、チャイナ・プラス・ワンの国として、インドネシアやフィリピン、そういう国もありますけれども、ミャンマーが大きな脚光を浴

びる。今までのところは、どちらかというとムー
ドばかり高まっただけで、本当の資金は余り出て
いってなかったのですけれども、出ていくように
なるだろうと思います。

一、ユーロ圏の問題

(財政調整、財政支援ファシリテイ等)

ということ、前置きの話が長くなっ
てしまいましたが、今日は主として国際金融の現
状ということでお話をしたいと思います。資料の
一ページ(文末添付資料参照)に書いてあるよう
に、トータルの見方としては、世界経済は減速
し、下方リスクは増大している。ユーロ危機が最
大の危機だろうということです。

ユーロ危機の解決のためには、問題国における
財政調整や構造改革の継続、つまり、ギリシャ、

スペインがしっかりやってくれということでは
ね。それから、そのほかの進展も大事です。E F
S Fという時限的な財政支援のためのファシリ
テイ。これは、E F S F債という債券を発行し
て、その保証をメンバー国がばらばらにやって、
A A Aなど高格付の国だけで発行総額を保証でき
ているような仕組みですけれども、こういう仕組
み。それから、これが恒久的なメカニズムとして
E S M (European Stability Mechanism)という
ふうに変わりますけれども、これも債券を発行し
て資金を調達して各国の財政を支援する、こうい
う仕組み。それから、E C Bが新たにO M T
(Outright Monetary Transactions)という国債買
取制度をつくった。これは、去年、Securities
Markets Programというのをつくっていたのに
替えて新しくつくったわけですが、これも、これの
要点は、E C Bが無制限に周辺国の国債を買うこ

とをやり得るわけけれども、そのためには、E S Mとかがコンディショナリティをしつかり定めて、国債を買う、それと協調してE C Bが国債を買う。普通、中央銀行というのは、資産をふやしたら貨幣は出ていきます。けれども、この取引に関しては、基本的には不胎化すること、一方でこういうふうには中央銀行が資産をふやして貨幣供給がふえたら、ほかのところで債券を売ったりして資金を引き揚げるということで、全体としてはインフレ的にならないような仕組みをとっています。

それと、単一銀行監督メカニズム。例えばスペインの銀行に資本注入をするのも、今はスペインのF R O Bという救済機関を通じて資本注入を行うことにしています。スペインの政府にE F S Fがお金を貸して、スペインの政府がそれを使ってF R O Bを通じて銀行救済に充てているわけです。

けれども、ユーロ圏の単一監督メカニズムが一つできれば、直接E F S FやE S Mからスペインの銀行に資本注入をすることができるようになります。それは何を意味しているかというと、国の債務をふやさずに銀行支援ができる仕組みをつくるということなのです。

もう一回整理すると、ユーロではいろいろな言われているけれども、全体は進展があるということ、言われている中身は、周辺国の財政調整や構造政策、それから、E F S Fに加えて、E S Mがドイツの憲法裁判所の合憲判断を経て一〇月八日に発出したわけです。それから、E C Bに関連ドログは思い切ったことをやると言っていたけれども、実際にO M Tというのが出てきた。さらに、単一銀行監督メカニズムを経て直接資本注入への方向性が出てきた。さらにそれに加えるとするならば、ヨーロッパの中で今いろいろ首脳会合で議

論していますけれども、経済改革についてのより強いガバナンス、つまり、各国がつくる予算にユーロ全体として介入できるような仕組みをつくって安定させるというのも入っています。そういうのが全体に入っていて、今のところ、ヨーロッパの国債金利の対独のスプレッドというのはどちらかというと縮小しています。

九ページにありますけれども、これは利回りの推移です。スプレッドというよりは利回りをここでは使っているわけですが、ドイツが一〇年物で一・六%、ギリシャの利回りも一時に比べると少し下がってきている。ポルトガルも下がっている、スペインも下がっているということで、こういう全体の流れから少し安定しています。

(ギリシャ問題)

このユーロの問題についてさらにお話する

と、今は何が問題に残っているかというところ、まずギリシャがどうなるかということです。ギリシャについては二〇一〇年に一一〇億ユーロのプログラムをつくって、IMF、それからヨーロッパ各国からお金を基本的に貸すということですけれども、それで国債を発行しなくてもしばらくやっていけるようにした。というのは、国債の金利が上がり過ぎて新たに発行して調達するのが難しくなったからです。ですから、財政赤字を減らすということと同時にそういうことをやったけれども、まだやっぱりだめだということで、今年の春にもう一回、第二次プログラムというので一七三〇億ユーロを支援することにしたわけです。

そのときに、民間セクター、つまり、今までギリシャに余り警戒せずにお金を貸していたような人たちにも責任を求めるべきだということで、Private Sector Involvement ということで債務削

減を求めた。実質的に、民間セクターの持つているギリシャの国債は七五%ぐらい現在価値が減ったわけです。こういうことをやっても、なおかつ議会の再選挙が行われたりして混乱していたものですから、さらに資金ギャップが広がって、目標となっている二〇二〇年までにGDP比率で公的債務残高を一二〇%まで抑えるという基準が満たされないのではないかとということで、ギリシャを今後どうするかというのがまた問題になっているわけです。二〇一四年までに一三五億ユーロ、財政赤字を減らす措置をとれば支援をさらに続けるということになっているけれども、その議論がまだ進んでいる最中なわけです。

それができたとしても、さらにお金が足りなくなっている部分が、実は経済が落ち込んでいたり構造改革が遅れていたりということで拡大していきますから、春にやると言っていたことをきちんと

やってくれるということが最低限ですけれども、それをやるだけではまだ足りないのです。では、さらにお金を貸すのかと。ところが、さらにお金を貸すと債務がまたふえてしまつて、GDP比率というか、債務の持続可能性というのが減つてしまわないだろうか。そうしたら、プライベートセクターではなくて、今度はECBがお金を貸したり、ECBが国債を買っていたり、あるいはユーロ圏からお金を貸したりしている、その部分も債権を削減しなくてもよいのかという話が出てきています。IMFの資金はさすがに債務削減しないけれども、オフィシャルセクターの債権もヘアカットしなければいけないのではないかとということで、Official Sector Involvementという議論です。ECBは割と安く国債を買っている。金利が流通市場では上がっていますから、国債が安くなっているので、もともと安く買ったのだから、

一〇〇％取り返さなくてもいいではないかという議論もありますが、もちろんECBは反対しているわけです。その辺をどういうふうに解決するのか。

多分、GDPの一二〇％の債務に抑えるという目標期限を延ばす、要は基準を緩めるという方向でギリシャを救済するという方向になると私は思います。というのは、来年ドイツも総選挙がありますし、今の時点でギリシャを立ち行かせなくなつて出ていくことになるということについての責任は誰もとりたくないということですね。ECBもとりたくないし、ドイツもとりたくないということで、何らかの形で妥協を図る。ギリシャのほうも相当一生懸命やっていることは確かです。そういう努力に応じてユーロ圏もギリシャを助けるということになるのではないでしょうか。

(スペイン問題)

スペインのほうは、もともと銀行セクターに問題があると言われていたわけです。それで、先ほど申し上げたようにスペイン政府を通じて銀行セクターを支援する。一〇〇〇億ユーロまで、IMFは入れずにユーロ圏が支援しますよということ言っていました。この間発表されたストレステストの結果、資本不足の金額は六〇〇億ユーロにも行かないということで、これに従つてスペインの政府の救済機関を通じて資本注入することになると思います。

問題は、先ほど申し上げたEFFSF、ESM、特にESMができたから、ここから国債を直接買う形で国債の金利をさらに下げるようなことをやるのかどうか。それはコンデイショナリティーがついていて財政調整とか構造改革が条件になっているわけですが、これをスペインが要請する

のかどうか。さらに、ECBはそれに呼応して国債をさらに買い支えるようなOMTのプログラムを実施するのかどうか、これが一つの焦点になっています。

ESMができたり、ドラギ総裁が言い出してOMTが発表されたりしたときには、当然みんなやるだろうと思っていたわけですが、今は何か余りそれが進んでいないように見えます。私も八月の終わりから九月にかけてブンデスバンクのヴァイトマン総裁だとかECBの理事などにも会ったり、あるいはイギリスやドイツの財務官に会ったりして、いろいろ情報収集に努めていますけれども、ドイツは無制限にスペインの国債を買い支えるようなプログラムを始めるのはかなり嫌なものです。ESMについては憲法裁判所で合憲だということになったけれども、ESMはまだ五〇〇億ユーロという限りがあるお金ですけれど

も、ECBのOMTは無制限ということになっているので、無制限に国債を買い支えることは、金融政策ではなく、財政政策ではないのかというところがドイツ国内、特にブンデスバンクでは問題になっています。

いわゆる「マネタイゼーション」という言葉がありますけれども、国債を中央銀行が直接買うというのは大体どこの国でも禁止されているわけです。OMTは、直接買うのではなくて市場から買うからマネタイゼーションではないと。それから、インフレのリスクに関しては、さっき申し上げたように、不胎化を完全にすると言っているの、一方で資産を買い入れ、一方で資産を売って資金を引き揚げているわけです。そうすると、コンデイショナリティに基づいてやって、しかも不胎化しながらやっているというのは、マネタイゼーションではないかもしれないが、金融政策と

言うよりはある国に対する財政的な支援にほかならないという性格がより鮮明になってくるわけです。普通、国債を買うというのは、貨幣供給をふやすために国債を買っているわけです。日本だってアメリカのFRBだってそうです。

しかし、ヨーロッパの場合はそうではないわけです。コンデিশヨナリティに基づいてお金を出すというのはIMFの機能であって、中央銀行は大体コンデিশヨナリティなど設けないですね。

一般的に、財政をきちつとやってください、成長政策をきちつとやってくださいと言いがら、私たちも、金融政策は緩和的にやるといいう方をするかもしれないけれども、ある国の国債を買うときに条件をつけているということはないわけですから、そういう意味では非常に財政支援的なわけです。ですから、それについてドイツ国内では、そういうことはECBがやるのはおかしいと

いう感じが非常に強いと思います。

一方で、スペインも、コンデিশヨナリティとかいろいろ言われてお金を借りるというのは、特に国債市場が安定していますから、市場にアクセスを維持しながらやっていくためには、むしろ変にコンデিশヨナリティつきの支援を受けないほうがいいのではないかという考え方もあるのですね。というのは、スペインについては、IMFの資金が出ていくことを今のところ考えていませんが、大体、IMFが支援するというのは危機だということになりますから、同じようにユーロ圏がコンデিশヨナリティつきで支援するというのは、危機であるということ象徴しているようなことになるのかもしれませんが。そういう意味では、スペイン自身がコンデিশヨナリティが強くつけられていることについて、つまり、自分たちの政策に介入されるということと、それから市場

とのアクセスという意味でもどうなのかなと思っ
ている面があります。

一方で、アメリカやIMFや私たちもそうす
けれども、せっかくツールとか道具ができた
のであれば、やはり使うべきではないのかとい
うのが基本的なスタンスなわけです。できるだけこ
ういうときに一挙に国債の市場の安定をできるだ
け図って、金利を下げて、金利が下がると新たな
発行に関しては少なくともコストが下がるので、
財政の改善のためにはいいわけです。どちらかと
いうとそういう考え方です。ただ、ヨーロッパで
はまだ議論が残っているということです。

(単一銀行監督メカニズム)

もう一つ残っている問題は、単一銀行監督メカ
ニズムです。今回の首脳会議でも相当議論がされ
たようです。まずECBにこれを持っていくとい

うことは合意されているわけですけれども、どう
いう範囲の銀行まで監督するのが問題になって
いて、全部をカバーしなくてはいけないという考
え方と、重要な銀行だけカバーしなくてはいいけ
なという考え方に分かれている。それから、直接
資本注入。もともと単一銀行監督メカニズムとい
うと、単一の預金保険とか、破綻処理システムが
必要だという考え方もあるわけです。証券会社
についても、破綻処理のためのファンドをつくるか
どうかというのが金融審議会で議論になっていま
すけれども、どの国でも銀行については預金保
険が大体あるわけですね。いずれにせよ、監督の
一元化はしているけれども、預金保険は一元化し
なくていいのかという問題がある。ところが、預
金保険を一元化するということは、スペインの銀
行が潰れたときに、ドイツの預金者の保険料でス
ペインの銀行に支援をするということになります

から、非常に大きな経済的な移転を伴うわけですね。それから、多くの国で、特に破綻処理のファンドについては、財政の出動というか、交付国債を出すなど、いろいろな形で財政が支援しますから、預金保険だけではなくて財政の移転そのものになる可能性があります。多分、これらまでは一気に進めることは難しいということかもしれません。

というわけで、単一銀行監督メカニズムはいいけれども、どこまでやるのか。各国当局が刑事罰を科す権限だとか行政的な権限とかいろいろ持っていることとの整合性はどうか、それから、European Banking Authority というロンドンにあるEUレベルの銀行監督とどういう整合性があるのか、いろんな問題がある。来年の一月からこれをやって、直接資本注入もそのときからできるようにしよう、一応そういう仮定で、今回の首脳

会合の結論文書を見ると来年の一月までに法制化を図ろうと書いてあるけれども、本当にそれができるのかなということについては多くの人が疑問を持っていると思います。

（日本からの支援―EFFSF債等の購入）

いずれにせよ、ユーロの問題は確かに進展がある。実際、我々もそれを支援しています。例えばEFFSF債ですが、これは今まで出している金額の8%ぐらい、60億ユーロぐらいを買っています。6000億円ぐらいです。日本の外貨準備はおよそ一兆三〇〇〇億ドルぐらいありますから、それに比べればわずかな金額と言えますが、それにそれを買って安定的な投資家としてサポートしてきているわけです。我々は、外貨準備は大体ドルと、それより少ない比率でユーロを持っていきますけれども、ユーロも、現金というか、すぐ

使える流動性があるわけではなくて、ユーロ建てのドイツ債とかそういうものをいろいろ持っていたわけです。それを売って買うというのにもかえって不都合があるので、流動的な資産の範囲でこれを買っていつているわけですけども、8%まで買っている。

新たなESMについても、EFFSのように各国がばらばらに保証しているという仕組みではなくて、払込資本金と要求払資本金ということでの一種の保証になるのですけれども、もっと恒久的な仕組みとしての、世銀に似た構造を持っているわけです。ESM債についても、レーティングを見る必要はあり、S & Pのレーティングが少し遅れています、買う可能性は十分あります。

(ユーロの将来)

これとは別に、IMFの資金基盤強化にも日本

は率先して協力しました。それはヨーロッパを助けることを念頭に置いたものです。

私はユーロ圏の将来について、今後も大きなチャレンジが続くだろうと思います。それは結局、ユーロ圏というのは、経済的にはかなり統合してそこでの貿易は大きいけれども、労働の移動とか財政の移転とかというものが十分確保されていませんから、東京と大阪とか、ニューヨークとカリフォルニアみたいのに、同じ国の中にあるものとはやはり違います。ですから、最初、ユーロができたときに、私はかなり難しい問題があるのではないかと思いました。その最大の要因は、一つの金融政策というのは、ある地域にとっては非常にインフレ的、緩過ぎる、ある地域にとってはデフレ的過ぎるということがあり得るのではないかと思ったわけです。今で言えば、今の金融政策が、ドイツにとつては緩和的過ぎるかもしれない

けれども、ギリシャにとっては引き締めの過ぎるかもしれないというような問題です。

だけれども、それだけの問題ではなくて、ユーロ圏の問題は、実際は国債のスプレッドの急速な拡大という形で顕在化したわけです。つまり、二〇〇九年の秋までは、ドイツに対するギリシャのスプレッドは一〇年物でもせいぜい一％程度だったわけですが、それが急速に広がったというところで問題が出てきた。それは財政の持続可能性に対する疑問から来たわけだし、調達コストを上げることによって持続可能性というものをさらに損なっていく。セルフ・エンフォーシングというか、自己実現的な要素があるわけです。そういうところから危機は明確になってきたわけです。

つまり、もともと安い金利で調達できることによりギリシャ経済がいわばバブル的に膨れ上がった

ていた。財政赤字も大きくなっていたし、経常収支の赤字も大きくなっていた。わかりやすく言えば、ドイツからお金を借りてドイツから輸入をしていたということ。ドイツも輸出がいっぱいできてハッピーだった、それから、年金の運用などもできてハッピーだった、ギリシャの人は安い金利で借りられて、いっぱい使えてハッピーだった、そこまでは全員ハッピーだったけれども、これはサステナブルじゃないということで逆戻りし始めたときには維持不可能になったという形で顕在化した。

ところが、さらにそれを進めていくうちに、今度は銀行セクターにもいろんな問題が出てくるということがわかってきたわけです。スペインについてはそうですね、やはり低い金利でお金を借りてどんどん不動産投資をした、そういうものが採算に合わなくなって、資金が逆転し始める

と不良資産化しているわけです。

そうなってくると、銀行セクターというのは、ユーロレベル、ユーロワイドで動いているということに対して、預金保険とか、場合によっては財政の投入というか資本注入みたいなものは本来はユーロレベルで行われなくてははいけないけれども、現在はスペインという比較的弱い経済の責任になってしまっているわけです。

一つの通貨にして、一つの金融政策にして、為替による調整も金融政策における調整も各国ごとの経済においてできなくなった。逆に言えば、通貨アタックというのが、本来、ばらばらであればギリシャのドラクマなどものすごく切り下がって調整している。さらに言えば、もともとそんな低い金利では借りられないわけです。通貨へのアタックを受けなかったから、リーマンの危機の後にはみんな、ユーロがあつてよかったねという感じ

だったと思います。そうでなければ直ちに通貨危機になっていたわけです。

ところが、そこはうまくいったけれども、国債のスプレッドということでやはりアタックが起きているということです。その次には銀行セクターに対するアタックが起きているということです。

それは結局、もともと行き過ぎた楽観主義、行き過ぎたコンバージェンスというものが起こっていたということかもしれない。つまり、行き過ぎた資金の流れが起こつていたということかもしれないし、同時に、通貨を支えるものとしては、主権国家というか、一定の国民と主権国家というものがなくてはいけないのかもしれないという疑問にだんだんつながってきている。

今までの通貨の歴史でも、通貨は一緒だけれども幾つかの国があるというのは、ドイツの通貨同盟が一九世紀にあったときには多少そうだったか

もしれません。それだって、みんなドイツ語を話していますし、結局はドイツの統一につながっていったわけです。そういう意味では、通貨の統合とか金融政策の統合というのはそれほど簡単ではないということを経験した多くの学者とか専門家は感じていたのではないのでしょうか。

いろいろなことを決めるためにもユーロ圏の一七の国の中央銀行総裁や首脳や大臣が、これは甘過ぎるとか、これは厳し過ぎるとか言っている。普通はやはりワンボイスでやらなくてはいけないけれども、一七の民主主義国家があるから、一七の議会があるから、それぞれで承認を経なくてはならないし、それぞれの政治家がそれぞれの議会に対してアカウンタビリティというか責任を負っている。そこで選挙を受けていますから、そういう意味では常にワンボイスにならないという問題がある。

財政の移転というのは基本的にみんな嫌なわけですが、そこまで受け入れられない形での通貨統合というのは実はかなり難しいということがわかってきた。日本の場合だったら、どこかで問題が起こって、中央政府がそれを支援するのは当たり前だとみんな思うわけです。ということをユーロについては感想めいたものとして申し上げておきたいと思います。一方で、改めて結論的に日本の立場を言えば、ユーロ圏はチャレンジが続くだろうけれども、是非ユーロ圏が英知を絞って、必要な対応をとってほしいし、国際社会もそれを望み、必要な支援を行っています。

二、米国の「財政の崖」と「債務上限」

次の項目に行くと、米国の「財政の崖」(Fiscal

Chief」という問題です。放っておいたらブツシュ減税がなくなつて、同時に歳出の自動カットが行われるような仕組みに今の法律上アメリカではなっている。それはつまり、みんなで議論して、リーズナブルな財政赤字削減、歳出削減と増税を行うことができればよいけれども、それができないときは自動的に増税になる、あるいは歳出が軍事費、非軍事費を含めて一律カットされる仕組みをつくっているわけです。これがGDPの四％程度の赤字縮小になるということです。ですから、財政赤字の縮小としてはいいけれども、余りにも大きいので、つまり日本で言えば二〇兆円ぐらい歳出削減と増税が行われるということですから、一年でそんなことが起これば非常にシヨックになるので何とか避けられないか、もつとリーズナブルに、スムーズなことにできないか。

それから、日本の赤字国債ではないですけれど

も、債務上限という問題もあります。議会は債務の上限、国債をどこまで全体として発行できるかということですが、それを制限しているわけですが、それでも、それがもう上限に近づいているので、下手をしたら政府をシャットダウンしなければいけないようなこともあり得るということがリスクになっています。

ところが、最近の雇用統計とか住宅の指標とかを見ると、割と強い指標が個人消費なども含めて出てきていて、アメリカ経済は底を打ったのではないかという議論が出ています。雇用統計を見るたびに、為替への影響も含めて気になるけれども、少し最近の統計はいいなということだと思います。

日銀の人なども前から言っていますけれども、バブルがはじけた後のバランスシート調整、つまり、債務は銀行からいっぱい借りているけれど

も、資産のほうは不良資産になっているという
か、十分稼げないような不動産投資だったりする
というような問題があるわけです。日本の場合
は不動産投資にそれが出たわけだけれども、アメリ
カの場合は、どちらかというと家計部門が過大な
借り入れをして住宅を買ったりしていた。それが
住宅価格の下落で、家計のネットの富が場合に
よってはマイナスになっている、つまり、借金の
ほうが大きくて、住宅を売ったり、自分の金融資
産と住宅を足しても足りないという状態になって
家計消費に影響を与えたり、それから、銀行もも
ちろん問題になるということでした。不動産価格
の下落幅は、アメリカの場合これまでのところ三
〇%程度と、日本ほどではなかったけれども、そ
ういうことが今後どうなっていくのか。

三、日本の財政健全化策

それから、日本については、基本的に消費税引
き上げというのは、IMFの分析では正しい方向
ということになります。日本の政府の赤字は一年
間でGDPの一〇%ぐらい、債務残高はグロスの
全体で二三〇%ぐらいです。これは、一般政府
ベースということで国・地方を合わせたもので
す。ネットで言うと、国は年金資産などを持って
いますから一四〇%ぐらいです。それでもヨー
ロッパの周辺国に比べても圧倒的に大きいです。
基本的には、社会保障のコストがどんどん上
がっていったりしていることを、国債を発行し続
けて調達しているということになっているわけ
です。これは本日は証券会社の方が多いので特に申
し上げるのですが、日本の場合、国債の価

格が非常に上がっているというか、金利が低いです。一〇年物でも〇・七五%とかという状態で、

一つには、フライト・トゥ・セーフティというか、日本の円が安全資産だと思われる部分もあるかもしれないし、日本人が外国に投資する勢いを減らして国債を買っているという面もあるかもしれない。そういうことで、今のところ金利は安定しているわけですが、ギリシャやヨーロッパのいろいろな状況を見ても、急に金利が上がり始めたならそれ自体が自己実現的に危機を引き起こしていくので、やはり余裕があるうちに財政再建を進めておいたほうがいいということになります。

私がよく英語での講演などで使っている数字ですけれども、平均寿命がものすごく延びているし、高齢人口も増えているし、高齢人口の総人口に対する比率もすごく上がっているわけです。実

際、一九九〇年から二〇一〇年に年金や医療も含めて公的セクターの払っている社会保障の経費というのは、GDPの一二%から二四%に倍増しています。その一方、一九九〇年から二〇一〇年の間に、税と社会保障負担、つまり、税金に年金の拠出金や医療の保険料を加えた金額はGDPの三〇%から二八%に減っているのです。四%しかすき間がないものですから、公共事業とか教育だとか、あらゆる経費をそれに足していくと一〇%ぐらい赤字になってしまうということです。つまり、社会保障がすごく高くなり始めているのに、それに応じた負担を国民に求めずに国債を発行して調達を続けている。私は、経常的な経費というのは、経常的な歳入、つまり税収と社会保障負担で上げるといのがコモンセンスだと言っているわけです。これは、ケインジアン的経済政策がどうかという問題ではなくて、コモンセンスだろう

と私は思います。

赤字の拡大は、経済状況がデフレ的であり、成長率が低かったせいもある。一方で、これまでは国債金利も低かった、インフレ率も低かった、経常収支が黒字だということで、国債を発行することについては余りコストが感じにくかったことということもありました。今でも経常収支はGDPの二％ぐらいの黒字で、貿易収支は赤字になってきているけれども、所得収支、つまり、外国にいったい資産を持っていることによるリターン、配当や利子が入ってくるのを合わせると、経常収支は今でもGDPの二％ぐらいということは、基本的には日本は、今でもお金を貸している、自分たちの貯蓄の量のほうが国内での投資よりも多い。外に対して債権がふえていつている形になっていますから、そういう意味では、トータルで見れば国債も国内で全部消化できているわけです。

実際、外国人の保有比率は八％ぐらいです。だから、国内の貯蓄で日本の財政を賄えている。

だけれども、これを永久に続けていいのかというと、毎年相当な勢いで債務のGDP比率はふえているし、一五〇〇兆円ぐらい国内に家計の貯蓄があるといっても、その裏側には国債（金融債を含む）だけでも八〇〇兆円ぐらいの政府の借金があるわけですから、本当の純粋な貯蓄ではないわけです。ですから、私は、経常的な経費は経常的な歳入で賄うべきだという立場に立っています。IMFも、日本に対するサーベイランスというか勧告としては、一五％ぐらいまで最低限消費税を上げるべきだということを言っているのです。

四、新興国経済

最近の話題としては、新興国経済がどうなるの

かということが非常に重要です。中国は直近の成長率は、七・五%という年間の成長率を少しミスするかもしれないなどという議論が出るような数字でした。ヨーロッパへの輸出の依存度が中国の場合には高いことも影響しています。もともとリーマン危機の後の四兆元という政策、これが過剰投資を生んだのではないか。それから、地方なども相当お金を借り入れて投資をふやしたものだから、地方のいわゆる第三セクター的なところに相当債務の問題があるのではないかということになっていきます。中国の減速には、海外の要因、つまり欧米が少し減速している、特に欧州が減速している、それから、日本も地震とかいろいろ問題があった、最近では日中の問題もある。そういうこともあるけれども、中国自身の前の拡大策のいわば反動みたいなものも残っていて、それも減速の要因になっているわけです。

今後どうなるかということについて言えば、基本的には、日本やほかの国に比べると財政の赤字は小さいし、金利はまだ高いので、政策余地があるというふうに一般的には言えると思います。しかも、今回、リーダーの移行時期ですから、基本的には七・五%はこういう形でも達成すると思います。ただ、日中関係が悪化してからも、私は中国に行つて向こうのエコノミストとかにも会つたりしていますけれども、彼らもかなり慎重になつていて、どんなやればいいわけではないと思つているようです。

私が話した社会科学学院のあるシニアのエコノミストは、景気循環に余り無理に立ち向かわないほうがいいかもしれない。そうすると非常に無駄な投資がふえるのだと。だから、むしろそれを受け入れて構造改革に努めることが企業にとつても政府にとつても大事だ、などと言つて、シュンペー

ターというか、資本主義の精髓のようなことも言っていました。彼ら自身が、投資に偏った経済から、より消費にウエートのあるバランスのとれた成長にしようと思っているものだから、無理やり投資を中心に公共投資をしたりして政府が拡大するという形の政策というのはかなり慎重になっていると思います。とはいっても、もう一度戻ると、七・五%という目標を今年立てていて、それは何としても達成はするのではないか。そのための政策余地もあると思います。

五、世界経済の見通し

経済見通し（資料二ページ）は、日本も含めて下方修正されて、二〇一二年は世界の成長率三・三%ということになっています。日本とアメリカは二・二%ですから、比較的高いほうに入りま

す。中国はこの見通しでは七・八%ということです。二〇一一年に比べると世界経済は減速するということですが、日本は、去年は地震とサプライチェーンの問題とかでマイナスだったのでも、もちろんそういう意味では回復。二〇一三年、日本は相当減速することになっていますけれども、これは欧州の状況や中国との関係、そういうことにも左右されるだろうと思います。

日本の財政政策としては、今までGDPの四%程度の復興コストというのを予算化していますから、今年は相当それが効いています。失業率は、日本は大分下がってきて、今は相当低いです。アメリカがどの程度失業率が下がってくるかというのが大統領選の一つの課題だったのですけれども、先ほど申し上げたように、最近足元では少しよくなっているということでしょうか。ヨーロッパは相変わらず失業率が高い。

経常収支に関して言うと、先ほど申し上げたように、日本は二%ぐらいの黒字を保っていますけれども、貿易収支が赤字になっていくぐらいですから相当小さくなっています。貿易収支に関して言うと、ヨーロッパや中国への輸出がどうなるのか、そのために円が強いることが相当重しになっているわけです。円がなぜ強いかというと、いわゆるスピルオーバーというか、ヨーロッパのリスクが高まったばかりに円が強くなる傾向があります。それから、去年はサプライチェーンの分断という問題が、東北の地震とタイの大洪水の両方であつたわけです。輸入のほうは、原子炉がほとんど動いていないことによつて天然ガス、石油の輸入が広がっている。そういう貿易収支の赤字というのが今後どうなっていくのかということが経常収支に影響するし、経常収支がどうなるかということが、国債の消化というか、財政赤字をどこま

で自国でファイナンスできるかという問題にもつながってくるので、注目されているわけです。

アメリカの経常収支赤字は、二〇〇六年ぐらいまでは六%ぐらいありましたけれども、それが、需要が減つて相当小さくなつてきている。一方で、中国の経常収支黒字は、アメリカへの輸出が減つたというか、国内需要もふえて相当減つていきます。ところが、アメリカは、ロムニーなどが典型的ですけれども、人民元が今でも安過ぎると。為替操作国ということを言つて中国をもっと叩かなくてはいけないと言っています。中国人からすれば、最近の成長は内需主導になつていて、経常収支黒字は減つてきているということ、それから、人民元も十分切り上がつて、最近、人民元はむしろ安くなるような、つまり資本が流出するような動きもありました。これについては、「介入していない、自然にそうなっている」と言ってい

ましたけれども、最近また元が強くなっています。

六、世界財政の見通し、GDPの 国際比較

三ページは世界の財政の見通しということで、グロスで見ても、ネットで見ても、日本の財政赤字、債務の状態というのが最も深刻だということが明白です。

四ページは、二〇一二年の予想の数字を使ったものですが、これを見ると、GDPは日本を中国が大きく抜き去っていきつつある。円高になっているので、ドル建てで見ると日本の名目のGDPも結構大きいです。六兆ドルぐらいです。でも、中国は八兆ドルになっているわけです。一人当たりのGDPで見ると、日本は円高であることも

あつてドイツなどより結構高くなっています。ただ、購買力平価（PPP）で見ると日本はドイツより低いということで、これは日本の物価が高いということをこれはあらわしているわけです。

我々、円で暮らしていると、物価はむしろ下がっていつているのでそういうふうに感じませんが、確かに一ドル七八円とか七九円とかで換算すると高く思われるのかもしれない。一般的に、外国人は日本の物価は高いと批判しがちですね。帝国ホテルとかホテルオークラに泊まって、そこで食事をしているからではないか、あるいはナショナル麻布マーケットでメロンなどを買って、向こうから見回りに来た人に、「日本の物価は高いから手当を上げてくれ」というような面があるのではないかと思うので、私はこのPPPというのは余り信用していません。逆に言えば、中国は物価が安いから、こんなにGDPが大きいと本当に言

えるのかなと。同じ製品でもサービスや品質が違
うので、物価を比較するのは簡単ではありません
。購買力平価で見たGDPは余り意味がないの
ではないかなという気もしています。

七、為替関連

五ページは円相場の動きということで、この二
年間に四回介入をしたわけです。一番高いときに
七五円三二銭まで行きました。それに比べると少
し安定していますけれども、全体に最近の円高の
進行については、日本経済のファンダメンタルズ
を十分反映していないというふうに我々は言っ
ていますし、必要があれば断固たる措置をとる、つ
まり介入をするということを言っています。去年
の三月にはG7で協調介入をしましたけれども、
それ以外は全部単独介入です。

アメリカのエコノミストなどは、六ページにあ
るように、実質実効為替レート、つまり、貿易相
手国との平均的な為替レートをインフレ率で調整
して見たものですけれども、日本の為替レート、
上に行っているのは切り上がっているということ
ですが、趨勢的なラインからそんなに高くないで
はないかということを言っています。なぜそうな
るかというと、日本は物価上昇率が圧倒的に低い
からです。物価が上がっていない分だけ競争力が
維持されるわけです。これで見ると、例えば一九
九五年ぐらいに比べると、今の水準というのは三
〇%ぐらい円安ということになります。実際、私
も、少し前に中国に行ったときに、「なぜ日本の
企業はこんな為替レートで耐えられるのか」とビ
ジネスの人たちに言われたことがありますけれど
も、物価が安くなって、例えばスーツもランチも
安くなっているし、賃金も下がっている。全体が

下がっているから、多少円高になっても、円で物価や賃金の下がっているものですから名目で見るよりは大丈夫な面があることも事実です。

だけれども、一方で、実質実効為替レートだけを見ても、二〇〇七年に比べると三〇%ぐらい切り上がっています。これだけの期間に実質実効為替レートで三〇%切り上がっていること自体が大きいし、一九九五年に比べると、価格では完全にはかり切れない競争力というものも、韓国や中国との競争ということも含めて問題になるので、いずれにせよ無秩序に円高が進むことは困る、必要があれば介入する。

協調介入でなければだめだというようなこともよく言われますけれども、我々としては、七ペーシにあるように、介入に当たって、緊密に協議し、適切に協力するということです。協議はするけれども、どうしてもしようがないときは単独の

介入も辞さないということを言っているわけですね。特に金利がゼロに張りついてしまうと、金融をそれ以上緩めて為替を安定させるということも難しくなるし、そもそも金融のコンディションというのは、Monetary Condition Index というカナダの中央銀行が考えたものがありますが、金利と為替の動きというものをGDPへの影響の加重平均で考えたものですけれども、金利がそれ以上下がらないときに金融状況に影響を与えるのは為替の動きということになりますから、金利をそれ以上下げられないところで為替が切り上がっていくということは、金融のコンディションから見てもGDPに与える影響は常にマイナスの影響しかないということになってしまいます。

そういう意味では、金融政策はQE2とかQE3とかECBの政策も含めて何をやってもよくて、為替介入は基本的にはやらないほうがいいと

いう単純な二分論は正しくないと私はいろんな人に言っています。為替介入というのは、相手の通貨があつてやっていることですから、普通の金融政策とは少し性格が違うというのはそのとおりだけれども、金融政策は何をやってもよくて、為替は一切さわるなどと言われると困るということです。

八、欧州各国の状況

八ページは改めて欧州の状況です。先ほど欧州の状況はいっぱいお話ししましたけれども、IMFのプログラム、つまり、経済調整プログラムに基づく資金供与ですね、外貨がなくなつて不安定になつて、あるいは財政が非常に赤字で、IMFを含めたいろんなところでお金を借りなければいけないところがヨーロッパでは非常にふえてい

る。IMFというのは、もともと先進国間の外貨準備を貸し借りするところだったけれども、一九七〇年代以降は、変動相場制に伴つて、先進国のための機関ではなくて、新興国や途上国のための機関になっていました。しかし、最近、欧州への貸し付けがごくふえているということです。

繰り返しになりますが、プログラムというのは、経済政策調整プログラムを立てた上でIMFがお金を貸しているということです、極めて多くの欧州の国がお世話になつています。それでIMFの資金も足りなくなつてきているわけです。今まで、特にグレートモデレーションと言つていた二〇〇七年までは、IMFは要らないのではないのかという極論もありました。つまり、誰も借りてくれなくなつて、トルコぐらいしか借りていなかったのです。だから、各国から外貨準備を回してもらつて貸して、その差益で経費を出していた

のが、経費も出なくなってきたりストラしなくてはいけない、そもそも必要性がないのではないかという議論まであったのです。ところが、今や救済を求めて来るところがヨーロッパを含めて非常に多くなっています。

九、主なASEAN+3諸国経済の状況

九ページ（欧州諸国の国債利回り）は先ほど申し上げたもので、一〇ページは、中国はともかくとしても、ASEANの成長はかなり安定しています。二〇一一年、タイは洪水のせいで落ちていきますけれども、インドネシア、ベトナム、それからフィリピンは二〇〇九年は少し落ちていたけれども、最近の成長はかなり強いです。ですから、中国だけ見ているのも新興国の見方としてはやや

片手落ちで、やはりASEANなども見ていかなければいけない。最初に申し上げたように、ミャンマーなどにもチャンスがあるのではないかと思います。

むしろにかえて―日本は過小評価？

一一ページは、アジアからどういうところにとれだけ輸出が行っているかということですけれども、ASEANから出ている輸出の比率としては、日本が九・五%、香港を含む中国で一九%、アメリカやEUと同じぐらい日本はウエートがあります。それから、中国から見ると日本への輸出が九%。EUが二二%だから、EUのウエートがかなり高いです。

いずれにせよ、アメリカやEUのことばかり言

われて、日本が輸出先としてかなり貢献しているということが過小評価されているのではないかと。日本の影響もかなり大きい。それから、先ほど言い忘れましたけれども、四ページに戻ると、

確かに新興国のウエートはかなり上がってきているけれども、普通の名目GDPでBRICsが一％、購買力平価でも二八％ですから、やはりG7のウエートの市場レートで四九％なり購買力平価で四〇％というのはかなり大きなものです。日本の経済規模というのも、ドイツなどに比べても、市場レートベースで言うと日本はおよそ六兆ドル、ドイツは三・三兆ドルですから、日本が小国というか、常に相手から影響を受ける立場だただけ考えるのは非常に不適切です。日本自体が非常に大きな経済であり、日本の振る舞い自体が大きな影響を各国に与えるものだと思います。ただ、IMFやOECDの議論を聞いていても、日

本のことは余り議論にならないです。新興国がどうなるのか、アメリカがどうなるのか、ヨーロッパがどうなるのかということに焦点があたりがちです。

ただ、最後に一つご紹介すれば、私が八月の終わりにロンドンに行ったときに日本の最近の状況について説明したのですけれども、そのあとでBBCのラジオ放送でインタビューを受けました。

成長が遅い、金融政策もゼロ金利になって効かなくなっている、財政赤字が大きくなって財政出動も難しい、政治的な決断がしにくくなっているというのを「ジャパナイゼーション」という場合があるのですけれども、そのようにバブルの崩壊以降日本は割と今まで否定的に見られることが多かったわけです。ところが、ほかの国もだんだんそれに近づいてきたものだから、今度は日本のよさが逆に見えてきて、失業率も一番ひどいときで

も六%ぐらいだったし、成長率は、いろいろ言っても、地震やリーマン直後を除けばそれなりに維持しています。それから、よく白川日銀総裁が言っているけれども、生産年齢人口、一六歳から六四歳の人口の一人当たりの成長率というのは、この一〇年でも一・五%ぐらいあって、アメリカの二倍ぐらいあります。働いている世代の人口に関しては結構成長率が高いわけです。それから、物価も安定しているし、社会の安定も保たれている、BBCの聞きたかったことは、そのような日本の安定した状況はなぜ可能なのですかという質問だったわけです。

私は、政府がそれなりにいろいろ財政で支えてきたこともあるかもしれないし、企業が簡単に解雇しないカルチャーもあって雇用が維持されている面もあると説明しました。ただ、それによって産業の転換が遅れたり、債務が非常に積み上がった

ているというようなネガティブな部分もあるから一概には言えないけれども、確かに今までのところはうまくやってきた。今それなりによく暮らしている。もちろん、パートタイムの仕事をやっている人などはご苦労があると思うけれども、これまで総じてうまくいっているのをどういうふうに維持していくのが課題だと答えました。すなわち、これから、産業の競争力を維持・強化し、成長を促進し、また、財政を持続可能にしていこうという大きなチャレンジに直面しています。このようなことが課題であるというような話をしました。

いろんなことを申し上げましたけれども、一〇分ぐらい残っているの、あとは質疑応答ということにさせていただきますと思います。(拍手)

東理事長 中尾財務官、どうもありがとうございます

ました。

IMF総会のお話、あるいは各地域の経済・金融情勢について詳しくお話をいただきました。

それでは、御質問のお時間をいただいていますので、皆様から御意見あるいはご質問をいただきたいと思っています。いかがですか。

それでは、私から初めに一つお伺いしたのですけれども、IMF総会の中で、日本の金融システムについての議論というのでしょうか、もともと日本に学ぶべきだというような議論というのはかなり出たのでしょうか。

中尾 私が出ていた会議で一つ出ていたのは、それから、私自身も時々言っていますけれども、ヨーロッパの銀行は、特にフランスの銀行などは、デレバレッジというか、資金調達が難しくなっていることによって、あるいは資本に対して貸し付けを減らしていくという資本規制の問題が

あって、相当貸し付けがデレバレッジしています。特にアジアへの貸し付けは相当減らしています。それを日本の金融機関は、これは主として銀行ということになるのかもしれないけれども、それを補って拡大しています。日本の金融機関の健全性というのは相対的に見ればむしろよくなっていて、ドルの調達、例えばニューヨークの銀行でも、日本の銀行はどんどんラテンアメリカから預金をしてくるような人がふえたりして、ラテンアメリカへの貸し付けもふえるということなので、銀行に関する限りは相対的な健全性があり、ヨーロッパなどが貸し付けを減らしているのを補うことの意義というのは言われていると思います。

日本の資本市場に関しては、貯蓄から投資へというか、リスクテイクということについての展開が遅いというふうに一般的には思われていると思

います。今回の総会で議論になったかどうかはわからないけれども、IMFなどはよく議論しているところです。

もう一つは、日本の資本市場というか金融市場は、先ほど申し上げたように国債の発行額が非常に大きいものだから、場合によっては、国債を保持している金融機関にとつて潜在的なリスクになつていくということはよく言われています。これも、財政再建が必要な理由です。

一方、あえて日本についてよいと言われる部分を補足すれば、これはいろんなところで言われているわけですが、金融危機の処理に当たつて、各国に影響を与えるような形で金融危機にまで持っていかなかった。もちろん、幾つかの銀行は倒れたり証券会社が倒れたりして混乱しましたが、しばらくそれが尾を引いて貸し付けなどにも影響したのかもしれませんが、決定的な

危機は避けられたし、その過程では徹底した資産査定をやつて資本注入もやった。もつと早くやればよかったという議論もあるけれども、ほかの国がやつてもそう簡単にいかないわけです。前は、日本の金融機関に関しても、外国のエコノミストなどは、全然資本が足りないというようなことを誇張して言つたり、維持不可能なゾンビ銀行は早く潰せとか、言つておりました。アメリカも随分分たが潰した大規模金融機関はリーマンだけですから、簡単に銀行や証券会社を潰すということの社会的・経済的・財政的コストは思ったより大きいということがわかつてきたのではないかと。そういうふうに戻つてみると、日本が金融危機を受けていろんなブリッジバンクの制度とか公的管理の制度とか、預金保険による非常時の預金の全面的支援とか、そのようなことも含めて

やってきたそのスピードは、私は結構速かったのではないかと思うし、ヨーロッパにとつても、ある部分では教訓になるのではないかなと思います。

東理事長 お時間がありますので、それでは、もう一つ、私から質問させていただいてよろしいですか。

先ほどの実質実効為替レートの議論で、おっしゃるとおり、決してこの位置はこれまでのトレンドに比べて極端な円高ではないという議論が国内外でもよく出てきますけれども、一番気になりますのは、おっしゃったとおり、単に日本が勝手にデフレになっただけ、それで実質レートが円安になっただけだというのが私の認識なので、ここについては、もう少し国内側で何かしなくてはいけないのかなと思うのですが、いかがでしょうか。

中尾 実質実効為替レートの問題についてはそのとおりであつて、非常に勢いがあるときに物価が高くて、為替レートも比較的強いことによって実質実効為替レートが相当高くなっているという状況と、今のように実質実効為替レートが比較的低い、それは物価が下がっているからだという状況を見ると、実質実効為替レートだけで競争力とかあるいは日本経済への影響ははかり切れないと思います。

デフレ自体が大きな問題です。金利が下がり切れない中でデフレになると実質金利が上がるし、毎年給料が名目で下がっていくとやる気が出ないし、それから、価格調整がうまくいかなくなるなど、問題が大きいと思います。そういう意味では、デフレをまず脱却しなければいけない。デフレを脱却することによって円高というものももう少し抑制しなくてはいけない。逆に言うと、円高を

抑制すればデフレの抑制にもつながるわけですから、日本銀行と我々の為替政策というのは両方大事なのかなと。

国内で何をやらなくてはいいかというところ、やはりいろいろなことをやらなければいけない。金融政策もそうかもしれないけれども、金融政策ですべての問題が解決できるわけではない。規制緩和とかイノベーションをどういうふうにプロモートしていくとか、あとは、年金とか医療に非常に資金が必要になっているけれども、例えば大学教育とかを含めて、これからの成長につながるようなところにどうやって財政的な支援を強化していくのか。逆に言えば、年金とか医療とか、もう少し効率化しなければいけないかもしれない。どうやって成長にかかわるようなところの規制緩和とかイノベーションとかに財政支援をしていくか。そういうことも、成長を助け、デフ

レから脱却する上では重要なと思います。

東理事長 大変よくわかりました。

それでは、いただいた時間も過ぎましたので、今月の「資本市場を考える会」はこれでお開きにさせていただきますと思います。

改めまして、中尾財務官、本日はどうもありがとうございました。（拍手）

（なかお たけひこ・財務省財務官）

（本稿は、平成二四年十月十九日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）

中 尾 武 彦 氏

略 歴

現在 財務省財務官



1978年大蔵省入省後、大阪国税局泉大津税務署長、証券局、主税局、国際金融局の課長補佐などを歴任。1994年IMF（国際通貨基金）政策企画審査局審議役に出向。1997年に大蔵省に復帰後、銀行局金融会社室長、財務省国際局国際機構課長、主計局主計官（外務・経済産業・経済協力担当）、国際局開発政策課長、同総務課長などを経て、05年7月在米国大使館公使、07年7月財務省国際局次長、09年7月国際局長、2011年8月から現職。

2010年度前期、2011年度前期、東京大学大学院総合文化研究科・教養学部客員教授（毎週土曜午前に国際金融を講義）。2002年度前期、横浜国立大学大学院国際社会科学研究科非常勤講師（財政政策）。

著書に「アメリカの経済政策」（中公新書：2008年）、「グローバル化と財政」（石弘光編、有斐閣：1990年）、「国際租税制度概観」（日本租税研究協会：1989年）。主な論文に「国際金融の諸問題と我が国の対応」2012年3月15日国際通貨研究所シンポジウム提出論文）、「グローバル金融危機への国際的対応：G20サミット等における議論と今後のマクロ政策及び金融規制のあり方」（フィナンシャル・レビュー誌2010年7月）、「国際通貨システム改革を巡る諸問題についての考え方」（2010年3月18日国際通貨研究所シンポジウム提出論文）、「我が国のODAと国際的な援助潮流」（ファイナンス誌2005年1月、3月）、「日本の1990年代における財政政策の経験」（財務総合政策研究所ディスカッション・ペーパー：2002年4月）、「ヘッジファンドと国際金融市場」（ファイナンス誌：1999年7月）。

1978年東京大学経済学部卒業、1982年カリフォルニア大学バークレー校にて経営学修士。

1956年大阪府生まれ。

最近の国際金融情勢

平成24年10月19日

財務省財務官 中尾武彦

世界経済の現状（IMFの分析）

- 世界経済は減速し、下方リスクは増大。ユーロ危機の更なる悪化が世界経済にとって最大の脅威。
- ユーロ危機解決のためには、①周辺国での財政調整の継続、②EFSF（欧州金融安定ファシリティ）／ESM（欧州安定メカニズム）、ECBIによるOMTs（新たな国債買取制度）を通じた支援、③欧州単一金融監督メカニズムの早期設立、などが重要。
- 米国の「財政の崖」と「債務上限」も短期的リスク要因であり、早期解決が必要。十分野心的な中期財政計画も必要。
- 日本の消費税率引き上げ法案の成立は歓迎できるが、なおも中期的な財政健全化策を強化する必要。
- 新興国経済は外需低迷の影響などで減速。中国では、これに加え過去における引き締め政策が内需を下押し。
- エネルギーや食糧価格は足元で上昇。これは主に、イランからの石油輸出減少や天候不順による不作などの供給要因によるもの。

世界経済の見通し

	実質GDP成長率 (%)										失業率(%)					経常収支 (対GDP比、%)					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
世界	5.4	2.8	-0.6	5.1	3.8	3.3	3.6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
先進国	2.8	0.1	-3.5	3.0	1.6	1.3	1.5	5.5	5.8	8.0	8.3	7.9	8.0	8.1	-0.8	-1.1	-0.2	0.0	-0.2	-0.4	-0.3
先進7カ国	2.3	-0.4	-3.8	2.8	1.4	1.4	1.5	5.5	5.9	8.0	8.2	7.7	7.5	7.5	-1.2	-1.3	-0.6	-0.8	-1.1	-1.3	-1.2
日本	2.2	-1.0	-5.5	4.5	-0.8	2.2	1.2	3.8	4.0	5.1	5.0	4.6	4.5	4.4	4.9	3.3	2.9	3.7	2.0	1.6	2.3
米国	1.9	-0.3	-3.1	2.4	1.8	2.2	2.1	4.6	5.8	9.3	9.6	9.0	8.2	8.1	-5.1	-4.7	-2.7	-3.0	-3.1	-3.1	-3.1
ユーロ圏	3.0	0.4	-4.4	2.0	1.4	-0.4	0.2	7.6	7.7	9.6	10.1	10.2	11.2	11.5	0.4	-0.7	0.1	0.4	0.4	1.1	1.3
ドイツ	3.4	0.8	-5.1	4.0	3.1	0.9	0.9	8.8	7.6	7.7	7.1	6.0	5.2	5.3	7.4	6.2	5.9	6.0	5.7	5.4	4.7
フランス	2.3	-0.1	-3.1	1.7	1.7	0.1	0.4	8.4	7.8	9.5	9.7	9.6	10.1	10.5	-1.0	-1.7	-1.3	-1.6	-1.9	-1.7	-1.7
イタリア	1.7	-1.2	-5.5	1.8	0.4	-2.3	-0.7	6.1	6.8	7.8	8.4	8.4	10.6	11.1	-1.2	-2.9	-2.1	-3.6	-3.3	-1.5	-1.4
英国	3.6	-1.0	-4.0	1.8	0.8	-0.4	1.1	5.4	5.6	7.5	7.9	8.0	8.1	8.1	-2.3	-1.0	-1.3	-2.5	-1.9	-3.3	-2.7
カナダ	2.2	0.7	-2.8	3.2	2.4	1.9	2.0	6.1	6.2	8.3	8.0	7.5	7.3	7.3	0.8	0.3	-3.0	-3.1	-2.8	-3.4	-3.7
新興国・途上国	8.7	6.1	2.7	7.4	6.2	5.3	5.6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4.0	3.5	1.6	1.5	1.9	1.3	1.1
中国	14.2	9.6	9.2	10.4	9.2	7.8	8.2	4.0	4.2	4.3	4.1	4.1	4.1	4.1	10.1	9.1	5.2	4.0	2.8	2.3	2.5
インド	10.0	6.9	5.9	10.1	6.8	4.9	6.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-0.7	-2.5	-2.0	-3.2	-3.4	-3.8	-3.3
ブラジル	6.1	5.2	-0.3	7.5	2.7	1.5	4.0	9.3	7.9	8.1	6.7	6.0	6.0	6.5	0.1	-1.7	-1.5	-2.2	-2.1	-2.6	-2.8
ロシア	8.5	5.2	-7.8	4.3	4.3	3.7	3.8	6.1	6.4	8.4	7.5	6.5	6.0	6.0	5.9	6.2	4.0	4.7	5.3	5.2	3.8

(出典) IMF世界経済見通し(10月9日公表版)

世界財政の見通し

	一般政府財政収支 (対GDP比、%)					一般政府債務残高(ゼロス) (対GDP比、%)					一般政府債務残高(ネット) (対GDP比、%)										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
世界	-0.6	-2.2	-7.4	-6.0	-4.6	-4.2	-3.5	61.6	66.0	76.2	79.7	79.9	81.3	81.5	44.8	36.1	43.3	44.9	46.6	48.2	48.9
先進国	-1.1	-3.5	-8.9	-7.8	-6.6	-5.9	-4.9	74.5	81.5	95.2	101.4	105.5	110.7	113.6	45.9	51.1	61.4	66.0	70.9	76.0	79.1
先進カ国	-2.1	-4.5	-10.1	-9.0	-7.8	-7.2	-6.1	83.5	91.8	107.0	114.7	119.9	125.1	128.8	54.6	60.8	72.2	77.9	84.1	89.0	92.8
日本	-2.1	-4.1	-10.4	-9.4	-9.8	-10.0	-9.1	183.0	191.8	210.2	215.3	225.6	236.6	245.0	80.5	95.3	106.2	112.8	126.4	135.4	144.7
米国	-2.7	-6.7	-13.3	-11.2	-10.1	-8.7	-7.3	67.2	76.1	89.7	98.6	102.9	107.2	111.7	48.2	53.8	65.8	73.2	80.3	83.8	87.7
ユーロ圏	-0.7	-2.1	-6.4	-6.2	-4.1	-3.3	-2.6	66.4	70.2	80.0	85.4	88.0	93.6	94.9	52.0	54.1	62.4	65.5	68.0	73.4	74.8
ドイツ	0.2	-0.1	-3.2	-4.1	-0.8	-0.4	-0.4	65.4	66.9	74.7	82.4	80.6	83.0	81.5	50.5	50.2	57.0	56.2	55.3	58.4	57.5
フランス	2.8	-3.3	-7.6	-7.1	-5.2	-4.7	-3.5	64.2	68.2	79.2	82.3	86.0	90.0	92.1	59.6	62.3	72.0	76.1	78.8	83.7	85.9
イタリア	-1.6	-2.7	-5.4	-4.5	-3.8	-2.7	-1.8	103.1	105.7	116.0	118.6	120.1	126.3	127.8	86.9	88.8	97.2	99.1	99.6	103.1	103.9
英国	-2.8	-5.1	-10.4	-9.9	-8.5	-8.2	-7.3	43.7	52.2	68.0	75.0	81.8	88.7	93.3	38.0	45.8	60.6	71.0	76.6	83.7	88.2
カナダ	1.4	-0.4	-4.9	-5.6	-4.4	-3.8	-3.0	66.5	71.3	83.3	85.1	85.4	87.5	87.8	22.9	22.4	28.3	30.4	33.1	35.8	37.5
新興国・途上国	0.3	0.0	-4.5	-3.2	-1.8	-1.9	-1.8	35.5	33.6	36.1	40.5	37.0	34.8	33.1	27.7	24.2	28.6	28.8	27.3	24.7	22.9
中国	0.9	-0.7	-3.1	-1.5	-1.2	-1.3	-1.0	19.6	17.0	17.7	33.5	25.8	22.2	19.6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
インド	-4.8	-8.7	-10.0	-9.4	-9.0	-9.5	-9.1	75.5	74.1	74.2	68.0	67.0	67.6	66.7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ブラジル	-2.6	-1.3	-3.0	-2.7	-2.6	-2.1	-1.6	65.2	63.5	66.9	65.2	64.9	64.1	61.2	45.1	38.0	41.5	39.1	36.4	34.4	32.0
ロシア	6.8	4.9	-6.3	-3.5	1.6	0.5	0.2	8.5	7.9	11.3	11.8	12.0	11.0	9.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

(出典) IMF世界財政調査(10月9日公表版)

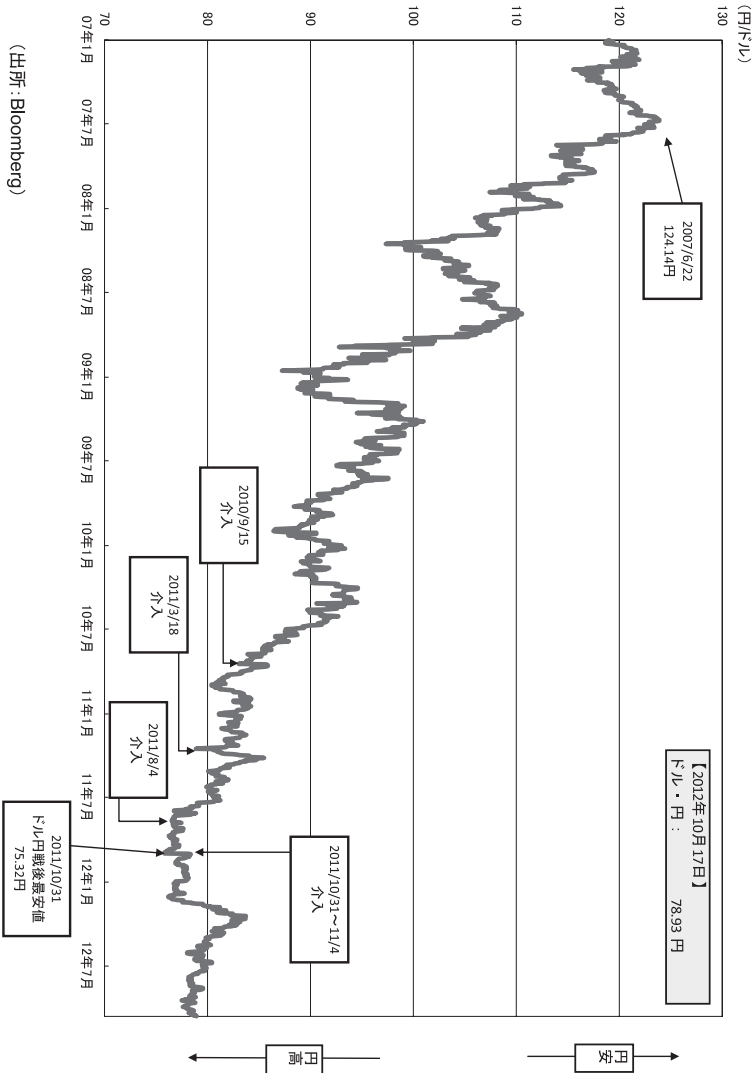
G20参加国の世界経済に占める割合

国名	人口		面積	GDP (名目)		GDP (PPP)			
	(2012年)			(2012年)		(2012年)			
	(百万人)	(対世界)	(千km ²)	(10億ドル)	(対世界)	(一人当たり)	(一人当たり)		
日本	128	(1.8%)	365	5,984	(8.6%)	46,896	4617	(5.9%)	36,179
アメリカ	314	(4.5%)	9,147	15,653	(22.5%)	49,802	15,653	(19.8%)	49,802
英国	63	(0.9%)	242	2,434	(3.5%)	38,592	2316	(2.9%)	36,728
ドイツ	82	(1.2%)	349	3,367	(4.8%)	41,168	3,194	(4.0%)	39,059
フランス	63	(0.9%)	548	2,580	(3.7%)	40,690	2,253	(2.9%)	35,519
イタリア	61	(0.9%)	294	1,980	(2.8%)	32,522	1,834	(2.3%)	30,116
カナダ	35	(0.5%)	9,094	1,770	(2.5%)	50,827	1,446	(1.8%)	41,507
G7(上記)合計	746	(10.8%)	20,038	33,769	(48.5%)	—	31,313	(39.7%)	—
オーストラリア	23	(0.3%)	7,682	1,542	(2.2%)	67,963	961	(1.2%)	42,354
韓国	50	(0.7%)	97	1,151	(1.7%)	23,021	1,622	(2.1%)	32,431
G20先進国(上記9ヶ国)合計	819	(11.8%)	27,817	36,462	(52.3%)	—	33,895	(43.0%)	—
中国	1,354	(19.5%)	9,327	8,250	(11.8%)	6,094	12,383	(15.7%)	9,146
ブラジル	197	(2.8%)	8,459	2,425	(3.5%)	12,340	2,366	(3.0%)	12,038
ロシア	142	(2.0%)	16,377	1,954	(2.8%)	13,765	2,512	(3.2%)	17,698
インド	1,223	(17.6%)	2,973	1,947	(2.8%)	1,592	4,711	(6.0%)	3,851
BRICs(上記)合計	2,915	(42.0%)	37,137	14,576	(20.9%)	—	21,971	(27.8%)	—
インドネシア	244	(3.5%)	1,812	895	(1.3%)	3,660	1,212	(1.5%)	4,958
トルコ	75	(1.1%)	770	783	(1.1%)	10,457	1,125	(1.4%)	15,029
アルゼンチン	41	(0.6%)	2,737	475	(0.7%)	11,573	747	(0.9%)	18,205
メキシコ	115	(1.7%)	1,944	1,163	(1.7%)	10,123	1,758	(2.2%)	15,300
サウジアラビア	29	(0.4%)	2,000	657	(0.9%)	22,823	741	(0.9%)	25,723
南アフリカ	51	(0.7%)	1,214	391	(0.6%)	7,636	579	(0.7%)	11,302
G20新興市場国(上記10ヶ国)合計	3,471	(50.0%)	47,613	18,939	(27.2%)	—	28,132	(35.7%)	—
G20参加国(上記19ヶ国)合計	4,289	(61.8%)	75,430	55,402	(79.5%)	—	62,027	(78.6%)	—
EU	502	(7.2%)	4,181	16,419	(23.6%)	32,718	16,068	(20.4%)	32,018
(参考)ユーロ圏	331	(4.8%)	2,552	12,073	(17.3%)	36,464	11,881	(14.4%)	34,374
世界	6,938	(100%)	—	69,660	(100%)	10,040	78,897	(100%)	11,372

出所) 人口、名目GDP、GDP(PPP)はWorld Economic Outlook 2012年10月版、名目GDP(PPP)についてはIMDの「国々の競争力」に基づき算出。EU、ユーロ圏GDP(名目)、面積、GDP(名目)、GDP(PPP)についてはIMDの「国々の競争力」に基づき算出。

(出所) 人口、名目GDP、GDP(PPP)はIMF World Economic Outlook 2012年10月。面積はWorld data Bank。一人当たりGDP(名目)、一人当たりGDP(PPP)及び各国の対世界シェアについては左記のデータに基づき当方で計算。EU、ユーロ圏の人口、面積、GDP(名目)、GDP(PPP)についてはメンバー国のデータを基に当方で計算。

ドル円相場の動き(2007年～)

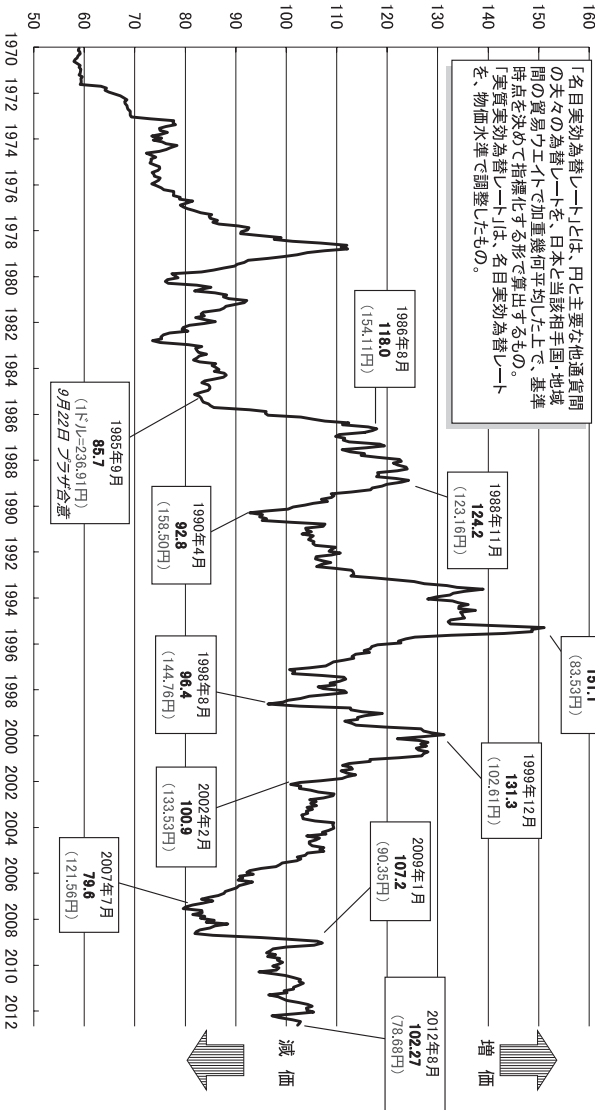


円の実質実効為替レート(月次)の推移

(2010年平均＝100)

1990年以降平均: 107.9
1980年以降平均: 104.3

「名目実効為替レート」とは、円と主要な他通貨間の夫々の為替レートを、日本と当該相手国・地域間の貿易ウエイトで加重幾何平均した上で、基準時点を決めて指標化する形で算出するもの。
「実質実効為替レート」は、名目実効為替レートを、物価水準で調整したもの。



(出所) 日本銀行

(注) データは各月平均。括弧内はドル/円レート

(参考) 2011年平均ドル/円レート(東京17時時点月平均)＝79.78円

G7合意事項（2011年9月9日）（為替関連部分抜粋）

我々は、強固で安定的な国際金融システムが我々の共通の利益であること、及び、市場において決定される為替レートを我々が支持することを再確認した。為替レートの過度の変動や無秩序な動きは、経済及び金融の安定に対して悪影響を与える。我々は、為替市場における行動に関して緊密に協議し、適切に協力する。

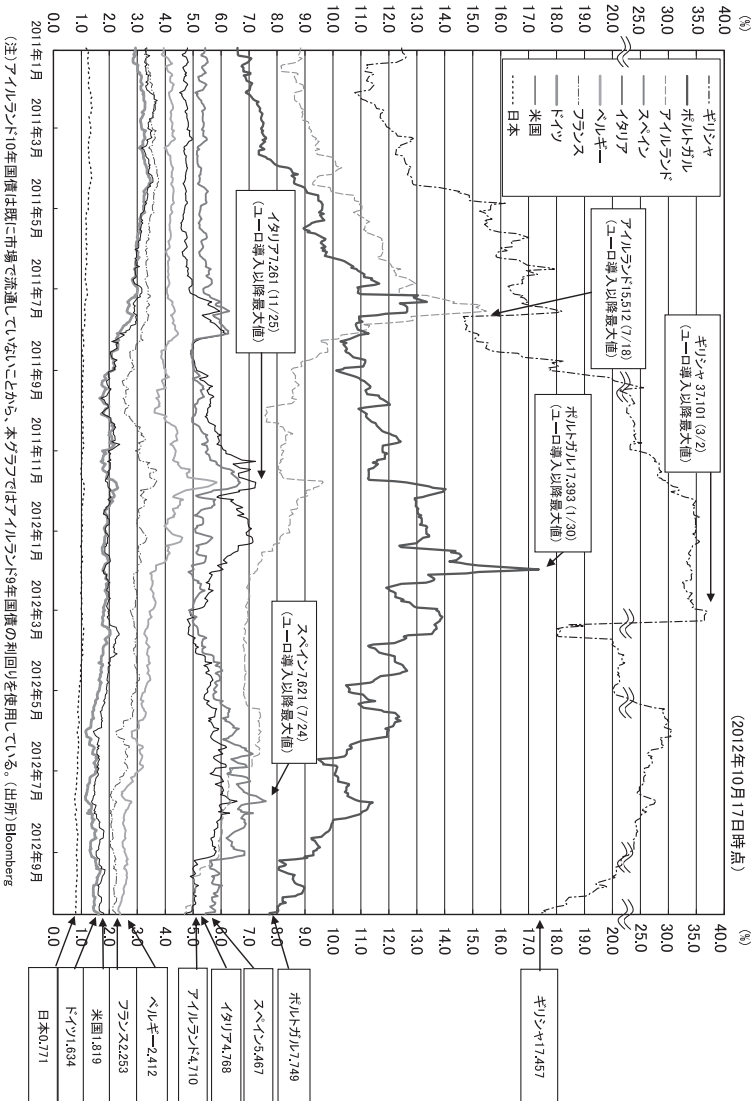
We reaffirmed our shared interest in a strong and stable international financial system, and our support for market-determined exchange rates. Excess volatility and disorderly movements in exchange rates have adverse implications for economic and financial stability. We will consult closely in regard to actions in exchange markets and will cooperate as appropriate.

※ 各国の人口、名目GDP(出所: IMF世界経済見通し)は2011年時点。

11年時点。

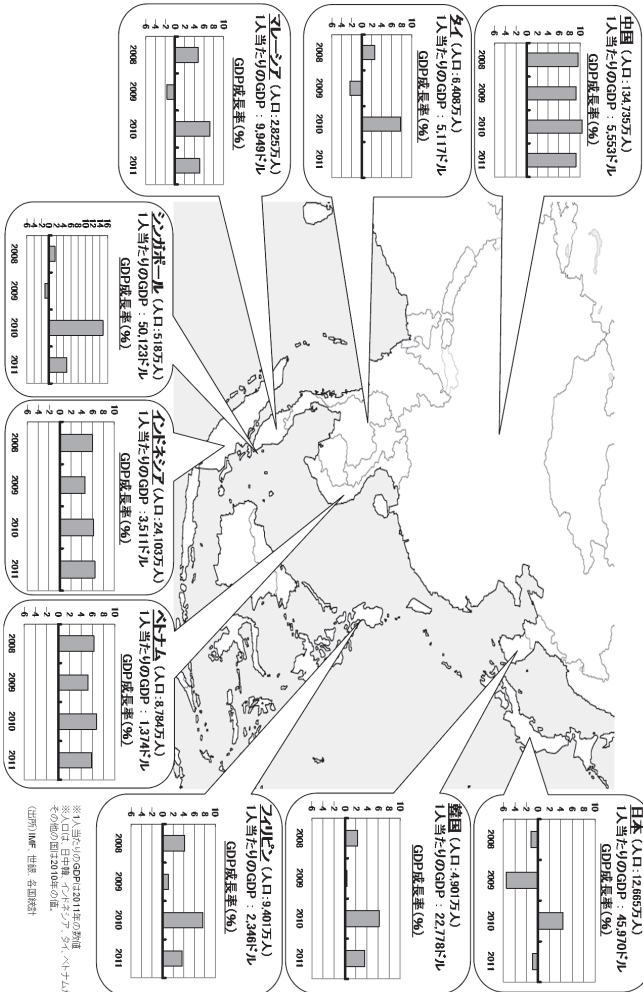
 ∞

欧州主要国国債の利回りの推移(10年物)



主なASEAN+3諸国経済の状況

- 2011年は、欧州債務問題、米国の景気減速等により成長は鈍化したものの、堅調な内需によりプラス成長を維持。
- 2012年も、欧州債務問題がリスク要因ではあるが、堅調な内需及び金融緩和等の景気刺激策により成長を維持する見込み。
- ペトナムは経常収支の赤字が懸念材料。



国・地域別輸出先・輸入元

国・地域別輸出先(%) (2011年)

相手国	対								
	対ASEAN	対日本	対中国 (含香港)	対韓国	対ASEAN+3	対アメリカ	対EU	対その他	合計
輸出国									
ASEAN	24.6%	9.5%	19.4%	4.3%	57.9%	8.7%	10.4%	23.1%	100%
日本	14.9%	—	24.9%	8.0%	47.8%	15.5%	11.6%	25.1%	100%
中国(含香港)	10.8%	9.0%	—	5.0%	24.8%	20.1%	22.0%	33.2%	100%
韓国	12.8%	7.0%	29.3%	—	49.2%	10.0%	10.0%	30.8%	100%
ASEAN+3	15.7%	7.3%	13.7%	4.7%	41.4%	14.7%	15.3%	28.5%	100%
アメリカ	5.2%	4.5%	9.5%	2.9%	22.1%	—	18.2%	59.7%	100%
EU	1.5%	1.0%	3.4%	0.7%	6.6%	5.3%	66.8%	21.3%	100%

(注) 2011年のラオスのデータは未公表のため、2010年のデータを利用。

(出所) IMF "Direction of Trade Statistics 2012(2)" 2012年6月

※NAFTAの域内輸出比率は49.2%(2011年)

国・地域別輸入元(%) (2011年)

相手国	対								
	対ASEAN	対日本	対中国 (含香港)	対韓国	ASEAN+3	対アメリカ	対EU	対その他	合計
輸入国									
ASEAN	24.7%	10.7%	16.2%	6.1%	57.7%	7.6%	8.9%	25.7%	100%
日本	14.6%	—	21.7%	4.7%	41.0%	8.9%	9.4%	40.7%	100%
中国(含香港)	12.9%	11.8%	—	9.1%	33.7%	7.4%	12.6%	46.3%	100%
韓国	10.1%	13.0%	16.9%	—	40.1%	8.5%	9.0%	42.3%	100%
ASEAN+3	16.0%	9.4%	10.3%	6.4%	42.2%	7.9%	10.6%	39.4%	100%
アメリカ	5.4%	5.8%	18.6%	2.6%	32.5%	—	16.6%	50.9%	100%
EU	2.1%	1.4%	6.9%	0.8%	11.2%	3.7%	62.9%	22.2%	100%

(注) 2011年のラオスのデータは未公表のため、2010年のデータを利用。

(出所) IMF "Direction of Trade Statistics 2012(2)" 2012年6月

※NAFTAの域内輸入比率は34.2%(2011年)