

21世紀政策研究所新書—35

シンポジウム

# 金融と世界経済

—リーマンショック、ソブリンリスクを  
踏まえて—

第98回シンポジウム（2013年3月7日開催）

報告1

金融拡大の30年間を振り返る……

21世紀政策研究所研究主幹  
慶應義塾大学経済学部教授

池尾和人

7

報告2

金融危機後の非伝統的金融政策……

——スイス・米国・英国の事例を中心に——

京都大学公共政策大学院教授

翁 邦雄

26

これからの金融と世界経済

【パネリスト】

京都大学公共政策大学院教授

翁 邦雄

みずほ総合研究所常務執行役員調査本部長

高田 創

三菱総合研究所主席研究員

後藤康雄

一橋大学経済研究所准教授（当時）

小黒一正

【モデレータ】

21世紀政策研究所研究主幹

池尾和人

## ごあいさつ

21世紀政策研究所では、わが国経済・社会が直面するさまざまな課題を取り上げ、内外の多くの学者や有識者の方々にご参加いただき、積極的に研究・提言活動を行っております。本日のテーマの「金融と世界経済——リーマンショック、サブプリンスクを踏まえて」も、その中の重要な一つです。

私どもがこのテーマに取り組んだ直接のきっかけは、リーマンショックや欧州におけるサブプリンスクを背景に、欧米を中心として金融に対する批判、金融資本主義への懸念が高まったことでした。その後、日本でも先の総選挙で金融政策のあり方が争点になりましたが、経済の再生を最重要課題と位置づける安倍政権の、いわゆるアベノミクスといわれる経済政策により、経済にもようやく明るい兆しが見え

てまいりました。しかしながら、この景気回復が持続可能かどうか、期待と懸念が混在している状況であると思います。

金融イノベーションでダイナミックな展開をしてきた米国と、ソブリンリスクにさいなまれている欧州のはざまで、日本の金融にはどのような可能性があるのでしょうか。それは金融と実体経済との関係をどのように理解するかにかかってくると思います。そこで当研究所では、昨年7月に池尾和人 慶應義塾大学経済学部教授に研究主幹をお願いして研究会を立ち上げ、過去30年の金融と実体経済の関係について米国、欧州、日本を中心に検討してまいりました。

本日は、池尾先生に研究結果をご報告いただき、過去を振り返り、翁先生に「リマンショック後の非伝統的金融政策」と題して現在のお話をうかがい、その後のパネルディスカッションでは「これからの金融と世界経済」というテーマで未来を考える構成としております。本日のシンポジウムが皆様にとりまして有意義なもの

になるとともに、日本経済の回復を持続可能なものにするためのヒントとなることを祈念しております。

二〇一三年三月七日

21世紀政策研究所所長 森田富治郎

報告  
1

# 金融拡大の30年間を振り返る

21世紀政策研究所研究主幹  
慶應義塾大学経済学部教授

池尾和人

私たちが検討すべきということとで与えられたテーマは、「金融と世界経済——リーマンショック、ソブリンリスクを踏まえて」という、今回のシンポジウムのタイトルそのままです。当然のことですが極めて大きなテーマで、できることは限られています。われわれとしてなしたのは、この30年間の金融と世界経済のかかわりについて、ある程度整理して振り返るといふ作業でした。

本日、そのオーバービューを一通りご紹介します。実際の研究会においては、金融政策や日本経済とのかかわり等について、より個別に立ち入った議論を行っていただいています。それについては報告書に含まれていますので、ご参照ください。

## 金融拡大の時代

基本認識として、1980年代、1990年代、2000年代は金融拡大の時代だったという認識に立っています。これは実物経済の面で成熟化といえますか、低





池尾研究主幹

成長への移行、投資機会が乏しくなったことの反映、裏返しの動きとして金融シフトが起こったということです。

80年代以降、わが国においても金融シフトの動きが生じたわけですが、日本の場合は80年代中にバブルを起こし、崩壊を迎え、90年代以降はその後始末で長きにわたって低迷せざるをえませんでした。日本の場合は、圧縮した感じで、短期間でこの動きが完了してしまっただけです。

しかし米国では、今から振り返って後知恵的にいえば、最終的な顛末は日本と同様だったといえる面もあるのですが、より大がかりで、非

常に長い時間、30年かけてこの動きが進展したといえます。これは、伝統的な銀行業が不況産業化する中で、新しい金融、ニューファイナンスとも呼ぶべきビジネスモデルが台頭してきたことが大きな原因だと思っています。ここでは二つ例を挙げます。

一つは、70年代の終わりから80年代にかけて第2次石油ショックへの対応に失敗したことがあります。米国は高インフレを経験します。それを反映して、あるいはその高インフレを抑えこむために、当時のボルカー連銀議長が強力な引き締め政策を取ったことがあって、マネーマーケット金利が非常に高くなり10%を超えるような水準になりました。しかしながら預金金利は、当時米国でも規制されていて低位であったため、そこにギャップといえますか、アービトラージ（裁定取引）のチャンスが存在したわけです。そのアービトラージのチャンスを含み尽くして利益を上げるためのMMMF（Money Market Mutual Fund：短期金融資産投資信託）の開発という金融イノベーションを、米国の証券業界は行いました。そういうイノベーション

な動き、ダイナミズムがあったことがポイントだと思います。証券業界はそれによって大いに発展したわけですが、他方、S & L (Savings and Loan Association: 貯蓄貸付組合) 業界は破綻したということがありません。

もう一つの例として米国では60年代くらいから、ある種の経営者支配の状況が生じていて、あまりシナジー効果も見込めないような合併統合のような動きがあり、それによって企業価値が低下していました(コングロマリット・デイスカウント)。そうした合併統合をむしろ分解することによって、利益を上げる余地がある——LBO(レバレッジド・バイアウト)という手法自体は昔からあったとされていますが、ジャンク債を利用するような形で、かなり乱暴ではあります。実現していくといったダイナミズム、イノベータータイプな動きが起きました。これが長期間にわたる大がかりな動きにつながっていったと思っています。

80年代以降、証券化とデリバティブという、より本格的な金融イノベーションが

実現されていきます。

先ほど申しあげたS & Lの危機以降、金利の自由化が進むと、短期の預金で資金調達をしている預金金融機関が長期に固定金利で住宅ローンを出すことは、非常に難しくなりました。しかしながら、そういう中で長期固定金利に対する米国民のニーズが非常に強かったので、住宅ローンの証券化が政府の支援の下で進められていきました。

住宅ローンの証券化を出発点に、さまざまな経験、ノウハウを蓄積していく中で、より広範に証券化が発展していきます。そのことが米国の金融モデル自体をずいぶん変えて、アンバンドリング（金融機能の分解）と再構築につながっていきました。一つの金融機関がいろいろな機能を丸抱えでやるのではなくて、多くの金融機関が分業体制を組んで、全体として金融機能を提供するような体制にどんどん変わっていったのです。

もう一つ、ファイナンス理論とコンピュータの発達が、ファイナンシャル・エンジニアリング（金融工学）の分野を成立させることになり、デリバティブと呼ばれる新たな金融商品がどんどん開発されていきました。80年代くらいまでのデリバティブは、いわゆるマーケットリスク、金利や株価、為替にかかわるものを中心だったわけですが、90年代以降になりますと信用リスクにかかわる、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）に代表されるクレジット・デリバティブの出現に至っています。

### 歪みを是正するビジネスのジレンマ

こうしたニューファイナンスの台頭が米国のダイナミックなところだったと思いますが、新しい金融にはある種、功罪があります。新しい金融の特徴は、社会・経済の中に歪みを見つけて、その歪みが是正されることを期待するポジションを組ん

で利益を上げる。そうしたポジションを取ること自体が、歪みを是正する圧力にもなっていく。

歪みを見つけてそれを是正する行動を取るのは、そういう行動を取った者が儲かるだけではなくて、実は社会的にも有益であります。基本的には資本主義とはそういうものだと思いますが、利己的に利益を追求することが社会的にも望ましい結果を生む側面は、資本主義のよさだと思えます。まさにそういうよさの面を、新しい金融も持っていたわけです。

しかしながら、こういうビジネスは基本的なジレンマを抱えているところがあります。裁定行動をどんどんやっていって歪みを是正すると、収益基盤そのものもなくなっていく。米国でも80年代は大きな歪みが経済社会の中にいろいろと残されていて、こういう新しい形のビジネスが利益を上げる余地はたくさんあったと思われる。しかし、さすがに90年代くらいになると米国の経済社会は効率化してきて、

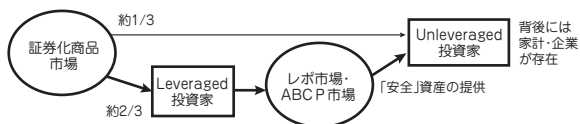
簡単に利益につながるような歪みは見出しにくくなりました。

そういう中で、80年代の成功ゆえに拡大したヘッジファンドや投資銀行は、引き続き大きな利益を上げたいということで、結局のところ利ざやの縮小をレバレッジの拡大で補う方向に流れていったのです。レバレッジ、要するに借り入れで自己資本の何倍もの投資を行うという方向に行きだしたところから、ちょっとおかしくなっただけです。

### シャドーバンキングと「市場に優しい」金融政策

米国ではさまざまなタイプの投資家が活動していますが、カテゴリーとして大きく二つに分けて理解するのが適切ではないかと思えます。図表1（16ページ）にあるように、レバレッジをかける投資家と、レバレッジをかけない投資家の二つです。投資家とはもちろん、この場合は個人というよりは機関投資家で、それ自身が金融

図表 1 「影の銀行システム」の概略



- Leveraged投資家というのは、ヘッジファンドやSIV（あるいは、自らヘッジファンド化していた大手銀行）など。自己資金以上に、借り入れた資金で投資を行っている
- Unleveraged投資家というのは、 MMMFや年金基金など。家計や企業といった最終投資家から預かった資金を運用している
- Leveraged投資家は、Unleveraged投資家から担保付きの借入れ（secured borrowing）をしていた。証券化商品は担保とされていたのであって、売り渡されていたのではない

機関といったほうがよい存在です。

レバレッジをかけて、借り入れをして自己資本の何倍にも膨らませて投資を行うタイプの投資家グループは、ヘッジファンドや大手金融機関の別働隊としてのSIV（ストラクチャード・インベストメント・ビークル）と呼ばれたりする投資専門会社などです。それに対して、投資信託や年金基金のように、基本的には家計や企業から預かった資金を運用する、多少の借り入れなどをすることはあっても、基本的には自己資金で運用するレバレッジをかけない投



資家もいます。

最初に申しあげたレバレッジをかける投資家については、実は金融危機の前にさまざまなに組成された証券化商品の3分の2を保有していました。そういう投資家は証券化商品を購入するのに必要な資金を、自分が買って持っている証券化商品を担保にする形で借り入れます。

このようにレバレッジを拡大するような形で投資が進められていたのが実情です。こういう仕掛けのことを、現在ではシャドーバンキング（影の銀行）と呼んでいます。

こうしたシャドーバンキングの発展や、90年代以降、米国の金融機関がレバレッジを高めていった背景に、当時の金融政策の運営スタンスがかなり影響していたと考えています。米国の連邦準備制度の金融政策、特にグリーンズパンが議長になって以降の金融政策は、「市場に優しい」金融政策でした。要するに、普段は自由に

やってくください、もし問題が起こったら連邦準備制度が最大限の努力を傾けて問題解決に当たりますから、頑張つてやってくださいというようなスタンスだったので、マーケット関係者からは非常に歓迎されたわけです。しかし視点を変えてやや長い目で見ると、リスクテイクを促進する側面が非常に強かったのです。

## 金融危機

2003～2005年にかけて、グリーンSPAN議長の下にあった連邦準備制度は、一段と踏み込んだ金融緩和政策を取ります。これが住宅価格バブルを高進させ、金融危機につながった側面もかなりあるのではないかと思っています。

なぜこの時点で一段と踏み込んだ金融緩和を行ったかという点、日本のデフレを見ていて、日本のようなデフレに陥るとそこからの脱却は極めて困難である、米国の経済が日本のようなデフレに陥る懸念は完全に払拭しておきたいということで、バ

ブル発生の可能性を認めながらも、一段の緩和に踏み込んだことだったと思います。それは何度もいうように後知恵ですが、結果的には失敗だったといえるのではないかとということです。

金融危機について改めて詳しくは申しませんが、金融危機を考える際に、その引き金となったものと、金融危機まで問題を増幅させたものとは、区別する必要があります。思います。引き金になったものとはサブプライム・ローン問題ですが、サブプライム・ローンの残高自体は、極めて巨大な米国の金融資本市場との比較でいえば、相対的に小さい問題だったともいえます。金融危機の初期の段階では、それほど大事にはならないだろうという見方すらありました。

しかしながら、危機まで増幅するようなメカニズムが作動してしまっただけがゆえに、危機に至りました。それは、レバレッジを非常に高める形の投資行動が一般化していたことです。

サブプライム・ローン問題をきっかけに、担保にされている証券化商品などが本来に信用できるのかという疑念に陥った。その結果、ヘアカット率（担保の掛け目）が急上昇して投げ売りの状態となり、レポ（買い戻し条件付き債券）市場、A B C P（資産担保コマースシャルペーパー）といったマーケットで、取り付けのような動きが生じたことで問題が起き、危機に至ったのです。

### グローバル・インバランス

こういう危機に至る前夜といえますか、リーマンショック直前の時点を国際的に見ると、経常収支の国際的な不均衡（グローバル・インバランス）が非常に拡大していました。日本経済はそうした中で北米市場への依存度を非常に高めていたのです。米国における金融危機の勃発以降、経済活動が収縮する中で、世界の貿易量はさらに収縮する形になりました。それゆえに日本経済は非常に大きな打撃を受ける

ことになったのです。

近年の欧州の信用不安の背景にも、グローバル・インバランスと非常に相似的な構造が見取れます。

具体的には、EU全体で見ると経常収支はほぼトントンでバランスしているのですが、EU内部ではドイツが非常に大きな経常収支の黒字を出して、南欧諸国が経常収支の大きな赤字を出す構造になっていました。経常収支の赤字を出せば、その分どこかから借り入れをしてファイナンスしなければいけないわけですが、そのファイナンスを与えていたのがドイツの金融機関でした。結局、ドイツがファイナンス付きで財・サービスを南ヨーロッパ諸国に売り込むような構造になっていて、そういう構造の持続可能性に疑念を持たれたことが、近年のヨーロッパの信用不安の発生につながったと思います。

## 公的債務残高の累増と金利上昇の回避

わが国の公的債務残高の累増ぶり、財政状況が国際的に見ても非常に悪いことはよく知られています。わが国のみならず先進諸国で公的債務残高の累増が発生しています。この背景にはもちろん高齢化に伴う問題が作用していますが、やはり金融危機の影響が非常に大きいのです。先ほども申しましたように、金融危機の前段階では一般的に、民間部門のレバレッジが非常に高まっているので、金融危機から最終的に脱却するためには、民間部門のレバレッジを下げなければいけません。

しかし民間部門の自助努力だけでレバレッジの低下を促すことになると、いわゆるバランスシート不況のようなことが非常に長期間続かざるをえません。したがって、どうしても政府が民間部門のデレバレッジを支援するために債務を肩代わりしてやるということが発生せざるをえないので、公的債務残高の累増が起ころるので、それで世界的に公的債務残高の累増が先進国共通の問題として起こっていて、

そういう中で金利の上昇を回避することが非常に優先的な課題になっているのが足元の状況だと思えます。

### 前半20年のプラスと後半10年のマイナス

最後に、金融拡大の30年間を振り返り、総括的に申しあげます。30年のうちの最初の20年間、90年代に入ってから少し変になってきたところがあるのですが、80年代、90年代の間の動きは乱暴なところもあつたし、まったくマイナスの面がなかったなどと申しあげるつもりはありません。しかし総じていうとプラスが勝つたということで、実際さまざま歪みが是正されていく中で経済活動の効率化が促され、米国経済は90年代以降、いわゆるグレートモデレーション（大いなる安定化）を享受することになったわけです。いろいろな金融イノベーションが達成された結果として、社会全体としてのリスク負担のキャパシティを拡大することにも成功したと

思います。

しかしながら最後の10年、特に2000年代に入ってから、「肥大化」という言い方をされても仕方がないようなマイナス面が目立ち始めたと考えています。それは金融革新の結果、実現したリスク負担のキャパシティ拡大を、有効に利用しきれなかった。金融そのものは、実物的な投資機会を創出する機能を持ちませんので、実物面での投資チャンスがなかなか出てこなかった中で、拡大したリスク負担のキャパシティを金融システムの中だけで使っていく形になりました。金融システムの中で、いわば金融のための金融のような形でリスクテイクが行われていくということでおかしくなり、それで金融危機に至ったのだと思います。

新たな実物的な投資機会のチャンスが今後出てこない、金融だけがいくら頑張っても無理で、やはり社会的役割分担というものがあります。企業や技術者、研究者が実物面での投資機会を発見し、それを活用していくという試みをしていただく



必要があります。そういうプロセスで起こるリスクを、金融が引き受けてサポートする。そういう実物経済と金融活動の役割分担が、後半10年間で見失われてしまったことが問題なのです。

今後はそういう社会的な役割分担を見失わない形で、金融の拡大を日本でも進めていくことに意味があり、金融の役割はそういう全体の役割分担の中で存在していると考えています。

報告2

金融危機後の非伝統的金融政策  
——スイス・米国・英国の事例を中心に——

京都大学公共政策大学院教授

翁 邦雄



翁委員

私は研究会ではグリーンパンの金融政策を担当しました。しかし昨今は新次元の金融政策が話題になっておりますので、金融危機後の非伝統的金融政策のお話をするほうが、たぶん皆さんのご参考になるのではないかと思います。本日はそのお話をスイス、米国、英国の事例を中心に話します。

リーマンショック後の金融政策は、政策金利がゼロ以下に下げられない制約（ゼロ金利制約）に直面しています。昔であれば、もうこれで金融政策はやることはないというのがオールド・セントラル・バンカーの感覚でした。しか

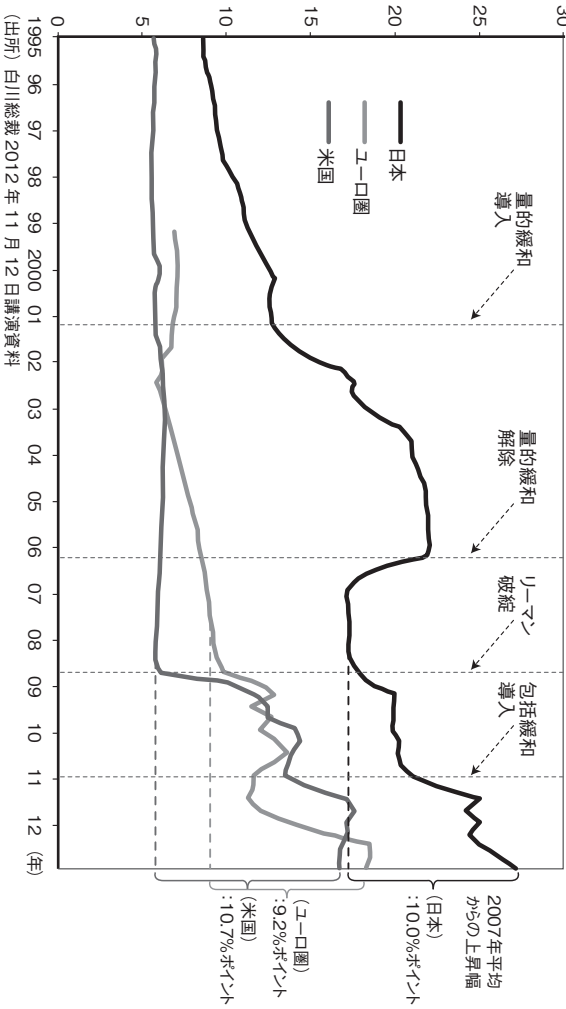
し中央銀行への期待は高まり続けており、中央銀行サークルの中では非常に厳しい状況だと思っている人たちが多いと思います。

金利がゼロになった後で、いわゆる非伝統的金融政策ということで、主要中央銀行のバランスシートは拡大し続けています。図表2を見ていただくと、日本でも米国でもユーロ圏でも非常に大きく拡大しています。ただバランスシートを拡大するだけではなくて、いろいろなことを実験的にやっています。そのことについて少しお話しようと思います。

取り上げる事例は三つで、スイスと米国と英国。ECB（欧州中央銀行）はもう一つ、大きな柱としてありうるわけですが、あちらは一つの中央銀行が多くの国を抱えるという特殊な問題を抱えているので、新次元の金融政策を日本で考える上でちょっと違うかなと思います、この三国にしました。

(対名目GDP比率、%)

図表 2 主要中央銀行のバランスシートの推移  
ゼロ金利制約下の非伝統的政策で主要中央銀行のB/Sは拡大し続けている



## 無制限介入を行ったスイス

まずスイスです。スイスは為替レート重視の金融政策ということで、非常に大きな実験をやりました。国際金融危機の後、円も非常に円高になったわけですが、スイスフランも安全通貨ということで非常に高騰しました。スイスの場合は、開放経済の中でヨーロッパ経済に大きく組み込まれているので、スイスフラン高というのは日本以上に危機的な影響を持つわけです。

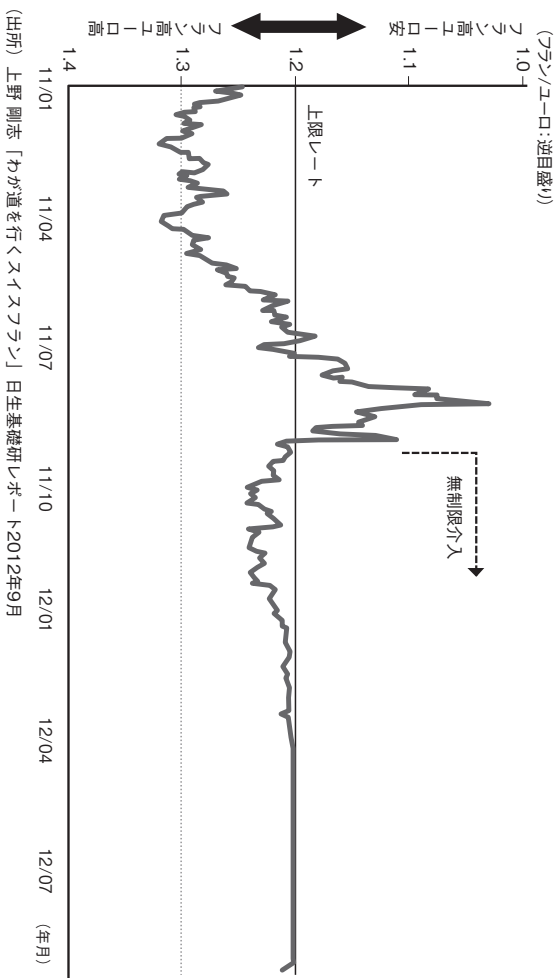
そういう状況になりました、スイスの中央銀行であるスイス国民銀行が、最初は量的緩和をやりました。2011年8月、最初は当座預金残高目標が300億フランという数字だったのですが、同じ月内にどんどん引き上げ、2000億フランになりました。これはスイスの名目GDPの40%弱です。経済の姿が違うので単純には比較できないのですが、日本のGDPの感覚でいえばいっぺんに200兆円に持っていった感じです。その結果として、マネタリーベースが前年比350%近くま

で急騰しますが、それでもスイスフラン高に歯止めがかかりませんでした。

次に行ったのが無制限介入です。2011年9月6日、スイス国民銀行は1ユーロ||1・2スイスフランを上限として、これを維持するためにこのレートでフラン売り・ユーロ買いの無制限介入を行うことを宣言しました。この政策は劇的な効果を上げました。図表3（32ページ）を見ていただくと、無制限介入をしてから上限レートを超えておらず、ぴたっとこの範囲内に収まっています。むしろ直近では、日本もそうですが、ヨーロッパの状況が安定してくるとフランが安くなる方向に振れるというように変わってきています。

スイスの無制限介入への反応ですが、欧州での批判はそれほど高まりませんでした。なぜならば、スイスが小さな国だということがあります。また、スイスの場合はユーロで介入しています。介入したユーロでユーロ圏の国債を買ったのです。欧州債務危機に苦しんでいる中では、欧州国債の買い手は非常に貴重ですから、そう

図表 3 スイスの無制限介入宣言前後のスイスフランの対ユーロ・レート推移





いう国債を買ってくれる国に対してあまり強いことは言えないということがあったと思います。

他方で、米国にはそのような事情はありませんので、為替操作への反発は強いのです。ただ、ドルを買ったわけではなくあくまでユーロですので、間接的だということはあり、あまり顕在化はしませんでした。それでも、介入に対する米国の反発は非常に強いと考えたほうがよいと思っています。

たとえば、ジョセフ・ギャグノンとフレッド・バーグステンという人たちが2012年12月に「為替操作、米国経済、そして世界経済秩序」という論文を出しています。ギャグノンは連邦準備制度の幹部だった人で、バーグステンは財務次官やG7のアタッシェもやった人、いずれも政策中枢だった人たちです。彼らは、「米国が完全雇用を回復するには貿易赤字を解消する必要がある。そのためには中国やイス等に対して為替レート介入をやめさせる必要がある」と提言しています。

日本についても、「安倍新首相がドルを購入することを通じて、円を急速に減価させるという発言を実行に移すなら、制裁リストに加える必要がある」と書いています。そういう意味では、外債購入というオプションがよく話題に出ますが、それはかなり危険なオプションだといえると思います。

スイスの経験と教訓として、今申しあげた直接介入の政治的リスク以外に、二つ挙げられます。一つは、為替レートが非常に強いセンチメント（市場心理）に押されているときは、量的緩和のような間接的な手段は、それが劇的でも止められないことがあります。他方で、自国通貨高を防ぐ無制限介入は原理的には可能で、マーケットがその政府の覚悟を信じれば、自国通貨高というのはほとんど介入しなくても止まります。

逆に自国通貨安を防ぐ外貨売り介入は、持っている外貨準備の額に限りがありませんから、無制限介入は不可能です。だからイングランド銀行はソロスに負けたので

す。したがって、円高はどうしても困る場合は止めることは可能だということですが。ただそれにはものすごい覚悟がいることは間違いありません。

### 米国の金融政策とその効果

米国は金融危機後どうしたのでしょうか。大きくいえば、リスク・プレミアムへの働きかけとフォワード・ガイダンス強化です。

リスク・プレミアムへの働きかけというのは、要するに長期金利を下げたいということですが。そのためにたくさん長期のものを買って、ターム・プレミアム（期間プレミアム）を下げ、長期金利を下げていくのが一つの柱です。金融危機後の2010年11月には、そのリスク・プレミアム押し下げのための大規模なオペレーションが、QE2や量的緩和と呼ばれています。採られました。英国と違って米国の場合はあくまでも長期金利を押し下げようということに軸足がある政策でした。

わかり易いのは2011年9月のオペレーション・ツイストで、長期の債券を買って短期のものを売るといふものですから、量は増えませんが、ただ長期のリスク・プレミアムは下がります。そういうものが一つの系列の動きになります。

もう一つ、これとオーバーラップするように出てきているのがフォワード・ガイドランスと呼ばれるものです。将来の金融政策について、いろいろとガイドランスを与えることでマーケットの期待に働きかけることを狙いにするものです。そしてただん軸足はフォワード・ガイドランスのほうに移っています。2012年1月に金融政策の透明性向上ということで、「先行きこうします」という働きかけを強め、その後同年9月、いわゆるQE3、それから同年12月エバンス型ルールの採用という形で、さらに働きかけを強めています。

米国のフォワード・ガイドランスのやり方は前からやっているものを少しずつ直して、いこうというものです。たとえば、12年6月のFOMC（公開市場操作委員会）、日

本でいえば日銀政策委員会ですが、そのステートメントでは、少なくとも2014年後半までの景気の悪さを予測するスタイルにとどまっていたが、期待に働きかける政策効果は弱いという批判が起こり、オデッセイ型（フォワード・ガイダンス）と呼ばれているものによっていきます。

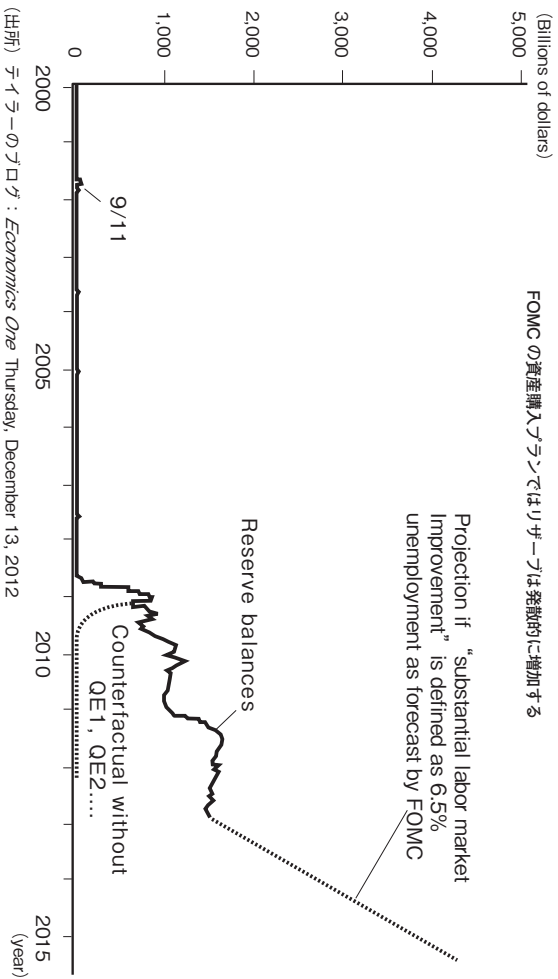
これは、情勢が変わったときに中央銀行が行動を変化させることができないうように、あらかじめ手足を縛っておけば、マーケットに対する働きかけが強いだろうという考え方です。

エバンスはシカゴ連銀の総裁なので中の人なのですが、単にカレンダー・イヤーク・ベースで、2014年後半まで低金利だろうと予測をするのではなくて、具体的には失業率が7%を下回る、あるいはインフレ率が3%を中期的に上回るということがない限りはゼロ金利政策離脱を検討しないということを宣言したらよいと言ったわけです。

これは非常に関心を呼び、実際に2012年12月のFOMCで、これに近いルールが採用されました。閾値となったのは、失業率が6・5%、それから長期インフレ期待が向こう1〜2年に2・5%を上回らないという見通しがあれば、ゼロ金利政策を続けるという考え方を取るというものです。

これに併せて、資産購入プログラムということで、月額でMBS（不動産担保証券）400億、それから財務省証券450億、計850億ドルを「労働市場の見通しが著しく改善しない場合には買い続ける」といったわけです。

それについては有名なテイラー・ルールを開発したスタンフォードのジョン・テイラーが、どういうバランスシートになるかという絵を描いています（図表4参照）。仮に労働市場が有意に改善するという意味が、6・5%の失業率という金利のコミットメントと一緒だとします。すると、この図のような形で買い続けることになります。そうしますと、発散的に連邦準備制度のバランスシートは拡大してい



くという絵になります。

インフレの許容範囲も2・5%よりオーバーシュートしてもよい、中期的にオーバーシュートを認めるといった上で、オープンエンドで資産購入をするということになり、インフレ期待が高まるはずだという話が、メディアでどんどん出ています。日経新聞には、ウエルズ・ファアゴがそういつているというような記事もありました。他方で、2013年1月のFOMCの議事録が出て、何人かのメンバーがオープンエンドの資産購入への懸念を表明したということからも、いよいよインフレ期待が高まっているのではないかと受け止められています。

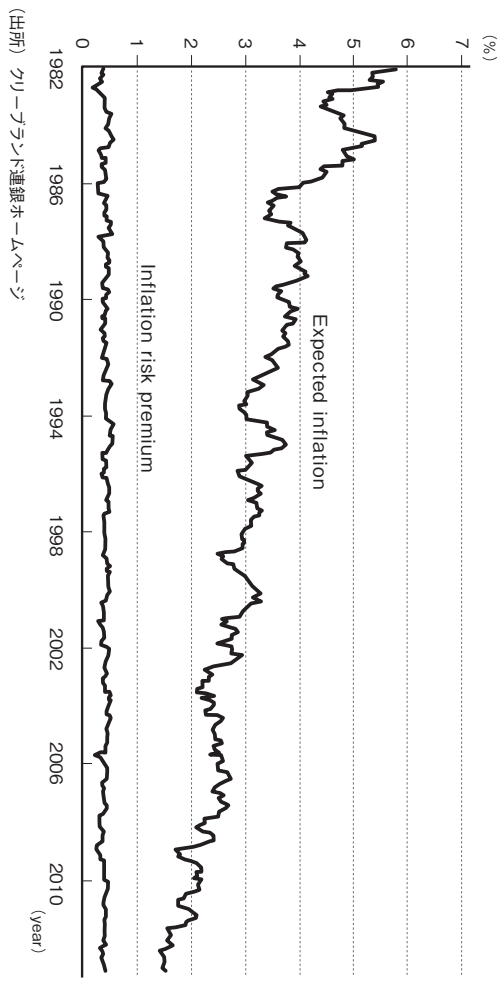
ただ、話はそれほど単純ではなく、バーナンキ議長はこの政策を導入するとき、「連邦準備制度のバランスシートの規模は期待インフレ率には全く影響がない」と明快に断言して、実際にそうなっているのです。

図表5はクリーブランド連銀が推計した値ですが、期待インフレ率のトレンド的



図表 5 クリーブランド連銀の推計 (1)

実際にも今後 10 年間に展望した期待インフレ率のトレンドの低下は、なお続いている (2013 年 2 月 21 日現在)



(出所) クリーブランド連銀ホームページ

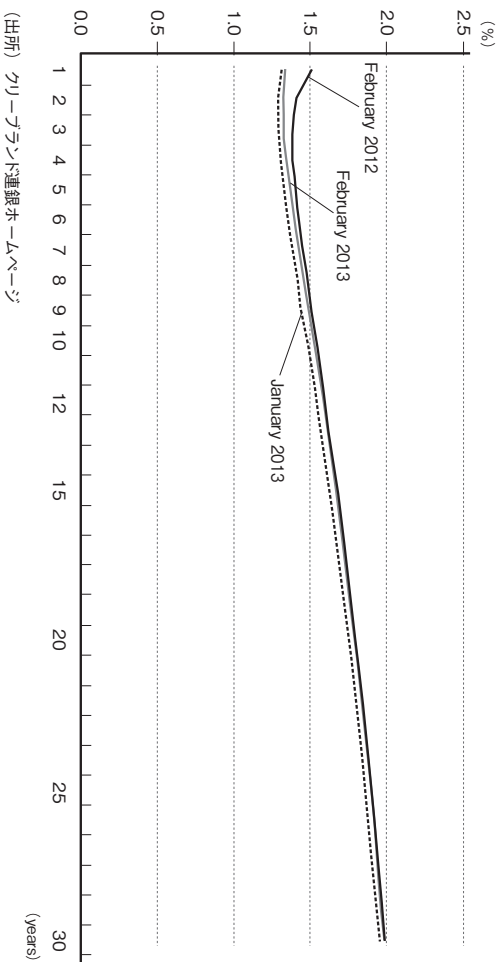
低下は収まっています。まだ下がっています。かつ、図表6の下の目盛りの10のところを見ていただくとよいのですが、10年間の期待インフレ率が1・5%で、今後10年間、目標インフレ率2%を下回り続けることが予想されています。30年のところでようやく2%に達するという構造になっています。

FOMCメンバーは期待インフレ率で量的緩和を心配しているわけではなくて、議事要旨を見ると、彼らが挙げている反対あるいは懸念の理由は、こういう政策をやっていくと出口政策が困難化するのではないか。あるいはリスクテイクの行きすぎが起きるのではないか。いずれ連邦準備制度の自己資本が壊れるのではないか。こんなことをやると金融機能が低下するのではないかといったことを挙げています。

まだ、議事要旨というのはそんなに細かい内容が公開されているわけではないのですが、今週はじめに出たイエレン副議長のスピーチを見ると、彼女は量的緩和も

図表6 クリーブランド連銀の推計 (2)

今後 10年間の期待インフレ率は1.53%で、目標インフレ率2%を下回り続けることが予想されている (2013年2月21日現在)



(出所) クリーブランド連銀ホームページ

含めて今の政策を推進する立場なので、それぞれのものを点検した上で、「現状ではそういうリスクないしコストよりはベネフィットが上回るから、この政策を推し進める」と言っています。その上で、「この中で一番自分たちが心配しなければいけないのはリスクテイクの行きすぎだろう」といつているのです。したがって、米国の量的緩和というのは、懸念されているのちよっと違う方向に効果が見えたり、見えなかったりということだと思います。

### 量的緩和を行うも経済が低迷する英国

米国のQEは量的緩和自体が目標ではなく、長期金利を押し下げるとオペレーションです。これに対し英国の場合は、明示的に量的緩和と銘打っています。

英国は量的緩和を2009年から始めて、どんどん拡大しています（図表7参照）。BOE (Bank of England) がこれを自ら量的緩和と呼んだのは、当初、資

図表7 英国の量的緩和

2009年3月：2000億ポンド相当の資産（大半は英国債）購入を決定

2011年10月：750億ポンド追加購入を決定

2012年2月・7月：各500億ポンド相当分の追加購入を決定

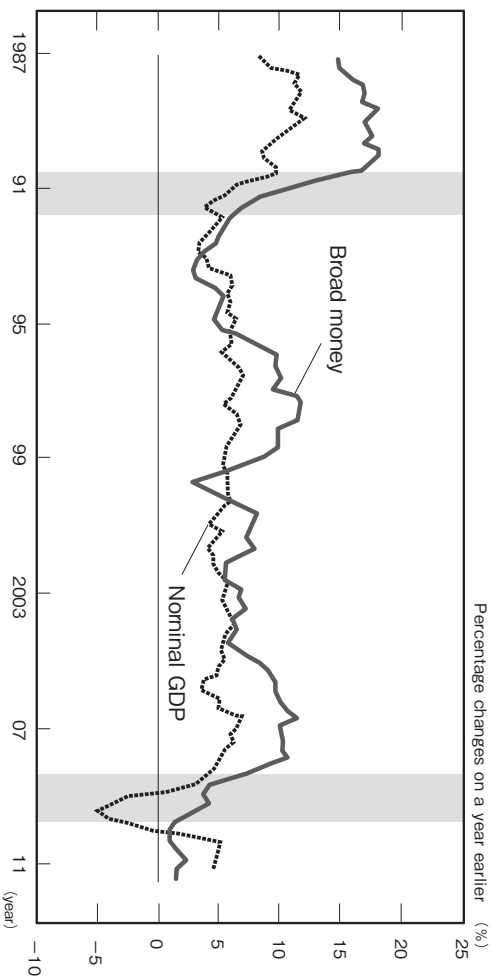
産購入をすることによってマネーサプライが拡大して、いずれ名目総需要の拡大をもたらすと確信していたからです。

ところが図表8（46ページ）を見ていただくと、むしろGDPのリバウンドにマネーがつかっていない。当初、BOEが期待したスタイルは、マネーサプライがリバウンドして、その後、名目支出が追いかけるという感じですが、そうはなっていないのです。

それで彼らは説明を変えました。図表9（47ページ）の左側からの流れを見ていただくと、ポリシー・シグナリングとかポートフォリオ・リバランシングというところが中核に位置づけられています。ポリシー・シグナリングは、米国流でいえばフォワード・ガイダンス、日本流でいえば時間軸政策になります。ポートフォリオ・リバランシングはリスク・プレミアムへの働きかけです。それを中

図表 8 英国の量的緩和の効果

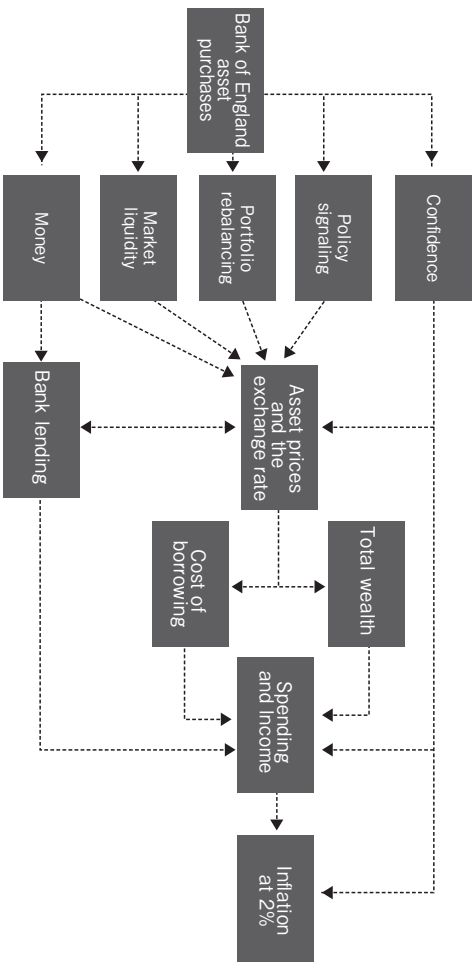
資産購入の名目拡大効果は小さいことが判明、BOE は量的緩和の説明を結果に合わせ変更していく



(出所) Joyce, M., Tong, M. and Woods, R. "The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact." *Bank of England Quarterly Bulletin* 2011 Q3

図表 9 英国の金融政策の説明

QEのトランスマッションの中核は期待と資産価格への働きかけとして再整理



(出所) Joyce, M., Tong, M. and Woods, R. "The United Kingdom's quantitative easing policy : design, operation and impact." *Bank of England Quarterly Bulletin* 2011 Q3.

核にして、その上で補完的に、一番下にマネー、それからバンクレンディング（銀行貸出）という系列を入れていくことにしています。この系列は原理的には期待できるのだけれども、今は機能していないので補助的なルートだといっています。

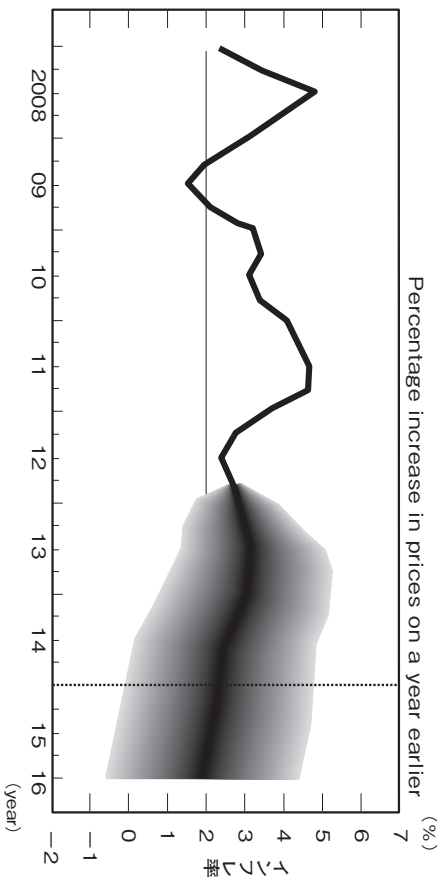
そうした上で、彼らは貸出を拡大させるために大蔵省と共同で貸出支援プログラムを発足させて、民間金融機関で貸出を伸ばしたところには補助金を出して、枠を上げて、さらに貸出のインセンティブをつけてやるということをやっています。

これと同様のことを日本銀行もやっているのですが、英国の事例が日本や米国等と非常に違うのは、インフレ率がインフレ目標値を大幅に上回り続けているのだけれども、経済は停滞が続いているということです。非常に景気が悪い中でインフレ率が上振れを続けているという状況です。図表10の中央の横線が2%で、折れ線が実績で、5%をしばしば上回り、だいぶ収まってきたようだけれども、またリバウ



図表 10 英国経済の現況

米国と異なりインフレ率は目標を上回り続けているが、経済は停滞が続いている



(出所) BOEホームページ (インフレーション・レポート)

ンドして上がりそうな状況になっています。2015年くらいまで、なかなか2%に戻りそうにありません。

今そういう状況に直面して、BOEのキング総裁はどう考えているのでしょうか。彼は6月に代わってしまいうわけですが、「必要とあれば、われわれはさらなる刺激を行う用意がある」といっています。「患者（英国経済）を回復させるために、もっと手を打つべきか。端的な答えはイエスだ。しかしどうやればよいのか」なぜ悩むかという点、彼の懸念は、金融政策というのは結局のところ、企業や家計の行動を前倒しにさせる政策なのだという点です。ちょうどエコカー減税みたいな、将来するはずだった支出を今日させるのだと。

そうすると、明日になったら車は買ってくれないわけです。明後日からどんどん借りてこなければいけません。どんどん大きな投薬が必要になります。もし戦後の典型的な景気循環だったら、いつのまにか循環的な不況期を抜けるのでそれでよい

のだけれども、そうではない経済、特に今の英国経済だとそういうわけにはいきません。そのような悩みを語っているわけです。

## 米国と英国の教訓

米国と英国の経験と教訓についていうと、ゼロ金利政策の下で中央銀行のバランスシート拡大があり、狙いは違うけれども、量的緩和という政策が発動されました。ただバランスシート政策がどういう経路で効くのか。期待への影響や量的な効果は、事前に思っていたこととかなり違います。経験が蓄積されている世界ではないので、試行錯誤で手探りになることが一つです。

もう一つは、日本の場合、今はデフレ脱却ということが非常に關心を持たれていますが、インフレ率がかなり高い状態になったときに、中央銀行による景気刺激がなくても持続可能なのでしょうか。そういうことがもう一つの大きな論点になって

きます。それは英国を見ても明らかで、デフレから脱却すればすべてがうまくいくというものではありません。そうすると、明日の姿、明後日の姿も考えて緩和を展開していくことが、たぶん必要になるというのが、経験的にいえることだと思いません。

パネルディスカッション

## これからの金融と世界経済

【パネリスト】 京都大学公共政策大学院教授

翁 邦雄

みずほ総合研究所常務執行役員調査本部長

高田 創

三菱総合研究所主席研究員

後藤 康雄

一橋大学経済研究所准教授（当時）

小黒 一正

【モデレータ】 21世紀政策研究所研究主幹

池尾 和人

池尾 私が最初に報告させていただいたのは過去の回顧でしたが、パネルディスカッションではこれからの展望という、前向きな話を取り上げていきます。大きく三つのトピックを取り上げて議論したいと思います。1番目は、金融ビジネスの将来はいかなるものだろうかということ。2番目は日本経済のことです。日本の經常収支が赤字化するのではないかとということが話題になっており、そうした日本経済と經常収支の動向を取り上げます。3番目に財政の問題、財政の持続可能性ということを議論していきたいと思っています。

それぞれのトピックの最初にパネリストの中からお1人ずつプレゼンテーションをしていただいて、論点をまとめていきます。1番目は金融ビジネスの将来ということ、まずは高田さんからお話をいただきます。



高田委員

## 金融ビジネスの将来

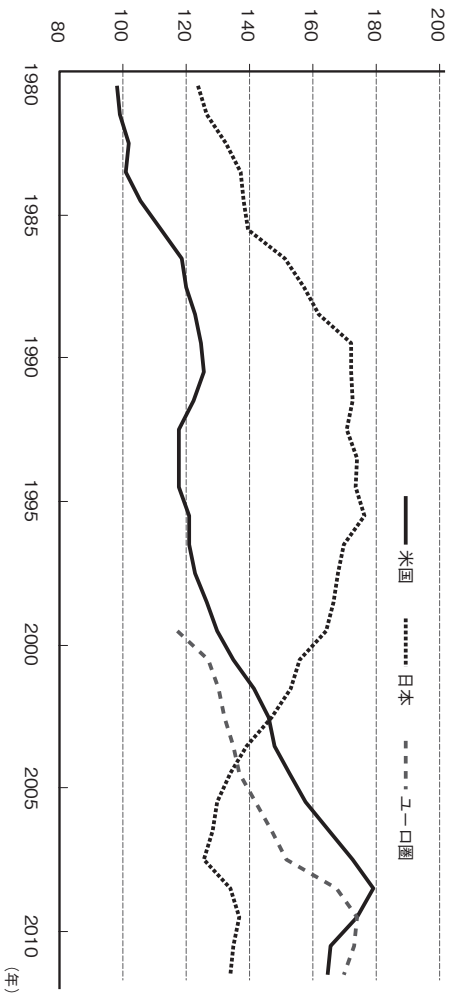
### 欧米の「日本化」と金融機関

高田 先ほど池尾先生から「この30年間」のお話がありました。私がこの30年間ということでは、例えば、日本は最初の10年間、90年のところで大きな転換があり、それ以降も20年以上、米国、欧州では信用拡大があったという状況になるのだらうと思います。それを表したのが図表11（56ページ）です。

こちらは民間債務対名目GDP単位ですが、

図表 11 民間債務対名目 GDP 比率

- ・バランスシート調整、米国は家計 / 住宅を中心に残存、欧州はソブリン・住宅
- ・起点は日本が 1990 年。欧米は 2007 年⇒17 年前の日本を平行移動した状況か？



(注) 米国・ユーロ圏は暦年、日本は年度。民間は民間非金融法人企業十家計として算出  
 (出所) Haver、内閣府、Eurostat、欧州委員会よりみずほ総合研究所作成



日本の場合には90年をピークにして、それ以降が失われた10年、実際には20年近く、2006～2007年くらいまでバランスシート調整がかかりました。一方で米国、欧州の場合は2007年くらいからその調整に入っており、逆にいえばそこまで大きな拡大があったのですから、非常に単純化して申しあげれば、17年間のタイムラグがあるのです。

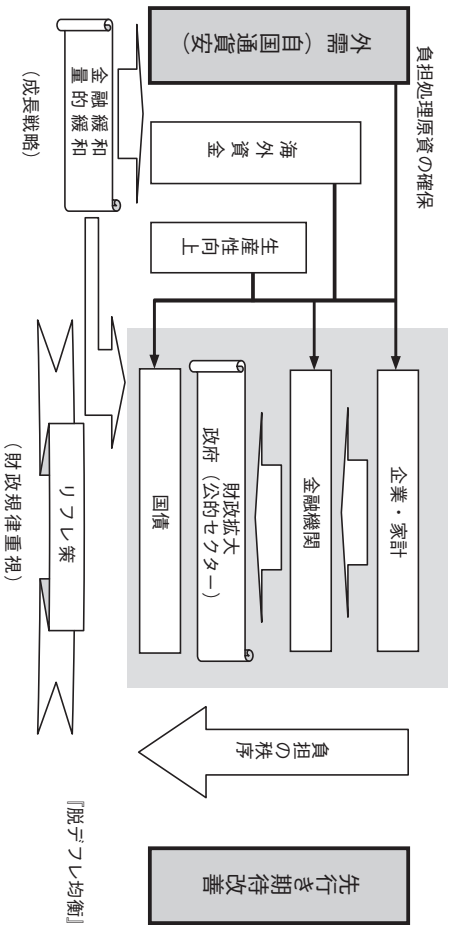
そういう中でバランスシート調整はどのような形で起こるのかを考えると、図表12（58ページ）の真ん中にある、過剰債務を肩代わりしていくプロセスになります。日本の場合には企業が主だったわけですが、それを金融機関、そして国が肩代わりをし、その裏側で国債が発行されます。ですから国債というのは、ある面、過剰債務の肩代わりで大きくなった「身代わり地蔵」のようなものです。どこかで償還しなければいけません。

そのために、普通は図の左側にある外需が用いられることが多い。円安というこ

図表 12 債務処理過程における「負担」と「処理原資」

バランスシート調整の基本は、債務肩代わり、自国通貨安、先行き改善

(肩代わり)



(出所) みずほ総合研究所

とがいわれるのは、そのためです。それを通じて右側の先行き改善をどうできるかということになります。日本の場合、中央の肩代わりプロセスは20年かけてほとんどうまくいったわけですが、残念ながら収益性、成長戦略がなかなかできていません。中でも為替の部分が大きかったと思いますので、今後の課題はそうしたところが中心になるでしょう。

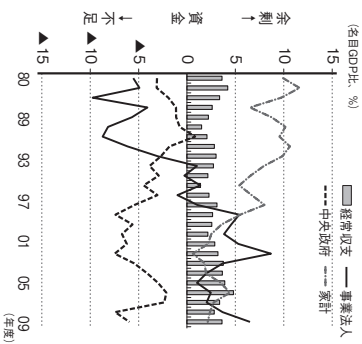
その結果、日本の企業の債務は、上場企業の半分近くが実質無借金のところまできて、米国を上回る水準にまでなっています。反対に、公的な債務がどんどん大きくなってしまった状況になるわけです。

図表13 (60ページ) はI S (貯蓄・投資) バランスを見たものですが、左側の日本では、今申しあげたような企業のディレバレッジが働き、事業法人が余剰になっています。図の一番左側の80年代、30年前には考えられなかったことが生じているわけです。そういう中で、要は資金需要があるセクターというのは、結局中央政府

図表 13 日米欧の同時資金需要マイナス（主体別資金過不足状況推移）

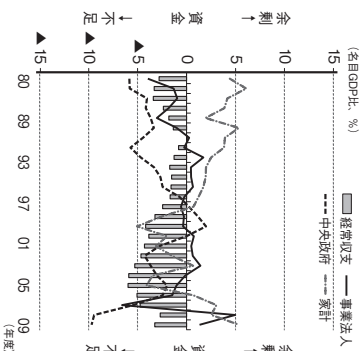
- ・米欧も日本と同様、事業法人と家計が余剰化
- ・「伝統的金融政策」の背景にある、事業法人の不足と家計の余剰（預貸モデル）の存在

《日本》



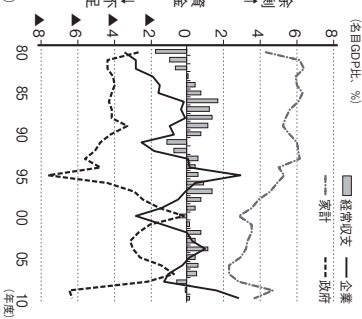
(出所) 日本銀行、内閣府、財務省

《米国》



(出所) FRB、米国商務省

《ユーロ圏》



(注) ユーロ圏12カ国ベース。2000年以前でデータの無い国は除外して算出  
 (出所) 欧州委員会

と海外しか残らないという状況になります。これがバブル崩壊後の日本特有の状況になるわけです。

中央の米国、右側のユーロ圏も、ともに家計と事業法人が全部余剰で、極めて異例な状況がここ数年間続いています。こうした状態をもって、図表14（62ページ）に示したような金融環境の「五つの日本化現象」という、マネーフローや、その結果としての金融政策の日本化が起き、いわゆる非伝統的な状況になります。

そういう中で、今後の展開を含めて考えなければいけないことは、金融規制が日本で十数年行われてきた状況の方向に向かい出してきた点や、また金融機関行動に関しても、そういう兆しが出ているという点です。

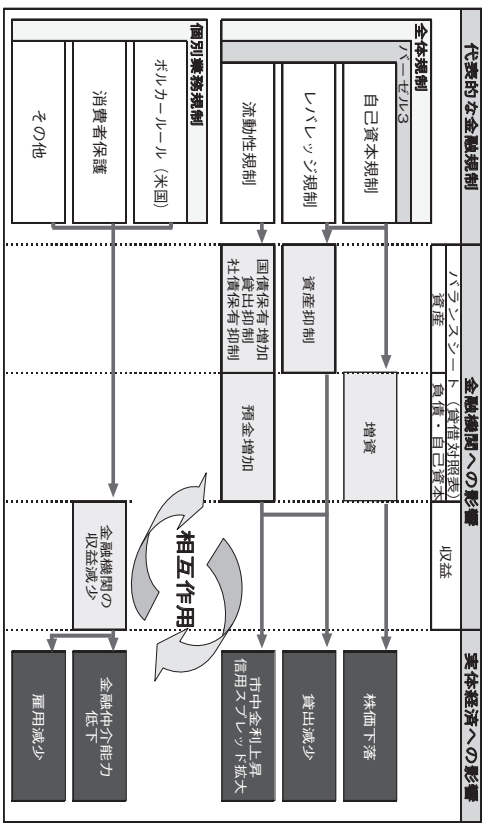
グローバルな金融規制は図表15（63ページ）のように、たとえばバーゼル規制、英国のリテール・リングフェンス、それからボルカールールといわれるような、これまでの、流動性、預金を重視するような状況にあります。またそういう中で国債

図表 14 金融環境の五つの「日本化現象」

「日本化現象」の分野	状 況
資金フローの日本化現象	バランスシート調整に伴い、ISバランスで家計・企業の資金余剰化で資金需要の後退
金融政策の日本化現象	①ゼロ金利、②国債購入、③量的緩和、④時間軸政策
金融機関運用の日本化現象	期待水準を引き下げ、債券への長短金利差（キャリー）確保重視の運用に
クレジット市場の日本化現象	社債中心にクレジットスプレッド縮小
金融規制の日本化現象	預金重視の金融規制と流動性重視の対応での国債ニーズ高まり

（出所） みずほ総合研究所

- 図表 15 金融規制が実体経済に与える影響
- ・金融規制、バーセル規制、ボルカールールは預金中心のナローバンク化
  - ・英国での「リテラル・リングフェンス」の議論も同様の金融規制



グローバル金融規制とは「日本の銀行になれ」か？

(出所) みずほ総合研究所

を非常に投資的にも重視するような状況があります。これがファイナンシャル・リプレッション（金融抑圧）といわれる状況になってくるのです。

90年代以降の市場化を考えますと、日本の場合、流動化もあったわけですが、流動化はバブル崩壊後の一つの調整過程の中での必然性があつたことだろうと思います。一方で欧米における2000年以降の市場化というのは、レバレッジをかなり高める手段になっており、池尾先生のご指摘のとおりではないかと思えます。そういう中で、特に最後の10年間に対する問題意識が、金融規制を非常に強める形になってきたのでしょうか。

ただ問題は、欧米型と日本型の金融システムは、かなり構造が違っている部分があるという点です。シャドローバンクを使ってレバレッジを上げる構造と、預金を中心にした日本型の間接金融構造、また、個人金融資産や企業の資金調達の状況もずいぶん異なっています。先ほど私は「日米欧は17年違う」と申しあげましたが、そ



ういう中でグローバルな規制が一律に入ることが、どういう影響を及ぼすのかということも考えていかざるをえません。

日本の場合、すでにディレバレッジ状況が企業、そして金融面でも進んできています。こうした状況の下、昨今のようにアジアへの貸出という余力も非常に出てきました。しかしながら、先ほど申しましたような規制が一律に、欧米を中心に進む状況になっている中で、どのような形で金融の機能を今後、復活させていくのかに大きな論点があるのではないかと考えます。

信用拡大は、人間の性さがと申しましようか、必ず起こりうる現象です。そういう中で、必ず行きすぎとその反動が起き、バブルとその崩壊をもたらしてきました。そういう意味で、日本は既にその状況に対応し、調整が完全に定着してきている。一方、欧米は、まだこれから対応していかざるをえない状況で、そこに大きなタイムラグがあります。そういう状況の中で、預金力なり資金力の安定的な対応というグ

ローバルな規制が出てきています。

日本の場合、一段の金融力をどう考えていくのかという問題と、グローバル的にもう一段抑制していくといった局面を、どういう形で両立させるのが、重要な論点になります。こうしたところが失われた10年、20年といわれるところからの脱却に向けた、重要な第一歩になると思います。

池尾 私自身の報告の最初のところでも申しあげたのですが、日本の場合は80年代中に、時間的には極めて短縮化した形で金融シフトの動きを一巡させました。それに対して欧米においては、より長い時間をかけるような形で金融拡大の動きが展開しました。しかし今と比べてみると、顛末は似たようなものではなかったかというところで、日本の経験と欧米の経験の間には類似性が見られます。その点を「日本化」というキーワードで高田さんからご説明をいただきました。

## 金融規制の強化と金融機関のビジネスモデル

池尾 金融危機以後、レバレッジの拡大を抑制するという意味では、極めて規制の強化が図られています。そういうことが金融機関のビジネスモデルに与える影響について、お考えをお聞かせください。

高田 今回のボルカールールにしてもバーゼル規制にしてもそうですが、抑制を制度化してしまうという状況です。たとえば生保にしても年金にしても、ソルベンシー・マージン規制もそうだと思うのですが、流動性を重視する規制がある程度制度化してくる状況になっていきますので、金融規制といわれる行政的な部分に、その後、追加的にグローバルにも新たな制度が加わって一層、抑制的な程度が強まりやすくなっています。今日、2000年代半ばまでのグローバルな信用拡張に伴う金融危機への対処をすべきとの世論に対し、欧米では政治的なアリバイ作りとして新たな金融規制が加わる面もあり、その結果、より制度面でも抑制的な動きを定着させや

すくなっている面もあると思います。

池尾 金融ビジネスはやりにくくなっているのでしょうか。

高田 ある面では、もう一度ベーシックなところに戻るといえるか、行き過ぎた部分の戻りということだと思っただけです。ですから、それを完全に否定してしまうような状況ではなくて、一つのイノベーションが行き過ぎてしまった部分の反動過程と考えばよいわけです。

先ほど池尾先生がおっしゃったように、最初の20年間のプロセスはイノベーションがかなりありました、それが過度なレバレッジをかけるという形での行き過ぎた部分のどこまでを戻すか。金融工学にしても、流動化にしても証券化にしてもそうですが、それを全部否定するようなものではないのでしょうか。

いろいろな意味での複線化、いわゆる市場型間接金融といえるでしょうか。そういう中でリスクに対し複数的な対応をしていく。こうしたものが日本の場合は、少な

くとも90年代以降の流動化もしくは不良債権処理の中では相当な勢いであるわけで、こうしたものまでも全否定するようなことになってしまうと、本当の意味での退化になってしまいます。ですからその辺の按配をどうしていきながら、最初にあった本来的なファイナンスの機能を正常化させていく、もしくは实体经济に則するようなどころに対応していくか。そういう先祖返りと申しましようか、そういう姿を求めているということなのではないでしょうか。問題は、どうしても振り子が振れやすくなっていますので、非常に難しい手綱さばきが必要とされるとい感じがします。

## 国内と海外、二つのビジネスチャンス

後藤 日本の金融業は、これからビジネスチャンスを見出していけるのではないかという立場で話をさせていただきます。



後藤委員

確かに金融規制が強まることによって、世界的に見れば、これまでレバレッジを効かせる形でビジネスを拡大してきた欧米型の金融業はやりにくくなると思います。しかし日本は、これまでも基本的にそういう路線では来ていないので、規制を強めることによるダメージはあまりないだろうということが、背景認識としてあります。私は大きく二つの点で、日本の金融業はむしろ今後やり易くなるというてよいのではないかと思っています。

まず一つは、アジアに日本の金融的なりレシヨシップ・バンキング的なやり方を広めて

いくところにビジネスチャンスがあるのではないか。というのは、日本もそうでしたが、キャッチアップ型で成長を遂げているアジア経済に対して、間接金融で貯蓄を成長企業部門に回していくというやり方は、比較的スムーズに定着させていけると思いますし、そこに日本の銀行がビジネスを拡大していく余地があるのではないのでしょうか。

一方国内に目を転じると、逆に今はそういう従来型の間接金融をやりにくくなっていると思うのですが、そこでは欧米で開発されてきた投資銀行型ビジネス、すなわち必ずしもバランスシートを使わずに、既存の企業の組み替えみたいなもので進める金融スキルが、むしろ今後の成熟していく日本経済において必要になってくると思います。

市場型間接金融で、リスクを社会全体で広く負っていくというのも、やりすぎたはいけないのでしょうかけれども、日本はまだ全然、やりすぎどころか足りないくらい

いだろうと私は思っています。そういう意味で、世界と日本はそもそも、金融スキルや金融ステージの発射台が違う部分があると思います。

以上をまとめますと、海外向けにはアジアをビジネスチャンスとして、国内に関しては従来型の間接金融ではなくて、むしろ投資銀行型のビジネスによって産業なり企業を組み替えていくところに、ビジネスチャンスがあると考えています。

池尾 高田さんも、金融規制の見直しは、世界中の銀行に日本の銀行のようになれといっているようなものだ、とまとめられています。そうすると別に日本の銀行は日本の銀行になれといわれても、最初から日本の銀行なのだから困るところはないだろうというお話だったと思います。

ただ、今の後藤さんのお話の中にもありましたが、日本国内では企業部門全体としたら資金余剰の状況が続いているわけですから、家計からお金を集めて企業に回すという伝統的な銀行業は、いわば成り立たない経済環境なわけです。したがっ



て、企業部門の中でも成長性の高い企業もあれば低い企業もあるので、成長性の低い企業から資源を引き抜いて成長性の高い企業に回すという、再配分のようなところで金融機能を發揮していかなければいけないということになるのだと思います。

### 日本の金融機関の収益性と預金力、資金力

池尾 翁さんは報告書の中の金融システムのスタイルの部分で、間接金融中心型と資本市場中心型でリスクテイクに対する効果が違うという、金融システム類型化論というのか、金融システムのアーキテクチャー論みたいなことにちょっと触れられています。まだまだ伝統的な間接金融中心の日本のシステムの中で、後藤さんが言われたような投資銀行的なサービスを強めて、国内で金融機能を十分に發揮していくという方向にやっていけるのかどうか。そのあたりはいかがですか。

翁 私は後藤さんのいわれるような方向になればよいと思うのですが、お金がま

だ預金中心に流れているので、そう簡単ではないのではないか。後藤さんより少し悲観的な考え方をしています。

では銀行がリスクを取ればよいではないかという考え方もありますが、やはり預金を集めて運用するスタイルで大きなリスクを取るのは、非常に難しい。もう一つは、そういうことをやるためにはバッファがもちろんいるわけですが、邦銀を見ていて、これはむしろ高田さんに教えていただいたほうがいいと思いますが、大きな問題は収益性が下がっていますよね。コアの業務純益などを見ると、大手行もそうだし、地域銀行もそうだし、何か傾向的に減少傾向が続いていて、日本の金融機関は非常に安全ではあるけれども儲からない。

でも預金金融機関だからリスクはあまり大きくは取れない。まだ後藤さんのいうようなリスクの担い手が十分育っている状況ではない。よくいえば移行期なのかもしれないが、まだ先が十分見えているという状況ではないと思っています。

池尾 今の点に対して高田さん、どうですか。

高田 確かに収益性は低いのかもかもしれません。他のものを考えても、だいたい日本の金融機関の収益性もしくは総資金、利ざやなどを考えてまいりますと、だいたい長短金利差に依存しておりますので、低金利環境が続きますと、どうしてもそういう状況になりやすい部分はあると思います。

ただ一方で、今の世界的な金融機関の尺度と申しましょうか、預金の安全性、預金の調達力、そういうファンディング力という観点で申しますと、今日本の金融機関は極めて高い力を持っていると考えることもできます。

そうした預金力、資金力というものを、先ほど後藤さんから話がありましたように、アジアに持っていくとか、そのような形の中で使っていく。もしくは企業側も非常にレバレッジが下がっているわけですから、そういうもののレバレッジをもう一回使うような機会が出てくることになれば、非常に活かしようがあるということ

だと思えます。

その収益性は今後の金利環境に依存してきますので、次はその安定度をいかに収益性に結びつけることができるか。これ自体、今後の日本の成長戦略そのものということになるのではないかという気がします。

#### これからのリスクテイクのあり方

池尾 日本の銀行は、現在、相対的には財務的にも健全で、そういう意味で競争力を高めてきているといえます。しかし結果としての収益性はまだまだ実現していませんというところでは、今後の金融規制の強化も含めて、金融危機を再発させてはいけませんから、そういう意味では過度のリスクテイクは予防しなければいけない。かといって、誰もどこでもリスクを取らないということになると、経済の活性化はなかなか難しくなります。



小黒委員

そういうときに、今後のリスクテイキングのあり方、姿というのは、どういうことになるのですか。今アジアで、日本の銀行は貸付の面でリスクを取っていくことが一つ考えられるということですが、世界的に見ても、今後のリスクテイクのあり方みたいなものは、どうなのでしょう。全体として、リスクテイクに対して、結局のところ消極的になってしまうのか。これまでは形を変えてリスクテイクは引き続き行われていくのか。そのあたりはどうでしょうか。

小黒さん、何かありますか。

小黒 私は違った視点を持っています。あまり

悲觀的には思っていないません。財政も金融も基本的には経済の補完物に過ぎなくて、メインはやはり実体経済だと思っています。

日本の金融に基本的に活力がないのは、たとえば一つ挙げるとすると、株式の日経平均に組み込まれている銘柄とか、企業の分類とかにも表れていると思います。といいますのは、私は米国の友人の指摘で最近米国の株式の主要企業の分類などで取り上げられている企業の業種が、日本とかなり違っていることを改めて認識しました。ベンチャーキャピタルとか、ITは特にそうですが、そういったジャンルが主要企業として載っているのです。日本では伝統的な古い産業がずっとメジャーとして取り扱われています。ところが米国ではいろいろな産業が入れ替わる中で、主要な企業、特に金融セクターもそうですが、そこについての認知度を変えるようなシステムづくりが意図的に組み込まれていることが、あるのではないでしょうか。そういったことをもし主導していくとすれば、日本でも有名なベンチャーファン

ドがいくつかあると思うのですが、そういったものをもうちょっとクローズアップしていくことによって、リスクマネーをそういうところに集めて、そこから投資していく環境整備もできるのではないかと思っています。それは金融側の側面です。

もう一つ重要なのは、あくまでも金融というのは補完物で、裏側で实体经济を促進していく試みが重要だということです。ヒト、モノ、カネ、情報とか、いろいろなものがある中で、カネというのは、流れをきちんとするのが重要ですが、今、産業競争力会議でやっているようなレイバー・マーケット（労働市場）で、本来であれば有効に活用されていない場所に人が張り付いたりするのを、もうちょっと流動化させていくことによって、カネだけではなくてヒトの資源分配を変えていきます。当然、ヒトの資源分配を変えれば、そこからこぼれ落ちていく人たちもいるわけですが、そういったところもきちんとフォローしていきます。そういったものはいくつかセットになることによって、金融も活性化していく余地があるのではない

かと思っています。

あともう一つ、再保険マーケットというのは金融セクターでも特殊なものとして日本であまり認識されておらず、あまりその力が発揮されていないのではないかと思っています。

米国では投資銀行とかいろいろなものがかかなり発達してきました。それは日本でもかなり普及してきています。ベンチャーも入ってきています。しかし、日本の中では再保険の大きな引き受け手になるような国際的な主要プレイヤーが育たず、欧米企業に独占される状態になっています。もうちょっとそういうところを金融庁とかが主導すると、特に日本は地震大国で、もともとかなりリスクは持っていますので、それをグローバルにシェアリングしていくときに裏側で育っていく金融セクター、プレイヤーがいれば、もうちょっと新しいものもいろいろと出てくるのではないかと思っています。





そういう意味では、あまり悲観することはなく、むしろ芽があるので、そういうところを出していくような仕掛けづくりをしていくことが重要だと思っています。

高田 そもそも戦後のファイナンスを考えてまいりますと、預金金融機関を中心として、まさにソブリン・ウエルス・ファンド（SWF）に近かったです。場合によってはインデックスファンド、もしくはプライベート・エクイティ・ファンド的な機能を相当果たしていたと思います（82ページ図表16参照）。こうした機能がバブル崩壊以降の10年、20年で担えなくなってしまったところに、問



題があると思います。

先ほど小黒先生から「ヒト、モノ、カネ」の話がありました。極めて強いリーションシップがリスクテイクの潜在力を持つのではないかと考えます。昨今の言葉で言えばリーションシップ・バンキング、場合によってはメインバンク——その中で株式はなかなか担えないにしても、モノとヒトといったところの技術もしくはノウハウを、もう一度どういう形でファンド的なものに仕立て上げることができるか、リスクテイクできるかということです。

そしてまた、この資産デフレの中でそういうリスクテイク力がどうしても小さくなっていましたので、資産価格さえある程度戻るような状況であれば、こうした機能がより活用しやすくなってきます。また場合によっては、そこに新たなファンドみたいなものと組み合わせながら復活させる。日本の金融機関は、かなり潜在力があるのではないかと思います。

池尾 リスクテイクは金融が主導で行うというよりは、実物経済というか、企業セクターでリスクテイクをしてもらって、金融はそれを支える。それは本来の金融のあり方であり、王道に戻る時期だと言えます。

## 日本経済と経常 収支の動向

### グローバル・インバランスと過剰流動性

池尾 2番目は、日本経済です。特に対外的な側面との絡みで、経常収支の動向等を中心に、最初に後藤さんから少しお話しただきます。

後藤 わが国の経常収支にも密接に絡む問題として、非常に風呂敷を広げますが、世界的な金融危機やグローバル・インバランスといわれるようなものについて、鳥瞰を試してみたいと思います。

世界的にモノとおカネがどのように動いてきたのか——図表17（86ページ）は、モノの流れがどうだったのかを時系列で示したものです。左上からZの字型に①②③④の流れに沿って時間が流れていくとお考えください。

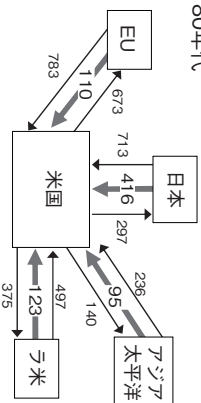
特にリーマンショック前のモノの流れがどうだったのかを、③で見えます。絵は米国を中心に描いてあり、両サイドの矢印の数字が動いた金額に相当し、輸出・輸入、両方の出入りを示しています。センターの矢印がネットです。

ここで注目されるのは、アジアが非常に矢印も太くなっていますし、ネットでも大きくなってきているということです。この期間、ネットで毎年平均2472億ドル、米国に向けて輸出をしていたことになりました。ここが後の話にもつながる大事なところで、いわゆるグローバル・インバランスといわれるものが象徴されています。

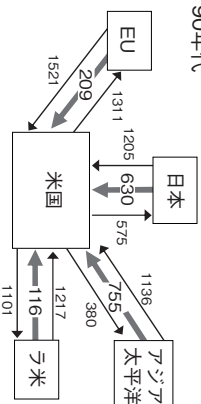
次に図表18（87ページ）をご覧ください。今度はおカネの流れです。やはり③を

図表 17 米国を中心に見た貿易フロー

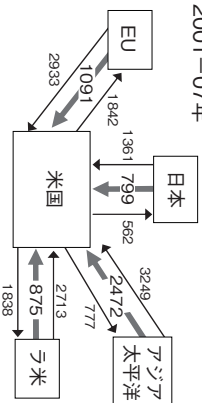
① 80年代



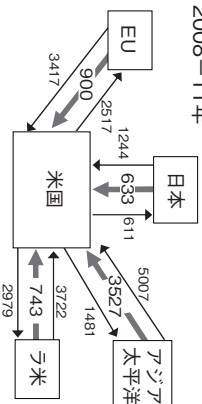
② 90年代



③ 2001—07年

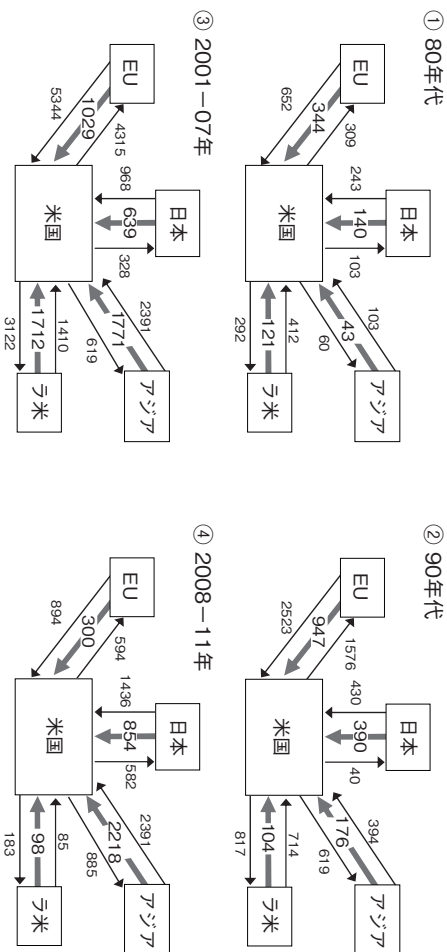


④ 2008—11年



(注) すべての米国側から捉えた数字で単位は億ドル(年平均値)。アジアはDeveloping Asia。ラテンアメリカはWestern Hemisphere (出所) IMF 「Direction of Trade Statistics」より作成

図表 18 米国を中心に見た資本フロー



(注) アジアは1998年まではOther countries in Asia and Africa、それ以降はAsia and Pacificから日本を除いた計数を接続。中南米はLatin America and Other Western Hemisphere (出所) 米国商務省経済統計局ホームページ「International Transaction」より作成

ご覧ください。リーマンショック前の期間に、アジアも大きくなっているのですが、特にここで注目されますのは、ヨーロッパとの間でのグロスのお金の流れです。出入りが非常に大きくなっていることがご覧いただけだと思います。これも金融危機を説明する仮説としてはとても重要になります。

以上をまとめますと、モノの流れという点ではアジアが非常に注目されますし、おカネの流れという意味ではヨーロッパのプレゼンスが大きかったということです。ただモノ、おカネのいずれにつきましても、日本は主役ではありませんでした。

こうした世界的な情勢の中で金融危機をどう説明するかです。大きく仮説が二つあります。金融危機の原因を、グローバル・インバランス、すなわちモノの流れを重視して説明する仮説と、過剰流動性、すなわちおカネを重視して説明する仮説が有力な説として提示されています。前者は米国が特に強く主張しているところで

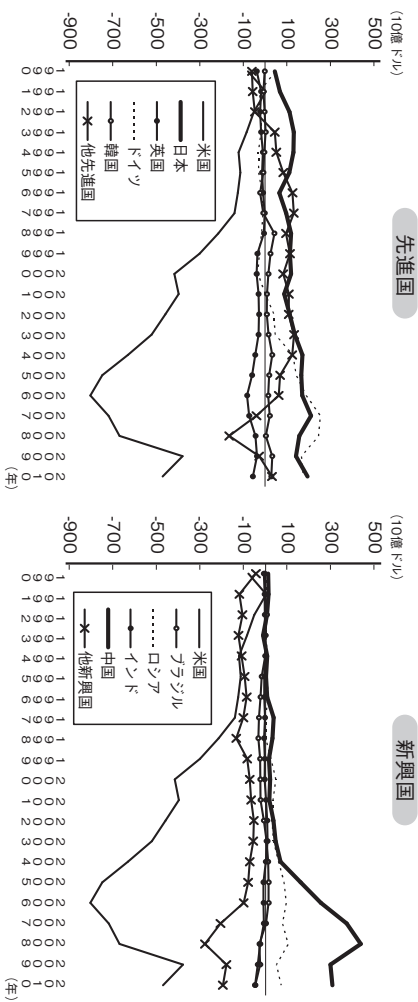


す。

どちらもそれなりの説得力があります。たとえば図表19（90ページ）をご覧ください。これは世界の経常収支の推移を、左側が先進国、右側が新興国という対比で書いています。下側にグラフが飛び抜けているのが米国（左右のグラフ共通）です。米国はものすごく経常赤字を拡大させました。言ってみれば、世界からモノを買いまくっていたわけです。それに対して当然、米国に対してモノを売っていた国々があるわけです。特に右側の新興国で、中国が突出しているのが目立っています。中国ほど目立ちはしませんが、左側の先進国で太い線で書いてある日本とかドイツも、米国の経常赤字を埋めるような形で経常黒字を拡大させていました。

このようにグローバル・インバランス仮説も当てはまりがよい感じなのですが、一方の過剰流動性仮説もそれなりに状況証拠を見ると説得力があります。図表20（91ページ）は「マーシャルのk」といわれるもので、いかにお金が余っていたの

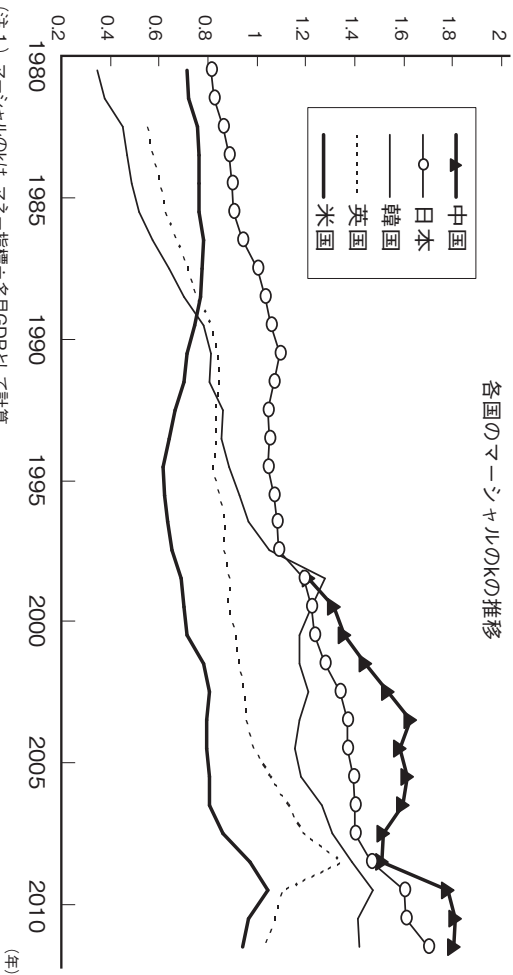
図表 19 主要国の経常収支の推移



(出所) IMF [World Economic Outlook] より作成

(出所) IMF [World Economic Outlook] より作成

図表 20 上昇傾向にあった各国の「ラッシュヤルのK」  
各国のラッシュヤルのKの推移



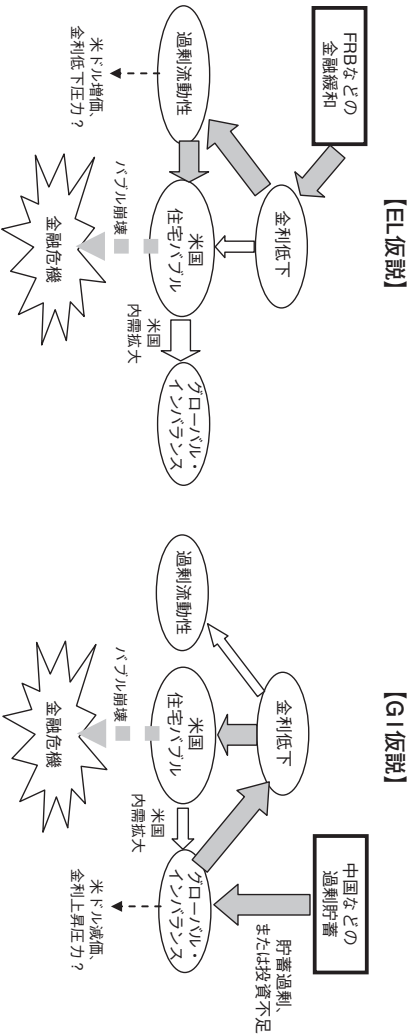
(注1) ラッシュヤルのKは、ラッシュ指標÷名目GDPとして計算  
 (注2) ラッシュ指標は、米国、英国以外はM2。米国はM3、英国はM4。米国の2006年以降のM3にはShadow:statsにおける推計値を用いた  
 (出所) IMF [International Financial Statistics] 等より作成

かという状況を象徴する指標です。特に2000年代に入って2005年くらいから、たとえば米国や英国などの「マーシャルのk」がぐっと上がってきている様子（GDPに比してお金があふれている）がご覧いただけだと思います。世界的に金余りだったのではないかといわれれば、そう見える状況証拠があるわけです。

実はこのグローバル・インバランス仮説と過剰流動性仮説というのは、近いところがあります。図表21は両仮説がどういうメカニズムを通じて金融危機につながっていったと説明しているかを、フローチャートで描いたものです。細かいステップの説明は割愛しますが、最終的に金融危機に向かう経路を見ると、完全に途中の現象は一致しています。ただ違うのは、起点となるスタート地点と、スタート地点から始まって途中経路をどうたどるかという、因果関係です。

右側のグローバル・インバランス仮説は、中国などの経常黒字を起点にしています。経常黒字というのは、実は恒等式の関係で国全体の貯蓄がどれだけ余っている

図表 21 G1 仮説と EL 仮説のメカニズム



(出所) 後藤作成

かということに一致します。したがって中国が経常黒字を膨大に積み重ねてきたということ、中国が過剰に貯蓄をしてきたということになります。米国から見ると、中国の過剰貯蓄が金融危機に結びついたのだという、犯人は中国とか、あるいは日本も加担した側になるのだと思いますが、そこに原因を求めることになりません。

一方の過剰流動性仮説は原因が全く違っていて、FRBとか、米国自身などの金融緩和が結局過剰流動性を生んで金融危機につながったのではないかと仮説になります。両仮説では、因果関係が逆になります。たとえば前者のグローバル・インバランス仮説だと特定の国の経常黒字が金融危機を生んだことになります。逆に過剰流動性仮説だと、確かにグローバル・インバランスも拡大はしたのだけれども、それはあくまでも金融危機を生むプロセスの結果であるということになるわけで、全く似て非なる部分があるわけです。

ではこれはどちらがもつともらしいのかを調べようとすると、けっこう難しいのです。おカネの流れとモノの流れは同時進行で進むので、どちらが主犯なのか犯人捜しをするのは容易ではない。

何か手がかりがないかと探しましたがところ、当時の金融市場がヒントになりそうです。なかなか長期金利が思ったように上がらなかった。せっかく2000年代半ばくらいから過剰流動性なども多少は意識して、FRBなどが金融引き締めに転じたのですが、短期金利を引き上げても長期金利が上がってこないという、当時グリーンズパンが「コナンドラム (conundrum)」、すなわち謎と呼んだ現象があったのです。

そのあたりを考え合わせると、私個人としては、どちらかといえば過剰流動性仮説のほうが説明力は高いという印象を持っています。ただ、いずれにしましても、金融市況だけから犯人捜しをするのは早計に過ぎます。グローバル・インバランス

仮説と過剰流動性仮説という両仮説は、別に相矛盾するものではなく、一応同時にそれが進んだということもありうるわけで、このあたりの慎重な見極めが必要だと思います。

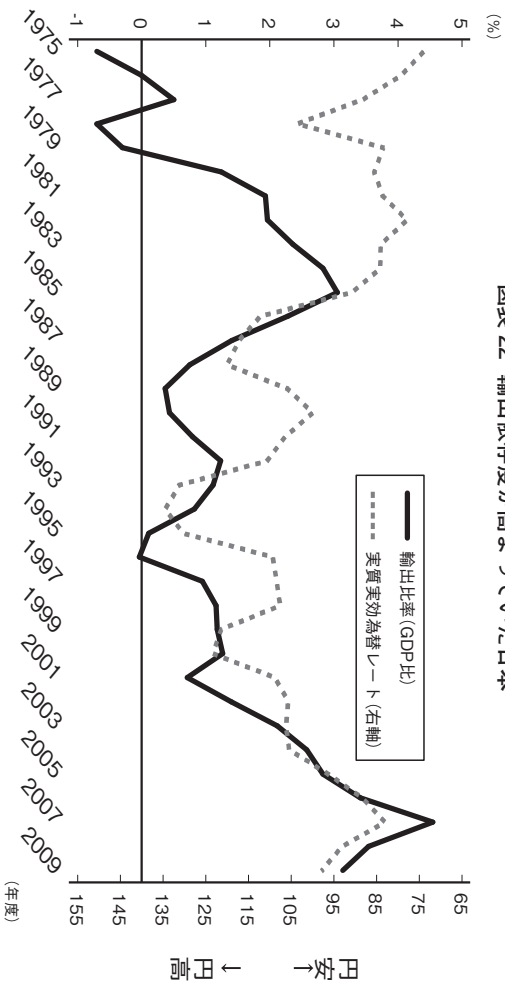
### 日本が置かれた状況

後藤 この全体構造の中で日本がどういう状況にあったかという点、まず、わが国は経常黒字をリーマンショックに向けて拡大させていました。特に図表22にあるように、2007年くらいまではわが国のGDPに対する輸出の比率は急激に上がっていました。このあたりは米国側から見ると、中国ほどではないにせよ、これが過剰な貯蓄になって米国に向かっているって金融危機を生んだのではないかと、見えるかもしれません。日本も共犯くらいにはなるのではないかと感じます。

ただ図表22はよく見ると、かなり為替レート（実質実効為替レート）の動きを追



図表 22 輸出依存度が高まっていた日本



(注1) SNA、実質ベース

(注2) 1979年までは68SNA (1990年基準)、1980年以降は93SNA (2000年基準、固定方式)

(注3) 右軸は上下を反転させている

(出所) 内閣府「国民経済計算確報」、日本銀行ホームページより作成

いかけて輸出が動いていることがわかります。不自然に輸出ドライブをかけて輸出が伸びたというわけではなく、為替レートに沿って自然に輸出が伸びただけという、そんな可能性が高いように思えます。

わが国の輸出比率の伸びが、産業構造の視点からするとどのように説明できるのかを示したのが図表23です。特に一番右側を見ますと、95年から07年にかけての10年ちよつとの間に、輸出比率が4・2%くらい上がりました。これを分解してみると、為替レートの変化などの影響を受けて各産業での輸出の上昇によって伸びた部分が3・12%です。一番下の部分の1・05%は、日本が産業構造を、輸出ドライブをかけやすいように変化させたことなどによる部分と解釈されますが、説明力は低いという結果になっています。この統計から見ても、別に米国から後ろ指を指されるように不自然に輸出を伸ばしたという状況ではないと思っています。

経常黒字の拡大は、一面から見ると輸出が伸びたということですが、もう一つの

図表 23 輸出比率の変化—主因は各産業における輸出の増加

(単位：%ポイント)

	1975→85年	1975→85年	95→07年
輸出比率の変化	1.66	-0.46	4.17
① 輸出ウエイトの変化 (within 効果)	0.93	-0.57	3.12
①-a 輸出増	1.83	0.52	3.18
①-b 国内向け減少	-1.01	-1.05	-0.14
② 産業ウエイトの変化 (between 効果)	0.73	0.11	1.05

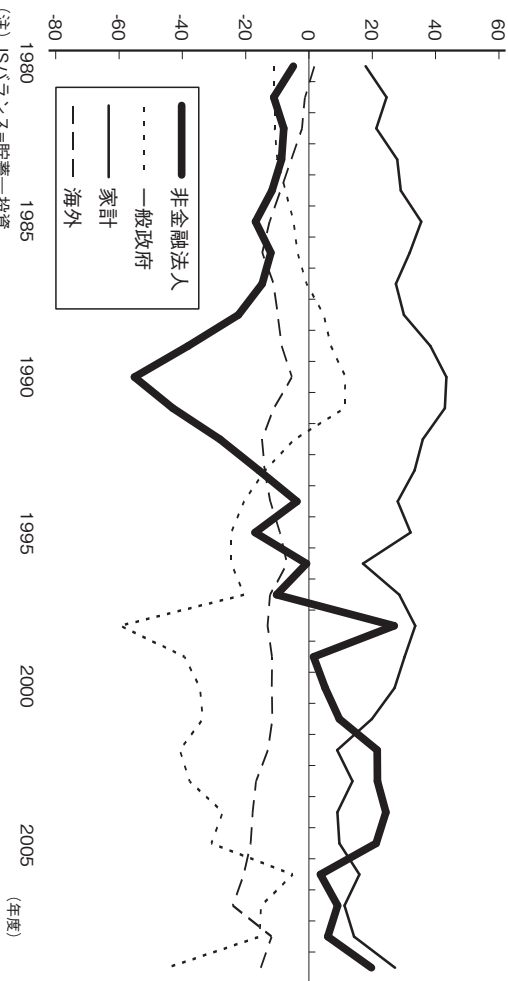
(出所) 経済産業研究所「JIP2012」をもとに後藤試算

見方としては、日本全体の国内の需要が足りなかったという側面があります。これは相対的なものですが、考慮すべき重要な点です。特に日本国内の需要の中でも大事なのは投資です。投資と貯蓄のバランス（ISバランス）が経常黒字に最終的に反映されますが、そのあたりを見たのが図表24です。

家計部門はもちろんずっと貯蓄を続けているのですが、時系列的には、貯蓄超過幅を大きく拡大させているのは太い線で見たと非金融法人、すなわち企業部門です。90年代半ばくらいまでは企業部門は貯蓄超過どころか貯蓄が足りない部門で、下側のほうに位置していたのが、90年代半ばから貯蓄が勝るような部門に変わってきています。これも米国から見ると日本は企業が貯蓄しすぎているのではないかと見えるわけです。

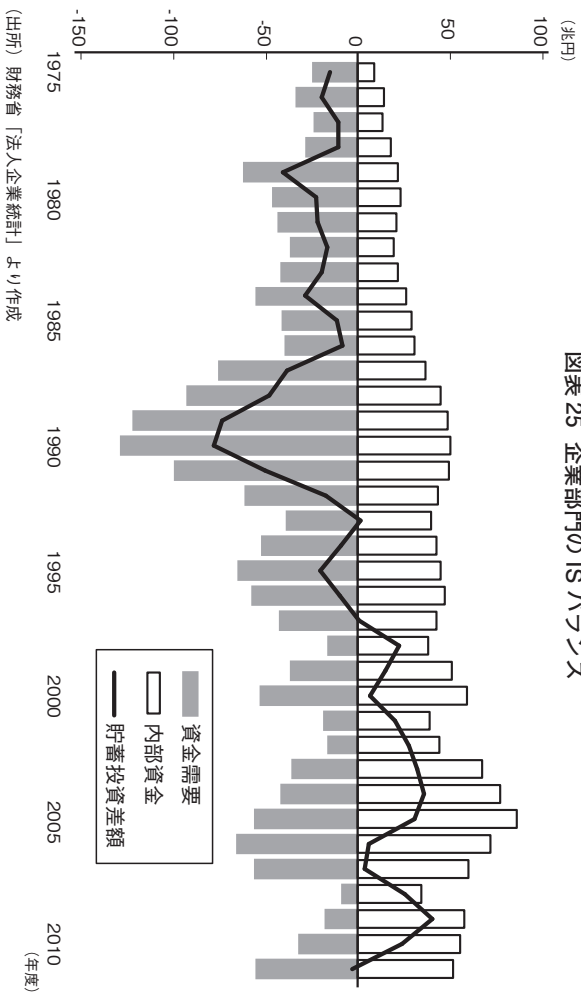
しかしこれは、図表25（102ページ）を見ますと、別に企業が貯蓄をしすぎているのではなくて、むしろ資金需要、すなわち投資が足りなかったことがわかります。

図表 24 ISバランスから見るわが国の貯蓄超過の源——部門別ISバランス(SNAベース)の推移  
(兆円)



(注) ISバランス=貯蓄-投資  
(出所) 内閣府「国民経済計算確報」より作成

図表 25 企業部門のISバランス



ですから、中国は確かに貯蓄をしすぎているという面があるのかもしれませんが、日本の場合には企業部門を中心に投資が足りなかったのです。なぜ投資が足りなかったのかというと、結論からいえば、バブル期に投資をしすぎた反動だということです。

まとめますと、変に産業構造を変えて輸出ドライブをかけているわけでもない、貯蓄をしすぎているわけでもない。ということでグローバル・インバランス仮説はわが国側の統計から見ても、やや成り立ちにくいという印象を持っています。

### 日本の黒字モデルの転換

池尾 今の後藤さんの話はやや過去を振り返ったような形の話です。確かにリーマンショックに至るプロセスにおいてはグローバル・インバランスが拡大していて、日本は中国ほどではないけれども、グローバル・インバランスの一方の当事者であ

ったという事実はあるわけです。ところが最近では、経常収支のむしろ赤字化が懸念されるような状況になってきています。日本の経常収支の今後の見通しはどのようなのでしょうか。再度大きな黒字を出して、グローバル・インバランスの当事者だと言われるような立場を占めることがあるのか、そのようなことすら言われないような形になるのか。

高田さんは日本の経常収支はなかなか赤字化しないのではないかという見通しをお持ちのようですが、そのあたりをご説明ください。

高田　いくつか分解して申しあげる必要があると思います。まず貿易収支です。貿易収支は、ここ数年間は赤字が続くと考えざるをえない。これは単純で、輸出が伸びない、そして輸入が、特にエネルギーの関係で増えているためです。

ただ、経常収支ということになりますと、所得収支の部分があります。この所得収支のところはけっこう高い。10兆円以上の水準にまだ留まっていますので、ここ



がそんなに減るのかと考えますと、経常収支段階までそんなにすぐに赤字になることは起きないと思っております。

問題は今後、いくつかの条件が重なり、経常収支が赤字になるようなことが起りうる場合です。たとえば円高です。円高ですと外貨資産が目減りして、所得収支が減ってしまいます。そこにエネルギー価格がまたどんどん上がっていくような状況があれば、場合によっては、たとえば2010年代後半くらいのところで起こりうると思います。そんなに簡単に経常収支が赤字になるとは思えませんが、そういう思惑は立ちやすいということです。

それから貿易収支の赤字がこの先まだ続くことを考えますと、従来の貿易収支での黒字モデルから、投資に、よりウエイトがかかりやすくなってきます。すでに2011年に、かなり受け取りの構造が変わってきている部分があります。それ以前の日本のマネーフローは、株式で調達し、債券投資する構造でしたが、2011年

に転換し、日本からの直接投資が拡大する一方、海外からの日本の債券投資が大幅増に転じています。いわゆるGNPからGNI（国民総所得）といわれる構造が出てきているので、そうした中に今後の産業モデルも同時に併せて考えていくことになると思います。

### 貿易立国から投資立国へ

池尾 後藤さん自身は今後の経常収支の見通しに関してどのように考えられていますか。

後藤 基本的には、たとえば2025年くらいまで展望しても、ずっと黒字が続くと思っています。2025年段階でも、GDP比で3%を上回るくらいの経常黒字が続いているのではないのでしょうか。その理由は、確かに途中までは高田さんがおっしゃったようなアップダウンはあると思うのですが、時間が先になっていくに

つれて、まず所得収支の黒字がはっきりと定着してくることが一つと、貿易黒字のほうも、日本と海外の成長力の差を反映する形で、黒字幅が再び拡大してくる可能性があると見ています。日本は今後、少子高齢化の影響等で徐々に成長率が落ちていきますので、それに伴って輸入が伸びにくくなります。それに対し、米国や新興国などは引き続きそれなりの成長をするということで、貿易黒字も今のようなペースではダウンし続けない。長期的に見れば、むしろ日本の経常黒字はそれなりの水準が続くと見ています。

池尾 そうすると、貿易立国からだんだん投資立国に姿を変えていくということ、日本経済の将来をとらえればよいということでしょうか。

後藤 大きくいえばそのように見えています。

池尾 そういう経常収支の動向が為替に与える影響はどう見ればよいのでしょうか。経常収支の黒字が続いていると、もちろんそれだけを見れば円高要因であっ

て、それを打ち消すくらい資本流出が発生すれば円安になりますが、資本流出がそんなに大きくなければ円高要因のままです。しかし経常収支の黒字の主要因が所得収支だとすると、為替需給で考えると自動的に海外に再投資されてしまう割合が非常に高いと思うのです。

経常収支が黒字だといっても、貿易収支で黒字のときと所得収支で黒字のときでは、為替レートに与える影響は違ってくるように思います。その辺はいかがですか。

翁 確かに今、池尾先生が言われた要素もあると思って伺いました。ただ経常収支は本当にそんなにずっと黒字が続くのか。貯蓄・投資バランスから考えると、ただん経常収支が赤字化してもおかしくないと思います。後藤さんのアプローチと貯蓄・投資バランスアプローチとちょっと方向感が違うので、貯蓄・投資バランスとの関係でそういう絵がずっと成り立つのかなと、ちょっと疑問に思います。

小黒 私も翁先生と同じ意見です。図表24（101ページ）を見てわかるように、投資が減っていつています。その最大の理由は、国内で言えば企業があまり借りなくなっているからだと思います。それがこの非金融法人の太い線で、企業が投資を減らし貯蓄を増やしてきています。これがずっと継続していけばたぶん、経常収支は一応大丈夫だということになると思います。ところがどこかで限界点があると、最終的には経常収支が赤字になる可能性がないとはいえません。そのトレンドがどこで屈折し始めるかがキーポイントだと思います。そういう意味ではあまり楽観はしていません。

高田 確かに小黒先生がおっしゃるように、いずれ日本の投資が増えてくれば、そういう点はあるうかと思えます。実は過去を見ましても、日本の黒字が減るタイミングは内需が強いときなのです。たとえばバブル期の日本の経常収支は非常に低かったのです。

ただ投資が増えてきますと、今度は景気がよくなってきますので、政府セクターの赤字が減ってくるという部分があります。となりますと今、赤字を出しているのはかなり政府のところになるわけですが、その部分が、たとえば税収が増えてくるとか、政府がそんなに投資しなくてもよいということになると、多少緩和されてくる部分がある。ただ一般的にいえば、国内の消費と投資が両方とも増えていけば、当然のことながら—Sバランス上の黒字は減ってくることになると思います。

池尾 赤字になると悲観というわけでもないと思います。客観的事実としてどうかということです。重商主義者ではないですから、別に黒字が善で赤字が悪というわけでもないと思いますが、日本経済にとって非常に大きな要因であることは確かなので議論させていただきました。

## 財政の持続可能性

### 財政の持続可能性への取り組み

池尾 最後の財政の持続可能性というトピックに移ります。これは小黒さんからまずお話してください。

小黒 用意させていただいた資料は報告書で出しているものとは異なり、これから起こっていくであろうことを念頭に選びました。

今、日本の課題として抱えているものは、まず第一の課題としては、デフレをどうにかしなければいけないことでしょう。また、高田委員からもご指摘がありましたように、日本でも平成金融危機があつて、金融セクターの債務を日本政府が引き受けた結果として、政府債務が膨張したことはご承知の通りです。しかしながら、

それと同時に日本の場合は特殊な要因で、社会保障費が膨張していることと、もともと税収基盤が脆弱だったこともあると思います。そういった複合要因で債務が急増しているということになると思います。これが第二の課題です。

あともう一つ、人口減少にも直面していますので、これが低成長を導いているのかどうか。ここは議論があるところかもしれませんが、そういった三つの課題があります。それによってアベノミクスがそれぞれ「3本の矢」を打ち出すということ、大胆な金融緩和、機動的な財政出動、それから民間投資主導による成長戦略という三つを掲げています。

アベノミクスの1本目の矢、大胆な金融緩和は2%インフレーションを達成してデフレを脱却することを念頭に置いています。結論からいいますと、それができたととしても、そんなに楽観できないということを強調させていただきま

社会保障・税の一体改革で、14年、15年に消費税を5%引き上げることが決まっ



ています。しかし直近の推計では、仮に消費税を10%に引き上げたとしても、プライマリーバランスは2020年でまた赤字になってしまうということになっていきます。もしプライマリーバランスを均衡させようとすれば、さらに消費税を6〜7%程度引き上げなければいけない。10%では足りないということなのです。

ではどれくらいの消費税率であれば財政が持続可能になるかです。いくつかの前提条件によって当然、推計の結果が変わってきます。概ね言えることは、先ほどの消費税10%に6%を足す、もしくは7%足す程度では足りない、少なくとも消費税率を20%超まで引き上げなければならぬということだと思えます。

ただ、推計の仮定としまして社会保障費の増加をだいたい年に1兆円超見えており、状況によっては1・5兆円くらいのペースで膨らんでいっていて、ここを抑制しないことが条件だったので、これをもう少し切り込んでいくことをすれば、当然税率は変わってくることになると思います。

アントン・ブラウンとダグラス・ジョインズの推計ですと、2012年度に仮に消費税を10%に引き上げることをした上で、社会保障費を抑制し、最終的に債務残高(対GDP)が発散しないように消費税を引き上げた場合に、どれくらいの税率になるかを試算したところ、ベースラインだと33%という数字になっています。

5年間先送りをすると、最終的な消費税率は37・5%になります。33%と37・5%の差は4・5%ですから、1年でだいたい0・9%です。財政に穴が開いていて、その債務がどんどん膨らんでいる状態ですから、改革が遅れば遅れるほど平均的に消費税率を引き上げなければいけない。もしくは消費税1%はだいたい2・5兆円くらいの税収に匹敵しますので、それだけの歳出削減をしていかなければいけない状況に追い込まれることになります。

注目すべきは、2%インフレーションのケースです。これはベースラインと同じような条件で、仮に恒常的に2%インフレーションが達成できた場合に、どれくら

いの消費税率引き上げで達成できるかというものになっています。この場合は25・5%ということですから、33%との差はだいたい7・5%、引き下がることになります。仮に2%インフレーションが達成できれば、少し財政的な負担は収まることになります。

ただ、経済学的に言えば、今のデフレーションの状態ですと、実質的には減税していると同じような状況になります。所得税のいろいろなブラケット（所得階層区分）の関係などから、本来だったらもうちょっと高い税收になっているはずの人が、所得税率が低いほうにいくため、減税しているのと同じ効果を持つのです。逆にインフレーションになって高い所得のブラケットにいけば、その分だけ税収が増える効果もあります。あと、年金のマクロ経済スライド等の影響で歳出削減もできる効果がありますので、その分が効いています。

民主党政権はいろいろな総理がいましたが、最後の野田総理が政治生命をかけて

達成した社会保障・税の一体改革の効果は、本当にどれくらいの延命効果があるのでしょうか。先ほどご紹介したブラウンとジョインズが別の推計を行っています。民主党がまだ政権を取っている時に小沢さんが主張したプランは、消費税は5%のまままでよいということでした。その場合に、ずっと税率を引き上げないでいたら、どこかで債務残高が発散するような状況になり、消費税を100%まで引き上げざるをえない状態になるのであって、それがいつ来るのかを計算したものです。

小沢プランですと、2028年までは大丈夫ということでした。今回の野田さんの改革プランを実行したとしても2032年まで。したがって4年程度しか延命効果がないことになります。

裏側には細かい、いろいろなシミュレーションモデルがあるので複雑ですが、もうちょっと単純に考えますと、ざっくりいってほしいこれくらいの数値になることは、簡単に計算できます。どういうことかといいますと、消費税5%は、だいた

い12兆円くらいの増収効果があると思われます。今、社会保障費は、100兆円を超える社会保障給付費と、収入の社会保険料の間を公費で埋めているわけですが、ここがだいたい毎年1兆円ちよつとのスピードで伸びています。

他方で、今は利払い費がまだ9兆円程度で収まっていますが、日本総研の推計では今の金利と変わらなくてもこれから17兆円くらい膨らむ可能性がある、つまり毎年だいたい0・8兆円くらいのスピードで伸びていく可能性があるとということ。ざっくり見積もって2兆円くらいのボリュームで歳出の増加圧力がかかるということですから、消費税増収の12兆円を割り込むとだいたい6年くらいになります。4年と6年は少し計算が違いますが、だいたいそれくらいの延命効果しかないということ。す。

先ほどご紹介させていただいた2%インフレーションのケースというのは、2017年に一気に消費税を引き上げるといふ話だったので、それはとても現

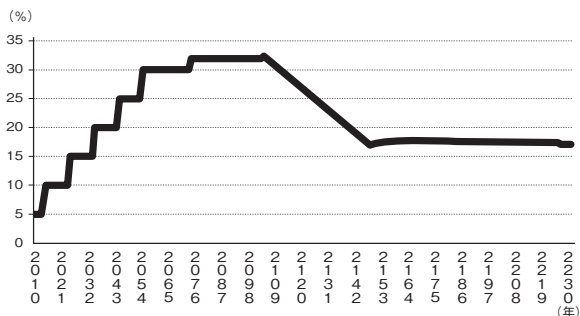
実的ではないので、次に自民政権の政策を抜粋して見ていきましょう。

1年遅らせることに消費税が1%上がっていくことですから、10年たつと10%以上、本来あるべき数字より上げなければいけないことになります。そうしますと、先ほどベースラインで33%だったものが、状況によっては40%を超えてしまうことになります。最終的には社会保障等にも切り込んでいかなければいけない。

そこで、自民政権の包括的な政策プランとして、①2%インフレ率実現のほかに、②高齢者（70〜74歳）の医療費の窓口負担を本来の適正水準である2割に戻す（現在は1割）、③年金給付の現役時年収半額保証を外す（今は5割を守るモデルだが、切り込んでいく）、④政府の経常収支をさらに1%切り込んでいくことを想定します。そのような前提で消費税率を段階的に32%まで引き上げていけばとりあえず大丈夫、その後は17%まで引き下げられると推計しています（図表26参照）。

まだ当面先ではありますが、ピーク時の消費税率は32%程度まで上がってしまう

図表 26 包括的な政策プランを実施した場合の消費税率の推移



(出所) Braun and Joines (2011)

ということなので、やはりかなり厳しい。何を申しあげたいかといいますと、心理学の用語で「認知的不協和」という概念があるそうです。人間というのは右に行っても左に行っても痛い目にあうときは脳がすぐストレスを感じるので、第3の道を仮想的につくって痛みを和らげる処理をするケースもあるらしい。もしかすると今の日本のわれわれが持っている認識は、そういう状態になっているのかもしれない。現実を直視することを避けるのは、脳が痛みを和らげているという意味では重要なのですが、やはり現実を見ていく必要があります。

## 金融政策の出口戦略の困難性

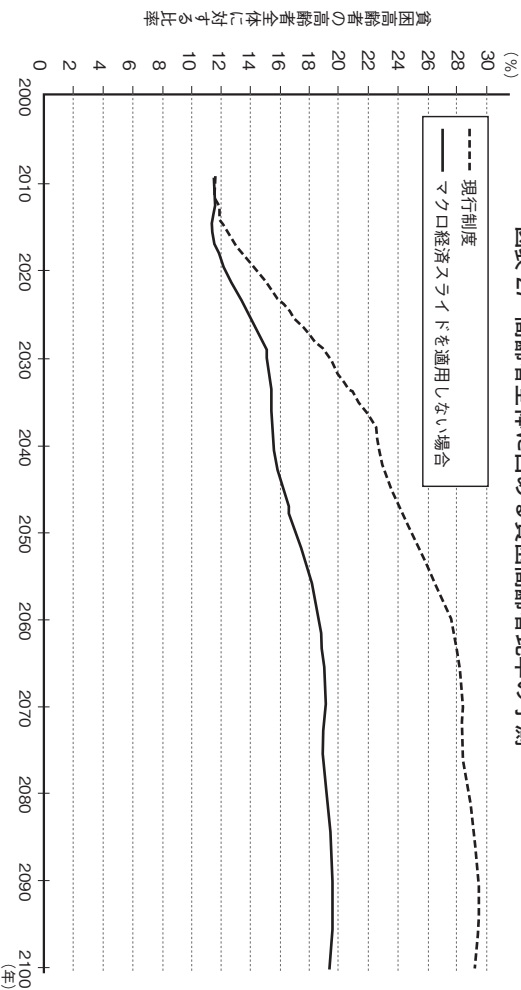
小黒 先ほど、社会保障が厳しいため所得代替率は50%を切り込んでいくという話がありました。それについて一橋大学世代間問題研究機構（当時）の稲垣誠一先生が、マイクロシミュレーションモデルで貧困高齢者の予測という興味深い分析を行っています（図表27）。高齢者100人の中に、年金も含めて等価所得が100万円未満の人を貧困と定義して、どれくらいいるかということです。

今ですと、100人のうち12人くらいが貧困高齢者と呼ばれる人たちに相当します。これからマクロ経済スライドが効いてきますと、破線のほうになります。2050年とかもつと先になりますと、3割に近づいていく形で貧困高齢者が急増していく状態になります。仮にマクロ経済スライドを効かせないようにしますと、それが18%くらいに抑えられますが、財政的な負荷がかかります。

他方、これからは政府債務の利払い費の動きも重要です。図表28（122ページ）

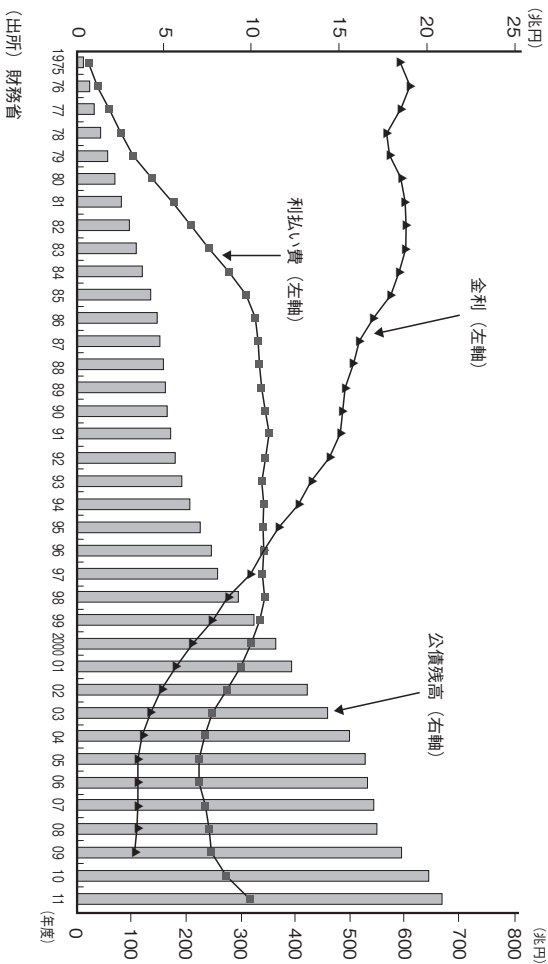


図表 27 高齢者全体に占める貧困高齢者比率の予測



(出所) 稲垣誠一 (2012) 「ダイナミック・マクロシミュレーションモデルによる年金制度改革の貧困リスク改善効果分析—年金制度改正に関する政府案の評価と新しい改革案の提案—」 CIS, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, Discussion Paper Series No.550

図表 28 金利低下ボーナスの終焉



は、利払い費がこれから伸びていく状態です。今まではたまたま過去、借り入れた金利が7%くらいだったわけですが、今は金利がずっと安くなって借り替えることができ、利払い費が抑制できたわけです。これから金利があまり下がらない状態になっていきますので、借金が増えていけばいくほど利払い費が増えていく状態になります。

今までは利払い費の上昇はあまり顕在化していませんでした。今、国債のデュレーション（平均回収期間）はだいたい7年くらいですが、2005年くらいから金利が1・4あたり、直近だともうちょっと下がって1・3になり、横ばいになってしまっていて、これ以上下がらない状態になっているということです。この金利というのは財務省が出している国債の加重平均の金利です。

ですので、これからはむしろ債務が増えていくほど利払い費が急増していく。急増というか、金利が変わらなければ毎年0・8兆円くらいのポリュー

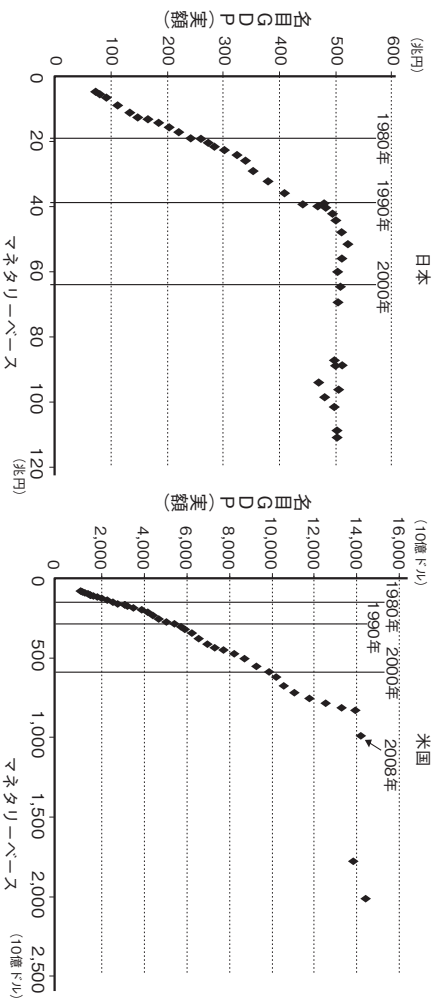
ムで増えていく状態になっているということですよ。

さて、最後に金融政策の出口戦略を少し考えてみましょう。この図表29の左側は池尾先生もよく利用されている日本のケースのものですが、横軸がマネタリーベースの量で、縦軸が名目GDPの額です。90年以前、バブルが崩壊するまではきれいな直線関係に近いものでした。そこから屈折して、マネタリーベースをどんなに拡張しても、名目GDPとの比例関係が落ちてきてしまっている。名目GDPは一般物価水準×生産量だと思えばよいと思いますが、同様に米国も実はサブプライムショックがあった2008年くらいから、同じような状態になってきているのです。

経済学者の間でよくいわれているのは、もしこの直線関係のラインに戻りますと、日本のマネタリーベースが40兆円だった場合は、名目GDPがだいたい500兆円くらいで、約12倍くらいになります。今、日銀のバランスシートは、日銀券を80兆円くらい出しています、準備預金が確か40兆円くらいだと思しますので、全

図表 29 日米におけるマネタリーベースと名目 GDP の相関 (1970-2010 年)

貨幣数量方程式  $MV = PY$



(注) M:貨幣ストック、V:貨幣の流通速度、P:物価水準、Y:産出量(GDP)水準  
 (出所) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行、OECD「National Accounts」、FRB

部で120兆円です。12倍かけると、名目GDPは1440兆円くらいになつていなければいけないはずですが、現在はゼロ金利で貨幣の流通速度や信用乗数が低下していますから、そうはなつていない。

しかし、未来永劫、そのような状態が継続するということはないはずです。ですから、何らかのショック等で、もし、元の貨幣の流通速度や信用乗数の効果に戻れば、現在の500兆円が1440兆円になりますから、だいたい3倍です。生産量が一気に3倍になることはないと思いますので、3倍に向けたインフレーションの圧力がかかっていくのかなというところで、翁先生が最後におっしゃった金融政策の出口戦略の困難性になります。

通常、中央銀行はインフレーションを抑制するときに国債の売りオペや準備預金の金利を引き上げるといった手段をとりますが、それは財政のほうにも影響を与えます。その際米国のほうは政府債務の規模がまだ小さいですが、日本のほうが大き

いですから、日本の金融政策の出口戦略は、かなり最後は難しいことが要求されると思います。

原点としての中央銀行の姿を考え、政策を手探りしていく

池尾 ありがとうございます。時間がなくなってきた議論ができないので、一つだけ翁さんにお話しただきたいと思います。「認知的不協和」という話がありました。要するに、こういうものは見たくない不都合な現実なわけですが、いくら不都合だといっても現実ですから目をそらすべきではないとしたときに、財政がこういう現実であるときの金融政策は、財政が健全な場合とは違った制約を受けざるを得ないと思うのです。こういう不都合な現実を踏まえた上での今後の金融政策の可能性ないし、金融政策の取りうる幅というのをどうお考えでしょうか。

翁 最後に非常に厳しい質問が来ました。私の最初のセッションでお話ししたこと

にも関係して、安倍さんも言われているのですが、デフレを脱却して2%のインフレ目標になれば、金融を引き締めてそれを守るのだという具合に単純には、たぶんいかないでしょう。

一方で財政の持続性を高めるために金利を抑えたいという要素と、他方で物価を安定させようというところをどうやって調和させるかというのはなかなか難しく、たぶん中央銀は物価の安定だけにコミットすることを貫くのは難しいのではないかと思っています。ただそれがあまり前面に出ると、金利とかに逆に跳ねてしまう可能性があるので、その辺のバランスをどういう具合に取っていくのかは非常に難しいと考えています。

中央銀行は歴史的に財政と本来は切り離せない存在でした。この点、ECBは非常に人工的で、物価安定だけを見ればよいという形で、それが中央銀行の完成形みたいに思われていたのですが、今回のリーマンショック以降、いったんショックに



さらされてみると、やはり中央銀行は非常に複雑な立場であることが明らかになったと思います。もともと財政に対する最後の貸し手でもあり、それから金融システムを守るという立場でもあり、近代的には物価安定の担い手であったことが意識されてきたわけです。改めて原点としての中央銀行の姿を考え、その間の調和を取るような政策を手探りしていくしかない。今の段階で申しあげられるのはその程度のことではないかと思えます。

池尾 どうもありがとうございます。冒頭でも申しあげましたが、とにかく与えられたテーマが巨大でして、金融と世界経済という大きなテーマですので、限られた時間の中で十分に議論し尽くすことは到底無理だったわけですが、時間切れになつてしまいました。今回のパネルディスカッションはこれまでとさせていただけたいと思います。ご清聴どうもありがとうございます。

---

## 高田 創 (たかた・はじめ)

みずほ総合研究所 常務執行役員 調査本部長 チーフエコノミスト

1958年生まれ。1982年 東京大学経済学部卒、日本興業銀行入行。1986年 オックスフォード大学修士課程修了(開発経済学)。日本興業銀行市場営業部、同審査部、興銀証券投資戦略部、みずほ証券投資戦略部長、同市場調査本部統括部長、同金融市場調査部長、同執行役員・チーフストラテジストを経て、2011年より現職。

---

## 後藤 康雄 (ごとう・やすお)

三菱総合研究所 主席研究員 チーフエコノミスト

1964年生まれ。1988年 京都大学経済学部卒、日本銀行入行。金融研究所、国際局などに配属。1995年 シカゴ大学大学院経済学研究科修士課程修了。1997年 三菱総合研究所入社、同政策・経済研究センター主任研究員／シニアエコノミストを経て、2006年より現職。2011年京都大学博士号(経済学)取得。参議院事務局客員調査員、独立行政法人経済産業研究所上席研究員(非常勤)、京都大学経済学研究科特定准教授などを歴任兼務。

---

## 小黒 一正 (おぐろ・かずまさ)

一橋大学経済研究所准教授(2013年4月から法政大学経済学部准教授)

1974年生まれ。1997年 京都大学理学部卒業、大蔵省(現財務省)入省。2010年 一橋大学大学院経済学研究科博士課程修了(経済学博士)。財務省財務総合政策研究所主任研究官、世界平和研究所主任研究員などを経て、2010年から現職。内閣府経済社会総合研究所客員研究員、経済産業研究所コンサルティングフェロー。内閣府・経済社会構造に関する有識者会議 制度・規範WG「世代会計専門チーム」メンバー。専門は公共経済学。

## 報告者等略歴紹介（敬称略、2013年3月17日現在）

---

### 池尾 和人（いけお・かずひと）

21世紀政策研究所研究主幹／慶應義塾大学経済学部教授

1953年生まれ。1975年 京都大学経済学部卒業、1980年 一橋大学大学院経済学研究科博士課程単位取得退学、1987年 経済学博士（京都大学）。岡山大学経済学部助教授、京都大学経済学部助教授、慶應義塾大学経済学部助教授を経て、1995年より現職。2001年1月－11年1月 金融審議会委員、2003年4月－07年9月 日本郵政公社社外理事、2003年10月－07年9月 慶應義塾大学大学院経済学研究科委員長、2008年12月東京工業品取引所（現・東京商品取引所）社外取締役（現職）を歴任。

---

### 翁 邦雄（おきな・くにお）

京都大学公共政策大学院教授

1951年生まれ。1974年 東京大学経済学部卒業、日本銀行入行。1980年 シカゴ大学留学、1983年 同大学でPh.D取得、日本銀行復帰（金融研究所）。1992年 調査統計局企画調査課長、1994年 金融研究所研究第一課長、1997年 企画局参事、1998年 金融研究所長、2006年 日本銀行退職。中央大学教授を経て、2009年より現職。

---

第98回 シンポジウム

## 金融と世界経済

——リーマンショック、ソブリンリスクを  
踏まえて——

---

2013年5月28日発行

編集 21世紀政策研究所

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-3-2

経団連会館19階

TEL 03-6741-0901

FAX 03-6741-0902

ホームページ <http://www.21ppi.org>

---

## 21世紀政策研究所新書一覽（※は刊行予定）

- 01 農業ビッグバンの実現―真の食料安全保障の確立を目指して（2009年5月25日）
- 02 地球温暖化政策の新局面―ポスト京都議定書の行方（2009年11月25日）
- 03 国際金融危機後の中国経済―2010年のマクロ経済政策を巡って（2009年12月14日）
- 04 これからの働き方や雇用を考える（2010年2月9日）
- 05 わが国企業を巡る国際租税制度の現状と今後（2010年2月10日）
- 06 地域主権時代の自治体財務のあり方―公的セクターの資金生産性の向上（2010年3月2日）
- 07 税・財政の抜本的改革に向けて（2010年7月9日）
- 08 日本の経済産業成長を実現する―IT利活用向上のあり方（2010年11月10日）
- 09 気候変動国際交渉と25%削減の影響（2010年11月17日）
- 10 新しい雇用社会のビジョンを描く―競争力と安定…企業と働く人の共生を目指して（2010年12月10日）
- 11 中国経済の成長持続性―いつ頃まで、どの程度の成長が可能か？（2010年12月17日）
- 12 国際租税制度の世界的動向と日本企業を取り巻く諸課題（2011年1月17日）
- 13 戸別所得補償制度―農業強化と貿易自由化の「両立」を目指して（2011年2月3日）
- 14 新しい社会保障の理念―社会保障制度の抜本改革に向けて（2011年2月14日）
- 15 会社法改正への提言―ドイツ実地調査を踏まえて（2011年2月21日）

- 16 アジア債券市場整備と域内金融協力（2011年3月3日）
- 17 地域主権時代の地方議会のあり方（2011年5月16日）
- 18 いま、何を議論すべきなのか？～エネルギー政策と温暖化政策の再検討～（2011年7月8日）
- 19 自治体の経営の自立と「地域金融主義」の確立に向けて（2011年7月27日）
- 20 税制抜本改革と地方税・財政のあり方―グローバル化と両立する地方分権をいかにして進めるか（2011年10月6日）
- 21 変貌を遂げる中国の経済構造―日本企業に求められる対中戦略のあり方（2011年12月9日）
- 22 政権交代時代の政治とリーダーシップ（2011年12月14日）
- 23 会社法制のあり方―米・仏の実地調査を踏まえて（2012年2月7日）
- 24 社会保障の新たな制度設計に向けて（2012年2月23日）
- 25 企業の成長と外部連携―中堅企業から見た生きた事例（2012年2月29日）
- 26 日本の通商戦略のあり方を考える―TPPを推進力として（2012年3月21日開催）
- 27 日本の農業再生のグランドデザイン―TPPへの参加と農業改革（2012年4月10日開催）
- 28 グローバルJAPAN―2050年シミュレーションと総合戦略―（2012年7月4日開催）
- 29 ※ 中国の政治経済体制の現在―「中国モデル」はあるか―（2012年12月21日開催）

- 30 持続可能な医療・介護システムの再構築（2013年2月4日開催）
- ※ 31 国際租税をめぐる世界的動向―OECD、BIAACの取り組み―（2013年2月7日開催）
- ※ 32 格差問題を越えて―格差感・教育・生活保護を考える―（2013年2月14日開催）
- ※ 33 グローバル化を踏まえた我が国競争法の課題（2013年2月21日開催）
- ※ 34 日本経済の成長に向けて―TPPへの参加と構造改革―（2013年3月1日開催）
- 35 金融と世界経済―リーマンショック、ソブリンリスクを踏まえて―（2013年3月7日開催）
- ※ 36 新政権のエネルギー・温暖化政策に期待する（2013年3月13日開催）
- ※ 37 日本政治における民主主義とリーダーシップのあり方（2013年3月21日開催）
- ※ 38 サイバー攻撃の実態と防衛（2013年4月11日開催）

21世紀政策研究所新書は、21世紀政策研究所のホームページ (<http://www.21pi.org/pocket/index.html>) でご覧いただけます。

 21世紀政策研究所