

《公開講演会記録》

コンプライアンスの原点

弁護士・元預金保険機構理事長 松田昇



コンプライアンスをめぐることはさまざまな立場からの論議があります。ここでは、私自身がこれまでに検察の一員として永年犯罪（コンプライアンス違反の極み）と対峙し、また、預金保険機構では数多くの金融機関経営者のモラルハザード（膨大な公的支出）を目の当たりにし、さらに現在では某自動車メーカーの企業倫理委員会の中で、一旦失墜した企業の信頼回復がいかに多大な時間と努力を要するかを体験している立場から、学問上のことはさておいて、専ら実務的見地、いわば現場の感覚からコンプライアンスをめぐる問題、とりわけその原点を探りたいと思います。

今、なぜコンプライアンスなのか

新聞用語では、コンプライアンスは「法令遵守」と呼ばれています。そうであれば、わが国は法治国家であり、法令を守るのは当然のことのはずなのに、なぜことさらにコンプライアンスと大きな声を出すのでしょうか。それには次のような要因があると思われます。

その1は、時代の変化です。

かつてわが国は事前裁量型社会と言われていました。つまり、行政が事前に裁量的な行政指導等を行ったり、あるいは事前規制によって業界を保護育成したり、利害を調整したりして社会をリードするという社会でした。しかし、その後、グローバル化もあって、規制を緩和し、自己責任のもとでの自由な競争を原則とする社会、また自由競争だからこそ競争のルールそのものを重視し、ルール違反が

あれば事後にきちんと咎めるという、事後規制型社会に移行しつつあります。

ここではルールは公正な競争を支える担保であり、その違反には厳しい批判と制裁が必要とされます。そのためルール違反に対する社会一般の批判・非難は昔よりはるかに厳しくなるのは当然で、制裁の面でも行政処分と罰則等の強化（例えば独占禁止法等）の傾向は明らかで、その制裁等の厳しさは企業経営を直撃すれば、その企業の存否さえ左右しかねない重いものとなりつつあります。

その結果、当然、司法分野の出番が増え、一方では経営者等への責任追及も活発化しています。

その2は、企業（組織）不祥事の続出です。

最近の企業等の不祥事の多さは異常と

いえます。株式市場の信頼を失墜させる粉飾決算等の不正経理が続発していますし、また、ユーザーの生命等にかかわる食品、建築、車やエレベーター等にかかわる不祥事も後を絶ちません。

そして、それらの不祥事の処理にあたっては、いまだに従来のやり方、例えば社内だけに通用する社内倫理や目先の利益を優先させたり、あるいは保身だけを考えて漫然と甘い対応をし、対応を誤ってリスクを拡大させる事例が多く含まれています。このような不誠実な企業による不祥事の続発を見ていると「今ここでコンプライアンスを本気で考えないと企業が危ない」という思いが強くなります。その3は、内部統制システム構築への法的要請です。

内部統制システム構築については、従来から「会社役員（取締役等）には、事業の規模等に応じたリスク管理体制（内部統制システム）を構築・整備する義務がある」と旧商法下でも判例等が指摘していました。今回の会社法で明定されました。また金融商品取引法も財務報告の正確性等にからむ内部統制を定めています。ここではコンプライアンスの確立が必須の要件とされています。

またコンプライアンスの尊重は、内部

統制のみならず、コーポレートガバナンス、リスク管理、CSR（企業の社会的責任）活動にとっても不可欠な要素になっています。

コンプライアンスとは何か

次にコンプライアンスとは何かということをもう一度考えてみましょう。新聞用語で言う「法令遵守」だけで足りるのでしょうか。

私は、自分の経験から「コンプライアンス」とは法令遵守にとどまらず、

「社会が企業（組織）に寄せる期待や要請に誠実に応えること」

であると理解しています。たんなる法令遵守より広い概念でとらえています。

では、企業や組織にとってのコンプライアンスとは何でしょうか。

最近よく使われる「安全」と「安心」という、ツールを使って考えてみます。仮に、ある企業がメーカーであるとする、社会から寄せられる期待、要請というのは、「安全で性能の良い製品をつくり、（適正な利益を得ながら）社会に提供する」ということでしょうか。この安全で良質な製品の提供を仮に「安全」と呼ぶとして、その企業自体が誠実な企業、

健全な企業として、つまり、市民社会の中の一員（企業市民）として受け入れられていなければ、製品は売れず、また投資も集まりません。それは、ユーザーや投資家等の多くのステークホルダーから、企業として「安心」という信頼を勝ち得ていないからです。

いかなる企業、組織も社会の一員として社会と共に生きること、すなわち「共生」を許されて始めて成り立ちます。それがなければ、企業は今日を生き残ることが困難です。ならば、社会との共生に必要な企業等の「安心」はどのようにして得たらよいのか。その答えは、その企業の「誠実さ」であり、それがキーワードです。そして、企業の誠実さは、とりも直さず組織を構成している役職員一人一人の行動の誠実さによって具現化されます。企業は改めて「社会からどんなことを期待されているか」を見つめ直し、それぞれの特性に応じて例えばメーカーなら開発・製造から販売、アフターケアまで不祥事は起こさない、起こさせない、つまり社会の期待を裏切る不誠実なことはいないということを徹底すべきです。この積み重ねがコンプライアンスの確立につながります。

なお、法令の遵守は社会が企業や組織

に寄せる期待の中心であり、コンプライアンスを守る基幹でもあります。法令違反はあってはならない。しかしそれはコンプライアンスのすべてではない。法令違反にはならないにしても、その行為が社会から非常識で不誠実な行為（コンプライアンス違反）として強く非難されて、企業・組織が信頼されなくなり、重大な結果に至った事例はたくさんあります。

コンプライアンスが

欠如したらどうなるか

次にコンプライアンスを他人ごとではなく、一人一人に突きつけられている、より身近なものとするためにはどうしたらよいでしょうか。

一つの方法として、それが欠けた場合とそれが確立された場合とを、具体的に考えてみます。

まずコンプライアンスが欠如したらどうなるか。

コンプライアンス違反が重大な場合、倒産等に至る事例も想定されます。企業が社会に信頼されるまでには長い時間と努力を要しますが、それを失うのはあっという間であり、まさに「築城三年・落城一日」です。その場合、株主、ユーザー、

取引先等の多くのステークホルダーに甚大な損害を与えるばかりか、その企業の役員も家族ともども人生を託した職場を失い、さらに取締役等であれば民事賠償責任を負い、特に悪質な場合は刑事告発のおそれもあります。悲惨な事例も少なくありません。

たとえその危機を乗り切れたとしても、信頼回復には膨大なエネルギー（役職員の努力）と時間が必要となります。また、きびしい行政処分も覚悟せざるを得ません。

トップのコンプライアンス違反（不正経理）で巨大企業が倒産した事例として、米国のエンロン社のケースがあります。同社は全米で売り上げ10位以内に入る巨大企業でしたが、会長らによる不正経理が発覚したことで倒産（負債は当時、米国最大）しました。

会長たちはきびしく罪に問われましたが、倒産はエンロン社の決算を承認したアーサーアンダーセンという世界有数の巨大会計事務所にも及ぶなど、大きな影響を与えました。大量の失職はもとより、株主、取引先、従業員（年金基金）等も甚大な損害を受け、米国株式市場の信用は一挙に失墜しました。

その上、ワールドコム社の巨大倒産も

あって、米国社会は深刻な打撃を受け、株式市場の信頼性を回復するため、企業改革法（SOX法）という法律を作って、企業の財務報告の真实性を確保するための取り組みを始めました。その波はわが国にも波及し、日本版SOX法への取り組みとなって現在に至っています。

では、逆にコンプライアンスが確立されたらどうなるか。

それによって企業の好感度が上がり、その積み重ねが「ブランド力」、「競争力」となります。まさに「誠実ブランド」の確立です。そしてそれは企業評価、格付けの際の重要な要素になりつつあります。コンプライアンスは決して後ろ向きだけの話ではありません。特に危機が起きた時、その確立、実行が企業を救うことにもなるのです。

コンプライアンスの確立は

何を目指すか

コンプライアンス体制を整備するためには、まず何よりもその体制づくり（内部通報制度等を含む）と教育、研修の充実が不可欠です。留意すべきは、その体制づくりも個々の企業の実情に合わせて使いやすい機能的なものにすることです。

問題は、この体制づくりは手段であるのに、ともするとそれ自体が目的化され、そのスケジュールが進むことで満足し、よしとしてしまう傾向がないとはいえないことです。

実際にも、あるメーカーでは外部から高く評価されるような立派なコンプライアンス体制をつくり上げており、かつ一方では製品の不具合に懸念を持つ社員が多数いたのに、結局、誰一人内部通報のスイッチを押さなかったために、重大事故が発生して企業を土壇場の経営危機に追い込んでしまった事例があります。これは体制がいくら立派でも、本来の目的である役職員一人一人のコンプライアンス意識の確立、個々人への浸透・定着がなければ意味がないということを物語っています。「仏つくって魂入れず」であってはなりません。

さて、そうすると、コンプライアンスを確立するには、もちろんその体制づくりや研修等も不可欠ですが、その究極にあるのは、ことに当たってコンプライアンス意識を持って行動する誠実で勇気のある人材、そのような感性を持つ人間を育てることに尽きます。このような人間こそ、自己と家族と企業や組織を護り、また救う人材であり、その人間づくりこ

そがコンプライアンスが本来目指す目的（原点）といえます。

そうだとすると、コンプライアンスは「心と行動の基準」であり、一朝一夕にその確立ができるわけではありません。粘り強い研修の反復継続が欠かせませんし、そもそもコンプライアンスを貫きやすい企業風土という職場環境に向けた改善も日々進めなければなりません。それにしても、この人間づくりは企業自体の雰囲気というか、トップの姿勢が鍵となることが多い。下の者はトップのコンプライアンスにかける姿勢、情熱が本物かどうか見えています。折に触れてトップ自身の強いメッセージが必要です。

危機に見るコンプライアンス

（その対応はどうあるべきか）

ところで、コンプライアンス確立の真価が問われるのは、生じたりリスク（不祥事はいかに万全の備えがあっても起こり得る）をいかに最小化にとどめ得るか、という危機対応（クライシス・マネジメント）の場面です。

そこでの要諦（有事対応三原則）は、（1）トップに情報（悪情報）が迅速かつ正確に伝わること

（2）トップの誠実で適切な判断

（3）その迅速・的確な実行

にあります。なお、ここでの「トップ」とは、最終的には経営トップですが、規模の大小はあれ一定の組織と部下を持つ幹部も同じです。

まずは、原則（1）の「情報伝達の重要性」です。

これがなければ危機対応の全ては始まらないし、その不十分さが対応の不適切さに直結します。

例として某乳業をみると、販売した牛乳による食中毒が関西で発生した際、関係者は当時札幌で株主総会に出席していたトップに報告せず、2日程経過してから報告したため、当初数人だった中毒症が最終的には1万人を超えるという一大不祥事を発生させてしまいました。その上、トップの準備不十分で不用意な記者会見等が加わり、企業イメージを一挙に落とす結果を招きました。最初の情報遅れのつまずきが、危機対応全体を誤らすことになったと容易に推測できます（その後に上場子会社の牛乳ラベル偽装が発覚し、子会社は解散した）。

では、このような情報伝達の遅れを防止するにはどうしたらよいのでしょうか。繰り返しますが、

①悪情報をも受け入れられるトップの姿勢（それを下は見ている）

②風通しの良い職場・企業風土の醸成
この二つの有無と程度が鍵となります。

特に①のトップの姿勢では、組織内に、日頃からトップは悪情報をも受け入れてくれるし、コンプライアンスに基づく処理を行ってくれるという信頼感が確立されていなければなりません。トップの姿勢がブレては信頼は生まれません。

また、②の企業風土については、特に内部通報の重要性を認識し、その活用を促進すべきです。密告行為ではなく、リスクの芽を内部のうちに摘み取るための貴重な情報だからです。加えて、直言してくれる部下の存在も重要です。

それにしても情報は発信者がいてこそ情報となります。コンプライアンスの原点（目的）でもある「人間づくり」の重要性はそこにもあります。目先の利益に惑わされることなく、社会がその企業に寄せる期待にどう応えるべきかを考え、悪情報についても勇気を持って内部発信し、自己（家族を含む）と職場（企業）を護り、救う人材の育成こそが大事なのです。コンプライアンスをお題目でなく、身近な行動基準として浸透・定着させなければならぬ理由もそこにあります。

次は、原則（2）の「トップ判断」に関して。

この判断は、通常「リスク発生の原因究明と再発防止」及び「けじめと信頼回復」を念頭に行われます。

問題は、その判断が社会がその企業に寄せる期待や要請に誠実に応えるというコンプライアンスの基本を充しているかどうかです。「誠実さ」をキーワードとした判断が必要となります。

そのためには前提として、社会の要請が日々水準を上げてきびしくなる傾向にあることを認識するとともに、その判断が企業にとってどんな意味を持つのか、その判断がもたらす社会の反応はどうか等を冷静に見定める洞察力を持つことが重要です。

次に原則（3）の「迅速・的確な実行」について。

いうまでもなく、トップの判断は迅速、的確に実行されなければ意義を失います。具体的には、前にのべた「不祥事（リスク）発生の原因究明と再発防止」及び「けじめと今後の信頼回復」等への取り組みを、迅速に実行に移すことが肝要です。同時にその姿勢を公開（表明）することも重要です。それらは社外への対応として不可欠ですが、同時に社内にとっ

ても区切りをつけて再生へ取り組む姿勢を鮮明にする上で必要です。

その意味でも誠実な広報活動が重要です。今日、企業の隠し事はすぐ表に出ると認識する必要があります。「嘘はつかない」「逃げる態度は取らない」「情報の出し惜しみはしない」等が重要です。その対応ぶり如何によっては、社会的要請を裏切る不誠実なものと見なされ、本来特定（一部）の製品の欠陥であったものが、企業そのものへの不信を一挙に招き、信じがたいくらいに速度で全製品に対するбойкот等へと拡大する事例も少なくありません。

さて、迅速、的確な判断と対応により危機を乗り越えた事例を見てみましょう。

その一つが有名な「ジョンソン・アンド・ジョンソン社」のケースです。同社製造の家庭用鎮痛剤に異物が混入され、全米で7名死亡という重大事故が発生しました。製薬会社にとって最悪の事態です。同社のトップ（会長）は、素早く製品回収を決定し、そのことを巨額の費用であらゆるメディアを動員して広報し、自らテレビにも出演するなどして二次事故発生防止に全力を尽くしました。他方で、異物混入を防止するための包装の改善等も行いました。トップの強い指導力によっ

て、誠実で迅速・的確な対応が実現し、その結果、売り上げの回復も早く、最近でも米国の企業好感度の上位を占めています。まさに「誠実ブランド」の確立です。

わが国でも、製品の目録にトルエンを混入されて金品を要求されたある製薬会社、素早いトップの決断で、事件を公表し、製品の回収等を迅速に実施した事例があります。回収作業に従事した社員が「ビジネスでは大きく損失が発生したが、通常のビジネスでは伝えきれない自社の姿勢を示すことができた。私自身、誰のために何のために仕事をしているのか再認識できた」と言っていたのが印象的でした。

コンプライアンスを 定着させるための呼びかけ

最後に、コンプライアンスは心と行動の問題、人間づくりの問題でありますから、それを身近な行動基準として定着させるための「呼びかけ」について触れてみます。

最近、私はあるメーカーの現場の人たちに「5Sから6Sへ」と呼びかけています。それは現場ですでに定着している

5S（整理、整頓、清掃、清潔、しつけ）にもう一つのS（誠実さ）を加えたものです。高度な理論はさておき、この簡明な呼びかけが口ずさまれ、コンプライアンスを自分のものと考え、自ら行動する契機になればと願うからです。

また、ある電機メーカーでは、企業は社会の公器であるとした上で、「法令や社会倫理に反してまで売り上げや利益を追求しない」とし、「企業倫理違反、法令違反は企業価値の崩壊につながる。目指す姿は、コンプライアンス、倫理、法令遵守を徹底する企業。そのために社員一人一人がスーパードライアンで透明性のある企業を目指す」という呼びかけを行っています。

また、ある商社会社のコンプライアンスの冊子は、次のように呼びかけています。

「正義と利益のどちらかを取らなければならぬ状況に遭遇したら迷わず正義を貫け」とした上で、「分れ道で道標を見落として、易き道を選び、コーポレートブランドを一度傷つけてしまえば、その回復に長い時間とエネルギーを費やさなくてはなりません。」

それゆえに私たちは目先の利益に惑わされて危ない近道を走るのではなく、遠

回りでも正道を一步一步着実に歩まなければなりません。今一度、一人一人がよく見つめ直してください。

自分が進もうとしている道は法律に違反していませんか。家族に自信を持って話すことができますか。子どもにも同じ道を進ませることができますか。新聞やテレビに発表されても堂々としていられますか。誰かにつけこまれる隙を与えないにはなりませんか。自分だけが汗をかかずに楽ができる近道ではないですか。それが一つでも思い当たる時は、この冊子に立ち戻ってください」とあります。

参考にしていただければ幸いです。ご清聴有難うございました。

（3月9日・講演会）

講師略歴（まっただのぼる）

- 1933年 北海道生まれ
- 1957年 中央大学法学部卒業
- 1963年 東京地検検事
- 1987年 東京地検特別捜査部長
- 1995年 最高検刑事部長
- 1996年 預金保険機構理事長
- 2004年 弁護士登録

《公開講演会記録》

格付会社から見た世界経済

日本格付研究所社長・元大蔵省財務官 内海 孚



「格付け」とは

「格付け」といっても皆さんあまり馴染みがないかもしれませんが、日本格付研究所は28年も前にできました。最初の頃、まだ数人しかいない時代、企業に電話して「日本格付研究所です」と言う、「え？ 粕漬けの研究所ですか？」と言われたという話もあったくらいです。

格付会社はアメリカで始まったのですが、1980年代の初めくらいまでの日本は、会社が債券を出す時には大蔵省が審査をしました。投資家保護の観点から、政府が基準を設けて許可をしていたのです。

日本も債券発行を自由化する際に、格付会社が3つできました。今の私の会社

もその1つです。当時、私はまだ大蔵省にいましたが、まず生命保険会社とか、銀行とか、投資をする立場の人が出資して、投資をする時にどの債券がどの程度の信用があるかを知りたいということでした。格付会社がありました。

他にも日本経済新聞社の子会社、それから日本興業銀行の子会社の2つの格付会社がありました。しかし、銀行が格付けをするのは利害相反ではないかという声が上がって、日本興業銀行と日本経済新聞社の子会社が合併して1つになりました。

外国では、「ムーディーズ」と「S & P」つまり「スタンダード・アンド・プアーズ」という2つがアメリカでもヨーロッパでも市場占有率95%くらいです。完全な寡占業界です。

この2社がいろいろ問題を起こしています。特にヨーロッパの国々では乱暴な格下げをやりました。日本にもこの2社があり、1990年代の経済危機の時、丸紅、伊藤忠などみんな投資不適合に格下げされました。ウチがかろうじて投資適合にしていたから、つぶれないで済んだのです。日本に格付会社が無かったら、もうとっくにつぶれていたんです。

去年の8月、S & Pがアメリカの国債を最上級のトリプルAからダブルAプラスに落として、大騒ぎになりました。

格付けというのは倒産確率がどのくらいになるかという計算ですが、やはりどこかが基準になります。それがアメリカの国債です。いくら今、アメリカの経済が模範的ではないにしても、アメリカの国債がやはり基準になると私は思い

ます。アメリカが返済不能になった時、生き延びられる他の国はないです。どこの国も返済不能という状態になります。多国籍企業も同じです。そういうことを考えると欧米の格付会社というのは、何を考えているのだろうと思います。

アメリカ経済の今

今のアメリカ経済はいろいろな問題に直面しています。私は5、6年前からアメリカの経済成長は、しばらくは2%に達しないだろうと言っていたのですが、今後もまだ3年ほどは2%がせいぜいではないでしょうか。その最大の原因はアメリカの家計部門のバランスシートが傷んでしまっている。つまり借金が多くなって、アメリカの消費者たちは借金の返済と貯金に一生懸命で、あまりお金を使わない状態がまだまだ続きます。

そうだったのはいわゆるサブプライム・ローン問題が原因です。住宅金融専門会社が仕事もない収入もない資産もない人にどんどんお金を貸したのです。どうして貸せるのか？アメリカの不動産価格がずいっと上がっていたからです。特に2000年以降は毎年5〜6%、あるいは10%近い勢いで上がっていました。仕事

もない収入もない資産もない人に資金を貸して、その人が返済不能になっても、家を取り上げて売れば資金を回収できる、こういうことだったのです。

貸して、そのリスクを金融会社が自分で負っていいのですが、それを証券化して、投資家に切り売りしました。

そういう証券に対して、ムーディーズとかS&Pとかが、トリプルAという最高級の格付けをする。そうするとまた他



サブプライム・ローンの後遺症

の証券会社や銀行がサブプライム債券を買って、それにいろいろなものを混ぜて、さまざまな金融商品の中に入れて売る、いわば毒まんじゅうを売りました。

それをアメリカの投資家だけでなく、ヨーロッパの投資家も腹いっぱい食べちゃった。ところが2007年の半ばぐらいに、アメリカの住宅価格が頭打ちになり、下がり出しました。下がり出すと、仕事もない収入もない資産もない人たちにローンが払えるわけがない。それでみんな焦げついてしまいました。

焦げついても住宅金融会社のほうは、みんな債券にしてばらまいていますから、それがどこにあるか分からない。それで大騒ぎになったわけです。

アメリカ、ヨーロッパを巻き込んで2007年半ばから住宅価格が下がり始めたのに、その間にも格付会社はどんどんサブプライム・ローンを証券化したものに、極めて高い格付けを与え続けました。ところが、それが難しくなると、ものすごい勢いで今度は格下げし始めました。責任を追及されたらかなわないと、1カ月の間にトリプルAのものを、シングルAとかBとかまで下げた。サブプライム・ローン騒ぎの元凶の1つがアメリカの格付会社です。これが格付会社の信用度を



アメリカの消費者は今…

ものすごく傷つけたのは確かです。

ほとんど不動産が上がっていった時には、消費者はほとんど借金をして、消費を増やした。アメリカのGDPに占める個人消費の割合は、1960年代はせいぜい62、63%だったのが、その頃は70%になってしまった。アメリカの家計部門の借金の総額は1997年にはGDPの66%だったのが、2007年には100%にまで膨れ上がりました。今、アメリカの家計は一生懸命その借金を返済し、

貯蓄を増やしているわけです。

そういう状況ではアメリカの成長率が高くなるわけはありません。バーナンキというアメリカの中央銀行総裁が、一生懸命金融緩和をやっています。日銀の白川さんと競争するようになっこうでやっているんですが(笑)、いくら金融をゆるめたって、銀行規制がうるさくなって銀行は貸せない、個人だって銀行から借りてお金を使うより、今は一生懸命借金を返済して、さらに貯蓄をするのですから、成長率が高くなるはずはありません。

2番目の要因は、財政の危機です。サブプライムローン問題からスタートして、アメリカの銀行もヨーロッパの銀行も、ガタガタになりました。そして政府も膨大に金を使ったものですから、ヨーロッパもアメリカも財政が非常にきびしくなりました。日本ほどきびしいところはありませんが、アメリカもヨーロッパも財政がガタガタに傷みました。

3番目に、銀行は2度とこういうことが起こらないようにいろいろな規律がきびしくなりましたから、そんなに簡単にかつてのようにお金を貸せない。したがって、アメリカの経済は今後3年くらい2%程度の成長率にとどまるでしょう。しかもアメリカの中で非常に明確になっ

たのは、健全なミドルクラスの崩壊、貧富の格差のものすごい拡大です。一番上の1%の人が全所得の21%を手にしている。1979年には1%の人の所得は全体の10%でした。上の20%の人が半分以上の所得をとっています。その結果、中間層がガタガタになりました。

今度の大統領選挙で、小さい政府か大きい政府か、ということが議論されていますが、そういう意味でアメリカはなかなか難しくなっているのは確かです。

アメリカは終わらない

ただ、そうかといって、「アメリカの覇権は終わりだ」とか「ドルの終焉」とか、いろいろな本が出ていますが、あれはまたちょっとおかしい。中国がアメリカに代わるとか、中国の人民元がドルに代わるなんていうのは、私の孫が死ぬ時までにはないでしょうね。

アメリカの強みというのが、いくつかあると思います。長期的な強みです。

1つは、ソ連圏の鉄のカーテンが壊れた。中国は社会主義市場経済という限度のある市場経済ですが、今、市場経済に住む人口は50億人になりました。20年前にはせいぜい10億人だったのが、50億人

になった。これがどういう影響を長期的に社会経済に与えるか。1つはおそらく原材料とか1次産品の価格が長期的に上がっていくでしょう。

なぜかという、市場経済に新しく住むようになった人たちの生活水準が上がると、1次産品の需要が当然増えます。たとえば中国の13億人の間でモーターゼーションが普及した時、これはもう我々の目の前にあるわけですが、これで鉄鋼から石炭から、エネルギー価格も、どんどん上がっていく、こういう状況は何十年も続いていくでしょう。

食料品もそうです。中国の13億人の人が皆牛肉を食べるようになったらどうなるか。1カロリーの牛肉をつくるためには30カロリーの食物を牛に食べさせないとできません。だから新しく市場経済に住む人たちの生活水準が上がってくれば、一次産品の需要というのは長期的に増えていく。ところがその供給は需要に追いつくのに時間がかかります。だから原材料や一次産品の価格が長期的に上がっていくというのが私の仮説です。

同時に製品の値段は長期的に下がっていくでしょう。今、デフレで大騒ぎしていますが、これだけ大量に安い労働力が市場経済に流入したわけですから、製品

の価格は当然下がる。日本の製造業の私たちは、その中で必死の努力をして、少しでも付加価値の高い製品の開発をすることで生き残りを図っていて、それが少しずつ進んでいるわけですが、その点、あの資源大国のアメリカは強い。

それから第2に人口動態です。今の人口と2050年の人口を比べてみましょう。日本は今1億3000万人弱ですが、2050年には1億人を下回るでしょう。ヨーロッパは7億3000万人が6億人に減ります。アメリカは2億8000万人が4億人に増えます。そして中国は2050年には14億人になり、60歳以上の人口が何と31%となります。完全に高齢化社会です。そうすると、やっぱりアメリカは強いなということがお分かりでしょう。

これは最近始まったことなのですが、第3にアメリカにとって明るいニュースは、アメリカの製造業が国内に戻ってくる傾向が出始めたことです。アメリカの製造業は1979年には働いている人の数が2000万人いたのが、今は1200万人しかいない。

ところが、ここへきて国内回帰傾向が非常に顕著になりました。最大の理由は、中国を中心として外へ出ていた工場など

がアメリカに戻り始めたことです。

その原因は中国の労働コストの上昇です。2000年～05年の間に中国の労働コストは毎年10%上がり、05年～10年はプラス19%、今後5年間はおそらく20%ずつ上がっていくでしょう。しかも労働紛争が頻発している。そういう傾向を前にして、中国に出ていた生産を見直さざるをえなくなるでしょう。

アメリカと中国の製造業の生産額はだいたい同じです。しかし、働いている労働者の数は、アメリカは1200万人で中国は1億2000万人、ちょうど10倍です。つまりアメリカが10倍の生産性を持っているということです。それにアメリカの賃金は安くなり、中国の賃金は毎年20%上がっています。これなら戻ったほうがいいとなります。しかもエネルギーコストもアメリカのほうがはるかに安い。中国では電力は2010年から毎年15%以上も上がっています。

またヨーロッパのエアバスの製造もかなりアメリカで行うようになり、フォルクスワーゲン、デンマークのIKEAなど、アメリカ市場で売るのはアメリカでという傾向が出ています。これもアメリカのグッドニュースです。

もう一つのアメリカのグッドニュース

は、エネルギーです。北アメリカのシェール・ガスの生産ブームが、経済を牽引し始めました。エネルギーの専門家に言わせると、アメリカは今後10年以内に、石油とガスの輸出国になりそうです。アメリカがエネルギーの輸出国になった場合には、安いエネルギーがアメリカ産業の国際競争力を再び強めるだけではなくて、アメリカがエネルギー大国になると、世界の経済地図を大きく書き変えることになる可能性があります。

ユーロはなくなる？

次にユーロ圏ですが、今、ユーロはなくなるのではないかと、米英の人や、英語の情報誌を読まない日本人たちが、一生懸命そういう本を書いています。

市場経済が世界を制覇しましたが、この市場には1つの癖があります。ある国とか、ある会社がうまくいっている時、どんどん発展している時は、その強いところしか見ない。しかし、どの国もどこの企業も、強みと弱点があります。ところが市場経済は、うまくいっている場合には強みしか見ない。いったん難しくなってくると、その国や企業の弱みしか見ないという癖があります。

格付会社の一般的な傾向も市場の傾向そのままで、いいところにはどんどんいい格付けを与え、ちょっと悪くなるといところは見ないで、どんどん格下げをし、その芽をつんでしまうことが現に起こっています。

その例としては、2010年にユーロ圏の中で欧州金融安定基金という、いざという時、7500億ドルの資金で難し



ギリシャのデモ

くなったユーロの加盟国を救う基金ができる数日前に、S & Pがスペインを格下げしました。私は基金ができるまで待って、それが加盟国をどのくらい下支えするかを見た上で、格付けをするのがフェアだと思います。

一つ要注意は、英国が欧州大陸の問題については非常に偏見を持っているということです。考えてみると、英国は200年にわたって世界の経済に君臨しました。それがなぜ可能だったかというと、欧州大陸の中でいろいろな対立をつくるように動いて、そのバランスの上に立って、英国の覇権があったのです。欧州大陸が皆いっしょになって手を握ってしまったら、小さな島国の英国は、行く道が難しいのです。そういうことがしみついているのか、英国の「フィナンシャル・タイムズ」は、非常にいい新聞ですが、ユーロには最初から敵意を持っています。日本のエコノミストやメディアはそれに百パーセント依存しているので、その偏見がそのままうつってきます。

私はユーロ圏の分裂とか、ユーロの消失はありえないと見えています。なぜユーロができたのかといいますと、鉄のカーテンが壊れた時、西ドイツのコール首相はドイツ人の宿願、東西ドイツの統一を



コール元首相 (ドイツ)

何とか実現したいと思った。しかし、ヨーロッパの他の国々は第1次、第2次大戦と2度にわたって、ドイツにやられましたから、再び巨大なドイツができたら恐怖だという気持ちで潜在的にあって、東西ドイツの統一に賛成する雰囲気はまったくなかった。

そこでコール首相はフランスのミッテラン大統領に、「東西ドイツの統一を支持してくれ」と頼みます。大統領は「いいよ、その代わりに我々のEUの統合過程を思い切って進めようじゃないか、そのためには通貨統合が一番いい」ということで、これが決まった。ユーロができた背景には、憎み合い、殺し合いをしたその歴史には戻らないという強い意図がありました。ですから、ユーロはどこかの国がだめになるかと思うと何とか立ち



ミッテラン元大統領 (フランス)

直ってくる、そこに対する支援も決まるということになります。

問題になっているギリシャ人もその80%はユーロ圏にとどまりたいと言っています。なぜかという、まず国も企業も個人も、ギリシャ人は皆、ユーロ建てで借金をしています。昔のドラクマという通貨に戻ると、価値が半分くらいになってしましますから、そうしたら借金が倍になるわけで、これでは返せるわけがありません。

それにもしユーロから離脱となったらどうなるか。ギリシャはこの9月には国家公務員に払う給与もない、年金を払うお金もない。今とりあえずブリッジローンが出されて、外からの支援で払っていますが、ユーロ圏から出てしまうと支援がなくなる、そうすると必然的に昔のド

ラクマに戻り、中央銀行が印刷して払う以外にない。それではその経済は生きてはいけないう。そのことをギリシャ人は知っています。だから厳しい条件の下でも何とかやっていかなくてはいいです。スペインやイタリアでも国内でいろいろデモもありますが、しっかりと財政再建に取り組んでいく構えです。

アメリカや日本、特に日本は、経済がきびしい時に財政再建なんて無理だと言いますが、ヨーロッパの人たちは、場合によってはマイナス成長でも、今、財政を立て直しておかなくては、基本的に長期的に今後成長していくための基礎はできない、と腹をくくっている。これがやはりヨーロッパの強みです。

ユーロ圏の国々は、今後1、2年は成長率0%そこそこでしょう。しかし、3、4年となると、おそらく欧州の国々の方が経済の基礎を立て直してアメリカや日本よりも先行していくでしょう。無視はできません。

日本での格付け

日本については、私たちはトリプルAという格付けを維持しています。日本は明治維新以降、国債の債権をちらにし

たこと（デフォルト）はありません。

日本はそこまで落ちることはない、我々だけがトリプルAを維持しています、さすがに社会保障と税の一体改革がうまくいかなかった場合には、格下げを考えざるをえないかなと思いましたが、まあ野田さんがしっかりとこれをやってくれたものですから、トリプルAを維持しています。

日本に独自の格付会社があるということは、ヨーロッパの人たちから見たら非常にうらやましいのです。格付けというのは、その国、その地域の企業文化をしっかりと理解しないといけないのです。たとえば、丸紅、伊藤忠を簡単に投資不適格にしたことは彼らの誤りです。それからムーディーズが、一度トヨタ自動車を格下げしたことがあります。その理由は、トヨタ自動車の永年勤続制度は企業の競争力を弱めるということでした。日本のトヨタの場合はそれが強みです。それがアメリカの格付会社には見えない。

最近の例でいうと、東京電力の株がひどいことになっているのはご存知の通りですが、東京電力の債券の総額は、日本の国債に次ぐ大きな額です。ですからいろいろな年金基金とか、公益法人とかはたくさん東京電力の株や債券を持ってい

ます。それをアメリカの格付会社は投資不適格に分類してしまいました。日本経済新聞社の子会社はトリプルBに落ちました。我々はシングルAにしました。

もし我々がこれを下げるとどうなるか。たとえば公益法人とか年金基金は、投資のための規則で、シングルA以上の債券でなければ、投資ができません。ウチが落とした途端に、年金などが大量に売ったら、格付けだけで東京電力は破産します。日本政府が首都圏の電力に責任を持つ東京電力を破産させることはないという、その点に着目してウチはシングルAを維持しました。

やはりそれでよかったので、政府が東京電力に公的資金を注入して、破綻がないということはもうはっきりしました。シングルAを維持することは格付会社としてはウチがリスクを負うんです。本当に破綻した時には、最後までシングルAを維持したために投資家が損を被ったといっって訴訟されるリスクがあるわけですから。そういう意味で私は、やはり格付会社は一つの公的な使命、パブリック・グッツというか、共有財産としての性格があることを本当に認識しなければいけないと思っています。

透明性に欠ける中国

次に、世界でどういう格付けをしているかですが、アメリカ、ヨーロッパ、インド、韓国なども格付けしています。しかし、中国の格付けはしていません。中国から出てくるいろいろな資料が、信頼できない。透明性がないからです。

たとえば中国は今年の第1四半期の成長率がだいぶ下がって8・1%、第2四半期が7・6%でした。しかし、中国の発電量は、6月7月の伸びがゼロです。7%以上成長して、電力消費量の伸びがゼロ、これは可能でしょうか。

それから製造業の購買担当者景況感PMI指数というのがありまして、中国の製造業について調査をして、その数値が50を割ると収縮、50を超えると拡大という指標ですが、中国政府の出しているPMIでも、この8月はマイナス、つまり50を割っています。

さらに違う例では、中国の企業はずいぶんアメリカやカナダの株式市場に上場しています。どうやって上場したかと言いますと、アメリカの上場企業を中国の企業が買い取った形で、あまり審査も受けないで上場したわけです。しかしその

中身が実態を反映していないということ、大騒ぎになった例が数多く出ています。私たちは中国は怖くてまだ手をつけることができないでいます。

格付会社の収入は？

格付会社はどこからお金をもらっているのか、それは格付するところからもらっています。たとえばトヨタ自動車を格付けする、その費用はトヨタ自動車が払って、その格付けに基づいて債券が発行されるわけです。格付けするところからもらうのは利益相反ではないのかという議論はアメリカでもありますし、英国でもあります。ヨーロッパでもあります。ある程度それはあると思います。利益相反を徹底して排除しない限りは信用が得られません。どうするか。

私は今、国家公務員と同じように、あらゆる兼職は格付会社に関する限り、まったくできません。たとえば格付けに行ったアナリストたちの報告を受けて、格付けを決める格付け委員会には社の役員が口をはさむことは一切できません。その株を持っている職員はその委員会に入ることはできません。それでも、お金をもらっているところ

に格付けをするのはおかしいではないか、となると、では、格付会社はどこからお金をもらえばいいのでしょうか。投資家からもらえばいいのではという意見もあります。しかし、投資家はAという債権に投資をしていたら、格付けが下がったら困るということが起きますから、結局どうやっても利害相反は避けられませんか。そうである以上は、それをきちんとした規則で回避することだと思っています。

ウチでいつも強調しているのは、市場に媚びてはいけないということです。市場に媚びるといえるのは、例えばサブプライム・ローンについて、ムーディーズとS&Pが最初トリプルAを出して、発行者つまり金をもらうところに一生懸命サービスをして、逆に市場でそれが下がり出すと、市場に媚びて市場以上のスピードで格下げをしていくというやり方です。重要なことは市場とも依頼者とも適切な距離を置くことだと思っています。

米国MITのグスターヴォ・マンソー教授の論文を読む機会がありました。

その論点は、格付会社は格付対象となる国や企業の信用力を的確に評価しなければならぬが、同時に、その国や企業が生き続けることに考慮を払わなければならない、ということでした。

もし、格付会社が、その格付先の存続(Survival)にはおかまいなしという風潮が広がった場合は、危険な格下げ競争を招き、国や企業の破綻で死屍累々という状況を現出する恐れがあると指摘しています。現在のユーロ圏諸国について起きていることは、まさに、その指摘の通りの状況です。少なくとも、市場の動きに便乗したり、これを徒らに加速したりすることは厳につしまなければなりません。その意味で、格付会社は私企業ではありませんが、公共財としての側面を併せ持つという認識に立って行動することが求められています。

格付けとは、私がよくいう都々都逸みに、「企業を殺すにや刃物はいらぬ格付会社があればよい」というようなことになったら困るということを念頭に、私は格付けの仕事をしております。

(9月14日・講演会)

講師略歴(うつみ まこと)

1934年 東京都生まれ
1957年 大蔵(現・財務)省入省
1989年 財務官
2004年 (株)日本格付研究所社

長

《公開講演会記録》

通貨不安——どうなる世界経済

前国際協力銀行総裁 田波 耕治



世界経済の現状

いただいた大きなテーマ「通貨不安」
 どうなる世界経済」を、私なりに本日は
 すこし歴史的な観点から、考えてみたい
 と思ってやってきました。

9月に出たIMFの経済見通しをもと
 に世界経済の現状を眺めてみますと、2
 年前の2009年は、ご存知のように2
 008年のリーマン・ショックの影響で、
 世界経済が全体としてマイナス0・7%
 というマイナス成長になってしまいました。

この結果、世界各国ともこのマイナス
 成長から脱却したいと、ありとあらゆる

財政金融政策を打ちました。その結果2
 010年は全体で5・1%という成長率
 が実現して、今度は「出口戦略」、つま
 り財政金融政策の大盤振る舞いをどう縮
 め直していくかということが問題として
 意識されはじめました。

しかし、11年は日本では地震もありま
 したし、アイルランド、ポーランド、ギ
 リシャなど、ヨーロッパ諸国で金融不安
 が相次ぎ、出口戦略どころではなくなっ
 てきました。11年は4・3%、12年も4・
 5%ぐらいの成長だろうというのが、6
 月段階の見通しでしたが、9月の段階で
 は、11年は0・3ポイント下がって4・
 0%、12年も0・5ポイント下がって4・
 0%成長というのが、IMFの見通しで

す。しかし、それよりさらに悪い状況に
 なってきているのが現状だと思います。

地域別に見てみますと、最初にアメリ
 カですが、リーマン・ショックでマイナ
 スになった後、かなり持ち直したという
 ことで、最近はいいい指標も時々現れて、
 その度に株価が上下して、日本の株価も
 それに追随するということが繰り返され
 ています。しかし、大局的にみると、住
 宅、雇用を中心に必ずしも家計の状況は
 よくなっていない。家計のバランスシ
 ートの過剰債務状況からいつ脱却できるの
 か、見通しは立っていません。6月と9
 月では、11年は2・5%成長から1・5
 %成長へと1ポイントのマイナスの見通
 しになりました。

肝心のヨーロッパはどうか。ドイツはまあまあ健全、フランスもまあまあですが、イタリア、スペインでは、相当成長率が下がってきています。ユーロ圏17カ国では2012年の成長率見通しは1・1%でしたが、最近のEUの見通しでは、0・5%に引き下げられています。こちらもゼロ成長に近い線という状態だろうと思います。

日本ですが、09年はマイナス6・3%。リーマン・ショックはアメリカで起きたにもかかわらず、日本が最大の被害者といわれたのがこの数字です。しかし、10年は4%成長、12年2012年の見通しは2・3%成長と、他の国にくらべればかなりいいと言えます。11年は大震災の影響でマイナス0・5%という見通しでしたが、この間統計が出た7・9月の成長率（速報値）は前期比でプラス1・5%、年率ではプラス6%成長でした。これは震災後の復興事業を中心に、立ち直ってきている数字と言えます。10・12月はこれよりは下がると思いますが、まあ他の国に比べればどちらかといえば上向きでしょう。

今日出た内閣府の報告は「横ばいだが、不安材料はある、特にヨーロッパを中心に」と言っている。まあそんなところ

でしょう。

成長するアジア諸国に目を転じますと、これまで見た国々とは様変わりで、リーマンショック後の09年にも全体で7・2%成長、中国は9・2%、インドも6・8%というような高度成長を果たしました。当時、「デカプリング」という言葉が登場し、「先進国経済は落ち込んで、新興国が景気を支える」と言われました。しかし、その後はなかなかこれも一筋縄ではいなくて、中国でみると、10年こそ10・3%でしたが、見通しでは11年は9・5%、12年は9・0%と上昇率は下り坂です。

それでも成長率としてはたいへんなものですね。中国経済の11年の目標はインフレの抑制で、金融を引き締めていました。なぜインフレになったかという点、アメリカがお金を世界中にばらまいたからだというのです。「過剰流動性」という言葉があるように、金をばらまくから、新興国はインフレになって困る、アメリカ何とかしろ、という議論が盛んです。アメリカも現に引き締め気味の経済運営をせざるをえなくなっています。

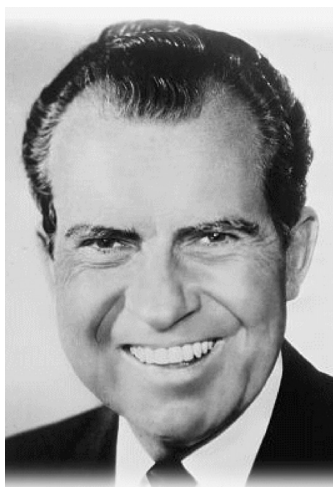
ところが最近また様子が変わってきて、中国では金融を引き締めた結果、不動産バブルが崩壊して、景気がドカンといっ

ちゃうのではないかという心配が大きくなり、ユーロ危機も重なって、今度は引き締め過ぎを警戒する話が多くなっています。（編集部注・中国は11月30日に預金準備率を0・5%引き下げを発表、金融引き締め策を転換した）

ブラジルなども通貨のレアルが高くなり過ぎて、困るぞ、困るぞと言っているうちに、意外に脆くて、今度はレアルが安くなって大変だという具合に、足元がおぼつかない状況になってきています。

通貨はどうなる

次に通貨と経済の関係をお話したいと思います。今の経済はよくも悪くも「ニクソン・ショック」からすべてが始まっています。あれは1971年のことなので、ちょうど40年前になります。そのこ



ニクソン米大統領

る私はアメリカにいました。子どもの頃、親父が「日露戦争のころは」などと始めると、うんざりした思い出があるのですが、日露戦争は日本の敗戦の丁度40年前です。ニクソン・ショックから同じ年月が過ぎたわけです。

日本は日露戦争に勝ったことが、その後の戦争につっこむ原因だったと事後的に講釈する人が多いし、そういう面はあるかと思えます。一方、ニクソン・ショックはアメリカが金・ドル本位制に耐え切れなくなつて白旗を揚げたわけですが、それから40年、日本の経済は全体的に、高揚感、高度成長の夢に揺られて来たのかな、という気がしています。

それまではいわゆる「ブレトンウッズ体制」で、アメリカにドルを持っていけば、35ドルで金1トロイオンスをもらえるところという金・ドル本位制でした。ところがベトナム戦争などいろいろな原因によって、アメリカの経常収支がどんどん悪くなり、財政も悪くなつて、金・ドル本位制をもうやめたと言ったのが、ニクソン・ショックでした。

私は1971年の6月末にアメリカの大使館に赴任したのですが、その直後の7月にアメリカのキッシンジャー国務長官が極秘に中国に行つて、中国の扉を開

け、翌72年2月にはニクソン大統領が中国に行くことになりました。これが最初のニクソン・ショック。その当時の駐米大使は牛場さんでしたが、本当にかつたと怒つておられました。恐れていた「頭ごし外交」をやられたわけで、大変なことなんだなあ、と見ておりましたら、8月15日に第二のニクソン・ショックが起きました。

ほぼいきなりの発表で、これからはもう金とドルは交換しませんが、外国製品には10%の輸入課徴金をかけますよとか、一方的にどかんとやられて、一体なにがどうなるんだらうと混乱が始まりました。

そして、その年の12月に、スミソニアンという、例の博物館がある所でG10の会議が行われました。10カ国の蔵相の会議ですが、そこで1ドル＝308円というレートが設定されます。360円と比べると、16・88%の切り上げで、これも非常にショックだったわけですが、その後2年ぐらいいして、これももたなくなつた。円だけではなくて、マルクなんかとの関係もあります。1973年には固定相場制をやめて、変動相場制になつて、今に至っているわけです。

その後の推移をふり返りますと、10年



ニューヨークのプラザホテル

余りは1ドル＝250円ぐらいが続きましたが、85年の9月に、例の「プラザ合意」となります。またまたアメリカが国際収支と財政の双子の赤字でどうにもならない、ドルを切り下げなければもたない、ということ、NYのプラザホテルに先進5カ国の蔵相が集まり、ドルを切り下げようということになった。この当時、1ドル＝235円だったのが、約1年後には1ドル＝130円台に切り上がります。1年で230円が130円に、ということ、経済にとってはとても耐えられませんか。案の定、そこから円高不況ということになります。

87年10月には「ブラックマンデー」というNYの株の暴落がありました。世界中で大騒ぎになりましたが、しかし、日

本は1日だけどかんと株が下がったものの、すぐ持ち直しました。そこで、日本は世界とは違うんだ、おれたちは大丈夫なんだという自信が回復してきました。「ジャパンアズナンバーワン」といわれたのはこの頃です。

この後もどんどん円高が進んで、95年4月には一時1ドル＝70円台を記録します。そして99年の1月にユーロ導入、ユーロが法定通貨として通用が実際に始まったのは、2002年の1月です。ユーロは当初ドルとほぼ同等、まあこんなものかなと、思っていました。ところがその後、ユーロはどんどん高くなっていきま

した。
なぜユーロが切り上がったかというところ、ユーロという統一通貨ができたおかげで、域内での物の売り買い、投資活動が非常に活発になった。経済が底上げされた、というメリットがありました。それから特にドイツですが、本来、どんなマルク高になるところを、相対的にみれば安いままですむ。その結果、対外的な競争力が強くなり、輸出が非常に増えた。そんな要因で、これだけの現象が生まれたのだと思います。

こうした通貨の動きと日本の経済成長率は強くリンクしてきました。56年から

73年は平均9・1%の成長率、これはいわば1ドル＝360円時代です。今の中国と同じで、わが世の春でした。相対的に円が安かった。したがってどんどん成長する。成長するから、財政も気前よく公共事業を起す、あるいは減税する、こういう風に推移してきたわけです。けれども71年にニクソン・ショックが起きた後、74年にはマイナス成長に転じます。みなさん覚えてらっしゃると思いますが、この頃はオイルショックが同時に起こって、大騒ぎになりました。

日本はどうしたか。当時、「機関車論」ということが言われました。世界は同時不況なのだから、ドイツと日本が機関車となって景気を引っ張ってくれなければ困るというようなことをがまん言われて、財政による景気対策、本格的な国債発行が1975年度に始まりました。

その結果、この時代は経済の成長余力がまだ残っていたということもあり、財政政策で景気が支えられると、74年から90年の間は平均4・2%の成長を果しました。それ以前に比べれば半減しましたが、それなりの成長をしたわけです。

しかし、85年のプラザ合意の後はどうんと落ちました。翌年の成長率は1・9

%でした。今度はどうしたかというところ、この時も「大変だ」と、財政金融政策のフル稼働で、金利はゼロ近くまで落とし、公債をどんどん出す、ということ、いつのまにか不動産などの価格が上がってバブル経済になってしまいました。この間、成長率でみれば、それなりに成長はしているのですが、ツケがいかに多かったということ、1991年にバブルが崩壊するということになりました。

その後は、2010年まで、0・9%、1%ぐらいの成長しかできないという状態に陥ります。リーマン・ショックによって、09年はマイナス成長になりましたが、じつはその前の2002年から2008年ぐらいまでは低いながらもプラス成長が続きました。「いざなぎ景気」とか言われて、戦後最長の景気拡大期ということになっていきます。しかし、我々の生活ではそれは感じられない。好況感なき景気拡大とか言われた時代です。

あれは一体何だったかというところ、金利をどんどん下げましたから、相対的に円安になり、日本の経済の牽引車である輸出産業の自動車、家電が猛烈にひっぱりつづけた。しかし、そういうところは非常に調子がいいけれど、国民生活からみると、好況ってホントかね？というの

実感だったと思います。

財政はどうなっている？

次に、私は大蔵省出身の心配症なので申し上げるのですが、それでは財政はどういうふうに対応してきたかということです。1975年度から本格的な国債発行が始まりました。しかし、今の財政法には、公債発行はそもそも「いけない。ただし、建設物などは後世に残るから、そのために限っては発行してもよい」と書いてある。それ以外のものに公債を出すのは法律違反になるので、どうするかというと、「公債の特例に関する法律」というのを、毎年、国会で成立させて発行します。これを「建設公債」に対して「特例公債」と言いますが、これでやってきたわけです。

出し始めると公債はどんどん増えますから、財政再建の必要性が叫ばれたわけですが、その後1986年から92年ぐらゐまでは、例のバブル経済の時代にあたりますので、経済も成長し、税収も結構増えました。1990年には一般会計で60・1兆円の税収があり、特例公債を発行しないですんだ。1989年に消費税が導入されますが、特例公債から脱却で

きた時代があったのです。

ところが、バブルが崩壊した後、税収はどんどん落ち込みました。今、どういう財政かというと、60・1兆円あった税収が、40兆円ぐらゐに減ってしまいました。20兆円も税収が減ってどうにかしろといっても、無理に決まっています。経済がどんどん低成長になれば、税収も輪をかけて減る。やむなく公債をどんどん出す。

片一方で、一般会計歳出はずっと右肩上がりが増えます。11年度で94・7兆円（当初予算）ですが、そのうち国債費が22兆円です。内訳は利払い費が10兆円で、債務償還費が12兆円。半々ぐらゐですが、利払い費10兆円というのは、低金利がずっと続いてきて、今の国債の金利は1%くらいですからこれですんでいるわけで、金利が2%になれば利払いだけで倍になってしまいます。私などにとっては非常に気持ちの悪い数字であります。

それに社会保障費が26兆円。地方交付税が17兆円。これらを全体から差し引くと一般政策経費は30兆円ぐらゐの実力しかない財政になっています。そういうところから社会保障を何とかしなくてはならない、あるいは税制を見直さなければいけない、消費税を上げなければならな

い、という動きが出てきているわけです。

ユーロ危機

このような状況の中でユーロ危機がきました。もう1つ全体の経済をややくしているのが、金融の問題です。1997年にアジアは金融危機に見舞われました。日本では大きな銀行がつぶれたりした年ですね。



ユーロ札

原因は何かというと、バブル崩壊後、信用が一気に失われて、不良債権が大量に出た。それによって金融機関がそれを償却するために非常にお金がかかるという現象です。1992年、当時の宮沢首相が金融機関に公的資金を入れないと日本経済は立ち直れないと、提唱したのですが、ほとんど賛同を得られなかった。

これがトラウマになって、その後の金融機関に対する対処が遅れたというのが、やはり客観的な事実ではないかと、私は思います。

その後2008年にリーマン・ショックがありました。日本の場合は土地バブルでしたが、アメリカの場合は、サブプライム問題、低所得者向け住宅にどんどんお金を貸して、それを証券化して、世界中にばらまいて、それがどかんと破裂した。それもレバレッジという投入資金の何倍にもその稼働域を広げるような、金融の新しいテクニクがどかんと爆発したのが、リーマン・ショックだったと思います。

これに対しては、先ほどもお話ししましたように世界中が財政金融で大きなテコ入れをしました。アメリカは結局世界中にリスクをばらまいたことになります。そういう金融機関に対して、今、ウォー

ルストリートに対する反感みたいなのが起きているのかなと思います。

そこで2011年になって本格的なユーロ危機となりましたが、ここにも金融が大きく関係しています。金融というものの機能が非常に大きくなってしまい、金融資産の世界中の残高は300兆ドル。それに対して世界のGDPの大きさは50兆ドルぐらい、貿易は13兆ドルぐらいです。すから、実物の経済にくらべて金融がものすごく大きなウェイトをしめています。

しかもこれがダイナミックにあっちへいったりこっちへいったりしている。それによって、円が強くなったり、ユーロが強くなったりもさることながら、金（きん）が上（あ）がったり、不動産が上（あ）がったり、油（あ）が上（あ）がったり、いわば金融の世界に経済全体が振り回されているという面が、根本的にはあるのだらうと思います。金融マーケットには国境なんありませんし、変動為替レートのもとでは規制はできませんから、まさにグローバルイゼーションと言われる世界になってしまいました。

しかし片一方には国家というものがあります。国家はこういうことをやっているかん、経済はこうやっていくというように規制する主体ですから、本来的に自由なマーケットと国家というのは相矛盾

する存在です。それが今、ユーロ危機の根底に出てきている。その結果、ユーロという単一通貨にしたのはいいいが、ギリシャやポルトガル、最近はいタリア、スペインまで危機が叫ばれ、全体の信用度が失われてきている。ユーロという統一通貨をつくったけれど、互いに財政の調整はしませんよというものができてしまったわけで、その結果、出口が非常に難しくなってきたと思っています。

具体的にいえば、ドイツはマルクより安いほかの国と同じ通貨になりましたから、どんどん輸出はできる、域内でモノは売れる。相対的な通貨安をエンジンジョイできて、好調だったわけです。

他方、ギリシャなどは、ユーロという信用の高い通貨圏に入りましたから、お金をどんどん借りられる。モノは入ってくる、投資も入ってくる。いわば一種のバブル現象ができていました。ところがいったん破綻するとそれを消し止める手段がなかなかないというのが現状ではないかと思っています。

市場は共通ですが、意思決定するのは国家ですから、たとえば、ギリシャが困っている、基金を積んで助けなければならぬという時に、この前、スロバキアという国があんな贅沢している国にな

んで金を出さなくてはいけないのかと、いったんは国会が反対を決議した。何か決めるには、ユーロ圏17カ国全部の賛同が必要ですから、なかなか難しい。

ドイツにしても、おれたちは一生懸命働いているのに、ギリシャはもうちょっと姿勢を正してくれないとだめだという態度です。民主主義で決めるのですから、なかなか全体的な意思統一はできない、という根源的な問題が出てきているのだと思います。

どうしたらいいのか。ギリシャを例にとってみますと、まず債務削減をします。50%までやるからがんばれと。それをやるとどうなるかというと、お金を貸していた民間銀行が貸した半分を切られてしまうわけです。ですから銀行経営は大変です。すると公的資金、税金を入なくてはいけない、ということになります。金融機関というのは公的資金が入ると、いろいろ制約されますから、日本の場合も、公的資金を導入するときの反対論は強かった。

銀行経営の健全性を保つためには、銀行の自己資本比率を高めなければならぬ。つまり貸し出しに対する資本の割合ですが、貸し出しを減らさなければ資本の比率は改善しませんから、手持ちの資

産をどんどん小さくする。逆にいうと、まちがいなく信用収縮が起きているということですよ。

次に考えられるのは、全体で弱い国の国債を買い支えてやろうではないか、ということですよ。それをやっているのがEFSF（欧州金融安定基金）です。また、ECB（欧州中央銀行）が流動性の供給もする、資金繰りも助けてあげる、ということのほかに、日本銀行がやっているように、いろいろなアセット（資産）を買い入れて、助けてあげなければいけない。この動きはしばらく続かざるをえないと私は思います。

そんなことをやってもダメ、となるとユーロは崩壊する。その可能性もあると思います。しかし、ユーロの崩壊というのはたいへんな出来事で、そもそもEUができたのは、ヨーロッパでもう戦争はしません、というところから長い時間をかけてやってきた動きですから、崩壊ですといってすむはずはないので、世界的な大問題になる。となるとなかなかできないというふうに思います。

そうするとどうなるか。どうにかしてお互いに助け合って、これを支えていかなくてはいけないということだろうと思います。先ほどの欧州金融安定基金の拡

充をやっても、危機がスペインやイタリアまで及んだ時には、資金的には全然届かない。となると、全世界でこれを負担し合いましょと、いうことになってくるのではないかと私は思います。

全世界というところのIMFの拡充です。そういうところが乗り出さないと、どうにもならない。とはいえIMFもただで資金が調達できるわけではないので、結局いろいろな国がお金を出し合わないと、というような形で、世界は何かこれを食べい止めようという動きが当然出てくると思います。

それでもだめだということになると、金融はユーロという形で均一になったけれど、財政がてんでんバラバラなところにそもそも問題があるということになって、一種の財政統合、つまりドイツが弱小国を助ける、分かりやすいえば、そういう仕組ができないと、なかなかうまくいかない、脱却できない。

そういう方向の動きが最近出てきています。ユーロ債みたいなものですね。それぞれ国債はもうほとんどにして、ユーロの信用で共通債を出す。これは助けられるほうは信用があってありがたいのですが、ドイツがうんと言うだろうか、というのがこれからの話です。ドイツにし

てみればそう簡単にはいかないよ、もうちょっとそれぞれ自分たちで苦労しなさいよ、というような態度ですけれども、いよいよドイツ国債も、一昨日ですか、未達（売り出しが消化しきれない）が起ってしまったので、これはメルケルさんも本気にならないとどうにもならないということだろうと思います。

ただ私が言えるのは、あらゆる過程を含めてですね、世界的に金融の信用の収縮が起きざるをえない、起きている事実があるので、急速に回復に向う状況にあるとは思っていません。

世界経済の行方

最後に、今後の世界経済についてですが、「ジャパナイゼーション」という言葉が英語に定着してきています。いい意味ではありません。主として、デフレ・低成長から脱却できない状況、政策的に遅れていること、といった否定的な意味です。このジャパナイゼーションがトータルとしてみれば、世界的に起きざるをえないのではないか。日本はよそに先んじてそれを経験したのではないか、私はそう思っています。

なぜかというと、人口の高齢化です。

人口高齢化率（65歳以上の全人口に占める比率）の長期推移・将来推計によれば、日本は2010年の23・1%が、2050年には39・6%です。急激な高齢化です。ところが他の国々もどんどん日本に近寄ってきています。今の23・1%という数字を、2020年ぐらいまでに軽く飛び越してしまう国が沢山あります。日本のデフレ低成長の要因の1つはまぎれもなく人口の少子高齢化です。

デフレの原因のもう一つはやはり安い労働力です。日本は中国の隣の国であるために、全体的に、特にモノの価格が安くすんでいるという面があるのではと私は思います。日本はまだいいほうだと思います。不況にインフレが重なるスタグフレーションになる国もいっぱい出てくるのではないか。低成長というのは、先ほどの信用収縮も含め、やはりどの国もしばらくまぬがれえないのではないかと 생각합니다。

最後にもうすこし長期的な見通しを考えますと、いわゆる先進国の技術なり、システムなりが世界に普及すれば経済力は人口に比例しますから、2030年ごろには中国、インドを中心にアジアが世界全体のGDPの50%以上を占めることになるという推計もあります。アメリカ

は衰退気味に推移するとしても、安全保障における地位などを考えると、当面は落ちてもガクンと落ちることはない。

そう見ると、長期的にはやはりアメリカと中国の関係ではないか。中国については人民元をどうするのかとか、いろいろな問題はありますが、やはり経済全体としては、私は伸びていくと思います。

今、行われているTPPをめぐる議論とか、南シナ海をめぐる議論というのも、アジアが成長セクターであるということをもぐって、アメリカと中国とがそろそろ闘い始めたのではないかなという感じがします。

ご清聴有難うございました。

（11月24日・講演会）

講師略歴（たなみ こうじ）

1939年	東京都生まれ
1964年	大蔵省入省
1971年	在米日本大使館書記官
1994年	理財局長
1996年	内閣官房内政審議室長
1998年	大蔵事務次官
2001年	国際協力銀行副総裁
2007年	同総裁 08年退任

グローバル世界の金融構造の変化

——国際的低金利時代の到来

経済金融懇話会幹事

川田康稔



膨張する金融

皆さん、お気づきのように、今、グローバルに金融部門が膨張しています。世界の金融・株式市場の規模を数字で見てもみましょう。1980年と2010年を比較しますと、世界のGDPは10兆ドルから63兆ドルに6倍強拡大しましたが、この間に世界の銀行与信残高は10兆ドルから106兆ドル、10倍強へと著増しました。株式の時価総額も9・4兆ドルから56兆ドルに急増しました。金融派生商品についても、金融デリバティブの契約残高は2008年6月に638兆ドルに達し、その年9月のリーマンショックで一時的減少しましたが、その後2009年12

月には614兆ドルと、ほぼリーマンショック前の水準に回復しています。金融関連のビジネスは世界の経済を大きく動かすような存在になっています。

このようなグローバルな動きの源泉は、1973年3月にEC6カ国が変動相場制へ移行した時期に遡ります。その2年前、1971年8月、ドルと金の交換を停止したいわゆるニクソン・ショックが契機となって、多くの国が変動相場制に移行しました。

変動相場制への移行に伴う内外資金移動の自由化、アメリカ主導のアングロ・サクソン型金融・証券ビジネスの発展、金融技術等の発達、英国の金融ビッグ・バンなどの流れの中で、金融部門の規模と活力がグローバルに展開するようにな

りました。さらにIT革命によるグローバルなインターネットが金融部門の拡大を牽引してきています。

世界的低金利

今日はますます膨張し、複雑な動きを続ける世界の金融が今、どういう状況にあるか、どういう議論が行われているかをご紹介しますと思います。

まず、細かくて見にくいかもしれませんが、世界の主要国の政策金利の表（次頁）をご覧ください。主要国といってもドイツやフランスはユーロ圏に含まれます。この表で何が分かるかと言えば、まず先進国の金利がほとんどゼロ近くになっていることです。主要先進国の政策金利

1、世界の主要国の政策金利

2013.06.05現在

グループ	国 名	政策金利 (%)	金利変更幅	金利変更 決 定 日	実質 GDP 成長率 前期比(四半期)年率%	消費者物価 前年同月比(%)
先進国	米 国	0.0-0.25	-(0.75-1.0)	08.12.16	2.4 1-3月	1.1 4月
	英 国	0.5	-0.5	09.03.05	-2.8 1-3月	2.8 2月
	EU (ECB) (17カ国)	0.5	-0.25	13.05.02	-0.9 1-3月	1.5 5月
	日 本	0-0.1	-(0.2-0.3)	08.12	3.5 1-3月	-0.4 4月
	カ ナ ダ	1.0	-0.25	10.09	0.6 10-12月	1.2 2月
	ス イ ス	0.0-0.25	-0.5	11.08.03	0.2 10-12月	-0.6 3月
資源国	ブ ラ ジ ル	8.0	+0.5	13.05.29	(以下前年同期比) 1.9 1-3月	6.49 3月
	ロ シ ア	8.25	+0.25	12.09.13	2.6 4月	1.3 3月
	南アフリカ	5.0	-0.5	12.07	(前期比年率) 0.9 1-3月	5.9 4月
	オーストラリア	2.75	-0.25	13.05.07	2.5 1-3月	2.5 1-3月
	サウジ・アラビア	2.0	-0.5	09.01	(前期比年率) 1.4 10-12月	4.2 1月
	メ キ シ コ	4.0	-0.5	13.03.08	3.2 10-12月	4.65 4月
非資源国	ト ル コ	4.5	-0.5	13.05.16	1.4 10-12月	6.47 4月
アジア	中 国 (1年物貸出金利)	6.0	-0.31	12.07.05	7.7 1-3月	2.4 4月
	韓 国	2.5	-0.25	13.05.09	1.1 10-12月	1.2 4月
	インドネシア	5.75	-0.25	12.02.09	6.02 1-3月	5.47 5月
	フィリピン	3.5	-0.25	12.10.25	7.8 1-3月	2.6 5月
	ベ ト ナ ム	7.0	-1.0	13.05.10	4.9 1-3月	6.64 3月
	タ イ	2.5	-0.25	13.05.29	5.3 1-3月	2.3 5月
	イ ン ド	7.25	-0.25	13.05.03	4.5 10-12月	5.96 3月 (卸売)

はゼロ近くか、0・5%で、政策金利が変更された時点は、欧州中央銀行を除くと2008、09年にまで遡ります。この低金利が今の世界の金融を見る際の非常に大きな特徴のひとつです。

加えて新興国でも昨年の後半あたりから、政策金利を下げる国が続出しています。新興国の金利引き下げは、景気の悪化に影響されていると同時に先進国の政策金利に追随している面もあります。

なおブラジルとロシアは例外的に最近金利を上げましたが、ブラジルの場合はインフレを抑えるため、ロシアは外資の流出防止のためです。

この2国に中国、インドを加えたブリックス(BRICS)の4カ国も全体としては、金利の水準は下がっています。この4カ国は2010年ごろまでは、非常に成長が目立った国でしたが、ここへきて色々な悩みが表面化してきました。資源価格の低下の影響もあり、以前に比べ成長率は低くなっています。

新興国の成長が顕著な時代にはよく「デカップリング」(decoupling)、「切り離し」という言葉が使われました。新興国は先進国の景気が悪くなっても自律的に成長できるようになったという意味でしたが、状況は変わりました。先進国



ラガルド専務理事

と無関係に新興国が発展できるわけではないことが明らかになりました。

それでも先進国と新興国との間には成長力におお差があります。IMFのラガルド専務理事は、グローバル経済の現状を「スリースピード・エコノミー」(three-speed economy)と表現しました。世界各国の成長スピードは3つに分れると次のように言います。

「先進国の経済成長は新興国に後れをとっている。米国では景気回復の明るい兆しが見られるものの、欧州連合(EU)と日本では低迷している」

IMFはこの4月に世界の成長率の見通しを引き下げました。今年は世界全体の成長率は3・3%の成長、新興・途上国は5・3%と、それぞれ0・2ポイント引き下げました。

英誌『エコノミスト』が主要18カ国を

対象に住宅価格の動向をフォローしているデータを見ますと、やはり3つに分かれます。

この1年に住宅価格が上がった国は12カ国ありますが、そのほとんどが新興国です。中でも香港が24・5%、ブラジルが12・8%、南ア11・1%、インド10・7%が高い。

他方、下落した国は6カ国で、スペインが7・7%のマイナス、オランダ同じく7・0%、イタリアが4・0%、日本も2・6%のマイナスです。

2007年4月当時の良かった時代の価格と比べて、現在ほどのくらいの水準を見ますと、スペインでは26・5%低く、以下、オランダ16・5%、日本も14・2%、イタリア11・3%と、いずれも下がっています。

バブルの時に高過ぎれば、回復しても依然マイナスということもあり、両方の角度から把握することが必要ですが、住宅債権保有者、債務者双方にとって、良い時に比べて今なおマイナスが大きいことは、共に相当な問題を抱えていると言えます。

深刻な失業問題



右のグラフを見てください。これはインフレ率と失業率の関係の長期的なトレンドを先進21カ国についてグラフにしたものです(『エコノミスト』12・04・13)。グラフの1970―79年のカーブは、垂直に近い右下がりです。つまりインフレ率が下がっても(景気が悪くなっても)失業率はそれほど上がらない状況を表しています。1980年―94年は同じように右下がりですが、カーブがゆるくなり、物価の下落と共に失業率が高まったことを示しています。1995―2006年はインフレ率も失業率もそれほど動かな

い時期でしたが、2007―2012年になるとグラフは水平に近くなっています。インフレ率のわずかな低下で失業率が大きく上がる状態を示しています。

これはフィリップス曲線と言います。物価が下れば失業率が上がり、物価が上がれば失業率が下がるという関係にあることを示す曲線ですが、近年は失業率と物価の関係が切れてしまったことをこの図は示しています。

日本の現在の失業率は4・1%です。失業率が2%程度の時には、日本の曲線

はほぼ垂直でしたが、その後急速に横ばい傾向となり、失業率が3%を超える

の辺りから、インフレ率はマイナスとなりました。



スペインの失業者たち

にあります。日本のインフレ率はマイナス、水面下にあります。そういう状況ですから「第三の矢」の成長戦略が特に重要視されます。

日本の需給のギャップを見ますと、今年1―3月期でGDP比2・3%の需要不足です。年間ざっと10兆円分の需要が足りません。これでも昨年10―12月期に比べ、1・6ポイント改善されたのですが、その間、政府が景気対策を打ってようやくこの数字です。今後も改善が続くかどうか注目されます。特に雇用問題が重要だと思っています。

雇用問題とえば、ユーロ圏の失業率は平均12・2%で、過去最高です。スペインは27%、若者にいたっては47%です。フランスも悪化して12%です。アメリカの失業率は7・5%。最悪時より2・5ポイント下がりましたが、現在の金融緩和策の出口（緩和を縮小する）を判断する目安の失業率である6・5%まで下がるには、まだ時間がかかるかもしれません。労働参加率は63・4%で、34年来の最低水準です。労働参加率が下がるということは、働く意欲を失った人がそれだけ増えたということですから、その状況で失業率が改善されてもすぐには喜べません。労働参加率が高まり、失業率が下

がるのが本物の景気回復ということになります。

低金利の副作用

次に「低金利政策の副作用についての国際決済銀行（BIS）のレポート」を取り上げます。国際決済銀行というのは、各国の中央銀行が集まって、情報交換をしたり、基本方針を相談したりする組織です。

このレポートは、市場の金利が自然な形で動けば、それなりの金利水準になるところを、景気を刺激するために低金利政策をとった場合には、その副作用についても目配りしておく必要がある、というのが趣旨です。

実体経済を動かすのは実質金利の水準が一番の要因ですが、金利を長期間、人為的に低く維持すると、副作用が発生します。資本の配分の偏り、具体的には投機的な資産に資金が向かい、その行き過ぎが起る可能性があるというのが、その場合の基本的な副作用です。

このほかにも、6つの副作用が挙げられています。

まず借り過ぎになったり、貸し過ぎになったりする。また市中銀行が中央銀行

から短期に低利で借りて、それを長期に貸し出すのは、銀行に対する補助金にならないのか。それから金利が下がれば、年金の支払いも少なくなり、将来も低金利が続く予測の下では年金の価値が下がり、年金が赤字になる。現に英国の年金ファンドは大きな赤字です。

さらに先進国が金利を下げると、新興国にも影響します。低金利資金を借りて新興国に投資をして稼ごうとする動きが出ると、新興国の通貨が上がるなどの影響が出てきます。このほか中央銀行に出来るだけの金融緩和をさせて、政治家は難しい政治的決断を避けるようになる、ということも指摘されています。

しかし、こういう副作用があるにしても、グローバルな経済が困難な状況の下では、国際決済銀行も、当面はインフレ・ターゲットや低金利の金融緩和策で、時間を稼ぐ必要があるとは見えています。

インフレ・ターゲット

日本でも今年大きな話題になった、そのインフレ・ターゲットについて考えたいと思います。

インフレ・ターゲットの始まりはニュージーランド（1988年）で、次いでカ

ナダ、英国が設定しました。インフレ・ターゲットが広まったのは、1997年のアジア通貨危機以降です。韓国はIMFの指導により為替を変動相場制に切替え、インフレ・ターゲットを設定しました。その後、アジア、南米でもインフレ・ターゲットを導入する国が増えてきています。基本的には、中央銀行が物価上昇率の目標を定めて、それを安定的な経済成長のアンカー、「重し」として使うことが狙いです。日銀の中曽理事（現副総裁）は今年1月、インフレ・ターゲットを2%にすることで、政府と合意した際に、「金融政策の効果が波及するには時間がかかる、フレキシブルな対応が必要だ」と述べています。

エコノミストの間では、金融政策が实体经济に波及するのにかかる時間は最低6カ月という見方が多いようです。人々のインフレ期待（予測）を刺激しようという今回の政策の場合は、そのあたりをしっかりと見きわめる必要があるでしょう。しかし、ターゲットを設けても現実にはなかなか効果が上がりませんから、さらに色々な構想が提起されています。

技術的なものを除くと、その中ではインフレ率に代わって名目成長率をターゲットにするという案が注目されます。



イングランド銀行

イングランド銀行のカーニ次期総裁はかねてからそう提案していました。しかし、名目成長率そのものは分かりやすいにしても、実際には把握が難しい。需給ギャップとか、名目成長率というのは、計測するのに時間がかかります。インフレ率なら毎月数値が出てきますから、直ちに判断が可能です。しかし、成長率となると確定に時間がかかります。機動的な判断が難しくなります。ですから実際に中央銀行が名目成長率を判断基準に据えて、金融政策に責任を持つ国はどこにもありません。

アメリカの連邦準備制度理事会（FRB）は物価の安定と雇用の最大化という2つの責任を負っていますが、中央銀行が名目成長率を目標に掲げることは、政治的にも、技術的にも難しいでしょう。



米連邦準備制度理事会（FRB）

主要国の金融緩和策

ここで主要国の現在の金融緩和策を見渡してみよう。

米国では、現在、量的緩和策（QE、quantitative easing）の第3弾（QE3）が実施されており、この政策がいつまで続けられるのかが、今、世界的に注目されています。QE3は昨年の9月から実施されており、FRBは毎月850億ドル（約8兆円）もの住宅債券と国債の購入を続けています。

イングランド銀行も2009年3月から量的緩和策を実施しています。イギリ



欧州中央銀行（ECB）

スは2004年からインフレ・ターゲットを「 $2\% \pm 1\%$ 」（基準は 2% ）と設定しているのですが、実際には 2% を達成できない（日本とは逆に物価を目標まで下げられない）状況が続いています。今年2月のインフレ率も 2.8% でした。このため、インフレ・ターゲットは見かけだけであって、真意は物価を下げることもより成長率のほうを目標にしているのではないかと言われることもありま

す。イングランド銀行の場合、ターゲットを達成しないと、政府はなぜ達成できなかったかという説明と対策を求められます。

ぼ達成されていますが、問題は経済成長率が下がり過ぎていることです。ユーロ圏の成長率は1—3月でマイナス 9% 、しかも6期連続のマイナスです。そこで、欧州では、成長が最重要ということで、成長戦略とか構造改革、特に労働市場の改革や生産性の向上に役立つ政策が重視されています。

欧州中銀についての議論の焦点は、現在実施されている「無期限・無制限」の資金供給方針です。欧州中銀は昨年12月と今年1月に大規模な資金供給を実施しました。おかげで現在はユーロ圏に金融市場の相対的安定がもたらされています。しかし、この政策がいつまで、どういう金額まで続けられるかが世界の関心事です。

日本では、4月に日銀の黒田総裁が発表した「異次元」の量的緩和策が焦点です。国債だけで毎月7兆円の購入を続け、その他に上場投資信託（ETF）なども買い入れますから、アメリカと日本が実施しているのはほぼ同じ金額になります。GDPはアメリカと日本では3倍の差がありますから、まさに、日本は大胆な量的・質的緩和策です。

さて、このような思い切った金融緩和策の問題点として、次の3点が指摘されています。

- 1、金融市場の市場機能に影響を与えること
- 2、政府債市場に歪みを与えること
- 3、財政健全化に責任をもって取り組ませようという市場から政府に対する圧力が減ること――



日銀の黒田総裁

欧州の金融構造と債務危機

これに加えて、量的緩和策の効果の評価が難しいこと、その効果が収獲遞減的になりうる（徐々に減衰する）ことも指摘されています。（『エコノミスト』12・07・14）

次に、欧州の債務危機問題を欧州の銀行の金融構造の角度から見ておきます。

まず欧州の銀行は、市場調達資金への依存度が非常に高いことが特徴です。預

金のほかに市場で調達した資金を使って業務を拡大しています。貸付資金に対する預金の比率は52%、市場調達資金が約30%を占めています。

欧州の銀行は資金を市場から調達し、それを外国にも貸して儲けようとしめました。アメリカのサブプライム・ローンの債権を買ったり、スペインやポルトガルの住宅ローンに貸したりしました。その結果、欧州の銀行部門の債務残高は、その国のGDPを大きく超えており、主要国の銀行でもGDPの3倍から4倍という債務を抱えています。

そしてユーロの政策金利は単一ですからユーロに為替リスクはありません。為替のリスクがなければ、リスクは倒産のリスクしかないわけです。一流の銀行もアメリカの住宅債券なども含め他国に多額のお金を貸しました。それがツケになって回ってきたというのが今回の金融危機の全体の背景です。

欧州の海外貸付けは世界の6割を占めていましたが、融資額が過大となり、焦げ付いたり、債券価格が下がったりして、問題が起きてきたわけです。

要するに欧州の銀行は自己資本不足です。2011年6月の欧州銀行監督機構（EBA）の発表では、ユーロ圏全体で

1064億ユーロの資本不足でした。しかし、これでも甘すぎるという見方が強いです。

もう一つ欧州の銀行の特色として、特に地方の場合には資産家や地方の名士の肝煎りでできた無尽のような銀行が多くあります。コミュニティ的な銀行では、自分たちの銀行だという意識が強く、経営責任の意識と危機管理が不十分だといえます。このようなこともあって欧州の銀行の危機が広がった面もあるのです。

そこで欧州の債務危機の基本問題はどこにあるのかを考えて見ますと、ユーロ圏は金融政策は統一ですが、財政は各国個別です。そして、通貨同盟からの脱退の規定がない。通貨同盟がだめになるということは想定していません。しかし、それぞれの国が財政赤字の（制限）目標を達成できず、金融機関も苦闘している状況の中で、現在の制度でこれからもやっていけるのかというのが憂慮のタネになりました。

そこで、2009年12月に欧州金融安定基金（EFFSF）という組織を暫定的に作り、そこから救済資金を出してきました。これは政府を支援するのではなく、銀行を支援するという基本的な考え方が原則です。制限的ですが、流通市場での

国債の購入も実施した例もあります。

その後、欧州安定メカニズム（ESM）という恒久的な危機対応のための基金を昨年10月に設立しました。現状はこういうことになっています。

山積する課題

最後に、グローバル世界の金融構造の変化を整理し、世界の金融構造は、安定した時代とは異なる状況にあることを見ます。

先進国の低成長と低インフレと金融緩和は今後も続きます。『エコノミスト』はかつて低成長、低インフレ、低金利は6年は続く、と予測しましたが、その時からすでに4年が経っていますので、現状は来年一杯くらい続くのではないでしょう。

新興・途上国経済の成長は続き、世界経済に占めるシェアは高まっています。それが先進国経済を凌駕しようという状況なので、グローバルな金融構造に与える影響も当然大きくなるでしょう。

そして冒頭に申しあげたように金融部門自体はグローバルに膨張しています。同時に中央銀行の役割もまた格段に高まりました。マクロの金融安定化政策や銀

行に対する監督を通じて、金融システム全体を監視し、また政府債券だけでなく、民間の金融資産をも購入することで政策効果を高めています。

新興国の金融・株式市場も発展しており、銀行の規模も大きくなっています。新興国の金融・証券制度の確立のためのインフラの整備も重要な課題です。

金融危機後の金融構造の変化としては、銀行の資本増強と監督の必要性が国際的に認められ、弱い政府と弱い銀行の危険な助け合いが行われています。

政府や中央銀行が、市場に直接関与し、参入するようになりました。またグローバルな大銀行（SIFI）に対する規制を強化し、自己資本を上乗せする動きが見られます。

タックス・ヘイブンとか、国際金融取引の規制・透明性の強化と、マネー・ロンダリングを取締る動きが強まっています。

国際機関の役割も重要性を増しています。特にIMFの役割も大きく変化しました。G20の事務局的役割も果たしていますし、IMF内でも新興国の地位が向上してきました。従来より融資条件は柔軟になり、欧州の債務危機ではEU、欧州中銀、IMFのトロイカ体制ができた。

した。資本取引の規制も粗上に乗ってきた。資本取引の規制も粗上に乗ってきた。資本取引の規制も粗上に乗ってきた。

最後に、まとめますと、先進諸国の経済の回復には時間がかかりますので、新興国にも低成長、低インフレ、低金利が、浸透してきています。世界的規模で、成長戦略の必要性和構造改革が叫ばれ、各国、各地域で努力が払われており、地域間の貿易・投資協定などによる連帯の動きも活発化しています。

財政の改善に取り組む必要がある状況下で、金融緩和により、時間を稼ぎながらまだまだ、苦難の時期が続く可能性が強いです。

世界的な政策協調と、どの国にも内需と外需のバランスの取れた政策への対応が求められています。

（6月7日・公開フォーラム）

講師略歴（かわだ やすとし）

1940年 三重県生まれ
1963年 東京大学経済学部卒業

日本輸出入銀行入行 海外
外投資研究所副所長 海外
外投融資情報財団専務理事 海外
事 日本輸出入銀行監事 など

現在 経済金融懇話会幹事