

# 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ブロ・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

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



ラガルド専務理事

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きます。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。物価が下が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。

21カ国平均では、まだインフレ率はプラス圏



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えます。

雇用問題と言えば、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。

实体经济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つも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

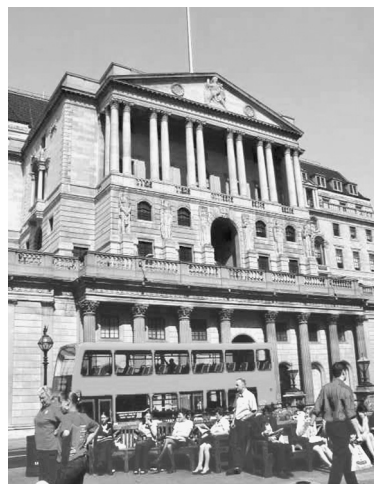
日本でも今年大きな話題になった、そのインフレ・ターゲットについて考えたいと思います。

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、金融政策が実体経済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イ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

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よりも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。

欧州中央銀行（ECB）の場合のインフレ・ターゲットは「 $2\%$ 以下で、 $2\%$ 近く」という微妙な表現になっています。ユーロ圏の場合は、このターゲットはほ



欧州中央銀行（ECB）

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、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みたい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

これに加えて、量的緩和策の効果の評価が難しいこと、その効果が収束通減的になりうる（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）

### 欧州の金融構造と債務危機

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てきました。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ようです。

もう1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（EFSF）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ようか。

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・ロンド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の事務局の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ています。

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、成長戦略の必要性と構造改革が叫ばれ、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、時間を稼ぎながらもまだまだ、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 海外投資研究所副所長 海外投資情報財団専務理事
- 外投融資情報財団専務理事 日本輸出入銀行監事
- など

現在 経済金融懇話会幹事