

[経済研究所・経済学部主催 公開シンポジウム]

## グローバル金融危機の現段階

—— 世界経済の新たなビジョンは可能か ——

日 時：2012年10月20日（土） 13：30～16：30  
 会 場：立教大学池袋キャンパス 15号館 M302 教室  
 報 告：「グローバル金融危機の構図と新たなビジョン」  
 .....櫻井 公人（立教大学経済学部）  
 「米・欧金融危機と中央銀行」  
 .....伊豆 久（久留米大学経済学部）  
 「新興国依存の世界経済は可能か」  
 .....溝端佐登史（京都大学経済研究所）  
 司 会：櫻井 公人

【報告1】

### 「グローバル金融危機の構図と新たなビジョン」

櫻井 公人（本学経済学部教授）

2008年7月にも同じような企画をいたしまして、まだリーマンショックの2カ月前でありましたけれども、300人ほどお越しいただいたというようなことがありました。今はそれから4年ほど経過しているのですが、新たな段階に差しかかっているようであります。このあたりをどう整理して、どのように展望を開いていけるのかといったことを、きょうは議論してみたいと思います。

講師としてお招きしたのが久留米大学の伊豆久先生。大変、金融の問題に詳しい方であります。後ほど前に出てきていただきます。それからもうお一人、溝端佐登史先生。京都大学経済研究所の所長をしておられますが、ロシアを中心に新興国問題に大変お詳しい、我が国を代表する権威であります。私が若干の整理をいたしまして、その後、お二人を交え、議論をできればと考えております。

## 金融政策をふりかえる

さて、早速であります。私の話は大きく分けると3点ほど。新たなビジョンを描くことができるのかどうかを検討したいのですが、世界中で非伝統的な、新しい政策を取ろうとしている金融政策に、一つの可能性を求めることができるのかどうかです。まず、グローバリゼーションの展開の中で歴史的に過去を振り返りながら、金融規制の緩和について考えてみたい。次に、サブプライム危機と欧州危機について、グローバル金融危機の構図を検討します。最後に、台頭する新興国に期待を寄せることができるのかどうかといったことも少し考えてみたいと思います。

最初の問題です。1番目、金融政策を過去にさかのぼってみます。1930年代に大不況、世界恐慌と言われた時期がありました。株価が大暴落して世界恐慌に陥り、各国が保護貿易主義をとり、貿易が縮小して景気が悪くなったといわれます。しかし、本当の原因は、株価暴落よりも、銀行が抱えた不良債権問題でした。そして、世界が協調して対策に取り組むことができなかったというのも問題でありました。

当時の銀行が不良債権を抱えた理由は何でしょうか。典型的で象徴的な事例だけ見ます。1つに、ブローカーズローンというものがありました。高い金利を払って銀行からお金を借り、そして証券会社に手数料を払って注文を出して株を買う。それでも株価があがってくれば高い金利を払ってもお金が返せる、というわけです。銀行としてお金を貸しながら、証券会社として株を売って手数料を取る。両方を一遍にやっていたのが投資銀行。本来は投資に向いていないような人々をも顧客として取り込もうとした点で、これは数年前のサブプライムローン問題とよく似ています。信用が緩んで幾らでも低金利でお金が調達でき、自由化されて規制がない状態だと、こんなことができてしまうわけです。

ブローカーズローンやサブプライムローンの背景には、10年間、株価が下がらず、住宅価格が下がらなかったことから生まれた株価神話や住宅神話がありました。そして、その神話が崩れたときに、とんでもない不良債権を発生させたというわけです。

## BIS などの対応

BIS (Bank for International Settlements) という、世界の中央銀行がスイスのバーゼルに集まって会合する国際決済銀行という場があります。銀行の健全な経営のためには、そういうことをしてもらっては困るというので、ここが決めたルールで BIS 規制というものがありました。これは当初、自己資本比率を8%以上にしろというものでありました。これをレバレッジだと考え、自己資本の何倍まで貸し付けに回してもよいことにするのかというル

ールを示していますので、これはレバレッジ規制なのです。銀行はたくさん貸し付けをしないともうけは出ないわけですから、たくさん貸し付けをするんですけども、12.5倍まで貸していいですよというルールです。

投資銀行には正味資本規制 (Net Capital Rule) があり、これは15倍までということでした。ところが、2004年に、ゴールドマン・サックス投資銀行の CEO をやっていたポールソンさん (その後、財務長官になります) が、「我々はしっかりした計算もできるし、むちゃなことはしないから、このルールなくそうよ」と、SEC (Securities and Exchange Commission) にはたらきかけました。証券取引委員会の委員長も、同業の投資銀行元社長でありまして、規制を撤廃してしまったわけです。こうして、レバレッジを30倍、40倍と効かせるような投資が横行するようになったわけです。これが、アメリカ発のグローバル金融危機の大きな原因の一つになりました。

### グローバル金融危機の構図

2点目です。グローバル金融危機の構図を描いておきましょう。真ん中に主役があり、その周りに3人ぐらい助演がいるような劇でした。アメリカの場合、シャドバンキングシステム (影の銀行システム) といって、投資銀行や銀行がどんどんお金を集めて投資に回し、破綻して不良債券を抱えました。これが中心にありました。

他方でヨーロッパは、この真ん中にいたのが銀行と不良債権ですが、単一金利を設定した制度が銀行を振り回したのだと考えます。そしてユーフォリア (陶酔) です。ユーロはできない、ユーロなんかできるものかとまわりから言われていたのに、ヨーロッパの国々はユーロをつくり出すことができたという達成感すなわちユーフォリアがあり、従来よりも低い金利で資金が調達できるようになった国も多いという状況がつけられ、そこに資金が集中的に投下されて不動産バブルが発生し、破裂した。

ところが、両者に共通する構図は、まわりにある助演の3つです。金融工学、格付会社、そしてCDS (Credit Default Swap) という保険のような金融商品です。この3つが脇をかためる。また、資金がアメリカにどんどん入ってくる Global Imbalance と言われる構図や、資金が流れ込んでスムーズに流れるような資本移動規制の撤廃なども舞台装置として必要です。また、表舞台だけでなく、Tax Haven と呼ばれる舞台裏も必要でしょう。

アメリカの Shadow Banking System の場合では、投資銀行と一般の銀行 (商業銀行) では規制のされ方が異なります。投資銀行は証券会社ですが、銀行は預金を預かって企業に貸し付けをし、決済手段を提供します。銀行は決済システムを担っていますから、つぶれそうになったら助けなくてははいけません。そのかわり、より強い規制がかかっています。証券会社 (投資銀行) にはやや規制が緩い。ヘッジファンドなら、私的に運用契約が交わされているだけで

すから、さらに規制が緩い。

リーマンショックの際に投資銀行は規制と救済との関係で許しがたいことをしています。仲間内でレバレッジ規制を撤廃し、30倍、40倍のレバレッジを効かせてやりたい放題のビジネスをやった。そのあげくの危機では、突然に投資銀行から商業銀行に転身してしまい、救済をうけたのです。

### グローバル金融危機における助演の3要因

助演の三兄弟の1つ目が金融工学。発電所などでも安全性のチェックすることをストレステストなどと言いますが、銀行の健全性をチェックし、どの程度までの損失に耐えられるのかを統計的、確率的にチェックをするための計算のことです。ただ、いくら精密な計算をする数理論議でも、住宅価格が上昇している時期のデータだけをもとにして計算していれば、その後もうまくいくだろうという計算結果しか出てきません。使い道をも誤ったんだろうと思います。

2つ目が格付会社。証券、債券に投資しようとするときに、個別の発行主体の資産内容を一々チェックして調べることはできません。そこで専門の会社が財務内容を点検して、「AAAです」「あそこはちょっと危ないですね、BBです」というように格付けする。これを行うのが格付会社です。ところが、「AAA」と格付けしておいた債券を、突然、一挙に数段階もダウンさせるようなことが何度か起きています。2007年にパリバショックというのがありました。リーマンショックの起きた2008年にも、問題になった企業のほとんどに、格付会社はAAAかその次くらいのランクをつけており、危機の直前に格下げしました。しかし、単なる「参考意見」だとして責任を取りません。また、格付けを依頼してくる企業からの手数料が収入源なので、顧客に厳しい格付けができるのかという、利益相反問題がありました。

3番目にCDS (Credit Default Swap) です。A社がB社にお金を貸したとしましょう。このお金が本当に返ってくるのか心配だという場合、A社はCDSというものを購入する形で、保証会社と取引をすればいいわけです。保証料を払って、プロテクション、保証を買っておく。そうすると、万が一つぶれたときに、保証会社にお金を払ってもらえるという契約です。

AIGという保険会社が、リーマンショックと同じ2008年の9月、ほとんど同時に倒産しそうになりました。リーマンは放っておかれてつぶれたのですが、AIGは救済されました。AIGは4,400億ドルのCDSを請け負っていたのです。いろいろなCDSがあちこちに張り巡らされておりましたので、1つの会社、1件の債券が破たんしただけで次々に連鎖破綻するのが怖いからAIGは救済された。これが一応の建前的な説明です。でも、別の説明をすると、このときのポールソンさんがリーマンの社長は嫌だったとか、あるいはポールソンさんの出身母体のゴールドマン・サックスが、実はAIGに対するCDSを一番多く持っていた。つまりAIGを救うことで、ゴールドマン・サックスを救ったのだという説明もあります。ゴールドマン・

サックスがCDSをたくさんもっていたのは、とんでもない問題です。彼らはサブプライムローン絡みの債券を世界中に売っており、「これは安全です。もうかります」といって売っていたのですが、自分たちはこれが危ない商品だと承知していたからこそ、破綻にそなえてCDSをたくさん買いまくっていたことになります。

そういうことで、この3つが脇を固めていた。実はヨーロッパでも、ギリシャ国債が危ない、次はイタリア国債が危ないというときに、値下がりしそうな国債は次々に売られていました。ところが、もうちょっと賢いやり方があって、国債自体を額面で100万円分売買するよりも、危ないと思った国債のCDSだけを売買する手もあるわけです。そうすると、ある種のレバレッジが効いて、小額の投資でも額面分の投資をしたのと同じくらいもうかる。

さらにいえば、危ないから、つまり国債が値下がりしそうだから国債を売り、国債が値下がりしそうだからCDSを買うというのではなく、CDSをどんどん買うことでCDSの価格上昇があれば、それをみて、その国債は危ないのではないかとまわりが判断してくれる。ですから、そのようにしてCDSを買いまくることで国債を値下がりさせようとしたヘッジファンドも多かったわけです。

また、格下げをした途端に国債の価格はがくんと下がるため、投資家たちは、いつ格下げがあるのかを虎視眈々と見ている。ここで、あうんの呼吸で何かがあれば、ぼろもうけできてしまうというのが恐ろしいと私は思っているわけです。

『インサイドジョブ』という話題になった映画がありますが、ぼろもうけできるように皆がインサイダー並みにつながっている様子が描かれています。レバレッジを高くするときには、本当に値上がりするか、値下がりするか、確信がもてないと怖いですから。でも、ゴールドマン・サックスがいつも財務長官を出し、格付会社の筆頭株主が有名投資家だとかいったつながりがあれば、いろいろなことができてしまいそうだななども考えてしまいます。

## 欧州危機のメカニズム

次に、欧州危機についてです。いくつかある説のうちの一つには、アメリカ発の危機が伝播したというものがあります。欧州はアメリカの債券の相当な買い手でありましたから、たしかに、それが不良債権化することで、まず一発目のパンチを食らう。2発目は買っておいいた欧州各国の国債の値下がりです。とくにギリシャ国債などでは、銀行などではその債権放棄を迫られました。ですからここに注目する人たちは、これをソブリン（国債）危機と呼びます。

さらに3つ目として、金利が1つになったことが一番大きいのではないのでしょうか。金利が1つになってしまうと、南欧や中東欧のような国々は、もともとインフレ気味の国でありますから、たとえば高めの6%のインフレ率の国でも、金利は5%という単一の（低めの）金利が設定されるわけです。逆にドイツはインフレ抑制型の経済で、たとえば3%という低いインフ

レ率なのに、金利は同じく5%というぐあいです。

インフレ率は、統計を見れば次第に似たようなインフレ率に近寄ってくる傾向もみられるものの、各国ごとに賃金格差などがあって、それらを反映して物価も異なるわけです。そういうところで金利を同一にすると、ドイツにとって高過ぎる金利が、スペインにとっては低過ぎることがありえます。このケースでスペインでは、実質金利がマイナスになり、借りたら借りただけ得をします。当然、値上がりしそうなところに投資が集中します。つまり不動産や株などの資産価格が上昇し、次第にバブル化していきます。だからヨーロッパの半分の地域では、この金利を高いと思っているけれども、もう半分の地域では、とくに周辺国ではこの金利は低いと思い、低金利で資金調達して投資が増加するようになってしまった。ここで膨らんだバブルが破裂し、これが不良債権化した。これが銀行経営に与えた影響が一番大きい。すなわち、欧州は独自に育てたバブルを崩壊させ、欧州危機にはその影響が最大なのではないでしょうか。欧州は、3つぐらいのパンチを浴びていると思いますが、一番大きいのは最後のもので、自分で作り出した制度によるものだと思います。

#### 新興国依存の世界経済は可能か

最後に、新興国に依存して、世界経済は今の危機を乗り切れるのではないかというビジョンについての検討です。先進国はアメリカもヨーロッパも日本も、軒並み不況です。財政出動しましたが、どの国もこれ以上は無理です。G7、G8で運営する時代ではなく、中国、インドやブラジルなどにも期待が集まってG20の時代になった。これが新興国依存の世界経済という状況ですが、果たしてうまくいくのでしょうか。

そもそも BRICs とか新興国というのは、人口が多くて資源を持っている国であり、だから有望だというわけです。しかし、学生時代に、インドや中国はなぜ貧しいのかと言われたら、「人口が多いからだ」と私は習いました。どこで話が変わったのでしょうか。私の学生時代には、資源依存の経済発展はうまくいかないのだとも習いました。ですが、今日では、資源があるから強いと言っているのですね。どういう局面の変化があったのかを押さえないといけません。かつては物不足で労働力不足だったのに、今は生産過剰で資源不足の局面に来ているから、人口の大きい国が販売市場として期待され、BRICs がもてはやされるということではないでしょうか。

ただ、問題は、中国でもものをつくると、日本と比べてものすごくエネルギー効率が悪いのです。だから、中国の成長が続くと思われれば、世界中の食料価格が上がるし、世界中のエネルギー価格が値上がりする。エネルギー価格が値上がり続ける限り、資源・エネルギー産出国であるロシアやブラジルがうるおうという循環が生まれる。ただし、この循環がどこまで持続可能なのか、逆に言うと、中国がこけたときにどうなるのというのが心配になっているわけで

す。

では次、伊豆久先生に各国の金融政策の検討をお願いします。

【報告2】

### 「米・欧金融危機と中央銀行」

伊豆 久氏 (久留米大学経済学部教授)

アメリカ、ヨーロッパ、それから日本の金融危機を、中央銀行の対策というところから振り返ってみましょう。中央銀行はどんなことをしてきたのか。危機の特徴として、そこから見えてくるものは何かです。

先ほどの櫻井先生のお話では、現在の金融危機、グローバル金融危機において、各国に共通する要因、あるいは歴史的な共通点といったところに、どちらかというアクセントがおかれていたかと思いますが、ここではそれぞれの違いに力点をおきたいと思います。

#### FRBのバランスシート

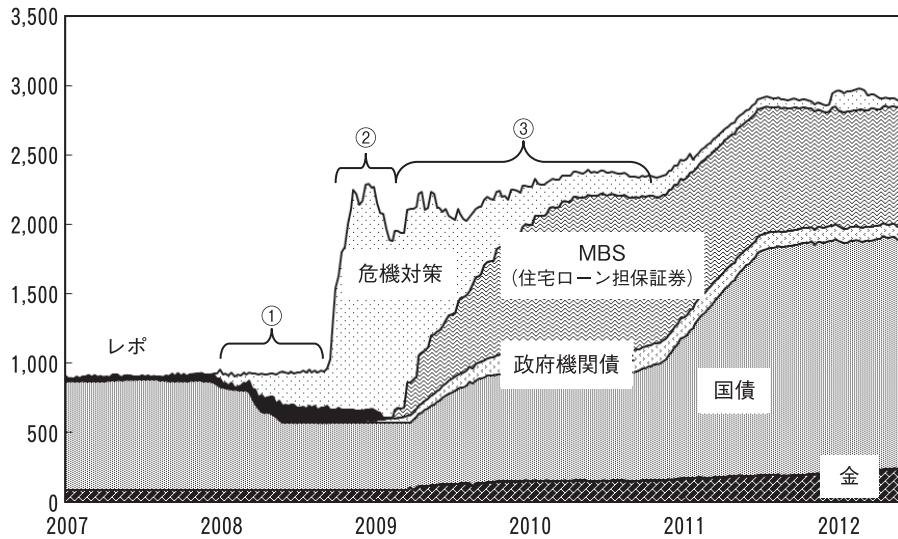
中央銀行のバランスシートの額は通貨の量を示し、その構成の種類が供給方法やルートをあらわします。この観点から、3つの中央銀行がこの間、どんな対応をしてきたのかを比較してみたいと思います。

危機の発生と展開を確認しておきましょう。アメリカでは2007年の秋ごろから危機の予兆が現れ始め、2008年9月にリーマンブラザーズが倒産しました。

ヨーロッパでは2009年の秋にギリシャの政権交代があり、前政権のときの財政赤字の粉飾が暴露されました。2010年5月にギリシャは、EUとIMFからお金を出してもらわないと財政のやり繰りができないという状況になり、民間の投資家には国債を買ってもらえない状況になりました。国債不安がアイルランド、ポルトガル、スペインそしてイタリアにまで広がり、アメリカからは2年ほどずれる形でヨーロッパ危機になっています。

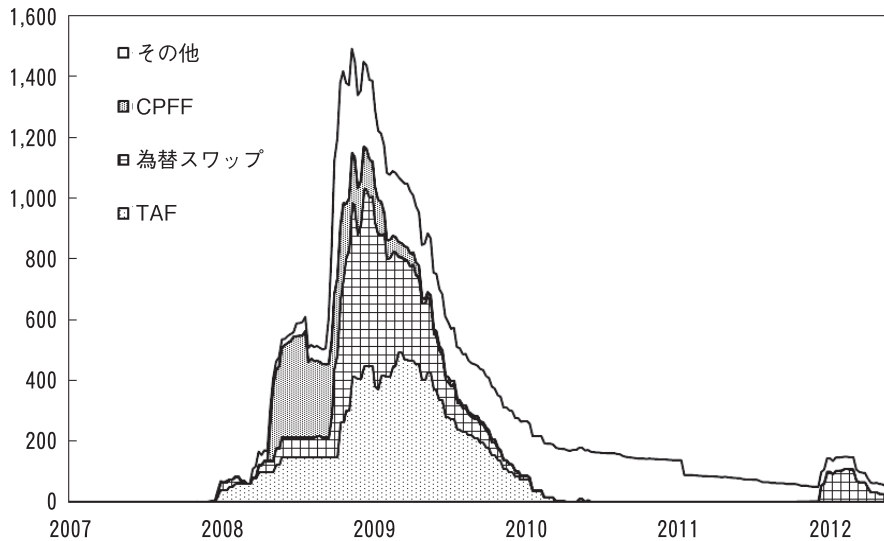
日本のほうは、もっとその先を行っており、1997年に山一証券や北海道拓殖銀行が破綻し、またその翌年には、長銀（日本長期信用銀行）、日債銀（日本債券信用銀行）が破綻する金融危機が起こります。大手にとどまらず、信用金庫、信用組合、第二地銀等々も数多く破綻していくという時期が90年代後半にありました。りそな銀行への予防的公的資金の注入が行われた2003年頃に収束したと思います。

図1でFRBの資産を見ていただきます。この間の対応は大きく分けて3つの時期に分けられます。は危機対策の導入ですが、通貨供給量は一定に保たれています。一種の不胎化政策です。通貨供給量を一定に保つため、FRBは自身が保有する国債を売却していったわけです。



(出所) FRB, Statistical Release, H4. 1 より作成。

図1 FRBの資産 (10億ドル)



(出所) 図1に同じ。

図2 FRBの危機対策 (10億ドル)

つまり、流れる水の量は増やす必要はなく一定でよいけれども、通常のルートでは目詰まりしてお金が流れにくくなっているのです。その目詰まりパイプの部分に直接資金を注入するという判断がされていたことがわかります。

ところが2008年9月、リーマンブラザーズが倒産しますと、そんな悠長なことを言っておれず、それまでの通貨供給量は1兆ドル弱でしたが、きわめて短期間に一気に1兆ドルが新たに



注入され、2兆ドルにするということが行われました。不胎化もされず、大変なドル供給がなされたこととなります。ところが、リーマンショックから数カ月ほどたちますと、その危機対策による資金供給はピークアウトし、減少に向かっております。図1の危機対策の部分だけを抜き出しましたのが図2です。今度はそれが2009年の初めから急激に小さくなっていき、それを補うかのように、国債、それから住宅ローン担保証券をFRBが買い取る形が今日まで続いています。つまり一時的な金融危機、金融市場の機能麻痺という状態に対しては、2010年の初めごろにはおおよそめどがつき、そこで金融危機対策は事実上終わりました。その後は国債や住宅ローンを下支えするという形で、要するにFRBが景気対策を行っていた。そして、それが始まる図1の一番に当たるあたりがQE1、それから次の第2段階が始まるところがQE2、そしてまだこのグラフには入っておりませんが、最近(2012年9月の)QE3と続いているわけです。

### 危機対策の特徴

そうした段階区分をふまえ、リーマンショックの際に大変大きくなった危機対策の内容をみますと、大きく3つの性格のものに分けられます。

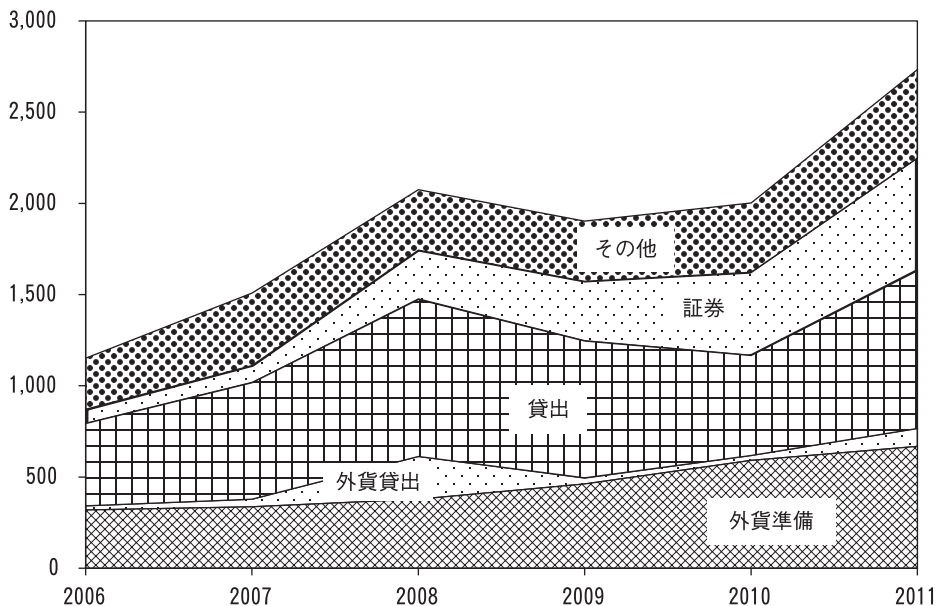
1番目はStigma対策であります。このStigmaという英語は「汚名」とか「烙印」とかいう意味だそうです。アメリカの金融機関はFRBからお金を借りるということを恥ずべきことと認識しております。たとえば、ある銀行がFRBからお金を借りると、その銀行は民間のほかの銀行からお金を調達できないために、FRBからお金を借りた。つまりもう自立できず、当局の助けがないとやっていけない銀行だということになってしまいます。ですから、倒産ギリギリになるまでFRBからお金を借りようとしないうという特徴があります。この点、日本の銀行とはまったく違います。日本の銀行は、日本銀行からお金を借りることを恥ずべきことだと考えておらず、特権だと考えています。歴史的にも、大銀行が率先して日本銀行からお金を借りていました。

アメリカの銀行がお金を借りたがらないのなら、どうやって中央銀行は資金供給してきたのでしょうか。そのために必ず売買形式がとられてきました。国債を買い取る形での資金供給、あるいは「レポ」も売買の形です。売買も貸し借りも同じではないかと思われるかもしれませんが、売買だと入札が行われて、最も高い値段を出したのから順番に買い取られることになるわけですから、マーケットメカニズムが働くわけです。ところが、貸し借りということになりますと、いくら担保があっても、そこに貸すか貸さないかの裁量が働きます。ですから、そういう裁量の働くものは拒否するというアメリカのスタイルが生まれてきたわけです。このことは、アメリカの民間金融市場が極めて発達していたということの裏返しでもあります。中央銀行に依存しない金融市場を形成していたために、逆に、いったん危機に陥って、あそこに貸

すと返ってこないかもしれないと、みんなが疑心暗鬼のような状態になったときに、一瞬にしてそのやり取りが止まってしまったわけです。みんなが相手に貸せず、相手から借りられない状況になったときに、FRBはTAF (Term Auction Facility) という入札形式の資金貸し出し方法を導入することになったわけです。

2つ目にありますのはヨーロッパへのドル供給です。リーマンショックは、アメリカの金融危機だったわけですが、その危機は最初にヨーロッパで起こります。なぜかといいますと、ヨーロッパの中だけでビジネスをしていたのでは規模が小さいので、アメリカの証券化商品である CDO (Collateralized Debt Obligation) だとか RMBS (Residential Mortgage Backed Securities) といった住宅ローンを担保にした証券に莫大な投資が行われました。もちろんヨーロッパにドルはありませんので、そのドルは、投資した自分たちの証券を担保に、アメリカからお金を借りました。つまりドルを借りて、またドル資産に投入して、その利ざやを抜こうとしていたわけです。これは言い方を変えれば、ドルが国際通貨として機能していることの端的なあらわれです。ですが、先ほども申しました短期金融市場が機能しなくなって、誰もお金を貸してくれなくなると、ヨーロッパにドル預金はありませんから、ヨーロッパの金融機関はドルを調達できなくなったために、影響がヨーロッパに及んでしまい、その対策としてニューヨーク連銀がドルをヨーロッパに貸し付けたというわけです。

図3で ECB (European Central Bank) (欧州中央銀行) のバランスシートの真ん中あたりに小さく外貨貸出と出ているのが、それを指しております。つまり ECB が FRB からドル



(出所) ECB, Annual Report より作成。

図3 ユーロシステムの資産 (10億ユーロ)

を借り、それをヨーロッパの民間金融機関に貸し出していたわけです。ですから、仮定の話ですが、もしリーマンショックがヨーロッパや日本で起こったのであれば、この Stigma 対策や為替スワップは必要なかったと考えられます。これはアメリカという金融市場の特殊性、その通貨が国際的に幅広く利用されており、市場が発達している一方で、中央銀行から借りることに対する強い抵抗があって、その結果うまくいかない。それに対する対策を FRB は取らざるをえなかったということなのです。

また、もう1つの大きな特徴は、CP (Commercial Paper) 市場や MMF (Money Market Fund) 市場に介入して資金を供給したことです。伝統的には、銀行は家計から預金を集めて企業に貸し出すという預貸業務を行っています。ところが、お金の足りない銀行と余っている銀行とがあります。たとえば優良企業をたくさん貸出先に持っている大手銀行は、集める預金以上に貸し出しを行い、どうしても資金が不足しがちです。反対に地方銀行や信用金庫には、預金が入ってきますが、なかなか貸出先がありませんのでお金が余ってしまいます。そうした銀行同士の貸し借りの市場がどこの国でもあり、日本ではコール市場と呼ばれています。

ところが、現代では、こうした銀行間の市場以外にも多量の資金流入があり、また銀行以外でも資金調達が可能です。その典型が証券会社です。証券会社は株式売買の注文を取り次ぐのが伝統的な商売ですから、銀行のように預金が入ってきません。そこで、そうしたところは、たとえば証券を担保にしてお金を借りる (売買する) レボや、無担保で短期の借用証書である CP を発行して資金調達し、住宅ローン担保の各種証券化商品に投資します。アメリカの大手証券会社、投資銀行はどこもこのような利ザヤ稼ぎをしており、それが大失敗したわけです。

銀行以外ですと、先ほどお話にありました影の銀行 (シャドウバンキング) のようなものは、アメリカの中で、MMF を含め、企業や金融機関の資金調達でも非常に高いウエートを占めています。MMF は預金のように扱われていましたが、投資銀行がお金を返せなくなって、元本割れが発生します。そこで投資家が一斉に資金を引き揚げたものですから、この部分で機能麻痺が起こってしまいました。ですから、従来は銀行しか救済しなかった FRB が、MMF や CP など、つまり証券市場にまで介入することになったので、自己責任が大原則の証券市場に FRB が介入していいのかという大論争を呼び起こしました。

以上のように、FRB の対応は、当初の危機対策とその後の景気対策とに分かれること、そして危機対策にはアメリカ独自の要因に基づくものがあり、それから銀行部門以外のシャドウバンキングに対しても資金注入が行われたこと。それらが FRB の対策の大きな特徴ではないかと思います。

## ヨーロッパの危機対策

次に、ヨーロッパを見ていただきたいと思います。ヨーロッパに ECB という中央銀行があつ

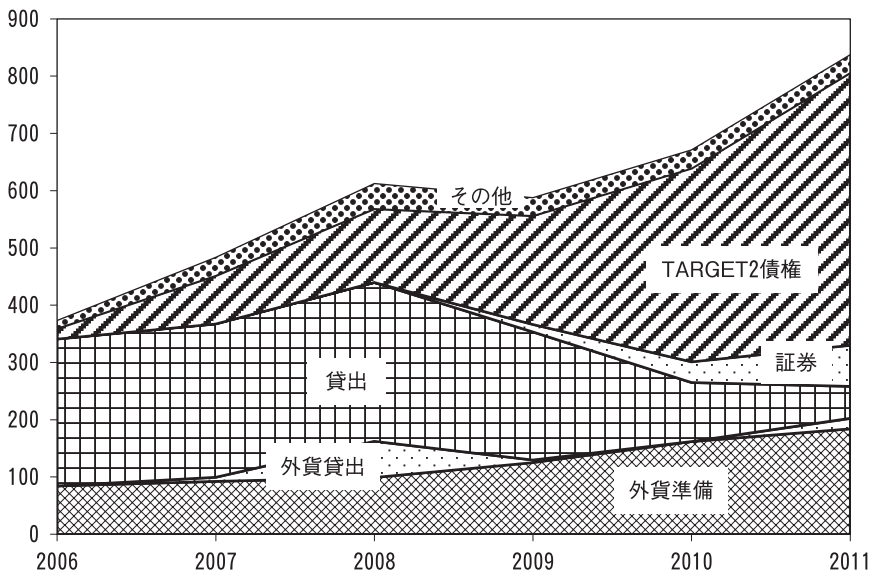
くられていることはよくご存じかと思いますが、ユーロ圏17カ国の中央銀行がなくなったわけではありません。17銀行もすべて現存、機能し、それぞれの代表が ECB に集まって政策を決定する。つまり ECB は頭の部分で、17カ国の中央銀行はそれぞれの手足として実際に動いています。そして、その17銀行と ECB の全体を合わせたものがユーロシステムという中央銀行制度です。そのバランスシートを見たものが図3です。

これを見ますと、危機が2010年ごろから本格化し、資産が大きくなってきていますが、2010年より2008年のリーマンショックのときの影響のほうが大きいことがわかります。ただし、問題は量ではなくて、その中身です。17カ国の中央銀行間のアンバランスが大きくなっていることに問題があるのです。

### ドイツとギリシャ

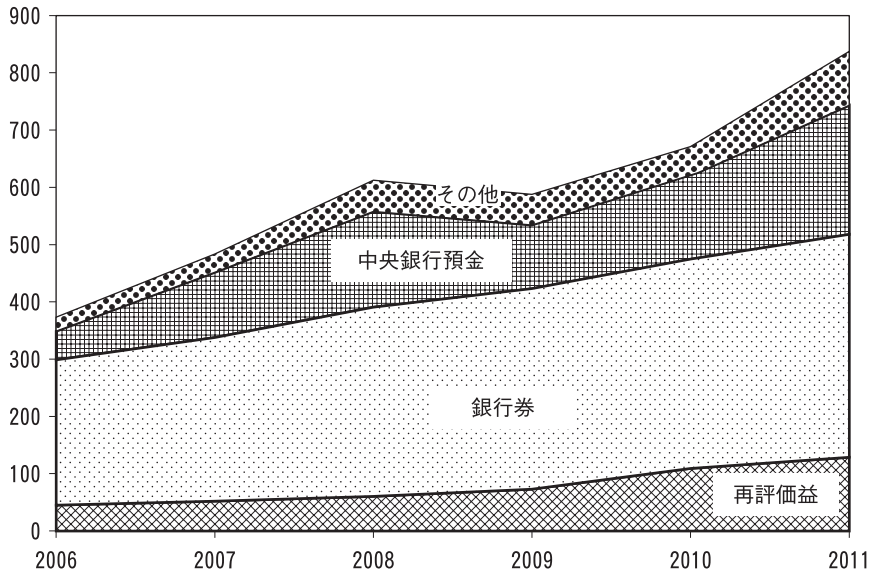
ドイツの中央銀行はブンデスバンクと言います。図4を見ていただきますと、貸し出しの部分が、ヨーロッパ危機の起こる2009年、2010年、そして11年と大幅に減少しています。危機が起こっているわけですから、中央銀行がどんどん貸し出しを行うべきなのに、貸し出しが劇的に減少しています。つまりドイツでは危機は起こっていないのです。その反対に、TARGET2債権というものが、現在のブンデスバンクの資産の半分以上を占めています。

ギリシャのケースを図6で見ていただきますとすぐわかりますように、貸し出しが危機に応じて増大しています。つまりギリシャの民間銀行はお金がなくなってしまい、ギリシャ中央銀



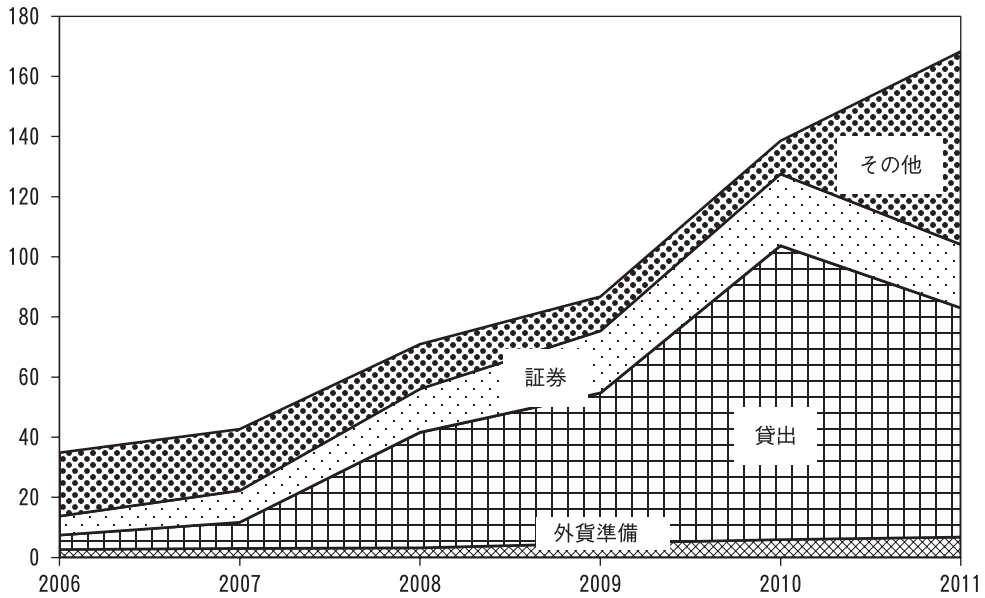
(出所) Bundesbank, Annual Report より作成。

図4 ドイツ中央銀行の資産 (10億ユーロ)



(出所) 図4に同じ。

図5 デイユ中央銀行の負債 (10億ユーロ)

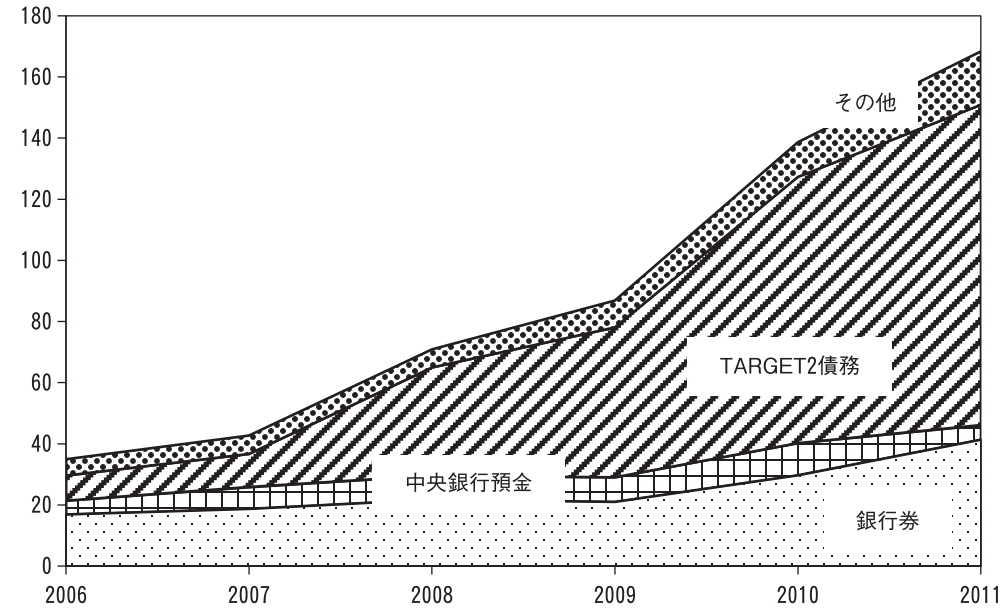


(出所) Bankof Greece, Annual Report より作成。

図6 ギリシャ中央銀行の資産 (10億ユーロ)

行が貸し出しているわけです。

ところが、ギリシャは貸し出しを増やした結果、どういう債務を抱えたかということ、銀行券や中央銀行預金のほかに、TARGET2 債務というのが増えています (図7)。これは、先ほど



(出所) 図6に同じ。

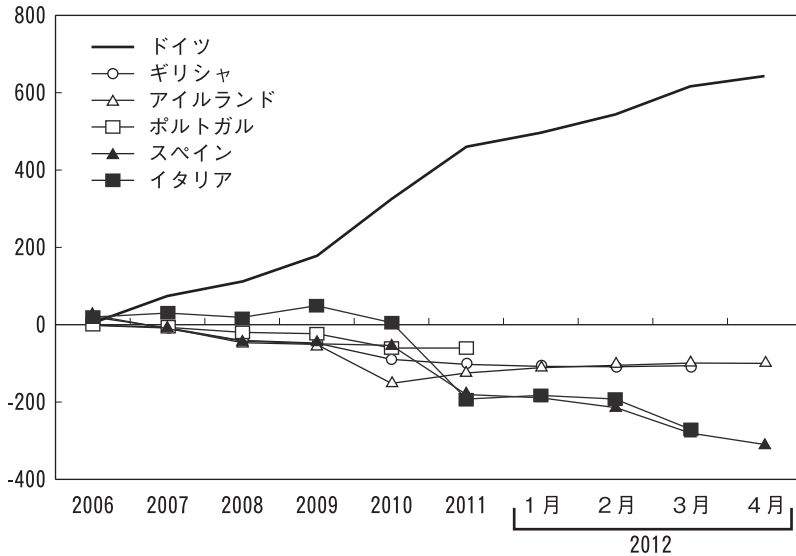
図7 ギリシャ中央銀行の負債 (10億ユーロ)

のドイツで見た TARGET2 債権と対になるものです。

つまりギリシャは、ユーロに加盟したので、これからギリシャもドイツようになるのだ、ギリシャの国債も安心だという「ユーロ・ユーフォリア (陶醉)」が生まれ、ギリシャ国債をみんなが安心して買いました。ギリシャ政府からみれば国債を低コストで発行でき、銀行も容易に資金調達できるようになりましたから、財政赤字はどんどん大きくなり、銀行の投融資も拡大して、バブルが起こっていたわけです。ところが、やっぱり危ないということで国債が値下がりを始めます。すると銀行が多くの国債を保有しており、その銀行自身が危なくなります。ギリシャの何々銀行は危ない、倒産しそうだということになると、資金が引き揚げられてしまいます。そうすると銀行は資金繰りがつかなくなりますので、中央銀行から資金を調達します。ギリシャ中央銀行は、民間銀行が倒産すると大変ですから、どんどん融資します。

融資のための資金はどこから来るのか。ユーロに加盟する前なら、日本銀行が1万円札を発行するように、自国通貨であるドラクマ紙幣を刷ればよかったわけです。ところが、ユーロに加盟するとそういうことはできない。いったいどこから調達したのか。それが実は、図7の TARGET2 債務、つまりユーロシステムからの借金なのです。

では、反対にドイツではどんなことが起こっているのでしょうか。ギリシャが大変だ。スペインが大変だとなったら、引き上げられた資金はどこに投資されるのか。安心なドイツの銀行にお金がどんどん流れ込む。「質への逃避」です。こうしてドイツの銀行は、中央銀行からお金を借りる必要がまるでありませんから、ブンデスバンクからの貸し出しは激減することにな



(出所) 各中央銀行資料より作成。

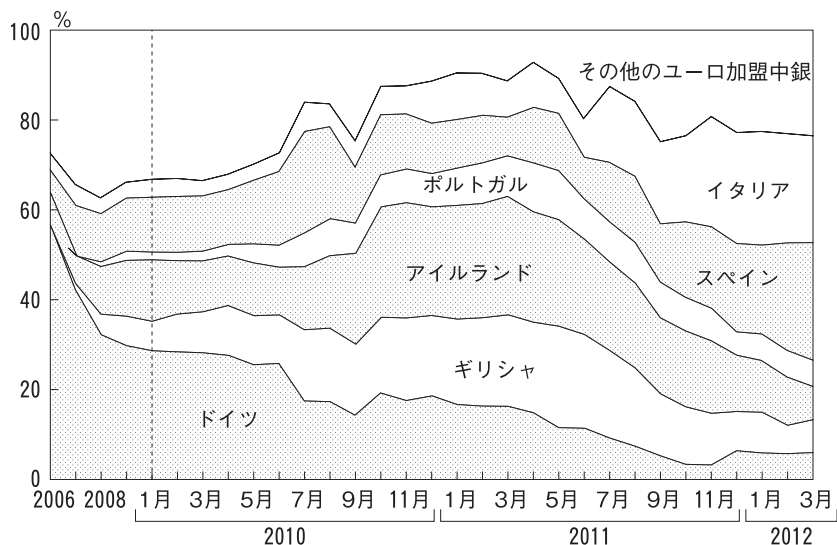
図8 TAEGET 2 残高 (年末, 10億ユーロ)

ります。反対にドイツの中央銀行はギリシャ、スペイン、アイルランドなどの中央銀行にお金を貸さざるをえない状況になっているわけです。そのアンバランスを見たものが、図8です。TARGET2 というのは、ヨーロッパの銀行間の決済システムの名前です。

つまりこれを見ますと、ドイツだけがどんどんお金を貸して、ギリシャやアイルランドといった危機に陥った国々がお金を借りています。これを、中央銀行同士が助け合っていると言えばそのとおりです。ただし、ドイツは常に助けるばかり、ギリシャは常に助けられる側です。図9は、ユーロ圏全体の中央銀行からの貸出額のシェアの変化を見たものですが、2006年の左端が平常時です。ドイツは経済規模が大きいからです、貸し出しも大きいはずですが、それがどんどん小さくなっています。ドイツ中央銀行は民間銀行にお金を貸す必要がなくなったからです。

しかし、貸し出しがないということは、引き締める方法がないことを意味します。つまり中央銀行が融資しており、国債を保有しているという状況にあって初めて、インフレになりそうだから引き締めようというとき、貸していた資金を回収したり、保有国債を売却したりといった形で、出回ったお金を回収できるのです。ところがブンデスバンクの資産のほとんどはTARGET2 債権、すなわちほかの中央銀行への貸し出しなので、これを回収することはできないでしょう。したがって、ドイツがインフレになった時、ブンデスバンクはそれを抑えることができるのかが心配されているのです。

つまり、アメリカの金融危機への対応が、非銀行部門への資金注入、あるいは国際通貨ドルとしての対応等々であったのに対して、ヨーロッパでは中央銀行間の資金のやり取りにその大



(出所) 図8に同じ。

図9 ユーロシステムの貸出残高シェア

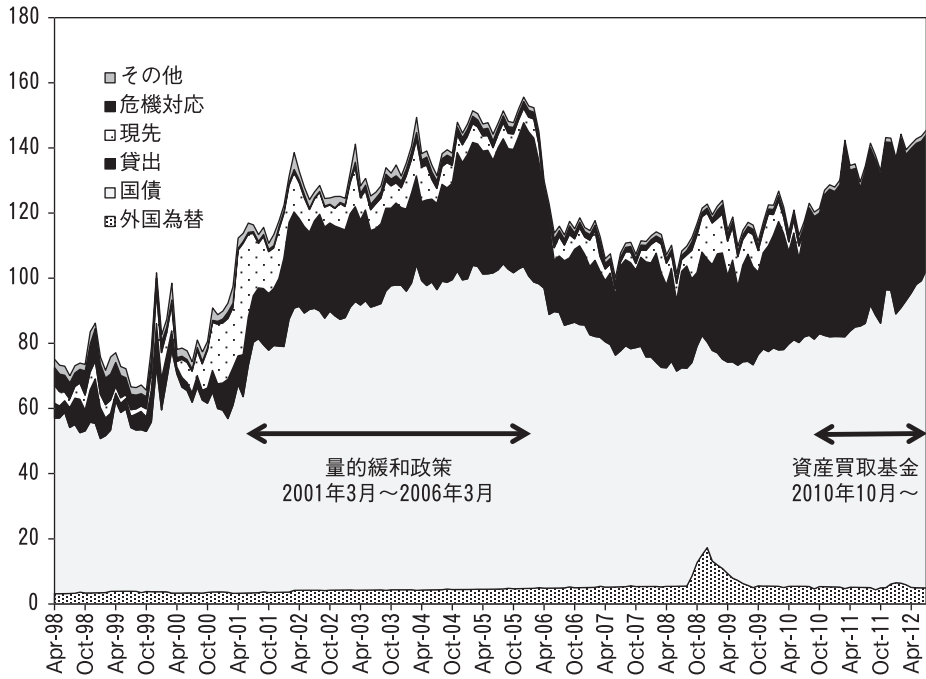
きな矛盾があらわれていることになります。

### 日本銀行のバランスシート

では、日本銀行は一体どういう状況にあるのかを、図10でみておきましょう。量的緩和政策や、2年ほど前から始まった資産買入等基金などの政策の中心は国債です。日本銀行の資産の大半は国債ですが、貸し出しも積極的に行われています。ですが、これは先ほどのFRBと同じように景気対策です。現在、日本の金融機関の中で破綻が懸念されているようなところはありません。2003年ごろから、ここ10年ほどの間、日本で金融危機は起こっていません。その危機対策に当たる部分として、あるいは、つまり伝統的でない方法で今までにないような資産を買っているものは、図10の一番上のほうに、とても小さな黒い部分で示されています。それを抜き出したものが図11です。つまり非伝統的な方法での資金供給とその構成を見えています。

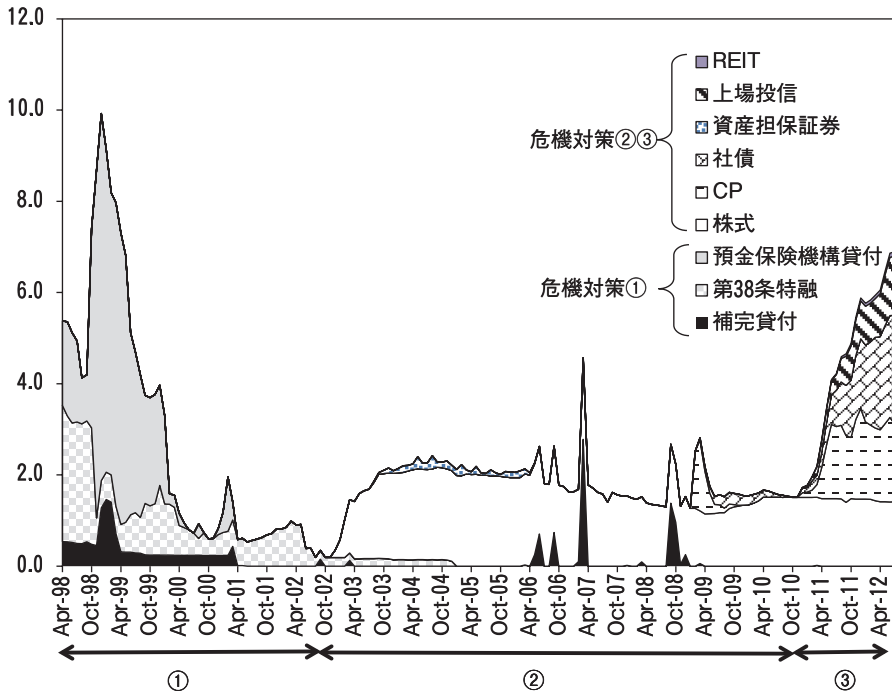
これも1期、2期、3期の3つに分けられると思います。1998年から2002年ごろまでは補充貸付、これは昔、公定歩合貸付と言っていたものです。次の38条特融というのは、いわゆる日銀特融で、無担保で民間銀行にお金を貸すものです。また、破綻した金融機関にお金を出す、いわゆる公的資金を注入する預金保険機構自体にお金がなくなってしまい、そこにお金を貸し付けるという預金保険機構貸付が第1期の時代にはたくさん行われています。つまり金融危機のなかで日本銀行が最後の貸し手としてお金を貸し出したわけで、異例の事態ではあったけれども、これは中央銀行として行うべき当然の行動だったと考えられます。





(出所) 日本銀行ウェブサイト資料より作成。

図10 日本銀行の資産 (兆円)



(出所) 図10に同じ。

図11 危機対策 (兆円)

ところが、それがおさまった2003年以降は、銀行保有の株式を購入し、最近では社債を購入し、また株式指数に連動する上場投信を購入しています。これらはすべて証券市場対策、あるいは景気対策と言うべきものです。一体、こうしたことがなぜ行われているのか、あるいはどんなふうになるのか、考える必要があります。

### 金融危機と対応の比較

つまり、それぞれの金融危機の状況、あるいは金融市場の伝統的な慣行や金融構造に応じて、通貨供給の行われ方は大きく異なります。また、財政との関係でも、アメリカや日本は国債の買い入れを行っていますが、ドイツの影響で、ヨーロッパではできるだけ国債を買ってはいけないという考え方が非常に強いのです。最近でこそ、危機に応じて買うようになってきましたが、ヨーロッパの中央銀行が国債を買うと、ニュースになります。日本やアメリカでは日常的な出来事です。そうした違いがありますが、では現在、共通する面は何かといえば、それはやはり、市場が担っていた役割を財政が担い、そしてそれを財政が担いきれなくなって、中央銀行が担っているということだと思います。民間金融機関同士でお金のやり取りをする、あるいは自己責任原則だといって、投資家が損をしても、それは投資家の責任だと私たちは言い聞かされてきました。

ところが、その一部について、CP だとか、櫻井先生のレジユメにもありました ABCP (Asset-backed commercial paper) といったものをアメリカの中央銀行が買い取る。代わりに国債を市場に供給するといったことも行われました。つまり民間企業、民間金融機関で負えないリスクを中央銀行が負う形になっているわけです。そしてさらに、財政赤字が大きくなってしまい、やり繰りできなくなった部分を中央銀行が買い取り、現在ではアメリカでも日本でも、はっきりと、国債価格を引き上げることを明示的に目的として挙げています。

### 国債買い支えのゆくえ

国債は政府の借金なのだから、中央銀行が支えてもいいのではないかという考えもあるかもしれませんが、それは間違っていると思います。国債価格は資本の価格であり、資本主義の大原則からすればそれは市場で決定されるべきものです。市場の一部に自己責任を求めつつ、都合のいいところだけ中央銀行が抱えるのは不公平だと思います。

しかしながら、こうしたことが行われるようになったのは、長いスパンで考えれば、いわゆるケインズ政策の終わりが来ていると考えられなくもありません。第二次世界大戦後の先進国は、景気が悪いときには財政支出の拡大で景気を支えようとしてきました。そのかわり発行された国債は、景気がよいときに、財政収入がふえれば償還していく。苦しいときは借金をするけれ

ども、余裕ができれば返していくという建前であったはずですが、ところが現在に至るまで、その建前は実行されていません。景気が悪いときにはたっぷり借金するけれども、景気が少々良くなっても増税はなかなかできない。日本でも、消費税の引き上げは大問題であって、今度また政権交代にでもなれば5%に戻すと宣言している有力な党もあるわけです。

つまり借金を返すという大原則が守られないまま、財政赤字が小さくならない。それを中央銀行が買い支えるということが、アメリカと日本では行われかけていて、それで一体大丈夫なのかが問われているわけです。そして国債バブルが崩壊し、もし国債価格が暴落することになれば、世界全体が大混乱に陥ることは間違いありません。

今やっていることは非伝統的政策と言われますし、一時的なものだということをどの中央銀行も言っています。けれども、思い出してみますと、1971年に金ドル固定相場制度が崩壊したとき、多くの人は、世界が終わるのではないかと思ったはずですが、ただ、それは大混乱ではありませんでしたけれども、今から振り返ってみれば、数年間でおさまったともいえるでしょう。

あるいは1930年代、世界中の中央銀行では、金本位制を離脱して管理通貨制に移行しました。金の裏付けがあって初めて通貨だと思われていたものが、何の裏付けもない紙切れを刷って、それをみんなで通貨として使い始めました。それは当時、一時的な便法と思われていたはずですが、確かにそれは大恐慌時の対応ではあったわけですが、現在まで続いています。中央銀行が国債をどんどん買い進め、財政赤字を中央銀行がファイナンスするといったことが、いずれ当たり前前のことになる可能性も否定できません。しかし今は、日米欧のいずれも極めて危険な状況にあり、そうした楽観論に依存することはできないと思います。

○櫻井 伊豆先生、緻密な分析に基づく大胆な発想の結論で、どうもありがとうございました。続きまして、新興国問題に大変お詳しい溝端先生に、「新興国依存の世界経済は可能か」と題しまして、市場移行経済ロシアを例にとってお話をいただきたいと思います。

【報告3】

### 「新興国依存の世界経済は可能か」

溝端 佐登史氏（京都大学経済研究所長）

いわゆる新興国をどう見ればいいのかという Emerging Market 論について、学会でもきちんとした定義はありません。学生にはお勧めしないウィキペディアによりますと、「急速な成長と工業化の過程」にある経済と、一応の説明はあります。最近の関連する新興国経済論の教科書を読むと、新興市場について、「独裁から自由市場経済を志向している社会」であるとする一種の政治的な規定と、グローバルなマーケットの中で成長しており、中産階級が拡大していることなどが規定にあげられています。その規模となると、*The Economist* によれば、

2007年に29カ国が新興国に該当し、ほかのデータなども援用すると、世界のGDPの半分ぐらいを占めると見る見解もあります。

こういった定義らしきものをそのまま反復すれば、もともと市場がなく、もともと政治的に独裁の強いところが、市場経済でなおかつ民主主義ないし複数政党制のシステムに移行する過程にあるすべての国を指すものと見て差し支えありません。そう考えると、新興国のタームが持つ意味は、先進国とは別に新しい成長源泉になっており、非常に広い意味で体制が転換をしているということにありそうです。すなわち、新興国の模範解答では、旧社会主義国こそがEmerging (新興) のイメージにふさわしい地域と読めそうです。

ところが、こうした体制に関わる定義とは別にもうひとつ別の見方があります。投資銀行のゴールドマン・サックスが別様に定義しています。2003年に出たDreaming with BRICsというタイトルの報告書が、世界にBRICsという言葉をはやらせたのですが、BRICsが世界の成長をリードするということを公言しています。BRICs 4カ国、すなわちブラジル・ロシア・インド・中国の4カ国のGDPを合計すると、G6すなわち世界の先進国のトップ6カ国の合計を、2037年には凌駕をするという主張です。

一口にBRICsと言っても、中国が経済規模・成長では一人勝ちのように抜きんでおり、全部が同じというわけではありません。なおかつ、1人当たりGDPで見た場合は、ロシアはドイツに追いつくけれども、他はなかなか追いつきそうにありません。

ともあれ、現実にBRICsは高い経済成長を実現しており、とくに中国はもう日本をGDP総額で抜いているわけですから、BRICsはある程度、的を射た説明、あるいは定義だったのかもしれない。

この延長線上で、ゴールドマン・サックスはNEXT11を定義し、その中で最も見込みのあるものとして、メキシコ、韓国、トルコ、インドネシアをBRICsに加えて、成長国市場とネーミングしています。BRICsという言葉よりもGrowth Markets、成長国市場という概念が新興国を特徴付け、格差付けるひとつの用語になります。

では、このような新興国の定義はどのように導き出されたものなのでしょうか。突き詰めれば人口規模がそれを規定しています。人口と貧困を結びつけるかつての経済理論とは逆なのですけれども、現時点では、1人当たりの消費が経済成長を引っ張ってくれるという見方こそが、この考え方のベースになっていると考えてもいいと思います。

このような定義付けは投資銀行の考え方だけかとも思っていました。ここにロシア語で書かれた『戦略的グローバル予測2030』という本があります。この本は経済よりもむしろ政治面で日本は世界におけるその比重を落とすとか、朝鮮半島は統一されて北朝鮮がなくなる、といった2030年の予測が書かれています。ロシアの「世界経済国際関係研究所」の手による書物ですが、経済面ではブラジルとインドが成長を牽引し、アジアが今後の成長のリーダーになっていくと言います。ついでに、ロシアも2020年までに世界第5位になっていると主張しており、



(出所) IMF

図1 世界の経済成長率推移 (%)

ゴールドマン・サックスとほぼ同じ予測をそのまま踏襲しています。

さて、問題は新興国の実態です。確かに各国とも経済成長し、貿易額もふえています。外貨準備高も非常にふえています。若干各国間に格差があります。図1はIMFによる2012年の統計を使ったものですが、世界経済危機のときの事情に各国間で随分開きがありそうです。要するに、アジア圏ではそれほど成長は落ちておらず、これと対照的にロシア・東欧は低下しており、経済成長の中身には随分と差があることは了解しておいてください。そのうえ、本当にロシアを BRICs、あるいは新興市場として見ていいのかどうか、これをめぐっても論争があります。

ノーベル賞経済学者ポール・クルーグマンは、ロシアが資源国であって多角化していないため、これを新興国の仲間に入れるのはあまり芳しくないと言います。実際、こういう資源依存国を通常の成長国と位置付けるには難しい面があります。また、投資あるいは貯蓄が異常に高い中国と、政府債務の GDP に対する比率が非常に低いロシアとを、同じように見るのも、無理があるかもしれません。

概して言えば途上国タイプの中国と、ヨーロッパに統合してしまった中東欧・その周辺に位置するロシアとでは、経済構造がそれぞれ相当違うと見ておくべきなんだろうと思います。すなわち、最初に指摘したい点は、新興国と一くりにされることによって、成長は見えても、その概念によって見えなくなるものも非常に大きいということであり、まずこの点を確認しておいて下さい。

## ロシア

そこで問題は新興国のボーダーとも言うべきロシアです。まず、ロシアは既に経済体制を変

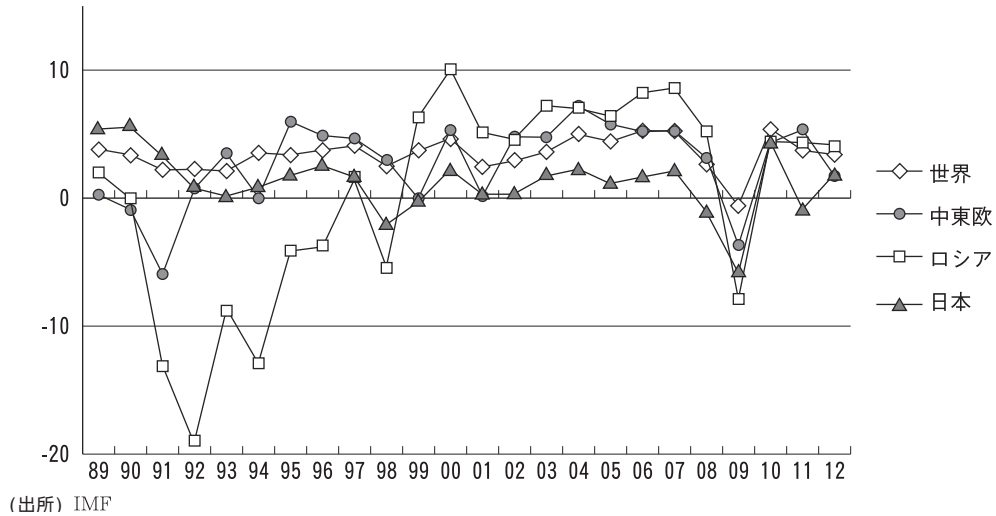


図2 ロシアの経済成長率推移 (%)

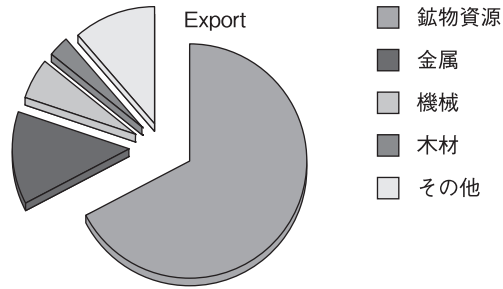
表1 危機前後の成長率の推移

	GDP (10億\$, ppp)	実質 GDP 成長率 (年, %)				実質 GDP 成長率 (Q/Q, %)		
		2007	2008	2009	2009 2007 (%)	最大	最小	差
アメリカ	13,808	2.1	0.4	2.4	4.5	2.7	3.8	6.5
中国	7,035	13.0	9.0	8.7	4.3	13.0	6.2	6.8
日本	4,292	2.4	1.2	5.2	7.6	3.5	8.8	12.3
ドイツ	2,812	2.5	1.3	5.0	7.5	3.5	7.0	10.5
インド	2,997	9.9	6.3	5.7	4.2	10.6	3.1	7.5
ロシア	2,090	8.1	5.6	7.9	16.0	9.3	10.8	20.1
ブラジル	1,837	6.1	5.1	0.2	6.3	7.1	2.1	9.2

(出所) S.スミルノフ「ロシア経済の循環性脆弱さ要因」『経済の諸問題』2010年6号, 45ページ(露語)。

えたのかという点だけ申し上げると、私は1997年の段階で、まだロシアは社会主義から資本主義への体制転換としては未熟だったと見ています。図2はロシアのGDP年間成長率の変化と、世界の変化の対応図ですが、2000年代に入ってから非常にきれいにシンクロナイズし、うまくかみ合っています。世界の景気変動にびたりとリンクするようになってしまったわけです。皮肉な言い方になりますが、世界経済危機は、グローバル経済への包摂という意味でロシアが体制転換を完了したことを明瞭に証明してくれました。

次に見てほしい点は表1です。これは危機のときのGDPの変動を示した表です。2007-2009年までですが、GDPの成長・低下を描いています。右端は四半期ごとの変化ですが、世界でこれほど世界経済危機の影響を強く受けたエリアは、実はロシア以外にないというのがこ



(出所) ロシア統計局『ロシア統計年鑑』2011年(露語)。

図3 ロシアの輸出構造 (2009年)

表2 ロシアの対外債務状況 (10億ドル)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
経常収支	0.08	0.2	24.6	46.8	33.9	29.1	35.4	59.5	84.4	94.7	77.8	103.5	48.6	70.6	98.8	81.3
貿易収支	14.9	16.4	36.0	60.2	48.1	46.3	59.9	85.8	118.4	139.3	130.9	179.7	111.6	151.7	198.2	195.4
輸出	86.9	74.4	75.6	105.0	101.9	107.3	135.9	183.2	243.8	303.6	354.4	471.6	303.4	400.4	522.0	530.7
輸入	72.0	58.0	39.5	44.9	53.8	61.0	76.1	97.4	125.4	164.3	223.5	291.9	191.8	248.7	323.8	335.4
直接投資	4.9	2.8	3.3	2.7	2.7	3.5	8.0	15.5	12.9	29.7	55.1	75.0	36.5	42.9	52.9	38.9
対外債務(国家部門)	149.9	158.4	148.9	128.6	111.1	104.3	106.0	105.7	82.1	48.6	39.3	32.2	45.9	46.5	46.2	59.5
内) 旧ソ連向け	95.1	98.2	96.8	65.8	61.0	55.9	58.3	55.9	34.3	9.4	7.1	4.6	3.2	2.9	2.5	2.2
対外債務(非国家部門)	33.0	30.0	29.2	31.4	35.2	48.0	80.0	108.0	175.1	264.6	424.7	448.3	425.7	442.5	494.3	564.4
対外債務 + 直接投資	187.8	191.2	181.4	162.7	149.0	155.8	197.0	229.2	270.1	342.9	519.1	555.5	503.7	531.9	593.4	662.8

(出所) ロシア中央銀行, <http://www.cbr.ru/statistics> (2013年2月1日アクセス)。

の表であらわにされています。2007年と2009年のGDPの変化率で、ロシアは16ポイント落ちています。これほど成長率が落ちた国は実は世界には他に存在しません。トルコとメキシコあたりも比較的大きいですが、それでもこれほどにはなりません。なぜこれほど落ちたのかという点が重要であり、新興国ロシアを考えるポイントになります。

第1は国際的要因であり、油価が下がるということです。図3のように、ロシアの貿易構造では、輸出における金属や木材といった、未加工の資源・エネルギーが4分の3ぐらいを占めます。この構造は油価に影響される度合いが非常に高い経済であることを示します。原油価格がこの国の行く末を決めると言っても過言ではありません。

しかし、体制転換後最初からそうなのかというと、そうでもないのです。1990年代後半に、原油やガスはロシアからの輸出の3分の1ぐらいしか占めていませんでしたが、それが2000年代後半期以降3分の2になっているのです(表2)。

輸出により貿易収支では大きな黒字があります。1997年に149億ドルの黒字だったものが、2011年には1982億ドルになります。考えるべき点はこの表の中にあと2つあって、1つは一番上の経常収支です。経常収支は、貿易収支にサービス収支、所得収支と経常移転収支を加えたものですが、貿易収支額の半分になってしまいます。つまり、貿易以外でロシアは多くを支払

表3 ロシアにおける債務構成 (10億ドル, 括弧内%)

	2006 1月	2006 7月	2007 1月	2007 7月	2008 1月	2008 7月	2009 1月	2009 7月	2010 1月	2010 7月	2011 1月	2011 7月	2012 1月	2012 7月
合計	257.2	288.8	313.2	399.2	463.9	534.5	480.5	466.0	467.2	457.4	489.0	538.9	545.4	572.7
広義の国家部門	150.7 (58.6)	153.8 (53.3)	137.1 (43.8)	175.5 (44.0)	183.7 (39.6)	197.4 (36.9)	163.3 (34.0)	163.8 (35.2)	181.3 (38.8)	181.9 (39.8)	199.6 (40.8)	213.5 (39.6)	221.9 (40.7)	243.9 (42.6)
狭い意味での国家機関	82.1	78.9	48.6	49.0	39.3	38.0	32.2	34.0	45.9	47.4	46.5	47.9	45.9	52.4
国家銀行	19.4	27.4	41.4	54.2	65.5	78.2	61.7	54.1	50.2	50.7	63.4	69.9	73.2	85.4
他の国家部門	49.3	47.6	47.1	72.3	78.9	81.3	69.4	76.6	85.2	83.8	89.7	95.7	102.7	106.1
私的部門	106.4 (41.4)	135.0 (46.7)	176.1 (56.2)	223.7 (56.0)	280.2 (60.4)	337.1 (63.1)	317.3 (66.0)	302.2 (64.8)	285.9 (61.2)	275.6 (60.3)	289.4 (59.2)	325.4 (60.4)	323.5 (59.3)	328.8 (57.4)
民間銀行	30.8	39.4	59.8	76.8	98.1	114.7	104.6	87.5	75.5	70.0	79.3	89.1	89.0	88.7
他の民間部門	75.6	95.6	116.3	146.9	182.1	222.4	212.7	214.7	210.4	205.6	210.1	236.3	234.6	240.0

(出所) ロシア中央銀行, <http://www.cbr.ru/statistics> (2013年2月1日アクセス)。

っており、そのうえに資本収支も赤字です。

表2にはもうひとつ見てもらわなければならない点があります。下から2段目と4段目に対外債務とありますけれども、この債務のところを見てもらってもいいですし、とりまとめて一番下の段(対外債務+直接投資)でも結構です。対外債務と直接投資の受け入れ分の総額です。1990年代の後半期に合計で2,000億ドルに達していなかったのですが、現在は6,000億ドルを超えるぐらいのお金が入ってきます。原油・ガスで潤っているにもかかわらず、ものすごく借金が多い。これをどう考えたらよいかという問題が、この国の姿をわからなくさせています。これほど貿易で儲かっているのだったら、借金する必要はないのですけれども、異常に借金が膨張しているのです。

一体誰が借りているのかということも問題になります。表2は民間が多いということを示していますけれども、実はロシアの中央銀行には、もうひとつ、「秘密の表」が加わっています(表3)。これはロシアが別途、恥ずかしげにもうひとつ公表している表です。この表では、広義の国家部門と狭義の国家部門が分けられており、広義というのは、要は50%以上政府が保有する国営企業を含めているのです。それで見ると、大体今は4割部分、国が借金をしており、それ以外は民間(私有)となっています。

しかし、それでも政府がおそらく20~30%のブロック株を持っていれば、政府がその意思決定に影響することができますから、残り60%部分の債務についても、多くの部分は国家の影響を受けると言ってもいいかもしれません。別の言い方をしますけれども、一見少ないように見えて、実際には国が借金しているわけです。つまりそれぐらい、ロシアはもうけたお金の上に借金を重ねている、しかも政府部門に金が集中していると言ってもいい。これが実際のロシアの経済構造だということです。

以上が国際的な要因だとすると、もうひとつ、国内的要因も無視できません。これほど危機を引き起こす国内的要因ですが、言うまでもなく、ひとつは財政です。多額の貿易黒字がある



表4 ロシアの財政および石油収入

(統合予算歳入に占める比率%, 括弧内は対 GDP 比%)

	1995	1998	2000	2004	2007	2009
財政赤字・黒字	11.2 ( 5.2)	22.6 ( 3.0)	12.6 ( 1.6)	14.0 ( 4.5)	14.9 ( 6.0)	18.1 ( 6.2)
企業利潤税	26.9	14.5	19.0	16.0	16.2	9.4
付加価値税	21.9	24.8	21.8	19.7	16.9	15.3
天然資源使用料金	2.8	3.3	3.7	10.7	9.9	8.7
関税等	5.7	5.0	10.9	15.8	18.0	20.0

ウラル石油バレル価格 (ドル) あたりの政府取得分 (ドル)

油価	0	20	30	40	50	60	70	80	90	100
NDPI	0	1.1	3.4	5.5	7.7	9.9	12.1	14.3	16.5	18.7
石油輸出税	0	1.8	7.3	13.8	20.3	26.8	33.3	39.8	46.3	52.8
合計	0	2.8	10.5	19.2	27.9	36.6	45.3	54.0	62.7	71.4

(注) 原出所はロシア財務省。

(出所) 上表はロシア統計年鑑2011年, 下表は , 2011, c.28.

国ですから、さぞや大幅な黒字の健全財政だろうと思うでしょうけれども、2007-2009年のところを見ていただければ分かりますように、実は財政赤字を計上しています。なぜかという、異常に歳出部分が膨張しているという現実があります。その意味では、第1の国内的要因としては、膨張した財政が影響しているということがあげられます。

そのうえに、もうひとつ大きな問題は、表4にあるんですけども、政府はどうやって財政収入を得ているのかということです。言うまでもなく、エネルギー、資源の売却収入が原資です。例えば原油価格は、もう今では考えられませんが、1997年ころ、原油は1バレル20ドルぐらいでしたが、ここから大体2~3ドル、つまり10~15%が取られます。これは税金だと思っ  
ていいです。これが現在、原油価格100ドルで、そこから7割持っていかれます。こういう形で、政府は、ぼったくりしているのに、それでも財政赤字が出るのです。別な言葉を使うと、油価に敏感なものすごく脆弱な財政構造を持っているうえに、支出統制が緩い、ここに問題があるわけです。

もうひとつの国内的要因はバブルであり、ロシアにはバブル的な構造があります。同じことは、実は中国にも言えます。梶谷懐先生(神戸大学)という中国経済の専門家に教えていただいたのですが、中国では、投資が過重な上に企業の内部留保が非常に大きい、それをベースに大きな投資がさらに繰り返されるという構造になっていて、バブルが発生しているという言い方をされています。このように、新興国には国内に過剰な需要を引き起こすような過熱経済が形成され、これが新興国発の危機のリスクとなりうるのだと思います。この場合、原油価格などに伝播体質が強いという国際的な要因も見逃せません。ロシアと中国では違うところもありますが、非常によく似たバブル体質も持ちあわせており、これが新興国から新たに危機を発生

させるリスクの源となりそうです。

問題は、さらに2つあります。ひとつは、このときの国内の過熱経済が、本当に過熱するのかわかりません。つまり、国内の消費がどの程度安定しているのかわかる必要があります。国内に、中間層、あるいは市場経済のコアとなる層がどの程度いるかというのがひとつの判定基準になります。一般論としては、新興市場が成長すれば中間層が拡大し、さらに市場が発展して成熟化する。そしてそれが次の新しい安定した成熟市場をつくとみることができるのですが、このような見方が本当に当てはまるのでしょうか。

中間層を年間所得で分けると、中国もインドも、それからもちろんロシアでも、中間層が非常に大きくなっています。ところが、社会調査では通常はロシアでは20%あるいは30%が中間層だと言われ、その規模は体制転換以来ほぼ安定的です。

ロシアの場合、都市部で中間層が多いのですが、その内訳では約6割が国家の官僚あるいは国有企業の労働者になります。つまり、国家セクターに関係する人たちが中間層の6割を占めています。ところが、中間層のいわゆるコア部分を占めるこの人たちは、市場と民主主義の担い手として一般に社会科学で言及される中間層としての行動をとらずに、国家に帰属する行動をとりやすくなります。つまり必ずしも市場に適合的な行動をとるわけではない可能性があります。例えば、ロシアで近代化が議論になっていますが、「あなたは近代化に賛成しますか」

表5 HSBC (香港上海銀行) の2050年世界経済トップ15

	GDP2010	GDP2050	1人当たり	人口2010	人口2050
中国	3511	25334	17759	1362	1426
アメリカ	11548	22270	55134	318	404
インド	960	8165	5060	1214	1614
日本	5008	6429	63244	127	102
ドイツ	2058	3714	52683	82	71
イギリス	1711	3576	49412	62	72
ブラジル	921	2960	13547	195	219
メキシコ	688	2810	21793	111	129
フランス	1496	2750	40643	63	68
カナダ	892	2287	51485	34	44
イタリア	1124	2194	38445	60	57
トルコ	385	2149	22063	76	97
韓国	798	2056	46657	49	44
スペイン	711	1954	38111	45	51
ロシア	412	1878	16174	140	116

(出所) HSBC, The World in 2050, 2012.

と聞けば、国家が言うのならまあやろうかという反応が多く、本当にがんばって自ら市場経済化をめざすのかと問えば、多分この人たちは手を挙げないでしょう。少なくとも、リストラが生ずる危険性があるからです。つまり、彼らは近代化においてグレーゾーンの人々です。それゆえ、彼らが安定した社会・消費のコアになるかという、やや疑問符が付くと言うべきでしょう。

もう一つの問題として、ロシアの場合、人口上の問題を抱えることとなります。表5は2010年と2050年推計の人口の変動を比較したものです。人口の減少について世界で出色な国は、日本とロシアです。ロシアの人口が1億4,000万人ぐらいですが、これが2050年ごろまでおそらく1億2,000万人台まで減少していくという、非常にショッキングな予測データがあります。そうなれば、先ほどの中間層はさらに薄くなる可能性が高いので、これを安定した成長源泉と見るのは危険だと思います。

中国に関しても、国家に帰属性の強い層が中間層を構成する確率が高いという特徴は同じであると考えます。

## 国際収支分析

新興国に共通する特徴として、従来は直接投資を受け入れる国としての存在がありました。資本不足を外資で補うという戦略です。ところが、ここ数年、顕著な事例として、新興国発の多国籍企業が生まれ、新興国からの対外直接投資が見られます。グローバル FDI (Foreign Direct Investment) のアウトフローが目立ち、ロシアでも、入ってきた分だけ出ていっています。

さて、一体どこに出ていっているのか。これが非常に難解です。ロシアの多国籍企業は、その大部分が実は Offshore あるいは Tax Haven (租税回避地) と言われる、節税のできるエリアの国々、例えば以前でしたらキプロス、ルクセンブルク、それからスイス、あるいはイギリスのバージン諸島などに流れていっています。それらと CIS (旧ソ連の独立国家共同体) の国々とを結ぶ資金の流れもまた観察されます。

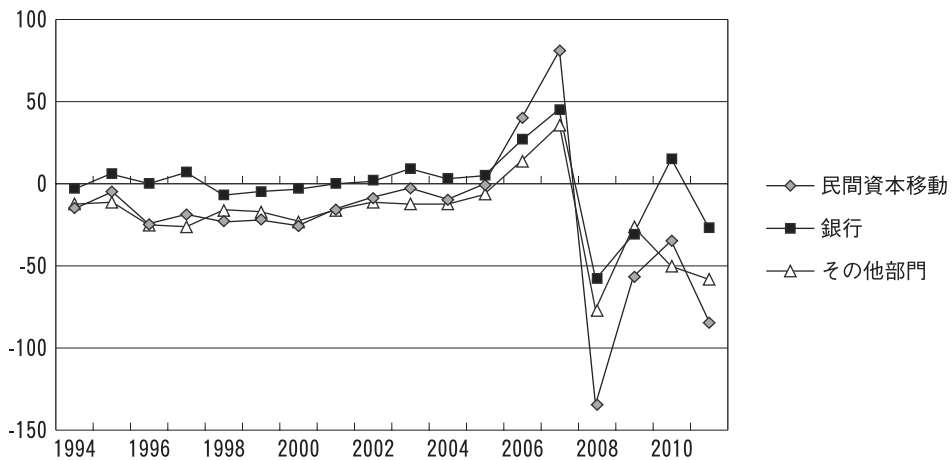
中国でもロシアでも、まず租税回避地に資金が流れ、その後外国へという資金の流れを読み取ることができます。少なくとも海外へ流れていくロシアの直接投資の約8割がこうした地域向けといえますが、中国もほぼ同じ約8割だろうと言われています。すなわちこれらの国々では、稼いだ貿易黒字の大部分がオフショア向け直接投資として海外に抜けていくこととなります。

さて、この構造を考えるために、私は「パラレル経済」という概念に注目しています。直接投資は企業内の資金の流れとして見ることができますから、国際金融と国内金融は相互に結び付いて1つの流れを構成している、これが新興国発の直接投資の重要な特徴点だと言えます。

移行経済諸国は、共通してこういう形でマネーを還流させるような資金の流れをつくり出していると言ってよいと思います。

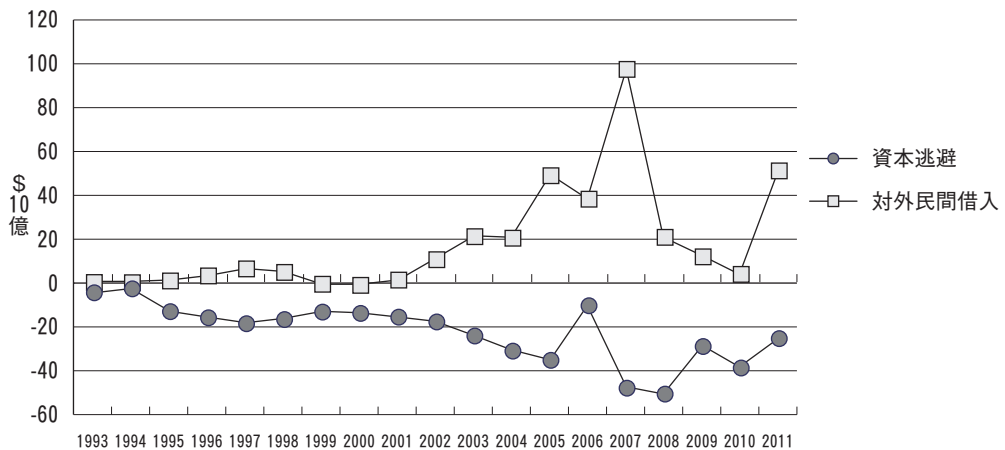
### オフショアの存在

ロシアは、国際的に多額の借金をしながら、今度は国内から海外に資金を流出させています。1994年以降の国際的な資金の流れをグラフ化したものが図4です。見てもらえば分かりますように、ゼロよりもずっと下になっています。これはすべて国際収支上、海外に資本が流れてた



(出所) ロシア中央銀行 <http://www.cbr.ru/statistics>, 2012年3月6日アクセス。

図4 民間部門による資本純流入・純流出 (1994-2011年, 10億ドル)



(出所) ロシア中央銀行 <http://www.cbr.ru/statistics>, 2012年3月6日アクセス。

図5 資本逃避と対外民間借入 (10億ドル)

ことを示しています。とくに危機時に、多額の資金が海外に流出していました。直接投資以外に、多様な形で流出していることが非常によく分かりますし、さらに違法な流出も含めることができます。これには資本逃避という言葉が使われていますけれども、図5の下側の線がそれにあたります。1993年から一貫して、多いときで年間600億ドルほどが流出していることがわかります。

国際収支表のなかに、ロシアほどびっくりするような項目のある国はないと思います。国際収支表の中に、Doubtful Operation という項目があるのです。「疑わしい取引」というものです。2年ほど前に登場して、以後堂々と中央銀行統計に使われています。ここまで公式に言ってくると、ある意味で爽やかですが、それだけ多くの資金が抜けていくのだということです。しかも、この抜けていく資金には、政府の資金も入っている可能性が非常に高いと見られます。Offshore には、多国籍企業の支店が登録されていますが、その中にはガスプロムやルクオイルなど、ロシアの有名な企業がずらりと並ぶのです。つまり Offshore あるいは Tax Haven は、ロシアにとって、企業が租税回避するための不可避の経路になっているという言い方をしてもいいかもしれませんが、政府系企業もそれに深くかかわっているわけです。OECD はこれらを規制すべく租税回避地をブラックリスト化する試みを長く続けていますが、効果のほどは定かではありません。

1カ月ほど前のロシアの新聞が、Offshore に流出する資金額について、実はロシアよりも中国のほうが多いのだと伝えていました。その額は1兆1,890億ドルだそうです。統計をとる期間が違いますからそのまま比較はできませんが、ロシアは過去1990年から2010年ごろまで、およそ8,000億ドルくらいだったそうです。ロシアの場合その対応策はさらに問題を引き起こしかねないのですが、Offshore 地域の規制が強くなったため、ロシアはラトビアなどを使って公式に代替地域をつくっているとのコメントも掲載されていました。

実は世界経済危機の際、ロシアの金融機関あるいは企業の一部が対外債務を払えなくなったと言われました。それで政府はこれに緊急融資をしました。いわゆる資金注入です。しかし、それを受け取った企業、銀行は、その資金をそのまま Offshore にある子会社に振り替えたのです。オフショアの存在は公的資金の流れをもとり込んでいるのです。

世界経済の成長を支えと言われる新興国において何が一番問題なのかということ、一方でそうした国々は世界経済の成長は支えているのかもしれませんが、他方でこういうオフショア立地型多国籍企業の作り出す新たな枠組みの中で、大量のマネーが不健全に流れる構造もつくり出されているのだということです。こういう構造は、危機のリスクを一段と高める危険性を持っています。本来発生しないはずの危機が、ここから生み出される可能性があります。これを解決するための方法としておそらく規制が必要なのでしょうが、Offshore 規制の困難はよく知られたことがらです。規制の強化や透明性を高める試みといった制度改革ができず、また時間的に間に合わないということになれば、場合によっては新たな危機が、先ほど櫻井先生がお

っしまったようないろいろな問題が、ここ新興国エリアから発生する可能性、リスクもあるというべきだと思っています。成長とリスクは表裏の関係だということです。

新興国についての私のコメントは以上であります。どうもありがとうございます (拍手)。

○櫻井 溝端先生、どうもありがとうございました。

この後、各国の金融政策とマネタイゼーション、TARGET2債権・債務とケインズによるバンコール構想との対比、オフショア市場と新興国発の危機の可能性などをめぐり、フロアとの間で長時間にわたって活発な議論がかわされたが、紙幅の関係で割愛せざるをえない。報告者、参加者のみなさまのご協力に感謝したい (櫻井)。