

## 議題

日中の経済情勢と世界経済のガバナンス

## 開催日時

2022年6月18日&lt;14時30分~16時40分&gt;（テレビ会議形式で開催）

## 発言者

余 永定氏（中国社会科学院学部委員）<講師>  
 王 信氏（中国人民銀行研究局長）<講師>  
 氷見野良三氏（ニッセイ基礎研究所エグゼクティブ・フェロー）<講師>  
 門間一夫氏（みずほリサーチ&テクノロジーズ エグゼクティブエコノミスト）<講師>  
 大川龍郎氏（経済産業省通商政策局北東アジア課長）  
 関 志雄氏（野村資本市場研究所 シニアフェロー）  
 崔 歴氏（建銀国際証券マクロ研究主管、取締役社長）  
 坂下栄人氏（日本銀行北京事務所長）  
 朱 雲来氏（CF40 常務理事）  
 鐘 正生氏（平安証券首席エコノミスト）  
 高橋 亘氏（大阪経済大学教授）  
 張 敏文氏（財政部国際財経センター副主任）  
 張 斌氏（中国社会科学院世界経済と政治研究所副所長）  
 王 海明氏（CF40 秘書長）<司会>

1. 第1部講演
2. 第1部質疑応答

## 1. 第1部講演

## 余永定氏（講演）:

## ○ 米国経済の対外的な持続可能性への疑問

・1985年に純債務国になって以来、米国の対外純債務は増加し続けている。長らく、米国の対外的な持続可能性、つまり経常収支赤字とその累積に巨額の対外債務が維持できるかどうかは、国際金融界で盛んに議論されてきた。

・2004年以降はグローバル・インバランスが注目を集め、2006年に経常収支赤字がGDPの5.8%に、対外純債務は1.8兆ドルに各々達した。国際収支危機とドル危機への懸念が高まったが、実際には生じず、予想外のサブプライム住宅ローン危機が生じた。2014年には対外純債務が7兆ドルに拡大した一方、経常収支赤字はGDP比で2.7%に低下し、それ以来、グローバル・インバランスへの関心は低下した。しかし近年に対外純債務が再び急拡大し、2021年末時点で18.1兆ドルを超えた。また、2020年以降に経常収支赤字は貿易赤字の急拡大や投資収益黒字の縮小を受けて急速に増加した。2022年第1四半期には経常収支赤字の対GDP比は4.8%に上昇した。2006年のピーク(6%)にはまだ遠いが、米国経済の対外的な持続可能性は再注目につながる問題である。

・この問題のポイントは、米国が巨額の対外債務の元本と利息を返済する能力を持っているかどうかである。債務が累積するにつれて、将来のある時点で貿易黒字や資本収支黒字を利用して元本と利息を返済できなくなれば、デフォルトないしインフレによる実質的デフォルトの2つの選択肢しかない。後者が生じた場合、米国債の保有者

にはドル相場的大幅な下落による為替差損が生ずる。

・対外債務の返済能力を測る最も重要かつ国際的に通用する指標は対外債務の対GDP比である。対外債務の対GDP比が時間の経過とともに上昇し続ければ、政府が返済を履行できず、デフォルト状態になる水準に達する。このため、政府が対外債務の対GDP比が閾値を超えないことを保証できない場合、対外債務は持続不可能である。対外債務が持続可能かどうかは、対外債務の対GDP比の経路や性質、経済政策がそれらの経路に与える影響に帰結する。

・多くの経済学者は、グローバル・インバランスの悪化が最終的に国際投資家のパニックを招き、資本流入の途絶(sudden stop)を通じて国際収支危機とドル危機を引き起こすと予想する。実際、サブプライム住宅ローン危機が発生した後、米国は、海外投資家のパニックによって国際資本流入が停止し、MBSやagency bondsの売却が殺到する事態に直面した。2007年末から2008年初頭に米ドルは急落したが、アジアの中央銀行と一部の石油輸出国が自国通貨高を避けるために前例のない量の米国国債を購入したことと、多くの米国銀行と他国の金融機関が資金を海外から米国に還流したことで、危機を回避した。

## ○ 対外債務の持続可能性の分析

・米国の経済学者は対外不均衡の恩恵を享受できている点に2つの理由があると主張する。第1に対外債務の平均収益率は米国のGDP成長率より低い。第2に資産収益率が負債収益率を引き続き上回るだけに、膨大な対外純債務を保有しているにもかかわらず、投資収益は常に黒字である。

・ただし、第1の点は対外債務の拡大が利息の更改による場合だけ

に意味がある。対外債務が一定ならば、対外債務の平均金利が米国の GDP 成長率を下回るとその対 GDP 比率も一定ないし徐々に低下する。しかし、対外債務が貿易赤字によって拡大し、対外債務の対 GDP 比も上昇する可能性がある。例えば、財政赤字が何らかの理由で大幅に拡大すると、対外債務の対 GDP 比も急上昇するが、対外債務の「平均金利」と経済成長率とは何の関係もない。もちろん、米ドルは国際通貨として特別な地位にあるため、対外債務の対 GDP 比が持続不可能となる閾値は他国よりも遥かに高い。一方で第 2 の点は、巨額の対外純債務を維持しつつ持続可能性問題に配慮する必要がない要因である。それでも、対外純債務が増加し続けると、投資収益収支の黒字を長期的に維持することができない。

・米国の対外的な持続可能性を分析するには、論理的で明確な分析の枠組みが必要である。国民所得の計算式から  $(S-I) + (T-G) \equiv X-M$  が成り立つ。S と I は民間貯蓄と民間投資であり、政府支出 G は政府消費と政府投資からなるため、T-G は政府貯蓄－政府投資となる。このため、 $(S-I) + (T-G)$  は、(民間貯蓄+政府貯蓄)－(民間投資+政府投資)と書き直せる。前者を総貯蓄、後者を総投資と定義すると、総貯蓄－総投資≡貿易黒字となる。これは恒等関係であり、因果関係は、個別の問題をそれぞれに分析しなければならない。

・上記の恒等式を、(民間貯蓄－民間投資) + (政府貯蓄－政府投資) = 貿易収支、または (民間貯蓄－民間投資) + 財政赤字 = 貿易収支と書き直すと、貿易収支が民間部門の貯蓄投資差額と財政状況により決定され、貿易収支が変化した場合は国内の貯蓄－投資の関係や財政状況も変化する必要があることがわかる。対外純債務の対 GDP 比の変動経路は、民間総貯蓄－民間総投資の赤字、財政赤字、投資収益収支赤字、GDP 成長率の変動経路に依存する。

### ○ 米国の対外不均衡の推移

・1950 年代から 2008 年のサブプライム住宅ローン危機の発生まで、米国の民間総貯蓄と民間の国内総投資はほぼバランスしていた。バーナンキ氏は、1998 年から 2001 年に財政黒字を維持したにもかかわらず、1.2 兆ドルの貿易赤字を累積した原因が、膨大な財政赤字でなく、途上国の貯蓄過剰にあると説明しようと試みた。しかし、BEA によると、1998 年から 2001 年に財政黒字は約 5600 億ドルであったが、民間の貯蓄投資差額は累計約 2 兆ドルの赤字であり、財政黒字では民間の貯蓄不足を賄えなかった。貿易赤字は貯蓄不足により説明できる。実際、この 4 年間について国民純貯蓄 + 統計誤差－国内純投資は経常収支の赤字とほぼ一致する。この間、クリントン政権は、財政赤字の縮小によりグリーンズパン議長による低金利政策の余地を作った。低金利政策は株式と不動産の価格を急騰させ、資産効果が家計消費と企業投資を刺激し、民間部門の超過投資につながった。

・一般に、経済危機(特に初期段階)では、民間貯蓄が増加し、民間投資が減少する一方、危機対策によって財政赤字が拡大する。2008 年にサブプライム住宅ローン危機が発生した後、民間総貯蓄－民間総投資は、2008 年の 0.1 兆ドルの赤字から 2009 年の 1.32 兆ドルの黒字に転じ、財政赤字は 2008 年の 0.5 兆ドルから 2009

年の 1.4 兆ドルに拡大した。民間の貯蓄超過と財政赤字の合計は、2008 年の 0.6 兆ドルから 0.1 兆ドルに減少した。同時に貿易赤字は 2008 年の 0.7 兆ドルから 0.4 兆ドルに減少した。景気後退と政府の危機対策で総貯蓄と総投資の不均衡が顕著に改善したことで、貿易不均衡問題が改善された。

・2008 年から 2020 年まで民間総貯蓄－民間総投資の黒字は 1 兆ドル前後で維持した。2020 年に新型コロナの感染が急増した後、民間総貯蓄は一時急増したが、民間総投資には顕著な変化は見られず、下落した局面もみられたため、民間総貯蓄－民間総投資の黒字は急増した。しかし 2021 年には、民間貯蓄率の低下につれ、米国の民間総貯蓄－民間総投資の黒字は 1 兆ドル前後に戻った。一方、2020 年と 2021 年の財政赤字はそれぞれ 3 兆ドル、2.8 兆ドルと戦後の最高水準に達したため、貿易赤字は 2020 年に 0.68 兆ドル、2021 年に 0.86 兆ドルに増加した。

・長期に亘る貿易赤字を考えるには、政府の財政赤字、民間総貯蓄－民間総投資の黒字、投資収益の対 GDP 比のトレンドをそれぞれ推計する必要がある。CBO の推計によると、2022 年の連邦政府の財政赤字は 1 兆ドルあり、2023 年から 2031 年までの年平均は 1.6 兆ドルである。財政赤字の対 GDP 比は 2022 年の 3.9% からいったん低下した後、2032 年にかけて 6.1% へと上昇し、過去 50 年間の平均である 3.5% を大幅に上回る。利払い費の対 GDP 比は、2022 年の 1.6% から 2023 年の 3.3% へ上昇する。CBO は、負債コストの上昇や様々な歳出計画の実施により、今後 10 年間の財政支出の対 GDP 比は平均 23% と予測している。また、政府債務の対 GDP 比も今後 2 年間は低下するが、その後上昇し続け、2032 年には GDP の 110%、2052 年には 185% に達すると予測する。米国経済を CBO より良く理解できる訳ではないので、CBO の推計を前提に今後 10 年間の財政赤字の対 GDP 比が 5% を維持すると想定する。

・民間総貯蓄－民間総投資の黒字は内生的であるため、そのトレンドの判断は困難である。長い目でみると、1990 年代末までは長期に亘って民間総貯蓄と民間総投資はほぼ均衡していた。民間総貯蓄が民間総投資を顕著に上回り始めたのは 2008 年以降であり、その理由としては、第 1 にサブプライム住宅ローン危機とその後遺症(家計のバランスシート調整)、第 2 に将来の期待に対する不確実性(家計貯蓄の増加)、第 3 に企業の慎重なスタンスや投資機会の不足(企業貯蓄の増加)、第 4 に量的緩和と減税による所得分配の格差拡大(家計貯蓄の増加)が挙げられる。

・FRB の量的緩和とゼロ金利政策により、株価と不動産価格は大幅に上昇し、高所得層の収入の GDP に占める割合も大幅に上昇した。預金残高は、収入の最高位 10% が保有する部分が残りの 90% が保有する部分よりはるかに大きい。しかも、前者の預金残高のメディアと平均には顕著な差があり、少数の富豪が保有する預金残高が最高位 10% の他の人々よりはるかに多いことを示す。また、サブプライム危機の時期には収入の最高位 10% の人々における収入の増加は、その他の 90% の人々よりはるかに速かった。こうした層の高い貯蓄傾向は、量的緩和の実施中に民間総貯蓄とその GDP

比が急上昇した重要な要因である。

・2021年11月以降にインフレが加速したため、FRBは利上げを前倒しで開始し、バランスシートの縮小も2022年6月から開始した。市場では国債利回りが急速に上昇し、株価も大幅に下落した。政府は財政政策(税制を含む)も調整しており、マクロ経済情勢、政府とFRBの政策、政治的雰囲気等を考慮すると、今後しばらくの間は、個人消費のGDPに占める比率が上昇することは予想に難くない。実際、FRBによれば、国民純貯蓄率は2020年第2四半期に-0.9%となった。前回、マイナスに転じたのは2009年で-2.7%であった。国民純貯蓄率と個人総貯蓄の対GDP比は同じではないが、国民純貯蓄率の低下トレンドは、総貯蓄率の変化のトレンドを判断する際に役に立たないわけではない。

・過去には民間総投資の方が民間総貯蓄よりも変動が大きかった。危機の際には民間総投資が大きく減少し、その後徐々に回復する。2009年以降にも民間総投資の対GDP比は緩やかに回復し、2014年以降は18%より低い水準を概ね維持したが、2021年には比較的明確に上昇した。今後一定の期間に亘り民間総投資の対GDP比には大きな変化は起きず、例えば今後10年以内には民間総貯蓄－民間総投資の黒字は徐々に減少すると推測できる。もちろん、民間総投資が金利上昇により減少する可能性はあるが、GDP成長率にも影響するので純債務の対GDP比は上昇する。民間総貯蓄－民間総投資の黒字の対GDP比が2%前後と仮定すると、財政赤字が5%前後であるとすれば、貿易赤字の対GDP比は3%前後となる。

・米国が世界最大の純債務国であるのに、投資収益が終始プラスであることはパズルである。2021年末の純海外負債は18兆ドルである(資産35.21兆ドル、負債53.31兆ドル)。世界で米国に比肩する対外純債務比率を持つ国は、ソブリン危機を経た欧州PIGS(イタリアを除く)と経済状況が悲惨ないくつかの小国だけであるが、2021年に米国の投資収益は2000億ドルに達している。

・米国がプラスの投資収益を得られる重要な理由の一つは、海外負債において、外国中央銀行が購入できる収益率の極めて低い長短期国債と機関債が大きな割合を占めていることにある。海外投資ポジションと国際収支統計に基づいて、セスター氏は2017年の投資収益をGDPの1.14%と推計しており、投資収益はGDPの1%の水準を維持できると仮定する。また、CBOの予測に基づき、今後10年間のGDP成長率を2%と予測する。経常収支赤字は、貿易赤字＋投資収益赤字＝(民間部門総貯蓄－民間部門総投資)赤字＋財政赤字＋投資収益赤字である。2021年の純債務の対GDP比は78.7%であるので、先に見た関係式に当てはめると、今後は相当速いペースで100%に向かうと推察できる。

### ○ 米国の海外資金調達課題

・外国投資家も、米国の対外純債務の対GDP比が100%に上昇するのを静観するのではなく、その上昇過程ではリスクを補償するために国債利回りの上昇を要求するであろう。この結果、米国の海外負債のコストは上昇する。米国が高い利息を支払えなければ、海外

投資家は米国債を買わなくなり、ひいては市場で売却するであろう。この結果、投資収益の黒字は益々減少し、最終的には赤字になるほか、経済成長も国内利子率の上昇によって低下する可能性がある。民間の貯蓄投資差額や財政赤字の対GDP比が不変でも、対外的な持続可能性の問題は深刻化し、結果としてデフォルト、ドル安、インフレ等のルートによる解決を余儀なくされる可能性がある。また、投資収益がプラスでも、対外純債務の対GDP比の上昇は、米国債投資に対する外国投資家の姿勢を慎重化させる可能性が存在する。

・米国に関しては、2021年には二つの新たな重要な要素が出現した。米国とその同盟国によるロシアの外貨準備凍結とFRBによるバランスシート縮小の決定である。

・2021年の連邦政府の債務は22.3兆ドルであり、外国投資家(主に中央銀行)の保有シェアは34%である。長期に亘り米国債が極めて低い利回りを維持できたのは、外国投資家、特に中央銀行の米国債への需要による面が大きい。2005年にグリーンズパン議長は、外国投資家の米国債購入が利回りを0.5%ポイント引き下げているとの推計を示した。1998年から2021年まで、東南アジア諸国は、アジア金融危機からの回復を図るため、財政支出と国内投資、消費の抑制に注力した結果、予て相当高かった貯蓄率がさらに上昇した。同時に、自国通貨安ないしドルペッグ政策を通じた輸出の増加を図り、貿易黒字の増加を通じて外貨準備を蓄積した。米ドルの国際通貨としての性格を反映して、途上国の貿易黒字の大部分は米国債などの米国資産に転化する。

・現在、米国の対外資金調達への需要が増加している中で、米国と同盟国がロシア中央銀行の外貨準備を凍結したので、米国債への信用が揺らいでいる。米国のインフレの悪化とFRBの金融政策の転換や特に日本と中国の国内マクロ政策の調整により、海外諸国が過去のように大規模に米国債を購入する可能性は大きくない。将来の一定期間に亘って海外資金の流入が減少し、米国の資金調達コストが明確に上昇すると予想できる。米国内で保有される14.7兆ドルの米国債のうち、FRBの保有額は5.4兆ドルに達する。国債利回りの上昇をもたらさず順調にバランスシートを縮小するかはFRBにとって全く新しい挑戦である。

### ○ 米国のマクロ経済政策の転換の影響と中国の対応

・2022年6月に、米国の10年物国債の利回りは2011年の水準を上回った。これはFRBによる政策金利の引き上げと量的緩和の縮小の結果である。同時に、外国投資家の米国債への需要の減少も一定の役割を果たした可能性がある。米国債利回りの上昇は、米国や世界の経済にとって良いニュースではない。米国の資金調達のコスト増加を通じて将来の経済成長を抑制し、ある種の悪循環が形成される可能性がある。

・この問題の影響を避けるために、中国は海外資産や負債と国際収支の構造を一段と調整しなければならない。第1に、海外純資産の収益を引き上げる必要があり、そのために海外資産における外貨準備の比率を引き下げるべきである。第2に海外資産、特に外貨準備

の安全性を引き上げる必要がある。現在の状況を踏まえると外貨準備の残高を少なくとも国際的に認められた外貨準備充足率まで圧縮すべきである。一国が保有すべき外貨準備の水準は、一般には、輸入(あるいは輸出)規模、短期対外債務、その他の証券負債の規模と広義のマネーサプライを考慮する必要がある。同時に外国為替制度と資本規制も考慮しなければならない。例えば、変動相場制と資本規制を実施している場合、外貨準備充足率も大幅に抑制しうる。一方で、米国が中国の海外資産を凍結、差し押さえる可能性も排除できないが、より大きな可能性は、米国が中国に経済制裁を発動することである。こうしたリスクに対応するため、中国は金融インフラの整備に注力しなければならない。

・ただし、これらの調整は簡単には実現できない。中国は「双循環」の実施に一段と注力しなければならない。国内の大循環を主な戦略方針とし、輸出ではなく内需を経済成長の動力にしなければならない。弾力的な外為制度、必要とされるクロスボーダーの資本フロー管理、中立的な貿易政策と競争政策、市場と密接に協調した産業政策を通して、国境と時間を越えた資源配分を改善し、国際収支のバランスの取れた発展と海外資産・負債の構造の最適化を実現する必要がある。

王信氏(講演):

#### ○ 中国人民銀行は一連の経済安定化策を実施

・経済の下振れ圧力に対応するため、中国政府は財政や金融の分野で様々な政策措置を打ち出しており、人民銀行も積極的に政策措置を実施している。その際にはマクロ的な資金供給の戦略は採用せず、効果の精密さを重視し、「三農(農業、農村、農民)」、中小・零細企業、インフラ投資、グリーン化・低炭素化の発展を重点的に支援するほか、コロナ禍で被害を受けた地域と業界にも支援を提供した。

・具体的には、第 1 に預金準備率を引き下げ、市場の流動性環境を緩和する。2021 年末に人民銀行は預金準備率をフォワードルッキングに引き下げた。さらに、今年 4 月には再度 0.25%ポイント引き下げ、長期の流動性 5300 億元を供給した。また、省内のみで営業する都市商業銀行と預金準備率が 5%を超える農業商業銀行については預金準備率を更に 0.25%ポイント引き下げ、中小・零細企業や三農への支援の強化と、都市商業銀行の地域内事業の奨励を図った。同時に、インフラ整備を重点的に支援するため、政策性・開発性銀行の与信枠を 8000 億元増額した。加えて、中小・零細企業や個人事業者、コロナ禍で被害を受けた個人に対して、住宅ローンや消費者ローンの元利金返済を 2022 年末までに猶予するよう奨励している。2022 年に人民銀行は 1.1 兆元の留保利益を中央政府に納付する予定だが、これらは主に企業の留保税(税額控除の期末繰延分)還付や地方に対する移転支出に充当される予定で、M2 の伸び率を約 0.5%ポイント押し上げると見込まれる。

・第 2 に金融機関の貸出金利低下を誘導することで実体経済を支える。2022 年初以来、人民銀行は 1 年物最優遇貸出金利(LPR)と 5 年物以上の LPR を各々 0.1%ポイントと 0.2%ポイント引き下げた。

また、三農と中小・零細企業を支援するため、「支農・支小」再貸出(訳注 人民銀行から民間金融機関への与信制度で、金融機関はそれを中小・零細企業や農民に転貸する)の金利を適時に 0.25%ポイント引き下げた。不動産市場の安定的で健全な発展を促進するためには、LPR 改革以来で初めて 1 軒目の住宅ローンの最低金利を引き下げた。さらに、預金金利の市場化調整メカニズムを策定し、負債コストの低下により銀行の貸出金利の低下を促す。2022 年 1~4 月期の企業向け新規融資の平均金利は 4.39%で、2021 年の通年よりさらに 0.22%ポイント低下し、統計開始以来で最低水準となった。

・第三に構造的な政策手段の運営について、資金供給量と構造調整の機能を活かして、三農、中小・零細企業、グリーン化・低炭素化の発展を重点的に支援する。今年 5 月には、金融包摂中小・零細企業貸出支援手段の枠と支援比率を拡大した。また、再貸出や再割引を通じて、卸・小売、宿泊・飲食、物流・輸送、文化・観光などコロナ禍で深刻な被害を受けた業界への支援を強化した。さらに、炭素排出削減支援手段や石炭のクリーンかつ効率的な利用の特定(「専項」)再貸出の実施を加速し、これらの対応を重点的に支援しながら、炭素会計と第三者認証を通じて支援の精密さを確認し、リスクを低減する。同時に、重点分野への政策支援として、科学技術革新、包摂の高齢者介護、交通物流を支援する三つの特定再貸出を支援する。

#### ○ 消費と投資を促進する重要分野

・経済成長を安定させるためには、消費と投資のさらなる拡大が不可欠である。短期的な経済成長の安定と中長期的な構造調整や質の高い経済発展を有機的に組み合わせる必要がある。

・具体的には、第 1 に消費のポテンシャルを引き出し、持続的な回復を積極的に促進する。ここには多くの課題があり、異なる所得水準と消費水準を持つ地域や国民に対応して政策的確に実行する。コロナ禍で深刻な被害を受けている人々向けには需要側からより多くの支援を提供し、雇用促進、消費への補助金、所得補償を通じて低所得層の消費を安定させる。また、中国ではオンライン消費が発達し顧客基盤も厚い特徴を踏まえて、新型消費のインフラを強化し、オンラインとリアル消費の有機的な融合を加速させる。特にコロナ禍で人々が隔離される場合、オンライン消費の役割をより活用する必要がある。さらに、医療・介護産業のイノベーションと発展を促進するほか、税制と金融的手段を通じて個人年金の発展を推進し、受動的な貯蓄を減少して消費を拡大する。併せて、地域の商業システムと消費のインフラを改善して利便性を高め、農村消費を拡大する。

・第 2 に有効な投資を拡大する。投資は、特に景気後退の際に経済成長を支える重要な分野である。有効な投資を拡大するには、デジタル技術や新経済に関連する次世代インフラだけでなく、交通、エネルギー、水利などの伝統的インフラや都市インフラ、農業・農村インフラの整備を強化して、都市部と農村部の安定的な発展の基礎を堅固にする必要がある。また、関連する法律や規制を改善し、投資家教育を強化し、インフラ不動産投資信託ファンド(REITs)の健全な発展を促進して、既存のストックを活性化させる。不動産市場と金融市場の好循環を促進し、不動産市場の健全な発展を促進する上では、住

宅に対する実需とリノベーションの需要の充足を支援し、保障型賃貸住宅の供給を拡大するほか、都市ごとにきめ細かな住宅ローン政策を実施し、不動産企業の合理的な資金需要を充足する。加えて、製造業の高度化、スマート化、グリーントランジションを推進し、イノベーションや「専精特新」(専門性があり、精巧な技術力を持ち、特色があり、イノベーション能力の高い)企業への支援を強化する。

・第 3 に経済のグリーン化を力強く推進する。つまり、エネルギー構造の低炭素化への転換を積極的に推進し、化石エネルギーの使用比率を徐々に引き下げ、エネルギー分野での低炭素技術の応用拡大を支援する。また、インセンティブと制約のメカニズムとインフラを整備して、グリーン消費の拡大を図る。例えば、統一的なグリーン商品標識目録の発表やグリーン消費標識表示サービスの展開などである。さらに、エネルギー消費と排出の少ない建材の生産・消費を含むグリーン建築産業チェーンへの支援を強化する。

### ○ 産業チェーンの低炭素化とグローバルガバナンスへの意味合い

・現在、世界的に財・サービス貿易がグリーン化とデジタル化に向かう一方、エネルギー貿易は再編に直面している。具体的には、第 1 に、グリーンと低炭素の財貿易の割合が上昇している。グリーン化・低炭素化の重視は世界のメガトレンドになっている。ロシア・ウクライナ衝突を背景にエネルギー価格が急騰したため、一部では化石エネルギーの使用拡大もみられるいが、大きな傾向に変化はない。

・第 2 にグリーン化とデジタル化のシナジーは国際貿易の発展の重要なトレンドとなり、環境関連はサービス貿易の新たな成長のコアになる。グリーン化や低炭素化に関わる環境技術コンサルティングや、環境標識認証などのサービスは発展のチャンスを迎える。

・第 3 に伝統的な化石エネルギー貿易の割合は引き続き低下し、新エネルギーや低炭素技術の貿易は増加し続ける。第 4 に、グリーンとデジタルにおいて各国が協力する余地は大きい。特にアジアは産業チェーン、サプライチェーン、貿易構造の面で補完性が強く、グリーン化・低炭素化の促進、イノベーション、グリーン金融などの分野において協力する機会が多い。

・同時に、各国の比較優位と産業競争の構図が変化し、グローバルな産業チェーンとサプライチェーンの再編が加速する可能性がある。グリーン・低炭素分野での先進国の技術的優位が産業競争の優位に転じる一方、多くの途上国は産業のローエンド化と高い炭素排出という二重の苦境に直面し、国際競争で劣位に立つ。サプライチェーンのグリーン化は産業チェーンの調整の動きを促進し、多国籍企業は途上国での調達や投資に伴う炭素排出削減の大きな圧力に直面する。各国は、地域の産業チェーンとサプライチェーンの安全と安定を維持するため、グリーン分野の国際協力を強化し、エネルギーとエコロジー技術、優良なグリーン製品とエコ型設備、再生可能エネルギー、水素エネルギーなどの分野で交流と協力を強化できる。

・グリーン基準やルールは国際的な経済貿易ルールに関する交渉の重点になる。グローバルな炭素削減の標準とルールは速やかに調整しなければならず、グリーン貿易保護主義が台頭する可能性

がある。例えば EU による炭素の国境調整メカニズムの合法性は国際社会でも議論の焦点である。先進国が技術や金融における優位性により世界の経済・貿易のガバナンスを引続き主導する一方、途上国は大きな挑戦に直面する恐れがある。このため、グリーン化・低炭素化の促進の面で、グローバルガバナンスに関する研究をさらに強化する必要がある。新エネルギー革命の経済ガバナンスは非常に重要な問題であり、グリーン金融の国際協調と協力を強化する必要がある。既に国際機関や多国間・二国間・地域間協力メカニズムは、グリーン化・低炭素化を深く検討している。この中から、合理的なグリーン金融の協調メカニズムの構築を加速する必要がある。

### 水見野良三氏(講演):

#### ○ グローバル化の巻き戻しの動き

・金融の分野では、既に 2008 年の世界金融危機の後からグローバル化の巻き戻しの兆しを感じられるようになっていた。2019 年、日本は G20 議長国として、金融資本市場の分断 (market fragmentation) の問題を取り上げた。トランプ大統領によるアメリカファースト論やプレグジットといった大きな動きに加え、金融規制上の様々な具体的な動きを背景に、「金融グローバル化の終わりの始まり」を懸念したためだ。日本の問題提起を受けて、金融安定理事会(FSB)は、2019 年 6 月、市場の分断に関する報告書を取りまとめ、G20 に提出した。同報告書は、G20 大阪首脳宣言でも歓迎された。

・提言の具体化については FSB や証券監督者国際機構(IOSCO)で作業が続いている。市場の分断の回避という問題意識は、様々な分野の作業で念頭に置かれるようになっており、例えば、気候変動問題についての金融面での対処を考える上でも、fragmentation の回避が必ず言及されるようになってきている。しかし、こうした努力が世界金融危機後の「グローバル化の巻き戻し」の大きな流れをどれだけ抑えられたかと言えば、大局的に見れば「はかない抵抗」の域を出なかったかもしれない。ロシアのウクライナ侵略以降に行われた経済制裁・金融制裁は、必要かつ適切なものだったと考えられるが、その影響は、必ずしも一時的なものではなく、かなり不可逆的な面があるのではないかと考えられる。

・なお、伝統的な反グローバル化運動は、グローバル化の中で仕事を失い、格差に苦しむ人々の気持ちを基盤とする面が強かった。他方、世界金融危機以降の金融市場の分断の動きは、「銀行は生きているときはグローバルだが、死ぬときはナショナルだ」(イングランド銀行キング元総裁)という、各国当局の痛切な体験が根本にある。更に、ウクライナ後の反グローバル化には、地政学的な考慮から行われる政府主導の反グローバル化の色彩が強い。グローバル化の巻き戻しの駆動力は重層化しているともいえる。

#### ○ グローバル化と分断化の歴史

・蒸気船、鉄道、電信といった技術革新、そして自由貿易や金本位制といった制度面の革新に支えられ、1870 年ごろから 1914 年までの世界は、「第一次グローバル化」とも呼ぶべき時代を迎えた。しかし、第一次世界大戦により世界貿易が鈍化し、大恐慌で一気に落ち込

んだ。1930年代から第二次世界大戦中はブロック経済化の時代となった。

・第二次世界大戦後、金・ドル本位制や GATT などからなるブレトンウッズ体制が築かれた。1971年には固定相場制が崩壊し、資本の移動の自由化が進み、更に、金融技術革新や自由化とも相まって、金融のグローバル化が進んだ。1989年には冷戦体制が崩壊し、全面的なグローバル化加速の時代となった。

・しかし、2008～2012年の世界金融危機を経て、国際的な資本移動も国際貿易も鈍化した。2011年には世界貿易機関(WTO)におけるドーハ・ラウンドが頓挫し、2012年にはIMFが一定の場合には資本管理を是認する方向に見解を修正、2016年には英国の国民投票でブレグジットが決定し、米国の大統領選挙でトランプ氏が勝利した。2020年に本格化したコロナ禍では医療品や半導体などのサプライチェーンの問題に焦点が当たった。そして、2022年のロシアのウクライナ侵略と対露経済・金融制裁に至ったことになる。

・今後のグローバル化の展開は、中国の政策運営に依存する面が大きいと思われるが、米国内でも多様な意見が示されている。例えば、ピーターソン研究所のポーゼン氏は民主的國家による共通市場の強化の必要性を主張し、イエレン財務長官はサプライチェーンを信頼すべき国に回帰させる friend-shoring の考え方を示している。他方で、プリンストン大学のジェームズ教授はむしろサプライチェーンの多様化や複線化に注力すべきと主張し、シカゴ大学のラジャン教授も friend-shoring は「先進国クラブ」の形成に繋がる懸念を示している。

・一方、コロンビア大学のスティグリッツ教授は、既にグローバル化は頂点に達したと評価し、その下降局面のマネージが重要との考えを示し、ハーバード大学のロドリック教授もハイパー・グローバル化の下で民主主義とグローバル化と国家主権の三つを両立することは不可能であったが、グローバル化が退潮している下でこれらを再設計する機会にすべきと指摘している。コロンビア大学のトウズ教授は、経済史の視点から、グローバル化の失速を判断するには時期尚早との見方を示しており、先に述べたジェームズ教授も、最近ではインフレを抑制する観点から新たなグローバル化の動きが生ずる可能性を指摘している。このように、我々がグローバル化の終焉に現在直面しているかどうかは不透明だが、その可能性は否定しきれないと思う。

### ○グローバル市場の分断による日本への影響

・日本は、重要資源を海外に依存しているうえに、製造業の生産能力の多くが既に海外に移転され、国内の経済活動は本社機能やサービス業が支えているので、グローバル化の退潮に伴う影響を真剣に考える必要がある。また、世界経済はグローバル化と技術革新によってこれまでデフレ的な状況にあったが、前者の要因が剥落することで長期的にインフレに向かうことが考えられる。地球温暖化への対応も含むコストの上昇を技術革新だけで抑制することは難しいかもしれない。

・インフレは様々な影響を生じうる。例えば、日本には膨大な規模の家計貯蓄が存在するが、現在のような預金を中心とした資産構成はインフレに対して弱い面がある。長期に亘る老後の生活を支える上ではより積極的な資産運用が望まれるところであり、岸田総理が政策目標として掲げる「資産所得倍増」は一層重要になる。

・日本企業の財務状況は全体としては健全だが、インフレを抑制するために実質金利が上昇していけば、コロナの遺産としての過剰債務が継続する企業については影響も生じうる。また、実質金利の上昇は政府の財政の持続可能性にも影響をもたらさう。さらに、国際分散投資の推進や金融機関の海外ビジネスの拡大、日本の国際金融センター機能の強化といった点でも、今後は地政学的な要素の考慮が重要となるだろう。

・世界共通の政策やルールの形成において、日本がどのような役割を果たすかも、より重い課題になる。G20 会合が従来のように機能しにくくなっている中で、来年は日本が G7 の議長国となることが予定されており、その役割の重要性は大きい。

### 門間一夫氏(講演<事前収録>) :

#### ○日本経済の現状

・現在、世界経済は様々な挑戦に直面しており、日本経済もコロナ禍やウクライナ危機の影響、それらと深く関係するインフレ圧力など未曾有の複雑で厳しい挑戦に直面している。それでも日本経済は緩やかに回復する見込みだ。

・2020～21年の間、日本政府は医療体制の維持を優先し、緊急事態宣言等を通じて経済活動の自粛を促した。今年も年初にはオミクロン株の流行が拡大したが、現在では感染が抑制される下で外食や旅行などサービス部門の需要が回復しつつあり、今後は日本政府による外国人観光客の受け入れ拡大も寄与することが期待される。この間、コロナ禍での消費活動の抑制によって、家計貯蓄は約50兆円、対GDPで10%に達する超過貯蓄を積み上げた。この潤沢な貯蓄も当面の間は個人消費を支えたとみられる。

・本年4月の消費者物価上昇率は、生鮮食品を除くベースで2.1%となり、消費税率の引き上げに伴うケースを除くと14年ぶりの高いインフレ率となった。しかし、今回の物価上昇の主因が原油、食料、原材料など輸入品の価格上昇にあり、国内需要の増加ではない。このような物価上昇は持続せず、企業によるコスト上昇の価格転嫁が一巡すると、インフレ率は1%あるいはそれ以下に戻る可能性が高いと考えられる。

・日本銀行(日銀)は強力な金融緩和を継続しており、政策金利を0.1%、10年物金利を0%に誘導するイールドカーブ・コントロールを採用している。日銀がインフレ率が安定的に2%目標を達成するまではこうした政策を維持する方針を示している以上、現在生じている2%程度のインフレが一時的で、1年程度しか続かない可能性が高いのであれば、日銀がこうした金融緩和を変更する可能性は低い。

・米国の連邦準備制度理事会(FRB)は、政策金利を本年入り後に3

回にわたって計 1.5%ポイント引き上げ、7 月以降も利上げを継続する見込みだ。欧州中央銀行(ECB)も 2014 年から続けてきたマイナス金利政策を 9 月に終了することを示唆した。一方、日銀は金融緩和を維持する方針を示しているため、為替市場では、年初には 1 ドル 115 円台だった円相場がすでに 135 円を突破し、24 年ぶりの円安水準になっている。

・円安には賛否両論があるが、為替相場は市場が決めるものであり政府も日銀も直接コントロールすることが難しい。円安の是非を論じるより円安のメリットをどのように享受するかを議論の方が建設的である。実際、外国人観光客を早期にかつ幅広く受け入れたり、円安により国内の企業活動が相対的に有利になるので、工業・研究開発の国内回帰やサプライチェーンの強靱化を促進したりするメリットに着目する動きがみられる。

### ○ 日本経済の中長期の課題

・日銀の推計によると、日本経済の潜在成長率は 1980 年代後半から 90 年代初頭にかけては 4%前後であったが、90 年代中盤にかけて 1%台まで急低下し、さらに 2010 年代の後半以降は 0%台の前半まで低下した。潜在成長率を引き上げるためには、少なくとも次の 3 つの課題に対処する必要がある。

・第 1 に人口の趨勢的な変化である。日本の総人口は 2005 年から減少し続けているが、15 歳～64 歳の生産年齢人口はそれに先行して 1990 年代後半から減少し、現在は年率 1%のペースで減少し続けている。また、2021 年に日本の合計特殊出生率は 1.3 まで低下した。コロナ禍の影響もあるが 6 年連続で低下しており、このままでは少子高齢化が加速して人口は減少の一途をたどる。

・本気で成長戦略を考えるのであれば、出生率の低下と高齢化問題に焦点を当てる必要がある。マスク氏は「日本人はいずれ地球から消える」とツイートしたが、少子化の継続を前提とすれば、少なくとも数学的にはこうした理解は正しい。少子化の原因は、社会の成熟とともに子育ての経済的な負担が相対的に大きくなっていることにある。その負担を社会全体で分かち合うことに合意が必要であり、子育てのシステムを根本的に変えない限り、少子化のトレンドを変えることは極めて難しい。

・ここで、日本は人口が過剰なのでもう少し減少しても構わないという、全く逆の考え方もあり得る。人類が直面している最大の課題は地球温暖化や環境破壊であり、最も有効な対策は人口を減らすことではないかという指摘もある。世界全体で見れば、人口の増加がもたらした問題の方が、人口減少に伴う問題よりも厳しい。また、中国の人口は 14 億人だが、日本の人口密度は中国の 2 倍以上であるので、人口密度の観点からは日本の人口が現在の半分に減少しても必ずしも不自然とは言えない。私自身はこのような論調に賛成しているわけではなく、日本の人口を減らした方が良いとも思わない。ただ、50 年後や 100 年後の日本にとって、適正な人口規模は議論に値する問題である。

・いずれにしても、日本が人口の趨勢的な変化にどう対処すべきか本

気で議論されていない。人口の減少や高齢化は多くの問題をもたらすと言われているが、少子化対策の策定、移民の受け入れの促進について抜本的な提案はみられないし、人口減少のデメリットについても深く議論されていない。このような状況が続くことは望ましくない。

・第 2 は生産性の向上である。基本的な問題意識は、少子高齢化の現状を変えられない中で、生産性の向上によって経済成長を高めるべきという考え方だ。実は、日本の生産性上昇率は、他の先進国に比べて特に低いわけではない。OECD 統計によると、1 人 1 時間当たりの付加価値の 2011 年から 2020 年までの 10 年間の平均増加率は、日本は 1%と、ドイツの 0.9%、米国やフランスの 0.8%よりむしろ高い。このように日本の生産性上昇率が他の先進国とそれほど変わらないにも拘らず、日本経済が「失われた 20 年」といったネガティブな評価を払拭するには、日本の生産性上昇率が米国や欧州に抜き出る必要がある。しかし、生産性の向上には各国とも大変苦勞していることを考えると、日本が努力だけで他国より高い生産性上昇率を実現できるというのは精神論的すぎる。

・日本は 2000 年代初頭から、既に 20 年以上に亘って構造改革や成長戦略に取り組んできた。政治的に可能な範囲の改革を進めてきた上で今の日本がある点を踏まえると、生産性の向上により人口減少に対処できるとか、イノベーションにより生産性を引き上げるなどの考え方は非現実的である。個別の企業が生産性を引き上げる方法は様々に存在するとしても、マクロ経済全体の生産性をどう引き上げるかについては、既に 20 年以上も議論されたが正解にたどり着いていない。成熟した先進国の経済成長を高めることはとてつもない難問である。成長戦略を策定する際には、そのことを理性的に認識する必要がある

・第 3 は社会課題への対処である。岸田政権は「新しい資本主義」という経済政策において、4 つの柱を掲げている。第 1 に人への投資、第 2 に科学技術とイノベーション、第 3 にスタートアップの促進、第 4 にグリーンとデジタルへの投資である。

・4 つの柱によって日本の経済成長を直ちに促進できるかどうかはともかく、それぞれの柱自体には投資する価値が存在する。特にグリーン化の投資、すなわち脱炭素化は、成長に資するかどうかには拘らず強力に推進する必要があり、地球に負荷をかけながら生活水準を高めてきた先進国は責務を果たしてカーボンニュートラルを実現しなければならない。日本政府は 2050 年にカーボンニュートラルを達成する目標を掲げている。ジェンダーの平等、質の高い教育へのアクセスなども重要な課題である。脱炭素化も含めて、日本経済にとってはこれらの課題を克服する中で、副産物としてどのように経済成長を促進するかを考える必要がある。

・これらの大きな課題を克服する上では、まずは日本が目指す経済社会のビジョンを描いた上で、経済成長との両立について議論の中で合意を形成することが重要だ。

## 2. 第 1 部質疑応答

## ○ 中国の対外バランスの課題

関志雄氏:

・余先生に中国の課題について質問したい。第 1 に、かつて貯蓄率は高かったが、過去 10 数年に亘って低下し、原因の一部に人口の高齢化がある。また、政府は「共同富裕」を推進しているが、貧富の格差が縮小すれば消費が効果的に刺激される一方、貯蓄率を低下させる可能性もある。仮に中国の貯蓄率が今後も低下した場合、経常黒字も縮小し続けるのか。ピーク時に GDP の 10% に達していた経常黒字は、今や 2% 前後まで縮小したが、この比率は近い将来マイナスになるのか。

・第 2 に米国は純債務国だが投資収益率が高いため、投資収益の黒字を維持していると説明された。中国は対外資産が対外債務を上回る純債権国であるが、投資収益は米国と正反対である。原因の一つは対外投資の収益率が非常に低いことであるが、それを改善するためにはどうすれば良いか。

・第 3 に外貨を民間に保有させることで為替レートの価値を維持しようとする場合、資本勘定の自由化によって企業と個人が民間チャネルを経由して経常黒字を海外に還流することが前提となる。そこで資本勘定の自由化についてどう思うか伺いたい。

余永定氏:

・これらの問題は中国の経済学界で 20 年近く議論されてきた。第 1 の点に関しては、貯蓄率は低下しているが他国に比べてなおかなり高い。中国経済の特徴を考えると、普通の国よりも少し高い貯蓄率を維持する必要がある。高い貯蓄率の下でこそ、比較的高い投資率を維持しつつ深刻なインフレを回避できたし、比較的高い経済成長を維持することができた。つまり、過去 40 年に成し遂げた目覚ましい経済成果にとって重要な要因は高い投資率であり、高い貯蓄率に基づく。一方で、高い投資率は低い投資収益をもたらすことが多く、より良い均衡点を探る必要がある。貯蓄率はまだ低下するかもしれないが、循環的な要因を除くと概ね合理的な水準にあると思う。

・中国の経常黒字は主に貿易黒字で構成され、貿易黒字は総貯蓄が総投資よりも大きいことと関連する。貯蓄率が低下しても投資率も低下すれば、貿易黒字は維持される。しかし、中国は今後以内需を成長の主な原動力とする。その実現には一定の投資率を保ち、投資の増加の急減速を避けるべきであり、目下のように経済成長が減速し続けている局面では尚更である。実際、2010 年第 1 四半期に GDP 成長率は 12.2% であったが、パンデミック前の 2019 年には既に 6% に低下していた。減速度合いは急速であり、この趨勢を転換させ、少なくとも安定させるべきである。経済成長率を 6% 前後に保つには比較的強い内需が必要であり、投資は内需で消費を除く最も重要な構成要素である。消費と投資は今期の経済成長への貢献としては同じであるが、投資は将来の経済成長の原動力でもある点を重視する必要がある。

・対外バランスの面では、中国では経常収支が概ね均衡することが

ベストだと思う。投資収益はマイナスであり、貿易収支もマイナスであれば純債務国になったことを意味するが、中国はこのような状況になるべきではない。このため、理想的な状況は貿易収支がやや黒字で、経常収支が基本的に均衡を保つことだ。

・第 2 の点は非常に重要な問題として 10 数年間議論してきた。この点に関して日本は良い先例を示している。日本は 2015 年頃から貿易赤字になったが、投資所得がプラスで貿易赤字を上回る規模であるため、経常収支は黒字を維持し、債務国になっていない。つまり、日本は人口の高齢化に拘らず、投資収益を使って生活水準の安定を維持できる。中国はこの目標の達成に向けて努力すべきである。一人当たりの所得水準で見ると、現在の中国は日本よりずっと低く、当時の日本の水準にも至っていない。それでも、中国は純債権国でありながら投資所得が長い間赤字になっている状況は正常でなく、世界でもこのような状況は殆どみられない。

・投資収益を改善するには、海外投資の収益率を高めると同時に、外貨準備を調整する必要がある。今年の 5 月末時点で中国が 3.1 兆ドルの外貨準備を保有し、うち 1 兆ドルは米国債だが、その利回りは非常に低い。これが海外投資の収益率が低い大きな原因の一つであり、海外資産における米国債のシェアを減らすことは、投資所得の向上に役立つ。一方で、米国の海外投資の収益率が高い理由は、直接投資の収益が高い一方で、外国人の米国での債券投資、特に国債投資のシェアが大きく、米国にとって非常に安い資金調達となっている点にある。米国が世界最大の債務国としてプラスの投資所得を保ってきたのは、中国や他の多くの国が巨額の米国債を保有していることと密接に関連している。

・中国の外貨準備高が大きすぎるのは、以前の一連の政策と関係している。最近、中国政府は、国内循環と国際循環の連携を打ち出し、国内大循環を主体とし、国内の経済成長と市場を主体に、主に内需に依存して経済発展を推進するという合理的な調整政策を示した。こうした戦略の実行は投資収益がマイナスである現象を変えるのに役立つであろう。

・第 3 の点は資本勘定の開放に関する問題であり、私の立場は比較的中立的である。資本勘定は既に開放されているが、多くの制限が残っている。長期的には資本勘定を完全に開放するかもしれないが、開放は漸進的に行う必要がある。中国が改革を通じ、財産権保護を強化し、制度上の欠陥を克服し、最終的に資本勘定の完全な開放を実現することを望んでいる。

## ○ 中国の対外バランスの課題

張斌氏氏:

・米国や多くの先進国のインフレ率は急上昇しており、特に工業製品と原材料の価格上昇が顕著である。現在、米国の名目 GDP 成長率も非常に高い下で、インフレ率の上昇が債務の実質負担を軽減化する効果について、余先生に考えを伺いたい。

余永定氏:

・ロゴフ教授は著書(“THIS TIME IS DIFFERENT”)で、国の債務が

過多になると債務不履行が発生する可能性がある」と述べた。それには2つのパターンがあり、1つは直接的な債務不履行で、もう1つはインフレという合法的な債務不履行である。米ドルの大幅な切り下げも一種の債務不履行である。しかし、投資家がこうした可能性を意識したら、より多くのリスクプレミアム、つまりより高い利子率を要求する。それが実現しなければ投資を停止する結果、金利上昇の悪循環に陥る。つまり、インフレによって政府も短期的には多少得するかもしれないが、長期的には遅かれ早かれ債務危機に陥る。これがラテンアメリカ諸国の経験である。

・米国政府が引き締め政策でインフレを解消できるかどうかは疑問だ。なぜなら、高インフレは供給ショックによる面が大きいからだ。5月の消費者物価指数は前年比で8.6%上昇したが、住宅、ガソリン、食品の価格上昇による面が大きい。食品とエネルギーを除くと、前月比の伸び率は0.6%とほぼ横ばいだ。特にロシア・ウクライナ戦争の中で、ロシアに対する原油の禁輸は米国内の価格高騰を招いたほか、トランプ政権時の対中関税引き上げも物価上昇をもたらした。供給ショックによるインフレの下でFRBが利上げし、量的縮小を加速することは、経済成長率の低下をもたらす。

・また、米国の国際収支の現状と傾向は健全でないほか、ロシアの外貨準備を凍結したため、米国内に金融資産を保有する際の安全性に疑義が生じた。外国人投資家による米国の金融資産、特に米国債への投資姿勢は後退する。これらの要素はいずれも米国債の利回りや利回り曲線の上昇を招く。このような状況が続くと、米国経済の成長が減速し、債務問題は一層悪化する。私は、米国政府が現在講じている措置が経済構造の病を治すことに懐疑的である。

#### 張斌氏:

・日本の消費者物価指数(コア)の上昇率はまだ高くないが、工業製品の価格上昇幅は小さくない。それでも、日本銀行が工業製品の価格やPPIよりもコアCPIに関心を持つのはなぜか。

#### 坂下栄人氏:

・日本銀行は物価安定の目標を消費者物価指数の前年比上昇率で2%に設定しているため、消費者物価指数の動向を注視しており、なかでも一時的な変動を除く観点からは、生鮮食品を除くコアCPIに重点を置いている。もっとも、それ以外にも、企業物価指数の上昇率も含め、多様な指標を注視している。物価上昇の「刈込平均値」、「加重中央値」など物価の基調を表す指標も考慮しており、様々な指標を総合的にみながら物価情勢を判断している。

#### 鍾正生氏:

・FRBは75bpの急激な利上げに踏み切り、今後も大幅な利上げを継続する可能性を排除していない。利上げペースが非常に速い場合、新興市場に大きなインパクトを与えることが想定されるが、中国は金融政策でどう対応すれば良いか、王信さんに伺いたい。中国経済の回復がまだ盤石でない中で、自国経済を優先する金融政策の余地はどの程度存在するのか。

#### 王信氏:

・欧米の中央銀行がインフレに対応するため徐々に厳しい利上げ措置を採るにつれて、米中の金利差は徐々に縮小し逆転するであろう。これは中国の資本流出や人民元安に一定の圧力をもたすが、中国は大国であり、金融政策も自国のマクロ経済の必要性を考慮しなければならない。インフレは高度な注意を払うべき問題であり、中国でも足元で物価上昇圧力がみられるが、まだ大きな問題ではない。

・中国経済は下押し圧力に直面しており、足元で金融政策は経済成長を安定させる必要がある。但し、マクロ的に資金供給を増やすのではなく、より精緻な方法を探るだろう。経済の弱い領域や重点的な支援の必要な分野、具体的には低炭素化、インフラ建設、三農と小・零細企業等に対して潤沢な流動性環境を維持する必要がある。中央銀行は、安定成長、インフレ防止、国際収支の均衡維持等の多くの要素を総合的に考慮して政策を定める。

#### ○ 国際通貨としての米ドルと人民元の国際化

##### 関志雄氏:

・米ドルへの依存を低下させるため、中国政府は人民元の国際化を推進してきた。米中の貿易摩擦やウクライナ危機を踏まえて、人民元の国際化に関する中国国内の議論には変化があるのか。余先生は人民元の国際化をどう展望しているか。

##### 余永定氏:

・人民元の国際化も努力に値する目標であるが、私は易綱総裁の意見に賛成する。つまり、人民元の国際化は一種の市場行為であるべきで、政府はそのための環境整備はできるが、人民元の国際化如何は主観的な意思だけで実現できるものではない。例えば2009、2010、2012の各年に国際化が比較的大きな進展を遂げたが、当時は人民元の為替レートも増価傾向にあった。このため、中国が人民元を輸入決済通貨とすることに相手国も非常に受け入れやすかった。しかし、人民元相場に対する期待がいったん逆転すると、相手国も人民元を保有したがるので、国際化のプロセスも反転する。人民元の国際化は長い過程として目標達成のために努力すべきであるが、タイミングをつかむことに注意しつつ急ぎ過ぎないようにすべきだ。国内経済の改革を確りと進めれば、人民元への国際的な信頼も益々高まり、自然に国際通貨になる。

##### 高橋亘氏:

・余先生は米ドル体制の課題という国際金融の重要テーマを取り上げた。中国が外貨準備を圧縮すべきだと指摘された点には私も賛成する。一方で、米ドル体制には矛盾と不安定性があると指摘されたが、米ドルは便利で安心して使えるだけに、米ドルを基軸通貨とするシステムは広く支持されてきている。このため当面は、潜在的な矛盾が存在することを認識しつつ、米ドル体制を安定的に運営することも重要である。

・外貨準備でドルの存在が大きいことは一見不合理のように見える。実際、アジア諸国が相対的にリターンが低い米国債を保有することは、経済的には合理的でないとしてグローバル・インバランスの背

景として非難されたこともある。しかし、世界の GDP や貿易のシェア、あるいは金融の観点からは、米ドルが最も重要な通貨である点是否定できない。従って、他国にとってドル建ての安全資産をある程度保有することは経済的に合理的な面もある。実際、米ドル建ての外貨準備を潤沢に保有している国は、リーマショックの際にも金融システムの安定を維持できた。

・2008 年の世界金融危機は米国で発生したが、米ドルの流動性確保にストレスが生じたことに対し、FRB が潤沢なドル資金を供給したことで、世界の金融危機は最終的には克服された。新たな世界共通通貨が現れない限り、米ドルを基軸通貨とする状況は続くと考えられ、米国も国際通貨システムの安定維持に関する責務を負い続ける必要がある。中国も含めて米ドル体制に対抗する動きもみられるが、同時に国際的な協力体制によつての米ドル体制の安定維持にも注力すべきだと思う。

#### 余永定氏:

・中国には「やらなければ死なない」という言葉がある。全てが上手く行っており、混乱を起こさなければ生存と発展ができるのに、わざわざ混乱を起こすと、地位は揺らいでしまうということだ。ポスト・ブレトンウッズ体制と現在の国際通貨体制の最も根本的な特徴は米ドル本位制であり、私も米ドルの重要性を認めている。米ドルは準備通貨として、世界、特にアジア諸国にとって大きな役割を果たしている。高橋さんが指摘されたように、世界金融危機や東南アジアの金融危機の際に十分な米ドルの外貨準備がなければ金融危機に陥る可能性があるため、各国ともに外貨準備として米ドルを保有する。

・しかし、この体制には基本的な矛盾がある。米国は米ドルという公共財を世界に供給するには経常赤字になる必要がある。そうすると、純債務の対 GDP 比が上昇する結果、債務返済能力があるかどうか、米ドルの大幅な切り下げがあるかどうか、高インフレを発生させ債務圧力を緩和させるのかどうか、といった疑念が世界に生じる。これは現在の国際金融体制の下でのトリレンマの一種の現れである。これに対し、ステイグリッツ教授と周元総裁は SDR の活用を提唱し、アイケングリーン教授は米ドル、人民元、ユーロを含む多元的な通貨制度を提唱している。

・この問題はまだ解決されていないだけでなく、米国がロシア中央銀行の資産を凍結したことは米ドルの地位に更なる悪影響を与えた。その理由が何であろうと、実施は非常に危険である。歴史的にも、例えば 1863～1865 年までのクリミア戦争の際には、ロシア帝国と英国の双方は互いに敵側に対し元利返済を行った。英国のある大臣は、これが文明国家の表現すべき一種の文明的な行動だと指摘している。このため、私は高橋さんの提案に賛成し、関係者による対話と、米国からの最も基本的な保証が必要である。米国が対中金融制裁を実施するかどうかや中国の外貨準備を差し押さえるかどうかを明確にしなければならない。米国が米ドルの国際的な信認を強化してこそ、米ドルは世界の公共財の役割を發揮できる。

・この問題は非常に複雑だが、われわれは人民元が米ドルに取って

代わるという賛否な願望を持っていない。中国の金融は米国、欧州、日本ほど発達していないが、より公平で、より安定した国際金融体制を構築する過程で中国は貢献したいと思っており、人民元の国際化もその一部である。

#### ○ 供給ショックの下での産業チェーンやサプライチェーンの再構築

##### 張敏文氏:

・氷見野さんに2点質問したい。まず、サプライチェーンについて、氷見野さんの「サプライチェーンの FRIEND-SHORING が望ましくない」という考え方に賛成する。グローバルなサプライチェーンの再構築は「FRIEND-SHORING」の過程でなく、各国がグローバルな産業チェーンとサプライチェーンの安全や安定を共同で維持する過程であるべきだ。近年、日本はサプライチェーンの安全確保を経済安全保障戦略のレベルに引き上げ、サプライチェーンの強靱化に向けてサプライチェーンの多様化を促進する一連の措置を打ち出し、対外面では産業チェーンとサプライチェーンを再構築するための様々な協力メカニズム—RCEP や CPTPP などの自由貿易協定だけでなく、インド太平洋経済枠組み (IPEF) や日米豪印協力枠組み—などにも積極的に参加している。中国と日本はアジアの二大経済国として経済面で補完性が強く、グローバルおよび地域のサプライチェーンの安全や安定の維持に重要な役割を果たしう。この面での日中協力のさらなる強化について考えを伺いたい。

・また、日本は近年に温室効果ガス排出量の削減を推進している。2050 年にカーボンニュートラルを実現する目標を掲げる一方、「エネルギー基本計画」を改訂し、電力やエネルギー構成における再生可能エネルギーの比率を引き上げるために一連の政策支援措置を導入している。一方で、日本の炭素価格は低い水準に止まり、炭素取引市場は設計ないし準備段階にあるようだ。EU の炭素国境調整メカニズムを含めて、日本はカーボンプライシングに関する世界の議論についてどう考えているか。

##### 氷見野良三氏:

・さまざまなサプライチェーンは、安全保障の観点で各々異なる意味合いを持っているだけに、一律に機械的に考えるべきではない。各々のサプライチェーンの持つ安全保障上の意味合いを考慮することが益々必要となる一方、それらと両立可能な範囲で経済連携の視点を活かしていくことが重要だと思う。

・低炭素化を実現する上ではトランジションの道筋を考える必要がある。2050 年までにカーボンニュートラルを実現する目標の達成は重要だが、その過程において必要なエネルギー供給を維持できない事態は避けなければならないということもウクライナ問題の教訓である。カーボンニュートラルに向けての途中経過でも、既存エネルギーの供給を確保するための投資が必要となる。金融・産業の両面で、そうした投資をどう確保していくかを考えなければならない。

##### 大川龍郎氏:

・日本と中国の間には様々な物資に関するサプライチェーンが構築されており、その活用は引き続き重要な課題である。例えば、上海

は 3 月末から 5 月末まで都市封鎖の状態にあったため、日系企業も大きな影響を受けている。中国政府がコロナ感染の拡大を防止するために止むを得ず採用した措置であると理解しているが、今後と同様な措置を採る場合には、多国籍のサプライチェーンの安定かつ円滑な運営をどう確保するかについて、日中両国の間で相談することも考えられる。

#### 崔歴氏:

・氷見野さんにお聞きしたい。反グローバル化の政治的圧力は非常に大きい。先進国でアジアからの輸入規模は拡大しており、地域間貿易もデカップリングしていない。また、アジア域内における貿易の活発度も高まっており、中間財のサプライチェーン貿易が急速に増加している。今後、グローバル化におけるアジア域内貿易の役割はどのようになるか。また、アジアでの貿易協力を通じて、反グローバル化をヘッジする余地はどの程度存在するか。

#### 氷見野良三氏:

・2011 年にドーハ・ラウンドが頓挫した後、WTO による貿易自由化の推進が停滞し、現在は RCEP などの地域間協力の役割が大きくなっている。アジア地域の貿易関係はますます緊密になっているが、それがアジアと他地域との分断を招かないように期待する。今年の WTO 閣僚会議は実りある成果を上げたと聞いており、こうした多国間での自由化の枠組みのモメンタムが復活することにも期待したい。

#### 関志雄氏:

・現在、米国が直面している最大の問題は供給側の問題であり、インフレもその結果である。従って、利上げなど需要側に対する措置を講じて、効果が大きくない可能性がある。中国でも、上海や北京が過去 2~3 月に亘って実質的な封鎖状態に置かれ、供給側の影響を受けている。これに対し、中国政府による対応策も需要側に焦点を置いている。余先生はこれらの対策をどう評価するか。

#### 余永定氏:

・私の考えでは、現在、中国の最も重要な政策は供給側でも需要側でもなく防疫側である。

### ○ 投資効率の低下と経済成長

#### 朱雲来氏:

・超長期のデータからみると、1960 年代から世界経済の産出量は急成長し、2008 年の金融危機以降には、経済発展は総じて緩やかで平坦になり始めたが、通貨供給はなお増加し続けていた。つまり、2008 年以降にシステミックな変化が生じ、同じ生産規模に対応する通貨量(その裏の債務水準を含む)が増え続けている。

・2020 年の世界の総生産は 85 兆ドルに達し、通貨量は 122 兆ドルに達した。国際金融協会によれば、2020 年末の世界の債務規模は 292 兆ドルに達した。国別に見ると、中国と米国は、2008 年以降、2013 年以降に新たな段階に入っており増加の勢いが衰えない一方、日本もある程度は債務増加のプロセスが再開した。そこで、通貨の生産に対する相対規模を比較すると、日本は 280%と極めて高く、かつ増加し続けている。中国も 216%で、かつ増加し続けている。こ

れらに対し、欧米では比率の上昇はかなり緩やかであるが、2013~14 年以降に明らかに上昇を始め、その変化は顕著である。各国が成長と発展を求め、同時に債務を増やし続けていることを意味する。

・この間、中国の貯蓄率は 45%となお高く、米国の貯蓄率は 18%と低い。米国の投資収益率は 6%と相対的に高く、中国は 5%で、日本は 2%と低い。ここ 10~20 年間、多くの国で投資収益率は低下傾向にある。もちろん、データ分析により、さらに比較可能な換算を行う必要があるかもしれない。

・全体として各国政府は政策によって経済の持続的な成長率を高めることを指向しているが、その実現は難しい。経済成長は最終的に社会の消費生活レベルを高めるために必要である点を明確に認識すべきである。人々の基本的な需要が満たされた後には、イノベーションによって持続的な成長を実現する必要があるが、それが突破的なものでなければ、意味のある規模で新たな消費を創出しない可能性があり、成長への貢献も非常に小さなものに止まる。現在、多くのイノベーションが試行的過程にあり、突破的な成果を形成する過程にあるために、経済成長の原動力が相対的に不足しているのかもしれない。

・経済政策は年金など社会福祉の問題も考慮しなければならない。ロシア・ウクライナの紛争、サプライチェーンの混乱等の影響は相対的に短期的な問題かもしれないが、長期的には、われわれは長期的な老後や環境の持続可能性などに影響を与える問題により注目する必要がある。高成長を追い求める過程が債務の大きな累積を招き、固定資産が絶えず蓄積されると産出への貢献が小さくなるならば、長期的な経済発展目標のどこに焦点を合わせるべきかを再考せざるを得なくなる。

・時系列データのシステミックな分析を通じて、長期的な経済発展の傾向を把握しよう。経済学の基本的な問題を考える際は、何が真の成長なのか、何が本当に有効な成長なのか、何が人類社会の長期的な経済成長の基本目標なのかを考えるべきである。

\*\*\*