

## 国際金融の新たな展開と日本企業のダイナミクス\*

—2012年度東大・設研共同主催シンポジウム抄録—

植田 和男（東京大学大学院経済学研究科教授）

福田 慎一（東京大学大学院経済学研究科教授）

薄井 充裕（日本政策投資銀行設備投資研究所）

品田 直樹（日本政策投資銀行設備投資研究所）

— [編]

---

\* シンポジウムに報告者、討論者、パネリスト等としてご参加を頂き、その記録を「経済経営研究」として刊行することをお許し頂いた皆様方に心より感謝申し上げます。本稿をまとめるにあたっては、シンポジウムの内容を忠実に反映するよう万全の注意を払って原稿を作成し、参加者の方にも可能な限りご確認を頂いたが、残された誤謬については全て编者たちの責に帰するものである。

New Directions for International Financial  
System and Japanese Firm Dynamics  
Economics Today, Vol. 34, No. 1, May 2013

*Edited by*

Kazuo UEDA

Graduate School of Economics  
The University of Tokyo

Shin-ichi FUKUDA

Graduate School of Economics  
The University of Tokyo

Mitsuhiro USUI

Research Institute of Capital Formation  
Development Bank of Japan Inc.

and

Naoki SHINADA

Research Institute of Capital Formation  
Development Bank of Japan Inc.

## 目 次

1. 今回のシンポジウムの概要.....	1
2. 報告セッションの概要.....	3
2.1 報告「Overseas Market Information and Firms' Export Decisions」宮川大介 討論 清田耕造.....	3
2.2 報告「Do Cross-border Acquisitions Create More Shareholder Value than Domestic Deals for Firms in a Mature Economy? The Japanese Case」 井上光太郎 討論 嶋津祐一.....	7
2.3 報告「リーマン・ショック以降の中国における景気循環—成長率とインフレ 率の関係を中心に—」関志雄 討論 吉野直行.....	10
2.4 報告「Exchange rate appreciation and export price competitiveness: Industry-specific real effective exchange rates of Japan, Korea and China」 佐藤清隆 討論 品田直樹.....	14
3. パネルディスカッションの概要 .....	18
3.1 基調講演「ソブリン危機と国際金融の新たな枠組み」伊藤隆敏.....	18
3.2 パネルディスカッション (パネリスト) 伊藤隆敏、中尾武彦、小川英治、嘉治 佐保子、尾河眞樹、(モデレーター) 武者秀明 .....	20
4. 参考資料 (パネルディスカッション) .....	25

東大・設研共同主催シンポジウム 国際金融の新たな展開と日本企業のダイナミクス

主催者 東京大学金融教育研究センター、(株)日本政策投資銀行設備投資研究所

共催者 (財)統計研究会・金融班、(財)日本経済研究所

開催日 2013年2月12日(火)

場所 大手町フィナンシャルシティサウスタワー3Fカンファレンスセンター

東京都千代田区大手町1-9-7

◆◆◆プログラム(敬称略)◆◆◆

開場 9:00~

開会の辞 9:30~9:40 薄井充裕(日本政策投資銀行設備投資研究所長)

導入セッション 9:40~10:00 事務局(日本政策投資銀行設備投資研究所)

報告セッション 午前の部「日本企業のダイナミクスと国際化」 座長:福田慎一(東京大学教授)

10:00~11:00	報告者	宮川大介(日本政策投資銀行設備投資研究所副主任研究員)
	論題	"Overseas Market Information and Firms' Export Decisions"
	討論者	清田耕造(横浜国立大学准教授)
11:00~12:00	報告者	井上光太郎(東京工業大学教授)
	論題	"Do cross-border acquisitions create more shareholder value than domestic deals for firms in a mature economy? The Japanese case"
	討論者	嶋津祐一(日本政策投資銀行企業戦略部長)

昼食 12:00~13:15

報告セッション 午後の部「東アジアの経済成長と競争力」 座長:植田和男(東京大学教授)

13:15~14:15	報告者	関志雄(野村資本市場研究所シニアフェロー)
	論題	"リーマン・ショック以降の中国における景気循環—成長率とインフレ率の関係を中心に—"
	討論者	吉野直行(慶應義塾大学教授)
14:15~15:15	報告者	佐藤清隆(横浜国立大学教授)
	論題	"Does the Effect of Yen Appreciation Differ across Industries? Industry-specific Real Effective Exchange Rates of Japan, Korea and China"
	討論者	品田直樹(日本政策投資銀行設備投資研究所主任研究員)

休憩 15:15~15:30

パネルディスカッション「ソブリン危機と国際金融の新たな枠組み」

15:30~16:00	基調講演	伊藤隆敏(東京大学教授)
16:00~17:25	パネリスト	伊藤隆敏(東京大学教授)
	パネリスト	中尾武彦(財務省財務官)
	パネリスト	小川英治(一橋大学教授)
	パネリスト	嘉治佐保子(慶應義塾大学教授)
	パネリスト	尾河真樹(シティバンク銀行シニアFXマーケットアナリスト)
	モデレーター	武者秀明(日本政策投資銀行設備投資研究所副所長)

閉会の辞 17:25~17:30 植田和男(東京大学教授)

(所属・肩書きはシンポジウム開催時点のもの)

## 1. 今回のシンポジウムの概要

東京大学金融教育研究センターと日本政策投資銀行設備投資研究所は、2013年2月12日、4回目となる共同主催シンポジウム「国際金融の新たな展開と日本企業のダイナミクス」を開催した。<sup>1</sup>

経済・金融のグローバル化が進展する昨今、海外経済や海外企業との取引が日本経済や日本企業に及ぼす影響はますます大きくなっている。特に国際金融を巡る枠組みや国際金融市場の変化がもたらすインパクトは、日本の経済政策の方向性や企業の経営方針を考えるにあたって非常に重要な要素となっている。本シンポジウムは、最近の国際金融にみられる新しい展開と、そのなかにおける日本企業のダイナミクスに焦点を当て、こうした分野に精通する研究者と実務家がそれぞれの知見をもとに多面的に討論することを目的に開催された。シンポジウムは、4本の研究論文報告に基づき約30名の専門家が参加した報告セッション2つと、一般のオーディエンスも加えて約200名が参加したパネルディスカッションにより構成された。

### 報告セッション（午前の部）

報告セッション（午前の部）は、「日本企業のダイナミクスと国際化」をテーマとし、福田慎一（東京大学教授）が座長を務めた。

まず、宮川大介（日本政策投資銀行設備投資研究所副主任研究員）が報告「Overseas Market Information and Firms' Export Decisions」を行い、清田耕造（横浜国立大学准教授）が指定討論を行った。同報告は、日本企業の輸出決定要因について、日本の非上場企業のデータを用い、企業が輸出を決定する金融面および情報面の要因として銀行が果たす役割に着目したものである。結論として、取引銀行を通じた海外情報の提供は、企業が輸出を開始するための固定費用を低下させて、海外進出を促しているという含意が得られた。

次に、井上光太郎（東京工業大学教授）が報告「Do Cross-border Acquisitions Create More Shareholder Value than Domestic Deals for Firms in a Mature Economy? The Japanese Case」を行い、嶋津祐一（日本政策投資銀行企業戦略部長）が指定討論を行った。同報告は、2000年以降の日本企業によるクロスボーダーM&Aの株価効果に関する最初の研究であり、価値創造の潜在性、相手に対する情報不足への経営者の懸念、シナジーの評価といった観点からクロスボーダーM&Aの株主価値の増大効果を検証したものである。

---

<sup>1</sup> 本シンポジウムの開催にあたっては、報告者・討論者・パネリストとして参加された研究者や実務家の方々、共催者としてご協力いただいた一般財団法人統計研究会金融班および一般財団法人日本経済研究所、そして活発な議論を通じてシンポジウムに貢献して頂いた全ての参加者の皆様に厚く御礼申し上げます。なお、本稿に掲載された報告、討論、ディスカッション等の内容は、全てシンポジウム開催時点（2013年2月12日）までの情報に基づく各参加者の個人的見解であり、各々が所属する組織の公式見解を示すものではない。

## 報告セッション（午後の部）

報告セッション（午後の部）は、「東アジアの経済成長と競争力」をテーマとし、植田和男（東京大学教授）が座長を務めた。

まず、関志雄（野村資本市場研究所シニアフェロー）が報告「リーマン・ショック以降の中国における景気循環—成長率とインフレ率の関係を中心に—」を行い、吉野直行（慶應義塾大学教授）が指定討論を行った。同報告は、中国における景気循環を経済成長率とインフレ率の関係に注目したうえで実証的に分析したもので、現在の「低成長・低インフレ」期の後には「高成長・低インフレ」期が来るが、潜在成長率の低下が見込まれることや、人民元の対ドルレートや上海総合株価指数とインフレ率との関係性について言及された。

次に、佐藤清隆（横浜国立大学教授）が報告「Exchange rate appreciation and export price competitiveness: Industry-specific real effective exchange rates of Japan, Korea and China」を行い、品田直樹（日本政策投資銀行設備投資研究所主任研究員）が指定討論を行った。同報告は、近年の為替レート変動が東アジア経済の競争力に与える影響につき、日中韓の産業別実質実効為替レートを算出して分析したものである。特に電気機械産業では各国とも国内価格の引き下げが実質実効レートを減価させていたが、韓国では日本を上回る価格の低下がみられ、輸出競争力が維持されていたこと等が明らかにされた。

## パネルディスカッション

まず、伊藤隆敏（東京大学教授）による基調講演「ソブリン危機と国際金融の新たな枠組み」が行われ、ソブリンリスクと破綻に向けた枠組みの整備の問題や、米国金融危機や欧州ソブリン危機を経て米ドルを中心とした国際通貨体制が変化したことについて問題提起がなされた。

基調講演を受けて、武者秀明（日本政策投資銀行設備投資研究所副所長）をモデレーターとし、伊藤隆敏（東京大学教授）、中尾武彦（財務省財務官）、小川英治（一橋大学教授）、嘉治佐保子（慶應義塾大学教授）、尾河真樹（シティバンク銀行シニア FX マーケットアナリスト）によるパネルディスカッションが行われた。欧州ソブリンリスクが起きた背景、対応策と今後の課題について各パネリストより意見が述べられた後、国際通貨体制に関して、特に為替や通貨統合、円の国際化等について議論された。また最後に、現在の国際金融市場が抱えるリスクについてそれぞれ意見が述べられた。

## 2. 報告セッションの概要<sup>2</sup>

### 2. 1 「Overseas Market Information and Firms' Export Decisions」(日本大学・乾友彦、専修大学・伊藤恵子、日本政策投資銀行設備投資研究所・宮川大介(報告者))

#### 報告要旨

・どのような企業が輸出を行っているのだろうか? この疑問は、Melitz(2003)が、輸出を開始する重要な要因は企業の全要素生産性(以下、TFP)であるという研究を発表して以降、大きな関心事のひとつとなっている。特に Melitz(2003)の論文が、理論研究であったことから、実際のデータを用いた検証が盛んに行われている。そして、それらの実証研究の結果、輸出に影響を与える要因として、TFP 以外に **Financial friction** と **Information spillovers** の重要性が指摘されている。

・乾・伊藤・宮川論文は、これら 2 点に注目し、日本企業の輸出決定要因を分析している。特に、日本の非上場企業のデータを使用していることと、企業が輸出を決定する **Financial** 及び、**Information** の要因として、銀行が果たす役割に注目している点が、本研究の特筆すべき特徴であると言える。

・本研究では、まず企業活動基本調査から、企業が輸出を行っているか、どのような地域に輸出を行っているか、といった企業レベルのデータを収集している。その一方で、帝国データバンクのデータセットを用いて、企業と主な取引がある銀行を特定している。そして、これら 2 つのデータをマージさせることで、企業の輸出情報と金融情報を融合した新たなデータセットを作成している。

・このようなデータセットを使用して、以下の式を推計している。

$$Prob(Export_{it}) = \alpha + \beta z_{i,t-\tau} + \gamma I_{i,t-\tau} + \delta B_{i,t-\tau} + \varepsilon_{it}$$

ここで、被説明変数である  $Export_{it}$  は企業  $i$  が  $t$  年に輸出を行っていれば 1、行っていないならば 0 を取るダミー変数で、説明変数は企業の属性を表す  $z_{i,t-\tau}$ 、企業が持つる輸出に関する情報を表す  $I_{i,t-\tau}$ 、そして、その企業と取引関係のある銀行の属性を表す  $B_{i,t-\tau}$  である。さらに、この式は **random effect** の **panel probit** モデルで推計されている。言い換えれば、左辺の説明変数の変動によって、企業が輸出を行う確率がどのように変化するかを推計している。特に、筆者たちは、企業が持っている情報を表す、 $I_{i,t-\tau}$  の変化が企業の輸出行動に与える影響に注目している。

・ここで、この輸出に関して企業が持っている情報を表す  $I_{i,t-\tau}$  は本論文において、以下のように定義されている。

---

<sup>2</sup> 以下の報告セッションの概要の作成には、日本政策投資銀行設備投資研究所嘱託の田中茉莉子氏、森田裕史氏、土井田勉氏にご協力頂いた。記して感謝申し上げたい。

$$I = \frac{\text{企業のメインバンクの顧客企業の中の輸出企業数}}{\text{企業のメインバンクの顧客企業の総数}}$$

すなわち、メインバンクが、他にも輸出を行っている企業と多く取引を行ってれば、銀行側に輸出に関する情報が多く蓄積されており、その情報が該当企業の輸出開始行動に影響を与えていると考えている。この変数を用いることで、企業の輸出に関する情報を捉えた点が本研究の大きな貢献であると考えられる。

・本研究の推計から得られた主な結果は以下の通りである。まず、輸出に関する情報 $I_{i,t-\tau}$ は、企業の輸出開始行動に、正の効果を与えている。その一方で、取引銀行の財務状態を示す $B_{i,t-\tau}$ は企業の輸出行動に対して、有意な影響を及ぼしていなかった。以上の結果から、取引銀行を通じた外国に関する情報の提供は、企業が輸出を開始するための固定費用を低下させて、海外進出を促しているという含意が得られた。

#### 討論者からのコメント（横浜国立大学・清田耕造）

・どのような情報がどのような形でスピルオーバーしているのか。メインバンクは、企業に対して潜在的なビジネスパートナーや税制の情報を顧客企業に提供していたとしても、そのような情報がなぜ企業の直接投資ではなく、輸出に対して影響を与えるのだろうか。銀行の情報が企業の輸出へ影響を与える経路を説明して頂きたい。

・スピルオーバーと捉える変数は単に輸出企業の割合が増えている効果を捉えているだけではないのか。経済全体で、年を追うごとに輸出市場に参入する企業が増えれば、被説明変数である輸出を開始する企業の数と、説明変数の企業の輸出に関する情報の両方が増えていくため、2つの変数間に正の相関が発生する。本稿の結果は、トレンドによる見せかけの相関ではないのだろうか。

・輸出の固定費用を引き下げる要因は、メインバンクからの情報のスピルオーバーに限られるのだろうか。メインバンクからの情報以外にも、貿易の自由化など、その他の要因によっても輸出の固定費用は低下するので、それらの影響と本論文で捉えたいメインバンクからの情報のスピルオーバーを識別することはできないだろうか。

・本稿の分析では、TFP が輸出開始に及ぼす影響が有意でないか、または有意に負であることが確認されている。この結果は、これまでに多くの研究で確認されている結果と整合的ではないため、サンプルセレクションに問題がある可能性がある。念のため、分析対象の企業の生産性の分布と対象外の企業の生産性の分布を比較して、サンプルが偏りなく選ばれているかどうかを確認すべきである。

#### フロアからのコメント

・銀行の情報が企業の輸出を助けているかという点に関して、分析で使用している日本の



銀行が、海外の顧客情報を知っているとは考え難い。唯一考えられるチャンネルは、既に海外に進出している日系企業とつながりがある銀行が、新たに輸出を開始したい日本の企業に情報を提供しているだけではないだろうか。また、既に海外に進出した親会社に対して子会社が輸出を行った場合、おそらくメインバンクが同じである可能性も高く、やはり結果が見せかけの相関であるように思われるので、それらを識別する変数を加えてコントロールする必要があるのではないだろうか。

- ・海外に進出した企業の経営者の話として、そもそも海外で売の方が国内で売よりも固定費が小さいので、本分析が前提としている条件が成り立っていないのではないだろうか。

- ・非上場企業を使うことは、非常に優れた努力だとは思いますが、それらの企業の多くは大企業の子会社である可能性が高く、そのような企業の輸出は海外に進出した親会社に部品を送っているだけかもしれないので、そのような要因をコントロールすべきである。

- ・非製造業で輸出を行っている企業の場合、経営者が日本人ではない可能性が考えられ、そのようなケースでは海外の会社の出先機関として日本に子会社が存在するだけなので、そもそもの因果関係が逆になっているかもしれない。

- ・銀行の重要性として、現地に銀行の事務所があり、そこで決済が容易に行えるというような情報とは別の要因も輸出行動に影響を与えるのではないだろうか。

## 報告者のリプライ

- ・多くの銀行はビジネスマッチングを行っており、また、銀行は企業に対して比較的細かいことも教えているという事実はある。ただし、これらの個別の事実に、よりリアリティを与えるためにもっと考えていく必要は感じている。また、直接投資に関する情報も存在しているので、そちらの分析も進めていきたいと考えている。

- ・年ダミーで、年を追った変化はコントロールできていると考えている。また、ラグを多めにとった場合でも結果は頑健である。ただし、ラグを持ちつつトレンドを持っているケースも考えられるので、銀行の情報自体を基準化するか、サンプル期間を短くするという対処法も取っていかうと考えている。

- ・メインバンク以外の要因として、政府系機関の影響を考慮したが有意な結果は得られなかった。これは、今回の輸出を開始するかどうかの **extensive margin** の議論には効果はないということではないだろうか。

- ・企業活動基本調査の中には、親会社がどこかという情報も存在する。しかし、基本的には大きな親会社は既に海外に進出しており、その部分にバリエーションがないために、うまく推計できない可能性が考えられる。また、取引先情報を用いた分析もデータ上行うことはできるが、データセットの特性上、粗いマッチングを行うことしかできないため、あまりシャープな結果は得られていない。

- ・固定費の問題については非常に興味深い指摘なので、よく考えたいと思う。今後は、輸出の変動、いわゆる **intensive margin** に注目することで、可変費用の方の影響も見ていき

たいと考えている。そうすることで、銀行の役割が固定費用に効いているのか、可変費用に効いているのかを議論できればと考えている。

- ・非製造業の海外進出の行動も、興味深い事例が多いので別途考えていきたい。
- ・銀行の現地支店の数に関する情報は手元にあり、現在分析を進めている。

## 2. 2 「Do Cross-border Acquisitions Create More Shareholder Value than Domestic Deals for Firms in a Mature Economy? The Japanese Case」(東京工業大学・井上光太郎(報告者)、SMBC日興証券・Robert Ings)

### 報告要旨

・近年、日本企業による新興国へのM&Aは増加傾向にある。従来の研究は、国内M&Aが中心であったが、全世界をカバーする取引データの充実によって、クロスボーダーM&Aの研究が急速に盛んになっている。本研究は、2000年以降の日本企業によるクロスボーダーM&Aの株価効果に関する最初の研究である。日本は、先進國中、継続的に低い経済成長率に直面しており、日本企業が海外の成長市場に進出する強い動機となっている。本研究では、(1) 価値創造の潜在性(成長機会)、(2) 相手に対する情報不足への経営者の懸念(情報の非対称性の問題)、そして(3) シナジーの評価に着目し、これらに対応した仮説を立てることによって、クロスボーダーM&Aの株主価値の増大効果を検証している。

・まず、(1)の観点から、クロスボーダーM&Aに関して3つの仮説を立てている。第一の仮説は、買い手の株主価値の増大効果が存在するというものである。第二の仮説は、国内M&Aと比較して、大きな株主価値の増大効果が存在するというものである。そして第三の仮説は、2008年以降の欧米の経済危機に伴い、新興国企業の買収が相対的に大きな株主価値の増大効果を持つというものである。なお、分析では、日本を除く狭義のG7(米、英、仏、独、伊、加)を先進国と定義している。

・(2)に関する仮説は、クロスボーダーM&Aにおいて、ターゲット企業の株式を事前に保有している場合、ターゲット企業が上場企業またはその子会社の場合、または同分類事業に属する場合、買い手の株主価値増大効果が相対的に大きくなるというものである。また、(3)に関する仮説は、買い手の経済効果がM&Aに伴うシナジーに依存し、ターゲット企業の規模、買い手の事業効率性が高いほど、株主価値の増大効果が大きくなるというものである。

・取引データ・財務データはThomson One Banker (SDC)、株価はBloombergのデータを用いている。サンプル期間は、2000年1月から2010年12月までであり、現金買収で買収金額が\$50USD以上、株式取得比率が20%以上の、日本の上場企業による完了買収案件を対象としている。サンプル数は、国内買収が438件、海外買収が198件である。

・本研究では、買収発表日前後3日間の買い手CARを被説明変数とし、各仮説に対応する変数、すなわち成長機会の変数(対象国、買収時期)、情報関連変数(事前保有比率、上場企業、同業企業買収)、シナジー変数(規模、買い手ROA)、コントロール変数(産業など)を説明変数として、回帰分析を実施している。分析結果は、(1)・(3)に関する仮説と整合的であった。また、買い手にとっての成長機会と買い手リターンに直接の関連性があるかを検証し、(1)に関する仮説が頑健であることを示している。さらに、支払プレミアムに関する回帰分析を実施し、発表時の株価効果と支配プレミアムの相関係数を確認するこ

とで、クロスボーダーM&Aでは、支払プレミアムが大きくなるが、過剰支払いは発生していないことを明らかにしている。以上の結果は、国内の成熟市場に直面している日本企業にとって、成長国企業の買収が正の経済効果を持つことを示唆している。

#### 討論者からのコメント（日本政策投資銀行・嶋津祐一）

- ・新興国企業の PMI (Post Merger Integration) は、国内や先進国の PMI より難しく、本当のシナジーが発現されるかどうかは今後の日本企業の課題である。
- ・公表直後の株価の変化にだけでなく、買収後のパフォーマンスを継続的にモニタリングする必要があるのではないか。
- ・海外での PMI は「食うか食われるか」の世界であり、事業会社がシナジーを発揮するには経営権を取って、強いガバナンスを効かせることが不可欠である。
- ・現実に日本企業は Minority 出資を希望することも多いが、出資時に資本業務提携契約等でよほど縛れない限りは、資金だけ入れて何も得られないことになりがちである。
- ・情報の非対称性が企業価値向上に有意なレベルで影響を与えてはいないという分析結果は、バブル期に日本企業がこぞって実施した海外資産買収の失敗の経験から、日本企業自身の経験値が上がったためとも言えよう。
- ・新興国の対象企業の正確な情報を掴むのは容易ではなく、特に地場資本から買収する際は会計の数値さえ信憑性が怪しいこともある。したがって、情報不足が M&A の成功に影響を与えていないかどうかという点は更なる検討を要するのではないか。例えば、対象企業が地場資本か先進国資本であるかをダミー変数とする回帰により有意な結果を得られるかもしれない。
- ・シナジー効果と規模の相関について「規模が大きいほどシナジーが出やすい」との結果が出ているが、対象企業が大きいのが故の非効率性の改善を見込んだ評価なのか、規模の経済性によるシナジーなのか、具体的にその要因を特定することはできないのではないか。
- ・日本企業による M&A は欧米に比べ件数が少なく、研究におけるサンプル数確保には限界がある。本研究のサンプル全体では 636 件と十分な件数であるが、期間別・地域別データにおいては 20~30 件での分析にならざるを得ない。また、被買収企業に関しては上場企業数が不十分という理由から本格分析の対象外としている。

#### フロアからのコメント

- ・PMI に関する既存研究はどれくらいあるか。先行研究は、ガバナンスとスクリーニングのどちらに着目しているか。
- ・平均的な収益性だけでなく、株価のボラティリティなどのリスク指標を見ることは、極めて重要である。
- ・アジア企業の所有構造を考慮した方が良いのではないか。
- ・最近では、製造業や流通業だけでなく、住宅メーカーなどの非製造業も進出している。

産業によって海外進出のインセンティブも異なると考えられるため、産業の違いを考慮した方が良いのではないか。

- ・市場寡占型の M&A のように、マーケットを占有しないと生き残れないパターンがある。

### 報告者のリプライ

・ PMI の実証研究では変数選択が難しく、信頼に足る既存研究はほとんどないだろう。確かに発表時の株価上昇は期待感によるものだが、別の研究の Inoue, Nara, and Yamasaki(2013, RIETI DP)では、発表時の株価と事後パフォーマンスとの間に正の相関があることを示している。その意味では、発表時の株価はその後の妥当な評価と言える。

・ 上記の研究では、クロスボーダー M&A に関して、日本企業の ROA は 3 年目に悪化したが、5 年目にかけて改善した。海外企業の M&A では、途中でリストラが実施されるが、日本では実施されないことが時間のかかる要因ではないか。

・ 情報の非対称性に関する分析において、新興国の対象企業の親会社の影響を考慮しても、結果は変わらなかった。

・ 企業文化の差異は、海外進出の意思決定や不確実性回避に影響を与える要因であり、PMI 失敗の背景かもしれない。ハンズオン・ハンズオフに関する研究は今後の課題である。

・ ボラティリティなどリスク指標の分析は今後の課題である（後日、分析したが有意なボラティリティの差は、事後パフォーマンスを含め、確認できなかった）。

・ アジアには、出資規制・参入規制が存在するため、サバイバルバイアスの影響が良い方に出ている可能性はある。

・ 大枠の産業はコントロールしているが、海外 M&A の大半は製造業であるため、シナジーの創出の背景を考慮することは今後の研究課題である。

- ・ ライバル企業との関係、グローバルの市場シェアをどう把握するは今後の課題である。

## 2. 3 「リーマン・ショック以降の中国における景気循環—経済成長率とインフレ率の関係を中心に」(野村資本研究所・関志雄)

### 報告要旨

・この研究は、中国における景気循環を、経済成長率とインフレ率の関係に注目したうえで実証的に分析し、まとめたものである。

・まず足元の景気をみると、2012年第4四半期の経済成長率は前年比7.9%となり、前期の7.4%は上回ったものの、リーマン・ショック以前の高水準には届いていない。一方、インフレ率には落ち着きが見られており、2011年の第3四半期をピークに低下傾向に転じている。

・過去の傾向から、インフレ率は景気の遅行指標であり、2001年以降のデータを用いて推計すると、ラグの長さはおおむね3四半期程度であり、成長率が1ポイント上がる(下がる)とインフレ率が3四半期後に約0.82ポイント上昇(下落)している。

・このようなラグが存在するため、中国の景気循環は、成長率とインフレ率がそれぞれベンチマークと比べて高いか低いかによって、後退期、回復期、過熱期、スタグフレーション期の4つに分けられる。

・そこで、まず、ベンチマークを決めなければならないが、便宜上、リーマン・ショック以降の各指標の平均値(経済成長率は9.0%、インフレ率は2.7%)を採用する。なお、このように算出された平均成長率は対象期間における潜在成長率の一次近似として捉えることができる。

・リーマン・ショック以降をみると、2009年第2四半期までが「低成長・低インフレ」の後退期、そこから2010年第1四半期までが「高成長・低インフレ」の回復期、2011年第3四半期までが「高成長・高インフレ」の過熱期、2012年第2四半期までが「低成長・高インフレ」のスタグフレーション期であり、現在また後退期に戻っている。その間の経済成長率とインフレ率の変動をグラフにすると、きれいな反時計回りになっており、インフレ率と経済成長率によって表される景気循環がよくわかる。今後この景気循環が続くと想定すれば、次に来るのは「高成長・低インフレ」の回復期である。

・しかし、潜在成長率の問題に立ち戻ると、近年、中国の成長率は低下しても、都市部の求人倍率は高水準を維持している。これは、農村からの出稼ぎによる労働力供給が頭打ちになる、ルイス転換点の到来とそれに伴う潜在成長率の低下を示唆している。そうだとすれば、潜在成長率が9%程度であるという前提の下で景気判断を行うと、誤ってしまう恐れがある。

・為替、金利、インフレ率などが景気変動とどのように関連するか、テイラー・ルールを参考にしながら見ていきたい。

・中国は金融政策として貸出基準金利を変更する政策をとっているが、これをインフレ率、実質GDP成長率を用いて推計すると、

貸出基準金利=1.27+0.10\*(インフレ率)+0.06\*(実質 GDP 成長率)+0.64\*(一期前の貸出基準金利)

という関係が、実際の金利の動きをうまくトレースできている。ここから分かる通り、インフレ率と実質 GDP 成長率の係数がいずれも小さい。事実、2009 年からインフレ率は 8 ポイントほど上昇したが、名目金利は 1.25 ポイント程度しか上昇しておらず、景気過熱期に利上げが実施されたにもかかわらず、実質金利はむしろ低下している。これには、人民元切り上げの期待が高い中で利上げを行うと、さらに海外から資金が流入し逆効果である、という理由が存在する。この意味で、国際金融のトリレンマの中で、金利操作による金融政策は効きづらい、といえる。ただし、中国の金融当局は他の手段として預金準備率操作を行っており、これによりマネーサプライを増減させることができる。

・次に、人民元の対ドルレートを同様にテイラー・ルールに基づき推計した。その結果、

対ドルレート=-3.36+0.53\*(前期インフレ率)+0.30\*(実質 GDP 成長率)+0.62\*(一期前のレート)

という関係が得られた。ここから分かるのは、人民元の対ドルレートは CPI の上昇率に大きく影響されているという事実である。これは「インフレが高くなると為替レートが低下する」という常識には反しているが、人民元の対ドルレートが市場ではなく、物価の安定を重視する当局によって決められることを考えれば、それほど不思議ではない。

・代表的株価である上海総合指数についても同様に推計した。実質 GDP の係数は正、インフレ率の係数は負となっており、説明力も高い。これには、2005 年以降の市場改革も影響していると思われる。

・結論として、現在中国経済は後退期にあるが、次第に回復期に入るのではないかと、という予測が可能である。事実、最近の株価には上昇の兆しが見える。

#### 討論者からのコメント（慶應義塾大学・吉野直行）

・インフレ率などの変動は供給サイドと需要サイド、どちらで生じているのか。中国での景気循環のイメージとして、輸出が伸び、外貨が流入することでマネーサプライが増加し、銀行貸し出しが増える、というものがある。インフレ率の変動要因として、輸出をはじめとする需要の動きが考えられるのではないかと。

・中国では失業率と物価の関係がそれほどはっきりしておらず、むしろ物価と GDP 成長率の関係が深い。この事実と、農村からの出稼ぎなど、中国の労働市場の諸条件はどのように関係しているのか。

・また通常、テイラー・ルールでは GDP 成長率ではなく GDP ギャップを用いる。GDP 成

長率を用いているのは、潜在成長率が推計しづらいからなのか。

・4つの景気循環のフェーズの中で、マネーサプライと深く関係する銀行の貸出態度の変化は金融政策からどのように影響を受けているか。

・中国経済の安定には年率8%のGDP成長が必要といわれていた。潜在成長率が9%だとそれより高くなっているが、その理由は何か。

・また、テイラー・ルールでは目標インフレ率からの乖離を推計することが多いが、中国においてはインフレ率の目標は存在するのか。また、インフレ率の予想にも貸出基準金利の変動が入っている可能性があるのではないか。

・人民元レートを推計するときに、右辺にバスケットウェイトとしてのドルを用いたらどうなるか。

・金融政策、財政政策の中で、中国ではバブル的要因が存在する。資産価格はどのように動いているのか。また、今後、人民元についてのあるべき姿は何か。現在の為替政策は金融政策をやりにくくしており、その結果中国では巨額の外貨が蓄積されるなど、ひずみが生じている。

#### フロアからのコメント

・中国の金融政策のイメージとして、日本やアメリカのような公開市場操作をやっているとは思えない。過去の日本のように公定歩合の改定や窓口指導などが行われているのではないか。

・90年代の中国では、急激な景気過熱と引き締めが繰り返された。これは、景気が良い時期に地方政府が銀行への貸し出しに圧力をかけており、中央政府がそれを抑えきれなかったという現象が影響している。現在ではインフレ率は沈静化しているが、新指導部への交代後、財政政策はどのように動くか。

・中国沿岸部と内陸部の経済格差をどのように捉えるか。

#### 報告者のリプライ

・景気循環という意味では基本的には需要サイドの要因が多いが、供給サイドも大きな役割を果たしている。推計期間を前後に二分割すると、後期では同じ成長率でもインフレ率は高くなっている。これは労働市場の需給関係が近年になってタイトになっていることを示唆しており、供給サイドの変動要因となっている。

・中国では、有効求人倍率のほうが失業率よりも有用である。失業率は小サンプルであって偏っているからである。

・中国のGDPギャップを推計するには、統計上の制約が大きすぎる。その代わりに実際のGDP成長率を用いたところ、当てはまりが良かった、というのが今回の推計結果である。

・金融政策からマネーサプライへ、マネーサプライからインフレ率へ、という関係は考えられるが、実際にはマネーサプライと成長率の関係は必ずしも安定していない。



・中国の安定には 8%以上の成長が必要である、ないしは潜在成長率が 9%であるというのは、まさにルイス転換点の前の状態であり、この状態では、1 億人を超すといわれる余剰労働力に仕事を与えなければならないために高成長が必要であった。しかし現在は、ほぼ完全雇用が実現しており、無理に雇用を増やす必要はないと思われる。中国政府も、大きな財政政策をとる姿勢はなく、現在の比較的低い成長を容認している。

・人民元は対ドルレートだけを推計していればよいのか、という問題だが、2005 年以降、通貨バスケットとはいうもののウェイトはほぼドルが 100%とみられる。人民元の対ドルレートは動いているが、これは円やユーロなどの動きを反映したものではない。金融政策の独立性を高めていくためには、将来的に完全変動相場制への移行が必要であろう。ただ、そのためにはまず、当局が人民元レートの「中間値」を毎日発表することをやめる必要がある。

・不胎化の手段として、中央銀行が手形を発行して流動性を吸収する公開市場操作は数年前までは盛んであった。ただし、現在ではこの総額が積み上がり、金利負担も大きくなっているため、あまり行われていない。その代わりに、預金準備率が頻繁に変更されている。また、窓口規制はまだ残っているが、データが発表されていない。

・おそらく地方政府の暴走は止められると思われる。地方政府の財源としては土地の売買から生じる収入があるが、景気減速期には取引額が減少し、税収も低迷しているため、独自の財政政策をとる余裕は小さいからである。

・地域間の分配を適正に行うためには、中央政府から地方政府への地方交付税のような制度をどのように充実させるか、が重要となる。また、地方政府の税収を、土地保有税などの形で安定したものにするのも今後必要になってくるであろう。

2. 4 「Exchange rate appreciation and export price competitiveness: Industry-specific real effective exchange rates of Japan, Korea and China」(横浜国立大学・佐藤清隆(報告者)、学習院大学・清水順子、横浜国立大学・Nagendra Shrestha、横浜国立大学・Shajuan Zhang)

報告要旨

・この研究は、近年の為替レート変動がどのように東アジア経済の競争力に影響したのかを、産業別データを用いて産業別実質実効為替レート(REER)を算出し、分析したものである。リーマン・ショックに対し、アジア諸国の通貨は異なった反応を示した。円は上昇したのに対しウォンは急落、人民元は徐々に下落していった。これによる円高は日本経済に影響をもたらしたと考えられるが、その影響は一律とは思えない。これを産業ごとに、輸出価格の競争力という点から定量的に分析したのが Sato, Shimizu, Shrestha and Zhang (2012)である。

・しかし、例えば、日本の電気機械産業は相対的にみると円安を享受しているが、ウォンなどの他の通貨の動きも輸出競争力に影響しているため、結果として市場では苦戦している。そこで、これまでの研究を拡張し、日中韓について産業別 REER を算出した。

・よく知られている通り、リーマン・ショック以降、円は名目実効為替レートでは増価しているが実質実効為替レートではそれほど増価していない。一方、ウォンの名目為替レート変動をみると、円とドルに対して異なった動きをしていることが分かる。

・実質ベースでみると、リーマン・ショック以降、日本の輸出は急落し、その後やや回復基調にある。一方、韓国の輸出は回復しつつあるものの、産業ごとで回復にばらつきがあり、特に輸送機械産業では低迷している。

・輸出物価指数は、日本でも韓国でも、自国通貨ベースと契約通貨ベースで公表されている。韓国では、契約通貨ベース(ほとんどがドル)の物価指数は安定しているが、ウォンベースでみるとその結果手取り額が多くなっている。すなわち、ウォン安は輸出産業に大きなメリットをもたらしている。日本でも契約通貨ベースでは価格は安定しているが、円高の影響を受け、日本円での手取り価格は低下傾向にある。

・一方、輸入物価指数をみると、韓国では契約通貨ベースではフラットなため、ウォン建ての輸入物価は高騰しているが、これは国内物価指数には有意に影響していない。日本では、円ベースの輸入価格はある程度低下しているが、国内の企業物価指数には影響が及んでいない。

・次に、産業ごとの REER 計測について考える。ある産業  $i$  の REER は、各通貨との実質為替レートを、輸出額によりウェイトをつけて加重平均したものであり、実質為替レートは名目為替レートに、産業ごとの各国の財の相対価格を掛けたものである。日銀が REER を産出する際と同様、基準年を 2005 年とする chain index を用いている。今回は 27 カ国の産業別物価指数のデータを収集している。また、産業を統合して 13 に再分類している。

・ここでは、電気機械産業と輸送機械産業、日本と韓国の比較に焦点を当てることとする。2005年1月から、為替レートは日次、物価指数は月次、貿易ウェイトは年次(3年間の移動平均)のデータを用いて産業別 REER を算出した。

・日本のデータをみると、電気機械産業は産業の中では相対的に円安になっており、2005年の水準も超えていない。一方で輸送機械産業は円高となっている。これを、競争相手である中国、韓国のデータと比べる。中国では、電気機械産業、輸送機械産業ともにやや増価している。また、石油産業でややイレギュラーな増価が見られる。韓国では、起点となる2005年と比べ、リーマン・ショック時のウォンの下落幅が非常に大きい。全産業ではそれ以降増価方向に動いているが、電気機械産業ではウォンは低い水準にとどまっている。日本の電気機械産業は2005年を100として2013年現在80程度だが、韓国では60を下回っており、韓国の日本に対する産業競争力が非常に高いことがわかる。

・さらなる分析として、REER と名目実効為替レート(NEER)をプロットした。この2つの指数の違いは財の相対価格となる。ここから明らかなのは、日本の財は相対的に安いために、NEER と REER に違いが生じているという点である。逆に言えば、生産者コストを反映した日本の財価格は、貿易相手国の生産者物価指数に対して低く抑えられている。

・また、シミュレーションとして、国内の物価、及び貿易相手国の物価が基準となる2005年から変動していないと想定した場合の REER を算出した。これにより、REER の変動が国内の物価変動によるものか、海外の物価変動によるものかが明瞭になる。

・結論としては、日中韓では、電気機械産業では国内の財価格引き下げが REER 減価に大きな影響を与えている、すなわち国内物価が一定であればさらに通貨高になっていたのに対し、他の産業ではこうした動きが見られなかった。

・韓国のデータを見ると、リーマン・ショック直前のウォン高だった時期も、電気機械産業では REER はウォン安となっている。これは、韓国でのウォン高の時期における生産コスト削減を反映している可能性がある。一方、日本ではこの時期にそうした動きは見られない。しかし、ショック以後には日本もコスト引き下げの経営努力を行っており、その結果、REER を円安にしている。ただし、韓国企業の輸出競争力に追い付くまでには至っていない。また、韓国の輸送機械産業の REER が増価しているのは、韓国での生産コストが上昇していることを示唆している。

・産業別 REER は産業の輸出競争力を示す指標として用いることができる。この分析から、企業のコスト削減状況やその時期などが分かる可能性がある。例えば日本のシャープは、当面のウォン高、円安を想定して巨額の投資を行ったが、現在の業績不振はそのツケが回ってきたものだ、と考えることができる。

#### 討論者からのコメント（日本政策投資銀行設備投資研究所・品田直樹）

・この研究の意義は、一面的に語られることの多い REER、NEER の変動も、産業別で見るとかなりバラつきがあることを示したことにある。国内では電気機械産業は価格競争上

優位だが、とくに韓国との比較ではまだ競争力が低いことが分かる。韓国企業はウォン高の局面でも輸出コストを削減し REER を減価させているからである。

・電気機械産業で生産者価格が低下しているのは、労働コストの削減によるものなのか。通常、価格を低下させるときはまずマージンを縮小させることが多い。そのマージンを除いた部分でコストの削減は行われているのかどうか。ユニットレイバーコストの低下で生産者価格の低下を説明できるか。

・国内物価を一定とした時の REER が実際の REER を上回っている産業として精密機器産業がある。このような傾向は、電器産業、ないし IT 製品のような、製品特有の性質によるものではないか。具体的にはヘドニック法が採用されている産業で、品質向上により韓国が日本を上回っている可能性もあるのでは。

・生産者価格抑制のその他の要因として、マークアップの調整がある。したがって、産業ごとの競争環境の違いによって価格設定行動も異なるのではないか。また、最近の日本では 50%超が企業内貿易であるといわれる。したがって、為替変動があった時に輸出量はあまり変わらない。その対象となるのは主に中間財だが、企業内貿易の多寡によって生産者物価はどのように変わってくるのか。

・中韓では、産業ごとの輸出仕向地に偏りがある。輸出額ウェイトのかわりに、第三国競争を加味した貿易額ウェイトを利用してはどうか。たとえば、日韓でアメリカの市場を奪い合っているようなケースでは、ウェイトが変わることが考えられる。

#### フロアからのコメント

・外貨両替の際には手数料がかかり、通貨によっても異なるが、それを考慮に入れるとどうなるか。

・日本も韓国も生産者価格を下けているが、これは賃金を下げているのか労働時間を減らしているのか。

・輸出のウェイトを3年間の移動平均にした場合と1年ごとの値にした場合とで結果がそれほど変わらないとのことだが、これは為替レート変動が貿易額のウェイトにあまりフィードバックしないことを示唆しているのか。

・日本の貿易データは月次で収集可能である。リーマン・ショックの時期など、年次のデータを用いるとウェイトが正しく反映されない可能性があるため、できれば月次データを用いた方がよいのでは。

・仕向地のウェイトの違いはどのように REER に影響しているのか。

・日本も韓国も電気機械産業の価格を下げてはいるが、例えば冷蔵庫などの価格はあまり変わらないのに対し、液晶テレビなどは全世界的に価格が低下している。その意味で、産業の中でももう少し細かいくりで見ることが必要ではないか。

・円高、ウォン高になると国内のデフレ傾向が強まるので、生産者価格の低下はそれを反映したものではないか。

- ・ヒュンダイはアメリカ市場で大きなシェアを獲得しているが、これは品質や価格によるというよりは10年保証というサービスによるものが大きい。こうした部分は今回の分析では捉えきれていない。
- ・生産者価格の低下は、とくに電気機械産業においては基本的には品質調整によるもの。この情報をうまく使って国際比較できるのかどうか。
- ・輸出価格は内生変数なので、本来であれば労働コストなど外生変数でREERを計測するのが望ましい。

### 報告者のリプライ

- ・ユニットレイバーコストを国際比較の形で手に入れるのは非常に難しいが、重要な視点であることは認識している。生産者コストとの関係は今後検討していきたい。
- ・IT機器に特有な結果ではあり気になるところだが、絶対価格ではなく相対価格の低下によるものなので、大きな問題はない。品質調整についても分析したいが、物価指数の詳細については公開されている部分は少なく、難しいところがある。
- ・Pricing to the marketや企業内貿易に踏み込むことはなかなか大変だが、産業別REERとはあまり関連しないので、今後の課題としたい。
- ・輸出ウェイトが変化しない場合にどうなるかという分析も行ったが、あまり結果は変わらなかった。これは、2005年以降の短い時期ではウェイトがあまり影響しないことを示唆している。また、月次データの方が望ましいが、国際的に一貫した形で収集できるのは年次データのみである。
- ・国内のデフレ要因や産業内の細かい区分については今後の研究課題である。また、サービス等の国際比較は確かに難しい。今回の研究はあくまでProduction Costの計測にある。どういう形で活かせるか検討していきたい。

### 3. パネルディスカッションの概要

#### 3. 1 基調講演「ソブリン危機と国際金融の新たな枠組み」(東京大学・伊藤隆敏)

##### ソブリンリスクの問題

・ソブリン格付けの重要な役割の一つは、その国のあらゆる主体の格付けにおけるシーリングとしての役割である。元来、ソブリンの債権はリスクを持たない安全資産であると考えられており、ポートフォリオ理論において国債の利回りはリスクフリーレートとして扱われている。また銀行のリスク管理ツールとしての役割も重要であり、バーゼル規制により先進国の国債のリスクウェイトはゼロと設定されている。

・しかし今般のソブリン危機はそうした認識を崩壊させた。金融機関は一部の国債の債務削減を余儀なくされ、ソブリン危機が銀行危機につながった。また、国家が債務不履行となる際、国家の破綻法制が未整備であることが大きな問題となった。

・1980年代のラテンアメリカの累積債務問題以前は、国有資産と徴税権の存在により国家は破綻しないと考えられた。しかし、先進国の銀行からの借入により国の債務が増加して累積債務が支払能力を超過、結局実質的な債務削減がおこなわれた。1990年代には、資本移動の自由化によりメキシコ、アジア諸国、ロシア、ブラジル、アルゼンチンといった新興国において最初は大きな資本流入があり、そのあと資本流出がおきると通貨危機が起きた。これらは80年代の累積債務問題のケースとは異なり、国家の債務が債券つまり国債であったため債権者の特定が困難であり、債務返済の繰り延べに困難が伴った。

・これらへの対策として、2001年11月にIMFのアン・クルーガー副専務理事はIMFを中心とした破綻処理(国家破綻メカニズム)を提案したが、この案が日の目を見ることはなかった。また米国は債務国の新たな起債に際して集団行動条項(Collective Action Clause)を導入し、一定多数の債権者の合意により処理を迅速に進めることを提案した。今般のギリシャ危機では、ギリシャ国債に対して事後的に集団行動条項が付されたが、こうした対応がソブリンリスクの解決策として一般的に合意されたものとはいえない。

・このような問題に対し、私は担保付き国債の発行を提案している。実際、ドイツの与党の一部より、ギリシャは島を売却して債務を解消すべき、との発言があった。また1994年のメキシコの債務危機では、米国がメキシコの石油による収入をニューヨークの銀行経由で決済することを条件に救済を行ったが、これは将来の石油収入を担保にしたものと見なすことができる。このような国有財産を担保とした国債発行は、実現性が高い施策といえるだろう。

##### 国際通貨体制への影響

・米国発のサブプライム問題は、欧州ソブリン危機に発展していった。その過程で通貨ユーロはその重要性を失い、資金がユーロから逃避したことにより、むしろ基軸通貨として

のドルの一極体制が改めて認識されることとなった。

・また、アメリカ発の世界金融危機に対処するため、欧米の中央銀行が金融緩和をすすめ、更にユーロからの逃避資金が新興国に流入して通貨高を招くなかで、ブラジルなどは先進国の金融緩和と自国通貨安に対して反発し、通貨戦争の様相を呈している。さらにアジアでは、中国がドルに振り回されないよう為替リスクを回避するために、人民元の国際化を推進させている。今回の金融危機は、国際通貨体制にこのような変化をもたらすこととなったのである。

### 3. 2 パネルディスカッション「ソブリン危機と国際金融の新たな枠組み」

パネリスト： 東京大学・伊藤隆敏  
財務省・中尾武彦  
一橋大学・小川英治  
慶應義塾大学・嘉治佐保子  
シティバンク銀行・尾河眞樹  
モデレーター： 日本政策投資銀行・武者秀明

#### ソブリンリスクの問題

武者氏：

・伊藤教授の基調講演では、ソブリンリスクの問題と国際通貨体制への影響という2つの論点が提示された。まずは今般の欧州ソブリンリスクの問題について、パネリストよりご意見を頂戴したい。

小川氏：

・多少教科書的になるが、ポートフォリオ・バランスモデルにもとづく為替相場の決定要因は（1）自国通貨建て金利と外国通貨建て金利の差、（2）予想将来為替相場、（3）自国通貨建て債務供給残高と外国通貨建て債務供給残高の比率の3つ。（3）のポートフォリオ・バランス比率では、自国通貨建て債務供給残高が増大すると、自国通貨が減価される。

・今回の世界金融危機では、金融機関への資本注入や財政刺激策の国際協調を背景に先進各国で財政赤字が増大。ギリシャの財政当局に対する信認の失墜がトリガーとなり、ソブリンリスクが他のユーロ圏に波及し、ユーロ安を引き起こした。

・ソブリンリスクがユーロ圏に波及した背景には、ユーロ圏の財政主権が統合されておらず足並みが揃わなかったことや、リスボン条約に規定された「財政移転禁止」が制約となったことがある。そうした危機に対し、財政危機国の財政再建、深刻な財政危機国の債務削減、欧州金融安定ファシリティ（EFSF/ESM）と ECB による国債買い上げ+各国政府による資本注入といった対応策が講じられた。

・財政当局の信認回復のために、2011年12月8・9日のEU首脳会議で「財政安定同盟」に向けた動きへの基本合意がなされた。

嘉治氏：

・欧州のソブリン危機の原因が、共通通貨ユーロにあるという論調は正しくない。危機の根本的な原因は返済能力に見合わない額の負債を負ったことにある。

・必要な構造改革を進め、生産性と競争力を高めなければ、ユーロの有無に関わらず欧州の安定的繁栄はない。

・欧州はすでに、危機の背後にある構造問題に対処するための Governance Overhaul が進



められている。European Semester（別々に議論されていた経済政策と財政施策を統一、一年の前半の European Semester において財政政策・マクロ経済不均衡・金融部門の問題・成長のための構造改革について EU レベルの議論、加盟国は一年の後半の National Semester において前半の EU レベルの議論を受けて予算案を作成し自国の議会に提出する）、Six Pack（五本の Regulations と一本の Directive）、TSCG（安定、調整とガバナンスに関する条約）、Europlus Pact（競争力と収斂のための経済政策調整の強化）、Two Pack（予算案のモニター・評価と過剰財政赤字の修正に関する法律、金融財政危機に瀕したユーロ加盟国のサーベイランス強化に関する法律）など。その意味では、欧州は世界をリードしている。

・伊藤教授による担保付き国債発行の提案は非常に面白い。現在欧州で起こっていることは、国家の主権を担保として国債を発行するとも解釈できる。

尾河氏：

・欧州ソブリン危機とそれに伴うユーロ安は、セーフティーネットが講じられたことにより落ち着いている。

・ECB のドラギ総裁があらゆることを行う用意があると発言し、OMT を創設したことで市場が「ドラギ・プット」を期待するようになったことや、欧州版 IMF である欧州安定メカニズム（ESM）の発足、3年物を含む2度の LTRO の実施がそうしたセーフティーネットの役割を果たした。

・ただ、こうしたセーフティーネットで問題が根本的に解決したわけではなく、「欧州債務問題は終わった」との見方はやや楽観的過ぎるのではないかと思っている。

・ギリシャについては財政赤字を減らしていかない限り根本的な解決には至らず、ユーロ離脱の可能性はまだあると考えられる。最終的にはユーロ圏の財政統合が課題として残っている。

中尾氏：

・ユーロの問題についてはさまざまな対策が打たれ、確かに進展している。日本も EFSF/ESM 債の購入を通じて、それに貢献している。

・しかし、ユーロは最適通貨圏となっておらず、財政の規律や移転などに課題を抱えているため、今後も大きなチャレンジが続くだろう。

・今回の危機では、銀行セクターにもいろいろな問題があることが露呈したが、本来そうした問題については、ユーロレベルで預金保険制度を創設して対応する必要がある。しかしそのような予定はない。国境を越えて財政資金や預金保険料が移転するような仕組みは簡単ではない。

・一方、例えば、私自身が昨年12月に訪問して当局者と話をしたスペインでは、財政再建について年金支給開始年齢の引き上げを決定し、また労働市場の改革を行うなど相当の努

力が行われている。改革が行われている。市場のプレッシャー及びピア・プレッシャーで改革が促進されるというのは、ユーロの経済通貨統合のプラスの側面である。

伊藤氏：

- ・ギリシャの問題は、現在の EFSF/ESM の枠組みでは救済可能な規模だが、モラルハザードを回避し、財政を統合するきっかけとしてどのように対処するかが重要である。
- ・イタリアのプライマリーバランスはほぼ黒字であるにもかかわらず、ソブリン危機が伝播してしまった。スペインやイタリアの規模になると現在の枠組みでは救済は無理なので、やはりソブリン危機の伝染をいかに防止するかが大きな課題である。

### 国際通貨体制への影響

武者氏：

- ・今後の国際通貨体制についてパネリストよりご意見を頂戴したい。

尾河氏：

- ・円安が進行している。その背景として、一つにはアベノミクスへの期待があるが、実際にはまだ何も行われておらず、期待が先行している。
- ・また米国の経済が予想以上に強く、出口戦略が議論されていることなどもその背景にある。
- ・今後は金融政策の結果として円安に向かうかどうかどうかが注目されようが、日本の積極的な緩和に加え、年後半にも米国の量的緩和がペースダウンすれば、さらにドル高・円安に向かうとみている。

嘉治氏：

- ・欧州危機によって通貨統合に対し懐疑的な見方もでてきた。しかし欧州にとっては、加盟国は相互に経済的依存度が高く、特に小国では金融政策の自律性を維持するベネフィットよりも為替レートの変動を回避するベネフィットが大きいいため、単一通貨を選択するのは合理的。
- ・世界に通用する通貨を持つメリットは大きく、主権国家の平和的共存の形を世界に先駆けて模索していることに価値がある。共通通貨はその模索の一側面である。

小川氏：

- ・欧州では貿易はユーロ建てだが、金融取引はドル建てが主となっており、欧州危機ではドルの需要が高まり流動性が不足した。アジアでは両方ともドル建てであり、金融危機以前に割高だったウォンなど、一部のアジア通貨は減価することとなった。
- ・金融危機後に円や人民元は増価していたが、現在の円安は円が過大評価されていたとこ

ろから適正な評価に向かう調整過程にある。

中尾氏：

- ・日本は、ゼロ金利制約のもとで実質金利が高止まりしている。そうした状況においては、デフレから脱却するために金融緩和を進める必要がある。
- ・金融危機によりドルの流動性が枯渇したことから、アジア地域内の通貨を域内の貿易や投資により多く活用することが重要である。円の国際化は 1980 年代から行われているが、今後は円に加え人民元等アジア域内の通貨の活用を図っていくことにも意義がある。

### 金融市場最大のリスク

武者氏：

- ・最後に、現在の金融市場が抱える最大のリスクは一体何か、パネリストより一言ずつご意見を頂戴したい。

伊藤氏：

- ・現在は期待先行で円安・株高と上手く言っている面があるが、今後はしっかりとした政策の裏付けがないといけない。規制改革や成長戦略、財政の中長期的な引き締めが重要である。

中尾氏：

- ・日本は人口が減少しているため、少子高齢化が進むなかで持続可能な、社会保障制度とそれを支える歳入の仕組みをどのようにしていくかが大きな問題である。

小川氏：

- ・財政当局の信認を維持することが重要である。事前に対応策を講じ、救済をすることがソブリンリスクの他国への波及を防ぐ上で大切である。

嘉治氏：

- ・一番のリスクは、近日行われるイタリア総選挙で懸念されているような、オルテガの本題名を借りればいわば「大衆の反逆」である。民主主義の下で「経済全体を良くするが投票者に不人気な政策」をいかに実行していくかが鍵である。

尾河氏：


- ・欧州債務危機は払拭されておらず、リスクが顕在化すれば円レートが一時的に円高に振れる可能性もある。財政統合が実現されるまではそうしたリスクが残ることになるだろうが、財政統合は各々の国で予算が決められなくなる、つまり国家の主権を委譲することを

意味するため、容易ではない。


以上

#### 4. 参考資料（パネルディスカッション）

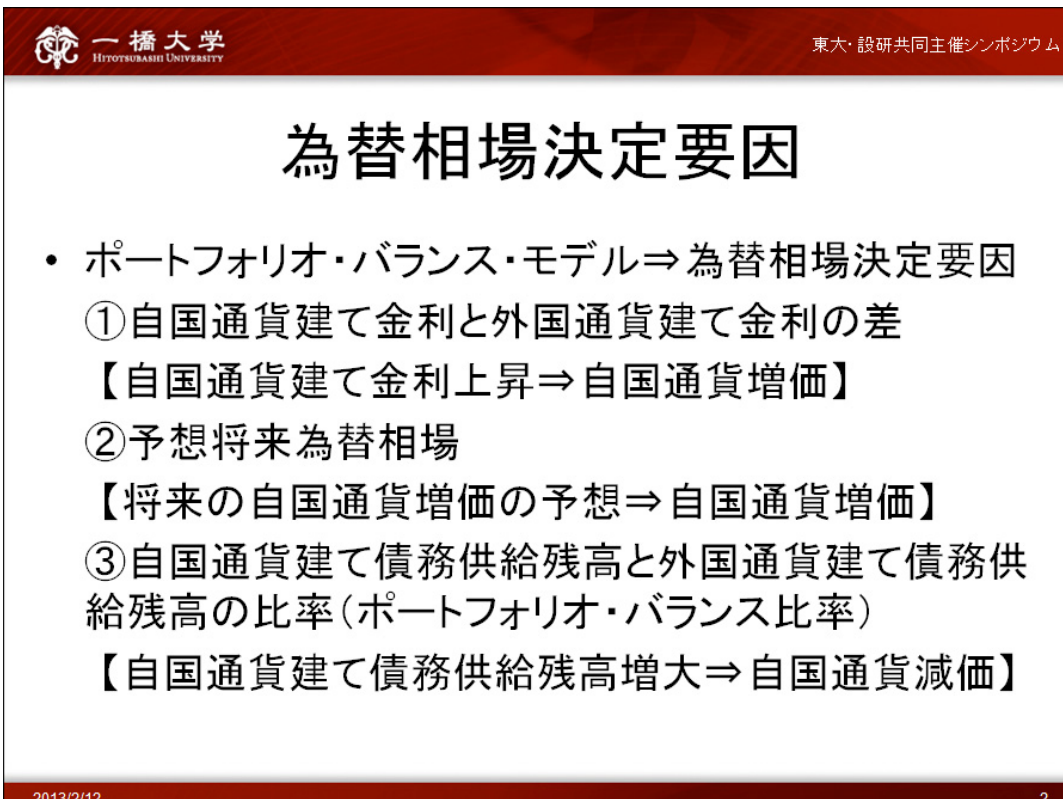
一橋大学・小川英治教授



パネルディスカッション  
「ソブリン危機と国際金融の新たな枠組み」  
2013/2/12  
一橋大学  
小川英治

 一橋大学  
HITOTSUBASHI UNIVERSITY

東大・設研共同主催シンポジウム



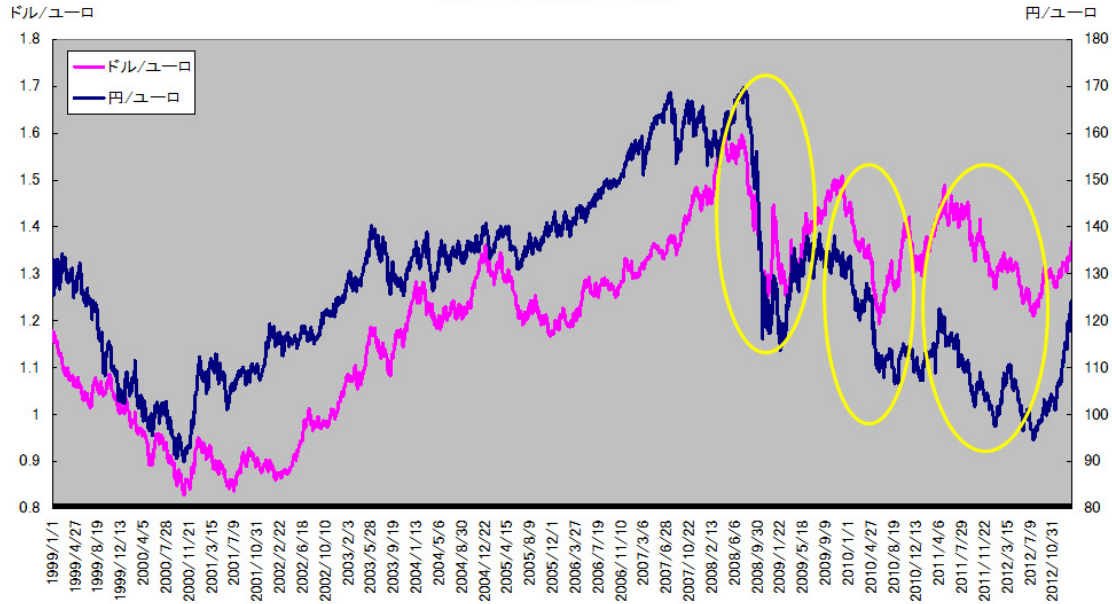
為替相場決定要因

- ポートフォリオ・バランス・モデル⇒為替相場決定要因
  - ① 自国通貨建て金利と外国通貨建て金利の差  
【自国通貨建て金利上昇⇒自国通貨増価】
  - ② 予想将来為替相場  
【将来の自国通貨増価の予想⇒自国通貨増価】
  - ③ 自国通貨建て債務供給残高と外国通貨建て債務供給残高の比率（ポートフォリオ・バランス比率）  
【自国通貨建て債務供給残高増大⇒自国通貨減価】

2013/2/12 2

図3: 円・ドル・ユーロの動向

ドル/ユーロ相場と円/ユーロ相場



Data: Datastream

2013/2/12

3

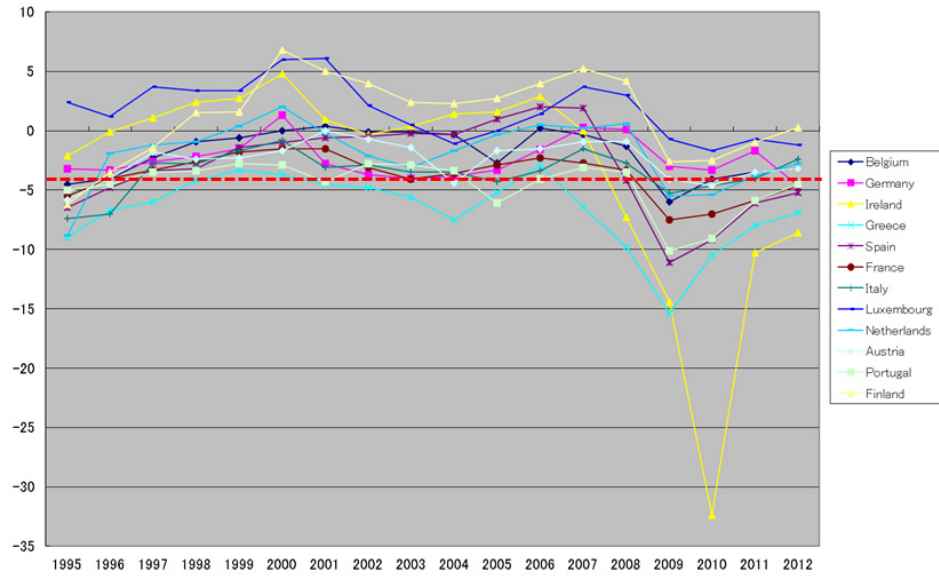
## 先進諸国の財政収支悪化

- 世界金融危機⇒財政収支悪化
  - ①金融機関のB/Sの毀損⇒資本注入
  - ②世界同時不況⇒G20における財政刺激の国際協調
- 世界各国で財政赤字増大。
- トリガーは、ギリシャ政権交代による財政上の統計処理の不備(実際の財政赤字拡大)⇒財政当局の信認の失墜⇒財政危機
- ソブリン・リスクが他のユーロ圏へ波及

2013/2/12

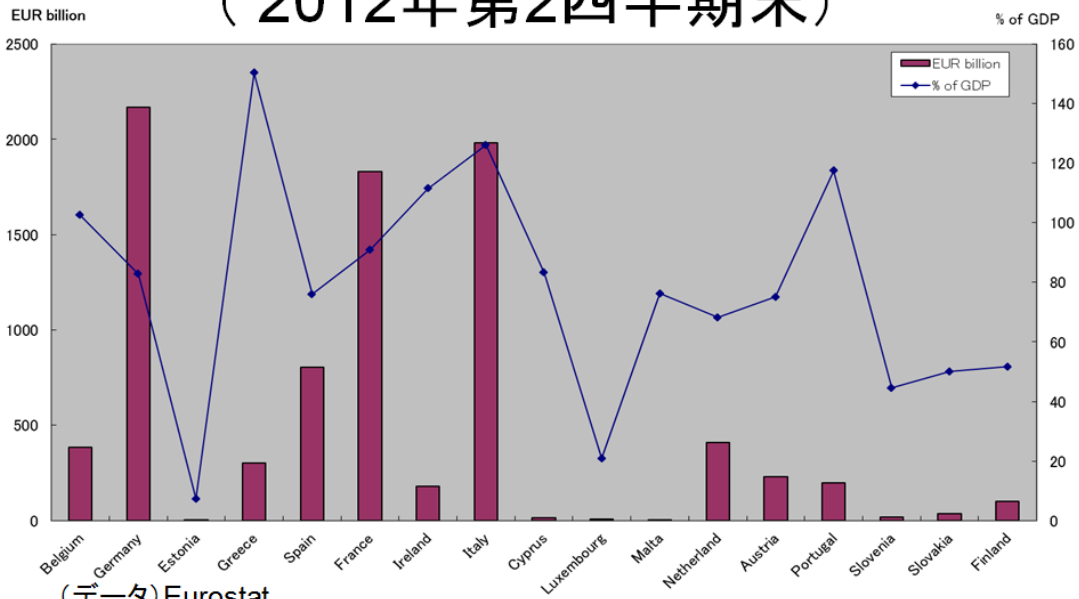
4

図5: ユーロ圏諸国の財政赤字(対GDP比)



(データ) Eurostat

図6: ユーロ圏諸国の一般政府債務残高  
(2012年第2四半期末)

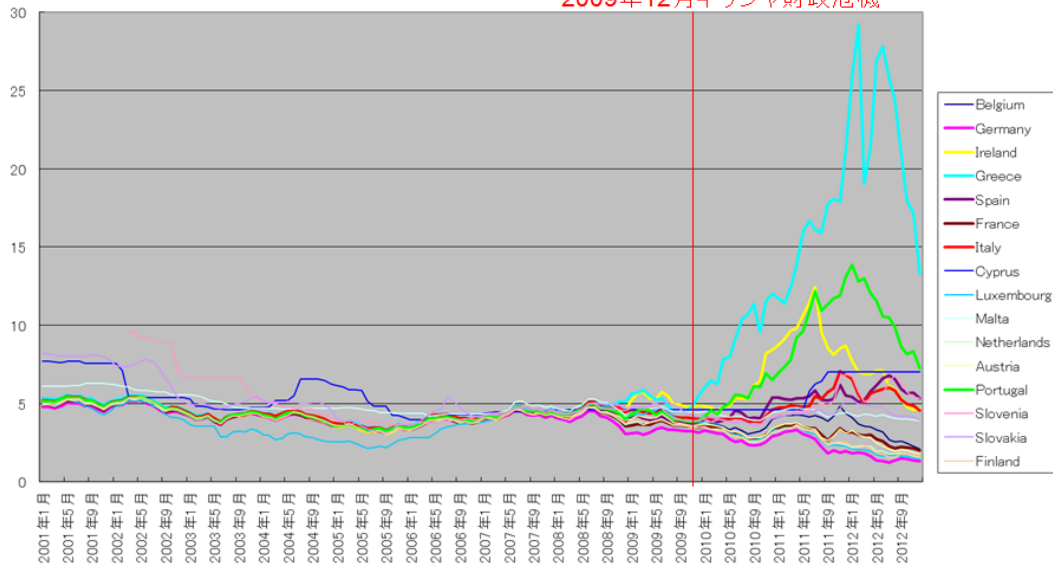


(データ) Eurostat

図7: 長期金利(10年物国債利回り)

長期金利(10年物国債利回り)

2009年12月ギリシャ財政危機



Data: ECB

2013/2/12

7

## 財政危機の波及

- 欧州財政危機

ギリシャ(ユーロ圏GDPの2.7%)の財政危機がIIPS (GIIPS:ユーロ圏GDPの35%)への波及の現実化。

- 背景

①ユーロ圏の財政主権が統合されていないことに起因するユーロ圏諸国の足並みの乱れが露呈。

②リスボン条約に規定された「財政移転禁止」が制約。

ドイツ憲法裁判所の合憲性審理によって、2012年7月に予定していた欧州安定メカニズムESMの設立が2012年10月にずれ込んだ。

- 対応

EUとECBとIMF(トロイカ)による金融支援(+ FRBからECBへドル流動性供給)。

2013/2/12

8



## 財政危機対策の3点セット

- ① 財政危機国の財政再建  
⇒ 財政規律確立とモラルハザード防止によるソブリン・リスク縮小
- ② 深刻な財政危機国(ギリシャのみ)の債務削減  
⇒ 債務負担削減によるソブリン・リスク縮小
- ③ 欧州金融安定ファシリティEFSF/ESMとECBによる国債買上げ+各国政府による資本注入  
⇒ 金融機関へのセイフティネット+金融危機への発展を抑制

2013/2/12

9

## 財政危機波及の防止策としてのESM

- リスボン条約第122条第2項に基づいて、自然災害と同等の「制御できない例外的な事態」に備えるために欧州金融安定化ファシリティ(EFSF)を設立。しかし、リスボン条約では財政移転禁止のため、リスボン条約の改正によって欧州安定メカニズム(ESM)の設立が必要。
- ESMの設立を1年前倒しして、2012年7月に設立を予定したが、ドイツ憲法裁判所にて合憲の判決を待ったために2012年10月に設立が延期。
- EFSFを2013年半ばまで存続させ、2012年10月から2013年半ばまではESMとEFSFの両者によって財政危機に対応することとなった。
- EFSFやESMから直接に銀行へ資本注入を可能に。

2013/2/12

10

## 財政当局の信認回復のための措置

- 2011年12月8・9日のEU首脳会議
- 経済同盟の強化、とりわけ、「財政安定同盟」 (“Fiscal Stability Union”) に向けた動きに基本合意 (イギリスとチェコを除く)。
  - ① 財政規律を強化するために新しい財政ルールを含む財政協定 (Fiscal Compact)
  - ② セーフティネットとしての欧州安定メカニズム (ESM) の早期設立 (2013年7月⇒2012年7月 実際には2012年10月)

2013/2/12

11

## 円・ドル・ユーロの安定のために

- 3極同時超低金利時代においては、ポートフォリオ・バランス・モデルの為替相場決定要因の内、②予想要因と③ポートフォリオ・バランス比率要因が重要。
    - ② = 円安誘導のアナウンス (円安予想) が円安へ
    - ③ = 【国債残高の増大⇒自国通貨減価】
  - ユーロ圏の財政危機の行方
  - アメリカの「財政の崖」解消の中長期的影響 (国債の累増)
  - 日本のアベノミクスの副作用 (国債の累増)
- ⇒ 財政再建の中長期計画の提示が必要。

2013/2/12

12

# ソブリン危機 と 国際金融の新たな枠組み

東京大学・日本政策投資銀行設備投資研究所 共催

Panel Discussion

2013年2月12日（火）

慶應義塾大学経済学部

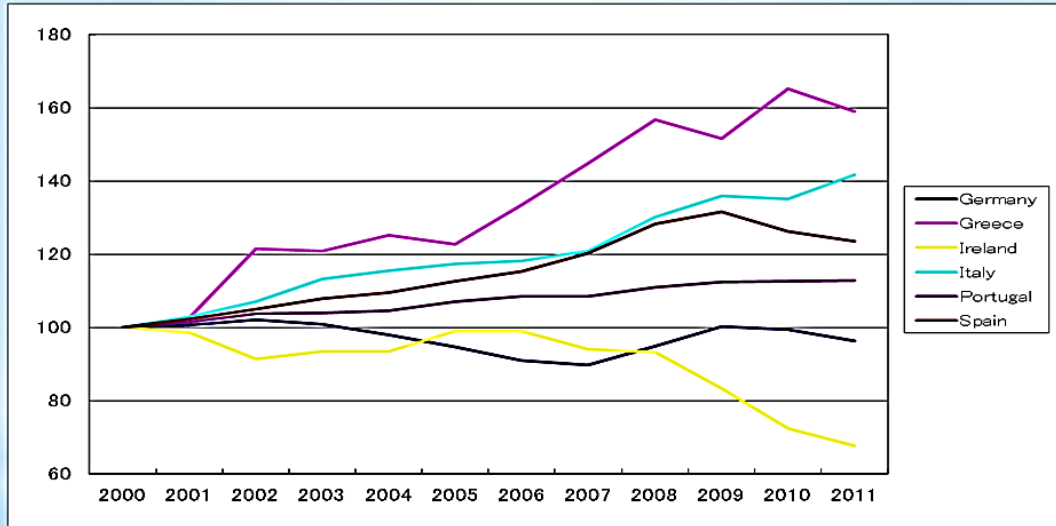
教授・PCP Co-ordinator

嘉治佐保子

## 欧州のソブリン危機

1. 危機は、返済能力に見合わない額の負債を負ったから生じた（ユーロがなければソブリン危機にならなかった、というのは正しくない）
2. 必要な構造改革を進め、生産性と競争力を高めなければ、ユーロの有無にかかわらず欧州の安定的繁栄はない
3. 欧州ではすでに、危機の背後にある構造問題に対処するためのGovernance Overhaulが進められている

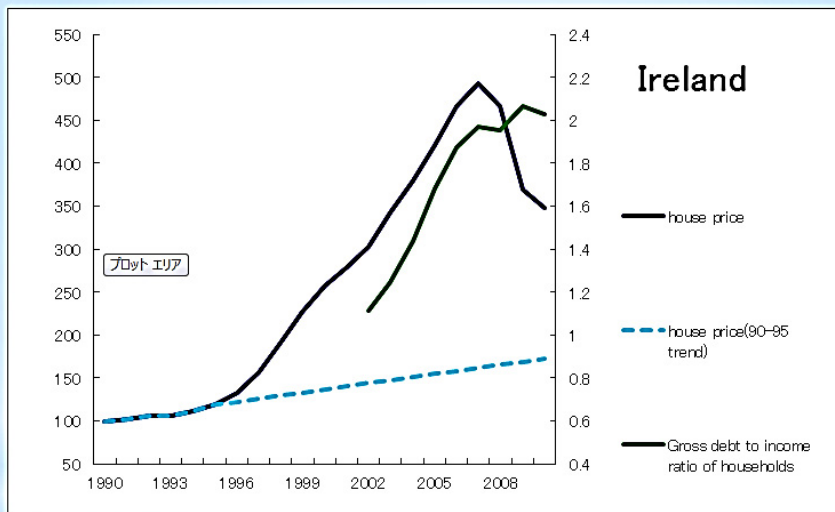
# 製造業の単位労働コスト



Source: [http://www5.cao.go.jp/j-j/sekai\\_chouryuu/sa11-02/s2\\_11\\_2\\_1/s2\\_11\\_2\\_1\\_1.html](http://www5.cao.go.jp/j-j/sekai_chouryuu/sa11-02/s2_11_2_1/s2_11_2_1_1.html)  
 OECD Quarterly benchmarked Unit Labour Cost indicators – By economic activity,  
[http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=ULC\\_QUA](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=ULC_QUA)

3

# 住宅価格と家計債務(Ireland)

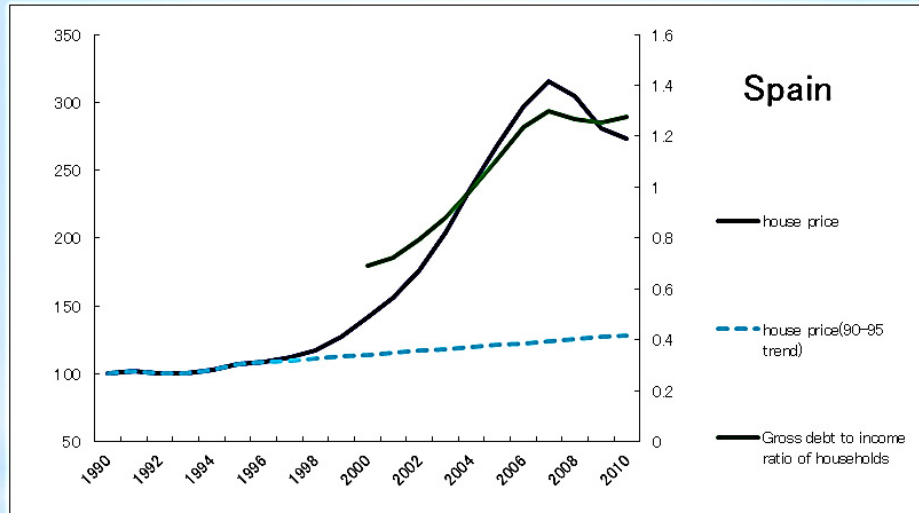


The dotted line is the trend of house price from 1990 to 1995.

Sources: [http://www5.cao.go.jp/j-j/sekai\\_chouryuu/sa11-02/s2\\_11\\_2\\_1/s2\\_11\\_2\\_1\\_1.html](http://www5.cao.go.jp/j-j/sekai_chouryuu/sa11-02/s2_11_2_1/s2_11_2_1_1.html), Eurostat, Gross debt-to-income ratio of households and components, [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/sector\\_accounts/data/annual\\_data](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/sector_accounts/data/annual_data); Environment, Community and Local Government, Ireland, <http://www.environ.ie/en/Publications/StatisticsandRegularPublications/HousingStatistics/>;

4

## 住宅価格と家計債務(Spain)

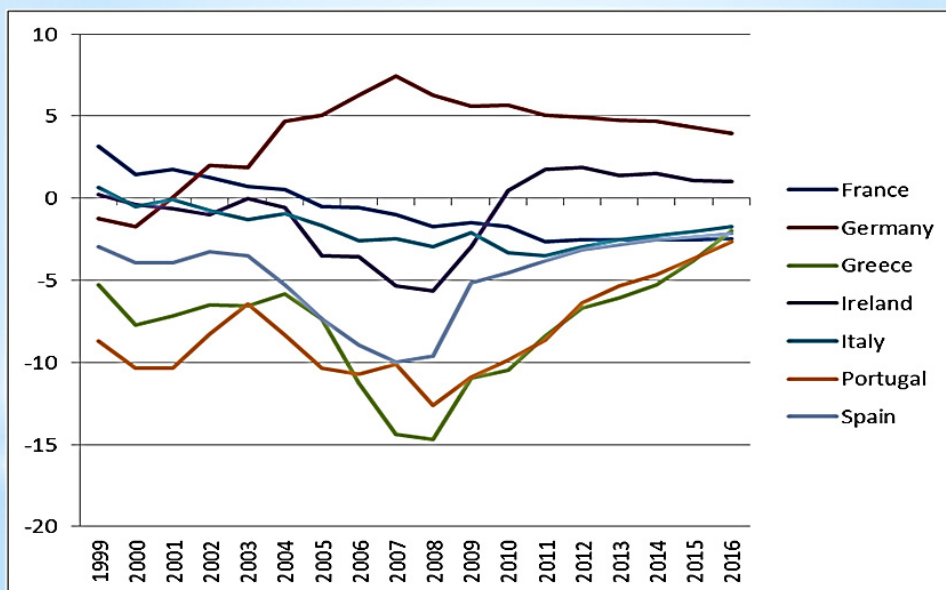


The dotted line is the trend of house price from 1990 to 1995.

Sources: [http://www5.cao.go.jp/jj/sekai\\_chouryuu/sa11-02/s2\\_11\\_2\\_1/s2\\_11\\_2\\_1\\_1.html](http://www5.cao.go.jp/jj/sekai_chouryuu/sa11-02/s2_11_2_1/s2_11_2_1_1.html), Eurostat, Gross debt-to-income ratio of households and components, [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/sector\\_accounts/data/annual\\_data](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/sector_accounts/data/annual_data), Sociedad de Tasación, Spain ([http://web.st-tasacion.es/html/query\\_series\\_numericas.php](http://web.st-tasacion.es/html/query_series_numericas.php))

5

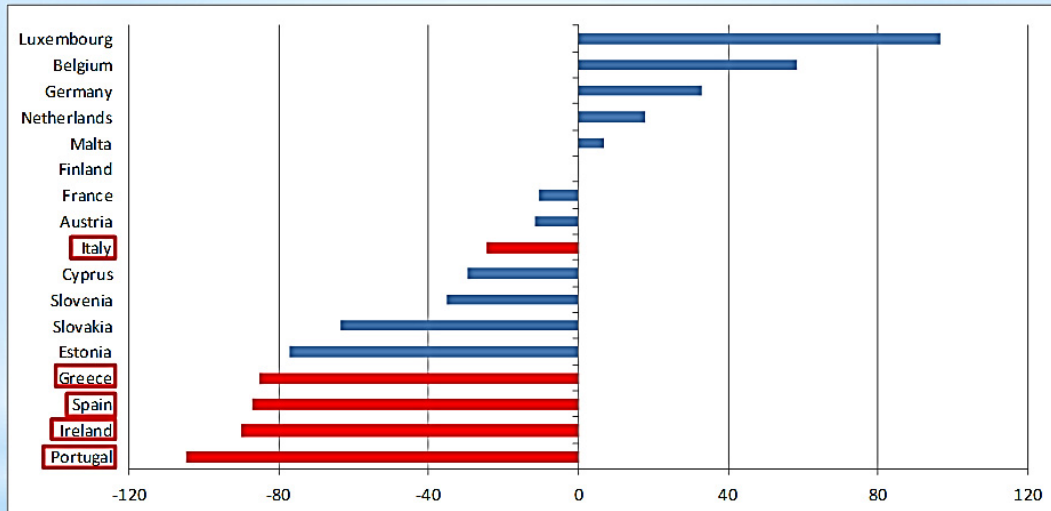
## 經常収支 GDP比



Source: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2011

6

## 純対外資産 (% of GDP, average of 2008-2010)



Source: [http://www5.cao.go.jp/jj/sekai\\_chouryuu/sa11-02/s2\\_11\\_2\\_1/s2\\_11\\_2\\_1\\_1.html](http://www5.cao.go.jp/jj/sekai_chouryuu/sa11-02/s2_11_2_1/s2_11_2_1_1.html), Eurostat Net international investment position in % of GDP, average of 2008-2010.  
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&tableSelection=1&labeling=labels&footnotes=yes&language=en&pcode=tipsii10&plugin=1>

7

## Governance Overhaul

- 民主主義のもとで「経済全体を良くするが投票者に不人気な政策」を実行する --- 世界共通の問題
  - 欧州は、世界に先駆けてこの問題に答えようとした
    - 単一市場
    - 共通通貨ユーロ
    - リスボン戦略
- Governance Overhaul

財政規律の重要性は当然認識されているが、今回の危機以降、マクロ経済不均衡も重視

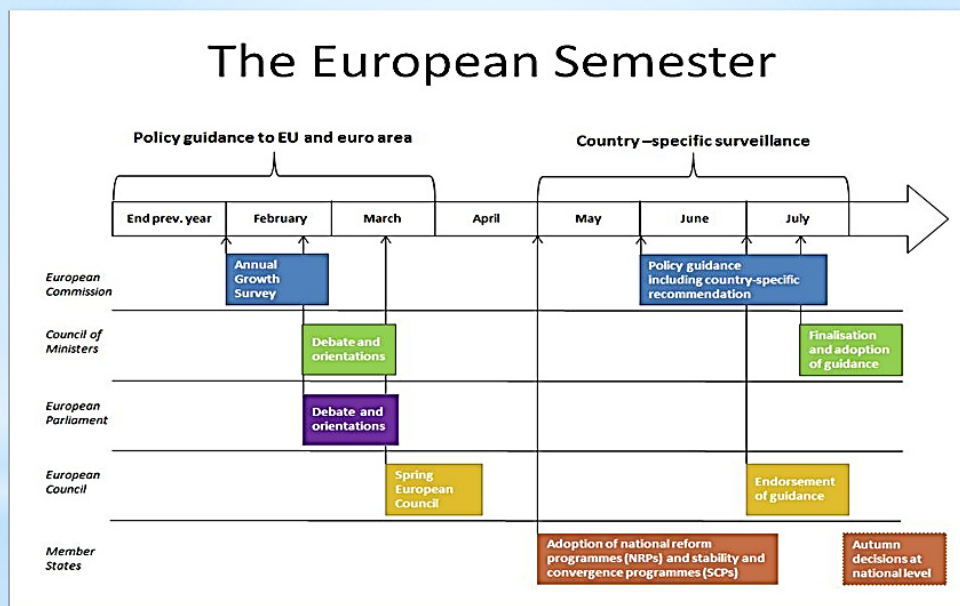
8

## 欧州のガバナンス改革：European Semester

- 2010年にEuropean Semesterが導入されるまで、  
経済政策を春、財政政策を秋に、別々に議論
- ESでは、これを統一し、経済サーベイランスと経済政策の決定を同時に行い、サーベイランスを受ける政策分野に、新たにマクロ経済不均衡と金融部門の問題を含める
- 一年の前半のEuropean Semesterにおいて、  
財政政策・マクロ経済不均衡・金融部門の問題・成長のための構造改革についてEUレベルの議論を行う
- 加盟国は一年の後半のNational Semesterにおいて、  
前半のEUレベルの議論を受けて予算案を作成し、自国の議会に提出する
- 2011年前半から実施されている

9

## 欧州のガバナンス改革：European Semester



[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/index_en.htm)

10

## 欧州のガバナンス改革：six pack

- 五本の規制Regulationsと一本の指令Directive
- 2011年12月13日に発効
- 財政に関する安定成長協定（Stability and Growth Pact）の強化のみでなく「マクロ経済不均衡手続き」（Macroeconomic Imbalance Procedure）にもとづくマクロ経済サーベイランスも含む

マクロ経済不均衡手続き(MIP)を構成するのは

- \*10個の経済指標を並べたスコアボード
- \*これに基づく加盟国経済全体の評価
- \*「過剰不均衡手続き」Excessive Imbalance Procedure
- \*修正を求める提案に従わないユーロゾーン加盟国に対する制裁

11

## 欧州のガバナンス改革: TSCG

- 「安定、調整とガバナンスに関する条約」 Treaty on Stability, Coordination and Governance (TSCG)の中の「財政コンパクト」 Fiscal Compact
- 2013年1月1日 発効
- 財政に関する規律をシックスパックに追加するだけでなく、**経済政策サーベイランス**と調整も強化
- 過剰財政赤字を効果的・持続的に解消するために必要な構造改革を示し債券発行計画の事前調整、過剰財政赤字手続きが始まった加盟国間の経済パートナーシッププログラムを含む
- 少なくとも年二回のユーロサミットを開催し経済調整を強める

12



## 欧州のガバナンス改革: Europlus Pact

- 正式名は「ユーロプラスパクト：競争力と収斂のための経済政策調整の強化」（The Euro Plus Pact: Stronger Economic Policy Coordination for Competitiveness and Convergence、2011年3月24～25日の欧州理事会で採択）
- 「プラス」は、ユーロ加盟17か国のほかに非加盟国のブルガリア、デンマーク、ラトビア、リトアニア、ポーランド、ルーマニアの6カ国も参加しているから
- 競争力の強化、雇用の促進、財政の持続可能性の強化、金融の安定性の強化の4分野で共通目標を設定し、相互に監視することで、「マクロ経済不均衡手続き」(MIP) を強化
- ただし、Lisbon Strategy, Europe 2020 同様、罰則なし

13

## 欧州のガバナンス改革: Two Pack

- ユーロ加盟国だけを対象とする二つの法律、欧州委員会・欧州理事会と欧州議会が2012年夏の合意をめざして議論
  1. 予算案のモニター・評価と過剰財政赤字の修正に関する法律  
ユーロ加盟国は自国の国会に予算案を提出する前に、10月15日以前に欧州委員会とユーログループに予算案を提出
  2. 金融財政危機に瀕したユーロ加盟国のサーベイランス強化に関する法律

14

## 欧州のガバナンス改革： European Banking Union

- 金融危機と財政危機の連鎖を断つ  
(2008年と2011年の間に、EU納税者は銀行に€4.5兆のローンと保証を提供)
- 金融監督、整理回収、預金保険、金融規制のうち、金融規制については比較的統一が進んでいるが、ほかの三つは統一されていない
- 2012年12月の合意：ECBは€300億以上の資産またはGDPの20%以上相当のバランスシートを持つ銀行（およそ200行）を監督
- ドイツの貯蓄銀行はドイツの監督当局が監督、ただし必要があればECBに発言権

15