

## 世界の潮流の変化とアジア経済\*

—2017年度一橋大学・日本政策投資銀行共同シンポジウム抄録—

小川 英治

(一橋大学大学院経営管理研究科教授)

中村 純一

(日本政策投資銀行設備投資研究所)

[編]

---

\* シンポジウムに基調講演者・パネリストとしてご登壇を賜り、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、登壇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。また、本稿に掲載された講演、討論の内容や参照資料は、全てシンポジウム開催時点(2018年3月15日)までの情報に基づく各登壇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。

Changes in World Trends and the Asian Economy

Economics Today, Vol. 39, No. 1, August, 2018

*Edited by*

Eiji OGAWA

Graduate School of Business Administration

Hitotsubashi University

and

Jun-ichi NAKAMURA

Research Institute of Capital Formation

Development Bank of Japan Inc.





## シンポジウムの概要

一橋大学(研究機構東アジア政策研究センター)と日本政策投資銀行(設備投資研究所)は、2018年3月15日、両者の包括連携協定に基づくアジアの経済金融情勢に関する共同研究の成果を広く社会に還元することを目的として、共同主催シンポジウム「世界の潮流の変化とアジア経済」を開催し、企業関係者など約130名の方々が参加した<sup>1</sup>。

近年、米国や英国など欧米の主要国を中心に反グローバリズムの波が広がっている。米国では、トランプ政権が12カ国で大筋合意していた環太平洋経済連携協定(TPP)からの離脱を表明したほか、鉄鋼・アルミニウムに追加の関税を課すなど、通商政策や移民政策などにおいて保護主義的・排外主義的な政策を推し進める姿勢を鮮明にしている。また、欧州でも英国の欧州連合(EU)からの離脱を巡る交渉が続くほか、反移民を掲げる政権が誕生するなど米国と同様の動きが連鎖している。一方、米国が自国第一主義の政策を打ち出す間隙を縫って、中国は一带一路構想などのもと欧州やアフリカに及ぶ沿線諸国への経済的・政治的な影響を強めようとしている。

中国をはじめとするアジアの新興国経済は、20世紀後半からの海外からの直接投資の受け入れや技術の移転などを梃子に、グローバル化の恩恵を享受しながら高成長を続けてきた。しかし、今後は反グローバリズムに加え、米国金融政策の転換など金融環境の大きな変化も予想されるなど、必ずしも順風な経済環境を期待できる状況ではなくなるとみられる。このような中、人口高齢化など自国の構造問題に適切に向き合い、いわゆる「中所得国の罠」を回避できるかは予断を許さない。一方、我が国の視点から見れば、アジア諸国は「競争相手」であると同時にパートナーでもある。アジア諸国やアジアの企業とどのように競い、また協調してアジアの成長の果実を獲得していけるかは、日本の経済発展や日本企業の成長にとっても重要なポイントになることは言うまでもない。

本シンポジウムは、このような視点を踏まえ、反グローバリズムを軸に世界の潮流が変化する中で日本がアジアとどのように向き合っていけばよいのかについて議論することを目的として開催された。まず、学界を代表して、慶應義塾大学経済学部の木村福成教授が「アンバンドリングの深化と新興国・発展途上国の開発戦略：継続課題と新たな挑戦」と題して、基調講演を行った。続くパネルディスカッション「世界の潮流の変化とアジア経済」では、一橋大学大学院経済学研究科の奥田英信教授をコーディネーターとし、基調講

<sup>1</sup> 登壇者の皆様、特に主催機関外から基調講演者・パネリストとして貴重なお話を賜った慶應義塾大学経済学部の木村福成教授、そして当日このシンポジウムにご来場を賜ったオーディエンスの皆様、この場を借りて改めて厚く御礼申し上げます。

## I. シンポジウムの概要

演者である木村教授に、一橋大学大学院商学研究科（現・経営管理研究科）の小川英治教授、一橋大学大学院商学研究科（現・経営管理研究科）の花崎正晴教授、日本政策投資銀行の田中賢治設備投資研究所副所長を加えた4名のパネリストにより、それぞれの専門の観点からのプレゼンテーションと討論を行った。

本稿は、これら貴重な講演、プレゼンテーション、討論ならびにその際に用いられた資料について、登壇者の方のお許しが得られた範囲で、多くの方にご覧頂けるような抄録として、編者の責任において取りまとめたものである。掲載をご快諾頂いた登壇者の皆様に記して感謝申し上げたい。取り纏めにあたっては、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、登壇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編者たちの責に帰するものである。また、本稿に掲載された講演、討論の内容や参照資料は、全てシンポジウム開催時点（2018年3月15日）までの情報に基づく各登壇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ことをお断りしておく。

編者

基調講演

## アンバンドリングの深化と新興国・発展途上国の開発戦略 ：継続課題と新たな挑戦

木村 福成

慶應義塾大学経済学部教授

東アジア・アセアン経済研究センター（ERIA）チーフエコノミスト

（2018年 3月15日）

資料p. 18～

ご紹介を頂きありがとうございます。慶應義塾大学及び東アジア・アセアン経済研究センター（ERIA）の木村でございます。本日は、本シンポジウムにお越し頂きましてありがとうございます。

このところ、ASEANと中国を中心とする、東アジアと呼ばせていただきますけれども、この地域における開発戦略や貿易・投資の構造が大きく変わりつつあると認識しています。1980年代終わり頃からの約30年間を見ますと、東アジアでは比較優位に基づく産業単位の国際分業というよりも、国際的な生産ネットワークあるいは後ほどご説明するボールドウインの用語では「第2のアンバンドリング」と呼ばれるタスクあるいは生産工程単位の国際分業が非常に盛んになりました。そして、それが持続的な経済成長を生むと同時に速いスピードでの貧困の撲滅につながりました。私個人としても、開発戦略においてこの国際的な生産ネットワークをどう活用していけばよいのかについて、20年以上研究してきました。

こうした生産工程単位の国際分業というのは、まだくまなく広がっているわけではなく、ASEANの中や中国の国内でも盛んに行っているところもあればようやく始めたあるいはまだ始まっていないところもあります。従って、国際的な生産ネットワークの拡大や深化を通して開発戦略を推し進められる余地はまだ残されています。経済統合の観点でも、私のERIAでのこれまでの10年の経験を振り返りますと、ASEAN域内の経済統合あるいはASEAN+1のFTAが果たしてきた役割は、昔ながらの産業単位の国際分業から一歩進んだ国際的な生産ネットワークをどう上手く活用していくかというところに結果的には集約されてきたのだと思います。本日の講演で申し上げたいポイントの1つ目は、ここでは

継続課題と呼びますが、そのような国際的な生産ネットワークを継続的に発展させる余地はまだあるということです。

一方、過去3年程度あるいはもう少し以前からかもしれませんが、デジタルエコノミーの波がやって来ています。これまでは生産工程単位の国際分業と言っても、基本的には1つの経済活動を単位に生産ブロックが様々な国に配置されている、あるいはそれをベースに部品や中間財が行き交うというイメージでした。ところが、フェイスブック、Airbnb、またEコマースなどのサービスが一気に普及したことにより、私も過去1年ぐらい随分悩みましたが、いま質的にかなり異なったことが起きてきているという結論に至りました。つまり、もう生産ブロック単位の国際分業ではなく、ICTの活用でBtoB、BtoC、あるいはCtoCのマッチングが非常に簡単にできるようになり、国際分業というよりもビジネスの手法そのものが相当変わってきています。このようなデジタルエコノミーの波はもちろん日本にも来ていますが、日本とASEANや中国を比較しますと、そのベースとなる研究開発のストックや人的資源の厚みは日本が上でも、新技術を活用したビジネスモデルの導入は実はASEANや中国の方が進んでいるということが結構あります。この背景には、1つは日本では様々な規制が整備されている一方で新興国・発展途上国では規制が緩いことがあると思いますし、既存の類似ビジネスの有無も関係しています。皆様が東南アジアに行かれますと、例えばジャカルタなどではウーバー、グラブ、ゴジェックのような新興企業がタクシーやバイクの乗車マッチングサービスを提供しており、既に日常生活にも浸透しています。日本ではそうしたマッチングサービスを利用する機会はまだ少ないのですが、東南アジアでは政策の立案が後追いとなりビジネスが先を行っているわけです。

このような動きを各国がどのように開発戦略の中に消化して組み込んでいくかが、おそらく喫緊の課題ではないかと考えています。ASEANやもう少し広く東アジアの経済統合を考えるうえでは、もっぱらBtoBの観点から貿易や投資の自由化など国際的な生産ネットワークの拡大や深化に資するような取り組みが推進されてきました。そこでは消費者ビジネスにおけるメリットは基本的にほとんど考慮されておらず、ASEANの経済統合では、いわゆるモード3、モード4などと呼ばれるサービスや人の移動の自由化が一番遅れていました。その意味では、デジタルエコノミーの登場により取り組みの遅れていた分野が明らかになってきたと思います。2015年にASEAN経済共同体が発足し、統合は一応の進展を見せていますが、その動きがいまひとつ注目されないのはデジタルエコノミーを開発戦略あるいは経済統合の動きの中にうまく組み込めていない点にあるのではないかと思います。その意味では、我々はまずデジタルエコノミーにおける新しい国際分業の実態を理解



しなければなりません、これは結構難しいことです。最近の経済学ではエビデンスに基づいて議論を行う必要がますます高くなっていますが、そもそもデジタル経済にはデータの蓄積がない。生産性で言えば、農業や製造業なら何とか測れる気になっているが、サービス業の生産性をどう測るのかとなると、我々経済学者でも大議論になるわけです。一方で、現実の経済はもう先に進んでしまっているのです、それに関する政策を立案する必要がありますし、我々もキャッチアップしていかなければならない。伝統的な経済学のロジックでアプローチできる部分もあるはずなので、そこは我々経済学者が検討しなければならない部分だと思っています。ASEAN諸国の人々はpeople to people connectivityという言葉が好きです。それは、人と人はきちんと結びつかなければならないという、温かい文化的な概念だったわけですが、今やデジタル技術によって経済の中でリアルなコネクティビティが既に実現している状況です。その意味では、経済的な面だけではなく社会・文化的な面まで踏み込んで、人と人のつながりさらには共同体をどのように考え、デジタルエコノミーの登場に合わせてその概念を書き直していくかが、ASEANの経済統合にとっての大きな課題になってきます。そうでなければ、経済統合に対する情熱は徐々に薄らいでいくと思います。

このような中で、先日TPP11（CPTPP）が署名され、実際に協定が発効される可能性がかなり高くなりました。その中身を見ると、国有企業関連などの重要な項目のほか電子商取引に関する章も盛り込まれています。デジタルエコノミーが登場する中で、経済統合や政策協調などの面で考慮しなければならない重要な問題として認識されているわけです。一方で、米国のトランプ政権は貿易政策において、甘く見ても第2のアンバンドリングよりも前の1980年代、あるいはもしかすると2世紀前の発想で考えているのではないかと思います。これに対して、我々はなぜ新しい通商政策体系が必要なのかをしっかりと訴えていくことが大事かと思っています。

イントロダクションが長くなりましたが、本日は前半と後半に分けてお話をします。前半では、まず第2のアンバンドリングと言われる国際的な生産ネットワークにおいて生産工程単位の国際分業がどのように動いてきたのかについて、多くの研究が蓄積されていますので、そのお話をさせていただきます。また、第3のアンバンドリングと言われる、デジタルエコノミーの下での新しい国際分業の進展について、この分野はデータもあまりなく研究も進んでいませんが、半ば想像も交えながらお話しします。後半は、それを踏まえた新興国・発展途上国の開発戦略について、経済統合やインフラ開発、中小企業振興などの政策体系をどのように再構成していけばよいのかについてお話をさせていただきます。

リチャード・ボールドウィンの ”The Great Convergence” という本がありますが、つい先日日本語訳も出版されました。私はまだ日本語訳は読んでいませんが、ぜひともお読み頂きたいと思います。この本で使われる「アンバンドリング」という概念をスライド2に示していますが、これは国際貿易論における国際分業の整理において非常に便利な概念です。国際分業の実態の把握を中心に据えながら、ボールドウィンはアンバンドリングの概念を用いて技術体系の変化とともに国際分業がどのように変化してきたかを考えています。頭の整理がしやすくなりますので、この概念に沿ったお話をしていきます。

ASEANや中国は、第2のアンバンドリングあるいは国際的な生産ネットワークを積極的に活用することで世界をリードしてきました。ほかの国・地域を見ると、東欧の数カ国やメキシコ、コスタリカといった国はこのタイプの国際分業をある程度は行っていますが、それ以外の新興国・発展途上国ではほとんど行われていない状況となっています。第2のアンバンドリングが進むことのインプリケーションとしては、1つはボールドウィンの言葉で言う「大収束 (great convergence)」に集約されます。先進国の技術や経営ノウハウと新興国・発展途上国の安い労働力が結びつくことで、先進国と新興国・発展途上国の所得水準が1990年頃を境に収束に向かいつつあるということです。1800年代から1980年～90年ぐらいまでを見ると、先進国の所得の伸びが大きく、新興国・発展途上国との所得水準の相対的格差は開いていっていたのですが、それが急速に縮まってきています。つまり、先進国よりも新興国・発展途上国のほうがより高く成長するようになったということです。その中で、生産工程毎に国際分業が行われる生産のフラグメンテーションが起き、同時に諸工程が集まって産業集積が形成されました。これはすごく大事なことで、分散立地と集積形成が同時に起きるということです。集積形成がある程度ないと産業構造は安定しませんし技術移転も起きません。これは東南アジアでもうまくいっている国といていない国があるわけですが、分散立地と産業集積が同時に起きることが第2のアンバンドリングの重要なポイントの1つです。また、第2のアンバンドリングが進むことで持続的な成長が可能となり、同時に貧困が撲滅されていきます。特に製造業を軸として経済が発展しますと、周辺のサービス業も成長するので、比較的貧しい人たちの雇用が大量に創出されます。こうして例えばタイでは、タイ北東部などの貧しい地域から中心部にどんどんと人が移り急速な貧困撲滅が実現してきたのです。

世界全体を見渡すと、新興国・発展途上国でこのように経済成長と貧困撲滅が同時に実現するのは決して当たり前のことではありません。資源に依存して経済成長しているアフリカの多くの国やラテンアメリカの幾つかの国では、1国全体では経済が成長しても貧困

層の縮小が遅れている国がたくさんあります。それは比較的貧しい人たちの雇用をどの程度創出できるのかと密接に関連しており、東南アジアや中国では第2のアンバンドリングを梃子に経済成長と両立できたことが1つのポイントだと思います。ただし、東南アジアの中でも第2のアンバンドリングの進み具合には国ごとに差があり、シンガポール、マレーシア、タイなどはそれをうまく成長に結びつけてきましたが、フィリピンやインドネシアを見ると効率的に産業が集積しているとはまだまだ言えません。ラオス、カンボジア、ミャンマーなどでは、ようやく生産ネットワークへの参加が始まった段階なのでそれを拡大・深化させていく余地は十分にあることになります。この点については、後ほどデータをお見せしながらもう少しお話しします。第3のアンバンドリングについては、そもそもの定義について後でもう少し詳しくご説明しますが、アジアには既にデジタル経済の波が到達しており、これをどのように開発戦略に組み入れていくかが喫緊の課題になっていると思います。

スライド3はリチャード・ボールドウィンの本の概要を私なりに簡略化してまとめたものです。これを見て頂きますと、pre-globalized worldとありますがグローバル化が進む前の世界では、トレードコスト、コミュニケーションコスト、フェース・ツー・フェースコスト、これらは地理的な距離に関するコストですが、全て高かったわけです。従って、もちろん国際貿易が全くなかったわけではありませんが、そのほとんどは贅沢品に限られ、1国で生産したものは基本的にはその国で消費するという時代が、世界全体として1820年ぐらいまで続きました。その後、鉄道や蒸気船などの大量輸送手段が導入されてきて、比較的容易に国境を越えて遠距離まで物を大量に安く運ぶことができるようになり、トレードコストが下がっていきました。これにより、ボールドウィンは第1のアンバンドリングと言っていますが、1国が生産した物を、貿易を通じて他の国が消費するという世界が出現しました。我々が比較優位による貿易の話をする場合には、理論的には産業単位の国際分業、例えば雁行形態論がありますが、第1のアンバンドリングの世界を想定しています。このタイプの国際分業がドミナントな時代は、1820年から1990年ぐらいまで続きました。その後、1990年ぐらいを境に、東アジアではシンガポール、マレーシア、タイなどでもう少し早い時期から、いわゆる第2のアンバンドリングが始まります。この背景には、いわゆるICT革命が起き遠距離のコミュニケーションコストが劇的に下がってきたことがあります。1980年頃の状況を思い出して頂くと、国際電話はありましたがコストは非常に高く、まだEメールやインターネット、ファックスがない中で国際的な連絡手段はテレックスや電報などに限られていました。このような状況下では、生産工程の一部が他国に離

れてあったりすると、部品の取り寄せに時間がかかったりして、非常に非効率だったわけです。それが、コミュニケーションコストが劇的に下がったことによって、全ての生産を1カ所で行うメリットは低下して、安い賃金を活用したい生産工程は他国に移管し、熟練労働者が必要な工程は自国に残すというような生産工程の分割が可能になりました。これがいわゆる第2のアンバンドリングにおける国際分業となります。第2のアンバンドリングで、タスクや生産工程単位の国際分業を行うためには、部品や中間財といった物が動くだけではなく、生産工程全体のコーディネーションができなければなりません。また、併せて製品や部品を生産するための技術や経営ノウハウなどが、これらをボールドウィンはアイデアと呼んでいます、移管されます。その結果、先進国の有するアイデアが新興国・発展途上国の労働と結びつくことで、生産性が上昇しました。これがまさに中国やASEAN諸国で高成長が実現した1つの要因であり、1990年を境に起きた第2のアンバンドリングの帰結ということになります。

最後に第3のアンバンドリングです。第2のアンバンドリングにおけるコミュニケーションコストの低下はBtoBの話でしたが、第3のアンバンドリングではフェース・ツー・フェースコミュニケーションやマッチングコストが劇的に低下したということで、労働者単位で国際分業を行うことすら可能になってきました。例えば、1つのタスクを行うために1人は台湾、1人はシンガポール、1人はドイツにいて分業を行うことすら可能になってくるということです。また国際分業にとどまらず、BtoCやCtoCの面でマッチングコストが下がってきたことが第3のアンバンドリングの特徴ですが、この点については後ほどもう少し詳しくお話しします。

第2のアンバンドリングでは、先ほど申し上げましたように私自身あるいはほかの研究者も研究を進め、実際に何が起きているのか、何をすべきなのかが随分と分かるようになってきました。スライド4は生産のフラグメンテーションの概念を示した図です。例えば電子関連の工場があるとして、かつては上流から下流まで1カ所で生産していましたが、生産工程をよく見ると労働集約的な生産工程もあれば技術者をたくさん要する工程もあります。ロジスティクス面で利便性のよい場所に置く必要がある工程もあり、それらを生産ブロック単位で離れた場所に置くことによって全体の生産コストを下げられるかもしれないというのが、生産のフラグメンテーションの発想です。

全体の生産コストは、生産ブロック単位のコストと、各生産ブロックをつなぐサービスリンクのコストから成ります。生産ブロック単位のコストの面では、先進国と新興国・発展途上国間で国際的な分業を行うことは意味があり、特に労働コストの観点からは一定の

工程を新興国・発展途上国に移管した方がよいことになります。しかし同時に、サービスリンクのコストも考えなければいけません。これにはコーディネーションコストも含まれていますが、東アジアの経済統合の議論の中では、部品・中間財の関税の撤廃に加えて、時間コストも含む輸送費の削減などロジスティクスの効率性・信頼性の確保が、重要な課題として強調されました。部品・中間財を安く輸送できたとしても、たまに輸送できないことがあるというのでは国際的な生産ネットワークは組めませんので、コスト低減に加えて信頼性を確保することが大きなポイントだったわけです。実際に、東アジアではこのような課題を克服して生産ネットワークが構築されているわけですが、ラテンアメリカやアフリカ、中東の国々で生産ネットワークを構築できない背景には、特にこの工程単位同士を結合するサービスリンクコストの問題が恐らく非常に大きいということが示唆されると思います。

スライド5は生産ネットワークの構造例を示した図です。初期の生産ネットワークは左側の図にあるような非常に単純なものでした。いわゆる国境生産共有と言っていますが、例えば米国で部品を取りまとめてメキシコのティファナ市のようなマキラドーラ（保税輸出加工区）に輸送し、そこでメキシコの安い賃金の労働者を活用して製品を組み立てた後に米国に輸送して販売するというものです。同様のオペレーションは、例えば香港と中国・広東省の間や、シンガポールとインドネシアのバタム島などの間にも見られました。このような初期の形態から徐々に真ん中の図にあるような少し複雑な形態に移行していきました。これは少し昔のハードディスクドライブの生産ネットワークをイメージした図ですが、特に電子関連の製品は部品が小さくて付加価値が高いため、飛行機で輸送しても採算がとれるということで、様々な場所に生産工程を配置するようになりました。右の図は自動車の生産ネットワークをイメージした図です。自動車の場合は図のピラミッド部分のように基本的には1つの集積の中に大部分の生産工程を置く方が効率的ですが、足りない部品は集積の外から取り込む形になります。この点で、ブラジルとメキシコの対応は大きく異なり、ブラジルは自前で全てをカバーする生産ピラミッドを構築しようとしたのですが、多大なコストと時間を要してしまいました。一方、メキシコは、最初は割り切って足りない部品はどんどん輸入することにして、徐々に自前の生産ピラミッドを構築していくことにした結果、かえって早く自動車産業を立ち上げることができました。生産ネットワークの構築においては、工程間の距離は近い方がよいわけですが、実際には遠距離と近距離のネットワークを組み合わせることも多く、その中で近距離のネットワークにおいては産業集積の厚みが大事になってきます。

スライド6は、東アジア各国の輸出入において機械類がどのくらいの割合を占めているかを完成品と部品とに分けて示したグラフです。赤色の棒グラフが輸出、青色の棒グラフが輸入、棒グラフ上方のベタ塗りが機械の完成品、下方の網掛けが機械部品を示しています。なぜ機械に注目するかというと、機械産業が第2のアンバンドリングの主役だからです。棒グラフ全体の高さが示すように、1970～80年代は機械部品の輸出入とも規模は非常に小さく、しかも輸出国と輸入国がはっきりと分かれていることが特徴でした。一方、1990年代に入ると大きく変わり、東アジアの何カ国もが機械部品の輸出や輸入を行う状況に変わってきました。これが、東アジアが第2のアンバンドリングの段階に移行した1つのエビデンスになるわけです。2010年代に至るまで状況は刻々と変化していますが、インドネシアなどではまだ機械産業の占める割合は小さいということで、生産ネットワークにはまだ十分に絡めていない状況であることがわかります。

スライド7は、スライド6のグラフを世界に広げたものです。このグラフは総貿易に占める機械部品の比率の高い国を左から順に並べていて、図左の機械部品比率の高いグループは第2のアンバンドリングをやっている国ということになりますが、先進国に混じって東アジアの国も多く入っています。一方、図の右に位置するような機械類の比率が低い国の中にも、東アジアの国が含まれています。このような国は、まだ第1のアンバンドリングの段階にあるということで、立ち位置がはっきりと分かれています。中国はかなり図の左に位置していますし、ベトナムも第2のアンバンドリングに移行する手前まで来ていますが、インドネシアなどは第1のアンバンドリングにとどまっていますし、カンボジアはようやく右端に顔を出したような状況となっています。

スライド8、9は少し違う角度から生産ネットワークの参加度を示したグラフです。輸出入統計品目番号（HSコード）の品目分類に従い機械部品を抽出すると445種類ありますが、このグラフはそのうち各国が何種類輸出しているか、また何カ国に輸出しているかを示しており、生産ネットワークへの参加度を測る1つの指標と言えます。横軸が輸出品目数、縦軸が輸出先国数を示していますが、これを見て頂くとマレーシアやタイ、シンガポールは445種類のうちほとんどの部品を輸出しています。一方、フィリピンの輸出品目数は300程度と輸出している部品は限られますが、2007年と2013年を比較すると2013年の方が輸出品目数は多くなってきたことが分かります。ほかのASEAN諸国を見ると、ベトナムでは輸出品目数及び輸出先国数とも伸びており、徐々に国際的な生産ネットワークに組み込まれてきていることが分かります。カンボジアやラオス、ミャンマーなどではまだ輸出品目数は少ないですが、徐々に増加していく兆候も見られます。

産業集積の程度を数値化して示すことは非常に難しいのですが、スライド10のバンコク周辺の産業集積の状況を見て頂くと半径100キロ以内に約40の工業団地があります。そこには高速道路網や大規模な港湾、コンテナヤード、大きな空港があり、この範囲内でいわゆるジャストインタイムの生産ネットワークが組めるようになっています。従ってもちろん域外とも結びついています。この産業集積の中でもたいいていの分業ができ、生産の分散立地と集中が同時に起きている典型的な例と言えます。

スライド11、12は、それぞれ同じ縮尺でバンコクとジャカルタの集積の程度を夜間の明るさによって視覚化したもので、明るさの順番で大が赤色、中が緑色、小が白色で表されています。バンコクを見ると、面的な広がりをもって産業が集積するように設計されていることが分かります。このくらいの範囲に工業団地が散らばるためには高速道路網などを整備する必要があり、それができて初めて2時間以内のジャストインタイムといったものが組めるわけです。また、このように面的な広がりをもって集積が進むと、例えばタイ北東部などの田舎から移ってきた労働者も分散して住むことができます。そうすると居住費が上がり、結果として賃金も抑えられます。賃金が抑えられるといっても、田舎にいるよりは都市部に出てきた方が多くの給料をもらえるわけですから、労働者もハッピーなわけです。さらに、所得水準の高いエンジニアやマネジャーはアーバンライフを楽しみたいわけですが、そのような人たちも通勤することで仕事と生活を両立できます。それに引きかえジャカルタの集積を見ると、図の上部が海だということを割り引いても、狭い範囲内に産業が集積して混雑効果が強く出てしまっているわけです。バンコクもジャカルタも人口は近郊まで含めると1,500~2,000万人近くだと思いますが、ジャカルタの場合は人口が非常に狭い範囲内に集中している傾向があります。

スライド13は貧困撲滅の程度を示した図で、横軸は各国の1人当たりの所得、縦軸はフォーマルセクターの労働者の平均賃金を示しています。これを見て頂くと、東南アジアの国の多くと中国は回帰線の下に位置し、各国1人当たりの所得と比較すると相対的にフォーマルセクターの労働者の賃金が低くなっています。一方で、南アジアの国を見て頂くと、各国とも回帰線の上に位置しています。この1つの解釈としては、東南アジアの場合は地方から都市あるいはインフォーマルセクターからフォーマルセクターへと労働者が比較的スムーズに移動しているということです。一方、南アジアでも地方あるいはインフォーマルセクターに多数の貧しい方々がいるわけですが、その方々は何らかの理由で都市あるいはフォーマルセクターに移動できていないと解釈できます。

スライド14はインフォーマルセクターからフォーマルセクターへの人の移動をイメージ

したグラフで、いわゆるルイスモデルと言われているものです。均衡点が図のL0からL1に移行すると、インフォーマルセクターからフォーマルセクターに労働者が移動することで、賃金はほとんど上昇しません。しかし、この移動がうまくいかないと図のAとCのように賃金格差が生じ、フォーマルセクターの賃金は高いがインフォーマルセクターの賃金は低い、ということになります。東南アジアや中国で労働者がスムーズに移動した背景には、労働集約的な生産工程を積極的に誘致することで労働需要を創出したことがありますし、また、労働供給面からはインドなどの南アジアの国と比較すると地方でも初等教育をきちんと行い、地方と都市間の教育水準のギャップが小さかったことも重要だったと思います。さらに、様々な情報流通が円滑で、移動コストが小さいことも、東南アジアや中国では貧困の撲滅が早く進んだ理由と考えられます。

スライド15は、PovcalNetという世界銀行が作成しているデータをプロットした図です。これはASEAN諸国の1人当たりのPPP（購買力平価）ベースの所得水準の分布の推移を見たもので、図の下部の水色と橙色の部分が貧困層の大凡の比率を示しています。フィリピンの貧困率はあまり変わっていませんが、そのほかの国については貧困率の低下が見られます。これを世界の他地域と比較すると、必ずしもこのような傾向にはなっていません。

以上が第2のアンバンドリングの話ですが、次に第3のアンバンドリングの話に入ります。スライド16は第3のアンバンドリングのイメージを示した図です。第2のアンバンドリングでは1つのタスクを例えば4人で行っていましたが、第3のアンバンドリングでは遠隔地同士のコミュニケーションコストが下がるので、4人が離れた場所においても1つのタスクを一緒にこなすことができます。これは分業の観点からの話ですが、BtoCやCtoCのマッチングコストの低下も第3のアンバンドリングの大きな特徴だと考えています（スライド17）。フェイスブックなどのソーシャルメディア、ウーバーやAirbnbなどBtoCやCtoCのためのマッチング・プラットフォーム、アマゾンやアリババなどのEコマース、さらにはEペイメント、フィンテックなどのビジネスが、東南アジアからも続々と出てきています。新興国・発展途上国において規制体系が弱いことや既存産業が不在であることは、それ自体決してよいことではないのですが、それがゆえに新たな技術の活用が加速される面もあります。既存産業がロビイングにより新ビジネスの台頭を妨害するケースは言うまでもありませんが、それだけでなく例えば先進国ではクレジットカードやデビットカードなどが既に普及しているので、Eペイメントのようなニーズが弱く、結果として新ビジネスが成長しにくいということもあると思います。ただし、こうした新ビジネスの準備状況は非常に底が浅いので、現状のままではハード面・ソフト面のインフラ、政策環境、人的



資源などがボトルネックになって、今後の展開に限界が訪れる可能性もあります。

こうしたデジタル技術の、国際分業の在り方や新興国・発展途上国の開発戦略に対する含意を、AIやインダストリー4.0などのInformation technology (IT) と、インターネットやスマートフォンの延長線上で展開されるCommunication technology (CT) を分けて考えてみたいと思います(スライド18)。ITのインパクトは基本的には機械による代替でタスクの数を減らすところにあります。つまり、ある意味で分業を減らす方向につながる技術です。インダストリー4.0で生産活動を全てドイツで完結させようというのは1つの極端な形だとしても、経済活動の地理的集中を促し、国際分業と逆の方向に進む可能性があるというのがIT化の含意だと思います。一方、CT化の進展は地理的な距離を克服する効果がありますから、むしろ経済活動の地理的な分散を喚起するかもしれません。このように技術体系をざっくりITとCTに分けて考えますと、新興国・発展途上国は短期的にはITで最先端に行くのは難しいかもしれませんが、CTをうまく活用して経済活動の分散によるメリットをいかに引き出していけるかが戦略的に重要だと言えます。そのためにはイノベーション・ハブを形成し、世界で起こるイノベーションを取り込むことが必要になると思います。

そこで、最近の新ビジネスの動きを、プラットフォームタイプのビジネスとそれに乗るアプリケーションタイプのビジネスに分けて考えると、プラットフォームタイプのビジネスはグーグルやアマゾンがその典型で、強いネットワーク効果と規模の経済性が働きます。この点では新たに参入しにくいビジネスなのですが、ただプラットフォームタイプにも色々ありますから、ローカルの小さなものであれば参入コストは製造業のビジネスよりは低い可能性がありますし、技術の変化も早いのでグーグルやアマゾンがあと何年チャンピオンで居続けられるかも分かりません。ですから新興国・発展途上国としては、海外企業のプラットフォームに乗るのか、あるいは自前のプラットフォームを育成するのかという選択が出てきます。一方、アプリケーションタイプのビジネスは拡大の余地が多く残されています。既存のプラットフォームが絶対的なものだとしても、それに乗る可能性のあるアプリケーションは実はたくさんあるわけです。しかも、アプリケーションタイプのビジネスへのアクセスは中小企業や消費者も比較的容易で、それを通してインフラや人的資源などのイノベーションのための素地が形成されます。その意味では、規模の大きな国、中国はもちろんインドネシアなどではプラットフォームタイプのビジネスを幼稚産業として保護したい誘惑が常にあるわけですが、過度な保護はコストが大きいので、どこでその線引きをするかが重要になります。

デジタルエコノミーをバックアップする政策環境のデザインも非常に重要です。ハード面のインフラやインターネット接続はもちろん、R&Dのストックや人的資源、それらの蓄積の薄さが東南アジアの大きな課題の1つとなっています。それからTPP11（CPTPP）の電子商取引の章では、自由なデータの移動、データローカリゼーション要求の禁止、強制的なコード開示の禁止を骨子として規定しています。しかし、これは大原則を規定しているだけですので、これをバックアップする政策環境をどうデザインするかが重要になります。消費者保護やプライバシーの保護、競争政策など様々な面がありますが、例えばグーグルのような企業が参入してきたときに市場の独占をどのように考えるのかという問題もあると思います。また、プラットフォームビジネスに対する課税も難しい問題ですし、サイバーセキュリティ対策の必要性などもあり、これらをセットにした政策環境を整備していくことが必要となります。しかし、例えば電子商取引を巡る法体系は、アジア諸国だけではなく先進国でもきちんと整備されておらず、そもそもフィロソフィー自体がまだ確立途上です。TPP11ではまず原則自由からスタートして、それをバックアップする政策環境は後から考えるというスタンスですが、EUはかなり違う方向に進んでおり、EU内は自由なのですが、EU域外との間は原則保護、つまり個人情報を基本的に持ち出せない、というところからスタートしようとしています。また中国では、法規制が政治体制を守る観点や、幼稚産業保護の観点から、戦略的に使われている面があります。ASEAN諸国でもサイバーセキュリティに関する法体系が議論されていますが、まだまだ未成熟な段階です。このように政策環境をどのようにデザインしていくかが、これからの大事なポイントになってくるかと思っています。

国の経済開発戦略を考える際には、特にデジタルエコノミーをどのように組み入れていくかを考えるときには、今までご説明してきたアンバンドリングの概念が頭の整理に随分と役に立ちます。スライド19、20は、経済開発戦略とアンバンドリングのステージとの関係を、3つの方向性に分けて説明したものです。1つ目に継起的発展と言いますが、ステップバイステップにステージを上げていく戦略があります。ASEAN諸国は、第1のアンバンドリングを経て第2のアンバンドリングがかなりの段階まで来ている国も多いですが、このような段階的な発展は第3のアンバンドリングに移行するための良い準備となります。例えば、さきほどご紹介したバンコクのように、第2のアンバンドリングで効率のよい産業集積が形成され高速道路網も整備されていると、第3のアンバンドリングで電子商取引が入ってきたときに必要になるラストワンマイルの商品輸送が高速道路網のおかげで円滑にワークしますし、それだけ市場の拡大も加速しやすいということになります。インフラ

や人的資源、政策体系などが順次整備されていくという意味で、継起的な発展戦略は高次のアンバンドリングに至る最も確実な経路であると言えます。

一方、新興国・発展途上国全体を見ると、第2のアンバンドリングの段階に至っていない、あるいは第1のアンバンドリングすら実現していない国・地域もたくさんあります。しかしそのような国にも、デジタルエコノミーの恩恵を活かせば希望がないわけではない。いわゆる蛙跳びと言っていますが、第1、第2のアンバンドリングを省略して、いきなり新しい技術を応用した第3のアンバンドリングを、やれるところはやっても良いじゃないか、という考え方で、これが2つ目の方向性になります。現在、私が所属する東アジア・アセアン経済研究センター（ERIA）では、インドやアフリカの研究も行っています。インドは第1のアンバンドリングはやっていますが、第2のアンバンドリングはほとんどできていません。しかし他方で、ソフトウェアのアウトソーシングビジネスなどは既に勃興しています。また、アフリカではまだいかに食料自給を確保するのかという議論をしなければならない国も多いですが、そういう国でもCTを活かしてカットフラワーの輸出ビジネスを行っていたりしますので、蛙跳びの発展戦略も国・地域によっては当然考えていかなければならないということです。

また、3つ目の方向性としてフィードバックという言い方をしていますが、高次の個別技術を導入して古い産業を再活性化するというパターンもあります。古い産業を完全に転換できるわけではないのですが、新技術の導入によって色々な刺激を受けることで効率化されていく面があるということです。その一例として、農業へのスマートフォンの活用などが新興国・発展途上国で既に実用化されていますし、3DプリンターやIOTの活用も当然考えられます。これらをうまく組み合わせて開発戦略を組み立てていくことが必要だと思います。

スライド21は政策体系についてももう少し踏み込んで説明しています。通常、1国あるいは1地域内には次元の異なるアンバンドリングが併存していますが、ここでは経済発展にとってどの次元にボトルネックが存在するのか、第2のアンバンドリングを何とかしないといけないねとか、第3をこうしようとか、その発見が重要だということを指摘しておきたいと思います。そのうえで、アンバンドリングの次元ごとに異なるレベルの政策体系が要求されますので、ボトルネックとの関係で必要とされる宿題は何なのか、それはどこまで進んでいるのかといったことをチェックする作業が必要となります。このように、各種の開発政策の再編成をアンバンドリングの視点から行うことが有効なのではないかと、いま考えています。

例えば、まだ検討途上のものですが、冒頭に触れたASEANの人たちが大事にしている連結性（connectivity）というキーワードを、「制度的（institutional）な連結性」、「物理的（physical）な連結性」、「人と人との（people-to-people）連結性」という3つの要素に分けて、アンバンドリングの次元ごとに整理してみたものがスライド22です。まず、制度的な連結性というところで言いますと、第1のアンバンドリングの段階では、貿易の自由化と言っても基本的には原材料や完成品が貿易されるだけで比較的単純な世界です。しかし、第2のアンバンドリングの段階になると産業間の連関が複雑化して、自由化だけでなく円滑化（facilitation）の観点も加わってきますので、関税引き下げや通関手続きなど第1段階に比べてかなり広範囲な議論を行う必要がありますし、BtoBサービスや投資の自由化も重要な論点になってきます。さらに第3のアンバンドリングの段階になると、規制やルールの共通化などfacilitationの論点に加えて、BtoCやCtoCまで含めたサービスや人の移動の自由化が重要になってくるというように、経済統合という面で見ても次元が変わってくるわけです。ASEANの経済統合は、第2のアンバンドリングのところまではかなりカバーできているのですが、彼らの一番モチベーションが上がらなかったところというのが実は第3のところに入っていて、例えばサービスの自由化の意義について彼らが理解し、考え直してもらうためには、こうした説明が必要だろうと思っています。次に物理的な連結性について見て行きますと、第1のアンバンドリングと第2のアンバンドリングとでは、例えば港湾施設や空港の役割が大きく変わってきますし、第2のアンバンドリングでは、非常にお金がかかるわけですが産業集積のためのインフラ整備が重要になります。また、第3のアンバンドリングではICTの連結性はもちろん、質の高い人材を呼び込むための都市アメニティーの整備も重要となってきます。それから、最後の人と人との連結性のところでは、例えば中小企業の育成は、第2のアンバンドリングの段階であれば裾野産業（supporting industry）に属する企業がメインとなりますが、第3のアンバンドリングの段階ではベンチャー企業や消費者向け企業が対象に入ってきますので、必要な人材リソースも変わってきます。このように経済発展の戦略立案にあたっては、各国が発展にあたってのボトルネックや経済統合やインフラ開発計画における優先順位を把握したうえで、政策体系を再編成していくことが課題だと思っています。

スライド23は結論ですが、東アジアでは第2のアンバンドリングの拡大・深化が継続課題であると同時に、第3のアンバンドリングを開発戦略の中に組み入れていくという新しい挑戦が喫緊の課題となっています。これらの課題に取り組むうえでは、アンバンドリングの次元に合わせた政策体系の高次化が必要であり、TPP11（CPTPP）の中身も、あるい

はそれをどうやってASEANの経済統合（AEC）とかRCEPの中に組み込んでいくかということも、その文脈の中で理解し議論していく必要があるということだと思います。どうもご清聴ありがとうございました。

一橋大学・DBJ共同シンポジウム「世界の潮流の変化とアジア経済」  
(2018年3月15日)

## アンバンドリングの深化と 新興国・発展途上国の開発戦略： 継続課題と新たな挑戦

慶應義塾大学経済学部教授  
東アジア・アセアン経済研究センターチーフエコノミスト  
木村 福成

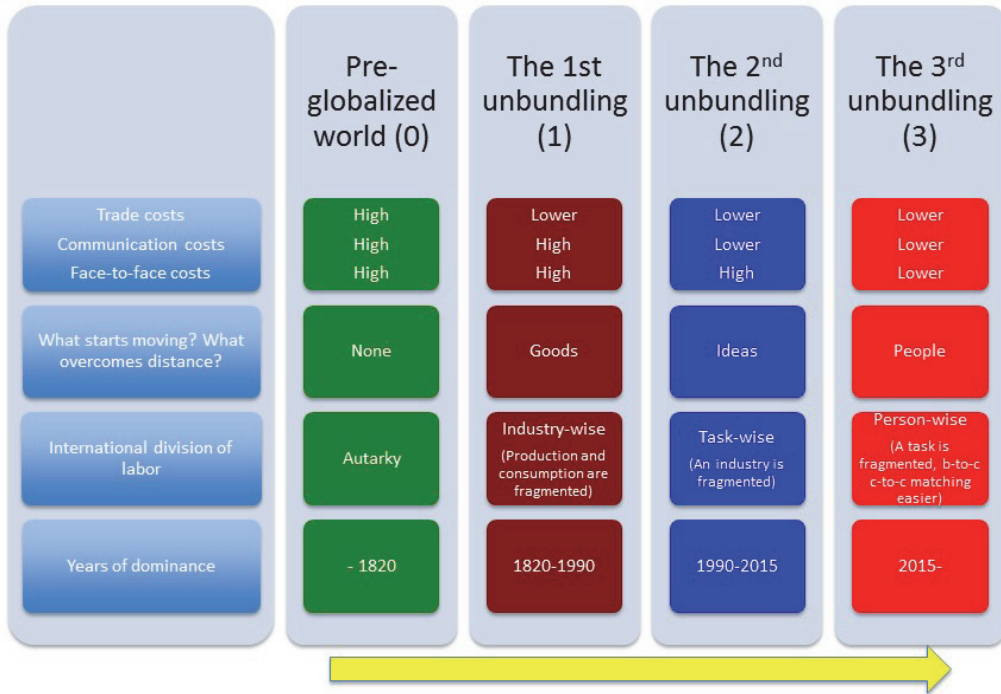
1

### 1. 継続課題と新たな挑戦

- 「アンバンドリング」概念 (Baldwin (2016))
- 第2のアンバンドリング
  - ASEANおよび中国は、第2のアンバンドリングあるいは国際的生産ネットワークの積極的利用で世界をリードしてきた。
    - 「大収束 (the great convergence)」
      - Baldwin (2016)
    - 生産のフラグメンテーションと産業集積形成
      - Kimura (2010)、Kimura, Machikita, and Ueki (2016)
    - 持続的・高度成長と急速な貧困撲滅
      - Intal, et al. (2015)、Kimura and Chang (2017)
  - しかし、第2のアンバンドリングの利用には大きな地域差がある。拡大・深化の余地大。
    - Ando and Kimura (2013, 2014)、Obashi and Kimura (2016, 2017)
- 第3のアンバンドリング
  - アジアにもすでにデジタル経済の波が到達。
  - 第3のアンバンドリングをいかにして開発戦略に組み込んでいくかが喫緊の課題 (Kimura (2018))。

2

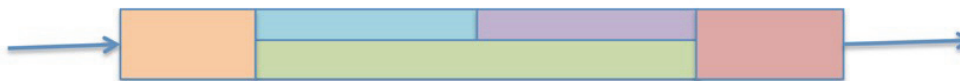
Figure 1 Overcoming distance and the evolution of unbundlings



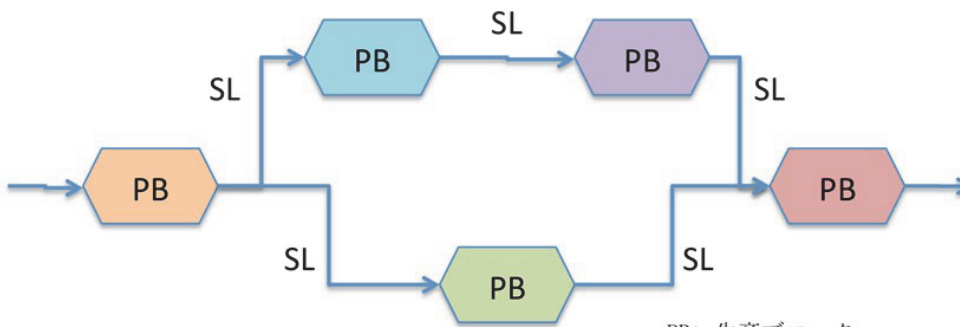
Source: The ERIA-IDE-JETRO Team.

図1 生産のフラグメンテーション

フラグメンテーション前



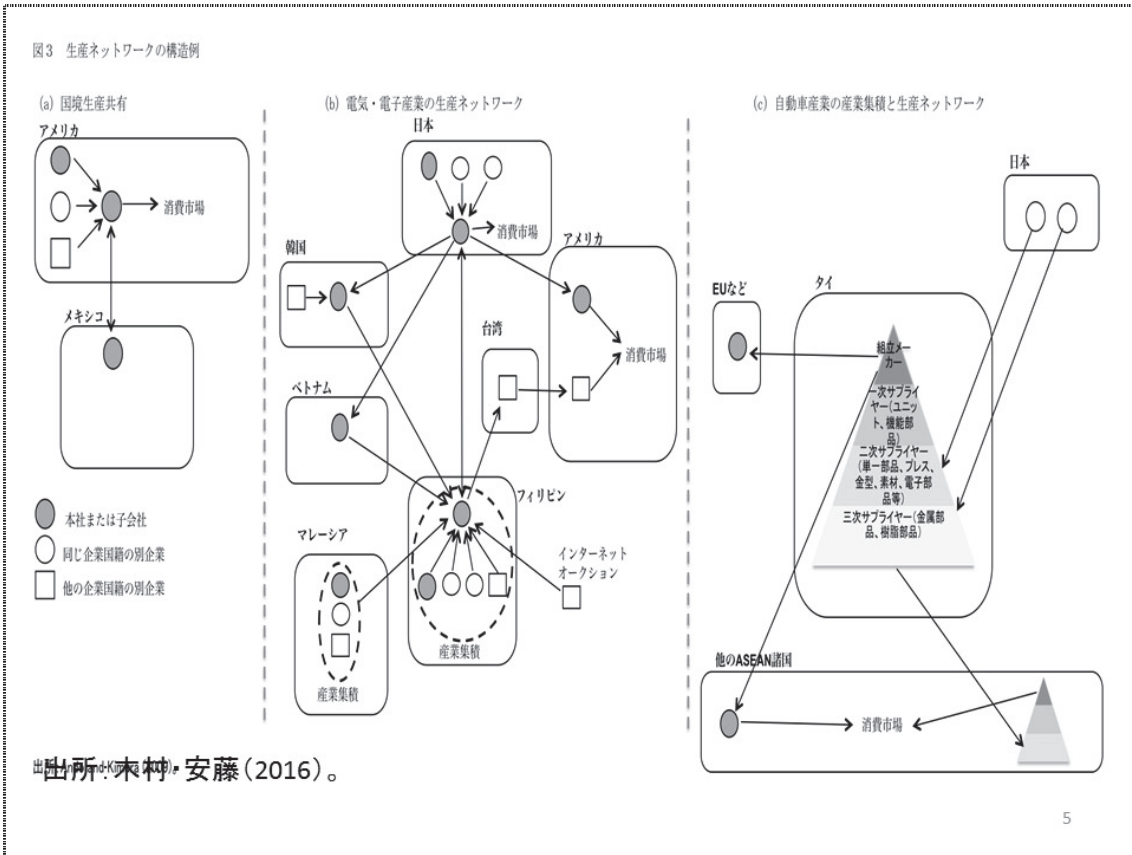
フラグメンテーション後



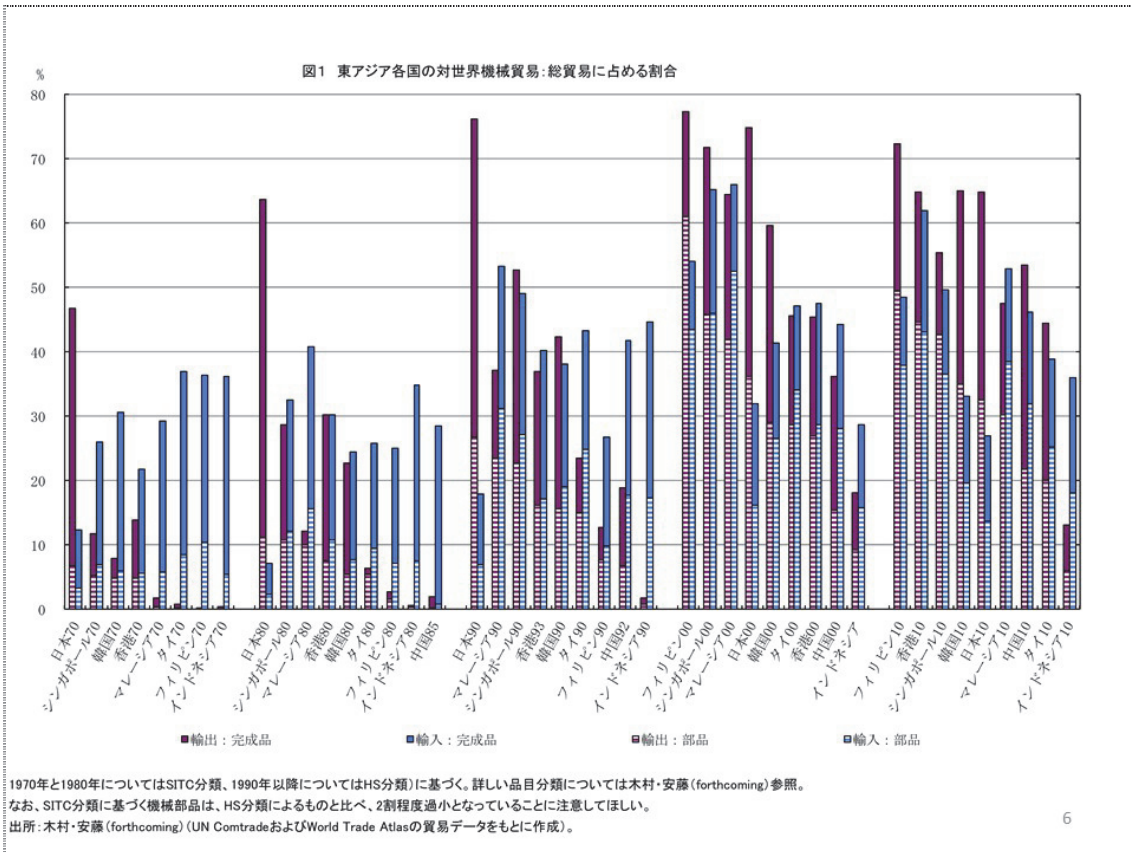
PB: 生産ブロック  
SL: サービス・リンク

Fragmentation of production (Jones and Kierzkowski (1990))

4

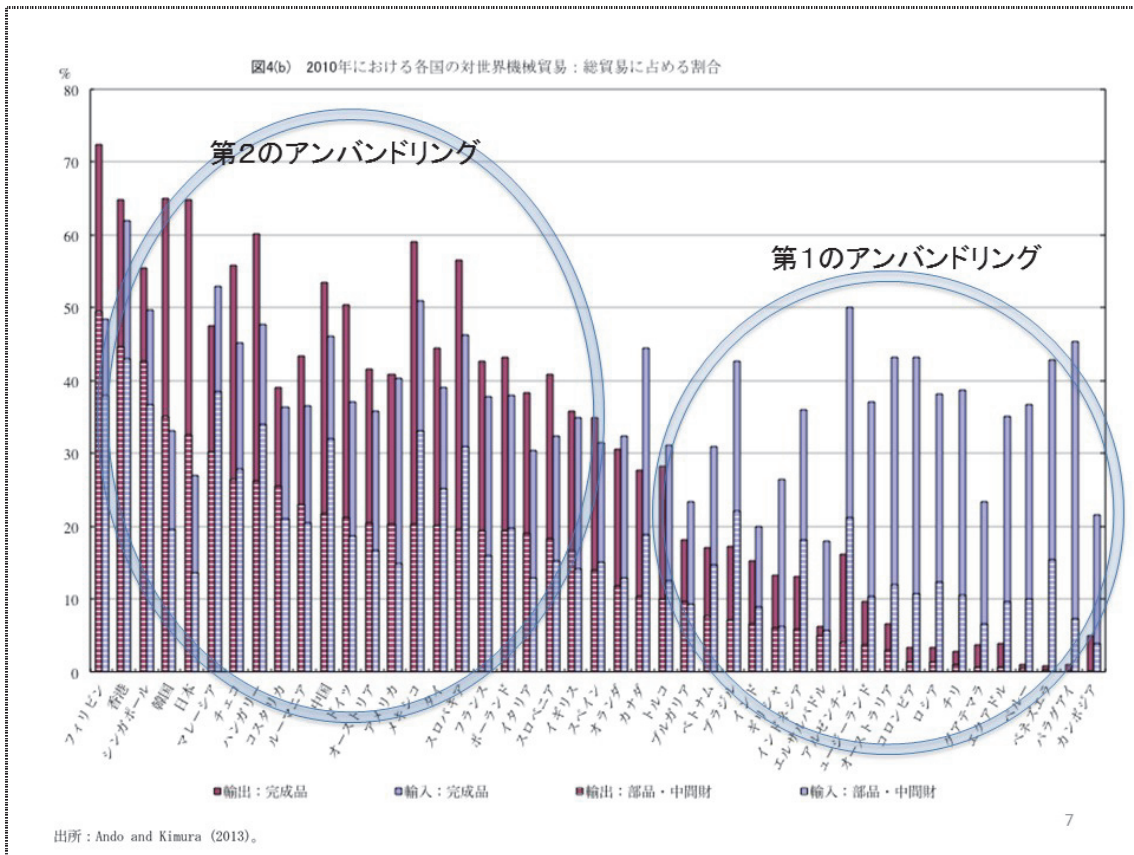


5



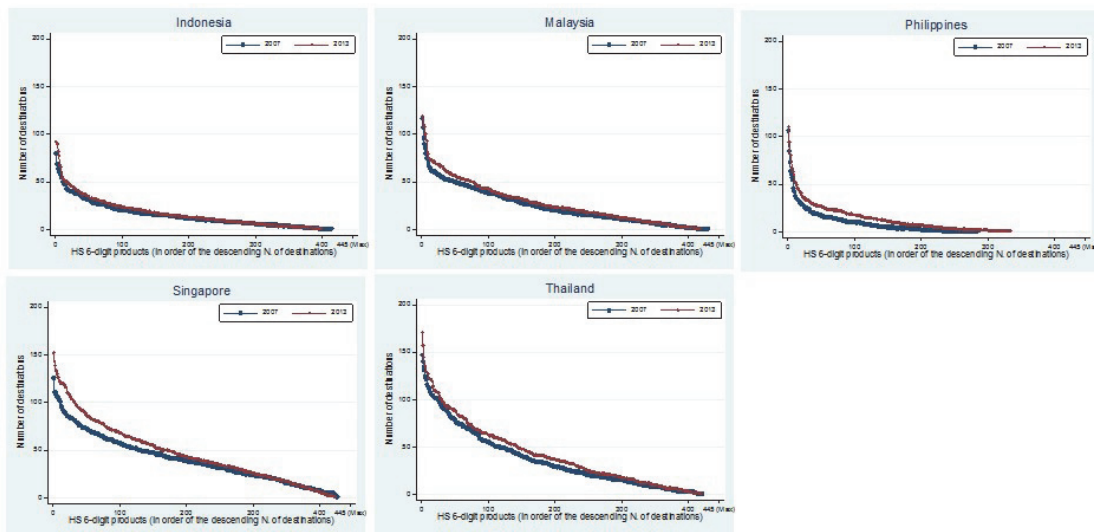
6





7

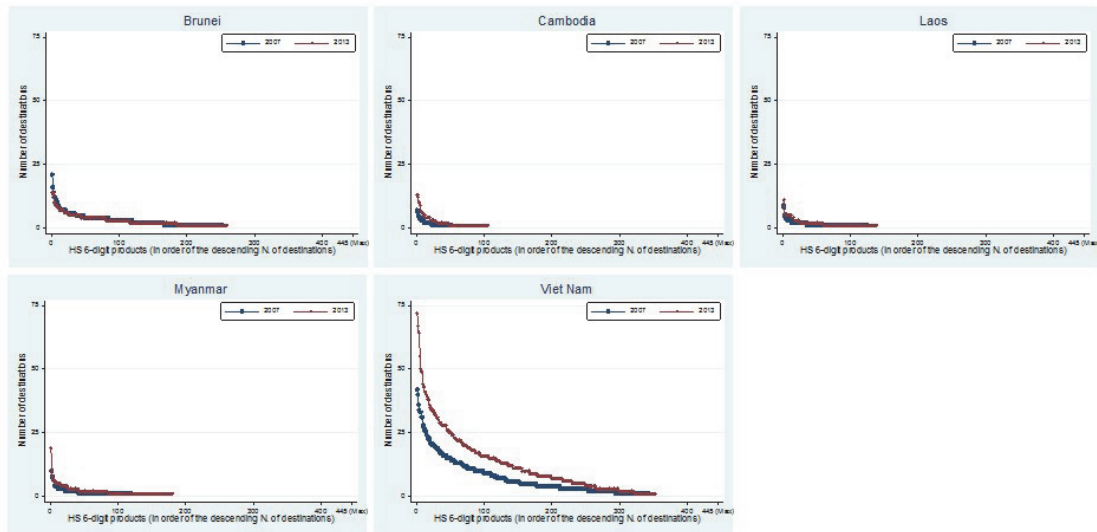
Number of destination countries in exports of machinery parts & components to the world, by HS 6-digit product



Source: Obashi and Kimura (2017).

8

### Number of destination countries in exports of machinery parts & components to the world, by HS 6-digit product (conti.)



Source: Obashi and Kimura (2017).

### Industrial agglomeration in Bangkok Metropolitan Area

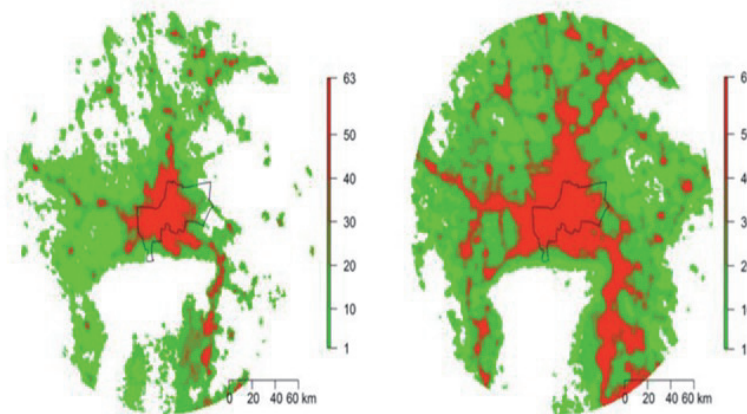


Note: The circle of 100km is added by the author (Original source: Board of Investment, Thailand)  
Source: ERIA (2010).

**Figure 10 – Total population and migrants per region**

**Bangkok 1992**

**Bangkok 2012**



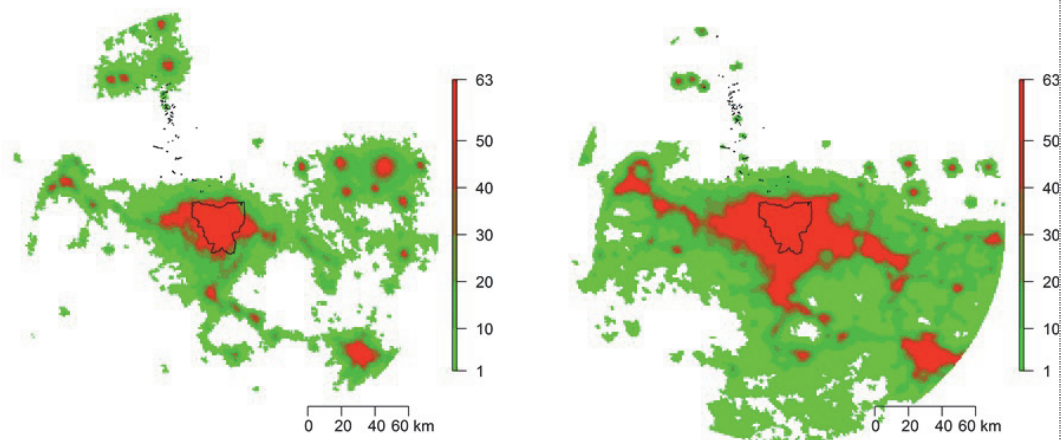
Source: ERIA (2015), originally drawn by the ERIA-IDE Team.

11

**City Size with Nighttime Light from Satellite (conti.)**

**Jakarta 1992**

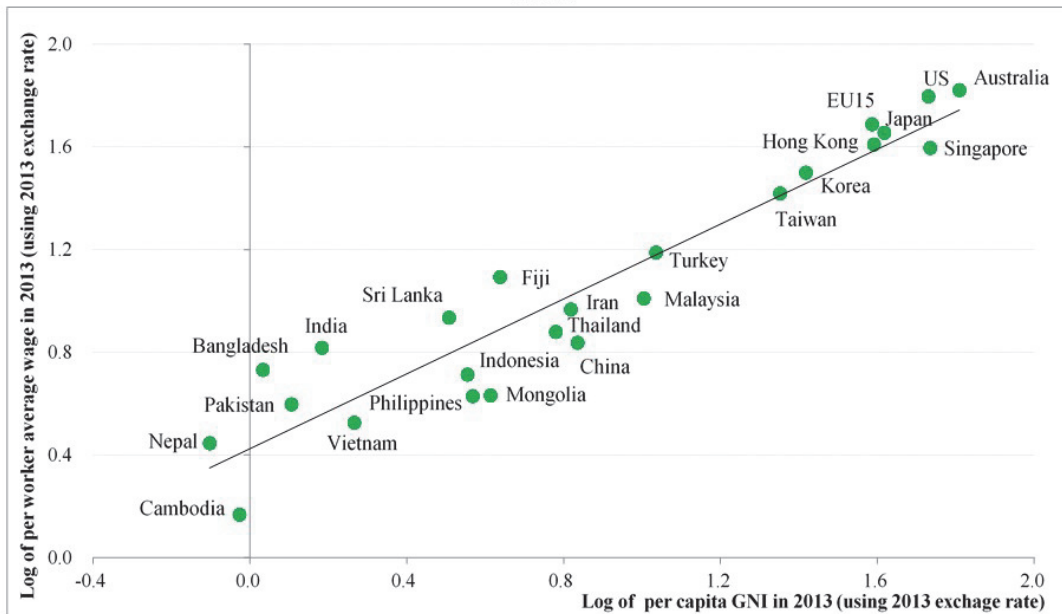
**Jakarta 2012**



Source: ERIA-IDE GSM Team. Appeared in ERIA (2015).

12

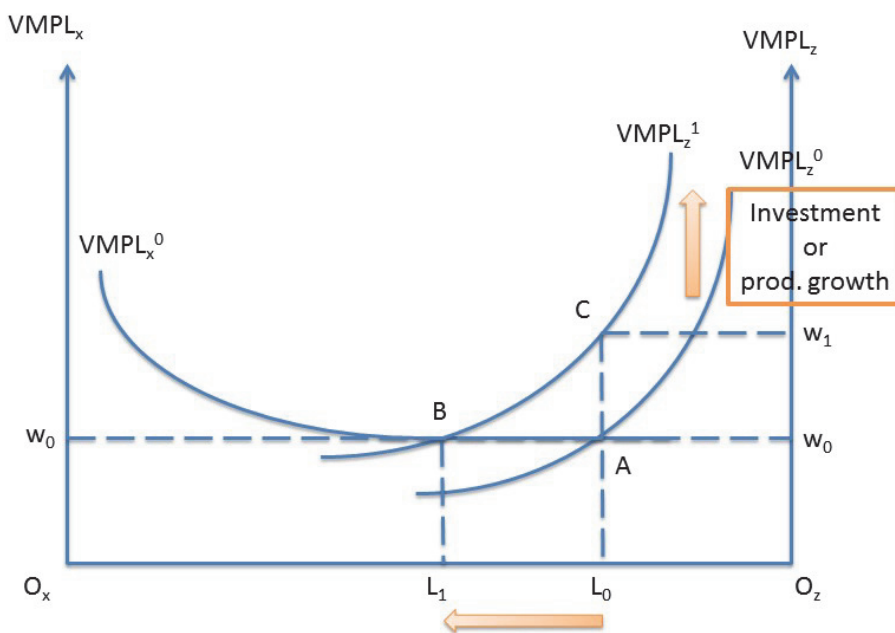
Figure 2 – Correlation between per-worker average wage and GNI per capita in 2013



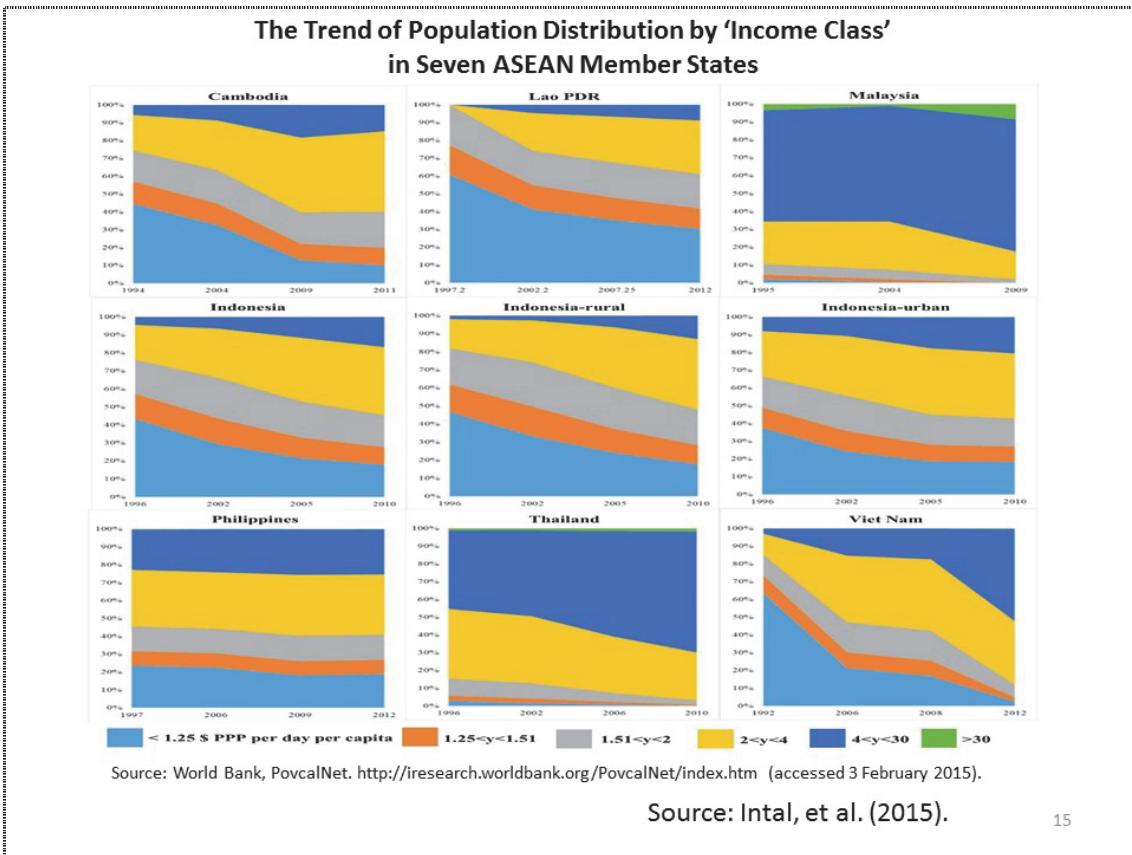
Source: APO Productivity Database 2015.

Source: Kimura and Chang (2016).

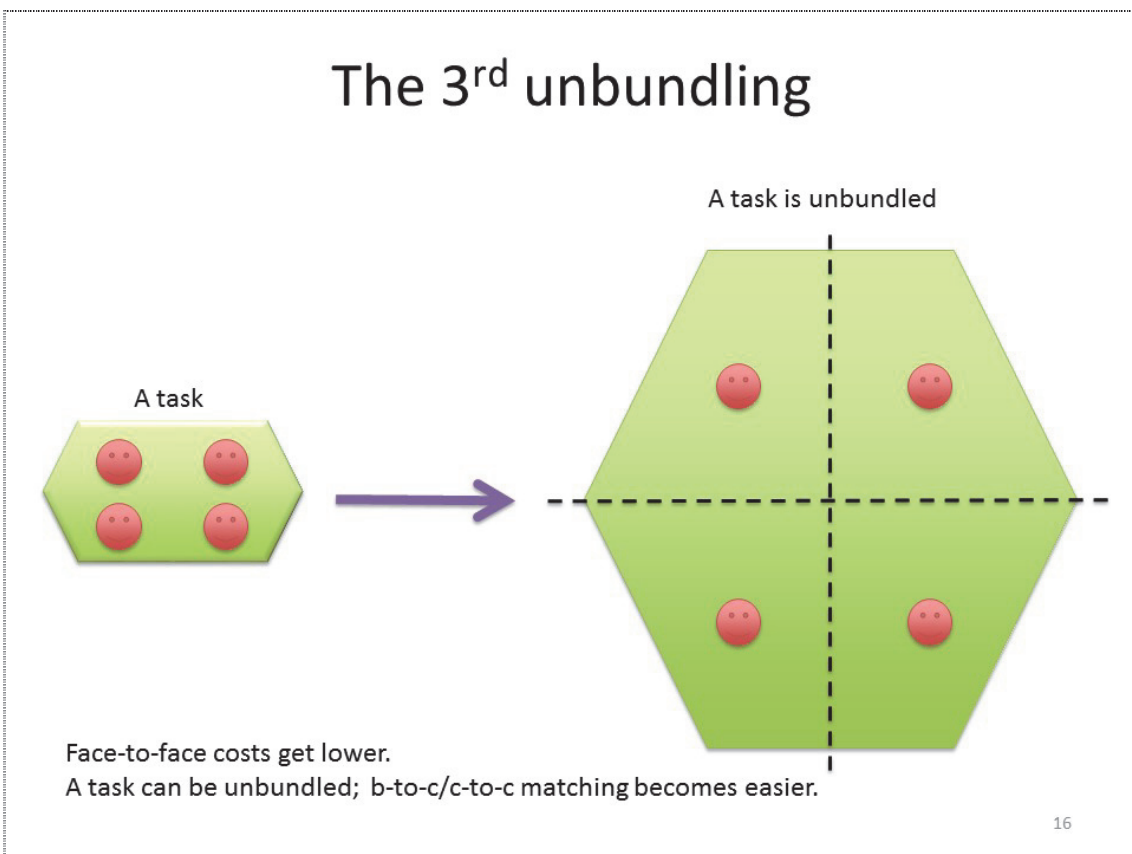
Figure 2.12. Labor Movements from the Informal to Formal Sector



Source: ERIA (2015).



15



16

- **第3のアンバンドリング**
  - 多くの新たなビジネスモデルが出現。
    - ソーシャル・メディア(例: Facebook)、B-to-C/C-to-Cマッチング・プラットフォーム(例: Uber、airbnb)、e-commerce(例: Amazon、Alibaba.com)、e-payments/fintech
  - 新興国では、規制体系の弱さと既存産業の不在により、新たな技術の応用がむしろ加速されるケースも散見される。
- **しかし、底の浅い準備状況では今後の展開に限界も。**
  - ハード・ソフトのインフラ、政策環境、人的資源など。

17

## ITとCT

- AI、インダストリー4.0に代表されるようなInformation technology (IT)は、タスクの数を減少させ、経済活動の地理的集中を促す可能性あり。
- 一方、インターネット、スマートフォンの延長線上で展開されるcommunication technology (CT)は、地理的距離を克服し、経済活動の地理的分散を喚起するかも知れない。
- 新興国としては、短・中期的には、分散力をいかに利用するかが鍵。
  - 「イノベーション・ハブ」を形成し、世界のイノベーションに対する窓を開ける必要がある。
- **プラットフォームとアプリケーション**
  - プラットフォーム: ネットワーク効果(規模の経済性)、低い参入コスト、速い技術変化
  - アプリケーション: 多くのビジネスチャンス、中小事業者・消費者の参加、イノベーションのための素地の形成(インフラ、人的資源、市場など)
  - 過度な幼稚産業保護はコストが大きい。
- **政策環境の重要性**
  - ハードインフラ、R&Dストック、人的資源...
  - 例: CPTPPの電子商取引章
    - (i) 自由なデータ移動、(ii) データローカリゼーション要求の禁止、(iii) 強制的コード開示の禁止を骨子とする。
    - バックアップ政策: 消費者保護、プライバシー、競争政策、課税、サイバーセキュリティ
  - Cf. EU、中国、ASEAN

18

## 2. 経済開発戦略とアンバンドリング

- 継起的発展 (step-by-step)
  - 高次のアンバンドリングに至る確実な経路
    - ハード・ソフトのインフラ、人的資源、経済制度等の準備が整う。
- 蛙跳び (leap-frogging) の可能性
  - 規模・範囲は限定されるかも知れないが、時に可能。
- 個別技術のフィードバック
  - 高次の個別技術の導入により、従来からの産業の再活性化も起きる。

19

Table 1 Industrial dynamism within and between unbundling regimes

	Pre-globalized world (0)	The 1 <sup>st</sup> unbundling (1)	The 2 <sup>nd</sup> unbundling (2)	The 3 <sup>rd</sup> unbundling (3)
Focus in industrialization strategy	Subsistence agriculture	Plantation agriculture Mining Labor-intensive industries Tourism	Machinery industries	Digital economy
Key technologies	Self-subsistence	Mass production	Supply chain management	Information/communication technology
Geography	Autarky	Comparative advantage	Fragmentation and industrial agglomeration	Agglomeration and dispersion of innovation
Leap-frogging: skip some regimes and catch up (examples)		Cut flower on air (0 to 2) Software outsourcing (0 to 3) Full automation by AI (1 to 3)		
Feedback: advanced technologies applied by old industries (examples)		IoT (3 to 2) 3D printers (3 to 1) Smartphone in agriculture (3 to 0) SCM (2 to 1) Food value chains (2 to 0) Large-scale ag. (1 to 0)		

Source: The ERIA-IDE-JETRO Team.

20

### 3. アンバンドリングと政策体系

- 一国・一地域内に次元の異なるアンバンドリングが同時に存在。
  - しかし、経済発展全般についてのボトルネックの発見は重要。
- それぞれの次元のアンバンドリングは異なる政策環境を要求する。
- アンバンドリング概念に基づく各種開発政策の再編成の試み。
  - 制度的、物理的、人と人の連結性。
- CPTPPの有する意味を理解し、AEC/ASCCやRCEPをより高次なものにすべき。

21

Table 2 Required infrastructure and industrial promotion policies

	Pre-globalized world (0)	The 1st unbundling (1)	The 2nd unbundling (2)	The 3rd unbundling (3)
International commercial policies (FTAs) and behind-the-border issues: Institutional connectivity		Trade liberalization - GSP	Trade liberalization and facilitation - FTAs - Tariff removal - E-customs, TBT - Services (B2B) and investment liberalization for GVCs	Trade liberalization - Modes 3 and 4 in services (B2B, B2C, C2C) - (Cross-border) e-commerce and e-payments - Free flow of data Trade facilitation - SPS - Standards and conformance Backup policies and regulations - Consumer protection - Competition policy - Taxation - Cyber-security
Hard infrastructure and physical economic/living environment: Physical connectivity		Medium-grade connectivity - Road networks - Ports and airports Infrastructure services	High-grade connectivity - Full-scale port with container yard - Full-scale airport - Multi-modal (cargo, passenger) Urban/sub-urban development for industrial agglomeration - Logistics (highway system) - Mass economic infrastructure services (special economic zones/industrial estates, electricity, energy, water)	ICT connectivity - Internet connection - Integrating connectivity Metropolitan development and urban amenities (Glaser, et al. (2001)) - Urban transport (LRT, subway, airport access, access to resorts) - Residential environment (children's education, medical services, safety) - Other urban amenities ("consumption")
Human aspects and inclusiveness: People-to-people connectivity	SME development - e.g., cottage industry	SME development - e.g., exporting primary products Human resource development - Primary and secondary education	SME development - e.g., supporting industry Human resource development - Managers, engineers	SME development - e.g., venture, start-ups Consumer (people)-centered policies - Consumer protection/privacy - Human resource development for innovation and new businesses - Movements of educated people - Avoid digital divide R&D capabilities and innovation hub

Source: The ERIA-IDE-JETRO Team.

22



## 4. 結論

- 東アジア、第2のアンバンドリングの拡大・深化と同時に、第3のアンバンドリングを開発戦略に組み入れていくべき。
- アンバンドリングの次元に合わせた政策提携の高次化が必要。
- CPTPPの内容を理解し、AEC/ASCCやRCEPを漸進的に高度のものにしていくことが求められる。

23

## 参考文献

- Ando, Mitsuyo and Kimura, Fukunari. (2010), 'The Spatial Pattern of Production and Distribution Networks in East Asia', in P. Athukorala (ed.), *The Rise of Asia: Trade and Investment in Global Perspective*, London and New York: Routledge, pp.61-88.
- Ando, Mitsuyo and Kimura, Fukunari. (2013) "Production Linkage of Asia and Europe via Central and Eastern Europe." *Journal of Economic Integration*, 28(2): 204-240.
- Ando, Mitsuyo and Kimura, Fukunari. (2014) "Evolution of Machinery Production Networks: Linkage of North America with East Asia." *Asian Economic Papers*, 13(3): 121-163.
- Baldwin, Richard. (2016) *The Great Convergence: Information Technology and the New Globalization*. Belknap Harvard University Press.
- Economic Research Institute for ASEAN and East Asia (ERIA) (2010), Comprehensive Asia Development Plan. Jakarta: ERIA.
- Economic Research Institute for ASEAN and East Asia (ERIA) (2015) *The Comprehensive Asia Development Plan 2.0 (CADP 2.0): Infrastructure for Connectivity and Innovation*. Jakarta: ERIA.
- Glaeser, E.L.; Kolko, J.; and Saiz, A. (2001) "Consumer City." *Journal of Economic Geography*, 1(1): 27-50.
- Intal, Ponciano, Jr.; Anbumozhi, Venkatachalam; Zen, Fauziah; Nishimura, Hidetoshi; and Prassetya, Rully. (2015) *Framing the ASEAN Socio-Cultural Community Post-2015*. Jakarta: Economic Research Institute for ASEAN and East Asia.
- Jones, Ronald W. and Kierzkowski, Henryk. (1990) "The Role of Services in Production and International Trade: A Theoretical Framework." In Ronald W. Jones and Anne O. Krueger, eds., *The Political Economy of International Trade: Essays in Honor of Robert E. Baldwin*, Oxford: Basil Blackwell: 31-48.
- Kimura, Fukunari. (2010) "The Spatial Structure of Production/Distribution Networks and the Implication for Technology Transfers and Spillovers." In Daisuke Hiratsuka, Yoko Uchida, eds., *Input Trade and Production Networks in East Asia*, Cheltenham: Edward Elgar: 158-180.
- Kimura, Fukunari. (2018) "Unbundlings' and Development Strategies in ASEAN: Old Issues and New Challenges." Forthcoming in *the Journal of Southeast Asian Economies*, Vol. 35, No. 1: 15-23.
- 木村福成、安藤光代(2016)「多国籍企業の生産ネットワーク：新しい形の国際分業の諸相と実態」。木村福成、椋寛編『国際経済学のフロンティア：グローバル化の拡大と対外経済政策』、東京大学出版会。
- Kimura, Fukunari and Chang, Mateus Silva. (2017) "Industrialization and Poverty Reduction in East Asia: Internal Labor Movements Matter." *Journal of Asian Economics*, 48: 23-47.
- Kimura, Fukunari; Machikita, Tomohiro; and Ueki, Yasushi. (2016) "Technology Transfer in ASEAN Countries: Some Evidence from Buyer-Provided Training Network Data." *Economic Change and Restructuring*, 49(2): 195-219.
- Obashi, Ayako and Kimura, Fukunari. (2016) "The Role of China, Japan, and Korea in Machinery Production Networks." *International Economic Journal*, 33(2)(June): 169-190.
- Obashi, Ayako and Kimura, Fukunari. (2017) "Deepening and Widening of Production Networks in ASEAN." *Asian Economic Papers*, 16, No. 1: 1-27.

24

パネルディスカッション

世界の潮流の変化とアジア経済

コーディネーター

奥田 英信 一橋大学大学院経済学研究科教授

パネリスト

木村 福成 慶應義塾大学経済学部教授  
東アジア・アセアン経済研究センター (ERIA) チーフエコノミスト

小川 英治 一橋大学大学院商学研究科 (現・経営管理研究科) 教授

花崎 正晴 一橋大学大学院商学研究科 (現・経営管理研究科) 教授

田中 賢治 日本政策投資銀行設備投資研究所副所長

(2018年 3月15日)

司会

それでは、お時間になりましたのでシンポジウム後半のパネルディスカッション「世界の潮流の変化とアジア経済」に移りたいと思います。このパネルディスカッションでは、まず先ほど基調講演を賜りました木村先生以外の3名のパネリストの方にそれぞれの専門分野に関する20分程度のショートプレゼンテーションをお願いします。その後、基調講演やショートプレゼンテーションの内容を踏まえた自由討論を行いたいと思います。

それでは、まず一橋大学大学院商学研究科教授の小川英治先生にプレゼンテーションをお願いしたいと思います。小川先生は、通貨問題など国際金融をご専門とされ、現在は日本金融学会会長もお務めになるなど金融に関する学術研究のリーダーとしてご活躍されています。本日は、米国金融政策の転換と東アジア通貨への影響と題してお話を頂きます。それでは、小川先生よろしくお願ひいたします。

小川 (資料p. 59~)

ただいまご紹介頂きました一橋大学の小川です。私の専門は今ご紹介にありましたように、国際金融ですので、国際金融や通貨の観点から本日のシンポジウムのテーマにアプローチしたいと思っています。

スライド2は目次を掲げています。本日は主に為替相場のお話をするのですが、世界の潮流の変化とは何かを説明しておく必要があります。先に申しますと、スライド3に

ありますように①の米国の政策金利の引き上げに伴う金融政策の正常化を、国際金融上の世界の潮流の変化ととらえて話をしていきたいと思っています。一方、それは景気循環的には短期的な話となります。本当はもう少し長期的な観点からの潮流をお話しすべきかとも思いますが、おそらく通貨面で皆様のご関心があるのは米国の政策金利の引き上げが他国にどのような影響を及ぼすのかという点にあると思いますので、そこに焦点を当ててお話しします。また、本日は②のBrexitの影響についてはお話ししませんが非常に重要な問題であると思ひますし、木村先生のお話で触発されて、通貨面でフィンテックがどのように関係するののかも本当は取り上げなければいけない問題だと思ひます。しかし、時間の関係もありますので、本日は米国の政策金利の引き上げが及ぼす影響に焦点を当ててお話をしたいと思ひます。

米国の金融政策のお話をする際には日本と欧州の状況も考慮する必要がありまして、**スライド4、5**はそれを説明しています。**スライド6**は、日本銀行、米国の中央銀行のFRB及びユーロ圏の中央銀行のECBの政策金利の動きを示しています。青色の線が米国、赤色の線が日本、黄緑色の線がユーロ圏の政策金利です。近年の動きを見ると2016年の終わり頃から米国で政策金利が上昇する一方で、日本やユーロ圏では政策金利がマイナスとなり金利差が拡大している点に注目して下さい。本日は、このような金利の動きを国際金融面における世界の潮流の変化ととらえて、お話ししたいと思っています。実は似たような状況は過去にもありまして、米国では住宅バブルが発生していた2005～06年に政策金利が上昇する一方、日本の政策金利はゼロで推移していましたので両国間の金利差が拡大したことがあります。今後どのようなことが起きる可能性があるのかを考えるうえでは、このときに起きたことをデータに基づいて分析しておくことが役に立つと思ひますので、後ほどご紹介していきます。米国では、政策金利の誘導目標の引き上げと並行して、量的緩和政策の見直しによる金融政策の正常化も進められており、**スライド7**はその概要を説明しています。**スライド8**のグラフは中央銀行の量的緩和政策に伴うマネタリーベースの推移を示しています。青色の線が米国、赤色の線が日本、黄緑色の線がユーロ圏を示し、これを見て頂くと政策金利がマイナスの日本とユーロ圏ではマネタリーベースの増加が続いています。一方、米国では政策金利の引き上げの前に量的緩和政策を見直しましたので、マネタリーベースは2014年ごろから横ばいで推移していて、これを元の水準に戻していこうという正常化のプロセスに入りました。

このような米国の金融政策の見直しに影響を及ぼしているのが雇用環境だと言われていいます。**スライド9**は米国の失業率を示したグラフですが、直近の失業率を見て頂くと

リーマンショック前の水準と同じか、さらに低い水準にまで低下してきています。インフレ率は目標の2%に達していないので色々と議論があるところですが、このような雇用情勢をベースに金融政策を正常化させるという判断をしているかと思います。そこで、こうした方針に基づいて米国の政策金利がさらに引き上げられていった場合にアジアで何が起こってくるかということを考えるために、国際金融のトリレンマという概念をご説明し、その後データの分析によりアジアで起こりうる事項をお話していきたいと思えます。

スライド10~11は、国際金融のトリレンマの概念を説明しています。自由な国際資本移動、金融政策の自律性、為替相場の安定という3つの政策目標は、一般に全て望ましいものですが、これを同時には達成できないという命題が、国際金融のトリレンマです。例えば米国や日本などは、自由な国際資本移動や金融政策の自律性は維持したいのですが、そのもとでは為替相場は安定化できませんので、変動相場制を採用しています。一方で中国は、徐々に資本管理を緩和しつつはありますが、原則としては資本規制を維持することによって為替相場の安定と金融政策の自律性を目指そうとしています。またユーロ圏では、加盟各国が金融政策の自律性を放棄して自由な資本移動の下で為替相場の安定さらには単一の共通通貨を実現しています。それでは、こうした国際金融のトリレンマのもとで米国の政策金利が上昇したときに、その影響を受ける東アジア諸国はどのような対応を取るのかという問題が出てきます。

それは、各国が国際金融のトリレンマの3つの目標の中で何を重視するかに依存することになります。スライド12は国際金融のトリレンマの観点からの米国の政策金利の引き上げへの対応を整理したのですが、為替相場を安定させたい国は、米国の政策金利の引き上げに追随して自国も利上げすることが必要となります。一方、日本のように自国の政策金利はなるべく上げたくないという場合、金利差の拡大を許容するためには為替相場が自由に動いていく必要があります。そして、金融政策の自律性と為替相場の安定の実現を目指すならば資本規制を課す必要があります。

これを踏まえて、東アジア各国は米国の政策金利の引き上げに対してそれぞれ違う対応をとってきたということ、過去のデータに基づいてお示します。スライド13にありますように2変数ベクトル自己回帰モデルという手法を用いて実証分析を行いました。スライド14は分析に用いたデータや分析期間について説明しています。スライド15にありますようにこの研究では、米国の政策金利の変化が東アジア各国の金利にどのような影響を及ぼしたのか、また、米国と東アジア各国の金利差が為替相場にどのような影響

を及ぼしたのか、といったことを分析しています。

**スライド16**のグラフは、米国の政策金利の引き上げに対する東アジア各国の金利の反応を示しています。これを見ると各国とも金利は上昇しており、米国が政策金利を引き上げると東アジア各国も追随して利上げをしていることが分かります。ただ、日本と日本以外の国の縦軸のオーダーを見て頂きたいのですが、日本だけ一桁小さいオーダーとなっています。日本も金利は上昇しますが他国と比べると10分の1程度しか反応しないということです。これはすなわち、自国の金融政策の自律性を重視しているということの意味します。ちなみに横軸の単位は日次ですので、他国は10日間という短期間でこれだけ金利が上昇しているということになります。

これを踏まえて為替相場がどのように動いたかを示したグラフが**スライド17**です。まず、日本の為替相場は米国で政策金利が引き上げられると円安に動くということが言えます。それに対して、他国では米国金利と為替相場の動きとの関連は必ずしも明確ではありません。また、香港やタイ、シンガポールを見て頂くと、特に香港やタイでは為替相場の動きは日本と比べて一桁小さくなっています。以上から、国際金融のトリレンマの制約の中で、日本は金融政策の自律性を重視して為替相場が大きく動いているのに対して、他国は為替相場の安定を目指して金利を米国に追随させているということがわかります。

すると、米国が今後も継続的に利上げをしていったときに、日本はマイナス金利のまま維持する一方、他の東アジア諸国は利上げをしていくということで、金融政策の対応の仕方が違うことによって日本と他の東アジア諸国間で金利差が拡大し、その結果日本と他の東アジア諸国の間で為替相場が大きく動く可能性が出てきます。それでは実際、2000年代半ば以降の米国の利上げと金融危機後の急速な利下げ局面では、何が起きたのかを見てみましょう。**スライド18**は経済産業研究所の研究チームが作成したAMU乖離指標というデータの推移を示したグラフで、日次のデータがウェブサイトで公開されています。具体的には東アジア諸国の通貨の加重平均値から各国の為替相場がどれだけ乖離しているかを示しています。グラフの上に動けば通貨高、下に動けば通貨安となります。赤線の日本円の動きを見て頂くと、2008年以前は円安基調でしたが、2008年に一気に円高に振れて以降は5年以上も円高が続きました。これと対照的な動きとなっているのが黄土色の線の韓国です。先ほど申し上げたように日本は金融政策の自律性を重視していますが、韓国は為替相場の安定を重視して米国の金融政策に追随して金利を上げたり下げたりしています。当時も日米の金利差と同じように日本と韓国の金利差も動いて、

日本・韓国間の為替相場が大きく変動しています。特に2008年以降の長期にわたる円高ウォン安は、両国の電気機械産業の競争力に大きな影響を及ぼした可能性があります。

スライド19は日米金利差と東アジア諸国の通貨の動きの関係を示す図で、日米金利差が拡大すると東アジア諸国通貨のAMU乖離指標も拡大していることがわかります。日米金利差は本来、韓国だとか香港には直接関係のない話ですが、金融・通貨政策のスタンスの違いを通じて、結局は域内通貨間の為替相場が変動するということです。スライド20は、ここまでの実証分析の結果のインプリケーションをまとめています。私がここで申し上げたいのは、米国が利上げをすると資金が米国に還流するという議論は以前からありましたが、それだけではなく東アジア域内でも金利差の変化を生み出すことによって資金が移動して日本とその他の東アジア諸国間の為替相場に影響を及ぼし、さらにそれが実体経済に波及する可能性があるということです。その背景には名目金利差に着目したキャリートレード、これは理論的には投機的な取引でしかないのですが、その活発化があります。

スライド21は皆様ご関心のあるところかと思いますが、トランプ大統領の通貨政策と減税政策の為替相場への影響をまとめています。トランプ大統領は通貨政策に関して語ることに一貫性がなく、2017年にドルが強過ぎると言うかと思えば今年の1月には強いドルを希望するなど発言しています。これらの発言に為替相場も反応していますが、私が一番気になるのはトランプ政権の減税政策で財政赤字が拡大すると為替相場にも影響が及ぶことです。実は1980年代のレーガン政権の際も、財政赤字が増えて双子の赤字が意識され、短期的に金利が上昇してドル高（円安）となりましたが、その後長期的には米国の債務が増大してドル安（円高）となりました。今回も同様の経路を辿る可能性はあり、トランプ大統領の発言も重要ですが特に財政政策が為替相場に及ぼす影響を注視するべきかと思います。

スライド22はドルの実効為替相場を示したグラフです。これを見ると為替相場はドル高基調が続いていましたが、最近は少しドル安方向に動いています。スライド23は、皆様が一番ご関心のある日本円の動向についてまとめたものです。最近では安全通貨としての日本円が評価され、世界金融危機やユーロ圏危機、中国の経済ショック、Brexitなどネガティブなショックが起きるたびに為替相場は円高に振れます。その背景としては一般に3つの要因が指摘されておりまして、①の「円の金融・外為市場の規模（流動性）が大きいこと」や②の「対外純債権国通貨であること」など日本のファンダメンタルズを主因として挙げる方も多いのですが、私は中近東での国際紛争などの際に「有事のド

ル買い」を経験した世代で、当時と比較して今の日本が強くなったとはとても言えないと思っておりますので、まさしく③の「自己実現的な期待（バブル）」こそが危機時に日本円が買われる最大の理由ではないかと考えています。バブルというのは必ず弾けるものですから、私は安全通貨としての円というのは儂いものだと思っています。

スライド24、25は、全体のまとめです。政策的な観点では、実は既にASEAN+3の財務大臣会合の合意に基づいて、シンガポールにAMRO（ASEAN+3 Macroeconomic Research Office）というサーベイランスのための国際機関が設立されています。AMROは、先ほど述べたキャリートレードや投機的な資金移動、あるいは各国の金利や為替相場などをウォッチして異常な動きを監視しています。時間が参りましたので、プレゼンテーションでご説明できなかった点は、後ほどのディスカッションでお話したいと思います。どうもありがとうございました。

#### 司会

小川先生、どうもありがとうございました。続きまして、一橋大学大学院商学研究科教授の花崎正晴先生にプレゼンテーションをお願いしたいと思います。

花崎先生は、企業金融論、コーポレートガバナンス、金融システム論をご専門とされ、金融セクターの公共的使命を踏まえた制度のあり方などを論じてこられました。本日は世界金融危機と金融規制についてお話を頂きます。よろしくお願いたします。

#### 花崎（資料p. 72～）

ただいまご紹介頂きました一橋大学の花崎と申します。本日は世界金融危機と金融規制というテーマでお話しさせていただきます。

スライド2は本日お話する目的と内容を説明しています。金融システムの安定は、言うまでもなく実体経済の発展にとって極めて重要な要素です。今年はリーマンショックが起きてからちょうど10年の節目の年になります。そこで、その教訓を適切に生かすことが東アジアのみならず世界経済の安定的な成長にとって必要不可欠だという観点でお話しさせていただきます。まず、世界金融危機の発生の背景について簡単に触れた後、グローバルな金融規制のお話をします。それから、バーゼルⅢや米国の金融規制の動向などリーマンショック以降の金融規制を巡る動向についてお話しします。最後に金融セクターの機能と使命について簡単に触れさせていただきます。

スライド3で世界金融危機の発生の背景について5点を挙げていますが、これに沿って順次説明していきます。1点目は証券市場が大きく拡大したということです。スライド4はそれを示した表ですが、表中の負債性証券と株式時価総額の合計が証券の合計と

なり、その対GDP比を一番下の欄に設けています。これをご覧頂きますと、リーマンショック前の2002～07年に証券化が急速に拡大しており、特に米国と欧州でかなり増加したことがわかります。世界全体で見ても対GDPで2.6倍まで証券市場が拡大したことがわかります。米国ではサブプライムローンという低所得者層向けの住宅ローンが2000年代に急拡大しましたが、サブプライムローンが証券化を通じて証券商品に組み込まれて転売されたことがその背景にありました。

証券化の話と絡みますが、2点目として同時期にシャドーバンキングシステムが発達したことも挙げられます。スライド5はシャドーバンキングの定義を説明しています。通常は銀行システムの外側で行われる金融仲介活動と定義されますが、IMFは非伝統的な債務に基づく金融機関の調達行動を、主体となる金融機関が銀行か否かに関わらずシャドーバンキングと定義しています。つまり、この定義に基づく、証券化は銀行自身が行ったとしても特別目的事業体を通じて間接的に行われたとしても、非伝統的な債務の発行による資金調達活動の一貫であることには変わりがないことからシャドーバンキングに含まれると解釈されます。この広義のシャドーバンキングの定義に基づく、世界全体の金融仲介活動のうちおよそ4分の1をシャドーバンキングが占めることとなります。

スライド6は米国のシャドーバンキングシステムのイメージ図で、網がけの部分がそれを示しています。これを見ると住宅ローン担保証券や債務担保証券、SIVなどの証券化のプロセス自体がシャドーバンキングの重要なチャネルになっていた点が、リーマンショックの前の米国の金融システムの特徴です。

3つ目の背景として挙げられるのが、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の膨張で、スライド7の図はその基本的な仕組みを示しています。CDSをご存知の方も多いと思いますが、簡単に言うと社債のデフォルトに伴う損失をプロテクションするデリバティブの一種です。ただ、単純な保証とは違って、原資産の社債を保持する必要がなく、CDS自体の転売も可能だということ、金融バブルの膨張に重要な役割を果たしました。

スライド8は、CDSの想定元本残高の推移を示したグラフです。CDSの想定元本残高は2000年代に急拡大しまして、2007年のピーク時には60兆ドルに達しました。60兆ドルはこの時期の世界全体のGDPを上回るぐらいの規模です。ついでに申し上げますと、CDSの売り手の最大のプレーヤーはAIGという米国の保険会社でした。2008年にリーマンブラザーズが破綻した際にはAIGも破綻に近い状態にありましたが、米国政府はAIGの方



は救済しました。その1つの理由としては、CDSの最大の売り手であったAIGが破綻すると、金融市場が壊滅的な状況に陥るという判断があったことが考えられます。

4つ目の背景は金融規制の緩和の進展で、**スライド9**は1980年以降の米国の金融規制の緩和の歴史を時系列で示しています。米国では、1929年の大恐慌後の1933年にグラス・スティーガル法という法律が制定されました。これはそれまでかなり自由だった米国の金融システムに規制を導入したもので、とりわけ銀行業務は商業銀行、証券業務は投資銀行というように商業銀行と投資銀行が扱う業務を明確に分けたことが特徴です。しかし、1980年代以降は、S&L危機を背景に一時的には規制の強化が図られた時期もありますが、トレンドとしては証券業務と銀行業務の垣根が低くなる形での規制緩和が進み、1999年のグラム・リーチ・ブライリー法の成立により事実上銀行業務と証券業務を隔てる垣根はなくなりました。これが2000年代以降、金融バブルを生む大きな背景になったと考えることができます。

5番目の背景は住宅バブルで、これは端的に言うと金融政策の問題です。**スライド10**は米国の住宅価格指数を示したグラフで、住宅取引の多い地域を主にサンプリングしたS&PのCase-Shiller指数と、全米の地域を網羅するFHFA指数の2種類を掲載しています。Case-Shiller指数は2006年の年初がピーク、FHFA指数は2007年がピークと、多少の違いはありますが、いずれにせよ1990年代の終わりから2000年代の半ばにかけてかなりの勢いで住宅価格が上昇して住宅バブルが発生し、その後はバブルが破裂して住宅価格が下がったことが見てとれます。この住宅バブルを後押ししたのがサブプライムローンで、バブルが破裂したとたんに問題が顕在化し、関連する証券化商品の価格低下を引き起こして、金融危機を招いたということです。以上の5点が金融危機の主な要因と考えられます。

続きまして、グローバルな金融規制の動向について簡単にご説明します。**スライド11**は、その背景を説明したものです。金融規制というのは、元々は各国が制定するものであってグローバルな金融規制というのは存在しませんでした。1974年のフランクリン・ナショナル銀行とヘルシュタット銀行の経営破綻に伴う国際金融市場の混乱を契機に国際的な銀行監督体制の整備の必要性が認識され、1975年にバーゼル銀行監督委員会(BIS)が創設されました。その後、1988年に銀行の自己資本比率に関する国際的な統一基準(BIS基準)が決定され、初めてグローバルな金融規制が導入されました。

**スライド12、13**は、バーゼル合意に基づく銀行の自己資本比率の国際的な統一基準の骨子を示しています。基本的には自己資本比率を8%以上に保つということです。一

一般的な自己資本比率の計算方法ではなく、例えば自己資本の分子はTier 1 キャピタルとTier 2 キャピタルの2つに分かれます。Tier 1 キャピタルは資本金や準備金などの合計額です。一方、Tier 2 キャピタルは貸倒引当金や有価証券の含み益の45%を算入でき、金融機関の自己資本比率を計算するための特有なルールが設定されています。また、分母の総資産についても資産ごとにリスクウェートを設けて加重平均で総資産を算出する形となっています。これが当初の基本的な姿でしたが、1997年末以降は、市場リスクの要因を分母の計算に加味するという変更が加えられました。スライド14はそのイメージを示しています。さらに、スライド15、16にありますように2006年以降は、信用リスクの算定方法に内部格付手法の選択を容認する一方、事務事故・システム障害などのオペレーショナルリスクを分母に加算するなどの変更を加えたバーゼルⅡが導入されました。そして、バーゼルⅡが導入された途端にリーマンショックが起きました。

ここからはリーマンショック以降の金融規制を巡る動向についてお話しします。スライド17はリーマンショック直後に制定された米国の緊急経済安定化法について説明しています。リーマンショックは9月15日でしたが、10月3日にはもうこの法律が成立したわけです。このように米国は深刻な事態が起こった際の対応は非常にスピーディーですが、深刻な事態を起こさないようにするための方策についてはあまり深く検討されない傾向があります。この法律は不良債権除去プログラムとして有効であったと言われていますが、グローバルな金融システムの改革という意味では、スライド18、19にあるようなG20ピッツバーグ・サミットの首脳声明、バーゼル銀行監督委員会の報告書を経て、バーゼルⅢの制定に向かう動きがありました。

米国の金融規制改革について触れますと、スライド20にあるようにオバマ大統領が新規制案を2010年の年初に提出しました。これは一般的にボルカー・ルールと言われていますが、その主な内容は銀行の業務範囲を制限するもので、具体的には銀行がヘッジファンド、プライベート・エクイティファンドの保有やそれらへの投資及びスポンサーとなることを禁止するものです。また、顧客サービスと関連しない自己勘定取引も禁止しています。先ほども述べましたが、元々は1933年のグラス・スティーガル法以来、銀行業務と証券業務が明確に分かれていましたが、1990年代の終わりにその垣根が取り払われました。それがリーマンショックの一因であったという認識のもと、銀行の証券関連の幾つかの業務を制限しようというのが、ボルカー・ルールの考え方になります。

そして、ボルカー・ルールを踏まえた大規模な金融規制改革がドッド・フランク法と言われるもので、スライド21、22にその概要を説明しています。これはグラス・スティー

ーガル法以来の大改革と言われており、様々な面で金融規制を抜本的に強化しています。監督機関の統合のほか、ボルカー・ルール関連では銀行による自己勘定取引の禁止、また銀行によるヘッジファンド、プライベート・エクイティファンドなどへの投資やそれらのスポンサーになることも禁止しています。また、デリバティブや証券化に関する規制も強化されています。このように、金融システムの安定を目指して規制色の強いルールを定めたものがドッド・フランク法になります。

昨年トランプ政権が誕生しましたが、**スライド23**はトランプ政権誕生後の金融規制の動向を説明しています。昨年2月にトランプ政権は、ドッド・フランク法が過剰規制および金融機関の過剰保護につながり米国経済の成長を阻害する可能性があるとして、規制を緩和する方針を表明しています。その具体的な内容を盛り込んだ法案が共和党主導で2017年6月に下院で可決されましたが、これはボルカー・ルールの廃止を含むドッド・フランク法を大幅に修正するものでした。しかし、上院は通過できないということで、2017年12月に上院独自のドッド・フランク法による規制を緩和する法案が可決されましたが、これは下院案に比べてマイルドな緩和にとどまっています。従って、今のところ規制自体はドッド・フランク法から大きく変わっているわけではないのですが、これらの動向は今後も注視していく必要があると思います。

次にバーゼルⅢについてご説明します。**スライド24、25**はバーゼルⅢの概要に関する2010年9月の中央銀行総裁及び銀行監督当局長官声明の概要を示しており、特に①～③が主な内容です。1点目は、最低普通株等の所要水準を2%から4.5%に引き上げて、そのほかの項目を加えたTier 1 キャピタルの所要水準を4%から6%に引き上げるというものです。Tier 2 キャピタルを含むと8%が自己資本比率の最低所要水準となり、この段階ではバーゼルⅡで必要とされた水準と変わりません。2点目は資本保全バッファとして2.5%分の普通株などの追加的な保有が必要となる点です。これは大きな変更点で、①と②の合計で10.5%の自己資本比率をクリアする必要となったことがバーゼルⅢの大きな特徴です。また、3点目は普通株や類似の資本で0～2.5%の範囲でカウンターシクリカルなバッファ規制を各国の事情に従って設定するというものです。

また、マクロプルーデンスの政策概念が導入されたのもバーゼルⅢの特徴で、**スライド26～28**にその概要を説明しています。今までは個々の金融機関の健全性に着目した規制体系となっていたのですが、それだけでは金融危機を未然に防げないという発想で導入されたものです。この政策概念をベースに導入された規制が銀行の流動性規制です。細かい話は割愛しますが、Liquidity Coverage Ratio、Net Stable Funding Ratioという2つの流

動性の指標に基づく規制が新しく導入されたことが大きな特徴です。

それから、スライド29にあるように「グローバルにシステム上重要な銀行(G-SIBs; Global systemically important banks)」の概念も導入されました。これは国境を越えた活動、規模、相互関連性、代替性、複雑性の5つの要素を示す具体的な指標において、一定以上の水準を満たす銀行を指定するものです。導入当初は世界で28の銀行が指定され、日本ではメガ3行が指定されることとなりました。G-SIBsに該当する銀行は、Tier 1 キャピタルにおいて追加的に1～3.5%分の普通株などを保持することが必要となっています。

2017年12月にはバーゼルⅢの具体的な内容が最終決定されましたが、スライド30はその概要を説明しています。これは自己資本比率の8%要件の計算に関する規定で、金融機関にとっては非常に大きな問題となります。詳しい話は省略しますが、信用リスク算定上のリスクウエートの見直し、信用リスクの内部格付手法の見直し、オペレーショナルリスクの計測手法の見直し、資本フロアの導入が主な内容となっています。また、レバレッジ比率の規制も導入されました。レバレッジ比率という概念は単純な自己資本比率と同じで、オンバランスとオフバランスの総資産に対してTier 1 キャピタルベースで3%以上の自己資本を保有する必要があるというものです。

最後に、スライド31～34で金融セクターの機能と使命について簡単に触れます。リーマンショックの反省としては、金融機関がかなり近視眼的な経営を行っていたことがあります。従って、金融機関はもっと長期的な視野を持って業務を展開すべきですし、情報生産能力をより高めていく必要があると思います。また、多様な投融資手法を駆使して顧客ニーズに沿う取り組みを一層推し進めていく必要があるというのが、私からの提言です。

設備投資研究所で長年お世話になった宇沢弘文先生は「社会的共通資本」という重要な概念を提唱されたのですが、金融も社会的共通資本の重要な構成要素だと主張されました。金融機関は、それだけ社会性や公共性が高い存在だということです。長期的視野を持ち情報生産能力の深化や多様な投融資手段を駆使して企業の資金調達などを支援する、そして実体経済に付加価値を創出して社会貢献する使命を金融セクターはもっと果たしていくべきだというのが私の今日の話の結論です。以上でございます。

#### 司会

花崎先生、どうもありがとうございました。続きまして、日本政策投資銀行設備投資研究所副所長の田中賢治よりプレゼンテーションを行います。田中は、当行チーフエコノミストとして長年にわたり日本と世界の経済産業動向に関する情報発信を続けて参り

ました。本日は、「アジア経済の成長は続くのか？—揺らぐ足元と広がる暗雲—」と題してお話をさせていただきます。

#### 田中（資料p. 89～）

ただいまご紹介にあずかりました日本政策投資銀行の田中と申します。本日はこのような場でお話をさせて頂く機会を頂き、大変うれしく思います。どうぞよろしく願いいたします。

本日の私の役回りは、アジア経済の現状についてお話することです。心地のよい適温経済が最近の世界経済を語る際の合言葉となっています。2018年も世界経済は回復基調が続くというのがエコノミストのコンセンサスになっていますが、リスクについてもきちんと押さえておく必要があると思います。本日は皆様と今後のアジア経済の動向について一緒に考えてみたいと思います。

**スライド1**はアジア各国の成長率を示したグラフです。リーマンショックからはや10年が経過しましたが、この間アジア経済はかなり順調に成長してきたことがご覧頂けると思います。その背景として私が注目しているのは以下の3点です。1点目は政治の安定です。アジアでは政治が比較的安定していたと評価できると思います。政治の安定がなぜ重要なのかと言えば、アジアは海外から資金を呼び込み外資が参入して成長してきた側面があるからです。この意味で政治の安定はアジア経済の成長にとって非常に重要だと考えられます。2点目はグローバリズムの恩恵です。アジア経済の成長のエンジンは輸出にあると考えられます。木村先生のお話にありましたように、アジア域内には大きな生産ネットワークが構築されており、その中で貿易を行いながら成長しています。すなわち、アジア経済はグローバリズムの恩恵を強く受けてきたのです。3点目は、先進国の大規模な金融緩和の恩恵です。皆様ご存知の通り、日米欧は大規模な金融緩和を行ってきました。そこからあふれ出て行き場を失ったお金がアジア新興国にも流れ込み、これがアジアの成長を支えた側面がかなりあったと考えられます。

さて、今これら3つの要素に暗雲が立ち込めているのではないかと考えています。本日のテーマである「世界の潮流の変化」が襲ってきているのです。**スライド2**では3つの波という形でまとめさせて頂きました。1つ目は、ポピュリズムの拡大です。欧米で広がるポピュリズムの波がアジアまで押し寄せると、アジアの政治にも影響が及ぶのではないかと不安が出てきます。2つ目は、反グローバリズムです。英国のEUからの離脱が決まったほか、米国では保護主義を唱えるトランプ政権が誕生しました。今のところ、反グローバリズムの波はアジアへそれほど強く押し寄せていませんが、今後どう

なるか予断を許しません。3つ目は、金融政策のレジームチェンジです。既に、米国は利上げを進めています。欧州がそれに追随するのかが市場は気にし始めており、世界の金融政策のレジームが変わろうとしています。

さて、これら3つの波をアジア経済がしっかりと乗り切っていけるのかが順番に見ていきたいと思います。まず最初に1つ目の波、政治の安定を確保できるのかという点です。**スライド3**にありますようにポピュリズムの伝播については、アジアについてはまだ限定的と言えます。フィリピンのドゥテルテ大統領の誕生にはポピュリズムの影響もあったと思いますが、フィリピンで政治が混乱しているかと言うとそうでもないと思います。アジア各国の政治は比較的安定していると私は評価しています。ただ、問題がないわけではありません。列挙させて頂きましたが、細かい点では問題は山積です。アジアでは今年から来年にかけて選挙のある国が多く、選挙前にポピュリズムが台頭する可能性がありますから、それについては少し目配りが必要と考えています。日本や欧米の企業がアジアでビジネスをする際には、民間企業は他国の政治をコントロールすることができないので、政治の安定が非常に大事です。

次に**スライド4**で2つ目の波の反グローバリズムについて考えてみたいと思います。これも欧米から広がってきましたが、この背景にはエスタブリッシュメント(支配階級)とアンチ・エスタブリッシュメント(労働者階級)の対立があると考えています。安い輸入品や移民の流入により失職した人々などグローバリズムの恩恵をあまり享受できていないアンチ・エスタブリッシュメント層の不満が、反グローバリズムに結びついたと言えると思います。ではアジアはどうかと言えば、まだその波は来ていません。先ほどもご説明しましたがアジア経済は輸出や外資の参入を成長のエンジンとしており、昨年、2017年を振り返るとまだ保護主義の波が押し寄せておらず、そうした中でグローバリズムの恩恵を享受することができたと言えると思います。

一方、不安な面もありまして、トランプ政権の誕生後は様々なリスクが顕在化しつつあります。**スライド5**では3つのリスクを記載させて頂いています。1つ目のリスクは保護主義の台頭です。2017年のトランプ政権は蓋を開けてみると比較的穏当で、保護主義政策へ急速にシフトはしていませんが、今後については留意が必要です。2つ目のリスクは拡張的な財政政策です。米国では法人税減税が決まりましたが、これは米国のビジネス環境の好転につながりますからアジアに流入していたお金が今後米国に向かう可能性があります。また、好景気が続く米国で財政を出動させると、景気が加熱して利上げが早まりアジア経済にマイナスの影響が及ぶという不安が出てきます。3つ目のリス

クは地政学的な側面で、米国の内向き政策が今後どうなっていくかということです。アジアへの関与が小さくなると、その間隙を縫って中国の台頭を招く事態が想定されます。

さて、トランプ政権は、2017年は保護主義的な政策をあまり打ち出さず、基本的には対話やWTOのルールの中での措置にとどめていましたが、最近、風向きが変わってきました。スライド6にあるように、3月1日に通商拡大法232条の発動を表明し、鉄鋼の輸入に25%、アルミニウムの輸入に10%の関税を課すことを決定しました。各国はこれを国際的な貿易ルールから逸脱していると主張し、報復措置を辞さない構えを見せ始めています。これが報復の連鎖を生み、泥仕合に発展することが一番危険だと考えています。米国経済は輸入の恩恵を相当受けており、貿易面ではアジアとは切っても切れない関係にあります。従って、保護主義的な政策を推し進めると、そのデメリットは米国に跳ね返ってきます。普通に考えれば、米国が受ける悪影響を考慮して保護主義的な政策を強く推し進めるとは考えにくいですが、トランプ政権のことですから今後どのような行動に出てくるかを見極めるのは簡単ではありません。米国が保護主義に傾く背景には選挙があると思います。今年の11月にはトランプ政権の通信簿に当たる中間選挙が行われますので、その前に支持者にアピールしておきたいという面は強まると考えられます。経済的に大きなダメージを受けることまでは行わないと思いますが、今後の動きに注目すべきだと思います。

さて、3つ目の波である金融政策のレジームチェンジについて考える前に、世界経済は今どのような局面にあるのかを皆様と共有したいと思います。スライド7のグラフは、世界経済の成長率を示したものです。2000年以降を見るとこのグラフから3つの異常な姿が見てとれます。1つ目は、2000年代半ばの異常に高い成長率です。この時期には、米欧がバブル的な好景気を謳歌し、アジアでは中国が台頭して世界の工場へと成長し、アジアに国境を越えた生産ネットワークが広がりました。加えて、資源価格の上昇の恩恵を受けて資源国も好調でした。結果として、世界経済は異常な高成長となったわけです。2つ目の異常は、リーマンショック後の世界経済の異常な落ち込みです。この異常な落ち込みから抜け出すために、3つ目の異常、すなわち異常な金融財政政策が世界各国で行われました。今の世界経済は、この異常な金融財政政策から抜け出そうとしている局面にあると言えます。

スライド8は、米国、欧州、中国及び日本の足下の金融政策についてまとめています。金融政策のレジームチェンジのトップランナーは米国で、既に利上げを進めています。それに続こうとしているのが欧州で、市場も出口戦略を意識し始めています。また、中

国はシャドーバンキングなどを介した過剰信用や不動産バブルの抑制のために引き締め気味の政策運営にシフトしつつあります。このような状況下、我々は世界の金融政策のレジームチェンジを意識せざるを得ません。一時的な動きで終わりましたが、今年の2月の世界同時株安を思い起こして下さい。これは米国の1月の雇用統計で賃金が予想外に高い伸びとなったことがきっかけでしたが、市場は米国の利上げが思っていたよりも早まると想定して、株が下落し金利が上昇したわけです。つまり、世界で金融政策のレジームチェンジが強く意識されていることが浮き彫りとなったのです。それでは、金融政策のレジームチェンジによるアジア新興国への影響はどうかと言いますと、ちょうど今年の2月にアジア新興国から資金が流出しています。過去にも何度もこういうことが起きました。米国が出口に向かうという話題が出たときに、必ずと言って良いほどアジア新興国から資金が流出しているのです。このことから、1990年代終わりのアジア通貨危機のような事態がまた起きるのではないかという不安が頭をよぎりますが、アジア経済は1990年代の終わり頃と比較すると格段に強くなっています。経済規模、産業基盤、外貨準備などを見る限り、基本的にアジア通貨危機のような事態が起きる可能性は極めて低いと考えてよいと思います。ただし、不安がないわけではありません。米国景気が過熱して急激な利上げを余儀なくされるとか、経済規模が桁違いに大きくなった中国経済が変調した場合の他のアジア諸国への影響などには、やはり十分に注意をしておく必要があると考えます。

その中国について少しご説明します。**スライド9**を見て頂くと中国の2017年の成長率は6.9%でした。日本から見るとうらやましい限りの高い成長率ですが、中国はそれでは満足できません。成長率は2000年代半ばから減速しています。それまでは、旺盛な設備投資などを背景に固定資産投資が成長を牽引していました。これに伴い中国の供給力は大きく伸びて世界の工場へと成長しましたが、経済の減速が始まってからも、下振れを防ぐために信用依存型で投資を続けたのです。今、そのツケが過剰設備問題として顕在化しているわけです。**スライド9**の右のグラフをご覧頂くと、社会融資総量残高の増加率が名目GDPの成長率を上回っていることが分かります。結果として、社会融資総量残高の対GDP比はここ10年で約2倍になっています。この信用依存型の経済構造が中国経済のリスクと言えます。経済が成長していれば問題ないのですが、ご覧頂いたように成長率が徐々に下がってきていますので、過度な信用依存に市場は不安を感じています。**スライド10**は、中国の外貨準備と人民元レートの推移を示したグラフです。2015年頃から人民元安がかなり進んでいます。中国政府は通貨安の進行を食い止めるために外貨準



備を活用して人民元を買い支えましたが、その結果、わずか2年半で外貨準備は何と1兆ドルも減少しました。ただし、足元では外貨準備の減少に歯止めがかかるとともに、人民元はやや上昇しています。これは、通貨防衛のやり方を変えたからです。小川先生のお話にもありましたが、資本取引規制や外貨管理の厳格化によって、何とか人民元の暴落を回避しているのが現状だということです。

さて、借金体質は中国だけではありません。スライド11のグラフは新興国の債務残高（対GDP比）をリーマンショック前と足元で比較したのですが、どの国を見ても借金比率が高まっています。借金が多いと言うことは、通貨が売られ始める、すなわち資金が海外へ流出し始めると、アジアの国は厳しくなることを意味します。

冒頭に、世界経済は2018年も回復基調となり、心地のよい適温経済が続くのがコンセンサスというお話をさせて頂きました。私もメインシナリオとしてはこれに同意します。しかし、本日申し上げたような政治の変化、反グローバリズム及び金融政策のレジームチェンジというリスクについては、少し目配りが必要だと思っています。その中で一番強調したいのは金融政策のレジームチェンジの波です。長期間続いた異常な金融緩和からの脱却というのは、過去に前例のないことですから、このインパクトを過小評価すべきではないと考えています。スライド12のグラフは、アジア各国の政策金利の推移を示しています。小川先生のお話にもありましたが、米国の金利が上昇するとアジアの金利も上がって行きます。今は低金利ですが、今後上がって行く可能性が高いですし、少なくとも景気刺激のための利下げはかなり難しくなると思います。

ここまで短期的な観点でお話をさせて頂きましたが、最後にスライド13でアジア経済の中長期的な課題を1つだけ指摘させて頂きます。中所得国の罫です。これまでアジア各国は、外資を導入するとともに安価な労働力をうまく活用することで成長してきました。いわゆる生産要素投入型のモデルです。確かに、木村先生がご説明された通り、現在アジア各国は産業を高度化させつつありますが、今後はさらに高度化を進めて産業の裾野を広げ、それを活かして付加価値の高い製品・サービスを創出する生産性上昇型の成長パターンに転換していくことが必要です。このことが、中所得国の罫に陥らず持続的な成長を遂げるためのカギだと思います。私のお話はこれで終了させて頂きます。ご清聴どうもありがとうございました。

## 司会

それでは、これより自由討論に移りたいと思います。これからコーディネーター及びパネリストの皆様がご登壇されますので、改めて拍手でお迎え頂けましたらありがたく

存じます。自由討論のコーディネーターは、一橋大学大学院経済学研究科教授の奥田英信先生にお願いします。奥田先生は、開発金融論がご専門で特にアジア各国の金融システムに関するご研究で著名な先生でいらっしゃいます。それでは、ここからの進行は奥田先生にお願いしたいと思います。どうぞよろしくお願いいたします。

#### 奥田

ただ今ご紹介頂きました奥田でございます。本日は、世界の潮流の変化とアジア経済ということで、基調講演を木村先生から頂き、その後、国際金融面について小川先生、金融規制面について花崎先生、マクロ経済について田中副所長からご講演がありました。これを受けましてパネルディスカッションを始めたいと思いますが、1つ1つが深い内容で、かつ話題が多岐にわたりましたので、まず各先生のご講演内容の相互関係について整理したいと思います。

木村先生の基調講演では、非常に長期的な視点から新興国・発展途上国の経済発展とその背景にある産業高度化のプロセスについてご説明頂きました。まずこれに対して、他の3人のパネリストからコメントを頂きたいと思います。つまり、木村先生がご説明された経済発展と産業高度化のプロセスが金融面やマクロ経済にも影響を与えると考えられますので、ご専門の立場から木村先生のご報告をどのように受けとめたのかをコメント頂ければと思います。それでは、小川先生からお願いしたいと思います。

#### 小川

木村先生は、長期的な視点で世界の潮流が変化するというお話をされましたが、ポイントは第3のアンバンドリングにおいて、ITやCTが分業の在り方を変えていくという点であったかと思います。それに関連して申し上げたいことが2つあります。

ITやCTが分業の在り方を変えていくというお話の中で、アリババやアマゾンの例が出てきましたが、それは実物面のお話だったと思います。これは受け売りなのですが、アリババが提供している決済サービスのアリペイは、それ自体で儲けることが目的ではなく、決済を通して取得できる情報の蓄積が狙いだといえます。その情報をベースに、どういう宣伝をすると何が売れるといった分析をするために、アリペイを運営しているというわけです。その意味で、木村先生のアンバンドリングの分析においても、実物面だけでなく、決済手段とか、金融面の視点が必要だと思います。それがまず1点目のコメントです。

また、それに関連して木村先生のお話を伺って気づいたのですが、為替相場などの国際金融面も、フィンテックの影響を受けています。先ほどの私の話のフォローアップと

して申し上げますと、ビットコインなどの仮想通貨は、米ドルや日本円などの通貨に代わるものでは決してないと思います。通貨には交換手段と価値貯蔵手段の機能があり、どちらかと言えば交換手段の機能が重要です。しかし仮想通貨は、交換所の信頼性があるのかという低次元の話は論外としても、ビットコインはビットコイン同士でしか交換できませんし、さらにあれだけ価値が乱高下するのでは、価値貯蔵手段としてもほとんど機能しません。従って仮想「通貨」は、通貨と呼ぶには相応しくなく、投機的な金融商品あるいは素材として位置付けることが適当だと思います。

むしろ重要なのは、ブロックチェーンの技術だと思います。通貨は外国為替市場で取引されていますが、将来的にはブロックチェーン技術で通貨同士をマッチングさせて取引する世界が出現するかもしれません。今まで日本円と人民元間で決済する際には、米ドルを挟んで日本円・米ドル間、米ドル・人民元間の取引を行うわけですが、将来は日本円と人民元をブロックチェーンの技術で直接マッチングして取引できるようになるわけです。その意味でブロックチェーンを含むITやCTの進歩は、米ドル中心の国際通貨体制を変えていく可能性があるということをつけ加えさせて頂きたいと思います。

**奥田**

どうもありがとうございました。私の方から小川先生にお聞きしたいのですが、アジア共通通貨という話があります。それについて、木村先生のお話と関連づけてコメント頂けますか。

**小川**

サプライチェーンを考える際には、関税や非関税障壁と並んで、為替リスクや為替の取引コストも重要なファクターかと思っています。為替リスクに企業がどのように対応しているかと言いますと、金融商品を活用したヘッジやナチュラルヘッジングが主な対応となりますが、それには当然コストを要します。従って、この点ではコストが少なくてすむ環境を整備する必要があると思います。それには、長期的にはブロックチェーンの技術を活用した通貨同士の直接取引を実現することや、アジア共通通貨の創設などが考えられます。

**奥田**

どうもありがとうございました。それでは、花崎先生、お願いします。

**花崎**

木村先生の基調講演を大変興味深く拝聴させて頂きました。その中で、アンバンドリングの深化をキーワードとして挙げられていました。日本には昔からトヨタのカンバン

方式のような独特の生産システムがありましたが、その考え方にITなどを絡めた現代版がアンバンドリングの深化ということなのかな、と受け止めたのですが、そういう理解が適切なのか、木村先生にお聞きしたいと思います。

もう1つは、アンバンドリングを深化させるにあたってのハード面・ソフト面の環境整備の重要性を強調されていました。これは非常に重要なポイントだと思いますが、政策的にうまく誘導できるものなののでしょうか。むしろ企業の自由度を高めて、試行錯誤させることによって、結果的にアンバンドリングが深化する面もあるかと思いますが、この点についてもご意見をお聞きしたいと思います。

**奥田**

ありがとうございました。では、田中副所長、お願いします。

**田中**

木村先生のお話を大変興味深く拝聴させて頂きました。日本や中国を中心にアジア域内で生産ネットワークが想像以上に高度化している印象を持ちました。これがアジアの経済や産業の基盤強化につながり、私が申し上げた生産性上昇型の成長パターンに近づくのではないかという期待を持ちました。

第3のアンバンドリングを進めていくために、AECやRCEPに、TPP11（CPTPP）の精神を取り入れていくべきだという主張を最後にされていたと思います。非常に重要なポイントであると思う一方で、ASEANにまとめ役がない中でAECを高度化していけるのかという疑問も少しあります。むしろ、ASEAN諸国を次々とTPP11に取り込んでいく方が手っ取り早いのではないかと思います。この点についてご意見を頂ければと思います。

**奥田**

どうもありがとうございました。それでは、木村先生からご質問への回答をお願いします。

**木村**

どうもありがとうございました。アリペイについては、小川先生のお話にもありましたように、情報を取得してそれをどう活用して利益を出すかがポイントであり、だからこそクレジットカードなどと比較しても格段に安い手数料で決済サービスを提供できているわけです。これはまさにネットワーク効果をうまく活用している例であり、第3のアンバンドリングによってアクセスコストが引き下げられた結果、生まれてきたサービスだと理解しています。

一方、そのようなサービスが普及してくると、プライバシーとか競争政策の問題が出てくるわけで、そこをどう考えるのか、もっと詰めないといけないわけですが、現状はそれらの政策を組み立てるための基本的なプリンシプル自体がまだ確立されていない感じがします。プライバシー関連の政策については、TPP11と欧州のアプローチは全く違いますし、競争政策についても純粋な競争促進の観点からのアプローチもあれば幼稚産業保護を加味したアプローチもありますから、まずはどのようなプリンシプルで政策を組み立てて行くのかということから議論しなければならないと思います。

それから、フィンテックのお話もありましたが、特にアジアの場合、規制体系が弱く中でそういうビジネスがどんどん入ってきており、事実上クロスボーダー取引も野放しとなっているのが現状だと思います。こうした動きが、マクロ経済にどの程度の影響を与えているのかは分かりませんが、通貨を含む金融の様々な側面から、フィンテックに対する適切な規制体系を組み立てて行くことは喫緊の課題だと思います。

花崎先生からコメントのありましたトヨタのカンバン方式については、非常に影響力があって、生産ネットワークの設計の中で活かされている面は、おっしゃるとおり沢山あると思います。実際にトヨタ出身の方から、自動車以外の業種でトヨタの生産方式を教えているというお話も色々と伺っています。ただ、トヨタのカンバン方式は、やはりどちらかと言えば工場内、製造現場に限定された話ですが、国際分業はもっと長いサプライチェーンの中で考えなければいけないということでアンバンドリングの高度化が起きてきているわけですので、その視点から見れば1つのピースに過ぎないということになるかと思います。また、第3のアンバンドリングを政策がどの程度コントロールできるかという点については、副作用も含めてまだよく分からない面が多いですが、影響を与えることは明らかです。インフラや規制体系、人的資源などの環境整備において政策が果たす役割は非常に大きいと思っています。

田中副所長のご質問については、TPP11（CPTPP）だけで対応できる範囲は限定されていますし、電子商取引の章だけを取り上げて、あれがどの程度の効果を生み出すかは発効後少し見極めてみないと分からない面もあるかと思います。AECやRCEPの交渉が進展していない感があるというご指摘はその通りですが、一方で今ASEANがやっているRCEP交渉、もしあれができないままTPP11に取り込まれるという話になってくると、いわゆる「ASEAN中心性」が大きく損なわれる可能性がありますので、ASEANを1つの塊として生かすのであれば、TPP11の早期発効とともにRCEPの交渉もある程度のところでまとめることが大事になってくるかと思います。優先順位としては、まずはTPP11の

発効、次にRCEPのとにかく第1次的な妥結、それからTPP11の拡大という風に考えるべきではないかと思います。ただ、RCEPに関しては、これまで各国の思惑の違いや駆け引きに翻弄されてきた面がありましたが、TPP11が発効することによって自由化の目指す最終到達点が見える、あるいはやらなければいけないことと、すぐにはそこまで行けないことが明確になる、という効果は期待できると思います。ですから、交渉を多段階に組み直して、第1段階はとにかく早く妥結するという、そういう選択肢でまとまりやすくなる面はあるのではないかと、貿易の自由化に非常に後ろ向きなインドにはなかなか希望が持てませんが、中国の交渉スタンスは少し変わってくる可能性があるのではないかと考えています。

#### 奥田

どうもありがとうございました。先生方の指摘された論点を私なりに整理すれば、木村先生のお話は、第3のアンバンドリングが順調に進むためには国際的な取引が円滑に行われないといけないということだと思います。そのためには、小川先生がお話された分野ですと国際金融環境が平穏でなければいけないですし、花崎先生のお話との関係ではそもそも金融が社会的な基盤あるいは経済活動の基盤として健全に機能していることが大前提だということになると思います。そしてこれらがうまく進むことが、田中副所長が言われたようにアジア諸国が中所得国の罠に陥らずに成長することができる条件になるのだろうと思います。

この全ての基盤であるグローバリゼーションですが、過去30年くらいは何度か危機もありながら、そのたびに制度を補正して次の段階に進んでいくということで、紆余曲折を伴いつつも前向きな流れが続いてきました。それが、本日のテーマの世界の潮流の変化にも関わりますが、ある種の変容期に来たかなという感触を個人的には持っています。グローバリゼーションが始まった頃も、確かに何度か危機がありましたが、それはアジア通貨危機など主に新興国・発展途上国を中心に起こりました。途上国ではグローバリゼーションを利用することで大いに経済が発展しましたが、その利益は均等に分配されるわけではないので、それから取り残される人たちもいて国内で格差が拡大し、政治不安を引き起こしました。

一方、リーマンショック以降の危機は、その震源が途上国ではなく先進国であることが特徴です。加えて、グローバリゼーションの恩恵にあずかれない人々の不満も途上国ではなく先進国で大きくなってきました。トランプ政権の誕生はまさにその象徴であり、グローバリゼーションの負の側面が、昔は途上国の話だったのが、今は先進国で顕在化

しているということです。グローバリゼーションの負の側面は産業単位でも見られ、勝ち組であった金融が危機の震源となり金融機関は破綻寸前に陥りました。その意味では花崎先生がお話しされた金融のあり方や規制の問題は、今後グローバリゼーションを押し進めるうえで重要な鍵になるのかなと思います。また、負の部分が先進国の問題になってきている中で、グローバリゼーションが果たして前向きな流れに戻っていただけるのか、これも焦点の1つになると思います。

このような点を踏まえて、パネリストの皆様のご意見をお聞きしたいと思います。これら最近の潮流の変化を象徴するトランプ政権の政策について、それぞれのご報告の立場からどのように捉えていらっしゃるのでしょうか。例えば金融規制についても、歴史を逆戻りするような政策を打ち出していますが、これを含めて本質的に大きな変化が起きているのかをお聞きしたいと思います。木村先生から順にお願いします。

#### 木村

トランプ政権誕生をはじめとして、その前からも含めてですが、米国や欧州で反グローバリズムがどのような背景から出てくるのかということに関する研究が、最近はかなり詳しく行われています。米国では労働市場が非常にフレキシブルであり、日本と比較すると転職や離職のスピードが3～5倍速いと言われています。つまり、米国では企業は労働者を容易にレイオフできますし、労働者はレイオフされてもまた新しい産業や企業に吸収されて行くものだと、かつてはそういう風に強く信じられてきたと思います。しかし実際の労働市場はそこまで美しい世界ではなくて、ミクロのレベルでは、ラストベルトでレイオフされた比較的勤勉な白人労働者が次の職に就けずに長期間失業する、といった厳しい現実のあることが徐々に見えてきたわけです。これがトランプ政権誕生の1つの背景だと思います。日本やドイツと比較すると、日本では失われた20年の中でも、例えば雇用者数50人以上の製造業の企業においては2000年代初めから雇用者数はほとんど変化していません。ドイツでも労働者1人当たりのタスクの数を増やすことで、製造業の企業の雇用は維持されている面があります。その意味では、欧州では移民問題もありますから日本と同列にはできませんが、少なくとも経済の成り立ちや企業のビジネスモデルの違いがグローバリズムに対する反発の強さに影響を及ぼしていることは確かだろうと思います。

トランプ政権の貿易政策は、率直に言って米国経済全体のことを考えてやっている政策とは思えません。そもそも米国の政治において貿易政策はそれほど重視されないのですが、ホワイトハウスがかなり主導できる分野だということで、注目されているのだと

思います。今後数年間は色々と厳しい交渉が出てくるかもしれませんが、日本やアジア各国は経済合理性に欠けた反グローバリズムの波に陥らず、正論を主張して押し返すことを続けていくしかないと思います。

**奥田**

質問ですが、米国におけるアンバンドリングの状況はどうなっていますか。

**木村**

もちろん米国でもアンバンドリングはやっています。ですから、輸入を制限したら、輸出ができなくなるということに当然なるわけです。ただし、電子製品や製薬などでは、ワールドワイドにビジネスを展開している企業も多いですから、米国の貿易政策はあまり関係ないかもしれませんが、メキシコとの間で分業しているような産業・企業は直接影響を受けるということです。ただ、日本とアジアのように本当に多くの国にまたがるような生産ネットワークという意識は、米国の場合やや薄いかもしれません。

**奥田**

どうもありがとうございました。小川先生はトランプ大統領の政策についてどうお考えですか。

**小川**

移民制限などによる国内産業の保護は、IT産業への影響などは眼中になくて、鉄鋼などの昔ながらの製造業を守る政策です。その1つの手段として通貨政策を利用して、ドル安に誘導したいのだと思います。

私のプレゼンテーションでも申し上げましたが、米国で財政赤字が膨らむと国債の発行が増えます。そうすると、短期的には金融政策に加えて財政政策の面からも金利が上昇してドル高圧力が高まりますので、それを押さえ込むためにドル安にすべきだと発言して、口先介入をしているのだと推測します。一方、1980年代後半にも見られましたが、長期的には米国債の発行が膨らみ買い手が見つからなくなるということで、ドル安圧力に転じていきます。タイムスパンで言うと、おそらく現状の財政赤字を4～5年続けていくと、財政悪化を背景とする「悪いドル安」に移行する可能性が高いですから、トランプ大統領はそれを覚悟すべきですし、その時にトランプ大統領は既に大統領ではないかもしれませんが、そういう負の遺産を残さないようにしてほしいと思います。

**奥田**

トランプ大統領は米国の貿易赤字を削減すべきだと言っていますが、国際収支の赤字を削減するということを言っているのですか。



小川

IT産業を除く米国の昔ながらの産業を保護したいというのが本質で、そのために貿易赤字の話を持ち出しているだけだと思います。

奥田

先ほど小川先生が回帰分析の結果で示されたように、米国の金融・通貨政策に対してアジア各国は受け身な対応が多いわけですが、もっと能動的な対応はできないのでしょうか。

小川

それは、米国に積極的に働きかけるということですか。

奥田

そのような面もありますが、例えば対米黒字を小さくすればトランプ大統領にとっては文句はないという話になるのではないのでしょうか。

小川

そうですね。その観点でよく言われるのは、日本を含むアジアでは貯蓄が多くて投資が少ないのでアジア域内の貯蓄をアジア域内の設備投資や社会資本の投資にもっと回すべきだということです。アジアから米国に資金が流入しなければ、米国では貿易赤字が維持できず収支均衡へ収束するわけですから。ただ、少なくとも日本や中国に関して言えば、投資をどんどん増やすことが現実的あるいは効率的なのかどうかは、慎重に考えなければならぬ問題です。

奥田

ありがとうございました。花崎先生も先ほどのプレゼンテーションの中でトランプ政権の政策に触れていましたが、どのようにお考えですか。

花崎

それでは、私からはトランプ政権の金融規制とバーゼルⅢの評価について触れさせて頂きます。先ほどのプレゼンテーションでも述べましたが、トランプ政権は基本的にドッド・フランク法を大幅に修正する方向で金融規制を緩和する政策を打ち出しています。一方、ドッド・フランク法は様々な問題がありますが、その理念の1つにリーマンショックに至ったような金融バブルを未然に防ぐことがあったと思います。

先ほども申し上げましたが、米国ではドッド・フランク法以前の金融規制の大きな改革は1933年のグラス・スティーガル法の制定までさかのぼります。大恐慌の時に銀行は証券業務など様々な業務を行うことができ、それが銀行のリスクテイクを助長して金融

バブルを生んだという反省からグラス・スティーガル法は制定されたわけです。その後リーマンショックまでの間は、これほど大規模な金融危機は少なくとも米国では起きていなかったわけで、その面では銀行業務と証券業務を分離したグラス・スティーガル法の考え方は合理的なものであったと考えられます。ドッド・フランク法もそのような理念のもと制定されましたから、それを抜本的に緩和することは金融バブルを生み金融危機が起こるリスクを高めるものであると思っています。

ただし、バーゼルⅢのような厳しい規制を一律に適用することが本当によいのかは疑問です。先ほども述べましたが、バーゼル規制は一元的にグローバルな規制を設けるものです。バーゼルⅢの規制における所要自己資本比率は8%から10.5%に上昇し、しかも金融システム上重要な銀行はさらに2.5%を上乗せする必要があるということで、かなり厳しい規制となっています。しかし、自己資本比率規制には、一般的にプロシクリカリティと言われる景気変動を増幅する副作用が伴います。なぜなら、景気が悪化すると銀行の自己資本は減少しますので、自己資本比率の維持のためには分母のリスクアセットを減らす必要があるということで、銀行は融資の引き上げなど融資残高を減らす行動をとろうとします。経済全体のことを考えれば、景気が悪化したら銀行はむしろ積極的に融資した方がプラスになりますが、その逆の行動をとりますので景気の悪化を増幅させてしまうわけです。

もう1つ、あまり皆さんおっしゃらないので私がよく申し上げるのですが、自己資本は外部の投資家が拠出した資金だという事実です。投資家は預金者と比較して高い利回りを要求しますので、自己資本が増えるほど銀行は高い利益率を稼ぐ必要に迫られてリスクテイクの誘因が増します。厳しい自己資本比率規制は本来、銀行の健全性を高めることが目的ですが、逆にリスクの高い行動を助長する結果に終わる可能性もあるということです。日本で今までのところそのような傾向は見られませんが、欧米やアジアでは自己資本比率の規制が強まるほどリスクテイクする銀行が増えてくるという懸念を持っています。

最後に、各国の金融システムが異なっているという点も重要です。米国のように資本市場が発達している国もあれば日本のようにどちらかと言えば銀行中心の金融システムの国もあります。そのような中でグローバルに一元的な形で高い自己資本比率の規制を課せば、金融の機能に非常に大きなマイナスの影響を及ぼす可能性がありますので、私自身は自己資本比率の規制を過度に強めることには反対です。従って、自己資本比率規制とは違った形で、国際的に望ましい規制をどのように構築していくかは、今後に残さ

れた大きな課題であると考えています。

**奥田**

そうすると、トランプ政権が進める金融規制の緩和は必ずしも悪いことではないとお考えですか。

**花崎**

いえ、トランプ政権はドッド・フランク法の良い点も大幅に修正しようとしていますので、それはやはり金融バブルを助長する方向に働くのではないかと、という懸念を持っています。

**奥田**

ありがとうございました。最後に田中副所長は何かご意見はありますか。

**田中**

先ほど奥田先生が指摘した反グローバル化の波が先進国から来ているという点については、私も全く同感です。この背景としては、先進国の成長が鈍化したことが大きいと思います。先進国にもグローバル化のメリットはあると思いますが、これを国民にしっかりと説明せず、またその恩恵を国民に広く行き渡らせる政策を打ち出さなかった政治への不満が噴出したのだと思います。一方、新興国・発展途上国では高い成長が続いていて、昨日より明日は豊かになるという希望が持てるので、先進国のような不満がたまりにくい面があると思います。

トランプ政権の政策については、選挙の呪縛に陥っているというのが私の印象です。大統領選挙のときには10年間で2,500万人の雇用を創出するという公約を掲げましたが、そこで悪者にされたのが輸入品でした。トランプ大統領は、輸入品のせいでラストベルトが衰退したので、「不公平な」貿易ルールを変えて、輸入を制限すれば雇用は復活すると主張しました。結果として、それはラストベルトの有権者には大いにうけたわけですが、時代錯誤の考えに陥っている印象です。経済の実態を踏まえずオールドエコノミーを支援する偏った政策を推し進めると、その影響は米国のみならずアジアにも波及します。これは非常に危険なことだと感じています。

**奥田**

話題は多方面にわたりましたが、この辺でまとめたいと思います。基本的には長期にわたるグローバリゼーションの流れと、昨今の反グローバリズムという、ある意味で短期の話、これが重なり合う形で世界の潮流は変化しており、先生方のご報告の中で両面が取り上げられたかと思います。木村先生は長期的な観点からお話をされましたし、小

川先生はどちらかと言えば短期的な観点からお話をされたと思います。また、花崎先生は基本的には長期的な観点からお話されたと思います。それから、田中副所長は今後1～2年の間でどのようなことが起こるのかという意味で短期的なお話をされたと思います。短期と長期の両面があって、しかもそれは一緒に動きますから、全体像をつかむのはなかなか難しいのですが、それぞれのご専門の立場から多角的に議論して頂いたことで、大まかな整理はできたのではないかと思います。

それでは、時間があまりありませんけれども、今から10分ほど、フロアに開放して質問、コメントをとりたいと思います。もしご希望の方がいらっしゃいましたら、手を挙げていただけますでしょうか。

#### フロア

木村先生にお聞きしたいことがあります。今回、生産とか産業のアンバンドリングが、トレードとか、コミュニケーションとか、フェース・ツー・フェースのコストが下がることによって深化していくというお話だったかと思います。ただ、深化の進み方は国・地域によって違うので、それに応じた開発戦略の策定、政策環境の整備を行うことが課題だ、という風に理解しました。

そこで質問ですが、金融の世界にもアンバンドリングという概念がありまして、それと木村先生がおっしゃるアンバンドリングとの関連がちょっと気になりました。金融の世界のアンバンドリングというのは、フィンテックもそうですが、例えば銀行が提供していた様々なサービスを、機能ごとに切り分けて、専門業者が提供した方が効率的ではないか、という方向性です。しかし、それが行くところまで行って、今はそれを元に戻すリバンドリングが良いのではないかという話も一方では出てきています。それとの類推で言いますと、生産プロセスのアンバンドリングが一方的に進むのか、逆戻りした方が良い場合もあるという話はあるか、というのが質問の趣旨です。

#### 木村

ご質問ありがとうございます。アンバンドリングの深化というのは、多分おっしゃるとおり1方向に進むのではなくて、それから、産業とか企業戦略とかビジネスモデルによっても違って来るのだと思います。ただ、第1のアンバンドリングを基本的にやっている国・経済と、第2のアンバンドリングまでできる国・経済だと、要するに、選択肢の数が違うというのが一番大きなことで、第2のアンバンドリングをどんどんやっている国、例えばタイとかマレーシアでも、まだ第1のアンバンドリングをやっている産業とか企業はたくさんいて、両者は共存しているわけです。どちらも、それが良いと思っ

てやっているわけです。そういう意味では、アンバンドリングの深化というのは、選択肢が増えることだという風に理解するのが良いのではないかと思います。そういう意味で、第2のアンバンドリングの中でも、生産拠点の分散立地と集中が同時進行するというのはまさにそういうことだと思いますし、それから、1つの企業の範囲、サプライチェーンのどこまでを企業内に内部化するかという選択についても、逆に動くケースも当然あるわけです。ある意味でプラットフォーム企業、これは第3のアンバンドリングですが、大きくなった方が得になるケースもあるのだと思います。

#### フロア

ここ数年、欧米が今までの世界の政治や経済から撤退して、内向き、縮み指向が顕著になっていて、ASEANも含めてアジアが真空地帯化しているような懸念を持っています。逆に言うと、人口減少に直面する日本としてはASEANにもっと関与を強めていく、この真空を埋めるすごく絶好のチャンスではないかなと思うわけです。外交的にも日本のプレゼンスが強化されますし、経済的には日本の企業もASEANに出て行って、そちらで発展できる可能性がある。逆にもし日本が何もしていないと、多分中国が出てきて日本は排除されてしまう。そういうことも考えると、日本の経済も政治も外交も、ASEANにもっと積極的に関与していくというスタンスが必要なのではないかと思います。どの先生からでも結構ですが、何かコメントをいただければありがたいです。

#### 奥田

小川先生、お願いします。

#### 小川

私自身、ODA関係で外務省のお仕事もさせていただいているので、そこで議論されていることをご紹介しますと、ご指摘のとおりです。例えば、日系企業が東南アジアに出ていくためには、やはり発電所とか上下水道とかインフラが重要で、それをなかなかASEAN諸国が自分では整備できないといったときに、欧米はいま積極的ではないですし、出てくるのはやはり中国だと。しかし中国の場合、「質」の問題や政治手段に使う可能性もあるということで、日本はODAを使ってそういうニーズに応えていこうという話になっています。ODAに限らず、日本も東南アジアに積極的に関与していく必要があるというご指摘は全く同感です。

#### 奥田

どうもありがとうございました。それでは、お時間も参りましたのでこの辺でパネルディスカッションを終了させて頂きたいと思います。ご報告いただいた4人の先生方に

盛大な拍手をお願いします。

**司会**

奥田先生、パネリストの皆様、どうもありがとうございました。まだまだ議論は尽きないところですが、お時間となりました。これよりご登壇者の皆様が退場されますので、いま一度温かい拍手でお見送り頂ければと思います。本日は、ご来場誠にありがとうございました。

# 米国金融政策の転換と 東アジア通貨への影響

2018/3/15

一橋大学大学院商学研究科  
小川英治



一橋大学-DBJ共同シンポジウム『世界の潮流の  
変化とアジア経済』



一橋大学-DBJ共同シンポジウム『世界の潮流の変化とアジア経済』

## 目次

- はじめに
- 国際金融上の世界の潮流の変化
- 米国の金融政策正常化
- 米国金利引上げに対するアジア通貨の反応
- トランプ大統領の通貨政策と減税政策の為替相場への影響
- 安全通貨としての円
- 増大するAMROの役割

## はじめに

- 本報告の目的: 国際金融の視点から、「世界の潮流の変化とアジア経済」について考察する。
- 国際金融上の世界の潮流の変化:
  - ①米国の金利引上げ【QE⇒金融政策の正常化】
  - (②BREXITによる国際金融都市ロンドンへの影響)
- アジア経済については、東アジアを中心に金利と為替相場への影響を分析する。
- どのような政策対応が必要かを考察する。

2018/3/15

3

## 国際金融上の世界の潮流の変化

- FRBは、2017年に3度(3月16日、6月15日、12月14日に0.25%ポイントずつ引上げ)にわたって金利を引上げ。FRBの資産圧縮が2017年10月から開始。
- ECB(2014年6月5日)と日銀(2016年1月29日)はマイナス金利を採用。ECBは、2017年4月以降のQE縮小を決定。
- トランプ大統領、ドルの過大評価を指摘(2017年1月18日)。減税政策が為替相場に及ぼす効果は?
- 英国がEUに対してEU単一市場からの離脱を申請(2017年3月29日)。

2018/3/15

4



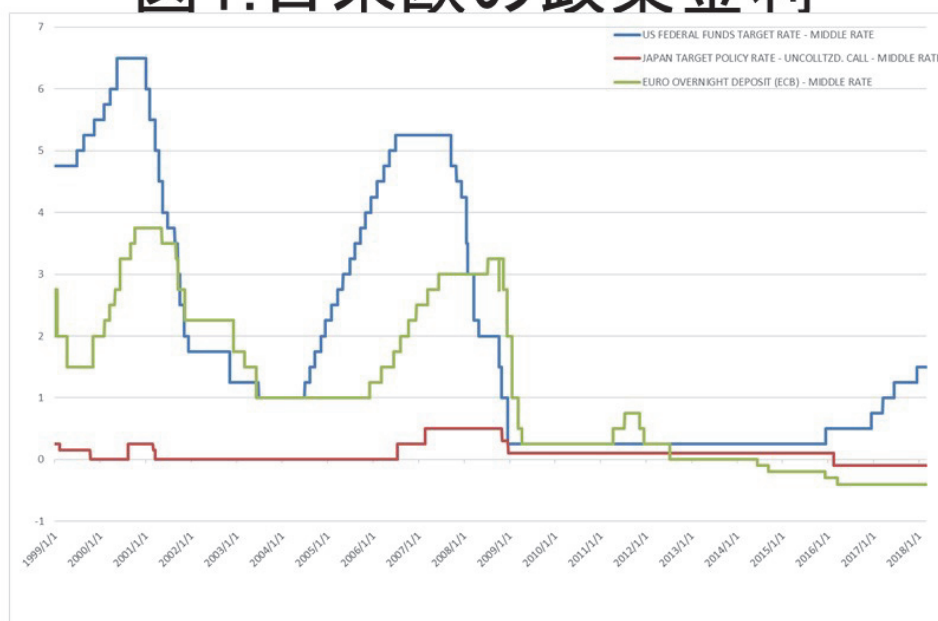
## 日米欧の金利の動向

- FRBは雇用統計による労働市場の状況を注視し、金利引上げ。2017年に3度(3月16日(FF金利の目標値:0.75%~1.0%)、6月15日(FF金利の目標値:1.0%~1.25%)、12月14日(FF金利の目標値:1.25%~1.5%))にわたって金利を引上げ。2018年に3回のFF金利引上げの可能性。
- 日銀は、2016年2月にマイナス金利を導入、継続。
- ECBは、2014年6月にマイナス金利を導入、持続しながらも、QEを2017年4月以降縮小することを決定(2016年12月)。
- 金利差が拡大することによって、ドル高円安・ユーロ安へ。

2018/3/15

5

## 図1:日米欧の政策金利



Data: Datastream

2018/3/15

6

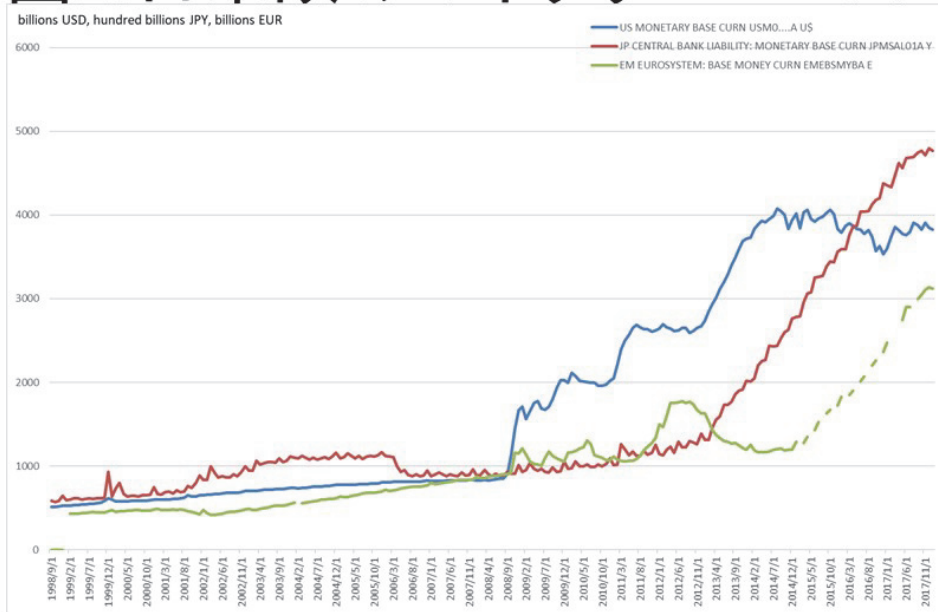
## FRBの資産圧縮

- 2014年9月16日、金融政策正常化計画 (Policy Normalization Principles and Plans) を発表。⇒ 漸進的な資産圧縮
  - 2017年6月14日、FOMCがFRBの資産圧縮計画の具体的なアプローチを合意。
- ① 米国債: 60億ドル/月から開始、12か月にわたって3か月毎に段階的に60億ドル/月ずつ縮小額を300億ドル/月に達するまで増加。
- ② MBS等: 40億ドル/月から開始、12か月にわたって3か月毎に段階的に40億ドル/月ずつ縮小額を200億ドル/月に達するまで増加。
- 2017年9月20日、FOMCがバランスシート正常化プログラムを開始することを決定。

2018/3/15

7

## 図2: 日米欧のマネタリーベース



2018/3/15

8

### 図3: 米国の失業率



Data: Bureau of Labor Statistics

### 米国金利引上げに対する他国の通貨・金融政策の反応

- ・ 通貨・金融政策の上では、国際金融のトリレンマ【①「自由な国際資本移動」と②「金融政策の自律性」と③「為替相場の安定」は同時達成できない。】を考慮に入れて、考える必要がある。
- ・ 自由な国際資本移動の下では、為替相場の安定(自国通貨の対米ドル減価)と金融政策の自律性(米国金利引上げの追随)はトレードオフ。



一橋大学  
HITOTSUBASHI UNIVERSITY
一橋大学-DBJ共同シンポジウム『世界の潮流の変化とアジア経済』

## 図4：国際金融のトリレンマ



出典：小川英治「東アジアの通貨事情が見える「国際金融のトリレンマ」入門」『プレジデント』2011.6.13号

2018/3/15
11


一橋大学  
HITOTSUBASHI UNIVERSITY
一橋大学-DBJ共同シンポジウム『世界の潮流の変化とアジア経済』

## 国際金融のトリレンマから見た 米国金利引き上げに対する反応

- ①「自由な国際資本移動」の下で、③「為替相場の安定」を実現するために、米国金利引き上げに追随する必要がある。
- ①「自由な国際資本移動」の下で、②「金融政策の自律性」を実現するためには、為替相場の変動を許す必要がある。
- ②「金融政策の自律性」と③「為替相場の安定」を実現したいならば、資本規制を課す必要がある。

2018/3/15
12

## 米国金利が東アジア諸国の金利や為替相場に及ぼす影響

- 米国の金利上げが東アジア諸国の金利や為替相場にどのような影響を及ぼすかを考察するために、過去のデータに基づいて米国の金利が東アジア諸国の金利と為替相場にどのような影響を及ぼしてきたかについて、実証的に分析を行う。
- その実証分析の手法としては、これらの経済変数の因果関係を実証的に分析することのできる2変数ベクトル自己回帰モデル(Vector Autoregressive Model, VAR)による推定を行う。

2018/3/15


13

## 分析に用いたデータと分析期間

- 分析の対象国：日本、中国、韓国、香港、タイ、シンガポール、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ベトナムの10カ国。また、東アジア全体の影響を見るために、これら10カ国の加重平均値。域外国としては米国。
- 金利（日次データ）：Datastreamから銀行間取引金利（3か月物）。但し、データの制約から、韓国、中国は無担保コールレート（オーバーナイト物）、フィリピンは財務省証券（TBLレート・364日物）。
- 為替相場（日次データ）：Datastream。
- 東アジア諸国通貨の対AMU為替相場・AMU乖離指標：RIETI
- 分析期間：2000年1月1日～2013年12月31日【日次データ】

2018/3/15

14



一橋大学-DBJ共同シンポジウム『世界の潮流の変化とアジア経済』

## 実証分析

1. 米国金利の変化が当該国の金利にどのような影響を及ぼすか？
2. 米国と当該国の金利差が当該国の為替相場にどのような影響を及ぼすか。
3. 日米金利差が他の東アジア諸国通貨にどのような影響を及ぼすか。

実証分析3の前提：日本は変動為替相場制を採用し、金融政策の自律性を確保していることから、米国金利引上げへの追随は小さい。それに対して、他の東アジア諸国は対米ドルの為替相場の安定化を図っているため、金融政策の自律性は失われ、米国金利引上げへの追随が大きい。これらから、米国金利－日本金利が拡大すると、同時に、他の東アジア諸国金利－日本金利が上昇する。

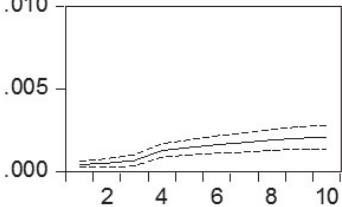
2018/3/15
15


一橋大学-DBJ共同シンポジウム『世界の潮流の変化とアジア経済』

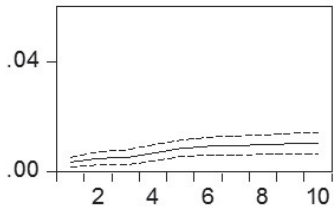
### 図5: 米国金利⇒東アジア諸国金利に関する 累積インパルス応答

米国金利  $\nearrow$  → 東アジア諸国金利  $\nearrow$

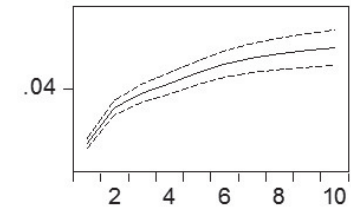
Japan      Resp. of IJPY to IUSD



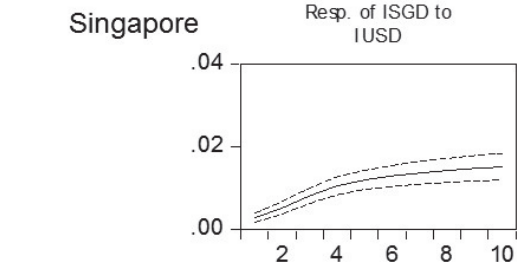
Korea      Resp. of IKRW to IUSD



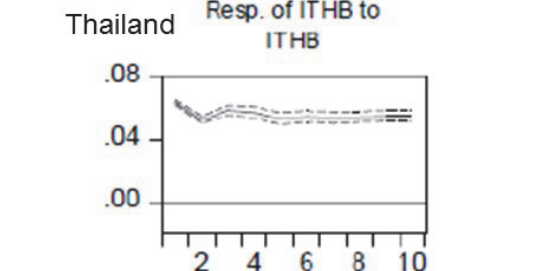
Hong Kong      Resp. of IHKD to IUSD



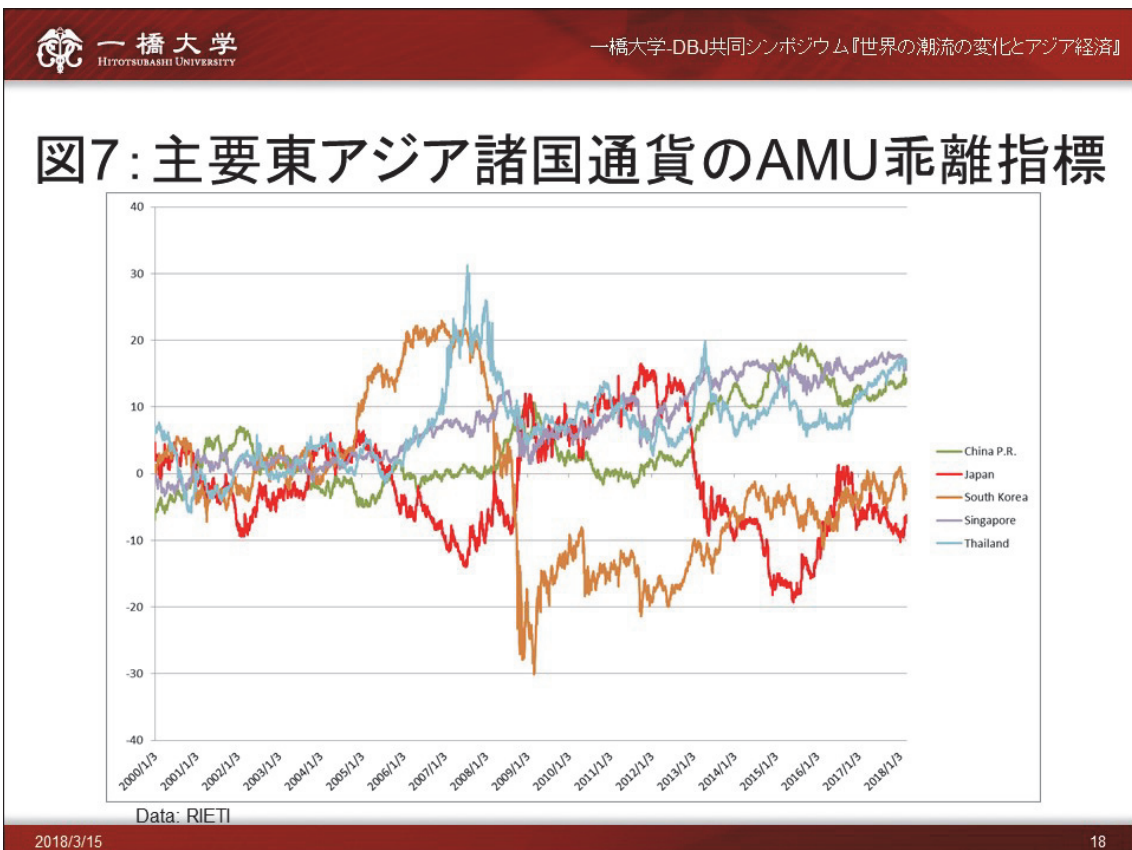
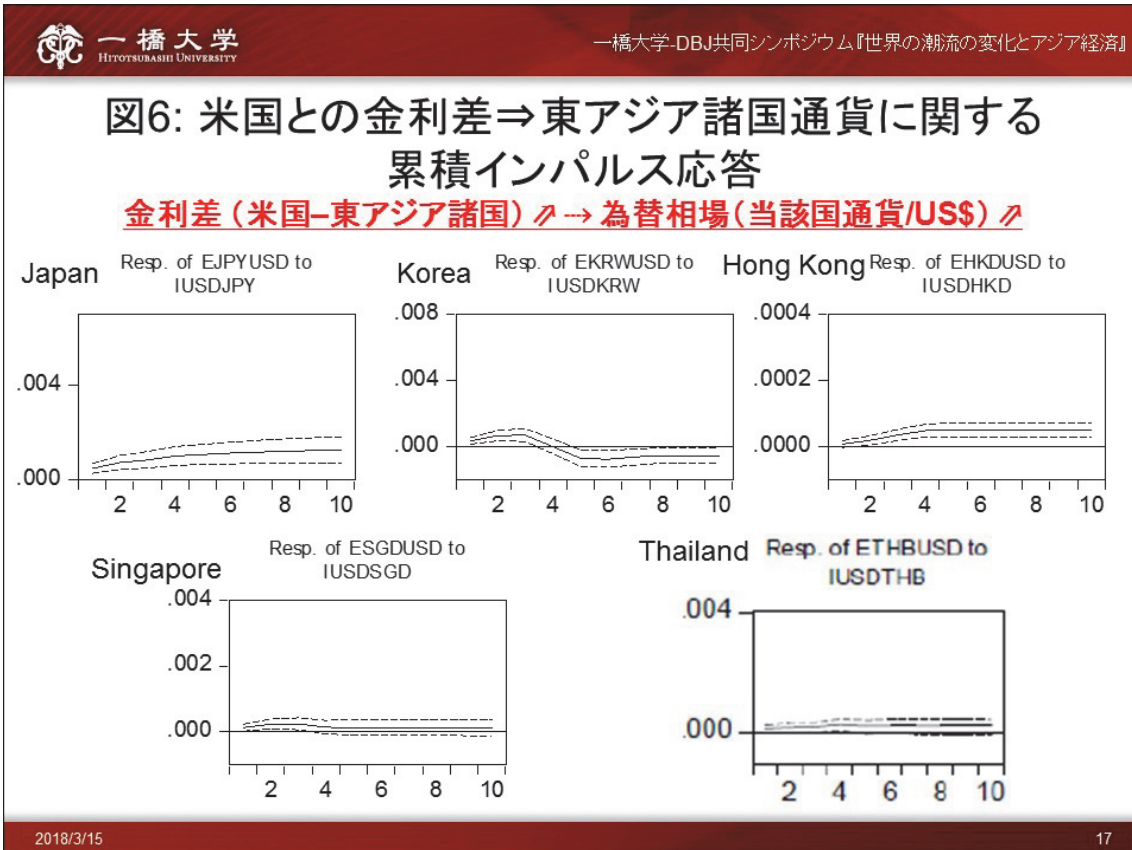
Singapore      Resp. of ISGD to IUSD

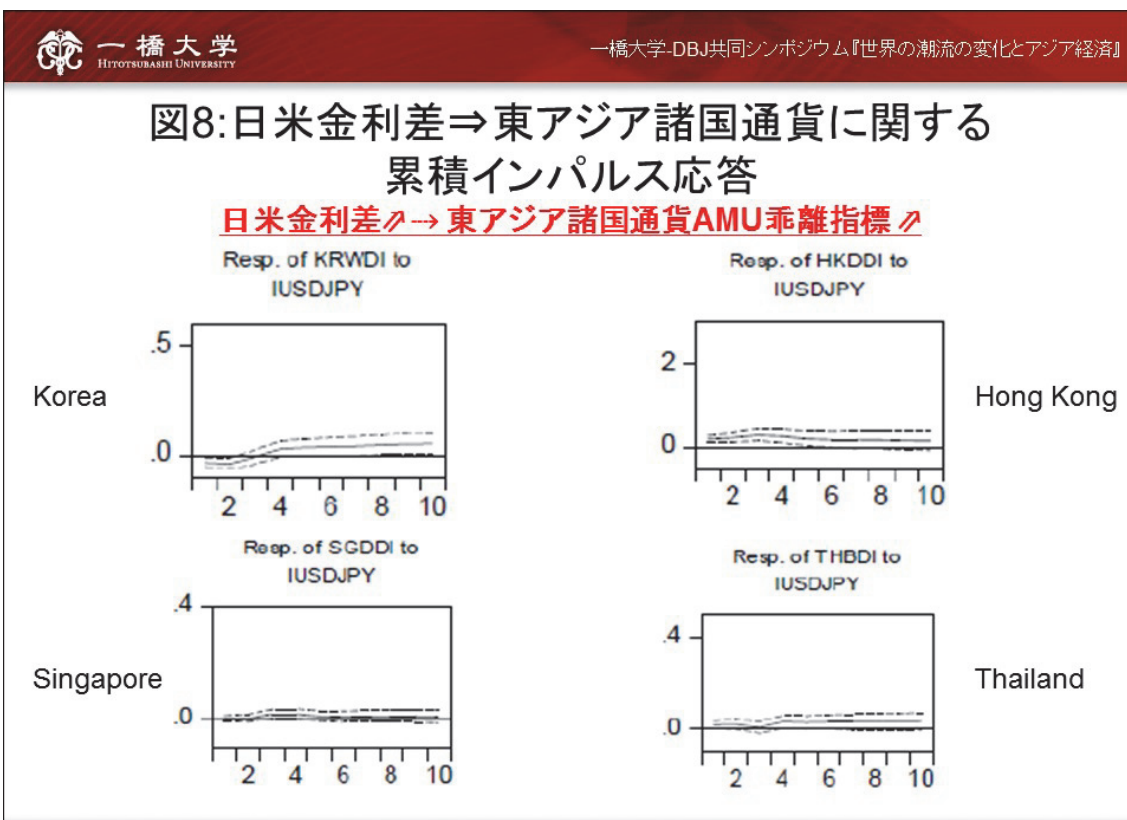


Thailand      Resp. of ITHB to ITHB



2018/3/15
16





一橋大学 HITOTSUBASHI UNIVERSITY 一橋大学-DBJ共同シンポジウム『世界の潮流の変化とアジア経済』

## 実証分析結果のインプリケーション — 米国金利引き上げの影響 —

- 米国の金利引き上げによって、東アジア諸国の金利がそれを追従するような形で上昇する可能性がある。
- 東アジア諸国金利の上昇が抑制されたり、後れを取ると、米国に有利な金利差が発生し、東アジア諸国通貨が米ドルに対して減価する可能性がある。
- 米国の金利引き上げと日本のマイナス金利の維持が日米金利差を拡大するとともに、米国金利に追従する日本以外の東アジア諸国金利も日本の金利との金利差が拡大し、キャリートレードが活発化し、日本以外の東アジア諸国通貨が日本円に対して増価する可能性がある。

2018/3/15 20



## トランプ大統領の通貨政策と 減税政策の為替相場への影響

### ・ トランプ大統領の発言

トランプ大統領：2017年1月17日「ドルは強すぎる。」

ムニューシン財務長官：2017年1月19日「トランプ氏の発言は、短期的な通貨高が貿易に悪影響をもたらすことを意味したものだ。」「ドルは最も魅力的な通貨として取引されてきた。長期的には『強いドル』が重要だ。」

ムニューシン財務長官：2018年1月24日「貿易面でドル安は米国にとって良い。」

トランプ大統領：2018年1月25日「私は強いドルが見たい。」

- ・ 図9⇒2011年～2016年にドルは増価、2017年にはドルは減価。
- ・ トランプ大統領の減税政策⇒財政赤字拡大⇒
  - ①短期的に金利上昇とともにドル高。
  - ②長期的に米国政府債務の増大によりドル安。

## 図9:ドルの実効為替相場



## 安全通貨としての円

- 円が安全通貨safe heaven currencyとしてみなされ、危機・ショック時(①2008年の世界金融危機、②2010～12年のユーロ圏危機、③2015年8月の中国ショック、④2016年6月のBrexitショック)に円高へ。
- 円が安全通貨として認識されている理由
  - ①円の金融・外為市場の規模(流動性)が大きい
  - ②対外純債権国通貨
  - ③自己実現的期待(投機)[バブル]

## まとめ

- 米国金利上げの影響は、自由な国際資本移動の下では、米国金利上げへの追随するか、あるいは自国通貨の対米ドル為替相場の減価。
- 日本の金利が低く維持されると、日本円と他の東アジア諸国通貨との間のキャリートレードが活発化し、東アジア域内通貨間為替相場が乱高下。
- 東アジアにおける投機的資金移動を監視する必要がある。サーベイランス機関としてのASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO)の役割が大きい。

## 増大するAMROの役割

- 1997年のアジア通貨危機の教訓に基づいて、通貨危機の予防と管理のために、前者の目的のためにAMROを設立し、後者の目的のために通貨スワップ協定が締結。
- 東アジア諸国(ASEAN+3(日中韓))間のチェンマイ・イニシアティブ(CMI)の延長上で、地域経済を監視・分析し、CMIの意思決定をサポートする独立したサーベイランス機関として2011年4月にシンガポールに設立。2016年2月より国際機関に格上げ。
- 東アジア地域のサーベイランス機関として資金移動、為替相場、金利に対する監視を担うべき。

# 世界金融危機と金融規制

2018年3月15日

一橋大学・日本政策投資銀行  
共同シンポジウム

一橋大学大学院商学研究科  
花崎正晴

## 趣旨

- 金融システムの安定は、実体経済の発展にとって極めて重要な要素。
- 2018年は、リーマン・ショックから10年の節目であり、その教訓を適切に生かすことが、東アジアのみならず世界経済の安定的な成長にとって、必要不可欠。

## 目次

- I. 世界金融危機発生背景
- II. グローバルな金融規制
- III. リーマン・ショック以降の金融規制を巡る動向
- IV. 金融セクターの機能と使命

# I. 世界金融危機発生背景

1. 証券市場の拡大
2. シャドーバンキングシステムの発達
3. クレジット・デフォルト・スワップの膨張
4. 金融規制緩和の進展
5. 住宅バブルとその崩壊

3

## 1. 証券市場の拡大

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2001-2007年平均成長率(%)
		(単位:兆ドル)								
全世界	GDP	31.0	32.2	36.3	41.3	44.6	48.4	54.8	61.2	9.86
	株式時価総額	28.9	22.8	31.2	37.2	42.0	50.8	65.1	33.5	14.48
	負債性証券	41.8	43.6	51.3	57.8	59.7	69.2	80.2	83.3	11.47
	公共債	22.2	16.6	20.0	23.2	23.4	25.8	28.6	31.6	4.31
	民間証券	19.6	27.0	31.3	34.6	36.3	43.4	51.6	51.7	17.51
	証券合計	70.7	66.4	82.5	95.0	101.7	120.0	145.3	116.8	12.76
	同上対GDP比(%)	228.1	206.2	227.3	230.0	228.0	247.9	265.1	190.8	
アメリカ	GDP	10.1	10.5	11.0	11.7	12.5	13.2	13.8	14.4	5.34
	株式時価総額	13.8	11.1	14.3	16.3	17.0	19.6	19.9	7.3	6.29
	負債性証券	18.5	19.0	20.7	22.3	24.1	27.0	30.3	29.1	8.57
	公共債	9.7	4.5	5.0	5.5	5.9	6.2	6.6	8.8	-6.22
	民間証券	8.8	14.5	15.7	16.8	18.2	20.8	23.7	20.3	17.95
	証券合計	32.3	30.1	35.0	38.6	41.1	46.6	50.2	36.4	7.63
	同上対GDP比(%)	319.8	286.7	318.2	329.9	328.8	353.0	363.8	212.9	
EU	GDP	7.9	8.7	10.5	12.3	12.9	13.7	15.7	14.4	12.13
	株式時価総額	6.8	5.7	7.8	9.3	9.6	13.1	14.7	11.7	13.71
	負債性証券	11.8	12.8	16.6	19.3	18.7	23.2	28.2	30.6	15.63
	公共債	4.9	4.9	6.2	7.3	6.7	7.7	8.8	7.9	10.25
	民間証券	6.9	7.9	10.4	12.0	12.0	15.5	19.4	22.7	18.80
	証券合計	18.6	18.5	24.4	28.6	28.3	36.3	42.9	42.3	14.95
	同上対GDP比(%)	235.4	212.6	232.4	232.5	219.4	265.0	273.2	293.8	
日本	GDP	4.2	4.0	4.3	4.6	4.6	4.4	4.4	4.9	0.78
	株式時価総額	2.3	2.1	4.9	5.8	7.5	4.8	4.7	3.2	12.65
	負債性証券	6.9	6.9	8.1	9.1	8.6	8.8	9.2	11.4	4.81
	公共債	5.3	4.8	5.8	6.8	6.6	6.8	7.1	9.1	4.99
	民間証券	1.6	2.1	2.3	2.3	2.0	2.0	2.1	2.3	4.64
	証券合計	9.2	9.0	13.0	14.9	16.1	13.6	13.9	14.6	7.12
	同上対GDP比(%)	219.0	225.0	302.3	323.9	350.0	309.1	315.9	298.0	

原データ: IMF, Global Financial Stability Report各年版

4

## 2. シャドーバンキングシステムの発達

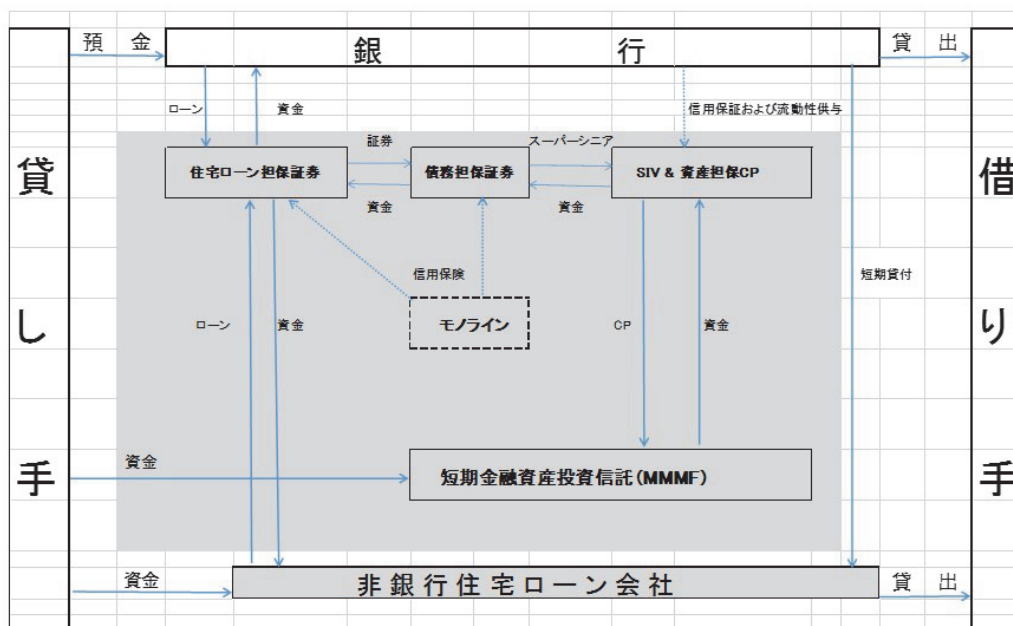
シャドーバンキングシステムとは？

金融安定理事会(FSB)報告書(2011):「通常の銀行システムの外側でなされる主体を伴う信用仲介活動」

IMF(2014)による新しい定義:「非伝統的な債務に基づく銀行及び非銀行金融機関の調達行動を、その主体の如何にかかわらずシャドーバンキングとする」この新しい定義に基づくと、証券化は、銀行のバランスシートから直接なされたとしても、また特別目的事業体(Special Purpose Vehicle)を通じて間接的になされたとしても、資金調達活動の一種であることには変わりがないことから、シャドーバンキングに含まれると解釈される。

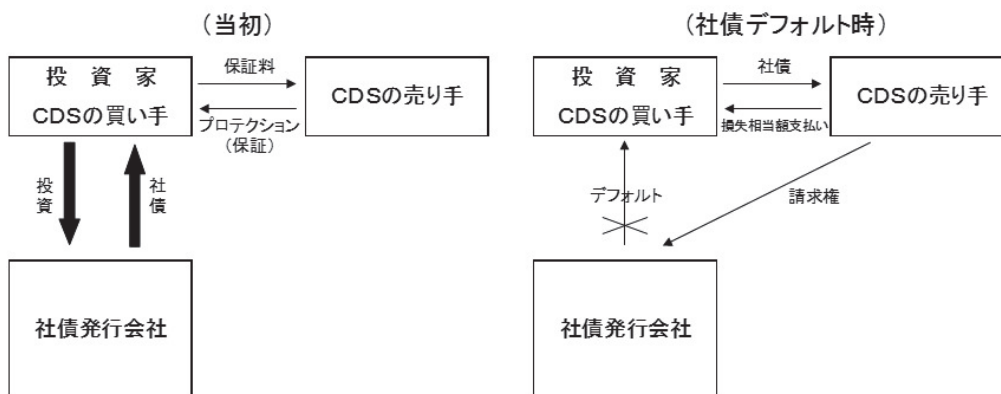
IMF(2014)によると、広義のシャドーバンキングは、世界全体の金融仲介のおよそ4分の1を占めている。なかでも、アメリカ、イギリス、ユーロ地域は、シャドーバンキングのプレゼンスが高い。

### アメリカにおけるシャドーバンキングシステム



出所: IMF, Global Financial Stability Report, October 2014

### 3. クレジット・デフォルト・スワップの膨張 クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)の基本的仕組み



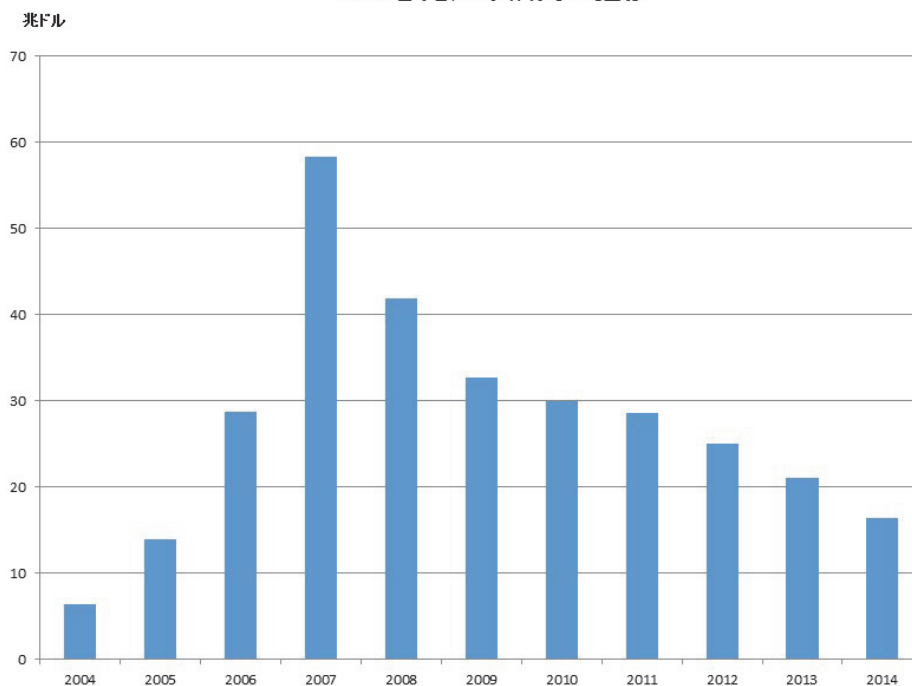
- ・社債の投資家は、CDS取引によって、社債デフォルトに伴う損失のプロテクションを買うことができるが、カウンター・パーティー(CDSの売り手)の破綻に伴うリスクを負うこととなる。
- ・CDS取引は、原資産である社債を保持していなくても可能(CDSの買いと社債の売り)。またCDS契約自体も売却可能。

↓

CDS取引は、社債のデフォルトが発生するか否かで、買い手と売り手に利益または損失を生み出す。ただし、買い手と売り手間では、基本的にゼロサム。

7

CDS 想定元本残高の推移



原データ: BIS Quarterly Review

8

## 4. 金融規制緩和の進展

### 1980年以降のアメリカにおける金融規制緩和のクロノロジー

1980年3月	預金金融機関規制緩和・通貨管理法成立。
1980年11月	S&Lの自己資本比率規制などが緩和。
1981年8月	租税改革法成立。
1981年9月	収益資本証券の発行認可。
1982年1月	S&Lの自己資本比率規制がさらに緩和。
1982年4月	S&Lの株主に対する規制が撤廃。
1982年7月	ペン・スクエア銀行破綻。
1982年12月	ガーン・セントジャーメイン預金金融機関法成立。
1982年12月	州免許S&Lの規制緩和。
1983年11月	S&Lの自己資本比率規制強化。
1984年5月	コンチネンタル・イリノイ銀行破綻。
1985年	オハイオ州とメリーランド州でS&L危機発生。
1987年	テキサス州でS&L危機発生。
1987年8月	競争条件均等化銀行法成立。
1988年	銀行破綻がピークに達する。
1988年7月	ファースト・リパブリックバンク破綻。
1989年	S&L破綻がピークに達する。
1989年8月	金融機関改革、再建および規制実施法成立。
1991年	大銀行の合併、リストラが続発。
1991年2月	財務省が金融制度改革提案を発表。
1991年12月	連邦預金保険公社改善法成立。
1992年	S&L危機が峠を越える。
1995年12月	RTCが廃止。
1999年11月	グラム・リーチ・ブライリー法成立。

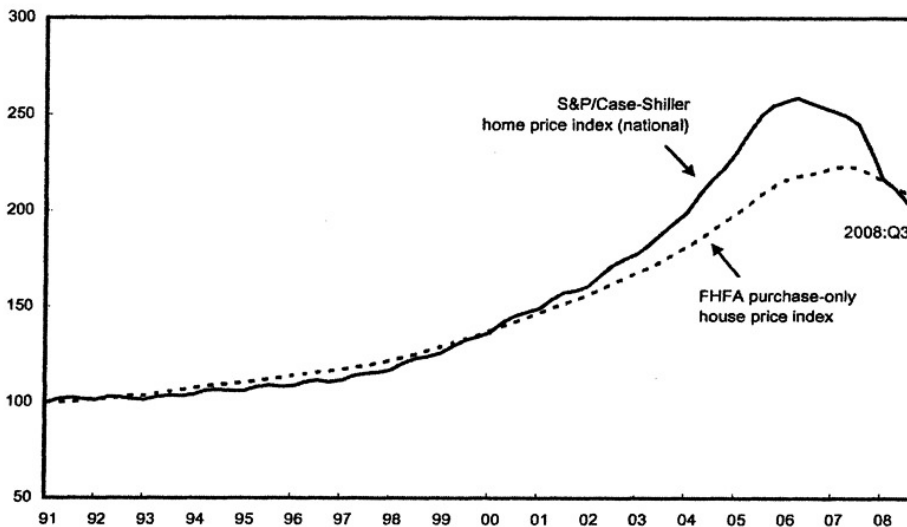
9

## 5. 住宅バブルとその崩壊

Chart 1-3 FHFA versus S&P/Case-Shiller Home Price Index

Both house price indexes increased at an average rate of 5.5% per year from 2000 to 2008, but the Case-Shiller Index increased faster during 2000-06 and fell faster thereafter.

Index (1991:Q1 = 100)



Sources: Federal Housing Finance Agency (FHFA) and S&P/Case-Shiller.

出所) Economic Report of the President (2009), U. S. GOVERNMENT PRINTING OFFICE.



## Ⅱ. グローバルな金融規制

### 背景

IMF-GATT体制のもとでの経済活動の国際化の進展



1970年代頃から国際間の資本移動が活発化

1974年5,6月：フランクリン・ナショナル銀行（米）とヘルシュタット銀行（西独）が経営破綻 → 国際金融市場に混乱をもたらす。



国際的な銀行監督体制の整備の必要性に関する認識の広まり



バーゼル銀行監督委員会（Basel Committee on Banking Supervision）の創設（1975年）

1987年10月：ブラック・マンデー  
日本の銀行のプレゼンスの向上（？）



1988年7月：銀行の自己資本比率規制に関する国際的な統一基準（BIS基準）が決定（バーゼル合意）、1992年末時点で発効

11

### バーゼル合意に基づく銀行の自己資本比率規制にかかる国際的統一基準の骨子

#### 1. 基本的フレームワーク

- 対象はG-10諸国・ルクセンブルクの国際業務を営む銀行。
- オフバランス取引を含む連結（コンソリ）ベースでのリスク・アセット・レシオ。

$$\text{リスク・アセット・レシオ} = \frac{\text{自己資本}}{\text{リスク・ウエイトによる加重総資産（リスク・アセット総額）}} \geq 8.0\%$$

#### 2. 自己資本の定義

定義式 (本則)	自己資本 = 「Tier I」 + 「Tier II」 - 「控除項目」 {コアとなる資本で 無制限算入}      {その他の資本で Tier Iと同額まで 算入}
控除	Tier I：資本金、公表準備金等 Tier II：貸倒引当金（リスク・アセット・レシオベースで1.25%が上限*） 有証含み益（45%が算入対象） 永久劣後債 期限付劣後債（Tier Iの50%が限度） 転換義務付証書等 ●営業権相当額（Tier Iから控除） ●非連結金融子会社への出資（総自己資本から控除、なお、リスク・アセットにも不算入） ●資本の持ち合い分控除は各国当局の裁量

\*自己資本のなかにひもつきでない引当金あるいは準備金を算入するための斉合的な方法に関し、合意が成立しない場合。

12

3. リスク・アセット

(1) 算出方法

オンバランス資産	資産額×資産カテゴリー別リスク・ウエイト＝リスク・アセット
オフバランス資産	信用リスク相当額(取引額×掛目)×資産カテゴリー別リスク・ウエイト＝リスク・アセット

\* 掛目は100% (債務保証等)、50% (NIF、RUF等)、20% (貿易関連信用状等)、0% (1年以内のコミットメント等)の4段階。なお、金利・外為関連取引(スワップ等)については信用リスク相当額を別途算出。

(2) 資産カテゴリー別リスク・ウエイト

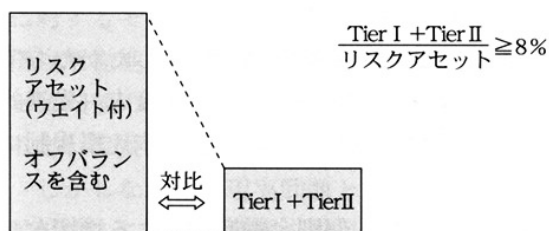
リスクウエイト	資産カテゴリー
0%	現金、中央政府・中銀向け現地通貨建債権、OECD諸国の中央政府・中銀向けその他債権、現金またはOECD諸国中央政府債券で担保された債権、OECD諸国中央政府による保証付き債権
20%	国際開発銀行(世銀等)向け債権およびこれらの発行債券で担保されたあるいはこれらの保証付きの債権、OECD諸国の銀行向け債権およびこれら銀行による保証付き貸付、残存1年以内のOECD諸国以外の銀行向け債権およびこれら銀行による保証付き貸付、等
50%	抵当権により完全に保全された住宅用貸付
100%	民間部門向け債権、残存1年超のOECD諸国以外の銀行向け債権、営業用土地・建物・動産およびその他の固定資産、他の銀行の資本調達手段(自己資本から控除されていない場合)、その他すべての資産
0,10,20 または50% (各国裁量)	中央政府以外の自国公共部門向け債権および同部門によって保証された貸付

なお、オフバランス取引のリスク・ウエイトは、下記の場合を除き取引相手方について資産項目に掲げる区分に応じたりスク・ウエイトを適用する。

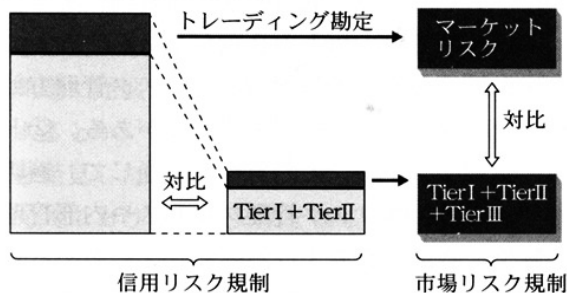
- ① 買い戻し条件付または求償権付きの資産売却、② 先物資産購入、先渡預金、部分払込株式の購入または部分払込債券の購入については、取引の相手方ではなく、取引された資産に応じて上記のリスク・ウエイトを適用する。
- 外為関連取引および金利関連取引にかかるオフバランス取引については、リスク・ウエイト50%を上限とする。

## 市場リスク規制(1997年末以降)

現行規制：信用リスク規制



市場リスク規制の導入後



(注) トレーディング勘定で保有されている債券、株式は信用リスク規制の対象からはずれるため、その分リスクアセットが減少する。これによって、従来信用リスクをカバーするために使用されていた自己資本の一部を市場リスクをカバーするために利用することが可能となる。

## バーゼル II（2006年末以降）

### バーゼル I

### バーゼル II

$$\frac{\text{自己資本}}{\text{信用リスク+市場リスク}} \geq 8\% \Rightarrow \frac{\text{自己資本(従来のまま)}}{\text{信用リスク+市場リスク+オペレーショナル・リスク}} \geq 8\%$$

バーゼル I では単一の計算方式しかないが、バーゼル II では、銀行が

- 「標準的手法」(バーゼル I を一部修正した方式)
- 「内部格付手法」(行内格付けを利用して借り手のリスクをより精密に反映する方式)

のうちから自らに適する手法を選択

事務事故、システム障害、不正行為等で損失が生じるリスク。粗利益を基準に計測する手法と、過去の損失実績などをもとに計測する手法のうちから、銀行が自らに適する手法を選択。

オペレーショナル・リスクが追加される一方、信用リスクについては中小企業・個人向けを中心に軽減するので全体の負担は概ねバーゼル I 並み

※ 上記算式は、国際統一基準行の場合

15

## リスク・ウェイト

与信先区分	バーゼル I	バーゼル II
国・地方公共団体	0 %	0 %
政府関係機関等 (うち地方三公社)	10 %	10 % (20 %)
銀行・証券会社	20 %	20 %
事業法人 (中小企業以外)	100 %	(格付に応じ) 20%~150%※ 又は (格付を使用せず)一律 100%
中小企業・個人	100 %	75 %
住宅ローン	50 %	35 %
延滞債権	100 %	50%~150% ※※ (引当率に応じて加減)
株式	100 %	100 %

※ 事業法人の格付については、依頼格付のみ使用可能。

※※ 延滞債権は、3ヶ月以上延滞が発生している債務者に対する与信。

16

## Ⅲ. リーマン・ショック以降の金融規制を巡る動向

### 緊急経済安定化法(アメリカ、2008年10月3日成立)

Emergency Economic Stabilization Act of 2008

1. 予算規模: 最大7,000億ドル

財務長官に権限を付与

2. 主な内容

① 不良資産除去プログラム(Troubled Assets Relief Program)

モーゲージおよびそれに基づく金融関連商品等のなかで問題のあるものを政府が買い取る。結果的に、公的資金が金融機関に注入されることとなる。

② 時価会計の停止

SEC(証券取引委員会)に金融機関の時価会計(mark-to-market accounting)適用を停止する権限を付与。

注)2007年から時価会計の強制適用開始

17

### G20ピッツバーグ・サミット首脳声明(2009年9月24-25日)

Leader's Statement, the Pittsburgh Summit

金融システム改革に関する主な内容

質の高い銀行資本の構築およびプロシクリカリティの抑制

金融セクターの報酬慣行の改革

店頭デリバティブ市場の改善

重要性の高い金融機関の国際的な整合性に配慮した処理

バーゼル委員会報告書(2009年9月)

18

### バーゼル銀行監督委員会報告書(2009年12月公表)

#### Strengthening the Resilience of the Banking Sector, Basel Committee on Banking Supervision

##### 主な内容

- ① 自己資本の充実
  - Tier 1 capital (going-concern capital) : 普通株、内部留保、優先株等  
事業の継続を前提とした損失吸収力
  - Tier 2 capital (gone-concern capital) : 劣後債務、貸倒引当金  
破綻時の損失吸収力
- ② リスクカバレッジの向上
  - カウンターパーティー信用リスク、時価会計の評価損リスク等  
外部格付依存からの脱却
- ③ レバレッジ比率規制の導入
  - risk-based な自己資本比率規制を補完
- ④ プロシクリカリティの抑制
  - 最低所要自己資本の変動の抑制、forward looking な引当の促進  
利益の社外流出の抑制による資本維持
- ⑤ グローバルな流動性基準の導入

19

### オバマ大統領新規制案(2010年1月21日発表、通称ボルカー・ルール)

#### President Obama Calls for New Restrictions on Size and Scope of Financial Institutions to Rein in Excesses and Protect Taxpayers

##### 主な内容

- ① 業務範囲の制限
  - 銀行が、ヘッジファンドおよびプライベート・エクイティ・ファンドを保有、それへの投資およびスポンサーとなることを禁止、また顧客サービスと関係しない自己勘定取引を禁止。
- ② 規模の制限
  - 預金の市場シェアに関する上限規制を補足する形で、金融機関の負債の市場シェアの過度な上昇に制限を設ける。

20

## 米ドッド・フランク法(2010年7月21日オバマ大統領署名により成立)

### Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

#### 主な内容

- ① **FSOC(Financial Stability Oversight Council, 金融安定監督協議会)**の新設
  - 10名の投票権のあるメンバー(財務長官、FRB議長、通貨監督官、FDIC議長ほか)および5人の助言メンバーで構成。
  - 組織体から派生するリスク要因を明らかにし、**too big to fail**を廃して市場規律を促進し、金融システム安定への阻害要因に対応する。
  - 金融システム上重要なノンバンク(**systemically significant nonbanks**, 大規模な保険会社、証券会社等)に対する健全性規制の適用。
  - 保険会社やノンバンクに対する**OLA(Orderly Liquidation Authority, 秩序だった清算方式)**の導入
- ② プライベート・ファンドの投資アドバイザーに対する規制
  - 投資アドバイザーの**SEC**への登録義務(ベンチャー・キャピタル・ファンドを除く)

21

- ③ ボルカー・ルール関連
  - 銀行等(**banking entities**)による自己勘定取引の禁止(引受、マーケット・メイキング、ヘッジング等の取引には、一部例外有り)
  - 銀行等がヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド等に投資することやそれらのスポンサーとなることを禁止(各ファンドの資産規模の**3%**以下、あるいは各銀行の**tier 1**自己資本の**3%**以下であれば容認される)
- ④ デリバティブ規制
  - **CFTC(Commodity Futures Trading Commission, 商品先物取引委員会)**と**SEC**に対して、**CDS**等の店頭デリバティブ市場の取引と市場参加に関する規制権限を付与。
  - 銀行は原則としてすべてのスワップ業務(証券スワップ**security-based swap**を含む)を外に出さなければならない(**swap push out rule**)。
- ⑤ 証券化規制
  - 資産担保証券化(**Asset-Backed Securitization**)において、証券化主体に一定の信用リスク保持(**credit risk retention**)を義務づける。
- ⑥ **BCFP(Bureau of Consumer Financial Protection, 消費者金融保護局)**の新設
  - 消費者向け金融商品およびサービスの規制や情報開示を目的として、**FED**内に創設。
- ⑦ その他
  - 信用格付会社への厳格な規制導入
  - **FRB**の緊急融資に対する制限(流動性供給は認めるが、破綻機関救済は不可)
  - コーポレート・ガバナンス条項(株主権限の強化、役員報酬開示の改善等)

22

## トランプ政権誕生後の動向

- 2017年2月：トランプ大統領および共和党は、ドッド・フランク法が過剰規制および金融機関の過剰保護であり、アメリカ経済の成長を阻害する可能性があるとして、規制を緩和する方針を表明。
- 2017年6月：下院共和党主導によるボルカー・ルール<sup>1</sup>の廃止を含むドッド・フランク法の大幅な修正法案が、下院で可決。
- 2017年12月：上院が、ドッド・フランク法による規制を緩和する法案を可決。これは、下院案に比べてマイルドな修正にとどまる。

23

## バーゼルⅢ

中央銀行総裁および銀行監督当局長官声明(2010年9月12日発表)

The Group of Governors and Heads of Supervision announces higher global minimum capital standards

自己資本比率規制の強化について、2010年7月26日合意に沿った具体的内容を提示。

- ① 最低普通株等所要水準を、2%から4.5%に引き上げ。その他の項目を加えたTier 1 資本所要水準を4%から6%に引き上げ。Tier 2 を含む総資本に対しては8%が最低所要水準となる。これらの措置は、2015年1月1日までに段階的に実施。
- ② 資本保全バッファ（capital conservation buffer）として2.5%の普通株等を必要とし、最低普通株等所用水準と合わせて全体として7%の普通株等所要水準を課す。同バッファは、ストレス発生時に取り崩すことが許されるが、利益の社外流出（配当、賞与）には制約がかかる。総資本に対する8%の最低所要水準と2.5%の資本保全バッファを合わせて、10.5%の自己資本比率規制が導入されることとなる。資本保全バッファは、2016年から段階的に実施され、2.5%の完全実施は2019年1月1日からである。
- ③ 普通株等および類似の資本で0～2.5%の範囲のカウンターシクリカルなバッファを、各国の事情にしたがって設定する。
- ④ リスクベースでないレバレッジ比率の取り扱いについては、3%での試行期間を経て2017年前半に最終調整ののち、2018年1月1日実施を目指す。
- ⑤ システム上重要な金融機関に対しては、より厳しい基準を設けるべきとの考え方にに基づき、引き続き検討する。

24



BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS

### Annex 1

Calibration of the Capital Framework			
Capital requirements and buffers (all numbers in percent)			
	Common Equity (after deductions)	Tier 1 Capital	Total Capital
Minimum	4.5	6.0	8.0
Conservation buffer	2.5		
Minimum plus conservation buffer	7.0	8.5	10.5
Countercyclical buffer range*	0 – 2.5		

\* Common equity or other fully loss absorbing capital

## マクロプルーデンス政策の導入

今次の危機を経験して、金融システムの安定にはミクロプルーデンス政策のみでは不十分であり、マクロプルーデンス政策が必要不可欠であるとの認識が広まる。

FSB・IMF・BISによる報告書(2011): マクロプルーデンス政策の要素

- マクロプルーデンス政策の目的は、金融のシステムミック・リスクを抑制することにある。
- マクロプルーデンス政策が及ぶ範囲は、金融システム全体であり、金融セクターと実物セクターとの相互作用を含むものである。
- マクロプルーデンス政策で用いられる手段は、システムミック・リスクの源泉に狙いを定めた各種ツールである。



### バーゼル銀行監督委員会報告書(2010年12月公表)

2010年9月の中央銀行総裁・銀行監督当局長官会議で合意され、11月のG20ソウル・サミットで承認された内容を明文化したものの。自己資本比率規制および流動性規制について言及。次の二つの文書がある。

Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems

Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring

#### ① 流動性規制については次の二つの基準を導入

- Liquidity Coverage Ratio (LCR)

高品質の流動資産ストック

$$\frac{\text{高品質の流動資産ストック}}{\text{来る30日間にわたるネットキャッシュアウトフロー}} \geq 100\%$$

来る30日間にわたるネットキャッシュアウトフロー

高品質の流動資産とは、レベル1資産（現金、中央銀行預金、国債等）およびレベル2資産（少なくとも15%のヘアカット適用後、流動資産全体の40%未満まで算入可能。公的機関債券、社債、カバードボンド等）の合計。

27

- Net Stable Funding Ratio (NSFR)

安定的な調達可能額

$$\frac{\text{安定的な調達可能額}}{\text{安定的な調達所要額}} > 100\%$$

安定的な調達所要額

分子に含まれるのは、銀行の自己資本、満期まで1年以上の優先株式および負債、安定的にとどまることが期待される預金およびホールセール調達。安定性が十分に保証されないものについては、掛け目をかける。分母は、資産やオフバランス項目等の流動性リスク・プロファイルについて監督上の仮定を用いて計算される。

#### ② 導入時期

- LCRについては、2015年から段階的に導入
- NSFRについては、2018年から実施

28

### バーゼル銀行監督委員会報告書(2011年7月公表)

Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement

- ① グローバルにシステム上重要な銀行(G-SIBs)とは
  - 国境を越えた活動(Cross-jurisdictional activity)、規模、相互関連性(Interconnectedness)、代替性(Substitutability)、複雑性(Complexity)の5つの要素を示す具体的な指標に基づき、認定。
  - 当初は28の銀行が該当、日本はメガ3行。
- ② G-SIBsに対する追加的な付加的な損失吸収力(サーチャージ)の設定
  - システム上の重要性の程度に応じて、Tier 1の普通株等ベースで1%~3.5%の追加的な損失吸収力が必要とされる。ただし、当面は2.5%が上限である。
  - サーチャージは、2016年1月1日から段階的に適用され、2019年1月1日が完全実施日。
  - さらに、合計損失吸収力(Total Loss Absorbing Capacity : TLAO)という新たな要件を課す案も、検討中。

29

## バーゼルⅢの最終決着(2017年12月)

自己資本(従来のまま)

$$\frac{\text{自己資本(従来のまま)}}{\text{信用リスク+市場リスク+オペレーショナル・リスク}} \geq 8\%$$

1. 信用リスク算定上のリスクウェイトの見直し
2. 信用リスクの内部格付手法の見直し
3. オペレーショナルリスクの計測手法の見直し
4. 資本フロアの導入: 内部格付モデルによって算出されたリスクアセットに上限を設定
5. レバレッジ比率規制の導入

$$\text{レバレッジ比率} = \frac{\text{Tier 1 資本}}{\text{エクスポージャー(オンバランス項目+オフバランス項目)}} \geq 3\%$$

30

## IV. 金融セクターの機能と使命

### 1. 長期的視野

#### 1) 銀行業務

リレーションシップ・バンキングの重要性の再認識

- 長期的情報蓄積やモニタリング
- 信頼や評判の形成

#### 2) 投資銀行業務

- 顧客企業の価値向上のための資金調達支援
- 「セルサイド」から「顧客企業サイド」へ

31

### 2. 情報生産能力の深化

#### 1) 長期的コミットメントを可能とする情報生産

- 当該経済・産業・企業に係る長期的情報蓄積

#### 2) 長期的視点に立った調査

- グローバルなマクロ経済動向調査
- 企業金融、設備投資動向調査
- マクロ経済動向を踏まえた産業調査
- 新分野に着目した調査
- 経済社会のサステナビリティに関する基礎研究  
(環境、社会的共通資本、地域問題、格差問題等)

#### 3) 金融機関同士、自治体等との連携も重要

32

### 3. 多様な投融資手段

#### 1) 伝統的手法

ローン+再交渉

#### 2) 企業および事業特性に応じた金融商品設計

- シンジケート・ローン
- ストラクチャードファイナンス
- アセットファイナンス
- Asset-based Lending(資産担保融資)

#### 3) リスクマネーの供給

- エクイティ
- DIPファイナンス
- メザニンファイナンス/ハイブリッドファイナンス

#### 4) 新金融手法、新分野

- 環境配慮型ローン
- マイクロファイナンス、ソーシャル・ファイナンス

33

## 金融セクターの使命

- 金融は、社会的共通資本(制度資本)の重要な構成要素。
- 金融機関は、社会性や公共性が高い。

1. 長期的視野
2. 情報生産能力の深化
3. 多様な投融資手段

↓

企業(or事業主体)の資金調達支援(経営資源を含む)。

↓

- 実体経済への付加価値創出
- 社会貢献
- 経済社会のサステナビリティ確保

34

一橋大学・日本政策投資銀行共同シンポジウム  
世界の潮流の変化とアジア経済

アジア経済の成長は続くのか？  
-揺らぐ足元と広がる暗雲-

2018年3月15日

DBJ 株式会社日本政策投資銀行  
設備投資研究所 田中賢治

成長続くアジア経済

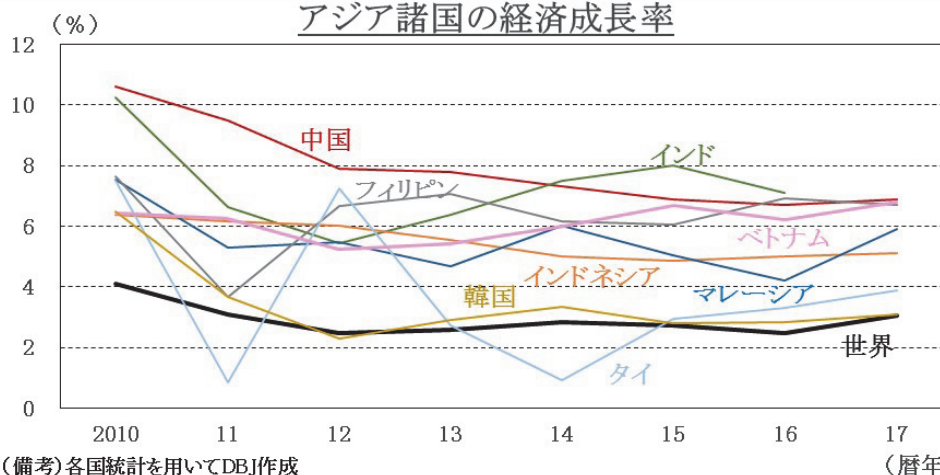
アジア経済の繁栄を後押しした3要素

比較的安定  
した政治

グローバリズム  
の恩恵

先進国の大規模な  
金融緩和の恩恵

アジア諸国の経済成長率



(備考)各国統計を用いてDBJ作成

(暦年)



### 直面する世界の潮流の変化(3つの波)

- ▶ 世界の潮流の変化(3つの波)は、アジア経済の繁栄を後押しした3要素への逆風となり得る。
- ▶ アジア経済はこの変化を乗り越えることができるか？

アジア経済の繁栄を後押しした3要素 v.s. 世界の潮流の変化

比較的安定した政治	グローバリズムの恩恵	先進国の大規模な金融緩和の恩恵
↑↓	↑↓	↑↓
ポピュリズムの拡大	反グローバリズム	金融政策のレジームチェンジ
▶ アラブの春 ▶ 移民・難民問題 ▶ 所得格差への不満	▶ 英国のEU離脱の決断 ▶ トランプ政権の保護主義 ▶ 輸入規制と報復措置	▶ 米国の利上げ ▶ 欧州の緩和出口の模索 ▶ 中国も引き締め方向へ
押し寄せる3つの波		

(備考)DBJ作成

DBJ
2
日本政策投資銀行

### アジアへのポピュリズムの伝播は限定的

- ▶ 欧米で広がったポピュリズムのアジアへの伝播が懸念されたが、現状、アジアでは大きな混乱を招く状況には至っていない。
- ▶ 2018, 19年は選挙が相次ぐ。各国の政治面での課題は少なくない。

アジア諸国の当面の政治課題

中国	腐敗撲滅と権力集中。過剰設備問題などの構造改革が課題
インド	2019年に総選挙を控え、経済に勢いを取り戻せるか
マレーシア	今年上期に総選挙。現政権の汚職問題。マハティール氏が野党連合結成
インドネシア	今年6月に統一地方選。2019年に大統領選・総選挙。インフラ整備遅れ
タイ	幾度の民政移管延期(2019年2月までに総選挙)、軍政の求心力低下
フィリピン	麻薬撲滅などで高支持率の現政権。インフラ整備や外交が課題
カンボジア	最大野党の強引な解党で独裁強まり、世界から批判。7月に下院選挙
ミャンマー	ロヒンギャの難民問題で世界から批判
台湾	年末に統一地方選。蔡総統率いる民進党に逆風
韓国	今年6月に統一地方選。雇用創出など産業政策に遅れ。北朝鮮問題

(備考)DBJ作成

DBJ
3
日本政策投資銀行

### ポピュリズムが反グローバリズムへ結びつく

- ▶ 世界で広がる所得格差に庶民の不満が広がり、2016年には、この不満が反グローバルリズムを訴えるポピュリズムと化した。
- ▶ 保護主義は報復措置を生むため、保護主義の連鎖的拡大が懸念。

反グローバリズムの拡大

**グローバリズム**

- ▶ 国際貿易・国際分業の拡大
- ▶ 資本、労働、技術の国際移動

【メリット】

- ▶ 生産性向上, 成長促進
- ▶ 多様な財・サービスを享受

【デメリット】

- ▶ 産業構造変化, 移民増によって、「負け組」発生

エスタブリッシュメント  
(支配階級)

グローバリズムの恩恵を享受

格差拡大

アンチ・エスタブリッシュメント  
(労働者階級)

グローバリズムの恩恵を実感せず

**反グローバリズム**

【2016年】

欧米で保護主義台頭

英国のEU離脱選択

米大統領選でトランプ勝利

【2017年以降】

保護主義伝播の懸念

(備考)DBJ作成

DBJ
4
日本政策投資銀行

### アジアでは保護主義は広がらず2017年もグローバリズムの恩恵

- ▶ トランプ政権1年目には強硬な保護主義は見られず、アジアへ保護主義は伝播せず。2017年もアジアはグローバリズムの恩恵を享受。
- ▶ トランプ政権が神経質になっている米国の貿易赤字拡大は継続。

トランプ大統領下で出現したアジアの新たなリスク

	保護主義政策	拡張的な財政政策	米国の内向き政策
米国の政策転換	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 貿易協定の否定 (TPP離脱)</li> <li>▶ 一方的な輸入制限導入</li> <li>▶ ドル安を志向</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 法人税減税やインフラ投資による景気押し上げ</li> <li>▶ 景気過熱と財政悪化の懸念あり</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 米国第一主義で、アジアへの関与低下の懸念</li> </ul>
アジアの不安	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ アジアの成長エンジンである輸出へ下押し圧力</li> <li>▶ 報復措置が広がると、貿易縮小の悪循環へ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 米国の減税で投資マネーがアジアから米国へ</li> <li>▶ 米国景気が過熱すれば、利上げ加速でアジアから資金流出</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ アジアで米国に対する不信感台頭、その隙間に中国の影響力</li> <li>▶ 中国主導の貿易ルールが拡大</li> </ul>

(備考)DBJ作成

DBJ
5
日本政策投資銀行

### 中間選挙を控え輸入制限の強硬策へ舵を切ったトランプ政権

- ▶ トランプ政権は「米国から雇用を奪ったのは輸入」という考え方を  
持っており、中間選挙を睨み輸入制限を強める姿勢。一方的措置  
に世界は反発。報復措置が広がると、保護主義が世界へ蔓延。

#### 米国の輸入制限と報復措置の懸念

##### 【米国の通商政策】

**2017年** 対話による解決を模索  
(日米経済対話, 米中戦略経済対話)  
WTOルールに基づく措置  
(アンチダンピング課税)

**2018年** 米国の国内法に基づく一方的措置

- ▶ 米通商法201条の発動  
洗濯機と太陽光パネルに輸入関税
- ▶ 米通商拡大法232条の発動  
鉄鋼とアルミニウムに輸入関税
- ▶ 米通商法301条(スーパー301条)の検討  
中国による知的財産権侵害の調査

##### 【各国の反応】

【欧州委員会】ユンケル委員長(3/2)

- ▶ 断固とした相応の報復措置をとる
- ▶ 報復対象として、ハーレーダビットソン・バーボンウイスキー・リーバイスのジーンズを例示

【中国】商務省(3/9)

- ▶ 断固反対。強力な措置をとって、正当な権益を守る

【その他】

- ▶ WTO提訴, 米国産大豆や航空機への報復関税などの観測あり

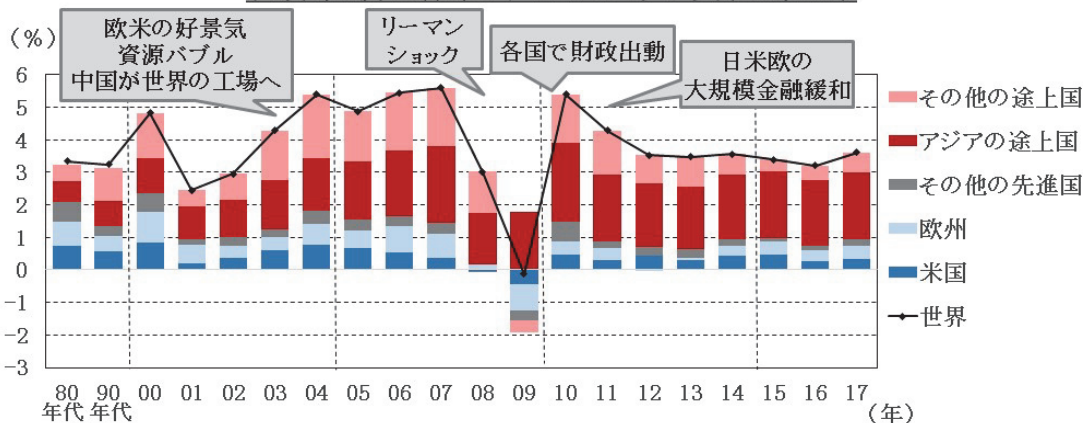
(備考)DBJ作成



### 世界経済は異常な金融緩和のからの脱却を模索

- ▶ 2000年代半ばの「異常」な高成長と、リーマンショック後の「異常」な  
落ち込みを経て、「異常」な金融財政政策が採られた。
- ▶ 今の世界経済は、「異常」な金融政策からの脱却を模索する局面。

#### 世界経済の成長率とその寄与度(地域別)



(備考)1. IMF統計を用いてDBJ作成 2. 為替レートはPPPベース





### 金融政策のレジームチェンジをうまく乗り切れるかが課題

- 米利上げ本格化と欧州の出口模索で、金融政策のレジームに変化。
- 今年2月には、米国の堅調な経済指標を引き金に、利上げ加速が意識され、金融市場は混乱を余儀なくされた。

#### 米欧中日の足元の金融政策

米国	欧州 (ECB)
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 2017年は利上げ3回。足元の経済は堅調。さらに大規模減税が景気刺激</li> <li>➤ 2018年は3~4回の利上げ予想多い</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 量的緩和は今年9月まで継続</li> <li>➤ 堅調な成長にECBは自信を深めており、市場は出口戦略を意識</li> </ul>
中国	日本
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ シャドーバンキングなどの過剰信用や不動産バブル抑制のために、引き締め気味の運営へ移行していく可能性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ インフレ率は目標の2%を大きく下回る</li> <li>➤ ステルステーパリングで市場では出口が一時意識されたが、日銀は否定</li> </ul>

(備考)DBJ作成



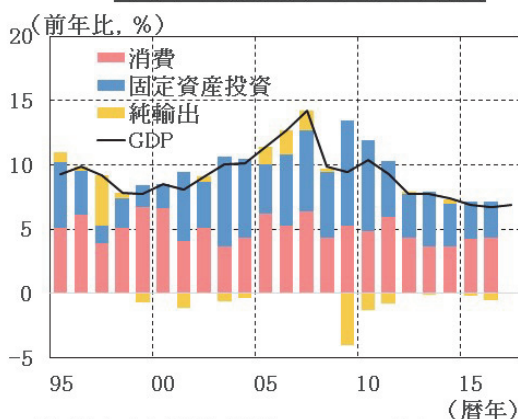
8

日本政策投資銀行

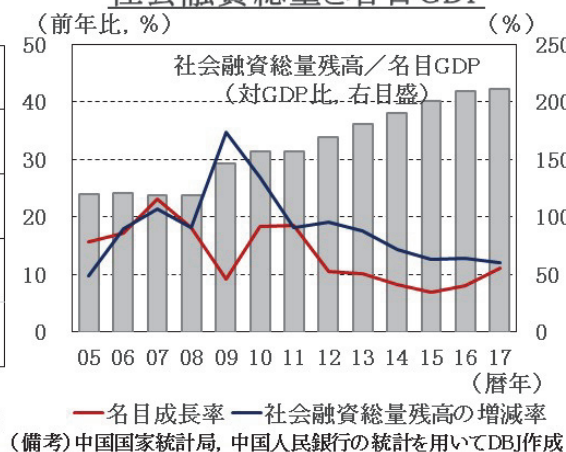
### 信用依存で成長してきた中国経済

- 中国では、2009年以降、名目成長率を大幅に上回る勢いで貸出が拡大しており、信用に依存した経済の姿が見られる。
- 過剰信用は、過剰設備や不動産へ向かった可能性。

#### 中国の成長率とその内訳



#### 社会融資総量と名目GDP

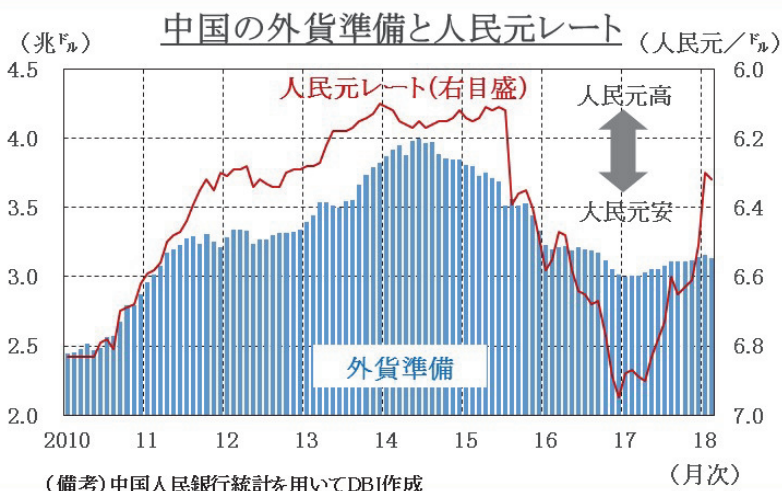


9

日本政策投資銀行

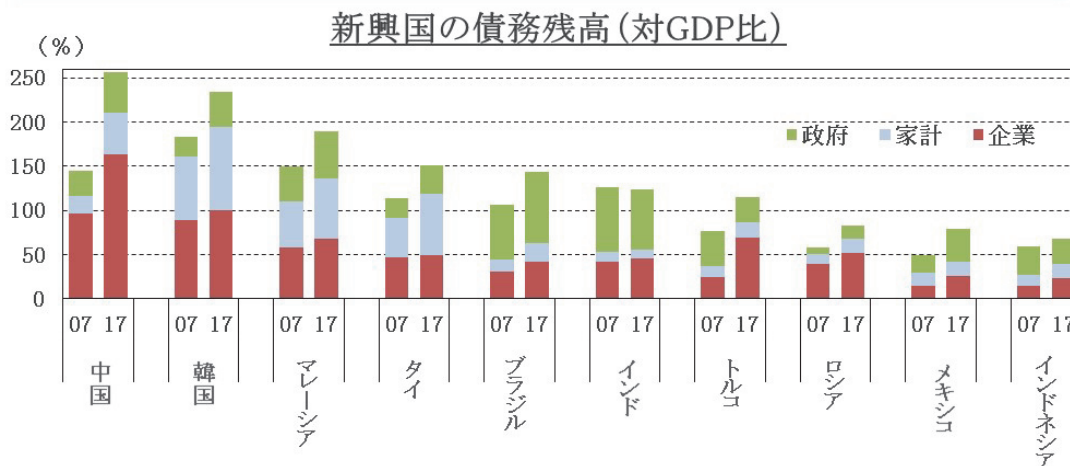
### 強引な人民元防衛で通貨暴落の雪崩現象を回避

- 高成長と人民元の上昇期待で中国へ流入してきた資金は、人民元の「上昇神話」の崩壊で売り圧力に。
- 2017年以降は資本取引を厳しく管理し、人民元の暴落を回避。



### 借金体質は中国だけでない

- 先進国の金融緩和で供給された大量のマネーは新興国へも流れ、資金制約を緩和。海外資金は新興国の経済成長を促したが、その結果、新興国では外貨建て債務が拡大し、借金体質が深まった。



(備考) 1. BIS統計を用いてDBJ作成 2. 2007年は12月末、2017年は6月末



### 金融政策のレジームチェンジに身構えるアジア諸国

▶ アジア経済は2018年も回復基調が続くというのがメインシナリオだが、金融政策のレジームチェンジに留意すべき。通貨防衛の利上げを余儀なくされ、内需が下押しされる可能性もある。

アジア各国の政策金利の推移 (%)

	韓国	インド	ブラジル	台湾	香港	ロシア	タイ	インドネシア	マレーシア	フィリピン	ベトナム
2017年1月	1.25	6.25	13.00	1.375	1.00	10.00	1.50	4.75	3.00	3.00	6.50
2月	1.25	6.25	12.25	1.375	1.00	10.00	1.50	4.75	3.00	3.00	6.50
3月	1.25	6.25	12.25	1.375	1.25	9.75	1.50	4.75	3.00	3.00	6.50
4月	1.25	6.25	11.25	1.375	1.25	9.25	1.50	4.75	3.00	3.00	6.50
5月	1.25	6.25	10.25	1.375	1.25	9.25	1.50	4.75	3.00	3.00	6.50
6月	1.25	6.25	10.25	1.375	1.50	9.00	1.50	4.75	3.00	3.00	6.50
7月	1.25	6.25	9.25	1.375	1.50	9.00	1.50	4.75	3.00	3.00	6.25
8月	1.25	6.00	9.25	1.375	1.50	9.00	1.50	4.50	3.00	3.00	6.25
9月	1.25	6.00	8.25	1.375	1.50	8.50	1.50	4.25	3.00	3.00	6.25
10月	1.25	6.00	7.50	1.375	1.50	8.25	1.50	4.25	3.00	3.00	6.25
11月	1.50	6.00	7.50	1.375	1.50	8.25	1.50	4.25	3.00	3.00	6.25
12月	1.50	6.00	7.00	1.375	1.75	7.75	1.50	4.25	3.00	3.00	6.25
2018年1月	1.50	6.00	7.00	1.375	1.75	7.75	1.50	4.25	3.25	3.00	6.25
2月	1.50	6.00	6.75	1.375	1.75	7.50	1.50	4.25	3.25	3.00	6.25
3月	1.50	6.00	6.75	1.375	1.75	7.50	1.50	4.25	3.25	3.00	6.25

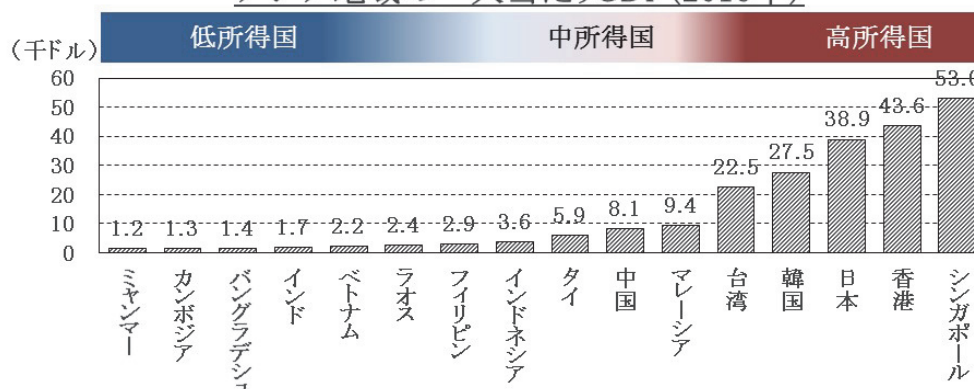
(備考)1.各国中銀統計を用いてDBJ作成 2. 2018年3月は3月7日時点 3. 赤の網掛けは利上げ、青の網掛けは利下げ



### 中長期的な課題は「中所得国の罫」

▶ 安価な労働力と外資導入で、これまでアジア諸国は速いスピードで成長してきた。今後、「中所得国の罫」に陥らないためには、「生産要素投入型」から「生産性上昇型」への転換がカギ。

アジア地域の一人当たりGDP(2016年)



(備考)1.IMF統計を用いてDBJ作成

2. 中所得国に明確な定義はないが、一人当たりGDP(購買力平価ベース)が3千ドル~15千ドル程度の国を指すことが多い



著作権(C) Development Bank of Japan Inc. 2018  
当資料は、株式会社日本政策投資銀行(DBJ)により作成されたものです。

当資料は、貴社及び当行間で議論を行うことを目的に貴社限りの資料として作成されたものであり、特定の取引等を勧誘するものではなく、当行がその提案内容の実現性を保証するものではありません。また、本資料の分析内容・意見に関わる箇所は、執筆者個人に帰するものであり、当行としての見解ではございません。

当資料に記載された内容は、現時点において一般に認識されている経済・社会等の情勢および当行が合理的と判断した一定の前提に基づき作成されておりますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。また、ここに記載されている内容は、経営環境の変化等の事由により、予告なしに変更される可能性があります。

当資料のご利用並びに取り組みの最終決定に際しましては、貴社ご自身のご判断でなされますよう、また必要な場合は顧問弁護士、顧問会計士などにご相談の上でお取り扱い下さいますようお願い致します。

当行の承諾なしに、本資料(添付資料を含む)の全部または一部を引用または複製することを禁じます。



日本政策投資銀行



## 基調講演者・パネリストのご略歴

**木村 福成 氏** 慶應義塾大学経済学部教授、東アジア・アセアン経済研究センター (ERIA) チーフエコノミスト

1982年東京大学法学部卒業、ウィスコンシン大学経済学博士号 (Ph.D.)。専門は国際貿易論、開発経済学。米国ニューヨーク州立大学オルバニー校経済学部助教授、慶應義塾大学経済学部助教授を経て、2000年4月より現職。(2015年10月～2017年9月は慶應義塾大学大学院経済学研究科委員長)。この間、経済企画庁経済研究所客員主任研究官、世界銀行コンサルタント、日本国際経済学会会長、公益財団法人東京経済研究センター代表理事などを務める。

主な著書：『通商戦略の論点：世界貿易の潮流を読む』（共編著）（文眞堂）、『TPPと日本の決断―「決められない政治」からの脱却』（共編著）（文眞堂）、『国際経済学入門』（日本評論社）。

**小川 英治 氏** 一橋大学大学院商学研究科（現・経営管理研究科）教授

1981年一橋大学商学部卒業、同大学博士（商学）。専門は国際金融論。一橋大学商学部助手、講師、助教授を経て、1999年4月より現職（2009年1月～2010年12月は一橋大学大学院商学研究科長、2011年1月～2014年11月は一橋大学副学長）。2014年5月より日本金融学会会長・2016年5月より一般財団法人統計研究会理事長を兼務(現任)。この間、ハーバード大学経済学部、カリフォルニア大学バークレー校、国際通貨基金調査局で客員研究員を務める。

主な著書：『世界金融危機後の金融リスクと危機管理』（編著）（東京大学出版会）、『世界金融危機と金利・為替-通貨・金融への影響と評価手法の再構築』（編著）（東京大学出版会）、『国際金融論をつかむ』（共著）（有斐閣）、『国際金融入門』（日経文庫）

**花崎 正晴 氏**

**一橋大学大学院商学研究科（現・経営管理研究科）教授**

1979年早稲田大学政治経済学部卒業、同大学博士（経済学）。専門は企業金融論、コーポレート・ガバナンス、金融システム論。日本開発銀行（現・日本政策投資銀行）調査部、OECD経済統計局、ブルッキングス研究所、一橋大学経済研究所助教授、日本政策投資銀行設備投資研究所長を経て、2012年4月より現職。

主な著書：『コーポレート・ガバナンス』（岩波新書）、『日本経済 変革期の金融と企業行動』（共編著）（東京大学出版会）、『金融システムと金融規制の経済分析』（共編著）（勁草書房）、『企業金融とコーポレート・ガバナンス』（東京大学出版会、第50回エコノミスト賞受賞）。

**田中 賢治**

**日本政策投資銀行設備投資研究所副所長**

1991年慶應義塾大学経済学部卒業、専門は日本経済論。日本開発銀行（現・日本政策投資銀行）入行、調査部（現・産業調査部）、中国支店、設備投資研究所副主任研究員、産業調査部経済調査室長等を経て、2017年6月より現職。この間、日本経済研究センター経済分析部、内閣府経済社会総合研究所主任研究官、青山学院大学非常勤講師等を務める。2017年6月より現職。

**コーディネーター**

**奥田 英信 氏**

**一橋大学大学院経済学研究科教授**

1980年一橋大学経済学部卒業、ミネソタ大学経済学博士号（Ph.D.）。専門は開発金融論。

日本輸出入銀行海外投資研究所研究員、一橋大学経済学部講師、助教授を経て、2000年1月より現職。

主な著書：『新版 開発金融論』（共著）（日本評論社）、『アジアの経済発展と金融システム—東南アジア編』『同一—東北アジア編』（共編著）（東洋経済新報社）、『ASEANの金融システム—直接投資と開発金融』（東洋経済新報社）、『入門開発金融—理論と政策』（共編著）（日本評論社）。

一橋大学・日本政策投資銀行 共同シンポジウム

## 世界の潮流の変化とアジア経済

主催:一橋大学 研究機構東アジア政策研究センター・日本政策投資銀行 設備投資研究所

共催:(一財)日本経済研究所

### プログラム

14:00 開会挨拶 小川 英治〈一橋大学大学院商学研究科教授〉

14:15 基調講演

「アンバンドリングの深化と新興国・発展途上国の開発戦略:継続課題と新たな挑戦」

木村 福成〈慶應義塾大学経済学部教授

東アジア・アセアン経済研究センター(ERIA)チーフエコミスト〉

15:00 休憩

15:15 パネルディスカッション

「世界の潮流の変化とアジア経済」

パネリスト 木村 福成〈慶應義塾大学経済学部教授

東アジア・アセアン経済研究センター(ERIA)チーフエコミスト〉

小川 英治〈一橋大学大学院商学研究科教授〉

花崎 正晴〈一橋大学大学院商学研究科教授〉

田中 賢治〈日本政策投資銀行設備投資研究所副所長〉

コーディネーター 奥田 英信〈一橋大学大学院経済学研究科教授〉

17:15 閉会挨拶 大石 英生〈日本政策投資銀行取締役常務執行役員・設備投資研究所長〉

\*主催者の事前許可を得ていない写真撮影・録音・録画・取材は固くお断りいたします。

\*場内での携帯電話のご利用はご遠慮ください。