

基調講演

北東アジアの経済統合に向けての 金融協力

公益財団法人国際通貨研究所理事長
渡辺博史



今日は金融協力について、平たく言えば物事を進めるに当たってどのようにお金を調達するか、関係国がどういった形で協調できるかについて話したい。

いま、アジアはおよそ40億人の大きな所帯になっているが、全体で抱えている問題は8つほどある。例えばエネルギーの安定的な供給、交通及び物流の整備、水と食料の確保、サプライチェーンや生産ネットワークの維持、そして成長が凸凹になってもいけないし時間的に途中で遮断があってもいけないという意味で、非常につなぎのいい発展をしていく必要がある。

また「インクルーシブ・グロース (Inclusive Growth)」という言葉が最近よく使われるが、特定の人たちだけが良くなるのではなく、その成果が均霑 (きんてん) しなければいけないという考え方が流行っている。アジアの中で非常に豊かな国がある一方、そうでもない国があるという意味で、国の間の格差がある。あるいは、その国の中で伸びていく人たちと、必ずしも恵まれない人たちが出てくる。こういうことをなるべく起こさないようにするために何ができるかが課題になっている。また、さまざまな制度あるいは制約が似たようなものになっていないと互いの協力が難しい、ということがある。

そして最後に極めて肝心なことに、環境を無視した工業発展の時代が数十年前まであり、あるいは最近でもあるわけだが、これをどうやって克服していくかが課題になっている。これはアジア全体の課題であり、北東アジアでも同様のことが起こっている。

世界の金融を簡単に言えば、どちらかというとお金が足りないという過去の状況から、お金が余っているという状況になっている。お金が余っていることも反映して、金利が非常に低くなっているのが一般的な問

題である。ただ、その中で考慮しなければいけないのは、短いお金と長いお金があることである。

明日まで貸してくださいとか、1年以内に返しますというのは短いお金だが、例えばインフラの整備とか環境プロジェクトを行う時は、借りたお金を返していくのに15年あるいは20年かかる。この長い方のお金が必要でも潤沢に流れているわけではないという状況が見えている。

同時に、銀行を通じてお金を流す間接金融、インダイレクト・ファイナンス・システム (Indirect Financing System) という仕組みの中で、銀行はかなり傷んでおり、これ以上銀行を傷ませないためには、銀行の業務内容を少し制約しなければいけないという議論が出てきている。これまでは銀行に行ってお金を借りようというのが一般的なパターンだったが、それが必ずしも通用しないような状況になっている。

加えて、日本で最近トラブルが起こっているAIを使った金融あるいはブロックチェーンを使った仮想通貨の問題も、金融の世界に波乱要因として出てきている。これをどのようにうまく咀嚼していくかがこれからの課題になっていくように思う。

これからの金融あるいは今の金融は必ずしも明快な状態ではない。よくわからない状態の中にこれから飛び込んでいくというのが金融人一般の認識だ。同時に、短いお金は結構たくさんあるので、皆さんが仕事やプロジェクトを進める時に、それなりの計画がきちんと立っていれば借りられないという状態ではない。逆にいうと、そういうものにどんどん依存して借金を積み重ねてきている状態が起こっている。家計では教育ローンや住宅ローンがあり、会社の場合は設備投資があり、国もさまざまな理由で国

債を出して自国の国民や他国の投資家からお金を借りる状況が続いており、やや過大に借金が積み重なっている状態である。

これがこの先どうなるか。何となく積み重なっているものがガタガタと崩れていかないようにするにはどうしたらいいかを、我々が自分の国の中であるいは地域で、あるいは全世界で考えていく。そういうことが必要な状態になっている。

世界全体としてお金が足りないわけではないが、その理由を分析してみると、基本的にはアジアの中国あるいはそれを追っているインド、そしてその先を行っている東南アジアというような国が発展していく中で、所得がどんどん上がっている。最初のうちは貯金できずに全部使っていたところから、貯金ができるようになっていくと、そこから後は所得の伸びよりも貯蓄の伸びの方が高くなるという状態になる。

また、ある国においては社会保障制度が必ずしも完備していない。例えば、病院に担ぎ込まれた時に、日本だとそのままベッドに運ばれていくのだが、まずお金を持っているかを聞かれる国もある。そういう国の場合、無理して貯蓄をすることも起こってくる。そういうことも含め、全体として貯蓄水準が上がってきている。

それに対して、それなりの発展をしてきても、例えばマラソンを見ている、途中までは非常に勢いがよくても、ある程度のところになると高原状態になって必ずしも進まない。それをうまく乗り越えていけば次の世界に入るのだが、進めないままの状態になりかかっている国が増えている。成長のための資金需要が必ずしも大きくないところがある。

環境問題は重要なことだが、その対策をするためにはコストがかかる。必要な資

金は増えるが、ある程度の儲けしかないという時に、コストが増えるならば止めてしまおうというために必ずしも資金需要が伸びない。そのようなことが全体として起こっており、結果としてややカネ余りの状態になっている。

そういう中で、リーマンブラザースのショックが2008年9月に起こり、2009年には先進国のほとんど、途上国のかなりの部分がマイナス成長に落ち込んだ。その後、それを支えるために財政政策と金融政策が行われたが、すでに各国がかなり借金をしていたため必ずしも財政政策を行う余地が大きくなり、金融政策にかなりウエイトをかけてきた。

今でもアメリカの連邦準備委員会、ヨーロッパ中央銀行、日本銀行等がかなりの流動性をもって、現金をマーケットにつき込むことによってお金を回しやすくし、金利を下げることによって経済を支えてきている。しかし、先に述べたように短いお金は出てくるが、長いお金が出てこない。結果として中央銀行が流したお金が短い運用になり、その向かう先が一つは株式市場、もう一つは不動産市場となり、本来我々が考えていたようなところにお金がうまく流れていない状況が起こっている。

いつまでもこのような低金利あるいは潤沢な金融政策を続けるのか。この向かう先が変わった時には、先進国側の資金需要が下がっていくこともありうるし、金融政策しての結果の債券金利と株式市場の価格の間でのトレードオフも起こってくる。

このような一般的な状況を踏まえ、これからお金をどういう形で持ってくるか。あるいはお金を調達するためにはどのようなことをしなければならないのか。まさに本題に入っていくときに、何をやるかというプロジェクト・デザインが非常に必要になってくる。アジア開発銀行によると、アジア全体で毎年1兆7000億ドルのインフラの需要がある。数年前までは年8000億ドルと言っていたが、一気に2倍にも増えてしまっている。その中で、必要ではあるがお金を借りてまでやってきちんと返せるものなのかどうか、という意味でのデザインの必要性が高まっていく。

グッドデザインングとして望まれることとして、一つは、やるべきことがはっきりしてい

るかどうかである。道路網を例にすれば、ここにもあった方がいい、あそこにもあった方がいいというのは事実だが、例えば港湾につなげることによって運送コストをトータルで下げる、あるいは山を越えて病院に行くことによって山間の人たちが病院に行く時間を短縮できる、そうした中で何が一番必要かという優先順位を付け、目的を明確にすることが大切になってくる。それを踏まえた上で、港湾に近くなる、あるいは病院に行く時間が短くなることに、これだけのお金をかけていいかどうかについて議論する。それを負担する地元の人たちとさまざまな意見の交換をする。まああった方がいいよね、という程度のプランではなかなかお金は調達できない。

それを全体としてまとめたのがバンカビリティ (Bankability) という言葉であり、銀行が貸せるかどうかということだけではなく、きちんと返すことができるかどうかについての議論をきっちりやっていくことが求められる。プロジェクトによってお金の調達の仕方、あるいは何年のお金を借りた方がいいかなどが変わってくるので、それも併せて議論していくことが必要になる。

その中で、国や地方公共団体がどういう責任を持ってやるべきかが次の課題になってくる。民間のプロジェクトで工場を造るような話であれば比較的簡単だが、道路や港湾を造ったり高速鉄道を引いたりするインフラプロジェクトになると、それだけの大きなお金を動かせるのはどうしても国の単位になってくる。そこにお金を出そうという投資家や資金の出し手にとって一番重要なのは、その国や地方公共団体のやっていることが予見可能かどうか、そして安定的かどうかということである。

お金を出す時には、今の状態を前提に出すわけだが、毎年法律が変わったり、最近アメリカでトランプさんが大統領令を頻発しているような形で向きが変わったりすることが頻繁に起こってくると、1年ぐらいの短いお金であれば対応できても、長い期間お金を出す人にとっては足を引っ張る形になる。そういう意味で、予見可能性と安定性をいかに政府が保証できるか、あるいは制度の変更はやむを得ないとしても、すでに始まっているものには遡及させないと政府がコミットすることが必要になってくる。

投資家の方も、実施する国なり地方公共団体に最初にお金があればいいとか、あるいは調子が悪い時には最後は保険や保証の形で国や地方公共団体が面倒を見てくれるとありがたいとは思いますが、次第にそういう体力のある国、地方公共団体が減ってきている中では、最後は自分たちのお金の計算でやらなければならず、制度の安定性、予見可能性が必要になってくる。

北東アジアではまだ社会主義や共産主義の体制があるが、これらの国は法律を長く維持するよりも、必要に応じてさまざまに制度を変えていく。意図としては改善していくわけだが、そういうことが時々行われると、やはり足を引っ張る形になるので、そこをどう考えていくかを検討していく必要がある。

さらに、今日の重要な点にもなるが、特定の国の中だけでプロジェクトが終わる状態では次第になくなっていく。国境をまたがり、しかもその国境が一つではなく二つ、三つまたがるプロジェクトが必要になってくる。Inclusive Growthとして、特定のところだけが豊かになるのではなく、みんなが豊かになる。そのために相互の関連性をうまく結びつけていく必要があることから、クロスボーダープロジェクト (Cross-border Project) が必要になってくる。

例えば、国境を一つまたぐと二つの国が対象になってくるが、仮に外からお金を引いてきた時にどういう分担でお金を返すかについてきちんと議論していく必要がある。一つの川に橋を架けると、兩岸の国が折半するのが普通だが、その橋の存在がどういう効果をもたらすかに大きな違いがあれば、実際に払うべき金額で差がついてもいいはずだ。今まではそういう議論をしないまま折半してきたわけだが、そうすると体力のない国、あるいは橋の例で言えば、橋が架かったことによる利益が相対的に少ない方の国がその負担に乗らないと、結局全部が進まないということになってくる。そういう意味での分担について簡単なルールがないとすれば、事前の議論を進めなければならぬ。

北東アジアの対象範囲としては6カ国があるが、その中でどういう形で分担をするのか。すべての国が同じ体力であれば単に受益の程度だけで決めてもいいわけだが、国の経済力に格差があった時に、豊かな

国の方がたくさん持つことも併せて考えていく必要がある。世界190の国の中ではそういうルールは作りにくい、6カ国であればそういう議論も進められていく必要があるのではないか。

お金の出所として、公的なものと民間のものがある。経済発展の遅れている国の場合は先進国からの公的開発援助 (ODA) によって支えられている面が多いが、北東アジアではそういう国は少なく、ある程度民間資金が出てくる。あるいは、民間資金が多少はリスクを取ってもこの地域に資金を投下することによって、投下された国にとってもいいことだし投下する側にとってもいいことだ、という判断ができるような状態になってきている。まず、我々の地域をそういうふう認識する必要がある。ただ、その中でも国の体力の格差はあり、それをどう織り込んでいくかが次のステップになるが、とりあえず全体として見れば、民間の資金が投下される地域に我々はいると思う。

ODAはこれまでかなりの影響を持ってきたが、それを出してきた先進国側が財政的に苦しくなっている。特にヨーロッパでは、リーマンブラザースのショックの後、ギリシャの粉飾決算によるさまざまなトラブル等があったりかなり体力が落ち、それぞれの国が海外の開発支援のために資金を出すことが難しくなっている。公的資金のウエイトが徐々に落ち、民間資金のウエイトが大きくなる中で、民間資金をいかに魅力的なものとして我々が引っ張ってくるかということを考える必要がある。これからの課題は、民間資金を我々の開発、あるいはさまざまなプロジェクトの実行のために引いてくる体力作りをしていくことである。

二国間のODAでは難しいところを、アジア開発銀行や世界銀行といった多国間機関が補完をしている部分もあるが、そういう国際機関の資金の源泉や保証のバックアップも先進国政府がやっており、そうは伸びていかない状況になっている。そういう中で民間の資金は割合潤沢に流れているが、これも必ずしも思ったほどうまく流れていくわけではない。これから述べるさまざまな理由によって、短いお金の方は結構流れてくるが、インフラや環境プロジェクトに必要な長いお金がなかなか出にくくなっている。

一つの問題は、銀行が2009年以降、

かなり傷んできていることである。これまでは銀行が貯金を集め、それを自分の目利きによって大丈夫だというプロジェクトにお金を貸していたわけだが、そういう目利きの能力がなかったのか、少ししい加減なプロセスを踏んだのか、さまざまに焦げ付きが起こり、日本でも数十年前は全国的に活動している銀行が22もあったものがいまは5つに減っているほどに統合あるいは破たんが起こっている。ヨーロッパでも、実はアメリカでも、似たようなことが起こっている。

銀行が潰れそうになった時には、政府が支援し、株式の形でお金を投入して銀行を支えてきた。しかしそのお金の源泉は税金なので、国民からしてみれば、我々のお金を使って銀行は何とか生き延びて仕事を続けているのだから、まず我々に直接還元するような仕事に使ってほしい、他国で使うなんてお金の余裕があってからやるべきだ、というプレッシャーがかかる。豊かな国でもこうしたことが起こってくると、ODAでもあったように豊かな国からお金が出てこないということが民間でも起こりうる。

民間のお金の場合にはある程度リスクを取ることが許容されるわけだが、もし国民の方から我々の税金で支えられているのだからリスクを取ってはいけないという圧力が高まると、やはり仕事ができにくくなる。こういう形の金融愛国主義 (Financial Patriotism) が強くなってくると、国内にお金が留まるだけで外に出ていかない。逆に言うと、国内でお金を借りる人がいない時には、銀行自体もお金の貸し手がなくて困ってくる。国民の意識と、それが合理的な判断であるかどうか併せて考えていく必要がある。

現在のマーケットのコンディションをまとめると、資金の需要と供給の関係で言えば、供給の方が過大になっている。経済状況を支えるために中央銀行が大量にお金を入れていることによって、一般的には低金利が長く続いている。いま皆さん方が100万円のお金を預けておいても、それをATMで1回出すとその利用手数料で利子が全部飛んでしまうくらいになっている。そういうことが日本だけではなく、世界的に起こってきている。同時に、これまで述べたように銀行自体にさまざまな制約がかかってくることによって長いお金が少ない。一方、中央

銀行がどんどんお金を配っているの、短いお金があふれている状況になっている。

2008年のリーマンブラザースのショックから、アメリカはおおよそ2年間で克服したが、ヨーロッパはその克服に時間が長くかかり、それに加えてギリシャの国家的粉飾決算によるトラブルが起こって、ヨーロッパの銀行の体力がかなり落ちている。ヨーロッパの中央銀行はどんどんお金を流してはいるが、それが長いお金として使える形で出て行くかという、かなり限定的にしか出て行かない状況になっている。

以上が今までの状況であったが、少しずつ金融政策の方向が変わりつつある。2014年ぐらいからアメリカがまず、危機的状況は終わったということで、非常にゆっくりではあるが向きを変えてきている。最近ではヨーロッパ中央銀行もそれをフォローする状況になってきており、2019年ぐらいからはこれまでの政策を変える方向に向いてきている。日本はヨーロッパに比べて少し遅れているので、その後になると思うが、基本的な方向が変わっていくことを我々としては、今、見ている。

その時に一番大きいのはアメリカの動きである。アメリカは金融市場の中心であり、ドルはそれだけの強さを持っている。アメリカがどういう形で金融の方向を変えるかは、アメリカの景気に影響を与えるだけではなく、それ以外の先進国、新興国、途上国にも影響を与える。しかし、アメリカの中央銀行である連邦準備理事会が突っ込んでいく黒雲の中には、リーダーシップが欠けているかもしれないし、インフレについての予測も難しくなっており、同理事会のイエレン議長もインフレの動きについてはミステリーであると言っている。

同時に、銀行の動きを制約している要因として、かなり傷んでいる銀行にみんなが預金をしているわけで、その銀行が健全性を保つためにはさまざまな制約をかけた方がいいという議論がある。もともと銀行というのはお金があつてうらやましいと思うほどなのだが、いまや日本でも世界の中でも、ある意味でもっとも危機にさらされている業種が金融業になってきており、その中で銀行がどういうものを維持するかが重要になってくる。

製造業や流通の人たちが破たんするのは決していいことではないが、金融の場合にはその金融機関から借りている他の健全な企業もあり、あるいはその銀行にお金を預けている善意の預金者もあり、破たんはなるべく避けていかなければならない。銀行が健全になるためには大きなことをしなければいい、と行動を制約する動きがどうしても出てくる。制約し過ぎだと言うトランプ大統領は、金融規制を少し緩和しようという提案をしているが、具体的に何をやったらいいかというところがまだ見えてきていない。

銀行自体も今のままでは仕事ができない状況になってくる中で、北東アジア6カ国の金融制度、あるいは銀行の健全性を維持するための制度が違ってくると、なかなか一緒に仕事をするわけにはいなくなる。お金の出し手がアメリカだけだとしても、それを受け取ったプロジェクトの実行者がどういう形で資金を配分し、どういう形でそれを回収していくかについて、ある程度の合意がなければならぬ。一つの国が受けるのであれば、その一つの国の制度だけでいいわけだが、クロスボーダーで仕事をする時に、何らかの形で分担をし、責任を果たすことになる、その責任の果たし方に差が出て、かなりギクシャクもしてくる。

北東アジア6カ国は社会制度も違い、金融の仕組みについてかなり差があり、ただちに全部同じには出来ないことは明白である。しかし、何が一番問題を起こすかについて協議をすることによって徐々に調整を図っていくような調和化 (Harmonization) が、これからの北東アジアにとって最大の課題になってくる。

それと同時に、これから銀行自体にもし体力がなくなるのであれば、銀行ではないところに資金源を求めめる必要があるのではないか、ということも考える必要がある。アメリカではすでに、企業が仕事をする時に銀行に頼らずに株式を発行して資金調達する、あるいは自らが債券を発行して借金をする、という形での直接金融スタイルが大きくなっている。ヨーロッパと日本の場合は、銀行が産業やそれ以外の金融に占めるウエイトが高くなっているが、銀行の体力がなくなってくるようであれば、直接的な金融が必要になってくる。

そういう意味で、まず債券市場を活性化させることが考えられる。今までは銀行あるいは郵便局に貯金し、そこがまとめて何らかの仕事をしていたが、ある会社がこういう仕事をしたいからお金を貸してくださいと言った時に、その会社に直接お金を貸すという形での債券市場を作っていくことが必要になる。

同時に、お金を持っている人の中でも長いお金を持っている人がいる。典型的には年金の運用をしている人であり、今、直ちに資金が必要ではないが20年後、30年後には必要だという人たちは長く資金を運用することが必要であり、そういう人たちに直接働きかけていくことも考えていかなければならない。

またAIの発展、インターネットの発展の中で、銀行に行かなくてもお金が借りられる状況が起こってきている。すでにアメリカの中西部とか中国では、例えば100万円ほしい、借りたいと言うと、貸してあげるといふ応えがネットに出てきて、それをマッチングさせるということが起こっている。そこには銀行はもう介入していない。仲間から仲間へ (Peer to Peer) というような動きが徐々に大きくなっていくことも考える必要がある。

銀行を経由しないでお金が流れることになれば、仮にトラブルが起こった時に傷の付き方が小さくなるということがある。我々が銀行に預金し、それをまとめて銀行が貸した先が壊れてしまうと、その銀行自体がボキッと折れてしまうわけだが、それぞれの人が個別に貸していたプロジェクトがうまくいって回収できなくなっても、それはそれぞれの投資家が少しずつ痛むという話であり、ボキッと倒れて命がなくなるまでには至らないという意味でリスクの分散にもなる。そういうものを金融の世界に許すかどうか、特に政府がある程度コントロールしているような経済体制の国においてそれを認めるかどうかは一つの決断になってくる。

アジアではヨーロッパやアメリカに比べて債券市場の発展が遅れているが、これをうまく活用することによって、お金を持っている人も銀行預金という狭い選択だけではなく、すこし長い運用ができる。長い運用は普通、より高い利回りがオファーされるので、そういうものに向かっていくことができるような状態にこれからなっていくわけである。

さまざまな債券市場を作るためにはいろいろな手続きが必要だ。例えば、仮に債券がデフォルトした時にそれを誰が補償するのかという手続きを考えなければならぬし、それを既存の機関がやるのか新しい機関がやるのかを考えることも必要だ。それから、債券を発行する以上は、その会社がやろうとしているプロジェクトが、あるいは会社の体力そのものが大丈夫かについての格付けが必要になり、それを誰がやるかも併せて考えなければいけない。全体としての制度整備として、破産法、税法などについても検討していくことになる。

これは東南アジアですでに起こっており、中国、韓国、日本の経験を生かして北東アジアでもできるようになっていくであろう。そういう中でなるべく長い資金を得るため、特に年金などについて興味を持ってお金を出してくださいということを、これから我々は言っていかなければならない。現状では、年金資金は先進国でやっていて、例えば水道や発電の事業についてお金を出しているが、これまでやっていないような国はあまり乗り気ではない。これは当然のことではあるが、それを乗り越えるために何をやっていくかが重要になってくる。

インフラでも、新しく造るということと、今あるものをいかに長く使いつつ途中で補修をしていくかということが必要になってくる。その資金も大きく、先に述べた1兆7000億ドルの中にも、新設だけではなく、すでに造った道路に穴が開いたらどうするか、橋がグラグラしているからどうするか、ということについてもお金を使わなければならぬ。そういう既存のものを「茶色の世界 (Brown Field)」、新しく造るものを「緑の世界 (Green Field)」と言い、ブラウンフィールドにもお金を流すことについても資金の出し手と協議することが必要だ。

政治の世界において、新しいものを作ることにについてはかなりの政治家が一生懸命やってくれるが、いっぺん出来たものを維持補修することにはあまり熱意を示してくれない。ブラウンフィールドの方に年金資金を引っ張っていくことを考えていく必要があると思っているが、そう簡単ではない。先進国の既存のものには出すが、新しいものにはなかなか貸せないという動きが出てきている。それを北東アジア全体としていかに魅

力あるものにするかを考えていく必要がある
と思っている。

最後に、外部から資金を受け入れ、あ
るいは中国や日本などすでに資金がたくさん
あるところからそれを受け入れ、仮にそれが
うまく返せなくなるような国が出てきた時にど
うやって保護し支えるか、ということが必要
になってくる。すでに東南アジアではチェン
マイ・イニシアティブということで、ASEAN
の10カ国と日中韓の計13カ国でシステムを
作り、さまざまなトラブルが起こった時に救
済するというをやっている。

幸いなことに、1997年のアジア通貨危機
の後はそれほどの危機は起こらず、まだそ
のシステムは発動されていない。ヨーロッパ

の場合、ギリシャでその問題が起こり、ワ
シントンにある国際通貨基金 (IMF)、ブ
リュッセルにある欧州連合、そして فران
クフルトにあるヨーロッパ中央銀行の三者が
同時に貸すという仕組みをとっている。

銀行の体力が次第になくなっていく時に、
どういう形でこうしたシステムを安定的なも
のにするかについても、我々としては議論
をしていく必要がある。もしそれが出来ない
ということになると、発展に支障をきたすだ
けでなく、借金のためにお金を返さなけれ
ばならず、その分だけ食物の輸入とかエネ
ルギーの輸入ができなくなるようなことが起
こってくるので、それについての協力体制
を作っていく必要がある。

そういう形での協力をする時、もし北東
アジア6カ国で何かしらの形でシステムを作
るのであれば、お互いがお互いをきちんと
チェックできる体制にしていく必要がある。
一緒に仕事をする仲間たちに対して正確な
情報をなるべく早いタイミングで教えること
によって、相互の協力体制ができてくるであ
ろう。

これから先、さまざまな問題が起こって
くるであろうが、北東アジア全体としては体
力があると思っている。いま述べたような形
の金融協力を進めることによって、地域全
体の開発が可能になると考えていきたい。