

研究報告

将来の中国の為の量的・質的金融緩和（QE）の教訓

田代秀敏¹

田代です、よろしくお願いします。

私は、日本の金融機関、みずほファイナンスグループとか、旧日興証券、今はSMBC日興証券、あと大和証券など、金融機関に勤めた経験が長いです。もう一方で、日本と中国の間を行き来している時に日本と中国の金融システムが見かけ上似ているんですけど、非常に違うというところに興味を持って研究しております。

今日の話は、高橋先生からありましたように、日本では量的質的金融緩和、要するに通貨を膨張させるという政策を非常な勢いでおこなっております、これが中国の金融にどのような意味があるのかということ、私なりに考えてみたいと思います。せっかくこういう機会での会合なので、いろいろ話しますが、日本では金融に関する発言というのは、金融庁という役所によって、厳しく管理されておまして、迂闊には外部に言わないようになっています。

去年の4月4日、華々しく日本銀行黒田東彦総裁は、量的質的金融緩和というものを宣言したわけです。これからもうすぐ、9か月がたっているわけですが、現状はどうなっているかという、うまくいっていません。日本銀行の人も認めているのは、経済合理性を無くしてしまっているというのがいえます。中国からのおふたりの先生にも分かっていただけだと思います。

量的質的金融緩和、これは日本で作られたものです。日本の間でも誤解があるんですが、世界で最初に行ったのは日本で、2001年3月

に完全に金利がゼロになってしまったので、これ以上の金融緩和ができない、そこで、それまでは、金利、利率を下げるということが日本銀行の政策だったんですけど、行き過ぎるところまでいってしまったので、実際に資金を供給することが行われた。2006年3月まで実施しました。これが世界の金融歴史上、初めての試みなわけです。

アメリカは2008年9月15日、リーマン・ブラザーズが破綻したことによって引き起こされた金融危機、これへの対処として、バーナンキ議長が、日本銀行のやったことをアメリカに適用したわけです。バーナンキ議長は、もともとはプリンストン大学の教授で、FRBに入る前は、足繁く日本に来て、日本金融学会でも何度も講演なさっています。彼の専門は、金融恐慌の歴史なんですね。驚くほどに日本の昭和金融恐慌など、日本史でもあまり知られていないようなことも、微細にわたり、何月何日に高橋是清が何をしたかを言えるぐらい、世界の金融恐慌の歴史が頭に入っている。その彼がFRBの議長になった時、私は驚嘆しました。アメリカはとうとう来るべき時が来たと覚悟したわけですね。いずれアメリカにとんでもない金融恐慌が起きると、それを大恐慌にさせないためには、恐慌を誰よりも知っている、バーナンキ議長に就任させたということです。

さて、去年4月4日に発表されたのは、先ほどの写真にありましたように、物価安定の目標を2%にすると、消費物価指数CPIの前年比が2%の上昇率を安定的に保つまでを目

標とする。達成期間は2年を念頭にできるだけ早くする。マネタリーベースですね、貨幣基礎は、2年間で2倍にする。さらに日本銀行が保有する日本国債の保有額も平均残存期間も2年間で2倍以上にする。国債の額が2倍以上になるということは分かりやすいと思いますが、平均残存期間は、どういうことかといいますと、日本銀行は、量的質的金融緩和をずっとやってきているわけです。そのなかで、日本国債を保有するときに非常に注意していて、債権というのはすべて満期がありますよね、ある期日がくると、それはお金にかわるという期日があるんですが、それが平均して2年を越えないようにしたんですね、どうしてかという、ほっとおいても2年たてば、もっている国債は、自動的に現金に変わっていくわけです。

ところが、それを今どんどん伸ばしてしまって、現在7年を超えています。実は、アメリカは、やりすぎてしまって、アメリカ連邦準備制度理事会が保有している、アメリカ国債の平均残存期間は、現在15年を越えているんです。これは大変なことで、持っていて、それがなくなるのに15年かかる。これは、まさか売ると言ったら、暴落しますから、それもできない。出口がなくなってしまうんですね。最後のところが非常に重要で、これは自ら出口を無くしてしまったということになるわけです。

中国は、今まだ国内に大きな債権市場が、特に、債券の流通市場、セカンダリ-マーケットができていないので、この問題は発生していないですけど、数年後には、選択の問題に直面するだろうと思います。

よくマネタリーベースは、中国では貨幣基礎という言い方をしますが、これは何かというと、これは、世の中に出回っているお金のうちの基礎になる部分です。世の中にあるお金というのは、紙幣の形を取るものをわれわ

れは身近に見ているわけですけど、ほとんどは紙幣じゃないですね。銀行預金です。銀行預金というのは、こういった紙幣には、例えば、香港のお金ですけど、こういうふうなお金というのは貨幣の中のごく一部、ほとんどは、銀行が貸す際に預金口座の残高になっているだけです、それをつくるために基になるお金がいますよね。それが、マネタリーベースだと思ってください。会計上は中央銀行の負債です。これは大きい意味はなくて、そうしないと、経済全体で、資産と負債のアロケーションで、こういうお金というのは、ほとんど資産ですよ。誰かが、負債にしななければ、全体のつり合いがとれない、そこで現在、中央銀行の負債というかたちになっています。

直近の日本銀行の貸借対照表をみてみます。左側が資産で、右側が負債です、もちろん額が一致します。右側の負債がマネタリーベースです。一番大きいのは、どこかといいますと、この当座預金ですね。日本銀行は、他の銀行に対して、口座を開いています。例えば、私が日本銀行に頼まれた仕事をしますと、日本銀行にお金をもらいに行くと、他にも銀行の人がいっぱい来ていて、彼らには小切手を渡して、そこには何千億円、何兆円と、私だけは10数万円の現金をもらうんですけど。そういったものを出し入れするお金がこれですね。これが106兆円、あと日本銀行券というのは、日本のお札のことです。日本銀行券が、これが86兆円今でまわっている。硬貨流通高というのは、これは硬貨、コインですね。

売り現先勘定というのは、日本銀行が将来買い戻すことを約束したうえで、今手持ちの国債を売ることで、これが24兆円、もちろん負債ですから、これを大きくするというのが今やっていることですけど、どうして大きくなるかという、資産を増やすしかない、バランスしていますから、負債だけを膨らますこ

とはできない、資産も同時に膨らませなければいけない。そこで日本銀行が行っているのは、国債、とりわけ長期国債を猛然と買っているわけです。今毎月、日本の財務省が毎月、新しく発行する日本の長期国債の70%は日本銀行が買い取っています。ただし、市場マーケットに出てきたものに対して、日本銀行が注文を入れて買うというかたちにはしていません、あとはまあ、短い短期国債、一年未満の、残存満期。次に貸付金ですね。他の銀行に対して貸し出しています、このなかに外貨準備や外国為替も入っていますが、ごくわずかであるため、ここには書いていません、これは後で見ると、中国人民銀行とまるっきり違う資産構成ですね。

さて、現在、日本銀行のマネタリーベースの中身を見ますと、この赤いところが日本銀行券一万円札ですね、この緑が貨幣流通高は硬貨、コインです、見るとそんなに増えていない。ここは、多くの日本の新聞などが勘違いしていますけれど、一万円札をどんどん印刷してくばっているんじゃない、どこが増えているかという、ここです。つまり、準備預金と超過準備預金。

準備預金というのは、銀行は預金を集めます。そのうち、法律で決められた何パーセントとかいう部分は、日本銀行に設けられている口座に入れるということが義務付けられています。非常に厳格で、一日たりとも遅れてはいけません。一日でも遅れるとその時点で営業停止になります。ところが、いま日本の銀行は、法律で決められた額よりもっとたくさん日本銀行に預金しています。どうしてかという、この準備預金は、金利、利率はゼロです。当座預金になっておまして、まったく金利がつかない。ところが、超過準備預金には金利がついています。中国の場合、かなり高い金利がついています。昔は非常に高かったですね。十何%ついている時代がありま

した。今、日本銀行は、この法律で決められた以上に、銀行が日本銀行にお金をあずけたときの、その部分に関しては、0.1パーセントの金利をつけています。わずか、年0.1%です。今の日本の銀行は、そこに資金を集中しているんですね。

現在は日本銀行が銀行に8兆円貸出しを増やして何が起きたかという、銀行は8兆円分、企業への融資を減らしている。8兆円はどこに行ったかという、準備預金になっています。日本銀行が他の銀行、みずほとかの三菱銀行とかにお金を供給しているのですが、そのほとんどは、日本銀行の口座に入ってきている。これを日本金融業界の間では、これを豚積みといいます。意味のない行為を生みます。

日本銀行からお金を借りる、日本銀行に預ける、1990年代までは、中国の銀行でも見られました、中国の国有銀行で、通常その預金金利より貸出金利の方が高いはずなのに、逆転しているところがありました。人々は、銀行からお金を借りてそれを預金しちゃう。金利差のぶんだけ確実に儲けていく、あちらでも見られました。当時は、日本の金融専門家は中国がいかにも遅れているかと言っていたけど、現在日本でもっと巨大の規模で起きています。中国の場合、国有銀行と個人の間で発生したんですけど、今日本では日本銀行と銀行の間で起きています。銀行からすれば非常合理的な行動です。ほぼ0%の利率のお金をかりて、確実に0.1%の金利が取れるのだったら、そこにいきます。かなり経済的な合理性を失ってきています。

もう一つ言いますと、三菱東京UFJ銀行の方に聞くと、三菱東京UFJ銀行が今一番高い収益率をえているマーケットはどこかといふと上海だそうです。日本銀行が、ほぼゼロパーセントの利率で供給している金を、三菱東京UFJ銀行は、上海にいる日本企業に6%

の金利で貸しているんです。計算すると年間でほしい1千億円ぐらい儲けています。上海自由貿易試験区が稼働すれば、そこで中国企業にも貸し出せます。日本銀行がほぼ0%の金利で日本の銀行に供給しているお金のうちかなりは、そのように、中国で融資されています。こういうことを言うと、日本でも中国でも怒る人がいます。キャピタルが持っている法則なんです。資本というのは、少しでも利回りが高い、安全に利回りが稼げるところに逃げていきます。

さて、マネタリーベースを増加するには、中央銀行が、国債などの金融資産を投入して左側の資産側を膨らます。当然その分お金を支払いますよね。支払ったことによって、支払うお金は、中央銀行の負債でしたよね。だからマネタリーベースが増えるんです。だけど、中央銀行がどんどん資産を大きくしていくと、必ず資本主義的な金融資産というのは、価格が変動するというのが本質ですよね、価格が変わらないんだったら金融業者にとって魅力がない。価格が下がると分かっているのはまだいいです。その時は、空売りという技法によって、儲けることができますから、いずれにせよ、価格変動リスクがあるのです。大変な価格変動リスクに直面しているんです。つまり国債の価格が下がるということが、致命的なことになる。

そうなるとうどうするか、アメリカで起きているのは、じつは、アメリカ国債の価格がじりじりと下がっています。裏返して言うと、実はアメリカ国債の価格利率がどんどん上がっています。それをふせぐためには、FRBはさらにアメリカ国債をどんどん買うんです。そうするとリスクがどんどん増えていく。出口が無くなってしまいます。だから、専門家のあいだで、最初から出口戦略、Exit strategy というものが必要だということをいつてきたわけです。ところが、日本銀行の黒田東彦総

裁は、出口戦略を議論することは時期尚早だといって、早すぎるといってこの議論を避けている。これは大変危険です。将来中国が金利を自由化した後に、もし量的質的金融緩和をする際には、周到な出口戦略を用意しなければいけない。

具体的にマネタリーベースがどう動いてきたかというのが、赤い線で示しています。マネタリーベースを増やすのに、一番効果的なのは、長期国債を日本銀行が買っていくことですね、買って手元に置いておく、そうすると、緑の線が日本の長期国債保有額ですね。それが現状ここまできている、日本銀行の予定では、このように、これだけを見ると、何でもないようですけど、長期で見ると、大変なことです。日本銀行の資産をみると、アセットのほうを見てみると、このように長期国債、短期国債いろんな国債があるのでこの総額のここを見てください、ここから、大変な勢いで増えていますね、実はここが、他の資産ですけど、増えています。現在では、日本銀行の資産のうち、90%近くは、国債なんです。裏返して言うと、もし日本国債の価格が大きく下がる、つまり、日本の超金利がうんと上昇した時には、そうすると、この価値がどうなるか、これを発行している日本銀行に膨大な損失が発生するわけですね。この価値がどうなるか、いま一万円札を印刷するのにどれくらいかかるか、日本銀行に聞くと、一枚印刷するのに14円かかる。これ14円で印刷できる、われわれは1万円という価値を認めている。日本銀行が発行しているからですよね。日本銀行は今これだけの国債を持っているから、これをどう価格を維持するのはきわめて難しいことになっている。

日本国債の全体の残高はどうなっているか、これは大変なことになっています。現在日本国債の残高は、国債だけを見ても800兆円に達しようとしています。日本の政府債務残高

1,000兆円を越えた。これは、借入金も入れてのはなしですね。地方の借入金を政府が保証しているものを含めてですが、純粋に国債だけをいっても、GDPとの比率を言っても、すでに160%近くに達しようとしています。第二次世界大戦の時よりも状況は悪化しています。大変なことが起きています。

このように、国債が次々と期限がきますよね、返す金がないので、また新たに国債を発行してお金を調達して、返していく。こういうのを借換えといいます。借換債の発行が赤ですね。借り換え債以外の建設のための資金を獲得するという国債の発行を見てください。借り換えるほうが大きくなっていますよ。借換債の発行が借換債以外の発行を越えていますので、ちなみに国債を発行する目的は、今の国債を維持するために行っている。現在国債費は利払い費が非常に低くなっているというのは金利が低いからですけど、それでもじわじわ大きくなっている、全体の金額が大きくなっています。

現状では、日本の10年もの金利が2.5%に達すると、日本国政府は財政が破綻してしまいます。現在、長期金利は、このように、これは、世界の人類の歴史の中でも最も低い水準にきています。裏返して言うと、日本国債の価格は大変な高さになっているわけですね、もともと金利がこんなに低かったわけではなくて、かつては十分高かったわけです。それが現在こうなっている。いま日本で行われている通貨膨張策、量的質的金融緩和の目的は、低金利を維持するため、もしこれが2パーセントを越えて上がってしまえば、日本政府は財政が極めて困難、4%を越えれば、確実に破綻してしまいます。

それでは、ここで中国の人民銀行の資産を見てみます。ここは日本銀行と性格は全く逆で、ほとんど大部分は外国為替ですね。これはあたりまえで、中国では貿易によって得ら

れた、主にドルですけれど、これを国内で勝手に利用することはできませんよね。私も最初に中国に行ったのは、1998年の1月だったですね。初めて一人で行きました。それまで香港には何度も行っていたので、タクシーを降りる時に、あの時急いで行ったので、慌てて、中国のお金を用意していなかった。タクシーの運転手さんにアメリカのドルをみせてもだめ、香港ドルを見せてもだめ、ついたホテルのフロントで両替してもらって払ったのを覚えています。東アジアでは珍しいですよ。多くの国ではアメリカドルはそのまま受け取ってくれますけど。中国人民銀行が、外国為替をぜんぶ一手に吸収して、そのかわりに、人民幣を供給している。中国の場合は、外国為替を人民銀行が購入していることによって通貨が膨張しているわけです。これは割と問題は簡単ですよ。為替レートを自由化すれば、この問題は消えるわけです。

一方で中国の長期金利は、現在以外なほど高いですね。特に三中全会を終ったあと、4%水準を越えて上昇しているのが、非常に気になるんですけど。これはまだ中国の財政事情からすれば許容範囲です。日本でこの水準までいってしまえば、確実に財政破綻します。問題は、シャドーバンキングの問題が言われた頃から、この長期金利が上昇しています。これは恐らくこれは対策が進められていくと。いろんなところで資金の供給が止められているはずなんです、その結果、資金に対する金利が上がっていると考えられます。

シャドーバンキングに関しては、お二人の方から詳しい説明があるでしょうがシャドーバンキングというのは銀行以外の金融機関が融資することです。これは実はいたるところにあります。日本にもアメリカにもあります、多くの場合、その資金は、証券化によって得られているのが特徴です。ただし、日本では、銀行がノンバンクと言われる銀行でない金融

機関にお金を貸し出して、そこがお金を貸し出すということもおこなわれている。典型は皆さんも利用しているかもしれない住宅ローンです、日本の住宅ローンの多くは、銀行が直接だしているのではなくて、住宅ローン専門会社がだしていますよね。あれは典型的なシャドーバンキングです。ただしこれがいろいろな規制のもとで、それを逃れるために、日本でもアメリカでも、イギリスでもヨーロッパでも中国でも、非常に複雑化して発達しているんです。

金融業のなかから見れば、シャドーバンキングは、金融の進歩でもある。今までなかったお金の調達手段、お金の供給手段というのできるわけですけど、問題はそこが加味されない、規制をすり抜けるようにつくられているわけですから。そこで、金融危機を招くんですね。アメリカでは、住宅ローンを担保にした証券というですね、奇想天外なものを考え付いて、これが金融危機を引き起こす。

シャドーバンキングもシャドーバンキングそのものが悪いのではなくて、管理の仕方、使い方を間違える場合に問題が発生している。中国の場合、金融の進歩という面もあるんですけど、一方で当然債務不履行が発生するというリスクをどんどん膨らましている、後者だけを目指していくと、前者、金融の進歩をつぶしてしまうわけです。

今国民がおこなおうとしている規制は、ちょっと急ぎすぎていて、中国の金融の進歩のチャンスをつぶすのではないかと私は危惧します。人民銀行が発表しているシャドーバンキングの統計はよくわからない、非常に不正確で、不明部分があまりに大きい。恐らくこの委託借款が、この部分がいわゆるシャドーバンキングの中心部門です。企業が銀行から借りてきたお金を他の企業に貸し出しているわけですから。シャドーバンキングの典型ですよ、見るとそれほど大きくない。統計が

よくわからないですけど、全体としては、去年から相当規制が入ったのはわかります。全体の額が非常に減っていますから。その反意として、中国の金利が上昇している。

但し、アメリカの連邦準備制度を見ると、QE1、QE2、現在 QE3 になっています。二つの主力なものがあって、長期国債と、政府機関債住宅担保証券、これは、アメリカ政府が保証している住宅ローン保証会社が住宅ローンを担保にしてつくった証券を売っているわけです。これをアメリカの銀行が膨大に持っていて、これが暴落したんですね。FRBは買い取っているわけです、中国、アメリカでそれぞれ通貨膨張の中身が違っているわけですね。端的に言えば、その時発生している問題を隠すようにしておこなわれている。結果として、アメリカの長期金利は、日本と同じように非常に急に下がっています。いまアメリカの長期金利はリバウンドして、明らかに上昇プロセスに入っています。

さて、アメリカ国債は、誰が持っているのか、ここで日本と中国の難しい問題が発生するんです。これはアメリカ国債の全体の大きさは16兆7382億ドル、日本円にして1,714兆円あるんです、このうちですね、7.73%は、中国の保有額。日本が7.04%、恐らく中国の保有額はもっと大きいと思うんですけど。アメリカの発表ですよ、アメリカ国債は複雑な構造をもっていて、約3分の一は、転売できない、国防予算の背景になっている国債などは転売できません。

一番大きいのは中国、つぎは日本です。これは何が起きているかという、中国も日本も通貨膨張したときの、出てきたお金をどのように運用するかという問題で、結局巨大なアメリカ市場で運用するしかない。国外では、他に場所がない。アメリカはそれをうまく使っていて、あわせると15%をもっているわけですね。安定的にもっているわけですから、

安心してアメリカ国債を発行し続けることができるわけです。いつかおわります。アメリカ国債の価値が無くなった時、どうするのか、私は、なるべく、中国も日本もアメリカ国債ばかりを買うのではなく、お互いの国の国債をお互いの通貨建てで買う方がかしこいですね。日本は中国の国債を人民幣建てで買って、中国は日本の国債を日本円建てで買って、運用したほうが、まだかしこいし、リスクも避けられる。

マネタリーベースにたいして、マネーストックがありますね、これは、マネタリーベースをもとに、日本銀行がお金を貸し出すとかたちで増える貨幣量のことです。日本ではマネタリーベースに対して、マネーストックが大きいわけです。マネタリーベースにたいして、マネーストック貨幣供給がいくらあるかを見てみると、倍率はきわめて下がる、かつては12倍あったのが、いまは4倍しかないわけです。マネタリーベースをどんなに増やしても、銀行がお金を貸さない限り、貨幣の総額は増えない。

今、日本銀行がおこなっている量的質的金融緩和は、これには実は原型がある。2011年6月に当時政権をもっていない自民党が作ったXデイプロジェクト報告書に書いてある通りです。Xデイというのは、金融の世界のなかでの特殊な言葉ですが、日本国債が暴落するときの日をX-DAYといいます。そのときどうすればいいのかということが、自民党が、とくに金融機関の人たちを集めて、作ったレポートがあって、そこに書いてあることを今やっているわけです。本来であれば、日本国債が暴落しかかったときにやるべき行動を、日本国債が暴落する前にやっているわけです、大変なことをしたと言えますね。本当に日本国債が危ない時にやるのがなくなってしまっているわけです、もう一つ言えば、マーケットで露呈していないけれど、すでに

日本国債が、難しい局面に来てしまっているのかもしれない。

大事なことは市場経済主体の期待の抜本的転換、要するに、デフレーションがずっと起きるだろうとみんな思っているのを、これからは、インフレーションが起きるんだに変える。じつは目的は、これだけなんです。これだけを目的にやっている。実際は分からないですよ。人々がどう期待しているのか、それは、ブレイク・イーヴン・インフレ率で測ることができるという考え方もあります。私はあまりできないと思いますが、見てみると、インフレがくると考えるふしがありますけど、大きさが2パーセントに達していない、黒田東彦総裁は、2年でという言葉を出さなくなってしまった。これは怖いことで、2年たったら止めるといっていたのが、2年たっても、もっとというと、いつまでもやめない、出口が塞がれていくわけです。2%に達していないですね。

今何が起きているかということ、マネタリーベースを膨らましているなかで、エネルギー価格が上昇しています、円安が進んでいますから、大変な勢いでエネルギー価格が上昇している。

さて、いま行っている政策は、麻生太郎大臣が言う通り、じつは高橋是清がおこなった政策の現代版です。高橋是清は、どうなったかということ、暗殺されました。理由は、この金融緩和をやめようとしたからです、どうしてかというのは、金融緩和すると同時に、日本国債をどんどん日本銀行が買っていくと、国内中に貨幣が供給されますね、インフレーションが来ると誰でも気づきますよね。高橋是清が最初に止めようとする。何を止めようとしたかということ、軍事費、日本陸軍と日本海軍の予算を減らそうとした。その瞬間に軍隊がクーデターを起こして、首相も、高橋是清大蔵大臣も一挙に殺害しました。

その後、日本は、予算の膨張が止まらなくなります。そして日本は中国大陸に100万人以上の軍隊を常駐させたわけです。これで、日本の財政は完全に破綻します。どうして失敗したかという、白川前総裁が日本金融学会で報告しているとおりでありますが、たまたま軍部を抑えられなかったのではなくて、市場によるチェックを経ずに、日本国債を日本銀行が直接に買い取ったから、止まらなくなった。これだけはやってはいけないことはよく分かるんですね。

データを見てみますと、昭和恐慌という大恐慌が発生した後、政権が代わって、高橋是清が財政をおこない、円安に為替レートを動かしました。一方で、政府の歳出をどんどん増やしていきました。当然それにみあって、日本国債の残高は、膨らんでいきます。彼はこのように一旦絞ろうとしたが、もっと歳出を減らそうとした。そこで、軍隊がクーデターを起こして暗殺されました。その後は、日本の歳出は天井足となっていきます。国債の残高もどんどん膨らんでいきます。目的は、中国で戦争するためです。当然勝ち目のない終わらない戦争なので、どこまでもいきます。

現在やっているのが、もし出口が無くなると、どうなるかという、2020年東京オリンピックの時には、マネタリーベースは600兆円を越えて、国債の保有高は、400兆円になっています。こうなってしまうと、日本銀行が日本政府の赤字を吸収しているだけのことです。こうなると、完全に出口がなくなります。止めようとした時には、大変なことです。金融市場に対するインパクトもすごいですが、政治的にはさっきぐらいのことが起こります。

中国ではいま資本規制を、厳しくやっていますけれど、今意味がなくなってきました。ビットコインの価格変動をみてください。日本円、人民幣、USドル、それぞれ上海、東京、ニューヨークでの価格ですが、ぴったり

一致していますよね。インターネットの上でやっているわけですから、少しでも安いところで買って、少しでも高いところで、売っているわけです。価格が世界中で瞬時に一致します。しかも、一番取引高が多いのは、上海ですね。アメリカでも日本でも、ずいぶん減ってしまったのですけれど。これは中国の人たちがビットコインを買ったことで、一旦暴騰して、人民銀行が取りひきを停止させてときに暴落して、また上がってきたと。取り締まりようがない。インターネット上の世界ですから。

これで分かることは、中国はいつまでも今の資本規制は続けられない。今はビットコインだけですけれど、どんどん金融手段が増えていきますから、收拾不能になる前に、中国は、早く為替レートの自由化だけでなく、資本取引の自由化を行うべきです。

要約としては、量的質的金融緩和は、短期では、問題の拡大を抑えることはできる。だけど、時間がたてばたつほど、副作用が大きくなります。出口に出ること自体難しくなってきましたね。実はアメリカがどうして出口に向かい出したかという、日本が入口に入ったからです。日本が入口に入ったので、アメリカは安心して出口に出られる。そうすると、日本以上の金融緩和をしてくれる国が出てこない限り、日本は出られない。

今恐らく、安倍晋三総理も黒田東彦日本銀行総裁も中国が金利を自由化し、為替レートを自由化し、そのうえで、金融膨張することを待ち望んでいる。でも結局は、市場によってリバランスするほうが、長期には安全です。

もちろん土地は大変ですよ、金融機関が倒産したり、企業が倒産したりするんですけど、そのためには、金融市場を内外に開放して、市場参加者をなるべく分厚くすることです。特に中国のように現在でも世界で指折りの資産国になっている国であれば、マーケットを

分厚くして、特に債券、ボンドのマーケットを大きくしないと、将来金融市場化した時に、大変なことになります。

【質疑応答】

- ありがとうございます。では、質問・ご意見のある方はどうぞお願いします。
- 瞿 貨幣ベースは急ピッチで上がりますので、M2は非常にフラットですね？
- 田代 なるほど。これが速く増えすぎているのではないかと。
- 瞿 ええ。
- 田代 おそらく、おっしゃっているのは、マネタリーベースを急速に増やすことは簡単ですがM2は増えないだろうということですよね。
- 瞿 そうです。
- 田代 これはどうしてなのかと言いますと、日本の企業がマネーを使って投資して、工場をつくるのか、人を雇うのではなくて、日本の企業が銀行に預金したからなのです。
今、日本の企業は、合計すると200兆円ぐらいの膨大なお金を銀行に預金したままです。マネーストックが増えていますから、景気がいいのではなくて、これは日本が長期の不況(long depression)に入っていることの現れです。
- 瞿 これは、たぶんベースマネー。これはマネーサプライ。たぶん、こういうふうには普通は動いています。つまり、これはEQの問題だと思います。この図と違いますよね。
- 田代 おそらく、これは絶対値(absolute value)ではなくて、変化率(growth rate)の比較です。
- 瞿 後でチェックします。This is very important, I think.
- 高橋 これはマネーストックですよね。これはベースマネーですね。このベースマネーは、下のグラフを見れば急上昇しています

ね。Very sharp to base but that and a little bit flat, not so sharp. This is the same then...

- 瞿 Yes. This ride level very sharp. This ride level is flat.
- 高橋 Yes. This one fails to cut figures. So, you are right. But he thought the most right.
- 瞿 はい。また、一つの問題はビットコイン。ちょっと失礼な質問をしますが、ビットコインは、future money か、またはポンジ・ゲーム(Ponzi game)か。Very difficult to explain. It may be difficult to explain it.
- 田代 I think Bitcoin is an example of Ponzi scheme on the internet.
- 瞿 Yes. はい、どうもありがとう。
- 高橋 ほかに、いかがでしょうか。
- フロアー ちょっと違う質問になってしまうのですが、日本銀行が今、長期国債等を購入されているという話ですが、それに伴い緩和によって、日本の銀行株がかなり落ちているという背景があります。一時期に比べて3分の1ぐらいに落ちておりますが、それに対して、どのようにお考えになられているかということ。
- もう一点、ちょっと違いますが、中国に通貨発行に関して、何を根拠に通貨発行量を決めているのかということをお教えいただきたい。
- 田代 ちょっとすみません。2番目の質問ですが、中国の通貨発行量は何を根拠にということですか？
- フロアー 何を担保に決めているのかということ。以前、日本は、金がどうのこうのとかありましたが、今は自由に日本銀行が回して債券を発行して、現金化してということだと思いますが、それについて、中国はどのような構成になっているのでしょうか。
- 田代 最初の質問からですが、日本銀行は法人です。日本銀行は政府の機関ではなく、法律上は法人組織です。おっしゃるとおり、

これは非常に重要な問題ですが、いま日本では誰も認識していない点です。株式の価格は、マーケットがどのように評価しているのかということを表す一番大事な指標ですから、真剣に考えるべき非常によい視点だと思います。

2番目の点ですが、中国の人民銀行も日本銀行も、あるいはアメリカの財務省

(Department of the Treasury) も紙幣を発行するときの根拠は何もありません。かつて金本位制 (The gold standard system) というものをつくったわけです。それぞれの国が保有している金の量に比例した金額しか紙幣を発行できません。その紙幣を銀行に持っていけば、必ずそこに書いてある約束された何グラムかの金塊をもらえるというシステムでしたが、これは失敗したわけです。1929年の大恐慌後、このシステムは次々と破棄されてしまいました。ですから、現在の紙幣には何の根拠もありません。それは中央銀行か、あるいは財務省が発行しているというだけの根拠でしかありません。

ですから、これは大事な質問です。日本では「管理紙幣」と言います。ただし、英語では「Fiat Money」と言います。日本では、金本位制ではない通貨のことを「管理通貨」と言います。ただし、これは誤訳です。もともとは英語で「Fiat Money」、この「Fiat」は自動車メーカーの名前ではなくて、もともとは「国家の巨大な権力」という意味です。つまり、国家の権力が価値を保証しているという意味です。いま、われわれが使っている日本の円であり、人民幣であり、USドルです。何の根拠もありません。日本銀行が発行しているから価値があるのです。中国人民銀行が発行しているから価値があるのです。アメリカの財務省 (Department of the Treasury) が発行しているから価値があるのです。それだけなのです。

ユーロはお持ちですか。ユーロを見てください。どこにも欧州中央銀行 (European Central Bank) が発行したとは書いてありません。

「ECB」とは書いてありますが、それが何の略であるかは、どこにも書いてありません。ECBの総裁のサインが入っているだけです。アメリカのドル札もそうです。そのとき、そのときのアメリカの財務長官のサインが入っているだけです。

しかし、人民幣にも、日本円にも、中国人民銀行総裁の周小川 (ZHOU XIAOCHUAN) とか、日本銀行総裁の黒田東彦という名前は書いてはありません。まさに、その機関が出しているというだけです。ですから、これは非常に危険なのです。危ないです。それがいま、これだけ膨らませてしまっていますから、出口が難しいのです。特にUSドルは極めて難しいです。

○高橋 ありがとうございます。国債金利が2.5%ぐらい、あるいは2%ぐらいに上昇すると、財政破綻が起きるのではないかというお話でした。その2.5%あるいは2%以上の根拠を示していただけるとありがたいということと、もう一つは、最近、金の国際価格相場が低下ぎみですが、これは何を意味しているのか。この二つを教えてくださいたいと思います。

○田代 長期金利が2.5%で破綻するのはなぜかと。これは、なぜ分かるかと言いますと、毎年、春と秋に2回、日本銀行の金融システムレポートが発行されます。それには、現在、日本銀行だけではなく、日本の金融機関も膨大な日本国債を保有しています。国債の金利が1%上がるということは、日本国債の価格はすごく下がっています。銀行が資産として保有している日本国債の価格が下がったときに、銀行は損失が発生します。その損失はどのくらいかということ、しっかりと日本銀行は計算しているわけです。厳密には、

みずほ銀行が下請けしています。旧興銀（日本興業銀行）時代から計算しています。いま、これがどんどん膨らんできています。

日本のメガバンクは、既に日本国債が暴落することを恐れて、長期の国債はほとんど持っていません。みずほ銀行では、平均残存満期は1年を切っています。では、長期国債はどこへいったのかと言いますと、地方銀行と信用金庫にいきました。そういうところだと、金利が1%上昇しただけで、自己資本の半分以上が消えるところがたくさんあるわけです。今よりも金利が1%上がると、地方銀行や信用金庫が、小さな企業から猛烈な勢いで貸し付けを回収いたします。そうなりますと、どんどん倒産します。たちまち税収が落ちていくわけです。

さらに、日本政府の金利の利払いがあります。これが先ほども申したように、例えば800兆円の国債があっても、単純計算で金利が1%になれば、8兆円の金利を払えばいいわけです。これが2%になってしまうと、単純計算で16兆円になります。実際の構造はもっとややこしくなっているわけですが、2.5%に達しますと、税収の全てで日本国債の利払いをすることで終わってしまいます。

○高橋 ということは、いま税収が40兆円ぐらいですね。40兆円のほうへ近づくか、あるいはそれを超えると、収入を全部利払いのために使ってしまうことになりますから。

○田代 政府機関は全部、止まってしまいます。

○高橋 そうしますと、一般財政に使う予算がなくなってしまうわけですね。

○田代 そうです。

○高橋 そうしますと、それを賄うためには、またさらに国債を発行しなければならないことに。

○田代 はい、もう、そのときには誰も買わないです。

○高橋 価格は暴落、誰も買わない。

○田代 そのときに、おそらく日本銀行が直接、引き受けてしまうわけですが、それは日本国債を誰も買わないということ、日本政府が認めたことになります。

○高橋 そうですね。もう価値がないということですね。そうなった場合に、それは必ずしもあり得ないことはないですよ。そうなった場合、日銀の役割が重要だと思います。日銀が中央銀行としての役割が、暴落した国債を買い支えていくことはできませんよね。できなくなると、全てがおしまいなので、そうならないような手だてはないものでしょうか。

○田代 先ほどお見せしたように、自民党が野党時代にやっていた「X-day プロジェクト」がそうだったわけです。国債をどうするかという。

○高橋 だから、いま、やっているということですね。

○田代 はい。

○高橋 アベノミクスでやってしまったので、もう打つ手はなくなってしまったということになりますと、急激に傾く……。

○田代 これは本当に普通では言えないのですが、お二人の先生方にも、ぜひ聞いていただきたいので言いますと、実は日本銀行も財務省も日本国債の暴落は折り込み済みです。時間の問題だと。では、そのときにはどうするのでしょうか。それを食い止める手段を使っているわけですね。ですから、どうするかと言いますと、結局、こういうことです。彼らは、日本国債の暴落を、日本経済の復活の契機とします。

先生方をびっくりさせますが、これは本気です。日本という国の破綻は、近く起きるとしても初めてではありません。今までに日本は2回やっています。

明治維新によって近代国家化するわけですが、明治維新によって徳川時代の国家債務を不履行にしてしまいました。

例えば、今の鹿児島は、昔は「薩摩」と言いました。あそこが明治維新をリードしましたが、薩摩では、徳川時代にもものすごい債務が発生したわけです。今でも残っています三井住友といった銀行に対して、ものすごい債務があつて返せないわけです。それをどうしたかといいますと、無理やりに250年分割払いにしたわけです。

いま中国の地方政府で、債務を払えないところが、例えば、中国建設銀行に「うちの債務を250年分割払い、利子はなし」としたと思ってください。これは事実上のデフォルト（default：不履行）です。しかし、その代わりに自分は損をしないわけです。「払う」と言っているのだからと。これは徳川時代の日本では、武士は町民に対して違う法律が適応されたので、それができたわけです。明治政府のときに、全部、不履行にしてしまったわけです。これで、徳川時代にたまった債務をゼロにして出発できたわけです。

そして、次にどうしたかと言いますと、第2次世界戦争直後の超インフレーションで、国家債務を紙クズにしてしまいました。つまり、ものすごいインフレーションを起こしてしまえば、例えば、戦前の日本であれば、大学の教授の給料は円単位でした。ものすごいインフレーションを起こしたので、そういう債務はほとんどなくなってしまったわけです。

第2次世界大戦中、中国で巨大な陸軍の部隊を動かすために、日本人の給料の半分は所得税として取られました。しかも残り半分のうち5分の1は支払われずに、日本国債で払ったのです。日本中の家に膨大な国債があったのです。私の田舎の家にもあります。勇ましい絵が描いてあって、戦車や兵隊の絵が描いてある「日本戦時国債」というのがありま

す。それは強制的に買われました。そこに書いてある金額は、何十円とか、何百円と書いてあって、当然、いまの貨幣価値からすると紙クズだったわけです。

今までに、日本は2回、国家破綻を半ば意図的におこなって生き延びきました。時期からしても、だいたい次がくる時期ですね。1回目が1870年、2回目が1945年です。そうすると、そろそろ来てもおかしくはないです。

○ 章 地震みたいだね。

○田 代 重要なのは、これは資本主義の特徴、アメリカ人たちは、すぐに「自分たちは自由な国だ」と言いますが、あれは嘘です。アメリカは大恐慌のあとに、アメリカ人がゴールドとシルバーを持つことを法律で禁止しました。アメリカ人に聞いてみますと、実際にそのとき、アメリカ軍がアメリカ人の家にやってきて、家中を探して金を見つけたら、その日のレートでドル紙幣に替えて金を持って行ってしまったそうです。

これが自由化されたのは1976年です。ようやくアメリカ人が金を自由にお金を買えるようになったため、あのときには金の価格が暴騰したのです。それはさておきまして、そのくらいアメリカ政府の破綻を避けるためです。至るところで、そういうことをやっているわけです。

中国も、いま地方政府が持っている膨大な債務の全部を返すことは至難でしょう。

いま、アメリカでも、既に次々といろいろな都市がデフォルトにしています。特に、デトロイトは丸ごと全部デフォルトです。債務をどんどん消しているわけです。それがなければ資本主義は維持できません。

先ほどの金の話です。最近、分かったのですが、金の価格（gold price）は、操作（manipulate）されています。

実は、その前に発覚したのはロンドンの金利です。「London Interbank Offered Rate :

LIBOR』といわれるイギリスが世界に出している代表的な金利が操作されていることが発覚しました。同じことが金価格でもおこなわれています。アメリカ政府がかなり意図的に、特にアメリカのFRB（Federal Reserve Bank：米連邦準備銀行）が、ニューヨークで真夜中の午前2時とか3時の誰も取引をしていないときに、金の膨大な先物の予約を入れます。それで価格を上げたり下げたりしているということが発覚しました。なぜでしょうか。実は中国で持っている金は中国にあります。日本が持っている金は、どこにあるのでしょうか。

去年、ドイツがアメリカに「金を返せ」と言いました。「ドイツに送ってくれ」と言ったら、アメリカが「そんなことを、なぜ、いま言うのですか」と言って、いまでも大もめにもめています。ドイツが持っている金の量の6分の1を、十何年かがりて返すという約束をしたばかりです。

最近、真面目にニューヨークの金融業者などは、資本主義国がそれぞれ発行している通貨や国債に信任を失ったときに、金もまたスタンダードとして金本位制が復活したときに、その金を、一番持っているのは中国ではないかということ想像しています。

○ 章 今、中国にある金は、全部、中国のバーサンたちのところにある。（全員笑い）
○ 田 代 どこにあるのかは非常に問題です。その意味から、結論は、アメリカは絶対に金本位制は取りたくはないのです。第2次世界大戦の結果、アメリカは世界の金の70%は手にしたはずでした。それがあったからこそIMF（International Monetary Fund：国際通貨基金）体制ができて、ドルと金はいつでも取り換えます。ほかの通貨はドルと固定レートで取引できますというシステムをつくり上げました。それは1972年に崩壊しています。

そのあと、どうなったのかと考えてみますと不思議な話で、何の根拠もなくずっとやっているわけです。いまになって金価格が急速に下がっているということは、本当ならば金価格は上がっていいはずですが、しかし、金価格が下がっているのは、どうもニューヨーク連邦銀行が、先物市場を使って金価格を猛烈な勢いで下げていることが分かってきました。

そうしますと、金の価格が上がることは、USドルに対して、みんなが不信感を持っているということの裏返しです。金を持っていても仕方がないわけです。金を持っていても買い物はできません。ドルであれば何でも買えるではないですか。ドルというのは、あれだけ発行していて、危ないといえれば危ないです。

ですから、金価格が上がっているときは、ドルに対して信任が下がっているわけです。いま、金価格が急速に下がっているということは、ドルに対する信任が上がっているように見えるのですが、どうもアメリカ連邦準備銀行が市場操作をしている可能性もあります。

中国も、これから資本を自由化して、国際金融市場に入っていくとすると、大変ですね。もう一つ言いますと、先ほど章先生からご質問があったことですが、日本が出口をなくしたところでは、昭和恐慌を受けるところです。ここで、日本は金本位制に復帰して、為替レートを大幅に円高にするということをやります。そのときに金がどんと出て行っています。このときに一番儲けたのは、今のシティバンク（当時のナショナル・シティバンク）と香港上海銀行です。

○ 章 これも会計上のあれでしょう？ 現物もあれも。

○ 田 代 いや、現物は今の横浜銀行、当時は横浜正金銀行が金を扱っていました。そこに金庫に入っていた金塊が、毎日のように膨

大な金塊が船に積まれてアメリカに行きました。当時の写真があります。

○ 章 本当に、そういうことがあった？

○ 田 代 現物が行きました。

○ 章 実際に、運搬作業があったのですか。

○ 田 代 このときの日本の金融政策をアドバイスしたのは、モルガン商会の会長のトーマス・ラモントという人です。ラモントは、大蔵大臣の井上準之助と親友でした。井上準之助は、ラモントが言う政策をそのまま実行しました。日本が、これだけ積み上げた金の大半が、アメリカへ行ってしまいました。モルガンはどうしたかといいますと、井上準之助がこのあと暗殺されてしまいます。テロリストによって銃殺されてしまいました。それで、モルガンは関心をなくしてしまいました。

次にモルガンがやったのは南満州鉄道です。南満州鉄道の最大株主はモルガンです。モルガンは、はっきりと言っています。「とても満州に投資はできない。怖いから」と、どうするかといいますと、日本を使って会社をつくらせて、鉄道会社をつくらせて、その株式は買うと。そうすることで、そこそこのリスクは回避できます。別にいまに始まったことにかかわらず、ニューヨークのウォールストリートというのはすごいです。一つの国をひきつぶしてでも巨大な利益を得ていきます。もっと言いますと、問題は東アジアです。日本人だけではなく中国の人たちの人生や運命までも変えながら巨額な金を儲けているわけです。

ただし、そういう人たちがいないと、国境間をまたぐ資本の移動は起きにくいです。それだけのリスクを取る人たちがいないと。ですから、これから中国も、もし資本規制を解いて、上海から国際金融に入っていくとしますと、彼らとどう対峙するかということが大変なのです。

日本は、その準備なしに友だちとしてやってきました。実は、いまやっているアベノミクスは、平成 25 年 11 月 15 日に、当時の安倍晋三自民党総裁が宣言しました。その同じ日にゴールドマン・サックス (The Goldman Sachs Group, Inc.) がレポートを出しました。そのレポートのタイトルは「We want Abe！」です。そこで安倍晋三氏のことを何と呼んでいるのかといいますと、“Our friend in Tokyo. The time is now. Short the Yen. Long Japanese requisite and short Japanese government bonds.”

「円を売り、日本株買い、日本国債売り」とはっきり言っています。

そのとおりに進んでいます。

○ 高 橋 ほかになければ、田代報告はこのぐらいにします。田代先生、どうもありがとうございました。

脚注*

¹ 現 RFS マネジメント・チーフ・エコノミスト