

国際通貨・金融システムの動向 及び日本の取り組み

2025年6月7日

蘇州シャングリラホテル

中国国際発展知識中心-野村財団共同研究会議

「国際資金フローと開発金融」

中尾 武彦

国際経済戦略センター理事長・元アジア開発銀行総裁

国際経済へのチャレンジ トランプ政権の政策、構造的な問題、日中協力



トランプ政権の政策（1）

➤ 思った以上に早く、激しい政策の展開とナラティブ

高官人事、貿易/関税、対外政策（ガザ、ウクライナ・ロシア、グリーンランド、パナマ、カナダ、NATO/欧州）、反多国間主義（パリ協定、WHO）、国境管理・移民、減税、金融政策・為替、国際課税、規制緩和（金融、ハイテク、エネルギー、独占禁止）、反グリーン、反DE&I、大学等への圧迫、政府効率化省（USAIDの解体、IRSの人員削減、消費者金融保護庁の廃止）

➤ トランプ政権を支える保守主義

①MAGA(Make America Great Again)、②宗教的・伝統的保守、③リバタリアン（金融・テクノエリートを含む）、④ネオコン（対外関与主義）は退潮

➤ トランプ政権の高関税政策は製造業を米国に戻せるか

- 貿易赤字の修正、製造業の回帰、歳入増、交渉の道具という目的があるが、相互に矛盾
- 非科学的な政策。オランダ病（資源、サービスセクターは強い）、資本流入の裏側の経常収支赤字
- 高関税はディールの材料というよりトランプの信念。貿易赤字嫌い、関税への執着は1980年代から。
- 短期的には、インフレと経済減速、長期的にも、製造業を米国に戻すのは難しい。
- 既にクリスマス商戦やサンクスギビング商戦での商品の払底に懸念。

トランプ政権の政策 (2)

➤ 何がより穏健な政策への変更につながるか

- ①議会（下院では220:215、上院では53:47）、②州政府、③司法（ただし、連邦最高裁は9人の判事のうち6人が保守派）、④インフレ（減税、関税、移民排除から）への消費者の不满、⑤ビジネス界（サプライチェーンの分断、関税などの影響）、⑥市場（株価、国債価格、為替）

➤ ドルの行方の見極めは難しい

ドル高要因 ①インフレで金利高止まり、②トランプ・トレード、③基軸通貨ドルのサポート

ドル安要因 ①経済の混乱、②インフレは購買力平価ではドル安要因、③トランプのドル高嫌い

現在はドル安に傾く。ベッセント長官は、従来のG7合意の「為替はファンダメンタルズに従って市場が決める」「過度の変動は悪影響」というラインを公式には維持

➤ 第2のプラザ合意「マールアラーゴ合意」はありうるか

- 1985年の時点では、明らかに米国の経常赤字は大きすぎ、日独も協力の姿勢
- 今回は全体として見れば米国経済の独り勝ちであり、協力は得にくい。中国が入らないと意味がない。
- ドルの基軸通貨制により資本収支は黒字、経常収支は赤字になりがちだが、米国は資金調達、為替リスクの軽減、通貨発行益、米国の金融業への恩典、単独の経済制裁発動など多くの利益。

より構造的な問題と国際秩序(1)

- **米国による金融制裁とドルの基軸体制**

- 見通せる将来においてドルに替わる通貨はなく、ドルに優位性。
米国の経済、軍事、金融システムの強さ。ネットワーク外部性。
ただし、金融制裁の多用はドルへの信認を減ずる。

- **国際的な多角的自由貿易・投資体制の行方**

- 調整はあっても、発展と平和の基礎であり、ブロック化は回避する必要。

- **グローバル・サウスの台頭、国際的ガバナンス**

- グローバス・サウス各国のライバル意識、固有の歴史と文化があり、新しい国際秩序の提案より既存の秩序への異議申し立てにとどまるが、G7主導は困難に。

- **国際秩序の行方、世界の平和の維持**

- 米国の力による安定(パクス・アメリカーナ)は多極化に向かうのか。
冷戦の時代を超えて、帝国主義、重商主義の時代に戻るのか。

- **民主主義へのチャレンジ**

- ポピュリズム、分断の深刻化、SNSの影響、為政者側の弱体化。

より構造的な問題と国際秩序(2)

- **多くの国で人口減少と高齢化(アフリカでは人口増)**
 - 人口ピラミッドは常に逆三角形で縮小。人類史はじめての出来事。
供給サイド(人口オーナス)・需要サイド(医療、介護等)へ影響。
- **気候変動の緩和と適応、移行、生物多様性、海洋汚染**
 - 地球へのダメージは明らか。
国際協調は不可欠だが、外部性、長期的なインパクトゆえに簡単ではない。
- **食物やエネルギーへの需要拡大**
 - 途上国の成長、世界の人口増に伴い、再びひっ迫。
- **高度技術とグローバル化による所得格差拡大**
 - 技術や外国へのアクセスがあるなしでの分断。
特に先進国の労働者、中間層は影響が大きい。
- **高度デジタル技術の影響と対応**
 - 富の集中、競争条件、データの利用、偽/誤情報、AI

日中協力強化の可能性

- 自由貿易体制の堅持(WTO、RCEP、日中韓FTAなど)
- マルチの国際金融・開発金融への支持・協力(IMF、世界銀行、ADB、AIIB、G20など)
- 第三国での開発協力
- 二国間金融協力(円と人民元の直接交換、金融業の相互の発展)
- 地域金融協力(CMIM、アジア債券市場イニシアティブなど)
- 産業協力(EV、AI、グリーン技術、ハイテクの社会実装など)
- 東アジア地域の平和と安定の維持
- 日中の相互信頼の更なる醸成(政府間、企業、地方政府、学生、観光、文化など)

日本のバブル崩壊後の低成長と復活の途 —経済政策運営の課題—

日本のバブルの原因

- プラザ合意の影響（円高不況に対抗する拡張的財政・金融政策、円高による購買力の増大・資産効果）
- 金融活動の活発化（貯蓄不足からカネ余りへ、銀行の不動産貸付）
- 物価の安定の中での資産価格の上昇、資産効果による消費の拡大
- 土地神話、日本経済への過信と将来への強気の期待

- 85年9月半ば1ドル244円台の円ドルレートは、プラザ合意後、86年8月の153円まで一挙に上昇
- 日経平均株価は、85年末に1万3,113円 ⇒ 87年10月のブラックマンデー（金融引き締めへの転換が遅れる）の調整を経て、89年末には3万8,915円のピーク（GDPの150%に及ぶ株価総額の拡大）
- 六大都市圏の地価は、85年度末に比べて90年度末には3倍以上へ上昇（GDPの200%以上に及ぶ地価総額の拡大）

1990年代以降の日本経済の低迷の理由

- 人口の少子高齢化
 - 人口の停滞、人口オーナス(生産年齢人口比率に低下)、社会保障負担、社会の活力
 - バブル崩壊後のバランスシート調整と逆資産効果
 - 一般企業、金融機関、家計
 - アジア新興国の興隆、デジタル技術等の新技術への乗り遅れ、新しい価値・製品を生む力の弱さ
 - リスク回避と政府頼み
 - 財政拡大はリカルド効果、資源配分の非効率、債務/GDP比率の発散のリスク、財政ポピュリズム
- ⇒ 生産年齢人口1人当たりの実質成長はそれほど悪くない。
価格上昇の低さと弱い為替レートも影響。

日本経済・企業のポテンシャルと課題

- **社会の安定、分断の少なさ**
 - － もっとも、財政金融による持続可能性に課題
- **よく教育され、勤勉な国民性**
 - － 教育や研究開発などにどれだけ資源を向けることができるか
- **欧米とも中国とも異なる歴史、伝統、文化**
 - － 日本の立ち位置をどう考え、どう米中との関係を結ぶか
- **マネタイズされていない多くのシード**
 - － 完璧を求める職人氣質、信用を重んじる商人道、長い市場経済の伝統
- **課題先進国**
 - － 少子高齢化等に比較的うまく対応。2021年12月の英国エコノミスト誌記事
- **発展するアジアとの距離**
 - － 近隣諸国との友好とヒト、モノ、カネの交流が不可欠

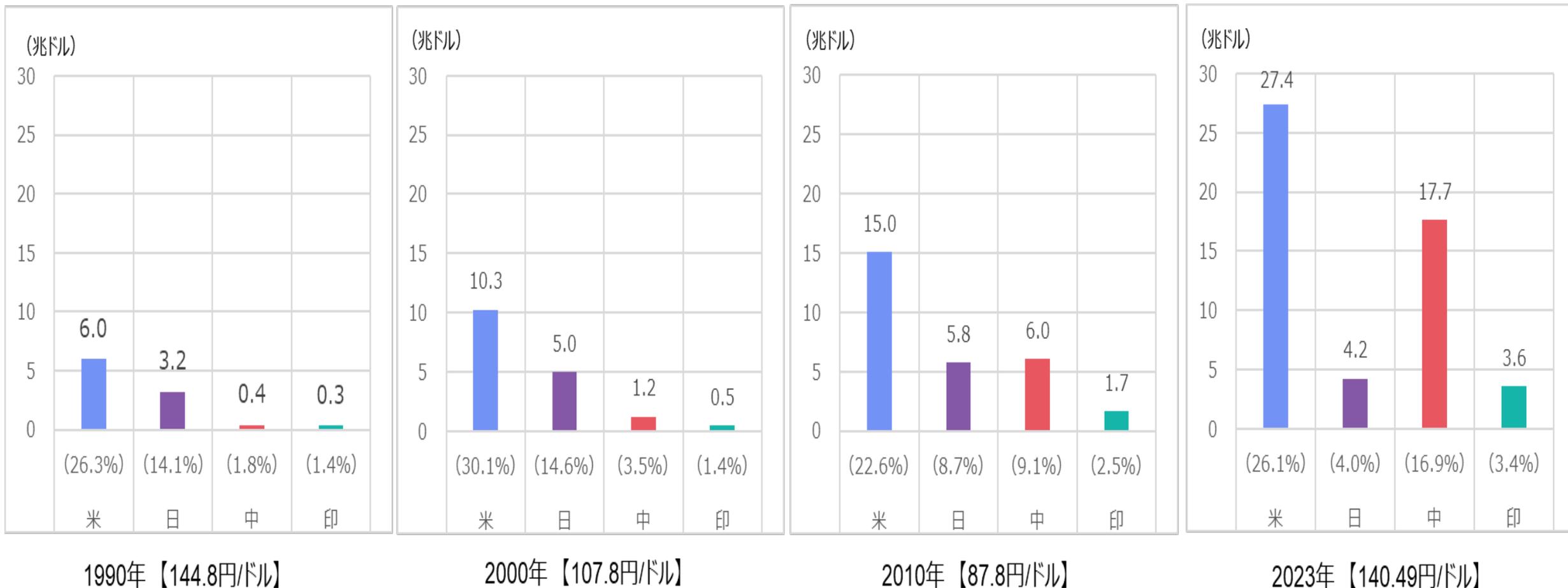
日本の経済をどう強くするか

- 多様性と弾力性 - 女性や外国人の活躍、企業や雇用の新陳代謝、成果に応じた分配、個人として力を発揮できる社会
- 世界経済との一層の統合 - 投資、人材、技術、ナレッジの交流を拡大、ブランド価値を高める（「いいものは高く」、高く売れるモノを作る
- デジタル化、グリーン経済 - デジタルで新しいビジネスモデルを創造、現実的な「移行」、エネルギーの確保（不利な太陽光、風力等の立地条件を考慮）
- 民間活力と政府の役割 - 福沢諭吉の教訓（官ではなく民が主導）、財政金融の持続可能性確保、同時に教育・研究への投資、格差に対応
- 日本に合った企業ガバナンスのあり方 - 取締役会は取締役りだけではなく成長促進。株主価値増大と将来への投資（含む人的資本）

日本の経済政策運営の課題

- 財政の持続可能性をどう取り戻すか - 将来世代の負担は返済ではなく借り換え困難から来る危機。補正予算での経済対策慢性化、財政保守の政党の不存在
- 金融政策はどうあるべきか - デフレ下のインフレーターゲットの副作用(財政規律、為替、市場機能)、為替レートも配慮すべき、財政ドミナンスと市場ドミナンス
- 為替レートをどう考えるか - **A.決定要因**—①金融政策スタンスの違い、②経常収支/競争力、③政策・日本の将来への信頼、**B.円安の問題点**—①外からのインフレ、②購買力の低下/経済を下押し、③安く買われる日本、**C.介入の効果**
- 構造政策で成長を高めることはできるか - 労働市場、教育、医療、農業などの改革、中小企業対策、地域創生の効果、生産性の意味(購買力平価ベースのGDPを労働時間で除したものにすぎず)、賢い「産業政策」、「経済安全保障」
- 少子高齢化を前提とした政策運営 - 婚姻率・出生率の低下は反転困難。都市・地方、インフラ、教育、医療などは現実的に対応の必要性

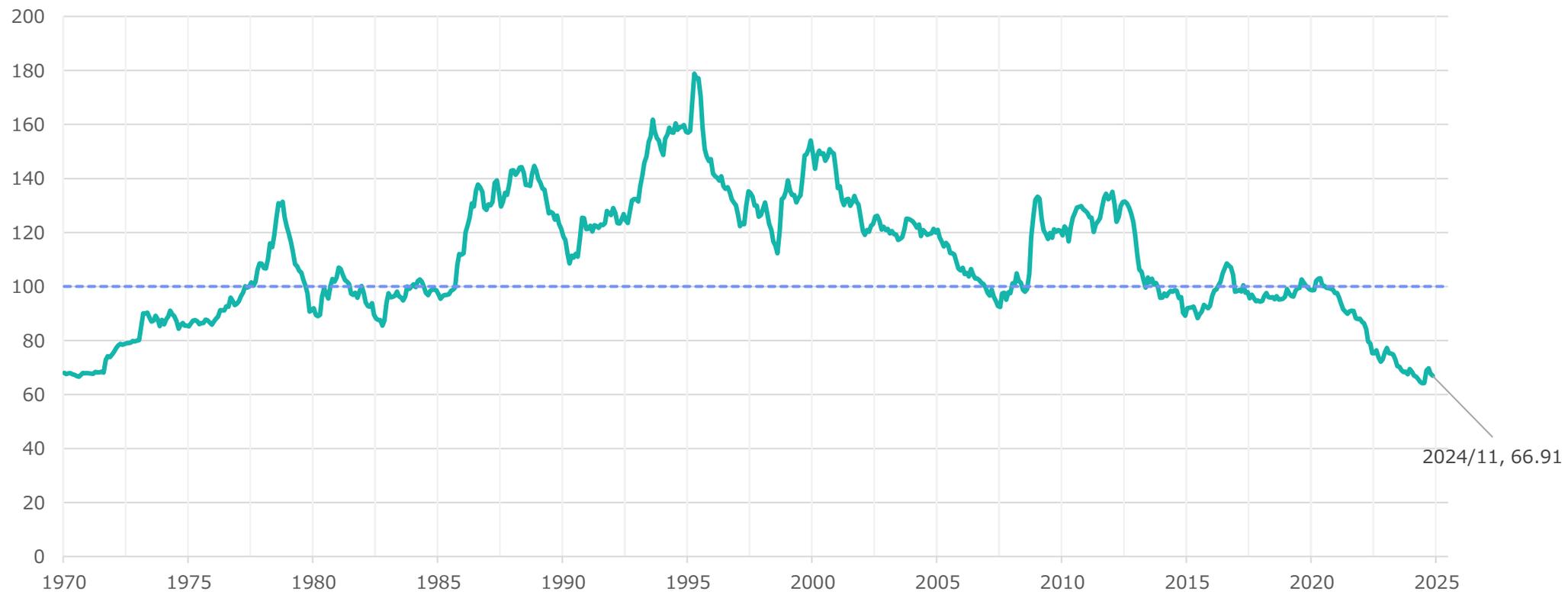
米・日・中・印のGDPの推移(名目ドル建て)



(注) 各国の()は世界経済に占めるシェア。各年の【 】は年平均ドル円レート
 (資料)IMFより、住友商事グローバルリサーチ作成

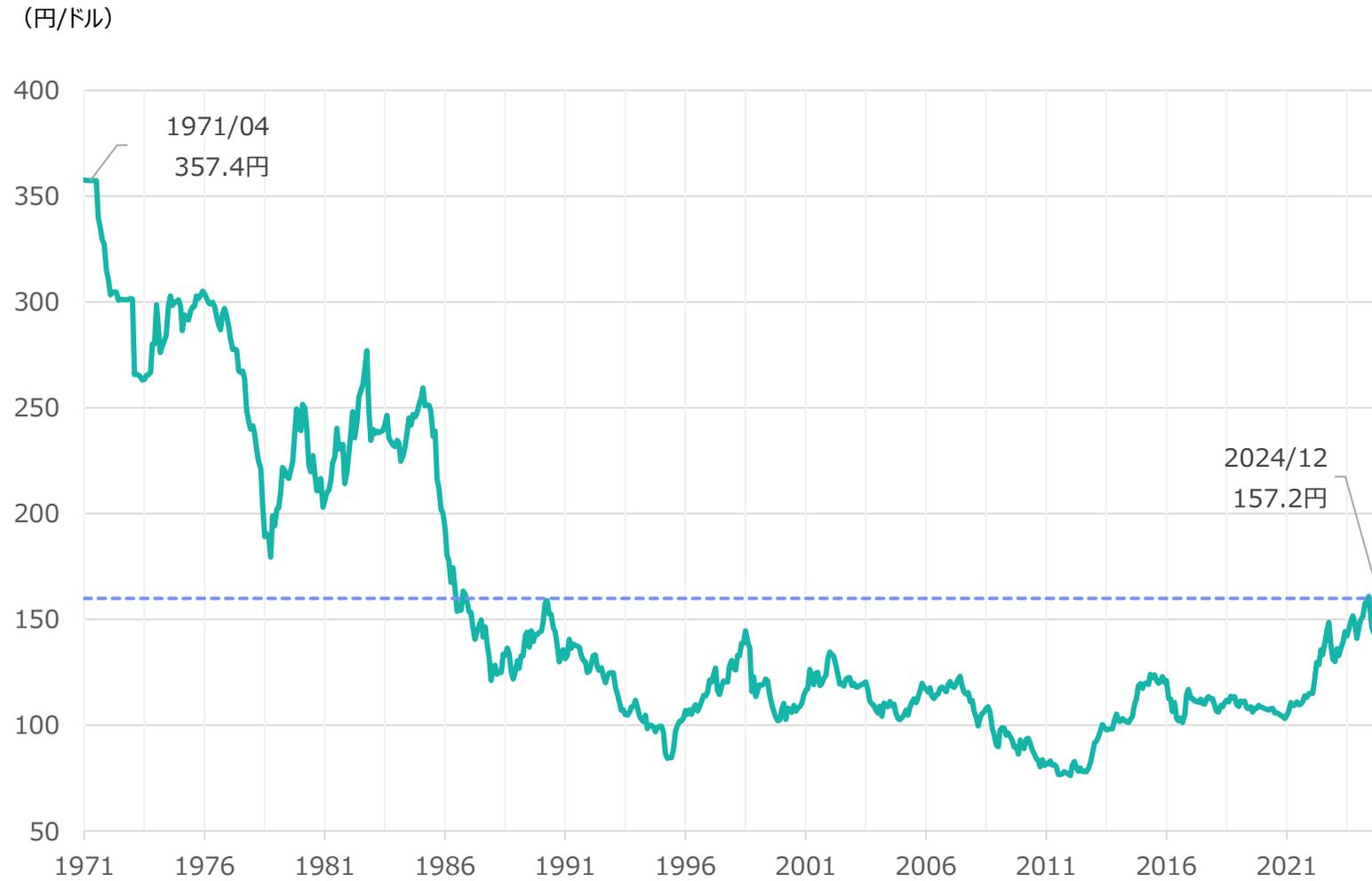
実質実効レート(月次)

(2020年 = 100)



(出所 BIS : 注 Narrow Indices)

1970年以降の円の為替レート(月次)



(出所 住友商事、国際経済戦略センター)

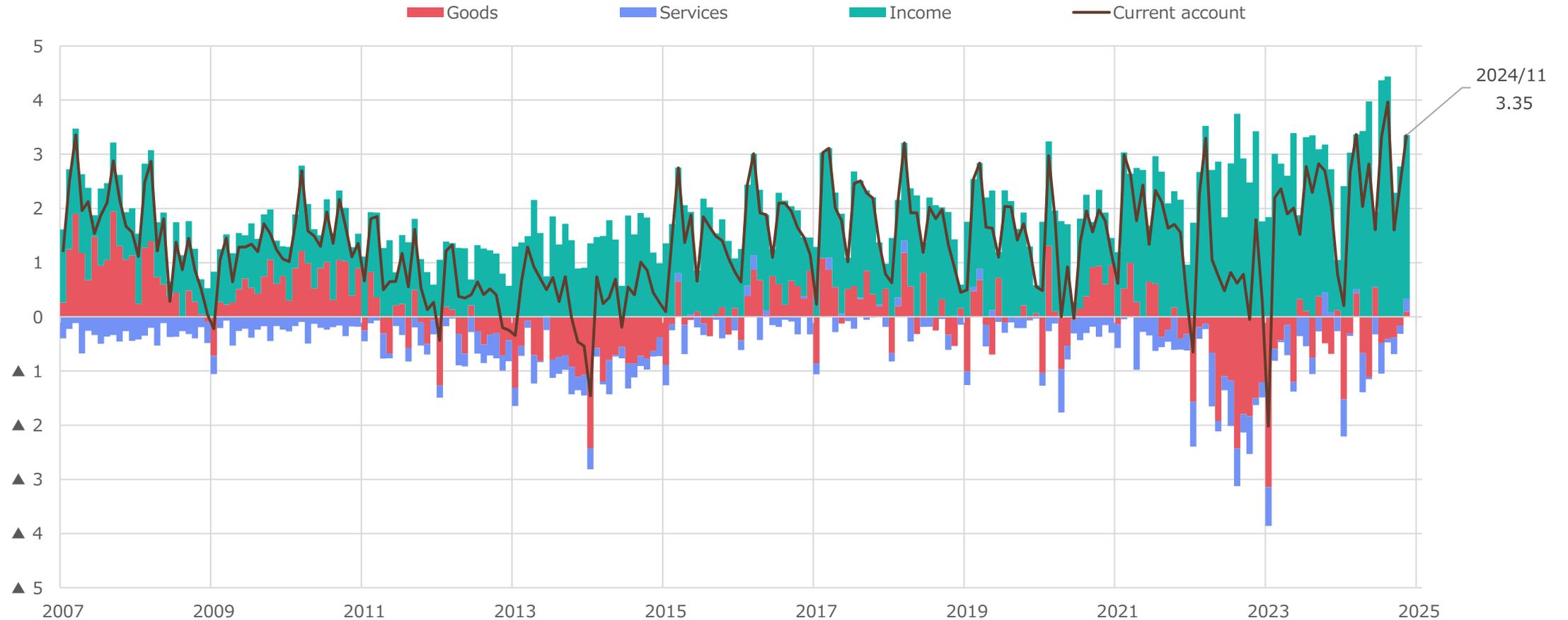
2007年以降の円の対ドルレート(日次)と介入



(出所 住友商事、国際経済戦略センター)

經常収支(月次)

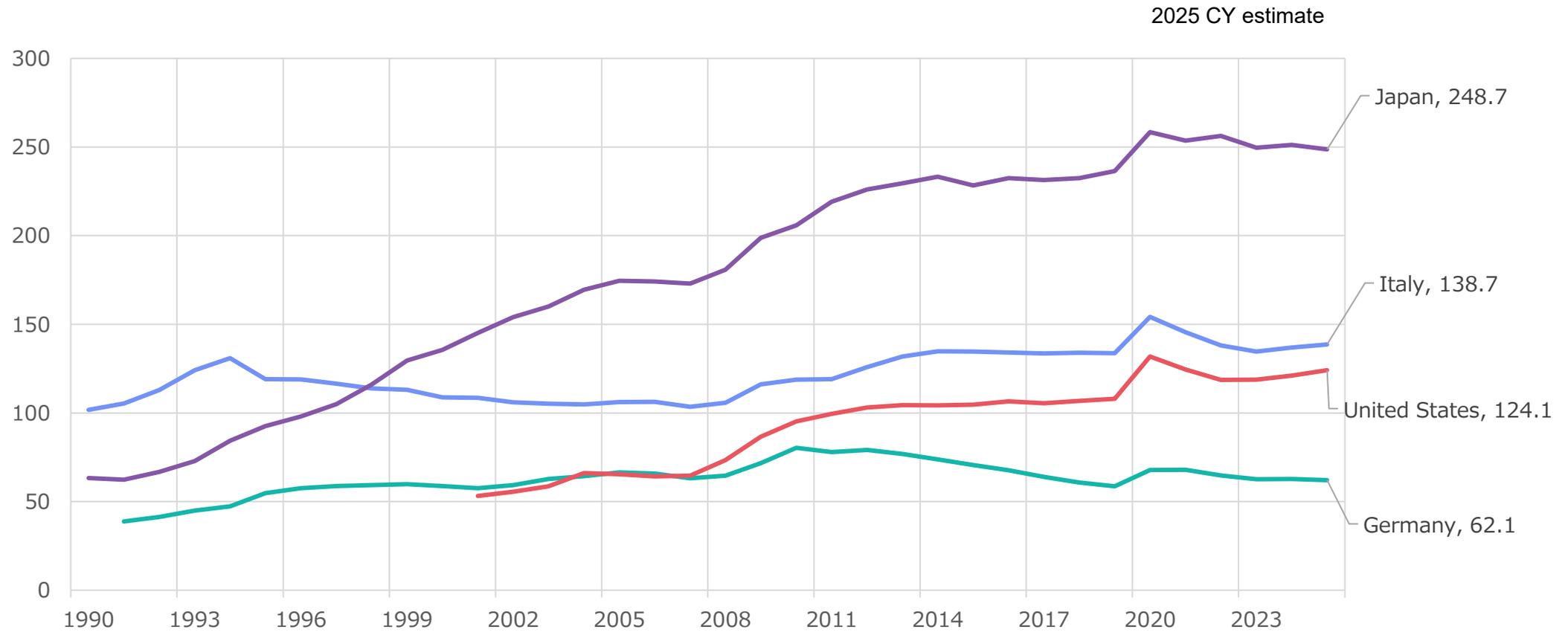
(trillion Yen)



(Source MoF)

公的債務

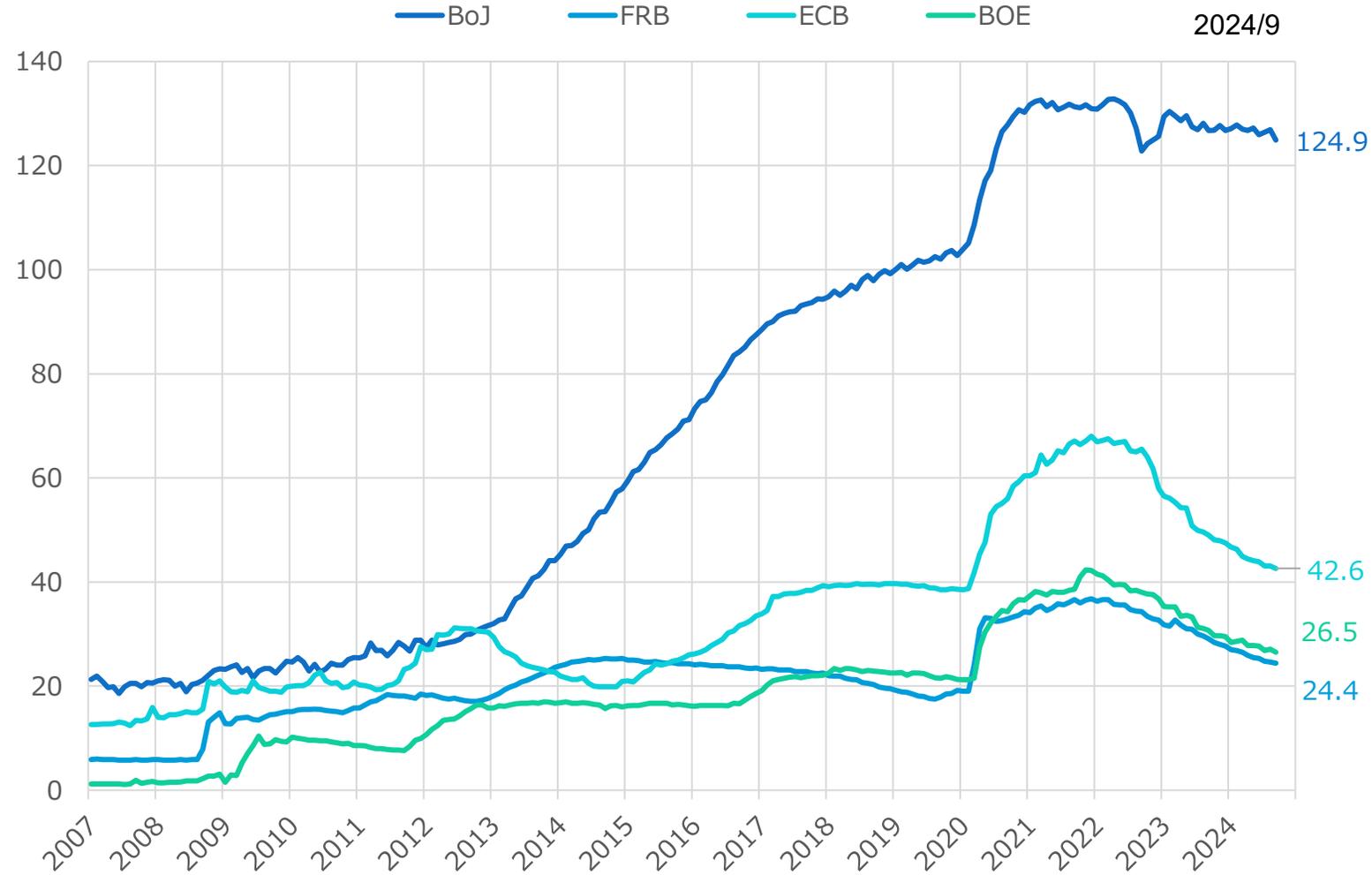
(%、名目GDP比)



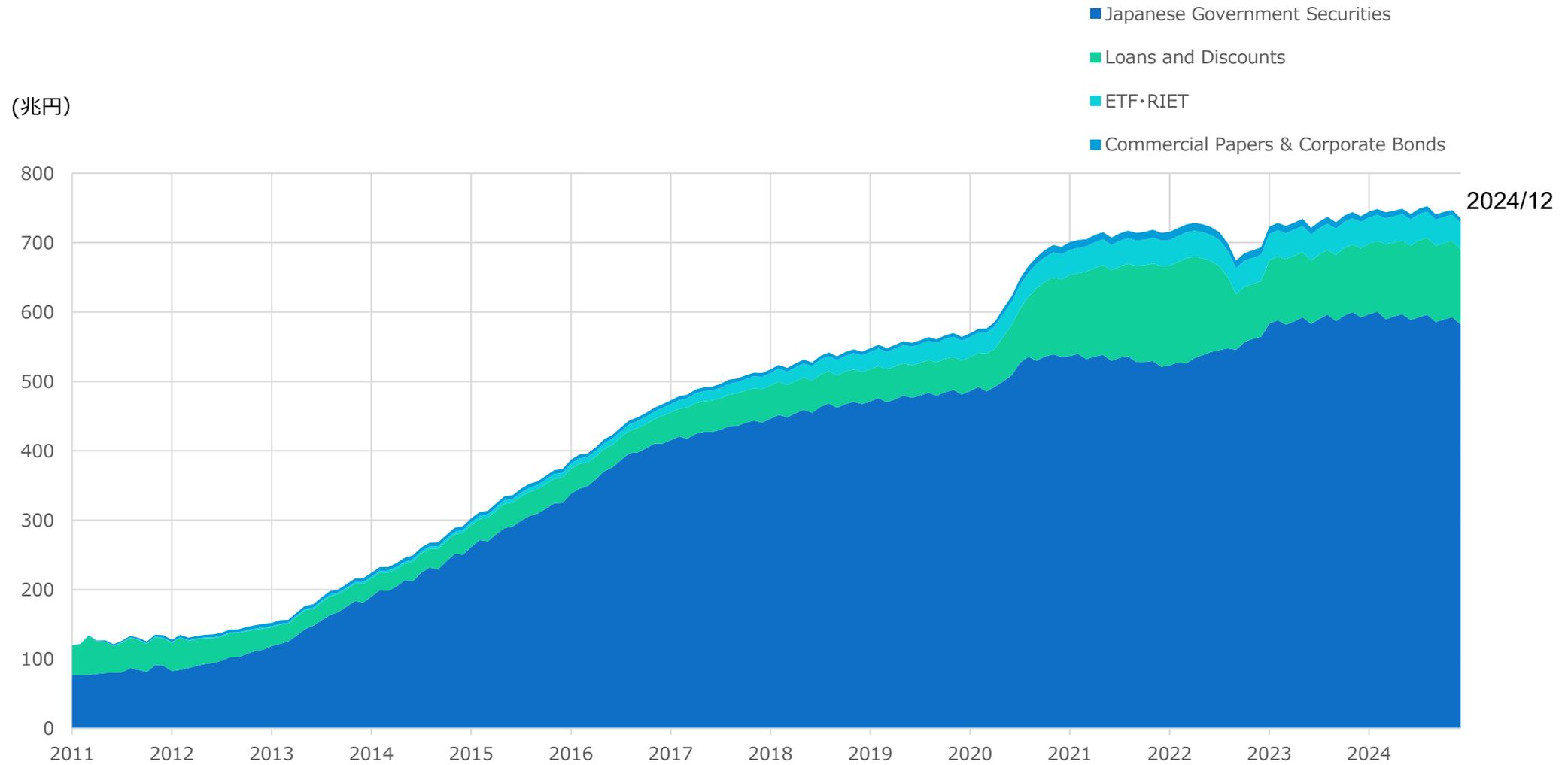
(Source IMF)

中央銀行資産

(% of GDP)



日本銀行資産



中国経済の現状と課題



中国はどう経済発展したのか

- 中央計画経済、輸入代替的工業化の失敗
- 改革開放路線(1978年開始)と経済成長
- 1978年の日中平和友好条約と累次のODA供与
- 日本からの直接投資と技術、輸出先としての日本の役割
- 「社会主義市場経済」(1993年憲法改正)の意味
- 2001年のWTO加盟とグローバルバリュー・チェーン
- ルイスの転換点(地方から沿海部への労働移動、2004年ごろ?)と技術進歩
- 所得格差と戸口制度
- 一人っ子政策(1979年から2015年)の影響(生産年齢人口ピークは2014年、中国社会科学院によれば人口のピークは2029年の14億4000万人)

中国経済は「日本化」するか

バブル崩壊前の「類似点」

- 不動産神話(永久に価格上昇)と活発な金融活動、巨大な資産効果
- 将来への期待(東京は国際金融の中心、中国は世界経済のエンジン)
- 人口の少子・高齢化に直面し始め(成長の曲がり角)

バブル崩壊時の「相違点」-中国経済の弱点

- 所得が今の中国の方が低く、再分配機能(税制、年金等)が未整備
- 米国ほかとのデカップリング(日本も米国の外圧はあったが)
- 政府の規制が強くなっていることが経済を委縮させるリスク

バブル崩壊時の「相違点」-中国経済の強み

- まだ発展途上であり、将来への成長余地が大きい
- 研究者の絶対数や活発なR&Dへの投資、データの活用
- 旺盛な起業家精神(日本はバブル崩壊後、より保守的に)

中国の政策オプション

拡張的なマクロ経済政策は有効か

- 不動産問題の処理をどう進めるか（スピードと問題の認定、手法）。
財政によるインフラ投資の拡大、金融政策の緩和は、バブル崩壊を引き延ばすことはできても、非効率性を高め根本的な解決にはならない可能性。

どのような構造改革が必要か

- 開放的貿易・投資体制の維持、安心して外国企業・民間企業が活動できるビジネス環境、中国の起業家精神の維持、高度技術への投資

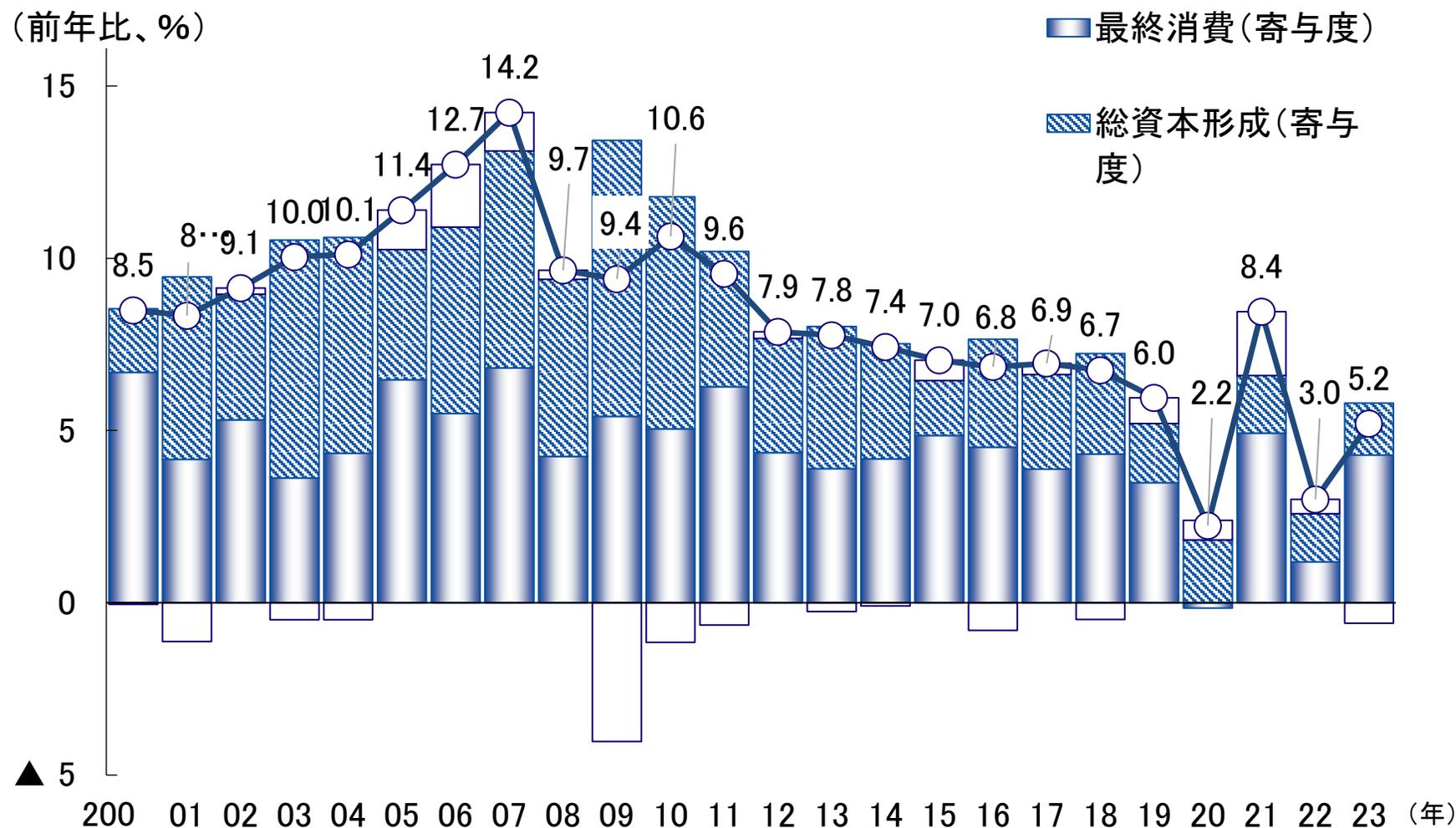
どう社会の分断を避け、中間層の消費を喚起するか

- 戸口制度の見直し、公的サービス（医療、年金、教育）の拡充、税制の再分配強化（累進的所得税の強化、相続税・固定資産税の導入など）

各国との友好、国際協調の維持

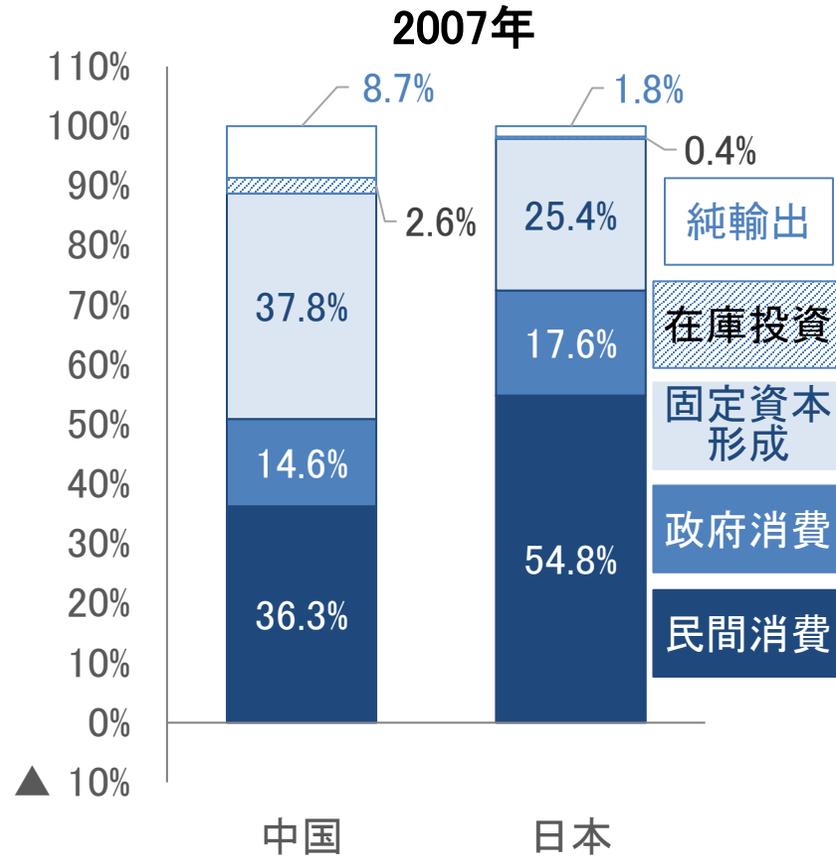
- 各国とともに国際経済の分断を回避する努力、人的交流・相互信頼の促進

中国の実質GDPの推移と需要項目別寄与度

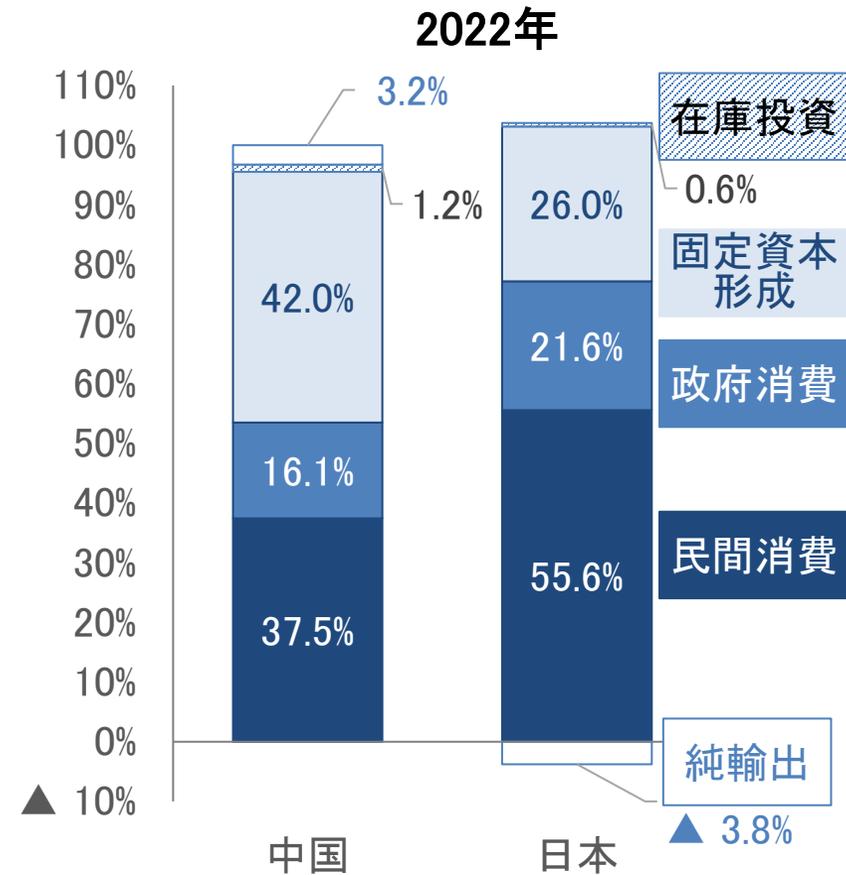


(資料) 中国国家统计局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

GDPの需要項目別構成(日中比較)

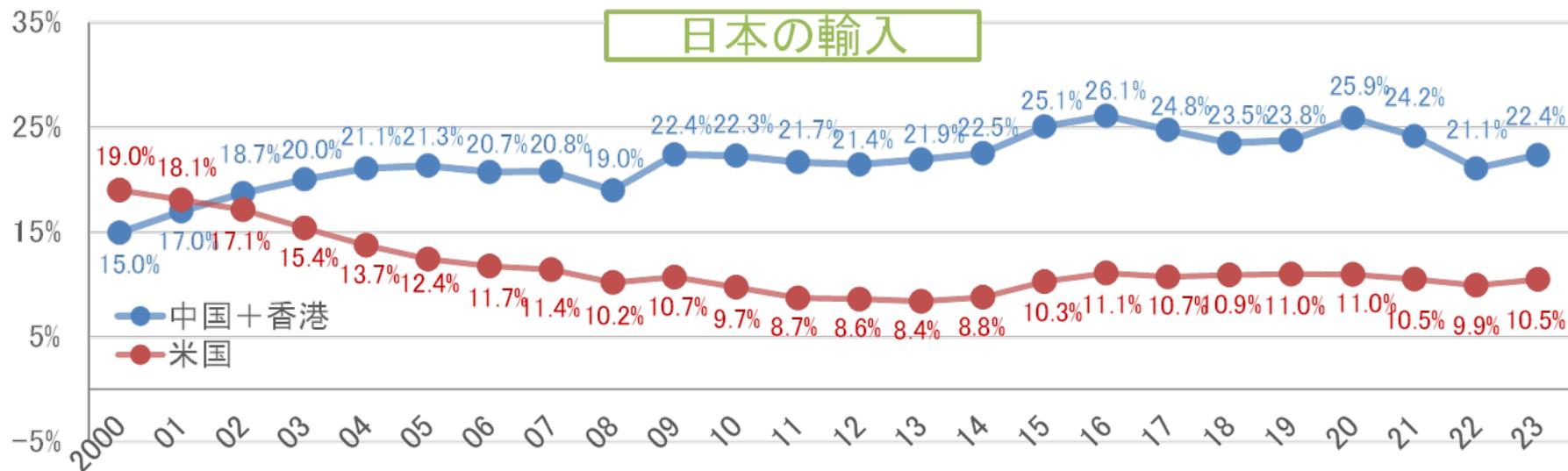
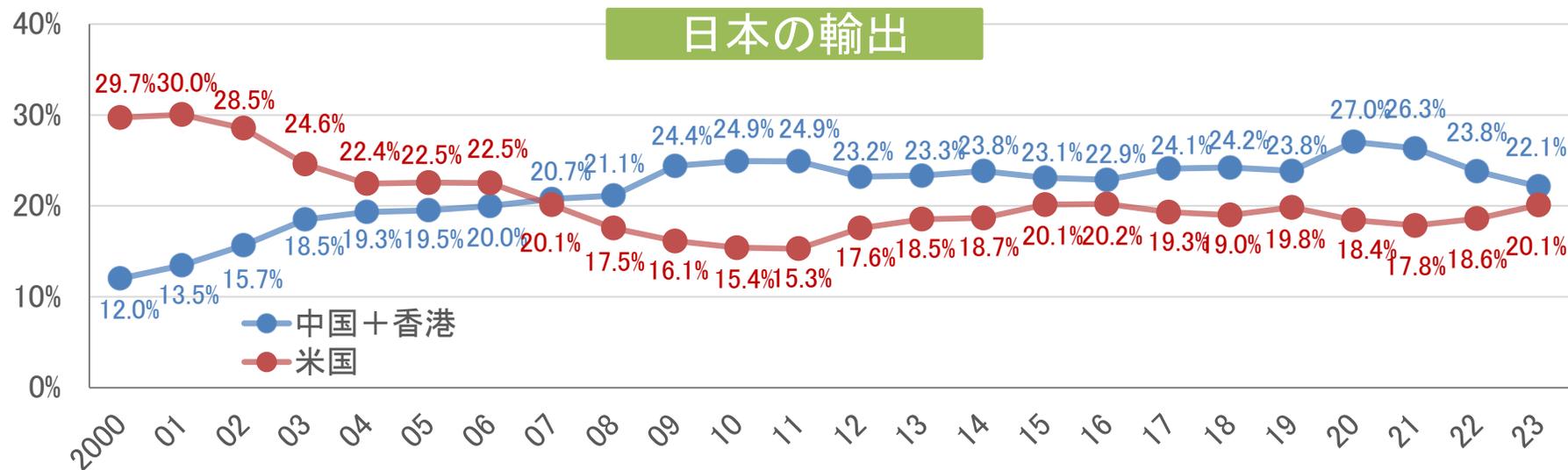


(純輸出/GDP 8.7%) (内訳) 輸出/GDP 34.7% 輸入/GDP 25.9%	(純輸出/GDP 1.8%) (内訳) 輸出/GDP 17.3% 輸入/GDP 15.5%
--	--



(純輸出/GDP 3.2%) (内訳) 輸出/GDP 20.8% 輸入/GDP 17.6%	(純輸出/GDP ▲3.8%) (内訳) 輸出/GDP 21.5% 輸入/GDP 25.3%
--	---

日中貿易(シェアの推移)



(資料)財務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成