

平成26年度 証券ゼミナール大会

第4テーマ

5 『グローバル金融危機に
ついて』

10

Aブロック

15

下関市立大学 西戸ゼミナール A

古賀班

目次

	はじめに－P.2	
5		
	第1章	グローバル金融危機とは－P.3
	第2章	欧米発の金融危機－P.6
10		第1節 サブプライムローン問題
		第2節 ギリシャ危機
	第3章	先進国と新興国のつながり－P.11
		第1節 先進国と新興国のつながり
		第2節 先進国と新興国の金融成熟度の差異
15		
	第4章	今後起こりうる危機と予防策－P.20
		第1節 金融の国際化が国際金融危機を誘発する
		第2節 今後起こりうる危機
		第3節 先進国と新興国のつながりによる金融危機の
20		伝播
		第4節 解決策・対応策
		第5節 新たな国際金融システムに向けて
	おわりに－P.35	

はじめに

リーマン・ショック・欧州危機を経て低迷した世界経済は、ここ数年で回復の傾向にある。各国は国際協調体制をとったり、財政政策・金融緩和などを行ったりして景気が好転するようになった。そこで、その世界的な取組が危機の事後策において有効であるが、危機の事前策としても経済・金融の安定化は必要不可欠になる。さらに、世界の金融における現状を変えるべく、新たな国際体制も金融危機への予防として有益ではないのだろうか。

本論文では、グローバル金融危機とは一国の経済危機が他の国・地域に広がり世界的な危機に陥ること定義する。そこで、グローバル金融危機の原因とは何であろうかということ考察するにあたり、まず数年にわたる世界経済について検証する。次に、サブプライムローン問題やギリシャ危機などの欧米が発端となった危機のような具体的な事例を元に原因を探る必要がある。

さらに、今回の金融危機において先進国と新興国の関係を追求する。新興国経済は先進国に支えられており、特に資金提供や輸出入面におけるつながりでは先進国に頼る状態が続いている。つまり、先進国と新興国のつながりは強く、先進国が危機に瀕すると新興国経済にも悪影響を及ぼし、今回の金融危機のようなグローバル危機が再発しうると考えた。そこで、先進国が世界経済に及ぼす影響力を考慮した場合、これからの危機の予防策として先進国の健全な経済成長が重要となる。

一方、新興国が多くの余剰金を有しておりその運用にも先進国、特にアメリカへの投資が多くグローバルインバランスを引き起こしており、そのインバランスが今回の金融危機の波及を助長した。そこで、ここでは余剰金の運用方法として新国際金融システムを提案する。それにより、グローバルインバランスの是正が行える。また、この新システムは世界各国の中央銀行の中央銀行として新興国・発展途上国の支援や国際金融の安定化や危機への予防するための役割を担うものとなる。

本論文は、流れは以上のことを踏まえ、グローバル危機について説明し世界経済の現状を述べ、近年の危機について分析し、先進国と新興国のつながりにおける現状・課題をあげ解決策を検討し、今後起こりうる危機への予防策・解決策についての提案を述べていく。

第1章 グローバル金融危機とは

5 グローバル金融危機とは、一国の経済危機が他の数カ国の経済にまで影響を与え、国際的な金融危機に発展することである。より具体的にいうと、先進国でバブル崩壊などの財政破綻が起こる。そうすると金融市場は信用収縮し、金融機関から実体経済を担う企業への資金の貸出が滞り、先進国の景気は後退する。そして貿易縮小や資本フロー（資本移動）停止などにより、新興国や途上国まで景気後退に陥るのである。

10 途上国や新興国の経済状況は先進国の経済状況によって左右されると言っても過言ではない。これらの国は先進国から経済成長の過程で必要な資金を調達しているため、先進国が崩れてしまえば影響を受けざるを得ない。最近では、FRBの量的緩和縮小に伴って為替レートの下落が進みやすい新興国経済の総称として、フラジャイル5といわれるものまで出てきた。これは市場では世界経済の混乱要因として意識されており、高いインフレ率や経常収支赤字で、成長資金を国外に頼る脆弱な経済構造を抱えているものだ。

15 先進国は世界経済の鍵を握っており、先進国が経済危機になればほぼ全世界に波及する。過去の事例を見ても、先進国が危機に陥ったのが原因で世界的な危機に発展している。現在、金融市場の自由化は進んでおり、危機はすぐに波及してしまう。危機が起きてしまってからでは遅い。今後起こりうる危機を過去の事例から予測し、危機が発生してしまう前にその原因を潰す必要がある。

20 本稿の内容としては、今後起こりうる危機を予想し、どう対策を取れば危機を回避できるかを述べていく。

戦後世界経済の歩み

25

戦後の世界経済は、様々な問題を抱えながらも長期にわたって全体としてかなり著しい高度成長をしてきた。戦後の資本主義世界においてはアメリカの圧倒的経済的優越が確立されており、世界経済体制はドルを中心に編成されてきた。この体制は一般にIMFやGATTなどというが、これは各国通貨がしっかりと基軸のドルに結び付けられ国際通貨のドルが直接アメリカによって散布さ

れるという仕組みをとっている。実際に、戦後アメリカによって一貫して推進されたドル散布・ドル外資の供給の基礎で、各国におけるインフレ的な高度成長も可能となり、また先進諸国における著しい貿易の拡大や資本の交流など、様々な形での経済統合の発展も実現されてきた。このように戦後の世界経済の

5 発展は、むしろ主にドルによって管理されていたのだ。

1960年代から資本の国際化は急激に進展した。自由な資本移動が活発化するにつれて資金調達不足、巨大な投資需要を抱えている国は、条件さえ合えば外資導入によって自国の蓄え以上の投資が可能となった。一方、1990年代になると急速な資本フローの流出入が経済を不安定化させた。

10 そして米国で2000年に加熱化したバブルは崩壊し、景気は衰退し始めた。当時米国では住宅ローンの証券化が行き過ぎており、ついにはいわゆるサブプライム問題を発生させたのであった。

この一連の流れを見ると危機は、できる限り規制を除き市場の競争に委ねる新自由主義的経済政策と国家間の垣根を低くし、商品や資金の流れを自由にす

15 るグローバリズムがあったために起こったといえよう。

世界経済の現状

2009年頃グローバル規模で低迷した世界経済は今、徐々に回復しつつある。

20 (図1-1)アメリカや日本の景気は回復し欧州経済も一時的に下げ止まった。しかし新興国経済は総じて伸び悩んだため先進国の存在感が高まった。先進国の代表としてのアメリカは、現在、※民間部門の主導によって順調に回復している。欧州経済も、輸出の持ち直しによりマイナス成長からは脱した。しかし、政府債務問題は未解決であり停滞している状態だ。新興国経済は、その代表で

25 ある中国とインドのおかげで持ち直したものの、より力強くかつ自律的な回復を遂げる上でのリスク要因を抱えており共に経済構造改革という大きな課題を抱えているため、成長ペースは高まりにくい。また現在、フラジャイル5のように脆弱な経済構造を抱える新興国が問題視されている。これらの国は比較的大きな経常収支の赤字を抱えていることが問題視されている。この経常赤字を

30 埋めるためには、資金が必要だ。しかし、新興国に対する成長期待が低下して

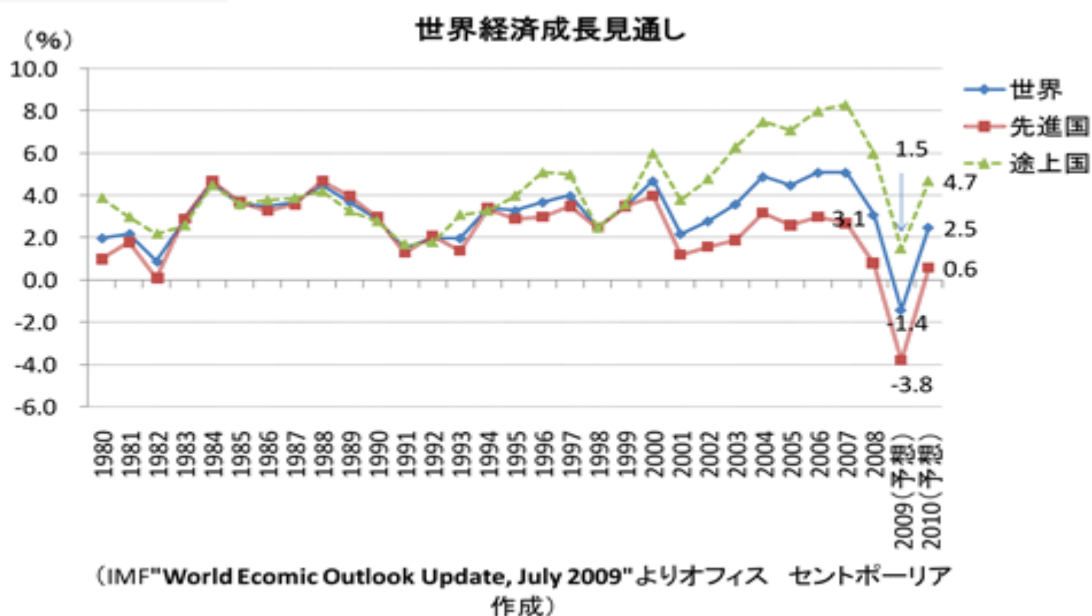
いるため証券投資は減少している。成長期待が低下しているのは、やはり中国経済減速への不安である。しばらく中国の成長率は低くならざるをえず、新興国経済もスピードダウンするだろう。

このように格差やインバランスはいまだ存在し、世界経済は不安定のままだ。

5. そしてこうした格差やインバランスは国・地域間の摩擦を生み出しており、G20、APEC、WTO などにおいて問題解決に向けた取り組みがなされている。また東日本大震災後、各国のとった協調的な動きにより、世界経済はおおむね安定した動きを見せた。

- 10 ※民間部門…現代の経済機構には、政府を中心とする公共部門と私的な諸個人や企業を中心とする民間部門がある。民間部門が財貨・サービスの生産や購入を行うと同時に、公共部門も公共財と呼ばれるサービスの提供や財貨・サービスの購入を行う。

15 図 1 - 1



(出典) <http://money.minkabu.jp/5444> 「みんなの株式」より引用

第2章 欧米発の金融危機

第1節 サブプライムローン問題

5 サブプライムローン金融危機を中心にグローバル金融危機を述べていく。サブプライムローン問題の震源地はアメリカであるが、ヨーロッパや日本などの先進国の金融機関でも、債権の一部として所有するなど損失が発生している。先進国に限らず、新興国の経済や株式にも影響を与えている。世界の投資マネーのアメリカ離れは加速するが、その分が原油や金などの商品市場や新興国市場に回っていた。実際に 2007 年度トータルの株式騰落率では、BRICs 諸国など新興国の株価は大幅に上昇した。

世界的に深刻な影響をもたらした米国サブプライム住宅ローン危機はどのように生じたかについて、米住宅ローン制度の仕組みの変化、ローンの証券化と再証券化、証券の格付けがキーワードとなる。

15 サブプライムローン金融危機の発端として、当時の FRB（連邦準備銀行）の金融緩和があげられる。2008 年のサブプライムローン金融危機に至るまで、米国では史上稀に見る金融緩和の状態になっていた。実際、2000 年代初頭の IT バブル崩壊にまで遡り、2004 年上半期まで年利 1.4% の低金利が続いた。FRB の金融緩和と低金利政策の推進に伴い、米国では住宅購入・投資ブームが起こり、また低金利によるカネ余りを背景に金融機関などの貸し出し競争が激化し、返済能力を超えた融資も日常的に行われるようになった。そういった状況の中で、返済面で厳しい低所得者・低信用者層にも住宅購入意欲が高まり、サブプライムローンの利用率が次第に高まっていった。

25 2006 年までアメリカでは住宅価格が上昇を続けていたが、同年に入りその伸びが急速に鈍化した。その影響が特に顕著に現れたのが、信用力の低い層のための住宅ローンであるサブプライムローンであった。このローンの債務者の一部は住宅価格の継続的な上昇を見込んだ返済計画を建てていたため、住宅価格低下の影響を受けて利払い延滞率が急激に上昇し始めた。債務の利払い延滞が顕著となってくると、サブプライムローンの直接の貸し手である住宅金融専門

30

会社に対する金融機関の融資が慎重になり、住宅金融専門会社の中には資金繰りが悪化して経営破綻する例が出始めた。さらにサブプライムローンは、貸し倒れの危険を分散させるために、分割・証券化され、世界中の金融機関の数多くの金融商品に組み入れられていたため、その金融商品そのものに対する信用
5 リスクが連鎖的に広がることになった。

住宅バブルを拡大させた要因として重要なキーワードが証券化という金融技術である。証券化という手法によって、貸す側はオイシイ部分だけを受け取り、ローン自体は他の人に売却し、将来発生する貸し倒れリスクから逃れることが可能になった。同時に、貸す側のビジネスモラルも喪失していった。証券化に
10 よってある程度の手数料を抜き、住宅ローンを他人に高く売り払ってしまうことが当然のように行われる状況になったため、信用力低い相手には貸さないという銀行のモラルは崩壊してしまった。つまり、金融機関はいつまでもリスクのあるローンを抱えるわけではないので、サブプライムローンの融資審査も甘くなつたのではないかと思われる。また、住宅の価格が上がることを前提にローンを借りたのだから、住宅価格の上昇が止まった途端に、深刻な問題が噴出し始めたのである。
15

格付け企業の格付けは、一般の投資家でさえ参考にする貴重で重要な情報の1つとなっている。しかし、住宅ローンを証券化した商品は、格付けが高すぎる結果、格付け会社はサブプライムローンを震源とした金融危機の元凶の1つ
20 にあげられる。また、格付けへの信頼の低下により、証券化商品に対する市場のプライジング機能が低下し、市場取引の規模やその流動性を急激に縮小させた。

また、格付け会社による大幅な格下げは、投資家の証券化商品に対する不安を拡大させるだけでなく、証券化商品に対する格付け自体の信頼を損なうこと
25 となった。これまで投資家は証券化商品に対する情報を格付け会社に依存してきたことから、このような状況下で証券化商品の評価が困難となった。証券化商品の市場流動性は極端に悪化し、適切な価格形成は不可能となった。そして、これらの商品の投売りによって損失を確定する動きも出て、証券化商品の価格は更に下落した。証券化商品市場が崩壊した。

30 サブプライムローンを含んだ様々なローンが証券化され、さらに何度も証券

化を繰り返して世界中の投資家に販売されていた。低金利環境や規制緩和を背景として、投資の際に借入を活用するレバレッジ運用が多用された。証券化、格付けなどの金融技術によって、リスクは世界中の金融市場に拡散していった。結果住宅バブルの崩壊と共に世界中がパニックになった。今後は金融面や財政

5 面からの危機管理を進めつつ、金融危機の再発防止の視点から、金融監督体制や格付け機関のあり方の見直しが必要となる。

そもそもサブプライムローン証券市場自体が進行市場であるマーケットに厚みがないため、本来あるべき価格よりも当初は高価格で取引されていたが、その後買い手が見つからず、値段がつかないほど暴落したというサブプライムローン証券市場の流動性の低さにも原因がある。

10

サブプライムローン問題の発生地である米国では、政府および FRB をはじめとする金融当局が貸し手・借り手双方に対する包括的な対策や金融市場の動揺を抑えるための政策を打ち出していた。FRB は 2007 年 8 月以降 2008 年 4 月までに FF 金利を連続して引き下げ、2.0%とした。これは米国の政策金利が、

15 物価の上昇率を差し引くと、ゼロ%の状態になったことを意味していた。こうした金融緩和政策に加えて、FRB はサブプライムローン問題により生じた一連の金融危機に対して様々な流動性対策を行っていた。

米国発のサブプライムローン問題が最終的に何を引き起こしたかと言うと、「世界金融危機」であり、2007 年 8 月の「パリバショック」や 2009 年の「リーマン・ショック」なども一連の流れの中で起こったものである。具体的には、世界各国の株価暴落、為替相場の乱高下、金融機関やヘッジファンドなどの破綻、短期金融市場の混乱、新興国市場からの資金流出、世界同時不況による需要消失など、世界恐慌の一步手前の危機が引き起こされた。インドなど BRICs 諸国や他の新興国にも言えることであるが、基本的にサブプライム問題の悪影

25 響はあっても、経済成長の基盤が崩れるわけではない。そのため、ヘッジファンドなど気の短い投機マネーが一時的に株式市場から手を引くことはあっても、サブプライム問題の悪材料が出尽くせば、再び新興国の株式市場に資金が戻ってくる。また、グローバル化が進んでいる現在は、カネが国内外を行き来する中で業者の情報や目先の利益だけにとらわれず、今後のリスクを考えることも

30 重要である。

第 2 節 ギリシャ危機

5 欧州債務危機とは主に EU 国家間で起きた金融危機が最終的に欧州全体を揺るがした 2010 年に起こった危機である。ギリシャ債務危機が起こったことが原因の 1 つとされている。ユーロ圏の一部の国の財政に対する市場不安が次第に、どのようにして世界の金融システムの安定性に対する懸念へと拡大していったのか。

10 2009 年 10 月のギリシャの政権交代を機に、同国の財務赤字が公表している数字より大幅に膨らむことを明らかにしたことに始まり、ギリシャ危機が発生した。ギリシャの問題はギリシャ国内の問題にとどまらず、後にアイルランド・ポルトガル・スペイン・イタリアなどに飛び火し、さらには欧州全体の金融システムまで揺るがす事態になった。ひいては世界経済全体のリスク要因となっ

15 た。

ギリシャの放漫財政の理由としては、次の 4 つが指摘されてきた。

①徴税能力が弱いことである。消費税率は 21% であるが（その後 23% に引き上げられた）、経済活動に比して、歳入額が低い。

②公務員の数が多いことである。同じ経済規模のポルトガルに比べて公務員の

20 数は 3 倍である。

③オリンピック施設など国有財産が使われていないまま放置されていることである。

④年金制度が退職者に有利にできており、公務員では、55 歳で年金満額を受け取れるということである。

25 これらの構造的要因により、ギリシャの財政赤字が膨らんだまま、修正が難しかった。

ギリシャ債務危機が欧州における政府債務危機の波及問題であり、EU・ユーロ圏加盟国がまとめた「包括策」をギリシャが実行できるかどうか注目された。また、公務員削減、賃金や年金カットなどを含む緊縮財政に対するギリ

30 シャ国民の反発も大きいため、包括策を実施するうえでの不安要因も大きかった。

ギリシャへの不安の拡大に対応した 2010 年 2 月に ECOFIN 理事会がギリシャに警告の関する条項に基づいてマクロ経済政策も含めた是正を要求した。しかし、この段階に至っては、ギリシャへの信任回復にはつながらず、財政と経常収支の大幅な双子の赤字、ユーロ導入後の競争力低下という問題を共有する

5 ス페인、ポルトガル、アイルランドの財政に対する不安の拡大に歯止めをかけることもできなかつた。欧州の金融不安はユーロに対する市場の信任を揺るがした。先進国を震源地とする金融危機は新興国を含め、世界中に波及した。

ヨーロッパでは、1999 年のユーロ発足当初から、金融資本市場の規制・監督の基準の統一化や調和に向けた努力が進められてきた。ユーロに係る単一決済

10 システムの導入により、ユーロ圏内の金融市場の統合が進み、金融機関の国境を超えた活動も活発化した。短期金融市場は実質的に単一市場となり、証券市場も統合が進んでいる。このように金融資本市場の統合化、高度化が進んでいるにもかかわらず、EU においては金融規制・監督の権限は各国に存するため、金融機関の国境を越えた活動に関する監視が十分行き届かないことや、ユーロ

15 圏の金融システム全体のシステムック・リスクを扱う主体が存在しないなどの問題がある。EU 域内あるいはユーロ圏内で、金融規制・監督について更なる協調、強化が必要であることは明らかである。

欧州財務危機の影響は新興国にも及んだ。金融面では、欧州の民間金融機関によるアジア新興国からの資金引き上げが発生、長期化すれば新興国の高成長

20 を支えてきた外国からの資金流入が縮小し、企業活動や個人消費を抑制しかねないと懸念された。また、貿易面では、新興国の主要輸出先である EU の輸入減少により、新興国の輸出は伸びに悩んだ。こうした事態が金融機関の融資縮小や新興国からの大量の資金流出を招きかねないとの不安が広がると共に、ユーロ圏各国の輸入減少によって、輸出国側の实体经济にもマイナスの影響を及

25 ぼした。欧州・米国向け輸出の激減や、株安・円高といった金融市場の混乱などの影響は広範に及ぼした。新興国では、2009 年後半以降の力強い回復に加え、先進国の金融緩和に伴う大量の資金流入を受けて景気が過熱に向かった。また、資源・食料価格の世界的な高騰もあり、インフレの進行に対する懸念が拡大した。このため、2010 年中盤以降、新興国では政策金利や預金準備率の引き上げ

30 などが実施した。

欧州政府財務危機を受けてヨーロッパ経済が減速し新興国などの景気も下押しされたことや、高まり続けてきた物価上昇率にやや落ち着きが出てきたこと、これまでの引き締め政策が内需の鈍化につながってきたことなどがあげられる。例えば、ブラジルやロシアでは、欧州政府財務危機による世界経済の減速の自国への影響が懸念され、利下げが実施された。中国では、物価上昇が低下する一方で自国経済の拡大テンポが緩やかになっていることから、2012年に入り預金準備率引き下げが3回にわたり行われ、インドでも経済成長の鈍化を背景に2012年4月に政策金利が引き下げられた。欧州政府財務危機やヨーロッパの実体経済の悪化は、欧米にいつそう緩和的な金融政策を促すと共に、これまで引き締めた基調であった新興国などの金融政策をも緩和的なものへと転換させた。

今回の危機を機に、ユーロ圏内の単一規制・監督機関創設の可能性も含め、抜本的な体制の強化をした。また、EU制度の見直しにあたっては、利害関係の異なる多国間の調整を要するだけに、時間もかかる。まず、財政危機国の財政再建の取り組みを促し、新たな監視体制の円滑に立ち上げていくことが最優先であるとしても、深刻な財政状況にあるギリシャの債務の秩序ある再編策や、将来の財政危機に備えた恒久的な対応の枠組みの構築、さらに将来的にはEU内の所得再配分機能を高めるためのEU財政の強化などについても、今後、議論が必要になってくるのではないかと思われる。

20 第3章 先進国と新興国のつながり

第1節 先進国から途上国へのお金の流れ

まず初めに、長期の経済発展のために必要な経済インフラの整備に加え、2008年以降の世界同時不況に対する対策など、多くの途上国での持続性のある開発、経済発展には膨大な資金が必要であるといえる。これは特にサハラ以南アフリカ諸国(SSA)のような低所得国についていえる。世界の政府開発援助(ODA)は21世紀に入り、特に社会関連インフラ分野で増加しているが、途上国が必要としている資金を先進国から従来の形でのODAで賄うことは困難という認識があり、革新的な資金調達手法がこの数年検討されてきた。この章で

は、その先進国から途上国への資金の流れについて述べていく。

第1項 民間からの資金の流れ

- 5 21世紀に入り先進国から途上国への資金の流れが大きく変化している。先進国から途上国への資金の例に挙げられるものとして、ミレニアム開発目標(MDGs)や政府開発援助(ODA)などがある。前者は、2015年までに達成すべき目標が掲げられ、極度の貧困と飢餓の撲滅や普遍的初等教育の達成、開発のためのグローバル・パートナーシップの推進などがある。現状、達成率は50%ほどである(外務省のデータより)。後者の方は、政府ベースの経済協力の一つで、特に先進国政府が発展途上国の経済開発などを促進するための財政資金を使って供与する援助で贈与・借款・賠償・技術援助などの形をとる。1980年以來の先進国から途上国への政府間および民間からの資金の流れは、特に2002年頃から政府間および民間の資金は両者ともに増加した。特に後者は急激に増加し、
- 10 また2008年秋のリーマン・ショック以後、民間資金の流れは相当減少したとされるが、2007年時点では政府間の資金の流れを圧倒している。これらの資金は限られた新興国へ流れているが、2009年になりまた増加傾向を示しており、政府開発援助も米国や西欧からの援助は大幅に増加している。また、中国からのインフラ整備を主体とした他の途上国への援助が増大してきている。
- 15 民間からの資金の流れは1990年代後半と2005年以降では大きく変化している。民間からの資金が増大したが、これは証券投資と海外直接投資(FDI)が主である。2000年代初頭のアルゼンチンの危機以降、急速に両方とも伸びたが、特に証券投資が大幅な伸びを示している。地域的に見ると、2002年以降南米、欧州とアジアへの資金の流れが増大し、これらの地域内でも特定の国へ集中している。具体的には、南米ではブラジル、欧州ではトルコとウクライナ、
- 20 アジアでは中国とインドと、いわゆるBRICsをはじめとした新興国が圧倒的なシェアを持つ。

- 2002年以降、直接投資額が大幅に増加し、それと比較してODAの伸びは緩やかである。2002年には、民間資金フロー全体ほどは減少しなかった直接投資
- 30 の増加により直接投資額を含む民間フローが大幅な伸びを示している。これが、

2003年以降の民間フローの急激な伸びの要因となっている。

さらに民間資金フローを地域別、民間資金の種類別に見てみると、まず、民間資金フローの行き先の地域別内訳を見てみると、近年では、南米で急激に伸びている。その他順調に伸びているのが、極東アジア、欧州、南アジア、中央アジアのフローで、サハラ以南アフリカ(SSA)へのフローは2003年あたりから伸びているが、その後、南米、南アジア、中央アジアと比較するとそれほど大きな伸びが見られていない。

ここ数年民間資金フローが急増しているのは南米である。特にブラジルの伸びが非常に大きく、2005年以降大幅に伸び、2007年には途上国へのポートフォリオ投資の25%を占めている。また、南アジアに関しては、2003年以降は民間資金フローにおけるポートフォリオ投資の割合が増加している(2003年にマイナスからプラスに転じた)。ポートフォリオにおいては、インドへのフローが占める割合が大きく、2003年以降55%以上維持しており、特に2006年以降には資金が増加している。海外直接投資に関してもインドへの投資額が抜きん出て多く、2006年には南アジアへの投資額の57%を占めている。

国連貿易開発会議(UNCTAD)によると、全体として海外直接投資の伸びは途上国への資金フローを増加させたが、2008年末の金融危機から起こった経済危機の影響でここ数年続いてきた海外直接投資のフローが2008年にかけては減少した。反面、対先進諸国への海外直接投資は29%減少した一方、対途上国の海外直接投資は17%増加した。また、途上国と主に元社会主義国であった東欧州諸国への海外直接投資のシェアは2007年には31%であったが、2008年には43%と増加傾向にある。2008年に一次産品価格が堅調であったことから、アンゴラ、ブラジル、チリ、カザフスタンなどへの投資も堅調に推移していた。

上述したように、近年の直接投資額の推移としては、順調に伸張している地域の南アジアと南米の推移の内容に関しては、南米の場合、ブラジルの推移が大きく影響しており、2003年以降の南米の直接投資額の上昇はブラジルへの直接投資額の上昇によるところが大きい。南アジアへの直接投資額はインドへの直接投資額の推移が大きく影響している。また、東アジア・大洋州地域では中国のシェアが圧倒的である。

ポートフォリオ投資は、2003年から2007年にかけて途上国へのフローが増

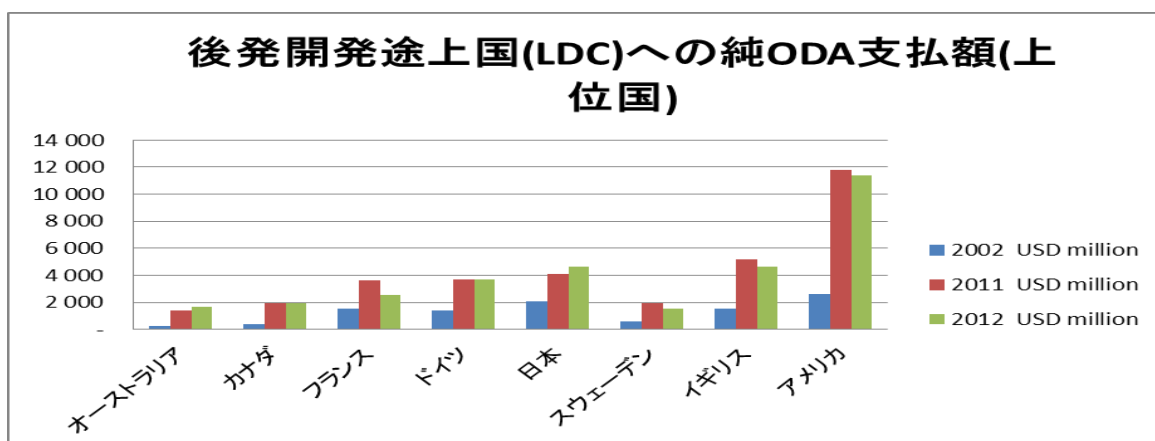
加していたが、2008年に起こった世界金融危機により大きく減少することとなった。ネットの株式投資に関しては、2008年には前年比で-90%となり、大幅な減少が見られた。株価に関して、2008年初頭から大幅に株価の下落がみられ、2009年3月あたりまで下落は続いた。ただ、アジア、南米などで2009年
5の上半期で持ち直してきており、多くの途上国では急回復していく結果となっ
ていった。

第2項 政府間資金の流れの変化

10 民間資金ほどではないが、OECD/DAC諸国からのODAも下図（図3-1）
（図3-2）のように2002年以降増加している。ODAの被援助地域の内訳は、
額で欧州、アジア、アフリカの順番となっている。2006年にはアフリカへの援
助額がアジアを超えたが、2007年にはアジアへの援助額がわずかに多く、近年
ではそれほど大きな違いはみられていない。

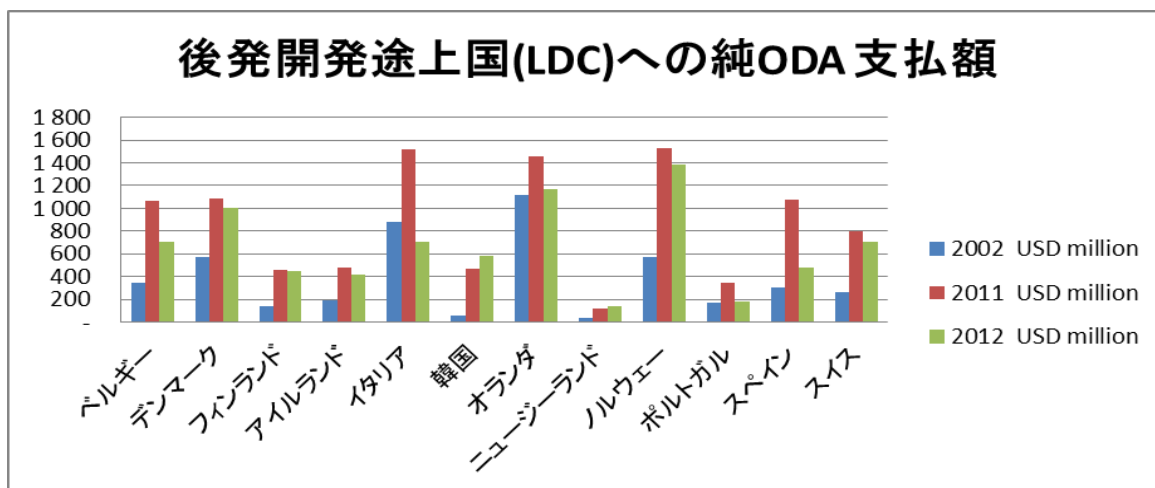
15 各国のODAの供与額を比較すると、2007年時点では米国が最も多く、ついで
ドイツ、英国、日本、フランスの順となっている。2005年における米国の
ODAの急激な増加はこの年に行った債務救済によるもので、イラクの債務を帳
消しにしたことや、また教育、HIV/AIDS、マラリアへの対応策のため、ナイ
ジェリアを含むSSAへの支払いが最高値に達したことが考えられる。2005年
20よりは減少したものの、2006年も引き続き、債務救済、アフガニスタン、イラ
ク、SSAへの援助により、高いレベルを維持した。近年、二国間援助が上昇傾
向にあるが、2008年にはその傾向が顕著で前年比12.5%増となった。2005年
ごろは債務救済などによりODAの増加が見られたが、2008年には二国間の開
発プロジェクト/プログラム、技術協力などがODAの増加要因としてあげら
25 れる。

(図 3 - 1)



OECD の主要統計データより著者作成

5 (図 3 - 2)



※OECD の主要統計データより著者作成

分野別に ODA を分類してみると、2001 年以降「社会関連インフラ」と「債務
10 関連」の割合がほとんどの地域で増加している。特にこの傾向は SSA で強い。
社会関連インフラの増加は、2000 年に国連サミットにおけるミレニアム開発目
標(MDGs)達成を開発援助の主要目標とすると合意されたことを反映している。
債務関連に関しては、2005 年にグレンイーグルズサミットにおいて決定された
15 多国籍間債務救済イニシアティブ(MDRI)の実施によって多くの途上国の債務
が免除されたことによる。

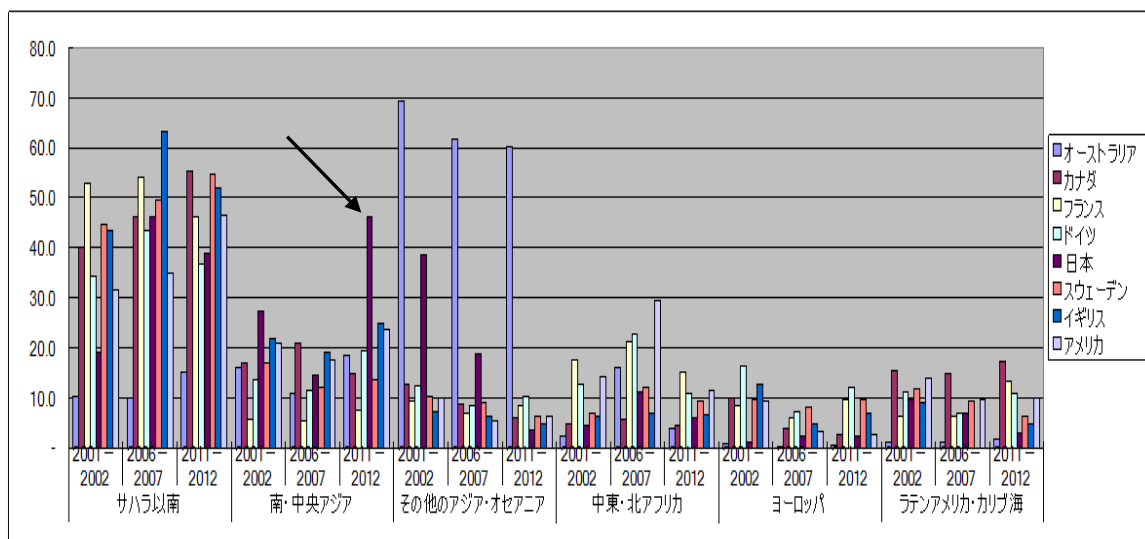
日本から途上国への資金の流れについて、日本の ODA は 21 世紀に入り円ベースでは大幅に減少しているが、US\$ベースでは一定のレベルを維持している。日本の途上国への資金の内訳としては、2004 年までは日本から途上国への資金の流れの中で ODA が最も大きかったが、2004 年以降は直接投資を主とした民間からの資金が急増している。2008 年には ODA が 2007 年度比で 8.2% 増となっており、金融機関への資金供与によるものが大きい。

日本の ODA 供与額の地域別内訳を見ると、近年は減少傾向にあるものの、下図（3-3）を見ても分かるようにアジアへの供与額が他と大きな差をつけて多く、その次にここ数年では SSA への供与が多い。また、セクター別の推移をみると、経済インフラに対する援助額が多いが、近年、特に MDGs が設定されてからは、社会関連インフラへの援助額が多く、対 SSA 援助を重視している傾向がみられる。2000 年を過ぎてからの傾向として、(i) 日本の有償資金協力の重要な供与先であったアジア諸国の経済成長、それによりいくつかの重要国が円借款からの卒業ないし、卒業間近となっていること、(ii) SSA などの最貧国における重債務問題と債務削減イニシアティブに続く動き、(iii) 国際的な援助に関する議論の中で、経済成長重視の援助戦略からの貧困削減に直接対応する戦略への傾斜、これに伴い支援対象も経済インフラの整備から教育、保険・医療などの社会セクターへと重点がシフトしている。その結果、1990 年ごろまでは日本の ODA は経済インフラの分野への援助がもっとも大きなシェアを占めていたが、この数年債務関連問題がより大きくなり、社会関連インフラのシェアも経済インフラのシェアに追いついてきている。

25

30

(図 3 - 3)



※縦軸：総純支出におけるパーセント

※OECD の主要統計データより著者作成

5

アメリカの対外援助については、1990年代に入るまで、国内の経済・財政事情が芳しくなかったことから日本よりも若干少ない ODA 額であったが、1990年代に入り、経済・財政事情が芳しくなかったことから日本よりも若干少ない ODA 額であったが、経済・財政事情の好転と、冷戦後の民主化支援やガバナンス改善などの新しい分野が拡大して言ったことから着実に増えていった。特に、2001年の9・11同時多発テロ後、ブッシュ政権は対テロ防止を目標とする貧困削減・経済成長を支援するために新しい援助(ミレニアム挑戦会計)を開始したため、2004年以降、大幅に ODA は増加した。

10

しかし、ODA の負担について見てみると、経済規模との関係(対国民総所得比)で、アメリカは絶対額においては世界最大の ODA 大国であるが、経済規模との関係では、日本を含む4カ国(他はカナダ・オーストラリア)のなかで、最も低い水準となっている。

15

そして、アメリカの援助についてみると、はじめに気をつけておくべきことは、アメリカの対外援助には軍事援助と経済援助が含まれていることである。その結果、アメリカの対外援助対象国として、イスラエルやエジプトが上位にランクされてきたのだ。必ずしも経済的な開発途上国ばかりがアメリカの被援

20

助国ではない。たしかに、軍事援助と経済援助を区別して統計を取り分析すればよいのだが、両者の間にはグレーゾーンがあり、それほど単純な話ではないのである。

5 第2節 先進国と新興国の金融成熟度の差異

一般的に政府収入の基軸は租税である。ただし先進国に比べて途上国は様々な事情で徴税が容易ではなく、税制改革が順調に進まないことが多い。またそのために、租税以外の収入源に依存せざるを得ないところがある。短期的にはそれで良いとしても、中長期的には問題となろう。この章では、その徴税における途上国と先進国の差異を記述していく。

第1項 徴税における違い

15 途上国は先進国に比べて徴税が容易ではなく、租税収入が十分ではない。時にはそれが財政赤字を助長し、その結果、政府の借入れが増加して債務が累積し、ついにはマクロ経済の不安定化や債務危機をもたらす場合さえある。また不十分な租税収入が政府支出を制約し、本来政府に期待されている公共サービスが満身に提供されないこともあろう。その一方で、豊富な資源のある国は政府がそれを管理することで十分な収入が発生し、租税収入が少々低くても何も問題ではないこともある。

25 途上国の租税について、政府収入の大半を占めるのは租税であり、租税は財政の財源として徴収されるものである。さらに租税は基本的に政府支出とセットで考えるべきであるとし、租税の規模ないし構造は、支出の規模つまり「政府の役割」の大きさによって決まる。そしてこの点については、先進国も途上国も違いはないと言える。ただし、先進国と途上国では「政府の役割」が違おうであろうし、また「政府の能力」も違おうであろう。それに途上国の中でも国によって事情が異なる。従って租税の最適規模に世界標準はなく、それよりも焦点は国ごとに必要とされる支出に見合うだけの十分な財源を確保できるかどうかである。

第2項 途上国と先進国の比較

まず中央政府の支出規模(対名目 GDP 比)は、概して先進国のほうが途上国よりも大きい傾向にある。また先進国はそのなかでも社会保障や保健分野の負担が大きいのに対し、途上国は一般公共サービス、経済サービス、防衛などの負担が目立っている。

次に中央政府の収入規模は、支出と同様に先進国のほうが大きい。一定規模の政府収入なくして支出はありえないということである。また政府収入のうち租税を見ると、租税負担率(対名目 GDP 比)はやはり先進国のほうが高く、途上国のほうが低い傾向にある。他方、税外収入については鉱物資源の有無や国家の経済への介入の度合いによって地域や国でも差があり、特に中東や欧州、アジアでは高めのようなものである。ただし税外収入の政府収入に占める割合は、一般的に途上国のほうが高い。途上国にとって税外収入も貴重な財源なのである。

途上国の租税収入の内訳について、先進国と比較して途上国全般に見られる傾向として次の4つがる。

(i) 間接税の租税収入に占める割合が高い。

(ii) 直接税もしくは所得税では、先進国が個人所得税の租税収入に占める割合が高いのに対し、途上国の場合は法人税が高い。

(iii) 関税収入の割合も高い。

(iv) 資産税は微々たるものである。

以上のような傾向は、1980年代半ばから2000年代初めまで大きく変化していない。また、2000年代初めでも途上国全般の政府収入もしくは租税負担率はあまり増えていないが、租税構成に変化が出てきている。それは特に次の2つである。

(i) 関税の割合が減少し、代わりに内国消費税が増加している。

(ii) 法人税の割合が減少傾向にある。

こうした変化の背景には(金融の)グローバル化の深化があると考えられている。貿易自由化による関税引き下げや、資本移動の自由化による法人税引き下げ競争が租税構成の変化をもたらしているのである。そして今後もこの傾向が続く可能性が高いと言われている。徴税の強化が容易ではない途上国

は、グローバリゼーションが租税収入にまで影響を及ぼしつつあるなかで、どう税源の確保に務めるかという問題に直面している。

途上国では効率的な租税システムの構築は難しい。その背景には以下のような事情がある。

5 (i) 経済構造。農業部門やインフォーマル・セクターが大きく、零細事業者が多い。また所得格差も大きい。

(ii) 税務当局の能力の問題。

(iii) 統計の質の悪さ。政府にとって正確な見積もりさえ難しい。

(iv) 税制を取り巻く政治経済環境。

10 (v) 法令遵守の意識の低さ。脱税が多く、税務職員を巻き込む汚職問題もある。

またこうした事情によって、途上国の税租システムには次のような特徴が見られる。

(i) 個人所得税や付加価値税が行き渡らない。つまり完全に捕捉できず、脱税も多い。

15 (ii) 抜本的な税制改革よりも小手先の制度変更になりがち。

(iii) 上記(i)と(iv)に関連し、所得格差が大きく、特に高所得層は政治力があるため、彼らの税負担が重くなるような制度の構築は困難。

(iv) 上記(iv)に関連し、インフレが資産価格や物価に影響する。また「税収の価格弾力性」や「徴税ラグ」により、インフレが税収の実質額を減少させる場合

20 がある。

間接税については、付加価値税(VAT)の採用が目立つようになってきている。ただし、国によっては複数レートを採用しており、VAT 網から漏れる場合も多い。他に、途上国では徴収の容易さから物品税が採用されやすい。が、これも課さなくてよいと思われる物品にまで広く税を課す場合がある。(また上述したように、インフレの影響も受ける。)

25

その他、関税は途上国にとっては行政的に徴収しやすい税である。ただし、経済効率の観点からは問題もある。また資本移動の自由化によって進められる投資の税優遇制だが、この制度は必ずしも投資促進をもたらすとは限らないことも一方では指摘されている。

30 最後に途上国の租税のあるべき姿として、まず第1に、借入れに大きく依存

しないよう、基本的な政府支出に見合う適度な税収が必要である。第 2 に、租税システムは公平および公正さを伴うものでなければならず、また経済活動の阻害は最小限にしなければならない。そして第 3 に、国際規範から大きく乖離しないことである。租税に関しては理論的に望ましい税のあり方(最適税の理論)が論じられる場合も多いが、途上国の場合は理論的裏付けのみに依拠して税制を構築するのではなく、税務行政や政治面での制約なども考慮する必要があるのである。

第 4 章 今後起こりうる危機

10

第 1 節 金融の国際化が国際金融危機の誘発するのか

金融の国際化と経済成長に関する問題として、金融の国際化は新興国の国際金融危機を誘発する面を持っているのではないかという懸念がある。実際、1990 年代後半のアジア金融危機では、危機前に大幅に流入した外国資本が急激に逆流した結果、東アジア諸国の経済成長は大きくかき乱され、たとえばタイの 1988 年の成長率はマイナス 10% と大幅に落ち込んだ。それに伴い、失業や企業倒産が増大し、社会的な悪影響も甚大であった。

国際金融危機を誘発するとの懸念は広く見られる。実証分析によると、金融の国際化が、過去 30 年に起こった様々な国際金融危機を招く要因となったといわれている。だが、金融の開放度が進むほど、国際金融危機に見舞われる確率が高まるという関係は検証されていない。逆に、資本取引規制が厳しい国ほど国際金融危機になりやすいという分析結果がいくつかある。しかし、資本取引規制が厳しい国は概してマクロ経済上問題を抱えている国が多いという関係があるので、こうした分析結果の解釈には注意を要するが、この関係を織り込んだ分析でも同様の結果を得ているものもある。金融の国際化自身が危機を誘発する可能性を高めることはないといっても、新興国において、インフレ率など経済ファンダメンタルズからかけ離れた為替レート水準を固定的に維持しようとしたり、国内金融システムが脆弱なうちに短期の資本流出入を自由化したりする場合には、より自由な資本流出入が国際金融危機を招く可能性は高まる。

したがって、新興国が金融の国際化のメリットを享受しながら、一方で国際金融危機を防ぐためには、健全なマクロ経済運営に加え、適切な為替レート政策、国内金融システムの成熟度をにらんだ資本自由化などが重要になる。

- 5 しかし、途上国が資本取引を規制緩和しても、先進国からの資本流入が活発化するとは限らない。資本不足の途上国への資本流入が起こるためには、インフレ・財政状況などの経済ファンダメンタルズ、契約遵守を担保する法制度・司法制度、金融制度などのマクロ経済面・制度面の「質」が低ければ、資本取引規制が緩和・撤廃されたとしても、資本は流入しない。むしろ、そうした質が極端に悪い国では、資本逃避で逆に資本が流出するという実証研究もある。
- 10 1980年以降の金融の国際化の進展は、先進国と新興国で主に起こっており、多くの途上国では起こっていないのには、それらの国の資本取引規制は依然厳しいことに加えて、マクロ経済面・制度面の質の低さが影響していると考えられる。

- 15 以上を要約すると、これまでの実証分析によれば、金融の国際化が国際金融危機を誘発する要因となるとは言えない。また、途上国のマクロ経済面・制度面の条件がある程度と整わなければ、それらの国がいかに資本不足であっても、より資本蓄積が進んだ国からの資本流入増加は望めない。一方、そうした条件がある程度整った新興国に対しては資本流入が活発化してきている。しかし、新興国がマクロ経済条件からかけ離れた無理な為替レート水準を固定的に維持しようとしたら、また国内金融システムの脆弱性が残っている段階で、資本自由化を進めすぎたりと、国際金融危機を誘発するリスクが高まる。
- 20

第2節 今後起こりうる金融危機

- 25 過去の歴史を振り返ってみると、金融危機は年代、時代問わず繰り返し起こってきたので、今後とも危機の発生は避けられないとされている。そんな中、現在新興国の経済や金融市場は拡大を続けているため、今後ますます世界経済に対する新興国の影響は大きくなるとされている。2015年には、世界の名目GDPに占める新興国・途上国の世界シェアは、およそ40%に上昇する見込み
- 30 とされている。ただし、過去における世界経済およびBRICS経済の成長率を

機械的に引き伸ばすと、2040年には世界経済に占める BRIC s 諸国のシェアが8割を越える計算になるが、さすがにそうしたことは考えられなく、高度成長を続ける経済もいずれかにおいて成熟期を迎える。このように世界経済に対する影響力はますます増大している新興国経済ではあるが、いずれはかつての日本のようにバブル崩壊や危機によってその勢いを失うであろう。そして、新興国で危機が起こった場合の世界中への伝播は避けられない。なので、先進国各国は、新興国の問題を新興国だけの問題だけではなく、世界全体の問題として認識する必要がある。だからこそ、危機を防ぐためにも先進国の役割は大きいということができるであろう。

10

第3節 先進国と新興国のつながりによる金融危機の伝播

世界経済の資金の流れをみると先進国が財政難や金融危機に陥ると貸し渋りや景気後退、それが影響し新興国や発展途上国の景気停滞が起こり得ると考えられる。世界金融危機発生以降の新興国経済の動向をみると、欧米諸国が発端となった金融危機の影響を強く受けている。貿易での観点からみると、新興国の貿易相手として大半を先進国が占めており、新興国の輸出拡大は先進国の需要増加によって支えられていた。そのため先進国の経済の縮小による需要の減少は、新興国の経済にも大きなダメージを与えた。さらに貿易だけではなく投資を通じても新興国と先進国経済との統合が進んでいる。特に直接投資においては新興国の経済成長の推進力となっていたが世界危機以降成長の伸びが鈍化しており、これは直接投資の額が3割以上減少したことなどもあり投資を通じても先進国の影響を直接受けていることがわかる。

世界金融危機の影響により新興国経済は、輸出の大幅な減少、景気の低迷などを受け多くの国において深刻な景気後退に陥っている。金融面でも、新興国の金融機関はアメリカの証券化商品をほとんど保有しておらず、金融危機の直接的な影響はあまりみられなかったが、これまで拡大を続けてきた先進国からの資金フローが逆流した。この背景にはグローバル化の進展や金融イノベーションがある。さらに、株価・通貨の急落や対外的な借入制約に直面している。これは世界的な金融統合の高まりによる、世界の株式市場が密接に関わってい

ることによって一国の金融危機による流動性の縮小やリスクの高まりが世界に拡大し易くなったことが背景にある。

5 実体経済の面では、貿易や投資の拡大、金融面では、国際的な資金フローの拡大等を通じて、欧米との相互依存を深めていたことが、今回の欧米発の金融危機の新興国へ波及していったことが考えられる。

10 このような背景には、グローバル化の進展に伴い新興国についても、世界経済や世界の金融市場との結び付きが一段と強まっていることがある。特に世界経済を牽引している先進国とのつながりが強くなっている。つまり、金融危機は先進国もしくは先進諸国のある地域でショックが起これば、それが引き金となり世界に波及し、グローバルな金融危機に進展しうると考えられる。

第4節 解決策・対応策

15 そこで今後起こりうる危機への対策として先進国・新興国がそれぞれの状態における対策を行うことが重要であると考えられる。グローバル危機を防ぐためには①財政再建、②金融部門の強化、③経済成長の維持の3つ柱が重要であると考えられる。特に注目すべきは先進国の経済回復であり、先進国の経済を健全な状態にするための国際的な取り組みにより、グローバル危機への耐性を強めていくべきである。

20 この章ではまず、世界金融危機後の財政・金融・経済の部門の現状を考察し、次に課題・解決策を述べていく。

第1項 危機後の状況

25 (1) 財政状況

財政収支を考える場合、裁量的財政政策などによる「構造的財政収支」と、財政の自動安定化機能による「循環的財政収支」とを区別して考えることができる。また、構造的収支は財政政策の裁量的な変化を反映する一方、循環的収支は景気循環に伴う税収の動き等を反映するとされている。

30 世界金融危機後、先進諸国では景気後退により税収の減少、大規模な財政削

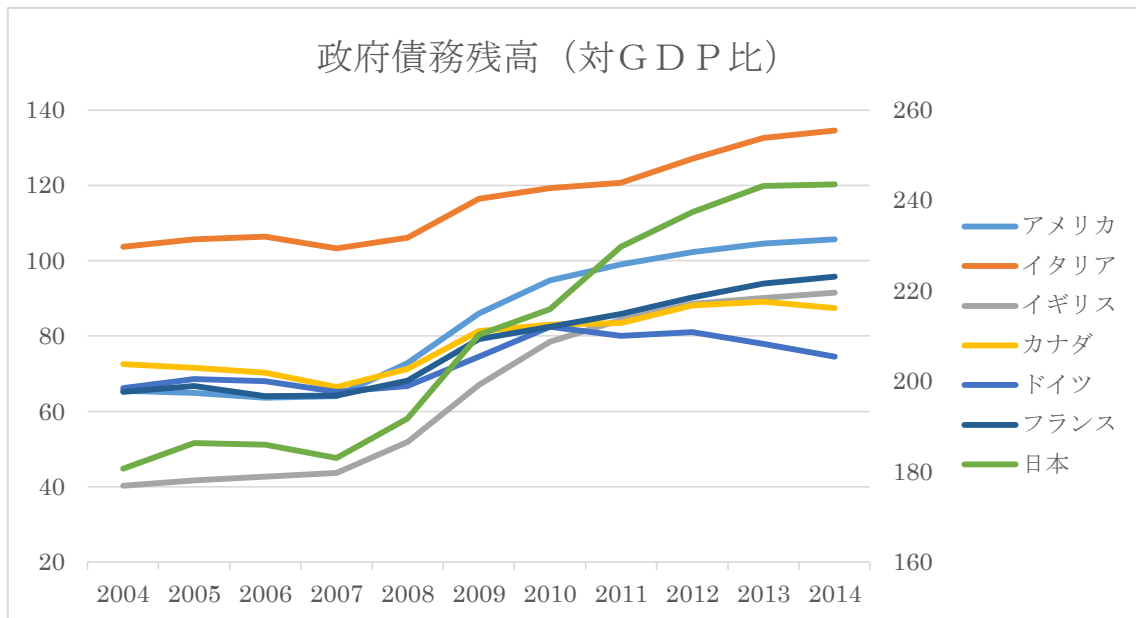
激策の実施により、多くの先進国において構造的財政赤字は急速に拡大し、また公的債務残高も一段と増加したことが図 4-1、2 から読み取れる。その後、景気刺激策の規模縮小を背景に構造的財政赤字は縮小傾向にあるが、景気回復力の弱さを背景として税収が伸びず財政赤字は緩やかな減少傾向を示している

5 に過ぎないということが図 4-2 からわかる。そこで、景気動向をにらみつつ、財政再建に向けた取組が求められる状況となっている。

財政悪化の状況は国によって異なるが、各国の財政問題が世界経済にも影響を与えた。さらに、先進主要国の財政に対する懸念がマーケットで拡大しており、財政赤字の拡大や景気の停滞は、金融資本市場を大きく動揺させ、实体经济に対する大きなリスク要因となっているため財政の信認を回復させることが課題となっている。また、それを実行するために 2010 年に G20 トロント・サミットが開催され、そこでは「成長にやさしい (growth-friendly)」財政再建計画の実施が合意された。

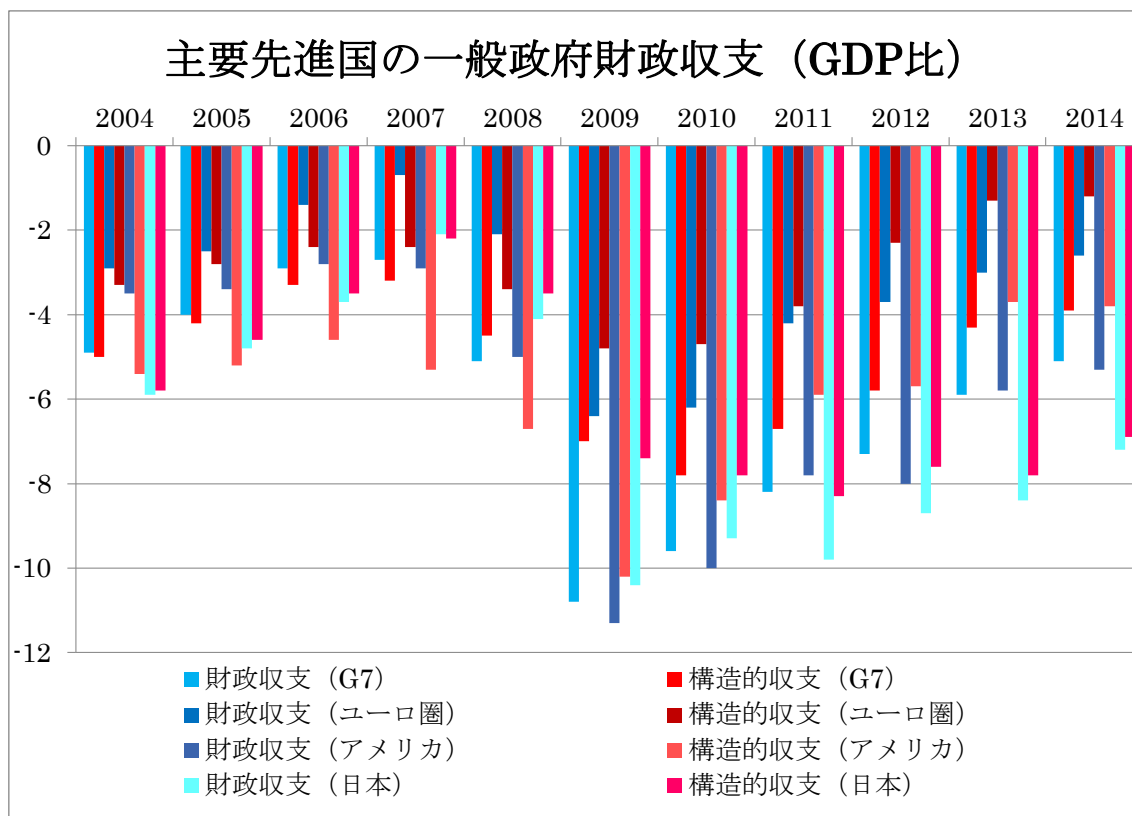
10

15 図 4-1



(資料) IMF, "World Economic Outlook"より著者作成

図 4-2



(資料) IMF, "World Economic Outlook"より著者作成

5 (2) 金融部門における状況

世界金融危機後、主要先進国と新興国から構成される G20 諸国首脳による第 1 回金融サミットが 2008 年に米国、ワシントンで開催され、危機の再発防止に向け、金融市場の強化に向けた規制・監督上の改革の論点が議論された。ここでは先進国だけでなく新興国も交えた形で国際的金融システム（国際金融アーキテクチャ）の枠組みについて議論された。

そのサミットで公表された「金融市場の改革のための共通原則」は金融市場の強化に向けた規制・監督の論点を挙げ、その共通原則を示すとともに、具体的な対策を「2009 年 3 月までの当面の措置」と「中期的な措置」という大きく 2 つの措置に分け詳細に提示している。全体は①透明性および説明責任の強化（会計基準や情報開示の見直し等）、②健全な規制の拡大（格付け会社やヘッジファンド等の規制・監督、プロシクリカリティへの対応等）、③金融市場における公正性の促進（相場操縦や、マネー・ロンダリングの防止等）、④国際連携の

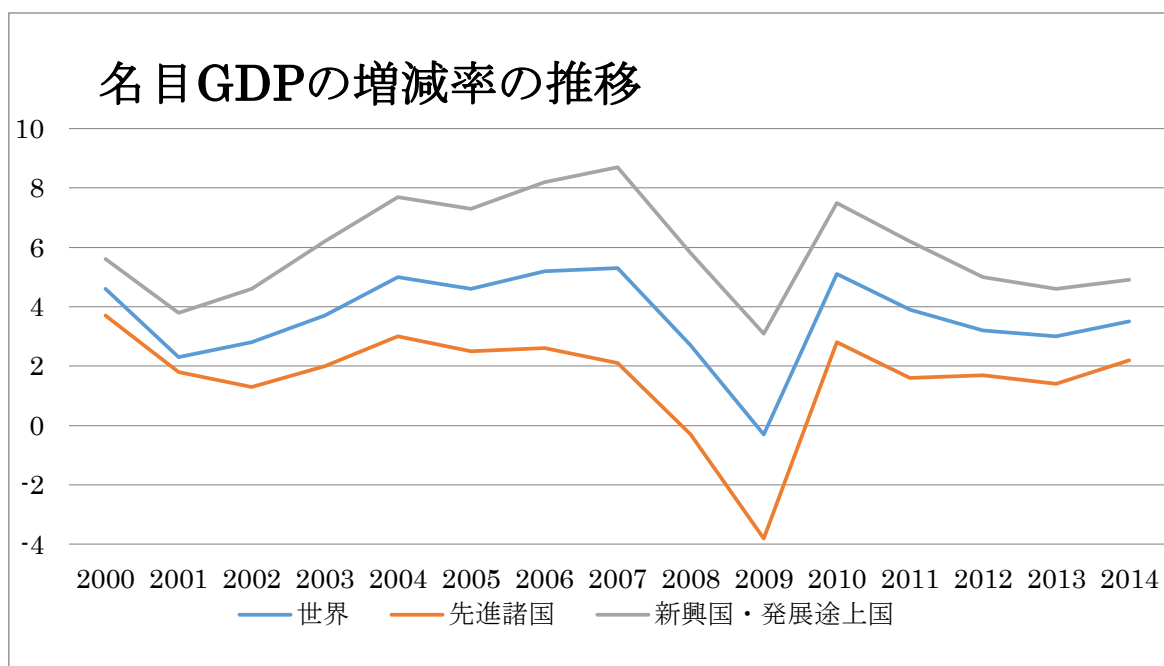
強化（主要金融機関の監督カレッジの設立等）、⑤国際金融機関の改革（FSF（金融安定化フォーラム）の拡大、IMFの改革など）の5つから構成されている。

5 今回の金融危機において先進国の影響が国際金融市場の動揺を招くといった事態に発展したことから分かるように、国際的な市場のつながりが強まっているので、規制・監督等の策定にあたって国際間の連携を十分にとる必要があることを強調している。

(3) 経済状況

10 図 4-3 からわかるように、世界金融危機後の世界経済は先進国の景気が悪化の一步をたどるとともに、新興国経済の成長も低迷している。さらに問題点として主要先進国の景気対策余地は限られていることが挙げられる。主要先進国は、既に政策金利がほぼゼロ、財政赤字・債務残高は巨額という状況で、財政・金融政策の余力が乏しい。これらの政策によって成長率を加速させること
15 とは困難とみられ、景気低迷は長期化する可能性が高いとされている。

図 4-3



(資料) IMF, "World Economic Outlook"より著者作成

財政を使った金融機関の救済や景気対策の実施によって、さらに財政赤字が拡大すれば、債務問題が悪化し、格下げなどにより金利の急騰リスクが高まる。これを回避するために、先進国は大幅な歳出削減、増税など景気を抑制する政策を早い時期に実施せざるを得ないだろう。このことは金融緩和策の効果が限

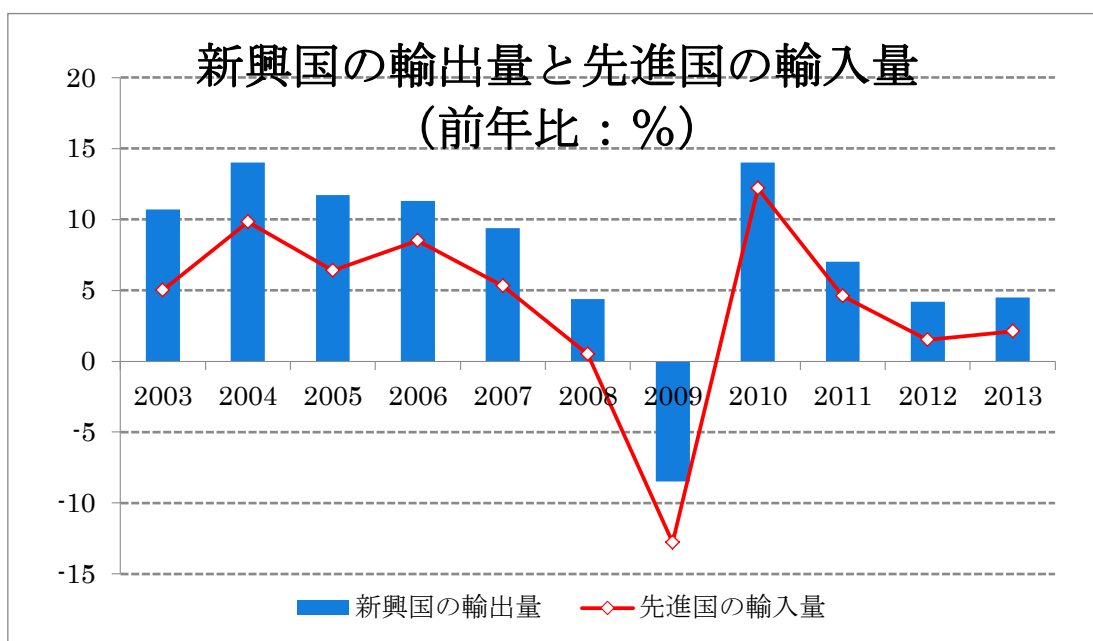
5 定的な中で、主要先進国のGDP成長率を長期的に抑制し、世界経済を停滞させる恐れがある。

一方、危機後の世界経済を中国やインドのような新興国が牽引するようになった。しかし、内需を中心に高い成長を続ける中国やインドでは、物価上昇や金融引締め継続等から、成長のバランスに問題が顕在化しつつある。その他

10 アジア地域でも、主に欧米の景気低迷による外需の低下を背景に、回復のスピードが緩やかになっている。図4-4から読み取れるように、新興国では輸出が経済成長を促進させていることもあり、その貿易相手である先進諸国の需要の拡大が必要不可欠であり、そのためには先進国経済の回復が今後の世界経済

15 において課題となる。また、開発金融機関や国連機関を通じて新興国を支援するにあたってはその出資額の多い国の上位を先進諸国が占めており、新興国による世界経済の好転においても先進諸国の経済をいかにして成長を維持させるのかが課題となってくる。

図 4-4



(資料) IMF, "World Economic Outlook"より著者作成

第2項 金融システムと財政再建・経済成長との関わり

- 5 財政の悪化や先行き不安による持続可能性についての懸念が生じた場合の影響は、国債金利の上昇（国債価格の下落）という形で金融面に及ぶ。国債金利が急上昇してデフォルト懸念を引き起こすならば、深刻な場合には、当該国債を保有している金融機関に経営上の不安が生じ資金調達が困難となるといった事態や、さらに金融システムが混乱に陥るといった事態に至るおそれもある。
- 10 さらに、財政再建と経済成長の関係性においては、短期的視点からみると伝統的なケインズ理論に基づくマイナス影響があり、政府支出の減少や増税は、乗数効果を通じて民間の消費や投資等の需要を減少させると考えられる。中長期的視点からみると将来にわたる状況をも考慮に入れるため、財政再建の継続性や政府の取組への信認がある場合には、政府支出の減少や増税は、消費を増
- 15 加させる可能性も持っている。
- 一方、財政再建が経済に及ぼすケインズ理論に基づく短期的な悪影響を和らげるために、緩和的な金融政策を実施することも財政再建の実効性・持続性を高める上で有効であるといった関係性もある。
- このように財政・金融・経済は密接な関係にあり、1つの分野で克服するので
- 20 はなく包括的に取り組む必要性がある。

第3項 それぞれの課題への取組

- 世界経済の回復と今後の金融危機への問題に対する防止策・再発防止への
- 25 取組として、先進国における財政再建、金融部門の強化、成長の維持が大切である。なぜなら、新興国発の危機は先進国または世界中に影響を及ぼしにくい
- が、その逆の場合は世界経済に大きく悪影響するので先進国を中心とした危機への防止策・予防策に力点を置くべきである。また、この3つの要素は互いに密接な関係にあり、これらの課題をどのように解決していくのか、そして危機
- 30 が起こりにくい状態をどのようにして作り上げていくのかを述べていく。これ

らに共通して言えることは、G20のサミットやBIS中央銀行総裁会議、金融安定理事会（FSB）などの国際会議の参加による国際的な協力や調和、情報の公開・共有を行うことが重要である。特に注目すべき点は、グローバル金融危機が起こらないようにするには金融部門の強化が最重要課題となるということだ。

- 5 財政危機が市場に認識された場合には、金融市場の調整が急速に進行するため、金融システムも急速に悪化する可能性もあり、金融危機につながりうるリスクを伴う。それを防ぐためには強固な金融システムの構築が課題となってくる。

（1）財政再建

- 10 財政問題については、危機後に拡大した財政赤字し、それに対する懸念がマーケットで高まっている現状において、財政赤字の削減措置や実効性を高めるための強力な枠組みの構築、また、国内のコンセンサスの確保の工夫、早い段階から財政再建のメカニズムを確立といったことに取り組むことが重要である。財政再建は、短期的には景気の停滞を招くので景気の変動リスクを十分に踏まえた財政再建策の実施が不可欠である。また、財政再建の停滞は、金融市場を大きく動揺させ、実体経済に対する大きなリスク要因となっていることから、財政の信認を回復または維持することも不可欠である。

過去に行われた成功事例から、財政再建を達成するためのポイントが4つあると考える。

- 20 一つ目は、ペースとタイミングが重要であり、緩やかなペースでの着実な財政再建による成長と両立が大切であること。景気の動向に注意し、適切なタイミング及びペースを選択する必要がある。財政再建のペースについては、経済危機等の特別な事情がない限り、経済に及ぼす影響を抑制しながら調節されることが望ましい。
- 25 二つ目は、実効性・持続性を高めるための制度・仕組みづくりが必要であること。財政赤字削減策を着実に遂行するためには法的枠組みを設けることも有効であり、それにより達成後の財政の健全性を維持していく上でも非常に意味のあるものとなる。さらに、予算編成プロセスを改革し、内閣がリーダーシップをとる一方で所管分野内の配分には、大臣の裁量を拡大することも重要である。
- 30 30 また、予算作成機関から独立した専門性の高い財政政策機関を設置し、短

期および中長期の経済の見通しを作成や政策の評価を行うことも重要である。これは実際にオランダやイギリスなど欧州を中心に行われている。

三つ目は、透明性の確保と説明責任の強化である。財政再建に取り組む場合歳出削減や増税など国民に負担を強いることとなるので、情報の透明性を高め、
5 説明責任を強化し財政再建に対する市場の信認を確保することが重要である。そうすることで、国民や市場からの信認を得ることが容易になる。

四つ目は、金融緩和による補完が挙げられる。規制改革等を通じて潜在 GDP の底上げを図ることや緩和的な金融政策で財政再建を補完することも有効になる。しかし、金融政策を用いることは容易であるがそれに頼りすぎず、財政再
10 建とともに有効的に実施していかなくてはならない。

(2) 金融部門の強化

金融危機後、国際金融システムはさまざまな段階を経て変容しつつ、より安定したシステム形成に向かっている。また、各国もさまざまな改革を行い金融
15 部門の強化に取り組んでいる。ユーロ圏では、過剰債務の解消と銀行同盟構想の実現を図る必要がある。中国やアメリカでは影の金融システムで過剰なレバレッジの発生を防ぐために監視の強化が有益である。また日本や新興国は国債のリスクプレミアムの増大を避けるための改革が必要となる。日本ではアベノ
20 ミクスを行い、金融緩和と財政・構造改革を推進している。新興国ではグローバルインバランスの是正と各種準備金を確保することが重要である。

国際金融システムの強化については、G20 による金融サミットで議論され、FSB (金融安定理事会)、さらにはその下のバーゼル銀行監督委員会等の国際機関において、具体的な改革が行われている。特にバーゼル規制に重点を置かれ、
25 国際的な銀行システムの健全化の強化と国際金融システムのリスク体制を高める働きがなされている。具体的には、自己資本比率の規制や定量的な流動性の規制、レバレッジ比率の導入などが挙げられる。また、バーゼル規制はそのときの課題や世界情勢にあわせて修正されている。また、現在はバーゼルⅢが段階的に適応されている。

(3) 成長の維持

成長維持のために、先進国はどのような施策を進めるべきかという点、第 1 に「適切な財政再建」が挙げられる。第 2 に「金融緩和の維持」、そして第 3 には「構造改革」がある。とくに構造改革では、長期的な生産性向上と雇用改善を中心とし、年金制度の見直し、労働生産性の向上、中小企業の支援、家計部門の債務削減などが重要になってくる。近年の経済の回復はやはり先進国・地域が牽引しており、新興国・地域の成長はやや鈍くなっている。また、成長率の伸び幅は新興国・発展途上国の方があるので、それらの成長力にも着眼することも必要である。

- 10 世界経済を長期間にわたり低迷している経済パフォーマンスから引き上げるには、何よりもまず、先進国・地域が既存の課題に対処し、新興国・地域はインフラの整備や資金調達環境を整えることや債務水準の引き上げが重要である。

第 5 節 新たな国際金融システムへ向けて

15

これからの起こりうる危機に対しての未然に防止する策、もしくは危機後のダメージを軽減させる策として、財政再建・金融部門の強化・成長維持の 3 つの柱について述べてきたが、それらの取組は先進国、新興国それぞれの課題に合わせた対応が必要となる。

- 20 一方、国際的な取組として、金融危機に対処するためには抜本的な金融システムの改革が必要である。そこで IMF・世界銀行を中心とした国際金融システムの改革案を取り上げる。この二つの機関はブレトンウッズ協定によって誕生したが、現在様々な課題を持っている。それを解決すれば、より良い国際金融システムの構築という目標に近づくと考えられる。

- 25 そこで、これ以下の文では具体策を中期的な課題と長期的展望に分けて論じていく。

中期的課題

- 30 以下の表 1 から分かるように、現在、IMF と世界銀行は機能が重複したもの

が多く、それを整理（合理化）する必要がある。そうすることによって円滑な運営とより機能の向上を果たすことができると考える。基本的には IMF は国際金融・マクロ経済の分野を取り扱っており、一方、世銀は途上国の開発問題を中心に国際金融の分野を取り扱っている。お互いに様々な分野のエキスパートが各々機関に所属している。

表 4-1 IMF と世界銀行の機能の比較

機能・役割	現行の責任
・世界経済及び各国・地域マクロ経済に関するサーベイ	IMF／世銀
・各国マクロ経済調査・データベース	IMF／OECD
・開発経済問題（総括・セクター別など）報告	世銀
・最貧国向け融資案件	IMF／世銀
・構造・政策・成長（プログラム）融資	IMF／世銀
・プロジェクト融資	世銀
	世銀

（引用）『「新」国際金融システムの課題』大田英明著（2008年）

10 この機関の統合を考えた場合、緊急時の支援体制について IMF は最後の貸し手としての機能を残すべきかという課題がある。しかし、世界金融危機を踏まえて、将来的に国際金融システムにおける何らかの保証的枠組みが必要であり、IMF のスタンバイをはじめとするフレームワークを維持することへの支持が根強い。IMF は短期の緊急融資に限り、開発目的の融資は停止するスキームを提案している。しかし、IMF はその資金だけでは過去の資本収支危機を解決

15 できずに世銀や各国金融機関からの資金に依存せざるを得ないため「最後の貸手」としての機能を果たせていない。

その機能を現在は世界銀行グループが開発融資期間としての役割が期待されている。世銀は途上国の流動性危機にも柔軟に対処することが期待される。しかし、このままの状態では、この先、起こりうる危機にうまく対処できるかどうかは不明確である。

20

長期的展望（新機関の設立）

そこで、長期改革案として新しい国際金融システムの構築と新機関設立がある。先にも述べたように IMF と世銀は合理的な運用がされていないと考えると、両機関を統合し新機関を設立することでより多くの資金が集まり有効的に活用できる。さらに、グローバルインバランスを背景にして米国への資金流入が世界全体の過半数を占めるという状況を徐々に変革し、必要とされる途上国に外貨を還流し有効利用することが必要である。とりわけ、外貨準備に余裕のある途上国の増加によって、国際的な外貨準備の再分配も必要とされ、特に外貨準備が不足するサブ・サハラなどその他の途上国・低所得国については将来に危機に対応するグローバルな規模での適切な国際金融システムの構築が切望されている。また、従来の IMF のスタンバイに依存しない危機発生時の外貨流動性供給機能を強化するためには、IMF に代わる国際機関に外貨準備を置く新たな国際システムの開発が必要になる。

新機関の設立に関しては IMF の専門機関としての役割であった通貨制度や国際収支の調整機能強化などを含む根本的な機能の変革を迫られるだろう。その一つにケインズ案に近い方式（世界中央銀行＝Global Central Bank）に基づく、新機関を設置することも考慮されるべきであろう。これはまさに「最後の貸手」（lender-of-last resort）機能を担う意味で重要である。一方、BIS は現行の活動範囲にとどまらず、実際に「中央銀行の銀行」としての役割を果たしうることを考えれば、新機関の設立にあたり従来に比べ積極的な役割や活動の連携が期待される。しかし、BIS は先進国と中所得主要国から構成されているため新興国・途上国をカバーする新機関の設立が必要である。

さらに、新機関設立のもう一つの提案はスティグリッツも提唱しているように世界的な準備制度の設立案に関係している。このスキームは、基本的に「世界紙幣」に基づくもので、現行の SDR のように大部分が先進国に配分されるのではなく、協定に署名したすべての国に所定金額の国際準備金を用意し、それと同額（約 4,000 億ドル）の紙幣を発行する。これは基本的にケインズ案の「バンコール」という通貨を使用する仕組みと同様の概念である。各国の中

中央銀行が「世界紙幣」を保有し、必要時に交換レートに従って主要通貨と交換して用いる。基本的に準備金を貿易赤字など経常収支赤字に対処するために使用可能であるが、余剰金は国際的な公共財（global public goods）[医療・保険・環境問題等への対処]、残余金は最貧国への投資にも使用可能であるとするものである。

さらに、新機関の運営方法として各国の中央銀行が口座を持ち、必要時に引き出せる制度がある。これは、政府ファンドは運用資産の一部をこの機関に委託することで、グローバル市場で安全な資産運用を行え、国際公共財投資や最貧国の支援準備金として使用することが可能になることが利点である。

10 メリットとデメリット

次に、新機関設立についてのメリットとデメリットを検証する。

メリットとしてまず1つ目は、今までIMFと世銀に分けられて各国から出資・融資されていた資金が一つの機関に収集されることでより多くの資金が集まり有効的に利用することができるということである。特に、各国の余剰資産が資産運用方法の一つとして投資されれば、その資金を新興国・途上国に再分配することでそれらの国々の経済成長を見込むこともできる。

次に2つ目は、余剰資産が引き起こしていたグローバルインバランスの是正を行える。新機関の設立によって、米国の巨額な経常収支赤字が東アジア諸国からの資本流入に依存するといったグローバルインバランスを是正し、米国債が東アジアや産油国の主要投資対象となっている現状を部分的に変える役割を担うことも期待される。

そして3つ目は、一国の経済危機に対してすべての国が連携して援助することによる国際協力体制が強化されるということや、世界的に対策を実施することで危機の拡大を阻止できる可能性がある。

最後に、為替レートの絶対的安定の実現と、為替手数料などの取引コストの削減などを通じた投資や貿易の経済取引を促進させることができるということである。

デメリット・課題として、新機関が世界の中央銀行として各国の通貨を統一した場合、異なった経済状態で同じ金融政策が行われるため、各国の金融政策の独立性が失われることがある。そのため、各国間のマクロ経済状況の相違は

大きな問題となる。

その課題を克服するためには、通貨を統合以前に経済統合が必要となるだろう。経済統合するためには、ロバート・マンデルが提唱した最適通貨圏によれば①実体経済の統合度、②生産要素の可動性、③経済の開放度の3つがそれぞれ

5 高いことが重要となる。

この新機関については、まだまだ不完全なものであり導入のタイミングと段階的施行などが必要である。また、その役割に権限を持たせるような法的枠組みの策定も行わなければならない。現に、EU圏では段階的に経済統合やユーロの導入が行われてきた。また、ASEANでも同じような動きがみられる。これらの地域レベルのとうごうがいくつも行われるようになれば、いずれは世界的に一本化される可能性は大いにある。

10

今後の金融システムの安定化には、将来的には新機関が設立され、その機関は主に「最後の貸手」機能の役割を果たすことを期待する。そして、世界銀行やIMF・BISも改革が行われ合理化されより有効に機能できるように取り組むべきである。さらに、各機関がより連携を深めながら機能していかななくてはならない。したがって、国際金融機関だけでなく各国政府が真剣に国際金融システムの改革に乗り出していくことが重要である。

15

20 おわりに

上述したように、現在における世界経済はかつてのそれと比較して、グローバル化してきている。そして今後もますますグローバル化していくであろう。そうなると、ある一国で発生した金融危機はその国自身の問題ではなくなる。いかに危機を生み出さないかが重要となっている。しかし、これまでの時代を問わず繰り返して危機が起こってきた歴史を分析すると、今後も金融危機は起きてしまうとされている。

25

昨今の国際金融危機を受けて、次なる国際金融危機に対処するために先進国の改革の役割は大きい。

一方新興国では、世界経済に対する影響力は増してきている一方で、金融制度の整備が追いついていないというギャップが存在する。もし新興国で危機が起こった場合、世界への伝播は避けられないであろう。金融危機において、金融監督当局の能力不足や国内金融システムの脆弱性が露呈し、それを受けて

5 様々な構造改革が行われたが、依然として監督当局の能力不足の課題が残っている。よって、新興国がまずすべきことは、監督当局の能力強化である。

しかし、新興国が独自に強化することは、過去の経験から難しいので、先進国が国際機関を通じて支援していくべきである。先進国は金融危機を受けて、プルーデンス体制(金融祖システムの健全性・安定性を維持することを目的とした

10 政策)を改革してきた経験があり、特に日本は1990年代に、欧米諸国に先駆けて危機を経験しているので、そういった経験を活かすことができる。また、新興国発の国際金融危機発生リスクが高まっている現在においては、先進国が新興国のプルーデンス体制強化を支援していくことは自国の利益にもなる。

15 具体的に例えば、日本では、金融庁がアジア新興国の監督当局を招きセミナーを行うことや、アジア新興国監督当局に対する技術的支援や教育活動を行っているが、このような活動が国際的にもっと普及して、先進国のおかげで新興国の監督当局が強化されていくことが望ましい。先進国の働きが重要といえるであろう。

20

参考文献

「新」国際金融システムの課題 ～迫られるIMFの「構造改革」～ 大田 英明
東京経済情報出版（2008年6月）

25

世界経済の潮流 2010年 II <2010年下半期 世界経済報告>
財政再建の成功と失敗：過去の教訓と未来への展望
平成22年11月 内閣府 政策統括官室（経済財政分析担当）

http://www5.cao.go.jp/j-j/sekai_chouryuu/sa10-02/index-pdf.html

30

財務省 HP より 第 28 回国際通貨金融委員会(IMFC)コミュニケ(仮訳) [2013 年 10 月 12 日 於 : 米 国 ・ ワ シ ン ト ン D.C.]

http://www.mof.go.jp/international_policy/imf/imfc/20131012c.htm

- 5 金融危機後の世界 ジャック・アタリ 林 昌宏 訳 作品社(2009年10月)

IMF・世界銀行と途上国の構造改革 経済自由化と貧困を中心に 坂元 浩一
大学教育出版 (2008年6月)

- 10 ライブラリ経済学コア・テキスト&最先端=12 コア・テキスト 国際金融論
藤井 英次 新世社 (2006年10月)

2014年7月2日 No.2014-17 けん引役が不在のなか、力強さを欠く世界経済
— 米国の購買力が低下する一方、新興国の購買力も力不足 — 調査部 マク

- 15 ロ 経 済 研 究 セ ン タ ー 日 本 総 研
www.jri.co.jp/file/report/researchfocus/pdf/7510.pdf

みずほ政策インサイト 〈G20における国際金融システム改革論①〉 国際金
融システム改革案の概要とプロシクリカリティ みずほ総合研究所 2009年

- 20 2月16日発行

www.jri.co.jp/file/report/researchfocus/pdf/7510.pdf

宝島社『サブプライム問題とは何か —アメリカ帝国の終焉—』春山昇華

- 25 国立国会図書館 「ISSUE BRIEF」 NUMBER 622 (2008.12.4) サブプライ
ムローン問題の軌跡 —世界金融危機への拡大—

月刊「資本市場」通巻 306 (2011.2.10)

世界経済の潮流 2008年II

http://www5.cao.go.jp/j-j/sekai_chouryuu/sa08-02/s2-08-1-4-2.html

- 30

欧州債務危機への取り込み

<http://eumag.jp/feature/b1112/>

ユーロ危機の行方

5 http://www.nira.or.jp/president/review/entry/n110927_588.html

マクロ・プルーデンスと中央銀行

日本証券アナリスト協会における講演

日本銀行総裁 白川 方明 2009年12月 発行

10 http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2009/data/ko0912c.pdf

グローバル金融制度のすべてープルーデンス監督体制の視点

一般社団法人金融財政事情研究会

藤田勉 著書 2012年 発行

15

新興国市場経済と国際金融システム改革ー東アジア通過・金融危機の教訓ー

財務省財務総合政策研究所

河合正弘 2001年 発刊

20 NIRA 研究報告書

次の危機に備えた金融システムの構築

現下の対症療法的対策の問題点を踏まえた提案

総合研究開発機構 2009年10月 発行

25 <http://www.nira.or.jp/pdf/0902report.pdf#search='%E9%87%91%E8%9E%8D%E5%8D%B1%E6%A9%9F+%E4%BA%88%E9%98%B2%E7%AD%96+%E8%AB%96%E6%96%87'>

『開発途上国と財政問題』調査研究報告書

アジア経済研究所 柏原千英編 2008年 発行

30 http://www.ide.go.jp/Japanese/Publish/Download/Report/pdf/2007_04_24_0

[1.pdf#search='%E5%85%88%E9%80%B2%E5%9B%BD+%E9%80%94%E4%B8%8A%E5%9B%BD+%E9%87%91%E8%9E%8D%E6%88%90%E7%86%9F%E5%BA%A6+%E5%B7%AE%E7%95%B0'](#)

- 5 バランスシート不況下の世界経済
リチャード・クー 2013年12月 発刊

開発援助動向シリーズ

開発への新しい資金の流れ

- 10 秋山孝允 大村玲子 編著
2010年3月 発行

http://www.fasid.or.jp/files/publication/kaihatu_6/1.pdf#search='%E6%96%B0%E8%88%88%E5%9B%BD%E9%96%93+%E9%87%91%E3%81%AE%E6%B5%81%E3%82%8C'

15

ニッセイ基礎研究所

基礎研レポート アジア新興国・地域中央銀行の政策と傾向

経済調査部門 研究員 高山 武士

2013年04月発行

- 20 http://www.nli-research.co.jp/report/nlri_report/2013/report130412.html