

平成 27 年度証券ゼミナール大会

5

金融のグローバル化について

10

15

20

2015 年 11 月 2 日
長崎県立大学シーボルト校
シーボルト企業研究会 A（開原班）

目次

序章	4 頁
5 第 I 章 金融のグローバル化とは何か	5 頁
第 1 節 金融のグローバル化とは	5 頁
第 2 節 金融のグローバル化の歴史	6 頁
1. 金融規制の標準化	6 頁
2. 金融機関や取引所の多国籍な活動拡大	8 頁
10 3. 資本移動の拡大	9 頁
第 II 章 金融のグローバル化の利点	10 頁
第 1 節 資本移動の自由化	11 頁
第 2 節 市場参加者の多様化	12 頁
15 第 3 節 資金フローの対象と手段の多様化	13 頁
第 III 章 金融のグローバル化の弊害	14 頁
第 1 節 終わらない金融危機	15 頁
1. 金融システムの変化	15 頁
20 2. 「100 年に一度」の危機	19 頁
3. 世界的影響	23 頁
第 2 節 新興国と先進国の相違	24 頁
1. 新興国の通貨危機	25 頁
2. グローバル・インバランス	28 頁
25 3. 見えてきた構図	31 頁
第 IV 章 今後望まれる金融システム	33 頁
第 1 節 銀行業の業務範囲規制	33 頁
1. アメリカでの動き	34 頁
30 2. ヨーロッパでの動き	34 頁

3. 提案 135 頁
第 2 節 規制監督体制の見直し35 頁
1. 規制監督体制・規制監督当局の問題点36 頁
2. アメリカ・ヨーロッパでの問題点36 頁
5 3. 提案 237 頁
終章38 頁
参考文献40 頁

序章

グローバル化という言葉が日常よく使われるようになったのは、20 世紀に入ってからである。グローバル化は経済や金融などさまざまな分野で急速に浸透していった。このグローバル化により、さまざまなモノの移動にかかる時間、コストが削減され、移動するモノの量は増加し、移動範囲も広範囲に行われるようになり、私たちの生活にもグローバルに恩恵が共有されてきた。その一方、金融技術革新の進歩や環境変化によってそれまでの規制をすり抜けることが可能になり、金融危機が相次いでいる。金融のグローバル化が進んだ現在では、国際的な大金融グループは国をまたがり多数の拠点(支店、現地法人等)をもち、そこで行う業務も多岐にわたる。グループ内の資本関係、取引関係、業務上の相互依存関係は複雑なものとなっていることが多く、また関係する法令や当局も国をまたがり多岐にわたる。こういった複雑性が円滑な金融活動の弊害となり、最終的に金融危機を招く要因となってしまうことが問題視されている。今後、金融危機を未然に防ぎ金融のグローバル化を適切に図るために、金融システムにおける規制の強化と、監督体制の見直しが議論されている。

本論文では、まず第 I 章で、金融のグローバル化の現象を経済のグローバル化の台頭との関連の視点から明らかにし、金融のグローバル化の指標として設定した(1)金融規制の自由化、(2)金融機関や取引所の活動拡大、(3)国際資本移動の拡大の3点から、金融システムの変遷の流れを述べる。第 II 章では、金融のグローバル化のメリットとして挙げられる、経済成長と経済厚生の向上や投資の促進、制度インフラの向上が可能になった経緯を述べる。次に、第 III 章では、金融のグローバル化が発達することで発生を繰り返す「終わらない金融危機」と、新興国と先進国の相違による、新興国に不利な融資の構図の実態を甚大な弊害として挙げ、第 IV 章では、それらの弊害に対応可能な提案として、①銀行業の業務範囲規制の見直し、②世界的な規制監督当局の構築をあげ、望ましい金融システムのあり方の主張をまとめていく。

第 I 章 金融のグローバル化とは何か

5 情報技術の高度化と通信手段の発達によって進展した金融のグローバル化は、
金融市場に大きな変革をもたらした。本章では、金融のグローバル化について
定義づけ、それによって推進された金融の自由化に注目した。金融の自由化に
よって金融機関の相互参入が本格化したことや、対外への資本移動における規
制緩和の影響など、自由化による世界金融のしくみの変化について考察する。

10

第 1 節 金融のグローバル化とは

1980 年代から、グローバリゼーションがとくに顕著な現象となり、モノ、
カネ、人、情報等がボーダレスに移動することが増え、経済活動とその影響が
15 世界規模で一体化するようになった。一般に「金融の国際化」とは、居住者の
外貨建て金融取引や、非居住者の円建て金融取引、オフショア市場での金融取
引など、国際間の金融取引が増大する状態を指す。加えて、金融機関の相互乗
り入れの活発化といった金融機関の活動自体が国際化していくことも含まれる。
「金融のグローバル化」とは、これがさらに進展し、各国それぞれ固有の金融
20 市場が国境で分断されるのではなく、世界全体で 1 つの金融市場が存在するか
のようになること、つまり、金融の国際化が深化した状態が金融のグローバル
化である¹。金融のグローバル化は、経済活動のグローバリゼーションと並行
しながら進展した。なかでも情報技術の高度化と通信情報手段の発達は、国際
的金融取引の制約となる地理的距離や時差を消滅させ、瞬時的な資本の国際移動
25 を可能にし、金融のグローバル化を促進させた。金融のグローバル化によって、
国家間の資金の流れが活発化し、さまざまな金融サービスが国境を越えて提供
されるようになり、金融商品価格の内外連動性が高まる、といった現象がもた
らされた²。

¹ 勝(2011)230 頁。

² 翁(2014)23 頁。

第 2 節 金融のグローバル化の歴史

5 金融の規制緩和が進んだことにより巨額な資本投資がグローバルに行われるようになったことは金融活動を活発化させたが、その反面、一国の危機がグローバルに伝播するきっかけを生んだとも言える。本項では、金融のグローバル化を決定付ける指標別の視点から、金融のグローバル化の背景を述べ、金融のグローバル化の流れを考察する。

10

1. 金融規制の標準化

規制緩和による金融の自由化の推進と規制の統一化は金融のグローバル化そのものであるといえる。

15 1974～1975 年の世界恐慌以降、先進諸国は低成長の時代に突入し、企業の設備投資も大きく落ち込んだ。実物投資の減退により、企業の資金需要も減退し、その結果、各国の資金循環勘定において資金不足主体が企業部門から政府部門へと展開し、大規模な国債市場が各国に形成された。また、資金の運用側においても、先進国における最大の資金余剰主体である家計部門の資金を、
20 企業部門以外に有利に運用できる投資先の開拓として、1970 年代後半から 1980 年代にかけて対外への資本移動の規制が次々と緩和・撤廃されることとなった。その一つが、内外の資本移動を規制する直接的な手段である外国為替管理の緩和・撤廃である。また、1980 年代には内外資本移動を阻害する間接的な障壁であった各種投資主体に対する運用規制も緩和された。そのため、機関
25 投資家による国際証券投資が急増した。また 1990 年代には、外国為替銀行で自己売買を行うディーラーの為替持高規制が緩和・撤廃され、ディーラーの自己資本による為替・資本取引が大幅に自由度を増した³（表 1-1）。これらの金融規制の調整は経済収支赤字不安がある時期には直接投資以外の外資導入を図り、国際収支が黒字化すると流出規制を緩和するというかたちで進展した。

³ 上川・藤田(2012)254 頁。

したがって、日本経済・国際収支の状況によって自由化方針が一時的に逆戻りしている時期もみられるが、基本的には資本流入・流出ともに規制から自由化へ次第にシフトしていった⁴。

5

表 1-1 日本における金融自由化の動き

年月	資本流出規制とその推移
1967年7月	対内直接投資の第一次自由化 (71年8月の第一次まで段階的に自由化)
1969年10月	対外直接投資の第一次自由化 (72年6月の第四次まで段階的に自由化)
1970年4月	対外間接投資の自由化開始
1973年5月	対内直接投資の原則100%自由化
1979年12月	外為法改正 ①資本取引の原則自由化 ②大量の資金移動、外為相場制変更等は資金取引許可制に変更可 ③金融市場への悪影響及ぼす恐れのある場合、当該資本取引の内容変更・中止可
1980年1月	証券会社、中期国債ファンドの取扱い開始
1984年4月	日本企業のユーロ円債発行解禁
1984年6月	円転規制撤廃 居住者向け短期ユーロ円貸付自由 銀行の公共債ディーリング開始
1984年12月	ユーロ円CD発行解禁
1985年4月	市場金利連動型預金(MMC)取扱い開始 非居住者向け中・長期ユーロ円貸付自由化
1985年6月	円建BA市場創設
1985年7月	銀行、外貨建転換社債を海外市場で発行
1985年10月	大口定期預金の金利自由化
1985年11月	外国銀行の信託業務開始
1985年12月	外銀系証券会社(出資比率50%以下)の支店開始
1986年2月	短期国債(TB)の入札発行開始
1986年6月	外国銀行によるユーロ円債発行解禁
1986年10月	超長期利付国債(20年物)公募発行開始
1986年12月	オフシェア市場創設
1987年2月	邦銀海外支店の海外CP取扱い解禁
1987年5月	銀行、証券会社、保険会社等による海外金融先物市場での取引解禁
1987年9月	20年物国債公募入札制全面移行
1987年11月	国内CP市場創設 非居住者ユーロ円CP自由化
1988年5月	金融先物取引法公布
1988年10月	金融機関の住宅ローン証券流動化を許可

⁴ 伊藤(1992)157頁。

1988年11月	抵当証券業法施行
1989年5月	居住者向け中・長期ユーロ円貸付の自由化
1997年5月	外為法改正 ① 資本取引の許可・事前届出制廃止（事後報告制に変更） ② 外為業務の自由化（事後報告に変更外為銀行の認可制廃止）
1997年6月	東京金融先物市場創設 小口MMC販売開始
1997年7月	小口MMCのキャッチ・フロアー制廃止の方針決定 1億円までの外貨建海外預金の自由化

出所：重原（1990）8頁、大田（2006）39頁を基に筆者作成。

5 2. 金融機関や取引所の活動拡大

銀行、証券会社、投資銀行業、機関投資家等の活動が、各国市場をグローバルに見据えて展開されるようになった。

銀行の国際資金取引は国内信用システムを基盤に、情報化された資金が簡単に移動するようになった。また第二次世界大戦後には、取引の効率化のため主要取引先に海外拠点を置き、それらを連結してグローバルに展開する多国籍銀行が急増した。1980年代まで、多国籍銀行の活動をリードしたのはアメリカ商業銀行であったが、1982年のメキシコ債務支払不能宣言をうけ、国際業務としては貸付業務を縮小し、手数料利益が得られる証券業務への比重を高めていった。国際金融市場の流れも1980年代から証券化され、多国籍銀行も証券を中心とした投資銀行業務に力を入れるようになった。そのため、ユーロ債を中心とする国際証券取引はその後も年々拡大していった。しかし、2007年からのサブプライム危機によるアメリカやヨーロッパの大手金融機関の経営困難が影響し、多国籍銀行同士の連携や吸収・合併、再編の動きが一層進んだ。そこで、これらの世界金融危機を踏まえた規制強化の一環として、バーゼルⅢが適用された⁵。

証券業務では、アメリカ投資銀行が投資銀行業務をグローバルに展開して大きな収益を上げ注目されたため、ヨーロッパのユニバーサル・バンクも投資銀

⁵ 上川・藤田（2012）138-139頁。

行業務に力を入れるようになった。この背景には、1990年代から進むFRB（アメリカ連邦準備制度理事会）とSEC（アメリカ証券取引委員会）による規制緩和の動きがある。銀行のレバレッジ規制と緩め投資をしやすくし、一方で投資銀行のレバレッジ倍率をも拡大し、銀行から投資銀行に巨額の資金融資が可能となる素地を作った。こうした資金がアメリカ住宅ブームを反映した住宅ローン担保証券をつくり、債務担保証券も加えた証券化商品がアメリカ、ヨーロッパ等に売られ、巨額の資本投資がグローバルに展開した。この仕組みにはさまざまな業態の金融機関が相互に連鎖していたため、サブプライム危機、リーマンショックによる影響も同様に広範囲の業務に広がることとなった⁶。

5
10
15
20
さらに、保険会社や年金基金等の機関投資家の国際資本市場に占める比重が非常に大きくなっている。機関投資家の活動はアメリカやヨーロッパで活発であり、1990年代に資産規模も大きく増加した。アメリカの機関投資家の役割が増加した大きな要因として挙げられるのは、企業に代わって年金加入者が個人運用リスクを負うことになる確定拠出型年金制度への移行である。これは、より高い収益を求める投資家からの資金が機関投資家へと流入したためである。そのためヨーロッパにおいても、国債を中心として域内のクロスボーダー投資が進み、日本でも1980年代後半に巨額の貿易黒字を累積する一方、ジャパン・マネーを元手にした対外証券投資が膨張していった⁷。

3. 国際資本移動の拡大

25
国際資本移動の拡大は、これまで述べてきた（1）金融制度の調和、（2）金融機関や取引所の活動拡大と密接にかかわっている。金融機関による国際銀行取引や国際証券取引は従来から行われてきたが、新たな金融商品の開発や金融取引の飛躍的拡大によって、とくに1990年代から国際資本移動の規模が格段に拡大した。先進国ではさまざまな金融市場の規制緩和に歩調を合わせて国境を越えたM&Aが活発化し、グローバル化が進展した。また、先進国に加え、

⁶ 上川・藤田(2012)142-143頁。

⁷ 上川・藤田(2012)144-145頁。

新興国も含めたグローバルな資金取引が行われるようになった。2000年代以降は外貨準備、国内貯蓄の増加が課題となり、現在では対内直接投資や株式の流入のシェアが拡大し、これらが経済成長に寄与している国もある。

- 5 国際資本移動の特徴として、次の点が挙げられる⁸。
1. 国際資本移動の主役が、企業や政府などの資金調達側ではなく、機関投資家やヘッジ・ファンドなどの資金運用側に移行している。
 2. 国際資本移動の主要な形態が、従来の銀行貸出しから証券投資へと変化した。
- 10 3. 投資対象となる証券についてみた場合、大量の証券をすぐ売買できる流動性が重視され、高い流動性を備えた各国の国債市場が重要性を増している。
4. 先進諸国間では双方向の資本移動が拡大している。
- 15 規制緩和により巨大な貯蓄の一部を国外で運用できるようになった先進各国
所在の機関投資家による、流動性が高い先進各国の国債市場への、双方向かつ
直接的な重要性を増している。
- 新興市場諸国へのネットの資本移動は、1980年代半ばから拡大し、これらの
諸国の多くが資本移動規制を緩和した1990年代半ばに最初のピークに達した
- 20 ⁹。

第Ⅱ章 グローバル化の利点

- 25 ここ数十年来、金融イノベーションの一層の深化や金融の自由化に伴い、金融
市場のグローバル化が急速に進展し、それにより自由で多角的な形態がとれる
ようになった。「グローバル化」と呼ばれるような国際金融市場の最近の動き
は、資本移動や市場参加者に大きな影響を与え、大きく分けて3つのメリット

⁸ 上川・藤田(2012)255-256頁。

⁹ 詳しくは石見・伊藤(1990)を参照。

を生み出した。それは、資本移動の自由化と、市場参加者の多様化、資金フローの対象と手段の多様化である。本章ではそれぞれのメリットの原因や市場に与える影響を述べている。

5 第1節 資本移動の自由化による効率的な資金配分

まず、第一のメリットとして、国際的な資本移動が可能になったことが挙げられる。これは、変動相場制への移行によって拡大した。なぜなら、為替レートの変動を含んだ予想収益率の格差によって動く金利裁定が活発になり、為替レートの変動リスクを回避するためのヘッジ取引も盛んになったからである。自由な資本移動は、貯蓄の地球規模での効率的配分を促し、資源を最も生産的な利用に振り向けることに役立ち、経済成長と経済厚生を高める。特に通常資金不足と考えられる新興国においては、資本の輸入が不可避であり、それによって国内の貯蓄不足を補い、開発のための投資を行っていくことが必要であるので、海外からの資金移動の動向は新興国の開発の成否をにぎる要因なのである。これまで資金が流れにくかった移行経済諸国やラテンアメリカや東アジア諸国が新興市場として、グローバルな資本市場に統合されたために、資本移動は飛躍的に拡大した¹⁰。個別の国の観点から見ると、その便益は、投資可能な資金プールの増加、および国内居住者の外国資本市場へのアクセスが高まるという形態をとる。国際経済の観点から見ると、資本勘定を開放することは、各国が貿易と投資をファイナンスでき、より高い所得水準が得られる回路を広げ、多角的貿易システムを支えることができる。

金融のグローバル化が進むにつれて拡大していったのが、国境を越えた資金フローである。IMFの調査によると、対外直接投資、他国の債券・株式の購入といった国際資本移動の額は、1980年代前半から2000年代前半までで約10倍近くにまで膨らんでいる。

さらに、投資信託においても近年グローバル化の影響が見られる。日本をはじめ、アメリカ・イギリス・フランスの海外投資が増加している。こういった投資の資金の流入は、外国銀行の活動の急拡大による影響を受けていると思わ

¹⁰ 岩本・奥・小倉・河崎・金・星野(2012)114頁。

れる。外国銀行の進出は、新興国の銀行市場の機能を強化し経済発展を高めるものとして期待が寄せられている。外国銀行の進出のメリットとして、国際銀行市場へのリンケージが強化され、海外資金の流入が拡大し投資が促進されることが挙げられる¹¹。

5

第2節 市場参加者の多様化

第二のメリットとして挙げられるのは市場参加者の多様化である。従来からの
10 の多国籍企業や金融機関の活動はもちろん、1990年代にはヘッジ・ファンド
が登場した。また、最近では国境を越えて未公開企業への投資を行い、その企
業の成長・再生を支援するプライベート・エクイティ・ファンドや、オイルマ
ネーや外貨準備を運用する政府系ファンドによる活動も顕著になってきており、
ヘッジ・ファンドのファンド数も増加傾向にあった。特に、1990年1月から
15 1999年12月にかけて、ヘッジ・ファンド業界の運用資産は劇的に増加した。
ヘッジ・ファンドの運用資産は200億ドルから5000億ドルにまで増えたので
ある。これは、当時のヘッジ・ファンドの少数の大手グローバル・マクロ・フ
ァンドマネージャーによる動きによるものであった¹²。グローバルマーケットが
拡大し、新たな資本市場の発展が続くなか、有能なマネージャーにとっては市
20 場の非効率性から利益を生み出していく機会が広がることで、活動が活発化し
た。

また、新たに市場の参加者として挙げられるのが、外国銀行である。外国銀
行の参入により国内の金融取引がさらに高度なものとなり、国際的な取引も活
性化させることを通じて、国内の金融政策手段が多様化し法制度や金融監督・
25 規制といった制度インフラがレベルアップを促されるという影響がみられた¹³。
外国銀行の進出は、サービスの多様化と質の向上を促進させ、長期的にみると、
地場銀行の効率性を改善させその競争力を高める効果を持っている。

¹¹ 奥田・三重野・生島(2010)72頁。

¹² ジョセフ(2002)39頁

¹³ 奥田・三重野・生島(2010)73頁。

表 2-1 長期純資本移動と各期間中の年平均値(1980-1992)

単位：10 億ドル

	1980-82	1983-86	1987-90	1991-92
総額	257(100%)	288(100%)	540(100%)	845(100%)
先進国	147(57.2)	210(72.9)	458(84.8)	700(82.8)
途上国	110(42.8)	78(27.1)	82(15.2)	145(17.2)
公的移転	38(14.8)	42(14.6)	71(13.1)	123(14.6)
直接投資	55(21.4)	57(19.8)	161(29.8)	154(18.2)
ポートフォリオ	52(21.8)	115(39.9)	194(35.9)	411(48.6)
その他	112(43.5)	74(25.7)	114(21.1)	157(18.6)

5

出所：Griffith-Jones and Stallings, “New Global Financial Trend”, Journal of Inter American Studies and World Affairs, Vol. 37 No.3, fall 1995, pp.62-63.

10

以上の表は投資の構成比を示したものである。資本の流れの拡大には、1985年のプラザ合意によるドル相場調整局面での日本などの金融の自由化、先進国間の相互の直接投資の増加が、また1990年代以降は、ポートフォリオ投資の拡大が大きな役割を果たしていることがわかる。

15

第3節 資金フローの対象・手段の多様化

第三のメリットは、資金フローの対象や手段の多様化である。これは、先進工業国から新興国への流れに加えて、産油国などから豊富な資金が先進工業国へ流入するなど、より多元的で双方向的なものとなったことを示しており、債券や株、先物といった金融商品、金融派生商品の拡がりという形でも進行している。

対外資金フローは、公的資金と民間資金に大別されており、公的資金は返済義務の有無に着目して、公的長期債務と贈与とに分類することができる。また、

最近は労働者送金の存在感が強まっている。この労働者送金は新興国から先進国への出稼ぎ労働者が母国へ送金するという意味で、新興国への資金フローを構成するものである。労働者送金は出稼ぎ労働者という民間主体による資金供給と整理できるため、広義の民間資金フローと位置付けられる¹⁴。この労働者送金は家計所得を補償する役割を持つため、マクロ的には景気循環をならすような動きを示している。出稼ぎ労働者が母国に確実かつ迅速に送金できるのも、グローバル化の恩恵を示す具体例である。

5

また、最近の対外資金の動向でみられるのが、インターネットを使った資金の移動で、特に1990年代から2000年代にかけてインターネットでの資金の移動が顕著になってきている。

10

以上が金融のグローバル化が進むことによって起こるメリットである。上記のメリットの他に、グローバル化が進むと、国家間の関係も密接なものとなり、今まで以上に強い国際協力の形が取れるようになり、不況・貧困・金融危機などの大きな経済的な問題の解決にもつながるというメリットが起こることも予想される。

15

また、このメリットに加えて、豊富な資金フローがもたらすイノベーションや自由化などもグローバル化が進むことによって生まれるメリットのひとつである。

20

第Ⅲ章 グローバル化の弊害

前章においては、金融のグローバル化に伴うメリットを述べてきた。様々なメリットの存在が、金融システムに大きな影響を及ぼしたことは紛れもない事実である。その一方で、金融のグローバル化がもたらす弊害も見逃せないものである。そこで本章では、メリットの一方に生じる金融のグローバル化の弊害について述べていく。弊害については、①終わらない金融危機、②新興国の弊害に分けて、考察する。

25

¹⁴ 奥田・三重野・生島(2010)156頁。

第 1 節 終わらない金融危機

5 金融のグローバル化が拡大したことによって、一国に起こった危機はその国にとどまらず世界各国に広がる可能性が高まっている。本節では、金融危機の背景にある金融システムの変遷を振り返るとともに、リーマンショックにはじまる 2008 年の世界金融危機を例に危機の要因、世界的影響について考察していく。

10

1. 金融システムの変化

(1) 規制緩和への流れ

15 1929 年に、ニューヨーク株式市場の大暴落によって発生した世界大恐慌は、各国の金融システムの在り方を見直す大きな転機となった。国の垣根を越えて広がった金融危機に際し、各国は第一次グローバル化を押しとどめる動きを進めていったのである。具体的には、アメリカにおいて、銀行と証券会社を分けるグラス・スティーガル法が制定され、日本でもそれに倣って、証券取引法
20 65 条で銀行による証券業務を禁止した¹⁵。その後、第二次世界大戦を経て、戦後の国際金融は金との交換を保障した米ドルを基軸とした、固定相場制を築いた。それによって、為替の変動に振り回される可能性を最小限に留め、貿易の促進を図った。しかしその後、1970 年代後半には、ブレトンウッズ体制が崩壊し、固定相場制から、為替が市場の需要と供給量によって自由に変化する
25 変動相場制へと金融システムは変化した。このシステムの変化は、再び金融のグローバル化を助長する大きな転換点となった。そして、金融のグローバル化に伴い、1980 年代には、各国で様々な金融の規制緩和路線¹⁶が打ち出された。

¹⁵ 太田(2010)8 頁。

¹⁶ 1986 年にサッチャー首相が打ち出した金融大改革（ビッグバン）をきっかけとして、アメリカや欧州でそれまでの規制を緩和する動きが高まった。

金利規制、銀証業態分離規制、資本取引規制、為替管理などが次々に緩和、撤廃されていった¹⁷。グラス・スティーガル法やダグラス条項の廃止、ユーロ市場における資本参加制限の撤廃などがあげられる。

5 (2) 金融機関の巨大化

規制緩和が成されて以降、金融機関はこの数十年の間に、活発に合併・買収(M&A)を繰り返し、銀行、証券会社、保険会社を巻き込む金融機関の大統合を積極的に推し進めていった。銀行と証券の垣根を分けるグラス・スティーガル法が撤廃されたことによって、銀証の垣根は実質的になくなり¹⁸、銀行による証券会社の買収にとどまらず、保険会社の銀行買収にまで発展し、銀行、証券、保険などが入り混じった買収合戦が起きた¹⁹。銀行が、証券業務を新たな収益源として位置づけ、ヨーロッパでは、証券の発行・引き受けなどを手掛けていたイギリスのマーチャントバンクがヨーロッパ大陸の大手銀行(ユニバーサル・バンク)に買収された²⁰。また、統合を進めたもう一つの要因が、金融機関経営の悪化である。不良債権などで経営の行き詰った状態が、統合の対象として狙われるケースが多い。規制の緩和・撤廃といった新しい秩序が形成されるころで、これまで明確に区分されていた銀行業、証券業、保険業といった各業態の垣根を越えた統合が起こったのである。

新たな収益源の獲得や、業務経営の見直しのどちらの要因にせよ、金融機関の統合は巨大な金融組織を作り出したことは紛れもない事実である。それはしたがって規模が大きく、それに伴って破たんの影響が大きくなるため、実質的に破たんさせられないという「トゥー・ビッグ・トゥー・フェイル(大きすぎて潰せない)」の原理を生み出している。公共性の強い銀行は、規模が大きくなればなるほど実体経済との結びつきが緊密になるので、放置できないので

¹⁷ 上川・藤田(2012)133頁。

¹⁸ 米国では、1999年に、グラム・リーチ・ブライリー法が制定され、銀行本体による証券業務の兼業は禁止されるものの、系列会社による証券業への参入が可能となり、実質的な業務範囲規制がなくなった。

¹⁹ 太田(2010)9頁。

²⁰ スイス銀行(SBC)による名門SGウォーバークの買収が代表例としてあげられる。

ある²¹。これは結果的に、1930年代の大恐慌後に構築された金融秩序を変えただけでなく、リスクのグローバルな拡大を引き起こし、金融危機が再び相次ぐ事態を招いた。ラインハートとロゴフは、戦後発生した金融危機は18あるとし、そのうち五つは大危機（5大危機）、それ以外の13の危機を小危機であると述べている（表3-1）。

表3-1 第2次世界大戦後に先進国で起きた銀行・金融危機

国名	危機発生年
5大危機（深刻な大型危機）	
スペイン	1977
ノルウェー	1987
フィンランド	1991
スウェーデン	1991
日本	1992
5大危機よりゆるやかな危機	
イギリス	1974
ドイツ	1977
カナダ	1983
アメリカ（S&L）	1984
アイスランド	1985
デンマーク	1987
ニュージーランド	1987
オーストラリア	1989
イタリア	1990
ギリシャ	1991
イギリス	1991
フランス	1994
イギリス	1995

出所：ラインハート・ロゴフ（2011）318頁より作成。

10 2007年までに発生した戦後危機のなかでも最悪の事態を招いたのが1992年に日本で発生した金融危機であり、「失われた10年²²」を導く要因となったものである²³。また、ラインハートとロゴフは、危機を、インフレ、通貨暴落、

²¹ 山口（2012）29頁。

²² バブル崩壊に伴って1993年～2002年まで続いた不況をさす。戦後における日本経済史上最長の不況となった。

²³ ラインハート・ロゴフ（2011）318-319頁。

通貨の品位低下といった、厳密に数値によって定義できる危機と、銀行危機や対外債務及び国内債務のデフォルトといった事件によって定義される危機の二つの側面から分類している。数値で定義される危機においては、具体的な数値を導き出し、より定性的な判断を要する危機として、事件で定義される危機を取り上げている²⁴（表 3-2）。

表 3-2 ラインハートとロゴフによる危機の定義

	危機のタイプ	内容
数値	インフレ危機	インフレ率が年 20%以上。
	通貨暴落	対ドルでの年間下落率が 15%以上。
	通貨の品位低下	通貨の金属含有率減少。通貨改革。
事件	銀行危機	銀行の閉鎖
	連鎖的	取付け騒ぎ
	信用逼迫	重要金融機関の閉鎖などに伴いその他の金融機関でも同様の措置が成される状況
	債務危機	債務のデフォルト
	対外債務	政府による対外債務のデフォルト
	国内債務	政府による国内債務のデフォルト

出所：ラインハート・ロゴフ（2011）を基に筆者作成。

²⁴ 詳しくはラインハート・ロゴフ（2011）を参照。

2. 「100年に一度」の危機

(1) アメリカ・サブプライムローン問題

- 5 2008年、アメリカを発端として起こった世界金融危機は、1929年に発生した世界恐慌以来、最もグローバルな危機として位置付けられている²⁵。この金融危機の背景には、サブプライムローン問題があげられる。サブプライムローンとは、これまでの住宅ローン借入者（優良顧客＝プライム）よりも、信度の低い借入者を対象にした貸付けである。このサブプライムローンは住宅価格の上昇継続が前提とされているものであり、住宅価格の上昇が顕著だった当時のアメリカでは、それに目をつけてこの貸付けが行われるようになった。住宅価格が上昇していれば、仮に返済が不可能となった場合でも、担保として買った土地と住宅を競売にかけることによって、返済能力の低い借入者でもローンとそれに対する金利を支払うことができるからである²⁶。
- 10
- 15 大恐慌の教訓として生まれたグラス・スティーガル法の廃止後、アメリカではサブプライムローン証券化ビジネスが拡大した。返済不能のリスクが高い債務を、銀行からオフ・バランスし、バーゼルなどの銀行規制をクリアしていった。しかし、巨大で限られた数の金融コングロマリットが、サブプライムという複雑なリスクの商品を世界に販売したことで、ついには住宅価格の低迷と返済遅延が増大し、リスクが一部のAIG（American International Group）など金融コングロマリットに集中、政府の支援を要することとなった。
- 20

(2) 問題の背景

- 25 ここでは、リーマンショックの背景となった、サブプライムローン問題について述べ、グローバル化の拡大による金融危機への影響について考えていく。問題の背景として、以下の2つがあげられる。

①証券化によるリスク管理の複雑性

²⁵ 詳しくはラインハート・ロゴフ(2011)を参照。

²⁶ 中島・吉崎・塚崎(2009)76-77頁。

②金融機関の統合

①証券化によるリスク管理の複雑性

サブプライムローンの特徴としてあげられるものの一つがその証券化である。

- 5 「リスクは他人に押し付ける」アメリカ金融機関の原則的な考えから生まれたリスク分散の効率化を図った手法といえる。

- 先述したように、サブプライムローンの世界的拡大を後押ししたのが、証券化である。証券化は、より広い資金のプールから資金調達し、リスクを転移したいという主体のニーズが運用の多様化を求める投資家のニーズと合致し、
- 10 リスク分散の仕組みとして大きく発展してきた²⁷。金融機関におけるバランスシート構造の不均衡を解消しようとする努力が、民間金融機関のレベルでも進められ、その試みの一つとしてあげられるものが、住宅モーゲージ債権の証券化であった²⁸。様々なタイプのモーゲージ担保証券（mortgage-backed securities : MBS）が発行され、モーゲージ以外の貸付債権ないしそのプ
- 15 ールを担保とする資産担保証券（asset-backed securities : ABS）として、リース債権や自動車ローンおよびクレジット・カード債権などに裏付けされた証券へと仕組みが広がった²⁹。そして、サブプライムローン証券においては、ファニー・メイ³⁰やフレディ・マック³¹などの政府関係機関が基準を設け、保証することで商品の質が担保されていた従来の仕組みではなく、民間機関の
- 20 主導により進められたことが大きな特徴のひとつである。したがって、関連の民間金融機関にひとたび疑問や不安の目が向けられることによって、サブプライムローンを組み込んだ MBS の信頼も低下していくこととなった。債務担保証券（collateralized debt obligations : CDO）は、優先劣後構造をもつモーターゲージ担保証券のなかで、支払い優先順位スキームの下位のトラ

²⁷ 藤井(2013)6頁。

²⁸ 櫻川・福田(2013)178頁。

²⁹ 櫻川・福田(2013)178頁。

³⁰ 連邦抵当金庫 (Federal National Mortgage Association: FNMA, 通称 Fannie Mae)。

³¹ 連邦住宅抵当貸付会社 (Federal Home Loan Mortgage Corporation: FHLMC, 通称 Freddie Mac)。

ンシェに位置する証券の市場性を確保するために登場したものである³²。商業銀行や投資銀行から成る CD0 マネージャーは、下位のトランシェに位置しているモーゲージ担保証券を買い取り、それを再パッケージして新たな CD0 を作り上げ、さらにいくつかのトランシェに分けて、投資家に販売していった³³。

5 だが、いかに精巧に仕組まれた証券とはいっても、本来の品質が低い証券であるため、そのままでは投資家の確保は困難である。そこで、いくつかのモーゲージ担保証券を組み合わせた CD0 そのものがもつ「多様性の利点」(diversification benefits) を生かし、仮にある債権がデフォルトしたとしても、もうひとつの債券が組み込まれれば、それらの債券が同時にデフォルトする確率はさらに低くなるという役割を生みだした。これが、CD0 のほか、シンセティック CD0 においても、高格付を付与する基本的考え方であった³⁴。

10 CD0 は、モノラインによるその品質の保証や格付会社の格付によって、一見、優良な投資債券に思われるかのごとく装われた。それに加え、幾層もの証券化によって、CD0 はもともとのモーゲージとの関係性を希薄なものにしている。

15 そして、それは信用デリバティブ (credit default swap: CDS)³⁵ の登場によって、さらに深化していった。デフォルトが発生すれば、契約内容に応じてその損失額を穴埋めしてもらえらる CDS の発行は、サブプライムの債務不履行が多くなっていった段階で始められるようになった³⁶。CDS の想定元本ベースの残高は、2004 年末の約 6 兆ドルから 2007 年末には 58 兆ドルにまで急増

20 している³⁷。この CDS の主な購入先がヨーロッパの銀行であり、リーマンショックの影響がヨーロッパにおいて最も大きかったのも、このことが大きな要因だと考えられている。ヨーロッパの影響に関してはのちに詳しく述べる。

また、CDS を組み込まれた CD0 (シンセティック CD0 など) は、さらに優

³² 櫻川・福田 (2013) 182 頁。

³³ 詳しくは田中 (2010) を参照。

³⁴ 櫻川・福田 (2013) 183 頁。

³⁵ CD0 のデフォルトリスクに対して保証するために保険会社が販売したもの。CDS は、特定の債務不履行に対して CDS の売り手が買い手 (債権者) への返済を行う契約であり、企業や政府・自治体などの債務を対象として発達した金融商品である。

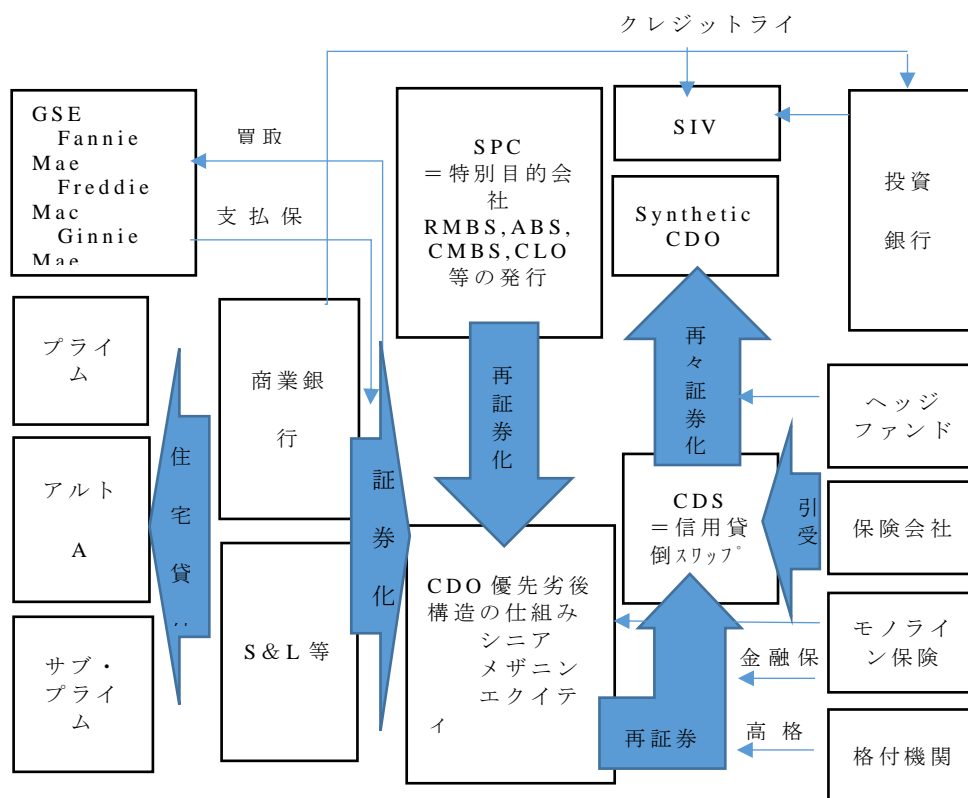
³⁶ 櫻川・福田 (2013) 184 頁。

³⁷ 2004 年末の約 6 兆ドルから、年々増加し続け、2007 年にそのピークを迎えた。詳しくは田中 (2010) を参照。

先劣後構造をもつ複数のトランシェに分解されていく。このように、証券化の仕組みが層々になっていくことで、もともとのモーゲージとの乖離が深刻化し、信用リスクがますます遊離してくる事態を作りだした（図 3-1）。

5

図 3-1 証券化の構造



出所：櫻川・福田（2013）186 頁より作成。

10 実体的な基礎の部分から大きく乖離していた分、その根本的基礎となる住宅
 価格の下落、デフォルトの発生、リスクの顕在化がひとたび生じることによ
 って、幾層にも組み上げられた構造は一気に転落し、信用収縮のメカニズムが
 動作する大きな危険性を内包していた。証券化商品一般のなかに、どのよう
 な CDO がどれほど含まれているのかが不明であったことから、金融機関は互いの
 バランスシートに対する不安が高まり、カウンターパーティーリスクを高める

こととなった³⁸。

サブプライムローンとは、証券化という仕組みを利用することによって、そのリスクを分散することを目的としていた。しかし、その構造の複雑性から、リスクの管理が難しくなり、リスクの拡大をもたらす結果となった。

5

②金融機関の統合

グローバル化は金融規制緩和と大きな相関関係にある。規制から解放された金融機関は、デリバティブ（金融派生商品）や証券化などを開発・拡大させ、より一層の収益拡大を狙って合併・買収（M&A）を繰り返し、世界的なメガバンクの時代に突入した。銀行が統合へと進んだのには、金融を操る投資銀行の台頭があった³⁹。金融システムそのものが、融資などの間接金融から、証券の発行による市場での資金調達という直接金融へとその仕組みをシフトさせつつあった。したがって、融資を主とする銀行は、証券会社の存在が脅威となっていたのである。業務の拡大で、利益を上げようとする本来の戦略は、サブプライムローンの複雑な階層構造から生み出されたリスクの分散を結果として集中して被ることとなった。業務の拡大は、リスク管理を困難なものにしていたことがわかる。M&Aによる巨大な金融機関の形成が、金融危機を深刻化させる要因となっていることは見逃せない事実といえる。

リーマンショックは100年に一度の危機と呼ばれた。皮肉なことに金融機関経営者も、政府も、大恐慌の教訓を忘れ、サブプライムローンの危険性を見抜けなかった。金融コングロマリットは、大きすぎたために、経営者にとっても、政府にとっても、大きすぎてコントロールできない「魔物」にも見える。金融機関の仕組みそのものの変革が今後の金融システムの安定に求められていると考えられる。

25

3. 世界的影響

サブプライムローン問題は、リーマンブラザーズの破綻、すなわちリーマンショックを引き起こす引き金となり、アメリカのみならず世界各地に影響を及

³⁸ 詳しくは櫻川・福田（2013）を参照。

³⁹ 太田（2010）180頁。

ぼした。日本でも、サブプライムローン問題によりみずほファイナンシャルグループが 6000 億円もの損失を出したことがその典型例である⁴⁰。そのなかでも、ヨーロッパの金融機関への影響は、最も直接的で甚大なものであった。アメリカの住宅価格の下落にともない、住宅価格上昇に裏付けされていたサブプライムローンの信用リスクが顕在化し、住宅バブルの崩壊がそのままサブプライムローンの不良債権を生んだ。先述したように、サブプライムローン関連証券商品は、ヨーロッパの金融機関に広く購入されており、そのことがヨーロッパ金融機関の直接的打撃という結果をもたらした。

2007 年 9 月には、イギリスで、サブプライムローン関連証券化商品を所有していないノーザン・ロック銀行が銀行取付に遭い、住宅金融大手のブラッドフォード・アンド・ビングレー社が経営破綻し、国有化される事態となった⁴¹。アイスランドでも金融機関の経営破綻、国有化が相次ぎ、ドイツ、フランスではサブプライムローン関連証券化商品を保有していた大手金融機関が経営破綻に直面した⁴²。アメリカという一国で起こった金融危機が、証券化という手法によって世界中に拡大し、さらには、巨大化したことでリスク管理が行き届かなくなった金融機関の在り方が、危機の影響を甚大なものにしたのである。

第 2 節 新興国と先進国の相違

20

金融のグローバル化によって引き起こされる金融危機に新興国が対応することで、先進国に悪影響が及ぶ。それに先進国がある策を採ることで、新興国を圧迫する。この構図が生まれていることを、新興国の通貨危機とグローバル・インバランスの二点を用いて説明する。

25

⁴⁰ 太田(2010)38-39 頁。

⁴¹ 櫻川・福田(2013)227 頁。

⁴² 櫻川・福田(2013)227 頁。

1. 新興国の通貨危機

1990年代は新興国市場やグローバル化という言葉が使われ始めた時期である。欧米の企業やヘッジ・ファンドは、高い成長を見込んで中南米、アジア、ロシアなどの新興国へ資金投じ、そうした国の通貨の為替レートは上昇した。その点では金融危機後の欧米の投資行動に似ている。しかし、通貨高が輸出競争力を弱めたこともあり、金融機関の経営悪化など一つの躓きをきっかけに、資金の国外流出が始まると、連鎖反動的に資金が流出し続けた。その結果、株、債券、通貨のトリプル安になり、経済、社会が大混乱した。それがメキシコ通貨危機（1994年）、アジア通貨危機（1997年）、ロシア通貨危機（1998年）であった⁴³。

グローバリゼーションは貧困の軽減に失敗したが、それはまた社会の安定性を保持することにも失敗した。アジアとラテンアメリカにおける危機は、あらゆる新興国の経済と社会の安定を脅かした。

欧米諸国は貿易障壁をなくすよう貧しい国にせまりながら、自らの障壁は保ってきた。新興国が農産物を輸出できないようにしておくことで、彼らが必要とした輸出による収入を奪ってきたのである。欧米の銀行は、ラテンアメリカとアジアの資本市場の規制がゆるめられたことによって利益を得たが当のラテンアメリカとアジアにとってはそれが打撃となった。それまで大量に入ってきていた投機的なホット・マネー⁴⁴が、にわかにならなくなってしまったからである。

突然のマネーの流出のために通貨は暴落し、銀行制度は弱体化した⁴⁵。

1997年7月2日にタイ・バーツの暴落を契機としたアジア通貨危機は、アジアからロシア、ラテンアメリカ、さらにはマレーシア、韓国、フィリピン、インドネシアをも襲い、世界を脅かす危機となった。その年の終わりには、為替相場の災厄としてはじまったものが、東アジアの多くの銀行、株式市場、さ

⁴³ 小口(2011)199-200頁。

⁴⁴ 流入したかと思うと一夜にして流出するマネーのこと。通貨が値上がりするか値下がりするかの賭けでしかないことが多い。

⁴⁵ ジョセフ(2002)23-25頁。

らには経済全体にマイナスの影響をおよぼしていた。この騒乱の時期に IMF が押しつけた政策は、状況をいっそう悪化させ、IMF の役割を根底から考え直す契機となった。振り返ってみれば、たしかに IMF の政策が下り坂の経済をさらに悪化させただけでなく、ときとして経済下降の引き金にさえなっていた

5 ことは明らかだった。もちろん、各国の誤った政策も原因の一つではあるのだが、あまりにも急速な金融市場と資本市場の自由化がおそらくこの危機の最も大きい原因だった。今日、IMF は自分たちの誤りを、すべてではないが、かなり多くの点で認めている⁴⁶。しかし、彼らが見解を変えたときには、苦しんでいる国々を助けるのに手遅れだった。

10 過去 30 年、東アジアは世界のどの地域よりも安定していた。あらゆる市場経済の特徴である景気の変動にも影響されなかった。あまりにも立派なその実績は、世界中で「東アジアの奇跡」と呼ばれたほどである⁴⁷。日本からの圧力を受けて、ようやく世界銀行は東アジアの経済成長に関する研究に着手した⁴⁸。

15 最終的に発表された報告での扱いはごく地味だったが、世界銀行の研究からは、政府の果たした役割の重要性が明らかであった。

危機がはじまったとき、欧米はその深刻さに気付いていなかった。タイへの援助を求められたアメリカのビル・クリントン大統領は、パーツの暴落を、経済繁栄にいたる道筋での「ちょっとしたつまずき」だとした。クリントンの確信と冷静さは、世界中の金融界の指導者たちも共有していた。一方、アジア諸

20 国の指導者たちは恐れをなしていた。危機が生じて、国の経済と社会を大混乱におとし入れる。さらに、IMF が押しつけようとしている政策は、危機が生じたときの経済への衝撃をさらに大きくするとも思われた。それでも、彼らは抵抗する気になれなかった。危機を防ぎ被害を最小限に食い止めるにはどうすればいいかということはわかっていたが、そのために行動すれば IMF から非難

25 され、下手をすると国際資本が引き揚げてしまうかもしれないと考えたからであった。経済のグローバル化が進むにつれて、新興国はその意思とは関わらず無条件で国際経済に取り込まれていった。市場が未熟な新興国は、自国経済も

⁴⁶ 過度に性急な資本市場の自由化がどれほど破壊的な影響をもたらすかということ。

⁴⁷ ジョセフ(2002)135-136 頁。

⁴⁸ この最終報告には『東アジアの奇跡』というタイトルがつけられた。

ままならない状態で国際経済を意識した経済運営が要求されるという過酷な状況に置かれているともいえるかもしれない。また、巨額の資金を動かしている海外で発生したショックの影響がそのまま自国経済に波及するかもしれない。新興国の場合は、金融市場の動揺が実物経済に及ぼす影響は計り知れないほど

5 大きいだろう。タイで発生した通貨危機と周辺諸国への波及、そしてその後発生した金融危機と経済危機は、まさにこれが現実のものとなってしまったのである⁴⁹。

ある国の状況が悪化すると、周囲もつられて悪化し、一地域の経済の減速が世界にも広まった。全世界の経済成長が減速し、物価が下落した。ロシアから

10 ナイジェリアまで、天然資源に依存していた多くの新興国が大きな困難に逢着した。これらの国に自分の資金を投じていた投資家は、自分の財産が急激に目減りするのを目の当たりにし、さらには、投資家自身が融資を受けている銀行が資金の回収をはじめたので、投資家は他の新興国での投資を手控えなければならなかった。

15 ブラジルは、石油にも依存していなければ、深刻な状態におちいつている国との貿易にも依存していなかった。ブラジル経済の未来は、これらの国とはまったく関係ないはずだった。にもかかわらず、ブラジルも進行中の世界的な金融危機に巻きこまれた。外国の投資家のあいだに不安が広がり、投資を切り詰

20 めはじめたからだ。最終的には、インフレの抑制に成功したことを主な理由として IMF が長いこと改革の「顔」としてもちあげてきたアルゼンチンも含めて、ほぼすべての新興市場が大きな痛手をこうむった⁵⁰。

1997 年から 1998 年にかけて、東アジアの危機はつぎつぎと他の国に広がっていった。その間に IMF がおかした多くの誤りのなかでも最も理解に苦しむのは、それぞれの国で追及される政策の重要な相互作用になぜ気づかなかったのかということだ。ある国で実行された縮小政策は、その国の経済を圧迫し

25 ただけでなく、周囲の国々にも悪影響をおよぼした。縮小政策を提唱しつづけることにより、IMF はある国の景気下降をどんどん隣の国へ伝染させていったのである。どの国も経済力が弱まると、周囲の国から輸入を減らした。したが

⁴⁹ 中川(2006)1-2 頁。

⁵⁰ ジョセフ(2002)147-148 頁。

って、周囲の国も経済力が低下することになったのである⁵¹。

2. グローバル・インバランス

5 2000年代以降顕著になったアメリカの大幅な経常収支赤字の拡大と、これ
と表裏一体の関係としてのアジア諸国（とくに中国）および資源輸出国の大幅
な経常収支黒字の拡大を意味しているのが、グローバル・インバランス（世界
的経常収支不均衡）である⁵²。世界的に潤沢な貯蓄を持つ国が増える一方、そ
の国々がそれに見合った国内投資を増加させなかったことから、世界的な資金
10 余剰と低金利が発生した⁵³。

「金融グローバル化が進み、その便益を享受してきた先進国と、金融グロー
バル化と通貨・金融危機の発生を順番に繰り返してきた新興国」という対比が
成り立つ。1980年代に入ったころより、国境を越える金融取引が一貫して増
大を続け、金融グローバル化が進展してきました。一方、ちょうどこの時期に、
15 先進国政府と新興国政府の対外経済政策に大きな違いが見られるようになった
⁵⁴。その違いとは、外貨準備の保有についての政策スタンスの差である。

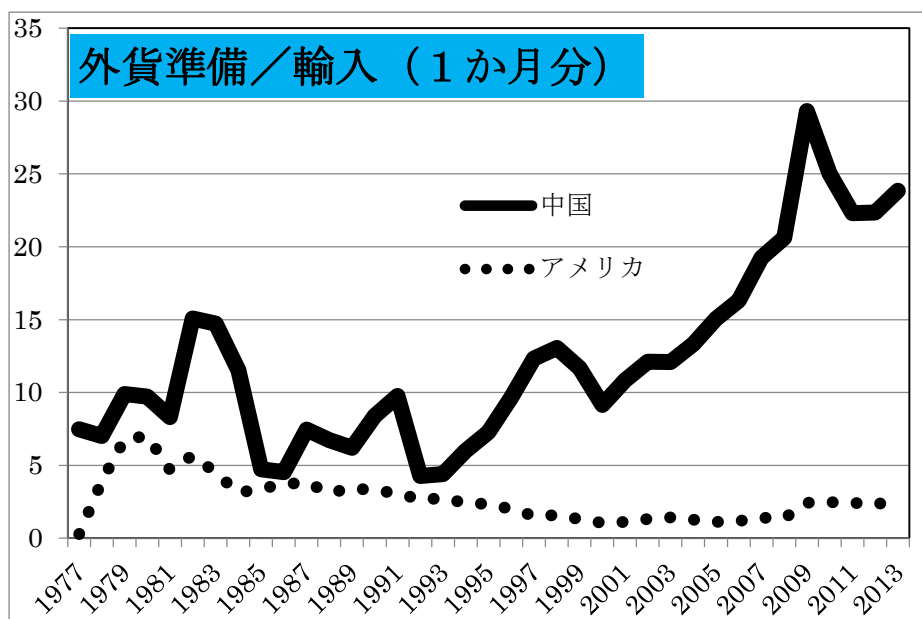
⁵¹ ジョセフ(2002)159頁。

⁵² 上川・藤田(2012)208頁。

⁵³ 上川・藤田(2012)214頁。

⁵⁴ 国宗(2008)1頁。

図 3-2 外貨準備率の推移



出所：世界銀行 HP を基に筆者作成。

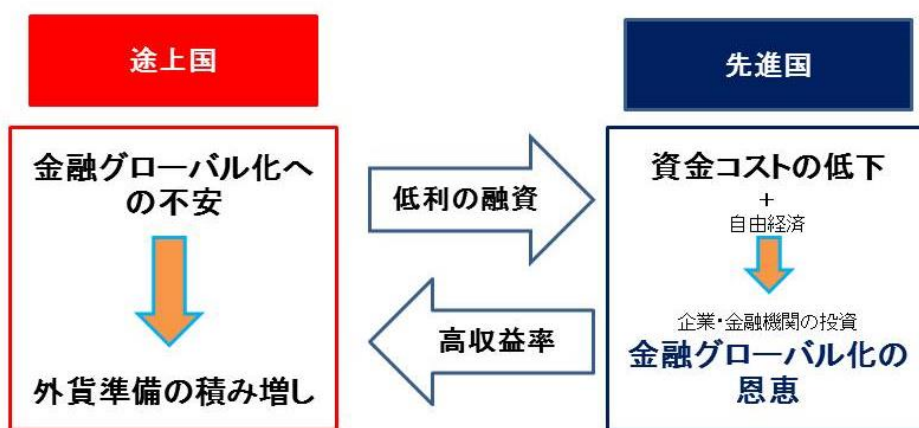
- 5 図 3-2 は、先進国と新興国それぞれについて、外貨準備が輸入の何カ月分あるかを示したものである。これを見ると、1990 年代に入ってから、先進国は外貨準備を継続的に減らしてきたのに対し、新興国は継続的に増やしてきたことが分かる。その結果、2006 年末では、先進国の外貨準備は輸入の 2 カ月分を少し上回るほどでしかなくなったが、新興国では輸入の 9 カ月分に相当する大きさとなっている。こうした違いが持つ意味とは、次の通りである。

15 金融グローバル化を先導する先進国では、企業や金融機関といった民間の経済主体が、積極的に国際金融取引に乗り出す一方で、政府は外貨準備を減らしていた。一方の新興国においては、金融グローバル化は政府の警戒心を高める効果があった。つまり、万一の事態に備えて外貨準備を積み増ししたのだと考えられる⁵⁵。外貨準備は、万一の場合の備えとしての役割が期待されるので、比較的換金が容易で安全な資産の形で保有される。こうした資産の収益率は低いのだ。外貨準備の対象となる通貨は米ドルをはじめとする先進国通貨であるから、新興国の政府は、先進国に対して低利での融資を行っているのと同じ

⁵⁵ 国宗(2008)1-2 頁。

ことになる。これは、先進国の利用可能な資金量を増やし資金コストを低下させた。こうして、豊富で安価な資金を手にした先進国の企業や金融機関は、その一部を新興国への投資にまわしたのである。このことは、民間ベースの活動であるから、当然のことながら高い収益を目指す。そして、実際に高い投資収益を稼いできた（図 3-3）。

図 3-3 先進国と新興国における資本の流れ



出所：国宗（2008）2 頁を基に筆者作成。

10

新興国は損をして、先進国が得をしたということだろうか。例えば、アメリカは純債務国になって久しいが、アメリカの投資収支は黒字である。つまり、アメリカは借金が超過しているにもかかわらず、アメリカが受け取る利払いや配当の額の方が、支払う額よりも大きいのである⁵⁶。

15

新興国は外貨準備資産を対外債務残高の大きさと比べて増やすことができれば、金融危機が発生して資本流入が突然停止しても債務返済などに対応できる可能性が高まる。だが、その外貨準備による利回りはそれほど高くはない。多くの資金を必要とするアジア地域から先進諸国に向けて、蓄積された貯蓄資金の一部が先進国に向かっているのはおかしな現象である⁵⁷。新興国は、先進

20

国によって翻弄されているのである。

⁵⁶ 国宗（2008）2 頁。

⁵⁷ 白井（2009）12 頁。

それに対して、アメリカでは 2000 年 4 月に IT バブルが崩壊、2001 年 9 月に同時多発テロが発生したことから景気が低迷し、FRB は 2001～2003 年まで政策金利である FF レート（短期金利）を段階的に引き下げた。この引下げによってアメリカの景気は回復したが、住宅価格の高騰が顕著となったため、
5 2004 年に FF レートを引き上げた。しかし、本来ならば短期金利の上昇によって上昇するはずの長期金利は依然として低水準のままであった。アジアの新興国や資源輸出国からの余剰資金のアメリカへの流入が、長期金利を上昇させなかったことが、その原因であるとバーナンキは指摘している。結果として住宅価格の高騰に歯止めがかけられず、低金利のもとでより高い収益性を求めて
10 投資家がサブプライム関連の証券化商品を購入したことが、大手銀行の破綻を招き、世界金融危機を引き起こすことになった。一方、不動産や株式など資産価格の高騰によって、アメリカでは所得を上回る過剰消費が促され、経常収支の赤字幅が拡大したとされる⁵⁸。先進国は、新興国の外貨準備によって金融危機を引き起こすことになったのである。

15

3. 見えてきた構図

金融のグローバル化への対応の仕方として、「先進国対新興国の通貨戦争」という構図が見えてきた。

主要先進国の多くは、2008 年金融危機後の経済の落ち込み、失業率の悪化
20 に対して従来にない大幅な金融緩和政策を採った。この政策により作り出された豊富な低金利の資金は比較的高金利で経済成長率の高い新興国に流れ込んだ。そのメカニズムはキャリートレードと呼ばれる取引に代表される。低い金利の通貨 A を借りて、その通貨を売り、比較的高い金利の通貨 B を買い、その資金を値上がりが見込めそうな資産に投資する取引である。この取引により A
25 の B に対する為替は売られるので、レートは下落傾向になる。通貨 B の国の資産に対する需要が増えるので資産価格は上昇する。

一方、金融危機の影響が軽微だった新興国は、経済の落ち込みからの回復も早かった。国内の景気刺激策もさることながら、海外からの資金流入は基本的に資金不足の新興国にとっては経済発展の原動力にもなった。だが短期間に巨

⁵⁸ 上川・藤田(2012)214-215 頁。

額な資金が入るようになると、資産バブルの懸念やそれらの資金が急速に流出するときの経済に与える悪影響が心配された。そして何より、巨額の資金流入は短期間で大幅な通貨高をもたらすようになった。それは経済成長を牽引していた輸出の競争力を奪うことに他ならない⁵⁹。

5 そこで外為市場で自国通貨の売り介入をして為替レートの上昇を止めようとした。それは最初のころは効果的であったが、次第に効果が薄れてきた。そこで今度は、海外からの資金の流入を抑制するために様々な規制措置を採って対抗した。しかし、これも規制が厳しくしすぎて資金がほとんど入ってこなくなつては元も子もない。だから完全に規制することはできない。

10 この戦いでは、前半（金融危機後からアメリカの量的緩和政策の第二弾である QE2 の可能性が出る 2010 年 8 月まで）は先進国の金融緩和政策は自国の経済刺激につながらず、新興国に資金が流れ、新興国の経済発展を促す効果の方が大きかった。つまり戦いは新興国有利に展開した。だが後半になると、先進国の経済も徐々にその効果が現れ始める一方で、新興国は通貨高に拍車がかかり、市場介入の強化や一層の資本規制を余儀なくされた。このあたりで戦局は五分に戻った。実際に QE2（2010 年 11 月～2011 年 6 月）が実施される頃には、新興国側にはインフレ懸念が強まり、中国やブラジルのように利上げを余儀なくされる国が多くなった。成長優先か、インフレ抑制優先かの難しい局面を迎え、そしてインフレ優先策を採る国が増えた。この時点では通貨高もイン
15
20 フレ抑制に役立つので、ある程度許容することになる。この局面では新興国側が押され気味で、先進国有利となった⁶⁰。

金融のグローバル化が進む中で、新興国がそれに対応することで、先進国に対して不利益なことが起こる。先進国がその不利益に対して、ある策を採ることで新興国が押される。このループを繰り返しているのである。足の引っ張り
25 合いが起こっているのだ。

以上が、新興国と先進国の相違について述べることで、見えてきた構図である。

⁵⁹ 小口(2011)21頁。

⁶⁰ 小口(2011)21-23頁。

第Ⅳ章 今後望まれる金融システム

5 第Ⅲ章第2節において、金融機関の統合は信用リスクを顕在化させ、危機に
対する脆弱性が浮き彫りとなっていることを指摘した。利益を追い求めるがゆ
えに、本来の金融システムから遊離してしまったことは大きな反省点であるとい
える。また、現行の規制監督体制も、金融のグローバル化が進んだ今ではその
10 複雑さや対応の遅さが問題になっている。この章では、提案として、①銀行
の業務の範囲規制について、②世界的な規制監督当局の構築をあげ、それら
を取り巻く環境や問題点を改めて整理しながら考察する。

第1節 銀行業の業務範囲規制

15 米国をはじめとする先進国の金融機関は、近年その規模を拡大してきた。そ
の背景は、金融機関の情報産業化に伴うシステム投資拡大によって固定費が増
加し、規模拡大のメリットが出てきたこと、業務や地域の多角化による収益機
会の追求やリスク分散の効果も狙ったことにあった。しかし、規制緩和の動き
20 がもたらした金融機関の大規模な統合は、メガバンクを作り出し、銀行、保険、
証券といった業務の垣根を低くした。そのことがサブプライムローン問題の影
響を金融業界全体にもたらす要因となったことは、先述した通りである。この
ことから、今後は、統合し規模が拡大した金融機関の分離が必要であると考
える。

25 大手銀行全体をみると、リーマンショックをはさむここ10年ほどの資産と
リスク分散の程度の相関は、資産規模が大きくなるとリスク分散が実現してい
る。しかし、資産規模が巨大化してしまうとリスクがかえって高まる方向に作
用することも事実である。こうした問題にもかかわらず銀行が巨大化を進めて
きた背景として、暗黙のうちに「トゥー・ビッグ・トゥー・フェイル（大きすぎ
て潰せない）」方向で規模の拡大を黙認した金融機関監督政策があったので

はないかという批判が高まった⁶¹。システム上重要な銀行については、その破綻による社会的コストが非常に大きい。金融システムの安定を確保するために銀行業の業務範囲規制を行うことは、今後重要な課題のひとつである。

5

1. アメリカでの動き

アメリカでは、銀行への業務範囲規制の強化を目指すルールとしてボルカールールの導入が検討されている。ボルカールールは、銀行を銀行本来の預金貸出主体の商業銀行業務に回帰させるのが目的である。具体的には、銀行が自己勘定で短期売買(トレーディング)取引や、ヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティ・ファンドなどへ出資することを制限するものである。さらに、ドッド・フランク法では、規模についても、巨大金融機関の合併を禁止し、大型金融機関の負債シェアが市場シェアの10%を超えることを禁止している。

15

2. ヨーロッパでの動き

ヨーロッパでは、リテール取引とその他の活動を分離(リングフェンス)し、リテール業務に厳しい規制を課する提言がヴィッカーズ委員会で提出され、EUでも、リーカネン報告の提言により、銀行とは法的に分離された別会社で銀行業に影響をおよぼすリスクの高い取引を行わせようとしている。各国は預金を扱う本来の銀行業務と他業務を分離し、銀行業としてリスクを取りすぎないように業務範囲を工夫している。

25

⁶¹ 翁(2014)179頁。

3. 提案 1

銀行のグローバル化に影響を与えず、Too big to fail 問題から訣別するためには、業務規制に関して適切な国際基準を設ける必要があると考える。実際に、米国ではボルカールールの導入に関して、米国だけがこうした規制を入れれば米銀行の収益力は低下し、他国の銀行に比べても競争力が低下してしまうのではないかと懸念の声もあがっている。また、その内容に対しても批判がある⁶²。業務規制が欧米諸国でそれぞれ導入されると、銀行業のビジネスモデルもこれに合わせて変えていかざるを得ない上に、国ごとに異なる規制により、銀行が連結ベースでの規制を逃れる形でリスクの高い取引をすることが懸念されている。また、イギリスや EU など国ごとに異なるアプローチをとることから、銀行のグローバル化が進みにくくなり、銀行マーケットが国ごとに分断される傾向が出てくること、これによって破綻処理方法も変化し、監督も難しくなることも懸念材料としてあげられている⁶³。したがって、金融市場の安定化に向けた規制を世界規模で協議し、各国における銀行業務の規制で生じる競争力などの差を小さくすることが重要であると考えられる。

第 2 節 監督体制の見直し

20

現代では一国内の資金移動ばかりでなくいくつかの国にまたがった資金移動が瞬時に行われている。また、銀行も一国内にとどまることなく、外国に支店を設置することで国際業務に積極的に参加することが当然のことになっている。このような情勢を踏まえたうえで、個々の金融機関の破綻防止だけでなく、「金融市場全体の視点」に立った規制監督制度に改革すべきである。

25

⁶² 取引対象の金融商品の売買を細らせてしまうと、市場流動性を低下させる。このため、金融商品の流動性プレミアムを拡大し、些細なショックでも金利が上昇し、かえって市場を不安定化させる可能性があるからである。

⁶³ 翁(2014)188 頁。

1. 規制監督体制・規制監督当局の問題点

2007年からの金融危機後、多くのケースにおいて、規制監督当局はある程度金融機関のリスクが問題のある事態となりつつあることを認識しつつも、これを是正するための行動をとっていなかったことが明らかになった⁶⁴。この背景には、市場が合理的である・金融機関の経営者がいちばんよくわかっているという思い込みや金融機関の活動への規制監督当局の介入に否定的な風潮のため、リスクが顕在化し金融機関に重大な損失が発生する前の段階で介入することについて、規制監督当局が躊躇する傾向があったことがあげられる。

現在の金融規制においては、時として経済的に同様の実質を持つ取引や業務について、適応される規制のレベルに大きな差があることが問題である。このような場合、業務や取引が規制の緩い部分に流れ、さらには金融機関が積極的に規制の裏をかく行動にでることがある。たとえば、規制の緩い国に作った法人を通じて業務を行ったり、複数の規制監督当局が存在する米国では国内でも同様の問題が生じた。

さらに、規制監督当局と規制対象が一体化し、規制監督当局が金融機関にとって都合のいい対応をとることも問題である。実際に、2000年代には「自由な市場はいいことだ」「先進的な金融技術の革新を妨げてはいけない」といった価値観が当局にも受け入れられていたために、高収益をあげていた金融機関は自分たちの主張を通し厳しい規制を回避しやすかったのである⁶⁵。

2. アメリカ・ヨーロッパの問題点

アメリカでは、規制監督当局が歴史的経緯から林立しており、規制監督制度が複雑になっていることに加え、そうした規制監督当局の隙間からこぼれ落ち、より緊密なモニタリングが十分にできていないシャドウ・バンクのプレイヤーが規制回避的に行動していたことが問題として挙げられる。ヨーロッパで

⁶⁴ 天谷(2012)37頁。

⁶⁵ 天谷(2012)113頁。

は、欧州中央銀行 (ECB) が監督の機能とは切り離されており、最後の貸し手としての機能を必ずしも十分に果たせていなかった点が挙げられる。

3. 提案 2

5

金融のグローバル化を安定させるためには、上で述べたような問題点がない、世界的な監督体制が必要である。各国の監督当局による国際的な協調の強化も重要であるが、体制の複雑さや対応の遅さに問題があるという点で、根本的な解決につながらない場合もある。世界的な監督体制を構築し、正確に規制をしていくことが重要である。

10

規制のギャップによって、規制の実効性が失われたり、市場のゆがみの要因となることを防ぐために、この監督体制では規制を一般的で単純なものにする必要がある。また、経済的実質が同様なものについては同様な規制を課すことで、わかりやすく均一な規制の実施を目指す。

15

つぎに、業界や政治の影響から独立した規制監督当局にすることが必要である。規制監督当局の独立として、組織形態としては十分な独立性を保っていたはずのアメリカやイギリスでも、2007年からの金融危機においてこういった問題が浮き彫りになったため、組織を独立させるということだけでなく、業界や政治の影響を受けないようにするためのルールが必要である。これによって、厳格な規制監督対応を回避したい金融機関からの働きかけをうけた政治家からのプレッシャーを受けることもなくなり、迅速で正確な対応にもつながる。さらにシステム上重要な金融機関に対して毎年必ず最低限の監督作業を行うことで、監督機能を十分にはつきすことを目指す。また、有効な監督体制を整備するために、①市場分析能力の強化、②的確で実効性のある早期警戒シグナル発信による危機対応能力の強化も必要である。

20

25

①市場分析能力の強化

マクロ経済や金融市場、システム上重要な金融機関の経営情報や資金繰り、決済システムの動向などについて十分な情報を収集し、モデル分析などにより

金融システムの安定性が確保されているかを検証する体制が必要である⁶⁶。そのためには、アカデミックで高度な分析能力をもつ人材を育て、それを活用できる体制を構築していく必要がある。

5 ②的確で実効性のある早期警戒シグナル発信による危機対応能力の強化

当局がシグナルを発信して危機を防止すると同時に、万が一危機が起こった際には、迅速に内外の関連当局と連携を取りながらこれに即座に対応する必要がある。万が一危機が起こってしまった時には、資金供給機能や迅速な破綻処理機能等が準備されていることが重要である。

10

これらが有効的に機能しなければ、組織を単に設けただけでは役割を果たすことができない。したがって、市場分析とそれを活用して危機に対応できる体制と能力が必要不可欠である。

15

終章

本論文ではまず、規制の緩和と自由化の変遷に注目し、金融のグローバル化について考察した。銀行や証券会社、機関投資家の活動がグローバル化したこと
20 によって危機が発生しやすくなったこと、また、そういった事態に対応するための規制も今日まで多く設けられるようになったことを学習した。次に、資本移動の自由化・市場参加者の多様化・資金フローの対象と手段の多様化をグローバル化によるメリットとして紹介した。これらは、経済成長と経済厚生
25 の向上や投資の促進、制度インフラの向上に役立ったが、3章で述べた通り金融危機を誘発したり、新興国が先進国に対して低利での融資を行うというような構図を作り上げることになったりと、その弊害も大きなものであることがわかった。こうした金融のグローバル化に対する提案として、①銀行の業務範囲規制を見直すこと、②世界的な規制監督当局の構築をあげ、金融のグローバル化

⁶⁶ 翁(2014)148頁。

を適切に進めながら、世界の金融市場を安定させるための方法について検討した。

最後に、本論文を作成するにあたって、金融のグローバル化について広い視点から考察することができた。情報化の目覚ましい進歩に伴い、金融市場も時代に合わせて多種多様に変化していく。本論文では規制の強化、監督方法の見直しを提案したが、今後は、現行の規制の見直しや強化だけでは対応しきれない課題も多くなってくるかもしれない。今後も金融がグローバル化することの是非を考察しながら、私たちなりの意見をもっていきたい。

10

15

20 [注記]本論文の多くは小原ゼミとして作成したものである。全日本証券研究学生連盟にはシーボルト企業研究会+小原ゼミで申し込んだが、提出までに確認ができていないため、表紙から、小原ゼミを外して、シーボルト企業研究会とした。

参考文献

- ・天谷知子(2012)『金融機能と金融規制—ブルーデンシヤル規制の誕生と変化』金融財政事情研究会
- 5 ・伊藤隆敏(1992)『国際金融の現状』有斐閣
- ・石見徹・伊藤元重(1990)『国際資本移動と累積債務』東京大学出版会
- ・岩本武和・奥和義・小倉明浩・河崎信樹・金早雪・星野郁(2012)『グローバル・エコノミー 第3版』有斐閣
- ・翁百合(2014)『不安定化する国際金融システム』NTT出版
- 10 ・大田英明(2006)「資本・金融自由化と安定的経済発展—新しい成長パラダイム—」『愛媛経済論集』第25巻、2・3号
<http://www.jsie.jp/Chubu/jsie3cb.pdf>(2015年10月30日アクセス)
- ・太田康夫(2010)『グローバル金融攻防三十年』日本経済新聞出版社
- ・奥田英信・三重野文晴・生島靖久 著(2010)『新版 開発金融論』日本評論
- 15 社
- ・小口幸伸(2011)『通貨戦国時代 円高が続く本当の理由』朝日新聞出版
- ・上川孝夫・藤田誠一(2012)『現代国際金融論〔第4版〕』有斐閣
- ・国宗浩三(2008)『金融グローバル化と翻弄される途上国』ジェトロ・アジア経済研究所
- 20 <http://www.ide.go.jp/Japanese/Research/Region/Asia/Radar/pdf/20081224.pdf>(2015年7月16日アクセス)
- ・櫻川昌哉・福田慎一(2013)『なぜ金融危機は起こるのか』東洋経済新報社
- ・重原久美春(1990)「金融自由化の進展と金融政策」『金融研究』第9巻、第4号
- 25 <http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk9-4-1.pdf>(2015年10月30日アクセス)
- ・ジョセフ・E・スティグリッツ(2002)『世界を不幸にしたグローバリズムの正体』徳間書店
- ・ジョセフ・G・ニコラス(2002)『マーケットニュートラル投資の世界—ヘッジ・ファンドの投資戦略』パンローリング株式会社
- 30

- ・白井さゆり(2009)「世界経済とグローバル・インバランス ―国際経済秩序へのインプリケーション―」『SFC ディスカッションペーパー』
http://gakkai.sfc.keio.ac.jp/dp_pdf/09-08.pdf(2015年9月23日アクセス)
- 5 ・世界銀行ホームページ
<http://www.worldbank.org/>(2015年11月2日アクセス)
- ・田中素香(2010)『世界経済・金融危機とヨーロッパ』勁草書房
- ・中川利香(2006)『マレーシア通貨危機と金融政策』青磁書房
- ・中島厚志・吉崎達彦・塚崎公義(2009)『世界経済 連鎖する危機』東洋経済新報社
- 10 ・藤井真理子(2013)『グローバル金融危機と日本の経済システム』日本経済新聞出版社
- ・藤原帰一・NHK「地球特派員」取材班(2009)『グローバル資本主義の未来 危機の連鎖は断ち切れるか』日本放送出版協会(NHK出版)
- 15 ・山口義行(2012)『終わりなき世界金融危機 バブルレス・エコノミーの時代』岩波書店
- ・K・ラインハート・K・ロゴフ(2011)『国家は破綻する 金融危機の800年』日経BP社