

グローバル金融危機について

甲南大学 大塚ゼミチーム

目次

- 第一章 なぜグローバル金融危機は起こるのか
- 第二章 サブプライムローン危機はどうすれば防げたのか
 - 第一節 バブルと金融危機
 - 第二節 最先端金融工学による証券化
 - 第三節 証券化を円滑に行うための格付け機関
 - 第四節 高い金融機関のビバレッジ比率
 - 第五節 世界金融危機に至るまでの過程
- 第三章 新興国の金融政策の現状
 - 第一節 新興国の実質経済成長率の推移
 - 第二節 新興国への資金の流れ
 - 第三節 新興国における資本流入
 - 第四節 世界経済の見通し
 - 第五節 新興国における経済政策の動向
 - 第六節 世界の名目 GDP の推移
- 第四章 今後起こりうる金融危機
 - 第一節 アメリカから新興国へのカネの流れ
 - 第二節 新興国と先進国の金融成熟度
 - 第三節 現在の体制の問題点
 - 第四節 新興国の金融政策
- 第五章 必要とされる予防策
 - 第一節 各国の対応策
 - 第二節 再発・拡大防止策の方向性
 - 第三節 金融イノベーションと規制・監督

第一章

なぜグローバル金融危機がおこるのかについて

5

これまでに金融危機は幾度となく、また様々な地域で起こってきた。金融危機はバブル崩壊が引き金となることが多く、IT バブルの崩壊、住宅バブルの崩壊、資源価格のバブル崩壊と連鎖して発生した経緯がある。このようなカネ余り経済では大量の資金が行き場を求め、次々とバブルを引き起こしては金融危機発生リスクを生み出していく。この度のFRBの量的緩和政策における市場への資金供給も欧米各国に限らず、より成長が期待できる市場であった新興国へ資金流入が続き、バブル懸念をもたらした。

10

アメリカ経済がある程度回復し量的緩和縮小が決定的となった今、その資金がアメリカへと回帰する動きが見られ、特にブラジルの脆弱な5カ国(ブラジル、インド、インドネシア、トルコ、南アフリカ)と呼ばれる新興国を筆頭に景気減速懸念や通貨安問題が起きている。経済がグローバル化した現代においてアメリカの中央銀行の金融政策は全世界に影響が及んでおり、このような新興国経済の減速はサブプライム危機から回復しつつある世界経済に対して新たな金融危機の火種になりかねない。

15

20

おもに信用創造の逆回転である信用収縮によって金融危機へと至ることになる。銀行による信用創造が活発に行われるようになると、預金などの信用貨幣は急速に増大した。信用創造によって生まれた信用貨幣は、誰かが銀行から借金をすることで生まれる。そして信用貨幣の価値は本源的には借手である「誰か」の債務返済能力が保証している。そのため、借手の返済能力が低下すると信用貨幣はその価値が危ぶまれることになると思う。信用創造によって経済全体の貨幣は現金よりも多くなっているため、そもそも全ての預金を現金と交換することは出来ない。しかしながら銀行は通常、信用貨幣を現金貨幣に交換することを制限していないため、銀行への貸手(預金者)は、信用貨幣の価値に

25

不信感を抱いた場合、現金貨幣へ交換する取引（引き出し）を行なうことになる。通常時、預金の引き出しは統計的に一定量を超えることはないため、銀行経営は成り立っているが、預金債権者が一定量をこえて引き出しに殺到した場合は、これに応じることが出来なくなる。これが取り付け騒ぎである。こうして銀行による信用構造が崩壊するなか、銀行の貸し出し先は返済を求められる。返済によって経済世界から信用貨幣が減少する。

結果として経済活動は低調になる。いくつかの借手はこれを返済することが困難と見こまれ、信用貨幣の一部は不良債権化する。ここで借手が資金繰りのショートを起こして倒産すると、債権放棄(借手に対する贈与)を余儀なくされた銀行は危機に陥る。このような恐慌状態に陥る可能性がある状態を、金融危機と呼ぶ。例えば銀行が多額の不良債権を抱えた場合は、上述の恐慌状態に陥る危険が高まっているため、金融危機が起きていると言える。

銀行の貸し出しが不良債権化することが金融危機を引き起こす原因となるため、不良債権発生防止が図られる。銀行の貸し出し先を分類し引当金を積むことで、実際に不良債権が発生した場合に預金者への影響なく償却することが可能となる。銀行経営への不安から取り付け騒ぎが起きて、金融危機が現実化する。これを防ぐため預金の保護が図られる。信用貨幣である預金は各銀行が債務として負っているものであり、本源的な価値は銀行の貸手の返済能力が保証している。つまり、預ける銀行によって預金の安全性は異なる。より安全な銀行を志向して資金が不必要に移動すると偶発的な金融危機が発生しかない。また銀行の経営が危機に陥っても預金保護が明確になっていれば深刻な取り付けを回避することが出来る。この預金保護は、銀行が危機に陥る前から保険料を支払い保険基金を形成することで実現する。

世の中には、ある出来事がきっかけになり、その前後で様相が一変することがある。2007年7月に米国で起こった「サブプライム問題」は、まさにこれに該当する。これによって世界の金融・資本市場には不安感が横溢した。それが世界金融危機と呼ばれるほどの深刻な事態に発展したのは、08年9月に米国で第4位にランクされる証券会社のリーマン・ブラザーズが経営破たんしたことにある。この二つの事件が世界の金融と経済を一変させたのである。リーマン・ショックは金融不安を金融危機の域まで押し上げてしまった。金融危

機とは、一国の金融システムが機能障害を起こし、資金がうまく回らなくなって企業や個人など経済主体が打撃を受ける事態をいう。

今回はそれが米国にとどまらず、他の先進国、新興国なども巻き込み、世界的規模のものになった。リーマン・ショック後、これが最初に具体的な形で現れたのは短期市場だった。金融機関はこの市場で手元資金の貸し借りを行っており、最も高い信用に支えられた市場とあってよいと思う。そんな市場でさえリーマン・ショック後は、相互不信と疑心暗鬼を募らせ、資金の出し手が激減してしまった。こんな事態を放置すると、金融機関の資金繰りが苦しくなり、企業や個人に対し貸し渋りが始まり、下手すると倒産する先が出てしまう。そこで直ちに米、欧、日の中央銀行首脳が集まって、米、欧の短期市場へ無制限に資金供給する騒ぎとなった。なぜこれほどまでの金融危機が米国発の「サブプライム問題」と「リーマン・ショック」によって発生したのだろうか。その根源にある要因を掴むには、米国経済の米ソ冷戦終結以降の歩みを振り返ってみる必要がある。

米国は1989年に資本主義が生み出した社会の活力と経済的な豊かさで社会主義国・ソ連を圧倒し、第2次大戦後永く続いた米ソ冷戦を終結させた。その後、米国は圧倒的な経済力と軍事力をもって世界をリードした。とりわけ経済の面においては世界景気の牽引車としての役割を果たした。その原動力になったのが、冷戦終結後、軍事技術を転用することで開花したIT産業であり、基軸通貨国としての信用とウォール街の金融商品開発力に立脚した金融産業であった。

当時、先進国ではすでに製造業に投資しても大きな利潤は出せないサービス経済化の時代に入っていたため、この産業政策、とりわけ金融立国政策は的中し、米国は後述するように輸入増加による大幅な貿易赤字をウォール街の金融商品によって世界の投資マネーを吸引することで資金のリファイナンスに成功し、10年を超える長期的な繁栄を維持し、世界経済を牽引してきた。ところが、ついに2000年に過熱化したIT株バブルが崩壊し、これによって景気が後退し始めた。これに対しブッシュ政権は需要が旺盛だった住宅投資の推進を景気対策の柱にして景気回復をはかった。前述のとおり住宅ローンの証券化が行き過ぎ、住宅バブルの果てにサブプライム問題を発生させてしまった。そ

してもうひとつ、付け加えておかなければならないことは、この一連の流れのなかで底流となっていたのは、できる限り規制を排し、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極力低くし、商品や資金の流れを自由にするグローバリズムがあったということだ。

- 5 問題をもっと身近におき、別の角度から考えてみると、サブプライム問題やリーマン・ショックによって金融機関は巨額の損失を蒙った。そこで不思議に思うのは、金融機関は資金の調達や運用にかけてはプロ中のプロのはずだ。株式や債券を始め金融市場の情報や経済情勢に関する情報を豊富に持ち、永年の経験と専門的な知識をもつスタッフを沢山抱えたプロ中のプロがなぜ最後にババ抜きゲームのババを引いてしまったのだろうか。これは全く解せないところだ。これを解くには、米国の金融機関をよく知る必要がある。

- 15 米国では、1933年にグラス・スティーガル法が制定され、株式市場の変動が預金者に及ぶことを避けるため金融機関は商業銀行と投資銀行の二つに分けられ、両者の兼業が禁止された。このうち商業銀行は日本の銀行と同じで、預金、貸付、為替を業務とし、投資銀行の方は日本の大手証券会社と同じく株式や社債発行の代行、企業の合併・買収の助言、顧客の依頼による資金の運用を業務とした。ところが1975年に株式手数料が自由化されたことをきっかけに投資銀行間の競争が激化し、新たな収益事業が求められるようになった。そこで登場したのが債権を小口に分けて機関投資家に売る「証券化」という事業だ。このリスクを売りさばく事業で投資銀行は大きく発展した。その上、ここ数年は世界的なカネ余りを背景に市場から自行の責任と判断で資金を調達し、投資するレバレッジという手法でさらに大きな利益を計上するようになった。

- 25 たとえばバンク・オブ・アメリカに救済されたメリルリンチは03年からの4年間で総資産が倍増し、約1兆ドルに達したといわれている。これを見た商業銀行も連結決算の対象にならない形で子会社をつくり、「証券化」と「投資」のための活動を展開をした。これによって金融機関は大きな利益をあげたが、経営者も大きな報酬を手にすることができた。97年の経営者の平均報酬は従業員平均の2.1倍だったのが98年には4.2倍、07年には5.2倍になったそうだ。たとえば今回の危機の引き金を引いたリーマン・ブラザーズのCEOは
30 在任中の2000年以降、3億5千万ドル（約330億円）の報酬を受け取っ

ていたようで、メリルリンチのCEOが巨額損失の責任を問われ辞任したときの退職金は1億6千億ドル（約150億円）だったというから啞然とする他ない。このような状況下にあった彼らはサブプライム問題の発生に対してどんな行動をとったのだろうか。

- 5 彼らはライバルよりも高いリターンを上げて投資家に継続的にお金を預けてもらうことを最優先の課題としていた。投資家は運用成績でしか運用者を評価せず、低いリターンしか出せない先からはすぐ資金を引き上げてしまうからである。彼らにとって投資した株式や金融商品などが値下がりして損失を出すことも怖いことだが、投資家が自分の銀行から資金を引き上げ、自行が行き詰まるのも怖いことだ。市場から退場させられる点では同じことだからだ。そう
- 10 なるリスクが高くても利回りの高いものに手を出さざるを得ないことになる。ましてやライバルがそうすれば遅れることはできないのだ。米議会の公聴会で、ある破綻企業のCEOは「音楽が鳴っているうちはダンスをやめることはできなかった」と述懐している。このような状況下では素人よりプロの方がこんな
- 15 方向へ向かう可能性が高いとあってよいと思う。ましてや高い報酬を手に行っている状況下では経営者がグリード（強欲）になるのは人間の弱さなのかもしれない。

- わたしたちの前には懸念材料がまだ一杯あるのだ。その主なものを挙げると、次の3点である。第1は金融機関の損失がいまだ増え続け、市場の不安感が薄
- 20 れていないことだ。その要因は、前述のとおり金融機関の不良債権についての会計処理方法にある。これでは公的資金をいくら投入しても効果は薄れてしまう。したがって早く不良債権を確定する必要がある。オバマ政権は金融機関から不良資産を公的機関が買取る措置を進めるようだが、今回の金融危機の原因が複雑な組成方法を取り、リスクがよく見えない証券化商品なため、買取り価格を
- 25 きめることは容易ではない。安く買取ると、金融機関の赤字額が大きくなるし、高く買取ると財政負担が大きくなる。財政赤字が大きくなると、米国は基軸通貨国のためドルの信認が揺らぐ事態を招きかねない。

- 第2は金融派生商品の一つであるCDSが次なる火種として浮かび上がっていること。前述のようにリーマン・ショックの時、政府はリーマン・ブラザーズを見殺しにしたのにAIGの行き詰まりには手の裏を返したように850億
- 30

ドルもの巨費を投じて救済しました。それはCDSの存在にあったといわれている。CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）とは、自分の取引先が経営破たんしたとき、その焦付き債権を代わって払ってくれる倒産保険のようなものだ。しかもこれは相手に知れることなく、また取引がない第三者でも契約

5 できるので、倒産発生で一儲けする格好の投機手段にもなる。そんなことで大型倒産が多発する状況になるに伴い、CDS市場は急拡大し、08年6月時点でCDS残高は55兆ドル（想定残高ベース）にもなった。CDSの発行者はAIGのような保険会社やリーマン・ブラザーズのような証券会社だ。発行者は対象先が倒産しなければ保険料がまるまる儲けになるが、倒産先が増えます

10 と大変なことになる。AIGの場合、CDS残高が4,000億ドルに達するとみられ、もし同社が倒産すると連鎖倒産続出という事態が想定された。これが政府救済の主な理由といわれている。以上から大きな残高になってしまったCDSがいかに怖い存在か、お分かりいただけたのではないだろうか。したがってこれが今後の火種として危惧されているのだ。

15 第3は今回の金融・経済危機で米国型の経済理念や金融立国モデルが大きく揺らぎ、世界景気の牽引車が不在の状態が生まれたということだ。米国型の経済理念とは、政府の規制を排し市場での自由な競争に委ねる新自由主義経済理念のことだ。これが金余りの状況下ではいかに暴走し、金融や経済を破壊するかを世界は目の当たりにしたとってよいだろう。金融立国モデルとは、ウォール街で高利回りの金融商品を次々に開発し、世界中のおカネを吸引する政策

20 をいう。米国は前述のように輸入の増加によって生じた経常収支の赤字を金融でリファイナンスする資金循環システムをつくり上げた。しかし金融機関やヘッジ・ファンドなどの暴走で、金融立国政策は完全に裏目に出てしまった。したがって景気が底を打っても直ちに米国へ巨額のお金が流入する資金循環システムが復活することや米国の需要が高まり世界景気の牽引車になることは期待

25 できないだろう。また欧州（EU）は米国と同じように痛手を受けているし、BRICsのような新興国は成長したといっても世界のGDPの20%程度を占めるに過ぎませんから景気の牽引車になるほどの力はないとみられる。

以上からお分かりのように、たとえ2010年に不況が底を打ったとしても

30 景気がどんどんよくなるというわけにはいかないだろう。4月に開かれたG7

では年内にも景気は底入れするかもしれないといていたが、これは多分にアナウンス効果を狙った発言ではないかと思われる。それどころか、下手すると、2番底、3番底になる可能性もあるのだ。

5

10 第二章

サブプライムローン問題からの世界経済危機

世界経済がこのところ深刻な金融危機にたびたび見舞われている。1990年代には危機の中心は新興市場国にあったが、2000年代に入ってからアメリカ、欧州のような先進国でも、金融セクターや政府ファイナンスのつまずきから深刻な危機へと陥っている。主流派経済学やファイナンス理論では、伝統的に、市場は自律回復機能を持っており、価格が変化することは望ましい均衡を達成すると考えられてきた。しかし、深刻な金融危機のもとで、市場経済の自立機能はしばしば崩壊する。2008年秋に発生したリーマンショックは、そのもっともたるものであった。このような新しい金融危機に対して、従来の経済学の処方箋はまったく不十分であり、今まさにそれに代わる新しい経済学の枠組みの構築が強く求められている。

25 第一節 バブルと金融危機

バブル崩壊がもたらす不況がいかに深刻なものであるかは、日本の失われた10年、アジア通貨危機、リーマン危機を思い起こせば明らかである。しかし

ながら、経済学がバブルに正面から向かい合おうとしてきたかどうかは疑わしい。

2008年9月、サブプライム・ローン問題をきっかけに、アメリカの大手投資銀行リーマン・ブラザーズが破綻した。これにより、金融危機が世界に波及し、
5 実体経済に影響を及ぼしている。その中で、日本は2008年10月から12月にかけて経済成長率が主要先進国の中で最も落ち込んだ。サブプライム・ローンとは、アメリカの住宅ローン専門会社や商業銀行が扱う個人向け住宅ローンの1つである。一般的に返済可能性の高い順から、プライム（Prime）、ジャンボ（Jumbo）、オルト A（Alt-A）、サブプライム（Subprime）と階層化され管理されて
10 いる。サブプライムは過去数年内に債務返済の延滞経験がある層や直近の所得証明が出せないような階層向けである。要するに、リスクの高い顧客であり、慎重な審査と厳しい監視を行わなければ不良債権化は必至のローンであるということである。何故このようなリスクの高いものが取り扱われていたのだろうか。

15 サブプライム・ローンは最初の2年から3年の間、金利が低く、その期間を超えると金利が高くなるという調整型変動金利が一般的である。サブプライム・ローンでは、担保になっている住宅価格が上昇すると、貸し手は当初の2年から3年の低金利の期間が終了したときに、それまでより有利な条件での借り換えを認める。住宅価格が上昇すれば、借り換え後に、借り手が元本と金利
20 （以下、元利金）の支払いを滞納しても、貸し手は担保の住宅を差し押さえて売却し、ローンを回収できるからである。しかし、住宅価格が上昇しない時に借り換えを認めると、その後に借り手が滞納した場合に、貸し手は担保に取った住宅を売却しても損失を被ることになる。したがって、貸し手は借り換えを認めようとし
ない。サブプライム・ローンはこのように特殊な仕組みであった。

25 サブプライム・ローンの借り手は、上記で述べた通り、信用力が低くリスクの高い者であった。2004年から2005年以降に貸し付けが開始されたものは、最初の2年から3年の低金利期間が過ぎたときに住宅価格が下落したため、有利な条件で借り換えができなくなり、元利金を滞納せざるをえなくなった。つまり、流動性不足に陥ったのである。流動性不足とは、支払い手段である貨幣
30 が支払いのために必要な金額よりも足りなくなるということである。

このようにサブプライム・ローンは住宅価格が持続的に上昇していくという前提で、初めて成り立つローンであり、住宅価格が下落するとサブプライム・ローンの仕組みが成り立たなくなることがわかる。

日本国内では、この景気悪化を乗り越えるために、様々な政策が取られてきた。金融政策では、政策金利の引き下げ、金融市場での安定確保、企業金融の円滑化などが行われている。また、財政政策では、高齢者医療費負担の軽減、定額給付金支給、高速道路料金引き下げ、エコカー減税、雇用保険料引き下げ、エコポイント制度の創設、雇用調整助成金の拡充など様々な政策が打ち出された。しかし、これらの政策が施行されてきたにも関わらず、日本は未だに景気悪化を抜け出せていない。私たちはこのことから日本1国で今回の危機を乗り越え、経済再生を図ることに疑問を感じた。経済がグローバル化し、複雑に絡み合っている以上、危機を乗り越えるためには世界的な対応が必要であると考えた。各国が再生を目指して、共に危機を乗り越えることこそが、最も求められていることであり、日本の経済再生を考える上でも有効なことである。

15

第二節 最先端金融工学による証券化

サブプライム・ローン問題を理解するためには、証券化の仕組みを知ることが不可欠である。証券化とは、貸出債権やリース債権など何らかの資産を担保として証券を組成する金融手法である。実際の証券にはリスクの高いものから低いものまでである。リスクの高い債権の買い取りを希望する者はいないだろうが、リスクの高い債権もリスクの低い債券と組み合わせれば引き受けてくれる可能性が高くなる。つまり、様々なリスク階層の債権を高度な金融工学を用いて、ポートフォリオにし、金融商品を販売するということである。債権者にとって証券化をするメリットの1つが、資産である債権を譲渡できるため、自己資本比率を悪化させることなく、新しい貸出を積極的に行えるオフバランスな状態にできることである。

証券化の手順についてまず、住宅金融会社や銀行が家計に住宅ローンの貸し付けを行う。次に、これらの金融機関はその住宅ローンを政府支援の証券化機

30

関や自らが設立した証券化機関に売却する。そして、証券化機関は購入した住宅ローンを数千件単位でまとめ、それらの住宅ローンから得られる元利金収入を原資として現金を分配する証券を作り、その証券を投資家に売却する。ちなみにこの証券は住宅ローン担保証券と呼ばれる。サブプライム・ローンが担保

5 になっている証券の場合には、サブプライム・ローン担保証券と呼ばれる。発行された証券は投資家の間で売買されるが、その投資家が受け取れる元利金が減少すれば、その証券の売買価格は下落する。2006年半ばからの住宅価格下落により、サブプライム・ローン担保証券の価格指標が下落し、サブプライム・ローン担保証券に投資をしていたヘッジファンド、証券会社、銀行などは証券

10 を投げ売りし始めた。この投げ売りがさらに証券価格を下落させるという悪循環に陥った。なぜ投資家はこのような商品を買ったのであろうか。

それは、サブプライム・ローン担保証券が複雑な仕組みであったからである。証券化は、譲渡された債権のポートフォリオを高度な数学モデルの活用とともに権利関係の設定（優先・劣後関係）を工夫することで繰り返し異なる金融商

15 品を組成できるのである。例えば、中間リスク階層の債権だけを取り出し別の債権とポートフォリオを作ることで新たなリスク階層へと組み替え、さらに、新しいリスク階層の中から中間のリスク階層だけを取り出し新たなリスク階層へと組み替えていくのである。もちろん、組み替えられたリスク階層の上位層は最初の証券化商品における上位層とは別物である。

20 このように二重、三重に証券化され、構造が複雑になった状態で販売された。投資家には自分が受け取ることのできる分配金とサブプライム・ローンの滞納率との関係がよくわからなくなったのである。

25 第三節 証券化を円滑に行うための格付機関

投資家が個々の債権の中身を知らなくても証券を買うのは、高度な数学のモデルを用いて商品が設計されていることに加えて、組成された証券に対して格付会社がお墨付きを与えるからである。事前に分配金が約束された証券は格付

30 会社による格付けを受けてから、投資家に向けて発行される。しかし、約束さ

れた分配金が必ず投資家に支払われるとは限らない。格付会社は発行された証券に債務不履行が起きる確率を推定し、その確率の低い順から AAA(トリプル A)、AA (ダブル A)、A (シングル A)、BBB (トリプル B) などと格付けをする。投資家たちはこの格付けに頼り、投資をしてきた。ところが、2006 年半ば以降、サブプライム・ローンの滞納率が上昇するとともに格付会社が次々と格付けを引き下げはじめたのである。こうした格付けの引き下げは投資家たちの投げ売りを引き起こし、サブプライム・ローン問題が世界金融危機に発展した要因の 1 つとなった。

10

第四節 高い金融機関のレバレッジ比率

金融危機に発展した要因の 2 つ目は高すぎるレバレッジ比率である。レバレッジとは、巨額の利益獲得を目指して、他人資本である借入を加えることで自己資本の何倍もの大きな投資を行うことを意味する。

例えば、自己資本 100 円の投資家が利益率 10%の資産に投資を行うと仮定すると、利益は 10 円である。利益を増やすためには、投資額を増加するしか方法はない。400 円の借入によって総資産を 500 円に増やせば、50 円の利益を得ることができる。借入金利が 5%であれば、50 円引く 20 円であり、純利益は 30 円となる。自己資本に対する利益率は借入により 30%まで増加させることができる。この前提として、総投資収益率が貸出金利よりも高いという条件が初めて初めて成り立つものである。投資銀行や住宅ローン専門会社のようなノンバンクは、政府が一定範囲まで預金の保護を行う預金保険の対象機関でなく、銀行が業務上維持しなければならない自己資本の規模である BIS 規制など様々な規制から免れることができる。世界的なヘッジファンドの平均レバレッジ比率は 70 倍近くにも達する勢いであり、投資銀行、保険会社、証券化機関など、あらゆる金融機関のレバレッジ比率が高かったのである。

30

第五節 世界金融危機に至るまでの過程

5 今まで見てきたように、住宅価格の上昇を前提としていたサブプライム・ローン担保証券に格付会社が低い格付けを与え、世界中の投資家が信頼をおいてそれを買っていった。また、住宅価格が上昇し続ける限り、投資家たちは多額の利益を得ようとレバレッジ比率を引き上げて、サブプライム・ローン関連証券の投資額を増やして投資を行っていた。しかし、一旦住宅価格が下落を始めると、流動性不足が生じた。多くの投資家や金融機関がサブプライム・ローン

10 関連証券に投資を行っていたために、単なる一部の金融機関の流動性不足ではなく、全般的な流動性危機に陥ったのである。

しかし、東欧諸国やアジアの国の中には、サブプライム・ローン関連証券をほとんど買っていない国も多かった。金融危機の影響を免れなかったのは、それらの国々に資金を貸したり、株式に投資していたアメリカや EU の金融機関が、

15 サブプライム・ローン関連証券での投資で損失を被ったため、それに対処しようと、株式を売ったり、貸し付けを減らしたり、資金を引き上げたからである。サブプライム・ローン関連証券に投資しなかった国々まで、金融機関や企業が資金調達難に陥ったり、株価が暴落したりしたのはこれが原因であった。

20 第三章

新興国の金融政策の現状

新興国とは、国際社会において政治、経済、軍事などの分野において急速な

25 発展を遂げつつある国の事を指し示すが、これらの国も勿論、金融危機に直面している。

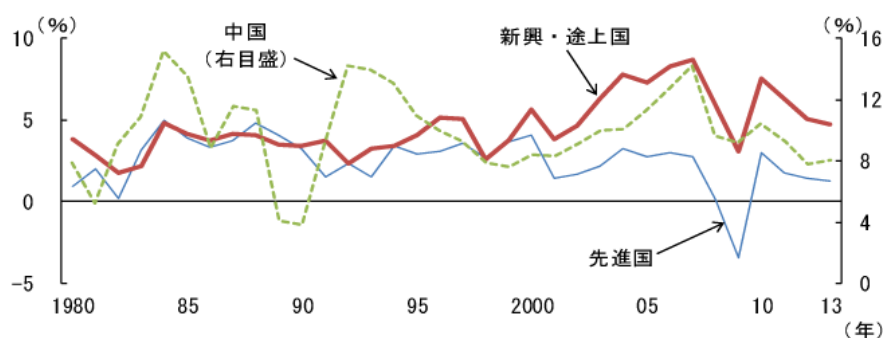
新興国経済の成長率を見てみると、2000年代以降、比較的高水準で推移してきていた。しかし、2008年、金融危機が起こり、成長率は一時的な落

ち込みは回復したものの、以前のような数値には達していない。以前は、先進国との成長率の差も著しかったが、金融危機後の差は縮小している。先進国では、金融緩和の動きを続けてきたが、新興国ではどのような対策をとり、現状としてどのような状態にあるのか考察したいと思う。

- 5 最近の新興国の経済成長率の低下の背景に、中国経済の成長率の鈍化が大きく影響しているようだ。理由としては、新興国というまとまりがそもそも中国をはじめとしたさまざまな国であること。そして、中でもこの中国経済が占める割合が高いことである。他にも、中国を主要貿易相手国としている国は多く、それらの国の経済に、中国経済がそのまま影響しているのである。

10

第一節 新興国の実質経済成長率の推移



- (備考) 1. IMF "World Economic Outlook Database April 2014"より作成。
 2. 先進国はオーストラリア、オーストリア、ベルギー、カナダ、キプロス、チェコ、デンマーク、エストニア、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、香港、アイスランド、アイルランド、イスラエル、イタリア、日本、韓国、ラトビア、ルクセンブルグ、マルタ、オランダ、ニュージーランド、ノルウェー、ポルトガル、サンマリノ、シンガポール、スロバキア、スロベニア、スペイン、スウェーデン、スイス、台湾、英国、アメリカの36か国。
 3. 新興・途上国は、上記以外の153か国。

引

用

- 15 http://www5.cao.go.jp/j-j/sekai_chouryuu/sh14-01/s1_14_2_1.html

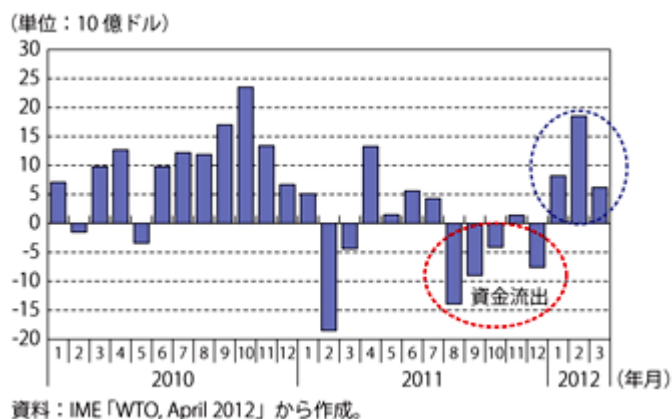
先進国では財政再建への取組はあるが、積極的財政政策の動きは縮小しているようで、金融緩和政策を維持しているようだ。

- 20 そもそも最近の金融危機では、金融の自由化と巨額の資本流入が先行する。特に資本流出規制の撤廃によって巨額かつ急激な資本流入が発生している。こ

の先進国の金融緩和の政策は、先進国の資金が多くの新興国にも流入しており、新興国の景気にも大きな影響を与えている。

第二節 新興国への資金の流れ

5



引用

<http://www.meti.go.jp/report/tsuhaku2012/2012honbun/html/i1120000.html>

10

背景には、欧州の民間の銀行が債務問題の深刻化からおこる、信用収縮に備えるために、新興国から企業向け融資を引き揚げ、株式、国際、コモディティ等を売却・現金化したこと、投資家のリスク回避が強まり、価格変動の度合いの
15 高い新興国の株式を売却したこと等がある。

開発途上国への純資産流入というのは、いくつかの国では国内総生産のほとんどを占めている。外国投資の伸びに伴い、特性や貸し手の構成および受け手側は変化する。以前は、開発途上国への民間資本移動の大部分は商業銀行の
20 シンジケート団が国家や公的部門の企業に対して供給した中期貸出であり、これらの国々への公的な資本移動は民間の資本移動に比例していた。ところが、今日では、民間の資本移動は公的な資本移動を上回っている。受け手側も変化しており、公的部門による借入れは総民間資本の5分の1以下に減少している。民間資本の構成は、対外直接投資であるFDIの割合は上がり、グローバル・ポ

ートフォリオの再建株式投資は、ほとんどないものから増加した。銀行貸し出しは短期の外貨建て債務へと移っている。このような外国銀行債務はほとんどドル建てである。図2は資本移動の結果、新興国の株価は下落また、投資家が株の売却による資金を本国に戻すリパトリエーションの際、新興国通貨を売り
 5 自国通貨に替えるため、新興国通貨が急激に下落している。

新興国は、こうした資本流出に歯止めをかけるため対策を講じている。

そして、また、金融緩和に対してもそれぞれの新興国で、さまざまに対応している。

10 第三節 新興国における資本流入の対応

【資産価格高騰防止策】 <ul style="list-style-type: none"> • LTV比率の上限設定、不動産与信の拡大等の不動産市場対策（香港、インド、韓国、シンガポール）
【流動性管理の強化】 <ul style="list-style-type: none"> • 中銀短期証券の1か月保有の義務化（国内外投資家）（インドネシア） • 預金準備率の引き上げ（インド、ブラジル）
【金融機関の外国為替持高に対する規制】 <ul style="list-style-type: none"> • 先物を含む為替取引の持高に対する規制の導入（韓国）
【金融監督の強化】 <ul style="list-style-type: none"> • 資本、流動性、レバレッジ規制、ストレステスト強化、コーポレートガバナンス強化（香港、シンガポール）
【資本流入管理】 <ul style="list-style-type: none"> • 非居住者による短期定期預金口座の開設の禁止（台湾、中国） • 対外借入の制限設定（インド） • 自国通貨建て債券投資に伴う為替取引に課税する金融取引税の引き上げ（ブラジル）

資料：IMF「WEO, Oct 2010」から作成。

引

用

<http://www.meti.go.jp/report/tsuhaku2011/2011honbun/html/i1320000.html>

15

ちなみに、資本移動がここ最近急激に増加した理由はいくつかある。それは、開発途上国における市場の自由化や民営化を強く支持するイデオロギーへの移行、電気通信や銀行監督および会計における国際基準の導入などのインフ

ラ整備、先進国の年金基金・銀行・投資信託保険会社による海外投資を可能にする規制改革、新興市場経済における新しい、高利回りの投資機会の出現、ブレイディ債市場の発展に関連する専門技術等があげられる。同時に、先進国と新興国の世界経済の見通しを見てみるとする。

5

第四節 世界経済の見通し

	2010	2011	2012 (IMF見通し)	2013 (IMF見通し)
世界(購買力平価ベース)	5.3	3.9	3.5	4.1
先進国	3.2	1.6	1.4	2.0
米国	3.0	1.7	2.1	2.4
ユーロ圏	1.9	1.4	-0.3	0.9
ドイツ	3.6	3.1	0.6	1.5
フランス	1.4	1.7	0.5	1.0
イタリア	1.8	0.4	-1.9	-0.3
スペイン	-0.1	0.7	-1.8	0.1
日本	4.4	-0.7	2.0	1.7
英国	2.1	0.7	0.8	2.0
カナダ	3.2	2.5	2.1	2.2
アジア NIEs	8.5	4.0	3.4	4.2
新興国	7.5	6.2	5.7	6.0
中東欧	4.5	5.3	1.9	2.9
ASEAN5	7.0	4.5	5.4	6.2
ブラジル	7.5	2.7	3.0	4.1
ロシア	4.3	4.3	4.0	3.9
インド	10.6	7.2	6.9	7.3
中国	10.4	9.2	8.2	8.8
中東・北アフリカ	4.9	3.5	4.2	3.7
南アフリカ	2.9	3.1	2.7	3.4

備考：ASEAN5は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。

資料：IMF「WTO, April 2012」から作成。

引

用

10 <http://www.meti.go.jp/report/tsuhaku2012/2012honbun/html/i11110000.html>

現在の実質の見通しである。

全体概要として、2010年末までの世界経済は、2007年夏のサブプライム住宅ローン問題の表面化、2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻であるリーマンショックを契機に景気後退に陥り、新興国にも下げ止まりの動きが広まった。各国で様々な財政政策がとられ、回復ペースは強まったものの

5 2009年10月ギリシャの財政赤字の過小な公表値が判明、国債に関する信用不安が高まった。しかし、IMFに要請し、IMFとユーロ圏による支援の枠組みができたものの、他国にも懸念が拡大、欧米の市場を下押しすることとなった。

10 このように、世界経済は回復基調を維持したり、状況が悪化したり、結果、中国をはじめとする新興国が、高い成長率を維持し、存在感を一層増すことになった。

また、2011年に入り、世界経済には陰りが見え始めた。特に、先進国、新興国ともに成長速度が鈍化するようになる。こうなると、財政、金融の安定性にも懸念が増す。ユーロ圏ではデフォルト懸念が収束しないことで、市場の懸念はますます拡大し、米国でも一時的ではあるが、デフォルトの可能性が生じた。これは結果として回避するものの、大手格付け会社が格付けを史上初めて、トリプル A からダブル A+へと引き下げた。このような、米国やユーロ圏での財政懸念と債務危機の深刻化により、世界的な金融市場に混乱が生じた。

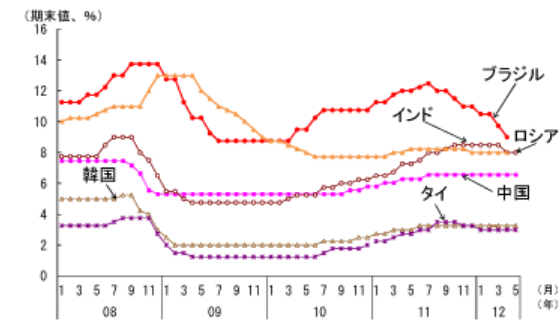
15 そのため、見通しにも、下方修正が相次いでいる。新興国においても2011年前半までの物価上昇に対する金融引き締めに加え、欧州債務危機の影響による金融市場の混乱等が背景となり、減速傾向が目立っている。新興国の GDP 成長率は、今後も先進国を大幅に上回ることが予想され、堅調な経済成長率を維持することが見込まれる。

20

第五節 新興国における経済政策の動向

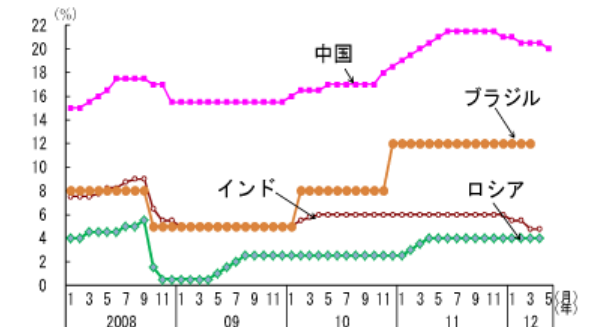
25

(1) 政策金利



(備考) 1. 各国統計より作成
 2. 中国は貸出基準金利1年物、インドはレポレート、韓国は7日物レポ金利、台湾は中央銀行再割引率、タイは翌日物レポ金利、マレーシアは翌日物金利、ブラジルはSELIC、インドネシアはBIレート、ロシアはリアイナンスレート。

(2) 預金準備率



(備考) 1. 各国統計より作成
 2. 中国は大手金融機関の預金準備率、インドは現金準備率 (CRR)、マレーシアは商業銀行の預金準備率、韓国は定期預金・預立定期・CDの預金準備率、台湾は普通預金の預金準備率、ロシアは非居住企業以外の預金準備率。
 3. 中国の預金準備率は、08年7月以前は、大手金融機関の預金準備率が公表されていないため、全体の預金準備率としている。11年1月30日に中国人民銀行が発表した2010年第4四半期貨幣政策執行報告によると、マクロ・ブレンデンス強化及び貸出と流動性の総量調節のため、差別的な預金準備率を実施されている。

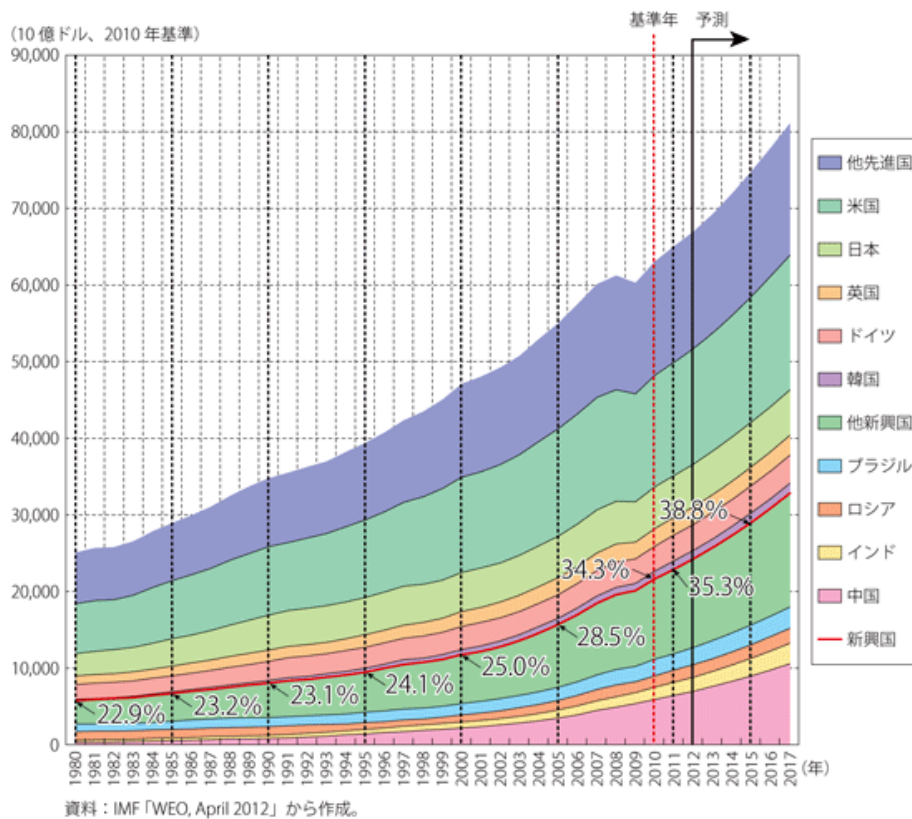
引 用
http://www5.cao.go.jp/j-j/sekai_chouryuu/sh12-01/s1_12_1_2/s1_12_1_2_3.html

5

先進国では金融緩和が続けられるも、新興国では、物価上昇を抑えるため、利上げや預金準備率引き上げといった政策が採られてきていたが、緩和的になりつつある。背景にあるのは、やはり欧州債務危機やヨーロッパ経済の減速に
 10 影響を受け景気が下押しされたこと、高まり続けていた物価上昇にやや落ち着きが見られたこと、以前の政策による鈍化がみられたことである。

ブラジルやロシアでは利下げを実施。これも欧州債務危機による自国への影響を懸念したものである。また、新興国の中でも重要な中国も、物価上昇率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、預金
 15 準備率の引き下げを3回にわたり行っている。そのほかに、インドでも政策金利の引き下げが行われた。これも、背景には、成長率の鈍化がみられるだろう。

20 第六節 世界の名目 GDP の推移



引

用

<http://www.meti.go.jp/report/tsuhaku2012/2012honbun/html/i11110000.html>

5

新興国では、2009年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、政策金利や預金準備率の引き上げ等強化された。この金融引き締め

10 を奏し、新興国のインフレは2011年沈静化に向かっている。そして、この沈静化を受けて、2012年に入ると、新興国の間では、政策の軸足を金融引き締めによる物価抑制から、金融緩和による景気下支えへと移行させる動きが続いている。仮に、更なる危機が発生したとしても、新興国は先進国に比べ、

15 金融・財政の両面から政策余地は大きいとの見方が多く、IMFによれば、世界経済における、新興国経済が占める割合は今後拡大されることが見込まれており、世界経済の成長を支える役割が期待されている。

第四章

今後起こりうるグローバル金融危機について

5

グローバル金融危機は現在、2008年にアメリカ発世界金融危機を景気に深刻な状況をむかえている。

この金融危機の要因として、サブプライムローンの証券化、投資家のリスク資産への選好、格付会社がサブプライムローン担保証券やその再証券化商品に
10 高格付を付与したり、いずれにも拡大したアメリカの住宅市場の存在があった。

そして米国住宅市場が拡大し続けることで保たれていた住宅購入者、投資家、格付会社、銀行など各市場参加者間の信頼関係は、米国住宅価格の下落を受けて崩壊へと向かい、世界的な金融危機に陥っていった。その後、ギリシャの財政統計の改竄が元がねとなって、ユーロ圏で財政危機が発生。さらに、世界金
15 融危機およびユーロ圏の財政危機が発生。さらに世界金融危機およびユーロ圏の財政危機に対処するために採用された欧米の金融政策、すなわち、超低金利の下での量的緩和によって、BRICs などの新興国市場間において、バブル経済の様相を呈したが、今、これらの国々の経済成長率は急速に減速し始めている。

そこで、アメリカから新興国へのカネの流れ、新興国のカネの流れ、先進国
20 と新興国金融成熟度の差異、アメリカ監督当局の規制の現状、FRB の金融政策と金融市場の関係性、新興国の金融政策の現状、などの点に着目し、グローバル金融危機の現状を分析するとともに、今後起こりうるグローバル金融危機について述べる。

まず、アメリカから新興国へのカネの流れであるが、今日、先進諸国の産業
25 企業を受け入れる発展途上国だが、持ち込まれた機械＝固定資産の回転時間によって地域社会と人々の歴史的営みの時間は変容し、その社会的調整をめぐって繰り返し血が流されてきた。

しかも先進国からの利し付き有償援助である場合が通常であり、進出企業が

本国から輸入する原材料、部品、中間製品などなどの輸入にあたっては、先進国銀行の融資が二位する。

こうして先進国と発展途上国はカネの貸借によっても結び付けられ、世界経済の空間構造は一つの時間に統括されるに至った。

- 5 ところが、こうして結び付けられた先進国と発展途上国の生産力のよって生産された工業製品の行き着く先は、アメリカ、欧州等もっぱら先進諸国であった。いわゆる外資導入、輸出指し向き工業化戦略—外資の意思決定下において、自国の労働と資源を他国の消費のために動員することを許す—という開発戦略がこれであり、この開発戦略の下、対アメリカ、欧州輸出依存型の経済成長に
- 10 成功した諸国は新興経済諸国として次々とテイクオフしていった。しかし、2008年アメリカ発世界恐慌は、こうした開発政策がもっとも依存してきた輸出市場たる先進諸国の消費ブームにピリオドを打ったのである。次に新興国と先進国の金融成熟度であるが、近年、先進国は金融の国際化において目覚ましいスピードで進展を進めている。新興国においても、先進国ほど速いスピードで
- 15 はないが進展を進めている。また米国監督当局の規制であるが、アメリカでは南北戦争期あるいは1930年代からの歴史的経緯によって、金融分野の規制・監督は多数の機関によって担われており、非常に複雑なものとなっている。現在の姿は、1930年代におおむね形成されたもので、S&L危機などにより若干の修正は加えられたものの、全体的な構造は変わらない。まず預金取り
- 20 扱い機関においては、商業銀行、貯蓄金融機関、信用組合がある。

- いずれも、連邦政府から免許を付与される‘国法銀行’と、州政府から免許を付与される‘州法銀行’が並存する‘二元銀行制度’となっており、銀行はどちらかを選ぶことができる。これに対応して、監督も連邦政府当局と州政府当局、FRS（連邦準備制度）、FDIC（連邦預金保険公社）などおからなる、
- 25 多元的な仕組みになっている。

この二元銀行制度は、南北戦争の戦費調達と金融システム安定化のために国法銀行を設立できるようにした1863年の国法銀行法によって成立したもので、州銀行は廃止されないまま存続した。

- 大恐慌後の1993年には、銀行法が成立した。この銀行法により預金保険
- 30 制度がつくられ、FDICが創設された。FDICが、免許付与機関と別に、

加盟する預金取り扱い機関の健全性を監督し、重要な役割を果たす体制のもと
がつくられた。また、銀行法の中にある、いわゆるグラス・スティーガル法に
より銀証分離の原則が打ち立てられ、銀行業務と証券業務の兼業が禁止された。
この原則は、1999年のグラム・リーチ・ブライリー法によって事実上撤廃
5 されるまでに存続した。現在、連邦法に基づく預金取り扱い機関の場合には、
FRS、FDIC、OCC、NCUAの五つの連邦機関が監督・検査を担って
いる。国法銀行の場合にはOCCが免許を付与し、第一義的な監督制限を持っ
ており、それぞれの州法で既定された業務の範囲内で業務を営む。FRSへの
加盟やFDICへの加入の要否は州法の規定によってことなる。証券分野につ
10 いては、連邦レベルにおける証券取引委員会（SEC）のほか、州政府による
証券会社の監督がある。商品先物取引については、商品先物取引委員会（CFTC）
がある。保健分野は、基本的に州政府の規制・監督下にある。

次に、金融規制・監督体制の革命の必要性について述べる。金融サミットの
首脳宣言においては、今回の危機の根本的な要因として、「いくつかの先進国に
15 において政策立案者、規制当局および監督当局は、金融市場において積みあがっ
ていくリスクを適切に評価、対処せず、また金融の技術革新の速度についてい
けず、あるいは国内の規制措置がシステにもたらす結果について考慮しなかつ
た。」という問題点があったことを指摘している。また、「我々は規制枠組み、
健全性監督、リスク管理を強化し、すべての金融市場、商品、参加者が状況に
20 応じて適切に規制され、あるいは監督の対象となることを確保することを誓約
する」としている。

すなわち、アメリカでは規制・監督が連邦政府の多数の機関と州政府によっ
て担われており、複雑かつ重層的になっていることから、一部で新しい金融商
品やビジネス・モデルに十分対応していなかったこと、ヨーロッパではユーロ
25 発足にともなって金融資本市場の一体化が急速に進んでいるのにもかかわらず、
金融に関する規制・監督は各国政府の権限とされ、必ずしも十分な調整が行わ
れていなたったことが指摘できる。次に現在の体制の具体的な問題点について
述べる。こうした複雑な規制・監督の調整は、財務長官、FRB等関係者から
なる大統領金融市場作業部をはじめ、さまざまなレベルでおこなわれているも
30 のの、現代の金融機関の業務は相互乗り入れと多様化が進展し、また、デリバ

タイプや証券化手法をはじめとする新たな金融商品やイノベーションが次々と生み出された。しかしながら、金融規制・監督体制は、南北戦争期から1930年代に出来上がった仕組みが基本的に維持され、あらたな状況に対応していなかった。たとえば、住宅ローンの販売業者・貸し手は、基本的に州法の下にあり、その規制・監督は州によって異なり、統一的な免許の基準や規制などは存在しない。国法銀行の子会社が営んでいる場合は、それぞれの監督機関（OCC, OTS, FDIC, FRS）が関わるが、そうでない業者のよるものであった。州によっては、十分な監督がなされていないか、あるいはまったく監督がない場合もある。こうした業者によって貸し出された住宅ローンが証券化商品に組み入れられ、遠く海外にまで販売されるような事態をまったく想定していなかった規制・監督体制であったといえる。また、CDSをはじめとするOTCデリバティブ市場についても、市場全体を監督する機関はなかった。金融監督の政治からの独立性が不十分なことも過剰なレバレッジに寄与したとの指摘があるが、きれも複雑な規制・監督体制と無縁ではない。

こうした問題点は、今回の金融危機発生以前から認識されていた。財務省は、07年6月からアメリカの複数の規制当局による多層的な規制構造について見直しの作業を開始し、08年3月には「規制構造の強化に関するブループリント」と呼ばれる、金融規制・監督の仕組みに関する抜本的な革命案を打ち出した。「ブループリント」では、短期的、中期的、長期的な革命に分けて、提言を行っている。短期的な革命としては、まず、大統領金融市場作業部会を強化し、メンバーにOCC, OTS, FDICを加えて、金融のシステミック・リスク会費のため監督機関間での情報共有や調整を行うことを提言している。また、住宅ローンの販売業者・貸し手の免許や規制について、各州の規制の適切性を評価する、連邦レベルの機関を創設することなどを提言している。

中期的には、貯蓄金融機関を国法銀行に移行させ、同時に、貯蓄金融機関を監督するOTSと国法銀行を監督するOCCを統合すること、保険業について連邦レベルの免許を創設し、財務省内に監督機関を作ること、金融イノベーションにより商品先物と証券の境界があいまいになってきていることから、商品先物取引を監視するCFTCと、証券取引を監視するSECを統合することなどを提言している。さらに、長期的な革命として、銀行、証券、保険等セクタ

一別に編成されている監督機関の構造を、目的別、すなわち、金融市場全体の安定確保、金融機関の健全性の監督、投資家保護等取引の適切性の確保という3つの目的に合わせて抜本的に編成しなおすことを提案している。これは、現在のオーストリアの金融規制・監督制度に類似したアプローチとなっている。

5 この結果、FRBがシステミック・リスクを防止する「市場安定規制機関」の役割を担い、預金取り扱い機関等政府の保証に関わる金融機関の監督については、OCCやOTS、NCUAを統合して「健全性監督機関」を創設、投資家保護等については、SECとCFTCの統合をベースに「取引等規制機関」が創設されることを想定している。また、これに併せて、免許も、連邦預金保険

10 対象の預金取引機関、連邦免許による保険会社、それ以外の金融サービスを行う機関に整理することを提案している。現時点では、こうした提案を実現に移す具体的な動きはみられないが、将来の金融危機の再発を防止する観点からは、「ブループリント」の実現を含め、規制・監督体制の抜本的な見直しが望まれる。

15 次にアメリカFRBの金融政策と金融市場の関係性について説明したい。2008年の金融危機を受けて、アメリカの中央銀行であるFRBは、大幅な金融緩和を行った。通常の金融緩和は、(公定歩合)を下げるのが主だが、このときはそれだけに留まらず、国債などを大量に買い取る「非伝統的金融政策」に踏み切った。これはFRBが新規にお金を刷って、マーケットに資金供給を

20 行ったことになるが、これでもアメリカでは失業者が約10%で高止まりするなど、実体経済は上向きしなかった。そこでFRBは非伝統的金融政策の第二段「QE2」として、6000億ドルもの米国債を買い取ることを決定した。この結果、FRBは2008年6月末から2010年末までの1年半でバランスシートを約2.5倍に拡大させました。またQE2が終了した2011年6

25 月までの3年間はバランスシートは3.2倍にも膨らんでいる。FRBはQE1, QE2で合計2.3兆ドルも資金供給を行ったのだ。日米の経済格差(米国が約3倍)を勘案すると、日銀も80~100兆円くらいはマネタリーベースをふやす必要があったのである。アメリカのマネー供給量が大幅に増えているのに日本ではほとんど増えていないから相対的購買平価に習って円高がすす

30 んでいるのだ。FRBは、超緩和政策の縮小に細心の注意を払い、我慢強く取

り組んでいくこと、それには時間がかかることをメッセージとしておくっている。緩和縮小を先送りしたことで、F R Bは金融商況の引き締まりを容認しない姿勢を示しただけでなく、フォードガイダンスを著しく強化した。量的緩和を先送りするというF R Bの決定は、長期金利の上昇圧力を一部緩和すること

5 になる。

次に新興国の金融政策だが、2013年半ばまで、利下げ局面にあった新興国の金融政策だが、2013年半ばに米国の金融緩和策縮小、利上げが見え始めた頃から、国や地域の状況に応じた金融政策の運営に変わりつつある。

2014年9月11日に多くの新興国で金融政策決定会合が開催された。9月11日には、フィリピン中央銀行が政策金利を0.25%引き上げて4.00%とすることを発表した。今回の利上げは2会合連続となるが、その背景には、フィリピンでインフレ圧力が高まってきていることがある。8月の消費者物価指数は前年比で中銀が目標とする+3~+5%の上限近い+4.9%と2011年10月以来の水準となっている。2014年4-6月期の経済成長率が6%を超えて好調なことから、インフレ抑制のための予防的措置によるマイナスを吸収できるとの判断で利上げが実地されたと考えられます。また同11日にインドネシア銀行(中央銀行)も会合を開催し、10会合連続の政策金利措置を発表した。

10

15

インドネシアでは、インフレ抑制や経常収支の改善を目指し、2013年に政策金利の引き上げを実地した。経済成長率は鈍化したものの、インフレ率は大きく低下している。ただし大幅な経常赤字は依然として継続しており、10会合連続の政策金利据え置きが決定されたようである。また、チリとペルーも同11日に政策金利を発表した。チリは0.25%引き下げ3.25%に、ペルーも0.25%引き下げ3.50と、両国とも利下げを決定している。チリ、

20

25

ペルーともに経済成長見通しも引き下げられている。

このような環境にあることから、両国とも景気刺激のための利下げ実地となった。

なお、今後については、ペルーは今回の決定は連続の利下げを意味するものではないとしている。また、チリについても追加利下げに対してこれまでよりも控えめなトーンとなり、慎重な姿勢を示している。このように新興国のなか

30

でも金融政策に大きな差が生じてきている。その特徴として、一つ目は、利上げを実地しているフィリピンやマレーシアについては、内需主導で経済が好調に推移している。そのため徐々に高まるインフレ圧力に対する予防措置として利上げを実地できる環境にあるといえる。

- 5 二つ目に、政策金利を据え置いているインドネシアやインドについては、早くから利上げを実地しながら、構造改革を進めたことで、インフレが徐々に抑制されるなど、ファンダメンタルズ（基礎的条件）が改善してきている。

- 10 引き続き構造改革が進めばメキシコのように市場での評価が高まるものと考ええる。三つ目は、利下げを実地しているチリやペルーは、資源の輸出先である中国経済の影響を受けやすくなっており、その対応が迫られている。

- 15 2013年半ばまでは欧州債務問題を背景とした世界的な信用不安への対応から国の事情によらず新興国の金融政策は金融緩和の方向にあったが、2013年半ば以降は、金融政策にばらつきが出始めた。その背景のひとつとして、おそらく米国の金融緩和縮小、利上げの道筋が明確になる中、各国ごとに状況にあわせた対応へとシフトしたのではないだろうか。

現在のように、各国の金融政策に差がある環境で、新興国に投資する場合は、分散投資がより重要になると考える。

- 20 そして最後に今後起こりうるグローバル金融危機について述べたい。近年、めざましい経済成長で世界から注目されてきた新興国の経済が変調してきているのは上で述べたが、各国から集まっていた投下マネーが新興国から流出し、株安や通貨安が進んでいるのである。ブラジルのレアルはこの2ヶ月で対ドルで10%、トルコ・リラは7%下落した。新興国経済（ブラジル、インド、インドネシア、トルコ、南アフリカ）の減速は新たな金融危機の火種になりかねないとされている。

- 25 そして次に中国の景況悪化が懸念されている。19日に公表された中国人民銀行によると、企業の景況感指数が前年同期比1.3%ポイント低下し63.6%となった。景況感指数が3期連続で低下したことで、この先景気がさらに減速する可能性を示唆する結果となった。

- 30 そして日本も現在、驚異的なスピードで借金を増やし、この20年間で7倍となった。かなりの確立で3年以内に日本は国家破綻すると思われる。

日本の場合、国家破綻は国債が未消化（売れなくなる）の瞬間に訪れる。

国債依存度がそれほど高いということだ。政府が破綻すると予算が組めなくなる。年金・医療サービスは停止。

公務員である警察官・消防士は大幅に解雇され、国民は仕事を失いハイパー

5 インフレが世界の息の根を止める。

今の日本の国民の貯蓄率の低下（ついに3%台に）、各種税収の落ち込みはやがてやってくる「新規国債を誰も買ってくれない＝国家破綻」を避けられない近未来と想定せざるをえない。

日本の経済規模はギリシャの13倍。

10 日本が破綻したらその影響は計り知れず、世界恐慌に突入する可能性は大きい。日本に限らずアメリカにもそれはいえることである。アメリカで第二の世界恐慌が引き起こされ、世界は空前絶後の大パニックをむかえるであろう。

15 参考文献

櫻川昌哉（2013）『なぜ金融危機は起こるのか』福田真一編 東洋経済新報社

第五章

20

必要とされる予防策

第一節 各国の対応策

25 今回グローバル金融危機について、発生した原因からこの危機の現状、先進国と新興国での成熟度の違い、さらに今後起こりうる可能性のある危機を調べて述べてきたうえで必要とされる対策、再発させないための予防策として実際に首脳会合等で挙げられた計画をもとに考えてみる。

1. G20 首脳会合による対応策

2008 年 11 月、ワシントンで開催された G20 による金融サミットでは、金融危機の再発防止のための行動計画が 5 つのテーマをもとに立てられた。そのテーマとは、透明性と説明責任の強化、健全な規制の拡大、金融市場の公正性の促進、国際協力の強化、国際金融機関 (IFIs) の改革である。当面の行動計画として、会計基準の改善やディスクロージャの強化、格付け機関の監視、資本規制の強化、銀行によるリスク管理の強化、クロス・ボーダーの聞きに対処するための体制強化などの内容が組みこまれた。(武田真彦 2009 年 『世界金融危機後の国際政策協調のあり方』)

- 10 2009 年 4 月、ロンドンで開催された G20 サミットにおいては、金融安定化フォーラム (FSF) を引き継ぐ金融安定化理事会 (FSB) を設立、ヘッジ・ファンドなどを含むシステム上重要な金融機関・商品・市場への規制・監督、自己資本規制の強化、格付け機関の登録制と規制・監督の導入などについても合意された(1)。また、2009 年 9 月にピッツバーグで開催された G20 サミットでは、健全
- 15 性監督の強化と監督範囲の拡大、室の高い資本の構築と景気循環増幅効果の抑制、報酬慣行の改革などについての合意がなされた(2)。

- 20 2010 年 6 月、トロントで開催された G20 サミットでは、過去のサミットでの金融規制改革のコミットメント達成に向けて協働することが確認された。また、金融危機に費やしたコストを金融セクターが、公平かつ実質的な貢献をするとの原則に合意した。また当サミットでは複数の首脳から、金融機関に対する課金もしくは税を国際的に導入する意見も出ていた(3)。

- 25 このほかのグローバルな動きとして、金融安定理事会 (FSB) が、金融システムにおける景気循環増幅効果への対応、健全な報酬慣行に関する原則などを報告している。また、バーゼル銀行監督委員会では、バーゼル II の枠組みの強化なども打ち出されている。2010 年 9 月には、2013 年から適用する国際的に活動する大手銀行に対する新たな自己資本規制案が発表された。それには、普通株と内部留保で構成する狭義の中核的自己資本の比率を 2019 年 1 月まで実質 7% とすることなどが盛り込まれた(日本経済新聞 2010.9.14)。

- 30 次に欧米諸国で、実際にどのような規制や制度が導入して対策、また再発防止に向けて取り組んでいるのだろうか。

2. 米国の対応策

米国では 2009 年 10 月、米政府と FRB(連邦準備理事会)が報酬制限の枠組みを公表した。公的資金を投入し、再建中の金融機関・企業に対して現金報酬を平均 9 割削減するとし、公的資金に頼らない金融機関については、FRB が検査で監督することとした(日経新聞 2009.12.12)。

2017 年、1930 年代の大恐慌依頼の抜本的改革とされる金融規制改革法が成立した。内容は、監督体制の強化、高リスク投資の制限、取引の透明化、自己資本の強化など、金融危機の再発防止に着眼したものとなった(4)。監督体制の強化について、金融システムの安定を脅かすリスクのある金融機関や金融市場を監視するために、資産 500 億ドル以上の資産をもつ銀行持ち株会社や証券、保険会社などの銀行以外の大規模金融機関を、FRB が一元的に監視することとしたほか、金融システムの安定を脅かすリスクを監視し、対処するために、財務長官を議長とする金融安定監視評議会(FSOC)も設置された。また、ヘッジ・ファンドについては、SEC(証券取引等監視委員会)への登録と業務内容の開示を義務つけた。さらに、FRB 内に消費者金融保護局を設けて、金融機関や信用組合なども監視することにした。この設置については、当初は、独立性の高い消費者保護機関として、消費者金融保護庁(CFPA)を設置する予定だったが、この案は後退し FRB の下部組織で対応するようになった(5)。

高リスク投資の制限については、銀行や金融持ち株会社による自己勘定での取引を制限した。いわゆるボルガー・ルールである。この高リスク取引については、当初は高リスク取引禁止であったが、上院の審議過程において、自己勘定を制限する一方で、ファンドへの投資は中核的自己資本の 3%までは認めることとなった。また、銀行は、通貨や金利など自らのリスク回避のためのデリバティブ取引については認めたものの、それ以外の取引については、銀行本体による取引を禁止とした。このほか、デリバティブ取引については相対のデリバティブの取引は取引所や清算期間を通じて売買することとして、取引の透明化が図られた。自己資本の強化についても、一定規模以上の金融機関は、優先出資証券を中核的自己資本から外し、資本の質を高めることが義務づけられた。

なお、破綻した金融機関を政府が清算する際の財源にするために、一定規模

以上の資産を有する大手行やヘッジファンドに税金を課す銀行課税の条項は、上下院で法案を一本化する作業の中で撤廃された。その財源は、不良資産救済プログラムを予定より早く終了することで、その財源を確保することになったとされる（日経ビジネス2010.7.12.）。

5

3. 欧州連合の対応策

欧州委員会は、2008年10月に、銀行が単一の借り手に対して融資できる額に制限を設けるとともに、1カ国以上で事業展開している銀行グループの監督を強化するために、銀行の資本要件に関するEU規則に見直しを提案した。

10 また、翌11月には、信用格付け機関の規制に関する提案を採択した。

2009年1月、欧州委員会は、EUの金融市場の監督枠組みを強化する一連の決定を採択した⁶。また、同年5月には、将来的な銀行の破綻が納税者の負担や金融システムの不安定化につながらないようにするために、銀行への特別課税で基金を集め、EUに銀行清算基金のネットワークを設置することを提案した⁷。

15

2009年9月には、欧州の金融部門の監督を大幅に強化する包括的法案を採択した。法案では、欧州金融市場を監視し、リスクの早期警戒に当たる「欧州システミック・リスク理事会(FSRB:European System of Financial Supervisors)」及び、各国の監督当局と新たに設置される銀行、証券、保険・企業年金の部門別の監督機関からなる「欧州金融監督システム(ESFS:European System of Financial Supervisors)」の創設が提案されている⁸。10月には、効率的で安全かつ健全なデリバティブ市場を確保するための政策行動を定めた政策文書

20

こうした中で、欧州議会は、2010年7月、「銀行員の特別賞与規制案」を可決した(2011年1月から発効)。同法案では、銀行が現金で支払う特別賞与はボーナス総額のうち30%に制限された。ボーナスの40~60%は、業績に応じて支給額が調整され、繰り延べるように定められた⁹。また、銀行のトレーディング活動や複雑な証券化から生じるリスクをカバーするために自己資本を強化するとして銀行の資本要件についても承認された。

25

30

(1) 外務省 HP.

(2) 外務省 HP.

(3) 外務省 HP.

(4)

5 <http://www.financialstability.gov/roadtostability/regulatoryreform.html>

日経新聞 2010. 6. 26

(5) MSN 産経ニュース :

<http://sankei.jp.msn.com/economy/finance/100316/fnc1003160921005-c.htm>

10

(6)

<http://www.deljpn.ec.europa.eu/modykes/media/news/2009/090126-2.html>

(7)

http://ec.europa.eu/internal_market/bank/crisis_management/index_en.htm

15 m

(8)

http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm,

http://ec.europa.eu/economy_finance/thematic_article15861_en.htm

(9) http://www.europarl.europa.eu/news/public/focus_page/008-76988-176-

20 [06-26-901-20100625FCS76850-25-](http://www.europarl.europa.eu/news/public/focus_page/008-76988-176-06-26-901-20100625FCS76850-25-)

[06-2010-2010/default_p001c011_en.htm](http://www.europarl.europa.eu/news/public/focus_page/008-76988-176-06-26-901-20100625FCS76850-25-06-2010-2010/default_p001c011_en.htm)

4. 英国の対応策

2009年3月「ターナー・レビュー：グローバル銀行危機への規制上の対応」が打ち出された。レビューでは、自己資本の質・量の強化、システミックなリスクにかかわるヘッジ・ファンドなどの未だ規制されていない金融機関に対する規制、格付け会社への規制、監督体制のあり方や過度なリスクをとることを奨励しない報酬制度のあり方を検討すべきとした(10)。

また、同月には、財務省から「金融市場の改革」のプロポーザルも発表された。

30 それには、金融安定委員会 (CFS : Council for Financial Stability) の設置

などによる規制当局の機能強化、金融システム上重要な機関にかかわる破綻処理の整備、システミック・リスクの管理として十分な資本と流動性の確保、証券化市場と店頭デリバティブ市場の標準化と透明性の改善などが示された(井上 武 2009年『英国財務省による金融改革提言』)

5 2009年11月、イギリスのブラウン首相は、G20 財務相・中央銀行総裁会議において、国境を越えて展開する金融機関の破綻に備え、金融取引課税などによる仕組みの検討を提唱した(日本経済新聞2009.11.8)。銀行取引課税については、英国は、その後、金融機関に課税する銀行税を2011年に導入することを表明した。

10 2009年12月には、2009年だけの臨時措置として、銀行員に2万5000ポンドを越すボーナスを支払う場合、超過分の50%を銀行から税として徴収することにした(日本経済新聞2009.12.12)。

(10) http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf

15

第二節 世界的な金融危機の再発・拡大防止策の方向性

今回の金融危機は、過剰なリスクが積み上げられ、それがシステミックなリスクへと繋がっていったという反省の下に、その対応策としては、監督・規制

20 体系の強化が打ち出されている。しかしその方向性は、米国と欧州では異なる。

過剰なリスクが積み上げられたことに対して、米国では、銀行や金融持ち株会社に対する高リスク投資の制限などが加えられる方向にあるのに対し、英国や欧州連合では、市場ルールを強化する方向にある。高リスク投資への問題は、

25 翁(日本経済新聞2010.3.25)が言うように、システムに重大な影響を及ぼす金融機関の破綻処理との問題と大きくかかわる。

銀行や金融持ち株会社に高リスク投資の制限を行えば、確かに安全性は確保される。ナローバンクの考えも、この考えに近い。しかし、高リスク投資への制限は、その一方で収益源が縮小することによって経営を圧迫する可能性もある。ましてや一国だけでこのルールを導入すれば、競争力低下は免れない。

30 他方、銀行や金融持ち株会社に高リスク投資の制限をせず、監視の強化や自

己資本の強化という点に重点を置くという考え方もある。G20の首脳会議において、システムに重大な影響を及ぼす金融機関については、監視の必要性が合意されたのは、こうした考え方に立つ。また、欧米では、こうした問題に対応するために、米国では金融安定監視評議会、欧州では欧州システミック・リスク理事会、欧州金融監督システムが設置された。

しかし、システムに重大な影響を及ぼす規模の金融機関の存在を認めるならば、トゥー・ビッグ・トゥー・フェイル（大きすぎてつぶせない）の問題が生じてくる。そうなれば、公的資金の投入は避けられず、税金を投入することに対する国民の怒りをかうことになる。今回のケースのように、金融危機の原因の一つが高額な報酬を得るために利益追求に走ったことにあるとするならば、そのつけを国民が支払うことを、どう考えるかが問題である。また、トゥー・ビッグ・トゥー・フェイルの原則が定着することにより、金融機関においては大規模化すれば、経営危機になっても救済されるというモラルハザードも生じてくる。

これに対し、英国や欧州連合の一部の国では銀行税の導入という形で応じている。米国においても銀行税の導入には前向きな姿勢を示していたが、上下院で金融規制改革法を一本化する作業において撤廃された。また、長期的な期間でリスクを考えずリスクを取ることを奨励していた利益連動型の報酬制度についても、米国では、監督を強化する方向にとどまったのに対し、欧州連合は、現金で支払う特別賞与を制限し、残りの部分は業績が悪化した場合に、それを当てられるような仕組みとした銀行員の特別賞与規制などを導入することによって、インセンティブ報酬によって過度なリスクを取ることをのめないよう、また、リスクがあとになって顕現化した場合の取り逃がいを許さないようにした。すなわち、米国においては、結果的に、銀行や金融持ち株会社については、トゥー・ビッグ・トゥー・フェイルの原則が用いられる状況を作らせないように、高リスク投資の制限を行う方向性が設定されたのに対して、米国や欧州連合については、透明性の確保や格付け会社への規制強化、自己資本の強化を行うとともに、システミックな危機に備えて、その際に必要なコストを金融機関に自ら負担させるなど、市場ルールを強化するという方向性で考えられていると言えるだろう。

第三節 金融イノベーションと規制・監督

1980年代以降、金融分野における規制緩和とICT技術の発展を背景に、新しい金融商品、金融手法のイノベーションが次々と生み出されてきた。イノベーション自体は、透明性確保と適切なリスク管理がなされていれば資金調達コストの低減、リスク分散の効率化につながり、究極的には経済全体の資源配分の効率化、経済厚生を増大をもたらすものとして評価すべきものである。例えば、住宅ローンについても、証券化手法を取り入れることによってよりリスクを広範な投資家に分散することが可能になり、これまで住宅を購入するのが難しかった所得層も購入できるようになったが、住宅ローン貸付から証券化商品組成、販売に至るまでの過程で、十分なリスク管理ができていなかったことが、今回の危機の引き金となっている。問題は、こうした金融イノベーションに対応して、金融機関の側に適切なリスク管理体制が構築され、また、当面の側に対応する金融規制・監督規制ができていないかということが大きく左右してくる。格付機関が発行体との利益相反問題を有しているにもかかわらず、リスク感知や監督が格付機関に過度に依存している場合、十分なリスク管理や監督が行われているとは言い難い。また、レバレッジの急拡大など金融システム全体のリスクが増大するスピードが速くなっているが、こうしたシステム的なリスクを抑止する体制も十分でない。活発な金融資本市場では、「自由と規律」のバランスの中で、新たな金融商品やイノベーションが日々生まれながらダイナミックに発展していく。しかし、金融機関内外における一定の規律が欠如した場合、例えば、金融機関内でのリスク管理が機能していないような場合には、異常なブームや過剰なリスク・テイクを引き起こし、危機に至る可能性があることが今回の危機から読み取れた。「自由と規律」のバランスのとれた市場環境は、金融資本市場が健全に発展していく上で重要な基盤であるだろう。金融イノベーションは、金融資本市場が発展するための鍵でもある。今回の危機によって、単に規制を強化するだけでなく、新たな金融イノベーションを阻害せず、かつ適切にリスク管理ができるようなより良い規制を構築し、金融井野辺所ンに対応した規律付けが的確に行われる体制づくりが今後、必要である。