

平成28年度

証券ゼミナール大会

5

金融グローバル化のなかで
新興国が直面する問題

10

15

国土舘大学政経学部

Aブロック野下ゼミ

20

目次

—はじめに

第1章 金融グローバリゼーションと新興市場経済(新興国)

- 5 第1節 グローバリゼーションと金融グローバリゼーション
1. グローバリゼーション
 2. 金融グローバリゼーション
- 第2節 金融グローバリゼーションと新興国
1. 金融グローバリゼーションと新興国台頭
 - 10 2. 新興国が直面する諸問題

第2章 金融グローバリゼーション下の通貨・金融危機

- 第1節 金融グローバリゼーションと通貨・金融危機
- 第2節 先進国における通貨・金融危機
1. 欧州通貨危機
 - 15 2. リーマン・ショック
- 第3節 新興国における通貨・金融危機
1. メキシコ通貨危機
 2. アジア通貨危機
 3. 通貨・金融危機と銀行の脆弱性

20 第3章 金融グローバリゼーションの進展と新興国

- 第1節 今日の国際経済と新興国を取り巻く懸念
- 第2節 中国経済が直面する諸問題
1. 人民元切り上げ問題
 2. 中国経済の構造問題
 - 25 3. 中国経済が抱えるリスク
- 第4節 インド経済が直面する諸問題
1. インド経済の現状
 2. インド経済が直面する諸問題
 3. インド経済の可能性と課題

第4章 新たな金融・通貨危機を回避するための政策

第1節 第2次世界大戦後の国際金融対策

1. 国際協調体制と国際金融ガバナンス
2. 「ノン・システム」下の国際金融ガバナンス

5 第2節 世界金融危機が提起する課題

1. 新たな国際金融ガバナンス体制への動き
2. 国際資本移動と国際金融ガバナンス

—むすび

—参考文献

10

15

20

25

30

はじめに

金融グローバル化は途上国や新興国とともに進展していった。それにより多くの影響を受ける途上国や新興国。経済成長をしていく中、様々な危機を経験することに。また、先進国も同様に通貨・金融危機を経験する。様々な経験を踏まえながら、今日の国際経済でも懸念がある。本論文では、新興国の中で、中国とインド、とくに中国経済が直面する問題、抱えるリスクに焦点を当てて検討する。

第2次世界大戦後、ブレトンウッズ体制から始まった国際金融ガバナンス体制から、米国の優越性が生まれてきたが、米国単独での解決ができない状況が生まれる。ブレトンウッズ崩壊後、新たな国際金融ガバナンス体制へ移行した。しかし、ブレトンウッズ体制に替わる国際金融ガバナンスにおいて法律上の強制力をもたないという意味でソフト・ローに依拠するものだった。ソフト・ローに基づく国際金融安定化の枠組みの限界が次第に顕在化する。

本論文では、グローバル投資家による国際資本フローが激化する中で、新たな金融・通貨危機を回避するための政策を検討することを最終的な課題としている。

第1章 金融グローバリゼーションと新興市場経済(新興国)

第1節 グローバリゼーションと金融グローバリゼーション

1. グローバリゼーション

今日、諸国民や諸民族の経済活動は、貿易や海外生産、そして金融取引などを介して緊密に連結されようとしている。こうした世界的な経済統合をグローバリゼーションと呼ぶならば、1990年代以降グローバリゼーションはかつてないスピードで加速してきた。グローバリゼーションの加速は人類の進歩に対する功罪をめぐる国際的な論争を巻き起こすことになった。

グローバリゼーションは人類にとって多くの肯定的な特徴を示している。

第1に、途上国の生産と貿易の伸び率は、世界の生産と貿易の成長において先進

諸国より大きなシェアを占めるようになった。たとえば中国やインドなどの人口大国が今や世界経済に本格的に組み込まれ、世界貿易の不可欠な構成要素となっている。

5 第2に、先進国の企業中心にコスト圧縮圧力が高まり、途上国への直接投資やアウトソーシングが拡大した。

第3に、実物面の変化とならんで資金調達や資金運用といった金銭面においても、世界の人々の間で債権債務関係が広範に取り結ばれるようになった。貿易による国際分業関係、世界各地の工場で繰り広げられる協業・分業関係、そして国際的な資金調達や資金運用による債権債務関係から形成される国家や民族をまたぐ経済的関連は、参加する人々の規模や広範さからみて史上例にないものである。

グローバリゼーションはまた、負の面あるいは人類進歩にとって肯定的に評価できない否定的側面も示している。

第1に、グローバリゼーションの成長メカニズムは、所得格差拡大や貧困問題の激化を内外で深刻化させている。

15 第2に、金融自由化の進展に伴い国際資本移動が活発化した。それにつれて、海外から資本を呼び込むため、各国で培われてきた各種制度が解体を余儀なくされている。

第3に、途上国など金融規制・監督体制が未整備な諸国を中心に 21世紀型経済危機と呼ばれる金融危機が多発し、グローバリゼーションの成長メカニズムが深刻な国際金融危機によって中断される可能性が高いことが明らかになった。

サブプライム・ローン問題を契機に勃発した国際金融危機は、これまでのように金融規制・監督体制が未成熟な国でなくむしろ整備が進んでいると思われていた諸国、それも米国で発生したものであった。国際金融危機は貿易や直接投資の後退を余儀なくしグローバリゼーションが国際金融危機と密接な関係であることを誰の目にも

25 明らかにした。

グローバリゼーションが人類進歩にとって功罪両面現象を示してきたにもかかわらず、従来の研究はこうした2面性を統合的に把握してこなかった。グローバリゼーションを推進することを肯定する論者がグローバリゼーションによる成長促進や民主化などの積極的意義を強調する一方、グローバリゼーションの批判者は多国籍企業や国際

30 銀行によって主導されるグローバリゼーションが格差拡大や貧困問題の悪化、さらに

は各国文化破壊など人類にとって否定的現象を生み出す点を批判してきた。相対立する現象を統合するには、どのようにすればよいのだろうか。本稿はグローバリゼーションに関する諸見解を検討し、功罪両面を統合的に分析可能とする枠組みを探ることを課題としている。

- 5 結論を先取りしていえば、功罪両面を統合的に捉えるためには、グローバリゼーションを推進する要因として資本運動を位置づけるとともに、各時代における主導的な資本運動の形態を特定化する必要がある。現代の資本運動の形態を特定化し分析することにより、グローバリゼーションがもたらす人類史的意義を進むべき方向が明らかになる。

10

2. 金融グローバリゼーション

- 19世紀後半から第1次世界大戦までの時期、イギリスを中心に金本位制のもとで金融グローバル化が進展し、蒸気船、電報、電話などの運輸・交通手段の発達も重要な役割を果たしている。しかしながら、この動きは第1次大戦で終わりを告げ、その後金本位制への復帰を試みるも失敗に終わり、第2次世界大戦に突入することになる。この戦間期の混乱において投機的な国際資本移動がなされていたため、固定相場制を採用し民間の国際資本移動は原則として禁止された。

- 20 変化が生じたのはアメリカ経済が悪化し、マクロ政策の規律が失われ、インフレーションが進行してからである。先進諸国の間では固定レートに代わって変動レート制が採用され、資本移動規制の緩和を容易にし、1980年代以降の規制緩和の風潮が広まり、IT技術の発達なども相まって、世界経済、金融のグローバル化を進展させた。

- 25 グローバリゼーションについての諸見解を検討する前に、グローバリゼーションとは何かを定義しておく必要がある。グローバリゼーションの定義自体、各論者が保持する経済観や方法論の違いによって様々に定義されてきた。

グローバリゼーションは多面的な性格をもっている。次のような側面があるといわれている。すなわち

- 30 (1) グローバル・コミュニティの形成にみられる社会的及び政治的側面。

(2) 思想と文化のグローバル移転にみられる文化的側面。

(3) 情報・通信技術の急速な世界的普及にみられる技術的側面。

(4) 各種市場の国際統合にみられる経済的側面すなわち経済のグローバリゼーション

5 などである。

グローバリゼーション肯定派の代表的論者の1人ともいえるウォルフは、グローバリゼーションを財とサービス、特に生産要素の市場が統合化することと定義した。このように定義した場合、現在と過去のグローバリゼーションの違いにおいて重要になるのは、市場取引、すなわち交易関係が国家や民族を超えてどの程度まで広がったのかという点になるが現在においては交易関係だけではなく、多国籍企業などが世界各地に建設した工場で行われる国際的工程間分業、すなわち工場内での協業や分業、そして金融取引に伴う債権債務関係などを通して多角的な経済関係が国際的に形成されるようになってきている。そのとき、交易関係だけを焦点に当てるのは、グローバリゼーションの歴史的意義を捉えるのに必ずしも十分ではない。

15 交易関係のクロスボーダーな伸張だけに焦点を当てた定義に対してクルガーは世界のある場所に住む経済主体がほかの場所で生じた出来事に以前より大きく影響を受けようになった事態をグローバリゼーションと定義した。すなわち、経済的影響が広域化した点にグローバリゼーションの本質をみようとしたのである。しかし、スルーガの定義は経済的影響が広域化するようになった原因について明確とは言えない。

20 これに対してヘンダーソンは、各国において経済主体の経済活動が内外無差別になる事態をグローバリゼーションと定義する。すなわち、投入物と産出物の世界単1市場が創造され、労働及び資本が自由に国境を越えて移動し、最後の外国人投資家に対しても安全に国際投資家と対等な取扱いとなる事態をグローバリゼーションの本質として捉えた。国家や民族を超えて統合された経済活動や各種市場が生まれるためには、前提条件として経済諸関係がすでに形成されていることが必要とされる。

人類の経済関係には主として、①交易関係、②に生産にともなう協業・分業関係③金融取引や投資活動にともなう債権債務関係がある。グローバリゼーションとはこうした3つの経済関係が国家及び民族を超えて伸張することを意味する。

30 この定義は3つのメリットをもつ。

第1にグローバリゼーションの中断がありつつも進展してきたという歴史性を人類の多角的経済の展開として捉えることができる。

第2に、3つ経済関係が相互作用伸張する事態を捉えることができる。

5 第3に、どの経済関係の外延的伸張が主導的役割を担うのかに応じて各時代におけるグローバリゼーションの姿や特徴も異なってくることを考慮することが可能となる。

10 第2節 金融グローバリゼーションと新興国

1. 金融グローバリゼーションと新興国台頭

金融グローバル化の進展によって新興国が受けた影響は、恩恵を享受してきた先進国と異なり通貨危機や金融危機を繰り返し引き起こし、経済的利益を十分に享受することができなかった。1980年代以降の金融のグローバル化の
15 進展によって資本流出が増加し、対外資産負債の両方を拡大させてきた。1980年以降新興国では長期的に資本流出が増加しているが、とりわけ1990年以降新興国の株式市場が注目されるようになって以降、先進国の機関投資家による株式投資が拡大してきている。最近では新興国の中でも中国、インド、ブラジルなどの経済大国は先進25国やほかの新興国への直接投資を拡大
20 してきているように経済的な影響力を持つようになってきている。

しかし先進国からのODAが近年は停滞していることから、経済的に豊かでない途上国への民間投資は少なく、金融グローバル化の進展は限定的であると考
えられる。

25

2. 新興国が直面する諸問題

(1) グローバリゼーション肯定派と新興国

グローバリゼーションは人的及び物的資源の配分の改善や、途上国を含め各国の成長可能性を高めるなど人類の進歩に貢献すると思われる多くの現象を示してい
30 る。

5 交易関係の外延的伸張だけをとってみても、現代のグローバリゼーションは人類史的な意義をもっている。交易関係の伸張は社会的分業を拡大し、人類の生産力上昇の可能性を高める。グローバリゼーションの意義は、交易の拡張による国際分業の拡大だけにとどまらない。多国籍企業による海外工場の設立やアウトソーシングなどを介して協業・分業という経済関係の連鎖が途上国を含めて広範に拡大している。

(2) 反グローバル派と新興国

10 グローバリゼーションは他方、さまざまな問題を生み出していることも事実である。グローバリゼーションが展開するにつれて、多くの人々を苦しめ人類進歩にとって肯定的とはいえない現象が数多くみられるようになってきた。こうした現象に注目してグローバリゼーションを人類の進歩にとって否定的なものにとらえて批判する反グローバル派ローカリゼーション派の見解が主張されている。こうした人の一部はWTO、IMFや世銀などの国際機関が監視し負の面の発生を抑制するのではなく、逆に促進して

15 いるだけだとして、国際機関の解体を主張して暴力的な反対運動を展開している。

グローバリゼーションに対する批判は、主に5点に整理することができる。

第1に、グローバリゼーションは格差や貧困を悪化させる。格差問題は、富裕国と途上国の間だけではなく、途上国からの輸入増大で先進国における所得格差も拡大している。

20 第2に、自由貿易の強制は競争力の弱い途上国の成長を損ない発展を阻害する可能性が高い。

第3に、グローバリゼーションは、多国籍企業の利益に役立つ一方、多国籍企業の進出によって途上国に住む人々の生活は困難になった。

25 第4に、各国は国際競争力を高めるため福祉制度や環境規制の基準を引き下げるだけでなく、国家主権や民主主義さえも多国籍企業に譲り渡す事態を招いている。

第5に金融自由化は、各国の伝統的制度を暴力的に破壊するだけでなく、金融危機を発生させ経済発展を損なっている。というものである。こうした問題のなかで反グローバル派が特に注目するのが格差拡大や貧困問題の激化である。事実過去2

30 0年間、格差拡大や貧困問題は国際的に、そして各国で深刻化してきた。

(3) 新興国が直面する問題

途上国、先進国を問わず、経済危機は直ちに政治危機に連動するし、成長率の低迷や失業率の上昇、財政改革の失敗は内閣崩壊につながる。しかも、この動きは
5 すべて国際的性格を帯びる。一国の経済危機でもただちに世界中に波及し、政治危機を拡大する。

資本の利益と先進国の国益が露骨に優先され、先進国の利益に合致しない国は無視され、急速に落ちぶれる。部族間紛争と自然災害、エイズと飢餓に呻吟する一部の
10 アフリカ諸国の現実がある。

グローバリゼーションは経済の論理が必然的に貫徹している過程であると言えなく
もない。資本蓄積が国境を越えて展開されることは避けられないからである。しかし、
国境を越える経済活動を民主主義の発展に対応させるには一定の国際的、地球
15 大的な装置が必要である。ところが、経済のグローバリゼーションはそのような条件が
整備されないまま、また対抗する諸勢力の力量と自覚が成熟しないうちに巨大化し
たので、ナショナルな次元で組織されている対抗諸勢力と既存の政治的手法では
20 対応し統制できないまでになってしまったのである。1995年の1人当たりGNPでみ
ると、世界人口の6分の1を占めるにすぎない北半球の先進国(北アメリカ、ヨーロッ
パ、日本等)がその8割を支配している。

グローバリゼーションの時代には、多国籍企業間の競争は日毎に熾烈さを増し、い
20 わゆるメガコンペティションが展開されている。資本主義に固有の投機は文字通り地
球を駆けめぐり、国際的投機を規制する手段はなく、その条件を作り出した多国籍
企業自身が巨大な損失を出して破産に追い込まれ、世界金融危機に怯えはじめて
いる。バブルの成長と破綻が繰り返され、金融的操作によって巨利を得るものと貧し
いものとの格差は一層拡大している。この数年IMFやWTO等の国際貿易・金融シ
25 ステムに対する批判が高まり、重要な国際会議が開催されるたびに激しいデモに襲
われている。アメリカを機軸とする先進国の利益を優先させたこのシステムには投機
の国際的波及を抑制する機能がないことは誰の目にも明らかである。IT(情報技
術)革命の到来が喧伝され、新産業部門の誕生と産業構造の変革としての期待が
30 高まっている。

しかし同時に、この「革命」は現在の世界経済の条件の下では、世界市場の時空を

狭め、投機の国際的連鎖を強めることにもなる。

中国やインドの世界市場への登場は、現代資本主義におよそ想像しなかった体験を強いはじめている。中国の改革開放政策の展開それ自身が、グローバリゼーションのもたらす不安定要因になり始めている。市民社会的諸権利とNGOが欠落した資本主義の登場は、インドネシア等ですでに「開発独裁」として体験済みではある。しかし、中国はその国民経済の規模と特異なナショナリズムによって「開発独裁」以上の存在である。既存のグローバルなシステムはすでに不安定化し始めているのに、それに加えて中国の動向はシステム全体を覆しかねない要因になりつつある。

10

第2章 金融グローバリゼーション下の通貨・金融危機

第1節 金融グローバリゼーションと通貨・金融危機

今日までに、労働市場・財市場・金融市場は自国で生産消費されていたものがインターネットの普及や規制緩和を理由にグローバリゼーションが進み、活動範囲が国家単位から地球規模に膨れあがった。特に、通貨危機は、新興国をはじめ金融グローバリゼーションが提示する最大の課題となっている。

通貨危機に陥るメカニズムの概略を示せば、次の5点にまとめることができよう。

この通貨危機では、金融構造の脆弱性を浮き彫りにさせた。

第1に、資本流入が増加して経常利益の赤字を引き起こす。

第2に、第1の出来事が逆転する。これにより資本収支の黒字が減少して、経常収支は赤字のまま高水準を保ち、対外準備の減少が起こる。その結果通貨が大量に売られ通貨危機の最長期が訪れてしまう。この逆転が起こるきっかけは国々によって異なり、一概には言えない。例としては、資産価値の減少や、国内経済の低下、銀行の不良債権の増加が挙げられる。

第3に、危機にさらされる国はニクソンショック時に金本位制が撤廃され世界的には変動相場制に移行するが、ドルやヨーロッパ通貨と自国通貨の間に政府が介入し通貨を固定させ実質的固定相場を実現させる通貨ペック制度を導入していた。

しかしこの制度には時代の変化に対応することが出来ず実際の通貨価値と政府で管理している価値で差が開いてしまう。この差を埋めるために対外準備を使い果

たしペック制度を維持することが困難になり放棄する。

第4に、通貨危機以前の銀行のシステムの脆弱性が浮き彫りになる。銀行の過剰な貸出や企業側の過剰な借り入れにより銀行の不良債権が増加する。経営が傾いた銀行には政府から救済処置が行われた。このような破綻を招くような銀行システムでは、金利上昇で通貨売り投機に対する防衛策を十分に行えず、逆に通貨売りに拍車をかけてしまっていた。

第5に、通貨危機には他の国に拡散される。代表的な例としてアジア通貨危機を挙げたいと思う。プラザ合意後ドルが盛んに売られるようになり、急成長している東アジアの通貨が買われるようになりドル安アジア通貨高になった。1987年にルーブル合意が結ばれたが、ドル安を食い止めることはできなかった。こうして実際の価値以上に膨れ上がったアジア通貨に目を付けたヘッジファンドは最初にタイに空売りを仕掛け攻撃的な投資を行った。タイの通貨危機の時に莫大の利益を得たヘッジファンドはさらなる利益を求めインドネシア・台湾・韓国に攻撃的投資を行ったためここまで大きな通貨危機に成長させた。

先進工業国(欧州)と新興国(東アジア・中南米)の通貨危機の性質には違いがある。この2つの地域間の違いは通貨ペック制の放棄後にある。先進工業国では経済の混乱がさほど大きくなく、新興国は経済が大きく混乱し通貨危機前の水準へ戻すのに時間が掛かるところである。この性質の違いの要因として、自立できる国内産業の有無が挙げられる。先進工業国では通貨が下落すれば、輸出産業が盛り返し経常収支赤字の縮小が起これ経済不況から短期間で收拾がつく。逆に新興国では、通貨下落に伴い投資家はリスクオフ志向が高まりさらに資本が海外に流出し企業の倒産や外国企業の撤退を招き、短期間での経済回復が難しくなる。

25 第2節 先進国における通貨・金融危機

1. 欧州通貨危機

1979年欧州共同体は加盟国9カ国存在あり、その中のイギリスを除いた8カ国(西ドイツ・ルクセンブルク・デンマーク・フランス・イタリア・オランダ・アイルランド・ベルギー)が欧州通貨制度の中に欧州通貨単位(ECU)を創設し為替レートメカニズムを導入させた。この欧州通貨単位(ECU)とは欧州各国の通貨をまとめ実際にはな

いが1つの通貨として導入したもので、イギリス以外の欧州共同体は欧州通貨単位 (ECU) ペック制を行っていた。後に1989年にスペイン1990年にイギリス1992年にポルトガルがこの為替レートメカニズムに加盟した。他にも非公認ながらノルウェー・スウェーデン・オーストリア・フィンランドが欧州通貨単位 (ECO) に対しペック制度を導入した。

1992年に発生した欧州通貨危機の原因はヘッジファンドによる攻撃的投機である。こうした欧州通貨単位 (ECU) にペックしていた欧州諸国と非公認だがペックしていた国々はヘッジファンドによる大量空売りにより大規模な通貨危機を引き起こした。

10 初めに標的にされたのは非公認であったフィンランドである。フィンランドが狙われた理由として、1991年にソ連崩壊しフィンランドは旧ソ連への輸出が減少して経済的に低迷していたためである。フィンランドは1992年9月に非公認な欧州通貨単位 (ECU) へのペック制を放棄し変動相場制へ切り替えた。放棄後にヘッジファンドによる攻撃的投資は他の国へ向けられた。

15 欧州通貨危機で最も大きい規模で売り投機を受けた国はイギリスである。イギリスの中央銀行は短期間で2度の金利引き上げと1日で700億ドルの外貨を売ってポンドの相場を維持しようと試みたが売り圧力を支えることが出来ず1992年9月17日に欧州通貨単位 (ECU) へのペッグ制を放棄し変動相場制へ切り替えた。

次に、イタリアについて触れたいと思う。イタリアでは、金利を上昇させても売りの圧力が弱まることはなく、対外準備が急激に減少し1992年9月16日に欧州通貨単位 (ECU) へのペッグ制度を放棄した。イタリア政府は、この売り圧力に対抗するために320億ドルもの対外準備を失った。

この一連の欧州通貨危機で今まではあまり名の知れていなかったヘッジファンドが有名になるきっかけとなったと同時にヘッジファンドの企業数と資産総額を増加させる出来事になってしまった。そして、他にヘッジファンドが起こした通貨危機に便乗して、利益を得た機関投資家も少なくない。

2. リーマン・ショック

30 国際的な金融危機の引き金となったリーマン・ブラザーズの経営破綻とその後の株

価暴落などを指す。リーマン・ブラザーズは米国第4位の投資銀行だが、米国のモーゲージ市場においてプライム、ニア・プライム、サブプライムと商品は3分されている。このサブプライムに分類されている商品の価格が著しく下落し、流動性が低下、調達していた消費者の破産が大幅に増加し、投資資産の財務の悪化から、金融機関の損失計上が続発したサブプライム問題などで経営が行き詰まり、2008年9月15日、米連邦破産法11条の適用を申請し破綻した。

1990年代半ばより、アメリカでは住宅購入を考えていた低所得者層や、通常ではローンの審査段階でパスできない人々を対象に住宅ローン貸し付けを広めた。これがサブプライム・ローンである。住宅ローンを取り扱う銀行や住宅金融専門会社、いわゆる住専といった金融機関はこのサブプライム・ローンを積極的に広めて利用者を増やした。こうして住宅購入の客層が拡大したことにより一過性の住宅ブームがおり、不動産業者は景気に潤った。このサブプライム・ローンは高金利であり、年10%以上の金利が発生した。このため債務者の返済が滞るリスクも発生する。

しかし、サブプライム・ローンは金融商品として証券化されていたため、債権を他に売却することができたので、金融機関にとっては、多大な利益を得られるうえ、リスクが少ないというメリットがあった。そのため、金融機関は、サブプライム・ローンを増大した。その結果、2006年までには、サブプライム・ローンの貸付総額は1.4兆ドル(日本円で約140兆円)まで膨らんだ。

ローンを借りた人々は住宅購入に集中した。このため、住宅市場は超過需要となり、住宅価格は上がっていき、2000年代初頭よりも2倍になった。ローンを組んだ住宅購入者は、住宅価格上昇分を担保に追加融資を受けることができた、また、住宅を転売してローンを返済するだけでなく、さらに、ローンを組んで住宅投資をする場合もあった。このため、住宅ブームは加熱していき、住宅は、実体以上に価値が上がり、住宅バブルは次第に膨張していった。

2006年になると住宅価格の伸びが鈍くなり、ローン返済の延滞がいつきに増加傾向をたどると同時に、ブームも翳りが見えて住宅も余り始めた。サブプライム・ローンの行き過ぎが顕在化し、返済が滞ると購入物件が差し押さえられて住居を失う問題が発生した。返済に失敗した金融機関の一部では資金繰りが苦しくなり、担保も無力と化して経営破綻する金融会社も発生した。2007年になると、格付け機関によってサブプライム・ローン関連証券の評価格下げも発表された。住宅バブルの崩壊がは

じまった。

住宅バブルの崩壊によって株価下落や為替ドル安が起こり、売れなくなった証券をかかえた金融機関の破綻は加速した。リーマン・ブラザーズの破綻後、対米の大手金融機関が連鎖的に経営危機に陥るなど、景気の後退や金融機関の経営悪化などで、金融市場や金融機関に対する信用度が低下して、経済の先行きに不安を感じることで金融機関の破綻、不良債権の増加、株価の下落・低迷、信用逼迫（クレジットクランチ）などを引き起こすことがある、金融不安が深刻化する。金融市場のマヒを防ぐために、各国政府は相次いで税金を投じて銀行に資本注入や損失補償を行い「金融機関の公的管理」に踏み切ったが、危機は実体経済に波及した。

10

第3節 新興国における通貨・金融危機

1. メキシコ通貨危機

15 ここでは、1994年から95年にメキシコとアルゼンチンの通貨危機について触れていく。

1990年代の先進工業国の経済は欧州通貨危機の影響で経済は不況だった。そこで、ヘッジファンド・投資家が次に選んだ投資先はメキシコ・アルゼンチンの中南米の新興国であった。

20 この2カ国で先に資本が流入し始めたのはメキシコであった。その理由として次の通りである。

第1に、メキシコは1990年前半までに対外債務問題処理や経済改革（財政赤字の削減・対外取引の規制緩和・国営企業の民営化）が行われた。

第2に、メキシコの債権が1990年代に入ってから10%を超える利率である。

25 第3に、メキシコの通貨ペソはドルペック制により、実質的な固定相場になっていることが挙げられる。

第4に、メキシコの株式市場で株価が上昇されると期待されていた。

これらのことから、1990年代初めに世界の新興国に投資された金額の20%がメキシコに投資されていた。

30 このように、メキシコには大きな資本流入が起きた。

しかし、ある事件をきっかけに逆転し資本の流出が発生してしまう。その事件とは、1994年3月に起きたメキシコ大統領候補のルイス・コロシオの暗殺である。この事件後には、ドルに対してペソの価値は10%も下落した。同年の11月にペソ売りの圧力が増加し、対抗するために外貨準備を1ヶ月で48億ドルも消費した。

- 5 しかし、翌月になってもペソ売りは止まずペソのレートを下げたがこれでも資本流入は止まることはなかった。次第に、外貨準備は底をつきそうになると1994年前半に大量に発行した短期国債の償還期日の到来が近づきさらに売り圧力が高まった。ここまでペソが売られたことにより固定させることが困難になり変動相場制へ移行した。そして、IMFとアメリカが金融援助をおこない収拾させることができた。

10

2. アジア通貨危機

- 15 アジア通貨危機も他の通貨危機同様外国からの資本流入が見られた。この資本流入が起きた要因として東アジアの貯蓄率と投資率が高いことと輸出主体に経済発展をしてきたことが挙げられる。

- 20 まず、タイの通貨危機について触れていきたいと思う。当時のタイではドルペック制ではなく、主要な貿易相手国通貨の通貨バスケットペック制を導入していた。そのため、貿易主要国通貨の価値が上昇すれば連動してパーツも上昇してしまう。ここでの問題点として、根拠のない通貨高なため実際の価値との差が開いてしまう。この過

- 25 しかし、通貨が過大評価されることにより、バブル発生で賃金が上昇し商品コストを増大させてしまった。よって海外企業はタイから工場を撤退し新しい新興国（中国・ベトナムなど）へ流出が起こってしまう。

- 30 これらの要因でファンダメンタルの低下と通貨の過大評価を見抜かれ、ヘッジファンドによる攻撃的な投機の標的にされてしまう。1997年2月に大手不動産会社が経営破綻してパーツの売り圧力が強まったが政府介入により、一時はしのいだ。しか

し、3ヶ月後さらに売り圧力が強まり、大手金融会社が経営破綻したことをきっかけに、ヘッジファンドや外国の機関投資家・企業タイ国内の銀行・企業までもがパーツを売り・空売りをした。これに対しタイの中央銀行は、金利引き上げや株売却・パーツ建ての融資の抑制とパーツの買い支えをおこなったが、1997年7月にペッグ制を放棄し

5 変動相場制へシフトしたのち大暴落し通貨危機を引き起こした。ヘッジファンドによる攻撃的投機はタイだけではとどまらずASEAN全体へ広まった。

次に、インドネシアについて触れたいと思う。インドネシアでは、他の通貨危機に陥った国とは違い直接投資ではなく銀行から借り入れる間接投資に頼っていた。借り入れていた総額のかなりの部分を海外の銀行から外貨で借り入れを行っていた。

10 タイ通貨危機後インドネシアにも1997年7月から8月にかけてヘッジファンドによる攻撃的投機が行われルピア売りのドル買いが発生したが、あまりルピアのレートは下がらなかったため市場は楽観的になっていた。

しかし、急に為替市場でルピア売りドル買い傾向が進み、ルピアのレートが下落した。ルピアが下落した要因として、年内に償還期日が到来する外貨通貨建て・自国

15 通貨建て短期債務が384億ドルに上っていたことが挙げられる。そして、インドネシア企業・銀行・中央銀行には償還期限到来時に支払うための外貨準備が足りなかった。この弱みに付け込んだヘッジファンドは攻撃的投機を行ったことによりルピアが下落しペッグ制度を放棄し変動相場制へシフトした。ルピア安になったことにより企業や銀行は償還時に不利的状況におかれ、返済が困難となった。さらに、資金不足から

20 利子率が上昇し返済負担が増加した。さらに、株・土地・債権などの資産価値が下落し企業のバランスシートは大きく偏った。そして、償還できず倒産した企業の不良債務は銀行へと転化されより事態は深刻化された。一部の銀行では実質的な債務超過に陥り、銀行破綻寸前まで追いやられ1998年1月に銀行部門全体が機能停止状態になってしまった。こうしてさらにルピア安が進みなかなか抜け出せない長期

25 に亘る不況時代が続いてしまった。

3. 通貨・金融危機と銀行の脆弱性

金融グローバリゼーションが進む過程で金融の自由化と対外資本取引の自由化

30 が必須となる。これは潜在的にあった金融の問題や脆弱性を浮き彫りにさせてしまっ

た。

金融自由化により、金利制限が廃止されリスクのある貸し出しには利子率を上げるようになった。この時に銀行は貸し出しに対するリスクを分散させるために資産ポートフォリオを作成・管理する能力が求められる。

- 5 しかし、新興国のような発展途中の国ではそのような能力は欠けていた。また、自由化に伴い外国から大量の資本流入し、それを国内に効率的に配分ができない可能性があった。

- 10 対外資本取引自由化により、国内の金融市場には海外資本が大量に流入し過剰貸し付けなどが発生する。さらに、為替レートに伴い銀行経営の危険性が増加してしまう。この金融グローバル化下では今まで以上に銀行にはリスク管理能力が求められる。

しかし、銀行は政府の支配下にあり、政府が定めた優先先企業や機関に頼った貸し出しが多いためリスク管理能力が養われてこなかった。これらのことが金融部門での脆弱性に繋がった。

15

第3章 金融グローバル化の進展と新興国

第1節 今日の国際経済と新興国を取り巻く懸念

- 20 金融グローバル化によって、途上国や新興国は大きな影響を受けている。グローバル化の中で、途上国・新興国は、経済成長を実現する一方で、その行き過ぎによって、バブル、そして危機を経験した。

- 25 中南米においては1970年代の成長と1980年代の債務危機とその後の「失われた10年」を経験した。アジアにおいても、1990年代の「東アジアの奇跡」とも呼ばれる経済成長を経験した。

しかし、1997年にはアジア通貨危機が勃発した。

- 30 今日において、新興国は、国内の金融システムの脆弱性、資源価格の変動や米国の金融政策に左右されやすい構造といった問題を抱えている。そのため、新興国通貨は2015年の夏以降、対米ドルで下げ幅を拡大した。その背景にあるのが、米国の利上げ観測と中国の景気減速の懸念にほかならない。

(1) 米国の金利引き上げにともなう懸念

米国の利上げ観測とは米国の利上げが行われた場合、過剰流動性相場が縮小
5 に向かい、リスクオフの動きが強まるとの予想が市場で優勢となった。そのため、より
高い金利を求めて新興国市場に流入した投資資金はゼロ金利から脱却する米国
に回帰するとの思惑が浮上し、アジア、中南米、欧州、アフリカなどの新興国におい
て、広く通貨が対米ドルで下落する展開となった。

10

(2) 中国の景気減速にともなう懸念

中国の景気減速の懸念とは、中国では上海株が6月半ば以降下げ足を速め、8
月に人民元の切り下げが行われた。アジア諸国は総じて貿易を通じた中国との結び
つきが強く、金融市場の混乱で中国景気が一段と減速すれば、周辺国経済に悪影
15 響が及ぶとの思惑から、主にアジア通貨が下落した。また中国や新興国経済が鈍
化した場合、国債商品需要が減少するとの見方が強まり、商品相場の低迷につな
がった。その結果、資源国通貨も対米ドルで下げ幅を拡大した。

今後の展開として、新興国では近年、変動相場制を採用する国が増えている。そ
のため通貨が下落しても、為替レート維持のための自国通貨買い・外貨売りの為替
20 介入を行う義務はない。従って過去のように外貨準備が減少し、対外債務の返済
懸念が強まり、通貨危機に発展してしまうリスクは小さくなっている。

新興国諸国は、国によっては成長に対する懸念や財政問題といった問題をかかえ
るとともに、高いインフレ率に悩んでいる場合もある。そのため新興国通貨は各国個
別の悪材料を主因に、今しばらく不安定な動きが続くことも考えられる。ただ少なくと
25 も連鎖的な通貨危機の発生を懸念する状況にはないようだ。

第2節 中国経済が直面する諸問題

1. 人民元切り上げ問題

30 2005年7月21日日本時間午後8時、中国人民銀行のホームページに「人民元の

対米ドルレートを7月21日付で現行の1米ドル＝8・28元から8・11元に切り上げ、通貨バスケットを参考とする管理フロート制を採用する。」と掲載されたのである。

この改革宣言は、メディアを通してすぐに世界中に報道された。まだその日の午前中の取引が行われていたロンドン偽替市場では、アジア通貨を中心に買いが殺到し、日本円も前日より2%上昇した。その翌日の22日の香港、シンガポール両市場では、人民元先物取引(NDF)の買い注文が殺到し、香港の先物1年物が前日の1米ドル＝7・80元台から7・77元台に急伸。新レート8・11元を4%以上も上回った。人民元の先物市場は、元切り上げを期待する国際投機筋のカジノと化している。発表された切り上げ幅がわずか2%と予想より小幅だったことから、いずれ第2弾、第3弾の切り上げが行われると期待して買いが殺到した。

しかし中国当局が、当面次の切り上げを考えていないことが明らかになると、NDFとアジア通貨に殺到した投機マネーは潮が引くように引き上げ、切り上げ発表から3日後には平静を取り戻した。

中国が人民元を切り上げることは、早くから予想されていた。2003年ごろから「人民元切り上げ」を高く要求していたアメリカや日本は、いつ実現され、どの程度の規模になるのか具体的に関心を集めていた。当時、温家宝首相は切り上げのほぼ1か月前、天津で6月26日に開かれたアジア欧州会議ASEAN財務相会合で、世界中が注目する人民元切り上げ問題について「自主性、安定性、漸進性」の3原則に基づいて処理することを改めて強調した。

- ① 外国からの圧力に応じて取り組むのではなく、あくまで自主的に、
 - ② 市場の混乱に脅かされないように安定的に、
 - ③ 急激な改革によって国内経済を混乱させないように、
- 人民元改革をソフトランディングさせたいと考えていた。

切り上げ発表後は、アメリカ側が速やかに歓迎の意を表明していた。

しかし、アメリカの経済・金融当局者は、人民元が切りあがっても、深刻な貿易赤字が早く解消されるとは考えていなかった。アメリカ連邦準備制度理事会のグリーンズパン議長も「中国からの輸入が減っても、ほかの国からの輸入に「振り替わるだけ」と指摘している。つまり、中国製品が元切り上げによって輸出競争力を失っても、ほかの盗難アジアやメキシコ、南米などからの製品がそれにとって代わることになるだけで、アメリカの貿易赤字問題を解決することにならないのである。さらに問題なのは、

中国が大量に保有するアメリカ国債の存在だ。中国は輸出によって得た外貨を国に集中させ、その大部分を米ドル建てで運用している。中国の米国債保有残高は日本に次いで世界2位の2400億米ドルにも達する。つまり、中国は対米黒字で米国債を購入することにより、間接的にアメリカの財政を支えている。もし元の大幅切り上げによって中国の輸出が低迷したら、米国債の引き受けが減り、アメリカの長期金利が上昇するおそれがある。それはすなわち、アメリカの財政負担の悪化、企業や個人の利払い負担増による景気悪化に結び付き、アメリカが自分で自分の首を絞める結果になりかねないということだ。アメリカの本音では大幅な元切り上げよりも、むしろ現状維持を求めている。ただ、貿易赤字や中国への生産シフトによる雇用の悪化にせまるアメリカ世論をなだめるためには、建前でもでも「元切り上げ」を要求せざるを得ない立場に置かれていた。

2. 中国経済の構造問題

15 人民元切り上げは、輸出依存型の経済成長に依存する中国にとってマイナスの作用を与える。中国経済は急速な成長を遂げてきた。2004年までの過去5年間だけでも毎年7から9%の成長を実現した。特に2003年には、新型肺炎SARSが国内で猛威を振るった。

しかし、これはあくまで人民元相場が現在の安価を維持していればの話であり、輸出依存型の中国経済は、為替の大幅切り上げによって競争力を失う性質を持っている。「改革・開放」以来、30年近くもの急成長で年収数千万円の高額所有者まで現れた中国だが内需だけに依存できるほど国内市場は発達していない。「安い元」によって「メイド・イン・チャイナ」製品の輸出競争力が飛躍的に高まり、それにつれて中国経済の輸出への依存度も高まり、それにつれて中国経済の輸出への依存度も強まったのである。2005年上半期のGDPに占める輸出の割合は42%にも達した。これは、人民元が皇帝レートと実勢レートの一本化によって30%以上切り下げられた前の年(93年)にくらべ3倍近い割合である。さらに注目すべきは、2005年上半期の輸出の5割以上を日本、アメリカ、欧州など中国に進出した外資系企業が稼いでいることだ。つまり「メイド・イン・チャイナ」製品の半分以上は、安い土地代や人件費、優遇税制などに魅了されて中国に生産拠点をシフトしたアメリカのパソコンメー

カーや通信機器メーカー、日本の家電メーカーなどによって生み出されたものである。外資の生産拠点シフトに代表される中国への直接投資(対中直接投資)も人民元が割安だからこそ年々急激に拡大している。もし人民元が米ドルに対して切り上げれば、されている中国のGDPが減少する可能性がある。さらに、元高によって中国製

5 品の輸出競争力が弱まることも致命的である。

中国の急成長の原点となった「改革・開放」政策は、海岸に面する沿海部と呼ばれる地域から始まった。改革・開放政策の成功とともに、発展は沿海部全域に拡大した。90年代に入ると、生產品目も繊維や玩具といった軽工業品から、IT機器、家電、通信機器といったハイテク製品まで視野が広がる。中国沿海部は、安い人件費

10 と土地代、税制面における優遇策などで外資の参入を促し、世界有数の工業生産拠点として注目を集めるようになった。

しかし、輸出や外資導入の点でアクセスのよい沿海部に比べ、交通の不便な内陸部の経済発展は取り残された。中国のGDPの6割、そして貿易額や外資直接導入額の実に9割が沿海部によって生み出されている。この数字を見れば、内陸部が

15 いかにも遅れた状況に置かれていることがわかるだろう。総人口の約6割の8億人ともいわれる農民のほとんどが内陸部で生活しており、高賃金の職を求めて沿海部へ流失している。このため、稼ぎ手が少なくなった内陸部の発展が、ますます遅れるという悪循環も生じている。こうした知域格差・所得格差の問題を前に、中国政府は手をまねているわけではない。2002年ごろから本格的に始動した「西部大開発」プロジェ

20 クトを通じて、高速道路や鉄道の整備や発電所の建設などの公共事業投資、外資の内陸部進出を奨励することによって、沿海部との経済格差を縮小しようと努力している。しかし、こうした巨額の公共投資はただでさえひっ迫している中国の財政をさらに悪化させる危険の可能性もある。中国が年8%の高度成長を実現せざるを得ない理由の1つには、

25 税金を確保し、内陸部のでこ入れとして巨額公共投資を持続することになる。しかし、高度成長をささえるのは、沿海部からの輸出であり、成長とともに沿海と内陸の経済格差がますます広がるジレンマも抱えている。

3. 中国経済が抱えるリスク

30 (1) 増大する銀行の不良債権リスク

GDPの2、7倍にも達する借金を抱えた日本ほどではないが、中国も深刻な財政難に苦しんでいる。高度経済成長のため、多額の公共投資を繰り返しているだけでなく、巨額の不良債権にあえぐ国有銀行を公的資金で支えるため、税収を大幅に上回る支出を余儀なくされているのが原因である。経済の減速は、ただでさえ苦しい

5 政府の台所を直撃する。輸出依存型の高度経済成長路線を突き進まざるを得ない中国のジレンマはここにも存在する特に不良債権が問題視されているのが、「国有四大商業銀行」と呼ばれる中国銀行、中国工商銀行、中国建設銀行、中国農業銀行の四行。これら四行は、中国の銀行の総資産額の6割を占めており、大型国有企業や国有重点プロジェクト向けの融資をほぼ独占している。

10 しかし、国有企業は、「計画経済」の名残として膨大な人員を抱え、非効率な経営を行ったため、「改革・開放」後、急速に競争力を失った。その結果、国有四大商業銀行は多額の不良債権を抱えることになってしまった。

15 (2) 1党独裁体制が抱える政治的リスク

国定相場制の利点は、政変や戦争などが起こっても相場がみじんも揺るがないことだ。中国の1949年から70年代初めにかけて、朝鮮戦争や大躍進政策、文化大革命といった有事や混乱を国内外で経験したにもかかわらず、当時国定相場制を採用していた人民元は1米ドル＝2、5元でほぼ変わらなかった。一方、89年6月に

20 起きた「天安門事件」は、民主化を訴える大学生らを人民解放軍が銃撃し、戦争でひき殺すという目を覆いたくなるような惨劇となり改革・開放に好感して中国に続々と参入した外資の流れを逆戻りさせ、中国経済に大きな痛手を与えた。当時、国有企業の輸出競争力の強化を目指していた中国は、中国人民銀行が名目として公布していた「公定レート」のほかに、公定レートよりも安めで、輸出促進のために有利な

25 「実勢レート」を併用する「2重相場性」を採用していた。

しかし、実勢レートは78年の改革・開放以来少しずつ下がっていき、天安門事件後の89年12月にもそれまでの1米ドル＝3、7221元から4、721元へと切り下げられていた。この切り下げは、天安門事件によって停滞した輸出や外資導入を再び活性化させようとする中国の政治的な思惑によるものだった。

30 しかし、今後人民元が変動相場制を採用した場合、相場は市場の期待や失望に

よっても大きく働くことになる。つまり、当事国の思惑だけで相場をコントロールすることが極めて難しくなる。一党独裁体制が50年以上も続く中国では、政治的矛盾に対する民衆の不満が蓄積しているといわれる。もし変動相場制を導入後、天安門事件のような大暴動が勃発し、それを軍が制圧するような事態が起これば、人民元の大幅な暴落を招く危険がある。また、中国が巨額の財政赤字問題に悩まされていることはすでに述べたが、財政の健全化を拒む要因として、近年急増している軍事費の存在も指摘されている。台湾独立を阻止するため軍事侵攻という最後のシナリオまで想定している中国にとって、軍事的プレゼンスの拡大は、半ば至上命題なのだ。

10

(3) 資金流出懸念

中国の通貨、人民元の下落が止まらない。2016年10月から国際通貨基金(IMF)の特別引き出し権(SDR)の構成通貨に正式採用されたが、約6年ぶりの安値水準まで売り込まれた。その中、中国からの資本流出は見掛けよりも深刻かもしれないと米投資銀行のゴールドマン・サックスが警告している。人民元は「国慶節」の連休明けの10日から続落し、11日には1時1ドル=6・7148元と、2010年9月以来の元安水準になった。米国の利上げ観測やドル高も元売りに拍車をかけた。ブルームバーグによると、8月の公式統計では、人民元決済を通じ277億ドル(約2兆8700億円)が中国から流出した。2014年までの5年間の月平均では44億ドル(約4560億円)にとどまっている。ゴールドマンの中国担当シニアエコノミストは、越境資本がこれほどの規模になる理由をマーケット要因で説明することはできないと指摘し、ドルではなく人民元のまま越境する資本が増えていると警告した。企業が中国本土で人民元をドルに換金する動きを制限されていることが背景にあるという。また、中国人民銀行(中央銀行)と国家外為管理局(SAFE)のデータによると、「昨年10月から今年8月までに人民元の貿易決済が主因で元の純流出額が2650億ドル(27兆4800億円)相当に達した」という。

人民元安と資本流出の背景について、SDR採用を決めたIMF自体が、中国の債務水準について警告しているうえ、国際決済銀行(BIS)は3年以内に中国で金融危機が起こる可能性について注意を喚起している。このため、元売りや資本流出は避けられないと思われる。

30

第3節 インド経済が直面する諸問題

1. インド経済の現状

5 今日、インド経済の減速傾向が鮮明となり、今後の動きに対して投資家の懸念が強まりつつある。インド経済は、2000年代半ばに1947年の独立以来初の高成長局面を迎えた。特に2004～2007年にかけて、インドは四大新興経済国とされるBRICs諸国の中でも、中国に次ぐ高い経済成長率を示した。また、2008年9月のリーマン・ショック発生直後には、ブラジルとロシアの景気が急速に悪化し経済成長率が

10 マイナス転落したのとは対照的に、堅調に推移したことで世界の注目が集まった。リーマン・ショック後の世界経済は、日米欧など先進国の景気が急速に悪化し、その余波を受けて多くの新興国でも大幅な景気後退に見舞われるという状況に陥った。こうした中、上述のようなインド経済の堅調さが注目され、中国と並ぶ人口大国であるインドの国内消費市場拡大への期待感も高まり、日本企業をはじめ多くの外資系

15 企業がインド進出を加速させてきた。

しかし、2011年以降、インド経済は急速に減速している。インド経済は世界で11番目の規模であり、2011年推定でGDPは約1兆6761億ドルに達する。約12億人という世界第2位の人口規模であることから、2011年の1人当たりのGDPは1、388ドルであり、世界平均と比較しても大幅に低い水準である。世界銀行は現在、インド

20 を低所得の経済と分類している。

現在のインド経済が長期的傾向から見て、どのような局面にあるのかを確認しておこう。独立後のインドでは、政府の強力な統制のもとで閉鎖的な経済運営が行われたことから、工業やサービス産業の発展が阻害され、経済における農業の比重が高いままだったため、経済成長率が農業部門に大きく影響されていた。インドの農業部

25 門は、灌漑施設が不十分なため、モンスーン季の降雨量で収穫がほぼ決まってしまう。つまり、当時のインド経済には、雨季の降雨量が成長率を左右するという前近代的な側面があった。

また、インド政府が、輸入代替型工業化を進めた結果、景気拡大で最終製品の生産が増えると、中間財・資本財の輸入が拡大し貿易赤字が増加してしまい、この

30 対策として、外貨節約のため引き締め政策を採らざるを得ず、経済成長率が低下す

る、というパターンが常態化していた。こうして、インド経済は、旱魃と外貨不足によって成長率が低下しやすいという脆弱な形態となった。1950年代から1980年代にかけて、インドの経済成長率は3回のマイナス転落を経験しているが、その原因は、旱魃による農業生産の落ち込みや外貨不足に伴う引き締めによるものであった。

- 5 インド政府が1991年に経済自由化を柱とする構造改革に着手して以降、上記のような脆弱な構造は解消され、改革実施前と比較して、インド経済の成長率と安定性がともに高まった。特に、経済自由化の成果が本格的に表れ始めた2000年以降、インドの経済成長率は大きく上昇し、2003年度から2008年度までは、6年連続で7%を上回るという独立以来未曾有の好況が続いた。
- 10 しかし、こうした高成長局面も終わり、2011年以降は、経済の減速傾向が鮮明になっている。

2. インド経済が直面する諸問題

15 (1) 経済成長率の変動

インドの四半期ベース経済成長率(実質GDP成長率)は、2007年度までは、農業、鉱工業、サービス業のいずれの分野も好調であったことを反映し、8~9%(前年同期比;以下同じ)の高い伸び率で推移してきた。しかし、リーマン・ショック直後には、「鉱工業」と「商業ホテル運輸通信」の2部門の伸びが急速に低下した影響で、成長率は2008年度第4四半期(2009年1-3月期)に3.5%まで減速した。その後、前記の2部門が急回復したことを受けて、経済成長率は持ち直し、2009年度第4四半期(2010年1-3期)には、成長率が10%を超えた。

2011年度以降は、景気の減速傾向が鮮明となり、鉱工業と商業ホテル運輸通信の2部門の成長率が失速し、その影響で足元の成長率は、4~5%程度と、リーマン・ショック前の半分程度にまで低下している。インド経済の最大の牽引役であった個人消費も、最近では、急成長にブレーキがかかっている。例えば、乗用車販売台数の推移を見ると、所得上昇やオートローンの普及などを追い風に、2004年から2010年にかけての6年間で2倍に増え、2009年には、リーマン・ショック直後の逆風の中にもかかわらず、販売台数が前年よりも増加した。

30 しかし、2010年以降の伸びは鈍く、これは、前述の金利上昇の影響が表れたも

のと見られる。

2輪車市場でも、変調の予感が見られる。インドの2輪車市場は、中国に次ぐ世界第2位の巨大市場であり、市場規模は、2001年から2010年までの9年間で3倍に増加した。

- 5 しかし、足元の数字を見ると、2012年は前年比微増にとどまっており、市場拡大のテンポが鈍っている。乗用車市場と同様、2輪車市場も、足元で金利上昇の影響を受けて伸びが鈍化しているものと推察される。

- 10 急速に拡大してきたインドの携帯電話市場も、足元で頭打ちになっている。携帯電話加入者数は2006年から2011年までの5年間で6倍に増加した。しかし、2012年には、加入者数が最近10年間で初めて、前年よりも減少した。ただ、2012年の携帯電話加入者減少の大きな原因は、2012年7月頃から、電話会社側が、使用されていない携帯電話への接続切断を実施したことであり、インドの携帯電話市場が飽和したわけではない。実際、加入者数が減ったのは、携帯電話普及率が著しく高い都市部であり、普及率が低い地方部では、加入者数の増加傾向が続いている。

- 15 乗用車、2輪車、携帯電話のこうした市場動向は、インドの個人消費のこれまでの急成長局面が一段落し、踊り場を迎えていることを示唆するものと言えそうだ。

- 20 投資についても、これまでの盛り上がりから一転足元で一段落していることがうかがえる。インドの景気拡大の牽引役として、個人消費の次に重要な役割を果たしてきたのが投資(固定資本形成)であり、インドの投資率(固定資本形成/GDP)は、2003年以降急上昇してきたが、2007年をピークに、その後は低下傾向にある。中長期的な景気循環の指標となる投資率が浮き沈みし低下していることは、インド経済の高成長局面がいったん終息し、成長率が鈍化する局面に移行した可能性があることを示唆する。

25

(2) 国際収支

- 30 インドの経常収支は、近年、赤字が急拡大している。現在、BRICs諸国の中で、経常収支が大幅赤字に陥っているのはインドだけである。インドの経常収支は2007年まではそれほど大きな赤字ではなかったが、2008年以降、貿易赤字の急拡大を背景に、経常赤字幅が年々拡大してきた。貿易赤字拡大の理由については、国内

消費増加や外国からの直接投資に伴う資本財輸入増加などを背景に輸入が急増したことに加え、原油価格が上昇したことも影響したと見られる。

5 欧米市場向けを中心とするITサービス輸出の拡大を背景にサービス収支黒字が増加し、また、経常移転収支も、在外インド人労働者の主要な渡航先である中東湾岸地域などの好景気を背景に労働者送金が増加したため、黒字基調となっている。しかし、経常移転収支とサービス収支における黒字は、大幅な貿易赤字をカバーすることができず、経常収支トータルでは大幅赤字を余儀なくされている。

10 インドの資本収支を見ると、経常収支赤字をカバーできる規模の黒字となっていることがわかる。つまり、経常収支が赤字であっても、資本収支黒字でほぼファイナンスされており、経常赤字が外貨準備減少に結びつくような状況ではないことが確認できる。資本収支黒字の中味を見ると、安定的な資金と考えられる直接投資よりも、足の速い証券投資や企業等の対外借入れの流入超過に依存している度合いが高い。これは、インドに対する投資家の信認が低下した場合に、国際収支面での流動性リスクが高まる可能性があることを意味するものであり、この点には注意が必要であろう。

15 インドへの外国からの直接投資流入額の推移を見ると、2005年から2008年にかけて急激に増加したものの、その後は減少から横這いとなっている。前述のような近年の投資率低下は、こうした外国からの直接投資流入減少が影響している可能性も高いと考えられ、インド経済再加速のためには、外国からの直接投資流入増加が必要である。そのために不可欠なのが、インフラ整備と外資参入規制緩和である。

20 インドは、BRICs諸国の中で唯一の経常赤字国であるが、経常赤字が資本収支黒字でほとんどを補う構造になっている。このような国際収支構造のもとでは、外貨準備は基本的に変化しない。実際、インドの外貨準備の推移を見ると、リーマン・ショック以降、ほぼ横這いである。

25 経常収支が黒字であるロシアとブラジルは、リーマン・ショック以降、外貨準備を増やしている。為替相場上昇圧力が、ロシアやブラジルでは強いが、インドではそれほど強くない。

(3) 財政赤字

30 インド経済の大きな弱点の1つが、大幅な財政赤字である。インドの財政収支は、長期にわたって赤字が続いており、その上、財政赤字の対GDP比率を見ると、タイ

やインドネシアといったアジア諸国よりもはるかに大きいことがわかる。このように財政赤字が大規模かつ慢性化していることは、国内のインフレ圧力を高めるリスク要因になりかねず、また、財政面の脆弱さはインフラ投資を進める上での足かせにもなっている。

- 5 政府部門の債務残高の規模(GDP比)を見ると、インドは70%弱と、新興国全体の平均値を大きく上回り、また、タイやフィリピンなどの東南アジア諸国に比べてもかなり高い。

つまり、インドは、前述の財政赤字の大きさに加えて政府債務残高も大きく、この点から考えて、景気後退や金融機関の破綻などが発生した場合に、財政面での対応能力は低いと言わざるを得ない。これは、インド経済のリスク要素の一つとして注意すべき点であろう。

10

3. インド経済の可能性と課題

15 (1) 高い成長潜在性

インド経済は、足元で減速しているとはいえ、中長期的に見れば、消費市場としても、生産拠点としても、成長潜在性が非常に高い。インドの消費市場は、人口増加や所得上昇などを背景に、拡大を続ける公算が高い。また、労働力が豊富で人件費の安いインドは、将来的には生産拠点として台頭する可能性も大きい。こうした高い成長潜在性を実現に結びつけるための課題は、投資・ビジネス環境の改善である。特に、外国からの直接投資流入拡大のためのインフラ整備や規制緩和が重要なポイントであろう。

20

25 (2) インド経済の課題

インド経済は、従来から、需要面が非常に旺盛なのに供給面が非常に脆弱というアンバランスを抱えていると指摘されてきた。最近のインフレ率上昇も、根本的な原因は供給サイドの能力不足である可能性が高いと考えられる。こうした構造的問題がネックとなって成長を減速化させているというのが、インド経済の現在の構図と言えよう。

30

つまり、インド経済への重石となっているのは、インフレ率上昇による高金利という「現象」よりも、その背後にある「供給サイドの脆弱性」という構造的な問題であると言えよう。前述のような投資環境整備や規制緩和によって供給サイドの拡大と効率化を進めることが、インド経済の足かせを解消し潜在成長率を高めることにつながるであろう。

5

(3) 今後のインド経済

インド経済の足かせとそれを解消するための方向性は上述のようにほぼ明確であるが、その足かせが実際に解消できるかどうかは、インドの政治・社会的状況と照らし合わせると、不分明であると言わざるを得ない。外資参入促進や規制緩和は、地場の
10 零細事業者を圧迫する側面があり、それが政権への反感となって選挙結果に影響する可能性が高いため、政権側にとって大きなリスクとなるからである。2014年の次期下院選挙でBJPが勝てば、規制緩和が進展するとの期待感はあるものの、他方で、前述の事情から、規制緩和を中長期的に持続するのは困難であるとする見方も根強い。こうした点を踏まえると、今後インド経済は、供給サイドの脆弱性とい
15 う足かせを簡単には克服できない可能性が高く、そのため、中国並みの高成長軌道に乗るのではなく、もっと緩やかな成長軌道を歩むというのが経済発展への近道となる。

20

第4章 新たな金融・通貨危機を回避するための政策

第1節 第2次大戦後の国際金融危機対策

1. 国際協調体制と国際金融ガバナンス

第2次大戦後の国際金融ガバナンスは、1944年、米国ニューハンプシャー州
25 ブレトンウッズにおいて、IMF協定が締結される。そして、多国間協調を前提とする公式の国際金融ガバナンス体制が史上初めて成立したことにはじまる。この体制は、米国の圧倒的優越性（ヘゲモニー）によって生まれたことは事実であるとしても、他面、各国間の国際協調体制を不可欠としていたことも確かである。

第1に、ブレトンウッズ体制は、米国のヘゲモニー下の国際協調体制であったこと
30 は事実である。これは、IMF協定のあり方をめぐって、ケインズ案とホワイト案の対立

第2に、IMFは、各種の合意事項の監視機能はあるが、施行権限はもたない。IMFメンバー諸国のコミットメントは、第4条と第8条に関わるものであり、IMFのサーベイランス権限を通じて監視される。だが、メンバー各国は、コミットメントのレベルと継続的監視の受入について選択権をもっている。すなわち、IMFは、監視の役割をもつが、強制的な問題解決メカニズムをもっていなかった。

第3に、IMFの限界は、米国のヘゲモニーによって補完されている。ブレトンウッズ体制下では、国際金融上の諸問題に対する拘束力のある問題解決メカニズムをもっていなかったが、多くの場合、米国の圧力を通じて双務的に問題解決を図る仕組みが存在している。ブレトンウッズ体制においては、IMF協定という条約に裏付けられた公式のチャンネルを通じて当該諸国に圧力をかける一方、米国が非公式な双務的交渉によって国際金融上の問題を解決してきた。

以上みたように、ブレトンウッズ期の国際金融ガバナンスの仕組みは、米国の政治的および経済的地位と相関関係にあったのである。したがって、米国の経済的地位が相対的に低下し、国際金融の枠組みをめぐる政治力学における米国のヘゲモニーが失われるにつれて、ブレトンウッズ体制は国際金融システムの安定性を確保する枠組みとして十分に機能しなくなるのは必然的なことである。1969年、ニクソン政権が金ドル交換義務を放棄し、財政金融政策に関してもビナイネグレクト政策に踏み切ることになる。1970年代に入ると、スミソニアン協定をはじめとして、固定相場制を復活しようとする試みが繰り返される。

しかし、こうした試みは最終的に破綻し、1973年、国際通貨体制は変動相場制に突入し、ブレトンウッズ体制は公式にも実質的にも崩壊する。1970年代後半に入ると、アメリカを中心に内外の国際資本移動が活発化し各国監督・規制当局の国内金融機関統制が脆弱化していく。国際通貨システムの安定化に向けた議論は、1960年代、金やドル為替に対する国際的な投資活動が国際通貨・金融システムを動揺させたことによって始まる。

2. 「ノン・システム」下の国際金融ガバナンス

1960年代末の国際金融不安と各国のハイパーインフレを受けて、1970年代に入ると主要国は深刻な景気後退に陥ることになる。こうした事態は、米国を中心とし

た金融市場の変貌と国際金融環境の変化に起因していた。

第1に、米国において、証券市場が拡大する一方、銀行の貸出業務の衰退が顕在化した。

第2に、米国において債券および株式を中心に証券市場が発展し米国内の機関

5 投家

が投資持ち高に占める海外投資のシェアを高める動きをとるようになった。

第3に、国際金融市場が大きく変容した。ユーロ市場・シンジケートローンを紹介する民間による国際流動性供給が増大し、米国以外の先進各国の銀行もユーロ市場に参入し国際銀行業務に乗り出してくる。

- 10 この結果、国際金融チャンネルにおける民間シフトが拡大した。他方、国際収支をファイナンスするための公的チャンネルのシェアが低下した。内外金融関係の変化の結果、米国単独では国際通貨の不安定性や累積債務問題を解決できない状況が発生する。

15

第2節 世界金融危機が提起する課題

1. 新たな国際金融ガバナンス体制への動き

- ブレトンウッズ体制下の国際金融ガバナンスは、米国の主導性が後退するにつれて、国際金融システム安定性維持のメカニズムとしての有効性を低下させることになる。米国の国際経済面における圧倒的優位性が失われるにつれて、国際金融ガバナンス論は、ヘゲモニー論と国際通貨システムの非対称性に焦点が当てられることになった。米国の研究者が、ヘゲモニー安定論を主張したのに対して、欧州の研究者は、戦後国際通貨体制の非対称性を強調し、米国の一方的なIMF協定放棄について「無責任な後退」を主張することになる。こうした論争のなかで、
- 25 新たな国際協調と国際金融ガバナンスの体制が生まれることになる。国際経済および国際金融面における米国の主導性の後退と国際金融危機の多発を背景にして、新たな国際協調の枠組みが生まれてきた。

- すなわち、米国が単独で国際金融システムの安定を確保できなくなったとき、日本や西独など欧州諸国を一方の当事者とする新たな国際協調体制が誕生した。具体的には、国際協調を行うための国際基準を設定するという形での国際金融ガ
- 30

バナンスの新しい形態が誕生し発展してきた。1974年末、G10諸国の中央銀行総裁によりバーゼル委員会(BCBS)が設置される。それ以来、各国政策当局は、国際的な規制基準や行動規範の設定機関とともに協調や共同という形態で、国際的な基準を設定し、各国に国際基準を遵守させることによって国際金融システムの安定を図ろうとする国際戦略が現れた。米国は、「ヘゲモニーなしのリーダーシップ」戦略の下で主導権を維持するために、国際機関を用いる政策に転換した。1975年11月、フランスのランブイエで最初のG7首脳会議がおこなわれることになる。1960年代にすでに、為替相場と金相場の介入のために各国中央銀行およびBISとスワップ協定でドル下落を回避するための国際協調政策が存在した。

5
10
15
しかし、米国のヘゲモニーが喪失したもとは、国際金融安定化のための包括的な条約を締結することは困難であった。そのため、条約に基づかない各種の規制基準設定のための国際機関・組織が設立されることになった。BISにおける主要国中央銀行会議、1973年のバーゼル委員会設立などが設けられた。これらによって、各国の自主的判断を保持しつつ各種規制を施行するという方向で国際金融市場安定化が図られることになった。ブレトンウッズ体制崩壊後の国際金融ガバナンスの金融安定化戦略は、

(1) 関係諸国の代表者たちによって国際金融の健全性確保や規制について国際的な合意を発展させる、

(2) 政策ネットワークとして知られる専門家あるいは国際官僚のグループによって国際基準や金融機関の行動指針を定式化する、

(3) 金融安定化のための規制・監督は、主に、直接規制ではなく、各国で合意された最低限の原則や行動指針を介して民間主体のインセンティブに影響を及ぼす市場アクセス・チャンネル、すなわち市場規律を利用する、

(4) 原則や行動指針の各国における施行の促進はIMF や各地域の開発銀行のような多国間国際金融機関によって行う、

25
30
という4つの特徴をもっていた。国際協調体制の仕組みの変化は、IMFの役割も変化させた。IMFの役割は、国際通貨制度の維持から金融危機対策に重点が移ることになる。IMFの役割が公式には失われるなかで、各種の規制基準設定のための国際機関・組織、その中でも特に、BIS(バーゼル委員会)の役割が拡大した。ブレトンウッズ体制解体後に出現した国際金融システムの安定化組織の仕組

みは、条約の締結に基づかないソフト・ローに依拠する分散的なソフト・ガバナンス体制であった。

5 2. 国際資本移動と国際金融ガバナンス

国際金融システムの安定化を目的とした各種の組織や団体が様々な分野で組織され、合意可能な最低限の基準を設定するようになった。こうしたブレトンウッズ体制に替わる国際金融ガバナンスにおいて、各国は、IMF協定とは異なって非公式なコミットメントという形で国際基準の施行義務を負った。

10 しかし、合意された基準の各国の遵守や各国における施行は、道徳的説得や格付けなどへの影響を介して達成され、法制上の強制力をもたないという意味でソフト・ローに依拠する国際金融ガバナンスにはほかならなかった。

15 国際金融システムの混乱の原因をめぐる米欧間の論争は、あらためて国際金融の安定性を確保するために国際協調の必要性を顕在化することになった。論争の焦点はしだいに、国際協調の根拠をめぐる論争に転換する。こうした国際協調の理論は、まず、各国が国際協調に参加するかどうかを、コスト・ベネフィットに基づいて分析した。すなわち、パレート最適からナッシュ均衡(ゲーム論)などの手法から、最適通貨圏・通貨統合論といった理論が展開された。ソフト・ローに依拠する国際金融ガバナンスは、条約の締結を必要としないため、各国国内の利害関

20 係から生じる政治的制約を抜きに国際協調への参加を容易にする。

しかし、他面、国際協調を統制する法制的仕組みを欠くため、国際協調のほころびが生み出されるという限界や、政策施行の不統一という問題点をもっていた。こうした問題点を回避するため、G7の定期協議など各レベルで国際会合が定期的

25 的に開かれるようになった。それにもかかわらず、国際金融取引の活発化は、米国以外の経済を成長させ、そのことによる経済および政治の両面における国際的多元化にともなって、政策協調はしだいに難しくなっていった。

ブレトンウッズ後のソフト・ローに基づく多国間協調という国際金融安定化の枠組みの限界がしだいに顕在化するようになった。1985年、プラザ合意において、為替相場安定化のための政策協調、すなわち、西独と日本に対して財政拡大と

30 金利引き下げを要求した。しかし、かえって米と独の政策調整の対立が顕在化し、

米国のリーダーシップの喪失と国際金融ガバナンスの限界が明らかになった。1987年のルーブル合意によって国際協調の原則を遵守することが表明されるが、1987年10月に米株式市場クラッシュが発生する。1996年のリヨン・サミットにおいては、国際金融危機に対してはIMF、世銀、バーゼル委員会が金融安定化策

5 や金融機関の基準を策定するアプローチが、公式に支持されることになった。

しかし、1970年代末から80年代初頭にかけての中南米の累積債務危機、1997・98年のアジア通貨危機・LTCM問題・ロシア債務不履行などの国際金融危機、そして2007・8年世界金融危機は、国際金融システムの安定性の確保という問題を提起した。

10 1973年以降の変動相場制への移行は、変動相場制が国際収支不均衡を吸収しないばかりか、1970年代以降いっそう悪化させる。さらに、変動相場制導入が各国に自律的な金融政策を採用可能とするという主張も問題を含むものであった。すなわち、変動相場制に移行した1973年以降、G7各国は、意図的および

15 明示的に金融政策の協調に追い込まれてきた。特に重大なのは、変動相場制は、キャピタルゲイン狙いの外国為替取引や証券取引の動きを吸収できなかったばかりか、そうした「投機的」取引を増幅させさせた。投機的取引の増大にともなう為替相場の変動圧力を抑制するために、各国中央銀行の協調行動が要請されるようになった。1980年代になると中南米諸国を中心に累積債務問題が顕在化する。この時期の国際金融ガバナンス問題は、国際通貨・金融体制の再構築の問題として国際金融アーキテクチャー論として提起された。アジア通貨危機や世界金融

20 危機の発生は、国際金融システムをどのように管理するかという国際金融ガバナンスの問題が提起されるようになった。国際金融ガバナンス論は、政策効果の最適化のために国際協調をおこなうという形式モデルから、1985年以降、国際協調は前提条件として分析されるようになった。協調のベネフィット論から公共財とし

25 ての国際協調に議論が移行していった。

こうした研究視角の転換は、今度は、特定の歴史段階で国際協調を公共財とする要因は何かという問題を浮上させることになる。国際協調を公共財とする要因としてもっとも有力なものが、各国で規制緩和が進むにつれて活発化してきた国際資本フローであった。では、何故、国際的な資本フローが1970年代以降活発

30 になったのか。国際資本フローの活発化について最初に提起された見解は、新

自由主義的政策へと政策イデオロギーが大きく転換したためであるという見解である。

5 しかし、国際資本移動の活発化をもたらした政策転換を、新自由主義的イデオロギーへの転換だけから説明するのはあまりにも単純すぎる。新自由主義による規制緩和や金融自由化という政策転換自体が、なんらかの経済的条件の変化によって押し迫られた可能性が高いからである。事実、金融自由化を迫った要因について、内外における証券取引の増大に注目する見解がある。内外の証券取引の増大に対して各国政府は積極的あるいは受動的に政策転換をおこなわざるをえなくなったのである。証券形態をとった国際資本移動が活発化する中では、巨額の民間流動性を考慮することなしには、マクロ経済政策をもはや遂行できない。こ
10 うした事態を受けて、国際資本フローと金融政策収斂を強調する地域の終焉論、そして、資本の可動性(capital mobility)論が主張されるようになった。

 国際マクロ経済学の国際的政策協調に対する分析枠組みは、トリレンマ論として知られる。国際資本移動と金融政策の自律性、そして固定相場制はともに成
15 立せず、いずれかを犠牲にしなければならないというものである。こうした議論は、増大する国際的な資本移動の動きの役割を過小評価している点で問題がある。国際的な資本移動の圧力の前では、各国単独の資本規制は有効性が失われてきただけでなく、自律的な政策はコストが高くなってきた。こうした傾向が、各国の金融政策を収斂させる圧力を形成し、国際協調へのインセンティブを生み出している。国際資本移動が生み出す国際協調への圧力は、資本可動性仮説と呼ば
20 れる。資本の可動性仮説によれば、国際金融ガバナンスのあり方を規定するのは、国際資本フローにはほかならない。

 資本可動性仮説は、次の政策的含意をもっている。

 第1に、クロスボーダーの資本可動性、すなわち国際的な資本移動を回避しが
25 たい独立変数と位置づけるとき、各国の自律的政策運営や固定為替相場制は、コスト高であるばかりか、政策の実効性を妨げることになる。

 第2に、各国の政策選択および為替相場選択の余地が小さくなり、国際的な政策協調を求める強いインセンティブが働く。

 第3に、国際的な金融規制・監督において、国家主権を前提とする枠組みの
30 再考が要請されたからである。

そして、プルーデンス規制の強化が、ガバナンス形態の変化をもたらしたのである。国際的な資本移動を避けがたい独立変数と位置づけた上で、各国の政策の有効性や外国為替相場のあり方を考慮する必要がある。

5

むすび

世界経済は、現在、米国の利上げと中国経済の減速が引き起こす不安に直面している。両者の影響が深刻になれば、資金の新興国からの引き上げと世界的な景気後退が同時に起こることになる。

10

米国の金利引上げは、米ドル高を招き、アジア諸国などの通貨を下落させるだろう。そして、通貨安による輸入物資の高騰はインフレを引き起こすだけでなく、株価を下落させることになる。例えば、インド経済は成長戦略を前面に押し出した「モディ政権」の誕生などによって株式市場は急騰し、インドルピーも大きく上昇した。

15

しかし、米国の金利引上げの懸念からインドルピーは2年ぶりの安値をつけ株価もモディ政権発足前まで戻ってしまったのであった。

20

中国経済の減速懸念も、米国の金利引き上げと無関係ではない。中国でも投資資金が米国に戻りつつあり、そのことが、中国経済の減速を加速する懸念がある。中国が最大の資源輸入国であることを考慮すると、中国経済の減速によって、米国のエネルギー関連企業が失速するだけでなく、資源価格全般の下落を生じさせ、資源国、特に、資源輸出を主要な成長牽引源泉としてきた新興国の景気を悪化させるだろう。

25

世界的に景気が減速する不安が広がり、原油や鉄鋼など資源価格の急落を招いている。こうした事態の進行は、各国で保護主義を台頭させ、通貨安競争さえはじまるだろう。事実、ベトナムは通貨ドンを切り下げ、カザフスタンも変動相場制度に移行するなど通貨安競争の兆しがみえている。

30

世界経済はグローバル化と技術革新によって大きな恩恵を受けてきた。しかし、こうした恩恵は、今日、保護主義や改革打ち切りなど内向きの政策によってますます脅かされている。

5

10

15

20

参考文献：

伊藤修・奥山忠信・箕輪徳2 『通貨・金融危機と東アジア経済』社会評論社、20
25 05年

石山嘉英『通貨危機と国際マクロ経済学』、2004年

金子由芳『アジア危機と金融法制改革—法整備支援の実践的方法論をさぐっ
て』信山社、2004年

小島卓『やがてインドの時代が始まる』朝日新聞社、2002年

30 関志雄『円と元から見るアジア通貨危機』岩波書店、1998年

- 国宗浩三『アジア通貨危機—その原因と対応の問題点』日本貿易振興会アジア経済研究所、2000年
- 国宗浩三『IMF改革と通貨危機の理論：アジア通貨危機の宿題（開発経済学の挑戦）』勁草書房、2013年
- 5 小島卓『やがてインドの時代が始まる』朝日新聞社、2002年
- ジョセフ、G、ニコラス『ヘッジファンドのすべて—世界のマネーを動かすノウハウ』東洋経済新報社、2000年
- ジョン・イートウェル、ランス・テーラー（岩本・伊豆訳）L『金融グローバル化の危機—国際金融規制の経済学』岩波書店、2001年
- 10 滝井光夫・福島光丘『アジア通貨危機—東アジアの動向と展望』日本貿易振興会、1998年
- 野口悠紀雄『金融危機の本質は何か—ファイナンス理論からのアプローチ』東洋経済新報社、2009年
- 野下保利「世界金融危機と国際協調体制：金融安定化フォーラムの改組問題を中心として」国土舘大学『政治研究』第2号、2012年
- 15 堀江正人『インド経済の現状と今後の展望』三菱UFJリサーチ&コンサルティング、2016年
- 水野和夫『資本主義の終焉と歴史の危機』集英社新書、2014年
- 毛利良一『グローバル化とIMF・世界銀行』大月書店、2001年
- 20 渡辺賢一『人民元の教科書—人民元切り上げのニュースがよくわかる！』新紀元社、2005年
- ブルームバーグ「国際通貨金融委、開かれた世界の擁護を決意 ポピュリズムの台頭警戒 (Global Elites Step Up Defense of Openness as Populism Rises (1))」Bloomberg 10月9日 3時51分
- 25 Bブロック野下ゼミ「金融グローバル化について」(<http://shougakuren.jp/mwbhpwp/wp-content/uploads/f4f3d0e0e78df77f70107471f6b3d964.pdf>、2016年10月25日アクセス)
- 第3の経済「金融システムのグローバル化」(<http://www.fujitsubame.com/industryd-1-3.html>、2016年10月25日アクセス)