

平成 27 年度
証券ゼミナール大会

5

第四テーマ B ブロック

10

『金融のグローバル化について』

15

20

神奈川大学
戸田ゼミナール

25

目次

	第 1 章	アメリカの金融システムの変遷	
	第 1 節	1960 年～1970 年代	
5	第 2 節	1980 年代～1990 年代	
	第 3 節	2000 年～リーマンショック	
	第 2 章	サブプライム住宅ローン問題	
10	第 2 節	サブプライムローン問題の原因	
	第 3 節	サブプライムローン問題が各国に与える影響	
	第 4 節	アメリカの対応策	
15	第 3 章	世界経済の中での新興国の存在	
	第 1 節	新興国危機	
	第 1 項	アジア通貨危機	
	第 2 項	ロシア危機	
	第 2 節	新興国の状況	
20	第 3 節	中国の台頭	

第四章 望ましい金融システムについて

25

30

序章

近年の金融制度は、金融のグローバル化が進み、良い意味でも悪い意味でも

5 金融国際化の影響を大きく受けている。

第一章では、資本主義の代表で、グローバル経済の中心でもあるアメリカの金融システムの変遷を、金融のグローバル化が加速した 1970 年代から、世界中に影響を与えた金融危機、リーマンショックまで追ってゆき、アメリカの金融政策の利点弊害を見ていく。

10 そして第二章では、リーマンショックの原因となった、サブプライムローン問題により、各国がどのような影響を受け、そしてそれに対しどのような対策でリーマンショックをのりきったのかをおっていく。

第 3 章では、近年、力をつけ始めている新興国にクローズアップして、論述していく。

15 そして第 4 章では、第 1 章から第 3 章を踏まえて、望ましい金融システムについて、意見を述べていこうと思う。

20

25

30

1章 アメリカの金融システムの変遷

○金融システムの定義

生産された価値額が、生産に携わった人々に貨幣で支払われる。貨幣は消費
10 税や投資財の購入に振り分けられ、残ったものは預金や株、債券という形で貯
蓄される。このとき、貨幣が不足主体は株や債券を発行することで、また、金
融機関から借り入れをすることで、この貨幣を調達する。一般に、[貨幣を調達
15 することを「金融」と呼び、調達の仕組みを「金融システム」(伊藤,2002,p)]
と呼ぶ。つまり、金融システムが貨幣の不足主体にとって低コスト・短時間で
貨幣の調達を可能にするならば、投資財・消費財の購入を円滑に進めて社会的
20 圧政を増大させる。金融システムの役割は、まさに取引に必要な不可欠な貨幣の
調達を円滑にして、社会的圧政を増大させることである。

20 第1節 1960年～1970年

1960年代、民主党政権による「大きな政府」の様々な積極策が、インフレを
引き起こした。また 1970年代には高インフレを引き起こし、その高インフレ
の鎮静化のために 1970年代後半から 1980年代初頭にかけて、高金利政策が実
25 施された。この高インフレと高金利が、アメリカ金融システムの安定性を崩し
ていったのである。

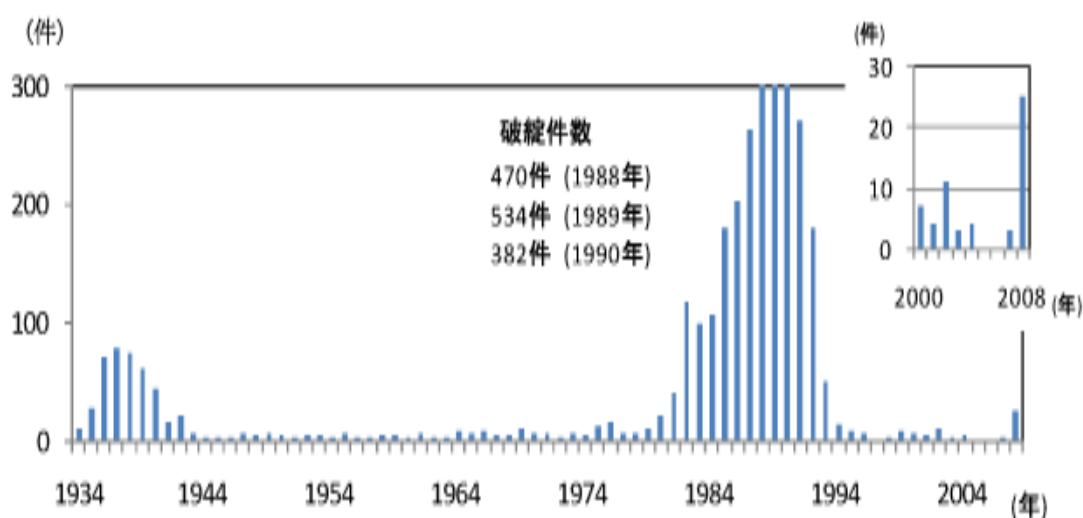
第2節 1980年～1990年

30 1980年には、共和党が「小さな政府」をスローガンに掲げ、規制緩和による経

济活性化をはかる政策を実施した。それにより、利用者は幅広いサービスを提供する金融機関を選ぶことができ、また、様々な投資信託が生まれ、金融システムは活性化した。だがその規制緩和は、多くの金融機関が倒産するという負の面も持っていた。中でも S&L は、1970 年代までは、安定した収益を確保していたものの、インフレ鎮静化を目指して実施した高金利政策により経営困難に直面し、「900 以上もの S&L が倒産した。(下線引用：根津永二)」また、S&L の破綻の波は商業銀行にも飛び火し、多くの銀行が破綻して、「金融・サービス部門の大量失業、銀行の企業向け貸し渋り（クレジット・クランチ）を引き起こし、実質 GNP のマイナス成長をもたらした。(会計検査院)」。

10

図 1：銀行破綻数



出典：預金保険機構

15 第 3 節 2000 年～リーマンショック

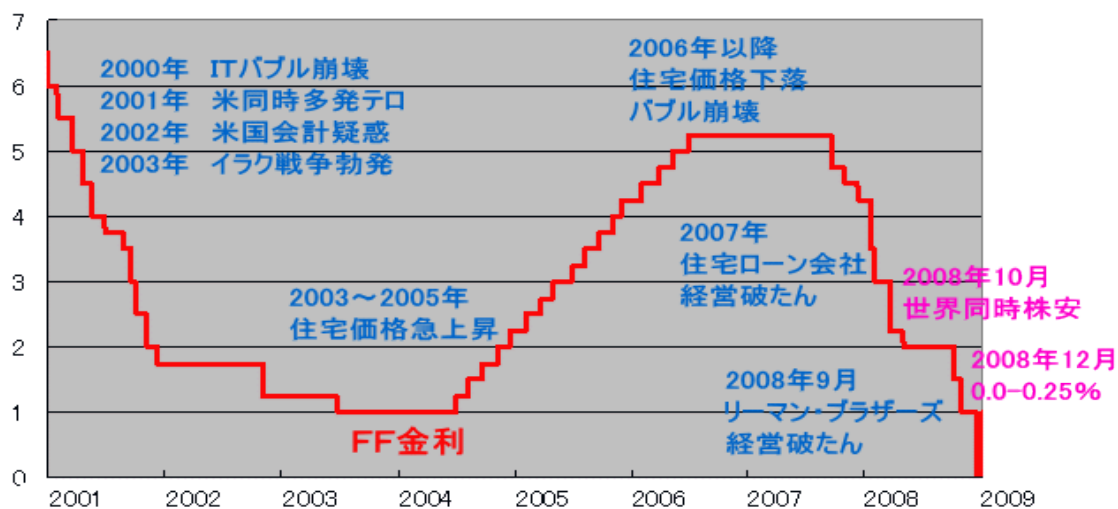
2001 年。1990 年代後半に採られた「強いドル政策」によってもたらされた IT バブルが崩壊し、NASDAQ 市場を中心として株価が大幅に下落し、景気が後退した。また、企業の不正経理や粉飾決算事件が発生して金融市場が混乱し、FRB の積極的な金融緩和政策により、ドルは減価 (図 2)。さらに 2003 年に開かれた、APEC (アジア太平洋経済協力会議) において、アメリカの為替政策

20

の変更されたことにより、ドルはますます減価した。また、この間の金融緩和により、アメリカでは住宅ブームが発生していったのである。

5

図 2 : FF レートの推移



10 出典：金融大学 <http://www.findai.com/yogow/w00612.htm>

2004年からインフレ懸念により金融引き締めに移った。この頃より、世界金融危機の原因となるサブプライムローンや、金融商品が蓄積されていったのである。しかし、サブプライムローン問題が表立ってくる 2007年以降、アメリカは金融緩和に移ってドル売りが進行した。2008年にかけてドル安基調は続き、リーマンショックへと至るのである。

15

20

第二章 サブプライム住宅ローン問題

5 第1節 サブプライムローン問題の原因

まず定義として、サブプライムとはFRB(連邦準備制度理事会)によると、「①過去12ヶ月以内に30日間の延滞が2回以上、または過去24ヶ月以内に30日間の延滞が1回以上ある者。②過去24ヶ月以内に強制執行、抵当物件の差し押さえ、担保権の実行、債権の償却が行われた者。③過去5年以内に破産した者。④FICOスコアで660以下に相当し、デフォルト率が相対的に高い者。FICOスコアとはクレジットヒストリーという過去の金融商品の履歴から信用度を得点化したもので、アメリカの場合何らかの経済活動をしたものは自動的に監視されています。⑤所得に占める借り入れ関連の支出比率が50%以上の者、もしくは借り入れ関連の支出を差し引いた月収で生活費を十分に賄えない者。つまり、サブプライムローンとはサブプライム(低所得者)を対象とした住宅ローンのことである。しかし、低所得者が家を購入するとは大変難しいと考えられるが、これを可能にする仕組みがあったのです。

まず1つ目として多くの場合、最初の数年間は低所得者でも支払えるような低利息で、その後急激に高利息になるという仕組みである。最初の数年間は優遇金利適用期間と称して低く抑えていると見せかけているのである。その後高利息になった際に、住宅を担保として別の低利息なローンへ切り替えをローン会社は薦めます。債務不履行となった場合は住宅を売却すればいいのです。この仕組みを支えた背景には住宅バブルの存在があるのです。住宅バブルを引き起こす原因となったのが2000年のインターネット・バブルの終焉です。その後2001年9月11日のテロ攻撃により深刻化したが、その後の景気後退は緩やかであったのだ。これには二つの理由があった。一つはブッシュ政権による大規模な赤字財、住宅バブルの始まりと一緒にきわめて非倫理的な住宅ローン貸付機関のめざましい成長をもたらした。これらの貸付機関は従来の銀行ではなく、証券化のため債権を供給するためにのみ存在しており、短期の借入に依存しており、金利負担は小さいが金利の上昇や金融ショックには弱く、バブルが崩壊したとき一緒にすべて崩壊したのである。これらの貸付機関のことを“モーゲージ・バンク”と呼び、その

多くがカリフォルニアにあった。これらの会社は債権を売るために住宅ローンを貸し付けており、バブルの間に急成長した会社である。

サブプライムローンの普及はますます進み過激になった 2004 年に FRB は政策金利を引き上げたのだ。これによりデフォルトを防ぐため住宅の売却が相次ぎ、2006 年にピークを向かえ住宅バブルは崩壊したのだ。サブプライムローンの債務不履行を受け証券市場では、投資家が一斉に証券市場から引き上げる“流動性クラッシュ”が生じたのだ。

10 第 2 節 サブプライムローン問題が各国に与える影響（また対応）

「サブプライム住宅ローン問題は、証券化商品を大量に取得した欧米の金融機関が巻き込まれたため、金融資本市場を通じて世界経済に影響を及ぼすこととなった。（内閣府）」

15

○日本

サブプライム問題による日本への影響は、他国と比べるとそこまで大きくはない。しかし、実質 GDP 成長率を見てみると（図 1）、日本の GDP 成長率は、サブプライム問題の発生地であるアメリカよりも低い。サブプライム問題の影響が低かったのにも関わらず、景気が後退していたのは、「リーマンショックによる輸出企業のダメージが大きかったからである（東京三菱 UFJ 経済レビュー）」

20

図 1：実質 GDP 成長率の推移



出典：毎日新聞

- 世界金融危機による経済悪化に対し、日本は①日銀の利下げ、②金融市場安定化策、③企業金融支援策を実施した。また、対外的には FRB との通貨スワップをとりきめた。リーマンショック後、世界金融市場ではカウンターパーティ・リスクが意識され、金融機関は困難が生じた。これに対応するため、2008年9月18日、FRB と各国中央銀行との間でドル資金を自国市場に供給するための通貨スワップ取り決めが締結された。
- 10 このような国際協力を通じて、金融市場への流動性注入の結果、動性危機は免れた。また、日本の銀行の自己資本比率や不良債権比率は極端な悪化にはならず、金融機関の財務状況に対する懸念を軽減することができたのである。

15

○中国

- 中国は、金融制度を引き締めから緩和へとシフトして、市場流動性の拡大を促す一方で、政府主導のインフラ投資を軸とした大型景気刺激策をはじめとするさまざまな内需刺激を発表した。これは世界金融危機による輸出減少の悪影響を回避すると同時に、中国経済の持続的発展のため投資、消費、輸出のバランスのとれた需要構造を構築するためだった。中国の輸出額は WTO 加盟後か
- 20

ら 2007 年まで 20%を上回る伸びを示してきたが、世界金融危機の発生による外需の減少から、前年同期半でマイナス成長になるまで落ち込んだ。これは中国の主な輸出先であるアメリカとヨーロッパ地域の需要の減退、およびそこからくるアジア地域の需要の低下が波及したものと思われる。

5

第3節 アメリカの対応策

○住宅保有者に対する支援策

アメリカは、サブプライムローン問題の深刻化や今後同じような問題を防ぐため、政府及び FRB をはじめとする金融当局が、貸し手・借り手双方に対する包括的な対応策や、金融市場の動揺を抑えるための政策を打ち出した。2007年6月29日には、FRBなどの金融当局が ARM（変動金利型ローン）を対象とする指針を発表。借り手に対し金利見直し後の返済負担の増加について注意を促したり、所得証明が不十分である融資は原則行わないなど、借り手の返済能力を厳しく審査することを金融機関に求めた。

2007年8月31日、アメリカ政府は、FHA（米連邦住宅局）による住宅ローンの融資保険制度の拡充等を柱とした住宅保有者に対する支援策を打ち出した。また、翌月の9月では、SEC（アメリカ証券取引委員会）が、RMBS（住宅ローン担保証券）や OFHEO（連邦住宅企業監督局）が、ファニー・メイ、フレディ・マックに対し、年間2%のペースで住宅ローンの買取り可能額の引き上げを行う方針を決定した。さらに両社に対し住宅ローン買取り基準の上限緩和を求める動きもみられている。

25 表1：サブプライム住宅ローン問題に対する政府当局等の主な対応策、取組

時期	内容
2007年 6月	○アメリカ金融当局が、サブプライム住宅ローン融資の指針を発表。 ・変動金利型ローン（ARM）を対象に、借手に対し金利見直し後の返済負担の増加について注意を促すことや、所得証明が不十分な融資は原則行わないなど、借手の返済能力を厳しく審査することを金融機関に求める。また、金利見直しの際は、原則60日前に借手へ通知することとし、違約金無しでの借換えを認めるよう求める

8月	○アメリカ証券取引委員会（SEC）が、大手金融機関の調査に着手。 ・サブプライム住宅ローン問題の金融市場への影響を包括的に把握することを目的にサブプライム住宅ローン関連の損失等を算出するため、大手金融機関の財務実態を調査。
	○アメリカ政府が、住宅保有者に対する支援策を発表。 ・アメリカ政府がサブプライム住宅ローン問題への対策として、米連邦住宅局（FHA）によるローン保険制度の拡充等を柱とした支援策を発表
9月	○アメリカ証券取引委員会（SEC）が、住宅ローン担保証券（RMBS）や債務担保証券（CDO）の格付け基準や手続きに関する調査に着手
	○アメリカ金融当局が、住宅ローン返済条件の緩和を要請。 ・多くの変動金利型ローン（ARM）が、07年から08年にかけて金利の見直し時期を迎えることを考慮し、契約通りの返済が困難な借手を対象に返済条件の緩和を検討することを、証券化された住宅ローンの回収機関に要請（第1-2-19(3)表参照、住宅ローンの貸付機関に対しては4月に要請している。）。
	○連邦住宅企業監督局（OFHEO）がGSEsの資産ポートフォリオ上限引上げを公表。 ・OFHEOが監督するファニー・メイ、フレディ・マック両GSEsの資産ポートフォリオ上限引上げを公表。資産ポートフォリオ上限値を企業会計（GAAP）基準から、未払い元本（当初の元本から繰上げ返済分を差し引いた）ベースに変更することによって、実質的に上限額を引き上げ、また、保有資産が時価の変動によって上限を突破してしまうリスクをなくし、上限により近い額まで買取り資産を増やすことを容易にした。GSEsは上限を年間2%（四半期に0.5%）のペースで引き上げることができる。
10月	○アメリカ大手銀行がサブプライム住宅ローン問題対策で特別基金の設立を発表。 ・アメリカの大手銀行であるシティグループ、バンク・オブ・アメリカ、JPモルガン・チェースが、資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）市場の回復のため、750～1,000億ドル規模の特別基金を共同で設立することで合意。

出典：『世界経済の潮流 2007年 秋』55pの図を元に作成

第3章 世界経済の中での新興国の存在

5 1980年当時、先進国であるG7のGDP総額は世界のGDP総額の約75%を占めていた。1980年代にかけてその比率がさらに向上し、1990年には80%を超えた世界経済においては先進国G7以外の諸国の存在感は薄くわずかなものでした。しかし、1990年代から先進国の占める割合は前半では横ばいを続け、
10 いよいよ後半には減少し始めた。だが、世界経済の勢力図の激変が始まったのは2000年代の後半である。2005年から2010年の間に先進国の占める割合は75.4%から10%も下がり64.8%となり、対して新興国・途上国は24.6%から35.2%に増加した。長い目でみると1990年から2012年までの間に新興国・途上国の割合はほぼ倍増し、40%にせまる勢いである。

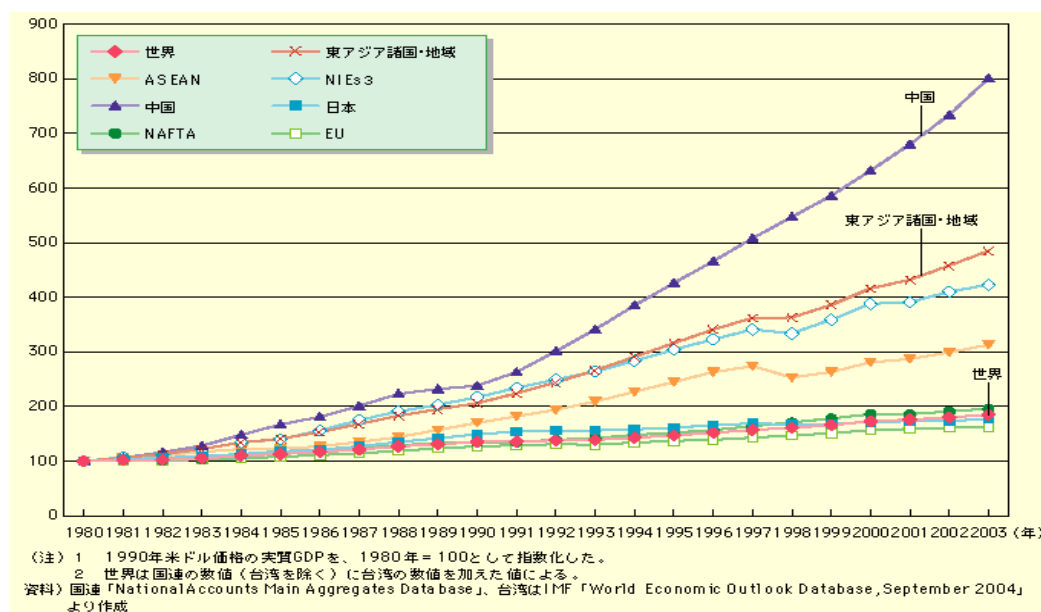
今日の経済において、先進国が世界の経済を支配する時代は終わりを迎え、
15 近いうちには新興国に追い越される日もそう遠くはないと考える。そんな今だからこそ、改めて新興国をクローズ・アップしてみる必要がある。

第1節 新興国危機

第1項 アジア通貨危機

20 金融のグローバル化が始まった1970年代以降、国境を越えた資本の移動が目まぐるしいほどのスピードで取引されており、我々は多くの恩恵を受けている。そんな恩恵が東アジアにも訪れた。1993年“東アジアの奇跡”と世界銀行が発表した。これはグローバル化以降、東アジア地域で1997年までの20年間ほどで急激に経済が発展し、他の発展途上国と大きく差をつけ東ヨーロッパに
25 追いつく勢いであった。

表 1



出典：

- 5 (<http://www.mlit.go.jp/hakusyo/mlit/h16/hakusho/h17/image/g1010101.gif>)

この 1990 年代前半のアジア・ブームの理由として、世界銀行は高い貯蓄率や投資率、高い教育水準、政府による適切な経済政策とそれを支える官僚システムといった要因を挙げている。一方で、MIT 教授のポール・クルーグマンは東アジアの経済成長の大半は労働力と資本の投入によってもたらされたものであり、技術革新を伴ったものでないと主張する者もいた。原因は諸説あるが、表 1 のように他の地域と比較しても東アジア地域の特に日本、香港、韓国、シンガポール、台湾、インドネシア、マレーシア、タイの 8 か国の経済発展のスピードは明らかである。

- 15 1997 年はアジアにとって激動の年となったのはご存知だろう。5 月にシンガポール外国為替市場でタイの通貨バーツが海外投機者から売り浴びせを受けたことから始まる。これに対してタイの中央銀行は、通貨防衛協定を結んでいたシンガポール、マレーシア、香港の通貨当局と協調してドル売り・バーツ買いの市場介入を行った。タイの中央銀行はその後もバーツ買いを断続的に行っていたが、7 月 2 日、タイ中央銀行は保有する外貨準備が底をつきバーツ買い
- 20

の市場介入を断念し、ドル・ペッグ制という為替制度を変動相場制に移行すると発表した。これに伴ってタイで急激な資本流出が起これ、バーツは急激に下落し翌年の1月に市場最安値を記録した。この暴落はタイだけでなくフィリピン、マレーシア、インドネシアの通貨が投機筋の攻撃の標的とされ大幅に下落した。特に深刻だったのはインドネシアの通貨ルピアである。ルピアはバーツを上回る下げ幅を記録した。被害は ASEAN 諸国だけにとどまらず台湾、シンガポール、香港、さらに OECD に加盟した韓国の通貨までもが暴落した。

特に資本流出が大きかったタイ、インドネシア、韓国では先に述べたように外貨準備が枯渇し、国際通貨基金 (IMF) に対する金融支援を余儀なくされた。

- 10 日本で開かれた“タイ経済支援国会議”で IMF を中心に総額 162 億ドルの国際支援が決定した。インドネシアは総額 361 億ドル、韓国には総額 583 億ドルとそれぞれの国にも金融支援が行われた。しかし、IMF の支援が合意されても通貨の下落は止まらず、その後も不安定な状態が続いた。

- 15 通貨危機以降、様々な危機の再発防止に向けての取り組みが行われた。まず 1996 年のケルン・サミットで G7 の蔵相が“国際金融システムの強化”を取りまとめ、具体化への作業が進められている。また東アジア内では 2000 年 5 月にタイで開催された会議でチェンマイ・イニシアチブが合意され、これに基づいて ASEAN 諸国と日本、中国、韓国の間で通貨協定の締結がされました。一方、個別の取り組みはまだ終わっておらず、不良債権の処理、金融システムの
- 20 強化、企業債務のリストラなどが進められており、一定の進展がみられるものの、マレーシア、フィリピンでは不良債権比率の下げ幅が思わしくない。またインドネシアでは企業改革が停滞している。今後、目が離せない問題である。アジア通貨危機の翌年 1998 年に他の新興国でも金融危機が発生している。次項では、それについて見ていくとする。

25

第2項 ロシア危機

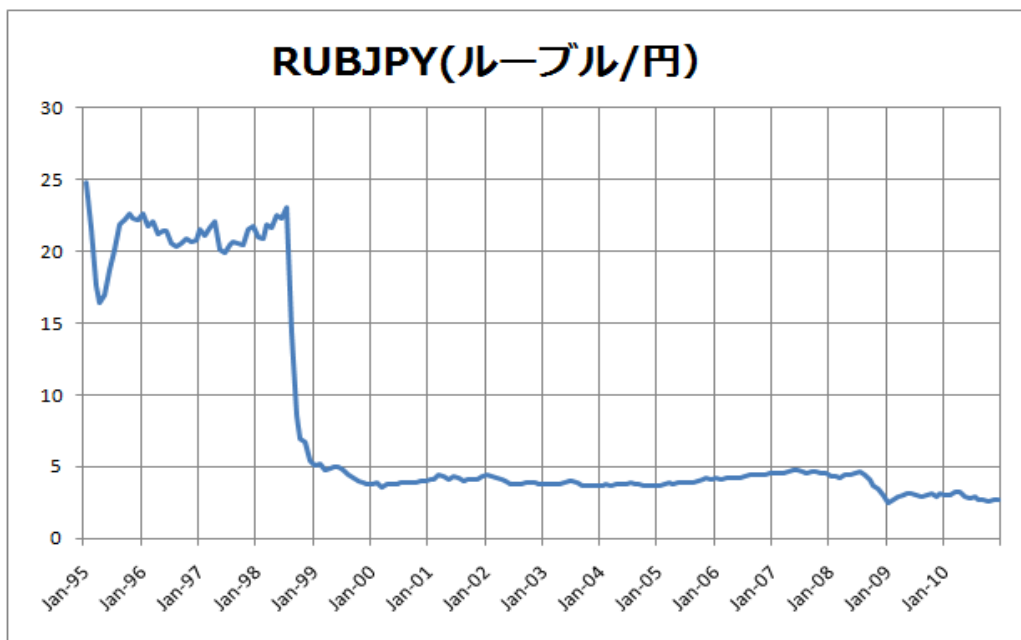
ロシアは過去 20 年間に 3 度の金融危機を体験してきた。ソビエト連邦崩壊後の 1992 年、アジア危機が飛び火した 1998 年、リーマンショックを発端にした世界同時不況の 2008 年である。

- 30 ここでは 1998 年の金融危機に重点を置いて論じていく。

前述したとおり、1998年のロシア危機はロシアの財政が悪化していたところに1997年のアジア危機による余波を受け起こったものである。主にロシア危機といわれるのは1998年8月17日にキリエンコ政府並びにロシア中央銀行の行った対外債務の90日間支払停止、これに起因するルーブル下落、キャピタル・フライトなどの経済的危機のことを指す。

当時のロシアの状況は輸出の70~80%を天然資源(石油、天然ガス、金属、木材)に依存していた。これは世界経済の状況に影響されやすい。世界的デフレで当時物価が下落しつつあった状況下での財政は悪化した。また、原油価格の下落に伴い税収が減少しロシア政府の財政が極度に悪化。経済状況の悪化を反映してルーブルも下落し(表2参照)、脱税が蔓延して政府の収入が減り賃金、年金、各種サービスへの支払いなどに充てる財源はなくこれらの支払いを一時停止するなどをし、ルーブルではなく現物支給を行う等でのいでいた。

表 2



15 出典： 1ルーブル買うのに何円必要か

(<http://blog-imgs-47.fc2.com/m/i/n/minertuuka/RUBJPY.png>)

財政が逼迫していたところに、アジア通貨危機の余波を受けて世界の景気が後退し、主要輸出産品(天然資源など)の価格が下がった事が経済の悪化に輪をかけた。同じくアジア通貨危機を経て投資家の安全指向が高まり、金利は高いがリスクも高いロシア関連の株よりも、安全な米国債等への資金の移動が行

われた。ロシアが一時的な混乱から直ぐに回復すると見たファンドの予想を裏切り、多大な損失を被ったファンドが倒産の危機に陥り、これも金融危機を拡大させることとなった。

天然資源の価格が下がったために炭鉱労働者の賃金が支払われないという問題
5 が出た。これに困窮した炭鉱労働者は、1997年にシベリア鉄道を封鎖し、賃上げの要求に加えてエリツィン大統領らの辞任も要求した。これをうけて、エリツィン大統領は1998年3月23日に、チェルノムイルジン首相と、その閣僚を突然罷免し、政治危機が高まった。エリツィン大統領は35歳の技術官僚であるセルゲイ・キリエンコを首相代行に指名。キリエンコ首相は、ルーブルの下落を防ぐために為替ルート維持の姿勢を見せた。資本の流出を止め、投資家を
10 引き付けて国債を消化させるために150%の超高金利政策を実施。だが、アジア通貨危機を経験した投資家が「質への逃避」を起こしており、原油価格の低迷からロシア財政改善の兆しも見えず、資本の流出は止められなかった。この状況で1998年中頃には、ルーブルを買い支える資金が無くなり、為替レートを維持する資金をIMFから仰ぐこととなった。ロシアの財政危機は西側諸国にとっても不安であり、長期的に資金を注入する事は事態の解決にならないが、IMFは援助なしではエリツィン政権が保たないものとして、7月13日に226億ドルの緊急支援を承認した。しかし、この救済措置でも事態は好転せず、資本流出は続いた。こうしてルーブルの下落が始まり、財政危機に陥ったのである。負債の利子を返すために新たに借金をせざるを得ず、また、危機的状況にあるロシアに資金を貸し付けるにあたって貸し手は更に高い金利を要求するという悪循環であった。8月17日にキリエンコ政府とロシア中央銀行は対外債務を90日間支払い停止にすると発表した。

ロシア危機によってヘッジファンド業界紙MAR社によると調査した155の
25 ファンドのうち、4分の3が8月に損失を出し、42のファンドが10%以上の損失を被った。中でも注目されたのが米国の大手ヘッジファンドLTCMの実質破綻である。LTCMは1994年に運用を開始し、その取締役会の中には、FRB元副議長のデビッド・マリンズ、ブラック・ショールズ方程式を完成させ、共に1997年にノーベル経済学賞を受賞したマイロン・ショールズとロバート・マートン
30 といった著名人が加わっていたことから「ドリームチームの運用」と呼ばれ、

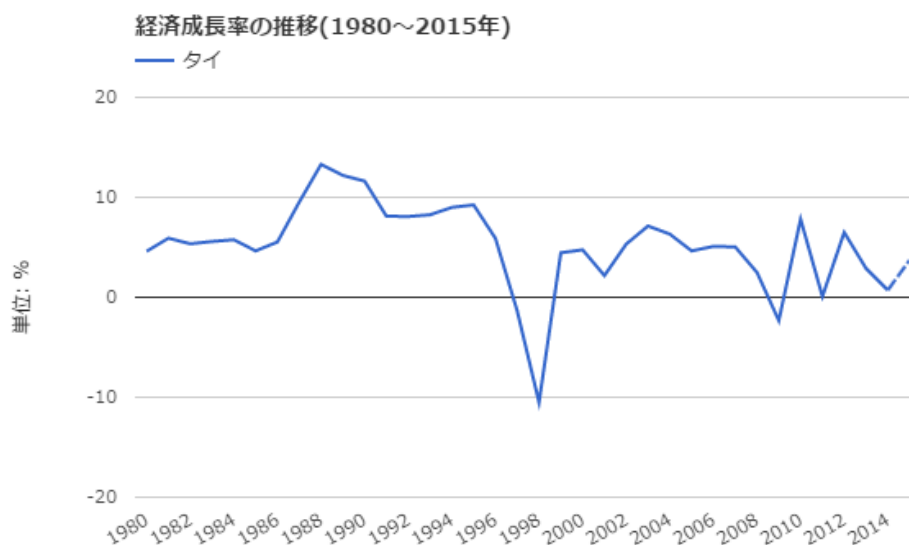
- 世界各国の金融機関や機関投資家、富裕層などから巨額の資金を集めた。LTCM は、マーケット（投資家）の動揺は短期間に収束すると予測し、それに応じた巨額のポジションをとっていた。しかしながら、その予測は完全に外れ、投資家の動揺（不安心理）は一向に収まらず、ついに LTCM は実質的な破綻状態に
- 5 陥ったのだ。当時、LTCM の実質破綻による影響として、調達した元手（巨額資金）の損失以外に、高いレバレッジをかけたデリバティブ取引があったため、LTCM がすぐに破綻すると、ただでさえ不安定となっていたマーケットに甚大な影響を与え、世界恐慌を引き起こす可能性も危惧されていた。LTCM の損失が公になると株式市場は暴落し、またドル円相場では急激な円高が進行した。
- 10 このような危機的状況の中、FRB は 1998 年の 9、10、11 月と 3 カ月連続で利下げを行うと共に、ニューヨーク連邦準備銀行は 10 行以上の大手銀行の幹部を一同に集めて LTCM 問題を話し合い、最低限の資金を融通して、当面の取引を執行させ、緩やかに解体させていくことに合意し、何とか金融不安の沈静化を図った。なお、LTCM については、その後、デリバティブ契約を徐々に清算
- 15 した後、解体されて消滅した。

第2節 新興国の現状

- これまで新興国の歴史から金融危機に注目し見てきたが、その危機を乗り越えどう生かされ現在の経済に反映されているのか、また弊害は出ていないのか
- 20 注目していく。

まず、タイの通貨危機の 1997 年の実態経済成長率は、 -1.8% 、翌年の 1998 年は -10.4% 、だが 1999 年には 4.0% へプラス成長に転換し 2000 年には 4.8% へと回復している（表 2 参照）。

表 3



出典 ;

(http://ecodb.net/exec/trans_country.php?type=WEO&d=NGDP_RPC&c1

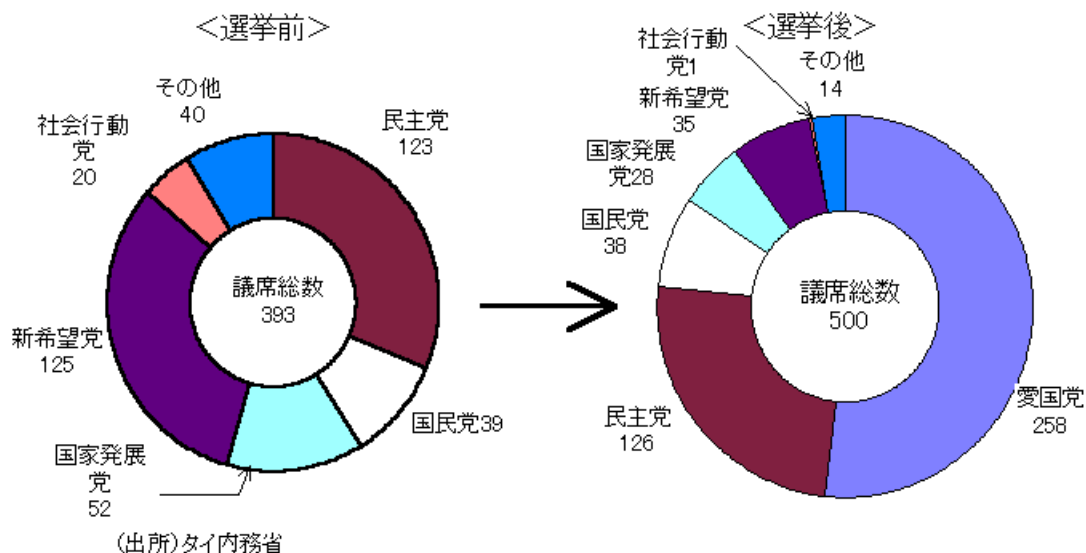
5 [=TH&s=&e=](#))

タイの経済成長率が 2000 年後半鈍化している。この鈍化の主な原因として、1 つには国内需要の弱さ、特に原油高、為替安に影響された民間消費の弱さ、2 つめに公共投資の減少、政府支出の削減が著しかったことである。一方、生産面では輸出関連業種であるコンピューター、IC チップ、宝石類の依存力の強さを維持しているものの、生産部門の拡大を支えてきた自動車の生産が落ち込んだためであった。

NESDB (タイ国家経済社会開発委員会) では電子工業部門の世界的減速により、輸出は減少するものの、国内需要いまだ弱いため景気高揚は輸出に依存する構造にならざるを得ないとしている。一方さらなる GDP の下落リスクとして、一つは世界経済全体の減速、特に日本と米国により、輸出が一層落ち込むこと。二つには政治的不安定が続くこと、三つ目には不良債権問題に進展がないことを挙げている。2001 年に実施された下院選挙の結果 (表 3)、過半数を獲得したタイ愛国党は農民の 3 年間負債返済モラトリアムを軸とした農民対策を通じた内需拡大政策を表明しているが、本格的な景気回復への効果が期待されている。

表 4

第 1 図：タイ下院の勢力図（19 日時点）



出典：

(http://www.bk.mufg.jp/mkdata_j/gif/rev01_05z1.gif)

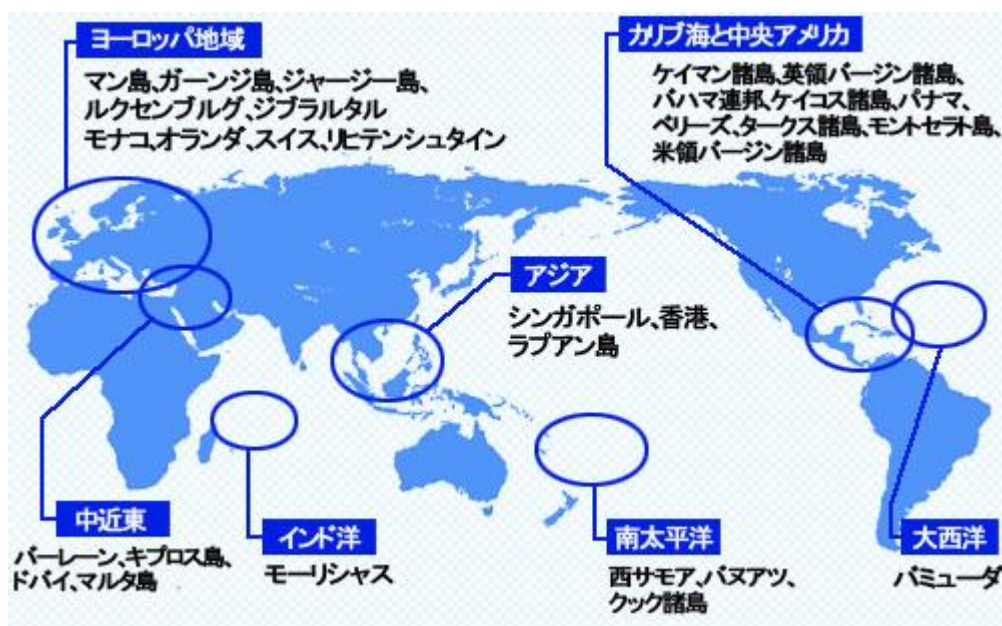
- 5 2014 年の選挙では前身がタイ愛国党のタイ貢献党と民主党の一騎打ちとみられた。しかし、今回の選挙に際し、「数」で勝ち目のない民主党は、インラック内閣の退陣と抜本的な政治改革を優先させるべきと主張。早々(13 年 12 月)に、選挙のボイコットを表明した。そのため、タクシン派インラック政権に対する事実上の「信任選挙」となった。
- 10 投票率は約 46%と、前回(11 年)下院選の約 75%を大きく下回った。そして、全国 375 の選挙区の 2 割近くでは、反タクシン派の選挙妨害によって投票が中断されるなどの影響を受け、当選者も確定に至らなかった。このため選挙管理委員会は、投票が妨害された投票所での「やりなおし選挙」を発表し、一部の選挙区で再投票が行われた。
- 15 しかし民主党は、2 月の選挙自体が無効であると憲法裁判所に提訴。憲法裁判所は、「選挙は全国同一日に行う」と定めた憲法に違反すると判断し、民主党の訴えを認めて、選挙のやり直しを命じた。タイの暫定政権のプラユット首相は 2015 年 5 月 27 日、タイを訪問した各国の国連大使らと面会し、民政移管に向けた総選挙を来年 9 月に実施すると発言した。

次にアジア通貨危機で大きな影響を受けた香港について見ていきたい。1998年8月以降、景気は大きく後退し、1998年の経済は23年振りのマイナス成長を余儀なくされ、失業率の悪化なども伴った、香港ドル、先物・株式市場が熾烈な投機的攻撃を受け、株式、通貨市場における流動性の著しい低下が香港市場を襲った。そんな香港は“金融のグローバル化の産物”であるタックスヘイブン地域である。

タックスヘイブン (tax haven) とは日本語に訳すと租税回避地といい、所得税・法人税・資産課税・相続税などがきわめて低いか、まったく存在しない国や地域のことである。タックスヘイブンと同じ意味で「オフショア金融センター」というものがあり「オフショア」と訳されることもある。「オフショア」(offshore)とは「沖に向かう」のことであり、そこから「オンショア」(onshore)「陸」のことを国内、「オフショア」のことを海外という意味で使われるようになった。オフショアとは国内の金融市場ではなく、国外市場や海外の顧客を対象とする金融機関である。オフショアの大半は有利な税制を持つタックスヘイブンに拠点を構えているので、ほぼ同義として扱われている。

また、よくタックスヘイブン (tax heaven) 租税天国と誤解している人がいるが間違っている。

図 1



20 引用 タックスヘイブンの主な地域

(<http://livedoor.blogimg.jp/luckymentai/imgs/7/d/7d3b4fd4.jpg>)

有名なタックスヘイブンの場所としてパナマ、香港、英国領ヴァージン諸島、ケイマン諸島などがあげられる。(図1)

5 (図1) 主なタックスヘイブンの国々 (ネットより引用)

タックスヘイブンは、その名の通り租税を回避するために資産家や大企業が使用する。租税を回避するといえば聞こえはいいかもしれないが、脱税となるのであまりいいものではない。

10 では、なぜタックスヘイブンを使用するのか、なぜ有利な税制を持つといわれるのか、使用されることによって生じる問題はあるのか、を中心に論じていく。

まず、なぜタックスヘイブンを使用するのか、有利な税制を持つといわれるのか、だが、タックスヘイブンの税率はとても低く税収による資金の流失が少ない。また、税率の高い自国に資金を置いておくより、タックスヘイブンの国
15 へ資金を保存しておいたほうが自分にとって得をするのだ。そのため有利な税制を持つといわれる。しかし、なぜタックスヘイブンの国々は税率を低くすることができるのか、それで国を運営することはできるか、などの疑問が浮かんでくる。タックスヘイブンの国々のほとんどは観光くらいしか資源のない貧しい小国や島国のため、そもそも税収が少ないのである。したがって税率を下げ
20 ても失うものがほとんどなく、むしろ無税化をしていったほうのメリットが大きい。

法人税を下げ、海外企業の誘致に成功すれば雇用が発生する。所得税や相続税をなくせば、海外の資産家が移住してくることもある。そうすれば、高級品を中心に消費されていく。資産課税をなくせば、世界中から多大な資金が集まり、多くの金融機関が進出してくる。
25

しかし、タックスヘイブンの国々においても国内所得に対しては所得税や法人税がかされる。(一般に海外から得た所得は非課税となっている) また、進出してきた企業や金融機関からは登録料などという形で手数料を徴収しており、実質的に国家の税収となるのである。

30 次にタックスヘイブンを使用されるとどのような問題が生じるのだろうかに

ついでである。

タックスヘイブン化は貧しい国にとっては合理的な選択であるが、同時に周囲の国々に悪影響を及ぼすのである。近辺にタックスヘイブンの国があれば、税があまりかからない方へ移動していつてしまう。それを防ぐためには、タックスヘイブン化した国の周辺諸国は同じように税率を下げるという対策しなくなる。そのため「有害税制」とも呼ばれることがある。

現在、欧米諸国の個人資産に課される税率は徐々に引き下げられてきている。よって減収分は所得税や消費税によって埋め合わせしなければいけなくなり、働いくことよりも資産を運用した方が得になるという状況が生まれてきている。

10 資産家や大企業にしかメリットがなく、有害税制とも呼ばれているタックスヘイブンはなぜなくなるのであろうか。それはどのような国にも「主権」というものがあり「神から与えられた権利」であるため、他国が暴力を使用して主権を侵すことは禁じられているのである。よって、いくら人口が少ない小国であっても、民主的な主権国家が正当な手続きを経て決定した税制には他国

15 は干渉できないのである。ほとんどのタックスヘイブンの国々は税制によるメリットを失ってしまえばただの貧乏国となってしまうため、よほどのことがない限り税率を上げたりすることがない。そのためタックスヘイブンの国々は減らないのである。

また、タックスヘイブンの国々が減らない理由として、タックスヘイブンに

20 反対する先進諸国も、自国のマーケットに海外の資金を誘導するため様々な税制優遇措置を用意しているという問題もある。例を挙げると世界最大の金融マーケットをもつアメリカでは非居住者である海外の投資家は、株式の売却益や預金の利子に課税されることはない。

こうした現実を皮肉り「世界最大のタックスヘイブンはアメリカ、第2位のタックスヘイブンはイギリス」などといわれている。アメリカやイギリスがこうした政策を撤回しない以上、ほかの国々に税率の引き上げを強要しても、全く説得力のないものである。

ただし、国際的なマネーロンダリング規制などで、タックスヘイブンに対する圧力が高まっている。現在ヨーロッパでは、周辺の低税率国に対し、「守秘義務」規定を撤廃して預金者情報を外国政府機関に通知するか、預金利子に対し

30

て EU 諸国並みの源泉課税（35%程度）を課す交渉が行なわれている。仮にこれが実現すると、タックスヘイヴンをめぐる状況も大きく変わっていくだろう。

また、世界第 2 位の経済大国である中国も国内の資本規制が厳しいため、国家の手が及びづらいタックスヘイブン地域を利用しているのである。その急速
5 に発展を遂げる中国を次節で見ていくとする。

10

第3節 中国の台頭

1949 年の中華人民共和国建国から 66 年を経た今日に至るまで、中国の経済は大きく分けて 2 つの転換期を行った。一つ目として 1978 年の決議を境としての計画経済期と二つ目は共産主義国ながら市場経済化への構造転換期の 2 つ
15 に分けられる。市場経済化した経済は勢いづき、2008 年にドイツを抜き、その 2 年後の 2010 年には日本を抜いて世界第 2 位になり最貧で最多の国家から経済大国へ変貌を遂げている。GDP 成長率は年平均 10 パーセントに達し、まだ貧困で苦しんでいる低所得国家からは救世主とまで言われる。そんな新興国の星である中国経済の“光”と“影”をこの説では追っていく。

20 21 世紀に入ってから中国経済は「世界の工場」と呼ばれるようになった。世界の工場とは規模だけでなく工業製品を提供する主な生産基地でなければならない。まず生産規模だけでいうと 1978 年と 2010 年を比較すると工業生産額は 1074 億ドルから 1 兆 9230 億ドルへと約 18 倍に増加し、アメリカと比較しても 1 兆 8560 億ドルなので上回っており、世界トップの生産額に成長した。製
25 造業の部門で見ても 2007 年時点でアメリカの 62%だったのが 2011 年には 123%へと跳ね上がり今後も拡大が見込まれている。工業製品の輸出においても 2012 年の輸出額がアメリカの 3 兆 8200 億ドルを上回り 3 兆 8700 億ドルに達し世界 1 位となった。1978 年当時と比較すると実に 230 倍である。2010 年の記録だと中国は主要工業製品 500 種類の中のうち 220 種類で世界 1 位のシェ
30 アを占めるまでになった。中国は人口が多いため一般消費財はもちろんのこと

基礎産業や設備製造の分野でも世界 1 位となっている。

5 5 6 7 8 9 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20 21 22 23 24 25 26 27 28 29 30

このような中国の経済の構造転換の成功要因として、1 技術水準の急速な向上、2 充足した資金源、3 消費構造のグレードアップ、4 インフラ整備のニーズの 4 つである。技術の進歩は企業の比較的優位を築く決定要因でもあり、構造転換の基本条件である。中国は 2006 年から「自主创新」のスローガンを掲げておりイノベーション国家への移行を急いでおり、特許を出願しやすい環境を整え促進した。また中国経済の安定的な成長は今後も外国人投資家を引き付ける投資環境も提供し続けるものと見込まれる。2013 年の小売業も微増しておりさらに情報関係の新たな消費業態を開拓しつつある。インフラ面では日本などから新幹線の技術導入を行い 10 年足らずで世界の 50% を占める 12000 キロの運営距離を伸ばし爆発的成長を見せている。

15 20 25 30

しかし“影”の部分として「三農問題」が存在している。2001 年に 3 分の 1 以上の村で道路が未開通、2002 年の農村教育投入が 4 分の 1、農村医療は全国医療財政支出の 15.5% しかなく、農村の社会保障制度はほぼ皆無の状態であった。このような農民の収入が減り負担が増える状態は 1980 年代後半から拡大し始め都市対農村の収入比は 1.51 から 2.04 へ 2000 年までの 12 年間で上昇した。2000 年末に時の総理に手紙で「農民が本当に苦しく、農村が本当に貧しく、農業が本当に危ない」と「三農問題」を訴えた事例があるくらい格差が広がりつつある。

20 25 30

最近中国の経済成長の減速とともに、近年注目の的となっているのが中国のシャドバンキングの問題である。なぜなら中国国内のみならず、グローバル経済にも多大な影響を危惧されているからだ。

25 30

まず一般的に言うシャドバンキングと中国のシャドバンキングがどのように違うか説明する。一般的に使われているシャドバンキングという用語は 2007 年にポール・マカリーが作成した報告書の中で使われており、ほぼ同じ時期でサブプライムローン問題によるいわゆる「パリバショック」が起きていることからシャドバンキングの主役がノンバンクであることは推測できる。ポール・マカリーは「ノンバンクによる様々な資金仲介の仕組み先般を網羅したもの」と定義している。一方中国のシャドバンキングとは 2011 年に金融安定理事会がまとめた報告書で「通常の銀行システム以外で行われた信用仲介」

であると定義した。

以上のような一連のシャドバンキングに対する定義付けを見ると、共通認識として第一に複雑な金融商品を通じた金融チャンネルが形成されていること。

5 第二にこのような新しい金融チャンネルの主役であるヘッジファンドやノンバンクが規制を受けず、伝統的な銀行業務に極めて類似した信用仲介を行っていたということである。これらの二点からシャドバンキングは金融システム全体に深刻なリスクをもたらす存在であり、何らかの規制を強いることは明らかである。しかし、国によって金融システムが異なるため、何をもってシャドバンキングとするのか、どのように規制するのかなど望ましい金融システムを
10 次の章で論じていく。

15

20

25

30

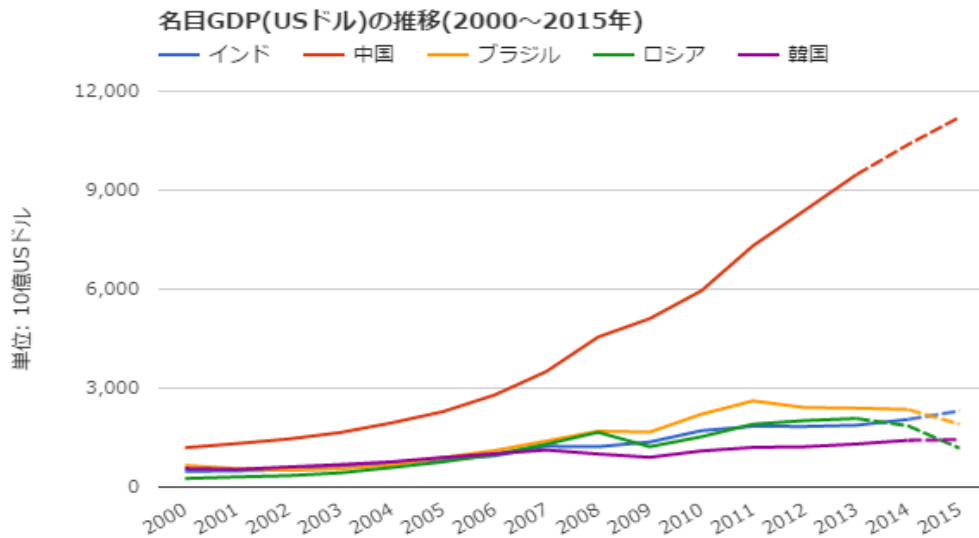
第四章 望ましい金融システムのありかた

第一節

- 5 リーマンショックに伴う世界規模の変動に世界経済や政治秩序の枠組みが崩れた。2011年5月17日に世界銀行が発表した報告書の中で「今後は新興国が先進国を大幅に上回るペースで成長し、15年後には世界経済の姿が全面的に変貌する。」とかなり大胆な見方の発表をした。2025年までには主要新興国であるブラジル・ロシア・インド・中国・韓国・インドネシアの6か国が全世界の成長の半分を占め、国際通貨システムも現在のドルのような基軸通貨が支配する体制ではなくなり、世界の外貨準備としてのドルの低下傾向はさらに続くと分析したがその具体的な説明や根拠にはなっていない。作成者がインドの開発金融の専門家であったことから、新興国に肩入れしすぎたかもしれないが、世界銀行という権威ある共同体には珍しい。

- 15 ですが、先にあげたような新興経済力が、国際的にも国内的にも世界経済を引っ張っていることには一定の認識が存在する。表1の名目GDP推移をみると一目瞭然である。中国が頭1つ分以上抜けて明らかに成長していて「アメリカ・ドルの没落と先進国の衰退、すなわち新興経済の台頭は今や歴史の流れ」という主張が有力となり、IMF・世界銀行の改革や新興国の力に見合った権限の分与について活発な議論が交わされるようになった。今がどんな時代でどこに向かおうとしているのかなど、肝心なところは今ま
- 20 で議論されてこなかった。

表 1



出典

(http://ecodb.net/exec/trans_country.php?type=WEO&d=NGDPD&c1=IN&c2=CN&c3=BR&c4=RU&c5=KR&s=2000&e=2015)

5

1. 地域間格差

また、新興国である中国やインドでは、一部の富裕層に社会生活の洋風化が進み、個人消費支出の拡大現象がみられる。今日、格差の問題は先進国だけでなく途上国においても重要な課題となっている。格差にもいろいろあるが、緊急を要するのは地域格差である。その原因となっているのが産業間格差である。すなわち第3章で上げた三農問題のような生産性の高い産業が立地している都市と生産性の低い農村地域との間の格差が拡大している社会現象であり、経済問題だけにはとどまらず社会船体の不安を招きかねない。

10

解決するには高生産地域が拡大し低生産地域が縮小すればいい話なのだがそう簡単にはいかない。中国やインドなどの人口を多く抱えている国では格差は縮小するどころか、かえって拡大している(表2)。

15

表 2

20 出典

(<http://blog.nihon-syakai.net/blog/2014/08/3799.html>)

2. ルーブル危機

ロシアのルーブルの対ドル相場は、2014年12月16日の前後に20%暴落して1ドル
5 80ルーブルまで下がり、年初来の半値以下になった(表3)。その影響でロシアの株や
債券も暴落した。その後、ロシア政府が国営企業5社に対して、半ば強制的にドル売り
ルーブル買いをさせ、1ドル55ルーブルまで回復した。輸出企業の外貨担当部門に政
府の監督役を送り込んで統制している。

しかし、ロシア政府は資本規制を本格化、長期化しないといっている。資本規制を本
10 格化すると、資金の持ち出しを嫌がる外国の投資家が投資なくなり、資金が国外に
流出するからだ。経済を安定・成長させることによって成り立っているプーチン政権の人
気が下がる。ロシアではすでに銀行の経営危機も起きている。今後金融危機が起こる
可能性があるので注目したい。

表 3

15 出典

(http://ecodb.net/exec/trans_exchange.php?type=EXCHANGE&b=USD&c1=RUB&ym=M&s=&e=)

20 第二節 望ましい金融システムのありかた

1990年代以降、多くの先進国は物価安定の実現に成功した。物価の安定をもた
らした要因は、「1960年代から70年代にかけての高インフレ、スタグフレー
ションの進行という経験を経て、物価安定の重要性が理解されるようになった
25 ことである。」(白川.2008.p419) また、物価の安定を背景に

「金融システムの安定」とは、金融システムが正常に機能し、企業や国民の
が安心して使用できる状態にあることをいう。(日本銀行HP引用)」と日本銀
行は定義している。

物価の安定と経済成長を持続するためには、金融システムの安定は必要不可欠
30 である。金融システムの安定を維持するための政策は、「規制・監督当局による

金融機関への規制・監督だけでなく、それらに関係する幅広い当局の施策や、市場参加者の活動として捉えるべきである。」(p419)。また、金融システムの安定を実現するには、①金融機関、②金融システム、③市場機能の3つの要素が重要である。金融機関に対する規制・監督権限という点は、各国によって中央銀行の置かれる立場が違うため異なるが、決済システムにおいては、決済サービスの提供を通じ、それを背景とする民間決済システムのオーバーサイトの活動を通じて重要な役割を果たしている。金融市場の機能を維持するという点においても、中央銀行の役割は大きく、今後望ましい金融システムにおいて、重要な機関である。

10

15

20

25

30

< 参考文献 >

- ・「強欲の帝国」 チャールズ・ファーガソン 2014
 - ・「グローバル金融規制入門」 藤田勉 2015
 - ・「サブプライムローンとは何か」 春山昇華 2007
 - 5 ・「ロシアと世界金融危機 遠くて近いロシア経済」 酒井明司・2009/4/25
 - ・「経済危機下のロシア」 塩原俊彦・2010/2/20
 - ・「ロシア経済の基礎知識」・浅元薫哉、齊藤寛・2012/7/31
 - ・「21世紀アジア経済」 今井宏・高安健一・坂東達郎・三島一夫 2003年
 - ・「通貨・金融危機と東アジア経済」 伊藤修・奥山忠信・箕輪徳二・中井浩之・金日植
 - 10 2005年
 - ・「現代中国経済」 劉敬文・任雲・肖巖華 2015年
 - ・「世界経済 危機と発展の構図 新しい政治秩序とシステム構築への視点」 唐沢敬
 - 2013年
 - ・「金融危機後の世界経済の課題」 中野誠一・小森谷徳純編者 2015年
 - 15 ・「金融世界大戦 第三次大戦はすでに始まっている」 田中宇 2015年
 - ・「金融恐慌を読み解く—過剰な貨幣資本はどこから生まれるのか」 高田太久吉
 - 2009年
 - ・「世界経済の潮流 2007年 秋 サブプライム住宅ローン問題の背景と影響 地球温暖化に取り組む各国の反応」
 - 20 ・「金融・証券システムの革新」 伊藤孝司・宮越龍義・森 映雄・鈴木満直 2007
 - ・「アメリカの金融政策 金融危機対応からニューエコノミーへ」 地主敏樹 2006
 - ・「不安定化する金融システム」 翁百合 2014
 - ・「国際通貨体制と世界金融危機 地域アプローチによる検証」 上川考夫
 - 2011
 - 25 ・
- 30 < 参考 HP >

- ・日本銀行 <https://www.boj.or.jp/index.html/>
- ・内閣府 <http://www.cao.go.jp/>
- ・会計検査院 <http://www.jbaudit.go.jp/effort/study/mag/14-3.html>

5 <参考論文・資料>

- ・国立国会図書館 「ISSUE BRIEF」 NUMBER 622 (2008.12.4) サブプライムローン問題の軌跡 ―世界金融危機への拡大
www.ndl.go.jp/jp/diet/publication/issue/0622.pdf

10

- ・サブプライム問題の処方箋を考える～流動性対策の効果と限界～
www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/.../report080319.pdf

- ・グローバリゼーションと金融問題 http://jsie.jp/Tohoku_Univ/1_2.htm

15