

5 平成26年度 証券ゼミナール大会

## グローバル金融危機について

10

15

立命館大学 経営学部 三谷ゼミ A

20

## 目次

	はじめに .....	1
	第一章 なぜグローバル金融危機が生じるのか .....	3
	第1節 サブプライム問題 .....	3
5	第2節 欧州金融危機 .....	8
	第3節 グローバル・インバランス .....	9
	第二章 グローバル金融危機と新興国 .....	12
	第1節 新興国におけるカネの流れ .....	12
	第2節 新興国におけるグローバル金融危機の影響 .....	14
10	第3節 インドにおけるグローバル金融危機への政策対応 .....	16
	第4節 インドネシアにおけるグローバル金融危機への政策対応 .....	18
	第三章 金融危機防止のための策 .....	21
	第1節 サブプライム問題の影響 .....	21
	第2節 サブプライム問題の事前解決策 .....	24
15	第3節 サブプライム問題後のアメリカ国内の対処法 .....	27
	第4節 サブプライム問題の事後解決策 .....	29
	第四章 今後起こりうる金融危機 .....	31
	第1節 アメリカの現状 .....	31
	第2節 アメリカ金融引き締めによる新たな金融危機 .....	34
20	第3節 シャドバンキング問題による新たな金融危機 .....	36
	第五章 今後必要とされる予防策 .....	41
	第1節 将来の金融危機に対する予防策 .....	41
	第2節 アメリカ金融引き締めによる新たな金融危機に対する予防策 ..	42
25	第3節 中国シャドバンキング問題による新たな金融危機に対する 予防策 .....	43
	おわりに .....	46
	参考文献 .....	48

## はじめに

現在に至るまで、世界の金融市場では、多くの金融危機が発生した。2000年代に入ってからは、サブプライム問題、欧州金融危機に代表される世界の金融市場を揺るがす金融危機が発生している。サブプライム問題から考察できるように、金融危機の多くはバブル崩壊が原因であることが多く、グローバル化が進んだ現代の金融市場では、ある1つの国で発生した金融危機が全世界に広がり、世界の金融市場を揺るがす危険性が高くなっている。

リーマン・ショックによる世界経済悪化後、アメリカ国内で行われた量的緩和によって、世界経済は回復しつつあるが、新興国へ多くの資金が流出した。しかし、2014年9月には量的緩和終了が公表され、流出した資金が回帰することが避けられない状況となっている。また、世界最大の黒字収支国である中国国内では、近年動向が注目されてきたシャドーバンキング問題の先行きがいまだ不透明であり、次なる金融危機につながる可能性が示唆されている。世界の金融市場における新興国の存在感が増している現在、何らかの予防策をとらなければ、新興国発の金融危機が世界の金融市場に大きな影響を及ぼすことは避けられない。

本論文では、現在までに発生したグローバル金融危機のメカニズムを解明し、今後起こりうる金融危機に対する予防策の提案を行う。第一章では、「バブル」という観点で、サブプライム問題からグローバル金融危機のメカニズムを解明し、欧州金融危機、グローバル・インバランスから金融危機の世界への拡大要因を分析する。第二章では、先進国及びグローバル金融危機と新興国の関係について述べ、現在の金融市場における新興国の存在、新興国の現状を分析する。第三章では、サブプライム問題の影響、対処策をもとに、サブプライム問題に対する事前策、事後策を提案する。事前策では、①サブプライム債権の証券化、②銀行の過度なリスクテイクの2点から分析し、当時行われていなかった対策を提案する。事後策では、アメリカ国内の対処策から明らかとなった問題点をもとに、行うべきであった対策を提案する。第四章では、新興国の存在が大きくなっている現在の金融市場で、今後起こりうる金融危機の提案、解説を行う。具体的には、アメリカ金融引き締めによる新興国発の通貨危機と中国のシャド

ーバンキング問題による金融危機を提案する。第五章では、第四章で提案した今後起こりうる金融危機に対する予防策の提案を行う。各国、世界の現状を分析し、世界規模、国規模で行われるべき予防策を提案する。

- 本論文では、現在に至るまでの金融危機と世界の金融市場の現状を分析し、
- 5 今後起こりうる金融危機に対する解決策を多数提案する。具体的には、世界規模の予防策として、バーゼル規制を提案する。国規模の予防策としては、①新興国諸国によるマネー貯蔵と外貨準備、②アメリカ政府による緩やかな金利引き上げを金融引き締めによる金融危機の予防策として提案し、中国政府と中国銀行業監督委員会共同主導による①金利の自由化、②地方政府における資金調
- 10 達の規制緩和、③地方銀行の増加を中国シャドールバンキング問題による金融危機の予防策として提案する。

## 第一章 なぜグローバル金融危機が生じるのか

この章では、金融危機の発生原因または要因、プロセスについて分析し、グローバル金融危機のメカニズムを解明する。第1節では、サブプライム問題の  
5 要因をバブル崩壊であると分析し、解説する。第2節では、欧州金融危機のサブ  
プライム問題との関係性に注目し、欧州金融危機の発生要因を解説する。第  
3節では、グローバル・インバランスのメカニズム、サブプライム問題の発生  
に与えた影響について解説する。これについては IMF<sup>1</sup> やハーバード大学教授  
ケネス・ロゴス<sup>2</sup> がグローバル金融危機とグローバル・インバランスが密接に  
10 関係していると指摘している。

### 第1節 サブプライム問題

2007年に表面化したサブプライム問題は、住宅バブルによるサブプライムロ  
15 ーンの拡大、そして住宅バブルの崩壊によって発生した金融危機である。第1  
節では、サブプライム問題表面化までのプロセスを説明し、メカニズムを解明  
する。

・サブプライムローンとは

20 サブプライムローンとは、主にアメリカにおける、通常の住宅ローンの審査  
には通らない、信用力の低い個人向けの住宅ローンである。住宅購入者の大多  
数は、住宅を購入する際に、住宅ローンを組み、銀行からの資金借り入れを行  
う。そこで銀行は、銀行自体の儲けを第一に考え、多くの個人に資金融資を行  
なった。しかし、銀行は、信用度の高い人だけではなく、通常の住宅ローン審  
25 査に通らないような信用度の低い個人にもローンを貸し付けた。これがサブ  
プライムローンと呼ばれるものである。サブプライムローンの出現によって、住  
宅ローンは借り手の信用度、金利によって、プライム、オルト A、サブプライ

---

<sup>1</sup> 金融危機が発生した背景にはグローバル・インバランスの拡大が存在した可能性  
がある。(2009年4月)

<sup>2</sup> グローバル・インバランスが直接、住宅バブルを引き起こしたわけではないが、  
グローバル・インバランスと金融危機は密接に関連している。(2009年11  
月)

ムと分類されることとなった(図 1-1)。

【図表 1-1】住宅ローンの分類

	信用度	金利
プライム	高	低
オルト A	中	中
サブプライム	低	高

出所：滝川好夫『サブプライム危機 市場と政府はなぜ誤ったか』(ミネルヴァ書房,2010)第一章より著者作成

5

2004年になると、住宅ブームが最高潮に達した事が原因で、サブプライムローン利用者が増え続けた。2006年末時点で、アメリカ国内で住宅ローン利用者数の約15%がサブプライムローンを利用し、残高は約1兆3000億ドル(約130兆円)と、住宅ローン全体の約14%を占めていた。

10 また、サブプライム問題発生以前、アメリカでは過去30年間1年を通じて、住宅価格が前年水準を下回ったことがなかった。これはサブプライムローン出現の原因の1つである。

・サブプライムローン債権の証券化

15 サブプライムローン債権は、リスクの分散化を目的として、証券化され、世界中の投資家に販売された。サブプライムローン債権の証券化によって、サブプライムローン残高が急激に増加し、後の金融危機に大きな影響を及ぼすこととなった。「サブプライムローン債権を組み込んだ第一次証券化商品は、RMBS、RMBSなどを組み込んだ第二次以上の組成商品はCDOとそれぞれ呼ばれている」<sup>3</sup>。

20

RMBSとは、住宅ローンからの元利返済金を裏付けに発行された証券であり、CODは、RMBSより加工された複雑な金融商品である。また、さらに加工されたABCPと呼ばれる資金担保コマーシャルペーパーも存在した。

<sup>3</sup> 滝川好夫『サブプライム危機 市場と政府はなぜ誤ったか』(ミネルヴァ書房,2010) p.21。

・住宅バブルの崩壊

サブプライム問題が表面化する以前、アメリカ国内では住宅ブーム、いわゆるバブルが起こっていた。1980年3月末の住宅価格と比べ、2007年3月末の住宅価格は4.1倍となり、2004年の投資マネー流入が主導してから、住宅価格の値上がり率は年率2桁に達していた。

2006年末にはグローバル金融危機につながるバブル崩壊が発生した。バブル崩壊による住宅価格低下が発生すると、サブプライムローン証券の焦げ付きが急増した。RMBSやCDOなどのサブプライムローン債権を取り組んだ商品の価格が下落したことで、それらを購入した世界中の金融機関、投資家が損失を被った(図1-2)。

【図表1-2】金融機関のサブプライム関連損失

	2008年4月	2008年10月
ローン合計	2,250	4,250
サブプライム	450	500
オルトA	300	350
プライム	400	850
商業用不動産	300	900
消費者金融など	800	1,650
証券化商品合計	7,200	9,800
資産担保証券	2,100	2,100
債務担保証券	2,400	2,900
商業用不動産ローン担保証券	2,100	1,600
その他	600	3,200
総合計	9,450	14,050

1) 単位は億ドル

出所：滝川好夫『サブプライム危機 市場と政府はなぜ誤ったか』（ミネルヴァ書房,2010) p.17より著者作成

15

「07年2月下旬、米大手証券会社ベアー・スターンズ傘下のヘッジファンド2社のサブプライム関連商品損失問題が表面化し、ダウ恒業株30種平均は2

月 27 日 416.02 ドル下落した」<sup>4</sup>。この事件がきっかけとなり、サブプライム  
関連商品による損失問題が表面化した。7 月になると、アメリカのベアー・ス  
ターンズ傘下のファンドが破綻したことにより、サブプライム問題が表面化し、  
全世界に影響を及ぼすようになった。また、8 月になると、フランスの大手銀  
5 行である BNP パリバグループが RMBS を組み入れた傘下の 3 つの投資ファン  
ドの解約停止を発表し、サブプライム関連商品への投資に積極的であった投資  
ファンドや、その投資ファンドへの融資に積極的であった金融機関に大きな影  
響を与えた<sup>5</sup>。

10 バブル崩壊が原因で発生したサブプライム問題であったが、サブプライム問  
題を含む多くの金融危機は、一つの国から発生している。近年、金融市場のグ  
ローバル化が進み、投資家が様々な国の金融商品を扱った結果、マネーが世界  
中に流出している。その結果、ある一つの国で発生した金融危機が世界中に広  
がることとなった。特に、金融危機発生主体となった国の経済規模が大きい  
15 ほど、他国に及ぼす影響が拡大している。サブプライム問題の場合は、金融危  
機発生国がアメリカであったため、ドル安が発生し、世界の金融市場を揺るが  
した。

## 第 2 節 欧州金融危機

20

欧州金融危機とは、2009 年 10 月の政権交代を機に、財政赤字が公表数字よ  
りも大幅に膨らむことを明かしたことに始まる一連の経済危機をいう。従来、  
ギリシャの財政赤字は GDP 比で 3.7%とされていたが、新政権（全ギリシャ社  
会主義運動）下で旧政権（新民主主義党）が行ってきた財政赤字の隠蔽が明ら  
25 かになり、2010 年 4 月時点で、実際は 13.6%に達していたことが分かった(図  
表 1-3)。これにより外国為替市場では対ユーロ通貨が幅広く売られ、経済的  
な影響は EU 各国へと及んだとされる。

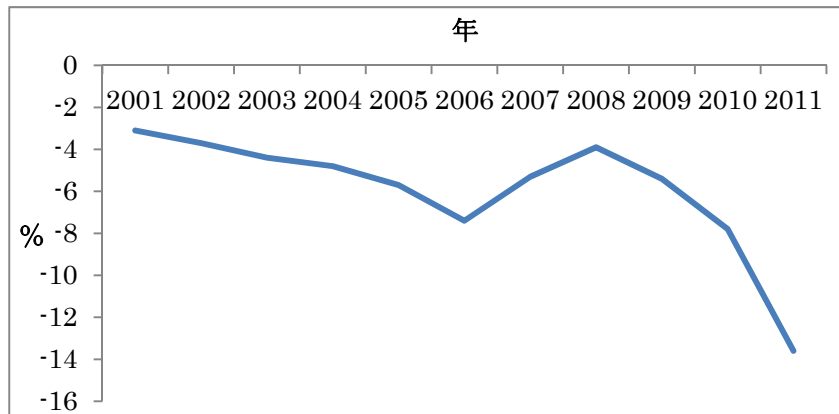
---

<sup>4</sup> 滝川好夫『サブプライム危機 市場と政府はなぜ誤ったか』（ミネルヴァ書  
房,2010) p.38。

<sup>5</sup> 2007 年 8 月になると、ダウ工業株 30 種平均は、大きく下落し、サブプライ  
ム問題が世界の金融資本市場を揺るがした。



【図表 1-3】ギリシャの対目 GDP 比



出所：総務省 HP「世界の統計 2011」より著者作成(<http://ecodb.net/>)

5

10

また、2007 年から 2008 年にかけてアメリカが震源地となって発生したサブプライム問題は、サブプライムローンの証券化を背景としてアメリカのみならずヨーロッパの金融機関のバランスシートにまでも影響を及ぼした。このようにしてアメリカのみにとどまらず、ヨーロッパにまで発展したグローバル金融危機によって、アメリカやヨーロッパ諸国の政府は金融機関などへの資本注入を余儀なくされ、財政支出を増大させることとなった。同時に、2008 年 12 月の G20 によって財政刺激の国際政策協調が成立すると、それに従って各国政府が財政刺激を行い、一層の財政支出の増大とそれに伴って財政赤字が拡大することとなった。その結果、アメリカやヨーロッパ諸国を中心に世界的に財政赤字が拡大し、特にユーロ圏諸国の中でも財政赤字の対 GDP 比や一般政府債務残高の対 GDP 比が最も高かったギリシャにおいて財政危機が起こった。このギリシャの財政危機をきっかけにユーロ圏諸国の一部に財政危機が波及することとなり、EU における対応の遅れが相俟って、ユーロ圏危機が発生した。

15

20

### 25 第 3 節 グローバル・インバランス

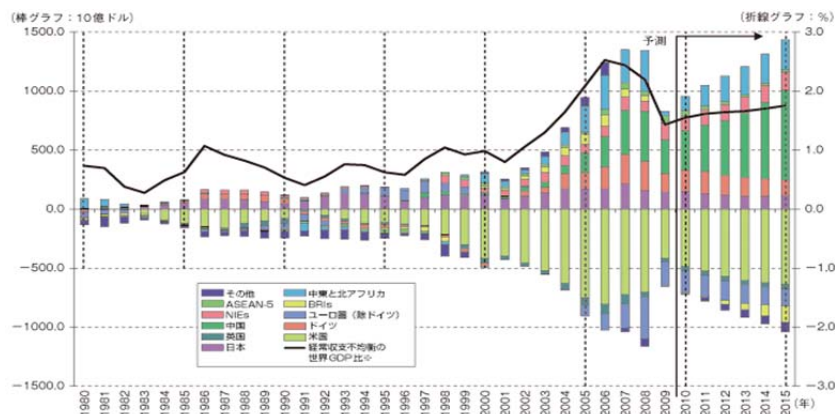
グローバル・インバランスとは、1990 年代後半以降の世界経済にみられる経常収支赤字と経常収支黒字の構成パターンである。具体的には、アメリカ、イギリス、南欧（ギリシャ、イタリア、ポルトガル、スペイン）、中東欧といった巨額の経常収支赤字を拡大させてきた諸国と、中国、日本、他の東アジア諸国、

30

ドイツ、石油輸出国といった巨額の経常収支黒字を拡大させてきた諸国から成る状態を指す。

図表 1-4 は世界の経常収支不均衡（経常収支黒字の合計額）の比率を示している。1980～90年代前半、不均衡は対世界 GDP 比の 1%程度には収まっていたが、2000年代に入ると、米国の経常赤字の拡大に伴い世界の不均衡が進み、2006年には対世界 GDP 比が 2.5%まで拡大した。この結果、世界全体の経常赤字に占めるアメリカの割合は約 8割となり、経常赤字がアメリカに集中し、固定化している。一方、経常黒字側をみると、1990年代には日本、ドイツ、ユーロ圏が、2000年代には日本、ドイツに加え、中東産油国や中国をはじめとするアジア新興国が、経常黒字幅の拡大に寄与した。中国では 1979年以降、資本主義の要素を積極的に取り入れた市場経済化および、経済特区の設置や外資企業への優遇策等の対外開放を図り、高い経済成長を遂げた。特に 2001年の WTO 加盟によって貿易が拡大した中で、経常黒字が著しく伸び、2008年には、世界全体の経常黒字に占める中国の割合は 31%に達した。世界経済危機後の 2009年には、経常収支の不均衡は 1.4%と、前年比で 0.8%マイナスとなり、急激に縮小した。それでも、2001年以前と比較して高い水準を維持しており、インバランスの是正が十分に進んだとは言い難い。また、2009年のアメリカの経常赤字額は 2000年当時とほぼ同額であるが、黒字国側については、中国は 200億ドルから 2,840億ドルへと約 14倍、ASEAN5は 640億ドルから 2,070億ドルへと約 3倍に伸び、アメリカの経常赤字と中国をはじめとするアジア新興国の経常黒字という構図が鮮明化している。

【図表 1-4】主要国・地域の経常収支不均衡の推移



出所：IMF より抜粋(<http://www.imf.org/external/index.htm>)

グローバル・インバランスの背景を説明する。1990年代のタイ、インドネシア、韓国などのアジア諸国は、アジア通貨危機<sup>6</sup>発生以前には国内投資が国内貯蓄を超過し、経常収支は赤字の状態にあった。そこでこれらの諸国は、不足する資金を海外からの資金流入でファイナンスした。そのことが原因となり、対外債務が増加し、1997年の通貨危機の発生の原因となった。アジア通貨危機後にIMFに強烈的な緊縮政策を強制された経験と、通貨危機に備えて多額の外貨準備を用意しなければならないという教訓から、アジア諸国は危機後には貯蓄不足(経常収支赤字国)から貯蓄過剰(経常収支黒字国)へと転換するようになり、アメリカを中心とする先進国諸国に余剰資金を投資する行動をとるようになった。

また、2000年代に入り、国際的な資金フローが急速に拡大した。主要国・地域の対内純投資の推移をみると、新興国や産油国からの資金流出の拡大及びアメリカへの資金流入の増大がみられるが、さらに、05年以降はユーロ圏にも資金が流入していることがあげられる。このような欧米への資金フローの拡大を背景に、世界の金融資本市場は2000年代に入りその規模が急速に拡大している。

グローバル・インバランスがサブプライム問題に影響を与えたかについては、グローバル・インバランスの発生には必ず国際間の資本移動が伴うが、資産価格バブルは国際資本取引がなくても発生するものであると考えられる。すなわち、経常収支黒字国からアメリカへの国際資本移動がアメリカの資産価格バブル発生に影響を与えているなら、グローバル・インバランスがグローバル金融危機拡大の要因の1つになりうると考えられる。また、岩壺健太郎によるVAR分析<sup>7</sup>によると、国際資本移動が為替市場のみならずアメリカの資産価格にも影響を与えていることが明らかになり、資本移動を通じて、海外の過剰流動性が米国の資産価格バブルの一因になっている。つまり、グローバル・インバランスがサブプライム問題の拡大要因になっていた可能性を示している。

---

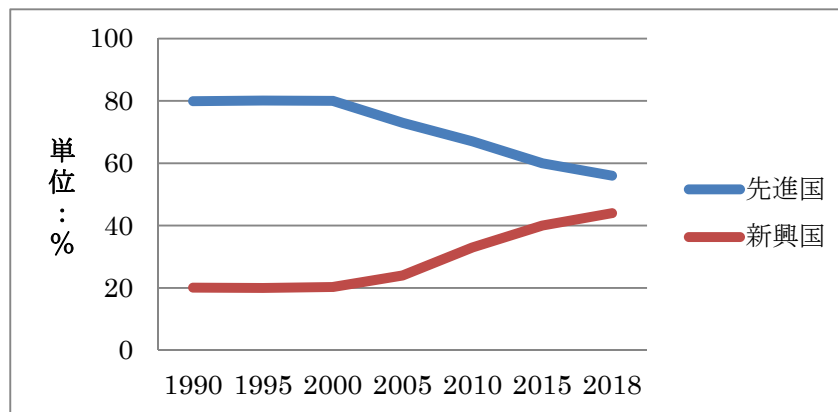
<sup>6</sup> タイ通貨の下落を皮切りに発生した通貨危機。最終的には、アジア各国を巻き込んだ。当時固定相場制を採用していたタイ通貨の変動相場制移行が原因で発生した。

<sup>7</sup> 岩壺健太郎『グローバル・インバランスの経済分析』(有斐閣,2010)第7章参照。

## 第二章 グローバル危機と新興国

現在、世界の金融市場における新興国の存在感が増しており、欠かせない存在となっている(図表 2-1)。この章では先進国から新興国へのカネの具体的な流れ及び、グローバル金融危機が新興国に与えた影響と、これに対する政策対応について分析する。後半では、新興国の中でも特に経済の基礎的要件が脆弱なフレンジイファイブ（ブラジル、インド、インドネシア、トルコ、南アフリカ）のインド、インドネシアがとったグローバル金融危機に対する対応策について詳細に分析する。

10 【図表 2-1】世界の GDP に占める比率



1) 2013 年以降は IMF 予想である。

2) 新興国の金融市場が成長し続けているのに対し、先進国の金融市場が成熟していることがわかる。

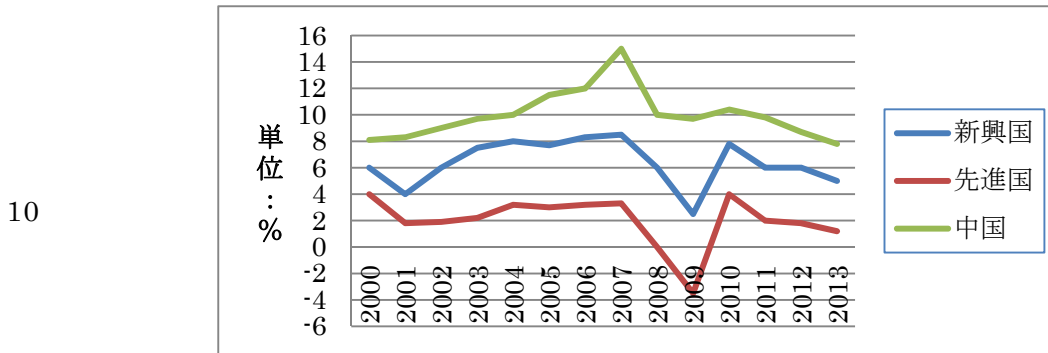
出所：日本経済新聞社『リーマン・ショック 5 年目の真実』（日本経済新聞社,2014) p.31 より著者作成

### 第 1 節 新興国におけるカネの流れ

新興国経済は、2000 年以降の実質経済成長率がグローバル金融危機前までは平均で約 6% となるなど高成長を続け、先進国の成長率を大きく上回ってきた(図表 2-2)。しかし、グローバル金融危機による落ち込みにより、2010 年には、新興国経済は一旦回復するものの、11 年以降はユーロ危機の影響等により欧米の経済成長が鈍化によって、貿易の鈍化等を通じて新興国経済の成長

率も低下した。ユーロ危機後の実質経済成長率の平均は 5.6%とユーロ危機前ほど回復していない。このように最近の新興国の経済成長率は低下しており、背景には中国経済の成長鈍化の影響が大きいと考えることができる。これは中国経済が新興国経済に占める割合が高いことに加えて、中国を主要な輸出相手国とする資源新興国経済に下向きの影響を与えていると考えられるからである。

【図表 2-2】 新興国の実質経済成長率の推移

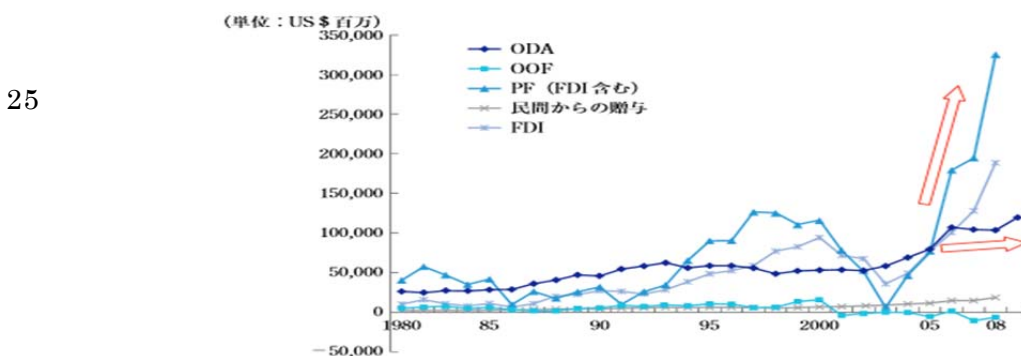


出所：IMF－World Economic Outlook より筆者作成

(<http://www.imf.org/external/index.htm>)

新興国のカネの流れに関しては、2000 年以降先進国から新興国への資金の流れが大きく変化している。図表 2-3 より、2002 年頃から政府間及び民間の資金は両者とも大幅に増加したことがわかる。民間資金には証券投資と海外直接投資(FDI)があるが、特に証券投資が急激に増加した。また 2008 年のリーマン・ショック以後、民間資金の流れは相当減少したと思われるが、2007 年時点では政府間の資金の流れを圧倒している。これらの資金は限られた新興国へ流れているが、2009 年になりまた増加傾向を示している。政府開発援助 (ODA) も米国や西欧からの援助は大幅に増加している。

【図表 2-3】 新興国への資金流入の推移



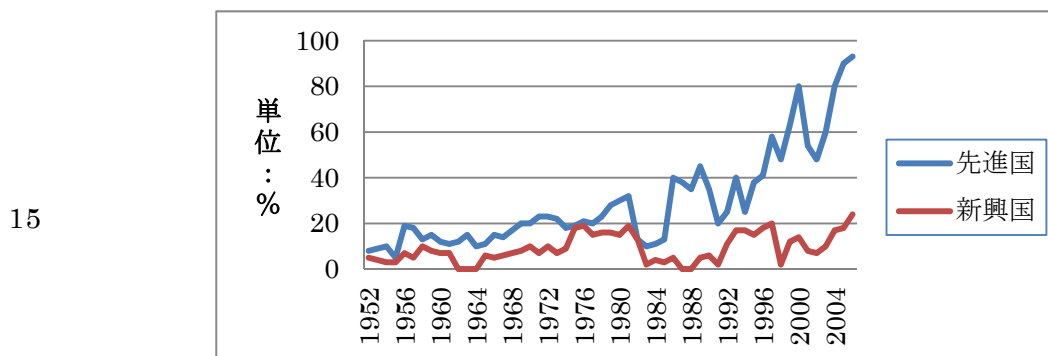
出所：OECD より抜粋(<http://www.oecd.org/tokyo/statistics/>)

## 第2節 新興国におけるグローバル金融危機の影響

グローバル化は国境を越えた人、モノ、カネの動きが盛んになることであるが、カネの面でグローバル化する金融グローバル化は 1990 年を境に激しい起  
5 伏を伴いながら急速に発展してきた。図表 2-4 は金融取引総額を貿易取引総額で割った値を金融グローバル化の指標とした場合の推移を表しているものであるが、先進国においては 1990 年前後を境として国境を超えた金融取引が増大していることがわかる<sup>8</sup>。しかし、これは先進国を中心とした動向であり、新興国では全く異なり、前進と後退を繰り返していることもわかる。

10

【図表 2-4】金融グローバル化の推移



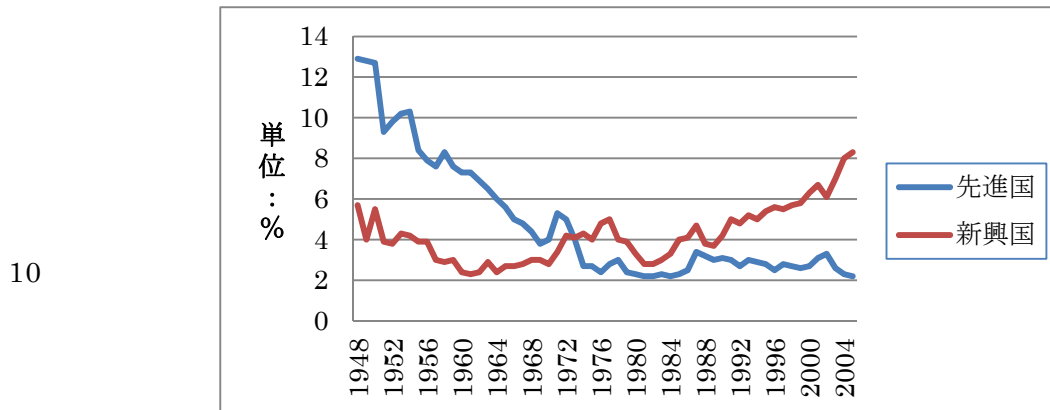
出所：IMF HP より筆者作成(<http://www.imf.org/external/index.htm>)

20 金融のグローバル化の進展と危機の発生は先進国と新興国の極めて非対称的な対応を引き起こした。図表 2-5 は先進国と新興国のそれぞれについて、保有する外貨準備が輸入の何か月分に相当するかを示したものである。顕著にみられるのは外貨準備蓄積が 1990 年を境に新興国では一貫して増大しているの  
25 に対して、先進国では緩やかに減少している。また、金融のグローバル化の進展は 1990 年ごろから先進国を中心に始まり、金融のグローバル化の進展に伴って大規模な通貨・金融危機が頻繁に起こるようになった。新興国は通貨・金融危機への警戒感を強め、外貨準備蓄積による自己防衛に走った。逆に先進国の企業は金融グローバル化の進展に伴い様々な金融手段を通じて外貨を調達し、また為替リスクをコントロールすることができるようになったため、先進国の

<sup>8</sup> 金融取引は国際収支の資本収支の貸方と借方の絶対値の和で、貿易取引は輸出と輸入の和である。

外貨準備の量を減少させることができた。このような先進国と新興国の非対称的な政策方針の結果、グローバル・インバランスが発生し、先進国の国際収支の赤字を新興国がファイナンスするという、従来は見られなかった世界の資金循環が生じた。

5 【図表 2-5】 外貨準備蓄積の推移



出所：IMF HP より筆者作成(<http://www.imf.org/external/index.htm>)

15 グローバル・インバランスが起こる要因として、先進国側では貯蓄不足、新興国側では過剰な外貨準備蓄積があげられる。先進国の貯蓄不足の大元はアメリカであるが、日本、欧州においても人口高齢化の進行に伴う貯蓄不足が進行中である。一方、新興国側の外貨準備蓄積には金融・通貨危機への備えに加え、輸出競争力の維持を目的とした自国通貨を割安に保つための為替介入の結果と

20 という側面もある。また、グローバル・インバランス拡大の背景の一つとして、リーマン・ショックとユーロ危機という二つの先進国発の金融危機が発生したことも挙げられる。

危機への政策対応はリーマン・ショック後では先進国、新興国を問わず、等しく財政拡大と金融緩和の組み合わせで景気対策を行うという対応だった。ユーロ危機の深刻化への対応では、先進国では金融・財政の緩和策を行ったが、

25 多くの新興国では 2010 年頃からインフレが問題となり、ユーロ危機が深刻化する直前の 2011 年前半には金融引き締めが必要とされていた。そのため、ユーロ危機に対応するための金融緩和への転換のタイミングが難しいという課題を抱えることになった。そのうえ、ユーロ危機の深刻化を伴って安全志向を強

30 めた投資家が新興国からアメリカや日本へ資金を移したことにより、通貨高が

問題であった新興国通貨の急激な減価を招き、為替の急激な変動への対処も課題となっている。

5 主な新興国の近年の状況として、ブラジルやメキシコ等のように経常赤字国で、景気の悪化にもかかわらず物価が高止まりしている国もある一方、フィリピンやタイのように経常黒字国であるうえ、過去と比較すると景気の鈍化が軽微で物価が安定している国もある。また、金融市場をみると、ブラジルやトルコのように為替、株価のいずれの項目でも最大下落幅が非常に大きい国もある一方、インドネシアやメキシコ等のように為替では大きく下落したものの、株価は比較的安定している国もみられる。

10

### 第3節 インドにおけるグローバル金融危機への政策対応

15 インドでは、1991年に外貨危機に陥ったことを契機に経済構造改革の必要性が改めて認識され、幅広い分野での規制緩和と自由化による政策転換が行われてきた。金融においても、外国企業や機関投資家による対インド投資の自由化と、インド企業による対外投資、海外資金調達  
20 の自由化という両面で規制緩和と自由化が進められた。その結果、1997年のアジア通貨危機の際にはほとんど影響を受けなかったインド経済であったが、グローバル金融危機の影響を免れなかったのは、国際市場との関係が強まっていたためである。また、グローバル金融危機はインド経済に様々な影響を及ぼしたが、資金調達における国際金融市場への依存が高まる一方、国内金融市場の機能不全が深刻化するという状況がもたらされた。

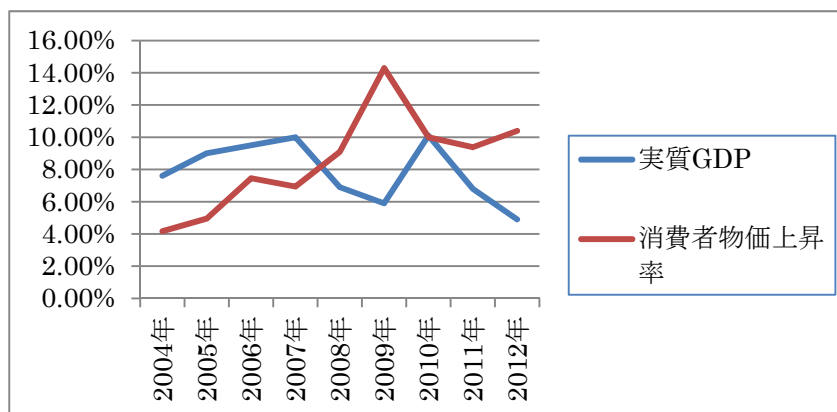
25 グローバル危機に対する政府と金融当局の政策対応は当初、良好な結果をもたらし、景気は早期回復に向かった。だが、2007～08年度までの経済成長が民間消費と投資の伸びを中心としたのに対して2008～09年度の景気回復は中央銀行であるインド準備銀行が2008年に金融緩和に転じたのに続き、政府が2008年12月～09年2月にかけて行った景気刺激策によって政府消費の拡大によるものであり、一時は回復の兆しを見せたものの投資の伸びは持続しなかった。また、経済成長が比較的堅調であることが評価され、海外からの資本流入は  
30 早期に復調した。2007～08年には海外からの投資のGDP比率が5.0%とかつて



ない水準に高まっており、2008～09年に2.0%まで低下したものの、2009～10年には4.7%に回復した。こうした海外からの資金流入もあって、資本形成率の伸び率は2008～09年度年度末には下げ止まり、低い水準であるものの次第に上昇傾向をたどった(図表2-6)。

5 【図表2-6】 インドの実質GDPと消費者物価上昇率の推移

10



出所：IMF－World Economic Outlook Databases より筆者作成

(<http://www.imf.org/external/index.htm>)

15 その後、2009年にはほぼ一貫して物価が上昇するなどしてインフレ懸念が高まり、消費者物価上昇率が2009年7月以降10%を超える水準で推移し、2010年1月には16%を超えた。しかし、この物価上昇の直接的な原因は記録的な少雨による食料価格の上昇と国際的な原油価格の上昇によるもので、景気回復が本格化していなかった。それにも関わらず、貧困層の生活水準が一層低下する

20 ことを看過できないインドならではの事情があり、インド準備銀行は2010年にはインフレ対策を優先して現金準備率の引き上げ、市中銀行への貸出金利であり短期金利の指標となるレポ・レートを引き上げるといった金融引き締めを強化していった。

25 2010～11年以降に投資の落ち込みが深刻化したにも関わらず、金融引き締め政策は2年にわたって維持された。これには、インフレ抑制を優先せざるを得ないインド固有の事情とともに、一定程度の資本流入とルピーレート of 安定を確保する狙いがあった。しかし、2012年にインド準備銀行はインフレ懸念が

30 解消されないまま金融引き締め政策を転換し、本格的な緩和手段である政策金利(レポ・レート)を引き下げて再び金融緩和に踏み切った。こうした政策の転換は、成長を重視する姿勢を反映したものであるが、政府の資金調達コスト

が抑制されるというメリットを伴うものであった。

#### 第4節 インドネシアにおけるグローバル金融危機への政策対応

5        2008年のリーマン・ショック、2011年のユーロ危機はインドネシアに大きな影響を及ぼした。リーマン・ショックはインドネシアに巨額の資本流出を発生させ、インドネシアの国際収支や金融部門に深刻な影響を及ぼすとともに中央銀行のインフレターゲット政策中心の金融政策に疑問をもたらすことになった。2011年のユーロ危機が世界経済を深刻化させる中で、新興国では非常に難しい金融政策の誘導が迫られ、インドネシア中央銀行にとっても、インフレターゲット政策の下で、景気の動向を重視しながら金融政策を運営していく必要が増している。

15        だが、新興国においては金融政策を実施する土台となる金融市場や金融政策の制度的枠組みに課題を抱えていることが多い。インドネシアにおいては、アジア通貨危機を克服する過程で、インフレターゲットの政策枠組みが導入されたが、この政策枠組みが有効に機能するための環境は十分に整っているとは言い難い状況が続いている。また、インドネシア経済が中長期にわたって順調な経済発展を維持していく為に必要な銀行部門の仲介機能はアジア通貨危機以来、機能不全に陥ったまま十分に回復していない。

20        アジア通貨危機前には、インドネシア中央銀行は金融政策の目標としてインフレ抑制のほかに、成長、雇用、為替レートの安定、金融部門の安定などの複数の目標を掲げていた。アジア通貨危機後、インドネシアはIMFの指導の下で、管理フロート制<sup>9</sup>から変動為替相場制、インフレターゲット政策に移行した。また、1999年に新中央銀行法を制定し、中央銀行はインフレターゲットの下で、  
25        インフレ抑制を唯一の政策目標として掲げた。しかし、新中央銀行法には金融政策の目標として経済成長、雇用、金融部門の安定などのアジア通貨危機前に掲げていた目標は含まれていなかった。さらに2005年からは、インフレターゲット政策の枠組みを精密化し、完全なインフレターゲット政策に移行した。このインフレターゲット政策の枠組みでは、中央銀行はインフレの低下と安定

---

<sup>9</sup> 為替レートを市場メカニズムにまかせる形を取る一方で、その国の政府・中央銀行が介入し、取引を規制することで、為替レートを管理する制度のこと。

を唯一の目標として、インフレ率の目標値を国民に公表し、それを維持することを法的に約束した。この操作目標はマネーサプライの量のコントロールではなく、マネーマーケットの金利を通じて達成される。

インフレターゲット政策に移行した中央銀行にとっては、インフレ率のコントロールが唯一の政策目標であり、インフレの水準が政策パフォーマンスの判断基準である。そこでインドネシアのインフレ率の推移を見てみると、中央銀行がインフレターゲット政策に移行した 2000～09 年までのインフレ率の年平均値は 8.6% である。これはアジア通貨危機以前の経済ブームである 1990～96 年までの平均インフレ率 8.75% とほとんど差がない。また、中央銀行が発表しているインフレ目標値を達成しているかどうかについてみてみると、目標値内に収まっているのは 2000～09 年までの 10 年間のうち、目標を達成したのは 4 年という結果になっており、金融政策の成果は必ずしも良好とはいえない(図表 2-7)。このようになったのには、インドネシアではインフレ目標値に消費者物価指数を使用している点である。インフレ目標政策を導入している国の多くは、消費者物価ではなくコア・インフレ率<sup>10</sup>を利用している。しかし、インドネシアではコア・インフレ率の推移が容易でないこと、国内での大衆の理解を得やすくするためなどの理由から消費者物価指数を利用している。このため、中央銀行の金融政策が影響を及ぼすことのできない補助金削減による物価上昇や、石油価格などの海外からの外生的ショックによる輸入物価の上昇が、インフレ目標値の達成を困難にしている(図表 2-7)。

【図表 2-7】インドネシアのインフレターゲットの達成状況

	目標	実績	達成状況
2000	4%±1	3.72	○
2001	5%±1	12.5	×
2002	9～10%	10	○
2003	9%±1	5.2	×
2004	7%±1	6.4	○
2005	6%±1	17.1	×
2006	8%±1	6.6	×
2007	6%±1	6.6	○
2008	5%±1	11.41	×
2009	4.5%±1	6.38	×

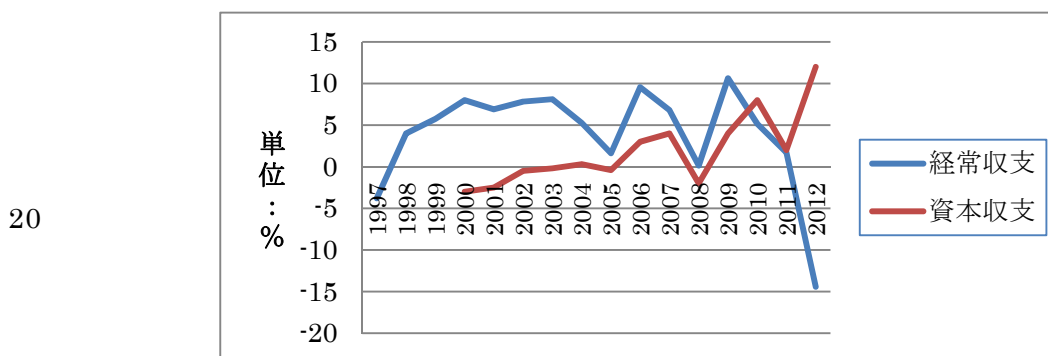
出所：インドネシア中央銀行ホームページ及び IMF より筆者作成

<sup>10</sup> コア・インフレ率とは政府の行政指導や国際商品市場などによって影響を受ける商品の価格を除いたインフレ率のこと。

(<http://www.bi.go.id/id/Default.aspx>)(<http://www.imf.org/external/index.htm>)

インドネシアの国際収支構造は、アジア通貨危機の前後で経常収支赤字、資本収支の大幅黒字という構造から、経常収支黒字、資本収支赤字等構造に大きく変化した。資本収支赤字は2005年まで続いたが、2006年以降は海外直接投資の回復、ポートフォリオ投資の増加などから、資本収支は黒字に転換しつつあった。2008年にはリーマン・ショックの影響を受けて、巨額の資本流出が発生したため、2008年の資本収支は再び赤字となった。しかし、2009年半ばには、インドネシア経済はリーマン・ショックによる危機からいち早く立ち直り、2010年には経済成長率は6%台半ばまで回復した。その後、世界経済がユーロ危機の影響によって深刻さを深める中で、インドネシアなどの東南アジア諸国は、世界の中でも最も力強い経済回復をみせ、国際金融市場に滞留している余剰資金は、インドネシアなどの東南アジア諸国に向けて再び大量に流入しつつある(図表2-8)。

【図表2-8】インドネシアの経常収支と資本収支の推移



出所：インドネシア中央銀行より筆者作成

(<http://www.bi.go.id/id/Default.aspx>)

### 第三章 金融危機防止のための策

第一章第1節ではサブプライム問題発生メカニズムについて分析した。この章では、サブプライム問題が与えた影響を第1節で分析し、サブプライム問題の事前防止策、アメリカ国内での対処法、事後防止策についてそれぞれ第2節、第3節、第4章で考察する。

#### 第1節 サブプライム問題の影響

##### 10 ・巨大銀行の破綻

サブプライム問題の表面化後、アメリカ国内では巨大金融機関の経営破綻が起こった。サブプライム問題の表面化が起きると、中小規模金融機関への預貯金から、米国内の5大投資銀行へ預貯金が集中し、ベアー・スターンズ、リーマン・ブラザーズ、メリル・リンチの3投資銀行が経営破綻した。このうち、リーマン・ブラザーズの経営破綻は、リーマン・ショックと称され、日本を含む世界的な影響をもたらすこととなった。リーマン・ブラザーズは、サブプライム問題により発生した他分野の資産価値の暴落をきっかけとして、2005年9月15日に連邦破産法第11章を適用し、事実上経営破産した。リーマン・ブラザーズは、投資銀行であることと並行して、住宅ローン会社も経営しており、融資したローンを証券化し、投資家への販売を行っていた。それが大きな原因となり、RMBS等のサブプライムローン債権を取り組んだ商品の価格低下の影響を大きく受け、6130億ドルもの負債を抱えた。リーマン・ブラザーズの経営破綻は、米国で史上最大規模の倒産となり、世界中の金融資本市場、実体経済を激変させた。2008年の10月時点では、サブプライムローン損失が5兆円、サブプライムローン関連損失が140兆円にも至った。

#### 【アメリカ国内での影響】

##### ・他業種他企業の経営悪化

ここではサブプライム問題のアメリカ国内への影響を考察する。サブプライム問題、リーマン・ショックにより、多くの企業の経営が悪化した。このメカ

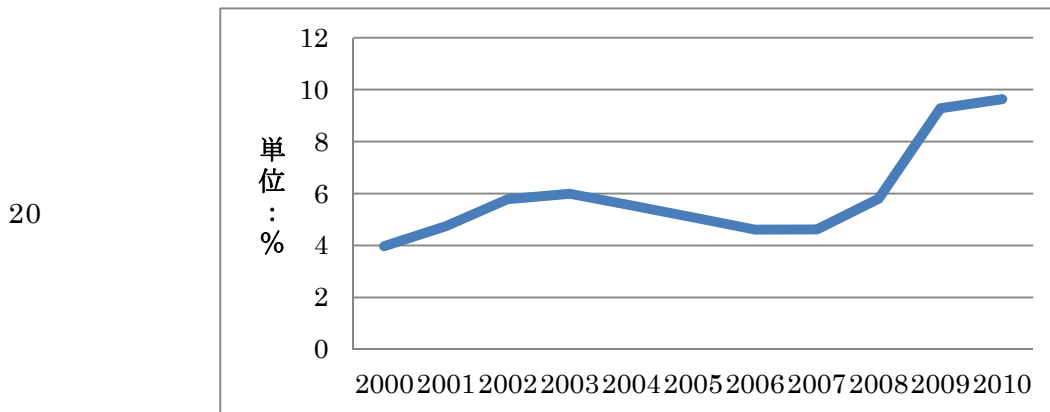
ニズムを解説する。まず、サブプライム債権を保有していた企業は、サブプライム債権価格の下落により、多額の損失を被った。サブプライム問題表面化によるダウ平均株価の大きな低下によって、サブプライム債権を保有していない企業でも損失を被った。また、大手銀行の破綻も、非上場企業を含む多くの企業の経営に影響を与えた。ドル安、原油高が企業に大きな影響を及ぼしたことは言うまでもない。

アメリカ国内では、AIGの経営が悪化したことは有名である。アメリカ国内で最大の保険会社であるAIGは、サブプライムローン関連損失で、440億ドルの損失を抱えた。リーマン・ショックの翌日からAIGの株価は急落した。AIGの経営破綻を防ぐために、米国政府がAIGを支援するという特別な事態となった。

・失業率の上昇

リーマン・ショック以降、多くの企業の経営悪化とともに、多くの企業の倒産が起こったため、失業率が大幅に上昇した(図表3-1)。

【図表3-1】アメリカ国内失業率の推移



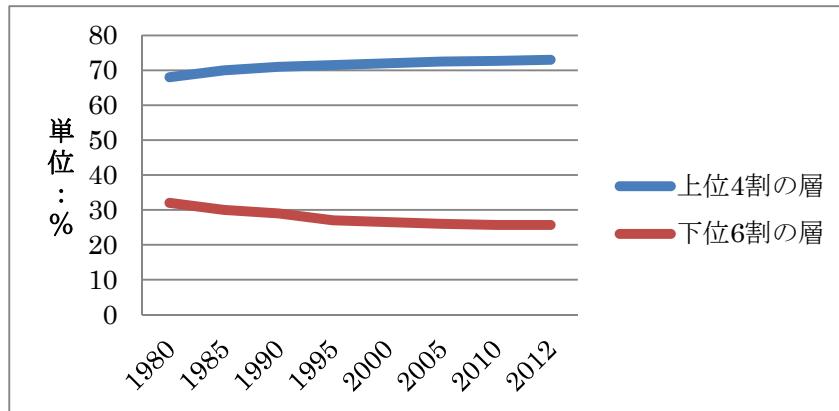
出所：アメリカ合衆国労働省 HP より著者作成

(<http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>)

また、失業率の大幅増加とともに、富裕層と貧困層の格差は広がった(図表3-2)。

【図表 3-2】 家計の所得格差(所得全体に占めるシェア)

5



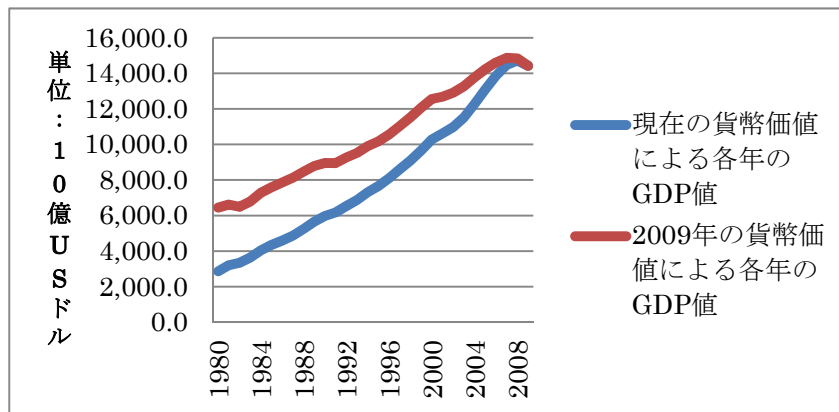
出所：日本経済新聞社『リーマン・ショック 5年目の真実』（日本経済新聞  
 10 出版社,2014） p.110 より著者作成

・ GDP の低下、ダウ平均株価の下落

国内の生産活動による商品やサービスの総額のことを示す GDP でリーマン・ショックの影響を考察する。1980年代から2008年にかけて、アメリカの  
 15 GDP は右肩上がりであった。しかし、サブプライム問題の表面化、リーマン・ショックが起きた翌年の2009年には、GDP が下がった(図表 3-3)。

【図表 3-3】 アメリカ GDP の推移

20

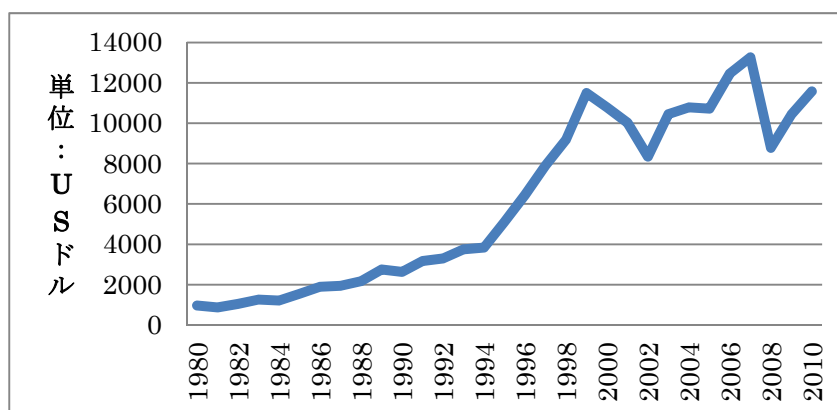


25 1) どちらのグラフも、2008年度から2009年度にかけて、GDP が落ち込んだ。

出所：アメリカ合衆国商務省 HP より著者作成  
 (<http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp>)

また、ダウ平均株価も急激に落ち込んだ(図表 3-4)。

【図表 3-4】 ダウ平均株価の推移



5

10 1) グラフは年次

出所：IMF HP より著者作成(<http://www.imf.org/external/index.htm>)

アメリカ国内に大きな影響を与えたサブプライム問題であったが、ドル安や原油高騰等が原因となり、日本や欧米を含む世界経済にも大きな影響を及ぼした。

15

## 第2節 サブプライム問題の事前解決策

サブプライム問題が世界の金融資本市場を震撼させた重大な原因が、「サブプライム債権の証券化」である。信用力の低い個人がサブプライムローンを通して大金を借り入れ、住宅につき込むとは考えづらいため、サブプライムローン残高自体は大きな金額ではなく、仮に全額貸し倒れが起こったとしても、世界金融資本市場を震撼させる規模の損失ではなかったはずである。しかし、サブプライム債権の証券化によって、世界中にサブプライム証券化商品が広がり、世界の金融資本市場を揺るがすこととなった。サブプライム債権の証券化は、リスク分散のためであったが、逆効果となった。また、証券化商品は、優先的に利払いを受ける商品や劣後商品に分けられていたが、原資産が劣悪であったので、住宅価格下落の影響が、劣後商品だけではなく、優先的に利払いを受ける商品にまで及んだ。また、サブプライム証券は、担保資産の承保が不透明であった。

30



私たちは、サブプライム債権の証券化とともに、アメリカ国内銀行の過度なリスクテイクがサブプライム問題を引き起こしたと考える。そこで、①証券化によって生じた問題点、②過度なリスクテイクの改善を目的とした事前対処策を3点提案する。提案内容は、①CDSの清算機関設立、②ヘッジファンド規制、  
5 ③投資銀行規制である。この3点を同時に行う事でサブプライム問題を防げたと考察する。また、これらすべての事前策は、政府とFRBやSECを含む米金融規制当局の共同主導による政策である。

#### ・CDSの清算機関設立

10 サブプライム問題の深刻化の原因のひとつとして、CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)が上げられている。CDSは債務不履行が起こった際の信用リスクに対する保険のようなものであった。サブプライム危機発生後、CDSの2つの問題点が明らかとなった。1つは「不透明性」である。信用リスクをプロ  
15 テクション<sup>11</sup>の買手から売手へ移転するCDSであったが、誰がプロテクションの買手、売手であるのかが明確でなかった。その結果、誰がどのようなリスクをどれだけ抱えているのかが不透明であった。もう1つの問題点は、「カウン  
20 ンター・パーティー・リスク」である。カウンター・パーティー・リスクとは、プロテクションの売手が保険金支払いの責任を果たすことの出来ず、支払いが履行されないリスクのことをいう。CDSは、1つの経済主体の債務不履行が他  
25 の経済主体の債務不履行を起こす可能性が高いため、カウンター・パーティー・リスクは重大な問題となった。

そこで、私たちはCDSの清算機関設立を提案する。CDS取引の決済を第三者機関が行う仕組みを設立することで、カウンター・パーティー・リスクの遮  
断、信用リスクの負の伝播を減らす事が出来た。2008年には、ニューヨーク連  
25 銀がCDS市場の安定化を目的に、取引の決済をまとめて処理する清算機関の設立を促していた。また、モラルハザードに対する規則を設け、情報提供を欠かさないようにする。

---

<sup>11</sup> 債務不履行が起きた場合に、損失相当額を補償してもらう権利のこと。

## ・ヘッジファンド規制

サブプライム問題が表面化した際、ヘッジファンドの問題が問われる事となった。ヘッジファンドとは、機関投資家や富裕層等から集めた資金を、空売りやデリバティブ取引<sup>12</sup>等を含む様々な手法で運用するファンドのことである。

5 サブプライム関連商品を購入したのは主にヘッジファンドであった。ヘッジファンドは、金融機関からの借り入れを通して、サブプライム関連投資を膨らませていた。その結果、レバレッジ率<sup>13</sup>の高いヘッジファンドが証券化商品を集中的に保有する事となり、後の金融危機に大きな影響を及ぼした。これは、ヘッジファンドが経営危機に直面した際に、ヘッジファンドのレバレッジを支える銀行を直撃したことが原因となった。財務省によると、『「レバレッジ」とは、通常は自己資本に対して借入を行い、これをてこ（lever）として自己資本への収益率の増大を図る（一方、リスクは高まる）戦略』<sup>14</sup>のことをいう。

10 そこで私たちは、ヘッジファンド規制を提案する。サブプライム問題の際、ヘッジファンドは多額の資金をデリバティブであるサブプライム関連商品につぎ込み、損失を負った。そこでヘッジファンドの特徴であるデリバティブ取引、空売りに制限をつけ、ヘッジファンドの過度なリスクテイクを予防する。具体的には、デリバティブ取引、空売りをヘッジファンド全体の投資信託の30~50%に制限する。ヘッジファンド自体の儲けは減るが、損失も減る事となる。

## 20 ・投資銀行規制

金融システム全体に影響を及ぼすのは、投資銀行の過度なリスクテイクが原因であると私たちは考察する。そこで、投資銀行の過度なリスクテイクに対する予防策を提案する。

25 レバレッジ規制について説明する。サブプライム問題発生時、アメリカ監督当局は、米投資銀行に対するレバレッジ比率を規制していなかった。そこで米投資銀行にレバレッジ規制を導入すべきであったと提案する。レバレッジ規制

---

<sup>12</sup> 既存の金融商品から派生してできた金融派生商品を対象とする取引のこと。

<sup>13</sup> 企業の自己資本に対する負債の割合。レバレッジ率を高める事でROEを上げる事が出来るが、リスクを負うことになる。

<sup>14</sup> ヘッジファンドと国債金融市場：財務省

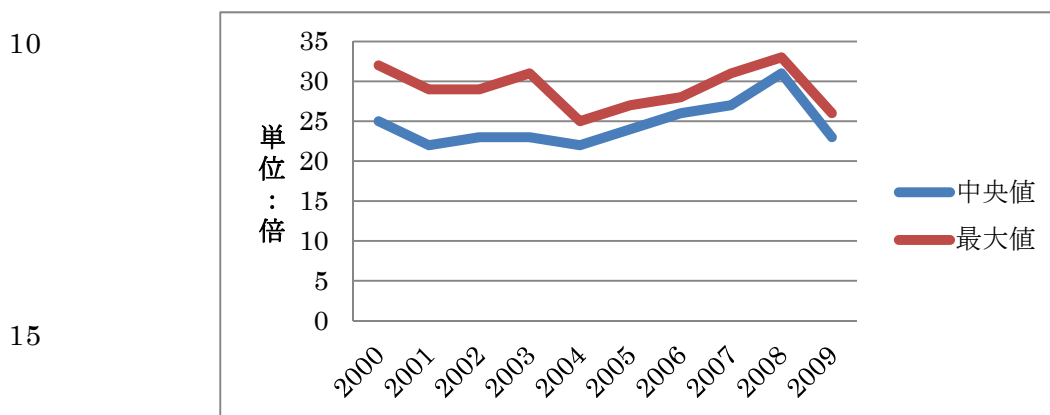
<[https://www.mof.go.jp/international\\_policy/oration/ko036.htm](https://www.mof.go.jp/international_policy/oration/ko036.htm)>

(最終検索日：10月17日)

導入によって、自己資本に対するレバレッジ比率を制限し、過度なリスクテイクを抑える。

ここで図表 3-7 を説明する。この図表は、2000 年から 2009 年にかけての米投資銀行のレバレッジ比率である。サブプライム問題表面化以前、米投資銀行は高いレバレッジ率で投資していた。2008 年時点では、レバレッジ率が 31 倍に達しており、投資銀行は過度なリスクテイクを行っていた。その結果、大きな損失を負い、世界的な金融危機へとつながることとなった。そこで、レバレッジ比率を 25 倍<sup>15</sup>に制限し、行き過ぎたリスクテイクを防ぐ。

【図表 3-7】米投資銀行レバレッジ比率の推移



1) 投資銀行はゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、メリル・リンチ、リーマン・ブラザーズ

出所：Bloomberg HP より著者作成(<http://www.bloomberg.com/>)

### 第 3 節 サブプライム問題後のアメリカ国内の対処法

この節では、サブプライム問題表面化、リーマン・ショック発生後、アメリカ政府がどのような政策をとったのかを解説、分析する。

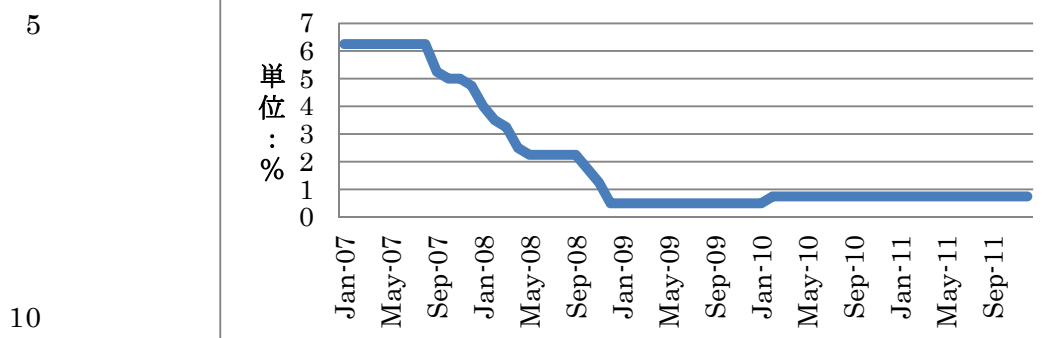
#### ・公定歩合と政策金利

リーマン・ショックが起き、中央銀行が民間銀行向けの貸し出しを行う際の基準金利である公定歩合と、中央銀行が普通銀行に融資する際の貸付金利である政策金利が引き下げられた。これは、市場への通貨流通が目的であった。ま

<sup>15</sup> サブプライム問題表面化以前は、レバレッジ比率の中央値が 25 倍あたりを推移していたため、25 倍と設定した。

ず、公定歩合は、2008年度から段階的に引き下げられた(図表3-7)。2008年の12月16日には、0.5%に引き下げられた。2007年1月の公定歩合と比較すると、約2年で6.25%から6.15%も引き下げられた事がわかる。

【図表3-7】 公定歩合の推移



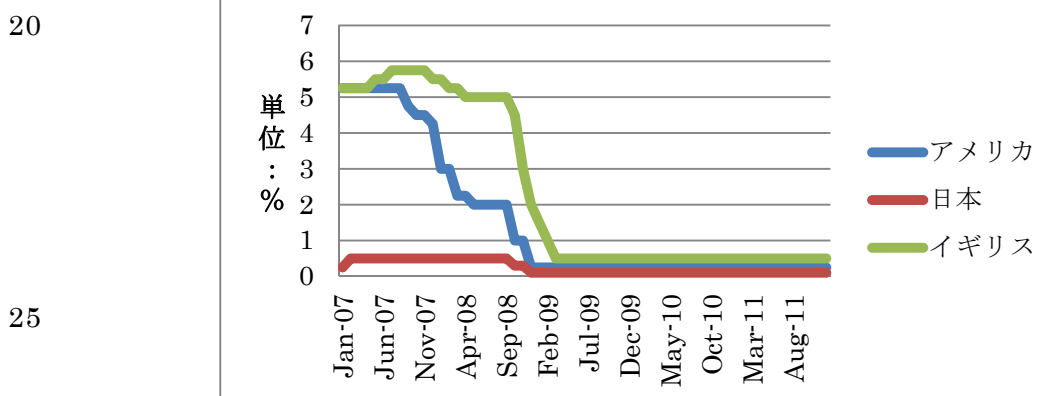
出所：FRB HP より著者作成

(<http://federalreserve.gov/monetarypolicy/discountrate.htm>)

政策金利も、公定歩合と同じく段階的に引き下げられた(図表3-8)。政策金利の引き下げは日米欧で行われた。日本は、元々、超低金利で推移していたが2008年の12月に0.25%まで引き下げられることとなった。

サブプライム危機以前の日米の政策金利の大幅な違い<sup>16</sup>が円キャリー取引<sup>17</sup>を生み、アメリカへ資本が流れ込んだ。これがサブプライム危機を深刻化させた問題の一つである。

【図表3-8】 日米欧の政策金利の推移



出所：滝川好夫『サブプライム危機 市場と政府はなぜ誤ったか』(ミネルヴァ書房,2010) p.19 より著者作成

<sup>16</sup> 5%近くの差があった。

<sup>17</sup> 海外の投資家が、円資金を借り入れて、外貨転換、金融資産の保有売却を行い、利益を得ようとする事。

・金融安定化法

2008年10月3日には、金融安定化法(Emergency Economic Stabilization Act of 2008)が可決された。金融安定化法を通して、最大7000億ドルの公的資金を投入し、金融機関の不良資産の買い取りを実施した。同年9月28日に、  
5 金融安定化法が米下院によって否決されたが、翌日、ダウ平均株価が777.68ドル安と下落したことにより、修正され、可決される事となった。

「米コンサルティング会社マッキンゼーによると、株安などの危機で失われた金融資産は約2700兆円に上る。一方、リーマン危機後の5年で主要国政府の債務は約1800兆円増え、日米欧の中央銀行は500兆円を新たに供給した」  
10 18。これは、主要国の公的部門が2000兆円以上を肩代わりしたことを意味しており、FRBは国債等を購入したことで、資産規模を9000億ドルから4兆ドルへ膨らました。

第4節 サブプライム問題の事後対処策

15

サブプライム問題が表面化した後、どのような金融政策をとれば世界的な金融危機を引き起こさずに済んだのかを分析し、事後対処策を提案する。

私たちは、アメリカ政府が行った経済政策に賛成する。私たちは、金融危機発生後の対応として、①中央銀行主導による不良資産買い取りによる資産価格  
20 の引き下げの防止、②政策金利引き下げによる金融市場への資金供給が必要だと考察するため、基本的にアメリカ政府による経済政策に賛成する。しかし、2つの点で問題があったと考え、それらの問題点に対する事後策の提案を行う。提案内容は、①サブプライム問題表面化後の金融安定化法、②政府によるリーマン・ブラザーズ救済である。

25

・金融安定化法に対する提案

金融安定化法はリーマン・ショック後に可決された。しかし、私たちは金融安定化法の可決、施行された時期が遅かったと考える。2007年にベアー・スターンズ傘下のファンドが破綻し、サブプライム問題が表面化した際に、金融機

---

18 日本経済新聞社『リーマン・ショック 5年目の真実』(日本経済新聞社,2014) p33。

関の不良資産購入する政策を可決するべきであった。リーマン・ショックが起こる以前に金融機関が所有する不良資産を買い占めていたら、世界的な金融危機につながらなかったと考察する。

5 ・政府によるリーマン・ブラザーズ救済

リーマン・ショック後、アメリカ政府はリーマン・ブラザーズの救済を行わなかった。私たちは、リーマン・ブラザーズ救済を行うべきであったと考察する。リーマン・ショック後、世界中に大きな影響を及ぼしたことは説明した。世界の巨大投資銀行破綻による世界への影響は、アメリカ政府も多少ながらも懸念出来ていたはずである。そこで、AIGが経営破綻した際にAIGを救済したように、リーマン・ブラザーズも救済し、経営陣に責任を問うべきであったと考察する。

## 第四章 今後起こりうる金融危機

サブプライム問題発生後、世界的に揺らいだ金融市場であったが、アメリカを筆頭とする各諸国の経済対策により、落ち着きを取り戻している。アメリカ国内では、量的緩和と呼ばれる金融政策が政府によって行われた。この章では、  
5 現在の金融市場を分析し、今後起こりうる金融危機を分析する。

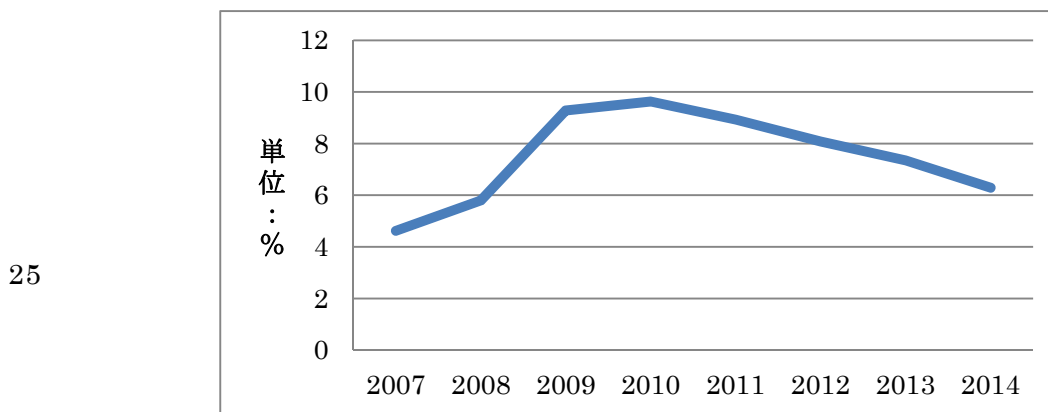
### 第1節 アメリカの現在

10 サブプライム危機、リーマン・ショックを経験したアメリカは、現在に至るまで3度にわたり量的緩和と呼ばれる金融政策をとった。量的緩和とは、マネーストックを増やすために、FRBが市場に出回る国債や証券を買い取る政策である。金融機関から国債や証券を買い取ることで、各金融機関は利用できる資  
15 金量が増え、企業や個人への融資が容易となった。その結果、マネーストックが増えた。

#### ・雇用部門

サブプライム危機で大幅に上昇した失業率であったが、2014年度に6.29%にまで低下している(図表4-1)。現在の失業率は、サブプライム以前の失業率までの低下はしていないが、歴史的な平均値の5.8%まで差を縮めている。

20 【図表4-1】アメリカ国内失業率の推移



1) 2014年度は、10月時のIMF予想

出所：アメリカ合衆国労働省HPより著者作成

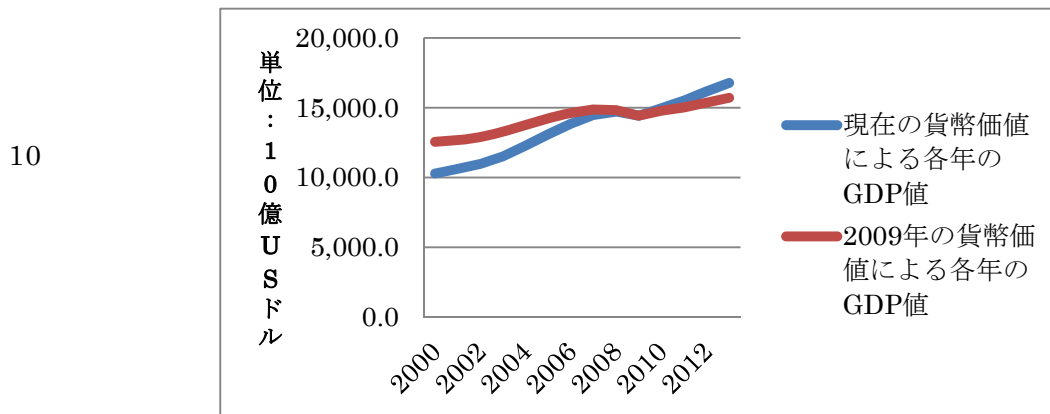
30 (<http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>)

・生産部門

アメリカ国内の GDP は年々増えている(図表 4-2)。2008 年から 2009 年にかけて GDP は減少した。これはサブプライム危機から生じたものであり、詳しくは第二章で述べたため、ここでは省略する。

- 5 FRB がサブプライム危機以後に行った金融政策の結果、企業に資金が提供され、GDP は年々上昇傾向である。

【図表 4-2】アメリカ GDP の推移



- 15 出所：アメリカ合衆国商務省 HP より著者作成

(<http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp>)

・株価部門

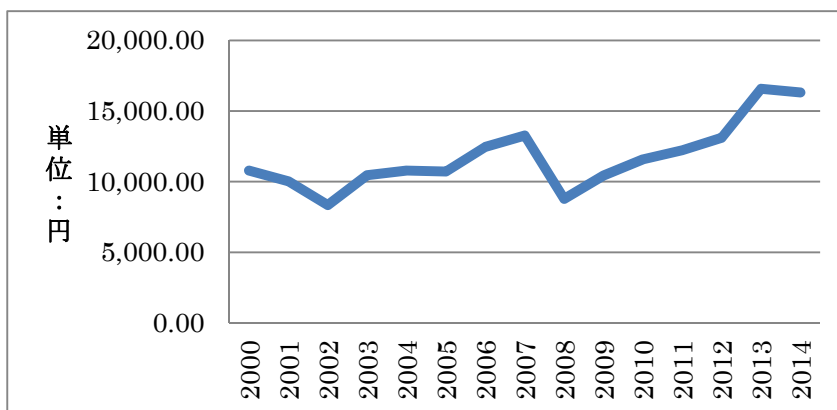
- 20 サブプライムローン問題、リーマン・ショックを経て、ダウ平均株価は 2007 年度から 2008 年度への 1 年間で約 4500 ドル落ちこんだ<sup>19</sup>。2008 年のリーマン・ショック後のダウ平均株価と比べ、2013 年度のダウ平均株価が右肩上がりになったことから、量的緩和政策が大きく影響を及ぼしたことがわかる(図表 4-3)。

<sup>19</sup> 2007 年の 13264.82 ドルから 2008 年時点では、8776.39 ドルに落ち込んだ。



【図表 4-3】ダウ平均株価の推移

5



1) 2014年度は10月14日の終値

10 出所：IMF HP より著者作成(<http://www.imf.org/external/index.htm>)

雇用、生産、株価部門の3点からアメリカ経済を分析した結果、FRBの量的緩和が成功し、アメリカ国内の経済に大きな影響を与えたことがわかった。また、FRBは、2014年の1月から、量的緩和の緩和規模縮減を開始した。

15

・アメリカ監督当局の規制の現状

アメリカ国内には、多くの金融規制当局がある。証券業に規制を設けるSEC、SIPCや、先物取引に対する規制を設けるCFTC、金融業全体を規制するFINRAなど、多くの金融規制当局によって、アメリカ国内の金融市場は規制されている。2010年には、オバマ米大統領により、ボルカー・ルールと呼ばれる金融政策案が提案された。2013年には、FRB、SEC、CEFCを含む5つの金融規制当局がボルカー・ルールに関する規則を公表し、2015年7月からの施行が予定されている。

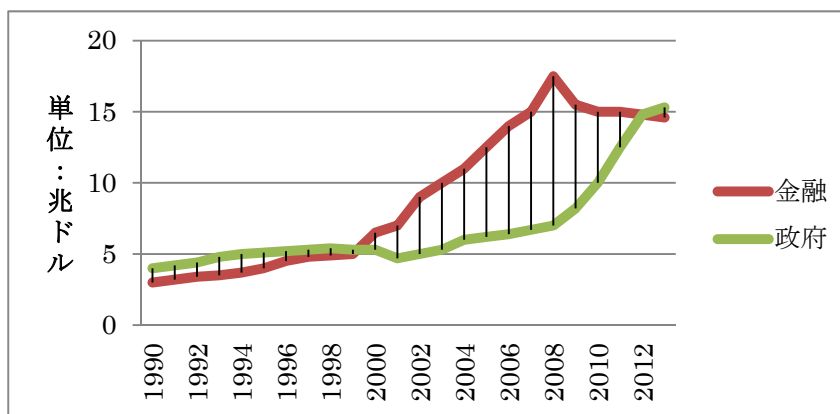
25 ボルカー・ルールとは、商業銀行による投機的投資に対する規制ルールのことである。オバマ米大統領は、サブプライム問題発生後、世界的な金融危機を引き起こした要因が大手商業銀行であったと捉え、銀行規制の強化を目指し、ボルカー・ルールを提案した。具体的には、①自己勘定による高リスクの商品取引の禁止、②ヘッジファンドやプライベートエクイティへの出資の禁止から成り立っている。

30

## 第2節 アメリカ金融引き締めによる新たな金融危機

アメリカが次の世界金融危機の原因となる可能性はいまだにある。アメリカは、2008年から実施している量的緩和で、米国債を発行している。1990年時点での米国債務総額は16兆ドルであった。しかし、アメリカ政府は国債発行などを重ね、2013年には67.8兆ドルに債務を膨張させた。また、リーマン・ショック以降、量的緩和政策の一貫として、FRBが国債、証券等を購入しているため、債務の政府部門とともに、FRBの総資産が膨らんでいる(図表4-4、5)。

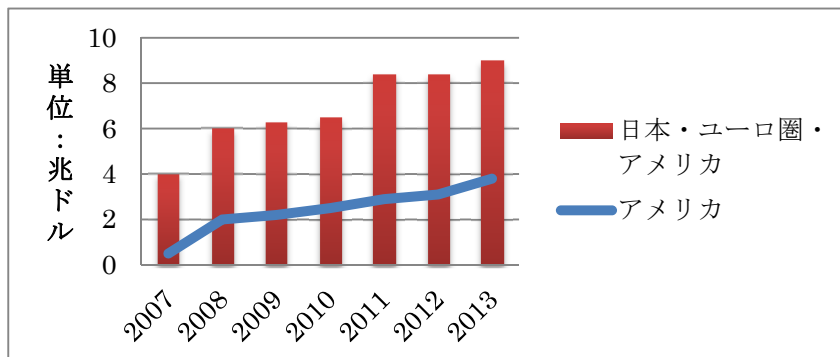
10 【図表4-4】 米国債務



1) 2012年に、金融部門が債務を減らし政府が肩代わりした。

出所：日本経済新聞社『リーマン・ショック 5年目の真実』(日本経済新聞出版社,2014) p.246 より著者作成

25 【図表4-5】 中央銀行の総資産



出所：日本経済新聞社『リーマン・ショック 5年目の真実』(日本経済新聞出版社,2014) p.246 より著者作成

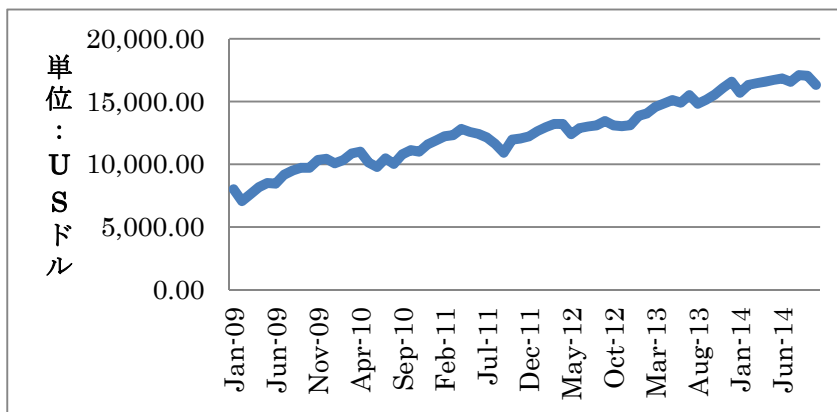
図表 4-5 より、アメリカ中央銀行だけではなく、日本、ユーロ圏の中央銀行の総資産も膨らんでいることがわかる。2013年度の中央銀行総資産は、2007年度の中央銀行総資産と比べ、アメリカの中央銀行総資産は約 8 倍、日本、ユーロ圏、アメリカの中央銀行総資産は約 2.25 倍となっている。中央銀行の総資産が増える事は、リスクの増加を表すため、この短期間での大幅な資産増加が投資家の信認を低下させる可能性がある。もし投資家の信認を低下させたならば、自国の通貨が流出するため、通貨危機を巻き起こす可能性がある。

・アメリカ政府による金融引き締め

量的緩和がアメリカ国内で施行されていた際、アメリカ国内でのマネーストックが急激に増加し、世界中に多くマネーが流出した。特に、多くの投資家は、新興国に注目し、新興国への投資が積極的に行われた。その結果膨大なマネーが新興国に流出した。これは、米ドルが基軸通貨であることが原因である。何故ならば、現在の金融市場では、世界中のマネー取引が米ドルで行われているため、アメリカ国内での金融政策が世界中への資金流出量に影響するからである。

2014年9月17日には、FRBによる量的緩和が終了することが公表された。FRBは10月をもって量的緩和を終了する。2014年10月現在、量的緩和終了政策公表に、ユーロ圏経済減速による世界的な景気の減速懸念の追い風を受け、米国株価は下落している(図表 4-6)。

【図表 4-6】ダウ平均株価の推移(2009年1月～2014年10月14日)

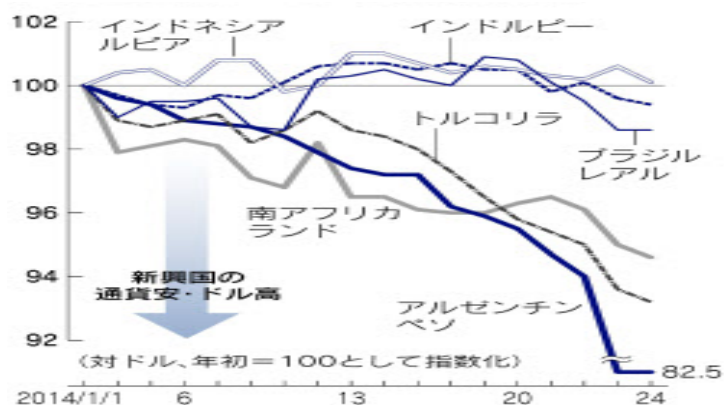


1) 10月度は10月14日の終値

出所: IMF HP より 著者作成(<http://www.imf.org/external/index.htm>)

この量的緩和終了は、いままで新興国に流出していたマネーがアメリカへ流入することを意味する。2014年1月1日にアメリカの量的緩和縮小が始まった際、新興国であるアルゼンチンでは、アルゼンチン通貨であるペソが急落した(図表4-7)。アルゼンチンペソ急落の結果、新興国への信頼性、新興国通貨が揺らぎ、投資家の新興国に対する不安が漂った。

【図表4-7】アルゼンチンペソの推移



1) 23日にアルゼンチンペソが12%急落した。

15 出所：日本経済新聞 HP より抜粋

([http://www.nikkei.com/article/DGXNASGC24026\\_U4A120C1EA2000/](http://www.nikkei.com/article/DGXNASGC24026_U4A120C1EA2000/))

このように FRB の金融政策が世界中の金融市場に関係していることから、量的緩和終了によるアメリカへのマネー流入、新興国への影響は避けられない。これにより、2000年代に発生したサブプライム問題とはメカニズムの異なる新興国発の金融危機が発生する可能性が大きくある。現在の金融市場は、当時と大きく異なっているが、1997年に発生したアジア通貨危機のような世界の金融市場を揺るがす通貨危機が発生する可能性が生じている。

### 25 第3節 シャドバンキング問題による新たな金融危機

アメリカ経済がある程度回復し量的緩和終了が決定的となった今、この緩和マネーの資金流出が新興国の景気減退への警戒感を強める原因となっている。この節では、この新興国の中でも最近著しい成長を見せている中国に焦点をあて、シャドバンキング問題を解説する。

#### ・シャドーバンキング

現在、中国国内では、影の銀行（シャドーバンキング）が大きな問題となっている。中国では影の銀行を通じた融資の急拡大がおきており、これが金融リスクを高める要因として警戒されている。シャドーバンキングを通して集められた資金は主に地方政府融資プラットフォーム社会を經由して、不動産市場に投資されており、住宅価格の高騰に拍車をかけている。

影の銀行とは、簡単に説明すると「銀行を介さない金融取引」のことであり、投資会社を介した金融取引などのことを言う。銀行の帳簿に載らない裏側での融資なので「影の銀行」と呼ばれている。国によって金融制度が異なるため、影の銀行の具体的な内容は異なる。欧米では、短期資金の調達、長期の資産への運用、利鞘の確保を目的に、レバレッジを多用する投資運用スキームを指す。

中国における影の銀行の範囲については、中国人民銀行が 2013 年 5 月に発表した「中国金融穩定報告 2013」において示している。中国金融穩定報告 2013 には、「金融市場の環境、金融システムの構造及び監督管理枠組みの違いで、中国にはまだ国際的に定義されているようなシャドーバンキングが存在していない」<sup>20</sup>と述べられている。

海外で広く使われている定義と中国の実情から考察すると、中国におけるシャドーバンキングとは、正規の銀行システム外で、流動性と信用変換機能を持ち、システミックリスクや規制回避を引き起こす可能性のある機関や業務によって構成された信用仲介システムであると定義できる。

#### ・シャドーバンキングの背景

中国において影の銀行が急に拡大した背景について解説する。2008 年のリーマン・ショックで崩壊した経済を再建しようと、中国政府は 4 兆元の景気浮揚策を行った。しかし、中央政府が投じた資金はわずか 2000 億元であった。残りの 3.8 兆元は国有企業や地方政府主体で、自ら資金調達を図って景気浮揚策を実行することとなった。そのため、国有企業や地方政府は大銀行から融資を受けることになったが、地方政府は直接銀行から資金を借り受けることができないため、投資会社を經由して資金を調達することになった。その状況下で、

<sup>20</sup> 関 志雄「中国におけるシャドーバンキングの現状と課題」,『野村資本市場クォータリ』2013 年秋号 p3。

2010年頃から中国政府は金融引き締め政策への転換を行った。その結果、中国国内の実体経済は資金不足に陥ることになった。特に、不動産業、地方政府融資プラットフォーム及び中小企業民間企業の深刻な資金不足は、影の銀行の急な拡大を促した。

5 また、中国の銀行は、融資の貸出金利がおよそ6%に制限されている。6%の金利でリスクの高い中小企業にお金を融資する事は、銀行にとってリスクが高くなる。そのため、中国の銀行は大手企業、または大手プロジェクトにしか融資をしないという形をとり、多くの中小企業は融資をなかなか受けることが出来ない状態となった。そこで多くの中小企業は資金調達の際に、影の銀行を利用することとなった。

#### ・理財商品

影の銀行では、普通の銀行と違い、リスクの高い中小企業に貸し出しをするため、通常より高い利回りに設定して貸し出しを行っている。そこで、影の銀行は、過度なリスクテイクを予防するために理財商品と呼ばれる高利回りの資産運用商品を利用するようになった。また、シャドーバンキングは複数のプロジェクトを混ぜて理財商品を組成し、リスクの分散を可能にした。理財商品の資金の多くは不動産投資や地方の都市開発向けの投融資に充てられており、「理財商品」が不動産バブルを助長して、中国経済のアキレス腱となっている。

20

#### ・アメリカの量的緩和縮小

2014年1月からアメリカの量的緩和縮小が開始、10月には量的緩和が終了する。量的緩和縮小による緩和マネーの資金流出が不動産バブルの崩壊をもたらす1つの原因となっている。現在、外国のファンドや個人投資家は中国で大量の不動産を保有しているが、中国景気の先行きを悲観的にみる外国の投資家が資産を投げ売りする寸前である可能性があり、シャドーバンキング問題が解決されなければ、資産価格が暴落し不動産バブルが崩壊する可能性が高い。

現在に至るまで、シャドーバンキングの理財商品の拡大により中国経済の先行きは懸念されていた。理財商品の代表的な商品である信託商品の2013年末の資産残高は、前年末比46%増え、10兆9100億元（約185兆円）と名目国

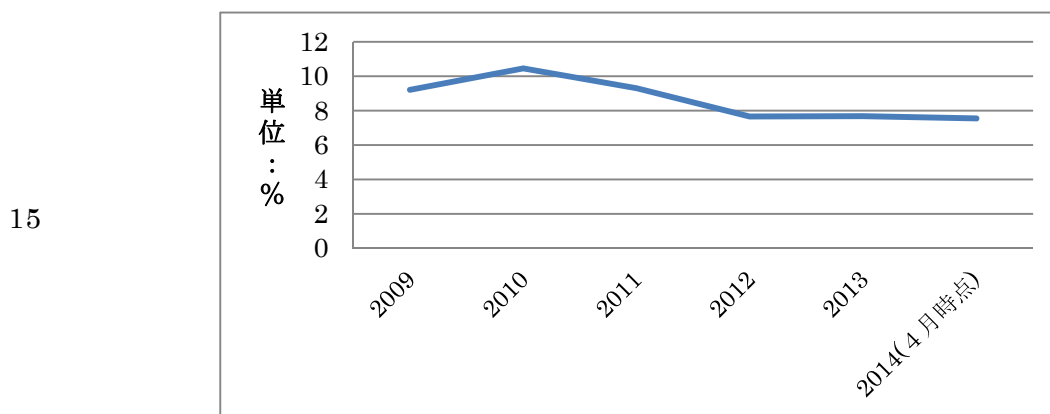
30

内総生産（GDP）の約2割に達していた。信託商品で調達した資金は、リスクの高い開発プロジェクトに投融資されることが多いことから、デフォルト（債務不履行）への懸念により伸びは鈍りだしているのである。

## 5 ・中国の現状

ここで図表5-1を説明する。中国のGDPの伸び率は2012年以降、縮小し続けている。2014年1~3月期は政府目標の7.5%を下回り、7.4%と公表された。7%台の成長はグローバル経済の常識からすれば決して低くない。しかし、中国経済は過去30年あまりにわたって年平均10%近い高成長を実現していたため、2014年度の、1桁のGDPは中国にとっては不景気と言わざるをえない。

【図表5-1】中国のGDP伸び率



出所：IMF HP より著者作成(<http://www.imf.org/external/index.htm>)

20

また、中国エコノミスト調査では、2014年の中国の実質経済成長率の予測平均値は7.3%となり、昨年12月の前回調査の7.6%から下落した。さらなる景気の下振れを招きかねない要因として、理財商品に代表されるシャドーバンキング問題を挙げる傾向が強かった。

25 確かに、影の銀行は適切な監督を受けておらず、金融システムを不安定にしかねない。そして、その影の銀行を元手にしている地方政府債務と不動産バブルは中国のシステムを簡単に破壊しかねない。

30

・ 中国政府の計画

中国人民銀行（中央銀行）の周小川総裁は3月11日、期限を明示して預金金利を自由化する考えを表明した。高利回りの理財商品にマネーが偏らないようにする意向を示し、「預金金利の自由化は1、2年以内を実現する可能性が高い」と踏み込んだ。2013年7月、中国は貸出金利の下限規制を撤廃しているため、預金金利の自由化は金融改革の焦点の一つである。

また、3月13日、李克強首相は全国人民代表大会の閉幕後に記者会見し、金融市場のデフォルト問題について「個別の状況では避けがたいものがある」と指摘し、同時に影の銀行に関しては、「監督を強めていち早く処理し、金融システムのリスクを避けなければならない」と延べ、金融機関の連鎖破綻などの金融システムリスクを回避するため監督を強化する考えを強調している。

しかし、当局の目の届かない影の銀行を抑えにかかっていることで、銀行も住宅ローンや不動産向け融資に慎重な姿勢を強めている。中国景気をけん引してきたのは、良くも悪くも不動産投資であり、庶民にとっても、住宅購入は最も身近な資産運用の手段である。住宅市況の冷え込みが続けば、悪影響は多方面に広がり、不動産が冷え込み、成長率のハードランディングになり、不動産バブル崩壊という最悪の事態に陥ってしまう可能性もある。そこで、中国政府は影の銀行を監視するための構造調整というブレーキをかける一方で、インフラ整備の加速など景気を下支えするためのアクセルも徐々に踏み始めている。

5月初め、中国メディアは今年の鉄道投資額が8000億元（約13兆円）以上に引き上げられると一斉に報じられた。

中国の経済がアメリカの量的緩和政策の影響で発展するスピードを増し、影の銀行の膨張、不動産価格の上昇、というような行き過ぎた経済を引き起こし、アメリカの量的緩和縮小が中国の経済を冷え込ませるような事態に陥る可能性が出てくると、グローバル化した今日の経済では、今やGDP世界2位の中国の不動産バブル、経済が崩壊するとなると、グローバル金融危機を引き起こしかねない。



## 第五章 今後必要とされる予防策

5 第四章では、今後起こりうる可能性のある金融危機について解説した。この章ではそれらの金融危機への予防策を提案する。第1節では、金融危機全般に対する予防策の提案を行う。第2節、第3節では、アメリカ金融引き締めによる金融危機、中国シャドーバンキング問題に対する予防策の提案を行う。

### 第1節 将来の金融危機に対する予防策

10 世界の金融市場は変化しやすいため、私たちが提案した金融危機に限らず、多くの予期できない金融危機が起こりうる可能性がある。そこで各国に限定せず、世界的に予防策をとる必要がある。そこで私たちは、「自己資本比率規制」を提案する。現在、世界の多くの国でバーゼルⅢと呼ばれる世界的な国際統一基準が採用されつつある。私たちの提案である自己資本比率規制は、バーゼル  
15 Ⅲに含まれているため、予防策としてバーゼルⅢを解説する。

#### ・バーゼルⅢ

20 バーゼルⅢとは、各国の銀行監督当局によって構成されるバーゼル銀行監督委員会によって、2010年に導入が決定された自己資本比率規制のことである。サブプライム問題による金融危機を教訓に作られたバーゼルⅢは、①7%以上の中核的自己資本比率(Tier1)、②流動性規制、③レバレッジ比率規制から成り立っている。中核的自己資本(Tier1)のうち、損失吸収力の高い狭義の中核的自己資本(普通株式等 Tier1)を定義し、現行の自己資本比率に加えて新たに「普通株式等 Tier1 比率」が導入される。また、自己資本に関していくつかの  
25 バッファーを用意することで、自己資本比率低下時の社外流出抑制、景気悪化時のプロシクリカリティ<sup>21</sup>の抑制を図る。さらに、新たな指標として流動性比率やレバレッジ比率を設けることによって、流動性リスクの把握やレバレッジの肥大化抑制をモニタリングすることができるようになる。そこで、私たちは、銀行の過度なリスクテイク防止を目的としているバーゼルⅢを支持する。

---

<sup>21</sup> 景気循環を増幅する効果のこと。

## 第 2 節 アメリカ金融引き締めによる新たな金融危機に対する予防策

第四章第 2 章ではアメリカ金融引き締めによる新興国発の新たな通貨危機の可能性を提案、解説した。この節では、新たな通貨危機の発生を防ぐための予防策を提案する。

私たちは、アメリカと進行国の両国が新たな金融危機への対策をするべきであると考え、予防策を提案する。予防策の内容としては、①新興国諸国によるマネー貯蔵と外貨準備、②アメリカ政府による緩やかな金利引き上げである。両予防策とも、両国で行われつつあるため、私たちの提案と関連させながら説明する。

### ・新興国諸国によるマネー貯蔵と外貨準備

IMF が近年発表した調査結果によると、「2010 年以降にアメリカが実施した金融緩和の影響をさほど受けなかった国には 3 つの特徴があった」とされている。特徴としては、①国内資産の外国人保有率が高いこと、②貿易黒字であること、③外貨準備が大きいことであった。そこで私たちは、新興国諸国は①マネー貯蔵、②外貨準備をするべきであると提案する。

第一章第 3 節では、現在、世界でグローバル・インバランスが発生しており、中国や ASEAN5 等の新興国が経営収支黒字国であることを説明した。このことから、主要新興国はマネーを貯蔵していることがわかった。

私たちは、アジア通貨危機が起こった 1997 年とは違い、中国をはじめとする主要新興国のマネー貯蔵が増加していることから新興国諸国が新たな通貨危機に巻き込まれる可能性は低くなっていると考ええる。

そこで、現在のように、輸出を増やす一方で、輸出をおさえることで外貨準備の増加を行えば、通貨危機に備えることができる。

また、資源を持ち合わせていない新興国でも、外貨準備の増加さえ行っていれば、近隣国と協力することで、金融危機に予防することができる。

・アメリカ政府による緩やかな金利引き上げ

現在、アメリカ国内では、国内における政策金利を決定する委員会である連邦公開市場委員会(FOMC)によって、政策金利の引き上げに関する議論がなされている。アメリカ国内では、いまだに政策金利は引き上げられていないが、  
5 将来的に政策金利が引き上げられることは避けられない。10月に公表されたFOMC要旨公表に伴い、米低金利政策が長期化するとの見方が広がっている。

そこで、私たちは、アメリカによる長期的な米金利政策、緩やかな金利引き上げを提案する。急激なマネー流入を防ぐためには、時間をかけた緩やかな利  
10 上げが必要となる。FOMCの要旨が10月に公表された際、多くの新興国通貨が半月ぶりの高値まで持ち直した<sup>22</sup>。

### 第3節 中国シャドーバンキング問題による新たな金融危機に対する予防策

第四章第3節では、次の金融危機になりうる中国シャドーバンキング問題について説明した。この節では、シャドーバンキング問題の金融危機化を防ぐための解決策を提案する。  
15

シャドーバンキング問題の拡大要因としては、金融の自由化が不十分であることが主として挙げられる。具体的には、①地方政府が銀行から直接融資を受けることができないこと、②上限金利などが要因である。私たちはこの2つの問題を解決することがシャドーバンキング問題を解消するのではないかと考察し、次の3つの政策を提案する。提案内容は、①金利の自由化、②地方政府における資金調達規制緩和、③地方銀行の増加である。またこれらの予防策は  
20  
25 すべて、中国政府と中国銀行業監督管理委員会の共同主導による政策として提案する。

・金利の自由化

現在、中国では銀行は上限金利が設定されており、金利を自由に決めることができない。それ故に、銀行が中小企業へ融資を行うとき、ハイリスク・ローリ

---

<sup>22</sup> シンガポールドル、マレーシアリング、フィリピンペソ、台湾ドル、インドルピーの5新興国通貨。

ターンになってしまい、融資を行うことが厳しくなっている。それを回避するために銀行は規制に引っ掛からないシャドーバンキングを利用したのである。ここで私たちが提案する、金利の自由化が重要となってくる。金利の自由化を行うことにより、銀行はリスクに見合ったリターンを得ることができるようになる。そうなれば、シャドーバンキングを利用する意味がなくなるので、解決に近づくと考察できる。

さらに、不動産バブルの拡大を防ぐことができるのではないかと考察する。何故なら、銀行が融資を行う際に最優先に考えることは、資金を回収することが可能であるかである。つまり、これ以上不動産業に融資をしても、回収できなくなる可能性が高いのが現状である中国市場では、銀行はこれ以上、不動産業に融資を行う可能性が低くなると予想できる。

#### ・ 地方政府における資金調達規制緩和

先ほども述べたが、現在、地方政府は銀行から直接融資を受けることができない。これが原因となり、景気浮揚策の際に地方政府はシャドーバンキングから高金利の資金を調達し、不動産や建設インフラに投資してきた。ところが現在、経済の減速や不動産価格の下落を受けて、地方政府は借金が返せなくなっている。

ここで、地方政府が銀行から直接融資を受けることができているならば、これ程までにシャドーバンキングが拡大することはなかったのではないかと私たちは考察する。私たちはその点を踏まえ地方政府が銀行から直接融資を受けることができるような規制緩和を提案する。

#### ・ 地方銀行の増加

先に述べた二つの政策だけではシャドーバンキング問題を解決するには不十分である。金利の自由化に伴い銀行はハイリスク・ハイリターンの融資をすることができるようになるかもしれないが、リスクを考え貸し渋る銀行も出てくるはずである。大手の銀行から融資を受けることができなければ、シャドーバンキングに頼る企業も少なからず出てくるのではないかと考察できる。そこで、金利の自由化をしてもあまり効果が得られないという可能性が出てくる。

私たちはそれを防ぐために地方銀行の増加を提案する。

地方銀行が増えるとどうなるのか。現状では、大手銀行に融資を断られ、シャドバンキングに頼るといった構図となっているが、地方銀行が増加することで、シャドバンキングの前に地方銀行を挟むことができるようになる。これによりさらにシャドバンキングの勢いを削ぐことができるのではないかと考察できる。

では、どの程度、増加させればよいのか。私たちは地方銀行の数が多ければほど中小企業に資金が行く可能性が高くなり、GDPに繋がると考察し、日本と中国のGDP比により中国の地方銀行の数を設定する。日本の地方銀行の数は64行であり、中国のGDPは日本のGDPのおよそ2倍である。このことから中国には128行の地方銀行があるのが妥当だと考えられる。現在、中国政府が詳細なデータを公表していないため、中国にどれだけの地方銀行が存在しているのかは不明であるが、128行よりも少ないのは容易に想定できる。つまり、中国では地方銀行の数は絶対的に足りておらず、地方銀行の増加によりシャドバンキング問題の解決に繋がるのではないかと考えられる。

## おわりに

本論文の前半では、2000年代に発生したグローバル金融危機を元に、メカニズムを解明し、サブプライム問題の事前策、事後策を提案した。サブプライム問題、欧州金融危機からメカニズムを分析したところ、金融危機の発生原因は、「バブル崩壊」であり、拡大原因が「グローバル・インバランス」であることがわかった。また、欧州金融危機から分析したように、金融市場がグローバル化している現在、1つの国で発生した金融危機が世界中に広がり、金融危機がグローバル化していることが考察できた。

サブプライム問題に関しては、①サブプライム債権の証券化と②銀行の過度なリスクテイクの2つの問題点に焦点をあて、政府と米金融規制当局共同主導による①CDSの清算機関設立、②ヘッジファンド規制、③投資銀行規制の事前策を提案した。投資銀行規制としては、米主要投資銀行の当時のレバレッジ比率をもとに分析し、25倍のレバレッジ比率を提案した。事後策としては、①金融安定化法の可決、施行の時期、②政府によるリーマン・ブラザーズ非救済に問題があったと考え、①サブプライム問題表面化後の金融安定化法、②政府によるリーマン・ブラザーズ救済を提案した。提案したこれらの事前、事後策を行うことで、サブプライム問題の予防ができたと考える。また、現在の米国内の金融規制から考えると、これらの提案の実現性は高いと考える。

本論文の後半では、米国と新興国の現状を分析し、今後起こりうる金融危機の提案と予防策の提案を行った。サブプライム問題後、グローバル・インバランスが拡大していることから考察できるように、新興国の存在が大きくなっていることを説明した。このことから、新興国の金融危機に焦点を当て、①アメリカ金融引き締めによる金融危機、②中国シャドーバンキング問題による新たな金融危機を提案した。提案したこれらの金融危機は、多少なりとも世界中で懸念されており、予防しなければ、今後発生する可能性は高いと考える。

これらの問題に対しては、世界規模、国規模で解決することが必要と考え、世界規模の解決策として、自己資本比率規制を組み込んだバーゼル規制を提案した。バーゼル規制による銀行の過度なリスクテイク規制によって、グローバル金融危機につながる可能性を減らせると考えた。国規模な解決策としては、

- ①新興国諸国によるマネー貯蔵と外貨準備、②アメリカ政府による緩やかな金利引き上げを金融引き締めによる金融危機の予防策として提案した。これらは、現在行われつつあるため、実現性は高いと考える。また、中国政府と中国銀行業監督委員会共同主導による①金利の自由化、②地方政府における資金調達の
- 5 規制緩和、③地方銀行の増加を中国シャドーバンキング問題による金融危機の予防策として提案した。中国シャドーバンキング問題の拡大要因として、①地方政府が銀行から直接融資が受けられないこと、②上限金利と考察し、これらの提案を考えた。これらの解決策を並行的に行うことで金融危機を防げると考えた。
- 10 最後に、本論文を作成するにあたって、多くの金融危機を学び、考察することができた。本論文では多くの策を提案したが、世界経済は日々変動する。そのため、予測できない問題が起こる可能性もあり、今後どのようなことが起こってもおかしくはない。そのため、私たちは、金融危機に対するスムーズな対応、そして予防策の強化が今後も議論されるべき課題だと考察する。今後も、
- 15 世界の金融市場の動向を考察し、私たちなりの意見を持っていきたい。

## 参考文献

### 書籍

- ・秋山孝允, 大村玲子編著(2010) 開発への新しい資金の流れ 国際  
開発高等教育機構国際開発研究センター
- 5 ・岩壺健太郎(2010) グローバル・インバランスの経済分析 有斐閣
- ・奥田宏司, 神澤正典編著(2010) 現代国際金融：構図と解明 法  
律文化社
- ・上川孝夫, 藤田誠一編著(2012) 現代国際金融論 有斐閣
- ・国宗浩三 (2013) グローバル金融危機と途上国経済の政策対応  
10 日本貿易振興機構アジア経済研究所
- ・滝川好夫(2014) サブプライム危機 市場と政府はなぜ誤ったか  
ミネルヴァ書房
- ・日本経済新聞社(2014) リーマン・ショック 5年目の真実 日本経  
済新聞社

### 15 論文

- ・経済産業省 通商白書 2010
- ・関 志雄「中国におけるシャドーバンキングの現状と課題」, 『野村資本  
市場クォータリ』2013年秋号 3 ページ
- ・全国銀行協会 グローバル金融・財政危機と東アジアの地域通貨協力
- 20 ・内閣府(2013年8月15日) 新興国経済の動向 -最近の金融資本市場の  
変化とその影響

### 新聞記事

- ・『日本経済新聞』 2013年10月25日夕刊 5 ページ
- 25 ・『日本経済新聞』 2014年01月25日朝刊 3 ページ
- ・『日本経済新聞』 2014年01月29日朝刊 3 ページ
- ・『日本経済新聞』 2014年02月06日朝刊 2 ページ
- ・『日本経済新聞』 2014年03月12日朝刊 2 ページ
- ・『日本経済新聞』 2014年04月23日朝刊 2 ページ
- 30 ・『日本経済新聞』 2014年05月14日朝刊 7 ページ



- ・『日本経済新聞』 2014年06月27日朝刊6ページ
- ・『日本経済新聞』 2014年10月16日朝刊27ページ 「経済教室」
- ・『日本経済新聞』 2014年10月17日朝刊29ページ 「経済教室」

## 5 インターネット

- ・「ヘッジファンドと国債金融市場：財務省」  
<[https://www.mof.go.jp/international\\_policy/oration/ko036.htm](https://www.mof.go.jp/international_policy/oration/ko036.htm)>(最終検索日：10月17日)
- ・「Bureau of Labor Statistics Data - United States Department Of Labor」 アメリカ合衆国労働省 HP  
10 <<http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>>(最終検索日：10月17日)
- ・「BEA National Economic Accounts -U.S. Department Of Commerce」 アメリカ合衆国商務省 HP  
15 <<http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp>>(最終検索日：10月17日)
- ・「Yahoo Finance – Business Finance, Stock Market, Quotes, News」  
20 <<https://finance.yahoo.com/echarts?s=%5EDJI+Interactive#symbol=%5Edji;range=20130610,20140606;compare=;indicator=volume;charttype=area;crosshair=on;ohlcvvalues=0;logscale=off;source=;>>(最終検索日：10月17日)
- ・「世界経済のネタ帳」  
<<http://ecodb.net/>>(最終検索日：10月17日)
- ・「統計表一覧(2014年4-6月期 2時速報値) - 内閣府」  
25 <[http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data\\_list/sokuhou/files/2014/qe142\\_2/gdemenuja.html](http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/sokuhou/files/2014/qe142_2/gdemenuja.html)>(最終検索日：10月17日)
- ・「FRB：The Discount Rate」  
<<http://federalreserve.gov/monetarypolicy/discountrate.htm>>(最終検索日：10月17日)

- ・「米国政策金利の推移 | FX 外貨どっとコム」  
 <<http://www.gaitame.com/market/newyork.html>>(最終検索日 : 10 月 17 日)
- 5      ・「ボルカー・ルールの解釈について ～銀行業務規制の転換～」  
 <[https://www.jeri.or.jp/membership/pdf/research/research\\_1005\\_01.pdf](https://www.jeri.or.jp/membership/pdf/research/research_1005_01.pdf)>(最終検索日 : 10 月 16 日)
- ・「野村証券 | ボルカールール(証券用語解説集)」  
 <<http://www.nomura.co.jp/terms/japan/ho/volcker.html>>(最終検索日 : 10 月 17 日)
- 10     ・「みずほ情報総研：新 BIS 規制の概要と現在までの変遷」  
 <<http://www.mizuho-ir.co.jp/publication/report/2011/fe1102.html>>  
 (最終検索日 : 10 月 17 日)
- ・「Bloomberg – Business, Finance & Economic News, Stock Quotes」  
 <<http://www.bloomberg.com/>>(最終検索日 : 10 月 17 日)
- 15     ・「IMF – International Monetary Fund Home Page 」  
 <<http://www.imf.org/external/index.htm>>(最終検索日 : 10 月 18 日)
- ・「主要統計 – OECD」  
 <<http://www.oecd.org/tokyo/statistics/>>(最終検査日 : 10 月 18 日)
- 20     ・「Bank Indonesia Official Web Site – Bank Sentral Republik Indonesia」  
 <<http://www.bi.go.id/id/Default.aspx>>(最終検索日 : 10 月 18 日)