

平成 27 年度 証券ゼミナール大会
第 4 テーマ

5

金融のグローバル化について

A ブロック

専修大学 今井ゼミナール

10

15

20

25

はしがき

我々は、世界的な人、モノ、カネ、情報の移動が経済活動のみを対象に、論
5 じられていることに対して、そこはかたない疑問の目を向けていた。近代以前、
国家は頻繁に戦争を繰り返してきた。それが如何に、残虐な行為だと理解して
いたにもかかわらず繰り返してきたのである。なぜ、国家は戦争という道に進
んでしまうのであろうか。そもそも国とは、国民の利益を最優先にすべき行動
10 が前提とされる。戦争という卑劣な道が、肯定された理由とは一体なんなので
あろうか。

我々は、歴史的背景から思うに、相手国の排他的、閉鎖的な政策に対しての、
乱暴な仕返しなのではないか、いや、仕返しではなく長期的な国家の繁栄と考
えると、当時は合理的な判断とされていたのであろう。では第二次世界大戦以
降、世界経済がグローバル化していったのは政治的戦略も考慮すべきではなか
15 ろうか。例えば、欧州で結束された EU（欧州連合）の存在は、ドイツが経済閉
鎖を打破する為に起こした戦争を、二度と繰り返させない為と述べる人もいる。
この様に、グローバル化という現象は、世界の秩序を保つ一つの手段だと考え
ることも出来よう。

本章はこうした観点を含め、金融のグローバル化は相対的に国家の繁栄を促
20 進するものだと主張する。序章では、金融、グローバル化、金融システムなど
を抽象的に記している。一章から金融のグローバル化が進んだ歴史的背景、二
章にグローバル化の批判的な意見とそれに対しての解決策を提言する。三章で
は、世界の金融システム、また各国の金融システムの移り変わり、四章以降は、
金融のグローバル化が世界経済にもたらした様々な便宜について考察する。本
25 論文は、挑発的であるし野心的でもある。なぜなら、将来に向けたビジョンの
提起をすることで、より深い議論が可能になると考えているからであり、読者
諸氏の忌憚のないご意見ご批判を期待している。

30

目次

はしがき

- 5 序章 金融のグローバル化
 - 第一項 金融とは
 - 第二項 金融のグローバル化とは
 - 第三項 金融システムの役割

- 10 第一章 グローバル化が発達した背景
 - はじめに
 - 第一項 ブレトンウッズ体制の崩壊
 - 第二項 双子の赤字

- 15 第二章 グローバル金融危機を越えて
 - はじめに
 - 第一項 東アジア金融危機
 - 第二項 世界金融危機
 - 第三項 金融危機に共通する制度的背景と歴史的経緯
- 20 第四項 ケインズによるバンコール案

- 第三章 金融システムと金融規制の変遷
 - はじめに
 - 第一項 市場型金融と仲介型金融
- 25 第二項 貯蓄から投資へ
- 第三項 リーマン・ショックとバーゼルⅢ
- 第四項 金融取引のパラダイム
- 第五項 今後の金融規制の方向性

30

第四章金融のグローバル化が齎す繁栄

はじめに

第一項 新興国の成長

第二項 先進国の恩恵

5

第五章アジア金融事情

はじめに

第一項 グローバルに存在感を強めたアジア新興国

第二項 進展する中国人民幣の国際化

10

おわりに

15

20

25

30

金融のグローバル化

5

第一項 金融とは

ところで、金融とは、資金余剰主体から資金不足主体への資金の融通、いわゆる貸し借りである。そして基本的な役割は、資金の移転と配分を通じて、実物資産の蓄積が進み、収益の増加ひいては経済の成長をもたらすことである。また、資金の融通＝貸し借りであると規定され、この仲介の任に当たるのが資金仲介機関としての銀行、証券会社等の金融機関である。資金の貸し借りとは、貸し手が今現在手元に蓄積がない借り手に対して、一定の期間、資金の自由な使い道を任せることにあるが、これは借りる側の返済があつて初めて完了するのである。換言すれば、支払決済なしに貸し借りは完結しないのである。借り手は貸し手から借り入れた資金をもって、支払期日までの間に自己の望む未来を作り込もうとする。これは、借り手にとって将来所得の先取りと考えれば、金融とは現代の経済社会において、自由論を語ることに等しいのではなかろうか。

こうして、金融の世界は、しかるべき支払い決済が行われて初めて借り手の社会的責任が全うされると同時に、貸し手が過去に下した判断の正当性が確定される。

このように金融とは、貸し手と借り手を結びつける社会的行為を現在において貸し借り契約形式で行うことである。

第二項 金融のグローバル化とは

本論文のテーマにもあがっている、金融のグローバル化について規定してお

こうと思う。ニクソンショックによるブレトンウッズ体制の崩壊後、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た。こうして、1980年代以降、規制緩和の風潮が広まり、ICT（Information and Communication Technology）に支えられ、1990年代を前後に先進諸国はいうに
5 及ばず新興経済諸国、発展途上国にまで及んだ金融の自由化、国際化により完成した米ドル中心の国際通貨システムが形成されていったのである。

金融のグローバル化を説明するためには、金融の自由化、国際化について記述しておくべきであろう。金融の自由化とは、第二次世界大戦後、金・ドル交換と固定相場制の両輪から成り立っていた旧 IMF 体制が 1971 年に崩壊し、変動相場制へ移行したことから始まる。金プール協定が破棄され、ドル危機によって世界経済は混乱の中、1971 年 8 月ついにニクソン・アメリカ大統領はドル防衛緊急対策として、財務省による金・ドル交換制は停止することを決定した。これが、ニクソンショックといわれる所以である。そして、アメリカは 74 年
10 までにそれまで講じられてきたドル防衛のための金利平衡税等の資本規制策を撤廃した。これにより、国際的金融資本取引及び、為替取引の自由化を見据えた国際通貨体制の再構築、市場原理をベースとした「ドル本位制」の構築を世界経済戦略として打ち出すようになったと考えられる。上述した内容が実施されたのち、金融の国際化が進行していった。要するに、一国の貯蓄—投資バランスの不均衡と他国のそれとを貸し借り・投資で結び付けるべく、各国金融
15 資本市場の取引規制・外資参入規制が自由化され、国際的資本取引と為替取引が自由化されることを金融の国際化とよぶ。金融の自由化、国際化をもって、世界各国の余剰貯蓄を自国の資金フローに流入させる必要が最も迫られていたのは、他ならぬアメリカであっただろう。なぜなら、1980 年代以降アメリカは「双子の赤字」に陥ったからである。詳細については次章で説明する。こう
20 した、自由化、国際化に支えられ金融のグローバル化が進展していった。

国家という枠組みを超えた資本の貸し借りは、国際的な資産運用を可能にし、新興国の経済成長を促進すると共に、先進国へその恩恵をもたらしたのである。

第三項 金融システムの役割

第一項で記した通り、金融とは資金余剰主体から資金不足主体への資金の融通であり、その仲介役として、銀行、証券会社が存在する。前者は、国民が預金した資金を元手として、資金の不足者である企業に融資し、後者は、証券市場の仲介役であり、企業の発行した株式、債券などの金融商品を投資家へ販売する。こうした資金の移転、配分の過程から各種のリスクが発生することは回避できない。金融システムとは、そうしたリスクをどのように管理することが出来るかが、非常に重要な課題なのである。

金融システムの資金配分機能やリスク管理機能が有効に働けば、企業や家計といった経済主体は多大な便宜を享受することができよう。しかし、一方でその機能が不全に陥ると、経済主体はその活動を制約され、経済システムの効率性や公平性が脅かされるといった問題が生じるのである。

このような意味で、金融システムは経済主体が活動していくうえで、制度的インフラとしての性格を色濃く有しており、上記から規制の全くない、自由放任的な金融システムはまず考えられないであろう。金融システムは程度の差こそあれ金融規制の体系をどのように構築していくかが極めて重要であることが考えられる。2008年リーマン・ショック後のグローバルな金融危機を経験した人類は、金融システム、金融規制の在り方が喫緊の課題となっていることは、容易に理解できよう。我々は乱暴かもしれないが、今後の金融システム及び金融規制についての展望を記し、本論文を書き終えたいと思う。

25

30

第二章

グローバル化が発展した経緯

5

はじめに

10 第二次大戦以前に世界恐慌という金融危機によって、甚大な被害に見舞われた世界各国のうち、第二次大戦時における連合諸国は、戦後このような事態に陥ることを忌避するために新たな世界経済秩序を生み出した。そして、その体制はやがて時代の変遷とともに維持することが困難となってゆく。

15 本章では、戦後のブレトンウッズ体制の成立とアメリカ大統領ニクソンの政策がその体制の崩壊に繋がっていく経緯、行き詰まったアメリカ経済の「双子の赤字」と「金融のグローバル化」との繋がりについて説明していく。

第一項 ブレトンウッズ体制

20 第二次世界大戦の後半の1944年7月、連合国側の代表（45ヶ国）がアメリカはニューハンプシャー州、ブレトンウッズに集まり、戦後の世界経済の秩序について国際金融会議を開いた。そこで結ばれたのがブレトンウッズ協定で、これを機に世界経済は転換を迎えた。これがブレトンウッズ体制である。

25 この体制の目標は、第二次世界大戦の原因ともなった1929年に始まる世界恐慌による各国のブロック経済圏の反省を生かし、自由で無差別的かつ多角的な世界経済貿易体制を作り上げること、戦前に見られたような平価切下げ競争（固定相場制のもとで自国の通貨価値を下げることで貿易を拡大しようとする）を避け、為替相場の安定を図ること、高水準の雇用の維持と生活水準の向上を図るために、経済開発の促進と高い経済成長を達成すること、の三つ
30 を掲げた。

これら三つを達成するためにいくつかの国際機関が設立された。通貨・金融面では、中短期の融資機関として IMF(国際通貨基金)、長期貸付機関として IBRD(国際復興開発銀行)が設立され、1947年に業務を開始した。また、通商面では、「自由・無差別・多角化」を原則とした GATT(関税と貿易に関する一般協定)が成立した。これら原則の内、無差別原則に関しては、外国からの輸入品と同種の国内品を差別しない内国民待遇と、諸外国を差別しないで平等に扱う最恵国待遇からなるのだが、これらの背景には、イギリス視点で見ると平均関税率 50%にも及ぶ戦前のアメリカのスムート・ホーレイ関税(1930年に成立した関税に関する法律で、20,000品目以上の輸入品に関するアメリカの関税を記録的な高さに引き上げた。これに対し、多くの国はアメリカの商品に高い関税率をかけて報復し、アメリカの輸出入は大幅に減少した。)のような保護主義を排除し、他方、アメリカの視点では、戦前から色濃く残るスターリング・ブロックを解体しようとする意図があった。

このように、ブレトンウッズ体制とはこれらの国際機関によって戦後の世界経済体制が秩序付けされたということで、GATT・IMF体制と総称される。また、大戦後の世界経済秩序も、アメリカの圧倒的な生産力の影響を受けているために、パクス・アメリカーナともいわれる。

ところで、旧 IMF 成立—ここでは固定相場制の時代における IMF をいう—にあたり、イギリスのケインズとアメリカのホワイトとの間で戦後の世界経済主導的地位(ヘゲモニー)を巡っての激しい交渉があった。ケインズが提唱したのは「国際清算同盟案」で、これは一国内で行われている銀行組織の清算機能を世界的規模で実現しようとするものであった。これに対しホワイト案は世界規模の為替安定基金すなわち資金プールの設立であり、加盟国は金と自国通貨および政府証券で拠出して国際的な基金を設け、国際収支の不均衡に際して、また、為替相場の安定化のために必要な外貨を引き出して支払いに充てる、というものであった。最終的には、ホワイト案が取り入れられて成立した。このような背景のもと、設立した旧 IMF の目的は、①為替相場の安定、②為替管理回避と經常取引に関わる為替取引の自由化、③GATT 三原則の「自由・無差別・多角化」貿易取引を実現するための国際決済制度の確立、というものであった。これらを実現するために各国通貨をドルと固定相場で結び付けるのと、それと

同時にドルを金と 1 オンス 35 ドルで交換することに決められた。というのも、当時の世界の GDP の 4 割、金保有率 7 割をアメリカが占めていたからだ。

以上のようにブレトンウッズ体制はドルを基軸通貨として国際通貨制度の秩序と国際的な自由貿易の確立を目指すものだったと言える。

5

第二項 ブレトンウッズ体制の崩壊

戦後、日本と西ヨーロッパが復興してくるにつれ、アメリカの国際競争力は
10 相対的に低下し、各国は輸出で稼いだドルを次々に金に交換していき、金の保有率も減少していった。このようにアメリカの金が大量に国外に流出し、金・ドルの交換に不安がもたれるようになった。60 年代に入り度々、ドル危機が叫ばれ、ゴールド・ラッシュと呼ばれる金への投機が行われた。

そして 1971 年、アメリカのニクソン大統領は金とドルの交換の停止、輸入
15 品に 10% の課徴金をかけ（これは対米輸出依存度の高い先進諸国に打撃を与えた）、8 項目からなる経済政策を宣言した。これにより、まず IMF 加盟の周辺国通貨当局（中央銀行及び財務当局）が固定為替相場を維持すべく為替相場に介入して保有することになったドル建外貨準備を、アメリカ財務省保有・金準備
20 と 1 オンス = 35 ドルで交換するという対外公約は葬り去られ、以降先進国間の為替相場は激動の時代を迎えることとなる。声明後、西ヨーロッパ為替市場が相次いで閉鎖される中、単独で市場を開き続けた東京為替市場には世界中からドル売りが殺到し、日銀は懸命にドルを買い支え続けた。しかし、同年 12 月に各国通貨当局は、ワシントンのスミソニアン博物館で会合し、金 1 オンス = 38 ドル、為替平価 1 ドル = 308 円が取り決められ、日本の外貨準備には莫
25 大な為替差損が発生することになった。また、この会合では、この各国通貨に対するドルの切り下げ、為替相場の変動幅の拡大の容認も取り決めた（スミソニアン協定）。しかし、協定後も為替投機の波は続いたためにこの会合も長くは続かず、ドルは再度切り下げ、各国通貨の為替レートが常に市場の需給関係で変動する変動相場制へ移行することとなった。こうして旧 IMF 体制は崩壊し、
30 これ以降今日に至るまで、米ドルは長期下落傾向を辿ることとなった。

このようにして、第二次大戦以降の世界経済秩序であるブレトンウッズ体制は崩壊していったのである。

また、ニクソン声明によってブレトンウッズ体制は崩壊し、構造調整を余儀なくされた世界経済に追い打ちをかけるように 1973 年、第一次石油危機が発生した。そもそも旧 IMF 体制下、金ドル交換自粛によってアメリカを含む先進諸国はすこぶるインフレ許容的な経済政策をとり、そのためにインフレーションした先進諸国の工業製品価格は、原油価格を含む一次産品との交易条件にきわめて有利に作用した。これに加え、上記のニクソン声明によるドルの実質切り下げは、原油輸出代金をドル建てで行ってきた石油輸出に大打撃を与えるものであった。そして、当時、発展途上国が国連 UNCTAD を舞台に資源ナショナリズムと新国際経済秩序樹立を強硬に主張していたのを背景に、OPEC 諸国は、カルテルによる価格支配力を盾に世界のオイルメジャーに対抗すべく、73 年第四次中東戦争を契機にイスラエル支持派の西側先進諸国に向けて原油産出削減と原油輸出価格の 4 倍化を打ち出した。

15

第三項 双子の赤字

アメリカの時の大統領レーガンの政権のもと、スタグフレーション状態にあった経済（一般的に大戦後の積極財政が行き過ぎたことや、冷戦下での軍事費の増大によって招かれたと言われている。）の回復を目的とした、レーガノミクスと呼ばれる減税と軍備拡張をセットにした供給面を重視した財政拡大型の政策を行った。この政策は、減税による供給面からの経済刺激を主張するサプライサイド経済学に基づいている。それにより、財政赤字が拡大し、さらにそれを賄うために大量に発行した国債を捌くために金利を引き上げた。結果、国際的なマネーがアメリカに大量に流入し、ドル高が引き起こされ、アメリカの輸出競争力が低下した。また、減税による消費拡大は輸入増を引き起こし、アメリカ経済は大幅な経常収支赤字に陥った。こういった、財政収支と経常収支が共に赤字に陥ることを「双子の赤字」と言う。このような経済危機に陥ったアメリカの資金循環を支援すべく、各国金融市場の対外開放が始まった。こ

30

うして、60年代以降順次続いてきた「資本自由化」の流れは、ついに銀行・証券・保険部門等全金融機関に波及し、「金融のグローバル化」が始まった。それはアメリカ強時代による「ドル本位制」下の世界経済の金融面から行う再編で、90年代には中南米・東アジアにまで拡大した。以上のように、グローバル資本主義は成立し、世界的レベルでの国際決済の先送り・繰り延べ体制が作り出された。しかし、アメリカの「双子の赤字」は、レーガン政権でも是正されることはなく、歴代政権の構造的な課題とされた。一時、クリントン政権時には好景気に支えられ、財政収支が改善して黒字になったが、ジョージ・W・ブッシュ政権時には軍事費拡大と減税政策により、財政収支が再度、赤字に転落した。また、2008-2009年のサブプライム問題を起因とする世界的金融危機により、アメリカ政府が大きな財政面の支出を行ったため、財政赤字は拡大することとなった。

15

20

25

30

第三章

5 グローバル金融危機を越えて

はじめに

10 1990年代、2000年代に世界は金融危機を体験した。前者は東アジアで起こり、「東アジアの奇跡」とまで謳われたタイ、韓国、インドネシアの三カ国をIMF管理化に陥れた。また、後者はサブプライムローン問題から端を発し、ついには全世界を混乱の渦へと巻き込んだアメリカ発世界金融危機である。この問題はサブプライムローンに手を出していなかった日本の金融機関にまで影
15 響を及ぼした。

本章では、東アジア金融危機、アメリカ発世界金融危機を説明し、前者の危機が起きた国に共通する要因について言及する。また、共通する要因の解決策として、ケインズによって提唱されたバンコール案を提案する。

20

第一項 東アジア金融危機

金融危機とは、金融が原因となって起こる経済危機のことである。世界では、幾度もこの金融危機が起こっている。その中でもこの第一項では、東アジア通貨危機について言及していく。
25

東アジア金融危機とは、1997年7月にタイを中心に始まった、アジア各国の急激な通貨下落減少である。その影響でタイ、インドネシア、韓国は経済的に大打撃を受け、IMF管理下に入った。

東アジア諸国において、日本、台湾、フィリピンを除く多くの国はドルペッグ制（ドルと自国通貨の為替レートを固定するというもの）を採用していた。と
30

いうのも、それまではドル安の状態が続き、比較的通貨の相場は安定していたからである。また、欧米諸国は固定相場制の中で金利を高め、誘導して利ざやを求める外国資本の流入を促し、資本を蓄積していったが、東アジア諸国は輸出需要で経済成長するという成長システムを採用していた。

5 また、東アジアの国際分業体制は 1992 年以降の中国の「四つの近代化」における改革開放政策の推進により、その構造に大きな変化が生じていて、当時、東南アジアに展開していた日系、欧米系企業の多くは人件費がより安かった中国国内へとシフトしていった。

さらに、1995 年以降アメリカの長期に亘る景気回復による経常収支赤字下の経済政策として「強いドル政策」が採用され、US ドルが高めに推移するようになった。「強いドル政策」とは、クリントン政権時代のルービン財務長官が打ち出した基本政策で、「強いドル」がアメリカの国益に適うという姿勢をとることである。しかし、実際にドルが上昇したのは、アメリカ経済が加速し始め、財政赤字が縮小し、アメリカ以外の国の経済が出遅れたからである。こうして、
10 ドルが高くなったのと連動する形で、東アジア各国の通貨が上昇し、その結果東アジア諸国の輸出は伸び悩むこととなった。

この状況に着目したのが欧米のヘッジファンド（代替投資の一つ）である。ヘッジファンドは、東アジア諸国の経済状況と通貨の評価にずれが生じ、結果として通貨が過大評価されていると考えた。そこで、過大評価された通貨に空
20 売りを仕掛け、安くなったところで買い戻せば利益が出るという手法をとった。東アジアのほとんどの国でドルペッグ制が採用されていたため、ヘッジファンドは空売りと買い戻しをすれば莫大な利益を得られる一方で、たとえ失敗しても東アジアの通貨が上昇していくために損を被る可能性は低く、この非対称性が大規模な通貨への売り仕掛けを促すことになった。

25 このように、ヘッジファンドが通貨の空売りを仕掛け、買い支えることのできない東アジア諸国の通貨は変動相場制を導入せざるを得ない状況に追い込まれた。そして、各国で通貨価値が急激に下落していき、貿易赤字が膨らみ、コストプッシュインフレに見舞われた。これが、東アジア通貨危機の起こった背景とその実態である。

30 しかし、日本については経済大国で、豊富な外貨準備もありヘッジファンド

の資金力では太刀打ち出来なかった。また、元々変動相場制を採用していたために、円は空売り対象になることは無く、直接的な通貨危機が起こることは無かった。尤も、東アジアの通貨が円に対しても大幅に下落したために、対東アジアへの輸出産業は大打撃を受け、1998年の日本の実質成長率はマイナスに転じた。

第二項 世界金融危機

10 1990年代の東アジア通貨危機による金融危機を乗り越えた2000年代にも、大きな金融危機が起こった。これを世界金融危機と呼称する。

主にアメリカにおいて貸し付けられるローンのうち、サブプライム（優良客よりも下位の層）向けとして位置づけられるローン商品のことで、通常の住宅ローンの審査には通らないような信用情報の低い人向けのローンである。一般的に他のローンと比較すると、債務履行の信頼度が低く、利率が高く設定されている。

これらのローン債権は証券化され、世界各国の投資家へ販売されたが、アメリカにおいて2001年から2006年頃まで続いた住宅価値の上昇を背景に、格付け企業がこれらの証券に高い評価を与えていた。また、この証券は貸し倒れの危険を回避するために、分割・証券化され、世界中の金融機関の数多くの金融商品などと組み合わせて世界中に販売されていた。

しかし、2007年中頃から住宅価格は下落し始め、返済延滞率が上昇（一部の債務者は住宅価格の継続的な上昇を見込んだ返済計画を立てていた）し、住宅バブルが崩壊した。これはサブプライム住宅ローン危機と呼ばれ、世界金融危機の起因の一つとなった。

ローン債務者の利払い滞納率が上昇してくると、サブプライムローンの直接の貸し手である住宅金融専門会社に対する金融機関の融資が慎重になり、資金繰りが悪化して経営破たんする会社が現れるようになった。

さらに、先述したように、サブプライムローンは、リスク回避をするために世界中の金融機関に、他の金融商品と組み合わせて売られていたため、その金

融商品そのものに対する信用リスクが連鎖的に拡大することとなった。

このような背景により、2008年にベア・スターンズの経営危機が明らかになると、金融危機が本格的に報道され始めた。同年9月のアメリカ政府支援機関（GSE）のフレディマックとファニーメイ二社の実質破綻と、リーマン・ブラ
5 ザーズの破綻により、世界中で爆発的に信用収縮が起こり、世界金融危機が顕著化した。また、リーマン・ブラザーズの破綻による世界的な衝撃とその影響（企業の連鎖倒産を含む）をリーマン・ショックと呼ぶ。

10 第三項 金融危機に共通する制度的背景と歴史的経緯

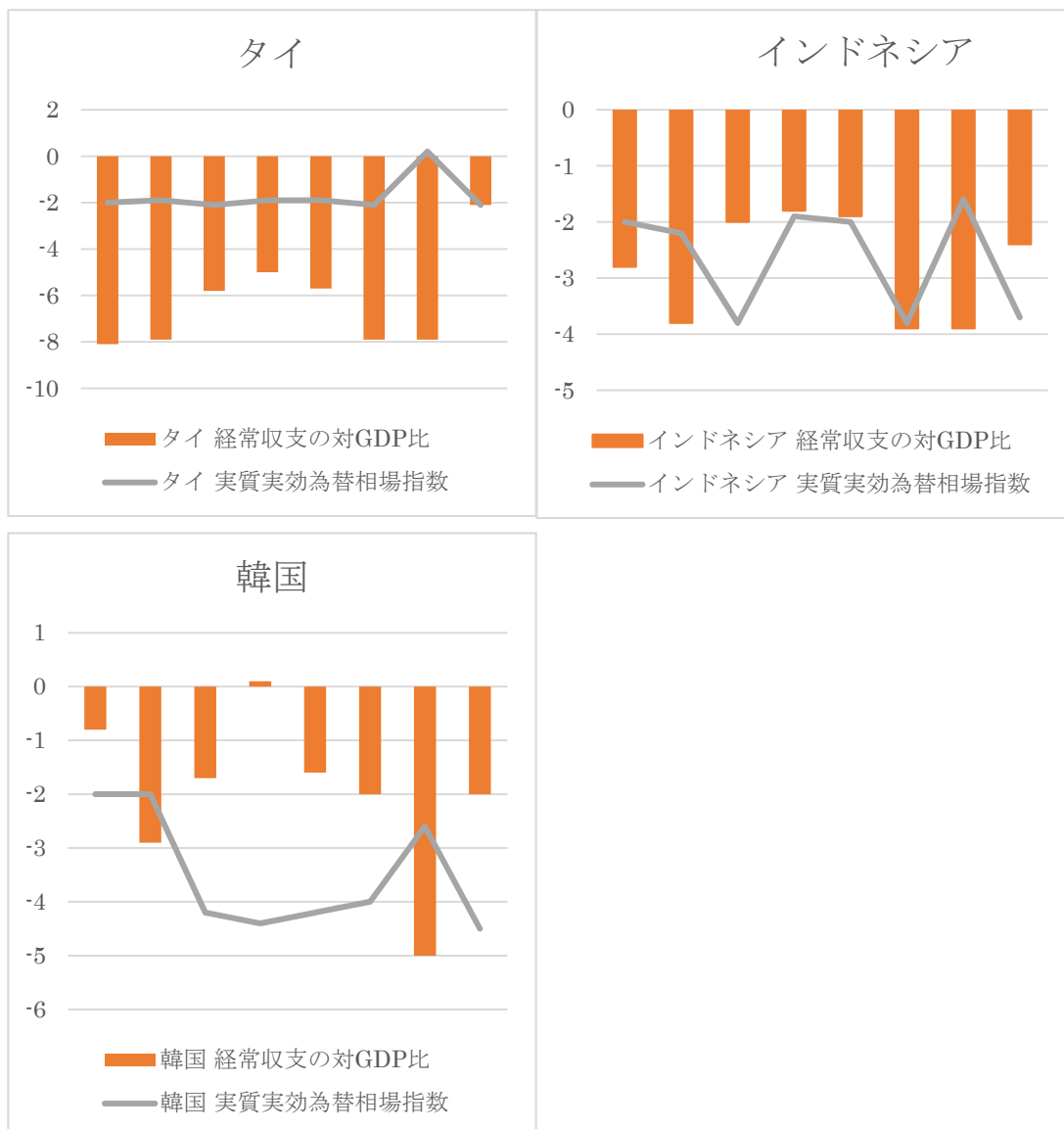
1980年代以降、「双子の赤字」に陥ったアメリカの資金循環をファイナンスすべく、先進諸国には金融自由化・国際化の波が押し寄せた。この波は90年代IMF8条国に移行して間もない新興経済諸国も例外としなかった。

15 前項までで説明した東アジア通貨危機やサブプライムローン問題に端を発する2008年アメリカ発の世界金融危機などの、これら一連の危機において、東アジア危機は格別の歴史的理論的意義を持っていた。まず、歴史的意義についてであるが、これは93年世界銀行年次報告書において「東アジアの奇跡」と称賛されたタイ、韓国、インドネシア等のいわば開発優等生の新興経済諸国
20 が危機の震源地となり、次々と巻き込まれたことである。次に理論的意義についてであるが、これは、グローバル金融資本主義を支えてきた理論である「国際金融のトリレンマ（為替相場の安定性、独立した金融政策、自由な国際資本移動）」の合理性が証明されたかに見えたことである。しかし、東アジア危機
25 からわずか10年後にアメリカ発世界金融危機が発生したことで、今度は東アジア危機を説明した言説が悉く破綻していった。

危機に共通する構造的要因として経常収支赤字が挙げられる。危機以前の時期、タイ、韓国、インドネシア等いずれの国も対GDP比で5%前後の経常収支赤字を計上し、赤字分は資本収支の黒字によってファイナンスされていた。ここで問題なのは収支ファイナンスの資金形態である。1990年代以降直接投資より
30 りむしろ「証券投資」や「その他の投資」形態でのウェイトが大きく増大し

ていた。後者については、外国為替銀行による海外からの資金調達＝借入を意味していることに着目する必要がある。いずれにしても、経常収支赤字と資本収支黒字という点が、国際収支の観点から見た危機に陥った諸国に共通した構造的要因である。

5



出典：IMF より筆者作成。

※横軸は 90 年～97 年。実質実効為替相場指数は 90 年を 100 とした指数。

10 共通する危機の制度的背景は大きく二つほど存在する。まず、国際的金融資本取引・為替取引の自由化である。これは、経常収支赤字を資本収支でファイナンスするためには、国際的金融資本取引・為替取引の自由化が講じられな

ればならないからである。このような収支ファイナンス構造が形成されてきた背景には、ある歴史的背景が存在するからに他ならない。

戦後植民地本国からの政治的独立を果たした多くの途上国は、1960年代まで輸入代替工業化開発戦略のための外貨獲得源を、主に一次産品輸出に依存していた。かかる貿易構造に元を成す構造的慢性的な貿易・経常収支赤字は、当時
5 世界銀行等の国際機関や先進諸国 ODA といった公的資本流入によりファイナンスされてきた。しかし、70年代の二度に亘る石油ショックにより、こういった開発戦略が行き詰まり、今日 NIEs と呼ばれる諸国は、外資導入。輸出指向工業化戦略へと開発政策を転換し、直接投資受入に収支ファイナンスを仰いできた。
10 た。しかし、それでも資本財・中間財輸入増は往々にして輸出額を上回り、その収支ファイナンスの手段として期待されたのが、国際的金融資本取引・為替取引の自由化による海外からの民間短期資金の流入であった。実際、東アジア地域各国は、80年代ようやく IMF8 条国に移行したにもかかわらず、性急にも、90年代を前後に IMF の提案する為替管理撤廃・金融資本取引の自由化措置を相
15 次いで講じたのである。それはまた、金融・保険サービス等の外資規制撤廃を謳った 95 年 WTO の路線とも軌を一にするものであった。こういった流れを受けて、危機発生のわずか 3 か月前の 97 年 4 月、IMF 暫定委員会は「資本取引自由化」を眼目に据えた協定改正の提言を行っていた。

二つ目は、実質対ドル固定相場制である。固定相場制下において国際的金融
20 資本取引の自由化が図られた結果、経常収支赤字ファイナンスによってかえって国際収支節度は弛緩する一方で、中央銀行の金利政策が効力を失う中で、調達されたドル建て資金が国内投融資金として持ち込まれたため、国内金融経済はバブル化し、制御不能な状態に陥った。その際に、流入してくるドル資金が為替市場で現地国通貨に交換されれば、現地国通貨当局は固定相場制を維持す
25 べく、ドル買い・自国通貨売で対応する他なく、その分外貨準備は増していくことになる。これがまた当該諸国の対外バランスが肅然さとの夢幻を見させることにもなり、危機発生に至るまで上記の「通貨のミスマッチ」と「期間のミスマッチ」のこれらを融合させた「ダブルミスマッチ」は、外国為替市場と金融システムの中に深く潜在化して進行していたのである。

30 以上が 1997 年に危機に陥った諸国に共通する構造的要因と制度的背景であ

る。簡潔にするとつまり、経常収支赤字、国際的金融資本取引・為替取引の自由化、実質的な対ドル固定相場制の三要素である。

5

為替投機から通貨金融危機へ

上記の構造的要因と制度的背景に着目して、投機通貨アタックの機会を窺っていたのがヘッジファンドや海外大手銀行等であった。攻撃の手法は簡単である。まず現地国通貨の修札における為替相場切り下げを見越して、まだ固定相場制かにある現時点で現地通貨売、ドル買いの先渡し取引契約（1ドル＝25パー
10 ツ）を結ぶ。次に、自ら目標設定した為替相場切り下げ水準めがけて猛烈な現地通貨売を仕掛けていく。これは一度ではない。巨額の資金を二度三度と再三繰り返していく。売り浴びせるための現地通貨調達は、為替取引・金融資本取引の自由化によって非移住者である外国人でも容易に調達可能である。また、
15 現地通貨当局は固定相場を維持すべく、必死になって自国通貨買、ドル通貨売の市場介入を行うが、介入資金はそれまでに積み上がった外貨準備が限度である。限度に達した時、その通貨攻防は現地通貨当局の敗北となり、固定相場制ホウキと変動相場制以降宣言せざるをえなくなるのである。為替相場は急落するが、その時今度はヘッジファンド等海外の金融機関は、急落した為替相場で
20 （1ドル＝40パーツ）現地国通貨を買戻し、すでに決済期限の北先渡し契約に対して従前の為替レートで現地国通貨を売って清算すれば、そこには巨万の投機的収益が転がり込むことになる。もちろん、通貨攻撃のために借り入れた現地通貨建て資金の返済も必要である。しかし、返済はすでに暴落してしまった為替相場で行う事が出来るため、実質金利負担は大幅マイナスとなる。これが
25 「通貨崩し」とも言われる通貨攻撃の手法である。

第4項 ケインズによるパンコール案

30 本項では、上記のような通貨攻撃を防ぐ方法について考察するつもりである。

そもそも、通貨攻撃とは、大幅な為替変動を狙って行う手法であり、それを回避する為には、安定した国際通貨制度が必要であることは言うまでもない。もちろん一国の経常収支、資本収支が一方に偏ることを制度政策的に調整するメカニズムを創出することも必要である。付け加え夢物語かもしれないが、世界

5 単位での対処法を提案する。安定した国際通貨制度のシステム改革とは、第一に対照的で最終決済可能な国際決済制度を確立すること。第二に特定の国民通貨には拠らない新たな国際準備資産を創出するものでなければならない。以上から我々はケインズによるバンコール案が適正であると考え。バンコールとは、金により価値を保証された通貨であり参加国は金を拠出してバンコールを

10 得るが、バンコールから金への交換はできない。したがってグローバルな国際準備資産を創出し、これを決済手段とするのである。世界的な資金の移転、配分が同通貨で行われるのであれば為替による通貨危機の心配はなかろう。

15

20

25

30

金融システムと金融規制の変遷

5

はじめに

10 一国の金融市場の動向がグローバルな要因によって大きく左右されやすい現代においては、情報の非対称性の問題や、それに伴うリスク管理の困難性は増しており、そのような問題をいかに適切に制御できるかが、今後の金融システムの制度設計において、極めて重要な要素となるであろう。

15 本章では、最初に金融システムの二つの理念型を説明したのちに、リーマン・ショック後、世界の金融規制の動向を整理していくとともに、その問題点を考察する。そして、最終的には今後の金融システムのあるべき姿について、私見を論じていくつもりである。

第一項 市場型金融と仲介型金融

20

金融システムの理念型として市場金融システムと仲介金融システムを上げる事が出来る。前者の代表はアメリカやイギリスであり、後者は日本やドイツなどが典型であり、銀行を中核とする金融システムと呼ぶことが出来るだろう。また、市場型金融の代表例が直接金融であり、これに対して仲介型の代表例とは間接金融である。企業金融の側面についてみると、一般的に市場型では多くの市場参加者が企業情報を収集し、企業の経営状態をモニターしようとする事から、情報機能の面では市場型が仲介型より勝っているといわれている。また市場型には、価格などの取引条件に透明性が高く、流動性や効率性の面で優れており、加えて流通市場を通じてリスクの移転が容易であるというメリットがある。そのようなメリットを発揮させるためには、信頼できる格付けのシス

25

30

テム、投資家保護の法制度及び定型化された実効性のある契約などの市場インフラの整備が必要不可欠である。

5

第二項 貯蓄から投資へ

日本において、家計部門の金融資産を預貯金から証券用紙へシフトさせることを目的とした政策のスローガンとして用意いられているのが、「貯蓄から投資へ」である。これは、小泉内閣が発足後の2001年6月に閣議決定された「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」において「21世紀にふさわしい安定した金融システムを構築する。直接金融を重視したシステムに円滑に移行する為に個人の株式投資にかかる環境整備を行うなど証券市場を活性化する」ための具体的措置として「個人投資家の市場参加が戦略的に重要であるとの観点から、その拡大を図るために、貯蓄優遇から投資優遇への金融の在り方の切り替えを踏まえ、税制を含めた関連する諸制度における対応について検討を行う」とされたのが始まりである。そして、具体策として2003年には預貯金の利子所得にかかる税率が20%に据え置かれる一方で、株式の配当及び譲渡所得に関する税率を20%から10%に引き下げる証券優遇税制が導入された。このように、現在の日本は、仲介金融から直接金融を重視し、日本経済を活性化するための策を講じているのである。

10

15

20

第三項 リーマン・ショックとバーゼルⅢ

25 リーマン・ショック

2008年9月15日にアメリカで発生したリーマン・ブラザーズの破綻は、それまで興隆を誇っているかのようにみられていたアメリカの大手投資銀行の経営が行き詰ったという単純な驚き以上の影響を及ぼすことになった。すなわち、そのいわゆるリーマン・ショックは、金融システムの在り方に深刻な問題を提起し、バーゼルⅡの有効性に疑問を呈する事となったのである。もっとも、

30

そのような事態に至ったのはリーマン・ブラザーズの破綻という単一の事象によるものではないだろう。リーマン・ショック以前に 2000 年代前半には、低所得者向けの住宅価格下落とともに多くの返済不能を惹起した。そのような、サブプライムローンを原資産とする証券商品は、2000 年代半ばまで大量に供給され、サブプライムローンの返済不能多発とともに価格の大幅下落を余儀なくされた。また、デリバティブ商品の一種である CDS の拡大とカウンターパーティー・リスクの顕在化なども、新しい現象であった。このような金融商品をめぐる大混乱や金融市場の崩壊も背景にベア・スターンズやメリルリンチといった投資銀行が経営困難に陥って大手商業銀行に買収され、最大の保険会社である AIG が危機的状況のなかアメリカ政府および FRB に救済され、さらにアメリカ発の金融危機がヨーロッパにも瞬時に波及し、有力な金融機関が相次いで公的資金の注入を余儀なくされるといった各種の深刻な事態が、連鎖的に発生した。また 2008 年秋段階では金融セクターの危機ととらえられていた現象が、急速に実物セクターに波及していった。その背景には金融資本市場の機能不全により一般事業会社の資金調達が制約を受け、設備投資等に支障が出たこと、アメリカを中心に消費需要が減退したことなどがあげられる。

リーマン・ショック後の金融規制動向

リーマン・ショック以降、現在に至るまで金融規制や金融制度をめぐる議論は活発化し、国レベルあるいはグローバルなレベルでの規制体系の再構築が進展している。その具体的内容は下記の図に整理されている通りである。それらは、三つの概念に大別される。

		米国	欧州	日本を含むアジア・オセアニア
2008年	9月	リーマン・ブラザーズ破綻（その後、米・欧で金融機関の経営破綻、当局による支援策や国有化の発表が相次ぐ）		
	10月	世界各地で預金保護拡充を相次ぎ発表・実施		

		米国	欧州	日本を含むアジア・オセアニア
	月	(米：保護額引上げ、決済用預金の全額保護)	(英独を含む多数の欧州諸国)	(香港、シンガポール、マレーシア、豪、ニュージーランド等)
		緊急経済安定化法成立<TARP等>	主要国：包括的な金融安定化策を公表	
	G7 財務相・中銀総裁会議 (ワシントン) 【預金保険制度の頑強性の確保、システム上重要な金融機関の支援、資本増強・流動性支援】			
	11月	G20 ワシントン・サミット (第1回 金融・世界経済に関する首脳会合) 【金融システム安定化のため、あらゆる追加的措置の実行を表明】		
2009年	2月		EU：新しい金融規制・監督体制に関する提言を公表	
	6月	財務省、金融規制改革案を公表		
2010年	3月	バーゼル銀行監督委員会、「クロスボーダー銀行破綻処理グループの報告書と勧告」を公表		
	5月		EU：ソブリン問題の顕現化 (ギリシャ支援合意、ユーロ導入国に対する時限的な金融支援枠組みで合意)	

		米国	欧州	日本を含むアジア・オセアニア	
	6月		EU：欧州金融安定化基金（EFSF）創設		
		G20 トロント・サミット 【財政健全化目標（2013年赤字半減）、自己資本規制枠組み、銀行税を巡る議論等】			
	7月	金融規制改革法（ドッド=フランク法）の成立	EU：預金保険指令の見直し案を公表		
	10月	金融安定監督評議会（FSOC）が発足			
	11月	金融安定理事会（FSB）、システム上重要な金融機関（SIFIs、中でも特に国際的な影響大のG-SIFIsが主対象）に関する政策提言を公表			
		G20 ソウル・サミット 【新たな金融規制の枠組みを承認、経常収支等の不均衡是正のための参考指針の設置等で合意】			
	12月	バーゼル銀行監督委員会、新たな自己資本規制枠組み等（バーゼルⅢ）のテキスト公表			
2011年	1月		EU：新しい金融監督体制＜欧州システミック・リスク理事会（ESRB）、欧州監督機構（ESAs）＞が発足	香港、シンガポール、マレーシア：定額保護に復帰	
			英：銀行税を導入		
	6月			日本：金融機能強化法改正（5年延	

		米国	欧州	日本を含むアジア・オセアニア
				長・震災特例等)
	7月		EU：ギリシャ追加支援で合意。EFSFの機能強化を決定	
	10月	FSB：Key Attributes（金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主要な特性）を公表		
	11月	G20 カンヌ・サミット：FSBのKey Attributesを承認 FSB：グローバルなシステム上重要な金融機関（G-SIFIs）29行を指定（以降、年次対象見直し）		
2012年	2月			日本：東日本大震災事業者再生支援機構設立
		FSB：預金保険制度に関するピア・レビュー（Peer Review）の結果を公表		
	3月			日本：バーゼルⅢに係る自己資本比率規制（第1の柱）の告示の一部改正を公表
	6月		EU：銀行等の再建・破綻処理指令案を公表、銀行同盟実現への検討等を合意	
	10月		EU：欧州安定メカニズム	

		米国	欧州	日本を含むアジア・オセアニア
	月		(ESM) 発足	
	12月	FDIC: 無利息決済性預金の全額保護終了 (12月末)	EU: 銀行同盟実現にむけた工程表を採択	
2013年	1月	バーゼル銀行監督委員会: 流動性カバレッジ比率 (LCR) 規制の段階的实施を公表		
				日本: 金融審議会「金融システム安定等に資する銀行規制等の在り方に関するワーキング・グループ」の報告書を公表
	4月	FSB: 破綻処理制度に関するピア・レビュー (Peer Review) の結果を公表		
			EU: キプロス支援で合意	
	6月			日本: 預金保険法の一部改正 (金融機関等の資産及び負債の秩序ある処理に関する措置)
	7月	FSB: グローバルなシステム上重要な保険会社 (G-SIIs (Global Systemically Important Insurers) 9社を指定		
		FSOC: システム上重	EU: 単一破綻処理メカニ	

		米国	欧州	日本を含むアジア・オセアニア
2014年		要なノンバンク金融会社2社を指定	ズム（SRM）に関する規則を提案	
	9月	FDIC：加盟金融機関の在外支店（米国外支店）の預金を付保対象から外す旨の規則改定を決定		
	12月	FDIC：シングル・レシーバーシップ（SPoE）の実施に関する市中協議を開始		
		FRB/FDIC など：ボルカー・ルール of 最終規則を公表		
	2月	FRB：銀行持株会社及び外国銀行に対する監督・規制強化に関する最終規則を公表		
	3月			日本：改正預金保険法の施行
4月		EU：議会在預金保険指令の改正案及び銀行等の		

		米国	欧州	日本を含むアジア・オセアニア
			再建・破綻処理指令案、 単一破綻処理メカニズムに関する規則案を採 択	

出典：リーマン・ショック以降の金融規制改革などの動向：預金保険機構

<https://www.dic.go.jp/katsudo/chosa/kaigaijijo/doko.html>

5 第一は、今次のグローバルな危機局面で大手を含む多くの金融機関は健全性を脅かされたことから、自己資本を充実させ、その最低所要水準を引き上げようとするものである。後述するバーゼルⅢはその代表である。

10 第二は、金融技術進歩から派生した金融新商品や新しい金融スキームの拡大に伴い、金融規制が不備であったところに新たに規制の網をかけようとするものである。具体的には、ヘッジファンド、店頭デリバティブ市場、格付け機関、役員報酬、流動性規制、クロスボーダーなどが議論の対象になっている。これらの事項は、今次の危機局面で深刻な問題を惹起したことは、記憶に新しいといえよう。

15 第三は、金融規制緩和の弊害を是正しようとする動きである。アメリカでは1993年の銀行法によって銀行業務と証券業務の分離が確定された。その後、1980年代に入って規制緩和の方向性への転換がなされ、1999年11月に成立したGLBAにより、金融持ち株会社の制度が創設され、銀行と証券の垣根が事実上撤廃された。今次の危機局面では、銀行セクターが証券業務を通じてリスクを過度に増幅してしまったとの基本認識から、2010年1月のオバマ大統領の新規制案および2010年7月のドッド・フランク法では銀行業の証券業務には一定
20 の制限が設けられている。以上の三つが金融規制を構築するうえで、論点となっている。

バーゼルⅢ

国際的な金融規制の総元締ともいえるバーゼル銀行監督委員会においても、リーマン・ショック直後から銀行セクターの健全性をいかに回復できるかという観点から、バーゼル規制の抜本的な改革案が検討された。

- 5 そして、2010年7月のバーゼル銀行監督委員会報告とそれに続く中央銀行総裁及び銀行監督局長官合意において、自己資本比率規制に関する基本的方向性が示され、2010年9月の中央銀行総裁及び銀行監督当局長官合意において、その具体的内容が提示された。さらに、流動性規制等に関する検討が続けられ、2010年12月にバーゼル銀行監督委員会からバーゼルⅢとしての文章が公表されて
- 10 れている。

バーゼルⅢの基本的な認識は、リーマン・ショックに象徴される2007～09年の危機が、金融規制の不備や甘さといった問題に起因するものであり、金融規制を再構築することが必要だというものである。バーゼルⅢの主な内容は次の3点である。

- 15 第一は、自己資本比率規制の強化である。自己資本比率規制については、バーゼルⅠからバーゼルⅡにかけて、8%という所要率水準に変化がなかった。ところが、バーゼルⅢでは、自己資本の質の見直しに加え、新たな規制項目が導入され、全体としての所要自己資本比率が引き上げられたのである。

- バーゼルⅢの第二の柱は、流動性規制の導入である。リーマン・ショックに至る2007年からの危機局面において、それまで活況を呈していた金融資本市場が急激に収縮し、流動性を市場で調達することが困難となった。このような局面において、多くの銀行流動性の枯渇に直面し、金融当局の支援に頼らざるをえない状況に陥っていた。換言すれば、銀行セクターは流動性にかかるリスク管理に甘さがあったと認識され、その問題を是正する為に流動性規制が導入
- 20 されることとなったのである。
- 25

- バーゼルⅢでは、新たに二つの相互補完的な流動性基準が提案された。第一の基準は、流動性カバレッジ比率と呼ばれ、ストレス発生時の30日間に必要とされる流動性の金額以上を市場から調達する事を目的に、銀行に高品質の流動資産を保有する事を義務付けるものである。これはいわばストレス発生時の
- 30 当面の資金繰りを確保するための基準である。

5 第二の基準は準安定調達比率とよばれ、銀行の資産やオフバランス項目から算出される安定的な調達所要額に対して、自己資本や負債項目から算出される安定的な調達可能額が上回っていることに保証する為の比率である。この比率は、銀行のバランスシートの資産サイドと調達サイドにおける流動性の観点から見た構造的なミスマッチを予防する事を目的とした基準である。

これらの流動性基準は、一定の観察期間を経て、必要な改訂を施し、規制して導入される予定である。

10 バーゼルⅢ第三のポイントは、「システム上重要な金融機関＝SIFIs」への対応である SIFIs が経営困難に陥った場合に顕在化する可能性のあるシステムック・リスクは、極めて深刻な問題である事は論を俟たないが、それゆえに too big to fail（大き過ぎてつぶせない）というモラルハザード問題を惹起しやすいのもよく知られた事実である。

15 したがって、存続が不可能となった SIFIs に関して、モラルハザードを防止して、システムックな混乱を回避しつつ、いかに破綻処理を円滑に進める事が出来るかは、非常に重要であり難解な課題である。この問題に関しては、金融安定理事会等の場で検討途上の段階にあるが、各国において実効性のある破綻処理の仕組みを整える。グローバルに活動する SIFIs に対して各国間の連携を密にする。有効な破綻処理計画を形成する。破綻処理の阻害要因を取り除く。などの論点が現段階で指摘されている。

20 また、これに関して、2011年7月のバーゼル銀行監督委員会から、「グローバルにシステム上重要な銀行」に関する市中議協議文書が公表された。G-SIBs とは、国境を超える活動をしているという基本的な要素に加え、規模、相互連関性、代替性、複雑性といった5つの要素に基づき認定される銀行であり、当初は28の銀行が G-SIBs に該当するとされている。

25

金融の弊害

この様に、バーゼルⅢに代表される現在進行しつつある金融規制改革では、規制の対象範囲が広がるとともに、その強度も増す方向性にあると言えよう。しかしながら、リーマン・ショックに繋がる今次の危機局面が顕在化、深刻化したのは、規制が緩かったあるいは規制が存在しなかったことのみによるもの

30

といえるであろうか。換言すれば、規制強化によって、危機の再発は防げるのだろうか。我々の答えは否である。むしろ、規制や制度が存在すること事態が危機を誘発している側面もあるのではなかろうか。

最初に、金融規制のなかでもとりわけ重要性の高い自己資本比率規制の弊害
5 について論ずる。その第一は、プロシクリカリティの問題である。一般に景気
後退局面あるいは金融危機局面においては、不良資産の増加や収益力の減退に
より自己資本比率の分子の自己資本がき損されるために、銀行が所要自己資本
比率水準を維持するためには分母の総資産を減らさなければならず、それが
貸し渋りや貸し剥がしなどを惹起して景気を一層落ち込ませる。他方、景気
10 拡大期には逆に自己資本が増加する為、融資行動等が積極化し景気拡大が増幅
されるといのが、プロシクリカリティの基本的なメカニズムである。事実、
2008 年秋のリーマン・ショックののち、2009 年にかけて次第に金融危機から
経済危機へと様相が変化していった背景には、バーゼル規制に代表される自己
資本比率規制のプロシクリカリティの問題が何らかの影響を及ぼした可能性
15 は否定できないであろう。

自己資本比率規制の第二は、銀行のリスクな行動を助長するという点であ
る。自己資本比率規制は短期的には銀行のリスクな行動を抑制する効果があ
るものの、銀行に高コストの自己資本を保有することを強要するために、銀行
のフランチャイズバリューを下げ、長期的にはむしろ銀行のリスクな行動を
20 助長するマイナスの効果がある。つまり、銀行に健全経営を施行させる目的で
導入される自己資本比率規制が、むしろ過度にリスクテイキング行動を誘発し、
健全経営を脅かす結果となるのである。

グローバル金融規制強化の第3の問題は、各国における金融システムの違い
を無視して、均一かつ強度の規制という網をかけようとする点である。前述の
25 通り、金融システムは理論的には市場型と仲介型に大別され、現実には国によ
ってまた時代によって、さらに金融サービスを受けようとする企業や家計の規
模や収益性あるいは選好によって、市場性を強く有する取引と相対の性格が強
い取引とが混在し、それらの寄せ集まった
ものとしてその国の金融システムや企業金融が形づくられるといえよう。その
30 意味で、そもそも金融システムは極めて多様性の富むものであり、如何にグロ

ーバル化が進んでも、金融システムが一つのモデルに収斂するとは考えられず、各国の多様性は存続すると思われる。

このように、各国の金融システムや企業金融の構造などが異なる状況において、金融システムの健全性や安定性の維持という名目で、グローバルな自己資本比率規制を強化するのは、必ずしも効果的といえないばかりか、銀行や企業及び家計などの行動に無視しえない制約を課すことから、实体经济へのマイナスの影響も懸念される。

規制及び制度の弊害の第四は、時価会計である。一般に、時価会計の基礎となる市場価格は、金融機関などの市場参加者の行動に関する有益なシグナルを提供し、また市場価格自体が市場参加者の行動に影響を与える。この関係は、平時では要綱な循環をもたらす、しかしながら、ひとたび市場価格の上昇が始まると、それに市場参加者が積極的に反応し、それが膨張していく。逆に、今次の危機局面のように、資産価格の下落が始まると、金融機関のネガティブな対応を引き起こし、市場価格の下落が増幅される。つまり、時価会計の制度は、自己資本比率規制と同様に、プロシクリカリティな性質を有しているのである。

第四項 金融取引のパラダイム

金融仲介機能をめぐるパラダイムが変化しつつあるかもしれない。すなわち、伝統的な金融仲介理論によれば、その主たる機能は取引費用を引き下げ、借り手との情報の非対称性の問題を緩和する事であると考えられていた。しかしながら、デリバティブ取引に代表されるように、金融技術の高度化や複雑化に伴い、金融取引におけるリスク管理の困難性は増している。そして、金融機関には高度な金融技術力を駆使し多様な市場を利用して、リスク移転、変形、そして再分配する事が求められているというのである。換言すれば、金融技術に明るくない個人や一般企業にとっては、リスク管理の困難性が増していることにより、金融市場の参入はハードルが高くなり、むしろ金融仲介機関を利用するインセンティブが高まっていると理解する事が出来る。

事実、昨今の金融市場を取り巻く状況を確認してみると、1997年のアジア通

貨危機を皮切りに、1998年にはロシア危機・LTCM危機、さらに、昨年にはサブプライム危機、リーマン・ショックそして2010年からはギリシャ危機およびヨーロッパのソブリン危機など、グローバルな金融市場において、危機的な状況が多発している。また、金融技術の進歩に伴い、複雑な証券化の進展や各種デリバティブ、CDS等の新商品の開発も進んでいる。このような状況のもとでは、情報の非対称性の問題は深刻化し、リスク管理はますます困難化している。

このような構造変化を前提とすれば、直接金融か間接金融かといった従来の二元的なパラダイムの意義は薄れ、金融仲介の機能と市場メカニズムとが有機的に結びつく新しいパラダイムが重要性を増している。すなわち、最終的な貸し手の代表である家計部門は、金融市場に直接アクセスする代わりにリスクとリターンの選好度に応じて、銀行や保険会社等の金融仲介機関を拠出するかであるそして専門的な知識に基づきリスクを管理することができる金融仲介機関や集団投資スキームの運用主体は集めた資金を金融市場で運用し、結果的にそれらの資金が最終的な借り手である企業等によって設備投資などに利用される。ただし、中小企業の一部の大企業では、伝統的な間接金融方式と同様に、金融仲介機関から市場を介さずに相対取引で調達するチャンネルも残るであろう。

20

第五項 今後の金融規制の方向性

25 上述の金融取引の新しいパラダイムは、市場型金融と仲介型金融の融合の可能性を指摘したものである。それは世界各国の金融システムが、そのような方向に収斂することを意味するものでは必ずしもない。むしろ、伝統的な直接金融や間接金融のチャンネルも残り、またローン債権の証券化に伴う市場機能の活用なども含めて、金融システムがいくつかの構成要素の組み合わせにより、一層多様性を示すことを意味すると解釈すべきであろう。

30

そのような多様性を含んだ各国の金融システムを前提に、それらの機能を効率性と公平性の観点から高めていく為には、前述のプロシクリカリティや過度なリスクテイキング行動を誘発するような規制及び制度を、是正していくことが重要である。

- 5 バーゼル委員会によるグローバルな自己資本比率規制に関していえば、現状進められているその強化あるいは厳格化が、正しい方向性であるとは言えないであろう。むしろ、グローバル規制の範囲や強度は低位に設定することによって銀行行動の自由度をある程度の範囲で確保し、ひとたび銀行が経営困難に陥った場合には、各国の金融当局の責任において長期的な存続可能性を識別し、
- 10 存続が困難である場合には too big to fail に陥ることなく、秩序を保ちつつ長期的に清算処理される方向性が望ましいであろう。

このように、グローバルな規制からローカルな規制へと重点がシフトする場合に、大きな論点となるのが、グローバルに活動する大規模な金融機関の取り扱いであろう。とりわけ、それが破綻した場合の処理方法は、難しい問題である。

15 有力な解決策は、クロスボーダーの支店を事前に現地法人化し、ローカルな規制の枠組みの中に組み入れる事であろう。

今次のアメリカ発の金融危機をめぐる経験は、金融規制の在り方や金融システムの方向性について、抜本的な再検討の必要性を投げかけているのではないかと考える。

20

25

30

金融のグローバル化が齎す繁栄

5

はじめに

前述で示した通り、資金の移転、配分の過程から、金融において各種のリスクが発生する事は不可避である。生きた経済活動の将来を、誰かが把握し完全にコントロールする事は不可能だからだ。グローバル化が成されようが成されまいが、システムによってある程度の管理はできようともリスクがゼロに落ち着く事はあり得ない。従って、金融がグローバル化する事によって享受できると考えられる恩恵にも更に目を向けるべきである。それを知り、各経済主体が利益を追求する事が望ましいと考える。本章では、新興国・先進国の二つの観点から、金融のグローバル化が齎すメリットを確認していく。

第一項 新興国の成長

近年、新興国の台頭が目覚ましい。世界全体に占める先進国 GDP の割合は近年低下し、新興・途上国の割合が増加傾向にある。中国を始めとする新興・途上国経済が先進国経済に影響力を持つようになってきている事は明らかである。最早、世界経済を語るには新興国の存在は無視できない。本項ではこの新興国の成長と金融グローバル化の因果関係について論じ、金融グローバル化の正の影響を確認する。

金融の観点から新興国の経済成長を論ずるに当たって、まず金融部門が果たしている機能を整理する。

Levine [1997] は、金融の果たす機能を 3 つに整理している。第一の機能は、資金を大量に蓄えておく事によって貸出先を分散させ、運用収益のリスクを軽減するリスク分散機能である。資金提供者は金融を利用する事によって個人で

はできないレベルまで資産運用を多様化し、資金移転に伴うリスク軽減を可能にする。第二は、専門化によって、資金の貸出先選別や資金管理に関わる費用を軽減させるプロジェクト評価機能だ。金融機関や格付け会社、株式市場への上場審査は、いずれも資金の最終需要者の投資について収益・リスクの情報を生産する。これは投資に関する情報の非対称性を改善し、資金移動の円滑化が期待できる。第三は期間変換機能によって資金提供者の資金を長期化させて需要者に移転させる流動性リスク管理機能である。

これらの機能が高まるにつれて、より大規模で長期的な資金移動が可能になる。同時に、多数のプロジェクトの中からより収益性が高く成功する確率の高いものの選別が可能になる。従って、金融の機能が高まれば資金が効率的に投資され、投資の規模を拡大できる。つまり、金融の発達が経済成長を促進する要因になっている。

ここまで金融機能の発達と経済成長の関係性を述べた。次に、金融のグローバル化が新興国国内金融市場に与える影響を考察する。

企業は生産の為に外部金融を利用する。企業外部から貨幣を獲得し自己金融による制約を突破する事で、将来獲得できると期待される貨幣が増大する。その貨幣で利子を支払う約束を交わす事により企業と金融機関双方に利益が生まれる。だが、発展途上諸国における金融機関の技能は先進諸国と比較すると当然低い分野が多く、金融機関のオペレーションは劣ると推測される。これは創出される利益にも差が生じ、結果として提供できるサービスの質に影響が出る。これは金融機能に差をつけ、それが金融市場の発達を妨げる要因になり得るのではないか。

ここで、金融のグローバル化の一例として、先進諸国による銀行の進出を挙げる。先進諸国銀行（以下、外国銀行）の進出が新興国国内の金融市場に如何なる影響を持つか述べる。

外国銀行は同国の顧客（一般的に企業と考えられる）と共に進出し、特定顧客しか相手にしないと考えられがちであるが、それは一部誤りである。日系銀行の近年の特徴は、メガバンクが地場銀行の買収を通じて顧客基盤の拡大を目指している。¹これは現地の非日系企業との取引を開拓・拡大する方針の表れであり、外国銀行は進出先の地場銀行と競争すると推測できる。これを前提に考え

る。

外国銀行の途上国進出によるメリットを Levine [1996] は以下のように整理している。メリットは一般的に次の三つの理由がよく指摘されるという。第一は、外国銀行が進出する事によって国際金融市場へのリンゲージが強化され、
5 海外資金の流入が拡大し投資が促進される事である。第二は、外国銀行の進出が国内の市場競争を促進し、新しいスキルや経営技術が導入される事である。この結果、銀行の提供する金融サービスの質が改善され先進諸国のそれに近付き、同時にサービスが利用しやすくなるだろう。第三は、外国銀行の参入が国内の金融取引をより高度化させ国際的な取引も活発になる事を通じて、国内の
10 金融行政が改善され法制度や金融監督・規制といった制度インフラが高度化する事を促進するという効果である。

この中でも特に第二のメリットを取り上げる。外国銀行は新たなスキル、経営技術、訓練方法、技術、金融商品を持ち込む。同時に市場の競争環境が強まり、従来の金融サービスの価格の押し下げ、サービスの質の向上、オペレーシ
15 ョンの効率化、イノベーションが起きやすい環境の生成などの効果も期待できる。これらは金融機能を発達させ、取引コストの低下にも繋がる。結果として、企業が容易に外部金融を使用できるようになり、生産を拡大させる要因になる。

更に、外国銀行との競争にさらされた地場銀行が同品質のサービスを提供するには、海外市場にアクセスを持たずにはいられなくなる。しかし、地場銀行
20 が海外市場にアクセスするには、先進国市場の制度的な要求水準を満たす必要がでてくる。結果、その水準を満たす努力をはじめ、金融監督や規制を高度化させる事を促す。

これらから、金融のグローバル化は新興国国内金融市場を発達させる働きがあると言える。金融機能の発達には経済成長を支え、新興国の経済発展を促進さ
25 せる。

次に、先進国からの投資による新興国の経済成長に関して考察する。

ICT の発達と現地密着型ファンドの存在は、民間レベルでの投資を容易にさせた。それは資金を欲する新興国企業への効果的な資金の融通を可能とさせた。
図は JP モルガン社のエマージング株式ファンドにおける株式組入比率上位 10
30 社である。各国を代表する企業、新興国各国の基幹産業、それらを支える銀行

に投資されている事がここから読み取れる。新興国企業では、日に日に拡大する内需に対して、生産力増強にかける資金が不足しがちである。先進国からの投資は、その補てんの役割の一部を担い、生産力増強の為の重要な資金源となる。先進国側はなるべく安定して利益をだすべく、安定して生産力を伸ばす能力を持つ上記のような企業を選別する。これが効率的な配分を生み出し、新興国諸国にとっては経済成長の礎となる企業の成長となるのである。

組入上位10銘柄(マザーファンド)

(2015年8月31日現在)

銘柄	国	業種	比率
1 騰訊	中国	ソフトウェア・サービス	3.43%
2 マグニト(GDR)	ロシア	食品・生活必需品小売り	2.86%
3 招商銀行	中国	銀行	2.83%
4 HDFC	インド	銀行	2.67%
5 起亜自動車	韓国	自動車・自動車部品	2.41%
6 聯発科技	台湾	半導体・半導体製造装置	2.39%
7 矽品精密工業	台湾	半導体・半導体製造装置	2.06%
8 中国平安保険(集団)	中国	保険	1.97%
9 ハルク銀行(トルコ)	トルコ	銀行	1.93%
10 インフォシス(ADR)	インド	ソフトウェア・サービス	1.89%

JPM エマージング株式ファンドより

10 https://www.jpmorganasset.co.jp/jpec/ja/fund/info/924000/pdf/m924Sep15_1610091428.pdf

第二項 先進国の恩恵

15

本項では、グローバル化によって得られる恩恵を、先進国・新興国という枠組みにおける先進国の観点から考察する。

第一章で述べた通り、資金の貸し借りの前提として、資金余剰主体は資金を貸与する事によって生まれる資金不足主体の将来的な利益が十分に期待できるという情報がなければならない。先進国・新興国という観点から述べる場合、資金不足主体は新興国である場合が多い。この点より、新興国の投資先としての優劣の判断が必要である。まずは、投資先としての新興国の信用面から考察する。

資金余剰主体にとって優れた投資先の一つの条件は、資金があれば、より大

大きく、より安定的に成長できる見込みのある経済主体である。その点で新興国はどうか。

2014年の経済成長率を前年比 GDP で比較すると、中国で前年比 7.3%、マレーシアで前年比 6.0%。対して日本は-0.05%。ⁱⁱ勿論、GDP 自体には大差が生じているが、毎年市場規模が拡大している新興国は、優れた投資先の条件を満たしていると言える。

金融のグローバル化によって、先進国の資金余剰主体は、より多くの資金不足主体に投資先を選定する事が可能になり、優れた投資先と考えられる者が増加する。その一つとして新興国の存在がある。地域的な垣根を越えて、相互に利益を求める事が可能になるのである。

当然、グローバル化により資産運用のリスク分散も果たされる。一地域に資産を集中した場合と比較して、有事の際の損害が小さい範囲に抑えられる。投資家は勿論、多国籍企業にとってリスクマネジメントは重要な分野である。

以上のように、先進国にとっても利益を追求できる。金融のグローバル化が齎す繁栄は、新興国、先進国の双方に享受されるもので、決して負の面より小さいとは限らない。諸個人の自由な経済活動が幸福を齎すのである。

20

25

30

アジア金融事情

5

はじめに

21世紀に入ってからのアジア新興国の経済成長は、世界を震撼させた。それまでの常識を大きく覆し、経済上・政治上での立場は相当な上昇を見せている。中国は日本を抜き、今や世界第二位の経済大国となった。東アジアは域内分業による発展によって、世界の生産拠点としての地位を得た。最早、アジア新興国の存在なくしてグローバル化を語る事は不可能であろう。本章ではアジア新興国に焦点を定め、金融のグローバル化における彼等の役割を再考し、今後の金融についての考察材料を発見する。

15

第一項 グローバルに存在感を強めたアジア新興国

アジア通貨危機当時の世界経済は日米欧の先進国がリーダーシップをとっており、「進んだ日米欧」と「遅れたアジア」といった図式で見られがちであった。グローバル的な課題を検討する場合はG7であり、金融・経済の課題はIMFの活用などのいわゆるワシントン・コンセンサスに基づく欧米主導の手法に依存していた。ASEAN地域等は前時代的なクローニーキャピタリズムが支配する後進的地域と見なされ、中国は相も変わらず眠れる獅子と考えられていた。アジアの成長は名目経済も実体経済も欧米に依存していて、その金融体制は歪んでいて脆弱性のあるものであった。従って、ひとたび急激な資本の流出が発生すると成す術がなく、危機後の対応はIMFスタイルに従わざるをえなかった為、各国はIMFの支援プログラムを受け入れた。

だが、1997年危機後、周知の通りアジアでは金融システムの強化と長期的成長を目的として様々な検討が実施された。国際政治、経済レベルの違いから単純には進みにくい性格をもっていたが、そうした環境下においても各国の域内

金融システム強化への意思は強く、チェンマイ・イニシアティブ以降は、債券市場の構築を中心とする試行が成果を挙げてきた。21世紀からのアジア新興国の台頭は記憶に新しい。

2008年危機では、アジア新興国の存在が著しく高まった。グローバル危機の解決には、先進国と新興国グループが協力して対応策の策定・実行にあたるべきであるとの認識が国際標準の判断軸になり、G20諸国が危機対応に協調した。1997年危機と比較すると国際社会の勢力図は大きく変動しており、中国などの新興国の動向が先進諸国にとっても目を引く場となっていた。

その理由としては、一つ目は新興国の経済力が著しく高まり、国際政治上の発言権が強まった事、二つ目は2008年危機が米国発であり、欧米型金融の破綻を原因としたものであった事、三つ目は危機からの回復には、世界経済の原動力となっている新興国の存在が大きい事、四つ目は新興国の経済成長は先進国の消費に支えられており、実体経済危機に及ぶと新興国経済への甚大な影響も免れなかった事、五つ目は現在の経済が、多くの分野において高度な情報・取引・決済システムの発展によって、国境を越えた経済活動が行われており、新興国・先進国が入り乱れて参加している事、つまりグローバル化の時代である事だ。

例えば、2009年に開催されたロンドンG20金融サミット会合では、金融規制の強化、タックスヘイブンの監視強化、新興国支援の為の多国籍開発金融機関からの支援強化、貿易金融への支援強化と保護主義の回避などが議論された。アジア域内国はこうした国際会議で重要視されつつあり、グローバルな金融システムへの発言権は着々と増している。

2015年9月の米連邦公開市場委員会(FOMC)では、金融政策の据え置きが決定した。利上げの可能性についての議論がなされたが、「最近の海外経済と金融市場の動向が、米国の経済活動を抑制するかもしれず、さらに短期的にはインフレ率が一段と押し下げられる見込みである」(声明文)との判断から様子見が決まった。みずほ総合研究所首席研究員の小野亮氏は、この決定は新興国、特に中国経済に対する金融市場参加者の不安感が源泉であると見ている。つまり、米国の金融政策が新興国次第になっているのである。

アジア新興国の存在は、グローバル金融・グローバル経済にとってもはや無視

できない状況である。金融のグローバル化を論ずるにあたって、新興国の存在を取り上げずに考察する事はあり得ないと我々は考える。ワシントン・コンセンサスの終焉にあたり、今後の金融を主導するプレイヤーの一部としてアジア新興国も考慮する余地は十分にある。

5

第二項 進展する中国人民元の国際化

10 米国発の金融危機により世界経済が大きく混乱し、ドルの単一基軸通貨制を見直すべきであるという主張も聞かれるようになった。一方、中国の世界経済におけるウェイト拡大により、中国人民元の重要度が高まりつつある。

2009年4月、ロンドンでのG20の開催直前に中国の中央銀行である人民銀行の総裁が一種の「主権通貨を超える準備通貨」という概念を提唱して、将来、現在の基軸通貨である米ドルを徐々に代替していくという案を世界に提案した。
15 また、中国当局は国際市場で人民元が果たす役割を高めようとしており、同国政府は国際通貨基金（IMF）に対して、ドルやユーロ、英ポンド、円と同様に人民元を特別引出権（SDR）の構成通貨に加えるよう働きかけている。国際銀行間通信協会（スイフト）がまとめた統計によると、2015年8月には、人民元が貿易や対外投資の決済に使われる通貨として、単月ベースで初めて日本円を
20 上回り、国際決済通貨第4位の座を獲得した。

本項では、中国人民元の国際化の程度と将来の展望に関して考察していき、その重要度を確認したい。

ある国の通貨が、国際通貨になるかどうかを判断する基準は多様であるが、川村氏（2009）によると、「米ドルや日本円などの国際通貨を参考にすると、
25 具体的にはおよそ次の6つに分けられる。まずは①通貨の国際貿易での割合。②通貨は国際間の清算機能を果たせること、即ち金と同じような支払機能を持つ事。③通貨の国際直接投資での割合。④通貨の国際準備総額での割合、即ち資産保有の機能を持つ事。⑤通貨の国際貸付での割合。⑥通貨の為替市場への
30 関与を手段とする機能、即ち為替政策での準備基金としての機能を持つかどうか。」と述べている。

また、関氏（2009）は、「21世紀に向けた円の国際化」のなかで円の国際化に関する定義を参考にして、人民元の国際化については、「クロスボーダーの取引及び海外での取引における人民元の国際化の使用割合あるいは非居住者の資産保有における元建て比率が高まっていく事であり、具体的には国際通貨

5 制度における人民元の役割の上昇、および經常取引、資本取引、外貨準備等における人民元のウェイトの上昇と考えられる」と述べている。

まとめると、中国が人民元を国際化するには、国内外で元に対する信用を高める一方、従来国内貨幣として使われている交換手段、計算単位、保有手段という3つの役割を国際通貨体制において、媒介通貨、表示通貨、保有資産としての役割を果たせるのかと考えられる。そのプロセスとして考えられるのは、

10 元の国際貿易での使用の拡大、元による金融商品・金融市場の創設、アジア周辺地域での国際決済通貨になる事である。

これらから考えると、中国人民元の国際化レベルは未だ初期段階である。元の外国為替市場で当局の管理下に置く変則的な変動相場制を続けているほか、

15 国境をまたぐ資本勘定の取引も自由化されていない。制度的には他の国際通貨を比較すると、未熟である面は大きい。

しかしながら、1978年からの改革開放路線により、人民元の国際化を促進する有利な条件は整いつつあると考える。現在、中国は世界二位の経済大国に成長し、その国際貿易額はGDPの3分の2を占め（2008年）、外貨準備高は日本

20 のおよそ3倍もの額で、世界一位である（2014年）。また、この30年間に、中国は全国統一コール、外国為替、投資信託などの市場を充実させ、近年の証券市場の成長は顕著である為、人民元の国際化には好条件が並んでいる。国外にむけた経済成長構造と巨大な外貨準備は、人民元の本格的な国際化を有利な方向へ向けている。また、米ドルの信用低下によって、人民元の国際社会での

25 信用度は相対的に高まり、アジア域内のみならず、ロンドンでの人民元取引拡大もある。既に中国の隣接国あるいは隣接地域では、国際決済通貨として主な流通通貨ともなっている。これらの地域では近い将来、保有資産としての役割も果たすと考えられる。

以上から、中国人民元の国際化に関して、現段階ではその程度は低いが、必然的に進行していくものであると考える。つまり、金融のグローバル化にお

30

る人民元の役割は重要で、これからの中国の動向に注目せねばならない。

おわりに

5 本論文のテーマである金融のグローバル化について私見を述べた。このように、金融のグローバル化とは、金融危機の範囲が一国にとどまらず、広範囲に影響を与えるといった負の面を有しているが、新興国の成長に寄与し、先進国がその恩恵を得るといった世界経済に多大な便宜を齎している。

10 このような便宜を安全性の維持などによる規制強化によって、縮小させてしまふのは必ずしも効果的だとはいえない。したがって、世界で統一した金融システム及び金融規制は各国の多様な金融システムを考慮すべきであって、厳しくすればいいというものではない。前述した通り、過度にグローバルな規制をかけるのではなく、低位に設定し、各国の金融当局にあった規制をかけるべきである。

15 最後になるが、今後金融のグローバル化が今まで以上に発展し、各個人がそれを享受することによって、より豊かな世界へ成長し続ける未来を我々は願望する。以上を以て、本論文を終えたいと思う。

20

参考文献・参考サイト

鳥谷一生ほか（2013）『グローバル金融資本主義のゆくえ-現代社会を理解する経済学入門-』ミネルヴァ書房

花崎正晴ほか（2013）『金融システムと金融規制の経済分析』勁草書房

25

リーマン・ショック以降の金融規制改革などの動向:預金保険機構

<https://www.dic.go.jp/katsudo/chosa/kaigaijijo/doko.html>

岩田規久男（2008）『テキストブック 金融入門』東洋経済新聞社

国宗浩三・久保公二（2004）『金融グローバル化と途上国』アジア経済研究所

30 邦銀のアジア展開—邦銀の東南アジア進出と企業の財務戦略—

(http://www.apir.or.jp/ja/research/files/2014/04/2013_kinnyuu_report2.pdf)

<2015年を読む>人気ガタ落ちの新興国債券ファンド、中・長期なら高パフォーマンス//モーニングスター

(<http://www.morningstar.co.jp/msnews/news?rncNo=1473724>)

- 5 岩田規久男 (2008)『テキストブック 金融入門』東洋経済新聞社
国宗浩三・久保公二 (2004)『金融グローバル化と途上国』アジア経済研究所
寺西重郎ほか (2008)『アジアの経済発展と金融システム (東南アジア編)』東洋経済新報社
川村雄介 (2010)『アジア証券市場とグローバル金融危機』日本証券経済研究所
- 10 所
関志雄 (2009)『本格化する人民元への国際化への模索』
(<http://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/index.htm>)
「ロンドンなら夢でない」人民元国際通貨に現実味－習国家主席が訪英
-Bloomberg(<http://www.bloomberg.co.jp/news/123-NWI3CR6JIJV001.html>)
- 15 米国金融政策は新興国次第となってしまった|オリジナル|東洋経済オンライン|新世代リーダーのためのビジネスサイト
(<http://toyokeizai.net/articles/-/85148>)

ⁱ http://www.apir.or.jp/ja/research/files/2014/04/2013_kinnyuu_report2.pdf
P.1 - 4 参照

ⁱⁱ世界の経済成長率ランキング－世界経済のネタ帳
(http://ecodb.net/ranking/imf_ngdp_rpch.html)より