

平成27年度

『証券ゼミナール大会』

第四テーマ

金融のグローバル化について

5 Bブロック 西戸ゼミナール

10

15

下関市立大学 西戸ゼミ

# 目次

	序章	p3
	<b>第一章：金融のグローバル化とは</b>	
	第一節 戦後金融体制の変遷	p4
5	第二節 1970年代からのグローバル化の進展	p5
	第三節 リーマンショック後の金融政策の変化	p7
	<b>第二章：金融のグローバル化の進展</b>	
	第一節 金融商品の多様化	p9
	第二節 B R I C s の台頭	p14
10	<b>第三章：金融のグローバル化の行き詰まり</b>	
	第一節 グローバル金融危機の誕生	p16
	第二節 サブプライムローン問題について	p18
	第三節 欧州債務危機	p23
	<b>第四章：必要とされる対応策</b>	
15	第一節 銀行規制	p27
	第二節 各国金融機関の協力を土台とする情報開示	p29
	第三節 過度の信用創造の抑制	p30
	終章	p34
20	参考文献	p36

## 序章

世界の経済成長をリードし、産業として大きな付加価値と雇用を生み出して  
いたはずの金融の失敗は、2008年秋をピークとした世界的な金融システム  
の混乱の中で、いくつもの市場が打撃を受け、多くの銀行が巨額の損失を計上  
5 して公的介入を不可避とし、各国経済に深刻な景気後退をもたらした。また、  
危機を繰り返さないための国際ルールについても、いくつかの新たな仕組みが  
導入に向けて準備されているが、同時に多くの課題も提起されている。

このような世界経済情勢を背景に、グローバル金融危機の過程で問題となっ  
た金融システムの不安定性をもたらす調節構造やつながりの問題に着目し、金  
10 融のグローバル化について述べていく。

第一章では、戦後の金融体制の変遷やリーマンショック後の金融政策の変化  
など、歴史的な視点から金融のグローバル化が世界の金融システムにどういっ  
た影響を与えてきたかを説明していく。

第二章では、第一章の内容を踏まえて金融のグローバル化の進展による外貨  
15 建て金融商品の多様化、複雑化と証券化やその仕組みについて説明する。また  
金融商品の多様化や発達によるメリット、BRICsの経済成長などについて  
述べていく。

第三章では、金融のグローバル化が引き起こした、サブプライムローン問題  
や債務危機を詳しく扱い、これらが市場の混乱につながった原因を整理する。  
20 2000年代後半に始まった金融危機の大きな特色は、その影響が短い間に市  
場、業態、国境を越えて広がっていった点にある。この広がりには伝染効果と言  
われ、外部性の問題とも捉えられている。

第四章では、その金融のグローバル化が起こす金融危機への具体的な対策を  
記述していく。第一に銀行規制を取り扱い、第二に情報の非対称性の解消につ  
25 いて取り扱い、第三に過度の信用創造の抑制について取り扱うこととする。

## 第一章 金融のグローバル化とは

この章では、現代社会の金融システムの成り立ちについて記述していく。  
30 そもそも金融のグローバル化とはなにか。それは、世界規模での資本移動の活

発化のことであると我々は定義する。以下、その世界規模での資本の移動する仕組みの変遷と、その資本移動が変化していった歴史についてこの章では記述していくこととする。

## 5 第一節 戦後金融体制の変遷

1944年7月、第二次世界大戦の連合国の代表がアメリカのブレトンウッズに集まり戦後の国際通貨システムについて話し合った。これによって調印されたのがブレトンウッズ協定である。これは、国際通貨基金（IMF）と世界銀行（IBRD）からなる。この協定によって生まれたシステムをブレトンウッズ体制と呼ぶ。この体制が現在の国際金融体制のおおもとになるシステムである。

ここで成立したIMF協定には三つの原則がある。一つ目は固定相場制による為替レートの安定である。これは、各国が金との交換が可能なドルとの交換比率を定めその上下1%以内の上下幅に固定するものである。二つ目は通貨の交換、つまり為替の自由化である。ただし、この協定で為替の自由化を規定しているのは経常取引（貿易などの取引）のみであり、資本取引（投資などの取引）は原則的には規制されている。三つ目はIMFによる短期資金の供与である。これは、加盟国が固定相場の維持や、為替管理の撤廃という義務を履行する結果一時的に生じる国際収支の赤字は、加盟国の出資額に応じて、IMFから短期的に資金が融資されるというものである。ただし、この資金の供与を大規模に受ける場合は様々な緊縮策を行う義務が生じることになる。

そして、IMFが、短期資金を融資する機関であるのに対して、世界銀行はもともと戦後の西欧諸国に長期資金を融資する機関であった。しかし、資金力が十分ではなかったため、その役割はアメリカの取ったマーシャルプランによってかわられた。そしてその資金の受け入れ機関をベースに生まれたのがOECDである。そして、その後、世界銀行は発展途上国の開発のために長期資金を融資する機関としての役割を果たしていくことになる。

IMF体制において、ドルは基軸通貨として国際的な取引に使用されると同時に、金とともに外貨準備として保有されていた。そして、当時のドルは金との交換が可能であることによって価値が担保される金ドル本位制であった。そして、他国がドルを基軸通貨として受け入れたのもアメリカが巨大な経済力を

有し、世界の金の大半を保有していたからである。この金ドル本位制では、国際取引が拡大するためには金、もしくはドルが供給され続ける必要がある。しかし、ドルが世界に供給され続けるということはアメリカの経常収支が赤字であり続けるということでもある。そして、ドルを得た各国は金との交換を要求すればアメリカの金は減少し、金交換が保証されなくなりドルへの信認が低下する。こうしたジレンマを流動性のジレンマという。そして、経常収支が赤字である中でドルと金との交換が難しくなったアメリカは金とドルの交換を停止した。これがニクソンショックである。

その後、スミソニアン合意によって固定相場の変更と相場の変動幅の拡大が行われた。しかし、その後もドル不安は続いたため、各国は変動相場制へと移行していった。そして、その後はサミットなどで相場をある程度決定する政策協調の時代に移行していった。

## 第二節 1970年代からのグローバル化の進展

この時代の世界経済は、オイルマネーとニクソンショックを起点にして変動することになる。

先ほど記述した通り1971年8月15日にアメリカは金ドル交換停止を宣言した。これがいわゆるニクソンショックである。これにより世界は変動相場制に移ったわけであるが、変動相場制への移行当初、各国では国際収支の不均衡は為替レートによって調整され、各国は国際収支に制約されることのない自律的な経済政策が行えるようになることを期待されていた。しかし、現実には、為替レートは短期的に大きく乱高下するとともに、長期的にも経済の基礎的諸条件からは乖離したものとなっていった。こうした変動相場制の欠点を是正するために、各国では、他国と協調して経済政策を行うことの重要性が認識され始めた。

特に、1985年のG5による「プラザ合意」以降、国際収支の不均衡の是正や、為替レートの安定を目指す政策の協調が定着してきた。プラザ合意の最大の目的は、1980年代前半の「レーガノミックス」によって拡大した財政収支の赤字と貿易収支の赤字という「双子の赤字」のうち、貿易収支の赤字を縮小するために、各国が為替市場に積極的に介入してドル高を是正することで

あった。レーガノミックスが生み出した「高金利・ドル高」は、多額の対外債務を負っている発展途上国にも深刻な影響を与えることになった。特に、ラテンアメリカ諸国に広がった「累積債務問題」は1980年代の国際通貨システムを揺るがした問題である。

- 5 このラテンアメリカ諸国で広がった累積債務問題であるが、原因は1970年代のニクソンショックとオイルショックにより行き場を失った先進国の資本が資源の豊富なラテンアメリカ諸国に流れたことである。この流れ込んだ資本によりにラテンアメリカ諸国は同時期の先進工業国を上回る成長をとげた。しかし、同時にラテンアメリカ諸国の1975年当時の対外債務総額は685億
- 10 ドルであった。それが78年には1509億ドル、81年には2754億ドル、債務危機発生時の82年には3184億ドルへと急上昇することになった。これがアメリカのドル高・高金利によって返済が困難になったことが累積債務問題の原因である。

- また、プラザ合意以降の円高は日本経済にも様々な影響を及ぼした。第一は、
- 15 日本の産業構造に変化を与えたことである。円高によって輸出が不利になった産業は、海外での現地生産を拡大した。これは、アジア諸国の経済成長の原動力になるとともに、日本の製品輸入を増やすことにもなった。第二は輸出主導型の経済を内需主導型に転換しようとしたことである。しかし、内需を拡大することを狙って行われた当時の金融緩和政策は、超低金利時代をもたらした。
- 20 これにより日本の不動産価格や株価は上昇し日本経済は空前の好景気になった。いわゆるバブル景気である。

- また、国際的な資本移動も変動相場制への移行によって拡大していった。これもまた金融のグローバル化の一つの現象である。そして、なぜ変動相場制が資本の移動を活発化させたかといえ、為替レートの変動期待によって投機資
- 25 金が活発になり、為替の変動リスクを回避するためのヘッジ取引も盛んになったからである。変動相場制への移行以降、先進工業国では資本の自由化が進み始めた。カナダ、西ドイツ、スイスでは1973年のうちに、アメリカでは1974年、イギリスでは1978年、日本では1980年、フランスとイタリアでは1990年、スペインとポルトガルでは1992年に資本の移動が自由
- 30 化された。さらに、国際的な資本移動は金融のグローバル化によって飛躍的に

拡大した。それは第一に、これまで資金が流れにくかったラテンアメリカ諸国や東アジア諸国が新興市場としてグローバルな金融市場に統合されたためである。

さらに、金融のグローバル化はその後の1990年代からの冷戦終了による東側経済の開放などによって加速していった。また、1990年代にはアジア諸国ではIMFの8条国への移行が相次ぎ、現在ではIMF加盟国の約八割が8条国に移行している。(インドネシア・韓国1988年、タイ1990年、フィリピン1995年、中国1996年)。このような形で、これらの国は「貿易の自由化」を果たしたあと、直ちに「資本の自由化」もめざした。海外からの資金調達の円滑化をめざしてすでに国際金融センターの地位を獲得した香港やシンガポールに加え、マレーシアやタイなどがオフショア市場の育成に努めるなど、資本の自由化を進めている。

また、この時期に該当国の金融市場に非居住者が参入する場合である伝統的国際金融市場(三大金融市場であるロンドン市場、ニューヨーク市場、東京市場など)とは別のユーロ市場が規模を大きく拡大させることになる。このユーロ市場というのは、日本の銀行がロンドンの銀行からドルを調達するほか、日本の企業がロンドンでドル建て社債を発行するといった金融取引を行う市場である。この取引をユーロ取引という。このユーロ市場の発展の第一の要因は、アメリカが資本の流出を避けるために多数の規制をかけていたのに対して自由な市場であったからである。これによってアメリカより高い預金金利と低い貸出金利に設定でき薄利多売で市場規模が拡大していった。

そして、第二の要因はオイルショックによりながれてきたオイルマネーである。このオイルマネーはこの後ラテンアメリカ諸国に流れ、この地域が高い経済成長を遂げる一因にもなった。

そのころになると先ほど述べたように主要先進国では基本的に資本の移動の自由化が完了していた。これもグローバル化の進展一因にもなった。

また、金融工学の発展による金融派生商品であるデリバティブ、ヘッジ取引、証券化など金融の手段も多様化していった。これらは、レバレッジを効かせやすい。このレバレッジというのは少ない資金で大きな利益を得ることである。たとえば、デリバティブの取引では金融商品の「売る権利」や「買う権利」が

取引の対象であるためわずかな額の購入費(オプション・プレミアム)を支払うだけで大きな取引を行うことができる。これがいわゆるレバレッジ効果である。このような取引は、富の拡大という正の側面を持つ一方で、近年、負の側面によってリーマンショックなどの金融危機を引き起こされるようになっていった。

5

### 第三節 リーマンショック後の変化

金融のグローバル化により金融危機は即座に世界中に伝搬するようになり、それがリーマンショックのような世界的な恐慌を招くことになった。

このリーマンショックであるが、その原因になったのはサブプライムローン問題であるので、まずこのサブプライムローン問題について述べていく。米国の住宅価格はアメリカ同時多発テロ以降の景気刺激策により上昇していた。ローンを組み住宅を購入すれば、ローン金利以上に住宅価格は上昇し、資産価値が高くなるため人々は住宅購入に走り金融機関は融資を競い合った。また、アメリカの住宅ローンはノンリコース型といい、金利は高いが借り手が返済不能になった場合でも、住宅を手放せば借金も帳消しになるシステムである。そのためプライム(優良)層だけでなく、過去に延滞歴があるなどのサブプライム層にまでさまざまな優遇ローンを提案し、貸し付けを行った。しかし、米金融当局は、同時多発テロの後遺症から景気も立ち直り、インフレ懸念がではじめたことから金融の引き締めを行い、それにより住宅金利は上昇した。そのため、05年後半から住宅価格は下降し始めローンの焦げ付きが起きるとともに、ローン会社が倒産し始めていた。これが表面化するのが07年の夏ごろである。また、このサブプライムローンは証券化という形で様々な金融商品と組み合わせられてしまっていたため、被害がどの程度のものになるか見当もつかない状態に陥ってしまった。これがサブプライムローン問題により引き起こされたサブプライム危機である。

さらに、この危機によって世界中から資金の引き上げが行われ景気が悪化、さらにその金融危機によってハイレバレッジの取引を行っていた投資銀行は莫大な損失を被り、その中の大手投資会社であるリーマンブラザーズが08年に倒産し、アメリカ経済への信認すら疑われる金融パニックが引き起こされ、世界は深刻な不景気に陥った。これがリーマンショックといわれる事象である。

30



また、その二年後には欧州債務危機が発生してしまった。これは、ギリシャの政権交代によって財政の粉飾決算が暴露されることで発生した。このギリシャの財政危機の中でその他の南欧諸国いわゆるG I I P sと呼ばれる国々の信用問題にもつながりその経済規模の大きさから欧州全体の危機、ひいてはリーマンショックから立ち直れていない世界経済にも深刻な影響がある危険性がでてきた。これがいわゆる欧州債務危機である。

しかし、戦前の世界恐慌の教訓により世界経済のブロック化や国際関係の悪化などは未然に防がれ、世界恐慌時のようにアメリカのG D Pが半分になるような事態は防がれることになった。また、リーマンショック後、世界各国では金融部門への引き締めを強化するとともに規制の強化が行われることになった。この中でグローバル化による富の拡大を維持しながらも、危機が起きた際も経済へのダメージを最小化できるよう各国では様々な規制や対策が模索されていくことになる。

## 15 第二章 金融のグローバル化の進展

この数十年、先進国を中心に金融のグローバル化は急速に進み、国境を越えた資本や労働力の移動が活発化していった。国家という枠組みにとらわれず投資が行われるようになることで、より効果的に余剰資金の再配分が行えるようになったのである。さらに、金融システムや制度が変容していく中で、金融市場のあり方も変わっていき、以前は投資家や証券会社などの一部の専門家のみで成り立っていた金融市場が、一般庶民にとっても身近なものとなっていった。

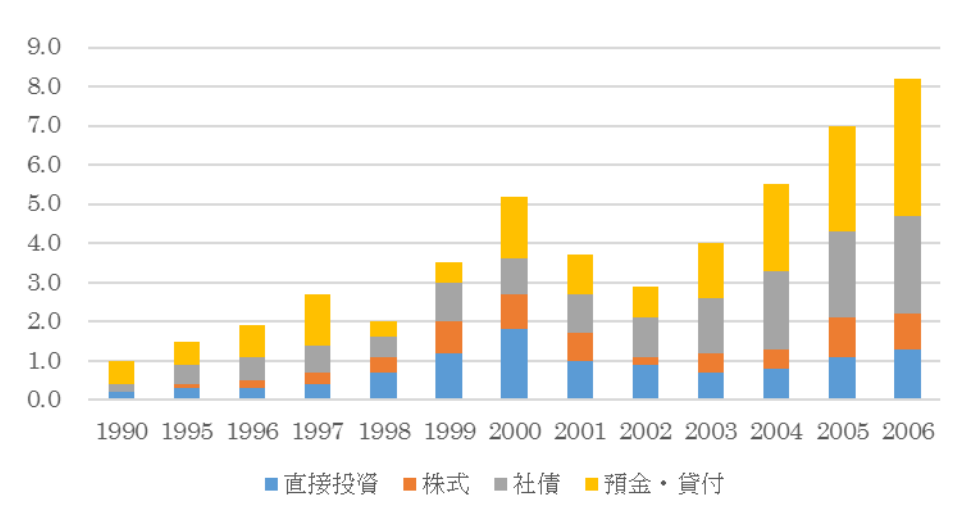
金融のグローバル化が進んでゆくことにより、社会には何がもたらされたのだろうか。本章では、その一部を紹介する。

### 25 第一節 金融商品の多様化

今日、金融市場には多様な金融商品が存在しているが、その中には金融のグローバル化によって登場したものや発展していったものも数多く挙げられ、それらは、国境を越えた資本移動を活発化させている。下の図は1990年から2006年にかけての資本移動の推移を表したものである。2001・2002年時には大きな下落を見せたものの、全体の流れとしては資本移動の額は増

加の傾向にあり、金融のグローバル化によって金融取引が活発化していることが読み取れる。

(図1) 資本移動の推移 単位(兆ドル)



5

#### 国際金融・資本市場の発展と世界経済

(出所) (<http://www.meti.go.jp/report/tsuhaku2008/2008ho>)

このように、金融のグローバル化が進むにつれ、国境を越えた資本移動の額も急増していき、先進国から発展途上国への投資による資金の流れはもちろん、BRICsなどの新興国や資源産出国から先進国へむけた資金流入も活発化していくこととなった。このように、資金フローが双方化、多様化していくことによって、債券や株などの従来の金融商品に加えて、新たな金融派生商品が発生した。本章では、デリバティブ商品、外国債券、外貨預金、外貨建てMMFといった、金融のグローバル化の中で発展していった金融商品の4つの例を紹介し、それらがもたらしたものについて解説していく。

まず、デリバティブ取引についてである。この取引で扱うデリバティブ商品とは、既存の金融商品の取引をさらに商品化したもので、代表的なものにスワップ(金利スワップ、通貨スワップ)、オプション、先物などが挙げられる。デリバティブ商品の最大の特徴は、原資産や取引種類ごとの多種多様性であり、利用者は自分のニーズに合った商品を選ぶことができることである。そして、デリバティブ商品を利用することには多くのメリットがある。まず、自由度の

20

高い取引が可能となることである。デリバティブ商品の導入は、従来のやり方では不可能であった取引を可能にした。デリバティブ商品の持つ取引形態の多様さによって多くの人々のニーズを満たすことができるので、金融市場への参加者の増加や金融取引の増加を招くことになった。また、デリバティブを利用

5 することで、為替変動によって受取額が変動するリスクや株式や債券の価格変動リスクを回避することができる。例えば、フォワード取引で10万ドルの外貨を1ドル100円で交換する取引のように、取引額と交換比率をあらかじめ決めておけば、為替相場どう変わろうとも受取額は変わらない。通貨オプションにおいては、先ほどの例の取引を行う権利を持っている場合には、実際の為

10 替が1ドル=120円になったとしても、権利を放棄し、実際のレートで交換するということもできる。このような機能は、リスクを防ぐ垣根ということで、ヘッジ(Hedge)機能と呼ばれている。そして、デリバティブ取引はオフバランス取引である。オフバランス取引というのは、企業の財産状況を表す「貸借対照表」(バランスシート)に計上されない取引であることである。デリバティブ取

15 引における、一定期間後に売買を行う契約や、オプションの元々の取引は実際に行使された後にバランスシートに計上されることになる。このように、デリバティブ取引はバランスシートに表われないため総資本利益率は高くなる。総資本利益率は、企業の持つ総資本の運用が効率的になされているかを表しており、企業の収益効率を示す指標として使われることが多い。さらに、デリバテ

20 ィブ取引にはレバレッジ効果が備わっている。レバレッジ(leverage)とは、テコの意味で、デリバティブ取引において、少ない資金で多額の投資ができることを表している。具体的には、取引金額の3%の委託証拠金があれば取引ができるので、手持ち資本金の33倍以上の取引が可能である。この仕組みが、少数の資金しか持たない投資家の市場への参入を可能にした。そのことが金融市

25 場参加者の増加をもたらし、市場規模の拡大や取引の多様化を実現していった。そうなることで、金融取引の件数が増加し、金融市場の資本移動が活発化していったのである。

このように、金融市場に大きな変革をもたらしたデリバティブ商品であるが、その起源は古く、金融のグローバル化が始まるはるか前から存在していた。し

30 かし、金融の自由化・国際化が進むにつれ金融市場が急速に発展していったこ

とに近代の通信技術やコンピュータの技術も進歩も重なり、さまざまな需要を満たすことができるデリバティブのような金融商品の存在が必要とされるようになっていった。また、金融のグローバル化によって、為替や株価、金利の変動が激しくなっていったことにより、それに対するリスク回避の手段も必要不可欠なものになっていった。そこで、デリバティブ商品のもつリスクヘッジ機能がその役割を果たし、デリバティブへのニーズが高まっていったのである。さらに、オフバランス取引であるため、限られた資本を効率的に活用することができることで注目を集めた。このように、世界的な金融市場の拡大や取引の複雑化に加え、リスクの高まりなどを背景に1970年以降の市場変動の高まりがデリバティブ商品の発達をもたらしたと考えられる。

その後もデリバティブ商品は発展・普及していき、2000年代にはアジアにおけるデリバティブ業務が注目を浴びるようになった。アジア諸国の中にはデリバティブ業務が制限されるケースが多々あるが、その規制が見直される動きもみられる。たとえば、中国政府は2004年に、デリバティブ市場を外資系銀行に開放するという方針を打ち出し、みずほコーポレート銀行や東京三菱銀行などの日米4行の参入を許可した。その目的は、外銀を通じた最新の金融技術の導入であった。

次に外国債券について解説する。外国債券とは、発行者、通貨、発行場所のいずれかが海外の債券であることを示す。基本的な仕組みは国内債券と同じであるが、債券が発行される国の信用度や金利動向、為替相場などの影響を大きく受ける。外国債券は分類として、外貨建て外国債券、自国通貨建て外国債券、二重通貨建て外国債券が挙げられる。債券投資を行うにあたり、利回りや安全性の面で自国債券を上回る外国債券があれば、それらを投資対象に選択することで、より安全で収益性の高い資産運用が実現できる。また、海外との為替差益に期待できることや、自国のインフレーションの影響を受けにくいことも大きな魅力である。このように、外国債券への投資は、自国の債券へ投資するだけでは得られないメリットを享受することを可能にしているのである。

そして、外貨預金についてであるが、外貨預金とはその名の通り外国通貨で預金を行うことである。外貨預金は、資産を金利の高い外国通貨で預金することによって、円預金よりも高い金利を得ることができる。また、分散投資によ

ってリスクを分散することが可能で、円の価値が下がったとしても資産の一部を外貨として保有しておくことで、資産価値の減少を抑えることができる。

最後に外貨建てMMFについて説明する。MMF (Money Management Fund) とは、極めて安全性の高い債券を中心に投資信託として運用しているが、外貨  
5 建てMMFとは、通貨表示が外貨のMMFである。また、外貨建てMMFは為替差益が非課税で、為替スプレッド（売却時と購入時の為替レートの差）が小さいので、低コストで外貨投資を行うことができる。

これらの金融商品の出現によって市場および人々の資産運用に何がもたらされたのであろうか。その代表的なメリットを3つ紹介する。

10 まず、市場参入の活発化である。金融商品が多様化し、人々の多くのニーズを満たせるようになったことで、大規模投資家やファンドなどの専門家以外の人々、つまり、金融市場でのビジネスを職業としていない人々でも金融市場に参加し、そのメリットを受けることができるようになった。つまり、人々と金融市場の距離が近づいたのである。さらに、それによって、これまでは貯蓄に  
15 回されるだけであった、人々の余剰資金が金融市場で回りはじめ金融市場が活性化していくのである。

次に、資金フローの活発化である。金融市場の規模が拡大することで、より多くの資本が集まり、市場投資が活発化していく。そこで回収された余剰資産の再配分を適切に行うことで、必要としている者に資本が行き届きやすくなり、  
20 経済全体の発展につながるのである。

そしてリスクの回避である。もし、金融商品を利用せず、自国通貨の預金のみを資産として保有していれば、為替変動やインフレーションによる資産への影響が大きく、資産の価値を大幅に下げってしまう恐れがある。しかし、外国債券や外貨の預金を保有していれば、一国の通貨にインフレーションにより価値  
25 が下がってしまった場合や、為替相場の影響で自国通貨が相対的に価値を下げてしまった場合でも、資産全体へのダメージを減少させることができる。

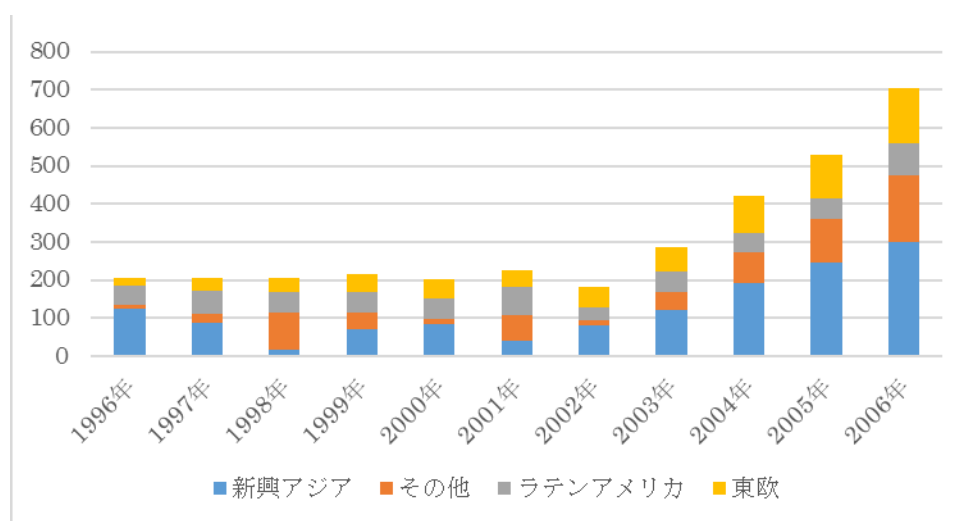
このように、金融商品が多様化したことで、金融市場の参加者が増加し金融市場の発展にもつながっていったのである。

## 第二節 BRICs の台頭

次に、金融のグローバル化による経済発展の例を紹介する。

- 金融のグローバル化によって、国境を越えた資本移動が活発化していき、国家の枠に囚われずより効率的に余剰資本の再配分ができるようになり、先進国から発展途上国への投資が盛んになっていった。図2はその推移を表すものである。

(図2) 新興国向けの資金フローの推移 単位(10億ドル)



- 10 (出所) 世界経済の一体化と多極化

<http://www.meti.go.jp/report/tsuhaku2008/2008honbun/html/i1110000.html>

- 15 また、多くの発展途上国で、規制緩和によって外国資本や外国法人、又は外国人が多くの出資を行っている外資系企業を積極的に導入していく動きも多く見られるようになった。外資を積極的に導入することで、最新技術や外国資本を国内に取り入れ、国内産業の発展を図ることが大きな目的として挙げられる。

外資によって発展した国や地域はいくつか存在するが、その1つの例として、本節ではBRICsについて紹介する。

- 20 BRICsとは、ブラジル、ロシア、インド、中国の英語の頭文字をつなげた造語で、中長期的に高成長が期待できる有力新興国のことをさす。名づけ親は、米国の投資銀行ゴールドマン・サックスである。

2000年代初頭、好景気を反映して、BRICsの株価は急上昇した。その恩恵を受けようと、日本では中国株やインド株の投資信託が相次いで設定された。また、新たにBRICsを組み込んだ贅沢なファンドも登場し、人気を集めることとなった。

- 5 BRICsの成長要因として、豊富な天然資源、豊富な労働力、外資の積極的な導入、購買力を持った中間層の台頭が挙げられるが、ここでは外資導入による成長について説明する。

BRICsは、産業基盤を整備しつつ、外資の導入を積極的に行った。なぜ、外資の導入は経済成長にプラスになるのだろうか。まず、外国企業が進出先で  
10 オフィスビルや工場の建設を行うため、それによって直接経済成長が押し上げられる。また、開発途上国は外資導入を通じて、経済発展を遂げた国や地域の最新技術等を吸収できるので、生産性も向上する。

このようなプロセスを利用し、BRICsは

15

**外国資本の増加→外国企業による輸出や投資の増加、生産性・技術水準の向上  
→企業収益の増加→雇用・所得環境の改善→一人当たりのGDP上昇**

というように成長することができた。

- 20 しかし、BRICsは元々外資導入を積極的に行っていたわけではない。かつてBRICsは国際競争力の弱い国内産業を保護・育成するために、外資の導入を抑制する政策を行っていた。そのことが、BRICsと同じように一人あたりのGDPの水準が低かったNIEsやASEANが高成長していく中で、BRICsが高成長することが出来なかった最大の原因であると考えられる。

- 25 その後、90年代に入り、BRICs各国は各種の規制緩和、市場自由化などで外資を積極的に導入する政策へと転換するようになっていった。その結果、BRICsにおける一人あたりGDPは成長していった。

- 30 統計的な因果関係テストの結果によると、インドでは、対内直接投資の拡大を受けて輸出や国内固定資本形成（企業の設備投資、住宅投資、公共投資）が促進され、その結果、生産能力が向上して一人あたりのGDPの拡大につなが

った。また、中国では国内固定資本形成の拡大と対内直接投資の拡大が輸出の増大を促したとみられる。

さらに、人口規模が巨大な B R I C s では、富裕層・ニューリッチ層の増加も見込まれ、また資本市場がそれほど発達していなかったため、各種の金融商品を取り揃えた先進国の金融機関にとって、B R I C s への進出は大きなビジネスチャンスとなった。

また、B R I C s の富裕層・ニューリッチ層の間では、余裕資金を株式投資に回す動きも強まり、投資が双方化していくことで、多くのキャッシュフローが発生するようになった。

10 このように、国境を越えた投資が発展途上国経済を発展させた。また、発展途上国は発展に伴い発生した余剰資本を他国への投資に回すことで、双方向的な投資関係が生まれ、国家間の結びつきも強いものとなっていくのである。そのようになれば、一国の経済や金融が危機的な状況に陥っても、打開策を協力して打ち出すことも可能である。

15

### 第三章 金融のグローバル化の行き詰まり

#### 第一節 グローバル金融危機の誕生

20 2000年以降、金融のグローバル化が世界範囲で急速に進むことに伴い、経済危機も多発するようになった。代表的な例として、近年起こったリーマンショックや欧州債務危機が挙げられる。では、なぜ経済危機が頻発し、しかも、一国で起きた危機を通じ、世界に波及するかについて、各事例を説明しながら、考察して行きたい。

25 まず、金融危機というのは、キンドルバーガーやミンスキーが指摘しているように、各経済主体が楽観的な見通しに支配され、バブルを発生させてしまったのち、小さな契機で経済が崩壊するまでのプロセスである。これは、世界の歴史の中で何度も繰り返されている。リーマンショックとギリシャ問題も同じシナリオだった。2000年のITバブルがはじけた後、世界経済は安定的な経済成長を迎えた。その成長期の中で、シャドバンキングや前章で考察した証券化商品の発達にもつながっていった。そして、この二つの金融の技術革新の

30



産物がその後の金融ショックの引き金となった。以下、それらの中身について簡単に紹介していきたい。

銀行や証券会社はデリバティブ商品を販売するプロセスの中で、リスクに関する情報開示が徹底されていなかったことが大きな原因になった。そして多くの投資家が適切な判断を下すことができないまま、非合理的な投資が大量に発生することになり、それもバブルの膨張に拍車をかけた。であるので、情報の非対称性を解決するため、金融規制を通じて、徹底した投資先の情報開示により、投資家が金融商品のリスクを十分把握できるようなシステムを作るべきである。

次に、シャドバンキングについてである。シャドバンキングとは、通常の銀行ではなく、投資銀行やヘッジファンドが証券化などを行うために設立した特殊な運用会社などの金融業態の総称である。経済成長による資金ニーズが急拡大する背景の中で、資金調達に関して、銀行と補完関係にあるとも言える。その多くが、資金調達の方法として、市場から短期債を借り入れ、流動性が低い長期性の資産を投資する仕組みになっている。この仕組みの下では、経済が順調に発展していけば、構造の問題は顕著化することはない。しかし、資産価格の暴落など大きな市場変動が起こると、資金の調達コストが高くなり、一気に資金ショートによる破産の可能性が高くなる。しかも、金融当局による監視下にないため、救済措置をとることも難しい。そのことによって、信用リスクが高まり、銀行セクターや金融市場にも伝播し、カウンターパーティ・リスクへの警戒によって、銀行間の資金取引も慎重になる。さらに、市場が流動性不足に陥るだけでなく、それに関わる家計部門や企業部門のような実体経済にも悪影響が及ぶことになる。

次に、証券化についてである。証券化とは、より広い資金のプールから資金調達を行い、リスクを分散したいという主体のニーズが、運用の多様化を求める投資家のニーズに合致し、リスク分散の仕組みとして大きく発展してきた。

証券化は、近代の金融工学の発展に伴い、複雑化する傾向がある。その典型的な例として、アメリカのRMBS（住宅ローン担保証券）というデリバティブ商品がある。この金融商品は、住宅ローンを裏付けると同時に、証券会社がリスクの異なる商品と組み合わせや様々なリスクやリターンのある商品をパッ

ケージし、アメリカのみならず、世界中の投資家に販売する形になる。それらは売れ残った場合、さらに、トランピングと呼ばれる優先劣後構造で仕分けられ、新たな商品を組成する再証券化が行われることになる。

5 これによってRMB Sのリスクが不可視化され、国際的な投資家は、格付けデータと予想利回りで判断せざるを得ず大量購入してしまうこととなった。

## 第二節 サブプライムローン問題について

### I、背景

10 アメリカは1991年から、2000年のITバブルの崩壊を境として、「ニューエコノミー」といわれる安定的な成長を実現した。そして、景気後退後の2002年から、また経済が持ち直した。その成長の要因は、個人消費の拡大と関係している。その個人消費の伸びは当時ブッシュ政権が取っていた政策とは切り離せない。2001年に、財政や金融政策を積極的に取り上げ、クリントン時代の「大きな政府」を目指す政策から「小さな政府」を目指す政策に切り替えられ、法人税や相続税などの減税政策が実施された。また、短期政策金利の大幅の利下げを行い、実質金利がマイナスになる金融緩和策を取った。それによって、個人消費の水準が伸びていった。そして、政府が家賃補助プログラムを縮小すると同時に、住宅ローン金利の利下げや公的住宅ローン保険のサポートを行ったことによって、住宅消費も促進されることとなった。

20

### II、住宅ブームの完成

25 ブッシュ政権による住宅取得促進政策は、住宅の購入意欲を刺激し、住宅バブルを引き起こした。それに加え、アメリカは移民を積極的に受け入れていたため、住宅事情が切迫し、住宅価格も上昇しつつあった。一方、公共賃貸住宅建設は停止されたため、低所得者向けの賃貸件数が減少し、貧困層も住宅を購入せざるを得ないようになっていった。また、緩和された住宅ローンと貧困層による住宅需要の伸びが相互に影響し、サブプライムローンが急速に拡大してしまった。

30 住宅バブルを引き起こしたのは住宅を持つことへの需要が高まったことと、住宅を簡単に手に入れる資金調達方法が存在していたことが要因だった。この

資金調達方法がサブプライムローンである。これは、リスクの高い借り手に対する住宅資金融資であり、年間所得が 2 万 5 千ドル以下の低所得者層向けの住宅ローンである。低所得者層は信頼度が低いために、高金利を付けざるを得ない。一方、通常の金利を付けるものをプライムローンと呼ぶ。ちなみに、

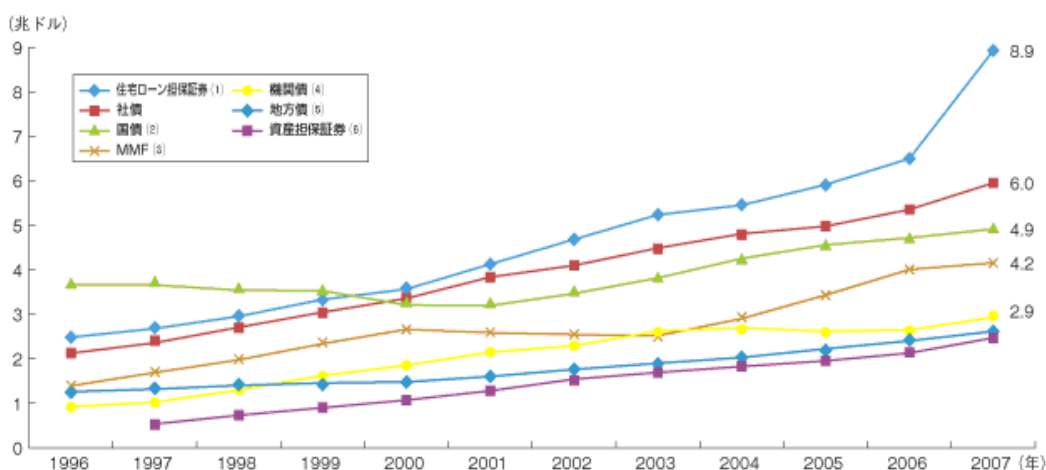
5 プライムローンは期間 30 年の固定金利が標準である。一方、サブプライムローンは二つのタイプに分けられる。一つは初めの 2～3 年の金利を極端に抑え、3 年目から高い金利に切り替わるハイブリッド型、二つ目は初めの 2～5 年は元本返済を行わず、利息だけを支払い、期間終了後に通常より早いペースで返済するインタレスト型である。これらは、優遇期間中に住宅価格が高騰していれば、金利の低いプライムローンに切り替えることが可能である。そ

10 して米国の住宅ローンは、個人または保証人がローン完済までの全てのリスクを背負うリコースローンではなく、返済責任がローンの対象となる不動産とその権利利益に限定されるノンリコースローンがほとんどである。そして、サブプライムローンもノンリコースローンであった。これらは住宅バブルにより、

15 住宅価格が上昇していくという推測のもとに売買されていた。

### Ⅲ、サブプライムローンの仕組みと膨張

(図 3) 債権種類別にみた米国債券発行残高の推移



20

(出所) 経済産業省の『通商白書 2009』

図 3 が示しているように、RMBS の発行額が 2001 年以降、急速に伸びて

いった。サブプライムローンは低所得者層を住宅購入者として取り込んだために、資金需要が一気に増加した。銀行や住宅ローン会社は投資銀行などに債権を転売することによって資金調達を行い、さらに住宅ローンを貸与することができた。そして、投資銀行は、サブプライムローンを他のリスク商品とプールして金融工学で分類した後に証券化し、住宅ローン担保証券（RMBS）から新たな債務担保証券（CDO）に加工した。様々なリスク商品と組み合わせているため、リスクが低いと格付け会社が判断し、高い格付けのデリバティブ商品として位置付けた。世界中の投資家にとっては、高利回りでありながら、リスクも低い魅力的な商品と考えられていたので、注文が殺到した。その結果、逆に市場で販売されていたCDOの供給が不足し、下流から上流へ需要が喚起され、サブプライムローンの発行に拍車をかけた。住宅需要が高まるなか、担保としての住宅価格が上昇し続け、不良債権はますます増加していった。

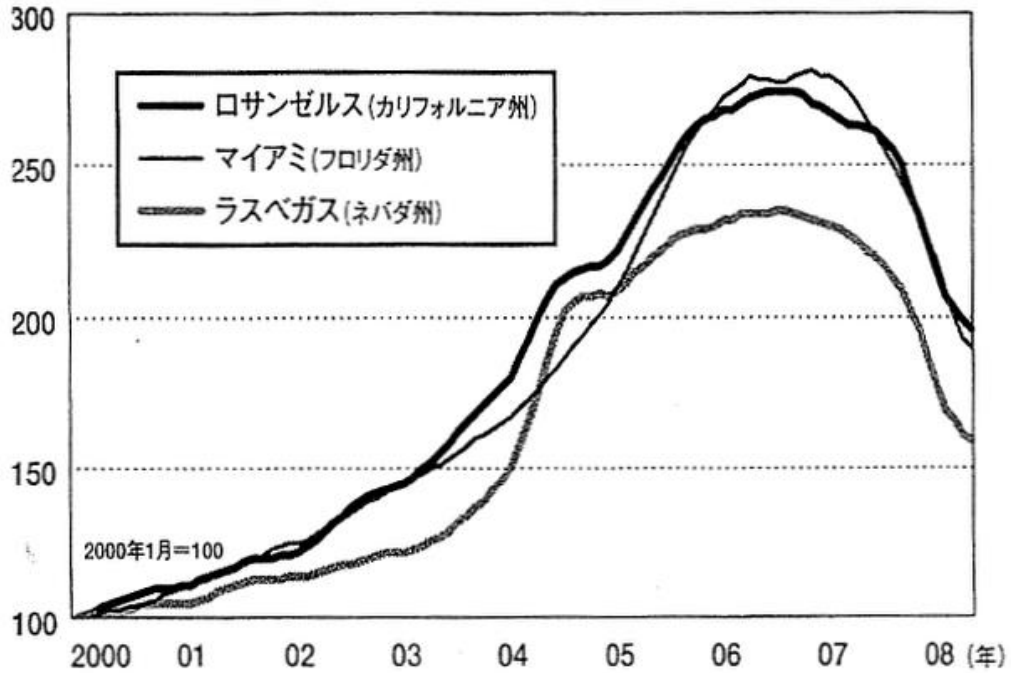
ところが、2004年から住宅市場の状況が変わった。FF金利が2004年から2006年にかけて、6.25%まで引き上げられ、それに伴い、住宅ローンの金利も上昇した。そのため、もともと高かったサブプライムローンの金利が、さらに上昇した。それに加えて、住宅供給も増加していたため、住宅価格が下がり始めた。図4は、アメリカの代表的な地方都市の住宅価格の推移を表している。この図から、2006年をピークに、各都市の住宅価格が大幅に下落したことが読み取れる。

20

25

30

(図4) アメリカ地方都市の住宅価格の推移



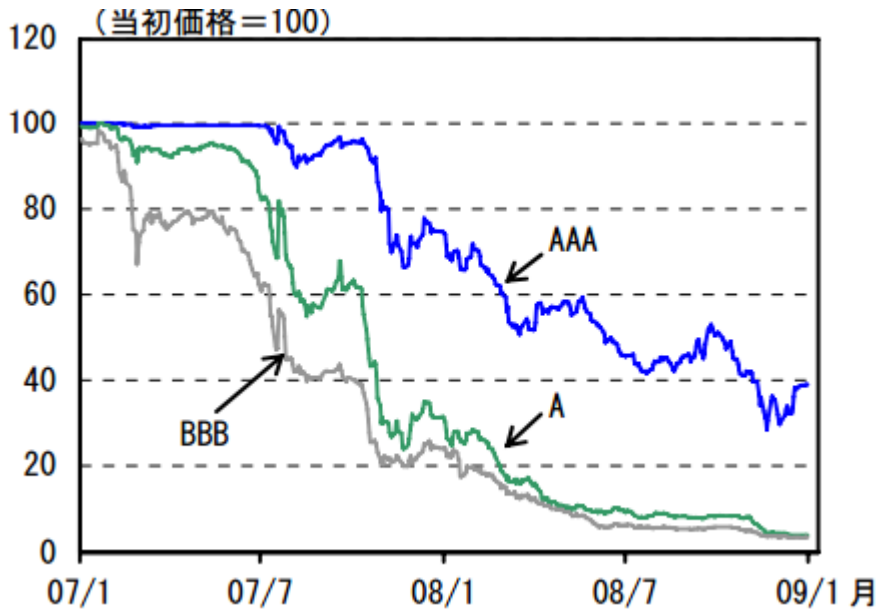
(出所) 小林正広 大類雄司『世界金融危機はなぜ起こったのか』東洋経済新報社

- 5 そのため、高金利で住宅ローンを組んでいた購入者が、担保の価値が低下したことで、借り換えが厳しくなっていった。そのことにより、2007年から、ローン支払の延滞率が上昇し、デフォルトの件数も急速に増えていったため、住宅ローン会社は、資金回収のために、デフォルトの物件を売却するという行動をとった。さらに、それが住宅価格の急下落にも結びついていった。

10

15

(図5) サブプライム RMBS 価格指数



(出所) 日本銀行 金融市場レポート2009年1月より

5

#### IV、サブプライムローン問題の拡大

住宅ローンの資金回収率が低下したため、住宅ローン債権を担保に証券化したRMB Sも当然に暴落した。上の図5のように、2007年7月から、格付けが低いRMB Sはもちろん、トリプルAと評価されていたRMB Sも、価値  
10 が失われていった。世界中の金融機関や投資家が莫大な損失を被るため、自分のRMB Sを投げ売りして、投資資金を引き揚げるという行為によってリスク回避を行った。その結果、短期金融市場の流動性が損なわれ、市場に対する投資者の不安感を招くことになった。株や債券も相次いで下落していった。また、投資家のみならず、サブプライムローンを販売する投資銀行も同様に損失を被  
15 った。また、住宅バブルの拡張期中、投資銀行は証券化転売手数料で儲けた一方、証券化した商品を市場に販売する他、自らもS I V（自己勘定取引）という子会社を作り、資金投入していた。S I Vは金融当局の規制を受けずに、高いレバレッジをかけたため、損失の拡大にも直結した。さらに、サブプライムローン関連の証券化商品は、世界中の投資家に保有されていたので、アメリカ発の金融ショックがヨーロッパやアジアにも波及した。金融市場での資産売却が資産価格の下落をもたらし、金融不安が全世界に蔓延したのである。  
20

## V、リーマンショックへの深化

サブプライムローン問題はあくまでも引き金で、世界規模の深刻な金融危機になったきっかけは、経営破綻まで迫られたアメリカの大手投資銀行リーマンブラザーズが、金融当局に救済措置を求めた事件である。その影響が金融市場に深刻なパニックを与えた。カウンターパーティ・リスクに対する警戒感が強まり、先進国と途上国両方に波及したため実体経済が急激に悪化し、株価の暴落はもちろん、金融経済の環境が一層に悪影響を及ぼした。

アメリカ発のサブプライムローン問題が、世界の金融市場を混乱させ、それは三つの要素によって金融ショックにまで進展していった。

まず、一つ目は、証券化などの金融工学の発展によって、引き起こされた過度な信用創造である。2001年から、アメリカの旺盛な消費のもとで、世界経済の牽引の役割を果たした。新興国や資源国は、欧米諸国（特にアメリカシェアが大きい）に対する輸出の恩恵によって、米ドル建ての経常収支の黒字が大幅に増加した。その輸出で蓄積された資金で先進国の国債や証券化商品を購入したことで、資金が再び赤字国に還流していった。当時、欧米諸国の金融機関は、リスク・アペタイトが強いため新興国の株式や投資信託へ投資していった。これにより過度な信用創造がさらに加速していった。しかし、過度な信用創造のため、金融の成長スピードが実体経済の成長スピードより速くなってしまったため、金融と実体経済の不均衡によるバブルが発生した。そうしたバブルが拡大すればするほど、一旦流動性が収縮した場合、金融機関に非常に大きなダメージをもたらすことになった。

次に、二つ目は、GSE（政府援助法人）の財務悪化やリーマンブラザーズの経営破綻という金融市場にインパクトを与えた事件が原因で発生した機能不全である。欧米の短期金融市場は、市場流動性が極端に収縮し、市場の更なる不安を招いた。住宅価格の暴落で破綻した住宅市場を救済するため、アメリカ政府は、GSEを通し、市場介入を行った。しかし、そういった救済政策は市場の懸念を考慮しておらず、金融機関の株価が急落し、CDS（信用リスク）プレミアムの価格も上昇した。各市場参加者は資金放出に対し、慎重な姿勢を取り、リスクの低い短期国債や米ドルへの需要が高まっていた。各金融機関は、

取引に使われる米ドルの価値の低下や証券化商品の売れ行きが悪化によって収益が減る一方、社債や、クレジット市場の機能低下で、銀行に対し企業の借入需要が拡大した。その結果、銀行のバランスシートが崩れ、短期金融市場の緊張がさらに高まっていった。

5       そして、三つ目は、金融と実体経済のマイナスの相乗作用である。金融市場が実体経済の資金調達の担い手として、重要な意味を持っている。しかし。市場の不安による金融資産の価格下落したため、投資家は金融商品を現金化した。

      これによって、実体経済においての流動性不足の問題が深刻化していき、景気後退への圧力が増した。金融取引のリスクが高まると、最初にダメージを受けるのは企業である。企業が利益を上げるため、できるだけ低金利で資金を調  
10       達し、設備投資などを行い、金利より高い利回りを追求するが、ボラティリティの高まりで金利が一段と上昇する環境の中で、投資が見送られる可能性が大きくなる。さらに、金融機関側からも、債権のデフォルトや資産価値の悪化のため、企業へ貸出の姿勢もより厳格化してしまった。

15

## VI、リーマンショックへの対策

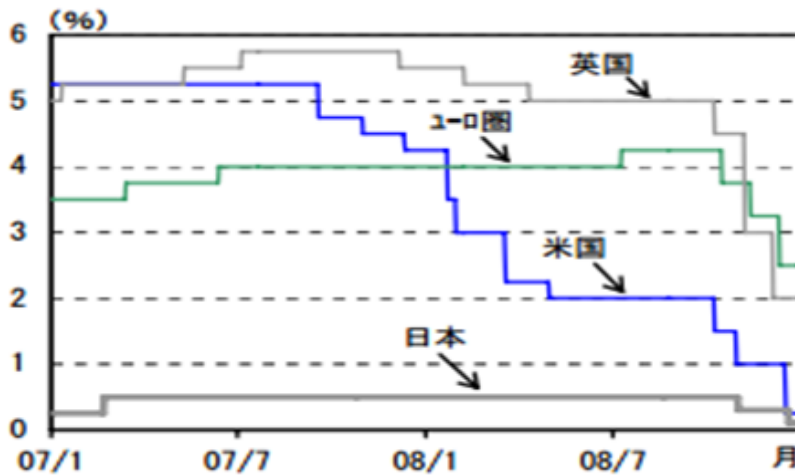
      アメリカ発の金融危機の恐慌を和らげる対策として、各国の中央銀行は、大幅な利下げを行い、流動性供給を図った。図6が示しているように、先進国の  
20       中央銀行が2008年から、景気後退に対応するために、同時に政策金利を断続的に引き下げたのである。

25

30



(図6) 各国の政策金利



(出所) 日本銀行 2009年1月 金融市場レポート

5 アメリカ政府は、政策金利の引き下げのみならず、インターバンク市場における流動性供給も拡大させた。カウンターパーティ・リスクや流動性リスクの高止まりのため、短期金融市場の機能が十分に発揮されず、政策金利の利下げの効果は薄かった。各中央銀行は金融緩和の効果を浸透させるために四つの政策を打ち出した。それらの政策は、ドル資金供給やターム物を中心とするオペ

10 のオファー価格の引き上げやオペの適格担保範囲の拡充や預金ファシリティーの見直しなどの政策がFRB、ECB、BOE、BOJの四行を中心に行われた。

また、実体経済においては、救済措置として機能低下した大手企業や金融機関に対し、政府による資金の注入が行われたにもかかわらず、金融市場の混乱

15 に直面していた大手会社が、次々と経営破綻まで追い込まれていった。金融市場の機能低下が長引くに伴い、実体経済に対する悪影響も深刻化していった。例として、アメリカでは、2008年10月に成立した金融安定化法に基づいて、経営難にある大手金融機関や大手事業法人を相手にして、直接の資金注入が行われた。企業の流動性は一定程度確保したが、その代わりに、FRBのバ

20 ランスシートの急拡大につながった。

このように、各国は様々な救済対策を打ち出し、金融恐慌の最初の波は一旦乗り越えた。しかし、落ち込む個人消費を刺激するための減税政策や不良債権処理の公的支出で、政府の公的債務が著しく膨らんでいっている。また、世界

経済はリーマンショック後の影響で、不況が長期的に続くようになった。

### 第三節 欧州債務危機

#### I、背景

5 2008年のアメリカにおける住宅投資バブルが崩壊して以降、証券化したサブプライムローンが不良債権化し、大量のポジションを保有していた欧州の金融機関には大きなダメージを与えた。また、リーマンショック以前から欧州の各国でも、住宅バブルが発生しており、それが、金融市場の混乱の波及によ

10 りて相次いではいけなかったため金融機関のバランスシートを急速に悪化させた。さらに、2009年にギリシャの政権交代を財政の粉飾が明らかになった。これにより、ギリシャの公的債務の信用が低下し、ソブリンリスクへの懸念が高ま

15 っていた。さらに、信用リスクの低下はギリシャから、G I I P S（ギリシャ、イタリア・アイルランド・ポルトガル・スペイン）にまで波及し、ヨーロッパ全体の債務危機に至った。それを引き起こした要因は、1999年に共通通貨のユーロの発行が開始されてから積み上げられた各国の不均衡である。ユーロ圏は、様々な債務リスクをもつ国の参加によって、極めて不安定なシステムになっていった。また、ヨーロッパは、経済における銀行セクターのウエイトが高いため、金融危機の悪影響を強く受けた。また、債務危機は銀行危機やソブリンリスクの相乗作用のもとで長期化するようになった。

20

#### II、ユーロの発展と不均衡

1999年にユーロという単一通貨がヨーロッパ連合で導入され、経済統合が進み、EUの地域内の国々の一体化が促進された。また、ユーロという通貨システムの安定のため、マーストリヒト条約という経済収斂基準が定められた。

25 その内容としては、四つの条目がある。一つ目は、インフレ率を過去一年間消費者物価上昇率が最も低い3か国の平均値+1.5%以内にするこ

30 ことである。二つ目は、為替相場が少なくとも2年間、為替相場が為替メカニズム(ERM)の許容範囲内にあって、切り下げがないということである。三つ目は、金利を過去一年間、インフレ率が最も低い3か国の長期金利の平均値+2%以内

30 すること、四つ目は、GDPに対して財務赤字が3%以内であり、GDPに対して

政府債務残高を60%以内にするということである。最初に加入した欧州諸国は、条約に基づいて、金利や公的債務対GDPの割合を厳守した。そのため、通貨の統一がユーロ圏に大きな利益をもたらした。

5       そのメリットを細分化すると、3つの利点が挙げられる。第一に、ユーロ圏の参加国がユーロの導入によって、インフレ率を非常に低い水準に保持することができた。ユーロ圏が形成される前、ベルギー、フランス、オランダなどの国々のインフレ率は10%~20%という非常に高い範囲内で変動していた。その一方、ギリシャやイタリアのような経済基盤が弱い南欧諸国では20%を超えるという状況も発生したことがある。インフレ率の高止まりは、信用リス  
10       クの上昇につながり、資金調達のコストが高くなる恐れがある。それによって、価格変動が激しくなり、投資家が設備投入などの投資行為を先送りする可能性がある。このような事態を踏まえれば、インフレ率の安定化は投資環境の改善に対し、プラスの意味を持っている。

15       第二に、ユーロの誕生によって域内の経済統合が強化された。また、単一通貨のため、為替変動リスクが小さくなり、資金調達が容易になった。このことにより、フランスやドイツのような生産性や経済力が強い国から、経済力の弱い南欧諸国への投資が盛んに行われるようになった。また、投資のコストが減るので、メンバー諸国間の直接投資額は著しく伸びていった。

20       第三に、ユーロ圏の技術革新を加速させた。戦後停滞していたヨーロッパ経済と異なり、アメリカは戦後も、技術革新による持続的な経済成長を遂げていた。これはアメリカ経済が巨大な一つの市場であったためであると考えられる。

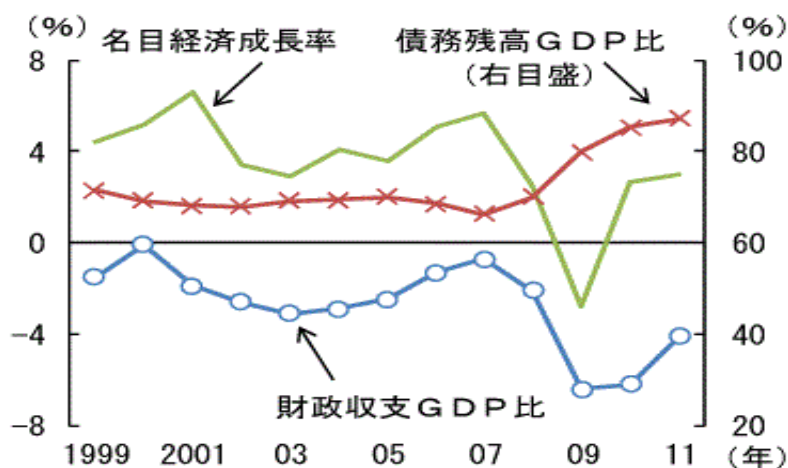
      そのため、ヨーロッパ諸国もそうした通貨統合を契機に巨大な経済圏となることによって、資金の流動性を促し、域内の産業構造の改革や企業のM&Aを通して、新たな経済成長の波に乗ろうとした。

25       一方で、参加国の生産性の違いによって経済格差は広がった。ユーロ圏内では、フランスやドイツのような国々が高い生産性をもつので、経常収支が相対的に安定しており、また、財政の健全性も優れていると言われている。しかし、地域別に見ると、南欧諸国は生産性が近年、伸びていないにも関わらず、高福利政策をとり続けている。経済規模が拡大できていない状況で、公的支出だけ  
30       が増加していた。この高福利を継続できるように、政府は大量の国債を発行し

た。図7で示したように、ユーロ圏全体の財務赤字が数年で巨額になってしまったのである。

5

(図7) ユーロ圏の財務赤字



(備考) 1. ユーロスタットより作成。  
2. 数値はユーロ参加17か国ベース。

(出所) 内閣府 経済財政政策 世界経済の潮流 2012年

### 10 III、ギリシャ危機

ギリシャは南欧の国で、ユーロ圏における経済規模が極めて小さいが、ギリシャ危機はヨーロッパの金融市場に対する影響が非常に大きかった。その原因の一つとしては、ユーロ圏の金融システムについて、構造的な問題があることがあげられる。ユーロ導入当初から財務赤字や政府債務残高がEUの定める条件を満たしていない国が多くあり、財政規律の順守は各国政府にまかせられていた。そのため、欧州理事会は、過剰財務赤字手続きのようなペナルティー付きの財政規律遵守ルールを作った。しかし、ほとんどの国がそれを遵守できなかったにも関わらず、ペナルティーの発動は一度も行われなかった。ギリシャはもちろん、協定の設定後、一時期フランスやドイツでもルール違反の事例が発生したにもかかわらず、罰せられることはなかった。つまり、ユーロ圏が作ったルールは諸国に対して、強制力が乏しいとも言える。

2007年から世界経済の景気後退の下で、ギリシャ政府は国債発行するこ

とで、公的支出を賄う放漫財政を実施した。2010年時点で、GDPに対する比率から見ると、財政赤字はユーロ圏諸国の中で最大となった。しかし、危機として世界を震撼させたのは、2009年10月におけるギリシャの政権交代である。この、新たな政権が以前の統計データの粉飾を公開した。このこと  
5 によりギリシャの財政赤字は予想を超える規模であることが分かった。この事件によってギリシャの財政当局への信認が失われた。そしてこれが原因で起こった国債バブルの崩壊が財政危機に直結したのである。

また、ギリシャで起こった財政危機はユーロ圏諸国の経済にも波及した。その背景には、ソブリンリスクへの懸念による相乗効果がある。なぜなら、ギリ  
10 シャだけではなく、前文に述べたG I I P Sも重い債務を抱えていたためである。これらの国々は、国内の実体経済では生産性が上がらず、国債発行およびフランスやドイツの資金調達で経済を維持していた。しかし、国家への信認がギリシャ問題で覆され、国債の投げ売りによる国債価格の暴落を招いた。また、ギリシャへの債務不履行の懸念が高まり、ギリシャと同様に債務を抱えている  
15 国々にも影響が及んだ。さらに、鼓の事態の中で、フランスやドイツのような債権国も損失を被ることになったのである。

#### IV、ユーロ圏への財政危機の展望

ユーロ圏の諸国の財政問題は生産性向上の継続問題とつながっていると考  
20 えている。南欧諸国は生産性が上げることができないでいるにもかかわらず、そのなかで高福利だけを享受することは不可能である。つまり、自国の経済成長スピードに合うように、柔軟な財政支出を行わなければならない。しかし、現在のユーロシステムでは、通貨だけが統合されているが、財政の統合はまだ成り立っておらず、各国が自主的に財政規律の遵守する上では難しい課題がある。

通常、一国が財務問題を解決するため、国債の発行のみならず、金融の面  
25 においては、金融緩和という有効な方法がある。しかし、ユーロ圏諸国は通貨発行の権限をECBに委ねたため、国債発行しか手段がなかった。であるので、ユーロ圏が、債務危機を解決する道は、ユーロ圏内を通貨と財政の両方から統合することしかないのである。これによって、マクロ的な経済観点から各国の  
30 インバランスを調整させる環境がはじめて成り立つと考えられる。

## 第四章 必要とされる対応策

この第四章では三章で述べてきたグローバル金融危機への具体的な対策案を述べていくこととする。

- 5       まず、グローバル金融危機は世界的な資本の流れ、情報の非対称性など様々な問題が複雑に絡み合うことにより起きている。よって、一つの政策によってその問題を解決することは不可能であると我々は考えた。そのため我々はグローバル金融危機への対策を大きく三つに分けて考えていくことにした。

### 10      I、銀行規制

      まず、グローバル金融危機への対策として、最初に銀行規制を取り上げる。近年の金融危機で明らかになったのは、金融機関のリスクに対する対応能力が驚くほど低いということである。そして、それに対する対策として行われているのがバーゼル3ある。

- 15       このバーゼル3というのは、バーゼルにある国際決済銀行（BIS）をベースとするバーゼル銀行監督委員会から2010年11月に発表された「バーゼル3テキスト」と呼ばれる文章の中で説明されている。その内容は、2010年11月に開かれたG20の首脳レベルの会議で承認されるほど重要であった。なお、2011年6月に捕捉文章が発表されている。この新規制は、2013年
- 20       から段階的に導入されており、最終的に2019年から実施される予定である。

      新規制は、三つの財務規制を持っている。一つ目は、銀行の自己資本の質・量の充実である。二つ目は、レバレッジ比率（自己資本の総資産に対する比率）であり、三つ目は一定の流動資産保有の義務付けである。

- このバーゼル3は極めて複雑であるが、これまでの銀行規制に比べるとかなり改善された。バーゼル3は、自己資本比率規制だけでなく、レバレッジ比率
- 25       規制と流動性比率規制を含む広い範囲にわたる規制なのである。

- その中でも自己資本比率規制がかなり見直されることとなった。その内約は、自己資本の質と量の充実である。このなかでは、狭義の中核的自己資本を重視することになった。量的にはリスク資産の4.5%以上である。以前のバーゼル
- 30       2では自己資本は中核的自己資本と補完的自己資本と準補完的自己資本の

合計とされており、最低所要比率として規定されていたのが総資本最低所要率としての8%のみであった。しかし、バーゼル3ではその所有比率がさらに細かく設定されている。

5 具体的には、第一に『狭義の中核的自己資本自己資本』（普通株等 Tier 1）これは、普通株式、内部留保、有価証券の含み益などである。第二に『狭義以外の中核的自己資本』（その他 Tier 1）これは、先ほどのもの以外の中核的自己資本であり、優先株式、資本性商品である。第一と第二の違いはリスクの吸収能力の高さである。そして、第三が『補完的自己資本』（Tier 2）一般貸倒引当金、劣後債務である。

10 この3つのリスク資産に対する最低保有比率は、第一が4.5%、そして、第一と第二を合わせて6%、第一、第二、第三を合わせて8%である。また、それとは別にバーゼル3ではレバレッジ規制と流動性比率規制という新しい規制が導入された。

15 まず、レバレッジ比率規制である。総資産に対する中核的自己資本の比率がレバレッジ比率であるがこの比率を3%以上持つべしという規制が入った。レバレッジ比率は中核的自己資本を総資産で割ったものであるため、その逆数はレバレッジ倍数である。

20 この倍数は、2007、2008年ごろ、米国でもEUでも、大銀行においては30にも40にもなっていた。50とすると、自己資本比率は2%であり、総資産がわずか2%減価しただけで自己資本は簡単に消失してしまうのである。こうレバレッジは効率よく稼ぐには好都合であるが、危険性も高いのである。銀行が自らこれを抑制しないので、外的なルールで抑制することになった。レバレッジ比率が適切に設定されていれば、リスク資産ベースの所要自己資本ではカバーしきれないリスクに対応できるはずである。レバレッジ比率規制は、  
25 銀行の総資産に対する中核的自己資本の比率を3%以上にすることを要求する。この比率が3%以上ということは、レバレッジ倍率を33.33以内に抑えるということである。2013年から試行し、2018年に本格導入予定である。

30 流動性比率規制は、流動性カバレッジ比率規制（LCR）と安定調達比率規制（NSFR）に分かれている。ともに資金調達の困難に備えるものである。前者（LSR）は一か月のあいだ資金調達ができない事態を想定しそれでも支払いが可能だ

けの流動資産を常に保有していくという義務である。

これは、2015年に本格導入されるはずであったが、各国の準備不足のため、時間を段階的に導入されることになった。前者の流動性カバレッジ規制（LCR）であるが、まず、2015年に、さきほど述べた一か月のあいだ資金調  
5 達ができない場合でも業務に支障をきたさない額の60%を保有し、その比率は60%から毎年10%ずつ上がり2019年に100%にすることが最終目標である。持つべき流動資産とは、大量に売っても値崩れが起こらないようなものである必要があり、現金、中央銀行への預金、短期国債などとされる。

後者の安定調達比率規制（NSFR）は、これからの一年を展望して、保有する  
10 資産を支えるための株式や長期負債のような安定的な資金源、具体的には、株式、期間一年以上の借入、受け入れた定期預金などによって今後一年間必要な最低限の資金の額の100%を賄かなえるようにすることである。

しかし、これらの規制はあまりに銀行の手足を縛ってしまうことが予測されるため、その規制の数値に関しては多少引き下げることも必要であると考えら  
15 れる。

このように、現在バーゼル3などによって銀行への規制が強化される方向になっているが我々は、これは正しい流れだと考えている。確かに、この規制によってGDPの伸びや金融機関の利益の伸びは多少鈍化すると考えられるが、  
20 それ以上に金融危機が起きた時の利益やGDPの減少は大きい。しかし、景気は変動するものであり、多少の金融の流れの波は起きる。そのため、このような形で金融機関が、波が起こされた場合でもその波を最小限に抑え、危機とならないように対策を行っていくことが必要になるのである。

## II、各国金融機関の協力を土台とする情報開示

25 第二章で紹介した内容のように、近年に発生した金融危機は、投資情報の情報開示の不備と深く関わっている。アメリカのリーマンショックが起こった要因として、証券化商品のリスクウエイトの情報開示が十分できていなかったことで、世界中の投資家を巻き込むショックになった。その後、ヨーロッパにおけるギリシャの財務収支の情報開示が徹底されなかったことが欧州債務危機の  
30 引金にもなった。



金融市場において、情報の非対称性が常に生じているため、レモン市場問題によって、金融市場での資金調達の効率を妨げる恐れがある。したがって、売り手の情報が十分に把握できない環境の中、アドバース・セレクションの影響で、融資するためのコストが上昇し、貸出金利が予想収益率を上回る場面が表

5 れてくる。経営基盤が堅調な企業は、設備投資への融資を控える一方、デフォルトに陥る寸前のような経営状態が悪化している企業が高いリスクを抱えるにも関わらず、資金を追求するインセンティブの影響で、借りに行くことで良質の貸主を押し出すクラウディングアウト効果がさらに顕著化になる。

金融市場では、証券のオリジネーターと投資者の間で、情報の非対称性によ

10 って発生したアドバース・セレクションやモラルハザードの問題が市場の不効率を招くことがある。その解決策として、いくつかの方法を提示する。

第一に、企業や個人が市場の情報を十分に生産することで、情報のギャップを縮小させることである。その典型的な例は、ムーディーズ社やS & P社のような格付け会社である。そういった格付け会社は、各々企業に対し、財務分析

15 や業界分析などを行い、金融商品または企業・政府などの信用力をある一定の基準に従い、英文字で信用格付けを表示する。そのデータによって、市場の投資家と企業のギャップを一部解消することができる。しかし、情報の取引において、フリーライダーの問題があるため、料金を払った投資家が情報の発行源に対して信頼を失う可能性が発生する。そうなれば、情報生産会社が情報収集

20 のコストを補うことが困難になり、市場情報を生産するインセンティブがなくなるおそれがある。そのため、情報非対称性の問題を根絶することができない。

第二に、政府から企業側に情報開示を求めることである。政府系の金融部門は、市場規制などを行い、企業の経営状況や会計の妥当性に対し、より明確に

25 透明性を求める。定期的に検査することで、企業の不正を減少させることができる。そうすれば、投資家が財務諸表を通じ、企業の経営状態を正確に把握することで、理性的な投資判断ができる。さらに、株主や債権者がその情報を活用し、発行側を監督する可能性が出てくる。そこで、生産性が高い企業に必要な資金の調達をスムーズに行うことができる。それによって、金融市場全体の効率にも高めると考えている。

30 ところが、金融のグローバル化が急速に発展してきた現在では、国内市場の

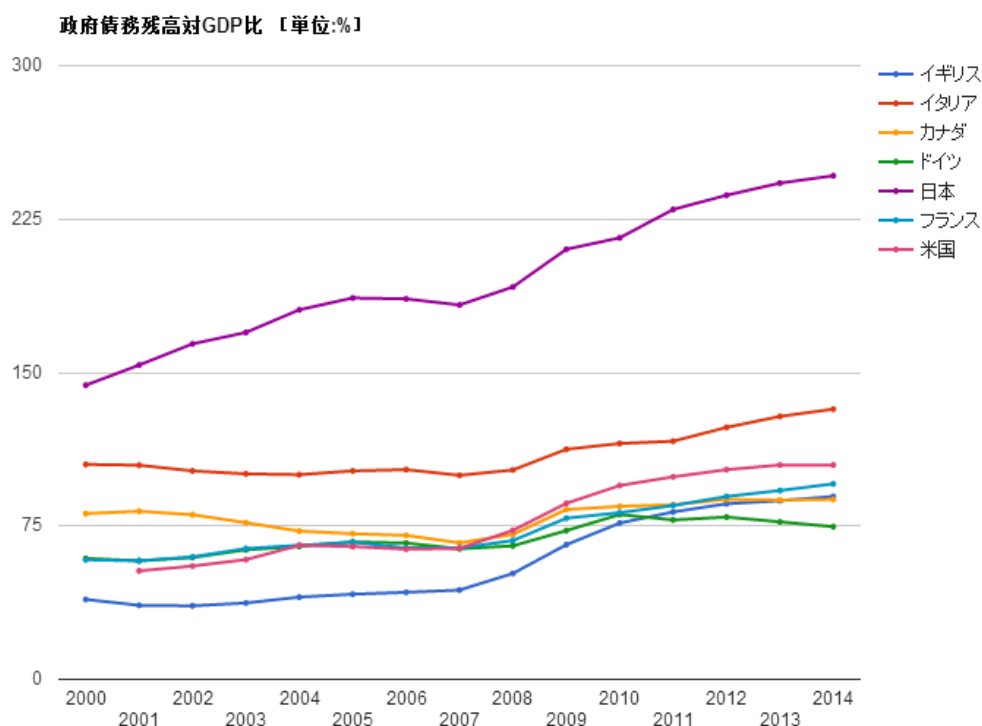
監督システムを整備することだけでは不十分であり。各国の監督者による協力が  
5 必要とされる。近年の金融危機を見ればわかるように、一国の金融システム  
に混乱が発生すると、迅速に世界の各地域に伝播する傾向がある。各国の監督  
機関の協力を深めるため、バーゼル銀行監督委員会やFSBが相互のモニタリン  
グを始めている。欧米では、すでにストレステストを通じ、金融機関の経営状  
態を定期的に精査するシステムが行われている。

しかし、それぞれの国の監督の内容には、異なるところが多く、算定のロジ  
ックが調整する必要がある。その偏差に関して、二つの問題点がある。一つ目  
は同一国内における計測結果の差異である。二つ目は国と国の検査の内容の差  
10 異である。これらの問題を解決する方法として、まずは、同一国の監督内容の  
格差を縮小させることが挙げられる。国内の各金融機関に対し、当局による厳  
格な検査を行うことによって、解決することができる。それから、異なる地域  
の各監督者が協力し格差を縮小するための対策を考案することが重要である。  
その際、オフサイト(フィードバック)とオンサイト(立ち入り検査)を併用す  
15 ることが効果的である。オンサイトを通し、各国金融機関の信用リスクの格付  
け判断の適切性をチェックしながらモデル運用上の格差を減らす議論が求めら  
れる。オフサイトでは、オンサイトの結果を分析しながら格差を縮小させるプ  
ロセスのなか、見直す必要がある点を探し改善策がまとまる仕組みになる。こ  
のように、各国の金融機関による情報共有が徹底されることで各国が把握した  
20 問題を調整することができる。そこで、各国の監督制度のバイアスによるリス  
クも段階的に軽減される。

### Ⅲ、過度の信用創造の抑制

最後に過度の信用創造の抑制についてである。現在、世界の金融市場では、  
25 金融商品の発展や投資の活発化などによって多くの投資が行われているが、そ  
れらは実体経済に沿っていないものになりがちである。下の図が示しているよ  
うに、2000年以降、信用創造の急拡大によって、投資額が急速に伸びた一  
方、実体経済の成長率が低迷したため、先進国の政府債務残高が増加していっ  
た。負債の割合が悪化すればするほど、市場リスクの上昇につながる。

(図 8) 政府債務残高対GDP比 単位 (%)



5 (出所) <http://www.globalnote.jp/post-12146.html> のデータを参考し、筆者作成

10 15 10 というように、実体経済の市場での資金需要と、金融市場から供給される資本との間に差が生じれば、必然的に資金供給不足または資金供給過多の状況が発生するのである。そうした場合、資金供給が足りなければ潜在的な成長要因を十分に生かすことはできないし、資金供給が過剰であれば、物価が上昇し、最終的にはバブルが発生するのである。そのようにして発生したバブルが崩壊すれば、金融危機が発生し、金融のグローバル化の影響によってたちまち全世界に伝播していく。そのような事態を防ぐには、実体経済と金融市場との間にある需要と供給のギャップを解消する必要がある、その為に、世界各国が投資活発化のための信用創造を過度に行うことを抑制するための国際的なルールが必要である。そして、現在、導入を進めているバーゼル3がその役割を果たしていくものであると考えている。

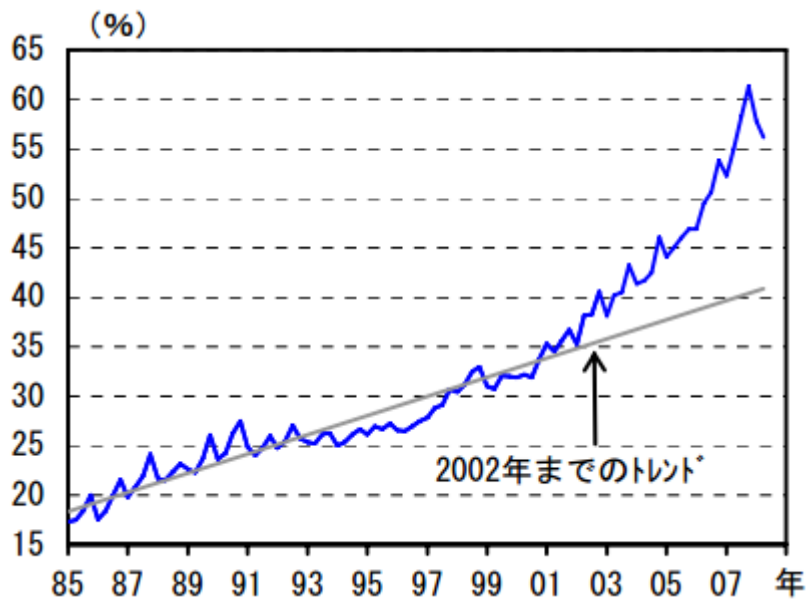
その詳細な説明をする前に、なぜ信用創造が行われるようになったか、そして、なぜ実体経済との間のギャップを生んでしまったのかを簡単に整理する。信用創造とは、預金と貸し出しの連鎖によって資金を増やす仕組みである。まず、銀行は預金の一部を支払い準備金として手元に用意し、大部分の預金を貸し出しに回すことで収益を挙げている。そして銀行から融資を受けた企業は設備投資などを行い、その支払いに銀行から借り受けた資金を用いる。その後支払いを受けた企業の取引先は、特に用途が無ければその資金を銀行に預金する。このプロセスを繰り返していく中で、最初に銀行に預金された資金はその残高を減らすことなく経済の中で循環し銀行全体の残高は増えていく。このようなシステムを用いれば、ベースマネーの量をはるかに上回る資金供給が可能になり、それに応じて取引の量も格段に増えていくことになる。そうして信用創造を利用することによって多くの国々が経済発展を遂げることができた。これまでの、潜在的な成長要因はあるが資金不足で発展することができないという状況が、資金を経済の循環の中で増やすことができるシステムによって打開されたのである。経済が発展していくと、多くの企業が借り入れを行うので、資金の循環の規模も大きくなっていき、資金は何倍にも膨れあがる。

20

25

30

(図9) 銀行の対外債権残高の世界 GDP 比



日本銀行 金融市場レポート2009年1月より

- 5       しかし、そこで問題が発生する。上の図が示しているように、信用拡張の規模が実体経済に沿ったものではなくなっていくのである。信用創造によって作り出された資金が、実体経済の成長に対して過剰になるという状況が発生するようになるのだ。必要以上に資金が投資されれば、バブルに発展する。また、
- 10       経済・金融危機の際、信用創造によって作り出されたマネーが多ければ多いほど経済への影響は大きい。なぜなら、信用創造は、貸出資金が100%回収できるという前提のもとに成り立っているからである。よって、金融危機が発生すれば、一気に信用収縮が起こり、多くの資産が消滅してしまうのである。

- このような事態の予防策としては、過度の信用創造を抑制することによって、信用創造を実体経済に沿ったものにしていくということが有効であると考えてる。
- 15       そのことについて、まず、バーゼル3で行われる対策について説明する。バーゼル3でのバブルを事前に防ぐための方策としては、マクロ・プルーデンス政策が挙げられる。マクロ・プルーデンス政策とは、個々の金融機関の健全性を確保するだけでは、金融システム全体としての安定を必ずしも実現できるわけではないという考え方のもと、制度設計・政策対応を図ることである。日本では
- 20       バブル崩壊後、マクロプルーデンスを重視する動きが強まっていったが、国際的に重視されるようになっていったのはリーマンショック以降である。その

具体的な例として、前々節でもとりあげた BIS 規制がこれにあたる。この政策では、金融システムを構成する金融機関や金融資本市場等とそれらの相互関連、実体経済と金融市場の関連からもたらされる影響が重視される。この政策が世界全体で正確に機能すれば、実体経済と金融市場のギャップ解消は進むだろう。

- 5 また、銀行規制についての項目では、自己資本比率規制の厳格化の他にも、流動性規制やレバレッジ比率が導入され、金融危機発生のきっかけとなるようなリスクへの対応が強化されている。

このように金融市場と経済全体を見渡せるシステムと銀行規制によって、金融を引き締めることができれば、信用創造が過度に行われていくことを防ぐこと  
10 とができ、金融危機の火種を取り除くことができる。

しかし、そのような取り組みにも問題点が挙げられている。その代表例として、実体経済への影響と銀行への個別の危機について触れておく。まず、実体経済への影響についてであるが、規制強化のシナリオの下では GDP の低下が見込まれている。特に、日本とユーロ圏では、2016年から2017年まで、  
15 一貫してGDP低下の一途をたどるという予想も出されている。また、ユーロ圏は経済規模に対して銀行部門の割合が大きいいため、その影響はより深刻なものとなる予想され、そのような事態に陥れば、規制強化のメリットも薄められてしまう。次に、銀行への個別の危機である。バーゼル3での自己資本規制、流動性規制、レバレッジ規制などの制約を満たすためには、より多くの資本を  
20 固定しなければならないため、銀行業務の拡大が抑制されてしまう。たとえ大規模な金融危機の予防策が万全であったとしても、個々の銀行の経営状態が厳しいという状況が続けば、金融市場における資金の安定的供給を実現することが難しくなる。

そのような事態も踏まえ、その対策として、金融政策とは別に実体経済の成長政策も欠かすことはできない。また、銀行が経営危機に陥った場合、その影響が全体の金融システムへ伝播することを防がなければならず、必要に応じて  
25 然るべき対応ができるようにコンティンジェンシープラン(再建・破綻計画)を用意しておく必要がある。

このように、現段階では問題も見受けられるがバーゼル3の方向性としては、  
30 金融市場と実体経済の間にあるギャップの解消、バブルの防止、世界的な金融

危機の回避というプロセスを実現するために望ましい方へ向かっていると思われる。

## 終章

5

私たちは、金融のグローバル化とは、世界規模での資本移動の活発化のことであると定義する。金融のグローバル化によって国家の枠組みを越えて資本や労働の移動が活発化し、国家間で投資が行われるようになることで、より効果的に余剰資金の再配分が行われるようになった。グローバル化の進展により、  
10 先進国から発展途上国への資金だけでなく、BRICsなどの新興国や資源産出国から先進国へむけた資金流入も活発化するといった資金フローの双方化・多様化によって、債券や株などの従来の金融商品に加え、デリバティブ商品や外国債券といった新たな金融派生商品が発生した。金融のグローバル化が進展することにより、金融商品が多様化することができた。そして、金融商品が多様化することで、より金融のグローバル化の進展に拍車をかけることにもなった。金融のグローバル化と金融商品の多様化が互いに相乗効果で発展していくなかで投資銀行やヘッジファンドのような証券化を扱う特殊な運用会社によって、過度なリスクテイクが行われるようにもなった。しかし、これらの金融革新は、その後のグローバル金融危機の引き金となった。上記で述べたように、  
20 金融危機は楽観的な見通しに支配されて、金融技術のサポートのもとにバブルが発生、そして小さい契機が世界中へ波及するというプロセスを辿る。まず、経済が安定的な成長期を迎えた中で、証券化商品が発達した。しかし、銀行や証券会社によるリスクに関する情報開示が不十分だったため、多くの投資家が適切な判断ができず、非合理的な投資が大量に発生した。また、経済成長による  
25 資金需要が急拡大する背景の中で、ヘッジファンドが盛んになった。ヘッジファンドでの資金調達には経済が安定していれば問題はなかったが、資産価格の暴落といった大きな市場変動が起こると資金の調達コストが高くなり、一気に資金ショートがおこり破産する可能性があった。さらに、金融当局から集中管理されていなかったため、救済措置も乏しかった。そのため信用リスクが高まり、  
30 銀行セクターや金融市場にもリスクが伝播し、カウンターパーティ・リスクへ

の警戒から銀行間の資金取引も慎重になった。市場が流動性不足に陥るだけでなく、それと関わる家計部門や企業部門のような実体経済にも悪影響が及ぶようにもなる。このように、グローバル金融危機は世界的な資本の流れ、情報の非対称性など様々な問題が複雑に絡み合うことにより起きているとわかる。

5 こうした金融危機の例が、近年のリーマンショックや欧州債務危機である。リーマンショックでは、各国の中央銀行は大幅な利下げを行い、流動性供給を実施したが問題の解決には至らなかった。こうした事例を踏まえて私たちは、グローバル金融危機に対して、三つの有効的な政策案を提案した。それが、銀行規制、情報開示、過度の信用創造の抑制である。

10 一つ目の銀行規制では、バーゼルⅢを中心とした規制で自己資本比率規制や流動性比率規制の範囲を広げることで、金融機関が危機を最小限に抑え込む対策が必要と考える。二つ目の情報開示では、情報の非対称性の透明化のために、より充実した監督システムの整備が必要であり、オンサイトとオフサイトの併用が有効であると考えます。三つ目の過度の信用創造の抑制について、実体経済  
15 と金融市場との間にある需要と供給のギャップを解消する必要がある、有効な政策は、バーゼルⅢの中にあるマクロ・プルーデンス政策である。金融のグローバル化以前では、潜在成長力に現実の資金供給が追いつかずギャップが生じていた。逆に金融のグローバル化が進むと過剰な資金供給が潜在成長力を上回ったことでギャップが生じた。私たちは、本論文で提案した三つの政策によっ  
20 て上記のギャップが解消され、もともとの潜在成長力に資金供給が同調したモデルが最も望ましい金融システムの在り方であると考えます。

25

30



## 参考文献・資料

- (<http://www.meti.go.jp/report/tsuhaku2008/2008ho>) (図 1)  
世界経済の一体化と多極化  
<http://www.meti.go.jp/report/tsuhaku2008/2008honbun/html/i1110000.html>
- 5 (図 2)  
<http://www.meti.go.jp/report/tsuhaku2009/2009honbun/html/i1110000.html>  
経済産業省 通商白書 2009 (図 3)  
小林正広 大類雄司 2008『世界金融危機はなぜ起こったのか』東洋経済新報社  
(図 4)
- 10 日本銀行 金融市場レポート 2009年1月に参照 (図 5) (図 6) (図 9)  
[http://www5.cao.go.jp/j-j/sekai\\_chouryuu/sh12-01/s1\\_12\\_2\\_1/s1\\_12\\_2\\_1\\_2.html](http://www5.cao.go.jp/j-j/sekai_chouryuu/sh12-01/s1_12_2_1/s1_12_2_1_2.html) (図 7)  
<http://www.globalnote.jp/post-12146.html> (図 8)  
藤井真理子 (2013)『グローバル金融危機と日本の金融システム』日本経済新聞出版社
- 15 馬田啓一・木村福成・田中素香 (2010)『検証・金融危機と世界経済』勁草書房  
関野秀明 (2013)『現代の政治課題と「資本論」』学習の友社  
日本銀行 (2009) 金融市場レポート
- 20 小川英治 (2015)『ユーロ圏危機と世界経済』東京大学出版会  
时寒冰, 时寒冰说欧债真相警示中国, 机械工业出版社, 2012.9  
弗雷德里克·S·米什金, 货币金融学 (第九版), 中国人民大学出版社, 2011.1  
太田昭和監査法人(1998) 『デリバティブ入門』  
門倉貴史(2006) 『BRICs 新興する大国と日本』
- 25 藤井英次(2013)『コアテキスト金融論』  
みずほ証券バーゼルⅢ研究会(2012)『詳解バーゼルⅢによる新国際金融規則』  
馬田啓一・木村福成 (2012)『国際経済の論点』  
神樹兵輔 (2010)『面白いほどよくわかる世界経済』
- 30 岩本武和・奥和義・小倉明浩 (2012)『グローバル・エコノミー』