

# 平成 26 年度 証券ゼミナール大会

## 第 4 テーマ

「グローバル金融危機について」

長崎県立大学国際情報学部

小原篤次ゼミナール B チーム

## 目次

1	はじめに	3
2	金融危機が起こる原因	4~5
3	リーマン・ショック	6~17
3.1	危機に至る経緯	
3.2	指摘されている要因	
	・FRBの金融政策	
	・金融商品	
	・アメリカの金融機関・政策	
3.3	アメリカ、ヨーロッパを含めた世界経済への影響	
	・実態社会への影響	
	・金融資本市場への影響	
3.4	日本政府としての経済・金融危機への対応	
	・実態経済への影響	
	・金融資本市場への影響	
	・企業の資金繰りへの影響	
4	これから先進国で起こる金融危機とその予防	18~25
4.1	日本	
4.2	アメリカ	
4.3	ユーロエリア	
5	これから新興国で起こる金融危機とその予防	26~32
5.1	アジア新興国の貿易	
5.2	メキシコ	
5.3	ロシア	
5.4	中国	
6	おわりに	33~34

## 参考文献

# 1 はじめに

歴史を振り返ってみると、19世紀はイギリスが覇権を握っていたヨーロッパの時代、20世紀はアメリカが世界のトップの時代だった。これまで世界のお金は、これらの覇権国に流れる仕組みであった。しかし、そのヨーロッパやアメリカを含めた先進国はリーマン・ショックやユーロ危機を起こし、それを発端とした景気低迷が目立つ。先進国の仲間入りをしている日本も、90年代初頭にバブルが崩壊して、最近までデフレが続いていた。一方で、中国やインド、韓国など他のアジア諸国はアジア通貨危機を経験したものの、いち早く景気回復した。そのため、21世紀の世界のお金の流れは、西から東へシフトしようとしていた。しかし、2010年には通貨安戦争によって新たな動きが加わった。各国は自国の景気を良くするために金利を下げた。アメリカやEUは量的緩和によってドル安、ユーロ安になった。そのため、消去法で円が買われ、円はドルに対して史上最高値まで近付いた。バブルや財政破綻を恐れてデフレの番人だった日本銀行がアベノミクスと連動して、2012年にインフレターゲットを設定して、ようやく量的緩和に踏み切った。このように、先進国の金融緩和によって流されたお金は新興国へと向かい、株高や商品価格の高騰といったバブルを作り出した。新興国は対抗策としてバブルにならないように金利を高くする。しかし、その高くなった金利を狙って先進国からますますお金が流れ込むという悪循環に陥っている。先進国はデフレを恐れ、新興国はインフレを恐れている。つまり、新興国のバブルをデフレの先進国が煽るという、グローバル・インバランスの構図が現在の世界では出来上がっているのである。

本論文の構成は次の通りである。第2章では、金融危機が起こる原因について、グローバル・インバランス仮説と流動性仮説という2つの視点を設けた。第3章では、リーマン・ショックについて、4つの具体的な事柄を考察する。第4章では、日本、アメリカ、ユーロエリアといった先進国で今後起こりうる金融危機を予想し、その予防策を考察する。第5章ではメキシコ、ロシア、中国のような新興国で起こる金融危機を予想し、その予防策を考察する。そして、第6章ではまとめを行う。

## 2 金融危機が起こる原因

金融危機は、大規模な失業の発生、大手金融機関の破綻による預金封鎖、不動産や株式の資産価格の暴落などを引き起こす。金融システムの不安定化は、  
5 大手金融機関の破綻を発端に発生することが多く、金融機関から資金の大量流出を発生させ、他の金融機関や企業の連鎖破綻を招くことで、深刻な景気悪化を引き起こす。多くの場合、金融危機の前兆として、資産価値のバブル的な上昇や過剰な借り入れによる投資の累増がみられる。したがって、従来信用されてきた大手の金融機関が経営難に陥り、顧客が預け入れた預金や有価証券などの引き出しができなくなることで、つまり、信用創造の逆回転である信用収縮によって金融危機へと至ることになる。

銀行による信用創造が活発に行われるようになると、預金などの信用貨幣は急速に増大した。信用創造によって生まれた信用貨幣は、誰かが銀行から借金をすることで生まれる。そして信用貨幣の価値は本源的には借手である「誰か」  
15 の債務返済能力が保証している。そのため、借手の返済能力が低下すると信用貨幣はその価値が危ぶまれることとなる。信用創造によって経済全体の貨幣は現金よりも多くなっているため、そもそも全ての預金を現金と交換することは出来ない。しかしながら銀行は通常、信用貨幣を現金貨幣に交換することを制限していないため、預金者は、信用貨幣の価値に不信感を抱いた場合、現金貨幣へ交換する取引を行うことになる。通常時、預金の引き出しは統計的に一定量を超えることはないため、銀行経営は成り立っているが、預金債権者が一定量を越えて引き出しに殺到した場合は、これに応じることが出来なくなる。これが取り付け騒ぎである。

こうして銀行による信用構造が崩壊するなか、銀行の貸し出し先は返済を求められる。返済によって経済世界から信用貨幣が減少する。結果として経済活動は低調になる。いくつかの借手はこれを返済することが困難と見込まれ、信用貨幣の一部は不良債権化する。ここで借手が資金繰りのショートを起こして倒産すると、債権放棄を余儀なくされた銀行は危機に陥る。このような恐慌状態に陥る可能性がある状態を、金融危機と呼ぶ。例えば銀行が多額の不良債権  
30 を抱えた場合は、上述の恐慌状態に陥る危険が高まっているため、金融危機が

起きていると言える。

グローバル金融危機が起こる原因としては、グローバル・インバランス仮説と流動性仮説という2つの大きな要因が考えられる。グローバル・インバランス仮説は、「モノを中心とする実物取引の収支尻である経常収支の世界的な不均衡」<sup>1</sup>（池尾和人＋21世紀政策研究所『金融依存の経済はどこへ向かうのか』日本経済新聞出版社、2013年、169ページ）を指している。ある国が海外と行う経済取引を見てみると、経常収支や資本収支は基本的に一致する。近年では、アメリカを筆頭にイギリスやインドなどは輸入によって経常赤字を増やしている、中国を筆頭に日本やドイツなどは経常黒字を拡大させている。このようなグローバル・インバランスが現在では拡大しているのだ。そのため、バーナンキらは、「巨額の経常黒字と裏腹の関係にある、中国などのグローバルな過剰貯蓄がアメリカへの資金流入の源になり、ひいては金融危機の土壌を形成したと主張している」<sup>2</sup>（池尾和人＋21世紀政策研究所『金融依存の経済はどこへ向かうのか』日本経済新聞出版社、2013年、169ページ）。もう一方の流動性仮説とは、「世界規模での活発な金融取引を反映した過剰流動性が中心的な役割を果たしたとする見方である」<sup>3</sup>（池尾和人＋21世紀政策研究所『金融依存の経済はどこへ向かうのか』日本経済新聞出版社、2013年、167ページ）。2000年代、アメリカでは戦時モードで意図的に金融緩和を政策の中心としていて、イギリスや中国などの国も金融システムや景気停滞などを理由で金融緩和をしていて、経済の実態よりもフローが増えすぎていた。そのため、「アメリカを中心とする世界的な金融政策の緩和が、金融取引を過熱させて過剰流動性を生み、バブルを引き起こした」<sup>4</sup>（池尾和人＋21世紀政策研究所『金融依存の経済はどこへ向かうのか』日本経済新聞出版社、2013年、168ページ）とテイラーなどは考えている。

25

---

<sup>1</sup> 池尾和人＋21世紀政策研究所(2013) 169頁

<sup>2</sup> 池尾和人＋21世紀政策研究所(2013) 169頁

<sup>3</sup> 池尾和人＋21世紀政策研究所(2013) 167頁

<sup>4</sup> 池尾和人＋21世紀政策研究所(2013) 168頁

### 3 リーマン・ショック

#### 5 3.1 危機に至る経緯

アメリカ第4位の投資銀行だったリーマン・ブラザーズが、サブプライム・ローンと呼ばれる高リスクの住宅ローンで大規模な損失を計上。別名、リーマンクライシスとも呼ばれる世界金融危機の1つ。

1920年代半ばに、アメリカでは株価が急上昇し、これまでにない好景気に沸いた。この好景気をチャンスと捉えた銀行は、自己資本を株式で運用するようになった。そして、1929年にアメリカでは金融不安が広がり、ニューヨーク証券取引所において株価は大暴落した。これがいわゆる世界恐慌である。その出来事はアメリカだけでなく世界各国に経済不況をもたらした。この出来事がきっかけになって、1万行以上の銀行が自己資本の不足で閉鎖してしまった。そこで、アメリカ政府は世界恐慌の反省を踏まえて「グラス・スティーガル法」という法律を作成した。これは、商業銀行による株式や社債の引き受け禁止、投資銀行による預金受け入れ禁止、商業銀行と投資銀行との提携禁止などいくつかの条文を総称したもので、公式には1933年銀行法という。要するに、銀行は商業銀行としての商売と投資銀行としての商売を掛け持ちしてはならないという内容である。この法律により、銀行は各商売に専念することができるようになった。銀行と証券会社の業務をしっかりと区別することによって、金融危機は回復していったものの、資本主義経済の考え方の根本にある「利潤の追求」に制限をかけてしまった。長い間、アメリカ経済の停滞が続き、再び金融の動きが活発になってくると、人々の気持ちの中にこのような法律はいらないという感情が生まれてくる。そして、1980年代の規制緩和の流れの中で徐々に緩和されていき、1999年の金融制度改革で「グラム・リーチ・ブライリー法」が制定され、完全に撤廃されてしまった。その結果、商業銀行と投資銀行の垣根はなくなり、リスクの高い金融商品を手にするのが可能になった。このようにして、商業銀行がサブプライム・ローン関連の証券化商品を保有するようになり、それがサブプライム・ローン問題の引き金となった。

そして、2007年の夏以降、アメリカのサブプライム・ローン問題を契機に起きた住宅金融市場の混乱は、同年8月にヨーロッパ大手金融機関 BNP パリバ傘下の投資ファンドが償還を凍結することを発表<sup>2</sup>し、混乱の度合いを強めて金融市場全体へ広がった。その後も同年12月の短期市場の流動性逼迫、

5 2008年3月のアメリカ大手投資銀行ベア・スターンズの経営危機、7月のアメリカ GSE への政府支援など、国際金融資本市場の混乱はその度合いを強め、

2008年9月15日のリーマン・ブラザーズの破産申請により、国際金融資本市場の緊張は一気に高まった。その後も、CDSを通じて信用リスクを負担していた大手保険会社の AIG が巨額の損失を抱えて、ニューヨーク連銀からの最

10 大 850 億ドルの融資を柱とする救済を受けるなど、金融機関の経営不安が相次いだ。特に、リーマン・ブラザーズが政府の救済を受けることなく、投資適格格付けを維持したまま破綻に至ったことは、市場参加者により取引先が突然破綻するリスクを強く意識させることとなり、金融機関相互の信用懸念が大きく広がることとなった。要するに、9月中旬までの問題は、アメリカのサブプ

15 ライム・ローン問題に起因する短期金融市場での流動性の低下や一部金融機関の経営不安の問題であったが、リーマン・ショック後は金融システム全体を揺るがす問題、すなわち金融危機へと拡大していった。

### 3.2 指摘されている要因

20 リーマン・ショックの原因は、アメリカの住宅バブルの崩壊とそれに伴うサブプライム問題だと言われている。サブプライム・ローンの焦げ付きにより、株や債券など様々な金融商品の価格が暴落したことも原因の1つである。メリルリンチ、バークレイズ、バンク・オブ・アメリカなどアメリカの金融大手との売却交渉を行ったことで、政府による公的資金の投入が見送られたため、結

25 果的に交渉は決裂することとなった。また、日本のメガバンクや韓国産業銀行も買収に名乗りを上げたが、64兆円と言われる負債総額のあまりの巨額さに買収を見送ったと言われている。

今回の金融危機について、その直接的な要因はアメリカの住宅バブルの崩壊とそれに伴うサブプライム・ローンを組み込んだ証券化商品の価格暴落であっ

---

<sup>2</sup> パリバショックと呼ばれる。

たと考えられる。サブプライム・ローン問題は、近年の金融市場の変化に増幅される形で、欧米の主要金融機関による損失を大きく拡大させ、金融市場全体の問題へと発展した。まず、住宅バブルが生まれた間接的な要因として、アメリカの「過剰流動性」の問題が指摘されており、その要因としては大きく3つの影響が挙げられる。1つ目に、ITバブル崩壊後のアメリカにおいて住宅価格や株価等の資産価格が上昇している中であって低金利政策が長期間継続したことに伴う影響、2つ目に、それとあわせて長期金利や物価も安定的に推移し、長期間にわたってマクロ経済の **Great Moderation**（大いなる安定）とされる状況が続くと期待されたことによる影響、3つ目に、グローバル・インバランスの拡大に伴う新興国等からの潤沢な資金フローである。

また、住宅バブル崩壊に伴うサブプライム・ローン問題が増幅し、金融市場全体の問題へと発展した要因としても、3つの要因が挙げられる。1つ目に、金融機関のリスク管理が、証券化商品などの新しい金融商品や金融イノベーションに十分対応出来なかったということ。投資家や金融機関がリスク管理の参考にしてきた格付は、住宅ローンの滞納が顕在化したため大幅に引き下げられ、その信用を失った。2つ目の要因は、高レバレッジ経営というビジネスモデルの限界である。投資銀行は世界的な低金利を背景に低コストで資金を調達した。その資金を、高いレバレッジで投資することにより収益を拡大させてきたのである。しかし、高レバレッジは損失に対する自己資本が小さいということであり、証券価格の下落に対して脆弱な構造となっていたのだ。最後の要因は、オフバランス機関の抱えるリスク管理が不十分であったということである。投資銀行や保険会社といった、銀行以外の金融機関を経由する新しいタイプのリスクは、従来の銀行中心の金融監督規制の下では想定されていなかった。その上、銀行規制においても、金融機関が自らのリスクを切り離すために用いたオフバランス機関の抱えるリスクが、実際には信用補完契約などを通じて、最終的に金融機関に収斂していた。今回の危機の発生原因や全体的な構図については、おおよそ上記のような合意が形成されてきたといえ、これらの要因が複合的に作用し、危機が拡大・深化していったものと考えられる。

では、これからリーマン・ショックの原因について、FRBの金融政策、金融商品、アメリカの金融機関・政策という3つの視点から考察する。



## FRBの金融政策

アメリカが国際金融の上で、マクロ的な弱点になっているにも関わらず覇権を継続的に握っていられるのは、市場や技術発展だけでなくその金融政策への信頼性によってアメリカへの資金が流入しているという側面が背景に存在する。これは、イギリスが金融覇権を維持していた時代にイギリスの中央銀行が他国から信頼される政策運営を施していたと言われることとほぼ同じことである。もしくは、現代は金などの絶対的価値のない時代であるため、アメリカのFRBはそれ以上の役割を果たしていると言えるのかもしれない。中央銀行としての歴史はそれほど古くないFRBだが、現代でのその影響力は絶大であり、アメリカ国内の短期金利や債券市場だけではなく、株式や為替、金融商品市況、それにヨーロッパや日本の金融市場、そして新興国のファイナンスに至るまでFRBの政策や考え方の変更は重要な意味を持つようになっている。特にFRBの議長の発言は、国際経済・金融の動向において、大統領の発言よりも重要なメッセージを含むものとして常に注目を集めている。そのFRBも、戦後のドル不安に対しては苦慮の連続であった。FRBと財務省とは時に確執を見せながらも、ヨーロッパ各国の中央銀行との間で自国通貨を相互に預け合うスワップ協定やローザ・ボンドの発行などによってフランスの中央銀行など他国からの金兌換要求を削減できるような工夫を行っていた。しかし、こうした施策もドル不安の本質を完全になくすことはできなかった。

2008年のリーマン・ショックをきっかけに、FRBは国債を大量に買い上げ、ゼロ金利政策を打ち出した。さらに、社債や証券なども購入して量的緩和政策を実行した。アメリカの金利水準が下がると、資金を低利で借りて海外に投資をしようと行動する投資家が出てくる。この時に、世界中にドルがあふれ、新興国でのバブルを生み出していた。これに加えて、原油や穀物、貴金属類に投資される資金も増えて、原油価格や金の価格が高騰した。これがアメリカの物価を押し上げ、インフレの懸念も出ている。ましてや、アメリカの資金が海外に流出するため、アメリカ国内の景気回復には効果がない。皮肉にも、アメリカの景気回復を狙ったFRBのゼロ金利政策は世界レベルの資源高騰やバブルを生み出したと非難されることとなった。

## 金融商品

リーマン・ブラザーズを始め、色々な金融機関が販売していたサブプライム・ローンと呼ばれる住宅ローン。日本人の感覚で住宅ローンを組むことを考えると、住宅ローンは経済的な信用力のある人しか組めない。自営業の人も組めるが、返済が滞る可能性が高いため、借りる時の金利がやや高くなる。そして、フリーターやアルバイトは、日本ではまず住宅ローンは組めない。サブプライム・ローンとは、このような経済的な信用力が低い人々に向けて発売された住宅ローンである。2006年末から2009年を中心にアメリカ合衆国では、住宅購入向けのサブプライム・ローンの不良債権化と、それを原因としたサブプライム・モーゲージという金融市場での価格の下落、市場崩壊などの問題が次々と起きた。住宅バブルの崩壊によって住宅価格が下落し始め、サブプライム・ローンが不良債権化し、サブプライム・ローンの商品も回収不可能となってしまったのだ。返済が滞るリスクは、2つの内容でカバーされるはずだった。1つは、高金利だということ。返済出来ない人が出てきても、その数は少数であって大部分の人は払える。その人達からの返済は高金利なので、利益が出るという仕組みである。2つ目は、当時はアメリカの土地や家の値段が上がっている最中だったため、もし、返済が滞ったら家を売却してその返済に充てるというものだった。しばらくは円滑にいった。高金利ということもあり、サブプライム・ローンからの収益は大きなものとなっていた。サブプライム・ローンは売り上げを伸ばしていった。当時は景気も良かったので、返済が滞る人も少なかったのである。

投資銀行や金融機関は、更なる儲けを求めてあることを考えた。それは、サブプライム・ローンを証券化して、たくさんの企業や人に売ればもっと儲かるのではないのか、ということである。しかし、これにより返済が滞るリスクはより大きくなる。そこで、信用力の高い人達に貸した普通の住宅ローン(プライムローン)とセットにし、多少の貸し倒れがあっても、信用力の高い住宅ローンでカバー出来る。更には、他の信用力のあるローンとも混ぜることで、リスクを低く出来るという仕組みで、サブプライム・ローンは投資銀行により証券化された。少ないリスクで、大きなリターンが見込める商品であり、それに加え

てアメリカを代表するような投資銀行・証券会社が売り出した商品だったので、世界中の銀行や機関投資家などがこぞって買収した。

景気が良い間は返済が滞らず、返済が滞っても、土地や家の値段が上がり続けている間は、家を売却したら高値で売れるので良かった。しかし、そのような状態がいつまでも続くはずがない。景気が徐々に悪化し、土地と家の値段も下がり始めた。アルバイトやパートの人々は職を失い始め、返済が滞るようになってきたのだ。家の売却を望んでも、買い手が見付からないので売値を下げて処分。当然住宅ローンは赤字となった。サブプライム・ローンの貸し手である金融機関は、大赤字を計上することとなった。これがアメリカ中で起こったのである。更に悪い事に、サブプライム・ローンは様々な手法により、複雑に証券化され、しかも信用度の高い金融商品だった。そのため、住宅ローンに参与していない投資家の資産にも、影響を与えた。どの金融商品に混ざっているのか分からないということで、投資家達は金融商品を投げ売った。これによって、金融市場は流動化を失ったのだ。金融機関や投資銀行の経営は大きく悪化し、小さな金融機関は倒産するところも出てきた。そして、アメリカの巨大企業ベア・スターンズが経営破綻。アメリカ政府は税金を投入してこの状況を救済した。影響があまりにも大きいと判断されたのだ。

しかし、政府の政策もむなしく、ベア・スターンズに続き、超大手証券会社のリーマン・ブラザーズが経営破綻したのだ。

20

## アメリカの金融機関・政策

アメリカはこれまで世界の中の超大国としての地位を維持し続けてきた。政治経済などのあらゆる面において世界の中心にある国であり、絶対的な権力を持っていた。しかし、近年のアメリカは数々の問題を抱え、崩壊の危機にあると言われている。

1 つ目はユーロの台頭によるドルの暴落である。第二次世界大戦後の新たな貨幣制度によりドルは世界の基軸通貨とされた。以前はドルが最も強い通貨とされていた時代もあったが、近年はその傾向は変わってきている。2007年にドルが高値をつけてから現在までの間、ドルの円相場は下降し続けている。この理由の1つとして挙げられるのは、イスラエルのイランへの攻撃である。イス

30

ラエルがアメリカの同盟国であったために、アメリカもイランへの攻撃を開始するのではないかと恐れられ、さらに、アメリカの軍事予算が膨張し、アメリカの経済にも影響を与える可能性があると考えられた結果、ドルが多く売られることになったのだ。反対に、1973年に第一次石油危機が起きると、OPEC諸国が石油販売代金をユーロ市場で運営したことからユーロ市場は拡大していった。

5

2つ目は石油取引におけるドル支配が終わりつつあることである。これまで石油はアメリカがドルで抑えていたが、産油国の中にドル以外の通貨で取引に応じるといった動きがみられるようになってきたのだ。ドルに依存する必要がないという投資家が増えてきたことや地球の環境保全のためには石油を使いすぎるのはよくないという考えからアメリカにおける石油取引は終わりに近づいてきたのだ。

10

続いて、アメリカが襲われている「双子の赤字」について説明する。80年代から90年代後半までアメリカの財政収支は赤字に見舞われていた。しかし、何度か実施された財政再建法の制定などの政策努力、景気回復に伴い、1998年から2001年までの間は黒字に転じていた。その後、アメリカがブッシュ政権になると、それまでの政治が大きく変わることになる。減税の実施、歳出の増加により、2002年再び赤字となってしまったのだ。2001年、アメリカはIT不況・同時多発テロなどにより、経済は大幅に落ち込んでしまった。それに伴いブッシュ政権は大幅な減税措置を執行して景気浮上の下支えをつくり、また、国防費・社会保障関係費などの歳出を増加させた。しかし、これによって減税による個人所得税が大きく落ちるなど様々な問題が発生し、財政収支は悪化してしまっただ。また、同時に石油価格の高騰を受けて石油輸入額が増えたこと、アメリカ内製造業の不振を受けた輸入額の増加などにより貿易赤字も進行していた。ブッシュ政権時代をピークに財政赤字と貿易赤字が深刻化し、「双子の赤字」は年々拡大しているのだ。

15

20

25

アメリカは世界全体の経済活動においても中心にいる国だと言える。アメリカは世界中から資金を流入している。80年代に急激なドル高、相対的高成長により資金の流入国に転じた。財政赤字をまかなうための政府の借り入れにより金利が上昇したことも原因の1つとして挙げられる。

30

これまでアメリカはこの資金流入によって経済の流れを保っているという見

方が多かった。しかし、最近ではこのアメリカへの資金の流れが徐々に減りつつあるのだ。

1990年代半ばから、海外投資家の保有比率が急激に増加したが、リーマン・ショック直後の時期に当たる2008年末をさかいに、そこからは増加してはいない。

アメリカに大量の資金が流入してくるという状況は、たとえ赤字が大きくても、海外から資金が調達されている限り、その赤字がずっと続くという可能性は大きくならなかつた。だが、このような資金が調達できないとなると、アメリカにおける赤字の持続可能性の問題がより深刻に浮き出てきてしまうことになるだろう。今までは資金需要が高く、高収益率が期待されてきたアメリカには資金が流入されてきた。しかし、それが減少することにより株価が下落すると、アメリカから資金が逆流する事態が起き、ドルの減価を巻き起こす。赤字リスクも高まり、為替相場にも影響を及ぼし、ドルの価値を一層下げてしまうことになりかねない。このドルの減価はアメリカの輸出や貿易収支には影響を及ぼす一方で、アメリカ以外の国の経済には輸出や貿易収支に悪い影響を与える。アメリカと関わりをもつ日本にもこの影響が必ずといっていいほど起こるのではないだろうか。

また、この状況でアメリカが資金需要をまかなうために国債などを発行すると金利がどんどん上昇し、「クラウディングアウト」という現象が起きる。実際、1980年代のアメリカはこのクラウディングアウト効果によって数々の問題が起きている。このクラウディングアウトは国債の利回りを上げるものの、民間企業の資金需要を低下させ、経営困難に陥らせてしまう。また、住宅の購入など個人の消費行動にも多大な影響を与えてしまうことになる。80年代のアメリカは莫大な減税を行ったのにも関わらず、このクラウディングアウトによって国民所得は一向に伸びず、1000万人以上の失業者を出してしまったのだ。このアメリカの戦後の歴史上、反省点だといえるこの状況がこのままいくと再び起こってしまうのではないかと思う。

アメリカは雇用の大部分を輸出産業に置くなど、輸出に力を入れている。自由貿易は国家間の平和を促進するという考えもあるほど輸出に対する重要性は重視されている。しかし、このままの状態が進んでいくことはアメリカにとつ

て不利なことが多い。海外がアメリカに対する資金の流入を止めることで、金利が上昇し、アメリカ経済が孤立してしまう可能性もある。今ある政策の改定や新しい経済モデルの組み立てなどを行わなければ、アメリカの経済は危機的な状態にあると言えるだろう。

- 5 最後に、アメリカの企業が高度な生産性を維持するためには国際的な場所で世界各国の優秀な企業と共に競走を繰り広げ、切磋琢磨していく必要があるのではないだろうか。アメリカの経済が発展することは日本の経済にも大きく関わっていると思う。ゼロ金利政策など日本に直接関係する政策もアメリカには多くある。このままアメリカの「双子の赤字」が続いていくと、アメリカの他
- 10 国からの信頼はどんどん薄まり、より赤字の危険性が強まることが疑われる。そうすると、アメリカの情勢は悪くなっていくことだろう。歴史上の反省点を踏まえたうえで、今後、オバマ大統領を筆頭に新たな経済政策を生むことがアメリカにとってプラスになることだと思う。それに伴い、日本をはじめとするアメリカと関わりをもった国々との話し合いを含めることも大切だと言える。
- 15 それによって、アメリカの「双子の赤字」問題を解決していかなければならないと考える。これらのアメリカの情勢は、アメリカ自体だけでなく、周りの国々、とりわけ新興国にまで影響を及ぼしているのである。

### 3.3 アメリカ、ヨーロッパを含めた世界経済への影響

#### 20 実態経済への影響

- リーマン・ショックを契機とした世界的な金融危機は、金融資本市場に留まらず、信用収縮等を通じて実態経済にも強く影響を与え、2009年の世界経済は全体としてマイナス成長となった。特に先進国経済においてその影響は大きく、震源地となったアメリカ、ヨーロッパでは深刻な景気後退を招いた。まず、ア
- 25 メリカのGDP成長率は2008年7～9月期以降急激に悪化し、特に2008年10～12月期は▲6.8%と第二次石油危機後のスタグフレーション下にあった1982年1～3月期（前期比年率▲6.4%）以来の大幅なマイナスを記録した。このような景気後退の背景には、金融危機と実態経済悪化の悪循環という構図があったことが指摘されている。すなわち、リーマン・ショックに端を発した金
- 30 融危機により、金融部門の機能低下が信用収縮等を通じて大きな下押し圧力と

なり、実態経済に負の影響を及ぼしていった。そして、実態経済の落ち込みが不良債権の増加等を招き金融機関のバランスシートを悪化させ、更なる信用収縮に繋がるという負の構図が今回の後退を一層深刻なものとしたと考えられる。ヨーロッパ各国においても 2008 年 7~9 月期から急速に落ち込み、2009 年 5 1~3 月期にはさらにマイナス幅が拡大し、イギリスでは過去最大のマイナス成長となった。

### 金融資本市場への影響

リーマン・ショックを契機として、欧米の株価は、金融システム不安の高まりやその後の企業収益の大幅な下方修正を受けて急落した。なお、日本の株価も、投資家のリスク回避のスタンスが強まったことなどから、同様に 10 月初めにかけて急落し、日経平平均は 1982 年来の水準まで落ち込み、2009 年 3 月にはバブル後の最安値を更新した。

また、アメリカでは、リーマン・ショック後、カウンターパーティー・リスク（取引先の破綻リスク）が顕在化するとともに、金融市場における流動性も著しく低下し、金融市場が事実上機能不全に陥った。ヨーロッパにおいても同様に、金融機関が米国証券化商品を大量に保有していたこともあって、金融機関の経営不安が発生し、金融資本市場は機能不全となった。カウンターパーティー・リスクや流動性リスクを表すとされる銀行間レートの対 TB/FB スプレッド（短期国債金利とロンドン銀行間市場金利 LIBOR の差）をみると、リーマン・ショックを契機としてアメリカ、ヨーロッパにおいて急拡大した。こうして、欧米金融機関は自らの資金調達にも困難をきたす事態へと陥った。

## 3.4 日本政府としての経済・金融危機への対応

### 25 実態経済への影響

日本経済の GDP 成長率も、リーマン・ショック後 2008 年秋より悪化し、21 年 1~3 月期にかけては急速かつ大幅に悪化した。また、企業収益の状況を見ても、金融危機後の落ち込みは急速かつ深刻なものであり、鉱工業生産の急減も記録的であった。こうした生産の落ち込みは世界金融危機の後退とほぼ同じタイミングでみられ、世界金融危機による実態経済への影響がうかがえる。

## 金融資本市場への影響

金融市場のうち、直接金融である社債・CP市場においては、リーマン・ショック直後から不安定化した。特に、低格付社債と高格付社債のスプレッド格  
5 差が急拡大し、低格付銘柄(BBB)は発行停止状況に陥るなど著しい混乱がみられた。

2008年10月には、事業法人債だけでなく、政府保証債、地方債、財投機関債などの公的セクターの起債も一部延期された。11月に入ると社債の発行は徐々に回復したが、電力会社などを中心としたAA格以上の高格付会社のみ  
10 限定され、A格以下の起債はごくわずかにとどまり、本格的な回復には2009年後半までかかった。

他方、間接金融である民間金融機関を通じた貸出への影響は、リーマン・ショックからやや遅れて発生した。すなわち、当初、日本の金融機関の損失が欧米金融機関対比でみても限定的であったこともあり、金融危機後にあたる  
15 2008年10月からの銀行貸出はむしろ増加した。その後、実態経済が急激に落ち込む中、2009年後半になってから銀行貸出は減少に転じた。また、金融機関の貸付残高を企業規模別にみると、この貸出しの伸びの大宗は、大企業向けの貸出しであることが分かる。これは、金融危機が発生し、CP・社債市場の機能が低下したことにより、リーマン・ショック直後には、大企業の資金調達  
20 直接金融から民間金融機関からの借入等にシフトしたことを示唆していると考えられる。

## 企業の資金繰りへの影響

大企業・中小企業ともにリーマン・ショック後の資金繰りの悪化は著しく、  
25 金融機関の貸出態度もその動きにやや遅れるかたちで厳格化した。これについては、90年代後半の金融危機時は貸出態度の大幅な悪化が先導するかたちで資金繰りが悪化し、金融システムの問題による信用収縮のために企業の資金繰りが悪化した  
30 したが、リーマン・ショック後の景気後退では、90年代後半のような形ではなく、景気後退により企業の資金繰りが厳しくなり、実態経済面が悪化する中で、金融機関の貸出態度が厳格化したとの指摘がなされている。大企業の



資金繰りについては、輸出の急速な減少を受けてまず企業収益や実態経済面が減速し、直接金融市場も機能が急速に低下する中で、当初、日本の金融機関におけるリーマン・ショックによる直接的な損失は限定的であったこともあり、その機能を銀行貸出が代替したものの、その後、間接金融である銀行貸出についても減少し、厳しい状況にあったと考えられる。特に 2009 年 1～3 月期の金融機関の大企業向けの貸出判断 DI をみると、中堅・中小企業向けよりも低い値となった。また、中小企業の資金繰りについては、直接金融市場へのアクセスがそもそも限られる中で、銀行貸出は 2006 年後半より減少傾向にあり、世界金融危機以降、中小企業は急速に業況が悪化する中で、主たる資金調達手段である銀行貸出も減少し、厳しい状況にあったと推察出来る。

いずれにせよ、予想を上回る速度で悪化する経済状況を受けて、業績の悪化は企業の規模を問わず大幅なものであり、通常は社債等の直接金融で資金調達を行う大企業も銀行貸出に頼るなど金融市場は著しく混乱し、企業の資金繰りは厳しい状況に陥った。その中でも、中小企業の資金繰りは特に厳しいものであったと考えられる。

## 4 これから先進国で起こりうる金融危機・予防策

これまで、リーマン・ショック、ユーロ危機など金融危機は一国のみにとどまらず、世界に影響を及ぼしてきた。世界中を大きな混乱に陥れた世界金融危機も、いくつかの教訓をもたらした。その教訓を踏まえつつ、ここでは今後起こりうる金融危機について述べる。

### 4.1 日本

日本の国債発行残高は GDP に比較して断トツで世界一であり、実際に財政破綻したギリシャよりも大きい。そのため、日本が財政破綻するのではないかとの声もある。日本は以前ほど多くの関心を引きつけることはなくなったが、今でも世界第 3 位の経済大国であり、GDP はフランス、イタリア、スペイン、ポルトガルを合わせた規模と同等だ。日本の産業はアメリカ、ヨーロッパ、韓国の製造業にとっては 1 番の競合相手であり、日本には 1997 年の時のように、

アジア全域で金融危機を引き起こすのに十分な地域的影響力がいまだにあることは確かである。

日本の歳出の大きな項目は社会保障関係費で、28兆円だ。高齢人口が増えれば年金の支払いも増えるし、健康保険の支払いも増える。介護の国庫負担もこれから大きな歳出項目となろう。ベビーブーマーが65歳になり、社会保障関係の歳出はこれから毎年増加の一途を辿ると予想される。こうした歳出を上回って税収が増えなければ、不足分は国債発行に頼らざるを得なくなる。これを支える貯蓄1400兆円についても今後増える見通しは立てにくい。日本は経済停滞が続き、日本人の所得は伸びていない。生活が苦しくなれば貯金を払い出さざるを得ない。そう遠くない将来に、国債発行残高が国民貯蓄を上回る時が来る。その時には外国への借金が不可避となる。アメリカの格付け機関スタンダード・アンド・プアーズ社が、日本国債の格付けをAAからAAマイナスに格下げしたという事実もある。上から3番目であったのを4番目に順位を下げたのである。その理由は、日本は自らの意思で財政を立て直す意思があるのかについて疑問が出てきたからである。

イギリスのエコノミスト誌の報道によると、IMFは「日本の国債残高は2015年に国民貯蓄を上回る」と試算しているという。その根拠は早いピッチの国債の発行と貯蓄の減少見通しにある。10年前の国債発行残高は389兆円だった。それが2011年度には943兆円になる。この10年間で毎年55兆円ずつ国債残高を増やしてきたことになる。貯蓄超過分は450兆円あるから単純計算すると8年間ぐらいは食い繋げる。さらに日本は経常収支黒字国であるから、これは貯蓄増加要因になる。為替が円安に動けば、黒字はもっと増える可能性がある。だがIMFは、国民が貧しくなれば貯蓄率は下がり450兆円は減ると見ている。

では諸外国に安心してもらうようにするには、どうすればよいのか。国債発行に頼らなくても済むように、厳しい財政規律を導入するしかない。それには税収を上げ、歳出を抑えるしかない。まず税率を引き上げるという策がある。日本の税率を諸外国との比較で見ると、GDPに占める税収の比率はOECD諸国の中で最も低い。だが、その内訳を見ると法人税率は最も高く、消費税率は最も低い。現在の消費税8%はOECD諸国の中で最も低いのである。ヨーロッパの付加価値税はすでに20%になっているし、アメリカでは9%前後の売上

税が課されている。だが、消費税を増税してもまだ国債を減らすことはできない。しかも増税によって経済成長率が下がることもありえる。

5 日本国債が売られるのは、日本に対する信頼が失われた時である。このとき、実際に日本が破綻していてもしていなくても、日本国債が一度に大量に売られて金利が高騰して価格が暴落すれば、危機は起きてしまう。また、景気が回復していても、金利が上がり、国債以外に魅力的な投資先が見付かったら、国債の買い手は減少するであろうし、国債を大量に売る主体も出てくるかもしれない。

10 その上、歳出を抑えるのは至難な業である。とりわけ難しいのは社会保障費の取り扱いである。日本は人口の老齢化が世界で最も早く到来する国である。日本より老齢化が遅れるヨーロッパ諸国は自国の将来を考え、着々と対策を講じている。それは、年金支給開始年齢の引き上げ、公務員と民間との年金格差是正、高額所得者への支給額カット等である。

15 では、これからその予防策を述べていく。日本は高齢化社会が進んでいるため、今後税収が減ることが考えられる。さらに年金の歳出が増えるため、若い世代からの搾取を考えなければならない。国民からの反発はあるかもしれないが、消費税の増税と最近話題になっている携帯電話税、パチンコ税などの導入により、税収を増やす努力をしなければならない。そのためには国民の収入を増やす必要がある。または、移民を受け入れることにより人口と労働力を増やす策が考えられる。だが、そうすると様々な問題が浮上することは目に見えるため慎重になる必要はある。また、教育を通じて高い能力を身につけた人材、つまり生産性が高く、納税能力も高い企業や労働者が海外へ流出することを防ぐ努力も必要である。そうなったときに日本国内に残るのは高齢者であり、その生活を支えることが難しくなるであろう。

25

## 4.2 アメリカ

1990年代末から、アメリカの経常収支赤字が累増していく中で、ドルの暴落懸念が多方面から聞かれている。しかし、今のところは杞憂に終わっている。それは、海外からアメリカに資本が順調に流入し、経常収支の赤字をファイナンスできたからである。だが、今後ともそれが可能かどうかとなると、疑念を

30

抱かざるをえない。まず、世界経済がますます多極化し、アメリカの地位が相対的に後退する中で、世界の投資家がドルへの信認を低下させ、分散投資を進めることは容易に想像される。第 2 には、中国などは自国を推進するために、外国為替市場に介入し、それによって増加した外貨準備をアメリカで運用してきた。だが、インフレ高進といったその弊害や通貨切り上げを求める外圧に直面している。さらにドルの先行きへの不安を増幅させつつある。また、格付け会社の問題がある。格付け対象会社から手数料をえるというシステムを採用している。サブプライム・ローン証券化された金融商品の格付けも行った。しかし、かなりタカ格付けをつけていた。サブプライム・ローン危機が顕在化したのは格付け会社が、突然、証券化商品の格付けを引き下げたことがきっかけとなったともいわれている。金融のグローバル化の中で、ヨーロッパの金融機関を中心にアメリカの証券へ巨額の投資がなされていたため、損害は海外にもおよび、アメリカ発の金融危機は世界へと発展した。さらに、各国で金融機関の損失不安などから株価が暴落し、世界規模で危機の連鎖、伝播が起ってしまったといえる。もちろん、金融危機は金融機関の信用収縮による企業の投資減退、不動産や金融資産の減価による消費の減退などを通じ、実物経済にも影響が及び、アメリカの不況が世界同時不況へと深刻化したことはよく知られる。

アメリカの国債は中国が多くを所有している。しかし、中国はシャドーバンキング問題を抱えているために、アメリカの国債を手放す可能性がないというわけではない。もし、アメリカの国債を多く抱えている中国がそれを手放した場合、同じ量の買いが出てくる可能性は低いため、暴落すると考えられる。アメリカの属国であると言わざるをえない状況の日本がそれを抱えることになるとも考えられる。また、アメリカは定めている債務上限にたびたび達し、そのたびに引き上げている。それは議会の承認によるものである。そこで、債務上限に達したとき議会在引き上げに応じなかった場合アメリカは債務不履行に陥る。また、FRB、アメリカ連邦準備制度理事会が金利を下げる時、ニューヨークダウ暴落が起こると反比例してゴールドが暴騰する。すると、ゴールドを中心とした実物経済が投資の主役に躍り出る。すなわち、ニューヨークダウ暴落はアメリカの金融株が主導して始まるといえる。

アメリカがそのような状況になったとき「アメリカがくしゃみをすれば日本

は風邪をひく」というほどニューヨークダウに連動している東京株式市場は直接の影響を受けるであろう。世界第一位の経済大国であるアメリカの世界への影響は目に見える。

では、どうすればよいのだろうか。中国のシャドーバンキング問題を解決し、アメリカ国債を手放す不安をなくすことや、債務上限を超えそうになるたびに引き上げるという方法をとるより、債務上限を超えない努力が必要である。また、サブプライム・ローン危機から学び、その原因となった証券が繰り返され、リスクの所在が分からなくなるようなことを防ぐこと、格付け会社のシステムを見直すことが必要である。また、以前の金融危機では市場原理主義への信頼が強く、市場メカニズムに依存しすぎたことが、市場の失敗を引き起こしたともいえる。多くを市場メカニズムに委ねたことが、異常なブームやバブルを生み、わずかなほころびが金融システム全体を危機に陥れかねないという教訓を得た。「金融大国」などと言われ、世界で最も強固な近代的金融システムを有していると信じられてきたアメリカの金融システムが意外に脆弱なことを知った。アメリカは「貿易大国」の座についているにも関わらず、基軸通貨・ドルへの信頼は揺らぎつつある。アメリカ自身が適正な規制・監視体制を備えた強固な金融システムの再構築を図るとともに、過剰消費体質を持った経済構造を是正し、世界へのドルの垂れ流しに歯止めをかけない限り、ドルの単一基軸体制の維持が難しくなりかねないと思われる。将来的には「ドルからの脱却」を目指すことが必要そうである。

### 4.3 ユーロエリア

ヨーロッパでは欧州単一通貨「ユーロ」が1999年に決済通貨として導入され、ユーロ圏が誕生すると、元来は経済基盤が弱い南欧諸国でも、マクロ経済が安定した。2004年のアテネ・オリンピック景気に沸いたギリシャ、観光資源が豊富なスペインやアイルランドにはお金が流れ込んで、不動産ブームが起こった。ところが、2008年のリーマン・ブラザーズ破産後の世界経済危機で、バブルが弾けてしまった。ユーロ圏の財政赤字は本来、各国のGDP比3%以下でなければならないが、危機対策でどの国も守れなくなった。バブルが崩壊した国々では、国債発行で雇用対策費や失業手当の支払いに追われ、アイルランド

では GDP 比 30%以上、ギリシャでは 15%以上に赤字が膨らんだ。そして、2009年 10月のギリシャ政権交代による国家財政の粉飾決算の暴露から始まる、経済危機の連鎖であるユーロ危機が起こった。

今回のユーロ危機では、銀行だけでなく安全なはずの国債も信用を失った。

- 5 この財政が問題となったことはリーマン・ショック時と異なっている。ユーロ危機では、安全でリスクフリーのはずの国債が不履行になったため、ユーロ・ソブリン危機と呼ばれる。これが PIIGS と呼ばれるポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペイン、あるいはハンガリーやラトビアなど中東欧諸国へ波及した場合、世界的な金融危機に発展するかもしれないと懸念されている。
- 10

- 現在は戦後 70 年近くになるが、先進国の国債が不履行の危機に直面することは初めてである。未曾有の金融危機であったリーマン・ショックの際、多くの金融機関は次々と倒れ、各国政府はその救済にあたった。しかし、今回は銀行を救うはずの国家も財政にも大きな問題が発覚している。国家財政と銀行が
- 15 問題を抱えているため、このユーロ危機はリーマン・ショックよりも深刻である。このユーロ危機の原因は大きく 3 つ挙げられる。

- 1 つ目はユーロ圏の国債バブルである。統一通貨ユーロの導入以来、ユーロ諸国は経済力と身の丈に合わない超低金利で大量に国債を発行し続けていた。この国債バブルが弾けたのがギリシャの国家財政粉飾問題が明るみになって以降のことである。それに加えて、ユーロ圏諸国はリーマン・ショック後、破綻した銀行の支援や景気対策のために国債を大量に発行させていた。それによって、問題は国家財政からその国債を買っているユーロ圏の銀行へと飛び火する。ユーロ圏の銀行は英米の銀行よりも国債の保有比率が非常に高いため、国債暴落で大損する。これが第 2 の原因と関係してくる。ヨーロッパの銀行の不良資産問題であり、その対極の過小資本という問題である。サブプライム問題の震源地のアメリカの金融機関はリーマン・ショック後、不良資産の処理や資本の
- 20 増強を推進してきた。しかし、ユーロ圏では自己資本が過小なうえ、それが遅れている。

- 3 つ目の原因はユーロ圏の銀行のドル依存が高すぎることである。リーマン・ショック直後、アメリカの中央銀行は各国の中央銀行と連携してドル流動
- 30

性を無制限に世界の金融市場に供給した。ドル供給の最大の受け手はアメリカの銀行ではなくユーロ圏の銀行だった。ユーロ圏の銀行は短期にドルを借り長期にドル資産へ投資する過大なドル・レバレッジ金融という綱渡りの資金繰りに依存したままなので、アメリカの銀行よりも資金繰りが厳しいのである。

- 5 現在のユーロ圏の銀行には、このようにユーロバブルの崩壊や不良資産問題、ECB が最後の貸し手として機能していないことなど様々な問題が山積している。深刻な低インフレと需要不足、賃金の低迷で GDP が伸びない結果、政府債務の GDP 比が上昇し続けている。ギリシャ問題が明るみになったユーロ危機が再来する可能性を市場が強く意識し始めている。日本経済新聞によると、
- 10 ECB が公表した資産査定ではギリシャやキプロス、イタリアなどの南欧諸国の銀行では資本不足の問題が表面化している。そのため、ECB は引き続き金融緩和で南欧を支える構えだ」（日本経済新聞電子版、2014 年 10 月 27 日 掲載）という。南欧での目先の成長を確保するため追加緩和に踏み切り、不振企業を延命させるのか。それとも不況を覚悟で改革を断行するのか。どちらを選択するにしても欧州には長い試練が待っている」（日本経済新聞電子版、2014 年 10 月 27 日 掲載）という。

- ユーロはヨーロッパでは 24 の国で使用されている。この 24 か国のうち 18 か国が EU 加盟国である。ユーロは準備通貨としてはアメリカドルの次に重要な通貨の地位を有していた。さらに、一時は第二の基軸通貨と呼ばれていた。
- 20 しかし、近年のユーロ危機で、通貨連盟の矛盾が表面化しその存続を危ぶむ意見さえも出るようになってきている。

ギリシャは、政権についた政党は国民の歓心を得るために公務員ポストをばらまき、国の財政を余り考えずに賃金を高く引き上げ、税金は低く抑え、年金など手厚い社会保障を行ってきたため、国の財政は悪化していった。

- 25 一般に国の財政は税金などの歳入よりも、公共事業や公務員の給与などの歳出が多ければ赤字となる。財政が赤字になれば、政府は赤字を補填するため「国債」という証書を発行し、銀行や国民に買ってもらってお金を集める。ギリシャは、安易に国の財政赤字を他の EU 各国からの借金でしのぎ、少しでも赤字を減らす財政改革の努力を怠ってきたといわれる。特に問題なのは、財政赤字
- 30 を少なく偽って、国債を発行するという「赤字隠し」をしていたのである。ギ

リシャにお金を貸している国や金融機関は、ギリシャに不信感を持つようになり、ユーロという通貨に対する信用も落ちていった。これがユーロ危機のはじまりである。ギリシャの他にもイタリアやスペイン、ポルトガル、アイルランドなどは国の財政が苦しく、他の国々から多額の借金をしており、債務危機が心配されている。国が金融機関から借金したお金を返せなくなることをデフォルトという。ギリシャがデフォルトを宣言して借金が返せなくなれば、金融機関はこれ以上損失を出したくないため、国債を引き受けている他の国々に強く返済を迫ったり、借金の利息を上げるなど一段と引き締めを強化したりする。そうなれば、財政難に苦しんでいるイタリアやスペイン、ポルトガルなどは連鎖的に財政破綻を起して、EU 全体が金融危機に見舞われることになる。それは、金融、経済、貿易などでヨーロッパと深い関係にあるアメリカ、日本、そして中国、アジアにも大きな影響を及ぼし、世界規模の金融恐慌に発展していく可能性も否定できない。このため EU では、ギリシャがデフォルトにならないように、ギリシャの借金を一部免除して、多額の資金援助を行っていた。ギリシャに対する資金援助は、1300 億ユーロ、日本円で約 13 兆円にのぼる。

このようにユーロ危機は EU やヨーロッパ全体を巻き込んで、各国政府の財政悪化、金融機関の経営危機を招いていく。ユーロという通貨をめぐる様々な問題がある。国際金融のトリレンマに従えば、固定相場制と資本移動の自由を両立させているユーロ圏各国では独立な金融政策をとることができない。この事実はユーロ圏の加盟国が不況に陥ったときに、自国通貨を切り下げて輸出競争力を高め経常収支を改善させることができなくなる。そのような状況下ではユーロ圏で経済が好調な国から不況の国へ財政支援が検討された場合の EU の力量が試される。けれども、実際にはアメリカのような財政連邦主義を現時点でのユーロ圏が有しているわけではなく、頼みの綱の財政政策も安定成長協定 (SGP) によって制限をかけられ、結果として各国の成長の足かせになりうる。アメリカと違いユーロ圏の各国は言語や文化が異なるため、ユーロ圏内の資本移動はアメリカほど自由ではないし、各国は自国の人口をゼロにしたいとは思わない。ここで資本移動での経済の調整メカニズムはあまり機能しなくなる。さらに圏内の唯一の発券銀行である ECB がドイツの影響を非常に強く受けているために、危機に対して民主的な裁量の余地が加盟国に乏しいことな



どが想定される。

ユーロエリアの GDP が世界の GDP に占める割合はおよそ 20%でアメリカに次いで大きい。また、ユーロエリアの貿易が世界貿易に占める割合は世界最大である。ユーロ危機が世界全体に及ぼす悪影響は大きいと考えられる。ユーロエリアと関連が圧倒的に強いのはイギリスであり、イギリスの銀行の借り手として絶対額が大きいのはアメリカである。このことは、イギリスの金融部門が例えばユーロ危機の影響で貸出を急激に圧縮する必要に迫られた場合の世界経済への影響が大きいことを示している。貿易面でもイギリスはユーロエリアの景気に影響されやすい。ユーロエリアにとってアメリカよりも中国よりもイギリスが重要な第一の取引相手国であるからだ。また、アメリカと EU との双方向貿易関係は世界で 1 番大きい。このようにして、ユーロ危機はイギリス、アメリカ、そして日本へと駆け巡りそうである。

その予防策について。ユーロを導入する問題点として、多国間での単一通貨になるため、各国家の経済状況を反映した為替の自動相場調整が機能しなくなること、各国主導の自国の経済状況にあわせた金融政策が実施出来ないこと、ユーロの価値が統一されているため、EU 内での地域格差が拡大すること高賃金国にとっては、低賃金国からの労働者流入が失業率増加を加速させてしまうことが考えられる。ユーロを導入していなければ、ユーロ圏の他の国の支援がなければギリシャは破綻していただろう。しかし、ユーロにはリスクが多すぎるように思える。ギリシャのような危機国に対して、債務放棄も含む金融支援策の強化、市場における不安を払拭することが期待される。抜本的には、経済的に一体的、同質的で、健全な経済運営が可能な国のみをユーロ域に加盟させるのがよい。収斂基準を厳格化すること、さらにはそれを遵守できなくなった国に対して、離脱のルールを作ることも考えられる。

25

## 5 これから新興国で起こり得る金融危機と予防策

新興国経済はアジア通貨危機、ギリシャ危機を代表とする金融危機の影響をこれまで多く経験してきた。新興国経済が金融危機の影響を強く受けたのは、新興国と世界経済の結び付きが強いからであると言われている。

30

このことに最も関係があるのがアメリカと新興国との関係だ。2000年代になると、新興国は欧米市場との強い結びつきを作った。それと同時に新興国経済が高成長を果たしているが、金融危機の影響も強くなってきているのだ。

5 経済のグローバル化の進展に伴い、お金の移動が世界中で行われるようになった。それによって経済危機もグローバルな展開を見せていったのである。例えば、2007年から2008年にかけてアメリカで発生したサブプライム・ローン危機は、リーマン・ブラザーズなどのアメリカの金融機関だけでなく、ヨーロッパの金融機関をも巻き込んで、後に世界金融危機にまで発展することとなった。その後、ユーロ圏でも財政危機が起きるなど、世界経済は不安定な方向に  
10 向かっていった。アメリカでは世界金融危機およびユーロ圏の財政危機に対処するために様々な金融政策を新興国まで展開し、一時的な経済成長を果たしたが、それは後にだんだんと崩れていくこととなった。

このようなことから、新興国の金融危機にはアメリカが密接に関わっており、新興国の経済を左右しているのが欧米であるといっても過言ではない。

15 このような大きな影響を与えた過去の金融危機の例としてサブプライム・ローン危機を挙げる。このサブプライム・ローン危機の1番の問題と言えるのがサブプライム・ローンの証券化がされていたということである。これによって、この問題はかつてないほどにグローバルに拡大し、複雑化していったと言われている。アメリカのウォール街の大手企業や巨大銀行は証券化したサブプライム・ローンを証券化し、欧米をはじめとする世界各国の金融機関や機関投資家へ売り払った。当時、住宅バブルが弾けていたということもあり、サブプライム関連商品に関するリスクについては世界の金融機関も鈍感になっていたと言  
20 われており、証券化された商品の価値は大きく劣化し、これらのサブプライム・ローン証券化商品を多く保有していたヨーロッパをはじめとする新興国の金融  
25 機関もアメリカの金融機関と同様の影響を受けたのである。

サブプライムの問題はまず初めにアメリカからヨーロッパに飛び火したと考えられている。フランスの大手巨大銀行 BNP パリバが証券化したサブプライムに投資した個人投資家からの解約請求に応じなかったことが大きな問題となった。不安定な経済の拡大を恐れた ECB は大量の資金供給を行わなければい  
30 けないことになり、それによって市場の安定化を図ろうとした。このパリバシ

ショックによってサブプライム問題が国際的な金融システムに関する問題であると認識され始め、アメリカ国外に拡大していった瞬間であると言われている。

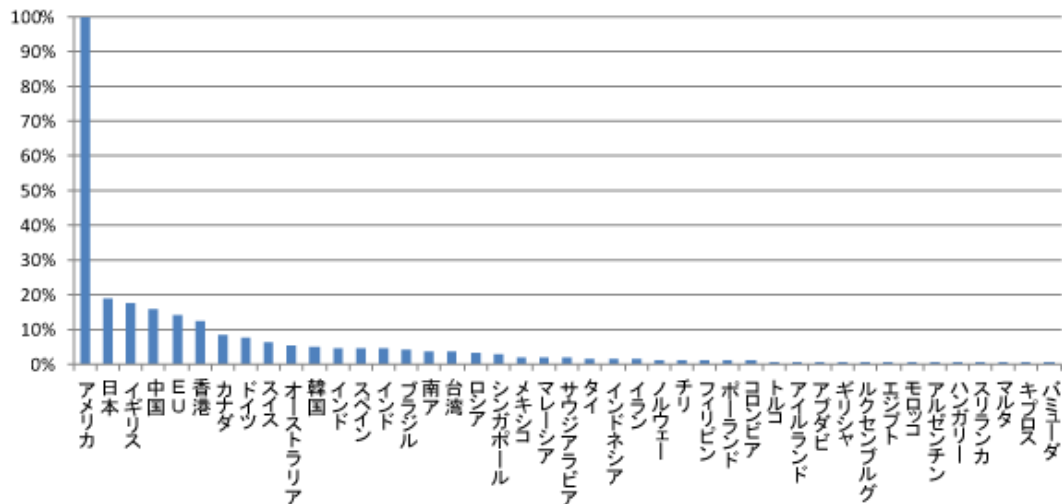
そして、アメリカではリーマン・ブラザーズの破綻という決定的な出来事が起きた。アメリカの金融機関同士の不信感は一気に高まり、ドル資金の銀行間取引がマヒしてしまったことにより、各国の中央銀行は大量の資金供給を余儀なくされてしまったのだ。長らく続いていた住宅バブルも崩壊し、一気に滞納額が増加したことによる差し押さえ件数なども増加していった。これを受けて、住宅価格はさらに下落し、サブプライム証券で被った損失をどうすることもできなくなったヘッジファンドは次々と破綻してしまったことが結果的に金融市場の流動性を低下し、このような大きな事件を生み出してしまったのである。サブプライム・ローン危機はアメリカにおける金融危機、経済破綻のきっかけであったと言えるだろう。

しかし、アメリカの様な先進国と新興国が密接に関係を持つことは大切な事ではないかと考える。近年、アジア諸国や中南米をはじめとする新興国は凄まじい速さで進化・発展してきており、アメリカや日本の位置も脅かす存在となってきていると言える。しかし、新興国の経済は未だ脆弱な部分があり、政治や内部情勢の面から見ても、非常に不安定であると言われている。投資などを行う際に関係する市場の大きさにおいて先進国のような安定感はまだその規模が小さいのだ。新興国ではバブルが起きやすく、市場が崩壊しやすいというのもその理由の1つである。

これは 2013 年の世界各国の株式市場の時価総額の規模についてアメリカを基準として計算したものである。

25

図 1 2013 年世界各国の株式市場の時価総額比率（米ドルベース）



※原出典：World Federation of Exchanges

これを見ても分かる通り、アメリカが圧倒的でありインドやブラジルといった新興国の数値はまだ低いという事が見て取れる。小さな国々で起きている経済事情は世界経済全体にとってはそれほど大きな問題にはならない。しかし、新興国はだんだんと成長していき、やがては先進国を抜き去るという可能性もある。一度大きな金融危機を経験したアメリカは近年、徐々に景気を回復してきている傾向にある。アメリカの景気回復は今のところ順調であるとみられており、これからアメリカの金利が上昇していくという可能性が出てきた。金利上昇に伴い、株よりも債券が良いという流れが作られ始めると、株式市場は一気に力を失うかもしれない。また、アメリカの金利が上昇し、新興国債券から資金が引き上げられると、新興国の通貨価値にも影響を及ぼすことになる。アメリカの多数の企業は多額の売り上げを新興国経済に期待していると言える。その新興国経済が落ち込めば、アメリカの企業の収益も落ち込み、株価は下落していくことになるだろう。このように、アメリカと新興国との関わりは、もはや断ち切る方が難しいと言える。

### 5.1 アジア新興国の貿易

新興国の貿易は近年、世界貿易の伸びを上回るペースで拡大してきており、新興国は貿易を通じて世界経済の影響を強く受けるようになったと言われている。輸出額の推移を GDP 比で見ても、2001年の28.4%から2008年には

34.9%にまで上がっており、特に域内の分業体制の構築が高まっているアジア新興国、EUの拡大による進展を遂げた中・東欧では比率が急速に高まっている。中南米においても、2000年以降は横ばいの状態が続いているものの、依然と比べたら格段に比率が上がっていると言えるだろう。このように世界では貿易による相互依存が高まってきているのだ。しかし、アメリカでの金融危機後の世界的な景気後退の影響を受け、新興国の輸出は2008年9月以降に急降下した。2009年の世界貿易は、第二次石油危機直後の1982年以来初めての減少であるとされている。新興国の貿易も当然のようにこれらの影響を受け、アジア、中・東欧諸国の輸出額は2009年に2桁のマイナス額、中南米で4%程度のマイナスと大幅な縮小を余儀なくされてしまったのである。そして、こうした貿易に関する新興国への影響は、金銭的なことだけでなく、新興国の輸出が先進国の需要に大きく関わっているということが分かる。欧米の輸入の伸び方と新興国の輸出の伸びは1990年代の0.41%から2000年以降は0.84%にまで上がっているのである。2000年代の新興国の輸出の拡大は、先進国の需要が拡大したことを主な理由としていることが分かる。新興国の貿易は常に先進国の需要によって支えられており、その先進国の経済が破滅したことによって受ける影響は計り知れないものだったのだ。

## 5.2 メキシコ

また、先に述べたように金融危機以前、中南米では、輸出の拡大、一次産品価格の上昇、資金流入拡大により、急速な経済成長を遂げてきたが、場所によってはこれらの要因が全て逆になっているところもあった。特にアメリカ経済の影響が大きいメキシコでは、景気が急速に悪化したと言われている。メキシコはアメリカへの依存度が極めて高く、アメリカで何か起きることにより、メキシコが被害を受けるといったケースも少なくない。2007年から2008年にかけてのメキシコの経済成長率はアメリカのやや上をいくという感じであった。しかし、2009年に入ると大幅なマイナスとなり、2009年第一四半期には-7.9%、第二四半期には-10%とアメリカに大きく後れを取る形となった。メキシコの国内消費を支えてきた要因として、アメリカからの郷里送金の増加が指摘されている。郷里送金は在外のメキシコ人からメキシコ本国への送金とし

て 2007 年中頃までは順調に推移していたものの、だんだんと減少してきている。この結果、低所得者層の消費者金融債務の延滞の増加に繋がるなどして、景気を支えてきた国内消費が破綻していったのである。そして、  
5 2008 年のアメリカによる金融危機はメキシコの工業および石油を主とする鉱業の落ち込みにまで影響を及ぼした。工業は特に自動車の開発などを利用してアメリカから投資を受けており、安い労働力を利用して自動車輸出を行っていたメキシコ経済にとって、この工業の不振は大変痛いものだったとされている。

### 5.3 ロシア

10 次にロシアである。ロシアはかつてルーブル危機に見舞われた国である。その原因は原油価格の暴落であったが、近年は原油高のおかげで借金を返済して、赤字続きだった財政は 2000 年から黒字に転換した。しかし、ロシア経済もまた、原油価格急落と世界金融危機により景気後退が深刻化。輸出が大幅に減少するとともに、株価も大幅に下落している。2000 年代に入ってからというもの、  
15 ロシア経済は主要輸出品である原油・石油製品等エネルギーの価格高騰を受けて、高い経済成長を続けていた。2000 年から 2008 年の年平均の実質経済成長率は約 7% と好調であったのが数値から見て取れる。しかし、2008 年の夏以降、原油価格は急落し世界金融危機の影響によって株価や通貨ルーブルが大幅に下落するとともに、輸出や生産も大幅に減少していった。そして、経済は急速に  
20 悪化していき、ロシア経済は景気の後退に陥ったのである。2009 年に入っても景気後退は更に深刻化していった。また、ロシアとヨーロッパ諸国との経済関係はこの頃から密接になってきており、特に西欧諸国、中・東欧諸国はロシアの石油等エネルギー資源への依存度を高めてきているのである。そんな中でこの、金融危機によるエネルギー資源の減退はロシアだけの問題ではなかった  
25 と言えるだろう。

### 5.4 中国

中国産業の生産力は急増し、世界の巨大な生産基地となっている。そればかりか中国は世界一の人口を抱える巨大な消費地でもあり、中国は世界の国々に  
30 有望な輸出市場を提供している。その経済動向は世界に多大な影響を与える。

オリンピックや万博が中国で開催され、2010年には中国のGDPが日本を追い越し、アメリカに次ぐ世界第2位の経済大国に躍り出た。その1人当たりのGDPはいまだ日本の40分の1にしか過ぎないが、ここ10年ほどの期間に見られた急速な経済成長が今後も持続すれば、いずれ日本をはじめとする先進工業国のレベルまで到達するであろうと言われている。

中国の経済の大きな特徴として次の2つが挙げられる。まず1つ目は「改革開放政策」である。中国は1979年から改革開放政策をスタートさせ、「投資中心」「不動産開発中心」の経済運営方式によって、大きく進展してきた。ところがこの方式は高度成長実現には抜群の効果を発揮したが、反面でバブル経済に陥りやすい性質も持っていた。このため、何度かインフレや不動産価格高騰などのバブル経済に見舞われてきた。中国は改革開放以降、消費者物価指数が10%を超えるインフレを1983年、1988年、1994年の3度にわたって経験している。2000年代の前半は物価がマイナスとなるデフレの時期が続いたが、2005年以降、物価の上昇が見られるようになっている。そして、現代の中国経済はバブル状態である。そのバブルの原因は人民元が米ドルにペッグしていることが考えられる。つまり、中国政府は管理変動相場制を採用していて、為替介入しているのである。現代の中国はアメリカへ大量の輸出を行っている。その支払いはドルで行われるため、その大量のドルを中国国内で人民元に変えると人民元が跳ね上がる。それを抑えるために、アメリカの要求を無視して人民元を刷って為替を管理しているというのである。

次に「シャドバンキング」である。シャドバンキングとは、陰の銀行による非公式な融資という意味を表す。投資会社が次々と設立され、「理財商品」と呼ばれる金融商品を生み出し、10%を超える高い利回りで投資家に販売して資金を集める。中国の金利は低く抑えられているため、銀行に預けても利息が増えない。そのため、儲けたい投資家は理財商品を買う。投資会社は、集めた資金を、お金を貸してほしいという地方政府の下の不動産関係業者に融資する。これまで中国は不動産ブームだったため、住むつもりはなくても投資のマンションを買う人が大勢いた。しかし、さすがに需要と供給が逆転して、最近では売れ残りも出るようになった。家賃収入が入らなければ、返済はできない。その結果、投資家にはお金が戻らない。こうしてデフォルトの連鎖が心配されて

いる。IMFによればシャドバンキングの規模は日本円にして約 460 兆円と推計されている。リーマン・ショックは住宅への融資が焦げ付いたのが原因。シャドバンキングでは、住宅が街に置き換わっただけで、その構造は同じである。大量に売れている理財商品が、単なる紙くずになってしまったら、理財商品を買っていた投資家はもちろんのこと、販売した投資会社も経営破綻、中国経済全体を揺るがすことになる。リーマン・ショックの翌年、日本からアメリカへの輸出は 3 割減った。もし、中国に対しても同じことが起これば、減収は約 5 兆円規模になるともいわれる。中国政府は何とかこれを抑えようとしている。ようやく立ち直りかけた世界経済は、またもや新たな懸念に直面している。

5

10

近年の中国経済の成長は著しいという見方があるが、歴史的な視点で見ると別の様相が浮かび上がってくる。中国が受けるアメリカからの影響も大きく、関係性は常に考えていかななくてはならない。長い目で見ると、中国の経済成長は今後の外交政策にも関わっていると言えるだろう。

15

このようにアメリカとの結び付きが強い国ほど、経済が不安定になりがちで、今後輸出入の減少による金融危機が起きる可能性が大きいということが金融危機以降の世界各国の過去の例から見ても分かる。しかし、世界の中でも圧倒的な力を持つアメリカとの結び付きを新興国が急に絶つことは不可能である。実際、金融危機が起きてしまった時のリスクを考慮せずに考えると、新興国にとってアメリカと仲良くしていることはメリットを生むことも多いと言えるのだ。

20

また、今後アメリカ経済の安定で新興国の経済も良くなる可能性はあるが、投資された資金が再び海外に流出してしまう可能性もある。最悪なケースを想定して、アメリカに頼りきりになるだけではなく、新興国経済の地域的な枠組みを備えていくべきなのではないだろうか。また、今後は日本以上に米ドルを保有する中国の援助も鍵となってくると言われている。中国は、今や先進国として圧倒的な権力と強さなども併せ持っている。しかし、日本をはじめとしたアジア各国での課題も山積みだ。尖閣諸島などを含めた政治面のアジアの問題を解決していかなければ、新興国を含めたアジア諸国の地域的な枠組みを作ることは難しいのではないだろうか。まずアジア全体が安定することによって、

25

30

新興国経済の安定にも繋がっていくのではないだろうかと考える。世界的な金



融統合の高まりによって、世界の株式市場に相互関係が強まっていった。新興国の株式市場も今や世界的な金融市場との関係を深めている。2008年の金融危機においては、先進国初の金融危機が新興国の株価を通じて新興国へと広まってしまった。経済のグローバル化が叫ばれる昨今、自国が他国の影響を受けるというのは当たり前になってきている。よって、金融危機発生に伴う世界的な流動性の縮小やリスク削減は、今後それぞれの国々が考えなくてはならない課題であると考えられる。

## 6 おわりに

10

リーマン・ショックやユーロ危機などによって、現代ではソブリンリスクが問題となっている。それによって、欧米を中心として金融資本主義への懸念が高まっている。しかしながら、他方では大規模な金融緩和への依存を強める経済の実態がある。

15

サブプライム・ローンの原因の1つとして、「金融当局がきちんと仕事を行ってこなかったこと」(George Soros『The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means ソロスは警告するー超バブル崩壊=悪夢のシナリオー』徳間書店、2008年、222ページ)をジョージ・ソロスは挙げている。現存する金融商品の中には、誤った前提を元に生み出されたものも少なくはなく、役に立つものとそうでないものを分別しなければならない。このように金融危機を振り返ってみると、金融緩和によってバブルが発生し、そのバブルが弾けることで金融危機が起こっていることが分かる。そして、時代は激しく移り変わっていて、ジョージ・ソロスによると「現代は相対的安定期の終結期」(George Soros『The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means ソロスは警告するー超バブル崩壊=悪夢のシナリオー』徳間書店、2008年、241ページ)ということだろうか。そして、世界一の運用実績を誇るクオンダム・ファンドの設立者であり、イングランド銀行を破滅させた男としても有名なジョージ・ソロスでさえ超バブルの未来は予測できないという。

30

世界経済は常に変化していつている。新興国・途上国では、今後の悪い事態に

備え、景気刺激策を再構築していく必要があると考える。信用拡大や資産バブルのリスクへの対応ももとめられるだろう。先進国もまた、金融緩和を継続するリスクについて十分配慮していかなければならない。各国における柔軟な金融危機対策が必要であると言えるだろう。

5

## 参考文献

- George Soros 『The New Paradigm for Financial Markets : The Credit Crisis of 2008 and What It Means ソロスは警告するー超バブル崩壊＝悪夢のシナリオー』徳間書店、2008年
- 10 George Soros 『Financial Turmoil in Europe and United States ソロスの警告ーユーロが世界経済を破壊する』徳間書店、2012年
- David Wessel 『In FED We Trust : Ben Bernanke's War on the Great Panic バーナンキは Lois Peltz 『The New Investment Superstars : 13 Great Investors and Their Strategies for Superior Returns インベストメントスーパースターーヘッジファンドの素顔とその驚異の投資法』パンローリング、2001年
- 15 Nouriel Roubini 『Crisis Economics : A Crash Course in the Future of Finance 大いなる不安定ー金融危機は偶然ではない、必然である』ダイヤモンド社、2010年
- 20 正しかったか？ーFRBの真相』朝日新聞出版、2010年
- 相沢幸悦 『国際金融市場とEU金融改革』ミネルヴァ書房、2008年
- 池尾和人、21世紀政策研究所 『金融依存の経済はどこへ向かうのかー米欧金融危機の教訓』
- 嘉治佐保子 『ユーロ危機で日本はどうなるのか』日本経済新聞出版社、2012年
- 25 日下部元雄 『アジアの金融危機は終わったかー経済再生への道』日本評論社、1999年
- 信田智人 『アメリカの外交政策 歴史・アクター・メカニズム』ミネルヴァ書房、2010年
- 30 日本経済新聞出版社、2013年

- 田中素香『世界経済・金融危機とヨーロッパ』勁草書房、2010年
- 中篠誠一『現代の国際金融を学ぶ』勁草書、2012年
- 二上季代司、代田純『証券市場論』有斐閣ブックス、2011年
- 野口悠紀雄『経済危機のルーツ』東洋経済新報社、2010年
- 5 松藤民輔『世界バブル経済終わりの始まり』講談社、2007年
- みずほ総合研究所『ソブリン・クライシスー欧州発金融危機を読む』日本経済新聞出版社、2010年
- 水野和夫『終わりなき危機ー君はグローバル化の真実を見たか』日本経済新聞出版社、2011年
- 10 山澤成康『新しい経済予測論』日本評論社、2011年
- 米倉茂『すぐわかるユーロ危機の真相ーどうなる日本の財政と円』言視舎、2012年
- 筆者名、タイトル、サイト名  
ダイヤモンドオンライン
- 15 <http://diamond.jp/articles/-/11324> (アクセス日：2014年?月?日)
- 日本経済新聞 Web刊
- [http://www.nikkei.com/article/DGXLASDF26H0K\\_W4A021C1NN1000/?dg=1](http://www.nikkei.com/article/DGXLASDF26H0K_W4A021C1NN1000/?dg=1)  
(アクセス日：2014年10月27日)
- 20 内閣府 世界金融危機と今後の世界経済
- [www5.cao.go.jp/keizai3/2008/1213sekai082-shiryoul.pdf](http://www5.cao.go.jp/keizai3/2008/1213sekai082-shiryoul.pdf) (アクセス日：)
- 財務省 リーマン・ショック後の経済金融危機における財政投融资の対応
- 25 [https://www.mof.go.jp/about\\_mof/councils/fiscal.../sub.../03\\_3.pdf](https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal.../sub.../03_3.pdf) (アクセス日：2014年9月20日)
- とはサーチ「サブプライムローン危機」
- <http://www.toha-search.com/keizai/subprime.html> (アクセス日：)

30

President Online 「経済危機」はアメリカから新興国へ

<http://president.jp/articles/-/11819>

東京スター銀行 「知っておきたい新興国市場の魅力とリスク」

5 <https://www.tokyostarbank.co.jp/education/topics/20140317/index.html>

Livedoor news 「2014年以降の新興国経済」

<http://blogos.com/article/75196/>

10