

# NIRA 政策レビュー

www.nira.or.jp

October 2008 No. 31

## 国際金融危機と世界経済

総合研究開発機構(NIRA) 理事長 伊藤元重

### 回復はいつなのか

戦後最大の金融ショックの中で、今後の世界経済の動きを読むのが非常に難しくなっている。巨大金融機関の破綻が続いている間は危機のスピードの速さに驚くばかりであったが、少し落ち着いてこの先の動きを読む時期に来ている。

将来見通しについては、三つの異なった問題が混在している。第一には、これから1年程度の間さらに大きな金融ショックが起こるかどう点だ。3頁で木内氏は欧州の不安を指摘している。それに対して4頁で武者氏は今の金融ショックが会計制度などの過剰反応であり、落ち着けば行き過ぎた危機感の払拭されると楽観的な見方を示している。金融のプロの間でも、これから1年の見通しでさえ、意見の大きな違いがある。

第二の問題は、今回の金融危機を受けて、世界経済が本格的な不況に陥るのかどうかということである。多くの専門家は金融危機の背景にある実体経済、とりわけ米国経済の過熱の存在を問題視しており、過度な実体経済の膨張を調整するような本格的な景気後退があると見ている。

第三の問題は、より長期に世界は高い成長のトレンドに戻るのかという点だ。6頁で水野氏はこの点について詳しく触れている。米国は世界の成長センターとなり続けるのか、新興国は成長を続けることができるのか、そしてドルは基軸通貨の地位を失うのか、といった論点だ。

### 胴体か尻尾か

金融は尻尾にすぎず、胴体である実体経済の動きを反映するものにすぎないと考えればよいのだろうか。今回の一連の流れでも根底にあるのは、2000年から2007年にかけて歴史的にも際だった成長を続けた実体経済であり、金融膨張はその結果として生まれてきたという見方をする専門家は少なくない。

今はその尻尾が大混乱をしており、胴体の世界経済を混乱させている。一刻も早く金融危機に歯止めをかける必要がある。ただ、その金融のショックが収拾しても、金融危機の原因とな

った不動産価格の下落や過剰消費の是正の動きは景気後退として続くという考え方をすることができる。私もそう見ている。しかし、過去5年ほど世界経済が経験した高成長が実体のあるものであるとするなら、景気後退の後には高い成長トレンドが待っているということになる。

ただ、一連の金融の技術革新や大胆な投資銀行モデルこそ、米国や新興国の成長のエンジンになってきたという見方にも説得力がある。過去10年ほどの動きは、強力なパワーをもった金融という尻尾が本体の実体経済を煽ってしまった結果であるという見方も成り立ちうる。その場合には、世界経済は今回の金融危機の調整を終えた後も低成長にとどまることになる。

### 次の注目点は為替レート

今回の金融危機の動きの背後には、拡大を続けてきたグローバルマネーの力があることは間違いない。とりわけ、米国の膨大な貿易赤字を日本・中国・産油国がファイナンスしてきたという事実がある。一部には、こうしたグローバルなレベルでの米国赤字のファイナンスが、結果的に米国金利を低く抑え、これが金融や不動産のバブルを助長したという見方もあるようだ。

いずれにしろ、米国の過剰支出が調整され貿易収支の赤字が縮小するようであれば、ドルが大幅に下落する可能性が出てくる。少なくとも、経済学の教科書ではそのように教えている。為替レート調整はグローバルな不均衡を是正する上では好ましいものであるが、過度な調整が起こると日本も含めて大きな影響を受けるようになる。この点が、今後の動きとして気になる点だ。

伊藤元重 (いとう・もとしげ)  
東京大学経済学部卒。米国ロチェスター大学Ph.D。  
専攻は国際経済学、流通論。1993年東京大学経済学部教授、96年同大学大学院経済学研究科教授、現在に至る。2006年2月よりNIRA理事長。最新著書は『キーワードで読み解く経済』[2008] NTT出版。



## 長期化する世界の金融不安

野村証券株式会社 金融経済研究所 木内登英  
経済調査部長 兼 チーフエコノミスト

### 米国で金融安定化策発動へ

9月19日に、米政府は大がかりな「総合金融安定化対策」を発表した。リーマン破綻を契機とした金融市場の動揺という大きな代償を払う形で、金融問題解決に向けた政策対応に大きな前進が生じた。これによって米政府による金融問題対策は、個別対応から恒久的枠組みを用いた対応へ、借り手救済から貸し手救済へ、モラルハザード回避優先から金融安定化最優先へと大きく方向転換がなされたのである。

この対策の最大の柱となるのは、政府が金融機関から住宅ローン担保証券（MBS）、住宅ローンなどの流動性が低く売却が難しい不良債権を購入する措置である。これ以外にも、政府系住宅金融機関であるファニーメイ、フレディマック両社によるMBSの買取り枠拡大や、既に実施している財務省によるMBS購入の拡大も決まった。価格下落が続いてきたMBSなど証券化商品を金融機関から買い取ることで損失拡大に歯止めを掛ける一方、市場でMBSを購入することを通じてその価格下落に歯止めを掛けることが目指されている。金融機関の損失拡大に歯止めを掛ける一方、証券化市場全体の機能回復とそれを通じた資金逼迫緩和に資することが目指されているのである。

さらに、MMF（マネー・マーケット・ファンド）の公的資金による元本保証、金融株空売りの一時全面停止などの異例の措置も併せて発表された。リーマン破綻後に、リーマンの社債を組み入れた一部のMMFが元本割れを起こし、それをきっかけに他のMMFでも解約が相次ぐなど、個人投資家の間に大きな不安が生じていた。そこでMMFの元本を政府が保証し、払い戻しのための臨時保障基金の設立を決めたのである。総額は500億ドル（約5兆4,000億円）となる。

政府が金融機関から買い取る不良債権額は、最大で7,000億ドル（約75兆円）とされている。これは相当な規模であり、金融機関の不良債権問題解決に大きく貢献することが期待される。ところで、この不良債権買取りスキームで最も難しいのは、買取り価格の設定であろう。そもそも証券化商品は流動性が低く、市場実勢価格を特定しにくい。それに加えて、低めの買取り価

格が設定されれば、金融機関は売却に応じないという問題が生じる。他方、高めの買取り価格を政府が提示すれば不良債権買取りは進むが、政府がそれを将来処理する際に巨額の売却損が発生し、それが国民負担へと繋がる。最終的には、高めの買取り価格を設定することで、金融機関のバランスシートからの不良債権切り離しが進められることになる。そうならば、実質的には公的資金投入で金融機関の資本増強を助けることになる。

1989年設立のRTC（米整理信託公社）は、4,600億ドル（約50兆円）の不良債権を買い取り、その87%にあたる3,900億ドルを回収した。不良債権売却額が買取り額を下回ったため、損失穴埋めで1,200億ドルの財政資金が投入され、国民の負担となった。政府が買い取る不良債権は、複雑な証券化商品を多く含むことが見込まれ、その売却には困難が伴うことは必至である。RTCと比較して不良債権売却にはより長い時間を要する一方、最終的な政府の損失と国民負担は、RTCを大きく上回ることが見込まれる。

今回の枠組みはRTCをモデルにしていると言われるが、RTCは大量に破綻した中小金融機関、S&L（貯蓄貸付組合）の不良債権を引き継ぎ、処理することが目的であった。これに対して今回は、政府が破綻前の大手金融機関から不良債権を買い取ることで、金融機関の健全化を促し金融システムの安定回復を意図するものである点が大きく異なる。

### 米国金融問題の抜本解決にはなお道のり

今回発表された総合金融安定化対策は、米国での金融問題解決に向けて大きな前進であり、当面の金融情勢の安定に非常に大きく貢献することが期待される。しかし、今回の措置だけで金融問題への対応が万全とはなお言えないだろう。米国経済情勢はなお悪化傾向をたどる可能性が高く、金融機関の不良債権は住宅関連、個人向け関連を中心にさらに拡大を続けよう。この過程では、個人向け債権を多く抱える中小金融機関の破綻が多発することは避けられまい。大量に破綻した中小金融機関の

不良債権を引き継ぎ処理する、現代版RTCの設立がいずれ必要になるのではないかと懸念されている。

また、景気情勢の悪化が続けば、政府による不良債権買取りだけでは大手金融機関の経営を健全化させるのにも十分とは言えず、公的資金を金融機関に投入し、資本を増強することが必要になるのではないかと懸念されている。一部金融機関の国有化などが必要となる事態も想定されよう。既述のように、政府が高めの買取り価格を設定することで、実質的な公的資金投入を実施することが可能である。しかし、より明示的に金融機関に公的資金投入を実施し、経営権に影響を与えることを通じて、貸し渋りによる経済低迷を回避させるような新たな公的機関の設立がいずれは必要になるのではないかと懸念されている。これは、世界恐慌時の1932年にフーバー政権の下で設立されたRFC（米復興金融公社）に近い機能である。当時、RFCは様々な業種に資金を融通し、国の信用力と管理の下で資金逼迫（クレジット・クランチ）解消と米経済再生に大きく貢献した。

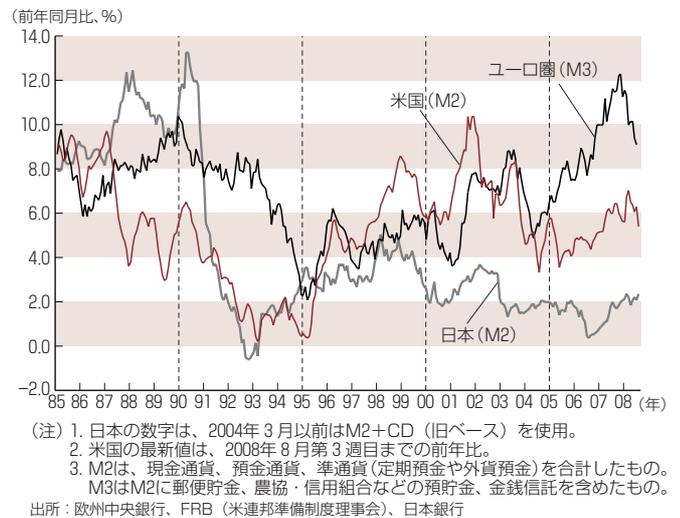
既にシューマー上院議員（民主党）は、そのような新機関の創設を提案している。それは、金融機関が株式の一部を政府に差し入れ、消費者にとって好ましい条件で住宅ローンを貸し出すことを条件に、新たに創設される機関が金融機関に資金を貸し出すという枠組みである。この枠組みでは、住宅ローン借り手の破綻を減らすことが目指され、そのために、金融機関を半ば国有化することを意味している。仮にこうした機関が創設されれば、かつてのRFCのように、将来的には住宅ローンのみならず、様々な企業向け貸出しにも政府が影響力を持つような形で機能が拡充されることも考えられる。今回の政府による不良債権買取りに加えて、新政権の下で現代版RTCと現代版RFCが設立されることで、米国金融危機への政府の対応はほぼ整うことになると考えておきたい。

## 次の焦点は欧州の金融問題へ

米国での金融問題への対応が大きく前進を見せる中、今後の注目点は徐々に欧州へと移っていきそう。欧州地域では米国に匹敵する深刻な金融問題が今後顕在化する可能性を見ておきたい。先進国では、ドイツ、日本、スイスの3カ国を除けばいずれの国でも住宅価格の行き過ぎた上昇が生じたと考えられる。欧州地域では今後、住宅価格下落に伴う経済の低迷と金融不安が生じよう。

マネーサプライの上昇率に注目すると、ユーロ圏のM3は

◆図表 日米欧のマネーサプライ比較



2007年に前年比で12%と1980年代末から90年代初めの日本のバブル期に匹敵する水準まで上昇し、その後は急速に上昇率を低下させている。米国でこのようなマネーの急膨張が生じなかったのは、企業向け貸出しが抑制されていたためである。米企業は2000年代初頭のITバブル崩壊後は、債務の圧縮に務めてきた。このため、米銀の貸出しで不良債権化のリスクが高いのは、住宅を中心とする個人向けであり、企業向け貸出しで深刻な不良債権は生じにくい。一方欧州の銀行は、個人、企業を問わずに近年は貸出しを急拡大させてしまった。この点から、欧州地域では米国よりも深刻な金融問題が今後発生する可能性がある。

米国での金融問題が、金融機関の保有する証券化商品の価格下落という形で生じたため、事態の進行が急速である反面、それへの対応も迅速であったと言える。しかし欧州地域で今後深刻化することが見込まれる不良債権問題では、問題となるのは証券化商品よりもローン債権が中心である。日本の90年代と同様に、その全貌が明らかになるまで時間を要すると同時に、問題への対応もより長い時間を要しよう。

リーマン破綻や米政府による不良債権買取りなどの措置を受けて、米国の金融問題の現状を90年代の日本に準える議論が活発になっているが、日本の経験に似た経緯をたどりやすいのはむしろ欧州ではないか。今後世界の金融問題の中心は、次第に米国から欧州へと移っていくことが見込まれよう。

(2008年9月25日執筆)

木内登英（きうち たかひで）

1987年早稲田大学政治経済学部卒。同年野村総合研究所入社。90年野村総合研究所ドイツ、96年野村総合研究所アメリカ。2004年より野村証券金融経済研究所シニアエコノミスト、2007年7月より野村証券金融経済研究所チーフエコノミスト。

## 金融危機からの生還の可能性

ドイツ証券株式会社 武者陵司  
副会長 兼 チーフ・インベストメント・アドバイザー

### 危機深化、高まる悲観論に対する 二つの違和感

サブプライムに端を発した金融危機は依然として沈静化の兆しを見せない。それどころかクレジット市場価格の急落による金融機関の巨額の損失計上、資本不足が相次ぎベアスターズ、GSE 2 社、リーマンブラザーズ、メリルリンチ、AIGと米国の金融中枢に病は広がっている。証券会社に対する中央銀行の信用供与、公的資金投入、GSEや保険会社の事実上の国有化など、かつて無い緊急避難策が打ち出されてきた。その度に危機の沈静化が期待されたが、それらは失望に終わった。過去1年間の市場の展開は更なる負の連鎖を不可避とする悲観論を正当化しているかのようである。

しかし、悲観論の次のような見方、つまり『危機の原因が米国の過大債務、過剰消費に基づく不健全な経済成長にあり、それゆえに信用創造システムの破壊、景気の深刻な後退、ドル体制の弱体化は不可避とする主張』が妥当かどうか、結論を下すのは尚早ではないか。筆者は二つの根本的な点で、今や主流となりつつある悲観論に違和感を持っている。その第一は、クレジットなどの資産価格が暴落し、資本市場が機能停止に陥っているが、それは市場における極端な需給悪化によってもたらされたもので、ファンダメンタルズ面での必然性は薄いこと（つまり金融資産が提供するリターン低下が主因とは言えない）、市場の機能不全は数々の偶然によってもたらされたということ、である。

現在米国および世界の経済金融情勢の最大の特徴は、経済実態と市場価格との乖離にある。例えば、投機的な格付債券（ハイールド債）のデフォルト率とそのリスクプレミアムの推移を見ると、デフォルト率はそれほど上昇していないのに、リスクプレミアムが大きく上昇して両者の乖離幅が著しく拡大している。市場は顕著な景気悪化、倒産確率の上昇を織り込んでいる。またABX指数（サブプライム住宅担保証券20銘柄のクレジット・デフォルトスワップから算出された価格指数）では、9割以上のデフォルトが起こっているというレベルの値段となっている。しかしサブプライムの現時点でのデフォルト率は概ね3割である。イングランド銀行やBIS（国際決済銀行）はサブプライム証券の市場価格が著しい売られすぎの状態にあるとのレポートを発表している。これらの事例は市場価格が経済実態

からかけ離れて、値付けされていることを示している。景気は確かにスローではあるが、極端に悪化しているわけではない。しかし、マーケットを見ると、戦後最大の大不況あるいは世界大恐慌に近いような事態が起きるのではないかと思われるほど市場の混乱状態にある。

この市場価格下落は、多分に偶然的要素によってもたらされた側面が強い。そもそもの起点は、キワモノのサブプライムローンが全住宅ローンの10%と肥大化したことであったが、その下で第一の偶然、キワモノを先回りしてショートできる金融手法（ABXインデックス）が2006年末に開発され、実際の延滞や抵当差し押さえが起る前にサブプライム資産価格が急落した。第二の偶然は2007年11月から強制適用となった米国での時価会計の厳格化（FAS157ルール）、である。市場での取引実績が無い金融資産でも、類似する資産からの類推、モデルによる妥当価格の類推等によって、取得価格に置き換えることが強制され、その結果市場でのサブプライム関連の叩き売り価格が他の資産価格に波及し、金融機関の損失が異常に大きくなった。第三の偶然は新BIS自己資本規制、バーゼルⅡの導入が重なったことである。それによってリスク資産保有による資本の不足額が大きくなり、かつ格付けの引き下げが乗数的に働くことになり、金融機関のリスクテイク能力が著しく低下した。金融機関は保有するリスク資産の売却、損切りを余儀なくされ、それが市場価格を一段と引き下げた。第四の偶然はABS（資産担保証券）、CDO（債務担保証券）などの重層的証券化により、サブプライム損失が、CDO売却を経由してCDOに組み込まれている他のクレジット資産価格をも引き下げ価格下落が広く伝染した。このような偶然が重なり、クレジットなどの金融資産価格が暴落し、信用収縮の悪循環が現出したのである。つまり金融資産が提供するリターンが顕著に悪化したわけではないのに、市場の需給バランスによって悪循環が起こったということなので、需給バランスが復元すれば、事態解決も考えられる。

さて第二の悲観論に対する違和感は、米国の過度のレバレッジが問題とされているが、それは必ずしも否定的なものではなかったということである。確かにサブプライム問題は米国の過剰債務と強い関連があるが、米国の過剰債務、過剰消費にはそれなりの合理性があったことも看過できない。それはグローバルケインズ主義である。

現在の国際通貨体制をドル本位制と考えてよいと思われるが、その場合本位通貨発行国米国の提供する債務は直ちに世界に対する成長通貨の供給を意味する。その債務発生と同時に起きる米国の貿易赤字は世界に対する有効需要の創造を意味する。政府部門が借金により需要を創造することをケインズ政策と捉えれば、過去5、6年の米国の世界経済に対する役割は、まさしくケインズ政策の発動、と比喻できるのではないか。

2001年以降のITバブル破裂、9・11同時テロ後の深刻な経済危機に対応してアメリカでは史上最大級の財政出動と著しい金融緩和策からなる緊急避難策が打ち出された。それは米国国内だけでは空前の弥縫策と見えたが、グローバルな観点から捉えれば、中国、インドなど離陸直前にあった新興諸国への有効需要提供、成長通貨の提供となり世界経済の成長率を引き上げた。時あたかも中国やインドは新自由主義による開放経済体制の準備を終えていたが、その経済的離陸が2002、2003年であったのは米国からのケインズ政策が契機となったと考えられる。それによる新興諸国で起きた膨大な労働予備軍の活性化は世界に富と繁栄をもたらした。

それが翻って米国内での生産性の上昇、企業収益の拡大、インフレの抑制、ドルの堅調など、経済体質まで力強く改善させた。米国では弥縫策として打ち出されたものであったが、米国発のイーザーマネーが中国やインドで眠っていた巨大な労働予備軍と幸福な結婚をしたことで、中国・インドの潜在成長率は大きく引き上げられた、と考えられるのではないか。この新興国の壮大なスケールでの生産性の上昇、農業から工業への雇用移転は現在も続いている。つまりイーザーマネーが新興諸国に受容され世界の富の生産を高める構造は、サブプライム危機の後であっても、不変と考えられるのである。

## 金融危機からの生還の可能性も、鍵はグローバルケインズ主義の再活性化が起きるか

このように考えると、サブプライム危機からの生還の可能性も浮かび上がる。サブプライム危機が提起した経済理論上のアジェンダは、金融、信用、レバレッジの妥当値とは何か、ということである。信用は経済成長の原動力であり、過去歴史的な持続的高成長はレバレッジの上昇とともにあった。グリーンSPAN前FRB議長はその著書で、米国銀行の適正な自己資本比率は、南北戦争当時は4割（レバレッジ比率2.5倍）であったが、最近では10%（レバレッジ比率10倍）で十分と考えられるように、大きく変化している、と述べている。信用（錬金術）の全否定は意味がない。

それでは持続可能なレバレッジとはどのレベルなのであろうか。それは、①経済の潜在成長力＝技術革新と経済版図の拡大の度合い、②情報の信頼性・透明性、③市場の信頼性・流動性、

④政治の信頼性・財産権への尊重などの諸要素によって大きく変化する、と言える。そして、前記4項目が今後も持続すると考えれば、歴史的に高まってきた米国のレバレッジ倍率は現水準が危機的で持続不可能と断ずるべきかどうかは、躊躇される。また条件次第で今後もレバレッジが高まり続ける可能性も排除できない。

## ポールソン・バーナンキのバズーカ戦略は成功するか

妥当なレバレッジ倍率はどの水準であるか、によってバズーカと比喩されるほどの大規模な米国の危機対応の経済政策の評価も変わってくる。バーナンキ議長による大幅な金融緩和、利下げ、証券会社に対する融資枠の設定、ポールソン財務長官によるベアスターズ救済、GSE 2社に対する公的資金投入、国有化などの危機対応策、などの緊急避難策が打ち出された。そしてついに7000億ドルの不良債権の買取ファンド（そのうち2500億ドルは銀行への資本注入として使われる）が創設された。これらの措置はモラルハザードを増長し、不均衡拡大を促進するものとして、批判を受けている。確かにファンダメンタルズが受容できない量の資金投入は一層の利潤率低下を招くので、成功するとはいえない。しかし、妥当なレバレッジ水準が十分に高ければ、緊急避難の金融緩和や、様々な信用供与は成果をもたらすかもしれない。

その鍵はグローバルケインズ主義に繋がるかどうかであろう。依然としてグローバル化は進展し、新たな成長通貨を求める新興諸国の労働予備軍が存在している。米国のバズーカが失敗するかどうかは、未だ結論は出ていないといえる。

さて米国のバズーカ経済政策が成功した場合の市場転換の鍵は、①米国住宅価格の底入れ、金融資産価格の底値感が出ること、②世界経済の悪化に対する歯止め感が出ること、の二点であろう。この点で金融危機の根源である米国住宅市場に①在庫急減、②価格下落率の鈍化、③ローン金利の低下と買いやすさの回復など、底入れの条件が整ってきたことは、看過されるべきではない。住宅価格が底入れすれば、異常に売り叩かれたクレジットなど金融資産のマイナスのバブルの是正が始まる。金融機関は今度は資産評価益の計上が可能となり、リスクテイク能力が高まるというプロセスに入る。過剰レバレッジの清算により、ここ1～2年の景気後退は避け難いが、その後の成長力鈍化まで不可避とまでは決めつけられないのではないか。

武者陵司（むしゃ・りょうじ）

1973年大和証券株式会社入社。97年ドイツ証券に入社し、調査部長兼チーフストラテジストを務める。2005年5月より現職、現在に至る。近著に『新帝国主義論』[2007] 東洋経済新報社。

論点の背景

# サブプライムローン問題後の世界経済について

三菱UFJ証券株式会社 チーフエコノミスト 水野和夫

## 1. グローバルマネー膨張の帰結がサブプライムローン問題

1995年以降、グローバルマネーは飛躍的に増大した。各国国際収支統計・資本の部から証券投資・直接投資の流出入（流入、流出の絶対値合計を各国のGDPで控除）の推移をみると（図表1）、95年以降をそれ以前と比べると欧州（EU12+英国）で7.9倍、米国で3.4倍へと大幅に高まった（ただし、日本は1.8倍）。95年以降、国際資本の完全移動性が実現すると（フェルドシュタイン・ホリオカテスト）、世界的な株高（インターネットバブル）、そして、住宅バブル（証券化商品バブル）が起きた。94年までの米株式

時価総額（対GDP比）は0.49倍だったが、95年以降は1.40倍へと大幅に上昇した。米住宅資産総額（対可処分所得比）は株高より少し遅れて97年をボトムに上方シフトした。

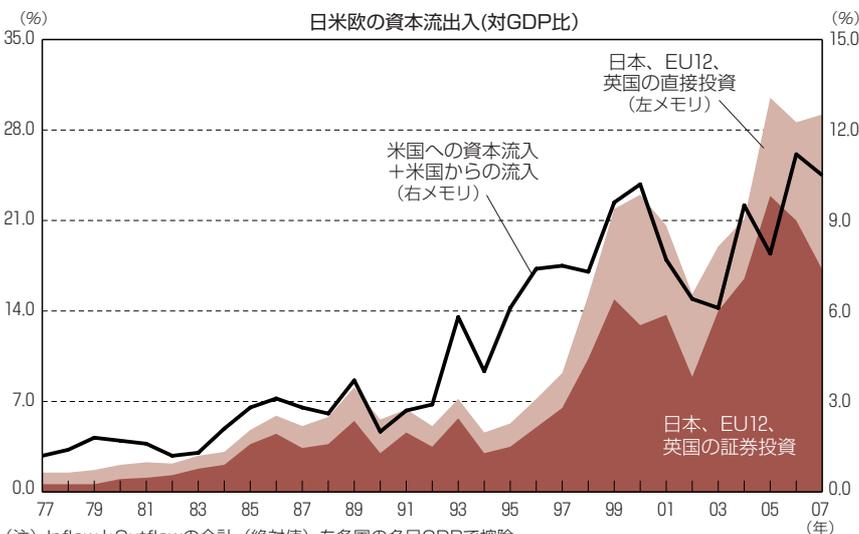
国際資本の完全移動性が実現してはじめてBRICsの急速な近代化が可能であったし、先進国を中心にバブルが頻繁に起きるようになった。先進国経済の成熟化に伴ってニューフロンティアを開拓するには国際資本の完全移動性が不可欠の条件である。新興国の通貨は実力以上に割安だから、世界の貯蓄が国境を自由に越えるようになれば、グローバルな貯蓄過剰が恒常化することになる（バーナ

ンキ米FRB議長 “The Global Saving Glut”）。サブプライムローンを駆使して住宅ローンの新規需要を積極的に掘り起こしはじめたのは2004年であり、1990年代半ば以降のグローバルマネーの肥大化の6合目あたりだった。

先進国と新興国の市場統合が進むと、金融資産の膨張と資源・食糧の価格高騰、いわゆる「価格革命」が同時進行する。貨幣交換方程式（ $MV=pT$ ）の左辺であるM（貨幣量）がグローバルマネーの増大であり、右辺のp（物価水準）が資源・食糧価格の高騰である。1995年以前は、 $M$ =マネーサプライだったが、大規模な市場統合が起きると、 $M$ =株式、債券、預金を合わせた金融資産となる。所得から貯蓄を通して形成される預金（マネーサプライ）は大して増えないから、企業買収における株式交換制度が認められ、株式が新しい貨幣となるのである。

16世紀大航海時代、欧州の市場が統一されるには南米からの銀の大量輸入が不可欠であったように、21世紀における人類史上最大規模の市場統合はグローバルマネーの膨張なくしてはあり得ない。やむを得ない歴史の必然に新自由主義的イデオロギーが加わると、バブルも必然となる。「市場が決める価格が正しい」というのであれば、価格が極大値に到達したか否かは、バブルに突入してはじめて

◆図表1 グローバルマネーの急膨張



(注) InflowとOutflowの合計（絶対値）を各国の名目GDPで控除  
 (資料) IMF “International Financial Statistics”

確認できる。その極限值を確認するプロセスがサブプライムローン問題だった。

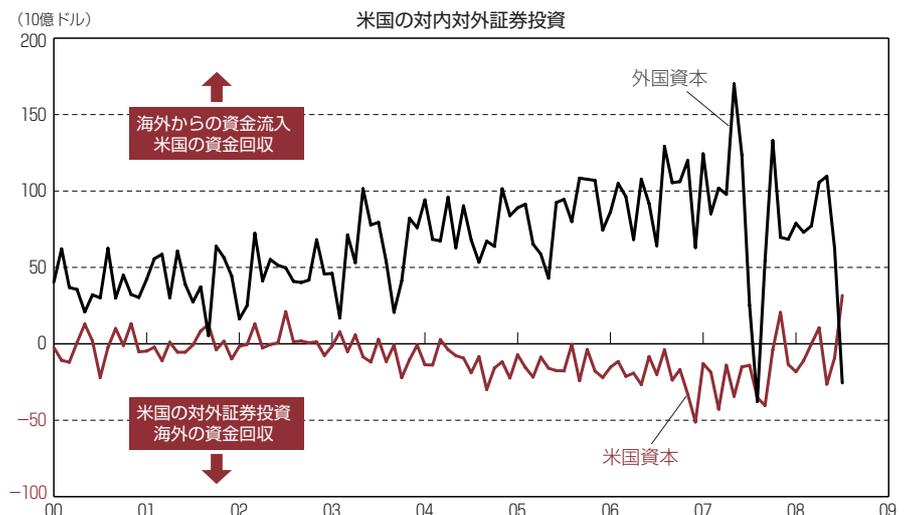
## 2. 落日の「ドル帝国」と「無極化時代」の到来

1995年以降、国際資本の完全移動性が実現するようになって、米国は「全てのおカネはウォール街に通ずる」ドル帝国となることで、常にドル安懸念をもたらしていた経常収支赤字問題から解放されたのである。ところが、確信犯的に作られた住宅バブルが弾けると、欧米の金融システムが危機に陥っている。80年代の日本のバブルと異なり、今回の米金融システム危機はドル問題に直結し、ドルの基軸通貨としての地位を脅かす。

サブプライムローンショックはドル帝国の根幹に亀裂を入れたのである。2008年7月、外国人投資家は256億ドルの資本を米国から回収した。07年8月のパリバ・ショック当時に世界の投資家が377億ドル米国から資本を引き揚げて以来である。経常赤字額を常に大きく上回って証券投資が流入して成り立つ米「ドル帝国」が、資金繰りに窮している(図表2)。

経常赤字国である米国は外国から巨額の資本が流入してはじめて、高リターンが期待できるBRICsなど新興国に投資できる。グローバル化で米企業は外国で最も高い利潤を上げ、かつ米国民が所得以上に高い生活水準を享受できる仕組みが「ドル帝国」だったのである。不良債権

◆図表2 資金繰りに窮する米「ドル帝国」



(出所) 米財務省「Capital Movements」

処理の進捗度合いで米金融システム危機の進行状況を判断すると、リーマンの破綻時点でようやく4合目に到達した程度である。90年代の日本の金融システムが最も厳しかったのは不良債権処理が6合目から9合目に差し掛かった98年であったということからすれば、米金融システムが最も不安定になるのは09年である。

すでに08年3月のベアスターズの破綻時に日米欧のドル防衛に関する秘密合意の存在が明らかになっている。外国人投資家はドル資産価値の目減りを懸念して米国から資本を回収(=ドル売り)するから、米資本も外国から資本を回収(=ドル買い)せざるを得ない。7月には米資本は過去最大の317億ドルを海外から回収した。ドルを守らないと、グロ

ーバルな信用収縮が世界的資産デフレを招来させる。インターネットブーム、住宅ブームの次に、何らかの資産ブームが起きないと、「ドル帝国」は落日を迎えることになる。あとは、崩壊か衰退かの違いである。それに取って代わるのは巨大な資本市場を抱える「ユーロ帝国」が最有力候補であるが、通貨も国際政治と同様に「無極化時代」が到来することになるであろう。

## 3. 中小企業が海外と繋がる仕組みの構築

グローバル化は資本のパワーが国民国家を凌駕しながら進む。金融経済が肥大化し、ブームが起きる過程ではその恩恵は国民に広く行き渡るが、バブルが弾け

◆図表3 16世紀を繰り返す21世紀

		1450年－1650年（長期の16世紀）		1968年－（グローバル化の21世紀）	
危機の予兆	内部システムの決定的亀裂	フィレンツェ公会議 イタリア・ルネサンス	1439年 1450年～	世界革命 ポスト・モダニズム（「大きな物語」の終焉）	1968年 1979年
	システムの外からの攻撃	ビザンチン帝国の首都コンスタンチノーブル陥落	1453年	石油危機	1973年
反転攻勢	技術革新	活版印刷技術（グーテンベルグ）	1455年	MPU（インテル）誕生	1971年
	新時代の幕開け （市場の開拓）	グレナダ陥落 アメリカ大陸発見	1492年 1492年	ベルリンの壁崩壊 インターネット革命	1989年 1995年
	精神革命	宗教改革	1517年	ハイエク、新自由主義	1974年
	貨幣革命	ポトシ銀山発見	1545年	「強いドルは国益」	1995年
旧体制の危機	旧体制、大打撃	ローマ劫掠	1527年	世界同時多発テロ（9.11）	2001年
	旧体制の敗北と挫折	アウプスブルグの宗教和議 カール5世退位	1555年 1556年	洞爺湖サミット 米ブッシュ大統領退任	2008年 2009年
	旧体制を揺るがす経済危機	フェリペ2世、財政破たん宣言	1557年～	ドル危機（サブプライムローン問題）	2008年～

るときは、巨額の資本を持つ人以上に小口の投資家の方が大きな打撃を被る。この段階で、「ドル帝国」は「資本の帝国」へと変貌する。資本は容易に国境を越えられるので、ドルに拘る必要がないのである。サブプライムローン問題は、国民国家に多大な影響を与える。米家計が抱える過剰債務は4兆ドル近くに達し、その調整で米経済は5年間ゼロないしマイナス成長となることが予想される。

1970年代、西側資本主義国はスタグフレーションに見舞われ、ハイエク、フリードマンの新自由主義を正統派経済学に据えて大きな政府の理論的支柱であったケインズ経済学を葬った。ベトナム戦争に事実上敗北し、これ以上海外市場を拡大できなくなったときに、石油危機が襲ったのだから、新しいイデオロギーのもとで資本主義を立て直すしか方法はなかったのである。90年代後半に国際資本の完全移動性が実現して、世界の金融資産が95年64兆ドルから2008年10月上旬167兆ドルへと、103兆ドルも増加し、資本の利潤率はキャピタルゲインによって回復した。米家計だけで純資産（＝資産－

負債）は95年から07年にかけて30兆ドルも増加した。世界の商品市場規模が10兆ドルであることからすれば、十分な純資産を獲得したのである。しかし、実物資産のリターンは低いままであるのは、長期金利の水準が証明している。

「価格革命」とは、従来の価格体系を崩壊させることで、新たに作り出したインフレ利潤を再び資本蓄積にまわすことに他ならないから、賃金が長期にわたって下落するのである。これまで海外と連動してこなかった中小企業・非製造業の一人当たり賃金の下落がすでに起きているのは、大企業をトップとしたピラミッド構造が崩壊しているからである。今後重要なのは、中小企業・非製造業の雇用の生活水準をいかに維持するかである。中小企業・非製造業の雇用の一人当たり給与額はピークだった95年から、名目、実質ベースともに14%減少した。現在、消費者物価が2%超で上昇に転じたから、実質賃金は2.5%も下落している。16世紀初頭に始まった「価格革命」が収まるのは1650年に英国とイタリアの生活水準が均衡したときである。これを

今に当てはめると、資源・食糧価格が新しい価格体系に移行するには、今後20年はかかるかと予想される。

16世紀と21世紀を比較すると(図表3)、サブプライムローン問題とドル危機は、ちょうどカール5世が失意のうちに退位し、息子フェリペ2世が財政破たん宣言をした1557年に相当する。中世社会を維持しようとしたスペイン世界帝国の凋落は「長い16世紀(1450年～1650年)」5合目を過ぎた1557年から始まった。この教訓から学ぶとすれば、従来の経済構造を温存したまま、総合経済対策で需要を追加して痛み止めを施したとしても、後20年総需要対策を継続しなければならない。財政がもたない以上に、20年後には近代化を終えたBRICsの企業に日本の中小企業が負けてしまうことの方が問題である。今後、中小企業が海外の消費者と直接繋がるようなシステム構築を、政策面で支援していくことが重要となろう。

水野和夫（みずの・かずお）  
1980年早稲田大学大学院経済学研究科修士課程修了。同年、八千代証券株式会社入社。国際証券金融市場調査部長などを経て、2005年より現職。著書に『資本主義2.0 宗教と経済が融合する時代』[2008] 講談社、ほか多数。

# 政策研究の最前線

## 市民社会のグローバルな連携と日本

総合研究開発機構（NIRA）リサーチフェロー 平井照水

貧困問題をはじめ、人々の日々の生活に直結する課題が、国際社会の関心を集めている。こうした課題は各国政府の国益をめぐる外交の中だけでは解決できず、国際社会のアクターや合意形成のあり方が大きく変わりつつあることを示している。

### 国連の世界会議とNGO

国連において、人権、女性、開発、環境といった人々の生活に直結する課題が扱われるようになる中で、NGOを対等なパートナーとして行われてきたのが国連の世界会議であり、冷戦終結後は、世界中のNGOを巻き込むメガ世界会議となった。その幕開けを告げた1992年の地球サミット(国連環境開発会議)には、世界中から3万人ものNGOが集まった。各国の国益がぶつかりあい調整が難しい政府間会合に対し、NGOフォーラムでは草の根の人々、特に最も弱い立場に置かれた人々の視点から問題提起が行われ、国益を超えた合意形成の力になってきたという<sup>i</sup>。また、国際NGOだけでなく、途上国の国内NGOや様々な領域で活動するNGOが参加したことから、様々な問題の共通性を認識することとなり、NGO間の連携が大きく進むことになった。

国連においてNGOは限定的ながらも重要な役割を果たしてきたが、国連総会などへの参加には反対も多く、世界会議はその隘路をぬって行われてきたものだった。しかし、その世界会議が、近年では米国の反対などで開催されなくなっている。代わって登場してきたのがNGO自身による大規模な国際会議や市民社会を巻き込んだグローバル・キャンペーンである。

### NGOによるグローバルな連携構築

冷戦終結に伴い真っ先にグローバルな連携を構築していったのが、核廃絶運動であった。核兵器の使用に関し国際司法裁判所の勧告的意見を求めようという世界法廷運動が、国際平和ビューロー（IPB）などの呼びかけにより進められ、369万人の署名が集められた。その過程でできあがった反核NGOのネットワークは、核兵器廃絶条約を求める「アボリション2000」

などの運動に引き継がれた。さらに、1999年には包括的な平和をめざすハーグ平和市民会議が開催され、100カ国から9,000人を超える新旧の平和NGOが集まり、核廃絶、紛争予防、対人地雷廃絶、小火器規制、子供兵士禁止、国際刑事裁判所設立など、様々な連携を進めることとなり、今日に繋がっている。

### NGOの連携から市民社会のグローバルな連携へ

一方、経済のグローバル化の進展に伴い貧困問題への関心が高まる中で、反グローバルイゼーション運動（あるいはグローバルな正義のための運動）が、NGOだけでなく、労働組合、農民、漁民、宗教団体、様々な社会運動など、幅広い市民社会を巻き込み展開されるようになった。この背景には、経済のグローバル化が社会全体の厚生よりも個々の利潤を優先する企業や投資家主導で進められる中、今まで築いてきた人々の生活基盤が切り崩されている現実とともに、「何かとんでもない不正が今の世界で行われている」という感覚の噴出があるという<sup>ii</sup>。例えば、WTOの貿易関連知的財産権（TRIPs）協定は、特許取得により、種苗などの生産財や特定の医薬品を世界に独占的に供給する権利を一握りの企業に与える結果となることが危惧されている。また、欧米の巨額の農業補助金に支えられた安い農産物に対抗できずに食糧自給率を下げている途上国の農民たちが、「食糧主権」のためWTOから農業をはずすことを訴えている。

しかし、こうした政策を決めるのが、IMFや世界銀行、WTOやサミットなどを主導する一部の豊かな国々であり、途上国の発言力は弱い。NGOとの協議制度もない。そのため政策を変えていくための手段として、様々なキャンペーンや抗議行動が行われているのである。例えば、世界銀行やIMFに対して「50年でもうたくさん」キャンペーンが展開され、それを契機に、環境ガイドラインの実効性を高めるための独立審査パネルが設けられた。また、貧困国の債務帳消しを求める「ジュビリー2000」キャンペーン、多国間投資協定（MAI）反対キャンペーンなどが繰り広げられ、サミットやWTOを取り巻いての抗議行動に

も繋がっている。1999年のケルン・サミットには、160カ国から1,720万人もの債務帳消しを求める署名が提出され、人間の鎖が会場を取り囲む中で、700億ドルの債務帳消しが約束された。シアトルWTO閣僚会議には7万人が集結し、途上国の政府と連携しつつWTOを決裂に追い込んでいる。

## 市民による政策提言「もう一つの世界は可能だ」

しかし、25万人もの人々が詰めかけた2001年のジェノバ・サミットで死者1名を出したことを一つの転機に、サミットを追いかけて経済のグローバル化に反対するだけでなく、「もう一つの世界のあり方」を議論する場が生まれることとなる。それが、2001年にブラジルのポルトアレグレで開催された世界社会フォーラムである。「もう一つの世界は可能だ」を合言葉に、2001年以降、毎年10万人前後の人々を集めて開催されている。すべての通貨取引に低率の税を課すトービン税や連帯経済といった様々な政策が、市場経済の行き過ぎをコントロールするための手段として議論されている。また、イラク戦争反対や、貧困削減といった様々な運動についての情報が共有され、数千万人が参加するグローバルな運動の連携構築の場ともなっている。

## 政策実現に向けたNGOと政府との連携

一方、こうしたアドボカシー活動が重要性を増すにつれ、逆にNGOの限界が強く認識されるようにもなった。国際機関の政策を変えるためには、国家を通して働きかける必要があるためである。そこで、自分たちと目的を共有する国々を選び出し連携していくという「新しい外交」が活発に行われるようになっていく。例えば、1997年の対人地雷全面禁止条約締結に向けてのオタワ・プロセスは、国際地雷禁止キャンペーン(ICBL)とカナダ政府を中心とする国々が連携したものだ。また、2008年12月のクラスター爆弾禁止条約締結に向けてのオスロ・プロセスが、ノルウェー政府を中心とする有志国とクラスター兵器連合(CMC)との連携により進められている。大国が参加しないため実効性の限界が指摘されているものの、遅々として進まない国家間交渉に対し、現状を変えていく必要性の中で編み出された方法といえる。被害者数や被害状況、武器の製造国

などについて正確な情報を提供しつつ、国際世論を喚起し、それを土台に交渉力をつけていくプロセスは、NGOが国際政治の場に欠かせない重要なアクターとなったことを示している。

## 市民社会のグローバルな連携と日本

市民社会の活動が提起しているのは、人々に大きな影響を与える政策が、一部の先進国や利害国による閉じられた会議で決められている現状を変えていく必要性である。なかでも国際金融機関やサミットを開かれたものにしアカウンタビリティや透明性を高めていくこと、かつての国連の世界会議がそうであったように、幅広い市民社会のアクターを対等なパートナーとする政策決定のメカニズムを構築していくことが課題である。

一方、その隘路を埋める形で、人々が共存していくための方途が模索されているとともに、目的を同じくする国々との連携による新しい外交が展開されている。しかし、本年12月のクラスター爆弾禁止条約締結に向けて日本の対応は遅れがちであり、時に周囲との大きなずれを見せている。新しい外交がなぜ展開されているのか、その過程でどのようなやり取りがあり、どのように進んでいるのかといった情報が十分共有されていない可能性もある。人々を取り巻く様々な課題が国際社会のアジェンダとなる中で、日本においても政府とNGOが対等なパートナーとして従来以上に協力していくこと、その上でグローバルな市民社会との情報のギャップを埋めていくことが急務であろう。そこにもシンクタンクの役割がありそうである。

### (参考資料)

『NIRA政策研究：人間の安全保障と行動する市民社会——新たな連携を求めて』Vol.14, No.10, 2001年。

- i 北沢洋子『利潤か人間か』コモンズ、2003年、81頁。
- ii 毛利嘉孝『文化=政治』月曜社、2003年、17頁。

平井照水(ひらい・てるみ)

津田塾大学卒業。スウェーデン・ウプサラ大学平和紛争学部ディプロマ取得。関心領域は、予防外交、人間の安全保障、国際関係等。主要著書(共著)として、『人間の安全保障の射程—アフリカにおける課題』[2006] アジア経済研究所、『アフガニスタン—再建と復興への挑戦』[2004] 日本経済評論社、『NIRAチャレンジ・ボックス：グローバル化と人間の安全保障』[2001] 日本経済評論社、『脱冷戦終結後世界の紛争』[1998] 南窓社、『変容する日米安保政策コミュニティ 第二回読売論壇新人賞入選論文集』[1997] 読売新聞社等。

### 〈NIRAホームページ〉

NIRA政策レビューのバックナンバーをはじめ、NIRAの諸活動を紹介するホームページをご利用ください。  
<http://www.nira.or.jp/index.html>