

グローバリゼーションと金融危機

日本国際経済学会第70回全国大会報告 自由論題 法政大学 岡田裕之

問題提起

07-09年のアメリカ発の世界金融・実物恐慌は、1980年代から急速に進行し、1989-91年のソ連東欧の体制崩壊を介してさらに全面化した、グローバリゼーションの重大な帰結であった。グローバリゼーションの帰結はこうして、崩壊した社会主義体制の矛盾と同時に優位を実証し、世界を支配するに至った、資本主義体制もまたそれに内在する深刻な矛盾を孕んでいることを実証した。

かくて本報告は、まず第一に、現在のグローバリゼーションを1880-1914年の第一次グローバリゼーションと比較してその歴史的特性を示すことから始める。そして20世紀における戦間期、それに続く冷戦期とその終結を、資本主義と社会主義の体制間の比較優劣を決定した経過と理解したうえで、冷戦の終結と重なる第二次グローバリゼーションが実証した資本主義体制の矛盾を国際政治経済学の観点から分析する。世界金融危機から現在まで続く米国債不信（米財政不安）・ユーロ周辺国のソブリン・リスク（国債・財政不安）、日本の財政赤字累積に対して、BRICSを軸とする経済成長と工業化で先進諸国G7を追い上げる途上国G13の構造は、パクス・アメリカナの国際秩序を根底的に揺るがしている。

報告は第二に、この構造変動を導いた国際金融の定型的事実、stylized facts、を確定する。アメリカ発金融危機の与えた衝撃は、それぞれの広域、北米、EU（中東欧含む）、ロシア（およびCIS）、LA（中南米・カリブ）、EA（東アジア）、南アジア、中東・北アフリカ（MENA）、サブサハラ、でさまざまであり、あるいは高所得国、上位中所得国、下位中所得国、低所得国（世界銀行分類）、先進工業経済、発展途上経済、最貧国、移行経済（国連分類）別にさまざまである。さらには広域内、同分類内でも国別に大きく相違する。これは世界経済を結びつける国際貿易と国際金融のリンケージのいかんによる。

報告の主題はグローバリゼーションと金融危機の関係であるが、住宅金融、サブプライム・ローンの破綻を契機とするアメリカ発の金融危機はもともと国際金融の諸関係に媒介されたものだった。では国際金融は第二次グローバリゼーションにおいてどのようにして金融危機を招いたのか。そしてまた金融危機は如何なるリンケージを介して世界的な実物・金融危機に発展したか。この分析のために、ここで第二次グローバリゼーションにおける国際金融の分野での「定型的事実」を定めなくてはならない。国際金融と貿易は密接な関連があるにしても、貿易には簡潔に触れるにとどめる。

「定型的事実」とは、カルドアの含意では、経済学において全体像の構成と理論を主題に、「経験的事実」に拠って分析を進めるようとするとき、事実の細目の吟味を経済史家なり実証史家にゆだねて、最も確からしいと推定できる出発点たるべき定型的な「経済的事実」のことである。実証も分析も理論もそれぞれに経済社会の認識に不可欠であるが、そ

れらを一挙に同時に解決するのは難しい。こうして私は、IMF（国際通貨基金）、WB（世界銀行）、UN（国連報告）、OECD（経済協力開発機構）、BIS（国際決済銀行）などの国際統計、「通商白書」「米大統領報告」など主要国の白書類、中央銀行「報告書」などのほか、各学術誌はじめ著作、研究論文、ワーキング・ペーパー（とくにNBERワーキング・ペーパー）などから資料を集め、論点を吟味、検討して国際金融の「定型的事実」を推定した。もちろん論文、資料ともに膨大で到底網羅できない。これは瞥見のものの整理にすぎない。

報告の第三がこの「定型的事実」から出発して導いた国際金融の観点からする金融危機の分析である。これが報告の主要点である。そしてこれに国際金融の理論に私見を加えた。国際金融の理論は、基本は金融の一般理論（経済学原理）を基礎とするが、世界政治経済統合体の分析においては先進諸国、advanced economies, industrialized countries, と途上諸国、developing economies, industrializing countries, ないしは新興市場国（IMF）、emerging economies, 移行国（UN）、economies in transition を包括して扱う以上、国際金融論は歴史的・制度的変遷の内部で展開されねばならない。もちろんこれは試論を出るものではない。

Ⅰ グローバリゼーションとその帰結

16世紀以来、世界はいくたびか“グローバリゼーション”、すなわち、単なる国際化を超えた全地球的規模での諸地域・諸国民の統合化、をさまざまな程度と速度で経験したが、およそ1980年代に始まる大規模化かつ急激な現代のグローバリゼーションは明瞭な特徴を持っている。私はこれを分裂していた「世界政治経済統合体の再統合の過程」と特徴づけている。グローバリゼーションを経済の統合の領域に限定すれば、なかんずく、財貨サービスの貿易（国際交換）・資本（マネー）の国際移動・労働ないし人的資源の国際移動（移民）を介した世界市場の三重の立体的統合である。

80年代に先立つ20世紀を振り返れば、グローバリゼーションならざる世界政治経済統合体の分裂こそ時代の特徴であった。1914年から第二次大戦期までは世界恐慌と停滞の戦間期と特徴づけられ、第二次大戦後は米ソ対立の冷戦期と特徴づけられる。これは19世紀が形成した世界政治経済統合体（パクス・ブリタニカ）の分裂の帰結であり、ロシア革命により資本主義体制に対抗して世界市場統合を否定し、そこからあえて脱落して代替をめざす社会主義体制が誕生する。第二次大戦後、社会主義体制は中国革命を経て世界的体制に発展して、世界市場を維持しつつ存続と繁栄を求めた資本主義体制に対抗する。50年代の朝鮮戦争、60年代のベトナム戦争は分裂したこの二つの体制間の核破滅の可能性までを含んだ熱戦であった。89-91年のソ連邦の解体と東欧の体制崩壊はこの対立、国際政治の冷戦期、を終結させた。体制の優劣を争う競争から言えば、これは資本主義の勝利であり、社会主義の敗北であった。資本主義体制の覇権国であるアメリカは唯一の超大国として冷戦後の国際秩序の主導権を掌握する。

これを私は世界政治経済統合体の再統合と規定するが、これは16世紀から19世紀に至るグローバリゼーションには存在しなかった現代の特徴である。この過程は世界市場を否定し閉鎖工業化を志向する社会主義という世界体制の崩壊と開放経済への移行によって生じたから、変化の規模と短期間の進行は空前のものであった。

19世紀のグローバリゼーションは出発点をどこに取るか一義的に明快とは言い難い。産業資本主義の中心ヨーロッパの発展で見れば、ナポレオン戦争の終結後の1920年を起点とすることができるし、イギリス穀物条例廃止の自由貿易の確立を画期とすれば1850年頃が起点となるだろう。さらにスエズ運河開鑿から世界鉄道網・大洋航路・海底電線などの交通通信革命を徴表とすれば、70年代起点も合理的である。しかし国際金本位制の成立、米独日の国家統一・産業発展、国際競争の展開と国際資本移動の活発化を起点に取れば、1880年代から第一次大戦勃発までを第一次グローバリゼーションの時代とするのが合理的である。本稿は1880-1914年を第一グローバリゼーションの時期とするが、その頂点は1914年にあるにしても漸進的なものであって、自由貿易、交通通信革命、大量移民、国際資本移動、国際金本位制度と世紀全体にわたって重なり合って進行した。

第二次グローバリゼーションはこれと異なる。ここでは1989-91年のソ連解体と東欧体制崩壊が画期である。社会主義経済もまた商品-貨幣関係を内在化させた体制であるけれども、一党独裁政治が主導する私有化、市場化を排除し抑圧し、労働市場を制限し、資本市場を禁圧した閉鎖経済であって、体制は世界市場との連結を意図的に遮断していた。現代のグローバリゼーションはこの世界政治経済再統合により社会主義の世界体制全体が開放経済に移行して、一挙に完成した。これを世界人口比で算定すれば、1980年、閉鎖経済人口は中国、ソ連、東欧合計で約13億人、世界人口45億人で、約30%、インドを閉鎖人口に加えれば閉鎖人口は20億人、人口比は35%である。独立インドはもとから資本主義の支配する世界市場内にありながら「社会主義計画経済」を志向してソ連と友好関係を保っていた。当時多くのアフリカ諸国また閉鎖工業化を志向していたから、35%は過大にしても世界経済の閉鎖経済と開放経済への分裂は明らかであった。これが90年代初には、世界人口50億人中世界市場開放経済人口も50億人、100%となる。世界人口の70%から100%へ、グローバル化は画期的と言わざるをえない。しかもこれは10年そこそこの短期間に生じた一挙的現象であった。

ここでふたたび問題を経済にしぼり、財貨・資本（マネー）・労働（人的資源）の三重の市場の統合の観点から第一次と第二次を比較すると、そこに大きな類似性とともにも相互の相違に著しいものがあることが判明する。両者をともに牽引した要因は交通通信情報の革新である。19世紀においては、世界市場統合を推進したのは鉄道網と大洋航路の発達、電信電話による国内国際の市場情報と諸価格の統一・裁定であり、20世紀末においては航空網とコンテナ、バルク海運、何よりもエレクトロニクスによる即時の通信情報網、インターネットと電子マネー決済が、24時間連続するグローバルな市場取引を実現した。

これは報告の主題の伏線ともなるのであるが、両者間の相違を強調すれば、第一次では貿易の特徴は工業製品と農産物の垂直貿易、産業間貿易にあり、第二次においては、貿易は工業製品間の水平貿易、産業内貿易が重要になっている。もちろん第一次にあつて工業製品間貿易は存在したし、第二次にあつても工業製品と鉱産物燃料・一次産品間の垂直貿易もその意義を失わないばかりか、それに注目する必要がある。それでも比重は全く異なる。20世紀後半における東アジア貿易の成長は、主に先進諸国との産業内貿易に依存している。

だが貿易・資本（マネー）移動・労働移動（移民）の世界市場の立体構造において、最も異なるのは労働移動ないしは移民、人的資源の移動の規模と方向ではないか。第一次ではヨーロッパから南北米大陸の植民地・新興独立国への移民の役割は決定的であつた。資本移動もまたトランス大西洋の移動が基本方向であつて、主たる資本輸出国であるイギリスの資本は南北新大陸の開発に向かった。欧州大陸のフランス、ドイツも資本輸出国であつたが、規模は小さく、東欧・ロシアの開発と政治的軍事的な東方進出に結びついていた。交通通信革命による移動手段の発達、国民間の所得格差は人間の移動の活発化をもたらし、低廉化する穀物貿易とともに欧州の地代の低下と米大陸の賃金上昇をまねく。

もちろん現在でも合衆国は移民を受け入れ高齢化に悩む日欧とは異なる活力を得ているが、しかし移民の比重は19世紀のそれと比較にならないほど小さい。また中東産油国へのインド人ほかアジア人の移民、西欧へのアフリカや東欧からの移民も増大しているが、しかしながら19世紀のトランス大西洋の移民の規模と人的資源の内容からも到底それに及ばないし、定住移動よりは一時労働者の移動が多い。現代の主要な途上国、BRICSはすでに人口大国であり、移民の大量受け入れなしに成長を遂げている。

これに対し先進諸国と発展途上国間の貿易の規模と質的内容の高度化（輸出品目の付加価値の増大）は著しい。第一次ではトランス大西洋の資本移動を除けば、先進国と途上国間（植民地・従属国、地域）への資本移動の規模は小さかつた。しかもトランス大西洋移動にあつて、北米や豪州の諸地域は資本移動と人的資源移動によりそれぞれに欧州母国と均質的な、ないしはそれに準じた、社会へと移ってゆく。とくにアメリカ合衆国は19世紀末から20世紀初頭にかけて、イギリスを抜き去る経済産業の先進国に変質する。

ここでさらに第二次の特徴を加えると、「グローバリゼーションの二段階の進行」という問題となる。先に第二次グローバリゼーションの89-91年の一挙実現、ないしは80年からの短期間の実現、について語つたが、正確を期すためには、ソ連解体と冷戦の終結がそれまでに進んできたグローバリゼーション（前段）の結果であり、グローバリゼーションと平行して進行した事態であつて、90年代以降のグローバリゼーションの進展はその後段となる。これを社会主義世界体制の解体の観点から見れば、79年に始まった共産中国の改革開放による80年代の輸出志向工業化の成功が、東欧諸国の輸入代替工業化（閉鎖工業化）の失敗と、石油価格下落と石油外貨浪費に停滞するソ連経済の行き詰まりを浮彫りにする。そして80年代末-90年代初のソ連解体、東欧崩壊が中国の世界市場開放

を加速する。

このように見れば、第二次もまた漸次的な変化の重なり合いであり「一挙」の形容は極端な強調にすぎない。しかも70年代末の中国の改革開放もアジア新興工業国・地域、韓国・台湾・香港・シンガポール、ANIEs（第一グループ）の輸出志向工業化の成功の模倣であり追随だった。そして後者はまた、70年代の石油危機に対応する先進諸国の技術革新とアウトソーシング（産業内貿易）と直接投資の進展と不可分のものであった。こうして、第二次といえども70年代初のBW（ブレトンウッズ）国際通貨体制の崩壊まで行き着く。かくて社会主義体制崩壊による「一挙」実現ではなく、正確には、先進諸国の主導する貿易・資本移動の進展が第二次グローバリゼーションを実現したのである。1980年を起点する第二次の考察においても多くの要因と漸次的な変化が重なり合っていた。

第一次と第二次という観点から二つのグローバリゼーションを比較したが、両者は歴史的にかつ概念的に密接な関係をもつ。最初に「世界政治経済統合体の分裂と再統合」を掲げたが、「分裂」は第一次グローバリゼーションの帰結であり、「再統合」は第二次グローバリゼーションと不可分の現象である。これをグローバリゼーション・サイクルと名づければ、第一次が積み重ねた矛盾から「分裂」に至り、「分裂」の矛盾が積み重なって第二次に至ったと理解できる。歴史的連続性である。では今回の第二次が積み重ねた矛盾はどこに行き着くのか。すでに2007—09年の世界金融・実物恐慌の打撃からの回復を目指し先進諸国は、第二次の規制緩和、新自由主義のイデオロギーを捨て、中央銀行はゼロ金利と流動性の大量供給を実施し、政府はケインズ主義的な赤字財政支出で対応しているが、これが米欧の経済と政治の混迷を生んでおり、日本もまた放漫な不動産金融バブルに由来する90年代の停滞から脱出できない。20世紀後半の世界経済を仕切った先進諸国G7、米加欧（英仏独伊）日、だけでは世界経済を運営できず、危機対応もできない。そこで+13、BRICS（南阿）、韓、トルコ、インドネシア、サウジ、メキシコ、アルゼンチン、豪、西を加えて、世界経済の安定を図る会議（金融サミット）が定期化する。

これはグローバリゼーション・サイクルの重大な結末である。1975年からのG7（8）サミットの時代は終わり、先進諸国はここに始めて世界経済の専決権の喪失を自認する。だが、低成長の中で地球環境保全と高齢化対策を求める先進諸国と、国権を強化してでも工業化による高成長の持続を求める主要途上国・移行国間の調整は困難を極めるであろう。ここにパクス・アメリカーナの地滑り的な構造変動がある。

II 国際金融の定型的事実:国際通貨論、米ドル本位制、金融の自由化・国際化、 国際資本移動の方向と形態

国際通貨の米ドル本位制

第一次グローバリゼーションと第二次の国際金融上の最大の相違は国際通貨制度に違いにある。国際金融の諸問題は繰り返しこの原点に立ち返る。第一次にあつては国際通貨は金であり、金兌換に支えられた基軸国イギリスの通貨英ポンドであつた。それは国際金＝英ポンド本位制である。現代の国際通貨、米ドルは金という商品貨幣ないしは物品貨幣の価値実体に支えられてはいない。米ドルは基軸国アメリカ合衆国の信用貨幣であつて、アメリカの中央銀行、FRBの発行する債権≡債務、合計ゼロの証書であり、記号である。米ドルは世界最大の市場における財貨の一般的請求権証であるので、世界市場の決済手段として貨幣機能を果たす。非基軸国の信用貨幣は当該国内市場の財貨請求権（購買手段・支払手段）の機能を果たすが、世界市場で一般的な決済手段の機能は果たせない。そこで各国は自国貨幣を外為市場で相手国（輸入国）貨幣に転換しなければならないが、米ドルを媒介通貨 vehicle currency とすれば、為替市場が世界市場で $N \times (N - 1)$ 個成立しなくとも $(N - 1)$ 個成立すればよい（実情は複雑だが）。かくて米ドルはアメリカ合衆国の国民的信用貨幣でありながら、世界市場の購買・支払手段の機能を果たし、国際通貨となる。

だが、基軸通貨国、アメリカの経常収支は80年代初期から赤字で、次第に拡大、赤字幅は2000年代に入り3-6%/米GDPに達した。この赤字を埋めるのがアメリカへの資本流入、つまり非基軸国からの借金である。第一次の英国は経常収支（貿易外のサービス収支）が黒字で資本を海外に輸出していた。国際金本位制とイギリスの経常黒字・資本輸出が第一次の特徴であつた。ではなぜ、経常赤字の米ドルが国際通貨たりうるか。米ドルが世界市場の財貨請求権証として購買・支払手段であり、為替市場の媒介通貨であるだけでは、持続的な経常赤字は米ドルへの不信を生み、為替レートの暴落の危険を抱える。ここから米ドル「紙切れ論」があり、アメリカの経常収支赤字を「収奪」とする理解が生じる。これは基軸国の通貨発行特権シニョリジから説明できるにしても、米ドル本位制の不安定性の根底はここにある。

国際通貨の米ドル本位制の根拠は、米ドルの資産通貨、アメリカの金融市場（資本市場、証券市場）の世界最大の広さ、深さにあり、非基軸国が金融資産を米ドルで持とうとするからである。そこには再び米ドルが国際通貨であり価値保蔵手段であつて他国の通貨に変換する必要がないという循環論法が働くが、それでも資産通貨、準備通貨としての米ドルはアメリカ金融市場の抜群の強さに依存している。

歴史を手短かに回顧すれば、国際金本位制は第一次世界大戦により停止され戦後再建されるが、ヨーロッパは戦費負担で対米債務国に転落し、財政支出増や労働争議、政治不安に苦しみ、20年代後半に再建された金本位制は29-33年の世界恐慌下、31年の英

国の金本位制停止、34年の金の米ドル価格引上げ（ドル金平價切下げ）により崩壊する。国際通貨制度は混乱し、世界のブロック経済への分割から第二次世界大戦に至る。戦後、BW（ブレトンウッズ）の国際通貨制度は、1米ドル=1/35オンス金、1オンス金=35ドルの基準でアメリカが公的兌換に応じる原則のもと、米ドル基準の固定相場制に移る。これは金本位制と異なり民間の自由な金兌換を否定し、その上で通貨価値の安定を公的に管理するシステムで管理通貨制度である。短期資本移動、為替投機、近隣窮乏化による戦前の世界資本市場の混乱を回避する目的から、資本取引の統制と経常収支均衡堅持のシステムができる。経常収支不均衡を調整するためIMFが設置されるが、収支不均衡がはなはだしければ固定相場は変更可能 adjustable peg である。

しかしながら第二次大戦後、欧日の経済は復興し、アメリカ経済の比重は相対的に低下し、インフレーション進行の度合は各国で相違し、日独は為替レート切上げになかなか応じない。60年代先進諸国の経済成長は続き、アメリカ資本のヨーロッパへの投資、ヨーロッパでのドル決済が盛んになり、米ドルは欧州金融市場で存在感を高める（ユーロ・ドル）。欧州の通貨当局（財務省・中央銀行）は1オンス金=35ドルの兌換を請求できるから、アメリカから金は流出し、金の自由価格（ロンドン金市場）は騰貴する。BW体制は機能不全となり、財政金融政策にフリーハンドを求める米国は、71年、金兌換を停止する。金基礎と結びついた米ドル基準の固定相場制は金との連結を失い、浮動する為替相場のフロート制が出現する。経常収支の均衡は国際均衡の金科玉条でなくなり、資本取引は自由化に向かう。

70年代の石油危機、すなわち、国際石油カルテルOPECによる石油価格の三倍引上げは、成長を続けてきたOECD諸国に大打撃となり、先進資本主義国は国民所得の流出によりスタグフレーションに襲われ、低成長の時期に移る。原燃料の供給側からの衝撃である。冷戦期、これは石油ガス資源豊富国であるソ連の利する所となる。70年代末イラン・イラク戦争により第二次石油危機が起こる。こうした石油価格上昇の衝撃は各国に相異なる水準の価格調整を強制しつつ、欧州金融機関の仲介するオイルマネーのリサイクルを生み、フロート制を定着させる。

しかしながら事態はその後、産油国OPECやソ連の思惑とは異なった方向に進行した。産油国が稼いだ外貨はこれら諸国の工業化に貢献せず、多くの浪費を生み、このマネーを借りて輸入代替化による工業化を目指したラテン・アメリカや東欧諸国はかえって国際債務の重圧に苦しむ。反対に、先進諸国は低成長ながら重工業から省エネ、ME化、HT化による産業構造高度化を実現し、これに対応して、60年代から軽工業品から低位技術の工業製品の輸出を進めていた非産油国・地域の韓国、台湾、香港、シンガポールは、低廉で豊富な労働、学習能力のある労働を利用して輸出志向工業化を推進する。これは産業間垂直貿易ではなく産業内貿易によるものだが、産業内貿易でも先進国間の自動車のような高度工業製品の水平的な差別化貿易ではなく、多国籍企業MNCが主体となって品質差・工程差・需要差で組織するサプライチェーンを構成する国際分業に立脚する。これは輸入

する先進諸国側からすれば、比較優位を失った工業製品（ないしはその工程）の賃金の安い東アジアへのアウトソーシングである。これが輸出品目の付加価値の増大とともにいわゆる雁行発展となって、ANIEsの第一陣に、より低賃金の東南アジア諸国が加わり、やがて膨大な未利用遊休労働を抱えた改革開放の中国がこれに参入し、80年代から90年代、さらに2000年代と東アジアは次第に経常黒字と外貨準備を累積してゆく。アメリカの経常赤字の大部分は00年代、日本、中国、ドイツの輸出黒字から生まれている。しかしこのアメリカの経常赤字累積は東アジア、特に中国の外貨準備の累積となり、その大部分がアメリカの金融資産の購入に向かう。00年代半、アメリカの経常赤字はむしろ世界需要拡大と黒字国におけるドル金融資産の増加の「好循環」を推進したから、3-6%/GDPと増大するアメリカ経常赤字は資産通貨としてドルの国際通貨通用力を強めていた。

07-09年世界金融・実物恐慌は米ドルの資産通貨としての機能を脅かす。米欧日はじめ先進諸国は従来「ありえない」と考えてきた世界の同時的な金融・実物恐慌に対し、中央銀行によるゼロ金利、流動性の大量供給、問題資産の買上げを行い、前世紀のバジョット原則をはるかに越える金融市場の救済措置を実施したが、破綻金融機関の救済から銀行への資本注入、銀行の一時国有化となれば国家財政と一体化しなければ実施できず、金融引き締め、実物恐慌による需要減、失業増による危機の螺旋状の深刻化を回避するために各国政府は財政の赤字支出に踏み切る。アメリカの危機対策の財政支出はGDPの5%に達した。これらの緊急措置でようやく09-10年の最悪の時期を乗り切った。この限りでは先行する1929-33年恐慌の失敗を阻止できた、といえる。しかしながら危機の克服から正常状態への経済の復帰のためには、金融機関につぎ込んだ緊急貸付の回収、膨張した中央銀行バランスの縮小を実現しなければならず、財政赤字、増発した国債の償還、削減の「出口戦略」を実施しなければならぬ。日本のバブルは90年代初頭に終わるが不良債権の整理は長期を要し、失われた10年の不況対策、底上げのために財政の赤字はGDPの二倍近くに膨れ上がった。アメリカも10-11年と金融緩和と赤字財政支出を続けまだ「出口」を見出せない。

ここに起こったのが1773年独立革命に由来するティーパーティー（茶会）政治運動である。無限界の納税者負担を拒否するこの政治運動は、オバマ政権による14兆ドルを越す財政支出膨張を拒否し、米国債務上限の引上げに反対する。議会が上限引上げを認めなければ米国債は債務不履行デフォルトに陥り、アメリカは国家破産状況に陥る。日本の国債がほぼ自国内で消化されているのとは異なり米国債は半分近くが（47%）が外国に売られている。しかも金融危機によって安全資産が強く求められ外国からの米国債需要は強い。この面からは資産通貨としての米ドルは世界市場で信認を得ているのだが、議会承認が得られないとなると、国内政治に発するアメリカの国家破産はありうることとなる。この危機は政権の妥協で回避されたが、アメリカのデフォルトはメキシコ（82年）、ロシア（98年）と全く異なる世界政治経済の激震となるであろう。

しかも米ドル代わるべき候補のユーロは金融危機後に明るみに出た周辺諸国 P I I G S ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペインの財政悪化である。中でも以前から脱税の多いギリシャの財政破綻はひどく、ユーロ圏諸国の支援の合意にもかかわらず、支援、債務削減の措置がギリシャ財政の健全化をもたらすかどうか疑念を抱く財政健全国ドイツなどは支援に不満を抱く。危機以前には加盟国国債としてとくに区別、警戒されなかった適格資産であったこれら諸国国債は、10年から売られて価格が下落（利回り上昇）し、保有するユーロ圏の金融機関の信用を揺るがす。ユーロの為替相場も下落し、ユーロ圏の分解の恐れもある。事実、金融と通貨は統合されているのに、財政はそれぞれの加盟国家主権に属するメカニズムの問題点がここに鋭く現れている。米ドルに代替してユーロが基軸国際通貨となるのは不可能である。むしろユーロ圏の分解なり、財政破綻国（P I I G S）のユーロ離脱の方がありうる。

では、外貨準備の厚い、製造業競争力の高い中国の元は米ドルに代替できるか。元は共産政権の中国の国民貨幣であって、国家の統制下であり、金融市場は未成熟で元の自由化（通貨交換性）は展望しえず、ましてや金融市場の開放は現体制の存続を脅かす可能性がある。元は周辺国家・地域の決済通貨となりつつあり、国際性をこれから強めるであろうが、到底日本円や英ポンドの水準には達しない。日本やイギリス、スイスなどの通貨と元はなお質的な差がある。円はかつて国際通貨の比重を高めていたが、その比重は減少している。これも基準の国際通貨たりえない。

金融の自由化と国際化、金融深化と金融革新

第二次世界大戦後のBW期にあつては、国際資本移動は当初厳しく統制された。これは先に見たように、戦間期における短期資本移動・為替投機・近隣窮乏化政策により世界経済のブロック分割から第二次大戦に至った混乱の反省から生まれた教訓であつた。他方、30年代の低為替競争・ブロック化の近隣窮乏化のもたらした関税障壁・輸入割当制などの貿易制限も厳しく反省し、戦後アメリカは広大な自国市場を率先開放し自由貿易を戦後世界復興の経済原則とした。前者を実施する国際機関が経常収支均衡を確保するIMFであり、民間に代わって資本不足に対処すべきは開発促進のWBであつたとすれば、後者を推進するものはGATTであつた。いずれも第一次の反動、グローバリゼーション・サイクルと言えるが、世界政治経済統合体の世界恐慌・世界大戦による分裂に対する対応であつた。

第一次グローバリゼーションと第二次グローバリゼーションを対比した時、国際金本位制と米ドル本位制、基軸国イギリスの経常黒字・資本輸出と基軸国アメリカの経常赤字・資本輸入に注目したが、これを財貨貿易・資本移動・労働移動の世界市場立体構造において見れば、第一次は特にトランス大西洋の労働移動に特徴があり、第二次は特に全世界的な資本（マネー）移動に特徴がある。1870年から1995年の国際資本移動の数値（オプズフェルド、テーラー）では、1914年、基軸国イギリスの対外資産は世界対外資産

の50%を占めていたが、世界全体では対外資産の比重は世界合計GDPの18%に止まる。これに対し、1995年、基軸国アメリカの対外資産は世界対外資産の22%でしかないが、世界全体では対外資産の比重は世界合計GDPの62%に達している。対外資産（対外投資残高）のこの比率をもって国際資本移動の指標とすれば、国際資本移動は第二次においては世界に普遍的現象であることが分かる。2000年代の資本移動はさらに大規模だから、第一次の労働移動に対して第二次の特徴は資本移動の「全世界性」にあると言える。

かくて1970年代初期の国際通貨BWシステムの終焉は、国際的な資本取引自由化の出発点であった。対外資産の比重は1870年に世界GDPの7%、1960年にその6%に過ぎなかった。

金融の自由化と国際化を推進したのは基軸国アメリカである。80年まではユーロ市場を別にすれば金融の自由化、国際化はまだ始まったばかりで、日欧諸国、なかんずく日本は高成長のための低金利政策、長期金融優遇などで金利統制、長短・大小金融機関間の分野別分業（護送船団方式）、商業銀行業務と証券業務の遮断、外為業務の認可など、金融を厳しい統制ないし保護下においていた。これは金融仲介に優位を持つアメリカの銀行、証券会社にとっては非関税障壁であり、金融鎖国状況に等しかった。日本は既に国際競争力に優れた経済大国、経常黒字大国であった。こうして84年、日米円ドル委員会は日本の金融の自由化と開放化を受け入れる。アメリカは80年代半ばからは経常収支赤字国に転落し、その赤字幅を増大させてゆくが、そのサービス収支、所得収支は終始黒字であった。これは資産通貨ドルの基軸通貨特権にもよるが、アメリカ資本市場（金融市場・証券市場）の広さ深さによる。日本側もこの舞台は金融仲介利益を稼ぐ機会を与える、と判断した。80年代日本の銀行は膨大な経常黒字を背景に、東京金融市場の発展とともに欧米において国際銀行業務を拡大する。

日本とは異なり、欧米間では銀行は60年代に相互の支店網を配置して国際業務を展開し、ユーロ市場の発展はすでにBWシステムの崩壊に追い込むほどであったが、70年代にはユーロ債券市場、ユーロシンジケート・ローンの長短期金融が発展したが、ヨーロッパでも金融の自由化、国際化が本格化したのは80年代である。ロンドンは歴史的にもニューヨークと並ぶ世界金融市場の中心に位置し、外銀の業務が集中する。銀行制度では欧州大陸銀行はユニバーサル銀行で商業銀行業務（預金の短長期融資）と証券業務（株式会社債発行取引）を平行して営むが、英国では商業銀行と証券会社は別個の営業形態であった。金融仲介の優位に国の競争活力を求めたイギリスは、86年、金融ビッグバンを実施、商業銀行業務と証券業務の障壁（垣根）を撤廃する。アメリカではこの垣根は正式には99年、グラスステイガール法廃止により消滅する。

さらにアメリカで開発される金融革新の技術は欧州に波及し、以前からのCP（短期金融証券）CD（譲渡性預金）に加えて証券化が発達し、オプション、金利スワップ、指数取引など預金の期間転換業務よりも証券業務が発達し、銀行は証券会社（投資銀行）に圧

迫され、シンジケート・ローンも後退し、自ら証券業務や為替取引などのトレーディングに収益を求める。金融機関も顧客も収益性と流動性を兼ねた新商品を求め、金融資産は多様化し、金融取引は実需取引に思惑（投機）取引が重なり、さらにリスクヘッジが加わって、国際的な巨大金融機関（銀行、証券会社、保険会社など）間のネットワークは緊密化し複雑化する。金融の自由化、国際化はこうして、80年以降、急速に金融資産（株式・債券など総価値・融資残高など）は膨張し、GDPで除した金融深化度が高まる。ある測定値（産油国を除いて）で70年代半に約75%だったのが、90年代初には金融自由化国、非自由化国で150%（自由化・非自由化不変国を除く）だったのが、00年代初にはそれぞれ350%と200%に高まっている。

金融の自由化、国家規制の緩和 deregulation はさらに深く戦後経済思想の転換と結合し、根拠付けられる。80年代のレーガン、サッチャー、中曽根政権は、国家の経済介入（赤字財政を容認する）により完全雇用の実現を目指す総需要管理の伝統的なケインズ政策を否定して、規制緩和、「政府の失敗」を提唱し、新自由主義の政治方針に転換する。07-09年の金融危機において金融革新技術と規制緩和の新自由主義思想の果たした役割は決定的でさえあった。

説明を加えれば、ケインズは30年代の大不況（世界恐慌）と大量失業の深刻な社会矛盾に直面して当時の主流経済学（ピグー、マーシャルなど）を批判し、完全雇用は自動的に実現できず、大量の非自発的失業の解消には赤字であっても財政支出を追加して総需要を増加させねばならぬと説いた。これは後にインフレーションと失業率の背反のフィリップス曲線で説明されたが、完全雇用のためには需要拡大が必要で、インフレを許容すべきである、との含意となる。ケインズ思想は戦後アメリカで支持されて一般均衡論と結合した「新古典派総合（サムエルソン）」に変質するが、国家による「賢明な政策」の採用を必要とした。

ところが70年代、石油危機下のスタグフレーションにあっては不況＝失業とインフレーションは相互促進的で「自然失業率は不変」であり、赤字財政はインフレを促進するのみだからケインズ主義は役に立たない、という経済学説が有力になる（フリードマン、ルーカスほか）。

この新自由主義思想は反ケインズのみならず、国家あるいは社会からの「規制の排除」にまで向かい、銀行監督もおろそかになった。銀行や金融機関の業務は非金融業と異なって他人の貨幣（預金、資産）を預かって運用し、自己の利益（利潤）を極大化するものだから、資産の運用には他人資産の保全という制約が強く課せられる筈のものである。日本のバブルの失敗は金融監督の失敗でもあったが、07-09年金融危機は世界的な金融監督の失敗、手抜きであった。戦間期に中央銀行の銀行というべき国際決済銀行BISがスイスのバーゼルに設置（29年）され、バーゼル委員会は金融監督に重要な勧告を提起してきた。今回の金融危機を経験し、委員会は銀行の自己資本による損失補填責任を明確にすべくバーゼルⅢを提案している。

国際資本移動の方向と形態

金融自由化と国際化による金融深化度を全世界無差別に合計すれば、上記の測定値で、70年代半で金融資産は世界GDPに対し90%、90年代初、200%、00年代初、300%であった。金融深化度は自由化国で大きいのが、これは途上国を含めた全世界の現象である。これを国家の世界銀行基準の類型別に資産・負債の合計グロスと差額ネットで測定した2004年のデータでは、グロスの国際資本移動の主体は高所得国間の流れで、中所得国間、低所得国間の移動は合計しても高所得国間移動に及ばない。ネットでは中低所得国はマイナスで高所得国はプラスである。同類型国間では高所得国間では92%、中所得国間で70%、低所得国間で59%であった。グロスの国際資本移動は高所得国間のものである。したがって金融深化度も工業先進諸国で高く途上国で相対的に低い。90年代以降、途上国は貿易面でグローバル化しているが、先進諸国では金融面でのグローバル化が一層急速だった。

これをネットで見れば、資本移動は資本豊富国から資本稀少国へという稀少資源配分のエコノミクスの常識とは反対に、資本は、資本不足の中低所得国から資本豊富な高所得国へと流れている。第一次グローバリゼーションにおいては、資本は、豊富な先進ヨーロッパ諸国から不足する南北米大陸、ロシア、インドなどに移動したのとは反対である。第二次における稀少資源の移動に関するこのパラドクスはいかに説明されるのか。

高所得の国家類型をさらにOECD群と非OECD群（主に産油国）に分けるとOECD群は僅かにマイナスに、非OECD群は巨額のプラスに、変じる。高所得国のネットはなおプラスなのでアメリカのネットのマイナスは明示されない。OECD群はネット・プラスの日独とマイナスの米を含んでいる。全世界合計でのネットの別計算では資産はほとんど不変なのに負債は顕著に増加している。これはもちろん合計における国際統計の不突合であるが誤差脱漏は系統的であり、ときに世界GDPの6%にも及んでいる。これは報告国の資産隠蔽（ロシアなど）負債隠蔽（スイスなど）によるものがあり、資源外貨のオフショア・センター経由によるものがある。また特に成長著しい中所得国・低所得国のネットのマイナスは巨大だが、これは分析を要する。最貧国は援助の公的移転によりネットはプラスである。

国際資本移動を形態別に見てみよう。移動形態では、ポートフォリオ投資、すなわち経営参加・経営責任を負わずに株式（EQ）配当、債券（B）利子およびキャピタル・ゲイン獲得の投資利回り目的のEQ、Bへの投資、FPI（対外間接投資）、株式の10%以上を取得して経営責任を負い、利潤収益をも目的とした投資、FDI（対外直接投資）、銀行からの長期短期の融資、ローン（L）、外貨準備増（R）による資産通貨増（通例は安全資産、米国債などの保有、外銀預金など）、およびODAなどの公的援助や緊急公的支援（ODAで表示）が区別される。FDIは株式投資だからFPIでもあるが、10%以上の外国会社株式の取得は、分類上、経営責任の掌握、利潤収益目的投資として扱われる。

第二次グローバリゼーションにおいて多国籍企業の活動とともにFDIは重要になっている。FDIは先進国間の金融・商業・サービス業、製造業間で盛んであるが、ここでは先進国から途上国へのFDIに注目したい。途上国へのFDIは90年代から著しいが、低所得国へは向かわず中所得国に向かい、それもBRICS、ブラジル・ロシア・インド・中国・南阿の五カ国に向かって集中している。先進国からすればこれは資本不足国への資本の流れであるが、工業化に展望なく、輸出競争力に見込みの乏しい国には向かわない。FDIが利潤収益を目的とする以上工業化展望があり、比較優位と産業構造の変動激しい途上国が世界市場で先進国の投資を誘う。「資本不足・貯蓄不足」それ自体は問題にならない。FDIは技術経営のトランスファー、学習能力に優れ、インフラ整備も改善が見込まれ、需要規模が大きくカントリー・リスクの小さいこれら諸国（ロシアは法的整備と保護主義に制約がある、WTO未加盟）に向かうのは当然である。もともと00年代に入って資源・一次産品需要の高まりとともに、対アフリカの米中の開発投資が活発化している。

途上国から先進国へはFPIの株式+債券への投資がある。途上国の工業化とともに先進国からの株式投資も増えるが、第二次において途上国からのネットの資本移動の特徴は外貨準備の先進国資産による運用にある。80年代以降、先進国はその輸入増・債務増に対する外貨積上げにおいて相互の通貨スワップが保証されるから、国際取引額の増加に対して比率を越えた外貨積増しの必要はない。ところが途上国は随時に外貨スワップを得る保証を欠くので、輸出入・国際貸借の規模が増大すれば外貨準備をそれ以上に積上げて自国の信用力を強化する。途上国は資本移動、為替相場変動による自国経済の脆弱化を回避しなければならない。それは80年代初期のラテン・アメリカ債務危機で経験したし、97年東アジア通貨・銀行危機で経験した。危機後、韓国、マレーシアは短期国際債務に対する外貨準備を一気に引き上げる。経常黒字途上国は外貨積上げの余力があるが、これは顕著な経常黒字国である中国を除いても70年代以降の途上国外貨準備の特徴である。これを米ドル資産で運用すれば資本の不足国から豊富国への逆流となるが、政治的、経済的に合理的な行動である。途上国と先進国間の資本移動においてこのFDIとRの二形態の動きに注目する必要がある。

だが、第二次グローバリゼーションにおける基軸国の経常赤字と対応する非基軸国の経常黒字はさらに重要である。これは先進国と途上国間の関係に限定されない国際金融の中心問題の一つである。これは国民所得集計の総供給≡総需要の等価原則の国際的拡張から説明される現象で、いわゆる国際収支のインバランス問題である。閉鎖経済の国民所得等価原則に輸出入を導入すれば $(S - I) + (T - G) = (X - M)$ 、すなわち、(貯蓄－投資) + (税収－歳出) = (輸出－輸入)となる。この経常赤字ないしは黒字は資本勘定のプラスまたはマイナスでバランスしなければならない。

基軸国の経常赤字は変わらないが、これに応ずる経常黒字国は80年代は日本と西独で、90年代は日独に東アジアが加わり、00年代はとくに中国が日本をぬき独と産油国が再登場する。東アジアの経常黒字は言うまでもなく対米輸出の成果であり、トランス太平洋

貿易リンケージの成果である。ここでは東アジア諸国の輸出競争力の分析には立ち入らないが、日本と中国の対米輸出品目は異なり、金融面では日本の金融成熟と中国の金融未成熟は対蹠的である。また、日本は投資も消費も飽和状況にあり貯蓄率は低下しつつも対外債権を積み上げているが、逆に、中国は消費+投資つまり内需は飽和状況に遠いのに高い内国貯蓄率を投資に実現できず、輸出は日米欧のFDI, MNCに依存し、賃金分配率を引き下げて、対米債権を積み上げる。アメリカは91年を除いてこの期間経常収支は赤字だった。

移動形態をアメリカから見れば、米ドルという資産通貨のシニョリジを軸にアメリカは資本を世界から吸引し、FDIで営業収益を得、FPIでは株式対外投資・債券対内投資で配当と利払の差額を稼ぐ。広い国内市場と金融市場の利を生かしてアメリカは「世界の銀行」として金融仲介の利益を入手し、所得収支の黒字を確保する。また80年代からの金融革新による証券化により銀行ローン、対外シンジケート・ローン(L)は減少し、証券取引(B)が増加する。しかし日本マネーは年金基金や金融機関(みずほ)などの米債券投資もあるが、欧州銀行への預金、低金利金利の円を借りて高利回りの債券に投資する外銀の円キャリーがアメリカ発金融危機に間接的にかかわっている。

ネット資本移動の動態を広域別にみると、1996—2004年の間に、先進工業国群はマイナス5% (以下、分母は広域平均GDP)、アフリカは+17%、ネットは引き続きマイナスだが00年代の投資増でマイナスが減少、アジアはプラス29%、マイナス10%からプラス18%に符号が転換、中東欧はマイナス50%、マイナスは倍増し、CISはマイナス4%、マイナスが減少、中東はプラス35%で引き続き巨額の資本輸出、西半球(先進国を除く)はマイナス43%、マイナスは増加している。

Ⅲ 分析と国際金融の理論：第二次グローバル化と07-09年金融恐慌

サブプライム・ローン証券化に発するアメリカの金融恐慌は、国際金融面から分析すれば、米欧間のトランス大西洋のグロスの国際資本（マネー）移動の発展と、米-東アジア間のトランス太平洋にネットの国際資本（マネー）移動の発展が、世界最大のアメリカ金融市場において重合したことによって生じた。2000年代、IT不況後のアメリカでは、住宅価格の上昇と低利子率を背景に住宅ローンの証券化RMB Sの創造・供給を介して住宅投資と関連消費が膨張し、経済成長が続いた。00年代には90年代に比べて欧米間のグロスの資本移動と東アジア経常収支黒字国（中日）の米ドル金融資産（米国債を含む）需要は二倍から三倍に飛躍的に増加した。アメリカの住宅ブームは国際金融のかかる重合により、07-09年の金融恐慌に帰着した。

この国際的関連は第一次と非常に異なっている。第一次ではトランス大西洋において労働移動が基本で、かつ英国の資本は米大陸諸国・自治領の開発に向かった。労働も資本も欧州からアメリカ大陸への一方的な流れであった。第二次では労働移動に見るべきものはなく、資本移動においては欧米諸国は発達した金融成熟国として相対し、双方向の依存を深めている。また第一次では、東アジアでは日本がようやく自力で産業革命を達成しただけで、中国は清朝末期、西欧列強の従属下にあり、洋務運動による近代工業は端緒にすぎたばかりであった。第二次における東アジア経常黒字の累積と対米資産（債権）の巨大化はトランス太平洋における国際金融の新事態である。

資本移動の二つの流れのアメリカにおける重合のこの分析は、理論的にはいかに説明されるか。以下、1) 欧米間のグロスの資本移動、2) 東アジアからアメリカへのネットの資本移動、3) アメリカ金融市場における両者の重合、についてそれぞれ理論を組み立てて見たい。このうち経常黒字国群（日中）から経常赤字の資産通貨の基軸国（米）へのネットの資本移動は世界市場における国民所得集計等価の原則から説明するのに格別の困難はない。ただ反対方向のFDIや日中の相違には追加が必要である。

1) 通常、小国やシンガポールのような金融センター国、カリブ海などのオフショア・センターを除けば、貯蓄・投資はおおむね同一国内で一致するであろう。金融仲介は、あるいは遊休貯蓄を動員し、あるいは資本を勃興産業に振り向けて産業構造の高度化を促進する。これが貯蓄・投資の金融仲介の国民経済における積極的役割である。ここで世界市場が均質的であり、要素移動が完全に自由であれば、資本収益率（利潤率/レンタル）は均等化し、世界の貯蓄・投資が一致すれば各国でそれぞれの異なった水準で両者が一致する必要はない。70年代のデータであるが、フェルドトスタイン、ホリオカはかなり均質的なOECD諸国間をとっても、貯蓄・投資の世界市場での均等化は成り立たず、両者の国内での相関が非常に高い、結論した。貯蓄・投資のホーム・バイアス論である。ではクロスボーダーの資本移動は例外現象であり、理論上は説明困難な事項であろうか。

たしかに、对外投资は内国投資に比べてリスクはある。為替変動リスクは当然に生じる。為替ヘッジは可能だがコストはかかる。それに常識的に言って情報の非対称性、つまり外

国のビジネス情報は内国情報より得がたく、不正確である。対外投資はこれを補償するだけ高くなければならない。それでは主観的判断は別として収益率の似た諸国での双方向での対外投資、資本移動は説明不能であろうか。欧米間（日本も含む）の銀行、金融機関の相互支店網のネットワークの発展、FDI, FPIの交錯は第二次グローバル化の事実である。これは製造業の製品差別化とおなじく、銀行・金融機関がそれぞれ独自の経営資源と歴史的関係を持ち、預金・融資業務にせよ、為替・社債・株式および金融派生商品・革新新商品のトレーディングにせよ、差別化競争を展開できるからである。金融の自由化、国際化により外国市場に参入する機会があり、競争能力があると決断すれば双方向の資本移動は活発に展開されるだろう。対外投資のリスクはあるがそれを恐れて高い収益の機会を逃すかどうか。

そして金融業務の多様化、取り扱い金融資産の種類・満期・収益・リスク・取引条件などの多様性はリスクの分散を可能にし、総合収益の安全性と収益性を高める、とも判断できる。リスクの個別の経歴性を強調する金融工学はリスク分散投資を勧奨する。ヨーロッパの銀行はアメリカに投資し、アメリカの銀行はヨーロッパに投資する。この双方向投資は貯蓄≒投資を事後的に実現し、成功すれば、内国金融仲介と同様に世界合計の経済成長に貢献する。ただし米銀は常に為替リスクを負わないが欧銀は為替リスクを負わねばならぬ。

2) 経常収支黒字国からの赤字国へのネットの資本移動は当然である。基軸国アメリカの経常赤字はその時期の黒字国からの資本移動で埋め合わされてきた。だが先に見たようにアメリカはFDI, FPIによるプラスの利益を上げており、黒字国の経常余剰を自国に吸収し、投資と消費を拡大して経済成長を続ける。経常赤字を積み上げる対東アジアにおいても反対方向の資本移動を無視できない。東アジア黒字国の日本と中国は、投資と消費の飽和状態において異なり、貯蓄率の低下と上昇では反対である。中国はなお内陸部の農山村に数億人の遊休労働を抱え貧困層を抱えており、都市部、沿海部でも社会保障制度は未発達で個人貯蓄に頼らざるをえず、消費者信用、住宅金融もなお未成熟状態にある。中国は輸出志向工業化を内需主導成長に転換すべき時期にあるが、元レートの切上げに応じるよりは輸出戦略を続行している。00年代、中国の経常黒字の累積は巨大だが、中国からの対外投資は始まったばかりで、これまでは外貨準備の増大は高収益の投資FDI, FPIよりは安全性を重視して米国債などの保有に当てられている。07年からの投資動向を見るとヨーロッパ金融機関は米住宅関連債券の処分、ドル借り入れの清算を急いでいたのに、中国はGSE（政府支持住宅金融会社、ファニー・メイ、フレディマック）債券（AB, 機関債）の保有を増やし米国債（SB）購入を続けていた（09年危機後米国債を減らしている模様）。だからこのネットの資本移動は主に価値保蔵を意図したもので、リスクをとっても収益性を重視したヨーロッパからの資本移動とは区別される。

3) アメリカ金融市場における両者の重合

サブプライム・ローンの破綻に発する07-09年の金融恐慌の分析は反省を含めて学

界、金融界ほかで多数公表されている。それらの分析の内容は粗密の違いはあれ組立はほぼ共通している。本報告は、細目の研究を別の機会に譲ってこれらを定説として受け入れ、その上で国際金融の上記二つの要因が住宅金融の破綻といかに絡み合ったかについて、理論的な整理を試みる。

固定的な定期収入を市場利子率で資本還元し証券化して発行・流通させる金融の方法は、国債や社債の昔から行われてきた。出資証券の株式も事業配当の資本還元による証券化によって発行流通する。ともに古くからよく知られた経済的範疇である。債券にあっては貸付けた貨幣はすでに支出されているのに、所有者は元本の返済請求権（満期償還）と利払い請求権を保有するが、債券を市場で転売すれば満期前に元本を回収できるし、場合によってはキャピタル・ゲイン（債券の値上がり利益）を入手する。債券の流通（売買）は、発行時の貨幣の支出の状況から独立に、満期償還と利払いに対する信用関係に基礎をおいて、キャピタル・ゲインかロスかを見込んだ利回り利益を期待する売手（弱気のベア）と買手（強気のブル）の間で売買される。本源的な価値実体（貨幣価値）は消滅しているのに、債券（借用証書）は信用関係に基づいて市場で独自の価値（実体から離れた架空価値）をもつ。強気・弱気いずれの期待も実現されれば売買当事者は利得を得、期待が外れれば損失となる。だが、所有者の最大の損失は発行者＝債務主体の債務不履行（デフォルト）によって起こる。

他方、信用制度の根幹を担う銀行は、公衆からの預金債務を受け入れて随時の引出、決済や送金に応じつつ、この預金を運用して企業に事業信用を与え長短期の融資を行い利子を受け取る。この信用の期間転換における預金金利と貸出金利の正の開き（長短スプレッド）、利ざや、が各種信用手数料とともに、銀行利潤を構成する。伝統的には銀行預金は預金者と銀行の相対の信用関係にあるので、債権債務関係は他者には移転しない。ただし預金業務中心の商業銀行において特定限度以上の一括預金に特別利子をつけて譲渡可能とする預金がやがて発生してくる。譲渡性預金CDである。

今回の金融危機の主演、住宅担保証券RMB Sは近年の証券化金融商品である。銀行による住宅ローンは以前から存在したが、その証券化は70年代、アメリカの政府金融機関が開発したもので証券化は次第に普及し、80年代には自動車ローンの証券化、90年代には不動産貸付の証券化とアメリカで証券化金融が発達する。住宅ローンは従来は満期（約30年）まで貸付けた銀行の債権として残り、購入住宅を担保に提供した借用者は満期まで元利を返済し続けねばならなかった。返済義務を怠れば債務不履行で担保はさし押さえられ、最後には銀行が担保を売却処分して債権を回収する。この住宅を担保に一定額の元利返済額を定期収入として証券化して売却すれば銀行ないし貸手金融機関は貸金を一挙に回収して、住宅金融を拡大できる。借用者による元利返済金は住宅担保証券RMB Sの買手に支払われる（パススルー）。証券の買手、投資家、は元利返済のモニターなしに定期収入を入手する。

ここに住宅実質価格は90年代半ばから上昇傾向にあり、ディスインフレ状況と低金利

により住宅需要は根強くかつ有利であった。つまり購入住宅は値上がりするから担保価値が上昇し、借り換えでより条件のよいローンを組みより良い住宅に移ることもできる。債務不履行は起こりにくく、差額の消費支出もできる。投資家はRMBSの値上がりが期待できる。00年代初、IT不況は終わり経済成長は活況を取り戻す。住宅価格の上昇、住宅の建設・供給・需要の増加、関連金融資産の価格上昇のこの好循環は、いかにして、何故に、金融恐慌への悪循環に落ちたのか。

住宅価格の上昇と反転下落は、結局は実物経済の現象で、07-09年金融危機もアメリカの住宅価格のファンダメンタルズとトレンド、投機が介在するときの需給均衡水準の上昇と反転急落で説明すべきであろう。だかここでは住宅価格の騰落そのものは問題としない。が本報告の主題は、金融過程がこれに介在する時、いかなる問題が生じるか、そしてそこに国際金融がいかに関わるか、である。分析は定説に従うとして、この現象はいかなる理論問題を含むか。

ここで問題は利子を生まない貨幣と利子収益を生む金融資産の選択、つまり貨幣と金融資産の連続性と非連続性に絞られよう。問題をこのように正面から設定したのはケインズである。貨幣はそれまで価値尺度、購買・支払手段として扱われたに過ぎなかった。そして利子ないし利子生み資産は貨幣機能論とは別に貯蓄と投資の金融市場（資本市場）での相関から説明されたに過ぎない。ケインズにあつては、価値保蔵手段である貨幣は「流動性の高い」資産であつて、利子は貨幣の「高い流動性」を犠牲にして金融資産（社債）に固定化する「対価」である。こうして利子は貯蓄・投資の均衡から説明する必要なく、セー法則は否定され、利率は金融資産の売手と買手間の期待の相違から循環論法で決定される。

貨幣を保蔵する「利益」に対して貨幣を「手放す」利益を強調したのはマルクスであつた。マルクスは古典学派的貨幣論を批判して価値尺度、流通（購買・支払）手段の二機能に保蔵機能（蓄蔵貨幣）を加えてそれも貨幣の第三の機能に定めてケインズの先行者となった。だが価値保蔵は価値を増殖させない。価値を増やすには貨幣を資本として生産過程に投じなければならない。「貨幣の資本への転化」である。資本は価値を保持しつつ増殖するから価値保蔵手段たる貨幣の発展である。「貨幣蓄蔵者は馬鹿な資本家である。」資本投下においては貨幣はいったん手放される。そして追加貨幣とともに手元に復帰する。貨幣は「前貸」される。これは信用と利子が問題となる場合にも変わらない。貨幣は「資本として」貸付ければ前貸資本は利潤を生むから、事業資本家はその一部を利子として貸付資本家に支払う。貨幣は利子生み資本となる。貨幣のままでは利子を生まない。

ここで直ちに07-09年の金融危機に向かおう。

現代資本主義の金融市場・資本市場では金融資産から貨幣へと連なる資産選択の連続的なスペクトルが存在する。金融資産においてはその収益性とリスクは背反関係にある。左から右へ収益性の高い資産から低い資産を並べ、逆に右から左へ流動性の高い資産から低い資産に並べると右端に現金貨幣（＝中央銀行券）ないし安全な銀行の預金貨幣が来る。

この完全流動性を $l=1$ としよう。左端には利回りは高いが債務者の債務不履行が蓋然的なジャンク債が来るだろう。中間に健全企業債 (CB) や健全営業の株式 (EQ) が来るだろう。米国債は貨幣に近くそれも長期債より短期債のほうが右よりである。住宅ローンではサブプライムを組み入れた債券はプライム主体の債券より左側にある。流動性が全くない資産の流動性を $l=0$ とすれば、スペクトルは $0 \leq l \leq 1$ の範囲に収まる。収益性とリスク性の背反の中で金融資産はおおむねこの系列の中に序列付けられよう。マルクスは貨幣を手放す(前貸)利益を強調し、ケインズは貨幣を保有する(保蔵)利益を強調する。二人の学説は両極であるが、現実には二者択一ではなく、選択であり、複雑で戦略的なキャッシュと金融資産の組合わせである。商業銀行・投資銀行(証券会社)・保険会社・非金融企業・個人投資家、さらには年金基金(PF)、投資基金(IF)、相互基金・投資信託(MF)、国家投資基金(SWF)など、いずれもキャッシュと多種の金融資産を組合せたポートフォリオを持つ。

住宅価格が上昇をつづけ、利子率が低く信用が得やすい状況下には、リスクは低下し、社会の資産選択はスペクトルの左方に偏移し、住宅価格が下落しリスクが高まる状況下には資産選択はスペクトルの右方に偏移する。しかし、07年以降、この偏移の急激な方向転換は何故起こったのか。そこでの国際金融の役割はいかなるものであったか。

アメリカ住宅価格は06年から低下し始め、07年春から夏にかけてサブプライム関連金融資産のリスクが表面化し、リスク・スプレッドが急速に広がる。この急転には住宅ローンにおけるサブプライム・ローン関係債券の増大があり、サブプライムを組み入れて、一括ローン・プール内部を債務不履行の負担に序列をつけたCDOトランシェ(仕組み債)を作り、上級シニア・トランシェにAAA格付を与え、不履行負担を機関保有エクイティ・トランシェとして自己留保し、中間もメザニン・トランシェとして高い格付で投資家やファンドに売り捌いたことにある。これはプールの不履行確率の実態を隠蔽し、リスク資産を優良投資物件に化粧直しする統計上の欺瞞であり、格付会社の背信行為である。ただ04年からのサブプライム・ローン仕組み債が供給されたのはアメリカの「優良」アセットに対する強い国際需要があったからである。07年中央米RMBSの18%は海外の所有下にあった。

これに米投資銀行・欧米商業銀行の証券投資におけるレバレッジがあり、オフバランス取引があった。市場(短期)利子率が証券利回りより低ければ、金融機関は資金を借りて証券投資を行って利益を上げることができる。自己資本を分母に取った利益率は借入れを増やせば増やすほど上昇する。アメリカに進出した欧州系銀行支店は短期のコマーシャル・ペーパーABCP(資産担保の借入証書)を発行して大量にドル資金を借入れ、サブプライム関連債券に投資した。これに大口で応じたのはアメリカのMMF(マネー・マーケット・ファンド)である。これは一種の投資信託だが、「優良」資産にしか投資せず、投資口座は現金同様に随時引出・支払可能で、「収益性と流動性を同時に保証できる」と信じられ、設立以来口座1ドルの市場評価が1ドル以下になったことはなかった実績を誇っ

ていた。ヨーロッパ系銀行は収益性重視の対米証券投資に関わり、危険と見るや、レバレッジの削減、不良資産の処分、売れなければ優良資産の処分、と資金引上げを焦る。金融機関は事実上自己経営下にあるRMBS, ABSを扱うオフバランスの名目だけの別法人, SIV, 導管(コンデュイット)の赤字をインバランスかせざるを得なくなる。損失補填の銀行自己資本は不足する。

金融資産スペクトルの右方偏移、流動性への殺到は困難を極める。不良資産は売却難に陥り、優良資産の売却が進み時価が下落する。金融機関の資産簿価は下がり自己資本は不足しても不信から増資はできず、流動性不足から支払能力 solvency が危うくなる。インターバンク、銀行間短期金融市場、において相手方リスク、つまり貸手の相手方返済能力への不信、が高まって余剰資金が資金不足側に流れなくなる。インターバンク利子率 Libor が米英で上昇するが貸手は流動性不安におびえる借手のオファーには応じられない。信用ピラミッドの核をなす銀行間信用の場、インターバンク市場(翌日物、期間物)が停滞すれば一国の金融は混乱する。中央銀行、FRB・ECB・BoEは、過剰資金を吸収し不足資金を供給するファシリティーを提供せざる得なくなる。07年夏このように金融危機が始まった。

ここで利子という価格で売買(貸借)される貨幣をカタカナで「マネー」と表示すれば、正常な景気循環では利潤目的の資本投下ないしは流動資本を求めて「マネー1」が売買されるが、逼迫期には流動性不足、債務支払いのための貨幣が不足し、利潤目的ではなく「マネー」が激しく求められるのであって、求められる商品たる貨幣はここでは「マネー1」と区別さるべき「マネー2」である。1866年のオーバーレンド・ガーニー商会(ロンドン金融業大手)の倒産を考察しつつ、マルクスは貨幣恐慌で求められる「マネー」は「資本」ではなく「貨幣」と区別した。ケインズにはこの視点はない。

欧米間のグロスの資本移動はここでは金融資産スペクトルの右方偏移に直接にかかわっている。サブプライム・ローンの債務不履行からするRMBSへの不信、格下、デレバレッジ、オフバランス損失のインバランス化、流動性への殺到において米投資銀行、欧米投資ファンド、欧銀行は相互の金融ネットワークともども金融恐慌、貨幣恐慌の原因となった。これに対し東アジアからのネット資本移動はより安全性資産に向かっていたのであり、00年代急激に膨張したこの資本移動が、アメリカ金融市場に豊富な資金を供給して低利子を続けさせた主因と言える。04年からFRBは政策金利(FF金利)を引き上げるが長期金利は低いままだった(長短逆転)。東アジアからの輸入、特に中国からのアウトソーシングによる低廉な財貨の輸入はアメリカのデスインフレ、消費増、所得増を促進し、住宅ブームを促進したとは言える。しかしながら国際金融のこの二つの流れを07-09年金融危機に合流させたのはアメリカの放漫な住宅金融であった。

[未完、禁引用]

参考文献

- 岡田 裕之 『冷戦から世界経済再統合へ——平和と経済学原理の探求』時潮社、1997年
『貨幣の形成と進化；モノからシンボルへ』法政大学出版局、1998年
「20世紀とは何であったか——国際政治経済学的分析」『経営志林』1999-2000年
- A.Maddison, Monitoring the World Economy, 1820-1992. OECD, 1995.
- A.Maddison, Dynamic Forces in Capitalist Development, Oxford, 1991.
- K.H.O'Rourke, J.G.Williamson, Globalization and History. MIT, 1999.
- M.D.Bordo, A.M.Taylor, J.G.Williamson, Globalization in Historical Perspective. U.Chicago P..2001.
- J.G.Williamson, Globalization, Convergence, and History. J.of Economic History, V56N2, 1996.
- H.James, The Creation and Destruction of Value: The Globalization Cycle. Harvard UP., 2009.
- 西村 閑也 「第一次大戦前国際長期資本移動——レーニン理論の問題点」『経営志林』2011年
- 秋田 茂編 『パクス・ブリタニカとイギリス帝国』ミネルヴァ書房、2004年
- A.Greenspan, The Crisis, Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2010.
- V.V.Acharya, P.Schnabl, Do Global Banks Spread Global Imbalances? Asset-Backed Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007-09. IMF Economic Review, V58N1, 2010.
- R.J.Caballero, A.Krishnamurthy, Global Imbalances and Financial Fragility. NBER, Working Paper, 14688, 2009.
- M.Obstfeld, The Global Capital Market: Benefactor or Menace?, NBER, WP, 6559, 1998.
- M.Obstfeld, A.M.Taylor, Globalization and Capital Markets. in Bordo et.al., 2001, do., Globalization and Capital Markets, NBER, WP, 8846, 2002.
- 有馬敏則 『国際通貨発行特権の史的研究』日本学術振興会、1984年
- 竹森俊平 『中央銀行は闘う』日本経済新聞社、2010年
- M.P.Dooley, D.Folkerts-Landau, P.M.Garber, BWII still defines the International Monetary System. NBER, WP, 10332, 11771, 13197, 14731, 2004, 2005, 2007, 2009.
- アイケンベリー 『アフター・ヴィクトリー——戦後構築の論理と行動』NTT出版、2004年

- W. G. Choi, S. Sharma, M. Stromqvist,
 Net Capital Flows, Financial Integration, and International Reserve Holdings: The Recent Experience of Emerging Markets and Advanced Economies. IMF Staff Papers, V56N3, 2009.
- 賀力平『東アジア経済体の外貨準備と国際金融危機』『国際金融』1200号、2009, 5.1.
- W. S. Frame, L. J. White,
 Fussing and Fuming over Fannie and Freddie: How Much Smoke, How Much Fire. J. of Economic Perspective, V19N2, 2005.
- N. Gennaioli, A. Shleifer, R. W. Vishny,
 Neglected Risks, Financial Innovation, and Financial Fragility. NBER, WP, 16068, 2010.
- S. Schnich, Insurance Companies and the Financial Crisis. OECD, Financial Market Trends, 2009, Issue 2.
- 佐々木隆雄「アメリカの住宅ブーム」「大バブルの長期的反復の危険性」『経済志林』第73巻第3号、第77巻第3号、2006、2007年
- G. Dell-Ariccia, J. Giovanni, A. Faria, A. Kose, P. Mauro, J. D. Ostry,
 M. Schindler, M. Terrones,
 Reaping the Benefits of Financial Globalization. IMF, Occasional Paper, 264, 2008.
- M. Schindler, Measuring Financial Integration: A New Data Set. IMF Staff Papers, V56N1, 2009.
- P. R. Lane, G. M. Milesi-Ferretti,
 The External Wealth of Nations Mark II: Revised Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004. IMF Working Paper, WP/06/69.
- P. McGuire, Goetz von Peter,
 The US dollar shortage in global banking. BIS, Quarterly Review, March, 2009.
- R. E. Lucas, Why Does'nt Capital Flow from Rich to Poor Countries?. American Economic Review, V80N2, 1990.
- R. Jagannathan, M. Kapoor, E. Schaunberg,
 Why are we in a Recession? The Financial Crisis is the Symptom not the Disease!. NBER, WP, 15404, 2009.
- 平野克己『アフリカ問題』日本評論社、2009年
- D. Rodrik, The Social Cost of Foreign Exchange Reserves. NBER, WP, 11952, 2006.

- ラジャン『フォールト・ラインズ』新潮社、2011年
- 白井さゆり『欧州迷走』日本経済新聞社、2009年
- 田中 素香「深刻な金融・経済危機のヨーロッパ」『世界経済評論』2009年3月号
- N. Baba, B. Gadanecz, P. McGuire,
Highlights of international banking and financial market activity.
B I S, Quaterly Review, December, 2009.
- 今久保 圭「国際金融ネットワークから見た世界的な金融危機」『日銀レビュー』2009年7月号
- 木下 悦治「米国資本主義の構造変化と金融危機」『世界経済評論』2010年10月号
- N. Baba, R. N. McCauley, S. Ramaswamy,
US dollar money market funds and non- US banks. B I S, Quarterly
Review, March, 2009.
- P. Bolton, O. Jeanne,
Sovereign Default Risk and Bank Fragilty in Financial
Integrated Economies. NBER, WP, 16899, 2011.
- Z. Arvai, K. Drissen, I. Otker-Pobe,
Regional Finanncial Interlinkage and Financial Contagion
Whithin Europe. I M F, WP. 2009, WP/09/6.
- 細尾 忠生「流動性危機としてのサブプライム金融危機」『国際金融』1190号、2009年7月号
- 日本銀行『金融市場レポート』2009年1月
- M.K. Brunnermeier,
Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2009. J.of
Economic Perspective, V23N1, 2009.
- J. Lerner, P. Tufano,
The Concequences of Financial Innovation: A Counterfactual
Research Agenda. NBER, WP, 16780, 2011.
- F.E. Warnock, V.C. Warnock,
International Capital Flow and US Interest Rate.
NBER, WP, 12560, 2006.
- M. Feldstein, C. Horioka,
Domestic Saving and International Capital Flows.
Economic Journal, June 1980.
- M. Feldstein, Domestic Saving and International Capital Movements in the
Long Run and the Short Run. European Economic Review, 21, 1983.

- K. K. Lewis, Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption.
J. of Economic Literature, V37, June 1999.
- D. Rodrik, A. Subramanian,
Why Did Financial Globalization Disappoint?. IMF Staff
Papers, V56N1, 2009.
- S. Chakraborty, R. Dekle,
Global Imbalances, Productivity Differentials, and Financial
Integration. IMF Staff Papers, V56N3, 2009.
- R. N. Cooper,
Global Imbalances: Globalization, Demography, and
Sustainability. J. of Economic Perspective, V22N3, 2008.
- D. T. Yang, J. Zhang, S. Zhou,
Why are Saving Rates so high in China. NBER,
WP, 16771, 2011.
- R. N. Cooper,
Living with Global Imbalances, Brookings Papers on Economic
Activity, 2:2007.
- M. Feldstein, Resolving the Global Imbalance: The Dollar and the US Saving
Rate, J. of Economic Perspective, V22N3, 2008.