

# ゆらぐ国際金融と米欧経済

田中 素香

中央大学経済学部教授

## 1 国際金融を支配するアメリカ金融資本

アメリカの銀行、投資銀行（メリルリンチなど。日本の証券会社に相当）、ヘッジファンドなど金融資本は国際金融を支配している。

米英を先頭に先進諸国は1980年代から、比較的経済水準の高い開発途上国（体制移行国を含む）はIMF（国際通貨基金）の圧力もあって1990年代に急激に、金融自由化を進めたため、90年代末にはほぼ世界中の国が国際金融の網の目に取り込まれた。金融グローバル化といわれる。

世界の資金は主要な国際金融市場に流入しまた流出する。それは世界資金の回転台の役割を果たしている。2006年の世界資金の流れを示す図を見ていただきたい。最大の回転台はアメリカ（図の「北米」）、次いでイギリス、規模は小さいが日本とラテン・アメリカも回転台となっている。

### たなか そこう

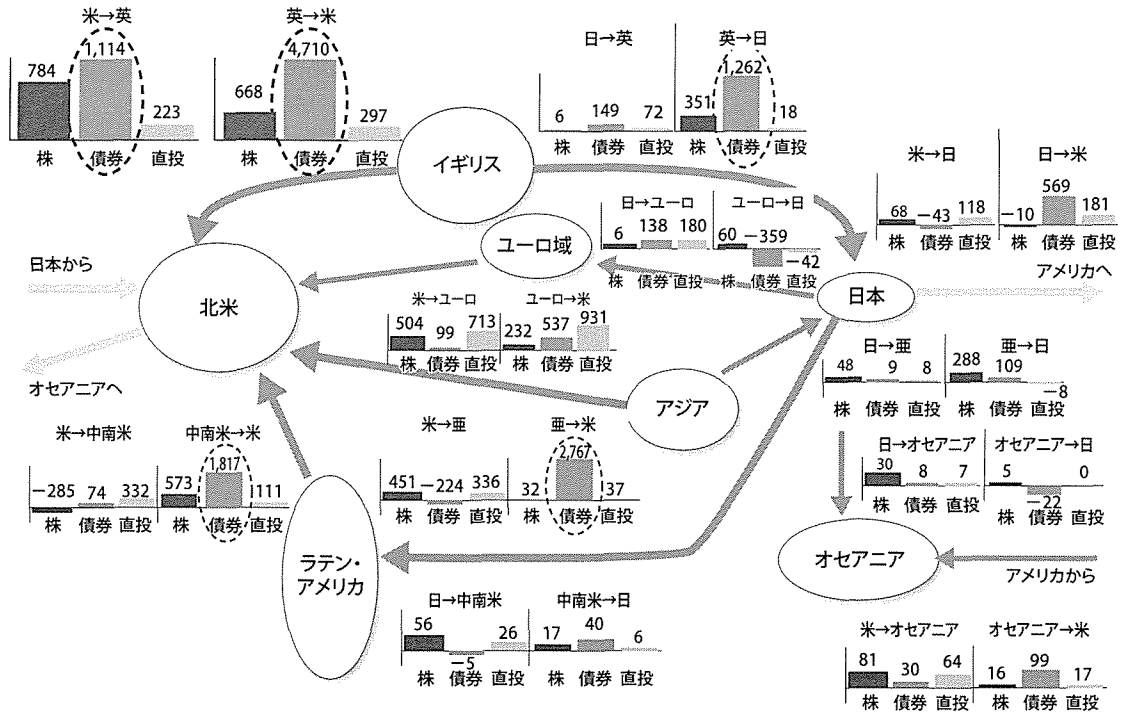
1945年生。九州大学大学院経済学研究科修士課程修了。下関市立大学経済学部助教授、東北大学大学院教授などを経て、2004年より現職。経済学博士。専攻は国際金融論、ヨーロッパ経済論。主要著書に『ユーロ』（岩波新書 2002）、『拡大するユーロ経済圏』（日本経済新聞出版社 2007）、『現代国際金融』（共編著 有斐閣 2008）などがある。

アメリカには世界中から資金が流入し、また全世界に向かって流出している。流入側では、イギリスから4710億ドル、アジア（日本を除く）から2767億ドルが流入し、2大動脈となっている。イギリスには産油国をはじめ世界中から資金が集まり、その高い割合がアメリカに向かう。アジアからアメリカへの流入は、たとえば中国や韓国などが自国通貨の対ドルでの急上昇を抑制するために中国なら元売り／ドル買い介入で得たドル資金が米財務省証券を購入するというような、政府系資金のアメリカへの流入である（外貨準備となる）。中南米にはケイマン諸島のようなオフショア金融センターがあり、アメリカとの間で資金のやりとりがある。オフショア金融センターは進出してくる法人に対して法人税を免除しかつ企業秘密を守る。多くの国の金融機関や企業はオフショア金融センターに本社や事務所をおいて合法的に脱税するのである。日本からラテン・アメリカへの資金流出は、ヘッジファンドなどが円の低金利を利用して円資金を借り入れドルに転換して使用する、いわゆる「円キャリー取引」を含んでいる。ユーロ域（ユーロを国内通貨とする諸国から成る地域）とアメリカとの取引額は、図のようにネットでは小さいが、証券の売買総額はイギリスに劣らないほど巨額となっている。後に述べるサブプライム証券は欧州のファンドによって大規模に購入された。

アメリカに流入する資金は安全を重視する場合には財務省証券に買い向かうので、アメリカは増税をし

図 2006年の世界資金フロー

(単位:億ドル)



(注) 数値はネット金額 直接投資=直接投資  
(出所) みずほ総合研究所作成(原資料は米財務省資料および日本財務省資料)

なくてもイラク戦争の戦費(財政赤字)をまかない、しかも低金利を維持できる。世界中からアメリカに集中した資金はイギリス、オセアニア、日本、アジアなどに向かう。ヘッジファンドなどは開発途上の高い利潤や利子をねらって、現地通貨建てでも投資を行い、莫大な利潤を稼ぐのである。金融グローバル化が進む中でアメリカ金融資本は膨大な利益をものにした。アメリカの全産業の企業産出高に占める金融業のシェアは1982年の8%から2007年の16%へと倍増しただけだが、税引後総利潤に占める金融部門のシェアは5%から41%に跳ね上がった。金融グローバル化とはアメリカの金融資本と政府にとってまことに結構なくみなのである。

## 2. 世界不均衡(グローバル・インバランス)の拡大

第2次大戦以後の20世紀のアメリカの経常収支赤字は1988年の3.3%が最高だった。アメリカ政府は増大していく赤字がドル暴落を誘発するのをおそれて85年「プラザ合意」を日本やドイツと結び、ために円はわずか2年間で256円から120円近くまで下落し、円高不況となった。逆に言えば、ドルは円(やドイツ・マルク)に対して暴落したのである。

2002年アメリカの赤字は3.3%を上回り、その後一直線に拡大して06年に8000億ドル超、GDP比

6.7%に達した。そのほとんどは貿易収支赤字で、輸出は輸入の半分をやや上回る程度である。基軸通貨国がこれほどの大幅赤字を継続したこと自体異常だが、他にも異常な現象を伴っていた。①米国赤字の対極に中国など東アジア途上国と産油国の経常収支黒字があり、貧しい黒字諸国から世界でもっとも豊かな国に資金（貯蓄）が流入、②不均衡拡大にもかかわらずドル相場は暴落せず比較的安定、③アメリカの貯蓄は投資に対して不足したので長期実質金利が上昇するはずなのに長期金利はきわめて低かった。これら（とりわけ①）の異常性を意識して、「世界不均衡」と呼ばれるようになった。

国別では中国の黒字が最大で06年約2000億ドルと米国赤字の約25%を占める。だが東アジアでは日本・NIESが中国やASEANに資本財・基幹部品を輸出して加工し米欧に輸出する「三角貿易」が発展しており、中国の黒字は「代理輸出」の面があるから、米国赤字の最大の相手は東アジア地域と捉えなければならぬ。

世界不均衡の原因は複雑だ。赤字国と黒字国が絡み合っている。アメリカの長期金利は外国資金の流入によって低く維持された。政策金利もITバブル破裂に続く01 / 02年不況から抜け出すために超低金利に維持された。こうして住宅価格の上昇、住宅投資の増大をもたらした。住宅価格が上がると住宅購入者は住宅担保で資金を借り入れることができ、自動車など耐久消費財の購入などを増やす。低金利はまたアメリカ企業の高利潤率とあいまって株価上昇に作用し、それがまた消費を刺激した（資産効果）。05年からアメリカ家計の貯蓄率はゼロ以下となった。可処分所得を使い尽くした上に借金が上乘せされたのである。消費増大は当然輸入の増大につながった。これが需要側の要因である。

供給側でもアメリカ製造業のウェイト低下という重大な変化が起きている。アメリカGDPの付加価値に占める製造業のシェアは1990年16.3%、2000年14.8%、そして05年には12.1%にまで低下した。製造工場をそっくり海外（中国、インド、アイルランドなど）

に移したり、海外での部品調達（アウトソーシング）をアメリカ企業は大規模に進めた。生産のグローバル化である。GMやフォードなど老舗の製造大企業さえ傾いている。アメリカ得意の情報技術部門でさえ部品輸入が膨大となって貿易収支は赤字となるほどだから、貿易収支赤字が膨大化するのとは当たり前である。

他方東アジア諸国は97年アジア通貨危機後投資のGDP比は低下し、貯蓄率はあまり変わらないので、貯蓄が投資を上回り、そのギャップ分だけ経常収支は黒字化する。東アジア危機の印象は今も強烈に残存しているから、政府の政策運営も、黒字を増やして外貨準備を充実することで次の危機を防止する方向へと向かった。

1990年世界の外貨準備は約8000億ドル、うち5000億ドルを先進国（日本を含む）、残りを途上国（アジアが圧倒的）が保有していた。アメリカの膨大な経常収支赤字が続いたため世界の外貨準備は06年末にはほぼ5兆ドルに急騰した。日本を除く先進国は5000億ドルとほとんど増えていないが、日本は9000億ドル超、次いで中国、他のアジア諸国も増え、日本を含むアジアだけで3兆ドルを超えた。なお07年半ばに中国の外貨準備保有は1兆4000億ドルと世界一になった。

ドル準備で保有すると、低金利のアメリカ財務省証券を保有することになるので、外貨準備の豊富な諸国はSWF（Sovereign Wealth Funds: 政府系ファンド）を創って世界規模のハイリスク・ハイリターン投資にも手を染めるようになっていく。経常収支均衡を顧みない基軸通貨国アメリカを前にして、他の国も国際マネーゲームに打って出たというわけである。東アジア諸国も利のある物件、利のある国に投資するというのであり、もはや安全な財務省証券での運用一本槍では行かないということでもある。アメリカがそうした投資対象を提供し続けられるかが問われる段階に進んだと見ることができよう。

### 3. サブプライム問題の爆発

投資に有利な世界的な低金利、世界最大のアメリカ市場の輸入増大によって、03年から07年半ばまで世界は未曾有の高成長を記録した。だがこの成長パターンはアメリカの住宅価格上昇の停止とともに崩壊した。アメリカ政府の住宅保有の奨励もあって信用度の低い個人への住宅ローン（サブプライム・ローン）の提供と住宅購入が急増した。最初の数年間ローン返済は少額で済むが、一定期間後にはローン返済額は急騰する仕組みのローンであった。住宅価格が上昇しているうちは、担保金融によって消費を増やし、ローンもきちんと返済すれば、やがて低金利のプライム・ローンに移行できる。だが住宅の過剰供給から価格上昇が鈍化し、やがて、低下するに至って、サブプライム問題が発火したのである。

証券化が事態をさらに悪化させている。ローン会社は定期的な返済をベースに資産担保証券（ABS）を発行し、ABSを担保に銀行から資金を借りてローン供給を増やした。サブプライム・ローンをベースとする証券に格付けがなされ、高格付証券から投資家に販売される。格付の低い証券は他の金融資産とドッキングしてさらに証券化し、債務担保証券（CDO）を組むと、そのうちかなりの部分が高格付証券となる「金融錬金術」が銀行と格付会社の怪しげな関係も手伝って横行した。

サブプライム・ローンの返済が延滞すると、ABSやCDOの時価評価は暴落し、それらを保有する銀行は相互不信に陥り資金の融通を渋ったため流動性危機を招いた。07年8月9日フランス最大手銀行BNPパリバがサブプライム関連投資を行っていた傘下の3つのファンドの資産凍結を発表したため、ECB（欧州中央銀行）は金融市場の機能麻痺を食い止めるために、1日で約15兆円もの短期資金を銀行間市場に供給した。この流動性危機は危機の第1段階だが、ECB、FRB（米国中央銀行制度）など中央銀行の資金供給によって収束した。07年末から

危機は2つの方向に進んでいる。第1は株価下落である。パリバショックの後アメリカ株は大きく下落し、世界の株式市場も追随した。その後金利引き下げなどで小康を得ているものの、世界株価下落への不安は残る。第2は資産価格下落による銀行の貸渋りと消費者心理冷却による不況の深刻化である。本稿の執筆時点では、FRBの大胆な金利引き下げや財政支出措置によって08年後半からアメリカの経済成長は回復との楽観的予想が多数派だが、不動産絡みの不況は長期化すると見るべきであろう。

このサブプライム危機の中で、低金利の円を借りて円売り／ドル買いで運用する円キャリー取引は下火となり、円は07年6月の124円から105円に急騰した。ユーロも169円から157円程度にまで下がった。しかしユーロは08年に入っても1.45ドルから1.49ドルと高い水準を維持している。東アジア通貨は、06年に対ドルで急騰した韓国ウォンが07年からドルとの安定を維持しているが、他の諸通貨は対ドルで軒並み上昇している。08年前半にアメリカ経済がリセッション（2四半期続いてマイナス成長）に陥る場合、アメリカの株価と短期金利がさらに低下することになれば、アメリカへの資金流入が抑制され、ドル相場の大幅な下落も予想される。

### 4. 欧州経済のゆくえ

アメリカのサブプライム不況が世界不況に発展するかどうかを巡っては、意見が分かれた。中国、インド、ロシアなどを先頭に高度成長を続ける途上国は内需依存の成長であるから、アメリカの不況から分離されて高度成長を続ける、という楽観論は「分離（デカップリング）論」と呼ばれる。EUの欧州委員会が07年11月に発表した景気予測では、EUやユーロ域の順調な成長は「分離」されて存続するという見方がとられていた。08年米国が仮に1.5%の不況に落ち込んでも、ユーロ域経済は07年の2.6%に続いて08年2.2%の比較的順調な成長を維持できる、というのである。

04年には中東欧諸国など10カ国がEUに新加盟し、07年にはブルガリア、ルーマニアが続いた。約1億人の低賃金諸国がEU経済に編入されて、低賃金生産基地となってEU企業の競争力は上昇した。EU財政からの地域政策資金や農業資金が大規模に流入し、EUがサポートする交通インフラ建設なども動き出した。こうして90年代後半から活発化していた投資だけでなく東欧諸国の消費にも勢いが出てきて、EUコア諸国の経済も刺激を受けたのである。いうまでもなく産業部門によってEU拡大の影響は様々だが、全体としては、非常に大きな経済改革をEUにもたらし、EU経済の活性化に貢献した。20世紀EUの欠陥、つまり地域内途上国との生産上の結びつきの欠如が是正され、21世紀欧州のリージョナリズムの展開に経済的根拠が与えられた。また中国、インド、ロシアなど新興市場諸国への輸出は順調に伸びていた。欧州委員会の「分離論」はそれらに裏打ちされていた。

だがそれは楽観的に過ぎたようだ。金融グローバル化で欧州はアメリカにつながっている。アメリカの株価下落はただちに欧州の下落を呼ぶ。また米欧間の証券取引は上述したように活発であったから、欧州は世界中の投資家（ヘッジファンドや銀行を含む）に売り捌かれたサブプライム証券の大手の買い手となった。スイス、ドイツ、イギリス、フランスなどの欧州大手銀行はかなり巨額のサブプライム損失を被っている。れっきとした銀行はBIS（国際決済銀行）の定めた貸出規制を受けるのだが、規制を受けず連結決

算もしないファンドを傘下に組織し（「影の銀行制度」）規制をすり抜けていた。それが裏目に出た。ドイツとイギリスではサブプライム証券の過剰保有によって中規模の銀行が破綻し、ドイツでは他の銀行や地方政府の資金援助を受け、イギリスでは銀行国有化に至った。欧州金融機関は資産価格の下落を受けて貸渋りを強め、短期金利が上昇している。住宅建設や消費は落ち込んでいるが、足下では設備投資や輸出はなお比較的力強く、深刻な不況の様相は見えないものの、08年の成長率は1%台半ばまで落ちるとの予想が多い。

アメリカ型の金融資本主義は限界にぶつかったとはいえ、アメリカが短期間で別の経済成長パターンへ移行するとは考えにくい。欠陥に修正をほどこして金融資本主義で成長をはかることになろう。しかし03年以降のように住宅で景気を引っ張るパターンは無理なので、新しく成長を牽引するセクターが必要であるが、どこがそれを担うのであろうか。アメリカ経済が停滞・混乱から抜け出すには時間がかかる。欧州は、洞爺湖サミットなど温暖化ガス排出抑制など環境政策において世界の主導権をとろうとしている。中国やロシアは資金面では重要なプレイヤーになっているものの、世界経済がバナンスのノウハウも経験もないから、リーダーシップは当面米欧を離れることはない。アメリカ経済のもたつきが長引けば、欧州のプレゼンスが増大し、アメリカ一極から米欧二極への流れが強まることになろう。■