

# 2008年国際金融危機と その後の東アジアに 関わる変化について

北陸大学東アジア総合研究所所長  
叶 秋男

## 1. 始めに

世界は今なお、米国での住宅バブル崩壊がもとで2008年に起こった国際金融危機後の経済低迷に苦しんでいる。日本経済も例外ではなく、依然としてデフレに悩まされ、出口の見えない状況にある。

経済のバブル現象は旺盛な需要の持続的発生によって供給が実需から大きく乖離する現象で、価値増殖を至上命令とする資本主義の蓋然的な属性であり、事実、近代経済史は「バブル現象断続史」ともいえる。だからといって、起こるがままにすべきではなく、どこに発生因があり、どのような問題を引き起こしたかを解明し、将来のために対応策を考えることが必要である。特に、今般の問題は、台頭する東アジア地域経済と密接に関係しており、将来の開発戦略にも影響を及ぼすものといえる。

そこで、以下では、今般の金融危機がどのように起きたのかを振り返り、その原因と特徴を考察した後、東アジアと関連する重要な変化について考察してみたい。

## 2. 2008年国際金融危機発生の経緯

2000年のITバブル崩壊後、花形先端産業への投資が急減し、景気後退が懸念されたため、米国は思い切った低金利政策と財政赤字の拡大によって景気刺激を図る。果たして米国の代表的な短期金利であるフェデラル・ファンド・レート(通称FFレート)は、01年後半には1%台まで引き下げられ、市場ではなおしばらくこうした「超」低金利水準が維持されそうだとの判断を生んだ(図表1参照)。こうして信用度の低い個人向け住宅融資(サブプライムローン: Subprime loan)が伸びる必要条件が揃う。

住宅ローン会社も格付け会社も住宅需要創出に熱心になり、サブプライムローン対象者の融資が容易に行われるようになった。住宅ローン会社は、ローンの返済方法として、当初数年間の金利を抑える、あるいは金利のみの支払いを認めるなどの返済負担軽減策を採用し、債務者が自分の返済能力を無視した借入を行うことを許す。格付け会社は中古住宅価格の上昇を前提に高い保証を与え始める。金融機関は、低所得者層に金利の低い今こそ住宅を取得する好機と宣伝し、大量の顧客を獲得する。そのため住宅建設は増加し、住宅資産価値の上昇とともに住宅需要は続伸し、住宅投資が景気を牽引する展開となった。必然的に投資目的の買い手も加わり、住宅価格は実需を離れてなおも上昇を続け、ニューヨークではピーク時には1980年の6倍にまで達した<sup>\*1</sup>。

※1: 日本経済新聞、2007年8月19日付け。

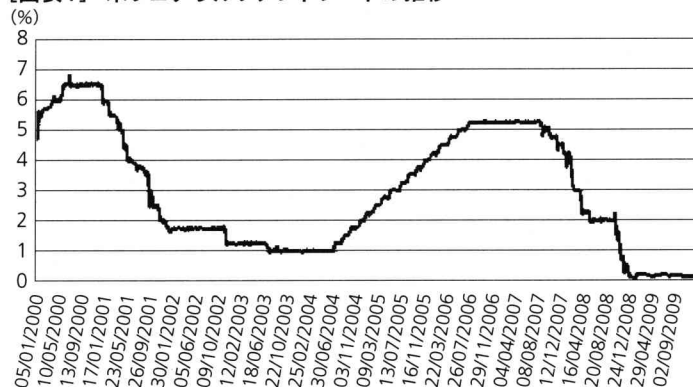
このように米国の住宅投資をバブル化させる資金は「債務担保証券」(Collateralized Debt Obligation: 以下 CDO) によって世界中から調達された。CDOとは、債権類や貸出債権などから構成される資産を担保として発行される資産担保証券 (Asset Backed Security: ABS) の一種で、負債が「証券化」(securitize) された商品である。今回問題になったサブプライムローン住宅ローン担保証券 (Mortgage-Backed Security: 以下 MBS) である。こうした債務は証券化されているがゆえに、高利回りながら不良債権化するリスクが全体として低く見積もられる。このため投資家にとって魅力的な商品となり、果たして世界中の投資家がこぞってこれに手を出す事態となった。実際の資金運用の担い手は、欧米の金融機関が運営する「特定目的会社」(Structured Investment Vehicle: 以下 SIV) と呼ばれる会社で、資産担保コマーシャルペーパー (Asset-Backed Commercial Paper: ABCP) などの短期証券を発行して資金を調達し、CDOなど比較的長期の証券に投資した。

増大する住宅投資を背景に、利鞘稼ぎの金融ゲームも過激化した。後に破産したベアー・スターンズ傘下のヘッジファンドは20倍ものレバレッジをかけて資金運用をしていた<sup>\*2</sup>。しかしながら、2004年後半、住宅バブル起因のインフレ懸念から、米国の金利は上昇に転じた (図表1 参照)。その結果、住宅投資需要は反転を余儀なくされ、すでにバブル水準にあった住宅の資産価格の下落が始まる。ちなみに、新規住宅販売戸数は2005年をピークとして急激な減少に転じた (図表2 参照)。この意味で、米国の住宅バブルは2005年まで続いたといえる。

資産価格の上昇を期待してサブプライムローンを組んでいた人々の間で返済破綻者が急増しだすと、2007年夏、世界の金融市場でCDO価格が急落し、これに投資していたヘッジファンドや金融機関が巨額の損失を被るところとなった。同時に、以下のようにその範囲が世界に及ぶことも明らかになった<sup>\*3</sup>。

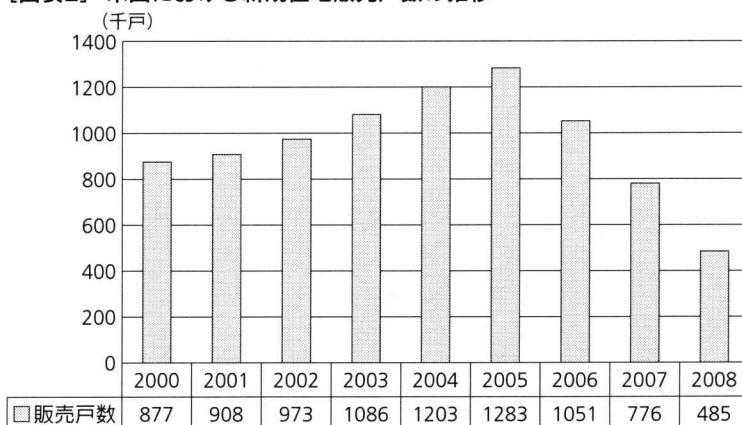
- ・米大手証券ベアー・スターンズ傘下の2つのヘッジファンドが破産法申請、投資家の資金約15億ド

【図表1】米フェデラルファンドレートの推移



出所：FRB, Federal Reserve Statistical Release H.15 - Historical Data (<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>)より作成。

【図表2】米国における新規住宅販売戸数の推移



出所：New Residential Sales ([http://www.census.gov/const/www/newresalesindex\\_excel.html](http://www.census.gov/const/www/newresalesindex_excel.html))より作成。

※2：日本経済新聞「大機小機」、2007年8月28日付け。

※3：日本経済新聞、2007年8月7日付け。

## ル損失

- ・米中堅のブラドック・ファイナンシャルが1億ドルの損失抱え、ファンドを清算
- ・米ソーウッド・キャピタル・マネジメントが15億ドルの損失、他ファンドに身売り
- ・欧州 UBSグループ傘下のディロン・リード・キャピタル・マネジメントが1.2億ドル強の損失、ファンドを清算
- ・英中堅のケンブリッジ・プレースの傘下ファンドが1-3月で880万ユーロの損失、清算へ
- ・豪のベース・キャピタル・ファンズ・マネジメント、傘下の2ファンドの運用悪化で資金引き出し停止
- ・豪のアブソリュート・キャピタル、資金引き出し停止
- ・豪のフォートレス・インベストメント、資産の25%損失
- ・独中堅銀行のIKBドイツ産業銀行、業績悪化の懸念でCEOが辞任
- ・仏のアクサ、傘下のファンドの損失で投資家の持ち分を買い取り
- ・日本の野村ホールディングス、1-6月で700億円超の損失を計上

さらにベアー・スターンズ傘下のファンド危機を契機に、米格付け会社ムーディーズ・インベスターズ・サービスが、06年発行のMBS131本を格下げしたため、その影響は直ちに米国のみならず、世界中の株式市場に及ぶところとなった。欧州市場では、サブプライム関連の金融商品に買い手がつかず現金化できない状態に陥ったため、大手仏銀BNPパリバがサブプライムローン債権を担保とした資産担保証券を組み入れたファンドの解約凍結を発表し、株式市場に大きな衝撃を与えた。利に敏感なファンドはリスクを恐れ、資金の引き揚げに動きだし、当該金融市場には流動性不足の懸念が出てきた。このため、日米欧の中央銀行は大量の資金供給に踏み切ることになる(8月9日)。

米住宅ローン全体の1/8ほどのサブプライムがかくも深刻な事態をもたらした原因は、貸付債権を証券化した商品には、サブプライムのほか、多少信用度の高い層向けの「オルトA」なども相当程度含まれているため、CDOが不良債権化した場合、信用収縮はサブプライム市場には止まらなくなる点にあった。サブプライムに始まった金融市場の動揺はやがて金融市場全体を覆うことになる。しかしながら、08年8月時点で米連邦準備理事会(the Federal Reserve Board:以下FRB)は依然としてインフレ懸念を重視し、金利水準の維持を図ろうとした<sup>※4</sup>。

金融市場での信用収縮の動きは住宅投資をさらに失速させた。CDOを担保とした1年以内の短期融資に頼っていたローン会社は、銀行や投資家が住宅ローン資産を担保として認めなくなり、資金繰りに窮し破綻し始めた。果たして、07年8月21日、非上場の住宅ローン最大手のファースト・マグナス・ファイナンシャルが破産を申請し、FRBは翌日、傘下のニューヨーク連銀を通じ、米短期金融市場に20億ドル(約2300億円)の資金供給を決定することになる。

ところで、米国の有力金融機関と運用会社SIVは資産担保コマーシャルペーパーの借り換えに支障が出る場合に備え、あらかじめ約束した枠内で資金を融通する契約を結んでいた<sup>※5</sup>。このため事業資金に窮したSIVが銀行に対して契約限度額の資金提供を求め始めると、投資銀行の中には、資金を用意できず行き詰るもの、あるいは契約履行のために高利での資金調達に動くものが出た。こうして銀行の収益悪化がいつそう強まる事態となり、結局、連邦準備銀行がABCPを担保として資金供給に乗り出すこと

※4：実際、FRBは一旦8月15日に4.79%に利下げしたものの、その後9月末までFFレートを4.91~5.12%で推移させた(FRB: Federal Reserve Statistical Release H.15 - Historical Data; <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>)。

※5：J.P.モルガン調べによる、各銀行のABCPの流動性契約残高(億ドル)は、以下の通り。ABNアムロ(1030)、シティバンク(900)、バンク・オブ・アメリカ(840)、JPモルガン・チェース(730)、モルガン・スタンレー(640)、ワコビア(510)、パークレイズ(490)、ドイツ銀行(420)、バンク・オブ・スコットランド(420)、ラボ・バンク(410)[日本経済新聞、2007年10月7日付け]。

になる。9月20日、FRBのバーナンキ議長は、議会証言で「(金融機関の損失が)最も悲観的な予想をはるかに上回った」と述べ、最大2000億ドルまで膨らむとの見方を示した<sup>※6</sup>。

運用会社 SIV の破綻や債務不履行が進むと、米会計基準に従い、多額の資金を供給した金融機関はそれらを連結対象に含めねばならなくなる。実際、11月末に英 HSBC が、12月中旬には米銀最大手シティグループも傘下の SIV の保有資産を連結対象に含めることになり、大手金融機関の損失が膨むのは避けられない展開となった。08年1月、メディアは、前年末までに「サブプライム損失」総額は1250億ドル(約13兆円)程度に達した模様だと報じた<sup>※7</sup>。しかしながら、本当の危機は翌年に持ち越されていた。

08年、ベアー・スターンズ、リーマン・ブラザーズ、メリルリンチといった大手証券会社の深刻な経営危機が露呈した。08年3月、FRBは経営難に陥っているベアー・スターンズに対して最大300億ドルの資金支援を決定したが、同時に同社は米大手銀 J.P.モルガン・チェースによって買収されることとなった。このため、同様の状態にある金融機関に救済期待が広がったが、経営悪化が続きながら破綻の備えを欠いていたリーマン・ブラザーズはいずこからも見捨てられることになった。なお、メリルリンチはバンク・オブ・アメリカに救済合併されることになった。

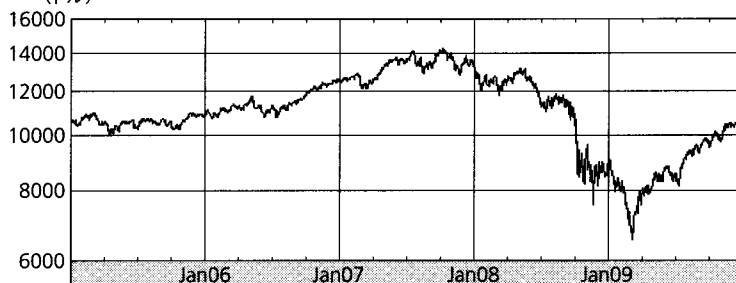
08年9月15日、6000億ドル以上の資産を有するリーマン・ブラザーズは連邦破産法11条の適用を裁判所に申請すると発表した。このニュースに金融市場はこれまでにない衝撃、いわゆる「リーマン・ショック」(Lehman shock)を受

ける。米国の株式市場はもちろん、ほとんどの経済大国市場で株価が大幅に下落した。これを見たアラン・グリーンSPAN前 FRB議長は「『世紀に一度の』金融危機」<sup>※8</sup>と表現したという。確かに株価はさらに急降下する。

9月29日、米国下院が緊急経済安定化法案を一旦否決すると、ダウ株価は777ドルもの記録的な大暴落を起こし、それに連鎖して世界各地の市場でも「暗黒の一週間」とも呼ばれる記録的な株価暴落が発生した(図表3-1～5を参照)。

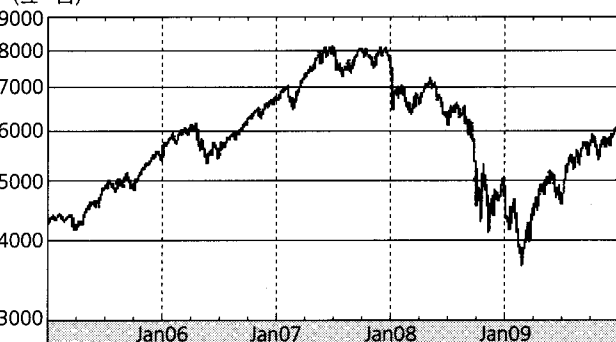
為替市場ではドルとユーロが急落し、円の急騰ぶりが目立った(図表4-1～2)。信用不安が強まった各地の短期市場では資金の出し手が減

【図表3-1】ダウ工業株の推移  
(ドル)



出所: <http://finance.yahoo.com/> (Copyright © 2010 Yahoo! Inc.)

【図表3-2】ドイツのDAX株価の推移  
(ユーロ)



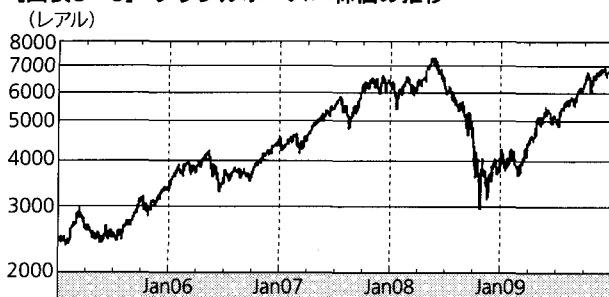
出所: <http://finance.yahoo.com/> (Copyright © 2010 Yahoo! Inc.)

※6: 日本経済新聞、2007年9月25日付け。

※7: 前掲紙、2008年1月23日付け。同紙によれば、「最も損失が大きいシティグループは約300億ドルを計上。メリルリンチも256億ドルに達した。スイス金融大手 UBS、米証券モルガン・スタンレー、バンク・オブ・アメリカを合わせた5社がそれぞれ1兆円を超える損失を出した。」

※8: CNN Money.com, <http://money.cnn.com/2008/09/14/news/economy/greenspan/>.

【図表3-3】 ブラジルボベスパ株価の推移



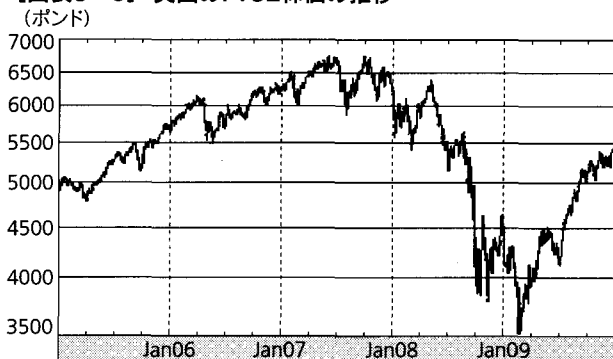
出所：http://finance.yahoo.com/ (Copyright © 2010 Yahoo! Inc.)

【図表3-4】 ロシアのRTS株価の推移



出所：http://finance.yahoo.com/ (Copyright © 2010 Yahoo! Inc.)

【図表3-5】 英国のFTSE株価の推移



出所：http://finance.yahoo.com/ (Copyright © 2010 Yahoo! Inc.)

り、中央銀行が短期資金の緊急供給をせざるをえなくなる。

リーマン・ショック以後の国際経済は、信用収縮に伴う消費需要の落ち込みによって巨額のデフレ・ギャップが発生し、実物経済回復の目処が立ち難い状況が続いており、余剰資本の多くが金を中心とする実物資産に避難場所を求め、他の金融市場への本格的なカンバックには慎重な姿勢を示している(図表5参照)。

以上、2008年国際金融危機が起こった経緯についてみてきたが、章を改めてその原因について考察してみよう。

### 3. 2008年国際金融危機の発生因

#### 3.1. 2008年国際金融危機発生の背景をなすグローバル・トレンド

まずデータをもって語らせることにしよう。図表6によって、G7を構成する主要先進国では、デフレ・ギャップとインフレ・ギャップを交互に繰り返す経済循環が発生している様子が見て取れる。インフレ・ギャップのピークは、1990年の日本の資産バブル崩壊、2000年の米国のITバブル崩壊、そして07年の米国の住宅バブル崩壊とほぼ重なりあう。一方、デフレ・ギャップは途上国への大規模な資本流入と重なり合う。ただし、近年デフレ・ギャップの谷間は低くなってきている。そうした変化は、80年代に有効需要不足に見舞われた先進国が、新興

工業経済地域 (Newly Industrializing Economies : 以下 NIEs) を中心に開発途上地域に直接投資形態での資本輸出を本格化したことで補完的市場関係が拡大・深化した効果によるものといえよう。しかしながら、そのことは同時に、規模が大きくなった分だけ、その大きさを読み誤り易い状態を作り出した。先進国経済は、インフレ・ギャップが急激に高まり、バブル経済化しやすくなっているといえる。

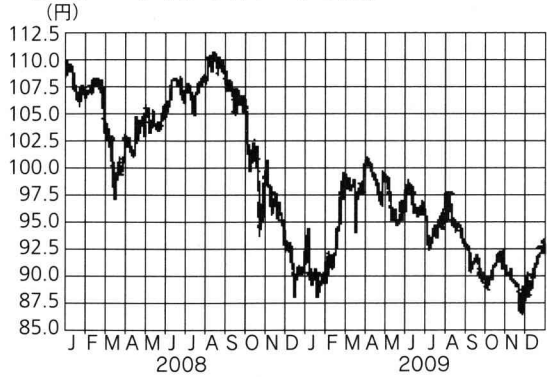
次に世界のGDPに占める割合を示す図表7-1と7-2について見てみよう。図表7-1のデータが示す40年間に、米国がほぼ世界経済全体の1/4強の付加価値を供給し続けているのに対して、EU27カ国、言い換えれば欧州地域はその力を弱めてきた。欧州が失った割合の大半を獲得しているのが東アジア地域である。もちろん、この40年間に世界のGDPはほぼ倍増したので<sup>89)</sup>、欧州地域のGDPが絶対的に減

【図表4-1】 円／ユーロレートの推移



出所：http://fx.sauder.ubc.ca/plot.html  
 © 2010 by Prof.Werner Antweiler, University of British Columbia, Vancouver BC, Canada

【図表4-2】 円／ドルレートの推移



出所：http://fx.sauder.ubc.ca/plot.html  
 © 2010 by Prof.Werner Antweiler, University of British Columbia, Vancouver BC, Canada

【図表5】 金価格の推移



出所：http://goldprice.org/gold-price-history.html

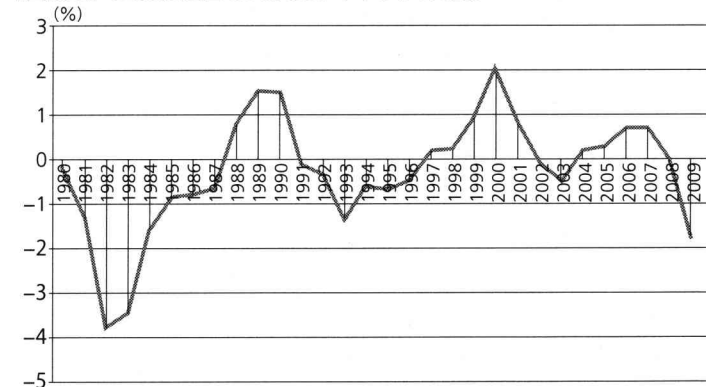
少したわけではないが、確実に需要創出力は弱まっており、世界経済を牽引する座から退いている。

続いて図表7-2で成長著しいアジア地域の内訳を見てみると、90年代に日本と中国の役割交代が見て取れる。この点では、日本経済は欧州地域同様に活力を失いつつある。日本の場合、貯蓄率の高さから長年公共投資に依存して国民所得の増大を確保してきた。このため、80年代後半の資産バブル崩壊後、国民の消費意欲低迷とともに、経済の財政赤字の積み上がりも「重し」となり、成長を牽引する需要創出力が失

われてきている。

以上のデータが示すように、世界には豊かさゆえに活力を失っている先進経済と、逆に活力に溢れる開発途上経済があり、市場経済化が進んだグローバル経済では各国・地域間の不均等発展が進み易くなっている。果たして、近年の国際貿易では、一方で中国や日本をはじめとする輸出主導工業国、あるいは原油などの資源輸出国に巨額の黒字が、他方で借金を積み上げながらも消費を持続させる経済大国＝米国に膨大な赤字を発生させるグローバルな不均衡が恒常化して

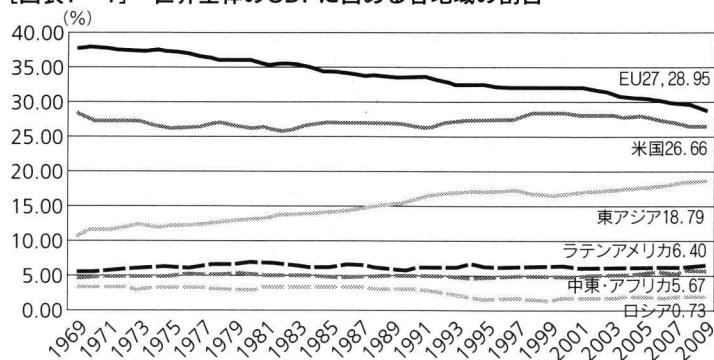
【図表6】 主要先進国G7のGDPギャップの推移



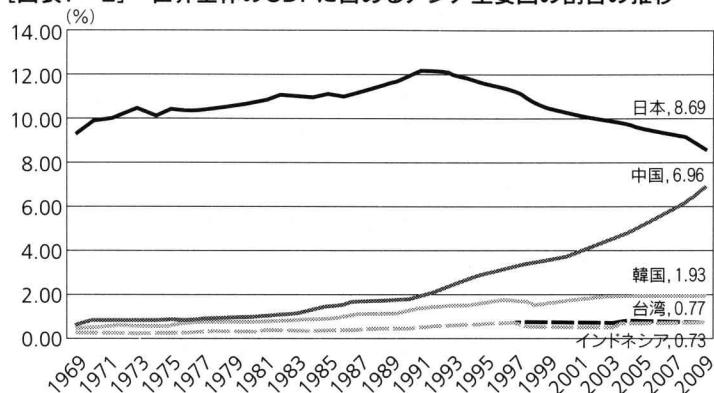
出所：IMF. World Economic Outlook Database. October 2009.

※ 9：2008年の世界のGDP総額は、世界銀行のデータによれば、60兆5870億ドルである (http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/)。

【図表7-1】 世界全体のGDPに占める各地域の割合



【図表7-2】 世界全体のGDPに占めるアジア主要国の割合の推移



出所：'GDP Table in the ERS International Macroeconomic Data Set' より作成。

られてきた。

70年代初頭、ブレトンウッズ合意の要の一つ、IMFの金為替本位に基づく固定為替レート制が、巨額の余剰資本ユーロ・ダラーの圧力に抗しきれず崩壊すると、余剰資本はグローバルな投資ゲームに回り始めた。こうしたグローバル化したマネーにはその後、世界経済の成長とともに、70年代にオイル・マネー、80~90年代に高成長で潤った日・独マネーや規制緩和による膨大な年金ファンドなどが加わり膨張を続けている。

リチャード・セネットの表現を借りれば、「金融業界はこうした富の山に対応するための自己改革」<sup>※10</sup>を行い、巨額の余剰資本をグローバルに集中し投資し収益を上げる仕組みと手法を開発してきた。それにいち早く着手したのは長期の経済低迷に喘ぐ英国であった。いわゆる「金融ビッグ・バン」(Financial Big Ban)の始まりである。

金融ビッグ・バンは「資本対経営」の立場の逆転でもあった。「老獪で洗練された株主権力の出現のおかげで、命令系統の頂点にいる企業の将軍たちは、かつてのように将軍ではなくなる。長年にわたるつながりや関係を通して組織のなかに培われてきた文化と文字通りまったく異質の、または、それにはまったく無関心な新しい傍系の権力が頂点に割り込んできた」<sup>※11</sup>。そのため経営者は「短期に」収益を上げることで地位も報酬も名声も得ることになった。果たして「製造企業のなかの孤児」<sup>※12</sup>でしかなか

きた。

しかしながら、実のところ、こうしたグローバルな不均衡問題は今に始まったことではない。資本蓄積の不均衡等発展による国際分業構造の変化は、いってみれば資本主義世界システムの歴史であり、第二次世界大戦からの復興期後は日独、80年代からの韓国、台湾、香港、シンガポールの四龍を中心とするNIEs、そして90年代からの中国を中心とするBRICsといった具合に、活気に満ちた工業新興国が台頭してきた。これに対して、資本蓄積はありながら、モノづくりへの投資需要が落ちた「脱工業化」段階に入った一国・地域では余剰資本活用の要求に則って新たなグローバル・システムが形作

※10：Richard Sennett, *The Culture of the New Capitalism* (New Haven & London, Yale University, Press, 2006)：森田典正訳『不安な経済 / 漂流する個人』(大月書店、2008年)、p.4。

※11：前掲邦訳書、pp.43-4。

※12：ジャック・ウェルチ『わが経営(上)』(日本経済新聞社、2001年)、p.117。

たGEクレジットを最も有望なものと認識し、それをグループ最大の収益部門に変えていったジャック・ウェルチはそうした経営者の典型であろう。

こうした変動を推進した経済イデオロギーは市場機能を絶対視する自由主義思考であった。そのイデオロギーにとって、財、資本、労働力の完全な移動の自由こそ最適をもたらす必要条件であり、政府の最も重要な役割はその自由を保障すること以外の何ものでもない。ただし、労働力についていうならば、国境を越える自由な移動というよりも、企業との自由な雇用契約に重点を置く。果たして、外国人労働者の雇用規制が続く中で、「フリーター」「派遣労働」といった雇用形態が急速に拡大する事態がその事実を物語っている。

グローバル化は余剰資本に海外での投資機会をもたらすため、資本の身軽さを一段と高める。その結果、経済活力の落ちた経済では、労働分配率が低下し、国民所得中の経済格差も広がり、勤労者層の消費マインドを低価格志向に追いやる。それゆえ国内の投資機会は一層縮小し、内部留保を持つ企業や高所得者は国外に投資機会を求める悪循環に陥らざるをえなくなるのである。

### 3.2. 2008年国際金融危機を発生させた要因の特徴

今回の国際金融危機も、前述したグローバルなトレンドの動きの中で発生している。それでも、今般の現象にはそれ以前のものとは異なる諸特徴を見出すことができる。以下、それについて取り上げてみよう。

まず、投機資金供給の点からみると、次のような特徴を指摘できる。

1. 「証券化」という資金集めの手法が浸透し、レバレッジ度が上がった。破産したリーマン・ブラザーズのファルド元会長が公聴会で「確かにレバレッジは高かった」と発言しているように、同社は07年末には、資本の30倍の資産を持っていたという。その時、世界の投資残高も2兆ドルに上っていた<sup>※13</sup>。
2. あらゆるモノのグローバル化が進む中で、投機資金の新たな供給窓口が出現した。その典型例が、金融による開放経済化を進めたアイスランドである。元来漁業以外に目ぼしい産業のない、欧州中の低所得国のアイスランドは、金融を開発戦略の重要部門と位置づけ、スイスやルクセンブルクのように世界から余剰資金を集め、それを再投資し収益を上げようと目論んだ。果たして高金利の魅力によってアイスランドでは、04年末から07年末までの3年間で大手銀行の総資産は3、4倍に膨れ上がり、大手3行だけでアイスランドのGDPの9倍に達したという。こうした資金の多くが米国のCDOなどに再投資されていたのである<sup>※14</sup>。
3. 前述の金融機関の重要な資金源の一つとなったのは、超低金利下にある日本国内の膨大な余剰資本であった。投機筋は低利の円資金を借り入れて世界中の高リスク金融資産に投資し差額収益を得る、いわゆる「円キャリー取引」(Yen-carry trade)を行った。その額がどの程度であったのかは定かでないが、その規模ゆえに早晩国際金融にとっての懸念材料となっていた。例えば、IMF専務理事のロドリゴ・デ・ラトは、07年2月にハーバード・ビジネス・スクールでの演説の中で、円キャリー取引が「グローバル・システムにとってリスクとなる」懸念を表明している<sup>※15</sup>。
4. 米国に大量の資金供給した今一つの源泉が中国と日本の膨大な貿易黒字からなる外貨準備であり、その多くのものが米国債や米政府保証のCDOなどへの投資となって米国に還流していた。

※13：日本経済新聞、2008年10月8日付け。

※14：前掲紙、2008年10月15日付け。

※15：IMF Survey, vol.36, no. 5, P.80(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/2007/031907.pdf>) .



次に、投機対象について特徴をまとめてみよう。

米国の超低金利によって信用度の低い層の住宅需要が重要な投機対象となった。換言すれば、低所得層が大掛かりな増殖ゲームに引き込まれたのである。もちろん、そのゲームのプレーヤーは巨大な金融資本であって、低所得層はゲームのコマとして動いたにすぎず、しかも多くの人が住宅資産を失うとともに相当の負債を背負いこむことになった。

最後に、金融危機の深さについて特徴をまとめてみよう。

金融危機が表面化したことで浮足立った欧米投機筋が一斉に資金の引き揚げを図ったため、株価下落率の大きさに示されるように、新興国市場ほど大きな割合の金融資産消失が発生した(図表8参照)。アジア開発銀行(Asian Development Bank:ADB)によれば、世界で08年に消失した株式や債券、抵当不動産、通貨(ドル換算)などの総額は50兆ドル(約4900兆円)に上る。そのうちアジア地域(日本など域内先進国を除く)の消失額は9.6兆ドル(約940兆円)で、域内国内総生産(GDP)の一年分を上回る<sup>※16</sup>。

ところで、既述したように余剰資本が投機資金源になるのであり、08年国際金融危機以後、最も注目を浴びるようになったのは、上述4を経路とするマネーの存在である。この問題はバブル発生源をめぐる論争に始まり、問題提起した米国とやり玉に挙げられた中国との間で険しい対立の構図を作り出した。ここでそれについて触れておこう。

まずは米ニューヨーク・タイムズ紙が、「中国貯蓄、米国バブル膨張を促進(Chinese Savings Helped Inflate American Bubble)」(2008年12月25日付け)の記事<sup>※17</sup>で「中国の高貯蓄=米国住宅バブル」説への口火を切った。この記事は、バーナンキ氏がFRB議長就任以前に「中国の高貯蓄が米国の消費を支える」信用循環の問題点を指摘していたが、彼が議長就任してからも当時のブッシュ政権からは深刻な問題として受け止められなかったことを紹介するところから始まる。米国は、インフレにふたをする安価な製品や、11兆ドルに上る米国債及び政府保証の住宅担保ローン証券への投資によって支出膨張を続ける一方、それが早晚破局に至ることを気遣う議会・政府関係者たちによる中国に対する為替切り上げへの政治的圧力を生みだすが、中国側が自国経済の高成長に触らない修正しか行わず、危機を迎えざるを得なかったという内容が続き、最後はブッシュ政権下で財務長官を務め、中国と当該問題の交渉を担当したヘンリー・ポールソン氏の発言「私のはっきり学びとった教訓は、・・・危機なしには劇的な変化や改革、あるいは行動はありえないというものだ」で結んでいる。ちなみに、ポールソン氏の発言は翌年の1月2日付け英フィナンシャル・タイムズ紙では「ポールソン氏、過剰(貯蓄)が危機の原因と語る(Paulson says excess led to crisis)」と題され、センセーションを呼ぶ<sup>※18</sup>。

【図表8】 世界株価指数年間騰落率(%)

日経平均	(▼60.8)
NYダウ	(▼46.7)
英国	(▼43.8)
ドイツ	(▼49.1)
フランス	(▼53.3)
ブラジル	(▼60.0)
ロシア	(▼77.9)
ムンバイ	(▼59.5)
上海・総合	(▼72.0)
韓国	(▼54.5)
台湾	(▼58.0)
シンガポール	(▼58.7)

出所：ストック・ステーションHP  
(<http://www.stockstation.jp/uwasa/2804>)より。

※16：前掲紙、2009年3月10日付け。

※17：The New York Times, December 25, 2008.

※18：The Financial Times, January 2, 2009. その後、ポールソン氏は新華社に声明を送り、「FT報告は曲解」であり、「複数の行き過ぎの原因をどこか一国のせいにはできない」と述べた([http://www.chinadaily.com.cn/china/2009-02/05/content\\_7446622.htm](http://www.chinadaily.com.cn/china/2009-02/05/content_7446622.htm))。

これに対して中国側は「全くでたらめなロジック」だと強く反発した。何故なら、①中国や欧州諸国、日本の金融機関が(ウォール街の金融機関が作り出した劣質なトリック商品である)サブプライムを含んだ債券を買っていたとしても、被害者は騙された買い手の方で、米国のペテン師の罪を外国が負わなければならない道理はない、②資金の使い方を間違え、21世紀の米国が本当に必要としている場所に資金を投じなかったのは、米国自身の責任だからだ。そして危機の真因は、①米国人の前借りに頼る無制約な消費欲、②米国政府が金融管理システムの欠陥を見逃していたこと、③米連邦準備銀行が長期間低金利と貨幣拡張を続け、米ドルをあふれさせ、資産バブルを膨らませたこと、にあると指摘した<sup>\*19</sup>。

論争はメディアによって誇張されたきらいがある。ニューヨーク・タイムズ紙の記事の中で、バーナンキ議長は、中国資金の誤った使い方をした金融機関や住宅ローン会社の規制ができなかったこと、バランスの取れた国際的資本移動実現のために十分な国際協力ができていなかったことを反省点としている。それでも一方で、「かつての共産国家のような社会的セーフティーネットが奪われ、人々は病院での支払い、住宅あるいは退職に備えて金を蓄えている。これがバーナンキ氏のいう過剰貯蓄(saving glut)となっている」<sup>\*20</sup>とあり、読者に社会保障システムの不備が中国民衆を高貯蓄に走らせているとの誤解を生む。確かに中国の貯蓄率は高く、しかも近年上昇を続けている。ちなみに1992年には36.3%であったが、08年にはついに51.3%となっている<sup>\*21</sup>。しかしながら、高蓄積の理由を社会保障システムの不備だけで説明するのは正しくない。一般世帯の貯蓄についていうなら、元来のアジア的儉約精神に、近年当然貯蓄性向の高い富裕層の増加による要素が加わっている。それでも、GDPに占める一般世帯の貯蓄の割合は20%前後を保っているものであり、急上昇の真因は企業と政府の貯蓄によるものである。したがって、「高貯蓄」問題は、「貿易を成長のエンジン」とする開発途上国の成長戦略の根本にかかわっているのだ。

開発途上を自認する中国政府は、国内物価を安定させながら加速的に資本蓄積を進めたいと考えており、巨額の貿易黒字を「不胎化」(獲得外貨を国内の貨幣供給に組み入れないこと)調整する方針を採っている。このため、政府・企業貯蓄の相当部分が金利の高い投資先に流れるが、それがまた中国製品の販路を広げる都合の良い循環を作り出してきた。この資本蓄積構造の問題点は、投資需要が落ちた先進経済では消費偏重となり、債務積み上げを必要条件とすることにある。このため、還流する資金による虚需創出がバブル現象を発生させる蓋然性がある。今回の国際金融危機はまさしくこれが杞憂でないことを明らかにしたといえる。

国際社会は今、行き過ぎたグローバルな不均衡が起り難いシステムの構築と、再度国際金融危機が起きた場合の対応策について議論を続けている。かつて現代金融市場の特徴を「狂気性」と呼んだスーザン・ストレンジは、著書『マッド・マネー』を「マネーが本当に、今よりずっと、もっとマッドでパッドになって初めて、経験によって私たちの選好は変化し、政治が変わるだろう」<sup>\*22</sup>と締めくくったが、果たして我々はそんな段階を迎えたのであろうか。議論は継続中であるが、いくつかの興味深い提案がなされている。そこで章を改めて、東アジア地域に関わる2つの提案について検討してみたい。

※19：人民網日本語版、2009年1月8日。

※20：The New York Times, December 25, 2008.

※21：前掲紙、2009年7月7日付け。

※22：スーザン・ストレンジ、櫻井公人他訳『マッド・マネー』岩波書店、1999年、p.344。

## 4. 2008年国際金融危機後の東アジアに関わる変化

### 4.1. 注目される SDR

最初に取り上げるのは、国際通貨基金(IMF)に存在する「特別引出権」(Special Drawing Rights;以下 SDR)を国際的基軸通貨にする提案である。

SDRは、IMF創設の原則であった金と米国ドルからなる準備資産では拡大する世界貿易と国際金融に対応できなくなったために、1969年にIMF加盟国の準備高を補充する目的で創設された国際的準備資産である。

SDRの価値は現在、ユーロ、日本円、英ポンド・スターリング、そして米ドルの4つの国際的基軸通貨を加重平均して決まる<sup>\*23</sup>。このバスケット構成は加盟国通貨の国際貿易・金融上の比重により決める原則で、理事会が5年ごとに見直しをする。

SDRはIMF出資割当額に比例して加盟国に割り当てられ、融資のための準備資産となる。しかし、SDR自体は通貨(currency)でもIMFへの請求権(claim)でもなく、自由使用できる加盟国通貨と交換できる請求権である。例えば、円資金を必要とする加盟国は、IMFを経由して加盟国からSDR保有額分を無利子で調達ができる。もしも保有額を超える場合には、利子を支払わねばならない。

2008年国際金融危機をきっかけにSDRは二つの点で注目が集めることになった。第一は、流動性不足に陥った加盟国への資金支援の方法として、第二は、購買力を落とし不安定化するドルに代わって基軸通貨化する構想が浮上してきたのである。

第一の点は、09年4月に開催されたロンドン・サミットG-20で具体策として出てきた。その前年開催されたワシントンでの金融サミットでは、資金不足の国々に「通貨スワップ協定」によってドルを供給する動きが追認されたため、欧州からは「価値を失墜したドル基軸を延命させるもの」との不满と新たなシステムづくりを求める声が出てきた<sup>\*24</sup>。それゆえロンドンでは、「世界的な危機には世界的な解決策が必要」という立場から、「IMFの資金を7500億ドルに3倍増、2500億ドルの特別引出権(SDR)新規配分を支持、国際開発金融機関による1000億ドルの追加的貸付を支持、2500億ドルの貿易金融支援を確保、最貧国向け譲許的貸付のためIMF保有金売却益を活用。全体として信用と成長及び雇用を回復させるための1.1兆ドルのプログラムを構成」することが決定された<sup>\*25</sup>。

従来ドル供給国である米国が、「SDR=ドル基軸補完」の位置づけを崩さなかったため、一般配分増加の話し合いさえ進展が見られなかった。それが今般あっさり2500億ドルと決まったところに危機の深さが読み取れよう。いずれにしても、結果的に、国際社会は危機克服のためにSDRの活用を強めることにした。同年8月、9月に一般配分と特別配分の増加が認められ、その総額は一挙に214億SDRから2041億SDR(3240億ドル相当)へと約10倍に増額されたのである<sup>\*26</sup>。

ちなみに、これまで1981年以降にIMFに加盟した国の5分の1以上の国がSDR配分を受けておらず、今般の特別配分の実施により、より公平かつ正確なものとなることが期待されている。

\*23：IMFはユーロ導入によってバスケット方式を変え、2001年1月1日より新方式を発効させたが、当時1SDR=1.27645米ドルであった(IMF Survey, vol.29, no.21, 2001, p.365)。ちなみに、2010年1月8日現在、1SDR=1.56035米ドルと米ドルの価値低下が顕著である。

\*24：日本経済新聞、2008年11月17日付け。

\*25：「ロンドン・サミット声明(骨子)」、平成21年4月2日([http://www.mofa.go.jp/mofaj/kaidan/s\\_aso/fwe\\_09/communique\\_k.html](http://www.mofa.go.jp/mofaj/kaidan/s_aso/fwe_09/communique_k.html))。

\*26：IMF FACTSHEET, Special Drawing Rights (SDRs), October 31, 2009 (<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htmctsheet>)。

第二の点は、これまでの「SDR=ドル基軸補完」の在り様を根本的に変革しようとするものである。国際機関の中では、従来IMF批判の急先鋒を務めてきたジョゼフ・E・スティグリッツ等がそうした主張を展開してきた。彼らの構想<sup>※27</sup>では、SDRの価値を全加盟国通貨バスケット方式とし、各国への配分は世界経済での比重（GDP）もしくは準備需要の見積

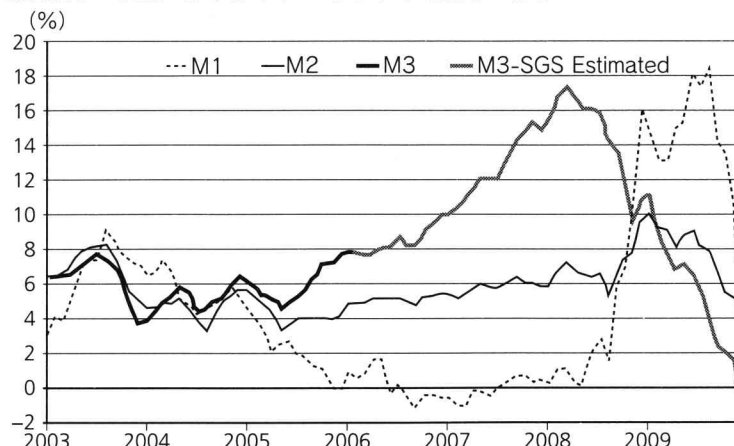
りによって「割当（quota）」を決める。同時に「グローバル準備銀行（Global Reserve Bank）」といった新しい機関を設置し、新SDR—仮称は「国際通貨証券（International Currency Certificate; ICC）」—は国際的準備通貨として使うというものである。

そもそも現行のドル単一基軸通貨システムが問題なのは、グローバルな準備資産供給国として米国が受給国通貨価値の上昇によって「資本純利得（net capital gain）」を得る「法外な特典（exorbitant privilege）」ゆえに、その過剰供給に歯止めが掛からない、いわゆる「モラル・ハザード」を引き起こす可能性があることである。実際、今回の金融危機前に米通貨当局が公表を止めたほどM3の増加が目立つ（図表9参照）。それによってドルが大きく減値し、巨額のドル債権・資産を保有するアジア諸国、特に日本・中国・韓国は莫大な損失を被っているのである。

新SDRはこうした欠陥をもたない基軸通貨として構想されており、実際にBRICsなどから強い支持を得ている。特に、米国債などで世界一の外貨準備を有する中国人民銀行の周小川総裁は、ロンドン・サミットに先立ち『国際通貨システムの改革についての思考』と題する文を発表し、「今回の金融危機は現行の国際通貨システムにおける欠点とシステムリスクを反映している」と指摘し、SDRの「スーパーソブリン準備通貨（超主権準備貨幣）」への移行を明確に提議した<sup>※28</sup>。

繰り返される国際金融危機をきっかけに国際通貨システムの在り方についての議論が活発化しており、ここで取り上げたSDR以外にも、かつてケインズが提唱した、代表的商品価値に基づく「バンコール（Bancor）」を決済通貨とする銀行原理の「国際清算同盟」案に近いものも提案されている<sup>※29</sup>。いまのところ、まだどれが主役となるかは定かではなく、中国が予測するようにドル、ユーロ、SDRの三極鼎立が当面続くかもしれないが、いずれにしろ、従来と異なる安定性と公平性が保障される国際通貨システムの構築が望まれる。

【図表9】 米国におけるマネー・サプライ増加率の推移



出所：http://www.shadowstars.com/alternate\_data/money-supply-charts  
 ※2006年からのM3は、FDEが公表を止めたため、推計値となっている。

※27：“Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System.”(New York, UNITED NATIONS, September 21, 2009) Ch. 5 を参照。

※28：Zhou Xiaochuan, “关于改革国际货币体系的思考 (Reform the International Monetary System)”, 2009/3/23 (http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178)。

※29：IMF内での議論については、Isabelle Mateos y Lago, Rupa Duttagupta, and Rishi Goyal, “The Debate on the International Monetary System,” IMF, November 11, 2009に詳しい。

## 4.2. AMF構想の進展

前節でみてきたように、国際通貨システムにおいて新たな動きはあるものの、市場経済における組織化原理、つまり社会的紐帯を永続する再配分能力のある安定的なシステムが構築できることを期待するしかない段階にある。この点では、仏レギュレーション派のジャック・アダが指摘するように、国際レベルよりも地域レベルにおいてこそ実現可能性が高いといえるかもしれない<sup>※30</sup>。そこで次に、2008年国際金融危機後にわかに再浮上してきたAMF、すなわちIMFのアジア地域版である「アジア通貨基金」(Asian Monetary Fund; 以下AMF)設立の動きを取り上げてみたい。

AMF構想は、古くは1997年アジア金融危機の後、流動性不足に陥ったアジア諸国への資金供給の方法として日本によって提唱されたが、IMFを主導する米国の反対で潰えた経緯を持つ。それでも、アジア地域として必要な資金を迅速に供給できる仕組みを求める声は強く、2000年5月、ASEAN+3(中国、日本、韓国)の間で、①二国間通貨スワップ取極のネットワークと②ASEANスワップ協定からなるチェンマイ・イニシアティブ(Chiang Mai Initiative; 以下CMI)の合意をみた。これは東アジアにおける自助・支援メカニズムであり、あくまでも既存の国際的枠組み—すなわちIMF—の補完を謳っている。具体的には、スワップ発動条件が基本的にIMF融資に連結されている(但し、締結されたスワップ総額の20%まではIMF融資とのリンク無しに発動可能)<sup>※31</sup>。

その後、03年末までに、日本、中国、韓国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイの8カ国の間で二国間通貨スワップ取極のネットワークは完成し、着々と実務的な運用方法に関する合意が積み重ねられ、その規模も危機で名目合計1200億ドルに増大されている<sup>※32</sup>。さらに06年からは「CMIのマルチ化」を模索する段階に入っていた。

こうした進展を背景に、今般の国際金融危機で欧米資金の域内逃避(capital flight)の動きがでたために、再度AMF創設の要望が強まったわけである。特に、1997年アジア金融危機でIMFから「過酷な要求」<sup>※33</sup>を押し付けられた韓国では、「AMFはアジア国家の宿願事業だった」とメディアからは強い支持表明が出ている<sup>※34</sup>。

ASEANを含む東アジアは現在世界経済の成長センターとなっているが、依然として輸出先は欧米の比重が高く、資本依存度も大きい。そのため、欧米資本の動きに翻弄される状態が続いている。すでに地域市場規模も拡大し、3.5兆ドルといった世界準備額の2/3を保有する東アジアが、外部からの負の影響を弱めるような協力体制を整えることは大いに意義のあることである。実際にAMFが設立されるまでにはなお時間がかかりそうだが、CMIと関連して、アジア債券市場の拡大に向けた保証機構を2010年中に基金額5億ドル(約500億円)規模で創設することも合意され、実質的な機構作りが進展している。

今後問題になるのは、CMIの準備資金配分決定で明らかになったように、日本と中国の主導権争いが実現にマイナスに働かないかどうかである。AMFが榊原英資氏によって提案された当時、日本の経済力は圧倒的であったが、現在は外貨準備高でも、2010年にはGDPでも中国が優位に立つ状況の中で、日本がIMF寄りの曖昧な姿勢を示していると見られている。それゆえAMF問題は、日本が本当に東アジアの持続的な平和と繁栄に貢献する一貫した意思があるかどうかの試金石になる問題といえる。

※30：ジャック・アダ、清水耕一・坂口明義訳『経済のグローバル化とは何か』ナカニシヤ出版、2006年、p.217。本文中でアダを仏レギュレーション派と記述したが、彼自身はチェニス生まれのユダヤ人である。

※31：財務省HP「チェンマイ・イニシアティブについて」(<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/cmi01.htm>)。

※32：日本経済新聞、2009年5月4日付け。

※33：IMFからは、融資条件として財政支出削減、金利引き上げ、国有企業売却などを要求された。

※34：社説「アジア通貨基金の進展を歓迎する」中央日報、2009年5月4日(<http://japanese.joins.com/article/article.php?aid=114839&servcode=100&sectcode=110>)。

