

2012年10月8日  
(2012年10月11日改定)

日本国際経済学会 第71回全国大会 (於・甲南大学)  
共通論題の報告論文

## 債権国主導による世界経済ガバナンス改革 —危機回避型システムの構築に向けて

大阪市立大学名誉教授 山下英次

### (目次)

はじめに

1. 欧州連続複合危機の背景と解決策
  - (1) グローバル経済金融危機の一環としての欧州危機
  - (2) 危機の本質としての国際収支ディシプリン
  - (3) 解決策の模索
2. 債権国のロジックに沿った国際通貨・金融システム改革の必要性
  - (1) 変動相場制の問題点
  - (2) 国際格付システムの問題点
3. アングロ＝サクソン・モデルの問題点
  - (1) 際立って高い危機発生頻度
  - (2) 実体経済から大幅に乖離した金融膨張
4. 今後の世界経済ガバナンスに望まれる方向性

はじめに

変動相場制移行後、40年余りが経過したが、その間、世界的な経済危機が頻発してきた。本稿の目的は、世界経済・金融危機がなぜ頻発するのか、その要因・背景を分析するとともに、危機回避もしくは危機発生頻度の引下げに向けて、どのような世界経済ガバナンスを目指すべきかについて、考察することにある。

すでに5年以上にわたって続いている欧州連続複合危機の背景を探ることから始めたい。現在の欧州危機は、2007-2008年、アメリカを発生源としたグローバル危機が、欧州にお

いてはまだ続いているということである。また、ギリシャやポルトガル等における深刻な財政危機の背景には、実は、国際収支ディシプリンがあることを指摘したい。ヨーロッパは、明らかに、これまでユーロ・エリア参加国各国の国際収支問題をほとんど見過ごしてきたわけであり、それが事態の深刻化を招いた。他方、欧州危機の背景は、ヨーロッパ内部の問題にとどまらず、今日の資本主義モデルや世界経済システムそれ自体が極めて深刻な問題を抱えているという面も否定できない。ギリシャやポルトガルの問題に関する短期的な解決策としては、公的債権者に対する両国の債務削減に焦点を当てる。両国の現状は、単なる一時的な「流動性不足」(illiquidity) などではなく、「支払不能」(insolvency) と認識をするからである。

次いで、現在の世界経済システムが、世界最大の純債務国であるアメリカによって主導されていることからくる問題点に注目する。米証券取引委員会 (SEC) の公認格付け機関 (NRSRO) である S&P、Moody's、フィッチ・レイティングスを中心とする格付システムは、債券の発行体 (債務者) が、格付会社に手数料を支払うことによって成立している。これは、いわば債務者のロジックに基づくシステムであり、ビジネス・モデルそのものが利益相反 (conflict of interest) である。また、変動相場制も、黒字国責任論などが出てくることからわかるように、基本的には、債務者のロジックに基づくシステムである。こうしたシステムがモラルの欠如を招き、危機を誘発しやすいことを指摘したい。

さらに、新自由主義 (neoliberalism) あるいは市場万能論型のアングロ＝サクソン・モデルでは、危機の発生頻度が、その他の資本主義モデルと比べ極めて高いことを示す。また、こうした経済モデルが実体経済から大幅に乖離した金融膨張を招いてきたことを示したい。

最後に、世界経済ガヴァナンスにおいて今後必要とされる改革の方向性を論じることにしたい。

## 1. 欧州連続複合危機の背景と解決策

### (1) グローバル経済金融危機の一環としての欧州危機

2007年7月10日、アメリカでサブ・プライム住宅ローン危機が表面化した。それは、翌8月9日、BNPパリバ・ショックとなって直ちにヨーロッパへ伝播した。サブ・プライム住宅ローンを組み込んだCDO (Collateralized Debt Obligation、債務担保証券) などのドル建ての金融派生商品を多量に保有していたために、ドルの流動性不足に見舞われたからである。その後、独デュッセルドルフのIKB産業銀行、英住宅ローン中堅のノーザン・ロック (於・ニュー・カッスル)、英住宅ローン大手のブラッドフォード&ビングレー (於・西ヨークシャー)<sup>1</sup>、ドイツの大手不動産銀行のヒポ・レアル・エステート、ベネルックスの多国籍銀行フォルティス (Fortis)、フランスとベルギーの合併銀行であるデクシア (Dexia)

<sup>1</sup> これらのイギリスの住宅金融機関は、いずれも住宅金融組合 (Building Society) からスタートした。

など数々の金融機関が事実上経営破綻した。信用価値の極めて低い米サブ・プライム住宅ローンを組み込んだ CDO に、欧米系の大手格付け会社がトリプル A の信用格付けを与えたことが投資家を大きくミスリードし、事態の悪化を招いたと言われる。しかし、実は、ウォール・ストリートでは、こうしたトリックは比較的良く知られていたが、他方、ヨーロッパでは余り知られていなかったため、素性の良くない CDO も良く売れたのだという<sup>2</sup>。こうして、米国サブ・プライム住宅ローン危機は、瞬く間にヨーロッパの金融機関の間に広がった。

このように、米国サブ・プライム住宅ローン危機直後から始まった最初の欧州危機は、銀行危機であった。翌年の 2008 年には、中東欧諸国の国際収支危機が発生し、ハンガリー、ラトヴィア、ルーマニアが、IMF からスタンド・バイ取決め (Stand-by Arrangement, SBA) という形で、それぞれ金融支援を受けた<sup>3</sup>。こうした中東欧諸国の国際収支危機は、連続して発生している諸々の欧州危機の中で 2 番目の危機といえよう。

さらに、2010 年からは、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアについて、3 番目の欧州危機であるソヴリン債務危機が発生した。

また、2011 年からは、欧州銀行危機の再発といった事態に発展している。これが 4 番目の危機であるが、2010 年に、IMF の SBA を一旦完済したハンガリーが、2011 年 11 月、IMF に再び金融支援を求める事態になっており、中東欧の危機が再燃する兆しがないわけでもない。

このように、米サブ・プライム危機以降、ヨーロッパでは、4 つもしくは 5 つの危機が連続して発生しており、危機が長期化している。また、これらの危機の間には、ある程度の相互関連性も認められる。例えば、銀行危機に対する公的資金の投入は、各国財政の悪化を招き、ソヴリン債務危機の悪化につながった。また、ソヴリン債務危機の悪化によって、これらの国が発行する多額の国債を保有している銀行のバランス・シートが悪化し、さらに銀行危機を悪化させるという悪循環にもなっている。また、後段で詳しく述べるように、財政収支危機の背後には、実は国際収支ディシプリンの問題があった。以上のように、現在のヨーロッパにおける危機は、まさに「連続複合危機」という様相を呈している。

## (2) 危機の本質としての国際収支ディシプリン

1999 年 1 月 1 日の単一通貨ユーロの導入により、ユーロ・エリアの参加国はユーフォーリアを満喫することとなり、住宅投資をはじめとして過剰支出の状態に陥った。どうい

<sup>2</sup> Michael Lewis [2011]、p.67。ジャーナリストのマイケル・ルイスは、この本 (『NY タイムズ』紙の No.1 ベストセラー) の中で、ヨーロッパ大陸、特にドイツのデュッセルドルフで、こうした CDO が良く売れたとするある大手銀行のサブ・プライム住宅ローン責任者の言葉を紹介している。

<sup>3</sup> ハンガリー：155 億ドル (2008 年 11 月)、ラトヴィア：25 億ドル (2008 年 12 月)、ルーマニア：170 億ドル (2009 年 5 月)。また、ポーランドは、IMF が新たに 2009 年 4 月に導入した予防的枠組みであるフレキシブル・クレジット・ライン (Flexible Credit Line, FCL) として、205 億ドルの融資枠の提供を受けた (2009 年 5 月)。FCL は、まだ危機に陥っていない国々に対するもので、危機予防のための保険のような機能を果たすものであり、いわゆる IMF コンディショナリティーは一切課されない。

ことかという、統一通貨の導入により、ユーロ参加の周辺国は、それ以前とはかなり大きく異なるマクロ経済環境をエンジョイすることとなった。すなわち、安定した通貨、低インフレ率、低金利水準であり、これらの国々では、そうした非常に良好なマクロ経済環境は、ユーロ参加以前には考えられないことであった。ユーロ参加以前、周辺国の金利水準は、概ね2桁であった。

そこで、周辺国の人々は、ユーフォーリアに浮かれて、過剰支出に走ることとなったが、ファイナンスの拡大がそれを可能にした。ユーロ・エリア内では為替リスクがなくなったことから、域内の「北」の諸国から「南」の諸国への大量の資金フローが発生した。しかし、他方、その結果、周辺国では官民ともに債務が大幅に積み上がったが、米国発のリーマン・ブラザーズ危機を契機にそうした資金が突然一斉に引き揚げられ、ユーロ・エリアの周辺国にも深刻な危機が伝播した。

しかし、それにしても、ギリシャやポルトガルのように、公的債務があそこまで極端に大きく積み上がることを可能にしたものは何だったのだろうか。それに対する表面的な答えは、両国ともに、財政収支を長年粉飾していたからといえる。しかし、問題の本質は、長年にわたる財政収支の粉飾はなぜ可能だったのであろうか、ということである。その答えは、単一通貨地域においては、参加国の国際収支のディシプリン（節度）が全く失われてしまうからである。筆者としては、この点が、ユーロ・エリア危機におけるもっとも重要な要素ではないかと指摘しておきたい。

周辺国がユーフォーリアになり、過剰支出に走った結果、当該諸国の経済成長率は大幅に高くなった一方、独仏両国などは低成長にとどまったことから、ユーロ導入後、一人当たり GDP (PCI) などで計った域内格差はかなり縮小した。その意味で、周辺国は、ユーロ参加によるベネフィットを大いに享受した。他方、当然のことながら、周辺国の経済成長率の拡大は、所得効果による輸入の増大を意味する。加えて、PCI の増大は、単位労働コスト (ULC) の上昇を伴い、その結果、周辺国の対外競争力の低下につながった。それら所得効果と価格効果の両面から、周辺国の経常収支が大幅に悪化した。そうしたとき、従来の EMS (欧州通貨制度) の域内固定為替相場制の下においては、参加各国には、極めて強い国際収支ディシプリンがかかっていたため、極端に大幅な経常赤字は起こりえなかった。なぜならば、EMS 参加国は、自国通貨と域内最強通貨 (事実上ドイツ・マルク) との間のパリティ (平価) を守る義務があったからである。経常収支の大幅な赤字を続けると、自国通貨が下落するので、それを抑えるためには、各国は、外国為替市場において、「自国通貨買い/マルク売り」の介入しなければならなかった。為替介入をし続けると、自国の外貨準備が枯渇する恐れがあるので、EMS 参加国には、国際収支 (経常収支) の大幅な赤字を長く続けてはいけない、というかなり強い国際収支ディシプリンが働いていた。

しかし、ユーロへの移行後、参加各国は、パリティどころか自国通貨すらなくなったため、守るべきものがなくなった。その結果、国際収支ディシプリンが全くかからない状態となった。すなわち、その意味では、ユーロ参加国が、アメリカ合衆国と同じような状態

になってしまったということである。従来の経済学では、域内固定為替相場制と単一通貨圏は、理論的にほとんど同じと考えられてきたが、実際には、参加国に対する国際収支ディシプリン、すなわちマクロ経済政策ディシプリンという点に関しては、両者は全く異なるのである。われわれは、その点を明確に認識しておかなければならない。要するに、単一通貨は様々なメリットを持っているが、他方、固定為替相場制の最大のメリットである参加国に対して強くかかる国際収支ディシプリンについては、それを完全に失うということである。

かくして、ユーロ・エリアの周辺国は、マクロ経済政策ディシプリンを失ったまま、長年にわたって、ひたすら高い経済成長を目指してきてしまった。その結果が、経済的バブルの形成と財政収支の大幅な悪化・公的債務残高の急増である。従来の EMS の下においては、国際収支ディシプリンがかかっていたため、参加国は、財政収支の野放図な拡大はできなかった。なぜならば、経常収支は、定義により、財政収支と民間部門の貯蓄・投資バランスを足し合わせたものであり、財政収支は、経常収支の一部だからである。財政収支の野放図な拡大は、必然的に経常収支赤字の大幅な拡大を伴うことになる。先にも述べたように、域内固定為替相場制の下においては、参加国としてそのような行動をとることは不可能である。

1996年12月、ダブリン欧州理事会で合意された安定・成長協定 (Stability and Growth Pact, SGP)<sup>4</sup>によって、ユーロ参加国には、財政赤字の上限 (基本的には対 GDP 比 3%) が設けられていたが、ポルトガルとギリシャは、長年にわたって、自国の財政統計を粉飾していた。ポルトガルの場合は2004年、ギリシャの場合は2009年10月、いずれも政権が交代し、前政権によって財政収支赤字の「過少申告」がなされてきたことを告白した。他方、単一通貨ユーロへの参加時期は、ポルトガルの場合はユーロ誕生当初の1999年1月、ギリシャの場合は2年遅れの2001年1月であった。両国とも、EUが定めたユーロ参加のための経済収斂条件 (Convergence Criteria) をクリアーするために、財政収支の粉飾を始めたものとみられる。したがって、両国とも、遅くとも、それぞれのユーロ参加の時期の前年から粉飾を始めていたに相違ない。このように考えると、ポルトガルの場合には、5年間以上、ギリシャの場合<sup>6</sup>には、実に少なくとも10年間ぐらいにわたって、粉飾が続けられ、露見しなかったということである。その間に、両国の財政収支に関する事態の悪化はさらに進行していった。ギリシャに対する金融支援額は、第1次支援が1,100億ユーロ (2010年5月合意)、第2次支援が1,300億ドル (2012年3月合意)、合計2,400億ユーロに達し

<sup>4</sup> SGPは、その後、2005年3月に改定されている。The Council of the EU [2005]

<sup>5</sup> ギリシャの場合、2009年10月に発足した中道左派のギリシャ社会主義運動党 (PASOK) のパパンドレウ政権が、前政権、すなわち中道右派の新民主主義党 (ND) が財政収支を粉飾していたと告白したわけであるが、ギリシャの粉飾は10年ぐらい前から行われていたとみられるわけであり、その頃、ギリシャの政権を担当していたのは、PASOKであった。すなわち、ギリシャの粉飾は、PASOK政権の下において始まったとみられる。

<sup>6</sup> ギリシャの長年にわたる財政収支の粉飾については、米ゴールドマン・ザックス社が指南していたことが分かっている。

ている。小国であるにもかかわらず、他の国に対する過去の同種のものに比べ金額が破格に大きい。1桁違う印象である。それは、約10年にもわたる粉飾の期間中に、事態が度を越して悪化し、債務が法外に積み上がってしまったことを物語っている。

このように、財政収支の粉飾は、困ったことに非常に発覚しにくいことが分かったわけである。高すぎる経済成長率とバブル経済の形成は、当然のことながら、経常収支赤字の大幅な拡大をもたらしたが、もはや、パリティも自国通貨もないユーロ参加国としては、それによって特に困ることはなかった。図表1に見るように、ユーロ誕生前と誕生後の経常収支の動向が、別世界におけるように全く異なっていることは一目瞭然である。例えば、経常収支赤字の対GDP比を、ユーロ誕生前の10年間（1989～1998年）と誕生後の10年間（1999～2008年）を比べてみると、ギリシャの場合は、誕生前には年平均2.36%であったが、誕生後には年平均8.67%に達した。他方、ポルトガルの場合には、ユーロ誕生前には年平均2.00%であったが、誕生後には年平均9.61%に跳ね上がった。

財政収支の粉飾は露見しにくいだが、他方、外貨準備の粉飾は比較的すぐに露見してしまう。筆者は、かつて民間銀行に在職していたとき、1980年代の南米諸国を中心とした累積債務問題にかかわった。当時、南米のある国とアジアのある国が、外貨準備の粉飾を行ったことが分かっている。しかし、いずれのケースも、比較的すぐに発覚した。統計上粉飾したとしても、外貨準備の場合、実際に外貨がなくなれば、市場介入ができなくなるからである。その意味で、外貨準備の粉飾は、実質的にはほとんど意味がないのである。しかし、今回のヨーロッパの財政収支の場合には、10年もしくはそれ以上、粉飾が発覚しなかった。その意味で、財政収支の粉飾は非常に罪深い。

自国通貨を持っていたとしたら、長年にわたってこのように法外に大きな経常赤字を続けることは、全く不可能だったはずである。域内固定為替相場制においては、極めて強い国際収支ディシプリンがかかるからである。また、すでに述べたように、外貨準備については、統計上の粉飾は意味をなさないわけであり、国際収支ディシプリンがかかるということは、各国がマクロ経済政策を運営する上で極めて有効である。すなわち、「ストップ&ゴー政策」の有効なブレーキとして機能しうる。これは、固定為替相場制時代のすべての旬について機能してきたことでもあるが、典型的な成功例は、わが国の1950年代初頭から1960年代半ばにかけてである<sup>7</sup>。この時代、わが国は、経済成長率が高くなる過ぎると国際収支の赤字が増加するので、いわゆる「国際収支の天井」と言われるマクロ経済政策を取り、成長率が高くなりすぎないように必要に応じてデフレ政策をとっていた。

EMSの時にはあった参加国に対する国際収支ディシプリンが、統一通貨の下においては失われたということは、決定的に重要な問題である。しかし、率直に言って、ヨーロッパは、これまで、明らかにこの極めて重要なポイントを見落としてきた。筆者は、ユーロ導入の比較的直後から、統一通貨の下においては、EMSにおける場合と異なり、参加国に対して国際収支ディシプリンがかからなくなるという点に気づき、警告してきた。2003年、

<sup>7</sup> Yamashita [1999] および山下 [2000] 参照

筆者は、しばらくの間、客員としてドイツのハンブルク大学に滞在する機会があったが、その折、ドイツ人を中心に何人かの専門家に、上記のような自分の懸念と問題意識を伝えた。その上で、経常収支赤字の対 GDP 比に上限を設け、それを、SGP に追加すべきではないかと提案し、彼らの意見を求めたが、当時の彼らのこの点に関する問題認識は、ほとんど皆無と言ってよいほどであった。

筆者は、2009年4月、カナダのノヴァ・スコシア州ハリファックスのダルハウジー大学で開催された EUCE (the EU Centre of Excellence) 主催の国際会議『比較に基づいた観点からみた EU』(*EU in a Comparative Perspective*) での報告で、統一通貨ユーロの参加国では、EMS の場合と異なり、国際収支ディシプリンが失われたことを指摘し、その点に焦点を当てた対策を取るべきであると主張した<sup>8</sup>。その後、2010年2月、ベルギーのブリュッセルにおいて、欧州委員会の経済金融総局 (DG Ecfm) とアジア開発銀行研究所 (ADB) の共催によって、『地域主義と国際通貨金融システムの改革』(*Regionalism and the Reform of International Monetary and Financial System*) と題する国際会議<sup>9</sup>が開催されたが、すでに欧州危機が深刻化していたこともあり、そこに出席したヨーロッパ側の報告者・討論者の何人かは、この時点では、ユーロ参加国の国際収支問題にある程度焦点を当てた発言をしていた。2003年、先に述べたように筆者がドイツで経験した「無関心」から見れば、彼らの認識は幾分進歩したと言えるが、それでも全く不十分との印象を持った。彼らは、基本的には、ユーロ・エリア全体としての経常収支は概ね均衡しているわけであり、それで問題ないとする意見が圧倒的多数であった。ユーロ・エリア全体としての経常収支の健全性は、ユーロの対外価値を保つという観点からは、無論、非常に重要ではあるが、個別国の経常収支にディシプリンがかからなければ、各国の財政収支の悪化に歯止めがかからなくなる。

以上が、筆者が見る限りユーロ導入以来 10 年以上続いてきたヨーロッパ側の認識であったが、ようやく 2012 年に入ってから、ユーロ参加各国の国際収支に焦点を当てるべきだとの主張がかなり出てきた。具体的には、ドイツ・ミュンヘンの Ifo 研究所<sup>10</sup>、ブリュッセルの CEPS (欧州政策研究センター) 所長のダニエル・グロース<sup>11</sup>、英『ファイナンシャル・タイムズ』紙<sup>12</sup>などから、相次いで、ユーロ参加各国の国際収支こそが問題なのだとする見解が出てきた。

---

<sup>8</sup> この国際会議における主要な発表論文は、ダルハウジー大学のフィン・ラウルセン教授による編集の本としてまとめられ、2011年1月、英国アッシュゲイト社から出版された。その本における筆者のユーロ参加国の国際収支ディシプリンの問題に関する記述については、Yamashita [2011]、p.215-216 参照。

<sup>9</sup> これは、当時、ブリュッセルにある欧州アジア研究所 (EIAS) の研究員であったブリジッド・ギャヴィンと筆者の二人がイニシエイトしたヨーロッパとアジアによる地域統合と国際通貨金融システムの改革に関する国際会議であり、2010年2月4日、欧州委員会のアルバート・ボルシェッテ会議センターで開催された。この会議における筆者の報告は、Yamashita [2010a]。

<sup>10</sup> Hans-Werner Sinn (ed.) [2012]

<sup>11</sup> Daniel Gros [2012]

<sup>12</sup> Martin Wolf [2012]

### (3) 解決策の模索

欧州危機の発生以来これまで、独仏首脳は、かつてはメルケル首相＝サルコジ大統領、現在はメルケル首相＝オランダ大統領の形で、何十回にも及ぶ会談を重ねてきた。しかし、それらの首脳会談から出てきた対応策は、ほとんど常に、市場の期待を下回る不十分なものであった。首脳会談で合意される内容は、常に "too little/ too late" であったために、市場の不安を払拭することができないまま、いたずらに数年間を費やし、事態をより一層深刻化してきてしまったと言えよう。おそらくは、メルケル首相の問題への取り組み姿勢に問題があるのではないだろうか。

欧州危機の短期的解決策としては、筆者は、公的債務の削減に踏み込むことを挙げたい。図表 1 からわかるように、ギリシャとポルトガルについては、10 年以上にわたって経常収支の法外に大きな赤字が続いてきた。加えて、長年にわたる統計上の粉飾によって、両国の財政収支が著しく悪化した。図表 2 は、欧州諸国の財政収支と経常収支を一つのチャートにプロットしたものであるが、財政赤字と経常収支の 2 つの赤字が際立って大きいのはギリシャとポルトガルであることは明らかである。このようにみえてくると、両国の場合、現状は、単なる一時的な「流動性不足」(illiquidity)ではなく、「支払不能」(insolvency)の状態にあると認識すべきである。「支払不能」と診断されたケースの正しい処方箋は、債務の返済繰り延べ (rescheduling)ではなく、債務の削減 (debt forgiveness)である。現実には、1980 年代の南米を中心とした累積債務問題をはじめ、「支払不能」と判断された債務問題については、すべて部分的債務削減や金利の減免など、世界的にも債権者の痛みを伴う解決方法に踏み込むことで乗り切ってきた。

ギリシャについては、2012 年 3 月、国際金融協会 (The Institute of International Finance, IIF、本部＝ワシントン DC) が世界全体の民間債権者の窓口となって交渉が行われ、PSI (Private Sector Involvement) のスキームによって、民間債権者に対する債務の 70%以上の削減 (hair cut)、すなわち推定削減額は 1,070 億ユーロが合意された。しかし、公的部門に対する債務については、依然として債務の繰り延べのみにとどまっている。ギリシャとポルトガルについては、公的部門に対する債務の削減が必要である。まず、欧州域内の公的部門に対する大幅な債務の削減から始めるべきである。ヨーロッパは、抜本的な解決策を回避し続け、世界経済全体に不安定性を与え続けるようなことをいつまでもすべきではない。国際社会は、ギリシャとポルトガルの公的債務についても、早期に部分的削減 and/or 金利の減免を実施するようヨーロッパに求めるべきである。

EU は、2004 年 5 月 1 日、加盟国を一挙に、それ以前の 15 カ国から 25 カ国へ拡大した。欧州統合は、当初、6 カ国から始まり、次いで、9 カ国、10 カ国、12 カ国、15 カ国と、何回にもわたって、徐々に加盟国の拡大を図ってきた。しかし、2004 年の拡大は、従来とは異なり、参加国が一挙に 10 カ国も増えるなど、まさにビッグ・バンのようなものであった。これは、当時、拡大担当の欧州委員であったドイツ人のギュンター・フェアホイゲン (Guenter Verheugen) らが中心となって進められたものである。この辺りから、間違いが始まったの

ではないだろうか。欧州統合は、従来は、拡大と深化の双方のバランスを取る形で進められてきたが、2004年のビッグ・バンの拡大によって、両者のバランスが崩れたのではないだろうか。そうした風潮が、ユーロ参加国の範囲を決める際にも少なからず影響及ぼしたと考えられる。安易に参加国を拡大してきた責任、参加国における重大な統計上の粉飾を見抜けなかった責任もある。ユーロ・エリアの「北」の諸国は、いま痛みを伴う解決策を受け入れるべきである。

危機防止策としては、国際収支（経常収支）悪化に歯止めをかけるため、赤字にキャッピングを設けることを提案したい。EUは、リスボン条約（2009年12月発効）に基づいて、「マクロ不均衡手続き」（Macro Imbalance Procedure, MIP）と言われる域内のマクロ経済不均衡を是正するための監視メカニズムを設けている。MIPの中心は、2012年2月に決定された「経済指標のスコアボード」（Scoreboard of Indicators）<sup>13</sup>と呼ばれるものを使った警報システム（Alert System）<sup>14</sup>である。スコアボードでは、10のマクロ経済指標が早期警報指標として使われている。そのうちの一つに、経常収支の対GDP比が入っており、3年間の移動平均で、プラス6%～マイナス4%の範囲内ならば問題ないとしている。ただし、これは、経常収支の対GDP比をその範囲内に収めなければならないということではない。しかしながら、筆者はこの指標はかなり決定的に重要であり、ある一定範囲内に収めることを、法的に義務付けるべきであると考え。例えば、各国の経常収支赤字の対GDP比を、3%以内もしくは4%以内にする義務付け、それをSGP（安定・成長協定協定）に盛り込むということである。あるいは、より正確には、経常収支ではなく、経常収支から直接投資の流入分を差し引いた純対外借り入れ（Net External Borrowing Requirements, NEBR）の対GDP比にした方が良くもしいかもしれない。すなわち、利子付きの対外債務の累増を問題にすべきという考え方である。しかしいずれにしても、それに加えて、財政収支、国際収支ともに、各国統計の粉飾を防ぐための有効な措置が取られなければならない。具体的に、どのような措置が有効かつ可能であるのかについては良く分からないが、欧州委員会が何らかの形で、各国の統計作成を監視できるような枠組みが必要ではないだろうか。なお、財政については、このほど国別査察制度が導入され、ギリシャについては、2012年6月からスタートした。

より長期的には、結局のところ、ユーロ・エリアには、金融政策だけでなく、すべての主要な経済政策を一元的に決定・遂行できるような「単一経済政府」（one economic government）が必要とされよう。また、それを実現するには、政治面でも欧州統合をさらに進めなければならない。その意味で、基本的には、ヨーロッパは、「欧州連邦制」（EU Federalism）への道を歩んで行く必要があるのではないのではないだろうか。この点に関しては、基本的には本稿の範囲外なので、詳しくは別の機会に譲ることにしたい<sup>15</sup>。

---

<sup>13</sup> The European Commission [2012a]

<sup>14</sup> The European Commission [2012b]

<sup>15</sup> これらの長期的政策については、Yamashita [2005]、山下 [2007]、および山下 [2002] を参照。

## 2. 債権国のロジックに沿った国際通貨・金融システム改革の必要性

### (1) 変動相場制の問題点

国際通貨システムが、実質的に変動為替相場制に移行して以来、40年以上が経験したが、そのパフォーマンスは、全く失望的なものであったと言わざるを得ない。それ以前の戦後確立されたブレトンウッズ体制の固定相場制は、およそ4半世紀しか続かなかったが、資本主義始まって以来の黄金期であった。その間、世界全体の実質 GDP 成長率は年平均 5% のペースで増大し、世界貿易は実質で年平均 7.5% 増大した。資本主義が始まってから、一般に 400 年余りが経過したと考えられているが、後にも先にも、世界経済が、ブレトンウッズ期を上回るパフォーマンスを達成した時期は皆無である。それにもかかわらず、国際社会においては、いまなおフロート神話が罷り通り、他方、固定相場制に対する偏見・誤解が蔓延っている。

本稿では、変動相場制の機能上の欠陥について詳しく述べることは差し控えるが、以下、筆者が理解する重要なポイントだけ、簡単にまとめておきたい<sup>16</sup>。まず、フロート制の国際収支調整効果についてであるが、この 40 年間、米ドル、円、独マルク（現在はユーロ）など、主要通貨間の為替レートが極めて大幅に変動したが、日米独の国際収支（経常収支）ポジションに基本的な変化は起こらなかった。すなわち、米国の赤字基調と日独の黒字基調に何の変化も起こらなかった。これは、為替レートの変動によって、関係国の実質貿易収支や貿易企業の収益には大きな影響を及ぼすが、国際収支はすぐれて名目の概念であるために、効果が出ない、もしくはほとんど出ないのである。すなわち、40 年余りのフロート制の経験は、いわゆる弾力性悲観説が正しかったことを明確に物語っているのである。

フロート制とインフレーションについては、結論から言えば、変動相場制は、各国のインフレ率格差を拡大するとともに、世界全体の平均インフレ率を高める。フロート論者は、変動相場制にはインフレ隔離効果があると主張してきたが、それは、低インフレから見た一方的な見方であって、高インフレ国においては、全く逆のことが起こり、自国通貨の下落によって、インフレ率はさらに上昇する。すなわち、為替レートが変動すればするほど、低インフレ国のインフレ率はさらに低下する一方、高インフレ国のインフレ率はさらに上昇する。低インフレで強い通貨の国に、外国で発生した高インフレの隔離効果あるということは、国際通貨システムとしては、本来、欠点ととらえるべきなのである。国際通貨システムとしての優劣を判断するには、当然のことながら、グローバルな視点に立って考える必要がある。次に、変動相場制と世界全体のインフレーションについてみてみよう。為替レートの変動によって、低インフレ国の通貨が上昇し、その結果、同国では輸入物価の下落を通じて国内のインフレ率が低下する。他方、高インフレ国においては、通貨が下落し、輸入物価の上昇を通じて国内インフレ率が上昇する。しかし、一般に、賃金物価の下方硬直性があるとすれば、高インフレ国の国内物価上昇率の方が、低インフレ国の国内物価下落率よりも高いであろう。したがって、為替レートが変化すればするほど、世界全体

<sup>16</sup> 詳しくは、山下 [2012b]、山下 [2010]、Yamashita [2010b] 参照。

の平均インフレ率は上昇することになる。このようにみえてくると、インフレーションについても、変動相場制には何のメリットもない。

すでに述べたように、為替レートの変動は、名目ベースの概念である国際収支には大きな効果はないが、他方、実質貿易収支の変化などを通じて、国内経済に大きな影響を及ぼす。第1に、通貨の上昇国に対するデフレ効果と通貨下落国に対するリフレ効果を持つことから、通貨上昇国から通貨下落国に対して雇用が移転する。特に、法外な通貨の上昇が起こった場合、そうした国から通貨下落国への雇用の移転はかなりの規模にのぼる。

また、通貨の変動は、貿易企業の損益分岐点を一瞬にして大きく変化させる。為替がドルに対して1円高くなるごとに、トヨタの営業利益が340億円減少するなどという馬鹿げたことが起こる。そのように、為替レートの変動は、収益面でも投資行動の面でも、企業活動に極めて甚大な影響を与える。すなわち、変動相場制には、本来期待されたようなポジティブな効果はないが、他方、実体経済に対しては極めて大きなマイナスの効果があるということである。

次に、世界的経済危機の発生頻度との関連については、歴史的にみて、不安定な国際通貨システムの下において極端に高まることが分かっている。図表3は、1900年から2008年までの世界における対外債務危機と銀行危機の発生頻度をプロットしたものである。世界的経済危機の発生頻度は、国際通貨システムが不安定であった両大戦間期と現行変動相場制下で極端に高まっている。ちなみに、両大戦間期は、時期によっても、地域によっても、様々な通貨制度がとられたわけであるが、概していえば、変動相場制の時代であった。国際通貨システムが安定していたブレトンウッズ期においては、深刻な危機はほとんど発生しなかったと言っても過言ではない。しいて言えば、ポンド危機ぐらいのものである。しかし、フロート制への移行後、ほどなくして世界的な経済危機発生の頻度は再び大幅に上昇し、枚挙に暇がないほど大きな危機が発生している。

2007-2008年グローバル危機の背景に、金融派生商品（financial derivatives）の過度の発達による弊害が指摘されている。今日、金融派生商品といわれるものは、1980年代前半に、ロンドンのマーチャント・バンクで考案された通貨スワップや金利スワップがその走りである。それらの新金融商品が出てきた背景は、変動相場制に移行した結果、通貨の変動が極めて大きくなったことから、金融商品に関するそうしたリスクをヘッジするためであった。すなわち、そもそも、フロート制にならなければ、こうした金融商品の必要性はかなり低かったといえよう。

その後、金融派生商品は過度に発達・複雑化し、まるで化け物のように、誰もしっかりコントロールできないものになってしまった。危機発生後、金融派生商品それ自体が悪いわけではなく、それをコントロールする緊急監督システムが不十分だったことが問題だとする専門家らの意見が相次いだ。筆者はこうした意見は全くピンとはずれと考える。なぜならば、金融監督当局が、民間金融機関が今後開発するであろう新金融商品を予測し、予めその先回りをして規制の枠組みを整えておくなどということは、全く不可能だからで

ある。新金融商品の開発を野放しにしたままでは、金融監督当局は、どこまでいっても今後とも負け戦を続けることになる。これは、極めて厳粛な事実である。

フロート制のもう一つの弊害として、企業会計における時価会計原則を挙げたい。時価会計原則は、期末時点での瞬間風速の資産価値で企業価値を決めてしまおうというものであり、かなり問題があると、筆者は理解している。しかし、これも、国際通貨システムが変動相場制に移行したために出てきた苦肉の策であり、そもそも安定した国際通貨システムの下においては必要のないものであろう。

固定相場制に対する偏見・誤解も甚だしいが、ここでは1点だけ指摘しておきたい<sup>17</sup>。1997年のアジア通貨危機後、世界各地で、実質的なドル・ペッグ制からフロート制に移行する新興市場国が相次いだことから、固定為替相場制という通貨制度それ自体が劣ったものであるかのような主張が広まった。しかし、これも誤った議論である。固定相場制の時代には、主要通貨が相互に固定されていたので、周辺通貨国がどの主要通貨の一つにペッグしたとしても、それは世界全体の主要通貨に対して固定相場制をとったことを意味した。しかし、今日のように、主要通貨が変動相場制を採用し、相互に日々無制限に変動している世界にあっては、周辺国が自国通貨を主要通貨のうちのある一つにペッグしたとしたら、それは、そもそも固定相場制にはならない。なぜなら、その通貨は、他の主要通貨に対しては、自由変動相場制をとったことになるからである。例えば、アジア通貨で言えば、対ドル・ペッグの採用は、円とユーロに対してはフリー・フロート制をとったことになる。アジア危機以前において、アジアの新興市場国の日米欧3極との総合的な経済関係の強さは、概ね「日：米：EU=1：1：1」だったのであり、対ドル・ペッグ制の採用は、固定相場制ではなく、いわば「3分の1固定制/3分の2フロート制」である。多くの新興国で崩壊したのは、そうした奇妙な通貨制度であって、本来の意味の固定相場制ではない。この点については、非常に多くの専門家も間違っている。

主要通貨がフロート制を採用している現状で、周辺通貨国が本当の意味での固定相場制を採用しようとするれば、ドル、ユーロ、円の3極通貨バスケット・ベースの固定為替相場制にしなければならない。

すでにEMSのところでも述べたように、固定相場制の下においては、基本的に赤字国責任論が貫かれる。国際収支の赤字国と黒字国の間には、外貨準備の制約に関して非対称性が存在するからである。しかし、この非対称性の存在こそが、赤字国に対する国際収支ディシプリンの源泉であり、各国にマクロ経済政策上の節度を保たせることになる。この点が、通貨制度としての固定為替相場制の最大のメリットである。換言すれば、固定相場制は、債権国のロジックが貫かれた国際通貨制度だということである。それに対してフロート制は、各国が守るべきパリティが存在しないので、債務国のロジックが出てきやすい国際通貨制度である。アメリカは、カーター政権下の1977-78年の景気過熱期に、国際収支が悪

---

<sup>17</sup> その他の点については、山下〔2012b〕を参照。そこでは、固定相場制に関する偏見・誤解として、このほかに3点を挙げている。

化し、黒字国責任論を持ち出してきて、黒字国の日独に内需の拡大を迫った。いわゆる「日独機関車論」である。ちなみに、アメリカの経常収支は、ちょうどこの頃の 1977 年から赤字に転じた。しかし、黒字国責任論は決してうまく機能しないし、世界経済全体にとっても好ましくない。それは、ディシプリンが欠如した赤字国のマクロ経済政策が黒字国に輸出されることになるからである。その結果、世界経済全体のパフォーマンスが損なわれる。日本経済の「失われた 20 年」は、ある意味では、そうしたことが起こった典型的な例なのである。反対に、赤字国責任論の場合は、政策ディシプリンを保った黒字国からそれを欠いた赤字国に、節度あるマクロ経済政策が輸出されることになる。その結果、世界経済全体に対して、好ましい影響が及ぶことになるはずである。

今日、世界の主要通貨の対外的価値は、毎日、いや時々刻々、無制限に変動している。しかし、変動相場制にこれまで述べてきたような極めて重大な欠陥があるとしたら、為替レートの変動を通じていったい何を調整しようというのであろうか？各国の生産性格差を調整すべきだと考える人もいるのであろうが、各国の生産性などという極めて重く厳粛な問題を、国境での為替レートの変動によって、一瞬にして安易に調整しようすべきではない。それは、むしろ資本主義のゲームのルールに対する正面からの挑戦になるのではないだろうか。

変動相場制は、国際収支の調整効果がないという意味で「無能」(incompetent)であり、国内の実体経済に対する副作用が大きいという意味で「有害」(harmful)である。さらに、企業の効率化努力が、水際で一挙に潰えてしまう可能性があるという意味で、「アンフェア」(unfair)ですらある。フロート制は、文字通り、「百害あって一利なし」といっても過言ではない。その上、フロート制への移行後、世界経済における危機の発生頻度は、明らかに飛躍的に高まった。

## (2) 国際格付システムの問題点

現在の信用格付けシステムは、極めて深刻な問題を抱えており、抜本的な変革を必要としている。特に、米国系大手 2 社のムーディーズ(Moody's)とスタンダード&プアーズ(S&P)は、1997 年のアジア通貨危機、2001 年 12 月の米国エンロン社の破綻、2002 年 7 月の米国ワールド・コム社の破綻、2007 年米国サブ・プライム住宅ローン危機の際、債券格付けにおいて、いずれも同じ類の大きな判断ミスを繰り返した。その結果、危機をいたずらに増幅させることとなった。

このように、大手格付け会社が大きな間違いを繰り返す一つの大きな要因は、ビジネス・モデルそれ自体が利益相反ではないかという批判が従来からある。すなわち、格付会社の主たる収入源が、発行体(債務者)からの報酬(手数料)であることからくる問題である。発行者から報酬を受領するビジネス・モデル(issuer-pays model)では、格付けが発行体

対して甘くなりがちであり、バイアスがかかってしまうのではないかという議論である<sup>18</sup>。

実際、先に挙げた、アジア通貨危機に始まる米国大手 2 社による失敗例の 4 つは、いずれも格付けが甘すぎ、危機発生を予測できていなかった。アジア通貨危機の際は、危機が起きて以降、立て続けに格下げが行われ、危機以前に当該アジア諸国に大量に流入していた資本の逆流に拍車をかけ、危機を一層深刻化させた。S&P を例にとると、危機発生後、僅か半年間で、タイについて 3 回、インドネシアと韓国については各々 4 回格下げが行われた。また、2007 年には、素姓のよろしくないサブ・プライム住宅ローンを債券化して組み込んだ CDO (債務担保証券) に危機前に最上位のトリプル A の格付けを与えておきながら、危機が表面化すると、とたんにジャンク・ボンドのレベルまで一挙に格下げを行なうなど、ほとんど犯罪的な行為までみられた。素姓の良くない債権を債券化し、いわば CDO に隠し込むようにして売り捌いた投資銀行等は、筆者は、まさに犯罪者ではないかと認識するが、債券格付会社もその共犯者だと言われても仕方がないであろう。

Moody's と S&P は、いずれも、元々は、投資家が情報購読料を支払うビジネス・モデル (investor-pays-model) であったが、1970 年 6 月の米ペン・セントラル鉄道の破綻をきっかけに、ビジネス・モデルを変換しようという動きが出てきたようである。そして、1970 年代のいずれかの時点で、現在のような発行体から報酬を受領するビジネス・モデルに転換したと言われる。債券の複雑化と格付け対象の増加等により、格付会社のコストが増大し、投資家から会員を募る形ではコストを賄いきれなくなったことも大きな一因とみられる。

現在、国際的な大手格付け会社は、すべて米国証券取引委員会 (SEC) の公認格付け機関 (Nationally Recognized Statistical Rating Organization, NRSRO) に属している。米 SEC の公認格付機関の認定を受けている会社は、現在、合計 10 社あり、1985 年設立の日本の 2 社、すなわち (株) 格付投資情報センター (R&I) と (株) 日本格付研究所 (JCR) は、ともに 2007 年に認定を受けている。フィッチ・レイティングスは、現在、資本の上では、フランスの金融・不動産投資会社フィマラック (Fimalac) の傘下にあるが、ニューヨークとロンドンを活動の本拠としている。したがって、フィッチ・レイティングスは、実質的には、英米が運営に携わっていると言えよう。この他に米系以外では、カナダのドミニオン・ボンド・レイティング・サーヴィス (DBRS) が 2003 年に NRSRO に認定されている。それ以外の NRSRO である残り 6 社は、すべて米系である。また、NRSRO のほとんどすべては、発行体が報酬を支払うビジネス・モデル (issuer-pays-model) であるが、

---

<sup>18</sup> この点については、米国証券取引委員会 (SEC)、証券監督者国際機構 (IOSCO、本部=マドリッド)、金融安定フォーラム (FSF、現・金融安定理事会=FSB)、本邦金融庁の文書等でも共通に認識されている。また、ヨーロッパにおいても、2008 年のリーマン・ブラザーズ危機後に、それに対する EU として取るべき金融システム改革を提案した「ドゥラロジェール報告」(2009 年 2 月) おいても明確に指摘されている。The de Larosiere Report [2009]。

2007年12月にNRSROのステータスを認められた米イーガン=ジョーンズ・レイティンクス (Egan-Jones Ratings, EJR) は、投資家が購読料を支払うビジネス・モデル (investor-pays-model) を採用しており、ユニークな格付けを行っている<sup>19</sup>。

現在の大手格付会社が採用している発行体から手数料を受領するビジネス・モデルがうまくゆかないのは、それが債務者のロジックに基づくシステム (debtor-based model) だからという面もある。金融システムは、基本的には債権者のロジックに基づくシステム (creditor-based model) でなければならない。どこの国でも、国内の金融システムは、債権者のロジックに基づいて作られているはずであり、債務者のロジックに基づいて作られている国など存在しないであろう。然るに、現在の格付システムは、債務者のロジックに沿って作られてしまっている。それこそが、根本的な間違いである。債務者としてのモラルの欠如が、システムの欠陥となって現れるからである。

Moody's と S&P 両社の格付け内容については、大きな違和感を覚える。両社の格付けによると、日本の国債はアメリカの国債よりも何段階か低く位置づけられている。日本の公的債務の対 GDP 比は、図抜けて高いことは事実であるが、ソヴリン格付けの場合には、カントリー・リスクの観点をもっと重視すべきである。経常収支黒字国あるいはストック・ベースで言えば純債権国の場合と、赤字国や純債務国の場合とでは、財政赤字の意味はかなり異なる。財政収支は、経常収支すなわち一国の貯蓄・投資バランスの一部であるからである。財政収支の赤字は、一国の公的部門が国内の民間部門に対して赤字になっているに過ぎない。しかし、わが国の場合、その財政収支を上回る民間部門の貯蓄超過があるために、経常収支が黒字になっているのである。また、ストック・ベースでみれば、わが国は、世界最大の純債権国である。世界最大の純債権国の格付けが、世界最大の純債務国の格付けより数段階下というのは、非常に強い違和感を覚える。市場も、筆者と同じようにみているからこそ、世界経済の危機時において、ドル安と円高が進行するのではないだろうか。現在がたまたま円高であるわけではなく、趨勢的にずっと円高であった。市場は、何か問題が起こると、円とスイス・フランに資金を逃避させる。フロート制へ移行して以来、40年間に経過したが、その間、基本的に世界最強の通貨は日本円であった。この40年間で、円は、ドルに対して5倍近く価値が上昇したわけであり、このように大幅に上昇した通貨は、無論、他にない。こうした事実と、米系2社の日米両国に対する格付け上の大きな格差について、両社の責任者から説明を聞いてみたいものである。

他方、1994年、中国人民銀行と中国国家経済貿易委員会の認可の下に設立された大公国際資信評価有限公司 (Dagong Global Credit Rating Co., Ltd.、本部=北京) は、2012年8月3日、米国債の格付けを、A+からAに1段階引き下げた。Aは上から6番目の格付けに当たる。この時の格下げ理由は、ドルが不安定であり、外国の投資家にとって、米国債を保有することのリスクは大きいということであった。外国の投資から見た視点は非常に重要で

<sup>19</sup> 例えば、EJR (本部=ミシガン州セイリン市) は、アメリカの格付けを、2011年7月と2012年4月の2回にわたって、1段階ずつ引下げ、現在、AA (上から3番目の水準) としている。

あり、米国債に対する格付けについては、筆者は、大公国際の方が米系2社よりも、遙かに真実に近いとみている。他方、日本は、英国、フランスとともに、AA-（ネガティブ）の評価となっている。大公国際の格付けについても、違和感を抱く部分も少なくないが、筆者の目には、全体としては、米系2社よりはむしろ妥当性が高いと見えるのである。

また、そもそも、信用格付けは、重要な国際的公共財であり、民間企業に任せておいてよいのかという問題もある。格付けシステムについては、パラダイム・シフトが必要と考えるが、具体的提案については、本稿の最終セクションで述べることにしたい。

### 3. アングロ＝サクソン・モデルの問題点

#### (1) 際立って高い危機発生頻度

また、経済モデルとの関連についてみると、アングロ＝サクソンの市場万能主義の国の方が、危機の発生頻度が高くなるのが歴史的にはっきりしている。西暦1800年から2008年までの209年間の銀行危機の発生件数は、米国15回、英国13回に対し、カナダ8回、日本・スウェーデン7回、オランダ・ノルウェー5回、ドイツ・スイス4回、オーストリア3回であった<sup>20</sup>。この209年間を通じたアメリカにおける銀行危機発生頻度は、実に平均13.9年に1回のペースである。これはいかにも高すぎる危機発生頻度である。このことだけでも、市場万能論的なアングロ＝サクソン型のモデルは、明らかに重大な欠陥を有していると言えるのではないだろうか。

2007年7月10日の米国サブ・プライム住宅ローン危機の表面化をきっかけとし、翌年の9月15日のリーマン・ブラザーズ危機によって深刻化したグローバル経済・金融危機は、ヨーロッパに飛び火し、同地ではいまだに危機が続いている。この米国発の危機は、実は、フロート制に移行して以来40年余りの間に米国で発生した第4回目の経済的バブルの崩壊なのである。1971年8月15日のニクソン・ショック以来、一方的にドルの金兌換を停止した米国は、国際収支ディシプリンを全く失い、経常収支の赤字拡大を無視して、常に自国の雇用最大化、すなわち高い経済成長を図ってきた。換言すれば、そうしたマクロ経済政策を背景に、米国民は自らの所得を上回る消費を続けてきた。その結果、当然のこととして、経済的バブルが膨れ上がり、やがてそれが破裂するという「バブル&バースト」を繰り返すこととなった。

高い成長率による輸入の拡大は経常収支を悪化させるので、バブルの拡大期には、必ず急激なドル安（円高・マルク高）が起こった。第1回目の急激な円高の波は、1977年初めから78年にかけてである。このとき、円相場は、1ドル＝300円から1978年10月末には176円にまで上昇した。第2の急激な円高の波は、プラザ合意後である。1985年9月22日のプラザ合意直前、円相場は1ドル＝240円であったが、1988年の正月には120円にまで上昇し、超円高となった。第3の急激な円高の波は、1990年代初頭から始まり、1990

<sup>20</sup> Reinhart & Rogoff [2009]、pp.348-392, Table A.4.1.

年4月に1ドル=160円であった円相場は、1995年4月19日<sup>21</sup>に、1ドル=79.75円のピーク（当時の史上最高値）に達した。第4回目の急激な円高の波は、米国サブ・プライム住宅ローン危機が顕在化した2007年7月から始まり現在も続いているとみられる。サブ・プライム危機が発生した当時は1ドル=123円であった円相場は、2011年10月31日には、1ドル=75.32円（オセアニア市場）の史上最高値に達した。

実は、これらと米国経済の「バブル&バースト」は概ね軌を一にしているのである。米国経済が過熱すると、当然のことながら輸入の増大によって経常収支赤字が拡大する。それを見て、米国政府は、米国の経常赤字の拡大は為替レートに問題があるとして、円高誘導の口先介入を行い、基本的にはその度ごとに、急激な円高が進行したのである。

筆者は、2004年3月から4月にかけて、時事通信社の『金融財政』誌（現『金融財政ビジネス』誌）に、4回にわたって、「米経済の〈大調整〉に今から備えよ—日本は20年前の失敗を繰り返すな」というタイトルの論文<sup>22</sup>を連載した。そこで主張したのは、当時の米国経済の状況は、1985年のプラザ合意直前の状態と同じように、バブルがかなり膨らんでおり、いずれ必ず崩壊するであろうということであった。プラザ合意の時は、結果として、わが国が米経済の調整コストのほとんどすべてを引き受けてしまったが、今回は、それを繰り返すことのないように備えるべきであるという主張である。2003年の米国の経常収支赤字の対GDP比は5.1%（当時の史上最大）に達しており、プラザ合意直前の1984年の3.5%（当時の史上最大）をすでに大きく上回っていた。

2004年初め、ブッシュ政権は、「大量破壊予算」（Budget of Mass Destruction, BMD）<sup>23</sup>とも呼ばれるような常軌を逸したような超拡大的な財政政策を採用していた。他方、アラングリーンスパン議長の下に、FRBは超低金利政策を取っており、実質金利はマイナスであった。すなわち、財政政策も金融政策の超拡大的なマクロ経済政策がとられていた。プラザ合意の場合には、その前の1980年代前半に、レーガン政権によってとられていた「財政政策と金融政策の異常な組み合わせ」が、米国経済のファンダメンタルズが良くなかったにもかかわらず、ドルの全面高を招いたわけであるが、2000年代前半においても、別の意味で常軌を逸した政策が、ブッシュ政権によってとられていたのである。筆者は、その論文で、米国経済のバブルが膨れ上がっており、時期は分からないが、いずれ必ず崩壊すると指摘した。また、当時、グリーンズパンFRB議長は、米国市場で神格化され、非常に高い評価を受けていたが、彼も、1980年代前半のポール・ウォルカー議長と同じように、バブルがはじければ、バブルを作った張本人として糾弾され、評価は地に落ちるのではないかと指摘した。実際には、2007年7月の表面化したサブ・プライム住宅ローン危機の表面化によってバブル崩壊が現出した<sup>24</sup>。なお、その間、米国の経常収支は年々悪化し、危機

<sup>21</sup> 同じ日に、ドイツ・マルクの対ドル・レートも、1ドル=1.3620マルクの史上最高値を記録した。

<sup>22</sup> 山下〔2004〕

<sup>23</sup> 『ニューヨーク・タイムズ』紙のコラムニストであるトマス・フリードマンが使った表現である。New York Times, Feb.1, 2004.

<sup>24</sup> 米サブ・プライム住宅ローンの崩壊後で、リーマン危機前の2008年6月、筆者は、『国際金融』誌に、

表面化の前年の 2006 年には、対 GDP 比で 6%以上の赤字（史上最大）を記録した。すなわち、2007 年に始まった危機は、フロート移行以来、米国経済にとって第 4 回目のバブル崩壊なのである。40 年間で 4 回の「バブル&バースト」はいかにも多すぎる<sup>25</sup>。国際社会は、極めて自己中心的でディシプリンを欠いたマクロ経済運営によって、世界経済に大きな災厄を及ぼし続けているアメリカを厳しく非難すべきである。

すなわち金とドルのリンクが外れたことによって、フロート制への移行後、国際収支ディシプリンを完全に失ったアメリカは、常に高い経済成長率と雇用の拡大を追求してきた。ブレトンウッズ期のケネディ政権の時代には、ホワイト・ハウスは、2 度<sup>26</sup>にわたって議会に「国際収支教書」を送るなど、米政権も国際収支に気を払ってきたわけであるが、今日の国際収支ディシプリンを失った米国の政策とは隔世の感がある。実際、ケネディ大統領は、当時、側近に対して、「私にとって怖いものが 2 つある。一つはソ連との間の核戦争の脅威であり、いま一つは米国の国際収支赤字の問題である」と語ったと言われる。フロート制への移行後、米国は、ほとんど常に、アクセルを目一杯踏み込み続けるようなマクロ経済政策をとってきた。そうした政策はバブルを生み出しいずれ挫折するが、その都度、急旋回して引き締め政策をとってきた。あたかもローラー・コースターのように大きな上下動を繰り返す金利政策が、それを如実に物語っている。ウィリアム・マーティン Jr.

(William Martin, Jr)<sup>27</sup>が、1970 年 2 月初めに退任して以降の FRB の政策は、基本的にずっとそのようなものであったのではないだろうか。その意味で、FRB は、マクロ経済調節といえるようなことは、実質的にはしていないのではないかと、というのが筆者の評価である。換言すれば、ほとんど常に、成長促進剤を経済に注ぎ続けてきただけではないだろうか、ということである。その結果、バブルの発生が繰り返されることになる。

市場万能論的な新自由主義の考え方は、当然のことながら、経済的バブルの発生を招きやすい。過熱した市場に接したとて、彼らは、「常に市場は賢い」と思い込んでしまうからである。かくして、アングロ=サクソン型モデルは、往々にして危機を招きやすい。歴史的に見ても、バブルを煽るようなことをしてきたのは、市場万能論の人たちである。1929 年 10 月 24 日（「暗黒の木曜日」）の直前に、最後までバブルを煽ったのは、学会ではマネタリストでイェール大学教授のアーヴィング・フィッシャー (Irving Fisher) であった<sup>28</sup>。

---

「アメリカの住宅バブル崩壊が意味するもの」というタイトルの論文を寄稿した。当時は、米国経済がリセッションに陥るか否か（すなわち 2 四半期連続でマイナス成長になるかどうか）ということが大方の焦点になっていたが、筆者は、これは単なる住宅バブルの崩壊ではなく、米国経済全体が大きなバブルなのであり、この経済全体のバブルがいずれ崩壊し、もっと遥かに大きな影響が出るであろうと指摘した。山下 [2008]。

<sup>25</sup> ちなみに、フロート制への移行を運命づけた 1971 年 8 月 15 日のニクソン・ショックの時もまた、米国経済のバブルを背景としたものであった。当時、1960 年代後半から米国経済はかなり過熱しており、その結果、国際収支が悪化していた。そうした背景があり、ドルと金の兌換停止に追い込まれたのである。

<sup>26</sup> ケネディ政権は、1961 年 2 月に、「金および国際収支教書」を、1963 年 7 月に、「国際収支教書」をそれぞれ議会に送った。

<sup>27</sup> 1951 年 4 月 2 日に、第 9 代目の FRB 議長に就任し、1970 年 2 月 1 日に退任した。在任期間は 19 年間近くに及び、これまでで最長である。

<sup>28</sup> ちなみに、経済界において大恐慌へと導いたバブル形成の最大の「戦犯」とされるのは、当時、ナショ

また、カナダ人のジョン・ガルブレイス (John K. Galbraith) ハーヴァード大学教授は、アメリカでは、バブルではないかと警告を発するような人は猛烈な批判を受けると述べている<sup>29</sup>。例えば、1929年の大恐慌直前には、銀行家のポール・ウォーバーグ (Paul Warburg)<sup>30</sup>や投資家のロジャー・バブソン (Roger Babson) などは、市場の行き過ぎを警告していたが、こうした人々は、社会から猛烈な批判を浴びた。また、ガルブレイス自身、1987年10月19日(月)のブラック・マンデーを予見し警告していたが、当時、多くの脅迫状を受け取ったと述べている。こうしたことは、日本やヨーロッパでは考えにくいことではないだろうか。こうしたアメリカ特有の風潮も、バブルが発生しやすい環境を形作っていると言えよう。

リーマン・ブラザーズ危機直後の2008年9月25日、ドイツのシュタインブリュック (Peer Steinbrueck) 財務相 (在任期間：2005年11月～2009年10月) は、BBCワールドのインタビュー番組で、「ドイツ政府はアジア通貨危機後のケルン・サミット (1999年) 以来、世界的な金融規制の強化に向けてイニシアティブをとろうとしてきたが、これまでは英米両国がいつも反対したため実現できなかった」として明確に両国を批判した。おそらくこれを意識してのことであろうが、その2日後の9月27日付けの英『ファイナンシャル・タイムズ』紙は、通常毎日2本の社説のところを、「自由市場を称賛して」と題する1本通しの長文の社説を掲載した。要するに、その社説で、「われわれは、それでも自由市場を信奉する」と宣言したのである。筆者は、以前から、FT紙はバブルの発生を煽っていると批判してきた。このように、ドイツ中心とするヨーロッパ大陸とイギリスの考え方はかなり異なる。

## (2) 実体経済から大幅に乖離した金融膨張

アングロ＝サクソンは、「金融は経済の頭脳だ」という考え方の下に、一流とされる大学院ビジネス・スクールで、学生を教育してきた。しかし、こうしたアングロ＝サクソンの金融偏重の極めてアグレッシブな考えが、そもそも大きな勘違いなのである。古くから言われてきたように、「金融は経済の血液」であって、本来、かなり受動的な業態である。金融機関それ自体が、人々に新しい価値やサービスを提供できるわけではない。人々に新しい価値やサービスを提供できる業態に、実体的な取引に沿って確実にファイナンスを付けるのが、本来の金融機関の役割である。「金融は経済の頭脳だ」という間違った考えの下に、高いレヴァレッジを効かせた取引が横行し、実体経済を離れて金融が過度に膨張してきた。

---

ナル・シティ銀行会長でニューヨーク連銀の理事を兼務していたチャールズ・ミッチェル (Charles E. Mitchell) である。なお、ナショナル・シティ銀行は、シティバンクの前身。

<sup>29</sup> ジョン・K. ガルブレイス [2008]

<sup>30</sup> ドイツ出身の銀行家で、JP モーガンやジョン・ロックフェラーとともに、ウッドロー・ウィルソン政権下の1913年12月23日に設立されたFRBの生みの親の一人である。初代FRB理事を務めるなど、当時、ニューヨークの金融界で最も尊敬されていた人物といわれる。

また、フロート制の問題点のところでも述べたように、金融派生商品の過度の発達も、金融膨張に拍車をかけた。実際に考案した人などごく一部しかスキームを良く理解できないような非常に複雑化した新金融商品は、果たしてどのような存在価値があるのでしょうか。これらを直接取引する一部の関係者には意味があるからこそ、取引されているのであろうが、国民経済全体にとって、あるいは世界経済全体にとって何か実質的な価値があるのでしょうか？おそらく、今この時点で、金融派生商品の新たな開発がストップしたとしても、国民経済的にも、世界経済全体としても、何の痛痒も感じないのではないだろうか。

もう一つ、近年、アングロ・サクソンの金融市場に関して明らかになったのは、公正性と透明性に大きな疑問が生じているということである。サブ・プライム住宅ローン危機やリーマン・ブラザーズ危機を通じて、ウォール街の金融慣行に非常に大きなモラルの欠如があったことは良く知られている。また、ロンドンでは、LIBOR (London Interbank Offered Rate) に関する大手銀行による不正が明らかとなった。LIBOR は、この何十年間にもわたって、国際金融取引の基盤として非常に広範に使われてきた極めて重要な指標であり、こうした指標の作成を巡って不正が行われていたとは、全く呆れるばかりである。ごく一握りの仲間内で、国際金融取引上最も重要な金融インフラを操作する様は、縁故主義 (cronyism) といわれても仕方がないであろう。アジア通貨危機後、英米から危機の背景として、アジアの資本主義の縁故主義が存在すると厳しく批判されたが、彼らの方がもっと大規模に、世界経済全体に悪影響を及ぼすような形の縁故主義が蔓延っていたということではないだろうか。

また、ニューヨークとワシントン DCの間では、従来から存在する「回転ドア」と呼ばれる人事慣行も非常に大きな問題である。「ウォール街－米財務省－国際機関」複合体とも呼ばれるものであり、一人の人物が、それらの機関を渡り歩き、その結果、機密情報などが漏出する、さらにはウォール街にとって都合の良い政策が、米財務省や国際機関で採用されやすいといったこともある。また、その輪に、ワシントン DC 所在のシンクタンクが加わり、いわゆる「ワシントン・コンセンサス」(The Washington Consensus) が形成された。これぞまさしく、縁故主義といわずして何といえようか。

ちなみに、回転ドアの人事で、最悪の例は、ロバート・ルービン (Robert Rubin) である。彼は、ゴールドマン・ザックスの共同会長からクリントン政権下でホワイト・ハウス入りし国家経済委員会 (NEC) 会長を務め、その後、1995年1月から1999年7月までは財務長官を務めた。そして、財務長官を退任後、直ちにシティコープの経営執行委員会会長に就任した。すなわち、「ウォール街 → ホワイト・ハウス → 米財務省 → ウォール街」という経歴、それもいずれもトップ・レベルの役職を歴任したわけである。このように、それだけで大きな不正を招きかねない人事は、日本や西ヨーロッパなどの他の成熟した民主主義の資本主義国では到底受け入れられないものであろう。筆者は、ここに、アメリカ的資本主義における縁故主義に対する甘さを見るのである。英米は、これまで、外国に対して、公正性とか透明性をやかましくいつてきたが、今や彼らがそれを問われているので

ある。

#### 4. 今後の世界経済ガバナンスに望まれる方向性

いま、世界は、歴史的岐路にある。明らかに多極化（あるいは無極化？）の時代に移ろうとしている。こうした中で、現在の世界経済ガバナンスは大きな問題を抱えており、解決すべき課題が少なくない。現状の世界経済システムは、うまく機能しているとは全く言い難い状況にある。とりわけ、経済危機を回避する、もしくは発生頻度を低下させるような世界経済システムの構築が求められている。日本やアジアは、これまで、世界経済システムを所与としてきたが、そのような必要はない。これからは、日本やアジアがどのような世界経済ガバナンスを望むのかという観点から発想し、新たな枠組みを提案していく必要がある。受動から能動への転換が必要とされる。

現在の世界経済に、危機が頻発するのは、基本的には国際通貨システムが不安定であることに加え、債権国のロジックに沿った運営がなされていないからである。債務国のロジックにしたがうと、節度を欠いたマクロ経済政策が横行することになるからである。国際通貨システムの中心通貨国が世界最大の純債務国であるということが、そもそもほとんど絶対矛盾と言わねばならない。加えて、市場万能論的なアングロ＝サクソン・モデルが支配的であることや、実体経済とかけ離れた金融膨張も事態の悪化に拍車をかけた。

まず、国際通貨システムの変革についてみる。第2次世界戦後、ブレトンウッズ会議を主導した当時の米国財務長官のヘンリー・モーゲンソーらの持っていた問題意識は、実は今日のわれわれとかなり似通っていた。当時、ウォール街やロンドンなどの金融市場の機能不全が1930年代の大恐慌を招いたとして、国際金融界に強い不信感を抱いていた。大恐慌の結果、国際通貨システムが不安定となったため、戦後は、安定したシステムを作らなければならないという強い信念を持っていた。いままた、戦後と同様に、国際通貨システム変革の時が来た。現行のフロート制を改革するというよりも、全面的に変革すべきである。すなわち、ドル、ユーロ、アジア通貨の3極通貨の固定為替相場制を目指すべきである。この点について、具体的は、別の論文<sup>31</sup>で詳しく述べているので、本稿ではこれは以上立ち入らないが、固定相場制にすれば、基本的に債権国のロジックに沿った「赤字国責任論」が貫かれた世界となる。

第2次世界大戦後の世界経済秩序作りを議論したブレトンウッズ会議では、当時赤字国であったイギリスを代表するJ.M.ケインズ（当時・英国財務省顧問）は黒字国責任論を主張したのに対し、自国が黒字であったアメリカを代表するハリー・D.ホワイト（米財務省顧問）は赤字国責任論を主張した。ブレトンウッズ体制は、幸いホワイトの意見が採用され、赤字国責任論が貫かれる世界となった。すなわち、国際通貨体制は、本来、黒字国の立場、すなわち債権国の立場を反映したシステムにしなければ、決してうまく機能しない

<sup>31</sup> 山下 [2010]、山下 [2012b]、Yamashita [2010b]

ということである。これが、ブレトンウッズ会議における「ケインズ＝ホワイト論争」の最も重要な教訓である。

日本企業は、長年にわたり円高によって極めて深刻な悪影響を受けてきたわけであり、現行フロート制に強い異議を唱えるべきである。ブレトンウッズ体制の最大の受益者は、日本、次いでドイツであったが、現行フロート制の最大の犠牲者は、明らかに日本である。現行フロート制の下においては、有効な円高対策などは存在しない。現行国際通貨システムそのものの変革を求める以外に有効な解決策はない。他方、日本は 1991 年以来 21 年間連続して世界最大の純債権国であり続けているわけであり、わが国こそが、国際通貨システムの変革を主導する最大の資格を有していると言える。すなわち、日本は、最大の有資格者であると同時に、現行システムの下において最も困っている国に他ならない。日本は、ドイツを中心とするヨーロッパやアジアと協力して、国際通貨システムの変革にリーダーシップを取るべきである。その意味で、次の国際通貨システム改革は、日本次第といえるのである。

世界経済に危機が起こったとき、何か解決策を講じられるのは、結局のところ債権国以外にない。ヨーロッパの危機では、ドイツが鍵であるし、アジアの危機では日本と中国である。また、世界経済全体の危機については、現在の世界の 3 大純債権国である日本、ドイツ、中国が鍵となるであろう。アメリカは、すでにこの 20～30 年間、世界経済危機の解決にほとんどリーダーシップを発揮できていない。1980 年代の累積債務問題に関する「ブレイディ構想」（1989 年 3 月）は、解決に向けて効果があったが、あれは、実は、その 6 カ月前に、G7 トロント・サミットで提案されたがその時は合意を得られることのなかった「宮沢構想」（1988 年 9 月）の焼き直しに過ぎない。宮沢構想がなぜ画期的であったかという点、当時の南米諸国を中心とした累積債務問題の本質を、「支払不能」（insolvency）と判定したことにある。アメリカは、1985 年 9 月、累積債務問題に関する「ベイカー構想」を出してきたが、それは、問題の本質を一時的な「流動性不足」と判定し、債権銀行に対し、さらなるニュー・マネー（追い貸し）の供給を求めている。しかしながら、「ベイカー構想」は、要因分析を間違えていたため、全く機能しなかった。それに対して、「宮沢構想」は、正しい要因分析の下に、金利の減免など債権銀行の痛みをともなう解決策を提案したのである。1994 年 12 月に表面化のメキシコ・ペソ危機においては、確かにアメリカは素早く支援策をまとめるのに大きく貢献したが、それは自国経済との関連性が極めて強く、米銀の同国向けエクスポージャーが非常に大きかったためであろう。米国は、今日の欧州連続複合危機の要因を作ったが、これまで、解決に向けて特に大きな貢献はしていない。今後も、資金供与という意味だけでなく、良いアイデアの提案もできないのではないだろうか。

それに対して、日本は、アジア通貨危機後の 1998 年 10 月、「新宮沢構想」で 300 億ドルの金融支援を表明し、これがアジア通貨危機の収束に大きく貢献した。また、今次の欧州危機に対しても、いち早く 2009 年 2 月に IMF に対する 1,000 億ドルの融資枠供与を表

明したのに加え、2012年4月には、さらに600億ドルの追加支援をIMFに約束した。この四半世紀の間で、世界経済の問題解決に向けて日本ほど貢献している国はほかにないのではないだろうか。わが国は、世界第3位の純債権国であるドイツ、第2位の純債権国である中国<sup>32</sup>とともに、債権国のロジックに基づいた国際通貨金融システムを含めた世界経済ガバナンスの改革に向けてリーダーシップを発揮していくべきである（図表4参照）。中国は、ノウハウという点でも、意識の点でもまだ不十分であり、基本的には、日独両国がリーダーシップを取ることが、世界経済の安定的かつ健全な発展に資することになるであろう。

次に重要なポイントは、政策目標としての経常収支である。長年、フロート神話が罷り通る中で、経常収支不均衡の調整については、大きな政策目標から外れてしまっていた。しかし、結局のところ、経常収支が極めて重要なマクロ経済指標であることが、近年、改めて明らかになったと言えよう。欧州危機の解決策のところで提案したように、経常収支の対GDP比にキャッピングをかけるとすれば、世界のすべての国にとって、危機回避の点で大いに役に立つであろう。各国政府だけでなく、各国中央銀行にも、経常収支を健全な範囲に収めることを、政策目標の一つにしてもらいたいものである。とりわけ、米国FRBには、是非とも取り入れてもらいたいものである。米FRBの政策目標は、インフレと経済成長であるが、近年はインフレ懸念が余りないので、政策上のブレーキを実質的には欠いた状況になっている。その結果、「ストップ&ゴー」ではなく、ほとんど常にアクセルを床まで思いっきり踏み続けるような「ゴー・ゴー&クラッシュ」のような政策になってしまっている。その結果、米国発の危機が頻発し、世界経済に甚大な悪影響をもたらす。

国際社会は、アメリカに対して、2007-2008年の危機後のバランス・シート調整をしっかりと実施することを求めるべきである。いま、アメリカは、成長を目指すときではない。米国経済は、リーマン危機の影響で、2008年第3四半期から4四半期連続してマイナス成長に陥った後、2009年の第3四半期から2012年第2四半期まで、12四半期連続してプラス成長であり、その間の平均成長率は年率で2.3%であった。米国経済は、官民ともに非常に大きなバランス・シート調整、すなわち米国民の生活水準の引き下げを必要としているはずであるが、そもそもこのようになり順調なプラス成長を続けながら、それを実現するなどということは不可能である。しかも、成長の中身がさらに問題である。米国の個人消費も、2009年第3四半期から12四半期連続してプラス成長であり、その間の平均成長率は年率2.1%であった。米国発の危機が頻発してきたのは、究極的には米国民が身の丈以上の生活を続けてきたことにあるが、このように相も変わらず、個人消費主導の成長路線を走っているようでは、家計部門のバランス・シート調整は全く進んでいないどころか、より悪化しているはずである。すなわち、いま米国で起こっていることは、FRBの超緩和的な金融政策の下で、また新たな経済的バブルの形成過程に入ってしまったということではないだろうか。

---

<sup>32</sup> 2012年9月から、領土問題を背景に、日中関係が極端に悪化しており、その点は大いに懸念される。

2007-2008年グローバル危機の発生源となることによって、アメリカは世界経済全体に甚大な悪影響を与えたが、彼らがそれを反省している気配はほとんどないようである。国際社会の対米批判が、依然として甚だ不十分であることもよろしくない。国際社会は、世界的経済危機頻発の発生源となっているアメリカをしっかりと批判しておかなければ、今後の危機発生頻度を引き下げることにはできない。国際社会には、依然、米国経済の景気回復を期待する声強いが、今はそのような場合ではない。アメリカの経常収支は、1977年に赤字になったが、それ以降、35年間ずっと赤字を続けている。すなわち、この間、米国民は自らの所得を上回る消費を続けてきたということである。米国は、非常に長い期間にわたって、無理に無理を重ね、背伸びし、高成長を目指し続けてきてしまった。率直に言えば、結局のところ、いま米国に必要とされているのは、国民の生活水準を引き下げることである。それが、米国経済にとって、唯一の健全な出口である。高失業はどうするのかということであるが、その点については、格差の縮小を図るような分配政策を取ることが求められていると言えよう。その意味で、「反ウォール街運動」を取り込んで、政治プロセスに結び付けるような政治勢力が出てくることが望まれよう。草の根運動として始まったティーパーティー（茶会党）運動の主張は、共和党の政策綱領にも取り入れられるなど、政治プロセスに乗せられたが、彼らの主張は時代に逆行しており、米国経済の問題解決には決してつながらないであろう。彼らの主張を実践したとすれば、米国内の格差はさらに一段と拡大することになるだろう。一般に、危機の結果として、格差が拡大することは広く知られているが、シカゴ大学のラグラム・ラジャン教授によれば、今次の危機では、米国内の大きな社会的格差が危機発生の要因の一つでもあるということである<sup>33</sup>。

すでに述べたように、経済モデルとしては、新自由主義的なアングロ＝サクソン・モデルではなく、基本的には、より政府の役割を重視したドイツや日本のモデルの方が、危機発生頻度は遥かに低く抑えられることは、200年以上にわたる長い歴史が証明している。新自由主義（neoliberalism）が経済的な格差を拡大させる傾向があることは否定できない。いま、世界的に、社会的な格差の縮小が、問題解決の一つの大きなポイントになっている。

行き過ぎた金融膨張を防ぎ、経済実体と実体的な取引に沿った金融に戻すことも極めて重要である。すなわち、一言で言えば、「金融の本来の姿に戻れ」（“Go back to the basics.”）ということである。高いレヴァレッジを効かせるのではなく、あくまでも、取引実態に沿って金融を付けるという姿勢が肝心である。その意味で、通常の金融（conventional finance）とは別に、常に取引実体を踏まえた金融であるイスラーム金融<sup>34</sup>についても、アルターナティブとして有効に活用していくべきであろう。

金融派生商品については、先にも述べたように、全く自由にするとすれば、どうしても各国の金融監督当局の手に負えないものになってしまう。それではどうすべきなのか？新

<sup>30</sup> Raghuram Rajan [2010]

<sup>34</sup> シャリヤ法に基づくイスラーム金融は、全体としてすでに1兆ドルの規模に達したとみられている。特にイスラーム債券（スクーク）が発達しており、そのうち60%はマレーシアで発行されている。同国は、中銀であるバンク・ネガラ・マレーシア（BNM）を中心に、イスラーム金融に熱心に取り組んでいる。

金融商品の開発それ自体を規制するしかないのではないだろうか。新金融商品は、無論、取引の当事者にとっては、それなりのメリットがあるのであろう。しかし、問題は、国民経済全体にとって、したがって、世界経済全体にとって、経済的福祉の増大に貢献しているかどうかである。その点に関する筆者の答は「ノー」である。リーマン・ブラザーズの破綻前の自己資本比率は、2桁台であり、かなり高い水準であった。危機防止にとっての最重要のポイントは、自己資本比率規制ではなく、むしろ新金融商品の開発に歯止めをかけることである。今日、過度の証券化によって複雑になりすぎてしまったが、実は、歴史的にも、大きな経済的バブルの形成には、必ずある種の新金融商品が関与してきた。それは、18世紀前半、フランスを舞台にした「ミシシッピー・バブル」<sup>35</sup>以来のことであり、1929年の米国大恐慌もまたある種の新金融商品が関与していたことが知られている。

国際的な資本移動についても、ある程度規制する必要がある。アジア通貨危機後、マレーシアのマハティール (Mahathir bin Mohamad) 首相とヘッジファンドのジョージ・ソロス (George Soros) の間で、資本規制を巡って論争が戦わされたが、何年か前から、ソロスの主張は、ほとんど資本規制派のマハティールのそれに収斂してきている。今では、ソロスの主張は、まるでマハティールのそれのようである。「マハティール=ソロス論争」は、完全にマハティールの勝利に終わったとみてよいであろう。これはまた、アジア危機直後の「マレーシア=IMF 論争」が、マレーシアの勝利に終わったことを意味する。従来、IMF は資本規制の意義を認めていなかったが、2011年2月、IMF スタッフは、各国が資本規制をする際の政策枠組みについてまとめたペーパー<sup>36</sup>を出した。これは、IMF がこれまでの新自由主義を改める方向に行くかどうかということで注目されている。いずれにしても、世界的な傾向として、ある程度の資本規制はむしろ必要だという方向になってきていると言えよう。この点についても、日独のリーダーシップが期待される。

ヨーロッパ大陸諸国では、いわゆるトービン税 (Tobin tax) の導入に前向きな国が多いが、これについては、税率が0.01%~0.1%と低く抑えられる見込みであり、資本移動を規制する効果は限られるであろうが、将来、金融機関に対する資本注入が必要になった際の原資を確保しておくという点に意味があるのではないだろうか。現時点では、欧米諸国は、二度と、税金を民間金融機関の救済に使わないと宣言している国が多いが、大手金融機関が完全に破綻すれば実体経済に対する影響が極めて大きいことから、いざとなれば現実には資本注入しないわけにはいかないであろう。その時のために、国際的な資本移動にトービン税をかけ、将来の民間金融機関救済のための原資として取っておくことは有意義であろう。すなわち、将来の資本注入は、税金ではなく、金融機関が自分たちで予め積立ておき、いざという時、すなわち、いわば「将来の銀行危機の引当金」として、公的機関がプールしておくということである。EU の実際の動きとしては、2011 欧州委員会が、EU 全域で金融取引税 (financial transaction tax, FTT) を導入する EU 指令を提案し、その後、政

<sup>35</sup> 当時のフランス社会に大きな影響を及ぼしたミシシッピー・バブルの崩壊は、1720年。詳しくは、山下 [2010]、pp.12-18 を参照。

<sup>36</sup> IMF [2011]

府間で協議されてきた。2012年10月9日、ルクセンブルクで開催されたEU財務相理事会（ECOFIN Council）で、11カ国<sup>37</sup>がFTTの導入に賛成した。EUでは、EU条約（The Treaty on European Union, TEU）の規定である”the enhanced cooperation”（TEU20条(2)）により、9カ国以上が賛成すれば制度などを先行できるので、これで、遂にFTT実施の道が開けたことになる。

米国SECの公認格付け機関（NRSRO）を中心とした現行の格付けシステムは、所詮、債務国の発想に基づいたものにすぎず、真の意味で、投資家に対する公平かつ有効な国際公共財を提供しえない。また、信用格付けは、国際的公共財であることから、そもそも、民間企業に任せるべきではない。投資家から会員を募り、投資家が購読料を支払うビジネス・モデル（investor-pays-model）ができれば良いが、おそらく大規模に業務を展開するには採算面で無理があろう。したがって、債権国が集まって、公的な国際格付け機関を設立すべきである。今日、米英系の大手格付け機関3社に対する不満は、ヨーロッパ大陸やアジアを中心としてかなり根強いものがある。わが国が、ドイツ、フランス、中国などとともに、公的な国際格付け機関を設立し、すべての投資家に公平かつ適切な格付けを提供できるとすれば非常に有意義であり、国際社会に大いに喜ばれることになる。

---

<sup>37</sup> 11カ国とは、独、仏、ベルギー、伊、スペイン、オーストリア、ポルトガル、ギリシャ、スロヴェニア、スロヴァキア、エストニアである。他方、イギリス、オランダ、ルクセンブルクなどの金融立国は、まだ反対している。The Council of EU [2012]。

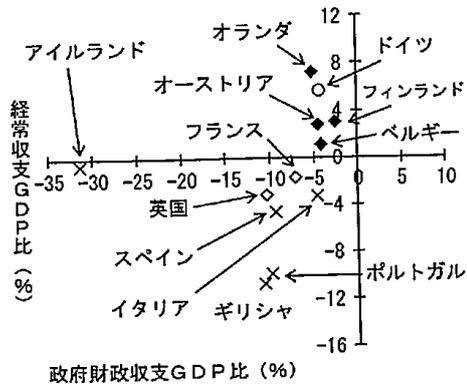
〔図表 1〕

## ギリシャ、ポルトガルの経常収支の推移（対 GDP）

	<u>ギリシャ</u>	<u>ポルトガル</u>
1989 年	-3.44%	0.26%
1990	-3.84	-0.23
1991	-1.58	-0.81
1992	-1.95	-0.17
1993	-0.73	0.25
1994	-0.13	-2.24
1995	-2.22	-0.11
1996	-3.34	-3.96
1997	-3.65	-5.80
1998	-2.75	-7.16
1999	-5.29	-8.69
2000	-7.70	-10.34
2001	-7.17	-10.32
2002	-6.48	-8.23
2003	-6.57	-6.43
2004	-5.85	-8.33
2005	-7.37	-10.32
2006	-11.24	-10.69
2007	-14.36	-10.10
2008	-14.69	-12.64
2009	-10.99	-10.92
2010	-9.98	-9.98
2011	-9.80	-6.40
1989-1998（平均）	-2.36	-2.00
1999-2008（平均）	-8.67	-9.61

注) ユーロの誕生は、1999年1月1日であるが、ポルトガルは同日に、ギリシャは、2001年1月1日に、ユーロに参加した。

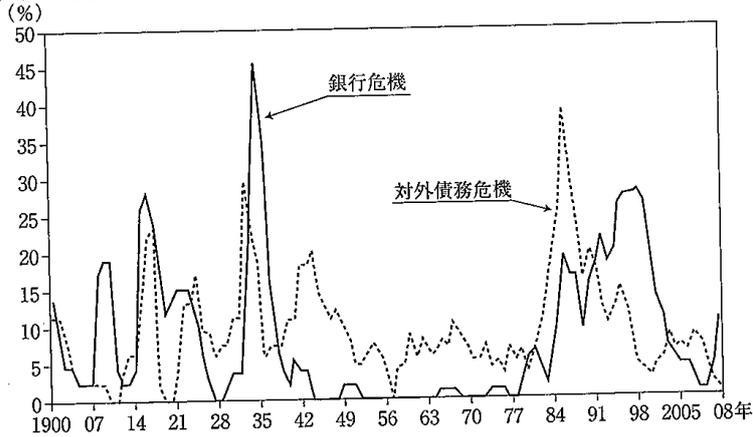
図表 2. 財政収支と経常収支 (2010年)



出所) 内閣府, 『世界経済の潮流 2011年Ⅱ』, 2011年12月

図表 3 世界における対外債務危機と銀行危機の発生頻度 (1900~2008年)

(危機に陥った国の比率)



(出所) Reinhart and Rogoff [2009], p.74, Figure 5.3.

図表 4 主要国の対外純資産

			(対GDP比)
日本	253兆100億円	(2011年末)	54.0%
中国	137兆9,297億円	(2011年末)	24.0%
ドイツ	93兆8,947億円	(2011年末)	36.4%
スイス	73兆2,205億円	(2011年末)	156.9%
香港	54兆6,137億円	(2011年末)	288.1%
ロシア	1兆2,771億円	(2010年末)	1.0%
カナダ	▲16兆2,215億円	(2011年末)	▲12.4%
フランス	▲22兆2,302億円	(2010年末)	▲10.6%
英国	▲24兆2,616億円	(2011年末)	▲13.4%
イタリア	▲34兆6,424億円	(2011年末)	▲21.8%
アメリカ合衆国	▲201兆2,548億円	(2010年末)	▲17.0%

(注) 1. 日本以外の計数については、各年末のIFSレートにて円換算した。  
 2. 一部中東諸国等については計数が公表されていない。

(出所) 日本：財務省資料  
 その他：IMF「International Financial Statistics (IFS)」他

## 参考文献

- ・ガルブレイス、ジョン・K. [2008]、『新版 バブルの物語—人々はなぜ〈熱狂〉を繰り返すのか』、鈴木哲太郎・訳、ダイヤモンド社、2008年12月、(原典: John Kenneth Galbraith, *A Short History of Financial Euphoria*, Penguin Books, 1990)
- ・(独) 日本貿易保険 (NEXI) (編)、「債権国会合 (パリクラブ)」、<http://nexi.go.jp>
- ・山下英次 [2000]、「新興市場国危機の予防策—経常収支の赤字に上限規制を」、『国際金融』、外国為替貿易研究会、第1039号、2000年2月1日
- ・山下英次 [2002]、『ヨーロッパ通貨統合—その成り立ちとアジアへのレッスン』、勁草書房、2002年7月
- ・山下英次 [2004]、「米経済の〈大調整〉に今から備えよ (上) (中) (下) (最終回)」、『金融財政』、第9568、第9571、第9576、第9579の各号 (4回連載)、時事通信社、2004年3月11日、3月25日、4月12日、4月26日
- ・山下英次 [2007]、「欧州憲法条約における経済ガバナンス問題と将来課題 (上) (下)」、『貿易と関税』第55巻第4号 (通巻第649号) 及び第5号 (通巻第650号)、(財) 日本関税協会、2007年4月及び5月
- ・山下英次 [2008]、「アメリカの住宅バブル崩壊が意味するもの」、『国際金融』、通巻11189号、外国為替貿易研究会、2008年6月1日
- ・山下英次 [2010]、『国際通貨システムの体制転換—変動相場制批判再論』、東洋経済新報社、2010年9月
- ・山下英次 [2011a]、「格付けシステムのパラダイム・シフト (上) (下)」、『金融財政ビジネス』、第10193号および10197号、時事通信社、2011年9月22日および10月17日
- ・山下英次 [2011b]、「世界を不安定にする変動相場制から脱却する方法」、『週刊エコノミスト臨時増刊』、第89巻51号 (通巻4200号)、毎日新聞社、2011年11月14日
- ・山下英次 [2012a]、「欧州連続複合危機—その背景、課題、そして解決策を通じた新しい資本主義モデルの方向性」、『第57回慶應EU研究会における報告』、mimeo、2012年4月28日
- ・山下英次 [2012b]、「国際通貨システム変革のとき—フロート神話が招く世界経済危機の繰り返し (上) (中) (下)」、『新国策』第79巻第4号、5号、6号 (通巻1682~84号)、(財) 国策研究会、2012年4月、5月、6月
- ・山下英次 [2012c]、「TPPは賢い選択とは言えない—世界経済の潮流変化とアジア地域統合の観点から」、『国際金融』通巻第1238号、(財) 外国為替貿易研究会、2012年7月1日
- ・The Council of the EU [2005]、'Improving the Implementation of the Stability and Growth Pact', Annex II, in 'European Council Conclusions', March 22-23, 2005

- The Council of the EU [2011], 'European Council 24/25 March 2011 Conclusions' including the agreement on "the Euro Plus Pact", EUCO 10/1/11 REV1 CO EUR6 CONCL3, April 20, 2011
- The Council of EU [2012], 'Press Release 3189<sup>th</sup> Council Meeting Economic and financial Affairs, PRESSE 411, PR CO 51, in Luxembourg, Oct. 9, 2012
- The de Larosiere Report [2009] , *The High Level Group on Financial Supervision in the EU*, in Brussels, 25 February 2009
- European Commission [2011a], 'Green Paper on the Feasibility of Introducing Stability Bonds', COM (2011) 818 final, in Brussels, Nov. 23, 2011
- The European Commission [2011b], 'EU Economic Governance: "Six-Pack" Enter into Force', Press Release MEMO/11/898, Dec.12, 2011
- The European Commission [2012a], 'Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances', *European Economy*, Occasional Paper 92, Feb. 2012
- The European Commission [2012b], 'Alert Mechanism Report', *Report from the Commission*, COM (2012) 68 final, in Brussels, Feb. 14, 2012
- The European Commission [2012c], 'Treaty on Stability, Coordination, and Governance in the Economic and Monetary Union' ('TSCG', the so-called 'the Fiscal Treaty'), Mar.2, 2012
- Financial Services Authority [2009] , "The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis", FSA, in London, March 2009
- Financial Stability Forum [2008] , "Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience", in Basle, 7 April 2008
- Financial Stability Forum [2009] , "Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience: Update on Implementation", in Basle, 2 April 2009
- Fischer, Joschka [2000] , "From Confederacy to Federation: Thoughts on Finality of European Integration", Speech at the Humboldt University, in Berlin, May 12, 2000
- Gros, Daniel [2012] , 'Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Symptom or Cause of the Crisis?', *CEPS Policy Brief*, No. 266, in Brussels, 22 June 2012
- International Monetary Fund [2011], *Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross-cutting Themes and Possible Policy Framework*, Feb. 14, 2011
- Lewis, Michael [2011], *The Big Short: Inside the Doomsday Machine, with a new afterword*, W. W. Norton & Company in NY, Feb. 2011
- Rajan, Raghuram G. [2010], *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press, in New Jersey, US, 2010
- Reinhart, Carmen N. and Kenneth S. Rogoff [2009] , *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, in Princeton, New Jersey, US, 2009

- Sinn, Hans-Werner (ed.) [2012]、'The European Balance of Payments Crisis', Special Issue of CESifo Forum, Vol.13, the IFO Institute, in Munich, Jan. 2012
- Strauss-Kahn, Dominique [2004] , "Building a Political Europe: 50 Proposals for Tomorrow's Europe", The Round Table 'A Sustainable Project for Tomorrow's Europe' Formed on the Initiative of the President of the European Commission (Reporter: Olivier Ferrand), April 2004
- Volcker, Paul [2008] , Proceedings of the 395th Meeting of the 101st Year, Containing the Guest Speaker Paul Volcker's Speech and Questions & Answers at Economic Club of New York, 8 April 2008
- Wolf, Martin [2012]、'Why the Bundesbank Is Wrong', *Financial Times*, in London, April 11, 2012
- Yamashita Eiji [1999]、'Balance of Payments Discipline Really Matters: The Most Important Lesson for Emerging Market Economies from the Japanese Experience between the Beginning of 1950s and the Early 1960s', *Economic Review*, Vol.34, No.2, Faculty of Economics, Osaka City University, March 1999
- Yamashita, Eiji [2005]、'The Issue of Economic Governance in the European Constitutional Treaty and Its Future Agenda : Primarily in View of International Monetary Policy of the Euro Area', 『経済学雑誌』第 106 卷第 1 号、大阪市立大学経済学会、2005 年 6 月
- Yamashita, Eiji [2010a]、'Contestable Key Currencies System (CKCS): A Regime Transformation Is Needed for Global Monetary System', presented at the Joint Conference, *Regionalism and Reform of the Global Monetary & Financial System: What Role for Europe and Asia?*, mimeo, Co-organised by Directorate General of Economic and Financial Affairs (DG Ecfm) of the European Commission, Asian Development Bank Institute (ADBI) and European Institute for Asian Studies (EIAS), mimeo, in Brussels, Belgium, 4 February 2010
- Yamashita, Eiji [2010b]、'A proposal for the International Monetary Transformation from Creditors' View Point', mimeo, Presented at the Japan-China International Financial Seminar Organised by ADBI, mimeo, in Tokyo, on 12 November 2010
- Yamashita, Eiji [2011]、'The Comparison of Policy Responses to the Financial Crisis between the EU post-2008 and Japan in 1990s' (Chapter 10), in Finn Laursen (ed.) *The EU and Federalism: Politics and Policies Compared*, Ashgate, in Farnham, Surrey in UK, Jan. 2011