

「グローバル資本主義の来し方・行く末―“ナラティブ”と政策対応から見る危機と転機」

日本国際経済学会関東支部 新春シンポジウム
2022年1月8日
櫻井公人

はじめに

- ・2022年以降の世界経済の展望が課題。
- ・グローバル資本主義の危機と転機を探ることで、「来し方・行く末」を論じたい。
- ・本稿ではこの課題を2つの観点から見る。まず、ある政策対応が次の危機に波及して自国の過去の政策がその後に波及する「**タテの（時間的）影響**」と、他国の政策に波及する「**ヨコの（空間的）影響**」という、危機への政策対応、弥縫策の連鎖的影響。次いで、市場が動かされ大衆が動員されて政策が正当化される際の「信念」としての「**ナラティブ**」である。

I 政策のタテ・ヨコの連鎖とナラティブ

1.1 ナラティブ

・R.シラーの2017年米国経済学会での会長講演“Narrative Economics”。大規模な経済事象における世間の「信念」が「**ナラティブ**」。市場を動かし、政策を正当化する。かつて「市場の気分」や「アニマルスピリット」などとも表現されてきたものにも関わる。シラーは、経済変動の要因となり企業や家計の支出行動に与えるといった関連も追及したいようだ。

・白川 [2018] は、シラーの**ナラティブ**を政策対応の説明に援用。「それ以上に経済政策論議においてその影響は最も大きい」（白川 [2018], 336 ページ）。2000年代についての**ナラティブ**として、「**デフレ脱却**」「**デフレは貨幣的現象**」など。「**ナラティブ**に影響されて『時代の空気』ができると、それに反した経済政策を行うことは次第に難しくなる」（690 ページ）。また、「**ナラティブ**はわかりやすいものでなければならない。その点で、犯人はお金の供給増加に慎重な日本銀行であるという、貨幣数量説にたった説明はわかりやすい」（336 ページ）。本稿でも、政策対応の説明のために**ナラティブ**という用語を用いる。

・破裂すれば経済危機となるバブルの形成について、バブルの中心には①**過大な信用拡張**がある。だが、その**信用拡張**を過大と思わせないほど強固な社会的信念体系も、政策に影響する典型的な「**ナラティブ**」である。これをシラーの用法に追加し、むしろこちらを重視したい（R.シラー [2017] [2021] 『**ナラティブ**経済学』）。

・たとえば、日本バブル形成についての**ナラティブ**は、「**土地神話**」や「**日本型経営（資本主義）礼賛論**」。サブプライム危機では「**住宅神話**」。1920年代と90年代には“new era”と「**テクノロジー**」。東アジア通貨危機では、「**東アジアの奇跡**」（成長期待）。ユーロ導入期に、制度的欠陥によるバブルでなく、ユーロ導入の成果と見られた（**ユーロ・ユーフォリア**）。

・また、「これはバブルである」という警告は無視されがちである。**ナラティブ**の勢いに押し返され、バブル崩壊までは証明されないからとウソつきにされるからである。これを本稿では、「**オオカミ少年効果**」によって封じ込めらる、跳ね返されると論ずることにする。

・以下では、上記2つの観点から、アメリカ、日本、EU、そして中国の転機・危機形成とその政策対応、影響関係を考察し、政策対応に見られる「**国家の再登場**」などもふまえて、グローバル資本主義の今後を展望したい。

1.2 危機対応政策の時間的影響と国際的影響

政策当局は、転機と危機に対して、事前にも事後にも政策対応を行う。その例を見よう。1980年代の累積債務危機は、グローバル危機を形成するパーツと構図を単純かつ鮮明に表現。**タテの時間的影響とヨコの国際的影響**の「ひな型」を、その後の進行国問題／国際金融危機の原型として確認しよう。危機を起こしたのはメキシコだが、大きな要因はアメリカの金融政策変更。危機は中南米に波及したが、中東欧でも発生しており、アフリカ諸国でも類似の状況が出現した。政策対応・予防策の模索が**教訓**となっているかどうか。それは21世紀グローバル金融危機にも影響した。ギリシャ危機などと対比して考えるのもよいだろう。

例) 1982 メキシコ債務危機における危機要因と、タテ・ヨコへの波及と影響

- ① **ナラティブ**は「**産油国**」(原油価格への上昇予想と「**成長期待**」) →
- ② 70年代の一次産品・原油価格高騰から80年代の低迷・下落へ(cf. NYMEX83 原油先物)
- ③ アメリカの政策転換 79 ヴォルカーショック(高金利) cf. 81 ミッテランショック
変動金利・外貨建て債務 → **国際マネーフローの逆転**(83 アメリカの純債務国化)
- ④ 資本逃避(capital flight)(元利返済>新規融資)
- ⑤ 欧州系銀行の81 ポーランド融資 vs 米日系銀行の中南米融資 → 協調対応できず
- ⑥ **証券化**(debt equity swap)と転売→「銀行の終焉」投資銀行化, サブプライム危機
- ⑦ 米銀への**自己資本比率規制**の導入 → 事前的規制, ブルーデンス規制へ
- ⑧ ソブリン debt・ソブリン債問題の伝染(contagion)
81年ポーランド, ルーマニア, 83 ブラジル, チリ, ベネズエラ+アフリカ諸国
- ⑧ IMF(援助機関化)コンディショナリティ+パリクラブ(ワシントン・コンセンサス=**緊縮財政 vs ニュー・マネー**)元本削減・金利減免+ブレイディ債
- ⑨ 「**失われた10年**(lost decade)」→ 日本バブル崩壊後の**ナラティブ**へ

II アメリカ

2.1 1985 プラザ合意(未然に防がれた「アメリカ通貨危機」)

高金利・ドル高の中で経常赤字の拡大などがあり、ドル暴落の懸念さえある中、軟着陸が目指された。**ナラティブ**は「**政策協調**」。アメリカは他国に「**協調**」を要請(強要)できた(日本バブルへの**ヨコの影響**)。日本の政策当局は、「(外圧)に屈したと酷評されることなく」自らの行動を正当化できた。ただし、自ら「**協調**」を強調したことで、日米金利格差維持(と円高対策)のための低金利政策から脱却しにくくなった(日本バブルへの**タテの影響**)。

2.2 マエストロ?・グリーンスパン・マジック?

・グリーンスパンによる1994年利上げ(バブル解消を自賛)。(→1994メキシコ通貨危機への**ヨコの影響**。**ナラティブ**は「**新興国**」「**NAFTA加盟**」「**成長期待**」)。したがって、この

時点では、事前的対応が可能と主張していたことになる。→IT バブル、サブプライム危機への影響。1996.12「根拠なき熱狂」、1997.7 “new era economy” (90s IT バブルの典型的ナラティブ), cf. 1920s の「テクノロジー (ラジオ/RCA 株)」と“new era”. IT と生産性論争, 2002.8「バブルは崩壊して初めてわかる」、2005「バブルでなくフロス」、2006.10「事後処理に集中」、2007 を回顧、金融リスクと市場の歪みに気づいていたが「住宅所有者の拡大による利益が大きい」。2008.9,10 議会証言。FED ビューの形成。

2.3 サブプライム危機

- ・中心にある**信用拡張**は、影の銀行による証券化（転売）とオフバランス化。
- ・ナラティブは「住宅神話」。
- ・**信用拡張**を支えたのは [①格付け会社, ②金融工学, ③CDS]。危機の予防・緩和に資すると想定されたが、実際にはバブルとそのナラティブを支えた。
- ・背景として, ①(東アジア通貨危機・ヨコの影響→) 東アジアの外貨準備蓄積と資金流入, ②バーゼル規制回避 (→影の銀行による証券化, 転売とオフバランス化), 大手を信頼したバーゼルII 内部管理モデル。③SEC による 1994 Net Capital Rule (レバレッジ規制) 緩和。

2.4 政策対応と巨大アンクルサム (国家の再登場)

- AIG の救済 (年末にリゾート地で豪勢な会合, 翌年数億円の退職金), 投資銀行の普通銀行転換と救済。+2009 自動車産業の国有化。「新自由主義」ナラティブとその「自己責任」ナラティブの破綻。→格差と分断 (「ウォール街占拠」運動。トランプ登場への布石)。
- ・2021.6 アメリカ・イノベーション競争力法 (USICA) という「産業政策」。
- A.ハミルトンから続く軍事技術開発支援という産業政策 (軍事安全保障国家)。反連邦主義 (小さな政府論) のリバタリアンとの折り合いつくのは、警察・軍事安全保障分野のみ。

III EU

3.1 多重な使命感と、陶酔

- ・「不戦」の誓いを担保する石炭・鉄鋼の共同管理。冷戦終結→(マルク放棄と引き換えの) ドイツ統合。ユーロペシミズム払拭, 経済通貨同盟 (EMU) の最終段階としての**通貨統合**。
 - ・争点は、導入できるか否かに置き換えられ、見切り発車的な**ユーロ導入**。
 - ・忘れられた 1980 年代の論争 (経済的条件平準化をめぐる論争)
 - ① マネタリスト (**通貨統合優先論**, 機能主義的スピルオーバーに期待)。
 - ② エコノミスト (財政統合なしなら, 経済条件平準化は必須)。
- SGP (1997 安定成長協定) やユーロ参加の収斂条件, 構造基金, 結束基金など。
- *後の EU 懐疑派 (=離脱派) と, 後のユーロ懐疑派 (80s のエコノミスト) は異なる。ユーロ懐疑派の経済条件平準化論の方が, 将来の EU 懐疑論に対抗していたと云う。長期にわたる「**タテの影響**」(緊縮財政→見切り発車の**ユーロ発足**と陶酔→移民増→バブル崩壊→TBTF 的救済→緊縮財政→EU 懐疑派の台頭)をたどれば, **通貨統合優先論** (「**共通通貨** /**ユーロ**」というナラティブ)こそ, BREXIT や EU 懐疑派台頭につながったことになる。

3.2 危機のメカニズム

- ・単一金利。ドイツにとって高すぎた金利がスペインなどにとっては低すぎた。高インフレ国で、名目低金利なら実質金利がマイナスとなり、借りて投資すれば有利。スペインで不動産投資が活発化、不動産価格は10年で3倍に。バブルはユーロの制度的欠陥の警告と見なされず、**通貨統合（ナラティブ）**の成果とされ、ユーロ・ユーフォリア（陶酔）を生んだ。過去の警告や当時のユーロ懐疑派の経済条件平準化論はかき消された（**オオカミ少年効果**）。
- ・ギリシャ危機。ユーロ建て国債として、ギリシャ国債もドイツ国債並みの利率で発行、財政規律も緩んだ。投機筋は国債の現物売りとCDS買いで投機アタック→欧州ソブリン危機。
- ・2012.7-9「ドラギマジック」とOMT（外貨準備で自国通貨を買う「通貨危機」と異なり、自国通貨ユーロで国債を買うのであれば、通貨当局の勝利は確実）。→米欧金融危機がヤマ場を過ぎ、「安全」通貨の円買いが終息。アベノミクス前の2012年秋から円高修正へ。

IV 日本

4.0 黒田日銀の政策対応

- ・ナラティブは「デフレ脱却」。(インフレが「貨幣的現象」として)デフレも「貨幣的現象」。マネタリーベースを2倍に。「インフレ期待」に働きかけ、2年で、物価上昇率2%目標。

4.1 論点1

- ・21世紀に日本では、仮に物価上昇の予想があっても実際の物価上昇につながらず、日銀による「デフレ脱却」ナラティブは、むしろ**デフレマインド**を強化した。2,000兆円の個人金融資産を各世帯が平均的に1800万円ずつ保有している（代表的家計）のであれば、**インフレ予想**に基づいて早めの資産購入などに動く想定もありえよう。だが現実の分布は極端に偏る。相対的貧困率15%、預金持ち高ゼロ（100万円未満）世帯数が3割と最多であり、非正規雇用4割であれば、仮に物価上昇予想があっても、資産購入どころか多数は買いだめにさえ動けない。逆に、予想物価上昇分だけ消費節約や貯蓄を目指す。つまり、「**デフレ脱却**」というナラティブと政策がむしろ「**デフレマインド**」を強化する。

4.2 論点2 「インフレ期待」の無理

- ・黒田氏発言2つ（政策目標未達の原因。インフレ期待をもてない→インフレにならない）
 - ①（ピーターパンのように、空を飛べると思えば飛べる）「空を飛べるかどうかを疑った瞬間に永遠に飛べなくなってしまう」（**インフレ期待**さえもてばインフレになる）（2015年6月）。
 - ②「インフレを経験していない（世代が増えている）から、**デフレマインド**が払しょくされない（**インフレ期待**をもてない）」（2021年4月）。

4.3 論点3 世界経済情勢の反映

- ・「成果」の多くは、「異次元緩和」でなく、世界経済の回復による。2012年秋以降の円安では、2012年7-9月のECBの政策（**ドラギマジック**）が基礎にある。

・2%目標や期限2年などは「グローバル・スタンダード」ではない。ECBの目標は、2%未滿。期限付きの目標は特殊日本型。世界のコア・インフレ率=日本のコア・コア。世界と同じことをしているつもりで特殊な行動（政策）だとすれば、その誤解はリスク。

・市場における価格形成（価格・利子からのシグナルを受けての計算可能性と予測可能性）は、資本主義の根幹。政策対応が市場を歪め、不正確な計算と予測を導く。政府財政支出の債務超過コスト（国債費）を過小に見せ、日銀のバランスシート問題も覆い隠す。予測不可能性もリスク。以上が「デフレ脱却」ナラティブによって隠される。

V 中国の官製ナラティブと課題

5.1 官製ナラティブの変遷

・毛沢東 「自力更生」、1953「共同富裕」、58-61 大躍進、1966-76 文化大革命（「造反有理」）。76年の公式評価（功績7割、誤り3割）。

・鄧小平

1977年に3度目の復権、78「改革開放」（三中全会）、79一人っ子政策、「先富論」、Chinese Dream、「韜光養晦」（光を隠して雌伏、時を待つ）

・習近平

「中国夢（China Dream）／中華民族復興の夢」、国進民退、「共同富裕」、戦狼外交（民族的な鼓舞）

5.2 不動産バブルと政策対応

・リーマンショック後の「4兆元」投資計画と土地本位制→地方政府による農地収容と開発、中国型シャドウバンキング（融資プラットフォーム+理財商品）、家計の負債も拡大。

・不動産バブル対策 恒大集団危機

2020.7「3つのレッドライン」、21.1 総量規制、9月規制緩和、10 不動産税を試験的に導入

・日本の政策（90 総量規制、92 地価税）も参照。

5.3 格差

・「先富論」から「共同富裕論」への転換の背景。経済的格差、政治的格差の固定あり。

・「1人っ子政策」停止でも人口減少、遠のく持ち家と結婚（理由は、住宅費と教育費）→未富先老（少子高齢化）。背後に、格差と土地本位のバブル的成長

・鄧小平の「改革開放」と「先富論」（中国型新自由主義とトリックルダウン政策）。

→ 習近平の「共同富裕」（毛沢東）への回帰

・個人の経済的な成功（鄧小平時代、Chinese Dream）からナショナリズム（習近平時代、「中国夢」China Dream、中華民族復興の夢）へ

VI 今後の課題・まとめ

1 「新自由主義」ナラティブの破綻と新自由主義グローバル化の帰結としての格差・分断と反グローバルズム。危機 event がタテに影響し、ヨコにも影響する。影響は長期

にわたり、政策を縛る。表面的で短期的な評価では、危機の「終息」評価を誤る可能性。

2 過去の危機への対応が今次危機の要因となっている可能性。20世紀末からの各国労働市場改革・福祉改革は打開策だったはずだが、コロナのロックダウンには脆弱性となった。これら**新自由主義**政策は、労働者を支持基盤とするはずの米民主党、英労働党、独社民党による。各国の**新自由主義**政策と格差・貧困状況が時を経て波及した**タテの影響**の例である。

3 アメリカで企業を破綻させた経営者に高い退職金を保証する資金注入と国有化（巨大**アンクルサム**=**国家の再登場**）は、**新自由主義**の自己責任原則の放棄。一方に「ウォール街占拠」、他方にトランプ支持勢力など、社会の分断へ。BREXITに見られた分断も似た構図。

4 EMUの最終段階である「**共通通貨**」導入に作用した「**ユーロ**」という**ナラティブ**は、統合に向けた50年分の使命を背負い、たとえば収斂条件とそのための**緊縮財政**の達成如何は国内政情を左右した。理想主義的な「不戦」の誓いと使命は**新自由主義**的に追及された。

5 日本の金融政策的な課題 日銀が機動的に動けず、他の中銀と逆向きの対応に。

・「**脱炭素**」**ナラティブ**下で、1970年代に対比されるエネルギー・食糧価格高騰。危機時の円高が資源価格上昇を相殺してきたこれまでと異なり、円安阻止の利上げに動けなければ悪いインフレの懸念。過去の「**デフレ脱却**」**ナラティブ**に縛られる**タテの影響**によって、世界経済情勢をそのまま反映することになるリスク。

6 現金給付の増加と財政赤字拡大という世界的な傾向。

コロナ対策で大規模化。財政依存とその持続可能性が焦点に。**ナラティブ**と政策対応をめぐる争いも。日本化＝「3低（①低成長、②低インフレ、③低金利）」が起点だった。

7 政策対応 グローバリゼーションの「**経済決定論**」

サッチャーのTINA (There is no alternative.) = 「**脱政治化**」(M.スティーガー)。

→分断と「**反グローバリズム**」→「**国家の再登場**」。経済問題への政治的決定と「否・決定」。

おわりに **展望・グローバル資本主義の行く末**—「そして、資本主義は残っているのか」?

・アメリカ、日本、EUは、1980年代末以降に住宅・不動産のバブルをつくりだし、破裂させた。まだ不動産バブルを破裂させていない中国経済。特性として「**官製ナラティブ**」。

・米中「**新冷戦**」は、「**資本主義 vs 社会主義**」の再版か?

・ミラノヴィッチ『**資本主義だけ残った**』における中国論と米中対立（リベラル能力資本主義 vs 政治的資本主義）では、「**資本主義 vs 資本主義**」。また、中国のような第三世界では資本主義への移行のために**共産主義革命**が必要だったとの認識。孫文が清王朝を倒し、軍閥を倒し国民党を追いやった毛沢東・共産党の革命。その後に鄧小平の**国家主導型**／**政治的資本主義**への道が開けた。習近平の父・習仲勳が復権後開発に取り組んだ広東省・深圳は**先端的デジタル技術の拠点都市**となった。中国は最も**資本主義的な特徴**さえもって（**デジタル監視型**）**国家資本主義**の道を行んだかに見えたが、習近平政権は毛沢東主義とマルクス主義への**回帰路線**を鮮明にし、テック企業や教育産業、脱税する著名人などの突出を抑える。社会主義を超えて、**共産主義への回帰**というべきか。あるいはさらに**王朝への回帰**か?

2020.3 コロナ抑制は、薄氷の成功ストーリーだったのであり、再現の保証はない。また、中国だけが不動産バブルに対処できるのか。成長率の低下、エネルギー・食糧品価格の高騰への対処という課題もある。集権化とその安定をベースにした対処が模索されようが、権力の集中は責任の集中でもある。2022 年秋、共産党大会で習近平政権の 3 期目に突入するとみられる。リスクも拡大するというべきだろう。

・EU は、巨大官僚機構の指導する超国家体を目指す。EU 型規制のあり方自体が EU に有利な産業政策となる。同時に広義の金融政策では、銀行同盟、資本市場同盟、金融同盟における破綻処理や預金保険など、各国固有の制度に関わるほど政策対応の困難が現われる。

・アメリカでは 2008-09 年に、経済理論的には起きないはずだった金融危機が起き、**新自由主義的には必要ないはずだった巨大アンクルサム**が再登場して金融・主要産業を次々に国有化。政権与党には社会主義を目指す予算委員長も。大型で包括的な産業政策 (2021.6 アメリカ・イノベーション競争力法) 体系も成立した。

・日本では、株価も国債利回りも、日銀の大規模介入によって市場での決定が歪む。資本主義にとって重要な市場機能としての価格シグナル、金利シグナルが、実は機能していない。政策対応のジェスチャーは続くものの、世界経済動向に対して受け身に反応しているに過ぎず、パントマイムにしか見えない。

∴どこにも資本主義が残っていないと言うべきか。資本主義らしからぬ社会主義的なピースばかりが目立つ。集権化でなく分権化。大きくないアンクルサム・親方日の丸・鉄飯椀。デジタル監視でなく情報公開などの警告が、世界中から声高に聞こえてきてもよさそうだが、聞きとりにくい。「**オオカミ少年効果**」のせいだろうか。**反グローバリズム**、「**国家の再登場**」や大きな財政依存を見れば、もうすでに資本主義は残っていないとも言えそうだ。

・そうでなければ、グローバル資本主義は大いなる変容を目前にしつつある。いずれにせよ、過去からの**教訓**に学びつつ、各国の**ナラティブ**と政策対応に注目していくべきだろう。