

信用理論研究

第 27 号

2009 年 8 月

大会報告および討論

春季大会共通テーマ「サブプライムローンと信用理論」

証券化商品の膨張と現実資本

……………飯島寛之（高千穂大学）

転換点に立つ金融の国際化・証券化と基軸通貨ドル体制

……………紺井博則（國學院大学）

サブプライムローン問題と金融危機管理

—1980 年代の日本の金融危機管理との比較で—

……………米田 貢（中央大学）

秋季大会共通テーマ「グローバル金融危機下のドルとユーロ」

国際資金フローにおける米国の求心力に関する一考察

—グローバル金融危機はドル体制を変容させるのか—

……………前田 淳（北九州市立大学）

ユーロの国際通貨化と EU 政策当局の役割

……………松浦一悦（松山大学）

部会活動報告

学会事務局報告

会員著書・論文目録

信用理論研究学会

目 次

大会報告および討論

春季大会共通テーマ「サブプライムローンと信用理論」

証券化商品の膨張と現実資本

……………飯島寛之（高千穂大学）……………（ 1 ）

転換点に立つ金融の国際化・証券化と基軸通貨ドル体制

……………紺井博則（國學院大学）……………（ 19 ）

サブプライムローン問題と金融危機管理

—1980年代の日本の金融危機管理との比較で—

……………米田 貢（中央大学）……………（ 35 ）

秋季大会共通テーマ「グローバル金融危機下のドルとユーロ」

国際資金フローにおける米国の求心力に関する一考察

—グローバル金融危機はドル体制を変容させるのか—

……………前田 淳（北九州市立大学）……………（ 55 ）

ユーロの国際通貨化と EU 政策当局の役割

……………松浦一悦（松山大学）……………（ 73 ）

部会活動報告……………（ 97 ）

学会事務局報告……………（ 99 ）

会員著書・論文目録……………（ 100 ）

大会報告と討論

証券化商品の膨張と現実資本

飯島 寛之

(高千穂大学)

はじめに

米国におけるサブプライム・ローン（信用力の低い個人向け住宅融資）問題を引き金として、金融・資本市場に対する深憂が広がっている。加えて、危機後相次いで実施された利下げと流動性供給にもかかわらず、金融市場では依然として先の見えない状況が続いたこともあって、米国の景気後退は現実のものになろうとしている。

こうした状況を踏まえながら、住宅バブルからサブプライム問題まで、一連の混乱が引き起こしている今日の問題を2つの点——ひとつは、証券化商品とその市場の膨張について。いまひとつはサブプライム問題をどうみるか、とりわけそれが提起した問題を「経常収支赤字を抱えながら成長を続ける米国経済」という観点からどうみるかについて——から検討する。

1. 米国住宅バブルの3つの意味

まず、米国住宅バブルの3つの意味を理解することが肝要である。なぜならそれらは米国の成長能力を極限まで高める役割を果たす一方、今日の問題を一層深刻にさせている要因そのものに他ならないためである。では、住宅バブルがもつ3つの意味とは何か。

まずひとつは、住宅価格上昇が消費を拡大させたことである。住宅価格上昇を前提とするいわゆるホーム・エクイティー・ローンを通じて得た現金によって、家計の消費は拡大を続け、ITバブル崩壊後の景気後退が回避されたのである。いまひとつは、住宅バブルが新たな「金融資産バブル」を出現させたことである。いうまでもなく、それは証券化を通じた証券化商品の膨張である。サブプライム層にまで拡大した住宅ローンを原債権として繰り返される重層的証券化によって、多様な金融商品が創り出された。それは、ITバブルの崩壊後の余剰資金に格好の投資対象を提供し、また住宅市場への資金流入を促進し、かつ銀行の収益確保の手段となったのである。

そして最後に、上記2つの結果である米国経済の成長、対米投資の拡大によって米国が対外赤字を継続させても、米国の信認は低下どころか逆に上昇し、米国経済の世界経済における重要性がますます強まったことである。周知のように、90年代半ば以降、米国の経常収支赤字はケタ外れの規模で拡大が続いている。本来ならば、これほどの赤字を出せば米国の信認が失われてもおかしくない。にもかかわらず、前者2点がITバブル崩壊後も米国の信任を厚くし、米国は対外的には何の制約もなく振る舞える唯一の国としての地位を強固なものにしてきたのである。

しかし、こうした好循環の終焉と逆転が、昨年夏のサブプライム危機の現出を契機として顕在化し、米国のみならず世界的混乱を引き起こしている。これらの逆転はなぜ生じたのか、そしてその意味はどこにあるのか。この点を順にみていくことにしよう。

2. 証券化商品の膨張

2006年末の段階でサブプライム・ローンは1.3兆ドルと報告されており、米国住宅ローン市場全体に占める割合は13~14%程度に過ぎない。

加えてまたその遅延率は、2005年の約10%から2007年末には17%まで上昇したとはいえ、サブプライム・ローンの返済遅延は住宅ローン市場全体からみればごく小さな混乱に過ぎないものであった。この小さな市場の混乱がなぜ国際金融市場に深刻な動揺を引き起こす事態にまで発展したのか。これを解くカギは、証券化による金融肥大化と、それを主導して巨額の利益を上げてきた巨大米銀のビジネスモデルの理解にある。

(1) サブプライム・ローンの拡大と重層的証券化

資本蓄積の停滞、銀行の貸出難という前提の下、優良層向け住宅ローンの成熟化と金利上昇という環境の変化を受けて、新規市場の開拓を迫られた米国金融機関は、2003年以降、従来型とは異なる非伝統的住宅ローンを用い、サブプライム層に対する住宅ローンの供給を本格化させた。それは、連邦政府支援機関が関与しない民間ベースによる住宅ローンの拡大であった。

こうした民間ベースの住宅ローンの爆発的増加の背後には、証券化技法の発展があったことはいうまでもないが、重要な点は、住宅ローンの証券化が一度に留まらず、再証券化、再々証券化と、まるで「積み木」が積み上げられるごとく重層的に繰り返され、それぞれが世界の投資家に販売されるスキームが進展してきたことにある。例えば、住宅ローンを証券化したRMBS、さらにRMBSやその他のABSを組み合わせることでCDOが生まれ、さらにまたそのCDOを組み合わせることで別のCDOが生まれた。証券化が繰り返されることによって、証券化商品は急膨張していったのである。実際、1995年にはほとんど発行のなかったCDOが2006年から急増し、2007年には1.5兆ドルを超えた。これに二次、三次のCDO発行を加えるとCDOの発行額は3兆ドル超に達するともいわれる（OECD〔2007〕およびSIFMA統計）。

いわゆるニューエコノミー期以降、経常収支赤字の規模をはるかに上回

る対米投資があったことは広く知られるところである。この一部が、米国発の証券化商品の販売による対米投資から成り、米国の住宅市場あるいは住宅ローン市場を拡大させていったと考えられるのである。

(2) 投資銀行のビジネスモデルと損失の拡大

こうした証券化業務の中心的役割を担ったのが投資銀行である。住宅ローンを起点とする証券化の発展過程では、種々の専門業者による分業が進んだ。にもかかわらず、投資銀行は重層的証券化の起点となる住宅ローンの証券化に携り、オリジネーターの役割を果たすだけでなく、自ら証券化商品を購入、加えてオフバランス化した投資事業体（SIV）を通じて積極的な資金運用を試みることによって収益獲得に動しんだ。投資銀行は、幾重にも証券化を繰り返すなかで原資産のリスクを分散し、同時に覆い隠し、自ら（SIVを含む）がそれを購入することで、擬制資本の価格を維持しながら、巨額の利益を得てきたといえよう。

だが、米国の低所得者がローンの返済に窮すると、上記のように積み上げられ、世界中の投資家たちにバラ撒かれた証券化商品という「積み木」が、音を立てて崩れだした。

このような状況のなかで欧米投資銀行は、自ら保有する証券化商品の価格下落に伴う損失だけでなく、ABCPの発行難によって資金調達難に陥ったSIVを救済するための負担を背負い込み、各種ファンドに対する多額融資の焦げ付き、証券化にともなうウェアハウジング業務に関する焦げ付きの危険も抱えたのである。投資銀行の損失が巨額に上るのは、住宅ローンビジネスに関わる証券化業務の川上から川下まで幅広く関与したビジネスモデルを構築していたことに由来するのである。

(3) 証券化商品と実体経済

実体経済からかけ離れて金融だけが一方的に肥大化するのが現代経済の

特質である。それをもっとも端的かつ大胆に示したのが、証券化商品市場の膨張であった。だが、それは単なる金融バブルの膨張と崩壊という言葉では片付けられない。

いかに金融技術が高度化し、関連金融資産が肥大化しようとも、ここにあらわれた証券化商品は原債権として住宅ローンという実体経済を基礎におく金融商品であるという特質はいささかも代わるものではなく、こうした商品特性からくる膨張の限界をサブプライム問題は露呈したのである。

サブプライム・ローンをはじめとする住宅ローン市場、あるいは住宅バブルが拡大していく基礎には、住宅価格の上昇があり、それが続く限りでは、借り換えなどによって元利払を続けることが可能となる。しかし、このような債務の積み上げによって債務を返済していくという自転車操業は、住宅価格が低迷するとたちまちその限界に突き当たることは、日本の不動産バブルをみるまでもない。住宅ローンが証券化され、それを根底にして証券化商品が拡大していくという過程にあっても、証券化商品を裏付けている住宅ローンの元利返済の源泉は、結局のところ借り手の所得収入にほかならない。そしてそれは、すでに2006年初頭をピークとして住宅市場の成長の鈍化・停滞によって限界が露呈されていたと考えられる。

金融収益の基礎は、結局のところ実体経済がもたらす所得であって、金融収益は社会的に新たな所得を生み出すものではない。だとすれば、証券化業務の拡大のなかで巨額の利益を獲得するためには、何かしらの実体経済に吸着せざるを得ない。それが今回は、サブプライム層といういわば低所得層にまで広がった住宅ローンであった。だが、サブプライム層に対する返済猶予期間が終わると同時に「危機」が顕在化したことから、根底の拡大に限界があったと考えざるを得ない。サブプライム問題は70年代来の利潤率低下、資本蓄積の停滞のもと、返済能力の低い層をその収益の根源としながら証券化という金融技術を駆使することで利益獲得に邁進せざるを得ない成長の仕方が行き詰まったことをも示していると考えられる

のである。これがサブプライム問題の第一の教訓である。

さらに、証券化商品の特性は、さまざまなデリバティブの技法と組み合わせられて、リスクを転嫁できることにあるとされた。しかし、どのような手法を用いようとも、リスクそれ自体をなくすことはできない。リスクはその分散の過程でどこかに残り、誰かがそれを負う。サブプライム問題は、重層的証券化商品の爆発的普及によって、どこに、どれだけのリスクがあるかわからないことで、信用不安を激化させた。ここに第二の教訓があるのである。

3. サブプライム問題をどうみるか

(1) 経常収支赤字を抱えながら成長する米国経済

では、サブプライム問題の独自性とその深刻さをどのように理解すればよいか。ここでは「経常収支赤字を抱えながら成長を続ける米国の成長構造」との関係から、その独自性を明らかにしていこう。

周知のように、米国は1970年代以降、さまざまなレベルの対外赤字を抱えながら成長を続けてきた。とくに債務国に転じた83年以降も経常収支赤字を抱えながら成長を続けてこられたのは、2つの条件があったからに他ならない。

ひとつは、対外赤字拡大のテンポを上回る内需の拡大があったこと。いまひとつは、経常収支赤字が米国にとって行き過ぎたドル安を生じさせないことである。ここでいうドル安とは第一に、輸入物価の上昇を通じたインフレを惹起してしまうようなドル安である。この場合、多くは貿易収支赤字の拡大に対処するためのドル安政策採用後、インフレに耐えかねてドル安政策を放棄せざるを得ないという結末に至る。第二は、対米投資の引き上げ、すなわち資本逃避によって生じるドル安である。経常収支赤字を継続する米国には、巨額の対米投資が実施されており、これが円滑に行わ

れないならばドル安を引き起こすことは明らかである。それゆえ、対米投資の引き上げ、あるいはその結果として生じるドル安は、赤字を抱えながら成長を続ける米国にとって回避すべき事態なのである。

1980年代以降、こうした構造を脅かす事態といえるのが、87年10月のブラックマンデーと98年9月のLTCM危機、あるいは2002年の金融スキャンダルによる米国資本市場の信認の低下であった。しかし、経常収支赤字を抱えた成長を脅かすこれらの危機は、比較的短期のうちに終わり、その後は、今日見るように経常収支赤字を続けてきた。

なかでも、90年代、とくにいわゆるニューエコノミー期以降、赤字拡大のペースが上がるにもかかわらず、経済的には長期の繁栄を迎えた。この90年代における第一の内需の柱は、2001年にITバブル崩壊までは株高を背景を、それ以降は住宅市場の活況を背景とする消費拡大によって支えられてきたことは、冒頭見た通りである。

また、米国からの経常収支赤字+対外投資が巨額のドル残高を生じさせてきたにもかかわらず、対米投資が米国に還流することによって、当局が問題視するドル安という事態は生じていない。

90年代以降、サブプライム問題が生じるまでは、現実資本の蓄積を超える貨幣資本蓄積がどこまで可能かが問われてきたが、2006年以降、米国内で住宅市場の鈍化・停滞するにつれて内需拡大の限界が現われ、これが同時にサブプライム問題の顕在化というかたちで貨幣資本蓄積の危機をもたらし、これがさらに現実資本蓄積に反作用するというかたちで事態が進んでいる。つまり、経常収支赤字拡大を抱えた成長を可能にしている2つの条件が揺らぎだしたといえるのである。

(2) 住宅バブル崩壊とサブプライム問題の独自性

だとすれば、今回の問題の独自性はどこにあるか。

金融グローバル化の下、証券化商品が世界中に販売されたことが世界的

混乱を招いていることは疑う余地はない。しかし財政政策をも含む多様で大規模な対策を実施してなお、一向に収束をみせない金融不安の高まりは、これが過去に経験した金融市場の流動性不安にとどまらないことを示している。すでに問題が表面化してから10カ月を経過したが、依然として金融不安が続いていることの深さ・長さの面からいっても特質すべき危機であったこと、それが米国という国際金融システムの心臓部ともいえる米国から発している点は特筆に値しよう。

ドル防衛の変形ともいえる欧米中央銀行が一体となった巨額の流動性供給は一時的には市場に安心感を与え、金融パニックを抑えたが、これによつては金融不安の根源を取り除くことはできない。それは証券化商品やデリバティブの世界が、中央銀行ですら取引規模やリスクの所在を正確につかめないことに加え、そもそも金融不安の根源となっている不良債権を中央銀行がすべて買い取るということは不可能だからである。

さらに、米国を支える構図も大きく変化している。これまで米国経済が困難を抱えたときには、必ずといっていいほど国際協調が叫ばれてきた。しかし、今日、各国の米国支援にも限界がある。だとすれば、景気後退を避けるために米国は、単独利下げを継続するほかない。実際すでに2%にまで、実質ではゼロ近辺にまで利下げを実施した金融政策の取りうる余地は限られているし、原油をはじめとする商品価格の上昇が際立つ今日では、むしろ利上げの必要性がある。

そしてなによりも、対外赤字を拡大させながら、経済成長を続けるという成長パターンを手に入れた米国が71年以降初めて直面した成長構造の行き詰まりを示す危機と見るのが可能であろう。

以上のように、サブプライム問題の爆発自体が実体経済の停滞・鈍化を示すものであることからいえば、サブプライム危機は、住宅バブルと証券化による金融肥大化が先延ばし、あるいは覆い隠していた米国経済の成長の制約の結果として爆発したのだと捉えることができる。言い換えれば、

経常収支赤字を抱えながら成長を続けてきた米国の成長構造、それ自身が上記の構造を支えてきた住宅価格の上昇の鈍化とともに崩れさり、その崩壊が金融市場の崩壊というかたちで劇的に示されたものとみることができるとは思えないだろうか。それゆえに、金融危機が沈静化したからといって直ちに経済回復を伴うものではない。ここに過去の危機とは異なる独自性があるのである¹。

おわりに

1990年代以降、米国は経常収支赤字の規模を飛躍的に拡大させながら成長を続けるという歴史的にもみられない段階に入った。巨額の経常収支赤字にもかかわらず、経済成長を続けることができたのは、第一に、外需の赤字を補うに十分の内需を拡大し続けることができたことにある。しかし、その内需を牽引する国内総生産の7割を占める消費の原動力となるものが傷んだこと、さらに金融不安からくる実体経済への資金供給の減少、加えて原油をはじめとする商品価格の上昇が景気押下げにつながるといった具合に、牽引役不在となった米国の景気後退懸念を高めている。

第二に、今回の金融不安を引き起こし、増幅させた金融グローバル化の下での金融商品の膨張、そしてその主導権を握ってきた米国銀行を中心とする諸金融機関に対する批判など、新自由主義的思想を世界に広めてきた米国に対する信頼の低下が生じている。このことは、今回の問題に対する各種の規制の必要性の提唱に現れている。

そして中・長期的観点からみれば、これらのことが指し示すものは米国の一極に成長を依存する世界経済の「揺らぎ」にはかならない。米国が経

1 本稿の論述に関する詳細な検討については、拙稿「アメリカの住宅価格急騰と対外赤字拡大」『立教経済学研究』第62巻第4号、2009年3月を参照されたい。

常収支赤字を拡大できないということは、世界中から集まる商品の価値実現の場としての役割の低下を意味する。もしこれが継続するようであれば、これまで米国にその成長を依存してきた世界経済は、米国経済一辺倒からの相対的自立をはからざるを得ない。すなわち、世界経済が米国一極依存から大きく舵を切らざるをえない問題を提起しているとみることができるのではなからうか。こうした意味で、基軸通貨国として一見するところ対外赤字を継続してきた米国は転換点を迎えざるをえないのではないか。

今回の問題は、証券化商品市場の崩壊によって顕在化したこれまでにない大きな問題であることは事実である。だが、こうした特徴を別とすれば、サブプライム問題の爆発とは、米国経済が行き着いた「経常収支赤字を抱えながら成長するという成長構造」を問う危機であり、その行き詰まりを示す危機と捉えられよう。

付記：報告後も事態は急展開を見せているが、本稿の把握は2008年5月19日の報告時点のまま記載する。

【参考文献】

- Adrian Blundell-Wignall, "The Subprime Crisis: Size, Deleveraging and Some Policy Options," OECD, 2008
- Greenspan, A. and J. Kennedy, "Sources and Uses of Equity Extracted from Homes," *Finance and Economics Discussion Series*, 2007-20, FRB, 2007.
- IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2008.
- OECD, *Financial Market Trends*, No. 93, November 2007.
- U.S. Department of Housing and Urban Development, *Curbing predatory home mortgage lending*, June 2000 (<http://www.hud.gov/library/bookshelf12/pressrel/treasrpt.pdf>).
- 井村喜代子「サブプライムローン問題が示すもの—実体経済から独立した金融活動」『経済』2008年6月号
- 北原徹「証券化・市場化と現代金融」『信用理論研究』第25号、2007年12月
- 国際投資信託顧問会社「投信新時代の投資戦略」2008年4-6月号

小西一雄「現代の貨幣信用制度と金」信用理論研究会編『現代金融と信用理論』

大月書店、2006年

高田太久吉「資産証券化の膨張と金融市場—サブプライム問題の本質」『経済』2008

年4月号

みずほ総合研究所『サブプライム金融危機』日本経済新聞社、2007年

山口義行・飯島寛之「『バブル・リレー』経済の袋小路」『世界』2008年3月号

【討論者からのコメント】

松本朗（立命館大学）

今大会の共通論題のテーマはサブプライムローン問題に関わるものであった。ただ、コメンテーターである私はサブプライムローン問題について専門的に追求していない。そこで、コメンテーターとしての役割は信用理論という見地から今大会の報告者のご報告を評価するというかたちで果たしたい。

さて、まず、飯島先生のご報告の特徴を簡単に述べることにしたい。飯島先生のご報告は、サブプライムローン問題を発端とする金融危機を従来の危機とは異なる危機と捉え、ドル危機への発展の可能性を指摘したものと要約できるだろう。飯島報告では米国の住宅バブルが持っていた三つの経済的意義を、(1)住宅価格上昇の消費拡大効果、(2)累進的に進む金融資産バブル（証券化による信用膨張）、(3)膨大な累積経常赤字とドル信認維持の併存ととらえ、同時にこれらがアメリカ経済を支えていた条件になっていたと考えられていた。しかし、サブプライムローン危機によって、こうしたアメリカ経済の特徴は反転、逆転し、ドル危機へと向かう事態になったとする。それではなぜ、このような変化が起こったのであろうか。飯島報告では、サブプライムローン問題とは、証券化による信用膨張（擬制資本と信用創造が結びつくことによる架空性）の増大であり、実体経済から乖離した信用の膨張であると規定する。そしてその危機は、実体経済の停滞から架空性が露呈したことを意味するという。さらに、架空性が露呈したこの危機は、景気後退を、つまりは米国経済の成長の限界を同時に引き起こしたという点で過去の危機とは様相が異なるとする。こうしたアメリカ経済への信頼の揺らぎを伴う危機への処方箋として、規制の必要性が強調された。

飯島報告に対してはつぎのような質問を行った。①飯島報告では、ドル急落をアメリカの急激な景気後退を防ぐバッファーだったとしてされたが、報告の論旨を正確に追うと、ドル急落を防ぐための金融引き締めが景気の過熱とその後の景気の急下降を防いだ、と言えるのではないだろうか。②飯島報告では、歴史的にみられなかったほどの規模でのアメリカの経常収支赤字拡大が、「外需の大幅な赤字を内需

の拡大で補うことで初めて可能になる」と主張されるが、この場合の「外需」の捉え方に疑問が残る。

さて、サブプライムローン問題については次のようないくつかの論点が考えられるように思われる。なぜ住宅バブルが発生するのだろうかという点である。古くは景気循環要因の一つとしてあげられているように、住宅投資は経済変動を引き起こす重要なファクターであった。管理通貨制に移行後、現代経済における特徴はこの住宅投資と金融とが結びつき、ときにバブルを発生させるところに求められる。わが国の戦後の消費者信用の伸びは住宅ローンと不可分に結びついていたし、80年代に世界的にみられたバブル現象も住宅バブルが一つの特徴であった。アメリカにおいても住宅価格の高騰は今回のサブプライム特有のものではなく、歴史的に観測されてきた事柄でもある。このように、バブル経済が住宅バブルと密接に関連してきている現代経済の特徴をどのように理論的に捉えるかが第一の論点となろう。

第二の問題は、リスクを理論的にどのように捉えるかという課題が挙げられる。私自身は、リスクとは資本にとっての費用（コスト）として捉えることができると考えている。そのコストであるリスクを借り手に転嫁する形態がリスク・プレミアムではないか。そうすると、今回のサブプライムローン問題は、転嫁されなければならないリスク・プレミアムが証券市場価格の変動の中で隠蔽され、先送りされた姿のようにも見えるのである。蓄積していくリスク・プレミアム（コスト）と見かけ上のキャピタルゲインの増大との矛盾が今回の危機ではなかったのではないだろうか。

第三の問題は、ドル体制の行方をどう考えるかということである。今回の3人の報告者のうちお二人がこの問題に触れ、自説を展開されている。そこでの問題設定は今後ドル体制が維持されるのか、それともドル体制の崩壊へと結びつく事態なのかという点にしばられていたように思われる。この点私は、次のような指摘をしたい。国際通貨ドルの実態は、アメリカの国際金融市場に存在する銀行のドル預金であろう。そして、そのドル預金の運用チャンネルとして様々な金融商品（証券）が開発されている。その一つが不動産担保付き証券だったといえる。さて、現在ドルほどに広く受け入れられている国際通貨はない。言い換えればアメリカの国際金融市場ほどに深く、広がりを持った金融市場は存在しない。したがって、経常収支赤字にともなって世界中の国々が保有するドル預金やドル債権は膨大な額になっている。これらの債権を持つ国々は当面ドルを持ち続ける以外に方法はない。なぜならば、アメリカほど金融資産を運用できる国は存在しないからである。一方、経常収支の赤字のもとでドルは絶えず下落する方向にある。こうして、ドル相場を調整を通じてアメリカは債務者利得を獲得し、そうして手に入れた価値で持って経済の立ち直りを図ろうとするのであろう。問題は、各国はどこまでの債権者損失に耐える

ことができるかであり、なぜそのような忍耐をしているのかということであろう。

第四の問題は、規制策、救済策への評価であろう。バブル崩壊というきわめて急激な経済変動を回避するために規制策は必要なのか。その場合に、私企業を救済する根拠はどこになるのか。こうした問題が問われているように思う。以上、一般的論点について整理してみた。報告者の方々がこれらの論点になんらかのコメントお持ちであれば、お聞かせいただきたい。

〔松本朗氏のコメントへの回答〕

①ドル危機がというものが景気を一時的に先延ばしバッファードったか否かという点について

この点については松本先生のご指摘の通りである。私は、通貨当局がこれ以上ドルの下落を認めるわけにはいかず、積極的なドル防衛を始める時点を「ドル危機」(60年代のドル危機と区別する意味でカッコ付きのドル危機)と捉えている。もちろんその手段の一つは、為替介入であるが、それと同時に金融引き締めを行っている点が注目される。それはドル安で進む輸入インフレ、そして景気の過熱によるインフレを防ぐための金融引き締めである。すなわち、過去の経験からいえば、「ドル危機」=ドルの急落と、その対策が同時に生じている景気の加熱を一時的に先延ばししていたのである。

②経常収支赤字の内需と外需について、また特に「外需のマイナス」という表現に対する質問に対して

これはあまり一般的とはいえない表現であり、もう少し注意して利用する必要があった。ご指摘の通り、一般には外需とは国内の生産物が海外に販売される輸出と捉えられる。本報告ではこの外需を、純輸出、すなわち、貿易収支と捉えて議論を展開したものである。それゆえ、外需の赤字という表現は、貿易収支赤字と言い換えるものである。

さて、国内総生産は(消費+投資+政府支出+純輸出)であるから、ここでいう外需(=純輸出)のマイナスは、国内総生産にとってもマイナスの意味をもつ。経常収支赤字という国内総生産にとってはマイナスをどこまで拡大できるか、これが経常収支赤字拡大の限界点と考えている。アメリカのように、赤字を拡大させながら成長するという構造のもとにあっては、その「外需のマイナス」が国内成長率をマイナスに引下げないような、内需の拡大、これが赤字の拡大を許容する範囲だろうと考えている。

なおいずれの質問についても、拙稿「アメリカの経常収支赤字拡大の限界を画する要因」『立教経済学研究』第59巻第3号、2006年1月を参照いただければ幸い

である。

青山和司（大阪市立大学）

飯島氏の報告は、第1にサブプライム問題は証券化による金融の肥大化や重層的な証券化をもたらしたこと、第2に証券化商品は余剰資金の運動部面を拡大したこと、第3に証券化商品の販売は、証券化商品への投資を通じて対米投資の増加をもたらしたこと、を主張されている。

そこで、まず第1に、証券化による金融の肥大化とは、どのような事態を指す概念として理解されているのか。また「証券化商品は、余剰資金の運動部面」というとき、余剰資金をどのように把握されているのか、この点についても併せてお尋ねしたい。

第2に、1987年から91年にかけてアメリカでは、不動産等の不良債権問題を起因として毎年150以上の銀行が破綻したが、今回の金融危機では、現時点（2008年5月）で多くの銀行が経営破綻する状況には至っていない。今回の金融危機はどの程度の危機と考えたらいいのか。

第3に、「今回の危機は、何らかの対外的制約なく成長を続けてきた米国と基軸通貨ドルの分水嶺を、そして世界経済が米国一極依存から大きく舵を切らざるをえない問題を提起していると見ることができる」と主張されているが、このような見方についてやや疑問がある。また、これに関連してアメリカの消費需要の停滞を景気循環の停滞局面ではなく、基軸通貨ドル体制の構造的な転換点と主張されているが、その根拠はどこにあるのか、ご説明願いたい。

第4に、金融危機を鎮めるために、公的資金による金融機関の救済策は必要と考えられるかどうか。

〔青山和司氏のコメントへの回答〕

「証券化による金融の肥大化」とは、まずMBSその他の証券化商品がCDOに組み込まれ、さらにCDOのうちの劣後部分が組み合わされて二次CDOとして重層的に展開していくことと捉えている。しかもこれらの証券化商品自体は架空なものである。すなわち、架空のうえに架空が成立し、想定価格、想定元本が巨大化して、原資産（原資産価格）の動きとは別の広がりをもって進むことと理解している。ただし、今回の問題それ自体が表しているように、肥大化した証券化金融商品もやはり原資産である住宅ローンとは「全く別の運動」をすることは不可能であると考えている。いまひとつ、余剰資金についてであるが、これは低利潤率ゆえに現実資本蓄積から遊離したもの、あるいは現実資本に投下されても期待された利潤を生むこ

とができないために、現実資本蓄積に回されない資本と捉えている。

二つ目はS&L危機を念頭に置かれているものであると思われます。S&L危機との比較からみると、現段階において、今回の危機の損失額は小さいように思えるが、S&L危機の場合には、かなりアメリカ自体の問題に限定されていたものと考えることができる。今回の場合、それがアメリカから出発してまず先進国を巻き込んだかたちで国際的に拡大しているという点、さらにその損失を負っているものが不明確である点から後半に拡大することが予想される。しかも、報告の最後に述べたように、それは国際経済の発展のあり方を見直すものになるという点を考え合わせれば、現在のところその広がりやS&L危機とは比較にならないほど大きいものになろう。

第三に、今回の状況は、アメリカの対外赤字を補うべく存在した内需の拡大要因が、住宅市場の停滞等かたちで限界を迎えた後に爆発していることが問題だろうと考えている。それは短期的には解消される問題ではない。ITバブルの後に住宅バブルが出てきた。それによってアメリカの消費は衰えることなく、負債の拡大とともに消費が拡大してきたわけであるが、もはやそのような円滑なサイクルは描けないのではなかろうか。そうだとすれば、かつてない規模で拡大を続けてきた経常収支赤字は減少するほかないわけで、その帰結は、これまで各国が最終的市場として依存してきたアメリカ市場の縮小に他ならない。その輸出の縮小をどのようにして補うか。まずこの点から世界経済の構造変化が起こりうることになるうし、ドルを準備・介入通貨、あるいは媒介通貨として利用してきた各国の変化もそこから生じるのではないか。

最後に「救済」についてであるが、救済措置として公的資金を入れることが適切であるとは考えていない。ただし、損失額の拡大、投資銀行だけでなく商業銀行部門にまで損失が拡大していく等々、いくつかの条件が整えば恐らく公的資金注入はなされる、注入せざるを得ないであろう。

【一般討論】

居城弘（静岡大学名誉教授）

証券化商品のいわゆる重層化を押し進めてきた要因は何か。

〔答〕

信用創造で従来型の産業に貸すということに限界が見えてきたなかで、金融活動が肥大化してきた。こうした潮流の中で、証券化商品の重層化の動因は、まず「リスクが分散されたにも関わらず高い収益性が確保できる」という投資家の意図、それを組成・販売することで、手数料等の利益が確保できるという投資銀行の

思惑があるのではないか。もちろん、重層化を可能にした技術、例えば、優先劣後構造の採用やクレジットデリバティブの発展なくして重層化は有り得ないと考えられる。

熊野剛雄（専修大学名誉教授）

①証券化を銀行・投資銀行は何のためにやっているのか。利益を獲得するためだとすれば、それが具体的には何なのか。また、その利益の源泉は具体的には何なのか。

②問題の根底には銀行の収益の性格変化、ひいては銀行そのものの性格変化があると思うが、それについてどう思うか。

〔答〕

①いうまでもなく利益獲得のためであり、この利益は簡単に言えばサヤである。利益の源泉はあくまでも現実資本蓄積から生み出される利潤に他ならないと考えている。

②確かに銀行の収益構造は、手数料収入あるいは自己勘定による投資収入拡大ということへ大きくシフトしている。しかし、今回の危機の様相をみても、資金の出し手が商業銀行であることも多い。つまり、これまでのような預貸に頼ることはできないが、信用創造できることから生ずる強みは変わっていないという点で、銀行の基本的性格は変わっていないのではないか。

北原徹（立教大学）

①経常赤字を抱えながら成長を続けてきた米国の経済構造の行き詰まりが、サブプライム問題を発生させたのか。

②米国の経常収支赤字に対する今後の見通しとそれの米国の成長構造に対する含意は何か。

〔答〕

①サブプライム問題の爆発は、住宅市場の停滞あるいは鈍化、すなわち内需拡大の限界をひとつの出発点とみる必要があろうと思う。そうであるとするならば、このことは、対外赤字拡大を容認しながら成長を続けてきた米国の経済成長構造の行き詰まりとみることはできるのではないかと、というのが本報告の趣旨であった。成長構造を支えてきた構造の鈍化・崩壊同時に停滞が、その構造を前提に成立していた金融市場・商品の膨張を一挙に崩落させた、というのが私の見解である。

②輸入は減少している。基軸通貨国であることを前提とする「過剰消費」が米国の経常収支の一方的な拡大を支えてきたわけであるが、内需を拡大できる要因がないので、対外赤字は縮小せざるをえないし、純資本流入も同時に縮小しよう（総資本流入については統計の整理を待ちたい）。こうした姿は、短期間には戻るような

ことはないと思われる。

井村喜代子（慶應義塾大学名誉教授）

「実体経済の動揺あるいは停滞」が金融の膨張を「現実資本の程度にまで押し戻されざるをえない」ということについて理論的に説明してください。

〔答〕

株価は最終的には当該企業の業績、証券化商品の価格は最終的には住宅ローンの返済、あるいはその返済能力にある。すなわちいずれも、現実資本の蓄積（率）がその基礎にあると考えられる。実体経済から独立して金融活動だけが独り歩きできない、という認識が私の基本にある。したがって、こうした「基礎」から乖離して膨張した金融資産が萎んでいくとき、それはどこまで進行するかを考えるならば、一時的にはその「基礎」を下回る場合もあるであろうが、現実資本の蓄積（率）が下支えとなるし、その程度にまで押し戻されるという意味である。

片岡伊（大阪市立大学）

①「世界経済の変化」とは、成長の鈍化なのか。中国への期待なのか。含意はどちらか。

②今回の投機は secondary market が自己増殖し自己破綻したことに特色があるのではないか。

〔答〕

①成長の鈍化である。しかし、単なる成長鈍化ではない。「米国依存によって成長してきた世界経済の成長のあり方を問うような構造変化になるのではないか」という意味を含んでいる。

②セカンダリーマーケットの崩壊という点にももちろん特徴がある。しかし、自己破綻というよりはそれに根ざした住宅市場の停滞が基礎にあるということをごここでは重要視した。

前田淳（北九州市立大学）

証券化とデリバティブの発展によって個々のリスクが低下した結果、「リスクが低下した」と判断した銀行や投資家が、貸付や投資を増大させ、市場全体の潜在的リスクは増大する、という現象はあるのか。

〔答〕

証券化が本当に「リスクの低下」を引き起こすかの議論を別にすれば、「リスクが低下した」という判断が引き起こす「リスクの増大」という現象はありうるのではないか。

転換点に立つ金融の国際化・ 証券化と基軸通貨ドル体制

紺井 博則
(國學院大学)

1. 問題分析のための視点

サブプライムローン問題は、金融の国際化・証券化の危うさを浮き彫りにした。資産の証券化に伴う信用リスクから市場リスクへの転化の一掃結と言ってもいいであろう。ただし、本報告は、サブプライムローン問題の経過やその影響を直接取り上げるものではないことをあらかじめお断りしておきたい。

本報告は、この問題が、アメリカ国内の住宅ローン市場で発生したものであるにもかかわらず、予測をはるかに上回る規模と速度で国際金融市場（とくに株式市場）に波及した背景に立ち入って検討するさいの論点整理に過ぎない。この問題の背景という場合、当然のことながら資産の証券化を軸とする金融の証券化（セキュリタイゼーション）の評価に関わらせて論じることはむろん間違っていないが、筆者はさらに基本的な背景を導出するために、とくに今世紀に入って多くの論者が使用し、ときには前提としている「過剰流動性」という概念の検討から始めたいと思う。つまり今回のサブプライム問題の背景として、金融の自由化・国際化、その中での証券化のひとつの帰結を指摘するだけにとどまらず、さらにその根底に経済のグローバル化が促した金融の自由化・国際化の進展と、21世紀以降

世界的に継続した超金融緩和下での信用創造の変容と結びついた「過剰流動性」の存在があることを問うべきだと考えるからである。さらに言えば、この「過剰流動性」の帰趨こそは基軸通貨ドル体制の存続にも関わる問題であると思われる。

2. 転換点に立つ金融グローバル化……ドル体制の支持・延命装置からドル体制の浸食要因へ

85年のプラザ合意の本質は国際的為替協調から金利協調への転換という脈絡で捉えることができる。すなわち、基軸通貨ドル体制の持続（＝「強いドル」の維持）にとっては、アメリカの金利引下げ局面でも対米資金流入を担保するための金融の自由化の推進が必要条件となったのである。このことが将来にわたって金融緩和基調の舞台を準備しつつ「世界的バブル」への引き金となったことは留意すべき点である。つまり金融グローバル化の推進は基軸通貨ドル体制の支持・延命戦略と不可分な結びつきを持っていたのである。

この推進力の前提となっていたのが、多くの製造業分野ですでに比較劣位に陥っていたアメリカの産業にあって、いわばその競争力の喪失と裏腹に米系多国籍銀行を担い手とする金融セクターの比較優位の競争力（収益力、金融商品開発力）である。71年の金ドル交換性停止以来、「制度上」の拠り所を放棄した基軸通貨ドルは、80年代後半以降の金融自由化の進展の中で、国際金融市場での決済通貨機能の独占に象徴されるように「市場化」された基軸通貨へと基盤を移してきたのである。

ところで、この基軸通貨ドルの「市場化」とともに世界市場レベルでの経済のグローバルの進展のもっとも大きな産物は、発展途上国の世界的再生産過程への組み込みであることは論を待たない。低賃金の梃子とする価格競争力を入手した途上国の多くは対米輸出という外需を土台に経済成長

を達成し、巨額の対米経常黒字を累積させてきたが、この対極として基軸通貨国アメリカは世界の経常収支赤字のほとんどを引受け、その貿易赤字国は拡散している。まさに「グローバル・インバランス」と言われる所以であり、この状況は70年代までの二国間の貿易摩擦問題とはまったく位相を異にしている点が重要である。もはや基軸通貨国の経常収支赤字は当該諸国間の国際収支不均衡問題を越えた性格を持つにいたっている。

したがって、基軸通貨国アメリカにとっての関心事は「国際収支不均衡」を是正することではなく、自国の経常赤字を前提として、いわばその見返りとして対米資金流入(＝ドル還流)の原資とチャネルを確保しておくことに注がれることになる。いわゆる基軸通貨国の経常赤字の持続可能性(「サステナビリティ」論)という論点である。この還流ルートを確実にすることと、金融の自由化・国際化を推進し各国金融市場を国際金融市場へ統合することは表裏一体の関係にある。その結果として、非居住者保有のドルを、ドル・ドル投資の延長上に置き続けることによってドル建て金融資産への一極集中が進んだのである。

しかし、この基軸通貨ドル体制の維持のための金融のグローバル化はひとつの矛盾をはらんでいる。すなわち、金融市場統合の下でのドル建て投資とは、いわば投資の同質化(資産選択の均質化)を招き、金融資産価格の下落の増幅効果を内包せざるをえないからである。基軸通貨ドル体制のもとでの市場リスクの拡大、換言すればリスクのグローバル化は、市場リスクが基軸通貨リスク＝ドル・リスクへと転化する事態と隣り合わせの関係にあり、そこから国際的リスク分散の方向がそろえば通貨代替への転換が生じる。

こうして見ると現局面は、まさに金融の自由化(グローバル化)の進展とその前提ともいうべき経済のグローバル化の進展との相克が表面化しているように報告者には思われるのである。端的に言えば、金融グローバル化は基軸通貨ドル体制の支持基盤を醸成してきたが、その金融グローバル化の

進展そのものが基軸通貨ドル体制を浸食しつつあると言えるかも知れない。

ところで、今回のサブプライム問題は金融の証券化（セキュライゼーション）をその顕在化の震源地としていることは疑いないとしても、その背後には金融の自由化・国際化と結びついた「過剰流動性」の存在を指摘しないわけにはいかない。

3. 「過剰流動性」概念を巡って

「過剰流動性」の存在は、今回のサブプライム問題の背景を構成するひとつの要因として取り上げられている。しかし、この概念は、時に「グローバル・マネー」・「世界的余剰資金」・「投機マネー」等々と同義で用いられ、サブプライム問題を論ずるさいの前提条件となっているように思われる。しかしながら、それだけ重要な要因として提起されながら、何に対する「過剰」かについての説明は曖昧であり、説明があったとしても21世紀以降継続してきた先進諸国の金融緩和傾向の帰結として捉えられている程度である。

振り返ってみると、60年代から70年代初頭のドル危機の局面では、国際的な「過剰流動性」の基準、すなわち「過剰ドル」の基準はある意味で明確であった。金ドル交換性という「制度」に結びつけられた基軸通貨ドルは、アメリカが保有する金準備高と非居住者保有のドルとの比較からその「過剰」の根拠を問うことができたからである。報告者もまたかかる基準で「過剰ドル」の存在を定義づけていた。

今日のように71年までのような「制度化」された基軸通貨体制から離れ、経済のグローバル化を起点として進展した金融のグローバル化の下では、「過剰」の基準を析出することには困難を伴う。

その中で「過剰」の基準として考慮されている一例を挙げれば、世界のGDP規模と金融市場における金融資産（株式・債券・預金）規模とのス

トックの伸び率を比較するという見方がある。この基準では、06 年末の世界の金融資産総額（株式時価総額＋債券発行額＋預金）は約 150 億ドルであるのに対し、世界の GDP 総額は約 50 兆ドルで前者は後者の約 3 倍となっている。同じ比率は 90 年に約 1.7 倍であったことから「過剰流動性」が急増していると見る。

あるいはまた、世界貿易額（輸出総額）の伸びをベースに採って、直接投資残高の伸びはこれを凌駕し、さらに証券投資残高の伸びは後者をも上回っており、前二者との乖離はますます大きくなっていることから「過剰」を導くという考え方もある。実はこの考え方は報告者もすでに公開された論文の中で採用したことがある。しかし、この基準もまた近似的接近の域をでるものではない。クローズドシステムであればともかく、グローバルなレベルで「過剰流動性」を言う場合、その基準を明確にすることは 80 年代と比べて容易ではなくなっていることを認めねばならない。

そこで例えば基軸通貨国アメリカに限定して見ると、今世紀に入ってからマネタリーベースの伸びとマネーサプライの伸び率は、意外にも多くの年で名目 GDP の伸びを下回っているのである（当日配布の資料を参照）。あるいはまた、多くの論者が行っているように、アメリカの経常収支赤字の累積、裏返して言えば経常収支黒字国の外貨準備の増加をそのまま「過剰流動性」概念に置き換えることには問題があると考え。ともかく、グローバルな規模での現実資本蓄積と貨幣資本蓄積との乖離という命題、さらに今日的な貨幣資本蓄積の国際的過剰資本への転化という命題に接近するためには、近似的指標としてどれが適切であるかは報告者も含めてなお検討の余地がある。

4. 銀行の信用創造の変質、とくに基軸通貨国の信用創造の意義

アメリカの経常収支赤字の累積は、60～70 年代と比較して金額的にも

急増しているのみならず、相手国・地域別でも全く異なる様相を見せている。先述したように世界全体の経常収支赤字の大半をアメリカ一国が占めている。このアメリカの経常収支赤字は、非基軸通貨国側でのドル受取り＝外貨準備増となるが、黒字国が受け取ったドルはあくまで当該国の現実資本蓄積の結果であり、これがそのまま「過剰流動性」を形成しているわけではない。問題はこの外貨が当該国通貨に交換され、現実資本蓄積の拡大のために再投資されずに新たな貨幣資本循環を開始する可能性が拡大していることにある。この舞台は言うまでもなく金融の自由化・グローバル化によって与えられている。換言すれば、金融のグローバル化は現実資本蓄積から乖離した過剰貨幣資本の国際化を促したのである。

他方、銀行セクターにおいては、この金融自由化・グローバル化の過程で商業銀行の投資銀行化が進められたが、それ以上に見逃すことが出来ない点は市中銀行の信用創造の機能的変容である。すなわち、現実資本蓄積の拡大のための貸付－返済という伝統的な信用創造の役割に加えて、M&Aのための資金需要の仲介、ヘッジファンドを初めとする様々なファンドへのレバレッジ型融資、キャリートレード、そして今回のサブプライム問題と結びついた証券化商品の流通を支えるための資金供給などを担うにいたっている。まさに信用創造は現実資本の再生産的な拡張という軌道から乖離した様々な回路へと変容を遂げていると言えよう。報告者はこの事態を信用創造のグローバル化・国際化と捉えている。

さらにもう一点付け加えるならば、貸出債権を含む資産の流動化・証券化の盛行によって、商業銀行は金利の動向に左右されることなく、また返済を考慮することなく信用創造を拡大することが可能になったのである。これまでの信用創造論においてその継続の障害とされてきた信用リスク（貸し倒れリスク）を考慮しない与信活動は、現実資本蓄積と貨幣資本蓄積との一致を保証する機会を見失うことを意味する。報告者は、21世紀初頭以来、この金融のグローバル化に先進諸国の金融緩和をコアとする世

界的低金利の継続という局面が付け加わったこと、そのことが国際的に「過剰流動性」の拡大効果を持ったことを否定するものではない。しかしかかる金融政策上のチャンネル以前に、何より上に指摘した市中銀行の信用創造の変容こそが「過剰流動性」の創出、より正確には過剰貨幣資本の国際化・グローバル化の今日的基盤であり、このことを抜きに、サブプライム問題に端を発する金融危機の根源に迫ることはできないであろうと考える。

なお、この信用創造の変容という点に関して、基軸通貨国であるアメリカ市中銀行の役割は格別の重要性をもっている。言うまでもなくアメリカ市中銀行の信用創造によって生まれるドル建て預金は、一度非居住者名義に転換されれば、「市場化」された基軸通貨ドルとしてみますます統合化を強めつつある金融市場内部に滞留しドル循環を継続することになるのである。こうして今日の基軸通貨ドルは「制度化」されていたかつてのそれとは異なり、「市場化」された中で新たな「ドルリスク」と言うより「基軸通貨リスク」を被らざるをえない。それがいわゆるドルを保有する非居住者による「国際的なリスク分散」の範囲に止まるものであるかどうかは問われるのである。

5. いわゆる「ドル離れ」の諸相とその評価・・・基軸通貨ドル体制との関わり

さて、今回のサブプライム問題の顕在化をきっかけとして、あるいはそれが「追い打ち」となって、一方では「基軸通貨ドルの終焉」「ドル覇権の転換期」「ドルの長期低落への始まり」という論調がある。しかし、現状をリアルに見ると、「ドル離れ」あるいは「ドル一辺倒を見直す」という動向とともに、依然として「ドルとの連携・連動」を継続するという動きも見られる。

報告者は今回のサブプライム問題が直接ドル体制の存続を揺るがすもの

とは考えないが、基軸通貨国アメリカの実体経済への波及程度や行き過ぎた金融の自由化・グローバル化の見直しが具体化してくれば、そのことと国際通貨システムとの中長期的な係わりは看過できないだろうと考える。基軸通貨ドル体制の基盤を浸食する諸相は、とくに 21 世紀に入って、サブプライム問題顕在化以前からすでに現れているからである（例えば、配布資料のドルの実質実効為替レートの趨勢的低下傾向に歯止めがかかっていない、等々）。

では、今日の基軸通貨ドル体制を取り巻く状況はかつての 60 年代の位相とどう違っているのか。第 1 に、ほとんどがドル建て金融資産の形態で存在する「過剰流動性」の保有主体が、公的部門を凌駕する民間部門の投資主体（様々なファンドから個人まで）に拡散し、かつ先進諸国から途上国へと急激なシフトが見られることである。従来からの為替協調や政策協調の枠組みではそれらの保有動機をコントロールすることがますます困難になっている。

第 2 に、経済のグローバル化の進展とリージョナリズムとの奇妙な結合によって、地球上のいたるところで地域的経済共同体の形成が見られ、その内の幾つかの地域では経済共同体へのアプローチの一定の到達段階で、地域的決済システムや地域共通通貨単位を軸とする為替相場システムの構築、そしてさらに地域通貨統合を視野に入れている点である。先行して採用されたユーロの存在は、ドル基軸通貨体制をどの程度浸食するかどうかの評価は別にしても、既存の特定国通貨にリンクしない通貨バスケット制にもとづく地域共通通貨がすでに存在するという点で 60 年代とは決定的に異なる位相を生み出している。その意味で、報告者は、そのユーロがドル基軸通貨体制を浸食することがあるとしても、その場合のユーロと米ドルとの「二極」化はかつての英ポンドと米ドルとの「覇権通貨」争いとは違った性格と意義を持たざるを得ないと考える。

第 3 に、60 年代～70 年代の先進諸国間の政策的為替調整を軸とする国

際収支調整に代わって、アメリカの金融市場を結節点とする対米黒字国の民間部門との資金循環（マネーフロー）が成立しており、これが今日の基軸通貨ドル体制のほとんど唯一の支持装置となっていることである。

今日の「ドル危機論は幻想である」という主張まで出現する背景には、まさにこの第3の点の存在があり、これを根拠にアメリカの経常収支赤字の持続可能性には問題なしと論定する。この論拠は、例えば、①世界の「過剰流動性」は大量・多種の金融商品を提供する米国資本市場以外に行き場がない、したがってドル安が一巡すれば、世界の資源・商品先物市場に投下されている国際流動性は再び米国金融市場に戻る、②米国経常収支赤字はドル安局面では資産価格調整によって圧縮される可能性がある。ちなみに、米国の累積経常赤字は06年末現在、約6兆ドルで対外純債務＝2兆5000億ドルとなっているが、ドル安が進行すれば、米国の在外資産残高の増価をもたらし、外国の在米資産残高は不変にとどまる。こうしてフローベースでの経常収支赤字8100億ドルは、資産価格調整＝ドル安効果によって対外純債務の悪化分は3000億ドル程度に留まる、③依然として米国所得収支の投資収益の黒字構造が維持されており、巨額の対外債権を積み上げてきた米系多国籍企業の競争力を無視することはできない、等々である。とくにこの③の所得収支黒字幅の動向については、報告者も今後の米国経常収支赤字のファイナンスのサステナビリティとドル体制の行方を占う上で無視できない点であると考えている。

それにも増して、この米国経常収支赤字の累積の対極で顕著になった世界経済の再生産過程に生じた変化に留意すべきであろう。それはまず第1に対米黒字主体に中国を含む東アジア諸国、産油国などが加わっている点である。SWFの急成長はそのひとつの象徴であろう。これらBRICs諸国や資源国の政府部門を中心とする投資主体は、従来の先進諸国政府の投資行動と同じく基軸通貨ドル体制を支持するかどうかについて不安要素が残るのではないだろうか。この点が米国経常収支赤字のファイナンス＝サ

ステナビリティ問題にひとつの新しい要素をもたらすことになるかも知れない。

基軸通貨ドル体制が安泰であると見る論者達に共通しているひとつの点は、米ドルの国際金融市場における圧倒的な地位の強調である。しかし、報告者は基軸通貨体制の今後を考えるさいには金融市場での役割・機能だけから判断することに疑問を持っている。例えば、これまでオイルマネーと基軸通貨ドル体制は表裏一体の関係にあったと言ってよい。しかし、例えば最近の動向として、産油国が原油取引の通貨建て（契約通貨）をドルからユーロへ変更する試みが部分的にせよ伝えられている。GCC 諸国の場合は、その行き着く先に地域共通通貨を展望しているとすれば、その動向はたんなる国際的リスク分散の域にとどまるものとは言えないであろう。

また、先に触れた SWF の投資行動とその動機・ねらいはまだ十分分析されていないとは言え、極めて多様な投資行動を展開していることは事実であろう。その中で、ひとつの傾向はドル安を梃子に欧米の金融機関へ出資したり、不動産投資を積極化させていることで、これはドル建て資産保有の継続（ドルドル投資）を意味する。この傾向は産油諸国国家の長期的経済成長戦略が背景にあるとは言え、一体化する国際金融市場でのリスクテイクの結果が市場の安定に寄与し、ドル体制を支持する要素と評価する論者もある。他方では、潜在的なドルリスクを回避するために先進国・途上国を問わず現地通貨へ転換して投資を続ける場合もあり、こうした SWF のビヘイビアがドル体制に与えるインパクトについてはまだ予断を許さないとと思われる。

中国と中東産油国のケースはドル建て外貨準備の急増という共通点はあるが、国際通貨システムへの影響、基軸通貨ドル体制の浸食という観点からは、区別して考えるべきであろう。

その中で報告者が注目していることは、これまでドルと一体化してきた中東産油国の石油取引契約においてまだ一部とは言えユーロ建て取引への

シフトが見られる点である。かりにこれがユーロ圏との取引に限定されない広がりを見せるとすれば、基軸通貨ドル体制を揺るがす可能性がある。英ポンドの例にも見られるように石油をはじめとする世界市場における第一次産品の契約通貨は、基軸通貨としての重要なバロメーターであると考えられるからである。

6. 現段階での中間的まとめ

金融の自由化・国際化は、確かにこの20年間に基軸通貨ドル体制を「補強」する側面を持ってきたと言えるが、今回のサブプライム問題の顕在化は直接には資産の流動化・金融の証券化が密接に絡んでいるとは言え、金融の自由化・国際化の担い手である当のアメリカが震源地となったことにより、ドル体制への影響が不安材料になっていることは確かである。けれども報告者に言わせると、今回の問題が金融の自由化・国際化の行き着く先を示したという点で、曲がり角に来ていることは疑いないとしても、これが直ちに基軸通貨ドルの動揺をもたらし、ドル体制の浸食につながると思われない。しかし、金融商品開発の担い手である米国金融市場で信用リスク→市場リスクの増幅が繰り返され、これが国際金融市場への波及を不可避とする傾向は、「市場化」されたドルにその影響を最初に与えることになる。まさに市場リスクは、ドルリスクへと、より正確に言えば、基軸通貨リスクへと転化する可能性を持たざるをえない。金融の自由化・国際化の中に組み込まれた不安定性は、基軸通貨国をはじめとする信用創造の変容と結びついた「過剰流動性」の創出と結びついて、何よりも基軸通貨によって大きな負荷となる事実が突きつけられているとも言えよう。

最後に、「ポスト・ドル体制」について言えば、それに関する構想力の具体的イメージの不足が「ドル危機」論が幻想にすぎないという極論を生み出す要因のひとつになっていると思われる。21世紀の国際通貨システ

ムを展望したとき、ドル対ユーロという枠組みをも超えて幾つかの通貨バスケット制を土台とした地域的統一通貨が並存する事態も十分考えられる。もはや 20 世紀までの国際通貨史が残してきたような、特定国（中心国）の国民通貨が国際通貨をも兼ねるといふ歩みは繰り返されない可能性があることを指摘しておきたい。

〔報告へのコメント〕

松本朗（立命館大学）

1. 金融肥大化の指標として、世界の GDP と金融資産規模との比較を行っているが、フローの金額とストックを直接比較する意味はどこにあるのか。

〔答〕確かに統計的にはフローとストックという性格の違いはあるが、絶対額ではなく GDP の伸び率と資産規模の伸び率との比較であり、「過剰流動性」そのものの指標、その基準を与えるものとしてではなくとも、金融肥大化の基準の近似的接近の手法のひとつとしては許されるのではないか。

2. SWF などの新興国優良企業への投資を「ドル離れ」要因としているが、その企業の主な輸出先（ないし主要マーケット）がアメリカであった場合には、「ドル離れ」とはならないのではないか。

〔答〕報告でも指摘したように、外貨準備を急増させている途上国の投資行動は、ドル安をバネにしたドル建て投資の継続によってその資産価値の目減りをカバーする収益力を確保しようとするものであり、結果として米国の国際収支赤字をファイナンスし、ドル体制を補完する側面を持つ。しかし、時間軸をやや長くにとって、GCC 6 カ国、この中心はサウジアラビアであるが、この地域では 2010 年に地域通貨統合という構想を持っている。そこまでは、通貨バスケット制などの過渡的な試みをむしろ抑えてドルベッグを維持しようとしている意図がある。

したがって、当面はドル安・自国通貨高というインフレ圧力を回避するためにもドルドル投資を続けた方が得策だと考えているとしても、より時間軸を伸ばして

見た場合でもその選択をとり続けるかどうかは疑問だと思われる。

3. サブプライム問題とドル体制の行方についてどう考えるか。

(答) ドル安を前提しての話としてでも、アメリカが累積した経常収支赤字をその原因である貿易収支の改善によって均衡化する可能性はほとんどないであろう。債務者利益か債権者利益かというより、世界的な再生産構造において途上国がアメリカに輸出することをベースにしている生産と消費の構造が変容するときにドル体制の基盤が本当の意味で問われると見るべきではないかと考えている。

青山和司 (大阪市立大学)

1. 報告者は実体経済の伸びとの関係で金融の肥大化を論じているが、金融の肥大化を信用創造との関係でもう一度ご説明願いたい。資産の証券化で、信用創造はどのように関わっているのか、資産を流動化し売却してしまえば資金回収は終わってしまうので、あとは再度の証券化でもう一度資金を回す、ということになる。例えば、ヘッジファンドや年金基金などの機関投資家も金融仲介者として資金提供をしていると見ることもできるのではないか。

(答) 現代の信用創造が変容していることを指摘したが、それは証券化商品が流通している以前から、今までのような企業の設備投資資金等を融資するというような伝統的な役割からだいぶ乖離したケースが増えていることを念頭に置いている。証券化の場合は、貸出債権を売却してキャッシュフローを入手するが、それは債権額全額ではないにしても、得た資金を再びどのようなルートで運用するかは多様な可能性がある。再び信用創造の拡大に向かうこともあろうし、そうでない運用もあろう。しかし、証券化によって明らかに信用創造がルーズになされることは事実であろう。この点で資産の証券化と信用創造との関係とらえたとき、現実資本蓄積と貨幣資本蓄積との不一致が拡大する余地があり、この点を含めて現在の信用創造の変容と呼んだ次第である。

またヘッジファンド等の機関投資家の資金についてご質問があったが、例えば、ヘッジファンドの資金は、一部は自己資金、すなわち既存の貯蓄の再投資という部

分を含んでおり、その部分の運用に関する限り金融仲介の範囲をでないが、銀行がそれを担保として何倍化の融資を実行することも当たり前になっていることを考えると、このレバレッジ型融資は現実資本蓄積から乖離した貨幣資本蓄積を促す現代的要因のひとつに上げることができよう。

(一般討論での質問)

山村延郎 (拓殖大学)

「過剰流動性」をストック概念で捉えているのかどうか。欧米銀行の行動から見ると、莫大な利益を生む業務として、サブプライム・ローンの証券化を行い、投資銀行部門の職員数を増大させていたのだから、フローや利潤率で考えるべきではないか。

(答) 「過剰流動性」の起源はもちろん中央銀行の供給する現金と市中銀行の創造する預金である。ただし、それが、金融の国際化・証券化の進展により様々な金融資産の形態に容易に転化しているのであるから、それを含めて「過剰流動性」の存在形態として論ずることは可能であろう。

建部正義 (中央大学)

「過剰流動性」の実体として、①米国の経常収支赤字と、②市中銀行の信用創造を上げられたが、結局のところ①も②によってファイナンスされたのではないか。

(答) その点に異論はない。ただし報告でも触れたように、ヨリ正確には、米国市中銀行の信用創造によって創造された預金のうちの一部が非居住者名義の預金に振替えられたものがファイナンスの原資になっていると言うべきであろう。

齊籐美彦 (独協大学)

今回の中央銀行による流動性供給はネットでの供給になっていないのでないか。超過準備は供給されていないし、バランスシートが膨らんでいない。資産構成の変

化、安全資産の減少（質の劣化）が生じているのではないか。

（答）今回の連銀を通じた大手証券会社への資金供給はオペによってではなく、融資すなわち貸出によるものであるから、ネットでの流動性供給にあたるのではないかと考えている。しかしその融資の見返りに連銀が取得した担保の質によって資産の劣化が生じているという点については質問者に同意する。

前畑雪彦（桜美林大学）

① サブプライム問題発生後、にわかにインフレの加速化、スタグフレーションの現実化が課題となりつつある。報告者は「過剰流動性」問題との関係でこれについてどう考えるのか。

（答）「インフレ」といい、「スタグフレーション」といっても70年代の現象がそのまま再現されているわけではない。現時点では、資源・原材料価格の急騰が、まだ工業製品を含む物価全体に波及しているわけでないし、何より賃金インフレには転嫁していないと考えている。むしろ実質的物価上昇とインフレーションとの識別こそが問われている局面と考えられる。また、現在の「過剰流動性」問題との関係で言えば、中央銀行の流動性供給から直ちにインフレーションを導くのは早計であり、資源価格や金融資産価格などの動向を媒介させる必要があるのではないかと考えている。

② 報告者の信用創造の概念規定を示されたい。

（答）報告者は、振替的信用創造の考えに依っている。報告の中では商業銀行が貸出債権を売却することによって得られるキャッシュフローが、ひとつの運用方法として新たな貸出＝信用創造に回される可能性について確かに触れている。これが現金的信用創造的理解を示すものと受け取られたとすれば大変遺憾である。この場合でも新たなキャッシュフローが確保されなければ信用創造ができない、という考えに立っているわけではないことをご理解願いたい。

揚枝朗朗（佐賀大学）

「ドル離れ」は、ドル体制の終焉に向かうとの視点で捉えられている（『終わりの始まり』）ようだが、それはドルの為替調整であって、国際通貨ドル体制はグローバル化の進展の中でいっそうの発展・深化が進むと思われるが、どう考えるか。

（答）報告で述べたように、今回のサブプライム問題に端を発したドル不安・ドル不安問題はただちに基軸通貨ドル体制の終焉に繋がるものとは考えていない。しかし、現代のドル不安は、かつてのプラザ合意時点までの先進諸国間の国際的な為替調整という枠組みで修復できるものとも考えていない。報告の最後で触れたように、質問者の見通しとは異なり、特定国の国民通貨を国際通貨とする基軸通貨システムが21世紀のシステムとしてふさわしくないという認識が台頭する契機をなすように思われる。いくつかの地域で模索されている通貨バスケット制に立脚した地域共通通貨構想はその反映であろう。それはこれまでドル体制とリンクして経済発展を遂げてきた途上国・新興国の今後の世界経済での役割の変化と密接に結びついているのではないかと思われる。

サブプライムローン問題と金融危機管理

—1980年代の日本の金融危機管理との比較で—

米田 貢

(中央大学)

2008年3月31日現在、アメリカのサブプライムローン問題に端を發した金融危機は、欧米の金融機関を巻き込みつつアメリカ5大証券の一角を占めたベアー・スターンズの経営破綻に導き、その救済のためにFRBやアメリカ連邦住宅金融委員会(FHLLB)などが金融機関の保有する住宅ローン担保証券の買取りなどの公的関与を強めつつある。今回の金融危機が進行中のものであり、また報告者がアメリカ金融制度、金融史には門外漢であることから、本報告では、現在までのところのアメリカにおける金融危機管理対策の若干の特徴を1990年代の日本の金融危機管理との比較で指摘するにとどめる。

第1節 証券化商品市場における信用不安を中心舞台とするがゆえの金融危機管理の困難性

① 1990年代の日本における金融危機は、それに先立つ1980年代の土地投機(6大都市の商業地で1985年からの5年間で4倍化)と暴騰した地価の突然の反転と崩壊(戦後初の地価の本格的下落、6大都市の商業地ピーク時比で1/7)によって発生したものである。大手行から中小企業向け預金取扱い金融機関、生保・損保から証券会社、ノンバンクにいたるあらゆる

る金融業態が土地をめぐる投機金融にドブプリとつかった結果、バブル崩壊に伴う金融機関の経営破綻は全業態に及んだ。1980年代における国内銀行のいわゆる不動産関連融資の増加額は115兆円を記録したが、バブル崩壊以降のこれら国内銀行による不良債権処理額は、累計で100兆円近くに達し、80年代に貸し込まれた不動産関連融資とほぼ同じ額が焦げついたことになる。この結果、預金保険機構による金融機関の破綻処理件数は180件に及び、金融危機の克服にはほぼ10年の期間を要した。1990年代の日本の金融危機の深刻さは目を見張るものがあるが、問題の本質は、土地投機とそれを支えた預金取扱い金融機関による過大な不動産関連融資にあり、金融危機の根本的解決は土地関連の不良債権をどう処理するかにあったことは明白であった。なおそのうえで、その解決が10年に及ぶ混乱した過程をたどることになったのは、後述するように、日本の金融業界、特に大手行・大手金融機関の問題先送り姿勢とそれを容認、あるいはむしろ主導した政府の金融危機管理政策の失敗が大きく影響している。

② これに対して、アメリカのサブプライムローンの焦げつきに端を發した今回の世界的規模での金融危機は、明らかにその震源地である低所得者向けの住宅ローン市場を越えて急激な広がりとならび深化を示した。それを媒介したものが、重層的に展開するようになったいわゆる証券化商品市場である。問題の発端は、アメリカにおける住宅ローン残高約10兆ドルの14%（約1.3兆ドル）を占めるサブプライムローンにおける延滞率の上昇、部分的な焦げつきの発生にすぎなかった。だが、このサブプライムローンの約8割が住宅ローン担保証券（RMBS）やさらにそれらを組み込んで再度証券化した債務担保証券（CDO）に組成され、それらが世界中のファンド、機関投資家、証券会社、銀行などによってうまみのある投資対象として購入されることによって、サブプライム問題は世界中のあらゆる金融機関を信用不安に陥れるガン細胞に転化したのである。

この連関構造を3月16日に発表された先のJPモルガン・チェースに

よるベアー・スターンズの買収劇にいたる経過を例に見ておこう。ベアー・スターンズの経営破綻は直接には資金繰り困難によるものであった。3月11日の時点で約170億ドルあったベアーの手元資金はヘッジファンドがデリバティブ取引の相手からベアーをはずし、大手銀行さらには一般の顧客が融資や預かり資産を引き出しにかかるとうずか2日間で底をついた。くわえてレポ市場での異変から手持ちの住宅ローン担保証券のレポ取引によって短期資金を借り入れることができなくなったベアー・スターンズは、アメリカの金融構造の中軸に位置する大手銀行JPモルガン・チェースの信用創造力に依拠するしかなくなった。80ドルを超えると予想される解散価値に比してわずか2ドルという買収価格（24日には主要株主の反対にあい10ドルに引き上げられたが）は、この買収劇が突然の経営破綻に陥ったベアー・スターンズの救済合併であることを物語る。では、なぜベアー・スターンズは、突然の資金流出に見舞われたのか？それは、同社の1400億ドルの金融資産のうち約280億ドルが住宅ローンをもとにした債務担保証券（CDO）などから成っており、サブプライム問題発生以降はそれらの実際価値が公表額のせいぜい5～7割でしかなく、その差額を損失処理すればベアーの自己資本120億ドルは吹っ飛んでしまうと評価されたからである。では、レポ市場からベアーはなぜ排除されたのか？それは、大銀行から融資を受けられなくなった各種のファンドが換金性の高い政府機関保証の住宅ローン証券や地方債を大量に市場に供給し、その結果これらの証券価格が値崩れしたからである。レポ市場で国債しか担保として認められないという特異な状況が、それまで住宅ローン証券担保で取引をしてきたベアーをレポ市場から排除した。サブプライム問題に端を発した現在の金融危機は、セキュリタイゼーションという金融技術革新を基礎に投資リスクを何重にも転嫁・分散しようと期待された証券化商品の重層的構造が、かえってある地点での信用破綻の影響を一挙に証券化商品市場全体にまで押し広げ、信用不安を金融システム全体に伝播させる、その意味で

信用不安を連鎖的に波及させる現代的機構に転化しうることを証明した。現在進行中の金融危機はどこに、どれだけの潜在的損失があるのかが見えない金融危機なのであり、日本の1990年代金融危機の場合とは異なり、その震源地である低所得者向けの住宅ローンの焦げつきの解消、不良債権の処理だけでは解決できない内容を含んでいるのである。

第2節 民間金融機関の自助努力を前提に事態の打開が図られる アメリカの金融危機管理

① 前項では、証券化商品の重層的構造に規定された現在の金融危機の性格に立ち返って、今回の金融危機を管理することの困難性を指摘した。ここでは、金融危機の当事者である金融機関、金融業界が信用不安の広がりに対してどのような姿勢で臨んできたのか、臨もうとしているのかの日米比較を行う。1990年代の日本の金融危機における民間銀行・金融機関の姿勢は、一貫して問題処理の、より具体的に言えば土地関連の不良債権処理の先送りであった。この点をもっとも明瞭に示したのが、大手行・大手金融機関や各金融業態が共同で設立した住宅金融専門会社（住専）の経営破綻とその処理事例である。母体行・母体金融機関自身が住宅ローン分野へ進出することによって住宅ローンの提供という歴史的使命を終えた住専は、1980年代後半以降土地投機の尖兵の役割を担わされ、地上げ屋を含む投機業者に過大な貸し込みを行った。その結果バブル崩壊によって1995年時点で最終的に約13兆円の総資産残高のうち74%が不良債権化し、損失見込み額が約6.3兆円（総資産比48.5%）という惨憺たる事態に陥った。しかも驚くべきことに、商業地の場合ピーク時と比べて50%の水準に地価が下落（まさに地価の崩壊）してもなお、日本の金融業界、大手行・金融機関はどれ1つとして自ら主体的に住専処理を決断しようとはせず、最終的に政府・大蔵省による政治決断に基づく一挙的解決に委ねたのであ

る。現代の日本の金融危機における民間銀行・金融機関の不良債権処理の先送り姿勢はこの住専処理の後も基本的に変わらず、各銀行の系列ノンバンクや関連の深い企業に対する貸出は、日本政府の特異な TBTF (Too Big To Fail) 政策の破綻を意味した北海道拓殖銀行、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行の倒産劇に明らかのように、当該銀行が最終的に破綻処理されるまで不良債権として表面化することはなかった。企業の「精算価値」と「継続価値」は異なるというまことしやかな「論理」のもとに土地がらみの不良債権処理は最後の最後まで引き延ばされ、その結果破綻処理に伴う最終損失は膨張した。

② これに対して、今回の金融危機に対するアメリカの民間金融機関の対応は、今のところ迅速かつその時々の問題の焦点に即応したものとなっている。シティグループやメリルリンチなどの大手行・金融機関はサブプライム問題の発生と同時に自らの住宅ローン債権、住宅ローン担保証券(RMBS)、それらを組み込んだ債務担保証券(CDO)の大幅削減に取り組んだ。それだけではなく住宅ローンに投資する金融機関への融資の削減にも取り組み、返済不能な機関に対しては損失の確定を怖れず担保証券の売却にまで踏み込んだ。その結果トリプル A 格の住宅ローン担保証券までもが 40%を超える大幅な元本割れに直面した。自ら保有する資産の毀損を怖れる大手行・金融機関のいわゆる損切りが証券化商品のさらなる価格下落を促進し、かえって自らが保有する証券の損失を膨らます悪循環を招いたとの指摘が一部になされた。これらの大手金融機関の行動がいわゆる狼狽売りにすぎないのか、それとも損失を抑制する機敏な対応とみなすべきなのか、それが最終的に今回の金融危機の展開にどのような影響を及ぼすのかを予測することは現時点ではできない。だが、いずれにせよ損失の確定を怖れて最終局面まで不良債権処理を先送りし、結局は 1980 年代における土地関連融資の増加額とほぼ同じだけの損失処理を行わざるをえなくなった日本の金融業界とはかなり様相の異なる金融危機対策が、アメ

リガの大手金融機関によって採用されたことは確認できよう。

アメリカの大手金融機関は、一方で果敢な不良債権処理に取り組むと同時に、先の悪循環に対しても民間独自の危機対策を展開してきた。詳細はできないが、住宅ローン担保証券や債務担保証券の急激な価格下落で大手金融機関が証券化商品の流動化のために連結対象外で設立した特別目的会社（SIV）の経営が危うくなると、これらから証券化商品を買取り取る共同基金を設立ようとし、一部の SIV を自らの連結対象とした。同じく債務担保証券などの複雑な証券化商品を最終的に保証することによって証券化商品の重層的構造を支えてきた金融保証会社＝モノラインの経営危機に際しては、大手金融機関や著名投資家がアムバックや MBIA などのモノライン大手各社の巨額の増資要請に応じ、危機の沈静化に努めた。さらに、大手金融機関は証券化商品の下落に伴う思い切った損失処理のためにいわゆる政府系ファンドに依拠して大規模な増資をあいついで行った。シティグループの場合にはシンガポール政府投資公社やアブダビ投資庁などから 220 億ドルに達する資本金を新たに受け取った。そして、ベアー・スターンズの経営危機に対しては、JP モルガン・チェースがニューヨーク連邦準備銀行の支援を受けつつ救済合併に乗り出したのである。これらの過程でアメリカ財務省や連邦準備制度理事会（FRB）がそれ相応の役割を果たしたことは間違いないが、少なくとも民間金融機関がその生き残りのために資本としての自助努力と大手金融機関としての共同行動によって事態を主体的に打開しようとしてきたことは看取できる。

第 3 節 TBTF 政策の発動と公的資金による資本注入への厳しい歯止め

① 言うまでもなく、金融危機管理政策の主体は政府・中央銀行などの政策当局であり、それらが眼前で起きている金融危機をどのように評価し、

いかなる政策手段でこれを管理できる（あるいは管理不能）と判断するのかが、金融危機のその後の進展を決定づける。1990年代の日本の金融危機では、まさに政府・日本銀行が地価崩壊による金融危機の深刻さを過小評価し、かつ政策当局の金融危機への介入力を過大評価することによって、見事なまでに金融危機管理に失敗した。報告者は、現代日本における金融危機管理を、1) 日本型 TBTF 政策の遂行、2) 預金保険制度の乱用、3) 巨額の公的資金による資本注入の3点で特徴づけている。その場合、TBTF 政策一般を、ア) 事実上の経営破綻状態にある（市場原理からすれば経営破綻せざるをえない）大銀行を、大銀行であることを理由にして、イ) システミックリスクを回避するために、ウ) 政府の力で（通常は公的資金による資本注入によって）救済・温存するところの、本質的に反市場主義的な金融危機管理政策の1つの形態と定義づける。そして、その日本的形態を、国民に対して債務超過行を債務超過行ではないと偽り救済しようとしたがゆえに、それに固執すればするほど政策当局者としての金融危機管理能力に対する一般的不信を惹起せざるをえなかった点に求めている。現代日本の金融危機は、金融危機が深刻化する局面でそれを管理すべき日本政府・日本銀行の金融危機管理能力に対する一般的な不信を招くことによつて激化し、その収束過程を混乱にみちた長期の過程としたのである。あれほどの地価の大暴落にもかかわらず、結果的に大手行が3行しか経営破綻しなかったこと、またそれらも含めて180件の破綻処理にもかかわらず預金者が誰一人として損失を被らなかつたことをもって、日本の金融危機管理が好首尾に終わったと見ることは誤りである。なぜなら、この結果は政策当局が最初から意図して実現したものでは決してなく、参議院選挙での与野党逆転という予期せぬ政治プロセスが、金融再生法と金融健全化法を同時制定させたことによる偶然の所産にすぎないからである。再生法に基づく長銀ならびに日債銀の特別公的管理＝一時国有化という究極の隔離形態での破綻処理と健全化法に基づく10兆円を超える公的資金の大銀行へ

の一般的な資本注入との結合がなければ、日本型 TBTF 政策の失敗はもっと明瞭に現れたはずである。最近、アメリカ政府ならびに FRB などの公的関与の強化に対して、現代日本の金融危機管理体制からの教訓としてさらに踏み込んで公的資金による資本注入を求める声が聞かれるが、それは現代日本の金融危機管理政策の失敗を正しく認識しない議論である。

② アメリカにおける今回の金融危機に対する政策当局のこれまでの政策対応は、以下のように概括できるであろう。サブプライム問題が欧米諸国で当初予想をはるかに上まわる規模と速さで進展したことを受けて、アメリカ政府・FRB が危機認識を改め本格的な金融危機管理体制に入ったのは、昨年 8、9 月以降である。その後の政策対応の第 1 の柱は FRB の金融政策運営であり、昨年 8 月以降公定歩合やフェデラルファンド (FF) レートが連続的に切り下げられ、FF レートの誘導目標は年 2.25% と消費者物価上昇率とはほぼ同水準になり実質金利ゼロの水準に到達した。これに象徴されるように短期金融市場に対して大量の資金供給がヨーロッパの中央銀行との緊密な連携のもとになされてきた。第 2 の柱がアメリカ政府による対応であり、その第 1 の内容は、今回の問題の発端であるサブプライムローンの借り手に対する支援策である。主要なものとしては、連邦住宅局 (FHA) による債務保証の拡充や「リセット」と呼ばれるサブプライムローンの返済金利の上昇に対する借換えの促進や 5 年間金利凍結がある。第 2 の内容は、景気対策としての財政政策であり、個人向けの戻し減税や企業向けの優遇税制など 2 月に 1500 億ドルの景気対策法が成立した。これらの包括的な金融危機政策が採られてきたとはいえ、アメリカ政策当局の金融危機管理の基本姿勢は、今年 2 月 9 日にポールソン財務長官がアメリカ金融機関に対してできるだけ速く損失を確定し、その処理に必要な資本の調達を求めたように、問題金融機関の自助努力を促すものであった。

このスタンスに一定の変化が見られたのは、冒頭で指摘したベアー・ス

ターズの実上の資金繰り破綻とニューヨーク連準備銀行の緊急融資・特別融資の発動に基づく JP モルガン・チェースによる買収発表である。これは、市場で売却できないベアー保有の住宅ローン関連証券 300 億ドルを買い取る受け皿会社を設立し、その買取資金のうち 290 億ドルをニューヨーク連銀が特別融資の形で貸し出し、この受け皿会社に JP モルガン・チェースが 10 億ドル出資するという内容である。これによって JP モルガンが被る損失は最大でも出資金の 10 億ドルに限定されており（しかも出資金に対して 7.25% の配当がなされる）、後はニューヨーク連銀がかぶることになる。金融危機管理のために連邦準備銀行の特別融資という形で一種の公的資金が投入されることになったわけである。なお、FRB はこれとは別に投資適格証券を担保に証券会社に対して翌日物の資金を直接貸し出す新たな貸出制度を導入した。また、これと前後して連邦住宅抵当公社（通称ファニーメイ）と連邦住宅貸付抵当公社（通称フレディマック）の 2 つの政府系公社と連邦住宅金融委員会（FHFB）が合計 3000 億ドルの住宅ローン担保証券の購入枠を新たに設定し、住宅ローン担保証券の流動性支持のために新たに公的資金が投入される道筋を開いた。

③ 以上の過程を前述の現代日本の金融危機管理体制と比較した場合、とりあえず以下の 3 点に着目しておきたい。第 1 は、サブプライム問題に端を発した現在の金融危機は証券化商品市場における信用不安が中心内容を占めており、その結果として現時点では金融機関の経営危機も証券会社レベルにとどまっており、信用創造の拠点であり支払・決済網の中軸に位置する大手商業銀行の領域には至っていないことである。第 2 は、1980 年代の S&L ならびに商業銀行の危機から、連邦預金保険公社改革法（FDICIA）に見られるようにアメリカでは債務超過に陥る以前に金融機関は破綻処理されるべきであり、TBTF 政策の採用はまさに例外的な局面に限定されている。元本保証の預金を供給する預金取扱い金融機関=銀行に対してすら預金保険制度の厳格な運用が求められているアメリカで、

いかなる形態にせよ本来的に投資リスクを負うことが求められる証券投資に関連して政府が TBTF 政策を発動するのは、論理的に見ても政治的状況から見てもそう簡単なことではないと考えられる。第3に、それとも関連して、アメリカでは連邦政府が本来自己責任を負うべき民間金融機関の経営危機に際して公的資金を注入するにあたっては、預金保険制度に見られるようにきわめて厳格なコスト管理、いわゆる最小限コスト原則が貫かれている。TBTF 政策の発動は、日本の事例から見ても巨額の公的資金投入を不可避とするものである。日本のようにシステミックリスクの発生による経済的混乱というあいまいな社会経済コスト概念の乱用で安易な公的資金の投入がなされるとは考えにくい。証券化商品の重層構造が、現代の金融危機管理のプリンシプルにどのような影響を及ぼすのか注目したい。

2008年5月19日

報告当日における若干の 問題意識の補足

米田 貢

【第1節に対する補足】

(1) 本節での中心的論点

・現代日本の金融危機は銀行を中心とした金融機関による過剰な不動産関連融資（土地投機）が問題の本質であり、その解決は不動産関連の不良債権の処理に限定されていた。これに対して、現代アメリカ（ならびに欧州）のサブプライム問題に端を発する金融危機は、発端のサブプライムローン

問題の処理（抵当権行使による住宅の略奪か借り手救済かモーゲージローン業者の経営破綻かは別として）によっては解決しない点に本質がある。すなわち証券化商品の重層的構造によって発端における信用破綻が金融システム全体を巻き込んだ信用不安に発展した。

(2) 擬制資本市場を舞台にした独自の金融恐慌・金融危機と過剰生産恐慌・長期不況との関連について

① 日米における今回の金融危機は上記の違いをもつとはいえ、両者ともに過剰生産恐慌に基づく貨幣・信用恐慌ではなく、擬制資本市場における投機金融の破綻の結果発生した独自の金融恐慌・金融危機である。

② 現代日本における 1990 年代金融危機と 1990 年代長期不況との相互関連

1) 1990 年代金融危機の基本性格：日本中の金融業界が土地投機にのめりこんだ結果、日本史上初の地価崩壊によって発生した金融危機→直接には投機金融の破綻に起因する独自の金融恐慌。日本の有担保主義に基づく貸出（信用創造）の金融慣行が預金取扱い業全体を巻き込んだ金融危機を生み出した。

2) 1990 年代長期不況は 80 年代末の IT 関連の過剰投資を基礎にしている面もあるが、独自の金融恐慌→地価・株価の全面的崩壊→含み経営の破綻に触発されて、金融危機と不況とが相乗的に作用した。

3) 1990 年代後半以降輸出関連企業による中国をはじめとする生産拠点の本格的な海外移転、企業による徹底したリストラ・合理化、一連の新自由主義的構造改革(とくに労働規制緩和と福祉切捨て)等によって、大量失業・ワーキングプアの時代に突入し不況に消費不況の側面が追加され、不況の長期化が加速された。

→アメリカにおける今回の独自の金融恐慌が、生産過程、実物経済にどのような反作用を及ぼし、それらの間でどのような相互作用が生ずるのかが、

事態の推移をみきわめるうえでの焦点である。

(3) 今回の日米における一般的な信用不安の発生の舞台の相違と信用・金融のシステミックリスク

① 銀行（＝預金取扱い金融機関、信用創造機関）の経営破綻が及ぼす社会的影響、システミックリスク

1) 当該銀行に資金繰りを依存していた借り手の連鎖的な倒産、ex.1998.11 北海道拓殖銀行の経営破綻が、その後長期間にわたって北海道経済に与えた壊滅的打撃

2) 銀行間の貸借関係、支払関係を通じた債務不履行（＝倒産）の連鎖的波及（いわゆる雪崩現象）←国内的、国際的に縦横無尽に取り結ばれている金融機関間の債権債務関係、ex.1998.11 三洋証券の経営破綻に際して発生したコール市場でのわずか10億円の債務不履行が、その後の金融危機の本格化、長期化の引き金となった。

3) 預金者の心理的動揺の伝播に基づく預金者の取付けの波及・拡大（いわゆる伝染現象）、ex.1998.11 末の全国8ヶ所で発生した同時多発的な預金者等の取付け騒動、「これはほとんど恐慌です」、「地獄の淵」、ただしほぼ1週間で自然に沈静化。

→特に2)、3)が貨幣の支払手段機能に内在する無媒介的矛盾の爆発としての貨幣・信用恐慌であり、本来の信用のシステミックリスクと呼ばれるものである。これを回避するために金融監督当局（大蔵省→金融庁、中央銀行、預金保険機構）は金融危機管理政策を発動する。

② サブプライム危機の舞台は証券化商品市場であり、サブプライムローンの焦げ付きが各種の証券化商品の価格下落とそれらを保有する各種の金融機関に対する一般的な信用不安を惹起している。

→ライタン・ロウチは、上記①の2)、3)と並べて、資産価格の崩落に基

づく金融機関の経営破綻の拡大を信用のシステミックリスクの一つとして挙げていますが、両者の間には基本的な性格の違いがある。

【第2節に対する補足】

(1) 本節での中心的な論点

・日本では大銀行を中心に不動産関連の不良債権処理の先送りが首尾一貫して追求され、その結果最終損失が膨大化し公的資金への依存、公的資金による資本注入を不可避にした。これに対して、アメリカでは民間金融機関が自主的に不良債権の迅速な処理やその時々の問題の焦点に（SIV やモノライン）に即応した対応を行い、同時に危機を乗り越えるために大胆な資本増強を外国の政府ファンド等に依拠しながら行っている。

→民間資本レベルのこの対応の違いは何に起因しているのか？

(2) 擬制資本市場における価格変動の特殊性

・擬制資本価格は価値価格ではない。規則的な貨幣収入の利子還元価格＝擬制資本のいわゆる理論価格も価値水準のように市場価格の絶対的な規制者ではない。

・投機金融によって導かれた擬制資本価格の高騰はいったんそれが崩壊してしまえば、新しい均衡点に達するためには徹底した市場での価値破壊、過剰信用＝不良債権の切捨ての過程を経る以外にはない。

【第3節に対する補足】

(1) 本節での中心的な論点

・金融危機管理政策の基本を金融危機発生の当初から日本型 TBTF 政策においた日本と、民間の自助努力を基本に金融危機管理政策を順次展開し

てきているアメリカ。だが、アメリカでも、ベアー・スターンズの事実上の経営破綻を機に TBTF 政策に踏み込み、FRB の特別融資や 3 政府機関による住宅ローン担保証券の購入枠の拡大 (3000 億ドル、約 30 兆円) によって公的関与を強めつつある、一種の公的資金投入がなされつつあるが、公的資金による資本注入にはなお至っていない。

(2) アメリカ財務省による金融行政のあり方に関する短期・中長期的な改革案の提示 (08/3/31)、大恐慌以来の包括的なもの

・短期の対策：1) FRB の権限拡大、証券会社などの監督も検討、市場安定を優先し、危機対応の主役に。2) 住宅ローン不正監視のための全国的な委員会を設置、政府、州、FRB などの関係者を招集、業者むけに全米共通の免許基準を導入。中長期の対策：1) 証券取引委員会 (SEC) と商品先物取引委員会 (CFTC) を統合し、取引所の国際統合や金融技術の高度化に対応、2) アメリカ貯蓄機関監督庁 (CTS) を廃止し、アメリカ通貨監督庁 (OCC) に吸収、3) 州が中心に監督している保険についても、国の関与を強める、4) 銀行だけでなく貯蓄貸付組合や信用組合なども含めた幅広い金融機関の健全性を横断的に監視する金融監督庁を新設し、監督体制を一体化する。

(3) 惹起された金融危機の深刻さに規定される金融危機管理の根本的な区別

・基本的に市場経済法則の貫徹 (過剰資本の価値破壊) を前提に債務超過に陥った銀行、金融機関の市場からの退出を容認し、その社会経済的影響の拡大の制限にもつぱら力点をおく金融危機管理政策で対応可能な金融危機→預金保険制度、早期是正措置、中央銀行の特別融資 (日本銀行の発動の条件)

・市場原理からすれば経営破綻することが必定の大銀行や大証券会社を金

融のシステミック・リスクを回避するために政府の力で救済・温存しようとする、換言すれば TBTF (Too Big To Fail) 政策を発動せざるをえないほどの金融危機

(4) 公的資金投入の性格の区別

① 準公的性格の資金

- ・預金保険料に基づく預金保険基金
- ・突発的な流動性危機=資金繰り破綻を回避するための中央銀行による特別融資

② 本来の公的資金 (税金に基づく財政資金)

- ・預金者保護のための公的資金投入、ただし、その場合でも預金保険限度額内の預金者保護のための公的資金投入であるのか、それを超える預金(全預金)の保護のためのものであるかによって、性格は大きく異なる。
- ・サブプライムローンの被害者、借り手保護のための公的資金投入、これは金融の論理によるというよりはむしろ社会政策的な論理に基づくもの
- ・債務超過に陥った大銀行の破綻処理の金融市場への影響を遮断するための=特別公的管理、一時国有化のための公的資金投入
- ・不良債権、価格崩壊の危険のある証券を市場から隔離するための、すなわち擬制資本価格支持のための公的資金投入
- ・例外的な事態のもとでの大銀行、大金融機関に対する一般的な資本注入のための公的資金投入

米田報告へのコメント

青山和司 (大阪市立大学)

金融危機がさらに悪化して銀行破綻にまで発展するような事態になれば、銀行が

支払決済網の中軸として重要な経済インフラを担っているのだから、公的資金の注入による銀行救済と金融危機管理は必要ではないか。

青山和司氏のコメントへの回答

報告では、1990年代の日本の金融危機管理体制について、1) 日本型 TBTF 政策の遂行、2) 預金保険制度の乱用、3) 巨額の公的資金の投入、の3点で特徴づけ、それとの比較で、サブプライムローン問題に端を発するアメリカで現在進行中の金融危機に対する危機管理について、以下の3点を指摘した。1) 現在の局面ではアメリカの金融危機は証券化商品市場を中心とした信用不安であり、金融機関の経営危機はなお証券会社レベルにとどまっている、2) 1980年代のS&Lならびに商業銀行の経営危機—金融破綻処理の経験から、アメリカの金融監督当局は、金融機関が債務超過に陥る以前に破綻処理されるべきとの原則を確立しており（FDICIA）、TBTF政策の発動もきわめて例外的なものに限られるであろう、3) とくに民間金融機関への公的資金の投入（公的資金による資本注入）については、民間金融機関は本来自己責任を負うべきだと市場原理尊重の立場からハードルはかなり高いことが予想される、と述べた。

その点で、報告者は、金融危機管理における公的資金の投入の是非について一般的に否定する立場をとるものではない。報告者は信用制度のシステミックを回避するためのTBTF政策について例外的局面での金融危機管理政策と認めたとて、日本における異常なまでのTBTF政策への固執（日本型TBTF政策・体制）が現代日本の金融危機管理を失敗に導いたと指摘したのである。コメンテーターの指摘されるように、アメリカでも現在進行中の金融危機が支払決済網の中軸を担う大銀行にまで及べば、公的資金による資本注入が現実化することも当然予想される。

破綻金融機関を清算処理するペイオフ方式の採用件数は、1980年代の金融危機の過程では、例えば1986年には31件/220件、1987年には28件/262件、1988年には32件/429件であった。金融機関の破綻処理が地域経済に及ぼす影響や破綻処

理コストの大きさを勘案してペイオフが採用されない傾向は強まっているとはいえ、預金保険限度額内の預金（いわゆる付保預金）だけはどんな場合でも保護するという預金保険制度の趣旨は、この破綻処理方法に象徴的に示されていると考えている。

松本朗（立命館大学）

日米間の金融危機管理政策の比較に際して、「経済状況の違い」が考慮されていない。

松本朗氏のコメントへの回答

報告者の問題関心は進展しつつある金融危機に対して、日米の金融監督当局がいかなる政策態度をとったのか、とろうとしているのかにある。課題の限定上それらの金融危機の背後にある事情については度外視しているが、ただ1990年代の日本の金融危機も、現在進行中のサブプライムローン問題に端を発するアメリカの金融危機も、ともに過剰生産恐慌の最終局面の金融恐慌ではなく、擬制資本市場（日本の場合には不動産市場、アメリカの場合にはそれを組み込んだ証券化商品市場）を主要な舞台とする独自の金融恐慌として位置づけている。もちろん、それらの深さと広がりによって現実資本部面にも深刻な影響を及ぼした（及ぼしつつある）ことは当然認めているが。

◎報告者への共通の4つの質問、コメントについて：

① なぜ住宅バブルとして発生するのかという問題提起に対して：1990年代の日本の金融危機と今回のアメリカの金融危機は、確かにともに地価の暴落が直接の引き金になった点ではあるが、日本の場合は商業地主導の土地バブルであった点で、それ以前の2回の土地ブームと区別される。さらに、今回のアメリカのサブプライムローン問題の出発点をたんなる住宅バブルの崩壊に解消することはできな

い。そこで貸付の対象とされたのはいわゆる中産階級ではなく、はじめから借入—返済能力に疑問のある、あるいは欠如している低所得者等だったのである。それは通常の住宅ローンとは異なるものであり、低所得者までをも借金漬けにして身ぐるみをはいでしまうことを意図したまさに略奪的貸付だったのである。

② リスクを理論的にどのように捉えるのか、リスクは資本にとっての費用であるとの主張に対して：マルクス経済学にとって資本が担うとされるリスクをどう位置づけるかは、独自に考察されるべき問題であろう。ただし、マルクスにおいても生産過程に資本を投下する機能資本家としての産業資本家に対して、貸付資本家は怠惰な資本として位置づけられていた点を想起すべきであろう。さらに証券流通市場を通じてリスクを転嫁しうる証券投資の場合でも、株式投資の場合と社債・国債投資の場合とでは当然負担されるリスクは異なっている。さらには今回のような住宅ローンを担保とした証券化商品の場合には、現実に元本の回収ができなくなった場合、すなわち信用リスクが現実化した場合における元本回収の優先権をめぐるリスク負担が問題になっており、リスクの内容はきわめて高次化している。

④ 規制策、救済策への評価、私企業を救済する根拠はどこにあるのかについて：報告者の TBTF 政策の位置づけについては、上述のとおり。ただシステミックリスクを回避する必要があるといっても、元本が保証されている銀行の預金者と元来自己責任が求められる株主等の証券投資家を同列に、それゆえ銀行と証券会社を同列に扱うことはできない。公的資金による資本注入にもこの点で相違が生ぜざるをえないと考える。

建部正義（中央大学）

日米における今回の金融危機を、過剰生産恐慌に基づく貨幣・信用恐慌ではなく、独自の金融恐慌として把握されているが、この見地から、その後の不況の深刻化・長期化を説明できるでしょうか？ バブル自体が、設備投資と個人消費を刺激し、過剰生産を促進する側面を無視してよいのでしょうか？

【答え】

バブル経済化の過程で現実資本の蓄積が進展し、それが過剰蓄積傾向の要因となった点は否定できないが、1990年代末以降のいわゆる長期不況化の主要な要因は、中国や東南アジアでの現地生産化の進展ならびに国内での蓄積条件の再編を意図した新自由主義的構造改革による労働条件の悪化と福祉切捨て等による個人消費の減退であると考えられる。

吉田暁（元武蔵大学）

預金保険制度の乱用を問題とされますが、そもそも預金保険制度で金融危機に対応できるという考え方に問題があるのではないかと？ペイオフはアメリカでもほとんど実行されなかったし、欧州では預金保険以外の対応が普通である。報告者は、TBTF はやらざるを得ないとされるのですが、そうであれば預金保険について建前どおりを言われるのは矛盾ではないでしょうか？（中小企業の決済資金でも1千万円の限度は過小だと思います）。

【答え】

金融危機管理政策と預金保険制度が完全に一致するわけではないという主張には同意する。報告者が日本型 TBTF 政策を預金保険制度の乱用と特徴づけたのは、日本政府がこの区別を無視して、まさに例外的な金融危機管理政策でしかない TBTF 政策を預金者保護の名目のもとに恒常的に実行しようとしたからである。アメリカで民間金融機関の自発的意思による P&A までもが TBTF 政策の実行であるかのようという議論が存在するのは、金融機関の経営破綻に際して保護されるのは預金限度額内の預金でしかないという建前が存在しているからである。報告者が、ペイオフを預金保険制度の趣旨をもっとも端的に体现する破綻処理方法と位置づけるのもこの理由からである。金融危機は大別すれば、付保預金者だけを保護することによって個人預金者の動揺を回避できる段階と、大口預金者までもを保護することによってしか銀行システムそのものを維持できない段階とに区分される。個人預金者、とくに零細な預金者は付和雷同的な存在であるが、機関投資家や大口法人預金者は逃

げ足の速い経済主体という側面と同時に、金融危機の決定的局面では自らの行動が何を招くかを想起せざるをえない支配的な経済主体という側面を併せもっていると考えている。

前畑雪彦（桜美林大学）

報告者のマルクスの貨幣恐慌論の可能性の理解について、近代的銀行業に固有の問題のように聞きました。その上で、証券会社はこの問題にかかわらないように聞き取りました。しかし、マルクスの貨幣恐慌問題は、「相殺の人為的制度」に固有の問題であって、ここに証券会社が組み込まれていれば貨幣恐慌論の問題になるのではないのでしょうか？

【答え】

報告者は、ご指摘のとおり貨幣・信用恐慌をたんなる貨幣支払約束書に過ぎない商業手形の裏書流通とそれに基づく貨幣の支払い手段機能に内在する無媒介的矛盾の爆発として把握している。近代銀行システムの下で預金通貨の流通に伴ってこの貨幣・信用恐慌の現実性は高まらざるをえない。証券会社が「相殺の人為的制度」に組み込まれるといっても証券会社自体が預金通貨を創出するわけではなく、証券形態での資産保有とその預金通貨への転換がスムーズになったにすぎない。貨幣・信用恐慌の爆発の根拠は、貨幣ではないたんなる貨幣支払約束書(それは商業手形から預金通貨へと展開しているのであるが)があたかも貨幣であるかのように流通している事態にあり、それ以外の諸要因は外的条件であると考え。その点で、報告者は、証券価格の突然の暴落を銀行システムに内在する矛盾の爆発と同列においてシステミックリスクの発生要因とみる一部の見方には反対である。

国際資金フローにおける 米国の求心力に関する一考察

—グローバル金融危機はドル体制を変容させるのか—

前田 淳

(北九州市立大学)

I 問題の所在

変動相場制移行後の国際金融システムは、ドルの基軸通貨性と、米国およびドルの国際資金フローの中軸性を特徴としてきた。中軸性には、米国が持つ独特の求心力が内包されている。求心力を定義すれば、他の国とは異なる要因によって、米国が外国から資金を大量に受け入れる吸引力のことである。それらの要因とは、ドルの基軸通貨性、金融市場の大きさ・発展度、米国の金融機関が持つ先進的な金融手法である。企業収益の高さにおいても米国は突出しているが、金融取引における米国の国際競争力を表す要因とはいえないため、ここでいう求心力には含めない。

こうした求心力に加えて、90年代以降の成長率の高さ、企業収益の好調、ドルレート of 安定などが相乗効果をもたらして、米国には膨大な資金が流入しつづけてきた。しかし、戦後最大の危機と米国の金融当局が認める今回の金融危機は、国際資金フローそして国際金融システムに大きな影響を与える可能性がある。米国への資本流入はこれからも安定的に続くのであろうか。

報告の目的は、こうした問題にアプローチする一つの手がかりとして、

米国への資本流入の諸要因を明らかにするとともに、米国への資本流入に関する論点を整理することである。

II 米国への資本流入の要因と論点

1. 米経常収支赤字の維持可能性

米国の国際収支に関する問題の一つは、経常収支の赤字である。Mann (2002, p. 134) は、米国の経常収支赤字の維持可能性を次のように定義した。「経常収支赤字は、次のような状態では、維持可能といえる。すなわち、経常収支赤字、または、それに関連した資本流入、ネットの対外債務ポジションなどが巨大になって、消費、投資、金利、あるいは為替レートなど経済変数に重大な変化を引き起こす——そうした段階に至っていない状態のことである。なお、この定義から考えて、たとえ現時点では経常収支赤字が維持可能な状態だとしても、すでに維持不可能なレベルに向かう軌道に乗ってしまっており、将来的には米国や世界経済にリスクをもたらす可能性もある」(一部意識。傍点は引用者による)。そこで、この定義をもう少し整理かつ膨らませてみよう。

フェーズⅠ－金利・為替レート等に何の変化をもたらさずに、経常収支赤字に見合う（「見合う」とは、同額またはそれ以上の額の意。以下、同じ）資本の流入がある状態。

フェーズⅡ－資本の流入が細ったために、重大ではない金利の上昇やドルの減価等が起り、値ごろ感から再び資本が流入し、経常収支赤字に見合う額となっている状態。

フェーズⅢ－資本の流入が細ったために、重大な金利の上昇やドルの減価等が起り、放置しておくとも必ずしも改善が見込めないと米政策当局が判断し、金利の引上げやドルの買い支えなどの措置を取ることで、経常収支赤字に見合う資本の流入がある状態。

フェーズⅣ－資本の流入が細ったために、重大な金利の上昇やドルの減価等が起こり、放置しておくとも必ずしも改善が見込めないと米政策当局が判断し、金利の引上げやドルの買い支えなどの措置を取ったものの、単独では改善が見込めないために、国際的な政策協調が行われることで、経常収支赤字に見合う資本の流入がある状態。

フェーズⅤ－資本の流入が細ったために、重大な金利の上昇やドルの減価等が起こり、放置しておくとも必ずしも改善が見込めないと米政策当局が判断し、金利の引上げやドルの買い支えなどの措置を取ったものの、単独では改善が見込めないために、国際的な政策協調を模索したが、協調が行われなかったか、あるいは、行われても資本が十分に流入せず、ドルの減価や金利の上昇が止まらない状態。

この段階区分によれば、維持不可能な状態、そして、ドルの基軸通貨性の重大な減退が起きるのは、フェーズⅢ以降であろう。Mann (2002) の定義では、経常収支赤字と資本の流入をセットで考えている。そこで、まず経常収支の赤字そのものが、何によって巨大化したりしなかったりするのかを考察してみよう。

Brown (2006, p. 123) は、「出発点を 0 年として、アメリカは対外債務がなく、移転収支を含めた経常収支赤字の対 GDP 比率が d であると仮定しよう。実質 GDP が年率 g で成長するものと仮定する。経常収支赤字は対 GDP 比でみて d のままであるとする。実質金利は r で安定しているものと前提する。このとき T 年末の対 GDP 比でみた対外債務の規模は次のように表すことができる。もし $r < g$ ならば、対外債務の比率は時が経過すると、逡減的なペースで増加して、有限の上限値 $[(1+g)/(g-r)] d$ に達する。もし $r > g$ ならば、対外債務比率はやがて発散する」と述べて、以下の数式でその内容を表現している。

$$d \left[1 + \left(\frac{1+r}{1+g} \right) + \left(\frac{1+r}{1+g} \right)^2 + \dots + \left(\frac{1+r}{1+g} \right)^{T-1} \right]$$

$$= \left[1 - \left(\frac{1+r}{1+g} \right)^T \right] / \left[1 - \left(\frac{1+r}{1+g} \right) \right] d$$

上の式が意味していることは、成長率と金利を比較して赤字が雪ダルマ式に増えるかどうかを議論し、成長率よりも金利が高い状態が続けば、対外債務は発散するということである。しかし、成長率よりも金利が高い状態が長期で続くと、成長率が低下して、輸入と経常収支赤字は減少する。すなわち、Brown のいう「d」が低下するので、発散しつづけるなどということは非現実的である。さらに、たとえ米国の成長率よりも米国の金利が高くても、米国の金利よりも外国の金利が高ければ、所得収支の黒字傾向が続く。よって、米国のネットの対外債務にとっては、米国の成長率と米国の金利のみを比較する議論は不十分である。以上、Brown (2006) については、次のように批判的にまとめることができる。① 米国の金利が米国の成長率よりも高いことを理由に、対外債務が深刻な増加を示すと即断することはできない。② 米国の金利が外国の金利よりも高くなってしまった場合は、所得収支が赤字化して、その結果毎年の経常収支赤字が悪化する可能性は否定できない。しかしその場合には、米国と外国との成長率の差によって、米国の貿易収支には若干の改善傾向が現れ、経常収支赤字の悪化を減殺するだろう。③ 経常収支赤字は、米国製造業のオフショアリングによって、すでに改善不能な（つまり、黒字化しにくい）状態である。

次に、経常収支赤字と資本の流入の関係について、整理しよう。岩本 (2007) が「金融統合仮説」と呼ぶ諸説によれば、米国の対外債権は外貨建て（株式）が多く、対外債務はドル建て（債券）が多いので、ドルの減価によるキャピタルゲインのおかげで、米国の対外債務は深刻な状態にはならなかった、という。ここで注目すべきは、経常収支と独立に資本

収支をとらえている、ということである。先の Mann (2002) で「経常収支赤字、または、それに関連した資本流入」が原因で、金利や為替レート等に変化をもたらしての資本流入があるかどうかを問題にしていたのとは、対照的である。たとえ「経常収支の赤字、または、それに関連した資本流入」や対外債務の巨大化が原因ではなくても、経常収支に見合う資本流入がなければ、金利や為替レート等には影響しうる。その程度が大きくなれば、当然、何らかの政策的措置は必要となってくる。そうした意味で、フェーズ I～IV では、すでに経常収支と資本収支を独立に論じたのである。

2. 米国への資本流入の諸要因

ドルが基軸通貨だから、米国への資本流入は大量かつコンスタントである、との見解と、世界に占める GDP 比率で考えれば、米国への資本流入は決して大きくない (Higgins and Klitgaard, 2007) との見解がある。

前者の中には、世界の契約通貨 (貿易において建値に利用される通貨) レベルでドルが最大のシェアなので、貿易黒字の国は、ドル建て部分については米国所在の銀行口座にドルで支払いを受けるのだから、自動的に米国に資金が流入している、との見解もある。しかし、ドルで輸出代金を受け取る場合に、そのまま保有するかどうか、判断が行われているはずである。よって、ドルが基軸通貨だから、自動的に米国に資金が流入するという見方は、瞬間的にはありうるとしても、今日の膨大な米国への資本流入を説明するには、やや説得力に欠けると思われる。

日米加への外国からの証券形態での資本流入を較べてみると、株式については 90 年代以降に、債券については 80 年代からその額が膨れ上がっていることがわかる。

報告では、国際資金フローにおける米国が持つ独自の求心力とは、ドルの基軸通貨性、金融市場の大きさ・発展度、米国の金融機関が持つ先進的

な金融手法であると規定している。ドルの基軸通貨性はまだまだ本格的に不安視される段階ではなく、米国の金融市場はいまも最も発達し洗練されている。投資銀行やヘッジファンドなどが持つ金融手法においても、米国金融機関の競争力は高い。以上から、国際資金フローにおける米国の求心力は、依然として失われていないと思われる。

しかし、その求心力を低下させかねない事柄がいくつか存在することも事実である。第一に、各国金融の規制緩和・グローバル化が進んだ結果、比較的容易に資産および通貨の売買が可能になっている。第二に、ユーロは限定的とはいえ、国際通貨としての機能を帯びつつある。第三に、欧州から米国への資本流入は、2000年代以降、極めてボラティリティーが高まっており、米国の金融資産・市場に不安定性をもたらしつつある。第四に、政府系ファンドは、その性質上、本来分散投資をする可能性が高く、場合によっては短期的かつ投機的な性質を帯びかねない。以上の理由から、ドル以外の通貨建てでの資産通貨の選好は今後も高まると予想される。

Ⅲ サプライム危機が米国への資本流入に与える影響に関する予備的考察

サブプライム危機の原因や経緯については、多くの議論がすでに展開されており、繰り返すことは避けた。ただし、原因に関する重要な論点として強調すべきは、金融手法が与えた影響についてである。報告者は、ポートフォリオ理論とCAPMの考え方が非常に大きな影響を及ぼしてきたと考えている。その出発点になっている考え方は、資産を組み合わせることによってリスクが低下する、ということである。企業や機関投資家の投資行動は、資金の量のみによって制約されているだけではなく、リスクの量によっても限界を画かれているので、この重要な発明によって、企業や機関投資家の投資量は、増大したと考えるべきであろう。資産の証券化は、

普通、単に一つの資産をそのまま有価証券にして売却するというよりも、複数の債権をパッケージにすることによって行われる。その手法は、サブプライム・ローンにおいても、活発に利用されたのである。金融手法は、個々のリスクを低下させることによって、住宅ローンそのものを増大させ、全体としてのリスクを高めたのである。すなわち、ミクロレベルでのリスクの低下によって、かえってマクロレベルでのリスク総量は増大してしまったのである。

サブプライム危機によって、米国への資本の流入が減少したかどうかについては、今後の検証を待ちたい。現時点ではファクトファイディング程度の情報ではあるが、先のフェーズ区分に照らし合わせれば、2007・2008年の状況はフェーズⅡであったといえるのではないだろうか。

IV 結論—サブプライム危機はどの程度深刻で、国際金融システムにどう影響するのか

以上から、フローレベルについては、経常収支赤字に見合う資本の流入が続くのかどうかという問題については、現段階では極めて深刻と判断できる状況にはないと思われる。また、ストックレベルについても、米国で保有されている資産を手放す動きが深刻になって、米国の金利や為替レート等に重大な変化を引き起こしたり、資金が逃避して戻ってこなかったりしているわけではない。欧州から米国への資本流入の不安定性という問題は残るものの、それ以外では、国際資金フローにおける米国の求心力は、失われていないと思われる。

※報告当日に配布した図表と回帰分析の詳細および参考文献については、紙幅の関係上割愛した。

《前田報告へのコメント》

片岡尹（大阪市立大学）

前田報告は次のように概括することができる。米国の投資収支が黒字であり続ければ経常収支の赤字は維持される。問題の焦点は投資収支、ことに資金流入である。米国への資金流入は、米国の求心力に依存する。それは米ドルが基軸通貨であること、米国金融市場の規模、米金融機関の金融手法によってなお失われていない。依然外国から資本をひきつけている。米国の経常収支赤字は、当面維持可能である。ドルは国際通貨であり続ける。

求心力に関する回帰分析があることが、前田報告の最大の特徴である。信研の武器は形態の分析、定性的分析であるが、定量的分析を加えると、面白くなるのではと期待している。今回の分析によると、求心力はあるとされるが、求心力の要因とされた米国金融市場の規模、米国金融機関の金融手法は統計的にどのように検証されたのか？ 求心力とは、前田報告の統計的分析では、何なのか？ それはドルが基軸通貨であることなのか、それとも米国の市場規模が大きいか？ それらが説明変数に入っているのか？（質問1）

前田報告では、最初の論点として経常収支の動向を観察し、そのフェーズを段階分けするためにマンを援用している。前田報告では、米国はフェーズⅡにあるとしている。フェーズⅡは経常収支赤字の維持可能領域である。だからこの報告で、経常収支赤字について議論する意味がある。

そこでお尋ねしたい。サブプライム・ローン危機が深化した現在では、米国はどのフェーズにあるのか、依然としてⅡなのか？ 2007年の状況からするとフェーズⅢになった可能性はないのか？（質問2）

ついで、前田報告は経常収支赤字の原因の分析にすすむ。ブラウンを援用されるが、数式が示していることはストックの話、すなわち、債務残高が収束するか否かであって、経常収支赤字の原因の検討ではない。むしろ債権債務残高と関連させて

利払いすなわち所得収支に言及し、黒字を持続することを示すところに報告の目的がある。すなわち、債権債務からの金利収入（所得収支）という場合、米国も外国資産を持っているので、米国の金利が外国の金利より低ければ、所得収支は赤字にならないし、たとえ米国の金利が外国の金利より高くなっても、米国の金利が高いことによって米国の輸入が減少するので、貿易収支の赤字はそれほどひどくはならない、と前田報告は主張しておられると私は理解している。はたして、その理解でよろしいでしょうか？（質問3）

所得収支は金利収入のほかに、直接投資の収益もある。米国多国籍企業の収益率が非常に高く、その結果、所得収支が黒字である、という最近のいわゆるダーク・マターの議論は、直接投資の収益率の格差を強調するものである。その部分の検討が欠落している。

次に、前田報告は、経常収支変動について、所得効果のみ検討している。しかし、経常収支赤字の解消のために、ドルの減価が必要であるか否かが現在大きな論点になっている。経常収支の問題は為替レートの切下げ問題を避けて通れないと思うが、それについてどう思われるか？（質問4）

米国への資本流入の部分について、コメントしたい。依然求心力は失われていない。しかし不安材料として3点挙げられている。さらに重要な論点として、外貨準備の膨張を私は指摘したい。公的資金が大量に米国に流入している。この資本流入は求心力との関連で、どのように考えるか。求心力を強化するのか弱体化するのか？また、米国は外国向けの債権を大量に保有しており、現在の状況では、これが引き揚げられるという問題もある。これは、前田報告による回帰分析などでは、どのように取り扱うことができるのか？前田報告での求心力の概念自体に、そうした問題も入っているのか？米国へは経常収支赤字をファイナンスする以上の資金が流入している（そうでない年もある）。すなわち、米国に流入した資本の一部は、直接にか間接にかはともかく、対外流出する。米国への資本流入は、米国への投資であるが、そのうちある部分は運用の委託でもあり、その一部は米国以外に投資される。その意味で、米国は国際的に資金仲介をしている。いわば、米国は外国に投資する

から、資金を引き付けることができています。しかも流入は債券が主流の経路であり、流出は直接投資と株式の経路である。これがプレトンウッズⅡ説の主張であり、私の言う国際金融ポンプとしての米国である。すなわち、米国の金融的求心力のなかには、ひきつける力だけではなく、投資する力、資金配分する力も含まれている。投資する力、遠心力があるから求心力がある。ことに株式投資のように、リスクをとって投資する。経常収支赤字をファイナンスするだけの金額を引きつけるのみならず、利回りは米国経済に制約され、早晩国際通貨としての地位を失うであろう。世界的に資金を配分するから、国際的な利回りを享受し、資金を預託され、国際通貨であり続けられる。前田報告は調達だけ見ており、流出あるいは投資と関連付けて、調達は議論すべきでないか。遠心力は回帰分析のなかに入っているか？（質問5）

相澤幸悦（埼玉大学）

サブプライム危機が進行中だが、まずその本質について歴史的な観点から考えてみたい。

冷戦という世界史的条件の下で、アメリカは最先端の軍事産業、ITや航空宇宙産業に特化し、製造業は日独が担った。当初、IMF協定で米ドルは金と一応リンクしていたので、アメリカは、消費財を日独から購入してきた。だが、冷戦が終結すると事態は一変した。

ドルの信託を確保するために、強大な軍事力確保を前提に、景気高揚策がとられた。1995年に始まるドル高政策がそれである。日欧からの大量の投資資金が、アメリカの株式市場に流入した。この事態がIT革命と同時進行したので、「金融革命」の様相を呈し、ネット関連株のIPOブームなどもあって株式バブルが発生した。

サブプライム危機というのは、住宅という実物資産を「元債権」とする壮大な「デリバティブ」取引の帰結であるといえよう。すなわち、むりやり、信用力の低い低所得者層にまで住宅ローンを貸し付けて、その貸出債権を元にサブプライム・ローン関連証券を組成し、これを含む債務担保証券（CDO）の規模が、天文学的なまでの凄まじい規模に達したが、「元債権」である住宅価格の下落により、国家

を巻き込む強制的収縮過程であった。

住宅バブルの最盛期には、住宅ローン会社などは、頭金はおろか、収入がなくても無理やり住宅ローンを貸し付けて、住宅を購入させて、住宅価格を上昇させた。住宅ローンは、証券化して売却するので、ただちに資金が還流する。また貸し付けることができる。最初の貸付額が何倍にも膨れ上がるという、まさに究極の「信用創造」である。こうして、需要創出が行なわれたので、住宅価格がとりあえず上がり続けた。

リスクが高いはずなのに金融「工学」を駆使してCDOを組成し、格付け会社が高格付けを付し、信用保証（CDS）もなされ、ついにはトリプルAという優良証券に生まれ変わったので、いくらでも売れた。信用保証がなされると、さらにリスクを取ることができるので、金融機関、機関投資家、ヘッジファンドなどは、ますます資金を借り入れて、CDOを購入できた。そうしてまた住宅価格が上昇するという「理想的」な循環が生まれた。

これがサブプライム危機爆発の前提であると考えられる。この点についての報告者のご意見をお伺いした上で、いくつか質問してみたい。

第一に、御報告の目的の一つである「米国資本流入に関する論点整理」が経常収支赤字の持続可能性に絞られたという印象があり、他の論点に関する分析を伺いたい。なぜ資本流入がこれほど米国に膨大な額で続いてきたのか、という観点から伺いたい。

第二に、特徴として挙げられた「ポートフォリオ理論とCAPM」がサブプライム危機に与えた影響について、もう少し説明していただきたい。

第三に、結論である「フローレベルでは、極めて深刻ではない」といわれる明確な根拠をご説明いただきたい。

《片岡尹氏のコメントへの回答》

(質問1に対して)

求心力を測定する方法として今回採用したのは、以下である。すなわち、日米加

の3ヵ国への資本流入を比較して、米国ダミーと日本ダミーを利用して、米国ダミーの係数が、日本ダミーの係数の3倍よりもはるかに大きくかつ有意な値であれば、3倍を超える部分については、求心力によるものであると推測できる、というものである(ちなみに、3倍で分ける根拠は、米国のGDP規模が日本のおよそ3倍弱であることである)。その結果、株式投資に関しては、米国は求心力を持っていないが、債券投資については大きな求心力を持ってきたとの結論にいたったのである。

(質問2に対して)

フェーズⅢは、あまり現実的には起こりそうにない。米国は単独ではドル防衛ができない国だからである。すなわち、ドルの基軸通貨性ゆえに、為替市場でのドル買い支えは、米国の外でもやらなければならないからである。では、フェーズⅣすなわち、ドル買い協調介入が行われているかという、それも現時点ではない。フェーズⅡと違う状況でありうるすれば、現在起きている可能性がある事態は、米国から資金が引き揚げられて、また値ごろ感から戻ってくるということではなく、ホームカントリーバイアスすなわち自国回帰している状況である。そういう意味で、2007年の末ごろにはフェーズⅡの様相であったとは思う。

(質問3に対して)

まとめていただいたとおりに理解している。ただし、ブラウンの議論では、米国の成長率と米国の金利のみが枠組みに入っているが、米国の金利と外国の金利を比較する視点が欠落している。私はその点も含めて、検討したものである。

(質問4に対して)

ドルの切下げを主張する見解は、多々みうけられる。私の見解としては、プラザ合意の経験を踏まえても、ドルの切下げが米国の経常収支赤字を解消する可能性は低いと思う。とくに、生活必需品のオフショアリングが進んでいる現代においては、ドルを切下げても、経常収支の完全な均衡は無理であろう。経常収支赤字の根本的な対策は、金利を引き上げて引き締め政策を採り、米国内の景気を悪くして輸入を減らすことだと思ふ。

(質問5 に対して)

まず、公的資金とくに外貨準備については、米国への資本流入を考えるうえでは非常に大きな論点だと思う。日本は、どちらかというと安定的に外貨準備をドル建て資産で運用してきているが、他の国では必ずしもそうならないかもしれない。今後、注目していきたいと思っている。次に、米国から外国への資本流出については、非常に大切な議論である。これまで、米国のネットでの対外債務問題が深刻化しなかった背景には、米国の持つ対外資産の収益率の高さがある。そういった点もあわせて、今後議論を膨らませたいと思う。

《相澤幸悦氏のコメントへの回答》

(質問1 に対して)

米国への資本流入の要因に関する他の論点として、たとえば、世界の投資家のポートフォリオに占めるドル建て資産が飽和状態に達しつつあるのではないかと、この見解について述べたい。これは、ドルのレート of 安定すなわち信認の問題とドル建て資産の期待収益率によって影響される。それらが維持される限りは、大丈夫ではないか。ただし、ドルのレートに大きな不安感を持たれるようなことになれば、ストックとしてすでに存在する部分も含めて、ドル建て資産が忌避される可能性はある。

(質問2 に対して)

ポートフォリオ・CAPM に関する私の報告の主旨は、相澤先生のご主張と同じく、レバレッジによって信用が増大されると同様の効果を持っている、というものである。企業や銀行が投資・融資を決定する場合、リスクも考えて、このリスクでこのリターンが予想される場合、割に合うのかということ判断している。こうした考え方のベースとしてのポートフォリオ・CAPM 理論が、今回の住宅バブルを形成した背景にあると考えている。

(質問3 に対して)

現在は、ドルから資金が逃げてユーロなど他の通貨への投資が増えている、とい

う状況というよりも、ドルも不安定だがユーロなど他の通貨も安心できない、ということだと思う。よって、「フローレベルでは深刻ではない」と申しあげた意味は、一つには、ドルから他の通貨に逃避しているわけではない、という主旨であり、他方では、2007年の状況を見ると、ドルから逃げた資金がまた米国に戻り始めていた、というところから、そう考えわけである。しかし、先ほど触れたように、自国回帰という現象はありうるかもしれない。

《質疑応答》

※質問票に記入いただいた文章をベースにしていますが、口頭での質疑応答の内容も、ニュアンスを汲みとったうえで、報告者が記載しています。なお、紙幅の都合上、要点のみにさせていただきます。

前畑雪彦（桜美林大学）

ドルの基軸通貨性とは何か？ 米国に求心力があるので、ドルは基軸通貨性を持っているのか、それともドルの基軸通貨性と米国の求心力は、それぞれ別の要因が存在するのでしょうか？ もし別の要因としてあるのであれば、なぜドル建てで取引が行われるのでしょうか？

[答]

ドルの基軸通貨性は、求心力の問題と別の要因で成り立っていると思っている。求心力は、そのドルの基軸通貨性を前提にして、それに立脚して形成されているのではないだろうか。ドルやポンドが基軸通貨になっていく前提条件として、世界の貿易における圧倒の大きさ、金融市場の発展度などは確かにあると思うが、それらが低下したからといって、基軸通貨ではなくなる、ということでもないだろう。これは基軸通貨の慣性の法則である

前田直哉（龍谷大学）

ご報告では、「米国の求心力」を強調されていますが、周辺国の民間経済主体のドル建て金融資産投資については「米国の求心力」で上手く説明できると思います。周辺国公的通貨当局のドル買い介入を通じたドル準備の積み上げについてはいかがでしょうか？ 同じ論理で説明できるのでしょうか？

【答】

公的レベルの米国への資本流入は、民間レベルの求心力とは根本的に異なる論理が必要だと思う。ただし、政府系ファンドの動きなど、新たな問題も出てきている。政府系ファンドは、長期的にはドルから次第に離れていくという性質を帯びてくるのではないかと予想している。

吉田暁（武蔵大学）からの質問

対米輸出の多いアジア諸国や日本は自国通貨の対ドル上昇を怖れ、ドルペッグないしその方向に汲々としているように思う。日本の場合、最近ドル買い介入していないが、超低金利の持続、円キャリートレードは、①円高（ドル下落）に反対に作用するとともに、②アメリカのサブプライム・バブルの拡大の背景にあったのではないか。現在の状況に対する日本の「貢献」（責任）というようなものがあるように思います。ご意見を伺いたい。

【答】

私もそのように考えている。日本の金利が低いことが、米国への日本からの資本流入をもたらした一因である。米国への債券投資についても、日本と欧州からの投資が大きい。最近、米国の金利がどんどん低下しているので、そうなると日本との金利差がなくなってくる。それがどんな影響をもたらすのか、ということに懸念を抱いている。

小林真之（北海学園大学）

金融危機によっても経常収支赤字に見合う資本流入について「現段階では極めて

深刻と判断できる状況にはない」として、楽観視しています。他方、資本流入における米国の「求心力」について2000年代はそれ以前と較べて大きくなったとされている。(質問1) 2000年代に「求心力」が高まった理由について。(質問2) もし「求心力」が、アメリカが創出した証券化商品(サブプライム関連)のヨーロッパ側の購入(資本輸出)とすれば、アメリカの資本流入(「求心力」)が今後弱体化すると予想されますが、如何でしょうか？

[答]

求心力が2000年以降に増大した理由としては、金融の自由化が世界的に進んで、米国に資金が流入しやすくなってきたこと、日本の金利が非常に低いということ、さらに、グローバルな投資をしようという傾向が強まった結果、安全資産としてまず米国の財務省証券を一定比率組み込む、といった動きもあったことが、挙げられる。また、証券化商品への投資においては、CDSを組み込んだことが、起爆剤になっていたと思う。今後、デリバティブや証券化をなくしてしまうことは非現実的であるが、もう一度、今回のような危機が起きたらとても財政的に対処できない。よって、何らかのタガをはめましょう、という議論が出てくるのではないか。そういう意味での米国の求心力低下は、ありうると思う。

第一に、ドルからユーロに投資先が大きく変わっている、という状況は現れていないということが、今回、楽観論を出した根拠である。しかし、米国への投資への慎重論は確かにある。今後、米国への資本流入は減る可能性は否定できない。第二に、求心力の中味は、米国の財務省証券や政府機関債への投資が中心であった。よって、今後もそれらへの投資を産油国などが続けるかどうか、鍵になると感じている。

川波洋一(九州大学)

前田氏の報告では、今回の危機は金融危機あるいは实体经济の危機の深化ではあるが、ドル体制そのものの危機ではないことを強調されました。もしドル体制を揺るがす要因があるとすれば、次の3つすなわち、① SWFによる分散投資強化の可

能性、②ユーロの誕生、③ドルのみで資産を持つ必然性がなくなる、があることを強調されました。これら3つの要因に加えて、金利の動きをどう考えるか、追加的にご説明願います。たとえば、金融危機の深化の過程で、短期並びに長期の金利が大きく変動したり、為替レートが動いたりすることが考えられますが、それは上記の①や③、あるいは米国有価証券の保有に影響を及ぼすと思われず。こうした事態は、ドルの信認あるいはドル体制そのものに深刻な影響を及ぼすことはないと考えられますか。あるいはもし関係があるとすれば、どの様なことが考えられますか。

【答】

金利の動向は、たしかに大きな影響を持つと思われる。米国が求心力を持っているということは、逆にいうと、金利にそれほど関係なく米国の債券には資金が外国から入ってくるということだ。しかし、これも程度ものだろう。日本との金利差が本当に縮小してくると、米国の公的債券を持つというインセンティブは、大きく低下する危険性があり、米国の持つ求心力を低下させる要因にはなりうる。

足立一夫（元三菱UFJ信託銀行）

ドルの信認の揺らぎ、低下といったものは確かにあるとは思われますが、だからといってユーロがドルに代わって国際通貨・基軸通貨となりうるものか（今直ぐにはではなく、たとえ少し先であったとしても）、お伺いしたい。

【答】

外貨準備でドルが60パーセントにまで低下するというぐらいではないか。調達通貨すなわち国際的な債券の発行については、ユーロはすでに2000年代前半にドルを追い抜いていっていたと思う。資産・運用側としては、まだドルが大きいと思う。これらは、今後、金利や為替レートによって影響を受けるだろう。すなわち、ドルからユーロに資金が大きくシフトしたかと思うと、しばらくして、逆にユーロからドルに動いていく、という不安定な様相を示すだろう。

深町郁彌（九州大学、名誉教授）

今回のサブプライム・ローンにはじまる金融恐慌、それに続く現実資本を含む恐慌によって、基軸通貨ドルからユーロに代替していくという状況はどの程度あらわれてくるのか、ご教示下さい。この私の質問を前田先生、松浦先生のお二人に将来の見通しを含めてお教え下さるようお願いいたします。

また、1950年～1960年位にドルの基軸通貨としての機能がどの程度であったか、ご教示下さい。たとえば、パリの外国為替市場では、ロンドンの外国為替市場などとまったく様相が違っていた。スイスフランなどの域内通貨が使われていた。スイスの外国為替市場では、当時、ドルがあまり利用されないまま、今日に至っている。パリ市場はいまも大きな市場ではない。この一例のように、松浦氏のように欧州側のデータでみると、ユーロの存在が大きく現れており、前田氏のように米国側のデータでみると、ドルの存在がクローズアップされる。データの利用の仕方、見方がかわってきているように感じるが、どうでしょうか？

【答】

今回の金融危機がどの程度、この問題に影響するのかは、現段階では必ずしもお答えできないが、もし影響するとすれば、資産通貨のレベル、つまり、国際的な証券投資のレベルで一番大きな影響があると思う。直接投資については、米国が大変な不況になっているので、対米直接投資が減るだろうから、その影響でドル建ての貿易などが減る可能性はある。

利用するデータによる温度差については、おっしゃるとおりだと思う。

ユーロの国際通貨化と EU 政策当局の役割

松浦 一悦
(松山大学)

はじめに

ユーロ圏と経済取引を行う周辺国、例えば、中東欧諸国および南東欧州諸国、さらには地中海諸国との関係においてユーロは国際決済手段として利用されるようになってきている。かつて19世紀のポンドや戦後のドルが世界貿易における英米の中心的地位を背景にして国際通貨として機能してきたことと比較すれば、国際通貨としてのユーロのプレゼンスは見劣りするが、少なくともユーロ圏の周辺地域においてユーロは国際通貨として機能している。従来の研究において、一国の国民通貨が国際通貨化する条件は①通貨の信認、②中心国を基点とする世界的再生産過程の形成、③国際金融市場の形成であることが指摘されてきた¹。本稿においても、このような視点からユーロが国際通貨として広がる背景を明らかにするように努めた。すなわち、ユーロの国際通貨化の条件を①ユーロの信認、②ユーロ圏を中心とする国際分業関係の形成、③ユーロ圏の国際金融市場の成長という観点から整理し、その過程で欧州中央銀行（ECB）と欧州委員会が果たしてきた役割を明らかにすることが本稿の課題である。

1 例えば、木下悦二、1980年。

国際通貨としてのユーロを論じる理由は、「ドル本位制」に対する挑戦としての視点からのユーロの台頭である。B. コーエンによれば、基軸通貨国と周辺国間の「非対称性」のマクロレベルでの中心的問題点は、対外不均衡の調整負担の配分であると主張する。なわわち、国際通貨特権のマクロレベルの側面は、対外不均衡の調整を遅らせることによって、あるいは調整負担を他国へ転嫁させることによって、支払調整費用を回避する能力によって構成されている。対外不均衡の調整費用を回避する国家の能力が他国のそれと比較して大きければ大きいほど、マクロレベルでの国際通貨特権は大きい²。第2次大戦後のブレトンウッズ体制、また1971年8月の金・ドル交換停止を機に始まる「ドル本位制」において、アメリカは国際通貨国として特権を享受してきたが、1999年にEUが導入したユーロの国際通貨としての出現は、「ドル本位制」に対する大きな挑戦である。

I 国際通貨ユーロの地理的拡大とユーロの国際通貨化の要因

Iではユーロの国際通貨としての利用の拡大を考察の対象とする。すなわち、ユーロを国際通貨として論じるのは、(a)ユーロ圏に対する非ユーロ採用国（EU加盟国であり非ユーロ採用国、非EU加盟国であり非ユーロ採用国）と(b)非ユーロ採用国同士の関係においてである。

国際通貨ユーロの地理的拡大を見せている地域は、先ず第1に、EU加盟国で非ユーロ採用国の11カ国である。27のEU加盟国中の11カ国はユーロを未だ導入していないが、それらの国の市場は貿易・投資および人的交流を通じてユーロ圏（Euro Area）に深く組み込まれているため、ユーロ建ての国際取引のウエイトが高い。第2に、ユーロの地理的拡大はEU

2 Cohen, B., 2006, p. 31.

(表 1) ユーロの国際通貨化の条件との EU 政策当局の役割

国際通貨の条件	根拠	要素	政策の手段
ユーロの信認	国際収支の 均衡	通貨価値の安定 財政規律の維持	ECB の金融政策 欧州委員会の安定・ 成長協定
ユーロ圏を中心 とする国際分業 の形成	相対的生産 性の高さ	対外貿易・投資の拡大 (産業内貿易・企業内 貿易)	EU の地域政策、欧州 投資銀行 EU の対外援助政策
ユーロ圏・国際 金融市場の形成	金融制度の 安定性	流動性の安定的供給 安定した決済制度	ECB の金融政策

の加盟候補国、EU と経済関係が深い地中海地域および世界の他の地域へ広がりつつある。EU は将来の EU 加盟を目指す加盟候補国に対する経済支援および EU 近隣諸国政策の下で、近隣諸国との政治的経済的協力関係を深めることを目的として、経済的支援を行っている。

ユーロが国際通貨として機能するためには、かつてのポンドやドルが国際通貨としての条件を満たしていたのと同様に、3つの条件を備える必要がある。すなわち、① ユーロに対する信認、② ユーロ圏を中心とする国際的再生産過程の連結、③ ユーロ圏・国際金融市場の形成という条件である。結論を先取りすると、ユーロの国際通貨化の3つの条件と条件の根拠、条件を支える要素およびその要素の政策主体は、表1のようにまとめることができる。以下、II、III、IVで説明してみよう。

II ユーロの信認 (=通貨価値の安定)

国際通貨の信認とは世界市場における当該通貨の受領性のことである。一国の国民通貨は世界市場からの受領性を得られなければ、国際的に流通

することはできない。そこで国際通貨の信認というものを、信認の基本的根拠、信認を支える要素および信認を得るための政策手段という観点から述べてみる。

周辺国が貿易や投資の国際決済手段としてどの国の通貨を選択するかという点において、当該国の為替制度は決定的な意味をもつ。なぜならば、通貨当局は自国通貨の為替相場の安定化を図る際に、対特定国通貨相場を基準にして市場介入を行うようになると、自国通貨と特定国通貨との一定比率での交換性を通貨当局が常に保証することによって、特定国通貨の価値が保証される。そこに民間レベルにおいて特定国通貨に対する信認が生まれる。その結果として、民間レベルの投資と貿易において特定国通貨の国際決済手段としての利用が促進される。

先ず、ユーロの信認を生み出す基本的な根拠は、国際収支の均衡に求められるであろう。ユーロ圏の対外経常収支はユーロ導入以来概ね均衡しており、健全な対外経常勘定は西欧州における国際通貨としてのユーロの価値を安定させる基礎となっている。その理由は、今日、巨額の経常赤字を抱えているアメリカのドルと欧州のユーロを対照させれば容易に理解できよう。つまり、アメリカの経常収支は1990年から赤字を継続しており、経常赤字は2006年には対GDP比6%を超えるほどの未曾有の規模に達した。その結果、アメリカは対外経常赤字が民間資本と公的資本の流入によって支えられている純債務国となっており、国際通貨国であるアメリカは、言わば際限なくドルを世界に供給している状況下で、国際通貨としてのドルの信認は低下しているのである。なぜならば、ドルは国際決済手段として利用されるが、アメリカにとってあくまでも債務であることに変わりはない。対GDP4~6%ほどの経常収支赤字が継続し、アメリカは対外債務を累積させていることが、ドルの信認を低下させている根本的原因である。

次に、ユーロの信認を支える要素は通貨価値の安定と財政規律の維持で

ある。通貨価値の安定は、物価水準の安定を重視する ECB の金融政策によって支えられる。そして、財政規律の維持は、欧州委員会がユーロ導入国に課す安定・成長協定による財政赤字規模の制限によって支えられている。

第 1 に、ユーロの信認を支える手段を金融政策の観点から考えると、ECB の金融政策が曲がりなりにも一般物価安定に寄与しているという市場の評価が世界経済の中でユーロの相対的な価値の安定をもたらしている。ECB は物価の安定という最終目標を達成するために、① 広義のマネーサプライ M3 の「参照値」を設定する、② 幅広い指標を利用して、物価安定にとってのリスク評価を行うという二本柱で政策運営を行っている。年間の物価上昇率を 2% 程度に目標を置き、株式価格および地価などの資産価格の変動も考慮に入れながら政策を決定するプラグマティックな手法をとっている。このような ECB の金融政策は市場の中でユーロが信認を得ることに大きく貢献していると考えられる。

第 2 に、ユーロの信認を支える条件を欧州委員会の政策の視点からみると、貨幣価値の安定を擁護しようとする EU の制度的な枠組みとしての安定・成長協定の存在がある。貨幣価値の下落によるインフレーションを防ぐために、財政赤字の増加をユーロ導入国共同で牽制し合う仕組みが、「安定・成長協定」(1997 年 6 月採択) といってよい。当該協定はユーロ参加国において財政赤字が対 GDP 比 3% を超えないようにするためのルールを規定している。そして、「安定・成長協定」を各構成国が順守しているかどうかを監視するのが欧州委員会であり、欧州委員会によるユーロ参加国への法令順守の姿勢は、ユーロ参加国における赤字国債の発行に一定の歯止めをかけることによって、ユーロ価値の安定性に寄与している。

実際に、欧州委員会の役割がクローズアップされたのは、2001 年以降、幾つかのユーロ参加国の財政赤字は再び増加に転じ、2002 年の財政赤字はドイツ・フランスともに GDP 比 3% を超えたケースである。EU 経済

財務相理事会は両国に対し、過剰な財政赤字の存在の認定に続き、2004年までの是正等を求める勧告を行った（ドイツ：2003年1月21日、フランス：2003年6月3日）。しかし、勧告に応じた効果的な行動がとられなかったとして、欧州委員会はフランスに対する赤字削減措置の警告を行うことを経済財務相理事会に求める委員会勧告を決定した（2003年10月21日）。また、欧州委員会は11月18日にドイツの過剰財政赤字が2004年にも継続するとして、フランスに続き経済財務理事会による赤字削減措置の警告をドイツに求める勧告を決定した。

2003年11月25日に開催された経済財務相理事会では、理事会警告を求めた欧州委員会勧告は否決され、過剰な財政赤字是正の達成期限が2005年まで延長され、制裁手続を一時停止することが合意された。これに対し欧州委員会は、経済財務相理事会が独仏に対する過剰な財政赤字是正のための手続を一時停止した決定は安定・成長協定に違反しているとして、欧州司法裁判所に提訴することを決定した（2004年1月13日）。その後、ユーロ圏の景気回復に伴い、フランスの財政赤字は2005年に対3%を下回り、ドイツも財政赤字が2006年には対3%を下回ったため、結果的には欧州委員会と各国との対立は解消された。以上のように、欧州委員会は、財政収支の悪化した構成国に対し勧告や警告を出すことによって、財政赤字の縮小を要求する圧力をかけることができる。このような行動を通じて、欧州委員会はECBの独立性を補う役割を果たしており、このことは単一通貨ユーロの信認を高める効果を生み出している。

Ⅲ ユーロ圏を中心とする国際分業関係の形成

特定国通貨が国際通貨として機能することは、当該通貨が周辺国にとって国際決済手段として役立つことを意味するのであるが、そのためには国際通貨の流通基盤として特定国を中心とする世界的物的再生産過程が形成

されることが前提である³。特定国を中心とする世界的な再生産過程を前提にすれば、周辺国の外国為替市場において特定国通貨に対する需要が高まる。その結果として、対特定国通貨の取引は外国為替取引において取引コストの点で有利となり、銀行間の集中決済手段として通特定国通貨が利用されるという環境が作られるのである。そうなると特定国通貨が周辺国において銀行間市場では為替媒介通貨、貿易においては契約・決済通貨として需要される。繰り返すが、この議論の前提は、中心国と周辺諸国との間に再生産過程の連関が形成されていることである。

ユーロ圏と周辺地域との再生産上の関連は相互の貿易に表れており、ユーロ圏のコア諸国による直接投資が産業内貿易や産業間貿易を促進する。ユーロ圏と周辺国の貿易が拡大・深化することによって、ユーロが周辺地域に供給されるルートが拡大する。周辺国において契約・決済通貨としてユーロの利用が増加すると、ユーロの取引コストが相対的に低くなり、周辺国同士でもユーロに対する為替取引がコストの点で選考されることとなる。以上のように、ユーロ圏の非ユーロ採用国に対する投資と貿易の拡大と深化は国際通貨としてのユーロの需要を高めるであろう。

ところで、ユーロ圏が世界貿易と投資において主導的役割を果たすためには、ユーロが相対的に高い生産性を有することが基本的根拠となる。相対的な高い生産性を有するがゆえに強い国際競争力を発揮して、ユーロ圏は周辺地域に対して優位に立つことができる。また、経常収支の黒字を恒常的に保有すれば、黒字部分を対外投融資によって運用することが可能である。

次に、ユーロ圏の対外投資と貿易を促進する EU の政策として、欧州委員会の地域政策および加盟候補国への支援について述べておこう。欧州委員会は、EU の地域間格差の是正を目的として、構造基金、結合基金、さらに欧州投資銀行などを通じて周辺国に対し資金援助を行ってきた。それ

3 木下悦二、1980年、203ページを参照。

らの基金の規模は EU 予算のほぼ 4 割近くに達する。構造基金による後進地域への資金支援は、国の地方自治体単位向けに行われるが、新規加盟国のほとんどの地域は構造基金の対象地域となった。それらの経済援助は、EU 加盟国の非ユーロ採用国にも行われ、2004 年の第 5 次 EU 拡大以降、中東欧諸国は地域政策の主な受給国となった。

EU の地域政策の政策効果は、後進地域への資金支援が同地域のインフラ整備や構造改革を促進することによって、EU コア諸国からの投資を誘引することである。コア諸国の多国籍企業は後進地域へ生産拠点を設置することによって、両国間に産業内貿易あるいは企業内貿易が生まれ、EU 域内においてユーロ流通のための基盤が形成される。

さらに、EU の対外援助は、対 EU 加盟国ばかりでなく、EU 加盟候補国や地中海諸国などの近隣諸国へも行われてきた。2004 年の EU 第 5 次拡大で EU 加盟を果たしたキプロスとマルタは地中海地域に属し、また 2005 年に加盟候補国となったトルコも同じく地中海地域である。これまで地中海諸国への対外援助が、1995 年のバルセロナ宣言と 2004 年の地中海諸国パートナーシップの下で実施されている。地中海諸国に対する対外援助もまた、EU かからの直接投資を促す効果を有すると考えられる。

IV 国際金融市場の形成

第 3 の条件はユーロ圏における国際金融市場の形成である。国際金融市場の発展はユーロの調達と運用の利便性に依存する。短期の資金調達に関しては言えば、ある周辺国の業者の中心国の業者からの輸入が増大するにつれ、外国為替手形に対する需要も増加する。その際に、周辺国の外国為替銀行は中心国通貨の短期調達をスムーズに継続することができれば、周辺国の中心国からの輸入を促進することになる。したがって、中心国の金融市場から資金を容易に調達できることは、契約・決済通貨としての中心

国通貨の利用を増やす条件である。もっとも、特定国における国際金融市場の形成は特定国通貨の国際的流通を前提としており、また、国際金融市場の成長は特定国の国際通貨化を促進する要因ともなるといえる。

ユーロの運用・調達場としての国際金融市場が発展するためには、流動性の安定的供給と安定した決済制度の提供が不可欠である。それらの2点に関して ECB が果たしてきた役割を述べておこう。第1に、国際金融市場が成長していくためには、非居住者に対して容易かつ低利で信用を供与できることが必須の条件である。ユーロ圏の貨幣市場における豊富な流動性を支える点で、ECB は金融調整の枠組みについて改革を行った。例えば、毎月の政策理事会後の政策発表日と定期オペの決済日の期間を解消して、政策決定を待って定期オペまでの金融機関の日和見的な入札行動を抑制しようとした。その結果として、ECB の金融政策の変化を期待して生じる貨幣市場の金利変動幅が小さくなった。また、国家間の証券決済をスムーズにするために、ユーロ採用国中央銀行 (NCB) が市中銀行に対し信用供与する際には担保の国籍に関わらず引き受けることを可能にした。

第2に、ECB はユーロ圏の統一的な決済制度を構築していった。国際金融市場が成長するためには、効率的な国際決済制度を周辺国に提供することが不可欠である。周辺国は対中心国および周辺国同士の国際決済に必要な外貨準備を中心国の銀行制度に常に保有する必要がある。国際決済の円滑な運営は中心国通貨を国際通貨として利用する際の基本的条件といえる。決済制度は通貨を流通させる不可欠のインフラストラクチャであって、その任務は安定した決済制度が保証されなければ、達成することはできない。ECB は各国の中央銀行間の決済制度である TARGET を改良し、ユーロ建ての即時グロス決済制度の効率性を向上させるために、TARGET II

4 ECB による流動性供給についての金融調節についての詳細な説明は、松浦『松山大論集』(第19巻4号)を参照。

へとモデルチェンジを行ったのである⁵。ECBは流動性を安定的かつ機動的に供給する仕組みを改良していくと同時に、各国間で異なっていた決済制度を統一することに成功したのである。このような金融市場の形成は、非ユーロ採用国にとってユーロ資金調達の利便性を高めるものといえる。

V EUの周辺国および他地域の為替政策

1. 為替制度の類型

(表2) EU加盟国および近隣諸国の為替制度

	EU加盟国	EU交渉国	その他の国
ERM II	キプロス、デンマーク、エストニア、ラトビア、リトアニア、マルタ、スロバキア		
①カレンシー・ボード制			ボスニア・ヘルツェゴヴィナ
②ユーロに対するペッグ	ハンガリー	マケドニア	CFAフラン地域
③ユーロを参照通貨とする管理フロート制 参照通貨を特定しない管理フロート制	チェコ、ルーマニア	クロアチア	アルバニア セルビア
④変動相場制	スウェーデン、イギリス、ポーランド	トルコ	
⑤一方的ユーロ化			サンマリノ、バチカン、モナコ コソボ、モンテネグロ
⑥SDR、その他通貨(ユーロを含むバスケット制)			ロシア、リビア、ボツワナ、モロッコ、チェニジア バヌアツ

ECB, *Review of International Role of Euro*, Dec.2005, p.52, 各国中央銀行 HP などにより筆者作成。

5 EUの決済制度の統合プロセスに関する詳細な記述は、松浦『商経論叢』(43-1号、2007年5月)を参照。

米ソの冷戦体制の終焉後、中東欧諸国の多くは経済の自由化と政治の民主化を進める中で、「EU 加盟からユーロ参加へ」という未来図を描いた。ルーマニア、ポーランド、チェコ以外の9通貨は全てユーロにペッグし、ユーロをアンカー通貨とする為替相場制度に移行した。スロベニアは、2007年1月からユーロを導入し、それに続き、2008年1月にはキプロスとマルタがそして、2009年1月にブルガリアもユーロを導入した。

EU 加盟国および EU の近隣諸国の為替相場制をタイプ別に分けると、A.ERM II（カレンシー・ボード制を含む）対象国と B.ERM II 非対象国に大別され、B.ERM II 非対象国はさらに、① カレンシー・ボード制、② ユーロに対するペッグ制、③ ユーロを参照通貨とする管理フロート制、④ 変動相場制、⑤ ユーロ化がある。これらの各国の為替制度を EU 加盟国と EU 加盟交渉国およびその他に区分すると、表2のようにまとめることができる。中東欧諸国を始めとするユーロ圏の周辺諸国は、EU 拡大による EU 市場の外延的拡大に伴い、為替制度をユーロペッグ制ないしはユーロを参照通貨とする通貨制度を採用するようになり、したがって、ユーロが公的レベルでの基準通貨、介入通貨、準備通貨として利用されている。

2. EU 加盟交渉国

クロアチアとトルコは2005年10月にEU加盟交渉を開始した。そして、2005年12月にマケドニアは加盟候補国に決定した。マケドニアは自国通貨をユーロにペッグしており、クロアチアはタイトな管理フロート制を採用している。両国ともにユーロを名目為替相場のアンカーとして利用している。トルコは変動相場制を採用している。

その他の南東欧諸国について、ボスニア・ヘルツェゴヴィナはカレンシー・ボード制を採用しており、自国通貨をユーロにペッグしている。コソヴォとモンテネグロはユーロを一方的に（ECBの承認なしに）国内通貨

としている（一方的ユーロ化）。アルバニアはユーロとドルを参照通貨とする緩やかな管理フロート制を採用し、セルビアは特定通貨を参照通貨としない管理フロート制を採用している。

3. バルセルナ宣言の地中海諸国における為替制度

1995年、EUと12の地中海諸国はバルセルナ宣言を推し進めた。バルセルナ宣言の目的の一つは、2010年までにヨーロッパと地中海地域との間に自由貿易圏を形成することであった。2004年5月にはEU拡大によって、地中海地域の連携国であるキプロスとマルタがEUに加わった。現在、欧州・地中海パートナーシップはEU諸国（2008年2月現在で27カ国）と10の地中海諸国によって成り立っている。地中海諸国はアルジェリア、エジプト、イスラエル、ヨルダン、レバノン、モロッコ、パレスチナ自治区、シリア、チェニジアとトルコである。それらの多くは変動相場制度を採用しているが、チェニジアのようにユーロを基準通貨とする国も見られる。

4. 湾岸協力会議（GCC）6各国

2007年12月に湾岸協力会議（GCC）6各国は、ドル安の進行を背景にドル連動制を維持するか否かについて首脳会議を開いた。結論としては、加盟国通貨のドル連動制の停止には踏み込まず、カタール、バーレーン、オマーン、サウジアラビア、UAEは当面ドルベッグ制を維持することが確認された。しかし、クウェートは2007年5月既に自国通貨の連動先をドルからユーロなど複数の通貨のバスケット制に切り替えた。他の5カ国も物価上昇を抑制するために自国通貨の対ドル相場の切り上げを検討している。今後、GCC諸国はクウェートに続き、ドルベッグ制の停止に踏み込むことになれば、準備通貨としてのドルの地位は低下するであろう。

結び

今日の EU の通貨統合は、1960 年代末のドル不安を背景して 1970 年 10 月に発表された「ウェルナー報告」に基づく経済・通貨同盟に遡る。EU はドルに対抗できる通貨の創設を約 30 年の歳月をかけて実現した。ユーロ参加国は EMU 開始当初の 11 カ国から今日では 16 カ国へ拡大した。2000 年代に入り、ERM II、ユーロベッグ制あるいはユーロを参照通貨とする管理フロート制を採用する国が増えて、ユーロを基準通貨とする為替制度が中東欧を中心に広がりを見せている。また、2004 年に始まった EU の第 5 次拡大は地中海諸国のキプロスとマルタを含み、さらに、2005 年にイスラム圏のトルコも加盟候補国として交渉のテーブルについたことから、その拡大プロセスは続いている。今後、1995 年のバルセロナ宣言の参加国（地中海諸国を中心とする）との EU の通商関係が強化されるにつれ、ユーロ建て貿易・投資の範囲は広がっていくであろう。今後、サブプライムローン問題に見られるようなアメリカの金融制度の不安が顕在化し、EU の実体経済の相対的な優位性が続けば、ユーロの国際通貨としての地位は強まると思われる

(参考文献)

- Andrews, D. M. (2006). *International Monetary Power*, Cornell University Press, Ithaca and London.
- BIS, *Triennial Survey of Foreign Exchange Market and Derivatives Market Activity in April 2004*, Foreign exchange.
- Cohen, B. F. (2006). "The Macroeconomic Foundations of Monetary Power", Andrews, D. M. (edited), *International Monetary Power*, Cornell University Press, Ithaca and London.
- Cooper, R. (2005). *Living with Global Imbalances*, Policy Briefs in International Economics and Center for Global Development, December (Washington

DC).

Burgenmeier, B and Mucchielle, JL. (1992). *Multinationals and Europe 1992*, Routledge.

Rossi, S. (2007). "The Role of the Euro in the International Monetary Arena: Present and Prospects", Biblow, J. and Terzi, A. (edited), *Euroland and the World Economy-Global Player or Global Drag?*, Palgrave Macmillan, N.Y.

Henning, C. R. (2006). "The Exchange-Rate Weapon and Macroeconomic Conflict", Andrews, D. M. (edited), *International Monetary Power*, Cornell University Press, Ithaca and London.

木下悦二『国際経済の理論』有斐閣、1980年。

田中素香『拡大するユーロ経済圏』日本経済新聞出版社、2007年。

平勝廣「国際通貨」(西村閑也・小野朝男編『国際金融論入門』)有斐閣、1989年。

松浦一悦『EU通貨統合の新展開』ミネルヴァ書房、2005年10月。

松浦一悦「ECBの一元的金融政策の評価」『大分大学経済論集』第59号第2号(2007年7月)。

松浦一悦「EU拡大と国際通貨ユーロの地位」『松山大学論集』第19巻第3号(2007年8月)

松浦一悦「ユーロシステムの決済制度の統合」神奈川大学『商経論集』第43号第1号、2007年。

松浦一悦「ユーロシステムの金融調節改革」『松山大学論集』第19巻第4号、2007年10月。

【松浦報告へのコメント】

相沢幸悦(埼玉大学)

本報告の意義は、国際通貨の条件として、ユーロ圏を中心とする世界的再生産過程の形成という観点から、ユーロ圏の経常収支均衡、相対的な健全財政、物価安定の金融政策および欧州中銀における流動性の安定的供給の為の改革と国際的決済制度の構築が遂行されているので、ユーロ相場に連動する国々が増加し、国際通貨としてのユーロの地位が高まるということを明らかにしている点にある。

とりわけ、ユーロの国際通貨化という場合、GDPなどの経済力や金融・資本市場という観点からのみ議論されるのが一般的であるが、本報告は、再生産過程という観点から考察している点は高く評価することができる。また、流動性の安定的供給の為の改革と国際的決済制度の構築を重視するのも、新たな視角である。

ここでいくつか質問をしてみたい。

第一に、ユーロ圏の経常収支が均衡し、財政赤字が少ないというのは、ドル暴落に対するヘッジ通貨としてのユーロを説明することはできても、国際通貨としての流動性を十分に提供することはできないのではないのか。もちろん安定した強いユーロではあるが。

第二に、国際通貨の信任ということ論ずる場合、ユーロ圏が国家ではないという致命的欠陥をどうみたらいいのか、政治統合への第一歩としての欧州「憲法」批准の二度の失敗をどのようにみたらいいのか。

第三に、特定国を中心とする世界的な再生産過程という場合、基軸通貨ドルを有するアメリカを中心とする世界的な再生産過程とユーロ圏を中心とする世界的な再生産過程には、質的な差異があるのか、あるとすればどのようなものか、ドルとユーロに国際通貨としての違いはあるのか。

第四に、報告では、国際金融市場の形成を強調し、その発展の例として流動性の安定的供給のための改革と国際的決済制度の構築を積極的に取り上げている。それ自体重要なことであるが、投資通貨としてのユーロの地位は高まっているものの、一次産品市場、為替媒介通貨、外貨準備、建値、支払い・決済などでもユーロの地位を明らかにしたほうがいいのではなからうか。

第五に、ドルへのヘッジ通貨としてのユーロの台頭を国際通貨の地位の強まりとみるのであれば、異存はないが、基軸通貨機能という観点から、どのように評価したらいいのか。

第六に、サブプライムローン危機というのは、ユーロの国際通貨化にどのような影響を与えると考えられるのか、ECBの巨額の緊急融資、金融機関の破綻や巨額の損失、銀行を中心とするユニバーサル・バンクに優位性はあるのかなどについて見解をお伺いしたい。

【相沢氏のコメントへの回答】

① 国際通貨の流動性について。

確かに経常収支勘定は概ね均衡しているので、経常収支赤字による国際流動性の供給には限りがある。しかし、今日、国際流動性の供給は経常収支勘定とは独立して、資本収支勘定の動きによっても行われている。ユーロ圏内で信用創造によって通貨が供給され、それが対非ユーロ圏向けの対外投資に使われる場合にも、国際流動性は供給される。その意味で、ユーロ圏における安定的な流動性の供給は、ユーロ圏の対外投資を支える要因となり、ユーロ建て投資が行われるのならば、投資通貨としてのユーロを高めると考える。

② ユーロ圏が国家ではないという致命的欠陥について。

ユーロの信託を保証するために、EUは安定成長協定による財政赤字の制限をユーロ構成国に課している。そして、ユーロ圏が国家ではないという欠陥は、EUの安定・成長協定の遵守を欧州委員会が監視していることによって補われている。少なくとも、今回の金融危機が起こるまではそうであった。ユーロを採用した国に対して、財政赤字の拡大規模を拘束する仕掛けを作っており、この成果はアメリカの財政赤字や日本の財政赤字の規模と比較すれば理解しやすい。

それに関連して、欧州憲法批准の失敗について。これは、政治統合の難しさをあらわしていると考ええる。ドイツとフランスで否決された欧州憲法はリスボン協定の形をとって、EU諸国で調印された。リスボン協定にはEUの大統領クラスのポストと外相ポストを設けることが盛り込まれており、また、最終的な政策決定する場はEUの閣僚理事会であるが、多数決制を増やし、政策決定の迅速化を図っている。今年6月、アイルランドはリスボン協定を国民投票で否決したが、小国の利害が侵害されることへの懸念があると考ええる。

③ アメリカを中心とする世界的な再生産過程とユーロ圏を中心とする世界的な再生産過程には、質的な差異があるのか。

ユーロ導入後、ユーロ圏から周辺地域に対し直接投資が増大し、ユーロ圏と周辺諸国の間に産業内貿易ないし企業内貿易の形成を通じてユーロ圏を中心とする国際分業関係が生じていると考ええる。ユーロ圏を中心とする再生産過程の連結は、確かにドルの国際通貨を論じる場合のアメリカを中心とする世界的生産過程の広がりと比較すれば、その規模は見劣りするが、ユーロの国際通貨化を論じる場合には、質的な違いはないと考ええる。

④ ユーロの投資通貨としての地位以外のプレゼンスについて。

報告では、ユーロの世界の準備通貨、外国為替市場での為替媒介通貨についてはデータを示して現状を説明したが、ご指摘の通り、契約・決済通貨についてはデータによる説明ができていない。今後の課題と受け止めて、統計を整理して明らかにしたい。

⑤ 基軸通貨としてのユーロをどのように評価するのか。

国際通貨とは、公的レベルで基準通貨、介入通貨、準備通貨としての機能を、民間レベルでは契約・決済通貨、為替媒介通貨としての機能を統一的に果たす通貨であり、そのような国際通貨の中で、中心的な役割を果たすのを基軸通貨と考える。この意味で基軸通貨を定義すれば、ユーロは未だ基軸通貨とはいえない。ユーロの

国際通貨としての流通領域は、現段階では中東欧の非ユーロ導入国や地中海地域の諸国に止まっており、ユーロ圏を中心とする地域的な国際通貨といえる。しかしユーロの国際通貨化は徐々に進んでおり、それは「ドル本位制」によるアメリカの国際通貨国発行特権を侵食するものといえる。

⑥ サブプライムローンのユーロの国際通貨化に与える影響について。

ECB による銀行救済のための特別融資の拡大は、ユーロの信認を低下させる要因になると考える。それは、社会的価値の裏付けのない不換通貨の発行が一般に流通する銀行券の価値を低下させるからである。また、銀行の自己資本を強化するために公的資金が投入され、それが国家財政の赤字を膨らませることになれば、当然公債発行の増加をもたらす。その場合に ECB が買い切りオペを積極的に行えば、ユーロ価値の低下の要因となるから、ユーロの信認を低下させることになる。銀行を中心とするユニバーサル・バンクに優位性はあるのかという問題については、今後の検討課題としたい。

【片岡氏のコメント】

第 1 に、ユーロ域の拡大と、ユーロの国際通貨としての流通拡大とは異なる。松浦報告では、ユーロの国際通貨の条件の中に、ユーロ域の拡大措置、言い換えるとユーロへの参加条件と国際通貨としてのユーロの機能拡大とが混在しているのではない。

第 2 に、米国の貿易相手としてユーロ域は重要な相手である。その関係が国際通貨の地位について重要である。ユーロ域の輸出入のうち、ユーロが契約通貨として使用される割合は 50%に達しない。本当にドルに挑戦しているのか？ユーロの誕生のきっかけのひとつは、ドルの「途方もない特権 exorbitant privilege」の否定（ドゴール大統領）であり、アシメトリーでない国際通貨の創設であったと考えるが、ユーロはその初心を忘れたのか。

【片岡氏のコメントへの回答】

① ユーロ域の拡大とユーロの国際通貨としての流通拡大の違いについて。

考察の対象にしたのは、ユーロの国際通貨としての拡大であり、ユーロの国際通貨としての機能の拡大の要因を①ユーロの信認、②ユーロ圏を中心とする部的再生産過程の連結、③ユーロ圏・国際金融市場の形成という点から整理したつもりである。例えば、EUの地域政策はEUの非ユーロ採用国へ実施されており、公的

資金移転は直接投資の先導役となり、ユーロ圏を中心とする国際分業体制の形成につながると考察している。また、ECBの金融調節の改革による流動性の供給を③の条件を支える要因として挙げているが、ECBの安定的な供給は、流動性を高め、国際金融市場の円滑化を促進するものとする。

② EU当局のユーロの国際通貨化に関する政策について。

元来ユーロは西欧州の域内通貨として構成国の国民通貨に置き換わって流通する目的で創出された。ユーロ圏が11カ国から15カ国へ拡大している点で、当初の目的は達成できていると思う。しかし、ユーロの国際通貨化について、EU政策当局が明確なビジョンをもっているのかと問われれば、政策当局の公式文章やコメントを見る限り、その点は不明である。

[フロアーからの質問]

岩見昭二（奈良産業大学）

流動性の安定的供給に向けた改革・単一担保リストの確立、TARGET改革がユーロ圏・国際金融市場の形成について一定の寄与をするという点は理解できるが、その市場はまだ「ローカル金融市場」にとどまっていると思われる。現在EU内ではロンドン国際金融市場が圧倒的地位を占めているのではないのでしょうか。もしそうならば、ユーロ圏国際金融市場がロンドン国際金融市場に比べて地位が低い原因と、将来ロンドン国際金融市場を凌駕する展望とその契機は何か。

[回答] ご指摘の通り、ユーロ圏国際金融市場は「ローカル金融市場」にとどまっています。ロンドン国際金融市場が圧倒的地位を占めている。その理由は、1950年代の早くからユーロ市場として成長してきた経緯から、シティの金融機関における金融ノウハウの蓄積、規制が緩やかで資金の運用・調達の実便性の良さ、流動性が豊富で市場に厚みがあることなどであろう。今日のロンドン国際金融市場ではユーロ・ユーロ取引のウエイト非常に高い。その意味するとことは、大陸のユーロ圏・国際金融市場は資金調達をシティで行い、余剰資金の運用をシティで行う傾向が強く、資金の運用と調達の多くをロンドン国際金融市場に依存しているといえる。その点では、ユーロ圏・国際金融市場のローカル性をロンドン国際金融市場が補完している。ユーロ圏・国際金融市場はロンドン国際金融市場を凌駕するように成長するというよりも、二つの国際金融市場は補完し合う関係にあり、ユーロ圏・国際金融市場はロンドン国際金融市場を取り込む形で進むのではないかと考える。

飯田裕康 (帝京大学)

木下悦二氏の言われる「再生産過程上の連関がある」ということと、ご主張になる世界的再生産過程の形成とは同じことを意味しているのでしょうか。

[回答] ユーロの国際通貨化を相沢先生のご質問に対する回答で述べたような国際通貨機能の点から論じる限り、木下説と同じものを意味すると考える。ただし、ポンドとドルの国際通貨化の前提となる世界的生産過程の連関と異なることは、ユーロ圏を中心とする生産過程の連関は中東欧、南東欧と地中海諸国にとどまっており、前者の連関の規模と比較すると小さいと考える。しかし、ユーロ圏からの周辺地域に対して直接投資が拡大し、また、貿易自由化措置をとることによって、両地域間に産業内貿易や企業内貿易が形成されており、そのようなユーロ圏を中心とする国際分業関係がユーロの国際通貨化の前提条件となると考える。

井汲昭夫 (城西大学)

トルコがユーロ圏に入る可能性が高いというが、20頁表8のデータを見ると、2002-2003年にかけては対EU貿易比率が輸出入とも微増しているが、その後は一貫して減少し、特に輸入比率が8%強目立って減少している。この点を見ると、トルコにとってEUの重要性は下落していると見られる。この点を見るとトルコにとってEUの重要性は下落しているとみられるが。

[回答] ご指摘の通り、表のデータを見る限り、トルコの対EU貿易の全体に占めるウェイトは低下している。ただし、吉田先生と片岡先生が指摘されるように、2003年から2006年の3年間の貿易の点だけから評価するのは早急であると思われる。トルコにとってEUとの貿易の評価はもっと長いスパンで見ると思う。また、トルコの直接投資の受け入れ規模の増加とEU・トルコ間の貿易の変化は、直接投資がどのような種類の産業に投下され、どのような性格を持つのかに依存する。例えば、片岡先生が指摘されるように、トルコの輸入代替化政策の沿って直接投資がトルコ向けに行われるならば、トルコのEUからの輸入のウェイトは低下するであろう。

紺井博則 (國學院大學)

ユーロの現状は「地域的な国際通貨」のレベルを脱して「国際通貨化」していると判断しているのか。田中素香先生などの言われる「ユーロ・パラドックス」の論点を踏まえて、ユーロの国際通貨のメルクマールをどこに置いておられるのか。

[回答] ユーロの国際通貨としての流通は、中東欧、南東欧および地中海地域にとどまっており、その点から見ると、地域的な国際通貨といえる。確かに、ユーロ圏の拡大は国際通貨としてのユーロの流通領域を狭めることになるので、世界市場に

おける国際通貨ユーロの占める比率は低下する。しかし、ユーロ圏の拡大は、利用される通貨がどうであれ国際通貨の流通領域を縮小するため、ドルの流通領域を狭めることになる。これは、「ドル基軸通貨制」の特権を侵食することになると考える。

「基軸通貨」という概念を避けておられるように聞いたが、国際通貨との違いをどのように考えておられるのか。あるいは、「国際通貨」という概念だけでよいと考えておられるのか。

【回答】基軸通貨と国際通貨との違いは、相沢コメントに対する回答の⑤のように考える。ユーロは現段階ではユーロ圏を中心とする地域的国際通貨と考えている。

足立一夫（元三菱 UFJ 信託銀行）

ドルの信認の揺らぎ、低下といったものは確かにあると思われませんが、だからと言ってユーロがドルに代わって国際通貨、基軸通貨となりうるものか、お伺いしたい。

【回答】ユーロは中東欧、南東欧および地中海地域において国際通貨としてのプレゼンスを高めており、地域的な国際通貨と機能している。しかし、ドルを凌駕するような基軸通貨にはなっていない。

高山洋一（大東文化大学）

「ユーロの信認」に関して、国際通貨に「政治統合」は問題になりませんか。

【回答】政治統合は次のように理由で必要と考える。まず、ユーロの価値を維持するためには財政収支の健全さは必須の条件であり、それをチェックする必要があること。第2に、ユーロ相場の急落に直面するような場合に、為替市場介入によってユーロの価値を保つ政策を取る際には、ユーロ構成国間の合意が必要であることなどである。

吉田暁（武蔵大学）

金融危機対策について。EUは政治統合を先延ばしたため、共通財政をもたない。危機対策には財政の出動（資本注入）が必要だが、それは上手くいっていないのではないか、という批判があるが、どう考えるか。

【回答】最近の銀行救済のケースでは、10月の初めにベルギーでフランス系デクシア銀行が破綻した際に、フランス政府とルクセンブルグ政府が共同で64億ユーロの公的資本を投入することを素早く決定した。EUは国家連合の形態をとっているがゆえに、個々の政府は独自の政策を迅速に取れるため、むしろ金融危機対策は上手くできていると思う。

前田直哉（龍谷大学・兵庫県立大学）

「国際収支の均衡」＝「経常収支の均衡」がユーロの信認を生み出す根拠とされているが、この場合にユーロ残高は増加しない。どのようなルートを通じてユーロ残高は増加する（増加させるべき）とお考えか。

【回答】ユーロ流動性はユーロ圏の経常収支赤字によるだけでなく、対外投資によっても供給される。ユーロ圏から非居住者向けの対外投資が行われ、非居住者は入手したドルをユーロ圏の金融機関に預金すれば、国際収支勘定ではユーロ圏の短期借り・長期貸しとなり、ユーロ・バランスが発生する。

「ユーロの信認を支える要素」として「金融政策の健全性と財政政策の均衡化」を挙げているが、ECBの為替政策と「ユーロの信認を支える要素」との関わりをどのように考えるか。

【回答】現在のところ、ユーロの対外価値を維持することを目的とするユーロ圏政策当局の為替平衡勘定操作は行われておらず、その点からユーロの信認と ECB の為替政策との関連性は見られない。過去に一度、2001年9.11同時多発テロの際に、ドル相場下落に歯止めをかけるために、ユーロ圏政策当局はアメリカとの協調介入を行ったが、その措置はドルを支える政策であった。

深町郁彌（九州大学名誉教授）

今回のサブプライムローンにはじまる金融恐慌、それに続く現実資本を含む恐慌が、基軸通貨ドルからユーロに代替していくという状況はどの程度あらわれてくるのか。

【回答】金融恐慌はアメリカだけでなくユーロ圏においても現れており、ユーロ圏の金融システムも不安定化している。その点からドルからユーロへ代替する見通しはつきにくい。今後の研究課題とさせて頂きたい。

部会活動報告

[北海道部会]

日 時 2008年6月21日(土)
場 所 北海学園大学
報 告 者 大野 成樹氏(北海道大学スラブセンター)
論 題 金融的発展と経済成長ーロシアの事例分析

[関東部会]

日 時 2009年2月28日(土) 14:00~17:00
会 場 立教大学 池袋キャンパス 12号館地下第2会議室
報 告 者 新井 大輔氏(中央大学大学院)
論 題 「中小企業金融の階層性と金融機関の財務構造」
討 論 者 数阪 孝志氏(神奈川大学)

[関西部会]

日 時 2009年2月28日(土) 13:30~
場 所 あべのメディックス 8F 会議室1
① 報 告 者 片岡 尹氏(大阪市大)
論 題 「サブプライム・ローンと国際資本移動」
② 報 告 者 岩橋昭廣氏(阪南大学)
論 題 「重層的証券化と金融の『変質』」
ー世界金融恐慌をどう見るかー

【西日本部会】

日 時 2009（平成 21）年 3 月 29 日（日）10:30～13:00
場 所 九州大学 経済学部 2 階 中大会議室（箱崎文系キャンパス）
報 告 者 神野光指郎氏（福岡大学商学部）
論 題 「1980 年代の外国為替市場における各国銀行の競争・分業構造」
討 論 者 岩田 健治氏（九州大学大学院経済学研究院）

2008年度 学会事務局報告

I. 春季大会（駒澤大学）

2008年秋以降の、アメリカ発「世界同時恐慌」の直接に引き金になった、サブプライムローンを共通テーマに掲げ、駒澤大学深沢キャンパス120周年アカデミーホールにて、春季大会は開催されました。前年度から利用開始された同ホールは、国際会議にも利用できる最新の設備の整った快適なものでした。報告・議論の詳細は本誌に譲るとして、3氏の報告はいずれも、生起しつつあるサブプライムローン問題に正面から取り組む意欲的なもので、活発な討論が展開されました。大会終了後の懇親会は、隣接する大ホール（旧三越「迎賓館」）にて由緒ある日本庭園を眺めながら、恒例の如く大会では尽くされなかった問題点を巡り、議論の花が咲きました。

II. 秋季大会（広島修道大学）

アメリカの金融危機が、時々刻々世界的に広まりつつある最中、広島修道大学で、秋季大会が開催されました。深まりゆく秋ののんびりと穏やかな天気とは反対に、深刻化する金融・経済危機を如何に理解するかを巡りどのような報告と議論がなされるか、今まで以上に、高い関心を持って会員が参加されたことがひしひしと伝わる大会でした。今回の報告者2名の方々は当日配布用に詳細な報告資料を準備され、今般の金融危機がもたらすであろうドルとユーロに対する影響について報告がなされました。大会後は、別棟の懇親会場「フォレスト」に席を移し、暮れゆく秋の気配を感じながら、大会での議論の延長がなされ、広島市内に再び移動してから、議論は続いた模様です。なお、平日の開催にならざるを得ないため、出席会員数が若干少なめであったことが、少し、心残りでした。

会員著書・論文目録 (2008年1月至12月)

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
秋山 誠一	ドル体制と日米東アジア貿易	『國學院商学』第17号	2008年3月
浅田 政広	現代日本貨幣金融事情年表(2006.1~12)』 『ドル体制とグローバリゼーション』(編著)	掲載誌『旭川大学紀要』第64号 駿河台出版社	2007年12月 2008年5月
足立 一夫	リレーションシップバンキング、地域密着型金融の機能強化と地域・中小企業金融	埼玉大学大学院経済学研究科前期博士課程修士論文	2008年3月
井村喜代子	「サブプライムローン問題が示すもの——実体経済から独立した金融活動」	『経済』2008年6月号	
岩田 健治	『現代国際金融』(田中素香、岩田健治共編著) 「世界的な取引所再編とOMX—現代の取引所産業について考える—」	有斐閣 日本証券経済研究所『証券レビュー』第48巻第9号	2008年2月 2008年9月
岩見 昭三	公社債市場	日本証券経済研究所『図説ヨーロッパの証券市場 2009年版』、第4章	2008年12月
大谷禎之介	アンシェントした諸個人の生成と発展 MEGA II/11. Karl Marx: Manuskripte zum zweiten Buch des "Kapitals" 1868 bis 1881. (Herausgegeben mit Ludmira Vasina und Carl-Erich Vollgraf)	『経済科学通信』116号 Akademie Verlag, Berlin	2008年4月号 2008年4月
掛下 達郎	「アメリカ式ノン・リコース・ファイナンスの源流：銀行のローン・セール業務を中心に」 「アメリカのマネー・センター・バンクの業務展開：ローン・セールとディリバティブ」	高橋基泰・松井隆幸・山口由等編著『グローバル社会における信用と信頼のネットワーク：組織と地域』国際比較研究叢書 第2巻, 明石書店 『証券経済学会年報』第43号	2008年3月 2008年7月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
片岡 尹	『国際金融』	『現代国際金融』田中素香・岩田健治編、有斐閣	2008年
鎌倉 孝夫	『国家論の科学』	時潮社	2008年1月
	『“擬制”経済下の人間・人間関係破壊』	長周新聞社	2008年6月
	『スタグフレーション再現』	『進歩と政策』	2008年5月
	『<排出権>売買の意味』	同上	2008年9月
	『市場経済の特殊性』	同上	2008年7月
	『アメリカ金融危機の深刻化』	同上	2008年11月
	『サブプライムローンと日本経済 上・下』	『労働運動研究』	2008年4月、8月
	『世界的金融破綻・大恐慌か、体制の危機か』	同上	2008年12月
	『新自由主義批判の理論的基礎』	『社会評論』2008年春号(153号)	
川本 明人	『金融業の国際的展開と金融規制』	田中素香・岩田健治編『現代国際金融』(有斐閣)	2008年2月
清田 匡	『協同組織金融機関の理念と諸問題』	『信用金庫』、2008年10月号	2008年10月
坂口 明義	『貨幣経済学の基礎』	ナカニシヤ出版	2008年4月
	<書評>S.ゲゼル著『自由地と自由貿易による自然的経済秩序』(相田愼一訳)	『季刊経済理論』第45巻第2号	2008年7月
高倉 泰夫	金融主導型蓄積体制と金融化	『経営と経済』(長崎大)、86巻3号	2008年12月
建部 正義	日銀の金融政策はどうだったか	経済、2008年7月号	
鶴田 満彦	激動の世界経済—グローバル化の変容と日本経済	『経済』No. 150	2008年3月
	日本経済の低迷と再生	『政策研究』No. 91	2008年11月
徳永 潤二	『書評 向壽一『マネタリー・エコノミクス—国際経済の金融理論』』	『和光経済』第40巻第1号	2008年1月
	『アメリカ国際通貨国特権の研究』	学文社	2008年9月
	『「世界の金融コンゴロマリット」としてのアメリカ』	『信用理論研究』第26巻	2008年12月
西尾圭一郎	『独立期のマレーシア・シンガポールにおける通貨制度』	『経済論集』(ノースアジア大学)第4号	2008年3月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
濱田 康行	「地域経済と中小企業」共著	『商工金融』第58巻第4号	2008年4月
	「協同組織金融機関の社会的意義」	『ファイナンシャルコンプライアンス』第38巻第4号	2008年4月
	「改良社会主義的経済政策の批判」	『中小企業季報』第146号	2008年7月
	「地域と協同組織金融機関」	『金融ジャーナル』第49巻第8号	2008年8月
	「リレバン行政と協同組織金融機関」	『信用金庫』第62巻第9号	2008年9月
福光 寛	過剰貯蓄：理論と現実	『金融ジャーナル』第49巻第12号	2008年12月
		『金融ジャーナル』第49巻第12号	
前田真一郎	「消費者金融会社と銀行の提携—金融業の変貌と金融機関の対応」	成城大学経済研究第182号	2008年11月
	「貸金業と銀行業」	片岡義広監修『リテールファイナンス・ビジネスの研究』ピーケーシー	2008年5月
前畑 雪彦	「伊藤武著『マルクス再生産論と信用理論』(大月書店、2006年2月)について」	『名城論叢』第9巻第1号	2008年6月
		『大阪経大論集』第59巻第2号	2008年7月
松浦 一悦	「管理通貨制」の政策金利の独自の成立メカニズム—「金本位制」との比較分析—	日本金融学会2008年秋季大会(広島大)報告フルペーパー	2008年10月
		「EU統合過程の新展開」	中村則弘・栗田英幸編著『等身大のグローバル化—バリゼーション』国際比較研究叢書、明石書店、第1章
松本 朗	「日米関係からみた日銀の超金融緩和政策と為替介入」	秋山誠一・吉田真広編『ドル体制とグローバル化—バリゼーション』駿河台出版社	2008年
	「現代における金(Gold)の貨幣性—金生産、金生産コスト、金市場価格—」	秋山誠一・吉田真広編『ドル体制とグローバル化—バリゼーション』駿河台出版社	2008年
	「米田貢著『現代日本の金融危機管理体制—日本型TBTF政策の検証—』(中央大学出版会、2007年)」	『政経研究』(政治経済研究所)、No. 91	2008年

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
山口 重克	『現実経済論の諸問題』	御茶ノ水書房	2008年12月
山田 博文	『経済学の知識から将来を読む』 「持続型社会への金融アプローチ」	共著、ヴェリタス書房 「持続型社会への金融アプローチ」高崎経済大学付属産業研究所編『サステナブル社会とアメニティ』日本経済評論社	2008年4月 2008年3月
	「消費者環境の変化と学校における金融教育」	『群馬大学教育学部紀要 人文・社会科学編』第57巻	2008年3月
	「ウォール街の金融危機と世界大不況」	『税経新報』No. 561	2008年12月
山田喜志夫	国際通貨国特権とアメリカの経常・資本取引-変動為替相場制下のドル-	秋山誠一・吉田真広編『ドル体制とグローバルイゼーション』駿河台出版社、第2章	2008年5月
山西 万三	「社会経営資源としての消費者運動-金融消費者運動とガルブレイス『カウンターベイリング・パワー論』を通して社会経営を考える」 「商品貨幣と消費社会」	龍谷大学社会科学研究所年報 第38号 基礎経済科学研究所編『時代はまるで資本論-貧困と発達を問う全10講』第4章、昭和堂	2008年5月 2008年12月
	「金融消費者運動とカウンターベイリング・パワー」	社会経営学研究会編集・発行『社会経営学研究第7号』	2008年3月
山村 延郎	「欧州主要国の住宅金融制度-ドイツ、フランス、オランダを事例に」	『季報住宅金融』（住宅金融支援機構）2008年度春号	
楊枝 嗣郎	「漂流する貨幣論の行方」 「貨幣論の再生-貨幣の抽象性と債務性-（上、下）」 「貨幣・中央銀行・国家」	『佐賀大学経済論集』、第40巻5号 同上誌、第40巻6号、41巻1号 経済理論学会編『季刊経済理論』第45巻2号	2008年1月 2008年3月、 2008年5月 2008年7月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
吉川 久治	「ワシントン・コンセンサス」の破綻と中南米—地域金融協力の展開を中心に—	経済（新日本出版社） 2008年10月号、157号	
吉田 暁	「内生的貨幣供給論と信用創造」	季刊経済理論 第45巻第2号	2008年7月
吉田 賢一	現実と理想と—義夫さんの〈ひと言〉をふり返る	『ロバート・オウエン協会の50年』	2008年11月

信用理論研究 第27号

2009年8月発行

発行者	信用理論研究学会
発行所	信用理論研究学会
〒260-8701	千葉市中央区大蔵寺町200
	淑徳大学 田中秀親研究室
	TEL 043 (265) 7331
印刷所	株式会社 信利
〒545-0001	大阪市阿倍野区天王寺町北2-4-16
	TEL 06 (6713) 1833
