

はじめに

1990年代後半以降、米国は、新自由主義経済の下で「強いドルは国益」を掲げ、市場の自由化推進と高金利によるドル高の誘導・維持が進められた。これにより、世界中から高金利を求めた資金が集中し、金融・不動産が巨大な収益をもたらす「金融帝国」に変化を遂げることとなった。海外からの過剰な流動性の流入は、米国における様々な新金融商品の開発をもたらし、過剰流動性にますます拍車がかかった。サブプライムローン問題の発生で、この流れは逆転していくこととなり、残された貿易赤字、財政赤字の「双子の赤字」を埋めるべき資金も逃避し、ドル安の方向に向かっている。「強いドル」「金融帝国」の後退は、この10年以上に渡って築かれた一つの構造の変化であり、根の深いものと言えよう。その一方で、BRICS、その他の新興工業国の成長で、資源価格は上昇し、資源インフレが引き起こされ、デフレとインフレが共存する世界に向かっている。

1 強いドルと新自由主義経済

1. 1985年プラザ合意後の米ドル暴落

1980年代の米国は、レーガン政権のドル高政策と高福祉政策から、高成長する日本などの輸出攻勢を受けて、貿易赤字と財政赤字のいわゆる「双子の赤字」に悩まされていた。

そこで、「プラザ合意」によりドル安への修正が行なわれ、1ドル240円水準から翌年7月には150円台に、95年にはついに79円台に突入し、10年間で3倍というかつてない円高が進んだ。

この間米国では、ドル安とIT関連を中心としたニューエコノミーの勃興で一定の好景氣を迎えていたが、94～95年のメキシコ危機が再び転機となった。

メキシコにおいて、国内の政情不安から急激に資金が逃避する金融危機が発生し、膨らんでいた米国の投資が損失を招く事態になった。これを受

けて、予期しないドルの急落が起こり、ドル安に歯止めをかける必要が急速に高まったのである。

2. 「強いドル」指向から金融大国へ

そこで、95年、大手証券のゴールドマン・サックス出身のロバート・ルービンが財務長官に就任すると、「ドル高は米国にとって有益」として方向を転換し、対外的にも、G7の共同声明に盛り込むことに成功した。

つい先頃までの、円安＝ドル高の流れの起点ともいえるが、これは、米国経済のパラダイムシフトでもあった。すなわち、製造業はドル高でも生きていけるITやバイオなどの先端産業を中心とし、一方で産業の主力として「金融業」の巨大化を図ったのである。

事実、その後は強いドルに世界中の資金が集まり、M&Aによる海外企業への投資、収益性の高い海外資産の買収、国内的には、消費と住宅投資の膨張、さらには、証券化商品やデリバティブの開発により新しい運用方法も生み出した。

この間、「小さな政府」が標榜され、資源配分は市場にまかせるのが最も効率的とする「新自由主義経済」が政策の基盤となった。

新自由主義経済の金融面の基礎は、経済成長については、マネーサプライは中立的で、技術進歩や労働供給などの実質要因によって決定されるもので、マネーはマネーサプライで増やすのではなく、株式時価総額や証券化商品、すなわち金融資産で増やすという原理が出来上がった。

クリントン政権の経済政策により、新自由主義は、IMFや世界銀行を通じて世界中に広められ、その結果、欧米諸国ではより大きな資本移動の自由化が図られた。日本においても小泉純一郎政権以降の政策に取り入れられ、市場原理、競争原理が政策の根底となっていった。

ただ、日本の金融政策においては、「デフレ脱却」を掲げて、超低金利政策によりマネーサプライの増加に力点をおいていたことは記憶に新しく、ひとつのジレンマがあったが、この日本の状況は、海外に絶好の投機資金を供給することとなった。

2 日本の超低金利政策と円安

1. 「円キャリー取引」で世界の資金供給源に

バブル経済崩壊後の経済の低迷と、大手証券・金融機関の経営破綻による金融不安にあえぐ日本において、1999年に「ゼロ金利政策」が打ち出された。さらに、2001年にはマネーサプライの直接的なコントロールを目指し、過去に例を見ない「量的緩和」政策にまで踏み込まれた。

米国のドル高政策により、日本は円安で推移したが、超低金利政策が円安に拍車をかけた。この円安進行が日本の輸出産業の価格競争力を高めたことが、輸出主導型で2001年以降の長期の景気回復過程に入る要因といえる。

しかし、輸出産業関連以外では大きな投資機会はないことから、国内の資金需要は依然として沈滞気味で、有り余った低金利の資金は、「円キャリー取引」として高収益の欧米諸国の資金供給源となった。

さらに、貿易黒字の拡大から円高圧力が急速に高まったものの、2003年から2004年にかけて、総額35兆円と前例を見ない円売りドル買いの為替介入を行った。介入で得たドルは、再び拡大し始めた「双子の赤字」に悩む米国にファイナンスされ、住宅投資や個人消費の過熱を長引かせる要因になったとも言われる。

2. 輸出産業保護で構造変化が遅れる

為替動向を見る場合、日本と海外の主要貿易相手国のインフレ進行度合いを取り入れた実質実効

為替レートが最も実状を表す。

欧米各国や新興工業国群では、経済が堅調あるいは好調でインフレが進行する一方、日本は、依然としてデフレ状態にあることから、実質実効為替レートは数字以上の円安で推移しており、06年には、プラザ合意前までの円安水準に至っている。

端的に言えば、この間、超低金利と為替介入により輸出産業を保護したわけである。事実、巨額の為替介入時には「近隣窮乏化政策」として世界的な批判を受けてもいる。

すなわち、日本の輸出産業の価格競争力は一向に向上しておらず、一部の先端的な開発力や技術力を持つ企業を除いては、経営革新を遅らせた可能性も否定できない。

3 金融危機とドル下落

1. 「双子の赤字」の拡大

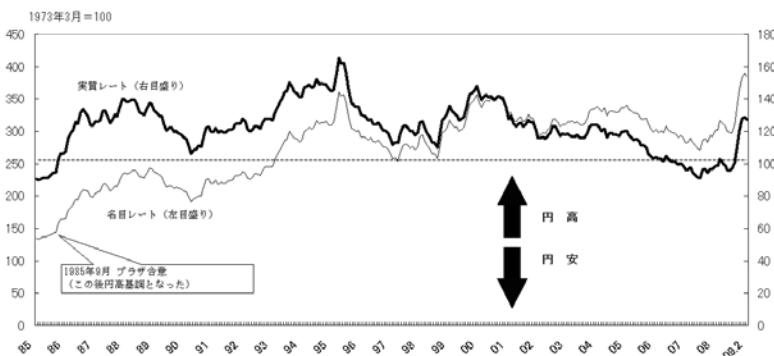
90年代後半からのしばらくの間は改善を見せていた米国の双子の赤字であるが、近年は、住宅投資や個人消費の過熱で貿易赤字は拡大傾向にあり、また、イラクなどにおける軍事費増大で財政赤字も増えている。

2004年末以降、米政府と米通貨当局のドル安への誘導が始まったものの、石油価格の上昇で米国の貿易赤字は拡大を続けた。

また、この間、米国は好調な住宅投資と個人消費を牽引力とする好景気と高金利の状況にあり、日本、そして近年は中国や産油国などからの資金流入も増加し、強いて貿易赤字が問題視されることはなかった。

しかし、サブプライムローン問題が取りざたされるようになると、米国は政策金利の引き下げに転じ、サブプライムローン問題の解決には至らなかったものの、ドル安の進行には効果があらわれた。これにより、輸出に回復の兆しが現れたが、同時に石油価格も過去最高値に達するまで跳ね上がる要因ともなった。

円の実効為替レート（実質・名目）



特集

86年に米国は対外債権より対外債務が多い純債務国に転落している。ただ、構造的に、米国の対外債権は、非常に収益の高い直接投資や海外株式投資が中心で、一方の対外債務は、相対的に収益の低い米国債が中心であることから、投資収益は常にプラスとなってきた。そのため、雪だるま式の債務増加に至る懸念は低いとみられ、対外純債務はあまり問題視されなかった。

政府財政も、クリントン政権時に一時黒字化したものの、2000年代初頭以後、ITバブル崩壊後の景気後退時の減税、イラク戦争等により赤字が拡大し、80年代を上回るハイペースで双子の赤字が進んでいる。ただ、双子の赤字により純債務は増えていったものの、近年まで投資収益の黒字は依然として維持している。

米国の対外純資産と投資収益の推移

	対外純資産		投資 収益 差額
	うち対外資産	うち直接投資	
1983	298	1,211	36
1984	161	1,205	35
1985	54	1,287	26
1986	▲36	1,469	17
1987	▲80	1,647	16
1988	▲179	1,830	20
1989	▲260	2,071	21
1990	▲245	2,179	31
1991	▲309	2,287	27
1992	▲431	2,332	27
1993	▲307	2,754	29
1994	▲323	2,987	21
1995	▲459	3,486	25
1996	▲495	4,032	26
1997	▲821	4,568	17
1998	▲895	5,096	9
1999	▲767	5,974	19
2000	▲1,381	6,239	26
2001	▲1,919	6,309	30
2002	▲2,107	6,646	16
2003	▲2,157	7,641	52
2004	▲2,484	9,053	36
2005	▲2,237	11,578	57
2006	▲2,540	13,755	84

(資料：米商務省)

2. 米国金融危機で資金流入がストップ

しかし、2007年以降の世界金融システムの動揺により、世界中から流入していた資金が流出し、ドル安が進展することとなった。対外債権債務の黒字維持も微妙な状況で、雪だるま式の子の赤字拡大も懸念され、行き詰まり感が強まっている。

現在、米国金利は、日欧を始め、各国金利水準よりも低くなったことから、今後、海外からの資金の流入も増加は考えづらい。米国政府が積極的な財政出動による金融システムの安定化や公共投資を発表していることで、欧州のいくつかの国から、かろうじて、相対的に信頼性の高い米国に資金環流しているのみといえる。

さらに、基軸通貨としてのドルの信認は大きく

低下し、かつて、基軸通貨が英ポンドから米ドルに移行する過程で見られたように、今後は、決済資金としてのユーロがますます重要視されよう。

4 米国金利・ドルと各国経済

1. アジアにおける米ドル安指向からの転換

これまで、日本、中国を始めとしてアジア地域では、競争力維持のためにドル高が歓迎された面があり、その結果、対米貿易の不均衡が問題化してきた。

世界同時の金融システム不安や不況のなか、その是正が強力で求められることになり、輸出主導型の景気回復は難しくなるものとみられる。

2. 米ドルと中東産油国

現在、世界的な石油価格はドル建てで取引されている。つまり、米国は自国通貨で石油を買うことができる。そのため、ドルの信任低下、および石油のユーロ建て取引の増加は、米国にとって極めて大きな問題となる。

一方で、インフレが進行中の中東産油国の動向もポイントとなろう。中東産油国では原油高による好景気で、ヨーロッパからの輸入が増大し、そのため、ユーロの高騰から輸入価格が上昇する「輸入インフレ」に悩まされる状況にある。

これまで、中東産油国の多くは米ドルペッグ制が取られており、米ドルの下落は死活問題である。そのため、徐々に通貨バスケット制の導入と自国通貨の対ドル切り上げの動きを強めており、サウジアラビアもドルペッグ制からの離脱を検討していると言われている。

一方の米国も、世界覇権、基軸通貨としてのドルの地位に関わる問題であり、ドル安放置は同様に死活問題といえる。産出量・輸出量ともロシアが世界一に台頭していることも波乱要因である。

米国にとって、ドル安の進行は石油価格の上昇という、産業界にとって大打撃となる他、近年は、中東諸国からの資金流入が増えている点からしても、ドル信任の維持には努めたいところであり、世界経済におけるエネルギー価格の動向が不安定さを増している。

3. 米ドルと中国

中国の外貨準備は、08年には1兆8千億ドルに上り、世界一の保有高である。外貨準備は、政府が買い上げた外貨であり、為替介入により人民元安を図ってきた結果とも言える。

本来の経済・貿易動向からして人民元高が自然であるが、変動が制限され人民元安で推移していることでインフレや資産価格高騰を招いており、資産バブルの発生が指摘されている。

そのため、国内銀行には巨額の不良債権発生の推測が絶えないが、税収が潤沢な政府の支援により重大化していないといわれている。

中国の経済発展は、海外からの積極的な直接投資と海外企業の受入による経済特区形成が基礎となっていることから、沿海部開発・輸出に偏った成長である。近年は、インフラが急速に整備され、重厚長大型、加工組立型への産業構造の移行と内陸部の開発が急速に進められているが、世界同時不況に伴い4兆元（約56兆円）の経済対策も発表されている。

このことから、内需の成長のため、輸出ドライブの抑制と輸入資材の価格低下をもたらす人民元高の進行は必ずしも中国に不利というわけでもなく、巨額に上るドル資産の価値低下とのバランスの取れるポイントが焦点となろう。

4. ユーロの台頭

欧州全体の経済状況は、金融危機により直近こそ揺らいでいるが、EC全体としての貿易収支もバランスのとれたものとなっており、また、ECB（欧州中央銀行）の監理監督も確立され、海外資産の保有形態として「ユーロ」の地位は上昇し、ドルからの移行もみられている。

さらに、世界の債券市場におけるユーロ建て債券の比率は発行金額全体の3割を超えるまでになっており、資産としての信頼も増している。

また、貿易決済通貨としての重要性も著しく高まってきており、ユーロ圏諸国が域外諸国との輸出決済通貨でユーロの比率は約50%と米ドルの約44%を上回り、輸入決済通貨としてもユーロ

が約35%使われている。

現在の世界各国の外貨準備に占めるユーロの比率は25%を上回っており、特にこの10年間、発展途上国が外貨準備高に占めるユーロの比率を大幅に高めた。

ロシアにおいても、従来は、自国通貨の為替安定を図るためにドルに連動した管理制度をとってきたが、ドル安の進行によりこれを見直し、05年2月にドルとユーロで構成する通貨バスケットを指標とする為替管理制度を導入した。

5 米国の経済対策と世界金融

オバマ大統領は、他国の通貨安に強硬な態度を示しており、前ブッシュ政権に比べ自由貿易には否定的な言動が目立つ。今後、オバマ政権が、冷え込みの増す米国内産業のために保護貿易主義色を強め、「強いドル」を志向しなくなる可能性は高いと言われている。

長年にわたり垂れ流された米国の大幅貿易赤字をファイナンスするため、大量の米国国債等が海外政府・投資家に保有されている。この貿易赤字の解消、輸出入のバランス化するために本来はドル安による輸入減と輸出増が必要となる。

しかし、そのことで、海外のドル資産保有者が一斉に手放す、あるいは買い入れを行わなくなるとすれば、ドル大暴落の危険性も否定できない。

また、オバマ大統領は、総額7,890億ドル（約75兆円）の景気対策を公表している。財政赤字の膨らむ中、その資金は、国債発行に頼らざるを得ないが、先行きのドル安が見込まれる場合、海外からの資金の出し手は無く、国内に求めれば、貯蓄率の上昇から消費は沈滞に向かおう。

そのため、量的緩和政策により、最終的に政府なり通貨当局の資金供給ともなれば、インフレにより先行きの不透明さは増す。

6 日本の構造変化の方向性 ～まとめに代えて～

1. 円高で一層のグローバル化が進む可能性

今回の金融危機の要因の一つには、日本の超低

特集

金利と円安誘導に大きく関連している。そのため、これまでのように、結果的にしろ直接的にしろ、輸出関連産業の保護的な政策は取りづらくなる。

新興工業国の急速な量的・技術的成長で、国内での事業活動に成長性が見込めなくなりつつあるなか、世界的な大企業が育っていない日本において、国際競争力強化を目指す企業・業種も増加しよう。金融、薬品、化学、鉄鋼他、多くの業界で、巨大合併が相次いできたが、海外企業のM&Aも含め、その流れに一層拍車がかかろう。

また、中国を始めとしたアジア新興工業国との一体化も急務となるが、その意味でも、円高はグローバル化を一層強めるチャンスともいえる。

人材、資源、全ての経営資源を求めて、また、マーケットを求めて世界的な海外進出がさらに重要となってくる。

2. グローバル化の中での雇用確保

グローバル化が必然となるなか、製造業の国内での活動は一層舵取りが難しくなる。

非製造業の発展と、それに付随した製造業の発展、あるいは、高技術力・高開発力を駆使した製造業の発展が期待される。

ただ、日本市場は「ガラパゴス化」、つまり、かなり特殊で、独特なマーケットを構成しているといわれる。携帯電話を例にすることが多いが、様々な機能を付けた携帯電話は日本独特のもので、海外では、不要と見る向きも多い。

また、日本の技術者は「海外製は品質が低い」と笑うが、海外からは日本製は過剰品質と捉えられているものも少なくないといわれ、グローバルな視点で市場を見ることも重要となる。

米国は、近年は金融業での成長が喧伝され、また、輸入の大きさの陰に隠れがちだが、輸出では、つい先年（02年）まで世界一の規模である。ITやバイオを始めとした先端産業、また、中南米地域との関連性を増すことにより、製造業の構造は変化しながら製造業は健在ともいえる。

ただ、雇用の偏在はますます大きくなる。

成長産業への雇用移転が最重要課題となるが、

職業訓練、失業手当等の充実、なによりも教育の充実が必要である。

また、社会福祉・医療分野では、人手不足が深刻化しているが、現状では、仕事の強度と報酬（ユーザーの支出）が必ずしも一致せず、十分な雇用を生んでいない。

今後、需要者側に何らかの補助措置が必要であるが、この点で、新しい分野として期待されるエネルギーや環境関連など、同様の問題を抱える分野も多いことから、政策的に力を入れられることとなる。

3. 交易条件改善に向けたアジアの協調

平成20年度版経済財政白書は、交易条件（輸出価格／輸入価格）の悪化が欧米に比して顕著と指摘している。

原油価格等の上昇で各国とも輸入価格の上昇をみているが、欧米は輸出価格に反映できているのに対し、日本は、価格競争力維持のために現地通貨建て価格の引き上げを抑制している。そのため、円安の内は目立たなかったが、円高傾向が始まる2007年半ば以降急速に悪化している。

また、アジア諸国も同様な状況にある。そのため、アジア圏内の一体性を強め、日本・中国が対ドルでの切り上げを協調して行うことが可能となれば、ドル安の影響が米国の貿易収支を改善に向かわせることになる。

4. 内需拡大が政策的な重点項目に

どこの国も国内で十分な需要を作り出せておらず、米国の過剰に膨らんだ需要に依存していたことが、今般の経済危機が世界中に波及した実体経済面での要因である。

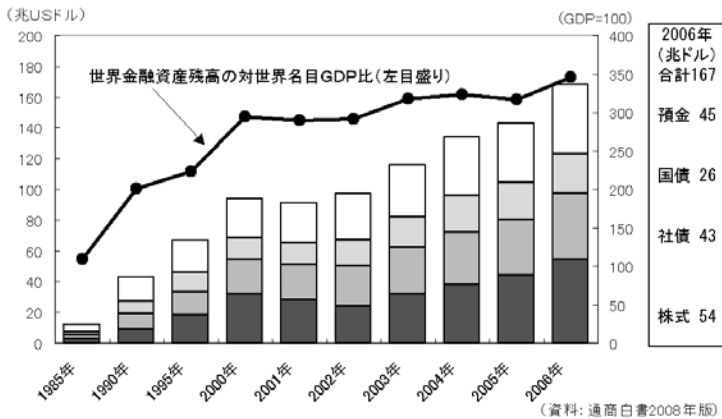
今後、新興工業国においては、経済成長による所得の増加が内需に向かうことは自然の流れとして考えられる。

先進諸国においても、新興工業国との競争激化という面で、効率化のためのインフラ整備、新産業分野関連への投資が活発化するものとみられる。

5. ストックの収益拡大が鍵

日・米・欧は経済が成熟し、さらにそのスピー

世界金融資産残高と対世界名目GDP比の推移



ドは異なるものの確実に進んでいる高齢化により、これらの先進諸国は成熟化が一層進む。

そのため、経済成長率は低下傾向が続くことになるが、その一方で、老後のための資金ストックは膨大になりつつあり、生活保障のため、高収益化が求められている。

ただ、日本の金融資産の成長率は極めて低いのが実状で、海外の成長性の高い地域への投資拡大、債券投資から株式への直接投資など、抜本的な運用手法の見直しが迫られている。

6. エネルギー・食糧・資源価格の上昇は続く

中国、インドを始めとして、現代の先進諸国に倍する人口が、中流化を目指すなか、石油や食糧、鉱物資源を始めとした資源価格の上昇は止められない流れといえる。

つい先頃まで、製品価格が低下する中で、石油や金属、食糧等の資源価格上昇が起き、製品デフレと資源インフレが同時に引き起こされたが、長期的にはその流れにある。

円高期こそ、今後の資源確保に向けた資源グローバル化のチャンスでもあり、また、国内的には、新エネルギー開発、省資源化技術開発を進める必要がある。さらには、食糧の確保に向けて、真剣な農業振興への対策も急がれる。

7. 「良いデフレ」への対処

価格競争では、中国との価格競争に敗れ、先端的な技術で抜きん出ようとしても、ますます先端化する

る技術が、そうおいそれとは開発できない。

今後、価格低下・デフレがますます進むということであり、これを「良いデフレ」とするためには、経済活動の効率化を進める必要がある。

デフレが進むとはいっても、不況による需要不足からの価格低下ではなく、グローバルな活動による効率化に由来するものであり、本来は歓迎されるべきものである。そのため、インフラ整備など、財政出動への期待も高まろう。

また国内の企業・勤労者等にとっては、名目価格で計った利益・賃金・報酬の低下も起きる。

特に勤労者にとって、賃金面での雇用環境悪化に至る可能性もあるが、購買力から考えれば、モノの値段が下がっていることから、極端な暮らし向きの悪化も考えづらい。

ただ、人生最大の買い物である住宅購入の効率化、すなわち耐用年数の長期化、耐久消費財ではなく資産としての価値の見直しも急がれる。もちろん中古住宅流通市場の整備が前提となろう。

端的に言えば、大多数の国民が人生の過半の間失う数千万円に上る資産をストックし、何か別の所得機会を見出さなければ生活水準の維持が難しくなる可能性も考えられる。(山城 満)

<参考文献>

- 「世界金融危機」金子勝/アンドリュー・デウィット著 2008.12 岩波書店
- 「メルトダウン 21世紀型「金融恐慌」の深層」 榊原英資著 2009.2 朝日新聞出版社
- 「危機を超えて—すべてがわかる「世界大不況」講義」 伊藤元重著 2009.2 講談社
- 「金融大崩壊—「アメリカ金融帝国」の終焉」水野和夫著 2009.1 日本放送出版協会
- 「日本経済を襲う二つの波—サブプライム危機とグローバルゼーションの行方」リチャード・クー著 2008.9 徳間書店
- 「強い円は日本の国益」榊原英資著 2008.12 東洋経済新報社
- 「間違いだらけの経済政策」榊原英資著 2008.12 日本経済新聞出版社
- 「パラダイム・シフト (大転換) —世界を読み解く」 榊原英資著 2008.6 藤原書店
- 「平成20年版経済財政白書」2008.8 内閣府
- 「通商白書 2008年版」2008.8 経済産業省
- 「金融危機の本質は何か」野口悠紀雄著 2009.2 東洋経済新報社
- 「世界金融危機はなぜ起こったか」小林正宏/大類雄司著 2008.12 東洋経済新報社
- 「世界経済危機 日本の罪と罰」野口悠紀雄著 2008.12 ダイヤモンド社