

# 経済危機と資本移動の逆転

羽 鳥 敬 彦

はじめに

1. 大恐慌下の資本移動の逆転
2. 現代世界経済と資本移動
3. 経済危機の発生とアメリカをめぐる資本移動の逆転

結 語

はじめに

2008年9月15日の「リーマン・ショック」以来顕著となった世界的な経済危機は、「大恐慌以来」とか「100年に1度」などと形容されているように、今世紀最初の歴史的経済事件となった。この問題に関しては、その原因・展開過程・これからの見通しをめぐって、既に多くの研究が公にされており、まさに汗牛充棟といった状況である。また、この経済危機自体は、一方で「ようやく峠を越した」<sup>1)</sup>とする見方もあるものの、そのまま果たして単線的に回復過程を歩み続けるのかという点については、十分に確信をもっていうことはまだ難しいのが実情であろう。

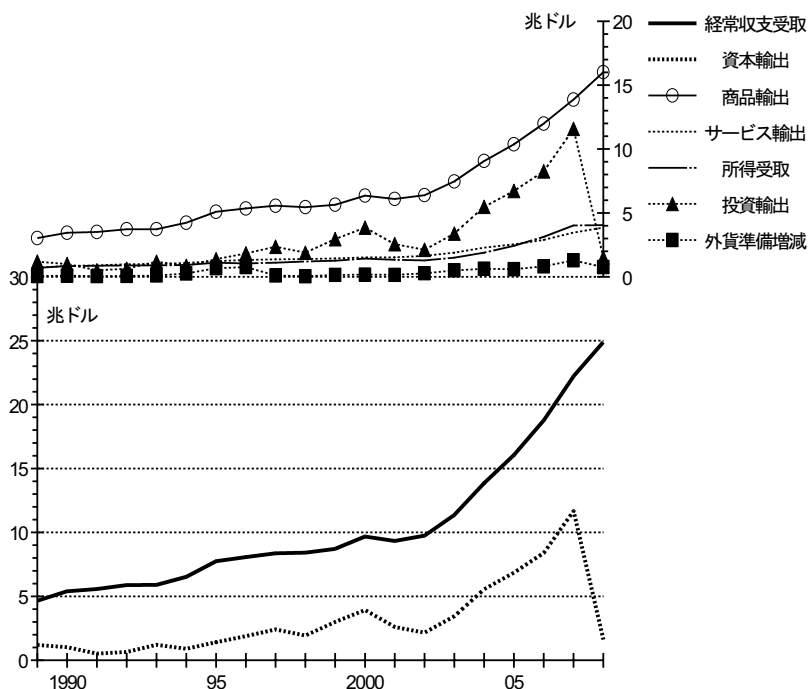
このように、われわれはこの世界的な経済危機の発生以降、その進展を日々に目の当たりにしているのであって、たとえその分析と総合によってそれなりの結論を下すことはできても、当分の間はせいぜい暫定的なものとして位置づけられるにすぎないと思われる。なぜならば、その推移によっては見直しが迫られるものであることを常に意識しておかなくてはならないからである。加えて、現在進行中の事態であるために、十分な資料の確保が保証されているわけではない。すなわち、本来、このような現状分析的研究は資料的貧弱さという宿命的難点を背負いながら遂行されなくてはならないのである。

周知のように、今回の経済危機はアメリカ合衆国の住宅金融市場の一部にすぎなかったサブプライム問題に端を発し、それがリーマン・ショックとともに瞬く間に世界的な危機に発展していった。遅くとも2007年には問題は顕在化していたけれども、それが翌年秋には世界経済を巻き込んだことになる。したがって、今回の危機が深刻かつ大規模なものであればあるほ

---

1) 湯本 [2010], p. v。

図1 国際収支統計からみた最近の国際経済取引の推移



出所：IMF [2009a] Part 2, pp. 13, 86, 95, 104, 119, より作成。

注：「資本輸出」とは「投資収支支払」（投資輸出）と「其他資本収支支払」との合計。なお、これらの訳語については、本文注2を参照。また、本図は受取側の値（経常取引）と支払側のそれ（資本取引）とが混在している。

ど、この間に世界全体の経済活動に大きな衝撃をもたらしたことは容易に了解できることである。

そこで、IMF [2009a] の によって世界の経済取引の最近の推移を、第1図にみることにしよう。本図は、受取（黒字）側の数値（経常取引）と支払（赤字）側のそれ（資本取引）が混在しているため、厳密なものとはいえないが、全体の傾向を確認するためには十分であろう。

まず、下段にある経常収支受取をみると、2007年から08年にかけてはその趨勢にまったく変化がないような伸びを示している。ただ、世紀の交である2000年から翌年にかけては若干減少しているかのようである（この頃、アメリカではITバブルの崩壊があった）。こうした動きは上段の商品輸出のそれとほぼ同じものである（なお、規模が小さいため、本図では経常収支の項目である経常移転収支受取のデータを省略している）。本図で強烈な印象を与えるのは、何といっても、07年から翌年にかけての資本輸出の急減である。アジアおよびロシアの通貨・金融危機のあった1997-98年、アメリカのITバブル崩壊の時期である2000-02年においても似た現象はみられたものの、今回のそれはまさに比較を絶するという形容にふさわしい水準のもの

といわなくてはならない。なお、この資本輸出の急減も、上段にあるように、投資輸出<sup>2)</sup>のそれによるものである。

以上のような異常ともいえる急激な資本移動の収縮には、資本輸出からの回収あるいは資本輸入からの引き上げといった資本移動の方向性の逆転が少なからず含まれていることは、容易に推測されるであろう。もし、今回の経済危機にこのような資本移動の急速かつ大規模な逆転現象があり、それが事態の推移に大きな衝撃を与える要因になったとするならば、想起されるのは1929年以降の大恐慌期にみられた同様な現象である。いまだその行く末が定まっていない現在進行中のこの事象の解明においても、先に述べたような基本的な問題が含まれていることは否定できない。そうした難点を克服するために、歴史に学ぶ重要性は十分に強調されてしかるべきである。

そこで、本稿ではまず1930年代のアメリカ合衆国を中心とした資本移動の逆転を概観してその歴史的意味を確定した後、今回の経済危機において再現された類似の事態の示唆するものを考察することにした。したがって、本稿の関心は最初にはほぼ80年前に起きた出来事に向けられる。

## 1. 大恐慌下の資本移動の逆転

### (1) 井上準之助とW. A. ルイス

1929年の大恐慌から世界大恐慌への展開については、内外ともに既に多くの研究が集積されている<sup>3)</sup>。ここでそれらを要約したり、総括することはできない。ただ手がかりとして、実際にこの時期を生き抜いた2人の識者の見解を簡単に振り返っておくことは有益であるように思われる。

大恐慌勃発時の日本の大蔵大臣は、金解禁を実行し、最後に悲劇的な死を遂げることになる井上準之助（1869-1932）であった。1930年1月に金解禁は実施されたが、その前年の10月にアメリカの大恐慌は始まっていた。そして、30年6月16日、日本貿易協会例会において「我国

---

2) 現在のIMF加盟国の国際収支統計は、1993年公開のIMF [1993] に依拠している（2009年にIMFは新たに、*Balance of Payments and International Investment Position Manual* 6th edition (IMF [2009b]) を公表したので、近いうちにこのマニュアルによる統計が発表されることになると思われる。なお、書名に *Intenational Investment Position* が加わったのは、現在加盟国は国際貸借統計の作成・報告が求められているためである）。現在、わが国で一般に「資本収支」と訳されている英文の原文は *financial and capital account* であり、「投資収支」のそれは *financial accout*, 「その他資本収支」のそれは *capital accout* である。今後、訳語の再検討が必要かもしれない。

3) ここでは日本語文献として吉富[1965]、侘美[1994]を、英語文献としてはFriedman and Schwartz[1963] および [1965] をあげるにとどめておきたい。とくに、フリードマンとシュワーツの共著は、今回の経済危機に当たってアメリカの金融当局の対策の指針を与えたものの1つであるとされている点でも重要である。

財界の現状と国民の覚悟」と題する講演を行い、その中で次のように述べている。

「従て亜米利加の此の金を貸さずに、逆に外国から亜米利加に金が還つて来たといふことは、亜米利加と共に、欧羅巴諸国の金融から経済の上に、大なる影響を与へて居るのであります。それが昨年の11月位になつて、亜米利加で株が段々上がつて来て、中央銀行の金利を上げて之を止めようとかかつて、其処に衝突が起こつて大恐慌を来して居つたのであります。」「一方には農産物が出来過ぎて、其の価格が非常に下がつたといふ著しい事情があります。」「農産物が出来過ぎたいふことと、消費が世界各国で減つたといふ事柄とが、2つ相俟つて農産物が非常に安くなつて居ります。」(井上 [1930a] 394-395頁)

ここではアメリカへの資本移動の還流と世界的な農業不況について触れられていることに着目しておきたい。そして、同年8月発行の『世界不景気と我國民の覚悟』でも、次のようにいっている。

「物価低落の大勢を倍加せしめました重大なる原因があるのであります。それは何かと云へば、米国及び英国の海外放資の減退であります。」「金を貸すことによつて、亜米利加は非常な繁昌を續けて居つたのであります。通貨も膨張し、輸出も殖えて、亜米利加が繁昌した結果はどうなつたかと云へば、即ち一昨年の半ば位から亜米利加の株券は非常な騰貴を致しまして、昨年に入つては極端に騰貴した。」「全体の金利が上がり、コールが上がり、株が騰貴する結果は、即ち海外に投資が不可能になったのであります。」「英国に於ても亦殆ど同様な有様であります。金利が高くなりましたために海外の投資が不可能になるといふ現象に加へて、却て欧羅巴から亜米利加に巨額の資金が戻つて来たのであります。一方には亜米利加、英吉利の海外放資が減少し、他方には欧羅巴及び東洋等の金が亜米利加に流入したといふことの結果はどうかと云へば、世界各国の金融は平準を失ひ、其の為に世界各国の購買力を減退せしめたといふことは明らかな事実であります。此の購買力の減退が、物価下落の大勢と世界の食料品及び原料品の生産過剰と相俟つて一層物価を低落せしめて居ります。」(井上 [1930b] 583-585頁、なお、589頁、も参照のこと)

以上のように、世界的な「食料品および原料品の生産過剰」と並んでアメリカをめぐる資本移動の逆流は、時の日本の大蔵大臣の強い関心事であつたことがわかる<sup>4)</sup>。

4)『世界不景気と我國民の覚悟』の原本は、本文62頁の小冊子ともいふべきものであるが、『井上準之助論叢』には収録されていない90頁にわたる付録「世界不景気の基本的解説」がついていた。ここでは「世界的経済不況の象徴」、「最も注目すべき現象」として、以下の5点が指摘されている。

1. 「主要なる食料品及び原料品の世界的生産過剰は、物価低落の第1原因」。
2. 「最近両3年の米国の株式投機熱は、世界の資金を之に集中し」「諸外国への投資を減じ」「諸外国の産業を萎靡せしめ、其生産物の価格を低落せしめ、其購買力を減ぜしめ、世界貿易不振の一大原因となつて居ること」。
3. 「米国が、昨年秋株式恐慌以来非常なる不況に陥り、其の購買力を減ずるに至つたことは、世界各国の最近に於ける不況深刻化の主因であること」。

後に1979年度のノーベル経済学賞を受賞することになるW. A. ルイス（W. A. Lewis; 1915-1995）はロンドン・スクール・オブ・エコノミクス（LSE）の1944-47年度の講義の内容をまとめた著作（W. A. Lewis [1949]）において、両大戦間期の資本移動について次のように総括している。

「ニューヨークが適当な対外貸付け機関を欠いていたという事実も、また不幸なことであった。発行費用は非常に高く、投資大衆は移り気で、対外資本発行と国内資本発行との間をあまりに容易に移動した。そのために世界経済の不安定性は増大した。結局、対外貸付けの流れの急激な収縮により、海外諸国の困難は著しく増加したのである。」「戦争の残した問題、特に、安定した国際通貨制度の創設、農業経済の規模の調整、および戦後世界へのイギリス、ドイツ、フランスの再編成、といった問題は未解決もままであった。アメリカの拡張と対外貸付がやむやいなや、基底にあった不調整が現れて、混乱をひき起こすことになったのである。」（W. A. Lewis [1949] p. 50, 邦訳, 62-63頁, なお訳文は必ずしも邦訳に従っていない。以下同様）

その際、彼は、農産物を含む一次産品問題を次のように重視している。

「この時代の不幸は主として第一次産品の生産が需要をいささかこえていたという事実によるのである。」「重大な点は、いぜんとしても第一次産品市場があれば不安定でなかったら1929年の恐慌が大不況になることはなかったろうということなのである。」（W. A. Lewis [1949] p. 196, 邦訳, 251-252頁）<sup>5)</sup>

一方は、中央銀行総裁から政治家に転身した人物であり、他方は新進気鋭の研究者であるという違いはあるにせよ、また力点の置き方に多少の独自性はあるにしても、基本的に同様の事態に着目していたことは、注目に値することである。ここに第1次世界大戦の結果に由来するドイツ賠償問題と西ヨーロッパ旧連合国の対米戦債問題<sup>6)</sup>を付け加えれば、戦間期の世界経済の主要な不安定要因はほぼ網羅されているといっていいていいであろう。

以上からもわかるように、実際の当時の世界恐慌を体験した識者にとって、資本移動の突然の逆転は多かれ少なかれ無視できない要因とみなされていたわけである。そこで次に、当時の主要資本輸出国であったアメリカをめぐる国際収支の動向に着目することで、この問題をさらに掘り下げていくこととしよう。

4. 銀相場低落による「銀本位制度を採る国の購買力を激減せしめたこと」。

5. 「保護関税の障壁を高くする国統出し、之が為め世界的に外国貿易の不振を加へつつあること。」井上 [1930c] 2-3 頁。

5) 戦間期の世界的な農業不況の問題については、とりあえず、渡辺 [1975]。なお、この問題の経験は、第2次世界大戦後、開発経済学において発展途上国の工業化を主張する学説の形成を促したという意味において、歴史的な意義をもっているものである。

6) ドイツ賠償問題と旧連合国戦債問題に関しては、さしあたり、加藤 [1975] をみよ。なお、この問題に関する井上の認識については、1925年に書かれた3つの論考、井上 [1925a], [1925b], [1925c], によって知ることができる。



## (2) 世界大恐慌とアメリカをめぐる資本移動の逆転

1920年代、世界の主要な資本輸出国はアメリカ、イギリス、フランスであったが、フランスは短期の資本輸出に傾斜し、イギリスはこのフランス資本に支えられながら、いわゆる「短期借り、長期貸し」という不安定な構造を抱え込んでいた。こうして、当時唯一安定的な長期資本の供給国となったのがアメリカであった。

しかしながら、その国際収支をみると、巨額の貿易収支によって大きな経常収支黒字が形成され、しかも貿易外収支はほぼ均衡していた。周知のように、19世紀のイギリスの場合、貿易収支の大幅な赤字にもかかわらずそれを上回る貿易外収支黒字によって経常収支黒字が生み出され、世界に資本を供給し続けていた。このことは、一方で貿易収支赤字によって投資収益を含めて対外投資を回収しながら、他方で、その経常収支黒字によって資本の純輸出を継続していたことを意味した。ところが、1920年代のアメリカの国際収支はこのような投資回収のルート十分に確保したものではなかった。したがって、世界最大の安定的な資本供給国のこのような国際収支を前提とすると、国際的な債務は累積しがちになる。しかも、その債務返済のルートはいまだ未確立だった。

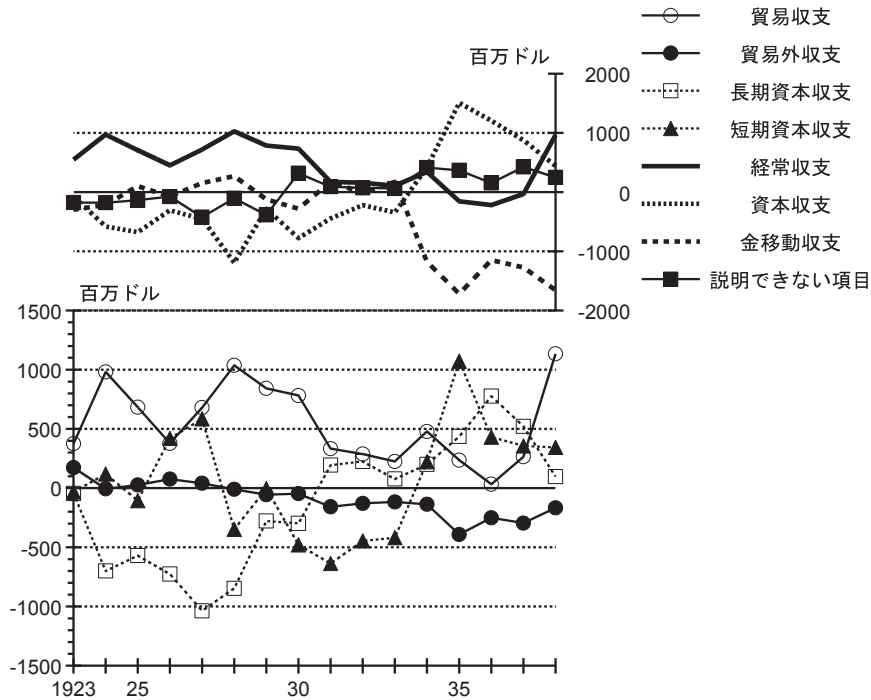
加えて、世界的な農業不況は後進諸国の債務返済能力をさらに引き下げるものであったし、1924年のドーズ案成立以降、比較的円滑に処理されていたようにみえた「賠償・戦債問題」はアメリカのドイツへの資本輸出の継続があってはじめて成り立つようなものであった。しかも、ドイツの対米債務は累積するばかりだった。

1920年代の世界経済における以上の諸問題の顕在化を防いでいたのが、アメリカの資本輸出だった。換言すれば、アメリカの資本輸出が停止したり、資本移動の方向が逆転すれば、世界経済の均衡は崩壊する。それを実際に引き起こしたのが、1929年に始まる大恐慌だったのである。

そこで、まず1920年代から30年代にかけてのアメリカの国際収支の主要項目の推移をみることにしよう。第2図上段にあるように、20年代は経常収支の黒字と資本収支の赤字とが並行的に持続していることがわかる。30年代に入ると、経常収支の黒字がほぼ消滅するとともに、資本収支の赤字も縮小している。そして、34年以降注目すべき変化が現れている。一時的にせよ経常収支が赤字になったばかりか、資本収支が黒字化してあたかも資本輸入国の国際収支のパターンへ移行したかのようである。そのうえ、金移動収支も大きな赤字をみせており、金の大幅な流入が生じたことがわかる。

同図下段より、20年代の貿易外収支がほぼ均衡していることから、この時期の経常収支黒字の主役は貿易収支黒字だったことがわかる。30年代に入って、貿易黒字は縮小し（38年に黒字は著しく増加したが）、貿易外収支は赤字化し、これら2要因によって経常収支黒字の減少と赤字化が説明される。20年代継続して赤字だった長期資本収支は、31年以降黒字化し35年から37年にかけてかなりの規模となっている。短期資本収支の方に眼を転じると、20年代には一貫

図2 1923-38年アメリカの国際収支主要項目の推移



出所：Larry and Associate [1943] Appendixes Table 1, より作成。  
 注：政府間の貸借および返済は貿易外収支に含まれている。

した傾向をみいだすことができない状況だったが、30年代になると当初は赤字化し、一転して34年以降かなりの黒字となっている。すなわち、大恐慌勃発後の短期資本収支の動向は初めは流出超過となり、その後一転して流入超過というように変化しているわけである。このように収支自体からみると、アメリカをめぐる資本移動の方向にはっきりと逆転現象が確認されるのは30年代半ばのことであった、といわなくてはならない。

しかし、以上はあくまで収支だけをみた数字なので、さらに詳細に検討してみる必要があるであろう。第1表は、大恐慌前後の資本収支を中心としたアメリカの国際収支である。1926-29年の年平均国際収支のほうからは、経常収支の黒字に対応して資本収支は赤字となっている。第2図で明らかなように、この経常収支の黒字は貿易収支のそれを基本とするものであった。この間長期資本収支は平均して経常収支黒字に匹敵する規模の赤字であり、短期資本収支は一応若干の黒字であるとしても、同程度の「説明できない項目」の赤字があるのでほぼ均衡していたともみることができる。

1930年代に入ると、経常収支では受取も支払も33年まで縮小を続けている。とくに、受取は3分の1近くになっていることは留意しておいてよいであろう。なぜならば、国際的な商品・

表1 1930年代のアメリカの資本収支

(単位:100万ドル)

	1926-29平均	30	31	32	33	34	35	36	37	38
経常収支	747	735	175	159	108	341	-156	-218	-31	967
受取	6,769	5,553	3,655	2,481	2,377	2,907	3,184	3,436	4,489	4,234
支払	6,022	4,818	3,480	2,322	2,269	2,566	3,340	3,654	4,520	3,267
資本収支	-559	-777	-443	-221	-342	422	1,508	1,208	877	441
資産	-1,143	-555	756	478	-13	281	540	232	321	67
負債	584	-222	-1,199	-699	-289	111	968	976	556	374
長期資本収支	-722	-298	194	225	77	200	436	777	521	97
資産	-939	-364	128	251	-48	185	116	177	276	40
負債	217	66	66	-26	165	-15	320	600	245	57
短期資本収支	163	-479	-637	-446	-419	222	1,072	431	356	344
資産	-204	-191	628	227	35	96	424	55	45	27
負債	367	-288	-1,265	-673	-454	126	648	376	311	317
説明できない項目	-247	320	92	73	61	415	368	157	425	249
金移動収支	59	-278	176	-11	173	-1,178	-1,720	-1,147	-1,271	-1,657

出所: 第2図に同じ

サービス・所得の移動の価格面・数量面での激減が反映されているからである。しかも、経常収支全体の黒字は急減して、35年から37年には赤字となっている。ここに世界最大の資本輸出国であったアメリカの基盤は失われてしまったわけである。

そこで、資本収支の方に眼を転じると、1930年こそ赤字は大きかった資本収支は赤字幅を縮小させ、34年以降黒字となり、今や資本輸入国に転換してしまったという事実を確認することができる。なかでも、35-38年の3年間の黒字は際立っている（この時期赤字になることはなかった「説明できない項目」からもだいたい似たような傾向を読み取ることができよう）。しかし、資産（アメリカ資本）と負債（外国資本）とに分けてみると、もう少し違った構図がみえてくるようである。まず資産では、30年こそかなり赤字であったものの、翌年からは33年のごくわずかな赤字を例外として年々黒字を続けている。すなわち、31年以降アメリカ資本の海外取引は回収を基調としていたわけである。他方、負債をみると、30年以降33年までは赤字、34年以降再度黒字化し、35・36年は年に10億ドル近い黒字となっている。いいかえれば、外国資本は33年まで回収され34年からは再流入という経緯をたどっているわけである。

こうしてみると、1930年代初めのこの国の資本収支赤字（対外資本純供給）とは、アメリカ資本の海外からの回収以上の外国資本の回収によるものであり、34年以降の「資本純輸入国化」はアメリカ資本の引き上げの持続に外国資本の流入が加わった結果ということができる。

長期資本収支については、全体として31年以降黒字であり、輸入超過の状態が続いている。そこで、資産・負債に分けて検討してみると、まず前者は31年から33年の例外を除いて黒字であって、回収超過となっている。後者は32・34年の例外はあるものの基本的には流入超過の状態にあったものと考えられることができるけれども、とくに35-37年の大きさは注目に値しよう。次に、短期資本収支全体としては、資本収支全体の傾向とほぼ同じであるところからみて、こ



の時期の同国をめぐる資本移動の基調を形作ったものとみることができる。31年以降黒字となっている資産は、持続的に回収されているが、とりわけ31年と35年は急激だったことがわかる。そして、33年までの大幅回収、以降再度流入といった外国資本全体の流れを象徴的に示しているのが、短期資本収支負債の動向である。

最後に金移動にも一言しておこう。経常収支黒字縮小から赤字化、これらは全体としての資本輸出低下を意味するものであるが、それ以上にアメリカ資本の海外からの回収と外国資本のアメリカへの流入は大きくなった。こうして、34年以降連年10億ドル以上の金が入ることになった。この急激な金流入に対して、アメリカ金融当局が「金不貲化」政策を実施したことは周知のことであろう<sup>7)</sup>。

このように国際収支表をみると、大恐慌以降アメリカは1933年まで一応資本の純輸出国であったが、それは、アメリカ資本の流出から回収への逆流と外国資本の流入から回収への逆流といった、2つの正反対の資本移動の方向の逆転の大小関係に規定されたものであって、31年にはアメリカをめぐる資本移動の逆流は顕著なものとなっていたのであった。そして、さまざまな問題を内包していた1920年代の世界経済の最後の支えだった資本輸出国としてのアメリカは逆に資本輸入国に転じたわけである。

以上の資本移動の結果について、アメリカの国際貸借を素材として検討しておくことにしよう。第2表にあるように、1919年

末に比して29年末の民間資産は、合計で2.45倍であり、とくに短期資産（3.23倍）と証券（3.04倍）の増加が著しい。ところが、35年末になると、合計で33億ドルほど減少し、証券は22億ドル、短期資産は7億ドルの減少であるのに対して、直接投資は3億ドル程度の減少にすぎない。同様のことは負債の側からも確認できる。1920年代において増加が大きかったの

表2 アメリカの国際貸借の変化

(年末、100万ドル)

	1919	29	35
民間資産合計	6,956	17,009 (245)	13,694 (197)
証券	2,576	7,839 (304)	5,622 (218)
直接投資	3,880	7,553 (195)	7,219 (186)
短期資産	500	1,617 (323)	853 (171)
民間負債合計	3,985	8,931 (224)	6,329 (159)
証券	1,623	4,304 (265)	3,529 (217)
直接投資	900	1,400 (156)	1,580 (176)
差押資産	662	150 (29)	0 (0)
短期負債	800	3,077 (385)	1,220 (153)
民間部門純資産	2,971	8,078 (272)	7,365 (248)
政府部門純資産	9,591	11,685 (122)	11,434 (119)
対外純資産合計	12,562	19,763 (157)	18,799 (150)

出所：C. Lewis [1938] pp. 450, 454, より作成。

注：かっこは1919年の値を100とした数字。

7) アメリカをめぐる資本移動・金移動は、その時々の政治・経済情勢によって大きな影響を受けている。1930年代のその主なものは、31年のヨーロッパ金融恐慌、イギリスの金本位制停止、33年のドイツにおけるナチス政権成立、アメリカの金本位制停止、ロンドンにおける世界経済会議開催とその決裂、34年アメリカにおける金準備法成立（ドルの金価格引き下げ）、35年のドイツの再軍備宣言、エチオピア戦争、36年のスペイン内乱、金ブロック崩壊と三国金融協定、37年の日中戦争勃発、38年のドイツによるオーストリア併合などである。しかし、ここではそれらとの関連を検討することは避けた。

は、やはり短期負債（3.85倍）と証券（2.65倍）であり、39年末と比較して35年末の減少幅が大きいのは短期負債（18億ドルの減少）と証券（8億ドル）であって、直接投資はむしろ増加している（2億ドル弱の増加）。こうしてみると、これまでみてきた30年代のアメリカをめぐる資本移動の方向性の逆転の課程で主役を演じたのは、証券投資と短期資本であるということができそうである。実際、短期資本移動に関しては、当時から「ホットマネー」としてその気まぐれな動きが注目されていたし、当時の証券投資の中心だった債券の国際的なデフォルトが続出していたのだった<sup>8)</sup>。

周知のように、アメリカで勃発した大恐慌は世界的な大恐慌に発展し、各国の生産活動の大幅減退と失業の急増、金融恐慌の頻発、世界貿易の縮小、国際的な債権・債務関係の破壊、国際金本位制の崩壊等といった危機の連鎖が生み出された。この危機の連鎖を媒介し、深刻化させていったのが、当時世界最大の資本輸出国だったアメリカが資本輸入国になるといったような資本移動の逆流だった、とさしあたり位置づけることができるであろう。

その帰結も周知の通りである。世界経済は解体し、各列強を中心としたブロック経済が作り出され、ブロック間の対立は人類史上2度目の、しかも史上空前の規模の世界戦争に至ることになる<sup>9)</sup>。ただ注意しておきたいのは、第2次世界大戦後の西側陣営の国際経済秩序の形成には、こうした苦い経験に対する反省の上に成り立っていた側面も含まれていたということである。世界大恐慌における経済システムの崩壊があまりに絶大なものであったがゆえに、システムの再構築もそれまでにないいくつかの重要な要素を含むことになったわけである。その後、ともかくも深刻な世界恐慌といった事態は回避されてきた<sup>10)</sup>。ところが、近年の世界的な経済危機の発生とともに、1930年代に観察されたような国際的な資本移動の逆転現象が発生しているかのようである。

## 2. 現代世界経済と資本移動

全世界の経済活動の総体が世界経済である。そして、各国の国内経済を別とした国際的な経済活動について、IMFの国際収支統計においては、全体を経常取引と資本取引とにまず区分し、前者についてはさらに財貿易・サービス貿易・所得取引・経常移転取引に、また後者について

---

8) この時期の国際的なデフォルトについては、とりあえず、羽鳥〔1987〕をみよ。

9) ブロック間の対立だけが、第2次世界大戦の原因であったわけではない。各ブロック内は、多かれ少なかれ中心国の支配・周辺国の従属といった関係がみられ、「大東亜共栄圏」のようにもっぱら中心国の侵略の上に成り立つという極端なものまであった。こうした関係がこの大戦の性格を強く規定していたのである。

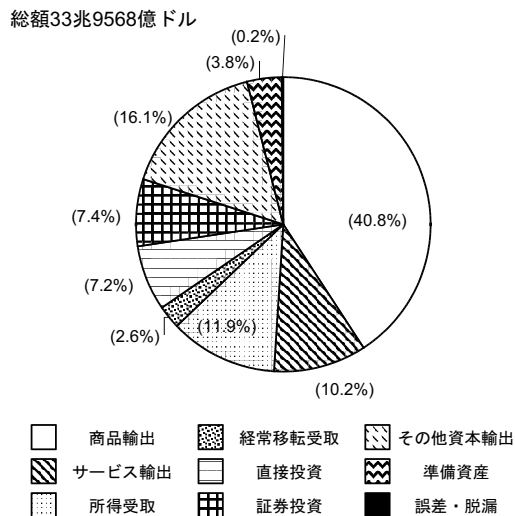
10) 1974-75年の世界的な不況が世界恐慌といえそうなものであったが、第4次中東戦争とオイル・ショックという要因を無視することはできなかった。もちろん、1920年恐慌のように恐慌はしばしば戦争と関係するものであったが、リーマン・ショック以降の世界的な経済危機は、経済外的要素の影響の希薄なものとのところということができよう。

は投資取引（さらに直接投資・証券投資・金融派生商品・その他投資に分かれる）・その他資本取引に区分されている。そこで、近年のこれら国際経済取引の動向はどうなっているであろうか？先にも述べたように、2008年はそれまでと比較して、資本取引の激減という点で大きく変化しているので、まず2007年の状況をみておくことにしよう。

第3図はこのIMFの国際収支統計より作成した2007年の国際取引の構成をみたものである。全体の約4割が商品輸出であり、サービス輸出は約1割である。これに所得（11.9%）および経常移転（2.6%）を加えた65.5%が経常取引であり、残りが資本取引である。資本取引の主なものは16.1%を占める「その他投資」を筆頭に、証券投資（7.4%）、直接投資（7.2%）という具合となっている。

次に、このような構成が最近どのように推移してきたかをみることにしよう。第4図にあるように、下方の資本輸出の比率の変化が起伏に富んだものであるため、必ずしも傾向がはっきりしたものではないが、商品輸出の比率の低下、資本輸出のそのの上昇を一応確認することができるだろう。そして、資本輸出に準じて考えることのできる準備資産の増加、資本移動の結果生じる投資収益とを加えると、全体の4割を占めるようになってきたのが、資本移動およびそれに関連した項目の最近の状況となっているわけである。とはいえ、資本移動はほかの取引と比較して大きく変動しがちであった点は留意しておいていいであろう。

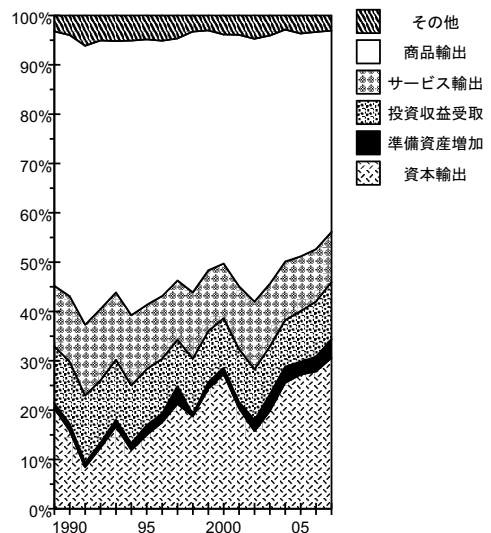
図3 国際収支統計よりみた世界の国際取引の構成（2007年）



出所：IMF [2009a] Part 2, pp. 13, 86, より作成。

注：本図も第1図と同様に受取側の値と支払側のそれとによって構成されているため、厳密とはいえない。しかし、全体の構造をみる上では大過ないと思われる。第4図も同様。

図4 最近の世界の国際取引の構成の推移



出所：IMF [1996] Part 2, pp. 3, 12, 36, 52, 56, [2000] Part 2, pp. 9, 18, 42, 58, 62, [2004] Part 2, pp. 9, 22, 58, 82, 88, [2009] Part 2, pp. 13, 26, 62, 86, 92, より作成。

残念ながら、IMFの国際収支統計ではデリバティブのデータが不完全である<sup>11)</sup>ので、以下ではそれ以外の資本移動を考えることとする。

そこで、上でみた傾向にあった世界の資本移動に2008年の値はどのような変化をもたらしたであろうか。第3表にあるように、投資及び準備資産の合計で、2008年は前年に比して9兆7334億ドルという大幅な減少となっている。そのほとんどは、その他投資（6兆4728億ドルの減少）と証券投資（2兆4030億ドルの減少）のそれによって説明される。とりわけ前者は同年の値が-6919億ドルとなって、回収超過となったことがわかる。また、後者はわずかに981億ドルの増加に過ぎなかった。このように、2008年の資本移動の激変を探る上での焦点は、その他投資と証券投資ということになるであろう。

まず、証券投資のほうからみることにしよう。第4表は2002年から2007年までの累計された世界の証券投資のフローを示したものである。ここにおいては輸出も輸入も先進国が9割以上を占めており、ここでは発展途上国を除外して考察する<sup>12)</sup>。輸出・輸入の両者に関してユーロ圏<sup>13)</sup>がトップの地位を占めているが、注目すべきはアメリカの地位であろう。輸出においては12.5%のシェアであるのに対して、輸入では31.5%という状況である。簡単にいえば、この間、世界の証券投資輸入の3割以上がこの一国によって占められていたわけである。このような状況にあっては、先にみた2008年の資本移動の逆流がこの国を中心に起きたと推測したとしても、大きく的を外すことはないであろう。

次に、その他投資を検討することにしよう。やはり2002-07年累計を示した第5表にあるように、輸出・輸入において先進国のシェアは9割程度である。証券投資の場合よりも発展途上

表3 世界の資本輸出の変化

(単位: 億ドル)

	2007	2008	差額
直接投資	24,371	21,074	-3,297
証券投資	25,011	981	-24,030
その他投資	57,809	-6,919	-64,728
準備資産	12,897	7,618	-5,279
投資・準備資産計	120,088	22,754	-97,334

出所: IMF [2009] Part 2, p. 13, より作成。

表4 世界の証券投資

(2002-07年累計, %)

	輸 出	輸 入
総額 (億ドル)	119,860	157,180
先進国	92.2	95.1
アメリカ	12.5	31.5
日本	6.9	5.3
ユーロ圏	44.5	40.5
イギリス	7.6	8.6
その他	20.8	9.1
発展途上国	6.1	4.2

出所: IMF [2009] Part 2, p. 104, より作成。

注: その他に国際機関がある。

11) IMFの国際収支統計では、世界全体の値は与えられているものの、国別データは一部でしかない。

12) 証券投資において輸出総額と輸入総額の値が著しく異なっている。これは通常の統計上の不一致に加えて、準備資産の増加に対応したものが輸入側の数値に比較的多く含まれているためと考えられる。

13) ここではユーロ圏は次の国から構成されている (以下同様)。オーストリア、ベルギー、キプロス、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルク、マルタ、オランダ、ポルトガル、スロヴァキア、スロベニア、スペイン。

国の地位は高いとしても、当面これを省いても大過ないであろう。ここでまず第一に興味深いのはイギリスであろう。世界のその他投資の4分の1以上を輸入し、ほぼそれに匹敵する規模の輸出を行っている。ユーロ圏は輸出では世界の3分の1以上のシェアを占めているが、輸入ではそれを上回る4割以上の比率となっている。アメリカは輸出が13.3%であり、輸入はそれをやや上回る16.9%となっている。輸入超過ではユーロ圏に次いでアメリカの重要性が高いといえよう。以上からみて、先にみた資本移動の逆転という点からみると、その他投資ではユーロ圏、イギリス、アメリカがとくに影響を受ける可能性が大きかったといえることができるであろう。

これまでの世界の資本移動において、発展途上国の出番はなかった。しかしながら、世界の準備資産に眼を転じると、様相は一変する。第6表のように、2002-08年累計の世界の準備資産の増加4兆1172億ドルのうち、先進国は2割、発展途上国は8割である。しかも、先進国の増加のうち半分以上は日本であり、アメリカ、ユーロ圏はマイナスという状況である。他方、発展途上国の増加の半分以上を占めたのは中国本土を中心としたアジアであった。このように準備資産の増加において発展途上国が主役となっているのが、今日の世界の資本移動の1つの特徴となっているのである。

近年の世界経済活動において、その比重を高めてきたのは資本移動であって、その関連項目である投資収益を含めると、IMFの国際収支統計では全体の4割を超える水準となっている。そして、世界的な経済危機の発生前後の変化において際立ったものは、この資本移動の急速な収縮であった。また、とりわけこの傾向は、その他投資と証券投資において顕著であった。そして、両種類の資本移動の中心は、アメリカ、イギリス、ユーロ圏を代表とする先進国である。では、これらの資本移動はアメリカに端を発した今回の経済危機において同国をめぐりどのように変動したのであろうか。次にその問題をみることにしよう。

表5 世界のその他投資  
(2002-07年累計, %)

	輸 出	輸 入
総額 (億ドル)	160,960	162,230
先進国	89.7	90.3
アメリカ	13.3	16.9
日本	2.0	0.8
ユーロ圏	37.4	42.3
イギリス	26.4	26.3
その他	10.7	3.9
発展途上国	9.9	8.6

出所：IMF [2009] Part 2, p. 119, より作成。

注：その他に国際機関がある。

表6 世界の準備資産の増加  
(2002-07年累計, %)

総額 (10億ドル)	4,117.2
先進国	19.2
アメリカ	-0.4
日本	11.8
ユーロ圏	-1.2
その他	9.0
発展途上国	80.5
アジア	41.5
中国本土	31.9
中東	12.8
その他	26.3

出所：IMF [2009] Part 2, pp. 128-130, より作成。

注：その他に国際機関がある。



### 3. 経済危機の発生とアメリカをめぐる資本移動の逆転

#### (1) サブプライムから経済危機へ

周知のように、今回の世界的な経済危機はアメリカの住宅金融の一部に過ぎないサブプライム問題に起源した。ここでその過程を詳しく検証する必要はないであろう。既に多くの文献が存在し、その評価はともかく、事実認識において大きな対立はないようにみえるからである。また、サブプライム問題によって惹起されたアメリカの金融危機が、世界的な経済危機につながった点についても同様であろう<sup>14)</sup>。さらにその経緯の中で、証券化あるいは資産流動化やそれに関連したデリバティブが重要な役割を果たしたことも、多くの論者が指摘するとおりである<sup>15)</sup>。

ここで複雑な証券化の内容を詳しく検討することはできない。ただ一言しておきたいことは、証券化によって解決したと思われた問題が、結局そうではなかったということである。まず、克服したとされていたのは、次のことである。すなわち、「過去において、銀行は完済されるまで住宅ローンを保有し続けた。このことは長期の住宅ローンを短期の要求払い預金によってまかなっていたことを意味する。この『長期貸し・短期借り』は銀行を不安定にした。」「証券化は、銀行に前払いの現金と引き替えに住宅ローンを簿外にするのを可能にすることによって問題を解決した」(Engel and McCoy [2011] p. 18) というわけである。

そこで、今回の経済危機の引き金となった現象をみてみよう。ヘンリー・ポールソンはその

---

14) 今回の経済危機は、2008年9月15日のアメリカのリーマン・ブラザーズ破産法適用申請により世界化し、このリーマン・ショックはおそらく今後とも多くの人々に語り継がれるものとなるであろう。問題は、なぜアメリカ政府はこの大手投資銀行を救済しなかったのかということになる。この点に関しては、当時の財務長官だったヘンリー・M. ポールソン, Jr.の回顧録(Paulson, Jr. [2011])に興味深い叙述がある。まず、同年9月7日の政府支援企業(GSE: government-sponsored enterprise)と呼ばれた住宅金融会社フレディマックとファニーメイの国有化に関しては、「GSEの苦境が報道されるようになった直後から、財務省には、両者に多額の投資をする諸外国の政府当局者から不安げな電話が相次いでいた」(Paulson, Jr. [2011] p. 159, 訳, 208頁)というし、両社を公的管理においたことに対して、「日本と中国の中央銀行総裁は賞賛した」(ibid., p. 171, 訳, 223頁)という。なお、旧大蔵省国際金融局長、財務官を歴任された黒田東彦氏は「両者の6兆ドルに及ぶ発行債券は世界的に外貨準備などで保有されており、その破綻は国際金融システムにも深刻な影響を与えたと考えられたからだろう」(黒田 [2010] 22頁)といっている。また、リーマン・ショックの翌日に救済されたAIGについては、「同社の差し迫った困難は住宅ローン担保証券に関わる大量のクレジット・デフォルト・スワップ保険を引き受けていたという事実由来していた。」(Paulson, Jr. [2011] p. 205, 訳, 265頁)「ティム [ガイトナー: 当時ニューヨーク連邦準備銀行総裁……引用者] と私はAIGの破産は他の多くの金融機関の破綻につながる破滅的なものとなるだろうと確信した」(ibid., p. 218, 訳, 281頁)としている。少なくとも、リーマン・ブラザーズにはそのような条件がないと政府当局者は判断したことは間違いないであろう。

15) なお、事実経過については、とりあえずPaulson, Jr. [2011] のほかにMcDonald [2009], Sorkin [2009]などをみよ。

回顧録で次のようにいっている。「これらの機関〔SIVs：structured investment vehicles……引用者〕は短期市場から多額の借入を行い、決まったように長期の高い格付をされている仕組み債務証券、CDO等を購入した。それらの購入資金を調達するために、SIVsは型にはまったようにコマーシャル・ペーパーを発行し、この短期の約束手形を銀行システムの外の投資家に販売した。コマーシャル・ペーパーはSIVsの保有する資産によって裏付けられていた。しばしばSIVsは独立した存在として設立され、銀行の帳簿外のものとなっていたが、いくつかはいわゆる資産担保コマーシャル・ペーパー、すなわちABCPの購入者の信用を得るために予備のクレジット・ラインを確保していた。」「短期の借入で不動産のような流動性の乏しい資産の購入のための資金調達をすることは、1980年代、90年代初めの貯蓄投資組合（S&L）の危機が示しているように、災難の源だった。しかし、2007年までに多くのSIVsは事実上一晩で引きあげられうる資金で合計で約4000億ドルの資産を購入していた。そして、これらの資金は引きあげられた、十分な担保があると思われても、投資家たちは借換を拒否したのだ。流動性の収縮と戦わなくてはならないまさにちょうどその時に、SIVsの背後にあったシティのような銀行は巨大な資本流出の脅威に直面したのだった」(Paulson, Jr.[2011]pp. 70-71. 訳, 98-99頁)。

周知のように、実に複雑な内容を抱え込んだ証券化ではあるが、基本的なことは今回の経済危機においては「長期貸し・短期借り」のもつ不安定性を克服できなかったということである。しかも、それが多くの関係者を大きく込み入った関連のものに巻き込みつつ、グローバルな連鎖を構築して展開していったために、近來まれにみる崩壊となり、長引く危機の発端となった。そうした中のアメリカをめぐる資本移動の逆転だったのである。

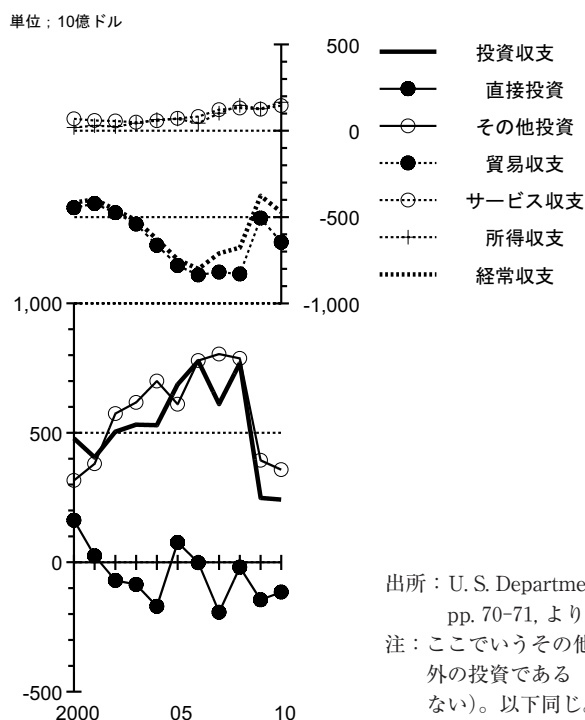
## （2）貿易の縮小

まず、アメリカの最近の国際収支からみることにしよう。第5図のように、経済危機の国際的波及が阻止しがた奔流となった2009年とそれ以前とを比較してみても顕著なのは、経常収支赤字と投資収支黒字の急減であろう。前者の急減は、サービス収支・所得収支黒字の傾向にさしたる変化がないこともあって、主として貿易収支の動向によって規定されたものといえる。他方、投資収支黒字の大幅低下は直接投資以外のその他投資収支のそれによっていることは明らかであろう。

そこで、貿易収支の変化について検討してみよう。同国のそれに一種の逆転現象がみられたのは2009年である<sup>16)</sup>。貿易収支、輸出額、輸入額について地域別に前年と比較したものが、第7表である。同表（1）にあるように、貿易収支赤字減少額3242億ドルのうち、4分の1がそ

16) 国際収支統計によると、2007年から2008年にかけて貿易収支について大きな変化は認められない。例えば、2007年の輸出額は1兆1640億ドル、輸入額は1兆9828億ドル、収支は8189億ドルの赤字、2008年はそれぞれ1兆3075億ドル、2兆1376億ドル、8301億ドルの赤字だった（U. S. Department of Commerce [2011a] p. 71）。

図5 アメリカ国際収支主要項目の推移



の他地域、5分の1が中国・香港を中心としたアジア・太平洋地域、17.8%がカナダによるものであった。こうしてみると、アメリカの最大の輸出地域であるヨーロッパ地域の貢献度はあまり高くなかったように見える。しかし、これはあくまで収支だけのことなので、輸出・輸入の両面で観察してみる必要がある。

輸出額については、同表（2）にあるように減少額2380億ドルのうち28.6%がEUを中心としたヨーロッパ、23.9%がカナダ、21.3%が西半球となっており、これら地域の需要減が示唆される。そうしたなか、中国・香港への輸出減がわずかなため1割程度の縮小にすぎなかったアジア・太平洋地域そしてやはり同程度だったその他地域は注目されるであろう。同表（3）によると、同国の5622億ドルにのぼる輸入額の減少のうち、ヨーロッパ、カナダの比重の大きさもさることながら、輸出額の減少の程度に比較して大きな比率を占めているのが、アジア・太平洋及びその他地域であった。

こうしてみると、さきにみた貿易収支赤字減少の地域的偏差は、輸出額・輸入額低下それぞれに関する各地域の偏りの結果であるということができよう。2008年から翌年にかけてアメリカの貿易収支は減少したが、それは相手地域との輸出・輸入の減少、すなわち相互貿易の縮小の程度の相違によるものであって、ヨーロッパ、カナダ、西半球に対しては輸入よりも輸出面の減少がより大きく、アジア・太平洋及びその他地域に対しては輸出より輸入面の減少がよ

り大きかったことによる。以上の状況は、アメリカを介して、貿易面での経済危機の国際的波及の経路の存在を暗示していると考えることができる。また、年次データではこうした貿易の縮小が2009年に顕著となったことにも留意しておきたい。なぜならば、資本移動での動揺はその前に現れていたからである。

### （３）資本移動の逆転

第8表は、アメリカの投資収支の資産・負債を直接投資とその他投資見分けて、その推移をみたものである。このデータからは、2008年に大きな変化が起きたことがわかる。すなわち、資産は前年の1兆4535億ドルの流出から3370億ドルの回収となり、負債は2兆652億ドルの流入から4314億ドルのそれへの大幅減少となっている。しかも、こうした変化は直接投資ではなくその他投資が主役となっていることは明らかなことである。したがって、ここでの関心はもっぱら直接投資以外のその他投資に向けられる。

以下地域別のその他投資の推移を検討するが、アメリカ商務省の地域別国際収支の地域分類は2004年までと05年以降とは大きく異なっている。そこで、まず2000-04年の累計値を検討し、次いで05年以降は各年のデータをみることにしよう。第9表は2000-04年を合計した同国

の地域別の対外資産・負債を示したものである。資産で示されるアメリカ資本は過半がイギリスに流出し、西半球がそれに続いている。また、負債で示される外国資本は、イギリス、西半球、その他ヨーロッパを中心的な流入源となっている。

そこで、2005年以降の動向をみることにしよう。まず、資産については第10表のようになっ

表7 貿易収支の変化

(2008年→2009年, 単位: 100万ドル)

#### (1) 貿易収支

	①2008	②2009	②-①	%
総 額	-830,109	-505,909	324,200	100.0
ヨーロッパ	-114,882	-69,203	45,679	14.1
EU	-95,239	-58,166	37,073	11.4
その他	-19,643	-11,037	8,606	2.7
カナダ	-79,358	-21,718	57,640	17.8
日本	-75,215	-44,817	30,398	9.4
アジア・太平洋	-334,195	-267,245	66,950	20.7
中国・香港	-252,397	-209,119	43,278	13.3
その他	-81,798	-58,126	23,672	7.3
西半球	-92,462	-49,422	43,040	13.3
その他	-133,997	-53,504	80,493	24.8

#### (2) 輸出額

	①2008	②2009	②-①	%
総 額	1,307,499	1,069,491	-238,008	100.0
ヨーロッパ	331,868	263,849	-68,019	28.6
EU	277,172	225,320	-51,852	21.8
その他	54,696	38,529	-16,167	6.8
カナダ	262,282	205,457	-56,825	23.9
日本	67,178	52,937	-14,241	6.0
アジア・太平洋	262,164	238,546	-23,618	9.9
中国・香港	94,148	92,552	-1,596	0.7
その他	168,016	145,994	-22,022	9.3
西半球	289,785	239,204	-50,581	21.3
その他	94,222	69,498	-24,724	10.4

#### (3) 輸入額

	①2008	②2009	②-①	%
総 額	2,137,608	1,575,400	-562,208	100.0
ヨーロッパ	446,750	333,052	-113,698	20.2
EU	372,411	283,486	-88,925	15.8
その他	74,339	49,566	-24,773	4.4
カナダ	341,640	227,175	-114,465	20.4
日本	142,393	97,754	-44,639	7.9
アジア・太平洋	596,359	505,791	-90,568	16.1
中国・香港	346,545	301,671	-44,874	8.0
その他	249,814	204,120	-45,694	8.1
西半球	382,247	288,626	-93,621	16.7
その他	228,219	123,002	-105,217	18.7

出所: U. S. Department of Commerce [2011a] pp. 76-78, より作成。

ている。2007年までは、やはりイギリスを主要部分としたヨーロッパと西半球が、主要な流出先であり続けた。それが、2008年に逆転した。08・09年は全体として、回収超過となっている。その中心は08年のイギリスであり、09年のその他ヨーロッパだった。また、西半球も09年には回収超過となっている。

表8 アメリカ投資収支

	2000	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10
資産合計	-560,233	-377,705	-290,965	-326,947	-1,003,675	-560,727	-1,288,103	-1,453,482	336,957	-87,074	-1,003,348
直接投資	-159,212	-142,394	-154,460	-149,564	-316,223	-36,235	-244,922	-414,039	-329,081	-303,606	-351,350
その他投資	-401,021	-235,311	-136,505	-177,383	-687,452	-524,492	-1,043,181	-1,039,443	666,038	216,532	-651,998
負債合計	1,038,224	782,870	795,161	858,303	1,533,201	1,247,347	2,065,169	2,064,642	431,406	335,793	1,245,736
直接投資	321,274	167,021	84,372	63,750	145,966	112,638	243,151	221,166	310,092	158,581	236,226
その他投資	716,950	615,849	710,789	794,553	1,387,235	1,134,709	1,822,018	1,843,476	121,314	177,212	1,009,510

出所：ibid., pp. 70-71, より作成。

表9 2000-2004年合計アメリカの地域別その他投資

(単位：1000万ドル)

	資 産	負 債
総 額	-1,578,942	4,192,804
イギリス	-812,279	1,149,752
その他ヨーロッパ	-174,805	998,721
日本	-115,855	521,332
カナダ	-51,540	99,801
西半球	-386,784	1,074,926
アジア・アフリカ	-6,247	462,857
その他	-31,432	-114,585

出所：U. S. Department of Commerce [2002] pp. 50-51, 78-83, [2003] pp. 58-59, 104-109, [2004] pp. 76-77, 106-111, [2005] pp. 82-83, 112-117, より作成。

注：西半球はカナダを、アジア・アフリカは日本を含まない。速報値による。第9表、第10表も同じ。

表10 アメリカのその他投資資産の推移

(単位：1000万ドル)

	2005	06	07	08	09	10
総 額	-431,825	-822,192	-956,461	336,754	180,471	-651,998
ヨーロッパ	-214,580	-562,323	-760,493	355,174	193,351	-57,852
イギリス	-94,739	-397,111	-394,329	509,399	33,078	-162,658
その他	-119,841	-165,212	-366,164	-154,225	160,273	104,806
日本	-41,820	-42,038	64,243	-83,781	47,441	-119,213
カナダ	-36,881	-39,590	-44,406	-6,023	-52,767	-100,665
アジア・太平洋	-37,541	-25,750	-27,035	58,548	-96,258	-112,817
中国・香港	-11,828	-8,886	7,488	47,882	-4,032	-45,329
その他	-25,713	-16,864	-34,523	10,666	-92,226	-67,488
西半球	-12,198	-66,123	-178,057	-19,347	112,812	-260,784
中東	-3,487	-4,161	-9,591	19,906	-9,357	4,425
その他	-85,318	-82,207	-1,122	12,277	-14,751	-5,092

出所：U. S. Department of Commerce [2006] pp. 62-63, 98-104, [2007] pp. 66-67, 100-106, [2008] pp. 66-67, 98-104, [2009a0] pp. 66-67, 96-102, [2010a] pp. 62-63, 92-98, [2011a] pp. 70-71, 100-106, より作成。



次いで、負債については第11表のように、2007年まではイギリスを中心としたヨーロッパからの流入を核として、西半球、さらに中国・香港などのアジア・太平洋からの流入が目立った。そして、08・09年には大きな変化となった。すなわち、総額の激減であり、イギリスなどヨーロッパ、さらに西半球の回収超過である。全体として回収超過にならなかったのは、アジア・太平洋からの流入が続いたからにはかならなかった。このように、その他投資に関しては、アメリカでの金融危機の発生とともに、資産・負債両面にわたってイギリスを主たる部分としてヨーロッパとの間に顕著な資本移動の顕著な逆転現象が観察されたわけである。

表11 アメリカのその他投資負債の推移

(単位：1000万ドル)

	2005	06	07	08	09	10
総 額	1,102,496	1,679,017	1,820,161	214,334	171,029	1,009,510
ヨーロッパ	492,183	654,272	904,887	-480,225	-235,376	326,118
イギリス	269,594	508,685	615,884	-369,212	-110,418	356,749
その他	222,589	145,587	289,003	-111,013	-124,958	-30,631
日本	46,507	26,268	39,426	84,198	26,172	148,912
カナダ	71,871	50,594	36,767	22,880	39,623	112,638
アジア・太平洋	278,976	301,610	318,258	483,835	303,289	263,074
中国・香港	223,899	247,301	283,740	462,186	223,865	126,276
その他	55,077	54,309	34,518	21,649	79,424	136,798
西半球	29,085	181,993	477,305	-3,157	-42,430	124,899
中東	17,379	53,034	35,501	74,080	6,777	-3,097
その他	166,495	411,246	8,0173	2,723	72,974	36,966

出所：前表に同じ。

#### (4) デリバティブ

アメリカ政府は2005年以降の国際的なデリバティブ取引の状況を示すデータを公表している<sup>17)</sup>。今回の経済危機に当たってデリバティブの役割が重視されているなかであって、この情報の分析は急務であろう。しかしながら、通常の資産・負債とは異なる要素を含むそれを一般の資本移動と同列に扱うことは注意を要する<sup>18)</sup>。これから利用するデータでは、デリバティブ取引に伴うキャッシュ・フローに着目し、その受取側をpositiveとし、その公正価値(fair value)を資産側の残高とし、支払側をnegativeとし、その公正価値を負債側の残高としたものである。

ここではその詳細な分析は避け、資本移動の逆転という観点から今回の経済危機の国際的波及を検討する本稿の枠組みのなかで、だいたいの構図をえるだけにとどめておきたい。まず、アメリカの対外資産・負債残高に占めるデリバティブの地位を確認しておこう。第12表にあるように、2010年末には、資産の側ではその残高のうち18%が、負債の側では15.5%がデリバテ

17) Bach [2007], [2008], U. S. Department of Commerce [2009b], [2010b], [2011b], Nguyen [2011]。

18) この点に関しては、さしあたりBach [2007], Curcuro [2007] をみよ。

イブとなっている。このデリバティブの登場とその比重の増加によってそのシェアの低下が確認される主なものは、資産の側では民間その他資産及び民間保有外国証券であり、負債の側では財務省証券以外の証券とその他負債であった。

このデリバティブの残高の推移をみたものが第13表である。2005年末以降受取側・支払側ともに急速に拡大していたものが、2009年末になると前年末の半減に近い状態となっている。そこで、両者の地域別状況の変化をみると、第14表のようになる。受取側・支払側の基本的な傾向は一致しているといえることができるであろう。すなわち、イギリスを中心とするヨーロッパの比率が趨勢として増大していること、そうしたなかにあつての2009年末における残高の激減だったわけである。

表12 アメリカの対外資産・対外負債残高の構成

(年末、%)

	2000	07	10
対外純資産残高 (10億ドル)	-1,337	-1,796	-2,471
対外資産残高 (10億ドル)	6,239	18,400	20,315
デリバティブ	—	13.9	18.0
US政府準備資産	2.1	1.5	2.4
US政府その他	1.4	0.5	0.4
民間直接投資	24.6	19.3	21.8
民間保有外国証券	38.9	37.1	30.6
民間銀行部門資産	19.7	20.9	22.5
民間その他資産	13.4	6.7	4.3
対外負債残高 (10億ドル)	7,576	20,196	22,786
デリバティブ	—	12.3	15.5
外国政府保有US政府証券	10.0	12.6	14.6
外国政府その他	3.7	4.3	6.8
直接投資	18.7	11.6	11.7
US財務省証券	5.0	3.2	4.7
その他US証券	34.6	30.6	25.7
民間銀行部門負債	15.4	19.7	16.3
その他負債	12.5	5.6	4.8

出所：U. S. Department of Commerce [2011c] pp. 122-123, より作成。

表13 デリバティブ残高の推移

(年末、単位：億ドル)

	2005	06	07	08	09	10
受取側残高	11,900	12,390	25,593	61,275	35,008	36,529
支払側残高	11,321	11,792	24,879	59,678	33,660	35,425
差 引	579	598	714	1,597	1,348	1,104

出所：Nguyen [2011] pp. 122-123, より作成。

注：2005, 06年は確定値, 07-09年は改定値, 10年は速報値 (表13も同じ)。

表14 デリバティブ残高の地域別構成比の推移

（年末、％）

## （１）受取側

	2006	07	08	09	10
総 額（億ドル）	12,390	25,593	61,275	35,008	36,529
ヨーロッパ	84.6	87.1	90.8	91.2	91.3
EU	82.0	83.8	88.5	87.0	88.8
ユーロ圏	28.2	22.4	20.4	20.1	20.0
イギリス	53.2	60.9	67.9	66.7	68.5
カナダ	2.6	2.0	1.5	1.3	1.3
カリブ海金融センター	5.4	5.2	3.0	2.2	2.0
アジア	4.7	4.0	3.8	3.7	3.8
日本	3.1	2.6	2.3	2.6	2.9
その他	2.8	1.6	0.9	1.7	1.5

## （２）支払側

	2006	07	08	09	10
総 額（億ドル）	11,792	24,879	59,678	33,660	35,425
ヨーロッパ	84.3	87.4	91.1	91.7	91.5
EU	81.7	84.2	89.0	90.1	89.1
ユーロ圏	27.4	22.1	20.0	19.8	19.1
イギリス	53.6	61.7	68.6	70.0	69.7
カナダ	2.3	1.8	1.5	1.2	1.8
カリブ海金融センター	6.2	5.3	2.8	1.7	1.4
アジア	4.5	4.0	3.7	3.7	3.9
日本	3.1	2.7	2.4	2.7	3.0
その他	2.7	1.5	0.9	1.7	1.4

出所：Bach [2008] p. 48, U. S. Department of Commerce [2009b] p. 50,  
[2010b] p. 104, [2011b] p. 112, より作成。

以上のように、危機の世界的拡大時のデリバティブの動向は、先にみたその他投資のそれとほぼ同じだったということができよう。ただ、デリバティブのほうがいギリスを主要構成部分とするヨーロッパとの結びつきが強かったこと、その収縮が2008年末にはまだ現れていなかったことが相違点として指摘することができるように思われる。いずれにしても、デリバティブにおいても資本移動と同様な傾向が確認された。その意味でも、今回の世界的な経済危機が大恐慌とそれに続く世界大恐慌と比較されるのは無理からぬことといわなくてはならないのである。

## 結 語

リーマン・ショック当時のアメリカ財務長官ポールソンは「市場が崩壊寸前」（Paulson, Jr. [2011] p. 254, 訳, 325頁）、また連邦準備制度理事会議長バーナンキは「グローバル金融システムは瓦壊の瀬戸際」（*ibid.*, p. 259, 訳, 332頁）との強い危機感をもって、この経済危機

に対応した。そのかいもあって、今のところ1930年代の世界大恐慌の再来はよく防がれてきたといえることができる。

また、賠償・戦債問題や世界農業不況などに対比されるような戦間期世界経済の不安定性を大きく増幅した要因は、今回の経済危機においては見いだすことはできない。さらに、1930年代の場合は、33年のロンドンの世界経済会議の決裂に象徴されるように国際協調の努力は微弱なものであったし、またあったとしても歴史的激動の前になすすべもなかった。これに対して、これまでのところ一応世界各国の国際協調としての足並みは維持されている。ここに歴史の教訓は生きていとみていいであろう。加えて、各国の政策にもやはり30年代の苦い経験は反映されているということもできるであろう。

しかしながら、別の意味からいうと、現在の世界経済は未知の領域に入っていることになる。確かに、「100年に1度」とか「大恐慌以来」という形容が正しいとすれば、大崩壊を経由しないこと自体が新しいことなのであって、その点で大きな指針となるような歴史をもっていないことになる。こうして今後とも不確実性につきまといわれる経過をたどらざるをえないと思われる。

1930年代の世界経済の崩壊は悲惨なもので人類に多大の犠牲を強いたものだった。だが、そうであるがゆえに、その後試みられた経済的・制度的な改革は大きなもので、過ちを二度と繰り返さないとの決意に満ちたものだった。現在実行されている対策は、経済危機の拡大・深化を阻止するうえではそれなりの効果をもったとしても、以下の構造的問題を解消するにはほど遠い状況である。

「回顧すれば、2007年8月に勃発した危機は何年もの間に作り出されたものだった。世界の諸経済の構造的な相違は、専門家がいうところの『不均衡』を生み出し、それが大量のしかも不安定な国際資本移動を引き起こした。手短かにいえば、われわれは財力を超えた生活をしてきた、資金と時間とを借りて。」(ibid., p. 64, 訳, 90-91頁)

そうであるとするならば、当分の間、現代世界経済は国際資本移動のこの不安定性という要因を抱え込み続けることになる。

## 文 献

- 井上[1925a]；井上準之助「戦後の世界の財政経済」(『井上準之助論叢』第4巻, 1935年)
- [1925b]；「ドーズ案成立の事情と其の影響」(同前)
- [1925c]；「米国の位置」(同前)
- [1930a]；「我国財界の現状と国民の覚悟」1930年6月16日日本貿易協会例会講演(『井上準之助論叢』第3巻, 1935年), 引用は『井上準之助論叢』による。
- [1930b]；『世界不景気と我國民の覚悟』経済知識社, 1930年(『井上準之助論叢』第1巻, 1935年), 引用は『井上準之助論叢』による。
- [1930c]；『世界不景気と我國民の覚悟 付録「世界不景気の基本的解説」』経済知識社, 1930年, この部分は『井上準之助論叢』には収録されていない。

- 加藤[1975]；加藤栄一「賠償・戦債問題」宇野弘蔵監修『講座帝国主義の研究2』青木書店，1975年
- 黒田[2010]；黒田東彦「新興国台頭下の世界金融システム」日本総合研究所編『グローバル金融危機後の金融システムの構図』金融財政事情研究会，2010年
- 侘美[1994]；侘美光彦『世界大恐慌』御茶の水書房，1994年
- 羽鳥[1987]；羽鳥敬彦「大恐慌下のデフォルト問題」中村雅秀編著『累積債務の政治経済学』ミネルヴァ書房，1987年
- 湯本[2010]；湯本雅士『サブプライム危機後の金融財政政策』岩波書店，2010年
- 吉富[1965]；吉富勝『アメリカの大恐慌』日本評論社，1965年
- 渡辺[1975]；渡辺寛「世界農業問題」宇野監修，前掲書
- Bach[2007]；C. L. Bach, “Annual Revision of the U. S. International Accounts, 1997-2006”, *Survey of Current Business*, July 2007
- [2008]；C. L. Bach, “Annual Revision of the U. S. International Accounts, 1974-2007”, *Survey of Current Business*, July 2008
- Curcuro [2007]；S. E. Curcuro, “U. S. Cross-Border Derivatives Data: A User’s Guide”, *Federal Reserve Bulletin*, May 2007
- Engel and McCoy [2011]；K. C. Engel, and P. A. McCoy, *The Subprime Virus*, 2011
- Friedman and Schwartz [1963]；M. Friedman and A., Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1960*, 1963
- [1965]；*The Great Contraction 1929-1933*, 1965（久保恵美子訳『大収縮 1929-1933』日経BP社，2009年），本書はFriedman and Schwartz [1963] のchap.7を独立させて出版したもの。
- IMF[1993]；IMF, *Balance of Payments Manual*, 5th edition, 1993
- [1996]；*Balance of Payments Statistics, Yearbook 1996*
- [2000]；*Balance of Payments Statistics, Yearbook 2000*
- [2004]；*Balance of Payments Statistics, Yearbook 2004*
- [2009a]；*Balance of Payments Statistics, Yearbook 2009*
- [2009b]；IMF, *Balance of Payments and International Investment Position Manual* 6th edition, 2009
- Larry and Associate [1943]；H. B. Larry and Associates, *The United States in the World Economy*, 1943
- C. Lewis [1938]；C. Lewis, *America’s Stake in International Investments*, 1938
- W. A. Lewis [1949]；W. A. Lewis, *Economic Survey 1919-1939*, 1949（石崎昭彦他訳『世界経済論』新評論，1969年）
- McDonald [2009]；L. C. McDonald with Patorick Robinson, *A Colossal Failiure of Common Sense*, 2009（いちおう邦訳として，峯村利哉訳『金融大狂乱』徳間書店，2009年，があるが，かなりの省略がある）
- Nguyen [2011]；E. L. Nguyen, “The International Investment Position of the United States at Yearend 2010”, *Survey of Current Business*, July 2011
- Paulson, Jr. [2011]；H. M. Paulson, Jr., *On the Brink*, 2010（ただし私は2011年発行のペーパーバック版を使っている，有賀裕子訳『ポールソン回顧録』日本経済新聞社，2010年）
- Sorkin [2009]；A. R. Sorkin, *Too Big To Fail*, 2009（加賀山卓朗訳『リーマンショック・コンフィデンシャル 上下』早川書房，2010年）
- U. S. Department of Commerce [2002]；“U. S. International Transaction; First Quarter of 2001”, *Survey of Current Business*, July 2002
- [2003]；“U. S. International Transaction; First Quarter of 2002”, *Survey of Current Business*, July 2003
- [2004]；“U. S. International Transaction; First Quarter of 2003”, *Survey of Current Business*, July 2004
- [2005]；“U. S. International Transaction; First Quarter of 2004”, *Survey of Current Business*, July 2005
- [2006]；“U. S. International Transaction; First Quarter of 2005”, *Survey of Current Business*, July 2006
- [2007]；“U. S. International Transaction; First Quarter of 2006”, *Survey of Current Business*, July 2007



- [2008] ; “U. S. International Transaction; First Quarter of 2007”, *Survey of Current Business*, July 2008
- [2009a] ; “U. S. International Transaction; First Quarter of 2008”, *Survey of Current Business*, July 2009
- [2009b] ; “International Transaction and Position in Financial Derivatives”, *Survey of Current Business*, July 2009
- [2010a] ; “U. S. International Transaction; First Quarter of 2009”, *Survey of Current Business*, July 2010
- [2010b] ; “International Transaction and Position in Financial Derivatives”, *Survey of Current Business*, July 2010
- [2011a] ; “U. S. International Transaction; First Quarter of 2011”, *Survey of Current Business*, July 2011
- [2011b] ; “International Transaction and Position in Financial Derivatives”, *Survey of Current Business*, July 2011
- [2011c] ; “The International Investment Position of the United States at Yearend 2010”, *Survey of Current Business*, July 2011