

## 1990年代アメリカの株式ブームとその行方 (下)

KAWAKAMI, Tadao / 川上, 忠雄

---

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

経済志林 / The Hosei University Economic Review

(巻 / Volume)

69

(号 / Number)

2

(開始ページ / Start Page)

1

(終了ページ / End Page)

69

(発行年 / Year)

2001-09-29

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00002937>

# 1990年代アメリカの株式ブームと その行方（下）

川 上 忠 雄

## 目 次

はじめに

I 史上最長のアメリカ好況と『大統領経済報告』の説明

II 好況を牽引した株式ブーム

III バブルか否か？（以上 68 巻 1 号）

IV 世界の余剰資金の吸引（以下本号）

V バブル資本主義の構図

VI 株式ブームの行方

結 び

## IV 世界の余剰資金の吸引

さて、1990年代アメリカの株式ブームのバブル化をもたらしたもうひとつの条件が世界的な金余りとその吸引であった。このバブルを生んだのはその意味でアメリカ一国の国内条件ではなかった。まさにグローバルな、今日の資本主義世界システムそのものを特徴付けるシステム条件だったのである。

### 1. 世界中の余剰資金を吸引するアメリカ

#### ——1990年代アメリカの国際収支構造

1990年代アメリカは膨大な経常収支赤字を膨大な資本収支黒字でカバーする特徴的な国際収支構造を持つようになっている。

## (1) 戦後アメリカの国際収支構造の変化

第二次大戦後のアメリカの国際収支を振り返ってみると、今日にいたるまでの10年ごとの印象的な変化が目をつえる(表4-1)。

1950, 60年代に、アメリカの貿易収支と所得収支(投資収益)はしっかり黒字で、大きな一方的送金の赤字をまかなって、経常収支も黒字であった。そしてその基礎の上に資本流入を上回る資本輸出を行っていた。ところが、1970年代に入ると、貿易収支が赤字に転じ、したがって経常収支もほぼ収支トントンに変化した。そしてまた、統計上の誤差脱漏を考慮すれば、資本流入と資本輸出もほぼバランスするようになった。さらに1980, 90年代になると、貿易赤字が年平均900億ドル、次いで1800億ドルへ激増し、経常収支赤字も同様に年平均800億ドル、次いで1200億ドルへ激増した。ただこの間、サービス収支の黒字が拡大したのだが、所得収支の黒字が縮小に転じた。そして他方で、統計上の誤差脱漏を資本収支に加えてみると、年平均で差し引き700億ドル強、次いで1200億ドル強の、資本輸出をはるかに上回る資本流入が常態化したのである。

国際収支構造の変化は国民経済全体に対するウエイトの変化の面からもみておく必要がある(表4-2)。

1969年には輸出入ともGDPの4%にも満たず、経常収支もほぼ均衡していたアメリカが、1999年には輸出のGDP比を2倍、輸入のそれを3倍

表4-1 アメリカ国際収支構造の変化

(10億ドル)

	経常勘定				経常収支	金融勘定	統計上の誤差
	貿易収支	サービス収支	所得収支	一方的送金収支			
1950-59	29.3	2.5	25.5	-50.8	6.0	...	...
1960-69	40.8	-9.0	48.8	-47.3	33.3	-27.8	-5.5
1970-79	-103.2	21.7	147.6	-68.0	-3.1	-24.6	25.7
1980-89	-926.6	94.7	263.6	-195.1	-775.3	599.6	176.6
1990-99	-1847.3	687.4	137.1	-333.8	-1241.3	1411.2	-170.0

[資料] *Survey of Current Business*, July 2000; *The Economic Report of the President 2000*.

表 4-2 アメリカ対外経常取引の対 GDP 比率の変化

（％）

	輸 出	輸 入	貿易総額	投資収益	経常収支
1929	6.8	5.7	12.6	…	…
1959	3.2	3.0	6.3	0.6	0.3
1969	3.7	3.6	7.3	1.1	0.0
1979	7.2	8.3	15.5	2.5	0.0
1989	6.6	8.7	15.3	2.9	1.8
1999	7.4	11.1	18.5	3.0	3.6

〔資料〕 *The Economic Report of the President 2000; 1970.*

にし、しかも経常収支の均衡を大きく崩してしまった。すなわち、南北戦争以降の内陸的發展によって、広大な大陸国家の内部を独立性の高いひとつの別世界、いわば「内部世界」としながら、第二次大戦後世界市場の中心国、基軸通貨国となってしまったアメリカが、世界市場との連関を深め、ようやく世界市場への高い依存度を持つ他の国々に近づいた。しかし、それで世界市場の安定性を高めたというのではない。その卓越した輸出競争力を失って、世界市場のその他の部分に対して大きな不均衡を作り出してしまったからである。さらに特筆すべきは、資本流出入の GDP 比のそれ以上に目覚ましい上昇である。結局この輸出入の伸び以上に GDP 比を伸ばした資金の流れが輸出入の不均衡をカバーするようになったのである。

## (2) アメリカをめぐるグローバルな資金の流れ

ところで、アメリカを巡って資金はどのように流れているのか？

アメリカは、単純に資本流入国になったわけではない。一方で、ますます順調に世界中に資本輸出を拡大しながら、同時に他方で、世界中からそれを上回る勢いで資本を受け入れるようになった。つまりアメリカはグローバルな資金循環の中心としての役割を強めながら、自国に必要な資金を配分するようになったわけである。

資金の流れには激しい変化があるので、最近5カ年間の平均を採ってみると（表 4-3）、アメリカは年々3900億ドルの資本輸出を行いつつ、他方

表 4-3 アメリカをめぐる資金の流れ (1995-99 年平均)

(10 億ドル)

	アメリカの在外 資産純増 (-)	外国の在アメリカ 資産純増 (+)	統計上の誤差脱 漏および外国間 資金移動
西ヨーロッパ	-214	361	-121
EU	-201	341	-126
うち UK	-113	207	-75
EU 6 カ国	-64	114	-43
東ヨーロッパ	-3	5	3
カナダ	-19	19	5
ラテン・アメリカおよび他の西半球	-102	89	18
日本	-10	56	20
オーストラリア	-7	3	-10
他のアジア・アフリカ諸国	-24	48	80
国際機関およびその他	-11	17	-20
合 計	-390	599	-25

[資料] *Survey of Current Business*, July 2000.

で 5990 億ドルの資本を受け入れている。

資金の流出も流入も西ヨーロッパが過半を占め、ラテン・アメリカがこれに次いでいる。その西ヨーロッパの半分以上はイギリスであり、これはニューヨークに次ぐ世界第二の金融市場であり、しかも最大のユーロ資金市場、最大の為替市場でもあるロンドンとの間の金融取引が極めて活発であることを示している。だが、興味深いのはアメリカの在外資産の純増と外国の在アメリカ資産の純増との差額である。統計上の誤差脱漏と捕捉できない外国間の資金移動を合わせたものが大きくて確かなことはいいにくいだが、アメリカからの流出のほうが大きいのはオーストラリアとラテン・アメリカぐらいのもので、西ヨーロッパ、東ヨーロッパ、日本、他のアジア・アフリカ諸国(それに多分カナダも)はいずれもアメリカへの流入のほうが大きくなっている。とりわけ日本とその他アジア・アフリカ諸国からの流入超過が目立っている。恒常的な経常収支黒字を持つようになった日本、次いで東アジア諸国がその黒字分の資金をアメリカに向けているわけ

表4-4 アメリカをめぐる資金の流れの変化(形態別)

(10億ドル)

## A. アメリカの対外資産の純増減(純増-)

	合 計	公的準備	その他の 政府資産	計	民 間 資 産			
					直接投資 (1)	外国証券	ノンバンク 債権	銀行債権
1961-69	-76	5	-12	-103	-42	-10	-4	-7
1970-79	-347	-1	-39	-422	-135	-34	-23	-140
1980-89	-1,484	-25	-28	-1,231	-217	75	200	557
1990-99	(-4,823) 3,818	32	2	(-4,858) -3,853	(-1,583) -777	440	409	396

## B. 外国の在アメリカ資産の純増減(純増+)

	合 計	外国の在 アメリカ 公的資産	計	そ の 他 資 産				
				直接投資 (1)	財務省 証券	その他の 証券	ノンバンク 債権	銀行債権
1961-69	48	8	40	5	-1	10	4	23
1970-79	310	142	167	41	14	23	10	92
1980-89	1,861	182	1,679	379	152	424	151	527
1990-99	(6,250) 4,641	528	(5,722) 4,114	(2,266) 657	494	2,026	307	445

[資料] Survey of Current Business, July 2000; June 1991.

注 1) コスト価格による計算。

2) ( ) 内は時価評価による計算。

である。

アメリカを巡る資金の流れを形態別に見ると(表4-4)、公的準備等は別として、アメリカからの民間対外投資とアメリカへの民間対外投資はほぼ同じペースで増えている。その中でアメリカからの資金の流出は主として直接投資および外国証券投資の形態をとっている。両者で全体の2/3を占める。しかし、最近ではノンバンク、銀行貸付の伸びがすさまじく、その分直接投資の割合は低下傾向にある。アメリカへの資金流入のほうは証券投資が筆頭で、直接投資がこれに続いている。最近この両者の伸びはすさまじく、これに引き換えノンバンクや銀行の貸付はあまり伸びていない。アメリカへの直接投資の伸びが著しいものの、流出も流入も証券形態、貸付形態のウェイトが高まっており、その意味でグローバルな資金の移動がますます流動性の高い形態で身軽に方向を転じうようになってきてい

表 4-5 アメリカの対外資産ポジション (1999 年末)

(10 億ドル)

アメリカの在外資産		外国の在アメリカ資産	
合計	7,153	合計	8,647
公的準備	136	公的資産	869
その他の政府資産	84		
民間資産	6,953	その他資産	7,778
直接投資	(1,321)	直接投資	(1,125)
	2,614		2,801
外国証券	2,583	財務省証券	660
ノンバンク債権	643	その他証券	2,509
銀行債権	1,110	通貨	251
		ノンバンク債務	474
		銀行債務	1,082

【資料】 *Survey of Current Business*, July 2000.

注 1) ( ) 内はコスト価格。

るといえよう。特に、アメリカが比較的安定的な形態で資金を受け入れつつ、資金を出すときにはやや安定性を欠く形態のウェイトを高めている。

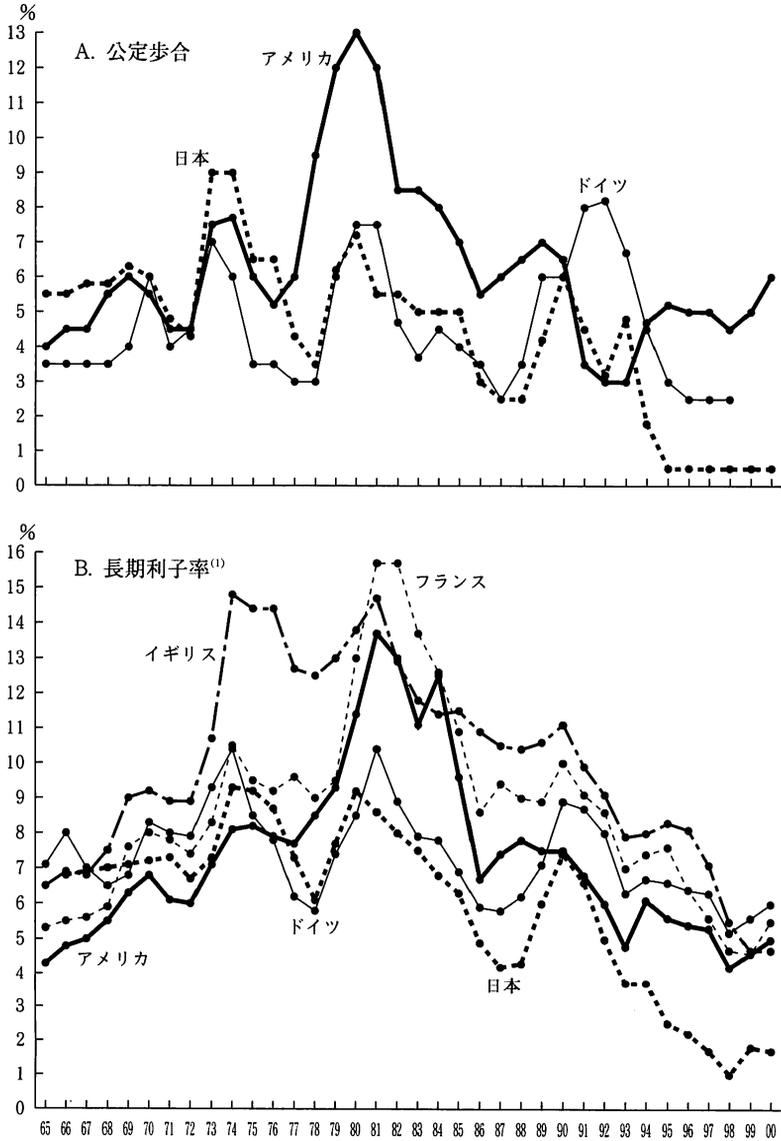
しかし、資金の吸引と再配分の差額が 80 年代以降年々巨額なものに上ったから、その結果、アメリカの対外投資ポジションは (表 4-5)、周知のごとく、この間世界最大の債権国から世界最大の債務国へ急変した。1999 年末に、アメリカの対外投資残高は簿価で 5.9 兆ドル、時価で 7.2 兆ドル、外国の対アメリカ投資残高は簿価で 7.0 兆ドル、時価で 8.6 兆ドル、差し引きしてネットで簿価 1.1 兆ドル、時価 1.5 兆ドル、外国の対アメリカ投資残高の方が上回っている。

### (3) 余剰資金吸引の政策的条件

このようにアメリカが世界の余剰資金を吸引できたのは、言うまでもなく、ニューヨーク金融市場が世界のマネーフローの優れた仲介機能を持っていた上に、アメリカ自身に有利な投資機会が開けていたからである。

とはいえ、アメリカが何の努力もしないで自然に余剰資金がアメリカに集まったわけではない。第二次大戦後世界で最も低い金利を誇ったニュー

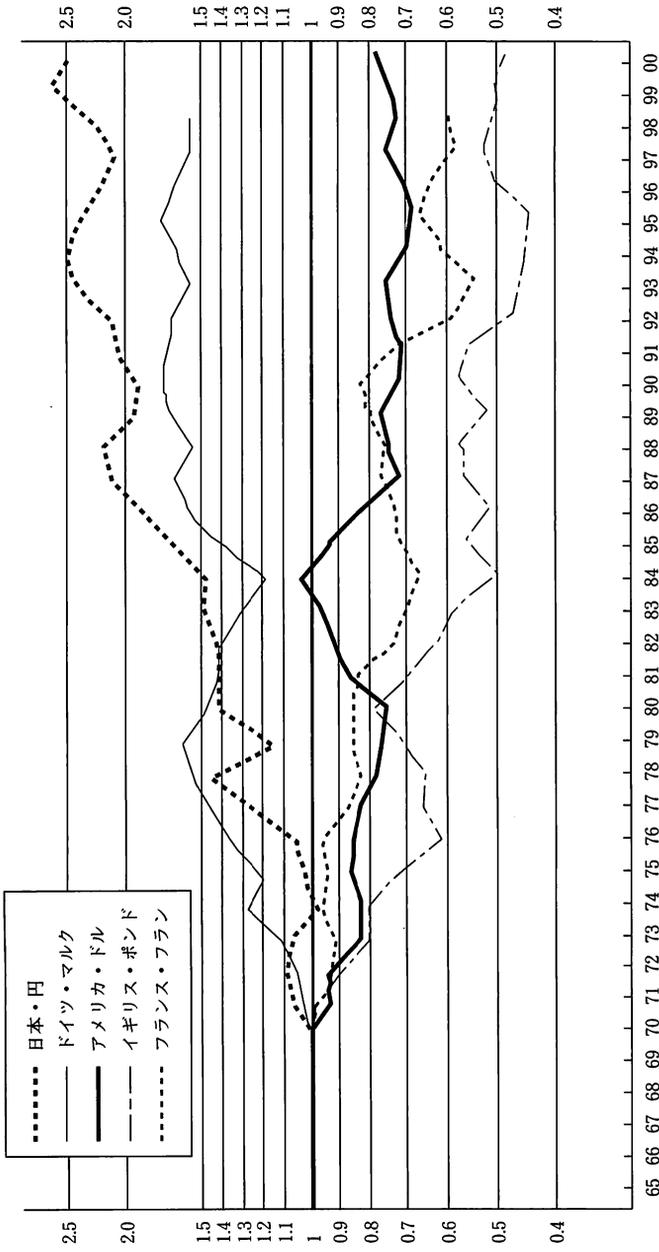
図4-1 利 子 率



[資料] IMF, *International Financial Statistics Yearbook; International Financial Statistics*.

注(1) 12年以上の期限を持つ公債利回り, 年率

図4-2 外国為替相場



〔資料〕 IMF, *International Financial Statistics Yearbook*.

注(1) タテ目盛は、各通貨の SDR 表示為替相場を、1970 年当時の SDR 表示為替相場を 1 として指数化したもの。

ヨーク金融市場を連邦準備理事会が1970年代末以来高金利に転換させたこと、それにドルの金交換を停止して変動相場制に移行したにもかかわらず、短期間にドル為替相場の20%ほどの大幅の市場調整を受け入れた後、財務省が「ドル高は国益」としてその後のドル為替の高値安定につとめたこと、が決定的な条件となった。

アメリカの連銀の公定歩合は1977年から、ドイツ統一に伴う金融逼迫時を例外として、日本とドイツを上回り、アメリカの長期金利も同じく1977年から日本とドイツを上回った後、90年代にはEU諸国のそれをわずかに下まわる水準で連動した(図4-1)。この金利差が誘因となった。また、SDRを基準として相対的变化を読み取れるようにした外国為替相場の図(図4-2)から、一見してドルがもっとも安定的であることが読み取れる。1971年からの30年間に生じた大きな変化を拾ってみると、円は上昇7, 下降1, マルクは上昇4, 下降2, ドルは上昇1, 下降3であった。

#### (4) 経常収支赤字をどう見るか

ところで、問題は経常収支の大幅の赤字をどう見るかである。

元ボストン連銀頭取のF.E.モリスは、1990年に、アメリカ人の債務に対する態度の変化を嘆いた。ケネディ政権が赤字を問題視するピューリタン倫理を打ち壊して以降、人々は次第に貿易赤字と財政赤字という密接にリンクした問題にたいした関心を払わなくなってしまった、というのである(Morris 90)。

確かにレーガン政権へのアメリカ人の高い評価はこの点を抜きには理解しがたい。もっともその後財政赤字について大幅の改善が生まれたが、入れ替わりに家計債務と会社債務の膨張が起こって、貿易赤字は相変わらずである。問題は根本的には何も変化していない。

そして最近、例えばニューヨーク連銀のシニア・エコノミスト、M・ヒギンズとT・クリトガードは、経常収支赤字を国民経済全体の雇用の脅威と捉えるのではなく、国内投資を支え、成長を刺激し、雇用を作り出すもの

と捉えるべきだと説く。彼らによれば、そうすることでグローバル化の結果についての誤解を解くことができるというのである (Higgins & Klitgaard 98)。

海外からの豊富な資金流入がなければ、財政赤字の革命的な改善にもかかわらず、アメリカは活発な国内投資を進めることはできなかったはずで、その意味でこの議論には一理がある。もともと運輸革命の利益を最大限に享受した 19 世紀のアメリカ経済は、年々大量の外資をひきつけ、それを条件に大きな貿易収支赤字を続けながら内部爆発にも似た高成長を遂げ、ヨーロッパ諸国とは異質な巨大大陸国家に成り上がった。しかもやがて競争力をつけ、貿易収支を黒字に転化していった。

国際収支表の見方として定型化されている、経常収支赤字を資本収支黒字でファイナンスしたという表現は、このようなダイナミックな発展を理解するのに必ずしも適切ではない。はじめに外資ありきで、流入した資金を加えて活発に資本蓄積と経済成長が進むとすると、経常収支赤字が大きくなるのは避けられない。しかし、これは何ら深刻な構造的不均衡を意味しない。内部爆発に似た高成長が、一方で輸出能力まで国内発展に吸引し、他方で外部からの資金流入によるいっそうの加速のために輸入を拡大したに過ぎないからである。高金利にもかかわらずアメリカの株式・社債が現に活発に発行され、世界の資金がこれに引き寄せられているのだから、IT 革命の先頭を走り一人勝ちの好景気を謳歌する今日のアメリカの貿易収支赤字にも同じように理解すべき一面があることは認めるべきであろう。しかし、どこまでそれで説明できるのか。他方で、世界に行き場のない、有利に運用できない余剰資金がダブダブにあり、それがアメリカの成長力に魅せられて引き寄せられているというより、むしろ行き場がなく否応なしに金融中心地に集まってくるのだとすると、図柄は 19 世紀のそれと同じではない。

債務自体に無頓着なヒギンズとクリトガードのような今日のエコノミストたちには、債務の性格についてのこの注意が欠けている。

## 2. 世界的金余りの構造

ではいったい世界中がなぜそんなに金余りなのか？

それは基軸通貨国アメリカの経常収支赤字が累積した結果である。いわゆるドル垂れ流し放題の積み重ねに他ならない。

先の表 4-1 から明らかなように、アメリカは 1980 年代に 8000 億ドル弱、90 年代には実に 1 兆 2000 億ドル強の経常収支赤字を記録した。

基軸通貨国のこの膨大な経常収支赤字は世界の金融市場に大きな影響を与えないではおかなかった。

まず、アメリカを除く全世界の国々の公的準備を著しく増加させ、潤沢にした(表 4-6)。世界の国々の公的準備は、金、SDR、IMF における準備ポジション、それに外国為替から成るが、SDR 表示の IMF 統計をドルに換算してみると、全体として 40 年の間に 50.5 倍に増えた。この間外国為替以外の増加はほとんど言うに足りない。アメリカを除く世界の外貨準備は 40 年の間になんと 105 倍にも増えたのである。それで 1959 年には公的準備の過半を金が占め、外国為替は 45%であったのに、1999 年には金は 2%にも満たず、実に 92%を外国為替が占めるようになった。歴史的には、1913~28 年の 15 年間に世界の通貨準備総額(アメリカを含む)は 486 億ドルから 1300 億ドルへ、2.6 倍に増え、外国為替は 86 億ドルから

表 4-6 アメリカを除く世界の公的準備の増加

(10 億 US ドル)

	総準備	金 <sup>1)</sup>	SDR	IMF における 準備ポジション	外 貨	1 SDR の ドル相場
1959 年末	35.6	18.3	—	1.3	16.1	—
1969	61.8	39.0	—	7.1	30.3	—
1979	383.1	31.5	13.7	14.8	323.7	1.3173
1989	744.6	31.2	17.0	24.4	671.9	1.3142
1999	1797.6	32.6	15.0	57.2	1692.9	1.3745
1999/1959	50.5	1.8	—	45.8	105.1	

〔資料〕 IMF, *International Financial Statistics Yearbook 2000; 1986.*

注 1) 金は 1970 年までは 1 オンス 35 ドル、それ以降は 1 オンス 35 SDR で換算。

表 4-7 アメリカの経常収支赤字とアメリカを除く世界の公的準備  
(10 億 UC ドル)

	アメリカの 経常収支赤字 (-)	アメリカを除く IMF 全加盟国	
		総 準 備	うち外国為替
1950-59	6.0	8.7	-3.3 <sup>1)</sup>
1960-69	33.3	21.6	16.9
1970-79	-3.1	324.4	294.5
1980-89	-775.3	417.0	388.9
1990-99	-1241.3	1050.6	1053.3

[資料] IMF, *International Financial Statistics Yearbook 2000; 1986; International Financial Statistics; The Economic Report of the President 2000.*

注 1) 1950 年末から 1959 年末までの変化。

320 億ドルへ、3.7 倍に増えた (山本 00)。これと比較してみるなら、この増加が驚異的であることが理解できよう。

この外貨準備の増加がすべてドルから成っているわけではないが、これをアメリカ経常収支赤字と見比べてみると (表 4-7)、1980 年代には世界の公的準備の増加はアメリカ経常収支赤字の半分、1990 年代には 90% 弱に相当することがわかる。この潤沢な公的準備が、アメリカそのものの豊富な与信能力とあいまって、それぞれの国に積極的な信用拡張の基礎を与えるものであったことは言うまでもない。

そればかりではない。世界の多くの国々における為替自由化が進み、為替持ち高の通貨当局への集中制は過去のものとなっているので、公的準備以外に金融機関のドル持ち高、さらには個人のドル預金まで相当に増えている。それらもそれぞれの国の信用体系の膨張の基礎として働くようになっている。

このようにアメリカから信用拡張の基礎を持続的に与えられつづけたことによって、アメリカを中心とするグローバルな信用体系の支払準備率は押しなべて著しく下がった。

IMF 作成のマネー+擬似マネーに対する公的準備の比率を見ると (後の表 4-9)、アメリカの準備率は 17.0% から 11.9% へ落ちている。他の諸

表 4-8 IMF 加盟諸国の公的準備の増加

(10億 US ドル)

	1959	1970	1999	1970/1959	1999/1970
世界	57.1	93.2	1,870.7	1.6	20.0
工業諸国	46.4	72.6	795.3	1.6	10.9
アメリカ	21.5	14.5	73.1	0.7	5.0
カナダ	2.0	4.7	28.2	2.3	6.0
日本	1.4	4.8	287.7	3.3	59.4
ドイツ	4.8	13.6	66.4	2.8	4.9
フランス	1.7	5.0	44.4	2.9	9.0
イタリア	3.1	5.4	26.2	1.7	4.9
イギリス	2.8	2.8	30.8	1.0	10.9
途上諸国	10.3	20.6	1,075.4	2.0	52.1
アフリカ	1.8	3.6	44.8	2.0	12.5
アジア	3.0	5.8	660.5	2.0	114.1
インド	0.8	1.0	33.2	1.2	33.0
韓国	0.1	0.6	74.0	4.1	121.3
タイ	0.3	0.9	34.2	2.8	37.8
ヨーロッパ	1.1	1.0	108.5	0.7	108.3
中東	1.5	4.6	107.1	3.1	23.2
西半球	2.8	5.5	154.5	2.0	28.2
うち石油輸出諸国	2.5	4.9	109.0	1.9	22.2

[資料] IMF, *International Financial Statistics Yearbook 2000, 1986*.

国の通貨はこのドルの上に乗っているのだが、他の工業諸国の準備率の低下も著しい。途上諸国の場合も西半球諸国を除けば同じである。この準備率の低下の一部は信用制度の発展によるものであろう。その場合には準備率を下げても安全である。しかし、この印象的な低下には、疑いもなくそうでない部分、すなわち金融市場のヴァルナラビリティの増大を生んでいる部分が大きく含まれているに違いない。

さて、グループで見て、どのような国々がとりわけ公的準備を増やしたのか、そして準備率を下げたのか。

ドルの金交換停止前後で分けてみると(表 4-8, 4-9), 1959~70年, すなわちドルの金交換停止前には, アメリカが準備を減らしたのが目に付く

表 4-9 マネーおよび疑似マネーに対する準備率の低下 (%)

	1959	1969	1979	1989	1999
世界	30.8	23.7	20.4	19.1	...
工業諸国	23.0	17.0	13.7	12.1	...
アメリカ	17.0	12.6	10.4	9.4	11.4
日本	12.0	10.1	9.9	8.9	14.4
ドイツ	28.8	18.3	19.1	17.5	...
フランス	42.9	28.5	14.4	8.9	...
イタリア	28.9	21.3	22.3	23.4	...
イギリス	26.2	25.5	18.5	4.4	...
途上諸国	53.2	46.2	47.2	40.6	...
アフリカ	...	38.8	36.3	35.6	...
アジア	53.6	47.2	35.1	30.6	...
インド	57.9	51.0	35.9	34.2	26.9
韓国	58.3	31.8	33.4	18.8	8.7
タイ	60.1	37.5	23.5	13.0	15.7
中東	...	67.9	42.0	38.0	...
西半球	44.8	44.2	46.9	47.2	...
アルゼンチン	...	...	38.3	59.6	18.8
ブラジル	52.2	52.2	46.2	20.2	21.2
メキシコ	25.6	23.3	52.8	34.1	23.0

【資料】 IMF, *International Financial Statistics Yearbook 2000, 1986.*

が、公的準備の増加は主としてそれ以外の工業諸国で起こっていた。途上諸国の準備も増えてはいるが、工業諸国のそれを下回っていた。ところが、1970～99年、すなわちドルの金交換停止以後には、増加率は上昇し、特に途上諸国で著しく上がっている。しかし、いずれの場合も、国によっての相違が大きくなっている。工業諸国の中では日本の増加が群を抜いており、途上諸国の中ではアジア諸国、中でも高成長の軌道に乗った東アジア諸国の増加がやはりすさまじい。この公的準備の増加の上に先に見た準備率の低下が加わって、途上諸国、中でも東アジア諸国で信用の大拡張が実現したのである。

このように見ると、1970年以降の大規模なドル垂れ流しは、途上諸国

の開発、工業化に願ってもない金融的好条件を提供していたことがわかる。

そして、経常収支の黒字から公的準備を著しく増やした日本や東アジア諸国は、先に見たように、アメリカから資金を受け入れる以上にアメリカへ資金を送り出したのである。これらの国々は公的準備の大きな部分をアメリカへ送って財務省証券等に運用し、そのうえ行き場のない民間の余裕資金をアメリカでの運用にまわしたわけである。もっとも、ドル資産での運用は必ずしもアメリカ国内に限られたわけではない。ロンドン金融市場をとおすもの、すなわちユーロダラーへの投資、それにオフショア金融センターを通すものも急増しているのであるが、これらは実態が捕捉できない。

### 3. 基軸通貨ドルの地位とドル相場

このように世界的な金余りの構造が定着し、そのなかで準備率は低下し、信用の拡張が異常に進んでいる事態を一体どう理解すればよいのだろうか。

資本主義世界システムをシステムとして統合する要となっているのは基軸通貨である。この基軸通貨が強く安定しているとき、システム全体が安定している。基軸通貨が弱まり不安定になると、システムそのものが安定できなくなる。果たして今日のドルの地位、その安定度は？

二つの意見が対立している。ひとつは、アメリカは基軸通貨国の特権を悪用して経常収支赤字を続け、債務国化し、それに伴ってドルはどんどん不安定化している、という。しかし、もうひとつは、有利な投資機会が豊富で、盛んな資本流入によって活発な経済成長を実現しているので、資本収支黒字に見合う経常収支赤字に神経質になる必要はない、という。

この問題に答えるためには、どうしても視野を広げ、資本主義世界システムにおける基軸通貨の果たしてきた役割、機能の歴史を振り返って見なければならない。

#### (1) 基軸通貨ボンドの場合

世界市場は16世紀後半にその骨格が形成されるが、その覇権をめぐる

争いが続き、イギリスを中心として確立するのはナポレオン戦争を経て19世紀初頭のことであった。世界市場の信用体系がポンドを基軸とし、ロンドン金融市場を中心として確立するのもその時であった。通常国際金本位制の成立はもっと後になって各国が金本位を採用してからとされるが、世界貿易の主流がポンド手形によりロンドンで決済されるようになるのは、もっと早くこの時からであった。

基軸通貨となったポンドとは、現実には、イギリス政府によって強制通用力を付され、法定平価での金兌換を約束したイングランド銀行券に他ならなかった。ただ、イングランド銀行券は法律上強制通用力を与えられていたものの、当時国内の所得流通では銀行券よりも金銀貨が用いられており、その現実の流通には限界があった。日常的な金兌換が必要であった。また、国際的には、政府の強制通用力は通用せず、海外から送られてくるポンド手形の支払代金はある範囲でロンドン残高としてとどまるものの、差額がある範囲を超えると、主に海外現地の為替相場が動き金現送点を超え、金兌換して文字通り海外へ送金されることになった。この分野でも金の流出は日常的だったのである。したがって、当初にはイングランド銀行券の銀行券としての支払い約束の面が否応なく前面に出ていたといえる。ともあれ、金の持続的な流出(drain)が起これると、イングランド銀行はたちまち金準備枯渇の危機に直面し、厳しい金融引締めに移る。それによって信用膨張と物価上昇にブレーキをかけ、金兌換の約束を守り抜こうとした。その努力がパニックを引き起こし、信用収縮、商品価格崩落を通して対外不均衡を解消することになるのであった。古典的な経済危機、恐慌の過程に他ならない。これこそ対外均衡を基準に内部の不均衡、資本の過剰蓄積を調整する、世界市場システムの中心国の、そしてまたシステム全体の自己調整メカニズムに他ならなかった。

ところが、その後、19世紀後半以降世界貿易は飛躍的に拡大し、それとともに金融市場と決済システムも発展した。諸外国の金融機関がロンドンに置く残高は大きくなり、そればかりか単に決済のために用いるばかり

かロンドン金融市場での運用を行うようになっていった。そうになると、世界貿易の決済も次第にロンドン残高の付け替えて処理される部分が増え、金の移動も引き続き行われたが、次第にその重要性が落ちていった。特にロンドン金融市場は金利の引き上げで世界各地の金融市場から容易に資金をひきつける力をもつようになり、したがって地方の金融市場はともかく、世界の中央金融市場ロンドンにおいてはいち早くパニックが消滅してしまうことになった。景気循環に大きな変化が生じた。世界市場の中心イギリスは、通貨学派と銀行学派の激しい論争のとき以来切に求めつづけた経済危機、恐慌からの自由を手に入れたのである。

だが、皮肉なことに、いいことづくめとはいかなかった。パニックを通して対外不均衡を調整することをしなくなったイギリスは、新たに台頭してきたアメリカ、ドイツに国際競争で遅れをとり、特に世界貿易の上でアメリカとの間に構造的な不均衡を累積してゆくことになった。パニックの欠落は中心国の、そしてまた世界市場システム全体の自己調整の不在を意味したのである。パニックを欠いた景気後退局面でイギリスの貿易赤字、経常収支赤字が大きく出るようになり、その不均衡を次第に恒常的に高金利で世界各地の資金をひきつけてカバーするというようになっていった。この構造的な不均衡が第一次世界大戦によってどうしようもないほどに拡大し、ついに耐え切れなくなって破綻したのが、後のポンドの金兌換停止に他ならない。斜陽の基軸通貨ポンドはこうして基軸通貨の地位を失った。

## (2) 新たな基軸通貨ドルの場合

世界市場の大混乱ともうひとつの世界大戦を経て、アメリカのドルが新たに基軸通貨の地位に座った。

新たな基軸通貨ドルはいくつかの重要な点でかつてのポンドとは異なる性格をもっていると認められる。

新たな基軸通貨ドルとは、現実には、連邦準備理事会が発行する連邦準備券である。これはアメリカ国内で無制限な通用力を持っている。という

のも、現在アメリカ国内で金貨の流通は廃止されているからである。そしてもちろん連邦準備銀行は金兌換の義務を負っていない。その発券の方法は依然として連銀の貸付と公開市場操作をとおして、銀行券にほかならない。だが、国内では銀行券としての支払い約束への信頼は問題とならず、不換銀行券化し、さらに国債担保発行がふくらむ時には紙幣の性格さえ持つようになってきているといえる。しかも、資本主義世界の安全保障を担う超大国アメリカ国家権力の威光はかつてのイギリスのそれをはるかに上回っているといえる。帝国艦隊によって七つの海の制海権を手にしたイギリスがヨーロッパ大陸に対してはせいぜい内部に立ち入らない「光榮ある孤立」政策しか採りえなかったのに、今日アメリカは集団安全保障条約体制のもとで多くの国々の主権を制限して介入することができる。ドルは対外的にも通用する不換銀行券性を何がしか持つようになっていたのであろう。しかし、1968年ないし1971年までは、ドルはなお金平価を持ち、しかもアメリカ通貨当局は国際的にブレトンウッズ協定に参加する通貨当局に対してはその平価での金兌換を公約していた。さらにロンドン自由金市場での金取引がドルの金とのリンクを補完していた。この限り、国際的には、ドルは兌換銀行券としての性格を強く残していたのである。

だが、もはや金平価を持った諸通貨間の為替相場の変動を通して金が移動するというようなことはなくなっていた。アメリカ以外の諸国の通貨は金との直接的リンクを失い、ブレトンウッズ協定のもとでドルに固定的にリンクされており、各通貨の発行準備の大きな部分がドル残高としてニューヨーク諸銀行に置かれていた。したがって国際取引の決済は基本的にこのニューヨーク残高間の付け替えによってことが足りたのである。これらの諸国が国際収支の「基礎的不均衡」に陥った場合、IMF融資プラス金額的にはしばしばそれより大きいアメリカの融資が均衡回復に手を差し伸べ、それでも無理なら平価切下げ調整を行うことになっていた。対外準備の手薄なアメリカ以外の諸国はなおブロック体制以来の為替管理を多かれ少なかれ残しており、金を相当量保有していた場合でも差額を金で支払おうと

はしなかった。金は世界貨幣として用いられないでいる間にこの領域でも存在が薄れていった。通貨当局に対する金兌換の公約も、それを要求できるだけの国際収支黒字を達成することが容易でなく、仮に達成した場合にも、フランスを除くすべての国の政府が遠慮して実行しなかったのである。

### (3) ドルの弱点

しかし、しばらくすると、当初は隠されていた基軸通貨ドルのもうひとつの性格が明るみに出てきた。

国際収支の不均衡といっても、西ヨーロッパ諸国と日本が競争力をつけてくると、新たにアメリカの国際収支赤字が問題として浮上した。最初は資本収支の赤字、次いで貿易赤字、やがては経常収支赤字として。しかも、いっそう重大なのは、アメリカにはかつてのイギリスのような赤字を調整するメカニズムがうまく備わっていないことが明らかになってきたことである。

もともと内部爆発に似た発展を遂げたアメリカ経済は、旧世界に対して相対的な独立性が高く、その台頭とともに旧世界との間に構造的不均衡を作り出していった。そして第一次大戦後にはこの旧世界との間の構造的不均衡を背景に金はアメリカに流入を続けた。そのときアメリカ通貨当局は金不胎化政策を採用し、過度に流入した金によって金融の不健全な膨張を予防しようとした。すなわち、信用と物価の調節を古典的な世界貨幣としての金にゆだねない一歩をこのときすでに踏み出したわけである。それは「内部世界」的な特異な性格を持つアメリカが世界市場に折れ合う上で必要な方策であったといえる。世界貨幣金による調整とは、国内関係を対外関係によって調整すること、すなわち信用膨張による物価上昇を対外収支赤字による金流出によって規制することを意味する。しかし、いわば内部に一つの世界を持つ、相対的独立性の高い巨大な大陸国家アメリカはもはや二重の意味でそのような調整になじまなかったのである。すなわち、一つには、赤字国である旧来の金融中心の側がこれまでのように調整できず、

証券化を踏まえて資本収支でカバーするしかなかった。それでも最終的には、カバーしきれなくなる。今ひとつには、黒字国の新興国の側にとってもこれまでの金融調節の常識では適切に対処できず、不胎化するしかなかったのである。

その逆の面が第二次大戦後に現れてきた。相変わらず「内部世界」的な性格を持つアメリカは、西ヨーロッパ諸国と日本の高成長によって逆方向の国際収支赤字に直面することになった。最初は国内の余剰資金が流出した資本収支赤字、次いで本格的な貿易赤字、やがて経常収支全体の赤字として。逆方向の構造的不均衡が生まれてきたのである。しかし、この赤字を基準として巨大な大陸国家の内部を引き締め調整するにはやはり無理があった。政策当局によってある程度その努力は払われたが、十分な成果は上がらなかった。その結果採用されたのがドルの金交換停止、さらに金平価廃止と変動相場制への移行であり、そのもとでのドル垂れ流しに他ならなかった。この過程で戦後のドルが対外的に残していた兌換銀行券の性格がほとんど失われ、はじめてほとんど完全にケインズのいう不換銀行券化した。アメリカは、かつて自国優位の世界市場の構造的不均衡の下で旧世界から金を吸収しつづけたのだが、基軸通貨国となった今日、自国不利の世界市場の構造的不均衡の下で、金ではなく自国の紙幣性さえ帯びるようになった不換銀行券を全世界に送りつけることとなったわけである。

世界の安全保障を引き受ける超大国としてのアメリカの威光、それにいまだにとって換わるものが出そうにない国民経済の力、最も自由で利便性の高い金融市場などが、基軸通貨国のこの垂れ流しを許容してきたといえよう。とはいえ、まったく無限定にはない。赤字が膨れ上がると、やはり何らかの調整が避けられず、外国為替市場における大幅なドルの減価が発生した。そして1970年代、アメリカ経済は停滞に苦しまなければならなかった。帝国の斜陽の運命は定まったかに見えた。

ところが、一転して1980年代に、アメリカは、経常収支赤字を気にせず、ドルを垂れ流し、一方で世界中をじゃぶじゃぶの金余りに持ち込みな

がら、他方で高金利によって世界中のその余剰資金を吸い寄せ、国際的な配分も行いつつ資本蓄積を進める、アメリカにとってまさに申し分のない新しい蓄積方式を発見した！ マネタリスト的なインフレ退治策の思わざる結果としてである。

ここまで来てわれわれは今日のドルの地位をいっそう深く確かめるために、金の廃貨説に触れておかななくてはならない。

#### 4. 金の廃貨

基軸通貨ドルの今日たどっている道は、ある意味でかつて基軸通貨ポンドの歩んだ道である。構造的不均衡が発生し、それを高金利による資金の吸引によってカバーしているという意味で。ポンドはやがてついにその不均衡に耐えられなくなって、基軸通貨の地位を降りることを余儀なくされた。ドルは果たしてどうなるのか？

しかし、基軸通貨ドルの今日たどっている道はすでにかつてのポンドが歩んだ道と著しく異なっている点がある。金交換を停止しているのに、依然基軸通貨の地位を維持している。それどころか、金の廃貨を宣言している。

これは何を意味するのか？

実は貨幣としての金は歴史的に次第に表舞台から退いていったのであり、これはその傾向を自覚的に確認するものに他ならない。

だからこそ、金交換停止が、確かに一つの衝撃には違いなかったが、現実を大きく衝撃的に変えたわけでもなかった。

しかし、果たしてドルが金にとって代わるという宣言をすればそれで後はうまくゆくというのだろうか？

この問いに答えるには、貨幣とは何かという理論問題を改めて洗いなおすのを避けてとおることはできない<sup>(1)</sup>。

##### (1) 貨幣とは何か

もともと貨幣には金属説と名目説、あるいは商品説とシンボル説の二説

が対立してきた。

だが、われわれは、まず第一に、文化人類学の諸成果を踏まえて、貨幣は商品流通世界の中で発生したものでないこと、事物を全体と部分としてつかみ、かつシステムに編成してゆく、人間に生来備わった精神作用の原型式の中心項であること、を認めなくてはなるまい<sup>(2)</sup>。中心項としての貨幣が物に財として価値を与え、シンボル体系の中に取り込むのである。貨幣とはこのように本来シンボルなのである。その価値は、単に経済的とばかりはいえぬ、もっと広い文化的意味を含みうる。そして、この原型式のもとで、歴史的に人間が行うのは、この中心項、貨幣にどのような観念を埋めこみ、どのような素材を当てはめるか、そしてどのような機能を与えるかである。そして財の交換は、この貨幣に埋めこんだ観念、当てはめた素材、与えた機能が共通する人々の間に、はじめて成立する。その意味では、財の交換とは貨幣を共有しあう人々の間の関係なのである。したがってこうも言えよう。「貨幣は共同体を作る」と。

しかし、第二に、埋め込まれる観念が固有の文化的なものから離れて抽象化し、普遍化し、したがってより大きな拡がりをもつ商品流通世界をつくりだすことになる貨幣は、自らが作り出すその商品流通世界の開かれた性格のゆえに、もはや何から何まで同じ観念をもつ閉じた共同体内にその動きを限定することはできなくなる。内向きの機能と同時に外向きの機能をもたないわけにいかなくなるのである。そして外向きの機能を果たすには、同じ観念を共有できない以上、すでに内でも外でもあまねく利用されている商品の一つを用いるほかない。つまり商品流通世界を形成途上の原始貨幣および形成したうえでその外部と関係を持つ世界貨幣としては現物の金などが用いられざるを得ないのである。この意味で、またその限りで、商品流通世界を形成し、その軸となる貨幣は商品貨幣として登場しなければならなかった。

とはいえ、第三に、商品流通世界が世界市場として確立してくると、貨幣はそのシンボル性をどんどんあらわにし、金の役割は次第に慎ましいも

のへと変化することになった。国民国家によって枠付けされた内部、つまり確立された国内市場では、強制通用力を与える貨幣大権を手にした国民国家のもとで、摩滅した金貨がその重量にかかわらず刻印どおりの貨幣として通用し、補助鑄貨が現れ、さらに銀行券や手形などの信用貨幣が信用される限りという限定つきで貨幣の役割を分け持つようになった。そればかりか、これら国民的市場間では、「国民的制服を脱ぎ捨てた」金地金以外に、世界市場に覇を唱えた国——イギリス、次いでアメリカの通貨単位表示の銀行券、手形、さらには当座預金が世界貨幣の役割を分け持つようになった。外向きの機能の領域でも、次第に一定の限度で共通の了解、信頼が成立していったといえる。貨幣のシンボル性が次第に前面に出てきた。それとともに、金の役割は、共通の了解の必ずしも成立しない所得流通の分野や世界市場の周辺に残る以外では、信用体系を支える支払準備金としての役割に限定されていった。国際金本位制という呼び名が定着しているが、それは主だった国々が通貨単位を法律上金にリンクし、準備を金で保有していたことを表現するに過ぎない。世界市場の通貨システムとしては、じつは、ポンド基軸体制が成立し、それがドル基軸体制へ移行したのである。

この基軸通貨ポンドの価値——それは物価水準の逆数として理解する以外にないが——は、有力な金鉱発見によって豊富な金がロンドンに流入するたびに低下し、金鉱発見が途絶え、金流入が細ると上昇するということを繰り返した。すなわち物価上昇の基調と物価下落の基調とが交代を繰り返していた。ただその変動は単純に直接貨幣としての金量の変動によったわけではない。潤沢になった金準備をベースにした信用膨張とその金流出による規制によって大きな物価変動の波が生み出されたのである。

## (2) 金を廃貨したドルの可能性その限度

このように見てくると、今日のいわゆる「金の廃貨」がまったく破天荒の新しい現象というより、これまでの通貨システムの発展の延長線上にあ

り、たださらに意識的に一歩進めようとするものであることがわからう<sup>9)</sup>。

基軸通貨ポンドがロンドン宛ポンド手形あるいはロンドン残高の形態で対外的に貨幣として通用したのは、それが信認されたから、すなわち関係者の信用さえ確かなら、その価値が安定しており、しかも必要なときには無条件で使用できたからであった。その信認は、確かに最終的には金兌換の約束によって価値の安定した金にリンクされていたが、次第に現実の金兌換を必要としなくなっていった。要はその価値が安定し、必要なとき無条件で人が受け取ってくればよかったのである。

とすると、逆に、その価値が安定し、必要なとき無条件で人が受け取ってくれば、そう信認されさえすれば、基軸通貨は基軸通貨でありつづけることができる、ということになる。シンボル貨幣の中でも若干紙幣性を帯びた不換銀行券と化したとしてもである。ここに問題の核心がある。その意味では「金の廃貨」というのは商品貨幣説に決着をつけようとする力んだ宣言であって、必ずしも正確、適切ではない。

さて、シンボル性を一段と強めた基軸通貨ドルが金との固定的なリンクなしでもちこたえられるかどうか。

基軸通貨ドルの金との固定的リンクをはずしたアメリカが、基軸通貨国であるがゆえに金外貨準備に傾着しない政策運営を続け、それがまかり通るとすれば、それは、暴走さえ防げるなら、人為的にかつての金鉱発見を続ける理想的な機構を発見したことになろう。それは持続的に物価がゆるやかに上昇する大好況時代をもたらすはずである。それは実際 1970 年代以降途上諸国の経済発展、特に輸出指向型のそれ、の必須の金融的条件となっている。

そうとすると、「金の廃貨」はそれを自覚した人智の偉大な進歩であろうか？

しかし、暴走さえ防げるなら、という重要な条件がついているのを見落としてはならない。そしてわれわれは、貨幣をシンボルと規定し、その内と外を切り離し、管理することを説いたケインズがすでにつまづいた事実

(川上 1989) を的確に受け止めなければならない。

商品流通世界の中の貨幣，世界市場システムの中の貨幣は，閉じた共同体の貨幣とは異なって，その内と外を切り離すことはできない。問題は金属か否かではない。内向きの機能と外向きの機能がセットではじめて貨幣が成り立っている。より具体的にいえば，信用貨幣で代位しようと同時にそれを対外的機能（準備の対外流出）によって引き締めることができなければならないのだ。対外的に引き締めることを放棄していると，1960年代後半からのアメリカで起こったように，インフレ期待が読み込まれ，インフレ高進が進行してしまう。暴走の始まりである。そして結局貨幣の信認が揺らいでしまう。

なるほど今日のアメリカは，ヴォルカー連邦準備理事会議長とマネタリストたちの貢献を多として，この暴走は何とかくいどめた。

だが，暴走はそれだけではあるまい。基軸通貨国アメリカが金外貨準備に頼着しない政策運営を続け，その結果年々巨額の経常収支赤字を出しつづけるとすれば，どうなるのか。言うまでもなく，過剰ドルを持たされた国々に異常な金余り——過剰資金が発生する。その過剰資金は，直接あるいはいったんアメリカに還流した上で間接に，有利な投資口を求めて世界中を走り回り，次々に各地にバブルを作り出していくということになる。バブルは市場社会の倫理を蝕む。ビジネス・モラルを狂わせ，市民生活のモラルを破壊する。その挙句バブルがはじけると，外国為替相場の乱高下をもたらさずにはおかず，さらに通貨金融危機を引き起こす。世界の通貨信用システムを傷つけ，著しく不安定なものに変えてしまうわけである。これは世界市場に依存する国々にとって耐えがたい苦痛である。といっても，「強いドル」政策をとり，世界の余剰資金を安定的に吸引し，基軸通貨国としてドル為替相場も相対的にもっとも安定した水準に維持できるアメリカにとっては，苦痛は小さい。さしあたりアメリカ以外の国々にとって耐えがたい苦痛である。しかし，その同じメカニズムがアメリカ自身にバブルを作り出し，その挙句はじけたとなると一体どうなるのか？

これまで基軸通貨ドルの信認が動揺したのは、1968年、1971年、1985年の3回であった。1968年は、ドル防衛政策の展開にもかかわらず国際収支赤字がはじめて問題化し、しかもテト攻勢によって「自由」世界の憲兵としてのアメリカ国家の威信が揺らいだ年であった。1971年は、さらに膨れ上がる国際収支赤字にドルの金交換の公約が疑われた年であった。そして、1985年は、ドルはすでに変動相場制に移行していたが、アメリカの経常収支赤字が復元できない勢いで増大し、ドル不信が潜在的に累積した年であった。このときアメリカ通貨当局はドル相場を下げたい意向を持ったが、主要な取引が外国為替市場で行われる基軸通貨ドルの為替相場は、アメリカの思惑通り容易に下がらず、またいったん下げはじめたら暴落となる恐れがあった。そこで主要国通貨当局によるプラザ合意が必要となった。

2001年以降には？

## 5. 1990年代後半のグローバルな資金の激流

この角度から、1990年代後半のグローバルな資金の流れをもう少し立ち入ってみておこう。

1990年代アメリカの株式ブームは、決して平穏な国際金融状況のもとで実現したわけではない。それどころか、すんでのところでの金融的条件を失うところであった。しかし、その危険がかえって株式ブームにプラスの結果をもたらし、皮肉なことに、やがてブームの行き過ぎへと導いたのである。

### (1) 「21世紀型」(?) 通貨金融危機の連鎖

1990年代前半から世界の余剰資金は、「東アジアの奇跡」、「世界の成長センター」としてクローズアップされた東アジア諸国へ大挙して向かった(表4-10)。中でも資本主義史上最大最悪のバブルがはじけたあと日本から大量の資金が直接あるいはドルを介して間接に東アジア諸国に向かった。

表 4-10 発展途上経済への銀行ローンと証券ファイナンス

(10億ドル)

	1990～ 95 平均	1996	1997	1998	1999	1997年6月 の残高
<b>A. 国際銀行ローン</b>						
アジア	37	80	5	-96	-53	480
うち中国	7	13	10	-11	-15	85
危機諸国 <sup>1)</sup>	28	58	-10	-83	-31	329
ラテン・アメリカ	1	28	31	-8	-16	284
うちアルゼンチン	—	5	8	1	—	42
ブラジル	—	17	14	-11	-9	98
メキシコ	—	—	-7	—	-4	69
ロシア	1	6	10	-6	-8	54
<b>B. 国際債券発行, 純</b>						
アジア	15	42	34	—	-3	127
うち中国	2	2	4	—	—	17
危機諸国	11	38	25	—	-2	98
ラテン・アメリカ	13	41	42	22	32	136
アルゼンチン	6	11	14	11	11	35
ブラジル	4	12	10	3	6	35
メキシコ	2	13	8	2	10	50
ロシア	—	—	7	12	-1	6

[資料] *Bank for International Settlements 2000, 70th Annual Report.*

注 1) インドネシア, 韓国, マレーシア, フィリピン, タイ。

これら諸国は制度上あるいは事実上自国通貨をドルにペッグしていた上、大胆な金融自由化に乗り出していたから、好都合だった。

東アジア諸国は、不安定な短期資金を大量に受け入れ、猛烈な株と土地の投機を引き起こしながら、高成長全体がバブル化していった。

ところが、東アジア諸国の資本蓄積が内部的に限界に近づき、経常収支赤字が膨らむようになると、倒産が多発し始めた。するとたちまち、外国資金は流入から流出へ転じた。「質への逃避」である。短期の融資が大きな割合を占めていただけに動きはすばやかだった。その勢いは奔流のごとく、豊富な外貨準備を持っていた通貨当局といえどもとても立ち向かえるものではなかった。96年には途上諸国（市場経済への移行過程にある諸国を

含む)へ1400億ドルだった民間資本の流入は、97年には400億ドルに縮小し、98年には完全に干上がった(BIS 99)。

97年7月、タイから通貨危機が始まった。それはたちまち東アジア全域に広まり、各国に激しい金融恐慌を引き起こし、金融システムに壊滅的な打撃を与えた。この過程で資金力の乏しいIMFのできることは限られていた。しかも融資に厳しい経済政策条件をつけて、かえってそれが経済危機を激化し、ひいてはいくつかの国々に政治危機を引き起こすことにもなった。

グローバルな余剰資金の流動にあまりにも左右された、その意味でこれまでに世界が経験したことのない「21世紀型の」通貨金融危機である。ただ、ファンダメンタルズから見て資本蓄積が限界にきていたという基本的要因をなおざりにして余剰資金の流動のみを原因として強調するとすれば、それは行き過ぎであろう。

このとき、行き場のない余剰資金を大量につき込んでいたヘッジファンドやアメリカ、EU諸国、日本の銀行は、逃げ足早く資金を引き揚げた。もっとも、すでに国内のバブル破綻によって痛手を受けていた日本の諸銀行は新たな融資の焦げ付きが加わって、再度の金融危機に陥ったが。ともあれ、グローバルな投融資業務に携わる機関のこのときの行動については、マレーシアのマハティール首相はじめ東アジア諸国の側からの激しい非難告発があり、のちにIMFその他による調査がおこなわれた。IMFはヘッジファンドの率先投機行動を否定する報告(IMF 98)をまとめ、ジョージ・ソロス自身も否定しているが(Solos 99/3)、その後の調査結果によると、ヘッジファンドの率先投機行動の大きな影響は否定できないようである。

ところが、いったんはうまく賭けを成功させたヘッジファンドであったが、ロシア危機でつかまることになった。

東アジア通貨金融危機は深刻な国際金融不安を生んだが、その中でやはり外国からの資金流入を当てにした経済改革に行き詰まったロシア政府が、

98年8月、対外支払いの停止に追い込まれた。これが世界の債券市場に大きな影響を与えた。そしてアメリカの代表的ヘッジファンドの一つ、LTCM（ロングターム・キャピタル・マネージメント）がロシア危機の影響を受けたEU諸国公債価格の予想外の変動から巨額の損失をこうむって、98年10月、破綻の淵に追い込まれたのである（Dunber 00）。すでに見たように、そのファンドへの投資先の拡がりから、またこれを模倣して同じような裁定取引に入りこんだ金融機関が多数あった（森 01）ことから、放置すればアメリカに金融恐慌を引き起こしかねない、この判断がニューヨーク連銀の仲介のもとに間髪をいれぬニューヨーク大銀行、投資銀行14行共同の異例の救済融資をもたらしたのであった（Woodward 00）。

辛うじてこの危機は克服されたが、なおも金融危機の懸念は続いた。ブラジルの通貨金融危機が破局を迎え、中南米全土に波及する危険が続いた。アメリカの銀行が貸し込んでいる度合いは東アジアの比ではなく、もしブラジルが対外支払いの停止に追い込まれれば、アメリカの金融恐慌をも引き起こしかねなかった。この懸念は99年中尾を引いた。

## ② アメリカ経済への影響

このような嵐の展開を見せた国際金融市場の環境は、直接の金融危機の波及とその懸念以外に、この間アメリカ経済にどう影響したのであろうか。

第一に、バブル後運用先を失った日本の余剰資金が、1990年代をとおして、国内の金融不安と異常な政策的低金利を横目に、大挙して直接に、あるいはヨーロッパを経由して間接にアメリカへ向かった（表4-11）。日本側の統計から見れば、特に1996、97、98年に、証券投資、その他投資（ノンバンク）、銀行貸付の形態で激増している。ただ、1999年には引揚超過に転じている。もっとも、アメリカ側の統計では、増加をはじめたのはもっと早く1993年からで、1998年にはすでに勢いを減じている。

第二に、東アジア、次いでロシア、ブラジルから逃げ出した世界の余剰

表 4-11 日本からアメリカへの資金の流れ (1990-99)

(10 億ドル)

	日本の 対米資産 (純増-) <sup>1)2)</sup>	うち 直接投資	証券投資	その他投資	銀行貸付	アメリカ商務省 統計による 日本の対米資産 (純増+) <sup>3)</sup>
1990	-16.4	-25.6	16.2	-3.2	...	-24.4
1991	-35.0	-15.2	-15.6	-1.8	...	2.3
1992	-22.8	-8.9	-8.5	-0.9	...	18.5
1993	-30.5	-6.1	-19.8	0.1	-5.1	34.9
1994	-22.8	-6.1	-14.8	-0.3	-2.0	54.9
1995	-48.8	-8.9	-15.0	-24.9	-27.6	69.8
1996	-73.6	-11.1	-51.0	-11.5	-7.9	57.7
1997	-86.7	-7.4	-33.4	-45.9	-43.4	71.4
1998	-68.1	-5.7	-28.6	-33.8	-30.8	37.6
1999	17.7	-7.1	-40.5	-65.3	-58.4	28.1

[資料] 日銀、「国際収支統計月報」; *Survey of Current Business*.

注 1) 1995 年以降は金融勘定の投資収支・資産の部。1994 年以前は長期資本収支・資産の部。

2) 期中平均スポット・レートでドルへ換算。

3) 金融勘定の投資収支・負債の部。

資金、「質への逃避」を求めた資金は、アメリカへ集中した。行き場のない余剰資金は結局安全でそれなりの投資口のあるニューヨーク金融市場に U ターンしたのである (表 4-12)。98 年のアメリカから日本、東アジアへの資金の流れに生じた逆流、99 年のラテン・アメリカからアメリカへの強い流れが目立っている。この資金はまずは債券市場へ流れ込んだが、やがてさらに好調を続ける株式市場へと流れ込んでいった。これが株式ブームを 99 年に一段とバブル化する最後の一押しになったといえる。

第三に、深刻な経済危機に陥った東アジア諸国は、暴落した為替相場場で死に物狂いの輸出攻勢をかけた。その対象は、近隣諸国を別とすれば、日本が再び金融危機に見舞われ、円相場も軟化していた以上、常にもましてアメリカであった (表 4-13)。この輸出攻勢は好況が長く続きようやく表面化し始めたアメリカの物価の上昇に水をかける役割を果たした。これもまた、株式ブームに牽引される好況の息を長くするのに役立ったといえる。

表 4-12 アメリカをめぐる資金の流れ(1995-99)

(10 億ドル)

## (1) アメリカからの流出

	合 計	イギリス	その他の EU	東ヨー ロッパ	カナダ	ラテン・アメ リカおよび 他の西半球	日 本	他の アジア・ アフリカ
1995	-352	-65	-74	-4	-15	-71	-28	-30
1996	-414	-79	-49	-4	-22	-69	-2	-44
1997	-489	-132	-66	-4	-14	-193	-8	-38
1998	-335	-108	-103	-2	-29	-69	+35	+3
1999	-439	-150	-66	-2	-6	-86	-40	-9

## (2) アメリカへの流出

	合 計	イギリス	その他の EU	東ヨー ロッパ	カナダ	ラテン・アメ リカおよび 他の西半球	日 本	他の アジア・ アフリカ
1995	466	106	49	16	7	96	70	75
1996	572	180	97	2	25	79	59	64
1997	757	259	197	1	8	120	71	36
1998	482	209	139	-3	18	30	38	18
1999	754	274	173	5	29	116	28	53

## (3) 誤差・脱漏

	合 計	イギリス	その他の EU	東ヨー ロッパ	カナダ	ラテン・アメ リカおよび 他の西半球	日 本	他の アジア・ アフリカ
1995	-4	-19	0	-7	-2	-17	19	20
1996	-35	-83	-41	4	6	3	-7	59
1997	-127	-108	-133	5	4	69	-1	93
1998	70	-79	-37	10	15	34	3	108
1999	12	-91	-56	4	9	-8	99	117

[資料] *Survey of Current Business*, July 2000; July 1998.

このような影響を受けて、1990年代後半のアメリカ国際収支は、表 4-14 のとおりの推移を見せた。

結局アメリカは1990年代株式ブームの過程でどうしても大きく、しかもますます膨らむ経常収支赤字を抱え込んでしまった。しかし、それは当面先回りして流入しつづけた世界の余剰資金によって作り出された面をもつと同時に、都合よく隠蔽されたのである。

表 4-13 1998 年における発展途上経済の輸出先

(%)

	EU	日 本	その他の アジア	アメリカ	ラテン・ アメリカ
ア ジ ア	16	10	38	22	3
うち中国, 香港	15	10	40	23	3
危機諸国	15	11	37	20	3
ラテン・アメリカ	14	3	4	46	22
うちアルゼンチン	17	3	9	7	50
ブラジル	24	4	7	18	29
チリ	24	14	19	15	22
メキシコ	4	1	1	82	7
ロ シ ア	33	3	8	7	3

[資料] *Bank for International Settlements 1999, 69th Annual Report.*

表 4-14 アメリカの国際収支 (1995-99)

(10 億ドル)

	経 常 勘 定				計	金融勘定	統計上の 誤差脱漏
	貿易収支	サービス収支	所得収支	一方的 送金収支			
1995	-173.7	77.8	20.5	-34.1	-109.5	113.3	-4.2
1996	-191.3	89.2	18.9	-40.1	-123.3	157.8	-35.2
1997	-196.7	90.7	6.2	-40.8	-140.5	268.0	-127.8
1998	-246.9	80.0	-6.2	-44.0	-217.1	146.8	69.7
1999	-345.6	80.6	-18.5	-48.0	-331.5	323.4	11.6

[資料] *Survey of Current Business, July 2000.*

## V バブル資本主義の構図

IVで1990年代のアメリカ株式ブームのバブル化をもたらした国際的条件の検討から浮かび上がってくるのは次の事実である。すなわち、第2次大戦後の異常な高成長が終った後の世界経済が実はバブル資本主義というきわめて不安定な新しい時代に入っていることである。しかも、その中で、いったん行き詰まり、インフレ、失業、国際収支赤字の三重苦に苦しんだアメリカが、相対的に安泰な新しい蓄積方式を発見したのである。

## 1. バブル資本主義の段階

資本主義の段階をどう区切るかはなかなか難しい問題である。ここでは資本蓄積の波とその性格に注目して区分すれば、一応次のような五つの段階を取り出すことができよう。

1820～1869	イギリスを基軸とする周期的な景気循環を通しての成長・蓄積
1870～1913	世界的投資ブーム→構造再編を伴った大不況→多軸的高成長・高蓄積
1918～1939	世界市場の構造的不均衡の上でのアメリカの「永久繁栄」ブーム→大不況と世界市場の解体
1946～1970	ソ連に対抗する戦争国家アメリカを基軸とする異常な高成長・高蓄積
1971～	アメリカを基軸としつづけるが、バブル頻発の成長・蓄積

1971年以降の時期における資本蓄積の第一の特徴は、高成長の終焉が通常指摘されるように、その前の時期からみての経済成長率の低下である。

しかし、その事実は正確に理解される必要がある。第2次世界大戦後の時期は、資本主義の歴史的経験に照らして、後にも先にもない異常な高成長・高蓄積の時期であった。アンガス・マジソンの推計(Maddison 95)によれば(表5-1)、世界の実質GDPは、1950～73年には実に年率4.9%、それ以前の時期の2倍以上も成長したのである。そして1973～92年にはその異常に高い水準から3.0%に下がった。これはすぐ前の時期からすれば確かに下がったが、歴史的にはなお著しく高い水準というべきであろう。しかも1990年代に入って加速している。世界的に低成長時代の到来というのは二重の意味で適切ではない。すなわち、中心諸国は別として、周辺

表 5-1 世界の実質 GDP 成長の歴史的推移  
(%)

期 間	実質 GDP 成長率 (年平均)
1820-1870	1.0
1870-1913	2.1
1913-1950	1.9
1950-1973	4.9
1973-1992	3.0

[資料] Angus Maddison, *Monitoring the World Economy 1820-1992*, OECD, 1995; (政治経済研究所訳)

諸国にはなお高成長のポテンシャルが秘められているのであり、また成長率の落ちた中心諸国にしても歴史的平均の水準にようやく下がってきたかどうかというに過ぎないからである。

むしろ、この時期における資本蓄積の何よりの特徴は、世界中でのバブルの頻発である。世界各地で次々にバブルが発生することをとおして浮沈のきわめて激しい成長が続いてきているのである。1970年代初頭、戦後資本主義世界経済、特にその中枢はスタグフレーションでいったん行き詰まったはずなのに、その後ずいぶん変わった様相の資本蓄積を展開したものである。

このような資本蓄積の変化は、いうまでもなく、蓄積構造における重要な変化に条件付けられていた。

- (1) 1971年以降の資本主義世界の資本蓄積構造は、大前提となる戦後世界の政治軍事上の枠組みとして、ソ連封じ込めのための戦争国家アメリカを盟主とする、対抗的な有事即応の集団安全保障条約体制とそれのもとでの軍拡競争を引き継いだ。しかし、その後、アメリカ自身がヴェトナム戦争の敗北をとおして直接介入の限界を自覚し、戦略的な転換に踏み切っていた。それに、途中で相手のソ連圏が崩壊し、この集団安全保障条約体制の枠組みはなお残ったものの、それがこれまで要求しつづけた緊張と軍拡への強迫観念は消滅した。すなわち、戦後

世界が大前提とした政治軍事上の枠組みそのものが流動化してしまったのである。

- (2) このため、戦争国家アメリカの巨額の軍事支出の力が格段に弱まった。それは、その需要創出効果、つまりいわばケインズ効果によってアメリカ経済、ひいては世界経済の安定的なシステム下支え条件となっていたばかりか、その技術革新効果、つまりいわばシュンペーター効果によって、アメリカ経済、ひいては世界経済の異常な高成長の重要な推進力となっていたものである。軍事支出のGDP比は1953年の14.1%、1968年の9.4%から、1980年の4.9%、2000年の3.0%へ落ちた。そのうえさらに不均等な成長が続いたため、アメリカ経済そのものの世界経済に占めるウェイトもずいぶん低下した。すなわち、戦後世界を特徴付けた資本蓄積の推進力も安定装置もともに著しく弱体化した、あるいは大半失われたということである。
- (3) 通貨システムとしては、金交換を停止し変動相場制に移行したアメリカのドルが依然基軸通貨でありつづけた。だが、ますます膨大な経常収支赤字を出しつづけ、世界に異常な金余りを作り出していった。これが世界システム全体の不安定性、ヴォラティリティを次第に高めることになった。これこそがバブル発生の第一の条件を準備したのである。そしてアメリカ自体はその赤字に対処するため高金利・ドル高政策を取り、国外から資金を恒常的に吸引しなければならなくなっていった。
- (4) だが、国民経済的には、アメリカの支配的優位が崩れ、しかもアメリカが巨大なアブゾーバーとなったため、その他の国々に夢のような高成長・高蓄積の可能性が開けた。その可能性の限度は見通せなかった。周辺を蟻地獄のように苦しめてきた世界市場に突如出現したこの状況は、ユーフォリアを生む絶好の土壌を提供しているといえる。
- (5) さらに、産業的には、生産を自動制御するオートメーション技術として始まったコンピュータ技術が、いまや社会構造全体を変え、工業

社会を情報社会へ移行させる IT 技術となり、工業の枠からもはみ出した多様な情報産業を生み出してきている。ここにきわめて大きな可能性が開かれていることは確かである。だが、情報産業、情報社会の未来もまだよく見えてはいない。この状況は、かつてのラジオの登場がそうであった以上に、ユーフォリアを生むもう一つの土壌を提供しているといわなければならない。

## 2. バブルの頻発・通貨金融危機の頻発

1971 年以降の段階は、世界各地でバブルの頻発するバブル資本主義の段階である。

すでに見てきたとおり、バブルの発生には二つの条件が不可欠である。異常な金余りとユーフォリア（ばら色の幻想）、市場用語を使えば強気幻想の存在である。

1990 年代アメリカの株式ブームをバブル化させることになった異常な金余りは、IV で見たとおり、アメリカ一国に特有のものではなかった。確かにアメリカ起源のものではあったが、資本主義世界全体に普遍的なものであった。だぶだぶの外貨準備と国際金融市場で有利な投資口を探して待機する巨額のドル資金の便、それをベースに恒常化したいささか安易な信用拡張による支払準備率の著しい低下。こうして世界はいまやあらゆる分野にモラル・ハザードを引き起こしつつ、過剰なドルに溺れそうになっているのである。

それにしても世界各地になぜ相次いでユーフォリアが発生したのか？

それは、第二次大戦後の異常な高成長およびその過程でのアメリカの力の衰えが、19 世紀末以来の大規模な世界市場の構造的再編を促し、その途上でさまざまなユーフォリアを次々に生み出すことになっているといえる。

最近における世界各地でのバブル発生を振り返ってみよう（表 5-2）。

最初に発生した 1973 年の世界的なバブルは通常石油危機と呼ばれる。

表 5-2 1970年代以降のバブル一覽

1972-74	世界的な第一次産品の品薄からの投機ブーム→石油危機
1970年代後半	NICs 諸国の高成長ブーム→第2次石油危機を機とする国際収支危機
1986-97	日本の土地・株式ブーム→金融危機
1990-98	東アジア諸国の高成長と土地・株式ブーム→通貨金融危機

だが、このとき実は穀物を始めとする農産物、木材、石油・非鉄金属などの鉱産物など、食料品、工業原材料の多くの商品が買い投機の対象になった。長く続いた異常な世界的高成長が世界的な食料品、工業原材料の在庫を吸収し広い範囲で品薄観が出始めていたからであり、その意味でこのバブルは戦後世界の異常な高成長の末尾を飾るものに他ならなかった。世界の盛んな現実の資本蓄積を反映して、投機そのものが世界的であり、投機の対象となったのも原材料、食料など実物の商品であった。しかし、その投機にドルの金交換停止後著しく累積し始めていた過剰な資金が向かったわけであり、その意味では新しい段階の到来を告知する性格をも同時に持っていたといえる。世界的に異常な物価上昇をもたらした挙句バブルがはじけると、深刻なスタグフレーションが世界を襲った。

すぐ続いて、バブルはNICsと呼ばれる国々に発生した。当時NICsと呼ばれたのは、アジアの4小竜、中南米のブラジル、アルゼンティン、チリ、メキシコなど、西欧のスペイン、ポルトガル、トルコ、東欧のハンガリー、チェコ、ポーランドなど、多岐にわたっていた。先進工業諸国が牽引する異常な高成長は一段落したとはいえ、これらの諸国には高成長を続けて先進工業諸国に追いつきたいという熱望と、できるという強気が同居していたのである。もはや先進工業諸国に有利な投資先を見出せなくなった余剰資金が大挙してこれらの諸国に向かった。第二次石油危機が発生したこともあって、強気の成長政策にあおられた成長ブームが破綻したあとには、対外債務危機が待っていた。これを何とか乗り切ることができたのは、ほとんどアジアの4小竜だけであった。ラテンアメリカ諸国は「失われた10年」の苦しみ落ちたし、東欧諸国はついに立ち直ることのでき

なかった体制危機に陥った。

三番目のバブルは、2度の石油危機を鮮やかに乗り切って工業諸国の中でいち早く好調な資本蓄積を取り戻した日本で発生した。2度の試練を乗り切った自信はたちまちジャパン・アズ・ナンバーワンの途方もないうぬぼれに膨れ上がっていた。すでに世界的に生産能力、原料、食料に余裕を生じていたから、かなりの高設備投資高成長にもかかわらず、投機は実物の商品ではなく、土地と株式へと向かった。世界一の債権国となった自国の余剰資金ばかりか、世界の余剰資金も日本へ流れ込んだ。このバブルの規模は、資産価格上昇がGDPに占める比率から見て、1929年アメリカの株式ブームのそれを上回るもの、すなわち資本主義世界がかつて経験したことがないすさまじいものであった。世界一の債権国日本はバブルがはじけたあとすぐ通貨危機には陥らなかったが、金融危機を伴った深刻な不況に陥り、いまだに立ち直れていない。「失われた20年」になりかねない。

四番目のバブルは、日本のバブル好況に牽引されて始まり、そのバブルがはじけた後まで持続した東アジアの目覚ましい高成長が転化したものである。世界銀行から「奇跡」のお墨付きをもらって、東アジア諸国・地域の高成長は加速した。かつての4小竜でいまや工業国の仲間入りを果たしたNIEs諸国にASEAN諸国が続き、さらに中国、インドまでが動き出した。工業諸国に滞留した大量の余剰資金が、直接あるいは間接にドルを通して、自国通貨をドルにペッグし金融自由化を進めたこれら諸国へ流れ込んだ。特に1990年代前半ヨーロッパと日本の銀行からのローンが大きく増加した(BIS 99)。1997年のアメリカの銀行の対外貸し付けも6800億ドル(うちクロスボーダーのもの4200億ドル、現地支店によるもの2500億ドル)で、そのうち途上諸国向けのは1800億ドルであった(Palmer 00/2)。だが、とりわけ浮動性が高かったのはオフショア金融センターからの資金であった(山本 00/8)。そしてここでも投機は次第に土地と株式に集中した。このバブルのはじけは投機の失敗から始まり、多分に不安定な短期貸付の形で流入していた外国資金の逃げ出しが起こると、瞬時のう

ちに全域の通貨金融危機に広がった。この危機は、ミニバブル状況のロシア、ブラジルに、さらには日本、アメリカにまで波及した。

そしてその後、ちょうど入れ替わるように、本論文が主題とするアメリカの株式ブームが進んだのである。

このように振り返ってみると、世界各地に頻発したバブルが相互に無関係なものでなく、段階的特徴を共有し、入れ替わって次々に発生したものであることがわかっていく。

- ① いずれも単なる表層のバブルでなく、現実の資本の過剰蓄積、ファンダメンタルズの行き過ぎをベースに持っていた。
- ② それを世界各地に入れ替わるように発生させたのは、世界的な余剰資金の存在であるが、次第にそのスケールが大きくなり、それとともに投機の主要な対象も現実の資本の運動から浮いた土地と株式へと移っていった。
- ③ それとともに、バブルの破綻は、次第にパニック（恐慌）と呼ぶにふさわしい荒れた通貨金融危機を、そしてその後「失われた十年」と呼ばれるような長い深刻な不況を引き起こすようになっていく。

東アジアの通貨金融危機を特別視してそれを「21世紀型」金融危機と呼ぶ呼び方がIMFから広められた。これは、世界の余剰資金の激流を強調する点では誤りではない。しかし、世界の余剰資金の激流は実は1970年代から始まり、次第にその力を増してきたのであり、決して突然に生じたものではない。したがって、東アジアの通貨金融危機をそれ以前のものから切り離して特別視するのは適切でない。ましてこの言い方でファンダメンタルズの行き過ぎを曖昧にしまうようなことがあってはならないであろう。途上国の通貨危機の比較を試みたケイミンは、今回の東アジアの通貨金融危機が通常信じられている以上に以前のものと同通する性格を持っていることを明らかにしている（Kamin 99/6）。東アジアの通貨金融危機も1970年代以降のバブル資本主義の展開の1局面としてみてはじめてその性格を的確に理解することができよう。

表 5-3 世界の生産と貿易（年成長率）

（％）

	世界産出高	うち工業経済	移行過程にある経済	発展途上経済	世界貿易
1981-90	2.9	2.9	1.8	2.3	4.5
1991	1.0	1.1	-8.0	2.9	4.3
1992	1.8	1.8	-11.8	4.8	5.7
1993	1.4	0.9	-6.7	5.2	4.6
1994	3.0	2.8	-7.2	5.5	10.5
1995	2.7	2.3	-0.6	5.0	8.6
1996	3.5	3.1	-0.1	5.6	5.5
1997	3.4	3.0	2.2	5.4	9.2
1998	2.0	2.2	-0.7	1.6	3.3
1999	2.8	2.6	2.1	3.4	5.8
2000 <sup>1)</sup>	4.0	3.5	5.3	5.6	10.7

〔資料〕 U.N., *World Economic and Social Survey 2001*.

注 1) 推定。

ともあれ、このようなバブルとその崩壊、通貨金融危機その後の長い不況の頻発をとおして、世界市場における為替相場のいっそうの不安定化、ひいては部分的に為替管理の強化が避けられなかった。そしてそれは世界貿易と生産の発展に対して否定的な影響を及ぼさずにはいなかったといえよう。実際、1998年の世界の産出高の成長率は2.0%へ落ち、貿易の伸びも3.3%へ落ちた（表5-3）。

しかし、今日までのところ、世界の貿易と生産の成長は止まっていない。それどころか、ドル垂れ流しのプラス効果のほうをより大きく受けて、世界貿易は一段と増勢を増し、世界のGDPも1990年代初頭のかかなりの停滞からほぼ1980年代並みの成長率に回復した。

### 3. アメリカの発見した新しい資本蓄積方式

このバブル資本主義の段階の資本蓄積の核にあるのがアメリカである。

圧倒的な生産力と金準備を擁し、戦後世界の政治上軍事上の枠組みならびに通貨貿易上の枠組みを作り出したアメリカは、対外援助と海外軍事支

出をとおして気前のよいドル散布を行いつつ、戦後世界の異常な高成長をリードした。しかし、1970年代初頭、その資本蓄積は行き詰まり、インフレ・失業・国際収支赤字の三重苦に落ち込んだ。ニクソン以降の歴代大統領政権はそこから抜け出す方策を探し求めたが発見できなかった。不況と失業克服のために財政支出拡大や減税を行うと、インフレが勢いを増し、国際収支赤字がますます増大した。他国の「汚いフロート」を攻撃し、また他国の「不公正輸出」に対する報復措置を採っても、思うような成果は必ずしもあがらなかった。

ところが、そのアメリカが、1980年代にふたたび好調な資本蓄積が可能な新しい方式を発見した！

新しい蓄積方式とは、もっとも発達した金融市场を持つ基軸通貨国の条件をフルに活かして、高金利で世界の余剰資金を吸引し、それを前提に資本蓄積を進めるというものに他ならない。

インフレ対策としてウォーカー連邦準備理事会議長が踏み切った高金利政策が事の始まりであった。ケインズに対する反革命を唱えたマネタリストたちがそれを後押しした。戦後最も金利の低かった国アメリカはたちまち主要工業諸国の中でイギリスに次いで金利の高い国に変貌した(図4-1)。アメリカは自ら作りだした世界的な余剰資金の集配センターとなった。そして世界中から吸い寄せられた余剰資金は、財政の大赤字にもかかわらず、クラウディングアウトをおこすことなく、アメリカの資本蓄積に必要な資金を供給できることとなった。しかも、潤沢な外国資金の流入によって、経常収支赤字にもかかわらず、国際収支赤字を気にする必要も薄らいだ。これらの結果は、少なくとも当初は、多分にインフレ対策の思わざる結果であったといえる。

ただ、この蓄積方式には実は先行者があった。19世紀末からの斜陽化してゆくイギリスがそれであった。わずかな市場金利の上昇によって資金の流れをロンドン金融市场に向けることのできたイングランド銀行は、その公開市場操作の繰り返しによって慢性的な金準備不足を補いつづけたの

であった。

しかし、変動相場制下の今日では、ただ高金利であるというだけでは持続的な資金流入を確保することはできない。ドルが信認されてはじめて、ドル為替相場が安定あるいは上昇基調にあってはじめて外国資金は集中してくるのである。そこでレーガン政権のリーガン財務長官は「ドル高は国益」発言を繰り返し、通貨政策としてドル高を推進することになった。それまで「汚いフローと」によってドルが割高になることに神経質だったアメリカが、180度通貨政策を転換したわけである。これが新しい資本蓄積方式に不可欠の第二の条件であった。

1990年代に入って、クリントン政権はこの蓄積方式をいっそう自覚的に継承したといえる。政権初期にジャパン・バッシング、円高への圧力政策を試みた後に登場したルービン財務長官は、ふたたび「ドル高は国益」発言を基調とし、巧みにより緩やかなドル高基調を誘導した（森 01）。しかも、ゴア副大統領、ライシュ労働長官らのイニシヤティブでIT革命を軌道に乗せ、産業・労働構造の創造的破壊を大胆に推進しようとした。財政の大赤字で景気のでこ入れをしたレーガン政権当時とは異なり、アメリカは世界に先駆けて急速に発展する新産業を手中にしたのである。ここにアメリカの新しい蓄積方式は、産業的実質という貴重な第三の条件を手に入れたといえることができる。しかもさらに、その好調な資本蓄積をベースに積年の財政赤字問題を解決する見通しである。

だが、アメリカのこの新しい蓄積方式には、大きな問題が潜んでいるといわなければならない。

第一に、巨額の経常収支赤字の累積である。果たしてドルはいつまで信用を維持しつづけられるのか？

これまでのところ、一度だけ、1985年に、割高になりすぎたドルによって打撃を受けた産業界からの不満の声が高まったため、アメリカ政府は主要国政府、通貨当局との合意（プラザ合意）の下に、協力を仰いで、ドル相場を暴落を避けながら緩やかに下げる政策に転換した。ここに将来起こ

りうる事態の一つが垣間見えている。

ただ、アメリカ政府はこのとき、ドル相場がいったん下がり始めたときに歯止めが利かなくなる危険を感じてはいた。しかし、政策転換に踏み切った理由はいくまで国内利害の調整であった(田所 01 218-222)。周りの諸国はサミットやG7の会合のたびにアメリカに金融節度を要求するが、アメリカは聞き入れない。そして周りの国々は、基軸通貨ドルを決済通貨として使用し、準備として保有する以上、結局損失を避けるためにドルを支えるしかない。それで外国資金はアメリカに吸引されつづけ、アメリカ国際収支はバランスを保ちつづけている。こういう構図がこのところずっと繰り返されている。そうである限り、アメリカとしては、何ら不都合はないわけである。年々数千億ドルの商品およびサービスを実質上不払いで取得して消費することができ、しかも基軸通貨ドルの相場は相対的にもっとも安定しているのであるから。増加しつづける対外利払いの負担がこのメリットを帳消しにするほどの重荷になったとき、はじめてアメリカは金融節度について真剣に反省せざるを得なくなろう。しかし、まだそれははるかに先のことである。

だが、第二に、アメリカではなく、周りの国々がそれでは保たなくなり始めている。

余剰ドル漬けになった国々では、自力ではそれだけの余裕がなくても海外から余剰資金を呼び込んだ国をふくめて、次々にバブルが発生し、その過程で市場取引にかかわる、ひいては社会生活全般にわたるモラルの崩壊を引き起こした。その挙句、通貨金融危機で金融市場に深刻な傷を受け、容易に返済することができないほどの対外債務の重荷を背負い込んでしまう。しかも、外国為替相場の乱高下を招き、安定的な貿易取引関係を打ち壊してしまう。

このような事態に直面し、周りの国々は、いまや自衛的に、安定的な貿易関係を維持確保するための安定的な通貨関係の構築を迫られ始めている。地域経済統合の推進あるいはその模索の動きがそれである。統合を進めて

きた EU は 1999 年からユーロによる通貨統合の段階に入っているが、ユーロは世界経済の現状から新たな意味を与えられているといえよう。東アジアにおけるマハティール首相の提唱も、その実現には大変な難路が待ち構えているとはいえ、同じ方向を向いている。

ますます荒ぶるバブル資本主義の段階からの脱出は、大きな目で見ても、これら地域経済統合の進展の成否にかかっているように思われる。

## VI 株式ブームの行方

アメリカを世界の中に位置付ける分析に手間取っている間に、アメリカのバブルははじけ、すでにどうやら不況へと進み始めた。

したがって、当初予定したところを若干変更して最後のまとめとしよう。

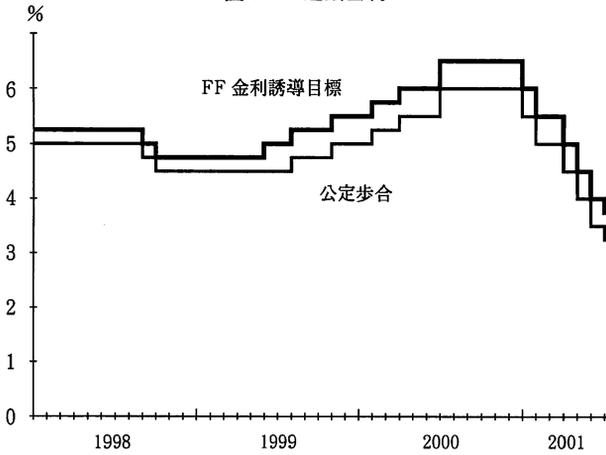
### 1. 株式ブームの反転

#### (1) 連銀の金融引締め

連邦準備理事会は、1999年5月17日、インフレ懸念から金融引締め姿勢に転換し、6月30日、8月24日、11月16日と利上げを行い、LTCM救済前の水準に戻し、さらに2000年2月2日、3月21日、5月16日と、利上げを続けた。都合6回の利上げによって、公定歩合は4.5%から6.0%へ、FF金利は4.75%から6.5%へ上昇した(図6-1)。これに加え、グリーンズパン議長は株価の過熱について幾度となく警告を繰り返した。2000年1月14日には「これから10年後に振り返ればバブルかもしれない」と発言した(WSJ 00/1/15)。

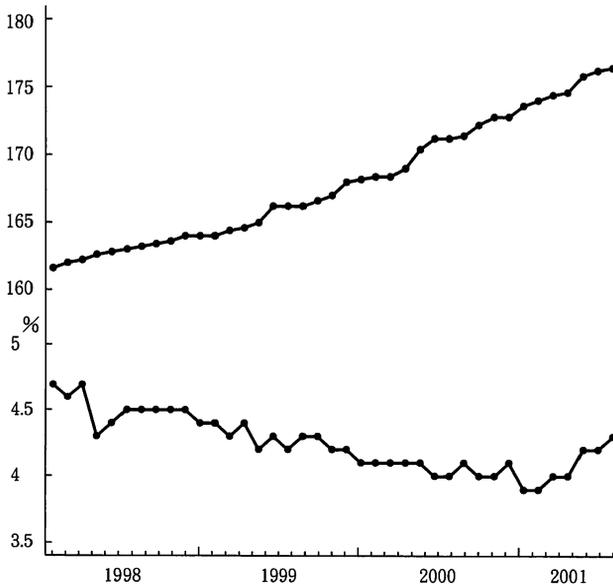
利上げ判断を促した失業率と消費者物価指数の動きは、この間図6-2のようにデリケートなものであった。しかし、1999年5月には、失業率はすでにNAIRUを下回っていると思われるのに、労働需給は一段とタイトになる気配であり、また消費者物価上昇率も上向きかけていたといえる。

図 6-1 連銀金利



[資料] *Federal Reserve Bulletin.*

図 6-2 消費者物価指数と失業率

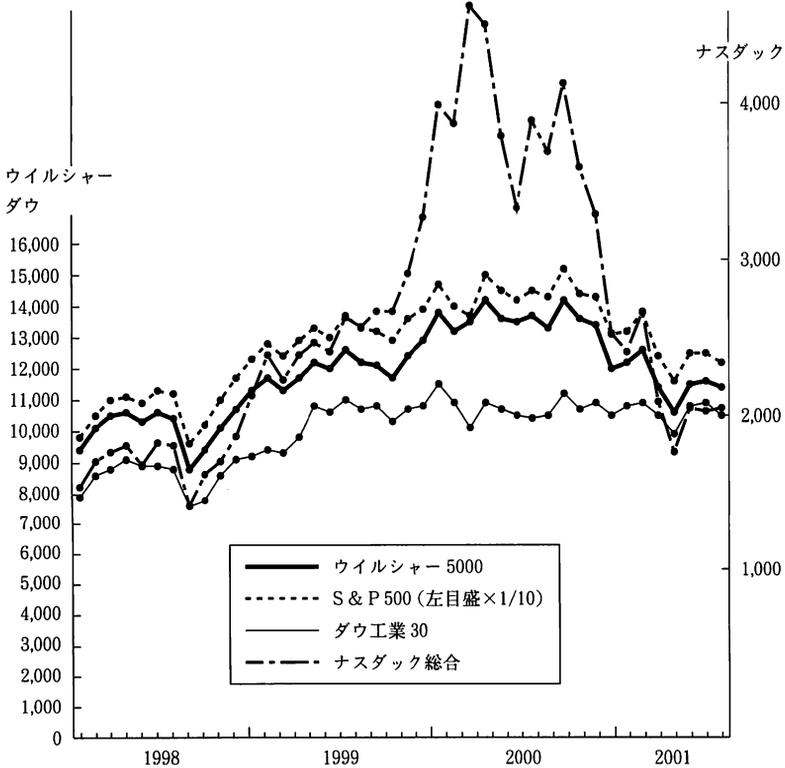


[資料] *Survey of Current Business.*

## (2) 株価の反転

連邦準備理事会の意に反して、株価は小幅の利上げのたびに安堵感から上昇を繰り返した。そして1999年10～12月に狂騰したわけである。だが、ようやく2000年2月2日の利上げ以降一般株は下落に転じた。そのなかでハイテク中心のナスダック総合指数がなおも上昇を続け、二極分化が一段と鮮明になった。しかし、そのナスダック総合指数も、3月21日の利上げ直後に大幅な下落へと転じた。97年初頭以降の株価の異常な急騰につき終止符が打たれた(図6-3)。

図6-3 株価の反転



[資料] ドイツ・信託銀行。

春の株価の下落は、ハイテク株ですさまじいものとなった。このときには一般株はかなり持ちこたえ、夏には最高値近辺に盛り返した。しかし、秋からのいっそう激しいハイテク株の下落には一般株も同調して下げた。

ウォールストリート・ジャーナルの2000年市場レビュー(WSJ 01/1/2)によれば、「昨年のハイテクおよびインターネット株の大虐殺は過去100年で最大の金融マニアに終止符を打った。」ナスダック総合指数は2000年中に39.3%下落して、99年の86%上昇のほとんどを失った。ピークからの下げは54%で、3.3兆ドルに達した。これはアメリカ中の住宅の1/3が海中に消えてしまったと同じ効果を持つ。しかし、S&P 500は10.1%の下落で、1977年以来最悪とはいえ、ハイテク株を除くと4.3%の下落にとどまった。もともと99年の上昇もハイテク株を除くと3.3%だったのである。ダウ工業30種も6.2%の下落で、ピークからの下げは16%と経験則上の弱気相場(ピークから20%以上下落した場合)への転落にはいたらなかった。S&P 500もダウ工業30も1995年から1999年に掛けて株価が3倍になる中で得たものの1/6を失ったに過ぎなかった。

この時点では、1973~74年当時とは異なり、「全市場を滅ぼすことなしに過剰の清算をやってのけることを証明した」と強気のコメントをすることが可能であった。「市場は弱気へ転じたというよりバブルをしぼませた」というわけである。

しかし、2001年に入っても全面的な下げが続いた。「惨めな第I四半期の後多くの強気連中が早期の回復の望みを失った。」(WSJ 01/4/2)

ナスダック総合はさらに26%近く落ち(ピークからは64%下げ)、ダウ工業30も8.4%落ちて10,000の大台を割り込んだ。それでもピークからの下げ幅は3月22日に19.9%で辛うじて弱気領域へ踏み込む寸前でとどまった。だが、「2000年にはまだ上げる株もあって避難所があったが、もうそれも見当たらなくなった。」

第II四半期には、連銀利下げの効き目があって、4四半期連続の下げの後S&P 500もウイリシャー5000もダウ工業30もともに5%以上の回

復を記録，ナスダック総合は17%戻した。ハイテク株，インターネット株に大きな戻しがあったのである（WSJ 01/7/2）。しかし，6月に入るとハイテク大手の業績下方修正があいついで，株の先安観がふたたび強まってきた（日経 01/6/16，7/11）。

### (3) ファンダメンタルズの悪化

連銀の利上げと株価の急落は，6～9ヶ月を経て経済の実体の悪化を導いた。

2000年の初めまで好調に伸びつづけた個人消費支出は，第Ⅱ四半期から減速した。伸びは5%台から3%そこそこへ落ちた。ローン金利に敏感な耐久財，中でも乗用車の売上げは第Ⅰ四半期にピークを記録した後，第Ⅱ，第Ⅳ四半期にマイナスに転じた。メーカーがリベートやローンの好条件などのインセンティブを提供したにもかかわらずである。在庫率も悪化した（Morris 01/2）。第Ⅱ，Ⅳ四半期にマイナスに転じた。

2000年10月に消費者信頼感が落ち始め，小売売上高の伸びが同時に減速し始めた（WSJ 00/11/1，3）。消費者信頼感，2001年3月，1993年以来最低の水準に落ちた（WSJ 01/4/13）。

実質GDPは2000年第Ⅲ四半期からはっきり減速に転じた。第Ⅲ四半期は年率2.2%，第Ⅳ四半期は1.0%，2001年第Ⅰ四半期は2.0%となった。

製造業の生産は2000年10月からマイナスに転じ，2001年6月まで9ヶ月連続マイナスを記録した。設備稼働率は低下をつづけ，2001年6月末には1983年以来最低の77%へ落ちこんだ。

非金融会社，特に製造業部門の会社の利潤は2000年第3四半期から減益に転じた。

GM，ダイムラー・クライスラーなど自動車メーカーの業績はいち早く2000年第Ⅲ四半期から減益に転じた（WSJ 00/10/13，27）。それでもまだ例外的だった企業の減益・企業業績予想の下方修正が2000年12月から目だって増えだし，中でもアップル，インテル，コンパックなど株式ブー

ムを引っ張ってきたハイテク企業の期待はずれの第IV四半期業績予想が注目を集めた(WSJ 00/12/6, 8, 13)。マイクロソフトも10年来はじめて売上げと利益が業績予想を下回るだろうと警告しなければならなかった(WSJ 00/12/15)。その後には悪化した業績の確定が続いた。主要なアナリストたちの予想では、米上場ハイテク83社の業績は2001年第II、III四半期とも前年同期を5割を超えて割りこむ減益となる見通しである(日経01/7/8)。

GM、フォード、ダイムラー・クライスラーはそろって2000年11月から減産を強化し(WSJ 00/11/17)、次いでリストラ策発表へ向かった(WSJ 00/12/12, 13, 20)。

年が明けると、レイオフと解雇の波が続いた。主なものを拾っておくと、AOL・タイムワーナーが2000人以上の解雇プラン、ワールド・コムが10~15%のレイオフ、クライスラーが自動車産業最大の人員削減、デルもレイオフ、コンパックはフルタイム労働者の7%カット、P&Gは10~20%の仕事のカット、アイワの工場閉鎖、エリクソン、ノキアのレイオフ、モルガン・スタンレーの1000人カット、コダック4%レイオフ、HP 3000人の仕事のカットなどである。(WSJ 00/1/24, 26, 30, 2/9, 3/16, 21, 27, 28, 4/4, 18, 19) 2000年1月末までにすでに企業全体で130万人のカットが行われたと見られる(日経01/1/31)。

労働需給は緩和へ向かい、失業率は2000年11月から上がり始めた(図6-2)。3月には連邦準備理事会がハイテク労働者の不足にも緩和が始まったと確認した(WSJ 01/3/8)。

#### (4) ブームを牽引したM&A, IPOの減衰

「2000年のスタートゲイトを全速力で駆け出したM&Aは、ゴールを早足で横切った。」(WSJ 01/1) 年間のM&A件数は世界で7.4%増えたが、アメリカでは10,754件で、3.5%減った。金額では、1.83兆ドルで16.5%増えた。「市場の気絶が、M&Aの灼熱のスタートを止めてしまい、」

年がすすむにつれ、取引のペースが相当落ちたのである。敵対的買収の成功率も目立って落ちた。それにすでに行われた大型 M & A の結果が思わしくなく、CEO の信認が問題となるケースが表面化してきた (WSJ 01/1/2)。2001 年に入ると M & A 活動の減衰はいっそう明らかになり、第 II 四半期には前年同期比 40% もの減少となった。レヴァレッジド・パイアウト LBO も銀行からも債券市場からも資金調達が困難となって落ち込んだ。「株価下落とともに活動が縮小してしまったので、もはや通信・メディア・ハイテク部門における合併の大波の再来を期待する向きは少ない。」(WSJ 01/7/2)。なお、世界全体の M & A も 2001 年の前半に件数で前年同期から 25% 減、金額で 53% 減となった (WSJ 01/7/18)。

ヨーロッパからアメリカへ向かった M & A 資金は 2000 年 7~11 月半ばで 1277 億ドル、つまり年率 5000 億ドルにものぼったので (植野 00/12)、M & A の減衰は当然アメリカをめぐる資金の流れに大きな変化をもたらしたといえる。

他方、新規株式公開 IPO 市場は 2000 年をとおして一進一退を繰り返した。「初日の上出来、市場が引けた後での取引への殺到、なんでもゴーゴー気分の 1999 年」からは様変わりだった。もっとも IPO ヒステリーは納まったが、ウォールストリートの最大の金作りマシンの一つが閉じてしまったわけではない。1999 年には 547 件の IPO が 688 億ドルを集めたのに、2000 年には 452 件の IPO が 806 億ドルを集めたからである。しかし、第 IV 四半期にはペースが落ち、また 100 の会社が公開を中止した (WSJ 01/1/2)。2001 年に入ると、公開を支えてきたベンチャーキャピタル自身が大きな資産の損失と苦闘しなければならず、彼らのドットコム投資の価値評価を下方修正し始めた。変化はドラスチックで、ベンチャーキャピタルは一年前の 1 割ほどしか資金を調達できなくなった。企業家とベンチャーキャピタルとの力関係は決定的にベンチャーキャピタルの側に傾いた。しかし、ベンチャーファンドの多くが消え去る運命にあると見られる (WSJ 01/7/2)。

今日 1200 を数えるようになったヴェンチャーファンドは、アメリカ国内だけで 5380 の企業に 1030 億ドルを注ぎこんだ。1999 年には 165.3%、2000 年には 37.5% の収益をあげてきたが、2000 年の第 IV 四半期以降赤字に転落した。集計がはじめられた 1970 年以来最初の下降の年を迎えようとしている（WSJ 01/7/18）。

全体としての非金融会社の新証券の発行も、債券が 2000 年はじめから著しい減少に転じ、株式も 2000 年後半期に減少に転じた。株式投信へ流入する資金は 2001 年 2 月、3 月とマイナスを記録した（日経 01/6/3）。社債の債務不履行も 2001 年第 I 四半期に急増した（日経 01/4/11）。

この間銀行の不良債権が急増し、銀行は 10 年来という融資条件の厳格化に踏み切った。危険な借り手には高い金利が科せられた（WSJ 01/1/17, 2/6）。

2000 年 1～9 月に 19 件だったコマーシャルペーパーの格下げが、10～12 月には 20 件も発生した（Economist 00/12/16）。地域通信企業の 80% が来年までにつぶれるだろうとの予想が発表された（WSJ 01/3/28）。

2001 年 1～3 月には信用不安が起こってきたといえる。

こうした中で民間固定投資は 2000 年第 III 四半期から減速し、第 IV 四半期にはマイナスに転じた。特に設備およびソフトウェアへの投資の減少が目立った。

#### (5) 下支えする個人消費

しかしこれまでのところ、減速したとはいえ個人消費が年率 3% こそこの伸びを保って、景気の下支えとなっている。

したがってなおこの時点までに景気後退と公式に認定することになる実質 GDP の二期連続の減少はもちろん、一期のみの減少さえ生じていない。実質 GDP の成長率は、2000 年第 III 四半期から減速したが、第 IV 四半期に年率 1.0%、2001 年第 I 四半期に 2.0% を維持している。

だが、この堅調な個人消費には大きな問題が表面化してきている。

この間賃金および俸給を主とする個人所得は、当然のことながら伸びが著しく鈍り、横ばいに近づいている。にもかかわらず、個人消費は3%の伸びを続けているわけで、家計の貯蓄率は2000年7月以降マイナスに転じ、その幅を広げつつある。2000年8月までは株価上昇のキャピタルゲインあるいは想像上のキャピタルゲインのおかげで財布の紐が緩んだと理解できよう。それ以降になるとこの説明は難しい。バブルは去ったのに、家計はなおそのままの気分と消費行動様式を維持しつづけている！

この結果、当然のことながら、2000年中には9.8%も伸びた家計の消費者信用債務残高は2001年第I四半期に1兆6054億ドルと過去最高を記録した。M. マキは、調査にもとづいて、消費者信用残高の増加は、通常考えられるように将来の家計消費減を生むのではなく、将来の家計消費増と結びつくと結論づける。しかし、彼も、高い債務負担比率は借入れが前提とする将来所得の期待が高すぎる場合にのみ問題とみなされるべきであると認める (Maki 00/2)。そして今こそその時なのである。

1990年代に入ってマイホーム志向の強まりを背景に延びつづけた住宅抵当債務残高も、2001年第I四半期に5.1兆ドルと過去最高を記録した。

すでに消費者は、支出の14%を債務の元利払いに充てるようになっている (WSJ 01/7/19)。

2000年にすでに激増して130万人に達した個人破産は、2001年第I四半期に前年同期比17%増となった (日経 01/6/2)。

## 2. バブルの運命

### (1) 二重構造をもったバブル

バブルが終わった今、(上)で行ったバブルの分析を若干補正してもう一度バブルの全体像を要約しておこう。

#### ① 株価水準は、戦後のアメリカが経験したことの無いものであった。

S & P 500 指数についてみた株価収益率は、戦後わずかに二度だけ、ごく短い期間20倍を超えたことがあっただけで、1960年代の好況期間

中も15～19倍の水準にあったが、1990年代には94年の14倍から99年春の24倍へ一気に跳ね上がった。株価を理論株価で割った株価／利潤の資本還元価格——これは長期利子率をも加えている点でバブル度を診断するのに株価収益率以上に適切と思われる——は、1960年代にはやっと1を超える程度であったのに、1990年代には95年の1から99年の2へと跳ね上がった(図3-1)。

現実を説明しようとして後追いし、株価の公式を精緻に工夫した現代株価理論は、皮肉なことに、かえってバブル化した現実を見ることができなくなってしまっていたのである。

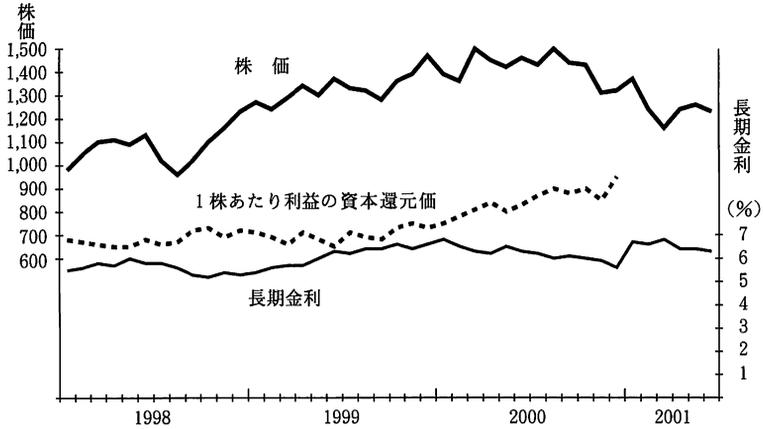
なお、インターネット関連株などは創業して企業収益がまだ赤字のうちから株価がとんでもない上昇を続けたので、こうした基準で測ること自体ができなかった。

② この異常な株価をもたらしたレヴァレッジの金融的仕掛けは、ニューヨーク証券取引所の古典的なブローカーズ・ローンで2000年3月のピーク時に2800億ドル、1999年1.2兆ドルにのぼったM&Aの7割が社債発行による借入れやプライベートエクイティ・ファンドの株購入による資金調達に依存しているとして8400億ドル、それに自己資本総額3000億ドルを超えるヘッジファンドの資金の1/4がアメリカ株関係に向けられたとして800億ドルなど、合計して1兆ドルを軽く超えた。M&Aにはさまざまな方式があり、したがってこれらの資金が株価に与えた影響も一様ではなかったはずだが、ともあれこの合計はアメリカ全会社の株式の時価総額の6%以上、また全商業銀行貸出の25%、GDPの13%に達していた。

③ そして、アメリカのバブルは二重の構造をもっていたといえる。

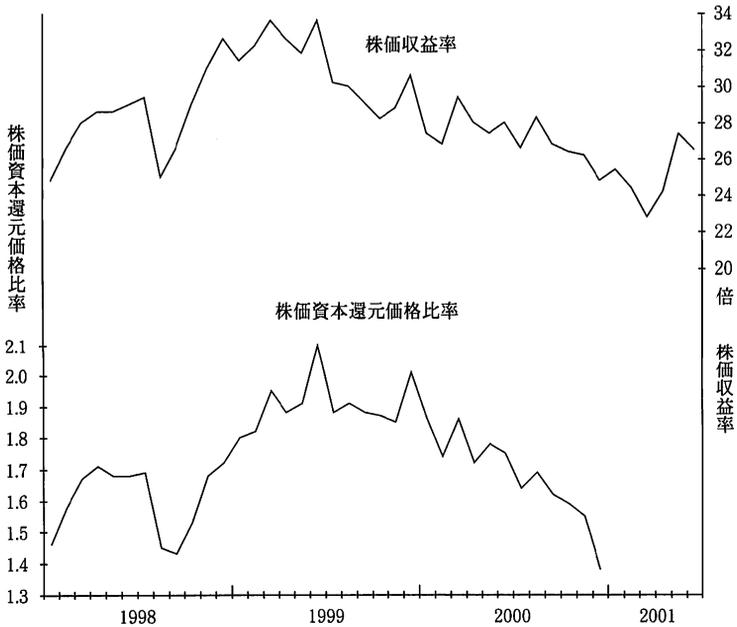
その日暮らしの投機の要素は比較的抑えられ、ほぼハイテク、インターネット関連株などに限られていた。新しく拓けた巨大な可能性、しかし誰も確かでない可能性を背景に、この分野では、まだ赤字を続ける会社の株にとんでもない高値がつくなど、一攫千金を夢見た投機

図 6-4 株価と株価資本還元価格比率 (S & P 500)



〔資料〕 ドイツェ信託銀行。

図 6-5 株価収益率と株価資本還元価格比率 (S & P 500)



〔資料〕 ドイツェ信託銀行。

取引が、ナスダックの取引高がニューヨーク証券取引所の取引高をはるかにしのぐほどに、恐ろしい規模に膨れ上がった。ITバブルと呼ばれる所以である。しかし、バブルはその範囲に限定されたわけでは決してない。既存の産業が多かれ少なかれIT革命の影響を受け、これまで縁の薄かった異業種間を大胆に結ぶM & A、それにベンチャーキャピタルの株式公開の大波、しかもそのグローバルな展開が、巨額の資金を呼び込み、結果的に株価を異常に押し上げる大きな梃子の役割を演じた。株式ブーム全体がこうしてバブル化していたわけである。

## (2) まずITバブルははじけたが……

ユーフォリアによって株価がファンダメンタルズから遊離して上昇したバブルであった以上、破裂してしぼむのは当然のことであった。

狭義のITバブルはいち早くはじけた。しかし、株式市場全体は、派手な急落を見ることなく何とかこれまで持ちこたえた。2001年の第I四半期に、ようやく高値から20%程度落ちたにとどまった(図6-4, 図6-5)。

しかし株式ブームの中で家計と企業への資産効果が大きかった分、はじけた後の逆資産効果も大きいはずである。だがそれはいまだ表面化していない。堅調な個人消費の性格を見たり、企業業績の一段の悪化予想を聞くと、果たしてこれで収まるかどうか？

## 3. ハード・ランディングかソフト・ランディングか？

株式ブームのバブル化が問題になり始めて以降、アメリカではブームがソフト・ランディングできるか、それともハード・ランディングが避けられないのかについて果てることのない議論が戦わされてきた。

ソフト説がほぼ共通に根拠としてあげてきたのは、①今日のアメリカ経済はもはや1929年のアメリカ経済と同じではないということ、②アメリカ経済の実体が健全であること、それに③グリーンスパン議長の率いるFRBの金融政策が適切に対処してくれるであろうということである。

われわれはここで問題を三つの次元に分けてみておくことにしよう。

三つの次元とは、イ) 株価暴落→金融危機の有無、ロ) そこまで行かなくとも、景気後退 recession あるいはジグラー循環的な不況 depression が訪れるのかどうか、ハ) 長期的なトレンド、である。

### (1) 株価暴落→金融危機の危険

株価の暴落から金融危機への展開があれば、1929年型の累積的悪化を引き起こす可能性が高い。しかし、それは、直接の投機にどこまで信用が資金を供給しているかに左右される度合いが大きい。今回のニューヨーク証券取引所のブローカーズ・ローンのGDPや全商業銀行貸付に対する相対的規模は、すでにブラックマンデー当時をしのぐ水準に達しているが、それでもなお1929年のその1/3程度である。それに1929年当時とは異なり、銀行の事業会社株式の保有は禁止されている。その意味では、株式恐慌、すなわち株価暴落とそれに相互促進的な証券担保信用の崩壊という事態は必至ではなく、それが仮に起きても銀行信用全体を危機に陥れることは避けられる可能性がかなり高い。それに今回はブッシュ新政権の大型減税と連邦準備理事会の立て続けの金融緩和措置によって不安心理の高まりによる収縮の相乗的悪化、悪循環を予防する政策がすでに実施に移されている。1929年当時のような累積的悪化を少なくとも最も危険の大きい最初の段階では食い止めたといっておく。

ただし、たった2日で22%急落したブラックマンデーの経験、それにすさまじいレヴァレッジを利かしてオフバランス取引を膨れ上がらせたLTCM倒産の危機という直近の経験がある。前者については、プログラム・トレーディングの処理スピードを遅くする措置がとられているが、後者についてはなお有効な対策が講じられたとはいえない。すでに下落し始めてから1年以上が経過しているが、かつてそうであったように、国際金融協調が乱れ、欧日の金利上昇からアメリカが不可欠としている海外資金の流入についての不安が表面化すると、PER、利潤の資本還元価格から

見ればなお現実の株価が相当高すぎるだけに、暴落の再現，そしてそれを機とする金融危機への引火がないとはなおいい切れない。

## (2) 景気後退あるいは不況は？

そこまでドラマティックな展開をとらなくとも、景気後退 recession あるいは不況 depression は避けられないのかどうか。ソフト・ランディング論が本来狙っているのは、この景気後退あるいは不況を避けるということである。グリーンSPAN議長もまさにこの点を意識している(Woodward 00 訳 167～)。

しかし、そもそものソフト・ランディング論には、景気後退に陥らないように連銀が予防的に利上げに踏み切り景気過熱を防ぐという前提がついていたことを忘れてはならない。株価暴落を恐れつつ小出しに行われたグリーンSPANの利上げが予防的に効果をあげたとはとてもいえない。なるほど失業率や消費者物価上昇率などファンダメンタルズに甚だしい過熱、行き過ぎは必ずしも現れていなかった。しかし、バブルと化した株式ブームの行き過ぎは、その巨大な資産効果によって資本の過剰蓄積や家計や企業の債務比率の危険な上昇を覆い隠してしまっているのである。

これだけ長期にわたる好況のあとには景気後退あるいは不況は必至である。しかも、今日のアメリカの景気分析はなおざりにしているが、アメリカ景気の分析にジュグラー循環の常識は今日でも有効である(篠原 01)。IT革命やジャストインタイムによって在庫循環の波を大いに弱めることはできても、設備投資循環を消してしまうことはできない。それどころか、バブル化した株式ブームが作り出した過剰資本の規模は通常の循環以上に大きい。

## (3) バブル分析に不可欠な長期トレンド分析

最後に、長期トレンドについて。

これだけのバブル化した株式ブームを単に中期のジュグラー循環の物差

して計るだけでいいのか、が問題である。

この判断に参考となるのが、株式大ブームの後の長期トレンドの歴史的経験である。

『根拠なき熱狂』の著者シラーは、ニューヨーク証券取引所株価（S & P 2000）の130年間にわたる長期の動きを総括して、四つの大株式ブームの波を検出している。実質S & P 2000 株価指数を10年移動平均の実質収益で除した株価収益率の山は、1901年6月、1929年9月、1966年1月、そして2000年1月（シラーの著作が利用できた限りでは）であった。先行する三つの株式ブームは、1929年の急騰急落型と1901年、1966年の緩やか上昇緩やか下落型とに二分されるが、双方に共通して、①ブームの高い株価収益率のあとには、いずれも15年もの長期にわたって株式市場の実質リターン（配当込み）が振るわないのが鉄則で、②実質株価収益率もそれぞれ20年、14年、16年の長期にわたって振るわず、③実質株価はピーク時からそれぞれ67%、81%、56%を失い、その後それぞれ20年、29年、25年間ピークの水準へは戻らなかった（Shiller 00 3～11）。実質株価収益率と実質株価の不振の期間が通常のジュグラー循環における不況の期間を意味するわけではない。しかし、大株式ブームが作り出す大きな波の下降局面を示しているのである。

今回の株式ブームは過去の二つの型の中ではどう見ても急騰急落型に近いが、実際にそうなるかどうかはともかく、実質株価のこのような長期の下降トレンドに落ち込む確率は著しく高いというべきであろう。数十年に一度というバブル化した異常な株式ブームは、それにふさわしい物差しで計って分析しなければならない。目先のことに集中したハード・ランディングかソフト・ランディングかの議論に欠けているのは、実はこの視点なのである。

これまでのところ一般株価の落ち込みが比較的軽微で、また個人消費も堅調で下支え役を果たしているが、これらについては連邦準備理事会、特にグリーンズパン議長への信頼と彼らのそれに応える行動を見る必要がある。

だが、ファンダメンタルズが健全と見えても、実は株価上昇の資産効果によって隠蔽されている部分が多い。株式ブームによって過剰資本の規模はいちじるしく大きくなっている。問題はそれだけではない。家計と企業の膨らんだ債務は株価が下落した後に重い負担となつてのしかかてこざるを得ない。家計も企業も、エコノミスト誌が指摘するように (Economist 01/1/27), まさに「債務の罫」にはまっているのである。このように見るなら、今回のバブル化した異常な株式ブームが長期にわたる調整期間を必要とすることはまず間違いない。

#### 4. 連邦準備理事会の判断と手法

さて、これからの調整過程に連邦準備理事会、特にグリーンズパン議長  
の金融政策の手腕がどれほどの働きを見せるのであろうか。

##### (1) グリーンズパン神話

グリーンズパン議長の過去の実績にはきわめて高い評価が与えられており、今後の金融政策へも高い期待が寄せられている。連邦準備理事会議長の評判がこれほど高まったことは過去にあるまい。マネタリストたちが批判してやまない1929年大恐慌当時の前任者たちとはまさに好対照である。

グリーンズパン議長への高い評価は、主にふたつの危機乗り切りの実績と1994～95年の予防的金融引締めによる軟着陸の成功の実績に基づいている。危機乗り切りのひとつは、就任早々の1987年、インフレ懸念から利上げして間もなく突発したブラックマンデーの株価暴落に対して、続けざまの利下げと金融緩和措置によって疑心暗鬼からの市場の急収縮を食い止めたこと。もうひとつは、1998年、外国債券市場の波乱によって破綻しかけたLTCMに対しニューヨークの大銀行と投資銀行による救済の組織化に動き、同時に連続的な利下げを行って市場の動揺と株価の急落を最小限に食い止めたこと。確かに、これらの行動は好況に終止符が打たれるのを救ったといえる。また、1994～95年の予防的金融引締めも息の長い、

結果的に最長の好況をもたらすのにあずかって力があつた、と認められる。

しかし、ここから金融政策がいつでも不況に落ち込むのを救ってくれると期待するとしたら、それはグリーンズパン神話としか言いようがない。

金融危機のいずれの時期にも資本蓄積が限界まで登りつめておらず、まだ若干にせよ余裕を残す状態にあった。すなわち金融政策が好況の中断を回避できる状況にあったわけである。また、予防的金融引締め時期は、設備投資の増加率やその GDP 比率から見て、いまだ本格的なジューグラー循環の設備投資ブームが来たとはいえない時点にあった。ところが、皮肉なことに、好況を救ったことによって資本蓄積はいよいよ限界まで進み、株式ブームは一層はなはだしくバブル化してしまった。実態の加熱、そして現在もお隠された過剰債務を指摘して、局面の相違を強調してやまないのがエコノミスト誌である (Economist 01/2/3)。ニューヨーク・タイムズも消費への逆資産効果と巨額の設備投資支出をあげ、グリーンズパン議長がまるで違う課題に直面していることを指摘している (NYT 01/1/2)。

ともあれ、LTCM 救済後の連邦準備理事会の金融政策の舵取りは苦悩の連続であったといえる。連邦準備理事会は制度上株価を金融政策の直接の操作対象としていないが、異常なバブルが膨らんでゆく株式市場が景気の焦点であることは誰の目にも明らかであった。しかし、バブルはその性格上ちょっとしたショックではじけてしまう。暴落の引き金は引きたくない。ということで、連邦準備理事会は、あくまでインフレ懸念を大義名分に、実に慎重な小刻みな利上げを採用した。しかも利上げのたびに金融政策の姿勢を中立に戻すという措置まで採って。そして機会あるたびに株価の過熱に警告を発した。この全体がまさにグリーンズパン流であった。しかし、このようなやり方は確かに市場にショックを与えることはなかったが、市場に動きを読まれてしまう結果を招いた。99年5月17日の引き締め姿勢への転換発表以来00年2月2日までの4回の利上げの当日株式市場は安堵感から値を上げたのであった。そして99年最後の3ヶ月が株価の狂騰した期間であった。連邦準備理事会は無力であった。とても管理で

きているとはいえなかった。

## (2) 連銀の金融緩和

さて、5、6回目の利上げによってようやくインフレ圧力の沈静と株価の反転がもたらされたが、通貨当局としては何よりもまずバブルの収束、そして行過ぎた景気の沈静化を確定しなければならない。これは1987年や1998年の突発的な市場の混乱への対処とは根本的に異なる課題である。機敏に予防的に動けばよいというわけにはいかない。

連邦準備理事会は、最後の利上げから7ヵ月動かず、様子を見た。そして2000年12月19日、金融緩和の方向への政策転換を発表し、1月3日、1月31日、3月20日、4月18日、5月15日、そして6月27日と6回にわたる利下げを矢継ぎ早に実行した(図6-1)。

だが、この行動は市場の失望を買った。政策転換の発表だけという日以来、利下げを行っても株式市場は失望から値を下げた。行動が遅い、というのである。グリーンSPAN神話にかけりが生じてきた。そこで緊急利下げが必要となった。緊急利下げを行った1月3日、4月18日だけは例外で、株価は大きく上昇した。そして4、5月のかなりの回復は明らかに連銀の利下げによるところが大きかったといえる。

しかし、そもそも市場の要求は無理というものであろう。金融政策で景気循環をならしてしまおうというのは、ITで景気循環を克服したというニューエコノミー論と同類の幻想に過ぎない。長く続いた好況の結果企業の資本蓄積に問題を生じたとすれば、リストラその他の企業努力によって過剰資本(過剰在庫と過剰設備)を整理し業績を回復するまで一定の期間が必要である。その意味での不況は避けられない。戦後アメリカのジュグラー循環では、これまで3~4年の期間が必要であった。今回の好況がバブルによって強力に牽引されたことからすれば、過剰資本の整理にいっそう長い期間を要するであろう。その上バブルの後に企業および家計を襲う逆資産効果、それに長く尾を引く企業および家計の債務の重荷を考慮しなけれ

ばならない。それらは家計の消費性向を低下させ、企業の資本蓄積に困難な条件を課すであろう。さらに、株式市場にいったん大火傷した個人投資家の資金は容易に戻ってはこないだろう。金融政策にこれらを相殺してしまうような力はとてもない。金融政策は再び馬が水を飲みたくなるまで基本的には待つしかないのである。

むしろ冷静に株価水準や個人消費動向を見るなら、神話にかげりの出たグリーンスパン議長は、あせって時期尚早に金融緩和を進めている可能性が高い。すでにエコノミスト誌はその角度から緊急利下げを論評し、グリーンスパン議長を「注意深さを失った中央銀行家」と呼んでいる。(Economist 00/12/9; 01/1/6; 2/3) しかし、必要な調整を厳しく迫るのでなく、甘く対応すれば、かえって過剰資本の整理、不良債権の処理を遅らせることになるのは自明である。

## 5. ドルの信認

この過剰資本の整理、不良債権の処理と新しい蓄積条件を準備する不況過程において、ドルの信認が揺らぐことはないのか？

第一に、経常収支赤字が激増して、2000年に4000億ドルを越えている。これが今後なお増えつづけるとすれば、ドルの信認は保たないだろう。とはいえ、抜本的な解決策の見通しはまったく立たない。それに市場的対策が採られるとすると、対策そのものが引き締め効果を及ぼして、アメリカの不況からの脱出に逆行することになるし、そればかりか世界貿易全体にも重大な収縮圧力となるであろう。大本のところで手が打てないのである。

第二に、アメリカ株価が反転してからアメリカ株へと流入する外国株式投信の資金の流れは目立って細っている。ただ現在ではアメリカ政府のドル高政策は信頼されており、アメリカ株へ向かわなくなった外国資金はアメリカの債券市場へと向きを変えているだけだ。しかし、連邦準備理事会の矢継ぎ早の利下げによってアメリカと他の諸国との実質金利格差は縮小している。それで果たしてアメリカは経常収支赤字をカバーするのに必

要な外国資金の流入を確保しつつつけられるのかどうか。これまでのところ、ヨーロッパ中央銀行は連邦準備理事会とほぼ歩調を合わせて利下げを行ってきており、日銀も再びゼロ金利政策へ回帰した。当面ドル高政策を外から脅かす動きは見られない。ユーロ発足は、リンク通貨としてのドルの役割を一義的に引き下げることはない。その将来は今後のユーロ管理如何に懸かっている (McCauley 97/11)。そしてユーロは、ヨーロッパ諸通貨のユーロへの同調する変動を通して、安定的なユーロドル枢軸を形成する方向へ向かっている (Galati 99/8)。しかし、それぞれの国内経済の事情からこの国際金融協調が乱れるときが危ない。

第三に、すでに景気後退下の製造業団体からドル高政策への不満が公式に表明されるようになってきた (日経 01/6/25)。実効為替相場の実質指数はすでにかつて政府にドル高政策を転換せざるを得なくした 1985 年のプラザ合意当時に迫るドル高になっている (WSJ 01/4/12)。しかも産業の対外志向度 (輸出比率+輸入比率) は当時の 2 倍以上に上がっている。負の影響を大きく受けるのは、産出高の 1/4 を占める煙草、産業機械、電子機器、および各種器具の部門である (Goldberg, Crockett 98)。不況がもう少し深まるか実質指数がもう少し上昇すれば、共和党政権はこの不満を無視しつつづけることができなくなるであろう。

このようにみると、さしあたりはドル相場水準についての不信に限定されるにせよ、ドルの信認の深刻な動揺は中期的には避けられないのではないか。

そして、1929 年の歴史的経験を振り返ってみれば、もう一つ、アメリカの不況が世界不況をとおして世界通貨不安に引火するという外回りの回路の問題も極めて重要となるに違いない。

ジョージ・ソロスも認めるように (Solos 99/3~4)、世界中を巻き込むパニックの危険が現存している。しかも IMF は銀行が引き揚げる資金を代位するだけの資源を持っていない。したがって、その債務を延長し、事態を安定化するためには、巨額の緊急貸付をおこなう国際金融強調が必要

不可欠である。

## 結 び

「はじめに」で書いたとおり、この論文は、1990年代アメリカの株式ブームの単なる実証分析ではなく、特にそれがバブルかどうかを解明し、その行方を考えようとしたものである。

その作業は、通常の景気循環から区別されたバブル化したブームを分析する理論的フレームワークを必要とした上、それは、世界大の、しかも一つの時代の構造を捉える分析のフレームワークとならずにはすまなかった。というのも、今日のバブルの金融的条件とは、グローバルなものであり、戦後世界の異常な高成長の終焉後の、あるいはドル金交換停止・ブレトンウッズ体制崩壊後の世界経済に、基軸通貨国アメリカのドル垂れ流しをベースに、かつて人類の経験したことのないバブル資本主義の構図が現れてきているところにあったからである。この構図の中でアメリカは新しい資本蓄積の方式を発見したのである。

したがって、この論文の分析は、今日のアメリカに限られず、必要に迫られ、いささか行儀悪く世界経済に広がり、歴史をさかのぼり、また貨幣についての理論的考察にまで及んだ。

ただ、ユーフォリアの舞台装置となったIT革命の実相とその可能性について深めることは残念ながら今後の課題として残さざるを得なかった。

さて、それで行方は？

人間の智のほどは知れている。つくづくそう思う。したがって、短期になるほど予想はすべきではない。だが、構造的に物が言える長期については、何ほどか言うことが許されよう。

人類がかつて経験したことがないほどの巨大な規模に膨らんだアメリカの株式ブームは、ファンダメンタルズからかけ離れてバブル化しており、その調整過程はきわめて困難で危ういものとなるであろう。それは、簡単

に1929～33年のような大金融恐慌に陥るというものでもない。だが、いつとはいえないにせよ、長期的に見て、垂れ流しドルを条件とするバブル資本主義の構図、バブルの時代の終わりをもたらずのではないか。そしてそれは、最悪のケースでは、一つの基軸通貨に支えられた単一の世界市場そのものの終わりにつながるかもしれない。

仮にアメリカがバブルの調整過程にそれほどまで難渋せず、したがってバブルの時代が終らないとするとどうであろうか。

その場合にもバブルを経験した国々は10年以上後遺症に苦しめられることになる。それに新たなユーフォリアが形成されにくく、従って新たなバブルにはなりにくい。このように考えると、バブル資本主義の構図がなお生きつづけるとしても、バブルがほぼ世界中を一巡した今、なお可能性が残されているのは中国とインドぐらいのものであろう。これは確かに小さくない可能性といえようが。

(2001年7月20日脱稿)

#### 《注》

- (1) 川上 忠雄 89 289-98 参照。
- (2) 吉沢 英正 81 参照。
- (3) 山本栄治氏は、国際金本位制、ブレトンウッズ体制と対比しつつ、今日の国際通貨体制をドル本位制と呼ぶ。彼によれば、ドル本位制は、いかなる制度的基礎(国内法、国際協定)も持たない「ノンシステム」であり、国際収支調整や国際流動性供給をすべて市場に委ねる「システム民営化」によって運営される、という。

しかし、本文で指摘したように、法や協定次元でシステムを名づけることと、システム自体の構造特性にしたがってシステムを名づけることとは、いささか次元を異にする。システム自体の構造からすれば、国際通貨システムは19世紀の早い段階からポンド基軸体制であったのであり、第2次大戦後ドル基軸体制へ移行し、それが今日までつづいている。

現実にカオスに陥っているわけではなく、国際通貨システムにはなっているのだから、「ノンシステム」というのは適切かどうか。また、「システム民営化」というのは、ブレトンウッズ体制下の最重要の課題であった、政府通貨当局による平価の防衛が放棄され、為替レートが主として市場によって決

定されるようになった意味では、新しい事態の表現として受入れてよい。しかし、今日の世界の流動性供給が、もはや融通の利かない法に縛られていないアメリカ政府の垂れ流し放置に基づいていること、国際収支調整にしても、アジア通貨危機の際のプロセスをみれば明らかのように、結局基軸通貨国の政府通貨当局のイニシアティブのもとでの主要国政府通貨当局の国際金融協調を必要としていることを考えると、表現の限度を心得ておくべきであろう。

今日の国際通貨システムの新しい点は、ブレトンウッズ体制を維持できなくなった——これは単に政策的に選択したというのではない——後、金の廃貨を前提とした適切な国際通貨システムについての国際合意を形成できず、その結果事実上サミットやG7などにおける必要やむを得ない場合のその都度の国際金融協議に委ねられている、ということであろう。

#### 参考文献

- 相吉 99/3 —— 相吉 宏二, 「米国の資産効果が家計部門に与えた影響と今後の展望」, 『第一勧銀総研レビュー』 99/3。
- Agenor —— Pierre-Richard Agenor, Capital inflows, external shocks, and the real exchange rate, IMF, *Journal of International money and Finance* 1998 713-740.
- Bertaut, Starr-McCluer 00-26 —— Carol Bertaut and Martha Starr-McCluer, Household Portfolios in the United States, FRB, *Financial and Economics Discussion Series* 2000-26.
- BIS 98 —— *Bank for International Settlements* 1998 68th Annual Report.
- BIS 99 —— *Bank for International Settlements* 1999 69th Annual Report
- BIS 00 —— *Bank for International Settlements* 2000 70th Annual Report
- Economist —— *The Economist*.
- Dunbar 00 —— Nicholas Dunbar, *Inventing Money*, 2000. (グローバル・サイバー・インベストメント訳『LTCM 伝説』)
- Durkin 00/9 —— Thomas A. Durkin, Credit cards: Use and consumer attitudes, 1970-2000, *Federal Reserve Bulletin* Sep. 2000.
- Freund 00-692 —— Caroline L. Freund, Current account adjustment in industrialized countries, FRB, *International Finance Discussion Papers* 2000-692.
- Galati 99/8 —— Gabriele Galati, The Dollar-Mark axis, *BIS Working Paper* No.74.
- Goldberg, Crockett 98/11 —— Linda Goldberg and Keith Crockett, The dollar

- and U.S. manufacturing, FRB of New York, *Current Issues In Economics and Finance*, Nov. 1998.
- Higgins, Klitgaard — Matthew Higgins and Thomas Klitgaard, Viewing the Current Account Deficit as a Capital Inflow, FRB of New York, *Current Issues in Economics and Finance* Dec. 1998.
- IMF 98 — IMF, *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, 1998, (松崎延寿訳 99)
- 伊豆村 00/5 — 伊豆村 房一, 「アメリカ経済の軟着陸シナリオ」, 『国際金融』1045。
- 上川・新岡・増田 00 — 上川孝夫・新岡智・増田正人, 『通貨危機の政治経済学』2000, 評論社。
- Kamin 99/6 — Steven B. Kamin, The current international financial crisis: How much is new?, FRB, *International Finance Discussion Papers* 1999-636.
- 川上 89 — 川上 忠雄, 「金の廃貨と経済のマネージャビリティ」, 川上・杉浦編, 『経済のマネージャビリティ』所収。
- Kennickell 00/1 — Arthur B. Kennickell, Recent changes in U.S. family finances: Results from the 1998 survey of consumer finances, FRB, *Federal Reserve Bulletin* Jan. 2000.
- Kiley 00-05 — Michael T. Kiley, Stock prices and fundamentals in a production economy, FRB, *Finance and Economics Discussion Series* 2000-05.
- Kindleberger 97/11 — Charles P. Kindleberger, Manias and how to prevent them, *Challenge* Nov.-Dec. 1997.
- Levy 98/11 — Leon Levy, how vulnerable is Wall Street?, *Challenge* Nov.-Dec. 1998.
- Ludvigson, Steindel 99/7 — Sydney Ludvigson and Charles Steindel, How Important Is the Stock Market Effect on Consumption?, FRB of New York, *Economic Policy Review* July 1999.
- Maki 00-12 — Dean M. Maki, The Growth of Consumer Credit and the Household Debt Service Burden, FRB, *Finance and Economics Discussion Series* 2000-12.
- McCauley 97/11 — Robert N. McCauley, The Euro and the Dollar, *BIS Working Papers* Nov. 1997.
- 森 01 — 森 佳子, 『米国通貨戦略の破綻』2001年, 東洋経済新報社。
- Morris 90 — F. E. Morris, The Changing American Attitude toward Debt,

- and Its Consequences, FRB of Boston, *New England Economic Review*, May/June 1990.
- Morris 01/2 — Ralph W. Morris, Motor Vehicles, 2000, *SCB* Feb. 2000.  
日経 — 日本経済新聞。
- Palley 99/11 — End of the expansion: Soft landing, hard landing, or even crash?, *Challenge* Nov.-Dec. 1999.
- Palmer 00/2 — David E. Palmer, U.S. bank exposure to emerging-market countries during recent financial crises, *Federal Reserve Bulletin*, Feb. 2000.
- SCB — U.S. Dept. of Commerce, *Survey of Current Business*.
- Solos 99/3 — George Solos, The international financial crisis, *Challenge*, Mar.-April 1999.
- 田所 01 — 田所 昌幸, 『「アメリカ」を超えたドル』2001年, 中央公論社。
- 田中 00/11 — 田中 理, 「米国株価下落と企業収益の行方」, 『国際金融』1055。
- 富田 00/9 — 富田 俊基, 「90年代国際金融危機 — 暴走したのは市場か政策か」, 『国際金融』1051。
- 植野 00/12 — 植野 大作, 「日米欧を巡る国際資本移動と為替レート」, 『国際金融』1056。
- Wade, Veneroso 98/11 — Robert Wade and Frank Veneroso, The gathering support for capital controls, *Challenge* Nov.-Oct. 1998.
- WSJ — *The Wall Street Journal*.
- Warnock, Mason 00 — Francis E. Warnock and Molly Mason, The geography of capital flows: What we can learn from benchmark surveys of foreign equity holdings, FRB, *International Finance Discussion Papers* 2000-688.
- Woodward 00 — Bob Woodward, *Maestro - Greenspan's Fed and the American Boom*, 2000. (山岡, 高遠訳『グリーンズパン』日本経済新聞社)
- 山本 88 — 山本 栄治, 『基軸通貨の交代とドル』1988。
- 山本 00 — 山本 栄治, 「国際通貨システムの構造変化」, (国際経済学会報告) 『国際経済』51号。
- 山本 00/8 — 山本 栄治, 「オフショア金融センター (OFCs) と国際金融システムの不安定性」, 『世界経済評論』2000年8月号。
- 吉沢 81 — 吉沢 英正, 『貨幣と象徴』1981, 日本経済新聞社。

## The U.S. Equity Boom of the 1990's and Its Future Impact — Pt. 2

Tadao Kawakami

### 《Abstract》

This thesis has a twofold aim: to ascertain whether the U.S. equity boom of the 1990's is a kind of bubble, and if it is the case, to predict whether or not it is destined to end in a fearful crash and a great depression.

With the equity boom of the 1990's, the U.S. economy has enjoyed a long period of continuing prosperity. History repeats itself. Will it also repeat the precedent of the 1929 crash?

First; in order to judge whether or not the prosperity is a bubble, the key lies in the method and means of evaluating the level of stock prices. The modern theory of stock price formation has been finely sophisticated. Nonetheless, it cannot escape the criticism that it neglects the very sense of actuality. Second; in order to predict hard landing or soft landing, the key is in ascertaining the scale of reverse asset effects of stock prices. Together with it, the change of debt service burden should also receive more attention.

The second and latter half of this study attempts to analyse the downturn process of the equity boom: a process that has been in evidence since March 2000. Further scrutiny is given to the FED and its Chairman Greenspan's so-called accurate assessment of business situation and the art of financial policy, which have hitherto been taken on faith as the ultimate support for avoiding a hard landing.