

# スタグフレーションから サブプライム・世界経済危機へ（下）

矢吹 満男\*

はじめに

第1章 スタグフレーションへの対応と世界資本主義の構造変化

【以上第120号】

第2章 インターネット不況からの回復と住宅バブルの拡大

第1節 インターネット不況からの回復

第2節 危機前史—画期としての2004年

第3章 グローバル・インバランスとサブプライムローン問題

第4章 アメリカとヨーロッパの関係 【以上第122号】

第5章 「サブプライム・世界経済危機」の発生と深化

【以下本号】

第1節 住宅バブルの崩壊と金融危機—危機の第1ステージ

第2節 金融危機の実体経済への波及→世界同時不況—危機の  
第2ステージ

第3節 政策対応とアメリカ経済の現局面

I 政策対応

II アメリカ経済の現局面

第4節 欧州金融債務危機—危機の第3ステージ

第5節 新興諸国危機—危機の第4ステージ

第6章 長期停滞論の提起

おわりに—リーマン・ショック後の世界経済をどう展望するか？

JEL 区分：B51

キーワード：金融危機，長期停滞

---

\*専修大学経済学部教授

## 第5章 「サブプライム・世界経済危機」の発生と深化

### 第1節 住宅バブルの崩壊と金融危機—危機の第1ステージ

住宅バブルを背景に拡大した信用バブルは、住宅バブルの崩壊と共に破綻にむかう<sup>1)</sup>。1990年代半ばから第2次持ち家ブームを背景に上昇を続けた住宅価格は2006年夏を境にピークアウトし下落に向かった。S&P/ケース・シラー住宅価格指数（全米主要10都市圏）はピーク2006年6月226.29から2009年4月150.44へと、33%、大恐慌以来の下落を記録した。住宅価格が高くなりすぎたのと、2004年6月からの金利の引き上げが効いてきた。07年4月のG7サミットは、世界経済は「過去30年以上で最も力強い持続的成長」をしているとの声明を発表したが、実はその頃、サブプライムローンの延滞率が上昇し始めていた。年間差し押さえ実行件数は2007年100万件を超えて増え続け、2009年と2010年には250万件を超えた。1995年の64%から2004年69%まで増加した持ち家率は減少に向かった。住宅ローン専業会社の破綻が相次いだ。

住宅ローン関連商品の評価損から2007年7月、S&Pとムーディーズが、サブプライム関連証券化商品の格付の引き下げを公表した。それによって証券化商品の価格が下がり、これによってABCP市場がフリーズした。同年8月仏BNPパリバ銀行傘下のファンドが解約請求を凍結する事態となった。前章で指摘したように、欧米の金融機関を母体とするABCPコンデューイトやSIVは主にドル建てで短期のABCPを発行することによって資金を調達し、長期の証券化商品等に投資していた。ABCPの発行残高の約3分の1は米国のMMFの保有であったという。住宅バブルの崩壊でCDO等の証券化商品の価格が大幅に毀損したことからABCPの借換え発行ができなくなった。新規投資も控えられABCP市場がフリーズした。担保価値の下落で追い証を迫られ行き詰まったコンデュー

イトやSIVは資産を投げ売りせざるを得ない状態となり、証券化商品の価格が更に下がった。21世紀版取り付けである。2007年8月のことであった。

問題は母体となる銀行がコンデューイトやSIVに流動性保証や信用保証を与えていたことであり、ABCPコンデューイトの危機は母体行の危機に跳ね返ったことである。2007年10月M-LEC設立構想が発表されたが、12月には断念に追い込まれた。SWF等の出資による資本増強が図られた。傘下コンデューイトやSIVの勘定を母体行のバランスシートに戻さざるをえなくなったため、「ヨーロッパの銀行のドル建て予想未償還債権は実際に2007年Ⅱから2008年Ⅲにわずかではあるが（2480億ドル又は3%だけ）増大した<sup>2)</sup>。

ヨーロッパの金融機関系ファンドは住宅ローン関連金融商品を担保にしてABCPを発行し、資金調達を行っていたが、これが行き詰まった。第3章図3によれば、異変は既に2007年に現れている。アメリカノンバンクのヨーロッパへの融資は2006年には1920億ドルであったが、07年には621億ドルに減少している。リーマン・ショックを経た08年には2879億ドルがアメリカに引き揚げられている。ヨーロッパ向けの銀行融資も07年には4352億ドルとなっていたが、08年には4421億ドルがアメリカに引き揚げられている。ドル資金の返済を迫られ、資金繰りに窮したヨーロッパの金融機関は、保有していたサブプライムローン関連の証券化商品等の資産を売却せざるを得なかった。対米証券投資を控え、銀行融資やノンバンク向け融資を引き揚げた。ヨーロッパの銀行は新興諸国向けの融資も急増させたことを第4章で指摘したが、ヨーロッパ系銀行は新興市場からも資金を引き揚げ始めた<sup>3)</sup>。第4章図4によれば、2008年初頭以降ユーロ圏銀行のドル建て資産と負債が減少している。

こうした信用収縮に対して欧州中央銀行(ECB)とFRBは、素早く対応した。それぞれ

950億ユーロ、240億ドルの流動性供給を行うと共に、政策金利の引き下げを開始した。FRBは2007年9月18日FF金利を5.25%から2008年12月16日の事実上のゼロ金利(0.00~0.25%)導入まで段階的に引き下げ、12月12日には幅広い資産を担保とした長期オペ(TAF)を実施した。

第4章で指摘したように、ヨーロッパの金融機関はアメリカの短期金融市場で資金を調達し、長期で運用していたため長短ミスマッチの問題と、債務はドル建てのため通貨のミスマッチの問題を抱えていた。ドル資金の返済を迫られ、資産の売却を図ったものの、サブプライムローン関連の証券化商品の価格急落で、返済資金が不足するドル不足の問題に陥った。ドル不足に陥ったヨーロッパの金融機関を救済するため、2007年12月FRBは欧州中央銀行(ECB)とスイス国立銀行(SNB)との間でスワップ協定を結んだ<sup>4)</sup>。ECBに最大200億ドル、SNBに40億ドルのドル供給の枠が与えられた。図3によれば、07年には240億ドルが供給されている。ドル供給枠は2008年3月11日以降3回に渡って引き上げられ、リーマン・ショック後の9月18日ECB(1100億ドル)、SNB(270億ドル)へと枠が増額されると同時に他の中央銀行にも広げられた。更に10月13日にはECB,SNB,BOEの上限が撤廃され、翌14日には日本銀行も同じ扱いとなった。図3によれば、08年には3738億ドルがヨーロッパの中央銀行に向けられている。

第4章で指摘したように、大手投資銀行はレポ取引を始めとする証券担保による短期の市場調達に資金繰りを依存していた。米住宅ローン担保証券価格の急落で財務省証券以外の証券のヘアカット率が引き上げられ、担保価値が下落したことによって金融機関の資金繰りが悪化した。これに対応して2008年3月11日ニューヨーク連銀が保有する財務省証券を一定の担保に基づいて貸出す制度(TSLF)の導入が公表され、3月27日から開始された。

3月14日資金繰りに窮し破綻の危機にあった

アメリカ投資銀行5位ベアー・スターンズを商業銀行JPモルガン・チェースが救済するに際して、FRBと財務省は緊急融資等の公的支援を行う方針を決定した。3月16日FRBは「普通でない、切迫した事態」だとしてFRBの設置法である連邦準備法13条(3)項に基づいてプライマリー・ディラーへの公定歩合での直接融資するスキーム(PDCF)の導入を公表し、翌日より開始した。3月24日ベアー・スターンズの救済策が発表された。

2008年7月30日「住宅公社支援法」が成立し、住宅公社に対する緊急融資と公的資金による資本注入の枠組みが整備された。この法律の発動を一任された財務長官は9月7日住宅公社の救済策を発表した。

9月15日にはアメリカ投資銀行第4位のリーマン・ブラザーズが、連邦破産法第11条の適用を申請し、事実上経営破綻した。負債総額は6130億ドルであった。リーマン・ブラザーズのような巨大な金融機関が破綻するというのは信じがたいことで、カウンターパーティー・リスクが高まり、銀行間取引がフリーズし、銀行の貸し渋りが激しくなった。21世紀版取り付けが深化した。「鹿が清水を求めてなくように」「信用主義から重金主義(『資本論』)への突然の変化が引き起こしたパニックに対して、相次いで異例の対応が行われた。

リーマン・ショックの翌16日「世界で最も経験のあるMMF運用会社」リザーブ社が運営するMMFであるプライマリー・ファンドの元本割れという異例の事態が発生した<sup>5)</sup>。同MMFが保有していたリーマン発行債券の評価額が破綻によってゼロとなったこととリーマン破綻以降資金の引き出し請求が急増したためである。MMFはアメリカでは元本保証はないものの極めて安全性が高いと捉えられており、ABCPやCPを始めとする短期金融市場の主要な投資家でもあったため、9月19日にはMMF市場の混乱を回避するためMMFに流動性を供与するABCP・MMF流動性ファシリティ(AMLF)

を導入した。MMF 市場に対する支援については、AMLF の公表と同時に財務省が MMF の元本保証プログラムを導入した。9 月17日財務省は FRB による信用緩和措置等を支援するための補完的資金調達プログラムを実施した。

さらに FRB は10月7日には CP 市場の支援策として CP ファンディング・ファシリティ (CPFF) を、そして10月21日投資家の資金回収圧力にさらされていた MMF から CP を買い取って流動性を供給する短期金融市場投資家ファシリティ (MMIFF) を導入した。

前章でみたように、2004年以降欧米金融機関はレバレッジ率を急拡大させたが、サブプライム関連証券化商品の価格の下落によって不良債権が拡大し、危機は流動性危機から不良債権の増加による自己資本の毀損の問題へと深化した。2008年10月3日紆余曲折の末「米金融安定化法 (EESA)」が成立した。その中核部分は「不良資産救済プログラム」(TARP) である。最大7000億ドルで不良債権を金融機関から買い取ることが意図されていたが、不良債権の資産価値をきめることは極めて困難なため、「金融安定化法は7000億ドルの公的資金を活用し金融機関に資本注入する権限を財務省に与えた」と解して、「資本買取プログラム」(CPP) を導入し、約2000億ドルが金融機関に資本注入された。それを決定する財務長官は1999年からゴールドマン・サックスの CEO を務め金融危機に責任のあるポールソンで、オバマ政権発足と共に2003年～09年までニューヨーク地区連銀総裁を務め、「大恐慌以来という大規模な危機の到来を見逃した」ガイトナーに交代した。10月10日の G7 行動計画でも「金融機関に対し、必要に応じ、公的資金と民間資金で資本増強する」ことが謳われた。また同資金は危機に陥った AIG, GM, GMAC, クライスラーの救済にも利用された。預金の保証限度額が10万ドルから25万ドルへと引き上げられた。

2008年10月14日米連邦預金保険公社 (FDIC) は、銀行・貯蓄金融機関の債務約1.4兆ドルを

対象に銀行間取引などの焦げ付きに対して保証することを決定した。

FRB は11月25日 ABS の投資家に対して流動性を供給するターム物 ABS 融資ファシリティ (TALF) を導入した。融資総額は当初2000億ドルであった。同日 FRB は5000億ドルを上限にエージェンシー MBS の買い取りを行う MBS 買い取りプログラムを公表し、2009年1月5日から運用が始まった。ダウ平均株価が最安値6547ドルにまで落ち込んだのを受けて、2009年3月18日長期国債の購入を決定した。これが2010年3月まで続いた量的緩和第1弾である。量的緩和第2弾は2010年11月3日長期国債(6000億ドル)の追加購入が決定され、2011年6月まで続いた。量的緩和第3弾は2012年9月13日「雇用情勢の改善のサインが出るまで」として月400億ドルの MBS の購入が決定された。更に同年12月13日「物価上昇率が2.5%を上回らない限り、失業率が6.5%に下がるまで」強化され、月400億ドルの MBS 購入に加え、月450億ドルの国債の購入が決定された。

3弾にわたる量的緩和政策で市場の不良債権を FRB が抱え込むこととなり、FRB のバランスシートが急拡大した。FRB のバランスシートは2006年には9184億ドルと1兆ドルをきっていたが、2014年5月29日4兆3227億ドルと4倍増となっている。資産の内訳は国債2兆3707億ドル、MBS1兆6480億ドルとなっている。量的緩和政策の終了が2013年12月にアナウンスされ、2014年10月には購入額はゼロとなっているので、その後 FRB のバランスシートはほとんど変わっていないが、中央銀行の最後の貸し手機能の拡大による異例の措置によって、3次に渡って銀行の連鎖的倒産が続発した1930年代型の金融恐慌は回避された。しかし後論のようにそれがまた新たな危機を準備することとなった。

- 1) 住宅バブルの崩壊が金融危機を惹起し、それが実体経済の深刻な不況へと展開していく過程については、アメリカ経済の展開を中心に拙稿「21世紀初頭

アメリカ資本主義の構造と循環」(『専修経済学論集』第102号, 2009年)で詳論した。本節ではそこでの分析を踏まえてヨーロッパの展開との関連での再論である。小立敬「金融危機における米国FRBの金融政策—中央銀行の最後の貸し手機能」(『資本市場クォーターリー』2009 Spring), 田中素香「『ドル不足』とヨーロッパの金融危機」(中央大学『経済学論纂』第50巻第3・4合併号, 2010年), 柴田徳太郎・岩田佳久「住宅金融の証券化と信用創造」(柴田徳太郎編著『世界経済危機とその後の世界』日本経済評論社, 2016年), 井村喜代子著・北原勇協力『大戦後資本主義の変質と展開』有斐閣, 2016年)参照。

- 2) McGuire, P. and G. von Peter [2009] The US dollar shortage in global banking and the international policy response, *BIS Working Papers*, No. 291, October, p. 17.
- 3) ヨーロッパの銀行のドル流動性危機が、とりわけ新興ヨーロッパへと波及する経緯については、柴田徳太郎「世界金融危機とドル体制の行方」(『比較経済研究』第48巻第1号, 2011年)が詳しい。
- 4) Linda S. Goldberg, C.Kennedy and J. Miu [2010] Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* No. 429, p. 27.
- 5) 三宅裕樹「米国MMFの元本割れと信用回復に向けた緊急対策の実施」(『資本市場クォーターリー』2008 Autumn)参照。

## 第2節 金融危機の実体経済への波及→世界同時不況—危機の第2ステージ

リーマン・ブラザーズの経営破綻を切っ掛けに、金融危機が実体経済に波及する危機の第2ステージへと移行した。上記のように住宅バブルの崩壊が信用バブルの崩壊となり、深刻な金融危機をもたらしたが、住宅バブルの崩壊は幾つかのルートで実体経済に深刻な影響を与えた。その第一は金融機関経由のもので、膨大な不良債権を抱えた金融機関の貸し渋りが激しくなった。アメリカの市民がローンで車を買おうとしても、ローンが借りられない。そのため耐久消費財の消費が大幅に落ち込んだ。「下位95%への信用フローの切断が彼らの支出をダウンさせ、グレートリセッションの引き金となった」<sup>1)</sup>。

下位95%の消費・所得比率が危機の間急速に収縮した要因は、金融機関の貸し渋りと共に住宅バブルの崩壊がもたらした不動産価格や株価の下落による逆資産効果である。家計の純資産はピーク2007年66.5兆ドルから2008年56.2兆ドルへ約17%減少した。住宅資産価格はピーク2007年20.4兆ドルから約3兆ドル減少、株式資産価格は17.1兆ドルから2008年10.2兆ドルへ約7兆ドル減少した。因みに「ネット=株式バブル」崩壊の時は株式資産価格は5.8兆ドル減少したものの、住宅資産価格が4.3兆ドル増加したため、全体としては家計純資産に大きな変化はなかった。これと比較して今回は家計への打撃が極めて大きいことがわかる。「ネガティブ・エクイティ」に陥った家計は2009年から2012年まで住宅ローン家計の20%を超えた。こうなると消費を抑え、貯蓄し、借金返済を優先せざるを得なくなる。

家計は純資産が大幅に減少した上に雇用が急速に悪化した。非農業雇用者数を示した表1でも、2008年から2010年にかけての年ベースでの減少が分かる。月ベースでは2008年1月以来2010年2月まで25ヵ月連続で雇用が失われ、雇用者数も2008年1月のピーク(1億3843万人)から2010年2月(1億2973万人)まで870万人減少した。2009年10月の失業率は10.0%で戦後2番目の高さとなった。

個人消費支出は2007年Ⅳ以降減速し、2008年-0.4%、2009年-1.6%と2年連続してマイナスを記録した。アメリカで個人消費支出が2年連続で落ち込むのは大恐慌以来のことである。とりわけ耐久消費財支出は08年-5.1%、09年-5.5%と2年連続して大幅なマイナスとなった。

設備投資も08年から09年にかけて-21.6%となった。第2章表2が示すように、最大の落ち込みを記録したのが住宅バブル期に設備投資の伸びた建設業(-51.6%)である。建設業は過剰建設がたたって過剰在庫を抱えることとなった。

工業生産指数(2002年=100)も2007年12月

112.4をピークに2009年3月97.4まで約15%減となった。とりわけ自動車産業はサブプライム問題が顕在化した2007年7月100.2から2008年7月88.7まで停滞的であったが、そこから2009年1月52.3まで、直近のピークから半減に近いところまで落ち込んだ。これがアメリカ Big 3 苦境の背景である。アメリカ法人企業(非金融)利潤率も第1章図1が示すように、2008年Ⅳにかけて急落した。実質 GDP 成長率は2008年-0.3%、2009年-2.8%と戦後最悪の景気後退(グレートリセッション)となった。

住宅バブル崩壊による金融危機はアメリカの戦後最悪の景気後退を惹起すると共に、さらに二つの径路から世界同時不況をもたらした。第1の径路はアメリカ発の金融危機がヨーロッパの金融危機となって波及したことである。第4章で検討したようにヨーロッパの金融機関は、サブプライムローンの証券化問題に「両者共犯」と言われたほど大きく絡んでおり、アメリカの投資銀行等が発売したサブプライム関連証券の「半分近くを欧州の金融機関が購入した」(英ゴードン・ブラウン蔵相)。「ヨーロッパの大金融機関やヘッジファンドは、ウォール街の仕組みを利用して、アメリカよりも高いレバレッジ率で、実はうまい汁を吸っていた」<sup>2)</sup>。ヨーロッパの金融機関のアメリカ金融機関と比較してのレバレッジ率の高さは第4章図6で示されている。レバレッジ倍数が30倍であると、資産の価値が僅か3.3%下落するだけ自己資本はゼロとなり、債務超過に陥る。

ヨーロッパの金融機関は膨大な不良債権を抱え、貸し渋りから不況となった。ユーロ圏の実質 GDP 成長率は2009年-4.4%となった。これに対して EU 加盟27カ国の2009年3月までの6カ月間の資本注入(3000億ユーロ)や銀行間の資金取引などに関する政府保証(2兆3000億ユーロ)、さらに金融機関への個別支援(4000億ユーロ)は日本円で約400兆円に達した。

さらに EU 加盟国の中には住宅バブルに見舞われていた国が多かった。住宅価格が01年~07

年平均上昇率でアメリカを上回った国は、スペイン、オランダ、イギリス、フランス、デンマーク、スウェーデン、アイルランド、イタリア、フィンランドである。08年前半 EU のいくつかの国で住宅バブルが破裂し始め、景気の下押し要因となった。08年前半にはスペイン、デンマーク、アイルランドはマイナスに転じ、その他の国でも上昇率が鈍化した。先に指摘したように、新興ヨーロッパの場合、ヨーロッパ系銀行の資金引き揚げも景気の下押し要因となった。

住宅バブル崩壊による金融危機が世界同時不況を惹起した第二の径路は、アメリカが深刻な景気後退局面に移行したことによって、対米輸出が大きく落ち込んだことである。対米輸出が落ち込むことによって、輸出関連企業の売上高が減少、これが従業員の雇用・賃金の悪化をもたらし、消費を抑制した。消費が抑制されれば、消費財生産部門の売上高も減少、同じ理由から消費を抑制する。また対米輸出が落ち込むことによって、設備投資も落ち込む。設備投資の落ち込みによって、機械受注も減り、機械関連メーカーの売上も減る、部品メーカーにも幅広く影響が及ぶ。

対米依存度の高い日本は-5.5%と先進諸国最大の落ち込みとなり、アジア NIES も対米輸出の落ち込みによって-0.7%成長となった。同じく対米輸出依存度の高い中国も2007年の14.2%から2009年9.2%へと大幅に減速した。2004~07年に年平均5.3%を記録した世界経済は、2007年の5.702%から2009年には0.028%へと辛うじてマイナス成長が回避されるところまで落ち込んだ。

- 1) Barry Z. Cynamon and Steven M. Fazzari [2014] Inequality, the Great Recession, and Slow Recovery.
- 2) 赤木昭夫「世界恐慌への構図」(『世界』2008年12月号) p. 111.

### 第3節 政策対応とアメリカ経済の現局面

#### I 政策対応

金融危機が実体経済に波及し深刻化する中で、財政出動への期待が高まった。2009年4月G20金融サミットでは各国が5兆ドルの財政支出をして不況対策をしようということが謳われた。これに先んじて中国は2008年末4兆元の景気刺激策の実施を決めていた。2008年11月22日のラジオ演説で「米国経済はデフレスパイラルに陥る懸念がある」と大きな危機感を表明したオバマは、大統領就任早々の2009年2月17日総額7872億ドルの「米国再生・投資法 (ARRA)」を成立させた。規模は名目GDP比5.5%で、第1次ニューディール期の公共事業費GDP比5.9%以来の規模であった。

歳出約7割、減税約3割で、歳出は失業保険給付等の直接支出と裁量的支出からなっている。裁量的支出の中では道路や橋梁の建設や補修、高速鉄道網の敷設、ブロードバンド網の整備など幅広い分野で多くの公共事業が計画された。交通インフラでは641億ドルが当てられ、高速鉄道に80億ドルが計画された。2009年4月「アメリカ高速鉄道ビジョン」が出され、それに基づいて2010年9月「全国鉄道計画」が立てられた。高速道路事業には276億ドルが配分され、2010年1月28日には高速道路建設対象プロジェクトが発表された。2013年までに2705億ドルがインフラ関連に支出された。

インフラ投資と並んで裁量的支出の中にはグリーン・ニューディールと称された新電力供給、先端的電池開発、エネルギー効率向上などの環境・エネルギー分野等へ投資も含まれていた。風力発電や太陽光発電など、二酸化炭素(CO<sub>2</sub>)を出さない再生可能エネルギーの開発や「スマート・グリッド」(コンピューターとセンサーで自動管理された電力供給網)の構築、太陽電池の研究に資金を投下して、産業として育成し、これらの政策で「今後2年間で350万人雇用を守り、または創出する」とされた。

苦境に陥った自動車産業の支援策としてはTARPによる金融支援と共に、2009年7～8月新車購入支援策(CARS、通称「ポンコツ車買い替え支援策」)が実施された。中古車を低燃費車に買い換える場合、車種・燃費の改善率に応じて一定のリベートが行われる制度である。当初の規模は10億ドルであったが、後に30億ドルにまで拡大された。8月の新車販売台数は2007年10月以来22ヵ月ぶりに前年比増加となった。

オバマ大統領は、大統領就任前の『合衆国再生』において「労働者にまともな賃金と手当が入れば、米国の発展を推進する中流階級の消費者という土台を創り出すことができるのをルーズベルトはわかっていた<sup>1)</sup>と記しているように、ニューディール政策を参考に製造業の雇用を重視し、中間層の育成に重きを置いた。ARRAにもその一端が現れているが、2009年9月21日には「米国イノベーション戦略：持続的な成長と質の高い職業に向けて」を発表し、同年「米国製造業再興のためのフレーム」と題するレポート<sup>2)</sup>を発表した。冒頭で「アメリカ製造業が我が国経済の中核である」と指摘し、オバマ政権の製造業へのアプローチは「持続的な成長と質の高い職業」の創出という目的に適しているとした。

2010年の「一般教書演説」では5年間で輸出を倍増させる「国家輸出イニシアチブ」によって200万人の雇用が支えられるとした。同年の「大統領経済報告」では中間層が安定した所得を得るには、製造業での雇用拡大と共に輸出の増大が必要だと指摘した。2011年1月GEのCEOイメルトを議長とする「雇用・競争力会議」が設置され、同年12月同会議は「リニューアルへのロードマップ」と題する報告書<sup>3)</sup>を提出した。ここでは製造業の雇用は平均よりも20%以上賃金が高く製造業が中間層を支えとし、雇用創出を加速するためにインフラ投資の加速や輸出の後押し等と並んで、アメリカ企業の国内での投資を引き付ける＝リショアリング

が新たに指摘された。それには同年8月ボストン・コンサルティング・グループ (BCG) の研究グループが発表した Made in America, Again<sup>4)</sup>が影響している。

2012年の「一般教書演説」では「今こそ、雇用を海外に移転する企業に報いることを止め、雇用をまさにここ米国で生み出さんとしている企業に報いる時だ」と述べ、それを受けた Blueprint for An America Built to Last<sup>5)</sup>では、海外に製造拠点を移転する企業に対する税制優遇措置を打ち切り、インソーシングを行う企業に優遇措置を与えると指摘している。

30年の時を経て「市場重視型」から「政府中心型」へ「振り子が逆に振れる時代がきた」<sup>6)</sup>と云ってよかろうが、これらの政策がうまくいったのか？ハーヴェイは2009年の時点で「なぜアメリカの景気刺激策は失敗する定めにあるのか」<sup>7)</sup>と題する論稿で、卓見にも「アメリカ合衆国では、状況に適したケインズ主義的解決策を見出す試みは、その初めから、幾つもの経済的障害や政治的障害によって阻まれる定めであり、これらの障害はほとんど克服不能だと言って良いほど大きい」と指摘した。1970年代以来の赤字の拡大で「さらなる赤字財政を展開するための財源調達は、アメリカに資金を貸し付ける立場にある他の国の意思に左右される」ということと、新自由主義の跳梁跋扈で「諸個人への減税策以外のいかなる類いの救済策にも圧倒的な敵意が差し向けられる」のがアメリカ経済の現状だからである。その後の事態はハーヴェイの予想の如く展開した。

アフガニスタンとイラクとの戦争による軍事支出の増大で2002年以降財政赤字が増大したことは既に指摘したが、リーマン・ショック後の金融機関の救済と景気対策のため2009年の財政赤字は1兆ドルを超える規模となった。2010年3月成立の雇用対策法案の規模は、高速道路等のインフラ投資も含んだ当初案の1540億ドルから176億ドルに縮小された。2010年12月17日、2001年の富裕層向けも含むブッシュ減税の

2年間延長を含む「2010年減税・失業保険復活・雇用創出法」は成立したが、2010年11月の中間選挙で大きな政府に反対する保守派・ティーパーティー運動が台頭し、2011年9月ARRAに次ぐ4470億ドル規模の「米雇用対策法案」は共和党の反対で廃案になった。連邦政府債務上限を巡る混乱の中で2011年11月、2013年1月1日より10年間で1兆2000億ドルの歳出を削減する「財政管理法」が成立した。2013年「財政の崖」回避を目的とした法案が成立した。オバマ大統領は富裕層の増税を意図したが、所得税減税が打ち切れ最高税率35%から39.6%に戻ったのは、世帯収入45万ドル超の高所得者層のみで、それ以下の所得税減税は恒久化されることとなった。強制歳出削減措置は2ヵ月先送りされ、2013年3月1日から歳出の自動的な削減が開始された。

更にハーヴェイは、「インフラ投資のための投資という戦略は、国家による洗練された計画なしには遂行できない」が、現在のアメリカには「脱工業化という長い歴史と国家による計画に対する強烈なイデオロギー的な反発」があると指摘した。実際にオバマのインフラ投資を中心とした「景気刺激策のポイントは、短期的な効果を狙ったもので、ニューディール政策のような大規模な公共事業を政策の柱にして」おらず、「州政府の小さな事業の積み上げでしかなかった」<sup>8)</sup>。「資金は州政府を通して支出される仕組みになって」おり、「各省庁にまんべんなく予算が配分され、そこから州政府へと資金は流れていった」が、財政難に陥っていた「多くの州は新規事業を上積みするのではなく、既存の予算を削減した」ため、「その結果、景気刺激策の効果が減殺された」。「資金の大半が州政府役人の雇用とサービスを増やすために使われ」たとの指摘もある。元々共和党はインフラ投資に消極的で、2016年政策綱領でもインフラ投資を積極的に推進するとの言及はなかった。共和党の知事によって高速鉄道に関する連邦政府からの補助金を返上する事例もあった。オバ



マ政権の8年間で高速鉄道は建設されるには至らなかった。

ハーヴェイが「脱工業化という長い歴史」と指摘しているように、サブプライム危機下のアメリカ経済の構造は、ニューディール期のアメリカ経済の構造と決定的に異なっていることに注意する必要がある。1930年代のアメリカは世界最強の重化学工業を抱えていた。鉄鋼業では1920年代末の株式ブーム下に設備拡張計画に着手されたが、それが完成したのは株式バブル崩壊をきっかけとする大恐慌最中で、折角の最新鋭の設備も独占段階固有の「停滞基調」<sup>9)</sup>の発現で大きく遊休していた。ニューディール政策で回復に向かったものの、「基本的に消費需要が主導する景気回復」<sup>10)</sup>で民間の新投資に点火する本格的な投資主導の回復ではなかった。その結果1936年後半からの金融引き締めや財政支出の大幅削減といった緊縮財政で再び激しい1937年恐慌が発生した。それが1941年からの軍事支出が刺激となって工業生産は2倍以上急拡大したことは周知の事実である。戦争経済の過程を通じて大企業の支配体制が一層強化された。軍需が大企業に集中したこと、戦時下政府資金で行われた生産設備拡張投資のかなりの部分が大企業に安く払い下げられたからである<sup>11)</sup>。

そうして戦後に持ち越されたアメリカの世界最強の重化学工業が、日本の新鋭重化学工業の台頭によって競争力が弱体化していく過程については、スタグフレーション論で明らかにした<sup>12)</sup>。1970年代アメリカは先行するME技術の導入で競争力の強化を図ったものの芳しくなかった。重化学工業をME技術で武装することに成功した日本企業との間で日米経済摩擦が激化する中で、アメリカ企業は賃金コストの削減を求めて資本移動を行った。労働組合が強固で賃金も高い北部諸州から就業権法を有するため組合組織率の低く、賃金も低い南部諸州へ、さらにアジア、LA諸国へとアメリカの対外直接投資が増大した<sup>13)</sup>。1980年代以降空洞化するアメリカの重化学工業を補完・充填すべく日本

の重化学工業の対米進出が展開した<sup>14)</sup>。1990年代アメリカはインターネット関連の技術覇権を握ることによって「再生」し、史上最長の持続的成長を実現するが、重化学工業が復活したわけではなかった。「空洞化の深化に歯止めがかか」たものの、「全体として投資不足の上に、アウトソーシングでダウンサイジングが進み、これら在来重化学工業の輸入依存度の目立った改善はみられな」<sup>15)</sup>かった。

1970年代のME化・アジア化を「真の起点」とするグローバリゼーションは、1991年の米ソ冷戦崩壊によって「深化」し、「新しい段階」に入った<sup>16)</sup>が、1990年代のインターネットの発展と共に中国・インドを包摂する形で2000年代に「全面展開」し、「オフショアリングは新しい段階に入った」。アメリカの対外直接投資は2000年に入ると更に活発化し、海外生産比率が増大すると共に海外調達率（海外調達／中間投入）が一貫して増大した<sup>17)</sup>。

アメリカ国内で購入されている財に占める輸入品のシェア（＝輸入品浸透率）は、政府データが初めて公表された1997年には24.49%であったが、その後増加傾向をたどり2011年には37.57%に達した<sup>18)</sup>。2000年代とりわけ中国からの輸入品浸透率が急増した。鉄鋼業も2014年以降輸入が急増し、2014、5年の輸入浸透率は30%超となっている。鉄鋼業の設備稼働率は2015年以降低迷しており、2015年の税引き後利益は2010年以来の赤字転落している。大統領選最中トランプ候補は、「最大規模の減税に踏み切る」と強調しつつ、共和党綱領に反してクリントン候補が公約した2倍の規模、5000億ドルのインフラ投資を公約し、「就任100日行動計画」では10年間で1兆ドルと大風呂敷を広げた。需要不足を長期停滞の原因とするサマーズもそれへの処方箋としてインフラ投資の増加を主張しているが、アメリカの高速鉄道建設をめぐる日本と中国が受注競争をしているように、空洞化し、「ナショナルな再生産構造の解体」<sup>19)</sup>された状態ではインフラ投資を行っても海外調達率

が増大し、アメリカ経済への景気刺激策の効果は減殺されざるをえない。

グリーン・ニューディール政策についても重点支援した太陽電池メーカーが倒産したりして、逆風が吹いている。二期目になるとオバマ大統領は「グリーン・ニューディール」についてほとんど言及しなくなった。転換の最大の要因は「シェールガス革命」である。これまで採取が技術的に不可能であったシェール層（頁岩層）からシェールガスやシェールオイルを採取することが技術的に可能となり、生産が急拡大、価格も下がったため、コストのかかる太陽光や風力発電の新設機運がしぼんでしまった<sup>20)</sup>。

危機の根源にあった住宅問題についてはどのような対応が行われたのか。ブッシュ政権下「住宅経済回復法」（2008年7月30日）で住宅の新規購入者を対象に最大7500ドルの減税が行われた。これは一時的な効果しかなかったため、オバマ政権下「米国再生・再投資法」で、返済条件なしで最大8000ドルの減税が行われた。2009年11月6日の「労働者・住宅所有・企業支援法」で2010年4月30日まで延長されると共に買い換えも対象に追加された。買い換えの場合は最大6500ドルの減税であった。

こうした住宅購入の促進策と共にローン返済が行き詰まり、差し押さえの増加から持ち家率が低下している事態に対して、2009年2月総合住宅対策「Making Home Affordable Program」を発表した。第1は、住宅ローン返済負担緩和プログラム（Home Affordable Modification Program : HAMP）である。TARPを財源に、サービサーに金銭的インセンティブを供与し、差し押さへの危機に瀕している住宅ローン債務者を対象として、ローン返済額を月収の31%以内に軽減するものである。第2は、住宅ローン借り換え促進プログラム（Home Affordable Refinance Program : HARP）である。これは住宅価値の低下によってローンの借り換えができない人に対し、借り換え策を提供するものである。第3は、2010年7月に成立した金融規制改革法

（ドッド・フランク法）によって策定された緊急住宅保有者ローンプログラム（Emergency Homeowners' Loan Program : EHLPP）である。2011年6月20日開始で、返済滞納者に最大5万ドルの無利子つなぎ融資を実施するというものである。HAMP, HARP はそれぞれ最大で400万円の支援目標を掲げ、EHLPP は3万人の住宅ローン返済滞納者に繋ぎ融資を提供することが予定された<sup>21)</sup>。

- 1) バラク・オバマ（棚橋志行訳）『合衆国再生—大いなる希望を抱いて—』（ダイヤモンド社、2007年）p. 195.
- 2) Executive Office of the President [2009] *A Framework for Revitalizing American Manufacturing*. 製造業再興を目指すオバマ政権の試みについては、松村博行「製造業再興を目指す米国の試み—オバマ政権のイニシアチブとその限界—」（『立命館国際地域研究』第37号、2013年）、西川珠子「米国産業構造の変化—マクロ経済統計に見る『製造業復活』の実態—」（『みずほ総研論集』2013年II号）参照。
- 3) President's Council on Jobs and Competitiveness [2011] *Road Map to Renewal*.
- 4) Harold L. Sirkin, Michael Zinser, and Douglas Hohner [2011] *Made in America, Again: Why Manufacturing Will Return to the U. S.*, The Boston Consulting Group.
- 5) *Blue Print for An America Built to Last*, (<http://www.whitehouse.gov/>)
- 6) チャースズ・R・モリス（山岡洋一訳）『なぜ、アメリカ経済は崩壊に向かうのか』（日本経済新聞出版社、2008年）p. 226.
- 7) デイヴィッド・ハーヴェイ「なぜアメリカの景気刺激策は失敗する定めにあるのか」（『現代思想』2009年5月号、ケインズ特集）。
- 8) 中岡望「世界経済の暗雲 オバマ・アメリカの挫折」（『中央公論』2011年8月号別冊）参照。
- 9) 北原勇『独占資本主義の理論』（有斐閣、1977年）参照。
- 10) 河内信幸「ニューディールの転換と1937年恐慌」（『アメリカ経済史研究』第1号、2002年）p. 46. 土生芳人『大恐慌とニューディール財政』（東京大学出版会、1989年）も参照。
- 11) この点は、井村喜代子著・北原勇協力『大戦後資

- 本主義の変質と展開」(前掲)第4章が詳しい。
- 12) 拙稿「現代帝国主義の構造とスタグフレーション」(前掲)参照。
  - 13) 拙稿「世界的リストラクチュアリング期における日米関係」(『土地制度史学』第131号, 1991年)参照。
  - 14) 拙稿「日米産業構造の変革」(三輪芳郎編『現代日本の産業構造』青木書店, 1991年)参照。
  - 15) 拙稿「ME 情報革命の展開と日米経済関係」(『専修経済学論集』第34巻第3号, 2000年) p. 127.
  - 16) 拙稿「グローバリゼーションの起点—アメリカ資本主義の歴史的展開を中心に—」(専修大学社会科学研究所『グローバリゼーションと日本』専修大学出版局, 2001年所収)参照。
  - 17) 平野健『過剰資本と現代のアメリカ経済』(中央大学経済研究所 Discussion Paper No. 263, 2016年2月)第4章参照。
  - 18) Alan Tonelson [2013] *Import Penetration Rise Again In 2011 ; Challneges Manufacturing Renaissance, Insourcing Claims*, U. S. Business and Industry Council.
  - 19) 拙稿「世界的リストラクチュアリング期における日米関係」(前掲) p. 15.
  - 20) 「消えた『グリーン・ニューディール』世界の低炭素化は正念場」(『日本経済新聞』電子版2012年7月9日)参照。
  - 21) 服部直樹「米国住宅市場のネガティブ・フィードバック問題と政策課題」(『みずほレポート』2011年12月1日)参照。

## II アメリカ経済の現局面

リーマン・ショックを切っ掛けとする深刻な金融危機と世界同時不況に対する世界的な財政金融の両面からの対応策によって、世界経済は2010年には5.431%成長へとV字回復した。世界恐慌は辛うじて回避されたが、世界経済危機をもたらした根因にメスが入れられ、諸矛盾の調整が行われたわけではなく、「諸矛盾の暴力的爆発」としての恐慌を回避するための対応で矛盾がますます累増しており、諸矛盾は形を変えて発現せざるをえない。この展開をアメリカ経済を軸に見ておこう。

アメリカ経済は、実質GDP成長率が2009年の-2.8%から2010年には2.5%成長へとV字

回復した。EUや日本も同じくV字回復したが、その後長く低迷を続けたのに対して、アメリカは2011年1.6%、2012年2.2%、2013年1.7%、2014年2.4%、2015年2.6%、2016年1.6%と順調に回復し、「アメリカ経済の一人勝ち」とも言われた。しかしオバマ政権下の8年間で実質GDP成長率が3%を超えることはなかった。この中で先に検討したオバマ政権の「中間層重視の経済学」は功を奏し、「ウォールストリート」から「メインストリート」への転換は進展したのであろうか。

表5は、産業別の非農業雇用者数をまとめたものである。1990年代の「ネット=株式バブル」期2000万の雇用増を記録した。製造業も1700万人台を維持した。IT関連産業は100万人超増加した。これに対して住宅バブル期2000年から2008年まで雇用増は500万人に止まり、製造業の雇用はその時点で約400万人減少した。リーマン・ショックで更に200万人雇用が減少した。これがラストベルトの白人労働者の怒りとなり、2016年の大統領選挙でトランプを大統領に押し上げる一因となったが、製造業の急激な雇用減少の原因は何であらうか。

1970年代のME化・アジア化を「真の起点」とするグローバリゼーションは、1991年の米ソ冷戦崩壊によって「深化」し、「新しい段階」に入ったが、1990年代のインターネットの発展と共に中国・インドを包摂する形で2000年代に「全面展開」したことは既に指摘した。対中、対インドを中心に米系多国籍企業の対外進出も相次ぎ、「アウトソーシングが新しい段階」に入ったことも雇用減少の一因である。サービスのアウトソーシングの増加を反映し、米系多国籍企業の在外雇用のうち、コンピューター関連の対企業サービスは1999年から2014年にかけて急増している。これに対してインターネット不況とも関連し、米国内のIT関連産業は2010年まで100万人近く雇用が減少した。米多国籍企業の対外進出はリーマン・ショック後も活発で、2009年から2014年にかけて在外雇用は製造

表5 アメリカ労働力構成の変化

	1990	2000	2005	2008	2009	2010
非農業雇用者総計	109,487	131,785	133,703	136,790	130,807	129,818
I 製造業合計	17,695	17,263	14,226	13,406	11,847	11,524
①重化学工業	9,989	9,839	7,959	7,776	6,825	6,656
化学	1,036	980	872	847	804	784
石油・石炭	153	123	113	117	115	114
窯業・土石	528	554	505	456	394	372
一次金属	689	622	466	442	362	361
(鉄鋼3311)	187	135	96	99	85	85
金属製品	1,610	1,753	1,522	1,528	1,312	1,285
α 機 械	3,333	3,585	2,914	2,713	2,259	2,207
一般機械	1,410	1,457	1,162	1,188	1,029	993
(金属加工)	267	274	202	191	158	153
電気機械	633	591	434	424	374	361
輸送機械	1,211	1,540	1,317	1,101	856	853
(自動車)	924	1,131	926	736	560	566
β 機 械	2,640	2,222	1,567	1,673	1,579	1,533
コンピュータ・周辺機器(*)」	367	302	205	183	166	162
通信機器(*)	223	239	141	127	121	118
半導体・電子部品(*)	574	676	452	432	378	370
電子機器(*)	635	488	441	441	422	406
航空宇宙	841	517	455	507	492	477
②軽工業	7,706	7,424	6,267	5,630	5,022	4,867
II 鉱業・公益	1,505	1,200	1,183	1,326	1,203	1,208
III 建設	5,263	6,787	7,336	7,162	6,016	5,526
IV 運輸・倉庫	3,476	4,410	4,361	4,508	4,236	4,184
V 情報	2,688	3,630	3,061	2,984	2,804	2,711
通信(**)	980	1,397	1,071	1,019	966	900
データ処理関連(**)	211	316	263	260	249	242
VI 商 業	18,450	21,213	21,005	21,226	20,109	19,870
VII 金融・不動産	6,614	7,687	8,153	8,145	7,769	7,630
VIII サービス	35,381	48,805	52,412	55,524	54,268	54,953
プロ・企業サービス	10,848	16,666	16,954	17,735	16,579	16,688
コンピュータ関連(**)	410	1,254	1,195	1,440	1,423	1,442
雇用サービス	1,494	3,817	3,578	3,133	2,481	2,717
教育・健康サービス	10,984	15,108	17,372	18,838	19,193	19,564
IX 公 務	18,415	20,790	21,804	22,509	22,555	22,482
連邦政府	3,196	2,865	2,732	2,762	2,828	2,968
参考<IT 関連産業>	3,400	4,672	3,768	3,902	3,696	3,640
IT 財生産(*)	1,799	1,705	1,239	1,183	1,087	1,056
IT サービス(**)	1,601	2,967	2,529	2,719	2,638	2,584

U. S. DOC, *Statistical Abstract of the United States*, 各年版より作成。

U. S. DOC, *U. S. Direct Investment*, より作成。

米多国籍企業在外雇用

2014	2015	1999	2004	2009	2012	2014
137,730	141,126	7,705	8,557	10,794	12,128	13,802
12,122	12,330	4,357	4,309	4,539	4,766	5,398
		3,080	3,575	3,027	3,158	3,647
797	811	569	562	635	614	672
110	107	41	39	40	28	17
377	398	1	13			
397	408	72	104	103	105	112
		11	NA			
1,447	1,478	152	130	109	104	135
2,350	2,428	1,456	1,492	1,387	1,522	1,777
1,114	1,148	347	342	397	452	502
		13	12			
377	373	265	247	198	201	237
859	907	844	903	792	869	1,038
		824	898	782	857	1,015
		789	1,235	753	785	934
159	169	213	138	168	199	269
95	91	99	129	100	64	83
370	371	319	551	306	341	387
389	392	118	374	123	115	127
		22	43	56	66	68
		1,277	734	1,512	1,608	1,751
1,375	1,403	198	224	236	271	295
6,032	6,353	38	32	46	56	77
4,566	4,758	117	163	321	312	316
2,720	2,779	296	318	426	471	585
848	861	90	71	78	86	102
275	292	79	133	114	122	167
21,026	21,458	1,084	1,458	1,953	2,159	2,394
7,931	8,081	304	302	704	762	836
60,183	61,947	1,311	1,751	2,518	3,277	3,903
18,840	19,500	396	475	806	1,107	1,289
1,749	1,827	158	237	429	664	716
3,335	3,521	336	411			
21,279	21,813	19	30			
22,201	21,911					
2,716	2,730					
3,885	4,003	1,094	1,633	1,318	1,591	1,786
1,013	1,023	767	1,192	697	719	866
2,872	2,980	327	441	621	872	920

業の80万人を含め300万人増加している。

1990年代の「ネット＝株式バブル」期に急速に進展した情報化投資は、インターネット不況でその伸びが大きく鈍化したが、そのGDP比は着実に増大した。2014年にはドイツの国家プロジェクト「Industrie4.0」を追ってアメリカの大手企業が連繋して取り組む「インダストリアル・インターネット」が開始された。情報化投資の伸びと関連してルーティンワーク職が2001年以降減少し、リーマン・ショックで更に大きく落ち込み、今日まで回復していない<sup>1)</sup>。雇用の二極分化と言われる事態である。ニューヨーク連銀の調査によれば、1980年から2010年まで高度技術職と低技術職はほとんど2倍になったのに対して、中の上の技術職は46%、中の下の技術職は20%しか増加しなかった<sup>2)</sup>。

1990年代と比較して住宅バブル期の雇用の伸びが低く、製造業の雇用が大幅に減少した他の要因は「チャイナ・ショック」である。2001年にWTO加盟した中国が「世界の工場」となり、バブルに沸く欧米に輸出を急増させたことは既に述べた。アメリカにとって輸出大国・中国の台頭による打撃はかつてないほど強烈であった。1994年のNAFTA締結によるメキシコからの輸入がアメリカの対GDP比で2倍になるのに12年かかり、日本からの輸入の場合もほぼ同様で、多くの都市や町はそれに順応することができたのに対して、中国からの輸入は2001年からの4年間で一気に2倍になった<sup>3)</sup>。

日本の集中豪雨的な輸出でアメリカの産業も大打撃を受け、1970年代から90年代半ばにかけて日米貿易摩擦が激化したが、それは鉄鋼、家電、自動車を中心とした重化学工業製品に限られていた。日米貿易摩擦の激化と共にアメリカの空洞化した製造業の雇用を充填すべく日本の対米直接投資が増加した。これに対して超低賃金、元安と政府の支援に支えられた中国からの安価な輸入は軽工業製品を含め広範囲に影響を及ぼした。Autor教授らは1999年から2011年にかけて中国の輸入品急増で、製造業の98.5万を

含め240万人の雇用が失われたと推計している<sup>4)</sup>。共和党候補者指名レースで中国との競争で最も影響を受けた100郡のうち89郡でトランプが勝利したと言われている。

リーマン・ショックで失業率が増加し、2009年10月10.0%＝戦後2番目の高さにまで達した。雇用者数も2008年1月のピーク（1億3843万人）から2010年2月（1億2973万人）まで870万人減少した。製造業の雇用は2008年から2010年まで更に200万人弱減少したことは先に指摘した。2010年の数値は全体の8.9%にまで低下している。

先に検討したアメリカ政府の財政・金融両面からの政策対応で2010年3月以降雇用者数は増加し、失業率は2016年5月4.7%にまで低下した。失業者の中で長期失業者（27週以上失業している失業者）の比率も、09年12月から2012年1月まで40%台であったが、2016年5月25.1%にまで下がっている。全失業者の平均失業期間もピーク時には40週間を超えていたが、2016年5月には26.7週間に下がっている。

雇用者数は2008年1月のピーク（1億3843万人）を越えたのが2014年5月（1億3856万人）で、リーマン・ショック前のピークを越えるのに6年4ヵ月もかかった。8年かかった大恐慌以来の厳しさであった。ここにも今回のグレートリセッションの厳しさが現れているが、雇用はその後増加を続けている。2016年8月は1億4463万人で、リーマン・ショック前のピークを600万人強超えている。製造業も2010年を底に増加に転じ、2017年1月まで約90万人増加した。Made in America, Again が着目したように、2009年頃から米国企業によるリショアリングによって米国国内に投資する例が散見されるようになった。

1970年代以降の企業の資本移動戦略とレーガン政権以来綿々と続く反労働組合的政策で労働組合が弱体化し、賃金上昇率が鈍化したことは第1章で述べたが、最近でも就業権導入州が南部から北部へと広がっている。これに対して中

国を初めとする新興諸国では2000年代前半の高成長で賃金が上昇し、賃金コストの差が縮小したこととシェールガス革命の進展によって米国内のエネルギーコストが低下したことが大きく影響している。低賃金を求めて新興諸国へ資本移動したが、オートメーション化の進展で省力化も可能となった。またピサノとシーは「アメリカは脱工業化経済として生き延びられるという仮説の実験を長年に渡って行ってきた」が、イノベーションを促進するためには、研究開発・設計と製造工程の立地を隣接させることが重要であり、そうした実験は放棄しなければならないと強調した<sup>5)</sup>。これがリショアリングの背景である。

このような雇用情勢からFRBは2013年12月他に先んじて「出口戦略」に取りかかることを決定した。量的緩和は2014年1月よりMBSと国債の購入額を100億ドルずつ縮小させ、10月にはゼロとなった。2015年12月FF金利を0.25%から0.5%へ9年半ぶりの利上げに踏み切り、さらに2016年12月0.5~0.75%に引き上げた。このような情勢を考えると長期停滞論を提起する余地はないかのように見える。しかしそうではない。

失業率は改善はしているが、「主として労働力全体の落ち込みによるものだ。就職をあきらめた人々が多いため、真の困難を覆い隠している。労働力の縮小は緩慢な景気回復と病める社会の兆候である」。実際に「労働参加率(労働力人口/16歳以上人口)」が66%台から62%台へと低下したままである。さらに長期停滞論を提起したサマーズが重視した「雇用・人口比率」はリーマン・ショックで63%台から2009年9月には58%台に落ち込み、7年経った今も大きな変化はない。2017年1月59.9%となっている。働き盛りのアメリカ人の中で働きもせず、仕事も探していない人の割合は、オバマ政権発足時の17%から現在は18.5%に上昇している。失業率が低下する中でフードスタンプ受給者は2008年の2650万人から2015年には4550万人に増

加している。フードスタンプは低所得者が食品を購入出来るよう支援する制度で、農務省予算の61%を占めている。

雇用者数も全米でリーマン・ショック前のピークを600万人程度超え、増えてはいるものの、全米郡協会の調査によると2015年時点で全米3069の郡の内93%でピークを回復できていない。これらの郡では総雇用者数の他失業率、GDPと住宅価格の中央値も依然リーマン・ショック前の水準まで回復していない。景気回復したのは214の郡でそのうち多くはシェールガス革命に沸くテキサス州に属している。2009年から2013年までの5年間に2705億ドルを投じて道路や橋梁の建設や補修、ブロードバンド網の整備など幅広い分野で多くの公共事業が実施され、あれだけの大規模な非伝統的な金融政策を継続してきたにもかかわらず。

雇用の中味にも問題がある。リーマン・ショック後経済的理由によるパートタイム労働者数が900万人を超えるまでに増加した。雇用者数の伸びのうち民間が83.1%を占めるが、その80%弱が低賃金のサービス業関連のパートの職であった。2012年頃から減少してきたが、現在でも643万人と高止まりしている。

雇用の悪化と合わせ、賃金が停滞している。家計の実質所得中央値(2015年値)は住宅バブル期も停滞していた。1999年57909ドルから2004年には55629ドルにまで下がり、その後2007年57423ドルまで上昇したが、1999年の水準を超えることはなかった。リーマン・ショック後下がり続け、12年の家計の中央値は52666ドルで07年のピークから8.3%低下した。その後2013年まで若干上昇、2014年の低下を経て、2015年には56516ドルに上昇したが、07年のピークから若干下回ったままである。また家計所得平均値は2006年78257ドルから2010年73262ドルにまで6.4%下がり、2015年には79263ドルに上昇した。しかし2015年の集計であるが、年間所得3万ドル以下の賃金労働者人口は50%を占め、そのうち2万ドル以下は37%であるという悲惨な

表6 アメリカの国際収支（対中国）

(100万ドル)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1) 商品貿易収支	-124,328	-162,623	-202,825	-234,433	-258,662	-268,234
資本財（除自動車）	-29,351	-45,930	-56,187	-65,360	-76,946	-83,066
消費財（除食品・自動車）	-91,986	-109,498	-135,109	-154,249	-169,366	-172,209
2) サービス貿易収支	1,624	1,118	1,841	438	1,336	4,922
特許等使用料収支	738	1,042	1,138	1,460	1,825	2,164
3) 第1次所得収支	-8,122	-9,755	-16,574	-25,798	-3,6260	-41,729
4) 第2次所得収支	-1,400	11,769	-2,225	-2,268	-2,707	-2,311
*経常収支	-132,226	-173,029	-219,783	-262,061	-296,293	-307,352

DOC

現実を忘れてはならない<sup>6)</sup>。

グレイダーは1994年の時点でアメリカの賃金の長期的な停滞傾向は「政治的反乱に火をつける可能性がある」<sup>7)</sup>と指摘したが、そうした白人労働者階級の怒りは、労働組合の弱体化で資本に対する拮抗力が失われた中で、本来利害を同じくするはずの「反ウォールストリート運動層」を支持するのではなく、保守メディアの「ポスト真実」によって「敵味方を、履き違えるように仕向けられ」て「トランプ旋風」となり、トランプを大統領に押し上げる一因となった<sup>8)</sup>。

先の製造業の国内回帰も低賃金の雇用が主で、国内回帰と引き替えに労働組合に賃金の切り下げを求める例も見られる。米製造業企業の国内回帰で「製造業ルネッサンス」とも言われるが、前章で指摘したように、国内製造業の高付加価値セクターは外国籍のライバル企業に立ち後れており、輸入品浸透率が上昇している。「輸入品浸透がなおリソーシング傾向に勝っている」<sup>9)</sup>のが実情である。FRBのレポート<sup>10)</sup>は、リーマン・ショックからの回復期に需要の伸びた設備投資機器と消費財双方で輸入品浸透率が上昇し、非石油製品の貿易赤字が拡大したことを示している。表6が示しているように、この両部門こそ、中国からの輸入が急増し、対中貿易赤字が拡大している部門である。先に「チャイナ・ショック」について述べたが、多くの米国民の低価格品志向で2015年には中国からの輸入は米

国の対GDP比で2.7%にまで上昇した。第3章注21でグローバル・インバランスは終焉したとするアイケングリーンを批判したが、2015年時点でもアメリカの経常収支赤字は4630億ドルで、そのうち対中赤字は78%を占めている。

賃金の停滞と合わせ、アメリカでは1970年代以降中間層 middle class が衰退した。中間層は世帯の年間所得が中央値の3分の2から2倍までの世帯と定義した時、米民間団体ピュー・リサーチ・センターによれば、そのような層は1971年の61%から2015年には50%に低下した<sup>11)</sup>。「中間層重視の経済学」を標榜するオバマ大統領をもってしてもこの流れを食い止めることはできなかった。

中間層が衰退したということは、貧富の格差が拡大したということでもある。所得上位1%のシェアは戦後70年代まで低下した後、1980年代以降急上昇した。リーマン・ショック後、この格差はさらに拡大した。「2009年から2012年にトップ1%層の所得は31.4%増えたが、下位99%層の所得は0.4%しか増加しなかった。そのためトップ1%層は回復期の最初の3年間の所得増の95%を手にした」<sup>12)</sup>。その後下位99%層の所得増もあり、2009～2015年の伸び率は上位1%層の37.4%に対して、下位99%層は7.6%であった。トップ1%層のシェアは22%に達した<sup>13)</sup>。

所得格差と共に資産格差も拡大した。「2009



2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
-227,236	-273,067	-295,187	-314,937	-318,764	-344,978	-367,417
-71,985	-96,765	-113,391	-119,475	-118,013	-125,143	-128,116
-157,650	-183,819	-190,140	-202,841	-208,948	-218,694	-227,006
7,500	11,891	16,654	19,999	23,615	30,516	33,336
2,074	3,242	3,959	4,413	5,495	6,387	5,625
-40,898	-36,641	-32,303	-30,431	-26,721	-24,852	-24,251
-1,978	-2,306	-2,493	-2,685	-2,393	-3,517	-3,933
-262,613	-300,123	-313,328	-328,053	-324,264	-342,830	-362,265

～11年に全世帯の7%にあたる富裕層では資産が28%増えたのに対し、そのほかの93%の世帯では4%減った。この結果、上位7%の保有する資産の割合は09年の56%から11年には63%に拡大<sup>14)</sup>した。上位3%層のシェアは、1989年の44.8%から2007年には51.8%にまで上昇し、リーマン・ショックにも関わらず、2013年には54.4%まで上昇を続けた。これと対照的に下位90%層のシェアは、1989年の33.2%から2013年24.7%にまで低下した<sup>15)</sup>。中・低所得家計はサブプライム危機で資産のかなりの部分を失ったのである。2010年以来彼らの資産の目だった増加はなく、1990年代初頭の水準に落ち込んでいる。

非伝統的な金融緩和政策で株価が急騰した。「株式の民主化」と言われ、米家計の内直接間接に株を保有している世帯は2007年には65%にまで高まったもののリーマン・ショックによる暴落で現在は52%にまで落ち込んでいる。しかも家計の株保有には大きな格差があり、上位10%が80%以上を保有しているのが実態である。そのため非伝統的な金融緩和政策による株価の上昇は貧富の格差を拡大させることとなった。

住宅価格（S&P ケース・シラー住宅価格指数：主要10都市平均）は2006年6月のピーク226.29（100）から09年4月150.44まで33%下がったが、オバマ政権による住宅取得促進策が2010年4月末まで再々延長されたため、住宅販

売も伸び、住宅価格（S&P ケース・シラー住宅価格指数：主要10都市平均）は、それを底に2010年9月161.00まで回復したが、それ以降住宅取得促進策がなくなったため、再び下落に転じ、2012年1月146.62=2003年初頭の水準となった。その後現在は198.68（88）まで盛り返した。

この価格上昇は持ち家ブームが再現したわけではなく、チャイナマネー等投資資金が住宅を購入し、それを賃貸に出している。アメリカ移住権の取得が可能なEB-5プログラムによる不動産投資も増加している。そのような動きに支えられている。

保有する物件を売却しても住宅ローンを全て返済できない「ネガティブ・エクイティ」、 「債務超過アンダーウォーター」の家計は、2009-11年の最悪期には住宅ローン保有世帯（5500万件）の25%にのぼった。その後の住宅価格の上昇で2015年には10%程度（540万人）にまで減った。いまだに500万人程度の借手が、「アンダーウォーター」である。住宅差し押さえ件数は、「ロボ・サイナー問題」もあり、ピーク時から減少はしたが、現在でも90万件程度。

先に検討した政府の救済策にもかかわらず、持ち家率はピーク2004年Ⅳの69.2%から減少を続け、2016年Ⅱ62.9%となり2016年Ⅲは63.5%でやや上昇したものの1960年代半ばの水準である。HAMPは返済条件の見直しを進めるプロ

グラムに参加するかどうかは原則としてサービスの自主性に委ねられていた。またそれぞれの制度で支払いが滞っていないなど利用条件が厳しかったり、証券化で住宅ローンの権利関係の利害調整が困難なため、利用者は目標の4分の1程度に止まった。2011年10月24日にHARPの改革案を発表し、利用条件を緩和したが、持ち家率の低下には歯止めがかからなかった。「住宅ローンの延滞者に対する救済は、公平性・モラルハザード（倫理の欠如）の観点から抵抗が強い」。メディアはグリッドで危機を引き起こした銀行の救済を重大視しない一方、住宅所有者への援助に対する大衆の抗議を作り出そうとした。米銀は、2009年に米議会に提出された住宅ローン元本圧縮関連の法案をロビー活動で2度も葬り去った。大銀行はTARPによって莫大な税金で救済されたものの、庶民は救済されなかった。庶民の収奪の上に大銀行が延命した。住宅危機の解決は単純に技術的な問題ではなく「階級問題」であった。2016年の大統領選挙民主党予備選挙で「サンダース旋風」が吹き荒れた背景である。

以上のように、雇用問題は改善しておらず、賃金所得も低迷し、所得・資産格差も拡大している。住宅価格も二番底から回復したものの、ピークから9割程度に止まっている。「アンダーウォーター」もまだ500万人程度いる。持ち家率も下がっている。このような状態では消費は伸びない。アメリカの家計は住宅バブル期に資産価格上昇を背景に債務を増やした。ホームエクイティ・ローンやキャッシュアウト・リファイナンスである。家計の債務残高／可処分所得は、2001年103%から2007年137%にまで高まった。2005年米貯蓄率は大恐慌期1933年以来72年ぶりにマイナスとなった。それによって個人消費支出が増え、成長率を押し上げた。住宅バブル崩壊でそのような条件は失われた。「アンダーウォーター」となった家計を中心に貯蓄を増やし、借金返済に務めざるをえなかった。アメリカの家計は住宅バブル期のような「借り

入れによる個人消費にはもう頼れない」（ガイトナー財務長官）。家計の債務残高／可処分所得は2015年には108.3%まで下がった。雇用・賃金問題の悪化が長期化している上に、借金に頼れないのであれば、消費の本格的な回復は望めない。1980年代以降の3つの回復期（1982年Ⅳ～90年Ⅲ，91年Ⅰ～2001年Ⅰ，01年Ⅳ～07年Ⅳ）と比較して今回（09年Ⅱ～15年Ⅳ）は、実質可処分所得の増加率（年率）が最も低く、実質個人消費支出の増加率も2%程度の増加に止まっている。

これまで述べてきたように、そのような増加も再びバブルで支えられているのが実態である。長期に渡るゼロ金利と三次にわたる量的緩和政策と後で見る自社株買いとが相俟ってアメリカの株価はリーマン・ショック前のピークを超え、NASDAQ 株価指数も「ネット＝株式バブル」期のピークを越えて上昇した。株価収益率は歴史的な平均から見て30%割高と言われている。株を保有する富裕層が資産効果で消費を増やしているからである。所得の上位20%層は、個人消費支出の40%程度を占めている。

さらに家計の債務残高は、可処分所得比では減少傾向であり、住宅ローン残高も減少傾向である〔2007年10.6兆ドル→2015年9.5兆ドル〕が、2009年にリーマン・ショックで大きく落ち込んでいた自動車ローンが、2010年からあたりから増加し始めた。学生向けのローンも同様である。2015年Ⅳには家計の債務残高（12.12兆ドル）の内訳は住宅ローン68%、自動車ローン9%、消費者ローン6%、学生向けローン10%となっている。

学生向けローンが急増した理由は何か？1980年代からの新自由主義的政策で連邦政府からの拠出金や州政府からの補助金が削減され、大学運営が厳しくなった各大学は次々に学費を値上げした。一方アメリカでは大学を卒業していない限り、正社員になるのは難しい超格差学歴偏重社会で、大卒以上と高卒者の平均年間所得は1979年の1.3倍から2013年には1.6倍以上に拡大

しているため、リーマン・ショック後失業が増加する中で、教育需要が増加し、学生ローンが増えた。2016年卒の場合全米平均で一人当たり3万7000ドルの債務を抱えている。1998年のクリントン政権下の高等教育法によって他のローンに適用される消費者保護の法律が学生ローンには適用されない。自己破産による借金残高免責も学生ローンには適用されない。政府が用意している学費ローンの他にも民間金融機関から借りた学費ローンもあって多重債務に陥っている学生も少なくない。4400万人が返済を抱え、11%が債務不履行に陥っている。こうした学生ローンに苦しんでいる学生が、軍の「学資ローン返済免除プログラム」(軍に入隊すれば国防総省が奨学金の返還額を肩代わりする制度)のターゲットとなっている。日本でも懸念される経済的徴兵制である。

これに対してオバマ大統領は学生ローンの軽減策を打ち出した。2種類以上の学生ローンを借りている人に対して、それを政府ローン1本にまとめてリファイナンスし金利も減らしてあげようという内容のプログラムである。学生にとっては銀行より条件をよくできる上、これまで銀行に手数料などを支払っていた連邦政府にとってはコスト削減になる。この施策の恩恵を受ける大学生は580万人に上るといふ。現在は、返済額が所得の15%に制限され25年後には残余債務は帳消しになるが、これを所得の10%、債務帳消しを20年とする方針である。金利軽減といっても最高0.5%で、学生ローン地獄解消にはほど遠い。若年失業率の増大と合わせ、「若年層経済不快指数」が増大している。「怒れる若者」が公立大学の学費無償化を掲げる「サンダース旋風」の原動力となった。

自動車ローンも増加し、それに支えられ自動車販売はリーマン・ショック前の水準を超えている。自動車産業は波及効果も大きく、これが堅調なアメリカ経済を支えている。しかし問題は自動車ローンの中でサブプライム層への貸出が増えていることである。ウォールストリート

ジャーナル紙によれば、自動車ローンの借り手の約87%はクレジットスコアが600未満(300から850の間で個人の信用度を評価)となっている。そのうち3分の1はクレジットスコアが500未満、あるいは信用実績の無い人たちである。

住宅バブル崩壊後のアメリカは、サブプライム層への自動車ローンの増大で自動車販売を増大させ、更に非伝統的な金融緩和で、株高を実現し、言わばミニバブルを引き起こし、富裕層の資産効果による消費増で一定の成長を維持しているといつてよかろう。更に非伝統的な金融政策による緩和マネーによって商業用不動産の価格も上昇している。

更にサブプライムローン問題で懲りたにもかかわらず、銀行は再び信用力の低い借り手への融資を増やし始めている。先のサブプライム層への自動車ローンの増大と並んで格付が「投機的」とされる企業への「レバレッジドローン」も増大している。そうした企業の発行するハイイールド(高利回り)債は2014年末2.26兆ドルに達した。後述するようにアメリカ発の緩和マネーは新興市場経済にも流れ込み、新興国企業の借入額は2004年4兆ドルから2014年18兆ドルと4.5倍となっている。「暴力的爆発」としての恐慌を回避した代償として新たな危機の火種に点火されたのである。

アメリカでは富裕層がどんどん消費するから心配ないという意見もあり、実際に上位5%の「消費-所得比率」は上昇しているが、「富裕層はほかの所得層と同じ割合でお金を使わない。これが米国の需要危機を招いている」(ライシュ)。上位1%層に所得と資産が集中し、格差がどんどん広がる中で富裕層が如何に贅沢をしても需要の押し上げには限界がある。「下位95%が十分な需要を生み出せないことが、スローな回復を規定している」。

このように需要が覚束ない現状であるから、第2章表2が示すようにシェールガス革命に沸く鉱山業を例外として、企業は全体として設備投資を控えている。民間設備投資は表2が示す

ように2009年の1兆153億ドルから2013年には1兆3978億ドルへ、表掲外であるが2014年には1兆5108億ドルへと増加したが、その対GDP比は2000年のピーク（14.5%）を超えることはなく停滞している。第1章図1が示しているように、リーマン・ショックで大きく落ち込んだ企業収益は回復しており、企業は設備投資のための現金がないわけではない。ゼロ金利で金利は低く、手元資金は潤沢である。「アメリカでは1990年代以降、全産業の3分の2で寡占が進んだ。背景にあるのは次々に起こるM&A（合併・買収）だ。市場支配力を高め厳しい競争から解放された企業は、新規投資に後ろ向きで現金をため込むようになる」<sup>16)</sup>。企業経営者は株主に報いるためそれで自社株買いを行っている。工場、設備そしてイノベーションへの投資が決定的に不足し、そのため労働生産性の伸びが長期的に低下している。1970年代のスタグフレーションは「独占段階固有の停滞基調が特有の鋭さをもって露呈したもの」であるが、ブルッキング研究所の調査によると、その後も1978年から2011年にかけて新しい大企業が支配力を強めていくのに伴い、新規企業の参入割合は半減した<sup>17)</sup>。そうした独占段階固有の「停滞基調」がリーマン・ショック後の長期停滞に作用している。

バーナンキはそのブログでサマーズの「長期停滞仮説の欠点は、それが国内の資本形成と国内の家計支出に影響する諸要因にのみ焦点を当てていることである」と批判し、「アメリカだけの長期停滞への傾向は海外投資と貿易によって軽減されるか又は除去されうる」と指摘している。実際「財政政策や金融政策の経済刺激効果に限界がある現状では、貿易政策は優れた成長のエンジンとしても機能する」<sup>18)</sup>としてオバマ政権が力を入れたのが輸出である。オバマ大統領は2010年1月27日の一般教書演説において、今後5年間で輸出を倍増させ、200万人の雇用を創出する「国家輸出戦略」を打ち出した。アメリカが押し進めている環太平洋貿易連携協定

(TPP)、環大西洋貿易・投資パートナーシップ(TTIP)もこの一環である。米通商代表マイケル・フロマンは、「オバマ政権はその貿易政策を通じて、世界経済の3分の2の市場へのアクセスを保証する一連の貿易合意ネットワークの中枢にアメリカを位置づけることで、この国をいっそう魅力的な投資先にしようと試みてきた」<sup>19)</sup>、「国際貿易体制の再活性化を促し、変化する構造のなかでアメリカの主導的役割を維持し、アメリカの国益と価値観を反映した貿易体制を新たに形作っていくことを目的としている」<sup>20)</sup>と述べている。

TPPについては、それからの脱退を公約するトランプ候補の勝利で現在までのところアメリカ議会の承認に見通しは立っておらず、またTTIPについても、EUは2016年9月23日目標としていた米オバマ政権下での合意を断念する方向で一致した。オバマ政権下の国家輸出戦略がうまくいったわけではない。アメリカの輸出総額は2009年1兆5831億ドル（財1兆703億ドル+サービス5127億ドル）から2012年2兆2190億ドルへ増加し、同回復期の実質GDP成長の約40%を支えたが、その後輸出は低迷し2015年の輸出総額は2兆2612億ドル（財1兆5103億ドル+サービス7509億ドル）に止まっている。2009年の輸出総額から1.43倍の増加に止まっている。第2章冒頭でも述べたように、サブプライム危機に至るまでの持続的成長の中で潜在化していた危機が時間の経過と共に相次いで顕在化し、世界経済を震撼させ、アメリカ輸出の外部環境を悪化させる出来事が次々と出現しているのが実態である。

- 1) Henry Siu and Nir Jaimovich [2015] Jobless Recoveries, ([http://www.thirdway.org/report/jobless-recoveries.](http://www.thirdway.org/report/jobless-recoveries))
- 2) Jason R. Abel and Richard Deitz [2012] Job Polarization and Rising Inequality In the Nation and the New York-Northern New Jersey Regio, ([http://www.newyorkfed.org/research/current\\_issues.](http://www.newyorkfed.org/research/current_issues))

- 3) Bob Davis and Jon Hilsenrath [2016] How the China Shock, Deep and Swift, Spurred the Rise of Trump, (<http://www.wsj.com/articles/SB1019>.)
- 4) David H. Autor, David Dorn, Gordon H. Hanson [2016] The China Shock : Learning from Labor Market Adjustment to Large Changes in Trade., *NBER Working Paper* No. 21906.
- 5) Gary P. Pisano and Willy C. Shih [2012] Does America Really Need Manufacturing ?, (<https://hbr.org/2012/03/does-america-really-need-manufacturing>)
- 6) *Wage Statistics for 2015*. (<https://www.ssa.gov/cgi-bin/netcomp.cgi?year=2015>)
- 7) ウイリアム・グレイダー (中島健訳) 『アメリカ民主主義の裏切り—誰が民衆に語るのか』(青土社, 1994年) p. 529.
- 8) 北村雄二 「トランプの憎悪がもたらすトランプの利益」(『世界』2017年1月号所収) 参照。
- 9) (<http://savingusmanufacturing.com/blog/outsourcing/import-penetration-still-outweighs-reshoring-trend/>)
- 10) Michel Cavallo [2014] The Surprising Strength of U. S. Imports During the Recovery, (<https://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/ifdp-notes/2014/>)
- 11) (<http://www.pewsocialtrends.org/2015/12/09/the-american-middle-class-is-losing-ground/>)
- 12) (<https://eml.berkeley.edu/~saez/saez-USstopincomes.2012.pdf>)
- 13) (<http://docplayer.net/docview/40/21182490/>)
- 14) (<http://www.pewsocialtrends.org/2013/04/23/arise-in-wealth-for-wealthydeclines-for-the-lower-90/>)
- 15) FRB. Changes in U.S. Family Finances from 2010 to 2013 : Evidence from the Survey of Consumer Finances, *Federal Reserve Bulletin*, September 2014.
- 16) “Vertical limit” in *The Economist* October 29th 2016.
- 17) Ian Hathaway, Robert E. Litan [2014] Declining Business Dynamism in the United States : A Look at States and Metros, *Economic Studies at BROOKINGS*. 奥村皓一 『グローバル資本主義と巨大企業合併』(日本経済評論社, 2007年) 参照。現代アメリカの独占の弊害については, ロバート・R・ライシュ (雨宮寛/今井章子訳) 『最後の資本主義』(東洋経済新報

社, 2016年) 第5章参照。

- 18) マイケル・フロマン 「貿易の戦略的ロジック—貿易協定の政治・安全保障的意味合い—」(『フォーリン・アフェアーズ・レポート』2014年11月) p. 96.
- 19) 同上 p. 91.
- 20) 同上。

#### 第4節 欧州金融債務危機—危機の第3ステージ

金融機関の救済や不況対策で財政支出が増大し、当然ながら財政赤字が拡大した。「危機の第3ステージ」では、この各国の財政赤字、それをファイナンスするために発行される国債に焦点が当てられた。政府の発行する国債が支払不能、デフォルトになるのではないかというのが「ソブリン sovereign・リスク」である。

切っ掛けは、2009年10月ギリシャが、政権交代を機に財政赤字見込み額を大幅修正したことである。ギリシャは2001年にユーロに加盟した。ユーロに加盟するためには財政赤字をGDP比3%以内に抑えなければならないという規則があるが、ギリシャはそれをごまかして加盟した。加盟後も財政赤字を小さく見せかけていたが、2009年10月、政権交代を機に財政赤字がGDP比10%を超えそうだとすることを明らかにした。

この時はそれほど問題にならなかったが、2009年11月25日バブル的な不動産開発を行っていたドバイワールドが債務返済猶予を要請、いわゆる「ドバイ・ショック」が起こって、基本的には破綻の恐れがないと捉えられていたソブリンに疑念の目が向けられるようになった。その結果浮かび上がってきたのが、新たにユーロ圏に加わった東欧や南欧の新興ヨーロッパである。ユーロ導入によって公的債務についてドイツ並みの低金利を享受できるようになって財政規律が緩んだ。第4章図2が示すように、これら諸国の先進諸国銀行に対する負債の対GDP比は他の地域に対して突出していた。あふれるマネーは不動産などに向かい、国によ

てはバブルが発生し、消費ブームとなった。返済が難しいのを分かっているながら巨額の与信をしたサブプライムローン問題の欧州版である<sup>1)</sup>。新興ヨーロッパの中でまずあぶり出されたのが、先のギリシャである。2009年12月ギリシャの国債が格下げされ、国債のデフォルトの恐れが出てきた。ギリシャの国債が売られ、利回りが急上昇した。ギリシャ危機が顕在化した。ユーロを採用しながら、著しく財政状況の悪化していたのはギリシャに止まらなかった。ギリシャ危機はPIIGS（ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン）問題へと拡大した。

問題は図2も示すように、これら諸国に貸し込んだのがヨーロッパの銀行、とりわけドイツやフランスの有力銀行であったことである。ギリシャの場合、2009年末の時点でフランスの銀行の与信が751億ドル、ドイツ銀行のそれが450億ドルで、両国でギリシャの対外債務の半分以上を占めていた。ヨーロッパの有力金融機関は、サブプライムローン問題について、アメリカの金融機関と共に「両者共犯」とも言うべき重要な役割を果たしており、それに関連した損失は、2009年4月21日のIMF推計によれば2007年～2010年の合計で米国2兆7120億ドル、欧州1兆1930億ドルであった。アメリカの金融機関では簿外資産のオンバランス化の先送りや実質的な時価評価の後退で、「問題を小さくみせ、隠す方法で何とか切り抜けようという姿勢が圧倒的」であったが、この点はヨーロッパの金融機関も同様で、時価評価していた資産を満期保有に移し替えるなどして不良債権の処理を先送りした。そこに新たにギリシャなど南欧向け与信が腐り始めたのである。

「ギリシャがデフォルトに陥れば、独仏の銀行は損失を埋め合わせるために他の国債を売り払うのは目に見えていた。だが銀行が国債を手放せば債券市場が大きな混乱に陥り、ユーロ圏で銀行破綻が相次ぎ、ユーロ中核地帯の銀行も破綻に追い込まれる危険があった<sup>2)</sup>。そのため「トロイカ（EU,ECB,IMF）」はギリシャ支援の

プログラムを準備した。第1次は2010年5月から2013年6月まで実施され、IMFのスタンドバイ融資制度からの300億ユーロ、そしてEUメンバー諸国政府による総額800億ユーロの2国間融資からなっていた。第1次の緊急融資でもギリシャ危機は収まらず、2012年3月から2014年末にかけて第2次の対ギリシャ緊急融資が実施された。これはIMFによる融資と2010年に設立された欧州金融安定ファシリティ(EFSF)からの融資で構成されており、両者合わせてギリシャへの融資総額は2300億ユーロとなった。

問題はその中でギリシャ国家を動かすための融資は、「試算」によればわずか270億ユーロにすぎず、「融資の65%はギリシャを経由して中核国の銀行の金利や満期資金の支払い、そして貸し手が求めた国内銀行の資本増強に用いられた<sup>3)</sup>」ことである。2009年の時点でギリシャの債務残高のGDP比は135.2%であったにもかかわらず債務負担軽減が不十分で、その上融資と引き替えにギリシャに対して過酷な緊縮財政（公務員の削減、最低賃金引き下げ、年金、給与の削減）が押しつけられた。これではユーロ危機の根源にあったドイツとPIIGSとの持続不可能な域内不均衡は抑制されるどころか増幅されるばかりである。

ギリシャでは2008年以降マイナス成長が続き、実質GDPは2008年から2016年にかけて26%減少した。ギリシャの債務残高のGDP比は2009年の135.2%から2011年に111.2%に低下した後増加を続け、2016年には200%に達した。2015年夏ギリシャ危機が再発し、総額860億ユーロ規模の第3次ギリシャ金融支援プログラムを余儀なくされた。

ギリシャ危機はスペイン、イタリアにも波及し、これらの国も緊縮財政を迫られた。2010年6月G20金融サミットは、日本を除いて「2013年までに財政赤字を半減」するため、緊縮財政をとることを謳った。

2012年9月、欧州中央銀行（ECB）が南欧

諸国の国債を無制限に購入する方針を公表した。ドギラマジックによって欧州金融債務危機はやや沈静化し、「欧州危機は終わった」というような見方も出た。これに対して2013年1月4日フィナンシャル・タイムズ紙に「ユーロ危機は終わっていない、それからはほど遠い」と題する記事が掲載された。この記事は「ユーロ圏の銀行システムは合計5000億ユーロから1兆ユーロの過小資本となっている。問題はスペインの銀行のみならず、損失を隠すのにより巧妙になっているドイツやフランスの銀行もそうだと指摘した。事実アメリカと日本が不良債権比率をかなり低下させたのに対して、欧州銀行の不良債権比率は高止まりしている<sup>4)</sup>。預貸率も100%を超えており、図5-2が示すように新興諸国向けの融資残高が多いということをお案すれば、新興諸国の景気減速に伴って不良債権が増加する可能性がある。「失礼、ヨーロッパよ、危機は終わっていない」のが実情である。

2013年3月突然キプロス問題が浮上した。キプロスの銀行は大量のギリシャ国債を保有していたが、ギリシャ救済のため、総額45億ユーロのギリシャ債権を放棄せざるをえなかった。さらに不動産バブルの崩壊もあって巨額の不良債権をかかえることとなった。国も財政赤字のためとても救済できない、そこでキプロス政府はEUに支援を要請した。EUは100億ユーロの支援で合意したが、58億ユーロは全ての預金に課税して用意しなさいと条件を付けた。これに対して市民は銀行のつけを何故我々が払わなければならないのか反発し大騒ぎになった。結局10万ユーロ以上の高額預金者にのみ課税することで合意をえた。

その後も「欧州最強の銀行」と呼ばれたドイツ銀行やGDPの2割近くにあたる不良債権を抱えるイタリアの銀行の経営不安が発生している。リーマン・ショック後の景気低迷で銀行の不良債権が膨らみ、銀行のすさまじい貸し渋りが緊縮財政と相俟って経済成長を鈍らせる悪循環に陥っている<sup>5)</sup>。

ユーロ圏の工業生産指数(2010年=100)は2008年4月114.9から2009年4月90.2まで-21.5%落ち込んだ後、2011年半ばには105近くまで回復したものの、ギリシャ危機の長期化と共にその後も停滞したままである。このためユーロ圏の成長率は、2007年3.1%、2008年0.47%、2009年-4.5%、2010年2.1%、2011年1.65%、2012年-0.88%、2013年-0.3%、2014年0.89%、2015年1.64%となった。2017年1月17日にはメイ首相が昨年6月の国民投票の結果を踏まえてEUからの完全離脱を表明し、景気減速の懸念も生じている。

こうしたユーロ圏の低迷がアメリカの輸出を制約した。その影響は中国にも及んでいる。中国ではEU向けの輸出が落ち込むことによって景気が減速している。中国の景気減速は新興経済諸国の輸出にも影響を与え、アメリカの出口戦略と相まって、新興経済諸国が世界経済の新たなリスク要因として浮上してきている。危機の第4のステージである。欧州危機に続く新興経済諸国危機が輸出志向を強めているアメリカの回復を制約せざるをえない。中国に目を転じよう。

- 1) 太田康夫『グローバル金融攻防30年—競争、崩壊、再生—』(日本経済新聞出版社、2010年)参照。
- 2) マーク・ブリス『「ギリシャ危機」という虚構—危機の本物のルーツは独仏の銀行だった—』(『フォーリン・アフェアーズ・レポート』2014年11月号) p.55.
- 3) 同上, p.56.
- 4) 高田創「欧州は日本を超える日本化、不良債権は完治せず」(みずほ総合研究所『リサーチ TODAY』2016年4月7日)参照。
- 5) アンドリュー・モラフチーク「ヨーロッパを待ち受ける忌まわしい未来—もはや衰退は回避できない—」(『フォーリン・アフェアーズ・レポート』2016年12月号)参照。

## 第5節 新興諸国危機—危機の第4ステージ

中国が2001年のWTO加盟後極端に消費を抑制した投資・輸出主導で一気に経済大国に成り

表7 中国「第I部門内部循環」の推移

	単位億ドル	総生産額	中間需要			最終需要		
			鉄鋼・同製品	機械	建設	家計消費	固定資本形成	輸出
鉄鋼・同製品(2001)		2,272(100)	33.4	26.9	17.1	2.0	1.5	7.7
機 械 (2001)		4,832(100)	1.8	28.0	4.3	6.5	17.8	19.2
鉄鋼・同製品(2007)		9,696(100)	34.0	30.0	15.0	0.4	1.1	9.7
機 械 (2007)		19,741(100)	2.2	36.0	3.1	2.9	16.0	32.0
鉄鋼・同製品(2011)		19,474(100)	33.0	30.0	19.0	0.4	1.2	6.6
機 械 (2011)		39,648(100)	2.1	33.0	4.0	2.8	19.0	24.0
鉄鋼・同製品(2014)		24,521(100)	33.0	27.2	20.0	0.4	2.1	7.0
機 械 (2014)		54,592(100)	2.0	38.5	3.4	4.1	18.9	19.9

World Input-Output Database 各年版より作成。中間需要と最終需要の数値は総生産額を100とする%。

上がり、人口大国・中国の成長が資源食料価格を高騰させ BRICS を浮上させたことは既に指摘した。

1978年の自力更生政策から「改革・開放」政策への転換後、「計画経済を主とし、市場経済を従とする」第1期（1978～84年）と「計画経済と市場経済の結合」の第2期（1984～92年）は、中国は消費財・内需主導型成長方式を展開した。この間の中国の家計消費の対名目 GDP 比（年平均）は49.4%で、日本のそれ（53.6%）とそれほど大きな差はなかった。しかし、その後93-01年は45.7%となり、2000年代は01年の45.8%から2010年35.9%へと大きく下落した。これに代わって総固定資本形成の GDP 比は01年35.9%からピーク2011年には47.3%にまで増加し、輸出の GDP 比も01年19.9%からピーク06年35.4%に増加した。2001年を境にそれまでの「消費財・内需主導型成長方式」が「投資と輸出主導型成長方式」に大きく転換したことが分かる<sup>1)</sup>。この点を産業連関表に基づいて、別の角度から検討しておこう。

表7は産業連関表に基づいて第I部門の内部循環の規模を見たものである。機械工業の最終需要の内、家計消費の比率を見てみると、2001年6.5%であったが、2007年2.9%、2011年2.8%と大きく落ち込んだ後2014年には4.1%とやや増加している。2001年の6.5%という数値は、

個人消費依存度が2007年時点で15.3と別格に高いアメリカを別として、韓国の5.6%よりも高く、日本7.6%、ドイツ8.5%とそれほど遜色はなかった。家計消費依存度が2001年6.5%から2007年2.9%にまで大きく低下したのに対して、投資依存度は17.8%から16%へとほぼ変わらず、輸出依存度は19.2%から32%へと大幅に増加した。この簡単な数値からも先に成長方式の転換を確認することができる。

このような転換はどのような要因によってもたらされたのであろうか。1998年住宅制度改革が行われた。1998年下半期、アジア通貨危機を受け、中国経済は大きく減速した。[96年9.6%、97年8.8%、98年7.8%、99年7.1%]このため、政府は、景気刺激策の一環として、不動産促進策を打ち出し、これに基づき1998年「新たな都市住宅制度の改革」を開始した。①政府や国有企業が、福祉住宅を低家賃で支給する制度が廃止、住宅補助金支給、②福祉住宅の家賃引き上げ、③福祉住宅の払い下げ、④住宅金融制度を整備して、個人の住宅購入を推進した。こうして住宅の商品化によって住宅建設ブームとなった。合わせて第10次5カ年計画（2001～2005年）で小都市・町の発展戦略、「都市化」が打ち出されたことによって全国で6000を超える開発区が乱立し、住宅投資を主とする不動産開発投資が過熱した。不動産開発投資/固定資



本投資は98年には12.7%であったが、04年には18.7%にまで増大し、その後もほぼその水準を維持した。不動産開発投資に関連し、輸送・保管・郵送、水保全・環境・公共施設管理、電気・熱・ガス・水供給といったインフラ投資も増大した。

また2001年中国がWTOに加盟したことを切っ掛けに外資の低賃金目当ての中国進出が加速し、外資の輸出がリードする形で労働集約型産業の輸出が伸び、2001年以降輸出のGDP比が増大した。中国の主な輸出先は住宅バブル景気に沸く、いわば砂上の楼閣とも言うべきアメリカ市場であった。住宅バブル期賃金が停滞的であったアメリカ労働者にとって安価な中国製品は救いであり、インフレに対する大きなブレーキ役でもあった。多くの米国民の低価格品志向で2015年には中国からの輸入は米国の対GDP比で2.7%にまで上昇した。対ヨーロッパ向けの輸出も増加し、2008年には対米輸出を上回った。ヨーロッパも財政規律の緩みや不動産バブルに支えられた需要であり、いわばアメリカ市場同様に砂上の楼閣であった。当の中国は疑いもしなかったであろうが<sup>2)</sup>。外資系企業の輸出総額に占める比率は、91年17%、01年50%、07年57%と2000年代に急増し、2007年外資の貿易黒字は中国全体の約52%を占めるまでに増加した。

こうした不動産開発投資・インフラ投資と輸出に起動され、製造業の固定資本投資は2003年の1兆4689.5億元から2013年14兆7705億元まで、リーマン・ショックによる落ち込みもなく増大を続けた。投資が投資を呼ぶ第I部門の内部循環が拡大し、鉄鋼生産は2000年1億2850万トンから2008年5億1234万トンへと「超絶的」な拡大を遂げた<sup>3)</sup>。機械工業の最終需要の内、家計消費の比率は2001年6.5%であったが、2007年には2.9%にまで低下した。国有企業改革によって大量の失業者が発生したことも影響し、賃金総額の対GDP比は1990年代初め15%から2008年には10.7%にまで低下したものの、この間住

民消費水準は1978年を100として2001年521.2から2007年849.9まで増加している。これを踏まえシャルマは中国の消費支出は年平均9%近く伸びており、高度成長期の日本の個人消費の伸び率よりもちょうど1ポイント高く「中国には『抑圧された』消費者など存在しない<sup>4)</sup>と指摘している。それにも関わらず先の家計消費依存度の6.5%から2.9%への大幅な低下は、この間の第I部門の内部循環拡大の異常性と共に中国が抱え込んだ「生産と消費との構造的な矛盾」の大きさを物語っている。

実質GDP成長率は投資と輸出に主導され2001年の8.3%から2007年14.2%にまで年々高まった。「置き去りにされた」家計消費の上に設備投資と輸出に主導された成長の中で中国では何度か不動産価格が高騰するバブル経済に見舞われてきた。元取引の自由化が遅れ、投資の選択肢が限られていることも不動産バブルを促進した。中国の不動産バブルはどのようなメカニズムによるのであろうか。これには中国独自の事情が大きくからんでいる<sup>5)</sup>。

中国の憲法では都市の土地は国有であるが、農村の土地については集団所有と定められている。所有権は村民委員会など農村集団組織に属し、各農民に対してその土地の使用権＝土地請負経営権が認められている。1988年憲法改正で「土地使用権」の譲渡が認められ、使用権の賃貸、譲渡、抵当権の設定などが法制化された。さらに1994年の国税と地方税を明確に分離した「分税制」の導入で中央政府の取り分が増加し、地方政府は税収不足に陥った。1995年の「予算法」で「各レベルの地方政府予算は、収入に応じて支出を定め、均衡の原則に基づいて作成し、赤字を計上しない」と定められ、「地方政府は政府債券を発行してはならない」と決められた。さらに1996年の中国人民銀行「貸出通則」で「地方政府が直接国内の中国資本金融機構から借り入れることを禁止」され、「中央政府から地方政府への財政移転額は拡大し続けているが、社会統合を目的とする社会保障、教育に集中して

おり、インフラ整備投資の資金獲得は依然として、地方政府の自主努力に頼らざるを得ない。「税収と上級政府からの財政移転のほかに第3の収入源が必要になる。その役割を果たしたのが『土地』である」。

集団的な土地を農地以外の工場用地や宅地などに転用する場合は、政府が一度必ず国有制にして、当該地元政府（郷、鎮、村）がその土地を管理下に置き、地方の官僚上層部が土地使用権の配分を決める村民委員会をコントロールし、地方政府が一定の補償金を村に払って取用したうえでデベロッパーに「使用権」を払い下げることになるが、この場合の補償金と売却価格との差が地方政府の収入となる。「仕入れは社会主義、販売は市場経済」という言い方もされた。

1994年の分税制改革後、工業投資を呼び込むために、減税方式や労働基準や環境規制の緩和を行う以外に、廉価な工業用地の提供と質の高いインフラ整備は投資争奪の主要手段となった。土地という生産要素価格を低く抑えることを可能にするために、土地開発や土地取引を独占的に抑える必要がある。その独占的機能を果たしているのが、土地備蓄制度である。1996年に「経営破綻もしくは資金繰りが悪化している国有企業の土地を回収し、放置もしくは使用効率の悪い土地を活性化させ、民営化過程でレイオフされた職員の救済や企業改革の推進を目的に」上海「土地備蓄センター」が設立され、08年には2000以上となっている。それに基づいて「激しい投資誘致合戦を勝ち抜くために、製造業に対して、協議という不透明な方式で整備コストよりも安い価格で提供し、その反面商業と住宅用地に関しては、土地に対する独占的供給権を駆使して、量的コントロールを通じて、競売という方式で利潤の最大化を図る」という「土地市場における2重価格体系」が、中国の不動産バブルの背景にある。中国の住宅価格は長期的な上昇傾向を示しているが、全体的な上昇傾向の中で03年6月位まで上昇率がアップした。これに対して住宅価格安定策がとられ上昇率が鈍化

した。07年Ⅲに再び住宅価格が急上昇した。これは株式市場に流入していた資金が不動産市場に流れこんだためである。

過剰流動性による不動産バブルの発生、格差の拡大、貿易摩擦等の弊害に直面し、第11次5カ年計画（2006～2010年）では、輸出と投資に過度に依存した不安定な成長方式から消費を中心とする安定的な成長方式への転換を目指した。実質GDP成長率は2007年Ⅱに14%のピークに達した後輸出の税還付比率の引き下げなどの引き締め政策で減速した。2008年に入るとサブプライム危機の影響で沿海部の輸出が落ち込み、さらに減速した。07年Ⅲから急騰を続けた不動産価格も2008年Ⅰがピークで、その後上昇率は鈍化し、2009年Ⅰにはマイナス1.7%となった。09年には1993年以来16年ぶりの外需寄与率マイナス3.9%となった。このような状況の中で引き締め政策は2008年7月から緩和され始めた。輸出を制限する政策を全て撤廃し、輸出税還付率の引き上げ等過去最大級の輸出奨励策が実施された。人民元の対米ドルレートは、2008年7月以降6.28元／ドル前後で安定化された。08年10月17日住宅取引税税率引き下げや10月22日には財務省による印紙税・契約税の一部免除、人民銀行による住宅ローン金利下限の引き下げの措置が取られた。リーマン・ショック後実質GDP成長率は2008年Ⅳ6.8%、2009年Ⅰ6.2%と急激に落ち込んだ。このような経済情勢の一層の悪化を受け、2008年11月中国人民銀行は預金準備率、基準金利全てを1ポイント弱引き下げ、さらに4兆元という「百年に一度」級の最大規模の景気対策が決定された<sup>6)</sup>。

当初の計画では実際の財政出動は1兆元余でその他は銀行からの融資によるとされた。藤村氏によれば、08年9月～10年10月の資金の増加分は40兆元（①中央・地方財政支出7兆元、②土地使用権の有償譲渡収入2兆元、③金融機関の貸出残高17.57兆元、④「中央企業」各社の利益6000億元、⑤富裕層の投機資金11兆元、⑥国内の地下金融2.06兆元、⑦国外からの投機資

金2兆元)である。地方政府は土地使用権売却で調達した資金で都市整備、交通インフラ整備などの大規模な公共プロジェクトを行った。地方政府が併設した「地方融資平台会社」は銀行など金融機関からの融資を得て、そうした公共プロジェクトに資金を投じた<sup>7)</sup>。2008年の固定資本投資は前年比30.5%増で、2008年の固定資本形成のGDP比は、07年の40%から42.6%に上昇し、2009年には45.7%となった。

2009年3月には①自動車、②鉄鋼等10大産業支援策が発表された。農村での家電や自動車販売を促進する「家電下郷」、「汽車下郷」の奨励措置等消費刺激策がとられた。2009年5月には「固定資産資本項目資本金比率に関する通知」が出され、業種別にプロジェクトに最低求められる資本金の比率が、多くの産業において引き下げられた。銀行借入などの債務比率を引き上げることが認められたのである。これを切っ掛けに猛烈な勢いで銀行貸出が伸びるようになった<sup>8)</sup>。大規模な財政・金融両面からの刺激策が打ち出されたことによって、景気は2009年Ⅱから回復に向かい、2009年Ⅳには10.7%にまで回復した。2010年には通年で10.61%とV字回復した。

新興諸国は、リーマン・ショックで成長率は07年の8.6%から09年の2.97%にまで大きく落ち込んだ。中国の4兆元の景気刺激策を切っ掛けに中国で投資ブームが再現したことに支えられ資源価格が大きく上昇し、多くの新興諸国、資源諸国の景気は過熱気味に推移した。新興諸国の成長率は2010年には7.42%とV字回復した。この過程でアメリカの緩和マネーが中国を初め新興諸国に流れ込んだ。対中輸出の増大でV字回復したのは日本など先進諸国も同様である。リーマン・ショックで落ち込んでいた世界経済を中国が救ったのである。

しかし4兆元の景気刺激策は大きな後遺症をもたらした。2007年までのバブルには「ある程度の『縛り』がかけられてい」たが、「空前のカネ余り現象」となって縛りが解除され、バブ

ルが爆発的に拡大した。銀行など金融機関はとりわけ国有企業にも融資を行った。国有企業は、自らが銀行からの融資を財テクに流用した場合にはその用途管理に触れるので、ノンバンクの「財務公司」や「信託投資会社」を設立して財テクを行った。銀行の融資が設備投資に投じられず、かなりの部分が財テクに回ったのは、国有企業はそれぞれの部門で膨大な過剰設備を抱えていたためである。住宅価格は09年Ⅱから上昇に向かい10年Ⅰには14.2%の上昇となった。2010年10月金利が引き上げられ、11年10月価格は下がったが、まだ高止まっている。中央政府は住宅価格抑制策を続けるものの、「不良債権化を恐れる地方政府が抑制策を骨抜きにしようとする動き」がある。2012年6月7日に利下げに転じたことによって価格が上昇するところも多くなっている。

政府の4兆元の景気刺激策に牽引されて不動産開発投資とインフラ投資が再燃し、それが製造業の投資に点火した。製造業の固定資本投資はリーマン・ショックにもかかわらず減少することはなく、驚くべきことに2009年の7兆613億元から2013年14兆7705億元へと倍増したのである。第Ⅰ部門の内部循環が拡大し、粗鋼生産は2014年には8億2000万tにまで拡大した。総固定資本形成の対GDP比は2011年には47.3%のピークに達した。機械工業の家計消費依存度は2011年には2007年の2.9%から2.8%にまで下がり、生産と消費との構造的不均衡は更に拡大した。この期の過剰投資がたたって中国は各部門で膨大な過剰設備を抱えることとなった。地方政府間の投資競争で積み上がった生産能力は2015年5月時点で12.5億tであるから4億tが過剰ということになる。その内1億tが輸出に回され、アメリカ初め世界の鉄鋼市場に激震がはしっている。

リーマン・ショック後長期停滞が懸念される欧米に野放図に輸出を伸ばせる状況ではない。トランプ大統領の登場で米中摩擦が激化しそうである。事実輸出依存度は2007年の32%から

2011年には24%へ、2014年には19.9%と更に下がっている。しかも「中国の個人消費は、急激な経済成長への期待を背景に2桁近くの成長を続けてきたために、もはや伸びようのない自然障壁となっている」<sup>9)</sup>。中国政府の消費刺激策にも関わらず機械工業の家計消費依存度は2014年4.1%に止まっている。家計消費のGDP比もボトム2010年35.9%からは増加したものの2015年38.5%に止まっている。習近平政権のもと「国家新型都市化計画（2014~2020）」が実行されているが、スローガンとなっている「中国の投資・輸出主導から消費主導への再生産構造の転換は容易ではない」。

このような構造的な問題を抱えた中で、一定の成長を維持するためにはバブルに依存する以外にない。リーマン・ショック以降不動産価格は2回のバブルの拡大と過熱抑制を繰り返した。2015年の低迷に対して利下げや購入戸数や戸籍の規制緩和、頭金比率の条件緩和が行われたことによって2015年秋から不動産価格は3回目の上昇に転じ、地域的な格差を伴いながらも2016年半ばには史上最高値水準まで暴騰した。投機の対象は不動産に限らない。2014年4月から2015年4月にかけて不動産価格が低迷する局面では、余剰マネーは不動産から株式へ流れ、個人投資家が9割を占めるという上海株式市場は2014年6月から2015年6月まで暴騰し2倍となった。個人投資家のパニック売りで2015年7月株式バブルが崩壊し、中国当局は株価暴落防止のため上場企業の半数の企業の株式売買取引の停止等「掟破り」の対策を迫られた。8月には人民元ショックが起こった。余剰マネーは再び不動産へ、さらに債券や商品へとより高い利回りを求めて移動している。地方政府は財政のかなりの部分を土地払い下げ収入に頼っており、資産バブルをつぶすには大きなリスクがある。実際2016年1~10期の地方政府の国有地の売却面積は前年同期比4.8%減少したにもかかわらず、不動産価格の高騰で土地所有権売却で得た資金総額は15.2%増加し、2兆6500億元（約45

兆円）となった。これがインフラ投資に向けられたため過剰生産に喘いでいた鉄鋼、セメント、化学などの産業を急回復させ、世界の鉄鉱石、原料炭などの市況を急騰させた。

中国当局はバブルをコントロールしようとしているが、その代償として企業・政府・家計の負債のGDP比は2008年の154%から2016年には260%と持続不可能なレベルに達した。マネーサプライ（M2）の伸び率が前年比で10%以上のハイペースを続け、中国の銀行セクターの融資残高は34兆ドルに達した。不良債権比率も増大している。問題は生産と消費の構造的な不均衡が拡大し、膨大な過剰設備を抱えた中では融資増が生産増につながらないことである。リーマン・ショック前まではGDPを1ドル増やすのは1ドル超の融資で可能であったが、リーマン・ショック後年々増加し、現在では6ドル程度に増加しているという<sup>10)</sup>。

日本の戦後重化学工業は「応等的な産業連関を欠如した」<sup>11)</sup>、「他部門との連関を顧慮しない」<sup>12)</sup>形で鉄鋼・機械4部門の高蓄積で構築されたことは既に指摘されてきた。1965年の時点で機械工業の家計消費依存度は8.7%で2007年の7.6%と大差はない。その輸出依存の日本経済が1985年プラザ合意による円高で輸出が困難になった時、空前の規模のバブルが発生し、それが崩壊した1990年代以降長期停滞を脱しきれないことを考えれば、中国が抱え込んだ構造的な問題はまこと深刻と言わなければならない。成長率は2011年9.5%から2015年6.9%へと段階的に減速し、2016年には6.7%と26年ぶりの低水準となった

4兆元の景気刺激策が投資ブームを再現させ、住宅バブルを拡大させた中国向けの輸出で新興諸国がV字回復したことは既に述べたが、この過程でアメリカから膨大な緩和マネーが中国を初め新興諸国に流れ込んだ。ドル建ての債務が急増した。IMFによれば新興諸国の非金融法人の債務は2008年末の約9兆ドルから2015年末の25兆ドル超へと増加した。同時期のGDP

比で57%から104%への急増である。アメリカのQE3の段階的縮小から停止へそして金利の引き上げへと向かう中で途上国に向かっていったマネーの動きが逆流している。中国でも資金流出と中国人民元安が進行している。「新興諸国によって惹起された爆発的な企業債務に対して警告の鐘が鳴り続けている」<sup>13)</sup>。それが中国の減速と相俟って新興諸国の不振を招いている。新興諸国の成長率は、2007年8.6%、2008年5.8%、2009年2.97%、2010年7.42%、2011年6.3%、2012年5.3%、2013年4.9%、2014年4.6%、2015年3.983%となっている。こうした新興諸国の低迷がアメリカの輸出を制約している。世界貿易の伸びが全体として減速している。

- 1) 本節の中国 GDP に関するデータは『中国統計年鑑』による。
- 2) アメリカと中国のもたれ合いの関係については、スティーブン・ローチ（田村勝省訳）『アメリカと中国 もたれ合う大国』（日本経済新聞出版社、2015年）参照。
- 3) 中国の鉄鋼業の発展については、藤井洋次『東アジアにおける製造業の発展と構造変化—1990年代以降の電気・電子産業と重工業における生産と貿易構造の分析を通じて—』（創風社、2011年）参照。
- 4) シャルマ『ブレイクアウトネーションズ』（前掲）、p. 54.
- 5) 中国の不動産バブルについては、徐一睿「中国地方政府の『都市経営』からみる土地と財政」（『日本地方財政学会研究叢書18号』、2011年所収）参照。同『中国の経済成長と土地・債務問題』（慶応義塾大学出版会、2014年）も参照。
- 6) 渡辺利夫他監修『国際金融危機後の中国経済』（勁草書房、2010年）参照。
- 7) 藤村幸義・美土代研究会『中国バブル経済のからくり』（勁草書房、2012年）参照。
- 8) 渡邊真理子「中国のサブプライム危機の影響と対応」（『比較経済研究』第47巻第1号、2010年所収）参照。
- 9) シャルマ前掲書、p. 36.
- 10) (<https://imfdirect.files.wordpress.com/2016/09/china-rebalancing-chart3.jpg>)

- 11) 南克巳「戦後重化学工業段階の歴史的地位—旧軍封構成および戦後=「冷戦」体制との連携—」（『新マルクス経済学講座』第5巻「戦後日本資本主義の構造」有斐閣、1976年所収）p. 98.
- 12) 大島雄一「戦後日本資本主義の構造と段階」（塩沢君夫他編『日本経済史』有斐閣、1977年）p. 487.
- 13) UNCTAD, *Trade and Development Report*, 2016. P. IV.

## 第6章 長期停滞論の提起

大恐慌時に匹敵する財政対応と非伝統的な金融政策にもかかわらず、オバマ政権下の8年間3%成長を超えることはなく、アメリカの雇用を中心とした回復は鈍かった。それが「アメリカ人第1の雇用」を公約したトランプ大統領登場の一因である。このような状況の中でアメリカでは、冒頭で指摘したように、ハンセン以来の長期停滞論が提起された。ハンセンが長期停滞論を提起した時のアメリカの状況はどのようなものだったのだろうか。

1920年代労働組合を組織する権利は認められておらず、裁判所は多くの反労働的指令を発した。1923年最高裁は最低賃金規制を反憲法と規定した。労働者の交渉力はそがれ労働生産性が上昇したにもかかわらず労働者の賃金は停滞的であった。一方所得税最高税率の大幅な引き下げもあって経済格差が劇的に拡大した。不平等の拡大が「消費を潜在的に可能な限度以下に抑える手段になり」<sup>1)</sup>、実体経済で収益をあげうる可能性のある投資が限られるようになったので、投資は実体経済から金融セクターおよび投機へと移った。前半の不動産バブルが崩壊すると資金は株式市場に流れ込み1927年から株式バブルが拡大した。株式バブル崩壊によって史上最大規模の1929年大恐慌が発生した。これに対する金本位制からの離脱と金融資本勢力を封じ込めたグラス・スティーガル法等の金融システム安定化策、全国産業復興法や農業調整法のニュー

ディール政策の詳論はここでの課題ではない。労働組合運動の最大の高まりの中で、「産業には適切な利潤を、そして労働者には生活可能な賃金を保障すること」(ルーズベルト)を意図して1935年のワグナー法で労働組合の団結権と団交権が認められた。1920年代に引き下げられた所得税最高税率は、フーバー政権下金本位制を守るため引き上げられたが、ニューディール政策下「富裕層の可処分所得の増大は貧困層と違って有効需要とならない」との考えのもと更に引き上げられた。相続財産にも高い税率を課した。

1929年大恐慌による住宅価格の大幅な落ち込みと失業の増大で多くの家計がデフォルトに陥り、アメリカの住宅の1割が差し押さえられたといわれている。このような状況に対して1933年住宅所有者貸付公社(Home Owners' Loan Corporation: HOLC, 資本金2億ドル)が設立され、不良債権化した住宅ローン債権を貸し手から買い取り、借り手に借り換えローン(当初返済期間15年・金利5%)を提供するなど、政府が住宅市場により積極的・直接的に介入した。HOLCによる借り換え実行件数は最終的に当時の住宅ローンの10%に相当する102万件であったという。そのうち20万件が再デフォルトした。HOLCはピーク時には20,000人を採用し、48州に展開、借り手との個人的接触を重視するサービサー業務を遂行した<sup>2)</sup>。1934年には全国住宅法によって住宅ローンに対して公的信用補完を提供する連邦住宅庁(FHA)が設立された。

1937年「国の財源と信用を用いて…不衛生な住宅環境と…安全で衛生的な住宅の深刻な不足との、両方を改善することを国の政策とする」ことを謳った「1937年住宅法」が成立し、米国住宅公団が設立されたが、公共住宅の建設はそれほど進まなかった。持ち家政策に力点が置かれ、1938年には民間金融機関からFHAローンを買取るファニーメイが設立された<sup>3)</sup>。

先にも述べたようにニューディール政策で回

復に向かったものの、「基本的に消費需要が主導する景気回復」で民間の新投資に点火する本格的な投資主導の回復ではなかった。独占段階固有の「停滞基調」の発現で鉄鋼はじめ重化学工業の設備は大きく遊休していた。雇用者数が1929年のピークを超えるのに8年もかかった。1936年後半からの金融引き締めや財政支出の大幅削減といった緊縮財政で再び激しい1937年恐慌が発生した。失業率は1933年25%から1937年14%に下がっていたものの、1938年には19%にまで増加した。このような現状を踏まえ1938年12月末の米経済学会の基調講演でハンセンは長期停滞論を唱えた。「芽を出したばかりで枯死してしまうような病的な景気回復やみずからに蝕まれて更に悪化する不況、抜けきれない固いしんのように失業を残してゆく不況<sup>4)</sup>」というのがその本質である。ハンセンによれば技術革新、新領土の開拓可能性、人口の増加等の「外的」要因が「経済的進歩の基礎」であるが、1930年代は「人口増加の減退と新しい大産業が発達しなかったことが重なり、また「領土拡張の減退と人口増加の減退とが重なり<sup>5)</sup>」ったことが長期停滞の原因である。

ハンセンが長期停滞論を提起した頃アメリカではドイツの再軍備に対応した1938年の第2次海軍拡張法を手始めに、1940年6月のドイツ軍バリ侵攻をきっかけに本格的な経済の軍事化が進んだ。軍事支出が刺激となって工業生産は2倍以上急拡大し、完全雇用がほぼ達成されたことは周知の事実である。

戦後軍事生産の縮小で懸念された不況も「軍需生産の民需への『再転換』の政策<sup>6)</sup>と戦時中の繰延べ需要の爆発に支えられて短期間で回復した。戦後は冷戦による膨大な軍事支出が恒常化し、軍産複合体が形成された。軍事関連に起源を持つ技術革新が進展した。また戦後力量を増した労組は有利な労働条件を勝ち取り<sup>7)</sup>、実質賃金は1973年まで一貫して上昇し、分厚い中間層が形成された。1920年代に起源を持つ耐久消費財の大量生産・大量消費が普及した。持ち

家率も1940年の43.6%から1945年の50%へ、そして1970年の62.9%へと上昇し、戦後の第1次持ち家ブームがもたらされた。これらの諸要因によってハンセンの長期停滞論の「有効性に疑問を投げかけ、笑いものにさえした」<sup>8)</sup>ほどの高成長がもたらされた。では何故「忘れられていた」ハンセンの長期停滞論が呼び戻されることになったのか。

それを明らかにするためには「1970年代以降の資本主義の歴史的变化をトータルに把握する」必要があると考え、本稿は1970年代のスタグフレーションにまで立ち戻り、それへの対応の過程で世界資本主義の構造が大きく変化したことを指摘した。1970年代初頭軍事支出が大幅削減される中で危機に陥った軍需産業は「軍事基幹としての性格を保持」<sup>9)</sup>しつつも民需転換を図り、IT革命が展開した。それと重奏する形で生産のアジア化＝グローバル化が次第に深化した。1971年IMF体制崩壊をきっかけに金融化が進んだ。「情報＝金融＝世界市場革命」を柱とするリストラクチャリングの展開過程で強力であった労働組合は弱体化に向かった。1930年代半ばに始まる40年間労働組合は政策決定にある程度発言権をもっており、資本に対する拮抗力として作用したが、それが失われアメリカ資本主義本来の形に逆戻りした。実質賃金は停滞し、戦後縮小に向かっていた格差が再び拡大し始めた。戦後循環の安定化の基盤であった中間階級が衰退した。スタグフレーションの基礎にあった基本構造が大きく変化することによって猛威を振っていたスタグフレーションは消失した。しかし实体经济の停滞で有利な投資先を失った過剰資本は資産に向かいバブルが頻発するようになった。1980年代の商業用不動産を中心としたミニバブル、90年代後半の「ネット＝株式バブル」、2000年代の「住宅バブル」とそれと重奏した「信用バブル」と続き、バブルの拡大を背景にした債務増による消費で一定の成長を実現したが、その崩壊によって「サブプライム・世界経済危機」が発生した。この1929

年大恐慌以来の危機に立ち向かったのがオバマ大統領である。

オバマ大統領はニューディール政策をモデルとしていたが、ルーズベルトの「ブレイン・トラスト」ではなく、投資銀行系が経済政策の司令塔であった。当初期待された労組年来の課題である「被用者自由選択法」は共和党の反対で実現できず、賃金は停滞的であった。危機からの回復過程で格差は縮小するどころか更に拡大し、1970年以降の中間層の衰退に歯止めをかけるは出来なかった。ドット・フランク法でウォールストリートへの規制的コントロールを強めようとする一方、巨大銀行の拡大を助けた。2014年ウォール街の5大銀行が保有する資産の米国の全銀行資産に占める割合は、2000年の25%から45%に拡大した。金融機関の大規模な救済に対して、ローンに行き詰まった家計の救済はほとんどなされなかった。持ち家率の低下にも歯止めをかけられず、1995年65%から2004年69%にまで高まった持ち家率はそれをピークに低下し、現在は1960年代半ばの水準である。そのため雇用を中心とした回復が鈍かったのである<sup>10)</sup>。

アメリカ国内に長期停滞の傾向があったとしても、輸出が増大する環境であればそれは緩和されうる。そのため本稿はサブプライム・世界経済危機の発生と合わせ、特に雇用を中心とした回復が鈍いのは何故かを解明するためには、2000年代の世界経済のトータルな把握が必要であると指摘し、中国、EU経済にも若干の分析を加えた。2007年4月G7は世界経済は「過去30年以上で最も力強い持続的成長」をしていると繁栄を謳歌したが、それは21世紀初頭世界経済の主要プレーヤーであるアメリカ、EU、中国を中心とした新興諸国の持続不可能な異常な発展によるものであり、「持続的成長」の中で潜在化していた危機が時間の経過と共に顕在化した。「近年の米国のトップ5の輸出仕向地は、高い順にカナダ、欧州連合、メキシコ、中国、日本であった。これらすべての貿易相手国の経済成長は全体的に鈍化した」。そのため2009

年Ⅱのマイナス3%から2010年Ⅱのプラス2.5%へと増加した米国の輸出成長率はその後大きく鈍化した。それがアメリカの回復を大きく制約している。

ヨーロッパ、中国を初めとする新興諸国、いずれも深刻な構造的問題が背景にあり、対応如何によってはユーロ圏の抱える問題と同様第2、第3のリーマン・ショックの可能性を秘めている。もしそれが発生した時、政策対応は既に出尽くしており、有効な対応策は狭まっているというのが現状である。「忘れられていた」ハンセン以来の長期停滞論が呼び戻される結果となった。ハンセン同様の外的要因を強調するサマーズは長期停滞は「資本主義の本質的で奥深い欠陥を露わにしているわけではない」<sup>11)</sup>、政策的な「補修」で対応可能と指摘しているが、行論のように今次危機の根源には資本主義の基本的で、まさに内在的な矛盾があることが留意されなければならない<sup>12)</sup>。

1) Jim Pootter, *The American Economy between the World Wars*, Macmillan, 1974, p. 68. 1929年大恐慌と2008年金融危機の基礎に不平等の拡大があったことを比較しながら論じた, Jon D. Wisman and Barton Baker, "Rising Inequality and The Financial Crises of 1929 and 2008" (<https://www.american.edu/cas/economics/pdf/upload/2010-10.pdf>) 参照。

2) Congressional Oversight Panel [2010], "A Review of Treasury's Foreclosure Prevention Programs," *December Oversight Report*, pp. 111~122.

3) 五嶋陽子「アメリカにおける住宅政策」(『三田学会雑誌』第90巻第4号, 1998年所収) 参照。

4) アルヴィン・エッチ・ハンセン (都留重人訳) 『財政政策と景気循環』(日本評論社, 1950年) p. 390.

5) 同上 p. 402.

6) 井村喜代子著・北原勇協力前掲書 p. 88.

7) 鈴木直次「戦後アメリカ自動車産業における労使関係の一断面—全国協約改定にみる賃金・付加給付の上昇—」(専修大学社会科学研究所『社会科学年報』第47巻, 2013年所収) 参照。

8) (<http://www.encyclopedia.com/people/social-sciences-and-law/sociology-biographies/alvin-hansen>)

9) 南克巳「『冷戦』体制解体の世界史的過程におけるアメリカ資本主義—ME化とアジア化を軸線として—」(『1986年度土地制度史学会秋季学術大会報告要旨』) 参照。

10) 1930年代のルーズベルト大統領と比較しながらオバマ大統領の政策を位置づけたものとして, Mike Sharpe [2010] *The Crisis of Capitalism, Challenge/September-October* 2010. 参照。西川珠子氏は「オバマ政権の経済政策運営の最大の問題点は、有効な住宅市場対策を打ち出せなかった点にある」(同「オバマ政権の経済政策点検」『みずほレポート』2011年12月22日)と指摘されている。

11) ローレンス・サマーズ「長期停滞にどう向き合うか—金融政策の限界と財政政策の役割—」(『フォーリン・アフェアーズ・レポート』2014年11月) p. 15.

12) 拙稿「再生産表式論の理論的意義とその限度」(『専修経済学論集』第12巻第1号, 1977年), 同「資本制的生産の社会的編成といわゆる『基本的矛盾』—恐慌の潜在的諸要因の措定によせて(上)(下)」(『専修経済学論集』第15巻第1号, 1980年, 同第2号, 1981年) 参照。

## おわりに—リーマン・ショック後の世界経済をどう展望するか？

本稿は2014年12月13日の「ポスト冷戦研究会」での報告「スタグフレーションからサブプライム・世界経済危機へ—アメリカの長期停滞論と関連させて—」がベースとなっている。報告レジュメでは「アジアとヨーロッパの周辺で緊張が高まっていることを考えると、TPPとTTIPの戦略的メリットはますます際立ってくる」<sup>1)</sup>、「米中対立は、アメリカとヨーロッパと日本が結束して、拡大する中国の国家資本主義から自由資本主義を防衛することを目的とした、これまで以上に緊密な経済同盟を生み出すことになるかもしれない」<sup>2)</sup>、「この戦争で使われる新兵器は、おそらく、市場アクセス、投資ルール、通貨価値などの経済手段」<sup>3)</sup>、「米中に引き裂かれる世界—欧米なき世界と中国なき世界への分裂」<sup>4)</sup>等の指摘を引用しておいた。その時点ではTPPとTTIPが成立するとの前提でリーマン・



ショック後の世界経済を考えようとしていた。しかし「アメリカ第一主義」を掲げ、1930年代の再来を想起させる略奪的な保護貿易主義を唱えるトランプ大統領は就任と同時に NAFTA の再交渉と合わせ TPP からの撤退を表明し、TTIP 交渉も凍結状態となった。トランプ大統領の登場で世界経済の行方は不透明となったが、米中関係が21世紀の最も重要な2国間関係であることには変わりはない。

行論の中で明らかにしたように、2000年代米中は軋轢はありながらも、もたれ合いのような経済的相互依存関係を強めてきた。一方米中関係は「ニチベイ経済」とは異なって軍事的な対抗を内包している。1990年代初頭の米ソ冷戦終焉が「和解」ではなくアメリカの一方的な勝利で終わったという誤った感覚が、アメリカの「唯一の覇者」意識を強めたということは既に指摘したが、その最初の現れである湾岸戦争が米中の軍事的な対抗の「起源」<sup>9)</sup>となった。米中の軍事的な対抗は、1996年の台湾海峡危機に対応した米空母2隻の東シナ海派遣が「大きな分岐点」となり、リーマン・ショック後自信を深めた中国が年来の海洋進出を本格化したことによって新たな段階に入った。1998年のアメリカ核戦争

計画手直しでは1980年代初め核攻撃目標からはずされていた中国が、再び主要な標的となっている。今後の米中関係が「中国と米国」となるのか、「中国対米国」となるのか、雇用増を含め「アメリカを再び偉大な国にする」という公約の成否について、トランプ政権の政策の具体化をみながら稿を改めて考察したい。

- 1) マイケル・フロマン「貿易の戦略的ロジック—貿易協定の政治・安全保障の意味合い—」(『フォーリン・アフェアーズ・レポート』2014年11月号) p.96.
- 2) イアン・ブレマー(北沢格訳)『「Gゼロ」後の世界』(日本経済新聞社, 2012年) p.217-8.
- 3) 同上, p.215.
- 4) マーク・レナード「米中に引き裂かれる世界—欧米なき世界と中国なき世界への分裂—」(『フォーリン・アフェアーズ・レポート』2013年9月号)。
- 5) アーロン・フリードバーグ(平山茂敏監訳)『アメリカの対中軍事戦略』(芙蓉書房出版, 2016年) p.17.

[付記：本稿は2013年度中期研究「サブプライム・世界経済危機の研究」の研究成果の一部である。]