

# サブプライム危機がグローバル経済の本質的危機を露呈させるか

三菱UFJ証券チーフエコノミスト 水野和夫

- 1 サブプライム危機が明らかにしたこと―第二幕に入った二一世紀の価格革命
- 2 二一世紀の利子率革命―資本と国家が一体化した資本主義の危機
- 3 民主主義の危機

経済がグローバル化して一〇年強たった。この一〇年は資産バブルの繰り返しであったが、意味もなく起きたわけではない。グローバル化とは先進国一〇億人経済がBRICS一八億人経済と統一する過程で、新しい価格体系に移行することである。資産バブルとこれから起きるであろう資源・食料価格の高騰は、まさに一六世紀の「価格革命」に匹敵する。サブプライム危機は二一世紀「価格革命」の第一幕（金融資産価値増大）から第二幕（資源・食料獲得競争）に入ったことを告げたのである。

## 1

### サブプライム危機が明らかにしたこと

―第二幕に入った二一世紀の価格革命

(1) 金融資産肥大化は擬似貨幣創造のプロセス

一九九五年に資本が国家を超越するグローバル資本主義が始まった。それ以前のいわば、一六〇〇年「英東インド

会社」以来の資本主義をあえて一括りで表現すれば、資本と国家が一体化していることが基本原理であった。

一九九五年にルービン米財務長官（当時）が「強いドルは国益」を標榜し、資本が自由に国境を越えることが可能となり、世界規模で金融経済の肥大化が急速に進んだ。まさ

に、バーナンキ米連銀議長がいう「犬の尻尾（金融経済）が頭（実体経済）を振り回す」時代に突入したのである。一九九七年のアジア危機、翌九八年のロシア危機と米大手ヘッジファンドLTCM破綻、二〇〇〇年のインテル・ショックに端を発するネットバブル崩壊、そして〇七年年央のサブプライムショックと、金融・資本市場の激震が原因で実体経済は不況に陥っている。

サブプライム危機のあと、〇八年に入るとWTI先物価格が一バレル＝一〇〇ドルを突破するなど、資源や食料価格が大幅に値上がりしている。農産物のウエートが高いCRB先物指数は、〇六年夏に米中古住宅価格が下落に転じたとき、ちょうど入れ替わるように一九八〇年一月の過去最高値を更新し、その後も上昇が続いている。グローバル資本主義という枠組みのなかで生じているこのバブル、すなわち九七年アジア危機から〇七年サブプライム危機までの資産バブルと、おそらくこれから生ずる資源・食料バブルはコインの裏表である。

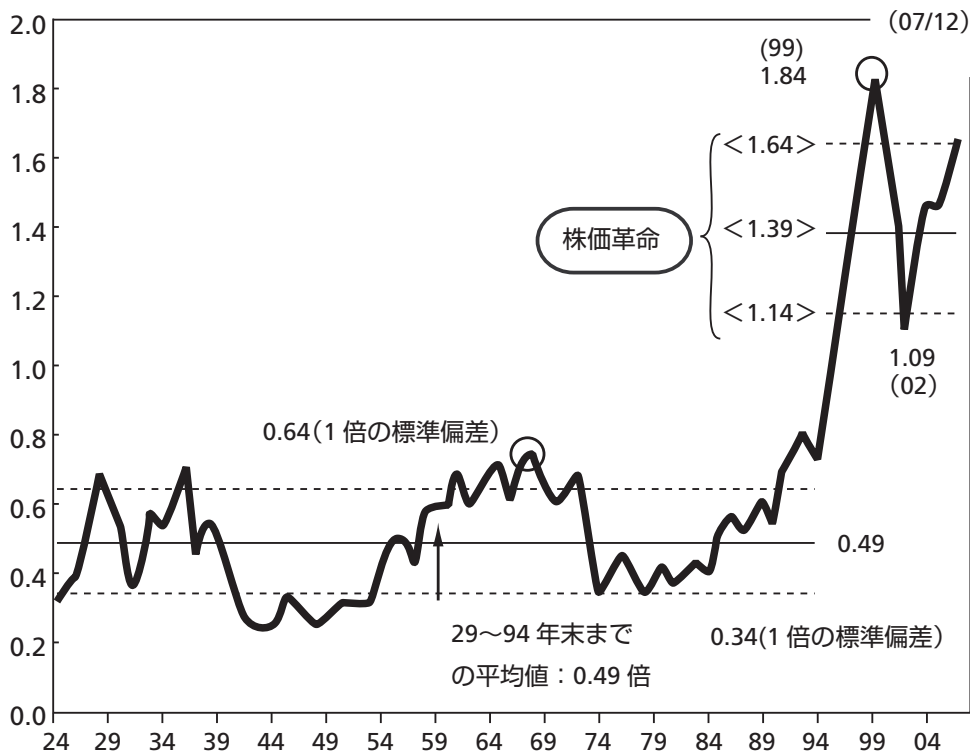
一九九五年に資本主義がその性格を一変させたほどに変貌を遂げたとすれば、中世封建制・荘園制社会から近代資本主義社会に変わっていく一六世紀に「価格革命」が起きたように、価格体系の断層的な変化が起きているはずである。一六世紀になると、小麦価格がそれまでに比べて六倍

強に上昇するなど、人口増に伴って穀物価格が衣類などに比べて「革命的」に高騰したのであった。一六世紀「価格革命」が成就するには貨幣の増大が不可欠であった。当時の貨幣とは新大陸、南米からリスクを冒して運んできた金、銀である。

一六世紀の銀の大量輸入に匹敵する一九九五年以降の金融資産価値の急増は「革命的」といつても過言ではない。先進国の株式時価総額（対先進国の名目GDP比）は九〇年代前半には五〇%を挟んで安定的に推移していたのであるが、九〇年代後半のネットバブルで大幅に時価総額は上昇した。最もグローバル経済が進んでいる米国を例に、株式時価総額の推移をみると、一九九五年前後で断層的に飛躍しているのである（図1）。ネットバブル崩壊で米株式時価総額は〇二年に一・〇九（対GDP比）へと大幅に下がったとはいえ、二〇世紀のピークである六八年（〇・七四）を大きく上回っている。二一世紀のボトム値のほうが一六世紀のピーク時よりも高いのである。

このように、九五年から〇七年に至る金融資産の増加は擬似貨幣の供給と捉えることができる。株式交換で企業買収ができるようになったから、株式は貨幣となった。株価がネットバブル崩壊で値下がりすると、次に住宅ローンを証券化した。さらに二次証券化することで債務担保証券

図1 米国の株式時価総額対GDP比率の推移



(注) 1. 株式時価総額は年末値 2. NY取引所とNASDAQの合計

(出所) NY証券取引所『Fact Book』、米商務省『Gross Domestic Product』、『Historical Statistics of the United States』(アメリカ合衆国歴史統計)

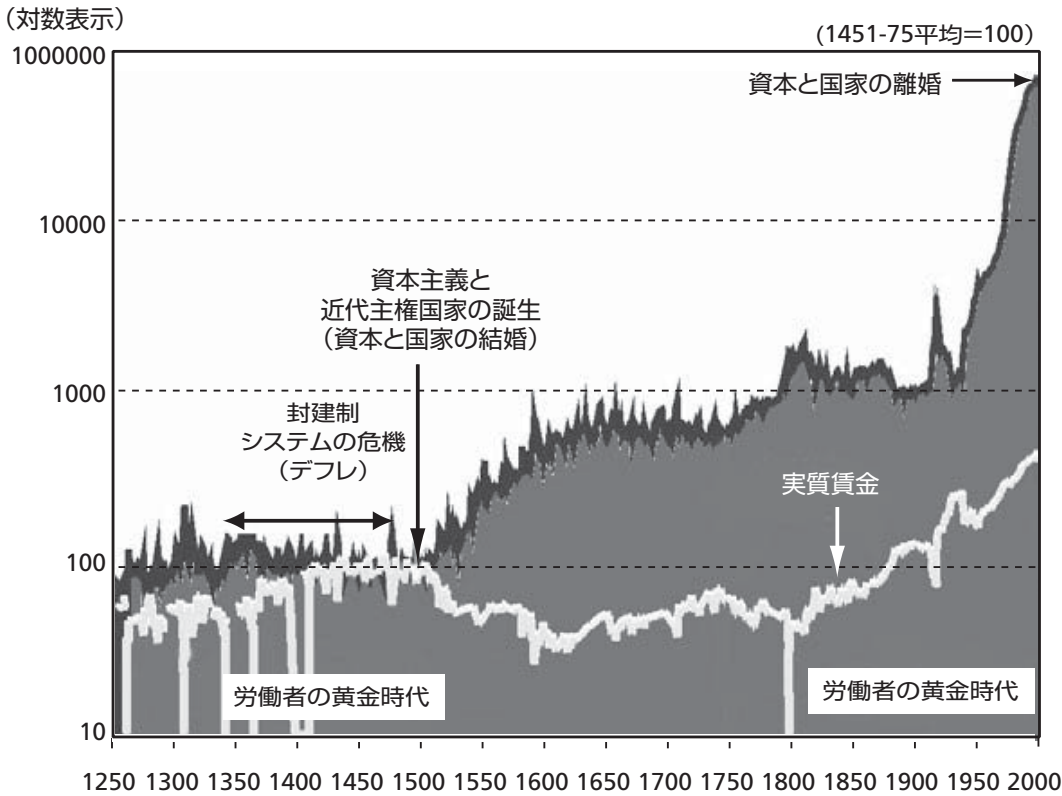
(CDO)を組成し、レバレッジを高めたのである。グローバル資本主義とは人口一〇億人(〇七年)を有する先進国経済で営まれていた資本主義が、人口二八億人のBRICsと一体化することに他ならない。後者の人口が圧倒的に多いから、前者のシステムが後者を吸収することがで

きず、新しい価格体系への移行が起きる。それが「価格革命」である。

そのためには、貨幣が飛躍的に増加しなければ、膨大な資源・食料の需要増と価格高騰に対応できないのである。一六世紀の「価格革命」は、旧世界である地中海世界(スペイン、イタリア、エジプトなど)三〇〇〇万人に対して、新たに勃興した資本主義世界(英蘭仏独、そして食料供給基地としての東欧)五七〇〇万人が新たに加わることで「革命」的な価格高騰が起きたのであった(図2)。二一世紀のグローバル資本主義の台頭は一六世紀におきた歴史の断絶と同様に捉えなければならない。

グローバル化は「鉄道と運河の時代」である一九世紀半ばにも起き、それがもとで一九世紀後半の英国は「大不況」に陥ったが、それと今回を比較してもあまり意味がない。二〇世紀前半の米「大恐慌」との比較も同様である。一九世紀、二〇世紀の不況はたしかに深刻であったが、先進国(英米など)経済にチャレンジしてくる新興国(日独伊)のほうが人口が少ないから、既存の先進国経済のシステムが変更を迫られることはなかったのである。ところが、一六世紀と二一世紀に起きた断絶は、旧勢力と新興国の力関係が逆転しているので、旧システムが有する価格体系ではこうした事態には対処できないのである。

図2 イギリスの消費者物価



(注) 1961年以降OECDの統計に接続

(出所) B・R・ミッチェル『イギリス歴史統計』『マクミラン世界歴史統計』、OECD『Economic Outlook』

(2) 価格革命の第一幕から二幕へ  
資本が国家を超越するグローバル資本主義が、資本と国家が一体化した資本主義にとって変わる過程でサブプライ

ム危機がおきた。一九九五年に六三兆ドルだった世界の金融資産(世界の株式時価総額、債券発行額、そして預金の合計)が〇六年に一五二兆ドルへとおよそ九〇兆ドル増加し、擬似貨幣が十分供給された時点で危機が起きたのである。世界の名目GDP比で比較すると、世界金融資産は一九九五年に二・一倍だったのが、二〇〇六年には三・二倍に膨らんだ。サブプライム危機で仮に今後増加額の三割を失うとしても、六〇兆ドルのマネーの大半が金融資産市場に止まっているのである。今後これが、高騰する資源、食料市場に流入して、新しい価格体系を形成していくことになる。

擬似貨幣の増加、すなわち金融資産市場の膨張が二世紀「価格革命」の第一幕なら、今後起きるであろう資源・食料価格の高騰が第二幕である。資源の代表である原油価格(WTI先物価格)は〇八年一月に一バレル1100ドルを超え、インフレ調整後の実質価格(一九六〇年米消費者物価で実質化)換算すると、一四・三ドルになる。一九七〇年代二度の石油危機で付けた最高値一四・一ドルを、ようやく二七年ぶりに更新し、先進国の価格体系と比べて割安に放置されてきた水準から脱した。二〇世紀が石油の時代とすれば、実質石油価格はこの一〇〇年で六・二倍となり、ちようど先進国の実質GDPの増加に追いついたにすぎない。二一世紀は新しい価格体系への移行時代であると位



置づけるならば、後半戦の資源・食料の「価格革命」がようやく始まったことになる。

この一〇年間で擬似貨幣を創造する時代だったとすれば、サブプライム危機は資源価格高騰の時代への橋渡しとなる。貨幣交換方程式、 $MV=PT$ で表せば、一六世紀と同様に左辺のMである貨幣が十分増えて、次に、右辺のpである資源・食料価格が「革命的」に上昇することになる。

### (3) 日本の失敗

九〇年代後半から現在に至るまで政府の主張は、マネーサプライが増えないからデフレが続くというものであった。しかし、金融技術革新が進んだグローバル経済において、マネーはなにも伝統的な預金だけではない。世界の金融資産一五二兆ドルのなかで、預金は四一兆ドルで金融資産に占める割合は二七%と、一九九五年の三〇%からシェアを落としている。資源獲得競争が始まろうとするときに、日本はデフレ脱却のために、すなわち実体経済を重視してマネーサプライを増やそうとしたが、それは二重の意味で失敗を犯したのである。

一つはグローバル経済下では、金融経済が実体経済を支配しつつあるのに、マネーサプライを増加させれば、名目GDPが増加すると考えて、金融経済を軽視して、あまり

に財・サービスのインフレにこだわりすぎたことである。実体経済に働きかけようとしたことである。もう一つは、欧米は貨幣化した株式や債券でマネーを増やしていたのに、日本は狭義のマネー、すなわち預金を増やそうとして量的緩和政策と円安政策をとったことである。

貨幣量増大競争に敗れると、「価格革命」第二幕の資源・食料獲得競争において決定的に不利な状況に置かれることになる。すでに日本勢がマグロのせりにヨーロッパや中国などに負けているのは特殊な例ではなく、今後起きることの前触れにすぎないのである。世界の金融資産のなかで、最も構成比が増えている株式時価総額の増加シェアを国別と比較すると、日本が敗者であることが浮き彫りになってくる。

世界の株式時価総額を九四年と〇六年とで比較すると、最も増加シェアを高めたのは、三九・二%の米国であり、第二位は一八・〇%のEU一二ヶ国である。第三位は七・九%の中国（香港、台湾の三ヶ国計）であり、日本は三・二%と他国と比べて見劣りしている（図3）。貨幣量増大に失敗した日本に残された手段は「円高は国益」政策である。円高で高騰する資源を安く手に入れることである。円の実質実効レートは一九八五年一〇月と同じ水準にまで安くなっている。当時の円は一ドル二二円だったから、円高の余地は十分ある。

もう一つの手段は資源・食料を購入する手段として日本の外貨準備を一部移管して政府系ファンド(SWF)を創設することである。日本は外貨準備を九九六〇億ドル保有している(〇八年一月)。外貨準備の多寡は本来輸入金額と比べるべきであつて、日本の場合年間輸入額の一・五三倍に達し、SWFをもつ中国の一・五二倍と同水準である。同じ先進国と比べるとノルウェーの〇・九倍、韓国の〇・八倍、シンガポールの〇・六倍に対して、日本は突出して高いのである。

## 2

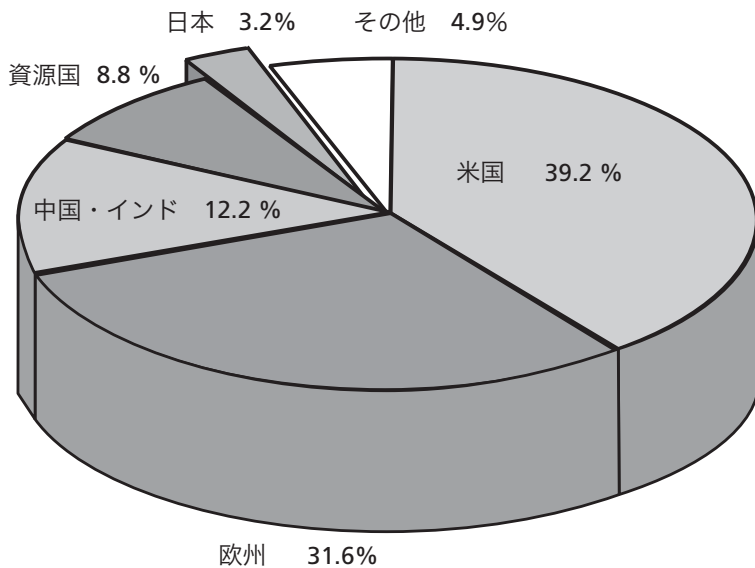
### 二二世紀の利子率革命

—資本と国家が一体化した資本主義の危機

(1)「労働者の黄金時代」の次に起きる「利子率革命」

グローバル資本主義へとシステム変更が起きる背景は、利潤率の趨勢的な低下にある。国債利回りは利潤率の代理変数である。金利の歴史は世界システム変遷の歴史でもある。経済大国の金利がいつの時代も利潤の下限を表している。利潤率が低下するということは、そのシステムが成功した証でもあり、歴史的超低金利が一〇年を超えて長期化すると、そのシステムの持続可能性が問われてくるのである。一〇年というのは一つの投資の回収サイクルである。利潤率が低下するのは、その背後で賃金水準が上昇して

図3 世界の株式時価総額の増加シェア (1994年→2006年)



注) 1 94年の世界株式時価総額は14.5兆ドル、2006年末は51.6兆ドル

2 欧州のうち、ユーロ加盟国(12ヶ国)の増加シェアは18.0%、英国7.1%

3 中国、インドのなかには、香港、台湾を含む

4 資源国は、ブラジル、カナダ、オーストラリア、ニュージーランド、南アの5ヶ国

(出所) World Federation of Exchanges

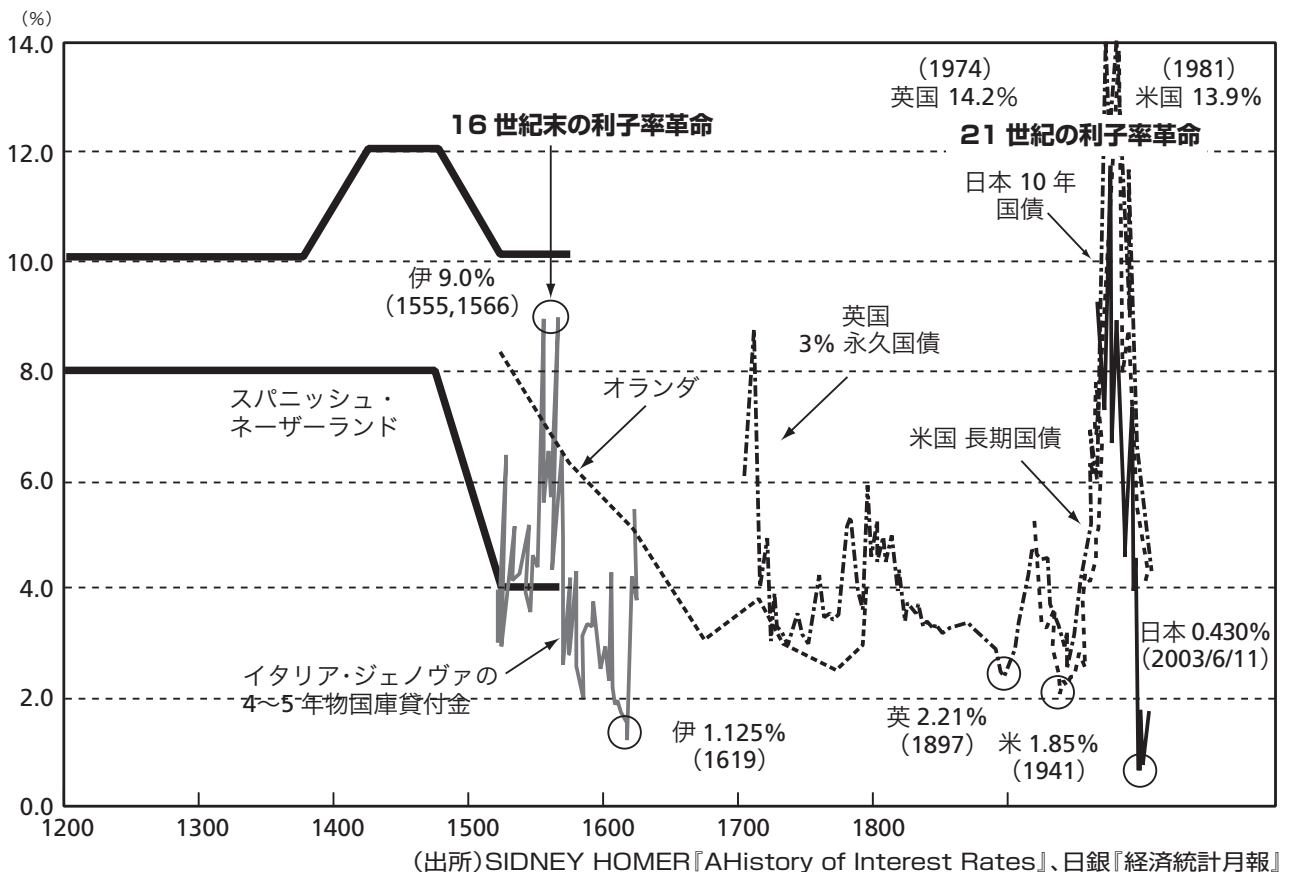
いるからである。一六世紀の「価格革命」は中世荘園制社会で生じた「労働者の黄金時代」(F・ブローデル)に終止符を打った。中世の「労働者の黄金時代」は一四世紀初頭から一五世紀後半にかけて一六〇年続き、実質賃金が趨勢的に上昇した(図2)。それを上回る勢いで実質賃金が増したのが一九世紀初頭から二〇世紀末にかけての一七〇年間であった。年間上昇率で比較すると、中世黄金時代は〇・九%増で、近代のそれは一・一%増とほぼ同じである。

「労働者の黄金時代」がピークに達すると、次に「利子率革命」(C・チポラ)が起きる。付加価値の分配が労働サイドに偏重し、資本のリターンが低くなるからである。一七世紀初頭にイタリア・ジェノバを先頭にヨーロッパの金利が一斉に低下し、それまで一四世紀間にわたって古代ローマ帝国が記録保持していた史上最低金利四・〇%を更に更新したのである。世界中の金・銀が銀行制度を発明したイタリア・ジェノバに集まって、イタリアでは投資先に困るほどのカネ余り現象が生じたのである。

一九九八年八月、日本の長期金利がそれまでの史上最低記録であったイタリアの一・二五%(二六一九年)を更新して、〇三年には〇・四三%へと低下した(図4)。日本の一〇年国債利回りは一〇年と半年が経過した。〇八年九月まで続けば、一二年目に入り、イタリアの一一年(一六一一年)〜一六二二年)を上回る金利の歴史上、最長記録となる。日本のカネ余りは経常黒字の累積の結果である。日本は近代の象徴である自動車と半導体で八〇年代から九〇年代前半にかけて世界一の生産量をほこり、輸出増で対外純資産が二一五兆円(〇六年末)と世界第二位のドイツ(八八兆円)を大きく引き離している。

現在の金利の低下は日本のみならず、世界的現象であるから、低利潤は先進国共通の悩みである。「略奪的行為」と

図4 経済大国の金利



非難されるサブプライムローンは、資本と国家が一体化した資本主義が低利潤率に陥り、それを打破しようとした結果、起こるべくして起こったのである。

「利子率革命」は利子率が過去最低記録を更新する直前に金利が急騰することから始まる。金利の急騰はそれまでのシステムが機能しなくなりつつあることのサインである。一九七〇年代の米英の金利急騰がまさにそれであり、石油価格高騰で、資本と国家が一体化した資本主義が持っていたインフレ体質の限界が露呈したのであった。

一六世紀半ばのイタリア金利急騰は、中世的帝国を目指して対外膨張政策をとっていたスペイン・世界帝国の皇帝カール五世が財政破綻で躓いたことが原因であった。金利の歴史的な高騰とその後の歴史的超低金利水準への移行過程における「革命」的なカネ余り現象においてしか、「価格革命」は起きないのである。

## (2) 賃金デフレと資源インフレ

二一世紀「価格革命」の第一幕は擬似貨幣の創出であったが、同時に賃金の「デフレ革命」でもあった。インフレスライド制で決まる賃金決定メカニズムを一旦壊すには、デフレが必要であったのである。金利が史上最低利回りを更新した同じ年二〇〇三年に「春闘」が終焉したことで二〇世紀

の「労働者の黄金時代」は終わったのである。

中世荘園制社会、そして資本と国家が一体化した資本主義社会ともに、「労働者の黄金時代」が実現したということは、非常に良いシステムであったということである。しかし、その時代が長期にわたって続き、「労働者の黄金時代」が実現して労働分配率が高まってきているので、経済が成熟化して成長率が低下すると、とたんに支配者層の利潤率が低下する。再投資するインセンティブを無くしてしまうのである。

だから、支配階層はシステムを変更せざるを得なくなるのである。デフレを利用して賃金を抑制、ないし引き下げることで、利潤率の回復を図る。同時に、超低金利政策を長期化させることで、資産価格が高騰しやすい環境を作ることが出来る。資産価格高騰のメカニズムは国境を越えたマネーのキャッチボールであり、それには国際資本の完全移動性が不可欠となる。一九九五年の「強いドル」宣言はそれに決定的な役割を果たしたのである。フェルドシュタイン・ホリオカテストで確認すると、一九九五年に国際資本の完全移動性が実現したことがわかる。

具体的なマネーフローを追いかけると、擬似貨幣創出の過程が見えてくる。米国と欧州の間で、基本的にマネーが行き来している。住宅バブルのピーク時である二〇〇六年



になると、欧米間のマネーのやり取りでは不足が生じ、オ  
イルドルを取り入れている。マネーフローのないところ  
に、富は生まれない。日本はこのサイクルに入っていない  
かったのである。日本は世界の金融資産増加競争に参加す  
ることなく、敗れてしまった。

サブプライム危機を対岸の火事であると言っているよう  
では、金融資産獲得競争が世界で起きているという認識が  
欠如していることになる。グローバル経済の持つ本質が見  
えていない証拠である。

### 3

#### 民主主義の危機

##### (1) 先進国における中産階級没落の危機

サブプライム危機は、資本と国家が一体化した資本主義  
にとつて最大の危機である。その資本主義システムを政治  
面から支える主権国家の中核をなす中産階級がサブプライ  
ム危機で最大の被害者となる可能性が高いからである。米  
国におけるサブプライムローン利用者は年収でいえば、二  
万五〇〇〇ドル以下が多く、全米世帯の四割弱を占める。  
サブプライムローンを組んだ段階で、元利返済に年収の五  
割以上を充てるのだから、二年間の超低金利優遇期間が終  
わって金利改定になれば、破綻するのは目に見えている。

二一世紀の「価格革命」第一幕(賃金デフレ革命)が起きた  
ことで、先進国では景気が回復しても賃金は上がらな  
くなった。たとえば、日本の一人当たり賃金は製造業・大企  
業(五〇〇人以上)で一九九九年から上昇に転じ、〇七年時  
点で八%上昇しているが、中小企業・非製造業(五〜二九  
人)のそれは二〇〇〇年をピークに〇七年時点で一〇・七  
%も下落している。しかも、雇用者全体に占める割合は六  
割と圧倒的に高い。米国でも事情は基本的に同じである。  
そうした状況下で米中産階級は住宅という資産を手放さ  
ざるを得なくなると、資産形成ができなくなる。

加えて、「価格革命」第二幕に入ると、ガソリンや日用雑  
貨品の値上がりが起きる。賃金が上がらなくなった低所得  
者層にとつてみれば、エンゲル係数が高いのであるから、  
益々生活水準が下落することになる。日本の消費者物価指  
数によれば、その傾向が顕著に現れている。年九回以上購  
入する品目の物価は〇七年一二月で二・四%増(前年同月  
比)であるのに対して、年間購入頻度が〇・五回未満とな  
ると、〇・六%減(同)である。

日銀が望ましいと考える物価上昇率は〇〜二%の間だ  
から、日用雑貨品の世界ではすでにインフレが起きてい  
る。素材価格が上がっているのは日本だけの現象ではない  
から、こうした物価の二極化は世界的に起きていると判断

することができ。年〇・五回未満の購入頻度に該当するものとは、薄型TVとかデジカメ、自動車など高額品なのであるから、富裕層は益々有利になる。

一六世紀の「価格革命」においても、イタリアや英国の実質賃金は五〇%も下落したのである。そして資本家（当時のブルジョアジー）に資本が蓄積されて、産業革命のさいに設備資金の原資となったのである。

(2)「二一世紀の危機」は実在したか？

一方、グローバル資本主義にとってサブプライム危機は既定の路線であるとしても、一歩対応を誤れば大きな危機につながるかねない。住宅価格が予想を越えて下落すれば、金融機関の株主資本を大きく毀損し、信用収縮が大規模に起きれば、この一〇年で蓄積した金融資産の相当部分を失いかねないからである。

国境を越えて動くグローバル資本にとって、最大の顧客は先進国では巨額の金融資産を保有する富裕層であり、途上国においてはこれから台頭する中産階級である。先進国の中産階級は没落し、グローバル資本から見捨てられてしまふ。資本と国家が一体化した資本主義においては、国家が国民を均質的に豊かにする仕組みを作った。一番成功したのが日本であった。資本と国家が一体化する資本主義の

○『現代の理論』バックナンバー案内

各号1200円(送料込)  
注文は明石書店まで

07秋号 「Vol.13」 特集 雇用・労働破壊とたたかう

格差社会ニッポンを撃つ！……………熊沢誠×櫻井純理×中村研

労働破壊の原点としての「主婦のパート労働」……………江原由美子

格差論争から貧困論へ……………葛西豊

最賃までデフレにされてたまるか……………要宏輝

公共サービスの雇用と公契約……………吉村臨兵

働く若者のいま……………徳永裕介

職種最賃設定が「雇用格差」解消の突破口……………小林良暢

外国人労働者政策は何処に……………旗手明

労働運動再生への糸口は何か……………高須裕彦

フランスの労働破壊……………稲葉奈々子

漂流する日本政治への視座……………早野透×橋川俊忠

どのような社会を選択するかが問われる……………

07夏号 「Vol.12」 特集 メディアと権力

07春号 「Vol.11」 特集 異議申し立て

07新春号 「Vol.10」 特集 世界分析への視角

06秋号 「Vol.9」 特集 地方の再生は可能か

06夏号 「Vol.8」 特集 ポスト小泉—日本社会再生への道

06春号 「Vol.7」 特集 日本文化その成り立ち

06新春号 「Vol.6」 特集 現代の反動を撃つ

05秋号 「Vol.5」 特集 性・エロス・家族の行方

05夏号 「Vol.4」 特集 破壊的市場主義を越えて

05春号 「Vol.3」 特集 社会的民主主義の最前線

05新春号 「Vol.2」 総特集 日本どこからどこへII

04秋号 「Vol.1」 総特集 日本どこからどこへI

もとで、英産業革命が成功した背後では、インドの労働者の生活水準が一世紀以上にわたって下落した。二〇世紀初頭、米国が豊かになる過程で、カリブ海諸島が貧しくなった。

グローバル資本主義下では、こうしたことが国境の内側で起きる。二一世紀価格革命とBRICsの高度成長が同時進行すること、先進国、新興国を問わず、国内で豊かな層と貧しい層とに二極分化する。グローバルゼーションとは、国民国家解体のプロセスであると捉えることができるのであるから、サブプライム危機はその動きを加速するのであるから、サブプライム危機はその動きを加速する。グローバル資本主義を極限まで突き詰めていくと、最終的には国民国家、そして民主主義と衝突する。国民国家は、没落していく中産階級の利害を守るパワーも意思も喪失してしまっただけである。

中産階級が多数派を占める国民国家においては、政策形成過程でコンセンサスが収斂していくことが可能であろうが、経済的基盤が全く異なる富裕層と貧困層の間で合意を得るのは容易でない。すでに経済指標の平均値に多数派は存在しないのである。いざなぎ景気を超える戦後最長の景気拡大が続く、かつ潜在成長率(一・五〜二・〇%)を超える年平均二・二%成長と見かけ上高いパフォーマンスを誇つてはいるが、産業別で成長率をみると正規分布になつていない。平均値でプラス成長しているといっても、企業付加

価値の四二%を占める中小企業・非製造業の一人当たり実質GDP成長率がマイナスとなっているのである。

グローバルゼーションは民主主義を基盤とする主権国家システムとは基本的には相容れず、帝国システムと親密性を有する。中世帝国システムがそうであったように、二一世紀において権威と権力の分離が行われ、イデオロギーの統一が必要となる。グローバルゼーションが不可逆的現象であると考えれば、サブプライム危機は、国民国家と民主主義の危機でもある。そして、国境を越えて共通に尊敬を受ける権威ある主体が存在していなければ、二一世紀の「価格革命」が収束をみせたとき、グローバル資本主義が危機に直面する可能性が高い。

『一七世紀の危機』は実在したか? という論争が二〇世紀半ばに起きたが、同じ論争が二一世紀半ばに「二一世紀の危機は実在したか?」を巡って争われることになるであろう。歴史の断絶が今起きているのであると判断されるから、二一世紀の危機は実在したという結論が導かれることになる。サブプライム危機はその象徴としてみなされることになる。

みずの・かずお

三菱UFJ証券株式会社チーフエコノミスト。著書に『人々はなぜグローバル経済の本質を見誤るのか』『虚構の景気回復』など。