

2015－16年世界同時不況と信用収縮

－ 現代の銀行と信用に関する諸考察（その六） －

西 野 宗 雄

はじめに

世界経済は2008年から2009年にかけて世界恐慌に見舞われた。世界経済は総合GDP成長率の観点で見た場合、0.0%を記録した09年の底から、急速な拡大の転じ、10年に5.4%ピークに到達した。これ以後、成長率は11年4・2%、12年から14年にかけて各年度3・4%、そして15年の予測数値は3・1%、と趨勢的に減速している。（IMF資料 図Iを参照のこと）

また、世界銀行の2016年1月発行の報告書「世界経済展望」（Global Economic Prospect）によれば、2015年の世界経済成長率の推定値は2.4%、2016年の予想は2.9%としている。

私は2013年後半以降、次のように判断をしてきた。その判断とは端的に記すと、世界経済が同時不況に陥る可能性は高まっているのではないか、あるいは世界経済は自らを同時不況に転落させてしまう諸条件を熟成させているのではないか、というものであった。

私のこのような判断の基礎にあるものは、（1）先進諸国鉱工業部門における大量の遊休生産設備の存在、あるいは低設備稼働率の継続、別様に言うならば本来ならば利潤を産出する手段として機能する生産設備の一大部分がそのようなものとして機能していない状態が継続していること、

（2）輸出主導型経済成長を基礎に発展してきた中国経済が「曲がり角」に直面しており、その転換を必要とする根拠は重化学工業諸部門において急速に蓄積された生産設備の一大部分が遊休生産設備になってしまってい

ること、(3)一定の新興国(大半は有力な資源輸出国である)は特に中国とのあいだの貿易関係の拡大をとおして自国経済の発展を図ることに成功したのであるが、中国工業企業の生産活動の鈍化は新興国経済の発展に制限を加えること、などであった。

私はこのような判断にもとづいて、「世界同時不況(仮説)」を提起し、世界経済の動向を観察してきた。この観察に基礎をおいてこれまで次のような2つの論説を発表した。

第1論説「消費税増税と2014年世界同時不況(仮説)」(2013年12月)

(注1)

第2論説「原油安、日本銀行異次元金融緩和政策、及び2014—15年世界同時不況(仮説)」(2015年3月)(注2)

第1論説で提起した仮説は、世界経済は2014年初頭からかぞえてそう遠くない時期に同時不況に突入する可能性がある、というものであった。しかしこの仮説は実証されなかった。世界経済成長率は緩慢な低下をきたしたといえ、どのような物差しを用いても「世界不況」と規定できる経済状態は到来しなかった。「2014年世界同時不況(仮説)」という私の仮説または予測は外れたといわなくてはならない。

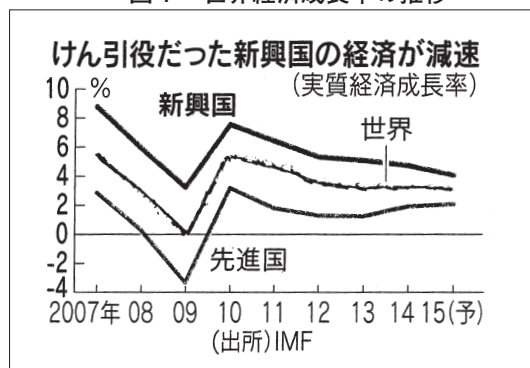
しかしながら私は、後で説明する基準に従って、世界経済は2015年の第4四半期において「ミニ不況」に陥落したと推定している。そのような「ミニ不況」という規定が成り立つのであれば、第2論説で提起した「世界同時不況(仮説)」は現実によってようやく証明されたことになる。とはいえ、本稿執筆時点では2015年第4四半期のデータはまだ十分には公表されていないので、同期における世界経済の「ミニ不況」突入を確認できないことはありうる。そうであったとしても、私にはやはり、2016年にも世界経済成長率はさらに低下する可能性があり、世界経済が「ミニ不況」に陥る公算はますます高まってゆく、と思われる。しかし、それだけではないのかもしれない。

本稿の考察対象はひきつづき「世界同時不況」がである。それゆえ本稿は「世界同時不況」を扱った第3論説となる。

私の判断をここに記すと、2016年世界経済では、（１）「ミニ不況」が深化してゆく、「ミニ不況」が「本格不況」に転変して可能性がひろがる、そして（２）「本格不況」の現実的な発生を媒介する条件は世界大での「信用収縮」である、しかし逆に言えば、世界大での信用収縮が回避されれば「本格不況」は発生しないと考えられるが、このような信用収縮の可能性は濃くなっている。

本稿の課題はこのような私の判断の当否を探求することである。本稿では、中国経済、新興国経済、およびアメリカ経済の現状を取り上げ、うえて述べた私の判断の当否を探求することにしたい。

図１ 世界経済成長率の推移



日経 (2015年10月16日付)

第１章 若干の予備的考察。

第１の予備的考察——「世界同時不況」規定について。

本節の理解のためには図Ⅱ参照されたい。

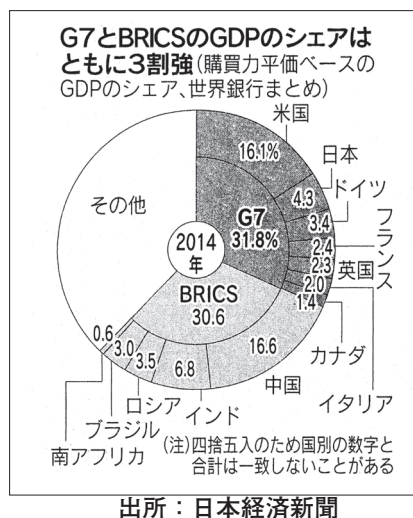
世界同時不況という用語の意味合いは世界同時株安と対比してみるとわかりやすい。後者の意味するところは世界各国の株式市場で株価が同時に大幅に下落し、株価がこれまでにない低い水準で停滞するというものである。世界経済は諸国国民経済の全体のことであるから、世界同時不況とは

諸国国民経済が同時に大幅に減退し、諸国国民経済がこれまでにない低い水準で停滞するというものである。

このような世界同時不況の規定性が立てられる背景にある世界経済観とは、世界経済の主体はあくまで自立した諸国国民経済であり、世界経済は諸国国民経済を部分とする全体である、というものである。それゆえ世界同時不況の含意は次の点にある。ある時期において、一定の国民経済群が深刻な不況に転落したとしても、他方の国民経済群は好況を維持しているような世界経済の状態は世界不況ではない、というものである。けれども世界経済を次のように把握することもできるように思われる。すなわち、個別の諸国民経済は世界経済のうちでそれぞれ独自の固有の位置や役割を持った特殊な存在として有機的な諸関連を形成しており、このような有機的な諸関連の総体こそが世界経済一般、あるいは世界市場そのものである。（ミセス・サッチャーはイギリス国首相の任にあったとき「社会というものは存在しない」と発言したが、社会とは活動的存在である諸個人がとり結ぶ諸関係の総体であると理解でき、そのようなものとして社会は存在すると言わなくてはならないのである。同様に、大航海時代を端緒として世界史が開始されて以来、人類社会は存在するのである。）このような世界経済観に立脚する場合においてこそ、諸国民経済のGDPの単なる集計数値にすぎない「世界経済の成長率」も一定の意味合いを与えられるのであろう。

世界経済は複数の先進諸国国民経済と新興諸国・発展途上国国民経済から構成されている全経済機構である。先進国経済、つまり高度に発展した資本制生産様式を基幹として構成された国民経済は、世界経済の内部で今なお有機的な国際的諸関連の重要な結節点をなしているのであるが、およそ1990年代以降、新興諸国の急速な発展に伴って有力な新興国が他の新興国・途上国ととり結ぶ国際的な経済諸関係が世界経済の内で拡大するに至っている。それゆえ、今日の世界経済の機構や動向を分析するにあたっては資源輸出国でもある新興諸国国民経済の経済分析は不可欠になっている。

図2 世界経済の主要メンバー



第2の予備的考察——「ミニ不況」規定について

私は本稿において世界経済の文脈において「ミニ不況」規定を提出したい。

第2論文で検討したように有力な経済変動論には、大別して、鉱工業生産の増減に着目した古典的な産業循環論とGDP（国民総生産）成長率の増減に視点を据えた景気変動論とがある。両者の間では不況の内容規定には違いがある。

後者の景気変動論では、四半期ごとに計測されるGDP成長率が2期連続してマイナス成長率に陥った場合をリセッション（recession、景気後退）とよんでいる。そして、このようなリセッションという用語は不況（depression）の代名詞とみなされている。各国におけるGDP統計の精緻化を背景に、各国経済の変動をGDP成長率の増減において分析する景気変動論は経済変動論の主流になっている。

このような景気変動論を世界経済の変動に適用しているのが世界銀行やIMFなどの国際機関が作成している「世界経済成長率」である。

いずれの国民経済の場合にあってもそうであると思われるが、国民経済の変化はGDP成長率の高さの違いに応じて、通常では大まかに0～3%＝低成長、3～6%＝中成長、6%以上＝高成長などと評価している。ところが、たとえば世界銀行の報告書のなかでは、世界経済成長率が「3%前後」を下回った場合には世界経済は不況であるなどという見方が披露されている。つまりそこでは成長率3%が好況と不況の分かれ目にされている。

世界経済においては不況とは、3%以下の低率で成長を実現している状態、あるいは0～3%＝低成長率ゾーンに落ち込んでいる状態である。このような独特な見解が、いつ頃誰によって提起され一定の支持を受けているのか私は知らない。しかし推測することが許されるのなら、これは以下のような考え方に立脚していることなのかもしれない。つまり、世界の貧困問題の解決を課題にしている識者たちからすれば、成長率3%以下は「勘弁してくれ」と言いたくなる数値、「不況」と言いたくなる数値なのであろう。人類社会における「一人あたりのGDP」の増加率は世界人口の増加率によって制約を受ける関係にある。世界人口統計などから人口増加率の推移を一定とみなすと、人類社会における「貧困率」の中長期的な低減目標を実現してゆくために必要な世界経済成長率の数値は容易に算出できる。この数値の最下限が「3%前後」ということなのであろう。これは現代における「経世済民」経済学の一つである。パイが大きくならなければ一人一人の受け取り可能な分量は増加しない、不況であれば貧困率削減は十分に望めないという認識はある範囲でのみ妥当である。というのも、この認識では、社会的分配関係、所得格差などの問題は除かれているからである。しかし私はこのような認識をたとえ限界があるとしても肯定しておきたい。私はそこで、世界経済の成長が3%以下の低成長率ゾーンに入り込んでしまった状態を「ミニ不況」（＝ミニ世界不況）とよぶことにする。しかし問題は残る。というのも不況にはこのような「ミニ不況」と区別される「本格不況」もあるからである。では「本格不況」とはどのような事態を意味するのか。たとえば成長率が0%以下、マイナス成長率＝「本格不況」という不況形態、などと規定してよいのであろうか。この

ように規定は、先にふれた「リセッション」（＝不況）規定、すなわち国民経済が四半期ごとに測定されているGDP成長率の推移の観点でみて2期連続マイナス成長に陥っている状態という規定性と類似することになる。

第3の予備的考察——古典的産業循環論における「不況」規定について

産業循環というばあいの産業とは主として鉱工業としての産業である。資本制経済では経験的事実として鉱工業（以下工業とする）諸部門における生産物の生産は規則的に増減し、またこれに照応して工業資本による利潤の生産と取得も増減した。産業循環とは本来的にはこの規則的な増減運動のことである。産業循環は恐慌、つぎに不況、そして好況・活況という継起する3局面からなっている。

恐慌の終了時は経済がもっとも縮小した時点であり、この恐慌の終息時点は同時に不況期の開始をなしている。経済はここを起点に拡大し、前恐慌の直前に到達した規模の経済に到達した時点が不況の終了である。幾多の古典的産業循環を一覧してみれば、この不況期は短期間で終わる場合（V字型の経済回復などと命名されたりする）もあれば、長期間継続する場合（U字型の経済回復、L字型の長期経済停滞などと呼ばれたりする）もあった。不況期が前者の姿をとる場合、その主要原因は、中規模以上の恐慌が生産諸部面に蓄積された過剰資本を徹底的に破壊した、あるいはまた、折よく新産業諸部門の生成と展開とが重なったという点にある。また、不況期が後者の姿をとる場合、その主要原因は、前の指摘とは逆に、恐慌がいわばミニな規模で終息し、小規模な恐慌によっては過剰資本の破壊は不徹底にしか行われなかった、あるいはまた、当該時期にあっては新産業諸部門の生成や既存の生産諸部門における技術革新が集中的に生じなかったという点にある。

ここで注意しておいてよいのであるが、上のように規定された不況期の概念のうちには、V字型の経済回復もあれば、u字型の経済回復もあれば、さらにはL字型の経済停滞もあることになる。感覚的にはいささか奇異に思われるかもしれないが、経済が恐慌の底から勢いよくV字型で回復しつ

つあるとしても、古典的産業循環の局面規定からすれば経済はまだ不況期のさなかにあるといわなくてはならないのである。

さて不況の終了と同時に経済は新たな好況期という局面に入ってゆく。好況期の特徴は、経済がいわば連続的に昨日達成された規模の最高限度を今日更新するという姿で推移する点にある。

このような産業循環運動は鉱工業生産の増減運動として端的に理解することが可能である。

第2章 中国経済の減速

中国経済は第1論説（2013年12月）で記したよう「曲がり角」に立っている。その意味は、中国経済はこれまでの輸出主導型経済成長から、個人消費主導の、及び公共投資主導の経済成長をすすめる内需主導型経済成長への転換を図る必要がある時期を迎えたということである。そこで指摘したのは主として次の2点であった。第1に、過大投資によって過剰設備を保有するに至った重化学工業諸部門に従事する国有企業の改革、これによる「産業構造改革と高度化」の実現という試みは、短期的中期的に経済成長を下振れさせる要因であるから、それを回避するために一定の景気対策が必要である。第2に、そのような景気対策は内需主導型経済成長への転換という課題に整合して形で実行される必要がある。

第1節

最初に2014年から2015年の間の中国経済の推移をのべて置きたい。

中国経済当局は過去2年間では、「社会主義市場経済」なるもののへの移行の根幹をなすはずであった国有企業改革を進展させず、最近に至って国有企業再編（合併）の形で改革を推進する方針を決定し、一部はすでに実施している。とはいえ、このような改革なるものが過剰設備の解消を通

した重工業部門の生産性の増進、真のリストラクチャリングであるのかどうか、私にはすこぶる疑問である。おそらく今次の改革プランに寄せられた内外の批判を意識してかと思われるが、李克強首相はある講演で「ゾンビ企業（長期間赤字を出してきた企業）は救済しない、解散させる」云々と発言し、その旨が配信された。これも中国当局一流の発言ではないかと疑いの念を禁じ得ないのであるが、そうでないにしても当局の本気度はいずれ証明されるであろう。

中国の経済成長は過去2年間、すぐ後で記す若干のデータからわかるように減速を続けた。つまり、景気の下振れ要因と考えられる国有企業改革は何ら進展しなかったにもかかわらず、景気は減速した。中国は「曲がり角」を回りきらないうちに景気の減速に直面している。

中国当局は数年前まで「保八」（中国社会の安定のためには8%の国民経済成長率が絶対必要という見解）を唱えていたが、いまや中国経済は「新常态」（ニューノーマル）に入り、その妥当な成長率は6%台（6.5%）と修正した。つまり「保八」は「保六」に変えられた。しかしながら中国当局が景気の下振れ懸念を強くいだけばいだけほど、当面は冷静な「百年の計」あるいは「中国の夢」を後回しにして「保六」のために、日本式の言い方をするなら「矢継ぎ早ななりふり構わぬ景気対策メニュー」を打ち出してくる可能性は排除できない。

中国の経済統計の信憑性については相変わらず疑問が出されている。たとえば、2015年中に訪中した日本企業幹部らへのインタビュー記事などを見ると、彼らは訪中で得た感触として、中国の成長率は6～7%などと高めに予測されているが、その実態は5%台、あるいは5%以下などと述べている。参考にすべき見方である。しかし、中国の経済成長を個人消費主導という側面からみた内需主導型経済成長への転換という中国の一課題との関連で考察してみる必要がある。第1論説で触れたように、消費主導型への転換の不可欠の条件は賃金・賃金率の増加を基礎にした大衆の購買力の拡大である。2014－15年の沿岸部工業諸地域における賃金の年上昇率は高いところで10%前後であるとの配信資料によって判断すれば、中国国民

経済では、「賃金効果」すなわち賃金上昇を基礎とした大衆購買力の増大が消費財生産部門・対個人サービス産業の拡大を誘発するという効果それ自体はある範囲ではよくはたらいっている。中国における自動車・住宅・各種家電などの耐久消費財の普及率は年々「中所得者」の増加に照応して高くなっている。日本社会の高度成長期以降の変容史において確認できるように、耐久消費財の普及が一定の高さに到達すると時を同じくして、人々の欲求や関心の向かう先は、健康、医療、美容、衣料ファッション、スポーツ観戦、習い事、子弟教育、娯楽、旅行、交遊、伝統や歴史などの非実用知識の学習などと広がってゆき、このような需要の高まりに対応して種々の対個人サービス産業の興隆がすすんだ。各種の報道資料からうかがえるように今日の中国社会においてはこの種の社会変容がすすみつつあり、中国がサービス産業の興隆期を迎えているのは事実である。このようなサービス産業部門の育成は中国経済当局が消費主導型経済成長への移行を唱えた当初から視野に入れていた課題であったわけだが、サービス部門の動向の分析は、中国当局が発表している現在の成長率数値の信憑性を判断するためにも、また中国の今後の成長率の変化の見通しをたてるさいにも特に必要な作業となってきた、ということができよう。

2015年12月に決められた「新5か年計画」基本政策（案）には、前回の計画と同様に、日本列島改造論を想起させる「中国大陸改造論」が含まれる。2014年3月に中国当局が打ち出した「国家の新型都市化計画（14～20年）」の要点は、1000万人相当の住民が居住する数多の大規模都市（サテライトとなる周辺の中小型都市を含む）を内陸部や西部地域に創出すること、それらを高速鉄道網で連結し、それぞれ都市にサービス産業部門や、過剰能力を抱えた重化学工業諸部門と区別される生産部門、つまり軽工業諸部門や中国当局が希求してやまないハイテク産業諸部門の配置することである。これは公共投資主導型成長思想のラインに沿っている。政策立案は中央政府、対策具体化は各地方政府という分担がそこには敷かれている。第1論説で指摘したことであるがここでその点についていま一度触れておくと、各地方政府がこのような改造論を具体化する際に直面する問題は、

この構想では新大都市部への重化学工業部門の再配置は当初から除外されているのであるから、都市に移住する大勢の住民の大半にとって職業機会や個人所得を得る機会が個人向けサービス産業部門や地域の実情に沿った一定の軽工業部門においてしかない、という点にあると思える。一定の軽工業部門を地域に根付かせるということも簡単な問題ではない。それゆえ、新規の大都市をサービス産業や一定の軽工業に偏重した脆弱な経済基盤のうえに形成する試みは多大な困難を伴う事業であるといわなくてはならない。確かに、今日の中国経済にあってはサービス産業の勃興は「保六」の達成を容易にする契機になりつつある。しかし、サービス産業の地域展開の条件として新大都市の形成を重く位置づけている限り、中国におけるサービス産業の発展は限界に達してしまうことも確かなことなのであろう。

このような中国当局の数他の新大都市形成を軸とする「大陸改造」は公共投資主導型経済成長の具体策である。大都市形成計画は「画餅」にすぎないと断定するのは差し控えたいが、この計画が10年とか20年とかの期間で成功裏に実現できる条件は極めて乏しいように思われる。しかし、社会的インフラを整備する公共事業は先行する。「箱が先、中身はあとでよい、中身は後からついてくる」などという思想にもとづいて、都市間を結ぶ立派な高速鉄道網がつくられたとしても、すでに開業している高速鉄道路線に関する実情レポートが指摘しているように、大半の路線では乗車率は低く、豪華な駅舎で多数の鉄道労働者は暇を持て余すという光景が生まれる懸念は払拭できないのである。

また次のような疑問を禁じ得ない。大都市形成計画には、合理的な土地利用計画や不動産を投機対象にはさせない堅固な不動産価格政策や不動産税制があつてしかるべきだと考える。中国の中央政府・地方政府の土地政策・住宅政策の無茶ぶりが当事者たちのどのような利害対立から生まれたものであるのか、この点について私は正確に承知していない。しかし、土地政策の無茶ぶりが刷新されないかぎり、新大都市に農村から移住してくる住民の大多数は、都心部に建築された住民がまばらな高層住宅地（「ゴーストタウン」）を横目にしながら、都市近郊に形成された貧弱な住宅集

積地域（「スラム街」）の住民になってしまう可能性は色濃い。これは中国の人々にとって戻りたくない過去の風景でなく、決して見たくない将来の風景のひとつであろう。

第2節 資本流出と中国外貨準備の減少

第1項 中国企業の減益と株価下落

2016年初頭、1月4日から8日までの5日間、中国の株式市場では15年7－8月と同様な大幅な株価の下落が再び起こり、また同時に中国通貨の人民元の対ドル相場も下落した。中国の株安は各国の株式市場に波及し、再び世界同時株安が発生した（1月8日現在）。したがって、ここで生じた諸現象は、単に中国経済の変調の表現というだけでなく、世界経済の成長率の減速、世界経済の「ミニ不況」局面への転落を映し出している、と理解できよう。

今回の元安のきっかけは1月4日の為替投機筋の裁定取引とであると報道されている。その信憑性はともかく、問題はむしろこの元安に継起して中国証券監視委員会が新設の「サーキットブレーカー」（日中取引で株価が7%下落した場合に取引停止を命令する権限）を行使しなくてはならないほどの大幅な株安が発生したこと、株式の大量の売り注文が出たことである。当日捌けなかった売り注文は翌日取引に持ち越される。この売り注文に新規の売り注文が加わり、当局は翌日取引（1月5日）でも取引停止を発動しなくてはならなかった。では、このような中国株の売り手は誰であったのか。配信記事の多くはこの点を明記していないか、明記している場合ではこの当事者は中国の個人投資家たちとしている。後の場合、中国人投資家たちが元安を中国経済の変調を伝える証拠などと判断し、我先に売り注文を出したのだ、ということになる。しかし私は、それらの配信記事は事柄の真相を伝えきっていないのではないかと思う。

今回の元安と株安を考察する私の基本視点はつぎのとおりである。中国経済の外国資本依存体質は1980年決定の「改革開放」方針に基づき開始さ

れた中国の著しい経済成長過程において形成された。そして、この外資依存体質は工業部門に限定して先行的に形成されたが、中国金融市場の規制撤廃、金融市場の対外開放、金融取引や為替取引の自由化などを内容とする金融改革の段階的实施が決定されて以来、今や金融部門においても顕著になりつつあるのではないか。

以下ではこの点を考察したい。

ところで「偉大な成功はそのうちに決定的な失敗の諸条件を作り出してしまふことがある」などといわれることがある。これは歴史の皮肉である。第1論説（2013年12月）で指摘したのは次のような諸点である。第1に中国における重化学工業諸部門の過剰生産能力、過剰設備の顕在化は中国の高成長過程の産物、中国の急速な工業化の所産であり、第2に、中国の経済成長は「輸出主導型経済成長」であった、その際に中国の輸出価額の約半分は直接投資の形で進出した多国籍企業（中国サイドから見れば外資企業）が担っていること、つまり中国の急速な工業化は製造業外国資本に相当な程度依存していること、第3に経済諸部門を担う企業の事業拡大過程では一般に、貨幣信用（他人資本の借り入れ）や株式発行による事業資金の調達事業拡大の必須条件であるが、中国の高経済成長に照応した中国企業の急速な事業拡大過程でも盛んに事業資金の調達が行われたこと、しかし経営不振に陥った一部の諸企業を中心に債権債務関係（信用）が破綻をきたし、それとともに経営破綻が生じていること、などであった。私は第1論説において論述した中国経済の基本認識をなんら変える必要はないと考えているが、そこではまだ「中国経済の外資依存体質」規定を十分に取り扱うことができていない。本稿ではこの点を補おうと思う。

今次株安の前提にあるのは中国経済の減速、中国企業の鈍化である。以下、このことに関連するいくつかの指標を記すことにする。

中国製造業全体の2014年末時点の設備稼働率は71.0%と低く、特に鉄鋼・ガラス・セメント・アルミ製造部門では70%を割り込んでいる。（ちなみに、同時期のアメリカの工業設備稼働率も70%台と低く、アメリカと中国はこの点で似ている。）

2015年11月、中国国家統計局らの中国製造業PMIは50を割り込み、3年3か月ぶりに49.6の低水準に落ち込んだ。

2015年12月の「財新」調査会社マークイットのデータでは中国製造業PMI確報値は48.2%と11月の48.6%から低下した。

2015年11月時点の輸出（米ドルベース）は前年同月比で6.8%減と5か月連続で減少し、輸入も8.7%減少した。貿易額（輸出と輸入の合計額）は前年同月に比べ7.6%減で、9か月連続で前年を下回った。

財務省発表の1-11月期の「国有企業利益」は2兆400億元（約3152億ドル、約37兆8000億円）、前年同期に比べて9.5%減少した。

国家統計局発表の「工業部門企業利益」（本業の年間売上高が2000万元を超える大手企業を集計対象としている）は、10月は前年同月比4.6%減少、11月は前年同月比で1.4%減少した。また、同統計局のデータでは、工業部門国有企業の利益は1-11月期、前年同期に比べて23%減少した、また鉱業部門国有企業の利益は1-11月期、前年同期比6.5%減少した。

（ロイター配信記事）民間調査会社のチャイナ・ページブック・インターナショナル（CBB）による2100社を対象とした第4四半期調査では、①中国企業トータルの売上高、取引量、生産量、価格、利益、雇用、借入れ、設備投資はすべて前四半期に比べて下回った、②調査した全セクター別の第4四半期の業績は前四半期を下回った、③増益と回答した中国企業の割合は過去最低である、④賃金の伸びは4年ぶりの低水準である。この調査は政府発表の経済活動の統計と相当異なっている。

しかしながら活発な企業活動も一部で見られた。中国汽車工業協会発表の自動車販売データでは、前年同月に比較して9月は2.1%増、10月は同11.8%増、11月は20%増と約2年ぶりの大幅増、11月単月で200万台が販売された。この2か月連続の大幅な販売増の背景は、「需要の先食い」効果をもたらす小型車を対象とした減税措置の導入であった。この点を反映していると思われるが国家統計局発表の中国の鉱工業生産高は前年同月比で、10月は5.6%増、11月は6.2%増と、過去の指標からすれば低い水準であるとはいえこの期間はひとまず安定的に推移したようである。

このように強弱の混じった経済指標からは、直ちに中国経済の成長率低下に歯止めがかかったとか、2015年第4四半期の中国成長率が前年同期比、あるいは同年前期に比較して上振れしたのではないかとなどと判定できず、やはり、中国経済に対する先行き不安は解消されていないのだと思われる。というのも、そのように判断しなければ今後の株価急落の説明が難しいと考えられるからである。急激な株式騰貴の頂点で発生した2014年夏季の株価急落と、2014年9－12月の株価の安定的推移の後に突如に発生した2016年初頭の株価急落とではその性質は異なっているのである。やはり、2016年初頭の株価急落の根底にあるものは中国経済の減速懸念の著しい高まりや中国諸企業の利益の縮減である、と言わなくてはならないのである。

ここで閑話を差し込んでおきたい。近年日本の内外で中国経済に関する論議が盛んに行われ、中国経済の理解が急速に深まっている。しかしこのことに比べて、中国企業の現状はまだよくつかめていないように思われる。たとえば早い話、中国企業はいったいどれほど存在しているのか、という問いにさえ明確な回答を出していないように思われる。私はこの点については次のように推定している。さて中国の事業体数は「600万社の税率引き下げ」（2013年7月の中国の新経済政策の一項目）などという文言からわかるように約600万である。しかしこの数600万にはそれと同じほどの数にのぼる零細事業体はカウントされていないと考えられよう。日本経済では事業体数は最大に見積もってもほぼ400万であり、そのうち有意な企業数は80万であると評価してよいのであろう（例えば富士通総研がその企業経営情報システムで対象としている企業数は80万社である）。中国経済における有意な企業数は総数600万の100分の1と想定しても6万、中国経済の成長を左右する有力な企業数はもう少し絞り込んで6000と考えられよう。これは間違っているかもしれないが、私としてはひとまずそのようにでも想定しておかないでは「中国企業のリアル」をイメージできないのである。

第2項 外貨準備の減少と資本流出

さて元に戻って、次には中国人民銀行の管理する外貨準備高の変動につ

いてみよう。

- ① 12月末時点の外貨準備高は3兆3000億ドルで、前月末時点と比べて1079億ドル減少、単月の減少幅2.9%は過去最大である、
- ② 2015年とおしでは、外貨準備高は過去最大の5126億6000万ドル減少、減少の3分の2は中国株の暴落が起こった8月以降に発生した、
- ③ 外貨準備が最大になったのは2014年6月、その額は3兆9900億ドルであり、これ以降の累積減少額は6628億5000万ドル、減少割合は16.6%である。

中国の貿易収支は輸出超過を継続している。この出超は外貨準備のプラス要因である。それゆえ、このような2014年6月以降の外貨準備の急減の原因は中国サイドから見た資本流出にある。上のデータから次のような事実関係を確認できる。14年6月にピークをつけた外貨準備の増加に寄与した要因はそれ以前の貿易黒字だけでなく、資本流入にあった。つまり、中国当局が「国富」と位置付ける外貨準備高の増減を規定する一大要因は、中国への資本流入、中国からの資本流出なのであり、ネットで表現すれば資本流入超過、資本流出超過ということにある。ここから次のような疑問を提起できる。第1に、資本流出は誰のどのような金融操作、信用操作をとうして発生しているのか、第2に、この当事者はいかなる理由でそのような操作を行うのか、そして第3に、このような資本流出は中国国民経済の外資依存体質、中国企業の外資依存性を映し出す鏡なのではないのか。以下では、これらの疑問を念頭において考察をすすめよう。

第3項 資本流出の2つの経路

資本流出の第1経路は「中国株式の投資ファンド」であるように思われる。

容易に推測できることは、外貨準備急減が時期的に見て中国の株安と関係していることである。「中国株式市場への外国人投資家の関与はおおむね遮断されている」などととらえる向きがあるが、事実は違うのではないのか。ニューヨーク拠点（東京拠点、ロンドン拠点もある）の資産運用会社

や投資銀行（証券業企業）が扱う「中国株式の投資信託」残高のこれまでの増大が示していることは、間接的であれ事実上であれ中国株式市場への「外国人の関与」がすでに「おおむね遮断されていない。」ことを示しているのではないだろうか。

たとえばニューヨーク拠点の資産運用会社が「中国株投信（ドル建て）」商品を組成し、投資家に販売する（投資家サイドからいえば「投資信託」に投資する）。運用会社は調達したドル資金（アメリカ商業銀行＝米銀の当座預金勘定で保有される）を内外の為替市場でドル売り・元買い操作を行い元資金に転換する。この操作は大量に行われるばあい有意に元高・ドル安を導く要因である。ドルの買い手が中国系商業銀行（中国に進出している在中国米銀の場合もあるがここでは省く）だとすると、運用会社の取得した元資金は中国系銀行の扱う預金勘定においていったん保有される一方、中国系銀行の取得したドル建て資金は米銀当座預金の形で保有される。中国サイドから見ればここで「民間レベル」で資本流入が起きており、この流入額が中国当局の中国系銀行に課している「外貨持ち高規制」を超過する場合、中国系銀行は当該ドルを中国人民銀行に譲渡し（この譲渡に伴って中国人民銀行が米銀預金の保有者となる）、これに対し、中国系銀行は中国人民銀行から受け取る対価の元資金を人民銀行当座預金の形で保有する。人民銀行が取得したドル資金は中国の外貨準備に組み込まれる。当座預金は無利子であるゆえ、中国人民銀行は通常では取得したドル資金を利子付き証券（アメリカ国債など）に転換し、そのようなドル建て資産の形で保有される。ここで指摘してもよいと思うが、中国外貨準備の増加の一因は「中国株投信」を介した中国へのドル建て資金の流入であった。

運用会社所属のファンドマネージャは中国株（当然元建てである）を不断に選別し、元建て資金で株式投資を行う。中国株のプロとして腕前が問われる。しかし、「中国株式市場への「外国人投資家の関与は概ね遮断されている」のではなかったか。事実はそうでなく、「遮断規制」は例えば米系運用会社などと株式ブローカー業務や株式自己売買業務を営む中国系

証券会社などとの事業提携などによって難なくすり抜けられているのが実態であろう。というのも、そのような参入余地がなければ「中国株投信」は成り立たないのである。

このような外国資金の中国株式市場への流入は株式市場に厚みを加え、中国企業の新株発行による資金調達を容易にする条件である。中国当局が計画している「金融改革」「金融自由化」進むにつれて、ドル建て外国資金の株式市場への流入が一段と増加することになろう。

元の対ドル相場の変動はマネージャーの業績や運用会社の収益を左右する契機である。この点を他の事情が一定であるとして単純に考えてみる。中国株式投資を手掛けるマネージャーが一定の期間において得る収益（元建て収益）は株式配当と株式キャピタルゲインの総額である。この収益が確定したとしよう。しかし、決算日でもあるこの期間の末、為替が元高ドル安の状態に振れていると、一定の収益（元建て）のドル換算額は為替相場が不変であった時に比べて増幅し、運用会社が実際に取得する収益（ドル建て）は増加する。このような事情を敷衍すると次のような見方が成立する。つまり、中国株投信を扱う幾多（数十社？）の米欧系の資産運用機関にとっては為替条件が元高・ドル安の方向に変化することが利益であり、元安は望むところではない。また中国当局にとっては、為替管理をとおして元相場を元高の方向に漸次導いてゆくことは、中国株投信ルートを経由した外貨ドルの流入、外貨準備の増加を促進する条件である。中国当局はこの限りでは元安を決して望んではないのである。

以上述べたこと前提にすると、事柄が逆の方向に動いた場合にはどのような事態が発生するのか容易に理解できる。

2016年初頭に発生した株急落とその引き金となった元安は中国からの資本流出を一層促進する契機である。中国当局は元安を防ぐために一旦元基準値を引き下げた（1月7日）。これに対し、中国当局の本音なるものは中国の景気減速に対処するために輸出拡大効果を持つ元安を誘導したいのだ、中国は通貨安戦争を仕掛けたいのだ、などと批評する向きがあるが、私は

どれも違うと思う。中国当局が現時点で深刻に恐れている事態は中国からの外国資金の大量流出、それにとまなう外貨準備の加速的減少である。中国当局にとって国益である外貨準備の防衛こそが最優先事項になったのであり、したがってまた、元安をテコとした輸出主導型経済成長への復帰などという政策変更は、中国が直面している「曲がり角」（その中には生産性の向上を通じた産業高度化が含まれている）を円滑に曲がりきるうえで障害をもたらしたり、近隣諸国との不必要な経済摩擦を惹起させたりする要因になるのであるから、元安が得策であるとは考えられないことなのである。

ここで急いで次ぎの点を記しておきたい。

中国人民銀行は政策金利を引き下げる一方、2015年11月に、「中期貸し出しファシリティー（MLF）」経由で11金融機関に1003億元（157億ドル、1兆9000億円）を新規に供給した。貸付期間は6か月、金利は3・25%、目的は金融制度の流動性確保である。MLF経由の総貸出残高は11月末時点で6958億元（約700億ドル、約8兆4000億円）。

ここに見られるのは、人民銀の「信用秩序の維持」を目標とする「最後の貸し手」としての行動であり、そこには銀行のみならず諸中国企業の信用破綻・デフォルトを回避する意図があらわれている。このような金融政策の行き着く先は日米欧の中央銀行が実施したゼロ金利と量的緩和を柱とする超金融緩和政策なのであろう。また、人民銀は「保六」のためにもそのような金融政策を必要とするようになるのかもしれない。だが、このような金融緩和政策の弊害は第1論説で指摘したように、各生産部門における競争劣位企業群（ゾンビ企業群）に存続可能性を付与することである。それゆえ、この政策は李克強首相が最近の講演会で表明した「（長年赤字が続いている）ゾンビ企業の根絶」という勇ましい方針と衝突する可能性がそこにはある。しかしそれはここでの関心事ではない。ここで指摘しておきたいことであるが、人民銀の金利引き下げはアメリカFRBの最近の利上げと反対の方向を向いた金融政策であり、それゆえ米中の金利格差は縮小する。FRBの金利引き上げペースなどに左右されようが、論理的につき

つめてゆけばアメリカの市場金利のほうが中国のそれより高い事態さえ生まれることも排除できないのである。このような金利格差の縮小は中国サイドからの自国資金（最初の姿は元建て資金）の流出（＝海外逃避）や中国市場で運用されていた外国資金（元建て、そしてドルへ転換）の流出を増大させる一方、外国資金の流入を限定することになる。つまり、人民銀の金利引き下げは中国外貨準備を減少させる方向に作用する。人民銀は解きたいジレンマに直面する。すなわち、最後の貸し手として振る舞うためには、また経済減速の回避のためには金利の引下げが必要である一方、外貨準備の防衛のためには金利を引上げなくてはならない。まことに難題である。結局、中国当局は資本流出規制を導入し、人民銀の金融緩和政策の強化の余地を作り出すしか他に方策はない。しかし、三流国の烙印を押されかねないこのような規制の導入は、中国当局にとって、「金融の自由化」「元の国際通貨化」の試みの数歩もの後退を意味する。

資本流出の第2の経路は外国系銀行の中国企業へのドル建て貸付残高の縮小である。

中国人民銀行が12月11日に発表した統計によると、①中国の「社会融資総量」残高は、10月では4767億元、11月は1兆200億元と10月に比べて2倍以上に増加した。②11月末時点の人民元建ての新規融資は7089億元（1098億3000万ドル相当）、である。

ところで、2014年末時点で、中国は新興国の中で国内総生産（GDP）に対する信用総残高の割合が最も高い国である。（2015年10月のIMFレポート「Global Financial Stability Report」）それゆえ、先に触れた人民銀の最新データを考慮すると、15年末時点ではこの割合は14年末に比べて2倍近くまで増加していることになる。

また同レポートでは、中国における企業部門の負債に占める外貨建て負債の比率は10%、これは相対的に低いとしている。相対的には低いというのは、この比率が50%超の国（ハンガリー、インドネシア、メキシコ）、この比率が30%～50%未満の国（チリ、トルコ、ロシア、ポーランド）、

この比率が10%～30%未満の国（フィリピン、ブラジル、南アフリカ、マレーシア、タイ、インド）などが存在しているからである。そしてまた、同レポートは、このような外貨建て債務はドル建て債務の割合が高く、また形態的には銀行借入債務と発行社債からなっていると分析している。外貨建て融資はもっぱら外国系銀行等によって行われ、外貨建て社債への投資はもっぱら外国系投資家によって行われたものと推定できるのであるから、いずれの新興国企業部門においても外国資金依存度は高いということになる。私の判断では、中国企業部門の外貨建て負債比率が10%である絶対的な事実、今日の中国経済が外国資金依存体質を持っていることを明かす十分な証拠である。

アメリカの市場金利の上昇は新規ドル資金の中国への流入を抑制するとともに、これまで中国で運用されてきたドル資金の本国への還流、つまり中国からの資本流出を促す。

社債は10年物が一般的である。外貨建て社債（ドル建て社債とする）を発行した中国企業の負う債務の支払い期限は時間の経過とともに近づいてくる。2007年に発行された社債の支払い期限は2017年であるが、2012年に発行された社債の支払い期限は2022年である。それゆえ、外国系投資家は満期日まで社債を保有する場合には、ドル流出、ドル資金の本国への還流は短期間のうちに集中発生するわけではない。また外国系投資家が社債を売却し、手に入れたドル資金を本国に還流させる場合、この面で中国からの資本流出が発生するのであるが、同社債の買い手が別の外国系投資家であれば、この投資家はドル資金を中国に持ち込んだうえで同社債を買うのだと想定してよいとすると、この場合、ネットでは中国からの資本流出は発生しないと考えられよう。

ところで、先にふれたIMFの調査報告書では、外貨建て（ドル建て）社債を発行した中国企業に関する具体的データ、たとえば企業名、企業数、企業が属する産業部門、調達したドル資金の使用方途などのデータは提供されていない。IMFは今次の報告書の作成にあたって新興国企業の経営財務資料などを広範囲に収集しているのだから、IMFは時間と労力をかけられ

ばこれまで収集した資料からだけでも各新興国企業のより具体的データを作成し、提供できる立場にあるように思える。期待したいところである。

そこで気づいた疑問点を記しておきたい。それは、ドル建て社債を発行した中国企業にとってドル資金の使用方途は何であったのか、というものである。この疑問に対して最初に思いつく回答は工業企業による外国製の機械など生産財の輸入である。いやそればかりではない。第2に、不動産企業による海外不動産の取得や開発、第3に工業企業による海外企業の買収、第4に工業企業による海外直接投資、などである。この回答が案外的外れでないとすると、ここにはいかなる含意があるのであろうか。回答の第2から第4まではいずれも中国企業の海外進出にかかわるものである。

中国経済を中国国民経済という枠組みの中で考察するにあたって、その枠組みの中で中国経済を国民総生産（GDP）の成長率の観点からのみ観察しているだけでは、中国企業の海外進出の意義は考慮されないのは当然である。GDP成長率概念の中にはそれらを入れる余地がもともとないからである。中国経済の減速と中国企業の活発な海外展開とは同時に起こり得るものなのである。（低成長から脱出できない日本国民経済と過去最高益を享受する多国籍企業化した日本企業との併存もそうなのである。）中国企業の海外展開が外貨建て資金（ここではドル資金）の借りに依存していることが実証できれば、私は特にこのような海外展開の面においても、現時点における中国企業の外国資金高依存性が露呈してくると思う。

資本流出が発生する第2の経路は、外国系銀行（ここではアメリカ系銀行で代表させる）の中国企業に対するドル建て短期融資が縮小する場合である。銀行が債務者企業から回収したドル資金を新規に貸し付けに充用しない場合、通常は、処分可能な当該ドル資金を本国の銀行に移転するという金融操作を伴うのであるから、中国サイドから資本流出が発生する。

このような外銀ドル建て融資が縮小する原因はつぎのように2つある。ひとつは米中のあいだの金利格差の縮小である。このような融資の拡大は中国の市場金利がFRBの超金融緩和政策によって引き下げられていたアメリカの市場金利に比べて高かったことが要因であった。それゆえ、金利格

差の縮小、あるいは金利逆転という金融市場条件の変化は、このような融資の縮小をもたらす。いまひとつは、経営不振に陥った中国企業の債務履行能力への懸念、つまり貸し手の外国系銀行にとっての信用リスクの高まりである。というのも、信用リスクが一定の高さに達すると、外国系銀行はドル建て貸付債権の不良債権化を回避するために、通常は、債務者企業から急いで確実に債権の回収を図り（「貸しはがし」）、当該企業への新規貸し付けを忌避する（「貸し渋り」）、という行動にでることが予想できるからである。

本稿執筆時点では中国から資本流出の主要原因は米中間の金利差の縮小、あるいは米中間の金利逆転の将来予想にある。私の見通しをここで述べておくと、今後ではそのような主要原因に位置するものは中国企業の信用不安の高まりであろう、そこでは中国の資本流出は今まで以上に大幅なものになるであろうし、これと照応して中国外貨準備は大幅な減をきたすであろう。

外銀の元建て融資の縮小に随伴するのは、外銀における債務者企業から回収した元建て資金のドルへの転換、つまり外銀のドル買いである。この外銀のドル買い・元売りが大量であって、ドルの売り手である中国為替銀行が手持ちドルの不足をきたすばあい、中国為銀は中国人民銀行との間で手元保有の元のドルへの転換操作をとおしてドル不足の解消をはかるのであるから、人民銀管理の外貨準備は減少する。そのうえに次のことが加わる。為替市場において元の対ドル相場を基準値以下に下落させるようなドル需要超過が発生する度に、元安を真に懸念している中国金融当局は為替介入（元買い・ドル売り操作）を繰り返す公算が濃い。この介入操作の反復ごとに中国外貨準備は減少する。

以上の論述はあまり整序されておらず、いささか複雑に見えるかもしれないが、実に単純な筋を述べているに過ぎない。つまり、枝葉を除いたその筋とは外貨建て資金（ドル資金と考えてよい）の中国への流入は中国外貨準備を増加させる一大要因であり、その逆は逆であるというだけのものなのである。ただしその筋の根元には中国経済の外資依存体質、中国企業

の外国資金依存性が存在しているのである。

{中国富裕層による資本逃避については触れないことにする。ちなみに、中国当局が元の対外価値の維持を望む姿勢の背景には、長期の観点で「中国の夢」を実現しようとする欲求がある。「地域国際通貨」としての国民通貨元の基軸国際通貨への成長、アジア開発投資銀行をテコとした大経済圏の構築、中国企業のグローバル企業への一層の転化などがその「夢」の要素である。しかし、中国経済の外資依存体質と中国企業の高い外国資金依存性が継続し、「ドル体制」がなお強固である今日、中国当局にとってその「夢」を実現するために採用できる当面の現実的条件は「国富」と位置付けられる外貨準備（ドル準備）の最大化を図ること、人民元の対ドル相場を安定させること、これ以外には存在しないと見極めておかななくてはならないのであるまいか。}

第3章 新興国・資源輸出国の減速

新興諸国の大半においては原料・資源関連の産業部門、鉱業部門が国民経済の機軸を占めており、これらの国々は原料・資源輸出国である。

1990年代以降に顕著になったいわゆるグローバルゼーションの下で、もとより多国籍企業に数え上げられてきた欧米資源関連企業の資源諸国への鉱山開発投資の進展と歩調を合わせて、資源国の中で国有企業の形をとる自国系鉱業企業の開発投資も増大していったのであるが、2009年以降これらの開発投資は将来の資源・原料需要の持続的増大の予測が喧伝される中で一種のブームの様相を帯びた。鉱山開発は一般に地質調査から始まり、試掘、鉱山用機械の導入を中心とした鉱業施設の整備、さらには精錬所の建設などと続く一連の工程からなっているが、鉱山開発に要する期間は鉱山業態によっても異なっているものの平均的には3～4年であるといわれている。新鉱山の操業開始に至るまでの鉱山開発の期間においては当の開発資材を一方的に市場から引き上げる。資源諸国では鉱山業の開発

資材の調達先進工業諸国からの輸入に依存する。2015年になって新興諸国の民間企業の債務残高や債務比率（同国GDPに対する民間企業債務の比率など）に関する推測も交えた諸調査結果が徐々に発表されるようになった。中国経済と扱った前項で触れた2015年10月発表のIMF「国際金融安定性報告書」もその一つであり、この調査報告書は14年末時点の資料に基づいて作成されている。同報告書によれば、「主要な新興市場国の一般事業法人の負債は2004年と2014年の間で4倍に膨らんだ」。事態は刻々変化しているのであるが、当然15年中に起きた諸変化は反映されていない。しかし、この報告書の有益な点は既にふれたように、新興諸国の企業の債務残高や債務比率（借金比率）だけでなく、そのような債務残高に占める外貨建て債務（大半はドル建て債務）の割合を告知していることである。報告書は、これら新興国企業の財務指標にはばらつきがあるものの、総じて見れば企業が重債務企業になっている、企業の外国資金（ドル建て資金）への依存性が高いという姿を浮き彫りしている。

このような調査の公表は国際金融界の懸念事項の拡大を反映している。国際金融界はこれまでは、新興諸国政府の公的債務の破綻の可能性に留意して、外貨準備保有残高と国際収支の動向の分析に従事してきた。公的債務が破綻する可能性は消失したわけではないのであるが、国際金融界にとって今や最も懸念すべき点は新興諸国の民間企業債務の破綻の可能性、その外貨建て債務（ドル建て債務）の破綻リスクの顕著化ではないかというわけだ。

では、どうしてこのような懸念が顕在化しているのであろうか。ここではひきつづき新興諸国でもある資源輸出国における鉱業企業に焦点を据えて考察してみよう。

2008年以降、歴史的な超金融緩和政策を遂行した米日欧の中央銀行から供給されたドル建て・円建て・ユーロ建て大量の貸付可能な資金、投資可能な資金は、単にこれら先進諸国の「金融機関救済」「工業企業救済」のための資金として機能しただけでなく、この大量資金の一部はもっぱらドル建て資金の姿で新興諸国に配分されることになった。この配分を担った

のは米日欧を拠点とした商業銀行、投資銀行、投資信託会社などの諸金融機関であり、資源国の自国系鉱業企業は開発投資に必要なドル資金をこれらの金融機関を介して調達した。（この鉱業企業が自国系銀行から自国通貨建てで資金を借り入れたとしても、この処分可能な資金はここでは開発用資材の輸入代金に充当される場合を考慮しているのであるから、その鉱業企業はこの資金を為替取引業務に従事する自国系銀行を介してドル資金に転換する必要がある。では、この自国系銀行は売却譲渡可能なドル資金をどのようにして確保できていたのであろうか。自国の貿易収支が恒常的に輸入超過である場合では、支払いドル額が受け取りドル額より多いのであるから、自国系銀行は円滑な為替取引（ドル売り）に必要なドル資金の不足分を海外の銀行から借入などによって補わなくてはならない。）

先進国銀行の資源国向け投融资を増大させた一因は金利格差にある。

図表Ⅰ 国際商品市況の推移

海外	日経 国際商 品指数	ロイタ 一指数	CRB 指 数	NY 原油 期近 (1ドル)	シンガ ポナフ サ現物 (1ドル)	NY 金 期近 (1オス ・ドル)	NY 銀 期近 (1オス ・セント)	ロン 銅 現物 (1トン ・ドル)	ロン アルミ 現物 (1トン ・ドル)	ロン 鉛 現物 (1トン ・ドル)
15年平均	129.964	2328.3	208.11	48.76	52.53	1158.8	1565.8	5502.8	1663.3	1783.5
15年7月	131.834	2379.6	212.85	50.93	53.14	1128.1	1500.2	5454.2	1640.1	1761.0
8月	119.570	2253.6	196.06	42.89	45.61	1118.7	1489.4	5122.0	1548.7	1699.6
9月	118.389	2220.2	195.88	45.47	46.74	1123.8	1472.6	5217.5	1590.9	1684.2
10月	121.351	2279.5	196.90	46.29	48.86	1159.9	1579.3	5218.9	1520.2	1719.5
11月	116.144	2285.0	187.45	42.92	48.84	1084.0	1440.6	4799.6	1469.5	1614.6
12月	107.221	2242.5	176.31	37.33	45.59	1069.9	1405.1	4638.6	1496.8	1701.8
前週末	101.914	2173.35	168.58	33.16	41.01	1097.8	1390.8	4491.0	1486.5	1639.5

	ロン 鉛 現物 (1トン ・ドル)	マレー ア ス 現物 (1キロ ・ドル)	シカゴ ト ロ モ ン 期近 (1オス ・ドル)	シカゴ 大豆 期近 (1オス ・ドル)	シカゴ 小麦 期近 (1オス ・ドル)	NY 砂糖 期近 (1オス ・セント)	NY コ ニ 期近 (1オス ・セント)	NY 綿花 期近 (1オス ・セント)	シンガ ポ ル 期近 (1オス ・セント)	シカゴ 生牛 乳 期近 (1オス ・セント)
15年平均	1929.3	16.016	3.77	9.45	5.07	13.12	132.35	63.28	155.86	146.3
15年7月	2001.1	14.872	4.06	10.13	5.47	11.88	124.37	65.30	164.0	146.8
8月	1815.2	15.193	3.68	9.44	4.99	10.67	127.14	65.14	142.1	147.1
9月	1722.7	15.117	3.74	8.81	4.86	11.32	116.67	61.56	131.2	137.3
10月	1726.1	15.758	3.83	8.91	5.07	14.14	125.13	62.36	130.1	133.9
11月	1581.7	14.732	3.66	8.68	4.95	14.89	118.14	61.70	122.2	132.3
12月	1526.0	14.623	3.69	8.80	4.74	15.00	120.27	63.23	124.8	125.2
前週末	1501.0	13.700	3.5700	8.7950	4.7850	14.46	119.00	61.40	112.5	132.9

(2016年1月11日付「日本経済新聞、所収」)

図表Ⅰでわかるように、石油をはじめ原料資源の市場価格（ドル建て）

は相当下落している。資源価格の低下の原因が資源の供給拡大と需要の減退であるのは自明である。また、需要の減退の背景が世界経済の減速、特に「世界の工場」の地位を得た中国経済の減速であるのも常識である。

ここで生じる疑問は次のようなものである。

その疑問とは、各資源部門に属する鉱業企業はその生産物の市場価格が持続的に低下しているという昨今の厳しい市場条件の下で、第1になぜ経営を存続できているのか、第2にいつかは破綻せざるを得ないのではないのか、その場合いかなる契機が作用するのか、というものである。

第1の疑問に対する回答はドル高という為替条件、資源国通貨で測ったドルの市場価格が高いことである。（分析図第1号を参照のこと）

分析図第1号

資源国X、通貨単位 χ と想定

輸出 鉱物・原料C。C1トンあたり価格（ドル建て）。

為替市場 価格	1\$= 10 χ	11 χ	12 χ	13 χ	14 χ	15 χ
1トンあたり						
10\$	100 χ	110 χ	120 χ	130 χ	140 χ	150 χ
9\$	90 χ	99 χ	108 χ	117 χ	126 χ	135 χ
8\$	80 χ	88 χ	96 χ	104 χ	112 χ	120 χ
7\$	70 χ	77 χ	84 χ	91 χ	98 χ	105 χ
6\$	60 χ	66 χ	72 χ	78 χ	84 χ	90 χ
5\$	50 χ	55 χ	60 χ	65 χ	70 χ	75 χ
4\$	40 χ	44 χ	48 χ	52 χ	56 χ	60 χ
3\$	30 χ	33 χ	36 χ	39 χ	42 χ	45 χ

この分析図からわかることは次の点である。

資源の市場価格（ドル建て）は継続的に小刻みに低下している（この点は分析図の縦欄左サイドに例示している）。このことは、鉱業企業にとって当該生産物の1単位当たりの輸出代金（ドル建て）の低減を意味する。

一方、資源諸国の自国通貨安（ドル高）が進行している（この点は分析図の上欄に表示している）。自国通貨安は当該諸国の鉱業企業にとって、輸出された生産物1単位当たりの輸出代金（自国通貨換算）の増加を可能にしている。

さらに、この分析表からは以下のことも敷衍できる。

分析の単純化のために当該生産物の生産原価（自国通貨建て）を一定と想定すると、同企業における輸出（ドル建て）に充当された当該生産物1単位当たりの営業利益（自国通貨建て）を左右する契機も、ドル相場（分析表の横欄）なのである。

本稿執筆時点では諸資源・原料の市場価格は相当低い水準まで低下している。2015年1月に出稿した第2論説の終章で触れたように、今日起こっていることはかつての2度にわたる「オイルショック」に倣っていまなお「逆資源ショック」とよんでよいであろう。私が第2論説において「2015年世界同時不況（仮説）」を提起した根拠の一つは新興諸国経済に及ぼす「逆資源ショック」の悪影響にあった。しかし、上で指摘したように諸資源国の鉱業企業の自国通貨換算額で見た「売上高」「営業利益」にたいするドル高の増収・増益作用あるいは減収抑制・減益抑制作用によって、「逆資源ショック」はまだ新興国資源国経済に決定的な打撃をくわえるにいたっていない。私の判断では、この点こそ、世界経済が2015年に本格的な急進的な「同時不況」に陥るのを回避できた理由のひとつであり、言い換えてみれば、世界経済はGDP成長率の低下それ自体を回避できていないものの、まだ極めて緩慢と評価してよい速度で低下している理由のひとつである。

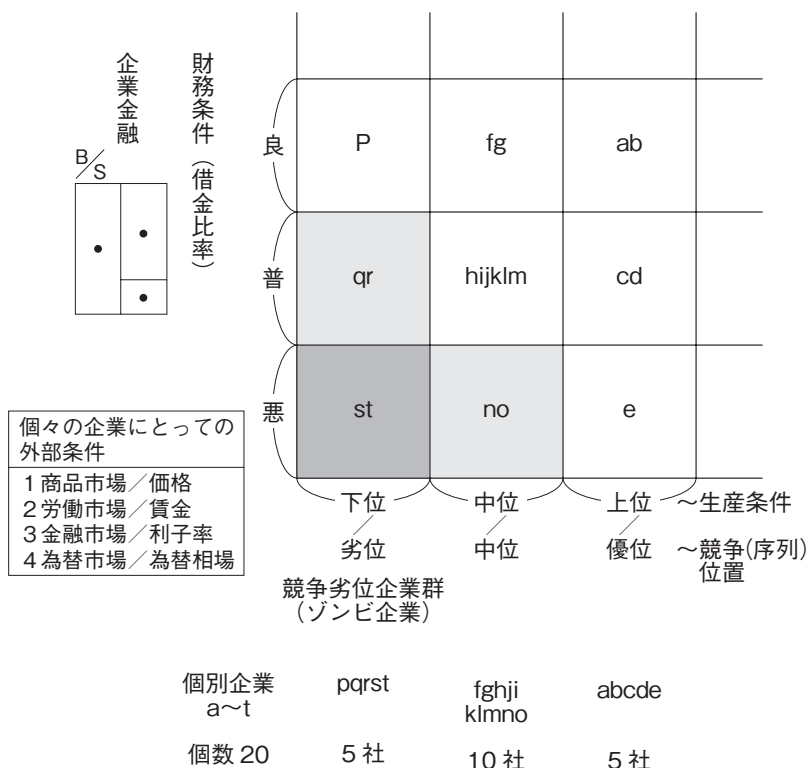
次に第2の疑問を取り上げよう。（分析図第2号を参照のこと）

先に記したように、資源国に鉱山企業は外部資金による積極投資を行っており、そのために重債務企業（その基準は例えば総用資本に対する他人資本の割合が50%以上と考えてよい）となっている。2009年以降、アメリカの市場金利はアメリカ連邦準備制度（FRB）の超低金利政策によって

分析図第2号

産業 S 部門に於いて

配置／マトリクス 3×3=9ゾーン



低水準になっており、また各国の市場金利も歴史的な低水準になっている。資源国の鉱業企業は重債務企業であっても、低金利はこれらの鉱業企業における借入資本1単位当たりの要利払い額の圧縮を可能にすることによって、これらの鉱業企業の「経常利益」としての利潤の取得を容易にしてきた。とはいえ、先進国と新興諸国の金利格差は存在していた。既にふれたように、このような金利格差は先進国の超金融緩和政策によって形成された貸付可能・投資可能資金の新興国・資源国への流入を増加させた原因であった。

ところがFRBは2015年12月、政策金利を0.25%ポイント引き上げ、政策

転換を市場に周知させた。FRBはこれ以降も、アメリカ経済の動向を考慮して金利の引き上げを企図している旨の声明を出した。この転換の理由はここでは触れない。後の議論において注意が必要な点のみを記しておく、FRBは今回の措置において確かに超金融緩和政策を終了させたのであるが、これまで「量的緩和政策」の系で供給してきた大量の資金を1ドルと回収する措置を講じていないのである。

FRBが金融引き締めの方角にかじを切った一方、日本銀行と欧州中央銀行は「ゼロ金利」「マイナス金利」などという意味での超金融緩和を継続し、そのうえ「量的緩和」の拡張策さえ選択肢に入れている。このような米日欧の金融政策の方角違いが国際資金フローにおいて新しい複雑な流れを作り出すことは容易に理解できよう。しかし、2015年以降目立ち始めた新興国・資源国からのドル資金の流出、あるいはアメリカへの還流は、新興国・資源国の中央銀行によるFRB金融引き締めに追従した金利引き上げだけによっては十分には歯止めをかけられそうにない。ではその理由とは何であるのか。

新興国・資源国からのドル資金の流出の起点は2013年5月にバーナンキ前FRB議長が行った金融緩和政策の転換の意味合いを持つ量的緩和縮小を日程に上らせる発言であった。このことからわかるように、このドル資金流出の原因はこれまでは主として金利格差の縮小にあった。ところが今日では、ドル資金流出の原因はそれだけでなく、新興国・資源国の経済不安と信用不安の高まりに対応した信用リスク回避行動にある。つまり、外国系の金融機関や投資家にとって、いまや相対的に有利な貸付利子を取得する機会を選択することが最優先する問題なのでなく、貸付資本の損失を回避することこそが緊要な問題になりつつある。

では、新興国・資源国の経済不安や同国企業の信用不安はどのようにして発生するのであろうか。第1に、資源国からのドル資金流出の継続に起因する資源国通貨安（ドル高）はその減価幅に対応して、同国商品市場（財市場）において輸入物価、特に消費財の市場価格の上昇を誘発する。このような「消費財インフレ」の発生はその程度に照応して同国経済にお

いて形成されている生産部門と消費部門のあいだの現行の均衡関係（生産される生産財の量と消費支出される消費財の量との素材的数量関係）を破壊し、両部門の新たな均衡関係の構築にむけて調整せずにはおかない。他の事情を捨象すると、この新しい均衡関係の創出は生産財・消費財の生産の縮小によって実現される。経済不安である。

第2に、ドル資金流出の抑制を企図した金利引き上げは、これまで取り上げてきた鉱山企業にたいして利払い負担の増大をとおして利払い後利潤（＝「経常利益」としての利潤）を圧縮させずにはおかない。事情によっては経常利益ゼロ、さらに「経常損失」に転落する鉱業諸企業が現れる。ここで目撃することになるかもしれない事態は新興国・資源国の鉱業部門における市場利子率の上昇を契機とした「資本過剰蓄積」の顕在化である。真っ先に利潤ゼロに転落する諸企業が現れるとすれば、そのような諸企業は当該鉱業部門において生産条件の面からみて競争劣位企業群であり、また自己資本に対する他人資本の割合が相対的に高い企業群である。こういうわけで、デフォルト懸念、信用不安が高まる。それとともに貸し手や投資家は先を争って貸し付けた資金や社債等に投下した資金の回収を図ることになるであろう。資源国におけるパニックはまだ2016年の初頭ではどこにも発生していないとはいえ、海外投資家による資金の引き上げが増大している理由の一端はこのような信用不安の高まりにあるとみておかなくてはならないであろう。

第3章 アメリカ経済の見通し

はじめにアメリカ経済にかんする私の予測をのべておこう。第1に、2016年のアメリカ経済成長率は2015年より減速し、2%以下の低ゾーンに停滞する。小幅減速にとどまる条件は信用の拡張がつづくことである。そして第2に、拡張した信用の一端の破綻を伴った信用収縮がおこれば、2016年アメリカ経済は大幅に減速し、その場合にはリセッションの発生もありうる。

本章の第1節では、アメリカの実体経済の推移を一覧し、その推移を規定している要因を指摘する。また第2節では、資産減価を随伴する信用（債権債務関係）の収縮の可能性を検討する。

図表Ⅱ アメリカ経済指標の推移

米	国内生産		物		貿易収支・通関		雇用		生産工業		小売		鉄鋼		電気		T B		10年	
	米穀 当量	%	前 年	前 年	前 年	前 年	当 年	前 年	前 年	前 年	前 年	前 年	前 年	前 年	前 年	前 年	前 年	前 年	前 年	前 年
2013年	1.5	—	1.3	—	1.5	△689.3	△733.6	6.4	238.8	2.0	101.9	3.724	16.576	4,176	0.07	3.03	—	—	—	—
2014年	2.4	—	1.6	—	1.6	△727.5	△671.8	7.2	311.6	2.3	105.7	3.860	16.872	4,736	0.05	2.17	—	—	—	—
2015年	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1月	—	—	△0.7	0.0	△0.7	△0.1	△510.8	△57.7	5.7	20.1	0.4	107.6	3.839	17,164	4,635	0.01	1.64	—	—	—
2月	0.6	—	△0.4	0.0	△0.4	0.0	△510.8	△57.7	5.7	20.1	0.4	107.4	3.814	18,342	4,963	0.01	1.99	—	—	—
3月	(1-3)	0.0	△0.9	0.2	△0.1	△592.7	△71.2	5.5	26.0	0.0	107.4	3.877	17,919	4,830	0.03	0.30	—	—	—	—
4月	—	—	△0.1	△1.1	0.1	△0.2	△454.1	△71.2	5.4	18.7	0.1	107.1	3.872	18,130	4,941	0.01	2.03	—	—	—
5月	—	—	3.9	0.5	△0.8	0.4	△505.9	△53.2	5.5	26.0	0.3	106.7	3.923	18,010	5,070	0.01	2.12	—	—	—
6月	(4-6)	—	△0.4	0.5	0.3	0.1	△623.3	△52.3	5.3	24.5	0.0	106.7	3.920	17,619	4,988	0.03	2.35	—	—	—
7月	—	—	2.0	0.1	△0.7	0.1	△592.8	△56.6	5.3	25.3	0.2	107.5	3.951	16,689	5,128	0.07	2.18	—	—	—
8月	—	—	2.0	△0.1	△0.8	0.0	△592.5	△51.1	5.3	25.3	0.3	107.7	3.949	16,588	4,776	0.01	2.22	—	—	—
9月	(7-9)	—	△0.5	△1.1	△0.2	0.0	△594.4	△52.1	5.1	24.5	0.0	107.8	3.944	16,284	4,620	0.01	2.11	—	—	—
10月	—	—	△0.4	△1.6	0.2	0.2	△612.8	△56.1	5.0	29.8	0.4	107.1	3.946	17,663	5,053	0.08	2.14	—	—	—
11月	—	—	0.3	△1.1	0.0	0.5	—	—	5.0	21.1	0.0	106.5	3.952	17,819	5,106	0.17	2.20	—	—	—
12月	(10-12)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	17,425	5,007	0.20	2.27	—	—	—
前月比(%)	—	—	—	—	—	—	3.1	7.6	—	—	—	△0.6	0.2	—	—	—	—	—	—	—
前年比(%)	—	—	—	—	—	—	0.9	△12.0	—	—	—	△1.2	0.7	—	—	—	—	—	—	—
個 人 消費	前年比(%)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
個 人 所得	(年換算)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
貯蓄率	(%)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
消費支出	(年換算)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
消費支出	(%)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2013年	3.1	14.068.4	4.8	73.2	53.8	1,553	111.1	925	487.8	76.7	2,037.4	1,568.5	5.4	—	—	—	—	—	—	—
2014年	4.2	14.694.2	4.8	86.9	55.7	1,643	117.5	1,003	504.5	78.1	2,072.9	1,559.1	5.9	—	—	—	—	—	—	—
2015年	—	—	—	98.0	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1月	4.0	15,048.1	5.3	103.8	53.5	1,663	121.2	1,080	473.0	78.7	—	—	0.6	—	—	—	—	—	—	—
2月	3.4	15,095.8	4.9	103.9	53.9	1,682	120.9	900	469.0	78.4	2,012.5	1,494.7	1.0	—	—	—	—	—	—	—
3月	3.3	15,095.6	4.9	101.4	51.5	1,706	121.5	954	476.5	78.7	(1-3)	—	0.2	—	—	—	—	—	—	—
4月	3.2	15,192.6	5.1	94.3	51.5	1,669	122.2	1,190	475.0	78.0	—	—	0.3	—	—	—	—	—	—	—
5月	3.8	15,282.4	4.8	94.6	52.8	1,763	122.6	1,072	469.8	77.6	2,068.0	1,533.9	0.8	—	—	—	—	—	—	—
6月	3.5	15,356.0	5.0	99.8	53.5	1,695	123.5	1,211	480.1	77.5	(4-6)	—	0.3	—	—	—	—	—	—	—
7月	3.6	15,421.4	5.1	91.0	52.7	1,747	123.5	1,152	481.2	78.0	—	—	0.6	—	—	—	—	—	—	—
8月	3.3	15,475.7	5.2	101.3	51.1	1,772	123.4	1,116	471.0	78.1	2,049.9	1,507.7	0.6	—	—	—	—	—	—	—
9月	3.3	15,506.3	5.2	102.6	50.2	1,806	123.4	1,207	487.1	77.9	(7-9)	—	0.6	—	—	—	—	—	—	—
10月	2.9	15,573.2	5.6	99.1	50.1	1,811	124.1	1,062	473.9	77.5	—	—	0.7	—	—	—	—	—	—	—
11月	2.9	15,617.6	5.5	92.8	48.6	1,805	124.6	1,173	—	77.0	(10-12)	—	0.1	—	—	—	—	—	—	—
12月	—	—	—	96.5	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
前月比(%)	—	0.3	—	—	—	—	△0.4	0.4	10.5	1.5	△0.5	—	—	—	—	—	—	—	—	—
前年比(%)	—	4.4	—	4.7	6.1	3.4	16.5	△4.5	△4.5	△2.1	△5.1	△8.2	—	—	—	—	—	—	—	—

(注) ①株価と金利、消費者信頼感指数、米供給管理協会景気指数、景気先行指数以外は季節調整済み、貿易収支のAは赤字、その他のAは減②失業率は出人をのこす③株価、T B 3月、10年価指は年次末・月末価④自動車販売は輸入車（輸入含む）は小2トックの合計⑤車造のこす⑥消費者信頼感指数と景気先行指数はコンネルソープ。ははは米商務省、F R Bなど⑦I S Mはサプライマネジメント⑧100以内総生産値は2009年価格⑨米国卸売物指数はFinal demand（最終需要）⑩米価鉱工業生産指数は、2012年＝100に基準年改定

(2016年1月4日付「日本経済新聞」所収)

第1節

そこで、15年の推移、特に直近の15年第3四半期及び第4四半期の動向を見てみよう。（図表2を参照すること）

2015年の四半期ごとの実質GDP（前期比年率％）は、QⅠ（第1四半期）が0.6％、QⅡは3.6％、QⅢsが1.5％、と推移している。

2015年第4四半期のGDP成長率は以下で取り上げる統計数値から推測して相当低い数値になりそうであるから、2015年の成長率が2014年の2.4％を凌駕することはない。

鉱工業生産指数は15年7月を起点にして同11月までの期間連続して低下している。これは第4四半期のGDP成長率が高いものなりそうもない有力な理由である。

設備稼働率は2015年間をとうして70％台後半で推移している。この統計数値は大量の非稼働設備の解消が進んでいないことを示している。先に触れた鉱工業生産指数の低下と照応して稼働率も15年8月を起点に11月まで連続的に低下している。

アメリカISM景気指数（ISM.アメリカ供給管理協会作成）は、15年6月を起点として11月まで緩慢に低下し、直近の11月の数値は遂に景気の良好の基準であるとされている50を下回っている。

以上のようにいくつかの経済指標を一覧ただけで次のように指摘することができよう。すなわち2015年のアメリカ経済は、低成長率ゾーンから脱却できなかった。もちろん、2012年を100とする鉱工業生産指数は2015年では107台を記録しているのだから、2012年から2015年の間にアメリカの生産活動はまことに緩慢とはいえ順調に回復したといえないわけではない。この点が「アメリカ人勝ち論」の根拠である。しかし「一人勝ち」見えるのは同期間における欧州と日本の経済があまりにも低調であったからに過ぎない。

第1論説では、第1に、アメリカの景気の本格的な回復の障害をなしているものが低設備稼働率に象徴される大量の遊休設備の存在であるとしたうえで、FRBの超金融緩和政策の継続は遊休設備の解消を遅延させる悪作

用を持っていることを分析し、また第2に、アメリカの景気を回復させるかもしれない契機として「新産業革命」の可能性に触れた。

第1論説を発表してからおよそ2年が過ぎた。そこで、本稿では状況の変化を考慮に入れ、新たな知見を付加して、うえの2つの点を改めて記すことにしたいと思う。

まず第1の点から。（分析図第2号を参照のこと）

リーマンショックと呼ばれている2008—09年世界恐慌は「100年に一度の津波」であった。この恐慌では有価証券の減価、信用の収縮、商業銀行や投資銀行（証券業企業）、資産運用業企業の破綻が世界各地で発生した。金融市場におけるこのような激震に比べると、この恐慌の再生産部面における資本価値破壊作用はそれほど深いものでなかった。先進諸国では資本が包摂していた生産機構の一部は遊休状態におちいり、それら生産機構が資本として機能しない状態、つまり工業利潤を生めない状態に追いやられたのは事実である。資本の過剰蓄積、産出利潤ゼロの過剰資本の析出である。しかしながら、当の諸資本においてこの過剰設備は価値破壊されることなく再稼働可能な遊休資本として存続した。

先進諸国の経済活動は2010年に活発化した。GDP成長率でも、鉱工業生産指数でも、この点を確認できる。しかしながら、この再生産の拡大は主要部分では再稼働可能な遊休生産機構の活用によって達成できたのであろう。この点は、①2010年の生産指数はまだ2007年の指数より小さい、②稼働率指数の09年から10年にかけての急上昇、などによって判断できるであろう。

ところで、各国の中央銀行の超金融緩和政策は過剰資本の温存、低稼働率の持続を可能にする一因である。この点は第1論説や第2論説ですでに触れてあるが、本稿のここでも記しておきたいと思う。それはこういうことである。

各生産諸部門に従事する資本制諸企業（以下、資本、または企業）はそれぞれが包摂している生産条件の格差によって競争関係上で上下の地位に配置されている。私は、現在的に劣った生産条件を包摂している諸資本制

企業を競争劣位企業群と規定してきた。ちなみに、諸家はこれらを「脆弱企業」とか「ゾンビ企業」と名付け、李克強中国首相も中国語で「ゾンビ企業」とよび始めている。

当該部門の生産物の市場条件が過剰供給になった場合、生産物の市場価格は下落する。

もちろん、このような場合、通常は当部門に原料などを供給する隣接部門においても超過供給という市場条件によって原料材の市場価格も低下している。しかしこの面はここでは無視しよう。当該部門の諸企業の生産する生産物1単位当たりの製造原価は劣位企業群において最も大きい。上でおいた前提の下では、当該部門の生産物の市場価格の低下は全ての企業の売上高の減少と、営業利潤（企業会計の範疇である）としての利潤の圧縮をもたらす。

ここで注意が必要な点を記すと、市場価格の低下を要因とする利潤の圧縮のプロセスにおいて、劣位企業群が真っ先に、それらの投下資本が資本として機能しなくなる利潤ゼロの状態に接近する。

さらに次の点にも注意が必要である。企業が充用する総資本は通常は自己資本と他人資本（借り入れた資本）からなっている。自己資本に対する他人資本の割合、またその逆の他人資本に対する自己資本の割合、総資本に対する他人資本の割合などが考えられるが、ここでは3つ目の割合を取り上げ、これを借入比率と規定しよう。各生産部門に従事する資本制諸企業においては借入比率が異なっている、あるいは財務条件には格差がある。仮に、ある部門に従事する企業第1号と企業第2号とは、生産条件が同一で、それゆえ投下資本1単位あたりの営業利潤も同一であるが、第1号は第2号と比較して有利子負債が大きい企業、つまり借入比率が高い企業であるとしよう。両者の間で取得する利潤の面で違いが出てくるのは、利率一定と想定すれば、利払い後利潤においてである。このような「利払い後利潤」としての利潤は企業会計上の範疇である「経常利益」に近似しているといってよい。当然、借入比率が相対的に低い第2号の取得する投下資本1単位当たりの「利払い後利潤」（経常利益と近似）は、借入比率が

相対的に高い第1号のそれに比較して、大きいということになる。

そこで、ここで取り上げた第1号と第2号は当該部門における諸資本の競争関係上で残念なことに劣位に属していると仮定しよう。そして、先に見たように、当該部門の生産物の市場価格低下という市場条件の変化によって投下資本1単位あたりの営業利益という利潤が圧縮される場合（ここではまだ利潤量はゼロではない）、借入比率が異なる第1号と第2号はその資本制企業としての運命にさしあたり時間的に見て違いが出てくる。すなわち、圧縮された営業利益のうちからでは利子支払いが真っ先にできなくなってしまうのは、換言すれば「利払い後利潤」ゼロ、あるいはゼロ以下という投下資本が資本としてまるで機能しえなくなった危急事態に早く陥落してしまうのは、投下資本1単位あたりの有利子債務が相対的に高い第1号のほうである。利子支払い義務のデフォルトを行った第1号は真っ先にアウトである。

では、この時点ではまだセーフである第2号の運命はこの先どうなるのだろうか。第2号の運命を左右するものは、「企業金融」という側から見た場合の信用条件（あるいは金融条件）の変化、ここでは特に借入金利の高さという信用条件の変化である。

個々の資本制企業の経営には通常では企業金融が不可欠である。金融市場では「資金」（＝貨幣資本）の形態を受け取った貨幣は「独特な種類の商品」であり、利子とはこの「商品」の価格であり、市場利子率とはこの「商品」の市場価格なのである。そして、市場利子率の高さを規定するのは多数の金融市場参加者の競争、すなわち多数の資金（貨幣資本）供給者と需要者のあいだの相互行動、言い換えれば貸付可能な資金量の総体的な需給関係である一方、市場利子率の高さこそが個々の企業の借り入れ金利（＝借り入れ利子率）を規制する。

第2号が包摂している生産条件は不変とし、したがってまた第2号にとって投下資本1単位あたりの「営業利益」は不変としよう。ここで取り上げている時期、あるいは局面では第2号の「営業利益」はいちじるしく圧縮されている。この想定の下では、市場利子率が上昇してゆく場合、第

2号が抱える有利子負債の利払いコストは借り換えなどの金融操作をおこなうたびに増大することになる。その結果、第2号が取得できる利払い後利潤（「経常利益」に近似）は減少してしまい、一定の事情の下では第1号と同様に、ついに利払い後利潤ゼロにおちいってしまうことはありうる。ここでは、この時点で第2号もアウトである。しかしながら、同じ想定を置いたとしても、同じ局面において金融市場における貸付可能な資金量の需給関係に何らかの力が加わることによって、先とは逆に市場利子率が低下してゆく場合、第2号の利払いコストは借り換えなどを行うたびに減少することになるのであるから、第2号はアウトから逃れられるだけでなく、利払い後利潤のなにほどこかの増大をも享受できるようになる。

想定によれば企業第1号も第2号も当該部門内の下位に位置付けられた劣位企業群の一員であったが、財務条件が異なっていた。彼らの運命を左右する契機のひとつはここでは市場利子率の変化である。では、金融市場における貸付可能な資金量の総体的な需給関係を動かす力とは何か。それは中央銀行の金融政策である。

今日の先進国中央銀行はゼロ金利政策などとよばれる超低金利政策を長期間にわたって実行してきたが、このような金融政策は一面では各生産諸部門の劣位企業群の多くの成員の延命を可能にしている要因なのである。

そうだとしたら、ここで出てくる論点は次のようなものになる。すなわち、中央銀行が金融政策を引き締め政策に転換し、市場金利が1%、あるいは2%と上昇した場合、劣位企業群や借入比率の高い企業群のうちどれほどの企業が前と同様に延命できるのであろうか。FRBが今次の金融政策の転換にあたって金利引き上げのスピードをできるだけ緩やかにし、また一回ごとの引上げ幅を0.25%と最小にしているのは、この論点と関連しているのである。しかしながら別の観点から見ると、FRBのこのような緩やかな金融引き締め政策が信用の選別的膨張や急激な資産インフレーションを防止できる保証はどこにもなく、むしろそれらを助長する契機になると思われる。FRBは自らが招いたものであるにせよ誠に解きたい問題に直面しているといわなくてはならない。そうであるならば、知ってか知らず

してかは問わないけれども、2015年12月に行われたジャネット・イエレンFRB議長の表向きの政策説明をそれ以降に楽観的に言葉通りに繰り返している愚かなエコノミストらは、アメリカ経済の現状を正確に認識しておらず、議長の苦悩を真に理解していないなどといわなくてはならないのではあるまいか。

次に第2の点に触れておこう。

第1論説では1920年代アメリカの「第3次」産業革命と対比するかたちでアメリカにおける「新産業革命」がその景気回復に寄与する可能性を指摘した。そこでは特に、当時着目されていた①シェールオイル部門、シェールガス部門、②3Dプリンタ製造部門、③ビッグデータ通信部門についてふれた。2013年から15年の間、①のシェールオイル・ガス部門の生産拡張がアメリカの経済成長に及ぼした好影響を除いてみると、②と③ではまだ当初期待されたほどの産業化が進まず、アメリカの経済回復に寄与するほどの十分な効果を発揮したとは言い難い。とはいえ、この同期間においては、上の3つとは異なる新種類の商品の開発がすすみ、産業化が開始された。その社会的かつ経済的な影響が大きいと考えられる3つの新種類の商品の生産部門を順にあげるならば、④ロボット開発製造部門、⑤電気自動車など次世代型自動車生産部門、⑥ドローン製造部門、ということになるだろうか。しかし、現時点ではこれらの新規産業部門はまだ生成期の段階であり、アメリカ経済の回復を推進するエンジン役にはなり得ておらず、アメリカ経済の減速を抑制するほどの役割を担っているに過ぎないのではないだろうか。

第2節

2008年リーマンショックから2015年の期間、アメリカにおける生産活動は緩慢に拡大しているだけであって、活況を欠いた長期停滞におちいつている。その原因は、既存工業諸部門における低設備稼働率、あるいは大量の遊休設備の存在が、生産能力拡張の新規投資を制限するからである。このような事情の下では、投資は既存工業部門における省力化投資や新種

商品の製造業部門における設備投資などに限定されざるをえないのであろう。

前節ですでに指摘したように、この長期間にわたるFRBの超金融緩和政策の継続が鉱工業諸部門に従事する諸企業に及ぼした影響を理解しておくことは必要である。

断続的に実施された量的緩和を含んだ超金融緩和政策はバブル（資産価格の一定の基準価格を超えた上昇）再発の基礎である。FRBは量的緩和策を停止したとはいえ、現時点ではFRBはこれまで供給した累積ドル資金を1ドルも回収していない。そのため、FRBのバランスシートの資産サイドは膨張したままであり、したがってまたその負債サイドに計上された「フェデラルファンド」（FRB預金、日本式に言えば中央銀行預け金）の額もかつてない規模に拡大したままである。個々の商業銀行にとっては、FRB預金は預金支払準備金として機能する現金準備である。また、商業銀行にとっては、FRB預金のうちの自由準備金は直接的に貸付可能な資金あるいは投資可能な資金であり、また別の観点では「ドル流通圏」において貨幣（通貨）として機能する信用（債務）の創造を可能にする基礎である。

投資家・金融機関が中国・新興国から投下資金を回収する度に形成される貸付・投資可能ドル資金は「商業銀行に預託されたドル預金」の形で保持される。

アメリカと欧州・日本の金融政策の方向違いはアメリカ市場金利を相対的に高くする。新興国に配分された大量の投資資金（ドル建て資金）の一部はアメリカ本国へ還流している。注意しておいてよいことであるが、投資家が欧州系や日本系の金融機関・投資ファンドである場合にも、彼らの手で新興国に配分されていた投資資金（ドル建て）が漸次回収されるたびに、一時的にはアメリカへ流出する形をとる。このような国際資金フローの面における逆流はドル高を進行させる原因である。

ドル高がアメリカ経済とアメリカ企業に及ぼす影響はつぎのようなものである。第1に、ドル高は輸出企業の輸出拡大を制限し、輸出企業の「収益」（売上高）や「営業利益」を減少させる。第2に、ドル高はアメリカ

系多国籍企業が海外事業部門で得る一定の利益額（進出先国の通貨建て）のドル換算額を従来のドルレートに比べて減額する。

図表2に記されているように、アメリカ企業全体の2015年第3四半期における「税込み企業利益」としての「企業収益」は前期に比べて減少した。また、調査会社などが発表している有力な個別諸企業の第4四半期における「企業収益」予測を参考にすると、第4四半期における同「企業収益」は一段と減少すると思える。有力企業の「減益」予想が出てくる理由のひとつはドル高の進行である。

2016年初頭、中国株の急落と同時にアメリカ株も急落した。アメリカ株急落のひとつの原因は、アメリカへの資金流入に伴うドル高の進行を契機とするアメリカ輸出企業やアメリカ系多国籍企業の減益懸念である。既にみたように、中国や新興国からの資本流出の原因は（1）金利格差の縮小、（2）これらの国の経済減速、同国系企業の経営不安である。

アメリカ株安のもう一つの原因は、前節でみたように、FRB政策転換の誘発するアメリカ市場金利の上昇が高い比率で有利子負債を抱える一部のアメリカ企業において「利払い後利潤」の圧縮をもたらさずにはおかない、という点にある。株安はこの点を先取りしている可能性がある。

金利上昇とドル高がもたらすアメリカ企業収益悪化とそれに並行する株安が今後どのような展開を遂げるか予断できない。しかし冷静に見ておいてよい点はつぎのようなものである。

株価収益率の基準が15倍であるとする、仮にアメリカにおける株価収益率が20倍とか25倍にもなっていればアメリカ株式市場ではバブルが発生していると考えてよい。アメリカの株価（図表2に記載されているニューヨーク工業株30種）は2015年夏季の急落につづいた回復時点から15年末の間では、つまり2015年第4四半期では、比較的に安定していた。それゆえ、同期間における「30社の企業収益」が減少しておれば、同期の株価収益率は上昇したことになる。この株価収益率を20倍程度と予測している株式レポートの類を信頼すると、アメリカ株式市場は一種のバブル状態になっていたと推定してよいことになる。そうだとすると、2016年初頭の株価急落

はバブル破綻の意味合いを持つものかもしれない。奥歯にものが挟まったような言い方しかできないのは、2016年第1四半期における30社の「企業収益」が相当な減少を示す可能性を否定できないからである。株価収益率の計算上では分母に置かれるのは「企業収益」であるからである。

アメリカへの資金還流は2016年も継続する。20016年におけるアメリカへの資金還流の規模は20015年のそれに比べて大である公算は強い。資金還流によって生じる処分可能ドル資金（これは「貸付可能ドル資金」、あるいは「投資可能ドル資金」という形態規定をとる）は、初めから海外に流出せずアメリカ国内に留まってきたドル資金のうちで日々の金融操作で時々刻々生じる処分可能ドル資金と合わさる。FRBが金融引き締め政策への転換を開始しているのは事実であるが、アメリカ金融市場では処分可能資金が過多であるのも確かなことなのである。では、処分可能ドル資金の向かう先はどこであるのだろうか？

この疑問に回答するためには、2015年度における信用や投資の動向や特徴に触れる必要がある。その動向や特徴を総括的に述べると、諸金融機関は貸付先や投下対象を選別し、処分可能資金の集中的な運用を急増させてきた、そしてそれとともに、金融市場の混乱や信用収縮を惹起させる諸条件を急速に生みだした。そこで以下ではいくつかの事例を示しておこう。

第1点

FRB、米連邦預金公社（FDIC）、通貨監督局（OCC）などの3つの金融当局は合同で、12月18日、商業用不動産向け融資の状況、同融資を大幅に増やした銀行を注視しつつける、同融資に絡むリスクについて特別の注意を払い続けるという旨の声明をだした。このような警告の背景には商業用不動産投資の活況がある。近年の商業用不動産投資の中心にはオンラインショッピングの隆盛と関連した流通業者による全米的な倉庫・配送施設の建設投資があるのであろうが、このような建設投資だけから警告が発せられるとは考え難い。「商業用不動産向け融資」の実態の解明が必要である。

第2点

自動車ローンが急増している。FRBの統計によると、自動車ローン残高

は2014年末に9578億ドル、2015年第3四半期末には1兆296億ドルと伸長している。自動車ローン金利はFRBの超緩和政策の下で低位である。業界レポートなどによると自動車ローンの一大部分はいわゆるサブプライムローン（信用リスクが高い低所得者向け融資）である。アメリカは依然として自動車大国であり、アメリカのGDPに占める自動車製造部門・同関連産業の生み出す「付加価値額」の比率は高い。先進諸国の中でアメリカ経済が相対的に高い率で成長をしている理由のひとつは、自動車ローンの拡張に支えられた自動車製造部門の活況にある。しかしながらFRBの金融政策の転換は自動車ローン金利を引き上げる。容易に推測できるが、仮に自動車ローン金利が1～2%上昇すれば、新規の同ローンを収縮するだけでなく、変動金利型の自動車ローン債務者のなかから利払い不能者が相当な規模で出現する可能性をたかめる。そうなれば、自動車業界は窮地におちいり、金融機関は不良債権比率を高めることになるだろう。

ちなみに、FRBの統計によると、学生向けローンも急増し、2015年第3四半期末の同ローン残高は1兆3030億ドルであり、同期の自動車ローン残高を凌駕している。この数値は借金漬けの学生生活を送る学生の数、あるいは「債務奴隷」に陥っている学生の数が増している現実を映し出していると考えられるが、この現実はこれまで抱いていた私のアメリカ社会観と相いれないものである。

第3点

アメリカの住宅価格は上昇している。S&P／ケース・シラー住宅価格指数は前年同月比でみて2015年9月は4.9%上昇、10月は5.2%上昇である。また、同指数は都市指数（主要10都市指数と20都市指数）を作成しているが、10月におけるこれらの指数の上昇は全体指数の上昇とほぼ同じ数値である。ところで、住宅標準サイズの住宅の価格は各都市各地域の中位の個人所得の5倍ほどの水準が妥当である。この見地にたてば、住宅の市場価格が標準価格を超えて高騰しておれば住宅バブルが発生していると判定できることになる。しかしながら、上の住宅価格指数の上昇は住宅資産価格の上昇（住宅資産インフレの進行）をしめすものであるが、住宅バブルの

発生を判定する手段にはならない。当然、住宅価格の上昇は住宅市場が需要超過になっていることを表しているが、ケース・シラー指数では住宅需要の構成割合、つまり住宅需要のどれほどが実需であるのか、どれほどが投機的需要であるかという点については伺うこともできない。それはとにかく、住宅インフレの背後には銀行や住宅ローン会社、貯蓄貸付組合などによる住宅ローンの拡大が存在していることは容易に判断できる。とはいえ、FRBら金融当局が警告を発したのは商業用不動産融資であることを考慮すると、現時点では住宅ローンの拡張は住宅バブルをもたらすほどのものではないと言えるのかもしれない。

第4点.

2015年12月、ハイリスク・ハイリターン債券の別称であるジャンク債の市場価格が急落した。ジャンク債は流動性が低い、つまり売却したいときにいつでも売却できるとは限らない債券であり、時価の把握が困難な債券である。

投資信託業機関（ミューチュアル・ファンド業機関）は金融機関の一業態である。投信業界の中で、運用資産に占めるジャンク債の割合が高い投信業者は「ジャンク債ファンド」「ジャンク債投信」と呼ばれている。

アメリカ資産運用会社の「サード・アベニュー・マネジメント社」の傘下にあるミューチュアル・ファンド業者（投資信託業者）の「サード・アベニュー・フォーカスト・クレジット・ファンド社」が経営破綻した。この業者は「ジャンク債ファンド」であった。ここで明らかになったのは、流動性の低いジャンク債に投資する投信業者はジャンク債価格の急落があるとたちまち経営破綻する危険性を持っているという点だ。

各種の外信によると、アメリカで発行されたジャンク債の半分はシェールオイル・ガス関連企業が発行したものである。シェールオイル・ガス企業の積極的な投資を支えた資金源はジャンク債の発行であったが、ジャンク債の急落の背景には、原油価格のバレル30ドル台までへの低下によって、一部の同企業の経営継続が困難化したことにある。それゆえ、原油価格の高止まりを前提に資産運用を行ってきたジャンク債ファンドの破綻は時間

の問題であった。ここから出てくる重大問題は、今後の原油価格の20ドル台への一層の下落が引き金となるジャンク債市場の混乱、多数のジャンク債ファンドの破綻である。アメリカは今やシェールオイル生産の拡大を受けて世界最大の石油生産国であるものの、いやそのような石油生産国であるがゆえに、原油価格の著しい下落はアメリカ金融市場の混乱や信用収縮を惹起する要因になっているのである。

この節の最後に次の点を記しておきたい。

処分可能ドル資金の一部は一定の金融機関や投資家において信用リスクを回避するために安全資産と考えられているアメリカ国債の投資に向かうであろう。この資金フローは国債の市場価を上昇させ、それと同時に長期金利の指標である長期国債の流通利回りを低下させる。しかし、そうであればなおさらのこと、他の部類の金融機関や投資家は最大限の利子や利得を可能にする貸し付け対象や投資対象を探索する意欲を高め、処分可能資金をそのような対象に振り向ける意思をもつであろう。これらは信用リスクの高い貸し付けを拡大させる一方、価格変動リスクの高い資産への投資を拡大させ、資産インフレを促進し、資産バブルの発生を助長する。物価の安定と資産価格の上昇は一定の範囲で共存可能である。信用の過度の拡大、リスク資産投資の過度の拡大に直面すれば、物価上昇が1%台の低位にとどまっても、FRBは政策金利引き上げペースを速め、同時に量的金融緩和政策で供給した大量の資金を吸収する措置を取らざるを得なくなる。しかし、政策金利の引き上げとそれに伴う市場金利の上昇の加速は鉱工業諸部門に従事する諸企業の一部に決定的な悪影響を及ぼし、失業者の増大、アメリカ経済の減退をもたらさずにはおかないのであろう。

おわりに

以上が「はじめに」において提起した本稿の課題の探究である。それをここで要約することは不要である。その代わりに、第1と第2の論説と同様に本稿においても私が特に留意してきた経済分析の方法を記して、本稿

の「おわりに」にしようと思う。それはつぎのようなものである。实体经济と金融経済の関連に注目して対象とする経済の構造を分析すること、対象とする経済の具体的な運動や展開を探究するうえでは「競争と信用」という経済変動を推進する2つの契機に最大限の注意をはらうことである。

ちなみに、カール・マルクスはその膨大な書き物のどこかで「現実の恐慌は競争と信用から説明できる」という重要なメモ書きを残しているが、残念ながらその点の理論的な展開をどこにも記さずに生涯を終えてしまった。「カールさん、カールさん、なぜあなたはそれをしなかったのですか?!」これは私の思念から去らない疑問である。振り返って考えてみると、過去一世紀にもわたる日本におけるマルクス派の精緻を極めた恐慌の理論的研究は、経済分析一般において有用な多大な知見を発見し創出したことはまちがいないのであるが、まだ「恐慌の可能性・必然性」のレベルの考察に終始し、マルクスのメモ書きが指示している「恐慌の現実性」の解明には至っていない。私の判断では、「現実の恐慌」の理論的解明の意義や方法に無理解であることこそ、商品過剰生産を恐慌の原因とする一方のグループと、資本の過剰生産を恐慌の原因とするグループとの間でくりひろげられている声高であるもののあまり建設的でない論争にいつまでたっても終止符を打てない理由である。そこで、賢明な読者には次の点を推察していただきたい。すなわち、「世界同時不況」という語句を表題に入れた3つの論説の各処において、著者である私は「恐慌の現実性の理論的解明」の糸口になる知見を叙述しているのだと。私は「恐慌の現実性」のレベルでの恐慌論争の開始を望んでいるのであり、事情に精通した寛容な読者には許していただけると思える些かおこがましい口説で述べるならば、私としては新恐慌論争のゴングを鳴らしているつもりなのである。

(2016年1月20日 出稿)

注1) 「西南学院大学商学論集」第60巻第3号

注2) 「西南学院大学商学論集」第61巻第3・4合併号