鳥瞰の眼 虫瞰の眼

エコノミスト・ストラテジストレポート

情報提供資料
2026 年 11 月 20 日

国際金融市場の安定に必要不可欠な国際公共財は再構築されるのか
～戦間期の教訓とキンドルバーガーの罠～

運用戦略部　チーフ・エコノミスト／チーフ・ストラテジスト　黒瀬浩一

国際政治学の世界では、前世紀の 2 つの世界大戦の間にあった戦間期と、昨今の国際政治情勢が瓜二つのように類似した展開をたどっていることが、数年前から話題となっている。項目別の詳細は表 1 の通りだ。あえて指摘すれば、まだ類似していない項目は 2 つだけだ。1 つは、前世紀には 1929 年の株価大暴落に端を発する世界恐慌が起きたが、今世紀にはまだ起きていない。そしてもう 1 つ、今世紀にまだ起きていないのは世界大戦だ。

大事なのは類似の展開になった背景だ。世界恐慌の研究で有名な経済学者のキンドルバーガーは、覇権国の不在が世界恐慌の原因の1つだと指摘した。同じことは、経済以外の各項目にも当てはまる。国際規模で問題が生じても、解決に向けてリーダーシップを発揮する国が無かったのだ。グローバルガバナンスとしての国際公共財の不在問題である。当時の覇権国は英国で基軸通貨はポンドだった。しかし、英国には産業競争力や国際収支構造などの面で、世界に向けてリーダーシップを発揮する力は残っていなかった。代わって覇権国になる力をつけつつあった米国もその自覚がなかった。結果的に、国際問題が放置され、積もり積もって世界大戦の遠因となっていった。

そして、現下の国際情勢も類似の構造にある。覇権国の不在は言い過ぎだが、米国は「米国第一」を標榜する大統領が誕生して既に長い期間が経過し、国際公共財の提供を明示的に制限し始めた。米国に代わって覇権国になる意思を隠そうとしない中国も、米国を補完するようなリーダーシップを発揮せず、米国の中東での苦境を傍観する。

結果的に、国際社会では大きな問題が放置されている。それは、地球温暖化、ロシア・ウクライナ戦争、イスラエルと近隣との紛争、イラン・米国の戦闘、などの面で明らかだ。そしてごく最近は、オープンソース型 AI を修正したとみられるプログラムによるサイバー攻撃を受けて、グローバルな規模での不正アクセス、IT システムの障害、金融機関からの財産の流出、知財の窃盗、等が発生している。

さらに問題を複雑にするのは、覇権を争う米国と中国が協力関係になければならない事だ。米国は世界最大の経常赤字国で、中国は世界最大の経常黒字国だ。国際収支を均衡させるためには、米国は中国からの資本輸入に依存せざるを得ない。ところが、ロシアがドルで保有していた外貨準備をウクライナ侵略後に凍結された姿を見て、中国はドルで保有する外貨準備を金などに移管し始めた。米国から見れば、資本輸入を頼る筆頭の国家が輸出を渋っているのだ。もっと言うと、米国が資本輸入を頼るべき日本も、円安阻止の為替介入のために、資本を米国に輸出するのとは正反対に、米国債を大量に売却した。2024 年以降の為替介入で日本は約 50 兆円もの米国債を売却した。中国の巨額の経常黒字の背景にも大きな国際問題が放置されている。国内の過当競争からダンピングに近い安値での輸出攻勢を人民元安も利用して仕掛け、相手国の産業に打撃を与える略奪的競争ともいえる行動を、太陽光パネルや EV、そして直近は AI のサービス輸出でも行っている。

さらに今年になって事態が急変したのが、事後的には米国の経常収支と一致する IS（貯蓄投資）バランスの悪化だ。米国経済のリーディング産業が IT だった昨年までは、IT 業界はプログラムが主体で巨額の設備投資を必要としなかったため、IS バランスへの悪影響が小さく、巨額の財政赤字も許容された。しかし、今年になってリーディング産業がAIに変わったことで、100 兆円単位のデータセンター投資が必要となった。これにより米国のISバランスは急激に悪化し、AI企業が巨額の資金調達を急いだことから、金利上昇に拍車がかかった。基軸通貨ドルの金利上昇は世界に波及する。財政の悪化を通じて世界の政情不安に拍車をかける要因となっている。

先の米国中間選挙の結果を受け、トランプ政権は政策全般に一定の歯止めがかかり、政策を再構築する必要に迫られるだろう。投資において重要な視点は、米国の政策再構築によって、世界がキンドルバーガーの罠に深く陥ることを防止できるかどうか、また米国の IS バランス改善と資本輸入の円滑化が実現するかどうかにあると考えられる。

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書（交付目論見書）」および一体としてお渡しする「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。

鳥瞰の眼 虫瞰の眼

エコノミスト・ストラテジストレポート

情報提供資料
2026年11月20日

国際金融市場の安定に必要不可欠な国際公共財は再構築されるのか
～戦間期の教訓とキンドルバーガーの罠～

運用戦略部　チーフ・エコノミスト／チーフ・ストラテジスト　黒瀬浩一

（脱稿11月18日）　以上

表1

	項目	年代	社会現象	20世紀	21世紀
1	平和	1850-1910年頃	グローバル化	建造ブーム、鉄道建設、移民増加、世界貿易の拡大	ソ連崩壊（1991）で東側陣営が西側陣営に組み込まれグローバル化
2	社会理想	20世紀前半	政治参加	女性参政権	LGBT、動物や無生物の人権
3	バブル	1920年代	経済バブル化	1920年代ブーム（「華麗なるギャツビー(1925)」）	資産価格急騰（2020年代不動産、株価、ポケモンカード、ベースボールカード、金や銀や銅、暗合資産、など）、不健全な取引慣行増大のリスク（プライベート・クレジット、プライベート・エクイティ）
4	金余り	1910-20年代	敗戦国への過酷な賠償金	大正バブル	コロナ禍の時代の量的緩和（QE）
5	移民	1910-30年代	移民の増加と排斥	タイタニック号事件（1912）、米国排日移民法（1924）	欧米で移民排除
6	感染症	1918-19	ブロック経済化のきっかけ	スペイン風邪	コロナ禍
7	新興国台頭	20世紀前半	世界秩序に挑戦	ドイツ、イタリア、日本	中国、ロシア、インド
8	技術革新	1920年代	戦争からデュアルユースへ	ラジオ、航空機	AI、ロボット
9	国際政情不安	1910-30年代	戦争と要人暗殺	サラエボ事件（1914、第一次世界大戦）、独ヒトラー政権（1933）	ロシアウクライナ戦争（2022）、ハメネイ・イラン最高指導者（2026）
10	所得格差	1920-30年代	対外排斥と要人暗殺	原敬(1921)、安田善次郎（1921）、高橋是清(1936)	米ユナイテッドヘルスCEO暗殺、トランプ大統領候補（2024，未遂）、
11	世界大恐慌	1929（暗黒の木曜日）	通貨切り下げ競争	1929年株価暴落と世界恐慌	暗号資産、ビンテージワイン、高級腕時計の価格は調整局面、イラン戦闘後には株価や金価格も調整局面入り
12	世界秩序崩壊	1930-40年代	覇権国英国が指導力喪失、国際機関の機能不全、全面戦争	独ソ不可侵条約（東欧分割）、満州事変と国際連盟脱退（1933）	ロシア、イスラエル、米国

出所：各種データを元に当社作成

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書（交付目論見書）」および一体としてお渡しする「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。