

第3回 参論倶楽部報告資料

I. 最初に、前回の研究会以降私自身が考えたことをまとめておきます。

前回は、現代資本主義の構造的特徴を歴史的に理解するための準備作業として、70年代スタグフレーションの歴史的背景を検討しました。スタグフレーションの歴史的背景はまだ明確に整理できませんが、重要な要因として、(1)長期高度成長による「完全雇用」実現のもとでの労働組合の交渉力強化、(2)労使「協定」とケインジアン福祉国家=フォーディズムのもとでの賃金上昇圧力、(3)戦後復興から高度成長期につづく工業生産力の急拡大と消費需要の一巡、過剰蓄積傾向、(4)米・英とドイツ、日本を中心とする輸出依存工業国との国際競争の強まり、などの要因を考慮に入れる必要があります。私としては、これらの諸要因が相まって、アメリカで(a)主要産業部門の利潤率低下と投資抑制、(b)資本・政府による労働組合弱体化と失業率の上昇、(c)原油価格上昇をふくむ供給側要因からのクリッピングインフレ、(d)アメリカの経常収支赤字の構造化と金融財政政策の制約、などの問題が顕在化し、これらが国際競争の強まりのもとで他の工業国にも影響を及ぼしたと捉えておきます。

なお、前回はボールズ/ゴードン/ワイスコフ『アメリカ衰退の経済学』(SSAアプローチ)を取り上げ、あわせて平野さんのアメリカ経済論にもとづく報告を検討しましたが、今回はグリーン/サトクリフ(報告担当は新井)を取り上げる予定です。また、ロバート・ブレナーが *New Left Review*, May-June 1998, に公表した *The Economics of Global Turbulence: A Special Report on the World Economy, 1950-98*, という長大な論文で、スタグフレーションをアメリカ、ドイツ、日本の3国のマクロ経済の比較分析を中心にして綿密に分析していることが分かりました(知らなかったのは私の不勉強ですが)。この論文は長大(事実上一冊の大著)で、3カ国の動きを比較しながら綿密に記述していて、読みとおすのは大変です。日本で翻訳がでた『ブームとバブル 世界経済のなかのアメリカ』(石倉・渡辺訳)は、この論文の後篇と考えられます(同書第1章が上記論文の要約になっています)。この論文については、James Crotty, *Review of Robert Brenner's The Economics of Global Turbulence*; Tony Smith, *Brenner and Crisis Theory: Issue in Systematic and Historical Dialectics*, などいくつかの論評があります。また、Brenner自身がこの論文の趣旨をインタビューに答える形で要約した記事 *The Boom, The Bubble, and the Future, Interview with Robert Brenner, Challenge/July-August 2002*, があります(いずれもダウンロード可)。なおこれらを読むと、ブレナー自身は、スタグフレーションを引き起こした要因として、上記の(1)~(4)のなかで、(4)の要因とこれが促進した過剰生産⇒利潤率低下を重視しています。興味のある人は参照してください。

(付記) ブレナーは現在も活発に論文を発表し続けていますが、今回の金融危機につ

いての立ち入った考察として、**What is Good for Goldman Sachs is Good for America: The Origins of the Present Crisis**, Center for Social and Comparative History, UCLA(2009) があります。ブレナーは、この論文でいわゆるサブプライム問題が世界的な信用膨張とこれが引き起こしたバブルの一部（引き金）に過ぎないこと、今回の問題の究極のなぞ(**the ultimate conundrum**)は、これほどの規模の不良債権と危険な仕組み証券の増大を可能ならしめる資金を誰が提供したのかという問題である、と指摘しています(p.47-50)。これを私なりに解釈すれば、謎を解くカギは、投資銀行モデルとシャドーバンキング膨張を支えた世界的規模での過剰資本形成の分析（拙著『金融恐慌を読み解く』第一章「過剰な貨幣資本の蓄積と機関投資家」参照）にあるのではないかと思います。

なお最近、ドイツの金融経済学者 **Joerg Huffschmid** が私と非常に近い観点で今回の金融恐慌を分析していることを知りました。彼によれば、危機の背景には、「銀行を始め金融機関を危険で無謀な投資と投機に向かわせる強い「圧力」があること、それはますます巨額の金融資産を保有し、より高い利回りを求める「投資家からの圧力」であること、この金融資産の急激な累積(**over-accumulation of return-seeking financial assets**)をもたらしている要因は、下から上への所得分配の移行（格差の拡大と富裕層の増大）、年金・保険などセーフティネットの「民営化」によってこれら機関投資家の資金が大量に証券市場あるいは投機活動に投じられるようになったこと、金融自由化によって投機のための金融イノベーションが進み、投機活動に参加する金融機関が増加し、金融グローバル化によって金融資産がグローバル化したことです。したがって、将来の危機の防止のためには、金融制度改革は重要であるが、それだけでは不十分で、所得分配の再構成をふくむ経済モデルの改革が不可欠であると指摘しています。かれの論文は独語、英語両方で公表されていますが、英語論文としては、**The Impact of Finance on the European Social Models, paper for the transform conference in Stockholm, June 13/14 2008 ; Hedge Funds and Private Equity :Beneficial or Dangerous?** など(download 可)を参照されたい。

なお、スタグフレーションの背景説明については、経済学分野の文献だけではなく、国際政治の分野の分析も視野にいれる必要があるかも知れません。国際政治学の人たちは、70年代前半期のニクソンショック、オイルショックから70年代後半期のヴォルカーショック、レーガノミクスまでを一連の問題として地政学的枠組みで分析しています。この枠組みでは、冷戦体制のもとでの現代帝国主義のヘゲモニーをめぐる米・欧・アジアの競争と利益相反が重視され、そのために、グローバル化と新自由主義の関連が重要な論点になるようです。ただし、このような帝国主義論的アプローチ（国家の「国益」促進政策重視）に対しては、多国籍企業のグローバル化（逆に国家の後退）を重視し、主要国のさまざまな産業の多国籍企業とそのトップ経営者たちによる国内的・国際的ロビー活動の活発化など、国民国家の枠組みを超えた「多国籍企業の経営者エリート層」の成立とその国際的影

響力の高まりを重視する立場からの批判があります(たとえば、William Robinson)。また、A.ギャンブルによれば、グローバル化をめぐる学問的領域で、「グローバル化のプロセスは、工業生産、金融、通信、技術、商業、文化を含む多くの異なる分野で実際の効果をもたらしている」という「トランスフォーメーション主義」と、80年代以降のグローバル化の程度は、第一次大戦以前よりも低いと考える人々との間に論争がある。この論争は、ギャンブルによれば、「今日の社会科学において最も重要な議論の一つであり、近年の経済的・政治的变化の本質と方向を明確にする上で大きな貢献をした」と評価されている。

付記 国際的ビジネスロビーの活動の一端については、拙稿「投資自由化と多数国間投資協定」商学論纂 42-5(2001)を参照されたい。

なお、スタグフレーションに関する資料を探していて改めて気付いたのですが、一般に欧米の非主流派経済学者たちの間では、70年代の「経済危機」は、1930年代の大不況以来の深刻かつ長期的な経済危機として捉えられています。したがって、現代資本主義のトータルで歴史的な特徴付けにもとづいて現在の経済危機を考察する専門家は、ほとんど例外なく(といていいほど)、70年代における資本主義の歴史的変容(スタグフレーション)を踏まえて問題を整理するというアプローチをとっています。これに対して、日本では、日本の主要産業が厳しい合理化と輸出競争力強化によってニクソンショックや石油ショックを比較的簡単に乗り越えたために、70年代不況をそこまで重大視する専門家は少なかったように思われます。日本の経済学者がスタグフレーションについて掘り下げた研究をほとんど残さなかった理由もこのあたりにあるのかもしれませんが。

「現代資本主義論としての金融化論」という問題設定が欧米の非主流派経済学のさまざまな系譜にわたって、共通の問題設定として広く受け入れられているのも、私の理解では、欧米の研究者が上記のように70年代不況を歴史的に重視している状況と関連しています。現代資本主義の歴史的構造が形成されるようになった「過渡期」を70年代不況=スタグフレーションに見出し、それ以降のアメリカ資本主義の構造変化(および、それに伴うイデオロギーと経済政策の変化)を考察すると、「金融化アプローチ」はある意味自然に受け入れられます(ただし、グローバリゼーション、新自由主義などからのアプローチとの関連を整理する必要があります)。これに対して、このような視点が希薄であった日本では、「高度成長」から「低成長」へ、という「経済成長の屈折」と「産業構造の変化(知識集約・省エネ)」が焦点に置かれ、世界的に共通な資本主義の構造的変化を重視する金融化論アプローチに対する関心が高まらないまま現在に至っているように思われます。金融化論アプローチが国際的にみてきわめて多様な経済学の潮流に広がっている状況を念頭に置くと、このような日本の状況は、極東の島国ゆえ、という印象をぬぐえませんが。(このあたりの見方は、少し、手前みそに聞こえますが)。

付記 私に「金融化論」の重要性を気付かせてくれたのは、静岡大学の小倉将史郎氏で、彼が本当の意味で日本の「金融化アプローチ」の先駆者といえます。これは彼の名誉

のために特に付記しておきます。ただし、金融化論アプローチは、まだ具体的な分析枠組みが確立されていないし、現代資本主義分析の唯一見込みのある方法というわけではなく、SSAアプローチ=新レギュレーション学派(?)、進化経済学、利潤率低下を重視するマルクス学派、その他とならぶ一つの有力なアプローチと考えておくべきだと思います。

II. 以下では、今回の研究会のための暫定的な問題提起をします

----实体经济と金融経済、あるいは現実資本と貨幣資本の関係をめぐって----

----あるいは、マルクス経済学(信用論・金融論)の課題をめぐって-----

すでに繰り返し述べたように、私は今回の金融危機・恐慌を70年代以降の資本主義の歴史的構造的変化というコンテキストの中で説明したいと考えています。その場合、歴史的構造変化の中で、70年代以降の金融市場と金融産業の急激な膨張、金融システム自体の構造的な変化(金融の証券化・投資銀行モデル)、金融産業による政治への影響力の増大(Simon JonsonのQuiet Coup)、経済学のファイナンス論化とこれを利用したイデオロギー活動の強まり(株主価値重視)、金融自由化が先導するグローバリゼーション(ワシントン・コンセンサス)、などの問題に着目し、これらの諸変化の相乗的作用をトータルに分析する必要があると考えてきました。

以上のような問題意識から今回の金融危機・恐慌を分析した結果、マルクス経済学、とくにマルクス信用論の分析枠組みが歴史的課題に照らして大きく立ち遅れており、上記のようなさまざまな諸変化を体系的かつ具体的に分析する枠組みとして有効性を発揮するためには、根本的な拡充と改善を必要としている、と考えるようになりました。

どのような拡充と改善が必要なのか、ということを厳密に述べようとするとな長大な論文を書かなければなりません(私にはまだ準備がありません)、ポイントは以下の通りです。

- (1)80年代以降に顕著になった金融システムの変化、とくに金融証券化とその作用についての正確な分析を踏まえ、分析枠組みに取り入れる必要性。
- (2)金融証券化・金融グローバル化と密接に関係し、それらを大きく促進した重要な要因として、デリバティブ(金融リスクの加工、移転、商品化)の仕組みと市場の分析を踏まえ、それを視野に入れる必要性。
- (3)一方における金融証券化、金融グローバル化、デリバティブ取引の膨張など金融市場サイドの要因、他方におけるスタグフレーション、M&A活発化、利潤率低下など産業サ

イドの要因が促した「投資銀行モデルの支配」および「株主価値重視のコーポレートガバナンス」が広がっている状況を具体的に分析し、視野に入れる必要性。

(4)世界的な貨幣資本の集中と運用に関わる非伝統的金融産業（シャドーブankingおよび機関投資家、機関投資家化した銀行・企業、金融的富裕階層の世界的形成、さらにはさまざまなオルタナティブ投資や政府系基金などを含む）の成長とその作用、これらと大手金融機関との関係を全体的に分析し、視野に入れる必要。その際、伝統的な商業銀行の機能、投資銀行の役割、資金運用型機関投資家と高レバレッジ型機関投資家の区別、などが重要なポイントになる。

(5)信用制度が現実資本の運動に「従属」し、現実資本の蓄積に寄与し、それを促進することで剰余価値の分け前に与ってきた70年代までの伝統的銀行業を中心とするシステムから、80年代以降、貨幣資本が総資本のきわめて大きな割合を占めるようになり、その運動が現実資本の商品市場をはるかに上回るさまざまな金融市場・資本市場を作り出し、もはや信用制度が現実資本の資本蓄積に従属あるいは寄与するという関係ではなく、むしろスウィージーが夙に強調したように、現実資本に対して貨幣資本が優勢になり、現実資本の投資決定、集中・集積（M&A）さえもが貨幣資本の運動に適応する形で展開され、貨幣資本の運動が現実資本の運動から「乖離」して独自の運動を展開するようになった現代資本主義の基本的特徴を分析し、その結果を踏まえる必要性。この点については、P.M.Sweezy, *The Triumph of Financial Capital*, *Monthly Review*, June 1994.を参照。なお合わせて、Gregory Albo, *Paul Sweezy and American Marxism*, (2004)も参照されたい。

(6)貨幣資本の蓄積が商品としての「貨幣資本」の売買（商品としての資本の貸借）ではなく、商品および貨幣資本それ自体と区別される擬制資本の「生産」（発行）と「販売」（引受、トレーディング）を通じて行われるという現代の金融システムの歴史的特徴（金融の証券化）を具体的に分析し、その結果を踏まえる必要性。このためには、金利と擬制資本価格の関係、擬制資本利回りと貨幣資本の蓄積の関係、機関投資家の競争、貨幣資本の利潤率と現実資本の利潤率の差異などについて理論的な整理が必要となる。

(7)以上全体として、現代の実体経済と金融経済の関係、あるいは、現実資本と貨幣資本の関係、をまずは実証的・具体的に分析し、その結果を理論的に整理する必要性。

以上のような問題意識（これではまだ重要な論点が尽くされていないかもしれませんが）は、ポスト・ケインジアン、レギュレーション学派、現代マルクス学派による「金融化アプローチ」からの豊富な業績を参照すれば、いずれも自然に浮かび上がってくる問題意識と

いえます。その意味で、マルクス信用論の拡充と改善の作業手順としては、金融化論の業績を批判的に研究することが有益であると（私は）考えます。

ところで、金融化論の業績（すでに膨大な数に上っている）を集めて検討してみると、このアプローチはまだ方法論として未完成で、これ自体をいろいろと「拡充」・「改善」しなければならないことが明らかになります。この点については、たとえばコスタス・ラパヴィツァス「金融化と資本主義的蓄積」季刊経済理論、47-1 (2014/04)[原文はダウンロード可]を参照されたいが、私の考えを述べれば以下の通りです。

第一に、マルクス経済学は金融化アプローチを発展させる可能性をもっていること。

金融化論アプローチはマルクス経済学の陣営にもすでに相当広く受け入れられています。が、まだ現象論的な認識にとどまっており、マルクス経済学の伝統的な方法を適用して、金融化論アプローチを現代資本主義分析の重要な方法として自分のものにするまでに至っていません。スウィージーの系譜の人々は早期から金融化に注目してきましたが、独占資本主義分析の一部として取り上げてきたために、金融システム自体の具体的分析を深めてきませんでした。

現代資本主義論としての金融化論を発展させてきた中心勢力は何と言っても米国ポスト・ケインジアンの人たちです。その際、かれらの方法の最大の理論的拠り所になってきたのは、周知のように、ミンスキーの独特のケインズ解釈（『ケインズ理論とは何か』堀内訳、岩波書店）とこれに依拠した「金融不安定性仮説」（『投資と金融』岩佐訳、日本経済評論社）です。しかし、ミンスキーの業績には、擬制資本論やデリバティブ論はまだほんの萌芽的な形でしか含まれていません。もっと大きな問題として、ミンスキーは金融市場に焦点を当てており、「現実資本と貨幣資本」という問題意識は希薄です。このために、彼の金融不安定性仮説は、もっぱら金融市場で内生的かつ周期的に繰り返される問題として考察され、現代の金融不安定性と今回の金融恐慌の背景に世界的な資本の過剰蓄積とこれを背景とする資本主義自体の歴史的構造的変化があるという分析視角が欠落してしまいます。これに対して、マルクス経済学の恐慌論には、現実資本の過剰蓄積が商業恐慌および金融恐慌として発現するメカニズムを分析する視角が含まれており、この視角から金融化論の成果を見直すことで方法論としての発展が期待できる。

第二に、上記の方法論的な発展のためには、現代資本主義の重要な歴史的特徴として、

「現実資本に対する貨幣資本の優位」という関係（Sweezy の *Dominance of Financial Capital* ただし、彼自身は金融・資本市場、貨幣資本などについて立ち入った考察を残していません）、あるいは、現実資本からの貨幣資本の「遊離」あるいは「乖離」という関係に焦点をあてて、それらが意味する現代資本主義の関係（現代の現実資本と貨幣資本の蓄積様式の特徴）を具体的に分析する必要があります。

ちなみに、私の理解では、「貨幣資本の優位」あるいは貨幣資本の現実資本からの「遊離・分離」は、次のような説明を要する問題(conundrum)を提起しています。

- ① なぜ現代資本主義では、産業資本の利潤率が低下するのに株価が継続的かつ大幅に上昇するのか、つまり株価と利潤が無関係に動くのか
- ② なぜ従来型産業の衰退（低利潤）と金融産業の急成長（高利潤）が同時に進行するのか、金融産業の高利潤の源泉は何なのか
- ③ なぜ株価や地価が急激に上昇するのに一般物価は安定したままなのか、インフレの収束とバブルの頻発を結びつける（あるいは並立させる）メカニズムは何か
- ④ なぜ一方で株式が買い戻される（自社株買い）もとで、デリバティブ市場と仕組み証券市場の異常な膨張が起きるのか、
- ⑤ なぜ「グレート・モデレーション（大いなる平穏）」のもとで金融危機が頻発するのか、
- ⑥ なぜ資本主義の多様性が消滅しないのに金融グローバル化が進み、国際金融危機がシンクロナイズするのか、
- ⑦ さらに、現実資本の投資活動が停滞するもとで、なぜかくも急速に金融市場が膨張し、急激な金融イノベーションが展開されるのか

第三に、現実資本と貨幣資本の関係、とりわけ金融化が進展した現代資本主義のもとの貨幣資本の運動と蓄積が現実資本の運動と蓄積におよぼす影響を分析するための、理論的な整理をしておく必要があります。この論点に関連して、以下のような問題があります。

- (1) マルクスが考察した「利子生み資本」と区別される「貨幣資本」の概念を明確にすること。そもそも貨幣資本とは何か。それは、マルクスの「利子生み資本」レーニン/ヒルファードィングの「金融資本」さらには銀行資本とはどう違うのか。また、それらに代わってなぜ「貨幣資本」概念が必要とされるのか。「利子生み資本」概念ではなぜ不十分なのか。（マルクスは、現実資本と貨幣資本の諸章で、貨幣資本についてさまざまな考察を残していますが、貨幣資本の概念規定はまだ抽象的で、それをそのまま利用して現代の金融市場を分析するには無理があります。私のいわゆる貨幣資本とは、簡単にいえば、貨幣形態で運動し自己増殖する資本(G---G')の総称です。それは利子生み資本を幅広く定義すれば、それでもいいのですが、重要なことは、現代の貨幣資本が獲得する利潤が剰余価値の一部としての利子だけではないこと、むしろ利子以外の利潤が大きな割合を占めること、これらの利潤と剰余価値との関係が明らかではないこと、擬制資本の価格変動と「リスクの商品化」が重要な契機となることなどです。現代の貨幣資本は、主として現実資本の再生産から派生するものではなく、また、貨幣資本の主要な運動部面は、現実資本への融資ではなくなっています。金融市場の主導権を握っているのは銀行ではなく投資銀行と機

関投資家。銀行と投資銀行の周辺には膨大な機関投資家とシャドーバンキングの世界が広がっています。マルクスは金融取引の重層性を念頭において、貨幣資本の二重化、三重化について述べていますが、抽象的な考察にとどまっています)

なお、なぜ利子生み資本論にかえて独自の「貨幣資本論」が必要であるかを理解するためには、資本論体系における利子生み資本論の位置づけについて改めて考える必要があります。

- (2) 貨幣資本の蓄積が現実資本の運動ではなく主として擬制資本の取引に依存するようになった場合、貨幣資本の蓄積はどのような原理によって制約されるのか。その場合、従来と同じ意味で金融セクターと実体経済セクターに共通な「平均利潤」が成立すると考えることができるのか。(資本論では、商業資本が平均利潤に参加することは明記されている(第3巻17章、商業利潤)が、銀行利潤が平均利潤に参加するかどうかは明記されていない。利子生み資本に関する最初の諸章で立ち入って分析されているのは、利潤率と利子率の関係であり、銀行利潤と平均利潤の関係についてマルクス自身の見解を知りうる記述は見当たらない。しかし、銀行業者が一定額の自己資本を投資し、銀行を設立して、借入資本(預金)を集め、あるいは銀行券を発行して貸し付けを行い、利潤を上げる関係を想定すれば、商業資本と同様に平均利潤に参加すると考えられる。しかし、投資銀行モデルのように大きなレバレッジを利用し、擬制資本の取引から利潤を上げる「ビジネスモデル」では、平均利潤に参加するとは言えなくなる。これには、独占利潤の問題も関連してくる。ちなみにマルクスは、巨大株式会社は平均利潤に参加しないと記している。第27章 資本主義的生産における信用の役割)

- (3) 現実資本の過剰蓄積と同じ意味で、貨幣資本の過剰蓄積についても論じることができるのか。金融化論者の一部では、過剰な貨幣資本という概念が使われるが、過剰な貨幣資本とはどのような資本なのか。それは、過剰流動性や過剰信用とどのように異なるのか。(マルクスは、現実資本と貨幣資本の関係を論じた諸章で、しばしば、「貸し付け資本の過剰」「貨幣資本の遊休」「貸し付け資本の過剰供給」「貸し付け可能な資本の過多」・・・について言及している。また、循環の一定の局面ではつねに貨幣資本の過多が生じざるをえないこと、この過多は信用の発達につれて発展すること、これが過剰取引、過剰生産、過剰信用を引き起こすことを指摘している(第32章)。他方でマルクスは、貸し付け可能な貨幣資本の増加を「貨幣資本の蓄積」と呼び、その要因を検討している(第31章)。マルクスによれば、貨幣資本の蓄積とは「単に、貨幣が貸し付け可能な貨幣として沈殿するということである・・・それはただ資本に転化されうる形態での貨幣の蓄積でしかない」(第32章)。したがって、ここでは、蓄積という言葉が現実資本の蓄積の場合とは基本的に異なる意味で使用されている。貨幣資

本の過剰蓄積について議論する場合には、マルクスのこの指摘を念頭に置く必要がある)

(4) 現実資本（産業資本）と貨幣資本（銀行資本）では「資本の有機的構成」を同列に論じることができないのではないか。貨幣資本の運動については、資本の有機的構成よりもむしろ「レバレッジ比率」が大きな意味をもっているのではないか。その場合には、資本全体としての利潤率の傾向的低下についてどのように考えればよいのか。さらに、マルクス経済学の陣営では、伝統的に「利潤率の傾向的低下」という仮説を踏まえて恐慌論を展開する系譜があるが、このような議論についてどう考えればよいか、等々。

Ⅲ 今後議論を深めるための論点を若干付記しておきます

以上のように、現実資本と貨幣資本の関係をめぐっては、理論的に厄介な問題がたくさん手つかずのまま残されています。私にはまだこれらの問題について明快に答える用意がありません。今回は最近これらの問題を折に触れて考えた際に浮かんできたいくつかの考えを今後の検討の手がかりとして付記しておきます。これらはいずれもまだ未成熟な思いつきの域をでていないのですが、いろいろ意見を出してもらって、もっと理論的に整理し、理解を深めたいと考えています。

第一は、利潤率について。現実資本の間には、競争を通じて平均利潤、したがって生産価格を成立させるメカニズムが作用します。銀行資本も、その蓄積を現実資本の利潤に依存している限りでは、同じ平均利潤の作用を受けます。しかし、現代の貨幣資本のようにその蓄積を現実資本の蓄積から「遊離」した擬制資本の取引に依存するようになると、貨幣資本が平均利潤の形成に参加する理論的根拠はなくなるのではないかと思います。極端な場合には、カラ売りで暴利を挙げるヘッジファンドのように、貨幣資本は、経済危機（現実資本の損失）に乗じて高利潤を上げることが可能です。ところで、現実資本（産業資本と商業資本）の競争と貨幣資本の競争が別個の利潤原理で規定されるとすれば、総資本の利潤を規定する原理は存在しなくなるのだろうか。

第二は、商品価格と擬制資本価格の違いについて。擬制資本の価格は、一般の商品価格とはまったく異質なメカニズムによって支配されます。証券市場には、価格の上昇が需要を低下させる需要供給メカニズムは単純には作用しません。むしろ、価格上昇が投資家の期待を変化させ、価格をさらに上昇させるメカニズムがあります。証券市場には、商品市場とは異なり、投資家の判断が集合的に作用して自己実現するメカニズムがあります。金融商品（証券やデリバティブ）の価格には、需要供給一致のもとで市場の変動が収れんす

るアンカーとしての理論値（生産価格）は存在しません。つまり、誰も現在の価格が高すぎるのか、安すぎるのかを理論的に決定することができません（ただし、同一財の異なった価格間の割高、割安の判断は可能です＝裁定取引）。ウィーン経済大学の **Schulmeister** が詳細に分析しているように、基本的にあらゆる投機家は、理論値と市場価格を比較する（これは複雑かつ不確実すぎて投資決定には利用できません）のではなく、トレンド追従型（テクニカル分析、つまり経験主義による）投資判断を行っています。このような経験主義に依存する投資家が動かす市場（タンダムウォーク）を理論的に分析することは困難です。われわれは、科学的な利子決定論を持つことができないように、おそらく、科学的な「擬制資本の価格決定論」を持つことはできない。

第三は、利子率と利回りについて。利子率の理論的均衡値あるいは自然的利子率は存在しない、というマルクスの指摘はもちろん正しいし、上述のように、擬制資本の価格（利回りの逆数）にも自然的価格（利回り）は存在しないと言えます。しかし、利子率と利回りはまったく同じではありません。一般の利子率は、恐慌期など特別な局面を別とすれば、平均利潤を上限とする範囲内で変動します。金利が平均利潤を超えれば借り手にとって「逆ザヤ」になり、資金需要は減退します。また、金利が低下しても有利な投資機会がなければ資金需要は増大しません。しかし、利回りの働きはこれとは異なります。証券の価格は、利回りが低下すればこれに逆比例して上昇します。そのために、金利が低下すれば金融機関と投資家のポートフォリオには含み利益が発生し、貸し出し拡張や証券投資への意欲（資金需要）が高まります。金利と反比例して価格が変動する証券市場では、投資機会がなくなって資金需要が減退するということは簡単には発生しません。金利の低下は信用拡張を促し、同時に証券投資需要を増大させ、その資金手当てのための資金需要を増幅させます。この増幅作用にはそれ自体としての「限度」がありません（バブルがいつ、どのような水準で限度に達し、崩壊するのかわからずとも予測できない理由）。

第四は、危機の波及経路について。証券市場のこのような特異性は、現実資本に対して証券市場の規模が相対的に小さく、専門的投資家だけが証券市場に参加している状態であれば、現実経済に深刻な影響を及ぼす可能性は小さいかもしれません（そうとも言えないかもしれませんが）。しかし、世界の主要国で貨幣資本のストックおよび証券市場の規模がGDPの何倍にも膨張し、金融機関だけではなく企業も家計も、その財務活動を証券市場に依存している状況（経済の金融化+金融の証券化）の下では、証券市場で発生した混乱が企業・家計の活動に直接大きな影響を及ぼすようになります。この影響の中心はいわゆる「資産効果」と呼ばれるものですが、影響経路はそれだけではなく、信用連鎖が引き起こすデフォルトの波及、金融危機を契機とする金融市場の「流動性消失」（質への逃避あるいはケインズのいわゆる「流動性のわな」）、将来予測の不確実性増大による現物投資の抑制、を含め多様かつ複雑な経路から及びます（ポストケインジアンや現代ウィーン学派の人たち、たとえば前回紹介した **Schulmeister** などは金融市場の不確実性が現実資本の再生産の不確実性を高め、経営者の判断を弱気にして投資を抑制するメカニズムを重視しています）。

このようなさまざまな波及経路を理論的に整理しておく必要もあります。

最後に、貨幣資本の架空性と関連して、金融的利益の架空性をめぐる問題があります。(井村喜代子『世界的金融危機の構図』190 ページ以下参照。この問題は欧米の研究者の触れています(fictive Gewinn, paper value, virtual profit、など)理論的に掘り下げた業績はまだ見当たりません。私自身もまだ整理して説明できる用意がありません。別の機会に改めて提起します。

この最後の論点に関連して、A.ギャンブル『資本主義の妖怪』は次のように記している。

「異なる部門間、異なるレベル間での資金の融通を円滑にするために組み立てられた金融の複雑なネットワークは、好況を支えることにおいても、不況を促進することにおいても、ものすごく効果的であった。金融部門は、価値が生産価値から分離して創造されることを可能にした。……

マルクスは、金融の生産からの分離に強い関心を抱いた。そして、生産過程で作られる価値から派生しているが、そこから次第に浮き上がり、資本のもっとも純粋な形態となった虚構の紙上の価値という独立した世界の帰結に、特に興味をそそられた」64 頁。

マルクスが、擬制資本のあらゆる金融諸関係についてきわめて先験的で鋭利な洞察をそなえていたことには疑問の余地がない。しかし、擬制資本市場の拡大と生産価格の関係について、ギャンブルが強調するほど具体的で強い関心を示していた証拠はどこにあるのだろうか。

おなじくギャンブルによれば、「ケインズ主義は、1950年代と60年代に多面的な発展をとげたが、ケインズの通貨理論、資本主義経済の不安定性と景気循環に対する金融市場の貢献に関心をもち続けたのは少数であった。この中で、ミンスキーは、金融市場の機能についてのケインズおよび所期の経済学者の洞察のいくつかを発展させ、金融市場は資本主義の他の市場とは質的に異なるので、それらを同じ方法で分析することはできないという説を展開した。1970年代に、ミンスキーは、金融市場は実体経済から離れ、投機的な投資バブルを作り出す傾向が本来備わっていて、強靱さと脆弱さの間で揺れ動く傾向があると示唆した」79 頁。

ギャンブルの理解によれば、「新自由主義は、貨幣としての資本、すなわち生産回路ではなく金融回路を優先する。このことは、工業のレンズではなく、金融のレンズを通じて経済を見ることを意味する。そのため、金融にとっての優先事項が経済政策の形成において圧倒的に強くなり、工業は、金融の必要性にもとづき作られた規則に適応することを期待される……新自由主義は、金融部門および経済における金融部門の役割を促進し、正当化もした。そうするために、新自由主義は、工業が金融やサービス産業よりも多くの新の価値を生み出すという観念を猛烈に攻撃し、金融部門の新しいモデルの開発を助け、「金融化」としてしられることになるものを促進した……金融化は、1990年代の好景気を作動させることになる新しい成長モデルの原動力となった」108-09 頁。