

2007-10 年金融恐慌が浮き彫りにした現代資本主義の歴史的特徴

高田太久吉

1. 報告の目的とアプローチ

2007-10 年の金融恐慌/世界不況を契機に、第二次世界大戦後久しく沈静していた資本主義の存続可能性をめぐる議論が国際的に活発化している。これは、世界の左翼陣営の間でいわゆる「全般的危機」が議論された戦間期以来の状況であり、資本主義の将来に関する国際世論が、冷戦体制の終結で「歴史の終わり」が語られた 1990 年代前半期の局面から大きく変化したことを示している。

この歴史的に稀有な状況は、資本主義を歴史的に規定された社会体制として批判的に考察してきたマルクス経済学に、新たな発展を促す重要な機会を提供している。言い換えれば、今日の状況は、マルクス経済学に対し、現代資本主義を改めて歴史的・世界的視野で考察し、現代資本主義の歴史規定性を分析する新たな方法と概念を模索する理論的な課題を提起している。その意味で、本大会が『資本論』150 年・『帝国主義論』100 年と資本主義批判」を共通論題に掲げ、現代資本主義批判のさまざまなアプローチを提起し、議論し合う機会を提供したことには大きな意義がある。

周知のように、現代資本主義を政治経済学的に考察する方法には、さまざまなアプローチと理論枠組みが存在する。

第一に、現代資本主義に顕著に観察される基本的な変化ないし現象に着目し、その背景や作用を検討することを通じて、現代資本主義の歴史的特徴と規定性を明らかにしようと試みるアプローチがある。このようなアプローチとしては、報告者が重視する金融化アプローチの他に、新自由主義化、グローバル化、ICT 化に着目するアプローチが存在する。

第二に、マルクス経済学およびその影響下で発展してきた、現代資本主義のトータルな分析のための理論枠組みに依拠して、現代資本主義の歴史的特徴の解明をめざす立場がある。このような理論枠組みとしては、独占資本主義論、帝国主義論、レギュレーション理論、資本蓄積の社会構造(SSA)論、長期波動論、世界システム論などが挙げられる。

現代資本主義の政治経済学的分析においては、これらの内のいずれのアプローチと理論枠組みを組み合わせるかについて、唯一正しい方法についての合意は形成されておらず、依然として多くの選択肢が存在する。

例えば、P.M.スウィージーの業績を継承する米国のマンスリー・レビュー派は、独自の独占資本主義論に依拠しつつ、貨幣資本の蓄積と金融化に着目するアプローチ（独占・金融資本主義論）を提起している。他方、SSA の代表的論者として活発な発言を続けている D.コッツは、金融化論の知見と新自由主義批判を SSA の枠組みに組み込むことで、1980 年代以降の新しい SSA を構想している。R.ボワイエを始めとするレギュレーション学派の論者の多くは、金融化の諸現象に着目して金融主導型資本主義の概念を提起し、現代資本主義の運行を規制する金融市場の役割を重視している。さらに、フランスの経済学者 M.ウッソンは、コンドラチェフ/マンデルの系譜を引く長期波動論の基礎の上に新自由主義化、ICT 化

の議論を組み込んで、1980年代以降の資本主義を、半世紀を超える長期波動の下降局面として位置づける議論を提示している。

後述するように、本報告者は現代資本主義分析における金融化アプローチの可能性に着目しているが、以上の状況からも明らかなように、「金融化」アプローチは、唯一正しいアプローチというわけではなく、われわれが利用可能な現代資本主義分析の有望なアプローチの一つに過ぎない。またこれをどのような理論枠組みに依拠して応用するのかについてもさまざまな選択肢がある。

以上のような現代資本主義論的方法的な多様性と錯綜した状況を踏まえながら、なお報告者が現代資本主義の分析における金融化アプローチの可能性に着目する主要な理由は以下の通りである。

第一に、先の大恐慌と並んで資本主義の歴史を画する 2007-10 年の経済危機が、世界市場における過剰生産恐慌ではなく、アメリカの金融中枢であるウォール街を震源とする世界的金融恐慌として発生したことである。「恐慌は資本主義的生産関係に内在する諸矛盾の集中的・暴力的な爆発であり、調整である」との理解に立てば、資本主義の歴史を画する甚大な経済危機（本報告では危機と恐慌の差異には立ち入らない）が、最大の国際金融センターの一つであるウォール街で、国際金融市場を主導する巨大金融機関の連鎖的破たん/前例のない政府介入として発生した経緯は、看過できないことである。

周知のように、マルクスは「再生産過程の全関連が信用に立脚しているような生産体制においては、……一見したところでは、全恐慌が信用恐慌および貨幣恐慌としてのみ現れる」と指摘した。かれが考える貨幣恐慌には「過剰生産恐慌に付随する貨幣恐慌」およびこれとは区別される「独自の通貨危機」という二つの概念が含まれているが、報告者の理解では、今回の金融恐慌をこれらの概念で説明することは困難である。今回の恐慌の独自の性格を理解するためには、現代資本主義における金融システムの新しい構造と役割——マルクスの時代とは根本的に異なった——を念頭に置くことが必要である。したがって、今回の恐慌を契機に、世界の多くの研究者が、現代資本主義研究における金融化アプローチの可能性に着目するようになり、金融化アプローチを組み込んだ現代資本主義研究が激増したのは当然のことであった。

第二に、1970年代の危機を契機として、現代資本主義は、実体経済（生産、雇用、消費、貿易他）の面で成長率の低下、賃金・雇用の長期低迷、資本蓄積率の傾向的低下、国際マクロ不均衡などの問題を内包しながら、グローバル化と途上国の経済発展に支えられて、全体としては比較的平穏な成長経路をたどってきた。1980年代以降の資本主義は、成長率の傾向的低下、国際競争の激化、経済のサービス化・金融化など、資本の過剰蓄積の兆候を伴いながらも、世界的な規模での過剰生産恐慌と呼べる事象（生産/投資の急増/急減、これに伴う金融危機/物価変動）、は経験していない。この経緯は、周知のように、バーナンキFRB前議長によってマクロ経済政策の成功の証として称揚され、「大いなる平穏(great moderation)」と呼ばれた。これと対照的に、金融市場においては、ブレトンウッズ体制の

崩壊を契機に、きわめて重大な銀行危機、通貨危機、国家的デフォルトが頻繁に発生し、非常に不安定な状況が継続してきた。過去 40 年以上にわたって、銀行危機、通貨危機、バブル崩壊は異常な現象ではなく、資本主義の日常的現象になっている。また、英国の金融ビッグバン、米国のグラス＝スティーガル法撤廃に象徴される金融制度改革が主要国で相次ぎ、さらに近年では「マイナス金利」をいとわない超金融緩和政策が国際的に推進されている。いわゆる実体経済と一見対照的な金融経済のこのような不安定かつ不透明な様相は、現代資本主義の再生産と蓄積を制約する諸矛盾が、もっぱら金融市場において集中的に発現していることをうかがわせる（世界的な矛盾のもう一つの焦点は、グローバル化と「第三の産業革命」(ロボット、ICT, AI の普及) が引き起こす労働市場の液状化であろう)。

(註) 1970 年代の経済危機以降、世界資本主義は工業国、途上国を問わずおびただしい経済危機に見舞われてきたが、それらの殆どは、過剰生産とそれに伴う利潤率低下ではなく、今回の危機を含め通貨危機、銀行危機、証券危機 (バブル崩壊) の形態で発生した。1970 年から 2011 年の期間に世界各国で発生した金融危機を調査した IMF のデータベースによれば、この期間に 147 件の銀行危機、218 件の通貨危機、さらに 66 件のソヴリン危機が発生している。ここでは、銀行危機は重大な銀行取り付けと銀行システムにおける相当の損失、あるいは銀行の清算が発生し、これらに対処するために中央銀行からの莫大な「流動性」提供、GDP の 3% 以上の銀行救済費用の抛出、国有化、政府保証、少なくとも GDP の 5% 以上の不良資産買い上げ、預金凍結ないし銀行業務停止など政策的介入手段のうち少なくとも 3 つ以上が発動された事案とされている。また、通貨危機は、対米ドルで 10% 以上の為替下落、もしくは前年の下落幅をさらに 10 パーセントポイント以上上回る為替下落が発生した事案と定義されている。さらに、ソヴリン危機は、IMF, 世界銀行その他の情報から収集された、政府の対民間債務不履行、債務リスケジュールなどの事案を意味している[1]。

第三に、マルクスは体系的に仕上げられた恐慌論を残さなかったが、かれが、恐慌は信用制度の役割を抜きにして説明できないと考えていたことは間違いない。信用制度に依存した商業資本 (とりわけ、最終的消費から遊離した卸売業や遠隔地取引の分野) の自立的運動が増幅する架空取引は、過剰生産を隠ぺいして累積させることで、恐慌の最重要な契機と考えられていた。その際、マルクスが想定した信用制度は、資本主義の再生産過程から遊離した蓄蔵貨幣を社会的に集中し、それを利子生み資本として産業資本と商業資本に貸し付ける、商業銀行中心の信用制度であった。そこでは、商業銀行の預金・貸出業務が、社会的な貯蓄と投資を媒介する金融仲介機能の中軸に位置づけられる。

しかし、現代の複雑に発展した金融システムは、マルクスの時代のそれとはまったく様相を異にしており、さらに「ハイファイナンス」と「金融資本」がクローズアップされた、ヒルファーディングやレーニンの時代のそれと比較しても、根本的に異なった構造的発展を遂げている。現代の金融システムにおいては、無条件に商業銀行の預金・貸出業務を信用制度の中軸と想定することは適切ではない。現代の金融システムを特徴づけているのは、巨大かつ流動的な証券市場の成立であり、膨大かつ多様な架空資本の発行/流通である。こ

のシステムの中では、旧来の株式・債券市場に加えて、仕組み証券市場、デリバティブ市場に代表される新たな架空資本市場が急膨張（セキュライゼーション）している。そして、これらの架空資本市場を主導しているのは商業銀行ではなく、証券の組成、引き受け、販売、自己勘定取引を主要業務とする、投資銀行もしくは大手銀行の投資銀行部門である。さらに、これら投資銀行の最重要な顧客は、追加の投資資金を必要とする産業企業ではなく、莫大な貨幣資本を運用する年金、投資ファンド、資産管理会社、投資信託などさまざまな機関投資家である。大手投資銀行とこれら機関投資家との複雑かつ連鎖的な取引を支えているのは、預金市場ではなく、レポ市場、資産担保コマーシャルペーパー(ABCP)市場、証券貸借市場などの、証券ベースのホールセール短期金融市場である。

このような証券ベースの金融システムが歴史的に形成されてきた最大の契機は、ヒルファーディングが夙に解明したように、20世紀初頭における株式会社制度の普及と、これに伴う証券取引所の発展であった。しかし、現代われわれが目目の当たりにしている証券ベースの金融システムは、大手投資銀行とその証券化業務を支えるシャドバンキング、年金・保険に代表される巨大機関投資家、ヘッジファンドや投資ファンドに象徴される投機的機関投資家、企業・金融機関・富裕層・公的組織の金融資産をグローバルな規模で管理する巨大資産管理会社、などによってグローバルで階層的なネットワークとして機能している。現代資本主義を主導する資本形態を、独占的な企業・銀行が融合・癒着した金融資本として捉えることは、正確な把握ではない。

（註）ロンドン/シティをベースとするシンクタンク・ザ・シティ UK の最近のレポートによれば、2014 年末現在、年金基金、投資信託、保険基金で構成される伝統的な機関投資家のグローバルな運用資金の総額は、108,5 兆ドルとなっている。この他に、ソブリンウェルス・ファンド、ヘッジファンド、株式投資ファンドなど代替投資と呼ばれる非伝統的な機関投資家の運用資金が約 17 兆ドル存在する。同レポートによれば、富裕な個人投資家がさまざまな機関投資家や投資顧問業/資産管理会社等を介して金融的に運用している資産が 56.4 兆ドルに上っている[2]。また、世界の金融市場の動向を長期的に調査しているマッキンゼー・グローバル研究所の資料によれば、グローバルな金融資産の総額は過去数十年にわたり経済成長率を上回って増加を続けてきたが、2012 年現在、株式、国債・社債など債券、仕組み証券、貸付債権を合わせた金融資産の総額は 225 兆ドルで、同年の世界の GDP 総額の 3.12 倍に達している。なお、これには多くの金融専門家が広義の架空資本と見なしているデリバティブが含まれていないことに注意が必要である。また、銀行融資を中心とする貸付債権は、62 兆ドルで、金融資産総額に占める割合は 27%に止まっている[3]。さらに、米国財界系シンクタンク・カンファレンスボードの調査によれば、米国機関投資家の運用資産のシェアを見ると、年金基金と保険会社のシェアは前者が 40%、後者が 25%程度で大きな増減なく推移しているが、もっとも顕著な変動は、投資信託の大幅増加と対照的な貯蓄金融機関のシェアの大幅減少として現れている。1980~2009 年の期間に、前者は 2.9%から 28.4%に増加し、後者は 32.6%からわずか 4.9%に激減している。米国の家計貯蓄に占める預金の割合は、1980 年代

後半以降急激に低下して 10%程度にとどまっているが、逆に MMF を含む投資信託の割合は、70 年代末以降着実に増大し、近年では 15%を上回っている。また、非金融企業の外部負債に占めるローンのシェアが 80 年代後半期以降 50%台から 30%台に急減したのと対照的に、債券発行による資金調達割合は、同じ期間に 40%台から 60%台に上昇し、この傾向は 2008 年の金融危機で一時逆転しかけたが、2010 年以降はさらに両者の乖離が拡大している。さらに、2015 年現在、世界巨大銀行組織上位 10 社の資産合計は 2 兆 5000 億ドルであるが、世界の資産管理会社上位 10 社の資産合計は、約 19 兆ドルに達している [4][5]。これらのデータの解釈に際しては、架空資本を中心とする金融資産の評価額が将来の収益見通しや金利変動によって増減すること、さらに、MMF や資産管理会社の多くが大手金融機関の関係会社であることを念頭に置く必要があるが、全体として、預金金融機関を中心とする預金・貸出型金融仲介の顕著な衰退を表していることは否定できない。

以上の 3 点は、現代資本主義の政治経済学において、金融（証券）市場、金融産業、架空資本、金融的動機と金融的判断が、企業・家計の財務活動をふくむ現代資本主義の蓄積と運行にきわめて重大な作用を及ぼしていることを示唆している [6]。いうまでもなく、現代資本主義の歴史的特徴は、どのような理論枠組みに依拠するにせよ、金融化に止まらず、新自由主義の隆盛や経済のグローバル化、これらが促進した所得と富の極度の集中、さらには ICT 化が企業、家計、投資家の意思決定/行動に及ぼした作用を度外視して明らかにすることはできない。しかし、現代資本主義の蓄積、循環、恐慌の考察において、金融システムの歴史的变化が引き起こした作用はとりわけ絶大であり、これを度外視して今回の恐慌の原因、メカニズム、帰結を考察することは不可能である。

本報告は、以上のような問題意識から発し、第一に、2008～10 年の経済危機の要因、経過、帰結を考察することを通じて、この恐慌がマルクス経済学の標準的な過剰生産恐慌論で説明が難しい、新しい形態の金融恐慌であったことを明らかにする。第二に、現代資本主義における恐慌の形態変化の基本的な要因として、貨幣資本の過剰蓄積が促進した「経済の金融化」および「金融の証券化」を中心とする、金融システムの歴史的变化を説明する。第三に、以上の考察を踏まえて、今回の恐慌を契機に国際的に高まっている資本主義の「限界論」あるいは「衰退論」をめぐる議論に言及する。

本報告の主要論点を構成するキーワードは、「貨幣資本の過剰蓄積」、「経済の金融化」、「金融の証券化」、「架空資本」、「現代の金融恐慌」である。

2. 2008～10 年の経済危機は如何なる危機であったのか？

報告者の理解では、2008～10 年の経済危機は、それが世界経済全体に及ぼしたコストの甚大さ、その波及の地理的範囲の広大さにおいて、1930 年代（大恐慌）、1970 年代（スタグフレーション）の経済危機と並ぶ、資本主義の歴史を画する甚大な危機であった。

前述の IMF のデータベース [1]によれば、2007 年夏のベア・スターンズ危機から、実質 GDP の回復によって危機終結が確認された 2011 年までの期間に、深刻な銀行危機を経験した国

は、米英、EU 諸国、東欧などを含め 25 か国に渡っている。これらの国では、いずれも銀行救済のための巨額の流動性供給/政府保証が提供され、この内、米英を含む 15 か国で、一部銀行が国有化されている。この間、米国では、GDP 比 31%の産出低下、同 23%の政府債務増加、同 4.5%の財政費用が生じており、同様に EU 諸国でも、全体として GDP 比 23%の産出低下、同 20%の政府債務増加、同 4%の財政費用が生じている。金融危機がもたらしたコストは、総じて経済の金融化が急激に進行した諸国で深刻であった。とりわけ甚大な損失に見舞われたのは「金融立国化」を積極的に推進したアイスランドとアイルランドで、いずれも GDP 比で 40%を超える財政負担が発生している。

2008~10 年の経済危機の根底には、すでに多くの研究者が指摘しているように、1970 年代の経済危機をもたらした全般的な資本の過剰蓄積が存在する。しかし、70 年代以降、過剰な資本は、国際競争の激化にも関わらず、制御困難な過剰生産を帰結させるような、無政府的な過剰投資、過剰生産に向かわなかった。今回の経済危機自体は、多くの指標に照らして言えば、全般的な過剰生産とそれに伴う利潤率低下によって引き起こされた過剰生産恐慌ではなく、とりわけ 80 年代後半期以降に進行した貨幣資本の過剰蓄積を主因とし、金融市場を震源とする金融恐慌であった[7]。

1970 年代に顕在化した国際競争の激化、賃金圧力の強まり、利潤率低下——これらはいずれも資本の過剰蓄積の表現——のもとで、企業が賃金抑制による利潤率の回復を優先し、ICT 化とリストラで可能になった生産性上昇を賃金引き上げに充当することを回避し、雇用増を伴う拡張的投資を抑制したために、資本蓄積率（投資/利潤比率）が低下した（雇用・賃上げなき利潤回復）。さらに、ICT 化にともなう生産手段の低廉化、節約も資本蓄積率の低下につながった。このため、1980 年代中期以降、利潤率は相当程度回復したが、回復した利潤は実物投資・生産増加ではなく、配当増加、経営者報酬引き上げ、自社株買い、内部留保積み上げに向けられ、これらはいずれも貨幣資本の過剰蓄積——グローバルな規模での「過剰流動性」——という形態での資本の過剰蓄積を進行させた。さらに、貨幣資本の過剰は FRB の反復的な金融緩和政策、低金利政策によって増幅された[8][9]。

工業国で過剰に蓄積された貨幣資本は、1980 年代に強まった新自由主義（ワシントン・コンセンサス）の影響下で資本取引の自由化を進めた南米や東欧諸国に流入し、次いで 90 年代には、成長著しい東アジア諸国に流入し、いずれも深刻な債務危機、通貨危機、銀行危機を誘発した。この結果、途上国から工業国に逆流した貨幣資本は、ニューエコノミー論にあおられて NASDAQ 市場に流入し、2000 年代初頭にいわゆる ICT バブルとその崩壊を引き起こした（エンロン、ワールドコム他の大規模破たん）。

さらに、ICT バブル崩壊で株式市場から逃避した機関投資家の資金が、国債や高格付け企業の社債に代表される適格証券に対する大きな需要を生み出した。しかし、財政再建が叫ばれる工業国では国債発行は抑制され、豊富な内部資金を抱えながら拡張的投資に慎重な企業の社債発行も、機関投資家の強まる需要を埋めるには不十分であった。この債券不足は、年金など長期運用と安定利回りを求める機関投資家の需要に応えることができる高格

付け企業が減少したことも影響していた。米国の格付け会社大手・スタンダード・アンド・プアーズによれば、1980年には、米国企業の中で最上位のAAA格付けを持つ企業は60社を超えていた。しかし、この数は、2008年にはわずか6社に減少し、2015年現在依然としてAAA格付けを維持している企業は3社しか残っていない。この結果、米国の資本市場では、投資適格証券に対する膨大な超過需要が「市場に例を見ない過剰流動性」と債券利回りの極度の低下の形で発生した[10][11]。

投資適格証券に対する超過需要は、大手銀行の証券化業務をめぐる競争を激化させ、住宅ローンの膨張を背景に、金融証券化（債務の証券化）への動きを加速させた。その際、大手金融機関の証券化業務は、資金調達、リスク管理、さらには規制対応の理由から、CDO, SIV, CLO, SPCなど、さまざまな規制外＝簿外のペーパーカンパニー（シャドーバンキング）の拡張を引き起こした。さらに、証券化業務をめぐる大手銀行の競争激化は、一層の金融自由化とデリバティブ業務をはじめとする金融革新の動きを加速した。この動きは、やはり投資適格証券の不足に悩む欧州銀行を巻き込んで進展した[12]。

1990年代後半期以降、仕組み証券とデリバティブ商品を中心とする証券化業務は、大手銀行の最大の収益源になった。この収益増加は、レポ市場や ABCP 市場に流入する機関投資家の短期資金に依存した大手銀行の業務拡大/バランスシート拡張（レバレッジの上昇）をともなった。しかし、FRBの金利引き上げを契機に住宅ローン市場で表面化した信用不安が、レポ市場や ABCP 市場の借り入れ担保に差し入れられていた一部仕組み証券の格付け引き下げを招き、これらの市場で激しい「取り付け」が発生した。この「[静かな]取り付け」は、担保証券のレポ取引における「掛け目」の大幅引き下げ（評価価値の低落）および追証請求の形態で発生し、高格付けの担保資産が乏しい大手銀行は、追証に応じることができず、証券化業務を維持するための資金繰りが途絶し、自社ディーリングデスクとシャドーバンキング（簿外子会社）を含む証券化業務全体が崩壊した。さらに、仕組み証券市場の閉塞とシャドーバンキングの危機は、これらを支えていたモノライン保険、金融デリバティブ市場に波及し、金融システムの中樞が機能マヒに陥った（システムックリスク）[7]。

ウォール街を震源とする金融危機は、投資信託(MMF)からの資金逃避⇒MMFの対欧州融資の回収という経路で、欧州に流入していたドル資金の米国への逆流を引き起こし、これはさらに、欧州内における債務国（周縁国）から債権国（独）への資金逆流（独・仏・蘭銀行の資金引き上げ、信用収縮）を誘発した。この国際的資本フローの二重の逆流によって、いわゆる周縁国では資金調達が途絶して国債発行が困難になり、深刻な財政危機と経済危機が広がった[13]。

以上の意味で、2008-10年恐慌は、「経済の金融化」と「金融の証券化」が米英を中心にしつつグローバルに進展した資本主義(financialized capitalism)の段階で発生した、最初の世界恐慌であった。『ソシアリスト・レジスター』の共同編集者レオ・パニッチ/サム・ギンディンは、この点について次のように指摘している。

「今回の恐慌——21世紀の最初の構造的危機——は、20世紀後半期に発展した資本主義的金融[制度・市場]の歴史的動力と矛盾を念頭においてはじめて理解することができる。」

[14]

3. 貨幣資本の過剰蓄積と金融システムの変化

すでに金融化アプローチによる多くの研究が明らかにしているように、1980年代以降、企業の収益回復と内部留保の増大（資本蓄積率の低下と銀行離れ）、さまざまな機関投資家の運用資産のめざましい増大、証券市場への資金流入を促進する年金制度改革、富裕層向け減税、株式価格の下振れを防止するための金融緩和策、金融産業の収益機会を拡張し投資家を金融市場に呼び込むための金融自由化その他の要因を背景に、世界のGDP成長率を上回る金融資産と金融市場の拡大が進行した。これらの現象の根底には、単なる資本の過剰蓄積ではなく、世界的な貨幣資本の過剰蓄積と、これに促された信用の過度膨張が作用していた。

1980年代以降に顕著になった貨幣資本の過剰蓄積は、70年代の経済危機を契機としているが、多くの歴史的要因の相乗的結果として発生した。それらの内、もっとも重要な要因は、経営者の権力回復が可能にした賃金・雇用の抑制による労働分配率の低下、ICT化が可能にした生産性上昇と資本節約、これらの結果生じた利潤率の回復と株価上昇、経営者報酬の増大と富裕層向け減税（所得と富の集中）、確定給付制度から確定拠出制度に転換する年金制度改革であり、これら諸要因が相まって、富裕層と機関投資家が証券市場での利殖のために運用する資金を急増させた。一方における賃金・雇用抑制と、他方における大手企業経営者を中心とする富裕層への所得集中は、グローバルな経済格差を拡大し、この格差を埋め合わせる住宅ローン、カードローン他さまざまな家計向けローンの膨張を引き起こした[15]。

米国における家計債務の増大（家計貯蓄率の低下）は、多国籍企業と富裕層の対外資金移転と並んで、グローバルなマクロ不均衡——米国の国際収支悪化、中国・ドイツなど黒字国の「過剰貯蓄」——の重要な要因である。このようなマクロ不均衡を背景とする黒字国から米国国債市場への資金還流は、米国企業の資本蓄積率の低下、企業内部留保・流動性の増大、富裕層への所得と富の集中と相まって、米国証券市場における適格証券（2A以上の格付けをもつ安全資産）に対する需要の急増、適格証券の不足を拡大した。

米国の国債市場/社債市場を中心に顕在化した適格証券の不足＝貨幣資本の過剰蓄積は、高格付け証券の価格を押し上げ、その利回りをさらに低下させた。このような債券投資の過熱は、適格証券の価格上昇を引き起こしただけではなく、リスク選好的な機関投資家のハイイールド（高リスク）証券への需要を急増させ、リスク証券のデフォルト率を低下させ、証券市場のリスクをバブル的なブーム（金融的熱狂）に埋没させた。さらに、過剰な貨幣資本の蓄積が及ぼす金利の低下圧力は、安全資産とリスク証券との利回り格差をあいまいにし、機関投資家のリスク取り入れを活発化させた。こうした傾向は、マネタリスト

的景気観にもとづく金融緩和政策（リフレ政策）の反復と、経済成長率の長期的停滞およびデフレ傾向によって増幅され、短期金融市場と証券市場で、史上前例のない長期的超低金利が現出した[10]。

経済成長率の低下、家計貯蓄率の低下、実物的投資需要の減退、企業の手元流動性の増大、長期的低金利は、預金/貸出の利ザヤを圧縮し、銀行が仲介する貯蓄・投資の間接金融の経路を衰退させた。豊富な流動性資金を保有する企業と莫大な富（金融資産）を集中した富裕層の資金、さらに、広範な中間層の貯蓄を集中する年金、保険、信託他の機関投資家の資金が、株式・債券市場に動員されるようになり、これらの投資需要に応えるために、旧来の株式市場や債券市場に変わる新しい架空資本市場として、仕組み証券市場およびデリバティブ市場を急拡大させた。

1990年代以降、グローバルな規模での適格証券不足を埋めるために、様々な仕組み証券とデリバティブの組成・販売・ディーリングをめぐって進展した金融革新（金融証券化の新段階）は、金融システムの歴史的な構造変化を引き起こした。これらの変化の中には、大手金融機関が仕組み証券業務を拡張するために利用する簿外組織/シャドーバンキングの拡大、架空資本の需要と利回りに絶大な影響力をもつ大手格付け会社の役割増大、投資家のリスク管理をサポートするモノライン保険および信用デリバティブ(CDS)市場の膨張、投資銀行と投機組織の資金繰りを支えるレポ市場/ABCP市場など短期金融市場の拡大が含まれる。貨幣資本の過剰蓄積のストレス（適格証券市場における過度の需給ギャップと利回り低下）がもたらした架空資本市場の過度膨張が、伝統的な銀行業および資本市場ではなく、大手銀行の証券化業務を担うシャドーバンキングと、その拡張を支える短期金融市場（レポ市場、ABCP市場）の閉塞・崩壊を招来した主要な要因は、これら金融システムの変化に見出すことができる。以上の意味で、今回の金融危機は貨幣資本の過剰蓄積とこれが促進した「経済の金融化」および「金融の証券化」の所産と考えることができる[12]。

（註）以上のように、今回の恐慌の歴史的特徴を理解する一つの重要な論点は、1920年代と同様に過剰に蓄積された貨幣資本が、なぜ20年代には株式市場に流入し、今回は伝統的資本市場とは異なる仕組み証券市場・デリバティブ市場に流入したのか、今回の場合、なぜ通常は価格弾力性が大きい株式市場が過剰な貨幣資本の主要な吸収部面にならなかったのかという問題である。これは、言い換えれば、ウォール街発のグローバルな金融恐慌が、なぜグローバルな株式市場の崩壊ではなく、仕組み証券市場の崩壊という新しい金融恐慌として顕在化したのかという問題である。この問題に答えるためには、現代の過剰な貨幣資本を誰が集中的に管理しているのか、さらに、これら集中的な管理者はなぜ株式ではなく仕組み証券を選好したのかという問題に答える必要がある。このためには、米国資本市場の動向、機関投資家と富裕層の投資行動・資産選択を制約する公的規制や社内規制、これらに重要な影響を及ぼしている現代ファイナンス論および金融工学についての分析が必要であり、本報告の範囲を超えるので別の機会に議論したいが、とりあえず [16][17][18]を参照してほしい。

4. 金融恐慌の帰結と資本主義衰退論をめぐって

恐慌は過剰に蓄積された資本の暴力的な破壊・減価を引き起こす。今回の金融恐慌における過剰な貨幣資本の解消は、一つには、仕組み証券市場を中心とする架空資本市場の収縮、架空資本の大幅減価によって、もう一つには、金融証券化(securitization)を主導してきた大手金融機関・シャドーバンクの連鎖的破たん、これに対処するための政府主導の資本集中によってなされた。ただし、仕組み証券の価格暴落の影響がどの程度投資信託、年金、保険など伝統的な機関投資家のポートフォリオに及んだのかという点については、これまでのところ十分な分析がなされていない。

仕組み証券市場の収縮によって、架空資本市場における資金フローは変化——CDO 市場の消滅、CDS 市場の収縮——したが、恐慌発生からすでに 10 年が経過した現在、歴史的低位状態に変化は見られず、金利・為替を原資産とするデリバティブ市場をはじめとする架空資本市場の膨張も継続している。貨幣資本の過剰蓄積を反映する富裕層・機関投資家の管理する金融資産は、経済成長率を上回る速さで増大を続けている。さらに、企業の内部留保、現金および流動性資産の増大も依然として顕著である。これらの傾向は、全体としての貨幣資本の過剰蓄積が依然解消に向かっていないことを表している。貨幣資本の過剰蓄積が継続する理由は、第一に、金融市場の崩壊を防止し、企業・富裕層の資産を保護するために、政府・金融当局が救済、支援、補助金を拡大し、金融緩和政策を継続していることであり、第二に、機関投資家・富裕層の観点からは、当面経済成長率が顕著に回復する見通しは乏しく、今後も金融的利回りが経済成長率を上回ると予想されていることである[19]。

金融恐慌による大手銀行の破たん、政府・金融当局による救済を通じて、金融業における資本の集中がさらに大きく進んだ。その際、破たん金融機関の資産の多くが買収機関に継承され、過剰な貨幣資本の徹底的な破壊は回避された。さらに、恐慌を契機とするバランスシートの収縮と政府・金融当局の不良資産買い上げ・資本注入によって自己資本比率が回復した。その後の銀行制度改革（ドッド／フランク法）にも関わらず、ウォール街の資本集中がさらに進み、その政治的・経済的影響力は基本的に維持されている。

企業活動と家計、さらには政府の財政活動が架空資本市場に深く組み込まれ、富裕層の手に集中された莫大な「富」の多くが金融資産＝架空資本の形態で所有されている現状で、金融当局は、架空資本市場のリスクを高める金融引き締めを実施することはできない。現在では、大手銀行だけではなく、政府、保険、年金その他架空資本市場に依存している金融のあらゆる仕組みが、Too Big To Fail 原則の適用対象であり、「政府介入の後退」という新自由主義の命題にも関わらず、金融制度全般に対する政府保証が拡大されている。

企業のバランスシートに内部留保として累積する「過剰」流動性、拡大する格差のもとで富裕層が集中する莫大な金融資産、年金・保険・投信が管理・運用する莫大な投資資金を、「人間にふさわしい雇用」創出と国民福利の向上に振り向けることのできる政策手段は見当たらない。これらの貨幣資本の多くは、今後も高格付け証券への投資に向けられ、し

たがって、適格証券に対する超過需要は継続し、低金利の下での機関投資家の利回り競争（リスク取入れ）は今後も強まることが予想され、甚大な金融恐慌の「火種」は無くなっていない。構造的な国際不均衡は解消せず、グローバルな所得格差も拡大しており、マクロ経済的諸要因の中に貨幣資本の過剰蓄積と経済の金融化に向かう傾向を逆転させる要因は乏しい。こうした状況を念頭に置くと、経済の金融化を資本主義の健全な発展経路からの逸脱あるいは後退にとらえ、金融恐慌を契機とする、その終焉と新しい「健全な」グローバル経済への転換を予想する見解があるが、説得力に欠けていると言わざるを得ない。

（註）「金融化」を資本主義の健全な発展経路からの乖離、逸脱、後退などと考え、新自由主義の勃興がこれを促した——したがって、今回の恐慌を契機とする新自由主義の衰退とともに金融化の流れも逆転する——と主張する立場は、一般にポストケインジアンを中心とする「金融化論者」の間で有力であるが、問題含みの考え方である[20]。こうした考え方は、実体経済と金融経済を対立的、二元論的に捉える考え方に根差している。報告者の立場は、現代資本主義の金融化は、資本主義の発展・成熟過程の歴史的所産であり、単なる金融制度の不備や金融産業の暴走が原因ではなく、現代資本主義の蓄積様式の本質的矛盾を表現している。したがってそれは、「民主的で透明な」金融制度を目指す政策転換によって解消できる問題ではなく、また、ジョヴァンニ・アリギの所謂「覇権国の移転」によって解消する問題でもない。報告者の理解では、バブルと金融危機の頻発、消費及び投資の低迷、極度の低利子率の傾向的永続化、所得と富の格差の異常な拡大、トランプ政権誕生に見られる政治的・社会的矛盾の激化、全体としてのマクロ経済政策の効力低下、新規雇用創出の低迷等を合わせ、金融化に付随する諸現象を資本主義が歴史的衰退に向かっている兆候と見るべきではないかと思われる。これらの諸問題は、ロボット、ICT、AIの普及（第三の産業革命）が促進する「人間労働の排除」によって、さらに深刻化が予想される。

過去数十年の資本主義の経過に照らしてみれば、米英を中心とする工業国の企業、金融機関、富裕層は、今後も過剰な貨幣資本（金融資産）をますます累積させ、その多くが架空資本市場に投入されると予想される。これは、今後も経済の金融化・金融の証券化が継続することを意味する。その場合、年金・保険などの機関投資家は、利回りの確保のために、旧来の株式・債券市場ではなく、破たんしたCDOに代わる新たな架空資本市場への資金運用を増大させる可能性が高い（年金・保険の投信化）。その理由は、巨額の資金をグローバルに運用する機関投資家にとって、投資証券の信用度と利回りを規定する格付けは今後も決定的に重要であり、株式投資はその要件を満たさないからである。また、フォーチュン500に代表される大手企業はすでに膨大な余剰資金を抱えており、株価に悪影響を及ぼすレバレッジ上昇に警戒的で、機関投資家が求める高格付け債券を継続的に発行し続ける可能性は小さい。

今後の機関投資家の運用先として予想されるのは、日本をはじめとする経常黒字国で、金融証券化が遅れている国での証券化業務の開拓・深耕、グローバルな規模での資本の集中（巨大独占企業間の合併・買収・合同）と結びついた、新しい形の仕組み証券市場（ジ

バンクボンドの現代版?)、中国が提唱する一帯一路構想に象徴されるグローバルなインフラ投資に関わる半国家的資金需要に関わる債券市場、一部途上国および移行国(東欧)向けシンジケートローンとその証券化業務、あるいは地球温暖化関連のデリバティブ取引などであろう。これらの証券の多くはペーパーカンパニーとタックスヘイブンを利用し、債務(およびキャッシュフロー)の金融工学的加工を加えた仕組み証券の形態で発効されると予想される。

(註) 報告者が注目しているのは、多国籍企業によるグローバルな資本集中が提供する金融的利得の可能性である。サブプライムローンの証券化が大手銀行に莫大な利益をもたらしたのは、低格付け(BB以下)のモーゲッジを加工して高格付け(AA以上)の仕組み証券を組成・販売することで可能になった大幅な(数十ベースポイントから数パーセントの) 鞘取りであった[21]。同様に、自社よりも格付けの低い企業を吸収合併し、リストラによって自社と同等の格付けを得ることに成功すれば、莫大な「創業者利得」が可能になる。この意味で、現代資本主義を特徴づけているのは、単なる「経済のグローバル化」ではなく、多国籍企業と巨大機関投資家が主導する、グローバルな資本集中の新しい段階と見るべきではないかと思われる[22]。

ただし、これらの分野が、今後世界的な経済成長の回復が見通せない状況の下で、どの程度「過剰な貨幣資本」を吸収することができるのかは不透明である。将来の経済危機の引き金として可能性が高いのは、ユーロ危機後のギリシャ、スペイン、ポルトガルに見られた、経済危機と財政危機が誘発する政治危機と社会不安が引き金となって発生する体制的危機が、グローバルな金融システムを混乱に陥れる危険性であろう。これと並んで予想されるのは、中間層、低所得層の貯蓄を管理する機関投資家(年金基金、投資信託、保険会社他)が過度のリスクを取入れて破たんする危険性である。これら機関投資家は、適格証券の不足と利回りをめぐる競争激化を背景に、旧来の株式・債券に代わる代替的投資(ハイイールド投資)に振り向ける資金の割合を高めている。大規模機関投資家の資金運用の失敗と破たんは、深刻な社会不安と政治危機を、さらにはウォール街を含む国際金融市場における深刻な混乱を誘発する可能性を孕んでいる。このような混乱を政府は見過ごさないであろうが、納税者負担による救済は政治的混乱を誘発するであろう[23]。

要約

1980年代以降、新自由主義イデオロギーの浸透、多国籍企業主導のグローバル化の進展、経済の金融化と金融の証券化、ICT化にともなう企業経営の質的变化他の要因が相まって、資本主義を歴史的・構造的に変容させてきた。2007-10年の世界恐慌は、これらの諸要因の歴史的作用が相まって累積させてきた、現代資本主義の蓄積様式の矛盾の集中的な発現であった。これら要因は相乗的に相まって、貨幣資本のグローバルな過剰蓄積を促進してきたのであり、いずれを度外視しても、今回の恐慌の原因を十分に説明することはできない。1970年代以降先進工業国を含む世界の多くの国で、おびただしい回数にわたる重大な通貨危機、

バブル崩壊、銀行危機が繰り返され、その帰結として今回の金融恐慌が資本主義の歴史を画する甚大な世界恐慌として発生した。この経緯がわれわれに示しているのは、現代資本主義の矛盾が、直接的な過剰投資/過剰生産恐慌ではなく、すぐれて金融システムの危機（銀行危機、通貨危機、証券危機）として累積・発現する事実である。

2007-10年の世界恐慌を引き起こした上述の諸要因は、恐慌によって除去ないし転換されず、近い将来それらの作用が衰弱、消滅すると予想することも困難である。むしろ予想されるのは、より攻撃的・野蛮な形態での新自由主義の強まり（トランプ政権、安倍政権他）、多国籍企業の更なるグローバル化戦略と資本の集中、継続的低金利のもとでの利回りをめぐる機関投資家の競争激化とリスク取入れ、ICT化によるグローバルな規模での労働力排除と「地球のスラム化」、以上の帰結としての国際政治の危険な行き詰まりと政治不安・社会不安の高まりであろう。さらに、こうした政治不安・社会不安は、グローバルな格差拡大、世界的な難民問題、テロの拡散、地球環境問題、ファシズムの脅威その他の要因とあいまって現代の国際政治を著しく不透明にしている[24]。

このような世界経済と国際政治の閉塞状況を背景に、(A)資本主義が総資本の集团的知恵によって、あるいは下からの改革要求に迫られて、現在の閉塞と窮状を打開して、世界資本主義としての経済的・政治的・イデオロギイ的統合性を回復（新しい覇権の形成を含む）するのか、それとも、(B)資本主義は安定した成長軌道に復帰するための手段をすでに使い尽くしており、社会的統合性の回復はもはや不可能で、歴史的過渡期に避けられない政治的・社会的混乱を経て、資本主義自体の体制的転換へと向かうのかという問題が活発に議論されている。これらいずれの立場にも、現代資本主義が1930年代以来の重大な歴史的岐路に立ち至っているという認識が共有されている。

資本主義の歴史と現段階を、一つには資本蓄積と信用制度の歴史的関連、もう一つには資本主義の発展段階と恐慌の形態変化との関連に着目して考察してきた報告者の関心に照らして言えば、資本主義の歴史を画する甚大な恐慌が、資本主義の持続可能性と新たな、拡大された再生産・資本蓄積の条件に繋がらず、前例のない政府介入にも関わらず大規模な金融危機の要因を除去し得なかった経緯に、資本主義の歴史的限界が表れているのである。

参考文献

- [1] IMF, *Systemic Banking Crises Database: An Update*, 2012.
- [2] The CICTyUK, *Fund Management* (September) 2013.
- [3] McKinsey Global Institute, *Mapping Global Capital Markets 2011*, (August) 2011.
- [4] The Conference Board, *The 2010 Institutional Investment Report*, Research Paper, 2010.

- [5]BNP PARIBAS, *History and Major Causes of U.S. Banking Disintermediation*, January 2016.
- [6]Epstein,G.D., Introduction: Financialization and the World Economy, in *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, 2005.
- [7]高田太久吉『マルクス経済学と金融化論 金融資本主義をどう分析するか』新日本出版社 (2015年) 第2章 第5章。
- [8]Loukas Karabarbounis & Brent Neiman, Declining Labour Shares and the Global Rise of Corporate Saving, NBER Working Paper, October 2012.
- [9]Lazonick,W., Profit Without Prosperity: How Stock Buybacks Manipulate the Market, and Leave Most Americans Worse Off, Conference Paper, April 2014.
- [10]Altman,E. Global Debt Markets in 2007: New Paradigm or the Great Credit Bubble? *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer 2007.
- [11]Caballero,R., The Other Imbalance and the Financial Crisis, NBER Working Paper, January 2010.
- [12]Lysandrou,P.,The Shadow Banking System and the Financial Crisis: A Securities Production Function View, FESSUD Working Paper, 2014..
- [13] 高田太久吉「欧州経済統合の矛盾と金融・財政危機」『前衛』2012年3月号。
- [14] Panitch, L. & S.Gidin, Capitalist Crises and the Crisis This Time, in *The Crisis This Time, Socialist Register 2011*,pp.1-20.
- [15]高田太久吉『引き裂かれたアメリカ』大月書店、2017年。第4章。
- [16]Haldane,A.G. The Age of Asset Management?, Speech at the London Business School, 4 April 2014.
- [17]Cardona,M. & I. Fender, The Changing Incentive Structure of Institutional Asset Managers: Implication for Financial Markets, Banque de France, FSR, June 2003.
- [18]International Monetary Fund, The Asset Management Industry and Financial Stability, *Global Financial Stability Report*, April 2015.
- [19]McKinsey Global Institute, Diminishing Returns: Why Investors May Need to Lower Their Expectations, May 2016.
- [20]Hein,E. Causes and Consequences of the Financial Crisis and the Implications for a More Resilient Financial and Economic System: Synthesis of FESSUD Work Package 3, FESSUD Working Paper, November 2015.
- [21]高田太久吉『「資産証券化の膨張と金融市場」月刊『経済』2008年4月号。
- [22] Sawaya,R. R. Capital Accumulation and the Occupation of Global Markets, PUC-SP, Working Paper, 2011.
- [23] UNCTAD, *World Investment Report 2016*, 2016.
- [24] Robinson, W. I. Global Capitalism and Its Anti-“Human-Face”: Organic

Intellectuals and Interpretations of the Crisis, *Globalization*, Routledge, 2013.