

## 《準備ノート》2008-10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

「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・恐慌（本報告では危機と恐慌の差異には立ち入らない）は、その時代の資本主義の歴史的・構造的特徴とそれらに内在する矛盾を全体的に反映する。さらに、恐慌は、その原因である資本の過剰蓄積を強力的に整理し、旧来の資本蓄積様式を改変し、より大規模な資本蓄積を可能にする再生産の諸条件を準備する。本報告は、こ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、現代資本主義の歴史的特徴を解明する手掛かりを探求する。第二に、危機の帰結の考察を通して、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」の妥当性を検討する。本報告のキーワードは、「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？

①2008～10年の経済危機は、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。甚大な経済危機は、それまでの資本主義体制を規定していた蓄積様式、信用制度、企業経営、労使関係、経済政策、階級関係、イデオロギーその他が、歴史的に変化する契機となる。これらの変化を介して、経済危機は新しい、より大規模な資本蓄積の諸条件を準備する。

②2008～10年の経済危機の根底には、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、直接に過剰投資、過剰生産に向かわなかった。今回の経済危機自体は、全般的な過剰生産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。ただし、これは今回の危機がマルクスのいわゆる「独自の貨幣恐慌」であったことを意味しない。

詳しくは、高田『マルクス経済学と金融化論』第3～5章を参照してほしい。

合わせて、本資料4ページ 3—③に掲載の文献を参照。

③1970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、IT化が可能にし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、資本蓄積率が低下した（雇用・賃上げなき利潤回復）。さらに、IT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。

Loukas Karabarbounis & Brent Neiman, Declining Labour Shares and the Global Rise of Corporate Saving, NBER Working Paper, October 2012.

Roc Armenter, The Rise of Corporate Savings, FRB of Philadelphia, *Business Review*, Q3, 2012.

Martin Wolf, corporate Surpluses are Contributing the Savings Glut, *Financial Times*, November 18, 2015.

田村八十一「大企業の内部留保と資本構成の変化」月刊『経済』2015年1月号。

William Lazonick, Profits Without Prosperity: How Stock Buybacks Manipulate the Market, and Leave Most Americans Worse Off, Conference Paper, April 2014.

④工業国で生じた貨幣資本の過剰蓄積は、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、NASDAQ市場に流入し、2000年代初頭にITバブルとその崩壊を引き起こした。

詳しくは高田『金融グローバル化を読み解く』新日本出版社、2000年。同「国際金融システムの不安定性と脆弱性——マネーセンター銀行のトレーディング業務を中心に——」中央大学企業研究所 Working Paper Series, No.1, 1999年4月を参照。

⑤さらに、IT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発生した。（この重要な論点に研究者が着目するようになったのは、金融恐慌の発生後、(2009-10年)である）

⑥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。

高田、前掲書、第6～7章を参照。

Michael Bordo, An Historical Perspective on the Crisis of 2007-08, NEBR Working Paper, December 2008.

Samuel Antill, David Hou, and Asani Sarkar, Components of U.S. Financial Sector Growth, 1950-2013, *FRBNY Economic Policy Review*, December 2014.

小倉将史郎『ファイナンシャルイゼーション——金融化と金融機関行動』桜井書店、2016年。

⑦1990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、F R B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「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、金融システムの中枢が機能マヒに陥った（システムックリスク）。

高田太久吉『マルクス経済学と金融化論』新日本出版社、第6～第7章参照。

⑧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）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。

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。

Forster, K. M. Vasadani & M. Ca'Zorzi, Euro Area Cross-Border Financial Flows and the Global Financial Crisis, European Central Bank, Occasional Paper, July 2011.

⑨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。

「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。」

Leo Panitch & Sam Gidin, Capitalist Crises and the Crisis This Time, in *The Crisis This Time, Socialist Register 2011*, pp.1-20.

### 3. 2008-10年の経済危機を考察する多様なアプローチ

2008-10年の経済危機をどのように考察するかという設問は、現代資本主義の歴史的特徴、構造的矛盾をどのように捉えるかという問題と密接に関係しているだけではなく、資本主義の今後の展開を見通す上でも重要な論点となる。これらの問題をめぐっては、すでに多くのアプローチが提示されているが、やや類型的には以下のように分類することができる。

①[新自由主義の危機説]1980年代以降に強まった新自由主義イデオロギーと、これに色づけられた企業統治および経済政策の結果、労働市場をはじめとする市場メカニズムの調整機能が損なわれ、財政のビルトインスタビライザー機能が衰弱化し、工業国からの製造業の流出、金融主導の投機的経済が広まったと考える所説。

Gerard Dumenil & Dominique Levy, *The Crisis of Neoliberalism*, Harvard UP, 2011.

Colin Crouch, *The Strange Non-Death of Neoliberalism*, Plity, 2011.

David Kotz, *The Rise and Fall of Neoliberal Capitalism*, Harvard, 2015.本書の紹介としては、伊藤誠「新自由主義的資本主義再考」『政経研究』107, 2016年12月がある。

Arthur MacEwan & John A. Miller, *Economic Collapse, Economic Change: Getting to the Roots of the Crisis*, M.E.Sharpe, 2011.

友寄英隆「世界資本主義の現局面をどう見るか」月刊『経済』2013年2月号。

②[グローバル化の限界説]多国籍企業主導のグローバル化（製品輸出から、グローバルサプライチェーン、アウトソーシング、オフショアリングへの転換）が増幅した国際的マクロ不均衡、失業増加、格差拡大、競争激化、政府の調整機能の衰退、民主主義の劣化、政治危機などに資本主義の構造的危機の原因を見出す所説。

William Robinson, *The Crisis of Global Capitalism: Cyclical, Structural, or Systemic?* *Global & International Studies*, August 16, 2010.

Berch Bergeroglu(ed), *Beyond the Global Capitalist Crisis: The World Economy in Transition*, Ashgate, 2012.

David McNally, *Global Slump: The Economics and Politics of Crisis and Resistance*, Spectre, 2011.

③[金融化の危機説]過剰流動性（貨幣資本の過剰蓄積）、継続的な金融緩和政策、利回りをめぐる貨幣資本の競争激化・投機化、証券化、実体経済から乖離した金融肥大化、大手銀行と投機資本のための金融革新その他が促進した金融市場膨張と金融産業の変質が、信用

の過度膨張とリスク増大を引き起こし、グローバル金融市場を始め経済全体の不安定性を高めたことに危機の主要な要因を見出す所説。

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、2013年。

Martin H. Wolfson & Gerald A. Epstein(ed), *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*, Oxford UP, 2013.

Dimitris P. Sotiropoulos, John Milios, & Spyros Lapatsioras, *A Political Economy of Contemporary Capitalism and Its Crisis: Demystifying Finance*, Routledge, 2013.

James Crotty, Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the “New Financial Architecture”, *Cambridge Journal of Economics*, 2000 33, 563-480.

Costas Lapavistas, Financialization and Capitalist Accumulation: Structural Accounts of the Crisis of 2007-9, 経済理論学会、2009年11月。

Ismael Hossein-zadeh, *Beyond Mainstream Explanations of the Financial Crisis: Parasitic Finance Capital*, Routledge, 2014.

Robert Guttman, A Primer on Finance-Led Capitalism and Its Crisis, *Revue de la regulation*, <http://regulation.revues.org/>

#### ④「資本蓄積の社会構造(SSA)」学派のアプローチ

戦後資本主義は、1970年代のスタグフレーション(ケインジアン福祉国家の行き詰まり)を賃金・雇用の抑制、新自由主義的な規制緩和、グローバル化、金融自由化で克服した。この1980年代以降の回復過程で成立した資本蓄積の新しい社会的構造が、極度に進行したグローバル化と金融化、経済格差、地球環境問題他のストレスによって統合性を失い、機能不全に陥ったと考えるアプローチ。

McDonough, T. Michael Reich, & David Kotz(ed), *Contemporary Capitalism and Its Crises: Social Structure of Accumulation Theory for the 21<sup>st</sup> Century*, Cambridge, 2010.

#### ⑤世界システム論からのアプローチ。

現在の世界資本主義の危機を、米国覇権の下での世界資本主義の成熟、長期かつグローバルな経済成長をもたらした、米国の産業的覇権国(成長けん引国)から金融的覇権国(寄生的・収奪的覇権国)への転換(financialization)が引き起こした過渡期の不安定状態ととらえる。具体的には、資本主義の現段階を、米国覇権の衰退と、新たな成長の中心=新たな産業覇権国としての中国およびその周辺地域への覇権の地理的移行(Systemic Cycles of Accumulation)の過渡期(Hegemony Transition)と考えるグランドセオリー。

世界システム論によれば、米国覇権の衰退と新しい覇権国の形成、覇権の地理的移転は、覇権国の金融化とその帰結(覇権国における産業の衰退、覇権国から新しい産業覇権国への貨幣資本の逃避)によって誘発されるが、100年単位の長期時間軸では不可避的・サイク

ル的である。この転換の過渡期は長期的かつ不透明で、この間、世界経済は不安定な紆余曲折をたどることになる。目下のところ予想されるのは、中国を中心とする東アジア地域経済の発展による世界経済の新たな覇権構造の形成である。

ジョヴァンニ・アリギ/柄谷利恵子他訳『長い20世紀 資本・権力そして現代の系譜』作品社、2009年。

Samir Amin, *Financial Crisis? Systemic Crisis?*, Council for the Development of Social Science Research in Africa, Lecture Series, October 2010.

Immanuel Wallerstein et al., *Does Capitalism Have a Future?* Oxford UP. 2013.

なお、アリギの所説に対する批判的検討としては、William Robinson, Giovanni Arrighi: *Systemic Cycles of Accumulation, Hegemonic Transition and the Rise of China*, *New Political Economy*, November 2010.

また、ウォーラスティン他の所説に対する批判としては、Bruce Scott, *Capitalist Systems are Societal Constructs: Not “Clouds” or “Clocks” but “City States”*: A Review of *Does Capitalism Have a Future?*, *The Journal of Quantitative History and Cultural Evolution*, UC Riverside, 6(2), 2015.

世界システム論に対する国際政治経済学の立場からの理論的批判としては、

Kees van der Pijl, *Transnational Classes and International Relations*, Routledge, 1998.を参照。

#### 4. 貨幣資本の過剰蓄積、「経済の金融化」「金融の証券化」と金融恐慌

①1980年代以降の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、IT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であり、これら諸要因が相まって、富裕層と機関投資家が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さまざまな家計向けローンの膨張を引き起こした。

OECD, *Employment Outlook, Chapter 3, Labour Losing to Capital: What Explain the Declining Labour Share*, 2012.

Loukas Karabrbounis & Brent Neiman, *The Global Decline of the Labor Share*, NBER Working Paper, June 2013.

②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が

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に対する需要の急増、適格証券の不足を拡大した。

Caballero,R.The Other Imbalance and the Financial Crisis, NBER Working Paper, January 2010.

Lysandrou,P. Global Inequality and the Global Financial Crisis: The New Transmission Mechanism. Working Paper. 2009.

③米国の国債市場を中心に拡大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。このような適格証券の価格上昇は、ハイイールド（高リスク）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、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、短期金融市場では、史上前例のない長期的超低金利が現出した。

Edward Altman, Global Debt Markets in 2007: New Paradigm or the Great Credit Bubble? *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(3), Summer 2007.

④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、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、架空資本市場に動員されるようになり、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。こうして、金融機関だけではなく企業・家計の経済活動全般が架空資本市場の運動に依存するようになった（金融の証券化）。

Randy Martin, *Financialization of Daily Life*, 2002.

Robin Blackburn, Finance and the Fourth Dimension, *New Left Review*, May-June 2006.

⑤1990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、金融市場の歴史的な構造変化（シャドールバンキングの拡大、格付け会社の影響力増大、モノライン・CDS市場の膨張、短期金融市場の拡大、大手銀行のレポ市場依存）を引き起こした。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）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ルバンキングと、その拡張を支える短期金融市場（レポ市場、ABCP市場）の閉塞・崩壊として発生した理由はこの点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。

Lysandrou, ibid.

(付記)

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、言い換えれば、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、これらに決定的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。

## 5. 金融恐慌の帰結と「21世紀の資本主義」論

①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・シャドールバンクの連鎖的破たんと、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。

②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——CD0市場の消滅、CDS市場の収縮——したが、歴史的に低金利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解消し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の一つは、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。

McKinsey Global Institute, *Diminishing Returns: Why Investors May Need to Lower Their Expectations*, May 2016.

③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、ウォール街の政治的・経済的影響力は基本的に維持されている。

サイモン・ジョンソン/ジェームズ・クック著、村井章子訳『国家対巨大銀行——金融の肥大化による新たな危機』ダイヤモンド社、2011年（原題は、*13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, 2010）

Doug Henwood, *Before and after Crisis: Wall Street Lives on*, in Panitch, Leo, greg Albo and Vivek Chibber(ed), *The Crisis This Time*, Socialist Register 2011. The Merlin Press, 2010.

④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決定的に依存し、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、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、金融制度の事実上の「公営化」が進行している。

⑤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運用する莫大な資金、年金・保険・投信が管理・運用する莫大な投資資金を大幅に削減する政策手段は見当たらない。これらの貨幣資本の多くは、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る。金融恐慌の「火種」は無くならない。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「経済の金融化」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ととらえ、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。

Luis Carlos Bresser-Pereira, *The Global Financial Crisis and After: A New Capitalism?* Working Paper, October 2009.

（付記）

「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——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「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。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、政策転換によって解消できる現象ではなく、また、覇権国の移転によって解消する問題でもない。ただし、バブルと金融危機の頻発、消費及び投資の低迷、利子率の傾向的低下、格差拡大、経済政策の効力低下等を合わせ、金融化を資本主義が歴史的衰退に向かう兆候と見ることは可能である。

⑥過去数十年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、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、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。

⑦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（ジャ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。

（付記）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（数十パーシスポイントから数パーセントの）鞘取りであった。（高田「資産証券化の膨張と金融市場」月刊『経済』2008年4月号）。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。また、現代

資本主義を単なるグローバル化ではなく、グローバルな資本集中の新しい段階として特徴づける見解については、Rubens R. Sawaya, *Capital Accumulation and the Occupation of Global Markets*, PUC-SP, Working Paper, 2011.

⑧ただし、これらの分野が、今後どの程度「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相乗的に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。

UNCTAD, *World Investment Report 2016*, United Nations, 2016.

McKinsey Global Institute, *Diminishing Returns: Why Investors May Need to Lower Their Expectations*, May 2016.

#### 要約

①1980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、IT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。2008-10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。この経緯は、現代資本主義の矛盾がすぐれて金融システムの危機（貨幣資本の過剰蓄積と金融危機）として累積・発現する事実に着目する必要がある。

IMF, *Systemic Banking Crises Database: An Update*, 2012.

高田太久吉『金融恐慌を読み解く 過剰な貨幣資本はどこから生まれるのか』新日本出版社、2009年。

②2008-10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、IT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。

③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(総資本の集団的知恵)がどのように打開して、世界資本主義としての経済的・政治的・イデオロギー的統合性を回復(新しい覇権の形成を含む)するのか、それとも、これら統合性の回復はもはや不可能で、(B)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。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。

(A)

①The Aspen Institute, Future of Work Initiative, *Toward A New Capitalism: The Promise of Opportunity and the future of Work*, 2016

②Bruce Scott, *The Political Economy of Capitalism*, Working Paper, 2007.

③Luiz Carlos Bresser-Pereira, *The Global Financial Crisis and After: A New Capitalism?* [www.bresserpereira.org.br](http://www.bresserpereira.org.br) May 2010.

④ヘンリー・ミンツバーグ/池村千秋訳『わたしたちはどこまで資本主義に従うのか——市場経済には「第三の柱」が必要である(*Rebalancing Society*)』2015年。

⑤アグリエッタ/ジェソップ他著//若森・斎藤訳『金融資本主義を超えて』晃洋書房、2009.

(B)

①Michael Husson, *Kapitalismus pur: Deregulierung, Finanzkrise und Weltweite Rezession, Eine Marxistische Analyse*, ISP, 2009.

②David McNally, *Global Slump: The Economics and Politics of Crisis and Resistance*, PM Press, 2011.

③Samir Amin, *Financial Crisis? Systemic Crisis?* CODESRIA Lecture Series, October 2010.

④ヴォルフガング・シュトレック/鈴木直訳『時間かせぎの資本主義——いつまで危機を先送りできるか』みすず書房 2016年。

Wolfgang Streeck, et al., *Does Capitalism Have a Future?* *Socio Economic Review*, 14(1), 2016.

⑤水野和夫『資本主義の終焉と歴史の危機』集英社新書 2014年。

同上 『閉じてゆく帝国と逆説の21世紀経済』集英社新書 2017年。

④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を招かざるを得なかった経緯に、資本主義の歴史的限界が表れているのである。