

## 過剰生産恐慌と「独自の貨幣恐慌」

—— 今次金融恐慌の基本的性格規定をめぐって ——

高田太久吉

### 1. 問題提起

2007年のサブプライム問題を契機として発生した世界的な金融危機は、我が国のマルクス経済学の陣営に、さまざまな理論問題を提起している。その一つが、今回の事象が金融恐慌なのか、それとも金融危機なのか、という問題であり、これに関連して議論されているもう一つの問題が、金融恐慌であるにせよ、金融危機であるにせよ、それは周期的過剰生産恐慌に付随する事象であるのか、それとも、マルクスのいわゆる「独自の貨幣恐慌」なのか、という問題である。

(註) 独自の貨幣恐慌についてのマルクスの注記はつぎの通りである。「一般的な生産・商業恐慌の特別な段階として規定されている貨幣恐慌」とは別の、「独立に現れることのある、したがって、産業や商業にただはね返り作用するだけの特殊な種類の貨幣恐慌」であり、「貨幣資本がその運動の中心となり、したがって銀行や取引所や金融界がその直接の部面となるもの」である(『資本論』第1巻第1篇第3章 註99、新日本出版社版第一分冊234ページ、以下『資本論』からの引用は同社版により、分冊番号を①、①①などで表記する)。ちなみに、これまでのところ貨幣恐慌についての理論的、歴史的研究は乏しく、わずかにトラハテンベルク『貨幣恐慌の理論』(及川朝雄訳 岩崎学術出版)とキンドルバーガー『熱狂、恐慌、崩壊——金融恐慌の歴史』(吉野俊彦・八木甫訳 日本経済新聞社)が挙げられる程度である。

これら二つの問題は、言うまでもなく、今回の金融危機がしばしば言われているように1930年代の大恐慌に比較される深刻な危機であり、これとの比較という観点からも、正確な特徴づけが必要と考える多くの研究者の問題意識から発しているように思われる。同時に、このような問題が提起される背景には、マルクス経済学における恐慌論、とりわけ金融恐慌の理論について、必ずしも研究者の間で明確な共通理解が存在しないこと、さらに、恐慌の歴史が示しているように、現実には生起する恐慌はつねに特異な様相をもって現れ、いずれか既存の恐慌論(一般論)を単純に適用することによってその特徴を押し量ることができないという問題が潜んでいる。

単純な貨幣恐慌(中央銀行による「流動性供給」で治癒可能な)を別とすれば、いずれの恐慌も、理論的・一般的に言えば、資本制的生産様式の固有の諸矛盾の集中的、複合的かつ多くの諸契機に媒介された現象形態であり、その意味では恐慌自体はきわめて表面的・具体的な現象である。そして、それら諸矛盾が相まって恐慌として発現する過程とメカニズムを媒介する諸契機、それらの結びつきと相互作用はきわめて複雑で、現実の恐慌を理論的に特徴付けるためには、そうした諸要因の関連と相互作用を具体的に分析するこ

とが必要となるのである。

したがって、今回の金融危機を理論的に特徴付けるにあたっては、そもそも上記のような内容で問題を提起し、議論すること自体が妥当であるかということを含めて、検討することが必要であろう。筆者の理解では、歴史的に生起するあらゆる恐慌がそれぞれ固有の様相で現象するという事は、今回の恐慌を分析する場合、現代資本主義それ自体の歴史的・構造的特徴をどのように把握すべきかという基本的な問題、言い換えれば今回の恐慌に至るまでの資本主義的循環の特徴、歴史的背景および発生メカニズムを具体的に理解するという課題が避けられないことを意味している。

しかし、今回の恐慌をめぐる我が国での議論では、総じて、現代資本主義の歴史的・構造的特徴をどのように把握するのかという根本的な問題意識が不鮮明なまま、経済危機の現象的な特徴付けにもとづいて、過剰生産恐慌かそれとも独自の金融恐慌かという議論がいわば類型論的になされており、このために恐慌の特徴付けも主として現象面での特徴に着目するか、あるいは逆にきわめて一般的な理論的特徴づけにとどまっている。

小論では、上記の問題をめぐって最近我が国で展開されている議論をとりあげ、論点整理と若干の検討を加えたい。本稿で順次取り上げる主要論点は、以下の三つである。

- (1)米国のサブプライム問題を契機として発生した今回の世界的な金融危機は、「危機」であるのかそれとも「恐慌」であるのか。
- (2)今回の金融危機は、過剰生産恐慌にともなう金融危機か、それともマルクスのいわゆる「独自の貨幣恐慌」であるのか。
- (3)今回の金融危機をふくめ近年の資本主義経済が頻繁に深刻な金融危機に見舞われる理由は何か。

ただし、本稿では上記のうち(1)の「危機」か「恐慌」かという用語をめぐる問題には深入りせず、今回の金融危機の性格を世界的な資本の過剰蓄積、あるいは過剰生産恐慌との関連でどのように把握すべきかという(2)の論点を中心に検討する。その上で、この検討を踏まえ、現代資本主義の下ではなぜ資本の過剰蓄積が頻発する金融恐慌として発現するかというこれまで比較的議論されることが少なかった論点の検討を試みることにする。

## 2. 金融危機か、それとも金融恐慌か

筆者がこれまで目にした限りでは、今回の事象を、はっきりと金融恐慌と呼ぶ人はそれほど多くない。筆者の印象で言えば、我が国のマルクス経済学者の多くが、金融恐慌という概念を適用することに戸惑いを感じている様子が見えがえる。

(註) 例えば、井村(2009)は、今回の金融危機は金融恐慌として勃発する明らかな可能性をもっていたが、この可能性は政府・金融当局の強力な介入によってかろうじて抑制されたという理解にたっている。こうした立論は、金融危機と金融恐慌とを区別する基準があるということ、今回の事態はその基準から見ると、恐慌と呼びうる条件を満たしていないという理解に基づいているように見える(172頁)。しかし、その基準については本書では明確にされていない。また、米田(2010)は、今回の事象を「金融のグロー

バル化を背景とし、金融恐慌としては証券化商品市場という新たな架空資本市場を主要舞台として発生した史上初の金融恐慌であった（下線は引用者）」と性格付けているが、論文全体としては、むしろ金融危機という用語をキーワードにして考察を展開しており、今回の事象を金融恐慌と規定する立ち入った論拠は示していない。したがって、著者が、金融恐慌と金融危機との間にどのような区別をしているのかも明確ではない。

さらに、別の人々は、そもそも今回の金融事象は、たんなる一時的な混乱あるいはせいぜい危機とよぶべきものであり、いわゆる恐慌と呼ぶべき特質をそなえていないのではないか、という議論を提示している。その際、一部の論者は、今回の危機の過程で破綻したり事実上破綻した銀行の多くでいわゆる「取り付け」が発生していないことに注意を向けている。

今回の金融恐慌で預金者が銀行の窓口に殺到して預金を引き出す古典的な取り付けが報道されたのは、イギリスのノーザンロック銀行の事例だけである。しかし、これは、今回の金融危機で大規模な取り付けが発生しなかったことを意味しない。

アメリカでも、1930年代に預金保険制度が整備されて以降、不安にかられた少額預金者が銀行の窓口に殺到する取り付けは発生していない。現代の取り付けは、かつてのように一般預金者が預金引き出しを求めて銀行の窓口に殺到するという形態ではなく、預金保険の対象にならない大口預金者や非居住預金者による貸し付け回収、MMFなど預金代替取引における資金流出、短期金融市場（銀行間市場）での貸し手による貸し付け更新拒絶などの形態で発生し、これらはいずれも当事者間での電話・テレックスなどの部外者には見えない方法で執行されるために、一般に「密かな取り付け」あるいは「静かな取り付け」（原語は **silent run**）と呼ばれている。

今回の場合には、取り付けの主要な形態は、すでにウォール街の動向に詳しい専門家が明らかにしているように、レポ市場および金融CP市場における新規資金の調達不能、貸し付け回収、大幅な追証・担保請求という形で発生しており、その主たる対象はこれらの市場に巨額かつ継続的な資金調達を依存していた投資銀行、ヘッジファンド、SIVを含む各種オフバランス・ビークルであった。

（註）付言すれば、**silent run** という用語が流布する契機になったのは、1984年のコンチネンタル・イリノイ銀行破綻であった。同行は全米8位の大手銀行であったが、支店をもたず、資金の大半を海外コルレス先を含む2000行あまりの銀行預金に依存していた。アメリカ南部での投資失敗を契機に同行の経営危機が表面化すると、それらの銀行が一斉に預金を引き出し、同行は「流動性危機」に陥ったのである。今回の金融恐慌にともなうレポ市場での「取り付け」の詳細については、Gorton(2009; 2010)を参照。また、ノーザンロック銀行の取り付けについては、Hyun Song Shin(2009)を見られたい。

いずれにせよ、欧米の専門家の判断では、今回の金融恐慌はきわめて大規模かつ劇的な取り付けをともなったのであり、取り付けが生じなかったという我が国の一部で見られる

見解は、現代の金融システムのもとでは「取り付け(run)」がどのような形態とメカニズムで発生するかについての理解を欠いた誤った言説といわなければならない。

ところで、以上の問題に関連して、筆者は、先の信用理論研究学会(2009年5月、立教大学)での報告に際して、木村二郎氏(桃山学院大学)から寄せられた質問に応じて次のように解答しておいた。

(質問) 今日の事態を金融恐慌あるいは金融危機と呼ぶ理由を明らかにしてほしい。

(回答) 質問の趣旨が報告者には必ずしも明確ではない(今では、世界中の専門家が今回の事態を金融危機と呼んでいる。ただし、危機、恐慌、パニックなどの用語をきちんと区別して定義している文献は少ない)が、とりあえずお答えする。

2007年夏にサブプライム問題として国際的な不動産バブルと仕組み証券バブルの崩壊が顕在化して以降、2008年春まで、報告者は事態を大規模なバブル崩壊による金融市場の深刻な混乱ではあるが、監督機関と金融界が協力して恐慌への発展を封じ込める可能性がないとはいえない、という意味で「金融危機」と見なしていた。しかし、2008年1月にスーパーSIV計画が放棄され、仕組み証券市場の最大の支柱であった政府系住宅金融公社とモノライン保険の経営危機が表面化した段階で、「危機」が「恐慌」に発展する可能性(金融界と監督機関が事態をコントロールできなくなる)が高まったことを認識した。さらに、2008年3月のベアスターンズ破綻を経て、夏には二つの政府系住宅金融公社の破綻が明らかになり、メリル・リンチにつづいて9月にはリーマン・ブラザーズ、AIGが破綻し、ゴールドマン・サックスとモルガンスタンレーの業態転換でアメリカの投資銀行が消滅しただけではなく、スイスでもUBSが事実上破綻して政府管理に移され、証券市場、為替市場に2007年夏の混乱をはるかに上回る混乱が引き起こされ、政府が巨大かつ超法規的な救済計画に乗り出さざるを得なくなった時点で、「金融恐慌」と見なすことにした。

この局面は、欧米文献では金融崩壊(financial meltdown, crash),あるいは金融恐慌(financial panic; financial crisis)と表現されることが多いが、報告者はマルクスのいわゆる「過剰資本」の暴力的整理という意味で、そして、今回の場合、過剰資本が現実資本よりもむしろ貨幣資本の過剰であったという認識から、世界的に莫大な貨幣資本の暴力的整理が波状的に起きたという意味で、金融恐慌という用語を使用することにした。また、アメリカでは、経営危機に陥った大手銀行だけではなく、地方銀行も含めて銀行セクター全体が資本不足(insolvency 支払い不能状態)に陥っていると認識している(銀行制度自体の systemic crisis)。なお、金融恐慌の用語を使用することには、すこし別の意味合いが付随している。恐慌(systemic crisis)には、これまでのレジームあるいはシステムが、そのままでは存続できなくなるという含意がある。報告者も、現在の金融システムをどのように特徴付けるにせよ、このシステムはもはやそのままの姿では存続ができなくなったと理解している。しかし、もちろんそれは、資本主義体制それ自体が存続不能になったという意味ではない(高田、2010, 21-22 ページ)。

周知のように恐慌という用語は、もともと die Krise (類語に die Krisis がある)の訳語で

あり、一般には危機（難局、境目、急変の意味がある）と訳されるべきものである。ただし、英語では、**crisis** の他に **panic, crash, collapse, meltdown**, などが今回の事態を表現する用語として利用されている。これらはそれぞれ、危機、恐慌、崩壊などと訳出されるが、その語義について経済学の上での厳密な区別があるわけではない。もともと **crisis** にしてもその他の用語にしても、それ自体厳密とは言えないさまざまな用語が用いられるのは、恐慌自体が資本制経済の諸矛盾の集中的な発現形態であり、きわめて表面的な経済現象を指す言葉だからである。

いずれにしても、英語圏やドイツ語圏などでは、今回の事態を恐慌と呼ぶかそれとも危機とよぶべきかという用語上の論争は存在しない（ただし、**depression** と **recession** の区別をめぐる議論は存在する）。議論されるべき問題は、どのように呼ぶかではなく、事態の背景、原因、メカニズム、結果、資本主義経済の今後の展開に及ぼす影響などを具体的にどのように把握するのかという認識内容である。この点を念頭においた上で、筆者は上記のような理由で恐慌という用語を採用している。

マルクス経済学者の一部陣営では、恐慌を周期的な現象（正確には、産業循環の4つの局面の一つ、活況から沈滞への転換局面）にとらえ、こうした観点から今次恐慌の性格を特定しようとする議論がある。これも筆者の理解では、問題含みの議論である。資本制生産様式はつねに再生産の部分的、全般的攪乱に向かう傾向をはらんでいることは事実であるが、大規模かつ深刻な攪乱が、経験的に確認可能な一定間隔で生起するという意味で「周期的」に発生する必然性は存在しない。すでに、1873年～1886年の「大不況」以降、恐慌の周期性は不明確となり（メンデルソン『恐慌の理論と歴史』飯田貫一他訳 青木書店、第3分冊参照）、さらに、第二次世界大戦後の資本主義経済に19世紀的意味での周期的恐慌を見出すことは困難である。日本のマルクス経済学者の間では、「周期的過剰生産恐慌」という概念が共有されてきたことから、非周期的な経済危機に恐慌の語をあてることとまどいがあるのではないかと思われる。

（註）米国の景気循環に関して景気後退とその終結についての公式判断を委ねられている全米経済研究所(NEBR)の景気基準日付委員会によれば、第二次世界大戦の終結から今回の不況までの期間にすでに10回以上の景気後退(**business recession**)が発生している。その場合、景気後退は一般に2四半期以上にわたって連続してGDPが減少する事態として定義されているが、景気後退局面の多様性をふまえ、この単純な定義につねに厳密に従っているわけではない(例えば2001年の景気後退、および2007年に始まった今回の景気後退)。また、一般に景気後退よりも深刻な不況を意味する **depression** の語については、景気基準委員会は特定の定義を定めておらず、また、戦後の景気後退に関連して **depression** と定義した事例は——今回の経済危機が発生するまで戦後最も深刻な危機と呼ばれた1973～75年不況を含めて——存在しない ([http://nber.org/cycles/recessions\\_faq.html](http://nber.org/cycles/recessions_faq.html))。経済学者の間では **panic, collapse, crisis** などの用語は、多くの景気後退や金融危機の特定の局面を意味する語として頻繁に使用されているが、今回の経済危機あるいは不況を **depression** と呼んでいる例は見あたらない。

なお、上記のような米国景気基準委員会の判定基準が今回の経済危機の判断基準として不適切である点については、高田（2011b）を参照されたい。

いずれにせよ、現代の（独占資本主義の段階における、というべきかもしれない）産業循環はマルクスの時代のそれとは大きく様相が異なっている。現代の産業循環（それ自体はなくなっていない）には、とりわけ73～75年不況や今回の世界不況に相当する深刻な景気後退を基準に見る限り、それほど明確な周期性（単なる反復とは異なる）が見られない。また、これらの深刻な景気後退では、4つの局面ははっきり確定できない経路をたどり（例えば70年代スタグフレーション、いわゆるW字型回復、我が国の「失われた20年」など）、全体としては、長期不況あるいは長期停滞傾向が強まっている。活況期に主要産業で過大な投資が行われ、その結果、産業の部門間不均衡に加えて、全般的な過剰生産が積み上がり、卸売商業とそれを支える商業信用の破綻によって産業循環（資本蓄積と拡大再生産）が途絶（実現問題の表面化）し、生産の収縮と経済危機が一気に現出するという古典的な循環の様相で近年の経済危機を特徴づける（表象として措定する）ことは困難である。

その上、現代の循環過程は、実体経済と金融市場とで大きく異なった様相を見せるようになってきている。例えば、1970年代以降で見ると、一方で実体経済は時折一部産業や一部地域で短期の停滞や後退があるが、世界経済全体としては、グレート・モデレーション（大いなる平穏）と呼ばれる、大幅で激しい変動をとまなわな比較的穏やかな様相を示してきた。これに対して、金融市場は、IMFのデータベースが示しているように、深刻な銀行危機や大幅な為替レート下落などをともなう金融危機が頻発し、数年に一回は国際金融市場を震撼させるような大きな金融危機が繰り返されている。

（註）グレート・モデレーションについてはBernanke(2004)を参照されたい。なお、IMFが作成した、1970-2007年の期間に発生した銀行危機に関するデータベースによれば、この間に世界で124件の銀行危機が発生している。ここでは、銀行危機は企業および金融機関で多数のデフォルト（債務不履行）が発生し、その結果不良債権が急増して銀行セクター全体の自己資本が消尽する事態と定義されている。このような銀行危機には、多くの場合まずバブルが先行し、その後信用収縮とともに株価や不動産価格を含む資産価格の暴落が付随している。以上の銀行危機と並んで、同じ期間に為替レートが30%以上下落する通貨（為替）危機が208件も発生している。これらの通貨危機は、固定レート制を採用している国が経験した大幅な通貨切り下げの事例を含んでいる。さらに、これらの通貨危機の中には、民間の債務不履行や単なる為替市場の混乱だけではなく、政府部門が対外債務の支払いを停止したり、リスケジュール（返済計画の繰り延べや修正）を余儀なくされるソブリン信用危機が63件も含まれている。（以上詳しくは、IMF(2008)を参照）このIMFのデータベースが明らかにしているのは、1970年代以降の国際金融市場がどれほど不安定かつ脆弱であるかという事実である。現代の国際金融市場では、銀行危機や通貨危機は、それ自体健全な市場がまれに陥る異常事態ではなく、むしろ日常的な「常態」であると言っても過言ではない（拙著『金融恐慌を読み解く』（新日本出版社）はしがき参照）。

繰り返しになるが、現代資本主義のもとで発生する深刻な経済危機を恐慌と呼ぶか、危機と呼ぶかは、どちらの用語も **Krise** あるいは **crisis** を意味する語としては同じであり、用語選択の問題としてはそれ自体にそれほど重要な意味があるわけではない。問題は、むしろ、現代資本主義のもとで生起する今回のような深刻な経済危機の様相・構造をどのように正確に把握し、その背景、発生メカニズム、さらには今後への影響などをどのように理解するか、ということである。要するに、用語選択の前に、現代資本主義と産業循環のさまざまな様相変化の中から、いかなる現象を、新たに説明すべき特異な「表象」として措定するか、その現象は既存の理論で説明できるのか、それとも理論自体を新たに鍛えなおす必要がある、歴史的・構造的変化から生起しているのか、ということをはっきりさせることが重要なのである。

### 3. 過剰生産恐慌か、それとも独自の金融恐慌か

現在我が国で展開されている議論では、今回の事態を金融恐慌と呼ぶか否かをめぐると問題は、実は第二の問題と関係している。今回の事態を、過剰生産に根ざす恐慌ではなく、すぐれて金融市場と金融産業の問題から発生したという意味で独自の金融恐慌と捉える見解に対して、理論経済学や現代資本主義論の専門家からは異論が提起されている。これらの人々の異論は、今回の事態を恐慌と呼ぶことに対する異論ではなく、それを(独自の)「金融恐慌」と呼ぶことに対する異論である。つまり、今回の事態は、単なる金融恐慌ではなく、その本質は過剰生産恐慌であるという認識がこの人々の異議申し立ての出発点になっている。

たとえば、鶴田満彦氏は、論文「2008年世界経済恐慌の基本性格」(『季刊 理論経済』2010年7月所収)で、井村喜代子氏の前掲著を俎上にあげて、今回の問題をもっぱら「实体经济から独立した投機的金融活動」の所産と見る井村氏の見解をつぎのように批判している。

- (1) 金融恐慌に先立って、住宅ブームとその崩壊という实体经济面の問題が存在した。むしろ住宅バブルの崩壊の結果、住宅ローンを拡張してきた多くの銀行を債権の回収に走らせ、それに失敗した銀行を破綻させ、その結果、拡大再生産継続に必要な貨幣(あるいは銀行信用??高田)の不足を引き起こし、その結果自動車大手倒産に見られる、過剰生産が現出した。拡大再生産が銀行の信用創造の限界にぶつかったことによって発生した過剰生産恐慌というのが、2008年世界経済恐慌の性格である。(10頁)
- (2) まず、住宅ブームの崩壊という实体经济の「停滞」があつて、それが「諸連鎖」の信用乗数効果によって大規模な金融危機に発展し、金融資本市場の凍結やクレジット・クラッシュを通じて实体经济にも破壊的な打撃を与えたというのであれば、かなり普通の恐慌の姿に近いのではないか。(10頁)
- (3) 1990年の日本のバブル崩壊とその後の長期不況、2000年の米国のITバブル崩壊、そ

して今回の 2008 年恐慌は、過剰信用によって推進された過剰蓄積が金融資本市場に表出したという点で、たんなる「第二類型的=独自の貨幣恐慌」とは言えない。(11 頁)

ついで、鶴田氏は、井村氏と同様に「独自の金融恐慌」論の立場をとる米田貢氏の所説にも、以下のような批判を向けている。

- (1) 今回の恐慌の発現過程で決定的な役割を果たした証券化商品について見ると、その生産過程との関係性が希薄化していることは事実としても、生産過程と無関係ではない。「サブプライム・ローンや自動車ローン等から加工・組成された証券化商品は、諸連鎖を通じて住宅建設や自動車生産に関係している。だからこそ、証券化商品の価格下落が、実体経済における需要収縮、世界的な過剰生産に結び付いたのである」(12 頁)
- (2) (もともと実体経済に過剰蓄積による現実資本の過剰があり、それが金融危機を契機に表出したとする村岡俊三氏の所説に関連して) 金融危機の基礎には、世界的スケールでの現実資本の過剰があるという指摘には同意できる。しかし、現実資本の過剰を引き起こした原因は村岡氏が挙げる自国ならびに資本輸出先(途上国)における賃金上昇ではない。「2008 年恐慌の基礎にあった現実資本の過剰とは、サブプライム・ローン関連証券、そこから派生・組成された CDO などの過剰信用(ポンツィ金融)にもとづいて、世界的なスケールで生産され、売買・輸出入され、消費された生産物・サービスという形態で存在していたと考えられる。過剰信用は、過剰生産・過剰取引であり、過剰輸出入であり、過剰消費でもあった」
- (3) 2008 年恐慌において、米国は、過剰信用の震源地であり、過剰輸入国、過剰消費国であった。EU 諸国は、米国発の過剰信用を増幅させる役割を果たした。日本と新興工業諸国は、過剰輸出国、過剰生産国であった。このようにして、リーマンショックに代表される金融危機を契機に世界的スケールでの経済収縮、すなわち世界経済恐慌が勃発したのである。(13 頁)

(註) 以上とは別に、大槻久志氏は、現代資本主義の認識において「経済の金融化論」の立場にたちながら、また、今回の金融恐慌がすぐれて「金融独自の、実体経済から遊離した金融恐慌」の外観を示していることを認めながら、その外観通りに理解することは「明らかに誤り」であると断じている。その理由は、「ローン債権の証券化ビジネスはアメリカの総需要を構成する需要項目中、住宅ローンによって民間住宅建設を、カーローンとカードローンによって自動車の購入を中心とする個人消費支出を強力にささえてきたからである」(「金融危機を再検討し、経済の閉塞を点検する」月刊『経済』2010 年 7 月) これは、近年の世界経済の成長がアメリカその他における住宅ローンや消費者ローンなど信用膨張によって支えられ、実体経済に累積する矛盾(資本の過剰蓄積と過剰生産)が隠ぺいされてきたが、住宅バブルの崩壊によってその構造が露わになったと見る点で、鶴田氏の理解と共通である。ちなみに同氏によれば、今回の危機を恐慌と呼ぶか否かの問題よりも、過剰生産恐慌に伴う恐慌かそれとも独自の貨幣恐慌かという問題の方がより重要である。なお、経済理論学会の学会誌『季刊 経済理論』第 47 巻第 1 号(2010 年 4 月)の特集タイトルも「2008 年世界恐慌と資本主義のゆくえ」となっており、マルク



ス経済学の陣営では、金融恐慌よりもむしろ世界恐慌の用語がより広く受け入れられているように見える。

現代資本主義のもとでの循環と恐慌の「変容」を考察する場合、単に表面的な変容や「金融化」現象だけではなく、それを引き起こしている資本の蓄積様式の変化、産業や世界経済の構造変化、それらに伴う信用の役割変化に目をむける必要があることはいうまでもない。

さらに、アメリカを中心とする工業国の経済に特徴的な二面性、すなわち一方における相対的安定（グレート・モデレーション、あるいは低成長下での持続的成長）と他方における脆弱性（投資停滞、大量失業、財政危機、国際的不均衡、頻発する金融危機など）の両面を統合的に理解するためには、さまざまな信用膨張にささえられた財政支出（軍事支出を含む）と家計支出の継続的増加、これらの裏返しとしての政府と家計の債務の異常な増加、こうした債務膨張を可能にする継続的な金融緩和政策に着目する必要があることも論をまたない。

翻ってみると、1930年代大恐慌とそれに続く第二次世界大戦による世界的規模での莫大な資本価値破壊からの回復過程（復興経済から高度成長期へ）が完了した段階（1960年代末）で、工業諸国はいずれも主要輸出産業を中心に再び「資本の過剰蓄積」に直面するようになり、それはまず国際貿易における米国資本と欧・日資本との国際競争の激化（貿易摩擦・経常収支不均衡）という問題として現れた。

（注）資本の過剰蓄積がなによりもまず資本間の競争激化（輸出競争を含む）として表れるという所説については、Clarke(1994)を見られたい。1960年代以降の資本の過剰蓄積とそれがもたらした国際競争の激化についての詳細な分析としては Brenner(1998)を参照されたい。

この国際競争で優位にたった独、日ではその後も比較的活発な投資が続いたが、アメリカでは国内投資が停滞し、多国籍企業による資本輸出（これは米国からの資本、生産、雇用、消費の流出をともなった）が活発化した。また、独、日でも、アメリカと産油国の連携で実施された原油価格の大幅引き上げ（オイルショック）の影響もあって、その後高度成長から「安定成長」への屈折と、国内産業の転換・合理化が迫られた。国際競争の激化、財政支出に支えられた経済成長、企業投資の停滞、低失業率のもとでの賃金圧力、原油高によるコスト上昇などが相まって、工業国は投資と成長が停滞するスタグフレーションの局面に入り込んだ。

貿易財の輸出をめぐる国際競争で優位を奪われたアメリカは、金・ドル交換停止と変動相場制移行によって、旧 IMF のゲームのルールから離脱し（基軸通貨国の責任放棄）、マクロ経済政策のフリーハンドを確保するとともに、多国籍企業とウォール街は、国際収支の不均衡を考慮することなく、思い通りにグローバル化戦略を推進することができるようになった。さらにアメリカ政府は、税制や年金制度の改革を進め、富裕者だけではなく企

業、家計の幅広い貯蓄を株式市場に誘導し、同時に、外交手段も使って産油国を含む経常収支黒字国の資金を自国の国債市場に引き入れ、株式市場と国債市場の両面で巨大な架空資本市場を作り出した。こうして肥大化したアメリカの資本市場は、グローバル化が進む世界の資金循環の心臓部としての役割を果たすとともに、企業と家計の行動にも次第に大きな影響を及ぼすようになった（株価ブーム、株主価値重視のコーポレートガバナンス、住宅ローンや消費者ローンの拡大、政府・企業・家計の債務増大、要するに経済の金融化と呼ばれる諸現象）。

ところで、70年代にスタグフレーションという形態で露わになった工業国の過剰蓄積は、世界的な実物投資の停滞、失業率の上昇、財政危機などの問題をともなう長期化したが、各国政府と経済界はこれに対処するために、経済政策の重点をそれまでのケインズ主義的需要管理・雇用重視から新自由主義的立場に移していった。具体的には、マクロ経済政策の目標の中で経済成長や完全雇用の優先度を大幅に引き下げ、インフレーション抑制、労働市場の弾力性確保、規制緩和とグローバル化推進、などの目標を優先するようになった。こうした政策転換は、多国籍企業のグローバルな資本蓄積を促進し、国内の賃金上昇を抑えて企業利潤を回復し、株価ブームに支えられたM&Aの盛況、IT部門を中心とする新しい産業の振興などにつながったが、アジア諸国を中心とする新興工業国も加わった国際競争は一層激化し、米国について見ると、国内的には成長鈍化、賃金抑制、所得格差拡大などによって「実現問題」を深刻化させ、世界的な「資本の過剰蓄積」はむしろ激化した。

（註）これまでのところ、世界の多くの経済学者は、今回の経済危機を1970年代のスタグフレーションを画期とする資本主義の長期的な成長率低下、利潤率低下を克服しようとする資本と政府の一連の政策パッケージ（新自由主義政策）の結果として捉えている（Brenner,2009; Husson, 2009; Schulmeister, 2010; Duménil & Lévy,2011; Kliman, 2011; 高田, 2011）。しかし、このようなスタグフレーションと今回の危機を連続的に捉える見解に対しては、一部の研究者(Lapatsioras et al. 2009 ;Milios and Sotiropoulos(2011) ;McNally, 2008)から批判が出されている。これらの研究者は、70年代のスタグフレーションは、80年代に顕著になった新自由主義政策、さらにはその後のニューエコノミーによって一応克服され、企業収益は高度成長期ほどではないまでも、かなりの水準に回復した。したがって、今回の経済危機は、80年代以降の資本主義に固有の蓄積様式がもたらした問題として、言い換えると70年代の危機とは別の新しい危機として説明する必要があると指摘している。この論点は、1980~90年代の資本主義をどう特徴づけるかという歴史的問題を議論する際に重要である。しかし、今回の金融恐慌と経済危機の歴史的特徴をどのように把握するかという点では、これらの人々とその他の人々との間に、決定的な違いがあるわけではない。

今回の金融恐慌の背景には、筆者の理解では、70年代以降現代資本主義が未解決の問題として引きずってきた資本の過剰蓄積とその結果としての実現問題が潜んでおり、こうした意味で、鶴田満彦氏が、「独自の金融恐慌」ではなく、資本の過剰蓄積を重視する視点を

打ち出している（前掲 9 頁）のは正当である。

（註）今回の経済危機の原因を考察した Brenner(2009)は、鶴田氏と同様に、現実資本の蓄積と金融危機の相乗的關係に着目して次のように記している。「今回の危機は、实体经济における巨大で未解決の問題——これは文字通り何十年間も債務によって包み込まれてきた——ならびに、戦後期において未曾有の深刻な信用収縮として表れている。そこには、衰弱する資本蓄積と金融部門の崩壊とが相乗的に作用しており、後者は、政策担当者にとって景気の落ち込みへの対処を困難にするとともに無視しえない破局の可能性を生み出している(p.1)」

しかし、資本の過剰蓄積とその結果としての過剰生産問題——それは、広範な商品の販売の隘路だけではなく、低投資、低成長、高失業、財政危機、不安定な信用膨張他の現象を伴う——の重要性を指摘することは、それ自体としては正当であるとしても、そのことと、今回の金融恐慌の特徴を過剰生産恐慌に付随する金融恐慌として規定することとは別問題である。

筆者の理解では、鶴田満彦氏の所説は、以下のマルクスの記述を念頭においていると考えられる。

「再生産過程の全関連が信用を基礎としているような生産体制のなかでは、急に信用が停止されて現金払いしか通用しなくなれば、明らかに、恐慌が、つまり支払い手段を求めての殺到が、起らざるを得ない。だから、一見したところでは、全恐慌がただ信用恐慌および貨幣恐慌としてのみ現れるのである」（『資本論』第 3 卷第 5 編第 30 章、①847 頁）

ここでマルクスが想定していた貨幣恐慌（過剰生産恐慌に付随する貨幣恐慌）がどのようなものを理解するためには、商人資本と銀行信用との関連について解説したマルクスの以下の記述を合わせて念頭に置く必要がある。

「近代的信用制度のもとでは、商人資本は社会の総貨幣資本の一大部分を使用することができ、・・・再生産過程の巨大な弾力性のもとでは、商人は、生産そのものにはどんな制限も見出さないか、またはせいぜい非常に弾力性のある制限を見出すだけである。・・・したがって、ここに架空の需要が作り出される。・・・商人資本はその自立化によって、ある限界内では再生産過程の諸制限にかかわらず運動するのであり、それゆえ再生産過程をその制限を超えてまでも推進する。内的依存性と外的自立性とは、商人資本をかりたてて、内的な連関が暴力的に、恐慌によって回復される点にまで到達させるのである。恐慌がまず出現し爆発するのは、直接的消費に關係する小売業においてではなく、卸売業と、これに社会の貨幣資本を用立てる銀行業との部面においてであるという恐慌の現象はこうして生じるのである」（『資本論』第 3 卷第 4 篇第 18 章、新日本版⑤514-15 頁。下線は引用者）

マルクスが過剰生産恐慌に付随すると考える貨幣恐慌とは、ここに記されているように、自立した商人資本、とりわけ直接的消費から遊離した、いいかえれば消費による制限から相対的に遊離した卸売業（遠隔地貿易を含む）の分野で活動する商人資本に対して用立てられる銀行信用が、再生産過程の制限を超えて架空の需要を作り出し、それが最終的に再生産の内的依存性の限界に突き当たることで、信用それ自体の架空性が露呈し、信用の急停止と支払い手段に対する殺到という再生産過程の異変を引き起こす現象である。つまり、この恐慌に先立って、架空の需要によって過剰生産を隠ぺいし、それを再生産の制限を超えて増進させるのは、第一に貸付可能な貨幣資本の過多を背景とする信用の過度膨張であり、第二に生産過程から遊離して自立的過剰取引を膨らませる商人資本の機能であり、とりわけ、卸売業の部面（遠隔地貿易を含む）である。資本制生産様式の再生産の諸矛盾が、とりあえず、商業資本の自立的運動に媒介された流通過程およびこれを支える手形流通における危機として発現するのはこのためである。

さきに、鶴田満彦氏が依拠しているマルクスの記述を引用したが、上記の引用につづいて（鶴田氏も正確に引用しているように）、マルクスはさらに次のように続けている。

「じっさい、問題はただ手形の貨幣への転換の可能性だけなのである。しかし、これらの手形の多くは現実の売買を表わしているのであって、この売買が社会的な必要をはるかに超えて膨張することが結局は全恐慌の基礎になっているのである」（下線は引用者）

一般に、商人資本が銀行信用にささえられた手形を利用して過剰取引を膨らませ、資本蓄積の限度を超えて生産を拡大させるのは、小売業ではなく、卸売業の部面においてである。だから、このマルクスの記述は、上の引用（とくに下線部分）と同じ事態について述べたものと解することができるだろう。

翻って今回の金融恐慌を見てみると、「全恐慌の基礎」をなしていたのが「その多くが現実の売買を表わしていた商業手形の支払い不能」であったとは到底いえない。現代の資本主義のもとでは、主として卸売業に従事するのは商社、問屋などであるが、今回、こうした商業資本が、金融危機に先立って、銀行信用を利用して過剰な取引を膨張させていた（そうした取引、例えば一部消費者信用や自動車ローンの膨張が見られたことは事実である）としても、それが今回の金融危機の主要な要因をなしているわけではない。

また、住宅市場の過剰供給は明らかに重要な要因であったが、これ自体がこれほど大規模な恐慌の主因であったと結論付けることは困難である。今回の恐慌では、2003年以降アメリカで住宅供給が急増し、2006年段階には過剰供給が表面化して価格が下落し始め、住宅価格の継続的上昇に依存していた住宅ローン市場の矛盾が顕在化した。この時期のアメリカの住宅市場を分析した専門家は、アメリカの住宅供給がイギリスやスペインなどと比較しても急増しており、より深刻なブーム崩壊が予想されると指摘していた。しかし、その後の経緯を見ると、われわれが目当たりにしたほど大きな経済危機を引き起こす規模で建設業者が破綻したわけではない（いくつかの州では多くの住宅供給業者の破綻が実際

に発生したが)。より深刻かつ大規模な問題はむしろ金融部面、すなわち I T バブル崩壊によって株式市場から流出した貨幣資本による住宅ローンの膨張、与信基準の劣化、その結果としての延滞率の上昇であった。言い換えると、資本の過剰蓄積は住宅産業ではなく、主として金融市場において、したがってすぐれて貨幣資本の過剰蓄積として発生したのである。

(注) 貨幣資本の過剰蓄積について米国の著名な金融専門家はつぎのように述べている。「過去数年間の債務市場と資本市場の環境変化は、グローバル金融システム全体にわたる前例のないレバレッジを可能にした流動性の爆発的増加として描写することができる。この流動性ブームの源泉は、オイルダラーなどの伝統的な資金源、とりわけアジア地域における巨額の政府余剰、さらに年金基金、財団、富裕な個人投資家からの投資の増大であった。それらの資金は、拡張的金融政策と相俟って、世界的な経済成長率をめざましく押し上げた。この最近の流動性の急増に関してとりわけ目を引くのは、その債務市場への流入経路、すなわち、投資家が資本のますます多くの割合を、非投資適格証券、プライベート・エキユーティ、ディストレスト資産などに運用していることである」Altman(2007 p.24)なお、金融危機の要因としての過剰流動性をめぐる議論の批判的検討としては高田(2012)を参照してほしい。

ただし、住宅ローンの急増についてもいくつかの留保をつけてその意味を評価する必要がある。第一に、住宅ローン、とくにサブプライム・ローンは、過剰貸し付けの主要部分ではなく、2000年の I T バブル崩壊以降に膨張した全信用の一部にすぎないということ(全モーゲッジに占めるサブプライム・ローンの割合は最大で 20%程度、ただし、このうち 80%以上が証券化された)、第二に、住宅ローンの利用者の多くが、自分が住むための家ではなく、値上がり期待の投資物件として、すなわち広い意味の金融資産として住宅を入手するためにローンを求めた(これらの中ですでに住宅を所有している借り手が 2 軒目を取得する目的で借り入れたローン(piggy back loan と呼ばれた)も統計的にはサブプライム・ローンに含まれている)ということ、第三に、オリジネータは、住宅の取得をのぞむ消費者の需要に応えただけではなく、むしろ証券化の材料を確保するために、住宅ローンの基準を引き下げたり、略奪的な条件でローンを拡張したということ(このために大手投資銀行は多くのオリジネータを買収し、子会社化してローンを膨張させた)、である。要するに、この全過程を突き動かしてきた最大の原動力は、住宅産業の競争や利潤動機ではなく、また本来の家計の住宅需要でもなく、証券化商品の組成・販売で暴利を目論む、金融機関(投資銀行)の運動であったといっても間違いではないであろう。だからこそ、証券化市場が破綻すると、住宅ローンの供給は停止し、行き場を失った貨幣資本は住宅ローン以外のさまざまな金融市場に殺到するという現象が続いたのである。

(注) 2000年代初頭の I T バブル崩壊以降今回の恐慌勃発に先立って世界的に膨張したさまざまな信用の総体のなかで、アメリカの住宅ローンがどの程度の割合を占めているかを定量的に評価することは簡単ではない。大雑把に言えば、2000年から 2008年の間に、世界的に見た主要部門(政府・企業・家計・金融産業)の債務(借入と債券)は、70.8兆ドルから 111.5

兆ドルに増加した。この間の増加額 40.7 兆ドルのうち、10.8 兆ドル (27%) が家計部門の債務増加で、さらに、このうちアメリカの家計部門の債務 (消費者ローン、自動車ローンなどを含む) 増加は 6.8 兆ドル(16.7%)を占めている。このうち、住宅ブームが顕著になった 2003 年から金融危機が発生した 2007 年の期間における住宅ローン残高の純増分は約 4 兆ドルである (ただし、グロスでのモーゲッジ加算累積額は約 13 兆ドル)。また、賃貸物件や商工業モーゲッジを含むモーゲッジ全体の増加額は 5.2 兆ドルである。詳しくは McKinsey Global Institute(2007)他を参照されたい。今回の金融恐慌では、アメリカのモーゲッジ市場のバブル崩壊を契機にして世界的な信用連鎖が途絶し、とくに大手投資銀行とオフバランス・ピークル、ヘッジファンドや投資ファンドの主要な資金源であったレポ市場と金融 C P 市場で激しい「取り付け」が発生したが、それは、マルクスが想定した商業手形の決済のための支払い手段に対する殺到でもなければ、これと結びついた銀行取り付けでもないのであり、その意味で現実資本の蓄積から乖離した貨幣資本の蓄積部面で発生したという意味でひとまず「独自の金融恐慌」と考えるのが適切であろう。

以上、今回の金融恐慌の特質について立ち入った検討を行ってきたが、念のために付言すれば、今回の金融恐慌を「独自の意味の貨幣 (金融) 恐慌」として定義すること自体に重要な意味があるわけではない。ここで確認しておく必要があるのは、今回発生した金融恐慌が、マルクスのいわゆる「過剰生産恐慌に付随する」貨幣恐慌とは根本的に異なったものだという点である。

#### 4. 架空資本市場の肥大化と現代の金融恐慌

以上の検討によって今回の金融恐慌を「過剰生産恐慌に付随する」金融恐慌と規定することができないことが明らかになったが、これで今回の恐慌の性格規定をめぐる問題が解決したわけではない。なぜなら、以上の結論は、今回の恐慌をマルクスのいわゆる「独自の貨幣恐慌」と規定するという結論に直結するものではないからである。

この点に関連して、米田貢氏は、前記の論文の結論として「今回の世界金融危機は、資産の証券化を基礎にした証券化商品市場の膨張によって、以前にはさほどの社会的意味をもたなかった独自の金融恐慌が、現代資本主義における矛盾の主要な発現形態の一つになりうることを示しているのではなかろうか」と記している。ここまでのわれわれの検討をふまえれば、この結論には重要な含意があるが、そのことは、今回の金融恐慌をマルクスの言う意味での「独自の貨幣恐慌」と定義することに積極的な意味を付与するものではない。

もしも、米田氏の問題提起に重要な含意が含まれているとすれば——筆者はそう考えているが——それは、なによりもまず、膨張した証券化商品市場 (現代における新しい架空資本市場) が、貨幣資本に従来の金融市場と比較してはるかに大きな自立的運動 (=独自の価値増殖) の余地を与えたことと関係している。筆者の理解では、現代の金融市場の独自の役割

は、産業資本や商業資本の競争を通じて平均利潤の成立を媒介するだけではなく、また、単に現実資本の過剰蓄積と過剰生産を吸収し、隠ぺいすることで過剰生産恐慌を促進するだけでもい。巨大な架空資本市場を中心とする現代の金融市場は、架空資本の運動を通じて、現実資本から遊離した貨幣資本の大規模かつ自立的な価値増殖を可能にし、同時に、この価値増殖が限界に達した結果生じる金融恐慌に従来にない発生メカニズムと発現形態を与える点に見出されるべきである。

現代の経済危機あるいは金融恐慌の発生メカニズムを考察するにあたって、われわれはもはや信用の役割を現実資本（産業資本や商業資本）が資本制生産関係の限度をこえて生産と取引を膨張させ、やがて来るべき強制的収縮=恐慌の条件を準備するという周知の役割に限定して考えることはできない。1970年代のスタグフレーションから続いている現代資本主義の低投資・低成長構造のもとでは、過剰蓄積による資本の競争激化は、主として個別資本の生き残りをかけた投資競争という形態では展開されない。さらに、グローバル化と情報化が著しく進んだ現代では、遠隔地貿易と国内取引、卸売業と小売業の間に、直接的生産過程からの遊離という意味での質的な差異は少なくなっている。現代資本主義に特徴的な消費者信用を始めとする個人・家計向け消費信用の発展は、消費財の生産を家計所得の限度を超えて拡大する条件を提供するが、過去30年間の経済変動の事例から、商業信用や消費者信用の過度膨張と突然の収縮が激しい貨幣恐慌と経済収縮を引き起こした事例を見出すことは困難である。要するに、現代では商業分野が再生産の限度を超えた過剰生産を支える余地は限られており、商業恐慌とそれに伴う信用恐慌は、現代資本主義の危機の主要形態ではなくなっているのである。

他方で、銀行を始めとする金融機関、企業をふくむさまざまな機関投資家、世界的に増大する富裕な個人投資家の手元における莫大な貨幣資本の蓄積と過多は、現代資本主義の無視しえない特徴の一つであると同時に、現代資本主義の資本蓄積の限界を表わす基本的な指標になっている。ここに見られる貨幣資本の明らかな「過多」は、経済学者のいわゆる「世界的な過剰流動性」を生み出し、金融緩和政策と相俟ってゼロ水準に近い低金利をもたらしているが、この極度の低金利とこれを可能にする「過剰流動性」をもってしても現実資本の投資を誘発することはできず、したがって追加的な貨幣資本に対する需要を喚起することはできない。その結果、ゼロ水準にちかい低金利で莫大な額の貨幣資本が現実資本の運動から遊離してグローバルな規模で金融的利殖の機会を求め、あらゆる証券をリスクを度外視して買いあさり、結果として貨幣資本が購入する適格な証券が世界的に不足するという現代資本主義に特有の現象は、あきらかに貨幣資本の過剰蓄積を表わしている。

（註）例えば、Caballero (2006)は世界的な金融資産の不足について次のように指摘している。

「世界的な金融資産の不足が発生してきた。金融資産の供給は家計、企業、政府、保険会社その他の金融仲介機関からの価値貯蔵手段、担保資産に対するグローバルな需要増加に追いつくことが難しくなっている。

この資産不足は、途上国では慢性的現象で、これらの国で発生する経済的危機、地域的問

題は、この資産不足から発生している。しかし、今では資産不足はグローバルな規模で発生している。この始まりは、おそらく、1990年代初頭の日本で発生したバブル崩壊であるが、その後、欧州での経済不振、90年代の途上国の通貨危機、さらに中国と産油国の急速な所得増加が金融資産の需要供給の不均衡を激しくしてきた。これらマクロレベルの要因だけではなく、ミクロレベルの要因も作用している。とくに、近年の急激な金融リストラクチャリングと金融イノベーションは、すくなくとも短期的には、担保証券の必要によって、担保資産に対する需要を増大させてきた。

この資産不足を調整する方向での資産価格の変動は、過去20年間、グローバル経済の動向に決定的な作用を及ぼしてきた。いわゆる「グローバル不均衡」、投機バブルの頻発、歴史的な超低金利、(短期政策金利を下げてでも長期金利が下がらない、引用者)金利パズル、さらには世界的なインフレ圧力の低下、一部地域で見られるデフレ現象なども、資産不足問題を視野に入れることで納得のゆく説明が可能になる(p.1) (なお高田(2012) 698-701 ページ参照)

このような意味での貨幣資本の過剰蓄積は、1980年代末の日本における巨大なバブル崩壊以降特に顕著になってきた。グローバルな規模で増大する過剰な貨幣資本は、1990年代前半期にはアジアを中心とする新興国への資本輸出によって、さらに90年代末には米国を中心とする一部工業国におけるIT産業株やハイテク関連株への投資によって価値増殖の方途を一時的に見出したが、2001年以降のITバブル崩壊とニューエコノミー論の消滅によって、貨幣資本は再び深刻な飽和状態に回帰した。

この過程で、中国を始めとする新興国の急速な経済成長と産業化とが世界的な貨幣資本の新たな運用部面を提供したが、それによって問題が解決したわけではない。むしろその後は、多くの新興国自体が企業の余剰資金および外貨準備の膨張という形で過剰な貨幣資本を抱えるようになっている。これらの国はもはや資本輸入国ではなく、資本輸出国になっているのである。

世界的な貨幣資本の過剰をもたらしているもう一つの重要な要因は、1980年代以降に次第に顕著になった経済格差の拡大、とりわけ少数富裕層の手元への金融的富の著しい集中である。1980年代中期以降OECDに加盟するほとんどの国で、所得水準中位層以下の所得の割合が低下し、上位層、とりわけ上位10%の所得の割合が顕著に上昇する傾向が見られる。とりわけ所得集中が激しい米国では、上位1%の全所得に占める割合が、80年代初頭の10%台から2007年には24%にまで上昇した。Kapgemini & Merrill Lynch(2010)によれば、2009年現在、世界全体で100万ドル以上の金融資産を保有する富裕層の数は約1000万人で、この人々が保有する資産(住宅、耐久消費財、収集品を除く)の総額は39兆ドルに上っている。これら富裕層は、この膨大な資産の多くを金融市場で運用しているが、最近の傾向としては彼らが運用する資金のますます多くの割合が、株式や国債などの伝統的な証券市場ではなく、ヘッジファンド、エクイティ・ファンドその他の高収益を目指すいわゆる「代替的投資分野」で運用されるようになっている。



以上のような条件のもとで、世界的に蓄積された過剰な貨幣資本が世界各地での不動産市場、証券市場、原油を始めとする商品先物市場その他の投機的資産取引市場にはけ口を求めて殺到したのはきわめて自然な成り行きであった。そして、2000年代に入ってさまざまな仕組み証券市場やデリバティブ市場の爆発的膨張を促し、今回の金融恐慌の最大の要因を創り出したのも、世界的に累積した過剰な貨幣資本の投機的な動きであった。

これらの投機的資産取引市場は、二つの意味で過剰な貨幣資本の強力な吸引部面になる。第一に、これらの市場では、低利潤や低金利はそれ自体としてはもはや貨幣資本の蓄積の制限にはならない。低金利は、信用の利用を容易にし、不動産や証券の取引を活発化させ、価格上昇を引き起こし、現実資本の運動から遊離した貨幣資本の投機活動と利殖を容易にする重要な要因である。第二に、投機的に取引される資産の価格は、現実資本が実現した現在の利潤や実際に支払われた利子に、要するに新たな剰余価値の生産に依存しない。それらの価格は、利潤や利子が現実のものになる何十年も以前に、はるか将来の期待利潤や約定された利子の流れ、要するにきわめて不確実な「将来の」所得を「先取り」することによって形成される。しかも、これらの価格は将来の期待所得からストレートに形成されるのではなく、さらに投資家の期待収益という期待所得に劣らず不安定なパラメータ（助変数あるいは媒介変数）で割り引かれて算術的あるいは確率的に計算される。

（註）投資資産がその所有者にもたらす将来の所得を投資家の期待利回りで割り引いて現在価値に還元し、この期待利回りで投資された資本がもたらすであろう収益として計算する手続きは、周知のように、資本化(*capitalization*, 資本還元とも訳される)と呼ばれる。「例えば、年々の所得=100ポンド・スターリング、(期待、引用者) 利子率=5%であるとすれば、100ポンド・スターリングは2000ポンド・スターリングの年利子であろうし、この2000ポンド・スターリングは、いまや、この年々の100ポンド・スターリングに対する法律上の所有権証書の資本価値と見なされる」(『資本論』⑩806) 資本化についてのこの説明はマルクスの創見ではなく、マルクスがこの文章を記述するはるか以前から、ロンドンの銀行家の間では、資本化は周知の手続きであり、商慣行であったと思われる。なお、マルクスは『資本論』のなかで資本化あるいは架空資本の形成についていくつかの箇所では触れているが、これらの記述と恐慌論との関連を綿密に整理した文献として **Perelman(2008)**がある。周知のように、ヒルファーディングは『金融資本論』第2編第8章「証券取引所」(邦訳国民文庫(1)276ページ)で、架空資本の創造が、資本化を通じて巨額の創業者利得を生み出すことを指摘したが、資本化の概念と理論的含意について特段の新しい知見は付け加えていない。なお、**Nitzan & Bichler(2009)**, **Bichler & Nitzan(2010)**によれば、手形の割引はすでに14世紀にイタリアの商人たちの間で広まっており、この慣行が教会の反対を押し切って銀行家の間に普及したのは17世紀のことである。さらに、将来の所得の資本化によって資産の現在価値を算定する算術的方法を最初に明示したのは19世紀中葉のドイツの森林検査官であった。また、これらの著者によれば、資本化の普及を促した歴史的要因は株式会社の普及と資本市場の発展であり、その算術的方法を経済理論に高めたのは米国の経済学者アーヴィング・フィッシャー(*The Rate*

of Interest, 1907)であった。資本化は1950年代までに企業のバランスシートに導入されるようになり、経済学の教科書にも登場するようになった。今日見られるように資本化があらゆる資本運動の評価原理として認知されるようになったのは、1960年代以降のファイナンス論の発展、とりわけシャープ、リントナー他によって定式化された資本資産評価モデル(CAPM)が普及して以降のことである。

産業の動向、政府の政策その他の、市場と投資家心理に影響する何らかの要因が作用して期待所得と期待利回りが変動すると、資産価格が変動する。こうしたファクターの影響は、投資家の予想を変化させ、新しい予想や期待に促された投資家の行動は価格変動を一層増幅させる。その場合、価格の変動がどの程度資産の「本当の価値」から乖離しているのかを測定する術は存在しない。なぜなら、これらの資産価格は、事柄の本性からして架空のもの(投資家の行動による自己実現的結果)であり、どのような意味においても現実的な価値の現象形態ではあり得ないからである。投機的取引を行う投資家にとっては、自分の予想が的中するか否か、あるいは他の投資家が自分の予想した行動をとるか否かだけが問題であり、その意味で結果がすべてであり、「本当の価値」や「理論上の価値」がどうであるかは始めから問題になり得ない。

資本化によって架空資本の一大市場が形成されると、貨幣資本は現実資本の運動から遊離して自立的に価値増殖する余地を獲得する。ここでは、貨幣資本は、架空資本の創造と売買を通じて自己を増殖する資本として運動する。このような貨幣資本の自立的運動は、現実資本の循環から遊離した貨幣資本だけではなく、さまざまな階層の所得のなかで投資や消費に充てられないあらゆる貨幣に、資本としての独自の価値増殖の部面を提供する。その結果、現実資本の蓄積からみて過剰な貨幣資本は、その多くが架空資本市場に流入する。

架空資本市場は、その自己実現的な運動形態によって、言い換えれば、貨幣資本の運動が引き起こす資産価格の全般的な上昇という形態で、過剰な貨幣資本を吸収する。この結果、現実資本の過剰蓄積(過剰生産と競争激化)に代わって、資産価格の上昇が資本の過剰蓄積の一般的な発現形態となる。その場合、資本の過剰蓄積はあくまでも現実資本の価値増殖との関係で言われるのであり、貨幣資本それ自体については自己実現的価値増殖が可能であり、貨幣資本の過剰蓄積を表示する明確な指標は存在しない。したがって、市場に参加する多くの投資家の予測と期待が何らかの要因によって転移するまでは、貨幣資本は架空資本市場に流入し続け、その結果資産価格も上昇し続ける。

(註)「工場や設備などの物的生産手段の能力には制約があるのに対して、金融市場はただその利用者、すなわちトレーダーの集団的な想像力によってのみ限界づけられる。利子や配当など他の金融的所得が産業利潤から直接控除されるのとは異なり、キャピタルゲイン(資産譲渡益)は、資産価格の上昇が続く限り、そのような制約を受けない。そして、市場に広まった熱狂が多くの流動性をこれらの資産とその市場に仕向ける限り、実際に価格は上昇し続ける」(Guttman, 2009)

貨幣資本の過剰蓄積と資産市場への継続的流入によって資産価格が長期的傾向（利子の長期水準をふくむ）から乖離して上昇する現象は一般にバブルと呼ばれる。バブルは、過剰な貨幣資本が架空資本の創造と売買を通じて、現実資本の利潤と関わりなく、自己実現的な価値増殖を行っている現象を表わしている。しかし、架空資本の価格にはもともと理論的・客観的な基準値は存在しないために、市場の調整機能を重視する伝統的な経済理論ではバブル現象を理論的に説明することはできない。

（注）グリーンズパン FRB 前議長が今回の金融危機を未然に防止する金融政策上の措置を取らなかった責任を問われ、バブルは実際にそれが発生するまで分からないと答えたことは良く知られている。現代ファイナンス論の理論的支柱である効率的市場仮説を提唱し、この分野で数々の賞を贈られたシカゴ学派の重鎮ユージン・ファーマは、最近のインタビューで信用バブルについて尋ねられ、次のように述べている。「私には信用バブルが何を意味するのか理解できない。信用を受ける人は、誰か他人から受けなければならない。信用バブルとは、当該期間に人々が貯蓄をし過ぎたことを意味するのだろうか。・・・私には、そもそもバブルが何を意味するのかも分からない。これらの言葉は一般に流布しているが、それらに意味があるとは思わない」（*Mises Daily*, February 15, 2010）さらに、シカゴ大学と並ぶ米国ファイナンス論のメッカであるペンシルヴェニア大学・ワートン校のジェレミー・シーゲルはバブルを経済理論で定義する困難性を取り上げた論文で、資産価格が一般に将来期待されるキャッシュフローの現在価値であることは誰でも知っているが、この場合の「将来」は数年というような短期間ではなく、長期間（例えば 30 年）を想定する必要があること、この程度の長期的視点で評価すれば、1930 年代大恐慌に先立つ株価上昇を含め、過去に知られているバブルの原因とされる投資家の行動の多くが必ずしも「不合理(irrational)」であったとは言えないこと、したがって資産価格の下落が始まってもすぐにそれをバブルと判断することは不可能であると指摘した上で、もしも資産価格が 30 年後になお期待利回りから 2 標準偏差分以上乖離していればその価格をバブル（異常な価格変動）と定義するのが妥当であると提案している(Siegel, 2003)。要するに、彼にとっては「バブル」は経済分析のための概念ではなく、歴史を記述するための一つの用語にすぎないのである。

資産価格の変動には理論的なアンカー（基準値、例えば、商品価格における生産価格）が存在しないということは、資産価格の変動には理論的な限界がないということの意味している。言い換えると、架空資本市場は、現実資本の蓄積から見て過剰となった貨幣資本を限度なく吸収することで資本の過剰蓄積を隠蔽し、過剰生産恐慌の勃発を繰り延べる役割を果たすことができる。架空資本市場が現実経済に比較して相対的に肥大化し、現実資本を何倍も上回る規模の貨幣資本を吸収するようになれば、一方で現実資本の過剰蓄積が過剰生産恐慌として発現する可能性は、排除されないまでもかなり小さくなり、他方で、バブル崩壊——それが何時、何を契機に、どのような様相で生起するかはだれにも予測できない——によっ

て貨幣資本の暴力的な価値破壊が引き起こす金融恐慌は甚大かつ長期的になる。1980年代以降に顕著になった現実経済の「大いなる平穩」と深刻かつ広範な金融危機の頻発という現象は、現代資本主義における現実資本と貨幣資本の以上のような新しい関係を念頭において初めて十分に理解できるのである。

## まとめ

周知のようにマルクスは、現行版『資本論』第3巻第4篇第30～32章に収録された論稿で、現実資本と貨幣資本の関係をめぐる「比類なく困難な問題」——貨幣資本の蓄積がどの程度まで現実資本の蓄積を反映するのか、また、貨幣資本のひっ迫あるいは欠乏は現実資本のひっ迫あるいは欠乏をどの程度まで表現するのか——について考察をめぐらせている。

この考察を通じてマルクスは、産業循環の諸局面を通じて現れる貨幣資本の過剰あるいは欠乏が現実資本の過剰や欠乏を直接反映するものではなく、貨幣資本は基本的に現実資本の蓄積から乖離した自立的運動を展開するという問題を詳しく検討している。さらにマルクスは、国債や株式に代表される架空資本の発展が貨幣資本の現実資本からの自立と乖離をさらに拡大すること、その場合、資本化(capitalization)と呼ばれる当時すでに銀行家の間で広く行われていた架空資本の価値評価方式が架空資本の形成に重要な役割を果たすことを指摘していた。

しかし、いうまでもなくこれらの論稿を執筆するにあたってマルクスが念頭においていたロンドン金融市場と、現在の金融市場との間にはきわめて大きな違いがある。19世紀の中葉には鉄道会社を中心にすでに株式会社形態がかなりの程度普及していたが、証券取引の中心は依然として国債取引であり、株式市場は未発達であった。金融史家によれば、20世紀の初期まで、ロンドン株式取引所は企業にとって新規発行の場ではなく、海外投資の手段として利用されていた。イギリスの大手企業の多くは、第一次世界大戦後まで進んで株式を公開し、株式取引所に上場することはしなかった。現代では、国債市場と株式市場は依然としてもっとも重要な証券市場であるが、それらはいわば伝統的な市場であり、これに代わってコマーシャルペーパー市場、さまざまな仕組み証券市場、投資信託市場、さらにはデリバティブ市場、ヘッジファンドやエキュイティ・ファンドなどの「代替的投資」その他が貨幣資本にグローバルな規模で新しい価値増殖の機会を提供している。

これらの市場は、全体として、現実の経済成長や貿易量の増加などをはるかに上まわる速度で拡大し続けている。同時に、これらの多くは、マルクスが「比類なく困難な問題」の考察を通じて明らかにした現実資本の蓄積から自立した貨幣資本の独自の蓄積の余地に比べ、さらに何倍も上回る規模の自立的蓄積の余地を貨幣資本に提供している。さらに、資本価値を評価する標準的手続きとしての「資本化」は、単に銀行家だけの「儀式」ではなく、あらゆる種類の投資家と、企業経営者が投資判断の拠り所にする「資本の論理」そのものになっている。言い換えれば、架空資本こそが資本の典型になっているのである。

そして、本来は内的に統一されるべき諸契機——現実資本の蓄積と貨幣資本の蓄積——の極度の分離と自立化は、一方で現実資本の運動に重大な変化を促し（経済の金融化、株主価値重視のコーポレートガバナンス、財務重視の経営）、他方で、産業循環に従来とは異なる新しい様相を与えるが、それは本稿で指摘したように、現代の産業循環では現実資本の過剰投資、したがって過剰生産恐慌がめだたなくなり、代わって深刻な金融危機が数年ごとに頻発する現象として現れているのである。

以上のような現実資本と貨幣資本の新しい関係とそれを背景とする産業循環の形態変化を立ち入って考察するためには、現代の貨幣資本の運動を規定している架空資本の運動とその原理をさらに理論的・歴史的に解明することが必要である。これについては、さらに機会を改めて取り上げる予定である。

#### 参考文献

- 井村喜代子(2009)『世界的金融危機の構図』(勁草書房)
- 高田太久吉(2010)「2007-2009 国際金融危機の特徴をどう見るか」(信用理論研究会編『信用理論研究』第28号(2月))
- (2011a)『金融恐慌を読み解く』(新日本出版社)
- (2012)「金融危機の要因としての過剰流動性について」(中央大学『商学論纂』3月)
- (2011b)「世界不況は終わったのか」(日本共産党『前衛』(4月))
- 鶴田満彦(2010)「2008年世界経済恐慌の基本性格」(経済理論学会編『季刊 経済理論』(7月))
- 米田貢(2010)「今回の世界金融危機の性格をめぐって」(一井昭編『グローバル資本主義の構造分析』中央大学出版部、第7章所収)
- Altman, Edward(2007) Global Debt Markets in 2007: New Paradigm or the Great Credit Bubble? *Journal of Applied Corporate Finance*, Morgan Stanley, vol.19, no.3, (Summer)
- Bernanke, Ben S.(2004) Remarks by Governor Ben S. Bernanke, At the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC, (February 20)
- Bichler, Shimshon & Jonathan Nitzan(2010) Capital as Power: Toward a New Cosmology of Capitalism, (<http://bnarchives.net>)
- Brenner, Robert (1998) The Economics of Global Turbulence: A Special Report on the World Economy, 1950-98, *New Left Review*, (May-June)
- (2009) What is Good for Goldman Sachs is Good for America: The Origins of the Present Crises, University of California, Center for Social Theory and Comparative History(April)
- Caballero, Ricardo(2006) On the Macroeconomics of Asset Shortages, MTT and NBER(November 6)
- Capgemini & Merrill Lynch Global Wealth Management(2010) *World Wealth Report*.

- Clarke,Simon(1994) *Marx's Theory of Crisis*, St.Mattin's Press.
- Duménil,G & Levy,D (2011) Economic Crisis of Early 21<sup>st</sup> Century: Marxian's Perspectives.
- Gorton,Gary(2009) Securitized Banking and the Run on Repo, Yale ICF working paper, (November)
- (2010) Questions and Answers about the Financial Crisis, prepared for the U.S. Financial Crisis Inquiry Commission,( February)
- Guttman,Robert(2009) Asset Bubbles, Debt Deflation, and Global Imbalances, *International Journal of Political Economy*, vol.38, no.2(Summer)
- Husson, M(2009) *Kapitalismus pur: Deregulierung, Finanzkrise und weltweite Rezession, Eine Marxistische Analyse*, ISP.
- Hyun Song Shin(2009) Reflections on Northern Rock: The Bank Run that Heralded the Global Financial Crisis, *Journal of Economic Perspectives*, (Winter)
- IMF(2008) Systemic Banking Crises: A New Database, Working Paper, (November)
- Kliman, Andrew(2011) Value and Crisis: Bichler & Nitzan versus Marx, *Journal of Critical Globalisation Studies*(February)
- Lapatsioras,Spyros et al(2009) On the Character of the Current Economic Crisis,(April 10,)
- McKinsey Global Institute(2010) *Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and Its Economic Consequences*.
- McNally,David(2008) From Financial Crisis to World Slump: Accumulation, Financialization, and the Global Slowdown, (December 2)
- Milios,John and Dimitris Sotiropoulos(2011) Financial Innovation and Conflict in Teterodox Thinking.
- Nitzan,Jonathan & Shimshon Bichler(2009) *Capital as Power: A Study of Order and Creorder*, Routledge)
- Perelman,Michael(2008) Fictitious Capital and the Crisis Theory(September)
- Schulmeister,Stephan( 2010) Die grosse Krise im Kontext des "langen Zyklus" der Nachkriegszeit, in Oberlechner & Heffleisch(Hrsg.) *Integration, Rassismen und weltwirtschaftliche Krise*, Braumuller-Verlag.
- Siegel, Jeremy J(2003) What is an Asset Price Bubble? An Operational Definition, *European Financial Management*, Vol.9, No.1.
- U.S. Congress, Joint Economic Committee(2007), *The Subprime Lending Crisis*(October )