

金融危機の要因としての過剰流動性について

高田太久吉

流動性は単なる記述的な用語であり、それがあたかも何かの原因であるかのように論じることが、引き馬の前に荷車をつなぐようなものである。(Michael Bracken, 2008, p. 167)

はじめに

今回の国際金融危機は、現代の国際金融システムの急激なグローバル化と構造変化の背景に、きわめて深刻な不安定性と脆弱性が隠されていることを露(あらわ)にした。多くの研究者は、近年の金融市場で頻発する金融バブルと金融危機の主要な要因として、過剰流動性(excess liquidity)とその作用に着目してきた。これらの研究者によれば、主要国の拡張的な金融政策、国際的な不均衡、企業の実物投資の低迷などいくつかの構造的要因が相まって、とりわけアジア通貨危機以降の国際金融市場には過剰流動性が供給されてきた。過剰流動性は、銀行信用の膨張を促し、投資家のリスク取り入れを活発化させ、金融システム全体のレバレッジを押し上げ、低金利政策と相俟って証券利回りの傾向的低下をもたらし、証券と不動産の急激な価格上昇(バブル)を引き起こした。

2005年以降に警戒的な動きを強めたFRBの政策が引き金になって、米国の住宅価格が頭打ちになると、住宅価格の継続的上昇を見込んでいた投資家の期待が転移し、格付け会社による仕組み証券の格付け引き下げを契機に金融機関と投資家の流動性選好(流動性を手元に確保する動き)が一挙に高まった。それまでさまざまな金融機関と投資家にほとんど無尽蔵の流動性を提供してきたレポ市場と金融CP市場では一挙に流動性不足が発生し、この市場に依存していた投資銀行、ヘッジファンドやさまざまな簿外投資ビークル(CDO、SIVその他)は深刻な流動性危機に陥った。これら金融市場における流動性の突然の消失は、金融グローバル化のもとでヨーロッパを含む広範な金融市場に波及し、これによって世界金融危機と、これを引き金とする世界不況が発生した。

ほぼ以上のように要約できる過剰流動性論は、しかしながら、立ち入って検討するといくつかの理論的難点を内包している。

第1に、肝心の流動性概念が、専門家の間でも多義的に利用され、それ

らの異なった定義の区別が不明確なこと。

第2に、定義の多義性と曖昧性が、「過剰」流動性の明確な説明を困難にし、合わせて、もう一つの類似の概念である過剰信用あるいは過大なレバレッジとの混同を引き起こしていること。

第3に、過剰流動性概念の曖昧さは、金融危機の過程の分析に混乱をもたらし、過剰流動性論に依拠した分析の多くが、金融危機にともなう現象をその原因と取り違え、同義反復に陥っていること。

以上のような理論的問題を解決するためには、筆者の見解によれば、本来金融バブルや金融危機を引き起こす能動的な要因ではなく、バブルに伴う現象にすぎない過剰流動性や過剰信用の概念ではなく、金融市場に能動的な影響を及ぼす貨幣資本とその過剰という概念に依拠して、金融バブルや金融危機を説明することが必要である。

1. 金融バブルの主因＝過剰流動性論

2001年にアメリカのITバブルが崩壊し、連邦準備制度理事会の金融緩和と政策を背景に、株式市場から流出した資金が住宅ローン市場に流入して住宅バブルを引き起こした。住宅バブルは、アメリカにとどまらず、イギリス、スペイン、オーストラリアその他の諸国でも発生した。さらに、住宅バブルを背景に、住宅ローンを組み込んだRMBS（住宅モーゲッジ担保証券）やCDO（債務担保証券）その他の仕組み証券市場が急膨張し、銀行をふくむ世界中の機関投資家が莫大な資金を高リスクの仕組み証券に投資した。こうして、仕組み証券の組成・販売は、大手金融機関の最重要な収益源となり、これをサポートした格付け会社や金融保険（モノライン）会社にも莫大な利益をもたらした。さまざまな機関投資家が運用する資金は、より高い利回りをもとめて、高リスクの商工業向けローン、消費者ローン、自動車ローン、さらには、原油を始めとする商品市場にまで流入し、全体として急激な信用膨張と、商品価格の異常な高騰を引き起こした。

このような機関投資家の活発な資金運用と結びついた仕組み証券市場や高リスク商工業向けローン市場の膨張、商品市場の投機市場化に注目する専門家の多くは、これらの現象の背景に世界的な「過剰流動性(excess liquidity)」が作用していることを指摘している。さらに、2007年夏以降いわゆるサブプライム問題を契機に世界的な金融危機が発生すると、今度は一転して、金融危機の発生メカニズムの説明要因として、「流動性の消失」や「流動性の崩壊」が注目されるようになった。事実、金融危機にともなう大手金融機関とヘッジファンドの破綻では、その多くが短期金融市場（レポ市場、CP市場他）からの資金調達が困難になり、短期的な支払い資金が

急迫したことが引き金になった(Gorton,2009; Gourinchas,2010)。

これらの専門家の見解によれば、1990年代以降、今回の金融危機に至る過程で発生した数多くの混乱や危機の最も重要な要因は、アメリカの経常収支の大幅赤字、中国、日本、産油国などの経常収支黒字あるいは「過剰貯蓄」、日本を始めとする各国通貨当局の金融緩和政策などが相俟って生み出した、グローバルな規模での過剰流動性であった。そして、過剰流動性は銀行信用の膨張と投資家の過度のリスク取り入れ（投機的行動）を誘発して不動産市場や証券市場にバブルを引き起こし、これらのバブルが崩壊すると、一転して銀行と機関投資家のリスク忌避行動によって「流動性消失(liquidity runs)」を発生させた。

例えば、アメリカのハイイールド証券（ジャンクボンド）市場の専門家アルトマンは、ハイイールド証券のデフォルト率と利回りの顕著な傾向的低下に着目し、こうした現象をもたらした要因として近年世界的に増大した流動性の作用を重視している。

「過去数年における信用と資本市場における環境に適切な表現を与えるとすれば、それはグローバルな金融市場全体における前例のないレバレッジの供給を促した、爆発的ともいえる流動性である。この流動性ブームの源泉は、オイルダラー、とりわけアジア諸国からの巨額の政府余剰、さらに年金、財団および民間の富がもたらす投資の増大である。これらの諸要因は、拡張的な金融政策と相俟って、世界的にめざましい経済成長を引き起こした。この最近の流動性の急増に関してとりわけ目立ったことは、それが信用市場と繋がって、資本のますます大きな割合を代替的な投資対象、とりわけ非投資適格証券、プライベート・エクイティ、ディストレス資産に向けさせたことである」(Altman, 2007, p.24)

要するにアルトマンによれば、近年の世界経済におけるいくつかの構造的・政策的要因によって、株式、社債、国債などの伝統的な証券市場だけでは吸収されない過剰流動性が供給され、それらの市場からあふれた流動性は、非適格証券（ジャンクボンド）市場やプライベート・エクイティなどの代替的証券市場に流入し、それらの価格を押し上げ、さらには世界経済自体の成長率をも押し上げて、これら代替的証券のデフォルト率と利回りを従来水準から大きく押し下げた。そして、サブプライムローンを組み込んだハイリスクの仕組み証券市場の異常な膨張も、このような過剰流動性の産物として説明されることになる。

（注）過剰流動性論に依拠した金融危機の分析については、他に Deutsche Bank Research(2007);IMF (2008, Chapter 3); CEBS(2008); Brunnermeier(2009)を参照。

したがって、彼らの見解によれば、金融危機の解明のためには、世界的な過剰流動性の発生原因を解明し、過剰流動性がどのようなメカニズムを通じて信用の過度膨張を誘発し、リスクプレミアムを縮小させ、金融バブルと金融危機を引き起こすのか、また、いったん危機が発生すると、それまで無尽蔵と思われていた流動性がなにゆえに突如消滅するのか、こうした問題を具体的に分析することがまず重要ということになる。

このために、2000年代中ごろにアメリカの住宅バブルが顕著になると、これを契機に過剰流動性についての議論が活発化し、過剰流動性の発生要因をめぐる研究が数多く発表されるようになった(Adalid R. & C. Detken, 2006; Borio, 2004; Laganā et al, 2006; Rüffer & Stracca, 2006)。

これらの研究によれば、一般に金融危機に先立っていくつかのマクロ的、国際的要因から過剰流動性が発生し、その結果、金融市場における金利水準の著しい低下とリスクプレミアムの大幅縮小、銀行やノンバンクをふくむ金融機関の融資増大と融資条件の緩和、証券市場の利回り低下とさまざまな証券価格の上昇、投資利回りを確保しようとする投資家の間での積極的なリスク取り入れ、実物投資に消極的な企業の「手元流動性」の増加、などの諸現象が顕著になった。

これらの諸現象の背景にある過剰流動性は、金融当局の拡張的な金融政策、貿易黒字国から赤字国への資金流入、企業の実物投資の停滞、経済的不平等の拡大と富裕層投資家への所得の集中、機関投資家の成長、金融イノベーションによるレバレッジ上昇などの要因によってもたらされた。しかし、何らかの原因(例えば、金融当局のバブル予防的な金融引き締め、証券価格や不動産価格の下落、企業業績の悪化、インフレーションなど)によって金融機関と投資家の将来予想とリスク評価が変化すると、これまで過剰とみられていた流動性は一挙に消失し、一転して市場では深刻な「流動性不足」(liquidity squeeze, liquidity crunch)が発生する。しかも、いずれかの金融市場で発生した流動性不足は、急速に金融市場全体に拡大し、金融当局がこうした変化を制御することはきわめて困難である(Getter et al, 2007, p.9)。

このような流動性の増大とその突然の消失という現象を、一部研究者は流動性パラドックス(liquidity paradox)と呼び、別の研究者は流動性の幻想(liquidity illusions)、あるいは流動性ブラックホール(liquidity black holes)と呼んでいる。

例えばインドの研究者 Chandrasekhar & Ghosh, (2008) は、流動性パラドックスを次のように指摘している。

「米国のサブプライム危機がもたらした結果の中で活発に議論された

問題は、グローバルな流動性消失である。・・・逆説的なことは、流動性危機を引き起こす流動性不足という問題は、何よりも、国際金融市場における流動性レベルの急激な上昇をもたらしたプロセスの結果であるということである(p.1)」彼らによれば、流動性を測定することはほとんど不可能であるが、研究者は市場での取引規模の増大を流動性の指標と見なし、とくに、銀行セクターの対内的・対外的エクスポージャーの変化をグローバルな流動性の指標として利用している(p.1).

また、今回の金融危機発生以来、金融危機と流動性の関連について精力的に論稿を発表してきた Nesvetailova(2008-a; 2008-b)は、近年の金融イノベーションが、一方において個別機関や投資家にとっての市場取引の容易さという意味での流動性を増大させると同時に、金融システム自体にとっては、逆に信用の連鎖を延長して流動性を低下させ、ストレスに対するシステムの脆弱性と不安定性を高めたという意味で、個別ポートフォリオの流動性と金融システムの流動性との間に重大なトレードオフがあることを強調している。その上で彼女は、市場参加者が活発かつ大量の市場取引やリスクプレミアムの縮小などを豊富な流動性の存在と誤解する傾向を、「流動性の幻想」と呼んでいる。

(註) Nesvetailova が強調する「流動性の幻想」にもとづく典型的な議論はモルガン・スタンレーのエコノミスト Fels, J (2005)に見られる。

他方、活発な市場取引に表れる豊富な流動性が何かのきっかけで突然消失する現象を、Persaud(2001;2002)は、「流動性ブラックホール」と名付けた。彼によれば、BIS や多くの研究者が行ってきたように、市場流動性を市場取引の規模で測ることは誤りである。なぜなら、市場流動性を作り出すのは、市場参加者の数や取引規模ではなく、市場参加者とかれらの取引における多様性だからである。現代の金融機関と投資家が判断基準にするリスクマネジメントの公準には共通性があり、投資家の数が増大してもかれらの行動様式が他者追隨的になれば、あるいは特定の市場に集中する傾向を示せば、市場流動性は低下する。こうした傾向は、BIS 規制のような一律のリスクマネジメント手法が監督機関によって強制されることによつて一層強まることになる。

Persaud(2002)によれば、近年の金融市場では市場流動性を決定する市場参加者とその行動の多様性を減少させるさまざまな要因が作用している。それらの要因としては、標準化された情報公開による利用可能な情報の画一化、グローバル化や規制緩和による市場統合の進展、VAR に代表される市場感応的なリスクマネジメントの普及などが挙げられる。これらの諸要

因は、市場参加者の情報と判断の画一化を促進し、市場参加者の間に他者追従行動を強める。

(註) 念のために付記すれば、金融危機の要因としての過剰流動性に専門家の関心が高まったのは、今回の危機が最初ではない。すでに 1997-98 のアジア通貨危機を契機とする国際金融危機において、市場流動性という意味での過剰流動性と金融危機の関係が着目され、これに関してバブル崩壊後の日本からの巨額資金流出が指摘された。例えば、Borio(2000; 2004)を参照。

2. 流動性概念の多義性と曖昧性

以上のように、近年金融危機の主要な要因としての過剰流動性についての関心が高まっているが、とくに、金融バブルと金融危機の要因としての過剰流動性をめぐる議論は、筆者の考えでは、いくつかの理論的難点を抱えている。

最大の難点は、そもそも研究者が使用する流動性という概念自体が多義的で、明確な定義ができないということである。

周知のように、これまで専門家は、流動性という概念を複数の異なった意味で定義し、使用してきた。それらの定義は論者によって異なった言葉で表現されているが、大きく分けると、以下の4つに分類できる。

(a)資産の流動性(asset liquidity)。

これは、企業や投資家など経済主体の保有するさまざまな資産について、それらがどれほど容易かつ低コストで現金化できるかという尺度で評価した、各種経済的資産の市場売却 (=換金) 可能性を示す指標である。それは、言い換えれば、それぞれの資産の現金との近似性ということができる。この定義に基づけば、現金は流動性 100%であり、それについて流動性が高い資産は要求払い預金(当座預金、普通預金)であり、ついで定期預金、投資信託などの順序になる。因みに、企業のバランスシートに計上されるさまざまな項目は、原則としてこのような意味での流動性の高い順番に並べられている。

(b)個別経済主体の資金的流動性(funding liquidity)。

これは、金融機関、企業、家計などの経済主体が、短期的な支払いの必要のための資金をどれくらい手元に確保しているか、あるいは、新たな資金の必要が生じた場合、どれほど容易に調達できるかという、手元資金の潤沢さを表す指標である。それぞれの経済主体は短期的な支払が必要になると、十分な手元資金が確保されている場合にはそれを取り崩し、そうでなければ、短期の外部資金取り入れによってまかなう。後者は、銀行システム(間接金融)が中心の金融システムでは、銀行ローンや銀行の信用保

証などが主要な方法であり、逆に資本市場中心の金融システムでは、短期の債券やコマーシャルペーパー（CP）の発行が代表的である。このような意味での流動性は、経済主体の最終的な支払能力を表す「ソルヴェンシー（solvency）」から区別される。ソルヴェンシーは、経済主体が債務を上回る資産（正味資産）を確保している状態を示しているのに対して、資金的流動性は、例えば、企業が満期になった債務や手形の支払いを滞りなくできるかどうかという問題である。

（註）ただし、多くの研究者が指摘しているように、個別経済主体の資金的流動性とソルヴェンシーとは、概念的にはともかく、実際には密接に関連しており、その区別は容易ではない。金融市場で緊張が高まると、まず資本市場や短期金融市場での資金調達が困難になるが、こうした困難が重大化したり、長期化する場合には、保有資産の価値低下や債権回収の困難、さらには一般的な販売困難などの理由から損失が発生し、正味資産の毀損が生じる。

(c)市場の流動性(market liquidity)。

これは、金融資産市場における大量の資産の売買が、当該資産や他の資産価格に大きな影響を及ぼすことなく実行される市場の状態である。市場の流動性が大きいのは、さまざまな資産に対する買い手（強気筋）と売り手（弱気筋）とがそれぞれ大量に存在しており、市場価格を基準にして、投資家が欲する資産をいつでも、望む数量で、容易に売ることでも買うこともできる状態を意味している。逆に、市場参加者の数が多くても、かれらの判断が強気筋に偏ると、売り手を見つけることができず、逆に投資家が弱気筋に偏ると、買い手を見つけることができず、いずれの場合にも取引は成立しない。したがって、市場流動性が高いというのは、単に多数の投資家が市場に参加しているだけでなく、彼らの判断が多様で錯綜し、強気と弱気、買い手と売り手が程よくバランスしている状態を表している。

(d)マネタリー流動性(monetary liquidity)。

これは、マネーストック（民間部門の企業、家計、地方公共団体などが保有する通貨性資産の合計）を含む流動性を備えた金融資産が、民間セクターによって全体としてどれほど大量に保有されているかを示す貨幣的指標である。例えば、日本銀行が作成する資金循環表には、現金と要求払い預金（預金通貨）を合計した M1 の他に、定期性預金や外貨預金、譲渡性預金などを加えた M2+CD、これに郵貯、金銭信託などを加えた M3+CD、さらに、投資信託、公社債、金融債などを含むさまざまな証券、投資信託など、市場で取引可能なあらゆる金融資産を総計した「広義の流動性」というマネーストック統計が公表されている。マネタリー流動性はこれらの

量的指標に相当する。

(註) BIS、IMF、欧州中央銀行 (ECB) などが発行する市場レポートが重視する流動性は、多くの場合、この意味でのマネタリー流動性である。

以上のように、流動性という概念は経済学で広く使用されているいわばキーワードの一つであるにも関わらず、その意味は多義的で、あいまいな概念である。したがって、文献のなかで流動性という概念に出会った場合は、それぞれの文脈の中でその意味を特定して解釈する必要が生じる。

(注)「金融新聞や他の市場評論では、資産価格騰貴の原因は時に金融市場の「過剰流動性」に帰せられる。金融評論家は金融市場が「流動性に満たされている」とか、流動性が「振りまかれている」などの類似の比喩を好んで用いる。しかしながら、こうした文脈で流動性を使用される正確な意味はしばしば曖昧である(Adrian & Shin,2008, p.2)」「流動性に関する研究は、マクロおよびミクロ経済学の広範な分野にまたがってきた。その理由は、流動性が実際にはあまりにも曖昧で多数の定義を包括する用語だからである。われわれはどのように流動性を定義するのか。流動性は、金融政策によって影響を受ける貨幣量的概念なのか。それとも、流動性は、ミクロレベルで測られる資産に特有のものなのか(Borja,p.3)

流動性概念は以上のように多義的であるだけでなく、それらの異なった概念の相互の関係は、定義上はともかく、実際にはしばしば曖昧である。例えば、さまざまな資産の売却可能性を意味する「資産の流動性」は、さまざまな金融市場の間の統合性が深まり、金融資産の間の代替性が高まった結果、市場流動性と切り離して個別に論じることが難しくなっている。実際に、さまざまな仕組み証券の流動性は、仕組み証券市場と繋がったレポ市場や金融 CP 市場における資金的流動性や市場流動性と密接に連動している。さらに、仕組み証券市場の流動性は、地方債や社債を含むその他の債券市場の流動性とやはり密接に関連している。こうした関連は、投資家の資金がさまざまな債券市場の間で裁定的に移動するだけでなく、市場の一部で表面化した問題が、当該市場以外の市場における参加者のリスク評価や将来予測に広範な影響を及ぼすことに起因している。

流層性概念の曖昧さは、市場流動性と資金的流動性の関係にも見ることができるし、さらに、これらとマネタリー流動性との関係にも見て取ることができる。例えば、中央銀行による「流動性供給」は、これら三つの流動性に共通の影響を及ぼす。同様のことは、海外からの「流動性の流入」についても言うことができる。したがって、多くの研究者が拡張的な金融政策と黒字国からの資金流入が過剰流動性の重要な要因であると指摘する時、

それは、それら三つの流動性をひっくるめた議論になっているのである。

3. 流動性の「過剰」をどのように説明するか

(1)市場流動性の過剰

流動性概念の多義性と曖昧性は、当然の結果として、金融バブルの要因としての過剰流動性をどのように定義し、説明するかというやっかいな理論的問題を提起してきた。しかし、実際には、流動性をどのように定義し、測定するにせよ、既存の定義にもとづく限りその「過剰」の何であるかを説明することは容易ではない。

因みに、近年の金融危機をめぐって、「過剰流動性」ないし「流動性の消失」という概念が使用される場合、そこで議論されている事象は特定の種類の資産の転売可能性ではなく、また、個別の経済主体の資金調達の容易さでもない。金融バブルや金融危機の分析で想定されているのは、具体的にはレポ市場やCP市場、さらにはフェデラル・ファンド市場など、主として大口の短期資金が取引される市場における資金需給の状態である。

その理由は、第一に、これらの市場における資金需給は、銀行や機関投資家を中心とする市場参加者間の資金需給を集約し、したがって、金融市場全体の資金需給を集約的に表わすからであり、第二に、大手金融機関とヘッジファンドその他の機関投資家が、これらの市場が提供する豊富な資金を利用して積極的に取引を膨らませ、結果として金融システム全体としてのレバレッジを高めてきたからである。これに対して、特定の種類の資産の売却可能性を表す前記(a)や、個別経済主体の資金調達の容易さを示す(b)の流動性概念は、いずれも基本的にミクロの概念であって、金融市場の全般的な状態を表すマクロの概念ではない。

ところで、すでに見たように、一般に市場の流動性が高いということは、資産の売買が当該資産や裁定対象となる類似資産の価格に大きな影響を及ぼすことなく容易かつ迅速に実行できる状態を表している。言い換えれば、当該資産に対する売り手および買い手がいずれも多数市場に存在し、しかも、かれらの当該資産の価格に対する評価が多様で錯綜しているために、売り手も買い手も容易に相手を見つけることができる状態を言い表している。

しかしながら、流動性をこのような意味での市場の状態として「定義」した場合、資産バブルを引き起こす「過剰流動性」とはどのような事態を意味するのであろうか。

金融バブルの原因となる過剰流動性は、証券や不動産などの——長期的トレンドあるいはファンダメンタルズから乖離した——全般的な価格上昇

を引き起こす超過需要が市場に存在することを意味している。具体的には、資金を証券に投資しようとする多数の金融機関や投資家が市場に参加しており、別の金融機関や投資化が証券その他の資産を、価格の下落を心配することなく容易に売却できる状態を想定している。いわば、金融市場において投資対象となる証券その他の資産に対する過剰な需要が存在している状態である。

今回の金融危機に先立つ数年間に、実際にこのような意味での証券に対する超過需要が存在したことは、研究者によって指摘されている。例えば、Caballero (2006)は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。ことの始まりは、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も長期金利が下がらない)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)」

さらに、Gourienchas(2010)は、米国の金融政策および経常収支赤字による過剰な通貨供給が今回の金融危機の「原因」としては不十分な説明しか与えないとして、上記のCaballeroの見解を引きながら、次のように記している。

「広く流布している国際的不均衡、つまり米国の経常収支の赤字やアジア諸国に発生した黒字の間の不均衡は、金融危機の説明として十分ではない・・・米国およびグローバル経済で発生した今回の危機の根源にある基本的な不均衡は、それら以外の要因、すなわち、安全で流動的な負債性資

産に対する米国内外のグローバルな需要と、こうした資産の限られた供給との間の不均衡である(p.2)」

以上に紹介した Caballero と Gourinchas の見解は、グローバル化と証券化(securitization)が進展した現代の金融市場における不均衡を説明するにあたって、単純な過剰流動性論ではなく、むしろ逆に安全な資産のグローバルな供給不足に着目している点で注目に値する。しかし、かれらの研究は、このような安全な資産の不足として現れる市場の不均衡現象が、経済学的に何を意味しているのかという問題については説明を与えていない。

金融危機に先立つ数年間の金融市場にもっとも顕著な現象が、さまざまな機関投資家の運用する資金の急激な増大と、これを利用した大手金融機関やヘッジファンドのレバレッジの大幅な上昇であったということは、多くの研究者によって確認されている。これまでに紹介した過剰流動性論に依拠する研究の多くは、そのような現象に着目し、それを過剰流動性の発生によって説明してきた。しかし、債券や不動産を始めとする投資資産の全般的な価格上昇を引き起こす投資サイドの要因を過剰流動性と呼び、ついで、投資資産のバブルを過剰流動性によって説明することは、ほとんど同義反復である。

(2)マネタリー流動性の過剰

過剰流動性に着目する研究者の中の他のグループは、流動性をマネタリーな概念として定義している。例えば、モルガン・スタンレーのエコノミスト(Fels,ibid)は、(過剰な、引用者)流動性と言う概念が直感的には分かりやすいにも拘わらず、その計測は非常に困難であることを認めたくえて、「私は、通常、過剰流動性を量的金融指標(monetary aggregate, 現金通貨と預金通貨の合計、引用者)の名目 GDP に対する割合として定義している」と述べている。つまり、この著者は、流動性を事実上いわゆるマーシャルの K と同一視しており、その場合過剰流動性はいわゆる実体経済の規模に比較しての過剰な貨幣(excess money)と同一視されている。

このように流動性を量的金融指標と GDP との比率として把握するマネタリズムの立場は、欧州中央銀行のスタッフによる論文(Rüffer & Stracca 2006)の記述にも見ることができる。

「われわれは発展した金融市場をそなえた世界での“過剰流動性”の意味に関していくつかの概念的な分析を提供することを試みる。その場合、流動性の適切な定義は、中央銀行主導のハイパワードマネーの注入ではなく、家計と企業の内生的な選択と関連付けられなければならない(内生的貨幣

供給説、引用者) (p.5)」

その理由は、発展した金融市場を備えた世界では、ハイパワードマネーは、通貨及び信用を総合した量的金融指標の小さな部分しか占めていないからである。このような意味での過剰流動性は、「操作的な概念としては名目支出や短期金利の影響を除去した貨幣需要として定義される(p.10)」

他方、IMFの二人のスタッフによる研究(Baks & Kramer, 1999)は、「マネタリー流動性は、短期および中期の銀行債務によって構成され、それは証券市場における取引と引受けに必要な資金を供給する」と述べたうえで、グローバルな流動性の作用の分析においてマネタリー流動性に焦点をあてる理由を次のように説明している。

「金融市場における短期金融市場の基本的重要性、短期金融市場における中央銀行と金融政策の基本的重要性を前提すれば、マネタリー流動性に関して広く観察されている事実を十分に理解することが、他のタイプの流動性の理解にとって基本的なことであると信じている(p.4)」

「マネタリー流動性は、もしも過剰流動性が供給の固定されている資産に対する需要を増大させる場合には、資産価格のインフレーションを引き起こしうる。また、経済的見通しの改善によってもたらされる流動性の増大は、同じ理由によってもたらされる資産価格の上昇と一致する(p.5)」

さらに、かねてより国際金融市場における流動性の動向に関心を払ってきた BIS は、市場流動性に関するレポート BIS(2001)で、市場流動性を計測する困難について「流動性を定義することは困難であるが、それを測定することはさらに困難である(p.1)」と指摘した上で、次のように記している。

従来、市場流動性の指標としては主としてビッド・アスク・スプレッド(買いと売りの呼び値の差)と取引量ないし回転数が用いられてきたが、これらの指標はいうまでもなく不完全である。

この上で、レポートの著者は、より十分な指標として、各種短期金利、長期金利、外国為替に関する指標、さまざまな制度的・情動的な調整(arrangements)、および取引構造の全体をカバーする約80個の指標を総合的に勘案することを提案している。

これらの指標の中には、具体的には次のような指標が含まれている。LIBORのビッド・アスク・スプレッドを始めとする短期金利、米TB金利および取引高、長期金利(この中には、米長期国債など長期債券の取引高、金利スワップのビッド・アスク・スプレッドなどが含まれる)、外国為替相

場、いくつかの途上国の金融指標、その他である。

(註) BIS のマネタリー流動性の捉え方は包括的であるが、このように単純な加算が不可能な、多くの多様な指標を全体としてどのように総体的に測定・評価することができるのかは明らかではない。さらに、これらの指標はいずれも、それ自体としては、能動的にバブルや金融危機を引き起こす要因ではなく、より構造的な要因から生じた金融市場の変化という意味での「現象」を表わす指標に過ぎないことは明らかであろう。

以上のようにマネタリー流動性に注目する研究者も流動性について見解が完全に一致しているわけではないが、これらの人々の間では、マネーストックに代表される量的指標が流動性の指標と考えられている。しかし、このような流動性指標は、果たして金融危機の要因としての過剰流動性の分析に有効な指標となりうるのであろうか。

中央銀行が作成するマネーストック統計の中で、「広義の流動性」を構成するさまざまな資産のうち、不動産市場や証券市場でのバブルを積極的に引き起こす可能性があるのは通貨性の高い資産、言い換えると「狭義の流動性」＝マネーストック (M1、および M2) と考えてよいであろう。これに対して、広義流動性に含まれるさまざまな証券は、貨幣資本が投資需要の対象にする資産 (公社債、金融債、投資信託その他) であり、その過剰な供給は過剰流動性とは逆に、むしろ流動性不足＝資産デフレを引き起こすと考えなければならない。

ところで、マネタリー流動性をいずれかの指標で表わされたマネーストックと同義と考えると、その場合、過剰流動性＝過剰なマネーストックとは何を意味するのであろうか。マネーストック統計について考えたことのある人であれば容易に想像できるように、過剰なマネーストックなる概念が一体何を意味するのかという問題は、複雑な理論的問題である。

そもそも、マネーストックは、一般には通貨の社会的残高を表すと考えられているが、それは実は厳密な意味では経済学的概念ではなく、通貨当局の金融政策の必要から作成される統計的指標である。

通貨統計では、マネーストックは、「企業、家計、地方公共団体が保有する現金および預金通貨の合計」と定義されている。しかし、経済学的な範疇としては、通貨は「貨幣の諸機能のなかで流通手段または支払手段としての役割を果たしながら流通過程の内部で運動している貨幣およびその代理物の総計」として定義されるべきであり、マネーストックの統計的指標とは異なった概念である。

(註) 民間非金融部門が保有する貨幣総量は、この意味での通貨と、流通から引き

上げられた蓄蔵貨幣の合計であるが、マネーストック概念には蓄蔵貨幣の考え方が含まれていない。マネーストック統計のなかでもっとも頻繁に利用される M2 には定期性預金が含まれるが、定期性預金自体は直接に通貨として使用されるわけではない。ただし、統計技術的には、厳密な意味での通貨統計を作成することはおそらく困難であり、マネーストック統計がその近似的統計として便宜的に利用されていると考えるべきであろう。

周知のように、現代の先進工業国に見られる高度に発展した銀行制度のもとでは、マネーストックの大部分は企業や家計の保有する現金通貨ではなく、銀行預金（要求払い預金と定期性預金）である。したがって、過剰なマネーストックが発生しうるとすれば、それはとりあえず、企業部門や家計部門が、投資や支払いのために必要あるいは適切と考える額以上の銀行預金を保有している状態ということになる。

ある金融機関の調査によれば、世界のマネーストック（M2）残高の世界 GDP 合計に対する割合は、1983 年の 100%から 1997 年には 115%に、さらに 2006 年には 145%に上昇した。つまり、グローバルな規模では、マネーストックは、実体経済の成長を示す GDP よりもかなり急速に増大している。しかし、このことから、直ちに世界的にマネーストックが過剰になっていると判断することはできない。なぜなら、マネーストック（M2）の中心は定期性預金であり、直接決済手段として利用される預金通貨ではないからである。

例えば、アメリカの通貨統計によれば、M1 に対する M2 の割合は、1965 年の 2.7 倍から 2006 年には 5.7 倍に上昇している。この場合のマネーストックの相対的に急激な増加は、狭義の通貨性資産に対して非通貨である定期預金の増加を表している。これは、通貨の増加というよりも、蓄蔵貨幣の増加と考えたほうが分かり易い。そして、蓄蔵貨幣は、それが信用制度を通じて金融機関の手元に集中される時、単なる貨幣ではなく、価値増殖を目指す資本、すなわち貨幣資本となる。

（註）念のために言えば、蓄蔵貨幣は、抽象的な概念としては、流通から引き上げられて運動を休止した貨幣であるが、現実には、社会的に形成される蓄蔵貨幣は、発展した信用制度のもとでは銀行その他の金融機関に集中され、貨幣資本（マルクスのいわゆる利子生み資本）として貸し出しや証券投資に運用され、G---G'の価値増殖運動を行っている。詳しくは高田(1985)を見られたい。

4. 金融危機の要因としての過剰信用論

本稿ではここまで、金融危機の主因＝過剰流動性論を批判的に検討して

きたが、これに加えて、本稿の課題と密接に関連して検討しておくべきもう一つの有力な仮説がある。それは、金融自由化・金融グローバル化、さらには金融証券化が進展した現代の金融システムのもとでは、信用の伸縮性が極度に高まり、金融当局の金融緩和政策と相俟って、金融当局の制御が及ばない信用膨張が可能になり、これが金融バブルを引き起こしているという議論（過剰信用論、因みにこれらの文脈では過剰信用は過度のレバレッジとほとんど同義語である）である。

例えば、Borio & Dysiatat(2011) および、Mckinsey Global Institute(2010) は金融危機の最大の要因として、銀行業のグローバル化とリスクプレッドの縮小を背景とする世界的な信用膨張をあげている。同様に、「流動性が流動性を生む」という Asani Sarkar et al(2008) の議論も、そのロジックに即して理解すると、過大な流動性が信用膨張を促して市場参加者のレバレッジを上昇させる作用を重視している点で、過剰信用論と見なすことができる。

現代の金融市場に特徴的な金融バブルとその崩壊のサイクルが、信用の過剰な膨張と収縮（レバレッジの上昇と低下）によって引き起こされるという説明は、現実の金融市場の動向を観察すれば比較的容易に得られる、ある意味常識的な説明であると言える。歴史的に知られている重大な金融危機は、いずれも証券、為替、不動産などの取引にからむ信用の過度膨張によってもたらされた。その意味で、あらゆる金融バブルの原因は、過剰な信用膨張であると考えても、それ自体大きな間違いではない。

（註）Mckinsey Global Institut(2010)によれば、2000年から2008年の期間に、中国を除く先進10カ国における家計、非金融企業、政府、金融の各セクターを合計した総債務は、70.8兆ドルから111.5兆ドルに増大した。この増加分40.7兆ドルのうち米国は19.3兆ドルを占めている。同じ期間に、米国の銀行融資の対GDP比率は、99%から132%に上昇している。なお、今回の金融危機の発生過程(2007年)および2008年9月のリーマンショック以降の期間における銀行信用(貸し出し、証券投資、リース、レヴォルビングローン、ファシリティなど)の動向については、Chari, V. et al(2008)による、総残高としての銀行信用は金融危機の過程で収縮しなかったという調査結果の公表以来、別の研究者による、銀行信用の内容(ファシリティの取り崩しなど)に踏み込んだ新たな分析(Ivashina & Scharfstein, 2008; Contessi & Francis, 2009)が試みられているが、まだ十分な解明に達していない。

しかし、このような意味での過剰な信用がなぜ発生するのかということ をさらに掘り下げて考えてみると、その説明は必ずしも容易ではない。

最近のアメリカの資金循環勘定(2007年第2四半期)を分析したある研

究によれば、金融機関が保有する資産の中で、銀行（貯蓄金融機関、信用組合を含む）の保有資産総額は12.8兆ドルであるのに対して、資本市場依存型金融機関（GSE＝政府系金融機関、資産担保証券発行体などを含む）のそれは16.6兆ドルに達している。モーゲッジ（不動産担保ローン）に関しても、かつては銀行と貯蓄金融機関が主要な提供者であったが、最近ではこれら以外の割合がはるかに大きくなっている。資産担保証券市場の急膨張を中心とする金融の証券化の急速な進展を主導したのは、伝統的な銀行業よりも、少数のグローバルに活動する大手投資銀行と、年金基金、保険、投資信託、ヘッジファンドなどさまざまな機関投資家のあいだの、組成・販売モデルとよばれる新しい仕組みの金融である。

組成・販売モデルでは、はじめに商業銀行や住宅ローン専門銀行による住宅ローンや消費者ローンなどの信用供与がなされるが、これらのローンはその後とりまとめられて証券化され、販売される。これによって、銀行は貸し出した資金をローンとして満期までバランスシート上に保有することなく、すばやく回収することができる。

しかし、銀行がこうして手元資金を効率的に回転させてつぎつぎと新しいローンを提供する（住宅ローンを膨張させる）ことができるのは、言うまでもなくローンが証券化によってバランスシートから簿外化（オフバランス化）されることを前提している。組成・販売モデルが機能する金融システムは、したがって、つぎつぎと発行される証券を購入するさまざまな機関投資家（銀行を含む）の存在を前提しているのである。

今回の金融バブルと金融危機の要因に上げられている組成・販売モデルのもとでの「信用膨張」メカニズムについて、大手銀行の行動様式にもとづいて具体的な説明を提供しているのはAdrian & Shin(2008)である。かれらは、バブルによる保有証券価格の上昇が金融機関の信用膨張を促すメカニズムを次のように説明している。

かれらによれば、活発な証券投資需要によって証券価格が上昇すると、ポートフォリオをつねに値洗い（時価評価）している資本市場型金融機関では、正味資産の増加が発生する。債務の増加を伴わない正味資産の増加は、レバレッジの低下をもたらす。これら金融機関が利用できるレバレッジの上限は、主としてレポ市場で要求されるヘアー・カット（証券を担保として提供する際の負の掛け目）によって決定されるから、賞味資産の増加が起きた金融機関には、適正な水準以下へのレバレッジの低下（自己資本比率の上昇）という形で、一種の過剰資本（現実資本の過剰能力に相当）が発生する。この過剰資本を解消するために、金融機関はバランスシートを拡張し、レバレッジを適正な水準に高めるように促される。この balan

スシートの拡張は、資産サイドでは信用供与や証券投資の形で、負債サイドではレポ市場をふくむ短期債務の増加を通じて行われる。金融市場で証券価格が下落した場合には、これとは逆のメカニズムが働き、バランスシートの縮小を余儀なくされる。これら二つのメカニズムはあきらかに金融市場の変動に対してプロサイクリカル（変動増幅的）であり、結果として金融市場における「流動性」と「信用」のサイクルを増幅させる。

Adrian & Shin の以上の説明は、証券価格の上昇が結果的に自己資本比率の上昇をもたらし、これを調整するために信用創造によらない信用膨張が起きる具体的メカニズムを説明している点で興味深い。かれらの説明によれば、金融産業における過剰資本の主要な存在形態とは、貸付可能な資本の過剰ストックや一般にいわれる「過剰流動性」という曖昧な概念ではなく、金融機関の多くが適正水準以下のレバレッジ（バランスシートの規模に対して過大な自己資本）で運営されており、バランスシートを自己資本に見合う適正規模に拡大するために、投資可能な証券や貸付可能な借入手を積極的に捜している状態ということになる。そして、このようにして発生する信用膨張が、現実資本の再生産の拡大ではなくもっぱら証券市場で投機的活動を展開する別の機関投資家に向けられるとすれば、それが一層の証券価格上昇をもたらし、さらなる信用膨張を促すプロサイクリカルなプロセスを発動させるという説明には説得力がある。

（注）さらに以下の記述を見られたい。「われわれは、「市場が流動性で満ちあふれている」という理解に対して一つの経済的な代替概念を提案する。われわれによれば、総体的な流動性は、総体としての（金融機関の、引用者）バランスシートの成長率として理解することができる。金融仲介機関のバランスシートが全体として堅固であれば、それらのレバレッジは過少である。その場合、金融仲介機関は余剰資本を保有しており、かれらはその余剰資本を運用できる方途を見つけようとする。厳密ではないが製造業との類推で言えば、金融システムが余剰能力を抱えていると見ることができる。このような過剰能力を活用するためには、金融機関はかれらのバランスシートを拡大しなければならない。負債側では、かれらはより多くの短期負債を取り入れる。資産側では、融資が可能な潜在的借入手を探すことになる。すなわち、総体的な流動性とは、金融仲介機関が借入手を探す上でどれほど困難があるかという問題と密接に関係しているのである（Adrian & Shin, ibid, p.2. 下線は引用者）」

ただし、Adrian & Shin が説明しているバランスシートの拡大は、銀行信用の自己増殖によって起きるのではない。投資銀行その他が自己資本比率を一定に保つためにバランスシート（信用）を自在に膨張させることが

できるのは、レポ市場や金融 CP 市場に代表される広義の資本市場からの豊富な資金供給によってである。そして、こうした資本市場に豊富な資金を提供しているのは、余資を抱える銀行、年金、保険、財団などに代表される「資金運用型」の機関投資家である。

(註) OECD の調査によれば、2006 年現在、OECD の主要加盟国 17 カ国の銀行を除くさまざまな機関投資家が保有する金融資産の総額は 40 兆ドルを超えている。要するに、これらの機関投資家が、この莫大な資金を証券市場に投入し、それぞれの需要に合致する証券を大量かつ継続的に購入することが、組成・販売モデルが機能するための前提条件なのである。言い換えると、組成・販売モデルのもとでの活発な信用膨張は、証券市場で膨大な資金を運用する年金、保険、財団、大学、さらには余裕資金を抱える銀行の手元に莫大な貨幣資本が集中されていることを前提しているのである。

仕組み証券市場をふくむさまざまな証券市場に追加的需要という意味での「流動性」を供給するのは、これらの市場を利用して巨額の資金を運用する機関投資家である。ただし、さまざまな機関投資家のなかで、ヘッジファンドや投資ファンドは、全体としてみると、資金の利用者（流動性の消費者）であり、供給者ではない（高レバレッジ型機関投資家。詳しくは拙著 82～84 頁を参照）。

しかし、これらの機関投資家は銀行を別とすれば信用創造によって貸付可能資本を自ら創造することはできない。かれらが資本市場に豊富な資金を供給するためには、かれらの手元にあらかじめ豊富な貨幣資本が集中されていなければならない。そして、かれらが手元の貨幣資本を現実資本の再生産の拡大のためではなく、もっぱら証券市場への「流動性」を供給し、証券に対する超過需要をもたらしているとすれば、彼らが運用する貨幣資本は、現実資本の再生産から遊離しているだけでなく、過剰な証券需要を生み出しているという意味で「過剰な貨幣資本」と言うことになる。

擬制資本としての株式や不動産の価格上昇は、基本的には株式市場や不動産市場への新しい貨幣資本の流入によって引き起こされる。長期歴史的に見て株価や不動産価格が一般商品の価格上昇率を上回る速さで上昇を続けるということは、これらの市場に供給される証券の増加を上回る「過剰な貨幣資本」が継続的に流入しているという事実を裏付けている。

このような貨幣資本の継続的な流入を、継続的な信用膨張によって説明することは困難である。信用は、銀行信用であれ、資本市場における信用であれ、それ自体が継続的に自己膨張を続けることはできない。銀行信用や資本市場が長期的に膨張し続けるためには、信用を拡張しようとする銀

行側の事情だけではなく、銀行信用の拡張の制限を突破し、資本市場への資金提供者の信用供与の余地を拡張する、貨幣資本の増大が伴わなければならない。

このように考えると、長期的な株価上昇や不動産価格上昇の背後に、証券市場に流入する過剰な貨幣資本の継続的な増大を想定することがやはり必要になる。そして、現代の金融システムの内部で、過剰な貨幣資本の貯水池となっているのが、銀行組織とさまざまな（資金運用型）機関投資家であるというのが筆者の理解である。

（註）過剰な貨幣資本の具体的な存在形態についての筆者の説明とその概数的な把握の試みとしては、拙著『金融恐慌を読み解く』（新日本出版社 2009年）第1章を参照されたい。

いずれにせよ、現代の金融危機を説明するためには、危機の原因となる金融バブルを引き起こす過度の信用膨張が確かに必要であるが、このような信用膨張が実現するためには、あらかじめ銀行と機関投資家の手元に、過剰な貨幣資本（Adrian & Shin のいわゆる過剰能力）が存在していなければならない。つまり、バブルも金融危機も、単なる「信用」あるいはレバレッジの問題ではなく、利子生み資本としての貨幣資本の過剰蓄積の問題として理論的に考察しなければならないのである。

まとめ

今回の金融危機を契機に、バブルや金融危機の要因として議論されてきた過剰流動性ないし過剰信用とは、何らかの理由によって金融機関、企業を含む機関投資家の手元に、過剰な貨幣資本が流入あるいは累積し、その結果証券市場や不動産市場において需要超過が発生している状態を意味する言葉と理解すべきであろう。

（註）「2003年に莫大な利益を上げた後、新しい資本の流入で活気づいた投資家は、優先的で安全な資産を求める伝統的な貸し手に比べて、劣後したポジションをいっそう進んで取るようになった(Altman,2006, p.11 ただし下線は引用者)」

「2001年以降増大した米国債券に対するグローバルな需要は、実質金利の低下をもたらす点で經常収支の不均衡以上に大きな役割を果たし、信用バブルと住宅バブルを膨らませた。安全な債券に対する過剰な需要は米国金融セクターがいかかわしいトリプルA資産の「生産」で利益を上げる条件を提供し、これらの資産は金融システムの緊張に際してきわめて脆弱であることが判明した。この意味での不均衡と多くの先進国の金融監督機関の失敗が金融危機の核心である(Gourinchas, 2010,p.27)

もしも一般に言われる過剰流動性が金融資産（証券・不動産）に対する全般的な超過需要を意味するとすれば、それを大量かつ活発な取引という意味での市場流動性の過多によって説明することは、ほとんど同義反復に帰着する。上に引用したアルトマンの記述（アンダーライン部分）がいみじくも示しているように、「米国債券に対する過剰な需要」をもたらしているのは、金融市場において投資機会を求める、年金・財団その他の機関投資家が運用する貨幣「資本」の急激な増大あるいは過剰に他ならない。その際、資産を買い求める投資家（個人投資家であれ、機関投資家であれ）が手にしているのは、単なる通貨あるいはマネタリー流動性ではなく、まさしく金融的利得を目当てに投資される「貨幣資本」（マルクスのいわゆる G --- G' 運動で価値増殖する利子生み資本）以外の何物でもない。

以上の検討から引き出される結論は、近年の金融バブルとその崩壊を契機として発生する金融危機を、概念的に多義的で統計的に計測困難な流動性（とりわけ、市場流動性およびマネタリー流動性）をキーワードとして考察することは、理論的な混乱の原因になるだけではなく、金融バブルと金融危機の能動的な要因である過剰な貨幣資本の役割について適切な理解を妨げるということである。

過剰流動性の概念は、それをどのように定義しても、それが言い表す市場の状態は、実際には過剰な貨幣資本の運動が金融市場と投資家の行動にもたらす攪乱的な作用、あるいはそれに伴う市場の不均衡にすぎない。バブルの局面で市場を満たしていた過剰な流動性が、危機の顕在化とともに一挙に消失するのは、何らかの要因で市場の状態、したがって投資家の予想や心理が転移したことを示す、基本的に仮想的(Virtual)な現象にすぎない。したがって、我々が流動性概念に依拠して金融バブルと金融危機を分析している限りでは、「流動性パラドックス」あるいは「流動性の幻想」というパズルを解き明かすことは難しいのである。

参考文献

高田太久吉(1985) 「貨幣資本の過剰のとらえ方」(月刊『経済』10月号)

----- 『金融恐慌を読み解く』(新日本出版社 2009年)

Adalid R. & C.Detken(2006) Excessive Liquidity and Asset Price Boom/Bust Cycles, European Central Bank, Directorate General Research.

Adrian,T. & H.Shin, Liquidity and Financial Cycles, BIS Working Papers No.256.

July 2008.

Altman, Edward (2006) Are Historically Based Default and Recovery Models in the High-Yield and Distressed Debt Markets Still Relivent in Today's Credit Environment? Special Report , New York University, (October)

----- (2007) Global Debt Markets in 2007: New Paradigm or the Great Credit Bubble? *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.19, No.3(Summer)

Sarkar, A, R. Schwartz & N.Klagge(2008) Liquidity Begets Liquidity: Implications for a Dark Pool Environment, Federal Reserve Bank of New York, draft edition(October)

Baks, K & C. Kramer(1999) Global Liquidity and Asset Prices: Measurement, Implications, and Spillovers, IMF Working Paper(December)

BIS Committee on the Global Financial System(2001) Structural Aspects of Market Liquidity from a Financial Stability Perspective, A Discussion Note(June)

Borio,Caudio(2000) Market Liquidity and Stress: Selected Issues and Policy Implications, *BIS Quarterly Review*(November)

----- (2004) Market Distress and Vanishing Liquidity: Anatomy and Policy Options, BIS Working Papers No.158(July)

Borio, Claudio & Piti Dysiatat, Global Imbalance and the Financial Crisis: Link or No Link? BIS Working Papers No.346. May 2011.

Borja, D.V & D Goyeau(2005) International Liquidity, Monetray Spillovers and Asset Prices, University of the Philippines.

Bracken, Michael(2008) Understanding Liquidity Crises: The Theory of Hyman Minsky, *Student Economic Review*, Vol.22.

Brunnermeier, M.K(2009) Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.23,No.1(Winter)

Caballero,Ricardo (2006),On the Macroeconomics of Asset Shortages, MTT and NBER, November 6.

CEBS:Committee of European Banking Supervisors(2008) *Second Part of CEBS's Technical Advice to the European Commission on Liquidity Risk Management*(June)

Chandrasekhar C.P. & J.Ghosh, (2008) The Global Liquidity Paradox. www.macrosan.com/fet/mar08/Global-Liquidity.htm

Chari, V., L.Christiano & P.Kehoe(2008), Facts and Myths about the Financial Crisis of 2008, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper.

Contessi, S. & J. Francis(2009) US Commercial Bank Lending through 2008: Q4: New Evidence from Gross Credit Flows, Federal Reserve Bank of ST. Louis,

Working Paper(March)

Deutsche Bank Research(2007) Global Liquidity “glut” and Asset Price Inflation; Fact or Fiction?(May)

Fels ,Joachim(2005) Is Global Excess Liquidity Drying Up? Morgan Stanley, *Global Economic Forum* (November)

Getter,D. M.Jickling, M.Labonte & E.Murphy(2007), Financial Crisis? The Liquidity Crunch of August 2007, CRS Report for Congress (September 21)

Gorton, Gary(2009) Securitized Banking and the Run on Repo, Yale ICF Working Paper No.09-14(November)

Gourienchas, Pierre-Olivier (2010)U.S. Monetary Policy, ‘Imbalances’ and the Financial Crisis, Remarks prepared for the Financial Crisis Inquiry Commission Forum, February 26-27.

Hördahl, Peter & Michael King(2008) Developments in Repo Markets during the Financial Turmoil, *BIS Quarterly Review*(December)

IMF(2008) *Global Financial Stability Report*(April)

Ivashina, V. & D.Scharfstein(2008) Bank Lending During the Financial Crisis of 2008, Harvard Business School(April)

Laganā, M., M. Perina, I.Köppen-Mertes & A. Persaud(2006), Implications for Liquidity from Innovation and Transparency in the European Corporate Bond Market, European Central Bank (August)

Mckinsey Global Institute, *Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and Its Economic Consequences*, 2010.

Nesvetailova, A(2008-a) Liquidity Illusion in the Global Financial Architecture, IPEG papers, (January)

----- (2008-b) Three Facets of Liquidity Illusion: Financial Innovation and the Credit Crunch, *German Policy Studies*, Volume 4, No.3.

Persaud, A(2001) Liquidity Black Holes: What are They and How are They Generated, Singapore Foreign Exchange Market Committee Biennial Report.

----- (2002) Liquidity Black Holes: Why Modern Financial Regulation in Developed Countries is Making Short-Term Capital Flows to Developing Countries Even More Volatile(March), United Nations University, WIDER discussion paper No. 2002-31.

Rüffer, R & L. Stracca(2006) What is Global Excess Liquidity, and Does It Matter? European Central Bank, Working Paper(November)

