

2009/02/05

(論文) 国際金融恐慌と現代資本主義の課題

高田太久吉

はじめに

2007年夏にアメリカのサブプライムローン問題として顕在化した金融危機は、当初の予想をこえる速さでヨーロッパやアジアをまきこむ国際金融危機に拡大した。その後、危機は2008年秋のアメリカの大手金融機関の相次ぐ破綻、世界的な株価暴落を経て世界金融恐慌に発展し、これと連動して、住宅市場だけではなく自動車、電器、素材産業をふくむ広範な産業分野においても、急激な市場収縮と企業業績悪化が生じ、世界同時不況の様相を呈する状況になった。

アメリカの住宅バブルに端を発する金融危機が、1年あまりの間に国際金融恐慌、さらには世界同時不況にまで拡大した背景には、すでに1970年代以降段階的に進展してきた現代資本主義の歴史的な構造変化（産業構造や国際金融市場の変化他）に加えて、1980年代以降に進展した「経済の金融化」と呼ばれる一連の経済構造の変化、さらには「金融の証券化」とよばれる金融市場と金融産業の構造変化が関係している。

今回の経済危機は、現代資本主義の構造的矛盾が、新自由主義的イデオロギーのさらなる強化、新古典派経済学に立脚するマクロ経済政策の継続、さらには、市場原理主義に依拠する規制緩和の「三位一体」とも呼ぶべき経済体制のもとでは、もはや打開することができないまでに深まっている事実を浮き彫りにしている。

現代資本主義は、上記の三位一体に代わる新しい経済・企業システムを模索する新しい時代に入ったと考えなければならない。その新しいシステムがどのような社会認識と構成原理によって支えられるべきなのかという問題は、すでに世界のさまざまな政治的・政策的フォーラム（経済安定化フォーラム、G20 その他）でも検討されている。本稿では、こうした状況を念頭において、今回の国際金融恐慌と世界同時不況として表出している現代資本主義の構造的矛盾と歴史的制限性を分析し、今後、現在の経済危機を克服する過程で現代資本主義が直面する主要な課題といくつかの可能な方策について見当してみたい。

## I 2007-09年金融恐慌の特質

1970年のニクソンショックを契機とする国際通貨制度の構造変化（ブレトンウッズ体制の崩壊）によって、基軸通貨としてのドルが金為替から不換通貨に転換し、同時に世界の為替制度が固定レート制から変動相場制に移行したことにより、国際金融市場は著しく不安定な局面に入った（文献①）。こうした背景のもとで、1980年代以降、国際金融市場には1987年のブラックマンデー、97年のアジア通貨危機、2000年代初頭のITバブル崩壊など、何回かの金融危機が発生した。しかし、これまでの危機と比較して、今回の金融恐慌は格段に広範かつ深刻であると同時に、いくつかのきわだった特徴をもっている。

第一に、今回の金融恐慌は、1980年代以降に顕著になった金融証券化と金融グローバル

化の動きが全面的に進展したもとで発生した、最初の世界的金融恐慌として捉えることができる。

(注) ここで筆者があえて恐慌という用語を使用する理由は、今回の金融危機が世界的に莫大な資産デフレと大手金融機関の相次ぐ破綻をともなって広がっただけではなく、それが世界同時不況につながる悪循環を政府・監督機関が制御できなかった状況を念頭においている。

今回の金融危機が、アメリカの住宅バブル崩壊から、わずか1年あまりで世界金融恐慌に拡大した背景を理解するためには、80年代以降に次第に加速しながら進展した国際金融市場の歴史的構造変化を念頭におかなければならない。それらの中には、以下の諸変化が含まれている。

1. 70年代アメリカの住宅金融市場で雛形がつくられ、80年代の途上国債務問題処理（ブレイディ米財務長官が提唱した不良債権の証券化プラン）で国際金融市場に広められ、90年代には世界的な資金余剰と金利低下を背景に一举にグローバルな規模に達した、仕組み債市場を中心とする新しい資産証券化市場の急膨張と、これがもたらした金融市場と金融産業の構造変化。
2. 80年代以降現実の金融取引に幅広く導入されるようになった金融工学の普及と、これを活用して作り出された総額600兆ドルに達するさまざまなデリバティブ取引（スワップ、先物、オプションが中心で、その主目的は従来の金融取引の規制回避とリスク移転）の連鎖。しかも、これらのデリバティブ取引の大半が、監督可能な取引所を通さず、大手金融機関と機関投資家のディーラー間の電話取引（OTC取引）として行われている状況。
3. グローバルな金融市場においてデリバティブ取引を駆使して収益を拡大させてきた大手金融機関と機関投資家のリスクマネジメントモデルの杜撰さ。金融証券化とこれに伴う金融産業の変化によって金融機関のリスクの中心が従来のデフォルトリスク（信用リスク）から市場リスク（金利、証券価格、為替レートなどの変動から生じるリスク）に変質したが、現代の金融産業と監督機関は、グローバル化した証券市場がはらむ複雑なリスクを評価し、管理する基準も体制も確保できないという問題。
4. 金融証券化を主導する大手金融機関の証券関連業務のリスク管理を支えてきた格付け会社とモノライン保険の深刻な利益相反問題。今回の資産証券化市場の崩壊に際して、これまで証券市場における資金の流れに決定的な影響力を及ぼしてきた大手格付け会社の格付けの信頼性が回復不可能なまでに失墜した。あわせて、莫大な資産担保証券とデリバティブ取引に「保険」を提供してきたモノライン保険会社にも、そのビジネスモデルに致命的な不備があることが明らかになった。これによって、資産証券化市場は価格維持の支柱を失い、その全面的な崩壊と大手金融機関および世界中の機関投資家に莫大な損失が発生した経緯。

以上のような背景から、今回の世界金融恐慌では、近年の金融証券化の急激な進展を支えてきたさまざまなビジネスモデルや取引スキームの脆弱性、国際的な規制・監督体制の

不備、リスク管理を大手金融機関と格付け会社の手にゆだねてきた急激な金融自由化・グローバル化の危険性が露わになった。複雑なデリバティブ取引とリスク移転の連鎖によってさまざまな金融市場と主要な金融機関が相互に緊密に絡み合っている現代の国際金融市場では、いったんどこかの市場で崩壊が始まると、いずれの国の政府・金融当局も、IMFを始めとする国際金融機関も、危機のドミノ的波及を制御することができなくなった。こうした意味で、今回の世界金融恐慌は、1930年代の、世界主要国を各個撃破的に襲った銀行恐慌に比較される、歴史的な金融恐慌であると言える。

第二に、世界的な貨幣資本の過剰と「経済の金融化」（文献②）が、すでに政府・監督機関の制御可能な限界を超えて進展していたために、アメリカの住宅バブル崩壊によって引き起こされた金融危機を金融業界と各国政府が協力して抑え込むことができず、自動車産業の危機が象徴している実体経済それ自体の脆弱性と相俟って、国際金融危機が、世界同時不況の引き金になり、さらに後者が前者を国際金融恐慌にまで激化させる悪循環を遮断することができなかった。

今回の金融危機発生に先立つ20年近くにわたり、アメリカの巨額経常収支赤字と財政赤字を背景に進んだ世界的な「過剰な貨幣資本」の蓄積、これを集中的に運用する大規模機関投資家の成長、過剰な貨幣資本の膨張と表裏の関係をなす企業、家計、公共部門、多くの途上国の債務の急増、によって、金融市場と金融産業の急激な膨張（＝経済の金融化）が進行していた。経済の金融化のもとでは、経済政策において金融産業と投資家の利益が優先される「金融立国論」が幅をきかせ、その裏返しとして、主要産業における過剰生産傾向の強まりを背景とする実物投資の停滞、金融的利得に与れない人々の貧困化と経済格差拡大が進行した。経済の金融化とは、要するに、企業、家計、公共部門、多くの途上国の負担（＝債務増加）によって需要を維持し、新しい証券（＝擬制資本）市場を創出することで金融機関、さまざまな機関投資家、さらには一部機関投資家化した企業等が、金融的術策と資産インフレを利用して利得を上げることで延命されてきた「金融資本主義」体制の仕組みである。今回の金融恐慌は、このような金融依存の経済体制が限界に達し、その結果引き起こされたバブル崩壊（擬制資本価格の暴落と急激な信用収縮）がグローバルな金融恐慌を引き起こしたと見ることができる。

第三に、「経済の金融化」と「金融の証券化」を先導し、過去20年以上にわたり、新しい金融証券化スキームとデリバティブ取引を世界中に普及させることで国際金融市場に君臨してきた大手投資銀行とそのビジネスモデルが終焉した。アメリカでは大手投資銀行5社のうち3社が実質的に破綻し、2社も投資銀行としての存続が不可能になって銀行持ち株会社に転換した。また、ヨーロッパでも、投資銀行業務に深入りしてきたUBSその他の金融コングロマリットの経営危機が深刻化した。

アメリカのウォール街で発展を遂げた投資銀行モデルの特徴は、預金業務を行わない「シャドバンキング」として主要な規制・監督を回避し、銀行には認められない自由な業務と高レバレッジ（債務依存）のもとで、高い自己資本利益率と高株価をめざす、組成・販

売 (OAD) モデルと呼ばれるディール (案件) 型ビジネスモデルである。その業務の中心は、企業や公共部門の証券発行の引き受け、証券市場や外国為替市場における自己勘定でのトレーディング、企業の合併や買収 (M&A) に関わるアドバイスと金融サービス、ヘッジファンドを始めとする機関投資家への「プライマリー・ブローカー」(機関投資家にメインバンクに相当する総合的な金融サービスを提供する金融機関、詳しくは文献③) 業務や投資顧問業その他である。投資銀行の経営組織は、階層的ピラミッド型の商業銀行とは異なり、専門別の業務チームを単位とするフラットなネットワーク型で、短期的な利益に貢献したチームに法外なボーナスを支払う極端な成果連動型報酬制度を特徴としている。

しかし、今回の危機によって、「現在の」投資銀行モデルの致命的な脆弱性、とりわけ、①経営トップがフラットに繋がった組織全体のリスクを一元的に監視・管理できず、リスクマネジメントが根本的に欠落している問題、②一見精緻ではあるが実際には大規模な市場変動に際してまったく役に立たないリスク評価システム (典型はVAR)、③投資銀行が組成・販売する証券に手数料をもらって格付けサービスを行う格付け会社の深刻な利益相反問題、④ストラクチャード・インベストメント・ヴィークル(SIV)などのオフバランス・ビークル、証券化、デリバティブなどさまざまな技法を利用したリスクの加工 (商品化)、金融保険と倒産隔離に依存したリスクの見かけ上の移転・遮断など、投資銀行業務を支えるさまざまな仕組みの虚構性が顕在化した (詳しくは文献④、⑤)。

要するに、投資銀行モデルの終焉は、大手投資銀行とヘッジファンドに代表される機関投資家と大手格付け会社、保険会社などウォール街のさまざまな利益集団が連携して発展させてきた、金融投機依存型「ファンド資本主義」の破綻でもある。

第四に、今回の金融危機では、グローバルな資産証券化市場のドミノ的崩壊と大手金融機関の波状的な経営破綻が発生し、その結果、銀行間の資金移転市場である短期金融市場 (CP 市場、Repo 市場その他) が完全な梗塞状態に陥ったために、高レバレッジに依存してきた大手金融機関と投機的機関投資家の流動性危機 (短期的な資金枯渇) が劇的に深刻化し、これらのなすすべのない破綻につながった。このような短期金融市場の機能麻痺を緩和するために、主要国の政府・金融当局による無制限の「流動性供給」と、財政資金を使った大規模な救済・介入 (不良資産、価格が付かない証券の買取り、銀行国有化他) が実施された。

過去 20 年以上にわたって市場原理主義にもとづく金融自由化を推し進めてきた各国政府と金融当局が、このように前例のない規模での政府介入と銀行「国有化」を余儀なくされる有様は、皮肉にも西側メディアの間で、「金融社会主義」と揶揄されている。こうして、バーナンキ FRB 議長が誇らしげに取り上げて見せた Great Moderation 論 (1980 年代以降、自由な市場が引き起こす問題は洗練されたマクロ経済政策によって制御され、深刻な経済危機や恐慌は封じ込められたという、一部専門家の言説、文献⑥) の虚構性が明らかになり、ルールなき金融自由化 = 市場原理主義の破綻、金融規制の責任を事実上一握りの大手投資銀行とわずか 3 社の格付け会社の手元にゆだねることで、規制の民営化を進めてきた現

行 B I S 規制の危険性、破綻した金融機関を政府（＝納税者国民）の負担で救済する Too-Big-To-Fail 政策（後述）の深刻なジレンマが露わになった。

## II 世界金融恐慌として発現した現代資本主義の限界

前節で述べたように、今回の国際金融恐慌に伴う金融市場の深刻な病理現象を全体として考察すると、そこには、さまざまな意味で、現代資本主義の歴史的限界が露呈しているように思われる。

第一に着目する必要があるのは、過去 20 年間以上にわたって現代資本主義が急激な構造変化（IT 化など産業構造の変化、国際金融市場の構造変化その他）を遂げ、「経済の金融化」が進行している事実である。経済の金融化のもとでは、一方で、金融市場の内部（＝さまざまな機関投資家の手元）に莫大な規模の過剰な貨幣資本が累積し、金融市場と金融産業を極度に肥大化させ、企業と家計の経済行動が金融市場と金融産業の動向に強く影響される現象と、他方で、企業、家系、公共セクター、さらには多くの途上国がその経済活動を継続するためにますます大きな債務に依存する現象が、いわば表裏一体の関係として進行している。

「経済の金融化」のもとでは、金融市場が経済成長率を何倍も上回るスピードで膨張し、金融産業の規模と利益が急速に増大する。それとともに、企業活動が資本市場（＝金融機関と機関投資家の要求）に振り回されて、「株主価値重視のコーポレートガバナンス」が強まった。企業は株主利益を最優先して「社会的責任」を振り返りなくなり、株価維持のために積極的投資を控え、債務に依存した自社株買い上げや配当性向の引き上げ（内部留保の吐き出し）、人件費の抑制や人減らしに走った。さらに、金融当局によって、証券価格を維持し、ウォール街を潤すための低金利政策が継続され、政府も、労働者をふくめあらゆる社会階層の貯蓄を年金制度や投資信託を通じて証券市場に動員する制度（401K、財形貯蓄など投資優遇税制他）を計画的に整備してきた。このために、一方では総需要を構成する企業投資と家計支出が停滞して国内市場が収縮し、他方では金融機関と機関投資家の手元にますます大きな貨幣資本が累積するという形で、現実資本と貨幣資本のアンバランス（貨幣資本の過剰）が極度に拡大した。

第二に、今回の危機では、世界的な貨幣資本の過剰が、サブプライム市場と資産証券化市場の異常な膨張を引き起こし、不動産とデリバティブ証券の複合バブル（実体経済の拡大を反映しない、単なる貨幣資本の過剰を反映する資産インフレ）を引き起こした。この過程で、銀行のローンは、住宅ローンブローカーを介して略奪的なやり方で低所得層にまで拡大され、同時に、商工業向けローンでもまた M & A がらみ、不動産開発事業など、高リスクローンは拡大した（つまり、二つの部面でサブプライムローンが膨張した。文献⑦）。加えて、自動車ローン、消費者ローン、学生ローンその他の、これまでアメリカの消費需要を支えてきたリテール分野のさまざまなローンも、審査基準が大幅に引き下げられ、証

券化の材料になるローンを「量産」する必要から、金融機関のリスクマネジメントは完全に形骸化した。

こうした過度の信用膨張とリスクマネジメント形骸化を招いた大きな要因は、市場原理主義に根ざす金融自由化、規制回避のためのさまざまな非預金取り扱い金融機関（広義のノンバンク、専門家がシャドールバンキングと呼ぶさまざまな金融分野、文献⑧）の拡大、さらには、資産証券化によるリスクのオフバランス化、信用デリバティブによるリスク移転（リスクの商品化）の急激な普及、B I S規制に代表される格付け制度に過度に依存した金融規制のあり方であった。

今回の金融危機が各国政府と中央銀行の大規模な介入にもかかわらず世界金融恐慌として拡大した経緯は、たんに、規制緩和によって監督能力を喪失した監督体制の危機を表すだけではなく、大手金融機関やヘッジファンドなどの「洗練された」リスクマネジメント、多数の専門家を要する大手格付け会社の公表する格付けとこれに依存する各種証券の「公正」価値評価制度、モノライン保険やクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）に代表される金融工学を駆使した金融保険ビジネス、金融機関の保有証券を含む市場リスクを投資家に知らせる新しい時価会計制度など、近年の金融証券化を支えてきた重要な支柱が、ことごとく機能麻痺に陥り、倒壊したことを示している（文献⑨）。

言い換えると、現代のグローバルな金融システムは、もはや自力では存立も機能回復もできないほど、その屋台骨と支柱が毀損されているのである。こうした状況は、「経済の金融化」のもとで、略奪的金融と資産（擬制資本）インフレに依存しながら不安定な「成長」を続けてきた現代資本主義が、もはや部分的な手直しや修正では克服できない大きな歴史的限界と矛盾に逢着したことを示しており、その意味で、現代の資本制生産の歴史的限界を表していると見る他はない。そして、同時にそれは、すでに述べてきたことから明らかなように、現代資本主義の蓄積レジームを特徴付けてきた新自由主義、新古典派経済学、市場原理主義（規制緩和）の3位一体の破綻をも示しているのである。

第三に、サブプライム問題から始まったアメリカの金融危機が、各国政府・金融当局の前例のない介入や救済にも関わらず、ついに短期的あるいは部分的危機として封じ込めることができず、回復のシナリオが描けないほど深刻な世界金融恐慌に拡大してしまったことは、これまで金融自由化・規制緩和を積極的に進めてきた各国政府・監督機関が、金融市場の健全で安定的な機能を確保できないだけでなく、いったん危機が発生した場合に、これに対して有効な対策を講じるための手立てを失っていることを示している。さらに、金融危機として表面化した経済の混乱が、結果として、経済成長率の世界的な急落、失業率の急上昇、企業倒産の急増を伴う世界同時不況を誘発したことは、現代資本主義の蓄積構造が、前述のようなさまざまな金融的脆弱性だけでなく、実体経済自体の内部にも深刻な脆弱性（過剰生産、低収益、生産性の伸び悩み、家計と政府の債務に依存した需要確保、過度の国際競争など）を孕んでいた事実を表している。

第四に、最初にサブプライム危機が顕在化したあと、危機の拡大を封じ込めるために必

要な大手金融機関の協調体制を構築することができなかつたことである。近年の金融危機を振り返って見ると、1980年代の途上国向け融資の不良債権化問題に際しては、ブレイディ計画にもとづいて不良債権の大規模な証券化が進められ、世界の主要銀行が数年かけて不良債権処理を協調的に進めることで破局を回避することができた。1998年のロシア危機に続くLTCM破綻を契機とする国際金融危機では、ニューヨーク連銀が中心になって欧米の大手金融機関の協力をとりつけ、これら金融機関の拠出金（36億ドル）によってLTCMの破綻を防ぎ、時間をかけてその巨額のポジションを清算することができた。こうした経緯は、日ごろは国際金融市場で激しく競争している大手金融機関が、システム・リスクの脅威を目の当たりにすれば、その防止のためにやむをえず協調する「金融ヘゲモニー」（ミンツ＝シュワーツの文献⑩）の関係を示している。

しかし、今回の危機では、2007年末から08年春にかけて、シティグループ、バンク・オブ・アメリカ、メリルリンチなどが呼びかけ、米財務省が強力に後押ししたスーパーSIV計画（資産担保証券の下落に歯止めをかけるために、個別銀行のSIVが保有する証券を共同で買い取るスキーム）が、結局ヨーロッパや日本の大手銀行の協力を取り付けることができず、アメリカ国内でも足並みがそろわないまま破棄された。これは、今回の危機がどのように拡大・展開するのか、最終的に各銀行にどれほどの損失が発生するのか、共同で設立するSIVの資金をどのように活用するのか、SIVの損失が銀行の拠出金を超えたときにどのように追加的損失を処理するのか、など肝心の問題が予測不可能で、スーパーSIV計画が成功裏に所期の目的を達成する見通しが当事者にもたたなかつたことを示している。これもまた今回の金融危機の特異性（金融証券化を主導する大手金融機関の経営の不透明性、仕組み証券市場の不透明性と不確実性など）を象徴している。

第五に、貨幣資本の過剰と経済の金融化のもとで、グローバルな活動を展開する投機資本が、不動産や証券などの擬制資本市場だけではなく、原油市場、商品市場その他の実物市場に侵入してそれらを投機的な金融市場に変質させ、原油や農産物を含むさまざまな「生活必需品」の価格を著しく不安定にしている状況も深刻である。

今回の世界金融恐慌の影響は、金融市場だけではなく、社会保障、雇用、環境、エネルギー、食料その他、人間の生存に直接関わる分野にも甚大な混乱をもたらしている。こうした状況は、現代資本主義がいまのままでは人間の生存とその将来を保障できなくなっていることを示している。貨幣資本の過剰と規制緩和がもたらした過度の投機活動が、資本主義体制のもとで避けることの難しい根本的な矛盾、すなわち、資本と自然（土地、水、自然環境）、資本と人間（労働者、社会的弱者その他）、資本と社会（秩序ある社会、雇用と将来生活の安定、その他）の矛盾を極度に激化させ、本来、経済システムを包摂する歴史的な社会体制である資本主義それ自体に対する不安、不信、批判が人々の間に大きく高まっている（典型は、ラテンアメリカに高まっている新社会主義論）。

（注）上記に現れた現代資本主義の問題は、ポラニーの『大転換』（ ）が論じた「市場経済と社会との激化する矛盾」の新しい（21世紀型）「金融バージョン」と見ることができのかもしれない

ない。ちなみに、ポラニーによれば、近代資本主義の発展にともなう市場経済の急拡大は、以下の3つの商品化をもたらすことで、人間の生活をささえる社会関係を破壊する（市場経済と社会の矛盾を激化させる）。(1)人間の生存基盤としての土地、自然の商品化・擬制資本化（不動産投機、環境破壊、資産インフレの自己実現を見越した投機の蔓延）一部大手銀行が資金を提供し、閥組織がかかわって進められた「地上げ」は、人間の生存の基盤としての土地の商品化・擬制資本化によって、土地の使用価値と資本価値が矛盾に陥った状況を表している。(2)人間（労働力）の商品化・モノ化（現代資本主義のもとでは、個々の労働者が賃労働さらには派遣労働として商品化、モノ化されるだけでなく、何万人もの労働者を雇用する巨大企業でさえ商品化（M&A）されるという意味で、人間の商品化が極度に進行している。さらに、非正規労働者による正規労働者の代替、安定的な労働市場と労使関係の破壊が進み、経営者は労働者を単にモノ、コストとして考える傾向が強まっている。その上、現代経済学の「主流」では、労働市場の「硬直性」は、経済成長の最大の阻害要因として批判されている。(3)貨幣の商品化（実は、・・・貨幣の商品化に関わる議論は、ポラニーの『大転換』の議論の中でもっとも理解困難な部分である。文脈からは、ポラニーのいわゆる「貨幣の商品化」とは金本位制（商品である金が貨幣になる）のことで、金生産と兌換制度など金本位制度のルールによって経済運営が制約を受ける問題（ケインズの金本位制批判と共通の問題意識か??）を意味しているように読み取れるが、やや理解困難な記述である）

ポラニーによれば、このような意味での市場経済の膨張が限度を超えて進み、市場経済があらゆる社会関係の内部に浸透し、社会関係全般を市場経済（市場原理）に従属させるまでにこれら三つの商品化が進行すると、社会問題の深刻化（自然およびコミュニティなどさまざまなディメンジョンでの生存基盤や生活環境の破壊、労働力の再生産が不可能になるほどの労働条件の劣悪化や低賃金、失業増大と経済格差の拡大、犯罪の増加、食料など生活必需品を含む重要商品の価格変動や需給変動の激化、社会保障切捨てなど）が発生する。そして、こうした人間の社会生活を支える諸条件の破壊が限度を超えて進行すると、人間の生存が脅かされ、さまざまな社会問題が社会システムの統合性を破壊するほど深刻化する。このため、社会の側では、統合性を回復するために市場への「反撃」（すなわち、市場を社会システムのインフラの一部として埋め込む動き。これは、それぞれの社会の状況によって、ファシズム、国家統制、計画経済、ニューディール、福祉国家その他、さまざまな形態をとる）が不可避になる。いうまでもなく、各国は、これらの形態の中で、人々の暮らしの向上や安定、環境の保全、格差の拡大抑制に結び付く好ましい形態を選択しなければならない。

ポラニーの議論を現代資本主義の問題にひきつけて解釈すると、「経済金融化」と「金融証券化」が、实体经济を中心とする経済・企業システムの健全性と安定性を確保できないほどに進展した現代資本主義は、経済システムの統合性を回復するために、金融市場と金融産業を、全体としての社会・経済システムのインフラあるいは公共財として、「埋め込む」という課題に直面していると言えるかもしれない。事実、今回の金融危機をめぐる制度改革に向けた専門家の発言のなかには、貨幣や金融制度を独特の意味での公共財と見なす議論、あるいは、金融産業を広い意味の「公益事業」と見なす議論が現れている。周知のように「公共財」は現代経済学で広く使われている重要なキーワードの一つであるが、その意味は依然曖昧で、厳密に定義することは容易ではない。しかし、金融システムを



全体としての社会・経済システムのインフラとして「埋め込む」ためには、「公共財」の概念を理論的に明確にし、適切に利用することが有益ではないかと考えられる。この作業は、マルクス経済学をふくむ現代経済学が今後取り上げるべき重要な課題のひとつであろう。

### Ⅲ 現代資本主義が直面する基本的な課題

今回の国際金融恐慌は、現代資本主義が、近年の新自由主義による規制緩和と経済の金融化によって、構造的かつ複合的な矛盾を深め、現在のままでは存続が困難になっている状況を浮き彫りにしている。現代資本主義が、世界金融恐慌として集中的に発現したさまざまな矛盾と病理現象を改善し、実体経済をふくめ、健全で持続可能な蓄積レジームとして回復するためには、緊急に克服しなければならないさまざまな課題が明らかになっている。

第一は、政府・監督機関の役割を強化し、「政治のテコ」によって金融システムの健全性と安定性を回復する課題である。

今回の危機では、危機の主犯であるウォール街もその後見人である政府・金融当局も、自己責任で危機を封じ込め、制御することができなかった。当初、限定的な住宅バブル崩壊と見られていたサブプライム問題が、わずか数ヶ月で世界の主要金融市場に拡大し、その後、アメリカだけではなく国際金融市場の中枢を占める大手投資銀行や保険会社が相次いで破綻する事態に発展し、この過程で、投資銀行モデルと資産証券化市場の拡大を支えてきたさまざまな支柱の虚構性が露になり、それらはことごとく崩壊した。これは、現代の資産証券化市場と国際金融市場の中枢を占めている大手金融機関が、自分自身のリスクさえ管理することができないこと、政府監督機関が金融市場のリスクを監視し、それを適切に制御する手立て失っていること（あるいは、むしろ、その意思も能力もないこと）、その結果、金融機関と機関投資家による不健全かつ無謀な信用膨張と投機活動の暴走を許し、金融システムの自己回復力・復元力を根底から破壊してしまったことを意味している。

したがって、金融システムの健全性と安定性を回復するためには、現在の金融市場が抱えるさまざまな制度的問題を直視し、金融監督体制を全面的に再編成することが必要である。とりわけ、B I S規制をテコにして大手銀行と格付け会社に市場のゲートキーパー(金融市場の番人)の役割をゆだねている「規制の民営化」状態を根本的に転換し、政府・監督機関の監督機能を格段に強化することが必要である。具体的には、

- (1)銀行の健全性確保のために、ほとんど合理的根拠のない自己資本比率規制と格付け制度に過度に依存する監督体制を改め、銀行経営の健全性と安全性を、多面的な経営指標にもとづいて総合的に監視する監督体制に改める。その場合、現行のB I S規制は思い切って簡素化し、総合的な規制基準の一つとして参考的に利用する。このために、金融産業全般について、情報開示基準の大幅な引き上げと、各種オフバランス・ビークルの連結を含む会計制度の抜本的改善を行う必要がある。

- (2) 今回の金融危機では、金融市場の閉塞状況を改善するために主要国の中央銀行が莫大な「流動性供給」を行い、価格が暴落した証券の買取りや信用保証を実施している。さらにこれに加え、破綻した大手金融機関の救済・処理のために莫大な財政資金が投入され、不良債権の買取りや保証、資本注入、さらには一部銀行の国有化が実施されている。これらの措置は、金融市場と決済制度の機能保全の観点から、大規模金融機関の破綻を放置できないという、いわゆる **Too-Big-To-Fail** 政策にもとづく対応である。しかし、一方で金融業の業務自由化と金融集中を野放しで容認しておきながら、大規模化と複雑化を極度に進めた金融機関が自己責任で破綻すると政府・監督機関が納税者の負担で救済するというのは、あまりにも身勝手なやり方であるし、規制監督のあり方としてまったく矛盾している。そのうえ、現下の状況では、破綻に瀕して政府から巨額の資本注入を受けている銀行が、別の破綻した銀行を買収し、さらに巨大化するという異様な現象が発生している。このような異様な事態が今後繰り返されないためには、その破綻を放置することができないと考えられる大手金融機関(アメリカでは10~15社程度、日本では5~10社程度がこれに該当すると見られる)については、とりあえず他の金融機関と別の特別の監督体制を構築し、他の金融機関よりも厳しい安全基準(自己資本比率、流動性比率、預金準備率、預金保険料率、上場基準その他)を課し、情報開示や会計基準も厳格なものにすることでより高い安全性を確保する必要がある。さらに、長期政策的には、これらの措置を複合的に講じることで大規模金融機関の合併を抑止し、最終的には、大規模金融機関の自主的な解体を促してゆくことも必要であろう(文献⑩)。
- (3) 今回の金融危機が当初の予想を超えて大きく拡大した背景には、証券会社、ヘッジファンド、投資ファンド、SIV(オフバランス・ビークル)、消費者金融会社、金融会社、ローンブローカー、さまざまなノンバンクなどいわゆる「シャドールバンキング(パラレルバンキングとも呼ばれる)」が、運用資産で見て銀行セクターに匹敵する規模に膨張しているという問題がある。これらの金融機関は、預金を取り扱わず、預金保険や「最後の貸し手機能」などセーフティネットの恩恵から外されているという理由で、事実上監督らしい監督を受けないまま野放しにされてきた。また、大手銀行や投資銀行なども、規制監督を回避する手段として関連会社などを通じてシャドールバンキングに取引の大きな部分を移転する動きを強めてきた。このために、政府・監督機関が金融産業の全体を見渡すことができなくなっているだけでなく、日常的にさまざまな取引を通じて相互依存関係にある銀行同士でさえ、取引相手の財務の実態をつかむことが困難になっている。このような状況を改善するためには、シャドールバンキングに属するすべての金融セクターに対して、基本的には銀行に準じるレベルの規制監督を実施する必要がある。
- (4) 国際金融市場では、市場全体の迷宮化を引き起こしている最大の要因は、世界中に70~80箇所とも言われるタックスヘイブンの存在である。タックスヘイブンには、金

融機関と企業が無数のペーパーカンパニーやSPVを開設しており、これらのほとんどは、親会社の租税忌避、情報隠し、利益・損失隠蔽の手段として利用されている。したがって、金融市場の透明性を高めるためには、金融機関や企業がタックスヘイブンをこのような目的で利用することを厳しく制限する措置を、国際的な協調の下で段階的に実施する必要がある、長期的には、タックスヘイブンを地球上から完全に消滅させることが望ましい。

- (5) 為替市場・証券市場・商品市場などの監督体制を投機抑制、健全な企業・投資家保護の観点から抜本的に強化し、選択的で低率の金融取引税、投機的利益に対する厳格な課税、レバレッジ制限、空売り規制その他の措置をあわせて、投機活動にブレーキを掛けるための総合的な政策を実施する。現在、監督機関の監視圏外で行われているデリバティブのOTC取引を、適切な監視機能を備えた取引所取引に移行させる。さらに、年金基金、保険会社など、ひとびとの将来の生活が掛かり、本来投機活動になじまない社会的組織の投機活動をもっと厳しく制限する。加えて、専門的な投機組織であるヘッジファンド（類似の投資スキームを含む）に対しては、情報開示を徹底させ、集中的な監視体制を構築する。
- (6) 資産インフレと資産デフレの企業活動への影響を大きく増幅させる（プロサイクリカルな）時価会計の問題点を再点検し、その適切な利用のための制度改善を行う。市場と投資家が複雑な仕組み証券を含め、さまざまな擬制資本の価格を適切に評価できるという根拠の無い市場信仰（効率的市場仮説）を前提とする証券規制の在り方を根本的に改める。また、格付け制度の適用は社債と地方債に限定し、国債など公的格をもつ債券（格付けは不要である）や、逆に資産担保証券など大きな市場リスクをはらむデリバティブ証券については、格付け制度によらない、透明性の高い根付けの仕組みを構築する必要がある。また、こうした仕組みが整備されるまで資産担保証券の発行を制限する。

第二は、金融主導型経済を転換し、人間と社会に貢献する経済・企業・金融システムを構築する課題である。

新自由主義による規制緩和と過剰な貨幣資本の増大が引き起こしている「経済の金融化」「金融の証券化」および「ファンド資本主義」の進行に歯止めを掛け、家計や健全な企業活動と両立し、これに貢献する金融システムを構築する。このために、野放しの金融自由化を進めてきた新自由主義的政策を逆転し、金融産業と金融システムを社会関係の中にその一部（インフラ）として従属的に組み入れる（ポラニーの有名な用語に従えば、埋め込む）必要がある。空虚な幻想に過ぎない「金融立国論」（その危険性は、今回のアイスランドの国家破綻に見ることができる）や根拠無き「グローバルスタンダード」論を最終的に放棄する。このために、それぞれの国に望ましい経済社会の在り方と、その基本的な構成原理について、国民的な議論を高める必要がある。

第三は、過剰な貨幣資本の投機マネー化を抑制し、貨幣資本を持続可能な経済成長、貧

困を始めとする社会問題の改善、科学技術と文化活動の発展に役立てることのできる新しい金融システムを構築する課題である。

年金基金や社会保険、郵便貯金などの資金が、投機的な仕組み（投資信託やヘッジファンド他のいわゆる集団的投資スキーム）を通じて投機市場に動員されるのを止めさせる必要がある。わが国について言えば、金融ビッグバン以降一部専門家と金融業界、監督機関が共同で進めてきたいわゆる「市場型間接金融＝貯蓄から投資へ」の動きを阻止する。金融的利得に対する優遇措置を廃止し、逆に金融的利得に対しては一般の所得税を上回る累進課税を適用する。アメリカの投資銀行やヘッジファンドに一般に見られる異常な業績連動型報酬制度を改める。ストックオプションについてもその過度の利用を制限する。企業のM&Aに関しては、第三者による審査制度を含め、適切な規制基準の策定を検討する。企業は株主のものであるという不合理で危険なイデオロギーを社会的に払拭し、法人格を付与された企業は社会的存在であることを法規制の上で明らかにする。

（注）筆者の理解では、企業に法人格が認められる主たる理由は、この法的取り扱いが、企業の社会や人間へのより積極的な貢献に資する限りでのことである。言い換えれば、企業の法人格は、企業に「生まれながらに備わった」自然権ではなく、社会が企業システムをより効果的に活用するための便法に過ぎないと考えるべきである。この問題については、今後専門家による立ち入った議論が望まれる。

第四に、これまでアメリカがIMF、世界銀行、WTOなどを使って多くの途上国に押し付けてきた新自由主義的政策の集約ともいえる「ワシントン・コンセンサス」に代わる、多数国間の協調にもとづく国際経済・金融システムを構築する課題がある。

今回の危機で「アングロ・サクソン型金融資本主義」の存続が危ぶまれる状況になり、これを支えてきたアメリカの経済的ヘゲモニーとドル基軸通貨体制が中長期的に弱まることに危機感を抱いたアメリカの識者の一部は、アメリカのヘゲモニーを維持するために、EU、アジア諸国、ラテンアメリカ諸国などの協力を取り付ける方途として、IMFの役割強化を提案している（文献⑫）。1980年代以降の波状的な国際金融危機に際して、IMFは途上国の立場に立った政策ではなく、アメリカ・ウォール街の政策を世界的に浸透させる尖兵の役割を果たして来た。アメリカの一部識者がねらっているのは、こうしたアメリカの経済外交政策の尖兵としてのIMFの役割を放棄するのではなく、その部分的な修正によって、逆にその役割の延命をはかることである。したがって、今後予想される金融危機の国際的処理については、IMFではなく、国連の下部機構として新しい危機管理組織を立ち上げ、途上国の利害をより適切に反映した政策を、真に国際的な協調のもとで実施できる機構を構築する必要がある。そのためにも、これまでアメリカの横槍で次第に縮小されてきた、国連の途上国問題、環境問題、資源問題などを担当する一連の機構（UNCTADその他）を拡大整備する必要がある。

#### IV 資本主義は世界金融恐慌を克服できるのか

今回の世界金融恐慌は、(1)過剰な貨幣資本の累積を背景とする「経済の金融化」、(2)新自由主義の支配のもとで進められた金融自由化と規制民営化による金融市場のルール崩壊、(3)投資銀行と機関投資家が主導する金融工学を濫用した金融証券化の暴走、が招いた深刻かつ複合的な世界金融恐慌であり、すでに莫大な資産デフレが発生していることから見ても、その短期的な克服は容易ではない。

金融恐慌の影響は金融市場にとどまらず、すでに自動車産業、素材産業、運輸産業、家電産業など基幹産業を含む広範な実体経済に深刻な影響を及ぼしており、すでに世界不況（世界的な規模での景気後退、マイナス成長）の段階に入っている。その結果、金融恐慌→経済不況→金融危機長期化→経済不況の長期化、という悪循環に陥っている。

ただし、今後、世界同時不況がそのまま世界経済恐慌に発展する可能性について議論するためには、以下の諸点を具体的に分析する必要がある。

1. 世界的に見ると、潜在的成長可能性をもつ、地理的に広大で、莫大な人口を要する地域が残されている。また、それらのなかの有力国（中国、インド、ブラジル、アラビア他の産油国、ロシア??他）の国際的な発言権が高まっている。これらの国の多くで、株価が先進工業国以上に暴落しているが、これらの国では株価の暴落がマクロ経済に及ぼす影響が、アメリカやイギリスほど大きくない。また、経済成長率維持のために、政府が積極的役割を果たすことについての識者や国民の拒絶反応も強くない。80年代以降のワシントン・コンセンサスで経済成長を窒息させられた、その他の諸国でも、自立的な経済成長政策が効果を収める可能性も残されている。
2. EU諸国を始め、アングロ・サクソン型経済と異なる資本主義の路線（社会的市場経済、福祉国家など）をめざす先進工業国が存在している。これらの諸国では、整備された社会保障制度によって、消費需要の落ち込み、失業率の上昇などが緩和される可能性が高い。ちなみに、EU諸国の生産効率（全要素生産性ベース）や国際競争力は、アメリカ・イギリスとの比較で劣位にあるわけではないし（文献⑬）、これらの国の経済システムが衰退や崩壊に向かっているという言説には根拠がない。また、これらの国では、国民の貯蓄の大きな割合を投機的な証券市場に誘導する仕組みは未発達で、ヘッジファンドやタックスヘイブンの国際的な規制についても積極的な姿勢を打ち出している。いまのところ、EU諸国の経済成長率(09年)がマイナス2-3%になるという見通しが明らかにされているが、最終的には、これら諸国では金融恐慌の実体経済への影響がアメリカ・イギリスに比べて軽微にとどまる可能性があるかと筆者は考えている。
3. アメリカについても、自動車産業や建設産業、一部素材産業などを別とすれば、過剰投資があらゆる産業分野で深刻な状態にあるわけではない。新自由主義的経済政策のもとでは、一般に産業分野における投資は不活発で、過剰設備の累積は抑えられてきた。ビッグ3の経営危機も、過度の楽観的見通しによる過剰投資の結果というよりは、「経済の金融化」によって引き起こされた過度の財務重視で国際競争力を喪失した結

果という側面が大きい。ただし、アメリカ経済については、家計部門を中心に貯蓄率がマイナス状態（債務に依存した消費支出）にあることが今後の経済動向に深刻な問題を投げかけている。このために、いったん不動産バブルが崩壊すると、その影響が極めて深刻かつ長期的になり、サブプライム問題発生からすでに1年半以上経過しても住宅価格の下落に歯止めがかかっていない。こうして、アメリカにおける実体経済の回復がどのような経過をたどるのが容易に見通せないことが、今回の金融危機の今後の帰趨を著しく見極めにくいものになっている。

4. 各国の政府・金融当局が前例にとらわれない大規模なマクロ経済政策を引き続き実施することは確実である。あわせて、政府・金融当局は、金融機関の連鎖的倒産を防止するために、銀行救済を、いままで以上に対象を拡大し、大規模に実施することが予想される。主要国の政府・金融当局が、これらの政策を協調して実施した場合に、どのようなマクロ経済的効果が現れるのか、報告者にはいまのところ予測できない。それらがすでに「手遅れ」である可能性も否定できないが、その場合にも、世界不況の様相は、1930年代とは相当に異なった経過（日本のバブル崩壊後の失われた10年に似た、長期不況の様相をとる可能性もある）をたどるのではないかと思われる。

（注）ただし、筆者の判断では、金融恐慌から世界同時不況への悪循環を、金融市場の回復（株価回復、金融産業の利益回復など）を先行させることによって遮断し、経済不況を克服することはできない。金融市場の回復のためには、まず実体経済が回復し（不動産市場、耐久消費財市場、労働市場などの回復）、企業収益が回復基調に乗り、消費需要を支える労働者の可処分所得が回復することが前提条件となる。金融恐慌は実体経済が回復しないかぎり回復するのは難しいが、実体経済自体は金融経済の回復する以前に、政府の政策と企業努力によって、ある程度回復可能である。したがって、適切な経済政策によってこれ以上の需要の急減と信用収縮を食い止め、資産デフレが需要を収縮させる悪循環に歯止めを掛けることができれば、世界恐慌を回避し、金融危機を克服する「可能性」は残されていると思われる。

もっとも重要な政策は、各国政府が、それぞれの国の実情を踏まえ、幅広い社会政策的視野に立って、大規模な需要創出政策を実施することである。さらに、政府の需要創出政策に加えて、将来に対する国民の不安を軽減し、企業が長期的視点にたった投資を実行するように誘導する政策が求められる。具体的には、低所得者に厚い社会保障プログラムの抜本的な拡充、教育費の公的負担の大幅引き上げ、医療・介護制度の充実、行過ぎた持ち家政策の転換、地域再開発や商店街など生活環境関連の社会的投資、雇用確保政策と結び付いた中小企業金融に対する公的支援制度、環境問題を念頭においた農業・林業の活性化政策、その他である。また、中小企業以外についても、企業の自主的な雇用維持努力に対する公的支援制度も有効である。

こうした政策の実施に必要な財源は、まずは軍需支出、非民主主義国に対する対外援助など不要予算の大幅削減、富裕層に対するこれまでの優遇政策・減税政策の根本的見直し、個人と企業の所得に対する累進課税制度の厳格な実施、企業に対する優遇税制度の見直し、その他の措置を、雇用確保と生活密着度などを勘案して選択的に実施することなどで充当する。

5. 世界的な視野で見ると、中国、インドなどアジア諸国、ブラジルを中心とするラテンアメリカ諸国、ロシアを含む旧社会主義諸国、さらには中東諸国やアフリカ諸国にも、中長期的には潜在的な経済成長の可能性が残されている。これらの諸地域において、自然環境や生活環境の保全、政治的民主主義と両立できる持続的な経済成長が達成され、これを通じて雇用の増加と所得水準の引き上げが実現すれば、世界的な経済成長だけでなく、国際平和の確保という観点からも望ましい。先進工業国とこれら中進国、途上国との国際的な協調によってこの可能性を実現する展望が開ければ、世界的に、相当期間にわたる持続的な経済発展が期待できる。
6. 恐慌の回避と金融危機の克服のためには、政府の需要回復政策が新たなバブル経済を誘発しない工夫が必要である。金融機関と機関投資家による投機活動を抑え、金融リスクの隠蔽と拡散を招く金融工学の濫用、SPVやタックスヘイブンの濫用などを防止するために必要なさまざまな規制をあわせて早急を実施する必要がある。投機活動を抑えると金融市場の回復が遅れるという一部専門家が指摘する心配はまったく不要である。さらに、金融当局による過大な「流動性」供給は見直される必要がある。経済の回復のために必要なものは総需要を押し上げる購買力と投資の回復であり、意味不明の「流動性」供給ではない。また、株価の維持・回復も経済政策の主要目標に挙げられるべきではない。年金基金や保険会社など機関投資家の側が、自主的に資金運用の基準を見直すべきである。
7. 金融市場におけるシステミック・リスクの深刻化を予防するために必要な措置を講じる必要がある。その中には、大規模金融機関や機関投資家（年金、保険など）の崩壊を救済する措置が含まれる。これらの措置を実施する具体的な方法や手順は、ケースバイケースであり、あらかじめ決めて置くことはできない。重要なことは、経営破たんを引き起こした経営者や投機組織の責任を曖昧にしないことである。株主と債権者には、それぞれの責任に相応する負担を求めることが必要である。政府が行うべきは、営利組織としての金融機関（企業）の救済ではなく、「公共財」としての金融市場の機能、決済システムの機能を確保すること、金融分野を含む雇用を保証すること、地域経済や関連産業などへの過度の外部不経済の波及を防止すること、そして、これらの目的に照らして不可欠と考えられる措置を講じることである。これらは、言うは易しく、実際には複雑な仕事であるが、政府はこうした措置を実施するにあたって、金融市場、金融機関、さらには一般企業が、単なる投資家や株主のための営利組織ではなく、人間の歴史的創意が作り上げてきた重要な社会システムであり、その意味で健全な発展が望まれる「社会的存在」であることを、国民に説明する必要がある。
8. Too-Big-To-Fail 政策（文献⑭）の対象となる現代の巨大金融機関（ビッグ3その他の巨大でコングロマリット化した産業企業も同様である）は、すでに人間による合理的な運営と両立しないほどの巨大化、複雑化、広域化の水準に達していることを認識する必要がある。さらに、巨大金融機関が金融システムと金融市場の健全性を損なう危険性は、

金融産業の極度の集中、金融グローバル化と金融証券化の進展によって増幅されている。Too-Big-To-Fail問題は、規制緩和と資本集中を野放しに進めてきた新自由主義の政策が陥っている深刻なジレンマの一つであり、このジレンマを無視すること（不用意に大規模金融機関を破綻させることと、無原則に救済することの両方）はさらに危険である。このジレンマの克服のためには、かつてのニューディール改革や第二次大戦後の日本の経済民主化に匹敵する大規模な経済制度改革（金融業態区分の再整理、大規模金融機関の分割、独占禁止法の強化と厳正適用、純粋持ち株会社制限など）が必要である。これらの政策を実施する場合には、バブル崩壊後の日本の経験が教えているように、不用意な金融ビッグバン方式はもっとも無責任かつ危険なやり方である。大規模な改革であればあるほど、逆に時間をかけて慎重に中・長期実施プランを作成し、国民の合意を得ながら、段階的に手順を踏んで実施することが必要である。

（注）経済システムや金融システムなどのマクロな複雑系システムの「改革」は、あらかじめ用意された設計図にもとづいて「計画的に」実施することはできない。筆者の知る限り、現代の社会科学は、そのような壮大な設計図を用意できるほど整備されていないし、近い将来、そのようなことが可能になると期待することもできない。巨大なシステムの改革は、多数の国民が支持する基本的な目標を策定し（例えば、いくつかの構成原理を含む福祉国家をめざすという目標）、その方向に沿ったさまざまな改革のなかで、まず国民的合意が得られて実現可能な改革を当面の目標に掲げ、利害調整を通じて実施するという部分的改革のプロセスを長期間にわたって継続するやり方がもっとも妥当ではないかと考えられる。

あとがき

今回の国際金融恐慌と世界不況では、1970年代以降の資本主義経済と金融市場のさまざまな構造変化にともなう諸矛盾が集中的に顕在化しており、その様相はきわめて複雑で、今後の危機の展開を予想することも困難である。本稿では、こうした事態の極度の複雑性を念頭におきながら、本来は必ずしも筆者の専門分野に含まれない領域の問題も含めて、できるだけ包括的に今回の危機の様相と、そこに表出した現代資本主義の歴史的限界をめぐる諸問題を取り上げて検討を加えた。今回のような深刻かつ大規模な経済危機の構造と様相の全体を正確に分析し、記述することは、もとより筆者の能力にあまることである。したがって、本稿の議論には、それぞれの分野の専門家の観点からみれば、多くの誤りや認識不足が露呈していることが予想される。それでもあえてこのような論考を公表したのは、もっぱら、本稿が今回の経済危機をめぐる今後の議論の活発化に多少とも裨益することを念願してのことであり、それ以上の他意はないことを申し述べておきたい。



