

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 ——

報告者 高田太久吉

2010 年夏 参論倶楽部合宿

1. 問題提起

今回の金融恐慌は、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」(資本論第1巻第1篇第3章 註99)なのか、という問題である。これらの問題は、単に2007年に発生した金融問題の正確な特徴付けに関わるだけではなく、問題の歴史的背景および発生メカニズム、さらには、今後の展開をどう展望するかという一連の問題とも関わって、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と関係してくる。

(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。ちなみに、これまでのところこの独自の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とキンドルバーガーの業績が挙げられる程度である。

本報告では、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。

2. まず、第一の問題について

現状を見る限り、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(高田『金融恐慌を読み解く』および信用理論研究会報告『2007—09年国際金融恐慌の性格をどう見るか』とくに、木村二郎氏への回答参照)。マルクス経済学者の多くが、恐慌という古典的概念を適用することに戸惑いを感じている様子がうかがえる(例えば、井村『世界的金融危機の構図』)。また、米田「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』第7章)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擬制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」と性格付けているが、論文全体としては、金融危機という用語を使用して考察を展開している。また、あえて恐慌と定義する理由については詳説していない。

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はいか、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を重視している。

(注) 今回の金融恐慌で預金者が殺到して預金を引き出すという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、今回取り付けが発生しなかったということの意味しない。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、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、貸し付け更新拒絶などの形態で発生し、これらはいずれも短期金融市場で電話・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、レポ市場および金融C P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、S I Vを含む各種オフバランス・ビークルであった。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、Gary Gorton, *Securitized Banking and the Run on Repo*, Yale ICF working paper, November 2009; -----, *Questions and Answers about the Financial Crisis*, prepared for the U.S. Financial Crisis Inquiry Commission, Feb. 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, *Reflections on Northern Rock: The Bank Run that Heralded the Global Financial Crisis*, *Journal of Economic Perspectives*, Winter 2009. を見られたい。いずれにせよ、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一部の見解は、現代の金融システムのもとでは「取り付け」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。

この問題に関連して、筆者は、先の信用理論研究会での報告に際して、木村二郎氏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S I V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、A I G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U B S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。

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。したがって、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危機とよぶかという論争は存在しない。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)ととらえ、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。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(メンデリソン『恐慌の

理論と歴史』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にとまどいがあるのではないかと思われる。

いずれにせよ、現代の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、それほど明確な周期性が見られず、4つの局面ははっきり確定できない経路をたどり(例えばスタグフレーション)、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、経済危機が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)ことはできない。

その上、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とるようになっていく。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いう様相を示してきた。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) IMFのデータベースについては、拙著『金融恐慌を読み解く』はしがき9頁を見られたい。また、グレート・モデレーションについては **Remarks by Governor Ben S. Bernanke, At the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC, February 20, 2004**, を参照されたい。

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 *die 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「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。

2. 第二の問題について

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

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、たん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のがこの人々の異議申し立ての理由である。

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)で、井村喜代子氏の近著を祖上にあげて、今回の問題をもっぱら「実体経済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実体経済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実体経済の「停滞」があって、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実体経済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いきる。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。日本と振興工業諸国は、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)

(注) 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と述べている。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主義の蓄積様式の変化あるいは構造変化に目をむける必要があることはいままでもない。その点で、たとえば井村喜代子氏の近著が今次金融恐慌の独自性を強調するあまり、全体として、こうした資本主義それ自体の新しい問題に十分立ち入った考察を加えていない(それは理由のあることではあるが)という批判は理解できる。

アメリカを中心とする工業国の経済の強さ(グレート・モデレーションあるいは長期的繁栄)と脆弱さ(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、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と欧日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。

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などが相まって、工業国はクリーピングインフレからスタグフレーションの局面に入り込んだ。

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、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擬制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、経済政策の原則をそれまでのケインズ主義的需要・雇用管理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、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。

今回の金融恐慌の背景には、こうして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いることは明らかであり、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（9頁）のは正当である。

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、それによって今回の金融恐慌に関連して説明されるべき重要な問題が全体として説明可能になるわけではない。鶴田満彦氏の所説は、

「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巻第

というマルクスの記述に関連付けて述べられている。しかし、今回発生した金融恐慌の実相は、ここでマルクスが想定している信用恐慌あるいは貨幣恐慌とは、根本的に異なった性質のものであることも忘れてはならない。

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）がどのようなものであったのか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以下のマルクス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、直接的消費に関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4篇第18章新日本版⑨514-15頁）

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卸売業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、自立的な商人資本の機能であり、とりわけ、卸売業の部面である。

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」

つまり、商人資本が銀行信用にささえられた手形を利用して売買を膨張させるのは、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、こうした商人資本が銀行信用を利用して過剰な取引を膨張させたわけではない。

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はない。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、その後の経緯を見ても、われわれが目目の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）。問題はむしろ金融部面、すなわちIT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。

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IT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のは、住宅産業の競争や利潤動機でもなく、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IT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。なお、詳しくはMcKinsey Global Institute, *Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and Its Economic Consequences*, 2010、U.S. Congress, Joint Economic Committee, *The Subprime Lending Crisis*, October 2007 他を参照されたい。このMcKinsey調査によれば、上記の世界の総債務増加40.7兆ドルのうち、非金融企業部門、政府部門、金融産業が占める割合はそれぞれ、22%、25%、26%となっている。この数値だけを見ると金融産業の借入れが予想よりも少ない（投資銀行やヘッジファンドの非常に高いレバレッジを念頭におくと）ように思われる。しかし、非金融企業部門の借入れの相当多くが、実物投資や通常の運転資金ではなく、自社株買いやM&A（株式投資）さらには、仕組み証券取得やデリバティブ取引など、金融的な投資・運用に充当されていることを念頭に置く必要がある。

なお、米国の住宅モーゲッジの残高は2007年で11兆ドルほどである。これは、全商業銀行の資産総額（11.2兆ドル）に匹敵する巨大な額である。それはまた、近年世界中で発行された資産担保証券の総残高（10.7兆ドル）に相当する。これらの数値は、米国のモーゲッジ市場が米国の金融市場の動向はもちろん、国際金融市場の動向にも大きな影響を及ぼす可能性を持っていることを示している。しかし、報告者がすでに繰り返し強調しているように、今回の金融恐慌の発生土壌を分析する場合には、このようなモーゲッジ市場と銀行信用の関わりだけではなく、富裕な個人投資家、年金基金、投資信託、保険会社、政府系基金、ヘッジファンド、投資ファンドその他のさまざまな個人投資家と機関投資家が運用する、世界のGDP合計をはるかに上回る貨幣資本の運動を念頭に置かなければならない（拙著『金融恐慌を読み解く』、第1章参照）。さらに、1日の取引残高が10兆ドルに達すると言われるレポ市場、および、正確な統計は存在しないが、最大時には総額350兆ドル（想定元本ベース）に達したと言われるデリバティブ取引も忘れてはならない。これらさまざまな金融市場の全体構造とそれぞれの役割を正確に分析することは至難の作業であるが、これらの市場の大半が

現実資本の蓄積あるいは再生産とほとんど関連をもたないで、もっぱら貨幣資本としての利得（利子、売買差益、手数料、評価益その他）を目指して運用されていることには疑問の余地がない。そして、今回の金融恐慌では、アメリカのモーゲー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・ビークル、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、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「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、報告者の理解では、今回の金融恐慌を「独自の意味の貨幣恐慌」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。繰り返し述べたように、問題は、金融恐慌の背景、発生メカニズム、結果とその影響などを、具体的にどう把握するのかということである。とくに、問題の一つの焦点は、仕組み証券市場やデリバティブ市場さらにはモノラインやCDSに代表される金融市場の異常な膨張とその破綻が、どのような意味で現実資本の（過剰）蓄積と関係し、また、それらから乖離しているのかを具体的に分析することである。

結論的に言えば、われわれは現代資本主義の危機の分析に際して、マルクスの恐慌の2分法から離れる必要があるのではないかとすることを提案したいのである。さまざまな意味で経済の金融化が大きく進行した現代資本主義では、現実資本（産業資本と商業資本）と貨幣資本の関係がマルクスが2分法を考えた時代から根本的に変化しており、それだけではなく、そもそも貨幣資本と現実資本の区別自体が明確ではなくなりつつあるのである。たとえば、GMやGEをそれぞれ単なる自動車産業、電機産業として類別することはもはやできない。

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。この結論には説得力があるが、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。現代資本主義の歴史的・構造的特徴は、もはや過剰生産恐慌に付随する貨幣恐慌と独自の貨幣恐慌を理論的に分離すること自体を無意味ならしめるまでに、経済の金融化が進展した点に見出されると考えるべきではないであろうか。

（付記）本報告の主題からすれば、議論をより深めるために、独占資本の過剰蓄積傾向と金融化を重視するマンスリー・レビュー派と、新自由主義と金融化を結びつけて金融不安定性を説明するポスト・ケインジアン派（とくに、Thomas Palley）との論争に触れるべきであったが、紙幅の制限で、この論点は次回に取り上げたい。