

金融危機の要因としての過剰流動性

高田太久吉

次のことは強調しておかなければならない。すなわち、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は、荷車を引き馬の前に繋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。現代の国際金融システムがはらむ不安定性と脆弱性は、いくつかの複雑な諸要因によって引き起こされており、しかも、それらの諸要因の組み合わせは 80 年代以降、急激な変化を遂げてきた。国際金融危機の背景を具体的に分析・解明することは現代経済学に課せられた重要かつ困難な課題の一つであるが、その作業は単純ではなく、国際金融システムの歴史的な構造変化を念頭において、多くの関連する諸要因の相互作用を分析しなければならない。

ところで、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多くの研究者が着目してきたのは、過剰な流動性(excess liquidity)とその作用である。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な流動性が供給されてきた。過剰な流動性は、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、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、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、その統計的な計測における混乱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、本来能動的な要因ではない過剰流動性の概念によって金融バブルや金融危機の発生を説明するのではなく、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を明確にし、その運動がもたらす現象の一つとして過剰流動性を把握する必要があるとるのが本稿の趣旨である。

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、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、こうした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年夏以降の

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)。

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(もっとも代表的な文献としては Deutche 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、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, 2000; 2004)。

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な流動性が発生し、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ッドの大幅縮小、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、黒字国からの資金流入、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などの要因によ

ってもたらされる。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市場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)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。

このような流動性の増大と消失と言う現象を、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)と呼んでいる(Nesverailova 文献は下記)。

例えばインドの研究者 Chandrasekhar & Ghosh, (2008) は、流動性の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、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。

彼女のいわゆる「流動性の幻想」は、もともとはケインズの流動性物神(fetish of liquidity)の概念を参考にしたもので、個別投資家の思惑と別に客観的な意味での市場流動性などというものは存在しない、したがって、投資家の思惑が変われば市場流動性はいつでも、一挙に消失するということを意味している(2008-a pp.11-17)。彼女によれば、近年の金融イノベーション(デリバティブ、仕組み証券、簿外ヴィークル他)は、個別金融機関や投資家にとって大量かつ効率的な市場取引を可能にすると同時に、さ

まざまな金融市場と、それらのネットワークとしての金融システム自体を、極度に脆弱かつ不安定にしてきたのであり、近年の多くの金融危機と同様に、今回の金融危機の原因としても、こうした意味での「流動性の幻想」に着目することが必要である。

(註) Nesverailova が強調する「流動性の幻想」にもとづく典型的な議論についてはモルガン・スタンレーのエコノミスト Joachim Fels(2005)を見られたい。

活発な市場取引に表れる市場流動性が何かのきっかけで突然消失する現象を、Persaud(2001-2;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従的になれば、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って一層強まることになる。彼によれば、外国為替市場は、証券市場に比べると取引される商品の種類が著しく限られているために、流動性ブラックホールが発生しやすい。このことが、国際通貨危機の頻発の重要な要因をなしている。したがって、ノーマルな状態での外国為替市場における取引規模の莫大さを、市場流動性の大きさと勘違いしてはいけない。

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。こうした傾向を緩和するためには、短期市場性資金に依存した長期投資を抑制する政策（長短市場分離）、画一的で市場感応的なリスクマネジメントの見直し（VAR と格付け、時価会計基準に過度に依存したリスク評価の見直し）、さらには、ヘッジファンドに代表される専門的な投資家と小口個人投資家に提供される金融サービスを制度的に区別し、前者の損失を容認しつつ、後者の過度のリスク取り入れを厳格に制限する規制方式を導入すること、が必要である。

(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. 金融危機の主因＝過剰流動性論の問題点

(1) 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、大きな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、これまで多くの専門家は、流動性という概念を異なった複数の意味で定義してきた。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つと考えてよいであろう。

(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、個別経済主体の流動性とソルヴェンシーを区別することは、概念的にはともかく、現実には容易ではない。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、正味資産の毀損が生じる。

(c)市場の流動性(market liquidity)。

これは、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はなく、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。

（註）BIS、IMF、欧州中央銀行（ECB）などの市場レポートが重視する流動性はこの意味での流動性である。したがって、これらのレポートは、さまざまな金融市場における金利スプレッド、取引量などの指標を流動性の基本的な指標と見なして、流動性を評価している。

(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ほぼこれ

に相当する。

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「過剰な流動性」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」などの類似の比喻を好んで用いる。しかしながら、こうした文脈で流動性が使用される正確な意味はしばしば曖昧である(Adrian,T. & H.Shin,2008, p.2)」

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関連した影響を及ぼす。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。

(2) 流動性の計測をめぐる困難

以上のように、流動性は概念的に多義的であるだけでなく、現実の金融市場に適用してその状態を計測することが困難であることは多くの研究者が認めている。

前述のモルガン・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とあわせて、「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、ここでは流動性は、事実上いわゆるマーシャルの K と同一視されているのである。

(註) このような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)にも引き継がれている(p.10)。

上記のエコノミストの流動性指標は、先に挙げたマネタリー流動性に近いと考えられる。しかし、このような流動性指標は、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と考える資産(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。

しかし、このように流動性を狭義のマネーストックと置き換えて考えると、過剰流動性は過剰なマネーストックと同じになる。もしそうであれば、この場合にも過剰流動性などという概念を使用する必要はなく、過剰なマネーストックといえれば必要にして十分である。ちなみに、マネーストック統計には「狭義の流動性」というカテゴリーはなく、あるのは「広義の流動性」だけである。

ところで、マネタリー流動性をマネーストックと同義と考えると、その場合、過剰な流動性=過剰なマネーストックとは何を意味することになるのであろうか。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、そもそも過剰なマネーストックの存在という現象が発生しうるか、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カテゴリーである。

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、経済学的には、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定義とは異なった概念である。さらに言えば、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ということ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（通貨）として利用される資産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。

ところで、企業部門や家計部門が必要以上の銀行預金を大量に保有するということがいかにして発生するのであろうか。現代の発展した金融経済のもとでは、企業や家計はみずからが必要と考える以上の通貨を保有していれば、すでに銀行借入などの債務を抱えていればその返済に充てるであ

ろうし、そうでなければ、それを貯蓄性預金として銀行に預けるか、直接あるいは間接に証券市場その他の金融市場で利子生み資本として運用すると考えられる。つまり、過剰なマネーストックがそのまま企業や家計によって過剰な預金として保有され続けることはない。こうして、結局のところ、過剰な流動性は、貨幣資本の問題に帰着する。

他方、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(2001)は、市場流動性に関するレポートで、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。しかし、このように単純な加算が不可能な、多様な多くの指標を全体としてどのような尺度で総合的に測定することができるのか明らかではない。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表面的な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。

要するに、この間、バブルや金融危機の要因として議論されてきた流動性ないし過剰な流動性とは、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、投資可能な資金が流入あるいは累積し、その結果投資資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つそう進んで取るようになった(Altman,2006, p.11)」

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、単なる貨幣あるいは流動性ではなく、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資本) 以外の何物でもない。

そうであれば、ここで多義的であいまいな「流動性」という言葉を使用することは議論を混乱させるだけであり、端的に、市場に流通する証券に対して、有利な利回りの投資対象を求める資金という意味での貨幣資本が過剰に存在する、要するに「貨幣資本が過剰である」といえば事足りるのである。

3. 過剰な流動性と過剰な貨幣資本

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な流動性をどのように定義・計測するかというやっかいな理論的問題を提起してきたが、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」を説明することが容易ではない。

因みに、近年の金融危機をめぐって、「過剰な流動性」ないし「流動性の消失」という概念が使用される場合、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。ここで問題になっているのは、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。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の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)の流動性概念に関して、その市場における全般的な過剰を想定することは困難である。これら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。

残された2つの定義のなかで、(c)の市場流動性は、まさしく市場の状態を意味している。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おり、それは言い換えれば、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、このような意味での市場の状態について、資産バブルを引き起こす「過剰な流動性」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かい離した——全般的な価格上昇を引き起こす市場における超過需要の状態を意味している。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、このような意味での証券に対する超過需要が実際に存在したことは、研究者によって指摘されている。例えば、**Ricardo 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、証拠金の必要によって、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**の見解を引いて、次のように記している。

「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)」

さらに、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 Altman 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ふさわしい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 アンダーラインは引用者)

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生み出された過剰な流動性は、株式、社債、国債などの伝統的な証券市場だけでは完全に吸収されないで、それらの市場からあふれて、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の水準から大きく押し下げたということになる。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、このような過剰な流動性の産物として説明されることになる。

しかし、もしも過剰流動性がこのような意味での金融資産（証券）に対する全般的な超過需要を意味するとすれば、それは単なる市場流動性の話と言うよりは、引用者が付したアンダーライン部分がいみじくも示しているように、金融市場において投資可能な証券を求める、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。言い換えれば、過剰流動性とは、新しい証券の供給を上回る貨幣資本がさまざまな機関投資家の手元に蓄積され、全般的な低金利のもとでより高い利回りを求めて、リスクをいとわずハイイールド証券市場を始めとする代替的投資市場に流入する現象を意味していると考えなければならない。

近年の金融バブルの要因として議論されてきた流動性を、貨幣資本として概念的に捉えなおすことでむしろ明確な分析が可能になるという見解は、有名な Adrian & Shin(2008)の議論にも見ることができる。

「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り手を探すことになる。すなわち、総体的な流動性とは、金融仲介機関が借り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）」

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、理論的な混乱のもと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の適切な理解を妨げることになるということである。

過剰流動性の概念が意味するものは、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、とりわけ証券市場と投資家の行動にもたらす均衡かく乱的な作用あるいはそれに伴う現象にすぎない。したがって、流動性は、市場の状態とそれにもなつて投資家の予想や心理が転移すれば、一挙に過剰から消失状態に転換する。言い換えると、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、すでに見た「流動性パラドックス」、「流動性の幻想」、さらには「流動性ブラックボックス」という混乱を克服することは難しいのである。

ただし、過剰な貨幣資本と言う概念も、それ自体定義することは容易ではなく、それを計測することはさらに困難であることは認めなければならないであろう。しかし、少なくとも過剰な貨幣資本については、過剰な流動性と同程度の「不完全」な指標を利用することはできるし、もっとも重要なことは、過剰な貨幣資本は----さまざまな機関投資家の手元に蓄積された

貨幣資本という意味では----全般的な「過剰」から、突然の「消失」に転換することはない。この場合には、転換するのは貨幣資本の利回りであり、その現象形態としての証券価格である。

(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。

4. 過剰流動性論と過剰信用論

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もの(過剰信用論)である。

例えば、Borio & Dysiatat(2011)、さらに、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。ただし、このレポートは、信用膨張の程度と内容が、国、地域、産業部門で大きく異なっていること、金融危機後のデレバレッジへの政策的対応に際してこの差異を考慮に入れる必要性を指摘している。

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。

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も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それぞれの必要に応じて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（拙著 第1章参照）。

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。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に購入し続けることが、組成・販売モデルが永続的に機能するための前提条件なのである。

それでは、これらの機関投資家が証券投資に運用する莫大な資金はどこから、どの様にして生まれるのであろうか。

この点を明快に説明できるデータは見つからない。さまざまな機関投資家は、同じやり方で資金を集めるわけではなく、それぞれ独自の方法で資金を調達している。しかし、今回の金融危機が明らかにしたのは、銀行を含む多くの機関投資家が、レポ市場および ABCP 市場などの短期の証券市場に、資金調達の大きな割合を依存しているという事実である。

本来銀行は、預金という自己の債務を発行することで資金を「調達」することができる。しかし、組成・販売モデルのもとでは、銀行もまた SPV や SIV などのオフバランス・スキームを利用して、証券を発行し、市場性資金を調達している。さらに銀行は、手持ちの長期証券を担保にして、レポ(Repo)市場と呼ばれる短期金融市場で資金を調達する。

基本的に預金吸収機能をもたない投資銀行や証券会社、さらに投資会社などのノンバンクなどの場合には、やはりレポ市場を始めとする短期金融

市場が主たる資金調達源である。

さらに、機関投資家の中でもっとも高リスク証券を積極的に購入するヘッジファンドの場合には、かれらの最初の資金源は銀行や富裕な個人投資家が提供する資金（これがヘッジファンドのいわば自己資本を形成する）である。しかしヘッジファンドは、この自己資本を何倍（時には数十倍に）にも膨らませて大規模な投機活動を展開するために、大手金融機関の信用供与やレポ市場からの借り入れなどを積極的に利用する。

レポ市場は金融機関や機関投資家が、短期の買戻し＝売り戻し条件付で証券を売買する市場で、日本の現先市場に類似する市場である。多くの金融機関は、レポ市場を一つには短期の資金調達のために、もう一つには、決済に必要な証券を入手する手段として利用する。そして、レポ市場に資金を供給するのは、銀行、年金基金をふくむ機関投資家、余裕資金をかかえる一般企業、地方公共団体などである。

BIS のスタッフによるレポート(Hördahl & King, 2008)によれば、レポ市場は 1920 年代から存在しているが、いまや銀行その他の金融機関にとってなくてはならない資金源になっており、その規模は 2002 年から 2007 年の間におよそ 2 倍になっている。最大の市場はアメリカ・レポ市場でその規模は 10 兆ドル (GDP の 70%相当、ただし、証券の買い手＝資金の出し手勘定と証券の売り手＝資金の借り手勘定の 2 重計算になっている)、これに続くのがユーロ圏の 6 兆ユーロ (GDP の 65%相当)、イギリスの 1 兆ポンドとなっている。要するに、1 日あたりの取引高から言えば、レポ市場は外国為替市場よりもはるかに大きな、世界最大の金融市場なのである。

アメリカ・レポ市場の最大の利用者は、プライマリー・ディーラー（連邦政府発行の証券をニューヨーク連邦準備銀行と直接売買できる金融機関）と呼ばれる全米で 20 社に足りない大手銀行と投資銀行である。とりわけ、大手投資銀行 5 社は全体として資金調達の半分をレポ市場に依存しており（オフバランス・ビークルを除く）、これらの投資銀行が利用する 20 倍～30 倍のレバレッジは、レポ市場によって可能になっていると考えて間違いない。ユーロ圏に関しても、7500 社の金融機関の中でレポ市場を活発に利用しているのは上位 20 社であり、これらだけで取引額の 80%を占めている。

こうした事情から、現代の金融システムの構造と金融危機の具体的な発生メカニズムを理解するためには、レポ市場の規模と構造、主要な参加者とその取引態様などを具体的に分析することが必要になる。しかし、著者の知る限りでは、レポ市場についてその全容を詳細に分析した研究はいまのところ見当たらない。

現代のレポ市場に関する興味深い分析の一つに、Adrian & Shin(ibid)がある。これによれば、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。このバランスシートの拡張は、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手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。

しかし、かれらの説明には、なお未解決の問題が残されている。

最大の問題は、かれらの説明は、投資銀行やヘッジファンドが、適正レバレッジを確保するために、レポ市場を利用して随時思い通りにバランスシートを拡大できることを前提している。いいかえれば、レポ市場には事実上無制限の「流動性」があると想定されている。今回の金融危機に先立って欧米のレポ市場は確かに急膨張し、これが資本市場型金融機関のバラ

ンスシート膨張を支えたことは間違いない。しかし、このようなレポ市場の膨張自体はいったいどのようにして可能になったのであろうか。

例えば、証券価格の大幅な上昇によって大手銀行の投資銀行部門やオフバランスシート・ビークルを含む資本市場依存型金融機関が一斉にバランスシートを拡大しようとするれば、レポ市場、コマーシャルペーパー市場を含む短期金融市場によほど大きな余剰資金があらかじめ存在していなければ、これら金融機関の行動はたちまち短期金融市場における資金逼迫と金利上昇を引き起こすであろう。その場合、いったい誰が資金を提供したのであろうか。

レポ市場の資金供給側に関する情報はこれまでのところ不十分（レポ市場に関する公式統計は作られていない）であるが、主要な資金提供者が銀行と年金基金や保険会社など豊富な資金を抱える機関投資家であろうことは予想できる。

レポ市場に「流動性」を供給するのは、この市場を利用して余剰資金を運用する機関投資家ということになる。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、レポ市場を手元資金の調整のために活発に利用しているが、全体としてみると、かれらは資金の利用者であり、供給者ではない。第一に、高リスク高利回りを目指すヘッジファンドは、利幅の極端に薄いレポ市場の主要な資金の出し手ではありえない。

このように考えると、結局レポ市場の資金提供者は、年金基金、保険会社、企業、投資信託など豊富な貨幣資本を保有する機関投資家ということになる。しかし、これらの機関投資家は銀行のように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。かれらがレポ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、別の機関投資家の投機活動のための資金を供給しているとするれば、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た、その意味で過剰な貨幣資本とすることになる。

現代の金融危機の要因であるバブルとその崩壊の過程を具体的に分析するためには過度の信用膨張という概念ではなく、過剰な貨幣資本の蓄積という要因を念頭におく必要があると思われるもう一つの理由は、とくに株式価格と不動産価格の長期的な上昇をどのように説明するかという問題と関係する。

多くの研究が検証しているように、株式価格（株価指数）と不動産価格は、一般の商品価格や債券価格などと比較すると、長期的に見て高い比率で上昇している。株式市場も不動産市場も、長期的な上昇過程ではバブル

とその崩壊を繰り返しているのであるが、こうした変動を超える長期的な尺度で見ると、他の資産に比べて早いスピードで上昇している。しかも、長期的に見ると、バブルが崩壊して一時的には20年以上も前の水準に下落することがあっても、やがて再び上昇を始め、それまでの最高値をうわまわる水準に上昇するということを繰り返している。

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と考えられるから、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、これらの市場に継続的に新たな貨幣資本が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、貨幣資本の裏づけがなければならないであろう。

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、擬制資本市場に流入する過剰な貨幣資本の継続的な増大という事態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、過剰な貨幣資本の安定的な貯水池となっているのが、銀行組織と機関投資家であるというのが筆者の理解である。

いずれにせよ、現代の金融危機を説明するためには、危機の原因となる擬制資本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、過剰な貨幣資本が存在していなければならないのである。バブルも金融危機も、単なる「信用」の問題ではなく、利子生み資本としての貨幣資本の問題である。つまり、金融市場で発生するさまざまな問題を理論的に説明するためには、抽象的な「信用」概念ではなく、資本の問題として説明することが必要であり、そのためには、貨幣資本の諸規定を現実資本との関係で明確に定義する必要があるということである。

まとめ

本稿では金融バブルや金融危機の要因として重視されている過剰流動性の概念が多義的かつ曖昧で、これらの経済現象を理論的に分析するための

概念としては不適切であることを説明してきた。金融バブルや金融危機の要因となる過剰流動性とは、結局のところ市場の流動性とマネタリー流動性に帰着するが、これらいずれの概念も、金融市場におけるマクロ的不均衡の結果引き起こされる現象であり、それら自体が能動的に金融市場の不均衡を引き起こし、金融バブルや金融危機の原因とはなり得ないことを明らかにした。

さらに、過剰流動性と密接に関連しながら使用される過度の信用膨張という概念についても、過剰流動性と同様にそれ自体は金融バブルや金融危機に伴う現象であって、その原因ではないことを説明した。要するに、金融バブルと金融危機の具体的なメカニズムを説明するためには、多義的で曖昧な過剰流動性や、過剰な信用膨張という抽象的な概念ではなく、それ自体の運動が過剰流動性や過度の信用膨張を能動的に引き起こす、利子生み資本あるいは貨幣資本の過剰という観点が重要であることを説明した。

ただし、過剰な貨幣資本の概念も、その定義は必ずしも明確ではなく、現代金融市場におけるその具体的な存在形態についても共通理解が存在するわけではない。これらの残された課題については、今後検討を深め、その成果は別の機会を得て公表したいと考えている。

参考文献

高田太久吉『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)

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

Borio, Claudio (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.

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.macroskan.com/fet/mar08/Global-Liquidity.htm

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)

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)

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 (2001-2) 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)