

## 「2007-10 金融恐慌が浮き彫りにした現代資本主義の特徴」

### 1. 報告の目的とアプローチ

2007-10 年の金融恐慌/世界不況を契機に、第二次世界大戦後久しく沈静していた資本主義の存続可能性をめぐる議論が国際的に活発化している。これは、世界の左翼陣営の間でいわゆる「全般的危機」が議論された戦間期以来の状況であり、資本主義の将来に関する国際世論が、冷戦体制の終結で「歴史の終わり」が語られた 1990 年代前半期の局面から大きく変化したことを示している。

この歴史的に稀有な状況は、資本主義を歴史的に規定された社会体制として批判的に考察してきたマルクス経済学に、新たな発展を促す重要な機会を提供している。言い換えれば、今日の状況は、マルクス経済学に対し、現代資本主義を改めて歴史的・世界的視野で考察し、現代資本主義の歴史規定性を分析する新たな方法と概念を模索する理論的な課題を提起している。その意味で、本大会が『資本論』150 年・『帝国主義論』100 年と資本主義批判を共通論題に掲げ、現代資本主義批判のさまざまなアプローチを提起し、議論し合う機会を提供したことには大きな意義がある。

周知のように、現代資本主義を政治経済学的に考察する方法には、さまざまなアプローチと理論枠組みが存在する。

第一に、現代資本主義に顕著に観察される基本的な変化ないし現象に着目し、その背景や作用を検討することを通じて、現代資本主義の歴史的特徴と規定性を明らかにしようと試みるアプローチがある。このようなアプローチとしては、報告者が重視する金融化アプローチの他に、新自由主義化、グローバル化、ICT 化に着目するアプローチが存在する。

第二に、マルクス経済学およびその影響下で発展してきた、現代資本主義のトータルな分析のための理論枠組みに依拠して、現代資本主義の歴史的特徴の解明をめざす立場がある。このような理論枠組みとしては、独占資本主義論、帝国主義論、レギュレーション理論、資本蓄積の社会構造(SSA)論、長期波動論、世界システム論などが挙げられる。

現代資本主義の政治経済学的分析においては、これらの内のいずれのアプローチと理論枠組みを組み合わせるかについて、唯一正しい方法についての合意は形成されておらず、依然として多くの選択肢が存在する。

以上のような現代資本主義論的方法的な多様性と錯綜した状況を踏まえながら、なお報告者が現代資本主義の分析における金融化アプローチの可能性に着目する主要な理由は以下の通りである。

第一に、先の大恐慌と並んで資本主義の歴史を画する 2007-10 年の経済危機が、世界市場における過剰生産恐慌ではなく、アメリカの金融中枢であるウォール街を震源とする世界的金融恐慌として発生したことである。「恐慌は資本主義的生産関係に内在する諸矛盾の集中的・暴力的な爆発であり、調整である」との理解に立てば、資本主義の歴史を画する甚大な経済危機（本報告では危機と恐慌の差異には立ち入らない）が、最大の国際金融センタ

一の一つであるウォール街で、国際金融市場を主導する巨大金融機関の連鎖的破たん/前例のない政府介入として発生した経緯は、看過できないことである。

第二に、1970年代の危機を契機として、現代資本主義は、実体経済（生産、雇用、消費、貿易他）の面で成長率の低下、賃金・雇用の長期低迷、資本蓄積率の傾向的低下、国際マクロ不均衡などの問題を内包しながら、グローバル化と途上国の経済発展に支えられて、全体としては比較的平穏な成長経路をたどってきた。これと対照的に、金融市場においては、ブレトンウッズ体制の崩壊を契機に、きわめて重大な銀行危機、通貨危機、国家的デフォルトが頻繁に発生し、非常に不安定な状況が継続してきた。過去40年以上にわたって、銀行危機、通貨危機、バブル崩壊は異常な現象ではなく、資本主義の日常的現象になっている。いわゆる実体経済と一見対照的な金融経済のこのような不安定かつ不透明な様相は、現代資本主義の再生産と蓄積を制約する諸矛盾が、もっぱら金融市場において集中的に発現していることをうかがわせる（世界的な矛盾のもう一つの焦点は、グローバル化と「第三の産業革命」（ロボット、ICT, AIの普及）が引き起こす労働市場の液状化であろう）。

第三に、現代の複雑に発展した金融システムは、マルクスの時代のそれとはまったく様相を異にしており、さらに「ハイファイナンス」と「金融資本」がクローズアップされた、ヒルファーディングやレーニンの時代のそれと比較しても、根本的に異なった構造的発展を遂げている。現代の金融システムを特徴づけているのは、巨大かつ流動的な証券市場の成立であり、膨大かつ多様な架空資本の発行/流通である。このシステムの中では、旧来の株式・債券市場に加えて、仕組み証券市場、デリバティブ市場に代表される新たな架空資本市場が、経済成長率をはるかに上回る急膨張（セキュリティタイゼーション）を遂げている。そして、これらの架空資本市場を主導しているのは商業銀行ではなく、証券の組成、引き受け、販売、自己勘定取引を主要業務とする、投資銀行もしくは大手銀行の投資銀行部門である。さらに、これら投資銀行の最重要な顧客は、追加の投資資金を必要とする産業企業ではなく、莫大な貨幣資本を運用する年金、投資ファンド、資産管理会社、投資信託などさまざまな機関投資家である。大手投資銀行とこれら機関投資家との複雑かつ連鎖的な取引を支えているのは、預金市場ではなく、レポ市場、資産担保コマーシャルペーパー(ABCP)市場、証券貸借市場などの、証券ベースのホールセール短期金融市場である。

以上の3点は、現代資本主義の政治経済学において、金融（証券）市場、金融産業、架空資本、金融的動機と金融的判断が、企業・家計の財務活動をふくむ現代資本主義の蓄積と運行にきわめて重大な作用を及ぼしていることを示唆している。いうまでもなく、現代資本主義の歴史的特徴は、どのような理論枠組みに依拠するにせよ、金融化に止まらず、新自由主義の隆盛や経済のグローバル化、これらが促進した所得と富の極度の集中、さらにはICT化が企業、家計、投資家の意思決定/行動に及ぼした作用を度外視して明らかにすることはできない。しかし、現代資本主義の蓄積、循環、恐慌の考察において、金融システムの歴史的变化が引き起こした作用はとりわけ絶大であり、これを度外視して今回の恐慌の原因、メカニズム、帰結を考察することは不可能である。

本報告は、以上のような問題意識から発し、

第一に、2008～10年の経済危機の要因、経過、帰結を考察することを通じて、この恐慌がマルクス経済学の標準的な過剰生産恐慌論で説明が難しい、新しい形態の金融恐慌であったことを明らかにする。

第二に、現代資本主義における恐慌の形態変化の基本的な要因として、貨幣資本の過剰蓄積が促進した「経済の金融化」および「金融の証券化」を中心とする、金融システムの歴史的变化を説明する。

第三に、以上の考察を踏まえて、今回の恐慌を契機に国際的に高まっている資本主義の「限界論」あるいは「衰退論」をめぐる議論に言及する。

本報告の主要論点を構成するキーワードは、「貨幣資本の過剰蓄積」、「経済の金融化」、「金融の証券化」、「架空資本」、「現代の金融恐慌」である。

## 2. 2008～10年の経済危機は如何なる危機であったのか？

報告者の理解では、2008～10年の経済危機は、それが世界経済全体に及ぼしたコストの甚大さ、その波及の地理的範囲の広大さにおいて、1930年代（大恐慌）、1970年代（スタグフレーション）の経済危機と並ぶ、資本主義の歴史を画する甚大な危機であった。

2008～10年の経済危機の根底には、すでに多くの研究者が指摘しているように、1970年代の経済危機をもたらした全般的な資本の過剰蓄積が存在する。しかし、70年代以降、過剰な資本は、国際競争の激化にも関わらず、制御困難な過剰生産を帰結させる、無政府的な過剰投資、過剰生産に向かわなかった。今回の経済危機自体は、多くの指標に照らして言えば、全般的な過剰生産とそれに伴う利潤率低下によって引き起こされた過剰生産恐慌ではなく、とりわけ80年代後半以降に進行した貨幣資本の過剰蓄積を主因とし、金融市場を震源とする金融恐慌であった。

1970年代に顕在化した国際競争の激化、賃金圧力の強まり、利潤率低下——これらはいずれも資本の過剰蓄積の表現——のもとで、企業が賃金抑制による利潤率の回復を優先し、ICT化とリストラで可能になった生産性上昇を賃金引き上げに充当することを回避し、雇用増を伴う拡張的投資を抑制したために、資本蓄積率（投資/利潤比率）が低下した（雇用・賃上げなき利潤回復）。さらに、ICT化にともなう生産手段の低廉化、節約も資本蓄積率の低下につながった。

このため、1980年代中期以降、利潤率は相当程度回復したが、回復した利潤は実物投資・生産増加ではなく、配当増加、経営者報酬引き上げ、自社株買い、内部留保積み上げに向けられ、これらはいずれも貨幣資本の過剰蓄積——グローバルな規模での「過剰流動性」——という形態での資本の過剰蓄積を進行させた。さらに、貨幣資本の過剰はFRBの反復的な金融緩和政策、低金利政策によって増幅された。

さらに、ICTバブル崩壊で株式市場から逃避した機関投資家の資金が、国債や高格付け企業の社債に代表される適格証券に対する大きな需要を生み出した。しかし、財政再建が叫ば

れる工業国では国債発行は抑制され、豊富な内部資金を抱えながら拡張的投資に慎重な企業の社債発行も、機関投資家の強まる需要を埋めるには不十分であった。この債券不足は、「量的金融緩和」を推進する中央銀行による国際買い上げ、年金など長期運用と安定利回りを求める機関投資家の投資条件を満たす高格付け企業が減少したことも影響していた。この結果、米国の資本市場では、投資適格証券に対する膨大な超過需要が「市場に例を見ない過剰流動性」と債券利回りの極度の低下の形で発生した。

投資適格証券に対する超過需要は、大手銀行の証券化業務をめぐる競争を激化させ、住宅ローンの膨張を背景に、金融証券化（債務の証券化）への動きを加速させた。その際、大手金融機関の証券化業務は、資金調達、リスク管理、さらには規制対応の理由から、CDO, SIV, CLO, SPC など、さまざまな規制外＝簿外のペーパーカンパニー（シャドーバンキング）の拡張を引き起こした。さらに、証券化業務をめぐる大手銀行の競争激化は、一層の金融自由化とデリバティブ業務をはじめとする金融革新の動きを加速した。この動きは、やはり投資適格証券の不足に悩む欧州銀行を巻き込んで進展した。

1990年代後半期以降、仕組み証券とデリバティブ商品を中心とする証券化業務は、大手銀行の最大の収益源になった。この収益増加は、レポ市場や ABCP 市場に流入する機関投資家の短期資金に依存した大手銀行の業務拡大/バランスシート拡張（レバレッジの上昇）を引き起こした。しかし、FRBの金利引き上げを契機に住宅ローン市場で表面化した信用不安が、レポ市場や ABCP 市場の借り入れ担保に差し入れられていた一部仕組み証券の格付け引き下げを招き、これらの市場で激しい「取り付け」が発生した。この「[静かな]取り付け」は、担保証券のレポ取引における「掛け目」の大幅引き下げ（評価価値の低落）および追証請求、さらにはレポ市場における「流動性消失」の形態で発生した。高格付けの担保資産が乏しい大手[投資]銀行は、追証に応じることができず、証券化業務を維持する資金繰りが途絶し、自社ディーリングデスクとシャドーバンキング（簿外子会社）を含む証券化業務全体が崩壊した。さらに、仕組み証券市場の閉塞とシャドーバンキングの危機は、これらを支えていたモノライン保険、信用デリバティブ市場に波及し、金融システムの中樞が機能マヒに陥った（システムックリスク）。

ウォール街を震源とする金融危機は、投資信託(MMF)からの資金逃避⇒MMFの対欧州融資の回収という経路で、欧州に流入していたドル資金の米国への逆流を引き起こし、これはさらに、欧州内における債務国（周縁国）から債権国（独）への資金逆流（独・仏・蘭銀行の資金引き上げ、信用収縮）を誘発した。この国際的資本フローの二重の逆流によって、いわゆる周縁国では資金調達が途絶して国債発行が困難になり、深刻な財政危機と経済危機が広がった。

以上の意味で、2008-10年恐慌は、「経済の金融化」と「金融の証券化」が米英を中心にしつつグローバルに進展した資本主義(financialized capitalism、finance-led capitalism、finance dominated capitalism)の段階で発生した、最初の世界恐慌であった。

### 3. 貨幣資本の過剰蓄積と金融システムの変化

1980年代以降に顕著になった貨幣資本の過剰蓄積は、70年代の経済危機を契機としているが、多くの歴史的要因の相乗的結果として発生した。それらの内、もっとも重要な要因は、経営者の権力回復が可能にした賃金・雇用の抑制による労働分配率の低下、ICT化とリストラが可能にした生産性上昇と資本節約、グローバル化/オフショアリングによる「特別剰余価値」である。これらの結果生じた利潤率の回復と株価上昇、経営者報酬の増大と富裕層向け減税(所得と富の集中)、確定給付制度から確定拠出制度に転換する年金制度改革が、富裕層と機関投資家が証券市場で運用する資金を急増させた。一方における賃金・雇用抑制と、他方における大手企業経営者を中心とする富裕層への所得集中は、グローバルな経済格差を拡大し、この格差を埋め合わせる住宅ローン、カードローン他さまざまな家計向けローンの膨張を引き起こした。

米国における家計債務の増大(家計貯蓄率の低下)は、多国籍企業と富裕層の対外資金移転と並んで、グローバルなマクロ不均衡——米国の国際収支悪化、中国・ドイツなど黒字国の「過剰貯蓄」——の重要な要因である。このようなマクロ不均衡を背景とする黒字国から米国国債市場への資金還流は、米国企業の資本蓄積率の低下、企業内部留保・流動性の増大、富裕層への所得と富の集中と相まって、米国証券市場における適格証券(2A以上の格付けをもつ「安全」資産)に対する需要の急増、適格証券の不足を拡大した。

米国の国債市場/社債市場を中心に顕在化した適格証券の不足＝貨幣資本の過剰蓄積は、高格付け証券の価格を押し上げ、その利回りをさらに低下させた。このような債券投資の過熱は、適格証券の価格上昇を引き起こしただけではなく、リスク選好的な機関投資家のハイイールド(高リスク)証券への需要を急増させ、リスク証券のデフォルト率を低下させ、証券市場のリスクをバブル的なブーム(金融的熱狂)に埋没させた。さらに、過剰な貨幣資本の蓄積が及ぼす金利の低下圧力は、安全資産/投資適格証券とリスク証券/ジャンクボンドとの利回り格差を縮小させ、機関投資家のリスク取り入れを活発化させた。こうした傾向は、マネタリスト的景気観にもとづく金融緩和政策(リフレ政策)の反復と、経済成長率の長期的停滞およびデフレ傾向によって増幅され、短期金融市場と証券市場で、史上前例のない長期的超低金利が現出した。

経済成長率の低下、家計貯蓄率の低下、実物的投資需要の減退、企業の手元流動性の増大、長期的低金利は、銀行利潤の源泉である預金/貸出の利ザヤを圧縮し、銀行が仲介する貯蓄・投資の間接金融の経路を衰退させた。豊富な流動性資金を保有する企業と莫大な富(金融資産)を集中した富裕層の資金、さらに、広範な中間層の貯蓄を集中する年金、保険、信託他の機関投資家の資金が、株式・債券市場に動員されるようになり、これらの投資需要に応えるために、旧来の株式市場や債券市場に変わる新しい架空資本市場として、仕組み証券市場およびデリバティブ市場を急拡大させた。

1990年代以降、グローバルな規模での適格証券不足を埋めるために、様々な仕組み証券とデリバティブの組成・販売・ディーリングをめぐって進展した金融革新(金融証券化の新

段階)は、金融システムの歴史的な構造変化を引き起こした。これらの変化の中には、大手金融機関が仕組み証券業務を拡張するために利用する簿外組織/シャドーバンキングの拡大、架空資本の需要と利回りに絶大な影響力をもつ大手格付け会社の役割増大、投資家のリスク管理をサポートするモノライン保険および信用デリバティブ(CDS)市場の膨張、投資銀行と投機組織の資金繰りを支えるレポ市場/ABCP 市場など短期金融市場の拡大が含まれる。

貨幣資本の過剰蓄積のストレス(適格証券市場における過度の需給ギャップと利回り低下)がもたらした架空資本市場の過度膨張が、伝統的な銀行業および資本市場ではなく、大手銀行の証券化業務を担うシャドーバンキングと、その拡張を支える短期金融市場(レポ市場、ABCP 市場)の閉塞・崩壊を招来した主要な要因は、以上のような金融システムの変化に見出すことができる。以上の意味で、今回の金融危機は貨幣資本の過剰蓄積とこれが促進した「経済の金融化」および「金融の証券化」の所産と考えることができる。

#### 4. 金融恐慌の帰結と資本主義衰退論をめぐって

恐慌は過剰に蓄積された資本の暴力的な破壊・減価を引き起こす。今回の金融恐慌における過剰な貨幣資本の解消は、一つには、仕組み証券市場を中心とする架空資本市場の収縮、架空資本の大幅減価によって、もう一つには、金融証券化(securitization)を主導してきた大手金融機関・シャドーバンクの連鎖的破たんと、これに対処するための政府主導の資本集中によってなされた。

仕組み証券市場の収縮によって、架空資本市場における資金フローは変化——CDO 市場の消滅、CDS 市場の収縮——したが、恐慌発生からすでに10年が経過した現在、歴史的低金利状態に変化は見られず、金利・為替を原資産とするデリバティブ市場をはじめとする架空資本市場の膨張も継続している。貨幣資本の過剰蓄積を反映する富裕層・機関投資家の管理する金融資産は、経済成長率を上回る速さで増大を続けている。さらに、企業の内部留保、現金および流動性資産の増大も依然として顕著である。

これらの傾向は、全体としての貨幣資本の過剰蓄積が依然解消に向かっていないことを表している。貨幣資本の過剰蓄積が継続する理由は、第一に、金融市場の崩壊を防止し、企業・富裕層の資産を保護するために、政府・金融当局が救済、支援、補助金を拡大し、金融緩和政策を継続していることであり、第二に、機関投資家・富裕層の観点からは、当面経済成長率が顕著に回復する見通しは乏しく、今後も金融的利回りが経済成長率を上回ると予想されていることである。

金融恐慌による大手銀行の破たん、政府・金融当局による救済を通じて、金融業における資本の集中がさらに大きく進んだ。その際、破たん金融機関の資産の多くが買収機関に継承され、過剰な貨幣資本の徹底的な破壊は回避された。さらに、恐慌を契機とするバランスシートの収縮と政府・金融当局の不良資産買い上げ・資本注入によって自己資本比率が回復した。その後の銀行制度改革(ドッド/フランク法)にも関わらず、ウォール街の資本集中がさらに進み、その政治的・経済的影響力は基本的に維持されている。

企業活動と家計、さらには政府の財政活動が架空資本市場に深く組み込まれ、富裕層の手に集中された莫大な「富」の多くが金融資産＝架空資本の形態で所有されている現状で、金融当局は、架空資本市場のリスクを高める金融引き締めを実施することはできない。現在では、大手銀行だけではなく、政府財政、保険、年金その他架空資本市場に依存している金融のあらゆる仕組みが、Too Big To Fail 原則の適用対象であり、「政府介入の後退」という新自由主義の命題にも関わらず、金融制度全般に対する政府保証が拡大されている。

企業のバランスシートに内部留保として累積する「過剰」流動性、拡大する格差のもとで富裕層が集中する莫大な金融資産、年金・保険・投信が管理・運用する莫大な投資資金を、「人間にふさわしい雇用」創出と国民福利の向上に振り向けることのできる政策手段は見当たらない。これらの貨幣資本の多くは、今後も高格付け証券への投資に向けられ、したがって、適格証券に対する超過需要は継続し、低金利の下での機関投資家の利回り競争（リスク取入れ）は今後も強まることが予想され、甚大な金融恐慌の「火種」は無くなっていない。構造的な国際不均衡は解消せず、グローバルな所得格差も拡大しており、マクロ経済的諸要因の中に貨幣資本の過剰蓄積と経済の金融化に向かう傾向を逆転させる要因は乏しい。こうした状況を念頭に置くと、経済の金融化を資本主義の健全な発展経路からの逸脱あるいは後退ととらえ、金融恐慌を契機とする、その終焉と新しい「健全な」グローバル経済への転換を予想する見解があるが、説得力に欠けていると言わざるを得ない。

過去数十年の資本主義の経過に照らしてみれば、米英を中心とする工業国の企業、金融機関、富裕層は、今後も過剰な貨幣資本（金融資産）をますます累積させ、その多くが架空資本市場に投入されると予想される。これは、今後も経済の金融化・金融の証券化が継続することを意味する。その場合、年金・保険などの機関投資家は、利回りの確保のために、旧来の株式・債券市場ではなく、破たんした CDO に代わる新たな架空資本市場への資金運用を増大させる可能性が高い（年金・保険の投信化）。その理由は、巨額の資金をグローバルに運用する機関投資家にとって、投資証券の信用度と利回りを規定する格付けは今後も決定的に重要であり、株式投資はその要件を満たさないからである。また、フォーチュン 500 に代表される大手企業はすでに膨大な余剰資金を抱えており、株価に悪影響を及ぼすレバレッジ上昇に警戒的で、機関投資家が求める高格付け債券を継続的に発行し続ける可能性は小さい。

今後の機関投資家の運用先として予想されるのは、日本をはじめとする経常黒字国で、金融証券化が遅れている国での証券化業務の開拓・深耕、グローバルな規模での資本の集中（巨大独占企業間の合併・買収・合同）と結びついた、新しい形の仕組み証券市場（ジャンクボンドの現代版？）、中国が提唱する一帯一路構想に象徴されるグローバルなインフラ投資に関わる半国家的資金需要に関わる債券市場、一部途上国および移行国（東欧）向けシンジケートローンとその証券化業務、あるいは地球温暖化関連のデリバティブ取引などであろう。これらの証券の多くはペーパーカンパニーとタックスヘイブンを利用し、債務（およびキャッシュフロー）の金融工学的加工を加えた仕組み証券の形態で発効されると予想さ

れる。

ただし、これらの分野が、今後世界的な経済成長の回復が見通せない状況の下で、どの程度「過剰な貨幣資本」を吸収することができるのかは不透明である。将来の経済危機の引き金として可能性が高いのは、ユーロ危機後のギリシャ、スペイン、ポルトガルに見られた、経済危機と財政危機が誘発する政治危機と社会不安が引き金となって発生する体制的危機が、グローバルな金融システムを混乱に陥れる危険性であろう。これと並んで予想されるのは、中間層、低所得層の貯蓄を管理する機関投資家（年金基金、投資信託、保険会社他）が利回り低下と競争激化に促迫され、過度のリスクを取入れて破たんする危険性である。大規模機関投資家の資金運用の失敗と破たんは、深刻な社会不安と政治危機を、さらにはウォール街を含む国際金融市場における深刻な混乱を誘発する可能性を孕んでいる。このような混乱を政府は見過ごさないであろうが、納税者負担による救済は政治的混乱を誘発するであろう。