

資本の過剰蓄積と貨幣資本の過剰

—— 現代恐慌分析の方法をめぐって ——

高 田 太久吉

はじめに

2007年夏にサブプライム問題といくつかの米系ヘッジファンドの破たんを契機に顕在化した米国の金融危機は、翌08年9月の大手投資銀行リーマンブラザーズ、さらに世界最大の保険会社 AIG の破たんを契機に世界金融恐慌に発展した。金融危機を抑え込むために主要国政府・中央銀行が協調的に実施した銀行救済と「流動性供給」にも関わらず、金融恐慌を契機とする世界貿易の収縮が世界不況を引き起こし、さらに、金融恐慌による世界的な資本フローの逆流によって、ドイツを除く欧州諸国、とりわけ EU の周縁国と呼ばれる南欧および東欧諸国では、金融危機に加えて深刻な財政危機が発生した。

金融恐慌の震源地となった米国では、連邦準備制度理事会 (FRB)、財務省、議会、監督機関による前例のない緊急対応策と金融機関救済政策が実施された。これらの措置は、AIG、シティグループ、バンク・オブ・アメリカなど大手金融機関の最終的な破たんを食い止め、ウォール街の大規模な再編と集中を促した。その結果、これらの金融機関では、比較的早い利潤回復が見られたが、住宅市場、雇用、家計支出、企業の設備投資など実体経済の景気回復はこれまでになく緩やかであった。このため、FRB は、景気のさらなる下振れを回避するために、政策金利をゼロ水準に抑える金利政策に加え、金融機関に大量の「流動性」=ベースマネーを供給する量的緩和政策を強化 (QE3) した。

今回の金融恐慌とそれを契機に発生した世界不況は、大手金融機関の破たんや財務危機に加え、日本を始めとする工業国の GDP の減少、世界貿易の収縮、失業率の上昇を伴い、多くの専門家によって、1930年代の大恐慌と比較される深刻かつ大規模な経済危機として認識されてきた。しかし、今回の経済危機が、サブプライム問題を契機とするウォール街発の金融恐慌として発生した経緯、金融セクターに比べて、自動車を除く製造業部門や、金融を除くサービス部門の落ち込みが比較的軽微であったことから、今回の経済危機の基本的な原因と性格をどのように理解するのかと言う点で、専門家の見解は大きく二つに分かれている。

第一の見解は、今回の危機が住宅ローン市場の延滞率上昇、さまざまなローンを担保に組み

込んだ仕組み証券の波状的な下落、投資銀行やヘッジファンド、さらに大手銀行が仕組み証券ビジネスを展開するために簿外に開設したさまざまな簿外ピークルの破たん、これらの金融機関に「流動性」を供給してきた金融 CP 市場やレポ市場における激しい資金ひっ迫として発生した一連の経緯を重視し、経済危機の主要な原因を金融監督体制の空洞化、2000年代初頭の IT バブル崩壊を契機とする FRB の金融緩和、米国の継続的かつ大幅な経常収支赤字、さらには、世界的に顕著になった経済格差の拡大と富裕層への所得と富の集中などの要因が相俟ってもたらしたグローバルな「過剰流動性」に経済危機の主因を見いだしている。この見解によれば、今回の経済危機の基本的性格は、これらの金融的要因によって引き起こされた独自の金融恐慌としてとらえられる (Lazonick, 2011; Skarstein, 2011; Swagel, 2009)。

これに対して、別の専門家は、第一の見解が金融危機の主因と見なしているグローバルな過剰流動性を含め、1980年代以降顕著になった、いわゆる「経済の金融化」と呼ばれるさまざまな現象は、単に金融システムの内部で生じた問題ではなく、その根底に、1970年代の経済危機(スタグフレーション)として顕在化した世界的な資本の過剰蓄積と、その結果としての利潤率の低下、資本蓄積の停滞傾向が存在すると指摘している。これらの専門家によれば、今回の経済危機は、資本の過剰蓄積と国際競争の激化によって促された主要企業の資本蓄積様式の変化を反映するものであり、その意味で、基本的には過剰生産恐慌であると結論付けられる (Issacs, 2011, Brenner, 2009)。

筆者は、別の機会にこの論争点をとりあげて詳しい検討を行い、その結論として、現代資本主義が1970年代に顕在化した過剰蓄積の問題を引き続き抱えていることは事実であるが、今回の経済危機の基本的な性格は、1980年代以降における貨幣資本の過剰蓄積によって引き起こされた金融恐慌であり、世界不況と呼ばれる貿易を始めとする実体経済の下振れは、金融恐慌によって強制された金融的デレバレッジ(信用圧縮)によって引き起こされた実体経済の混乱と見なすべきであるという見解を明らかにしている(高田, 2012年12月)。

筆者の考えでは、今回の経済危機の主因と基本的性格を正確に理解するためには、1970年代以降に生じた資本主義の蓄積様式の構造的変化を踏まえ、現代資本主義の再生産の矛盾が、過剰生産と言う形での資本の過剰生産ではなく、主として貨幣資本の過剰蓄積という形での資本の過剰生産として現れること、したがって、経済危機は商業恐慌や産業恐慌の形をとった過剰生産恐慌ではなく、バブル崩壊、銀行危機、為替市場の混乱、財政危機など主として金融危機の形態で発現することを明らかにすることが必要である。

I. 経済の金融化と金融危機

(1) 経済の金融化

筆者は今回の経済危機を独自の金融恐慌ととらえているが、これは、金融恐慌の背景にマル

クスのいわゆる「資本の過剰生産」が作用していることを排除するものではない。しかし、現代資本主義の歴史的な考察に即して言えば、1970年代以降、経済危機あるいは恐慌として発現する資本主義の矛盾が、マルクスの時代に特徴的であった過剰生産を主因とする商業恐慌や産業恐慌としてではなく、主として為替レートの激変、証券バブルや不動産バブルの崩壊、これらを契機とする金融危機と財政危機の形態で発現するようになっており、このような経済危機の形態変化の原因を解明することが現代資本主義研究の重要な課題になっているという理解である¹⁾。

この理解によれば、1970年代のブレトンウッズ体制崩壊およびスタグフレーションとして発現した経済危機を契機に、資本主義の循環はそれ以前と大きく異なった様相を見せるようになった。その最大の変化は、企業投資、世界貿易、家計所得など、実体経済の態様を規定する諸要因が、高度成長期に比べていずれも増加率が低下し、世界資本主義の低成長経済への移行が顕著になったことであった。

これと対照的に、金融経済の面では、金融自由化と金融イノベーションが急激に進展し、国際資本取引の活発化に促されて金融グローバル化が進展した。また、米国の経常収支赤字の持続的拡大と多国籍企業の資本輸出増大を背景に、世界的なドル余剰が発生し、米国外に流出したドルは監督機関の存在しないオフショアセンターとしてのロンドンに流入して巨大なユーロダラー市場を形成するようになった。さらに、ブレトンウッズ体制崩壊によって金ドル交換というアンカーを失った国際通貨体制のもとで、金融イノベーションと金融グローバル化が急激に進んだ結果、いずれの国の外国為替市場も著しく不安定になり、ヘッジファンドを始めとす

1) 1970年代を歴史的な転機として、現代資本主義は、実体経済の領域ではグレートモデレーションと呼ばれる、頻繁かつ軽微な景気後退を伴いながらも全体として比較的平穏な運行を続けてきた。他方、外国為替市場や金融市場など、総じて貨幣・金融経済の領域では、70年代以降、途上国が先進国かを問わず、深刻な通貨危機と銀行危機が頻発するようになった。IMFが作成したデータベースによれば、1970～2007年の期間に、世界で124件もの銀行危機が発生し（IMFの新しいデータベース（Laeven & Valencia, 2012）では、今回の金融恐慌を含めて合計129件の銀行危機が確認されている）、これらと並んで、いずれかの国の為替レートが30%以上乱高下する通貨危機が208件も発生している。また、これらの中には、80年代初頭のラテンアメリカ諸国で発生した債務不履行、90年代初頭の日本および北欧諸国で発生したバブル崩壊、1994年のメキシコ危機（テキラ・クライシス）、97/98年のアジア危機、ロシア危機他が含まれている。さらに、世界的なバブル崩壊の記録を調査した別の情報によれば、1959～2002年の間に、19カ国で合計52件の株式バブル崩壊が発生しており、それらの株式下落率は平均で45%と見積もられている。それらの半数はブレトンウッズ体制の崩壊と関連して、1970年代に発生している。さらに、同じ期間に、20件の住宅バブル崩壊が発生しており、それらによる住宅価格下落の平均は30%となっている。（Evanoff, D., Kaufman, G. & Malliaris, A., 2012）これらの通貨危機や銀行危機は、しばしば貿易の収縮、産出量の減少、経済成長率の低下をともなったが、こうした実体経済の後退は途上国と比較して先進工業国の方が甚大であった。こうした差異は、「経済の金融化」の進展度合いと関連しており、とくに国内需要の中心をなす家計の消費行動が金融市場の混乱によって影響を受ける度合いが、途上国に比べて工業国の方が大きいのではないかと思われる。

る投機組織の活動の活発化によって、外国為替市場が「カジノ資本主義」と呼ばれる投機市場の様相を呈するようになった。

他方、国際通貨・金融危機の頻発や為替投機の活発化と裏腹に、低成長と低調な資本蓄積のもとで現実の商品生産は在庫管理や市場調査の技法の洗練によって抑制され、国際競争の激化やIT化を利用した生産性上昇にも関わらず、激しい恐慌を引き起こす世界的な過剰生産は見られなくなった。周知のように、バーナンキFRB議長は、過去30年間の工業国の貿易をふくむ実体経済が激しい落ち込みや加熱・収縮を経験しなかった経緯を、主として金融政策を始めとするマクロ経済政策の功績として評価したうえで、こうした実体経済の動向を「大いなる平穏 (great moderation, 「大いなる安定」とも訳される)」と呼んだ (Bernanke, 2004)。

過去30年間の実体経済の比較的「平穏」な動向を、主として積極的で洗練されたマクロ経済政策の功績に帰するバーナンキ議長の見解には批判の余地があるが、頻発する金融危機に彩られた金融経済と、全体として活力に欠けながらも比較的穏やかに推移してきた実体経済との一見対照的な動きは、1970年代を過渡期として、資本主義の構造と蓄積様式に何らかの歴史的変化が進行したことを表していると考えられた。

それでは、1970年代の危機を転機として顕著になった資本主義の循環過程の変化は、資本主義の構造と蓄積様式におけるどのような変化を反映しているのであろうか。この疑問は、現代資本主義の理論的分析にとりくむ多くの研究者の関心を引いてきたが、これらの研究者の多くは、上記の現代資本主義の動態に見られる特徴が、「経済の金融化 (financialization)」と総称される一連の変化と関係していると考えている。

「経済の金融化」は、いまだ明確には定義されていないが、1970年代の経済危機を契機にして金融市場と金融産業、企業の財務活動の重要性が次第に高まった資本主義の新しい態様とふるまいを総称している。経済の金融化は、この概念の国際的流布に貢献したポストケインジアンのエプシュタインの定義によれば「金融化とは、国内経済および国際経済の運営において、金融的動機、金融市場、金融的アクター、および金融機関の役割が増大していることを意味している」(Epstein, 2005, p. 3)²⁾。

「経済の金融化」の進行は、資本蓄積様式との関連で言えば、現実資本の蓄積が減速するの

2) 経済の金融化は、この他にさまざまに定義されている。P. M. スウィージーの独占資本主義論を継承するマンスリー・レヴュー派は、1970年代以降の資本主義の変化を促した主因が「資本蓄積過程の金融化」であるととらえ、それが全企業利潤に占める金融的利潤の増加に反映されていると指摘している (Foster, 2008)。イギリスのマルクス経済学者ベン・ファインは、金融化の主たる内容を、金融市場の肥大化、実体経済への投資に比べての投機的資産の増大、金融商品と金融サービスの急増、産業に対する金融のますます強まる優越、国際的金利生活者の所得取り分の増加、債務依存の消費を促す戦略、要するに個人、企業、マクロ経済がますます金融市場との関係によって媒介される傾向として説明している (Fine, 2009)。金融化に関する筆者の認識については、高田 (2009; 2014) を参照してほしい。

と裏腹に、貨幣資本の蓄積が加速化する現象を意味している。企業は、失業増加や労働組合の弱体化を利用した賃金抑制や合理化（人減らし）、IT化を梃子とする経営刷新、株高や低金利を利用したM&A、さらに新興国や周縁国への資本輸出によって利潤率を回復するが、実現した利潤から現実の投資に向けられる割合（資本蓄積率）は、むしろ低下する。この結果、企業の手元には、留保利益、資本剰余金、減価償却積立金その他の形態で、投資可能な貨幣資本が累積的に増加し、多くの国で全体としての企業部門は、かつての赤字部門（投資超過部門）から黒字部門（貯蓄部門）に転換する³⁾。

(2) 経済の金融化と過剰な貨幣資本

すでに見たように、今回の恐慌では、恐慌の一般的原因である資本の過剰蓄積は、過剰生産恐慌——この場合には、資本の過剰蓄積は主として過剰投資による生産能力の急拡大、設備稼働率の低下、生産財や消費財の過剰生産、商業資本の思惑に支えられた過剰流通（過剰取引）の形態をとって現れる——とはまったく異なった独自の形態で現れた。今回の場合には、資本の過剰蓄積が最初に顕在化したのは、いわゆるジャンクボンドを含む社債や国債などの架空資本の利回りの異常な低下であった。言い換えれば、投資適格な架空資本に対する需要の異常な増加として現れた（Altman, 2006）。

このような貨幣資本の投資需要の異常な増加は、機関投資家による旺盛な証券投資としてだけでなく、金融CP市場およびレポ市場への膨大な短期資金の流入、したがって短期金融市場の金利低下として現れた。社債や国債の利回りの異常な下落は、自然な結果として、これら伝統的な証券を上回る利回りが期待できる新しい投資適格証券に対する投資家の需要を強めた。この増大する投資家の需要を満たしたのが、ファイナンス論と金融工学の技法で新たに組成・販売されるようになったさまざまな仕組み証券と金融デリバティブであった。しかし、これらの金融資産の場合も、市場に流入する貨幣資本の急激な増加によって、その利回りは低下した。

大手投資銀行、大手銀行の投資銀行子会社、ヘッジファンドなど、総じてレバレッジ依存型の金融機関の場合には、貨幣資本の過剰は、保有証券の価格上昇（含み益の増加）による自己資本比率の上昇（レバレッジの低下）として現れた。これらの金融機関と機関投資家にとっては、望ましい水準を下回るレバレッジの低下は、一般企業における遊休設備や遊休資金と同じ非収益資産の保有と考えられる。そのために、これらの金融機関と機関投資家では、レバレッジを望ましい水準に引き上げるために、バランスシートを拡張する財務操作が行われるが、こ

3) 「2000年代初頭の株式市場バブルの崩壊以降、多くの国の企業は設備投資（capital spending）を借り入れによって賄う伝統的な財務ポジションから、金融的余剰を抱え、それを他の経済セクターに貸し付けるポジションに転換した。……G7諸国で2003～04年の期間に発生した1.3兆ドルに達する企業の過剰貯蓄（内部留保マイナス設備投資）は、これら2年間における新興国および途上国の経常収支累積額の2倍以上に上っている」（IMF, 2006）。

れは、主としてレボ市場を通じる資金ないし証券の借り入れや貸付け、保有証券の増加などによって実現される (Adrian & Shin, 2008)。

デリバティブ市場、仕組み証券市場、金融 CP 市場、レボ市場等々に流入する貨幣資本は、さまざまな源泉から流れ込む。最大の源泉は、世界中の富裕層が自前の運用組織やヘッジファンドなど専門的な機関投資家を介して運用する莫大な資金である。世界の富裕な個人投資家の動向を毎年調査しているメリル・リンチ社の調査 (*World Wealth Report*, 2007) によれば、債務を差し引いたネットの金融資産を100万ドル以上保有する富裕層の数は、2000年には700万人で、これらの人々が保有する金融資産の総額は25.5兆ドルであったが、2006年には、その数は950万人に増加し、保有資産の合計は37.2兆ドルに増大している。これらの資産のうち、約3分の1は、年金基金、投資信託、保険の三つの代表的な機関投資家を通じて運用されているが、残りの3分の2は、自己保有、さまざまなファンド、プライベートバンキング勘定、銀行の信託勘定などの投資管理スキームを通じて運用されている。

ロンドンをベースとする民間金融調査機関ザ・シティ UK (旧称は International Financial Services London: IFSL) によれば、2012年末現在、各種投資管理スキームによって運用される金融資産の世界での総額は118兆ドル (世界 GDP 総額の約2倍) に達している。このうち、年金、投資信託、保険を合わせた資金運用型機関投資家が管理・運用する資産が87.2兆ドルで、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、政府系ファンドなどいわゆる代替的投資スキームが運用する資産が11兆ドル、富裕層がさまざまな方法で保有する資産が46.2兆ドルとなっている (The Cityuk, 2013)⁴⁾。

なお、以上の金融資産には、銀行や企業が自己勘定で保有する証券は含まれていない。このような形で保有される金融資産の総額は詳らかにしないが、さまざまな情報に照らして、銀行や企業が保有する証券やデリバティブ勘定の総額が膨大な額に上っていることは間違いないと思われる。連邦準備制度理事会の作成したデータによれば、米国免許の預金取扱金融機関が保有する金融資産の総額は、2008年の11兆6,633億ドルから、2012年には12兆549億ドルに増加しており、それらの中で最大の項目はモーゲージである (2012年段階で3兆9,947億ドル)。その他には、政府系住宅公社 (GSE) 保証の証券、住宅ローン担保の証券、商工業ローン担保の証券、地方債、外国債を含む社債、株式、投資信託などが含まれている。他方、非金融企業が保有する金融資産の総額は、2008年の12兆9,365億ドルから、2012年には15兆5,011億ドルに増

4) 資金運用型機関投資家の内訳は、年金基金が33.9兆ドル、投資信託が26.5兆ドル、保険基金が26.8兆ドルとなっている。また、代替的投資スキームの内訳は、政府系ファンドが5.2兆ドル、プライベート・エクイティ・ファンドとヘッジファンドがそれぞれ2.3兆ドル、2.1兆ドル他となっている。ただし、これらの代替的投資スキームのうち、プライベート・エクイティ・ファンドおよびヘッジファンドはハイレバレッジ型投資スキームで、投資家から集めたこれらの資金の数倍から時に数十倍の資金をレボ市場その他から調達しており、実際の運用額はこれらの金額をはるかに上回っているが、その正確な金額は明らかではない。

加しており、それらの主要な項目には、貯蓄性預金の他に、MMF、投資信託、海外直接投資、保険、金融子会社への投資などが含まれている。しかし、このデータの最大項目をなす「その他の資産」（2012年で6兆7,851億ドルに上る）の内訳は明らかにされていない。非金融企業の中でとりわけ多国籍企業に特徴的なことは、内部留保の大きな割合をタックスヘイブンをふくむ国外の金融機関に現預金の形で保有していることである⁵⁾。

II. 過剰流動性と過剰な貨幣資本

(1) 恐慌の要因としての過剰流動性

今回の金融恐慌に先立って、国際金融市場では単に従来の株式市場におけるバブル的な価格上昇だけではなく、デリバティブ市場や仕組み証券市場の急膨張が関係者の注目を集めてきた。このような株式バブルや新しい架空資本市場における取引の急増は、これらの市場に追加的な貨幣資本が継続的に流入したことを表している。そして、このような架空資本を当てにした膨大な貨幣資本の増大と流入は、多くの専門家——とりわけ、金融市場に通じた専門家——によって、「過剰流動性」の異常な増加として認識されてきた。例えば、ニューヨークのハイワールド証券市場の動向に通じた専門家（リチャード・アルトマン、ニューヨーク大学ソロモンセンター教授）は、この事態を次のように表現している。

「過去数年間の債務市場と資本市場の環境変化は、グローバル金融システム全体にわたる前例のないレバレッジを可能にした流動性の爆発的増加として描写することができる。この流動性ブームの源泉は、オイルダラーなどの伝統的な資金源、とりわけアジア地域における巨額の政府余剰、さらに年金基金、財団、富裕な個人投資家からの投資の増大であった。それらの資金は、拡張的金融政策と相俟って、世界的な経済成長率をめざましく押し上げた。この最近の流動性の急増に関してとりわけ目を引くのは、その債務市場への流入経路、すなわち、投資家が資本のますます多くの割合を、非投資適格証券、プライベート・エキ्यूイティ、ディストレスト資産などに運用していることである。」(Altman, 2007, 24)

実際に、アルトマンが詳しいデータにもとづいて証明しているように、金融恐慌に先立つ数

5) 年金など資金運用型投資スキームが運用する金融資産の総額は、金融危機による証券価格の下落の結果、2007年から2008年にかけての期間に74.5兆ドルから64.2兆ドルへと10兆ドル以上減少したが、翌2010年には78.7兆ドルに回復し、2013年には94.1兆ドルに達すると見られている (The Cityuk, 2013)。また、株式時価総額、公債残高、金融機関債、社債、証券化商品、非証券化融資などの金融資産の世界での総額は、やはり2007年の202兆ドルから2008年には175兆ドルに減少したが、2009年には201兆ドルと金融危機以前の水準をほぼ回復し、2010年には212兆ドルへと増加している (McKinsey Global Institute, 2011)。

年間は歴史的に見ても類例のないほど異常な低利回りと低いデフォルト率がリスク資産市場で併存した期間であった。ジャンクボンド市場では、それまで取引される証券の多くを占めていた、財務危機に陥った企業の既発債 (fallen angel) に代わって、さまざまな企業が新たに投資不適格の社債を大量に発行するようになり、それらの引き受け業務に、大手投資銀行が積極的に関わってきた。これは、利回りやデフォルト率の点で、ジャンクボンドと投資適格証券 (格付けが BB 以上の証券) との格差が縮小したためであった。また、商工向けローン市場においても、きわめて格付けの低い新興企業や小企業が、従来であれば考えられない低利で資金調達が可能になった。このような現象は、米国だけではなく、ユーロ圏でも、さらに東アジアをふくむその他の地域でも、多かれ少なかれ見られた。

2000～2006年の間に、米国のジャンクボンド市場の規模は5000億ドルから1兆ドルを上回る規模に拡大した。1971～2007年の36年間のジャンクボンド市場のデフォルト率の平均は4.65%であったが、2006年のそれは0.76%にとどまった。さらに、2007年には、その割合は0.26%に低下した。通常であれば、ジャンクボンド市場のデフォルト率は景気後退に数年先だっ得上昇し始めるが、すでに住宅ローン市場で問題が表面化し始めたこの時期においても、なおデフォルト率が上昇する気配は現れなかった。このような状況を背景に、多くの専門家は金融市場における「新しいパラダイム」あるいは「信用市場の新時代」について語るようになったが、それは1990年代末におけるニューエコノミー論の流布を思い出させる光景であった。こうした状況は、一部の専門家によって、安全で流動性の高い資産に対するグローバルな需要の増大と、こうした資産の供給の持続的不足との不均衡としてとらえられた (Lysandrou, 2009; Caballero, 2010; Gourinchas, 2010)。

投資適格証券市場における需要と供給の著しい不均衡に着目するこれらの人々は、このような意味での不均衡が金融市場にもたらしたストレス (利回りの異常な低下, 金融機関と投資家の間での競争激化, リスクプレミアムの縮小) が今回の金融恐慌の主要な原因であったと主張している。

MIT 教授で全米経済研究所 (NBER) に籍を置く R. J. Caballero によれば、金融恐慌に先立つ期間、米国はもとより海外の中央銀行や投資家をふくむ金融機関と機関投資家には、投資適格な資産に対する「満たされることのない」需要が存在し、このことが金融システム自体に強いストレスをもたらしていた。そして、これら金融機関と機関投資家の旺盛な需要が、米国の企業およびモーゲッジの借り手である家計が提供する安全資産を上回ったために、金融機関はこれまで証券化に利用してこなかったハイリスクの資産 (サブプライムローンや中小企業向けローン) をトリプル A の証券に転換するためのスキームを開発する必要に迫られた。

しかしながら、ハイリスク資産をトリプル A 資産に転換するためには、確率的リスク評価を支える「大数法則」が妥当する大量かつ同質の資産と、これらの資産が内包するリスクを階層的に切り分けて一部の仕組み証券に集中する「トランシュ」の技法が必要であり、その結果

つくり出される複雑な金融商品の組成、保有、管理に関わる簿外組織（conduits 導管）が必要であった。これらの簿外組織を利用し、さらにモノライン保険や信用デリバティブを利用したリスク移転によって、証券化商品のリスクは表面的に親銀行のバランスシートから切り離されたが、実際には、銀行の健全性はますます複雑化、不透明化する経路でシステム的なリスク事象と結び付けられた。この不透明なリスク連鎖の関係は、証券化がモーゲッジを支え、モーゲッジが住宅価格を支えて住宅取得者にネットの「エクイティ」（取得価格を上回る住宅の市場価格の上昇）が発生する好循環が維持されている限りは、表面化しなかった。しかし、いったんこのループが住宅価格の頭打ちによって作用しなくなると、モーゲッジの不良債権化と価値減少が生じ、証券化のプロセスを介してシステム的なリスクが銀行本体に波及することは不可避であった。

以上のような、過剰流動性が金融システムに及ぼす強いストレスと、その結果としてのバブル現象、さらに過剰流動性によって高まるシステム的なリスクに着目する人々の観点からは、今回の恐慌の基本的な原因は当初多くの人々が考えたような住宅の過剰供給とそれが引き起こした住宅ローンのデフォルトではない。これらは、すでに金融システムの内部に累積されていたシステム的なリスクを顕在化させた契機（引き金）に過ぎない。金融恐慌の真の原因は、上記のループの過度膨張とその破たんであり、その結果としての、証券化プロセスの突然かつ大規模な途絶、および、このプロセスに関与した金融産業の破たんであった。この意味で、今回の金融恐慌は全般的な過剰生産に起因する再生産過程の混乱ではなく、むしろ過剰流動性が引き起こした証券化商品のバブル崩壊であり、その意味で独自の金融恐慌であった⁶⁾。

(2) 過剰流動性概念の多義性と曖昧性

金融恐慌の要因として過剰流動性の増大に着目する人々は、流動性を金融機関や機関投資家の投資（証券購入）行動と結び付けて次のように定義している。

「もっとも基本的なレベルでは、流動性は国内のおよび国際的な資産購入の資金として即利用できる資金量として記述することができる。流動性は、関係者（金融機関と投資家、引用者）が金融取引ならびに金融仲介に従事しようとする能力と意志、同様に、金融市場が金融市場における需要と供給の一時的な変動を大幅な価格変動を伴わないで吸収するキャパシ

6) 「米国の住宅市場（で発生した混乱、引用者）は、今回の金融危機と目下のグローバル経済の不振の原因ではない。それは、単に悪質な金融工学ととりわけ米国での幾分誤った金融政策がもたらした巨大な流動性の兆候に過ぎない。……マクロ的観点で見れば、真の原因は流動性である。この過剰流動性なしには、信用膨張もバブルも発生しなかった。これに関して連邦準備制度理事会が、過去10年間の多くの機会に流動性の増加を支えたとして指弾されているが、今回の途方もない流動性を作り出す上ではるかに重要な役割を果たしたのは金融工学であった」（Karakitsos, 2009）。

ティを反映している」(Chen, et al., 2012)

しかし、このような流動性の定義はきわめて記述的であり、金融恐慌の理論的な説明にはそれほど有益であるとは思われない。この間の現象的な経緯からひとまず目を離し、少し理論的に考えてみると、このような意味での流動性に着目する見解には、幾つもの理論的問題が残されていることが明らかになる。

流動性 (liquidity) と言う、ケインズ以来経済学で広く流布するようになった概念の最大の問題は、それがきわめて多義的で、容易に定義することも、統計的に集計することもできないということである。

一般に経済文献で流動性という用語が使用される場合、大きく分けると以下の4つの異なった意味で使用されている(詳しくは、高田, 2012年3月, 参照)。

(1) 資産の流動性 (asset liquidity)

これは、企業や家計が保有するさまざまな資産が、どれほど容易に時間と費用をかけないで現金に転換できるかという意味で、現金との近似性あるいは換金可能性の程度を表す概念である(例えば、一般に、企業のバランスシートはこの意味での流動性の序列で、流動資産から非流動資産へと項目が分類されている)。この意味での流動性は、さまざまな資産のリスク、したがってリスクプレミアムと関連している。

(2) 個別経済主体の資金的流動性 (funding liquidity)

金融機関、企業、家計などの経済主体が短期的な支払いに充当できる資金を、手元資金の形で直接に、あるいは容易に換金可能な流動資産や銀行借り入れの利用可能性など間接的な方法で、確保しているかの程度を表す概念である。具体的には、手元流動性、流動性比率などの指標であり、これは経済主体の最終的な支払い能力を意味するソルベンシー(正味資本が確保された状態)と区別される。

(3) 市場の流動性 (market liquidity)

金融市場におけるさまざまな資産の売買が、当該資産の価格に大きな変動をもたらすことなく執行できる市場の状態を表す概念である。この意味での流動性を規定するのは、まずは市場参加者の数であるが、それだけではなく、資産価格に対する市場参加者の評価の多様性も重要である(これらは、市場関係者の間では、市場の「厚さ」として語られる)。要するに、さまざまな金融資産の買い手と売り手が同時に存在し、流通する資産の売買が市場にショックを与えないで容易に成立する状態である。

(4) マネタリー流動性 (monetary liquidity)

マネーストック(企業、家計、地方公共団体など民間の金融機関と取引する経済主体が保有する現預金)ならびに民間が保有する上記(1)の意味での流動性を備えた資産の総額である。簡単にいえば、銀行セクター以外の民間部門が保有する通貨性資産の合計である。現行のマネ

ーストック統計としては、現金と狭義の通貨性資産としての要求払い預金を合わせた M1、貯蓄性預金を含めた M2、その他の流動性資産を含めた M3 やマネタリーアグリゲイトなどが作成されている。ただし、これらは、金融資産の流動性を基準にした指標であり、M1 を含め、厳密な意味での通貨（流通手段および支払い手段）の合計を表しているわけではない。

このように、流動性概念は多義的であるが、これらの定義の間の区別も実際には曖昧である。例えば、「資産の流動性」や「経済主体の流動性」は、現実には「市場の流動性」と切り離して論じることはできない。また、中央銀行による金融緩和政策と「流動性供給」は、単にマネタリー流動性だけでなく、他の流動性概念にも影響を及ぼす⁷⁾。

ところで、以上のような流動性の4つの定義の中で、金融恐慌の要因と考えられる流動性とは、どの定義に該当するのであろうか。

多くの研究者が金融恐慌との関連で想定する過剰流動性は、先に見たように、市場に提供される投資適格な証券の総額を上回る投資需要の存在である。このような巨大な投資需要は、金融機関、機関投資家、富裕層などの手元に、既存の証券市場と従来の投資基準では運用しきれない投資資金の過剰が発生していることを表している。

したがって、マルクス経済学の概念に照らして言えば、それは流動性として曖昧に定義されるべき事柄ではなく、さまざまな架空資本市場で「投資適格」な証券や資産を探し求めている貨幣資本、ただし、資本の循環の一契機として現れる貨幣資本ではなく、利子生み資本あるいは貸付資本の意味における貨幣資本——に他ならない⁸⁾。

7) 流動性概念の曖昧さは、経済学者が好んで使用する「国際流動性」の概念に関して一層際立っている。国際流動性は、一つには世界の GDP 総額に対する各国 M1、M2、M3 などマネタリー指標の総額の比率（あるいはこれら二つの指標の増加率の差異）によって評価される。もう一つの指標は、世界の GDP 総額に対する各国の外貨準備の総額の比率あるいは、これらの増加率の差異として評価される。しかし、いずれの比率あるいは差異も、経済学的に何を意味するのかは明確ではない。ただし、これらの比率あるいは差異が、ある時期に歴史的なトレンドから顕著に乖離する場合、それがマクロ経済政策や国際経済における何らかの重要な変化を表している可能性はある。国際流動性についてのある実証的な研究によれば、世界の GDP に対するマネタリー流動性および外貨準備総額の割合は、いずれも1999年を転機にそれまでの比較的緩やかな増勢から乖離して、急激に上昇するようになった。この変化の背景には、中国、インド、ブラジルなど新興国の外貨準備の増加、日本におけるバブル崩壊後の金融緩和政策、さらには、1999年のEUにおけるユーロ導入を契機とするマネーサプライ増加、2000年代初頭のITバブル崩壊に促された米国FRBの金融緩和政策などの要因が関係している (Brana, et al., 2012)。

8) 「貨幣資本とは、さしあたり、貨幣形態における資本と定義される。……貨幣資本の第一の形態は、産業資本や商業資本がその運動（循環、回転）の一契機として、すくなくともそれらの一部が、貨幣形態をとるということから成立する。なによりも資本はその運動の出发点および還流点においては、一般に、貨幣資本の形態をとる。この形態の貨幣資本は、現に再生産の内部で運動しつつある資本であり、機能中の資本である。……貨幣資本の第二の形態は、第一の貨幣資本の一部が運動を休止し、一時的に再生産過程（したがって流過程）から引き上げられて遊離し、その意味で一つの自立的な形態を受け取ることによって成立する。……この第二の形態における貨幣資本の根本的な特徴は、貨

したがって、この貨幣資本の「過剰」を意味する「過剰流動性」(excess liquidity)は、単に、現実資本によって生産や流通の拡大のために需要されないだけでなく、既存の証券市場で提供される投資適格な証券への投資だけでは運用しきれない(従来の運用基準で利子生み資本としての価値増殖ができない)という意味で、2重の意味で過剰な資本である。要するに、多くの専門家が「過剰」流動性(excess liquidity)あるいは、「余剰」流動性(surplus liquidity)と呼んできたものの実体は、このような2重の意味で過剰な貨幣資本に他ならないのである。

Ⅲ. 貨幣資本の過剰蓄積とその特殊性

(1) 資本の過剰生産と貨幣資本の過剰

以上検討してきたように、今回の金融恐慌の主たる要因と見なされている「過剰流動性」は、用語の正確な意味では「過剰な貨幣資本」あるいは「貨幣資本の過剰蓄積」と呼ぶことが適切であると考えられるが、実際には、マルクス経済学の陣営においても、これらの用語は必ずしも明確に定義され、広く受け入れられているわけではない。

貨幣資本の過剰蓄積という概念が一般に容易に受け入れられない理由の一つは、これがマルクスも使用した「資本の過剰蓄積」という概念と比較してその定義が難しいという点にあるように思われる。

マルクスは、『資本論』第3巻第3編第15章で、「資本の過剰生産」について考察している。その際、資本の過剰生産についての立ち入った考察は、利子生み資本や信用が考察される現行『資本論』で言えば第5編で行われると注記しながら、「資本の過剰生産が意味するものは資本の過剰蓄積以外の何物でもない」と明記している⁹⁾。

その上でマルクスは、資本の過剰生産なる概念の意味を明確にする目的で、「資本の絶対的過剰生産」という用語を提示し、それを次のように説明している。

幣形態のまま資本としての自立的形態を受け取り、価値増殖運動を行いつつある、あるいは行うべき状態にあるという点にあり、したがってそれは自ら利子生み資本として、G---G'の形式において運動すると言う点にある」(高田, 1985)。

9) マルクスは資本の過剰蓄積を資本の過剰生産と同じ意味で使用し、これについて次のように述べている。「資本の過剰生産が意味するものは、資本として機能し得る、すなわち与えられた搾取度で労働の搾取に使用されうる生産諸手段——労働諸手段および生活諸手段——の過剰生産以外の何物でもない。というのは、一定の点以下へのこの搾取度の下落は、資本主義的生産過程の攪乱と停滞、恐慌、資本の破壊を呼び起こすからである」(『資本論』新日本出版社, , 436頁)ただし、筆者が知る限りでは、マルクスはこの箇所以外では資本の過剰蓄積と言う用語を使用していない。多くの場合、これは資本の過剰生産という用語を同じ意味で使用している。

「資本主義的生産を目的とする追加資本（剰余価値あるいは利潤の生産を目的とする資本の追加的な投資、引用者）がゼロになれば、資本の絶対的過剰生産が現存するということになるであろう。……増大した資本が、増大するまえと同じかまたはそれよりも少ない剰余価値総量しか生産しなくなるときには、資本の絶対的過剰生産が生じているであろう」（『資本論』新日本出版社， ， 428-429頁）

資本の過剰蓄積に関するマルクスのこの記述を適用すれば、「増大した貨幣資本（貸付資本）が、増大するまえと同じかまたはそれよりも少ない利潤しかもたらさなくなれば、貨幣資本の絶対的な過剰生産（過剰蓄積）が生じている」ことになる。

しかし、このマルクスの記述は、現実資本の過剰生産として現れる資本の過剰蓄積を説明するための極端な想定としては意味があっても、貨幣資本の過剰蓄積に関して使用する場合には、注意が必要である。なぜなら、実際には、ここで記述されているような貨幣資本の絶対的過剰生産が文字通りの意味で発生するわけではないからである。

資本の一般的な形態としての貨幣資本は、生産設備や労働力とは異なり、たとえ上記の二つの意味で過剰であっても、実際には、いかなる形態での投資にも充当されずに文字通り遊休するということが例外的にしか生じない。個別銀行に集中された貨幣資本が産業資本や商業資本の需要を上回って増加すれば（マルクスのいわゆる資本の過多）、まずは銀行間の資金の過不足を調整する短期金融市場を通じて運用され、あるいは家計や政府に対する融資に充当され、さらにそれでも運用しきれない貨幣資本は、株式、国債その他の架空資本市場に投じられる。

さらに、貨幣資本が国内で十分な運用部面が見いだせない場合には、海外の企業や政府機関に対する貸し付け、海外の金融市場での運用（ポートフォリオ投資）や直接投資、要するに資本輸出に充てられる。いずれにしても、制度的、あるいは経営的な必要のために保有される準備金などを別とすれば、貨幣資本が銀行の手元で大量かつ長期的に遊休するということがないのである。以上の全過程が意味しているのは、貨幣資本の蓄積が、さまざまな金融資産の蓄積、したがってさまざまな債務の増大として現れるということである。

しかし、1980年代以降、とりわけ90年代以降に工業国を中心に顕著になったように、低成長経済への移行に伴って資本蓄積率が低下し、現実資本の再生産過程から遊離した貨幣資本が架空資本の流通量を大幅に上回って増大すれば、それらが金融市場の内部で引き続き価値増殖を続けるために、新たな金融市場および金融取引の仕組みを開拓することが必要になる。言い換えれば、金融イノベーションによって、社会的な所得のより大きな割合を金融市場に吸引し、貨幣資本の自立的な価値増殖の余地を新たに拡張することが必要になる。

1980年代以降、このような必要に促されて貨幣資本の価値増殖を促進する新たな方途を提供したのは、第一には、経済発展が著しく金利が相対的に高い途上国の金融市場であり、第二に、ファイナンス論と金融工学の発展によって生み出されたデリバティブ市場や仕組み証券市場に

代表される新たな架空資本市場の爆発的な拡大であり、第三に、これらの架空資本市場で貨幣資本の価値増殖を担当する新たな金融仲介スキーム（シャドーバンキング）の形成である。

(2) 貨幣資本の過多と貨幣資本の過剰蓄積

以上で、経済学者のいわゆる「過剰流動性」と「貨幣資本の過剰蓄積」との区別が明らかになったが、貨幣資本の過剰と言う概念の意味を明確にするためには、現実資本の過剰生産と貨幣資本の過剰との区別の問題に立ち返る必要がある。

周知のように、マルクスは、『資本論』第3巻第5編第30～32章で、「信用制度に関連してわれわれがいま取り組もうとする比類なく困難な諸問題」として、以下の二つの問題を提起している。

「第一に、本来の貨幣資本の蓄積。これは、どの程度まで資本の現実的蓄積の、すなわち拡大された規模での再生産の指標であり、どの程度までそうでないのか？ 資本のいわゆる過多、いつでもただ利子生み資本すなわち貨幣資本だけに用いられるこの表現は、ただ産業上の過剰生産の特殊な表現にすぎないのか、それとも、それとは別の特殊な現象なのか……？」

第二に、貨幣逼迫すなわち貸付資本の欠乏は、現実資本（商品資本と生産資本）の欠乏をどの程度まで表現するのか？ 他方では、それは、貨幣そのものの欠乏、流通手段の欠乏とどの程度まで一致するのか？」（『資本論』新日本出版社、1971年、822～23頁）

これら二つの問題の内、第二の問題は貸付資本の欠乏と現実資本の欠乏および貨幣そのものの欠乏との関係を問題にしており、貨幣資本の過多、したがって、貨幣資本の過剰蓄積をめぐる問題と関連しているのはとりあえず第一の問題である。

マルクスは、この第一の問題に関して、貸付可能な貨幣資本の増加が、すべて、現実の資本蓄積または再生産過程の拡大を示すわけではない、と指摘し、恐慌から不況期に移行する循環の局面で見られる貨幣資本の増加は、逆に、生産過程の縮小、商品価格の下落、売り上げの減少、要するに産業資本の収縮と麻痺を表していると説明している。さらに、不況からの好転が始まっているが、商業資本の銀行信用に対する需要がまだそれほど増加しない局面で見られる非常に低い利率が、円滑な商業信用の銀行信用に対する相対的独立を表していると説明している。

マルクスによれば、「貸付可能な資本の相対的な豊富さが、産業資本の現実の拡張と一致するとと言える唯一の時点」は、「再生産過程が過度緊張の状態に先立つ繁栄状態にふたたび達した」循環の局面であり、一般には、貸付資本の運動は産業資本の運動と反対の方向に進むと結論付けられている。

ところで、今回の金融恐慌に先立って見られた貨幣資本の著しい過剰は、以上のようなマルクスの記述に照らしてみると、どのような意味合いで理解することができるのであろうか。

近年における貨幣資本の過剰は、典型的には、次のような現象として記述される。

「何十兆ドルもの資産バブルが、もはや商品生産経済に、言い換えれば工場や機械に、投資されないのは、これらの方法では、金融市場で得られるよりも小さな利回りしか生むことができないからである。1980年には12兆ドルであったグローバルな金融資産の総額は、2007年には196兆ドルに膨張した。過去25年間に、金融資産は世界のGDPに比べて3倍の速さで増大し、貨幣所有者の財産は、この間に、グローバルなGDPの4倍に達した」(*Der Spiegel*, 20/2009, 99)

すでに見たように、金融恐慌の要因としての「過剰流動性」に着目する人々は、このような貨幣資本の過剰をもたらしたさまざまな要因を指摘している。例えば、1990年代初頭の日本のバブル崩壊を契機とする「カネ余り」現象と低金利、低成長経済のもとで実物投資に慎重な企業からの銀行借入れ需要の落ち込み（減量経営）、2000年代初頭に発生した米国のITバブル崩壊に対処するために連邦準備制度理事会が実施した金融緩和と政策、米国の大幅かつ持続的な経常収支赤字が生み出した中国を始めとする黒字国の膨大な外貨準備やドル建て資産、新自由主義的な政策が世界的に拡大した所得格差や資産格差を背景とする富裕層の富の増加、新自由主義を梃子とする人件費抑制に成功した大手企業の内部留保あるいは流動資産の増大、中間層を始めとする家計の貯蓄を集中して運用する年金、保険、投資信託その他の機関投資家の運用資金の継続的な増加などである。

ところで、これらの要因のうち、マルクスが考察した、産業循環にともなう銀行信用の需給の変化と多少とも関係しているのは、日本のバブル崩壊後の「カネ余り」現象ぐらいであり、それ以外の要因はいずれも産業循環に直接付随するものではない。それらは、1970年代以降の資本主義の歴史的・構造的な変化、とりわけ大手企業と金融機関の資本蓄積様式の変化に関連した、長期趨勢的な現象である。ここで問題になっているのは、金融的利得を求めて架空資本購入に充てられる貨幣資本の趨勢的過剰（運用資本に対する証券供給の不足）であり（Pozsar, 2011）、マルクスが考察した現実資本の収縮を反映する貨幣資本需要の減少（貨幣資本の過多）とは明らかに別の問題である。

(3) 現代企業の資本蓄積と貨幣資本の過剰

現在われわれが目当たりしている貨幣資本の過剰が、マルクスが考察した貨幣資本の過多とは別の問題であることは、今回の金融恐慌をめぐる銀行信用と企業借入れの関係を見ても明らかである。専門家の調査によれば、米国の非金融企業の財務状態について見ると、金融恐慌の発生に先立って銀行信用に対する需要を急増させていたわけではない。むしろ逆に、全体としての企業部門は、相対的な好況期においても、必要な資金を内部留保によってほぼ充足

することが可能であった。この間、銀行借入れを含む企業債務の増加は、企業が行った自社株買いの増加にほぼ見合っており、実物投資の増加とはほとんど無関係であった。言い換えると、現代資本主義のもとでは、企業財務の銀行信用からの「独立」が相当高い程度に達しているのである (Lazonick, 2013)。

マルクスが説明しているように、銀行信用に依存して現実資本が生産と流通を再生産の弾力性の限度いっぱいまで拡張した結果過剰生産恐慌が発生し、恐慌局面での「支払い手段への殺到」が終息すれば、現実資本の銀行信用に対する、言い換えれば追加的な貨幣資本に対する需要は急減する。しかし、今回の恐慌では、企業の銀行借入れは2008年の金融恐慌の局面で急減せず、一時的に増加率が抑えられただけであった (Chari, Christiano & Kehoe, 2008)。しかも、この変化は、現実的な投資や生産活動とはほとんど無関係で、企業の自社株買いのペースが落ちたことを反映したものであった。要するに、銀行部門からの企業融資は、現実経済を再生産の弾力性の限度を超えて推し進めた要因にならなかつただけではなく、それ自体でわれわれが目当たりにした激しい金融恐慌を引き起こすほど、大幅かつ唐突に増大・収縮したわけでもなかった。

それでは、このような現実資本の財務活動の銀行信用に対する独立性は、如何にして発生し、また現代企業の蓄積様式のどのような歴史的特徴と関係しているのだろうか。

この複雑な問題を、「経済の金融化」の観点から、早期に理論的に考察した業績は Sweezy (1994; 1997), Fligstein & Markowitz (1993), Lazonick & O'Sullivan (2000) 他に帰せられるが、金融化を企業財務の変化と言う観点から立ち入って実証的に研究した業績は、ポストケインジアン stocks hammer (Stockhammer, 2002; 2013), Baragar & Chernomas (2012) およびラゾニック (Lazonick, 2008; 2009; 2011) など一連の研究に帰せられる。

stocks hammerは、金融化を単なる金融市場と金融産業の肥大化、あるいは金融のグローバル化などの現象にとどまらず、むしろ主要には「非金融企業の金融市場での活動の増大と、それに付随する金融的利得の増加」を意味する言葉として一般の定義よりも狭義に定義する。

stocks hammerによれば、1970年代に生じた二つの制度上の変化が、企業経営者の利害を株主の利害と結びつける作用を果たした。一つは、敵対的買収を可能にする金融手法の発展であり、もう一つは経営者報酬制度の変化である。前者には、ジャンクボンド市場の発展と株式公開買い付けの普及、後者には、経営者の業績連動型報酬制度およびstocks optionの普及が含まれる。この結果、株主利益との結びつきを強めた経営者は、自社の成長をそれ以前に比べて重視しなくなり、金融市場での投資活動をふくむ財務活動をより優先するようになった。

stocks hammerは、このような意味での金融化が、世界的に見て、企業の資本蓄積の減速をもたらしたという仮説を独、仏、英、米4カ国のデータを使って検証した。その結論によれば、金融化が資本蓄積を減速させるという仮説は、フランスおよび米国では明確に裏付けられ、英国では若干裏付けられたが、ドイツに関しては裏付けられなかった。とくにフランスでは蓄積

の減速分のほとんどは金融化によって説明され、米国に関しては減速の3分の1が金融化によると考えられる。金融化の作用が英国で比較的弱かったのは、英国ではすでに70年代以前から成長の減速が始まっていたことが関係しており、またドイツに関する結果は、ドイツでは金融化が比較的最近の現象であることによっている。

他方、ラゾニックは、1980年代以降、「エージェンシー理論」に後押しされた「株主価値重視のコーポレートガバナンス」の広がり、大手企業の自社株買いの動きを促進し、価値創造的投資を減速させたことを論証している。その上でかれは、株主価値極大化が、実際には、ストックオプションの形で莫大な報酬を受け取る企業経営者の利益を増進するイデオロギーであると結論付けている。

ところで、1970年代以降における資本蓄積の減速に関する、マルクス経済学の系譜からの研究は、これまでのところそれほど多くない。Bakir & Campbell (2009) は、その意味で貴重な研究の一つである。

かれらによれば、米国企業の利潤率は、1960年代の後半期以降傾向的に低下したが、80年代以降、再び上昇し、90年代後半期には、60年代のピークに近づいた。しかし、1970年代まで比較的パラレルに変化していた米国企業の利潤率と蓄積率（実質正味資本ストックの増加率）は、80年代以降顕著に乖離した動きを示すようになり、80年代以降の利潤率回復にも関わらず、資本蓄積率はITブーム期の数年を別とすれば、全体として利潤率から大きく下方に乖離するようになった。

彼らによれば、この乖離は、回復した利潤のますます多くの割合が、生産過程を拡大するための再投資ではなく、金融セクターに移転されるようになったためである。税引き後利潤のうち、資本蓄積に向けられる利潤の割合は、1948～79年の期間の平均は61%であったが、1980～2007年の平均は43%に低下した。

このような金融セクターへの企業利潤の流出をもたらした要因の一つは、1979年のヴォルカーショックによる金利の急騰であった。スタグフレーションの影響が大きく作用した70年代中期の実質金利は長期・短期いずれもマイナス（財務省10年満期証券および短期証券の利回り）であったが、84年にはそれぞれ8%台および6%台に上昇した。

しかし、企業利潤の金融セクターへの流出をもたらした要因は、金利の上昇だけではなかった。もう一つの重要な要因は、企業部門の債務の増大であった。企業の資本ストックに対する純債務の割合は、すでに60年代の高度成長期に顕著な上昇傾向を見せていたが、この傾向は70年代前半のスタグフレーション期における一時的な低落を挟んで70年代後半期以降再び上昇に転じ、90年代初頭には20%を超える水準に達した。

1993年以降、金利負担を軽減するために企業は債務比率の引き下げに転換し、2000年には、初めて債務超過から債権超過に転換した。しかしながら、このような債務比率の劇的な低下にも関わらず、企業利潤の金融セクターへの流出はそれに照応して減少しなかった。この問題は、

債務比率の低下による金利負担の減少を上回って企業の配当支払いが増大したことに起因している。1950～66年の高度成長期における利払い・税引き後利潤の配分における配当と内部留保の割合は、多少の上下はあったがほぼ前者が40%、後者が60%の割合で推移した。しかし、それ以降配当の割合が相当程度の変動を含みながらも傾向的には顕著に上昇するようになり、2000年代初頭には80%を上回るようになった。かれらによれば、このような配当支払いの増加は、企業におけるコーポレートガバナンスの変化、言い換えれば、企業権力をめぐる階級構造の変化と、この変化をイデオロギー的に表現する新自由主義の強まりを意味している¹⁰⁾。

IV. 貨幣資本の過剰蓄積と金融恐慌

本稿ではこれまで、金融恐慌の要因としての過剰流動性および、過剰生産恐慌の基本的要因としての資本の過剰蓄積（生産手段や消費手段の過剰生産）と区別される貨幣資本の過剰蓄積——しかも、マルクスが産業循環との関連で考察した貨幣資本の過多とも基本的に異なっている——の概念とその最近の動向について、近年の研究文献に依拠しながら検討してきた。

われわれが見てきた限りでは、近年における貨幣資本の過剰は、過剰流動性とは概念的に区別されるだけでなく、マルクスが『資本論』第5編で考察した「資本の過多」とも異なり、産業循環とは直接関係がないか、またはきわめて緩やかな関係しか見いだせない、長期趨勢的に形成された貨幣資本の蓄積がもたらしたものである¹¹⁾。

またそれは、単に、産業資本や商業資本の追加的な資金需要によって吸収されないだけでなく、貨幣資本の価値増殖に必要な、投資適格な証券その他の資産のアーベイラビリティ（流通量）と比較しても過剰と言う意味で、2重の意味で過剰な貨幣資本である¹²⁾。

10) なお、Bakir & Campbell が考察している、米国企業の剰余価値の配分（内部留保と金融的流出）をめぐる問題については、Dumenil & Levy (2012) を合わせて参照してほしい。

11) 「金融セクターは、生産セクターが必要とするローンや保険を提供するという役割や規模をはるかに越えて成長してきた。実体経済における投資に資金を提供する代わりに、金融セクターは、金融的投資によって一時的に巨額の利益を上げるために、資本の自己循環的なプロセスを作り上げてきた。おおざっぱに見て、あらゆる種類の証券のトレーディングに関与し、この種の取引で利益をあげるためにこれまでに無い新しいタイプの証券を開発した金融セクターが表わしているのは、金融資本の蓄積である」(Skarstein, 2011)。

12) 米国の非金融企業が保有する現金および現金類似資産の保有額は、1990年代末以降急速に増加するようになった。S&P 500社が保有するこれら資産の総額は、1994年の500億ドルから、2001年には1,500億ドルに達し、さらに、2009年には4,000億ドルを上回った。これらの企業が保有する現金性資産の総資産に対する割合は、1990年代前半期の3%前後から、2009年には9%前後に上昇している。さらに、投資信託をふくむ大規模（10億ドル以上）かつ集中的に運用される「機関運用される資金プール（institutional cash pool）」の総額は、1990年の1,000億ドルから、2007年には、2兆2,000億ドル以上に達した。この見積額は控えめであり、富裕層、各種基金、分離口座、ヘッジファンド、デリバティブベースの投資、保険、年金、MMF が含まれていない。このような大規模で集中的に機関運用さ

このような2重の意味で過剰な貨幣資本は、しかしながら、いかなる意味でも価値増殖に参加できないという意味で絶対的に過剰な資本ではないし、運動を休止した資本と言う意味での遊休資本でもない。マルクスが考察した銀行信用と現実資本との関係の内部においても、貨幣資本の価値増殖は現実資本の価値増殖から乖離して、自立的な価値増殖を行う相当程度の余地（例えば、自国や外国の政府に対する貸付（国債）、資本家以外の諸階級に対する貸付、証券市場や為替市場での投機活動など）を持っているが、このような自立的価値増殖の可能性は、近年におけるデリバティブ市場をふくむ新たな架空資本市場の爆発的な膨張やシャドーバンキングセクターの目覚ましい拡張によって、要するに急激な金融イノベーションの結果として、飛躍的に増幅される¹³⁾。

新たな架空資本市場およびシャドーバンキングセクターの拡大によって貨幣資本の自立的な価値増殖の余地が増幅される主たる理由は、これらの領域が貨幣資本にとって投資可能な資産の流通量を飛躍的に増大させるだけでなく、貨幣資本の利潤が、単に利子生み資本として手に入れる利子・配当収入だけではなく、むしろ主要には、さまざまな金融資産の売買差益や、保有資産の価格上昇、さらには、新たな架空資本の組成・販売から得られる手数料、保険料その他に依存しているからである。

現代資本主義のもとでは、すでに見たように過剰な貨幣資本の主要部分を支配するのは世界の主要金融センターを拠点とする大手金融機関、政府、富裕層、機関投資家、多国籍企業などであるが、これらが支配する貨幣資本の価値は、その貨幣資本と引き換えに取得した架空資本——その形態が株式、国債、CPなど各種の短期債券、モーゲッジ、デリバティブ、保険、不動産など、どのようなものであれ——の市場価値によって決定される。そして、これらの資産の市場価値は、周知のように、それらの額面あるいは取得価格ではなく、それらが将来にわたって所有者にもたらすと予想される所得——その予想は不断に変化する——の割引現在価値によって決定される¹⁴⁾。

れる資金プールの増大は、それらの多くが預金に代替する投資適格な安全資産に対する需要を増大させる。その結果、米国では、AAA格付けを備えた投資適格資産の発行額が、資金プールの増大する需要に追いつかなくなり、投資証券の不足に直面した資金の多くが、仕組み証券をふくむシャドーバンキングセクターに投じられた（Pozsar, 2011）。

13) 現代の金融システムにおける金融証券化の進展とシャドーバンキングセクターの拡大との関係については、高田太久吉（2014年3月）を参照してほしい。

14) 投資資産がその所有者にもたらす将来の所得を投資家の期待利回りで割り引いて現在価値に還元し、この期待利回りで投資された資本がもたらすであろう収益として計算する手続きは、周知のように、資本化（capitalization、資本還元とも訳される）と呼ばれる。「例えば、年々の所得 = 100ポンド・スターリング、（期待、引用者）利子率 = 5%であるとすれば、100ポンド・スターリングは2000ポンド・スターリングの年利子であろうし、この2000ポンド・スターリングは、いまや、この年々の100ポンド・スターリングに対する法律上の所有権証書の資本価値と見なされる」（『資本論』，806）。なお、Nitzan & Bichler（2009）によれば、将来の所得の資本化によって資産の現在価値を算定す

資本化によって評価される架空資本の「価値」は、トレーダーを始めとする市場参加者の予想や期待にもとづくヴァーチャル（非現実的あるいは非現物的）な「価値」であり、その意味で「虚の価値」（井村，2010，10頁）であるが、まったく根も葉もない空想上の「価値」ではない。それは、金融資産に帰属する将来の所得の流列とやはり将来の期待利回りに関する確率的な予測に依存しており、その限りで、現実の再生産過程の将来の運行と結び付けられている（高田，2013）。

架空資本の「価値」がまったくの空想的「価値」ではなく、多かれ少なかれ現実の再生産と、したがって将来の資本蓄積と結びついているということは、トレーダーの予測と期待によって過度に押し上げられた架空資本の価格が、バブル崩壊によって下落する現象に現れている。バブル崩壊は、架空資本の価値がただ単に空想的なものではなく、逆に、現実の再生産過程に根拠をもっていること、したがって、この現実的根拠が揺らげば、ただちに価値減少が生じることを示している。ただし、この根拠は現代ファイナンス論の洗練された確率論的装いにも関わらず、すこぶる曖昧で、架空資本の価値が現実の資本蓄積から乖離して変動する余地は、きわめて大きいのである¹⁵⁾。

架空資本の価値が、標準的な予測による将来の期待所得から見て妥当な水準から、あるいは、当該証券の趨勢的な値動きに照らして、明白な理由なしに乖離して大幅に上昇する現象は、バブルと呼ばれる。バブルについての厳密な定義は存在しないが（Siegel, 2003）、そうした異常な価格上昇は、誰でも知っているように、架空資本市場への追加的貨幣資本の大量かつ継続的な流入によって引き起こされる。そして、このような貨幣資本の流入は、貨幣資本を運用するディーラーやファンドマネジャーの将来の価格上昇に対する強気の予想や期待によって促される。

る算術的方法を最初に明示したのは19世紀中葉のドイツの森林検査官であった。また、これらの著者によれば、資本化の普及を促した歴史的要因は株式会社の普及と資本市場の発展であり、その算術的方法を経済理論に高めたのは米国の経済学者アーヴィング・フィッシャー（*The Rate of Interest*, 1907）であった。資本化は1950年代までに企業のバランスシートに導入されるようになり、経済学の教科書にも登場するようになった。資本化があらゆる資本運動の評価原理として認知されるようになったのは1960年代以降のファイナンス論の発展、とりわけファーマとリントナーが定式化した資本資産評価モデル（CAPM）の普及と、これに刺激されてファイナンス論分野に特化したさまざまな学術雑誌が発行されるようになって以降のことである。

- 15) マルクスは架空資本の価値の自立的運動について次のように述べている。「これら所有権証券の——国庫債券だけではなく、株式もの——価値の自立的運動は、これらの所有権証券が、資本または、おそらくは証券の権原を与えるであろう請求権とならんで、現実資本を形成するかのような外観を確かなものとする。すなわち、それらは商品となり、それらの価格は固有の運動と決まり方をする。それらの市場価値は、現実資本の価値に変化がなくても、その名目価値とは異なる規定を受け取る。……これらの証券の市場価値は、一部は投機的である。というのは、この市場価値は現実の所得によってのみならず、期待され、前もって計算された所得によっても規定されるからである（『資本論』新日本出版社，，808頁）。

バブルは、それを市場関係者の強気の予想や期待が生み出す異常な価格現象として見れば、本来バーチャルな架空資本の価値の自己増殖的な増大と考えることができる。再生産過程の、言い換えれば総資本の価値増殖運動の将来の動向に関する人々の予想や期待は、時と場合によって程度の差はあるにしても、一般的には不確実なものである。そして、自己増殖的に増大した架空資本の価値は、市場参加者の将来の所得に関する予想や期待が弱気になれば、他の事情に何らの変化がなくても、たちまち急激な減少を被る。

ただし、趨勢から乖離して上昇した架空資本の価格が反転する臨界点という意味でのバブルの限界を理論的に規定することは不可能である。貨幣資本をめぐる需給関係によって決定される利子率に、自然的利子率と呼ばれる理論値やアンカー（基準値）が存在しないように、ディーラーや投資家の資本還元によって評価される架空資本の価格にも、自然的あるいは理論的価格と言うべき基準値は存在しない。

架空資本の価格は、現実資本の価値増殖によって直接規定されるものではなく、架空資本が所有者にもたらず将来の所得についての投資家やディーラーの予想と期待によって規定される。この予想と期待は、架空資本の価格と現実資本の蓄積が連動している段階では、主として現実資本の利潤増加によって裏付けられる。しかし、架空資本の価格が、架空資本の供給を上回る貨幣資本の流入によって、言い換えれば市場での超過需要によって、押し上げられるようになると、投資家やディーラーの予想と期待も、貨幣資本の将来の流入に対する予想や期待によって、要するに不確実な思惑によって「裏付けられる」ようになる。このような局面では、架空資本市場に流入する貨幣資本は、架空資本の新たな供給によってではなく、むしろ主要には既存の架空資本の価格上昇によって、言い換えれば、架空資本の取引の膨張によって、吸収されるようになる。

しかし、投資家やディーラーの飽くことなき利殖欲にも関わらず、架空資本の価格上昇が無制限に貨幣資本を吸収することはあり得ないし、架空資本市場への貨幣資本の流入が無制限に増大することもあり得ない。GDPの数倍の規模に膨張した貨幣資本が、GDPの成長率を上回る利回りを長期間上げ続けることは不可能である。そして、価格の異常な上昇の結果、架空資本市場の参加者の中で、価格がさらに上昇を続けると予想する強気筋に比べて、近い将来価格が反転する可能性が高まったと予想する弱気筋が多数を占めるようになれば、価格は実際に反転し、バブルは崩壊する。

バブルの崩壊は、架空資本に投下された貨幣資本の急激かつ大幅な価値減少、したがって、架空資本の流通の突然の収縮を意味する。バブルの崩壊は、バブルに依存して利潤を増加させ、資本蓄積を続けてきた大手金融機関と機関投資家の保有する架空資本の莫大な評価損という形態で、したがって、これらの機関のバランスシートの収縮と言う形態で、貨幣資本の価値減少を引き起こす。バブルとして現れる架空資本の価値増加が、単なる空想的なものではなかったように、バブル崩壊による架空資本の価値減少も、現実とは何の関係もない、単なる想像上の

事態ではない。それは、多くの国で幾つもの巨大金融機関と機関投資家を破たんさせ、あるいは破綻の危機に追いやって金融恐慌を引き起こし、政府と中央銀行による銀行救済を余儀なくさせ、生産活動の減少と失業増加を、言い換えれば現実の再生産過程のかく乱を付随させる。

このような金融市場と金融機関の混乱は、バブルを反映する金融取引が、単なる想像上の取引ではなく、強制力のある当事者間の「貸借契約」の形で「現実的に」蓄積されており、バブル崩壊は、それらの契約の突然かつ暴力的な執行不能、言い換えればバブルを支えてきた巨大で複雑な信用連鎖の現実の崩壊、を意味するからである (Crotty, 1985)。

あとがき

今回の金融恐慌は、資本の過剰生産が引き起こした過剰生産恐慌に付随する金融市場のかく乱ではなく、1980年代以降、現実資本の蓄積から自立した価値増殖の方途を追及してきた過剰な貨幣資本が、本来内的に統一された二つの契機としての、現実資本の蓄積と貨幣資本の蓄積の自立と乖離（前者に対する後者の一方的な増大）を、暴力的な貨幣資本の価値破壊によってしか統一の回復ができない程度にまで、限度を超えて拡大した結果であり、その意味で独自の金融恐慌である。金融恐慌に先立つ約20年間、過剰な貨幣資本の蓄積は、途上国や旧東欧への資本輸出、住宅ブームや株式ブーム、IT投資、自動車ローンや消費者ローン、デリバティブや仕組み証券の組成・販売、さまざまなシャドバンキングセクターの増大他の形態で吸収され、隠ぺいされてきた。こうしてさまざまな金融イノベーションによって覆い隠されてきた貨幣資本の過剰蓄積が、その吸収機構の一部を構成していた住宅価格の頭打ちを契機に表面化し、金融イノベーションが作り出したグローバルな巨大で複雑な信用連鎖を崩壊させ、深刻かつ大規模な金融恐慌と、おそらく予想以上の長期化が予想される、世界不況を引き起こした。

1970年代以降に工業国を中心に顕著になったように、世界経済の低成長経済への移行に伴って、現実資本の再生産過程から遊離した貨幣資本が金融機関、機関投資家、企業、政府機関、富裕層の手で、世界経済の成長をはるかに上回る速度で増大した。世界のGDPの何倍もの規模に膨張した貨幣資本は、金融市場の内部で引き続き価値増殖を続けるために、新たな金融市場および金融取引の仕組みを開拓し、社会的な所得のより大きな割合を金融市場に吸引し、貨幣資本の自立的な価値増殖の余地を拡張することを迫られた。1980年代以降、貨幣資本の価値増殖に必要な新たな方途を提供したのは、第一には、経済発展が著しく金利が相対的に高い途上国の金融市場への資本輸出であり、第二に、ファイナンス論と金融工学の発展によって生み出されたデリバティブ市場や仕組み証券市場に代表される新たな架空資本市場の爆発的な拡大であり、第三に、これらの架空資本市場で貨幣資本の価値増殖を担当する新たな金融仲介スキーム（シャドバンキング）の形成である。

したがって、金融のグローバル化、金融の証券化、シャドバンキングの拡大を重要な要因

とし、これらの金融イノベーションを主導してきたウォール街を震源として発生した今回の金融恐慌と世界不況は、これらの方策を利用した金融的価値増殖に依存してきた資本蓄積様式、言い換えれば、1980年代以降に形成された金融主導の蓄積様式が、一つの歴史的な限界に達したことを意味している。しかし、それが金融主導の蓄積様式から基本的に新しい蓄積様式への転換となるのか、それとも、さらなる金融イノベーションに支えられた新たな金融主導の蓄積様式の再生に帰結するのかは、今のところ明らかではない。

参考文献

- 井村喜代子『世界的金融危機の構図』勁草書房、2010年。
- 高田太久吉「「貨幣資本の過剰」のとらえ方」月刊『経済』1985年10月。
- 高田太久吉「現代資本主義論としての「経済の金融化」論」中央大学企業研究所『企業研究』第14号、2009年3月。
- 高田太久吉「金融危機の要因としての過剰流動性について」中央大学『商学論纂』第53巻第5/6合併号、2012年3月。
- 高田太久吉「過剰生産恐慌と「独自の貨幣恐慌」」中央大学『商学論纂』第54巻第3/4合併号、2012年12月。
- 高田太久吉「現代資本主義の蓄積様式とデリバティブ市場」中央大学『商学論纂』第54巻第5号、2013年3月。
- 高田太久吉「現代資本主義と「経済の金融化——信用制度の役割と金融恐慌をめぐって——」月刊『経済』2014年2月。
- 高田太久吉「金融危機とシャドーバンキング」中央大学『商学論纂』第55巻第5/6合併号、2014年3月。
- Adrian, T. & Shin, H. (2008) Liquidity and Financial Cycles, BIS Working Papers, No. 256 (July).
- Altman, E. (2006) Are Historically Based Default and Recovery Models in the High-Yield and Distressed Debt Markets Still Relevant in Today's Credit Environment? New York University, Salomon Center, Special Report.
- Altman, E. (2007) Global Debt Markets in 2007: New Paradigm or the Great Credit Bubble, *Journal of Applied Corporate Finance*, Morgan Stanley, Vol.19, No.3 (Summer).
- Bakir, E. & Campbell, A. (2009) Neoliberalism, the Rate of Profit and the Rate of Accumulation (December).
- Baragar, F. & Chernomas, R. (2012) Profit without Accumulation, *International Journal of Political Economy*, vol. 41, no. 3 (Fall).

- Bernanke, B. S. (2004) Remarks by Governor Bernanke, B. S., At the Meetings of the Eastern Economic Association, Washington DC (February 20).
- Brana, S., Djibbenou, M-L. & Prat, S. (2012) Global Excess Liquidity and Asset Prices in Emerging Countries: A Pvar Approach, LAREFI Working Paper (Janvier).
- Brenner, R. (2009) What is Good for Goldman Sachs is Good for America: The Origins of the Present Crises, University of California (April).
- Caballero, R. J. (2010) The Other Imbalance and the Financial Crisis, NBER Working Paper (January).
- Chari, V., Christiano, L. & Kehoe, P. (2008) Facts and Myths about the Financial Crisis of 2008, FRB of Minneapolis, Working Paper (October).
- Chen, S., et al. (2012) Exploring the Dynamics of Global Liquidity, IMF Working Paper (October).
- Crotty, J. (1985) The Centrality of Money, Credit and Financial Intermediation in Marx's Crisis Theory, in Resnick & Wolff (ed) *Essays In Honor of Harry Magdoff and Paul Sweezy*, New York, Autonomedia.
- Dumenil, G. & Levy, D. (2012) *The Crisis of the Early 21st Century: General Interpretation, Recent Developments, and Perspectives*, CNRS and PSE-CNRS, Preliminary Draft.
- Epstein, G. A. (2005) Introduction: Financialization and the World Economy, in Epstein, G. A. (eds) *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar.
- Evanoff, D., Kaufman, G. & Malliaris, A. G. (2012) Asset Price Bubbles: Lessons From the Recent Financial Crisis, *The World Financial Review* (September/October).
- Fine, B. (2009) Neo-Liberalism in Retrospect? It's Financialization, Stupid, Paper presented at Developmental Politics in the Neo-Liberal Era and Beyond (October).
- Fligstein, N. & Markowitz, L. (1993) The Financial Reorganization of American Corporations in the 1980s, in Wilson, W. (ed) *Sociology and the Public Agenda*, Sage.
- Foster, J. B. (2008) The Financialization of Capital and the Crisis, *Monthly Review* (April).
- Gourinchas, P-O. (2010) U. S. Monetary Policy, 'Imbalances' and the Financial Crisis, Remarks prepared for the Financial Crisis Inquiry Commission (February).
- IMF (2006) *World Economic Outlook*, Chapter , Awash with Cash: Why are Corporate Savings so High?.
- Issacs, G. (2011) Contemporary Financialization: A Marxian Analysis, *Journal of Political Inquiry* (April).

- Karakitsos, E. (2009) The Lessons from the Housing Market Crisis.
- Laeven, L. & Valencia, F. (2012) Systemic Banking Crises Database: An Update, IMF Working Paper (June).
- Lazonik, W. (2008) The Quest for Shareholder Value: Stock Repurchases in the US Economy, University of Massachusetts Lowell (December).
- Lazonik, W. (2009) The New Economy Business Model and the Crisis of US Capitalism, *Capitalism and Society*, vol. 4(2).
- Lazonick, W. & O'Sullivan, M. (2000) Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance, *Economy and Society*, (February).
- Lazonik, W. (2011) From Innovation to Financialization: How Shareholder Value Ideology is Destroying the US Economy, in Wolfson & Epstein (ed) *The Handbook of The Political Economy of Financial Crises*, Oxford University.
- Lazonick, W. (2013) The Financialization of the US Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained, *Seattle University Law Review*, Vol.36, pp.859-909.
- Lysandrou, P. (2009) Global Inequality and the Global Financial Crisis: The New Transmission Mechanism.
- McKinsey Global Institute (2011) *Mapping Global Capital Markets 2011* (August).
- Nitzan, J. & Bichler, S. (2009) *Capital as Power: A Study of Order and Creorder*, Routledge.
- Pozsar, Z. (2011) Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System, IMF Working Paper (August).
- Siegel, J. (2003) What is an Asset Price Bubble? An Operational Definition, *European Financial Management*, vol. 9(1).
- Skarstein, R. (2011) Overaccumulation of Productive Capital or of Finance Capital? A View from the Outskirts of a Marxist Debate, *Investigacion Economica*, vol. 70 (April-June).
- Stockhammer, E. (2002) Financialization and the Slowdown of Accumulation, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28(5).
- Stockhammer, E. (2013) Financialization and the Global Economy, in Wolfson & Epstein (ed) *The Handbook of The Political Economy of Financial Crises*, Oxford University.
- Swagel, P. (2009) The Cost of the Financial Crisis: The Impact of the September 2008 Economic Collapse, Pew Financial Reform Project, Briefing Paper.
- Sweezy, P. M. (1994) The Triumph of Financial Capital, *Monthly Review* (June).

Sweezy, P. M. (1997) More (or less) on Globalization, *Monthly Review* (September).

The Cityuk (2013) *Fund Management* (September).