

信用理論研究

第 28 号

2010 年 12 月

大会報告および討論

春季大会共通テーマ「現代の金融恐慌」

2007-2009 国際金融危機の特徴をどう見るか

……………高田太久吉（中央大学）

世界金融危機下のイギリス金融機関

……………斉藤美彦（獨協大学）

バブル・リレーと日本経済

……………山口義行（立教大学）

秋季大会共通テーマ「金融の変化と金融規制の変化：金融監督と 金融政策」

信用恐慌と金融危機対策

—1930 年代と現代の比較考察—

……………小林真之（北海学園大学）

欧州金融監督

—ドラロジュール報告から欧州委員会による新金融監督法案まで—

……………太田瑞希子（宮城学院女子大学）

金融革新の破綻と政府による市場の再生

—金融政策と金融行政の役割—

……………坂本 正（熊本学園大学）

部会活動報告

学会事務局報告

会員著書・論文目録

信用理論研究学会

目 次

大会報告および討論

春季大会共通テーマ「現代の金融恐慌」

2007－2009 国際金融危機の特徴をどう見るか

……………高田太久吉（中央大学）……………（ 1 ）

世界金融危機下のイギリス金融機関

……………斉藤美彦（獨協大学）……………（ 27 ）

バブル・リレーと日本経済

……………山口義行（立教大学）……………（ 49 ）

秋季大会共通テーマ「金融の変化と金融規制の変化：金融監督と 金融政策」

信用恐慌と金融危機対策

－1930年代と現代の比較考察－

……………小林真之（北海学園大学）……………（ 63 ）

欧州金融監督

－ドラロジエール報告から欧州委員会による新金融監督法案まで－

……………太田瑞希子（宮城学院女子大学）……………（ 93 ）

金融革新の破綻と政府による市場の再生

－金融政策と金融行政の役割－

……………坂本 正（熊本学園大学）……………（ 109 ）

部会活動報告……………（ 143 ）

学会事務局報告……………（ 144 ）

会員著書・論文目録……………（ 145 ）

大会報告と討論

2007-2009 国際金融危機の 特徴をどう見るか

高田太久吉
(中央大学)

本報告の目的は、今回（2007-09年）の国際金融危機には、戦後の金融危機の他の事例に照らして、どのような特徴があるのかを検討することである。IMFの調査によれば、戦後資本主義は、1970-07年の期間に、124回の systemic banking crisis を経験している（文献①）。報告者の理解では、これらの過去の銀行危機と比較して、今回の危機はいくつかの際立った特徴をもっている。本報告では、今回の危機の歴史的特徴を明らかにし、それらの特徴がもたらされた背景と含意について検討する。

1. 金融機関の損失・評価損

まず始めに、今回の金融危機で発生した金融機関の損失・評価損、全般的経済活動の低下について、いくつかの予測あるいは見積もりを、参考までに紹介しておきたい。

IMFが2009年4月に公表した「グローバル金融安定報告」によれば、世界全体で金融機関が2010年までに被ると予想される損失・評価損の総額は、約4.1兆ドルに達し、そのうち2.7兆ドルがアメリカで、1.2兆ドルがEUで、1,500億ドルが日本で発生すると見積もられている。これらの数値は、銀行、投資銀行、証券会社などの金融機関に予想される損失を

念頭においたもので、ヘッジファンド、投資信託など、シャドーパーキングで発生する損失、および個人投資家の損失は算入されていない。また、世界の主要な株式市場で発生した大幅な株価下落、世界的な不動産価格の下落などは、算入されていない（付記 IMF は、2009年9月の新しい「報告」で、予想損失額を3.6兆ドルに減額した）。

上記のIMFの評価が正確であれば、アメリカでは連邦預金保険制度加盟銀行全体の自己資本総額（2008年第3四半期）が1.3兆ドル、これに投資銀行の自己資本1,100億ドルを加えた銀行・投資銀行の自己資本総額が1.4兆ドル程度（2008年第3四半期）であるから、これの約2倍相当の損失が見積もられていることになる。つまり、発生しうる損失が全米の銀行に、それぞれの規模に応じて分布すれば、すべての銀行が自己資本を喪失することになる。ただし、すでに連邦政府の銀行救済計画のもとで2300億ドルが大手銀行中心に注入されており、加えて、民間投資家や政府系ファンドなどから合計2000億ドルが調達されている（政府系住宅公社、AIGへの注入分を除く）。しかし、これらを加えても、アメリカの銀行システムが深刻な資本不足に陥っていることに変わりはない。

アメリカ金融当局は2009年春に金融機関大手19社を対象にストレステスト（特別検査）を実施した。これによれば、19社のうち9社が必要な自己資本を確保しており、残りの10社は合計746億ドルの資本不足が指摘されている。これらの金融機関は、6ヶ月以内に増資その他で不足する資本を充足することを求められている。

しかし、アメリカの事情に通じた専門家は、このストレステストが、いくつかの基本的な前提条件（失業率、内部留保、不良資産の回収率、銀行収益の予測その他）をきわめて楽観的に想定し、非現実的なシナリオに沿って損失額を見積もっていると指摘している。これらの専門家によれば、本来のストレステストは、今後想定されるもっとも厳しいシナリオのもとで予想損失を見積もるべきであるが、今回のテストはこのようなストレステ

ストの目的からは程遠い机上の評価に過ぎないと言われている。さらに、例えばシティグループでは、当初の見積もりでは 300 億ドルの資本不足が見積もられたが、銀行側の要望を入れて、55 億ドルの資本不足として公表されたと指摘されている（文献②）。

ちなみに、IMF による 2009 年 4 月の「報告」は、アメリカの銀行が 4% レベルの自己資本比率（Tier 1 よりも厳格な TCE：Tangible Common Equity 基準）を確保するためには、全体で 2,750 億ドルの資本調達が必要であり、6%水準を想定すれば、5,000 億ドルが必要と見積もっている。

また、銀行の貸し倒れ比率が今後どの程度に達するかについても、一部専門家は、今回は最終的に大恐慌時のレベルである 3.4%を超える可能性があると言っている。かりに、貸し倒れ比率が、3.5%の水準（考えられない数値ではない）に達すると、銀行はすでに公表している 4000 億ドルの評価損に加えて、今後 3 年間で 6000 億ドルから 1 兆ドルに達する貸し倒れ損失に見舞われると見られている。（以上、主としてニューヨーク大学、Nouriel Roubini グループの RGE Monitor が提供する情報による）

実体経済に目を向けると、アメリカの専門家の中には、世界の産業生産は 1929-30 年の局面（大恐慌の初期）と同様、あるいはそれよりも早いペースで急落しているという見方がある。この落ち込みの主因は、世界の消費需要の約 3 分の 1 を占めるアメリカの消費需要の落ち込みである。アメリカでは、金融危機の影響で、2008 年に家計部門のネットでの新規借入れが戦後初めてマイナス（貯蓄率がプラス）に転じ、それまで住宅ローン、消費者ローン、自動車ローンなどさまざまなローンに支えられて増加してきた消費需要が急落し、消費減退が主導する景気後退に入り込んだ（詳しくは文献③）。全般的な経済活動の落ち込みを反映して、世界的にも失業率が上昇し、住宅ローンだけではなく、商工業向け融資の延滞率も上昇し始めている。

アメリカや EU 地域の失業率はすでに 9-9.5%レベルに達しているが、

これがピークであるとの見方は少ない（アメリカの失業率は直近では9.8%と報道されている）。もし、失業率が一部で予想されているように10%以上に達すると、歴史的経験によれば、経済活動が回復過程に入るまでに、少なくとも4-6年必要になるであろう（文献④）。また、商工業向け融資の延滞率が高まると、世界でいまだ50兆ドルを超える残高を残している信用デリバティブ（CDS）市場に新たな影響がでてくることが予想される（CDS市場のかかえる危険性については、文献⑤）。

（付記 2009年夏になって、アメリカでは商工業向けローンを専門にしてきた大規模銀行の経営危機が表面化している。商工業向けローンのなかでとくにレバレッジド・ローンと呼ばれる高リスクローンの延滞率が上昇することはかねてから予想されており、これを組み入れた低格付け証券のデフォルトや評価損が今後増加することは避けられないであろう。その場合には、銀行危機が投資銀行部門から、これまで比較的破綻件数が少なかった地方銀行やS&Lを含む銀行部門に拡大することが考えられる）

2. 今回の金融危機の現象的特徴は、報告者の理解では、以下のよう に整理できる。

- ①アメリカで前例のない規模の不動産バブルが発生し、その崩壊を契機として世界的な仕組み証券バブルが崩壊した。この意味で、今回のバブル崩壊は金融証券化がグローバルな規模で進展した状況下で発生した、新しいタイプの複合バブルの崩壊と言える。第二次大戦後のアメリカでは、全米の不動産価格が通年でマイナスを記録したことはない。今回は、危機発生以来2年間で30%下落し、さらに今後も下落が続くと見られている。これが主たる原因になって、住宅ローンその他のローンを組み込んだ仕組み証券市場があいついで崩壊したが、仕組み証券市場はヨーロッパやアジアの金融機関と機関投資家も大規模に参

加するグローバルな市場であり、このために、仕組み証券市場の崩壊がアメリカの住宅バブル崩壊を国際金融市場に拡散する経路になった。

- ②これまで仕組み証券ビジネスを主導してきた政府系住宅金融公社（GSE）、投資銀行、ヘッジファンド、保険会社、さまざまな機関投資家に巨額の評価損が発生した。住宅ローンの証券化は、1970年代に始まり、その後急速に進展したが、その先導役を務めたのはファニーメイ、フレディーマックに代表される政府系住宅金融公社であった。これらの金融機関は、政府の持ち家促進政策を追い風にして、事実上の政府保証をバックにした高い格付けに助けられて、急激に業務を膨張させてきた。しかし、今回の金融危機で、高格付けと高レバレッジに依存した綱渡り経営の脆弱性（これはかねてより多くの専門家によって指摘されていた問題）が露呈し、上記二つの公社が事実上破綻し、政府の管理下に置かれた。他方、大手投資銀行は、1980年代以降の金融証券化の過程で商業銀行に代わって金融産業の主導権をにぎり、ヘッジファンド、年金基金、地方金融機関や貯蓄貸付組合など、幅広い機関投資家を顧客として組織し、デリバティブ取引、仕組み証券市場、M&A市場で主導的な役割を果たしてきた。現在のアメリカの金融システムは、かつての銀行・企業取引を中心とするものから、投資銀行・機関投資家の取引を中心とする、ディール中心の組成・販売システムに変質しており、その意味で、いわゆる投資銀行モデル（組成・販売モデル、むしろ G. Gorton（文献⑥）の言う securitized-banking model）が金融ビジネスの標準モデルになっている。仕組み証券市場の崩壊をとまなう今回の金融危機は、これら証券化ビジネスで大きな利益を上げてきた投資銀行、政府系住宅金融公社、モノライン保険などに巨額損失・評価損をもたらし、その多くを破綻、もしくは事実上の破綻に追い込んだ。

- ③今回の危機では、初期段階で危機の波及と深刻化を封じ込めるための

政府監督機関・大手金融機関の協調体制が構築できず、金融業界の責任で危機を制御することができなくなった。従来の金融危機では、複数の大手銀行の経営が脅かされるほど深刻な銀行危機が発生すれば、政府監督機関の呼びかけで主要金融機関が協調し、大規模な銀行破綻を回避しながら、時間をかけて不良債権を処理するなどの方策を講じてきた（1980年代のラテンアメリカ諸国の金融危機、90年代初頭のS&L危機、98年のLTCM破綻事件など）。しかし、今回は2007年末から08年春にかけて、財務省が大手金融機関に呼びかけて進めたスーパーSIV計画が結局放棄され、ウォール街と財務省には自力で危機の拡大をコントロールする見通しが立てられないことが明らかになった。

- ④危機発生直後から、国際的協調のもとで、前例のない規模の政府介入、公的資金投入、中央銀行の「流動性供給」が波状的に実行されている。スーパーSIV計画が失敗した後、ベアスターンズが破綻（2008年3月、JPモルガン・チェースが買収）し、国際金融市場に大きな衝撃がひろがった。各国政府・金融当局はさらに大規模な銀行救済と「流動性供給」に乗り出したが、2008年9月、リーマンブラザーズとAIG破綻を契機に国際金融市場の混乱が一挙に広がり、レポ市場、金融CP市場など大手金融機関の資金繰りを支えてきた短期金融市場がほぼ完全な閉塞状態におちいった（短期金融市場における流動性の消失）。また、これら2社の破綻には仕組み証券市場の膨張をささえてきた信用デリバティブ取引が大きく関わっており、世界で60兆ドルに達すると言われるCDS市場にも深刻な不安が広がった。この間、(1)アメリカの連邦準備制度が、同制度に加盟していない投資銀行などに直接資金を供給する、(2)すでに破綻状態で、政府から資本注入を受けている銀行が他の経営破たんした銀行を救済合併する、(3)連銀が投資不適格の高リスク証券を買い上げるなど、異例の措置が相次いで実

施された。こうした銀行および投資銀行を対象とする緊急対応に加えて、二つの政府系住宅金融公社が救済され、これに続いて、大手保険会社 AIG が数次にわたる資本注入によって救済されるなど、いずれも手続き的に不透明で異例の措置が実施されてきた。

⑤世界金融危機と世界同時不況が相乗的な悪循環に陥っている

2008年の第2四半期以降、アメリカだけではなく世界的に、生産活動の急激な低下、貿易の収縮が顕著になり、工業国を中心に経済成長率がマイナスに落ち込む景気後退の様相が明らかになった（世界同時不況）。金融危機を契機に実体経済にもこのような急激な収縮が起きた背景には、金融危機の波及効果だけではなく、すでに2000年代前半期以来、自動車を中心とする産業分野の過剰生産が強まり、産業全体としての生産性上昇が頭を打ち、実体経済自体の将来見通しが著しく不透明化していた現実があった。ニューヨーク連銀の専門家は、2004年以降アメリカ産業の生産性上昇が頭打ちになったことに見られる「ファンダメンタルズ」要因が、住宅投資を冷え込ませ、金融危機を深刻化させた重要要因であるが、この点は多くの専門家によっても見過ごされてきたと強調している（文献⑦）。2008年後半期には、かねてから厳しい国際競争のもとで経営危機が深まっていた自動車のビッグ3の中で、クライスラーとGMが自力では営業を継続できなくなり、政府による救済策が講じられる事態になった。アメリカの自動車産業はそれ自体規模が巨大であるだけではなく、鉄鋼、石油、ガラス、部品、修理サービスなど関連産業の裾野が広く、それらの不振は金融危機をさらに深刻化させ、金融危機自体の早期改善を難しくしている。

⑥国際金融システムの健全性・安全性を回復するための方策がこれまでになく踏み込んだ内容で国際的に検討されている

今回の危機を契機に、国際金融市場の監督体制の不備を検証し、ヘッ

ジファンドなどによる投機活動の監視、国際「流動性」の管理、格付け制度や時価会計制度の問題点、BIS規制の見直しなど、従来以上に広範で踏み込んだ検討が、各国金融当局、さらにはG20を中心とする国際フォーラムで話し合われている。2009年夏までに公表された改革提言の中で、今後の国際的な検討の材料として注目する必要があるのは、以下の5点である（付記 5月18日以降に公表された資料を含む）。

- 1) スイスの金融研究所（ICMB）とロンドンの経済政策研究所（CEPR）が共同で作成した Geneva Report: The Fundamental Principles of Financial Regulation, (2009年1月)
- 2) EUの欧州委員会と閣僚会議が共同で設立した8人の「ハイレベル・グループ」による報告（「ドゥ・ラロシエール報告（The De Larosiere Report）」（2009年2月）
- 3) 英国金融サービス庁（FSA）が作成した「ターナー報告（The Turner Review）」（2009年3月）
- 4) 米国財務省が作成した Financial Regulatory Reform A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation, June 17, 2009.
- 5) 国連の「世界金融・経済危機と経済開発への影響」を議題とする会議（6月24-26日）に提出された専門家グループ（座長はJ. シュティグリッツ）の中間報告（Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System）。これは国連総会での議論をふまえ、近く最終報告が出される予定。

なお、日本の金融庁はまとまった改革提案を出していないが、民間からの提言としては、東京財団政策研究部（プロジェクト・

リーダー 池尾和人) による「金融・経済危機と今後の規制監督体制」2009年3月、がある。しかし、これは内容が乏しく、国際的な検討の対象にはならないであろう。

上記5つの報告・提言は、いずれも今回の金融危機の原因、経過、現況を分析したうえで、今後の危機再発回避のための広範囲な提言を行っている。4つの提言は共通に、金融危機の要因を、金融システムの内部問題に限定し、したがって改革の目標も、システムック・リスクの監視強化、報酬制度、安全対策、緊急対応など、金融制度内部の機能回復と危機予防問題に限定されている。しかし、後述するように、今回の金融危機の背景には、金融制度の改革だけでは対応できない現代資本主義の構造的な問題が横たわっており、金融危機の全体的な解明と有効な制度改革のためには、金融システムと実体経済の両面から分析を進める必要がある（文献⑧、⑨）。

なお、上記5つの報告の中では、国連の作業部会の中間報告が、金融市場、金融政策、監督体制、格付け制度や会計制度を含む関連制度、金融機関のリスクマネジメントを含めて、もっとも網羅的に問題点を取り上げ、それぞれの問題について丁寧な分析を加え、かつ首尾一貫した具体的提言を行っている。さらに、最近のG7やG20の状況に現れているように、途上国を含め世界経済全般に大きな影響を及ぼす問題（金融、環境、資源・エネルギー、食料他）を一部工業国やこれらが主導する国際機関で建設的に検討することはきわめて難しくなっている。報告者の判断では、190カ国以上が加盟する国連のしかるべき機構をフォーラムとし、公開で民主的に運営される国際的協議だけが、本来の正統性のある提言をなすであろう。その意味で、上記5つの報告書の中で、今後の国際協議のたたき台にすべきは、国連の作業部会の報告であろう。

3. 上記のような特徴をもった今回の金融危機がなぜ発生したのかということを理解するためには、以下の4つの観点から、総合的に検討することが必要である。

- ①現代資本主義の蓄積様式の歴史的変化から生じる問題（ブレトンウッズ体制の崩壊、自動車を始めとする装置産業の成熟と実物投資の減速、アメリカ一極集中と過剰ドル、労働分配率の低下、経済の金融化その他）
- ②金融システム・規制監督制度の不備から生じる問題（金融自由化、BIS規制、シャドバンキング、規制の民営化、その他）
- ③大手銀行のビジネス・モデル（組成・販売モデル、オフバランスビークル、レバレッジその他）、リスクマネジメント（BIS規制、VAR、時価会計、CDSその他）、機関投資家の行動様式（極度の機会主義的行動、格付けの濫用、金融工学の濫用、モラルハザード、一部機関投資家の高レバレッジその他）の問題
- ④現代経済学、ファイナンス論、金融工学の問題

本報告では、これら4つの要因全部について立ち入った検討を加えることはできない。ここでは、残り時間を利用して、これらのうち、②および③の要因に焦点をあてて報告者の見解を述べる。

4. まず米国型金融システムの構造的特徴については、報告者は、以下の諸点に着目する必要があると考えている。

- ①企業金融における銀行（信用創造）セクターの相対的比重低下（ディスインターメディアーション）（詳しくは、文献⑩）
- ②資本市場依存型金融セクター（シャドバンキング、パラレルバン

キング)と機関投資家の重要性と影響力が、全体として急激に増大(広義の金融証券化)。この結果、金融仲介の主軸が、かつての銀行・企業関係から、投資銀行・機関投資家ネットワークに移行してきた。なお、シャドバンキングには、GSE、投資銀行、証券会社、各種オフバランスビークル、CDO、ヘッジファンド、投資ファンドなど高レバレッジ型金融機関・代替投資スキームが含まれる。また、機関投資家には、地方銀行、貯蓄金融機関、年金基金、保険会社、投資信託、MMF、大学基金、政府系ファンドその他の資金運用型機関投資家がふくまれる(文献⑥、⑪、⑫)。

- ③アメリカでは、運用資金(保有資産)の総額で見れば、預金業務を扱わない資本市場依存型金融セクターが銀行セクターを大きく上回っている。銀行セクターが管理する資産総額の比重は全体の20%程度に低下している。銀行は現在でも唯一の「信用創造(預金通貨供給)」セクターであり、国内的、国際的にペイメントシステムの機能を担当している。しかし、国際金融市場で運用される貨幣資本に対する管理という面から見れば、銀行はもはや最大の管理者ではない。
- ④投資銀行、ヘッジファンド、政府系住宅金融公社など、高レバレッジ型金融機関の主要な資金調達手段は銀行借入、レポ市場借り入れ、CP発行その他(オフバランスビークルを通じる資金調達を含む)である。
- ⑤仕組み証券その他の大口投資家である資金運用型機関投資家は、莫大な資金を主として、仕組み証券を含む有価証券への投資、レポ貸し出し、CP購入、シンジケートローン、レバレッジドローンへの参加という方法で運用している。
- ⑥銀行を含めたさまざまな機関投資家の資金過不足を調整する最大の市場がレポ市場である(米国10兆ドル、EU10兆ドル、英国2兆

ドル、各1日平均残高。ただし、出し手・取り手の2重計算になっている)。ちなみに、FRBの公開市場操作は主としてレポ市場を対象に実施されている。レポ市場は米国だけではなく、国際金融システム全体にとって利用可能な貨幣資本のプールになっている。一般に、高レバレッジ型金融機関がレバレッジを引き上げるための最大の手段がレポ市場での資金調達である(最近のレポ市場の概要については、文献⑬、securitized-banking modelとレポ市場の関係については文献⑥)。

- ⑦伝統的な有価証券(株式・債券)市場、仕組み証券市場と、短期金融市場としてのレポ市場、CP市場、は密接に結びついている。(例、投資銀行やヘッジファンドは自己保有あるいは借り入れた証券を担保あるいは証拠金にしてレポ市場から莫大な資金を調達している。言い換えると、各種有価証券の「流動性」は、主としてレポ市場での資金調達可能性によって支えられている。
- ⑧金融危機に先行する仕組み証券市場、ABCP市場、ヘッジファンドセクターの急膨張と、バブル崩壊によるこれらセクターの収縮を引き起こした最大の要因とされる「過剰流動性」と「流動性の消失」が意味しているのは、レポ市場、CP市場など資本市場の需給関係の急激な転位であり、銀行信用の膨張・収縮ではなかったことが専門家によって実証されている。FRBのデータによれば、2007年夏および2008年9月の局面においても、銀行貸出し、銀行間貸借などは、頭打ちになっているが、急激に収縮しているわけではない(文献⑭)。これに対して、投資銀行とヘッジファンドに流動性を供給してきたレポ市場と金融関連ABCP市場は、専門家が「レポ市場が事実上消滅した」と指摘するほどの、きわめて急激な収縮を経験している(文献⑥)。この収縮は、レポ市場における「ヘアーカット」率の急上昇、ABCP市場のリスクスプレッドの急拡大と発行

高の急減他の形態で発生した。今回の金融危機の波及メカニズムの分析においては、この点に留意することが重要である。

⑨以上により、米国の金融市場では、①銀行ベースの間接金融システム、②資本市場依存型金融システム、の二つの金融システムがハイブリッドなシステムを構成しているが、今回の金融危機の要因としては、後者のシステムの異常な膨張（レポ市場、CP 市場への機関投資家の貨幣資本の継続的投入）、住宅バブル崩壊を契機とするこれら資本市場からの貨幣資本の急激な流出とこれら市場におけるリスクプレミアムの急上昇（この変化は、高レバレッジ型機関投資家に連鎖的な資金不足・巨額の評価損失を引き起こし、結果としてシステミック・リスクを顕在化させる）、さらにこの結果高レバレッジ金融機関が余儀なくされたバランスシート圧縮（逆レバレッジ）が主要であったと考えられる（逆レバレッジのメカニズムについては文献⑩）。

⑩いわゆる組成・販売モデル（OTD モデル）あるいは securitized-banking model といわれる金融の仕組みの実体は、住宅ローン、レバレッジド・ローン、その他の銀行ローンが、銀行独自の金融仲介ビジネス（信用創造）としてよりも、主要には、レバレッジ依存型機関投資家の証券ビジネスの手段に転化され、仕組み証券の組成に必要な素材を提供する役割を担当していたという関係である。この関係の中では、銀行の貸し出し増加は銀行のバランスシートを膨張させず、証券化の仕組みを通じて、仕組み証券市場、デリバティブ市場、金融保険市場の膨張（＝高レバレッジ型機関投資家の債務と資産の両建てでの業務拡大）として現れる。この関係が、現代米国の金融システムの最大の特徴であり、同時にシステムの脆弱性の原因である。

5. 今回の世界金融危機は、報告者の理解では、金融証券化のもとでの金融恐慌の新しい形態をめぐる理論的問題だけではなく、現代資本主義の蓄積構造をめぐる、以下のような理論的問題を提起している。

- (1) 前記 3-①に関連して、現代資本主義の再生産・蓄積レジームを概念化した新しい現代資本主義論（国家独占資本主義、フォーディズム、ケインジアン福祉国家その他に代わる）を検討する必要がある。言い換えると、現代資本主義の歴史的限界と存続可能性を検討するという課題が提起されている。この作業は、新古典派経済学と新自由主義イデオロギーの批判を含意することになる。その場合、マルクス経済学の知見に加えて、制度学派、ポストケインジアン、進化経済学などかねてより新古典派・新自由主義批判に積極的に取り組んでいる学派の知見、とりわけ、「経済の金融化（金融市場と金融産業の膨張、それらが企業や家計の経済活動におよぼす影響の増大）」に着目してきた研究者の業績を念頭におく必要があるのではないか（文献⑩）。
- (2) 前記 3-②に関連して、今回の金融危機が前例のない規模の不動産・証券バブルとその崩壊、大手金融機関の破綻をともなった世界金融危機に発展したプロセスを解明するために、金融市場の変動を増幅させ、システムの脆弱性と不安定性を高めている BIS 規制（とくにバーゼルⅡ）、時価会計、格付け制度その他の問題点を理論的に解明する必要がある。また、金融システムにおける銀行セクターの重要性の相対的低下、資本市場依存型（高レバレッジ型および資金運用型）機関投資家の役割の増大を念頭において、これらの機関投資家が運用・調達する「貨幣資本」の運動を立ち入って分析し、貨幣資本が不動産・証券市場で「利子生み資本」として価値増殖、蓄積を実現するメカニズムを改めて分析する必要があるのではないか。

- (3) その場合、バブルの主因としてすでに広く流布している「過剰な流動性 excess liquidity」は概念が多義的であり、他方、「過度の信用（膨張） excess credit」という概念は抽象的にすぎるという意味で、いずれも分析のための概念としては理論的な問題を抱えている。したがって、①「流動性 liquidity」概念、および「信用 credit」概念を批判的に検討する作業、これに代わる②貨幣資本 money capital、貸付可能資本 loanable capital、利子生み資本 interest bearing capital などの概念を吟味し、明確にする作業、さらにその上で③貨幣資本の「過剰」がいかなる事態を意味するのか、「過剰な貨幣資本」は具体的にどのような形態で運動しているのか、過剰な貨幣資本が現代の金融システムの内部でどのようにしてバブルとその崩壊を引き起こすのか、といった諸問題を、現実資本（産業資本および商業資本）の再生産・蓄積運動との関連で具体的に定義する、という三つの作業が必要であろう。
- (4) 3-③については、すでに他の研究者が多くの解明を行っており、報告者もすでにくつかの論考を公表しているので参照されたい（文献⑨、第VI章、終章）。
- (5) 3-④については、日本ではまだ全体として検討が遅れている。アメリカでは、マルクス経済学、ポストケインジアン、フランスではレギュレーション学派、ドイツでは制度学派の流れをくむ人々を中心に新古典派・新自由主義の批判的検討が進んでいるが、日本ではいくつかの先駆的な研究があるものの、全体としてはなお今後の検討が期待されるというのが報告者の判断である（アメリカにおける新古典派・新自由主義の批判的検討については、マサチューセッツ大学政治経済研究所（PERI）、バードカレッジ LEVI 研究所、が精力的に業績を公表している。これらの潮流と「経済の金融化」論との関連については文献⑩）

《参考文献（順不同）》

- ①Laeven, L. & Valencia, F. (2008), Systemic Banking Crises: A New Database, IMF working paper, (November).
- ②Roubini, N. (2009) 10 Reasons why Stress Test Results are Too Optimistic.
- ③McKinsey Global Institute (2009), Will US Consumer Debt Reduction Cripple the Recovery?
- ④Reinhart, C. M. & K. S. Rogoff (2009) The Aftermath of Financial Crises, NBER, working paper (January)
- ⑤Christopher Whalen (2009), Statement before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment, US Senate, (June 22)
- ⑥Gorton, Gary & Andrew Metrick (2009), Securitized Banking and the Run on Repo, Yale ICF, working paper, No. 09-14, (July)
- ⑦James A. Kahn (2009), Productivity Swings and Housing Prices, FRBNY Current Issues, July.
- ⑧Husson, M. (2009), *Kapitalismus pur*, ISP KÖln.
- ⑨拙著『金融恐慌を読み解く』（新日本出版社 2009）第I章。
- ⑩The Financial Services Roundtable (2009), *The Financial Services Fact Book 2009*.
- ⑪Tett, G. & P. J. Davies (2007), Out of the Shadows: How Banking's Hidden System Broke Down, (*Financial Times*, December 17)
- ⑫D'Arista, J. & T. Schlesinger (1992), The Parallel Banking System, Economic Policy Institute. briefing paper.
- ⑬Hordahl, P. & M. R. King (2008), Development in Repo Markets during the Financial Turmoil, *BIS Quarterly Review*, (December)
- ⑭Chari, V. L. Christiano and P. J. Kehoe (2008), Facts and Myths about the Financial Crisis of 2008, FRB Minneapolis, working paper, (October)
- ⑮Adrian, T. & H. Shin.(2008), Liquidity and Financial Cycles, BIS working papers, 256, (July)
- ⑯拙稿「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）

(質 疑)

建部正義氏 (中央大学)

質問 (1) 報告では、過剰な貨幣資本、擬制資本などの用語は別として、全体的にマルクス経済学的な理論的枠組みが援用されていない。「現代の金融恐慌」ないし「国際金融危機」を分析するにあたって、マルクス経済学的な理論的枠組み——金融の本質、金融資本、国家独占資本主義など——は、有効性をもたないということなのか。

(回答) 報告者は、今回の金融危機を国際金融恐慌ととらえ、それを単に金融制度の不備や金融産業の暴走によって説明するのではなく、基本的に現代資本主義——とくに、1970年代以降に形成された金融主導型資本主義——の蓄積構造の矛盾の集中的な発現形態として説明しなければならないと考えている(文献⑨)。しかし、この蓄積構造を具体的に分析する上で、金融資本、国家独占資本主義などの概念が不可欠であるとは今のところ考えていない(なお、マルクス主義経済学の立場からの注目に値する金融危機分析については、文献⑧)。報告者はマルクス経済学の理論的枠組みを意識的に避けているわけではないし、報告者の見解がそれと根本的に矛盾するとも考えていない。

質問 (2) 「金融資本主義」「カジノ資本主義」という用語が現存するなかで、なぜあえて「経済の金融化」という用語に固執するのか。前者に比べて後者が、概念的にすぐれているとは思われないが。

(回答) 1970年代以降に形成された現代資本主義の構造的特質を全体としてどのような概念で捉えるべきかについて、現代経済学では定説がない。ご指摘のように「金融資本主義」「カジノ資本主義」という表現もあるが、国際的に見ると、1990年代以降もっとも広く使われているのは、報告者の知る限り、「経済の金融化 financialization, Finanzialisierung」という表現である(文献⑩)。この用語は、ポスト

ケインジアン、レギュラシオン学派、ラディカルエコノミックス、現代マルクス学派、一部制度学派その他で国際的に広く使われている。また、この概念を重視する経済学者のグループが、アメリカ、イギリス、ドイツ、フランスなどで活発に業績を出している。この用語に確定された定義はないが、一般には、金融市場が膨張し、金融産業の影響力が強まった現代資本主義の特徴を全体的に言い表す用語として使われており、その意味で現代資本主義を特徴付ける言葉として一定の有効性をもっている。また、質問者のいわゆる「金融資本主義」あるいは「金融主導型資本主義」などの用語と矛盾するとも考えない。ただし、報告者は「金融化」という用語に固執するつもりはないし、この用語を使用することで現代資本主義の具体的な説明それ自体が進むと考えているわけではない。重要なことは、現代資本主義の歴史的特徴、構造的矛盾、それらの発現形態を具体的に明らかにし、それらを表現するのに最適な用語を選ぶことである。今後、さらに適切な概念が世界の研究者の間で見出され、普及する可能性も否定できない。

質問 (3) 「過剰な貨幣資本」の運動と実体経済の運動との相互関係に注目すべきである。現代では、企業自体も「過剰な貨幣資本」が生み出すバブルを利用する以外には、期待した利潤率を実現できない構造になっている。その意味で、両者は運命共同体の関係にある。また、だからこそ、「世界金融恐慌」は「世界恐慌」とむすびつくのだ。報告は、やや金融的側面の分析に傾斜しすぎていないか。

(回答) 本日の報告は、今回の金融恐慌の特徴を明らかにすることを主眼としており、その限りで、金融の分析に焦点が絞られ、現代資本主義の蓄積構造の全体を説明していないことは指摘の通りである。事前に配布されたレジュメにまとめているように、当初は、経済の金融化、過剰な貨幣資本、金融証券化などをキーワードとして、資本主義の歴史的構造的変化と金融システムの変化を関連付け、もっと広い視点から報告する予定であった。しかし、与えられた時間内で、現代資本主義の蓄積構造を明らかにし、これを踏まえて金融恐慌の特徴を説明することは困難であることが明らかになった。その結果、先のレジュメとは異なった、金融に限定した報

告内容になった経緯は、報告の冒頭で説明した通りである。しかし、金融恐慌を金融制度の枠組みの中だけで説明することはできないし、したがって、今後の金融制度改革をめぐる議論も、金融制度の枠内だけでは完結しないということは、報告でも触れたし、報告者は別の機会に繰り返し強調してきたところである。

質問(4) 報告で、アメリカにおけるレポ市場・CP市場の位置と役割を強調した点は評価したい。しかし、それでもなお、「過剰な貨幣資本の源泉」をどこに求めるのか、という疑問が残る。レポ市場・CP市場は、既存の貨幣資本の流通速度の加速を通じて、それを効率的に活用することはできても、自らは貨幣資本を創出することができないからである。そうだとすると、やはり、銀行による信用創造という原点に注目せざるを得ないのではないか。

(回答) レポ市場やCP市場は、過剰な貨幣資本の「源泉」ではなく、その世界的な貯水池あるいは「プール」である。源泉は、現代資本主義の蓄積構造と所得分配構造の中にある。報告者の主眼は、(1) 1970年代以降の資本主義の構造変化と新自由主義的経済政策によって貨幣資本の蓄積が加速化していること、(2) 経済成長をはるかに上回る速さで世界的に蓄積される貨幣資本が、銀行だけではなく年金、保険、投資信託その他さまざまな機関投資家と富裕な個人投資家の手元に集中され、その多くが、実体経済から遊離した擬制資本市場で運用されるようになっていること、(3) その際、レポ市場やCP市場が、銀行と機関投資家が運用する「過剰な貨幣資本」の巨大なプールになっていること、(4) したがって、このプールなしには、現在われわれが目当たりしているような投資銀行、ヘッジファンドなどの活動も不可能であること、(5) 要するに、金融恐慌が今回のような形態で発生した理由を明らかにするためには、これら機関投資家の活動と短期金融市場の関連に注目する必要があることを説明することである。

銀行の信用創造について言えば、報告者の理解では、それは本来銀行の預金「通貨」の創造であり、新しい資本の創造ではない。銀行は、流通に必要な通貨を創造・供給することができるが、資本(剰余価値)を創造することはできない。ただし、

不換制度のもとでは、信用創造によって、新たに再生産に投じられる貨幣資本が擬制的に「創造」される可能性がある。ただし、この問題をきちんと分析するためには、「通貨の前貸し」と「資本の前貸し」の区別と関連を立ち入って説明しなければならない。

現代の金融恐慌の分析において重要なことは、銀行の信用創造がどのようにして過剰な貨幣資本を作り出すかという問題ではない。むしろ説明が必要なのは、なぜ現実資本の蓄積の停滞と並行して過剰な貨幣資本が急速に蓄積されるのか、また、蓄積された貨幣資本を誰が支配し、どのように運用しているのか、現実資本の運動法則と貨幣資本の運動法則との間にどのような関連と矛盾が作用しているのかということをも具体的に分析することである。なおマルクスは、現実資本と貨幣資本の運動の関連を『資本論』3巻で考察しているが、そこでは銀行の信用創造だけではなく、現実資本の運動のさまざまな契機が（過剰な）貨幣資本を生み出すことが説明されている。要するに、過剰な貨幣資本を作り出すのは、なによりもまず、現実資本の再生産活動（過剰蓄積や再生産の収縮他）である。しかし、擬制資本市場のバブルを利用する投機的な貨幣資本の「蓄積」については、現実の金融システムの分析をふまえた独自の考察が必要であろうと考えている。

質問 (5) 報告において、「信用創造メカニズム」と並存する「シャドーバンキング」の役割を強調している点も評価したい。しかし、「シャドーバンキング」の役割を強調することは、アメリカ的特殊性の強調につながる恐れがある。現代資本主義の一般的特質とアメリカ的特殊性をどのように切り分け、あるいはそれらを統一し、「国際金融危機」の分析につなげようとしているのか。

(回答) シャドーバンキングの範囲をどのように線引きするかにもよるが、報告者は、預金保険制度に加盟せず、BIS規制からはずれ、直接中央銀行から監督されないさまざまな金融機関（投資銀行を含む）を総称する広義の言葉として使用している。証券会社、ノンバンク、投資信託、ヘッジファンド、SPC その他のシャドーバンキングセクターが預金取り扱い金融機関（銀行）に比べて相対的に大きくなる

傾向は、アメリカで顕著であるが、アメリカだけではなく、金融自由化と金融イノベーションが進む各国に共通の現象であると考えている。ドルが基軸通貨であり、アメリカの金融市場（とくに証券市場）が世界的に見て圧倒的な規模に拡大し、ウォール街の大手金融機関が国際金融市場の動きを主導して金融グローバル化を進めてきた現代金融の構造を念頭におくと、アメリカの金融市場と金融産業の分析は、現代金融全般の分析の重要な焦点にならざるを得ない。しかし、ご指摘のように、アメリカの金融制度が特殊（投資銀行のヘゲモニー、金融証券化の異常な進展、複雑な監督制度、ファイナンス論の隆盛、機関投資家の運用資金の膨張、国際的影響力を持つ格付け制度、厚い層の富裕な個人投資家、国際的に低い家計貯蓄率、その他）であることも事実で、現代金融の分析がアメリカの金融制度の分析で代替できないことも明らかである。金融のグローバルスタンダードとアメリカ型金融システムの関連をもっと具体的に解き明かすことが必要で、報告者の今後の課題としたい。

木村二郎氏（桃山学院大学）

質問(1) 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 SIV 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、AIG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UBS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)、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。

質問 (2) 過剰な貨幣資本の「過剰」とはどのような意味か。単に「運用先のない貨幣資本」であれば、余剰 (遊休) 貨幣資本のことではない。事後的観点からバブルを発生させたものが過剰な貨幣資本というのであれば、事前的にはなにも言えない事にならないか。

(回答) たしかに、金融にかぎらず、多くの経済事象に関して「過剰」を明確に定

義したり、解析したりすることは容易な作業ではない。過剰生産も、それを単に売れない商品の大量生産と定義しても、それはある意味トートロジーであろう。しかし、誰も、ある商品の需要の先行きを事前に正確には予測できないし、需要に影響するすべての要因を知ることもできない。同じことは、過剰蓄積、過剰設備、過剰な労働力（余剰労働力）、過剰流動性、過剰信用、過剰な通貨、過剰貸し出し、過剰借り入れ、等々にもいえるだろう。しかし、明確に定義できず、事後的にしかわからないからと言って、その概念が現実の説明に役に立たないとか、無意味であるとは考えない。

「過剰な貨幣資本」は、現代資本主義の再生産にともなう諸現象を説明するためのキーワードの一つとして、世界的に広く利用されている。この用語も、先の「金融化」と同様に、世界的に共通で明確な定義があるわけではないが、一般には、銀行、機関投資家、個人投資家その他の手元に集中された貨幣資本の中で、現実資本の蓄積（新しい投資）に充てられないで、主として証券市場、商品市場、不動産市場、為替市場その他の擬制資本市場で、金融的利得（キャピタルゲイン、鞘取り、手数料他）を目的に運用されている資本を意味する言葉として使われている。例えば、証券市場には、企業が長期資本の調達のために新しい証券が販売される発行市場と、企業の投資活動とはとりあえず無関係に、投資家同士が証券を売買する流通市場がある。流通市場で、キャピタルゲインをねらって運用される貨幣資本は、証券価格には影響を及ぼしても、現実資本の蓄積に入り込まないという意味で、現実資本の再生産から遊離した、過剰な貨幣資本と考えられる。

貨幣資本を管理する投資家が、なぜ現実資本への投・融資ではなく、擬制資本市場に「投資」するのかといえば、それは企業から資金需要がないからではなく、さらに、現実資本に投資しても利益が得られないから、でもない。それは、かれの想定では、擬制資本市場で運用する方がより高い利回り（リスクを勘案して）が期待できるからである。したがって、例えば企業に投資すれば平均で5%の利回りが期待できても、ヘッジファンドに投資すれば10%の利回りが期待できるなら、投資家はヘッジファンドへの投資を選択するであろう。こうした想定が、その通り実現

するか、単なる幻想であるかは、事後的にしかわからない。周知のように、投資家の期待は、一定の範囲では、「自己実現」する。バブルが崩壊するまでは、投資家の予想は「自己実現」する。しかし、たとえ予想通り自己実現しても、10%の利回りを要求する貨幣資本は、現実資本の立場からは必要としない資本であり、過剰な資本である。逆に、証券市場や不動産市場でバブルが崩壊し、貨幣資本家が現実資本の提供する2%の利回りですらこんで投資するなら、それはもはや過剰な貨幣資本ではない。要するに、既存の貨幣資本の中でどれだけが過剰になるかは、現実資本への投資と、金融的投資との期待利回りの相対関係によって変動するのであり、あらかじめ定義によって過剰な貨幣資本の存在量が事前に決まっているわけではない。ここで重要な問題は、擬制資本市場や投機市場で投資家が期待する利回りは、とりあえず、現実資本が生み出す一般的利潤率とは関係がないということである。例えば、ヘッジファンドは、経済成長率がゼロパーセントで、企業がほとんど利益を上げられず、株価が大幅に下落している状態で、10%以上の運用利益を、少なくとも一定期間実現することができる。事実、今回の金融危機発生後、いくつかの大規模ヘッジファンドは空売りやオプションを利用して、莫大な利益を上げたことが知られている。同様の乖離は、年金基金、投資信託など他の機関投資家についてもいえる。擬制資本市場を律する「リスクと利回り」の関係は、現実資本の運動を律する平均利潤・生産価格の関係とは根本的に異なっている。現実資本の再生産の観点から見た貨幣資本の過剰は、このように複雑な関係を含んでいる。

報告者のいわゆる「金融化」が進展した現代資本主義のもとでは、金融市場が極度に肥大化し、過剰な貨幣資本のいわば「自律的」な運動が、実体経済に及ぼす影響が強まっている。このために、過剰な貨幣資本の運動と作用に着目して総資本の運動を分析することが必要になる。その場合に、過剰な貨幣資本の主要な管理者が、かつての銀行からさまざまなシャドーバンキングに移り、とりわけ、投資銀行と機関投資家が形成するグローバルな「金融証券化」のネットワークに着目する必要がある、というのが報告の趣旨である。そして、過剰資本あるいは資本の過剰蓄積という概念が、概念として明確に定義されていなくても（定義されているのかもしれない

ないが)、恐慌の分析に有益な、むしろ不可欠の概念である(少なくとも報告者はそう考えている)ように、現代の貨幣恐慌の分析に際しては、過剰な貨幣資本の概念がやはり有益かつ不可欠ではないかと考えている。

「金融危機の複雑さは、はじめは、人にめまいを起こさせるほどであるが、われわれはその根本的なメカニズムを明らかにすることができる。出発点は、利回りを最大化しようとする莫大な規模の「自由な」資本の存在である。これらの資本は周期的に利益の上がる新しい市場を開拓し、自己実現予測という原則にもとづいて作用する投資ブームを引き起こす。資本は、見たところもっとも利益が見込まれる分野に殺到し、そこで価格を押し上げることで、当初の楽観論を証明する。これに対して投げかけられる、株式市場や不動産市場は無限に膨張できないという警告は、すべてが筋書き通りに進行するために、笑い飛ばされる。」(文献⑧ 173 ページ)

「金融バブルは、貪欲な投機家の幻想に根ざすだけではない。それは、永続的に生み出される過剰な資本 (Übershussige Kapital) によって育まれるのである」(文献⑧ 178 ページ)

質問(3) バブルや金融危機の分析にさまざまな機関投資家の運用する「過剰な貨幣資本」の役割が強調されているが、報告資料に照らしても、銀行の信用創造もやはり重要な役割を果たしているのではないか。

(回答) 報告者は、バブルや金融危機の発生過程で銀行の信用創造が重要な役割を果たさないと考えているわけではない。实体经济内部での商品流通に必要な通貨を銀行が供給するように、金融資産や不動産の膨大な取引が貨幣で決済され、取引の膨張が追加的な「通貨」を必要とする限りでは、それは銀行によって供給される他はない。周知のように、投資銀行、保険会社、機関投資家その他は、信用を供与することはできるが、通貨を新たに供給することはできない。ただし、追加的な通貨の供給と、再生産の拡張をもたらす新しい資本の供給を区別する必要があるように、金融資産の取引に必要な通貨の供給と、金融資産に投資される貨幣資本自体の供給

とは、区別される必要がある。

重要なことは、バブルや金融危機は、「通貨の過剰供給」によって引き起こされるのではないということである。銀行が、商品流通や金融資産の「流通」に必要な「通貨」を創造して供給する限りでは、バブルは発生しない。バブルや金融危機は、銀行の貸し出しが本来の信用創造（＝通貨供給）機能を超えて「過剰な信用」を供給することで引き起こされる。そして、信用を供給できるのは銀行だけではないから、過剰な信用を引き起こすのは、銀行の貸し出しだけではなく、とくに現代では莫大な貨幣資本を管理する機関投資家その他によっても引き起こされる。報告者が強調したいのは、今日の、とくにアメリカの金融制度の内部では、信用のますます大きな部分がさまざまな機関投資家、あるいはシャドーバンキングによって担われるようになっており、しかも、その信用の大きな割合が金融市場での投機的取引に利用されるようになってきているということである（文献⑨第Ⅰ章を参照してほしい）。このことは、金融証券化のもとで発生した今回の金融危機では、とくに当てはまる。その意味で、過剰な貨幣資本の発生過程（この過程の分析は現代資本主義に独特の資本蓄積構造の分析を含む）と、それがさまざまな機関投資家に集中され、運用されている実態を具体的に分析することを抜きにして、現代の金融恐慌の分析は不可能であるとする。

（上記のお二人のコメント以外に、当日の参加者から多くの質問をいただいたが、内容的に重複する質問もあり、すでに与えられた紙数を超えているので、個別の回答は割愛させていただきたい。）

世界金融危機下のイギリス金融機関

齊藤 美彦

(獨協大学)

はじめに

アメリカのサブプライムローン問題に端を発する金融混乱は国際的に波及し、世界金融危機という呼び名が一般的となり、さらに実体経済への波及から世界同時不況・世界経済危機という呼び方もなされるようになってきている。イギリスはアメリカ以外の G8 諸国の中では危機の影響を最も大きく受けた国といえるであろう。そして主要な金融機関の経営状況も悪化し、金融システム危機への対処策を政府・監督当局・中央銀行が採らざるをえない状況に追い込まれた。その過程で 2000 年金融サービス市場法体制への疑問も提起されるようになってきている。

本稿では、以下でまず今回危機の過程でのイギリスのマクロ経済の状況の変化を簡単にみたく、ノーザンロック危機以降の危機深化の過程、それに対する政府・監督当局としての金融サービス機構 (FSA) の対応を検討し、中央銀行としてのイングランド銀行の金融調節の特徴点を探ることとしたい。そしてどのような金融機関の行動が今回の危機の深刻化を招き寄せたのかについても検討することとしたい。

I. イギリス経済の全般的状況

まずイギリスの経済状況から見ることにすると、国内総生産 (GDP)

は 2008 年には減速傾向が明らかとなり第 1 四半期には前期比年率 1.1% 増と 3 年振りの低成長となった。その後減速傾向は続き、第 3 四半期にはついに前期比年率 2.0% 減と 1992 年第 2 四半期以来のマイナス成長に落ち込み、第 4 四半期においてもマイナス成長となった。これはイギリスの GDP の 3 割強を占める金融・ビジネスサービス業の失速による影響が大きい。国際通貨基金 (IMF) の予想では 2009 年の成長率はマイナス 2.8% と G8 諸国中で最悪となっている。

また 2007 年以降の物価の動きをみるとエネルギー価格や食品価格の上昇を主因として 07 年 3 月には消費者物価指数がイングランド銀行 (BOE) のインフレーション・ターゲットの上限を超える前年同月比 3.1% 増となり (この際 BOE 総裁は財務大臣に公開書簡を出さなければならない)、その後 3% 以下に落ちたものの、08 年 3 月以降は 3% 以上で月によっては (9 月) 5% を超えることにもなっている。景気後退にもかかわらず物価が上昇しているのはポンド安による輸入物価の上昇による影響が大きい。2009 年中にはエネルギー価格・食品価格の下落を主因としてターゲットレンジ内に収まるものと予想されている。

このような環境の中で失業者数が 2008 年初以来急増してきている。特にリーマン・ショック以降の増加は急であり、08 年 11 月には失業者数は 01 年以來の 100 万人台となる 107 万人となった。

景気との連動性が高いといわれる住宅価格であるがこれも低迷している。ただしイギリスの場合住宅価格 (ネーションワイド住宅価格指数) の前年同月比の伸び率がマイナスとなったのは 2008 年 4 月であり、ノーザンロックが流動性危機に陥った 07 年 9 月のそれは 9.0% 増であった。またイギリスの年間住宅建設戸数は 1960 年代に一時 40 万戸超えたのが戦後の最高であり、近年においては 10-20 万戸という状況が続いており住宅建設ブームにより在庫が積み上がっていたという状況ではなかった。住宅投資は確かにイギリスにおいても減少しているが、その実質 GDP に占める割合は

3%程度であり、その直接的影響は少ない。ただし住宅価格下落の影響は経済全体に大きな影響を与えてきているし、今後の懸念材料ともなっている。

II. ノーザンロック危機と監督機関の対応

アメリカのサブプライムローン問題に端を発する金融危機が最初に本格的に火を噴いた形となったのは本国アメリカではなくヨーロッパであった。これはヨーロッパの金融機関がアメリカのサブプライムローンから組成された住宅ローン担保証券（MBS）や債務担保証券（CDO）を保有していただけでなく、傘下（オフバランス）の投資ビークル（SIV）に保有させその負債としては資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）を発行し、その資産と負債の利鞘を抜くという行為まで行っていたからである。

2007年8月9日にBNPパリバが、傘下の投資ファンド3つについてサブプライムローン関連で甚大な損失を計上したことからファンドを凍結すると発表した後、ヨーロッパ諸国の短期金融市場は混乱し、短期金利は急上昇した。これに対応してヨーロッパ中央銀行（ECB）は、同日94億ユーロという大量の資金供給を行い、短期金融市場金利の上昇を防ごうとした。

しかしながらこの金融混乱は拡大しヨーロッパ各国における国内のMBS市場、ファンドブリーフ債市場等は機能不全に陥った。この影響をイギリスにおいて最も大きく受けたのが旧住宅金融組合のノーザンロックであった。1997年に銀行転換していたノーザンロックは業容を急拡大させ2006年末時点において住宅ローン残高において国内5位（年間ベースでは4位）にまでなっていたが、その資金調達には市場性資金が大半でありなかでもMBS発行はその中心であった。このMBSはサブプライムローンから組成されたものではなかったし、イギリス国内の住宅ローンからのもので

あり、当時イギリスの住宅価格は前述のとおり下落はしていなかった。そして、住宅ローンの延滞率等もそれほど高水準ではなかった。

MBSの新規発行が困難となったノーザンロックは他のホールセールの資金調達も試みたが短期金融市場金利の高騰（プレミアムの発生）、取引の超短期化により市場からの資金調達はほぼ不可能な情勢となった。これを受けて2000年金融サービス・市場法体制下の統一的な金融機関の規制・監督当局である金融サービス機構（FSA）はノーザンロックの検査を行った。その結果、ノーザンロックの資産は健全で業務の継続に問題はないと判断された。しかしながらノーザンロックの流動性危機は解決せず、同行はイングランド銀行（BOE）に緊急支援を要請した。そして、9月13日にイギリス政府はBOEによる支援を承認し、翌9月14日に要請を受け入れる声明が発表された。声明は、BOE・FSA・財務省の連名で発表されたが、その内容はBOEがノーザンロックに流動性支援ファシリティ（有担保・プレミアム有）を提供するというものであった。

しかし、この件が発表される前日の9月13日に、イギリスBBC放送がテレビでリーク報道を行った。そのため3機関による公式声明が出される前からノーザンロックの各支店においては取付け騒ぎが発生し、翌14日にはこの騒ぎは拡大した。FSAは9月14日には「ノーザンロックは支払い能力に問題はないため業務継続が可能である」と発表し事態の沈静化を図った。周知のとおりイギリスの金融機関の規制・監督は2000年金融サービス・市場法下においては統一的な規制・監督当局としてのFSAがこれを担当することになっている。ただし同法の成立以前の1997年10月の段階で、FSA等は新体制下での「財務省、BOE、FSAの関係についての覚書」を発表し、各機関の責任分担を明確化していた。これは金融市場の安定という共通目的を達成するための協力関係をいかにして築くかについて説明しているものであるが、そのなかで「金融システムの不安定化を生じさせる緊急事態が発生した場合の公的な金融支援」については明確に

中央銀行たるイングランド銀行の責務として位置づけられていた。ノーザンロックにたいする金融支援はこの覚書に基づくものであった。

しかし市場の混乱は収まらなかったこともあり9月17日にダーリング財務大臣がノーザンロックの預金の全額保護方針を明らかにし、9月19日に財務省によりノーザンロックの預金（19日深夜0時までに預入されたもの）の具体的な保護内容が発表された。この一種の超法規的措置の発表により、とりあえず店頭における個人顧客の取付け騒ぎは沈静化した。なお、このノーザンロックの預金の全額保護という例外的措置についても、前述の3者の覚書においては、全般的な金融危機・経済危機につながりかねないような状況が発生した場合には財務省が例外的な対策措置を発動するという記述がある。

ただしノーザンロックの流動性危機は店頭での取り付け騒ぎの沈静化により事態が好転するという類のものではなく、政府は10月9日および12月18日にその保護措置の拡大（預金の新規分、債券等）を発表せざるをえなくなった。そして結局2008年2月18日に政府はノーザンロックの一時的国有化を発表し、関連法案が2月21日に議会を通過した。

ノーザンロック危機に対応してイギリスの金融監督当局はBOEによる同行への資金供給、政府による同行の預金等の債務の保護措置の他にも種々の措置を講じた。そのひとつは一般的な預金保護の仕組みの見直しである。金融サービス補償機構（FSCS）による預金保護の仕組みはペイオフのみの制度である。その限度額は低額で、しかもそのなかで預金者にも負担を求め（具体的な補償金額は、2000ポンドまでは全額保護、それを超える33000ポンドまでは90%が支払限度—計31700ポンドが上限）、さらに支払いまでに時間を要するなど大規模預金取扱機関の破綻は想定していない制度であった。しかし危機発生後の10月1日には預金者の動揺を少しでも抑えることを目的として預金の補償金額を35000ポンドまで全額保護とすることとした（その後2008年10月7日に預金保護上限は50000ポンド

まで拡大された)。これは大規模預金取扱金融機関の流動性危機の発現が具体化した段階で、預金補償制度において保護限度内においても預金者に一部負担を求めるということが現実的に妥当かという問題を提起している。また、イギリスの制度は基本的に預金保険基金は持たずに破綻後に賦課方式で補償費用を徴収する方式であるがこれが妥当か、さらには金融機関の破綻から補償金の支払いまでに時間を要する現在の方式が妥当かといった問題をノーゼンロック危機は浮かび上がらせることとなったのであった。この他、BOE も金融調節方式を大きく変更してきているが、これについては後述する。

Ⅲ. 危機の深化と公的資金注入・金融再編

イギリスの金融システムは1960年代末にいわゆるビッグフォー体制が確立し、1986年のビッグバン後にはウィンブルドン現象といわれるマーチャント・バンクの国外金融機関による買収が進展した。そして1990年代においてはビッグフォーにおける大きな変化が進展した。まずミッドランド銀行が業績低迷から1992年に香港上海銀行（HSBC）グループの一員となり、1999年にはイギリス国内銀行部門の商号もミッドランド銀行からもHSBC銀行となった。また、ナショナル・ウェストミンスター銀行は、2000年に買収合戦の結果、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド（RBS）グループ傘下となった。一方、1990年代において業績が好調であったロイズ銀行は、1995年には貯蓄金融機関が前身であるTSBと合併し、ロイズTSBグループとなった。ナショナル・ウェストミンスター銀行の買収戦に参加したスコットランド銀行（BOS）は、2001年にかつての住宅金融組合最大手で銀行に転換したハリファックスと合併しHBOSグループを形成した。

1990年代における勝ち組のロイズ（TSB）銀行は国内リテール中心戦

略をとることにより高いROEを達成した。そしてこの戦略は負け組のナショナル・ウェストミンスター銀行およびパークレイズ銀行も追求せざるをえなくなり両行（グループ）は1997年国際部門・証券部門を売却・縮小した。この1997年は大手の住宅金融組合の多くが銀行転換を行った年でもあった。

それ以降のイギリス金融機関は経済の好調もあり、また住宅価格の持続的な上昇により住宅ローン業務が好調であったこともあり、その業容を急拡大させていった。また近年において大手銀行はアメリカのサブプライムローン関連の証券化商品（MBS・CDO等）への投資についても拡大しており資産は急拡大していた。その際にそれを資金調達面で支えたのは顧客預金ではなく市場性資金であり海外からの資金であった。こうして金融機関の流動性リスクは拡大傾向にあった。

サブプライム関連損失が拡大し、国内証券化商品市場が麻痺し、住宅価格が下落したこともあり金融機関の信用リスクが急拡大するといった状況のなかで、イギリスの監督当局はノーザンロック対策にとどまらない措置を取らざるをえなくなっていった。BOEは2008年4月に銀行との間で高格付けのMBSと国債とのスワップを行う特別流動性スキーム（SLS）を導入し、FSAは同年9月に金融機関の株式の空売りの規制を行った。

そしてリーマン・ショック後の10月8日にはイギリス政府は公的資金の注入と金融機関の資金繰り策のパッケージを発表し、大手金融機関をリーマン・ブラザーズのような形で破綻させることはないという意向を明確にした。

その内容は、大手金融機関の資本（Tier I）強化のために資本注入を行うというものであり、その枠として500億ポンドを準備するというものであった。早速10月13日にはRBS、HBOS、ロイズTSBに計370億ポンドが注入された。これは優先株の購入により行われたが、これが普通株に転換されれば政府が議決権を有することになるわけで、実質国有化という

評価がされることとなる。なお、資本注入にあたっては配当政策と経営者報酬を考慮し、住宅購入者、小企業向け貸し出しを支援することへの保証を求めた。また、金融機関のリファイナンスのためにその発行する短期・中期の債券（CD・CP等）に政府保証（最大2500億ポンド）を付与する（信用保証スキーム：CGS）こととした。この他BOEによる流動性支援措置も盛り込まれたが、これを含めたBOEの金融調節については次節でみることにする。

当然というべきか金融支援策はこれでは終わらなかった。2009年に入り1月14日に中小企業向けの銀行融資への政府保証（213億ポンド）策が打ち出され、1月19日には追加金融支援対策のパッケージが公表された。このなかでの中心的な対策は資産保護スキーム（APS）というものであり、金融機関の不良債権の損失見込み額をあらかじめ算定し（first loss）、これを実際の損失額が超過した場合にその90%を政府が補償するというものである。各金融機関はこれにより損失額の上限をほぼ確定できるために新規の貸出を積極化できることが期待されている。これの適用第1号がRBSであり、優先株の普通株の転換が明らかにされ、同行はほぼ政府管理下といってよい状態となった。その他ではBOEによる資産買取ファシリティ（APF）の創設（これについても次節でみる）、資産担保証券への保証措置であり、これらの措置によりイギリス政府は金融のメルトダウンを何とか阻止しようとしているところである。ただこの間、2008年9月にHBOSがロイズTSBグループに吸収合併され（ただしこの負担からロイズ銀行グループ〔HBOSの吸収後に名称変更〕は2009年3月に実質国有化された）、ブラッドフォード・アンド・ビングレーが国有化された。後者の支店およびリテール預金はアビーに譲渡された（アビー自体は2004年にスペインのサンタンデルに買収されている）。金融再編はさらに進展することとなったのである。

IV. イングランド銀行による金融調節

この間中央銀行としての BOE も危機モードのなかで政策金利の引下げ（2009年3月5日にはそれは0.5%まで引き下げられた）以外にも種々の異例の措置をとらざるをえなくなっている。まずはドル資金の調達に窮する金融機関が増加したことから2008年9月にBOEはカナダ中央銀行、日本銀行とともに米連邦準備制度（FRB）との間で為替スワップ協定を締結した。そしてこの協定のもとで国内でドル資金の供給を行った。その後10月にはBOE、ECB、スイス中央銀行、日本銀行は適格担保の範囲内で、固定金利入札・金額無制限のドル資金供給に踏み切ることを決定した。

なお、BOEは2006年5月にその金融調節方式を変更した。その枠組みにおける大きな変更点は完全後積み方式の準備預金制度の新規導入であった。その準備預金には付利され、準備額も対象金融機関が任意で設定できるというのが特徴である。そして各金融機関は積み期間（約1か月）毎に設定した準備額の上下1%の範囲に当該機関の準備平残を維持することが求められ、これから乖離した場合には未達の場合だけでなく超過準備を保有した場合においても政策金利によるペナルティが課せられる制度となっていた。

この制度はノーザンロック危機への対応の過程で一部修正された。BOEのノーザンロックへの流動性供給は結局はマーケット全体への資金供給になってしまう。しかしながら危機対応においてはノーザンロックへの個別の流動性供給だけでなく、通常のオープン・マーケット・オペレーション（OMO）においても潤沢な資金供給をしなければならない。しかしながら個別金融機関はペナルティを払ってまで超過準備を保有しようとはしない。このジレンマを解消するためにBOEは2007年9月から10月にかけて

での積み期間（07.9.6－10.3）において、上下1%の準備預金のターゲットレンジを拡大した。これはリザーブ・ターゲットから上下に実際の準備額が離れたとしてもペナルティが発生しない、すなわち当該準備には付利されるということの意味する。実際に9－10月の積み期間（07.9.6－10.3）においてはターゲット対比で31.5%多めの資金供給が行われた。10月の積み期間以降においてはターゲットレンジは上下30%とされたが、実際の資金供給（準備預金平残）は2008年8－9月の積み期間までは上下1%の通常時の枠内に収まった。

しかしBOEにおいてもリーマン・ショック以降は種々の異例な措置を連続してとらざるをえなくなった。まず2008年10月には、金融機関の年末越えの資金繰り支援のために3か月物資金供給オペの適格担保の範囲の拡充を行った。これは2007年末に対象に加えたエージェンシー債やRMBSに加えてABSやCMBSを対象としたものである。また前述のSLSについて利用期限を2009年1月まで延長し、その上限を2000億ポンドまで拡大し、適格担保として高格付けRMBS等に加えて政府保証付き銀行債務を追加した。さらには幅広い適格担保に対して国債または現金を貸し出すディスカウント・ウィンドウを常設することとした。

またこれと同時期に従来のスタンディング・ファシリティ（貸付ファシリティ・預金ファシリティ）に代えてオペレーショナル・スタンディング・ファシリティを導入した。スタンディング・ファシリティ自体は2006年5月の金融調節方式の変更以前から導入されていたものであるが、政策金利の上下限を画するものとの位置付けのほか、貸付ファシリティについては資金調達が困難化した金融機関に政策金利よりも1%高い金利であるならば資金調達できるというファシリティ（預金ファシリティは余剰資金を保有する金融機関にとって政策金利より1%低い金利でならばBOEにおいて運用できるファシリティ）という意味を持っていた。このため貸付ファシリティの利用は、資金繰りに問題点を抱えているという印象をマーケッ

トに与えるということになり、その利用はほとんどなかった。

新規に導入されたオペレーショナル・スタンディング・ファシリティにおいては、金利を政策金利対比で上下0.25%とするとともに、より明確に市場金利の上下限を画する安定化装置として位置付けた。そして資金繰り支援のための方策として前述のディスカウント・ウィンドウを導入したのであった。

そして2009年1月に前述の資産買取ファシリティ（APF）が創設されたわけであるが、これは民間部門のCP・社債・シンジケートローン・ABS等を500億ポンドまでBOEが買い取るというスキームである。これは企業信用のオペラビリティ向上が目的とされている。すなわち日本銀行によるCP・社債の買取りと同様に中央銀行が個別企業の資金繰りにまで踏み込んだ措置であるといえる。当初のCP等の買取りは短期国債の発行によりファイナンス（これは市場からの資金吸収を意味する）されることからマクロ的にネットの流動性が供給されるわけではないとされていた。

ただし2009年2月のBOEのインフレーション・レポートにおいてはAPFを金融政策上の目的のためにこれを用いる場合もあるとされていた。すなわちAPFのファイナンスを短期国債の発行ではなく準備預金の創造により行うということであり、これは市場へのネットでの資金供給となる。同レポートにおいてはAPFだけでなく国債の買取りにより準備預金量を拡大するという一種の量的緩和措置にも言及がなされていた。

そして3月5日にBOEの金融政策委員会（MPC）終了後に政策金利を0.5%とする（引下げ幅は0.5%）と発表すると同時にこの一種の量的緩和措置の導入を発表した。これはかつて日本銀行が導入していた中央銀行当座預金残高を操作目標とするというものではなくAPFによる民間負債の買取りおよび既発国債の買取りにより資金供給を行うという措置である。そしてそのための技術的な措置としてBOEは準備預金の従来の付利

範囲の制限（直前の積み期間はターゲットの上下10%）を撤廃することとした。これによりBOEは対象金融機関の準備預金の水準がどうであれそれに政策金利による付利を行うこととなった。これにより準備額をターゲットレンジ内とするために資金供給の一方で資金吸収を行う必要はなくなったのである。

ただしBOEのバランスシートはリーマン・ショック前後の時期から急速に膨らんできている。特に2008年9月の積み期間（9.4-10.8）においてはターゲットレンジは上下60%に拡大され実際にもターゲット対比で32%多く準備が供給された。12月の積み期間以降はターゲット通りの準備供給がなされてきたわけであるが、ターゲットの水準自体が急速に上昇し、その意味では既に一種の量的緩和は行われていたともいえる。2009年3月の措置はその方向をさらに推し進めただけでもみなしうるのである。いずれにせよリーマン・ショック後の世界各国の中央銀行のバランスシートが膨らみ、その資産の質が劣化しているわけであるが、イギリスにおいても同様のことが生じている。そしてそのためにイギリスにおいても準備預金制度の変更がアメリカ、日本と同様になされているのである。

おわりにかえて：イギリス金融機関のバランスシート構造の変化

今回の世界金融危機と呼ばれる事態においてアメリカ以外の主要国においてはイギリスの金融システムが最も大きく傷ついたといつてよい事態に至っている。最後にこれがどのような理由によるものかについて検討することとしたい。

基本的には「貿易不均衡」「金融不均衡」が今回の拡張過程の原因とはなっているし、中国等の高貯蓄率が世界的な長期金利の低下にも結び付いた点はある。ただしアメリカのサブプライムローン問題に端を発する金融混乱がイギリスの金融機関を直撃したのはこの間のそれらの行動がサウ

ンド・バンキングの原則から大きく外れたものであったことによるところが大きい。

まずは国内的には住宅価格の高騰を背景にイギリスにおいても住宅ローンの伸び率は非常に高いものがあり、非金融企業への貸出も好調であった。これらのなかには不良資産化しかねないものも含まれていた。さらにイギリスの金融機関は証券化商品への多額の投資を行うようになっていった（これに加えてそれらを保有するオフバランスの投資ビークル（SIV）を組成したりもしていた）。結果として大手銀行の資産は2008年において2001年の3倍以上となったのである。

ここで特徴的なのはこの資産の増加を支える負債構造が大きく変化したことである。2001年時点では対顧客貸出と顧客預金はほぼ同水準であったのが2008年上半年期には前者と後者の差は7000億ポンドにまで拡大していたのであった。このギャップを埋めたのは実は海外からのドル預金（金融機関預金）であった。この預金は基本的に短期のものであり資産・負債間の期間のミスマッチは拡大していった。

このようなバランスシート構造ではあったが、規制上の自己資本比率はクリアできていた。ただし単純に総資産を資本勘定で除するいわゆるレバレッジレシオは急上昇していた。しかしながらこの構造は大きなショックには対応が困難であり、イギリスの金融機関は結果として大きく傷つくこととなった。金融システムのメルトダウンを防ぐために政府は金融機関を国有化することにより破綻させないという基本方針を明確にしているし、中央銀行であるBOEも異例な措置を連発している。

危機対応としてのイギリス政府の大手金融機関を潰さないという方針の明確化はリーマン・ブラザーズを破綻させたアメリカよりは優れたものであるといえるであろう。しかしながら金融機関の行動を規制できなかったことや2000年金融サービス・市場法による監督体制が妥当なものであったかについての疑問が既に提示されている。さらには中央銀行であるBOE

のインフレーション・ターゲティングの枠組みにも疑問が提示されている。これらの点は今後検討されることとなろうが危機がいつ終息するか、コントロール不能となる事態となることはないのか等は現時点では不透明なのである。

参考文献

- 斉藤美彦 [2000] 「1990年代のイギリス四大銀行」『証券経済研究』第28号。
- 斉藤美彦 [2001] 「英国リテール金融機関の再編（上）（下）」『月刊消費者信用』第19巻第10・11号。
- 斉藤美彦 [2006] 『金融自由化と金融政策・銀行行動』日本経済評論社。
- 斉藤美彦 [2007] 「イングランド銀行の金融調節方式の変更（2006年）について」『証券経済研究』第58号。
- 斉藤美彦 [2008] 「日本存款准备金制度的历史演进」『日本学刊』2008-1。
- 斉藤美彦 [2009] 「中央銀行の独立性強化とアカウンタビリティ」『獨協経済』第87号。
- 斉藤美彦・築田優 [2008] 「ノーゼンロック危機と監督機関の対応」『証券経済研究』第62号。
- 斉藤美彦・須藤時仁 [2009] 『国際累積時代の金融政策』日本経済評論社
日本銀行『金融市場レポート』各号。
- Bank of England, *Bank of England Quarterly Bulletin*, various issues.
- Bank of England, *Financial Stability Report*, various issues.
- Bank of England, *Inflation Report*, various issues.

【討論者からのコメント】

木村二郎（桃山学院大学）

論点が多岐にわたるので、私見を提示したうえで、報告者への質問を行いたい。金融の不安定性は資本主義固有の性格であり、バブル現象や国際的な短期資本の攪乱的運動は資本主義発生以来何度でも繰り返されてきた。これらの現象は、ニクソンショック（金ドル交換停止）以降に限らないだけでなく、兌換・不換という異なる通貨体制の双方に存在した。1973年の変動相場制への移行後、投機的活動が活

発化し、自由化・グローバル化の流れの中で、国際的な短期資本移動が質量ともに拡大し、成長促進と攪乱の両面で大きな影響力を持つようになってきている。山口報告が強調するように、米国の経常収支赤字は拡大を続け、大量の国際通貨ドルが累積されてきた。同時に、高田報告が指摘するように、資本主義経済の成熟化の中で、世界全体として肥大化した余剰貨幣資本（年金・保険基金を始めとする長期貨幣資本を含む）が蓄積される傾向が見られる。このような長短の余剰貨幣資本の運動が、実物経済に対して大きな影響力を持つのであるが、余剰貨幣資本を一括して「過剰な貨幣資本」と規定するのは短絡的に過ぎるであろう。「過剰」の概念規定を明確化したうえで、どの余剰資本が「過剰」なのかを示す必要があるが、山口・高田報告では、この点が不十分であると思われる。これに対して、斉藤報告では、「過剰な貨幣資本」概念は一切使用されていない。私見でも、バブル現象を解明する場合に、「過剰な貨幣資本」概念は必ずしも有効であるとは考えていない。バブル膨張の前提に余剰貨幣資本が存在するという点だけであるならば、「過剰」概念を持ち出す必要は全くない。「過剰な貨幣資本」がどのようなメカニズムを通じてバブル膨張に対して主要な役割を果たしたのかを明らかにしない限り、「過剰」概念の積極的意味は理解不能である。

3会員の報告でも示されたように、今回の米国住宅バブル膨張・崩壊に端を発した金融恐慌が全世界に波及して世界同時不況を引き起こした過程で、様々な問題が明らかになった。①民間金融機関のリスクマネジメントの欠陥。複雑な金融新商品開発（証券化商品等）、偽装格付け、行き過ぎた貸出（サブプライムローン）・保険（CDS, モノライン）。②自由化・グローバル化・金融イノベーションに対する規制監督体制の整備の遅れ（金融・証券・保険の統合的監督機関の未設置等）、金融制度改革の失敗。③監督当局とウォール街の癒着、気の緩み（Great Moderationの影響）。金融業界の活発なロビイング、金融業界出身の財務長官就任、レバレッジ規制の緩和。監督怠慢（サブプライム等の放縦な融資、CDS等の巨額デリバティブを放任。商業銀行のオフバランス取引放置）。④金融政策の失敗（FEDビューに基づきバブルの事前警戒を怠り、金融緩和政策を過度に引き延ばした。イングラ

ンド銀行はインフレターゲットの弊害で金融危機発生後に金融緩和への転換が遅れた)。

証券化商品や CDS 等のデリバティブの一部はイノベーションとはいえませんが、それも含むと思われるが、全体としては金融経済の発展の途上における混乱であり、それぞれの部面において適切に改革を進めていけば、金融イノベーション・グローバル化に対応したより有効な金融機能が発揮されることになるはずである。特に、成長のための資本を必要としている途上国への資本投資が混乱を抑制しつつ適切に行われるためには、金融市場・金融制度・規制監督・金融政策が国際組織・協調を含めて適切に改革される必要がある。

以下、以上の私見を踏まえて、報告者への質問を記す。

1. 3 報告者への質問：バブルおよび恐慌と危機の定義をしたうえで、今日の事態を報告者が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。
2. 齊藤会員への質問：同会員は、英国の金融危機と政策対応について明快に報告された。英国の金融危機は、英国内の住宅バブル崩壊と米国の住宅バブル崩壊の双方の影響を受けたと見られるが、どちらの影響が主要因であるのか。

[木村二郎氏のコメントへの回答]

木村氏のコメントと同様に「過剰な貨幣資本」概念を安易に用いることには慎重でなければならないと考えている。とりわけ「過剰な貨幣資本」がアприオリに存在するかどうかのような議論には問題があるといってよい。バブルの形成には通常は銀行の与信活動の行き過ぎが伴うが、それは「過剰な貨幣資本」が行き場を失ってウロウロした結果ではなく、銀行の与信活動の行き過ぎが「結果として」マネー増に結び付き、それが現象的には「過剰」であるかのような外観を呈する点にあると考えている。ある市場への資金流入は、これに対して売る主体がいなければあり得ないし、逆に資金流出は買う主体がいなければ成り立たないことを常に考えなければならない。

バブル及び恐慌の定義は難しいが、前者はファンダメンタルズからの乖離、後者は単なる景気後退ではない金融市場の混乱（信用恐慌）を伴った経済的大混乱と定義しておきたい。そして資産価格バブルの生成には、優良ではない貸手への貸込みとこれへの銀行部門の深い関与が通常はあり、それがはじけた後には長期の停滞が随伴するという、さらに今回の事態はそれが世界的に波及したということからして、一般に定着している「世界金融危機」という呼び方は不当なものとはいえないと考えている。

そしてイギリスにおける危機の発現形態は、ノーザンロックの流動性危機については海外の影響が大きかったが、それ以外ではイギリスの金融機関の高レバレッジ経営、証券化商品への過度のかかわりがあってのことだと思われる。そしてやはりイギリスにおいても住宅価格は低下したことから、住宅価格低下が危機の端緒をなしたわけではないにしても、ファンダメンタルズから乖離した価格上昇があり、それがはじけたことが危機を深化させたといつてよいと思われる。

建部正義（中央大学）

1. 報告には、マルクス経済学的な概念がほとんど登場しない。「現代の金融恐慌」ないし「世界金融危機」を分析するにあたって、マルクス経済学的な理論的枠組みは有効性をもたないということなのか。
2. イギリスやアメリカは、この間、「金融立国」路線を追求してきたと思われる。今回の危機をつうじて、イギリスの「金融立国」路線は破綻したとみなしてよいのであろうか。「金融立国」路線が永続不可能なモデルであるとすれば、それはなぜなのか。
3. イギリスは、今回の金融危機の被害者なのか、加害者なのか。報告のトーンは、前者に重点が置かれている。しかし、イギリスがアメリカと同様に「金融立国」路線を追求してきたのだとすれば、その加害者としての側面もあわせて解明されるべきではなかったか。
4. イギリスは、「インフレ・ターゲティング」政策の採用国である。また、金融機

関の規制・監督は、イングランド銀行ではなく、金融サービス機構（FSA）の手に委ねられてきた。このことが、イギリスにおける金融危機の深化につながったのか否か。つまり、インフレへの注視が、イングランド銀行による「住宅バブル」「証券化商品バブル」への目配りをおろそかにしたり、金融機関の規制・監督が別の機構に委ねられていたことが、イングランド銀行による危機への対応を後手に回らせる結果となるというようなことはなかったのか。

【建部正義氏のコメントへの回答】

今回の金融危機は、主流派経済学である新古典派経済学やニューケインジアンへの疑問を増幅させている。特にニューケインジアン・モデルによる最適金融政策や、それと深い関連を持つインフレ・ターゲティングへの疑問が浮かび上がってきている。この状態は、マルクス経済学を含めた所謂ヘテロドクス派の可能性を示すものともいえるではあろう。ただしマルクス経済学か否かの判断基準が、「過剰な貨幣資本」や単純な「金融化資本主義」概念を使用するか否かにあるとは考えていない。前者は、マルクス信用論のポジティブな側面である内生的貨幣供給説的な説明と背馳すると考えられるし、後者はこのような一時的傾向を一種の段階規定として「帝国主義」と同様の規定とするのかどうかについての疑問に多くの論者が答えていない印象があるからである。そして、そうした概念規定にあまりに拘泥することが、逆にマルクス経済学の可能性を狭めることになりはしないかとの懸念を感じている。

イギリスについていうならば、今回の危機でそのシステムの様々な限界が露呈している。金融立国路線しかり 2000 年金融サービス市場法体制（統一的金融監督機構としての金融サービス機構体制）しかりイングランド銀行のインフレ・ターゲティングしかりである。金融立国路線の限界については難しい問題であり、その一方には国内製造業の低収益性や国際競争力の弱さの問題があろう。また国内需要の動向がどのようなものであったかについては、より立ち入った研究が必要となろう。金

融サービス市場法体勢については、その限界についての反省から 2009 年銀行法が施行され一部改善され、その後もターナーレビュー等の改善への動きがある。さらには政権交代があれば抜本的な改革があるかもしれない、これまでの体制が危機の発生の原因のひとつであるという認識が一般的である。また、報告では 2007 年 9 月のノーザンロックの流動性危機について、同行自身の問題点はあったものの急激な流動性の枯渇はパリバショックの影響であることを強調したが、このことをもってイギリスが被害者であるというつもりはない。今回の危機については、国際的資金フローの面からも、異常なバランスシート構造の面からもイギリス金融機関の責任は大きく、明らかにイギリスは加害者の側面を多く持っているのである。

【一般討論】

吉田 暁（武蔵大学名誉教授）

「過剰貨幣資本」という用語は使わなかったが、イギリスの問題として「外貨インターバンク預金」を指摘した。これは「過剰貨幣資本」の一形態か。

[答]

金融市場で取引が成立するということは、資金の出し手がある一方で資金の取り手があるということである。資金の出し手があること＝「過剰貨幣資本」としてしまえば、金融市場取引があればそこには常に「過剰貨幣資本」が存在することになってしまう。例えば高度成長期の日本のインターバンク市場では、都市銀行が恒常的な資金の取り手である一方、地方銀行等が恒常的な資金の出し手であり、これが「資金偏在」と呼ばれた。この状況を見て、「高度成長期の日本は資金余剰であり、過剰貨幣資本が存在した。なぜなら地方銀行はインターバンク市場で恒常的な資金の出し手であったから。」と主張できるかと考えれば、インターバンク市場で資金の出し手があること＝「過剰貨幣資本」とならないことは明らかではないだろうか。

岩見昭三（奈良産業大学）

「イギリスの金融システムが最も大きく傷ついた」ことと、イギリスの実体経済ひいてはEUの実体経済の悪化とはどのような因果関係にあるのか。貸し渋りが発生しているのが大きいのか、住宅価格の下落の影響が大きいのか。さらに、国内メカニズムで完結せずに、イギリスからEU諸国への資金供給メカニズムが変化したことを重視すべきか。

[答]

ひとつにはイギリス経済における金融業の位置づけが大きいということが挙げられる。また、国内金融においては住宅金融の重要度が高く、そこで住宅価格の下落が発生し、延滞等の発生、金融機関の融資基準の厳格化（一種の貸し渋り）といった悪循環が発生していることが挙げられる。こうしたなかで金融機関の流動性危機、短期金融市場の機能不全が発生したわけであるが、これにはイギリスの金融機関のバランスシート構造が国内リテール預金への依存度を急低下させてきたことが大きく影響しており、それが国際的な影響が及んだ理由であると考えている。

北原 徹（立教大学）

イギリスのMBSの投資家は誰か。また、不良化していないイギリスのMBSの投資家が消滅した理由は何か。

[答]

イギリスのMBSの保有構造についてのきちとした統計は発見できていないが、一般的には機関投資家および金融機関自身であるといわれている。また、2007年9月時点でMBSの投資家が消滅したのは、パリバショックの影響でイギリスのみならず大陸ヨーロッパ諸国においても、証券化商品市場、カバードボンド市場さらには短期金融市場が大混乱に陥った影響である。これに加えてイギリスのMBS市場には、アメリカにあるようなGSEによる信用補完のようなシステムがなかったことも影響したと思われる。

春田素夫（元日本大学）

リーマン倒産についての見解はどうか。それがなければ軟着陸可能であったと考えるか、救済しても問題解決には程遠く体制に差はなかったと考えるか。

[答]

やはり、リーマン破綻の影響は大きかったと考えるし、アメリカの政策ミスであったと考える。リーマンを救済して本当に軟着陸できたかはわからないが、イギリス政府は大規模金融機関については潰さないという意思表示をはっきりと行い、市場の混乱を回避しようとし、法改正等も素早く行った。これはリーマン的な処理方法をとることの悪影響を学んだからであると思われる。

バブル・リレーと日本経済

山口 義行
(立教大学)

I バブル・リレー* 経済の構図

1) バブルをリレーしながら走り続けた世界経済

①第一次オイルショック→オイルマネーの発生と先進国経済の停滞→ユーロダラー市場への過剰貨幣資本の流入→中南米バブル

現代経済のバブル・リレーは、第一次オイルショックとともに開始された。原油価格の急騰とそれを契機とする先進国経済の成長鈍化が、大規模な国際的資金偏在を生み出したからである。しかし、産油国は、オイルマネーを途上国での直接運用には用いなかった。それは、ユーロダラー市場を介して欧米銀行に取り入れられ、当時高い成長が続き、旺盛な資金需要が見られた中南米へと向かった。とくに、メキシコは、石油埋蔵などが好感され、著しい資金流入に見舞われた。1972年には70億ドルに過ぎなかったメキシコの対外債務は、2年後の74年には140億ドル、82年には800億ドルに急増した。

しかし、こうした債務急増に輸出の伸びが追いつかず、やがて国際的なデフォルトの危機が発生し、中南米バブルは崩壊。80年代を「中南米の失われた10年」へと陥れることになった。

②国際協調にもとづく低金利政策、アーバンルネッサンス政策・リゾー

ト法など日本政府の開発政策→日本で不動産バブル→国際過剰貨幣資本流入→バブル加速→ジャパンマネー

中南米諸国を「重債務国」にしてしまったことで、再び行き場を失った国際過剰資本は1980年代後半に入ると、日本の不動産バブルに引き寄せられる形で、新たな運動を始めた。日本では、「円高不況」とともに資本蓄積が鈍化し、企業部門で過剰貨幣資本が発生。これが金融機関への債務返済に充当され、金融機関の収益低下と資金運用難として顕在化する。その過剰貨幣資本が当時の日本政府の再開発政策に触発され、不動産分野へと流れ込んで、地価上昇を引き起こした。プラザ合意後の国際協調にもとづく低金利政策のため、日本銀行はバブル抑制へと金融政策の舵を切り替えることができず、前代未聞の不動産バブルが発生した。

国際過剰資本はこの不動産バブルに吸い寄せられるようにして日本へ流入し、バブル膨張に貢献する。たとえば、邦銀によるインパクト・ローン取り入れ残高は、1985年末の527億ドルから88年末の2038億ドルまで、3年間で4倍弱にまで急増した。さらに、こうして取り入れられたドル資金は、日本が貿易黒字によって獲得した巨額のドルと一体化し、ジャパンマネーという名の過剰ドルとなって、各国の資産を買い漁った。しかし、89年末以降の金融引き締め策の実施とともにバブルは崩壊、以後ここでも「失われた10年」が現実のものとなった。

③円高を背景にした日本からの東南アジアへの直接投資、アジア諸国の「外資導入」政策→新たな成長センターとしての東南アジアの出現→日本不動産バブルの崩壊で行き先を失った国際過剰貨幣資本の流入→東南アジア・バブル

日本の不動産バブル崩壊によって、行き場を失った国際過剰資本が見つけた新たな「成長センター」——それは日本からの直接投資をテコに、一気に工業化を成功させた東アジア諸国、とりわけ東南アジア諸国であっ

た。ASEAN 4 か国（タイ、マレーシア、インド、フィリピン）が 1996 年に受け入れた外資は、90 年の約 3 倍に上る。海外からの急激な資金流入の結果として経済は過熱化し、国内に溢れた資金は貪欲に融資先を模索しはじめた。このうちの一部が不動産や株式投機を誘発し、バブルを生み出した。

バブル経済のピークアウトとともに、実質経済成長率の低下、輸出の減少といった成長鈍化の兆しが見えるや否や、海外資金は雪崩を打つように一気に流出しはじめた。東南アジア諸国の通貨は売り一色に染まり、アジア通貨危機が連鎖、東南アジアのバブルも一挙に崩壊した。

④アジア通貨危機→国際過剰貨幣資本の米国避難→米国株式市場への流入→IT バブル

東南アジアのバブル崩壊に直面した国際過剰資本は、「IT 革命」をキーワードに活況を呈するアメリカ株式市場へ大挙して押し寄せ、「根拠なき熱狂」を現出させた。

1997 年にはじまった東アジアの通貨・経済危機によって東アジアから引き上げられた資本は、オフショア金融センターを経由してまず、ヨーロッパに流入した。ヨーロッパに滞留したこの過剰な資金は、それから財務省証券投資というかたちでアメリカ金融市場にたどりついた。東アジア通貨危機によって、アメリカへの逃避を求める資本移動が生じたのである。その財務省証券を中心とする対米投資が、1998 年を境に大きく姿を変える。財務省証券投資が売り越しに転じる一方、株式投資が激増した。いわゆる IT バブルの出現である。

しかし、2000 年 3 月以降、アメリカ株式相場は調整が進み、IT 関連企業が資金不足のために相次いで倒産した。IT バブルも崩壊する。

⑤IT バブル崩壊→米国低金利政策・「持ち家促進」政策→住宅価格上昇

→証券化商品の組成販売→国際過剰貨幣資本の流入→米国住宅バブル・金融資産バブル

ITバブル崩壊後、次のリレー走者となったのがアメリカの住宅バブルである。この住宅バブルは再び消費景気を引き起こすことで、ITバブル崩壊による景気後退を未然に防ぎ、アメリカ経済の救世主となった。と同時に、新たな「金融資産バブル」を生み出すことによって「金融立国・アメリカ」を世界に誇示することになる。国際過剰資本は、2004年以降、この住宅バブルと金融資産バブルに引き寄せられる形で、大規模にアメリカに流入した。その規模は、2006年には史上最高の2兆611億ドルに達した。

しかし、2006年半ばを境に住宅価格はついに反転を始めた。住宅ローンの返済を前提にしていた住宅ローン担保証券（MBS）の価格が下落し、さらにそのMBSを根拠にしていた債務担保証券（CDO）の価格が下落した。住宅バブルの崩壊は金融資産バブルの崩壊へと連鎖し、リーマン・ショックをへて世界大不況をもたらすこととなった。

2) 過剰ドルと貨幣主権——バブル・リレーの構図

①国際過剰貨幣資本とバブル・リレー

上記に共通しているものは、各国経済の急成長過程や資産価格の上昇に国際的過剰貨幣資本が吸着し、そのことで各国経済が「未曾有の高揚と破壊的影響」を体験したことである。

国際過剰資本の原資は、基本的には米国の対外赤字である。米国依存を強めながらの世界経済の成長は、同時にまた国際通貨ドルの散布とそれに基づく国際過剰貨幣資本の不断の拡大をもたらしてきた。それがバブル膨張とその崩壊を通して、各国経済の持続的成長を大きく阻害する——バブル・リレーは、近年の世界経済の成長構造のもつこうした矛盾を体現している。

②過剰ドルから過剰資本へ

旧IMF体制下の「過剰ドル吸収・消滅メカニズム」の消滅→過剰ドルの累積→国際金融市場への流入→過剰ドルの過剰貨幣資本への転化（←各国投資マネーの合流）

大量の過剰ドルがそのままドル価値の下落圧力として作用していたなら、変動相場制への移行とともに、ドルの国際通貨としての地位も大きく揺らいだに違いない。しかし、実際にはそうはならなかった。それは以下の2つの事情が、ドルの価値下落の急速な進行を制御してきたからである。

その1つは、変動相場制下とはいえ、各国通貨当局が適宜為替介入を実施して、ドル価値の相対的な安定に努めてきたこと。

いま1つは、資本取引のためのドルへの需要が、ドル価値の下落を押しとどめてきたことである。いわば、通貨当局にかわって、国際金融市場が過剰ドルを吸収する役割を果たしてきたのである。問題はその行き先である。

急成長を遂げようとする国は資本財を輸入するために国際通貨ドルを多く必要にする。しかし、不断に拡大するアメリカの貿易収支は、こうしたドル需要をはるかに超える規模のドルを金融機関に流入させる。その結果、国際金融機関は資金運用難に悩まされることになる。過剰ドルを吸収し、ドル価値の安定に寄与したはずの国際金融市場が、行き場を失った過剰資本の「たまり場」となって世界経済の不安定要因を醸成する——「過剰ドル」の「過剰資本」への転化。バブル・リレーはまさにそこから始まったのである。

③制御機能を奪われる通貨当局

バブルはなぜ繰り返されるのか。この問題はまた、バブルをなぜ事前に食い止めることができなかったのかという問いでもある。その答えは、国際過剰資本が一国の「貨幣主権」を脅かすほどに膨大化して中央銀行の制

御能力を奪ってしまうという、過剰なドル資金に覆われた現代世界経済の構造的特質にこそ見出すことができる。

II アメリカ発バブル崩壊の意味

1) 国際的信用収縮と変容する国際協調

○リーマン・ショック後の国際的信用収縮

08年第2四半期以降、米国からの銀行の対外貸付が流出から流入に転じており、国際的な信用収縮が発生していることを示した。さらに、9月のリーマン破たんによって、国際的な信用収縮が証券市場でも生じた。米財務省によれば、翌10月海外からのアメリカに対する証券投資が348億ドルの「流出」となる一方、アメリカの海外への証券投資は約363億ドルの「流入」となった。これは、海外の投資家がアメリカの証券市場から資金を回収するだけでなく、アメリカの投資家も世界中の証券市場から資金を回収したことを示している。銀行貸出市場においても、証券市場においても国際的な信用収縮が起こったのである。

○「被害者」vs「加害者」の構図→アメリカ主導でない「国際協調」=G20

この信用収縮は、多くの新興国に深刻な「ドル不足問題」を引き起こし、アメリカと他国（新興国とそれに連携するEU諸国）との間に「加害者 vs 被害者」という関係を鮮明にした。これが、アメリカの「妥協」ないしはその「国際協調」路線への変化を不可避にする。今回のバブル膨張とその崩壊がこれまでのようにアメリカ以外の地域ではなく、アメリカで起きたという事実は、何よりもまずこうした国際的ダイナミズムの変化となって現れた。08年10月「金融サミット G20」の開催は、その象徴といえる。実際、このサミットの開催は、かつてのようにアメリカが主導して行われたものではなく、フランスのサルコジ大統領がEU

議長国としてブッシュ米大統領を説き伏せたと伝えられている。

2) パラダイムシフトの可能性

○規制緩和から規制強化へ、国際通貨体制をめぐる抜本的改革論議、世界経済の不均衡問題は正への課題意識

08年10月の「金融サミットG20」の開催は、それが米国主導でないということ以外にも、画期的内容を孕んでいる。

その1つは、これが「規制緩和」から「規制強化」という一種の「イデオロギー転換」を孕んだ国際協調だという点である。「過度の規制緩和は経済に危機的な打撃を与える」とする認識が、今回の金融危機からの教訓として、アメリカも含めて世界共通のものとなったからである。

いま1つは、国際通貨体制を巡る抜本的な改革論議が公然となされるようになったことである。サミット開催に向けた各国首脳の発言のなかには、ドルを基軸とした国際通貨体制を続けていくことへの疑問が散見されはじめた。これも、これまでにはありえなかったことである。結果的には、基軸通貨問題が金融サミットのテーマとして取り上げられることはなかったが、そのかわり「今後もドルを基軸通貨とする体制を守る」といった文言が声明に盛り込まれることもなかった。

さらに、09年9月に開催されたG20では、米国など「継続して大幅な対外赤字を計上する参加国は・・・民間貯蓄を支援する政策を実施」し、財政再建を行う一方、中国など「継続して大幅な対外黒字を計上する参加国は国内の成長の源を強化する」という、国際不均衡是正に向けた「宣言」がなされた。米国でのバブル崩壊が、米国の消費に過度に依存した世界経済の構造そのものへの反省を迫ったことになる。これは結果的には、先に述べたバブル・リレーを生み出す世界経済の構造的なゆがみの是正を目指すものとなる。

Ⅲ 日本経済への衝撃と課題

1) 金融危機から自動車ショックへ

近年、とりわけ2000年以降、日本経済は輸出への依存を大幅に高めることで成長を遂げてきた。2000年には11%程度でしかなかった財貨・サービス輸出のGDPに占める割合（実質ベース）は、08年には16%程度にまで上昇している。この輸出依存の高まりが、アメリカ発世界不況の波を日本経済がもろに受けることになった理由でもある。

しかも、その輸出の中心を担ってきたものが自動車関連財である。そのため、日本経済の自動車への依存は近年大幅に高まった。国内製造業の総出荷額に占める自動車・同部品の比率は2000年の13.3%から07年には17.2%へと上昇し、雇用規模も2000年比16%増の約85万人となって、製造業全体の1割を超えるにいたった。素材や機械、電機業界なども一斉に自動車シフトを強化してきた。鉄鋼で全体の約4割、工作機械では約6割が自動車関連需要という状況である。そこに、米国発「大不況」が「自動車ショック」となって日本を襲ったのである。

2) 鮮明化する諸課題

○脱自動車依存、脱輸出依存、脱米国依存→内需再構築、自立的アジア経済圏の確立

未曾有の大不況が突きつけた3つの課題——脱自動車依存、脱輸出依存、脱米国依存——、そこから導き出される政策テーマの第1は、「内需の再生」である。それは、自動車関連で培ってきた技術を他分野に生かして、日本の製造業の高い技術力を守っていくためにも必要である。

「内需再生」はけっして財政資金の「ばら撒き」による総需要の補填ではない。単純な「財政スペンディング政策」ではその効果もけっして長続

きしない。求められるものは、あくまでも「環境適合型社会への移行」や「医療・福祉の充実」といった国民のニーズや時代の要請を背景にした「新たな需要と供給とのマッチング」作業であり、その意味で「内需再生」は「内需の再構築」でなければならない。

そのためには政策転換が不可避である。たとえば、小泉純一郎政権以来、日本政府は「小さな政府」を御旗に、社会保障費支出の抑制を重要政策課題として実施してきた。そこには、一つの「経済政策」として、福祉や医療分野で産業創生や産業育成を積極的に推進するという発想はまったく見られない。

いま1つの政策テーマは、自立的アジア経済圏の確立である。これも、脱米国依存のためには不可欠である。日本の大企業のアジア・シフトはすでに始まっている。しかし、いわゆる「アジア金融協力」の拡充はもちろん、中小企業を含めたビジネスマッチングの国際的展開、そのためのODAの効果的活用など、今後必要となる支援政策は少なくない。その意味でも、「東アジア共同体」構想など、政治的なアジア・シフトは避けて通れない。

※山口義行編『バブル・リレー 21世紀型世界恐慌をもたらしたもの』
岩波書店 2009年2月刊、参照。

コメント

木村二郎

1、高田・山口会員への質問：「過剰」の概念規定を行ったうえで、「過剰な貨幣資本」がどのようなメカニズムを通じてバブル膨張を引き起こしたのかを明らかにしてほしい。「過剰な貨幣資本」を単に「運用先のない貨幣資本」というのでは余剰（遊休）貨幣資本のことでしかない。そうではないとするならば、「過剰」の基準を明確に示すべきである。たとえば、実物経済に対して過剰であるという意味で

あり、「過剰な貨幣資本」は利潤を生まないという理解であるならば、全ての投資はプラスの期待利潤率に基づくのであるから、事前的には「過剰な貨幣資本」は存在しないことになる。この疑問に対して、次のような答えは有効だろうか。すなわち、バブル膨張に参加した後、バブル崩壊後マイナスの利潤率ないし消滅する貨幣資本は、利潤を生まない「過剰な貨幣資本」と規定できるというものである。この事後的に見て利潤を生まない「過剰な貨幣資本」という規定を、事前の余剰貨幣資本に遡って適用して「過剰な貨幣資本」と規定し直せばよいというわけである。しかし、事後的観点からバブルを生んだものだけが「過剰な貨幣資本」であるというならば、事前的観点からは何も言えないということにならざるを得ない。なぜなら、現存する余剰貨幣資本が将来バブルを生むかどうかは全く未知であるからである。「過剰な貨幣資本」がバブルを生むという規定が、逆にバブルが「過剰な貨幣資本」を生むという規定を前提するならば、正にトートロジーであり無意味という他ないであろう。バブル膨張を「過剰な貨幣資本」が引き起こすメカニズムを解明することなく、このようなトートロジーに立脚するだけである限り、「過剰な貨幣資本」(「国際過剰資本」)がバブル(リレー)の元凶であるという積極的主張の意味はほとんどなくなるのではないだろうか。

2、山口会員への質問：バブルリレーは、歴史の現実に照らして、理解困難な概念であるが、どう考えるか。報告資料の図表で、中南米バブルは対外債務残高を指標にしていること自体が、中南米バブルというネーミングの困難さを示している。また、東南アジアバブルにおいて部分的な株式バブル等は存在したとしても、基本は東南アジア諸国の経済成長であり、ことさらバブルと名付ける意味は弱いと思われる。また、日本のバブルにおける窓口規制回避のためのインパクトローン取り入れは、いわば増幅要因であって、日本のバブル発生自体をもたらせたものではない。このように見ただけでも、「国際過剰資本」がオイルショック以降のバブルリレーの元凶であるという主張は説得力に乏しいと言わざるを得ないだろう。

回答

1. 「過剰」について

木村氏が、「事後的観点からバブルを生んだものだけが『過剰な貨幣資本』であるというならば、事前的観点からは何も言えないということにならざるを得ない」と、いわれる場合の「事前的観点」とはどういう意味か。

「事前的観点」なるものが、「把握可能な量的基準」を指すのだとすれば、そのようなものは「ない」といわざるをえない。しかし、だからといって、それをもって「事前的には『過剰な貨幣資本』は存在しない」ということにはならないだろう。「量的に把握できない」ことを認めることと、「過剰な貨幣資本が存在していたからバブルが発生した」という「論理を否定する」ことは同じではないからである。

あるいは、「事前的観点」なるものが、バブルを生む過剰貨幣資本が何か特殊な存在形態をもつという意味だとすれば、やはり、そのようなものも「ない」と答えざるをえない。過剰貨幣資本の存在はたとえば金融機関の資金運用難・収益低下となって現象するが、後者は常にバブルの予兆を意味するわけではない。しかし、だからといって、「過剰な貨幣資本が存在していたからバブルが発生した」という「論理」が意味をなさないわけではない。

「流通必要金量を上回る過剰な不換紙幣の流通がインフレーションをもたらす」という場合、「過剰な紙幣」を量的に把握することは不可能であるし、それらが他の紙幣と異なった存在形態を持っているわけでもない。だからといって、「過剰な紙幣の流通がインフレーションをもたらす」という「論理」が否定されてよいことにはならない。これと同じである。

2. バブル・リレーという把握について

バブル・リレーとして現実を把握しようとする意図は、「米国依存を強めながらの世界経済の成長が、同時にまた国際通貨ドルの散布とそれに基づく国際過剰貨幣資本の不断の拡大をもたらす、バブル膨張とその崩壊を通して各国経済の持続的成長を大きく阻害する」という、現代の世界経済の構造的矛盾を示すことにある。当

然のことながら、それは「バブル現象」のそれぞれの違いを否定するものではない。「急速な経済成長」とその破綻を主な特徴とする途上国型バブルと「資産インフレ」を中心とする先進国型バブルとではかなりの違いがあるし、またそれぞれのバブルに対する国際過剰資本の関わり方も一様ではない。しかし、通常の景気循環とは明らかに異なる「未曾有の高揚と破壊的影響」を、「連続的」に世界のどこかの地域が体験しているという、近年の世界経済に特徴的な事実が存在することも否定できない。それを構造的に把握することこそが肝要であると考える。

コメント

建部正義

1. 報告には、マルクス経済学的な概念がほとんど登場しない。「現代の金融恐慌」ないし『『百年に一度』の不況』を分析するにあたって、マルクス経済学的な理論的枠組みは有効性を持たないということなのか。

2. 「バブル・リレー」を強調される。しかし、過去のバブルは、地理的に局所的なものであった。ところが、今回のバブルは、文字通り、「国際」金融危機と「世界」恐慌を引き起こすまでにいたっている。たんに、「バブル・リレー」という視点から、この事態を説明しきれぬのか。

3. 「バブル・リレー」論は、刺激的な問題提起ではあるが、逆に、それは、アメリカ免罪論につながりはしないであろうか。というのは、貿易赤字をつうじて過剰ドルを生み出したというモラルハザード面でのそれを除いて、アメリカに責任はない、悪いのは、世界各地を自由に闊歩して「バブル・リレー」を演出する「国際過剰資本」だということになりかねないからである。

4. 山口編『バブル・リレー』（岩波書店、2009年）では、「国際過剰資本」の源泉が二重に説かれている。ひとつは、アメリカの貿易赤字に基づくものである。いまひとつは、「アメリカの商業銀行が投資銀行やファンドなどに融資していた大量の資金を……、貸し倒れを懸念して一斉に回収し始めた…。その結果、ほとんどす

すべての市場や地域から資金の大幅な『撤退』が始まり、金融市場を徘徊する国際過剰資本が縮小に転じるという、これまでにない事態が起きたのである」(223 ページ)、というものである。「アメリカ発バブル崩壊の意義」を説くにあたって、後者の視点を持ち込まざるを得ないのだとすれば、その限りでは、肝心の外国発の「バブル・リレー」と言う視点は、背景に退くことになりはしないであろうか。じっさい、討論者のみるところ、「バブル・リレー」の終焉の可能性に言及するにあたり、同書においては、前者ではなく後者の側面に即して語られているというのが現実である。

回答

1. マルクス経済学的な理論的枠組みについて

何をもって「マルクス経済学的な理論的枠組み」と考えるかによるが、要は、「弁証法的」に現実をとらえようしているかどうかだと思われる。「矛盾」「過剰」といった概念はそもそも弁証法的なものである。

2. 今回のバブルの特殊性について

むしろ、バブル・リレーを生む世界経済の基礎構造との関係でとらえてこそ、今回の米国を震源地としたバブルの特質が明らかになると考えている。

3. アメリカ免罪論について

バブルの責任をどの次元で問うかによって、答えは異なるが、国際過剰資本の発生源であるという意味でも、またその「自由な」運動を可能にする「規制緩和」路線を世界に強いてきたという意味でも、アメリカの存在を問題視するのが「バブル・リレー」論であり、それを「免罪論」と読み取ることができるとする判断は理解に苦しむ。

4. 「肝心の外国発の『バブル・リレー』という視点」について

国際過剰貨幣資本（ドル）が米国の経常収支赤字と米国の対外資本流出という 2

つの源泉を持つことは事実である。その過剰資本が、米国以外の地域でバブル膨張を引き起こしたり、それを増幅したりしてきた。それが、今回は米国自身でバブルを発生させるに至った。また、リーマン・ショック後、世界に散布されたドルが米国に流入し、国際的信用収縮が生じたが、これが引き起こした経済的混乱が世界の「米国依存構造」に反省をせまるきっかけになった。私は以上を指摘したにすぎず、それをもって「肝心の外国発の『バブル・リレー』と言う視点が後景に退く」ことになる」と指摘されるのだが、この指摘の意味は理解できない。