

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、シャドーバン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、实体经济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%の利回りでよる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 年以来の 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

ての積み期間（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、バブル現象を説明する場合に、「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 priori に存在する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
ド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、ユーロド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→日本での不動産バブル→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。プラザ合意以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、歴史の現実には照らして、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。

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)

I. はじめに

アメリカ第4位の投資銀行・リーマン・ブラザーズの破綻処理（08年9月）は国際金融市場において急性的な信用逼迫を招き、世界金融危機に発展していった。今回の事態は「市場原理主義者」の展開する市場モデルとは異なり、逆説的ではあるが、現代資本主義の金融構造に公信用が不可欠な前提条件として組み込まれていることを示したといえる。世界金融危機は政府の市場への全面的出動（金融機関の「国有化など」により一時的に沈静化したものの、金融危機を惹起した実物経済及び金融経済の世界的規模での「過剰」資本の抜本的処理は今後を待たなければならないだろう。

以上の基本的認識にもとづき、本報告では1930年代と現代の信用恐慌を歴史的視点から比較考察することにした。今回の世界金融危機に関してはすでに投資銀行の視点からのアプローチが数多くなされているので、本報告では主として商業銀行の視点からアプローチすることにする。以下では①金融構造の変化と信用恐慌、②信用恐慌と金融危機対策、③現代の過剰資本、の3つの論点を中心として報告する。

II. 金融構造の変化と信用恐慌

1. 1930年代の信用恐慌

(1) アメリカの銀行構造は国法銀行と州法銀行の二元的制度から成るが、支店設置の法的制約のためユニット・バンクが大勢を占めていた。商銀資産の全金融機関に占める比率（1929年）は63.4%であり、相互貯蓄銀行（9.5%）、S&L（7.2%）、生命保険（16.9%）を圧倒する地位を占めている。だが商業銀行の集中度は低水準にあり、上位10大銀行の全商銀資産に占める比率は8.3%、資産規模1000万ドル以上の銀行（747行）の比率は60.7%であった。中小規模の銀行が群立する銀行制度のもとで、大企業による大規模な資金需要は証券市場を通じて充足されていく直接金融優位の金融構造がアメリカで確立していく。1920年代には大企業の多くは「自己金融化」傾向を強めており、外部資金調達（社債）に依存したのは公益事業、石油精製などの新興産業に属する大企業であった。

(2) 商業銀行の資産構造の変化を1920年代についてみれば、証券担保貸付（24.3→27.3%）、不動産担保貸付（2.6→8.9%）、「その他」貸付（主に企業貸付）（42.4→32.5%）、政府証券投資（17.1→11.6%）、「その他」証券投資（13.6→16.5%）となっている。大企業は銀行借入に余り依存していないため、銀行借入の主体は中小企業といえるが、企業向け貸付比率自体が20年代に減少傾向にあることが大きな特徴といえる。したがって大企業の資本循環が商業銀行資産に直接的に影響を及ぼすのは投資証券の価格変動を媒介した形をとることになる。20年代に比率を上昇させた資産は証券担保貸付、不動産担保貸付、「その他」証券投資であり、銀行の資産価値は擬制資本（不動産・証券）の価格変動に大きく影響される構造となっている。

(3) 1930年代の世界恐慌はユニット・バンクが支配的なアメリカの銀

行構造に大きな打撃を与えている。農業恐慌の進展は1920年代においてすでに農村部銀行の大量破綻をもたらしていたが、30～33年の銀行破産数は8812行を数え、30年初初に対する破産率は37.3%に及んでいる。この結果、アメリカの商業銀行数はピークの2万9788行（1921年）から1万4288行（1940年）にはほぼ半減することになった。こうした銀行破産をもたらした原因をみれば、第一に全銀行に共通に作用した要因として債券価格の下落があげられ、第二の貸付については地域の産業配置により異なり、地方銀行では「その他」貸付、農地不動産担保貸付、準備市銀行では都市の郊外化にともなう住宅建設に資金を供給した都市不動産担保貸付、ニューヨーク大銀行では国際金融業務と証券関連業務から派生する資産の劣化があげられる。

(4) このように大企業の資本蓄積状況は社債価格の変動を通じて銀行資産に反映されるものの、銀行資産の大部分は大企業の周辺部分（中小企業・農業・消費者）からの影響を直接的に受けることになる。つまり産業企業の資本蓄積（利潤率）と銀行信用（利子率）が景気循環の過程で一体となって動いていた自由競争段階とは異なり、独占段階では恐慌期における産業大企業の価値破壊（現実資本）と銀行の不良債権処理（貨幣資本）に乖離が生じてくるようになる。資本の価値破壊の指標として大恐慌期に頻繁に行われた企業（産業・銀行）の減資政策を用いると、減資が活発に行われた時期は産業企業では31～33年、銀行企業では33～35年に集中している。また銀行の不良債権処理の実態でみれば、すべてのクラスの銀行で34～36年に大きな貸付償却を実施しており、預金5000万ドル以上の大銀行においても、償却率は34年（8.71%）、35年（7.84%）、36年（3.8%）に高水準となっている。

2. 現代の信用恐慌

(1) ニューディール諸立法で形成されたアメリカ金融制度の枠組みは

1980年代以降に大きく変化した。1980～83年に預金金利の自由化（1980年預金金融機関規制撤廃法）、1994年に州際業務規制の撤廃（州際業務法）、1999年に銀行・証券業務規制の撤廃（グラム・リーチ・ブライリー法）が実施された。こうした規制緩和によりアメリカの商業銀行界において、大手銀行への資産集中が急速に進行している。商業銀行数は2008年6月で7086行（資産12兆3109億ドル）であるが、上位3行の占める割合は32%、上位10行の占める割合は49%となっている。だが金融資産に占める商業銀行の比率は長期的に低落傾向にあり、全金融機関の資産の24%（8兆7852億ドル）を占めるにすぎない。

(2) 米商銀の資産（2007年末）の内訳を見れば、貸付が76.7%、投資が22.4%であり、貸付のうち企業向け信用が19.4%、モーゲイジが45.2%（うち4.3%は商業不動産ローン）、消費者信用が10.2%、証券信用が1.9%となっている。また投資証券の内訳を見れば、財務省証券が0.9%、政府機関債（GSEなど）が11.8%、自治体債が2.4%、社債が7.3%となっている。社債投資のうち1/2は不動産担保証券（MBS）により占められるので、残りの債券（3.8%）が大企業の資本蓄積状況を直接に銀行資産に反映されるルートとなる。不動産担保貸付に証券化された債券への投資（政府機関債・私的債券）を加えれば、商銀の不動産関連債権は全資産の72%に及んでいる。また銀行債権を企業向けと消費者向けに区分すれば、前者はわずかに1/4を占めるにすぎず、現代商銀は消費者向けの貸付・投資に大きく依存している状況がわかる。また企業向けもその大部分は中小企業向けとされるので、現代商銀の信用は1930年代と同様に、大企業の資本蓄積の周辺に位置する中小企業・消費者の動向に大きく依存していることになる。このように現代商銀は投資活動（企業）に対してではなく、消費支出（消費者）に対して資源配分することにより、需要創出の役割を遂行している。

(3) 住宅信用を考える場合には、商銀資産として計上されているモーゲ

イズだけでなく、「金融の証券化」により流動化された MBS を考慮に入れるべきであろう。住宅ローンのうち約 6 割が証券化されており、その大部分は政府系住宅金融機関によって証券化された公的保証の付帯した MBS であるが、2000 年以降には民間で証券化された MBS の比率が増加している（ノンコンフォーミング・ローン）。銀行が住宅モーゲイジを資産として計上することにとまない 3 つのリスク（流動性・金利・信用）を負うことになるが、「金融の証券化」は長期資産（30 年）をオフバランス化し、金利リスクを価格変動リスクとして投資家に転化することになる。だがそうした証券化の最大の障害となるのが、住宅ローンの担保が労働者の将来所得（賃金）という不確定な要因であることであり、公的保証（GSE、FHA、VA）が信用リスクを「解決」する不可欠な装置となる。住宅金融の証券化は本来的に地方的な信用関係を資本市場に連結させる媒介手段となるが、それを背後で支えているのが公的保証なのである。商業銀行の収益源泉が金利収入から非金利収入（手数料）に大きく依存するようになり、金融業務の「アンバンドリング化」が流布される背景には、市場に深く埋め込まれている公信用の存在があることを忘れてはならない。

失業率の上昇に伴う債務不履行の増加→住宅価格の下落は投資家に対し民間 MBS（サブプライム・ローンの証券化など）の評価価値の低落をもたらすだけでなく、政府系住宅金融機関が保有するモーゲイジ・プールの損失、さらに保証債務の履行→損失となって現れる。戦後のアメリカでは住宅価格の大きな下落を経験しなかったため（住宅価格神話）、債務不履行が発生したとしても、抵当物件の売却で債権を回収することが可能であった。今回の住宅危機の最大の問題は住宅価格の下落が大幅であり、その損失が民間の大手商銀・投資銀行のみならず、政府によって担われなければならないことである。いま個人住宅モーゲイジ（11 兆 1372 億ドル）の主要投資主体をみれば、政府系住宅金融機関（42.8%）、商銀（19.8%）、ABS 発行者（19.5%）、貯蓄銀行（7.9%）、金融会社（3.8%）となってい

る。政府は住宅価格下落のなかで住宅市場の「影の主演」から「表の主演」の役割を演じることを余儀なくされている。

Ⅲ. 信用恐慌と金融危機対策

1. 1930年代の金融危機対策

(1) 1931年半ば以降の債券価格下落は商銀資産の27%を占めていた投資証券の「減価」をもたらし、銀行利潤率を低下させることになった。とりわけ政府証券価格の下落は「第2線準備」として大量に保有するニューヨーク大銀行に打撃を与えることになる。こうした状況に対して政策当局者がとった政策は銀行検査にあたって投資証券の時価評価基準を緩和することであった。通貨監督官・ニューヨーク州銀行監督官は1931～32年に政府証券、自治体債の額面での記載を、また民間債券のうち上級債・中級債について帳簿価値での記載を認めている。さらに貸付の担保となっている有価証券についても市場価値で評価される必要がないとされた。

(2) 信用不安による預金引出が農村部の中小銀行から都市部の大銀行に波及するにおよび、銀行破産を阻止するために「凍結資産」を流動化させる政策が要請されてくる。復興金融公社(RFC)は1932年2月に政府出資により設立され、連銀融資をうけるに適格でない資産を担保に大規模な救済融資を展開した。RFCによる救済融資の実行は銀行破産の大波を阻止することに成功したが、救済融資は無条件に行われたのではなく、担保から外国証券が除外され、融資の担保となる資産の回収可能性が考慮されており、銀行救済を選別する条件が課せられていた。また連銀は1932年2月のグラス・スティーガル法により認められた権限にもとづき、政府証券の大規模な買オペを実施し、政府証券価格を安定させている。連銀はニューディール期に融資を弾力的に行える権限(「連銀が満足と認める資産を担保とする約束手形を割引く」)を付与されていたものの、産業企業への

直接融資を少額実施したことを除けば、その権限を行使していない。したがってこの時期の金融危機対策は、〈連銀－(国債買オペ)－健全銀行－(政府証券)－政府－(資本金・社債)－RFC－脆弱銀行〉として行われ、RFCが公信用にもとづき民間銀行のリスクを選別・肩代わりし、連銀はバランス・シートに政府証券投資を増加させるものの、民間の個別銀行・企業の市場競争から距離をおいた政策をとっている。

(3) 銀行恐慌期の金融危機対策は主として連銀・RFCの二重の救済融資体制として展開されたが、そこにはRFCの限界(貸付担保の評価)と連銀の限界(金準備)が乖離する可能性を有していた。そうした可能性は1933年2月にデトロイトのユニオン・ガーディアン信託銀行の救済失敗として現実化し、州銀行休業の拡大→全国的銀行休業にまで発展している。国際収支の観点から救済融資の余力がある状況にありながら、金本位制の制約からRFCによる大銀行への特別融資(無担保融資)が許容されなかった。さらに大銀行を救済するために必要されたのは一時的な「流動性」ではなく、不良債権を処理するための「自己資本」であり、RFCによる優先株購入という形での自己資本注入が行われるのは金本位制から離脱したニューディール期に入ってからであった。RFCは1933年3月～40年末に6118行に対し11.7億ドルの公的資金を注入している。これにより全商業銀行の1/3が公的資金を受け入れ、その資本金の13.3%が公的資金により占められるという銀行業の「社会化」現象が生じている。

ニューディール期に発足した政府系金融機関として注目されるのは、連邦預金保険公社(FDIC)と住宅所有者貸付公社(HOLC)である。支店制度に対する制約から多数の零細規模の中小銀行が存在する現状に対して、FDICは小口預金者に対し預金保証の役割を果たすことで金融システムの安定を維持しようと企図していた。だがそれは法人預金のような大口預金に保証を与えるものでないため、大銀行の信用不安に対する予防策としては発足当初から危惧の念がもたれていた。HOLCはニューディール期に

民間銀行の保有する債務不履行モーゲイジを HOLC 債（元利政府保証）と交換し、住宅所有者の借入条件（期間・金利）の変更を通じて住宅市場の再編に寄与している。

2. 現代の金融危機対策

(1) 今回の金融危機にさいしては、リーマン・ブラザーズの破綻にともなう世界的な信用不安の拡大から生じた急性的な金融危機と、世界的規模での現実資本過剰を反映した金融機関の資産劣化という構造面から発する金融危機を区別する必要がある。前者については金利引き下げ、ドル資金の供給などの国際金融協力、各国政府による預金の全額保証、銀行間取引の公的保証、銀行の「国有化」などにより沈静化に向かっている。問題は後者に対する今後の政策の帰趨であり、中央銀行政策の「出口」、財政赤字の「縮小」という平時体制への復帰に関わる論点である。

(2) 大手商銀は銀行業務として資産勘定に消費者信用（不動産担保貸付、ホーム・エクイティ・ローン、自動車ローン、クレジットカード・ローン）を保有するだけでなく、証券業務としてこれらの貸付を証券化し、MBS・CDO をヨーロッパ金融機関、機関投資家、ヘッジ・ファンドなどへ売却すると同時に、その一部を簿外勘定（SIV、系列ヘッジ・ファンド）で保有している（影の銀行システム）。したがって住宅価格の下落が銀行の保有する資産（住宅ローン）の劣化としてより、証券市場における証券化商品（民間 MBS、CDO など）の価格下落として最初に現れてきたところに今回の金融危機の特徴がある。したがって連銀の政策は証券市場を対象とした非伝統的な「信用緩和政策」を展開することになり、GSE の公的保証の付帯した MBS（6243 億ドルー 09 年 8 月）・GSE 債（1142 億ドル）を購入することで住宅市場における「最後の貸手」となり、住宅金利を抑制しようとしている。さらに連銀は ABS（358 億ドル）、CP（521 億ドル）を担保とした融資を実行し、消費者信用（自動車）、大企業への運転資金

供給を支持している。連銀はその他にベアースターズ向け融資（259 億ドル）、AIG 向け融資（393 億ドル）を実施しており、自らリスク性資産を保有することで金融危機を回避する役割を遂行している。このように消費者に係わる債務（住宅モーゲイジ、消費者ローン）が金融市場で大きな比重を占めている現状を反映して、連銀は MBS・ABS の購入・融資という形態で「最後の貸手」機能を遂行し、政府（財政）による損失負担を先取りしている。

(3) 金融安定化法（08 年 10 月）により 7000 億ドルの資金を議会から調達した政府は大手商銀・投資銀行に対し自己資本を注入し、不良債権処理を援助している。しかし正常債権と不良債権を区別し、不良債権をバッド・バンクに集約する構想は進展していない。また政府は商銀だけでなく、AIG（保険）・GSE（政府系住宅金融機関）にも資本を注入しており、さらに自動車資本の GM・クライスラーを実質的に「国有化」している。金融危機が主に証券市場において発生したため、FDIC の役割はこれまでのところ保証預金額の引上げ（10→25 万ドル）、銀行間預金の保証にとどまっている。だが今後消費者ローン、商業用不動産ローンの延滞・不良債権化が進めば、商銀の倒産が増加することが予想され、ここでも保険基金の枯渇→公的資金の投入が進む可能性がある。

(4) 住宅市場は連銀の「ゼロ金利政策」、MBS の購入、政府負担による住宅ローンのリスケジュールによる返済猶予などにより需要面から支持をうけているが、景気の悪化→失業率の上昇は支払いの延滞・差押えの増加を招き、供給面から住宅価格の下落をもたらす要因となる。住宅価格は 06 年 5 月（206.1）から 09 年 5 月（140.26）に 32%下落しているが、今後の動向は失業率の如何に掛かることになろう。住宅価格の下落により住宅価値がローン残高を下回る比率が現在全体の 1/3 を占めるとされ、アメリカ経済は住宅資産価値の上昇が個人消費を促進するという「バブル」期の景気上昇パターンに期待することが難しい状況となっている。したがっ

て世界経済に対し需要を創出（大幅な経常赤字）してきたアメリカの停滞は、そうした「バブル」を前提に構築されてきた現実資本の「過剰」の整理・淘汰を迫ることになる。

IV. 現代の「過剰」資本

今回の世界金融危機は次の2つの特徴をもっていると考えられる。第1に金融危機の発生した場（空間）がグローバル化の進行する世界市場であり、そこでは実物経済と金融経済の密接な国際的連関が形成されていたことである。第2に金融危機の「震源地」となったのが「基軸通貨」国であるアメリカであり、このことが金融危機と救済政策の性格を決定づけることになる。

1. 現実資本の「過剰」

世界経済は1990年以降に生産・資本の相互依存関係をより一層緊密化させている（「グローバリゼーション」）。それは資本の「外延的」拡大といえる性格のものであり、世界市場に密接に組み入れられていった諸国としては、第一に1980年代初頭の国際金融危機→モラトリアムを契機にして「輸入代替工業化」政策から「輸出指向型工業化」政策に転換したラテン・アメリカ諸国、第二に新たに市場経済に参入した中国・ベトナムおよび中東欧諸国などの旧社会主義圏があげられる。グローバル化はそうした地域的拡大としてのみではなく、資本輸出の形態変化をともなっていたことが重要であろう。多国籍企業は国境障壁の低下を利用して生産コストの低下（特に賃金コスト）をはかるべく世界的に供給基地を張り巡らせ（企業内国際分業の展開、委託生産）、直接投資を増加させている。世界的な「工程間分業」の展開は多国籍企業の利潤の国際依存度を高めると同時に、資本輸出国における「産業の空洞化」を招くことになる。かくて多国籍企

業の利潤率と国内における労働者への分配率（賃金率）は逆比例して動くようになる（国内の所得格差の拡大）。

今回の世界恐慌の特徴は、世界市場に向けて需要を創出していたアメリカ（ヨーロッパ）経済が不動産価格の下落により限界を迎え、世界市場向けに編成されてきた供給構造の「過剰」が表面化してきたことである。また大投資銀行を破綻処理するという政策が金融機関相互の信用関係を「凍結」させ、世界的な「貨幣飢饉」（支払い手段としての貨幣需要の殺到）を招いたため、＜世界的需要の消滅→在庫の圧縮→生産の大幅な調整＞が進行した。これは29年大恐慌期における＜緩やかな生産調整による不況の進行→時間をかけた供給過剰の整理＞という現実資本面の推移とは異なった展開といえる。だが世界的金融危機の「急性的」性格が沈静化を見せているため、今後は独占段階特有の現実資本の価値破壊が進行していくと思われる。

2. 貨幣資本の「過剰」

個別企業の資本循環（ $G \cdots G$ ）から、①企業の利益・減価償却費、②賃金のうち消費以外の貯蓄に向けられる貨幣が一時的に排出される。社会総資本次元で投資機会がある限り、これらの貨幣は国内産業に投資されるか、あるいは海外の産業へ投資（資本輸出）されていき、価値増殖をする。経済成長（拡大再生産）を前提とする限り、企業は内部資金を上回る投資を行うので、企業は資金不足部門となり、不足資金を家計が供給するというのが資金循環の一般的パターンとなる。

しかしグローバルな規模で投資機会が不足してくれば（過剰貨幣資本）、企業部門全体としてキャッシュ・フロー（純利益＋減価償却費－設備投資）が余剰となり、現実資本に転化されない貨幣資本は金融市場で運動せざるを得ない。日本では企業部門の資金余剰は1998年頃から見られるようになるが、世界の大企業（上場企業）の資金余剰も2000年以降に急激に増

加している。これらの資金は企業により運用されるため、支配的利子率より高い収益を求めて運動する傾向がある。

他方、家計の貯蓄は多様な金融資産に運用されていくが、最近では預金比率が減少し、年金基金・投資信託などの比率が上昇している。つまり家計の貯蓄はそうした金融仲介機関を媒介してリスクな金融資産（株式、ヘッジ・ファンドなど）に流入している。これは第一に企業部門のキャッシュ・フローの余剰という貨幣資本の実質的な需給関係を表現する利子率の低下、第二に日銀の「ゼロ金利政策」にみられる政策的な金利引下げの実施により、本来であれば安全資産（預金）に留まるはずの貯蓄がよりリスクな金融資産に向かっているからである。

したがってサブプライムローンを証券化した高リスクのノン・エージェンシーMBSがアメリカ国内だけでなく、ヨーロッパの商業銀行・機関投資家・ヘッジファンドにより購入されていった背景として、証券化を推進した投資銀行・大手商銀の利害だけでなく、国際金融市場における貨幣資本の過剰という事態を考慮しなければならないであろう。さらにアメリカの大手商業銀行・投資銀行が証券化ビジネス（金融の証券化）を積極化していったのは、大企業の資金需要の停滞による資金仲介サービスの地位低下という事情があったとすれば、今回の国際金融危機は世界的な貨幣資本の過剰という同一の根源からもたらされたといえるだろう。

国際金融危機の発端をなしたのが基軸通貨国・アメリカであったため、外貨準備の制約を受ける非基軸通貨国の金融危機対応とは異なり、中央銀行・政府の金融危機への対応はかなり思い切った形で展開され、国際的な中央銀行間協力（金利引き下げ、ドル資金の供給）も大規模に実施されてきた。こうした金融危機対応は1930年代の金本位制下ではとりえなかったものであり、現代資本主義経済において初めてとりえた対応と言えるだろう。しかしアメリカの金融危機対策は財政赤字の拡大（住宅市場への公信用の介入など）と同時に、ゼロ金利による民間資本流入の減少→ドル為

替相場の低落を誘因する両刃の剣となる。また民間資本流入（高利回り MBS・CDO の購入）の減少を相殺するのは公的当局のドル準備保有（財務省証券）の増加であるが、その保有主体がアメリカの「管理下」にある諸国（日本など）から中国・ロシアなどに移行するにつれて、外貨準備をドル以外のより有利な資産（他通貨、金）に転換する動きが広まることになる。

<参照文献>

- ・拙著『株式恐慌とアメリカ証券市場－両大戦間期の「バブル」の発生と崩壊－』（北海道大学図書刊行会、1998年）
- ・拙著『アメリカ銀行恐慌と預金者保護政策－1930年代における商業銀行の再編－』（北海道大学出版会、2009年）
- ・高田太久吉『金融恐慌を読み解く』（新日本出版社、2009年10月）
- ・小林正宏・安田裕美子『サブプライム問題とアメリカの住宅金融市場』（住宅新報社、2008年10月）
- ・武藤敏郎・大和総研編『米国発金融再編の衝撃』（日本経済新聞出版社、2009年4月）
- ・片岡 尹「サブプライム危機とドル本位制」（『経営研究』60-2, 2009年7月）
- ・村岡俊三「マルクスの「世界市場と恐慌」によせて」（『経済』2009.10）
- ・篠原二三夫「米住宅市場 薄氷の回復」（『エコノミスト』2009.9.8）
- ・勝藤史郎「上昇に転じるのは2011年－増え続ける延滞・差し押さえ－」（同上書）
- ・李立栄「バランスシートの重荷となる住宅・商業用不動産向け融資」（同上書）
- ・北井義久「先送りされている不良債権処理」（『エコノミスト』2009.9.15）
- ・FRB, Flow of Funds Accounts of the United States
- ・IMF, Global Financial Stability Report-Navigating the Financial Challenges Ahead, October 2009/10

「金融の変化と金融規制の変化：金融監督と金融政策」

小林・坂本報告に対するコメント

神奈川大学 数阪孝志

はじめにお断りしておきますが、今回の3名の報告のうち、太田端希子氏による

「欧州金融監督」に関しては、扱っておられる事柄がヨーロッパの、しかも現在進行形の具体的な金融改革に関することですので、コメンテーターたる私の守備範囲をはるかに越えております。したがって、もっぱら小林真之氏・坂本正氏の2報告に限定したコメント、質問となります。

小林・坂本報告の共通点

まず、第一に、小林・坂本報告の共通点ですが、1930年代アメリカの金融危機とその克服過程を現在と対比させる歴史比較手法を採用されていることが特徴となります。さらに、現在の金融危機のポイントを証券化市場におき、その核に「公信用」あるいは<国家=政府>の役割をみている、という点が重要です。

小林報告の特徴点

その上で、小林報告の特徴をみれば、第一に目に付くのが、現在の金融危機を「信用恐慌」と明記しておられる点です。

ただし、事前配布の報告要旨2~4ページの記述で、現在において何をもって信用恐慌というのか不明確に思われます。

1930年代においては、銀行資産の劣化、債券価格の低下に基づく8,000行を超える銀行破産が指摘されていますが、現在の金融危機はどこが信用恐慌と呼ぶに足るのか、わかりません。

「住宅価格の下落・証券市場における証券化商品（民間MBS、CDOなど）の価格下落として最初に現れてきた」（5ページ）ことに現在の金融危機の特徴をみておられますが、まさかそれが「信用恐慌」の姿なのでしょう。

小林報告では現在の金融危機を、「急性的な金融危機」と「構造的」な金融危機の2面からとらえておられます（5ページ）。

信用恐慌と呼ぶにふさわしい事態がこのうち前者であるならば、大型金融破綻、世界的な金融収縮を信用恐慌ととらえていることになるでしょう。

たしかに2008年9月のリーマン・ショックは大きな影響を金融市場に与えまし

たが、リーマンはあくまで「投資銀行」、商業銀行の動向を中心に話しを組み立てた1930年代と直接的な対比はできません。

リーマンのような象徴的な金融機関の経営破綻を意味するのではなく、商業銀行の大量に起こる経営破綻が指標というのであれば、たしかに2009年はアメリカで100行を超える銀行破綻が生じておりますが、そのことについては触れられていません（あるいは問題とされていません）。

預金保険（FDIC）等の仕組みが整備されていることから、銀行破綻は1930年代と同じように起こらないことは自明のこととしても、たとえば1980年代末から90年代初にかけて年間200行を超える銀行破綻が生じた時代を、ではどのように位置づけられるのか、2時点比較の手法は、現在の特徴を際立たせるという意味では有効ですが、連続性という面、あるいは繰り返し発現する危機の様相という面から言えば、坂本報告では、S&L問題が現代的な金融危機、証券化のスタートとして位置づけられている点と、相違点として浮かび上がってきます。

次に、小林報告では現代における「公信用」の役割を重視しておられるが、ではその「公信用」とは何を指すのか、この点についても説明を求めたく思います。

証券化市場における政府系機関（ファニメ、フレディーマック）の役割に止まらず、「銀行間取引の公的保証」（5ページ）、銀行への公的資金による資本注入まで含めて話しが組み立てられていれるように見えます。

このように非常に広範囲にとった「公信用」が現代の金融危機を乗り切るための方策として講じられているというように読めますが、それでは全体テーマである「金融監督」「金融政策」の独自の意味を問うということが出てこないのではないかと考えるからです。

坂本報告の特徴点

次に、坂本報告の14ページ「3. 証券化市場での破綻は、証券化によるリスクの分散の連鎖が逆に銀行へのリスクの集中へと逆流し、金融機関の経営危機をひきおこすことになった。その結果、アメリカでは事実上大手の投資銀行が消滅し…」と

いう部分ですが、「その結果」という因果関係がどのように成立しているのか、これも説明を求めたいところです。

私は、アメリカの今次の金融危機について、商業銀行の話なのか、投資銀行の話なのか、あるいは両者にまたがる広範囲な業務領域を抱える統合的金融機関の話なのか、起点をどこに置くかという、現在における金融機関のポジショニングに関する問題として理解することが重要だと考えています。坂本報告では、商業銀行で生み出されたリスクが証券化の手法を通じて投資銀行において爆発した、という構図を描いているということになるのでしょうか。

リーマン・ショック後の金融機関の再編プロセスにおける一つの重要な焦点は、何故アメリカの投資銀行は事実上姿を消すことになったのか、という点ではないのでしょうか。1930年代に分離規制を敷かれた金融体制が短時間に急激な変化を遂げたことはたしかに大きい意味を持ちます。

しかし、今回、業務としての投資銀行業務に問題があったのか、それともたまたま投資銀行業務を担っていた大手金融機関の個別経営管理上の問題が重なって出てきただけということなのか、証券化市場を現在の金融危機の核として理解するならば、この点を見過ごすわけにはいかないと考えていますが、この点をどのように考えられるのでしょうか。

証券化市場においてアンバンドリングした証券化プロセスを各々担当金融機関が個別に担うことによってリスク管理が事実上できなかったこと、ここに危機発現の起源があるのであれば、それは現在における（証券化プロセス等）金融業務と対応する金融機関との齟齬（ズレ）に問題の根があることになるのではないのでしょうか。

シティグループなど商業銀行、投資銀行、保険業務にまたがる統合的金融機関の登場は、たしかに1930年代に導入された金融体制を打ち破るものとして重要な転換点を示すものでしたが、ほぼ同時に証券化市場の発達によってその統合的金融機関もリスク管理の及ばない金融取引によって金融危機の起点とならざるを得ない立場に追い込まれた、と私は理解していますが、この統合的金融機関が登場したことの意味や役割をどのようにお考えでしょうか。

サブプライム問題という名称からわかるように、アメリカの住宅市場における劣位条件ローンの証券化問題が根にあるとは言いながら、証券化そのものはカーズ（カードローン債権・自動車ローン債権の証券化）という形ですでに歴史を有しており、優位条件の住宅ローンにおいては（債務不履行）問題は見いだせず、証券化プロセスそのものには金融危機の起点となる要因を見出すことはできません。

問題は、二重、三重の証券化によるリスクの不透明化と、その証券化プロセスに携わった各金融機関（投資銀行、格付機関、モノライン保険等）がリスクを「管理」できたと錯覚したことにあるとすれば、証券化プロセスそのものが持つ「リスク管理能力」の限界がどのようなものであるのか、とくに報告要旨中にも用語として出てくるCDSが今回は大きな影響を持っていると考えますが、その具体的なプロセスにポイントがあるのではないのでしょうか。

さて、小林・坂本報告に共通するのは、リスクという話しの中でも、システミック・リスクについてまったく触れられていない点です。

本年（2009年）発表されたオバマ政権の「金融規制改革案」（3月のフレームワーク、6月のホワイトペーパー）において、システミック・リスク規制が1番目の柱に据えられています。そこで、第一義的な規制監督機関としてFRBを位置づけるという案が出てくるわけです。今回の全体テーマである「金融監督と金融政策」という点でいえば、中央銀行が金融政策主体であるだけでなく、金融監督主体ともなるという二重性を期待されているというのは、中央銀行論というフレームワークからすれば、重要な「拡張」を意味するものでしょうか。この点のご見解をお聞きしたいと考えます。

また、もう一点、「金融監督と金融政策」というテーマで、なぜかしらブルーデンス政策という話しが出てきません。ブルーデンス政策は、いわば金融危機対応の政策パッケージですから、自己資本充実やリスク管理など各側面が問題とされていれば、なにもそのような「俗語」を使う必要はないということなのでしょう。しかし、信用理論の立場で、今次の金融危機を考え、対外的に発信するならば、すで

に中央銀行で重視されている政策スタンスを考える視角にどのように向き合うのか、はっきりさせる必要がありませんか。

質問への回答

<コメンテーターへの回答>

[数阪孝志氏への回答]

1. 信用恐慌概念について

現代の信用恐慌は金融システムの中心に位置する金融機関が資産の不良化による流動性悪化→信用不安の他大金融機関への連鎖・波及（伝染効果）として現れる。しかし大金融機関の破綻を放置すれば、それは金融システム危機、ひいては資本主義の統治体制の危機に直結するため、政府は大金融機関を救済するために公的資金を注入し、危機の根源である不良資産を処理することになる（“Too Big To Fail”政策）。今回の世界金融危機の特徴はリーマン・ブラザーズの破綻を許容したことにより、世界的規模での信用不安の連鎖拡大（カウンターパーティ・リスク）→金融危機にまで発展したことであろう（「急性的」性格）。つまりリーマン・ショックは公信用が介在しない場合に信用恐慌のとり赤裸々な姿を、不完全な形であるものの、我々の眼前に示したことになる。だが「急性的な」金融危機は各国政府によってとられた信用秩序維持政策により「沈静化」し、現在中央銀行・政府による不良資産の処理が進行している段階といえる（「構造的」金融危機）。したがって大金融機関の破綻として表面化する場合だけでなく（例外的なケース）、公信用を背景にして大金融機関の不良資産の処理が行われ、「破綻」が隠蔽される場合（現代の一般的なケース）においても信用恐慌という概念が使用されて良いであろう。

2. 1930年代と現代の比較考察の意味について

今回の金融危機の特徴は銀行と証券の境界領域で発生したことである。住宅投資の過剰は住宅価格の下落を招き、住宅ローンの借り換えに依存していた住宅所有者の債務不履行の増加をもたらしている。そのことはバランス・シートに住宅ローン

を計上している商業銀行にとり不良債権の増加として、投資証券として保有している機関投資家にとり MBS 価格の下落として現れてくる。また「金融の証券化」ビジネスに携わっていた投資銀行および大手商業銀行は証券化の「原材料」として保有していた住宅ローンまた「シャドウ・バンキング」で大量に保有していた MBS・CDO のため、巨額の損失を負うことになった。このように金融危機は投資銀行の破綻として最初に現れたとはいえ、根源にあるのは商業銀行貸付の不良化であることを銘記すべきであろう。

銀行集中度が低水準であった 1930 年代においては、商銀のバランス・シートは所在地の実物経済の状況に依存しており、マネーセンターバンクとしてのニューヨーク大銀行は不動産ローンと余り関わりを有していなかった。しかし州際業務規制の緩和により銀行集中が進んでいる現代では、商業銀行の資産状況は規模にかかわらず同質化傾向にある。商銀資産の 3/4 は消費者に関連した信用（住宅信用・消費者信用）となっており、失業率の上昇→消費者の支払不能は商銀の不良資産の増加→銀行破綻数の増加をもたらしている。上位大金融機関にかんしては公的資金がすでに投入されているものの、高水準の失業率が長期間継続するようであれば、銀行破綻処理費用の増加は連邦預金保険公社の「保険基金」の枯渇を招き、公的資金の注入（公信用）にまで至る可能性がある。

アメリカでは 1980 年代後半～90 年代初に大量の銀行破産が生じていたが、このなかにはオープンバンク・アシスタンス方式で救済された大銀行（例えばシカゴのコンチネンタル・イリノイ銀行）があり、政策当局者は金融システム危機を未然に防止する政策を採用している。これも他の大銀行への連鎖倒産に発展する可能性を有していたという意味で、信用恐慌といえるだろう。

3. 公信用と金融監督について

銀行業務と証券業務の垣根が撤廃されたにもかかわらず、旧態依然の金融監督行政（FRB 対 SEC）は政府の金融危機対応の遅れをもたらしたことは事実と言える。その意味で中央銀行を中心とした金融監督行政の一元化は金融危機への対応としてより望ましいと言える。だが中央銀行は一般的な金融政策の主体としてだけでなく、

金融危機対応のための「特融」（公信用）の主体として活動するには限界がある。中央銀行は特融を無限に実施することは不可能であり、政府保証あるいは政府からの公的資金の投入がなければ、公信用の担い手として十分に活動できない。金融システムの中心にある金融機関に対し“Too Big To Fail”政策を追求する限り、金融システムの維持は政府（議会）による公的資金投入の判断に委ねられていると言える。

4. システム・リスクと金融規制について

ご指摘の通り、本報告では金融規制・金融監督に関する政策的論及が少ないのは事実であるが、それは直接的には今回の金融危機の背景および金融危機対策に論点を絞ったからといえる。さらに言えば、新たな金融規制によりはたして資本主義経済の「不安定性」を解消することが可能かという疑問があるからである。これまでアメリカで行われてきた“Too Big To Fail”政策→公的資金の投入の歴史を振り返れば、金融危機対応策は金融機関に対する事前的な金融規制にとどまらず、アメリカ型企業の在り方（株主資本主義）にまで踏み込む必要があろう。

報告者に対する質問

米田 貢（中央大学）

今大会のテーマに関してのコメンテーターの問題関心は、(1) 今回の世界金融危機の性格とそれを規定した現代における金融の変化、(2) 上記の性格と関連した今回の金融危機管理政策の特徴とその妥当性、(3) 今回の世界金融危機を招来した世界的な金融の自由化・規制緩和政策の見直しの方向性である。この問題関心に即して、3人の報告者に対して、以下の諸点について、改めてご意見を伺いたい。

(1) に関連しての質問

【小林氏、坂本氏に対して】

・今回の金融危機は証券化商品市場という新たな舞台で発生したが、証券化商品

(市場)の何が中心の問題であったと考えるのか?小林氏の場合、今回の危機は、証券化が、本来貸付を行うべきではなかった借り手に対するハイリスクな貸付債権を原資産にしたことが問題であったとされているのに対して、坂本氏の場合、リスク分散、リスク転嫁をめざす証券化商品市場が自己膨張しう点、すなわち過大な擬制資本が供給されざるをえない構造をもっている点を強調されているように読んだが、そのような理解で良いか。私自身は、後者の立場に立つが、その場合でも銀行信用における信用創造と証券化商品市場における信用膨張とは異質なものであると考えている。

- ・そのうえで、これまで貸付リスクを社会的に担ってきた商業銀行が貸付リスクをとろうとしなくなったアメリカの金融モデル、資産のオフバランス化や手数料収入依存の経営がもてはやされる金融モデル自体が、資本主義のあり方として不健全であることが批判されるべきではないか?

【太田氏に対して】

- ・ヨーロッパの多くの金融機関が、アメリカ金融システム挙げての壮大な金融投機にもの見事に引きずり込まれたのはなぜだと考えられるか?

(2)に関連しての質問

【小林氏、坂本氏に対して】

- ・小林氏は、今回の世界金融危機の同時性と激烈さの原因は、リーマンショックに示されたアメリカ金融危機管理政策の失敗に求められているようであるが、直接の引き金がどうであったかよりも、証券化商品市場それ自体の自己膨張システムに問題の根源を見るべきではないのか?坂本氏は「証券化の特質は市場間をつなぐ連携機能を持つことにある」とされているが、これが、今回の世界金融危機の同時性、急激な波及の原因とみなされているのか?

【太田氏に対して】

- ・EU各国は、金融危機管理においてアメリカに比べていち早く公的資金投入に基

づく TBTF 体制、国有化に踏み切ったように見える。それを、統一的な対応がなされなかったという側面からもっぱら弱点として論じられているが、各国が金融危機管理を独自の判断で自主的に行いえたがゆえに機敏な対応がなされたという面もあるのでは？

(3) に関連しての質問

【3氏にたいして】

- ・行き過ぎた証券化を未然に防止するには、今回の金融危機管理に際して水膨れした CDO や MBS をきちんと処理しておくことが必要と考えるが、それについてどのようにお考えか？現状では不良債権処理の先送りが意図されているように見えるが、それでは、同じ事態が繰り返されるのではないか？
- ・行き過ぎた証券化を防ぐ手段として、証券化の対象を限定すべきと坂本氏は主張されているが、これに加えて、投資機関の証券化商品市場への参入についても何らかの規制が行われるべきではないのか？

[米田貢氏への回答]

1. 世界金融危機と現代金融の変化について

今回の世界金融危機は直接的にはアメリカの住宅価格の下落により MBS・CDO (サブプライムローンの証券化) に投資 (保有) していたアメリカ・ヨーロッパの大金融機関に巨額の損失を発生させたことによりもたらされた。アメリカ政策当局者が “Too Big To Fail” 政策を追求していたならば、そうした不良資産はより「穏和」な形で処理されたと思われるが、リーマンの破綻処理は世界的規模での「急性」な金融危機にまで発展させたといえる。ここで問題となるのは消費者の将来所得というキャッシュ・フローを根拠とした「貸付の証券化」の評価である。企業利潤を基礎にした証券 (株式・社債) とは異なり、住宅信用の証券化はアメリカでは歴史的に「公的保証」のもとで行われることにより、その証券 (MBS) は機関投資家の投資対象となってきた。そうした歴史的経緯からすればサブプライムローン

の証券化そのことが「異例」といえる性格のものであり、過剰貨幣資本下の金融市場のもと、投資銀行（供給主体）と機関投資家・ヘッジファンド（需要主体）の利益追求が生み出した所産といえるだろう。これまで「住宅価格神話」のもと「公的保証」による損失が余り顕在化しなかったが、失業率の上昇につれてサブプライムローンの延滞率はもちろん、プライムローンのそれも上昇しており、政府系住宅金融会社の経営困難→政府の公的資金の投入が現実化している。そして自己資本比率規制の実施が1980年代以降に「金融の証券化」（資産のオフバランス化）が進展し、商銀の非金利収入依存の経営がなされた背景にあったと思われる。

2. 金融危機管理政策の特徴と妥当性について

現代の投資銀行は大手商銀からの借入・CPの発行・デリバティブ取引のカウンターパーティとして金融市場において多様な信用関係を締結している。また投資銀行が保有する証券が市場に投げ売りされる事態となれば、商銀の資産価値に大きな損失が生じてくる。つまり投資銀行の破綻は商銀への連鎖波及を媒介して金融システム危機に発展することになる。その意味でアメリカの政策当局者のとった政策は金融市場の複雑な信用連鎖関係を軽視していたということができる。

3. 世界的な金融自由化・規制緩和政策の見直しの方向性について

規制緩和政策のもとでの金融機関の「自由な」利潤追求が金融機関の経営危機→公的資金の投入をもたらしたとすれば、今後は金融規制の方向に向かうことになる。だが「過剰貨幣資本」という火種が残っている状況の下で、どのぐらい厳格な規制を実施することが出来るかは不明である。

<一般討論における質問への回答>

1. 資本の過剰について

[都野尚典氏]

現実資本の「過剰」と貨幣資本の「過剰」はどのような関係になるのでしょうか。それは論理的に異なる位置関係であるという説明になるのでしょうか？

<回答>

現実資本の蓄積を媒介するのは貨幣資本（信用）であるので、一般的な景気変動において過剰現実資本の価値破壊は同時に過剰貨幣資本の価値破壊をとまなうことになる。しかし独占大企業の銀行離れが進むようになれば、銀行の信用関係は中小企業・消費者との関係が中心となるため、大企業の利潤率上昇（過剰現実資本の価値破壊）と銀行の不良債権処理（貨幣資本の過剰）に乖離が生ずるようになる。

[飯田裕康氏]

過剰資本について、何に対して過剰であるのかを考えることは重要でしょう。とくに現代の貨幣資本の過剰を何を基準として判断されるのでしょうか。新卒の金融規制によって過剰の解消は可能でしょうか？

<回答>

過剰資本という場合、現実資本と貨幣資本の2側面を見る必要がある。貨幣資本の過剰については利潤率の関係で実物資産に投下され得ない貨幣資本として捉えられるが、投資は国内領域だけでなく、国際的領域をふくめた世界市場レベルの過剰として把握する必要がある。従来「過剰」の概念が1国レベルで捉えられてきたのではないだろうか。また貯蓄は企業・家計の2セクターによって供給されるが、「過剰」貨幣資本という場合に重要となるのは企業レベルの「過剰」であり、それはフリーキャッシュフロー（純利益+減価償却費-設備投資）によって表示されるだろう。

[吉田 暁氏]

貴兄は資本循環の中で一時的に排出される貨幣が投資機会を見出せない状況（現実資本に転化されない貨幣資本）をとらえている。ここには信用（単なる与信ではない信用創造）の問題は全く登場しないが、そういう理解でよいのか？

また今回の問題は「証券化」と密接に関連していることを強調される。そのことに異論はないが、「証券化」の中で信用創造がどういう形をとったかが問題と思うが、その点はどう考えるか？

<回答>

過剰貨幣資本がとる金融資産の形態には、「既存」貨幣として金融仲介機関（年金基金・投信・保険・ヘッジファンドなど）に流入するケースと、商業銀行（預金）に流入し、「新規」貨幣創造の準備として機能するケースの2つに分けられる。商業銀行は「証券化」の過程で投資銀行・ヘッジファンド・「シャドウ・バンキング」と信用関係を形成するため、「証券化」の限界は投資銀行だけでなく、金融システムの中心に位置する大手商業銀行の経営危機に連鎖していったと考えられる。

2. 公信用について

[斉藤美彦氏]

金融業務（特に住宅信用）のアンバンドリング化が流布される背景には、市場に深く埋め込まれている公信用の存在があることを忘れてはならないとありますが、これは普遍的（現代において）とみなしてよいのでしょうか？例えばイギリスにおいても住宅金融業務のアンバンドリング化がアメリカほどでないにしても、急速に進展しましたが、そこには公的關係はありませんでした。このことはどのように捉えたらよいのでしょうか？

<回答>

イギリスの住宅信用および「金融の証券化」の実態についての知識がないため確たる回答ができませんが、アメリカ（公的保証）およびドイツ（金融債＝カバードボンド）において住宅信用は純粹の消費者の信用だけで「証券化」されていないと思われる。金融業務のアンバンドリング化に関しては、自己資本比率規制との関係が重要と思われる。

[清水正昭氏]

モーゲージ流通市場の形成において「公信用」が深く関わったということと、その基礎上で「住宅バブル」が発生したということは区別すべきだが、そのうえで「公信用」はバブル発生にどのように関わったと考えるか？

<回答>

政府系住宅金融機関（ファニーメイ・フレディマック）は基本的にプライムローンの「公的保証」を中心的業務としていたが、バブル末期にはオルト A などのサブプライムローンの「保証」業務を増加させていたといわれるので、その限りでは住宅バブルと公信用は関わりがあったといえるだろう。

[原田善教氏]

(1) 戦後資本主義の金融面の特徴は中央銀行の金融市場の組み込み・内在化＝国債価格支持政策でしたが、今回の危機では政府（国家）が公的資金の注入によって金融機関を国有化し金融システムの安定化することになっています。その意味では国家信用の金融市場の組み込み・内在化というのが特徴だと思われます。この両者の質的相違をどのように考えるべきでしょうか？

(2) 「公的信用」の供給が過剰貨幣資本の累積・温存し、それがバブル循環を生み出しているという考え方について（金融主導の蓄積体制）どのように考えるか？この考え方が正しいとすれば、どのようなモメントによってこうした循環が終わると考えますか？

<回答>

(1) 国家信用と市場との関わりでいえば、今回は資本主義的所有関係にまで踏み込んでいるという点において、金融市場に内在化した中央銀行政策とは次元を異にしていると考える。

(2) 「公信用」の供給が過剰貨幣資本の「温存」に大きな役割を果たしているのは事実としても、現実資本（利潤率）の動向を抜きにした論理化（金融主導の蓄積体制）は資本主義の運動を捉えるには不十分と考える。

3. 金融規制・金融監督について

[岩田健治氏]

(1) 金融監督について「国家」のどの組織が行うのが本来の姿なのか？

(2) 流動性問題と支払い不能問題の本質はどこにあり、両者が一体となって顕在化した今回の危機の様なケースで適切な対応策はいかなるものでしょうか？

(3) 国境を越える活動により利潤の多くをかせいでいる大銀行への資本注入の際

の税負担の問題はどのような原則で対応すべきでしょうか？

<回答>

金融危機は常に「流動性」不足として現れるという意味では、これに対応できる「政府」機関は中央銀行以外にはないであろう。だが当該銀行の流動性不足が「支払い不能＝自己資本不足」問題に起因するとすれば、中央銀行は過渡的措置として流動性を供給できるにしても、根本的に対応できるのは公的資金を供給できる政府＝財務省（議会）ということになるだろう。

[建部正義氏]

(1) 1930年代の危機は銀行業と証券業の分離を定めたグラス・ステーガル法を生み出した。今回の危機にあたっては、金融機関に対して銀行業と証券業の分離を含めてどのような根本的規制が必要と考えられますか？

(2) 大局的に見れば、アメリカはITバブルの崩壊を住宅バブルの発生によって切り抜けました。はたして今回の政府・中央銀行による金融危機対策は、ITバブル、住宅バブルにつづく第3のバブルを発生させる可能性を秘めているのか？

[原田善教氏]

1930年代の規制にもとづく金融システムを自由化してきた結果がリーマン・ショックだと捉えると、次にどのような金融規制を行うべきと考えますか？

<回答>

“Too Big To Fail”政策が公的資金の投入を余儀なくさせてきたとすれば、大金融機関のリスク・テイクを事前に抑制する規制を実施する必要があるだろう。とはいえ資本主義経済の不安定性が解決されない限り、その矛盾は金融面のいずれかに反映されざるをえないと考える。

4. 住宅バブルの国際的側面について

[居城 弘氏]

(1) 現代の信用制度は最終実現領域（周辺領域）での需要・信用供給に中心的役割が移行していると考えていいのか？

(2) 現実資本の蓄積運動の中心(多国籍企業・巨大企業)は現代の信用制度、金融システムに対してどのように位置づけるべきか?(自己金融で自立化、商品の販路・実現のレベルでのみ関わりをもっているのか?)

<回答>

主要先進諸国の商業銀行資産は中小企業・消費者への信用に大きく依存しており、とりわけアメリカでは商業銀行資産の3/4は消費者関連信用(住宅・消費者信用)によって占められている。多国籍企業の利潤は発展途上国を中心にグローバルな展開に基礎づけられており、国内的な投資・雇用に寄与する割合が減少しつつある。しかし多国籍企業の生産した商品の販売先は直接に先進国(米国)に、あるいは途上国間貿易(工程間分業)を経由して最終的に先進国(米国)に求められていく。住宅バブルの崩壊はそうした多国籍企業のグローバルな資本蓄積構造が限界に達したことを意味する。また大手商業銀行の経営危機は国際・国内的決済を大手商業銀行に依存している多国籍企業にとっての危機でもある。

[片岡 尹氏]

(1) リーマン破綻ともなう金融危機と世界的規模での金融危機を区別する必要があると判断される根拠あるいは論理を説明ください。私には両者が結びついていることが今回の危機の特徴と考えています。

(2) この危機は米国の経常収支赤字と無関係に生じたと言うことになりましたが、そうでしょうか?

<回答>

今回の金融危機を「急性的」・「構造的」に2分類したのは金融機関の保有する不良資産の処理形態に着目したからであり、リーマン破綻と世界的金融危機は密接な相互関係があると考えている。欧州金融機関によるMBS・CDOの購入によるアメリカへの資本流入がアメリカの過剰消費を反映した貿易収支の大幅赤字を補填していたことを考えれば、今後の注目点は米国経常収支赤字を埋める資本収支および為替相場の動向と言うことになろう。

[平岡賢司氏]

報告では1930年代のアメリカ信用恐慌の国内的性格を強調されていますが、国際的関連についてどのように考えればよいのか。

(1) 再建金本位制は1931年9月21日のイギリス金本位制停止によって実質的に崩壊していますが、兌換停止→ポンドの切り下げ等の影響はドル減価の懸念発生に結びついていったのではないかと

(2) ラテン・アメリカ、ヨーロッパ向けの証券をアメリカの投資銀行が大量に引き受け、アメリカの金融機関・投資家が購入した。これらの証券の債務不履行率は高くなっており、国際金融恐慌の重要な環をなしていったと考えられないでしょうか。

<回答>

1920年代にアメリカが大量に引き受けた外債の債務不履行率がきわめて高く、このことはアメリカ商業銀行の破綻の重要な原因をなしただけでなく、国際金融恐慌の「重要な環」をなしたという指摘には同感です。またイギリスのポンドの兌換停止→ポンド切り下げはアメリカのドル政策に影響を与えたことは事実としても、ポンド切り下げがドル切り下げへ連動していった媒介項は何であったかを指し示すことが重要であると考えます。

*その他、深町郁弥・毛利良一・前畑雪彦の諸先生からコメントを頂いた。感謝申し上げます。

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・非)

1. はじめに

今次の世界的な経済・金融危機を受け、金融監督協力体制の強化に向けた動きが世界レベルで進んでいる。欧州では加えて、域内の金融監督システム改革をめぐる議論が活発化している。EUの金融監督システムの問題は、EU域内の銀行による過度のリスク・テイクもさることながら、単一市場政策の下で金融市場の統合が進み、国境を越えて活動する金融機関の増加にも関わらず、金融監督の権限は加盟各国に残り、各国金融監督当局が個別に自国所在の金融機関を監督してきたことにある。クロスボーダー金融機関の監督にあたり、関係各国の監督当局間が十分に円滑に協力する枠組みが不在であったため、金融機関の経営に関する重大な情報の共有が遅れた。域内では、監督機能を中央銀行に備える国と財務省や金融庁に備える国とが混在し、また、EUの規則（EUレベルで立法された法律がEU加盟国で直接適用される）や指令（EUレベルで目的は既定するがその実施方法はEU構成各国に委ねられており立法も国毎に行う）による共通の規制も、各国監督当局による異なる解釈・運用実施等の結果として、一貫性のない監督実施となっている。欧州銀行監督当局（CEBS）等のランファ

ルシー・プロセスの第3階層委員会¹はEUレベルでの金融監督に関するシステムとして機能してきたが、今次の危機で示されたその機能の限界を露呈した。

次なる危機への対策としてはより強力な監督強化の枠組み整備が必須であることは衆目の一致するところであり、そこで、欧州委員会に対して金融監督に的確な構造を提言するために「金融監督に関するハイレベル・グループ（通称：ドラロジュール・グループ）」が設置され、欧州システミック・リスク評議会（ESRC: European Systemic Risk Council）と欧州金融監督制度（ESFS: European System of Financial Supervisors）の創設を具体的に提案した。その提案を受け、6月の欧州理事会で合意された新しい金融監督枠組みと必要な法制の早期採択の要求に応じ、欧州委員会は新しい金融監督制度に関する法案を公表した。このEUの新金融監督システムは、加盟各国の国内政治・金融市場・監督当局等の事情に配慮した結果の実現可能な範囲で最大限の改革と捉えられるが、一方で、次なる危機の防止に十分な機能を備えているかについては疑念を挟まざるをえない。

以下では、上記の諸点について検証し、新金融監督システムの意義と限界について考証する。

2. ドラロジュール報告

2008年10月に、いかにEUの金融監督システムを改革していくべきかに関し、欧州委員会に対する提言をまとめるべく、「金融監督に関するハ

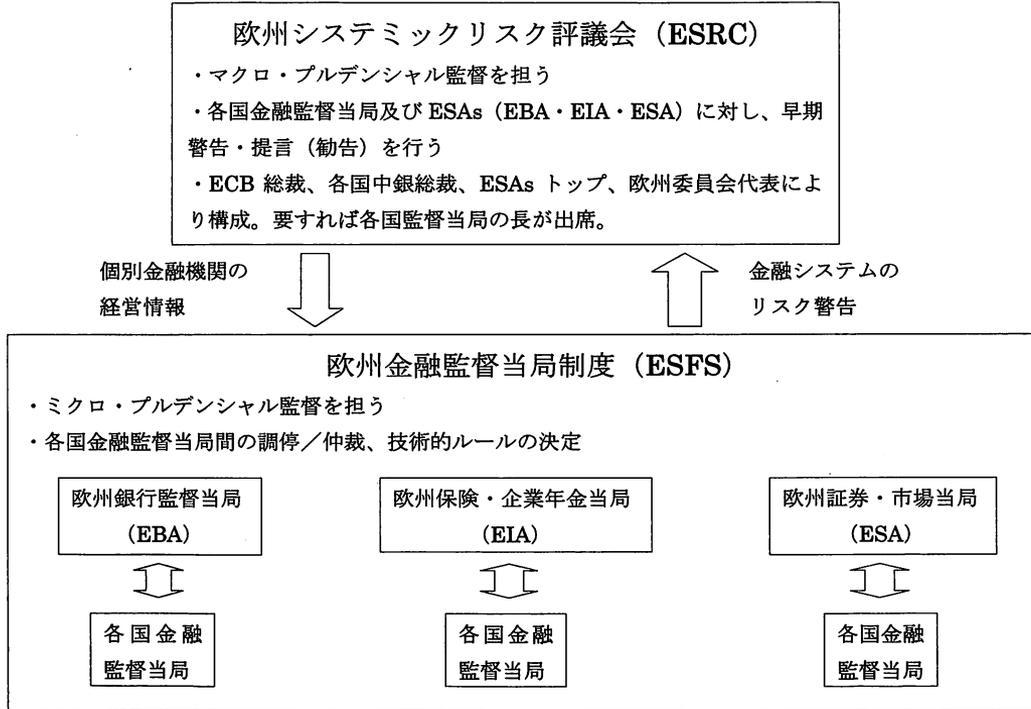
1 欧州証券市場の発展に対応する適切な規制のあり方やEU内の規制の収斂を確保するシナリオ等を検討するために「欧州証券市場の規制に関する賢人会議（通称：ランフェルシー委員会）」による報告書（2001年2月公表）は、EU機関の証券市場規制に関する決定への関与度合いによって4階層のアプローチをとることを提言した。翌2002年、欧州理事会および欧州議会によって承認された同提言は、2003年には銀行、保険分野へも拡大適用されることが決定された。

イレベル・グループ（通称：ドラロジュール・グループ）」がバローゾ欧州委員会委員長のイニシアチブで設置された。仏中銀総裁やIMF専務理事を歴任したドラロジュール氏を議長とする同グループは、「単一市場の現実に適し、クロスボーダー銀行による挑戦に対するために、金融監督当局が共に活動できる金融市場を確実にするための的確な構造を調査する」²ことを目的とし、金融機関の監視に最適な構造を分析し、欧州金融監督制度（ESFS）へつながる具体的なステップを提案することがその任務であった。

バローゾ欧州委員会委員長が、EU域内でのより統一的な金融監督システムの創設に意欲的な発言を繰り返していたこともあり、欧州委員会の今後の方針を左右する同報告は、今後のEU金融監督システムの進む方向性を示唆するという意味で、域内外の関係者の多大な注目を集めていた。2009年2月に発表された同報告では、政策と規制、監督、世界的な監督体制の3分野について31の勧告を行っているが、そのうち、金融監督体制の見直しに関して9提言が行われた。その注目点は(1)マクロ・プルデンシャル監督とミクロ・プルデンシャル監督の分割監督体制を提案、(2)マクロ・プルデンシャル監督に関し、欧州中央銀行（ECB）が中心的役割を果たすことを明確に支持した上で、欧州システムック・リスク評議会（ESRC）を提案、(3)ミクロ・プルデンシャル監督に関し、第3階層委員会を格上げして、3つの新当局（総称：ESAs（European Supervisory Authoritiesの略））創設（証券、銀行、保険・企業年金の各分野の監督任務を統合せず、分割したまま格上げ）し、欧州金融監督制度（ESFS）を整備することを提案、(4)2009～2010年を第一期、2011～2012年を第二期として、第二期終了までにESFSを完成させることを提案、という点であった。（図1を参照）

2 2008年10月8日、バローゾ欧州委員会委員長による欧州議会でのスピーチ（欧州委員会プレスリリース SPEECH/08/509）

図1 ドラロジェール報告の提案する新 EU 金融監督制度



(出所) ドラロジェール報告

これまでの議論では、マクロとミクロのプルデンシャル監督を併せて1つの組織が担うことが前提とされていたが、同報告により、この両分野を分けて新システムを考えるという方向性が決定された。前者に関して、ECBへの新たな主導的役割の付与に対する強い支持が表明されたことは、ECBが金融監督分野に乗り出すことを是認するものとして、興味深い。

しかし、同時に、ミクロ・プルデンシャル監督へのECBの関与は明確に否定された。その理由として、①ECBの基本マニフェスト（金融安定性）を侵害する恐れがある、②危機発生時には、財政支援の出し手である各国財務省等と協働することになり、その結果としての政治的圧力・介入は、ECBの独立性を脅かす、③ECBはユーロ中央銀行制度（Eurosystem）の金融政策を担うが、EUの全加盟国の金融政策に責任を持つわけではないため、EUに包括的・統合的監督システムが必要であるという問題を解決しない、④EU条約は、ECBへの保険分野の監督権限を認めていない、等を挙げている。

ミクロ・プルデンシャル監督において、第3階層委員会を格上げすることを明確に支持した意義も大きい。これまで何の強制的権限も保持しなかった第3階層委員会が新当局となり、各国監督当局の上位に位置する二層構造が示されたことにより、ESFSの青地図が描けたといえる。

D報告は、あくまで欧州委員会に対する「提案・提言」であり、最も推奨される選択肢を提示したに過ぎない。但し、欧州委員会でも、もともと、ECBや各国経済に関連する政策は経済・財務総局の所掌であり、金融機関に対する規制を含む金融サービスは域内市場・サービス総局の所掌である。異なる組織がそれぞれの分野における監督を担うべきというD報告の提案を拒否する理由はない³。

3 ドラロジェール・グループの事務局機能は欧州委員会の両総局から提供されたが、各々の総局がマクロ・プルデンシャル監督とミクロ・プルデンシャル監督に関する提案を分担してサポートした。

3. ドラロジェール報告への疑問

ドラロジェール報告は、同ハイレベル・グループが現在の欧州金融監督システムに対する入念な検証を行った上で提言を策定したことに疑念の余地は無いが、同時に、同報告は以下のいくつかの疑問を提起した。(1) ESRCの構成と有効性：各加盟国から何人が出席するのか。議長を務めるECB 総裁及び第3階層委員会の長以外に、もし各国代表者を含めることになると、かなりの大人数ともなりうるが、十分な意見交換・情報共有・意見の一致をいかに得るのか。いかなる強制的権限（各国当局を拘束するもの：binding power）が付与されるのか。(2) 第3階層委員会の格上げにより新設される3当局、すなわち欧州銀行監督当局（EBA: European Banking Authority）、欧州証券監督当局（ESA: European Securities Authority）、欧州保険監督当局（EIA: European Insurance Authority）は、「当局（Authority）」と表現されてはいるものの、その担う役割をみると、独立の当局としては、権限に制約があるため、EU 機関の区分上「専門機関（Agency）」にあたると思われる。実際に、どの程度の強制的権限が付与されるのか。(3) EBA、EIA、ESAの3当局間の確実な情報共有は不可欠と思われるが、この連携について枠組みが欠ける。(4) 4年での改革は、十分に迅速な対応か。(5) 提案は、次なる危機の予防（crisis prevention）に終始し、実際に危機が発生した際の対応枠組み、いわゆる危機管理（crisis management）についての新提案を欠く⁴。(6) 条約改正を行って、欧州中央銀行制度（ESCB: European System of Central Banks）におけるECBのような独立性を持たせる必要は本当はないのか。

これらの疑問に対する回答を、D報告は提供しない。

4 預金保険制度の整備と各国間協調の必要性は提言されている。

4. 欧州委員会「欧州金融監督パッケージ」と英国への配慮

2009年3月の経済・財務相会合、同20日の欧州理事会、4月の非公式財務相会合において、D報告のコア部分に対する支持は表明されたが、欧州委員会としては最初の反応は5月に「欧州金融監督パッケージ」としてコミュニケーションの形で公表された。その内容はD報告の提言にはほぼ沿ったものであった。欧州システミック・リスク評議会(ESRC)を欧州システミック・リスク理事会(ESRB: European Systemic Risk Board)と名称変更しての設立・役割・メンバー構成、ESFSの設立とその構成、欧州監督当局(3ESAs)が定義された。一方で、D報告にみられた疑問点に対する回答は用意されきらなかった。すなわち、(1)新当局間・ESRBとの間、及び各国監督当局との間の情報交換手段の確保、(2)各国監督当局や金融機関が懸念する情報の守秘を確保する手段(情報主義義務の規定)、(3)マクロ監督機関によるリスク警告が発された場合の、フォローアップの確実化、(4)危機発生時の危機管理、特に、関係国間のコスト負担の規定、といった諸点である。

とはいえ、ここで欧州委員会の具体的な方針が明らかになったわけだが、それをどこまで実現できるのかは各加盟国の立場が如実に反映される欧州理事会次第であった。欧州理事会は、各国政府の意向が直接的に反映されるため、改革に対する各加盟国の賛成・反対の姿勢はここで明らかになる。その始まりが6月の欧州理事会であった。

各国国内政治を反映することでは欧州議会も同様である。しかし、欧州議会はEU域内における金融監督体制の強化を、過去何年にもわたり一貫して主張し続けてきた。欧州議会の経済・金融委員会は、ESFSの創設やECBへの金融監督権限付与の是非に関するペーパーを継続して発表している。加盟国内の一般世論も金融規制強化へ傾いている現在、議会選挙を

経た後の欧州議会は強力な金融監督システムの構築に向けて欧州委員会へ圧力を強めるだろうとの理解が共有されていたため、欧州委員会は欧州議会と欧州理事会の出方がある程度計算に入れ、実際に意図するよりも意欲的な提案をしたと考えるのが適当だろう。

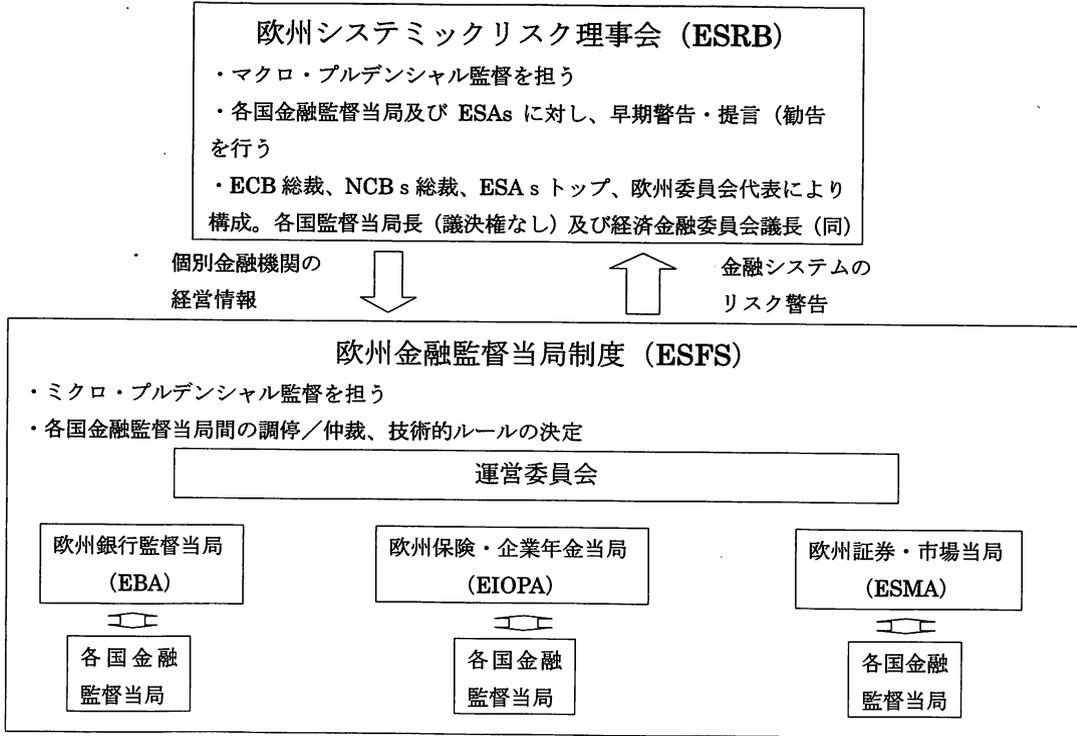
実際の6月欧州理事会では、英国がマイクロ・プルデンシャル監督に関する加盟国監督当局権限の保護を主張した結果、「3ESAsによってとられる決定は、いかなる場合でも加盟国の財政上の権限を侵害することがあってはならないことを強調する」という一文が結論文書に盛り込まれた。これは「次なる危機」が発生した際の危機管理、特に加盟各国に対し強制的に財政支援を指示する権限が放棄されたことを意味する。よって、経営破たんに陥れば欧州全域の金融市場に影響を及ぼすような金融システム上重要な金融機関な大規模行（SIFI: Systemically Important Financial Institutions）に対して緊急に公的資金注入が要されても、やはりその決定権限は各国レベルに留まることとなった。

同時に、ECB 総裁が務めるとされていた ESRB 議長は「ECB の一般理事会（General Council）が選出される」との記載に変更された。但し、これは実質的には ECB 総裁が議長を務めることを阻害することにはならないとの見方が大勢である。

5. 欧州委員会による新金融監督法案の公表

欧州委員会は遅くとも 2009 年初秋までに、新しい監督枠組みを創設するための法令案を提出することが求められていたが、同法令案は9月に公表され、ESRB・ESFS の設立・欧州銀行監督当局（EBA）、欧州保険・企業年金当局（EIOPA: European Insurance and Occupational Pensions Authority）、欧州証券・市場当局（ESMA: European Securities and Markets Authority）の整備が実質上確定した。（図2を参照）

図2 欧州委員会法令案による新 EU 金融監督制度



(出所) 欧州委員会

この法案では、上記3当局が第三階層委員会の職掌に加え、(1)より良い規制原則を尊重しつつ、技術標準に関する提案を作成、(2)立法が各国金融監督当局の協調又は合意を要する場合、各国当局間の意見の相違の解決、(3)技術的共同体ルールの一貫した適用の確実化への貢献、(4)ESMAは信用格付け機関に対する直接的監督権限を行使、(5)危機的状況における調整、という諸機能が付与されている。

しかし、繰り返しとなるが、この法案は欧州理事会の合意の範囲内に留まるものであるため、上述の問題点に対する解決策を供しない。すなわち、新制度の有効性・財政基盤を含む危機管理枠組みの欠如等である。ESRBの構成メンバーは現時点でもかなりの大人数となることが確定しており、「危機のサイン」の認定や早期警告の発出という意思決定に必要な迅速性が確保されるのかは実際に機能を開始してからでなければ判断は難しい。第3階層委員会の格上げにより新設される3当局に付与される強制的権限の範囲も極めて限定されており、早くもその実効性に疑問が呈される。各国財政当局の権限を侵害しないという制約の下、次なる危機の予防に終始し、実際に危機が発生した際の対応枠組み、いわゆる危機管理についての新提案に欠ける点も引き続き課題である。

そして、さらに重要なのが各国監督当局間の信頼関係をいかに構築するかである。自国をホームとするクロスボーダー金融機関の財政状態に関する問題を発見しても、他の加盟国監督当局にそのデータを渡した場合、機密の保持が保証されるとは限らないという疑心暗鬼は、十分なデータ交換を阻害する。新法案は「情報の機密性の保持」を規定するが、各国監督当局間の信頼関係は新システムのスタート以降構築されていく必要がある。

6. 結論

EU域内の銀行監督体制における各国間協力の不備が露呈した今次の金

融危機により、結果として EU は各国監督当局の権限は維持しながらも、より協力・協調を進める枠組みの強化を加速させ始めた。危機発生以前から国境を越えて EU レベルで統合された金融市場と各国レベルに留まる規制・監督権限という問題点を EU 機関及び各国ともに認識し、必要な改善策を模索しながらも、第 3 階層委員会の機能強化や監督実務の収斂は十分では無かった。危機発生後も CRD 改正案による監督カレッジ体制の整備と第 3 階層委員会の機能強化という動きはあったものの、EU レベルでの金融監督システムの整備の必要性はもはや自明であった。

D 報告は、マクロ・プルデンシャル監督とマイクロ・プルデンシャル監督の分割監督体制という提案を打ち出し、それに従う形で 9 月の欧州委員会による新金融監督法案の提案に至った。マクロ・プルデンシャル監督に関しては、ESRC (ESRB) を設立した上で ECB が中心的役割を果たすことが確定し、マイクロ・プルデンシャル監督に関しては、第 3 階層委員会を格上げして、3 つの新当局を創設 (証券、銀行、保険・企業年金の各分野の監督任務を統合せず、分割したまま格上げ) しての ESFS 設立への道が整備された。ESFS は、新機関が EU に共通の決定を行い、各国監督当局が実施するという二層・分散的構造になるものと予定されている。また、ESFS 完成までの時間を 4 年と既定し、2009～2010 年の第一期、2011～2012 年の第二期という二段階アプローチを提案した。

金融危機の混乱の中で、現在の EU が段階的ではあるものの着実に実行できると期待させる具体的な提案を行ったことには大きな意義がある。

しかし、ESRC (ESRB) の構成と有効性及び強制的権限の範囲、3ESAs 付与される強制的権限の範囲の限定性、各国財政当局の権限を侵害しないという制約、危機管理に関する具体案の欠如等、その残した課題は少なくない。

D 報告に対し、限定的ではあるものの有意義な提案を行ったとして評価し今後の展開に期待する肯定的な見方と、提案内容があまりに限定的で

あり、立ち入った提案を行っておらず、野心性にかけるという否定的な見方が混在するのは必然である。欧州委員会による新法令案をみても、結局今回提案されている改革の実施や新システムの構築によって、次なる危機は防げるのか、次なる Fortis のようなケースは本当に回避されるのかどうかは不確実である。

よって、D 報告から欧州委員会による法案提出に至るまでの改革はやはり、現在の EU の政治的・機構的（法的）に実現可能と予測される範疇にとどまった限定的なものであり、実現に向けた細部の説明が具体性に欠けるという点において、不完全なものではある。しかし、欧州委員会の今後の方針、ひいては EU 金融監督システムへの方向性を明確に示す青地図的役割を果たしたことはやはり評価に値する。

[報告へのコメント]

米田 貢（中央大学）

アメリカ以外では起こり得なかった世界を巻き込んだの投機金融ブームとその破綻・上記の内部的な信用捜査に、外部的な信用補完がつけ加わった。SEC からお墨付きをもらった格付け会社による格付け、系列の SIV 等による価格支持、モノラインや AIG による最終的な信用保証（本来の保険業務から逸脱）。

→その背景に、ユニット・バンクが大勢を占め、大企業の大規模な資金需要が証券市場を通じて充足されざるを得なかったという直接金融優位の金融構造があったとする小林氏の指摘に同意。他に、国際的基軸通貨ドルの地位、新自由主義的規制緩和の牙城などの要因も。

→ヨーロッパの多くの金融機関が、もの見事にこれに引きずり込まれたのはなぜか。

(回答)

1985 年の単一市場計画（Single Market Programme）開始にともない、域内金

融市場の統合、金融機関の連携・統合が急速に進んだ。EU 域内のどの国で認可を受けた金融機関は他の全ての EU 加盟国で支店の開設や金融商品の販売を可能とする単一免許制度 (single licence)、ユーロ導入によるクロスボーダー取引の拡大等を背景に、金融機関が国境を越えて活動するクロスボーダー化が進行した。その結果、顧客獲得競争は激化し、より高収益の金融商品への傾倒につながったといえる。

[一般討論]

岩見昭三 (奈良産業大学)

ドラロジェール報告による ESRB・ESFS の分業的監督体制は、今回のようなスペイン・アイルランド等での「住宅バブル膨張→バブル崩壊」の防止に、将来どのように有効であるのか。

(回答)

ESRB は ECB 総裁、EU 各国中央銀行総裁、欧州監督当局 (3ESAs) のトップ、欧州委員会の代表からなり、さらには必要な際には各国の監督当局の長が出席するという大所帯である。本稿でも指摘しているとおり、システミック・リスクが著しい勢いで拡大した場合に、十分に迅速な決断がなされるかどうかについては疑問が残る。一方で、スペインやアイルランドにおける住宅バブルのケースのように、バブルの拡大が短期的な傾向ではなく、数年から十年という長期的傾向である場合、マクロ・ブルーデンス・リスクに対する適切な警告を発することが可能であり、リスクの拡大防止に一定程度有効であると考ええる。

片岡 尹 (大阪市立大学)

- ① 新機構の当面の最重要課題は何か。
- ② 欧州系の銀行のレバレッジは米銀行に比して高いといわれている。欧州系銀行の特性を考慮したうえで欧州委員会等どのように評価し、また同比率が高いことが今次の危機の因とすれば、この事態にどのように対処しようとし

ているのか。

- ③ そもそもこのような機構制度を検討するにいたった契機・事件・課題は何だったのか。サブプライム危機以前のものとしては何かあるのか。

(回答)

- ① 本稿を参照いただきたい。
- ② 欧州委員会は、情報開示義務やレバレッジ規制、幹部報酬に対する制限等を含んだヘッジファンド規制を検討中とのことである。
- ③ EUの金融監督制度の不備については長く指摘されてきたが、EUレベルへのさらなる権限集中に対する加盟国の反発等を背景に抜本的な改革は着手されずにきた。今回のような新たな機構制度の提案を可能とした契機はやはりサブプライム危機以降に求められる。

斎藤美彦（独協大学）

ECBの緊急時の流動性供給はマクロ・プルデンシャル政策なのか、それとも金融政策なのか。

(回答)

両政策の手段と考える。

毛利良一（日本福祉大学）

ドラロジェール報告とロンドンG20との関連如何。

(回答)

同報告は、第1章：金融危機の原因、第2章：政策および規制の修復、第3章：EU金融監督の修復、第4章：グローバルな修復、および付録から構成される。

よって、第4章はドラロジェール・グループによるロンドンG20および以降のG20への提言となっており、金融安定化フォーラム（FSF）がバーゼル銀行監督委員会のような国際基準設定機関と協力して国際金融規制を統一する責任を担うこと、FSFの拡大・IMFとの協調、他の関連機関との緊密な強直のもとIMFが金融安定

のための早期警戒システムを開発し運営する責任を担うこと等の7提言を行っている。詳細は田中素行・岩田健治・太田瑞希子訳(2010)、「ドラロジュール報告」『経済学論叢』(中央大学)第50巻第1・2合併号所収を参照いただきたい。

相沢幸悦(埼玉大学)

金融コングロマリット指令と新金融監督法案の関連如何。

(回答)

金融コングロマリット指令(2002年採択)は、金融コングロマリットの自己資本算出に際するダブル・ギアリングおよび過度のレバレッジの禁止、リスクの集中やグループ内取引の監督、内部統制メカニズムおよびリスク管理プロセスの整備を規定する指令である。本稿のとおり、EU規則と異なりEU指令であるので、同指令の内容は加盟各国内にて国内法化されるものであり、国内法の細部やその採択時期には差異がある。

ドラロジュール報告では、金融コングロマリット指令採択後も続いた過度のレバレッジを指摘しつつ、EUにおける自己資本に関する共通定義の採用やバーゼル銀行監督委員会に対する規制の改正要請等を提言しているが、新金融監督法案はあくまで監督システム創設に関する法令案であるので、金融コングロマリット指令と直接的関連はない。

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)

〔問題の所在〕

この課題を〈金融革新と金融危機〉の関係性として把握する。

資本主義経済の発展と恐慌に対応した歴史的な「循環」構造を金融制度の展開の側面から考察する。それは金融革新と金融危機の連鎖の構造である。

本稿ではこの視点から金融革新の展開とその特質を資本主義における「金融革新の破綻と市場の再生」の連鎖と規定する。

この場合、論点は3つである。

第1は、経済発展における金融革新の特徴。

第2は、経済恐慌と金融革新破綻の関係性。

第3は、市場再生における〈国家=政府〉の決定的な役割である。

以上を踏まえて、以下の論点について検討する。

現代の金融危機の原因と今後の再生をどう考えるかが大きな課題となっている。

1. 現代の金融危機の問題を1930年代の金融危機との比較を念頭に検討する。

2. ここで強調する論点は、アメリカで19世紀末からの〈金融革新→破綻→再生〉〈市場再生と金融規制→金融革新〉を通じて形成されてきた金融制度の形成過程に見られる金融政策と金融行政の役割である。
3. 現代の金融危機下での資本主義の市場再生プログラムは〈国家=政府〉に依存した〈国家=政府〉主導の資本主義であることを示している。
4. 現代的な金融制度と信用機構の進展は、金融の証券化と証券化市場の形成・発展の中にみられるように住宅金融公社が公的信用部面からの支持装置として内在化して市場経済を維持・発展させる役割を負う。しかし、ひとたび市場機能が不全状態になると〈国家=政府〉が直接に市場再生への起動力として登場することになる。この基本構造こそが現代資本主義の市場経済の特質なのである。
5. このような金融危機下での現代資本主義の基本構造の特質を国家市場経済と規定する。

〔論点Ⅰ〕市場経済を維持・再生するための国家=政府の役割

1. 〈金融革新→破綻→再生〉において〈破綻→再生〉に果す政府の役割
資本主義の破綻した市場経済を再起動させるための〈国家=政府〉の役割が決定的に重要な意味をもつ。つまり1930年代においても現代においても〈国家=政府〉主導の資本主義が資本主義再生の基本的な枠組である。しかし、市場に対する〈国家=政府〉の〈介入=管理〉が直接的でありすぎるために、この資本主義再生を規定する《質》の面が著しく軽視されてきた。

2. 金融革新は規制緩和を中心とした金融政策によって主導され、金融革新の破綻による金融危機への対応は、資本主義の市場機能の維持の見地からまずは商業銀行を中心とする金融機関の再生が課題となる。この〈国家=政府〉主導の市場回復政策が金融行政である。

3. 1930年代と比較して現在の金融危機の方がはるかに深刻で、アメリカ、ヨーロッパにおいて市場機能への起動策は、金融機関への公的資金の投入である。これは金融機関の経営危機に起因する市場機能不全への事後的な調整コストである。

公的資金の投入は、個別金融機関にとっては金融支援にとどまるものであるが、市場機能全体が不全の際には、市場経済の破綻による事後的な市場調整コストであり、金融危機下では市場再生コストである。それが、金融部門間の民間での調整レベルを超えるのは、金融危機が市場危機から社会危機そして政治危機へと体制内の危機を内発させる連鎖を引き起こすため、それを阻止するために体制維持コストとして国家＝政府による公的資金の投入が必要となるからである。

4. 実は金融危機といわれている大恐慌からの回復は1930年代においても現代においても、〈国家＝政府〉による事後的な調整コストが不可欠で、このことが資本主義の市場経済再生の基本的な前提であり、枠組みであることが認識されるべきである。

〔論点Ⅱ〕サブプライム問題と金融の証券化メカニズムの崩壊

1. サブプライム市場で略奪的貸付の横行の背後で低額所得者へ返済能力を越えた過剰貸付が進行し、住宅ブームのもとでホーム・エクイティをベースに擬制的な「資産」が形成されるなど消費限界領域で信用拡張がされ、この領域へも証券化運動が進出することになった。

2. 証券化市場での擬制的な市場メカニズムの高層化は、その各局面で商業銀行、投資銀行、ヘッジファンド、保険会社（AIG）、格付機関が大きな役割を果たすが、それは擬制資本運動を構築する内部領域に形成されてきた証券化がうみだしたリスクによる商品化をベースに更に擬制的なリスクの商品化、重層化として形成されてきたものである。

3. 証券化市場での破綻は、証券化によるリスクの分散の連鎖が逆に銀行へのリスクの集中へと逆流し、金融機関の経営危機をひきおこすことになった。その結果、アメリカでは事実上大手の投資銀行が消滅し、証券化を支えてきた2つの住宅金融公社、ファニーメイ、フレディマックもまた政府の管理下に入った。証券化市場を支えた機構は崩壊した。その再生に向けて〈国家＝政府〉主導の資本主義は、金融機関へ公的資金を投入して市場への起動力を誘発することに全力を尽くしている。この点への歴史的評価こそが今、問われるべき課題であろう。

4. 〈国家＝政府〉主導の資本主義下で金融政策は、量的緩和策をとり、住宅市場の回復と住宅金融の消費者向けの支払猶予策を消費者保護政策に据え、金融機関にはストレステストを課して健全化を強調し、銀行のみならず証券業等を対象とした金融制度全般へのFRBによる監督権限の強化を目指している。しかし、1990年代末にアメリカが日本に求めてきた迅速な銀行の不良債権処理は、先送りされたままである。金融の証券化メカニズムの崩壊下でどのように市場経済を再生させるのか。この点はまだ不透明である。

〔金融革新の歴史的な展開〕

I. 基本的視角

1. アメリカの金融革新の特徴を金融制度の発展という視角から整理する。
2. 金融革新を主軸としての〈銀行—市場—証券〉、副軸としての〈信託〉の相互関連として把握する。
3. 金融革新を〈金融革新の推進→破綻→市場の再生のための政府の役割〉の流れで把握する。
4. 金融政策と金融行政については政府による市場再生を意図する金融行政の役割を強調する。

II. 独占期の金融革新

1. 1890年代半ばから1900年代半ばにかけての信託会社による金融革新
2. 信託会社の商業銀行化と証券業務への進出
→兼営化傾向のもとでの新たな商業銀行業務を推進
 - ①信託預金の受入れ
 - ②CPの買取り(=割引)
 - ③有価証券担保貸付
 - ④低い準備率と融資拡大
 - ⑤決済機構加盟銀行に委託した代理決済
3. 1907年恐慌と信託会社
 - ・大手信託会社の破綻がひきがねとなって1907年恐慌(金融革新の破綻)
4. 金融革新の破綻と再生に向けた連邦準備制度の成立・中央銀行システムによる市場再生
5. 信託会社と商業銀行の競争から商業銀行による信託部門の兼営化へ
→信託会社と商業銀行の新たな競合化

III. 1920年代の金融革新

1. 1924年ドーズ公債発行の成功による国際金融市場としてのニューヨーク市場の確立と国際的な証券市場の拡大
2. 銀行の証券業務推進—証券子会社による証券業務の拡大
3. 投資信託による金融・証券業務の拡大
4. 銀行の証券子会社の展開を軸とする銀行と証券の兼営化の展開
5. 1927年マクファデン法による銀行の証券業務の容認→証券ブームの促進

IV. 金融危機への抜本的な銀行制度改革案

統一銀行制度と監督権限の強化。

1932年3月グラス法案(S, 4115)の公聴会で連邦準備理事会のメイヤー

総裁は、統一銀行制度の必要性を証言。

〔その論拠〕

- ① 国法銀行と州法銀行の競争が銀行制度を弱くしている。
- ② 国法銀行と州法銀行の競争が銀行への監督を困難にしている。
- ③ 統一銀行制度のもとでブランチ・バイキングは有効。

その後、この統一銀行制度問題は1933年銀行法をめぐる論争ではブランチ・バイキング、預金保険を含む論争となり、それは1935年銀行法でも大きな争点となった。

V. 市場再生プラン

- 1932年の銀行恐慌でフーバー政権のもとでもRFCの役割について、すでに公的資金投入の必要性が論議され、銀行閉鎖も検討されるなど根本的な対策が緊急課題となっていた。しかし、それが実現されるのはルーズベルト政権のもとでの以下のニューディール政策の金融再生プログラムの一環としてであった。この間の初期の短期間での迅速な政策提起の主要部分はフーバー政権の下で検討されていた。政策をスタッフを含めて継承したといわれ、ここに金融危機下における政策の継承性という重要課題がある。
- 1933年銀行の休日
- 1933年緊急銀行法
- RFCによる公的資金の投入
- 1933年銀行法（グラス＝スティーガル法）
- 1935年銀行法

以上は、ニューディール下での政府主導の経済・金融再生のプログラムであり、金融規制と市場規制による市場再生への構造転換である。ニュー

ディール政策の銀行・市場再生プランこそがアメリカ経済再生の鍵であり、この市場再生プランの基本構想が現在のアメリカ金融危機への対処と金融再生プランの源流であることを銘記すべきである。

[現代金融革新の破綻と再生]

サブプライム問題と市場経済の破綻

I. 背景

- 1980年代の S&L 危機とその救済のための証券化
 - 1980年代末～1990年代初め：預金保険制度の危機と救済→不良債権処理のための RTC による証券化の「成功」事例
 - 金融革新のもとで金融排除された人達 [→ライフライン・バンキング問題、銀行口座をもたない人々 (unbanked)]⇒金融アクセス手段への模索 [ファースト・アカウント政策]
- 注意すべきことは、以上の不良債権の「証券化」と金融排除問題への「市場化」の2つの潮流がサブプライム問題の「源流」になったことであろう。

II. サブプライム市場と消費者保護 [市場化と証券化]

- 1994年頃から住宅市場におけるサブプライム市場の形成
- 略奪的貸付と消費者保護のための法整備
- サブプライム市場の局地市場から全国市場への展開
- 証券化の役割：証券化を規制するか促進すべきかが、金融当局と消費者団体との間の争点となってきた。金融当局は、規制よりも促進の方針をとってきた。
- 1990年代末：サブプライム市場の新興金融機関の一定の整理＝まだ限定された市場としてのサブプライム市場にとどまっていたというべきで

あろう。

- 1990年代末～2000年初め：「新市場主義」による金融排除問題の取り組み＝市場メカニズムによって金融排除された人々を金融システムに包摂する試み→証券化促進要因→サブプライム市場での証券化。このように金融排除問題への「市場化」と「証券化」が結合した市場化＝証券化の複合化によって、金融危機を誘発する市場要因が生み出されたことにも留意すべきである。

Ⅲ. サブプライム市場と証券化

- 証券化は基本的にはS&Lの倒産を救済するための＜資産の流動化＝証券化＞として発展した。
- 真正手形理論→証券市場による転嫁流動性論→中央銀行による市場維持のための転嫁流動性論（中央銀行への不稼動資産の転化＝流動化）→ターム・ローンに基づく期待所得理論→負債管理→資産・負債総合管理（ALM）の中で経営危機にある金融機関の資産を証券化することで、金融システムを維持する新しい資産の流動化市場が形成された。それが証券化市場である。
- 証券化市場の基本構造として証券化市場は＜流動化＝証券化＞できる資産を選別・分類し、グループ別・リスク別に商品化するとともに保証することが必要である。その商品化の保証をし、自ら購入するとともに流動化を促進する証券化の支持装置の役割を果たすのがGSE（政府支援企業体）である住宅金融会社のファニーメイ、フレディマックである。つまり、住宅金融社は、証券化市場を構成する単なる大きな機関ではなく、基軸的なエンジン部分なのである。
- 転嫁流動性理論では、中央銀行が商業銀行の経営維持のために作用したが、証券化市場では、民間企業形態をとるとはいえ、住宅金融公社が公的信用として資産の流動化の維持装置としての役割を果たすことになる。

- ・グラム＝リーチ＝ブライリー法による金融統合が証券化の国際的展開を促進。
- ・サブプライム市場の金融機関は当初サブプライム貸付の証券化には不向きということで消極的であった。
- ・その後、サブプライム市場ではファニーメイ、フレディマックなどの公的信用の支持装置がないままにこれまでの本来の証券化市場とは異質で悪質な周縁の証券化市場として「自生的」に発展してきた。
- ・サブプライム市場の証券化を促進したのはウォール街の大手金融機関がサブプライム貸付の証券化に参入したためである。
- ・サブプライム市場が証券化市場の中に組み込まれることになった最大の契機は、それまでサブプライム市場での証券化商品に直接に関与することなく、商品の品質が低いとみなすことで購入にも消極的であったファニーメイなどの住宅金融公社が額こそ多くはないがサブプライム市場からも証券化商品の購入に踏み切ったことにある。これは一部とはいえ証券化市場を公的信用部面で基礎的に支えてきた住宅金融公社がサブプライム市場についてもいわば質的な保証を与えたことになり、サブプライム市場での証券化市場が市場として認知されることになったのである。
- ・サブプライム市場は、住宅金融市場の小さな市場であるためサブプライム市場が破綻したとしてもこれがセグメントされた市場であれば影響は経済全体にとってそれほど大きくはない。ところが、証券化によって住宅金融市場全体に影響を及ぼすことになった。
- ・しかし、住宅市場それ自体が不振に陥っても住宅金融市場が経済全体に及ぼす影響は、大きくないと過小評価されていた。これは証券化の特質が市場間をつなぐ連繋機能を持つことにあることを、証券化を推進してきた金融当局を初め政策当局が完全に見落としていたことを意味する。
- ・だが、証券化が国際的な金融市場と連動して消費の限界領域でのサブプライム貸付の証券化が国際的な証券化市場の基礎を形成することになっ

た。

IV. サブプライム貸付の証券化の連鎖の特質

- アメリカに集中して形成された過剰な貸付資本
- サブプライム市場の流通市場でサブプライム貸付の証券化に参入したウォール街の大手金融機関の責任は重い→証券化商品の選別機能を果さなかった。住宅金融公社による証券化市場としての認知→証券化市場への組み入れ。
- 証券化市場での投資銀行、ヘッジファンド、保険会社（AIG による CDS の推進）、格付機関がサブプライムの証券化商品を金融工学的に組みこみ複雑な金融商品に仕上げた形で格付をおこなった。
- 証券化市場の国際化は規模は膨大で参加機関も国際的だが市場としては基本的には、アメリカの証券化市場の構成機関の相互の売買を基礎にした相対市場である。そこに海外からの投資資金が流入して膨張をとげることで国際化の形をとった。
- サブプライム市場での返済困難な人々への過剰融資を基礎に据えた証券化の連鎖は、借り手の返済不能に直面することで即時に破綻が連鎖する構造。

V. 擬制資本に支えられたサブプライム市場の発展と破綻

- 2001 年以降のサブプライム市場の発展を支えたのは住宅価格の上昇
- 住宅価格の上昇を前提に 2~3 年間の低利でその後利子をはねあがるといふ変動金利モーゲージで低所得者が住宅を購入。低利の期間に住宅価格が急激に上昇すると資産価値（ホーム・エクイティ）が急上昇し、その差額が借り入れで購入した低所得者の「資産」とみなされるとその「資産」をもとに借り換えができる。→擬制資本による「資産」の擬制化である。

- 住宅価格の上昇という擬制資本に支えられたサブプライム市場の発展は「ホーム・エクイティ」という擬制化された「資産」に更に融資をするという過剰融資の累積に支えられていた。
- 住宅価格の下落、返済不能、延滞率の上昇がサブプライム市場の危機となり、そのことが証券化の連鎖のもとで国際的な金融危機の原因となった。
- 返済困難な貸付を商品化＝証券化し、金融工学的に複雑に組み込んだ高度な金融商品は複雑なリスク管理によって金融商品の高品質化を保証しようとしたが、商品の中で微小としかいえない支払い不能に陥ったサブプライム貸付の商品部分を、分離して商品として再設計することができない。
- 高度な金融商品が、微細なサブプライム商品を含むことで商品価値が無価値になるという単純な商品の評価基準に立ち戻ることになる。
- 高度なリスク管理の手法は、返済困難な貸付の商品化＝証券化をもリスク管理の対象としたが、それまでの消費者金融でのリスク管理とは違って住宅価値の下落による延滞率の上昇や破産の増加が証券化市場における金融商品全体に及ぼすリスクの限界点を計算をすることはできなかった。
- サブプライム市場での一定範囲での延滞率の上昇が金融・証券化市場を危機に陥れる単純な連鎖構造こそが問題。
- 証券化市場の発展は、擬制資本と「資産」の擬制化及び返済不能を市場経済のシステムの中でリスク管理できるとする「破綻なきリスクの分散化」に支えられていた。
- 証券化で主張される特質はリスクの分散化である。特に商業銀行に集中されるリスクを証券化によって分散できることが強調されてきた。しかし、リスクの分散は、リスクの軽減であってもリスクの消滅ではないのでリスクの連鎖は伸長されていく。証券化市場の拡大はこのリスクの連

鎖も拡大させるので表面的にはリスクへの不安は軽減される。しかし、証券化市場の一角に不安と動揺が起これるとその連鎖を断ち切ることはできない。リスクの分散はリスクの連鎖となって逆流し、金融機関が保有している証券化商品の価値は一気に激減する。最も必要な時にリスクによる「適正」な評価はできなくなるのである。

VI. 市場経済と証券化の限界

- 証券化市場の構造変化と市場危機の形成：サブプライム市場は2つの点で証券化市場の構造変化を意味する。①まず、これまでの証券化市場が金融機関を対象にしたいわば、金融本来の限定された市場であったにもかかわらず、サブプライム市場では、住宅市場という消費者金融市場で証券化が進展したことである。②しかも市場経済外の金融排除された低所得者の返済の見込みが少ない、あるいは返済不能が明らかに想定される層をも対象に貸付を証券化したことである。こうして、市場危機を内包することで破綻要因を内部化することになった。
- 金融資産の累積された市場では、その市場を基盤に新たに収益をうむための利子うみ資本の運動を擬制した貨幣資本のための新たな市場形成が展開される。つまり、擬制資本の運動は、金融資産の累積構造のもとで、更に新たな「擬制化された貨幣資本」を創出する。基本的な擬制資本の運動にみられた<現実資本と貨幣資本の二重化>は、今や擬制資本化された貨幣資本を基礎に利子うみ資本運動を「擬制化」した重層的な擬制的な貨幣資本運動へと展開される。この二重に擬制化された擬制的な貨幣資本運動の現実的な市場が証券化市場である。このことは土地・住宅という擬制資本創出の領域内部でS&Lという住宅金融市場を支える金融機関の救済・維持のために、証券化市場が形成されたことに対応するものである。<資本の二重化>が<現実資本=株式会社>と<株式資本=擬制資本>としての<貨幣資本>に二重化されて表現されるのに対して、

証券化市場において理論的な起点となるのは、商業銀行の分化形態としての住宅金融向け金融機関としてのS&Lであり、S&Lを維持するための資産流動化市場としての証券化市場の形成である。そしてその限りでは、証券化市場そのものは、金融市場の周縁市場として金融市場との関連で形成されるが、金融市場との連繋で市場としての位置を確保すると新たな部門へと証券化市場を拡大し始める。そこで形成されるのは、金融市場を基盤とする利子うみ資本の擬制化であるから、〈資本の二重化〉にみられるような利潤を基盤に利子うみ資本に擬制化された株式資本の形成という二重化現象は現れない。そこに現れるのは、すべてはリスクによって利子うみ資本に擬制化されるという<リスクによる資本の擬制化>である。〈資本の二重化〉にみられたリスクの基本は、利回りとして利子率を上回るいわばプレミアムとしての「リスクの保証」であったが、証券化市場では商品化の基準に据えられるのはリスク別の尺度標準である。このように擬制資本の運動と極めて緊密な関係をもつ住宅市場で住宅金融を担うS&Lという金融機関のレベルで形成された証券化市場は、金融市場を基礎に更に利子うみ資本の擬制化という擬制資本の運動内部からの展開軸をもつと同時に株式市場としての擬制資本運動と密接な関係を再構築することになる。つまり、証券化市場は発展した形態からみると株式資本=擬制資本とは独立し自立した新たな市場形態にみえるけれども、その実、擬制資本運動を支える金融機関と金融市場から形成された派生市場そのものである。

- したがって証券化市場は、住宅市場と住宅金融市場に関わる擬制資本運動の動向とは形成史的な関連をもつものであり、擬制資本運動の動向に規定される側面をもつものである。サブプライム問題は、証券化の展開が<住宅金融機関と金融市場>という証券化の基礎構造から上部へと重層的に擬制化された市場を構築するのではなく、逆に下向したことにあつた。これによってサブプライム問題は、住宅金融の消費者金融市場にお

- ける消費限界あるいは返済限界と直接に関連をもつことになり、資本主義の市場の限界領域でリスクに基づく証券化へと踏みこむことになった。
- リスクによってすべては利子うみ資本に擬制化できるという証券化運動は、銀行が支払能力を超えた過剰な信用供与によって消費者金融市場を拡大するという点にリスクの限界をみるのではなく、そのような限界をもリスクの度合を高めることでリスク管理できるものとして更に証券化を拡大することになった。このように返済不能が想定される消費限界を信用供与によって拡大し、信用による消費限界の延長線にその限界部分をもリスクによって管理し証券化するという証券化市場の到達点は、それ自体破綻を目指したいわば究極の到達点であり、回避しうる回路をもちえないものであったのである。

VII. 金融政策とサブプライム問題

- 金融革新を維持するのが金融政策
- 金融革新の破綻と市場の再生を起動するのが金融行政<政府=国家>の金融面での役割
- 市場経済の破綻に対する金融政策は市場経済回復に向けた量的緩和政策であり、市場経済を起動させ維持するための措置としての金融行政は、市場経済の枠組外からの<国家=政府>による直接的な介入としての公的資金の投入である。
- 1930年代のアメリカにおける RFC による優先株の購入方式が公的資金投入のモデルであるが、現在の金融危機下では 1990 年代末に日本でおこなったアメリカの RFC 型の公的資金投入が先進資本主義国、例えばイギリスではモデルとなっている。
- 市場経済が機能不全に陥った際に金融機関の救済目的のために公的資金投入がおこなわれるのは、信用制度を通じた金融機能が市場経済の動脈だからである。

- 連邦準備制度理事会はグリーンズパン議長のもとで住宅バブルを放置した責任がある。
- <市場との対話>は市場の動向に配慮して景気の局面をマイルドにコントロールするのではなく、つまり景気の下降局面でその下降の衝撃を緩和させるのではなく、市場に応じて強力に下支えをすることで景気を上昇させ続けることである。その間、市場の評価は高くなるが矛盾は累積され市場での矛盾の露呈はかえって激烈なものとなる。
- 連邦準備制度には金融政策、規制・監督、消費者保護の役割があり金融危機の時には財務省とともに金融行政の一端を担うことになる。
- そのため金融政策の失敗、規制・監督権限の回避、消費者保護の軽視の結果として現れた金融危機に際して、金融機関への公的資金の投入をはじめ、規制・監督の強化、消費者保護の強化が前面に出てくる。
- 金融政策の失敗がいかに市場の破綻を引き起こし、そのためにいかに巨額の公的資金の負担が必要かという点に連邦準備制度の側の反省はない。ここに金融行政と金融政策を区別し市場における相互の役割を位置づける必要がある。
- アメリカの金融政策の失敗は、グリーンズパンの政策にみられるように、景気の下降局面を円滑化することではなく、住宅バブルの誘発を下支えに景気を押しあげ続けたことにある。例えば、ここではヘッジファンドは市場経済の活性化には不可欠なものとされ、放置しておくの方が人為的な規制や監督をすることよりもはるかに有益だと主張された。市場の方が金融当局の監督よりも正しい判断をするという典型的な市場放任主義だが、ここではヘッジファンドが市場経済に対して健全な調整作用を果たすという信奉があるだけである。そのため規制・監督権限は弱められ規制緩和と市場による事後的調整機能が絶対視された。
- 市場における局面ごとの短期的調整では経済構造の変化は認識されにくい。調整によって市場では不均衡が是正され、経済構造の変化をもたら

す不均衡の累積は、その都度市場で消去されて見えるからである。市場からみると不均衡の累積が調整によって均衡とみなされる点に市場放任が放置される「根拠」がある。

- 2000年代初めには住宅市場の異変は、サブプライム市場にすでに現れていたが略奪的貸付への規制も含めてサブプライム・ローンの調査や規制を進言した当時のグラムリッチ理事の主張をグリーンSPANはコストがかかりすぎること理由に退けている。
- 住宅市場を証券化市場の展開の中に位置づけていなかったことが問題である。
- 住宅ブームを促進する政策の中で、グリーンSPANがサブプライム市場の異変をあえて看過したのは、①サブプライム市場がそれまで市場経済の枠外に位置していた新興市場であること。②1990年代後半に急成長してきたとはいえ、住宅市場に占める位置は小さいこと③サブプライム市場について開催される公聴会のテーマは、主として略奪的貸付についてであること。④サブプライム市場は、その出発点から略奪的貸付に対する州の規制との攻防がテーマとなっていて、パッチワークのように州の規制がばらばらで、サブプライム市場の健全なネットワークと市場の全国化が進まないという金融業者からの強い抵抗があったこと。⑤これに対する連邦準備制度理事会の立場は明確で、まずは健全なサブプライム市場を育成すること、そのためには悪質な略奪的貸付の取締りは必要だが、そのために「赤ん坊を風呂の水とともに流してはならない」というものであった。これはサブプライム市場での金融業者の主張と軌を一にするものであった。⑥金融排除されている低所得者層に対して「新市場主義」のもとで金融システムへのアクセスを市場機能によって保証するという金融的あるいは市場的な消費者保護政策がこのようなサブプライム市場育成を優先する政策となったともいえる。⑦略奪的貸付が横行するサブプライム市場において、更に返済能力が著しく低い所

得者層への貸付に対しても証券化が進展するという事態に対して、連邦準備制度理事会は、事前的に介入し規制するという措置をとることなく、むしろ放置する政策をとった。その理由は、市場が悪質な証券化商品を排除するからというものであった。つまりサブプライム市場で悪質な金融業者によってサブプライム貸付が証券化されたとしても流通市場において金融のプロとしての金融機関がそのような証券化商品を購入することはないので、結局は証券化商品として流通することはないという「市場による排除」を政策の根拠にしていた。しかし、実態としてはウォール街の大手金融機関が世界から集中されてくる過剰な貸幣資本を背景に、サブプライム市場においても大量の購入者として登場し、サブプライム市場の流通市場拡大の主役となったのである。これは、悪質な商品は市場で淘汰されるという実に単純な政策的な根拠がいかに証券化市場の実態と乖離していたかを物語るものである。⑧証券化市場においてはリスクによってすべては商品化され加工される。返済能力が著しく低い借り手に対するサブプライム・ローンはリスクの高い商品として証券化され、更にリスク標準によって加工・再商品化される過程ではその中で優良な金融商品として再転換されるので、流通市場においてサブプライム・ローンを組み込んだ金融商品を悪質とか不良とかといった観点から排除することはできない。つまり、証券化商品の組成の最初の段階で金融当局がサブプライム・ローンの証券化そのものを排除しなければ排除はできないのである。本来は、証券化市場の健全な育成という観点に立てば、金融当局による悪質な商品を排除することこそが市場に対する使命なのである。

VIII. 国家市場経済とグローバリゼーション

- 現代の金融危機は、金融コングロマリットにとって競争上、有利に作用する市場経済の役割を強調して市場経済の〈自律性〉を強調してきた。

- 証券化市場の崩壊、市場機能の不全化、アメリカの大手投資銀行消滅のもとでの住宅金融公社への政府の管理、金融機関の経営危機と金融機関への公的資金の投入は<国家=政府>による市場経済維持そのものである。これは国家市場経済と呼ぶべきものである。
- ヨーロッパ、アメリカで金融危機は、各国にこの国家市場経済を出現させた。こうした国家市場経済のグローバリゼーションが現代の金融危機の特質である。
- 中国の社会主義的市場経済が市場経済の発展途上の中で国家市場経済というレベルでの《共通性》のもとで、国家レベルでの金融持株会社の活用によって多数の有力な金融機関を一元的に管理し、市場機能を取り込んだ国家管理を一段と強化した国家市場経済を推進していることを含めると、先進資本主義諸国と中国は現在の国家市場経済の中でどのように市場経済を再生させるかが国家戦略として問われていることになるだろう。

報告関連の参考文献

坂本 正

- 「金融市場とガバナンス」、『証券経済学会年報 第32号』、証券経済学会、平成9年5月。
- 「金融革新と擬制資本」、『信用理論研究 第15号』、信用理論研究会、平成9年5月。
- 『金融革新の源流』、文眞堂、平成9年6月。
- 「グラム＝リーチ＝ブライリー法の衝撃—グラス＝スティーガル法の改正と銀行・証券・保険の統合化—」、『海外事情研究 第27巻第2号』、熊本学園大学附属海外事情研究所、平成12年2月。
- 「グラム＝リーチ＝ブライリー法と金融統一グラス＝スティーガル法の改正と証券業務—」、『証券経済研究 第24号』、日本証券経済研究所、平成12年3月。
- 「アメリカ型証券市場の国際化と日本型証券市場」、飯田裕康編『現代金融危機の構造』、慶應義塾大学出版会、平成12年4月。
- 「銀行恐慌と預金保険—1933年銀行法とスティーガルの預金保険法案—」、『証券

経済学会年報 第35号』、証券経済学会、平成12年5月。

- ・「1988年金融制度改革とライフライン・バンキング・グローバル化と銀行の社会的責任」、『熊本学園大学経済論集 第7巻第1・2合併号』、熊本学園大学経済学会、平成13年3月。
- ・「アメリカの金融制度改革と金融統合」、『信用理論研究 第19号』、信用理論研究会、平成13年10月。
- ・「アメリカの金融革新とファースト・アカウント」、下平尾勲編著『現代の金融と地域経済』、新評論、平成15年2月。
- ・「ファースト・アカウントと金融的社会政策」、『商経論業 第38巻第3号』、神奈川大学経済学会、平成15年3月。
- ・「市場規律と不良債権問題—日本の金融革新の構造—」、熊本学園大学附属海外事情研究所・深圳大学中国経済特区研究中心編『日中両国の政治・社会・経済的諸課題 政治・産業・金融・公会計・社会保障』、御茶の水書房、平成19年10月。
- ・「擬制資本と銀行」、『信用理論研究 第25号』、信用理論研究会、平成19年12月。

報告者に対する質問

米田 貢（中央大学）

今大会のテーマに関してのコメンテーターの問題関心は、(1) 今回の世界金融危機の性格とそれを規定した現代における金融の変化、(2) 上記の性格と関連した今回の金融危機管理政策の特徴とその妥当性、(3) 今回の世界金融危機を招来した世界的な金融の自由化・規制緩和政策の見直しの方向性である。この問題関心に即して、3人の報告者に対して、以下の諸点について、改めてご意見を伺いたい。

(1) に関連しての質問

【小林氏、坂本氏に対して】

- ・今回の金融危機は証券化商品市場という新たな舞台で発生したが、証券化商品（市場）の何が中心の問題であったと考えるのか？小林氏の場合、今回の危機は、証券化が、本来貸付を行うべきではなかった借り手に対するハイリスクな貸付債

権を原資産にしたことが問題であったとされているのに対して、坂本氏の場合、リスク分散、リスク転嫁をめざす証券化商品市場が自己膨張しうる点、すなわち過大な擬制資本が供給されざるをえない構造をもっている点を強調されているように読んだが、そのような理解で良いか。私自身は、後者の立場に立つが、その場合でも銀行信用における信用創造と証券化商品市場における信用膨張とは異質なものであると考えている。

- そのうえで、これまで貸付リスクを社会的に担ってきた商業銀行が貸付リスクをとろうとしなくなったアメリカの金融モデル、資産のオフバランス化や手数料収入依存の経営がもてはやされる金融モデル自体が、資本主義のあり方として不健全であることが批判されるべきではないか？

(2) に関連しての質問

【小林氏、坂本氏に対して】

- 小林氏は、今回の世界金融危機の同時性と激烈さの原因は、リーマンショックに示されたアメリカ金融危機管理政策の失敗に求められているようであるが、直接の引き金はどうであったかよりも、証券化商品市場それ自体の自己膨張システムに問題の根源を見るべきではないのか？坂本氏は「証券化の特質は市場間をつなぐ連携機能を持つことにある」とされているが、これが、今回の世界金融危機の同時性、急激な波及の原因とみなされているのか？

(3) に関連しての質問

【3氏にたいして】

- 行き過ぎた証券化を未然に防止するには、今回の金融危機管理に際して水膨れしたCDOやMBSをきちんと処理しておくことが必要と考えるが、それについてどのようにお考えか？現状では不良債権処理の先送りが意図されているように見えるが、それでは、同じ事態が繰り返されるのではないか？

- ・行き過ぎた証券化を防ぐ手段として、証券化の対象を限定すべきと坂本氏は主張されているが、これに加えて、投資機関の証券化商品市場への参入についても何らかの規制が行われるべきではないのか？

[米田氏への回答]

(1) に関連して

①

(1) について、現在の金融危機について消費限界を超えた金融商品の証券化に根本原因があるが、証券化メカニズムはこれを膨張する証券化商品市場に分散し、組みこむ点に特質がある。後者の論点を私も重視している。過大な擬制資本市場の膨張メカニズムへの信用供与は銀行信用の信用創造とは異質だと考えている。

②

証券化を基礎にしたアメリカの金融モデルの不健全性はその破綻の事後処理のために膨大な公的負担が必要であることに明確に示されている。

(2) に関連して

「証券化の特質は市場間をつなぐ連携機能を持つことにある」というのは、二つの意味がある。一つは住宅金融の消費者市場における支払能力の限界を超えた過剰な信用供給と金融商品化が他の証券化商品と連携化されたこと。第2はこの機能によって世界金融危機の同時性となる急激な波及がなされたことである。その点ではこの連携機能が金融危機の同時性と激発性の主要な市場要因である。

(3) に関連して

- ・CDO や MBS について金融当局が放任し、実態を把握できていなかったことに基本的な問題がある。証券化商品を金融規制の対象とすることがこれからの基本的な課題となる。

- ・現在、アメリカの銀行は不良債権処理の先送りで実態の根本的な解決を回避している。このままでは再度、金融危機が起こる可能性がある。
- ・今回の証券化の最大の問題は、住宅金融市場で消費限界を越えた信用供与が推進され、支払不能が予測できる金融商品の証券化が容認されてきたことにある。これが基本問題であり、証券化市場において投資機関への規制が必要なことも当然である。

質問

神奈川大学 数阪孝志

- ・1930年代アメリカの金融危機とその克服過程を現在と対比させる歴史比較手法
- ・現在の金融危機のポイントを証券化市場におき、その核に「公信用」あるいは<国家=政府>の役割をみている
- ・坂本報告では、S&L問題が現代的な金融危機、証券化のスタートとして位置づけられている
- ・証券化市場での破綻は、証券化によるリスクの分散の連鎖が逆に銀行へのリスクの集中へと逆流し、金融機関の経営危機をひきおこすことになった。その結果、アメリカでは事実上大手の投資銀行が消滅し・・・
- ・この部分の「その結果」という因果関係が読み取れない
- ・リーマン・ショック後の金融機関の再編プロセスにおいて焦点は、何故アメリカの投資銀行は事実上姿を消すことになったのか、という点ではないのか
- ・1930年代に分離規制を導入した金融体制が今回短時間に急激な変化を遂げたこととは確かに大きい
- ・しかし、そこで業務としての投資銀行業務に問題があったのか、それともたまたま投資銀行業務を担っていた大手金融機関の個別経営管理上の問題が重なって出てきただけということなのか、証券化市場を現在の金融危機の核として理解するならば、この点を見過ごすわけにはいかない

- シティグループなど商業銀行、投資銀行、保険業務にまたがる統合的金融機関の登場は、確かに1930年代に導入された金融体制を打ち破るものとして重要な転換点を示すものであったが、ほぼ同時に証券化市場の発達によってその統合的金融機関もリスク管理に及ばない金融取引によって金融危機の起点とならざるを得ない立場に追い込まれた
 - サブプライム問題という名称からわかるように、アメリカの住宅市場における劣位条件ローンの証券化問題が根にあるとは言いながら、証券化そのものはカーズ（カードローン債権・自動車ローン債権の証券化）という形ですでに歴史を有しており、優位条件の住宅ローンにおいては（債務不履行）問題は見いだせず、証券化プロセスそのものには金融危機の起点となる要因を見出すことはできない
 - 問題は、二重、三重の証券化によるリスクの不透明化と、その証券化プロセスに携わった各金融機関（投資銀行、格付機関、モノライン保険等）がリスクを「管理」できたと錯覚したことにある
 - 小林・坂本報告に共通するのは、リスクという話の中でも、システミック・リスクについて意識されていない点
 - とくに中央銀行の機能と役割は何か
 - 金融政策の発動主体
 - 「最後の貸し手」
 - 決済機能の中心
 - プラス金融監督
- 中央銀行論の射程をどこまでとするのかという問題、と同時にアメリカ独自の問題なのか
- 証券化市場に関する規制ではCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）に一つの焦点が置かれている
 - 証券化市場を問題とすると、モーゲージやMBSの段階、坂本報告にいうS&L段階とは深化の次元が異なるということなのか
 - 証券化を語る際に買い手側プレーヤーの変化、ヘッジファンドの登場とその役割

がこれまでの段階と異なるポイントにならないか

- ・全体テーマが金融監督と金融規制にあり、現在の金融危機が背景にあるとするならば、また現実に欧米の規制改革論議が進行している状況下では、議論の焦点はプルーデンス政策になるのではないか
- ・ところが、小林・坂本報告ともに、プルーデンス政策という言葉、観点がない
- ・預保の改正、資本注入等、事実上該当する政策内容が含まれているといっても、何故プルーデンス政策という政策パッケージで議論しないのか

〔数阪氏への回答〕

①

- ・アメリカでは証券市場優位の構造のもとで投資銀行・商業銀行の対抗関係を軸に金融機関が発展してきた。金融制度としては、商業銀行の発展と展開を軸として投資銀行を位置づける。今回の証券化市場の破綻は、基本的には銀行の経営危機をひきおこす形でリスク分散機能がリスクの連鎖へと逆流した点に特徴があるが、他方で特に証券市場優位の市場構造のもとで証券化のリスクであるが故にリスクが証券業資本としての投資銀行あるいは大手金融機関の投資銀行業務へ集中する逆流構造が作りだされたことに注目すべきである。
- ・証券化のリスクの分散がリスクの連鎖と集中へと逆流する構図は、証券化市場肥大化の背景のもとでは個別金融機関のリスク分担機能を超える衝撃の強さを示すものである。個々のリスク分担と管理能力の集積として証券化市場全体のリスクが把握できるのではなく、リスクの集中と逆流の連鎖の衝撃度合のスピードと強さが金融機関のリスク管理を超える点に今回の金融危機のひとつの特徴がある。
- ・金融持株会社による商業銀行・投資銀行・保険会社の統合化は金融業における証券化促進の大きな要因であると同時に、証券化の統合的なリスク管理の困難さを示すことにもなった。証券化のリスク管理は証券化のリスクの限界を想定するものではなく、高度なリスク管理はそれによって証券化の拡大要因となり、ひとたびリスクの連鎖と集中が始まると金融機関内部にリスクを遮断する機能を作用さ

せることができない。ここにも市場の危機を金融機関の経営危機へと激烈に連動させる要因がある。

②

- ・サブプライム問題は、住宅金融における消費者金融としてのサブプライム・ローンが新市場政策のもとで拡大されウォール街の大手金融機関がサブプライム・ローンの証券化のプロセスで流通市場での買い手として登場するとともに、ファニーメイ、フレディマックといった住宅金融公社もサブプライム流通市場で買い手となったことを重視したい。その後の二重三重化されてくるサブプライム証券を組み込んだ金融商品化のプロセスでご指摘のようにCDSが肥大化を促進する役割も大きいと考えている。
- ・システミック・リスクに関して、中央銀行の金融監督問題は1932年頃からひとつの大きなテーマとなっている。当時は銀行制度の統一が課題であった。今回は市場を構成する金融機関を統合的に監督することがひとつの案となっている。アメリカにおける伝統的な金融監督権限の分担化が今回はFRBへの一元化という形で現われている。中央銀行論を金融政策の観点で捉えれば金融監督は本来的な中央銀行機能の拡張とは捉えにくい。金融監督は金融行政の領域で中央銀行による金融監督は市場管理という点で金融行政を分担するものである。ここでは市場との関係で金融機関を監督することになるが、金融危機下では市場再生と管理の観点から中央銀行による金融機関への監督権限の一元化と強化が進むと考えている。

③

- ・ブルーデンス政策問題について、確かに自己資本充実やリスク管理、また公的資金が問題となるが、そこで問題とされている金融危機対応の政策パッケージの有効性という観点よりも今回は特に公的資金投入の意義、即ち、公的資金投入が金融危機→社会危機→政治危機という体制内危機の連鎖を予防するための社会的調整コストであることを重視している。それは政策パッケージを越えた国家主導の

市場経済の起動と再生であり、ここにこそ金融危機対応の基本構図としての国家市場経済の役割と意義がある。それだけ今回の金融危機は深刻だということを強調しておきたい。

所属：日本福祉大学 毛利良一

質問テーマ：(1) GSE のサブプライムで証券化商品購入、時期規制など GSE 破綻理由

(2) ブッシュ政権期とオバマ政権期の

①金融政策と金融行政の相連について

②G20 金融サミットに対するアメリカのイニシアティブについて

質問の説明：(1) 「①GSE はモーゲージローン証券化の「基軸的なエンジン」

②サブプライムの証券化を促進したのはウォール街の大手金融機関の参入

③住宅金融公社も額は少ないがサブプライム市場からの購入に踏み切った」説明された

③(i)いつから(ii)理由(iii)サブプライム市場に占める比率を教えてください

GSE の自己判断

政権や議会からの圧力？

プライムの多かった GSE 破綻の理由もあわせて

(2) 略

〔回答〕(1) 2000 年以降。比率は低いですが GSE も民間企業ということで利益重視で踏み切った。その背景にはウォール街の大手金融機関が購入していることがある。GSE は、証券化商品の商品化、購入、販売、保有という基軸的なエンジンである上に、議会からの要請で住宅金融の消費者保護の役割も担うことになった。

- (2) ①金融危機下でのブッシュ政権での金融政策・金融行政の対症療法的な修正を継承した上でオバマ政権ではこれまでの政策を決定的に転換させ、規制強化を打ち出している。
- ②金融危機の発信国として公的資金投入による市場再生のモデルを提示すべきである。

所属：中央大学 建部正義

質問テーマ：グラム＝リーチ＝ブライリー法の位置づけ

質問の説明：グラム＝リーチ＝ブライリー法の意義についてお聞きします。同法は、グラム＝スティーガル法が定めた銀行と証券の分離に関する4つの項目、すなわち、第16条—商業銀行による証券発行引受の禁止、第20条—商業銀行による証券子会社の保有の禁止、第21条—投資銀行による預金受入の禁止、第32条—商業銀行と投資銀行の役員兼任の禁止のうち、2番目の第20条と第4番目の第32条を廃止しただけであり、第1番目の第16条と第3番目の第21条は依然として有効です。したがってその意味では、銀行と証券の分離規制のコマ部分が残っています。グラム＝リーチ＝ブライリー法が今回の金融危機に与えたインパクトをどのように評価すべきか、具体的に教えてください。

〔回答〕銀行が証券・保険の統合を容認される状況下で、貸付を積極的に証券化したことを含め、証券化業務を積極的に推進したことが、金融危機への制度的な要因となった。

所属：足立一夫

質問テーマ：「1930年代と比較して現在の金融危機の方がはるかに深刻である」というのはどのような意味においてでしょうか

質問の説明：1930年代のようにいわゆる「金本位制」下（＝鋭換制下）ではない

し、各国の協調体制もかつてとは異なっているとは思いますが。

〔回答〕 決定的に違うのは、1930年代は依然として基本的には証券市場優位の構造であったが現代の金融危機でアメリカの証券業は大手投資銀行が消滅するという構造的な危機となっているという意味である。

所属：東北学院大 原田善教

質問のテーマ：1930年代の規制に基づく金融システムを自由化してきた結果がリーマン・ショックだと捉えると、次にどのような金融規制を行うべきと考えますか？

質問テーマ：戦後資本主義の金融面での特徴は中央銀行の金融市場の組み込み、内在化＝国債価格支持政策でしたが、今回の危機では政府（国家）が公的資金の注入によって金融機関を国有化し金融システムの安定化することになっています。その意味では、国家信用の金融市場の組み込み、内在化というのが特徴だと思われます。この両者の質的相違をどのように考えるべきでしょうか？

質問の説明：「公的信用」の供給が過剰貨幣資本の累積、温存し、それがバブル循環を生み出しているという考え方について（金融主導の蓄積体制）どのようにお考えでしょうか？この考え方が正しいとすれば、どのようなコメントによってこうした循環が終わると考えますか？お教えてください。

〔回答〕

- 1930年代の金融規制の再評価が必要である。
- 公的資金の注入による市場再生とは体制維持のための国家市場経済であり、ご指摘の「国家信用の内在化」は市場再生による経済の枠組そのものの再構築を意味するものである。
- 金融主導の蓄積体制は「公的信用」に支えられている側面があり、まず金融行政

による適正な規制と厳格な監督・監視の姿勢を明確に打ち出すことが問題解決の出発点となる。

所属：大阪市大 清田 匡

質問テーマ：金融監督（金融行政）は、信用論（金融論）において、理論体系上、どこに位置づけられるかを教えて下さい。

〔回答〕 金融監督（金融行政）は国家の信用システムの維持という点で、国家信用に属するが中央銀行がその金融監督権限を市場維持と金融システムの維持という点で分担する場合は、国家信用の分担機能として下向き中央銀行・金融市場の領域に属すると考えている。

所属：静岡大(名) 居城 弘

質問テーマ：金融の証券化、証券化市場の役割

質問の説明：多国籍企業や現代の基幹産業・大企業にとって、金融の証券化や証券化市場はどのような関わりをもっていて、いかなる役割を持っているとお考えでしょうか？

（御報告がサブプライム消費者信用、住宅金融に力点がおかれていたようにうかがいましたので）

〔回答〕 銀行にとって貸付の証券化が可能になることから、企業の側からみると銀行の融資の多様化及び融資内容の変化と企業の資金運用の多様化に伴う財務上のリスク管理の両面において多大な影響を受ける。

所属：千葉商大 清水正昭

質問の説明：「サブプライム市場の証券化」は「ウォール街の大手金融機関」がそこへ参入したからだとされているが、何故そうしたことが可能であっ

たのか？その際のリスク管理はどのように行われたのか？また、ファニーメイが「公的信用」を与えたからだというのであればファニーメイは何を契機として、そのように踏み切ったのか？

〔回答〕 国際的な過剰な貨幣資本を背景にウォール街の大手金融機関は証券化市場の拡大を図るためにサブプライム市場の証券化に参入した。その際、リスク管理が厳格に行われたとは思われない。ファニーメイ等は「民間」金融機関としての経営上の収益増強の観点からサブプライム市場に参入し、そのことが「公的な」住宅金融公社として「公的信用」を与える結果となった。

所属：桜美林大学 前畑雪彦

質問テーマ：「市場の再生」の中味について

質問の説明：再生の対象となる市場は資本主義の発展段階によって異なるはず。現段階の中味は何か？

〔回答〕 アメリカ型の証券市場優位構造の国際的な連携化の発展段階のもとで、銀行、証券業資本を中心に構成される基本的な金融資本市場の再生を意味している。

所属：武蔵大学 吉田 暁

質問テーマ：金融行政における国家の役割

質問の説明：アメリカで連邦準備が銀行監督という本来行政に属する仕事を担っている背景についてはアメリカの特殊性ということで教えを受けました。市場経済を維持・再生することは「国家＝政府の役割」とされることに賛成ですが、ここでの「国家＝政府」には中央銀行は含まれるのだろうか。アメリカでは含まれるのはアメリカの特殊事情でしょうか。

このことは太田報告と関連するのですが、EU では金融行政は基本的に国家主権に属するものと考えられ、マクロは別としてミクロには ECB を関与させないようですね。貴殿はどうお考えになりますか。

[回答]「国家＝政府」に中央銀行は含まれないが、「市場再生」のために「国家＝政府」が役割を果たす場合、中央銀行は当然その役割の一端を担うことになる。中央銀行は、市場管理の観点から銀行監督権限の一部を分担すべだと考えている。

所属：九州大学 岩田健治

質問テーマ：①金融規制と金融監督（ミクロ・マクロ）との定義について。後者については「国家」のどの組織が行うのが本来の姿かについて
②流動性不足問題と支払い不能問題について
③グローバル化時代の危機の負担について

質問の説明：①金融政策・・・中央銀行

金融行政・・・財務省・金融庁

規制 ”

監督 ミクロ ” ←ここを金融庁がやるのか中央銀行がやるのか？

マクロ

②小林先生のレジメ 4 頁にある「流動性」・「自己資本」という問題に関連すると思いますが、両者の問題の本質はどこにあり、両者が一体となって顕在化した今回の危機の様なケースで、適切な対応等はいかなるものでしょうか？

③国境を越える活動により、外国から利潤の多くを稼いでいる大銀行への資本注入の際の税負担の問題は、どの様な原則で対応すべきでしょうか？

〔回答〕①監督（ミクロ）についても中央銀行は金融監督の権限の一部を分担すべきではないかと考えている。

③グローバル化時代においても基本が国民経済であることについては、資本注入はその所属する国の負担であり、EUのような広域の経済領域については、税負担のルール化が必要であろう。

部会活動報告

[北海道部会]

日 時 2009年7月18日(土) 14:00～
場 所 北海学園大学会議室
報 告 者 小林 真之氏(北海学園大学)
論 題 1930年代の銀行恐慌－現代金融危機と関連させて－

[関東部会]

日 時 2009年12月19日(土) 14:00～17:00
会 場 拓殖大学 文京キャンパス C511 教室
テ ー マ 欧米の金融規制の動向をめぐって

報告1

報 告 者 松田 岳氏(東京富士大)
論 題 「金融規制強化の行方－『双子のバブル』崩壊後の米国
を中心に－」

報告2

報 告 者 山村 延郎氏(拓殖大)、
三田 村智氏(拓殖大 非常勤講師)
論 題 「EUの金融市場と市場統合」

[西日本部会]

日 時 2009年7月19日(日) 10:30～13:00
場 所 九州大学経済学部2階中会議室(箱崎文系キャンパス)
報 告 者 楊枝 嗣朗氏(佐賀大学経済学部)
論 題 「私の貨幣信用論研究40年－貨幣とは何か?－」
コメンテーター 岡本 恵也氏(熊本学園大学経済学部)

学会事務局報告

2009年春季大会（立教大学）

立教大学太刀川記念館において開催された春季大会は、前年秋に発生したリーマン・ショックによる激震の世界的波及が進行するなか、タイムリーな共通テーマのもと、100名を越える会員の参加を得て、開催されました。3人の報告者とも、当日配布の詳細な資料を用意してそれぞれの視角から報告を行い、それに対し信研ならではの白熱した活発な議論が展開されました。懇親会はセントポールズ会館に場所を移し、中締めの日まで多くの会員が残り、大会での議論の続きを行っていました。

2009年秋季大会（徳島大学）

秋季大会は、徳島大学工業会館にて、60名近い会員の参加のもと開催されました。出席予定者数が若干少なく心配されましたが、報告者ならびにコメンテーターのご努力により多くの知見を得ることができました。また、春季大会テーマに引き続き、現代の金融危機分析に欠かせないテーマであったことも大いに寄与したと思います。懇親会は、開催校のご配慮により、徳島駅に隣接するホテルにて行われ、帰りの時間を気にすることなく、また大会参加者のほとんどが出席して、恒例の議論の花がそこかしこで咲きました。

会員著書・論文目録 (2009年1月至12月)

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
赤川 元章	GERMAN BANKS IN EAST ASIA-The Deutsche Bank (1870-75) and the Deutsch-Asiatische Bank (1889-1913)-	KEIO BUSINESS REVIEW, No. 45-1	2009年
足立 一夫	(研究ノート)「国際過剰資本の流入と日本の不動産バブル-銀行による外貨貸付(外貨/ユーロインパクトローン)が大きな役割を演じたのか-」	『社会科学論集第130号』(埼玉大学)	2010年5月
井村喜代子	「世界的金融危機と現代資本主義」	『日本の科学者』	2009年4月
	「現代資本主義と世界的金融危機」	『経済』	2009年7月
大谷禎之介	『『資本論』第2部仕上げのための苦闘の軌跡——メガ第II部門第11巻の刊行によせて——』	『経済』第162号、第163号、第164号	2009年3月・4月・5月
	『ヨハン・モスト著、カール・マルクス改訂、マルクス自身の手による資本論入門』(翻訳)	大月書店	2009年10月
大友 敏明	反通貨管理の思想—J. W. ギルバートとT. トゥッカー Monied Capitalの蓄積について—トーマス・トゥックと匿名氏の『通貨理論論評』—	『立教経済学研究』第62巻第4号 『経済学史研究』第51巻第1号	2009年3月 2009年7月
片岡 尹	サブプライム危機とドル本位制	経営研究、第60巻第2号	2009年6月
金井 雄一	『『ポンド残高』の累積とブレトン・ウッズ会議におけるイギリスの態度』	『経済科学』第56巻第4号	2009年3月
鎌倉 孝夫	『資本論』で読む金融・経済危機	時潮社	2009年6月
木村 秀史	「オイルマネーと基軸通貨ドル体制—中東産油国の動向を中心に—」	『國學院大學 経済学研究 第40輯』	2009年3月
清田 匡	書評：山口博教授『ドイツ証券市場史——取引所の地域特性と統合過程——』	日本金融学会『金融経済研究』、第28号	2009年4月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
小林 真之	『アメリカ銀行恐慌と預金者保護政策-1930年代における商業銀行の再編-』	北海道大学出版会	2009年2月
坂口 明義 柴垣 和夫	「世界恐慌と産業グローバリゼーションの行方」 「校閲を終えて」	生活経済政策研究所 『生活経済政策』2009年6月号、No.149(通巻565号) 『大内力経済学大系 第八巻：日本経済論(下)』東京大学出版会	2009年7月
建部 正義	日中の金融システム比較(編著) 「世界金融危機」が意味するもの 金融サイドから見たサブプライムローン・ショック 国際金融危機=世界恐慌とマルクス経済理論 金融危機下の日銀の金融政策	中央大学出版部 経済 経済理論、第46巻第1号 政経研究、第92号 経済	2009年3月 2009年3月 2009年4月 2009年5月 2009年9月
近廣 昌志	国債発行の市中消化に関する考察 -内生的貨幣供給理論の見地から-	企業研究 第15号(中央大学企業研究所)	2009年8月
津田 和夫	構造改革の転換期-日本型資本主義への挑戦、政府と市場の失敗を超えて-	佐賀大学、経済論集、第41巻第6号	2009年3月
都野 尚典	世界銀行「東アジアのルネッサンス-経済成長への理念-」 同上(2)	九州情報大学研究論集、第10巻第1号 九州情報大学研究論集、第11巻第1号	2008年3月 2009年3月
鶴田 満彦	『グローバル資本主義と日本経済』 「日本経済の急速な悪化をどうみるか」	桜井書店 『経済』第166号	2009年5月 2009年7月
徳永 潤二	『バブル・リレー-21世紀型世界恐慌をもたらしたものの-』(共著) 第10~13章を担当 「『アメリカ極支配後』を模索し始めたG20-ロンドンサミットの歴史的意義」	岩波書店 『世界』岩波書店、第792号、2009年6月号	2009年

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
西尾圭一郎・ 北野 友士	「国際通貨ドルの暴走：世界金融危機の原因は40年前に作られた？」	『週刊東洋経済』2009年2月14日特大号	
	「サブプライム危機、リーマンショック…国際マネーと貿易はここまで収縮した」	『週刊東洋経済』2009年2月14日特大号	
濱田 康行	「金融教育の対象とあり方」	『教養・文化論集』(ノースアジア大学)第4巻第1号	2009年1月
	「危機に瀕するベンチャーキャピタル」	『金融ジャーナル』第50巻第4号	2009年4月
平岡 賢司	「世界金融危機と信用金庫」	『信用金庫』第63巻第6号	2009年6月
	「ストレステスト」	『日経ビジネス』7月13日号	2009年7月
	「世界金融危機解題」	『商工金融』第59巻第10号	2009年10月
	書評「由里宗之著、地域社会と協働するコミュニティ・バンク」	『金融経済研究』第29号	2009年10月
前田 真一郎	「Venture Capital in Japan」	北海道大学『ECONOMIC JOURNAL』Vol. 38	2009年11月
	第一次大戦期の戦費金融とドルの台頭	熊本学園大学『海外事情研究』第37巻第1号	2009年9月
前田 直哉	「クレジットカードの出現と消費者信用の変化－戦後アメリカの消費者信用－」	名城大学経済・経営学会『名城論叢』第10巻第1号	2009年6月
松浦 一悦 山田 博文	「ドル体制に関する一考察」	『経済論集』(ノースアジア大学)7号	2009年12月
	『EU 通貨統合とユーロ政策』	ミネルヴァ書房	2009年12月
山田 博文	「財政赤字と累積国債の経済学」	『税経新報』NO. 562	2009年1月
	「激変する世界経済と21世紀の日中経済関係」(共著)	『群馬大学教育学部紀要 人文・社会科学編』、第58巻	2009年3月
	「「100年に1度」の世界恐慌と日本経済～世界恐慌と日本の選択～その1～」	『税経新報』、NO. 569	2009年8月
	「成長と福祉を両立した循環型経済～世界恐慌と日本の選択～その2～」	『税経新報』、NO. 570	2009年9月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
山西 万三	「経済のグローバル化と中高生の経済教育」	経済教育学会『経済教育』、NO. 28	2009年9月
	「消費者運動と社会経営」	龍谷大学社会科学研究所『社会科学研究年報』第39号	2009年5月
	「偽装の経営学」	シリーズ現代社会を読む経営学『「社会と企業」の経営学』第7章、ミネルヴァ書房國島弘行、重本直利、山崎敏夫編『「社会と企業」の経営学』所収	2009年4月
由里 宗之	地域社会と協働するコミュニティ・バンカー米国のコミュニティ銀行・クレジットユニオンと地域社会・NPO米国のコミュニティとコミュニティ・バンク	ミネルヴァ書房	2009年3月
	「ウォールストリート」発の金融危機と米国のコミュニティ銀行業界の対応	自治体研究社 齊藤正編『地域経済を支える地域・中小企業金融』	2009年11月
楊枝 嗣郎	「メタリズム貨幣論の閉塞」	『企業環境年報』（中小企業家同友会全国協議会企業環境研究センター）第14号	2009年12月
	「経済の基礎は売買かそれとも貸付・信用か？ー貨幣の起源に関連してー」 翻訳：R・デ・ローヴァー	愛知大学『経済論集』第180号	2009年10月
吉田 暁	『為替手形発達史ー14世紀～18世紀』(2)(3)	『NHK知る楽、歴史は眠らない』NHK出版協会	2009年10～11月
	内生的貨幣供給論と信用創造	佐賀大学『経済論集』第42巻2号、3号	2009年9月、11月
吉田 暁	内生的貨幣供給論と信用創造	経済理論学会編、季刊経済理論、Vol. 45 No. 2	2008年7月

信用理論研究 第 28 号

2010 年 12 月発行

発行者	信用理論研究学会
発行所	信用理論研究学会
〒260-8701	千葉市中央区大蔵寺町 200
	淑徳大学 田中秀親研究室
	TEL 043 (265) 7331
印刷所	株式会社 信利
〒545-0001	大阪市阿倍野区天王寺町北 2-4-16
	TEL 06 (6713) 1833
