

スタグフレーションから サブプライム・世界経済危機へ（上）

矢吹 満男*

【目次】

はじめに

第1章 スタグフレーションへの対応と世界資本主義の構造変化

第1節 サブプライム・世界経済危機分析の起点としてのスタ
グフレーション

第2節 スタグフレーションへの政策的対応—ケインズの有効
需要政策から新自由主義的政策へ

第3節 企業レベルでのスタグフレーションへの対応—世界資
本主義の構造変化

第4節 金融の肥大化

第5節 過剰流動性の移動

第6節 実体経済の動向とバブルの頻発 【以上本号】

第2章 インターネット不況からの回復と住宅バブルの拡大

【以下次号】

第3章 グローバル・インバランスとサブプライムローン問題

第4章 アメリカとヨーロッパの関係

第5章 サブプライム・世界経済危機の発生と深化

第6章 アメリカ経済の現局面—長期停滞論の提起

おわりに—リーマン・ショック後の世界をどう展望するか？

JEL 区分：B51

キーワード：スタグフレーション，デスインフレ，金融の肥大化，バブル

*専修大学経済学部教授

はじめに

アメリカでは1990年代後半の「ネット＝株式バブル」崩壊と踵を接するように2000年代初頭「住宅バブル」が発生・膨張した。「住宅バブル」は2006年夏には崩壊し、2007年夏のサブプライムローン問題の顕在化から2008年9月のリーマン・ショックを経て、アメリカ経済は Great Recession に陥った。これに対して大恐慌以来の大規模な財政出動とFRBの非伝統的な金融政策がとられ、アメリカ経済は公式には09年半ばから回復過程にある。しかしその途上で欧州金融・債務危機の勃発や新興諸国の動揺もあり、5年以上経過した現在、ゼロ金利の継続に加え、三次に渡るQEにもかかわらず、雇用の回復が思わしくなく、「人口増とノーマルな生産性増と歩調を合わせ」た程度の低い成長に留まっている。危機前の水準を超えた株式市場の活況や家計の純資産の増大等に基づく楽観論もあり、QEⅢは2013年12月から段階的な縮小に向かって、2014年10月には終了し、ゼロ金利の解除の時期が取り沙汰されている。停滞的な日欧と対照的な「一人勝ち」アメリカでハンセン以来の「secular stagnation 長期停滞」が危機感をもって論じられている。

2013年11月8日のIMF経済フォーラムで、FRB議長就任についてのオバマ大統領の要請を辞退したサーマーズは、07-08年危機を封じ込め大恐慌再来を回避したバーナンキ等の手腕を評価しつつも、雇用－人口比率が示すように「今日アメリカでは働いている男性、女性、成人のシェアは4年前と本質的に同じである」と深刻な雇用問題に目を向け、「将来の恐慌を防ぐという庇護のもとになされた多くのことが逆効果」だったのではないかと問うた。実際に2008年1月1億3836万5000人のピークから2010年2月1億2965万5000人へと871万落ち込んだ雇用は、2014年5月1億3849万9000人と危機前のピークを超えるのに6年かかった。そして「長期

停滞」が日本の経験を理解するのに非常に重要であるのと同じく、アメリカも「長期停滞」に陥っているのではないかとの懸念を表明した¹⁾。

その後サーマーズは「On secular stagnation 長期停滞について」と題する論考で、この考えを敷衍した。アメリカは「経済的政策的にノーマルな状態にある時点で復帰するだろう」との大方の仮定に対して、日本を例に上げながら、「アメリカやグローバル経済は完全雇用と力強い成長を確保するために持続的な非伝統的な政策サポートなしでノーマルな市場メカニズムに頼ることはできない可能性をあげた²⁾。「流動性の罟」を主張するクルーグマンもサーマーズの見解に強い賛意を表明した³⁾。

市場原理主義の席卷するアメリカで、ハンセン以来の長期停滞論が提起されるほど、特に雇用を中心とした回復が思わしくないのは何故なのか？サブプライム・世界経済危機の発生と合わせ、この間に十全に答えるためには二つのアプローチが必要と思われる。一つは1990年代後半の「ネット＝株式バブル」崩壊後の2000年代世界経済のトータルな把握である。

2007年4月G7は、世界経済は「過去30年以上で最も力強い持続的成長」をしているとの楽観的な声明を発表した。実際に2004年～2007年の世界経済の年平均成長率は5.05%で「資本主義の黄金時代」とも言われた60年代の5.1%に迫るものであった。

しかしG7が謳歌したこの「持続的成長」は、21世紀初頭世界経済の主要なプレイヤーである三地域の持続不可能な異常な発展によるものであった。アメリカでは「持続的成長の背後で、サブプライムローンの拡大という形で恐るべき危機が潜在化していた⁴⁾。サブプライムローンの拡大による住宅バブルと重奏する形で異常な信用バブルが拡大していた。実は1999年の統一通貨ユーロの登場を背景としたヨーロッパの金融機関もサブプライム危機に深く関わっていた。欧州金融・債務危機はアメリカ発サブプライム危機が「飛び火」したものとみられていたが、

そうではなく「両者共犯」⁵⁾であった。さらに2001年WTOに加盟した中国もこの危機に大きく関わっていた。個人消費を抑制した持続不可能なほど極端に投資主導で、バブルに沸く欧米への輸出を激増させ世界第2位の経済大国に成り上がった。中国の鉄鋼等の過剰生産は今次サブプライム・世界経済危機の実体的な構成要素である。また激増する外貨準備をアメリカの国債や公社債の購入に充てたことが、「グリーンズパンの謎」と言われたように長期金利の上昇を一定程度抑制し、信用バブル膨張の一要因となった。また人口大国・中国の成長が資源食料価格を高騰させ、BRICsを浮上させた。シャルマは、「コモディティの輸出に頼って生きている多くの国々の抱く、将来に対する楽観論」を、「1990年代後半に世界を覆ったテクノロジー株への熱狂と、あまりにも似ている」として、「コモディティ・ドットコム」⁶⁾と呼んだ。

「持続的成長」の中で潜在化していた危機が時間の経過と共に顕在化した。三地域の持続不可能性が顕在化してきた。中国を初めとする新興諸国は、欧米の経済危機に対するアンカーとも期待されていたが、欧州金融・債務危機や2013年6月アメリカのQEⅢの縮小観測で動揺し始めた。それがまた輸出志向を強めているアメリカの回復を大きく制約せざるをえない。三地域の連関を明らかにすることによって、サブプライム・世界経済危機の全体像が明らかになるのではないか。

サブプライム・世界経済危機と今日アメリカで「長期停滞」論が提起されざるをえないその背景を解明するためには、2000年代の世界経済のトータルな把握と共に、さらに1970年代初頭にまで立ち戻り、それ以降展開した「情報＝金融＝世界市場革命」(南克巳)の三者を比重正しく位置づける必要があることは前稿でも指摘した。「1970年代以降の資本主義の歴史的变化をトータルに把握することなしに、今回の経済危機をリアルに分析することはできない」⁷⁾。この課題からとりかかろう。

- 1) Transcript of Larry Summers speech at the IMF Economic Forum, Nov. 8, 2013
- 2) L. Summers. “On secular stagnation”, Dec. 16, 2013
- 3) Krugman. “Secular Stagnation, Coalmines, Bubbles, and Larry Summers”, Nov. 16, 2013
- 4) 拙稿「21世紀初頭アメリカ資本主義の構造と循環」(『専修経済学論集』第102号, 2009年) p. 144.
- 5) 赤木昭夫「世界恐慌への構図」(『世界』2008年12月号) p. 113.
- 6) ルチル・シャルマ(鈴木立哉訳)『ブレイクアウト・ネーションズ』(早川書房, 2013年) p. 302.
- 7) 高田太久吉編著『現代資本主義とマルクス経済学』(新日本出版社, 2013年) p. 6. 伊藤誠氏も デヴィッド・ハーヴェイ(森田成也他訳)『資本の<謎> 世界金融恐慌と21世紀資本主義』(作品社, 2012年)による批判に反論しつつ、1970年代の危機とサブプライム・世界経済危機との「有機的関連」(伊藤誠『資本論』の恐慌論と現代の世界経済危機) 経済理論学会編『季刊経済理論』第51巻第3号, 2014年, p. 17.)を理解することの重要性を指摘されている。

第1章 スタグフレーションへの対応と世界資本主義の構造変化

第1節 サブプライム・世界経済危機分析の起点としてのスタグフレーション

今次サブプライム・世界経済危機は「100年に一度の危機」との指摘から1929年大恐慌との比較において論じられている。「合衆国の金融システムと経済システムは一頓挫をきたし、システムはほとんど完膚なきまでに崩壊」¹⁾した1929年大恐慌に匹敵するような危機が、80年の時を経て再来したのは何故かという問題に答えようとする場合、まず我々はこのような危機が「なぜ30年代以降この方生起しなかったのか」という問に答えなければならない。これはミンスキーの問いかけでもあった。次の問は、1929年大恐慌のような危機が防止される一定期間を経て、どのようなきっかけで今次危機の再来が準備されたのかということである。その媒介的な位置にあるのがスタグフレーションである。

1929年大恐慌のような世界恐慌を回避し、さらには1930年代の慢性不況のもとでの為替切り下げ競争が世界経済のブロック化を招き、ひいては第2次世界大戦を惹起したことに鑑みて、帝国主義戦争の反復の防止の必要性から構想されたのがIMF・GATT体制であり、国内的には1946年雇用法である。後者はケインズによって一応の理論づけを与えられたスペンディング政策に制度的体系化を与えた。さらに戦後のアメリカは故山田盛太郎氏が「戦後段階を問題にするときには、どうしても視野の中におかねばならぬ若干の点」²⁾として指摘された「第2次大戦後の世界的再編を根底から規定した三要因(①社会主義体制の成長、②植民地体制の崩壊、③資本主義諸国の内部における民主勢力の成長)」への対応という当初の「意図と力の限界とを越え」³⁾た課題をも担わざるをえなかったことの認識が戦後世界経済を考察する場合に決定的に重要であることはすでに指摘した。

こうした戦後冷戦体制のもとでニューデール期の金融規制も相俟って恐慌は基本的に回避されてきた。金融の肥大化も起こらず、資産価格が異常に上昇するバブルも発生しなかった。しかしその対価としてインフレが段階的に加速した。不況にも関わらずインフレが進行する現象が1957・8年不況時に「初現的に」出現した。「新しいインフレ」として大問題となり、1957年米議会上下院に「反トラスト及び独占小委員会(キーフォーヴァ委員会)」が設けられ、価格上昇の元凶をつきとめようとして大規模な調査を行った。その結果は1947～58年の卸売物価の上昇率(23%)の40%が寡占体制の強固な鉄鋼価格の上昇によって説明できるというものであった。

スタグフレーションが「典型的」に発生したのは1969・70年不況時である。69年発足のニクソン政権は1965年からのベトナム戦争による軍事支出の増大で加速したインフレを抑制しようと軍事支出の削減も含む総需要抑制策をとった。それによってマイナス成長となったが、にもか

かわらず物価は上昇し、典型的なスタグフレーションとなった。失業の増大が社会不安となり再選戦略に影響が出るのを心配したニクソンは、「今や私はケインジアンである」として1970年11月景気刺激策に転じた。それによって景気は持ち直したが、輸入が拡大し長らく黒字を維持してきた貿易収支が赤字に転落した。ドル危機が再燃し、公的金準備が100億ドルの大口を割りそうになった。

1971年8月15日ニクソンは声明を発表した。その声明は①金・ドル交換停止、②10%の輸入課徴金、③対外援助の10%削減、④賃金・物価の90日間凍結、⑤連邦支出の47億ドル削減、⑥個人所得税減税の1年繰り上げ実施、⑦自動車消費税の廃止、⑧投資促進のための税控除からなっていた。この中には1970年に「1962-66年に実施したような賃金・物価ガイドポストを復活する考えはない」としていた賃金・物価統制も含まれていた。金・ドル交換停止によってインフレが加速し、73年10月には第1次石油危機に点火した。インフレの激化に対応して73年末総需要抑制策がとられ、スタグフレーションが激化すると同時に世界化した。

図1が示すように、「利潤率の長期低落傾向を基底にもつスタグフレーションは、これをアメリカについてみれば戦後段階を規定する3要因(①社会主義体制の成長、②植民地体制の崩壊、③資本主義諸国の内部における民主勢力の成長)、およびそれらの要因によって規定されて『反共の防壁』として育成された日本の新鋭重化学工業が反逆的要因として現れることによって、独占段階固有の停滞基調が特有の鋭さをもって露呈したものとして位置づけ」、これは「決して循環的なもの」ではなく、「長期的構造的なもの」であり、「それゆえにドラスチックな形での資本の対応を惹起せざるをえない」⁴⁾と指摘したが、1970年代以降まさに資本のドラスチックな形での対応が行われ、それが今次サブプライム・世界経済危機を準備した。その過程を筆者はこれまで「世界的リストラクチャー

リング期⁵⁾として追跡してきた。ここではサブプライム・世界経済の危機との関連で、要約的に述べておこう。

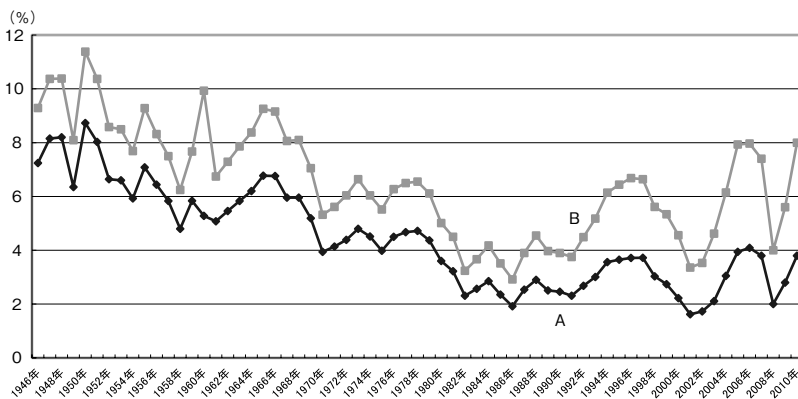
- 1) H.P. ミンスキー (岩佐代市訳) 『投資と金融—資本主義経済の不安定性—』 (日本経済評論社, 1988年) P. ix.
- 2) 『山田盛太郎著作集』 第5巻 (岩波書店, 1984年) P. 37.
- 3) 南克巳 「戦後資本主義世界再編の基本的性格 (上)」 (『経済志林』 第42巻第3号) P. 42.
- 4) 拙稿 「現代帝国主義の構造とスタグフレーション」 (専修大学社会科学研究所『社会科学年報』 第19号, 1985年) P. 249.
- 5) 拙稿 「世界的リストラクチャリング期における日米関係」 (『土地制度史学』 第131号, 1991年) 参照。

第2節 スタグフレーションへの政策的対応—ケインズの有効需要政策から新自由主義的政策へ

不況とインフレの併存状況というスタグフレーションに対して政策的にどのような対応が行われたのか。不況に対してはケインズの有効需要政策しかなく、それで激化するインフレに対しては、ニクソン声明に含まれていたように

1962-66年のガイドポスト政策のような賃金・物価の統制が1974年まで行われた。1978年カーター政権の下でも繰り返された。賃金については年間の引き上げ幅を最高7%とし、物価については個々の企業毎に今後1年間の販売価格の引き上げ幅を、1976~77年の2年間の年平均引き上げ率より0.5%低くしなければならないという「物価・賃金基準」を設定した。こうした対応ではスタグフレーションが一層深刻化した。その理由はこれらの政策が生産性回復と経済成長のための計画を欠き、スタグフレーションへの対症療法にとどまっておろ、スタグフレーションの基礎にある生産性上昇率の長期的な低落傾向という深刻な問題にまで踏み込んでいなかったからである。

ここにケインズの有効需要政策を批判し、スタグフレーションを克服せんとして、マネタリズムと供給重視の経済学を基礎とする1981年レーガノミックスが登場する。マネタリズムは、インフレは過大な通貨供給量に起因するとし、それを抑えるため通貨供給量の抑制を唱える。減税、歳出削減、政府規制の緩和によって供給面から経済の活性化を主張するのが供給重視経



(FRB, *Flow of Funds Accounts of the United States* より作成。Aは、税引き前利益/資産、Bは、税引き前利益/有形固定資産)

図1 アメリカ法人企業利潤率

経済学である。その基礎にあったのが、シカゴ大学のミルトン・フリードマンをリーダーとする市場原理主義的な考え方である。市場原理主義は1973年9月11日、アジェンデ大統領虐殺後のチリで実験に移されていた¹⁾。

1981年連邦準備制度理事会（ボルカー議長）は、インフレ抑制のため「通貨と信用の増加率を1980年の水準から1986年までにその半分の水準に着実に減少」の方針を掲げ実施した。その結果M2の伸び率はあまり変わらなかったが、M1は1979～1980年7.4%から1981年IV5.2%まで低下した。これによってFFレート金利は、1980年7月9%から1981年6月19%にまで急騰した。住宅ローンや自動車ローン金利等各种金利も急騰した。このため1982年には失業率が上昇し「この50年間で最も深刻」な不況に陥った。またインフレを抑制するための金利の引き上げは、1982年8月末メキシコ累積債務危機を誘発した。このためFRBは通貨供給量伸び率抑制政策を転換し、マネーサプライは増加、金利も低下に向かった。こうした中で1982年頃からインフレ率が次第に鈍化した。ディスインフレである。

インフレ抑制の原因について、マネタリズムに基づく通貨供給量の伸び率抑制を指摘する見解が多い。しかし金融引き締めは徐々に緩和され、マネーサプライ伸び率も1984年以降量的規制が緩和された。1980年代後半マネーサプライは高い伸び率を維持した。1984年マネタリズムの代表者フリードマンはマネーサプライの伸び率増加を見て、インフレを警告した。にもかかわらずインフレ率は抑制されていった。これをみてブラインダーは1984年「マネタリズムは死んだ²⁾」と評したのである。ではインフレが抑制されていった理由は何か？

- 1) 内橋克人『悪夢のサイクル—ネオリベリズム循環』(文芸春秋社, 06年) 参照。
- 2) アラン・S・ブラインダー (佐和隆光訳)『ハードヘッド・ソフトハート』(TBSブリタニカ, 1988年) P. 149.

第3節 企業レベルでのスタグフレーションへの対応—世界資本主義の構造変化

政策レベルでのスタグフレーションへの対応を検討したが、スタグフレーションが激化し、利潤率も傾向的に低下する中で、企業レベルでも懸命の対応が行われた。企業レベルでのスタグフレーションへの対応の過程で、世界資本主義の構造が大きく転換した。「IT化とアジア化(→グローバル化)」として特徴づけられる。世界資本主義の構造が大きく転換した。それによってインフレが抑制された。IT化とは何か？

1970年代までアメリカの主導産業は鉄鋼産業・自動車産業に代表される寡占体制の強固な重化学工業であったが、それに代わって半導体、コンピュータに代表されるIT=ハイテク産業が主導産業となった。半導体やコンピュータ産業からなるIT産業は元々は軍需に育まれて成長してきた。インフレが加速し、アメリカの競争力が弱体化し、基軸通貨ドルの地位が危うくなる中で、1969年大統領に就任したニクソンは、アメリカ経済を建て直すため、軍事支出を含めて財政支出を抑制する総需要抑制策をとったことは先に述べた。その結果典型的なスタグフレーションが発生した。軍需が大幅に縮小したため、IT産業はじめ軍需産業は初めての危機に陥った。そして「民需転換」がスローガンとなった。「民需転換」が叫ばれる中で、1971年インテルがMPU (microprocessor unit) を発明した。

1971年のインテルによるMPUの発明によって、コンピュータが小型、かつ安価になることによって、コンピュータが工場やオフィス、家庭にも導入されるようになり、工場や職場での仕事の在り方が大きく変わり始めた。コンピュータは80年代になるとネットワーク化されるようになり、IT化は今日では、インターネット化へと展開している。

在来重化学工業(鉄鋼、機械)に代わってIT産業が登場し、アメリカの主導産業へと成長する中で、生産のアジア化(→グローバル化)が

進んだ。

IT化のハードの基礎をなす半導体、コンピュータ等の労働集約的な工程がアジアに移管されるようになったのである。オフショアリングである。これをきっかけに遅れたアジアが「世界の工場」として登場した。「500年にわたる世界経済の歴史の中で初めて」¹⁾のことであった。これを金融面から支えたのが、後述のユーロダラー市場の拡大である。NIES, ASEANの発展は中国に対する圧力となり、1978年中国はそれまでの自力更生から対外開放改革へと大きく政策転換した。1991年のソ連崩壊による旧ソ連・東欧圏の市場経済化や1992年南巡講話から2001年WTO加盟を経て、グローバリゼーションは更に「深化」²⁾し、中国は文字通り「世界の工場」として発展した。

1970年代以降展開した「IT化とアジア化(→グローバル化)」の帰結は、第1に独占体制の強固な在来重化学工業からIT産業への産業構造の転換である。

在来重化学工業の場合には最低必要資本量が膨大で、それが参入障壁となって比較的強固な独占が形成され、そこでの独占価格がスタグフレーションの大きな要因であった。これに対してIT産業は、技術変化が急速でリスクの大きなビジネスであり、ベンチャーキャピタルの利用が可能で参入コストが相対的に低い。したがって小企業でも成功の可能性を持つ非常に競争的な構造を持つ。半導体の原料であるシリコンは地球上酸素に次いで豊富な資源であり、精製コストを除けば材料費は安い。生産性の上昇と共に価格が急速に低下するのがこの産業の特徴である。

必要最低資本量の増大による参入障壁に基づいて独占的支配を形成する在来重化学工業と異なって、IT産業の場合には「情報通信機器の継続的な価格低下とグローバルに展開する情報通信ネットワークにより、従来の独占と比較して、はるかに少ない必要最低資本量と個人的な営為によって、革新的なアイデアやそれを実現

する技術をつくりだすことが容易」である。

「こうして情報通信産業の独占は、技術独占を基盤に成立するが、それは絶えざる科学的労働・技術的労働による技術革新の動きのなかで、技術の陳腐化、代替製品の登場によって独占的支配は動揺するのであり、この意味で不安定さのなかに置かれている」³⁾。

第2に、「情報通信革命の時代では生産設備はコンピュータ制御され、それらが相互にネットワーク化されるので、コンピュータ制御の生産設備を導入すれば、生産面での参入障壁は低くなる。いわゆるノウハウが必要な場合でも、ビジュアル化した作業指示である程度は対応できるので、絶対的な参入障壁ではなくなっている。したがって必要最低資本量を上回るための資金調達さえ可能になれば、工業集積の少ない地域でも生産過程の移植は可能になる。この意味では、現段階の独占資本主義間の競争の主たる場面は、国内市場を中心としたものではなく、新興工業国の独占資本を交えた国際的な独占資本間の競争に変化した」⁴⁾。

70年代までは「速い成長と国際競争への諸制限が、日本その後には韓国、台湾が輸出秩序にゆっくりと登場し始めていた時でさえ、北米独占が一定程度協調的な関係を維持するのを許した」⁵⁾が、1970年代以降先進諸国の低成長と対照的な新興アジアでの資本蓄積の進展による世界の工場としての登場によって「協調的競争」⁶⁾が不可能となり、「競争的独占が表面化した」⁷⁾。

第3に、グローバルな新自由主義の興隆は、「強圧的な競争」⁸⁾が余儀なくした「強制された投資」⁹⁾で「多くのコアグローバル産業において協調的な関係を維持するのに必要な諸条件を破壊し、そうすることによって慢性的な過剰生産力を生み出した」¹⁰⁾。アジアからの安価な生産財、消費財が先進諸国に流れ込んだ。

第4に、70年代アメリカでは労組組織率が高く賃金も比較的高い北部から就業権を有する南部へ、さらにアジアへの大規模な工場移転によって強力を誇ったアメリカの労働運動が弱

体化した。

第5に、米労働運動の弱体化を加速したのがレーガン政権の反労組的政策である。レーガン大統領は労働組合の力を弱める多数の措置をとった。「真っ先に労働者の団結権を保護する労働法の効力を弱めた。経営を保護する労働法はなお厳格に効力を持つのにに対して（第2次ストに参加する組合はそのオフィサーは刑務所行きとなり銀行口座は効力を失うと予想される）、組織する権利を保護するルール強化はジョークとなった。雇い主は、ルーティン的に組織化を理由に労働者の首を切る。そして彼らは労働関係委員会での審理に負けそうになく、又はどの審理でもペナルティは取るに足りないということを知っている。

レーガン政権は労働関係委員会により経営側寄りの委員を充てたのみならず、告訴の巨大な積み残しがうずたかく積まれるよう委員会を故意に資金不足にした。最悪の場合、積み残しは2年以上もかかった。そのことは組織活動で解雇された労働者はヒアリングの前に2年以上も待たなければならないということの意味した。この場合、労働関係委員会は労働者のために動き、彼らに職場復帰を与えさせれば、彼らが参加した組織運動は長く続くことは明らかだ。

労働者の権利を保護する武器としてのストライキは、雇い主が決まって代替要員を雇うので効果的ではなくなった。これはレーガン政権が1981年夏にストに入った航空管制官を解雇した後民間セクターで共通の慣行となった。ストは違法であり、レーガンは解雇リストをする労働者の代替を置く権利をもっていたが、それまで政府の全レベルで通常の慣行はストをする労働者との調停に達する努力をすることであった。

民間セクターの主要企業—注目すべきはイースタン航空やGreyhound—は早速レーガンの強硬姿勢をまねた。管制官ストに引き続いて、代替要員を雇うことはストに対する標準的な対応となり、組合の武器としてのストの価値を鋭く弱めた。素早く雇用に応じられる巨大な数の

潜在的な代替要員がいるということは、過去30年間組織率の急速な低下と大抵の労働者が一定水準の仕事を見つけることが困難になったことの結果である。

航空、トラック、通信のような主要セクターの規制緩和は労働組合を弱める他のルートであった。運輸と公益セクターは共に79年に640万、民間セクター労働者の8.6%を雇っていた。規制緩和(カーター政権下に始まった)に先立って、これらのセクターは規制が与えた保護による果実を分かち労働者で組織されていた。規制緩和はこれらのセクターにノンユニオンの競争者に道を開き、組合を有する会社が生き残るため労働者の賃金に大きな圧力を加えた。これら産業の規制緩和には明確な利益があったが、主な結果のひとつが、組織労働者の規模の急速な削減であった。

これらの政策は共に民間セクターの組織率を押し下げる効果を持った。レーガンが就任する80年には20%に近かったが、90年12%、2000年9%、2010年7%に下がった。組織率の低下は未卒の労働者の交渉力を弱めたのみならず、政治的な力も実質的に引き下げた。政治キャンペーンにおいては、労働組合は企業利害やより一般的には富裕層の利害への効果的な拮抗力であった。それらのメンバーが過去30年間低下したので、彼らはこの役割をほとんど演じることができなくなった¹¹⁾。

1973年をピークに実質賃金の上昇は停滞し、戦後縮小に向かっていった経済格差も再び拡大にむかった。ベーカーは労働者の交渉力弱体化を主因として「過去30年間所得の大規模な上方再分配」¹²⁾が進んだとしている。トマ・ピケティは「米国の国民所得の相当部分—約15ポイント—が、1980年以降最も貧しい90%から最も裕福な10%に移行した」¹³⁾という「衝撃的」な「疑の余地のない」事実を明らかにしている。増加する生活費をまかなうため共稼ぎの家計が増加し、家計のローンへの依存が次第に増加した。所得の「上方再分配過程」をさらに推し進め、

格差の拡大に大きく寄与したのがレーガンの税制改革である。ニューディール期に「労働者の所得は購買力としてそのまま支出されるが、富裕層の所得はそうではない。だから課税して政府によって有効に使われるべきだ」として引き上げられた所得税最高税率は、戦後も高水準を維持しており、それが戦後の分厚い中間層の形成につながったが、レーガン政権の税制改革で大幅に引き下げられた。ベーカーは「1980年以来税引き前所得の上方再分配が、より逆進的な課税システムに向けた変化よりも不平等と人口の大部分の生活水準により大きなインパクトを持った」¹⁴⁾と指摘している。

スタグフレーションの基礎にあった構造、諸対抗が変化することによって、1982年以降消費者物価の上昇率は次第に鈍化していった。スタグフレーションは克服された¹⁵⁾。1960年代後半から長期低落傾向にあった利潤率は80年代に底固めを行い、90年代には上昇した。

- 1) F. Hróbel, J. Heinrichs and O. Kreye. (1980) *The New International Division of Labour*, Cambridge University Press. pp.13-14.
- 2) 拙稿「グローバリゼーションの起点—アメリカ資本主義の歴史的展開を中心に—」(専修大学社会科学研究所編『グローバリゼーションと日本』(専修大学出版局, 2001年所収) P. 256.
- 3) 藤田実『日本経済の構造的危機を読み解く』(新日本出版社, 2014年) P. 88.
- 4) 同上, P. 87-88.
- 5) J. Crotty. "Why There Is Chronic Excess Capacity", *Challenge*/November—December 2002, p. 37.
- 6) *ibid.*, P. 33.
- 7) 米田康彦「日本経済と『デフレ・スパイラル』」(『経済』2002年4月号) p. 47.
- 8) J. Crotty, *op.cit.*, p. 36.
- 9) *ibid.*, p. 38.
- 10) *ibid.*, P. 36.
- 11) D. Baker. (2011) *The End of Loser Liberalism Making Markets Progressive*, the Center for Economic and Policy Research. pp. 31-33
- 12) *ibid.*, p. 1.
- 13) T. Piketty. (2014) *Capital in the Twenty-First Century*,

translated by A. Goldhammer, The Belknap Press of Harvard Univ. Press, P. 297.

14) J. Crotty, *op.cit.*, p. 30.

15) 「スタグフレーションが例えば米国でいつ始まり、いつ終わったか確定されていない」(高田前掲書, 20頁)と指摘されているが、米田康彦氏と馬渡尚憲氏の「終息」, 「解消」説を検討しつつ、自説を展開したものとして、拙稿「スタグフレーションの克服と不況突入の諸契機」(『経済と社会』第2号, 創風社, 1995年) 参照。

第4節 金融の肥大化

I 1971年8月15日金・ドル交換停止

1982年以降上昇率が次第に鈍化した消費者物価と対照的に、株価は1970年代の「株式の死」を脱し長期上昇傾向に向かった。株価や不動産といった資産の価格が異常に上昇するというのがバブルであるが、そのバブルが頻発するようになった。スタグフレーションは克服されたが、バブルが頻発するようになったのである。インフレが高進している場合には「インフレ抑制のための金融引き締めが資産バブルの発生を抑制」したが、80年代以降のディスインフレによって「アメリカでも資産バブルが発生しやすくなった」¹⁶⁾。その基礎には金融の肥大化があった。そうした金融の肥大化と世界的なバブル頻発の起点は、1971年8月15日の金・ドル交換停止である。それによってアメリカから金が流出するおそれなくなった基軸通貨国アメリカは、無責任に積極的な財政政策を続行し、財政赤字と経常収支赤字の「双子の赤字」が拡大した。その結果過剰流動性、過剰ドルが市場に滞留するようになった。

1971年8月15日までの旧IMF体制下では、過剰ドルはアメリカ以外の各国通貨当局のドル買い介入によって外国為替市場から吸い上げられ、それが金・ドル交換を通してアメリカに還流したが、金・ドル交換停止によって過剰ドルの吸収・消滅メカニズムはなくなり、市場に滞留するようになった。

各国通貨当局がドル買い介入によって外国為

替市場から吸い上げた外貨準備が1971年以降急増した。民間保有の過剰ドルも増大し、通貨が膨張した。市場に滞留し、年々増大する過剰流動性＝過剰ドルは、最早金という価値基準を失い、変動相場制に移行したことによって恒常的な為替リスクを抱えるようになった。

II 資本移動の自由化と金融の自由化

旧 IMF 体制下では資本の自由な移動が制限されていた。1964年9月、アメリカ市場と海外市場とにおける長期資本調達のコストを平均化することを目的として、アメリカ居住者による外国債券ならびに証券の取得に対して一定率の課税を行う利子平衡税が成立した。1965年2月には利子平衡税が延長され、適用範囲の拡大を内容とした対外証券投資規制強化の大統領特別教書が提出されると同時に、連邦準備制度は、商業銀行の対外融資残高の水準を規制し、その他の金融機関、非金融機関に対しても対外投融資の自粛を要請した。1965年12月、商務省は対外直接投資を対象にその抑制措置を講じた。1968年1月、商務省の対外直接投資規制が罰則を有する強制法として成立した。

アメリカは1971年7月『ウィリアムズ報告(国際貿易投資政策委員会報告)』が大局的にみると「資本規制はアメリカの利益にはならず、その効果は失なわれてきている」²⁾として規制撤廃を勧告したのを受けて、1973年12月末利子平衡税の大幅引き下げと投融資・直接投資の限度枠の拡大を行い、1974年1月末には資本流出規制(①利子平衡税、②対外投融資自主規制、③対外直接投資規制の三つからなっている)を完全撤廃し、市場に滞留する過剰ドルが自由に動き回るようにした。アメリカが資本移動の自由化を率先して行い、日本やアジア諸国他の国にもそれを押し付けた。市場に滞留する過剰ドルに利殖の場・手段を与えると同時にリスクを回避するためであった。

さらに1929年大恐慌の過程で導入された一連の金融規制(①預金金利上限規制・レギュレー

ション Q, ②グラス・ステイーガル法による銀行業務と証券業務の分離規制, ③州際業務規制)が段階的に撤廃され、以下の年表に示すように金融の自由化が押し進められた。

- 1970年 大口 CD, 大口預金(10万ドル以上)の金利自由化
- 1971年 MMF 導入→「信用仲介中断」(financial disintermediation)
- 1972年 シカゴ商業取引所における通貨先物取引の開始
- 1975年5月 ニューヨーク証券取引所の手数料自由化
- 1975年 アメリカ証券取引委員会(SEC), 「Net Capital rule」(投資銀行の負債は自己資本の15倍まで)
- 1975年 SEC, 認証制度 NRSRO(米国において広く認知された格付け機関)設置
「NRSRO として認可された格付け会社の、少なくとも2社から投資適格とされた証券については、準備資金を置かなくても良い」→S&P, ムーディーズ, フィッチ・インベスターズ・サービス三社の寡占化を固定
- 1977年 証券総合口座 CMA:MMF で運用した資金を、そのまま株式などの購入に当てることが可能+小切手の振り出し可
銀行→証券へ
⇔80年代, 銀行 MMC(市場金利連動型預金)で対抗
- 1980年 ニューヨーク先物取引所創設, デリバティブ拡大
- 1980年 「1980年金融制度改革法」: 銀行預金金利の上限規制(レギュレーション Q)が段階的に撤廃
- 1982年 「預金取扱金融機関法」(ガーン-セント・ジャーメイン法): 消費者金融の上限金利撤廃, S&Lの業務規制緩和
MMDA, スーパー NOW などの新種預金で MMF に対抗
- 1987年 FRB, グラス・ステイーガル法の第20

- 条（銀行は非適格の証券業務に「主として従事」する会社と系列関係になることを禁止）の解釈として、銀行の証券子会社であっても、総収入の5%の範囲内であれば、「主として従事」していることにはあたらないので、その範囲内でCP、モーゲージ担保証券、特定地方財源債の引受やディーリングを行ってもよい（「20条証券子会社」）→証券業務に進出
- 1989年 5%以内という収入制限が10%にまで拡大、証券業務の範囲を社債にまで拡大
- 1989年 米政府、年金基金の高格付けの資産担保証券への投資を許可
- 1990年 FRB、JP Morgan に株式引受を認可
- 1994年 州際銀行業務効率化法（リーグル・ニール法） 州際業務の自由化
- 1997年 FRB、連銀権限による銀行の証券子会社に対する大幅な業務規制緩和方針
収入全体の10%に抑えられていた証券引受などの取扱枠を25%に拡大
- 1999年 グラム・リーチ・ブライリー法：1933年グラス・スティーガル法によって規定されていた銀行・証券の垣根が66年ぶりに撤廃。これまでの銀行持ち株会社制度に加え、金融持ち株会社制度を創設し、この持ち株会社の子会社として銀行・証券・保険の業態間の相互参入を認めた
- 2000年 商品先物近代化法：金融デリバティブやCDSの連邦政府による規制を正式に免除する規定、CDSを商業銀行と保険会社に解禁
- 2002年 FRB、高格付け証券会社向け融資のリスク掛け目を100から20%に引き下げ
- 2002年 ジョージア州公正住宅ローン貸付法（ノースカロライナ、ニューヨーク、ニュージャージー、ニューメキシコの各州）：法外な金利や手数料を課すこと、キックバックを与える代わりに高利のローンを組ませること、ローンの過度な借り換え禁止、サブプライムローンを組むことに
- かかわった者、それを譲り受けた者にも違法性の責任があり、処罰の対象
- 2003年 財務省通貨監督庁、各州が制定した略奪的金融から消費者を守る規制を無効とする法律改正（1863年国法銀行法の改正）
- 2004年 8月 SEC、自己資本額5億ドル以上を維持すること等を条件に、各行の申請により、ネット・キャピタル・ルールの適用除外を受けることが可能に→ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、メリルリンチ、リーマン・ブラザーズ、ベア・スターンズ、シティグループ、JPモルガンの7行が適用除外
- 金とドルとの交換が停止された1971年8月15日までとそれ以降との大きな違いは、アメリカの経常収支赤字に起因する過剰流動性が市場に滞留し、しかもそれが年々増大するようになったということである。それらの過剰流動性は、最早金という価値基準を失った。しかも変動相場制に移行したことによって恒常的な為替リスクを抱え、金融自由化の進展によって金利リスクを抱えるようになった。
- 資本の移動が自由化され、金融規制が緩和されたことによって、リスクを回避するため、より高い利回りを求めて自由に、コンピュータと通信技術の発達によって瞬時に動き回るようになった。これが1970年代以降の特徴である。「それは金融機関をして余剰資金の運用方法を探求せしめ、従来の信用リスクに加え為替・金利の変動リスクに対処すべく新しい業務分野として①新規金融商品の開発と、②新金融取引市場の開拓を促し、なかでも証券化商品とデリバティブ市場の飛躍的な発展が1980年代以降に顕現³⁾した。アメリカが先行するIT化の受容基盤となったのは製造業よりも金融業であり、「情報技術（IT）の発展に裏打ちされた金融技術の高度化⁴⁾が進んだ。

Ⅲ 「経営者資本主義」から「機関資本家」中心へ

資本の移動が自由化され、金融規制が緩和されたことによって、リスクを回避するため、より高い利回りを求めて自由に動き回るようになったが、次の問題はより高い利回りを求めて資本を移動させる主体は誰かということである。この点についても1960年代から70年代にかけて大きな変化があった。1960～70年代は「経営者支配論」の時代で経営者が株主の支配から相対的に自立していたが、株主の中心が個人株主から機関投資家に移った。その背景には次のような事情があった。

①過去50年間戦争で消滅することのなかった先進諸国の家計の貯蓄ストックが膨大に累積された。その多くは銀行預金や株式で保有されていたが、1970年代以降の高インフレが進行するなかで銀行預金から流出した。その受け皿となったのがMMF等の投資信託である。企業、個人双方から資金を受け入れて民間の証券に投資する「プライム・ファンド」とTBと政府機関債に専門化した「ガバメント・ファンド」がある。投資信託の資産残高が増加した。「貯蓄の機関化」が進展した。1990年代初頭不況下のゼロ金利状態も預金から投資信託への流れを促進した。アメリカンマネーと言われた。

②1974年のEmployee Retirement Income Security of 1974 (ERISA法)により創設された個人退職勘定 (Individual Retirement Accounts) や1978年米国籍入法第401条にK項が追加されたことを踏まえ、1981年テッド・ベナが考案した確定拠出型年金「401K」プランも加入者が増加し、その資産残高も増加した。その運用も機関投資家に委ねられた。

③「1980年代以来、G7経済の企業セクターは、経済の他のセクターからの資金の大規模なネットの負債者から資金のネットの貸し手へ変わった。」⁹⁾米商商業銀行の貸付金残高構成比でも商工業貸付は80年代初頭から低下傾向にある。またアメリカでは1980年代企業による株

式市場からの資金調達マイナスである。その理由はスタグフレーション下の資本蓄積の停滞とIT化による「資本財の相対価格の長期的な下落傾向」¹⁰⁾である。また在来重化学工業に対してIT関連の生産的投資に必要な資金需要は相対的に小さい。「G7全般としては、名目投資率下落の約2分の1は、資本財の相対価格の低下によるもの」¹¹⁾であった。企業セクターの貯蓄の増加によって、一般企業も金融財務活動に依存するようになった。「金融余剰を運用するようになった」¹²⁾。

④ヘッジファンド等投資の専門家が富裕層から資金を受託して集的に運用する仕組みである各種ファンドが台頭した¹³⁾。ヘッジファンドとは何か？1949年に米国の雑誌『フォーチュン』の記者だったアルフレッド・ジョーンズ氏が立ち上げたのが始まりといわれている。顧客から私的に資金を集め単純に株を買うだけでなく、空売りも組み合わせたファンドを設立した。空売りとは、保有していない株を証券会社から借りて市場で売却すること。空売りの活用で、予想できない相場下落を防御（ヘッジ）できることからヘッジファンドと呼ばれるようになった。

以来その運用戦略は時代と共に変革を遂げてきたが、基本は、売りと買いを組合せ、下げ相場でも絶対収益を求めていく戦略を取り、本来の価値とは一致しない価格が付いた株や債券、通貨など、市場の歪みを見つけて利益を上げることを目指している。

ファンドの数はピーク時では1万本近くに達し、世界の総資産は約2兆ドルといわれた。90年代以降急増した。アジア通貨危機やギリシャ危機などもヘッジファンドが仕掛けたと言われており、経済に対する影響が大きいわけであるが、ヘッジファンドに対する規制がないのか？ないわけではない。

「1940年投資顧問業法」は、アメリカ国内で投資顧問業務を営む者に対して、その運用資産が3000万ドル以上である場合には、原則として

アメリカ証券取引委員会 (SEC) の登録を受けることを義務づけている。但し、過去12ヵ月間の「顧客」(clients) の数が15人未満であれば、登録義務は課されない。ここでの「顧客」はファンドそのものが想定されており、一社で15本ものファンドを運用することは考えにくい。このため、ヘッジファンドに対しては、SEC への登録義務を課されることがなく、従って、SEC による検査や監督に服する必要がない。

さらにヘッジファンドに関連する法律として「1940年投資会社法」がある。これは証券投資を業として行う「投資会社」に対して原則としてSEC の登録を受けることを義務づけている。但し、①発行する受益権の所有者の数が100人以下であり、かつ受益権の公募を行わず、行おうともしていない発行者、②500万ドル以上の投資を行う個人など一定の要件を満たす適格購入者のみに対して受益権の販売を行う発行者、は投資会社とはみなされず、登録義務を課されない。

ヘッジファンドへの投資家が100人を超えることはほとんどなく、設立時の受益証券発行は私募の形をとる。従って、投資会社法上の登録義務が生じることはなく、証券の公募に伴うディスクロージャー規制を課されることはない。これをどう規制するかが現在大問題となっている。

IV 証券化と再証券化

こうした機関投資家は出資者からの利回り要求に応えるため、リスク覚悟で高利回り証券へ投資した。「機関投資家の主たる資金運用法は証券投資であるから、新しい資金需要者に提供したローンを、機関投資家の運用基準に合致する魅力的な証券に組成する『証券化』の進展が必要」¹⁰⁾であった。より高い利回りを求めて自由に動き回る過剰ドルに運用の場を提供するため、「証券化」が進展したのである。金融機関の業務は、「従来の預金・貸出しを中軸にする単純な仲介機能から、リスク評価、証券化、資

産譲渡、証券貸借、担保設定、保管、保険、リスクの加工や移転など複雑な一連の作業に媒介された『金融仲介』に変形し、「それらを当局の規制や監視が希薄なシャドールーピングや当事者間の店頭取引 (OTC) に委ねることで、金融取引の大半を監督機関の監視外にシフトさせ、結果として金融市場の不透明性と脆弱性を高めてきた」¹¹⁾。高田氏はそうした変化に伴って金融政策も「株価を始めとする証券価格の持続的上昇が優先されるようにな」¹²⁾ったとされている。「銀行の営業収入に占める非金利収入の比率は、1990年32%であったが、99年には43%に達した。新たな非金利収入は、一つは投資銀行の業務、もう一つは資産金融の証券化に関わる業務から生み出された」¹³⁾。

「証券化」とは、お金を返してもらう権利＝債権を証券にして投資家に販売することである。これが進展した理由は？①金融機関はリスクの大きいローンを帳簿から抹消できる。②年金基金や保険会社のような市場の長期投資家は、リスクの大きい債権の一部を所有すればよいので、銀行よりも保有の負担が小さい。こうした長期投資家は銀行よりも長期間の展望で利益を出せばよく、保有する資産も多種多様に分散させる傾向がある。③理論上では、リスクを薄くひろげて強固な肩にゆだねることで、投資家の要求するリターンが低くなり、銀行の貸し出し金利が下がり、よりひろい範囲の借り手が融資を受けられるようになるというものであり、規制当局も「リスク分散を通じて金融システムの安定に寄与すると評価」¹⁴⁾した。証券化はどのようなきっかけで登場したのか？

1966年「預金金利規制法」による Disintermediation (金融仲介機能消失) で、資金繰りに困った住宅金融を専門に扱う貯蓄貸付組合 (Savings and Loan Association : S&L) を支えるため、S&L の組成した住宅ローンを住宅公社ジニーメイが買い上げ、1970年住宅ローン担保証券 (mortgage backed securities : MBS) を発行したことがきっかけである¹⁵⁾。

1971年にはフレイディマック、1981年にファニーメイが証券化業務を開始した。民間による証券化は1977年のバンカメが最初である。これを皮切りに民間の金融機関も証券化業務に進出し、発展した。アメリカの住宅ローンの証券化率は1990年の37%から2000年代半ばには60%を超えるまでに増加した。

住宅ローンの証券化市場において民間 MBS は1990年の10%前後から1990年代後半には20%前後までシェアが増大した。2003年 GSE の不正会計問題があり、2004年から急上昇した。証券化によって、住宅ローンを組成した金融機関は自己の貸付を回収し、リスクを投資家に移転することが可能となった。また機関投資家にとってもリスクに見合った資金の運用先を拡大することともなった。

1980年代になると MBS の基本的な構造を用いて、他の債権の証券化 (ABS 化) が試みられるようになった。さらに1990年代証券化は「新段階」へ移行した。『証券化』が1990年代中葉以降、金融工学にもとづいて新しい展開を遂げ、「新しい珍しい数の各種の証券 (RMBS, ABS) を混ぜ合わせて CDO が組成された、『証券の証券化』 = 『再証券化』である」¹⁶⁾。

「2000年代前半には CDO は主として社債や企業向け貸出債権、クレジットカード債権、航空機のリース債権から作られていた、ここでも狙いは分散投資…しかし、2003年初になると、シティグループをはじめとするウォールストリートの証券会社は、分散投資の考え方を投げ捨ててサブプライムローンが大部分を占める CDO を作るようになった」¹⁷⁾。

- 1) 佐々木隆雄「大バブルの長期的反復の危険性」(『経済志林』第77巻第3号、2010年3月) p.117.
- 2) 竹内書店出版部監訳『相互依存の世界における米国の国際経済政策 国際貿易投資政策委員会報告』(竹内書店、1972年) p.33.
- 3) 貴志孝之佑「リーマン・ショックとソブリン・ショックの比較検証(1)」(『国際金融』1260号、2014年) p.70.

- 4) 遠藤幸彦「証券化の歴史的展開と経済的意義」(大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』June-1999) p.90.
- 5) IMF, *World Economic Outlook*, Oct. 2007. p.136.
- 6) *ibid.*, pp.141-2.
- 7) *ibid.*, p.142.
- 8) *ibid.*, p.135.
- 9) 各種ファンドについては、高田太久吉「現代資本主義とファンド問題」(『経済』2013年9月)、三和裕美子「ファンドと何か」(『経済』2013年9月)等参照。
- 10) 高田太久吉『金融恐慌を読み解く 過剰な貨幣資本はどこから生まれるのか』(新日本出版社、2009年) p.88.
- 11) 高田太久吉「現代資本主義と『経済の金融化』 信用制度の役割と金融恐慌をめぐって」(『経済』2014年2月) p.147.
- 12) 同上。
- 13) Samolyk, Kathrine, "The future of banking ; The evolving role of commercial banks in U.S.credit markets", *FDIC Banking Review*, 2-4, Vol.16, No.2, p.53.
- 14) 遠藤幸彦前掲論文 p.107.
- 15) 井村進哉『現代アメリカの住宅金融システム 金融自由化・証券化とリーテイルバンキング・公的部門の再編』(東京大学出版会、2002年)参照。
- 16) 井村喜代子『世界的金融危機の構図』(勁草書房、2010年) p.69.
- 17) ポール・ミュオロ、マシュー・パディラ(可児滋訳)『実録 サブプライム危機』(日本評論社、2009年) p.313.

第5節 過剰流動性の移動

スタグフレーション下先進諸国の成長率減速の中で、1970年代過剰ドルはユーロダラー市場に向かい、オイルダラーも含めユーロダラー市場が拡大した。国家の規制から自由な過剰ドルが集まった市場がユーロダラー市場。それをアメリカ政府は「対外経済協力を補完」させるため「ラテンアメリカ諸国の借り手に還流することを銀行にたいして奨励した」¹⁾。これに応じて米銀が中心になってシンジケートローンを組み、工業化を進める発展途上国にロールオーバー方

式で融資した。発展途上国は「産業基盤の確立に必要な資本を調達できないだろうと思わ²⁾れていたが、ユーロダラー市場の拡大はそれを容易にし、輸出加工区を作って外国企業を誘致した。先進諸国にとって途上国向け銀行貸付が収益性の高いもっとも魅力的な投資であった。「国際収支の金決済の道を断ち、次にドル価値の下落をピナイン・ネグレクトし、たまたまドル買い介入に出動した外国通貨当局の手に累積するドルを、財務省証券や銀行預金に変換させてアメリカに還流させる。そうすることによって…本源的な国際過剰資本の十分な源泉(貿易黒字)を欠くアメリカが、他の先進資本主義諸国の過剰資本を利用しながら対外銀行貸付の資本源泉を獲得できた」³⁾。

その中で発展の著しかった国が、NICS: newly industrializing countries (韓国, 台湾, 香港, シンガポール, ブラジル, メキシコ, ポルトガル, ギリシャ, スpain, ユーゴ)である。輸出主導型の工業化を進めたアジア4カ国(韓国, 台湾, 香港, シンガポール)は順調に発展し、80年代にはNIES: Newly Industrializing Economiesと呼ばれるようになった。

輸入代替型の工業化を進めたLA諸国は、1981年の高金利政策で借金を返すことが出来ず、累積債務問題で行き詰まった。1982年メキシコは累積債務でデフォルト宣言し、累積債務危機が顕在化した。これをきっかけに過剰ドルの流れが変化した。「国際資本循環が文字通り逆回転を開始して途上国から回収されていった」⁴⁾。

1982年のメキシコ累積債務危機顕在化をきっかけに、途上国に流れていた資金が、アメリカに還流するようになった。クリストファー・ウッドによれば、83~87年にその額は1400億ドルに達した⁵⁾。その資金がどこに向かったのか? 「アメリカの『双子の赤字』を補填するために流入する国際過剰資本が債券資本の形態をとりはじめる。その債券の種類も、70年代にみられた外国公的部門が取得する財務省証券だけでなく、

外国民間部門によって取得される財務省証券や社債が新しく登場する。国際過剰資本にも、『証券化』の波が押し寄せてきた」⁶⁾。

アメリカに還流した資金はより有利な投資先を求めて株式市場にもながれ、1970年代の「株式の死」は一転して株価は長期上昇傾向となった。不動産価格も上昇するようになった。過剰ドルは「資産」に向かい、バブルが拡大するようになった。資産価格の異常な上昇が「バブル」である。

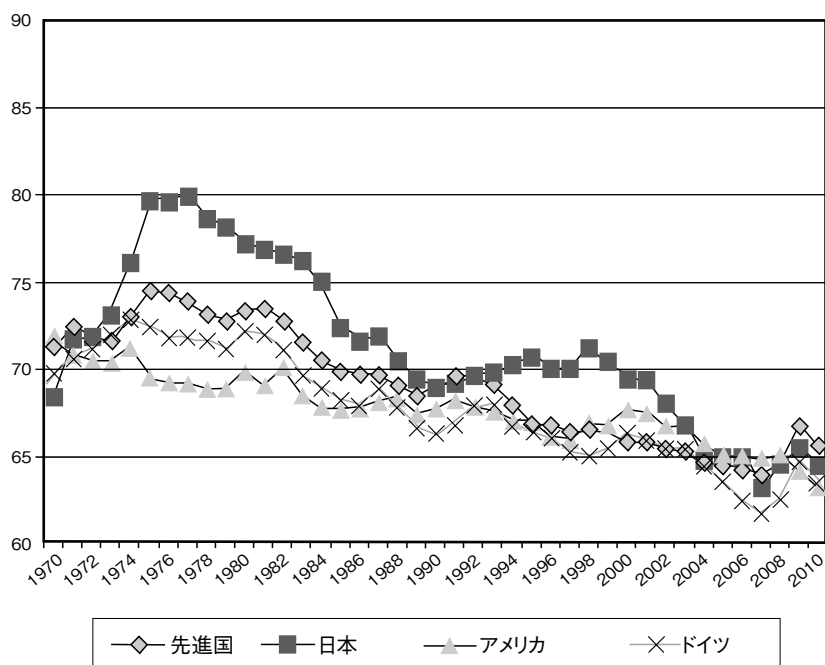
- 1) マーティン・フェルドスタイン編(伊藤隆敏監訳)『経済危機』(東洋経済新報社, 1992年) p.5.
- 2) ブルース・R. スコット, ジョージ・C. ロッジ(岡本監訳)『日本の脅威, アメリカの選択』第2部(光文社, 1987年) p.311.
- 3) 板木雅彦「国際過剰資本の誕生」(経済理論学会編『季刊経済理論』第43巻第2号, 2006年) p.21.
- 4) 同上, p.22.
- 5) クリストファー・ウッド(藤木直訳)『マネービジネス』(朝日新聞社, 1990年) p.26.
- 6) 板木前掲論文, p.22.

第6節 実体経済の動向とバブルの頻発

アメリカに還流した資金は、どうして実体経済に向かわなかったのか? 実体経済はどのような状況であったのか? すでに述べたように、1970年代以降の金融面での激変の基礎には、実体経済の面での大きな変化があり、また金融面での変化が実体経済に大きな影響を及ぼした。

アジアが「世界の工場」として登場したことによる「強圧的な競争」で余儀なくされた「強制された投資」が、70年代までの「協調的な関係を維持するのに必要な諸条件を破壊し、そうすることによって慢性的な過剰生産力を生み出した」ことは既に述べた。

一方企業の資本移動戦略やレーガンの反労働組合政策によって、労働組合運動が弱体化し、賃金が停滞的となった。労働分配率が低下した。図2が示すようにこうした現象はアメリカのみならず、ヨーロッパでも共通していた。格差が拡大し、戦後循環の安定化の基盤でもあった豊



注：先進国（オーストラリア，オーストリア，ベルギー，カナダ，デンマーク，フィンランド，フランス，ドイツ，アイルランド，イタリア，日本，オランダ，スペイン，スウェーデン，イギリス，アメリカの16カ国）

出所：ILO, *Global Wage Report 2012-13*, p.43.)

図2 労働分配率の推移（先進国平均、日本、アメリカ、ドイツ）（1970-2010）

かな消費を支えた中流層がやせ細った。

IVで「経営者資本主義」から「機関投資家」中心への変化を指摘したが、1960～70年代の「経営者支配論」の時代には経営者が株主の支配から相対的に自立していた。そのため労働者や取引関係者、所在地域等利害関係者にも一定の配慮がなされていたが、株主の中心が個人株主から年金基金をはじめとする機関投資家＝「発言する株主」に移ることによって、短期的な利益を上げるためには労働者の生活や企業の社会的責任をいっさい顧みなくなった。機関投資家は企業経営者に対して株主価値重視の立場から雇用重視から収益重視への転換を求め、「この重圧を受けてダウンサイジングが推進され、合併・買収運動が活発化」⁹⁾した。1982年最高裁が「標的となった企業の株主の10%が州内に住ん

でいれば、州政府は介入してよい」とするイリノイビジネス・テイクオーバー条例を、「無効と決め、他の同類の条例も全て廃止した」ことによって「敵対的な買収（株式売却）は容易になり、これ以後「株価を上げるために、獲得した企業を解体して部門別に売り払うこと」²⁾を目的とした乗っ取りも行われるようになり、資金集めの手段としてジャンクボンドの発行やLBOが利用されるようになった。1980年代のアメリカは「一種の投機的金融狂乱」に陥った。

「現代マネーの運動は、その投機性ととともに略奪性を一層普遍的性格として」³⁾おり、「貨幣資本の需要が拡大することによって、金融投資の収益性要求が高まった。そのため金融資本の要求が優先的に充足されなければならなくなり、実物資本や賃労働を犠牲とする分配関係の歪み

がますます大きくなった。これは、賃労働の搾取を強化する圧力を強めていく⁴⁾。

それによって消費が伸び悩み、供給過剰状態が慢性化した。先進国の資本蓄積率（企業の総資産増加率）が低下した。現実資本蓄積を反映する固定資本設備増加率は、1970年代まで増加した後、それ以後段階的に低下した。[年平均増加率：1950年代6.5%，60年代8.1%，70年代14%，80年代5.3%，90年代4.8%，2001～07年4.2%，08～13年2%] 製造業稼働率もほぼ同様の傾向をたどった。[平均稼働率：1950年代83.4%，60年代85.75%，70年代82.75%，80年代79.81%，90年代82.3%，2001～07年77.9%，08～12年75.02%] だから1982年以降消費者物価の上昇率が鈍化（＝デイスインフレ）した。このような状況では実体経済の部面に有利な投資先は見込めない。設備投資には資金が回りにくい。現実資本の慢性的過剰下では機能資本への貸出という形での貨幣資本が投下されても期待通りの利潤を上げることは難しい。「グローバルなレベルでの『生産と消費の矛盾』に規定されて停滞的な現実的蓄積から独立して肥大化した、しかも金ドル交換停止、変動相場制への移行によって恒常的に為替リスクを負わざるを得なくなった貨幣的蓄積⁵⁾が供給の限られている土地や株式に向かい資産価格が上昇するようになった。バブルが頻発するようになった。IMF統計によれば、世界の金融資産残高は実体経済の停滞と対照的に急増し、2007年には230兆ドル（株式市場65兆ドル、債券市場80兆ドル、銀行資産85兆ドル）と世界のGDP（54.5兆ドル）の4.2倍へと肥大化した。

さらに1970年代以降賃金上昇が停滞的となり、経済格差が拡大する一方、教育費や医療費等公的活動の民営化に伴う生計費が上昇した。相対的な社会的地位にかかわる消費水準を維持するためアメリカでは夫婦共稼ぎが増えた。女性の労働力参加率は1970年43.3%，1980年51.5%，1990年57.4%となっている。それでも家計を賄えないため、住宅ローン、消費者ロー

ン等、家計の借金が増え、家計貯蓄率が段階的に下がった。それが金融システムの脆弱性につながった。格差是正には税制による所得再分配が必要であるが、レーガノミックスのもとむしろ所得の「上方再分配」が進む中、所得再分配で意見が一致することは政治的に難しい。「1980年代初め以来、もっとも魅力的な解決策とされたのは、返済が容易になる条件をつけて金を貸すことだった⁶⁾。住宅ローンが拡大すれば、住宅価格が上昇し、住宅所有者は金を儲けたような気になり、資産効果で消費を増やす。住宅融資が国民に広く支持され、規制当局も反対することができなかった。

1970年代以降進展したことは、既に述べたように証券化である。家計の増大する各種ローンが投資銀行に売却され、投資銀行によって証券化され、投資家に販売された。「証券の対象となる金融資産は多くの家計部門の負債」に由来する。「住宅ローンは、企業向け融資に比べて金利が高いこと、ローンの同質性が高く、件数が膨大で、仕組み証券の担保として好都合であった⁷⁾。「仕組み証券の大部分は家計の各種ローンを材料⁸⁾にしたものであった。「投資銀行と機関投資家が手にする利益の源泉は、低所得者を含む家計部門の将来の所得であり、現実資本が新たに生み出す剰余価値＝利潤ではない⁹⁾。「幾重にもわたって再証券化が行われたとしても、その証券を組成している各要素は消費者信用・住宅信用に代表される対消費者貸付」、「そのいずれもが受信者である消費者の将来所得という不安定な返済保証に依存にする¹⁰⁾。

証券化が機関投資家に対して有利な運用先を提供することとなった。『21世紀の資本』の著者トマ・ピケティが分析したように、余裕資金を有する富裕層は有利な運用先が増え、さらに資産を増やしたが、一般庶民は借金漬けとなり、「We are the 99%」をスローガンとするウォール街の占拠運動に象徴されるように経済格差は恐るべき規模にまで拡大した。「資本および国

家のリストラクチャリング戦略は、彼ら双方が奪われたと感じているものを労働者階級からもぎとる努力¹¹⁾とするコルコに基づけば、その目標はかなり達成されたのである。

スタグフレーションへの対応の過程で世界資本主義の構造が変化し、産業循環のあり方もバブルを軸としたものへと変化した。バブルによる不動産や株式といった資産価格の上昇を背景にアメリカの家計が強気で借金を重ね、「所得不平等が増大したこの期間のほとんどは所得に対する消費比率が増大した¹²⁾」。バブルによる資産効果で消費が伸び、一定の成長は実現したが、アメリカの実質成長率自体は、1960-69年4.44%、1970-79年3.26%、1980-89年3.05%、1990-99年3.2%、2000-2009年1.9%と1960年代の成長率を超えることはなく、1990年代を例外に段階的に低下した。また世界経済の実質成長率も、1960-69年5.1%、1970-79年3.7%、1980-89年3.4%、1990-99年2.9%、と格差の拡大や金融の肥大化とその不安定性の高まり、バブルの発生とその崩壊による銀行及び通貨危機の頻発もあって段階的に低下した。2000-2009年3.09%とやや高まったのは冒頭で指摘したように欧米のバブルに依存した BRICs の台頭を背景としている。

そうした80年代初頭から2000年代初頭までの実体経済の動向を、筆者のこれまでの研究を踏まえ、サブプライム・世界経済危機に関わらせて要約的に述べておこう。

I 1982年不況からの回復、ミニバブル、S&L危機¹³⁾

インフレを抑制するための高金利で1982年「この50年間で最も深刻」な不況に陥ったことは既に述べた。同年12月以降鋳工業生産は84年まで急上昇し、「病人が急に走り出した」と評された。85年、86年とやや足踏みはあったものの、1990年Ⅱまで平和時では史上最長の経済拡張となった。不況からの回復のきっかけは、82年後半からの金融引き締め緩和と「81年経済再建租税法」による大幅減税である。

住宅ローン、消費者ローン、自動車ローンの支払利子が全額控除されたことによって、大きく落ち込んでいた住宅投資が1983年には前年比41.4%と急増し、新規住宅着工件数は80年代後半まで高水準を保った。住宅投資の活発化によって住宅価格も上昇した。ミニバブルが発生した。住宅に続き乗用車販売も急増した。住宅ローン等家計の債務は企業部門全体を上回る速度で増大した。可処分所得に占める利払い費全体の比率は81年6.8%から90年8.6%に上昇した。借金に支えられた個人消費の活発化が設備投資に点火し、84年から85年にかけて設備投資が急増した。80年代半ば景気はやや減速したが、1985年プラザ合意後のドル安によって輸出が増大した。輸出の増大で86、87年と落ち込んでいた設備投資が増加した。このように各種需要項目が交替しながら、景気上昇のエンジン役を果たした。

88年から89年にかけての金利の引き上げによる個人消費の大幅な減速とドル高に伴う輸出の減速によって、設備投資（非住宅）が大きく落ち込んだ。1989年春頃からの景気減速とともに、発展途上国融資と合わせ不動産ブームやM&Aブームに便乗してハイリスク融資を行っていた銀行の不良債権比率が上昇し、「3つのL」をかかえてS&Lを中心に銀行は苦境に陥った。アメリカの金融機関は融資に慎重になり（クレジット・クランチ）、「景気の低迷を金融面からいっそう深め」、湾岸危機の最中1990年Ⅲにマイナス成長となった。

Ⅱ 1990年代初頭不況からの回復、「ネット＝株式バブル」、「インターネット不況¹⁴⁾

1990年代初頭不況からの回復は、戦後アメリカの景気循環における不況からの回復過程と比較すれば、回復の仕方が緩やかで、かつ「雇用なき回復」という特徴をもっていた。レーガン政権のもとで悪化した財政赤字のため財政出動の出番はなく、金利の引き下げが「最高のリセッション対策」（ブッシュ大統領）で、リセッション突入と共に大幅な金融緩和が行われた。

公定歩合は1990年12月7%から1992年7月には3%、「実質ゼロ金利」の水準にまで引き下げられた。しかし1980年代に進んだアメリカ経済全体の「借り過ぎ体質」のため、家計、企業共金利感応度は落ちていた。

これが緩やかな回復の主な理由であるが、金利低下に伴って住宅ローン金利も下がり、大幅に落ち込んでいた住宅投資が91年Ⅱから回復に向かった。住宅投資の回復には1992年「連邦住宅企業金融安全健全化法」等によるマイノリティ層や中所得者層の住宅取得を促進する政策面の後押しもあった。1964年の公民権法成立後の人種の違いなどを理由に銀行融資の差別することを禁止した1977年地域再投資法などを背景に、銀行が原住宅ローンに課す利子率を制限する州金利上限を廃止した「1980年預金金融機関規制緩和・通貨管理法」や「伝統的な固定金利の割賦償還方式の住宅ローン以外のものを解禁」した「1982年選択的抵当権取引均等法」で規制緩和が行われたことをルーツとするサブプライムローンも徐々に増え始めた。1995年クリントン時代の住宅都市開発省は、ファニーメイとフレディマックに低所得者の借り手に対するローンを含むサブプライム証券を購入することで住宅を入手可能にする貸付を行わせることで同意した。こうした政策的後押しで90年代半ばから「第2次持ち家ブーム」となり、住宅価格が上昇した。

先にも指摘したように米国では伝統的に所得再分配政策に対する抵抗が強い。そこでクリントン政権が、そして2000年代にはブッシュ政権が採用したのが、低所得者層に対する貸付、特に住宅ローンを促進するという政策であった。連邦住宅局によるローンの保証、政府支援機関による証券化された低所得層向け住宅ローンの買取だけでなく、民間金融機関への住宅ローン拡大指導にも及んだ。政府の積極的な関与を見て民間金融機関もこの分野に大規模に参入するようになり、徐々に貸出の規律が低下し、サブプライム・世界経済危機へとつながった。新自

由主義的政策は、労働者階級や黒人社会、ヒスパニック社会を統合する手段として公共支出よりも金融市場に依存することを優先したのである。

1992年頃から金利低下が漸く効いてきて個人消費が徐々に回復、それに伴って設備投資も回復した。93年頃からアメリカは他国に先んじて本格的な景気回復に向かったが、90年代半ばはIT利用とグローバル化を背景とした大企業の大幅なレイオフが相次ぎ、雰囲気は暗かった。これを一新したのが1995年のインターネットブームである。このブームをエンジンとして「ネット＝株式バブル」が発生した。

インターネット関連のベンチャー企業が1万社近く登場し、ベンチャーキャピタルに支援されてNASDAQへの上場を果たす企業は大凡3分の1に達した。株式上場によって得た資金で研究開発と設備投資を行い、既存企業のシェアを奪おうとした。ベンチャー企業に対抗して既存企業もネット関連の情報化投資を強化せざるを得ず、90年代後半は戦後のアメリカ経済において設備投資が最も伸張した時期であった。90年代初頭から上昇傾向にあった株価はNASDAQが95年以降2000年のピークまで4.8倍となり、NASDAQの急進に引きずられてNYダウ平均株価も2.3倍となった。

90年代初頭不況に対する対策としての実質ゼロ金利状態で家計の預金から投資信託への移動が増加し、高利回りを求めて動き回るようになりアメリカンマネーと言われた。その一部の資金が株式市場に投じられたのみではなく、加入者が増え、資産残高の増加した401Kプランも株式市場で運用された。ルービン財務長官による「強いドルはアメリカの国益だ」とするそれまでのドル安政策からの転換で、不況で行き場のない資金がアメリカに殺到した。先のアメリカンマネーは一部がNAFTAに沸くメキシコに、更にメキシコ危機後アジアへと移動したが、97年のアジア通貨危機後アメリカに還流し、株式市場に注ぎ込まれた。図1が示すように企業の

利潤率は97年をピークに悪化していたにもかかわらず、株価は更にバブル的に急騰した。

資産価格上昇による資産効果で消費も活発となり、輸入増から経常収支赤字が拡大した。90年代をリードしたIT産業も部品のアウトソーシング戦略で貿易赤字が拡大した。グローバル・インバランスの拡大である。

90年代後半の「ネット＝株式バブル」は、当初期待を集めたベンチャー企業であったが既存企業の反撃の前に業績を伸ばせず、また99年からのFRBの金利引き上げと相俟って2000年春に崩壊し、「インターネット不況」¹⁵⁾が発生した。「90年代の技術に牽引された生産性ブームが終わったという市場の認識」により長期利子率が低下した。製造業の生産の落ち込みは-0.7%と比較的軽微であったが、ピークを回復するのに要した期間は4年4ヵ月で、1929年大恐慌以来最長であった。製造業の中で打撃が大きかったのが90年代をリードした「コンピュータ・電子機器」、中でも打撃が大きかったのが「通信機器」で、生産が2001年のピークを回復するのに5年5ヵ月を要した。まさに「インターネット不況」であった。このため2000年代の設備投資は低調で、2000年のピークを超えるのに2006年までかかった。経済がリセッションの間に失われた雇用を取り戻すのに2005年2月までかかり、これも大恐慌以来最長であった。

- 1) 石崎昭彦『アメリカ新金融資本主義の成立と危機』(岩波書店, 2014年) p. 63.
- 2) ミシェル・アルペール (小池はるひ訳)『資本主義対資本主義』(竹内書店新社, 1992年) p. 96.
- 3) 鳥畑与一『略奪的金融の暴走 金融版新自由主義がもたらすもの』(学習の友社, 2009年) p. 26.
- 4) M・アグリエッタ/B・ジェソップほか著 (若森他訳)『金融資本主義を超えて—金融優位から賃金生活

者社会の再建へ—』(晃洋書房, 2009年) pp. 162-3.

- 5) 拙稿「スタグフレーションの克服と不況突入の諸契機—アメリカを中心として—」(『経済と社会』前掲) p. 24.
- 6) ラグラム・ラジャン (伏見威蕃他訳)『フォールト・ラインズ「大断層」が金融危機を再び招く』(新潮社, 2010年) p. 34.
- 7) 高田太久吉「現代資本主義と『経済の金融化』」(前掲) p. 156.
- 8) 高田太久吉編著『現代資本主義とマルクス経済学』(前掲) pp. 197-8.
- 9) 高田太久吉『金融恐慌を読み解く』(前掲) p. 91.
- 10) 姉齒暁『豊かさという幻想 「消費社会」批判』(桜井書店, 2013年) p. 47.
- 11) J. Kolko. (1988) *Restructuring The World Economy*, Pantheon, p. 14.
- 12) Barry Z. Cynamon and Steven M. Fazzari. "Inequality, the Great Recession, and Slow Recovery", 2014. 萩原伸次郎氏は、「個人の金融資産の増減が個人消費に大きな影響を与えるようになり、1990年代以降「従来のケインズの景気循環から新自由主義的景気循環へと転換」したと指摘されている。同「アメリカ経済の動向と予測—サブプライム問題の影響—」(『経済』2008年2月号) 参照。
- 13) 1980年代のアメリカ経済の構造と循環については、拙稿「スタグフレーションの克服と不況突入の諸契機」(前掲) 参照。
- 14) 1990年代のアメリカ経済の構造と循環については、拙稿「90年代アメリカ経済の構造と循環」(溝田誠吾編著『情報革新と産業ニューウェーブ』専修大学出版局, 2002年) 参照。
- 15) マイケル・J・マンデル (石崎昭彦訳)『インターネット不況』(東洋経済新報社, 2001年) 参照。

[付記：本稿は2013年度中期研究「サブプライム・世界経済危機の研究」の研究成果の一部である。記して謝意を表します。]