

## 「ドル本位制」下の金融危機

吉村信之 (信州大学)

### 内容紹介

今回の報告は、①以前の拙稿(「世界貨幣と国際通貨」SGCIME 編『金融システムの変容と危機』2004)で明らかにした変動相場制以降の「ドル本位制」の構造を、その歴史的生成にも関説しながら概観すること(報告Ⅰ.の部分)、②拙稿公表以降に出来た2007年以降のサブプライム金融危機が、先の「ドル本位制」の構造のもとで、どのような諸因から勃発したのかを検討すること(報告Ⅱ.の部分)、を内容として予定している。

### Ⅰ.「ドル本位制」の基本構造——参考資料「世界貨幣と国際通貨」に沿って——

#### 1.「ドル本位制」の歴史的位相の確認

●ケインズの評価——金本位制を「未開社会の遺物」(Keynes [1971]: 138, 訳書: 142)

●金本位制から今日の「ドル本位制」への通貨発展史

金貨本位制→金地金本位制→金為替本位制(金ドル本位制)→「ドル本位制」

太古の昔から連綿と続いてきた金決済(商品貨幣決済・資産決済)を僅少化させ、遂に無くさせる。貨幣制度のうえからみて1つの終着点、すなわち貨幣商品金の節約の極限。

●最終決済

アメリカは、経常赤字を堆積しつつも、それを上回る資本流入によってこれをファイナンスし、さらに経常赤字国に資本輸出している。しかし決済は、ドル為替による相殺(これを基本とするコルレス残高における貸借記帳)。

●通貨史変遷とアメリカの経済的地位との関連

「ドル本位制」の出現の背景。アメリカの国際競争力が低下、1960年代のドル危機の頻発、金交換請求に応じきれなくなった点が、1973年以降の変動相場制の出発点だった。

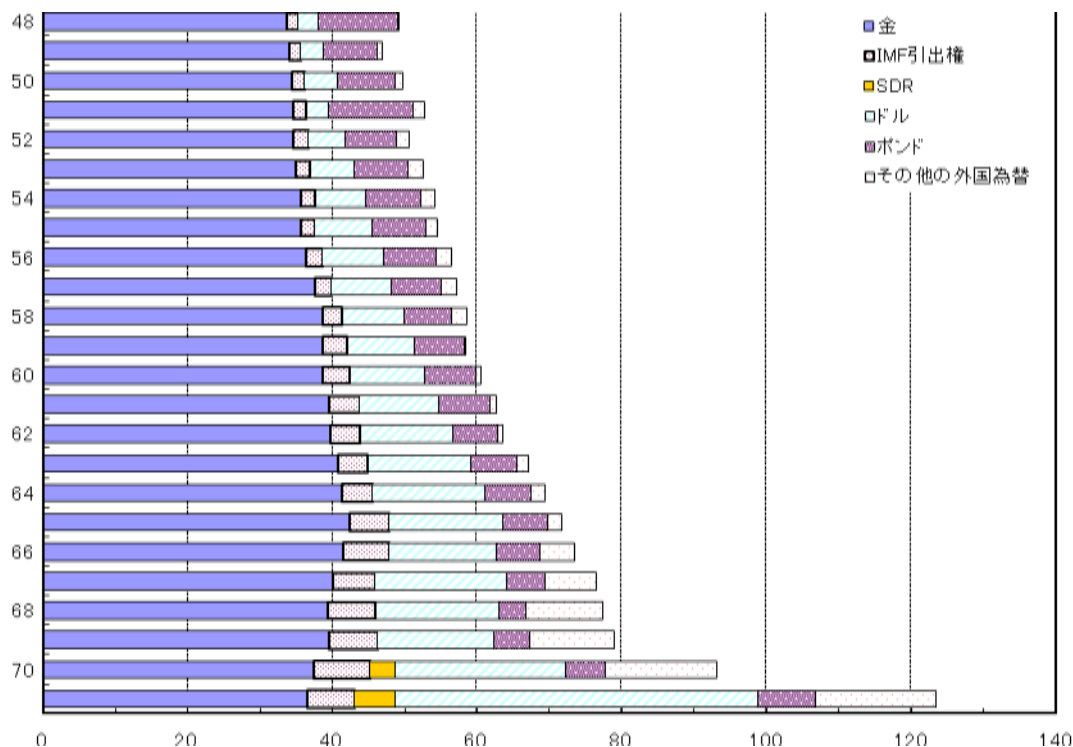
●マルクス経済学による分析と現実の進行

ドルを中心とする通貨体制が抱える「無理」「矛盾」。しかし事態はこの予測を裏切り、ドルは、様々な「侵食」に晒されながらも、いまだにその地位を保っている。アメリカは、国際的流動性を供給する国にして、国際収支の赤字国であるという、常識的に考えると実に奇妙な立場に居続けている。

●ドルの弱点と利点

ドルの減価というリスク。貨幣論的にみれば価値保蔵手段としての貨幣の機能を重視していた。しかし、固定相場制が崩壊する理由となった大量のドル残高は、変動相場制への移行とともに、大量のドル建て金融資産を提供した点、さらにそうしたドル残高の圧倒的な厚みが低額の取引コスト(貨幣取扱費用)をもたらすことを通じて、「為替媒介通貨」とし

図1 世界の国際準備の推移



出所) Bordo, M. D. [1993], “The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview” in Bordo, M. D. & Eichengreen, B.A., *Retrospective on the Bretton Woods System Lesson for International Monetary Reform*, The University of Chicago Press., p.48 より作成。

でのドルへの集中化を導いた点。金決済を死滅させた当のドルの最大の弱点が、最終決済なき今日、逆にその強みへと転じているという1つの矛盾、歴史的な捻れ。

●ドルとポンド（金本位制）

「ドル本位制」が有している特殊歴史的な性格——相対的なものであれ、その立脚点としての非商品経済的・権力的な要因の存在。

1. 「ドル本位制」成立の前提——ポンド体制とドル体制

●米ドルと英ポンドの角逐

意外な感はあるが、第2次大戦終了直後のドルは、貿易取引通貨としてのシェアにおいて、ポンドのはるか後塵を拝していた。戦後かなりの間、ポンドは国際通貨として健在であり、いわゆるスターリング・ブロックの存在は、容易には解消され得なかった（☞図1）。戦後当初から10年ほどの間は、ドルのシェアを大きく凌駕している。ポンドはスターリング・ブロックにおける基軸通貨であったのみならず、第三国間貿易取引の決済通貨としても広く用いられていた。実際にドルとポンドの地位が逆転し始めるのは、ユーロ市場が発

展する 1960 年代に入ってからであり、明瞭にドルに追い抜かれるのは 60 年代半ば頃。

●ドルの国際通貨化の特異性

ドルとポンドとが、各々国際通貨になっていく歴史的生成の道筋は、きわめて異なった、対称的といってもいいような経過を辿っている。

(1) 歴史的前提

●1914 年までの国際金本位制の下での先進諸国は、金貨本位制(☞ 図2左・図3)

●「総力戦」としての第 1 次世界大戦。々の経緯を辿りながらもカレンシー・ノート(currency notes) の流通を始めとする国内流通からの金貨吸い上げ措置、通貨当局へのその集中。

●第一次世界大戦以降、先進各国は金地金本位制へ移行。大戦中の措置が平時も継続した。戦間期において、純粋な金貨本位制を採ることが可能だったのは、大戦中最大の債権国となり、世界から金を集中したアメリカただ一国であった。

●1929 年以降の「大恐慌」では、アメリカは、頻発したデフォルトによって①海外支店網、②資本輸出力、の双方を減少させ、とりわけ前者に壊滅的打撃。

●1929 年以降の「大恐慌」について、通貨体制の「発展」史からこの過程を眺めるとき、一つの重要なポイントは、ルーズベルト政権の下で、「大恐慌」に対するリフレ対策の一環として成立をみた 1934 年の「金準備法」が、歴史的経路上に残した結果。「金準備法」は、元来金本位制の停止下のもとでの為替高騰対策であったが、結果としてアメリカ国内からも金貨流通を吸い上げることとなり、通貨の不換化によって、世界的な「金為替本位制」——むしろそれは「管理」のうえに成り立つものではあったが——の成立を決定的なものとした。

●2 度目の「総力戦」が戦われる過程で、全世界で金輸出入の停止と為替管理はさらに一層徹底化された。第 2 次大戦以降の通貨体制が、金・ドル本位制というきわめて特殊な金為替本位制——通貨当局による「管理された金為替本位制」を中核に出発したのは、かかる現実から帰趨した自然の産物。

●(☞ 図2右) 旧 IMF 体制は、その協定第 4 条「通貨の平価」に謳われている如く、何よりも加盟各国が、「共通尺度たる金により、又は 1944 年 7 月 1 日現在の量目および純分を有する合衆国ドルにより」自国の平価を表示する通貨体制として出発した。だが金を共通の尺度にできるほど保有していたのはただアメリカのみだったから、先にも述べたように各国は、合衆国ドルによる平価表示を選ぶほかなかった。各国通貨当局に対して、アメリカの金交換を規定していたのは、1934 年制定の「金準備法」という純然たる国内法。

●イギリスを始めとする欧州の主要各国が、通貨の交換性を回復したのは、1958 年であるが、経常取引に対する制限撤廃を規定した 8 条国規定を受け入れたのは、さらに遅くなり、1961 年のこと。

●イギリスは 2 度の世界大戦の結果、その資本輸出力を大きく減退させていたが、ポンドは、スターリング・ブロックの基軸通貨であり、イギリスが世界に張り巡らせていた英系銀行の海外支店網も、英連邦諸国を中心に、未だ健在。対照的にアメリカは、巨大な資本

図2 金本位制と旧 IMF 体制(ブレトンウッズ体制)との対比

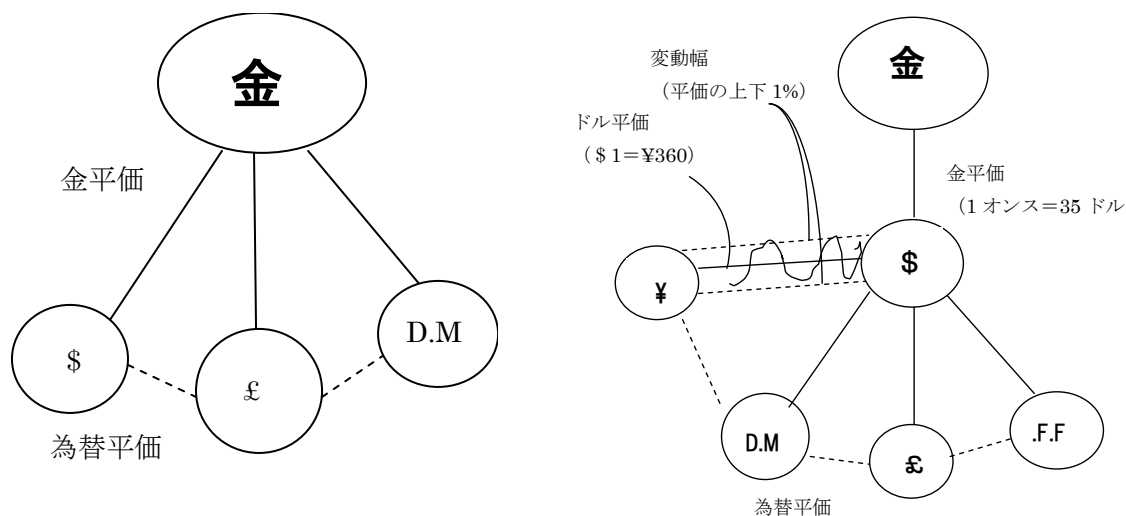
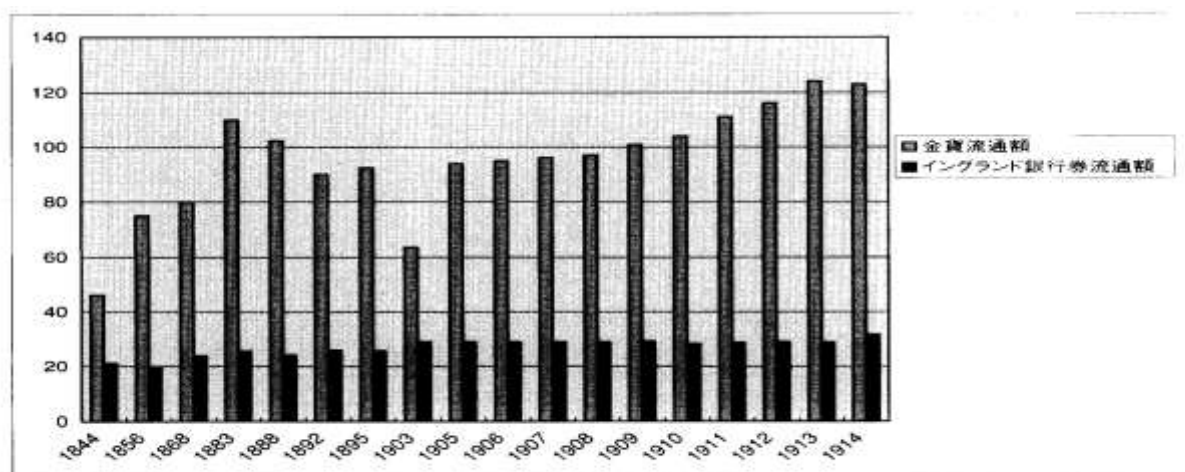


図3 金貨流通量とイングランド銀行券流通高 (100 万ポンド)



(出所) 金貨流通量についてはBeach [1935] p.54, 銀行券についてはMitchell,B.R. and Deane, [1962] p.444-45より作成。

(図出所) 吉村[2004 a] 「中央銀行の生成と国内金流出の位相 —19世紀イギリスの発券集中によせて—」 『信州大学経済学論集』第51号、7頁。

輸出力を有しながら、大恐慌とそれに伴うデフォルトにより、その資本輸出を行う伝動ベルトたる国際的金融ネットワークを解体されており、商品経済的な形態で世界に資本を輸出する能力をもたなかった。

●(☞ 表1・図4・図5)スターリング・ブロック内に張り巡らされた英系銀行の支店網は、第2次世界大戦以降もその世界的なネットワークを維持し、1945年で、2,146店、1955年では3,568店と、同時期の米銀を遥かに凌駕していた。英系銀行が有するかかる国際金融ネ

ネットワークは、世界的な規模における長短の信用情報を集積させ、その中心たるロンドンを、この世界中に張られた網の目の中心とする如き国際金融中心地たらしめていた。このロンドンを中心に放射線状に結び付けられている世界的金融システムに、少なくとも大戦終結直後の米銀は抗う術を持たなかった。

表1 英米両国の海外支店銀行数

	米銀の海外支店銀行数	英系海外支店銀行数
1913年	26	1,286
1928	107	2,111
1945	78	2,146
1955	115	3,568
1970	532	3,710
1985	916	1,016

(出所) Jones, G. [1990], "Competitive advantages in British banking since 1890" in Jones, G. (ed.), *Banks as Multinationals*, Routledge., p.31

図4 三国間貿易と中心国の存在

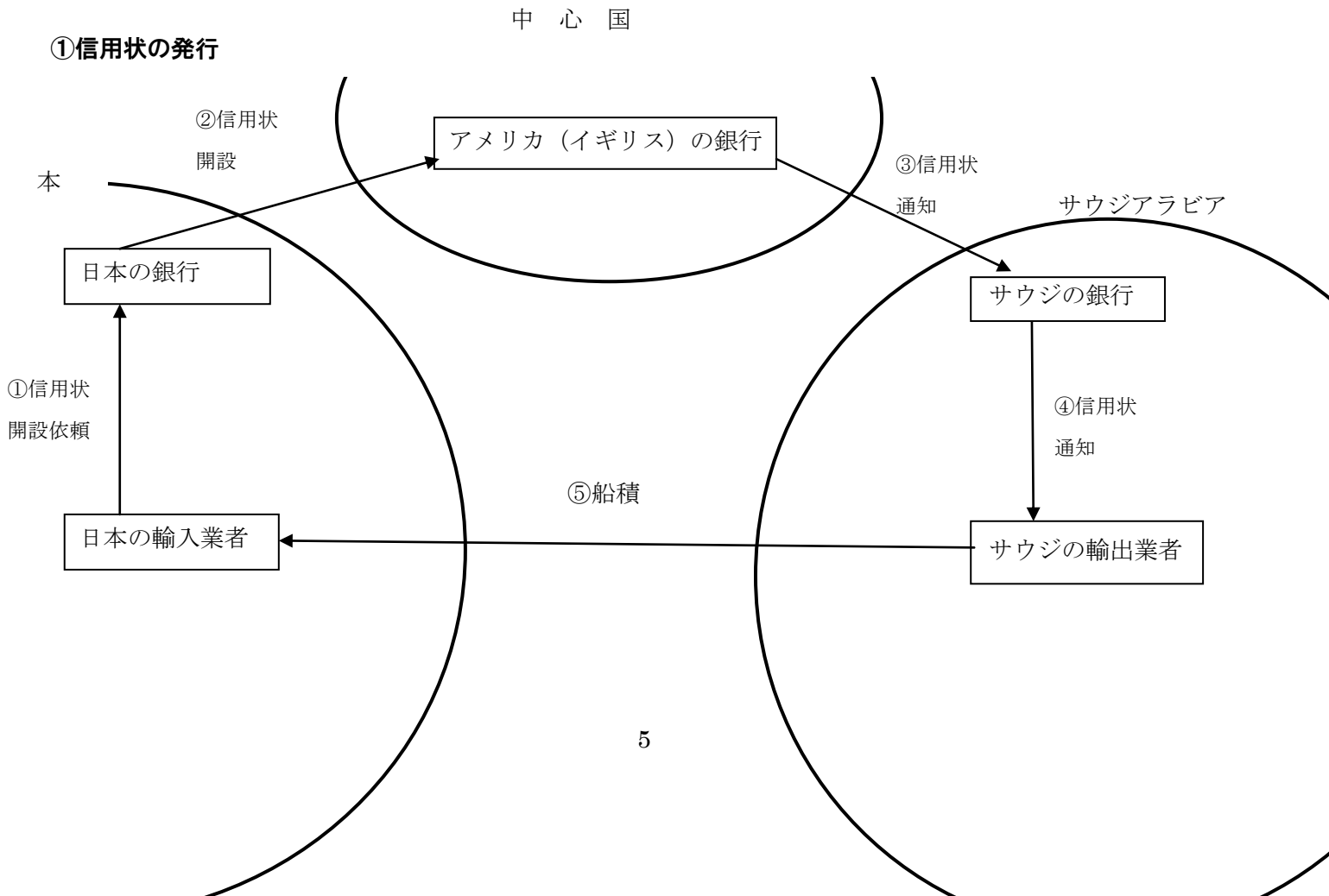


図5 ロンドン金融市場の構造

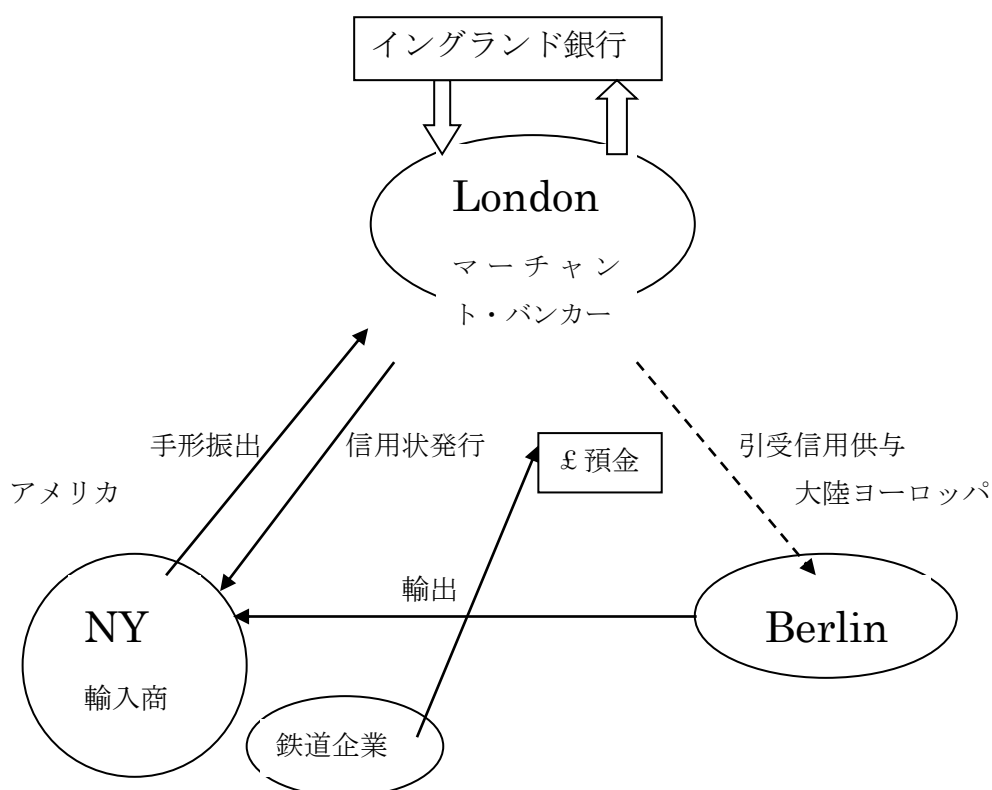


表2: アメリカの対外援助支出 (100万ドル)

	総額	軍事援助	非軍事援助 (贈与・借款等)	国際機関 への投資
1946	5,710	69	5,324	—
1947	6,081	97	5,666	—
1948	5,480	473	5,006	—
1949	5,673	213	5,460	—
1950	4,108	519	3,661	—
1951	4,621	1,440	3,182	—
1952	5,044	2,656	2,388	—
1953	6,352	4,266	2,086	8
1954	5,094	3,431	1,664	203
1955	4,909	2,672	2,237	330
1956	4,986	2,634	2,318	558
1957	5,070	2,483	2,587	620
1958	4,927	2,368	2,559	270

(出所) *Historical Statistics of the U. S., Colonial Times to 1970*, Pt.2[1975], Series U 75-186, *Statistical Abstract of the U. S.*,各年版

●この間隙を埋めたものこそ、アメリカのドル散布，すなわち公的資本輸出(☞ 表2)。アメリカは戦後初期の頃から，マーシャル・プランに代表されるように，戦後の経済復興に対する巨額の対外援助を行っており，またそのなかでも軍事援助は，朝鮮戦争が勃発し冷戦が本格化してくる 1950 年代に入ると，一気に 10 倍以上に跳ね上がる。その後も高水準を維持しており，対外援助支出の過半に達する年が多い。この段階におけるアメリカの資本輸出は，冷戦を背景としたきわめて政治・軍事的な，つまり非商品経済的な性格を有するもの。

## (2) 小括——ドルの基軸通貨化，ポンドのそれとの違い

### ●ポンドの国際通貨としてのある種の「健全」さ(☞ 表3・表4)

ポンドは，世界貿易の枢要に位置するイギリスとの取引の便宜を考えて，まず実体経済を担う・ないしそれに隣接する契約通貨・貿易決済通貨として選好された。それが起点となって，銀行や商社の準備通貨，さらには公的国際通貨へと上っていった。とりわけポンドが，国際通貨になる 19 世紀は，電信技術の未発達ゆえに，利鞘を求めて動きまわる短資移動の存在は，その前半にはほとんど無視できるほどのものだったことを考え合わせると，この貿易通貨→準備通貨→公的国際通貨という，私的国際通貨から公的国際通貨へと上向する流れはきわめて明瞭である。イギリスは，貿易外収支の黒字に基づいた潤沢な経常収支黒字を，世界中に張り巡らされた国際金融ネットワークを介して、民間資本輸出によって後発国へと供給した。

### ●ドルの国際通貨化との対比

1960 年代にかけて，ユーロ・ダラー市場の成立とともに，ドルはポンドに追いつき，これを駆逐して唯一の国際通貨となっていくが，この国際通貨化の過程において，ドルは，か

表3 19 世紀におけるイギリスの国際収支と資本輸出 (10 ヶ年平均，100 万ポンド)

	貿易収支	貿易外収支	経常収支	海外債権残高 (十ヶ年最終年次)
1821～30	-11.28	17.74	6.39	110.0
1831～40	-17.76	22.26	4.50	155.7
1841～50	-22.57	27.89	5.30	208.7
1851～60	-33.24	50.33	17.10	379.7
1861～70	-62.09	93.35	31.26	692.3
1871～80	-92.89	143.60	49.71	1189.4
1881～90	-94.28	168.75	74.73	1935.1
1891～1900	-146.35	192.53	46.18	2396.9

(出所) Imlah, A. H. [1958], *Economic Elements in the Pax Britannica*, Harvard U.P., pp.70-74 より作成。

表4 英系海外銀行の在外支店分布

	1890	1913	1928	1938
北アメリカ	33 (4.6)	103 (8.0)	4 (0.2)	4 (0.2)
その他のアメリカ	49 (6.9)	94 (7.3)	107 (5.1)	85 (4.0)
南アフリカ	89 (12.5)	251 (19.5)	672 (31.8)	706 (32.9)
その他のアフリカ	9 (1.3)	55 (4.3)	150 (7.1)	156 (7.3)
中東	6 (0.8)	19 (1.5)	36 (1.7)	40 (1.9)
南アジア	42 (5.9)	51 (4.0)	66 (3.1)	81 (3.8)
東南アジア	12 (1.7)	22 (1.7)	33 (1.6)	31 (1.4)
東アジア	12 (1.7)	10 (0.8)	8 (0.4)	14 (0.7)
オーストラリア	444 (62.4)	660 (51.3)	942 (44.6)	935 (43.6)
ヨーロッパ (イギリスを除く)	15 (2.1)	21 (1.6)	92 (4.4)	94 (4.4)
支店数合計	711 (100.0)	1,286 (100.0)	2,110 (100.0)	2,146 (100.0)
銀行数	32	28	24	18

(原出所) G.Jones, *Banks as Multinationals*, Routledge, 1990, p.31

(出所) 山本栄一『国際金融システム』岩波書店) 17 頁

つてのポンドの場合とは著しく異なる、対称的ともいえる経過を辿っている。ドルは、IMF協定のもとに各国がドル平価を維持するという制度的な要因に先導され、公的基軸通貨→国際通貨という上からのルートを通った。いわばIMF協定に基づく通貨制度は、戦後のアメリカの金独占と経済力の逆転下で、ポンドからドルへの基軸通貨交替を「制度的に先取り」するものであった(☞ 図6)。

#### ●金現送点と介入点

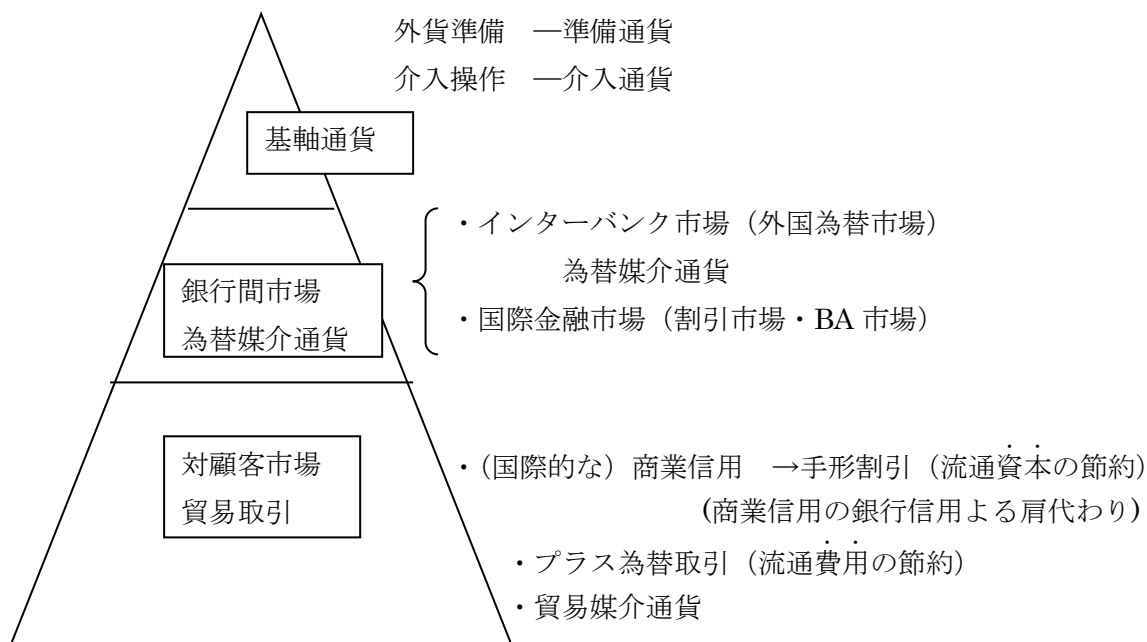
国際金本位制の時代における金現送点と旧IMF体制下での為替介入点のあり方の相違＝「ドル体制」と「ポンド体制」との決定的な違和。

為替変動の限定的範囲が、商品経済的な金現送点から、IMF協定において取り決められた制度的な介入点へと移行している。

1914年までの国際金本位制下では、為替銀行は、金現送点を超えれば、金による裁定取引を選好した。何となれば、そうする方が、貿易取引においては商品経済的にみて有利であるからであり、銀行間取引においては個別為替銀行は、現送点を超えたときには利潤の最大



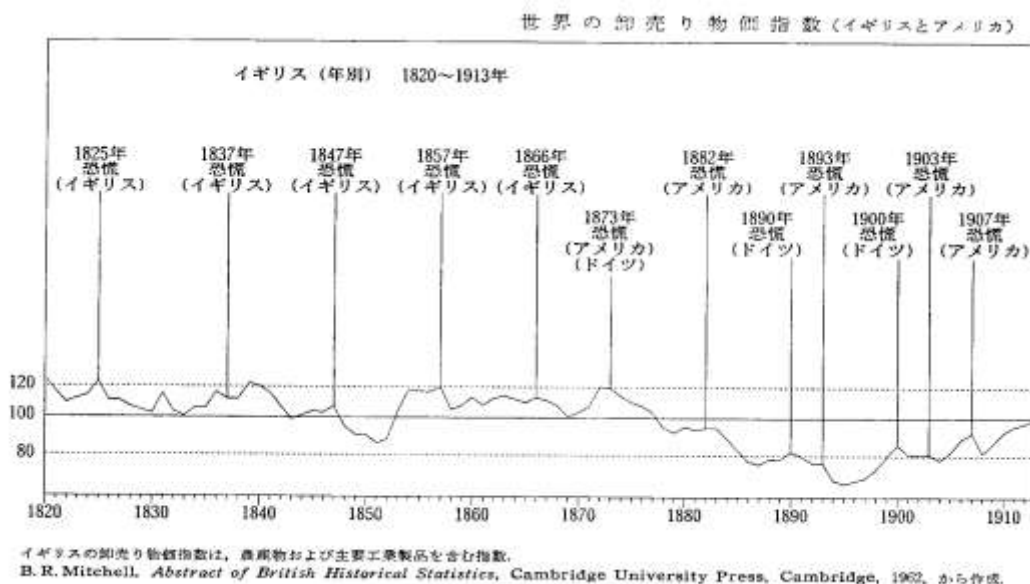
図6 国際通貨の機能



化を希求して、為替を取り組むよりも金=世界貨幣による決済を嗜好したのである。

旧 IMF 体制下での為替取引は、これとは異なっている。何よりも、金準備の節約と「国際収支の天井」という制約の弛緩とを果たす必要から、民間からの通貨当局に対する金兌換が、制度上禁止されていた。そしてこの制度上の枠組みから、自国でカバーが取れ、変動幅

図7 19世紀から20世紀末にかけての物価水準の通時的変遷



(出所) 侘美光彦[1994 b]「段階論とは何か——最近の『段階論』修正説について——」  
 東京大学『経済学論集』第60巻第3号

の小さい米ドルが、ワーキング・バランスとして有利化したのである。個別為替銀行にとっては、私的利益の最大化が目的である点は、金本位制の下においてと同様、何ら変わるころはない。変わったのは、金本位制がポンド体制という枠組みを、商品経済的論理で乗り越える余地を残していたのに対し、旧 IMF 体制（金・ドル本位制）がその余地を制度的に、つまり経済外的に封じていた点である。

金本位制、ないし「ポンド体制」が、民間の私的利益によって下から支えられていたとすれば、「ドル体制」は当初より上から、非商品経済的なものと分かちがたい形で規制されていた。「ドル体制」は、初めから、商品貨幣たる金決済の幅を人工的に僅少にするという、通貨史上の大実験から出発。

兌換の迂回化による物価水準の上昇 (☞ 図7)

## 2. 「ドル本位制」への途——金・ドル本位制の展開と挫折

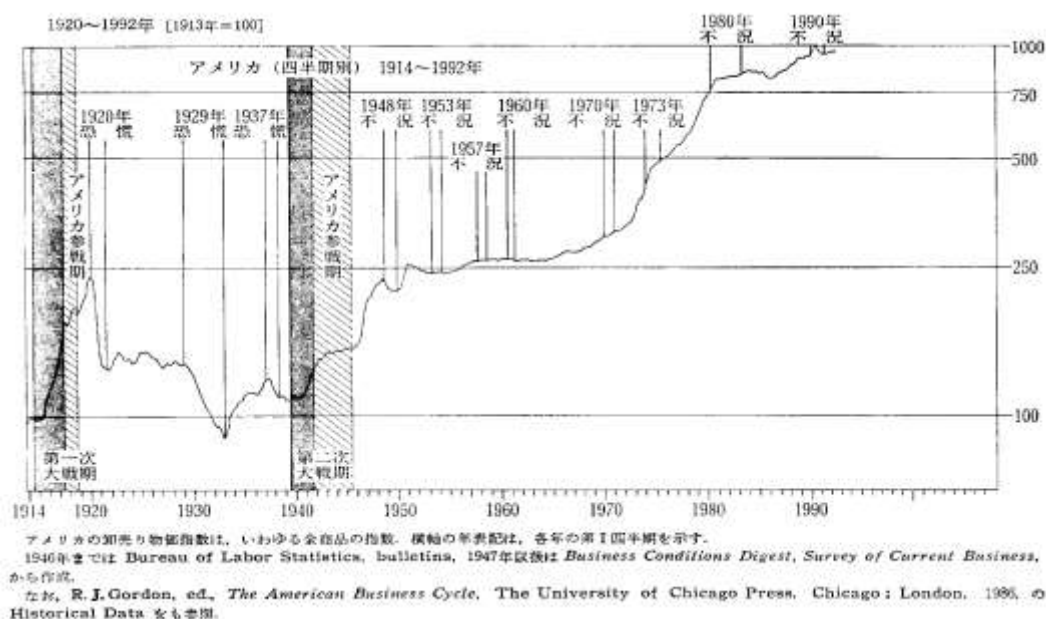
### (1) ユーロ市場と金融資産の累積

#### ●1960年 第一次ドル危機

1960年代初頭のドル危機は、様々な要因から発生したが、底流にはアメリカの基礎収支の赤字化、ドルに対する金の価値保証が危うい域に到達しつつあるという「信認問題」があった。アメリカの通貨当局は、金利規制その他の処方によりその場は納めたものの、それはその後度重なるゴールド・ラッシュの第一波にすぎなかった。

#### ●ユーロダラー市場

ドルの過剰は、もはやすでに1つの鬼子を形成していた。過剰に垂れ流されたドルが、オイル・マネーとして還流した1970年代、アメリカの外部に確立したドルの国際金融市場（ヨリ厳密には、ドルを中心とした国際金融市場）の確立、すなわちユーロ市場の出現である。



**表5**：米銀の海外支店数と資産残高

	1960	1965	1970	1975	1980
海外支店を有する米銀数	8	13	79	126	159
米銀の支店数	124	211	532	762	799
米銀総資産に占める海外支店資産の割合	n.a.	2.4%	8.1%	18.3%	23.3%
米銀の対外債権 (10億ドル)	4,5	9,8	11,28	54,7	176,9

(出所) Darby, M. R. [1986], "The Internationalization of American Banking and Finance: Structure, Risk, and World Interest Rate", *Journal of International Money and Finance*, Vol.5., p.406 より作成。

**表6:アメリカの金準備と支払準備率**

年末	①金	②対外準備 総額	③対外公的 債務	④対外流動 債務総額	①/③	②/④
1957	22,857	24,832	8,117	15,825	2,82	1,57
*58	20,58		8,66	14,62		
59	19,507	21,504	10,620	19,428	1,84	1,11
1960	17,804	19,359	11,888	21,027	1,50	0,92
61	16,947	18,753	12,630	22,936	1,34	,82
62	16,057	17,220	13,714	24,268	1,17	,71
63	15,596	16,843	15,225	26,394	1,02	,64
64	15,471	16,672	16,586	29,364	0,93	,57
65	13,806	15,450	16,660	29,568	,83	,52
66	13,235	14,882	15,907	31,019	,83	,48
67	12,065	14,830	19,227	35,667	,63	,42
68	10,892	15,710	18,370	38,473	,59	,41
69	11,859	16,964	17,017	45,914	,70	,37
1970	11,072	14,487	24,341	46,960	,45	,31
71	10,206	12,167	51,195	67,808	,20	,18
72	10,487	13,151	61,526	82,862	,17	,16
73	11,652	14,378	66,861	92,490	,17	,16
74	11,599	15,883	76,823	119,164	,15	,13
75	11,598	16,226	80,712	126,552	,14	,13

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, 各号。

### ●民間資本輸出の復活

(☞ 表5)米銀の海外支店数とその資産残高は、1960年代から70年代を通じて増大の一途を辿っている。大恐慌下のデフォルトのなかで一旦は消滅していた米銀の世界的ネットワークの構築は、過剰ドルの垂れ流しが創り上げたアメリカの外側に存在するドル市場——ユーロ市場に吸着しながら息を吹き返したのである。そしてこの1960年代半を境に、ドルは商品経済的論理に乗る形で、資本輸出を行っていくのである。

### ●アメリカの金ストックの推移

(☞ 表6) 最初のゴールド・ラッシュに見舞われて以降、ユーロ市場が隆盛すると並行する形で、1960年代を通じてアメリカは支払準備率を年々悪化させている。トリフィン(Triffin [1960]) いうところの「流動性のジレンマ」——アメリカの国際収支悪化によるドル残高の累積が国際的な流動性を供給するという「ジレンマ」——は、この時期人口に膾炙した議論であったが、それは旧IMF体制——金・ドル本位制を国際的な金為替本位制と見做し、早晩にドルの金交換性が問題になることに警鐘を鳴らしたものであった。頻発するゴールド・ラッシュ＝ドル危機のなかで、1971年には金・ドル交換停止が宣言されることとなった。

## (2) 貿易媒介通貨の多様化

●貿易取引に関するかぎり、ドルが、かつてのポンドの如き1極的な貿易媒介通貨とは異なっている。(☞ 表7)

グラスマンによる発見(Grassman, S. [1973]・[1976])。

マッキノンによる定式化(Mckinnon [1979])。

ヨーロッパ先進諸国の場合、当該国通貨建て取引は、輸出においては過半を上回る比率を示しているが、輸入に関しては、そこまでの大きな差異をみて取れない。

貿易財Ⅰ＝工業品は、製品差別化が可能であり、生産企業による価格支配が可能な固定価格財である。これに対し、貿易財Ⅱ＝1次産品は、製品差別化が困難なより同質的な商品であり、国際商品取引所(大概はアメリカ)で価格が決定されるため、生産企業が価格支配不可能な伸縮価格財である。ヨーロッパの場合、第2次大戦後の深刻なドル不足の経験から、域内貿易についてはドルを節約する西欧決済同盟(EPU)が結成されていたことにも関連はするが、それでも、ここで多くの欧州諸国が貿易財Ⅰを輸出し、貿易財Ⅱを輸入していたことが欧州内の貿易取引における通貨構成に反映されている。

欧州諸国において自国通貨建てが一般化していたという事実は、取りも直さず实体经济たる貿易取引では、ドルの弱体化を嫌い、為替リスクの回避を企図して、ドルの1極化の否定、すなわち貿易媒介通貨の多様化が進んでいたことを示す。

表7:スウェーデンにおける貿易の契約決済通貨構成

(単位:%)

通貨	輸出		輸入	
	1973	1968	1973	1968
スウェーデン・クローネ	67,4	66,1	25,7	25,8
米ドル	14,1	12,3	20,0	22,0
ドイツ・マルク	4,8	3,8	19,7	17,4
英ポンド	4,6	11,2	10,3	17,3
デンマーク・クローネ	0,9	1,8	4,5	3,9
ノルウェー・ギルダー	1,0	0,7	3,6	2,2
オランダ・ギルダー	0,05		2,8	
スイス・フラン	1,6	0,05	2,4	2,4
フランス・フラン	0,07	0,8	2,1	2,5
イタリア・リラ	0,1	0,023	1,9	1,8
その他	4,3	2,5	7,0	4,7
合計	100	100	100	100

(出所) Grassman, S. [1976], "Currency distribution and forward cover in foreign trade", Journal of International Economics, Vol.6, No.2,p.217

### 3 金の資産性と「媒介通貨」

#### (1) 為替媒介通貨 Vehicle Currency の構造

●貿易取引の上に位置する銀行間取引。為替媒介通貨の集中化の構造。一旦出来上がってしまった巨額のドル残高は、円／ポンド取引を行うよりも、円／ドル取引を経て、ドル／ポンド取引を引き続いて行った方をコスト的に安くさせ、個別為替銀行の視点からすれば、売買靴である bid-ask spread, すなわち貨幣取扱費用が僅少で済む。外国為替市場では、出合いの容易さその他の「規模の経済」が働くからである。このとき、ドルは、銀行間為替市場において諸通貨を媒介する役割を担っている。

●スウォボダ (Swoboda[1969]) が見出した Vehicle Currency——「為替媒介通貨」としてのドルが機能。

為替ディーリングにおける取引は、規模の経済が働き、取引量の多い通貨であればあるほど、貨幣取扱費用であるブローカー手数料は廉価となる。そしてこの論理により、銀行間外国為替市場において、ドルは「深く厚い」市場を有しているが故に、出合いも取り易く、ポジションを維持しておくのに簡便な通貨として、インターバンク市場で選好されることになる。商品経済的論理によって、銀行間ではドルが媒介通貨として能く保有されるのである。

(☞ 表8・表9)

表8 貨幣取引における外国為替ブローカー手数料（取引額 1,000 分の 1 ごとについて）

	イギリス	イタリア（ローマ）	ベルギー	ドイツ
米ドル	.0084	.014	.02	.0125
ポンド・スターリング	--	.029	.071	.0125
カナダ・ドル	.045	.086	.022	
オランダ・ギルダー	.076	.029	.072	
ドイツ・マルク	.084	.032	.080	
スイス・フラン	.076	.035	.087	
フランス・フラン	.069	.039	.098	
ベルギー・フラン	.105	.040	--	*
イタリア・リラ	.066	--	.063	
スウェーデン・クラウン	.073	.041	.1	
ノルウェー・クラウン	.075	.057	.14	
デンマーク・クラウン	.072	.055	.14	
オーストリア・シリング	.073	.042	.052	
ポルトガル・エキュード	.12	.046	.057	

\*米ドル・ポンド以外は，.031～.042

（出所）Swoboda, A. K. [1969], “Vehicle Currencies and The Foreign Exchange Market”, in R. Z. Aliber (ed.), *International Market for Foreign Exchange*, Preager., p.38

表9 外国為替市場における最低取引額

	ドイツ	イタリア	イギリス	スイス	オランダ	ベルギー	フランス
米ドル	50,000	100,000	280,000	500,000	100,000	5,000	150,000
ポンド・スターリング	28,000	28,000	—	280,000	28,000	2,800	140,000
オランダ・ギルダー	27,624	27,624			—	2,762	138,000
カナダ・ドル	23,175	23,124			92,500	925	23,125
スイス・フラン	23,000	23,000			23,000	2,300	115,000
フランス・フラン	20,225	20,255			20,255	2,025	—
ベルギー・フラン	20,000	20,000			20,000	—	100,000
イタリア・リラ	16,000	—			16,000	1,600	80,000
ドイツ・マルク	—	25,000			25,000	2,500	125,000
スウェーデン・クラウン	19,330	19,330			19,300	1,933	96,625
ノルウェー・クラウン	14,000	14,110			14,000	1,400	70,000
デンマーク・クラウン	14,477	14,447			14,477	1,477	72,389
オーストリア・シリング	19,231	38,461			3,846	1,923	19,231
ポルトガル・エキュード	17,391	17,391			3,478	1,739	17,391

（出所）Swoboda [1969] ,p.37

●巨額のドル残高は、本来アメリカの債務の増加であった点である。このほかならぬ債務の増大が、「深い」ドル市場を形成している。

## (2) 「ドル本位制」の歴史的位相

インターバンク市場におけるドルの一元化の2つの意味

### ①貿易媒介通貨の多様化と為替媒介通貨の一元化

1960年代以降、工業国を中心に広まった自国通貨建ての輸出は、打ち続くドルの減価による為替リスクの回避の意味があった。ドルが貿易媒介通貨として使われることが少なくなったのは、アメリカの経済的地位の低下を基礎としている。実体的な取引においては、貿易通貨の「多様化」が生じていながら、その上部にある銀行間取引では、貿易媒介通貨が多様化するからこそ、多様化した諸通貨をつなぐために本源的受給の大きいドルへと媒介通貨が一元化している。基底にある貿易媒介通貨の多様化が、上層にある銀行媒介通貨の一元化を促進するという、ねじれた関係が生じている。アメリカの地位の低下が、ドルへの1極化を促進していることになる。

### ②インターバンクレベルにおけるドル一元化の意味

銀行間でドルが選好されるのは、ドルが銀行間で使い勝手の良い厚みのある市場を形成していることを意味しているが、最も効率的で厚みのあるドル市場とは具体的にはドル建て金融資産の累積であり、本来長い期間をかけて垂れ流されてきたドルの対外債務残高にほかならない。変動相場制以降、ドルの地位はある面で強化されており、かつてドルの弱点とされたものが逆にその利点へと転じている。

アメリカの経常赤字額は、レーガノミックスが展開された1980年代半ばには一気に膨れ上がり、90年代には漸増しつつ、とりわけ90年代後半に至ると、金融のグローバル化とIT化の過程で世界から資金を集めるなか、激増している。対外粗債務残高は、1980年代以降一貫して増大し続けており、対GDP比は、2001年には80%を突破している。(☞表10)

表10:アメリカの対外債務残高とGDP比

(債務残高:100万ドル)

	1980	1985	1990	1995	2000	2001
対外債務残高	568,968	1,233,053	2,424,325	3,947,949	7,542,725	8,144,273
対GDP比	20,4%	29,3%	41,8%	53,3%	76,8%	80,8%

(出所) U. S. Department of Commerce [2001], *Bureau of Economic Analysis, International Investment Position of the United States at Yearend, 1976-2001.*

表 11: 通貨ペア別外為市場取引高<sup>1</sup> (2001年:10億ドル)

通貨ペア別	1992		1995		1998		2001	
	取引額	シェア (%)	取引額	シェア (%)	取引額	シェア (%)	取引額	シェア (%)
米ドル/ユーロ	.	.	.	.	.	.	352	30
米ドル/独マルク	192	25	254	22	291	20	.	.
米ドル/仏フラン	19	2	51	4	58	4	.	.
米ドル/ユーロ	13	2	18	2	17	1	.	.
米ドル/他 EMS	43	6	104	9	176	12	.	.
米ドル/日本円	155	20	242	21	257	18	230	20
米ドル/英ポンド	77	10	78	7	118	8	125	11
米ドル/スイス・フラン	49	6	61	5	79	5	57	5
米ドル/加ドル	25	3	38	3	50	3	50	4
米ドル/豪ドル	18	2	29	3	42	3	47	4
米ドル/その他	48	6	72	6	172	12	197	17
ユーロ/日本円	.	.	.	.	.	.	30	3
ユーロ/英ポンド	.	.	.	.	.	.	24	2
ユーロ/スイス・フラン	.	.	.	.	.	.	12	1
ユーロ/その他	.	.	.	.	.	.	22	1
独マルク/日本円	18	2	24	2	24	2	.	.
独マルク/英ポンド	23	3	21	2	31	2	.	.
独マルク/スイス・フラン	13	2	18	2	18	1	.	.
独マルク/仏フラン	10	1	34	3	10	1	.	.
独マルク/ユーロ	6	1	6	1	3	0	.	.
独マルク/他 EMS	21	3	38	3	35	2	.	.
独マルク/他	20	3	16	1	18	1	.	.
他 EMS/他 EMS	3	0	3	0	5	0	.	.
その他通貨ペア	25	3	30	3	31	2	24	2
<b>全通貨ペア 合計</b>	<b>778</b>	<b>100</b>	<b>1,137</b>	<b>100</b>	<b>1,430</b>	<b>100</b>	<b>1,173</b>	<b>100</b>

(出所) Bank for International Settlement (BIS) [2001], *Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity in April 2001*.

<sup>1</sup> 純額ベース・4月の日平均。



表 12: 通貨ペア別外為市場取引高<sup>2</sup> (2013 年:10 億ドル)

通貨ペア別	2001		2004		2007		2010		2013	
	取引額	シェア (%)	取引額	シェア (%)	取引額	シェア (%)	取引額	シェア (%)	取引額	シェア (%)
米ドル/ユーロ	372	30.0	541	28.0	892	26.8	1,098	27.7	1,289	24.1
米ドル/日本円	250	20.2	328	17.0	438	13.2	567	14.3	978	18.3
米ドル/英ポンド	129	10.4	259	13.4	384	11.6	360	9.1	472	8.8
米ドル/豪ドル	51	4.1	107	5.5	185	5.6	248	6.3	364	6.8
米ドル/加ドル	54	4.3	77	4.0	126	3.8	182	4.6	200	3.7
米ドル/スイス・フラン	59	4.8	83	4.3	151	4.5	166	4.2	184	3.4
米ドル/メキシコ・ペソ	...	...	...	...	...	...	...	...	128	2.4
米ドル/中国・元	...	...	...	...	...	...	31	0.8	113	2.1
米ドル/ニュージーランド・ドル	...	...	...	...	...	...	...	...	82	1.5
米ドル/露ルーブル	...	...	...	...	...	...	...	...	79	1.5
米ドル/香港ドル	...	...	...	...	...	...	85	2.1	69	1.3
米ドル/シンガポール・ドル	...	...	...	...	...	...	...	...	65	1.2
米ドル/トルコ・リラ	...	...	...	...	...	...	...	...	63	1.2
米ドル/韓国ウォン	...	...	...	...	...	...	58	1.5	60	1.1
米ドル/スウェーデン・クローナ	...	...	...	...	57	1.7	45	1.1	55	1.0
米ドル/南ア・ランド	...	...	...	...	...	...	24	0.6	51	1.0
米ドル/印ルピー	...	...	...	...	...	...	36	0.9	50	0.9
米ドル/ノルウェー・クローネ	...	...	...	...	...	...	...	...	48	0.9
米ドル/ブラジル・レアル	...	...	...	...	...	...	25	0.6	48	0.9
米ドル/ポーランド・ズウォティ	...	...	...	...	...	...	...	...	22	0.4
米ドル/台湾ドル	...	...	...	...	...	...	...	...	22	0.4
米ドル/その他	199	16.0	307	15.9	612	18.4	445	11.2	213	4.0
ユーロ/日本円	36	2.9	61	3.2	86	2.6	111	2.8	147	2.8
ユーロ/英ポンド	27	2.1	47	2.4	69	2.1	109	2.7	102	1.9
ユーロ/スイス・フラン	13	1.1	30	1.6	62	1.9	71	1.8	71	1.3
ユーロ/スウェーデン・クローナ	...	...	...	...	24	0.7	35	0.9	28	0.5
ユーロ/豪ドル	1	0.1	4	0.2	9	0.3	12	0.3	21	0.4
ユーロ/ノルウェー・クローネ	...	...	...	...	...	...	...	...	20	0.4
ユーロ/加ドル	1	0.1	2	0.1	7	0.2	14	0.3	15	0.3
ユーロ/ポーランド・ズウォティ	...	...	...	...	...	...	...	...	14	0.3

<sup>2</sup>純額ベース・4月の日平均。

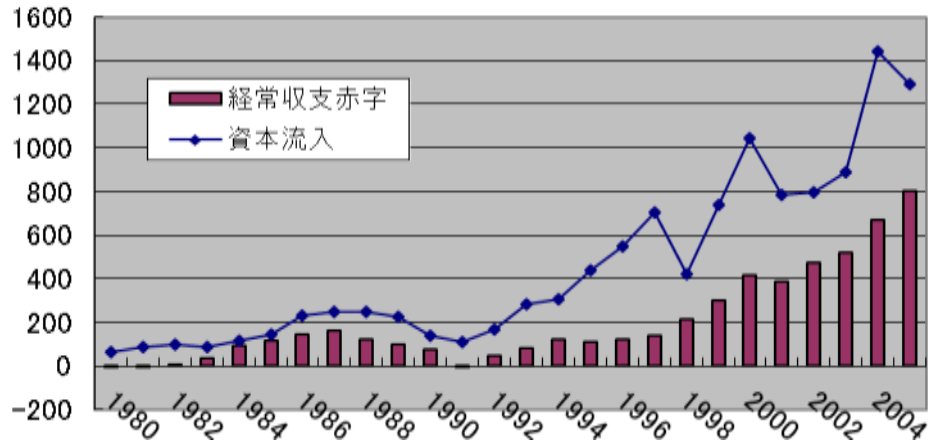
ユーロ/デンマーク・クローネ	...	...	...	...	...	...	...	...	13	0.2
ユーロ/ハンガリー・フォリント	...	...	...	...	...	...	...	...	9	0.2
ユーロ/トルコ・リラ	...	...	...	...	...	...	...	...	6	0.1
ユーロ/中国・元	...	...	...	...	...	...	...	...	1	0.0
ユーロ/その他	20	1.6	38	1.9	83	2.5	102	2.6	52	1.0
日本円/豪ドル	...	...	...	...	...	...	24	0.6	45	0.8
日本円/加ドル	...	...	...	...	...	...	...	...	6	0.1
日本円/ニュージーランド・ドル	...	...	...	...	...	...	4	0.1	5	0.1
日本円/南ア・ランド	...	...	...	...	...	...	...	...	4	0.1
日本円/ブラジル・リアル	...	...	...	...	...	...	...	...	3	0.1
日本円/トルコ・リラ	...	...	...	...	...	...	...	...	1	0.0
日本円/その他	5	0.4	14	0.7	49	1.5	49	1.2	42	0.8
その他通貨ペア	23	1.8	36	1.9	90	2.7	72	1.8	89	1.7
<b>全通貨ペア 合計</b>	<b>1,239</b>	<b>100.0</b>	<b>1,934</b>	<b>100.0</b>	<b>3,324</b>	<b>100.0</b>	<b>3,971</b>	<b>100.0</b>	<b>5,345</b>	<b>100.0</b>

(出所) Bank for International Settlement (BIS) [2013], *Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and derivatives market activity in 2013*.

●(☞ 表 11・表 12) これに反し、外為市場におけるドルを対価とする取引は、90年代後半以降、増加傾向へと転じている。ドル対価取引が占める割合は、1992年には取引全体の82%、95年に同じく82%から増加し、98年に86%、2001年には実に91%に及んでいる。

●蓄蔵機能をもった商品(貨幣)とは、太古より金銀であった。今日、蓄蔵機能は、もはや貨幣商品そのものの価値の不動性によって支えられるのではなく、変動常なき貨幣と、その変動に吸着し・ヘッジすることによって利鞘を生み出す金融諸商品の累積とによって支えられるという新たな「段階」へとすでに移行している。なればこそ世界最大の貿易赤字を計上している国が、まさにそのために、基軸通貨国となっているという実に奇矯な論理が貫かれるのである(☞ 図8)。そして、途上国を含めて、世界のあらゆる諸商品の価値実現を可能とするような国際的な商品市場が、巨大なアブソーバーたる消費大国アメリカのほか、今のところ存在していないという事実は、ドルを支える実体的な柱である。

図8 アメリカの経常収支赤字と資本流入  
(1980-2005:10億ドル)



(出所) US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, *Survey of Current Business*, various issues.より作成。

### 結語——理論にひきつけた問題

- 従来のマルクス経済学による恐慌論・景気循環論の問題点
  - ・信用恐慌論の不備。信用恐慌が勃発する条件を明示化できていない。
  - ・信用論における隔地間取引。流通資本の節約のみならず、流通費用（送金費用・貨幣取扱費用）節約の問題。対外圏の問題。
  - ・為替理論の導入。
  - ・激発的な信用恐慌の条件の明確化。参照基準としての理論と現代資本主義における金融危機の解明。

## Ⅱ. 21 世紀における金融危機と恐慌論

以上の「ドル本位制」分析は、2007 年以降顕在化した金融危機に対してどのような視点を投げかけるだろうか。

### 1. サブプライム金融危機の構造

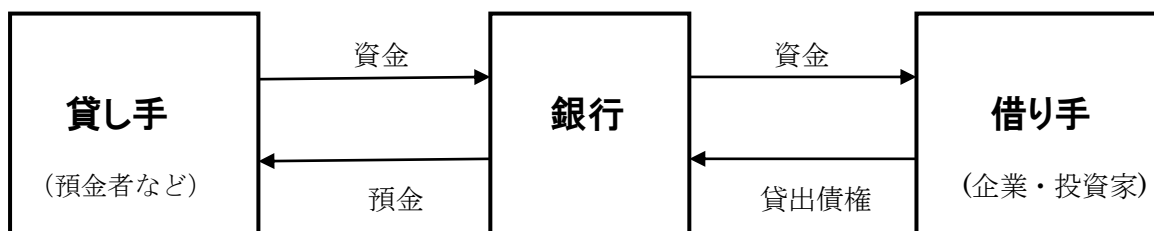
#### ●「影の銀行」

- ①伝統的な「組成保有 originate-to-hold」型（OTH 型）の金融仲介システム：原債権を組成する銀行が、貸し出し債権を満期まで保有する。
- ②「組成販売 originate-to-distribute」型（OTD 型）の金融仲介システム：原債権からのキャッシュフローを裏付けとする証券化商品を発行

#### ①「組成保有」型の金融仲介システム

商業銀行は、黒字主体（家計など）から赤字主体（企業・投資家）への資金移転を媒介する。

図9 伝統的な金融仲介システム



#### ②「組成販売」型の金融仲介システム

「影の銀行システム shadow banking system」

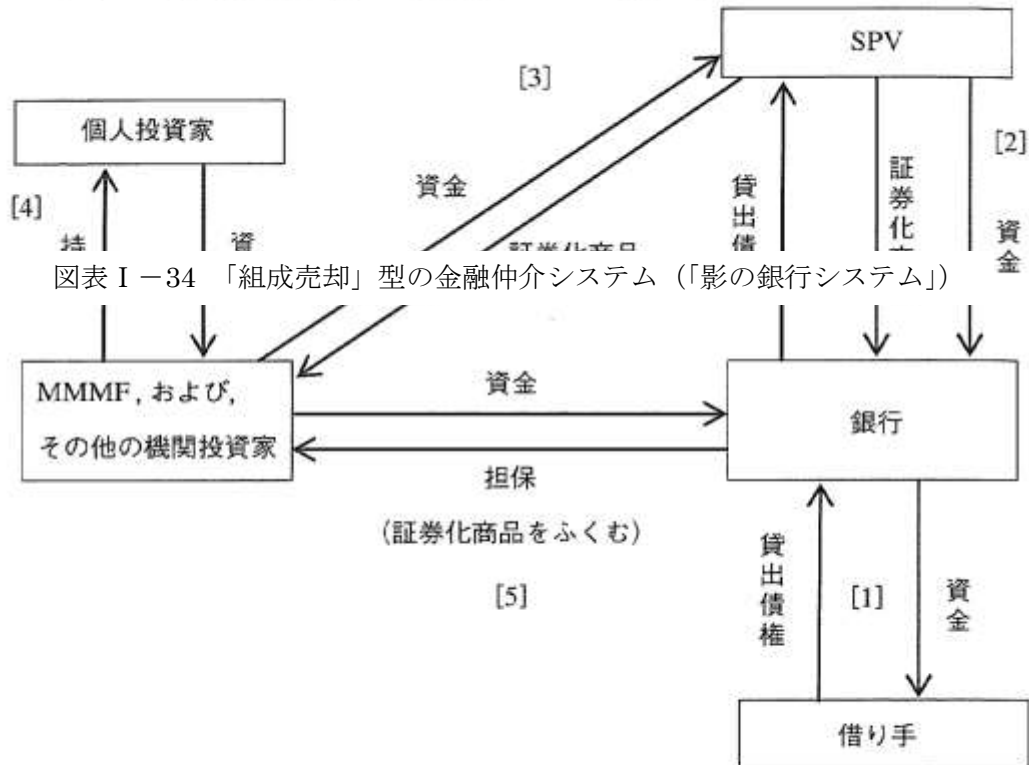
「影の銀行」：商業銀行以外の、投資銀行・投資銀行が設置した SPV（特別投資事業体 Special Purpose Vehicle、SPI や SPC もその一種）、ヘッジファンドなどさまざまな金融機関の総称。免許制によって金融当局の監督を受ける通常の商業銀行に対して、規制が緩い。金融当局も実態を把握しきれていない。

最終的な貸し手＝債権者（個人投資家）と最終的な債務者＝借り手（住宅ローンを借りる家計）とのあいだには、貸出債権の証券化にかかわる多数の金融仲介機関が存在している（☞ 図 10）。

#### ●図 10 の例

[1]投資銀行が借り手に対する貸出債権を組成する。

図 7.2 「組成販売型」の金融仲介システム(影の銀行システム)の構造



図表 I - 34 「組成売却」型の金融仲介システム (「影の銀行システム」)

(注)Gorton and Metrick (2010, p. 264, Figure 2)にもとづいて作成. 図中の名称と番号は, 加筆・修正してある. 本図では, 預金を受け入れない投資銀行だけでなく, 預金を受け入れる商業銀行も, レボ取引における資金の取り手であると仮定されている.

[2]多数の貸出債権のプールから成るポートフォリオを SPV に売却する。

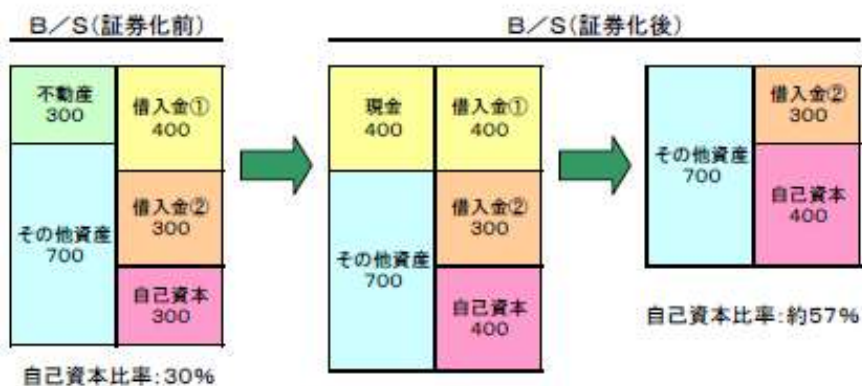
[3]SPVは原資産から生じるキャッシュフローを裏付けに発行された証券化商品を、機関投資家——MMMF（money market mutual funds 短期金融資産投資信託）、年金基金、保険——に売却する。一部は銀行によっても保有される。銀行の側からすれば、リスクの高い資産をバランスシートから切り離して、簿外取引を行うことが可能になる\*。

\*仮に貸出債権を組成した銀行が倒産しても、銀行の債権者はSPVの資産（銀行がSPVに売った資産）を差し押さえすることはできない。「倒産隔離 bankruptcy remote」

\*\*銀行にとっての利点

- ・不良債権の処理手段／・バランスシートの軽減（自己資本対策）

例：返済期日が迫っている借入金①の返済のため、不動産を証券化して400で売却



(出所) NIRA レポート「サブプライム問題概観」([http://www.motoitoh.e.u-tokyo.ac.jp/zemi/7\\_3shiryo/NIRA\\_Subprime\\_Report\\_Final.pdf](http://www.motoitoh.e.u-tokyo.ac.jp/zemi/7_3shiryo/NIRA_Subprime_Report_Final.pdf))

[5]預金を受け入れていない投資銀行は、レポ取引の担保として証券化商品を差し入れて、機関投資家から資金を調達する。商業銀行による簿外取引も膨大。

### ●銀行の信用創造が契機

このような構造から、銀行のBSが拡大せずに住宅抵当金融が拡大する事態が発生。

このことは一見すると、銀行の信用創造機能が低下し、金融システム全体の金融仲介機能が拡大したように見える。しかし実態は異なる。レポは超短期取引で、契約終結時には銀行のBS上に債権（あるいは国債）と預金債務が復活する。レポは広義の預金通貨と考えてよい。MMMFも同様である<sup>3</sup>。

### ●金融仲介機関から銀行へと回帰

住宅モーゲージ債務不履行が予想を超えて増加 →ABSの資産価格の下落 →ABCP（資産担保CP）の借り換え困難 →ABCPに付与されていた銀行の信用枠の復活 →銀行のBS復活 →自己資本比率の規制と準備率規制の制約が顕在化 →銀行自身の取得資産の不良債権化

<sup>3</sup>柴田徳太郎・岩田佳久[2016]「住宅金融の証券化と信用創造」、柴田徳太郎編著『世界経済危機とその後の世界』日本経済評論社、41頁および61頁、

図 11 グローバル・インバランスの名目 GDP 比の変化 (1996-2012)

## 2. ヨーロッパ銀行のドル不足と流動性危機

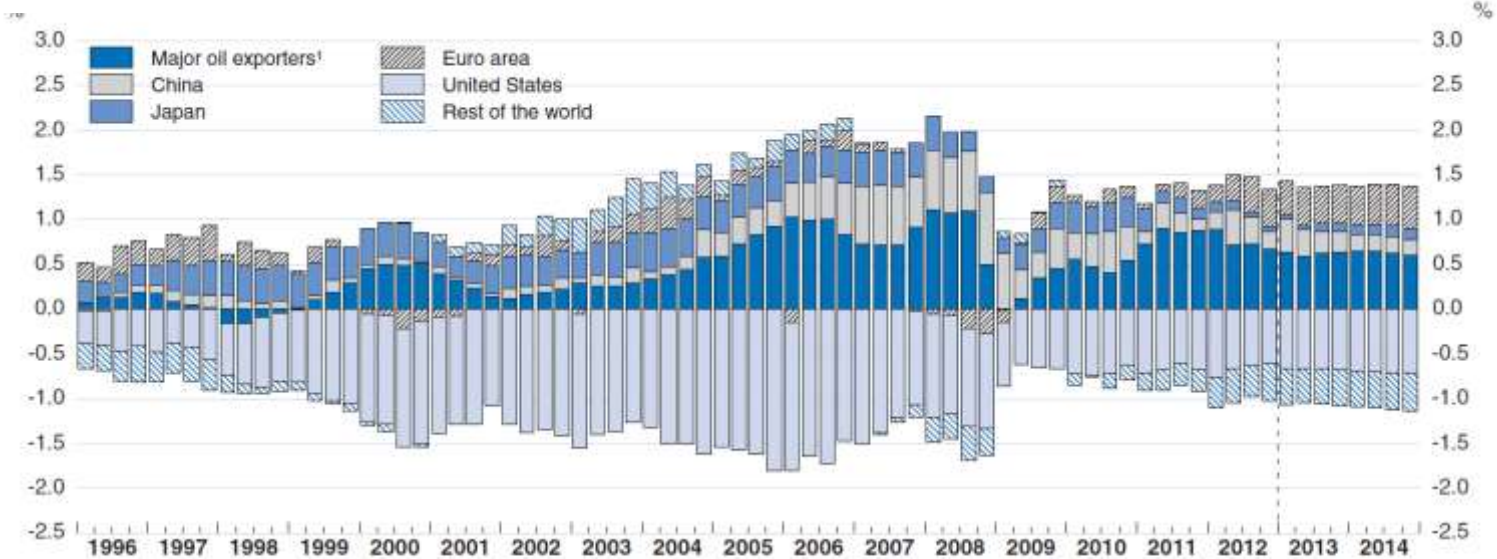
アメリカで発生した金融危機は、ドル暴落を引き起こさなかった。むしろこれとは逆に、ドルの流動性不足を直近において引き起こした。

ヨーロッパの銀行が、ドル建てで短期金融市場から資金調達し、ドル建てで長期の金融資産に投資するという「ドル・ドル」取引を行っていた。このため、ドル建て金融資産が不良債権化すると、長短のミスマッチが生じて、ヨーロッパの銀行は流動性危機に直面した。このドル流動性不足に対してヨーロッパ各国の中央銀行が流動性供給をすることは困難であった。これを救済したのは、Fed を中心とするスワップ取引の拡充であり、08 年 9 月に既存のスワップ協定の枠が 2 倍に増額されるとともに、スワップ協定のネットワークもカナダ・イギリス・日本に拡大した。したがって、一部の論者が主張するように、今回のドル流動性危機が、基軸通貨ドルの強さの現われであるということはいえない<sup>4</sup>。むしろドルの新たな不安定性の証左であるといえよう。

## 3. グローバル・インバランス

I で検討した「ドル本位制」との対比を考えれば、古典的な資本主義と比較したとき、現代資本主義における特徴的な現象の一つとして、金融の消失とそれを通じた金融的要因の膨

(出所) OECD Economic Outlook, Volume 2013/1



Note: The vertical dotted line separates actual data from forecasts.

1. Include Azerbaijan, Kazakhstan, Turkmenistan, Brunei, Timor-Leste, Bahrain, Iran, Iraq, Kuwait, Libya, Oman, Qatar, Russian Federation, Saudi Arabia, United Arab Emirates, Yemen, Ecuador, Trinidad and Tobago, Venezuela, Algeria, Angola, Chad, Republic of Congo, Equatorial Guinea, Gabon, Nigeria and Sudan.

Source: OECD Economic Outlook 93 database.

張である。この点は、資本輸出を行い対外資産残高を膨張させているアメリカ自身が経常

<sup>4</sup> 柴田徳太郎[2011]「世界金融危機とドル体制の行方」、『比較経済研究』第 48 巻第 1 号、11 頁。

赤字国であり、それを上回る資本流入によってこの赤字をファイナンスすることを通じてグローバル・インバランス構造を再生産している点に現れている。アメリカは流入した資金を国内における放漫な消費へと差し向けており、2007年以降のサブプライム危機は、こうした過剰化した貨幣資本の増殖部面を求めて、「証券化」を通じた住宅金融へと流れていったことが勃発の契機となった。中国をはじめとする新興工業諸国は、当初国内における貯蓄不足をアメリカを中継基地とした資本輸入によって賄ってきた。開発資金を先進国から輸入するこれら新興工業諸国の姿は、かつて19世紀後半のイギリスがロンドン金融市場からの資本輸出によって後発国ドイツ・アメリカの工業化を促進したように、産業的に斜陽化しながら貨幣資本を蓄積する旧基軸国と新たに成長する新基軸国との併存という過渡期特有の様相を演出しているように見えるが、その内実は単純な歴史の繰り返しではない。膨大な経常黒字を対外証券投資に向けたかつてのイギリスに対比して、先述したようにアメリカは経常赤字国であり、新興国の中軸である中国はすでに2000年代後半以降、日独・産油国とともにアメリカ（イギリス）へ資本輸出を行うかたちでグローバル・インバランスの一角を担う重要なプレーヤーへと成長している（☞ 図 11）。この資金はアメリカの広く厚い金融市場と金融商品の提供を通じて還流しており、また金融市場のこの構造に支えられつつアメリカの広大な国内市場が巨大なアブソーバーとしてこれら新興諸国に最終的価値実現の場を提供している。2007年以降のサブプライム金融危機を顕在化によって、こうした資金循環の構造は、アメリカによる対外投資資金の回収・黒字国の対外投資減少を通じて一旦大きく縮小しているが、2010年以後では2007年以前の規模に漸次回復しつつある。基軸通貨ドルを介したアメリカを中軸とする世界的資金の流れは基本構図において変化していないのが現状である。こうした特殊不均衡構造を可能にしたのは、1970年代以降の「金廃貨」と変動相場制のもとで進展した「カジノ化」であり、基軸通貨特権を有するアメリカは、1980年代以降経常赤字という弱みを資金ファイナンスについての強みへと転化して金融自体を基軸「産業」化してきた。これらは情報通信産業と巧みに結合することを通じて、現時点では大枠においてパックス・アメリカナの第二局面を展開していると評価できる。現代資本主義における金融の膨張という側面は、マルクス経済学における貨幣・信用論に課されている歴史的な問題と絡んでおり、原理的・理論的な展開に引き付けて検討される必要があると思われる。

#### 4. 現代信用の位相

最後に、このようなマルクス信用論・信用恐慌論が、21世紀の金融危機の分析にどのような分析上の貢献を与えることができるのかを検討する。

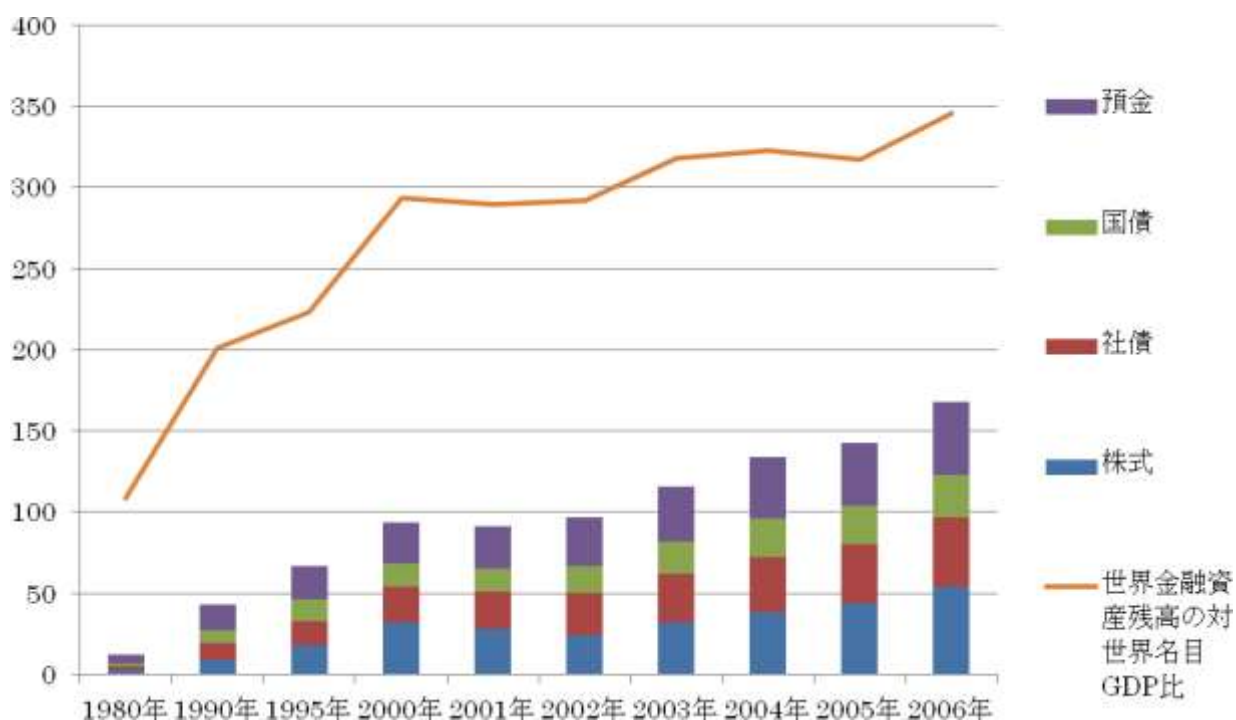
マルクスが構想し宇野が体系化した『資本論』体系は、信用論においては、信用貨幣と産業金融との関連を重視した体系をもっている（「手形は本来の信用貨幣すなわち銀行券の基礎をなしている」〔K., III, S.413, 邦訳 150 頁〕。「信用と再生産」の関連を重視するこの規定は現在においても決して意義を失っていないし、信用制度の基本的な骨格を成している



点に変わりはない。しかしすでに 1970 年代に晩年の川合一郎[1975]が指摘しているように、産業的蓄積が進行し、結果として金融資産が累積していく現代資本主義の段階になると、「信用と生産」のみを重視した信用論は、必ずしも現実との一元的な対応を見いだせなくなってくる。とりわけ投資銀行(証券会社)や機関投資家が業態の垣根を越えて商業銀行の業務と混交してくると、重要な変化が現れてくる(川合一郎[1975])。信用論は、産業金融をベースに構築されており、この関連から信用恐慌論も体系化されているが、産業金融がより迂回したかたちをとる株式市場論や証券投資論は、そこにおける価格崩壊・瓦落(ガラ)によって恐慌が発生するようになると、原理的な恐慌象とは少なくとも見かけ上の乖離が生まれてくる。こうした経緯は、すでに 1929 年恐慌でも存在していたが、そのアメリカが国際収支節度を野放図に順守せず、金による最終決済を取り外してむしろ意図的にドル散布を展開し、ドル一極支配を目論み始める 1980 年代以降になると、一層顕著になってきたと思われる。

図 12 から、1980 年代以降の金融膨張の特徴を見ると、伝統的な商業銀行による預金業務に対して、国債などの公信用の肥大化・株式・社債などの比重が顕著に増大していることが伺える。投資銀行や年金基金・保険会社といった機関投資家・金融仲介機関がその比重を増しているのが判るが、その場合でもこれら金融仲介機関は、銀行の信用創造機能を介した発券・預金振替による取引勘定という決済機構(貨幣取扱機能)のうえに載って鞘取引を行っているといえるのであり、擬制資本の価値が GDP をはるかに超えている現在

図 12 世界の金融資産残高の推移 (10 億ドル : 名目 GDP 比は%)

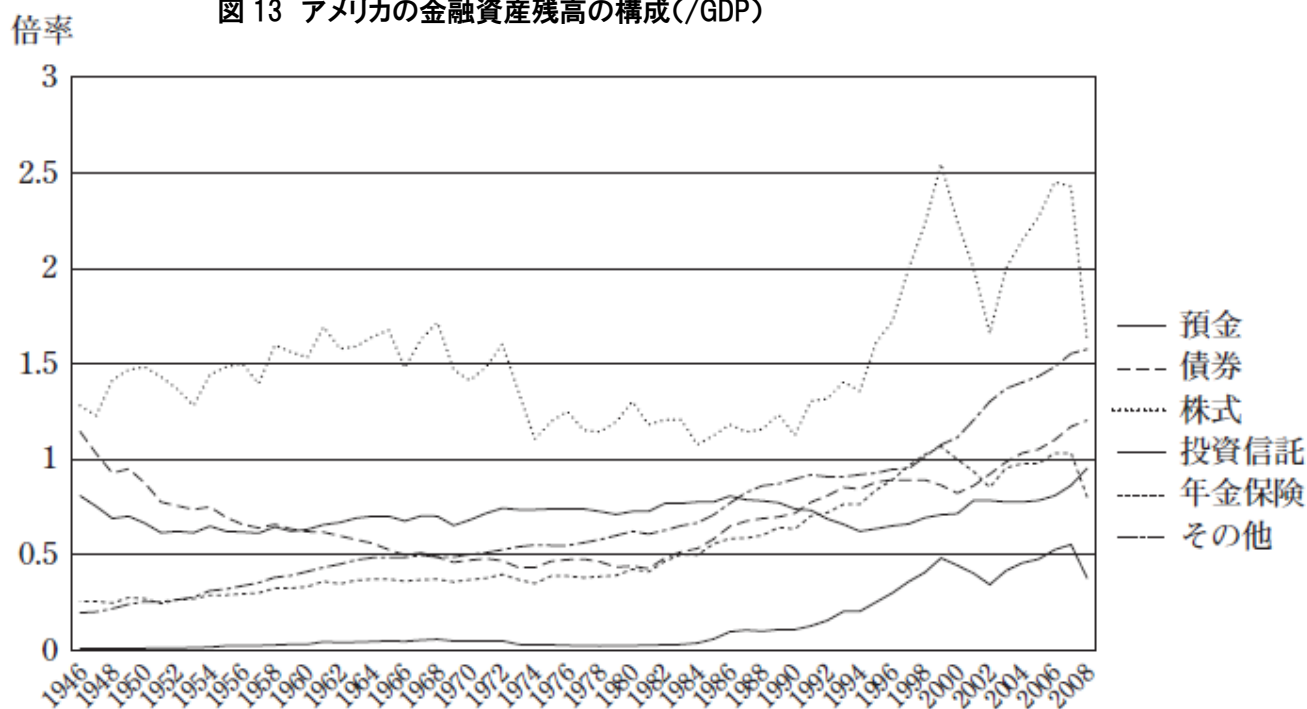


(出所) McKinsey & Company [2008] “Mapping Global Capital Markets, Fourth Annual Report, Jan. 2008”から作成。

でもこの点に変わりはない。発現形態としては取引所恐慌等、様々な形態として現れる金融危機も、例えば日本の「失われた10年」のように産業の不況となって長期化すれば、擬制資本の「擬制」性が暴露され、「信用と生産」の関連はそのたびにその恐慌・不況現象の固い地盤として、擬制資本が干上がった湖底から姿を表わす。その意味では、信用恐慌論の本質的な論理は現状分析に対してなおそこに貫かれ続けていると思われる。それでも1980年代の原理論研究では、それまで忌避されていた株式市場論を、宇野弘蔵[1952]『恐慌論』・[1964]『経済原論』や鈴木鴻一郎編[1962]『経済学原理』・岩田弘[1964]『世界資本主義』のような一種の物神性論ではなく、市場機構論として取り入れる試みを行っており、これは現状分析に耐えうる信用論体系化の構築への努力だといえるだろう(山口重克[1985]『経済原論講義』[東京大学出版会]等)。

しかしむしろ近年の展開で問題があると思われるのは、金融仲介機関の比重の増大・伝統的銀行業務の現象上の後退そのものではないように思われる。問題の焦点は、産業金融を越えて金融仲介機関に貯め込まれたこうした金融資産の累積が、「信用と再生産」という資本の本来の価値増殖の吸着基盤から別の方向に向かっている点である。かつて金融とは、資本の価値増殖活動に対する生産的投資のことであった。しかし金融仲介機関の台頭と消費金融業務の主題化・リテールバンキングの勃興等々によって、21世紀初頭の今日、それ

図13 アメリカの金融資産残高の構成(/GDP)



(出所) 立石剛[2010]「アメリカ経済の金融化について」西南学院大学『経済論集』第44巻第2・3号、228頁

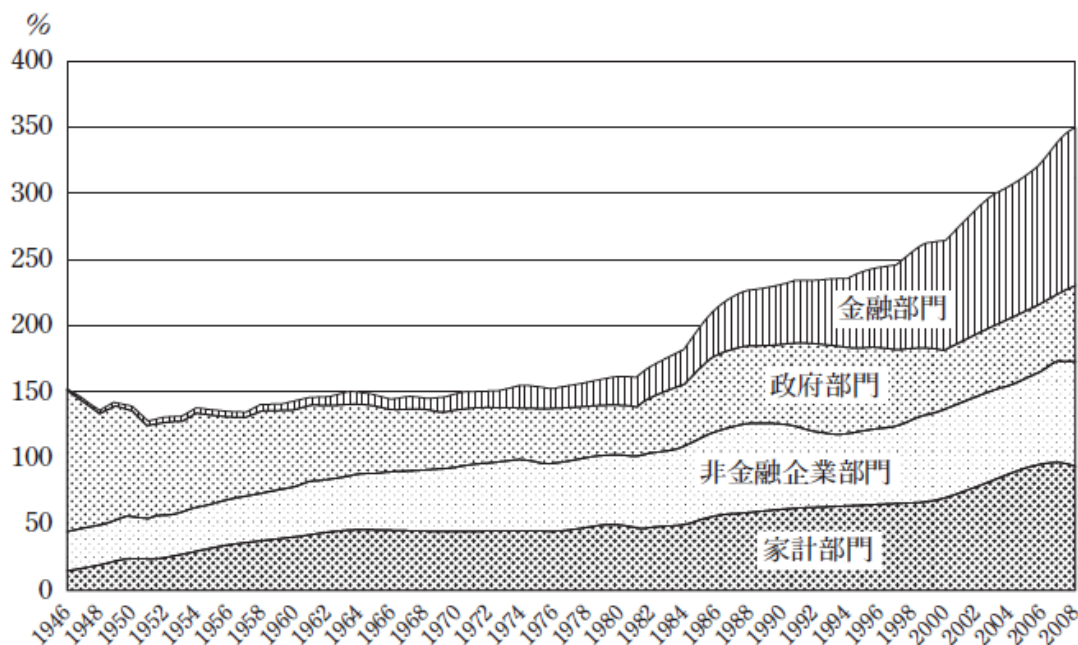
(原出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Account,

Table F6, L204-206, L209, L210, L212-214, L217, L225, and L227.

まで相対的にはむしろ等閑視されてきた労働力の再生産過程=消費過程に対する金融の滲透が始まっている。大衆所得の増大により、金融資産の累積は、一般大衆の貯蓄に主導されていく。銀行による信用創造は、その主要な機能であった生産拡大金融を後退させ、それに替わって生産拡大金融を間接的に担保するに過ぎなかった金融仲介機関が、国債の消化や消費者金融などの比重を高めている。図 13 からアメリカの例をみると、金融資産残高は、1970 年代から 80 年代を転機として、GDP の 4～5 倍から急激に拡大して、2007 年のサブプライム金融危機の勃発時には、10 倍を超えるまでになっている。こうした金融資産の内容をみると、金融資産——預金、株式、債券、投資信託、年金預金、その他——のなかでも預金がほぼ増減がないのに対して、株式や債券はおおむね 1980 年代以降拡大傾向であり、わけても「その他」に分類されている資産担保証券およびモーゲージなどの新たな金融資産が 1990 年代後半以降、21 世紀初頭に爆発的に増大しているのが分かる。

言うまでもなく、こうした金融肥大化は不換化の賜である。金決済の範囲の縮小・さらにはその法制上の消滅は、激発的な信用恐慌を回避しマイルド・インフレーションによる生産拡張を一時は齎しているかに見えた、しかしその副産物として、金の制約を受けることなく金融資産を文字通り擬制的に膨張させ、別の形態の信用危機が発生することになったのである。とりわけ特徴的なのは、図 14 からその保有者をみると、金融部門とともに家

図 14 アメリカにおける債務残高の推移(対 GDP 比)



(出所) 立石剛[2010]「アメリカ経済の金融化について」西南学院大学『経済論集』第 44 巻第 2・3 号、235 頁

(原出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Account, Table F6 and Table D3.

計が債務残高の増大を押し上げている点である。

これは何もアメリカだけの傾向ではない。例えば、2013年8月、UK居住者への金融機関からの融資総額2.4兆ポンド(GDPの1.6倍)の内訳は、家計への住宅担保金融に42.7%、その他個人に6%、不動産・建設に10.1%、金融機関に34%、その他10.1%となっている。2013年6月末のわが国民間金融機関の融資の内訳を見ると、総額712兆円の内、対中央政府向け27兆円(3.7%)、対地方公共団体向け30兆円(4.1%)、対社会保障基金向け0.兆円(0.1%)、対民間非金融機関241兆円(33.9%)、対公的非金融法人10兆円(1.3%)、家計向け251兆円(35.2%)、家計民間非営利向け9兆円(1.2%)、海外向け56兆円(7.9%)、金融機関向け89兆円(12.5%)である。英国や日本に共通して言えることは、家計個人向け貸付、とりわけ、住宅担保金融を中心とした家計向け融資がどちらでも最大の項目になっていることである<sup>5</sup>。

1970年代以降の「最終決済」なき通貨体制の出現は、債務による債務の返済を制度内化することによって産業蓄積に対する金融的部分の膨張を遂げながら、「生産と信用」を補完する領域として、新たに「消費と金融」という新たな価値増殖の吸着基盤を生み出した。年金・消費者ローンなどの従来型の「ささやか」な消費金融に替わって、21世紀に現れ始めたのは、「証券化」を駆使し消費過程の金融化を初めから意図した価値増殖の展開である。

原理的な金融とは、商業流通における産業金融であった。しかし2008年世界金融危機の発端となったのは、産業を迂回した低所得者向けサブプライム・ローンの販売とその焦げ付きである。「信用と再生産」という信用論・信用恐慌論の固い地盤は、金(商品貨幣)決済を放棄した結果、膨張する金融資産の累積を生みだし、それらの遊休資金は従来のように生産にだけでなく、MBAやABS等々不動産その他のさまざまなローンを「証券化」する手法を開発しながら、労働力の再生産過程にまで滲透し、そこをますます大きな価値増殖の基盤にしつつある。先般の金融危機の特徴の一つは、この労働力の再生産過程にあたる家計が、住宅金融担保の借り手となり、さらに債務不履行を顕在化させることを通じて、恐慌勃発の最初の契機を創り出したことであり、この点は、産業金融が主体であったかつての典型的な金融危機や原理的な恐慌像との表面的な乖離を指し示している。「労働力の商品化」が「再生産と信用」との関連の実体的基礎であったとすれば、今や「労働力の金融化 Financialization」(伊藤誠[2009]『サブプライムから世界恐慌へ 新自由主義の終焉とこれからの世界』33頁)が、新たな「消費と信用」との関連の基礎となる段階がやってきたのかも知れない。21世紀の今日、信用恐慌は何度目かのあらたな形態変化を遂げているのである。

---

<sup>5</sup>岡本恵也・楊枝嗣朗[2014]『『グローバル金融資本主義』の歴史的位相—『21世紀型世界金融恐慌論』に寄せて—』『季刊経済理論』第51巻3号

