

(原稿)

「投機資本」の視点からリーマン恐慌を読み解く Deciphering the Lehman Crisis : Focusing on Speculative Capital

(『政経研究』2016年6月 No.106)

宇都宮 勉

《要旨》

マルクスは『資本論』で主要な資本範疇として産業資本、商業資本、貸付資本の3つを取り上げて分析した。しかし現代では第4の資本といえる「投機資本」が巨大な規模に成長し現代経済に多大の影響を与えている。現代の投機資本は、マルクスの時代に存在していなかった投機的価値増殖の機械（コンピュータとデータ通信システム）と技術（デリバティブ、金融工学）を全面的に利用している。投機資本は1970年代に“誕生”し、グローバルな規模で“瞬時”かつ“大規模”に増殖する。今回の恐慌の一因となったサブプライムローン関連商品は投機商品であり、これを世界中の投資家に販売して恐慌の最大要因を作り出したのは大手金融機関であった。この大手金融機関の連鎖的破綻という形で発生したリーマン恐慌は、現代の投機資本が引き起こした新しい恐慌であった。

＊この拙論を作成するにあたっては、高田太久吉・中央大学商学部名誉教授に多大のご指導をいただきました。この場を借りて、厚く御礼申し上げます。

目次

I, はじめに

II, 資本範疇としての投機資本の独自性

- (1) 第4の資本、投機資本
- (2) 投機資本と新しい機械＝コンピュータ
- (3) 資本の増殖率は投機資本が最も高い

III, 現代の金融システムと投機資本

- (1) 投機化していった商業銀行
- (2) 貸付（ローン）も投機証券化された

IV, 投機資本の矛盾とリーマン恐慌

V, まとめ

I. はじめに

2008年9月15日、当時全米第4位の投資銀行であったリーマン・ブラザーズが破綻し、世界同時株安・世界同時不況の引き金を引いた。本稿はこのリーマンショックを「投機資本」の視点から読み解こうとするものである。投機資本とは、貨幣を商品（株、国債など）と交換し（つまり商品

を購入し)、商品価格が「変動」して値上がりした瞬間に商品を売って増殖した貨幣を得るものである。現代の投機資本の運動は極度に発展したコンピュータとデータ通信システム(IT:情報技術)によって支えられており、これらのテクノロジーを使って貨幣は、“瞬時に”かつ“大規模に”増殖することができる。

リーマンショック前のアメリカを振り返ると、住宅価格の長期の上昇を金融機関が利用し、最初は低金利であるが数年後には利率が急上昇する「サブプライムローン(貸付)」を住宅購入資金として労働者や貧困層に貸し付けてきた。その高利のローンは高利回りのモーゲージ担保証券(投機商品)に組み替えられて証券化され、主に米欧の投資家(投機家や金融機関)に販売されて莫大な手数料を得てきた。しかし上昇を続けてきた住宅価格は供給過剰が表面化して2006年秋に低下に転じた。また当初は低く設定されていたサブプライムローンの利率が急上昇を始め、ローン返済の焦げ付きが06年末以降多発し始めた。するとこれまでの流れが逆回転を始めた。モーゲージ担保証券の格付けが07年夏から一斉に引き下げられ、価格も急落を始めた。担保証券が売れなくなった投資銀行は短期金融市場(レポ市場など)で貸付資本家の取り付けや大幅な追証請求に会い、ついにリーマンが破綻を宣告したのである。

このようにリーマン恐慌では、①貸付商品(サブプライムローン)を投機商品(モーゲージ担保証券)に組み替える「証券化(投機化)」が大きな役割を果たしたこと、②投機市場化していた住宅価格市場の急落がショックの原因となったこと、③住宅価格の急落が投機市場であるニューヨーク株式市場など世界の株式市場の下落を招いたこと、などから「投機資本」が極めて大きな役割を果たしていたことが分かる。さらに投機資本は価格の「変動」によって増殖するが、この価格の「変動」はある時点を境に急激にマイナス方向への変動、すなわち「急落、急収縮」に転化する場合がある。これが発現すると投機資本によって形成された投機バブルは急収縮・破裂する。これが発生したのが2008年のリーマン恐慌であった。

以上のことから本稿では、投機資本を分析しながらリーマン恐慌を読み解いていきたい。

II. 資本範疇としての投機資本の独自性

(1) 第4の資本、投機資本

カール・マルクスは『資本論』で、貨幣は運動によって増殖し、増殖する貨幣=資本となることを明らかにした。「運動によって…貨幣は、資本に転化する」⁽¹⁾。この場合の「運動」とは貨幣と商品の「交換運動」のことである。「貨幣の商品への転化と商品の貨幣への再転化…その運動によって…貨幣は、資本に転化する」。この交換運動の違いによってマルクスは資本を大きく三つに分けた。「産業資本」「商業資本」「貸付資本(利子生み資本ともいう)」である。

筆者は、マルクスの時代には今日から見れば極めて小規模にしか存在していなかった「投機資本」(注)が、現代では巨大な規模に成長し、経済に多大の影響を与えていると考える。マルクスの時代には、投機資本を扱う機械=コンピュータが地球上に存在していなかったし、今日のような過剰な貨幣資本も蓄積されていなかったからである。そこで筆者は、投機資本を第4の資本範疇に設定し、まずこの分析を行う。

(注) 投機資本について分析した日本の書物は多くはないが、例えば大阪市立大学の川合一郎・元教

授は『株式価格形成の理論』（日本評論新社、1960 年）の中で「投機利潤を追求するためには、…最初に商品を買入れるための貨幣が必要である。このような貨幣は投機資本である。貨幣を手放してのちにそれを回収し、それが以前よりも大きくなって返ってくるという形で最初の貨幣が増殖するかぎり、それは資本である。…現代の投機資本が前期的な投機資本と異なるのは、産業資本のためのヘッジングの相手方となって準備金節約という役割を果たすから」（150～154 ページ）と述べて、投機資本を産業資本を補助するものと説明している。また東京経済大学の田坂元・元教授は『現代証券市場論』（有斐閣、1984 年）で「金融資本は、投機資本を分化・自立せしめ、…株式市場で発生する危険と損失を負担させつつ株価変動幅を拡大するという機能をはたさせる。そして好況期の株価騰貴を利用して多額の増資をおこな（う）」（179～183 ページ）と投機資本を特に株式市場で運動する資本と捉えている。しかし現代の投機資本は株式市場だけでなく国債、通貨、商品市場で大規模に運動しており、産業資本を凌駕するまでに成長を遂げている。投機資本の現代的分析が求められる所以である。

投機資本は商品価格（金利、為替レートを含む）の変動を予想して、貨幣 G を商品 W （株、国債、通貨、不動産、市況商品など）と交換し（つまり商品を買）、 W の価格が予想通りに変動したら W を売って売買差益として利潤 ΔG を得る資本である。その運動は $G \sim W \sim W' \sim G'$ （「 \sim 」は価格変動を表す）と書ける。投機資本は、将来の価格変動の方向と確率を予想し、この予想にもとづいて売買差益を上げる貨幣資本であり、したがって、その価値増殖のためには、商品価格の「変動（ $W \sim W'$ ）」が必須の条件である。『金融資本論』を表したルドルフ・ヒルファディングも述べている。「投機業者にとって…眼目とするところは“変動”だけである。…かれの関心は、収益ができるだけ安定し、できればたえず上昇することをのぞむ生産資本家のそれとは、まったく別のものである」⁽²⁾。

この「変動」の程度は金融工学では「変動性（ボラティリティ）」と呼ばれ、通常、標準偏差（シグマ）で測られる。これが投資リスクの大きさを表現すると同時に、投資家（投機家）が求める、リスクに見合った投機利益を見積もる指標となっている。逆に言うとも「変動」がなければ投機資本は増殖できない。「円高になろうと円安になろうと為替ディーラーは痛痒を感じない。かれらにとって困る問題があるとすれば、相場が動かないことである。上下動がなければ利食いができない」⁽³⁾。

投機資本は、一方で「価格変動」を価値増殖のエネルギー源にしているが、同時に、価格変動を価値増殖の機会として利用しようとする投機資本の激しい競争と運動自体が、市場の価格変動を大きく増幅する。このため、現代の投機資本が“誕生”した 1970 年代以降の現代経済は、金融市場で証券、為替、不動産、その他の市場価格が時々刻々大きく変化する不安定な経済に変わってしまった。さらに、「1970 年代以降の…実物投資の停滞で…経済循環の波動が比較的緩やかになる『大いなる平穏』と、…過去 30 年間で 100 回を超える国際通貨・金融危機に象徴される金融市場の極度の不安定性が並存する複雑な状況」⁽⁴⁾ が生まれている。

もっぱら売買差益から利益を上げる投機資本は自らは価値を生み出さない。これが、産業資本に比した投機資本の主要な特徴である。ヒルファディングは「かれら〔注：投機資本家〕の利得は…差益にすぎず、これにたいしては、それと同じだけの損失が対応せざるをえない。…投機は、ただ多数の局外者たちが参加して損失を負担するばあいだけに、さかえる」⁽⁵⁾ と言っている。投機資本は

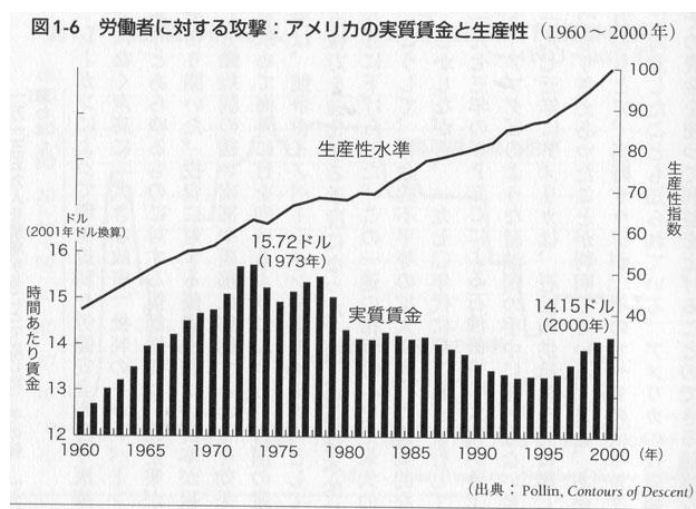
価値を生み出さず他者から収奪し、略奪する（ジョン・ガルブレイスはこのメカニズムを“賭博”とも説明している。「賭博師は誰かが損をするから儲かる」⁽⁶⁾）。その損失を負担するのは多くの場合、未熟で小規模な投機家、実需で市況商品や証券を売買する投資家・企業、労働者・国民などである。

国民からの収奪は例えば年金運用や国債売買、通貨投機などで行われている。バブル崩壊後の1992年に導入されたのが、厚生年金・国民年金、郵便貯金、簡易保険などの国民の財産（公的資金）で株式を買う、いわゆるPKO(Price Keeping Operation＝株価維持活動)であった。この結果、厚生・国民年金で6兆円（02年度）、郵貯・簡保資金で9兆円の運用損が発生し、国民の財産が計15兆円も投機資本家に収奪された。2015年7～9月期には公的年金がわずか3ヶ月で7.9兆円も収奪された。

投機資本は価値を国民から収奪し、収奪された価値の殆どは投機資本に資金を提供する富裕層（大企業の経営者を含む）に再分配されるため、現代の投機資本が生まれた1970年代以降、労働者と資本家の経済格差が急拡大している。投機資本は格差を拡大する傾向にある。「所得分布は、…1970年代初頭までは、経済成長にともなって徐々に平準化する傾向にあった。しかし、70年代の中頃には、多くの国でこうした平準化傾向が停止し、その後70年代末になると、各国の所得分布における格差が、…傾向的に拡大するようになった」⁽⁷⁾。「1980年、CEOの報酬は平均的会社員の給与の40倍だったが、2000年には400倍近くに急増していた」⁽⁸⁾。

こうしてそれまで右肩上がりで見られてきたアメリカの労働者の賃金は1970年代末以降に減少を始めた。投機資本による労働者からの収奪が始まり、70年代半ば以降の新自由主義による労働者の賃金への攻撃が開始されたからである。アメリカの製造業で見ると、実質賃金のピークは1973年であり（図1）、2011年段階でピーク時より5%以上低い水準にとどまっている⁽⁹⁾。こうした傾向は、程度の違いはあるが多くの工業国で見られるようになった。

図1 米国労働者の実質時間賃金の推移



出所：デヴィッド・ハーヴェイ『新自由主義』

さらに雇用について見ると、投機資本を増殖させるのに必要な労働者の数は産業資本に比べて少なくすむ。例えば産業資本で1000万円の自動車を1台つくるのに仮に50人ほどの労働者が必要な場合、投機資本では1人の労働者（トレーダー）とコンピュータ、数人のバックオフィス要員

がいれば 1000 万円だろうと 1 億円だろうと稼ぎ出すことができる。投機資本の跋扈は産業的企業を衰弱させ、産業労働者を失業させる傾向にある（投機資本を増殖させる機械であるコンピュータも、旧来の機械を制御・稼働させることで産業労働者を失業させる傾向にある）。「アメリカの製造業雇用者数は 1970 年代後半以降減少し、全労働者に占める比率は 1979 年の 21.6% から…2011 年には 8.9% にまで減少している」⁽¹⁰⁾。

この投機資本によって変質を始めた経済の上部構造を、1975 年の株式委託手数料自由化に始まり⁽¹¹⁾ サッチャー、レーガン政権以降急激に強まった「新自由主義的政策」が受け持った。新自由主義が進めた金融分野での自由化・効率化・規制緩和とは金利や国債、通貨などの商品価格を「自由に」変動させるためのものであり、労働分野では労働者の雇用形態をより「自由化」して賃金を削減し雇用を不安定化させるものであった。「新自由主義は、支配階級のなかの金融フラクションのヘゲモニーの回復のイデオロギイ的表現である。…金融の権力回復は、1970 年代に始まった経済危機〔筆者注：及び投機資本の“誕生”〕に伴う結果であった」⁽¹²⁾。

投機資本は、商品の価格が下落を続ける場合でも儲けを上げることができる。この手法を「空（から）売り」という。空売りでは、値下がりを受け続けそうだとされる商品を証券会社などから借りてきてその商品を売り（自分の商品ではないので空売りし）、商品の価格がずっと下がったときにこの商品を買戻して借りてきた商品を返却し、“高く売って” “安く買った” 差額から儲けを得る。さらに後述するように、仕組み証券市場の膨張と相俟って普及した信用デリバティブ（CDS）は、投機資本にわずかな手元資金で大規模な空売りを実行する便利な手法を提供した。リーマン恐慌の際にも、この空売りで利益を上げたヘッジファンドがあった。「大手ヘッジファンドが、バブルに逆張りすることを思いついた。…ジョージ・ソロス、ジョン・ポールソンなどの大手ヘッジファンドは、バブルが終わるとき住宅ローン関連商品のデフォルトに賭けて〔注：空売りして〕、…500 億ドルを超えるかもしれない利益を手にした」⁽¹³⁾。

投機資本では投下する資金の「量」が物を言う。仮に 1 万円の株が値上がりして 1 万 100 円になった時、1 株しか買っていなければ投機利益は 100 円だが、100 万株買っていれば利益は 1 億円になる。そこで投機資本家はレポ市場や CP 市場など短期貨幣市場を通じて貸付資本家から貨幣を借りて投下資金を増やす。これが「レバレッジ」である。レバレッジは投機が成功した場合の利益を拡大する。「レバレッジはリターンを高めようとする投資家の主戦法の一つである」⁽¹⁴⁾。反面、投機に失敗するとレバレッジは損失も拡大してしまう。「…この場合、ヘッジ・ファンドのレバレッジは 20 倍になる。ポートフォリオの損失が 5 パーセント、全体の 20 分の 1 になれば、エクイティ・クラスのポジション〔注：ヘッジ・ファンドのポートフォリオの中でもっともリスクの高い部分〕がすべて吹き飛ぶ」⁽¹⁵⁾。

（2）投機資本と新しい機械＝コンピュータ

現代の投機資本が“誕生”したのは 1971 年にアメリカのニクソン大統領がドルと金の交換を停止し、通貨ドルの価値が日々「変動」する変動相場制に移行したのがきっかけであった。「金ドル交換停止・初期 IMF 体制崩壊の後には、新たに投機的金融活動が本格化するが、その基本は、実体経済から離れて、金融面での投機的金融収益を求める投機的金融活動である」⁽¹⁶⁾。価値の変動する通貨ドルを使えば通貨投機が日常的に可能になる。こうして外国為替市場が「カジノ資本主義」

とよばれる投機市場に変わった。「ブレトン・ウッズ体制が崩壊して、…為替変動による利潤機会が拡大し…新たな投機メカニズムが生み出された」⁽¹⁷⁾。ドルの不換通貨化は、FRB がいくらでもドルを供給して投機資本の資金源になる過剰な貨幣資本を生み出す一因ともなった。

さらに 73 年には、ロイター社がコンピュータと電話回線を使ってマーケット情報をリアルタイムで表示する機械「モニター」を発売する。「1973 年にロイターがそれまでの黒電話をモニターと呼ばれるビデオ端末で置き換えたとき、すべてが一変した。この装置は、全地球上の銀行とトレーディングルームからくる買い注文と売り注文を集中し…表示し、これによって、最初のグローバルな通貨市場を創造したのである」⁽¹⁸⁾。

高速通信技術は例え取引相手が地球の裏側にいても、瞬時に売買を成立させることができる。コンピュータの超高速処理と高速通信技術は時間のロスや空間的距離をはぶいて資本の回転速度を飛躍的に高めている。これが現在、全地球規模で 24 時間のマネー取引を引き起こしている理由である。シティコープの会長だったウォルター・リストンは述べている。「テクノロジーが、我々を言葉の文字どおりの意味で一つのコミュニティに変えてしまった。…人類はいまや完全に統合された国際的な金融・情報市場を手にしており、貨幣とアイデアを地球上のどんな場所にでも数分で移動させることができる」⁽¹⁹⁾。

マルクスが分析した 19 世紀半ばの機械は、「剰余価値を生産するための手段」⁽²⁰⁾であり、人間の労力や作業回数を原動機や作業機で飛躍的に高めた。1970 年代に個人向けに発展を始めていたコンピュータは情報を処理する機械であり、投機商品（価格が変動し、その売買で投機利益を得る商品）の価格をモニターし、価格が変動すればそれをトレーダーに知らせる文明の利器として「剰余価値を生産するための“新しい手段”」となった（パーソナル・コンピュータの心臓部であるマイクロプロセッサが開発されたのは 1971 年。75 年に世界初のパソコン Altair 8800 が発売。77 年には Apple II 発売）。

かつてのコンピュータは売買のチャンスをトレーダーに知らせるだけだったが、現在では売買の“指示”もコンピュータが証券取引所のサーバに命令を直接送信してプログラム売買を行っている。1987 年 10 月 19 日に起こった、ニューヨーク・ダウ平均が 22.6%、508 ドル暴落したブラックマンデーの主因も、コンピュータのプログラム売買の暴走であった。「売り圧力に…連動して、ポートフォリオ・インシュアランス〔注：プログラム〕のヘッジ売りが起こった。株価が下落すれば、機械的に売り注文を出すプログラムが組まれていたからだ。…10 億ドル相当が、プログラム売買を通じて、株式市場で直接売買された」⁽²¹⁾。

1990 年代からは時間とともに変動する商品価格を分析し、将来の価格やリスクをコンピュータで確率的に計算し、これを利用して既存の商品から派生的な金融商品を作り出すテクノロジー「金融工学」が広まった。しかし金融工学の確率計算のもとになっているのはすべて「過去」のデータであり、将来のリスクと利回りを正確に予測することは誰にもできない。

金融工学が取引に大規模に導入されるようになると、巨大な「金融デリバティブ市場」が作り出された。金融デリバティブ市場は取引契約高で見れば世界最大の金融市場であり、リーマン前の 07 年には 520 兆ドルに達した。デリバティブとはコメの先物取引など商品デリバティブとして昔から存在していたが、変動する商品の価格を現時点で固定して変動リスクを回避する（ヘッジする）商品である。これを利用して投機資本は「原資産には手を付けずに相場の変動リスク（将来の損益）が売買できる」⁽²²⁾ ので、変動リスクを売って商品の価格変動を回避することもできれば、その変動を利用して投機することもできる。金融デリバティブは「新しい投機商品」となった。

このようなデリバティブの投機商品としての性格を完成の域に高めたのが01年から急増した「クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）」である。通常半年ごとに保険料を払う代わりに、債権や証券がデフォルトした際に保険会社や金融機関が元本を保証する。こうして CDS は、投機資本がいずれかの証券のデフォルトや下落だけではなく、特定企業の倒産などの予想にもとづいて、事実上の空売りをすることを可能にした。その際、投機資本は当該の証券や企業の株式を実際に保有する必要がなく、単に契約上の想定だけで大規模な空売りが可能になる。リーマン恐慌で破綻に瀕した投資銀行や保険会社の多くは、サブプライムローン絡みの仕組み証券の下落を保障する CDS の大量の売り手であった。このために、2007 年になって仕組み証券の価格が実際に下落すると、それまで受け取っていた保険料の何倍もの保証責任を負うことになったのである。他方、仕組み証券の下落をかねてから予想して大量の CDS を安値で買い込んでいた一部投資銀行や投機組織には、莫大な利益がもたらされた。（この経緯は、マイケル・ルイスの『世紀の空売り』に余すところなく活写されている）。

金融デリバティブもコンピュータの発達によって多様化・複雑化した商品である。例えば 1973 年に発表されたブラック・ショールズモデルと呼ばれるオプション価格理論は、金融デリバティブであるオプションの価格をコンピュータで簡単に計算できるものである。「金融取引はいずれもオプションの形で表現できるので、ブラック・ショールズはすぐにすべての金融商品の価格決定ツールとして使われるようになった」⁽²³⁾。

現在のコンピュータ取引は 1 秒間に数千回から数万回の取引を行う「高頻度取引（HFT）」を行っている。それは確実に儲けを挙げる。アメリカの投資会社バーチュ・ファイナンシャルは 2009 年から 13 年末までの 5 年間 1238 日で、損を出したのはたった 1 日だけだった⁽²⁴⁾。

1 秒間に数千回から数万回も行われる取引は人間の能力を完全に超えている。そこで現代の投機取引は発注側（投機資本家側）も受注側（取引所側）も主要な取引はすべてコンピュータによって自動的に行われている。アメリカでは、「2007 年には、そうした取引所は単にデータセンターにあるひとそろいのコンピュータにすぎなくなっていた。そこで行われる取引の速度は、もはや人間による制約を受けなくなっていた」⁽²⁵⁾、「この敏速さは短時間のわずかな価格動揺をも利用しようとする投機の要求から主としてうまれる。…ここでは時は貨幣（かね）なり…である」⁽²⁶⁾。

こうして現代の投機資本は、自らの“誕生”とほぼ同時期の 1970 年代に、投機的利得を上げるための新しい手段である機械＝コンピュータと高速データ通信を手に入れ、これらに支えられて爆発的に増大を始め、現在では主要な取引はすべてコンピュータによって自動的に執行されているのである。

（3）資本の増殖率は投機資本が最も高い

産業資本、商業資本、貸付資本、投機資本の増殖率（利潤率）を比べると、一般に産業資本と商業資本が最も低く、投機資本が最も高い。産業資本の全体としての増殖率（平均利潤率）は剰余価値率に依存しているために、国民総生産の増殖率である「経済成長率」から長期に渡って大きく乖離することはできない。産業資本のだいたいの増殖率は先進国では 0～数%ほど、途上国では数～10%ほどである。

貸付資本の増殖率は、銀行が大企業に貸し付ける長期プライムレートが 1%強なので利鞘＝増殖

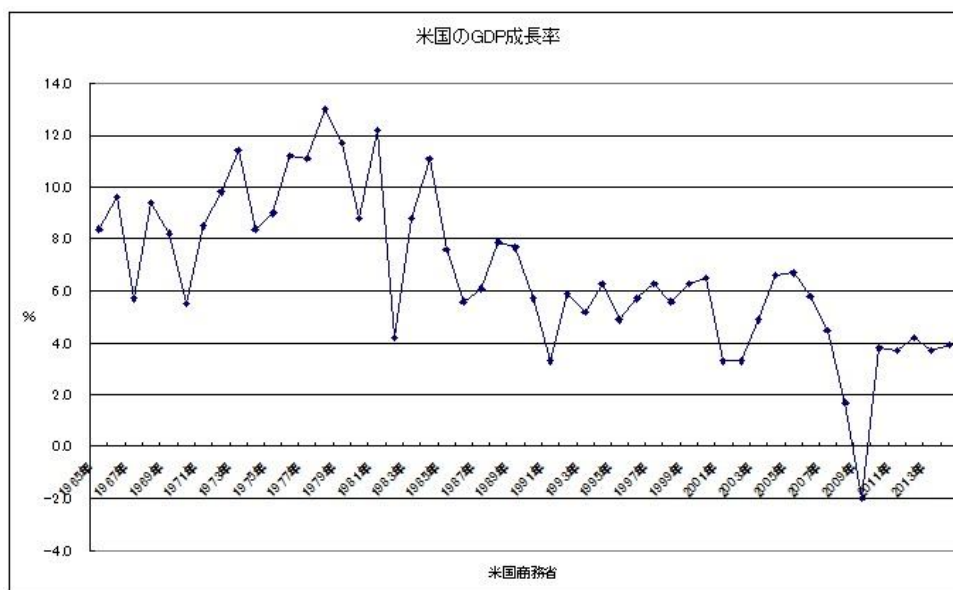
率はそれ以下である。労働者への貸付利子は数～15%ほどなので増殖率は長プラよりも高い。つまり貸付資本家は、大企業・金持ちには「安く」、労働者や貧しい者には「高く」貨幣を貸し付ける。

レバレッジを利用して価格変動から利益を上げる投機資本の増殖率は利子率によって制約されず、投機資本家（巨大銀行、巨大投資銀行、ヘッジファンド等）によってさまざまである。例えば「クオンタム・ファンド（は）…過去 29 年間の平均投資利益率が 25%を上回る」⁽²⁷⁾、「LTCM は…2 年連続で 40%以上の運用成績をあげた」⁽²⁸⁾。

貨幣資本は例えわずか 0.01%（1 ベーシスポイント）の違いであっても増殖率（利潤率）の高い資本に吸い寄せられ、そこに投下されていく。そこで現代の過剰な貨幣資本の多くは増殖率の最も高い投機資本に主に投下されている。従来は格付けの高い安全・適格な債券だけに投資されていた年金・保険などの機関投資家の運用資金のますます多くが、今日ではヘッジファンドを始めとする投機組織を通じて運用されるようになってきているのはそのためである。

増殖率が相対的に低い産業資本（実体経済）は 1970 年代後半以降成長に移行して行った（図 2）。これはグレートモデレーション（大いなる平穏）と呼ばれている。「商品生産が従来どおり『支配』しており、それは経済全体の基礎と考えられているとはいえ、実際にはそれはすでにそこなわれ、主要な利潤は金融的術策の『天才』の手に帰するような状態にまで、資本主義の発展がすすんだ」⁽²⁹⁾。ウラジーミル・レーニンが 1917 年に表した『帝国主義論』は、「資本主義の発展」すなわち投機資本の“誕生”によって投資銀行やヘッジファンドなどが生み出され、それら投機資本家に金融的利潤が集中されている現代の様子を見事に予言したことになる。「何十兆ドルもの資産バブルが、もはや商品生産に、言い換えれば工場や機械に、投資されないのは、これらの方法では、金融市場でえられるよりも小さな利回りしか生むことができないからである」⁽³⁰⁾。

図 2 米国の実質 GDP 成長率

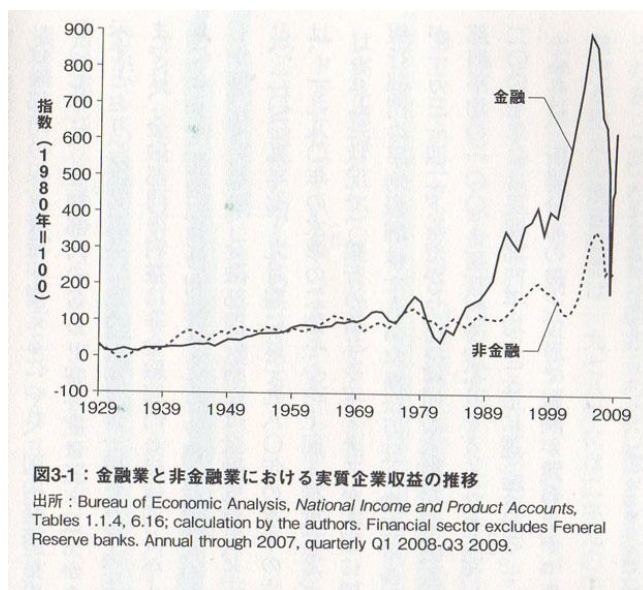


出所：米国商務省

こうして投機資本の“誕生”によって、産業資本や商業資本などの実物資本に比べて、投機資本や貸付資本などの金融資本が急激に増大する「経済の金融化(financialization)」が進行していった。

「経済の『金融化』が加速した。…1980～2005 年になると、金融部門の利益はインフレ調整後で 800%伸びたのに対し、非金融部門は 250%しか伸びていない」⁽³¹⁾ (図 3)。

図 3 金融業と非金融業における実質企業収益の推移



出所：サイモン・ジョンソンほか『国家対巨大銀行』

Ⅲ．現代の金融システムと投機資本

(1) 投機化していった商業銀行

現代の投機資本の誕生は、預金を集めてそれを企業に貸し付ける商業銀行の姿を大きく変貌させていった。貨幣を貸し付け、一定期日後に元本と利子を回収する貸付資本の増殖率に比べて、価格変動から直接に差益を引き出す投機資本の増殖率の方が一般に高いからである。そこで、貸付（融資）しか認められていなかった商業銀行が資本の高い増殖率を求めて投資銀行化（投機化）し始めた。「投資銀行の代表的な業務としては、…自己勘定の取引であるトレーディング業務があげられる。これらの業務は、大手商業銀行の伝統的業務である預金・貸付業務に比べて、相対的に収益性が高い」⁽³²⁾。

こうしてアメリカでは銀行業と証券業の分離を定めていたグラス・スティーガル法が 1999 年に廃止された。グラス・スティーガル法は 1929 年の世界大恐慌の教訓を踏まえ、商業銀行に対しては預貸業務への集中を義務付け、投資銀行は預貸業務を制限される代わりに証券の組成、引き受け、トレーディングなどに従事するよう、銀行業務と投資銀行業務を分離することによって大恐慌を引き起こした証券市場での過度の投機や利益相反問題から銀行を隔離することを目指したものであった。しかし大手銀行業界からの強い働きかけで同法が廃止されたことにより、銀行は傘下の関連会社（第 20 条子会社）を通じて証券業務や投資銀行業務に従事したり、証券会社や投資銀行を子会社として買収することが自由にできるようになり、銀行の投機資本化が始まった。

一方、投資銀行は預金を扱うことができないので短期金融市場（レポ市場など巨大貸付資本家による短期貸付市場）から 1 週間から翌日払いなどの短期資金を大量に調達して投機資金とした。短

期金融市場に資金を供給したのは余資をかかえる年金基金や投資信託、保険会社を中心とする巨大機関投資家であった。大手商業銀行も短期金融市場を利用しており、投資銀行や大手商業銀行は預金に依存しなくても投資家から多量の資金を直接入手して投機の本質とすることができた。なお投機資本の急激な膨張によって投資銀行は、「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…銀行セクターが管理する資産総額の比重は全体の 20%程度に低下した」⁽³³⁾。

(2) 貸付（ローン）も投機証券化された

投機資本は銀行を投機化させただけでなく、80年代半ばからは貸付（ローン）そのものを投機化（証券化）させていった。ローン（貸付）より証券化商品の売買（投機）の方が一般に増殖率が高いからである。ローンの証券化とは、金融工学を利用し、数千件ものローン（貸付商品）を束ねてプールし、これを担保にしてリスクと利回りのグレード、したがって格付けが異なる数十～数百件の証券（トランシュ）に小口化して組み替えることである。証券化によって生み出される利益の源泉は、担保としてプールされるローンの利回りと、トランシュに仕分けて組成され、格付けされて投資家に販売される仕組み証券の利回りとの差額である。サブプライムローン絡みの証券化では、通常、プールされたサブプライムローンの格付けはトリプル B 以下であり、高利回りである。一方、これを担保にして新たに組成・販売される仕組み証券の 80%以上は、S&P やムーディーズなど大手格付け会社からダブル A 以上の格付けが与えられ、低利回りで投資家に販売される。そこで通常、担保のローンと仕組み証券の利回りには 2～3%の差異があり、これが投資銀行の利益となる。

仕組み証券は金融工学とコンピュータによって作られた「新しい投機商品」である。投機資本によって仕組み証券市場が急膨張させられた結果、新しい架空資本市場への貨幣資本の流入が促進され、架空資本市場の活況が引き起こされ、「経済の金融化」に加えて「金融の証券化」も進行していった。

従来のローン（貸付）では貸し倒れ（信用）リスクを金融機関が負わねばならないが、証券化すればその貸し倒れリスクを証券の購入者である投資家に転嫁できる。「銀行家はリスク管理という従来の仕事を放棄し、リスク分散という新手の方法に夢中になった」⁽³⁴⁾。投資家に転嫁されたリスクは、格付け会社が格付けの根拠となる情報を不完全にしか公開しないためにきわめて不透明であり、証券の市場価値に関する投資家の判断を難しくし、証券価格を市況の動きに敏感にさせ、証券化商品を価格変動する投機商品化させる。「証券を購入する投資家が…証券（＝ポートフォリオ）の価格変動リスクという形でリスクを引き受ける」⁽³⁵⁾。さらに、貸付の回収には例えば 10 年以上の期間がかかるが、証券化すれば販売代金として数週間で現金化できる。投機化した大手金融機関にとってローンの証券化には多くの利点があったのである。「この結果、大手銀行のビジネスモデルは、伝統的な金利ベースの金融仲介ビジネス〔注：貸付〕から、証券化事業を中核とするいわゆる組成・販売モデルに変質し、金融システム全体に歴史的な構造変化がもたらされた」⁽³⁶⁾。

証券を購入する世界中の投資家は、少しでも高利回りの投資先を求めている。特に年金基金のような機関投資家やヘッジファンドは高収益を必要とする。そこで金融機関は貸し倒れリスクがあっても高い利子を設定できる中小企業や家計へのローン（ジャンクボンド〔ハイイールド債〕やサブプライムローンなど）を証券化していった。多くの労働者が新自由主義的政策で賃金を減らされて、住宅

ローンだけではなく、消費者ローン、カードローン、自動車ローンなどさまざまな信用に依存するようになり、貸付資本の借り方に組み込まれていたからである。「2000年代には、金融技術革新の名の下、中流以下や貧困層の家計までが金融機関の利益追求対象に組み込まれるようになった」⁽³⁷⁾。

1990年代半ば以降にはモーゲージ担保证券に、学資ローンや自動車ローンなどの資産担保证券を束ね合わせる「仕組み証券（CDO）」化も進む。仕組み証券では複数の証券化商品を束ねるので個々の商品のリスクが“薄め”られる。こうしてリスクの高いサブプライムローンが、仕組み証券に多量に組み込まれていくようになった。「MBS（モーゲージ担保证券）を組み込んだ3億ドル分のCDO債券は、リーマン社内で300口に分割されたあと、1口100万ドル、年利7～8%という条件で市場に出される。2年後には年利が9～10%まで跳ね上がるかもしれない債券を競って買い求めるのは、大手ヘッジファンド、世界じゅうの銀行、主要投資家などの面々である」⁽³⁸⁾。

この仕組み証券の組成、保管、販売、などの業務を金融機関が簿外化して作った組織が1990年代以降に監督機関の監視外でシャドーバンク（影の銀行組織）として急拡大した。シャドーバンクは、預金を取り扱わず、預金保険制度を始めとするセーフティネットに繋がらないで金融仲介を行う金融機関と定義されるが、広義には投資銀行やノンバンク、ヘッジファンド、投資ビークルなど金融当局による監視の枠外で活動するさまざまな金融産業を含む。シャドーバンクによる金融仲介の規模はリーマン前の07年には60兆ドルまで増大し、金融取引全体の4分の1ほどを占めた。シャドーバンクは証券化と投機活動のための金融組織であり、銀行も証券子会社や簿外ビークルなどを利用してシャドーバンキングの領域に積極的に参入していった。

シャドーバンクは、銀行の信用リスクを保有証券のリスクとして吸引することで、表面的には銀行を信用リスクから隔離するが、いったん証券市場が危機に直面すれば、シャドーバンクには損失を補てんする自己資本が用意されていないために、それまで隠されていたリスクが銀行本体に遡及することになる。こうして、投機リスクをふくむ証券化のリスクが、不透明な形で銀行の簿外で“潜在的に”累積し、銀行自体を証券市場の変動に対して脆弱化させたのである。

IV. 投機資本の矛盾とリーマン恐慌

投機資本はリーマン恐慌でも中心的な役割を果たした。2000年代前半期のアメリカではITバブルの崩壊を受けてFRBが金利を史上最低の1%（当時）に引き下げており、これを受けて住宅市場に大量に資金が流入、住宅価格が右肩上がりで見舞われる投機バブルの状態を呈していた。金融機関はこの住宅価格の上昇を利用して、住宅の価格は将来必ず上昇しますから今が買い時ですと、住宅を“投機商品化”して家計に販売した。その住宅購入資金は、将来は利率が急上昇するが当初の2～3年は低い金利だけを支払えばよいサブプライムローンを労働者や貧困層に“略奪的”に貸し付けた。万一貸し倒れになっても、住宅価格が上昇していれば銀行は担保である住宅を売却して貸付資金を回収できた。そのサブプライムローンを高利回りの「投機商品」に組み替えて米欧の投資家に販売した。

投資家に証券化商品を販売する際には、格付け会社に通常の5倍近い手数料を払うことでトリプルAの格付けを入手した⁽³⁹⁾。平均でトリプルB以下の格付けのローンを担保にして大半がトリプルAの証券を販売することは、国債や株式の取り扱いに比べて比較にならない利益が期待できる業務であった。このため、大手金融機関の多くは、争って仕組み証券市場に参入し、利益の多くをこ

の分野で稼ぐようになった。他方、格付け会社にとっても仕組み証券からの格付手数料は全手数料収入の半分以上に達していた⁽⁴⁰⁾。

仕組み証券に組み込まれたローンの信用度を判断する材料を持たず、格付けの基準についても理解する手掛かりを持たない投資家にとって、投資判断の基準になったのは証券取引委員会から「全米認定格付け機関(NRSRO)」に指定された大手格付け会社の格付けだけであった。トリプル A の格付けは、その証券化商品が米国国債同様に“安全”で、まずデフォルトしないことを意味した。また投資家の不安を払しょくするために、ローンのデフォルトに備えてモノライン保険会社との間で CDS を設定し、保険料を払うかわりに元本を保証してもらった。実際には、S&P やムーディーズの格付けは、きわめて杜撰なモデルと不完全なデータに依拠して行われており、疑い深い投資家から尋ねられても、担当者自身が自分たちの格付けの根拠を説明することができなかった。

このような投機資本の上に作られた仕組み証券バブルと住宅バブルだが、投機商品価格の「変動」は、ある時点を境に急激にマイナス方向（急落、急収縮）に転化することがある。上昇を続けてきた商品価格がピーク付近に達すると、投資家たちは「明日は今日より値下がりするかもしれない」と考えるようになり弱気相場に一転する。そして商品の価格が急落を始めると投機の参加者が一斉に商品を売り始めるので商品価格は暴落していく。上昇を続けてきた住宅価格は供給過剰が表面化して 2006 年秋以降低下に転じた。

さらに当初は低く設定されていたサブプライムローンの返済利率が急上昇を始め、ローン返済の焦げ付きが 06 年末以降多発し始めた。以前は 5% ほどだった貸し倒れ発生率が、06 年以降は 25%（4 件に 1 件！）まで上昇したのである⁽⁴¹⁾。これを受けて格付け会社がモーゲージ担保证券の格付けを 07 年夏から一斉に引き下げ、価格も急落を始めた。モーゲージ担保证券の元本保証を求められたモノライン保険会社は、満足の準備金を確保していなかったため保険金を払えずに 07 年末から破綻し始めた。

証券化商品を所有していた金融機関や投資家は商品の価格が急落したため安値で投げ売りするか、売るに売れずに商品を抱え込んだ。仕組み証券の流通市場は相対取引であるため始めから殆ど存在しないのも同様であったが、仕組み証券を担保にして金融機関と機関投資家が短期資金の貸借を行うレボ市場や ABCP 市場から貸し手が居なくなる「流動性消失」が発生した。「信頼できるのは短期投資——米国債 3 ヶ月物——だけになり、〔注：貨幣を持っていた〕投資家たちはそこへ資金を移してしまい、グローバル金融システムは突如として“血液循環停止”の危機にさらされた」⁽⁴²⁾。売れなくなった仕組み証券を簿外組織（SIV など）で多量に保有していた投資銀行も短期金融市場（レボ市場や金融 CP 市場）で貸付資本家の大規模な取り付けや大幅な追証請求に会い、ついに 2008 年 9 月 15 日、リーマンブラザーズが破綻申請、世界同時株安、世界同時不況の引き金を引いた。こうして大規模に投機を行ってきた 5 大投資銀行はすべて消滅した。

リーマン破綻の翌日には世界最大の保険会社 AIG が FRB から最大 850 億ドルの緊急融資を受けて政府の管理下に置かれた。AIG は FRB が管轄する銀行ではなかったが、新しい投機商品である金融デリバティブの CDS を欧州などの投資銀行やヘッジファンド相手に大量に販売しており、AIG が破たんすればそれらの CDS が紙くずになり、これらの投資銀行やヘッジファンドに莫大な損失が発生すると見込まれたためにいわば超法規的な救済措置が取られたのである。言い換えれば FRB は、仕組み証券の暴落が近いことを見越して AIG から大量の CDS を購入していた投資銀行と投機組織を救済するために AIG を救済したのである。

さらに FRB は 08 年 12 月、政策金利である FF 金利の誘導目標を 0～0.25%とする「ゼロ金利政策」を採用し、ほぼゼロ%で民間銀行に貨幣を貸し付け銀行はその資金で国債などを買って国債の利回り分を丸儲けした。「ゼロに近い政策金利で FRB から資金を借り、それを利回りが 3 パーセントから 4 パーセントの 10 年物や 30 年物のアメリカ国債に投資すれば、確実な収益を得られる」⁽⁴³⁾。このゼロ金利政策は恐慌から 7 年たった 2015 年 12 月にやっと解除された。

さらに FRB は「量的緩和 (QE)」で、投資家や銀行の売れ残ったモーゲージ担保証券や国債を買い取った。アメリカの量的緩和は 14 年 10 月に終了し、買い取られたモーゲージ担保証券などは FRB が保有している。この政策は日本のバブル崩壊に対処するため、日銀が 2001 年以降に発動した全く新しい手法で、「最後の買い手」政策といえる。「本来、中央銀行が行う金融政策は、短期金融市場において資金を供給、あるいは吸収することを通じて、市中に流通する資金の量を調整するというもの…。それが QE においては、債券や株式、住宅ローン債権など、マーケットで取引されている有価証券を中心に売買を行う。…『最後の貸し手』ならぬ、『最後の買い手』である。…これは中央銀行の進化である」⁽⁴⁴⁾。

こうして銀行などには 3 次の量的緩和で 4.5 兆ドルもの公的資金が投入された。投資家や銀行の手元に現金＝貨幣が戻ったのである。これらの資金の一部は銀行のバランスシートの改善ではなく、自社に巨額の損失を残して退職する役員やトレーダーへの巨額のボーナスとなった。これに対してサブプライムローン等が焦げ付いた住宅所有者は「数百万人が差し押さえを食らって家から追い出され、さらに数百万人が 9 兆ドル分のお金を失った」⁽⁴⁵⁾。ここでも投機資本家は納税者・国民から大規模に貨幣を収奪したのである。

以上のようにリーマン恐慌は投機資本と貸付資本の異常な膨張が限界に達して急収縮した「金融恐慌 (投機＋貸付恐慌)」で始まった。マルクスによれば資本は貨幣と商品が交換運動を続けることで増殖するが、この「貨幣－商品交換運動」が急停止すると資本の増殖運動が停止してしまい、全経済が一挙にドミノ的崩壊を始める。リーマン恐慌では投機資本家が持っていた商品 (モーゲージ担保証券など) の価格が急落したため誰も貨幣と交換して買ってはくれなくなり、貨幣と商品の交換運動が急停止し投機資本の運動が停止した。貸付資本家である銀行は、少しでもリスクのある産業資本家や投機資本家に貨幣を貸し付けるのを停止した。つまり貸付資本の運動を停止させ、投資銀行やヘッジファンドなどシャドバンキングの最大の資金源であったレポ市場と ABCP 市場は一時的に“消滅”した。貸付を停止された産業資本家や投機資本家は資金繰りがつかず産業資本や投機資本の運動が停止して倒産し、労働者に支払う賃金もなく労働者は多量に解雇されて失業率が急上昇した。労働者の需要の激減で商品は売れなくなり商業資本の運動も停止し、商業資本家の手元に大量の商品在庫が積み上げられた。このようにリーマン恐慌では、投機資本と貸付資本の運動が急停止することで起きた金融危機が、産業資本や商業資本の分野にも波及して恐慌が発生したのである (ちなみに 2009 年の米欧日の経済成長率は戦後初めてそろってマイナスとなった)。

今回のリーマン恐慌は投機資本と貸付資本の急収縮が引き起こしたものであり、産業資本が作り出した過剰生産が恐慌の直接原因とはいえない。その意味では 1929 年の世界大恐慌が株式投機バブルの破裂で起きたことと類似性が認められる。しかし世界大恐慌時はコンピュータが作り出した新しい投機商品である証券化商品や金融デリバティブはまだなかったし、投機を扱う機械＝コンピュータも存在していなかった。また貨幣や情報を瞬時に世界中に伝達できるデータ通信システムもなかった。さらに、仕組み証券の原理自体は新しい発見ではないが、その技術の爆発的な普及を可

能にした金融工学も存在しなかった。リーマン恐慌は、人類が地球規模で累積した莫大な貨幣資本の運動を飛躍的に促進する技術（コンピュータ、データ通信技術、金融工学、デリバティブ他）をフル稼働させることで初めて経験した、その意味で資本主義の歴史を画する大規模、甚大、かつ特異な金融恐慌となったのである。

V. まとめ

以上見てきたように 1970 年代に新しい形態で“誕生”した投機資本は、当時蓄積されていた過剰な貨幣資本と個人用に発展しつつあったコンピュータおよびデータ通信システムに支えられて急激に膨張した。投機資本のエネルギー源は商品価格の「変動」であり、この変動は現代経済を日々変化する不安定な経済へと変えてしまった。投機資本は産業資本や貸付資本より増殖率が一般に高く、産業資本や貸付資本の分野から投機資本の分野に貨幣資本の大移動が起きた。これが産業資本をグレートモデルーションという低成長に移行させ、この低成長が産業資本を弱体化させていった。また貸付資本を扱っていた商業銀行を、増殖率の高い投機活動に従事する投資銀行分野に移行させた。さらに貸付商品（ローン）を、より増殖率が高い投機商品（証券）に組み替える証券化の動きが大規模に進み、投機資本を扱うシャドープバンクが多数生み出されていった。

IT バブル崩壊以降アメリカでは、住宅価格の長期の上昇を金融機関が利用し、最初は低金利だが数年後には利率が急上昇する「サブプライムローン（貸付）」を住宅購入資金として労働者や貧困層に貸し付けた。その高利のローンは高利回りのモーゲージ担保証券に組み替えられて証券化され、米欧の投資家に販売された。こうして住宅と株式の二つの投機バブルが形成された。

しかし投機商品価格の「変動」は、ある時点で急激にマイナス方向の変動（急落、急収縮）に転化する場合がある。投機商品の価格が急落すると、貨幣と商品の交換運動が急停止し、資本の増殖運動が停止してしまう。この資本の増殖運動の急停止が投機資本と貸付資本でまず発生して金融危機を引き起こし、その危機が産業資本や商業資本の分野にも伝播したのがリーマン恐慌であった。

マルクスが『資本論』を表した 19 世紀半ばは現在見られるような株式市場や債券市場は発展しておらず外国為替市場も未発達で、投機資本がこれらの市場を利用してグローバルな投機活動を展開するための情報インフラやコンピュータも地球上に存在していなかった。

存命中にマルクスは『資本論』を完成することができず、とりわけ第 3 巻第 5 編の「利子生み資本」は、完成された原稿は乏しく、その多くが後の考察のための覚書、収集された資料や抜粋の束に留まっている。これらの資料や抜粋は当時最新の市場情報を含んでおり、マルクスが後に予定していた利子生み資本の理論的考察に備えて、現実の信用制度の歴史的発展に継続的に関心を寄せていたことを示している。

リーマン恐慌と呼ばれるようになった今回の恐慌は、資本主義の歴史を画する甚大かつ特異な恐慌であり、恐慌のメカニズムを構成する市場的、技術的要因が歴史的に新しい段階に達したことを意味している。したがって、現代の恐慌を立ち入って分析するためには、現代の金融システムの構造と動態に関する最新の情報と、それを考察するための最新の理論が求められている。本稿は、現代の投機資本——投機のための新しい機械を駆使して、未曾有の規模で貨幣を増殖させる——の役割に焦点を当てることで、この課題に接近する手掛かりを得ることを目指す一つの試みである。

(引用文献)

- (1) カール・マルクス『資本論』大月書店国民文庫、1 巻 258 ページ
- (2) ルドルフ・ヒルファディング『金融資本論』大月書店国民文庫、1 巻 264 ページ。“” は筆者
- (3) 加藤仁『ディーリングルーム 2 5 時』講談社文庫、21 ページ
- (4) 高田太久吉『マルクス経済学と金融化論』新日本出版社、243 ページ
- (5) 前出『金融資本論』、1 巻 307 ページ
- (6) ジョン・ガルブレイス『大暴落 1929』日経 BP、46 ページ
- (7) 高田太久吉『金融グローバル化を読み解く』新日本出版社、175 ページ
- (8) ヘドリック・スミス『誰がアメリカンドリームを奪ったのか?』朝日新聞出版、上 162 ページ
- (9) 高田太久吉『現代資本主義とマルクス経済学』新日本出版社、22 ページ
- (10) 前出『現代資本主義とマルクス経済学』、122 ページ
- (11) 奥村宏『世界金融恐慌』七つ森書館、122 ページ
- (12) Duménil & Lévy『現代資本主義とマルクス経済学』、25 ページ
- (13) チャールズ・ファーマン『強欲の帝国』早川書房、163～164 ページ
- (14) ヘンリー・カウフマン『カウフマンの証言』東洋経済新報社、160 ページ
- (15) チャールズ・モリス『なぜ、アメリカ経済は崩壊に向かうのか』日本経済新聞出版社、157 ページ
- (16) 井村喜代子『世界的金融危機の構図』勁草書房、54 ページ
- (17) ジョン・イトウエルほか『金融グローバル化の危機』岩波書店、3 ページ
- (18) ウォルター・リントン「主権の黄昏」『金融グローバル化を読み解く』新日本出版社、18 ページ
- (19) 前出『主権の黄昏』、61～62 ページ
- (20) 前出『資本論』、2 巻 245 ページ
- (21) リチャード・ブックスターパー『市場リスク 暴落は必然か』日経 BP、32～46 ページ
- (22) 渡辺雅男「経済の金融化と資本の神秘化」『政経研究』104 号、15 ページ
- (23) 前出『なぜ、アメリカ経済は崩壊に向かうのか』、76 ページ
- (24) 「日経」2014 年 4 月 6 日
- (25) マイケル・ルイス『フラッシュ・ボーイズ／10 億分の 1 秒の男たち』文藝春秋、19 ページ
- (26) 前出『金融資本論』、1 巻 282 ページ
- (27) 宮島秀直『ヘッジファンドの興亡』東洋経済、2 ページ
- (28) 前出『ヘッジファンドの興亡』、53 ページ
- (29) ウラジーミル・レーニン『帝国主義論』大月書店レーニン 10 巻選集、6 巻 219 ページ
- (30) Der Spiegel, 20/2009, 99『マルクス経済学と金融化論』、117 ページ
- (31) サイモン・ジョンソンほか『国家対巨大銀行』ダイヤモンド社、78～79 ページ
- (32) 徳永潤二ほか『バブル・リレー』岩波書店、159 ページ
- (33) 高田太久吉「2007－2008 国際金融危機の特徴をどう見るか」信用理論研究会報告論文、3～7 ページ
- (34) デビッド・スミット『世界はカーブ化している』徳間書店、311 ページ
- (35) 高田太久吉「資産証券化の膨張と金融市場」『経済』新日本出版社 2008 年 4 月号、90 ページ
- (36) Pozsar, 2008; 2013『マルクス経済学と金融化論』、173 ページ
- (37) 小倉将志郎「経済の金融化と金融機関行動」一橋大学大学院経済研究科学学位請求論文、76 ページ

- (38) ローレンス・マクドナルドほか『金融大狂乱』徳間書店、126 ページ
- (39) ニコラス・ダンバー『悪魔のデリバティブ』光文社、181 ページ
- (40) 前出「資産証券化の膨張と金融市場」、99 ページ
- (41) NHK 取材班『マネー資本主義』NHK 出版、164 ページ
- (42) 前出『世界はカーブ化している』、18 ページ
- (43) スリエル・ルービニほか『大いなる不安定』ダイヤモンド社、208～209 ページ
- (44) 武者陵司『超金融緩和の時代』日本実業出版社、52～57 ページ
- (45) 前出『誰がアメリカンドリームを奪ったのか?』、下 21 ページ

(うつのみや つとむ 経済研究者)