

(解題) 負債経済論の立場から、共同研究を進めるために準備した報告である。資料編として当日配布した読書ノートも公開する。(榎原)

報告に当たって

1. 信用制度における暗号の解読

本日の報告内容は、実は 80 年代半ばに「信用商品」論を提起し、信用における情報の暗号化をどう読み解くかで苦勞し、解けなかったままであった論点が、今年の 3 月にその糸口に気付いて以降の考察である。80 年代半ばから後半には、私は、一方でマルクス『資本論』初版本文の価値形態論を研究しつつ、他方では大谷禎之介の考証による『資本論』第三巻、マルクスの利子生み資本草稿を研究して、当時の変動相場制に移行して以降の架空資本が跳梁する信用現象を解明しようとしていた。当時予定していた著作は「価値形態・物象化・利子生み資本」であったが、利子生み資本の部分の完成できず、『価値形態・物象化・物神性』(1990 年)としてまとめざるをえなかった。

その後は大谷禎之介の考証が進んでいないこともあって、利子生み資本研究はずっと中断したままであったが、リーマンショック以降研究を再開したところ、大谷の考証はすべて終わり、その業績がネットからダウンロードできることが分かって、遅遅たる歩みではあるが『資本論』の利子生み資本研究を続け、いくつかの論文を発表してきた。とはいえそれはまだ第三巻のエンゲルスの編集の問題点の解明と、エンゲルス・ヒルファァーディングに依拠していた日本の信用論の通説(宇野理論にも正統派理論にも共通している)への批判のレベルにとどまり、現実の分析とは程遠いものであった。

一応マルクスの草稿の全体像を自分の頭の中で描き出すことが可能となったと判断し、マルクスの草稿の編集をしようと努力してみたが、これは相当の時間を要することに気付く、この作業を現状分析との同時進行で行おうと考え始めたのが数年前のことだった。そして、リーマンショック以降数年たつと、この恐慌に対する研究論文も出始め、自分なりの考えをまとめるための素材も収集出来てきた。こうして調査研究プロジェクトの構想を企画案(2016 年 2 月 7 日、『ASSB』23 巻 6 号所収)として立てることができた段階で、高利資本を根に持つ金融商品が債券市場に登場してそれらが不良資産化しているという事実と、その後始末としての中央銀行による前例なき規制緩和の展開をどう捉えるかという問題に直面したときに、利子生み資本と高利資本のヘゲモニー争いにおける後者の優位性、という観点にたどり着いたのだ(『ASSB』24 巻 1 号、第一部第二篇参照)。

この観点からすれば、すでに 1980 年代の累積債務危機を招いた、ユーロカレンシー市場のシンジケートによるソブリンローンからして、貸付けられた貨幣が資本として機能するというよりも、王侯貴族への貸付を行っていた高利資本と同じ機能を果たしていた。そして、債務不払いに直面し、これをブレイディ債(負債の株式化)という事後策で乗り切ったが、それがまた次のアジア通貨危機以降の通貨危機を招き、それ以降はアメリカによる資金の「帝国循環」で歴史上なかった株高が実現され、IT バブルにつながった、という経過がリーマンショックにつながっている。つまりグローバル資本市場は 1980 年代から高利資本のヘゲモニーが貫徹し、それをあたかも近代的利子生み資本が作り出す信用制度であるかのごとき幻影的形態が生み出されていたのだ。近代的信用制度という暗号の本当の意味は高利資本のヘゲモニーの貫徹ということだったのだ。

2. 資本制的外皮の社会化

私は拙著『価値形態・物象化・物神性』で、労働の社会化を上回る資本制的外皮の社会化を資本主義の延命の根拠と捉えた。この見地からすれば、高利資本のヘゲモニーは、それが資本制的外皮の社会化を実現する限りで現実性をもつ。たとえば貨幣論における金廢

貨論の登場は、金本位制や、金鑄貨の存在を金が貨幣であることの根拠と考え、商品の貨幣形態が金を貨幣にすること自体を考慮せず、したがって貨幣の価値尺度機能が解けないという弱点をもつ。

そもそも貨幣金にすれば、金本位制であるとか金鑄貨は人間が勝手にやったことで、商品の価値形態は商品による人格に対する意志支配によって金を貨幣にしている。金が貨幣であるということの証拠に人間の約束事を持ち出し、それがなくなったから金は貨幣ではないという議論は人間の勝手な議論にすぎない。というのも、人間は商品の貨幣形態に関しては、現象形態ではなく幻影的形態でしか認識できないので、この幻影的形態にもとづいての約束事でしかないのだ。

もともと金属貨幣は、国際取引で使用されていた。共同体と共同体との間にまずは世界貨幣が登場したのだ。古代バビロニアのハンムラビ法典には、共同体内部の価値尺度は小麦だが、他国との交易は金・銀などの金属が使用されていたことを記述している。ちなみに、私は共同体内部での小麦は、貨幣として機能したというよりも価値尺度であり、その価値尺度機能は、共同体内部では価値形態を通じた異種労働生産物の具体的労働の等価商品による社会的抽象化ではなく、はじめから労働時間は共同体内部では知られており、したがって小麦の価値尺度機能は貨幣による内在的価値尺度機能とは異なり、外在的価値尺度だったと考えている。共同体では価値の実体としての抽象的人間労働はまだ出現してはいないのだ。

世界市場における金本位制が、ドル為替本位制（金ドル交換）となり、その後変動相場制に移行していくのは資本制的外皮の社会化であり、金が世界貨幣ではなくなったことを意味してはいない。にもかかわらず、金廢貨論は、ドルがなぜ国際通貨として通用しているのかという問いに翻弄されてきた。しかし、世界中の商品生産者たちが、交換過程で金となら自分の商品を交換してもいいという意志表示を、無意識のうちでの本能的共同行為として実行しているがゆえに、諸商品は貨幣で交換可能となるのであり、この無意識のうちでの本能的共同行為は、自分の商品に価格をつけるという意識された行動の裏面に当事者たちには感覚されはしない事態としてあるのだ。

金が価値尺度および蓄蔵手段としての機能以外のそれ（流通手段および支払い手段）をすべて代理物に譲り渡したこと、これは資本制的外皮の社会化の信用制度上での進展の結果である。銀行における支払い決済システムの電子化と、給与振り込みや為替の銀行口座の利用、さらには、預金証としての銀行券の流通がこの外皮の社会化の成果である。実務家やコンサルは金が蓄蔵手段であることを熟知している。学者たちだけが幻影的形態に騙されて、金廢貨論やドル本位制論を展開してきたのだ。

3. 高利資本のヘゲモニーからの脱却（仮説として）

金属貨幣が共同体と共同体との貿易で使用され、この貨幣使用が、共同体に浸透していくという歴史的経過をふまれば、貨幣・金融制度の改革は、国際金融関係における改革からしか始まらないのではなからうか。つまり、商品・貨幣および資本と信用の制度が、資本制的外皮の社会化の行き着く先にまで到達したときに実現されている、今日の国際金融関係こそ弱い環ではないのか。これが今回新たに提案する内容である。

（注）ケインズが人類学者イシスに影響されて、貨幣よりも信用が先行したという説を展開しているが、これに対しては、共同体内部での貸し借りはもちろん貨幣使用よりも先行しているであろうが、それは高利資本の範疇であり、先資本主義的信用であって、今日の信用とは区別されるべきであるが、ケインズはこの区別をしてはいない。

その前にグローバル資本市場が形成されてきた歴史的背景に関して点描しておこう。新自由主義の政治的制覇がもたらした、現代社会のあらゆる領域での資本制的外皮の社会化の様相は、ハーヴェイが言う、搾取ではなく収奪による蓄積を、原始的蓄積の再現を、まったく異なる環境で実現した。それは国有企業（「国家独占資本主義」）の民営化に始まり、株式会社をコーポレート・ガバナンスにより株主主権のもとで、搾取だけではなく、収奪の対象とした。さらに年金や保険で集積された貨幣資本を機関投資家による投機行動に委ね、過剰な貨幣資本をグローバル資本市場に呼び込んだ。これらの土台の上に、グローバ

ル資本市場は、自らが生み出した金融危機や通貨危機の事後処理の過程で、金融市場における規制緩和による市場の成長を実現することができた。

この歴史的背景は、資本のヘゲモニーが、産業資本や商業資本といった機能資本ではなく、これらとは別の、他人の金で投機を行う信用資本に移ったことも意味しており、グローバル資本市場は信用資本の蓄積の場なのである。そしてその蓄積の場に、貨幣が資本として機能する利子生み資本とは異なる、高利資本が金融商品として登場させられ、これのリスクを社会に拡散する仕組みができあがってしまったのだ。

ではこの現代のグローバル資本市場に対してどう対応すべきか。IMF・世界銀行、BIS、等の国際的な金融機関は、規制をかけているが、しかし必ず抜け途があり、いずれ危機を再現させるであろう。G7はそもそも何の備えも持っていないし、G20では足並みがそろわない。そこでドルを基軸通貨とする体制に不満をもつ諸国が、リエターの提案する「グローバル基準通貨」を採用することを提案したい。この仕組みは外国為替市場を安定させることで、グローバル資本市場から投機の要素を制約し、かつドルの支配を弱めることで、高利資本を求める国際過剰貨幣資本の流れを規制可能となるであろう。

(この項、資料末尾の「モンテリオール大会の理論的課題」参照)

第1章 グローバル資本市場の歴史

1. ウォール街の歴史

2. ウォール街がつくりだしたアメリカ資本主義

資料編を読み合わせる。

第2章 グローバル資本市場の今日の出発点

1. ユーロ市場の成立と発展

1) ドウフェイ・ギディの研究

2) 毛利良一『国際債務危機の経済学』(東洋経済新報社、1988年)

資料編を読み合わせる

2. 外国為替市場における変動相場制への移行

1) 外国為替とは。『外国為替の知識』日本経済出版社、2012年より

「『為替』とは『地理的に離れた地域の間で債権・債務の決済または資金の移動を、現金を直接輸送することなしに金融機関の仲介によって行うこと』と定義されます。」(14頁)

内国為替：昔は為替手形で、商社が引き受けていた。現在は銀行の振替サービスによる。

外国為替：自国通貨と決済通貨の交換が必要。外国為替市場と外国為替相場。ドル建ての場合、ドルの受け払いはニューヨークの銀行間の帳簿上の処理

直物取引と先物取引

直物為替取引とは、売買契約と同時にあるいは成立後 2 営業日以内に、実際に為替の引き渡しが行われる取引。

先物取引とは、「将来の特定日ないし一定期間後に、契約時に定めた一定の条件（外貨の受け渡し場所、通貨種類と金額、受け渡し日など）で外貨受け渡しを行う取引のことです。」

(19頁)

先物予約と予約の実行。先物相場での予約をすることで、為替リスクを避ける。

先物スプレッド

直物相場と先物相場の開きで、二国間の通貨の金利差を反映。「先物相場は直物相場をベースに、先物スプレッドを調整して算出されています。」(21 頁) 金利の高い通貨の先物相場は直物相場より安く、金利の低い通貨の先物相場は高くなる。

金利裁定取引「金利差と先物スプレッドの乖離に注目して収益をあげようとする取引」=ドルの直物買い・先物売りで利鞘を稼ぐ。ドルの先物相場は下落、一定の水準に落ち着く。

為替スワップ取引=直物ドル買いと先物ドル売りの組み合わせを同時に行う取引。これはほとんどが銀行間取引でこれで先物相場が決まっていく。

今日の外国為替市場

取引量

2010 年時点で為替取引の取引量は、世界 53 ヶ国で、一日当たり 4 兆ドル。

輸出額は 2010 年の 1 年間で 18.7 兆ドル。外国為替市場では、5 日間で世界の貿易額の 1 年分以上の取引をしていることになる。(『外国為替の知識』日本経済出版社、2012 年)

外国為替証拠金取引 (FX 取引)

インターネットを利用した外貨売買、外貨証拠金取引業者に預けた証拠金の 1~25 倍の為替ポジションが持てる。取引金額が、1 日平均数兆円と比較的大きい。損失した分を補う追加証拠金が不足すると、ポジションが強制的に解消される。個人投資家の損失が起きる。

2) デリバティブ

これから書く

第 3 章 危機とその事後処理によるグローバル資本市場の変容

1. 累積債務危機とその事後処理

1. 1982 年メキシコ金融危機

片岡尹『ドル本位制の通貨危機』(勁草書房、2001 年)

2. 毛利良一『グローバリゼーションと IMF・世界銀行』(大月書店、2001 年)

80 年代の失われた 10 年、90 年代の劇的改善、94~5 年メキシコ危機、98~99 年ブラジル危機

1. ワシントン・コンセンサスとプレイディ債務削減戦略

両者ともに 1989 年に発表された。

1) ワシントン・コンセンサス

1989 年 11 月にワシントンで開催された IIE (際経済研究所) 主催ラテンアメリカ会議の基調報告、ジョン・ウィリアムスンが提起し、総括討論で整理し直したもの。

ワシントン: 米国政府とその各省庁および議会、IMF、世界銀行、IDB (米州開発銀行) などの国際機関、IIE やブルッキングズ研究所、ヘリテッジ研究所などのシンクタンク等政策形成にかかわるネットワーク。(137 頁)

○コンセンサスの内容

資料参照

○1999 年 IMF のコンファレンスでのネイム發現、要旨

①財政赤字と金融緩和政策がインフレを高進するという政党は経済学の主張に反対する意見が解消した。緊縮政策の必要性の容認。

②債務危機と冷戦終結→国有企業の拡大をやめ、債務-株式スワップが財政健全化と外国証券投資とのリンクになることを知るようになった。

③実行しやすい処方箋=為替規制の廃止、為替レート of 単一化、輸入関税の引き下げ、外国投資の規制緩和、金融セクターの規制廃止など。政権交代が導入に役立つ。

④サッチャー、レーガン政権の金融市場規制撤廃で、投資銀行、国際証券投資が活発化

し、債務危機国はエマージング市場に変身した。民間資本流入の増大 GDP の 0.75% (1990 年) から 4% (93 年) に激増。(138~9 頁)

ワシントン・コンセンサスの欠陥の指摘も。

制度改革の重要性、金融グローバリゼーションへの対処、社会全体の転換の問題、これらは時を追って対応がなされた。

2) ブレイディ債務削減戦略

1980 年代以降の債務危機への対応

(1) 最初の段階

「総需要抑制政策を中心とする経済安定化政策を条件とする IMF 融資と民間銀行によるリスケジュール（債務返済の繰り延べ）であった。

(2) 1985 年ペーカー提案 経済成長を促進する民間銀行の自発的新規融資、債務対策に対する世銀の動員を訴えたが改善はなされず、社会不安による暴動や軍事政権の崩壊などが起きた。

(3) 危機の性格についての認識を流動性不足から支払い不能危機という観点に転換した。シティバンクを筆頭に民間銀行は引当金を積み増し、不良債権の償却や証券化をつうじて第二次市場での債権売却を開始した。金融の証券化の流れが強まるなかで、債務一株式スワップが注目を集めるようになった。

(4) 債務一株式スワップとは。

①商業銀行が保有している債権の一部を、仲介銀行が金融市場を通じ、市場で決められる割引価格で売却する。

②仲介銀行はその債券を投資家に販売する。

③投資家はその債券と引き換えに、割引前の額面にほぼ相当する現地通貨での株式を受けとる。

これにより、銀行、投資家、債務国すべてが得をするといわれるが、債務国のなかにはこれを国営企業の民営化の促進手段として位置づけたところもある。

(5) ブレイディ新債務戦略 (1989 年 3 月)

①債務国は、IMF・世銀の中期経済計画に沿って、海外逃避資本の還流、債務の株式化や国営企業の民営化などを通じる資本流入の促進、国内貯蓄の増強を図る政策を採用する。

②民間銀行は、リスケジュール、当面の利払いのための新規融資に加えて、新たに債務削減（債務残高の削減、利払いの軽減）に応じる。

③IMF・世銀は、救済融資の一部を、債務買い戻しのための資金融資、債務の債券化にともなう債券（のちにブレイディ債券と呼ばれる）の元本・利子の担保保障など、政務削減に振り向ける。

④債務削減の障害となるような銀行監督規制、会計基準、税制面での制約などを除去、軽減する。」(140 頁)

まずメキシコで、1990 年 2 月 2 日に金融支援パッケージが調印された。

「(1) 元本削減——既存債権を 35%割引し、メキシコ政府が新たに発行する期間 30 年の国債と交換。

(2) 利払い削減——金利を 6.25%に削減し、既存債権と同額のメキシコ国債と交換。

(3) 新規融資——融資残高の 25%相当額をロンドン銀行間出し手金利 LIBOR+13/16%で融資。

400 を超える融資シンジケート参加銀行の選択結果は、(1) が 41.3%、(2) が 50.2%、(3) が 8.3%であった。民間銀行の大半は元本削減と利払い削減による途上国融資からの撤退を選択した。旧債権と交換される新規国債の元本を金利の支払いが保障される必要があった。それで新規国債の魅力を高め、元利支払いを担保するためにエンハンスメント資金によって裏打ちすることになったが、その所要額 71.3 億ドルのうち、IMF が 17.3 億ドル、世銀が 20.1 億ドル、日本輸出入銀行が 20.5 億ドルを提供した。残り 13.4 億ドルは、メキシコが外貨準備を取り崩してこれに当てた。(アメリカは 1 ドルも出さず)」(141~2 頁)

(6) ブレイディ債への転換の結果

「かくして、市場のみでは難しい大規模かつ広範囲な債務削減が実現し、高リスクで欠陥のある途上国向けシンジケート・ローンが、機関投資家に売却可能な低リスク投資適格債券（ブレイディ債）に転換され、各国で証券市場が拡大発展する契機を与えられることとなった。」（142 頁）

その仕組み

「ラテンアメリカへの国際金融仲介を行う特定目的の投資会社をオフショア・センターに設立する。この投資会社は、一方でゼロ・クーポンの米国財務省証券と一緒に高金利の内国債（例えばペソ建てメキシコ政府証券）を購入する。他方で、証券購入資金調達のため、自身のドル建て証券を米国機関投資家向けに発行する。このドル建て証券は、ブレイディ債と同じ仕組みの米国財務省ゼロ・クーポン債により担保されている債権と、内国債により担保されている債券の 2 種類ある。金利はドル建てで払われるが、その原資はペソ建て内国債により生み出されるペソ建ての利子取得をドルに転換して支払われる。つまり、為替相場の安定を前提条件にして組み立てられたデリバティブであった。さらにラテンアメリカ諸国側の、民営化政策、外資規制緩和政策が大胆に実施され、これらが絡み合っ

てエマージング市場が誕生したのである。ブレイディ債は人気を獲得したが、背景に次の 4 つの理由があった。①固定金利であれ変動金利であれ、ブレイディ債には元利返済を保証する米ドル建て財務省証券の裏づけがあった。②1990～94 年のアメリカは連邦準備制度が金融緩和を進めていた時期であり、米系投資資金がそこに流入する仕掛けがうまく機能した。③ユーロ債のために開発されたユーロクリア・システムによって決済され、ソブリン債取引のスピードが 7 日に短縮された。銀行融資では、特別書類の作成やしかるべきエージェントへの通知など、手間暇がかかったのである。④金利支払いが遅れた場合、金利減免債はふつう 12～18 ヶ月の金利支払い保証を追加することになったが、これがローリング利子保障としてニューヨーク連邦準備銀行に預託されたのである。

ブレイディ型民間債務削減は、フィリピン（価格 50% で 13 億ドルの銀行債務買い戻し、7 億ドルの新規融資）、コスタリカ（16% の価格で 3 分の 2 を買い戻し）のほか、ベネズエラ、チリ、モロッコが適用を受けた。さらに 1995 年までにウルグアイ、ニジェール、ナイジェリア、アルゼンチン、ブラジル、グルガリア、ポーランド、エクアドルなど 13 カ国が含まれ、96 年にはベトナムやパナマ、97 年にはコートジボアール、ペルーが適応対象となった。ラテンアメリカの主要国で適用と受けなかったのはチリ、コロンビア、キューバぐらいのものである。ブレイディ型債務削減から大きく恩恵を受けたのは、巨額の銀行債務を抱えた中所得国のラテンアメリカであった。」（142～3 頁）

ブレイディ債の国債への転換が進む。

「しかし、ブレイディ債の拡大は、1994 年末のメキシコ危機の導火線となった。」（145 頁）

2. 通貨・金融危機とその事後処理

1) メキシコ通貨危機

1994 年 12 月 メキシコ通貨危機 1 ドル=3.38 ペソから 6.42 ペソへ下落。（158 頁）

この通貨危機は良好なファンダメンタルズの下で発生。

アメリカのなりふり構わぬ流動性供給と金利引き下げで深刻な金融危機には至らず（159 頁）

短期証券依存型危機。原因は債務の株式化とブレイディ債務削減戦略にある。「銀行債務が株式に転換され、これが米国株式市場で預託証券として取引が拡大し、一般投資家や年金基金などの機関投資家の投資対象に成長してきたのである。」（159 頁）

金利 6.25% のメキシコ国債は為替レートの変動がない限りリターンの大きい投資対象であったが、ペソ切り下げの可能性が高まると、外国からの短期証券投資の逃げ足は速い。（159 頁）

2) ブラジル通貨金融危機

1997～8 年のアジア危機は、ロシア、ブラジルに波及。

点を置いた中長期的構造調整の同時実行がセットになったこと。

(5) 今回、危機の引き金になった国際短期資本の急速な流出を国際機関や各付け機関はほとんど予見できず、また採られた危機対策が通貨危機を緩和するどころか、金融危機および経済危機にまで深化させてしまい、国によっては政治危機・社会危機にまで追い込んでしまったこと。

(6) 1970年代初頭の金ドル交換停止と主要国通貨の変動相場制への移行によって、その役割を經常取引の自由化と為替相場の安定から発展途上国への經常赤字補填融資と經濟運営管理にシフトしてきた IMF が、金融工学を駆使した国際短期資本の巨額にして急激な動きの前にまったく無力であることがあらためて露呈し、国際金融システム改革が争点として登場してきたこと、などが特徴としてあげられる。」(231~233頁)

②1990年代危機発生の舞台装置

- ・冷戦の終結、アメリカ軍事技術の民生化 IT 技術での世界制覇
- ・グローバル市場經濟化、金融グローバル化「アジア諸国の多くは、1990年前後に IMF8 条国に移行して貿易や投資収益の送金など經常取引規制を廃止し、また相前後して金融自由化を進めたが、米英など金融先進国のような適切な規制・監督体制を築くゆとりはなかった。」(233頁)
- ・中国の参入、日本の直接投資が中国へシフト、アセアンは經常収支赤字ファイナンスを日欧からの銀行融資、米からの証券投資に依存するように
- ・日米再逆転、米国、情報通信や金融、サービス産業の優位。1995年円安ドル高に(1985年プラザ合意の円高に変化)、ドルペッグしていたアジア諸国の為替相場の割高、韓国の輸出に打撃、邦銀の貸し渋り(97年)
- ・国際マネーフローの「新帝国循環」アメリカの經常収支赤字の拡大を資本流入でファイナンス。米国対外經濟政策の重点を通商から金融にシフト ルービン財務長官とグリーンズパン FRB 議長。外資流入によりニューヨーク株式市場ダウ平均が、3790ドル(1994年)から7400ドル(97年)をへて、1万ドル(99年)に。(234頁)米銀や投資ファンドは、そこで得た利益の一部をエマージングマーケットに還流して新帝国循環を形成した。「ウォール街・財務省複合体」

3. 株式バブルとその事後処理

これから 帝国循環の分析をしたい。

4. リーマンショックとその事後処理

1) 『マネー資本主義』(NHK 出版、2009年)

当事者の証言をまとめている

第1章 投資銀行

ソロモン・ブラザース(1910年設立、準大手、1997年にはシティグループに吸収された)のビジネスモデル

それまでの投資銀行は「顧客をよく知るべし」社会のわき役に徹する。(16頁)

1978年 モーゲイジ債

連邦政府抵当金庫(ジニーメイ)などが発行していた不動産ローン債券

これを買集めて新たな債券として一般に売り出すビジネスを始めた。ルイス・ラニエリ これが急成長

「ちょうど、年金基金などの運用が自由化され始めていた時期であり、この商品は大きな注目を集めた。貸し手はローンを転売することによって負担から逃れられるため、その分を新しい融資にまわせる。……運もソロモンに味方した。1979年のいわゆる『ボルカーショック』で金利が高騰し、S&L(貯蓄貸付組合)の倒産が相次ぐなど、住宅資金貸付の仕組みが大きな打撃を受けた。2年後、今度は租税特別措置法により、S&Lの經營の自由度が高まり、大量の住宅ローンが市場に放出された。ソロモンはそれを買いきり、売り

まくった。」(19 頁)

モーゲージの開発 CMO (モーゲージ担保証券) モーゲージ債が通常の債券に近くなる。しかし、ソロモンの独占は崩れ始める。この技術が CDO (債務担保証券) これはリスクも中身もみえない。(21 頁)

1984 年、ソロモンは業界断トツのトップになる。

資金調達に難があった。上場して株式発行で資金を調達することとレバレッジ。(22 頁)

投資銀行の株式会社化で、リスクの対する考え方が変わった。(24 頁)

投資銀行の変容「わずか 10 年前までは、いかに多くの優良企業を顧客にもっているかが優劣を決めていた投資銀行の世界が、以下に短期間で『収益』を上げるかという競争に変質していったのである。」(26 頁)

「ローンや債券などの『借用書』を材料とし、トレーダーがこれを自分で集め、『債券』という新しい商品につくり替えてまた売り出すことがソロモンの開発したビジネスだった」(28 頁)

投資銀行ビジネスはアメリカの国家の中心産業となり、IT によって世界に急拡大していく。モーゲージの債券市場は利益が出にくくなったが、「今度は株式や為替、新型の債券市場(デリバティブ商品市場)が沸騰しようとしていた。」(29 頁)

1992 年

「ゴールドマンは世界規模の『自己勘定』ビジネスを展開、ベセラ氏率いる舞台は海外の債券を使った大胆な取引で巨額の利益を上げていった。」(29 頁) この時のトップはのちの財務長官ルービン。国とのパイプ

「ゴールドマンは周到な情報収集によって、新興国の市場開放のタイミングをいち早く見定め、現地に確固たる足場を築いていった。そして、その国の債券を材料に新しい債権をつくりだし、先進国に売りさばくことで、世界の投資トレンドをつくっていったのだ。」(30 頁) ブリックスの名付け親

1999 年 グラススティーガル法の改正 商業銀行の参入。

ジョン・ボーグル 自分が業界に入ったころは、株式の 92%は個人・家計の所有、8%が金融機関の所有。いまは 4 分の 3 が金融機関の所有。金融機関は株主や年金生活者の利益よりも自分自身の利益を優先させている。(32 頁)

ウォール街の 4 つの変化

パートナーシップから株式会社へ、四半期ごとの業績が求められる。

業績に追われてより多くの商品を売らなければならなくなった。

IT 技術。

貸借対照表の変化し、国際や一般株から、新規で流動性もない評価も難しい商品に中身が変わった。(33 頁)

80 年代から 90 年代にかけての投資銀行の変質。

グローバル経済の変化の波が襲いかかる。

80 年代は後の金融危機につながる商品開発や投資銀行のスタイルを形成した。

90 年代は投資銀行が凄まじいまでの収益競争とその IT 化、世界化が急速に進展するという点において後の金融危機につながる環境を形成するのである。(34 頁)

2. 『アメリカ金融覇権終わりの始まり』(新日本出版社、2010 年)

はじめに

問題意識 I : 2007~8 年の危機の特徴

「第 1 は、世界最大の経済大国かつ国際金融の覇権を握るアメリカ発であることだ。」(9 頁)

1971 年のニクソンショック以降の「国際金融危機の震源地は途上国や移行経済諸国に移っていた」「1970 年代の石油輸出国機構による原油価格の引き上げ、80 年代の中南米諸国に始まりアジアや中東欧アフリカ諸国にも広がった債務返済危機、90 年代にはアジア通貨・金融危機から始まり、中南米やロシア、さらには米国ヘッジファンドにも伝染した危機などがある」(9 頁)「今回の危機は、アメリカ発・アメリカ仕掛け・損失もアメリカが最大という危機である。アメリカの金融覇権はどうなるのか、一極支配体制は終わるのかという

問いかげが生じる。」(9~10頁)

「第2に、預金を受け入れて決済業務を行う商業銀行の経営破綻とか株価の大暴落という伝統的な金融危機ではなく、近年のアメリカ金融業で支配的な役割を演じるようになった投資銀行によるサブプライム住宅ローン債権の証券化と転売、各付会社によるお手盛りレーティング、保険会社による倒産保険の付与、自己資本の数十倍の借入に依存して投資を膨らませる高レバレッジ金融などが一緒になって金融工学を駆使して巨額の金融資産をもつ『闇の銀行システム』を作り出し、そしてそれが破綻したことによる危機である。」(10頁)「投資銀行モデルは終焉したのか」

「第3に、肥大化した金融経済・証券経済と世界の实体经济の関係の問題の大きさである。」(10頁)

ニューエコノミーは、2001~2年 ITバブルの崩壊で終わった。

2001年9.11 対テロ戦争下で、貧困層にマイホームの夢を撒き散らし、サブプライムローンが始まる。住宅ローンの対GDP比は、2000年には45%だったが、2007年には75%へ増えた。2006年中ごろから住宅価格の下落が始まり、その後引き続き下げ続けてバブルは崩壊した。これは实体经济に大きな影響を及ぼした。消費の冷え込み。

金余りが、資本蓄積に基づくものから、年金基金や保険などの家計部門の消費部門由来のものへ。カジノ資本主義。

問題意識Ⅱ：

「ヨーロッパでは、米国で組成された証券化商品を大量に購入していた金融機関が巨額損失を計上した。」(12頁)

「米欧は超金融緩和政策をとり、かつ破たんした金融機関を事実上国有化するなど、従来の新自由主義路線が『今日の利益は僕のもの、明日の損失は社会のもの』となった対策のありよう」(12頁)

「注目すべきは、従来の経済危機において緊急財政政策の採用をコンディショナリティとして押し付けてきたIMFが主要国に財政出動を奨励したことである。」(12頁)

問題意識Ⅲ：国際金融システムの再構築

21世紀になって開店休業状態だったIMFが息を吹き返した。

アメリカの帝国循環

「アジア諸国は、輸出向け製造業で雇用を確保して高度経済成長を達成し、輸出収益を獲得して経常収支では黒字となる。アメリカでは貿易収支・経常収支の赤字となる。この国際不均衡を埋めるのが国際資本移動である。アメリカは積極的に『帝国循環』戦略をとった。アメリカの経常収支を埋めて余りある経常収支黒字国の資金をアメリカの低収益資産に流入させて、余剰を海外での直接投資や高収益金融資産で運用して利鞘を稼いだのである。これが住宅バブルを醸成する証券化商品の組成・転売に一役買うことになった。後述するように、アメリカの投資銀行は、金融業のビジネスモデルとして、また国家運営のビジネスモデルとして、外国資金を引き寄せ・運用を行ったのである。

経常収支黒字国や産油国は、これまで外貨準備の多くをドル建て金融商品、とりわけ米国債や政府機関債に投資してきたが、今後、金融危機の震源国となったアメリカに投資を続けるかどうか。債権と債務の利回りの差額を獲得して『帝国循環』の中心に君臨してきたアメリカがその地位を守れるのかが問われることになる。」(14頁)

「米国のカジノ資本主義の実態は『投資銀行ビジネスモデル』と、その国際版であるマネーフローにおける『帝国循環』に依存してきた。これが終焉を迎えたとすれば、これからの米国資本主義はどの方向をめざすのか。」(14頁)

第4章 まとめ

冒頭で報告した内容を、実証的に書く。

第 1 章 グローバル資本市場の歴史

1. ウォール街の歴史

今日のグローバル資本市場はアメリカスタンダードである。だからその歴史もアメリカのウォール街の歴史から始めよう。

まずイギリスの植民地であったアメリカが外資の支配から如何に抜け出せたかということに注目しよう。それは、1873～78 年の不況、これは大不況で、通説では産業資本主義から金融資本主義、自由主義から帝国主義への転換期とみなされるが、この不況はアメリカにとっても史上最も長引いたものであった。その時にウォール街では、外人投資家が手持ちのアメリカ証券を売りに出し、時価 6 億ドルの値下がりがおきた。

「証券は大幅に値下がりした段階でアメリカ人に売られたので、この売買で得をしたのは買い手であった。結局、ヨーロッパは合衆国の鉄道建設の資金を提供したのに、何の利益も手にすることができなかった。……景気が回復した 1880 年代初期には、アメリカ人は鉄道とその証券を両方とも手に入れていた。」(ロバート・ソーベル『ウォール街二百年』、東洋経済、149 頁)

「実際、アメリカ人がヨーロッパ人の売却によって得た利益は莫大なものであったから、不況が終わったときには、ニューヨークの銀行は軒並み、ロンドン、パリ、ハンブルクの銀行よりも恵まれた状態にあった。合衆国が資本輸出国としての歴史の第一歩を踏み出すことができたのは、ウォール街のおかげであった。1879 年、ウォール街ははじめてまとまった額の外国証券を市場で売りさばいた。……ヨーロッパの資金が 1873 年以前のようにアメリカ金融市場のなかで決定的な地位を占めることは決してなかった。」(同書、150 頁)

この事態は、私がアメリカ資本主義はウォール街が作ったと見る論拠の一つだが、もう一つの論拠は、その後ウォール街が、世界の資本市場に成長してことだ。前掲書では、モルガン全盛時代のアメリカとして 1896～1903 年が取り上げられているが、トピック的には、1896 年、ニューヨークで地下鉄の計画がはじまり、活動写真の上演、無線電話、自動車の生産が軌道に乗っていた。この時期のアメリカの輸出の増大にたいし、ヨーロッパの輸入業者は外国(ロンドンなど)の証券市場でアメリカ証券を買い、これをニューヨークで換金して支払に当てた。ヨーロッパはまた高く買って安く売ったのだ。

「ウォール街がほんとうに世界の資本市場としてスタートしたのはこの時代であった。」(同書、216 頁)

「アメリカのカナダ向け資本輸出額は 1 億ドルを上回る。中国債、220 万ドル、スウェーデン政府、1000 万ドルの債券、ドイツ、2000 万ドルの債券、ロシア、2500 万ドルの鉄道債、イギリス、2 億 2700 万ドルの戦費調達、等々「1900 年から 09 年にかけて、アメリカにおける外債発行は毎年増加し、1910 年の春には 25 億ドルに達した。」(同書、217 頁)

「1904 年、ヨーロッパの個人投資家はおりからの大買相場の分け前にあずかろうと、全面的にアメリカの取引所へもどってきた。その年から 1909 年まで外人投資は着実に増加し、1910 年初めには総計 64 億ドルに達した。ウォール街はすでに資本の輸出国として第一歩を踏み出していたが、ウォール街からの資本輸出はヨーロッパからの投資によってますます助長された。」(217 頁)

2. ウォール街が作りだしたアメリカ資本主義

ではウォール街が世界の資本市場として成立することで、アメリカ資本主義の生成・発展過程にどのような影響を与えたであろうか。それは銀行と産業との癒着として定義され

る金融資本の成立による独占企業の成立が、アメリカでは銀行とは異なるモルガン等の証券業者（投資銀行）によって支配的になされたことだ。

「JP モルガンが最初に企業に対する大口引受業務を行ったのは、1879年のことである。」（154 頁）モルガンは株（鉄道株）をニューヨークで売ると株が下がるので、イギリスで 35 万株を売りさばいた。「このとき以来、彼は鉄道専門の引受業者となった。まもなく、モルガンはこの種の引受業務を通じて、ヴァンダビルトの利権をすべてその支配下に収めてしまった。」（同書、155 頁）

1900 年、製造業労働者 21%に、農業従事者は、総労働の 3 分の 1 に。1887 年から 97 年にかけて資本が 100 万ドルを上回る製造会社が、86 社も誕生した。業界は、マッチ、バッテリー、電機、ゴム、等々。

「これらの新設会社は一種の企業連合であるが、そのうち約 3 分の 1 はトラストの分類にはいるものであった。これらの新設会社の大部分は、創業資金をウォール街から調達した。ニューヨーク証券取引所に上場されたものもあれば、一方、店頭市場で取引されたのもあった。製造業の方が鉄道会社よりも成長力が高かったが、工業株が鉄道株に代わって人気のある投資対象となったのはようやく 20 世紀にはいつてからのことであった。」（同書、183 頁）

トラストの指導を投資銀行が握るようになる。J・P モルガン商会〔1895 年に改組されて始まる〕「112 の会社に関係し、傘下の企業も含めて 341 の重役会を支配した。」（同書、184 頁）

「モルガンは一束ほどの鉄道や製造会社と買い取ると、これを合併するのがつねであった。それから金融の立て直しを行い、拡張資金を供給し、やがてはニューヨーク金融市場で新たに証券を発行した。・・・1887 年だけで約 1 億 8 千万ドルの社債と 9 千 8 百万ドルの株式が投資銀行家の手で売り出されたのち、取引所に上場された。」（185 頁）

モルガンのやり方は、巨大な複合企業を創出する一方、大衆へその証券を売り込んだ。外国資本も流入したが、国内投資家が優位。外人投資家は株を持ちだし、ヨーロッパ市場で売買された。（187 頁）1893 年現在の株主は 125 万人に達して、大衆資本主義とみなされ、1886 年統合証券取引所で端株取引制度が誕生している。今回はアメリカ資本主義論がテーマではないので、このくらいにとどめておこう。

第 2 章 グローバル資本市場の今日の出発点

1. ユーロ市場の成立と発展

1) ギディの研究

ユーロ市場とは、ドゥフェイ・ギディ『国際金融市場』（1983 年、東京大学出版会）によれば次のようなものだ。ギディによれば、ユーロ市場とは外部金融市場であるという。

「外部金融市場が伝統的市場と異なるのは、規制、制度的構造、金利決定のあり方においてであり、また資金の市場への流入と借手への供給の仕方においてである。・・・外部金融市場は各国の金融中心地にある伝統的市場の外部に、あるいはそれと並行して存在している。」（1 頁）

「われわれの主張は、銀行の預金と貸付の外部市場が 1950 年代末にロンドンで始まり、それ以来急速に成長し、世界中に拡大していき、さらにそれに伴ってユーロ・ボンド市場やユーロ・コマーシャル・ペーパー市場のようなその他の外部金融市場も誕生した。」（5 頁）

もともとはソ連・東欧諸国が獲得したドルを、米国の銀行に預金することを避けて、イギリスの銀行にドル預金したのが始まりといわれている。しかし、その後ユーロ市場は国の規制がないインターバンク市場としての特徴をそなえていたため、金利差をめざして、米銀や邦銀もロンドン支店を開業して参入し、オイルダラーの受け皿にもなって、70 年代末にはアメリカインターバンク市場と匹敵するほどに成長した。

この市場は国家の規制を外れた銀行間のインターバンク市場であって、外国為替市場ではない。名称から想像されるような、ヨーロッパに存在するわけでもなく、ヨーロッパ諸通貨を扱っているわけでもない。

ギディによれば、外国為替市場とは、異なる国の支払い手段（通貨）が取引される市場であり、為替は特定の場所での支払いに充てられる債権であるが、一定期間にわたる資金の使用を意味する信用は、市場で債権の時間にまたがる配分を行うものとされている。信用の授受のためには通貨は不可欠ではないというわけだ。（6頁）

さらにギディは、貯蓄者から投資家へと資金の移転が行われる仕方と場所が問題であるとし、二つのケースを区別している。

①両者の直接の結びつき＝貯蓄者が究極の借り手（実物資産投資のために資金を用いる者）の発行する証券を購入する場合。株式、債券、CPの市場。

②金融仲介機関の媒介＝貯蓄者が金融仲介機関の債務に投資し後者が実物資産投資をする者にその資金を貸付ける。

「われわれは国際金融市場を、ユーロ・カレンシー市場とその市場の各国信用市場の他の部分との関係として定義しよう。ユーロ・カレンシー市場の取引はたしかに外国為替市場の取引と複雑にからみあっているが、後者は信用の市場ではないから国際金融市場の一部とはならない。」（9頁）

ユーロ市場での取引は、外国為替市場とからみあってはいるが、あくまでも資金の貸借をする場であって、外国為替市場は信用の市場ではないから、国際金融市場の一部とはならないと言っている。この見方は少し一面的ではなからうか。

「ユーロ銀行とは、銀行所在国の通貨以外の単一ないし複数の通貨で、定期預金の受け入れと貸付を同時に行う金融仲介機関のことである。」（12頁）

ユーロ銀行とは、ドル預金を受け入れるイギリスの銀行だけでなく、米銀ロンドン支店や邦銀ロンドン支店も含まれる。これらの銀行に預金されるユーロ・ダラー預金はアメリカ以外の場所にある銀行のドルの定期預金のことである。ユーロ・ダラー貸付けはアメリカ以外の場所にある銀行ないし銀行支店の与えるドル建て貸付けである。

ユーロ・カレンシー銀行業務が法定必要準備や金利制限などの国内銀行規制をうけない点が重要で、無条件に成長しないのは、為替管理があるから、すべての銀行業務をこれにしようというわけにはいかない。また卸売市場で、100万ドルからの取引であることも制約になろう。しかし、取引の決済は、海外支店やアメリカの銀行以外の銀行も、ニューヨークのある米銀をコルレス先とし、その口座振替で行われている。

他方、ユーロ・ボンド市場の規模は小さい。CPもあまり発達せず。

2) 毛利良一『国際債務危機の経済学』（東洋経済新報社、1988年）

毛利によれば、ユーロカレンシー市場への米銀の参入は、米銀の多国籍化を意味しており、またそれは米国企業の多国籍化にも対応し、60年代におけるユーロ貸付けの多くは多国籍企業に向けられていた。1970年代初頭のドル危機に時代には、発展途上国向けシンジケート・ローンが組まれるようになっていた。しかし、第一次石油ショックで世界経済が縮小し、オイルマネーはユーロ市場に流れ込んできたもの、1975～6年にはユーロ・カレンシー市場からの貸出は全体として縮小・停滞していた。しかし、その過程でも発展途上国向け融資は増大し続けていた。

この事態は、途上国の経済成長率が高かったからというよりも、工業国の資金需要が細ったために過剰貨幣資本がはげ口を求めて途上国融資に向かい、これが途上国の経済成長を後押しした。とはいえこの動きも82年には大きい落ち込みを見せる。（毛利、前掲書、64頁）

ユーロ・カレンシー市場による途上国向け融資は、それまでの貿易金融や多国籍企業への融資とは質的に異なる側面をもっていた。それは国家に対する融資であり、ソブリン・ローンであった。これは通常長期で巨額であり、もともと短期の資金の融通を行うインタ

ーバンク市場では長期の期間の利子変動リスクへの備えはなかった。そこでソブリン・ローンに対応するためにユーロ・カレンシー市場は、変動相場制を含むロール・オーバー（借換え）とシンジケート・ローンの組むという二つのイノベーションを行った。（毛利、前掲書、65頁）

この二つのイノベーションによってユーロ・カレンシー市場は、オイルマネーの還流を受け入れ、途上国融資を拡大していったのである。

2. 外国為替市場における変動相場制への移行

変動相場制への移行は、外国為替市場でのデリバティブを発達させ、外国為替市場が投機の間となり、貿易実需をはるかに超える投機取引がなされるようになった。

外国為替とは、『外国為替の知識』日本経済出版社、2012年より

1) 外国為替の特徴

「『為替』とは『地理的に離れた地域の間で債権・債務の決済または資金の移動を、現金を直接輸送することなしに金融機関の仲介によって行うこと』と定義されます。」（14頁）

内国為替：昔は為替手形で、商社が引き受けていた。現在は銀行の振替サービスによる。

外国為替：自国通貨と決済通貨の交換が必要。外国為替市場と外国為替相場。ドル建ての場合、ドルの受け払いはニューヨークの銀行間の帳簿上の処理

2) 外国為替相場の読み方

①表示法

②クロス・レート

3) 直物取引と先物取引

①直物為替取引

売買契約と同時にあるいは成立後 2 営業日以内に、実際に為替の引き渡しが行われる取引。

②先物取引

「将来の特定日ないし一定期間後に、契約時に定めた一定の条件（外貨の受け渡し場所、通貨種類と金額、受け渡し日など）で外貨受け渡しを行う取引のことです。」（19頁）

先物予約と予約の実行。

先物相場での予約をすることで、為替リスクを避ける。

③先物スプレッド

直物相場と先物相場の開きで、二国間の通貨の金利差を反映。「先物相場は直物相場をベースに、先物スプレッドを調整して算出されています。」（21頁）金利の高い通貨の先物相場は直物相場より安く、金利の低い通貨の先物相場は高くなる。

金利裁定取引「金利差と先物スプレッドの乖離に注目して収益をあげようとする取引」＝ドルの直物買い・先物売りで利鞘を稼ぐ。ドルの先物相場は下落、一定の水準に落ち着く。

為替スワップ取引＝直物ドル買いと先物ドル売りの組み合わせを同時に行う取引。これはほとんどが銀行間取引でこれで先物相場が決まっていく。

4) 銀行間相場と対顧客相場

①銀行間相場

直物相場と先物相場とがある

直物相場 銀行の相場での売り買いの表示： 米ドル／日本円 80.00－80.05

1ドル＝80円で買い、1ドル＝80円05銭で売る、という提案。

先物相場 1週間、3ヵ月、6ヵ月などの期間別にビッド・レートおよびオファー・レートが表示されていることもあるが、そうでない場合は表示されている期間別の先物スプレッドを直物相場から加減して算出する。

②対顧客相場

銀行間相場に、手数料や金利を加減して決める。

5) 為替ポジション

外国為替取引によって生じた債権・債務の残高は為替ポジション(持ち高)と呼ばれる。

外貨の債権が債務よりも多いと外貨の買持ちポジション(ロングポジション)。円高で損失、案安で利益

逆の場合は売持ちポジション(ショートポジション)円安で損失。

6) 実需と投機

投機取引 先行き円高・ドル安の判断では、現時点で先物にてドルを売り、将来ドルが実際に安くなったところでドルを買い戻して利ザヤを稼ぐ

ドルが高い時の3ヵ月先物予約、ドル売り・円買い

一月後に円高・ドル安となっているときに2ヵ月先物でドル買い・円売りの先物予約

双方の予約を実行すると利鞘が生まれる。

III 外国為替市場

取引量

2010年時点で為替取引の取引量は、世界53ヶ国で、一日当たり4兆ドル。

輸出額は2010年の1年間で18.7兆ドル。外国為替市場では、5日間で世界の貿易額の1年分以上の取引をしていることになる。(『外国為替の知識』日本経済出版社、2012年)

1) 外国為替市場の参加者

外国為替市場の構成

狭義の参加者 銀行間市場(インターバンク市場)

広義の参加者 外国為替取引を行うすべての法人、個人

インターバンク市場での取引は、通常、100万ドル単位で行われ、取引条件は標準化されている。決済は金融機関の間だけで行われる。この市場の参加者、銀行や大手証券会社は、機関投資家、証券会社、一般事業法人、個人といった広義の参加者の取引をインターバンク市場につないでいる。

広義の参加者 外貨預金、外貨現金両替、海外送金、海外クレジットカード決済、外貨建て投資信託売買、外国為替証拠金取引(FX取引)、などがある。

①広義の参加者

○個人

外貨建て投資信託

2000年代前半以降、資金流入が増える。

2002年1月末、3.9兆円

2007年10月ピーク、38兆円、以降も20兆~30兆円で推移し、円安の要因に。

外国為替証拠金取引(FX取引)

インターネットを利用した外貨売買、外貨証拠金取引業者に預けた証拠金の1~25倍の為替ポジションが持てる。取引金額が、1日平均数兆円と比較的大きい。損失した分を補う追加証拠金が不足すると、ポジションが強制的に解消される。個人投資家の損失が起きる。

○一般事業法人

貿易に伴う外国為替取引

○機関投資家

保険会社、年金基金、ヘッジ・ファンドなどの、外貨資産投資(海外債券や株式、不動産の売買)に伴う取引

○証券会社、信託銀行等の金融機関

顧客との外国証券売買に伴う外国為替取引

②インターバンク市場

○銀行

顧客との外国為替取引で生じる自己勘定の為替ポジションの調整のために、インターバンク市場にて活発な売買を行います。また為替差益を狙って売買する。

マーケット・メーカー（少数の大手銀行や大手証券会社）

他の銀行やブローカーの求めに応じて売買サイドの相場を提示し、売買に応じている。中小の銀行等は多くの場合、インターバンク市場で対顧客取引の反対取引を行う（カバーをとる）のが一般的。

○中央銀行

為替介入、あるいは外貨資産の運用のための売買

○ブローカー

通信回線を通じて、インターバンク市場において売り手と買い手を結びつけて取引を成立させ、その見返りに手数料を受け取る仲介業者。現在では電子仲介システムによる端末上の自動売買が大半。取引システムとしては世界最大の金融取引仲介者である、英国 ICAP が提供する EBS プラットホームが代表的。

2) 24 時間の取引

シドニーで始まった 1 日の外国為替取引は、東京、香港、シンガポール、フランクフルト、ロンドン、ニューヨーク、へと中心が移っていく。

24 時間の管理が必要。東京市場の金融機関は、香港、シンガポール、ロンドン市場など海外にある金融機関とも直接取引をしている。世界の為替市場はお互いに活発に取引をしながら休まず動き続けるダイナミックな市場なのです。

電話やテレックスから電子取引に。ディーリングルームの成立。

3) 世界の外国為替市場

出来高推移では、ロンドン、ニューヨーク、東京の順だが、成長性では東京のみが停滞し、スイス、シンガポール、香港に並ばれている。(71 頁)

アメリカではニューヨークのインターバンク市場のほかにシカゴの先物市場があり、商品取引市場の一環として通貨先物が活発に取引されている。

『邦銀ロンドン支店』

第 3 章 危機とその事後処理によるグローバル資本市場の変容

1. 累積債務危機とその事後処理

1. 1982 年メキシコ金融危機

片岡尹『ドル本位制の通貨危機』(勁草書房、2001 年)

1972 年レフォルマ油田の発見

第 3 章 輸入代替工業化の金融構造

1) 輸入代替工業化

輸入に頼っていた工業製品を国内で生産された財に代えること。

メキシコは外資依存型輸入代替工業化だった。(49 頁)

「工業化のための主要な手段としては、政府主導の工業化政策、関税障壁、輸入数量制限または輸入許可制による国内市場保護、キーセクターとしての公企業の設立、信用の割当、為替政策などが挙げられる。そしてこの開発戦略が 82 年の債務危機をもたらしたと考えることができる。」(49 頁)

「メキシコの公企業は、鉱山、石油、電力、鉄鋼、肥料、鉄道、電話、製糖、銀行、保険、食料小売りなど多岐にわたっている。・・・公企業は中間財生産に大きく傾斜している。」(50 頁)

公企業のなかで寡占化が進む。資本額でメキシコ石油が 52%、電力庁が 24%、鉄鋼が 5%、

上位三企業で81%にのぼる。(50頁)

輸入の直接的統制。これが問題。関税ゼロの資本財の輸入という特権をえたため、外国の資本財を選考しメキシコの工業化の阻害要因となった。(51頁)

2) 資金はどこへいったか

メキシコへの債務性資金(直接投資は含まず)は70年代通算で534億ドル。うち対外借入が大半で、その大半が公的及び公的保証債務であり、しかも民間銀行からの借入。

資金流出も437億ドル。借入金に対するデット・サービス(元利返済)のためにかかなりの部分が流出し借入金のうち3分の2以上が元利返済に当てられ、ただちに再流出するため実質的には利用しえない。(52頁)

直接投資純額は60億ドル、収益送金が61億ドル

1979年には新規借入額のうち95%までがメキシコを素通りし、再流出したことを意味する。(52頁)

対外借入の相当部分が非生産的の用途に用いられたという強い疑い。

3) 輸入代替工業化の金融構造

第4章 メキシコの債務危機とその後

1) 債務危機のはじまり

1982年8月 政府対外債務履行の困難を表明

原因「元利払いが膨張し、新規債務の過半が元利返済のために消費されたためである。」(77頁)

輸入は年々増加し、経常収支は82年まで一貫して赤字

「新規借入額のうち9割を過去の債務の元利払いに当て、利用しうるのは1割」

8月13日には為替市場が閉鎖された。(81頁)

米国銀行にとっても窮状であった。マネーセンターバンク9行で米銀171行のメキシコ向け銀行貸付け額の42%。(81頁)

米銀は、返済が90日遅れると不良資産となり、特別貸倒引当金(資本から控除される)を積み重ねなければならず、収益の減少、株価下落をもたらす。(81頁)

2) 危機解決のための臨時措置

米国からの支援。

「8月20日 メキシコ政府は債権者である約800行の民間銀行と会合し、8月23日以降90日間に満期を迎える公的債務87億ドルについて、利払いは継続するが、元本のみ90日間支払いを延期するよう要請した。その要請は受け入れられた。」(82頁)

民間部門の債務、インターバンク債務、政府債の処理は後日の課題。

民間債務は83年4月、FICORCA(為替リスクをカバーする信託)を設置して解決が図られた。メキシコの銀行のインターバンク預金は国債の買い入れ。

IMFのコンディショナリティ、信用供与は34億SDR(36.2億ドル)

毛利良一『グローバリゼーションとIMF・世界銀行』(大月書店、2001年)

第4章 中南米エマージング市場

80年代の失われた10年、90年代の劇的改善、94~5年メキシコ危機、98~99年ブラジル危機

1. ワシントン・コンセンサスとプレイディ債務削減戦略

両者ともに1989年に発表された。

1) ワシントン・コンセンサス

1989年11月にワシントンで開催されたIIE(国際経済研究所)主催ラテンアメリカ会議の基調報告、ジョン・ウィリアムスンが提起し、総括討論で整理し直したもの。

ワシントン: 米国政府とその各省庁および議会、IMF、世界銀行、IDB(米州開発銀行)などの国際機関、IIEやブルッキングズ研究所、ヘリテッジ研究所などのシンクタンク等政策

形成にかかわるネットワーク。(137頁)

○コンセンサスの内容

「(1) 財政規律——巨額かつ持続的な財政赤字は、インフレ、国際収支赤字、資本逃避の形で現れるマクロ経済不均衡の主要原因である。

(2) 公共支出優先順位づけ——レーガノミクスとサプライサイド経済学の連合は増税よりも支出削減を選好したが、さらに推し進めて補助金を削減し、支出の重点を教育と医療、インフラ投資にシフトすべきである。

(3) 規制改革——課税ベースを拡大し累進税率を緩和する。

(4) 金利の自由化——資源の最適配分のため金利は市場の決定に委ね、かつ資本逃避の回避と貯蓄増価のために実質金利はプラスになるようにする。

(5) 適切な為替相場——中期マクロ目標と整合性があり、非伝統的商品の輸出増大に寄与するレートになるよう、市場に委ねる。

(6) 貿易の自由化——幼稚産業を含め輸入数量制限を関税に置き換え、輸出商品生産に必要な中間財の関税は引き下げる。

(7) 外国直接投資の自由化——資本取引の自由化は緊急課題ではないが、直接投資は資本、技術、ノウハウをもたらすので、ナショナリズムを排除し、債務—株式スワップによって直接投資誘致を促進すべきである。

(8) 国営企業の民営化——財政赤字削減、競争力向上に寄与し、外国人投資が参加すれば対外債務削減にもつながる。

(9) 規制の撤廃——競争促進、規制当局官僚の腐敗防止に役立つ。

(10) 財産権の保護——資本主義が円滑に機能するために重要である。」(137～8頁)

○1999年IMFのコンファレンスでのネーム発現、要旨

①財政赤字と金融緩和政策がインフレを高進するという政党は経済学の主張に反対する意見が解消した。緊縮政策の必要性の容認。

②債務危機と冷戦終結——国有企業の拡大をやめ、債務—株式スワップが財政健全化と外国証券投資とのリンクになることを知ることになった。

③実行しやすい処方箋＝為替規制の廃止、為替レートの単一化、輸入関税の引き下げ、外国投資の規制緩和、金融セクターの規制廃止など。政権交代が導入に役立つ。

④サッチャー、レーガン政権の金融市場規制撤廃で、投資銀行、国際証券投資が活発化し、債務危機国はエマージング市場に変身した。民間資本流入の増大 GDP の 0.75% (1990年) から 4% (93年) に激増。(138～9頁)

ワシントン・コンセンサスの欠陥の指摘も。

制度改革の重要性、金融グローバリゼーションへの対処、社会全体の転換の問題、これらは時を追って対応がなされた。

2) ブレイディ債務削減戦略

1980年代以降の債務危機への対応

(1) 最初の段階

「総需要抑制政策を中心とする経済安定化政策を条件とする IMF 融資と民間銀行によるリスケジュール (債務返済の繰り延べ) であった。

(2) 1985年バーカー提案 経済成長を促進する民間銀行の自発的新規融資、債務対策に対する世銀の動員を訴えたが改善はなされず、社会不安による暴動や軍事政権の崩壊などが起きた。

(3) 危機の性格についての認識を流動性不足から支払い不能危機という観点に転換した。シティバンクを筆頭に民間銀行は引当金を積み増し、不良債権の償却や証券化をつうじて第二次市場での債権売却を開始した。金融の証券化の流れが強まるなかで、債務—株式スワップが注目を集めるようになった。

(4) 債務—株式スワップとは。

①商業銀行が保有している債権の一部を、仲介銀行が金融市場を通じ、市場で決められ

る割引価格で売却する。

② 仲介銀行はその債券を投資家に販売する。

③ 投資家はその債券と引き換えに、割引前の額面にほぼ相当する現地通貨での株式を受けとる。

これにより、銀行、投資家、債務国すべてが得をするといわれるが、債務国のなかにはこれを国営企業の民営化の促進手段として位置づけたところもある。

(5) ブレイディ新債務戦略 (1989年3月)

① 債務国は、IMF・世銀の中期経済計画に沿って、海外逃避資本の還流、債務の株式化や国営企業の民営化などを通じる資本流入の促進、国内貯蓄の増強を図る政策を採用する。

② 民間銀行は、リスケジュール、当面の利払いのための新規融資に加えて、新たに債務削減（債務残高の削減、利払いの軽減）に応じる。

③ IMF・世銀は、救済融資の一部を、債務買い戻しのための資金融資、債務の債券化にともなう債券（のちにブレイディ債券と呼ばれる）の元本・利子の担保保障など、政務削減に振り向ける。

④ 債務削減の障害となるような銀行監督規制、会計基準、税制面での制約などを除去、軽減する。」(140頁)

まずメキシコで、1990年2月2日に金融支援パッケージが調印された。

「(1) 元本削減——既存債権を35%割引し、メキシコ政府が新たに発行する期間30年の国債と交換。

(2) 利払い削減——金利を6.25%に削減し、既存債権と同額のメキシコ国債と交換。

(3) 新規融資——融資残高の25%相当額をロンドン銀行間出し手金利 LIBOR+13/16%で融資。

400を超える融資シンジケート参加銀行の選択結果は、(1)が41.3%、(2)が50.2%、(3)が8.3%であった。民間銀行の大半は元本削減と利払い削減による途上国融資からの撤退を選択した。旧債権と交換される新規国債の元本を金利の支払いが保障される必要があった。それで新規国債の魅力を高め、元利支払いを担保するためにエンハンスメント資金によって裏打ちすることになったが、その所要額71.3億ドルのうち、IMFが17.3億ドル、世銀が20.1億ドル、日本輸出入銀行が20.5億ドルを提供した。残り13.4億ドルは、メキシコが外貨準備を取り崩してこれに当てた。(アメリカは1ドルも出さず)」(141~2頁)

(6) ブレイディ債への転換の結果

「かくして、市場のみでは難しい大規模かつ広範囲な債務削減が実現し、高リスクで欠陥のある途上国向けシンジケート・ローンが、機関投資家に売却可能な低リスク投資適格債券（ブレイディ債）に転換され、各国で証券市場が拡大発展する契機を与えられることとなった。」(142頁)

その仕組み

「ラテンアメリカへの国際金融仲介を行う特定目的の投資会社をオフショア・センターに設立する。この投資会社は、一方でゼロ・クーポンの米国財務省証券と一緒に高金利の内国債（例えばペソ建てメキシコ政府証券）を購入する。他方で、証券購入資金調達のため、自身のドル建て証券を米国機関投資家向けに発行する。このドル建て証券は、ブレイディ債と同じ仕組みの米国財務省ゼロ・クーポン債により担保されている債権と、内国債により担保されている債券の2種類ある。金利はドル建てで払われるが、その原資はペソ建て内国債により生み出されるペソ建ての利子取得をドルに転換して支払われる。つまり、為替相場の安定を前提条件にして組み立てられたデリバティブであった。されにラテンアメリカ諸国側の、民営化政策、外資規制緩和政策が大胆に実施され、これらが絡み合っ

てエマージング市場が誕生したのである。

ブレイディ債は人気を獲得したが、背景に次の4つの理由があった。①固定金利であれ変動金利であれ、ブレイディ債には元利返済を保証する米ドル建て財務省証券の裏づけが

あった。②1990～94年のアメリカは連邦準備制度が金融緩和を進めていた時期であり、米系投資資金がそこに流入する仕掛けがうまく機能した。③ユーロ債のために開発されたユーロクリア・システムによって決済され、ソブリン債取引のスピードが7日に短縮された。銀行融資では、特別書類の作成やしかるべきエージェントへの通知など、手間暇がかかったのである。④金利支払いが遅れた場合、金利減免債はふつう12～18ヶ月の金利支払い保証を追加することになったが、これがローリング利子保障としてニューヨーク連邦準備銀行に預託されたのである。

ブレイディ型民間債務削減は、フィリピン（価格50%で13億ドルの銀行債務買い戻し、7億ドルの新規融資）、コスタリカ（16%の価格で3分の2を買い戻し）のほか、ベネズエラ、チリ、モロッコが適用を受けた。さらに1995年までにウルグアイ、ニジェール、ナイジェリア、アルゼンチン、ブラジル、グルガリア、ポーランド、エクアドルなど13カ国が含まれ、96年にはベトナムやパナマ、97年にはコートジボアール、ペルーが適応対象となった。ラテンアメリカの主要国で適用と受けなかったのはチリ、コロンビア、キューバぐらいのものである。ブレイディ型債務削減から大きく恩恵を受けたのは、巨額の銀行債務を抱えた中所得国のラテンアメリカであった。」(142～3頁)

ブレイディ債の国債への転換が進む。

「しかし、ブレイディ債の拡大は、1994年末のメキシコ危機の導火線となった。」(145頁)

2. 通貨・金融危機とその事後処理

4. 中南米金融危機

1) メキシコ通貨危機

1994年12月 メキシコ通貨危機 1ドル=3.38ペソから6.42ペソへ下落。(158頁)

この通貨危機は良好なファンダメンタルズの下で発生。

アメリカのなりふり構わぬ流動性供給と金利引き下げで深刻な金融危機には至らず(159頁)

短期証券依存型危機。原因は債務の株式化とブレイディ債務削減戦略にある。「銀行債務が株式に転換され、これが米国株式市場で預託証券として取引が拡大し、一般投資家や年金基金などの機関投資家の投資対象に成長してきたのである。」(159頁)

金利6.25%のメキシコ国債は為替レートの変動がない限りリターンの大きい投資対象であったが、ペソ切り下げの可能性が高まると、外国からの短期証券投資の逃げ足は速い。(159頁)

2) ブラジル通貨金融危機

1997～8年のアジア危機は、ロシア、ブラジルに波及。

ロシア危機で巨額の損失を被ったヘッジファンドや大手金融機関は損切・益出しでラテンアメリカは格好の利食いターゲットとなった。(161頁)

第5章 ロシア・中東欧の市場経済移行

1. 旧ソ連・東欧諸国の市場経済移行戦略

2. 1998年ロシア金融危機

1) ロシア金融危機と国際投機資本

「ロシア金融危機の直接の原因は、財政赤字を埋めるための国債の内外金融機関による大量の売りにあった。」(191頁)

投機筋は値上がりを見越して大量のロシア国債を購入したが、値上がりはなかった。

アジア危機で痛手を負った欧米や韓国、ブラジルなどの投資家が、ロシアから資金を引き揚げた、98年上半期に80億ドルにのぼる。(193頁)

ロシア危機でのヘッジファンドの損失。17社で55億ドル、大手商業銀行や投資銀行も60億ドル、一般機関投資家は40～50億ドル、アメリカ投資家の合計損失は150～160億ドル。

・冷戦の終結、アメリカ軍事技術の民生化 IT 技術での世界制覇
・グローバル市場経済化、金融グローバル化「アジア諸国の多くは、1990 年前後に IMF8 条国に移行して貿易や投資収益の送金など經常取引規制を廃止し、また相前後して金融自由化を進めたが、米英など金融先進国のような適切な規制・監督体制を築くゆとりはなかった。」(233 頁)

・中国の参入、日本の直接投資が中国へシフト、アセアンは經常収支赤字ファイナンスを日欧からの銀行融資、米からの証券投資に依存すすように

・日米再逆転、米国、情報通信や金融、サービス産業の優位。1995 年円安ドル高に (1985 年プラザ合意の円高に変化)、ドルペッグしていたアジア諸国の為替相場の割高、韓国の輸出に打撃、邦銀の貸し渋り (97 年)

・国際マネーフローの「新帝国循環」アメリカの經常収支赤字の拡大を資本流入でファイナンス。米国対外経済政策の重点を通商から金融にシフト ルービン財務長官とグリーンズパン FRB 議長。外資流入によりニューヨーク株式市場ダウ平均が、3790 ドル (1994 年) から 7400 ドル (97 年) をへて、1 万ドル (99 年) に。(234 頁) 米銀や投資ファンドは、そこで得た利益の一部をエマージングマーケットに還流して新帝国循環を形成した。「ウォール街・財務省複合体」

③東アジアにおける資本・為替取引の自由化、金融部門の対外開放

237 頁に一覧表がある。

2) アジア危機発生の要因

①金融セクターの脆弱性

②ドルペッグのもとでの外国短期資本への依存

③タイ・バーツ売り投機

3) アジア危機の伝染と深化

①危機の波及

「アジアの高度成長をねらい流入した巨額の資金がアジア危機の後、次にねらった市場がロシア、中南米であり、そこが危ないとなるとまた資金を引き揚げ、経済に壊滅的な打撃を与える、という構図があるのだ。」(245 頁)

②危機深化のスパイラル

通貨の暴落はファンダメンタルズからは説明できない。

③伝染を免れた国

中国、香港、台湾

④危機の社会的インパクト

3. IMF・世界銀行の危機対策

1) IMF による経済安定化政策——展開、批判、弁明

タイ、インドネシア、韓国は IMF に金融支援を要請した。

①金融支援パッケージ

②タイ政府の IMF へて趣意書

③インドネシア「趣意書」

④韓国「趣意書」

2) IMF への批判

①サックス、吉富勝、フェルドシュタインによる批判

②ウォールストリートジャーナルによる批判

③世界銀行、ステグリッツ、日本政府からの批判

3) IMF の弁明

①IMF の三方面作戦

②IMF 弁明の問題点

4) 世界銀行の危機への処方箋

①銀行・企業のシステミックな破綻問題への対処

- ②構造改革の推進
- ③企業統治
- ④世銀の支援融資
 - 4. マレーシアの独自路線
 - 1) IMF 支援抜き IMF 路線から独自路線へ
 - 2) 短期資本取引規制の導入
- ①ねらいと影響
- ②問題提起と評価
 - 5. IMF・世界銀行支援による金融セクター改革
 - 1) 不健全な金融機関の閉鎖・国有化
 - 2) 金湯機関の財務体質強化のための規制の強化
 - 3) 信用収縮とその対策
 - 4) 公的資金投入による金融再編プラン
 - 5) 金融セクター改革の評価と教訓
- ①タイ
- ②インドネシア
- ③韓国
 - 6. 世界銀行による構造改革
 - 1) 韓国
- ①構造調整融資Ⅱ
- ②企業ガバナンス・民営化
- ③労働市場の柔軟化と社会的セーフティ・ネット
 - 2) インドネシア
 - 3) タイ
- 7. IMF・世銀型経済改革の功罪
 - ①「アメリカ標準」は何をもたらしているか
 - ②金融・資本の自由化と改革の順序・スピード
 - ③市場原理主義と社会セーフティ・ネットの関係
- 第7章 国際金融システム改革
 - 1. 国際金融システム改革と主要アクター
 - 1) 国際金融システム改革の必要性
- ①1997～98年国際金融危機からの教訓
- ②ジョージ・ソロスの改革提案
 - 2) 国際金融システム改革のアクター
- ①IMF・世界銀行
- ②BIS (国際決済銀行)
- ③G7 (先進7ヵ国首脳会議および蔵相・中央銀行総裁会議)
- ④IIF (国際金融協会)、国連機関
 - 2. 国際金融システムの健全性強化
 - 1) 透明性の向上と国際改革
 - 2) 銀行システムの強化
- ①銀行監督のコア諸原則
- ②自己資本規制
 - 3) ヘッジファンド規制
- ①ヘッジファンドの実態
- ②ヘッジファンド規制をめぐる論議
- ③規制の行方
 - 3. 資本移動の自由化と規制

- 1) 秩序ある資本の自由化
- 2) IMF 協定の改定案
- 3) 資本自由化の問題点
 - ①小国開放経済にとっての問題点
 - ②経常勘定と資本勘定の相違
4. その他の主要改革課題
 - 1) 民間セクター関与
 - ①貸し手責任
 - ②IIF (国際金融協会) の反論
 - 2) 為替相場制度
 - ①為替相場の安定化
 - ②アジアにおける円の国際化
 - 3) 資本供給機能の強化と地域協力
 - 4) IMF サーベイランスおよび組織運営改革
5. おわりに

エピローグ IMF・世銀改革と開発パラダイムの転換

1. IMF と世銀に対する批判
 - ①批判のバリエーション
 - ②ブレトンウッズ機関解体論・改編論
2. IMF の改革
 - ①ケーラー新 IMF 専務理事の改革論
 - ②サマーズ米財務長官の IMF 機能縮小論
 - ③国際金融機関諮問委員会による報告書
3. 世界銀行の改革
 - ①「包括的な開発フレームワーク」(CDF)
 - ②低開発の再発見、開発哲学のソフト化
 - ③サマーズ米財務長官の世銀改革論
4. オルタナティブな IMF・世銀改革
 - ①透明性と説明責任
 - ②風通しのよい、開かれた IMF・世界銀行

3. 株式バブルとその事後処理

4. リーマンショックとその事後処理

毛利良一ノート

『アメリカ金融覇権終わりの始まり』(新日本出版社、2010年)

はじめに

問題意識 I : 2007~8年の危機の特徴

「第1は、世界最大の経済大国かつ国際金融の覇権を握るアメリカ発であることだ。」(9頁)
 1971年のニクソンショック以降の「国際金融危機の震源地は途上国や移行経済諸国に移っていた」「1970年代の石油輸出国機構による原油価格の引き上げ、80年代の中南米諸国に始まりアジアや中東欧アフリカ諸国にも広がった債務返済危機、90年代にはアジア通貨・金融危機から始まり、中南米やロシア、さらには米国ヘッジファンドにも伝染した危機などがある」(9頁)「今回の危機は、アメリカ発・アメリカ仕掛け・損失もアメリカが最大という危機である。アメリカの金融覇権はどうなるのか、一極支配体制は終わるのかという問いかけが生じる。」(9~10頁)

「第2に、預金を受け入れて決済業務を行う商業銀行の経営破綻とか株価の大暴落という伝統的な金融危機ではなく、近年のアメリカ金融業で支配的な役割を演じるようになった

投資銀行によるサブプライム住宅ローン債権の証券化と転売、各付会社によるお手盛りレーティング、保険会社による倒産保険の付与、自己資本の数十倍の借入に依存して投資を膨らませる高レバレッジ金融などが一緒になって金融工学を駆使して巨額の金融資産をもつ『闇の銀行システム』を作り出し、そしてそれが破綻したことによる危機である。」(10頁)「投資銀行モデルは終焉したのか」

「第3に、肥大化した金融経済・証券経済と世界の实体经济の関係の問題の大きさである。」(10頁)

ニューエコノミーは、2001～2年 ITバブルの崩壊で終わった。

2001年9.11 対テロ戦争下で、貧困層にマイホームの夢を撒き散らし、サブプライムローンが始まる。住宅ローンの対GDP比は、2000年には45%だったが、2007年には75%へ増えた。2006年中ごろから住宅価格の下落が始まり、その後引き続き下げ続けてバブルは崩壊した。これは实体经济に大きな影響を及ぼした。消費の冷え込み。

金余りが、資本蓄積に基づくものから、年金基金や保険などの家計部門の消費部門由来のものへ。カジノ資本主義。

問題意識Ⅱ：

「ヨーロッパでは、米国で組成された証券化商品を大量に購入していた金融機関が巨額損失を計上した。」(12頁)

「米欧は超金融緩和政策をとり、かつ破たんした金融機関を事実上国有化するなど、従来の新自由主義路線が『今日の利益は僕のもの、明日の損失は社会のもの』となった対策のありよう」(12頁)

「注目すべきは、従来の経済危機において緊急財政政策の採用をコンディショナリティとして押し付けてきたIMFが主要国に財政出動を奨励したことである。」(12頁)

問題意識Ⅲ：国際金融システムの再構築

21世紀になって開店休業状態だったIMFが息を吹き返した。

アメリカの帝国循環

「アジア諸国は、輸出向け製造業で雇用を確保して高度経済成長を達成し、輸出収益を獲得して経常収支では黒字となる。アメリカでは貿易収支・経常収支の赤字となる。この国際不均衡を埋めるのが国際資本移動である。アメリカは積極的に『帝国循環』戦略をとった。アメリカの経常収支を埋めて余りある経常収支黒字国の資金をアメリカの低収益資産に流入させて、余剰を海外での直接投資や高収益金融資産で運用して利鞘を稼いだのである。これが住宅バブルを醸成する証券化商品の組成・転売に一役買うことになった。後述するように、アメリカの投資銀行は、金融業のビジネスモデルとして、また国家運営のビジネスモデルとして、外国資金を引き寄せ・運用を行ったのである。

経常収支黒字国や産油国は、これまで外貨準備の多くをドル建て金融商品、とりわけ米国債や政府機関債に投資してきたが、今後、金融危機の震源国となったアメリカに投資を続けるかどうか。債権と債務の利回りの差額を獲得して『帝国循環』の中心に君臨してきたアメリカがその地位を守れるのかが問われることになる。」(14頁)

「米国のカジノ資本主義の実態は『投資銀行ビジネスモデル』と、その国際版であるマネーフローにおける『帝国循環』に依存してきた。これが終焉を迎えたとすれば、これからの米国資本主義はどの方向をめざすのか。」(14頁)

序章 3つの問題

米一極支配から多極化へ、米国型資本主義の存在形態、オバマ政権経済チーム

1. 米一極支配から多極化へ——G20金融サミット

3回のG20金融サミット

第1回08年11月ワシントン、第2回09年4月ロンドン、第3回09年9月ピッツバーグ。

G5 (米英仏日独) 1975年に始まる、これがG7 (イタリア+カナダ) /G8 (+ロシア)
G20はブリックス (ブラジル、ロシア、インド、中国) + (韓国、インドネシア、オーストラリア、メキシコ、サウジアラビア、アルゼンチン、南アフリカ、トルコ、EU)

G20は、08年の議長国日本がイニシアティブを取れなかったときに、仏、英の主導で20国に広げた開催を呼びかけたため。

1) G20 ワシントン首脳会議 2日間の会議

カジノ資本主義批判と危機対策、規制

2) G20 ロンドン会議

財政拡大、追加金融緩和

規制の強化

IMFの強化

休業状態であったIMFが08年危機以降、1000億ドルの融資、特別引き出し権(SDR)の新規配分、1997年アジア通貨危機でのコンディショナリティの見直し、ソフトな融資条件で、中東欧への融資

3) G20 ピッツバーグ

G20を恒久的な枠組みに

金融緩和からの出口戦略を急がない。

報酬制限問題

IMF債の初めての発行、SDR建て、米国債からの乗り換えをはかる。

2. アメリカ型資本主義の存在様態——投資銀行と帝国循環

1) 投資銀行ビジネスモデルの興隆とその終焉

商業銀行等預金金融機関の地位低下、保険や年金など機関投資家の確実な推移、ファンドや投資銀行等証券会社の比重増大。(21頁)

80年代に、住宅ローンなどを貸し出しの中心としていた貯蓄金融機関は、金利上昇期に資産の運用利回りと資金調達コストが逆ザヤに、倒産した。変わって預金型投資信託(MMMF)や投資信託、元本保証なし。

「米国の投資銀行は、形態的には証券会社である。顧客企業の多種多様なニーズに応じて、株式や買収などの財務戦略での助言を行う金融機関である。」(21頁)

1990年代以降投資銀行の収益構造が大きく変化し始める。99年ノグラム・リーチ・ブライリー(GLB)法で、銀行・保険会社などが証券魚オウムに参入できるようになった。投資銀行は年金基金や保険会社などの機関投資家が求めるハイリスク・ハイリターンの新分野の開拓、新商品開発で、債権を引き受けるようになった。具体的には、低コストで短期金融市場から資金を調達し、住宅ローン債権を買いあさり、証券化して転売するトレーディング事業を拡大した。自己勘定取引で自己資本にレバレッジをかけて拙速な拡大をめざした。

5大投資銀行の変遷

第5位 ベア・スターンズ 08年3月ニューヨーク連銀の支援を得てJPモルガン・チェース銀行による併合で生き延びた。

第4位 リーマン・ブラザーズは9月15日に破綻

第3位 メリルリンチは9月15日にバンク・オブ・アメリカが買収。

第1位 ゴールドマン・サックス 第2位 モルガン・スタンレーは銀行持株会社に業態変更した。FRBの管理下に入って、その庇護を受けるため。

「今回の投資銀行がもたらした危機は、預金流出や市場での資金調達難の発生による『古典的な流動性危機』とは異なり、デレバレッジ(レバレッジはずし)による資産投売りが保有資産の価格下落を加速し、流動性不足を増幅する形で、最終的には支払い能力の問題に至るといふ新しい種類の危機であった。」(27頁)

主要国の家計・企業の金融行動における大きな流れは不変。

家計から年金基金や保険会社などの機関投資家経由での資本市場への流れは変わらない。

2) 国際マネーフローにおける「帝国循環」とその行方

「金ドル交換停止の翌 72 年にはシカゴ商品取引所で通貨の先物取引が展開され、続いて債券や金利、株価指数などさまざまな商品の先物取引が展開されてデリバティブ市場の拡大につながっていく。国際通貨危機を逆手にとってアメリカはマネー革命を準備し、リードしたのである。情報技術革命がこれを支えた。」(29 頁)

1995 年、ルービン財務長官、ドル高政策。米国対外政策の軸足を、多国籍企業と通商から金融にシフト。黒字国から米国債投資や株式市場に呼び込み、株価を高騰させ、94 年 3790 ドル、97 年 7400 ドル、99 年 4 月 1 万ドル超え。資産価格高騰のアメリカは大型合併、投資銀行は収益の一部をエマージング市場に還流させ、国際マネーフローの『新・帝国循環』を形成。巨額の経常収支赤字を抱えながら、それを上回る外資導入によって、アメリカ経済は一人勝ちを収めた。(毛利 2000,282~3 頁)

「金融グローバル化で外国資金のアメリカ投資→レバレッジで資産拡大→海外投資→世界中で住宅バブルという循環が生じた。」(31 頁)

この 10 年で、米国 2 倍、南ア 4.9 倍、アイルランド 3.4 倍、英 3.1 倍、スペイン 2.9 倍。07 年 8 月パリバ・ショック。外人投資家が米国から資本を回収

「外国人投資家は 1 年ぶりに 256 億ドルの資本を米国から回収したことで、米国資本は外国から過去最大の 317 億ドルを回収せざるを得なかったのである。」(31 頁、水野和夫 2008b、8 頁 2008c、140 頁)

第一部 カジノ資本主義の暴走

第 1 章 サブプライムローン危機と金融工学・証券化

1) 略奪的サブプライムローンと延滞率の上昇

「サブプライムローンには、次のような無責任かつ略奪的な特徴があった。

①期間は 30 年でプライムと同じであるか、元金の組み合わせ返済ではなく、当初(最長 15 年)の返済は金利のみの低額でもよい。②毎期の返済額は借手の都合で任意に設定できる。③当初は実勢よりも低い固定金利にし、数年後にそれより高い変動金利に切り替えることで、はじめの負担を小さくする。④融資審査にかかる要件が通常よりも緩いローン。」(42 頁)

「当初 7%で月額 2600 ドルだったのが、3 年目からは 13%の金利で 3800 ドルに跳ね上がる。」先例は中古車ローン。高い価格でローンが組まれ、返済できなければ車を返せばいいという仕組み。

2) 住宅ローン債権の証券化の歴史

ファニーメイ「銀行が住宅ローンの証券化を行い、その証券を買取る機関として 1938 年に設立されたことに端緒をもつ。」(43 頁)

1970 年にフレディマックが作られた。両者発行の債権は「暗黙の政府保証」がついた優良資産とみなされていた。

「1970 年代から 80 年代にかけて金融の自由化が進み、多くの長期の固定金利住宅ローンを抱えていた S&L(貯蓄貸付組合)が預金金利と貸付金利の逆ザヤから破たんした。それで金融機関が住宅ローンを安心して推進できるよう、住宅ローンを供与するリスクを分散させるため、証券化が推進された。」(43 頁)

預金貸付機関以外のノンバンクである民間モーゲージバンクが台頭、2006 年末現在の残高ベースで、住宅ローン市場は 10 兆 9000 億ドルに達し、全米金融資本市場の 30% (政府証券・機関債市場は 26%) (井村、2007a)

フレデリックとファニーメイ両者の発行する債券は 5 兆ドルで米国債に次ぐ信用力があり、海外でも 1 兆 5 千億ドルが保有されている。(44 頁)

3) 投資銀行による証券化商品の組成・転売モデル

住宅ローン会社はローン債権をジーニーメイ、ファニーメイ、フレディマック等に売却して貸付けを回収する。買い上げた諸機関と投資銀行は、この住宅ローン債権を担保にして

RMBS を発行する。これを投資銀行が買い取り CDO という第二の証券化商品が作られる。
(45 頁)

格付会社 ムーディーズ、スタンダード&プアーズ (S&P)

「ブランド力の高い投資銀行は、格付会社・モノライン・金融工学を使って、市場価格ではない人為的価格の金融商品を組成し、米国だけでなく、欧州のヘッジファンド、地方銀行、投資信託運営金融機関、年金基金など、最終投資家に売りまくったのである。」(49 頁)

4. サブプライムローン金融工学

1) 金融グローバル化とデリバティブ

1990 年代に始まる。「ウォール街＝財務省複合体」

冷戦の終結、軍事技術の民生転用、情報通信革命の先頭に。金融を武器に覇権体制の再編に取り組む。

2) CDS：金融工学を駆使した証券化

クオオンの登場、開発された金融商品

①RMBS (住宅ローン担保証券) サブプライムローンを集めて格付したもの

②CDO (債務担保証券) リスクを細切れにしたうえで他の証券とパッケージ化されたもの

③CDS (クレジット・デフォルト・スワップ) 投資家が CDO を買う時、その倒産に備えて保険会社と契約を結んだもの

④最初から CDS を組み込んだもの

問題は CDS でこれの所有者は、倒産しないと価値が生まれないので、倒産させようとする。

ブラックとショールズの「株式オプション価格理論」は株式の価格変動が、正規分布に従うという仮定からつくられたが、これは数年に一度は起きる大きな変動を除外したもので、その変動には対応できない。(56 頁)

5. 証券化商品とシャドバンキング・システム

1) 証券化商品推進派の主張と実際

2) シャドバンキング・システム

高田 (2009) 「仕組み証券市場では、従来の伝統的な預金者→銀行→企業、あるいは個人投資家→投資銀行→企業というルートではなく、機関投資家→投資銀行→家計部門という転倒的な金融仲介構造が形成されており、現実資本の運動は視野の外におかれているため、金融的価値増殖の特異性が生じる。

①住宅ローンその他は、それ自体が利益を生む金融取引としてではなく、仕組み証券を組成・販売するための手段・材料として位置づけられる。・・・

②機関投資家→投資銀行→家計部門という金融構造は、現実資本の蓄積 (= 産業資本の拡大再生産) から遊離している。利益の源泉は、家計部門の将来の所得であって、現実資本が新たに生み出す剰余価値 = 利潤ではない。

③投資銀行もまた、機関投資家と同根の問題に逢着する。…種々の取り繕い

④機関投資家は株式や社債・国債市場でも運用しており、仕組み証券市場と伝統的証券市場との間で連動関係が形成され、システムック・リスクの可能性が高まる。

⑤民間だけでは完結できず、政府の巨大な財務活動と中央銀行の絶え間ない『流動性供給』によって支えられている。」(59 頁、高田、91~3 頁)

毛利は機関投資家と投資銀行を対等と見ずに、「機関投資家の保有する貨幣資本を素材にして投資銀行がより能動的に活用する主役としてとらえ」(60 頁) ている。

3) 危機を招いた 5 匹のヤギ

第 2 章 世界金融危機への展開

1. 米欧における金融機関の破綻

1) 欧州における金融機関の破綻

2007 年 8 月 2 日、ドイツ中堅銀行の IKB 産業銀行、サブプライム関連への投資で損失を出す。筆頭株主の政府系金融機関ドイツ復興金融公庫が、IKB の自己資本の 5 倍強に当たる

80 億ユーロ（1 兆 3000 億円）規模の資金援助に乗り出した。（63 頁）

8 月 9 日、フランスの大手銀行 BNP パリバが計 16 億ユーロ（22 億ドル）相当の傘下の 3 つのファンドについて、業務を一時停止した。

9 月 10 日、英国住宅金融部門で 5 位につけるノーザンロック銀行が、75 店舗の前で取り付け騒ぎに、好く年 2 月 17 日、一時国有化。

欧州の銀行はユニバーサル・バンキングで銀行が証券投資をしていた。

2) 震源地アメリカでの危機の点火

投資銀行及びその傘下組織の経営危機が先行した。

米投資銀行ベア・スターンズ CDS をリードした。2007 年 8 月、ケイマン諸島に戸籍を置くヘッジファンド 2 社が破綻。FRB ガベアに対して最大 290 億ドル（約 2 兆 9000 億円）の資金援助を実施して、JP モルガン・チェースとの株式交換で身売りとなった。（64 頁）
ファニーメイ、フレディマックに対する支援。プライムローンの毀損、株価の下落、その債券は外国人が保有ということもあり、9 月 7 日にはアメリカ政府が 2 社を管理下に置き、債務保障を行うと発表、最大 2000 億ドル規模の支援。

2. リーマン破綻と AIG 救済

1) リーマン・ブラザーズの破綻

08 年 9 月 10 日、赤字決算発表後株価がゼロ近くに下落、15 日に破綻した。世界の金融市場は大混乱に陥った。海外業務の一部は野村証券が買収。8000 人の社員を抱えた。

2) AIG 救済と「大量破壊兵器」CDS

9 月 16 日、AIG 救済。FRB は、AIG の資産を担保に、最大 850 億ドルを融資することを決定。政府がかぶしきの 79.9%を取得する権利を確保し、実質国有化に踏み切った。

99 年の規制緩和で、もともとの保険会社が、非常に複雑なヘッジファンド、投資銀行、その他さまざまなものを手掛ける巨大企業となっていた。

救済資金の行方 ゴールドマン・サックスが最大の支出先。欧米主要銀行は AIG から多額の現金を回収していた。（957 億ドル）

「CDS の保証責任元である保険会社が潰れたら、リスクのある証券化商品を抱えているすべての会社が潰れる可能性がある。」（70 頁）

62 兆ドルの CDS 残高のうち、AIG の持ち高は 3700 億ドル、残りはどうなったのか？

3. デレバリッジと株価・為替相場の大変動

「アメリカの金融機関は、現金を確保するために世界中で売れるだけの資産を投売りしてアメリカの本社への送金を始めた。」（71～2 頁）

「9 月中旬から 10 月にかけて、多くの新興市場国や先進国の金融資産が売られ、株価が下落した。」

「2007 年 10 月末から 08 年 10 月下旬までの 1 年間に、新興国ではロシア 75.3%、上海 69.1%、インド 56.1%、韓国 54.5%、ブラジル 51.8%も株価が下落した。先進国では日本が最大で 54.3%、ドイツ、フランスが 45～46%、英国が 42.2%、米国 39.8%の低下であった。」（72 頁）

為替の動き：ドルは増価した。アメリカ金融機関がドル買いした影響。円はドルに対しても増価、証券化商品に乗り遅れたことでの安全弁としての円、円キャリートレードの手仕舞い。ユーロやポンドも上がる。中国はドルペッグの維持により変化なし。新興国の通貨は減価した。

4. 欧州の信用バブルの崩壊と対応

1) 欧州金融機関の破綻と市場の機能不全

損失額は世界全体で 4 兆ドル、米国で 2.1 兆ドル、欧州で 1.8 兆ドル。

ヨーロッパで住宅価格が上昇した国：英国、スペイン、アイルランド、アイスランドなどでは住宅バブル。バブル崩壊で損失が出ている。次に銀行がユニバーサルバンク型で証券の販売をしていた。証券化の資金がドル建てであったこと。大量のドルへの需要が高まり、日米欧の中央銀行は 1800 億ドルのドル供給を行った。

欧州金融機関の経営危機は、インターバンク市場の機能不全にあった。ドル建て金利の大幅上昇で日々の決済のためのドルを調達できず。(76頁)

EUにおける共通の監督体制の欠如

2) 協調利下げと公的資金注入

「金融市場を不安感が覆い、株価の下落が止まらず資産価値が失われていく中で、米欧中央銀行は10月8日、協調利下げという異例の行動に出た。米、ユーロ圏、英、カナダ、スウェーデンがそれぞれ政策金利を0.5% (スイスは0.25%) 引き下げるというものであった。」

(77頁) 日本は事実上のゼロ金利で引き下げる余地なし。

しかし、改善は見られず、公的資金注入へ

英国が先鞭をつける。金融機関に最大500億ポンドの公的資金枠を用意する、資金繰りに最大2500億ポンドの債券発行に政府保証をつける、イングランド銀行は2000億ポンドの流動性の供給。

ユーロ圏も10月12日緊急首脳会談、共同行動計画の声明発表。

5. 中東欧およびアジア諸国の金融危機

1) 住宅バブルの崩壊

2) 中東欧の新興国危機と対応

IMFに支援要請。「その結果、中東欧諸国の金融機関総資産は、EU金融機関に支配されることになった。」(80頁)

3) アジア諸国の為替・株式市場の攪乱

日本で損失を被ったのは、みずほファイナンシャルグループ、野村證券、農林中金ぐらい。株価は下落した。

「米欧に比べ、アジア諸国の株価の下げ幅が大きかった。これは、米欧金融機関や投資家の現地資産売りや本国回帰、輸出依存企業の販売不振と業績悪化、先行き不安を抱いた国内投資家の狼狽売りなどによるものだろう。」(83頁)

第3章 原油・穀物価格の騰落と投機マネー

1. 原油・穀物の先物市場における騰落と投機資本の流出入

「それまで株式市場や債券市場に投じられていた過剰貨幣資本がうまみのある有利な投資先を失い、投機マネーとなって石油や穀物の先物市場に入り込んで価格急騰を引き起こし流出するという構図を考えたほうがわかりやすい。」(88頁)

2. 世界エネルギー・食糧危機とその影響

3. 米国連邦議会公聴会における原因調査

4. 商品先物市場への投機資金流入の原因

5. 商品先物市場の規制の方向

第二部 世界同時不況とその克服

第4章 世界同時不況の諸相

1. 世界同時不況

2. 信用膨張型の震源地米国と欧州

1) 米国と欧州における実体経済の悪化

2) 信用膨張型の欧州先進国

3) 中東欧経済の動向

3. 輸出依存型経済

1) アジア諸国の不況転落

2) アジア諸国の景気回復

4. 資源立国型

1) ロシア

2) 中東産油国

3) ベネズエラ

5. 内需依存型の諸国

- 1) インド
- 2) インドネシア

第5章 米欧を中心とした金融安定化政策

1. 流動性・資金調達面での対応

1) 中央銀行による流動性供給と最後の貸し手機能

ベア・スターンズ救済で **FRB** は初めて預金取扱機関以外に融資を開放した。(131 頁)

「米国では、**FRB** が従来は預金取扱金融機関（預金銀行）に限っていたのを、①証券会社や保険会社等の非預金取扱金融機関への緊急支援を実施したほか、②**MMF**（マネー・マーケット・ファンド：公社債や短期金融資産で運用される投資信託のこと、元本保証はないが安全性が高く、預金に替わって広く保有されている証券投資への導入商品）や、③サブプライムローンの証券化商品 **CDO** に投資する器として大手金融機関が設立したトンネル子会社 **SIV**（仕組み債販売子会社）が、発行していた証券担保コマーシャルペーパー（**ABCP**）、④消費者および中小企業者向け流動性支援としてターム物 **ABS**（資産担保証券）融資ファシリティ、⑤モーゲージ市場の流動性支援として **MBS**（住宅ローン担保証券）買取プログラムなどの新設、など流動性供給を拡大した。」(134 頁)

「こうした積極的かつ果敢な危機対応の結果、**FRB** のバランスシートはほぼ 2 倍の水準に拡大した。金融危機の収束後は流動性ファシリティにかかわる資産は自然と縮小するとみられるが、問題金融機関からの買取資産等、流動性が低く資産価値が毀損する恐れのある資産についての出口戦略が **FRB** にとって大きな課題となる。」(135 頁)

2) 預金保険制度の強化と金融機関の政府管理

「公的資金注入だけでなく、政府が支配的な議決権を取得したり、旧経営陣を退任させて新経営陣を選任するなど政府が金融機関経営への関与を強める事例も見られる。」(135 頁)

2. 不良資産処理および資本増強面での対応

1) 「ブッシュ政権のポールソン財務長官は、不良資産を金融機関のバランスシートから取りのぞき、もって金融システムの安定回復を目指す『包括的金融安定化策』を、リーマン・ショック直後の 2008 年 9 月 20 日に公表した。予算 7000 億ドルは、米国人 5 億 500 万人で割ると、一人 2295 ドルの負担となる。・・・半年足らずで使途の約 95%が決まり、このうち予想される支出は約 5900 億ドル、すでに支出済み 3000 億ドルを筆頭に、金融機関以外の主体（例えば **GM**、クライスラーおよびその関連会社、住宅ローンの返済に困窮している個人）などへの融資など 1949 億ドルと続き、当初予定されていた金融機関の不良債権の買い取りは 1000 億ドルにとどまった。

政府は、法案成立から 1 週間で、**TARP**（不良債権救済プログラム）の目的を資産買い取りを掲げながら資本注入へ、さらに『他のあらゆる金融商品』を購入できるという条項を拡大解釈して、しかも金融機関のみならず支援対象を一般事業会社に広げた。この手法も国民の反発を呼んだ。」(137～8 頁)

「さらに加えて、1990 年代の日本やアジアの金融危機の際の不良債権は銀行債権であったが、米国のそれは多種多様なローンが細分化されて組み込まれ、かつ市場で流通することを前提に価格が決められていた証券化商品であるため、市場での取引が成立しなくなった中での買取価格の設定はきわめて困難であった。バランスシートに計上されている価格よりも低い価格で売却すれば金融機関には追加損失が発生する。高値で売却すれば金融機関にはインセンティブがあるが、政府（したがって納税者）は将来買取ったものを売却する際に損失を被る可能性が高まる、というジレンマを抱えるのである。

したがって、米国だけでなく各国の包括的政策パッケージにおいてまず取られたのは、不良債権の買取ではなく、公的資金注入により金融機関の資本増強をはかり、体力を強化することであった。」(138 頁)