

「宇野理論を現代にどう活かすか」Newsletter

(第2期第12号—通巻第25号—)

Working Paper Series 2-12-6

2013年11月

第I部 特集：恐慌と信用をめぐって

研究ノート：金融化 (Financialization) の諸論点について

李素軒 SOHEON LEE

(東京大学大学院 sohlee2011@gmail.com)

http://www.unotheory.org/news_II_12

「宇野理論を現代にどう活かすか」Newsletter

事務局：東京都練馬区豊玉上 1-26-1 武蔵大学 横川信治

電話：03-5984-3764 Fax：03-3991-1198

E-mail: contact@unotheory.org

ホームページ <http://www.unotheory.org>

研究ノート: 金融化 (Financialization) の諸論点について

李 素軒(イ・ソホン)¹

はじめに

本稿では、「金融化(financialization)」という概念で現代経済を捉えようとする金融化論に対して、それらが抱える諸論点への考察を通じた批判的検討を行う。金融化の定義は論者によって区々であるが、共通の出発点は70年代末頃から著しくなっている金融部門の量的膨張という現象である。それに対する多様な捉え方の中、最も包括的定義としては「金融的動機、金融市場、金融市場の諸主体や機関の役割が増大する現象」という Epstein(2005)のそれが挙げられる。このような金融部門の台頭という現状認識の上、それが経済にもたらす影響に対して批判的に分析するというのが政治経済学における金融化論が共有するコンテキストだと言えよう。以下ではそのコンテキストの中で今まで提起されてきた種々の理論的規定及び観点に焦点を当て、それらの限界と評価点について論じる。また、そこから得られた示唆点に基づき、韓国経済を対象とした現状分析を通じて世界的現象としての金融化の一様相に対して考察する。

1. 金融化論の諸論点に関して

1.1. 金融と実物のダイコトミー (dichotomy)

最近十何年間、金融化という主題の下で行われた先行研究の集積は著しい。主題が持つ包括性や時宜性のため、多様な観点からの金融化に対する理論及び実証研究が多量に生み出れてきた。しかし、現象としての金融化傾向の検証やそれが経済システムに及ぼす影響から一歩進み、その原因の解明に積極的に取り組んだ論者は限られている。さまざまな金融化論の共通項である金融膨張という現象に対して、その原因は何かという根本的問いへの答を提示している論者は、次の二つの類型に分かれる。金融化を実体経済の停滞の結果として捉える観点と金融市場の歴史的発展・変

¹ 東京大学経済学研究科修士課程 sohlee2011@gmail.com

容の結果としてそれを捉える観点がそれである。

前者の金融化＝実体経済停滞説には主にマルクス経済学の流れに立つ論者が属する。まず、金融部門の膨張そのものを論題として扱い始めた初期の論者として、長期波動論の Arrighi(1994)が挙げられる。彼は金融膨張を生産領域での過剰蓄積の結果現れる、長期波動の一つの局面として捉える。過剰蓄積に伴い生産部門での収益性が低下し、それに従って金融部門に向かう資金が金融の肥大化に繋がるのである。その次の段階はヘゲモニーの転換をもたらす恐慌であり、したがってサイクルの一局面である金融化は次のサイクルへの転換を予告するシグナルとして捉えられる。

同様に実物部門の収益性低下を金融化の原因として指摘する立場として、金融化をネオリベラリズム・レジームの一部として捉える思潮がある。その一例である Dumenil&Levy(2004) は、ネオリベラリズムによる規制緩和及び自由市場というイデオロギーの徹底化が金融化現象に繋がり、これは利潤率の低下に直面したケインズ主義的規制レジームに対する反作用であったと分析する。同じくケインズ主義的「蓄積の社会的構造」(Social Structure of Accumulation、以下 SSA と表記)から新自由主義的 SSA への転換の結果として金融化を捉えたのとして Tabb(2010)が挙げられる。

一方、独占資本主義論の Magdoff&Sweezy(1987)も今日金融化と呼ばれ始めた現象に対していち早く注目した論者である。彼らのターミノロジーを借りると、金融爆発(Financial Explosion)は独占・寡占化の結果による実物投資への需要減少の結果である。行く先がなくなった余剰の流れが、実物蓄積から金融投機に向かったという解釈である。Foster(2007)は、この観点を受け継ぎ、以前には実物経済の繁栄と同調した金融膨張が今日に至っては実物経済の停滞(スタグネーション)と同調している点が現代の現象としての金融化を特徴づけると強調する。

以上で検討した諸論考は、具体的な原因の提示においては相違があるにせよ、実物から金融への一方向的な因果関係として金融化を説くという点で共通している。これに対して、もう一方の流れでは金融発の要因に重点が置かれる。すなわち、金融化を金融部門の歴史的発展・変容の結果として捉えるのがそれであり、「株主価値」の極大化が、諸企業を始め経済主体の行動原理として浮上することを金融化の契機として強調する立場がその代表例である。この観点に立つ諸論者は、金融制度及びコーポレート・ガバナンスにおける変化のようなミクロ的レベルから金融化という構造変化にアプローチする。

その一例である Froud et al(2001)では、金融化が「生産者資本主義」から「クーポン・

プール資本主義」への転換として捉えられる。前者から後者への転換は、資本市場が単純な資金の仲介者の役割から企業及び家計の規制者に転化するにしたがって経済の中心が移ることで起こる。これに従って「株主価値の追求」を代表的な例とする企業や個人の行動様式の変化が生じるというのである。

Lazonick and O'Sullivan(2000)及び Lazonick(2010)でも株主価値極大化という「誤ったイデオロギー」の浮上が金融化の本質として捉えられ、それが従来の経済学によって正当化されてきた点を指摘する。その結果として自社株買い(stock buyback)が盛行し、それが金融部門の膨張、不公平な資源分配と不安定性の増加という点で経済への悪影響をもたらすというのがその主張である。

このように金融化＝金融部門の歴史的発展・変容説の流れでは、実体経済とは相対的に独立した金融市場の歴史的発展やそれと共に変容する制度的諸要因に分析の重点が置かれている。このような観点からすると、金融化は金融市場の発達による自然な帰結として解釈されるであろう。

しかし、以上までの二つの類型の金融化(の原因)論は、両方共通に、実物発あるいは金融発という一方向的な因果関係になっているが、この点については吟味の余地があろう。多くの経済学の潮流が事実上採っている、断絶された二つの領域としての金融と実物のダイコトミーに対して政治経済学が持つ分析上の強みは、両領域の異質性を明らかにしながらそれらを貫く資本の蓄積運動を分析のコアに据えることで、統一体としての経済システムの動学を分析可能にする理論的基盤を提供した点にあると言えよう。しかし、両領域の関係に対して、その相互作用の複雑性あるいは矛盾的性質は認識されつつ、それへの積極的究明を試みる理論は確立されていない。特に資本の蓄積運動においては、その重心が専ら生産の領域に置かれ、信用機構を含む金融市場の役割は生産の動きに受動的に反応する位置づけになる。金融化＝実体経済停滞説は、このような観点に徹底して金融化を捉えた結果の原因論である。同様に、金融化を専ら金融的現象として解釈する後者の流れも、資本の蓄積運動に作用する生産と金融の関係に対する説明の空白と関連していると言えよう。金融市場の歴史的発達の結果としての制度的要因のみを重視するこの観点は、それが経済システムのなかで如何なる構造的変化に繋がるのかをつかむには視野が狭い。

しかし、問題は二分された分析の枠自体から生じるより、それらを統合する仕組みに関わるものであろう。両領域のダイコトミーをむしろ積極的に分析の枠として前面に出し、そこからそれらを包括する統合的分析を試みるという手も考えられる。

Lapavitsas(2009a)がその一例である。Lapavitsas(2009a)では経済システムの流通と生産の両領域が分析の枠として積極的に採られる。その上で、金融化を流通領域が生産領域より相対的に早く発展した結果、つまり流通と生産の発展の非対称性として金融化を規定する。その非対称的発展の原因は①技術進歩による金融部門の生産性上昇、②労働市場及び金融市場の規制緩和であり、ある一方だけではなく生産部門の相対的低迷が金融部門の制度的要因と組み合わせられ生じたものとして見ている。

このような観点における、実体経済或は金融のどちらか一方の要因に金融化の原因を還元する傾向にある従来の議論に対して、両方の動きを包括しその総合を図った点は評価に値する。またここでは、単に実物部門の停滞と金融部門の発達という両者を共に指摘に留まらず、その量的非対称性が諸主体の関係の質的变化とどのように関わるのかがさらに分析されている。量的増加としての金融膨張以上の変化を問う意味での金融化論として、資本蓄積に関わる諸主体の関係に着目するのは適切な方法であろう。その変化の内容として取り上げられるのは、①大手の独占企業の資金調達が銀行から独立した点、②縮小した利潤機会への対応として商業銀行が個人向け業務や手数料目的の金融仲介業に転向し始めた点、③それによる個人・家計の金融市場への参加拡大である。

しかし、残された課題はこの非対称的発展の行く先がどこであろうかという問題である。非対称的発展はそもそも特異なものであるのか。すなわち、そもそも両領域の対称的発展たるものが一種の均衡であり、いずれそこに戻ることを含意するのだろうか。あるいは、Arrighi のように実体経済と金融部門が交互に膨張・衰退するサイクルをなすのであろうか。この問題は、金融化を資本主義の歴史的進化の軌跡の上に、どのように位置づけるのかという問題と深くかかわる。それに対する探求は本稿の当面の課題を超えるが、結論で再びもどって触れたい。

また、制度的要因を金融化の一要因として認めることから、次の論点である金融化における空間的範囲の問題が浮上する。以上までの議論はその問題を捨象した一般傾向としての金融化について考察してきた。しかし、金融化が世界経済共通の現象であるのかという問いに対して、まだその是非を判断するには早いであろう。それは「先進資本主義国家」以外の地域に対する実証研究の不足もあるが、制度が持つ地域ごとの特殊性のためそこから生み出される異質性の影響を考える必要があるからである。以下節を改めてこの点についての検討を行おう。

1.2. 金融化の空間的範囲

従来の金融化論が抱えるもう一つの限界として、スペースの問題の欠落という点が挙げられる。多くの論者も自ら認めているようにほとんどの金融化論は、金融化に対する単一像を想定し、それがあがる国家経済の場合に当てはまるか否かへの検証に偏重している。このような金融化論における地理的考察の欠如に対して、Christophers(2011)はそれには最近の資本主義経済における重要な地理的トレンドが見失われていると指摘する。国家経済という分析の枠の中で金融化という現象を定義することによって、その現象における重要な場である国際金融市場への分析及びそれを通じて作られる世界経済の地理を見失っているという批判である。この問題意識を踏まえ、以下では世界経済のスケールでの金融化の捉え方について考察する。

1.2.1. 国家次元の分析の世界経済次元への拡張

世界経済における金融化に対する研究の一つの類型として、アングロ・サクソン諸国の金融化が世界経済のなかでどのような位置づけにあるのか、その構図に対する説明を試みる Stockhammer(2010)と Lapavitsas(2009b)の研究が挙げられる。

Stockhammer(2010)では金融化の一側面である金融部門での脱規制の国際次元での分析が取り上げられる。金融自由化の後、その結果としての金融支配的蓄積レジーム (finance-dominated accumulation regime)の下、世界経済の諸国が辿った軌道は大きく二つに分けられる。「信用によって支えられる消費成長 Credit-driven consumption growth モデル」と「輸出主導成長 Export-driven growth モデル」がそれである。前者は、アングロサクソンの諸国が典型的例であり、負債が所得の低迷をカバーする形で成長を維持する。その結果としての資本流入は、さらに不動産市場やその他の金融市場のバブルを膨らませた。後者のグループには、民間消費が低迷する中、純輸出の成長が需要を引っ張る役割を担っているドイツ、日本等が含まれる。この異なる二つの成長モデルは相互依存的である。信用によって支えられる消費成長モデルは経常収支赤字を抱え、それはどこかの黒字国によってファイナンスされている。反対に、輸出による成長モデルはその純輸出を吸収する相手を前提とする。このような相互依存構造の下で、経常収支不均衡が生じ、維持されて来たという観点である。

Lapavitsas(2009b)では、途上国対先進国の構図で国際次元での金融化を捉える。ここでも同じく、国際レベルの金融化のコアは金融自由化になっており、その下で途上国は世界金融市場へ編入され、そこから生じる攪乱に脆弱になる。また、国際市場への参加のため途上国は膨大な外貨準備を保有することになり、その運用先の大半

がアメリカの国債であるため、マイナスの資本フローに帰結する。事実上これは、「貧しい国々が豊かな国々をファイナンスする」形であり、それが原因で相当なコストを途上国が被ることになるというのが Lapavitsas(2009b)での主張である。

両議論は詳細においては異なるが、いわば「金融化国」対「非金融化国」のグループへの両分の上、国際収支上のインバランスを重心にそれらの相互依存的な構造を指摘している点で共通している。しかし、このように国家次元での分析を世界経済の次元へ拡張しようとするアプローチでは、金融化に対する分析は国家経済のレベルで既に終わっており、国際経済のレベルにおける分析は事実上国際収支分析になっている。すなわち、金融化の特徴がよく当てはまる幾つかの国家経済があり、そうではない国々と一種の国際分業の関係を成しているということになっており、世界経済における金融化は国際金融市場の拡張及びそれと伴う自由化の動きという表層的現象に還元されその概念の意義や説明力が弱まっているのである。金融化を一つの傾向として見る際、それが一番著しく確認できるのは英・米を中心とする先進資本主義であることは確かである。しかし、そもそもそれを国の枠で先に切って既定した後、その後組み立てる方式での捉え方には、金融化という現象自体に不可欠な国際金融市場の役割やその基底にある世界経済システムの変化との関連を捉えるには限界がある。それら进行分析の中心に取り戻すためには、国家経済の分析の枠に捕らえられず、世界経済における金融化現象自体の空間的範囲に眼を向ける必要があるだろう。以下ではこの論点について活発に問題提起がなされている経済地理学の観点を検討することで、新しい分析スキームへの手がかりを探る。

1.2.2. 経済地理学的観点：資本主義の地理的不均等発展のうちの金融化

空間の軸の分析を欠如している従来の金融化論に対して、経済地理学的観点では金融化を本質的に空間的に広がりがある現象(spatial phenomenon)として捉え、そのためその過程及び影響に対する空間的分析が不可欠であると主張する。(French et al(2011), Christopher(2011), Pike and Pollard(2010))

これらの議論が主に理論的ベースとしているのは資本蓄積の空間理論を提唱した Harvey(1982, 1985, 2010)の議論である。Harvey は、資本の流れが作り出す空間を分析の中心に置くことで従来の政治経済学で捨象されていた空間の問題を浮き彫りにする。この観点によると、資本蓄積の運動に内在する矛盾は、絶え間ない空間の創出あるいは「空間的・時間的回避(Spatial-temporal fix)」を求め、金融化もその一類

型として捉えられる。すなわち、ある国家経済での金融化が先行して起き、それが国際金融市場を通じて波及していく形ではなく、最初から資本蓄積の世界的展開と深く絡んでいることになる。従って、ある局地的現象の世界的広がりではなく、資本蓄積が作り出す世界経済の不均等な地理と同時に現れる現象として理解されなければならないのである。

ある地域を原型とする単一像を想定し、それに符合する度合いによって金融化対非金融化地域の二項対立で捉える上述の金融化論に対して、このような観点からはむしろなぜそれが不均等な様相で起きるのかに着眼点が移される。従来の世界経済を対象とする金融化論は国際金融市場の規模面での拡大やその世界的統合へ進展という側面からその均質化過程に焦点が当てられ、金融化という現象の存在やその重みを示すことに偏重されている。その結果、その中で見られる異質性に関しては金融化論の領域外の問題として扱われる。しかし、国家経済から分析のスケールを広げ、世界経済の枠で金融部門の動きやその構造を捉えようとする、それは単に均質化或は収斂の過程ではないことが明らかであり、むしろその多様性の構造への説明に取り組むことが必要とされる。この点から経済地理学の問題意識と金融化論との繋ぎあわせの意義は認められよう。だが、その多様性の構造を分析する具体的方法論に関しては、まだ積極説が出されておらず、問題提起や方向性の提示の段階である。提案された方向性としては①世界経済における金融ネットワークと②そこでの行為者の「領域的埋め込み(territorial embeddedness)」への注目、③資本主義の多様性(Variety of Capitalism)アプローチの批判的受容等が挙げられる(French et al(2011), Lee et al(2009), Engelen et al(2010))。以上の提案それぞれに対する綿密な検討及び批判とそれに基づいた新たな金融地理(financial geography)の方法論提示は今後の課題にしたいが、本稿では以下節を改め、その前段階の作業として多様性の現状を確認する作業に取り組みたい。

1.3.小括

以上、従来の金融化論に対して①その原因を捉える観点と②金融化の空間的範囲の問題という二つの側面から検討を行った。そこから得られた結論としては、まず金融化の原因の考察において実物決定論や金融の自律性のある一方だけに還元せず両方の動きを総合する必要があるという点である。そのような分析のスキームとして、金融部門の制度変化と産業構造における量的変化を確認した上、両領域を貫く銀行・企

業・個人という蓄積の諸主体の関係が金融化の下で如何なる様子を示しているのかを探るアプローチが適当であろう。また、それが世界経済のなかでどのような構造を作りだしているのかを掴むには、国家経済を分析の枠とする金融化(米・英)対非金融化(独・日)という二分法から離れ、その現象自体の分析から空間の軸を入れることが要られる。問題の焦点を「なぜ金融化されるのか」から「なぜそれが多様な様相で起こるのか」に移し、従来の金融化論では取り上げることのなかったその空間的不均等性を照射することで従来の金融化論の流れを補完できよう。

以上の点を踏まえた具体的な方法論の理論化は本稿の範囲を超える課題であるが、その先決課題として金融化の下で世界経済の諸地域から見られる多様性を確認する作業が必要とされる。そのため、西欧資本主義のステレオタイプから離れた、周辺国に対する実証研究は検討に値する主題であろう。以下ではそのような地域の一例として、韓国経済における金融化の様相を検討する。

2. 韓国のケース:金融自由化から 2008 年世界金融危機まで

金融化の実証研究は米・英を始め、ユーロ地域、OECD 諸国を対象としたマクロ経済的アプローチ(Krippner(2005), Epstein(2005), Lapavitsas(2012), Orhangazi(2008), Palley(2013), Stockhammer(2004, 2008, 2010) 等)から企業レベルでの事例研究(Froud et al.(2006))や制度・文化研究(Martin(2002))のようなミクロ的アプローチまで、それを捉える理論的観点の多様性の分だけスペクトルが広い。まだ定説というものが確立するには、研究の量や議論の歴史が浅いが、これらの研究から共通に確認できるのは、西欧先進国は全般的に金融化の傾向を示し、それが他の途上国にも及んでいるという認識である。また、前節でも述べたように、金融化の典型的例として米・英が、それと対立的な例として独・日がよく挙げられることも確認できる一つのパターンである。しかし、その中での韓国経済の位置づけについては、他の地域に比べ先行研究が少ない方であり、まず金融化傾向の存在自体を巡っても賛否が分かれている。それは、韓国経済が辿った特殊な歴史的軌跡の上、金融化の典型として呼ばれるアングロサクソン資本主義の性格とその反対例とされる独・日の性格が混合された形の金融制度と産業構造の組み合わせが造られたためであろう。以下では、金融自由化以後から 2008 年世界金融危機までの韓国資本主義の軌跡を辿りながら、そこにおける金融化の様相を分析する。

2.1. 金融自由化以降の韓国経済:概観

2.1.1. 金融自由化と金融部門の量的膨張

韓国における金融自由化への動きは危機以前の時期である90年代初から既に始まっていた。OECD 早期加入を目的とし、1993 年新しく政権を握った金泳三(キム・ヨンサム)政権(1993 年～1998 年)は以前までの介入主義的経済政策から経済自律化及び開放を標榜していた。OECD 加入要件の充足という目論みで 1993 年6月末に発表された「金融自律化及び市場開放計画」の主な内容は、①金利自由化、②通貨管理方式の改善、③与信管理制度改編、④短期金融市場発展、④外国為替及び資本取引自由化などの段階的推進であった²。このような制度変革の結果、多量に入ってきた短期性資本流入はその後通貨危機の有力な要因として知られている³。しかし、危機の際 IMF によってくださった診断は金融制度の未整備及び「縁故資本主義 chony capitalism」の問題であったということで、それに対する処方としてグローバル・スタンダードに合わせた金融制度のラディカルな改革が強いられた⁴。その措置によって、金融システムの更なるアングロ・サクソン化が進まれた。とりわけその前まで漸進的に行われてきた資本市場の自由化が加速し、97 年危機の際急減した資本流入はその後早い回復を見せた。その後 2008 年グローバル金融危機までの資本流入の動きは、変動の激しい様相を見せながらストックにおいて増加している趨勢であり、90 年代初頭に比べ株式投資の比重が大きくなっている点が特徴的である。国内株式市場の拡大に

² 朴(2009)

³ Chang et al.(2008)

⁴ IMF Memorandum of Understanding の主要内容

1) 第1、2、3次緊急資金引き出しのための覚書 (1997. 12. 3 及び 24)

- 財政金融緊縮及び市場金利上昇の許容
- 金融改革関連法案の国会承認と不堅実な金融機関の構造調整
- 貿易及び資本自由化の加速化
- 結合財務諸表の公表及び財務諸表の透明性強化
- 財閥系列社同士の相互債務保証慣行の改善
- 労働市場の柔軟性引き上げ
- 外国人株式投資限度の過度期的引き上げと究極的廃止
- 短期金融商品開放の日程組み
- 利子制限法の廃止
- 貿易補助金の廃止

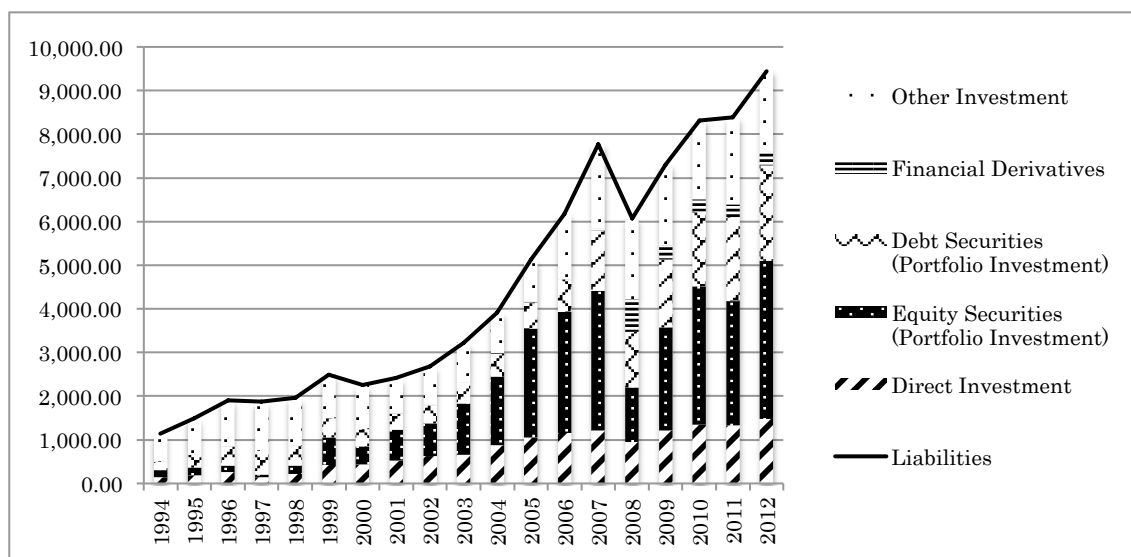
2) 第4次資金引き出しのための覚書

- 短期対外債務の迅速な満期延長及び国際民間資本市場での資金調達拡大
- 韓国銀行の外国為替支援は、翌日信用等の満期延長がされていない信用に限定
- 改革の加速化と信頼の回復を通じた金利安定基盤の作り

歩調を合わせ、2000年代以降韓国株式市場における外国人所有株の比重は、変動しながらも約30%を維持しており、国際金融市場への統合度が高まるなかで外国資本依存度も高い水準である側面が見られる(図1、図2)。

資本流出入の構成から見られる特徴として、2000年代後半における派生商品の比重増加も注目に値する点である。1999年「韓国先物取引所」の創立された以降、韓国の派生商品市場は急成長し、2010年には世界派生商品取引の中15.9%を占め、アメリカ(32.5%)を次いで世界2位の取引量を記録している⁵(図1)。

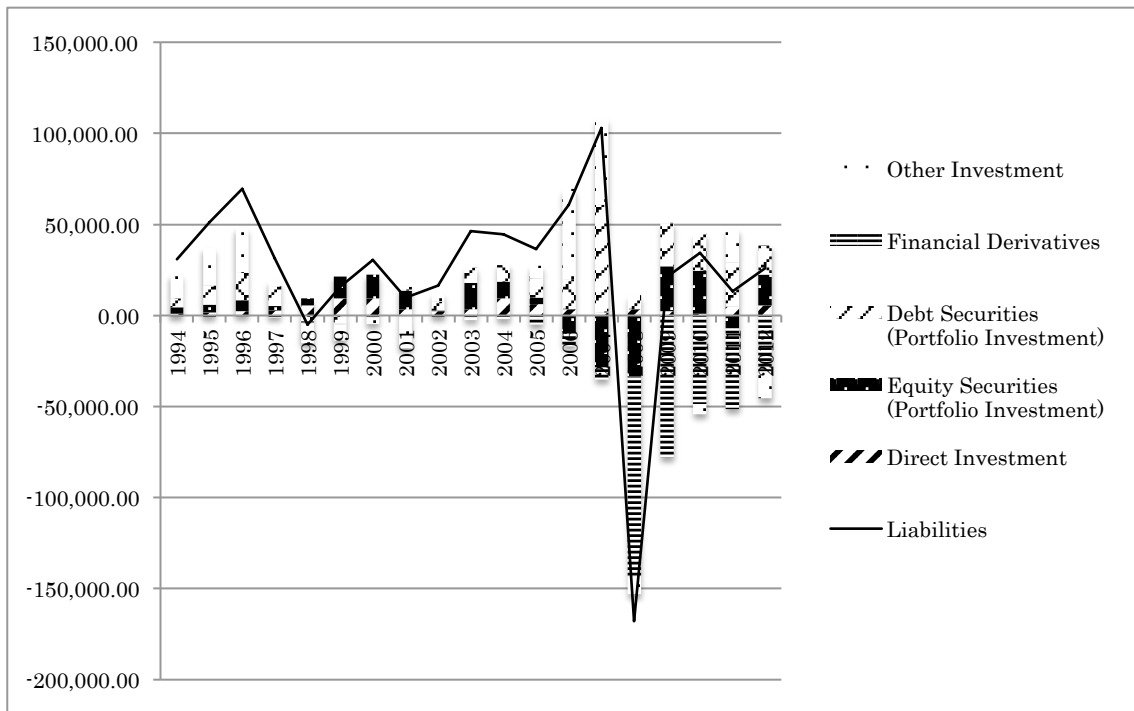
<図1:外国人投資推移(ストック&フロー)、単位:百万ドル⁶>



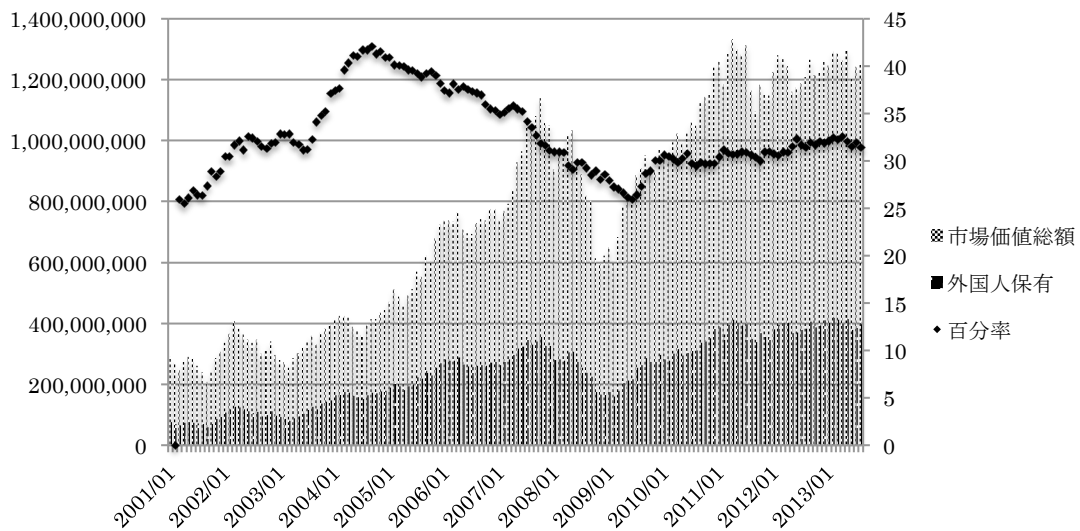
⁵ 金(2010)

⁶ 韓国銀行経済統計システム(ストックは国際投資対照表、フローは国際収支表基準)。

Other Investment には Trade credits, Loans, Currency and Deposits, Other Liabilities が含まれる。



＜図2: 株式市場の市価総額(単位百万ウォン)及び外国人保有株総額比率⁷＞

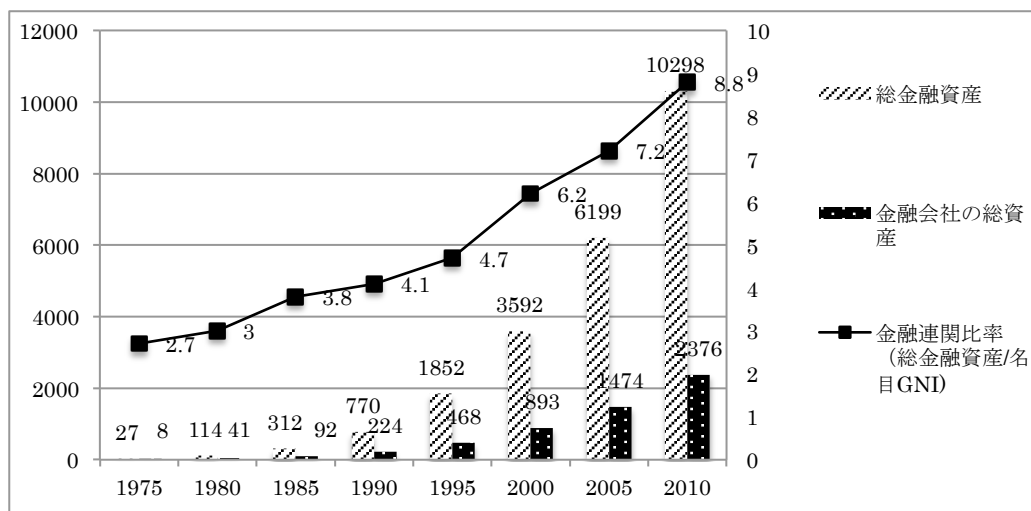


このような金融構造の改編はその後続いた金融部門育成への政策的奨励と組み合わせられ、諸主体の金融市場への参加を促し、金融部門の量的成長は続いて行った。金融資産の総額は2000年3592兆ウォンであったのが、2010年にはその倍を超える

⁷ 韓国取引所(KRX)ウェブデータ

10298 兆ウォンに至っている。名目国民総所得に対するその比率で計算した金融
 連関比率(FIR: Financial Interrelation Ratio) も増加し続けている(図3)。⁸

<図3: 韓国金融市場の諸指標(単位:兆ウォン)⁹>



2.1.2. 産業構造の特徴: 製造業中心の成長レジームと高い貿易依存度

金融部門が著しい変容・成長を遂げる中、依然として韓国経済の成長の中心軸を成
 してきたのは製造業であった(図4)。製造業の対 GDP 比重は緩慢ではあるが継続的
 に増加趨勢にあり、その絶対的水準も国際比較において高い水準である(図5)。

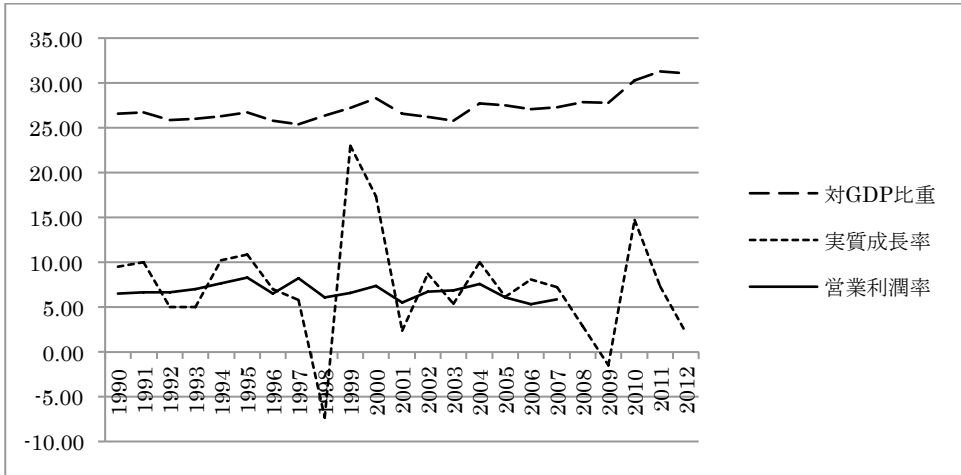
しかし、急成長する中国を始めとした新興国との国際競争に直面し、新しい成長動
 力模索への必要性に対するコンセンサスが広まっているのが韓国製造業の現状であ
 る。製造業全般にかかる成長率と利潤率の低迷の中、大企業と中小企業の利潤率格
 差は広まる趨勢であり、韓国製造業が抱える構造的問題として提起されている¹⁰。

⁸ 国際比較的观点から見ると、韓国の金融連関比率 8.87(2009 年基準) は米(10.11)、英(17.79)、日(11.62)
 より低く、ドイツ(8.75)よりは少し高い水準である。

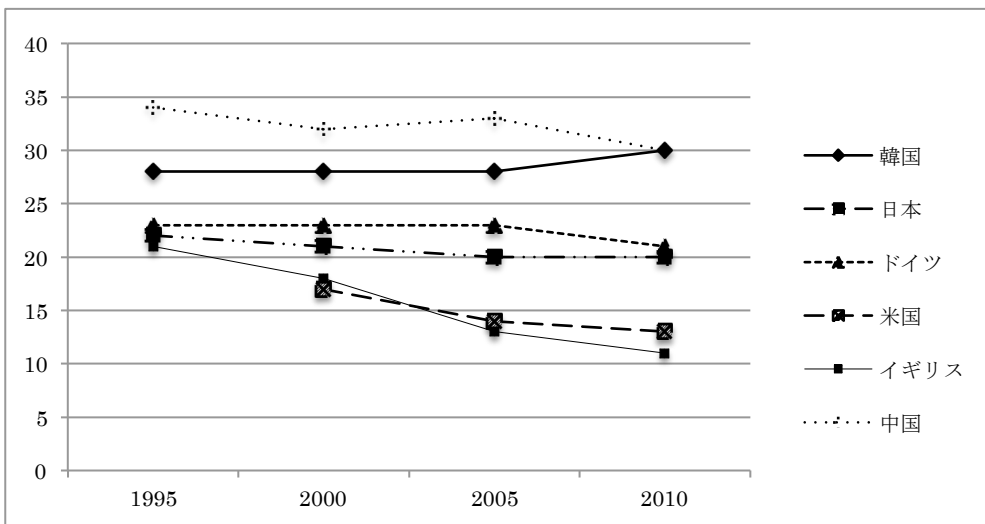
⁹ 金融委員会(FSC)「金融 60 年年表」により再作成。

¹⁰ Cho(2007)

<図4 製造業関連諸指標¹¹>



<図5 国際比較¹²>

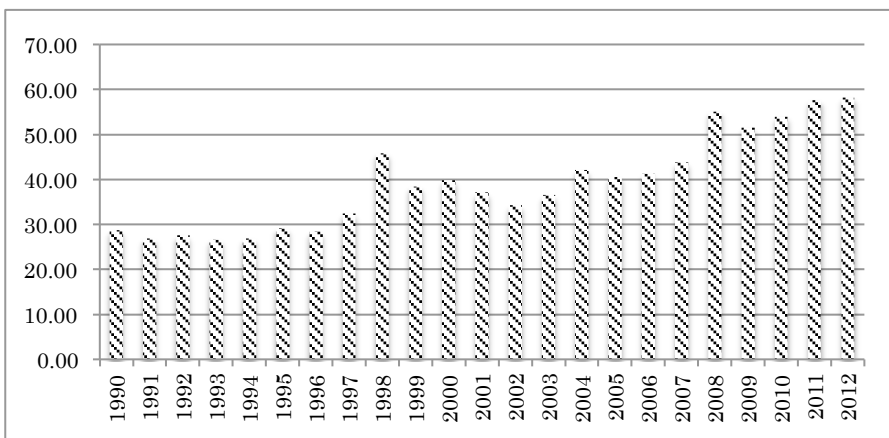


韓国のマクロ経済に対するもう一つの定型化された事実として、貿易依存度が高いという点も欠かすことはできない。強力な国家政策の支援下での輸出主導型成長レジームから、「新自由主義自」という用語で纏められる自由化レジームへの転換を経ながらも、製造業を中心とする輸出部門は常に韓国経済の主エンジンであった。増加し続けてきた輸出規模の趨勢は2012年には対GDP比率57.3%に至っており、国際比較においても高い水準である。(ドイツ52%、日本15%、2012年。世界銀行データより)

¹¹ 韓国銀行経済統計システム

¹² 世界銀行ウェブデータ

<図6 対 GNI 輸出比重推移(%)¹³>



以上のようなマクロ経済の概観から見ると、金融部門の成長は続いているが、その経済システム全体における位置づけから見ると、金融化の原型とされる米・英モデルと符合する側面は必ずしも明らかではない。むしろ、それへの対照的例として挙げられる独・日型の製造業中心の輸出主導成長レジームの伝統が健在しているように見える。しかし、金融化の一次的様相は金融部門の量的膨張という現象であるが、それが意味する経済システムにおける構造的変化を分析するには、量的膨張と繋がる質的变化の内容を捉えることが不可欠であるという点は前節で既に述べられている。したがって、マクロ的量的比較のみでは捉え切れない質的变化を掴むため、よりミクロ的レベルで諸主体間の関係に生じた変化を探る必要がある。以下では、その点に焦点を移して韓国における金融化の様相を検討する。さらに97年以降から2008年世界金融危機まで韓国における国際資本フローの動きやその影響を確認することで、世界経済の金融化の中での韓国の位置づけに関して考察する。

2.2. 韓国における金融化の様相

2.2.1. 質的变化としての金融化

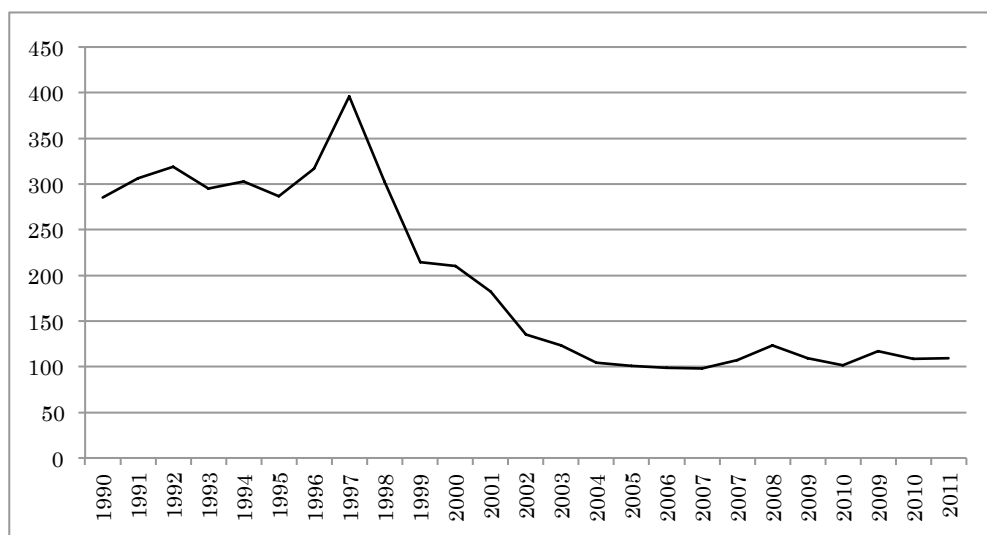
前節でも紹介された Lapavitsas(2009a)では、金融化を資本蓄積の諸主体間の関係における変化として捉え、以下の三つの傾向で規定する。①大企業の資金調達における銀行依存度の低下、②銀行の事業多角化、③個人の金融市場への参加拡大がそれである。金融化という大きなトレンドの骨子として規定されるこの三つは、程度の差はあるにせよ成熟した資本主義経済の特性にまで一般化可能な点でもあろう。しかし、

¹³ 韓国銀行経済統計システム

すべての先進資本主義国が金融化一色に向かっているのかという問いに対しては、それが単に均等化の過程だけではないという前節後半の論点を想起させることが必要である。すなわち、一般傾向のなかで地域ごとに多様な構造を作りだす過程として金融化は捉えられるのである。世界経済のスケールへ分析の視野を本格的に広げることが本稿の範囲を超えるが、今の段階では韓国経済における一般傾向の存在を確認することから始めたい。

第一に、企業の銀行依存度の低下の傾向について確認しよう。通貨危機を契機として行われた金融システムの変革の影響が直ちに現れたのは、企業及び銀行の資金調達・運用構造であった。かつて政府の支援の下で銀行からの「政策金融」に頼りながら成長してきた大企業らは、通貨危機を通じながら貸出を著しく減らした。危機以前の資金調達は主に外部資金に依存したが、危機後内部資金中心の資金調達構造になり（内部資金対外部資金の比重は、1990~97年の平均は約 30:70 であったのが1998~2004年には 54:46へ反転¹⁴）、外部資金調達においては銀行からの間接金融より資本市場などを通じた直接金融への依存度が高くなっている趨勢を示している。

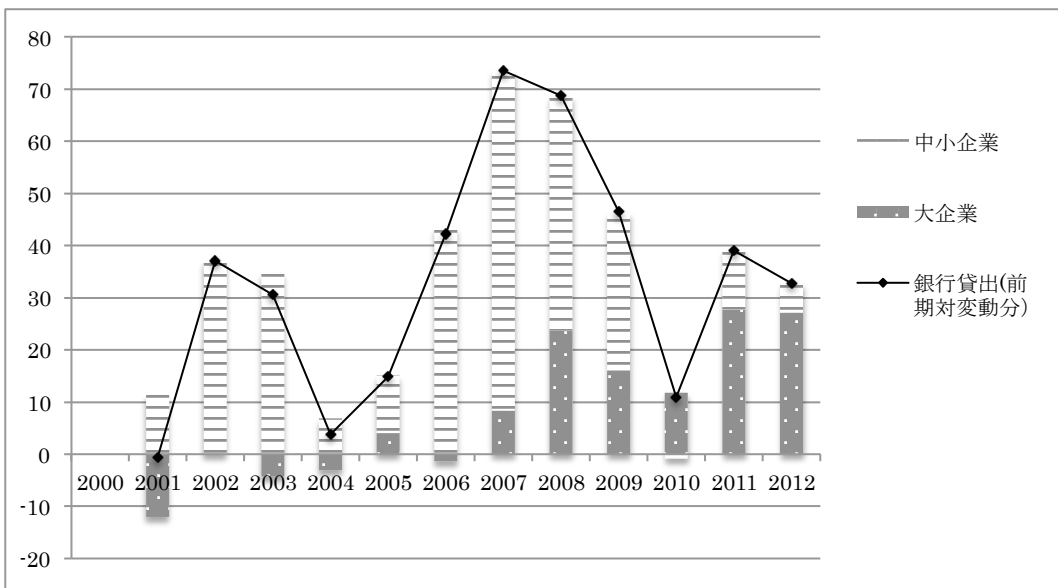
<図7: 製造業部門の負債比率推移¹⁵>



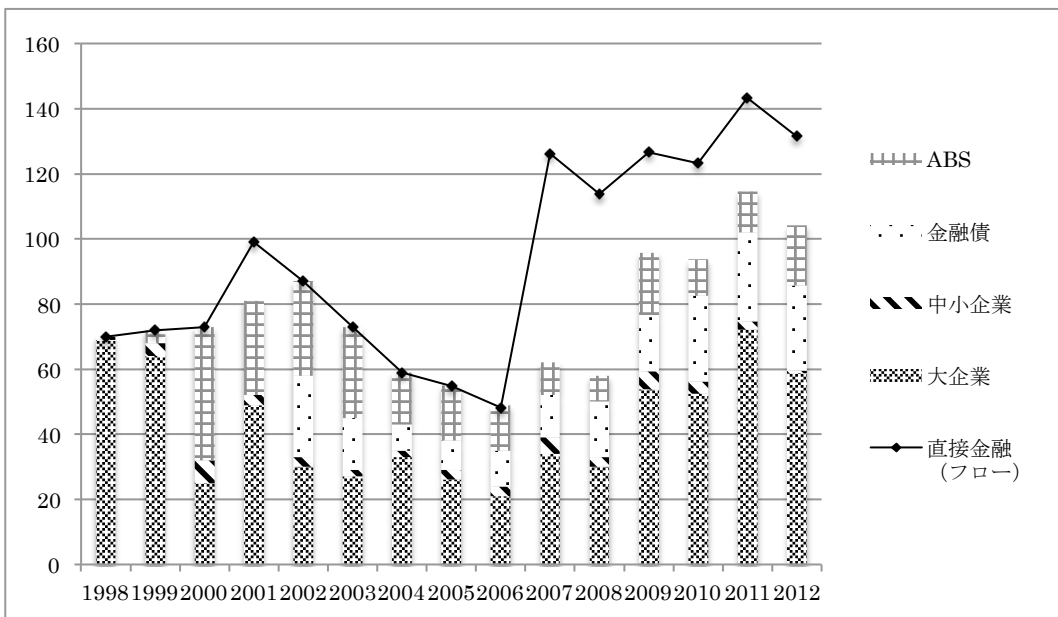
¹⁴ 催(2006). P.3.

¹⁵ 韓国銀行経済統計システム. 負債比率 = (負債 / 自己資本) × 100. 非金融法人の負債比率の推移データが揃えなかったため、韓国の主要大企業が属する非金融企業の代表的例として製造業部門のデータを使用。

<図8:企業の資金調達の推移 ①銀行貸出(単位:兆ウォン)¹⁶>



<図9:企業の資金調達の推移②直接金融(単位:兆ウォン)¹⁷>



同時に内部留保率は増加し続き、2012年韓国10代財閥のそれは1441.6%に至る史上最高値を記録した¹⁸。それと軌を一にする現象として、2000年代に入ってから企業

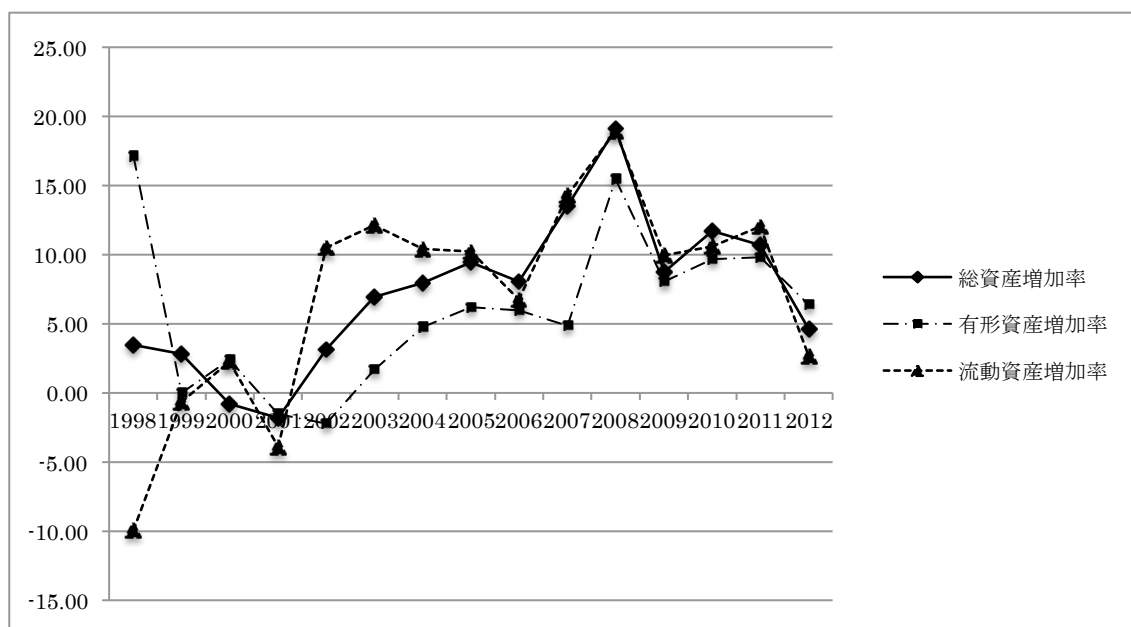
¹⁶ 韓国銀行経済統計システム。月末のストックデータからその変動分を計算。分類体系の変更によって中小企業／大企業の分類データは2000年から出されている。

¹⁷ Ibid. 金融債には銀行債は含まれていない。

¹⁸ 韓国取引所(KRX)ウェブデータ

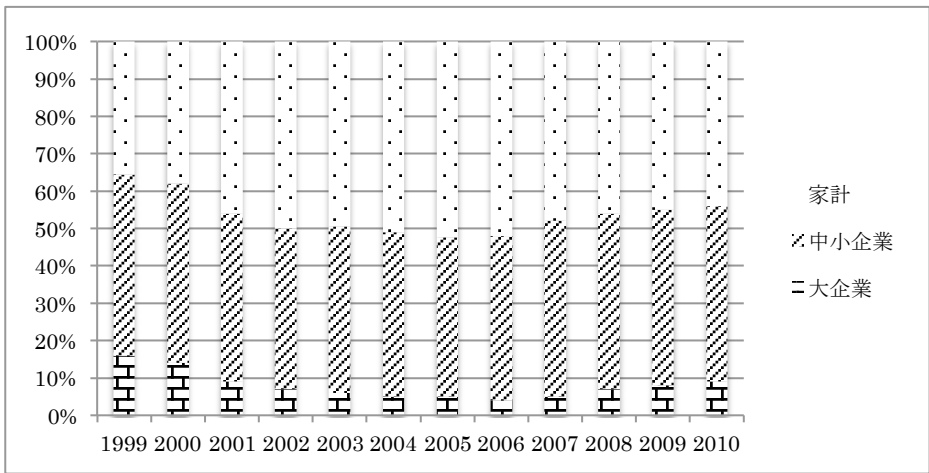
の有形資産増加率は流動資産増加率を下回り、設備投資の低迷に対する懸念の声が高まっている。その背景として、①危機の経験による現金性資産選好と②実物投資から金融資産投資への資金運用パターンの変化等が考えられる。韓国経済の金融化傾向と投資の不振に関しては、以下の二つの実証研究が出されている。Shin(2012)では韓国経済を対象とした計量分析を通じて金融化と非金融法人投資の負の相関関係を示す。同じく計量分析に基づき Seo et al.(2012)では金融化と韓国における企業のR&D 投資の低迷との関連を指摘している。

< 図10: 製造業における資産の増加率 >



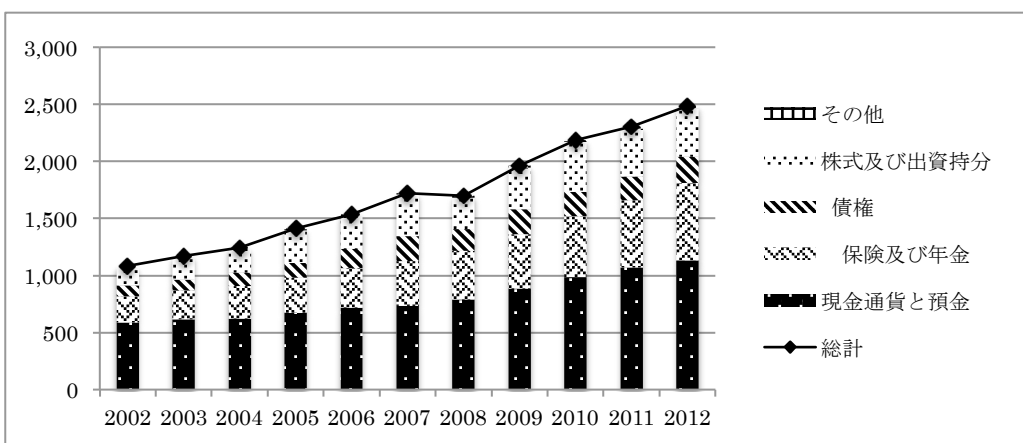
第二に、以上のような大企業の資金調達行動の変化はそれによって生じた銀行側の変化に繋がる。80年代までの「政策金融」体制の下では、銀行の主な利潤源は政府の庇護の中で急成長する大企業への融資であった。しかし、上述のように大企業の脱仲介化が進むことによって2000年代に入ってから銀行部門は家計や中小企業への資金仲介の拡大や金融商品取引を通じて利潤源を確保しようとする動きを見せている。

<図 11: 銀行の貸出先別金額比重推移¹⁹>



これは、家計の金融市場への参加拡大という三つ目の特徴にも直結する事実である。この傾向のなかで、とりわけ家計負債の急増は 2013 年には歴代最大水準である 980 兆ウォン(2013 年第2四半期、韓国銀行発表)まで至っており、史上最大の数値で懸念の声が高まっている。また、銀行を通じた受信の額とともに、家計の金融資産の規模も増加し続けていることが確認できる。とりわけ預金以外の金融資産の額の増加が著しく、株式や債券のような直接金融市場を通じた取引の比重も増加していることも金融化傾向の文脈で注目すべき特徴であろう。

<図 12: 家計の金融資産の規模推移>



以上のように、大企業・銀行・家計の金融的關係における変化という観点からすると、

¹⁹ 金ら(2010)より再作成

韓国経済は金融化の大きなトレンドに従っている側面が多いと言えよう。しかし、その一般的傾向の中で韓国経済のケースで言える特殊性は何処にあるのか。以下では、グローバル資本移動の動きの中で韓国経済が示す特徴を通じて、世界経済の金融化が韓国経済ではどのように現れているのかを確認し、金融化の地理的不均等性に対する手がかりを探る。

2.2.2. 世界経済の金融化とそれにおける韓国経済の位置づけ: 2008 年グローバル金融危機の経験を中心に

国際金融の構造を分析するツールとして伝統的によく使われて来たのは国際収支分析であったが、多者間の与信・受信関係としての金融取引の本質や信用膨張というメカニズムを考えると、その動向を一次的に掴むためもっとも適切な指標はグロスの資本フローであろう。90 年代半以降の世界経済の資本フローの動向を見ると、その大部分を占めるのは先進国であり、2008 年危機の際見られる大幅の変動を説明するのにも殆ど「先進国」のそれであった²⁰。このような世界経済の金融化におけるメインプレイヤーとしての先進資本主義経済発の資本移動が、エマージング・エコノミーとして括られる周辺国に如何なる影響を与えるのかは、国際金融の一つの論点である。とりわけ、金融危機の際見られる資本の急な引き上げによって起こされる攪乱は、周辺国が抱える大きな問題であろう。いわゆる「ホットマネー hot money」の問題において、97 年アジア通貨危機の韓国経済のケースは良い例である。しかし、97 年通貨危機とその後の金融改革を経てホットマネーやグローバル金融市場の攪乱に対する免疫力が上がったかという問いに対して、2008 年グローバル金融危機の際韓国経済が示した脆弱性は否定的な答になっている。急激な資本流出とウォンの暴落という点で 2008 年リーマンショックと 97 年通貨危機の韓国経済は類似したパターンのように見える。しかし、両ケースを区分する一つの重要な要因として派生商品の役割が挙げられる²¹。97 年の通貨危機においても、変動為替レート体制の下でリスク回避のため多様な派生商品が使われており、それがホットマネーの流出入が可能な環境を作り、さらにそれを促進した側面があった点を強調する立場もあるが(Dodd(2000))、図1で確認できるように韓国のケースでは 2000 年代に入る前までは派生商品は目立たない水準である。それは韓国における金融化の進展が 97 年の危機までにはあまり進まれていなかった点とも関

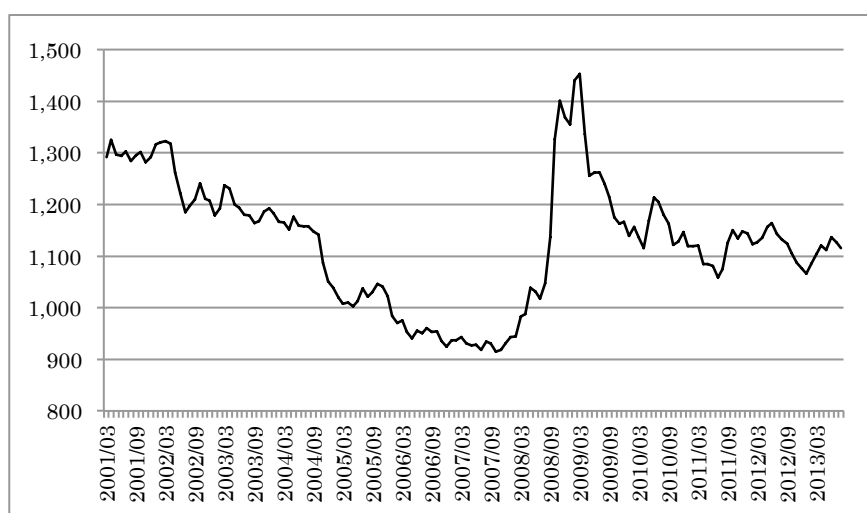
²⁰ Borio and disyatat(2011), P.14. 図5参照。「先進国」にはオーストラリア、カナダ、デンマーク、ユーロ圏、日本、ニュージーランド、スウェーデン、イギリス、アメリカが属される。

²¹ Bhushan(2012)

連であろう。金融構造の急転換を通じて金融化が早い進展を示す中で、2008年のショックに対して韓国経済が他の国に比べて相対的に打撃が大きかった背景は何であるのか。以下ではリーマンショックによるグローバルの信用逼迫とそれによる資金の引き上げという場面からの展開に焦点をしばって検討する。

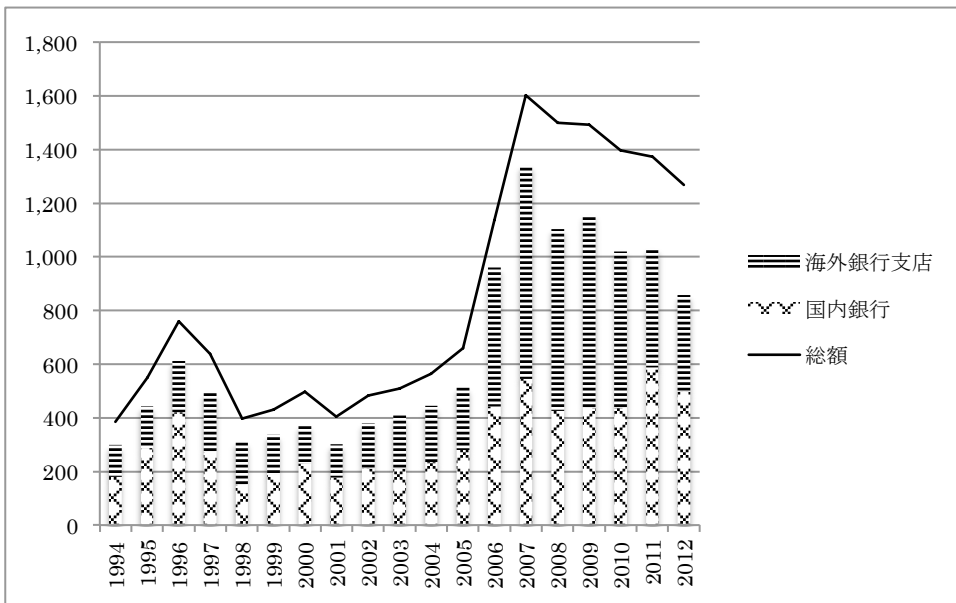
アメリカ発の金融危機の一次的伝達経路は為替レートであった。リーマン・ブラザーズ破産後の世界的デレバレッジの中で、韓国金融市場から膨大な外国資金の引き上げが生じ、ウォンの急な下落に繋がった。その資本流出の殆どは短期外債であり、上で述べたように巨額の短期外債の急な流出という特徴は1997年通貨危機の時と似ている。しかし、今回の危機での特徴は、その短期外債の大きい部分が為替ヘッジ目的の派生商品契約と関連していた点である。

<図 13:ウォンの対ドル為替レート(終値、平均)²²>



²² 韓国銀行経済統計システム

<図 14: 短期対外債務の推移(億ドル)²³>



97年の危機後安定局面に戻ったウォンの価値は、2000年台初頭から上昇趨勢を示した。為替差損を回避するため、韓国の輸出企業及び海外投資をしていた資産運用会社等は先渡市場でドルを売ることによって為替リスクをヘッジしようとした。その購入側は国内銀行及び海外銀行の国内支店であり、IMF(2011)によると銀行側の為替リスクポジションの調整は以下のような仕組みであった。まずオフショアからドルを借り(海外銀行支店の場合本部から)、それを直物市場で売る。その取引を通じて得たウォン貨資金を運用し、それで先渡契約に必要なウォンを払のである²⁴。Bhushan(2012)によると、国内銀行の場合、海外銀行の韓国支店と為替スワップ(直物ドルの買いと先物ドルの売り契約)及び通貨スワップ契約を結ぶことで為替リスクをヘッジした。

このようなヘッジ構造は以下のようなメカニズムで銀行部門の対外負債の急増をもたらした。まず、ウォンの価値上昇のためのヘッジングによるウォンのさらなる上昇があった。ヘッジのため海外からドルを借り入れ、直物市場でそれを売る取引がヘッジ取引の構造に入っているため、ウォンの対ドル価値は上がり、さらなるヘッジが必要となる。このような連鎖が働いていたのである。2008年6月時点での韓国の総対外負債4200億ドルの内、41%(1760億)が短期外債であり、その中の940億が上述のような未来キャッシュフローに対する為替リスクヘッジから触発されたのであった²⁵。(図13、

²³ Ibid.

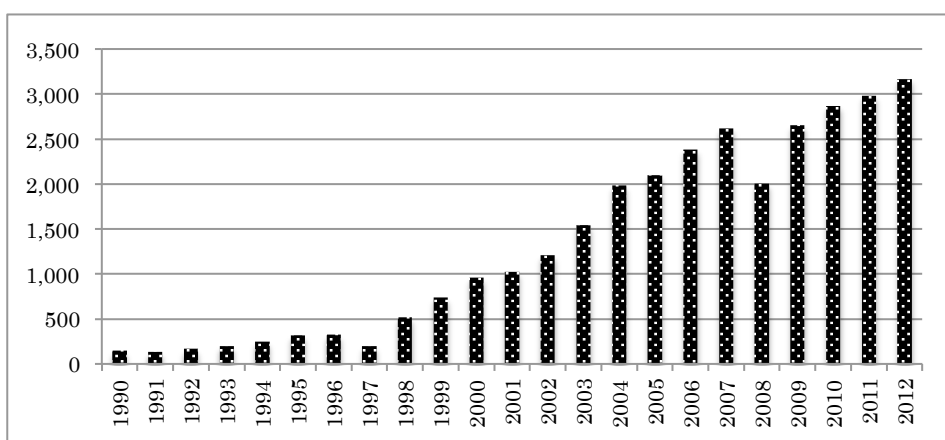
²⁴ IMF(2011).P.13.Box 2の図参照。

²⁵ 金融委員会(Financial Services Commission)(2008). Bhushan より再引用

図 14)

このような状況でリーマンショックによるグローバルな信用逼迫で、海外資本の資金回収が始まった。220 億に相当する 2008 年韓国からの資金回収のうち 110 億は海外銀行の韓国支店を通じたのであった。その結果、97 年以降保有量をかなり増してあった外貨準備にも関わらず、ドル不足とウォンの価値暴落に帰結し、危機的状況に落ちたのである。

<図 15:外貨準備残高(億ドル)>



以上の事例から確認できるように、2008 年危機における金融派生商品の役割は注目すべきである。それは、アメリカで危機勃発の原因のみであったのではなく、それを用いてヘッジングをしていた韓国のようなエマージングマーケットにおける危機波及過程でも一つの重要な要因であったのである。アングロサクソンモデルを追い、為替の変動から資本移動にかける金融市場全般の自由化を施し、それから生じる変動に対しては派生商品という市場原理に沿ったメカニズムで処理するという新自由主義レジームは、2008 年の経験を通じてその限界が露呈した。難局を打開するため政府当局が採った措置は、今までの方向とは真逆の積極的介入であった。GDP の 4% に相当する積極的な景気刺激策と通貨政策を通じた流動性供給の上、主要輸出先である中国経済の需要のお陰で、危機後比較的早い回復が見られた。しかし、1997 年と 2008 年の経験を通じて明らかになった外国資本フローに対する韓国経済の脆弱性に対する解決案はまだ出されていないままである。朴ら(2012)によると、他のエマージングマーケットに比べても、韓国への資本流入における短期利益狙いの「随時流出入性資本」の比重は高い方(2000 年代 83%、新興国平均 49%)であり、08 年の危機の際他の新興国

にくらべて打撃が厳しかったのはこの故であろう。国際金融市場の大きな資金移動の波への対比策なしには、97年08年のエピソードは韓国で繰り返されかねない。エマージングマーケットが抱えるこの問題にたいして、「自由な資本移動による効率的資源配分」の重要性を力説してきた IMF のような国際機関次元でも、最近その深刻さが認められ議論がなされている (IMF(2011))。

2.3. 小括

97年通貨危機以降、韓国経済は「金融市場の先進化」を目的として金融自由化の道を歩んで来た。その中で金融市場の成長と国際金融市場への統合の進展は、世界経済の金融化に韓国経済も乗じることに帰結した。それによる韓国金融システムの変容のなかで、産業構造は昔ながらの製造業部門の輸出中心構造が維持されている。従って、為替レートの変動は韓国経済のパフォーマンスを決める重大な要因になり、介入主義から自由主義へのレジーム変化の下で、諸行為者は金融工学という新技術に依ってリスクに対処しようとした。しかし、2008年グローバル規模の金融危機の結果で国際金融市場の信用逼迫が生じ、メインプレイヤーである海外資本の資金回収の波のなかで、韓国経済はウォンの暴落と流動性不足による動揺にさらされる。為替レート変動のヘッジング目的の派生商品契約はさらにこの波及を深化させる影響をもたらした。このようなエピソードから、国際金融市場におけるマイナープレイヤーとして編入しながら、輸出業中心の産業構造を持つ韓国経済が抱える二重の脆弱性が考えられる。すなわち、世界的金融化の傾向に深く編入されそこからの攪乱に露出され、またそのスタンダードへの遵守が要請されながら、製造業の輸出中心の構造は為替レートの安定という課題を課されるのである。これを派生商品を用いたリスクヘッジングというツールで試みたが、2008年の経験はその限界を明らかにし、金融市場の攪乱と世界的需要低迷にしたがった輸出不振という二重の打撃を被ったのである。金融市場の国際的統合、その経済システム全体における影響力が強まる世界的金融化の下で、新興国には「金融先進化」を通じてその波に乗ることだけが勧められたが、内需が堅実ではなく対外依存度が高い国にとってその路線がもたらしうる危険を熟考する必要がある。そのため金融化という世界経済の大きな潮流に対する理解が先決されなければならないのであろう。

おわりに

2008年の破局を通じて、金融部門の自由放任的成長に対する反省や「再規制 (re-regulation)」の必要性へのコンセンサスが形成されており、それを実行するための制度整備への動きも見られている。しかし、これが金融化の終焉に繋がるのかという気短な結論を下すには早いであろう。この問題は、金融化という現象の歴史的位置づけにも関連する。すなわち、それが時期的に具体的な様相は異なるとしても長期波動の一つの局面として現れるのであるか、歴史的特殊性を持つ現代的蓄積レジームとして捉えるべきかという論点の解明が残されているのである。また、金融化論は実証研究発の研究の潮流であるが、経済における金融の役割や金融と実物経済という区分等の論点に対する理論的課題も提起している。現代資本主義の変容を金融部門に焦点を当て分析するという問題意識の共有の上、多様な理論潮流の接点になっている金融化研究を通じて、以上の残された諸課題に対する模索を続けることが必要であろう。

<参考文献>

- Arrighi, Giovanni, 1937-. 1994. *The long twentieth century : money, power, and the origins of our times / Giovanni Arrighi*. London ; New York: Verso.
- Bhushan, Aniket. "How to Prevent the next Crisis: Lessons From Country experiences of the Global Financial Crisis." *How to Prevent the next Crisis: 2*.
- Borio, Claudio E. and Piti Disyatat. 2011. "Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?"
- Chang, Ha-Joon, Hong-Jae Park and Chul G. Yoo. 1998. "Interpreting the Korean crisis: financial liberalisation, industrial policy and corporate governance." *Cambridge Journal of Economics* 6: 735-746.
- Christophers, Brett. 2012. "Anaemic geographies of financialisation." *New Political Economy* 3: 271-291.
- Dodd, Randall. 2002. *The role of derivatives in the East Asian financial crisis*: Oxford: Oxford University Press.
- Dumâenil, Gâerard and Dominique Lévy. 2004. *Capital resurgent: Roots of the neoliberal revolution*: Harvard University Press.

- Engelen, Ewald, Martijn Konings and Rodrigo Fernandez. 2010. "Geographies of financialization in disarray: the Dutch case in comparative perspective." *Economic Geography* 1: 53-73.
- Epstein, Gerald A. 2005. *Financialization and the world economy*: Edward Elgar Publishing.
- Foster, John B. 2007. "The financialization of capitalism." *Monthly Review* 11: 1-14.
- French, Shaun, Andrew Leyshon and Thomas Wainwright. 2011. "Financializing space, spacing financialization." *Progress in Human Geography* 6: 798-819.
- Froud, Julie, Sukhdev Johal and Karel Williams. 2002. "Financialisation and the coupon pool." *Capital & Class* 3: 119-151.
- Froud, Julie, Sukhdev Johal, Adam Leaver and Karel Williams. 2006. *Financialization and strategy : narrative and numbers / Julie Froud ... [et al.]*. London: Routledge.
- Harvey, David. 2011. *The enigma of capital: and the crises of capitalism*: Profile Books.
- Harvey, David. 1985. *The urbanization of capital*: Blackwell Oxford.
- Harvey, David, 1935-. 1982. *The limits to capital / David Harvey*. Oxford: B. Blackwell.
- IMF. 2011. "Managing Capital Inflows: What tools to use?" Staff Discussion Note. Washington, DC: IMF.
- Krippner, Greta R. 2005. "The financialization of the American economy." *Socio-Economic Review* 2: 173-208.
- Lapavitsas, Costas. 2012. "3 Financialization and capitalist accumulation." *Crises of Global Economy and the Future of Capitalism: An Insight into the Marx's Crisis Theory*: 55.
- Lapavitsas, Costas. 2012. *Financialisation in Crisis*: Brill.
- Lapavitsas, Costas. 2011. "Theorizing financialization." *Work, Employment & Society* 4: 611-626.
- Lapavitsas, Costas. 2009. *Financialisation, or the Search for Profits in*

the Sphere of Circulation.

- Lapavitsas, Costas. 2009. "Financialisation embroils developing countries." *Papeles de Europa*: 108-139.
- Lazonick, William. 2010. "Marketization, Globalization, Financialization: The Fragility of the US Economy in an Era of Global Change."
- Lazonick, William and Mary O'sullivan. 2000. "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance." *Economy and society* 1: 13-35.
- Lee, Roger, Gordon L. Clark, Jane Pollard and Andrew Leyshon. 2009. "The remit of financial geography—before and after the crisis." *Journal of Economic Geography* 5: 723-747.
- Magdoff, Harry and Paul M. Sweezy. 2008. *Stagnation and the financial explosion*: Aakar Books.
- Martin, Randy. 2002. *Financialization of daily life / Randy Martin*. Philadelphia: Temple University Press.
- Orhangazi, Özgür. 2011. "'Financial' vs. 'Real': An Overview of the Contradictory Role of Finance." *Research in Political Economy*: 121-148.
- Orhangazi, Özgür. 2008. *Financialization and the US Economy*: Edward Elgar Publishing.
- Ostry, Jonathan D. 2007. "Managing Capital Flows: What Tools to Use?" *Asian Development Review* 1: 83-89.
- Palley, Thomas I., 1956-. 2013. *Financialization : the economics of finance capital domination / Thomas I. Palley*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Pike, Andy and Jane Pollard. 2010. "Economic geographies of financialization." *Economic geography* 1: 29-51.
- Seo, Hwan J., Han S. Kim and Yoo C. Kim. 2012. "Financialization and the Slowdown in Korean Firms' R&D Investment." *Asian Economic Papers* 3: 35-49.

- Shin, Hee-Young. 2012. "Financialization and Corporate Investment in Korea Since the Asian Financial Crisis." *Available at SSRN 2156502*.
- Stockhammer, Engelbert. 2010. *Neoliberalism, income distribution and the causes of the crisis*.
- Stockhammer, Engelbert. 2008. "Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime." *Competition & Change* 2: 184-202.
- Stockhammer, Engelbert. 2004. "Financialisation and the slowdown of accumulation." *Cambridge Journal of Economics* 5: 719-741.
- Tabb, William K. 2010. "Financialization in the contemporary social structure of accumulation." *Contemporary Capitalism and Its Crises: Social Structure of Accumulation Theory for the 21st Century*: 145-167.
- Wolfson, Martin H. and Gerald A. Epstein. 2013. *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*: OUP USA.
- 伊藤, 誠(1936-) and Costas Lapavitsas 1961-. 2002. *貨幣・金融の政治経済学 / 伊藤誠, C.ラパヴィツァス著*. 東京: 岩波書店.
- 김영배. 2010. *세계 파생상품시장 동향*. 한국거래소. 金ヨンベ. *世界派生商品市場動向*. 韓国取引所
- 김완중, 강정은, 이승훈. 2010. *금융위기 이후 은행권 자금조달 및 운용행태의 구조적 변화와 시사점*. 금융연구시리즈. 하나금융경영연구소
金ら. *金融危機以後銀行圏の資金調達および運用行態の構造的変化と示唆点*. 金融研究シリーズ. ハナ金融経営研究所
- 박진근. 2009. *한국 역대정권의 주요 경제정책*. 정책연구. 한국경제연구원
朴ジンゲン. *韓国歴代政權の主要經濟政策*. 政策研究. 韓国經濟研究院
- 박하일, 이대엽, 정규일. 2012. *자본자유화 이후 한국의 자본이동 행태*. BOK 이슈노트. 한국은행
朴ら. *資本自由化以後韓国の資本移動行態*. BOK Issue Note. 韓国銀行

- 조덕희. 2007. 제조 중소기업 이윤율 장기 하락의 실태 및 원인 분석. 산업연구원 이슈페이퍼
超ドクヒ. 製造中小企業利潤率長期下落の実体及び原因分析. 産業研究院イシュー・ペーパー
- 최호상. 2006. 기업자금조달의 구조변화와 시사점. SERI 경제포커스. 삼성경제연구소
催ホサン. 企業資金調達の構造変化と示唆点. SERI 経済フォーカス. サムスン経済研究所
- 노영진·김진웅·신종원. 2012. 국내 기업의 자금조달구조 분석 및 시사점. 산업연구원
盧ヨンジンら. 国内企業の資金調達構造分析及び示唆点. 産業研究院

<데이터>

- 韓国銀行經濟統計システム
<http://ecos.bok.or.kr/>
- KRX 韓国取引所
<http://www.krx.co.kr/index.jsp>
- 世界銀行
<http://data.worldbank.org/>
- IMF “Korea Letter of Intent and Memorandum of Economic Policies, March 10, 1999”
<http://www.imf.org/external/np/loi/1999/031099.htm>