

論 文

戦後アメリカ資本主義と段階論

— 経営者資本主義から新金融資本主義へ —

北 原 徹[†]

要 旨

戦後アメリカ資本主義の構造は、1980年代を境に大きく変化してきた。1970年代までは、企業経営における経営者支配を軸とするステークホルダー・キャピタリズムの下で、投資・生産性上昇・賃金上昇・消費が好循環を形成し、実体経済は自律的高成長を実現してきた。1980年代以降は成長が鈍化し、新自由主義的考えが強まり、金融が拡大する中で、コーポレートガバナンスが株主価値経営となり、経済が金融の動きに振り回されるようになってきた。その背景には、第2次産業革命の経済的成果が戦後において結実したが、その効果は1980年代には減衰し、それに代わるICTの第3次産業革命が経済的には力不足で、第2次産業革命の効果減衰を補うことができなかった、という経済・産業の技術基盤の変化が存在する。本稿では、こうした戦後アメリカ資本主義の構造変化を、宇野弘蔵によって提唱された段階論の考え方を基に、1970年代までの経営者資本主義と1980年代以降の新金融資本主義とに段階区分して分析し、さらに、2008年の世界金融危機以降に生じている新金融資本主義段階の変容について考察する。

はじめに

戦後のアメリカ経済に関しては、1930年代以降の経済の混乱・停滞と戦時経済による経済回復を背景として、終戦前には長期停滞論が唱えられたりしたが、予想に反して、経済の好調と高成長が実現した。高成長と生活水準の向上が1960年代まで続いたが、1970年代にはインフレ昂進と経済の停滞というスタグフレーションが発生した。1980年代以降は、経済の様相が大きく変化し、規制緩和、株主価値経営、金融の拡大が進行し、2008年の世界金融危機に至ることになった。本稿では、戦後アメリカ資本主義のこうした展開を、経済の基本構造・運行原理の変化として捉え、それぞれの時代における経済の基本構造・運行原理を1つの（発展）段階として整理し、各段階の展開として段階論的視点から分析し、アメリカ経済の現状と今後の展望を考察しようとするものである。

[†] 立教大学名誉教授 E-mail: kitahara@rikkyo.ac.jp

資本主義発展の段階論は、宇野弘蔵によって提唱されたものである¹⁾。宇野の段階論は、資本主義の世界史的な発展過程を重商主義、自由主義、帝国主義という3つの段階に区分し、それぞれの段階の経済構造を基軸産業、支配的資本、政策という3つの柱で捉える。柱のそれぞれは、史的唯物論における生産力、生産関係、上部構造を示すものとされている。資本主義が確立した段階である自由主義段階においては、自由主義段階の中心国・典型国であるイギリス経済を理念化して、基軸産業は綿工業、支配的資本は産業資本、政策は自由主義・自由貿易主義である。現代の経済は自由主義段階の経済と比べて、経済面・社会面ではるかに複雑化し、着目すべき側面が多く存在し、経済構造・運行原理を宇野のような3つの柱だけで捉えることはできない。

本稿では、経済構造・運行原理をより多角的な視角から分析し、それらの総体として段階を規定することで、戦後アメリカ資本主義の展開を経営者資本主義段階（戦後から1970年代まで）と新金融資本主義段階（1980年代以降）とに大きく2つに区分し、さらに2008年の世界金融危機以降（以下、ポストリーマン期と記す）における新金融資本主義の変容という段階の推移に着目して、アメリカ資本主義の現状を考察したい。具体的には、表1に示されている13の視角・要因（以下、規定軸と記す）から段階を規定していきたい²⁾。本稿では「新金融資本主義段階」という表現を使うが、これは内容的には金融の実体経済への影響力が強まり、金融が実体経済を振り回すようになった状態を表わすためであるが、マルクス経済学における伝統的な「金融資本主義」とは内容を異にするために、それと区別するために「新」という用語を付けている³⁾。本稿での議論は、経済全体をカバーする幅広いものであるので、全体像を大きくスケッチするという形にならざるをえない。

1. 戦後アメリカ資本主義の段階区分と段階規定軸

表1は、本稿の議論の全体を、段階区分と規定軸・要因とを軸に一覧表の形でまとめたもの

1) 宇野の段階論に関しては、宇野 [1954], [1962] を参照。

2) 加藤 [2006] p.167, 246は、資本主義の純粋化傾向とその逆転（組織資本主義化傾向）という基本視角から独自の段階論を展開している。福祉国家システムの生成発展の過程を資本主義発展の論理の中に位置づけるという問題意識の下で、宇野段階論に欠けている国家、統治機構、イデオロギーなどの論点を補い、資本主義の発展構造を規定する7つの要因を提起して、段階論を全体として再編成している（p.234, 196 注1）。本稿の段階論は、1980年代以降の金融の影響力が強まったアメリカ資本主義の特質を明らかにするという問題意識であり、時間的には第2次大戦後を考察対象とする。戦後の世界資本主義の中軸としてのアメリカ資本主義に焦点を合わせ、段階論的視角から1980年代以降を考察するには、より幅広い視角・要因を考慮することが必要だと考えており、加藤段階論との対比では表1の規定軸④「コーポレートガバナンス」や規定軸⑦「金融の影響力」を重視している。

3) 「新金融資本主義」という表現は、石崎 [2014] で本のタイトル『アメリカ新金融資本主義の成立と危機』としても使われている。

表1 戦後アメリカ資本主義の段階論

規定軸\段階	経営者資本主義	新金融資本主義	
時 期	1950-1970年代 70年代は衰退期	1980年代以降	2008年以降：ポストリーマンにおける変化
①経済成長・蓄積率・利潤率 図1, 2, 3	高成長 高利潤・高蓄積	中成長 低利潤・低蓄積（90年代：中利潤・高蓄積）	低成長，労働集約型成長，高利潤（直近：幾分低下）・低蓄積
②産業構造・基軸産業・生産性上昇 図4, 5	重化学工業をベースとする 耐久消費財産業 生産性上昇	ICT 産業 生産性上昇率低下（90年代後半-2000年代初頭だけ生産性上昇）	産業構造の成熟化 低生産性上昇
③技術基盤	第2次産業革命（電気と内燃機関）の効果持続	第3次産業革命：情報通信技術	第3次産業革命の効果減衰，AI技術の効果は？
④株式保有・コーポレートガバナンス 図6	株式保有分散 経営者支配（企業ステークホルダー） ステークホルダー・キャピタリズム	株式の機関投資家保有 株主価値経営 シェアホルダー・キャピタリズム	株式保有が年金から投信へ ステークホルダー・キャピタリズムへの動き
⑤労働市場・労使関係 図7	固定的雇用 労働組合の力大 賃金の生産性基準原理 確定給付型年金	労働市場の流動化 労働組合の弱体化 確定拠出型年金	コロナ禍での労働条件（解雇・コロナ感染率） 格差の顕在化
⑥階層構造・所得分配 図8, 9, 10	所得格差の縮小・維持 生産性上昇に伴う賃金上昇 中間層の拡大	所得格差拡大 中間層の没落	株価高騰による格差拡大 格差の社会問題化
⑦金融の拡大・影響力・金融システムの性格 図11, 12, 13, 14, 18, 19, 20, 21, 22	銀行中心の金融システム 金融の中心機能は金融仲介機能 金融規制 金融拡大なし 金融は実体経済のサポート役	証券市場中心の金融システム 金融の中心機能は運用機能 金融規制緩和 金融の急拡大：債務拡大・資産価格高騰・金融部門拡大 金利の傾向的低下 金融不安定性・金融が実体経済を振り回す	金融機関の規制強化 金融拡大の鈍化：債務拡大は幾分抑制・資産価格は高騰
⑧マクロ経済循環 図15, 16	高成長 活発な投資 生産性上昇に伴う賃金上昇 活発な消費	成長率低下 投資低迷 債務拡大・資産効果による消費・住宅投資の高上げ 90年代は投資活発	低成長 低生産性上昇 消費中心の力強さを欠く経済
⑨景気循環・金融政策 図21, 22	インフレ率の漸次的高まり インフレ循環 実体経済に働き掛ける金融政策	インフレ率の低下・安定，金融変動の拡大 金融循環 金融に働き掛ける金融政策	経済の脆弱性の強まりの下での外部ショック型景気循環 慢性的超金融緩和による経済下支え

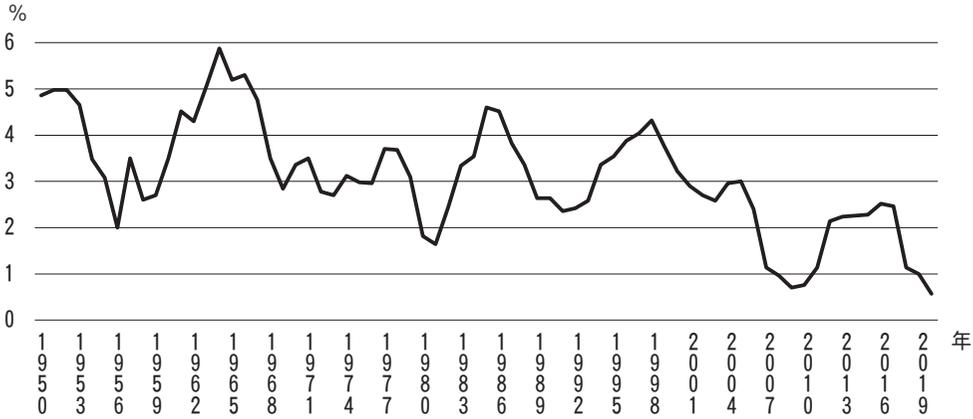
⑩統治機構・過程	大衆民主主義 労組等の拮抗力	拮抗力の衰退 金融・大企業・富裕層による金 権寡頭制	ポピュリズムの台頭
⑪国家の政策	規制・管理 政策目標としての雇用・福 祉	規制緩和・自由競争促進 法人税減税	金融は規制再強化 慢性的超金融緩和によ る経済下支え コロナ禍を受けた財政 の役割増大
⑫世界システム ・対外経済取 引 図17	社会主義との対峙 IMF (固定相場制)・GATT 体制 資本移動規制	社会主義崩壊に伴う世界の資本 主義化・グローバル化の急進展 (90年代から) 変動相場制 資本移動の拡大 途上国の経済発展戦略の転換 (直接投資の受入れへ) 中国の台頭	グローバル化の一服・ 成熟化 自国中心主義 米中覇権争い
⑬イデオロギー	福祉国家理念	新自由主義	新自由主義の見直し 公正さの要求の強まり
段階転換の契機	1930年代の大恐慌・戦時経 済	1970年代のスタグフレーション	2008年の世界金融・経 済危機 トランプ・Brexit 現象 コロナ・パンデミック

である⁴⁾。

上記表1の内容を、それぞれの規定軸①～⑬に即してポイントを中心に説明しておこう。段階区分としては、1950-70年代を経営者資本主義段階とし、1970年代はその衰退期である。1980年代以降を新金融資本主義段階とする。但し、2008年の世界金融危機以降のポストリーマン期においては、様相の変化が見られるので、新金融資本主義段階の中の局面変化として、区分けして、第4節で見たい。

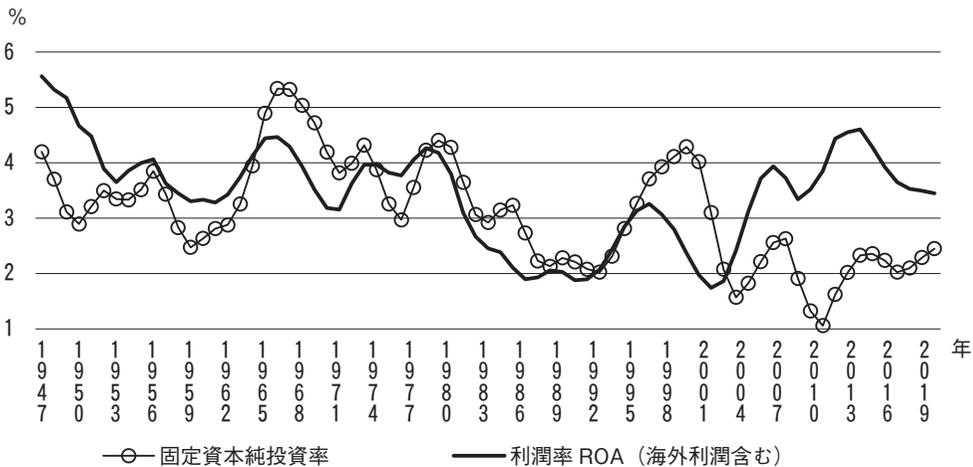
戦後アメリカ資本主義をマクロ経済動向という実体経済面から見たのが、規定軸①～③である。規定軸①に関して、図1に示されているように、1950-60年代は高成長だったのが、1970年代の経済混乱の中で成長率が低下し、1980年代以降は成長率の水準が低くなり、2000年代には大きく低下している。図2の固定資本純投資率の動きを見ると、1970年代まで高い水準であったが、1980年代以降は、1990年代後半の一時期を除いて大きく低下しており、そのことは、

4) 馬場・工藤 [2009] 序章は、戦後の時期に関して、本稿の段階区分と類似した段階論をアメリカ中心史観に基づいて、宇野段階論と基本的に同じ方法で展開している。馬場の段階論は資本主義発展の全体に関するもので、世界資本主義論的視点から構成されているのに対して、本稿の段階論は世界資本主義の中心国であるアメリカの一国資本主義の視点から構成されている点異なる。馬場 [2005] 第13章も参照。



(出所) Bureau of Economic Analysis: National Income and Product Accounts Table 1.1.1

図1 米国実質経済成長率：5年移動平均

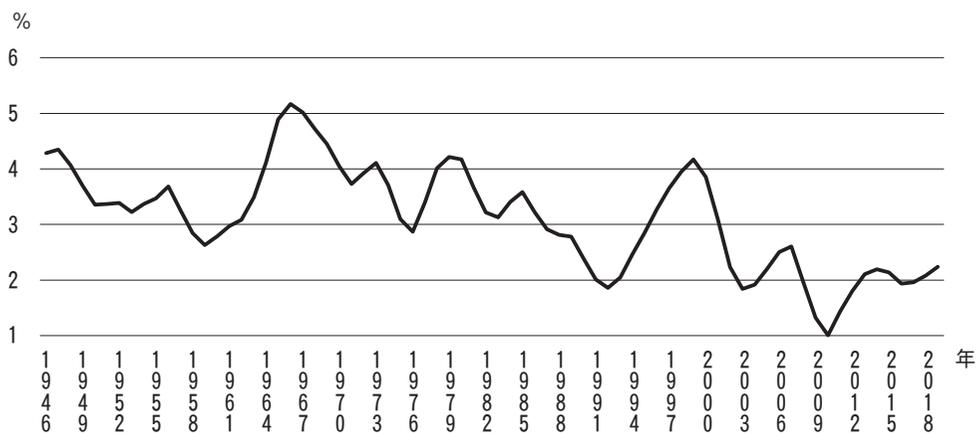


(出所) Bureau of Economic Analysis: Fixed Assets Accounts Table 4.1, 4.4, 4.7.
International Transactions Table 4.2, 非金融企業の海外利潤は推計
FRB: Financial Accounts of the U.S. L103, F103, S5 a

図2 非金融企業の利潤率と投資率：3年移動平均

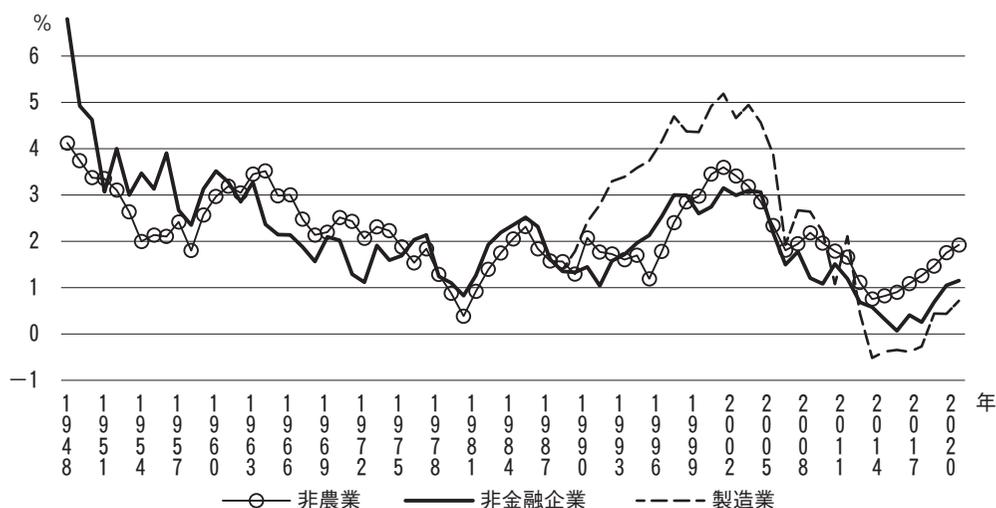
図3の固定資本増加率における1980年代以降の傾向的低下でも示されている。利潤率に関しては、単調な動きではなく、1970年代までの高利潤から1980年代以降には低下したが、2000年代には再び高利潤を回復している。2000年代は高利潤・低投資が特徴である。

規定軸②に関して、図4の生産性上昇率の動きは、戦後から徐々に低下してきて、1970-80年代には低い水準となり、1990年代後半から2000年代前半には一時的に回復したが、その後は大きく低下している。産業構造を雇用面から見ると、図5で示されているように、戦後の中心的産業である製造業の中の第2次産業革命関連産業が大きな割合を占めていたが、1970年代以



(出所) Bureau of Economic Analysis: Fixed Assets Accounts Table 4.2

図3 民間非住宅実質固定資本ストック増加率：3年移動平均

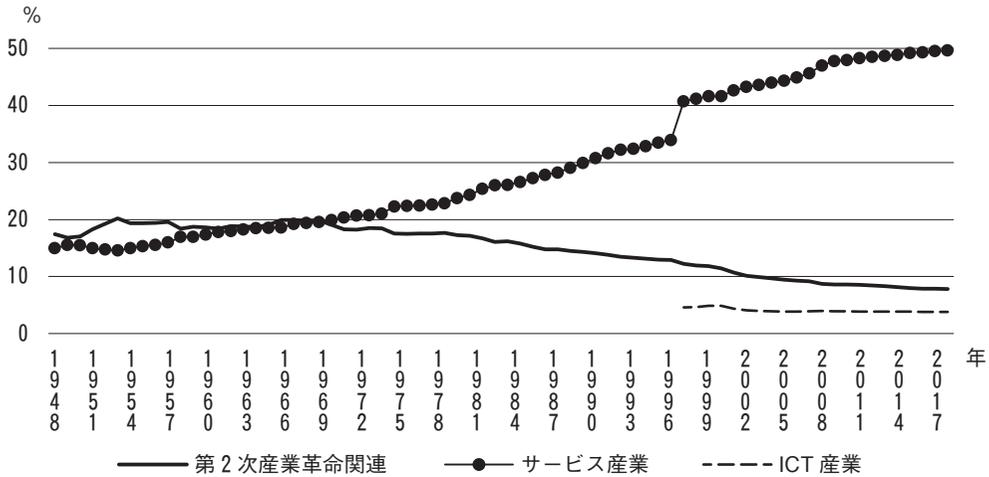


(出所) Bureau of Labor Statistics

図4 労働生産性上昇率：5年移動平均

降は継続的に低下している。それに代わって雇用比率を高めてきたのはサービス産業である。第3次産業革命の中核産業であるICT産業の雇用比率は、経済全体の中では極めて低い水準で、拡大の動きも見られない。

規定軸③に関しては、1950-70年代の経営者資本主義段階の基軸産業である重化学工業をベースとする耐久消費財産業の技術基盤は、電気・内燃機関を核とする第2次産業革命であり、第2次産業革命の産業化が本格的に成果として結実したのが、経営者資本主義である。1980年代以降の新金融資本主義段階の基軸産業はICT産業であり、技術基盤は情報通信技術を中核とする第3次産業革命である。しかし、後の第3節で議論するように、第3次産業革命の経済



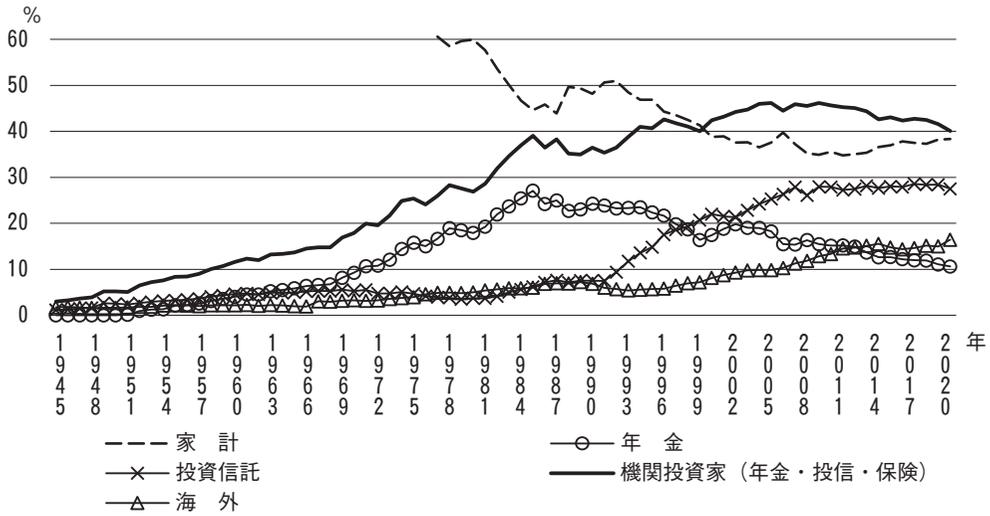
(注) ICT産業：コンピューター・電子製品、出版（ソフトウェア含む）、放送・通信、情報・データ処理、コンピューターシステム設計
 第2次産業革命関連：公益、金属加工、機械、電気、自動車、輸送機械、石油・石炭、化学、プラスチック・ゴム、航空、放送・通信
 サービス産業：専門的・科学的・技術的サービス、管理サービス、教育、医療・介護、娯楽、宿泊、飲食業
 (出所) Bureau of Economic Analysis: National Income and Product Accounts Table 6.5

図5 産業別雇用比率：民間産業中

全体への影響力が第2次産業革命に比べて極めて小さいことが、新金融資本主義段階の特徴に大きく影響している。

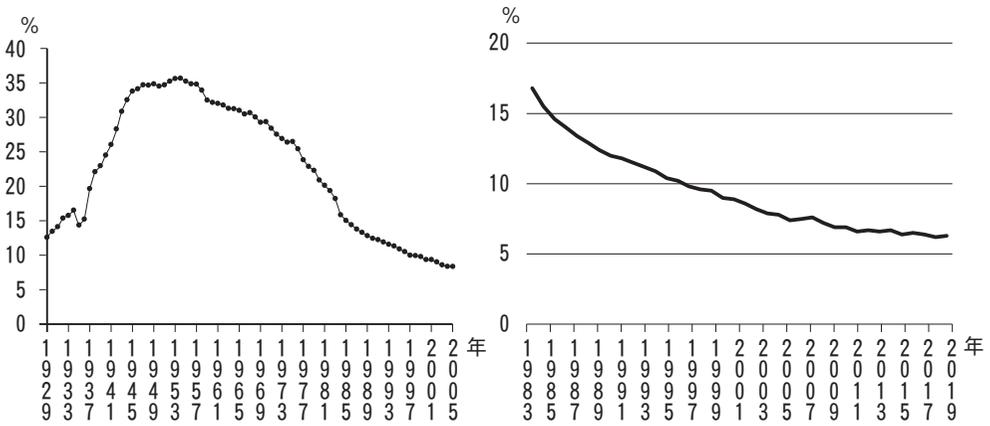
戦後アメリカ資本主義の動向を、企業・労働という実体経済面から見たのが、規定軸④～⑥である。④の規定軸は、コーポレートガバナンスとその背後の株式保有状況を見たものである。経営者資本主義段階では、株式保有が分散している状況の下で、企業の経営・運営において経営者が支配力を保持していた。第2次大戦中の労使協調の国民総動員体制を受けて、経営者は企業ステーツマンと呼ばれていたように企業の公共性を意識しており、また1930年代以降労働組合の力も強化され、企業の経営は企業の利害関係者（ステークホルダー）の利害を考慮して行われていた。それに対して、1980年代以降は、新自由主義イデオロギー（規定軸⑬）の下で企業の経営・運営において株主の力が極めて強くなり、買収ファンドや経営者による大リストラによる企業収益向上が高く評価されるようになり、株主価値を最大化するシェアホルダー・キャピタリズムに転換した。その背後には、図6に示される、年金を軸とする機関投資家の株式保有増大とコーポレートガバナンスへの介入という動きがある。

規定軸⑤は労働市場・労使関係を見たものである。経営者資本主義段階においては、比較的安定した産業構造と規定軸④で見たステークホルダー中心のコーポレートガバナンスの下で、労働組合の力も強く、安定的な雇用と生産性上昇に応じる賃金上昇（生産性基準原理）が実現していた。それに対して新金融資本主義段階においては、産業構造の流動化とシェアホルダ



(出所) FRB: Financial Accounts of the U.S. L 223

図6 株式保有比率推移



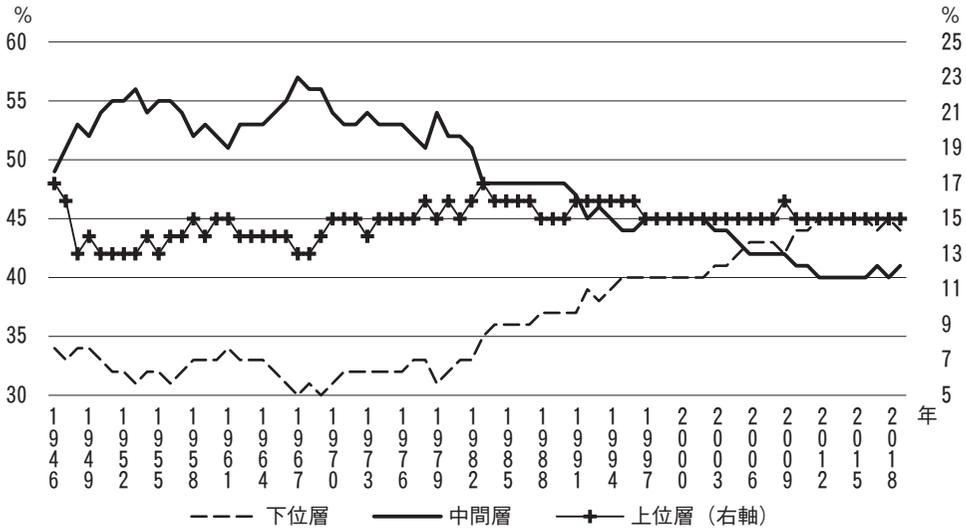
(出所) ライシュ [2008] p.110

(出所) Bureau of Labor Statistics: Current Population Survey

図7 民間部門の労働組合組織率

一重視の株主価値経営の下で、図7に示されているように労働組合の力も低下し、労働市場は流動化し、賃金は低迷することになった。新金融資本主義段階における労働市場・労使関係の変化の背景としては、規定軸③の技術基盤面での変化及び規定軸⑫の対外経済面での変化も存在している。規定軸③の技術基盤面での変化であるコンピューターリゼーション・自動化は、製造業の中核労働を中心に労働節約的・労働代替的という性格のものである⁵⁾。規定軸⑫の対

5) フレイ [2020] 第8章は、ICTを中心とする1980年代以降の技術発展が、それ以前の労働補完型(人間の労働を助けて補う技術)から、労働置換型(人間の労働に置き換わる技術)に変化し、それ



(注) 中間層とは、個人全体の平均所得の2分の1以上、1.5倍以下の所得層のことであり、それより所得水準が高い層が上位層、低い層が下位層である。

(出所) World Inequality Database より計算

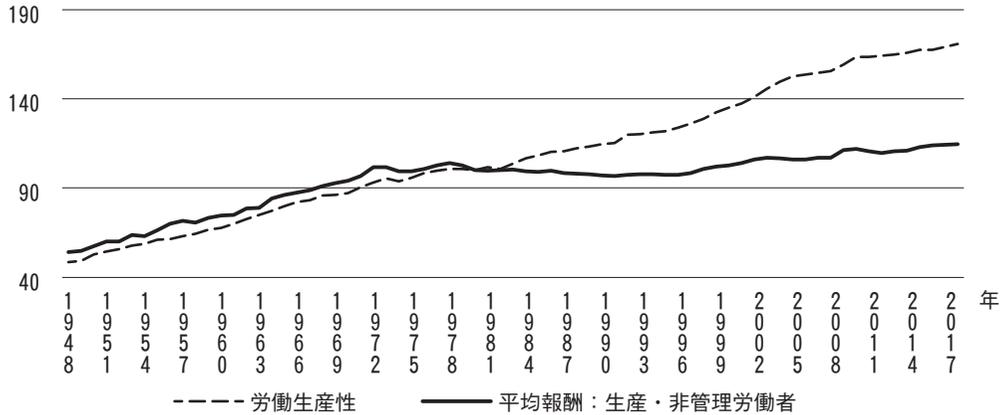
図8 中間層の没落

外経済面での、労働集約的な製品を中心とする、輸入拡大や米国企業の海外生産拡大 (図17) は、製造業を中心に雇用の海外流出につながった。

規定軸⑥は、階層構造・所得分配の動向を見たものである。階層構造という面では、新中間層が経営者資本主義段階において大量生産型の産業構造の発展 (規定軸②) を背景に急速に拡大すると共に、ブルーカラー労働者の所得水準向上の下で社会の中で幅広い中間層が形成された。ところが、新金融資本主義段階になると、産業構造の転換 (規定軸②) と株主価値最大化コーポレートガバナンスへの転換 (規定軸④) の下で、中間層は細っていき、階層構造は中間層の没落という形で大きく変化した (図8)。

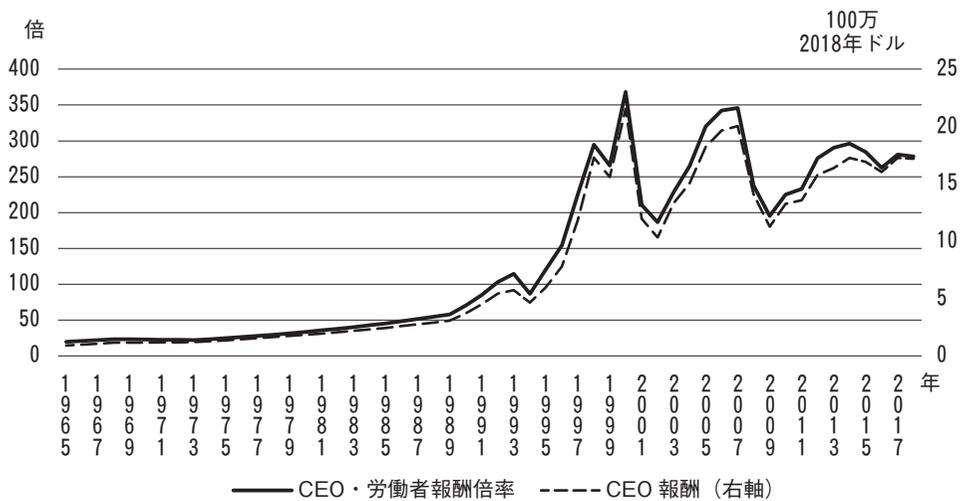
所得分配面での変化は、図9で示されている。現場労働者の報酬は、上記規定軸④、⑤の下で、経営者資本主義段階においては、経済全体の労働生産性上昇と平行して上昇しているが、1980年代以降の新金融資本主義段階では、様相は一変し、経済全体の労働生産性は上昇し続けているにもかかわらず、現場労働者の報酬はほぼ横ばいで低迷し、平均労働生産性との格差はワニの口の形で拡大している。図10のCEO・平均労働者の報酬倍率を見ても、倍率の上昇が1980年代から始まり、1990年代には爆発的に増大している。上記規定軸⑤でも述べたように、規定軸③の技術基盤面でのコンピューター化・自動化が、製造業の中核労働を中心に労働節約的・労働代替的であることや、規定軸⑫の対外経済面での、労働集約的な製品を中心

が中流階級の没落をもたらしたと議論している。



(出所) Economic Policy Institute

図9 労働生産性と平均報酬：1980年=100



(注) CEO報酬(株式を使った報酬を含む)は売上高上位350社の平均。労働者報酬は当該企業の属する産業の生産・非管理労働者の平均報酬。報酬倍率は350社各社の倍率の平均。

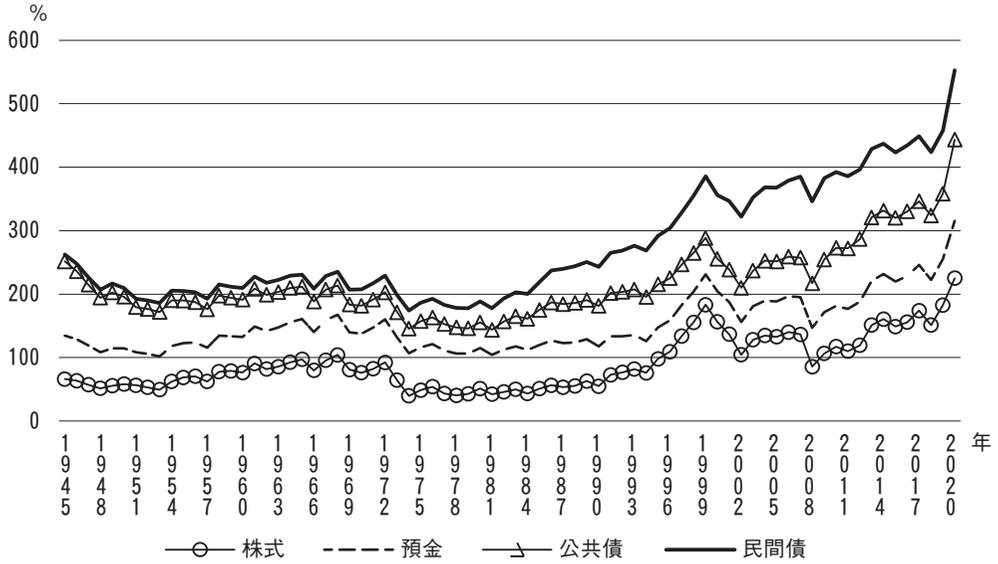
(出所) Mishel and Wolfe [2019]

図10 CEO報酬

とする、輸入拡大や米国企業の海外生産拡大による雇用の海外流出も、中間層の衰退・没落や所得格差拡大の背景にある⁶⁾。

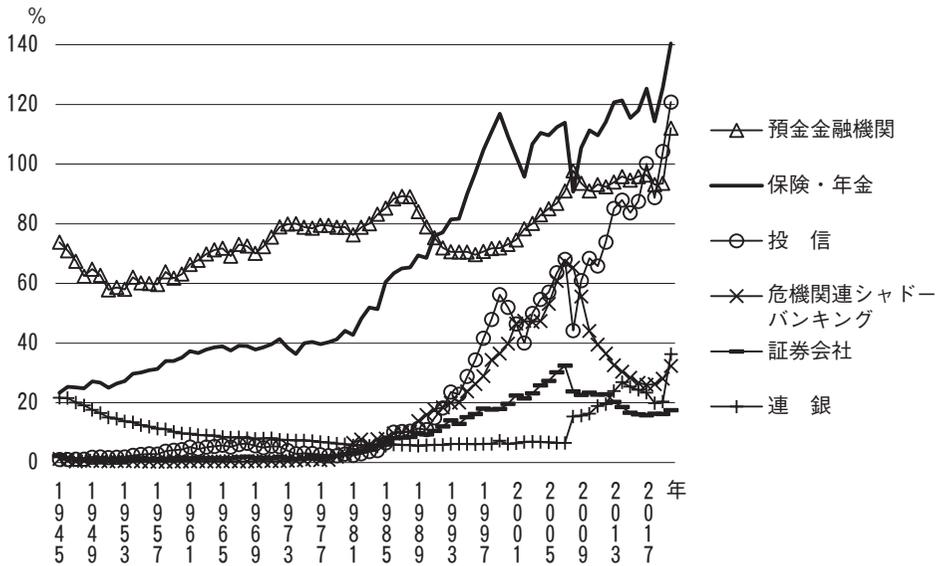
規定軸⑦～⑨は、金融経済と実体経済の関連に着目して、戦後アメリカ資本主義の変化を見

6) 輸入拡大・海外直接投資拡大が顕著になるのは、図17に見られるように1990年代以降であるのに対して、図8、9に示されている中間層の没落や図9の生産性・報酬の乖離は1980年代初頭から始まっており、両者の間にははっきりとした時間的ズレがある。従って、中間層没落・所得格差拡大の要因としては、グローバリゼーションの進展は追加的な要因と考えるべきであろう。



(出所) FRB: Financial Accounts of the U.S. L208, L210, L223

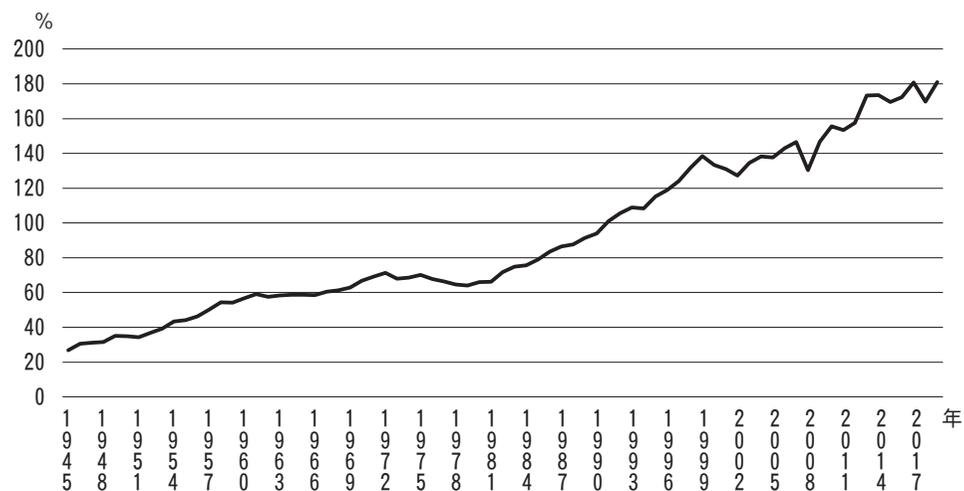
図11 金融資産残高 (積み上げグラフ) : GDP 比



(注) 危機関連シャドーバンキング：MMF, 証券化, 証券会社の債券投資, 証券貸出担保現金

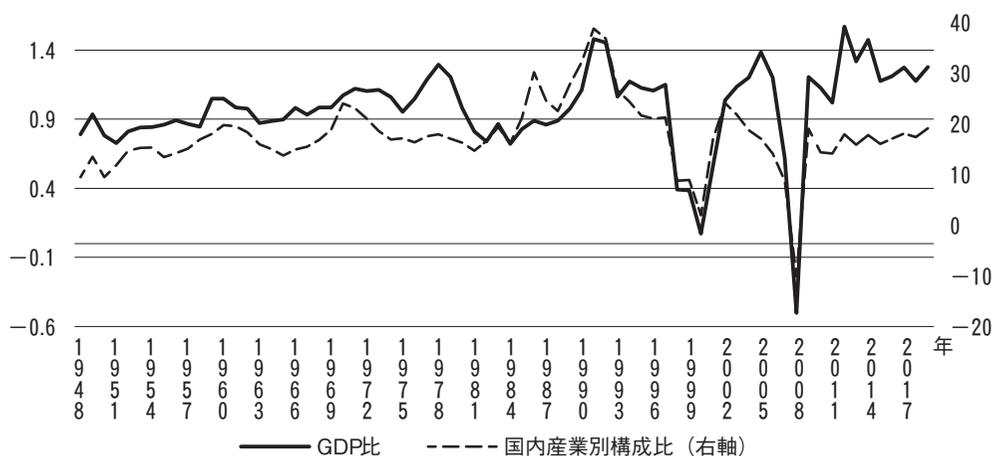
(出所) FRB: Financial Accounts of the U.S. L109, L110, L116, L117, L121, L122, L127, L130, L132

図12 各種金融部門の資産推移 : GDP 比



(出所) FRB: Financial Accounts of the U.S. L227; Bureau of Economic Analysis: National Income and Product Accounts Table 1.1.1

図13 家計の年金資産蓄積：GDP比



(出所) Bureau of Economic Analysis: National Income and Product Accounts Table 6.19

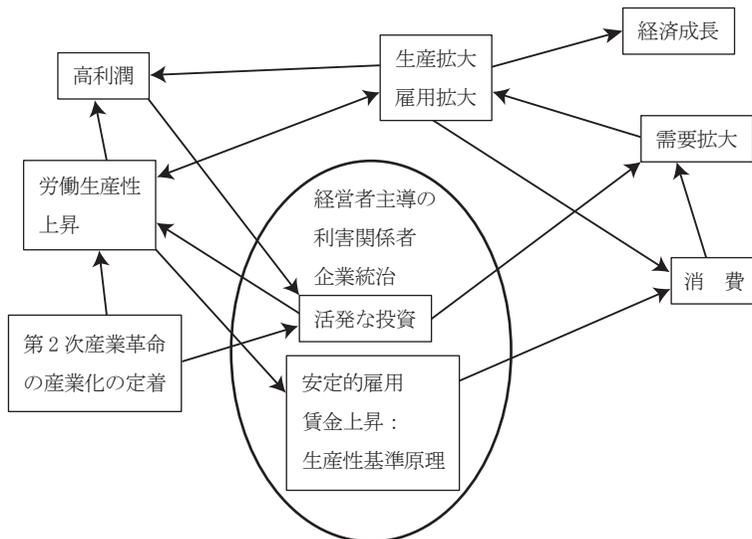
図14 金融業利潤

たものである⁷⁾。規定軸⑦は、金融の面に焦点を合わせ、金融の性格と実体経済との関係を見るものである。経営者資本主義段階においては、金融システムの性格は銀行中心のシステムであり、金融の中心機能は金融仲介機能であり、金融が規制されており、図11、12に示されているように、金融の実体経済（GDP）に比した規模はほぼ横ばいで推移している。この段階における金融は、大きく考えて、実体経済のサポート役という位置にあったと考えられる。こ

7) 戦後アメリカ資本主義における金融経済と実体経済の関連に関しては、北原 [2019] も参照。

れに対して、新金融資本主義段階では、金融システムの性格は証券市場中心のシステムであり、金融の中心機能は資産運用機能であり、金融は規制が緩和され自由化されており、図11、12に示されているように、金融の実体経済（GDP）に比した規模は大きく拡大してきた。金融の拡大・肥大化の内容は、債務拡大・資産価格高騰・金融部門拡大である。背景には、ベビーブーマー世代（1946-64年生まれ世代）による年金関連の資産蓄積も存在する（図13）。この段階においては、図21、22に示されているように、金融は大きな変動を繰り返し、図14に示されているように、金融業の利潤も1970年代末以降水準を切り上げた中で激しい変動を繰り返し、金融の不安定が増大し、実体経済はそれに振り回される状態になった。直近の2020年においては、各種の金融資産や金融部門の大きさが激増しているが、コロナパンデミックの中での、政府・FRBによる政策面からの大規模な支授とその下での株価急騰及び企業・家計の防衛的行動を反映したものであり、世界金融危機以前の金融拡大とはやや性格を異にしている。規定軸⑦については、後の第3節「新金融資本主義段階の構造」でより立ち入って議論する。

規定軸⑧は、実体経済と金融の動きを総合したマクロ経済循環に着目したものである。経営者資本主義段階においては、第2次産業革命の産業化の本格的展開（規定軸③）という状況の下で、活発な投資と生産性上昇が実現し（規定軸①、②）、生産性上昇に伴って賃金が上昇し（規定軸⑤）、消費が拡大して、経済が成長するという好循環が実現した。経営者資本主義段階のマクロ経済循環の全体構造は、図15に示されている。1980年代以降の新金融資本主義段階においては、第2次産業革命の成果が減衰し、それに代わる第3次産業革命が1990年代後半のITブームの一時期を除き力不足が顕著で（規定軸③）、投資が低迷し、生産性上昇も低下し（規



(出所) 筆者作成

図15 経営者資本主義段階のマクロ経済循環

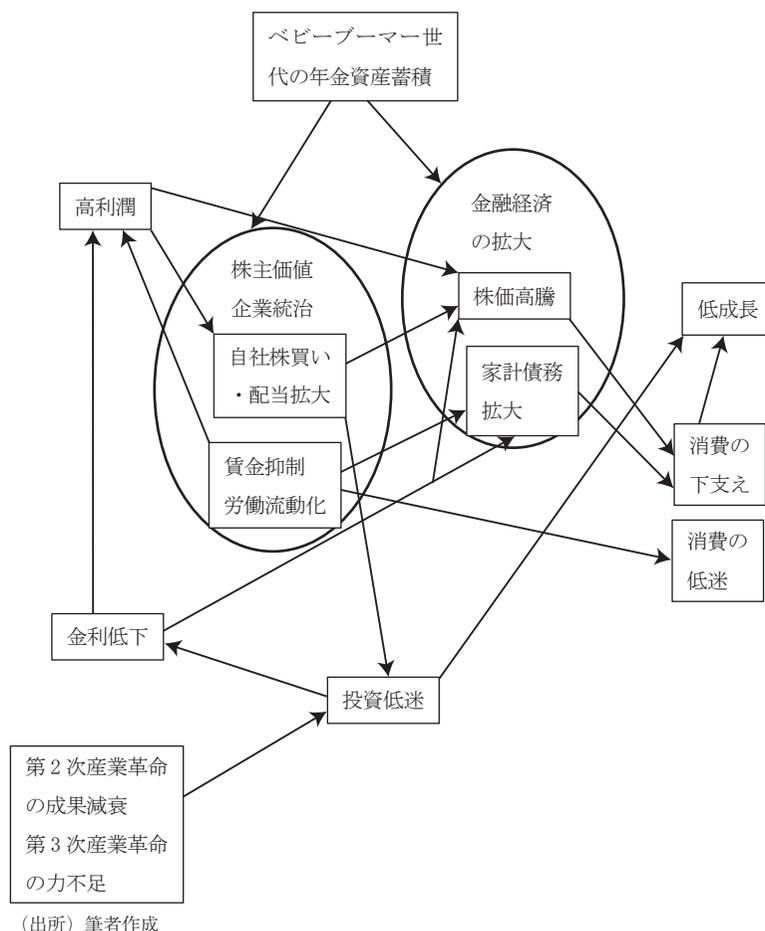


図16 新金融資本主義段階のマクロ経済循環

定軸①, ②), それに代わって金融の拡大・肥大化の下で債務拡大・資産価格高騰によって(規定軸⑦)消費・住宅投資が下支えされている。新金融資本主義段階のマクロ経済循環の全体構造は, 図16に示されている⁸⁾。

規定軸⑨は, ⑧のマクロ経済循環の下で, 経済動態を示す景気循環とそれに関連する金融政策の性格に着目したものである。経営者資本主義段階では, 景気が拡大していく中でインフレ率が高まり, 昂進したインフレを抑えるために金融政策による引き締めが行われ, インフレが鎮静化してくると金融が緩和され, それに伴って経済が再び拡大するという循環を繰り返してきた。インフレの動きを軸とする景気の循環的変動であり, インフレ循環として特徴付けるこ

8) 規定軸⑧のマクロ経済循環は, レギュレーション理論の成長レジームという概念と同様の視角である。レギュレーション理論では, フォーディズムから金融主導型レジームへのレジーム転換が生じたと議論されている。Boyer [2000], ボワイエ [2011], 安孫子誠男 [2002] を参照。

とができる。経営者資本主義段階におけるこうした景気循環に対応して、金融政策は実体経済に直接に働き掛け形で効果を発揮していた。これに対して新金融資本主義段階においては、インフレ率は大きく低下している中で、債務変動や資産価格変動が極めて大きくなり、それによって実体経済が振り回されることになった。債務の拡大や資産価格の高騰が経済を拡大し、バブルの崩壊が経済を収縮させるという状況が発生した。こうした金融変動を軸とする景気の循環的変動であり、金融循環として特徴付けることができる(図21, 22)⁹⁾。こうした金融変動に伴う景気循環という状況の下で、金融政策は、実体経済に直接に働き掛けるという形から金融経済を通じる間接的なものに変化し、金融面での刺激によって経済の拡大を支援し、金融の行き過ぎによる経済混乱を避けるために引き締めるという形に変化してきた¹⁰⁾。このように、戦後アメリカ資本主義は景気循環の性格や金融政策のあり方の面でも大きく変化してきた。

規定軸⑩、⑪は政治や政策の面から戦後アメリカ資本主義の状況を見たものである。規定軸⑩は、統治機構や統治過程を見るものである。統治機構面での大きな歴史的な流れとしては、制限選挙の下での有産階級の寡頭制から男女普通選挙制の下での大衆民主主義へと変化してきた。経営者資本主義段階においては、大衆民主主義の下で労働組合が代表的である各種利益集団の力が政治に影響力を及ぼすという拮抗力が機能する政治状況であった。1980年代以降の新金融資本主義段階においては、新自由主義のイデオロギーが強まり(規定軸⑬)、企業統治における株主の立場が強化され(規定軸④)、労働組合の力が弱体化し(規定軸⑤)、大衆民主主義の基盤である中間層が没落した(規定軸⑥)ことで、政治資金面・ロビー活動面で巨大な力を持つ金融界・大企業・富裕層の政治に対する影響力が圧倒的に強くなり、金融界・大企業・富裕層による金権寡頭制という政治状況になった¹¹⁾。

規定軸⑪は、国家の政策の面から戦後アメリカ経済の展開を見るものである。1930年代の大恐慌や経済低迷・混乱を受けて戦後アメリカの経済は、様々な面で規制を加え、管理を強める方向に変化し、規定軸⑩で見たような労働組合等の影響力の拡大という政治状況の下で、雇用を確保し、福祉を実現しようとする政策に力点が置かれるようになった。金融政策(金融政策は内容上、規定軸⑧と⑪の両方に関わるものとなる)の面でも高水準の雇用の確保を目指すものであった。1970年代のスタグフレーションという経済混乱を受けて、1980年代以降は新自由

9) 金融循環に関しては、アグリエッタ [1998] 第IV章「金融循環の復活」、Drehman, Borio and Tsatsaronis [2012] を参照。Drehman et al [2012] では、米国に関して1980年代以降金融循環が劇的に拡大していることが示されている。

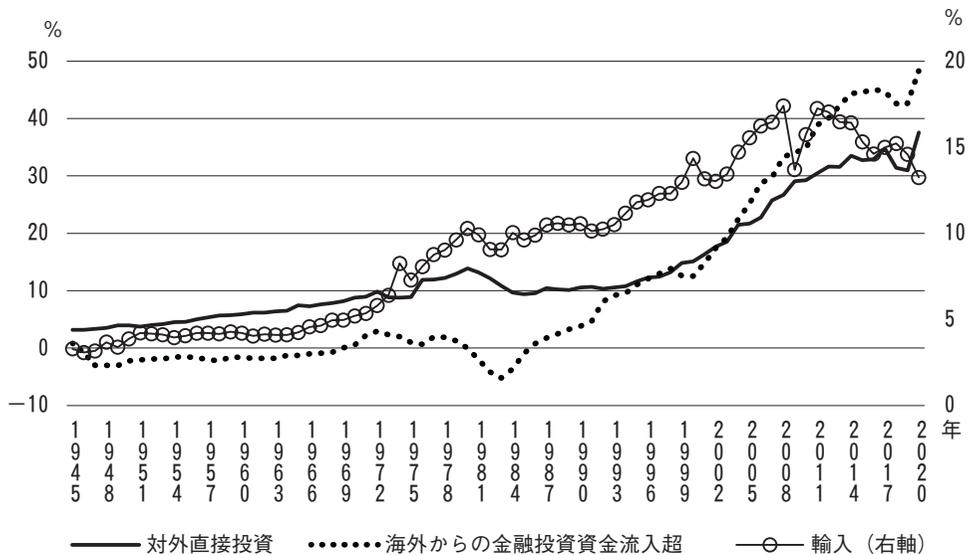
10) こうした金融政策のあり方の変化に関して詳しくは、北原 [2021] 第IV節「戦後の金融政策の変遷」を参照。

11) テミン [2020] 第6章は、政治競争に巨額の投資を行える存在である金融界・大企業・富裕層が現代アメリカ政治を支配している状況を「政治の投資理論」を使って説明している。ライシュ [2016] 第18章「拮抗力の衰退」やフレイ [2020] 第11章「政治の二極化」でも、同様の趣旨の議論が行われている。

主義思潮の下で（規定軸⑬）、またコーポレートガバナンス面での株主価値経営の前面化（規定軸④）の中で、規制の緩和を推進し、自由競争を促進する政策へと大きく転換した。規定軸⑩における金権寡頭制の成立は、こうした新自由主義的政策を維持・強化するものであった。

規定軸⑫は、アメリカ資本主義の国際環境としての世界経済システム及びその下での米国の対外経済取引という視角から見たものである。社会主義との対峙という政治・軍事環境の下で、経営者資本主義段階においては、国際通貨・貿易体制はIMF・GATT体制であり、固定相場制の下での自由な貿易体制と国際資本移動規制がその特徴であった。これに対して、新金融資本主義段階では、変動相場制が定着し、その下で国際資本移動面の規制緩和・自由化が進み、国際資本移動が急速に拡大した。途上国の経済発展戦略が先進国からの直接投資の受入れへと大転換し、社会主義が崩壊し、社会主義諸国が資本主義化へ転換して、経済のグローバル化が大きく進展した。米国の対外経済取引は、経営者資本主義段階でも拡大していたが、新金融資本主義段階では急激に増大することになった。図17に示されるように、1980年代後半以降は海外からの資本流入が拡大し、規定軸⑦の国内金利の低下を促進することになった。90年代からは対外直接投資や輸入が大きく拡大し、製造業の雇用の海外流出や安価な商品の輸入増大により、労働者の賃金は低迷し、規定軸⑥の所得格差の拡大を加速することになった。

規定軸⑬は、イデオロギー面から戦後アメリカ資本主義の展開を見たものである。規定軸⑪の国家政策の展開の背後にある要因である。1930年代の大恐慌や経済低迷・混乱及び第2次世



(注) 海外からの金融投資資金流入超とは、海外投資の中で、直接投資、株式や投資信託への投資を除いたもの米国への流入超である。

(出所) Bureau of Economic Analysis: National Income and Product Accounts Table 1.1.1; FRB: Financial Accounts of the U.S. L133, L230

図17 対外直接投資、輸入と海外からの金融投資資金流入超：GDP比

界大戦中の労使協調の国民総動員体制の経験を受けて、戦後アメリカの社会は、欧州諸国には遅れているが、福祉重視の福祉国家理念というイデオロギーが強まった。そうしたイデオロギー状況の下で、政策面でも、コーポレートガバナンス面でも、福祉向上を図るような施策が採られてきた。ところが、1970年代のスタグフレーションという経済混乱を受けて、国家による規制・管理に対する不信・反感が強まり、1980年代以降は新自由主義イデオロギーが席卷することになった。新自由主義思潮の下で、規制が緩和され、コーポレートガバナンス面（規定軸④）でも自由な株主権が尊重されるように変化した。

2. 経営者資本主義段階の構造

規定軸②の基軸産業は第2次産業革命関連の産業であり、重化学工業を基盤とする耐久消費財産業であり、第2次産業革命関連産業は裾野が広く、生産財・消費財を含めて幅広い新製品を生み出す能力が大きい。成長が期待できる経済環境（規定軸⑧）の中で企業は投資を積極化させ、生産性は1960年代まで長期に亘り高水準（図4）であった。株式保有の分散（図6）の下で専門的スキルを持った大企業経営者主導の下で、企業の利害関係者（ステークホルダー）の利益も尊重するというコーポレートガバナンスの様式であった（ステークホルダー・キャピタリズム）。企業経営者は、自社企業の利益だけでなく、より幅広く公共的観点から考えるものだという当時の風潮を示すものとして、企業ステーツマンという表現が使われていた。

1930年代の大不況と第2次世界大戦中の労使協調による国民総動員体制の経験を通じる労働者の権限強化・力の増大とステークホルダー・キャピタリズムの下で、高い生産性上昇は賃金上昇をもたらした（生産性基準原理）、需要拡大につながり、高成長循環を形成した（図1, 15）。実体経済が自立的に拡大し、金融の役割は補助的であり、金融は経済全体のなかでは脇役であった。実体経済の自律性が高く、量的には金融は実体経済と並行的に拡大していたが（図11, 12）、実体経済に従ってサポートするという役割を果たしていた。資本蓄積・景気循環の様相は、景気過熱に伴うインフレ昂進を防止する金融引締政策で景気が下方に転換し、インフレが落ち着くと、金融緩和の下で経済が拡大するというものであった（規定軸⑨のインフレ循環）。

国家の政策は成長と雇用・福祉を重視し（規定軸⑪）、高成長循環を支える役割を果たした。逆に、高成長による税収増が福祉を重視する国家政策を財源面から支えた。こうした福祉を重視する戦後アメリカの政策の背景は、1930年代の大恐慌や経済低迷・混乱及び第2次世界大戦という国民総動員体制の経験を受けて、欧州諸国には遅れているが、福祉重視の福祉国家理念というイデオロギーが強まったことがある（規定軸⑬）。そうしたイデオロギー状況の下で、政策面でも、コーポレートガバナンス面でも、福祉向上を図るような施策が採られてきた。

1970年代になると、第2次産業革命の効果は減衰し始め、生産性上昇の推進力を失い、労使

の協調は困難化し、スタグフレーションに陥り（図1, 4）、経営者資本主義の経済基盤が侵食され、経営者資本主義段階は衰退の局面に入ることになった。

表1の規定軸間の関係を中心に見ていくと、経営者資本主義段階の構造を規定する中核の規定軸は、②、④である。実体経済面での、②の重化学工業をベースとする耐久消費財産業を軸とする生産性上昇と経済拡大と、④のコーポレートガバナンス面でのステークホルダー尊重との組み合わせが、継続的な賃金上昇を可能にし、消費と投資の拡大をもたらした。それを支えたのが①の雇用と福祉を重視する国の政策であり、逆にそうした政策の実現は②、④の下での経済成長によって可能になった。さらにこうした経済構造の背後にあるのは、③の技術基盤としての第2次産業革命の成果の結実と⑬の福祉国家のイデオロギーである。③の技術基盤の下で②の産業構造と高生産性上昇が可能になり、⑬の国民福祉を重視するイデオロギーを背景に、④のステークホルダー・キャピタリズムと①の福祉重視の国家政策が実現した。

3. 新金融資本主義段階の構造¹²⁾

1970年代のスタグフレーションという経済悪化への対応、及び社会主義の弱体化・崩壊という背景の下で、イデオロギー面（規定軸⑬）で新自由主義の影響力が急速に強まり、国の政策面（規定軸①）では規制緩和・自由化路線に大きく転換するすることになった。積立方式の年金の資産蓄積（図13）、年金の株式保有比率上昇（図6）という株式分布状況の下で、芳しくない企業経営状況を背景として大口株主＝年金が、買収ファンド等による敵対的企業買収を支援し、経営へ積極的に圧力を加える動きが強まってきた（株主による経営者へのムチの面¹³⁾。さらに、経営行動を株主利益と合致させるための株式活用の経営者報酬体系の導入・拡大（株主による経営者へのアメの面、図10）により、コーポレートガバナンス面で株主重視が強まり、株主価値経営へ転換していくことになった¹⁴⁾。株主価値経営においては、企業統治とは、株主が買った自分のものをいかに使うかの問題ということになる。株主価値経営への転換及び産業構造と労働市場の流動化の下で、中間層が没落し、所得格差が大きく拡大し（規定軸⑥）、図

12) 本稿での新金融資本主義の内容は、「金融化」というテーマでの研究で扱われている内容と重なっている。金融化は、最も標準的には、「金融的動機、金融市場、金融的主体、金融機関が、国内及び国際的な経済の運行において果たす役割が増していくこと」（Epstein [2005] p.3）と定義され広範な範囲を含むが、やや漠然としている。また、本稿では段階論的発想から段階の転換を重視するが、金融化論ではそうした観点に欠けているように思われる。

13) 1980年のフォーチュン製造業売上高500社のうち3分の1の企業が、1990年までに敵対的企業買収の脅威を経験し、そして3分の1の企業が1990年末時点で独立した企業としては存続していなかった、と言われている（キャベリ [2001] p.124）。石崎 [2014] 第1章「企業のリストラクチャリング」、第6章「新金融資本主義」も参照。

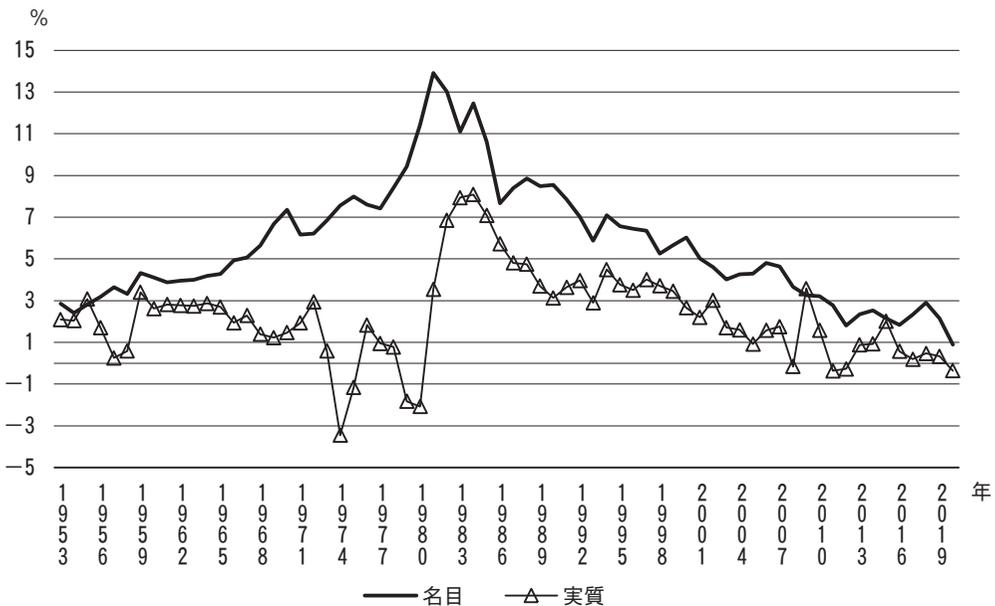
14) 佐賀 [2021] p.237は、コーポレートガバナンスにおける株主価値最大化への転換は、トマス・クーンのパラダイム転換とみなせると議論している。

9に示されているように、1980年代以降は現場労働者の報酬は経済全体の生産性上昇から大きく乖離して、横ばい状態が続くことになった。

新金融資本主義段階の中軸である規定軸⑦の金融面で見ていくと、1980年代以降は実体経済に比べて金融が量的に大きく拡大した（債務・資産価値・金融部門拡大、図11、12）が、金融拡大の中心的内容は債務拡大と資産価値増大である。質的には、金融の論理（内容・形態を問わない価値増殖自体G-G'の追求という資本の論理の純粹型）が金融機関行動面・資金運用面・コーポレートガバナンス面で前面化してきた。これは⑬の新自由主義イデオロギーと符合するものである。金融の拡大・肥大化の要因としては、金利の傾向的低下（→ 債務拡大、資産価値増大）図18、積立方式の年金制度の確立・資産蓄積（← 平均寿命・退職後余命の長期化）図13、規定軸①の金融の自由化・規制緩和（→ 金融機関のアグレッシブな行動）、金融技術革新・イノベーション（← 規定軸③のICT技術革新）、ICT産業の成長性・高収益性（→ 株価高騰）といったものがある¹⁵⁾。

金融の拡大・肥大化の大きな要因としての金利の傾向的低下については、より立ち入って見ておこう。図18に示されているように、1980年代以降金利は名目でも、実質でも継続的に低下してきた。

こうした金利の傾向的低下は、株価の上昇、広く考えれば不動産価格を含めた資産価格の上



(出所) FRB, *Selected Interest Rates*; Bureau of Labor Statistics, *Consumer Price Index*

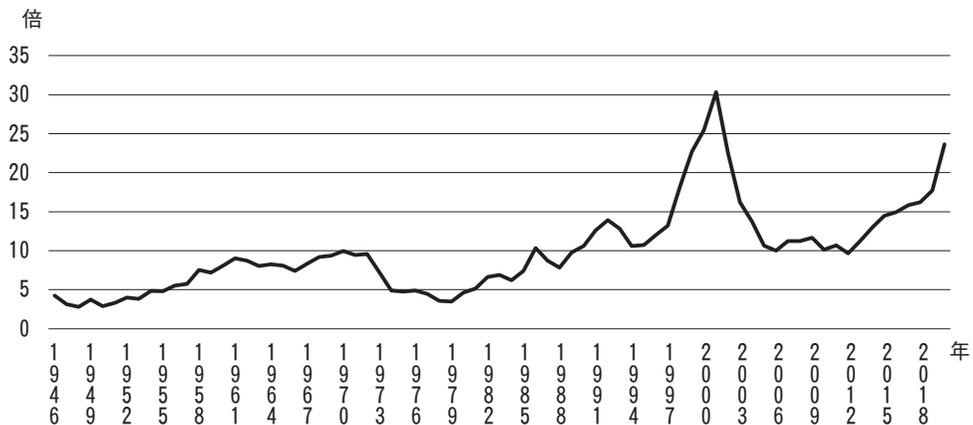
図18 10年物国債利回り

15) 金融の拡大・肥大化の要因に関しては、北原 [2017], [2021] を参照。

昇につながったと考えられる(図11, 22)。それとは別に、金利水準の低下は金利負担を軽減し、借入をやりやすくし、図21に示される債務の拡大を促進したと考えられる。また、金利の低下傾向や低金利状態への到達は、金融機関やファンド等による資産運用面に強く影響し、低金利下での search for yield の動きを強めたと考えられ、世界金融危機発生の主要な原因となった。

なぜ金利が1980年代以降長期傾向的に低下してきたのか、という問題についても、戦後アメリカ資本主義の長期的推移という観点から考えてみよう。これはかなり難しい大きな問題であるが、実体経済面からは2つの要因が考えられる。1980年代以降に顕在化してきた要因であり、一つは経済成長率の低下傾向であり(図1)、これと重なる面もあるが、もう一つは企業の固定資本投資の低下傾向であり(図2, 3)、共に規定軸①に関するものである。また、金利低下の別の要因としては、1980年代半ば以降顕著になった規定軸②の海外からの継続的資金流入がある(図17)。

戦後における経済成長率と企業の純投資率の推移を示したのが、図1, 2である。実質GDP成長率も企業の固定資本純投資率も、1980年代以降の新金融資本主義段階において、1990年代後半のITブーム期を例外として、傾向的に低下してきている。経済成長率の低下は、将来所得増大見通しの悪化や投資機会の減少を通じて金利に低下圧力を加えると考えられる。企業の固定資本純投資率の低下は、総需要に減少圧力を加え、雇用維持のための政策金利に低下圧力がかかり、金利全般を引き下げる方向に作用したと考えられる。経済成長率の低下に伴って金利も低下してきているが、1980年代以降の金利の低下は経済成長率の低下よりかなり大きい。成長率低下に比べてより大きな金利低下は、株価決定の配当割引モデル的な観点から考えれば、株価の上昇圧力として作用することになる。成長率低下より大きな金利低下は、PERの上昇をもたらす(図19)、株価を上昇させ、株式資産総額を増大させたと考えられる。不動産価格



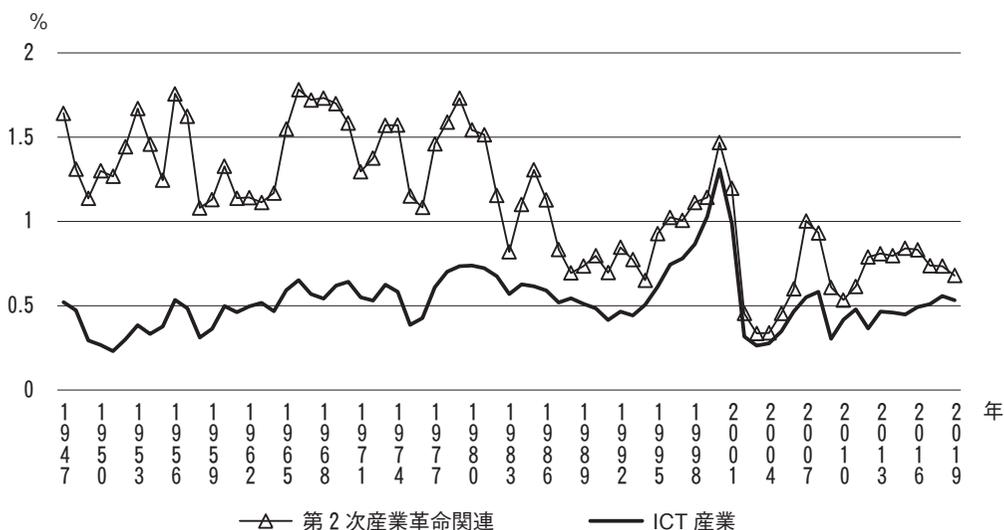
(出所) FRB: Financial Accounts of the U.S. L223, F103, S5 a

Bureau of Economic Analysis: International Transactions Table 4.2

図19 非金融企業 PER (海外利潤含む)

に対しても、同様の効果が働いたと思われる。

1980年代以降の新金融資本主義段階における企業純投資率の低下傾向について、さらに立ち入って、その産業的・産業技術的背景について考えてみよう。第2次大戦後の経営者資本主義段階の経済の中心は、産業的には重化学工業を基盤とする耐久消費財産業であり（規定軸②）、技術的には電気・内燃機関を中心とする第2次産業革命である（規定軸③）。企業純投資の推移を産業の面から見たのが図20である。そこから読み取れるように、戦後から1970年代までの経営者資本主義段階における高水準の投資の中心は、電気・自動車・機械・金属・石油・化学等の第2次産業革命関連の産業である。1980年代以降の新金融資本主義段階では、第2次産業革命関連産業の投資は大きく減退した。産業技術的には、第2次産業革命に代わって情報・通信等の第3次産業革命が進展してきた（規定軸③）。しかしながら、第3次産業革命の成果を代表するICT産業は、投資面で考えると、1990年代後半には爆発的に拡大し、第2次産業革命の効果減衰を補うかに見えたが、2000年代に入ると急速失速し、低い水準に留まり続けている。1990年代後半の第3次産業革命関連産業の爆発的拡大は一時的なものに終わった。1980年代以降の新金融資本主義段階においては、第2次産業革命の成果が成熟化してくる中で、それに代わるものとして台頭してきた第3次産業革命とそれを体現するICT産業は、産業的には、投資面では力不足であり、付加価値面・雇用面（図5）でも裾野が狭く、また生産性上昇効果も1990年代-2000年代初頭をピークに急激に減衰（図4）しており、第2次産業革命の



(注) ICT産業：コンピューター・電子製品、出版（ソフトウェア含む）、放送・通信、情報・データ処理、コンピューターシステム設計
 第2次産業革命関連：公益、金属加工、機械、電気、自動車、輸送機械、石油・石炭、化学、プラスチック・ゴム、航空、放送・通信
 (出所) Bureau of Economic Analysis, Fixed Assets Accounts Table 3.4, 3.7, National Income and Product Accounts Table 1.1.5

図20 産業別純投資 GDP 比

成熟化を埋めるものではなかった。その結果が、企業投資の縮小傾向であり、金利の低下傾向であった。こうした金利の長期的低下傾向が、金融拡大の大きな要因として働いてきたと考えられることができる。

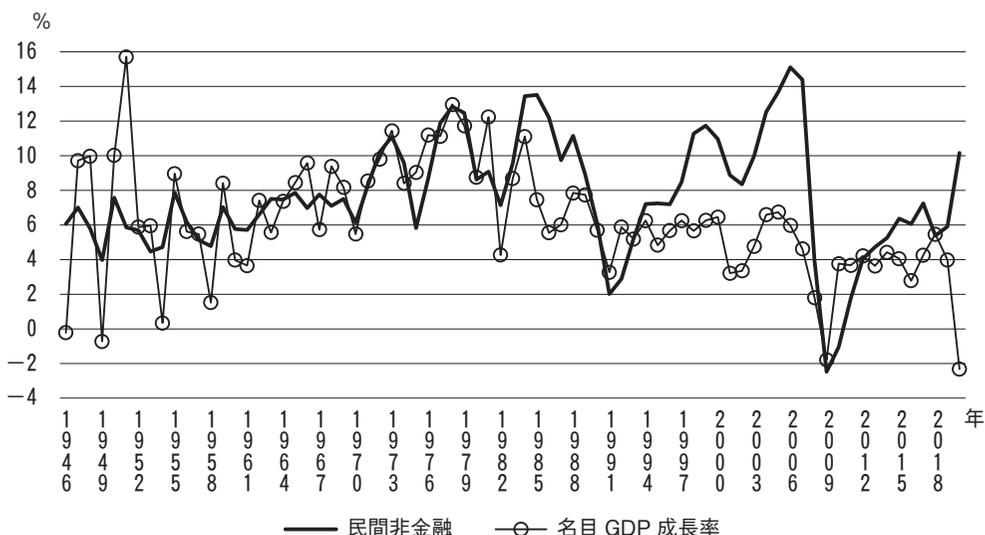
また、金利低下の別の要因としての海外からの継続的資金流入（規定軸⑫）についても触れておこう。図17に示されているように、海外からの資金流入は1980年代半ば以降顕著になってきた。日独等の先進国からの資金流入の背景は、米国と共通で、基軸産業としての第2次産業革命関連産業の成熟化に伴った資金余剰傾向の強まりだと考えられる。基軸産業としての第2次産業革命関連産業の世界的な成熟化による資金余剰化傾向が、米国の金利低下に反映していると理解できよう。

次に、新金融資本主義段階の中軸である規定軸⑦の金融の経済への影響力について見ていこう¹⁶⁾。金融の規模が実体経済に比べて大きく拡大するという状況を図11、12で見てきた。金融拡大の内容を考えると、債務の拡大は債務主体による支出拡大を通じて、資産価格の上昇は資産効果による支出拡大を通じて、金融機関資産規模拡大は資金提供の拡大を通じて、実体経済を支え、拡大する効果を発揮してきた。こうして、新金融資本主義段階においては、実体経済は全体として見ると、金融の拡大によって支えられてきたという面がかなりあると考えられる（規定軸⑧のマクロ経済循環）。また、金融の拡大は、④のコーポレートガバナンス面で企業に対する収益追求圧力を高め、株主価値経営を強めた。

また、金融の規模が実体経済に比べて大きく拡大するという状況の下で、金融の変動が拡大し、それが実体経済に大きな影響を及ぼすようになってきた。金融の実体経済への影響を、負債面から見ると、金融側として民間（家計・非金融企業）負債増 GDP 比を採り、実体経済側として名目 GDP 成長率を採り、両者の動きを示したのが図21である。

図21における大きな推移を概観すると、両者の振れ幅は、経営者資本主義段階の1960年代までは GDP 成長率の振れ幅が民間負債の振れ幅を上回っているのに対して、新金融資本主義段階の1980年代半ば以降は逆に民間負債の振れ幅が GDP 成長率の振れ幅を大きく上回るように状況が一変している。民間負債の動向から見た金融は、経営者資本主義段階の1960年代までは実体経済に対し安定化要因であったのに対して、新金融資本主義段階の1980年代半ば以降は逆に不安定化要因として作用しているように思われる。より立ち入って細かく見ていくと、1960年代までの景気後退の年（1949年、54年、58年、60年）においては、民間負債増 GDP 比が名目 GDP 成長率を上回り、民間負債の中でも家計負債増が企業負債増を上回っており、それによって家計の支出、特に住宅への投資が支えられ、景気の後退が和らげられていたと考えられる。これに対して、1980年代以降では、深刻な景気後退に陥った1990-91年や2008-09年においては、それ以前の景気拡張期の民間負債の急拡大の反動として、民間負債は急収縮し、民間負

16) 金融の経済への影響力についてより詳しくは、北原 [2021] を参照。



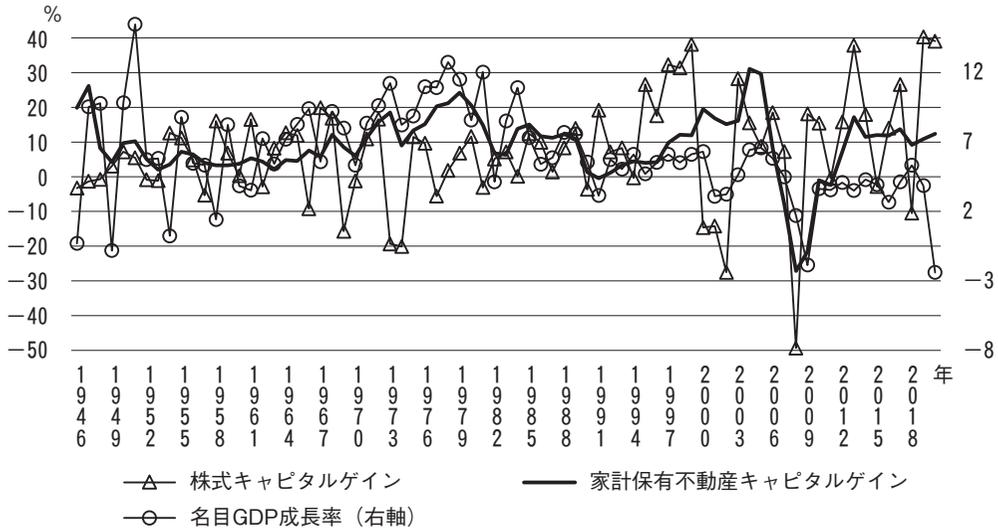
(出所) FRB, Financial Accounts of the U.S., D. 2; Bureau of Economic Analysis, National Income and Product Accounts Table1.1.5

図21 民間非金融部門負債増 GDP 比と成長率

債増 GDP 比が名目 GDP 成長率を大きく下回り、金融面からも実体経済の後退を激化させることになっている。こうした形で、金融の実体経済に対する影響は、新金融資本主義段階においては大きく変化し、経営者資本主義段階の実体経済を下支えするものから、実体経済を振り回すものに転じ、規定軸⑨の景気循環の形はインフレ循環から金融循環に変わっていったと考えられる¹⁷⁾。

次に、金融の動きをキャピタルゲイン（株式と不動産）面から捉えて、その実体経済への影響を見るために、名目 GDP 成長率と比べたのが図22である。実体経済側の動きを示す名目経済成長率の変動と比べて見ると、新金融資本主義段階の1990年代半ば以降の株式・不動産のキャピタルゲイン（GDP 比）は非常に大きくなっている。キャピタルゲインの拡大は資産効果を通じて需要拡大に貢献し、経済拡大を支える役割を果たしたと考えられる。また別の面では、規定軸⑥における資産格差を大きく拡大させた。キャピタルゲインは規模が拡大しただけでなく、変動面に着目するとその変動は極端に大きくなっている。代表的には、1990年代後半から2000年代初頭にかけてのネット株式バブルと2000年代の住宅バブルとの発生・崩壊という形で、キャピタルゲイン変動が極端に拡大している。こうした極めて大きなキャピタルゲイン

17) 金融の拡大がある一定レベルを超えると経済成長にもマイナスの影響を及ぼす、という研究がかなり存在する。Arcand, J. L., Berkes & U. Panizza [2015] 及び Cournede, B. & O. Denk [2015] では、民間非金融部門に対する信用供与が GDP の100%を超えると、1人当たり GDP 成長にマイナスの影響を及ぼすことが示されている。アメリカでは、100%の水準を1980年代初めに超えている。



(注) 非法人企業保有不動産には、家計の投資物件不動産がかなり含まれているので、家計保有不動産の中に非法人企業保有不動産を含めている。

(出所) FRB, Financial Accounts of the U.S., F.223, L.223, R.101, R104 ; Bureau of Economic Analysis, National Income and Product Accounts Table1.1.5

図22 キャピタルゲイン GDP 比と成長率

変動は、実体経済に大きく影響したと思われる。バブルの発生・膨張が景気を大きく拡大し、バブルの崩壊が景気後退を始動させ、景気後退を深刻化させ、規定軸⑨の景気循環の形を金融循環という性格のものに変えた。また、金融政策の効果波及ルートも、実体経済に直接に働き掛けるという形から金融経済を通じる間接的なものに変化し、金融面での刺激によって経済の拡大を支援し、金融の行き過ぎによる経済混乱を避けるために引き締めるという形に変化してきた。

表1の規定軸間の関係を中心に見ていくと、新金融資本主義の構造を規定する中核の規定軸は、④、⑦、⑬である¹⁸⁾。④のコポレートガバナンスのあり方は、ステークホルダー・キャピタリズムから株主価値重視のシェアホルダー・キャピタリズムへと大転換することで、⑤の労働市場が流動化し、⑥の中間層の没落が進み、所得格差は第2次大戦前の1930年代の高水準にまで拡大した。⑦の金融の肥大化・影響力増大の下で、⑧のマクロ経済循環は金融に依存するものに変化し、⑨の景気循環の形が金融循環という性格を帯びるようになり、金融経済の動きが金融政策・実体経済を振り回すようになった。政策面でそれを支えたのが⑩の規制緩和と自由競争を重視する国の政策である。さらにこうした経済構造の背後にあるのは、③の技

18) 石崎 [2014] では、新金融資本主義の中心的内容としては、④のコポレートガバナンス面の株主価値経営への転化だけを考えているが、本稿ではそれより広く、⑦の金融の動きが実体経済を大きく左右するようになったことも含めて考えている点で異なる。

術基盤としての第2次産業革命の効果減衰とそれに代わる第3次産業革命の力不足と⑬の新自由主義のイデオロギーである。③の技術基盤の下での①の投資低迷が、金利の継続的低下を通じて⑦の金融の拡大・肥大化をもたらした。⑬の新自由主義のイデオロギーは、政策面では⑩の規制緩和・自由化の国家政策という形で、コーポレートガバナンス面では④のシェアホルダー・キャピタリズムという形で社会全体に浸透している。⑥の中間層の没落と富裕層への所得・資産の集中は、⑩の統治機構における金権寡頭制を成立させ、⑪の新自由主義的政策を維持・強化している。

4. ポストリーマン期の新しい動きと今後

ポストリーマン期においては、新金融資本主義がやや変容してきている面がある。しかしながら、変化は端緒的で断片的なものに止まっている。規定軸⑩の政策面では、2008年のリーマン・ショック、世界金融危機を受けて、金融規制緩和から規制強化に転換した。国内のドット・フランク法の成立や国際的なBISの規制強化（第3次）により、金融機関のアグレッシブな行動はある程度抑制されてきた。規定軸⑦の金融の影響力の面で、上記政策面での規制強化と世界金融危機に至るプロセスでの金融機関のなり振り構わない行動への批判を受けて、金融機関の行動は抑制されたものになり、金融拡大の勢いが失われてきた¹⁹⁾。また、金融機関の行動の慎重化と世界金融危機に至るプロセスでの家計債務拡大に対する反省から、家計債務は抑制方向に転換した。全体として金融拡大は鈍化してきているが、その中で株価や不動産価格という資産価格の高騰という動きはポストリーマン期においても続いている（図22）。資産価格の継続的な上昇は、資産効果を通じてポストリーマン期の経済を支えている。この点は、バブル崩壊後の日本が長期の資産価格下落に苦しめられたのとは対照的である。資産価格高騰の最も大きな要因は、金利の長期的低下傾向であろう。コロナパンデミックの中での株価高騰は、FRBによる様々な金融支援策の導入といった超金融緩和による面とは別に、その株価高騰の勢いの強さ、及び将来収益の割引率を規定する金利の影響を強く受けるグロース株の株価上昇率がバリュー株に比べて大きいことから判断すると、金利の長期的低下の株価への織り込みがまだ完了しておらず、未だこの織り込み過程が続いていると理解できるように思われる。この織り込み過程がいつ完了するかは、不透明である。しかし、金利は下限に極めて近くなっており、いずれは構造的に低金利が織り込まれて、金利低下を追い風とする株価高騰は期待できなくなるだろう。また、戦後ベビーブーマー世代（1946～64年生まれ）の退職年齢化、年金資産の取崩しに伴い株式には売り圧力が強まると考えられる。こうしたことから、資産価格高騰の今後の長期的継続性に関しては、疑問がある。こうしたことを考えると、金融面からの実体経済

19) この点に関しては、北原 [2021] p.204-06を参照。

への影響力は、今後は低下していくのではないかと考えられる。

規定軸④のコーポレートガバナンス面でも、株主価値を最優先とする企業統治のやり方に対しても見直しの動きが生じている。米国の代表的経営者団体である Business Roundtable が 2019年8月に、それまでの株主価値最優先からステークホルダー重視への転換を宣言した。コロナパンデミックの中でも、企業の社会的責任を求める気運が高まっている。株主価値経営への転換を主導してきた年金の大きな株式保有という状況にも変化が生じている。株式保有分布の面で年金の株式保有比率が低下してきて、投資信託の保有比率が高まってきている。投資信託の運用会社は、年金に比べてコーポレートガバナンス面での企業経営への直接的関与が弱い。また、年金の中でもコーポレートガバナンス面で活動的である確定給付年金の割合が低下し、個人毎の株式保有となる確定拠出年金の割合が高まっている。こうした株式保有分布の変化は、コーポレートガバナンス面で株主側からの影響力を低下させていく可能性がある。資産運用の考え方に関しても、ESG（環境・社会・企業統治）投資の割合が近年急速に高まり、株主によるコーポレートガバナンス面への関わりが社会性を重視する方向に変化してきている。2010年代には、営利企業でありながら、企業の設立定款で、株主と共に従業員・地域社会・環境等の利害への考慮も求められているベネフィット・コーポレーションという新しい企業形態も登場している²⁰⁾。ただ、コーポレートガバナンス面の変化はまだ端緒的であり、変化がどこまで進むかは確かなものではない。

規定軸⑬のイデオロギー面でも、世界金融危機の勃発による自由放任の経済体制に対する疑問の増大、トランプ政権の登場に見られる既存体制に対する反発の増大、コロナパンデミックの中での拡大した格差の顕在化といった社会状況の下で、新自由主義に対する疑問・批判が強まってきている。また規定軸⑩の統治機構・過程の面でも、ポピュリズムの台頭、トランプ政権の登場に見られるような、既存のエスタブリッシュ（金融界・大企業・富裕層）による統治の正当性に対する不信が強まっている。

上記の規定軸①、⑦、④、⑬における変化は、1980年代以降の新金融資本主義段階の特質・特有の動き（金融の影響力増大、コーポレートガバナンスにおける株主価値第一主義、新自由主義的政策）の行き着いた結果・帰結という面が大きい。新金融資本主義段階の動きが経済・社会の全体に広がり、深く浸透することで、その含む問題性・否定的要素が顕在化し、持続可能性が問われてきている状況だと理解できる。こうした新自由主義の見直しの流れ（規定軸⑬）は、今後も続くのではないと思われる。

実体経済面に目を向けると、金融の影響力は低下してきている（規定軸⑦）中で実体経済の自律性は相対的に高まっているが（経営者資本主義段階では実体経済の自律性は極めて高かった）、規定軸①、②に関して、ポストリーマン期においては低成長（図1）・高利潤・低投資（図

20) ライシュ [2016] p.262を参照。

2)²¹⁾・生産性上昇低迷(図4)が顕著であり、こうした停滞状況は今後も継続しそうである。より根本的な問題は、規定軸③の技術基盤の面で、AI技術の発展・実用化が今後経済に対して新たなダイナミズムを与え、生産性面(規定軸②)でも新たな飛躍をもたらさうものかどうか、ということであろう。コンピューターや通信の技術革新が経済に対してこれまでのところもたらしたのは、1990年代後半から2000年代初頭における生産性上昇率の高まり(図4)とICT産業の投資の急拡大(図20)である。しかし、これらは一時的なもので、その後減衰し、長期に渡って持続するものではなかった。AIの技術革新も、コンピューターの技術革新と類似したものであることから、同じパターンをたどることは十分に考えられよう。段階論に即してより根本的に考えると、経営者資本主義段階の技術基盤となった第2次産業革命と比べて、AIを含む第3次産業革命の性格をどう理解するかという問題が重要である。第2次産業革命の経済的成果が大きかったのは、経済・社会・生活全般にわたる極めて幅広い新しい製品が群生し、そうした魅力的な新製品群が社会全体の膨大な需要を喚起して(需要喚起型プロダクト・イノベーション)、経済全体の拡大循環を形成したからである(図15)。これに対して、第3次産業革命の中核をなすICT技術は、AI技術も含めて、プロセス・イノベーション的であり、既存の業務・活動プロセスを効率化し、既存プロセスの中の仲介項を中抜きにするという性格が強い。経済・社会の中での幅の広がりも、第2次産業革命の成果と比べると狭い。こうしたことを考えると、ICT技術を中核とする第3次産業革命によって実体経済が大きく再活性化するという事態を、期待するのは難しいと思われる。ポストリーマン期の実体経済の停滞状況及び第3次産業革命の性格を考えると、今後も実体経済の停滞基調は続き、低金利は継続し、経済を支えるための超金融緩和政策は恒常化することになろう(規定軸⑩)。

経済が停滞する中で経済を支える機能は、金融政策の面ではポストリーマン期においては常態化しているが、コロナパンデミックを受けて規定軸⑩の財政政策による支援の必要性が大きく高まっており、経済の中で国家の役割が前面化してきている。また新自由主義的政策の見直しという大きな流れを受けて、規定軸⑥の所得分配面での格差是正を求める声も強くなってきている。新金融資本主義段階における自由・自己責任・効率を追求する考えから、公正・社会性・持続性を求める気運が社会的に高まっている。これは、規定軸④のコーポレートガバナンス面や規定軸⑦の金融面でも見られるが、規定軸⑩の国家政策面ではより顕著であるように思われる²²⁾。多くの面で国家の役割はより大きくなっていくであろう。バイデン政権は新自由主義的政策を見直し、公正さをより重視する政策方向を目指しているように思われる。国家政策

21) 高利潤・低投資の状況とその帰結に関しては、北原[2018] p.187-94を参照。

22) 金融危機の反省から生まれた米国金融改革の集大成であるドッド・フランク法は、金融の安定性確保のための規制強化が中心的内容であるが、その正式名称が「2010年ドッド・フランク・ウォールストリート改革・消費者保護法」であることに示されるように、金融取引の公正さを確保して消費者を保護するという内容も含まれている。この点に関しては、北原[2016] p.66を参照。

面を中心として、社会の中で公正の理念・考えがどれだけ浸透し、どういう形で、どこまで具体化・現実化されるかは、新金融資本主義段階の次の段階の内容を考える場合、重要なポイントとなるだろう（規定軸⑬のイデオロギー面）。経営者資本主義段階においては、国家政策の柱の1つは福祉の充実であったが、その段階においては第2次産業革命の経済的成果が所得の平等化と高成長を実現し、福祉政策を経済面から支えるという状況にあった。それに対して、現在の実体経済の状況は、規定軸②の産業構造面や規定軸③の技術基盤面で当時と大きく異なっており、力強さを欠いている。しかしながら、GDPや生産力の水準は経営者資本主義段階に比べて、遥かに高くなっている。こうした状況の下で、公正さを志向する政策や公正さを尊重する社会を実現することができるか否か、いかなる形で実現できるかは、次の段階を考える場合の中心的問題であろう。

参考文献

- M. アグリエッタ（坂口明義訳）[1998]『成長に反する金融システム』新評論
 安孫子誠男 [2002]「M. アグリエッタの〈資産形成成長レジーム〉論について」『千葉大学経済研究』第17巻第3号
 石崎昭彦 [2014]『アメリカ新金融資本主義の成立と危機』岩波書店
 宇野弘蔵 [1954]『経済政策論』弘文堂（『宇野弘蔵著作集：第7巻』岩波書店 [1974] 所収）
 — [1962]『経済学方法論』東京大学出版会（『宇野弘蔵著作集：第9巻』岩波書店 [1974] 所収）
 加藤榮一 [2006]『現代資本主義と福祉国家』ミネルヴァ書房
 北原徹 [2016]「ポスト・リーマンの米国銀行・投資銀行」『立教経済学研究』第70巻第2号
 — [2017]「ポスト・リーマンの米国金融と金融肥大化の終焉」『立教経済学研究』第71巻第2号
 — [2018]「ポスト・リーマンの米国経済」『立教経済学研究』第72巻第2号
 — [2019]「戦後アメリカの実体経済と金融経済—1980年代以降の金融経済の肥大化と変調—」『福岡大学商学論叢』第63巻第1・2号
 — [2021]「戦後アメリカの金融とポストリーマン」（証券経営研究会編『現代金融資本市場の総括的分析』日本証券経済研究所 第8章）
 P. キャベリ（若山由美訳）[2001]『雇用の将来』日本経済新聞社
 佐賀卓雄 [2021]「機関投資家ネットワークとコーポレート・ガバナンス（CG）」（証券経営研究会編『現代金融資本市場の総括的分析』日本証券経済研究所 第9章）
 P. テミン（栗林寛幸訳）[2020]『なぜ中間層は没落したのか：アメリカ二重経済のジレンマ』慶應義塾大学出版会
 馬場宏二 [2005]『もう一つの経済学』御茶の水書房
 馬場宏二・工藤章編 [2009]『現代世界経済の構図』ミネルヴァ書房
 C. フレイ（村井章子・大野一訳）[2020]『テクノロジーの世界経済史：ビルゲイツのパラドックス』日経BP
 R. ボワイエ（山田鋭夫・坂口明義・原田裕治監訳）[2011]『金融資本主義の崩壊：市場絶対主義を超えて』藤原書店
 R. ライシュ（雨宮寛・今井章子訳）[2008]『暴走する資本主義』東洋経済新報社
 —（雨宮寛・今井章子訳）[2016]『最後の資本主義』東洋経済新報社
 Arcand, J. L., Berkes & U. Panizza [2015] “Too much finance?,” *Journal of Economic Growth*, May

- Bank for International Settlement [2015], [2018], *Annual Economic Report*
- Boyer, R. [2000] "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis," *Economy and Society* Vol, 29 No. 1, February
- Cournede, B. & O. Denk [2015] "Finance and economic growth in OECD and G20 countries," OECD Economic Department Working Papers 1223
- Drehman, M., C. Borio and K. Tsatsaronis [2012] "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!," BIS Working Papers No 380
- Epstein, G. A. (ed) [2005] *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar
- Mishel, L. and J. Wolfe [2019] "CEO compensation has grown 940% since 1978," Economic Policy Institute, August 14