

第1章 世界の資金循環と金融市場の変容

はじめに

金融の基本的機能は、貨幣を媒体とする決済および信用仲介（貸借）である。銀行（預金取扱金融機関）の伝統的機能も、預金通貨発行による財貨サービスの取引決済と、貯蓄者（主に家計）と投資者（主に企業）との間の信用仲介による時間を越えた資源配分であった。決済および信用仲介は、市場経済メカニズムにもとづいて実行されるが、同時に取引参加者相互間の信頼とその信頼を補強する契約によって担保される。

中央銀行の伝統的な金融政策は、この銀行を相手方として行われてきた。しかし、先進国では企業部門が大幅な資金余剰（貯蓄超過）を抱える一方で、家計部門の貯蓄超過が減少し、それにつれて家計と企業との間の資金仲介という銀行の役割も後退した。また国際金融危機によって銀行が体力を消耗する一方で、投資ファンドのようなノンバンク（代替投資企業）が投融資面で大きな地位を占めるようになった。従来、多大な収益を計上してきた銀行のマーケットメイク機能も低下している。そのため銀行を相手方とする金融政策も変容を迫られている。

一方、現代経済が直面する大きな問題は、資産や所得の分配およびそれに関連して発生する利害調整である。分配問題には、①債権者（高所得層の家計および企業）と債務者（低所得層の家計および政府）との間の資産分配、②資本提供者（資産家や企業株主）と労働提供者（勤労者家計）との間のマクロレベルの所得分配、③退職世代（高齢者）と現役世代（若年者）との間の世代間分

配、④高所得層（経営者）とそれ以外の低所得層（単純労働者）との間のマイクロレベルの所得分配などがある。しかし分配問題の市場メカニズムを通じた解決は、自由、独立、公平、透明性を重視する金融資本市場にはかならずしもなじまない。また、政治的な解決策は、私的財産権保護や民主主義原理に従って行わないかぎり、市民と政府との間の信頼関係や契約制度への信認を損ない、市場経済メカニズムの支柱である法制度を踏みにじることになる。

上記③の世代間移転に関しては、例えば公的年金の株式運用のように、金融資本市場を通じた経済的解決策（年金拠出金を株式に投資し企業利益を受益者に配分する方策）もあるが、金融危機によって投資資産からの収益率（資本収益率）が低下した。さらに、金融危機によって破綻した銀行を政府が公的資金投入によって救済したため、財政赤字や政府債務が拡大し、納税者の厳しい監視の目が及ぶようになった。

そこで、第1節では世界的な部門別資金過不足の調整（リバランス）をキーワードとして資金循環の変容を論じ、第2節では政府による金融規制強化（金融抑圧）と所得分配をキーワードとして金融政策の変容を論じる。そして、第3節では国際資本移動の縮小（脱グローバリゼーション）をキーワードとして金融ビジネスの変容を論じる。

1. 資金循環の変容

（1）先進国の部門別資金過不足

間接金融にせよ直接金融にせよ、金融資本市場の伝統的役割は家計と企業間の信用仲介であった。この役割は部門別資金過不足の調整であり、従来は家計が資金余剰（貯蓄超過）部門、企業が資金不足（投資超過）部門だった。しかし、日米を始めとする先進国では、政府部門が巨額の資金不足（財政赤字）に陥る一方で、企業部門は資金余剰（貯蓄超過）を計上するようになった。

図表1-1は、日米の部門別資金過不足を、リーマンショック時（2008年）と直

近時点（2013年）とで比較したものである。括弧内は2008年の計数を示す。日米とも政府部門の資金不足（財政赤字）が拡大する一方、非金融法人企業が資金余剰を計上している¹⁾。なおアメリカの企業部門は資金不足（一印）を計上しているが、貯蓄投資バランスでは貯蓄超過（資金余剰）となっている。また図表1-2に示すように、日米の非金融法人企業が保有する現預金が急増し、名目GDPに対する比率も上昇している²⁾。ところが問題は、企業貯蓄を政府部門に移転する信用仲介の仕組みが、伝統的な金融資本市場には存在しないことである。そもそも政府部門は非営利部門であり、利潤創出には関与しないから、利潤動機で行動する企業部門から余剰資金を借り入れても、支払い利息や利益還元といったかたちで資本コストを賄うことがむずかしい。政府部門への移転は、金融よりも財政の問題である。

ところで資金循環統計上の企業部門の資金余剰は、企業会計上のフリー・キャッシュフロー（FCF）にはほぼ対応する（運転資本の増減分は除外する）。

図表1-1 2013年（2008年）の日米部門別資金過不足

単位：米国10億ドル，日本兆円

	家計部門	企業部門	政府部門	外国部門
米国	+806.2 (+1080.4)	-221.2 (-947.7)	-935.7 (-1110.4)	+371.9 (+765.2)
日本	+21.3 (+24.7)	+18.4 (+18.8)	-36.9 (-4.9)	-3.9 (-24.0)

(注) 民間部門、企業部門、政府部門の場合には+が資金余剰を示し、-は各部門の資金不足を示す。また外国部門の+は当該国の経常収支赤字（外国部門の黒字）を示し、-は当該国の経常収支黒字（外国部門の赤字）を示す。企業部門は民間非金融法人企業（non-financial corporate business）。政府部門は、米国は中央地方政府の合計、日本は一般政府。

[出所] FRB, *Financial Accounts of the United States, Historical Data (S.2.a)* および日本銀行『資金循環統計』を使って作成

図表1-2 非金融法人企業が保有する現預金の名目GDPに対する比率

単位：%

	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2013
日本	29.2	32.6	37.8	32.8	34.9	37.9	40.3	46.5
米国	3.1	3.2	2.8	3.8	7.1	8.8	9.7	9.8

[出所] FRB, *Financial Accounts of the United States, Historical Data (L.102)* および日本銀行『資金循環統計』を使って作成

そしてFCFは配当支払い、自社株買い、銀行借入（債務）返済など、いわゆる財務キャッシュフロー（財務CF）に充当される。日本では1990年代後半から2000年代前半にかけて、企業部門が円安による収益増と人件費抑制や運転資本節減によって営業CFを生み出す一方で、設備投資を抑制（投資CFを圧縮）してFCFを捻出した。このFCFは主として銀行借入れの返済に充当され、銀行が企業から返済された資金を国債投資に充当した。こうして企業部門の資金余剰を政府部門に移転したわけだが、現在では企業の債務返済も一段落している。

一方、アメリカでは、外国部門が資金余剰（アメリカの経常収支赤字）を抱え、その外国部門が米国政府の資金不足を迂回金融した。「迂回金融」とは具体的に次のような資金移動である。まず、FCFを増加させた企業が財務CF面で銀行借入れを返済し、返済を受けた銀行が家計に住宅ローンや消費者ローンを供給した。また、FCFの一部は増配や自社株買いといったかたちで株主（家計部門）に還元された。家計はローンを使って住宅や消費財を購入し、それが中国を始めとする新興国からの財の輸入代金（アメリカの経常収支赤字）として支払われた。新興国の側では、米国向け財貨輸出によって稼得した資金（経常収支黒字）を、外貨準備の米国債運用によって米国政府に還流させた。しかし、こうした大々的な迂回金融は、リーマンショック後の世界の資金循環の変化によって、縮小から終焉に転じた。

（2）世界の資金循環

世界の主要国を、経常収支黒字国（貯蓄超過国）と赤字国（貯蓄不足国）に分類すると、前者は日中独、後者は米英およびユーロ圏周縁国に大別される。貯蓄超過国（例えば中国）は、これまで輸出（外需）主導型経済成長によって貯蓄（経常収支黒字）を蓄え、その貯蓄を経常収支赤字国（例えばアメリカ）に資本輸出して、アメリカの内需（中国にとっての外需）を喚起した。中国の資本輸出の大半は外貨準備の米国債運用となり、赤字国通貨（ドル）が買われた（前述の迂回金融）。そのためドルは割高になり、アメリカの輸出減と輸入

増（経常収支赤字）が加速した。当然、アメリカの輸出産業（製造業）は疲弊し、雇用者数も減少した。雇用減少は、米国家計の所得や貯蓄を減少させただけでなく、米国政府が失業保険給付などの社会保障費を支払ったので、財政赤字（負の貯蓄）が増大し、その分米国債がさらに増発された。

米英とユーロ圏周縁国が経常収支赤字、中国と日独が経常収支黒字という構図は、図表1-3の括弧内に示すように、国際金融危機直前の2007年にピークに達した。なお、図表1-3では家計部門と企業部門を合算して民間部門として一括した。各地域内では民間部門と政府部門、外国部門の資金過不足を合算すると、過不足が相殺されてゼロになる。また四地域の外国部門の資金過不足も合算すればほぼゼロになる。

黒字国の経常収支黒字（資金余剰）を赤字国に信用仲介するのが、銀行の国際金融業務であった。これが迂回金融でもあるが、その信用仲介が行き過ぎて赤字国側で資産バブルが起き、それが破裂してリーマンショックやユーロ圏債務危機が発生した。

こうした国際金融危機の收拾過程で、図表1-3の2013年の計数が示すように、ユーロ圏周縁国（PIIGS）の経常収支が黒字に転換し、米英の経常収支赤字も減少し始めた。それに対応するように日独やBRIC（新興国）の経常収支

図表1-3 2013年（2007年）の世界資金循環

単位：10億ドル

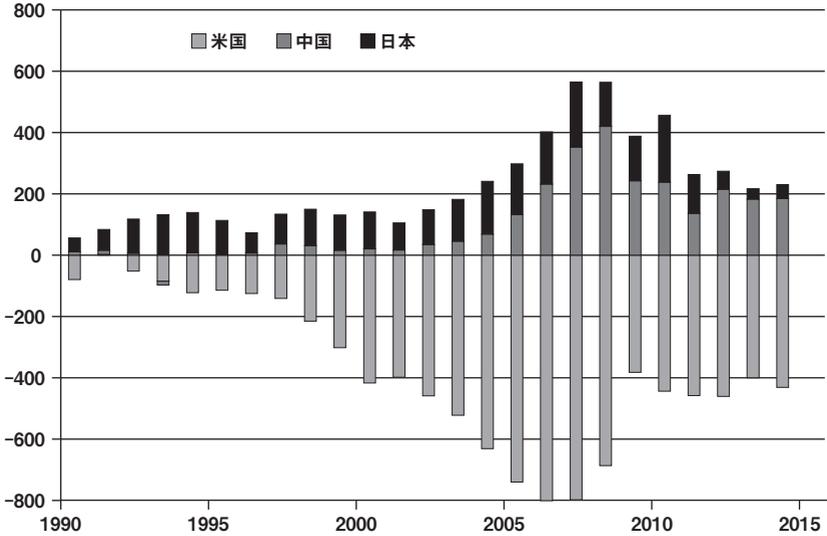
	米英	PIIGS	日独	BRIC
民間部門 (家計+企業)	+908 (-127)	+231 (-222)	+701 (+542)	+833 (+396)
政府部門 (中央政府+地方政府)	-1372 (-648)	-188 (-31)	-393 (-82)	-729 (+14)
外国部門 (経常収支)	+464 (+775)	-43 (+253)	-308 (-460)	-103 (-410)

(注) 民間部門と政府部門の場合は+は資金余剰を示し、-は資金不足を示す。また外国部門の+は当該国・地域の経常収支赤字（外国部門の黒字）を示し、-は当該国・地域の経常収支黒字（外国部門の赤字）を示す。PIIGSはポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペインを、またBRICはブラジル、ロシア、インド、中国を意味する。

[出所] IMF *World Economic Outlook* 所収統計を使って作成

図表1-4(1) 米中日の経常収支不均衡

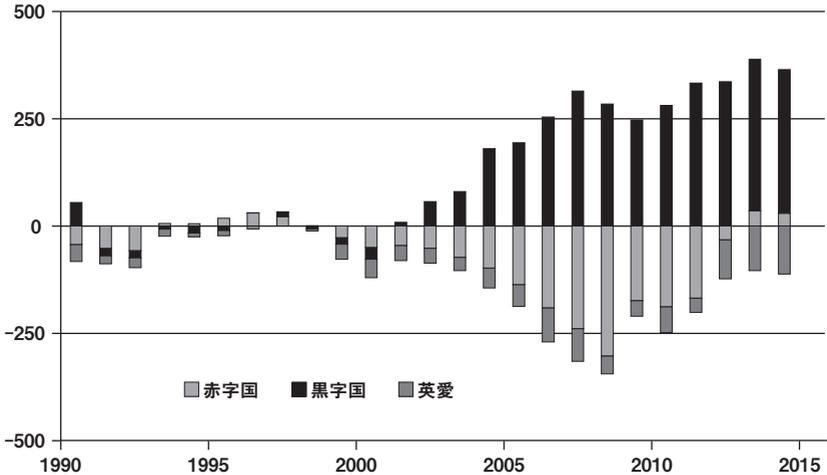
(単位：10億ドル)



[出所] IMF *World Economic Outlook* 所収統計を使って作図

図表1-4(2) 欧州経常収支不均衡

(単位：10億ドル)



(注) 赤字国はポルトガル、イタリア、ギリシャ、スペイン。黒字国はドイツ、オランダ、オーストリア。英愛は英国とアイルランド。

[出所] IMF *World Economic Outlook* 所収統計を使って作図

黒字も増加が止まった。これが世界的なレベルでの資金循環の変化（リバランス）である。図表1-4(1)は、アメリカの経常収支赤字と日中の経常収支黒字の収支推移を図示し、図表1-4(2)は、欧州の経常収支赤字国と経常収支黒字国の収支推移を図示した。

(3) 円キャリートレード

2000年代に盛んに行われた円キャリートレードも、アメリカやユーロ圏周縁国など経常収支赤字国向けの迂回金融であった。図表1-5は BIS（国際決済銀行）統計をもとに、日本の民間銀行の円建て対外債権残高の推移を貸出先の相手国別に表示したものである。もちろん、すべての円建て対外債権が円キャリートレードではないが、2008年前後の対米向け債権の増減や、2010年前後の対欧州向け債権の増減には、円キャリートレードの起伏を窺わせるものがある。すなわち、日本の銀行の欧米銀行向けの円建て債権残高は2006年までは概ね安定していたが、米国向けも欧州向けも2008年にかけて倍増し、その後2008年にはピークアウトした。

邦銀のアジア向け円建て債権の規模は、欧米向けに比較すれば少額だが、2008～10年にかけて増加した。また、オフショア銀行向けの債権が2010年以降に増加したが、このうちの一部は、例えば香港の銀行などの仲介で中国に流入し、シャドーバンキングを通じて中国の資産バブル形成を助長したと推定される。IMF 統計によれば、中国の2009～13年の経常収支黒字は累計で1.0兆ドルだったが、この5年間に外貨準備高は1.7兆ドル増加した。したがって、差し引き7000億ドルの外資が中国へ流入したことになる。中国への資本流入の大半は直接投資だが、円キャリートレードのような短資流入もあったはずだ。中国の資産バブルは、円キャリートレードによって助長された可能性がある。

2008年の金融危機直後に、中国政府が大規模な財政政策を発動した結果、投資プロジェクト（業務機会）が生まれ、それを実行するための資金需要も高まった。その資金需要を満たしたのがシャドーバンキングであり、その背景では活発な円キャリートレードが行われていたことになる。シャドーバンキング

図表1-5 邦銀の対外円建て債権

単位：10億ドル

年末	2001	2002	2004	2006	2008	2010	2012	2013
銀行向け	383	353	363	376	716	729	790	666
内、欧州	127	132	128	150	289	261	256	209
同、米国	68	47	38	54	136	120	108	78
同、オフショア	166	150	170	151	248	301	374	339
同、アジア	12	14	17	12	23	28	32	25
非銀行向け	144	108	149	163	256	330	395	369

〔出所〕日本銀行『金融統計』、BIS、*International Location Banking Statistics in Japan*

を通じる中国向け投融資は、①銅などの鉱物資源輸入を装った短資流入（低金利の円資金を借り入れて鉱物資源の輸入代金を支払い、その直後に資源売却によって得た資金を高金利の人民元で運用する、一種の為替金利裁定取引）、②商業用不動産投資への投融資、③地方政府傘下の公営企業向け投融資などであった。中国政府は2014年に入り、シャドバンキングを制限する政策に乗り出したが、その具体策は、第一に人民元の低位誘導による円キャリートレードの抑止、第二に不動産取引規制、第三に地方政府の汚職追放であった。

（4）世界経済のリバランス

日本のデフレによる低金利が、円キャリートレードといったかたちで米欧の経常収支赤字を補填するとともに、中国のシャドバンキングや資産バブルにも一役買った。また欧州では、ドイツがアメリカやユーロ圏周縁国へ資金供給した。このように、少なくともリーマンショックまでは、日独や中国（経常収支黒字国）が資本輸出というかたちで米英やユーロ圏周縁国（経常収支赤字国）に資金を供給した。しかし、2008年以降の国際金融危機を経て、米英やユーロ圏周縁国の経常収支赤字が縮小し、それに対応して日独や中国の経常収支黒字も縮小した。今後、米英やユーロ圏周縁国の経常収支赤字が縮小する一方で、日独中の経常収支黒字も縮小すれば、赤字国政府向けの迂回金融は縮小する。その場合、赤字国は貯蓄と投資の不均衡（国内経済の部門別資金過不足）を自主

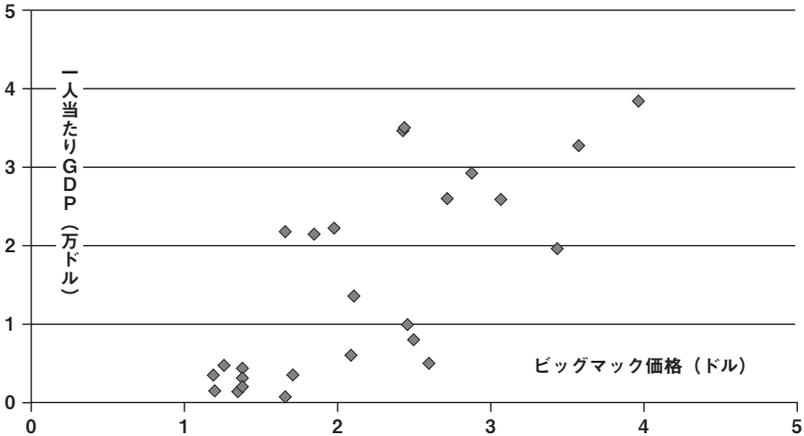
的に解消しなければならない。それは輸入と財政赤字の削減である。

一方で、このことは黒字国である日中独経済のリバランスを促す。特に中国経済は長い間、企業投資と輸出（外需）が景気を牽引してきたが、先進国経済低迷によって中国の輸出が鈍化し、家計消費主導型の経済成長への転換を迫られている。それは中国の実質実効為替レートの上昇を伴うものであるが、この点に関しては、バラッサ・サムエルソンの仮説が参考になる。この仮説によれば、新興国の一人当たり所得水準や一般物価水準は、先進国に比較して相対的に低いが、貿易取引の増大につれて新興国の所得・物価水準が上昇し、先進国の所得・物価水準に近づく。

図表1-6(1)と(2)は、主要国の所得水準と物価水準の組合せを示したものである。横軸は、*The Economist* 誌が発表しているビッグマックの現地価格（市場為替レートによってドル換算）であり、それによって各国の物価水準を代表させている。縦軸は各国の一人当たり名目 GDP（同じく市場為替レートによるドル換算値）である。(1)は1999年時点、(2)は2011年時点での所得と物価水準の組合せだが、所得と物価水準の間には比例関係があり、なおかつ時間とともに新興国が先進国に接近することが分かる。

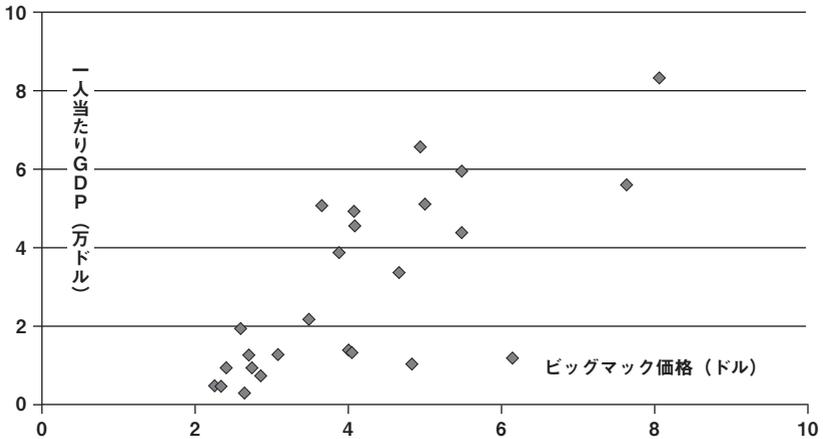
バラッサ・サムエルソンの仮説は、世界経済が一つの市場に統合されれば、各国の所得と物価の組合せが収斂する可能性を示唆する。名目為替レートと購買力平価の乖離を実質為替レートと定義すれば、所得や物価水準の収斂過程では、市場為替レートが購買力平価に接近するかたちで、新興国の実質為替レートが上昇する。実質為替レートの上昇は、名目為替レート（市場為替レート）上昇か、賃金物価上昇か、どちらかのかたちで新興国の交易条件（輸出価格÷輸入価格）を改善（上昇）させる。サービスのようない非貿易財が存在する場合には、名目為替レート（市場為替レート）と購買力平価の乖離は完全には解消しないが、貿易取引が増大するにつれて貿易財だけでなく非貿易財も一物一価に近づくため、乖離の度合いが小さくなる。というのは、新興国の貿易財部門（高生産性部門）の賃金が上がると、それにつれて非貿易財部門（低生産性部門）の賃金も上昇するからである。

図表1-6(1) 一人当たりGDPとビッグマックの価格 (1999年)



〔出所〕 The Economist 誌掲載の図表を使って作図

図表1-6(2) 一人当たりGDPとビッグマックの価格 (2011年)



〔出所〕 The Economist 誌掲載の図表を使って作図

実質実効為替レート（指数値）はBIS（国際決済銀行）が作成し公表している。2013年末時点の実質実効為替レートを、1994年以降2013年までの20年間の平均値と比較すると、ドルと円の実質実効為替レートはそれぞれ10%、29%低下したが、人民元は20年間の平均値と比較して28%上昇した。つまり、中国では名目為替レートと購買力平価の乖離が解消する動きがみられたのである。実

質実効為替レートは俗に言う「国際競争力」の指標であり、実質実効為替レートが上昇（低下）すれば競争力が低下（上昇）する。それによって経常収支不均衡が解消に向かうとともに、実質実効為替レートの上昇によって中国の交易条件が改善すれば、家計消費にも好影響が及ぶであろう。

（5）中国経済と日本経済のリバランス³⁾

従来の中国では、人民元の名目為替レートの切上げによって実質実効為替レートが上昇した。しかし、名目為替レートの持続的上昇は、円やドルを原資とするキャリートレードによって中国のシャドーバンキング経由の資金流入と資産バブルを醸成した。そこで、2014年になり中国の金融当局は、名目為替レート上昇を抑制する方向に舵を切り替え、むしろ賃金物価の上昇を容認し始めている。賃金上昇は消費主導型経済成長へのリバランスとも合致する。人民元の名目為替レートが上昇せず、その代わりに賃金が増えれば、いわゆる「国内的切上げ (internal revaluation)」といったかたちで実質為替レートが上昇することになる。「国内的切上げ」は、1970年代初頭の日本で円切上げを回避する方策として提唱された「調整インフレ論」に似ている⁴⁾。

賃金上昇に加えて、預金金利を自由化すれば名目、実質とも金利が増え家計所得（労働所得と資産所得の双方）が増加して、家計消費にとってもプラスの影響が及ぶであろう。従来の中国では、賃金上昇率を生産性上昇率以下に抑制するとともに、預金金利を物価上昇率以下に固定することによって、家計部門から企業部門や政府部門へと所得移転（補助金供与）を行ってきた。つまり、家計の犠牲の上で企業部門や政府部門が過剰投資を推進してきたのだが、今後はこうした歪みを是正すること（所得の逆移転）が中国経済のリバランスにとって課題となる。

中国経済のリバランスは為替相場介入政策とも関係する。これまで、中国の金融当局は介入によって外貨準備を積み上げてきたが、ドル買い介入の過程で放出された巨額の流動性（人民元）は20%を超える高率の預金準備率によって不胎化（吸収）された。そのため、中国では膨大な外貨準備の蓄積にもかか

ならず、ハイパーインフレに見舞われずに済んだ。民間銀行が20%といった高率の預金準備率を課されても銀行収益が圧迫されずに済んだのは、金利規制のもとで銀行が大幅な預貸金利鞘を確保できたからである。しかし、今後金利自由化が進み、預貸金利鞘が縮小すれば、高い預金準備率は銀行収益を圧迫することになる。その結果不胎化が困難となれば、ドル買い介入自体を自粛せざるをえず、名目為替レートの切上げを強いられることになる。かりに切上げを回避するのであれば、賃金物価の上昇を容認せざるを得ないであろう。

日本もデフレによる所得低迷と税収減、さらには高齢化による社会保障費の増加で政府債務が膨張した。社会保障費の大幅削減が政治的に受け入れがたいとすれば、緩やかな増税とインフレによって政府負担を軽減するしかない。企業部門の資金余剰を政府部門に移転するには、賃金上昇と増配や自社株買いによって企業貯蓄をひとまず家計部門に移転し、家計所得と家計消費および消費税収を増やし政府部門の資金不足（財政赤字）を削減する、これが最も正当な所得移転の道筋である。加えて巨額の手元現預金を保有する中小中堅企業の余剰資金を還流させる仕組みも必要である（注1参照）。

ところで、日米英の中央銀行が実施してきた量的緩和は、政府部門の資金不足を中央銀行が経過的に補填する措置と理解できる。市中銀行が保有する国債を中央銀行が買い上げるのだが、その対価として支払われる現金通貨は非銀行部門への貸出には回らず、準備預金として中央銀行に積み上がっている。貸出が増加しないのでインフレは回避されているが、中央銀行が量的緩和を停止する時に、中銀保有国債をどのように処分するかが問題となるであろう。おそらく満期まで保有を続けて、その後は借換え債が発行されるというのが妥当な道筋であろう。とすれば、中央銀行による財政赤字ファイナンスとなる。

ともあれ、家計消費増によって消費税収を増やすのが、日本の財政収支改善の王道なのだが、かりに安全保障上の理由から日本政府が防衛費急増に直面したような場合、そのための財政資金調達をどうやって工面するのであろうか。20世紀初頭の第一次世界大戦後の英国では、相続税（death duty）を引き上げることによって兩次大戦間の財政赤字の一部を補填した。英国の相続税収は

1910年から1950年までの40年間に9倍に増加した⁵⁾。また、アメリカでは独立戦争後に連邦政府が抱えた債務を政府資産（国有地）売却と輸入関税によって返済した⁶⁾。日本の場合、景気回復や金融資本市場を通じた政府への資金移転が無理だとすれば、英米のような手段（政府資産売却や相続税）に頼るしかないであろう。それも不可能であるとするれば、残された手段は日本銀行による財政赤字ファイナンスしかないことになる。

現代において企業部門から政府部門への資金移転方法は、政府事業の民営化や政府資産売却などである。社会インフラに関わる公共サービスを民間部門がより効率的に提供すれば、財政支出の削減にもつながる。さらに政府主導のプロジェクトおよびそれを刈り取る新ベンチャーキャピタル・ファンドやインフラ投資ファンドの組成も必要である。そのプロジェクトとは、新エネルギー源の開発、地球温暖化への対応策、高齢者医療など、世界各国が共通して直面する21世紀問題（メガトレンド）への挑戦でもある。

2. 金融政策の変容

（1）貨幣政策から信用政策へ

欧米の monetary policy は、日本語では「金融政策」と訳されるが、元来は貨幣政策（通貨政策）といった性格が強かった。なぜなら、伝統的な monetary policy は、預金通貨（貨幣）発行機関である銀行を主たる相手方として、銀行の資金量や資金コストに影響を与えるかたちで行われてきたからである。その monetary policy が近年の米英では、広義の信用政策の性格を帯びるようになった。

広義の信用政策には、貨幣価値安定（monetary stability）を目指す金利政策に加えて、信用秩序安定（financial stability）を目指すマクロプルーデンスシャル政策が含まれる。このうち金利政策は、準備預金の利子率のような政策金利を中央銀行が設定し、民間金融市場の短期金利をこの政策金利の近傍ない

し範囲内 (corridor) に誘導することによって、銀行の貨幣創出金利 (銀行が企業や家計に提供する短期資金の金利) に影響を与えるものであった。一方、マクロプルーデンシャル政策は、自己資本比率規制、貸出総量規制 (不動産評価額や借手手の所得の一定割合以下に貸出を制限する英国の loan to value 規制)、アメリカのボルカー・ルールのような業務隔壁規制を含む政策である⁷⁾。このマクロプルーデンシャル政策は、高度成長期の日本で実施された窓口規制 (市中銀行のオーバーローンを抑制する政策)に通じる。そのため金融政策 (financial policy) といった日本の用語が的外れではなくなった。

monetary policy が変容した直接の理由は、2007年以降の金融危機によって、資産市場 (証券市場や不動産市場) を含めた広範な信用市場の秩序維持が必要になったことにある。もう一つには、信用仲介の経路が銀行 (預金取扱金融機関) 経由だけでなく、預金 (通貨) を取り扱わないノンバンクやシャドールバンキング経由のルートにまで拡張したからである。金融危機以前の monetary policy は、狭義の貨幣価値安定 (物価安定) にのみこだわり、信用秩序安定 (信用量の拡大抑制) を等閑視し、ノンバンクによる信用膨張 (擬似的通貨の増発) を許してしまった。その結果、信用市場全体の健全性や秩序維持が monetary policy のあらたな課題になった。

さらに、もう一つの変容理由は、総需要管理政策 (政策金利を基軸とする景気政策) としての monetary policy の有効性が低下したことである。monetary policy は、預金通貨の発行機関である銀行を相手方として行われてきたが、企業部門が資金余剰を計上するようになった結果、銀行の信用仲介機能が低下したからである。量的緩和によって準備預金をふんだんに供給しても民間資金需要は弱く、しかも政策金利がゼロパーセントに接近したため、市場金利を政策金利の近傍に誘導する monetary policy が無力化した。

景気政策としての役割が低下する一方で、所得分配に対する monetary policy の影響が考慮すべき課題となった。そこで以下では、(2)項でアメリカの monetary policy の歴史を簡単に振り返り、次いで(3)項で所得分配への影響を論じるが、格別の誤解が生じないかぎり monetary policy を金融政策と訳す。

(2) アメリカの金融政策の変容⁸⁾

1932年の連銀法改正によって13条(3)項の特別融資条項が導入され、異例(unusual)で緊急(exigent)な状況において、企業や個人を相手方とする特別融資(手形再割引)が金融政策の役割に含まれるようになった。しかし、13条(3)項は中央銀行(FED)の相手方として市中銀行(連邦準備制度加盟銀行)を念頭に置き、実取引に裏付けられた商業手形などの再割引を想定した融資基準であった。

その後、1960~70年代に証券市場が拡大し、それに合わせて、金融政策の機能が銀行信用の統御から総信用の統御へと変容した。さらに、1978年完全雇用均衡成長法(ハンフリー・ホーキンス法)によって、雇用や成長も金融政策の目的とされ、折からの金利自由化によってマネーマーケット・ファンド(MMF)など、広義通貨を含む通貨供給総量の管理が開始された。そして、2008年7月に発効した住宅経済復興法(Housing and Economic Recovery Act)によって、ファニメイなど政府支援企業(GSE)の保全管理(conservatorship)が実施されたのに合わせて、2008年11月、連邦準備制度は5000億ドルのモーゲッジ担保証券(MBS)の購入を発表した(2009年1月実施)。当初、これは信用緩和(credit easing)と命名されたが、その後、米国債の購入を始めるに及んで量的緩和(quantitative easing)と呼ばれるようになり、上記の信用緩和は量的緩和第一号(QE1)とみなされた。さらに、2010年7月にはドッド=フランク法(以下、DF法と略)が制定され、システムミックリスク阻止と信用市場の秩序維持が金融政策の目的に加わった。

しかし、信用政策の手段はまだ十分には確立していないし、量的緩和と並んで導入されたフォワード・ガイダンスにも混乱が生じている。そもそも金融政策には「ルールか裁量か」という二者択一問題がある。前者(ルール)は、通貨供給量管理やインフレ率を目標として定め、その目標達成をルール化(中央銀行が達成を約束)することによって、市場参加者に予測可能性や確実性を与えることで政策への信頼を高める。80年代初頭のボルカーFRB議長の通貨供

給量管理政策がルールに基づく政策の典型例であった。しかし、フォワード・ガイダンスに関しては、その目標（失業率やインフレ率）が中央銀行当局者の裁量的判断で刻々と変化するため、ルール順守に関する約束（コミットメント）が疑われるようになった。ルールと裁量の混同が起きた。

金融政策の混乱の責任の過半は、米国連邦準備制度および米国政府にあり、それは第二次世界大戦後の米国経済のヘゲモニーの帰結ともいえる。すなわち、ブレトンウッズ体制が崩壊した1970年代初頭以降、ドルを基軸通貨とする変動相場制が、制度なき制度（ドル本位制）として国際通貨制度の事実上の標準になった。変動相場制への移行によって、金融政策が国際収支均衡の達成といった目標から解放された結果、中央銀行は国内均衡の達成に専念できるようになり、政策の自律性も高まった。そして近年ではインフレ・ターゲットやフォワード・ガイダンスといったかたちで金融政策の存在感が高まった。しかしその背後では、金融政策の役割や政策意図の不明確化、銀行監督責任の軽視などの事態が進展した。あるいはまた、オーストリア学派的な見方をすれば、変動相場制は各国中央銀行による政策金利決定の自由度を高めたが、そのことは貯蓄と投資をバランスさせる均衡（中立的）利子率を下回る水準に民間金融市場の利子率を引き下げることになり、資産投資と資産バブルを頻繁に引き起こした⁹⁾。中央銀行は表向き独立性ないし自律性を獲得したが、政府当局からみれば選挙の洗礼を直接受けない中央銀行はいわば使い勝手の良い政府機関である。そのため景気政策だけでなく、為替政策や金融行政、所得再分配といった広範な役割を負わせるようになったといえる。

（3）金融政策の分配効果

伝統的な金融政策は、総需要管理政策（景気政策）の一環として位置付けられてきたが、2（1）項で述べたように、その有効性は低下した。もともと景気政策としての金融政策（金利政策）は、中央銀行と債券市場参加者の合作であった。すなわち民間金融資本市場の短期金利は中央銀行が設定する政策金利の近傍に誘導されるが、長期金利は民間投資家が長期債発行体の信用リスクを

評価したり景気の先行きを予想したりするかたちで影響を与える。それぞれ別の力によって決まる長短金利の位置関係によって利回り曲線の形状が決まり、その上に貸し手（銀行）と借り手（企業や家計）のリスク・リターンに関する集合的判断が加味される。そうした集合的判断を踏まえて、銀行など信用仲介機関による満期変換（短期借りと長期貸し）の規模や収益が決まる。ここでリスクとは、主に信用リスクと金利変動リスクを指し、対外投融資の場合であれば、さらに為替リスクや地政学的リスクが加わる。

現代の法制通貨（fiat money）制度の下では、中央銀行はマネタリーベースを操作できるが、そのマネタリーベースの何倍が貸出につながるか（マネタリーベースと通貨供給量との比率である信用乗数の大きさ）は、市中銀行を含む民間経済部門の判断や行動によって影響される。いくら中央銀行が積極的に政策金利を引き下げたりマネタリーベースを増加させたりしても、リスクとの兼ね合いで民間資金需給が弛緩し、銀行など信用仲介機関の投融資が不活発になれば、信用乗数が低位硬直的となり、景気政策としての金融政策の直接的な影響力は低下する。しかも、企業部門は今では資金余剰部門であり、借入れ需要が弱い。

そこで近年、金融政策は資産価格上昇を通じて消費需要を喚起する資産効果を重視するようになった。中央銀行が積極的に国債などを購入する量的緩和政策がそれである。実際、イングランド銀行は、量的緩和の明示的意図が民間投資家のポートフォリオのリバランスにあり、通貨供給量の増加や物価上昇は間接的效果にすぎないとしている¹⁰⁾。すなわち、量的緩和政策によって民間保有国債を中央銀行が購入し、投資家が国債を中銀に売却した分が、株式などほかの金融資産に置き換わるという狙いである。

しかし、ポートフォリオのリバランスは、企業部門の資金余剰を政府部門に移転するという課題への対応策とはならない。なぜなら民間金融機関や投資家が国債保有を減らし、代わりに企業証券（株式や社債）への投資に振り向けたとしても、企業部門はすでに資金余剰であり、内部資金によって投資資金を賄えるからである。

もちろん日本の場合、日銀の国債購入に応じて年金基金などの機関投資家が国債を売却し、その代金を株式投資に充当するといった事態も想定される。また、家計金融資産のうちの預金が株式投資に振り替わり、株価上昇や配当増で家計所得と家計消費が増加し、消費税増収を通じて財政赤字を削減するといった効果も考えられる。しかし、株式投資が増加するためには、まず企業収益が改善しなければならず、そのためには成長戦略や構造改革政策が必要である。

そもそも量的緩和政策は二律背反の側面を持っている。というのも、資産効果は消費を刺激するが、資産バブルや所得格差の拡大を引き起こす可能性もあるからである。マクロプルーデンシャル政策によってバブル抑制に配慮しても、量的緩和を継続すれば、資産市場はいずれ活況の極に達する可能性がある。

そうした中で、2(6)項で述べる金融抑圧との関連もあって、金融政策の所得分配効果が注目されるようになった。もちろん、中央銀行がそうした意図を明示しているわけではないが、量的緩和と呼ばれる国債購入には分配政策の当事者である政府財政の負担軽減という効果もある。政府債務の貨幣化(monetization)によって次第に物価上昇率が高まれば、政府債務の実質負担が軽減するからである。もともと所得分配は財政が累進所得税制や社会保障制度によって行ってきたが、近年では政府財政が硬直化したため、金融政策が財政政策と協働(コラボレーション)して、所得再分配の役割を担う状況が出現したといえる。

しかし、量的緩和によって物価上昇率を高め、中長期的に政府債務負担を軽減しても、量的緩和の直接的効果が資産価格上昇となって現れるため、資産バブル醸成とその崩壊を繰り返す可能性もある。また、そもそも選挙民に政治責任を負わない中央銀行が所得分配に関与することには問題があり、金融政策の役割にも疑問が生じてくる。

(4) 政府債務問題との関係

金融政策が所得分配の一翼を担うようになった背景には、当然ながら政府債

務の肥大化という事情が絡んでいる。2007～08年の金融危機直後、欧米では金融機関に公的資金が投入されたが、加えて折からの景気後退による税収減も手伝って、財政赤字と政府債務が増大した。その結果、政府債務問題が深刻化し、所得分配を政策目的のひとつとする財政政策の機動力が低下し、金融政策と財政政策のコラボレーションが必要になった。

金融危機後の銀行破綻は、経済全体に壊滅的打撃を及ぼしたので、政府が納税者負担によって銀行救済した。アメリカでは自動車会社や住宅抵当信用を供給する政府支援企業にも公的資金が投入された。しかし、ユーロ圏のように財政権限が国別に分離している場合には、国境を越えた財政移転による銀行救済（bail out）は難しい。ドイツの納税者からみれば、周縁国の銀行さらにはその債権者を救済するのは納得しがたい。そこで、2012年春の第二次ギリシャ危機時には、民間投資家がギリシャ政府向け債権の約50%分の放棄を迫られた。これはギリシャ政府による債務破棄（実質的な債務不履行）であった。また、2013年春のキプロス危機では、銀行救済策として大口預金の削減が行われた。これは銀行による債務破棄でもある。このように大口預金者を含む無担保債権者に対して債権放棄を強制する債務破棄をバイルインと呼ぶ¹¹⁾。

2012年夏に浮上し2014年3月に最終的な合意をみたユーロ圏の銀行同盟では、銀行破綻を事前に想定し、実際に破綻した場合には、無担保債権者に負担を強いるバイルイン型の清算処理が合意された¹²⁾。しかし一方的に債務破棄を行えば、債権者の反乱が起きかねない。そもそもバイルイン条項付き債券は、よほど高利回りでないかぎり投資対象としての魅力はないであろう。そこで欧州の銀行は、自己資本比率が一定水準を下回るような偶発的事態に備えて、発行利回りの高いCoCo債（contingency convertible bond）を相次いで発行した¹³⁾。

政府債務の肥大化は政府への信認を失墜させ、金融システムの破綻を引き起こす。財政には相互扶助の役割があるが、無尽や頼母子講と呼ばれる日本の相互扶助金融の結末は、徳政令による債務者救済（強制的債務破棄）か土一揆（市民の反乱）であった¹⁴⁾。ギリシャの債務破棄（2012年3月）やイタリア総

選挙（2013年2月）前後の政治混乱は、債権者と債務者の利害調整が行き詰まった場合に、徳政令や土一揆に似た状況が起きることを示した。2014年5月の欧州議会選挙で極右極左勢力が台頭したが、投票しても無駄だとなれば国民は反乱を起こすかもしれない。それでは肥大化した政府債務はどうすればよいのか。

政府債務を削減するための一般的な方法は、①金利水準を上回る経済成長、②歳出削減、③増税、④債務不履行や国債保有者の債権放棄（bail in）などである。①にはインフレ率の引上げによる実質債務負担の軽減も含まれる。実際、第二次世界大戦時に肥大化した英米の政府債務は、①の方法（名目経済成長率の引上げと金利規制の合わせ技）によって削減された。また第一次世界大戦時に肥大化した欧州の政府債務は、④のデフォルトや債務リストラによって解消された。もっとも英国は債務不履行を起こさず、相続税増税などを実施した。

ちなみに、英国はナポレオン戦争後の19世紀初頭と第二次世界大戦直後の2回、政府債務の対名目GDP比が200%に達したにもかかわらず、その削減に成功した稀有な例である。18～19世紀に英国国債がデフォルトに陥らず、長期間にわたって国債発行による財政を維持できたのは、基礎的財政収支（プライマリーバランス）を黒字にしたからであった。上記②の方法で債務を削減したのである。しかし19世紀の英国では、長期間にわたって緊縮財政が実施され、社会福祉や教育などへの政府支出も抑制されたので、労働者や一般市民の生活は苦しかった¹⁵⁾。

平時には、私的財産権や債権者保護の原則があるので、③や④は難しい。また債務削減などの債務リストラは、債権者と債務者との間の法的関係が前面に出る利害調整問題であり、匿名性を重視する市場経済システムの埒外の対応策である。そのため①が最も自然な債務削減方法だが、実質ベースの経済成長率を引き上げるためには人的物的資源の総動員を必要とし、それを可能にするには社会的結束が存在しなければならない。そのためには、まず所得格差や資産格差を是正する必要があるが、米英流の市場経済システムでは、所得分配が経済政策の中心テーマとはなりにくく格差も拡大しやすい。政治的対立も激し

く、社会的結束が崩れて資源の総動員がますます困難である。

そこで現在では、中央銀行が量的緩和と呼ばれる国債購入を試みている。量的緩和には、名目経済成長率の引上げによって政府の債務負担を軽減する効果があるが、物価や成長率が上昇する兆しは今のところみられない。逆に、株式など資産市場の活況によって資産所得格差がいつそう拡大する。かりにインフレ率が上昇し始めると、今度はインフレ抑制がむずしく、金融システムが崩壊するリスクを含む。

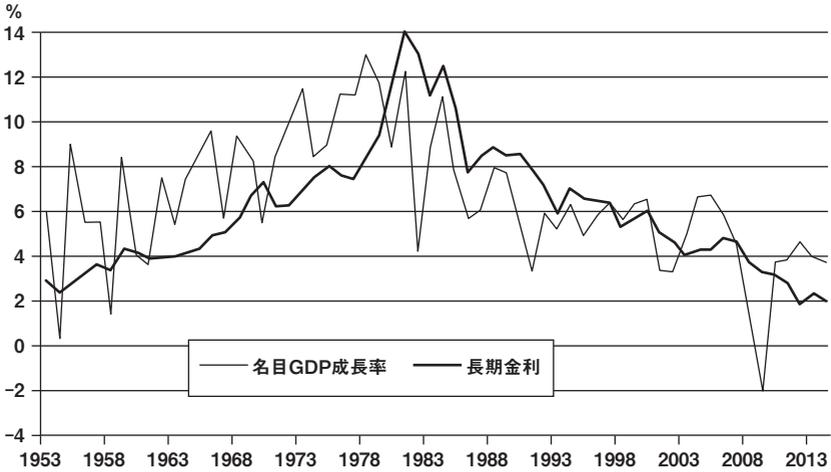
(5) 所得分配と資産分配への影響

所得および資産の分配や格差問題は先進国共通の政策課題である。そこであらためて分配問題を概観してみよう。米英のように自由でオープンな金融市場を持つ国では、図表1-7(1)と(2)に示すように、名目GDP成長率と長期金利(長期国債利回り)との間に相関関係がある。名目GDP成長率が長期金利を上回ると、フローの所得(付加価値)分配は労働者にとって相対的に有利となる。逆に、名目GDP成長率が長期金利を下回ると、資本分配率が高まって資本提供者にとって相対的に有利となる。

フローの所得分配は、労働と資本との間で付加価値をいかに分配するかというマクロ的分配問題である。それとは別にもうひとつ、債権者と債務者の間のストックの資産分配に関する問題もある。それは既存の資本(資産ないし国富)からの収益に関わる分配問題であって、付加価値の増加率(GDP成長率)がマイナスであっても、資本からの収益は増加することが可能である¹⁶⁾。なお資本収益率は、本章では長期国債利回りで代表させているが、本来は株式や債券のような金融資産だけでなく不動産や鉱物資源などからの収益率を含む概念である。分母の資本には金融資産だけでなく、不動産や機械設備、知的財産権なども含まれる。また、分子の収益には利子や配当、譲渡益だけでなく、家賃や利権料なども含まれる。

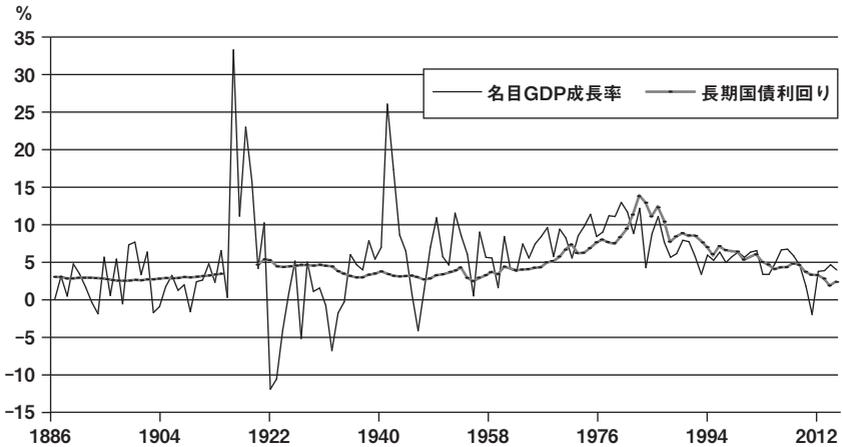
ストックの資産分配は、実質金利(実質ベースの資本収益率)がプラスかマイナスかによって変化する。実質金利がプラスであれば債権者に有利で債務者

図表1-7(1) 名目GDP成長率と長期金利(米国)



[出所] Bureau of Economic Analysis および *Economic Report of the US President* 所収統計

図表1-7(2) 名目GDP成長率と長期金利(1952年まで英国, 53年以降米国)



[出所] 1952年まではB.R. Mitchell *British Historical Statistics*, 1953年以降は Bureau of Economic Analysis および *Economic Report of the US President* 所収統計

が不利になり、逆に実質金利がマイナスであれば、債務の実質的な返済負担が軽減するので債務者に有利となり、債権の実質的な資産価値は減損するので債権者には不利である。債権者と資本提供者、債務者と労働者は、それぞれ一致

する場合もあるし一致しない場合もあるので、フローの所得分配とストックの資産分配を区別する必要がある。また、労働者は家計部門に属すが、家計部門には労働者と非労働者（高齢者や未就業者）の双方が含まれるので、労働者と家計は一致しない。資本提供者には、企業部門やその株主だけでなく、そのほかにも不動産の所有者や個人の債権者（富裕層）などが含まれる。

所得分配と資産分配の関係をマトリックスで示したのが図表1-8である。第一の組合せ（左上欄）は、2000年代前半から金融危機が勃発するまでの欧米のように、実質金利がプラスでなおかつ名目 GDP 成長率が長期金利を上回るケースである。この場合には、債権者だけでなく労働者にも利益が及ぶ。資本提供者（株主や企業部門など）は常に債権者ではないが、2000年代になると企業部門がそれ以前の時代の資金不足から資金余剰に転換し債権者になった。2000年代の前半から2008年のリーマンショックまでのアメリカでは、図表1-7（1）に示すように、名目 GDP 成長率が長期金利を上回ったので、労働者が所得分配面で利益を享受すると同時に資産分配面では債権者が利益を得た。所得分配に起因する労働者と資本提供者の利害対立も薄れ、グレート・モデレーション（Great moderation）という黄金時代が出現した。

第二（左下欄）は、1930年代から1980年代初頭までの先進国経済のケースであり、特に高度成長期の日本が典型例であった。名目 GDP 成長率が長期金利を上回っていたが、この時代にはインフレ率も高く実質金利はマイナスだったから、労働者と債務者（この当時は企業部門）の双方に有利であった。実際、この時代には所得格差や資産格差が縮小した。格差縮小の原因としては、ほかにも累進所得税制や社会保障制度の導入が寄与したし、預貸金利や金融取引が規制されたことも債権者より債務者を優遇する結果となった。また、第二次世界大戦によって資産家の資本や債権の大半が失われたので、格差問題は表面化しなかった。

第三（右上欄）は、90年代以降のデフレ期の日本のように、名目 GDP 成長率が長期金利を下回り、なおかつ実質金利がプラスのケースである。この場合には、資本提供者と債権者にとって有利であり、労働者と債務者は不利にな

図表1-8 所得分配と資産分配の構造

	名目 GDP 成長率>長期金利	名目 GDP 成長率<長期金利
実質金利 (+)	金融危機以前の欧米：労働者と債権者が有利→Great moderation（黄金時代）	日本のデフレ：資本提供者と債権者が有利→結末は徳政令
実質金利 (-)	70年代までの先進国：労働者と債務者が有利→金融規制下の経済成長（金融抑圧）	フランス革命前夜：資本提供者と債務者が有利→結末は土一揆

〔出所〕筆者作成

る。家計消費が低迷するため経済成長率が一向に高まらない。いわゆる「デフレのワナ」に陥るケースである。フローの所得分配が労働者には不利だが、日本の場合、家計部門は債権超過だったので、家計全体としてはストックの資産分配面で利益を享受できた。そのため大きな社会不安を回避できた。

第四（右下欄）は、名目 GDP 成長率が長期金利を下回り、なおかつ実質金利がマイナスになるケースである。こうした状況は世界大戦時やフランス革命直前のような異常な状態で示現した。このケースでは、論理的には資本提供者と債務者（政府）が相対的に得するが、旧体制下の資本提供者（土地所有者、貴族、ブルジョア商工業者）は同時に債権者（国債や政府発行貨幣の保有者）でもあったから、マイナスの実質金利によって債権（国債や貨幣）の実質価値が低下した。そのため労働者だけでなく資本提供者も、政府や王権（債務者）に対して不満を持つようになった¹⁷⁾。

図表1-7の名目 GDP 成長率と長期金利との相関関係は、閉鎖経済について成立するものであって、現代の開放経済においては、各国内で個別に相関関係が成立するわけではない¹⁸⁾。今後、新興国では名目 GDP 成長率が長期金利を上回る状況が続くであろうが、先進国では名目 GDP 成長率が長期金利を下回る可能性がある。ということは、新興国の所得分配が労働者に有利となり、格差がある程度是正されるが、先進国の所得分配は労働者よりも資本提供者（企業および株主）に有利だから、格差是正が進みにくいことを意味する。その場合、名目 GDP 成長率が長期金利を下回る長期経済停滞（デフレのワナ）に陥

る。そのため、中央銀行が低金利政策を強行する金融抑圧がなかば必然的に継続されるであろう。

(6) 金融抑圧 (financial repression)¹⁹⁾

2(4)項で述べた金融財政政策のコラボレーションは、金融抑圧の一種だが、金融危機の頻発が金融抑圧を政治的に正当化する触媒の役割を果たした。それは次のような事情からである。

金融危機において明らかになったのは、欧米の金融機関が強力なロビー活動によって行政府や立法府を動かし、危機前に規制緩和を推進したことである。銀行など巨大金融機関が低利の負債性資金を使い自己勘定取引によって資産バブルを引き起こし、そのバブルが破裂して金融機関が破綻すると、今度は政府が財政資金投入によって救済した。その結果、財政赤字や政府債務が肥大化し、多額の国債を保有する銀行と政府が共倒れになる、いわゆるシステムミック・リスクが高まった。イタリアやスペインを巻き込んだユーロ圏債務危機も、こうしたシステムミック・リスクを色濃く帯びていた。そこで政府債務の削減とともに、システムミック・リスク抑止が必要視され、金融機関の規制監督や金融制度の再設計が始まった。2010年にアメリカで成立したDF法は再設計の一環であり、欧州でも同様な金融規制強化が始まっている。かくして金融抑圧は、まず金融規制強化というかたちで始まったのである。

金融抑圧のもうひとつの触媒は、所得格差の拡大である。図表1-7に示したように1980年代以降名目金利は低下したが、物価上昇率も低下したので実質金利はプラスであった。そのため資産が多い富裕層の家計（債権者）と住宅抵押贷款や消費者ローンを抱える家計（債務者）との間で資産格差が拡大した。住宅価格の下落も資産格差を拡大させた。そこで、今後は金融抑圧によって短期の政策金利だけでなく長期国債利回りも物価上昇率以下の低水準に誘導し、債権者（富裕層や年金生活者の家計）から債務者（政府部門や低所得者）への所得移転を促して、債務負担の軽減が企図された。

ここであらためて金融抑圧とは、金融機関や投資家の行動を規制したり、リ

スクレミアムを圧縮したり、金利を規制したりすることにより、金融市場の需給メカニズムを制限ないし麻痺させることをいう。具体的には、金融緩和政策によって実質金利をマイナスにするのが一般的である。実質金利がマイナスになれば、債務の実質的負担が軽減されるとともに、債券市場の見張り番ないし債権自警団 (vigilante) としての民間投資家が市場から立ち退き、長短金利の官民合作も機能しなくなる。

中央銀行が国債を購入し貨幣化する量的緩和政策も、金融抑圧の部類に属すと考えられる。量的緩和によってインフレ率が上昇すれば、その分実質金利が低下するから「緩やかな債務破棄 (repudiation in slow motion)」といえる。金融抑圧は債権者から債務者への所得移転であり、こっそりと債権者に課税するのに等しいので「密かな債権者課税 (stealth tax on creditors)」とも評される。通常の財政政策による課税強化とは異なり、金融抑圧の場合には金融政策の一環として実施されるので、個々の政策発動は民主主義の政治プロセス (選挙) を迂回できる。また政府が対外債務を抱えている場合であれば、選挙民に不人気な緊縮財政を避け、外国人投資家 (選挙権がない) に損失を強いる通貨切下げという方法もある。

直接金融が中心の米英の場合には、インフレ率を高めることによって証券の実質価値を低下させる方法がとられる。先進国では今後とも、実質金利をマイナスにして、政府部門の実質債務負担を軽減するであろうが、その負担は年金生活者のような債権者に転嫁されるので、ケインズのいう「金利生活者の安楽往生」になる。

間接金融が中心だった高度成長期の日本や最近までの中国では、預金金利をインフレ率以下の低水準に規制することによって、預金者 (家計部門) から借り手 (企業部門や政府部門) へと所得を移転し、投資主導型成長を続けてきた。家計から企業や政府への所得移転である。しかし、今後の中国では、むしろ金融抑圧を解除することによって債権者 (預金者) である家計部門を優遇し、消費主導型経済へとリバランスすることを迫られる。つまり、金利自由化によって金利水準を引き上げ、経済成長率と金利との関係を正常化するのであ

る。しかし、中国の場合には市場経済システムではなく国家資本主義の経済モデルを採用しているので、政府傘下の公営企業が直接生産活動に携わっている。したがって、金融抑圧の解消によるリバランスは、中国では政府部門の困窮化を招く。また、家計消費を増加させようとしても、すでに高齢化が進行する中国では社会保障制度も未整備なので、リバランスは容易ではない。

金融抑圧は厄介な問題も引き起こす。なぜなら、民間金融資本市場における小刻みな金利変動による資金需給調節を阻害され、かえって景気変動が激しくなる可能性があるからである。また恣意的な低金利のもとでは、無駄な投資が促進されたり、本来市場競争からは退場すべき不採算企業が残存したりして、構造改革が先送りされるという弊害もある。2015年1月に欧州中央銀行が量的緩和政策を決定したが、ドイツが強硬に反対したのも、こうした理由によるものであった。さらに低金利政策は、債券投資のリスク（金利が上昇した場合のキャピタルロス）を高めるから、現預金保有の選好度が強まって、流動性のワナ（現金需要が利子率に対して無限弾力的になる状態）に陥る可能性もある。不況からの脱出手段として、ケインズが金融政策よりも財政政策を重視したのは、こうした論理からであった。

金融抑圧にはこうした問題があるにもかかわらず、①資金循環（部門別過不足）の変容、②資産格差の拡大、③分配政策としての財政政策の限界といった現状を踏まえれば、なんらかの政策対応が必要なのは間違いない。そこで現代では、財政を通じた小出しの分配政策ではなく、政府による貨幣価値基準の変更が必要となるかもしれない。価値基準の変更は具体的には物価上昇ないし通貨価値の減価を意味する。貨幣制度は、法制度や言語と同様に社会の約束事のひとつであり、貨幣の使用形態や役割は時代とともに変化する。貨幣価値の安定は経済の繁栄がその目的であって、貨幣価値の安定という目標が経済の繁栄を損なってはならない²⁰⁾。

3. 金融業の変容とその将来

(1) 部分準備銀行システム

金融機関の中でも預金取扱金融機関（銀行）は、預金通貨発行による決済と信用仲介という二つの業務（プライマリー業務）を行ってきた。この二つの業務のうち信用仲介は、すでに述べたように部門別の資金過不足（貯蓄投資バランス）の調整という役割を担ってきた。これは現在財と将来財の交換取引に関わる機能である。それに対して決済業務では、銀行が能動的な貸出（与信）によって預金通貨を発行（貨幣を創出）し、預金者の預金口座が決済に使用される。これは現在財どうしの交換取引に関わる機能である。決済の手数料は利用者（預金者）にとっては無料（有料であっても少額）である。銀行は信用仲介によって利益を得るので、決済に伴う費用を支弁できるからである。

現実の銀行業務では、預金（通貨発行）と貸出とは鶏と卵の関係にあり、貸出がいわばその副産物として預金を生むともいえる。銀行にとって負債である預金は、預金者にとっては資産であり、それも確実に換金できる貨幣同等物（預金通貨）である。しかし、銀行にとって資産である貸出や有価証券は、金利変動リスクや信用リスクを孕んでいる。これは決済業務と信用仲介業務の双方を行う銀行が孕む内在的な問題であると同時に、部分準備銀行制度（fractional reserve banking system）の銀行制度の矛盾でもある。

株式会社として市場競争に直面する銀行は、収益を最大限に高めるために過大なリスクを負って信用を拡張した。信用拡張のためには、単に預金だけでなく資産担保証券発行などの負債性資金も取り入れてレバレッジを高めた。金融規制緩和によって金利が自由化され、しかも銀行以外の非銀行金融機関（代替投資企業）も信用仲介業務に参入したため、預金を原資とする銀行の信用仲介業務の収益が低下した。そこで、銀行は自己勘定で負債性資金を取り入れて証券などの資産に投資する業務（セカンダリー業務）に注力したのである。この

セカンダリー業務が行き過ぎて銀行が破綻したのがリーマンショックであった²¹⁾。銀行が破綻すると、預金者は流動性の高い現金を求めて預金の取付けを起こすことがあり、そうなる支払能力がある銀行も流動性払底から破綻の危機に瀕する。

このように、銀行資産と銀行負債の不確実性の差が銀行破綻や金融危機の原因となる。もちろん、銀行にとっては預金保険制度、自己資本比率規制、最後の貸し手としての中央銀行の存在など、いわゆる安全網が存在するのだが、その安全網の存在自体が、銀行による部分準備銀行システムの濫用（過度の信用拡張）を引き起こした。民間銀行が安全網の存在を利用するという、モラルハザードの問題である。こうした問題に対する金融行政上の対応策は、前述のマクロブルーデンシヤル政策であり、その中には自己資本比率の引上げや貸出の総量規制などが含まれる。近年もう一つの対応策として注目されているのが業務隔壁（ring fence）の設定であり、アメリカのボルカー・ルールがその例である。

さらに最近試論的に提唱されているのが、政府による通貨（政府紙幣）発行である²²⁾。このスキームでは、民間銀行が預金勘定と投資勘定の双方を別個に提供する。双方の勘定を提供する兼業銀行と、一方の勘定だけを提供する専業銀行の選択が可能である。ただし兼業する場合には、両者の間に隔壁（ring fence）を設け、預金勘定で取り入れた資金を投資勘定で使用することは禁じられる。預金勘定は無利子の預金を受け入れ、その全額を預金準備として保有する。預金専業銀行は決済業務だけを行い、満期変換や信用仲介業務を行わない。預金勘定は信用仲介による収益を生まないで、顧客（預金者）が決済サービスを利用する場合には、決済手数料を支払う（受益者負担）。これはナローバンキングの構想にも通じる。一方、投資専業銀行は信用仲介および満期変換を行うが、投資勘定業務は投資ファンドのようなもので、顧客（投資家などの資金提供者）の資金は、預金保険制度など安全網の対象とはならない。

政府は経済成長に伴って現金通貨（政府紙幣）を増発するので、その通貨発行利益を使って財政支出の一部を賄うこともできる。もちろん、こうした試論

に対しては政府紙幣の発行に歯止めが掛からなくなるといった問題点も指摘されている。しかし、民主主義政治のもとでは、政府が選挙民によって監視を受けているし、逆に部分準備銀行システムの下でも、政府が中央銀行に国債を買わせることによって中央銀行券を増発させ、政府債務を貨幣化することが可能である。むしろ政府が貨幣を直接発行したほうが透明性も高まるといった考え方もできる。大きな金融危機を経たあとだけに、いまや貨幣と信用に関して大きな発想転換が必要なことは間違いない²³⁾。というのも、DF法を始めとする金融規制強化策は、従来の金融業のビジネスモデル（決済業務と信用仲介業務の兼営）を維持するための弥縫策といった色彩が強く、その結果、法規制がやたらと複雑になりすぎるといった弊害に陥ったからである。

現実の金融市場では、量的緩和政策によって、部分準備制度から全部準備制度への移行や政府発行紙幣への移行が、なし崩し的に進行しているともいえる。市中銀行は国債を売却した資金を中央銀行預け金として積み上げているし、中央銀行による国債買入れは中央銀行券という名の政府紙幣の増発ともみなせるからである²⁴⁾。

（２）銀行業の公益性

1980年以降の金融規制緩和やグローバル化によって民間銀行相互間の競争が激化した。銀行はセカンダリー業務（自己勘定取引業務）を推進するとともに、国際金融業務へ対応するため巨大化・寡占化し、上位数行の市場シェアが増大した。アメリカでFDIC（連邦預金公社）に加盟する銀行数は、1990年末の12347行が2012年末には6096行に半減した。またIMFの推計によれば、アメリカの全銀行数は2000年末の9904行が2012年末には7083行に減少した。しかし、逆に銀行資産総額の名目GDPに対する比率は、2000年末の70%が2008年末には94%まで上昇した²⁵⁾。主要先進国の上位三行への資産集中度も近年急激に高まり、全銀行の総資産に占める上位三行の資産シェアはアメリカで45%、日英ではともに55%に達する。

銀行が巨大化・寡占化すると、いわゆる too big to fail (TBTF) の問題が

あるので、公益重視を迫られる。実際、銀行業は電力・ガスなどと同様に公益事業の性格を帯びている。銀行の負債である預金は、貨幣制度ないし通貨システムの中枢を形成するので、貨幣制度が機能不全に陥れば、経済全体を破綻に追い込む可能性がある。それは電力の送配電システムの一部が機能不全に陥ると、広域経済を麻痺させるのに似ている。電力の送配電の場合には物理的な損傷が機能不全の原因だが、貨幣ないし通貨の場合には、信認や信用の失墜といった心理的要因が経済システムの損傷を引き起こす。そのため、一般企業の負債とは異なり、銀行の負債（通貨）には公的な裏書きないし保証が付いている。しかもそのことの結果、ひとたび機能不全に陥ると、システムを修復する負担は事業運営者の銀行だけではなく、一般公衆（納税者）にも及ぶ²⁶⁾。欧米における近年の金融規制強化の背景には、こうした一般的認識がある。

そもそも銀行収益には偏りや惰性があり、好決算が継続したあとに短期間の激しい減益や損失に見舞われることがある。好決算時には銀行経営者やトレーダーの報酬が急増するが、損失が発生しても好決算時に受領した報酬を返済するわけではない。そのため、銀行経営者やトレーダーは大きなリスクをとって自己資本利益率（ROE）を高め、それによってみずからの高額報酬（特にボーナス）を正当化しようとする。しかしリスクが顕在化して銀行が破綻した場合には、銀行救済の最終的な負担は納税者に及ぶ。銀行破綻は实体经济に壊滅的打撃を与えるし、高額報酬で有能な人材を雇用するので、他産業で人材払底を引き起こす。また、複雑な金融商品には情報の非対称性の問題があり、売り手側の銀行だけにしか分からない欠陥（レモン）も多いので、自由放任にはできない。

金融危機後にはこうした論調が高まった。銀行の公益性が重視されるようになり、自己資本比率引上げや自己勘定トレーディングの制限、安易な拡大戦略の見直しを迫られるようになった。欧州では銀行経営者の報酬制限（ボーナスを固定給与の範囲内に制限）が導入された。またアメリカではボルカー・ルール導入もあって、投資銀行業務からの利益率がすでに低下し始め、人員整理を含むコスト削減が行われている。投資銀行業務の最大の収益源であった債券、

外為、商品取引業務（通称 FICC 業務）からの収益は急減した²⁷⁾。DF 法は、銀行救済の負担が納税者におよぶベイルアウトを原則として禁止している。そのため銀行は自己資本を充足させ、危機対応力を高めるように求められるが、自己資本で賄えきれない損失は債権者に及ぶ。いわゆるベイルイン（債務放棄）であるが、こうしたことは銀行の資本コストを高めるので、その分銀行の利益率が低下する。JP モルガンチェースの自己資本は、2006年末の1160億ドルが2014年末には2320億ドルに倍増したが、その分 ROE は低下した。

また従来、弱小銀行が破綻の危機に瀕した場合、巨大銀行が救済合併することがしばしば行われた。しかし、近年、買収先の銀行が買収前に犯した違法行為の法的責任が買収側の銀行に及ぶケースが続出した。たとえば、2008年にワシントン・ミューチュアルを買収した JP モルガンチェースが、また同年にメリルリンチやカントリーワイドを買収したバンク・オブ・アメリカが、その後2014年にかけて、買収先銀行のサブプライム住宅抵当貸付に関わる違法行為で多大の賠償金を支払わされた。英国でも HBOS を救済買収したロイズバンクが同様の問題に直面した。問題銀行を買収すると大きな訴訟リスクが伴うので、今後は巨大銀行による救済買収もむずかしくなるであろう²⁸⁾。さらにマネーロンダリング、銀行間市場での資金取引金利や為替レートの気配値表示に関わる不正などによって、世界の10大銀行は、2008～2014年に推計2000億ドルの罰金や和解金を支払った。各国の規制監督当局間の調整が滞っていることもあり、訴訟リスク引当金も500億ドルといった巨額に達する²⁹⁾。こうしたことは、総じて銀行経営を後ろ向きにさせることになる。

銀行を取り巻く事業環境も急激に変化している。例えば、ハイテク企業にしても銀行離れが顕著である。1980年にアップル、また1986年にマイクロソフトが新規株式公開（IPO）した時には、両社のそれぞれが、マッキントッシュ PC とウィンドウズ OS を立ち上げるために外部資金を必要とした。しかし、2004年のグーグルと2012年のフェイスブックの IPO は、新規資金調達よりも創業者を含む少数の既存株主による株式売出しが主な目的であった。つまり、技術革新と金融の役割とが遊離し始めている。グーグルやフェイスブックのよ

うな新興企業は手元資金が豊富だから、M&A（合併・買収）を行う場合にも銀行信用や資金調達上のアドバイスを必要としない。14年にフェイスブックが巨額の自己資金を投じて WhatsApp というベンチャー企業を買収したのが銀行離れの典型例である³⁰⁾。

（3）リテール金融の変容

アメリカの総金融資産に占める銀行（預金取扱金融機関）資産の割合は、1990年末の30%が2013年末には20%に低下した³¹⁾。銀行数や支店数も減少し始め、多数の路面店舗を抱えた支店銀行業（branch banking）からインターネット銀行業（internet banking）へと重点が移りつつある。銀行支店は、書店やレコード店（路面店）と同じ運命をたどるかもしれない。英国でも、パークレーズやHSBCといった銀行が支店数の削減を行う一方で、テスコやマークス&スペンサーといった小売店（スーパー）が、インターネットを利用した当座預金業務へ本格的に進出している³²⁾。インターネット銀行業は、支店の人員や維持管理費が不要な分、顧客に有利な商品を提供できる。

情報通信技術（ICT）を駆使したリテール金融業務の萌芽もみられる。ウェブファナインランス（online credit business）やクラウドファイナンス（cloud finance）、ソーシャルファイナンス（peer to peer lending platform）などと呼ばれるが、ATM（自動現金預払い機）以来の革新であることは間違いない。ウェブファイナンスは、起業後間もない新興企業の財務データをクラウド経由（cloud source）で収集し、アルゴリズム（コンピューターを使った超高速の段階的計算処理法）によって信用リスクを解析し、新興企業に運転資本を供給するビジネスである³³⁾。2014年に新規株式公開を行ったアメリカのLending Clubのように、オンライン上で貸し手と借り手を直接つなぐpeer to peer（P2P）の資金仲介業者も登場した。従来、米英の新興企業の運転資本調達は、クレジットカードローンなどに頼っていたが、今後は売掛債権の買取り業務などがオンライン上で展開する。こうした新業態に、既存の金融業者が出資したり、ノウハウを提供したり、さまざまなかたちで関与するようになって

いる。アメリカでは2012年4月に制定された新規産業活性化法（JOBS法：The Jumpstart Our Business Startup Act）によって、インターネットを通じた小規模資金調達に関する登録届出制度が簡素化された。

情報通信技術（ICT）との関連では、パーソナルエクイティも注目される。個人生活に関わるビッグデータを集積し、集積したビッグデータを利用して新しい資産クラスの投資商品を組成する。さらに、今後は金融データの統計処理や顧客向け報告書作成（アナリストによる企業分析レポートなどを含む）の相当部分が人工頭脳によって置き換えられるかもしれない。例えば、アメリカでは新規雇用者が危険ドラッグなどの薬物を使用していないかどうか確かめるため、採用時に尿検査を課す企業が増加している。そこで、検査器具の売行きをビッグデータとして収集できれば、雇用増加の先行指標として使用できる。またグーグルやフェイスブックのようなICT企業が、アルゴリズムによるデータ処理や検索機能を駆使して、資産運用業務に進出することも予想される。資産運用には馴染みがないスマホ世代の若年層が、在来の資産管理会社よりもICT企業の金融サービスに惹きつけられるかもしれない。また、金融業務のうちのクレジットカード業務も、Google WalletやApple Pay、PayPalなどによって代替される可能性がある。

もちろん、個人データの守秘義務など克服すべき課題は多いが、前節で述べたように、ハイテクやバイオなどの新興企業が銀行離れを起こす一方で、路面店舗を持つ伝統的なリテール銀行業は公益事業の性格を帯びようになり、高賃金の銀行業は過去の物語になる可能性もある³⁴⁾。次に述べる代替投資企業の台頭も、そうした文脈での新展開である。

（４）代替投資企業の台頭

銀行以外の金融機関、なかでもプライベートエクイティ（PE）ファンドやヘッジファンドのような投資ファンドが、決済業務以外の金融業務（おもに信用仲介）に積極的に参入している。特にアメリカでは、投資ファンドの仲介および投資による社債発行が増加している。投資業務だけでなく融資業務も含め

た広範な金融仲介業務に携わる非銀行の金融業者（ノンバンク）は代替投資企業（alternative investment firm）と呼ばれ、シャドーバンキングの一員である³⁵⁾。

従来から、PE ファンドは巨額の手数料を銀行に支払ってきた。2013年の投資銀行業務の手数料収入のうち、30%以上がPF ファンドからの収入であった。ところが最近では、ブラックストーンのような大手PE ファンドが、ブローカー・ディーラーやデータベース販売業者、ICT 業者などを買収してみずからの傘下におさめ、銀行への手数料支払いを削減する動きが目立つようになった。つまり代替投資企業が銀行の競争相手になりつつある³⁶⁾。

代替投資企業を経由する資金の流れの概要は図表1-9に示すとおりである。代替投資企業の投融資の対象としては、不動産、鉱業・エネルギー、船舶・海運、航空機リース、インフラ開発などが含まれ、プロジェクトファイナンスの役割も担っている。それに加えて、銀行の不稼働資産や新興企業向け債権を代替投資企業が買い取ったり、ワラント付き社債や転換社債に投資したりする。

代替投資企業の事業活動は、基本的には大口のホールセール業務である。中長期の投融資なので、個別案件をディールとして実行するよりも、投融資先と

図表1-9 代替投資企業を経由する資金循環

<資金提供者>

- ・年金基金 ・政府系ファンド ・余資を抱えた企業 ・資産運用管理会社
- ・大学の基本財産（寄付基金） ・財団 ・富裕層の家計



<ノンバンク金融機関>

- ・ヘッジファンド ・プライベートエクイティ・ファンド ・MMF ・投資信託
- ・REIT ・SIV/SFV ・ブローカー・ディーラー



<投融資先>

- ・新興企業 ・管財人管理下の破綻企業 ・不動産業者 ・リース業者
- ・商社 ・資源開発業者 ・運輸業者 ・航空業者

[出所] FSB (Financial Stability Board), *Global Shadow Banking Monitoring Report* (14th November 2013) および 'Old-school money men flourish in new freedom' *Financial Times* (20th June, 2014) をもとに作成

の協調的なリレーションシップを重視し、企業育成や経営指導にもあたる。代替投資企業には、そうしたマーチャント・バンキング的な役割もある。在来の銀行は、不稼働融資債権や不良資産を代替投資企業に売却するとともに、信用保証枠（クレジットライン）などを提供する。量的緩和政策の下で、銀行には資金がふんだんにあるが、半面銀行の規制環境が厳しくなり、自由な投融資業務を制限されているからである。

欧州でもシャドーバンキングが台頭している。ユーロ圏では、ドイツやフランスの銀行が多額の周縁国向け不良債権を抱えたが、自己資本比率規制に適合するために不良債権処理を迫られ、それをPEファンドなどに売却している。代替投資企業の資金調達源はレバレッジの高い負債性資金であり、低金利を利用して、財務制限条項の弱い（covenant-lite）社債やローンの発行によって中長期資金を調達している。銀行とは違って預金を受け入れない（貨幣を発行しない）ので、資産サイドと負債サイドのリスクが乖離してシステムミック・リスクを引き起こす可能性は低いかもしいない。しかし、1990年代末にはロングターム・キャピタル・マネジメントの破綻が金融危機を引き起こした歴史があり、金利が急上昇すると代替投資企業が流動性不足や債務返済不能に陥る可能性もある。また財務制限条項の弱い（covenant-lite）社債やローンを、その発行体とは別の代替投資企業が購入したり投資信託に組み入れたりするという、サブプライムローン危機当時問題となった「金融の近親相姦」的状况も起きており、規制監督当局も関心を高めている。

20ヶ国・地域（G20）の中央銀行や規制監督当局で構成する金融安定理事会（Financial Stability Board）の報告書では、「シャドーバンキング」という用語を公式に採用している³⁷⁾。2007～08年の金融危機までの時代には、シャドーバンキングというと、銀行傘下に設置された特定目的会社や投資ヴィークル（SIV）などの機関を指す場合が多かったが、FSBの報告書でいうシャドーバンキングは、図表1-9に示すようなノンバンク全般であり、従来の日本で直接金融と呼ばれた資金仲介ルートに相当するような用語法である。

シャドーバンキング経由の資金仲介総額は2012年末現在71.2兆ドルに達し、

調査対象国の全金融資産の24%、なおかつ銀行経由の資金仲介額の半分に相当する。シャドーバンキング経由の資金仲介のうち、商品別にはREITが大きなシェアを占める。また、ニューヨーク連銀はMMF（マネーマーケットファンド）にTBを売却し余剰資金を吸い上げるReverse Repo Facilityを設置した。これは、ひとつには銀行の自己勘定トレーディングが制限されたため、銀行がレポ取引によってMMFから調達する資金額が細ったからである。民間銀行の資金調達額が細った分を連銀が補うという意味と、もうひとつには将来金融が逼迫した際に連銀がMMFに緊急資金供給するという二重の意味がある。中央銀行が「最後のディーラー」（Dealer of Last Resort）の役割も果たすことになる。

代替投資やクラウドファイナンスに共通するのは、大数の法則がかならずしも通用しないことである。前述のように、銀行の機能と利益は決済と信用仲介といった貨幣の役割に起因する³⁸⁾。信用仲介とは、①小口預金の大口貸出へ規模変換、②低金利の短期資金を高金利の長期資金へ転換する満期変換（短期借り長期貸し）、③時差のある遠隔地間の資金移転などである。こうした変換や移転に伴う信用リスクや流動性リスクは、「大数の法則」と呼ばれる統計的な経験則によって支えられる。すなわち、平常時にはすべての預金者が一斉に預金を引き出すことはないし、すべて借り手が一斉に債務不履行に陥ることもないという経験則である。しかし、これはすべての預金者や借り手が相互に独立しており、システミック・リスクが起きないことが大前提である、しかし現実には、預金引出しや債務不履行は同時多発する。そこで大数の法則が成立しない場合に備えて、銀行は預金の一定割合を準備資産として保有する。また中央銀行が「最後の貸し手」としての存在し、信用リスクや流動性リスクのバッファとなっている³⁹⁾。しかし、代替投資やクラウドファイナンスの場合には、かならずしも大数の法則が当てはまらないし、準備資産や中央銀行の存在といった安全網もない。

それにもかかわらず代替投資企業は金融資本市場の主役の一員として、経済発展や金融革新にとって不可欠な存在となった。銀行貸出（間接金融）偏重

で、しかも銀行資産が肥大化したユーロ圏でも、今後は特に中小企業金融において代替投資企業が果たす役割が大きくなるであろう。ユーロ圏で「資本市場同盟 (capital market union)」が提唱されるゆえんでもある。しかし、そのことは同時に代替投資企業の監視の必要性を意味するものでもある。

(5) 国際金融業務の展望

アメリカのサブプライム・ローン危機にしてもユーロ債務危機にしても、近年金融危機に陥った国は、いずれも経常収支赤字国であった。同様に、1980年代前半の中南米危機や1990年代後半のアジア危機も国際収支危機であった。経常収支赤字国の対極には経常収支黒字国が存在し、黒字国の貯蓄超過が赤字国に流入して、赤字国の対外債務が増大した。80年代前半の中南米債務危機時には中東産油国が貯蓄超過（経常収支黒字）を抱え、その貯蓄超過が欧米の銀行経由で経常収支赤字の中南米諸国に流入した。これはオイルマネーのリサイクリングとも呼ばれた。87年10月の米国株価暴落（ブラックマンデー）前夜には、経常収支黒字国日本の貯蓄が赤字国アメリカに流入した。80年代初頭以降、日本の国際金融取引が自由化され、保険会社や信託銀行の対外証券投資が急拡大した。今次金融危機の前段階でも、中国や日本、ドイツの貯蓄がアメリカとユーロ圏周縁国に流入した。

国際金融取引を仲介するのが銀行であり、銀行にとって国際収支不均衡の帳尻合わせは大きな収益源であった。まして、米英では製造業が疲弊したので、国内経済の金融業への依存度を高めざるを得なかった。2007～08年の金融危機前夜には、世界的貯蓄超過 (global savings glut) という言葉が流行したが、全世界を合計すれば貯蓄と投資は等しく、貯蓄超過（経常黒字）も貯蓄不足（経常赤字）も存在しない。単に国別地域別の過不足が存在するにすぎないのだが、その過不足を民間銀行が仲介するかぎり、経常収支不均衡はある程度まで持続可能である。経常収支赤字は負債（銀行借入や国債発行）を資金源とする財貨サービスへの需要増の反映だから、赤字国の景気は概して良好である。そのため、資産投資によって株価や不動産価格も上昇する。資本流入によって

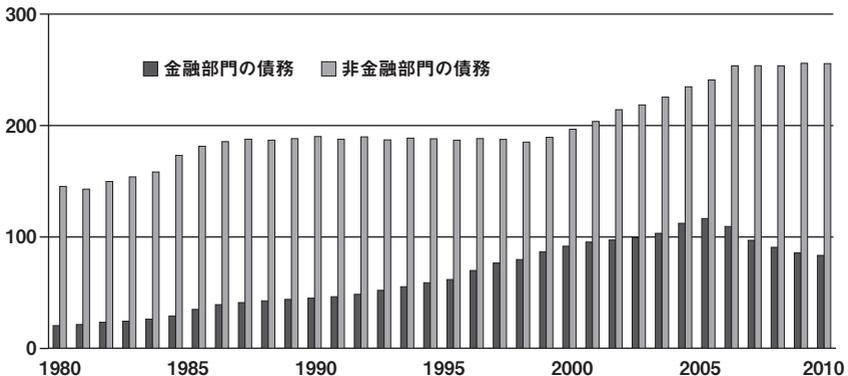
資産価格がいつそう割高になると、最後には資産バブルが発生する。銀行を含む投資家は多くの場合、高いレバレッジ（負債金融）によって資産を購入するから、バブルが崩壊し資産価格が下落すると負債返済に窮する。その結果、流動性の払底や支払い不能といったかたちでクレジットクランチ（信用途絶）が続発する。ユーロ圏でもドイツなど中核国と周縁国との間に経常収支不均衡が存在し、周縁国の経常収支赤字を中核国の銀行がファイナンスした。中核国の銀行による信用仲介が周縁国の資産バブルを増長させ、最後にはそれが破裂してユーロ債務危機が起きた。

こうした国際収支不均衡の基本的な構図は完全には変わっていない。特にアメリカの場合は、基軸通貨国であるうえ、政府の民間経済介入や強制的な信用規制を忌避するので、経常収支不均衡の修復が緩慢だ。しかし、それでもアメリカはシェールガスなどの新型エネルギー開発によって、またユーロ圏周縁国も緊縮政策によって、経常収支赤字が縮少している。一方では、中国や日本の経常収支黒字が縮小している。銀行の側でも、自己資本比率の引上げ、自己勘定トレーディング縮小、負債による資金調達への依存度低下、安易な買収戦略の見直しなどが起きている。

図表1-10は、アメリカの金融部門および非金融部門の信用市場からの資金調

図表1-10 アメリカの信用市場調達額

単位：対 GDP 比 (%)



〔出所〕FRB, *Financial Accounts of the United States* を使って作成

達額を、名目 GDP に対する比率で示したものである（各年末時点）。全体として負債比率が2009年以降低下しているが、特に金融部門の負債減少のあとが見て取れる。信用市場調達全体に占める金融部門のウェイトも、2008年末の32%が2013年末には24%に低下した（なお、信用市場からの資金調達とは負債形態での資金調達残高であり、株式、投資信託、預金、保険、年金を含まない）。

とすれば、今後しばらくは大規模な国際金融危機が避けられるであろう。しかし、そのことは銀行にとって業務機会の減少を意味する。マッキンゼー・グローバル・インスティテュート社の調査によると、国境を越える直接投資、証券投資、銀行融資の年間総額は、ピーク時の2007年と比較して2012年には61%も減少した⁴⁰⁾。これは金融の脱グローバリゼーション（グローバル化の後退）を示唆する現象といえる⁴¹⁾。

従来は、金融グローバル化や国際資本移動活発化の下で、資本誘致のための税率引下げ競争が激化した。その結果、利子配当所得や相続、贈与などの資本所得に対する税率が低下し、そのことが資産格差および所得格差の拡大を加速した。そうしたことへの反省気運も高まっている⁴²⁾。しかし、破綻銀行の精算処理の国際的統一化にしても、銀行資産の縮小にしても、現実問題としては各国が旗艦銀行を保護する傾向が強く、ユーロ圏で検討された銀行同盟にしても大きな進展はみられない。さらにまた、金融取引税、報酬制限、空売り規制、業務隔壁といった事案に関して世界的な共通ルールを導入するのは難しい。

むすび

米英流の市場経済システムは、価格競争原理、法の支配の原則、私的財産権の保護、株主利益の向上、経営者のインセンティブ報酬などの制度によって経済効率を高めたが、それは所得分配や資産格差の平準化をもたらすものではなかった。グローバリゼーションによって国際資本移動が活発化し、先進国側では銀行利益やバンカーの所得が増大した。また、国境を越えて資本が自由に移

動したので、労働賦存度が高くしかも所得水準が低い新興国の経済成長率が相対的に高くなった。そのため、グローバリゼーションによって潤ったのは、新興国の労働者と先進国の資本提供者および企業経営者であり、先進国の労働者の所得は増加しなかった。

それに加えて、国際資本移動の大規模化は2007～08年の国際金融危機を引き起こし、危機後の不況や銀行救済の負担が納税者に及んだ。こうしたことへの反省が起き、脱グローバリゼーションと金融規制強化の気運が高まった。国際資本移動縮小と金融規制強化は、銀行業の収益低下をもたらすであろうが、国際資本移動が縮小すれば、ユーロ圏債務危機のような国際金融危機は回避されるであろう。

しかし、短期的リスクとしては、低格付けの高利回り債の流通市場価格が急落する可能性がある。先進国の経済成長率鈍化によって、通常の株式や国債投資からの収益率が低下するなかで、高利回りかつ高リスクの証券への投資が活発化した。こうした証券の中には、財務制限条項の弱い（covenant-lite）社債や、新興国の不動産開発会社などが先進国通貨建てで発行した社債が含まれる。高利回り債は債券投資信託やETF（上場投資信託）にも組み入れられたが、個別債券の流通市場取引が活発とはいえない。これはひとつには、金融規制強化によって銀行のマーケットメイキング機能が低下しているためである。

一方、先進国の高齢化と成長率低下によって、証券投資を行う年金基金の運用成果が低下した。年金受給に不安を抱く高齢者が、退職年齢を繰り延べて労働市場に残留するので、その分若年労働者の雇用が圧迫される。そのため雇用に配慮する中央銀行が金融緩和政策を持続せざるを得なくなった。そうした事情を背景に、家計金融資産およびその運用管理を行う受託会社は、流動性を犠牲にしてハイリスク・ハイリターン金融商品へ資産配分を高めた⁴³⁾。

要するに、不況対策としての金融緩和政策、特に量的緩和政策によって大量の流動性が散布されたが、銀行（預金取扱金融機関）は自己勘定取引を制限されたため、代替投資企業や年金受託会社のようなノンバンク金融機関が大きなりiskを負うようになった。このことは、先進国の金融政策が量的緩和から引

締めに転じた時に、債券投資信託や流動性の低い資産クラスに投資するETFなどの集合的投資商品が打撃を受ける可能性を意味する。皮肉なことに、銀行の自己勘定取引が規制されただけでなく、量的緩和政策によって市場金利も低下したため、銀行のディーリング業務の規模と収益がともに低下した。そうしたことが金融市場の流動性の希薄化を引き起こしている。今後、金利が上昇した場合、家計や年金など最終投資家の換金需要に応えられるかどうか、懸念が高まっている⁴⁴⁾。

銀行業に関していえば、グーグルやアップルのようなハイテク企業との関係が注目される。銀行業務は①決済業務、②信用仲介業務、③自己勘定投資業務によって構成されるが、③は規制強化の対象となり、②では代替投資企業の挑戦を受けている。①は銀行（預金取扱金融機関）の独壇場であり、高い参入障壁によって守られてきた。しかし、この決済業務は、ATM（現金自動預払い機）導入を別とすれば、長い間大きな技術革新が起きず、しかも不思議なことに、銀行自体も決済業務で独占的利益を上げることをしなかった。そこにApple PayやGoogle Wallet、PayPalというハイテク企業の新業態が参入しつつある。今後は、銀行業とハイテク企業との業務提携が大きなテーマとなるであろう。

<注>

- 1) 現代の企業経営者は、短期的に株主利益を向上させないと更迭される可能性が高まる。特に米国企業の場合、経営者の在任期間は短く、積極的な設備投資によって長期的な利益増加を目指すよりも、短期的な利益やフリー・キャッシュフロー（FCF）を極大化させることを迫られる。こうした事情が企業部門の資金余剰拡大の背景にある。より具体的にいえば、営業キャッシュフローの増加と投資キャッシュフローの削減によってFCFを極大化させ、それによって株主への分配（配当支払いや自社株買い）を増やす。米国連邦準備理事会の資金循環統計（フロー表F213）によれば、90年代後半以降、ネットベースでみて、非金融法人企業部門は株式の発行体ではなく購入者となり、2008年以降は家計部門を上回る買越し部門となっている。なお、2013年の自社株買いの総額（3837億ドル）は、同年の名目GDP比2.3%に達した。こうした状況はde-equitizationと呼ばれる。詳しくはSmithers〔2013〕および『証券経済研究』第86号（2014年6月）に掲載された同書の書評を参照されたい。
- 2) 図表1-2は名目GDPに対する比率であるが、日本の非金融企業が保有する現預金は、金融資産総額に対する比率でも異常に高い。この比率は2013年末現在、米国企業部門の10%に対して、日本の企業部門は26%である。もっとも、米国企業の場合には、現預金に占める外国預金の

ウェートが5%と低い。おそらくこれは、米国企業の海外現地法人が保有する現預金がアメリカの資金循環統計（連邦準備制度理事会が公表）には含まれていないためであろう。それを含めれば現預金比率は図表2で示す計数よりも高くなるであろう。なお財務省『法人企業統計調査』によれば、2013年度末現在で日本の法人企業（銀行・保険を除く）は153兆円の現預金を保有しているが、そのうち資本金1億円未満の企業保有分が83兆円（全規模企業の54%分相当）に達する。したがって、中小企業に現預金が滞留していると考えてよいであろう。

- 3) 中国経済のリバランスに関しては Pettis [2013a, 2013b] を参照。
- 4) 1970年代初頭の日本の経済論壇では、下村治氏が、『経済大国日本の選択』（東洋経済新報社刊）などで「政府の政策は、為替レートに対して経済を適応させることを主眼にすべきである。」といった主張を展開された。こうした政策処方箋は「調整インフレ論」と呼ばれ、政府が内需を拡大しインフレ率を引き上げることによって円切上げを回避し、国内産業を防衛しようとした。ただし下村氏自身が「調整インフレ」という言葉を使ったわけではなく、輸入自由化や資本輸出によって固定平価を維持すべきだと主張した。
- 5) 相続税を支払えない英国の家計は、邸宅や庭園などの不動産を政府に物納した。それが現代に至るナショナル・トラスト（名家の庭園や邸宅を国家政府が管理し大衆に公開する信託財産）の起源となっている（King [2013], p.139を参照。原典は www.nationaltrust.org.uk/about-us/）
- 6) Goodwin [2009], pp.101-102を参照。
- 7) マクロブルーデンシャル政策は選別的信用割当てにもなるわけで、資金の需給を反映した金利変動による自動調整メカニズムを抑圧することにもなる。
- 8) アメリカの金融政策に関しては、渡部亮、「米国金融行政100年の歴史」、『証券経済研究』第79号（2012年9月）を参照。また、リーマンショック後の英国金融政策の変化に関しては Clews, Salmon, and Weeken, "The Bank's money market framework", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 4Q, 2010 pp.292-301を参照。
- 9) オーストリア学派に関しては、Brown [2013] および Wapshott [2012] を参照。
- 10) 量的緩和のリバランス効果に関しては、McLeay, Radia, and Thomas, "Money Creation in the Modern Economy", *Bank of England Quarterly Bulletin* 1Q, 2014 pp.14-2を参照。量的緩和は、少なくとも短期的には、中央銀行が民間保有国債と銀行券をスワップするものであり、民間銀行など投資家からみれば、国債という政府の負債が銀行券という中央銀行の負債に置き換わるだけである。したがって、2008-09年当時の流動性危機時には大きな役割を演じたが、FRBが2012年9月にQE3を実施した時（平常時）には、低金利政策を継続するといったアナウンスメント効果が、量的緩和の中心的役割だったと解釈できる。
- 11) 債権者の救済は、保釈金 (bail) を支払って出所 (out) させるのと似ているので bail out と呼ばれた。債権者救済が bail out だから、逆に救済せずに債権者に損失を負わせる措置を bail in (債務破棄) という造語が生まれた。
- 12) この合意に基づき2015年1月から銀行再生・破綻処理指令 (Bank Recovery and Resolution Directive) が実施される。具体的には、従来よりも早い段階 (a point of non-viability) で規制監督当局が、銀行再生ないし破綻処理のいずれかに関する判断を下し、破綻処理する場合には bail in (債権放棄) を実施する。しかし、あまり早い段階に判断を下すと、投資家がそれを見越して bail in 対象債権を売り逃げようとするため、かえって事態が悪化するおそれもある。
- 13) CoCo 債の投資家は通常の確定利付き債よりも高い利回りを享受できるが、発行体の自己資本比率が一定水準以下に低下すると株式に転換され、元本割れや無配リスクが発生する。それにもかかわらず、折からの低金利で CoCo 債は投資家の人気を集め、2014年6月には流通利回りが5.5%まで低下した。
- 14) 森嘉兵衛 [1982], 8-20頁を参照。
- 15) Piketty [2014], pp.544-547を参照。
- 16) 名目 GDP 成長率と資本収益率（長期金利）の関係に関する図表1-7は、Piketty [2014] から得た示唆を参考にしている。

- 17) King [2013], pp.151-158を参照。
- 18) 図表1-7の金利は長期国債利回りであり、短期の政策金利ではない。それは平常時であれば貯蓄投資バランスを均衡させるような長期金利であり、株式投資の収益率のようにリスクプレミアムを含むものではない。
- 19) 金融抑圧の定義および実証分析に関しては、Reinhart and Sbrancia [2011] を参照。
- 20) Martin [2013], pp.263-280を参照。金融抑圧は金融規制緩和の反動ともいえる。近代の金融制度は、政府が国債の過剰発行を控えること、民間銀行は貨幣の過剰発行を控えること、この二つを暗黙の了解事項としていた。しかし、金融規制緩和の結果引き起こされた金融危機とその收拾過程では、政府と民間銀行の両者がこの了解事項を反故にした。政府当局が金融規制を強化する一方、「最後の貸し手」に留まるべきは中央銀行が、政府に対する「最初の貸し手」に变身した現在、発想転換によってあらたな了解形成が必要にいられている。詳しくは『証券経済研究』第88号(2014年12月)に掲載された同書の書評を参照されたい。
- 21) もっとも伝統的な信用仲介業務も、80年代の日本企業の財テクのように熱狂的な資産バブルを引き起こし、それが破裂して銀行が不良債権を抱えることがあった。
- 22) 政府発行紙幣の是非に関しては、Martin Wolf, "Strip private banks of their power to create money", *Financial Times*, April 25, 2014および Philip Booth, "Money creation is too vital to be left to the state", *Financial Times*, April 29, 2014を参照。
- 23) Martin [2013] は、その16章で①決済業務に特化したナローバンク、②中央銀行の行政への組み入れによる金融政策と財政政策の一体化、③貨幣価値基準の変更による所得分配の変更などを提言している。詳しくは『証券経済研究』第88号(2014年12月)に掲載された同書の書評を参照されたい。
- 24) Martin Wolf, "Call to Arms", *Financial Times*, September 4, 2014
- 25) IMF, *Global Financial Stability Report*, March, 2014の図3.2を参照。
- 26) Martin [2013], pp.230-231を参照。
- 27) 英フィナンシャルタイムズ紙の複数の報道によると、米国大手5行の場合、収益総額に占めるFICC業務からの収益の構成比は、2009年第1四半期の28%が、2014年第1四半期には17%に低下した。ゴールドマンサックスは、もともと株式トレーディング業務で頭角を現した旧投資銀行であるが、2014年初にはニューヨーク証券取引所会員のブローカー・ディーラー子会社を売却した。モルガンスタンレーは、2009年にシティグループからスミスパーニーの譲渡を受け、最近では個人の資産管理業務に注力している。パークレーズも農産物、金属、エネルギーなどの商品取引業務から撤退しFICC業務を非中核業務とする決定を行った。HSBCは外国銀行とのコルレス契約の縮小を検討し始めた。
- 28) John Plender, "Financial reforms will make the next failure even messier", *Financial Times*, September 2, 2014による。
- 29) Gillian Tett, "Regulatory revenge risks scaring investors away", *Financial Times*, August 29, 2014による。
- 30) Felix Salmon, "No need for banks in an era of intellectual capital", *Financial Times*, August 22, 2014による。
- 31) FRB, *Financial Accounts of the United States, Historical Data : L.107とL.109*参照
- 32) *The Guardian*, June 10, 2014によると、テスコはRBSと共同出資で運営してきた合弁銀行を2008年に解消し、テスコ単独で当座預金業務に注力している。3000ポンドまでの当座預金には3%の利息を付利する一方、当座貸越には15%以上の金利を課す。顧客は毎月一定金額を積み立て、テスコでの買い物の際には買物ポイントを当座預金口座に貯めることができる。
- 33) *Financial Times*, June 26, 2014によれば、ウェブファイナンスやクラウドファイナンスはFintech(財テク)と総称される。たとえばグーグルの最高情報責任者(CIO)を務めたDouglas Merrillが新会社Zest Financeを立ち上げ、インターネットやソーシャルメディア上で収集した個人行動に関わるビッグデータを、当該個人の信用力評価(credit score)として集計し、小規模

資本を提供する業務を開始した。今後は Apple Pay や Google Wallet も同様な機能を開発する可能性がある。

- 34) *Financial Times FTfm*, May 12, 2014 によれば、英国の FCA (金融行為監督機構) は資産管理会社に対して、2014年6月以降、投資銀行や株式ブローカーから調査情報をソフトグラデーで入手する場合、資産運用上の判断と成果に直接結び付くような実質価値情報を入手するように求めた。これは資産運用を依頼する年金基金などの受託者責任強化の一環である。この通達によって投資銀行や証券ブローカーの手数料収入が大幅に減少する可能性がある。また、英国自治省 (UK Department for Communities) は、地方公務員共済年金の能動型 (アクティブ) 運用比率削減と受動型 (インデックス) 運用比率引上げを勧告した。さらに、2014年9月にはカリフォルニア州の職員年金基金カルパスがヘッジファンドへの運用委託を停止して話題を呼んだ。立志伝中のファンドマネージャーも高齢化したり退職したりして、資産運用のスーパースター信仰や崇拜も薄れてきた。
- 35) *Financial Times*, June 17~20, 2014は4日間連続で 'Into the shadows' という特集記事を掲載し、シャドーバンキングに光 (light) を当てた。ここではシャドーバンキングを日本語の直接金融と似たような意味で捉え直し、direct lending や market-based finances と呼ぶのが妥当であると論じた。ただし株式発行による資金調達には、この中には含まれない。また、*Financial Times* July 12~13, 2014によれば、グーグルやインテルのようなハイテク企業が投資ファンドを設立し、創業後間もない新興企業に投資している。2014年第1四半期のベンチャービジネス向け資金供給のうち3分の1は、こうした事業会社傘下のベンチャーキャピタル・ファンドによる投資であった。
- 36) *Financial Times*, August 11, 2014による。
- 37) FSB, *Global Shadow Banking Monitoring Report* (14th Nov., 2013) による。この調査報告書の対象国は基本的には G20およびユーロ圏諸国であり、香港以外のオフショア金融センターを含まない。もともと Shadow banking という言葉は、2008年にポール・マッコリー (Paul McCulley) (代替投資企業ピムコのエコノミスト) が最初に使用したとされる。それは、預金ではなく負債性資金を調達し、金融規制監督の網を掻い潜って活動する金融業者を意味した。その後、G20の公式文書などでもシャドーバンキングという用語が使用されるようになり、「影の金融」といった暗いイメージは幾分払拭された。
- 38) 貨幣には支払手段、貯蔵手段、価値表示手段などの機能がある。信用仲介と決済は、このうちの価値表示と支払いに関連するが、ビットコインのような電子マネーは支払い手段として使用されても、法貨 (legal tender) ではないので受取り拒否ができるし、価値表示機能も不安定ではなからうか。ただし、歴史的にみた場合、民間取引において事実上の標準として広範に利用されるようになった私的な通貨を、政府が事後的に法貨として認知したケースもあるので、法貨としての認定は貨幣の必要十分条件ではない。
- 39) Hicks [1989], pp.59-61を参照。
- 40) 国際金融取引金額の変化に関しては、下記のサイトを参照。
http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/financial_globalization
- 41) 脱グローバリゼーションは金融業だけにかぎらないが、金融業は通信業と並んでグローバリゼーションが最も深化した産業なので、リーマンショック後の renationalisation (再国民国家化) が際立っている。'Citi never sleeps' を看板に掲げたシティグループが日本、韓国、チェコなどにおけるリテール金融業務から撤退したのが象徴的である。通信業に関しても、欧州における米国政府の諜報活動やインターネットウィルス、ハッキングへの警戒感がグローバリゼーションの深化を妨げている。中国やロシアのような新興国政府もインターネットの自由を規制するし、ロシアによるクリミア半島領有も脱グローバリゼーションを加速している。また、ドーハラウンドの頓挫や世界貿易機構 (WTO) の弱体化も阻害要因である。グローバリゼーションを維持するためには、その推進役として覇権国の存在が不可欠だが、リーマンショック以降、米国が覇権国としての立場から降りたことで、脱グローバリゼーションの潮流が明確になった。(Philip Stephens,

- “The world is marching back from globalization”, *Financial Times*, September 5, 2014を参照。)
- 42) Piketty [2014], pp.495-496参照。アメリカでは法人税のことを corporate income tax と呼ぶが、ピケティは法人税も資本所得への課税の範疇に含めている。
- 43) FRB, *Financial Accounts of the United States* によれば、米国家計の金融資産に占める社債および外国債の構成比は、2000年末の1.9%が2005年末には2.9%、2013年末には3.9%に上昇した。これは家計の直接保有分だけであり、家計金融資産の10%強を占める投資信託を含まない。銀行のマーケットメイキング機能が縮小する中で、流動性は低いが利回りの高い負債性の金融商品が選好されたわけである。ちなみに預金取扱金融機関（銀行）の金融資産残高に占める社債投資および外国債投資の構成比（保有比率）は、2000年末の4.8%が2005年末に7.0%に上昇したが、その後、2013年末には再び4.8%まで低下した。
- 44) John Plender, “Prospect of fund outflows puts banks in tricky territory”, *Financial Times*, October 15, 2014による。

<参考文献>

- 森嘉兵衛 [1982]『無尽金融史論』森嘉兵衛著作集第二巻、法政大学出版局
- Brown B. [2013], *The Global Curse of the Federal Reserve* (Palgrave Macmillan)
- Graeber D. [2010], *Debt: The First 5,000 Years* (Melville House)
- Goodwin J. [2009], *Greenback* (A John Macrae Book)
- Hicks J.R. [1989], *A market History of Money* (Clarendon Press); 花輪俊哉・小川英治訳『貨幣と市場経済』東洋経済新報社
- Kotlikoff L. [2010], *Jimmy Stewart is Dead* (Wiley)
- King S.D. [2010], *Losing Control* (Yale University Press)
- _____ [2013], *When the Money Runs Out* (Yale University Press)
- Martin F. [2013], *Money: An Unauthorised Biography* (Bodley Head); 遠藤真美訳 [2014], 『21世紀の貨幣論』東洋経済新報社
- Pettis M. [2013a], *The Great Rebalancing* (Princeton University Press)
- _____ [2013b] *Avoiding the Fall: China's Economic Restructuring* (Carnegie endowment for International Peace)
- Piketty T. [2014], *Capital in the Twenty-First Century* (The Belknap Press of Harvard University press)
- Reinhart C.M and Sbrancia M.B. [2011], “The liquidation of government debt”, National Bureau of Economic Research, *Working Paper Series 16893*
- Smithers A. [2009], *Wall Street Revalued* (Wiley)
- _____ [2013], *The Road to Recovery* (Wiley)
- Wapshott N. [2012], *Keynes and Hayek* (W.W. Norton & Company)