英米における金融市場と実体経済の連関性（その1）

須藤時仁

目次

一、はじめに
二、経済の長期的推移
三、データに基づく仮説の検証
(1) 金融資産残高の対名目GDP比と金融資産の内訳（以上、本号）
(2) 金融資産に占める金融機関の保有比率
(3) 政策的背景としての流動性の供給
四、まとめ

一、はじめに

アメリカに端を発するサブプライム住宅ローン問題（以下、サブプライム問題）が表面化して早一年以上が経過したが、その影響は欧米の金融機関、証券会社の破綻ならびに再編にまで発展し、未だに終息の兆しが見えないでいる。この問題は、資産バブルの崩壊による金融危機であり、その分析自体はサブプライム問題関連の論文、書籍が多数発行されている。

キンドルバーガーによれば、投機的な要因による金融危機は記録が残っているだけでも古くは一五世紀から繰り返し起こっており、[1] 近年（一九九〇年代以降）でも、日本のバブル崩壊、メキシコ危機（九四～九五年）、東アジア（タイ、インドネシア、マレーシア、韓国）・ロシア・ブラジル危機（九七～九八年）、ＩＴバブル崩壊（二〇〇〇～〇一年）、サブプライム問題（〇七年～）などがある。政策の国際的な情報交換や国際協調のための枠組みの確立、中央銀行の独立性の高まりと金融政策運営の透明性向上、金融政策のあり方に関する学術的研究の蓄積など、金融政策に関する技術・知識が格段に向上しているにもかかわらず、こうした金融危機が繰り返されているのである。

金融政策の技術・知識が向上している一方で、金融危機が繰り返される要因として、金融取引に係る世界的な規制緩和と情報通信技術の発展による国際資本移動の高まりが挙げられるだろう。しかしそれだけではなく、さらに、経済・金融市場（金融資産保有）における金融機関のプレゼンスの高まりとそれを支える政策的背景としての流動性の供給があるのではないだろうか。本稿の目的は、この点につき長期的な視点からファクト・ファインディングを行うことである。分析対象はアメリカとイギリスである。

二、経済の長期的推移

本稿での問題意識をより明確にするために、基本的なデータに基づいて経済の長期的な推移を確認しておこう。図表1は、名目・実質ＧＤＰ、物価（ＧＤＰデフレータ）、株価（指数）、住宅価格について一〇年（五〇～七〇年代）または五年

図表1　経済の長期的推移

	1950年代	1960年代	1970年代	1980年代		1990年代		2000年代	
				前半	後半	前半	後半	前半	後半
【イギリス】									
平均名目成長率	6.7	6.8	15.5	10.5	9.7	5.8	5.9	5.4	5.3
	[1.91]	[1.38]	[4.41]	[3.32]	[1.33]	[1.46]	[0.35]	[0.49]	[0.77]
平均実質成長率	2.4	3.1	2.4	0.9	3.9	1.2	3.0	2.8	2.6
	[1.51]	[1.47]	[2.19]	[2.24]	[0.97]	[1.93]	[0.19]	[0.62]	[0.55]
平均物価上昇率	4.2	3.5	12.8	9.5	5.6	4.5	2.8	2.4	2.6
	[2.45]	[1.37]	[5.58]	[5.39]	[1.34]	[2.29]	[0.40]	[0.66]	[0.21]
平均株価変動率	—	—	—	—	14.5	6.2	16.2	−6.5	12.3
					[15.30]	[8.14]	[4.59]	[10.99]	[3.38]
平均住宅価格変動率	—	—	—	11.0	13.5	3.4	7.4	13.3	5.6
				[1.24]	[5.34]	[3.60]	[3.75]	[4.11]	[0.87]
【アメリカ】									
平均名目成長率	6.6	6.9	10.0	8.9	6.9	5.2	5.6	4.7	5.8
	[4.14]	[2.03]	[2.09]	[2.81]	[0.76]	[1.02]	[0.57]	[1.36]	[0.65]
平均実質成長率	4.1	4.4	3.2	2.4	3.7	2.3	3.9	2.4	2.7
	[3.33]	[1.64]	[2.40]	[3.26]	[0.33]	[1.44]	[0.74]	[1.14]	[0.38]
平均物価上昇率	2.4	2.3	6.6	6.4	3.0	2.8	1.6	2.3	3.0
	[1.80]	[1.31]	[1.68]	[2.42]	[0.54]	[0.72]	[0.33]	[0.37]	[0.26]
平均株価変動率	13.3	5.2	0.9	8.9	15.3	6.6	24.5	−3.2	8.8
	[12.46]	[9.93]	[13.87]	[14.03]	[11.75]	[6.10]	[3.13]	[13.82]	[2.41]
平均住宅価格変動率	—	—	11.3	4.8	6.1	2.3	4.0	7.3	7.4
			[2.79]	[1.79]	[0.67]	[0.39]	[0.82]	[1.24]	[3.68]

（注）　1. 2000年代後半は2007年までのデータに基づいて算出した。
2. 下段の[　]内は標準偏差を表す。
3. 成長率はGDPの成長率、物価上昇率はGDPデフレータの前年比をいう。
4. イギリスに関して、住宅価格の80年代前半は83・84年のデータ、2000年代後半は05・06年のデータに基づいて算出した。
5. アメリカに関して、株価の50年代は51～59年、住宅価格の70年代は76～79年のデータに基づいて算出した。

（出所）以下の各組織・団体のホームページ(HP)に掲載されているデータに基づいて算出した。
イギリス：Office for National Statistics (ONS), Office of the Deputy Prime Minister
アメリカ：U.S. Department of Commerce: Bureau of Economic Analysis (BEA),
Office of Federal Housing Enterprise Oversight
なお、株価のデータはEconStats(http://www.econstats.com/index.htm)より得た。

（八〇年代以降）ごとの平均増減率と増減率の標準偏差を英米両国で比較したものである。後二者は資産価格を代表したものである。ここでイギリスとアメリカの株価（指数）として各々ＦＴＳＥ一〇〇、ＳＰ五〇〇を用いた。また、住宅価格の指標としてイギリスは英副首相府（Office of the Deputy Prime Minister）が公表している住宅価格、アメリカは米連邦住宅金融機関監督局（Office of Federal Housing Enterprise Oversight）の住宅価格指数を用いた。

図表1を見ると、いずれの項目も両国で極めて類似した動きをしている。そこで、以下では国別ではなく、項目別に概観していこう。

名目ＧＤＰ成長率は八〇年代前半までは高かったものの、同年代後半にかけて低下し、九〇年代以降は両国とも五・五％前後で安定的に推移している。標準偏差も八〇年代前半までは大きく、名目成長率の変動が大きかったことを示しているが、同年代後半以降はその値も低下し、両国ともに極めて安定した経済成長が続いていることがわかる。一方、実質ＧＤＰ成長率は、五〇・六〇年代にやや高かったものの、平均的に見れば各年代で大きな変化はない。しかし、その標準偏差は八〇年代後半を境に大きく低下しており、名目成長率と同様に経済成長率の安定化が示されている。

このように、両国とも八〇年代後半以降は経済成長率が極めて安定化し、いわゆる景気循環の山と谷との落差が小さくなったことが大きな特徴である。

一方、ＧＤＰデフレータで測った物価上昇率は二度の石油危機を受けて七〇年代から八〇年代前半にかけて上昇したが、同年代後半に低下に転じ、九〇年代以降は極めて安定するという推移を辿っている。八〇年代後半以降に物価上昇率が安

定化していることは、その標準偏差が八〇年代前半以前に比べてかなり低下していることにも表れている。物価上昇率の低位安定は、基本的には実質ＧＤＰ成長率の安定化（経済の成熟化）、資源価格の安定（八〇年代後半～九〇年代）を受けたものであろうが、物価安定を重視した金融政策も大きく貢献したであろう。ただし、二〇〇〇年代に入ってからは原油等の資源の価格高騰や後述する資産価格の高騰もあり、物価上昇率は上向いている。

株価（指数）の平均変動率は、名目ＧＤＰや物価の変動率と異なり、八〇年代後半以降に大きく水準が低下したという特徴は見出せない。また標準偏差を見ても、経済成長率や物価上昇率のように八〇年代後半以降にその値が低下したという特徴は見出せず、前年比の変動は八〇年代以前も以降も変わらず大きな値のままである。(2)

一方、住宅価格については、ブーム期とそうでない時期とで、平均変動率の差が大きい。特に、周知のように九〇年代後半以降は平均変動率が上昇している。また、価格変動率の標準偏差で見ても、九〇年代後半以降は変動率の上昇と共にそれも上昇している。

以上、基本的なデータに基づいて英米両国の経済の長期的な推移を概観してきたわけだが、その特徴は両国で驚くほど類似していた。その共通の特徴を整理すると次のようになろう。

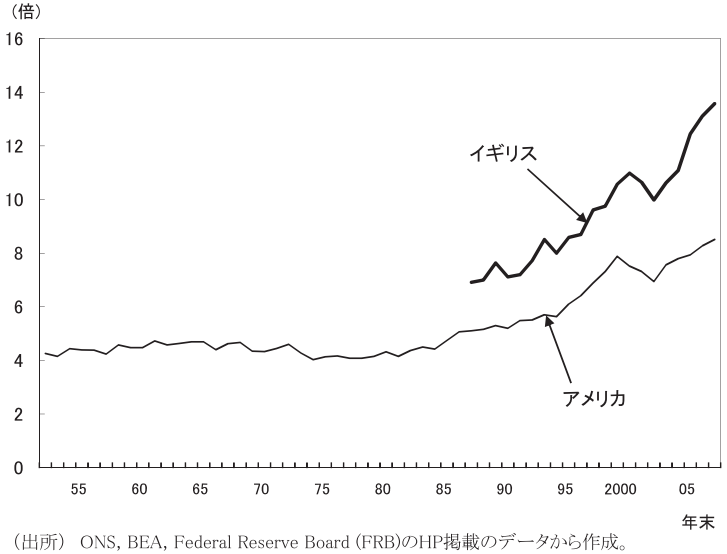
・名目ＧＤＰ成長率、物価上昇率とも八〇年代後半を境にその水準は低下し、さらに八〇年代前半以前に比べて極めて安定化するようになった。また、実質ＧＤＰ成長率は八〇年代後半を境とした大きな水準変化は認められないが、名目成長率や物価上昇率と同様に極めて安定化するようになっている。

・株価、住宅価格といった資産価格の変動率は九〇年代以降落ち着いたという特徴は見られず、八〇年代以前と同じくまたはそれ以上に大きな変動を示している。

つまり、上記の特徴をまとめるならば、「八〇年代前半以前は資産価格の変動とともに経済成長率、物価上昇率の変動も大きかったが、後半以降は前者の変動は大きいままであるにもかかわらず、後者の変動は極めて安定的」ということになる。八〇年代前半以前の状況は、いわゆる「金融不安定性」の理論・仮説で説明がつこう。[3] しかし、後半以降の状況はどのように説明されるのだろうか。しかも、この期間も、前述したように、幾度となく金融危機を経験している（八〇年代末期の資産バブルの崩壊（英）、S&L危機（米）、東アジア・ロシア・ブラジル危機、ITバブル崩壊、サブプライム問題（以上、両国））にもかかわらず、経済成長率は相対的に安定しているのである。

こうした八〇年代後半以降の状況を説明する一つの仮説として、経済における金融部門のプレゼンスが高まったことと、それを支えかつ経済の安定化を促す政策的背景としての流動性の供給が考えられる。具体的には、①実体経済に対する金融資産の膨張、②金融資産に占める金融機関の保有比率の上昇、③上記の現象を支え、かつ経済の安定化を促す政策的背景としての流動性の供給である。前二者は金融資産価格変動にかかわる要因であり、最後の要因は経済成長の安定にかかわる要因である。以下では、これらの要因について検証していく。

図表２　金融資産総額の名目GDP比



（出所）ONS, BEA, Federal Reserve Board (FRB)のHP掲載のデータから作成。

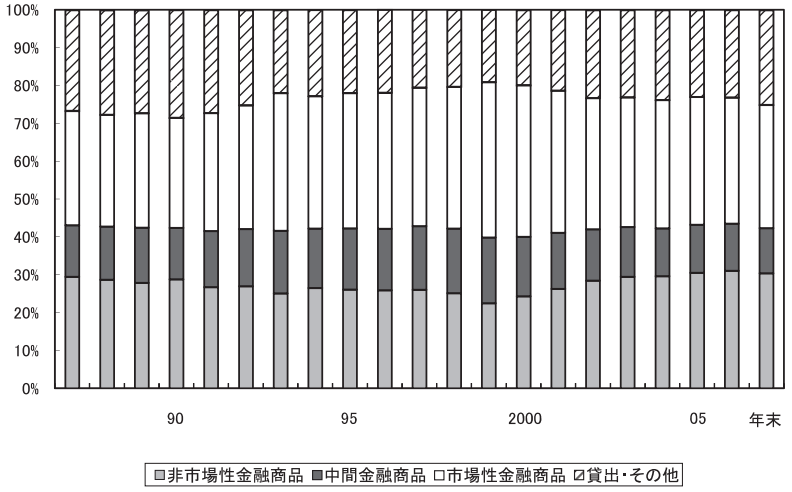
三、データに基づく仮説の検証

(1) 金融資産残高の対名目ＧＤＰ比と金融資産の内訳

経済全体が保有する金融資産残高の名目ＧＤＰ比率は図表２のようになった。ここで、金融資産とは、預金・株式・債券等の金融商品に貸出とその他（売掛債権等）を加えた金融債権全体と定義する。

イギリスでは、八七年末の金融資産残高は二・九兆ポンドで名目ＧＤＰの六・九倍あったがその後もほぼ一貫して上昇し、〇七年末には一三・六倍（残高で一八・七兆ポンド）にもなった。一方アメリカでは、金融資産残高は五二年末の一・五兆ドルから〇七年末には一一七・七兆ドルへ増大した。名目ＧＤＰに対する比率で見ると、五二年

図表3　イギリスにおける金融資産の内訳(構成比)



（注）非市場性金融商品とは現預金、中間金融商品とは保険・年金準備金。
（出所）ONS, *Financial Statistics*から作成。

末から八〇年代前半までは四～五倍で安定していた。しかし八〇年代後半から上昇基調に入り、〇七年末には八・五倍となっている。

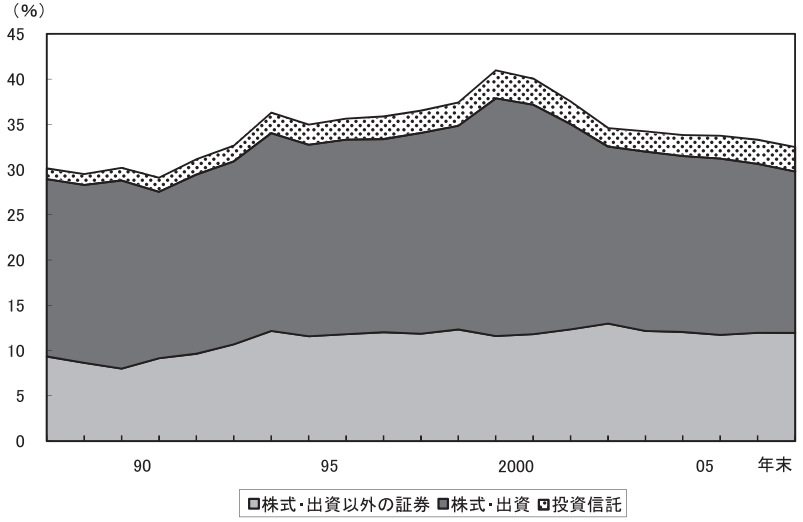
八〇年代半ばの比率（金融資産残高の名目ＧＤＰ比率）に比べて〇七年末の比率は英米とも一・七～二倍へ上昇しているが、その水準はイギリスがアメリカより圧倒的に高い。つまり、アメリカに比べてイギリスは金融資産の価格変動が実体経済に及ぼす影響度が大きいと推測される。

次に、金融資産の内訳を国ごとに見ていこう。

(i)　イギリス

イギリスの金融資産を金融商品と貸出等（貸出、その他の合計）に分けると、八〇年代後半から九〇年代初頭にかけては貸出等の構成比は概ね二七％以上と高かったが、その後この比率は低下した（図表3）[(4)]。しかし、ＩＴバブル期の九九年末に一九・一％で底を打った後再び上昇してい

図表４　イギリスにおける市場性金融商品の内訳（構成比）



（出所）図表3に同じ。

る。二〇〇〇年代に入ってからの構成比の上昇は住宅投資ブームを反映したものと考えられる。

金融商品の構成比はその定義から貸出等のそれと反対に動き、概ね七〇～八〇％の間で変動している（ＩＴバブル期にかけて上昇したが、二〇〇〇年代に入ってから低下傾向）。金融商品のさらなる内訳を調べるために、金融商品を元本の価格変動性に着目して、非市場性金融商品（具体的には現預金。以下「非市場性」と略す）、中間金融商品（具体的には保険・年金。以下「中間」と略す）、市場性金融商品（以下、「市場性」と略す）に大別し、さらに市場性金融商品を株式・出資（以下、出資は省略する）、株式以外の証券（債券、証券化商品等）、投資信託に分けて見てみよう（図表３、４）。

まず、市場性と中間の構成比は同じように推移しているが、非市場性の構成比は両者とは反対方

向に変動する。これは安全資産と危険資産のポートフォリオを示していよう。

三者の内では市場性の構成比が平均三四・三％と最も高く、次いで非市場性（平均二七・四％）、中間（同一四・七％）と続く。ＩＴバブルの時期には市場性の構成比が非市場性の構成比を一六～一九ポイント上回ったが、〇七年末に二ポイントの差に縮小した。

市場性の内では、株式の構成比が平均二〇・九％と最も高いが、傾向的には株式以外の証券と投資信託の構成比がほぼ一貫して上昇している。株式以外の証券の構成比上昇はユーロ債等の非居住者が発行する長期債の保有増大が主因だが、他にも証券化商品など新しい金融商品の市場の創出と拡大も影響していよう。投資信託の上昇は、個人投資家による投資信託での資産運用の高まりを示している。また、株式の構成比が高いということは、先の金融資産残高の名目ＧＤＰ比がかなり高いという事実も考え合わせると、実体経済が株価変動の影響を受けやすいことを表していよう。

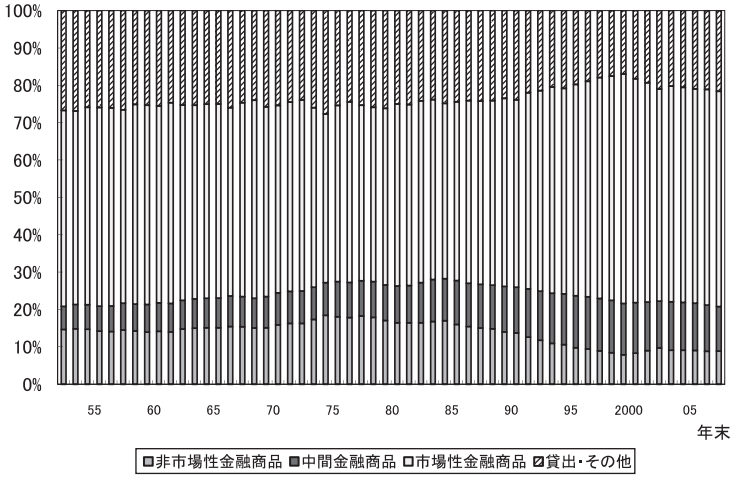
(ii) アメリカ

次にアメリカの内訳を見てみよう（図表５、６）。アメリカの場合には長期で統計が取れるため、前述した金融資産残高の名目ＧＤＰ比の変化を踏まえて、その上昇が顕著となる以前の八〇年代前半以前（五二～八四年末、以下「前期」と称す）と八〇年代後半以降（八五～〇七年末、以下「後期」と称す）とを比較し、その後に八〇年代後半以降（後期）の特徴を見ていこう。

① 前期から後期にかけての変化

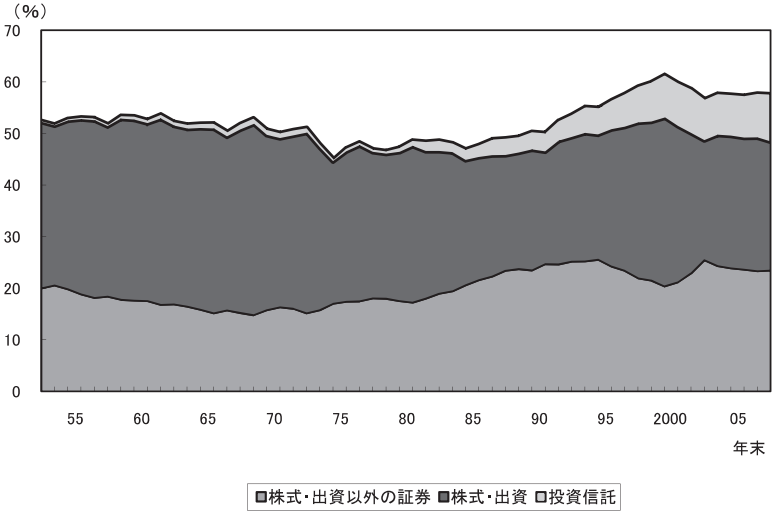
金融商品と貸出等とに分けると、貸出等の構成比は、前期は二五％前後で安定していたが、後期は二〇％前後へ低下した。平均すると前期の二五・四％から後期は二一・〇％に低下している。

図表５　アメリカにおける金融資産の内訳(構成比)



（注）図表3に同じ。
（出所）FRB, *Flow of Funds*から作成。

図表６　アメリカにおける市場性金融商品の内訳(構成比)



（出所）図表5に同じ。

金融商品の構成比は貸出等と反対の動きを示し、平均構成比は七四・六％から七九・〇％へ上昇した。

金融商品の内訳を見ると、まず、非市場性は前期に一六％前後の構成比があったが、後期は一〇％前後へ低下した。平均で比較すると一五・八％から一〇・九％への低下である。中間は、前期は六％から一一％へほぼ一貫して上昇し、平均構成比は八・四％であった。後期も上昇基調は続いていたが、九〇年代後半の一四％をピークに低下した。しかし、平均で見ると後期は一二・九％に上昇している。市場性の構成比は、前期は五三％程度から四八％程度へ低下基調にあった。後期は一転して四八％から六〇％程度へ上昇したが、二〇〇〇年代に入ってからは五八％前後で頭打ちである。平均で比較すると五〇・四％から五五・二％へと上昇している。

さらに、市場性金融資産の内訳を見ると次のように変化している。株式以外の証券は六〇年代まで低下基調にあったが、七〇年代前半から上昇に転じ、八四年末には二〇％を超えた。前期の平均で見ると一七・四％である。後期も構成比の上昇基調は続き、二〇％超（二〇～二六％）で推移した。平均では二三・四％まで上昇している。株式の構成比は、五〇・六〇年代は上昇基調にあったが七〇年代以降は低下基調に転じた。しかしながら前期の平均は三二・一％もあった。八〇年代後半から九〇年代前半まで二一～二五％の低水準が続いた後、九〇年代後半には三〇％台まで上昇したが、二〇〇〇年代に入り再び低下している。そのため、後期の平均構成比は二五・七％に低下している。最後に、投資信託は、前期は一％前後の構成比しかなかったが、後期は一貫して構成比が上昇し、〇七年末には九％台となった。その結

果、平均構成比は、〇・九％から六・一％に上昇している。

② ＧＤＰ比の上昇が顕著となった後期

金融商品と貸出等に分けて見ると、後者の構成比は八五年末から九〇年代にかけてほぼ一貫して低下した後、九九年末の一七・〇％を底に二〇〇〇年代に入ってからは上昇基調にある。この上昇は、サブプライムローンに代表される住宅投資ブームを反映したものであろう。

金融商品の構成比は貸出等のそれと反対の動きをし、八〇年代後半から九〇年代にかけてほぼ一貫して上昇（七六％→八三％）した後、二〇〇〇年代に入って七九％前後で頭打ちの状況である。

金融商品の内訳は以下のとおりである。非市場性の構成比はほぼ一貫して低下し、九〇年代後半からは一ケタ台となっている。中間の構成比は九〇年代までの上昇、二〇〇〇年代に入ってからの低下と、トレンドは形成するが、その水準は一二～一四％で安定的に推移している。

市場性の構成比は二〇〇〇年代に入って頭打ちの傾向はあるが、基本的に上昇基調を示しており、現状では五七％以上を占めている。市場性の内でもっとも顕著な上昇基調を示しているのが投資信託であり、一貫してその構成比が上昇し、〇七年末で九％超となった。これは、市場性全体の構成比を押し上げている主因といえる。この動きは、個人投資家による投資信託による資産運用の高まりを示していよう（主に四〇一ｋ等の年金関連の運用であろう）。株式以外の証券と株式は概ね相反する動きを示し、一方の構成比が上昇すれば他方のそれが低下している。水準的にはＩＴバブル期には株式の構成比の方が高かったが、総じて同様の水準といえよう。

したがって、イギリスの場合と異なり、八五年

末以降の変化だけでは証券化商品など新しい市場の拡大による顕著な影響は見出せないが、前述したように前期からの変化を踏まえると、イギリスより一足早くアメリカでは新しい金融商品の市場が創設され、後期にそれが拡大（成熟）していったと推測される。その意味では、アメリカのほうがイギリスより新興の市場に実体経済が影響を受ける程度が大きいといえよう。また、株式の構成比もイギリスに比べて水準的にかなり高いことを考えれば、株式市場の実体経済に対する影響度もアメリカの方がイギリスより大きいであろう。

以上、金融資産残高の対名目ＧＤＰ比とその内訳について英米の状況を分析してきたが、両国に共通の特徴を整理すると以下のようになる。

・八〇年代後半から二〇〇〇年代後半にかけて金融資産残高の名目ＧＤＰ比は共に二倍近くに高まっている。その意味で、金融資産の価格変動が実体経済に及ぼす影響度は高まっていると推測される。ただし、水準的にはイギリスのほうがアメリカよりかなり高く、金融資産の価格変動が実体経済に及ぼす影響が大きいであろう。

・投資信託の構成比が一貫して高まっている。これは個人投資家の資産運用の高まりと市場参入を表していよう。

・株式以外の証券の構成比が高まっている。この背景には、証券化商品などの新しい金融商品の市場創出と拡大（成熟）もあろう。

・絶対的な水準で見ると株式の構成比が高い（特にアメリカ）。これは、株価変動の実体経済への影響度が高いことを表していよう。

今号では、まず英米両国における経済の長期的推移を分析した結果、「八〇年代前半以前は資産価格の変動とともに経済成長率、物価上昇率の変

動も大きかったが、後半以降は前者の変動は大きいままであるにもかかわらず、後者の変動は極めて安定的である」という特徴が浮かび上がった。八〇年代後半以降の状況を説明する仮説的な要因として、①実体経済に対する金融資産の膨張、②金融資産に占める金融機関の保有比率の上昇、③上記の現象を支え、かつ経済の安定化を促す政策的背景としての流動性の供給の三つを提示し、今号では①を検証した。残りの②と③の要因は「英米における金融市場と実体経済の連関性（その２）」として本誌にて後日考察する。

（注）

(1) Kindleberger, C. P. *Manias, Panics and Crashes : A History of Financial Crises (4th ed.)*, Basingstoke : Palgrave, 2002.（吉野俊彦・八木甫　訳『熱狂、恐慌、崩壊：金融恐慌の歴史』日本経済新聞社、二〇〇四年）

(2) 名目ＧＤＰ成長率と株価変動率の相関係数を計算すると以下のようになる。イギリス：〇・一二四（八五～〇七年）、アメリカ：〇・三四五（八五～〇七年）および▲〇・〇三六（五一～〇七年）。実質ＧＤＰ成長率と株価変動率の相関係数は以下のとおり。イギリス：〇・〇四八（八五～〇七年）、アメリカ：〇・四五五（八五～〇七年）および〇・二一〇（五一～〇七年）。八〇年代後半以降で判断すると、イギリスよりアメリカのほうが株価と経済との相関関係が高いといえよう。

(3) 金融危機と金融不安定性に関する理論・仮説については奥村洋彦『現代日本経済論：「バブル経済」の発生と崩壊』（東洋経済新報社、一九九五年）の第二章、古川顕「バブル経済の崩壊と物価下落」（『フィナンシャル・レビュー』第四三号、七一―九五頁、大蔵省財政金融研究所、一九九七年）がよく整理している。

(4) 前述したように、金融資産は金融商品、貸出、その他に大別できるが、以下では後二者を貸出等として統合する。また、金融商品を元本の価格変動性に着目して、非市場性金融商品（具体的には現預金）、中間金融商品（具体的には保険・年金）、市場性金融商品に分類した。

（すどう　ときひと・当研究所主任研究員）