

第1章 ポピュリズム時代の証券業

はじめに

2000年代初頭に進行したグローバリゼーション（国際化）とフィナンシャルゼーション（金融化）は、2007年以降の一連の国際金融危機によって限界に達し、世界経済は低い経済成長率、所得格差の拡大、負債の肥大化（特に国家債務の肥大化）というトリレンマ（三重苦）に陥った。

このトリレンマには相互増幅作用が働いていた。第一に、低成長が所得格差拡大を加速させた。これは、トマ・ピケティ著『21世紀の資本』が指摘した状況である。すなわち、資本収益率が経済成長率を上回ると、資本分配率が上昇し逆に労働分配率が低下する。第二に、所得格差拡大は有効需要の低迷によって低成長を長期化させる。なぜなら、高所得者は低所得者に比べて消費性向が低いので、経済全体としてみれば、消費需要が不足するからである。家計消費が低迷すれば、企業の設備投資も盛り上がらない。

第三に、金融危機收拾のための銀行救済と低成長を底上げするための財政支出拡大および国債増発が負債を増大させた。もともと民間部門の負債増（住宅ローンや消費者ローン）が金融危機を引き起こし、その危機を收拾するために公共部門（政府）の負債が増加したのであった。そして、公共部門の負債の返済圧力が経済成長の足枷となった。第四に、量的緩和政策によって中央銀行が国債を購入した結果、貨幣が増発され、それが過剰流動性となって資産市場に流入した。資産価格が再び上昇し、高所得者（資産保有者）と低所得者の間でいっそうの格差拡大を生んだ。そして第五に、低所得者の困窮は教育支出の削

減や健康阻害となり、生産性向上を阻害する要因にもなった。

2007～08年の国際金融危機を境にして、資本主義と民主主義の間に亀裂が生じたということもできる。資本は国境を超えて自由に移動するが、人が国境を超えて移動すれば、在来の住民との間で摩擦が起きる。また自由に移動できる人と移動できない人との間で所得格差が生じたということもできる。資本主義は絶えざる創造的破壊と社会不安を伴い、それを補正するためには所得再分配が必要だが、財政の硬直化によって所得格差是正のための再分配政策も機能不全に陥っている。ポピュリズムの横行はこうした経済状況を反映するものであり、証券市場もその影響を受けることになる。以下では、米国経済の現状を分析しながら、ポピュリズムが財政金融政策や証券市場に与える影響を考えてみよう。

1. 負債を抱えた経済

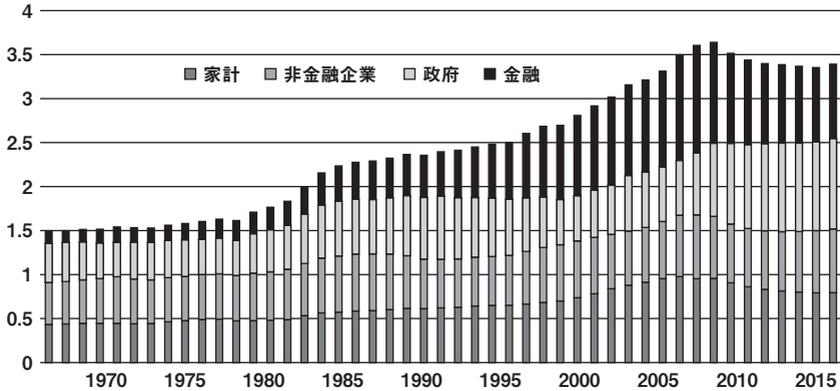
連邦準備制度理事会（FRB）の統計によると、米国非金融部門の負債総額（証券発行残高と借入残高の合計）は、2016年末現在47兆ドルで、名目GDPの2.5倍に達する。このうち政府部門が1倍である（図表1-1参照）。従来の低金利下では、負債の利子負担が問題にならなかったが、金利が上昇すると状況が変わる。平均金利を2%とした場合、名目GDPが5%（2%の2.5倍）以上で成長しないと負債比率が膨張する（ただし、賃金、企業利益、税などの付加価値構成比を一定とする。）

1980年代のレーガン政権初期には非金融部門の負債のGDP比が1.4倍、うち政府分は0.4倍分にすぎず、国債発行を財源とする減税の余地もあった。それでも大幅減税が深刻な財政危機を引き起こし、1987年10月19日の株価大暴落（ブラックマンデー）の一因ともなった。

<生産性の停滞>

低い潜在成長率の背後には、労働生産性の低迷がある。Gordon〔2016〕によれば、情報通信技術（ICT）革新による全要素生産性の向上効果は2004年こ

図表1-1 米国の部門別負債：GDP に対する倍率

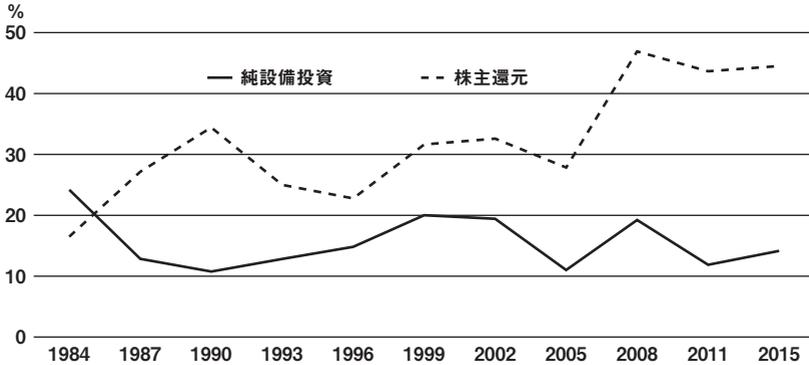


〔出所〕FRB Financial Account of the United States を使って作図

ろまでに出尽くしたという。将来を見据えた設備投資や市場占有率拡大に対する経営者の意欲（アニマル・スピリット）も減退した。米国企業の経営は、設備投資や製品値下げによる市場占有率拡大よりも、配当や自社株買いなど株主還元のためのフリーキャッシュフロー確保を重視している（図表1-2参照）。

低生産性に加えて、中所得者や低所得者の生活水準向上（所得成長）を阻害する要因が多い。第一に、高齢化によって総労働時間が減少するとともに、政府債務の将来にわたる返済が可処分所得の減少をもたらす。第二に、新興国からの安価な製品輸入と労働代替的な技術革新によって、中低所得者の工場労働やホワイトカラーの事務労働に対する需要が減少し、運送や清掃、店員などのサービス労働に対する需要ばかりが増加する。そうしたサービス労働には工場労働などで職を失った白人労働者階級も参入するので、賃金に下方圧力がかかる。第三に、教育の質低下（低所得者や片親世帯の識字率低下）、第四に新興企業の起業件数減少とそれに伴う新規雇用創出の停滞している。Gordon〔2016〕によれば、5年以内に新規起業した企業数の全企業数に占める割合（開業率）は、1978年の14.6%から2011年には8.3%に低下した。その間、廃業企業数の全企業数に対する比率は8～10%で変わらないので、創業後16年以上経つ成熟企業の割合が全企業数の3分の1を占めるまでになった。新興企業の

図表1-2 非金融企業の営業キャッシュフローの用途別構成比



〔出所〕 BEA 国民所得統計を使って作図

雇用者数の割合も、1982年の19.2%から2011年の10.7%に低下した¹⁾。

2012年にオバマ政権は、小規模企業の資金調達を促すために起業支援促進法（JOBS法）を制定したが、新規株式公開（IPO）の件数は減少している。ひとつの理由は、2002年のサーベンズ・オクスレー法（SOX法）によって上場企業の開示義務が増えたことだが、そのほかにも米国企業を取り巻くIPO環境が悪化したことが影響している。たとえば、国民皆保険制度が整っていないので、独立して起業すると職域の健康保険から離脱する羽目に陥り、医療費や保険料の自己負担が急増する。また、大学在学時に借り入れた奨学ローンの返済負担も大きい。こうしたことが新規起業やIPOに伴うリスクを忌避する傾向を生んでいる。また、新規株式公開の目的が、上場による株式資金調達よりもベンチャーキャピタルやプライベートエクイティの投資資金回収、いわゆる「出口（exit）戦略」に偏っている。時価総額10億ドル以上のユニコーンと呼ばれる非上場企業数は増加したが、新規公開企業件数は激減している。こうした状況だと、個人投資家が新規公開株への投資機会を失うだけでなく、新興企業による雇用者数増加も期待できない。

<税制改革の効果>

もちろんトランプ政権の経済政策（減税や公共インフラ投資）が奏功し、企

業経営者のアニマル・スピリットが蘇り、新規の設備投資が増加するという楽観的シナリオも描ける。実際、懸案の税制改革も新規の設備投資促進を目的としていた。

下院共和党の税制改革法案（2017年当初の原案）には、①法人税率を現行35%から20%に引き下げ、②国境税ないし国境調整税の導入（輸入は費用としての損金算入を認めず、20%の法人税を課税するとともに輸出は免税とする）、③全世界所得課税方式から国外所得免税方式へ切り替え（米国企業が国外に保有する現預金の米国内送金には一回限りの8.75%課税で済ます）、④設備投資費用の一括損金算入（キャッシュフロー課税への移行）、⑤負債利子の損金算入制度の廃止などが盛り込まれた。最終的に2017年末に成立した税制改革法（Tax Cuts and Jobs Act of 2017）では、①の法人税率は21%に、②の国境税（国境調整税）は採択されず、③海外利益送金への課税率は15.5%となった。そして④と⑤は部分的にしか実施されなかった。

上記の税制改革原案の趣旨は、アメリカ国内の設備投資を、負債ではなく自己資本の増強によって促進することにあった。たとえば、②の海外利益の米国内送金に関わる軽課税は、新規の設備投資促進を目的としていたが、この点に関しても次のような問題がある。

S&P500構成企業を例にとると、アメリカの設備投資の大半はエネルギー、不動産、公益事業など内需型産業の投資であって、これらの産業では海外利益のウェイトが少なく、また負債比率も高い。したがって、こうした産業は税制改革の恩恵を受けにくい。また税制改革の効果を見込んだとしても、営業キャッシュフローの範囲内では設備キャッシュフローを賄いきれない（フリーキャッシュフローが依然としてマイナス）。反対に、海外利益が多く、フリーキャッシュフローも潤沢な企業は、情報通信技術やバイオなど消費財関連のハイテク産業が多いが、そうした企業群は、フリーキャッシュフローをM&Aや金融資産投資、自社株買いなどの財務キャッシュフローに充当してきた。税制改革の恩恵もこうした企業群に偏り、財務リスクが高まる可能性がある。実際、1986年の税制改革や1990年代後半の金融規制緩和、2004年の海外利益の米

国向け送金の優遇税制などの直後には、財務キャッシュフローが増加して財務リスクが高まった²⁾。

要するに、税制改革によって企業経営者のアニマル・スピリットを回復させるのはむずかしい。環境保全の必要性、公共インフラの劣化、社員研修のコスト増など、積極的な設備投資には逆風が吹く。

2. ポピュリズムと金融業務への影響

近年のアメリカでは、学歴のあまり高くない白人労働者階級（White Working Class）が、グローバリゼーションや情報通信技術（ICT）発達の敗者として浮かび上がった。彼らは推定で5000万人以上存在し、そのうちの相当数は、そもそも長期間にわたって求職活動をしていない。中には薬物中毒で早死にする者も多い。そうした現実が長い間放置されていた。

白人労働者が困窮に陥ったひとつの理由は、アメリカのような消費主導型経済では、所得格差が拡大しやすいからだ。家計消費は日用品ないし生活必需品と、奢侈品および高級サービスとに二極化するが、このうち安価な生活必需品は中国やメキシコなどの新興国から輸入される。一方、奢侈品やハイテク製品の生産や金融サービスなどは、高学歴の技術者やエリートに任される。低学歴の白人労働者に残された職は、小売業の店員や配送、清掃のような低賃金のサービス業務に限定された。アメリカの消費主導型経済が自国の製造業を空洞化させ、その影響で中低所得者の雇用削減と消費低迷を招いたとすれば、皮肉な結果である。

白人労働者の多くは、従来民主党支持者だったが、2016年の大統領選挙では保護主義を訴えたトランプ氏が支持された。民主党のクリントン候補はエリート寄りとみなされたからである。このことがポピュリズムにつながっている。ポピュリズムとは明確な政治思想ではなく、エリート層に対する反感を示す風潮である³⁾。ポピュリズムを担ぎ上げる反エリート層（中低所得者や地方在住者）からすれば、金融機関やマスメディアの関係者がエリートとみなされ、エ

リートの行動に規制や制限を加えようとする。そうした意味では、第4節で述べるように、ポピュリズムは金融規制強化に傾く傾向がある。

ポピュリズムにはゼロサムゲームの発想があり、経済成長よりも所得再配分を指向するが、具体的に実現可能な政策提案があるわけではない。教育投資やインフラ投資、競争促進政策などによって中長期的に経済成長を促進するといったプラスサムの発想には欠ける。復古主義および排外主義という点では一貫性があるが、それ以外の政策は場当たり的である。実際トランプ政権の政策も一貫性を欠き、高所得者を優遇する減税や金融規制緩和に傾きつつある。2017年末に成立した税制改革法も、資本所得を労働所得よりも優遇する結果となり、中低所得者の不満をますます高めるであろう。たとえばPass Through Entity と呼ばれるパートナーシップや個人営業主、REIT などの譲渡益や利子配当所得、および不動産所得の20%所得控除が認められ、最高税率29.6%になった。(最高所得税率37%の8掛け)。

ポピュリズムはアメリカの政治経済に暗雲を投げ掛けている。白人労働者や中低所得者層の一部は、トランプ大統領に未来を託したわけだが、失われた工場労働がアメリカに戻ってくるとは考えられない。経済自由主義が行き過ぎて金融危機が頻発し、また所得格差も拡大した結果、民主主義が内部崩壊しかけている。ポピュリズムはその兆候ともいえる。

ポピュリズムは、自分たちとは異なる複数意見の存在を認めないので、民主主義を否定し、全体主義の独裁専制政治につながる危険性もある。ポピュリズムが過激な形をとると、「国家は人民のもの」とか「人民の味方」という名目で、政権が司法やジャーナリズム（メディア）を妨害したり支配したり、いわば国家の占拠ないし自国の植民地化が進行する。トランプ大統領の就任演説にも「国家は人民のもの」という表現があった⁴⁾。

3. フィナンシャリゼーション

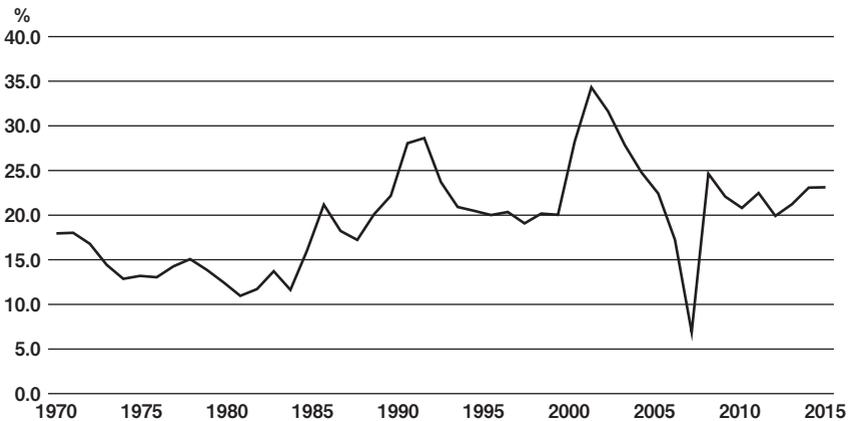
ポピュリズムの横行は、グローバリゼーション（国際化）だけでなく、行き

過ぎたフィナンシャリゼーション（金融化）の反動でもある。フィナンシャリゼーションとは、銀行業を始めとする金融サービス業が主力産業となり、その収益が一国の経済成長を牽引する状況を指す。図表1-3に示すように、米国の企業利益全体に占める金融サービス業の利益シェアは2000年代半には35%に達した。

フィナンシャリゼーションの具体的実態は、第一に、個人が生産現場の労働者として経済成長に貢献するよりも、住宅ローンや消費者ローンの借り手として銀行収益に寄与する。第二に、企業は設備投資の資金調達よりも、資産投資や自社株買入れのための資金を銀行から借り入れる形で銀行収益に寄与する。第三に、銀行は預金よりも負債調達（たとえば銀行間借入れや債務担保証券発行）によって得た資金を使って、自己勘定で証券投資業務や証券化ビジネスを行う。特に大金融危機に至る過程で進行したフィナンシャリゼーションでは、銀行が供給サイドの貸し手としてだけでなく、需要サイドの借り手としても躍り出た。その結果、实体经济の資金需給とは切り離された形で信用創造が拡散的に行われた。

フィナンシャリゼーションとグローバリゼーションはワンセットで展開し、

図表1-3 米国企業利益（税引前）に占める金融サービス業の構成比



〔出所〕FRB Financial Account of the United States を使って作図

欧米の大手金融機関は、グローバル・ユニバーサル・バンクないしグローバル・フィナンシャル・スーパーマーケットのようになった。これらの金融機関は政治への影響力を行使し、低金利政策と金融規制緩和を推し進めた。米英にとっては金融サービス業が主力産業だから、他国よりも手早く金融規制緩和を行わないと自国の金融サービス業が空洞化する。そうした恐れが政策当局者の側にもあった。

1930年代の大不況時に導入された金融規制は、銀行の証券業務を禁じたが、1999年のグラス・スティーガル法の撤廃によって自由化された。弱体化した製造業に代わって金融サービス業が経済を牽引したので、金融規制緩和とグローバル化が米英両国の産業政策ともなった。その過程で信用（credit）と負債（debt）が相乗的に膨張した。

<信用と負債の膨張>

Graeber〔2011〕によれば、貨幣の起源は貸借関係およびその関係を表象するものである⁵⁾。貨幣は債権者からみれば信用（credit）であり、債務者からみれば負債（debt）である。近代の貨幣は、銀行の信用に基づいて発行される負債（中央銀行券や預金通貨）となった。民間の貨幣発行銀行（預金取扱銀行）は、貸出（信用）に対する付利（貸出金利）によって利益を上げ、その利益によって決済機能提供（預金通貨発行）に付随するコストを賄った。しかし、そうした与信業務だけでは利益率が低く、国家経済の主力産業としての期待にも応えられない。そこで銀行は、預金以外の市場性負債（証券などの疑似通貨）を発行することによって、積極的な投融資業務に乗り出した。

もちろん、同じ銀行の負債でも、狭義の負債である貨幣（預金通貨）と、広義の負債である証券などとの間には、区別が存在する。広義の負債の市場価格は時々刻々と変化するし、証券など負債の発行者は支払い不能（デフォルト）に陥ることもある。それに対して、貨幣（銀行の狭義の負債）は物価上昇によって価値が減価することはあっても、銀行が支払い不能に陥ることはめったになかった。ところが、近年になりフィナンシャル化が活発化した結果、貨幣（狭義の負債）と広義の負債（証券など）の境界線があいまいになっ

た。その典型が債務担保証券や国債を担保とするレポ取引、マネーマーケットファンドなどである。それは中央銀行システムを迂回した疑似通貨の発行を意味する。それに伴って銀行の信用リスクや流動性リスクも高まった。このことが2007～08年の金融危機の伏線となった。

従来の中央銀行は、景気政策と金融システムの健全性の双方を担うと想定されてきた。このうち、景気政策の目標は物価安定や雇用促進など国内均衡の達成である。主要先進国の場合、変動相場制移行後には、国際収支や外貨準備の制約を受けなくて済むようになり、国内均衡を重視した金融政策が可能になった。つまり一国の中央銀行の独立性が高まったわけであり、2000年代前半には、物価安定のもとで安定成長が続く「大安定 (great moderation)」という状況を迎えた。しかし、現実にはフィナンシャリゼーションやグローバリゼーションによって、中央銀行が統御できない広義の負債（疑似通貨）が増発され、金融システムの健全性が損なわれた。それがリーマンショックとなって頂点に達した。

資本主義は多数の人々の生活水準を高める半面、行き過ぎた利益追求が資産バブルや所得格差拡大を引き起こす。資本主義にはそうした二面性がある。特に金融サービス業において行き過ぎた利益追求が行われると、資産バブルおよびその崩壊によって、経済全体に甚大な打撃が及ぶ。資本主義経済が自己調整力や矯正力を失い、資本主義を支える諸制度（特に租税や社会保障などの所得再分配制度）も弱体化した。それがポピュリズムといった現象となってあらわれている。

4. ポピュリズムの経済政策と証券市場

フィナンシャリゼーションとグローバリゼーションが統御不能になり、資本主義と民主主義の間に亀裂が生じて、その亀裂にポピュリズムが表出したとすれば、常識的な政策対応は、フィナンシャリゼーションとグローバリゼーションを統御することである。いわゆる金融抑圧や脱グローバル化であり、具体的

には金融規制強化や保護主義化を意味する。政府による貨幣管理や負債管理の必要性も高まるであろう。それと同時に既存の政府債務を削減することも必要である。

一つの具体的な政府債務削減策は、超長期国債ないし永久国債の発行による既発国債の借り換えである。アメリカでは、財務省が主要な金融機関を集めて開催する「財務省借入れに関する諮問会議（Treasury Borrowing Advisory Committee）」の場で、50年債の発行可能性が討議された。2017年初め現在、既発の米国債の加重平均残存期間は5.3年であり、日本の9.0年、イギリスの17.9年に比較すると短い⁶⁾。

将来的にはインフレ率を次第に高めて、実質的な債務負担を軽減することも可能である。インフレは債権者（貯蓄者）に対する課税に相当し、所得再分配政策にもなる。現代の先進国の資金循環構造では、資金余剰部門が企業、資金不足部門が政府だが、伝統的な金融資本市場には両者の過不足を仲介する手段が存在しない。したがってこうした奇策（インフレ政策や永久国債発行）が組上に上がるかもしれない。

<ヘリコプターマネーとベーシックインカム⁷⁾>

しかし、債券投資家が将来のインフレを懸念すれば永久国債に対する需要は限定的であろう。そこで無利子の永久国債に相当する政府紙幣を発行して、その資金を既発国債の買入れ償却や所得減税、インフラ投資などに充当することが考えられる。これはいわゆるヘリコプターマネーの発想でもあり、ポピュリズムを代弁する政策だ。アメリカのように民間経済への政府介入を忌避する国では、政府紙幣の発行に対して拒否反応が強いと考えられがちだが、19世紀末から20世紀初頭には、中部の農業州でポピュリスト運動が起り、彼らが政府紙幣発行を支持した歴史もある⁸⁾。

政府紙幣の発行は、民間銀行による信用創造を抑止することを意味する。前述のように、現代の貨幣（中央銀行券や預金通貨）は銀行の信用に基づいて発行される。特に預金通貨の場合は、その供給量が景気変動と正の相関性（pro-cyclicality）を持つといった特徴がある。好況時には、借入れ需要が強いので

貸出増加によって預金通貨が増発されるが、逆に不況時には、借入れ需要が弱まり通貨発行が自動的に減少する。つまり、資産バブルやその崩壊を引き起こしやすいわけだが、政府が貨幣発行を直接管理すれば、そうした弊害を未然に防止できる。

超長期国債や永久国債の発行は、配当優先株の発行によって企業が負債を償却するデットエクイティ・スワップと似ている。とすれば、政府紙幣発行は普通株発行に相当する。政府紙幣発行を価値創造の手段とするわけである⁹⁾。それによってインフラ投資を行ったり、社会福祉支出によって国民相互間の連帯感を高めたりすれば、国民資産の充実と国民の相互信頼、さらには社会の安定につながる。この点に関連して、政府紙幣発行によってベーシックインカムないし普遍的基礎所得 (Universal Basic Income : UBI) を交付することも考えられる。また、ベーシックインカムの配布財源を増税によって賄えば、累進所得税制を利用した所得再分配政策にもなる。

UBIは、国民各人に交付される現金所得であり、マイナス所得税ともみなされる。UBIの受給者は用途を制限されないが、情報通信技術 (ICT) 関連の商品やサービス購入に使用され有効需要を高める効果が期待される。ICTに関わる技術者や起業家の所得は増加するが、労働者の平均所得が増加しないので、UBIは所得再分配政策となる。ICT自体の発展を楽観視できても、経済成長や所得成長は楽観視できないので、なんらかの所得再分配政策が必要になる。ただし政府紙幣発行の問題は、企業の増資が株式価値の希薄化を起こすように、貨幣価値の希薄化 (インフレ) を引き起こすリスクがあることだ。しかし、これを一種の所得再分配政策とみなせば、受け入れることができる。

ヘリコプターマネーやベーシックインカムのような奇策が論じられる時代背景は、経済成長の限界が意識され始めたことである。それは第一に「長期停滞論」のような成長に関する悲観論による。第二に、かりに経済成長が可能であっても、地球環境劣化のような外部不経済が発生することである。そして第三に、所得格差拡大といった問題を引き起こすことに対する懸念も存在する。

<トランプ政権の金融規制緩和>

ポピュリズムの時代には、フィナンシャリゼーションの逆転が起き、金融抑圧のもとで金融サービス業の利益は圧迫されるであろう。それは所得格差、政府債務、低成長といったトリレンマを解決するための政策といえる。

しかし、先に述べたように、ポピュリズムには総合的で実現可能な政策提案があるわけではなく、トリレンマに対する対応策も場当たりのものである。実際、トランプ政権の政策も一貫性を欠く。トランプ氏は、ポピュリズムを先導することで大統領になったが、税制改革は高額所得者や資本所得を優遇することになった。また同政権は、連邦準備制度理事会や証券取引委員会（SEC）の委員指名権を行使して、法改正を伴わない形で裁量的に規制緩和を進めている。具体的には、たとえばボルカー・ルール適用延期（銀行による非流動的ファンドへの投資の処分期限延期を認める）とか、消費者金融保護局（CFPB：Consumer Financial Protection Bureau）のConsumer Law Enforcement Agency（CLEM）への改組などが遡上に上っている。

また、ムニューシン財務長官の私的な諮問委員会が「金融システム規制の中核的原則（core principles for regulating the US financial system）」を提言しており、それに対して米国証券業金融市場協会（SIFMA）が意見書を提出している。特に大手資産運用会社を「システム上重要な金融機関（SIFIs：Systemically Important Financial Institutions）」の認定から除外すること、資産運用会社のレバレッジ比率規制やデリバティブズ利用の弾力化、ETF（上場投資信託）の認可プロセス簡素化などが盛り込まれるという¹⁰⁾。大統領府は、連邦準備制度理事会や証券取引委員会などの規制監督機関の理事や委員の任免権を行使して、金融行政に影響力を与えることもできる。共和党が上下両院で過半数を占める現状では、抜本的な規制強化策は実現しないであろうが、2018年の中間選挙の結果次第では、再度規制強化の動きが高まるかもしれない。

5. 情報通信技術の金融サービス業への影響

情報通信技術（ICT）の発達に伴い、金融サービス業における価格破壊も起きているであろう（図表1-4）。物財の価格破壊の一例として、前述のGordon〔2016〕は、2014年央に一台449ドルで販売されたレノボ製PC（メモリー6ギガバイト）をあげている¹¹⁾。1976年に発売されたクレイ社製スパコンClay-1の価格は880万ドル（現在価格換算で3690万ドル）であったが、レノボ製PCはClay-1に比べてメモリーが750倍、1秒当たりの計算処理量では1000倍である。これを1ドル当たりの計算処理能力に換算すると、1976年から2014年の間に年率44%のスピードで向上したことになるという。強烈な価格破壊が起きたのである。

しかし、金融サービス業の分野では、たとえば投資信託の販売・管理手数料などはそれほど低下していない。これは、金融サービス業の利益が消費者（金融サービスの購入者）には十分に還元されないことを意味する。企業部門の総

図表1-4 情報通信技術の発達と顧客種類別の投資サービス業務

情報通信技術の特徴とその影響 ↓	個人投資家向け資産運用業務（リテール）	機関投資家向け資産運用業務（ホールセール）	
		受託運用機関向け業務	ヘッジファンドなど独立系ファンド向け業務
仲介業者の中抜きと価格破壊 ⇒	戸別訪問や電話外交からネットトレーディングへ、バックオフィスのシステム化	引き続き仲介業者としての対面対人業務、今後価格破壊が起きるとコスト削減が必要に	プライム・ブローカレッジのアンバンドリング
プラットフォーム化 ⇒	特定口座（受渡・決済・振替）、ラップ口座、ロボアドバイザー	受託者責任やESG投資の助言、受渡・決済へのブロックチェーン活用	機械学習型人工知能やアルゴリズムを駆使したクオンツファンド
収入形態の変化 ⇒	取引に応じた個別手数料から期間に応じた定額料金へ	引き続き手数料収入だが個別サービス項目ごとの分別勘定へ	手数料から顧問料およびシステム利用料へ

〔出所〕筆者作成

利益に占める金融サービス業の利益の割合が高まったにもかかわらず、それが金融サービス業者だけを潤わしたともいえる¹²⁾。

Davis, Lukomnik, & Pitt-Watson〔2016〕によれば、証券取引業務や資産運用業務（アセット・マネジメント業務）には、証券の受渡しと資金決済、証券保管といった基幹業務に加えて、投資対象企業や投資環境の調査、受託者としての議決権行使およびその助言コンサルティングなど、様々な補助的サービスが付随する¹³⁾。同様に住宅担保ローンの証券化業務にも、不動産鑑定士や司法書士の仕事に始まり、ローン担保証券の格付けや信用保証、入出金の照合など各種サービスが付随する。企業年金の場合には、積立者（社員）に投資商品を推奨するフィナンシャルアドバイザー、積立者とアドバイザーの間を斡旋する人事部職員も含まれる。もちろん個々のサービスには存在理由があるが、こうした補助的サービスには手数料が掛かり、その手数料の多くの部分は積立者へ付け替えられる。それも運用成果に連動するのではなく、運用資産の規模に比例して増大する。

金融サービス業は分業化されており、個別業務はそれぞれに競争的である。分業が競争的に行われれば、アダム・スミスの指摘を待つまでもなく、商品やサービスの価格は、費用に見合った適正な水準に低下するはずだ。しかし、商品の組成や市場構造が複雑になると、商品やサービスの消費者（積立者）にとっては不透明性が高まり、価格低下圧力をかけにくくなる。しかも商品やサービスの供給者側で価格低下のインセンティブが働かないと、価格の下方硬直性が高まる。資金の出し手（貯蓄者ないし積立者）と資金の取り手（事業会社）が単純に結びついていた時代には、補助的サービスの種類も限定的だったし、透明性も高かったが、証券取引が金融機関相互間で活発に行われるようになると、サービスにかかる手数料が積み上がる。フィナンシャルイゼーションによって資本がコモディティ化し、しかも低金利を利用して金融機関が負債を発行し、その負債資金を使って証券化業務やトレーディング業務を遂行して利益を高めたのだが、その利益は主に大手金融機関および各種の補助的サービスの提供者に配分された。

<金融商品の価格破壊>

しかし、今後は情報通信技術の発達によって、金融サービス業への新規参入者が増加するとともに、最終的な資金の出し手と取り手が直結するようになり、金融商品や金融サービスの分野でも価格破壊が起きるであろう。手数料が安く流動性が高いETF（上場投資信託）の爆発的普及、アクティブファンドからパッシブファンドへの投資資金の移動などはその一端といえよう。実際、大手のETF供給業者ブラックロック（Black Rock）、バンガード（Vanguard）、ステートストリート（State Street）の収益が拡大している。資産運用会社どうしの企業統合によるコスト削減も必要になるであろう。すでにジャンナス・キャピタル（Janus Capital）とヘンダーソン（Henderson）、またスタンダード・ライフ（Standard Life）とアバディーン（Aberdeen Asset Management）が企業統合を行っている。

資産運用業務（アセット・マネジメント業務）における競争政策に関しては、英国の金融行為監督機構（FCA: Financial Conduct Authority）が⁵、2017年6月28日に調査結果およびそれに基づく意見書を公表した¹⁴。調査対象期間（2010年から2015年）における資産運用会社の営業利益率は36%で、継続的に高い利益を達成したが、個人投資家向けアクティブ運用ファンドの運用成果（運用手数料控除後）はベンチマークの株価指数を下回った。また、手数料の高低と運用成果の高低との間に相関関係がみられないことも指摘されている。なかには成功報酬型手数料（performance fee）の設定方法が不明確なファンドもあるという。

FCAの提言としては、運用手数料に関する情報の透明性向上と標準化、手数料設定における競争原理導入などに加えて、ファンドのガバナンス強化（資産運用会社が投資家の最良利益のために行動する義務の強化）があげられた。具体的には、二名以上の独立取締役の採用、運用費用と運用成果に関する年一回以上の検証作業実施などである。

<中抜き（disintermediation）>

金融サービス業の利益は、情報通信技術の発達によって圧迫されるであろう

う。特にアクティブ運用ファンドのような業務は、装置産業とは違い固定費が少ないので損益分岐点が低く、小規模業者の新規参入も比較的容易である。今後は、フィンテック（Fintech）も含めて、資産運用業務の競争が激化するであろう。図表1-4に、情報通信技術の特徴（中抜き、プラットフォーム化、儲け方や収入形態の変化）と、それがリテール業務とホールセール業務に与える影響を一覧表にして示した。

情報通信技術の真骨頂は仲介業者の中抜きとそれに伴う価格破壊である。アマゾン・ドットコム の登場によって書店のような小売店が、また楽曲のストリーミングによってレコードやCDの販売店が中抜きされた。航空券を販売する旅行代理店や保険代理店の多くも中抜きされた。証券トレーディング分野でも、顧客対応するセールス・トレーダーの人数が、2008年までの全盛期と比較して半減している¹⁵⁾。その理由は、第一に、電子取引の普及によってセールスマンの介在が不要になったこと、第二に、電話での顧客対応や情報提供に代わって電子メールやテキストメッセージが使用されるようになったこと、などによる。それに加えて欧州連合（EU）では、「第二次金融商品市場指令（MiFid II：Markets in Financial Instrument Directive II）が2018年1月以降実施された。金融商品市場および市場行為規制の一環として、資産運用会社と投資銀行（証券業者）との関係の透明性向上および利益相反回避が厳格化になった。それによって前者（バイサイド）が後者（セルサイド）に支払う売買委託手数料の明細の公開（アンバンドリング）が義務付けられた。証券売買の執行や調査は分別勘定が可能だとしても、セールスの役割をどう評価するかあいまいであり、セールスコストは削減を余儀なくされるであろう。なお、従来売買委託手数料のなかに含まれていた企業調査や経済調査に関わる情報料を、今後は手数料とは分けて支払うことになり、それを年金積立者などの貯蓄者が負担するか、それとも資産運用会社（アセット・マネジャー）が負担するかが焦点となっている。大方は後者が負担する方向に向かいつつあるが、そうなるとアセット・マネジャーの収益がその分圧迫される。そうしたこともアセット・マネジャー同士の統合を促進する要因となるであろう。

フィンテックにも、在来の金融サービス業者の中抜き（disintermediation）といった側面がある。貨幣は貸借関係を表象するものであり、従来は銀行が発行する貨幣（預金通貨）が貸借関係の精算（決済）に使用された。今後ブロックチェーンを使った分散処理型決済システムを通じて金銭貸借契約や決済認証が行われるようになると、銀行を始めとする在来の金融機関が中抜きされるかもしれない。投資信託の資産管理や売買にブロックチェーンを活用するといった動きも始まっている。また、フィンテックはグローバル・ユニバーサル・バンキングの機能分解ないし総合金融業のビジネスプロセス・リエンジニアリング（BPR）といった性格を持っている。

仲介業者の中抜きということは、ユーザーからすればそれだけ対人対物の両面で摩擦が少なくなることを意味する。それは無摩擦（frictionless）というコンセプトである¹⁶⁾。しかし、無摩擦の状況が貨幣ないし金融のコモディティ化を再度促進し、システム全体の不安定性を高めるとしたら、それも問題であろう。したがって、無摩擦の高速取引に何らかのブレーキをかけるような仕組み（抑制システム）を考案することも必要であろう。対面対人型の仲介業務の質向上によって顧客満足度を高めることが、信頼（loyalty）や粘着性（stickiness）を高めるという意味で、在来の金融機関の営業戦略上は必要になるであろう。

結び

冒頭で述べたように、アメリカでは所得格差問題が深刻化している。リーマンショックまでは、フィナンシャリゼーションによって経済成長や所得成長が維持された。金融サービス業は裾野の広い産業であり、各種の補助的サービスに加えて航空、服飾、飲食などの周辺産業に対する需要も引き起こす。雇用の拡大や所得の再分配といった形での波及効果も大きい。しかし、フィナンシャリゼーションが行き過ぎて金融危機と景気後退が起き、その後は低成長を余儀なくされた。所得格差の拡大によってポピュリズムが広がり、そうした事態が

金融市場や証券市場にも影響を与えている。一例として、アメリカでは低所得者向け融資専門のペイデイ・レンディング・ストア（Payday lending store）とかチェック・キャッシング・センター（Check cashing center）とか呼ばれる消費者金融業者が出現している。2017年4月8日付け『エコノミスト』誌によれば、給料日前の当座の資金需要を賄うため、アメリカの家計50軒当たり1軒が、平均借入額350ドル、借入期間2週間、年利15%以上で借り入れるという。業界規模（融資残高）は400億ドルに達する。低所得層の庶民にとっては銀行よりも身近な存在であり、親身に対応してくれる金融機関でもある¹⁷⁾。

アメリカでは1980年代以降、金利自由化に伴って中小銀行や貯蓄貸付組合（S&L）が破綻し、金融機関の経営統合が進展した。統合によって巨大化した金融機関は、経営戦略の軸足を小口の消費者金融から、大口の投資ファンド向け融資や自己勘定でのトレーディングなどに移した。それと同時に、賃金所得の伸び悩みや所得変動の激化、ヘルスケアや教育費の高騰、正規雇用の減少による福利厚生収入の縮小などで、家計の財政状況が悪化した。さらに追い打ちをかけたのが、2007～08年のサブプライム金融危機であった。大手金融機関に対する消費者の信頼も低下した。大手銀行は、最低預金残高が一定額を割り込んだ場合の手数料を引き上げるなどして、一般の消費者から乖離した存在となった。そうした状況を埋めたのがペイデイ・レンディング・ストアとかチェック・キャッシング・センターといった代替的金融機関である。今後、大手金融機関は、そうした状況を修復し、消費者に近づく努力が求められるであろう。

<市場のリスク要因>

資本主義は所得格差や金融危機といった弊害を生みやすい。民間の利益追求の行き過ぎを政府が制御する必要があるが、米国連邦議会を始めとする政界が経済的利権がらみのイデオロギー対立によって制御不可能になっている。低所得者向け減税や社会福祉支出などの所得再分配政策を行わないと、米国社会の混乱は激化するであろう。

証券市場を取り巻く不安定性が高まると、1987年に起きたブラックマンデー

のような混乱が起きる可能性もある。1987年当時のプログラム・トレーディングに相当するのが、アルゴリズムを利用した高速取引や恐怖指数（VIX）の変動に連動する仕組み証券、マシン・ラーニングと呼ばれる機械学習型人工知能を駆使したクオンツ・ファンドである。最近では新規に設定されるヘッジファンドの多くが、こうしたクオンツ・ファンドになっている。リスクの顕在化をリターン源泉とする自動的な取引が、連鎖的株価下落のような予期せぬ打撃を与えることもあり得よう。

金融サービス業が利子という付加価値を創造するためには、絶えざる経済成長を必要とする。その経済成長を金融サービス業者自身が担ったのがフィナンシャリゼーションであり、銀行信用と銀行負債の相乗的増殖が金融の不安定性と所得格差拡大をもたらすという罠に陥ったわけである。そして、金融の不安定性と所得格差拡大が限界に達し、経済は低成長を余儀なくされている。そのため、金融サービス業の利益も低迷するであろう。

<注>

- 1) Gordon [2016] を参照。
- 2) IMF [2017] の Figure1.7, Figure1.11 を参照。
- 3) 本節の記述は Muller [2016] に依拠している。
- 4) 2017年1月20日の就任演説の一部を引用すると、We are transferring power from Washington D.C. and giving it to back to you, the people. (中略) January 20, 2017 will be remembered as the day the people became the ruler of this nation again.
- 5) David Graeber [2011] を参照。
- 6) アメリカは *Treasury Bulletin*, Federal Debt の TABLE FD-5, 日本は財務省「日本国債の平均償還年限」(4ページ), イギリスは Debt Management Office *Quarterly Review* による。
- 7) ヘリコプターマネーに関する包括的な説明は Turner [2016] を参照。またベーシックインカムに関しては, Van Parijs & Vanderborght [2017] を参照。
- 8) アメリカにおけるポピュリストの嚆矢は、1891年にネブラスカ州で設立された人民党 (People's Party) であった。同党およびその支持者の南西部農民や住民は、反連邦政府、反金融業界、反巨大企業の集団であった。中央銀行創設にあたって、ポピュリスト党は次の二点を要求した。第一は、連邦準備銀行を一般公衆ないしその代表者である政府の支配下に置くこと、第二は、紙幣を連邦政府の債務 (国家債務) として発行することであった。
- 9) Bolton & Huang [2017] を参照。
- 10) 2017年7月3日付け *Financial Times* 紙: John Dizard *The Trump era of light-touch regulation dawns* による。
- 11) Robert Gordon [2016]
- 12) この点に関する先行研究としては、Philippon [2012] がある。

- 13) Davis, *et al* [2016] を参照。
- 14) Financial Conduct Authority [June, 2017]
- 15) 2017年8月4日付け *Financial Times* 紙: Dan McCrum *Mifid II promises a revival of 'Death of Salesman'* による。
- 16) 2017年5月10日付け *Financial Times* 紙: Izabella Kaminska *Lessons in loyalty from the tech sector* による。
- 17) Sevron [2017] を参照。

<引用・参考文献>

- Bolton P. and Huang H. [2017], "The Capital Structure of Nations", *NBER Working Paper Series*, 23612
- Davis S, Lukomnik J, and Pitt-Watson D. [2016], *What They Do With Your Money*
- Financial Conduct Authority [2017], *Asset Management Market Study Final Report*
- Gordon R. [2016], *The Rise and Fall of American Growth*
- Graeber D. [2011], *Debt: The First 5000 Years* (邦訳 [2016], 『負債論 貨幣と暴力の5000年』 以文社)
- IMF [2017], *Global Financial Stability Report*
- Muller J. [2016], *What is Populism?* (邦訳 [2017], 『ポピュリズムとは何か』 岩波書店)
- Philippon T. [2012], "Has the U.S. Finance Industry Become Less Efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation," *NBER Working Paper Series*, 18077
- Sevron L. [2017], *The Unbanking of America*
- Turner A. [2016], *Between Debt and the Devil* (邦訳 [2016], 『債務、さもなくば悪魔』 日経 BP 社)
- Van Parijs P. and Vanderborght Y. [2017], *Basic Income*