

「金融と世界経済—リーマンショック、ソブリンリスクを踏まえて」プロジェクト 『金融資本主義』について



慶應義塾大学経済学部教授

池尾和人氏

リーマンショックやEUのソブリンリスクの高まりを背景に、欧米を中心に、金融に対する批判、『金融資本主義』への懸念が強まったことを受けて、21世紀政策研究所は、2012年度研究プロジェクトとして、「金融と世界経済—リーマンショック、ソブリンリスクを踏まえて」を進めています。そこで、同プロジェクトの池尾和人研究主幹に、『金融資本主義』について聞きました（2012年11月14日）。

—金融が肥大化して今日の世界経済の混迷をもたらしたという見方がありますが、本当にそうなのでしょうか。

2000年代以降、2007年の金融危機直前までの状況を考えますと、確かに金融部門の肥大化が欧米を中心に起こっていたと言えます。1999年を境に、日本は別にして、欧米の金融産業は肥大化しました。しかし、それは一夜にして起こったわけではなく、30-40年かけて金融の拡大が続いてきました。

金融拡大の約30年間を振り返ると、最初の20年ほどは有意義な面が強かったと考えています。しかし、最後の10年は弊害が目立つようになり、肥大化したといわれても仕方がない状態になったのだと思います。

1980年代を迎える頃になると、日米欧では実物面の投資機会を見だしにくくなり、世界的な長期不況になりました。いわば経済全体が成熟企業化して、既存のビジネスからのキャッシュフローはそこそこあがってくるものの、それを投資する新規ビジネスがないという状況になった。その結果、企業内にキャッシュフローが溜まり、経済全体がおしなべて財テクで儲ける「金融シフト」の傾向が起こるようになりました。

こうしたプロセスに対して、金融機関が関与した面はゼロではないにしても、金融機関に引き回されたというのは言い過ぎです。むしろ、事業会社自身が金融投資を選んで、金融機関がそれに応えたと見るべきです。そして、日本では、経済の長期低迷から脱却しようという試みて80年代後半にはバブルになり、それが弾けて日本の財テクブームは80年代に終わりました。

しかし、米国では、リーマンショックに至るまでの長期間、より大規模に「金融シフト」が進みました。米国の企業や金融機関はしたたかで、金融当局の対応もうまかったのかもしれない。80年代前半の世界的不況で、米国の伝

統的金融業（銀行）は日本と同様に不況産業化しましたが、ダイナミズムのある国なので、80年代半ばには、投資銀行やヘッジファンドなどの「新しい金融」の動きが出てきて、さまざまな金融イノベーションが生まれました。そうした金融イノベーションの中には、今から見れば、規制回避や節税対策にすぎないものも少なくなかったのですが、証券化、ストラクチャード・ファイナンスや、デリバティブ、LBO（レバレッジ・バイアウト）など真にイノベティブなものもありました。特にLBOは、企業買収先の資産を担保に金を借りるというハイリスク・ハイリターンの手法で、80年代前半に流行ったジャンクボンド（低格付け債券）市場を活用して広まっていきました。

こうした革新的な動きが、停滞した企業部門を一時的に活性化させました。それ以前は、米国でも経営者支配が一般的で、実物投資の機会がないために、余った資金で自社と無関係な事業分野の企業買収を繰り返して巨大な経営者帝国を築きました（エンパイア・ビルディング）が、シナジー効果が働かず沈滞していました。これにLBOによるM&Aの動きが活を入れ、米国は金融支配、投資家重視の経済に変貌していきました。この乱暴とも言える金融的手法で、80年代に米国の企業部門は再活性化され、90年代には米国経済が復活したわけです。

「新しい金融」が伝統的金融と違うのは、世の中に存在する何らかの歪みに目を付け、いずれそれが是正されるということに賭けて投資するという点です。ジョージ・ソロスがボンドの過大評価に目を付けてカラ売りし、実際にボンドが下がったように、そうした行為自体が歪みを是正するという形になります。

企業部門における歪みとは、たとえば、いろいろな事業部門を抱えてシナジー効果が働かず価値が低下して、コングロマリット・ディスカウントと見なされている状況です。「新しい金融」は、そういう企業を見つけて買収し、バラバラにして売却して儲ける。資産価格の歪みにも目を付けて、いずれ是正されると思われる方に投資する。

しかし、そうした世の中の歪みはいずれ解消に向かいますので、「新しい金融」のビジネスモデルはある意味で自己矛盾を抱えています。80-90年代は、世の中に歪みがまだ多く存在していたので、「新しい金融」には社会的な意義がありました。

こうした「新しい金融」は、80年代後半から90年代初め

にかけて儲かりましたので、どんどん新規参入がありました。ヘッジファンドが業界として成立するようになったのも90年代頭です。それまでは尊敬されるような存在ではなかった投資家が格好いい存在になって、優秀な才能がウォール街に挙って就職するようになりました。

90年代後半になりますと、「新しい金融」ビジネスが拡大する半面、そのネタになる世の中の歪みが少なくなってきます。そこで、少ない歪みでも利益の総額を大きくすることが求められ、大胆にレバレッジをかける（借入れを行って自己資金の何倍も投資する）ようになります。こうして、その社会的意義から正当化される水準以上に金融業が拡大しました。これが「金融の肥大化」です。

レバレッジをかけると、ちょっと不利に動くと大変なことになることは前から分かっていたことですが、グリーンズパンFRB議長の「市場に優しい金融政策」と80年代半ばからの米国経済の安定（グレートモデレーション）を背景に、米国全体がリスクに対して高を括る風潮になっていました。2000年代に、米国は、ハイレバレッジを大規模に行いました。金融業が肥大化していく一方で、金融政策でそれにチェックをかけるメカニズムは働きませんでした。今回の金融危機でその怖さが実証されました。2000年代以降、金融業は、膨張しすぎて社会的に見てマイナス的存在になりました。しかし、それは、米国の金融業が成功したかゆえにもたらされた失敗でした。

——欧州はどうだったのでしょうか。

米国の金融業の膨張に拍車をかけたのは欧州です。1990年前後に冷戦が終了して、中東欧の旧社会主義国が移行経済になり、東西ドイツが統合されます。ドイツでは、東西統合で建設ブームが先行的に起こり、それ以外の欧州諸国は2000年代に住宅価格バブルになりました。また、伝統的金融業（銀行）は不振で、金融機関の統合（メガバンク化）が進みました。1999年にユーロが導入され、国境を跨いだクロスボーダー・バンキングが増えていきました。西欧の主要銀行が中東欧に、スカンジナビアの銀行はバルト諸国に進出しました。西欧の企業にとっては、中東欧諸国が新たなフロンティアになり、どんどん投資し、工場進出しました。こうした中で、大西洋を跨ったキャリー・トレードが行われ、グロスで見ると、米欧間の両方向で巨額の資金移動がありました。西欧の銀行は、盛んに米国から国際決済通貨であるドルを引いてきて、中東欧にドル建てで貸付けました。こうして取引が膨れ上がったところに金融危機が起こり、欧州で深刻なドル不足が引き起こされました。このドル不足は、中央銀行間の通貨スワップで対処されるしかありませんでした。

——輸出主導型経済は、持続可能的ではないのでしょうか。

日本の「金融シフト」化は、80年代で終了しました。その後の日本の事業会社を悩ませているのは、「円高」です。2000年代は、円キャリー・トレードで資本流出が経常収支の黒字を上回って円安でしたが、リーマン危機以降、

円キャリー・トレードがなくなって、経常収支の黒字で円高になっていました。直近は、経常収支の黒字基調が怪しくなり、円安が進行しています。

ドイツも日本と同じく輸出主導型の経済で経常収支が黒字ですが、スペインなどの経常収支が赤字なので、ユーロ全体の経常収支はバランスが取れていて、ユーロ高にはなりません。この意味で、共通通貨ユーロは、ドイツには非常に有利な仕組みですが、いまそのツケが欧州の信用不安となっています。

世界経済にとって、経常収支を一方向的に積み上げることは不安定要因です。その責任は黒字国にも赤字国にもありますが、いつまでも不均衡状態は続かず、どこかで揺り戻しが来ます。

——日本の金融、日本経済については、どのように見えていますか。

日本では、乱暴な「新しい金融」は起こらず、ヘッジファンドもありません。他方、既述のように、伝統的銀行業は不況産業化しています。その中で、問題なのは、単なる資金不足ではなく、リスクをとってくれるお金（すなわち、リスクマネー）がないことです。

日本でも、「新しい金融」的な動き、例えばプライベート・エクイティ・ファンド（PEF）のようなものはある程度必要です。金融が肥大化しないようにチェックする必要がありますが、実物部門、企業部門に活を入れる金融業が出てこないといけません。

かつての銀行貸出は、疑似プライベート・エクイティ・ファンド的な側面もありましたが、BIS規制によって一般の人から集めた預金を大きなリスクに晒してはいけないということで、それができなくなりました。ABL（動産担保融資）などの動きもありますが、これだけ金融緩和が続くと、銀行もなかなか新しいことはできません。

一方、新興国のインフラ投資ブームで、世界全体で投資が貯蓄を上回る可能性もありますので、現在の資金余剰状態が永久に続くとは断言できません。また、既存の投資からのキャッシュフローも新規投資がない状態が続けば、いずれ収益も落ちて、国内資本ストックも減少し、資金余剰もなくなってきます。

しかし今は、500兆円の対外資産があるので、5-10年はそれほどひどいことにはならないと思います。それなので逆に、膨大な財政赤字にもかかわらず、日本経済に対する危機感が盛り上がりません。

インタビューを終えて

金融と実物経済の関係に対する関心が高まっています。当プロジェクトでは、リーマンショックやEUのソブリンリスクの高まりを振り返り、日本の金融を考える上での参考になるような報告書を取りまとめ、3月7日にシンポジウムを開催する予定です。

（主席研究員 篠原俊光）