

# 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—

報告書

2013年4月

## はじめに

リーマンショックや欧州におけるソブリンリスクの高まりを背景に、欧米を中心として、金融に対する批判、「金融資本主義」への懸念が高まった。その後、日本では、金融政策が先の総選挙の争点の一つになるなど、金融に対する関心がにわかに高まってきている。そこで、21世紀政策研究所では、「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」というテーマで2012年7月に研究会（研究主幹 池尾和人・慶應義塾大学経済学部教授）を立ち上げ、金融と実体経済の関係について検討することになった。

ただし、このテーマはきわめて幅広のものであって、到底全面的、包括的な検討はかなうところではない。また、研究会の規模も、テーマに比して比較的の小規模なものとなった。そのため、全体的な流れを骨太に示した上で、いくつかの選択的な論点に関して深掘りして検討するという研究計画を定め、それに従って9月以降、本年の1月まで月1回のペースで研究会を開催した。その上で、研究会の各メンバーがそれぞれの担当に関して考察を深め、執筆した論文をまとめたものが、本報告書である。

過去30年間の1980年代、90年代、そして2000年代は、「金融拡大」の時代であったという認識に立って、全体的な流れを骨太に概観する作業は、研究主幹を務めた池尾が担当した。その内容をまとめた第1章は、1980年代以降、金融へのシフトともいえるべき動きが起こって、金融の拡大が始まったのは、第二次大戦後の復興・高成長の投資ブームが終わって、実物面での投資機会が乏しくなったことが基本的背景になっているとの認識を出発点にしている。

わが国における金融シフトは、80年代中にバブル経済の生成と崩壊にまで行き着いてしまうことになり、その後はその後遺症を克服することに長時間を要するということになってしまった。これに対して米国での同様の動きは、約30年間にわたって継続し、より大がかりなものとなった。そうした彼我の差は、米国では不況産業化した伝統的金融業に代わって、様々な金融イノベーションを伴うかたちで「新たな金融」業が台頭してくるというダイナミズムがみられた（わが国では、残念ながらあまりみられなかった）ことに起因している。

新たな金融の動きは、ある種の乱暴さも伴いながら、米国の企業社会の体質を変革し、金融資本主義化の傾向を推し進めるものとなった。また、金融イノベーションの結果、

社会全体としてのリスク負担のキャパシティを拡大するという意義をもっていた。しかし、その拡大したリスク負担キャパシティが、実物面での投資その他の活動を促進する方向で用いられることにはならず、結局は金融システムの内部で過度のリスク負担が行われることになってしまい、ついには 2007-09 年のグローバル金融危機に至ってしまった。

総括的にいうと、米国を中心とした金融拡大の 30 年間のうち最初の 20 年間については、マイナス面が皆無だったという意味ではないが、総合すればプラス面が大きかったと思われる。しかし、最後の 10 年間については、マイナス面が強まり、金融の肥大化という非難を受けてもやむを得ない状況になっていたと考えられる。失敗は、リスク負担キャパシティの拡大に貢献したことにあるのではなく、その成果の活用を誤ったことにある。金融と実物的な経済活動との間の社会的役割分担を適正化した上での金融拡大が望まれる。

選択的に取り上げ、深掘りを図った論点は、4 つである。第 1 の論点は、米国での金融拡大がわが国におけるそれよりも大規模で長期間にわたるものになった理由の一つに、グリーンSPAN前議長の下で進められた米連邦準備制度の金融政策のあり方が民間部門によるリスクテイクのバックアップになった可能性が考えられるのではないか、という論点である。その可能性についての検討は、翁邦雄・京都大学公共政策大学院教授に担当していただき、その結果をまとめたものが第 2 章である。

第 2 の論点は、既述のように米国における金融拡大が大規模で長期間にわたるものであったのは確かだとしても、その最終的な顛末はわが国の場合とさして違わないものではないか、というものである。そこで、日本の経験と今般の金融危機以降の欧米における動きの類似性と前者から示唆される見通しについて、高田創・みずほ総合研究所常務執行役員調査本部長に検討を担当していただいた。「日本化」をキーワードとした、その検討結果が第 3 章である。

第 3 の論点は、先般の金融危機のわが国への影響、あるいは金融危機の発生にわが国がどのように関わっていたとみられるか、というものである。今回、日本は金融危機に陥らなかったものの、リーマンショック以降、世界の貿易活動が急激に縮小したこと (Great Trade Collapse) から経済面で大きな打撃を受けた。このことは、逆の面からいうと、金融危機に先立ってわが国の輸出型製造業が北米市場への依存度を高めていて、国際的な経常収支不均衡 (いわゆる Global Imbalance) の拡大が生じていたからである。

グローバル・インバランスの拡大が金融危機の原因となったという見方もある。こうした点についての検討は、後藤康雄・三菱総合研究所主席研究員に担当していただいた。第4章が、その検討結果をまとめたものである。

最後の第4の論点は、大きな金融危機の後では公的債務残高の膨張が生じる傾向があり、財政危機が起こりかねない懸念がある、というものである。実際、欧州では2010年頃から周辺国を中心にソブリンリスクが顕在化し、現在も信用不安が完全に解消されたとは言いがたい状況にある。また、国債市場の平穏ぶりとは裏腹に、わが国の財政事情が客観的にみて先進国中で最悪の部類に属することは事実である。これらの状況を踏まえた上で、今後の財政の持続可能性について、小黒一正・一橋大学経済研究所准教授に検討を担当していただいた。その検討成果をまとめたものが、第5章である。

以上の研究報告書の内容が、これまでの金融と世界経済の動きを理解する上で参考になり、これからの金融と世界経済の動きを考える上で示唆するところがあるよう希望したい。

2013年4月  
21世紀政策研究所研究主幹  
池尾 和人

# 目 次

はじめに	i	
研究委員一覧	vi	
第 1 章 金融拡大の 30 年間を振り返る	池尾和人	1
1.1 はじめに	1	
1.2 野蛮人達の活躍と銀行家の失敗	2	
1.3 証券化とデリバティブ	5	
1.4 「新しい金融」と金融の肥大化	9	
1.5 「市場に優しい」金融政策	12	
1.6 2007-09年の金融危機	16	
1.7 グローバル・インバランスと経済構造	19	
1.8 公的債務の膨張	23	
1.9 おわりに	27	
第 2 章 グリーンスパンの金融政策：リスクテイクと経済成長	翁 邦雄	29
2.1 はじめに	29	
2.2 グリーンスパンの政策思想	30	
2.2.1 リスクテイクと成長	31	
2.2.2 金融規制への懐疑	33	
2.2.3 金融政策思想	35	
2.2.4 健全財政志向	41	
2.2.5 小括	42	
2.3 グリーンスパン時代の金融政策がリスクテイクに与えた影響	43	
2.3.1 後始末へのコミットメントがもたらすリスクテイキングへの影響	43	
2.3.2 デフレに保険をかける政策の影響：マクロ経済学的議論	45	
2.3.3 デフレに保険をかける政策の影響（2）：金融部門と実体経済部門の反応の違い	46	
2.3.4 小括	48	
2.4 米国の生産性動向：グリーンスパン時代と今後の展望	48	
2.4.1 ゴードンの分析	48	
2.4.2 クルーグマンの反論	50	
2.4.3 おわりに	51	

第3章	世界的バランスシート調整をもたらす「日本化現象」	高田 創	53
3.1	バランスシート調整は信用拡張とその反動		53
3.2	バランスシート調整の段階的プロセス		54
3.3	日本企業は約半分が実質無借金		55
3.4	日本の1990年と欧米の2007年が転換点		56
3.5	国債は民間債務を肩代わりした「身代わり地蔵」		61
3.6	日本の1996年財政構造改革の教訓		62
3.7	戦後初の日米欧同時の民間の資金余剰状態		63
3.8	日本化する欧米金融機関行動		65
3.9	世界の金融機関も国債保有に傾斜		65
3.10	グローバルな金融規制は「日本の銀行になれ」		68
3.11	「5つの日本化現象」に		71
3.12	日本型金融モデルの再考		72
3.13	本源的資金を活かした安定した金融仲介		73
3.14	日本そのものがSWFだった		74
3.15	日本は先駆けて「脱日本化」できるか		75
第4章	グローバル・インバランス、金融危機とわが国企業部門 —貯蓄投資差額等に基づく俯瞰—	後藤康雄	77
4.1	はじめに		77
4.2	世界経済の概観—貿易・資本フローの視点		78
4.2.1	貿易取引の動向		78
4.2.2	資本取引の動向		79
4.3	金融危機のメカニズム		80
4.3.1	2つの有力仮説		80
4.3.2	グローバル・インバランス仮説		81
4.3.3	過剰流動性仮説		82
4.3.4	両仮説の関係		83
4.4	わが国の状況		86
4.4.1	経常収支の動向		87
4.4.2	貯蓄投資差額		90
4.5	結びにかえて		94
第5章	欧州債務危機の教訓と今後の財政の持続可能性	小黒一正	97
5.1	はじめに		97
5.2	自己実現的期待と国債利回り		99
5.3	政府債務の再構築		104
5.4	過剰債務と経済成長		108
5.5	おわりに—日本政治の課題		110

## 研究委員一覧

### 研究主幹

池尾 和人 慶應義塾大学経済学部教授

### 研究委員

翁 邦雄 京都大学公共政策大学院教授

高田 創 みずほ総合研究所常務執行役員 調査本部長

後藤 康雄 三菱総合研究所主席研究員 チーフエコノミスト

小黒 一正 一橋大学経済研究所准教授（当時）  
※現在、法政大学経済学部准教授

### オブザーバー

松村 圭一 第一生命経済研究所政策研究部次長

### 21世紀政策研究所

篠原 俊光 21世紀政策研究所主席研究員

穂宗 一郎 21世紀政策研究所主任研究員

# 第1章 金融拡大の30年間を振り返る

池尾 和人 慶應義塾大学経済学部教授

## 1.1 はじめに

第二次大戦後、約30年間にわたって先進諸国において復興とその後の高成長の時期が続いた。この時期には、大きな投資ブームが世界的に起こっていたといえるが、1970年代を迎える頃になると、そうしたブームもついに終焉する。世界的な貯蓄動向は、一貫して比較的安定的に推移していたので、投資ブームが生じていた時期には投資超過（投資>貯蓄）の傾向がみられ、金融面では資金不足が基調となっていた。しかし、投資ブームの終焉とともに、貯蓄超過（投資<貯蓄）の傾向に転じ、金融面では資金余剰が基調になった<sup>1</sup>。

1970-80年代以降の先進諸国の経済が成熟化し、実物面での投資機会が相対的に乏しくなったという新たな現実は、経済の各部門における行動の変化を促すものとなった。

まず、**企業部門**（事業会社）は、既存の事業からは順調に利益が上がってはいるが、新規の投資機会が少ないという成熟企業状態におしなべてなったことから、内部に巨額のフリーキャッシュフローを抱えることになった。フリーキャッシュフローの存在は、過剰投資を引き起こしかねないという企業統治（corporate governance）上の問題を引き起こすとともに、その運用の必要から直接的には財務活動の活発化をもたらすことになった。

**金融部門**については、それまでのビジネスモデルが有効性を失い、とりわけ伝統的な銀行業は不況産業化することになった。すなわち、資金不足が基調の時期には、資金の利用可能性が企業の価値創造活動のボトルネックとなっており、不足しがちな資金をなんとか集めてきて、それを企業に貸し付けることによって、銀行は企業の価値創造活動に貢献することになり、利益を得ることができた。しかし、資金余剰が基調になると、資金の利用可能性はもはや企業の価値創造活動のボトルネックではなく、単に資金を貸し付けるだけでは、銀行は企業の価値創造活動に貢献できなくなった。

他方、**政府部門**については、経済の成熟化は税収等の伸び悩みにつながることになり、財政赤字の拡大が生じることになった。そのために、当初は財政健全化の必要性が強調

---

<sup>1</sup> McKinsey Global Institute（2010）も参照のこと。



されるところとなり、その分だけ景気対策の負担は金融政策にかかることになった。すなわち、一般的に財政引き締め・金融緩和の政策スタンスがとられるようになっていった。また、経済の再活性化を目指して規制緩和等の措置が積極的にとられるようになった。

こうした各部門の行動が組み合わさる中で、わが国においては 1980 年代の後半にバブル経済の生成と崩壊を経験することになり、1990 年代以降は、さらなる経済の低迷が長期間にわたって続くことになった。これに対して米国における対応した動きは、ある意味でより大がかりで長い時間（おおよそ 30 年間）にわたるものであった。以下では、この米国（および関連した範囲で欧州）における動きを順次見ていくことにする（なお、こうした動きと日本のそれとの比較と類似性について、高田論文に詳しいので、参照されたい）。

## 1.2 野蛮人達の活躍と銀行家の失敗

1960 年代の後半くらいから、フリーキャッシュフローを抱えた米国企業の経営者は、業務上の関連性が乏しい分野に対しても、収益変動を縮小する効果があるといった名目で企業買収を実施するようになり、いわゆる「帝国建設 (empire building)」的な動きが目立つようになった。多くの場合には、そうしたかたちの多角化は、シナジー効果をもたらすものではなく、逆に conglomerate discount（合併後の企業価値が合併前の企業価値の合計よりも小さくなること）と呼ばれる非効率性をもたらすものでしかなかった。

1970 年代になると、戦後のベビーブーマーが大挙して労働市場に参入してきたこともあって賃金コストが低下したことから、資本蓄積が手控えられるようになった。そのために、米国では労働生産性の低迷がみられるようになった。米国の経済全体としても、パフォーマンスの低下に悩まされるようになり、「子の世代は親の世代よりも豊かになり、孫の世代は一層豊かになる」のが当たり前だと思われていた社会において、はじめて「子の世代が親の世代よりも貧しくなる」可能性が懸念されるようになる。

しかしながら、こうした閉塞感を打破する新たな動きを産み出すだけのダイナミズムを米国社会は発揮する。1981 年にレーガン政権が発足し、社会実験的といえる大きな政策変更を試みたのも、そうしたダイナミズムの一例だといえる。そして、レーガン政権下での規制緩和にも後押しされるかたちで、1984-89 年頃に大きな M&A のブームが起こることになる。この時期の企業買収は、買収後に被買収企業を再編成し、conglomerate

discount の解消から利益を上げることを狙いとするものであった。

それとともに、M&A の実行に関連して、LBO (Leveraged Buyout) やジャンク債といった新たな金融手法が開発されるという金融イノベーションが起こった。LBO は、買収対象企業の資産あるいは将来キャッシュフローを担保にして負債を発行して買収資金を調達するという手法である。それゆえ、LBO 関連の負債は、企業買収の成否によって返済可能性が大きく変動するリスクを伴うものである。そうした負債を社債のかたちで出した場合には、その社債はハイリスク・ハイリターンジャンク債ということになる。

1980 年代にはジャンク債の市場が登場・発展したことから、LBO のための資金調達は銀行借り入れに限定されずに、ジャンク債の発行で行うことも容易化した。そのために、一層 LBO が盛んに行われるようになり、「経営者帝国」は急速に解体されていくことになる。「帝国」に安住していた旧世代の経営者からすると、LBO による企業買収の企てはきわめて乱暴な行為であり、それを行う者たちは「野蛮人」であると思えなかったと想像される。しかし、その野蛮人達が米国の企業社会の風景を変えてしまうことになる。

すなわち、1980 年代の M&A ブーム以降の米国は、資金提供者の利益を優先して考える金融資本主義の側面を強めていくことになる。

こうした野蛮人達の活躍の一方で、1970 年代以降、伝統的な銀行業は米国においても不況産業化していき、それから脱却しようとした試みは、次々に失敗していく。

その最初は、いわゆる累積債務国問題である。1970 年代の後半、国内での貸出先を見出しにくくなっていた米国の大手商業銀行は、折からの資源価格の高騰を背景に、中南米等の開発途上国向けの（ドル建て・変動金利での）貸出を増加させる。しかし、1980 年代になって世界的な経済不況を反映して資源価格が一転して低下したことと、当時のボルカー議長の下、米国連邦準備制度が高進していたインフレーションの抑制を意図して強力な引き締め政策をとり、その結果として高金利となったことから、開発途上国の多くが返済困難に陥ってしまった。そのために、米国の大手商業銀行は大きな損失を被ることになった。

1970 年代の末頃には、米国は高インフレ状況にあり、その是正のために上記のように強力な引き締め政策がとられ、短期金融市場 (money market) における金利は 2 桁水準にまで上昇していた。その一方で、小口預金に関しては金利規制が続けられており、小口預金金利は低位に固定されていた。そのために、大きな裁定機会が存在するかたちに

なり、その機会を利用して利益を上げようとして、MMMF (Money Market Mutual Fund) の開発という金融イノベーションが証券業界によって行われることになる。

MMMF というのは、小口の貯蓄資金を集めて、プールした資金を短期金融市場で運用することで、小口の貯蓄者にも短期金融市場で成立していた金利水準に準じる高い金利の享受を可能とさせる投資信託の一種である。安全性の高い短期金融商品にもっぱら投資を行うことから元本割れのリスクはほとんど存在せず、その残高を見合いに小切手を発行することが可能であるなど、銀行預金ときわめて代替性の高い金融商品である。

MMMF の登場によって、金利の規制された預金から MMMF への大規模な資金流出 (disintermediation) が発生することになり、預金金利規制を継続している限り、銀行は預金で資金を集められないという事態に追い込まれることになった。そのために、預金金利規制の撤廃が進められていくことになる (最終的には、1983 年 10 月に預金金利自由化が完了する<sup>2)</sup>)。けれども、預金金利規制の撤廃によって、米国の預金取扱金融機関 (経済学的にみた「銀行」) の中でも商業銀行と並ぶもう 1 つの業態である貯蓄貸付組合 (Savings and Loan Association、以下 S&L) は、存続の危機に直面することになる。

S&L は、もっぱら住宅ローン (正確には、米国では法制上の立て付けが日本とは若干異なるので、住宅モーゲージ residential mortgage) に運用先を制限された金融機関で、預金を原資に 30 年物を中心とした住宅ローンを固定金利で貸し付けていた。預金と住宅ローンの満期には大きなギャップがあったが、預金金利規制が存在していたときには、安定的な利ざやの確保が保証されており、金利変動リスクを心配する必要はなかった。

ところが、高インフレを反映した高金利の状況の下で預金金利規制が撤廃されると、S&L はたちまちに逆ざやに陥ってしまった。既に貸し出した住宅ローンが残存している以上、逆ざやであろうとも、資金調達を止めてしまうわけにはいかない。こうして 1980 年代のはじめには、ほとんどすべての S&L が時価評価すれば債務超過という状態に陥ってしまう。これは、個別の金融機関の経営の失敗という話ではなく、業態全体を巻き込んだ構造的問題であった。しかし、こうした事態に直面しても、米国の規制当局や政府・議会は問題先送りの対応しかとらなかった。

すなわち、会計基準を緩和して、実態が債務超過であることを認識しなくても済むようにした上で、これまで認めていなかった商工業向けの貸出業務を S&L に解禁する法改正が行われた。この法改正は、新しい業務分野を S&L に認めることで、新規分野で S&L

---

<sup>2)</sup> 日本で預金金利自由化が完了したのは、それよりも 10 年以上遅れた 1994 年 10 月である。

が儲けて住宅ローンの逆ざやの穴埋めを図ることを期待するものであった。しかし、商工業向けの貸出業務は従来から商業銀行が手がけてきたものであり、商業銀行が既に貸出不振に悩む状況にあった。そうした状況において（ノウハウ等の乏しい）S&Lが遅れて参入しても、実際には利益を上げることはきわめて困難であった。

結局、S&Lは、商業銀行がリスクが大きいとして避けていたような分野に貸し込んでいくことになり、多くの場合に失敗し、さらに債務超過幅を拡大させることになった。こうしてむしろ事態の悪化がもたらされ、1980年代の末には、ついにそれ以上放置することはできなくなって、1,500億ドルに及ぶ公的資金の投入を伴うS&L危機の処理がようやく行われることになった。そして、1990-91年には、商業銀行も不動産関連融資の大量の不良債権化から、危機的な状態に陥ることになった。

こうした失敗を経て1990年代以降は、米国の大手商業銀行は、伝統的なビジネスモデルを放擲し、より成功を収めていた証券業界や投資銀行のビジネスモデルに同化していくことになる。業態規制に関しても緩和が進められていき、1999年にグラム・リーチ・ブライリー法が成立したことで、業態の壁は基本的に撤廃されることになった。

### 1.3 証券化とデリバティブ

預金金利規制撤廃後は、金利変動リスクの大きさから、預金取扱金融機関が長期固定金利の住宅ローンを提供することは困難になった。そのために、変動金利の住宅ローン等が開発されたが、消費者のニーズにかなうものではなかった。そこで、長期固定金利の住宅ローンの供給を可能にすべく積極的に取り組まれるようになったのが、住宅ローンの証券化（securitization）である。

政府支援企業（GSE）であるファニーメイ（連邦住宅抵当公庫）やフレディマック（連邦住宅金融抵当公庫）がスポンサーとなって、民間の金融機関や業者から買い上げた住宅ローン債権をパッケージ化して、それを裏付け（担保）にした債券を発行するようになった。住宅ローンのデフォルト（債務不履行）リスクはスポンサーが負担するが、金利変動や繰り上げ償還のリスクについては、住宅ローン担保証券（RMBS）を購入した投資家が負担することになった。住宅ローンを組成（originate）した民間金融機関等は、スポンサーに住宅ローン債権を売却した時点で資金を回収できることになる。

この結果、住宅ローンの提供者は預金取扱金融機関である必要性はなくなり、日本風といういわゆるノンバンクが、住宅ローンの組成の分野に多く参入してくるよう

なった。この種のノンバンクは、モーゲージ・バンクとかモーゲージ・カンパニーと呼ばれているが、米国の現状では組成される住宅ローンのおよそ3分の2は、これらモーゲージ・バンクによるもので、預金取扱金融機関によるものは約3分の1となっている。

こうした住宅ローンの証券化を通じて、証券化に関するノウハウの蓄積が進み、その技術も洗練されていった。例えば、初期の証券化では、1種類の債券のみが発行され、担保となっている資産プールから発生するキャッシュフローをそのまま投資家に引き渡すという形式のもの（pass through 型）であった。しかし、その後は、優先劣後構造を導入した複数種類の債券を発行する（tranching）というかたちが一般化していった。

また、経験の蓄積とともに証券化の対象資産は、住宅ローンに止まらず、自動車ローンやクレジットカード債権、さらには商業用不動産といったものにまで広がっていった。加えて、政府支援企業の関与なしに、民間の経済主体だけで証券化を行う（private label）というケースも増加していった。

証券化の発達は、銀行業のあり方を大きく変容させるものになった。かつての銀行は、組成保有型（originate to hold）のビジネスモデルに従っており、自らが組成した貸出債権については満期まで自身で保有するというのが原則であった。そのときには、銀行と資本市場（債券市場・株式市場）との関係は代替的なものであって、企業による社債発行と銀行借入はライバル関係にあった。ところが、証券化が一般化するとともに、組成販売型（originate to distribute）のビジネスモデルが普及するようになった。組成販売型のビジネスモデルの下では、銀行は証券化商品市場という資本市場とは補完的な関係になる。

一般的に 1980 年代以降、1 つの金融機関が自前で完結的に業務を遂行する体制から、複数の金融機関や業者が分業的に業務を遂行する体制への移行（unbundling）がみられるようになったといえる。各金融機関等の間をつなぐマーケットが存在することで、そうした分業が可能になる。この意味で、現代の銀行業は各種の資産市場の存在を前提としてはじめて成り立つものに変貌していったといえる。それとともに、金融仲介の連鎖（intermediation chain）が長くなるという傾向がみられるようになった。

すなわち、銀行が預金で集めた資金を使って住宅ローンを提供するという短いチェーンから、①モーゲージ・バンクが住宅ローンを提供し、組成した住宅ローン債権を証券化のスポンサーに売却する、②スポンサーは買い上げた債権をパッケージ化して、それを裏付けにした債券を発行する、③その債券を MMMF のような機関投資家が購入し、

その資金は一般の個人から集める<sup>3</sup>、といった多段階からなる長いチェーンに変わっていった。

証券化と並んで、この時期に発達したのが、金融派生商品（derivatives）の取引である。金融派生商品の中でも、先渡しや先物の取引は古くから存在していたが、1973年にシカゴ商品取引所（CBOT）が個別株オプションの上場を行い、1981年に世界銀行とIBMの間で世界初のスワップ取引といわれる通貨スワップの協定が結ばれた。

1970年代になってブレトンウッズ体制が崩壊し、変動相場制に移行するとともに、金融の自由化と国際間での資本移動の自由化が進行した。こうした過程で各種の資産価格（金利や為替レートも含む）に関して変動性が増大したことが、リスク管理の重要性を高めることになり、リスク管理のための手段（instruments）に対するニーズを高めた。このニーズに応えるかたちで、新たな金融派生商品が開発され、提供されるようになっていった。

新たな金融派生商品の開発には、ファイナンス理論の発展と情報技術（IT）の発展に伴う計算能力の飛躍的な向上が決定的な寄与を果たした。CBOTでの個別株オプションの上場と期を同じくして、オプション価格に関するいわゆるブラック＝ショールズ方程式が発表される。この結果、ブラック＝ショールズ方程式の内容を理解することは困難であるとしても、その式を関数として組み込んである電卓を使えば、誰でも簡単にオプション価格を計算できるようになり、オプション取引への参加が容易化されることになった。

その後、1979年に金融派生商品の価格決定に関しては、ハリソン、クレプス、プリスカによって一般的な（マルチンゲール）評価方法が確立され、少なくとも完備市場と呼ばれるケースについては理論的な解明が事実上完成する。これによって、キャッシュフローの組み替えに関する技術の理論的な基礎が出来上がったことになり、コンピュータの発展による計算能力の飛躍的な向上に支えられて、いわゆる金融工学（financial engineering）と呼ばれる分野が急速に発展していくことになる。

他方、1980年代の後半になると、冷戦の終結に目途がつき始めたのと、レーガン軍拡で拡大した財政赤字の縮減のために、NASA（全米航空宇宙局）で大規模なリストラが行

---

<sup>3</sup> 実際には③の段階は、後述するように、③-A ヘッジファンドや投資専門会社（SIV）が債券に投資を行い、その資金は購入した債券等を担保にして MMMF、年金基金等から短期で調達する（secured funding）、③-B 担保付きの短期の資金運用を行う MMMF、年金基金等は、その資金を一般の家計や企業から集める、という 2 段階になっていた。

われることになり、それまでロケット開発に従事していた科学者や技術者が放出されことになった。これらのいわゆる「ロケット・サイエンティスト」が金融業界に転職し、金融工学に基づく新商品や取引手法の開発に従事するようになった。1990年代の前半には、IBMといった情報産業の企業でも大規模なリストラが行われ、結果的に金融業界に大量の技術者等が提供されるようになった。

当初、金融派生商品は、株価、金利、為替の変動といった市場リスクに関わるものも多かったが、1990年代になると、信用リスクに関わる金融派生商品が登場するようになる。信用リスクに関わる金融派生商品（クレジット・デリバティブ）も様々なものが考案されたが、最終的に生き残って代表的商品としての地位を占めることになったのは、CDS（Credit Default Swap）と呼ばれるものである。

CDSの取引においては、特定の企業や国家を「参照組織」として定め、①その参照組織がデフォルト（債務不履行）に該当する事態に陥った場合には、あらかじめ定めた（想定）元本額（の減価分）を支払うことと、②一定額の定期的な金銭（プレミアム）の支払いが交換される。①を提供し、②を受け取る側をプロテクションの売り手、逆に①を受け取り、②を提供する側をプロテクションの買い手と呼ぶ。①を保険金、②を保険料と解釈すれば、CDSは倒産保険に類似した取引であるといえる。

ただし、CDSの場合には、その参照組織に対する債権を実際に保有していなくても、プロテクションを購入することができる。そのために、プロテクションの価値に比べてプレミアムが割安だとみられると購入し、逆に割高だとみられると売却するといったかたちで、ディーリング取引の対象として売り買いされている。プレミアムの水準は、そうした売り買いがバランスする水準に決まることになる。取引参加者のもつ様々な情報や新たなニュースの到来に応じて、需給関係が変わり、プレミアムが変動することになる。

金融の基本的な機能のうち代表的なものは、資金の配分とリスクの管理の2つである。そして後者には、社会全体によるリスク・シェアリングを推進し、それを以て社会全体としてのリスク負担キャパシティを拡大するという意義がある。こうした意義に照らしたときに、証券化やデリバティブに関連した金融技術の進展は、リスク・シェアリングの可能性を広げるものであるという点で、積極的に評価されるべきものである。問題は、こうした拡大されたリスク負担キャパシティをどのような用途に用いるかである。

#### 1.4 「新しい金融」と金融の肥大化

不振化した伝統的な銀行業に代わって台頭した「新たな金融 (New Finance)」業は、経済の中に存在している何らかの「歪み」を見出して、それを利用した裁定 (arbitrage) 活動によって利益をあげるといったビジネスモデルに従うものであった。

例えば、その本質価値 (intrinsic value) よりも市場価格が低くなっている資産があれば買い (long し)、逆にその本質価値よりも市場価格が高くなっている資産があれば売る (short する)。そうした後に、市場価格が本質価値に回帰すれば、さやがとれて利益を得られることになる。しかも、ロング (資金運用) とショート (空売りによる資金調達) を組み合わせて行えば、少ない自己資金で多くの利益を得ることが可能になる。

こうしたビジネスモデルを典型的に実践しているのが、いわゆるヘッジファンドである<sup>4</sup>。ヘッジファンドの起源は古くまでさかのぼれるけれども、それが業態として確立したのは、1990年代初めである。まだその頃には、多くの大きな「歪み」が世界経済の中に存在していた。そのために、ヘッジファンドは巨額の利益を上げることができた。

よく知られている象徴的な事例は、1992年のポンド危機である。当時、英国のポンドが割高になっていると判断したジョージ・ソロスに率いられたヘッジファンドは、徹底的にポンドをショートした。そのこと自体が、ポンドを下落させる圧力となり、イングランド銀行による買い支え努力にもかかわらず、ポンドは暴落する結果となった。この顛末によって、ソロスのヘッジファンドは10~20億ドルほどの利益を上げたと言われる。

ただし、「歪み」が是正されるというのは、単にヘッジファンドが儲かるというのだけではない。それは、基本的には社会的にも好ましいことである (効率化が進むことを意味している)。ポンド危機に関しても、ポンドの過大評価が解消されたことから、1992年下期から英国経済は、他の西欧諸国に先駆けて景気回復を遂げることになった。英国政府やイングランド銀行の面子はつぶれたかもしれないが、ポンドの過大評価が続いているよりも、それが解消されたことは、英国経済には好ましいことだった。

しかし、こうした裁定型のビジネスモデルには、基本的なジレンマがある。裁定が成功すれば、価格体系の歪みは解消されていく。最終的に、一物一価が成立し、実質的に同じキャッシュフローに異なった価格がついているといった事態がなくなれば、それ以上の利益を裁定取引を通じて上げることはできなくなる。また、不合理な経済政策は、かつてはヘッジファンドを儲けさせる格好の機会を与えるものであったけれども、各国

---

<sup>4</sup> ここでのヘッジファンドに関する記述については、祝迫 (2009) を参考にした。



の政策当局も（ポンド危機等から）学習し、より賢明になって、政治的威信を優先して経済合理性を欠くような政策をとるといったことも少なくなった。

要するに、裁定型のビジネス・モデルは成功したがゆえに、世界的な金融資本市場の効率化をもたらすとともに、自らの収益機会を枯渇させることになっていった。既述のように 1990 年代前半は、まだ多くの大きな「歪み」が残存しており、ヘッジファンドの手法も「グローバルマクロ」と呼ばれるような、卓越した才能をもったファンド・マネージャーが世界経済の動きを読んで投資を行うといったものが、主流であった。しかし、90 年代の後半以降になると、そうした大きな「歪み」を見出すことはできなくなっていった。

他方で金融工学が発展したことで、金融工学に基づく価格モデルを使って小さな「歪み」を発見して裁定を行うという手法をとるヘッジファンドが増えていった。こうした金融工学の価格モデルを使う投資手法であれば、「卓越した才能」のようなものは必ずしも必要ではない。そのために、ヘッジファンド業界への参入の障壁は低下することになり、ますます多くのヘッジファンドがしのぎを削ることになった。この結果、ヘッジファンドの収益源である「歪み」は、ますます小さく少ないものになっていった。

参入が増え、競争が厳しくなる中で、結果的にヘッジファンドの多くは、収益性を維持するためにレバレッジ（負債への依存）を拡大する道をとることになる。利ざやが薄くなっても、負債を増やして自己資金の何倍もの額を投資すれば、トータルとしての収益の額は大きくなり、自己資金に対する収益率は高く維持することができる。この種の行動の結果、巨額の投資資金が限られた投資対象を追い回すようになり、（バブル的な）資産価格の全般的な上昇傾向が生まれることになった。

一方、投資銀行は、もっぱら大企業を顧客として顧客の資本市場からの資金調達を支援し、そのことに付随して企業の財務面に関するアドバイス（合併、買収の斡旋を含む）を行うことを主たる業務としているのが、本来的な姿であった。したがって、自らのバランスシートに大きな資産・負債残高を抱えるというものではなかった。しかし、本来の発行市場（primary market）関連の業務だけでは収益に限度があることから、徐々に流通市場（secondary market）にも関わるようになっていった。

要するに、投資銀行は、証券流通市場で自己勘定によるトレーディング業務を行ったり、傘下にヘッジファンドをもつ、あるいは自らヘッジファンド的な投資活動を行うようになっていく。こうした活動についても、1990 年代中は好調で、投資銀行の収益性は

高かった。そして、高収益性は、多くの人材や資金を引きつけることになり、ビジネススクールの最優秀の卒業生達はこぞってウォール街を志望するようになる。かくして、成功ゆえに米国のヘッジファンドや投資銀行の規模は拡大していくことになる。それとともに、高報酬は優秀さに見合うものとして正当化されるという企業文化が広まっていった。

しかし、繰り返すと 1990 年代の後半を迎えると、それまでのように容易に収益機会を見出すことはできなくなっていった。そうした中で収益性を維持するために、ヘッジファンドに限らず、米国の大手金融機関もおしなべてレバレッジを高める行動をとるようになる。データの的にも 90 年代半ばを境に米国の金融部門のレバレッジ比率は急上昇し、好調時にはよいとしても、経済に負のショックが加わったときにはきわめて脆弱な財務構造に変わっていく。この結果、90 年代末以降の金融の拡大は、それまでのような積極的に評価できる面の少なくないものから、否定的な面の強い「肥大化」に転じていったとみられる。

米国の大手金融機関がレバレッジを高めるための負債性資金の調達手段として発達したのが、レポ取引である。レポ取引 (Repo/Repurchase Agreement) とは、簡単にいえば担保付きでの資金の貸借である。レポ (取引の) 市場において金融機関は、自らが投資対象として購入した資産を担保に借入を行うことができる。類似の資金調達手段として、ABCP (Asset-Backed Commercial Paper) の発行がある。これも、金融機関が自ら投資対象として購入した資産を担保にした借入である。今般の金融危機の前夜には、レポ市場は米国における最大級の金融市場に成長していた。

レポ市場が急成長したのは、資金運用側のニーズにも応えるものであったからである。1990 年代以降、全般的な金融緩和と資金財務管理 (cash management) の高度化などを背景に、事業会社や年金基金をはじめとした機関投資家による大口の短期資金運用のニーズが急拡大した。しかし、そうしたニーズに応える金融商品は不足していた。米国の場合でいえば、最も適切な商品は政府短期証券 (TB) であるが、その発行量は限られていた。銀行預金には、大口になると預金保険による保護限度を超えてしまうので、完全な安全資産とはいえないという問題があった。

こうした短期安全資産の不足という問題に応える形で、レポ市場が拡大することになる。短期のレポ取引を通じる貸し付けは、米国の事業会社や機関投資家にとって大口銀行預金の代替物であり、破綻する可能性のある銀行の預金よりも (担保が信頼できる分、

より) 安全な資産だと考えられていた。担保の信頼性に応じて超過担保をとることで、安全性をより確実なものにすることができる。超過担保率のことを米国ではヘアーカット (hair cut) 率と呼んでいる。例えば、ヘアーカット率が 5%であれば、貸付額は担保価値の 95%になる。このときに資金調達側の金融機関は、5 の自己資金で 100 の投資ができることになり、そのレバレッジ率は 20 倍 ( $100/5=20$ ) ということになる。

レポ市場の拡大は、それを中核とするかたちで、後に「影の銀行システム (Shadow Banking System)」と呼ばれることになる信用仲介システムの形成につながっていく。影の銀行システムは、正規の銀行システムに相当する規模をもつようになったが、政府による規制監督をほとんど受けることはなかった。その反面、預金保険や中央銀行信用へのアクセスなどのセーフティネットの提供も受けていなかった。この意味で、影の銀行システムは、現代に出現した free banking system であるといえる。

図表1-1



### 1.5 「市場に優しい」金融政策

高インフレの抑制に成功した後、1987年8月にボルカーは連邦準備理事会議長の座を退き、新たにアラン・グリーンSPANが同議長に就任した。その2ヶ月後にのちにブラック・マンデーと呼ばれるようになった株式市場のクラッシュが起きる。ブラック・マンデーは、2007-09年の金融危機において全面的にみられるようになった新たなタイプのシステムック・リスクの発現形態の最初の実例だったといえる。

当時、機関投資家の間で、保有株式の値下がりリスクをヘッジする手法としてポートフォリオ・インシュランスと呼ばれる投資戦略が流行していた。これは、株式と安全資産からなるポートフォリオの構成比をダイナミックに組み替えていくことによって、

プット・オプション（あらかじめ定められた特定の価格で売る権利）を購入するのと同じ効果を実現しようとするものであった。この投資戦略を一人あるいは少数の投資家が採用して実践している間は、意図した効果をあげられる。しかし、多数の投資家が同様の投資戦略を共通して採用している場合には、株価の下落局面では、それをトリガーにして大量の株式の売りが出て、さらに株価の下落をもたらすことになり、意図とは異なる効果を生み出してしまうことになった。

すなわち、一人あるいは少数の投資家だけが行動する場合には、市場に大きなインパクトを与えることはなく、市場価格を所与とみなすことが（近似的には）許される。しかし、多数の投資家が同じような行動をとる場合には、マーケット・インパクトが生じることは不可避であり、それによって市場価格が変動してしまう影響を織り込まなければならない。ところが、そうした影響を織り込まないままに多くの投資家が行動した結果として、思わぬかたちで株式市場の大暴落が引き起こされてしまった。

現在これは、一般的には **common exposure** 問題と呼ばれるようになっている。ある投資家が同じ行動をとっていても、他の投資家の行動がいかなるものであるかによって、帰結は変わってしまうことがある。とくに多くの投資家の行動が共通したものである（例えば、同一の資産クラスに投資をしている、即ち共通のエクスポージャーをもっている）ときには、思わぬ増幅効果が生じる可能性がある。ところが、各投資家は、他の投資家がどのような行動をとっているかを十分に知った上で、自らの行動を決めているわけではない。ここにシステムック・リスクが生まれる余地がある。

このようなメカニズムで生じたブラック・マンデーに際して、グリーンSPANは市場に対して迅速に大量の流動性を供給すると宣言することによって、混乱を収束させることに成功した。この成功体験が、**Fed View** あるいは後始末戦略と呼ばれる、グリーンSPAN議長の下での連邦準備制度の金融政策運営に関する思想の 1 つの柱の確立に寄与したとみられる。**Fed View** とは、「バブルかバブルでないかは弾けてみるまで分からない（中央銀行は、それが判断できるほど高い能力を持っていない）。それゆえ、事前の対応よりも事後的な対応（後始末）が重要である。一旦バブルが崩壊したと分かれば、潤沢に流動性を供給するなどして、その損害を最小限に食い止めるように行動する」というものである<sup>5</sup>。

---

<sup>5</sup> これに対して、資産価格の上昇率等が過去の実績等を著しく逸脱したものであるようなときには、「事前的にも」一定の金融政策上の対応をとるべきであるという金融政策運営に関する見方は、**BIS View** と呼ばれる。

後始末戦略に基づく金融政策運営は、ブラック・マンデーの際のみならず、その後のITバブルの崩壊の際も有効に機能した。しかし、「株価上昇の行き過ぎは容認するが大幅な下落は阻止する。その市場に優しい姿勢は、市場参加者に安心感を与え、歯止めなくリスクテイクを拡大して、それが金融危機につながった」<sup>6</sup>という面がある。すなわち、うまくいっているときには、その成果はそのまま市場参加者のものになり、まずい事態になったときには、グリーンズパンが尻ぬぐいをしてくれるということであれば、過度のリスクテイクに走ることが市場参加者にとって個別的には合理的な行動になってしまう。

この意味で、前節でみた金融の肥大化が進行したことには、グリーンズパン議長の下での連邦準備制度の「市場に優しい金融政策」の存在が大きく寄与していたのではない。影の銀行システムは、預金保険や中央銀行信用へのアクセスといった公式のセーフティネットとは無縁ではあったが、実はグリーンズパンによる庇護（Greenspan Put）という強力な後ろ盾があった。そうした後ろ盾の存在を期待していたからこそ、米国の金融機関等は（安心して）レバレッジを高めることができたとみられる。

グリーンズパンが連邦準備理事会議長に就任したのは、共和党政権下においてであったが、1993年以降、民主党のクリントン政権に代わっても議長を続け、96年にはクリントン大統領から3期目の議長の指名を受けた。グリーンズパンは、クリントン政権に対して財政健全化を図ることで長期金利の低下を促すことが持続的な経済成長につながるとの提言を行い、政権側もそれを受け入れて1,400億ドル規模の歳出削減を打ち出した。この結果、実際に長期金利の低下がもたらされ、米国経済は94年以降、景気回復過程をたどることになる。それに伴って連邦政府の財政収支も黒字に転換した。

しかし、2001年に9.11同時多発テロを経験し、政権に復帰した共和党のブッシュ大統領がアフガニスタン戦争、イラク戦争に踏み切ったことから、戦費の拡大もあって、連邦政府財政は再び大幅な赤字を計上するようになる。こうした中で、2000年のITバブル崩壊以降、連邦準備制度は金融緩和を続けていたが、03年6月にグリーンズパンは、「デフレという悪性の病にかかる可能性を完全になくすために」一段の利下げを行う。その際に、グリーンズパンの回顧録『波乱の時代』の中には「利下げによってバブルが発生するリスクをとることもいとわないと考えた」と記されている。

---

<sup>6</sup> 翁邦雄、『日経ビジネス』2012.10.20、p.30。

「米国経済がデフレに陥る」というテイル・リスク（低頻度・高損失型のリスク）を除去するために一層の金融緩和を実施する（保険をかける）といった対応ぶりは、「リスク管理アプローチ」と名付けられている。歴史の if に関して断言することはできないけれども、この時点でのリスク管理アプローチは失敗に終わったとみられるのではないか。すなわち、懸念されていたように実際に住宅価格バブルが発生し、その後の金融危機に至ることになった。この実際の歴史は、一層の金融緩和を実施せず、デフレに陥る可能性が払拭されなかったとしたときよりも、まだましだったとは言いがたいと思われる。

この点を強く批判しているのは、ジョン・テイラー教授である<sup>7</sup>。テイラー教授によれば、02年以前の連邦準備制度は、テイラー・ルール<sup>8</sup> にほぼ従ったかたちで政策金利を誘導してきており、その結果として「大いなる安定（Great Moderation）」を達成してきた。ところが、03-05年の間にテイラー・ルールから「脱線」した緩すぎる金融政策をとったことが住宅バブルの膨張の原因となり、その後の状況を危機的なものにまで悪化させてしまった。要するに、テイラー・ルールからは脱線すべきではなかったというのである。

なお、グリーンスパンがバブル発生の可能性を認識しながら、あえて一層の金融緩和に踏み切ったのは、もしバブルが発生しても、それによる損失はデフレに陥った場合よりも小さいと考えていたからだと推察される。換言すると、バブルの後始末戦略に自信を持っていたからだと考えられる。しかし、ブラック・マンデーも IT バブルも株式市場に関わるものであって、信用仲介システムを巻き込んだものではなかった。

後知恵でしかないが、同じバブルといっても、株式（equity）にだけ関わったものである場合と信用（credit）にも関わるものである場合とでは、その後遺症の大きさは非常に異なってくるといえる。端的に言えば、自己資金で株式投資をしていて、株価が暴落したら、投資家が損をして終わりである。しかし、借金をして投資をしていて、投資対象の価値が失われたとしても、借金はそのまま残ることになる。日本が1980年代後半に経験したバブルは、信用仲介システムを巻き込んだものであって、そのダメージは著しく大きかった。しかし、グリーンスパンは、そうした信用型のバブルではなく、株式型のバブルのみを念頭に置いていたのではないかと思われる。

---

<sup>7</sup> テイラー（2009）。

<sup>8</sup> テイラー・ルールとは、テイラー教授によって発案された、中央銀行の決める政策金利の水準を現実のインフレ率と目標インフレ率との格差、および GDP ギャップで説明する定式化（ルール）のことである。

ところが、今回生じた米国の住宅価格バブルは、影の銀行システムという信用仲介システムを主舞台としたものであって、その崩壊に伴うダメージは、IT バブルのときよりはるかに大きいものであった。そのために、連邦準備制度は後始末戦略を発動したものの、それは期待されていたようには有効に機能せず、バブル崩壊による損害は甚大なものになってしまった。なお、グリーンスパンが連邦準備理事会議長を務めたのは 06 年 1 月末までであったので、実際には、次の議長になったバーナンキが今回の金融危機の後始末に取り組むことになった。

## 1.6 2007-09年の金融危機

2007-09 年の金融危機に関しては、その引き金 (trigger) になったものと危機の増幅メカニズム (amplifier) とを区別することが重要である。引き金になったのは、周知のようにサブプライム・ローン問題である。

米国の住宅価格は、1990 年代半ば以降、持続的な上昇過程にあった。このことには、米国金融機関のアグレッシブな投資姿勢も大いに寄与していたといえる。そして、既述のように、とくに 2003-05 年に連邦準備制度が一段の金融緩和を行ったことから、住宅価格の上昇率は加速化し、ブームの様相を呈するようになった。こうした状況の中で、従来は融資対象とされてこなかった、標準 (プライム) よりも信用度の低い層 (サブプライム) に対する住宅ローンが提供されるようになり、その額も増大していった。

しかし、2006 年の夏頃になると、長く続いていた住宅価格の上昇もさすがに息切れするようになり、住宅価格は停滞する。すると、サブプライム・ローンに関して返済の遅延や不履行が急増することになった。というのは、サブプライム・ローンは住宅価格の上昇が続くことを大前提として設計された金融商品で、借り手の本来の所得からでは返済が到底困難なものだったからである。返済額の借り手の所得額に対する比率 (Debt-service to Income、DTI) が 1 を超えていることも珍しくはなかった。

住宅価格の上昇があたかも永久に続くかのように想定して、貸し手も借り手も行動するようになったのは、バブルに浮かされていたということに過ぎないのかもしれないけれども、その背後には、1985 年頃から危機の直前まで米国はきわめて経済的には安定した時期 (Great Moderation) を過ごしてきたという事実がある。20 年も平穏な時期が続くと、人間の性 (さが) としてリスクに対して高をくくるようになる。加えて、もしまづい事態になっても、連邦準備制度が何とかしてくれるという「信頼」があったといえる。

2007年になると、サブプライム・ローン市場に著しい変動が生じていることは、誰の目にも明らかになってきた。そして、同年8月にフランスの大手銀行BNPパリバが傘下のヘッジファンドの新規募集と解約を凍結すると発表し（パリバ・ショック）、金融関係者や投資家の間に一挙に不安が広がることになった。ただし、まだこの段階では、比較的楽観論が支配的だった。というのは、サブプライム・ローンは、類似したものを含めても米国の住宅ローン市場の4分の1程度のシェアでしかなく、米国の金融資本市場全体の規模からみれば、「相対的には小さな」問題でしかないと考えられていたからである。

しかし実際には、「相対的には小さな」問題でしかないはずのサブプライム・ローン問題をきっかけに欧米の金融システム全般を揺るがすような危機に至ることになった。それは、危機を増幅するメカニズムが作動してしまったからである。古典的な危機増幅メカニズムとしては、1つないし少数の銀行の支払い不能（ないしはその懸念）が取り付けを誘発するといった事態がよく知られている。今回も、米国（および欧州）の金融機関は、もっぱら短期の借り入れで投資資金を調達していたので、そうした古典的な銀行取り付けにきわめて類似した事態に直面することになった。

既述のように、この時点までに米国では、正規の銀行システムと並行するかたちでの信用仲介システム＝「影の銀行システム」が大規模に形成されていた。

米国において影の銀行システムが発展したのは、1つには規制回避（regulatory arbitrage）の意図からだと思われる。正規の銀行システムには、検査・監督とともに、自己資本比率規制をはじめとした様々な規制が課されている（ただし、その反面で中央銀行信用へのアクセスや預金保険制度などのセーフティネットが提供されている）。これらの規制は、銀行の活動を制約し、無視できない負担を銀行に負わせるものである。そうした制約や負担を回避してビジネスを行う（規制逃れの）ために、影の銀行システムを構成する事業体や活動は生み出されたといえる面がある。

しかし、それだけではない。影の銀行システムの中核をなすのは、レバレッジをかけて証券化商品等に投資を行うヘッジファンドや投資銀行（自ら、あるいはオフバランスの別働隊の投資専門会社を通じて）と、それらが資金調達に活用したレポ市場やABCP市場である。既に述べたように、レポ市場やABCP市場の発達には、資金運用側の短期で安全な運用手段を求めるニーズに応えるものであった。すなわち、米国において影の銀行システムが発展したもう1つの理由として、短期安全資産の不足という問題に応える



ものであったという面があることは見逃されてはならない。

影の銀行システムへの資金提供者は、絶対的な安全性を求めている。そのために、担保となっている金融商品の信頼性が低下すると、それを補うためにヘアーカット率（超過担保率）の引き上げを求めることになる。サブプライム・ローン問題の発生は、証券化商品の価値に対する信頼を低下させるものとなったので、それをきっかけにヘアーカット率の上昇が起こることになった。

金融危機の前の時点では、AAAの格付けを得た証券化商品であれば、そのヘアーカット率は3%程度であった。このとき、金融機関等は自己資金の30倍以上の規模の投資を行えることになる（ $100/3=33.3$ ）。しかし、ヘアーカット率が10%になると、自己資金の10倍規模の投資しかできなくなる。自己資金を急に増加させることは難しいので、ヘアーカット率の上昇に伴って資金繰りの苦しくなった金融機関等は、保有資産の売却に走らざるを得なくなった。そして、そうした資産売却の動きが当該資産の価格下落につながり、それをみた資金提供者はさらにヘアーカット率の引き上げを求めることになった。

こうしたプロセスがスパイラル的に進行した結果、AAAの格付けを得た証券化商品であっても、そのヘアーカット率は50%を超えるまでに上昇し、急激な信用収縮と資産価格の暴落が引き起こされることになった。かくして、資金繰りの困難（流動性危機）から、さらには資産価格の下落による損失によって支払い能力が毀損されて、多くの金融機関が破綻に至り、全面的な金融危機的状況が招来されることになった。

影の銀行システムは、政府や中央銀行によるセーフティネットの提供を受けていなかったもので、上記のようなプロセスを初期の段階で食い止める方策がなかった。例えば、多くの金融機関が一斉に資金繰りに窮すると、買い手不在となって「投げ売り価格（fire-sale price）」でしか保有資産を現金化できなくなる。そして、そのことによる損失で支払い能力を失ってしまいかねない。ところが、こうしたときに中央銀行が「最後の貸し手」として、金融機関の保有資産を担保として融資をしてやれば、投げ売りをしなくても済み、それ以上の資産価格の下落にも歯止めをかけられる。けれども、影の銀行システムを構成していた金融機関は中央銀行信用へのアクセスの権限をもっていなかった。

しかし、危機の深刻化とともに、上記のプロセスによる危機の増幅を止めるべく、連邦準備制度は、これまで中央銀行信用へのアクセスを認めてこなかった（商業銀行以外

の) 金融機関等にもアクセスを認める各種の措置 (facility) を矢継ぎ早に導入した。さらには、2008年11月から2010年3月にかけて信用緩和 (credit easing) と称する (現在は、QE1とも呼ばれることがある) 非伝統的な金融政策を大規模に展開した。これは、連邦準備制度が保有していた短期国債を売却することで、民間の短期の安産資産を求め、ニーズに応えるとともに、その売却額を上回る額の住宅ローン関連の証券化商品などのリスク資産を購入するというものであった。

金融危機が進行する中で、米国国債を除く米国の様々な資産市場が機能不全に陥っていった。不安に駆られて投資家が不在となる中で、多くの金融機関が流動性の確保のために資産の大量処分の必要性に迫られていた。そのために、ファンダメンタル価値未満に資産価格は下落する (利回りは高騰する) 負のバブル的な事態が起こっていたとみられる。こうした状況下において連邦準備制度が、信用緩和を行ったことは全く適切な対応だったと考えられる。これによって、実際に金融危機は終息に向かっていった。

なお、2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻以降は、急激な信用収縮が進行し、もはや問題は金融システムの内部だけに止まらなくなって、経済全般の危機に転じていった。こうした中で、国際的な貿易活動の規模は、経済活動全体の規模の収縮よりもさらに大幅に収縮することになった。これによって、北米市場向けの輸出に依存するところの大きかった日本経済は、急激な外需の減少に見舞われることになり、金融危機を飛び越して、いきなり経済危機的な状態に陥ることになった。

## 1.7 グローバル・インバランスと経済構造

金融危機に先立って、2000年代になってからとくに顕著に進行したのは、国際的な経常収支の不均衡 (Global Imbalance) の拡大である。経常収支が常に均衡している必要はなく、経済発展段階の差などを反映して経常収支が黒字の国や赤字の国が存在しているのが、むしろ自然な姿だといえる。しかし、2000年代にみられた不均衡はきわめて一方的で発散的な性格のものであり、その持続可能性に関して懸念を抱かせるものであった。

すなわち、米国 (および中東欧諸国) だけが経常収支の赤字を出し、EUは全体としては経常収支の均衡をほぼ維持していたが、その他の国々 (日本や、中国をはじめとした新興諸国、資源産出国) は経常収支の黒字を出す構造が固定化していて、しかも年々その規模が拡大する傾向にあった。そのために、持続可能ではないという見方がかねてから主張されていたが、実際にリーマン・ショック以降に、急激にグローバル・インバラ

ンスの巻き戻しが生じることになった。

経済危機に伴って需要の収縮が起こるときに、すべての財サービスに対する需要が一律に減少するわけではない。例えば、食料品に対する需要よりも耐久消費財に対する需要の方が減少率は大きくなる。そのために、経済活動全体の規模の収縮よりも国際的な貿易活動の規模はさらに大幅に収縮すること（Great Trade Collapse）になったわけである。これによって日本経済は、とりわけ大きな影響を受けた。

グローバル・インバランスの発生原因に関しては、大きく分けて 2 つの見方が存在する。その第 1 は、貯蓄過剰（saving glut）説である。1997 年にアジア金融危機が起こり、その翌年の 1998 年にはロシア危機が発生する（この際には、大手ヘッジファンドの LTCM が破綻する）。貯蓄過剰説は、これらの危機を契機にグローバル・インバランスの拡大がみられるようになったという経緯に着目するものである。

従来、東アジア諸国は外資依存の経済成長路線をとっていたが、アジア金融危機に際して、その頼りにしていた海外資本が突然に出ていって入ってこなくなった。そのために、外貨の資金繰りで塗炭の苦しみを味わうことになる。こうした事態（現在では、Sudden Stop とネーミングされている）を経験した東アジア諸国は、それまでの外資依存の経済成長路線から転換し、外貨保有に対する予備的需要を拡大させる。ラテンアメリカ諸国も同様の行動をとる。この結果、中国も含めて、ほとんどの新興経済諸国が貯蓄超過の状態になる。他方で、米国がほとんど唯一の投資超過国となることで、世界的にみたときの貯蓄と投資の一致がはじめて保たれることになった。

事態を上記のように理解して、世界的な貯蓄過剰が原因で、過剰な貯蓄に適切な投資機会を提供できる国が米国しかなかったことからグローバル・インバランスの拡大が生じたとみるのが、貯蓄過剰説である。確かに米国が経常収支の赤字を出すことができたのは、海外から資金が調達できたからであり、その資金の貸し手は、他ならぬ経常収支黒字国（すなわち、日本や中国など）であった。

ただし、貸し借りが生じていたという事実自体からは、その主導権が貸し手の側にあったのか、借り手の側にあったのかは分からない。むしろ借り手側（すなわち、米国）に原因があったというのが、第 2 の見方である。第 2 の見方は、世界的に緩和的な金融政策がとられていた結果として、既述のように、米国で住宅価格ブームが起こることになり、そうしたブームが世界中から資本を米国に呼び込む原因になったというものである。そして、米国の資本収支の黒字幅に見合うだけの経常収支赤字が生じるように為替レ-

ト等が調整されることになったと考える。

わが国でも、2001-06年にかけて量的緩和政策がとられるとともに、04年以降には大規模な為替介入が実施され、日本政府は1ドル=100円を上回る円高は絶対に阻止するという強いメッセージを発していた。そのために、為替差損のリスクをほとんど恐れることなく、金利の安い円建てで資金を調達して、ドルに転換して米国で運用するという、いわゆる円キャリー取引が大規模に行われるようになった。そして、こうした円キャリー取引に伴う円売りドル買いによって、実際にも円安がもたらされることになった。

ある種のキャリー取引は、欧州の大手銀行によっても盛んに行われていた。それは、米国内の短期金融市場から短期のドル資金を調達し、それを証券化商品等のより満期の長いリスク資産で運用するというものである<sup>9</sup>。米国連邦準備制度が緩和的な政策をとっていたことから、ドルの短期金融市場金利はきわめて低位であり、こうした取引によってかなりのさやを稼ぐことができた。この種の取引に携わることによって、欧州の大手銀行は米国における影の銀行システムの一端を担うことになっていった。

原因が貯蓄投資バランスという実物面にあろうが、低金利の継続と国際資本移動という金融面にあろうが、いずれにせよグローバル・インバランスの拡大は世界経済の不安定化要因となりかねないものである。

こうした観点からは、少なくない数の国々が「輸出主導型の（政府管理型の）経済発展路線」をとるようになってきていることは、問題なしとはいえない<sup>10</sup>。後発国にとって輸出主導型の経済発展路線が有効であることは、まさにわが国の「成功」が世界に示したところである。それをみた韓国・中国をはじめとした東アジア諸国やラテン・アメリカの諸国が近年は輸出主導型の経済発展路線を採用するようになり、日本とドイツは先進国化した後も依然として同路線をとってきた。

ところが、世界のすべての国が輸出主導型の経済発展路線をとることはできない。世界中の国々の経常収支（純輸出）の合計は定義的にゼロとならなければならない（もっとも、実際の統計では脱漏・誤差のせいではそうとはならない）。したがって、経常収支（純輸出）がプラスの国々が存在すれば、他方に経常収支（純輸出）がマイナスの国々が存

---

<sup>9</sup> こうした取引を欧州の大手銀行が大規模に行っていたために、金融危機の勃発後に欧州でドル資金不足という事態が真っ先に起こることになった。

<sup>10</sup> Rajan (2010) は、このことを世界経済に危機をもたらしかねない断層線の1つだと指摘している。

在していなければならない。換言すると、輸出主導型の経済発展路線は、それが可能になるためには必ず相手方（カウンターパート）を必要とする。

その必要になる相手方とは、経常収支の赤字を出して、輸出する以上に財サービスを輸入してくれる国である。繰り返すと、2007-09年のグローバル金融危機の前には、米国が全世界を相手にそうした役割を果たしていた。米国が経常収支の赤字を出すことができたのは、海外から資金が調達できたからであり、その資金の貸し手は、他ならぬ輸出主導型の経済発展路線をとる経常収支黒字国（すなわち、日本や中国など）であった。

金融危機前には米国は経常収支の赤字を垂れ流していることを非難する声が日本では多かった。しかし、リーマン・ショックを機に、米国がいわば「最後の買い手」および「最後の借り手」として行動することを止めざるを得なくなると、日本の輸出に対する需要はあたかも「蒸発」したかのごとく減少し、日本の経済活動は著しく落ち込むことになってしまった。実は、日本は米国市場に依存していたのであり、米国を一方向的に非難できる立場にはなかったのである。

輸出主導型の経済発展路線をとることによってグローバル・インバランスを作り出してきた一方の当事者側に日本も属していたことに自覚的であればならない。米国はもう一方の当事者であるけれども、片方の当事者にだけ100%の責任があるということには普通はならない。それゆえ、原因に関しても、既述のように2つの見方が成り立つ。

グローバル・インバランスと相似的な構造は、実は欧州の内部にも存在していた。すなわち、ドイツの輸出主導型経済発展路線を支えた相手方は、米国というよりも、実はギリシアをはじめとした南欧諸国であった（EU全体としての対米経常収支はほぼバランスしている）。南欧諸国は借入れを行うことによって、ドイツの輸出する財サービスを購入していたのである。そうした南欧諸国の需要があったがゆえに、ドイツ経済の好調さが維持されてきた。統一通貨ユーロを導入していたがゆえに、ドイツが経常収支の黒字を出しても南欧諸国の赤字と相殺されて、通貨高になることもなかった。

南欧諸国に資金を貸し付けていたのは、ドイツなどの金融機関である。経常収支黒字国がファイナンス付きで経常収支赤字国に財サービスを売りつけるというグローバル・インバランスとまさに相似的な構造になっていた。そして、グローバル・インバランスがグローバル金融危機につながったのと同様に、この欧州版インバランス（Euro Imbalance）が今回の欧州の信用不安につながったとみることができる。

このように考えると、ドイツは自らをアリにたとえ、ギリシアをキリギリスだといっ

て一方的に非難していただける立場にはないとみられる。むしろ、成熟した先進国になっているにもかかわらず、輸出主導型の経済発展路線から脱却できていない（それゆえ、世界に不均衡を作り出す原因となっている可能性のある）ことを、ドイツは（そして日本も）反省してみなければならぬ。もっとも、わが国はもはや経常収支の大幅な黒字を続ける基調ではなくなっており、実態としては既に脱却を遂げたといえるかもしれない。

## 1.8 公的債務の膨張

先進諸国では、押し並べて人口構成の高齢化が進行しており、そのことは社会保障関係費の増加につながることから財政収支の構造的な悪化要因となっている。そして、各種の歳出削減や国民負担増を図ることは、政治的に困難であることからしばしば回避される傾向にあり、財政赤字の持続・拡大は先進諸国に共通する傾向となっている。その中でも、わが国の財政事情の悪化は著しいものであって、公的債務残高の対 GDP 比は、グロスでみると群を抜いて高いもの（約 220%）となっており、政府保有金融資産を控除した純額（ネット）でみてもいまや OECD 諸国の中で最悪といえる水準に達している。

ただし、問題は日本だけに限定されたものではなく、近年における欧米諸国の財政赤字の拡大ぶりも顕著なものだといえる。これには、2007-09 年のグローバル金融危機も関与している。すなわち、深刻な金融危機に引き続いて公的債務残高の膨張が起こるといことは、一般的に観察される傾向である。日本の財政事情の悪化にも、少子・高齢化の進行速度の速さに加えて、1990 年代に先行して金融危機を経験したことが作用しているとみられる。

というのは、金融危機に対応するための銀行救済や景気対策で支出が増大する一方で景気の低迷による税収の減少が生じることに加えて、民間部門のディレバレッジ（過剰債務の圧縮）を実現するために、様々な形で債務の公的部門への付け替えが行われることになるからである。ラインハート＝ロゴフ『国家は破綻する』は、大きな金融危機の後では、平均して 86%の公的債務残高の増加が生じるとしている。したがって、深刻な金融危機の後には、財政（ソブリン）危機が起こるリスクが高まることになる。

事実、2010 年以降、欧州ではソブリン危機的な状況が南欧諸国を中心に出現することになった。ところが、日本の財政事情は、これらの危機に襲われた国々よりもある意味ではより悪化しているにもかかわらず、国債市場はきわめて平穏な状況にあり、国債の

消化に特段の支障が生じているわけではない。むしろ、10年物国債の流通利回りは1%を下回る水準にあり、まだまだ日本政府は借入余力を持っているという見方も存在する。

しかし実際は、金利が低いから大丈夫ということではなく、金利が低い間は大丈夫ということであるから、問題は、こうした状況がいつまで持続可能かということである。ユーロ圏と異なり、為替リスクの存在から資本逃避は起こりにくいといえ、本格的な円安の進行が見込まれるようにならない限り、国債保有は安定的に続いていくと見込まれる。けれども、それは永久にではないと考えるべきである。

公的債務残高の対GDP比が発散することになるか、収束することになるかに関しては、簡単な計算から、次のような関係式が成り立つことが分かる。

$$\frac{\Delta D}{Y} = -\frac{PB}{Y} + (r-g) \frac{D}{Y}$$

ここで、 $Y$  は名目GDP、 $D$  は公的債務残高であり、 $\Delta D$  はその変分を示すものとする。また、 $r$  は名目利率、 $g$  は名目成長率であるとする。さらに、 $PB$  は、歳入から公的債務に対する利払い費を除いた歳出を控除した差額、即ち基礎的財政収支（primary balance）を表している。

上式の（左辺の）値がプラスであるようだと、公的債務残高の対GDP比は増大基調にあるということ、いつまでも持続可能だとは考えられない。換言すると、将来的に財政破綻に至るといった事態を回避するためには、上式の値をマイナスにすることが必要である。すると、上式の右辺から、1つには基礎的財政収支（ $PB$ ）を黒字化することが求められる。しかし、もう1つの要因として、右辺第2項（既存の公的債務残高の対GDP比に利率と成長率の差を乗じたもの）の値がどうなるかも重要である。

とくに利率が成長率を上回っている（ $r > g$  の）場合には、公的債務残高の対GDP比がすでにきわめて大きくなっていることから、基礎的財政収支がバランスしただけでは、上式の値はマイナスにはならないことが考えられる。しかし、利率が成長率以下（ $r \leq g$ ）であれば、そうした心配はいらなくなる。この意味で、利率と成長率の大小関係については、財政の持続可能性との関連でも大きな関心事だといえる。

この点に関する第二次大戦後の経験を概括すると、金融自由化が進行する以前の1980年代までは、利率が成長率を下回る傾向がみられたけれども、それ以後は、利率が成長率を上回る傾向がみられるというものである。したがって、一般的には昔よりも今の方が、財政再建のハードルは厳しくなっているとみられる。

基礎的財政収支を改善するためには、歳入の増加を図るか歳出の削減を図るか（あるいは、その両方）しかない。これまでわが国で財政赤字が続いてきたのは、ごく単純化していえば、中福祉を実現してきたのに国民負担は低水準のままできたからである。

それでは、中福祉に対応して中負担まで国民負担の方を引き上げればよいのかというと、残念ながらはやそれだけでは十分とはいえなくなっている。すなわち、日本の人口動態からは、賦課方式を基本とする公的な社会保障制度を続ける限り、「中福祉・中負担」や「高福祉・高負担」は持続可能な組合せではない。持続可能とみられるのは、「中福祉・高負担」か「低福祉・中負担」の組合せでしかない。

これは、きわめて政治的には「不都合な真実」である。もちろん経済成長は、こうした状況を緩和するものである。ただし、経済成長率の向上が、もっぱらインフレ率の上昇による名目的なものである場合には、それによって歳入の増加が見込まれると同時にインフレに伴う歳出の増加も不可避免的に生じるので、財政収支を改善する効果は乏しい。これに対して実質経済成長率の上昇は、財政収支の改善に寄与するものだと期待できる。しかしながら、実質経済成長率の上昇のみによって、上記の「不都合な真実」の解消を図るためには、とても現実的とはいえないような高い率での成長がもとめられることになる。

また、公的債務残高の増大は、それ自体が経済成長率の低下につながる要因になるとの見方がある（**ロゴフ仮説**）。すなわち、経験的には「公的債務残高の対 GDP 比が 90% を超えると、経済成長率が低下する」傾向があることが確認されている。そのメカニズムや因果関係の向きはまだよく分かっていないけれども、かりにこうした関係があるならば、経済成長だけで財政の持続可能性を回復させようというのには無理があることになる。

したがって、やはり国民負担増というかたちでの歳入の増加を図るか、歳出の削減を図るか（あるいは、その両方）しかない。このときに、これまでの世代は低負担できたのに、将来世代にはいきなり高負担を求めるとするのは、世代間の衡平性に反するよう感じられる。すると、「低福祉・中負担」に公的な制度を限定する方向を目指す選択をする他にないということになる。であれば、なすべきことは、次の 2 点である。

- 社会保障制度のかなりのスリム化を行い、社会保障関係費の自然増の発生を止める。公的には「低福祉」になることによる不足分は自助で補うこととし、各世代の自立性を高める。



→ 税制改正を行い、「中負担」となるレベル（消費税でいえば、25%前後の水準）まで増税を行う。

これらは、いずれも政治的にはきわめてタフな話ではあるが、経済的にみて問題解決の余地が残されていることは、まだ幸いだといえる。

ただし、基礎的財政収支の改善が達成できたとしても、既述のように、すでに巨額の公的債務残高が存在している状況では、利率が（成長率との比較で）上昇すると財政再建は実現しがたいものとなりかねない。そこで、現状では金利の上昇を人為的に抑制し、 $r < g$  という状況を確保するような政策対応が否応なしに必要になってくる可能性がある。わが国の高度経済成長期には、金利規制を通じて金利を実勢水準よりも低く抑えるという「人為的低金利政策」が実施されていたが、その現代版が求められているのかもしれない。

そうした政策は、一般的には「金融抑圧（financial repression）」政策と呼ばれている。もっとも資本移動が自由である限り、一国が金融抑圧政策を導入して金利を統制しようとしても、資本流出を引き起こすだけで、その有効性は限られる。ただし、主要な先進国が一斉に金融抑圧政策を実施すれば効果をもつ可能性はあり、世界の現状はこれに近いと考えられないこともない。

日本は、1990年代の後半以降、ゼロ金利政策（それに引き続いて量的緩和政策）をとるようになったが、米国および欧州も、2007-09年の金融危機そして欧州信用不安の顕在化以降は、類似の非伝統的金融政策を実施するようになった。このために、主要先進国の中央銀行のほぼすべてが大量に国債を購入するようになっている。こうした大量国債購入は、もちろん金融システムの安定化や景気対策のために行われているものではあるけれども、同時に国債消化を促進し、国債利回りの低下をもたらす効果をもっている。この結果、少なくとも米国では金融抑圧的な効果が生じているといえる。

なお、金融抑圧的な効果が生じている背景としては、金融政策以外にも、金融危機以後の国際的な金融規制の強化があるといえる。新たな金融規制の枠組みの下では、リスク・ウェイトが低く流動的とみなされる資産である国債を保有することは、金融機関にとって有利となっている。さらには、金融危機の勃発を受けてのリスクオフの動き（安全への逃避）があったと思われるが、これについては、時間の経過とともにリスクオンへの転換の傾向がみられるので、国債利回り上昇の要因となる可能性がある。

## 1.9 おわりに

これまで振り返ってきた金融拡大の30年の起点は、1970-80年代以降の実質経済成長の鈍化である。実物面での投資機会の相対的減少が、経済の「金融シフト」を引き起こすことになった。この実質経済成長の鈍化に関しては、最近関心を集めているゴードン・ノースウェスタン大学教授の議論<sup>11</sup>が参考になる。

ゴードン教授の考え方は、実は比較的単純で、基幹技術(General Purpose Technology, GPT)の発明とその社会的普及が経済成長をもたらすというものである。逆にいうと、普及が完了し、新たな基幹技術が発明されなければ、経済成長は終わる。経済成長は、永遠に続く連続的なプロセスのように思われているが、一度限りの出来事かもしれないというのである。ゴードン教授は、産業革命第1弾(IR1)、第2弾(IR2)といった言い方をしているが、IR1につながった基幹技術は、蒸気機関、綿紡績、鉄道などであり、これらは1750年から1830年の間に発明された。IR2に関わる基幹技術は、電気、内燃機関、室内配管を伴う水道技術などであり、1870年から1900年の間に発明された。

基幹技術が普及し、その潜在的な意義を全面的に発揮するようになるのには(場合によっては100年にも及ぶ)長い時間がかかる。というのは、社会全体の仕組みが、その技術を活かすものに根本的に作り替えられる必要があるからである。IR2は、1950-70年の間においても、経済を転換させる原動力となっていた。しかし、ついには普及のプロセスが完了し、それ以降は経済成長の鈍化がもたらされることになったというのである。

こうした実質経済成長の鈍化に直面して、金融の働きに期待されるようになったといえる。その期待に応じて、米国の金融サービス産業は幾多の金融イノベーションを成し遂げ、社会の全体としてのリスク負担キャパシティを拡大した。しかし、リスク負担キャパシティの拡大は、実物経済活動の面で活用されるのではなく、金融システム内部での追加的なリスクテイクのためにもっぱら用いられることになり、むしろキャパシティの増加分を上回るリスクテイクが行われる結果となって、ついには金融危機にまで至ってしまった<sup>12</sup>。

これは、金融それ自体には実物的な投資機会を作り出す働きはないからだといえる。

---

<sup>11</sup> Gordon (2012)。

<sup>12</sup> こうした事情は、Shin (2011)の冒頭に引用されている、あるAnonymous risk managerの次の言葉が端的に示しているといえる。“The value added of a good risk management system is that you can take more risk.”(良いリスク管理システムの付加価値は、もっとリスクをとれるということだ。)

実物的な投資機会の発見は、企業家の仕事である。その種 (seeds) となる基幹技術を開発・発展させるのは、科学者や技術者の仕事である。それらの仕事を成し遂げることに伴うリスクの負担に金融の働きは活かされるべきものである。そうした社会的役割分担が十全に遂行できなかったがゆえに、金融拡大の 30 年間の最後の 10 年ほどは、「金融の肥大化」に堕してしまったのだと考えられる。

なお、この関連で産業革命第 3 弾 (IR3) として、1960 年頃からのコンピュータとインターネット技術 (ICT) を基幹技術とするものが考えられる。ただし、ゴードン教授は IR2 が最も重要だとして、これに比して IR3 は、経済成長に対してあまり大きな影響を及ぼすものではないと評価している。IR2 によって実現された生活水準の改善に比べれば、IR3 によるそれは大したことがないというのである。

しかし、既述のように、基幹技術がその潜在的な意義を全面的に発揮するようになるには、きわめて長い時間がかかる。したがって、「現代のイノベーションのインパクトを見限るには、まだ早すぎる」<sup>13</sup>というべきであり、再び投資ブームが訪れる可能性は十分にある。この意味で、今後において金融が、適正な社会的役割分担の中で、その機能を発揮すべき機会は少なくないと思われる。

## 引用文献

Gordon, Robert J. (2012), "Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds," *CEPR Policy Insight* No. 63.

McKinsey Global Institute (2010), *Farewell to cheap capital? The implications of long-term shifts in global investment and saving*,  
[http://www.mckinsey.com/insights/mgi/research/financial\\_markets/farewell\\_cheap\\_capital](http://www.mckinsey.com/insights/mgi/research/financial_markets/farewell_cheap_capital)

Rajan, Raghuram G. (2010), *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press.

Shin, Hyun Song (2010), *Risk and Liquidity*, Oxford University Press.

祝迫得夫 (2009)、「アメリカ発世界金融危機とヘッジファンド、影の金融システム (Shadow Banking System)」、『ファイナンシャル・レビュー』95号、財務省財務総合政策研究所、pp.119-137。

テイラー、ジョン・B (2011)、『脱線 FRB』日経 BP 社。

---

<sup>13</sup> The Economist、2013/1/12 号の記事。

## 第2章 グリーンスパンの金融政策：リスクテイクと経済成長

翁 邦雄 京都大学公共政策大学院教授

### 2.1 はじめに

本稿は、米国の金融危機とその後の経済上の課題について、金融危機に先立つグリーンスパン時代の米国の金融政策運営との関連という観点から検討する。

2012年8月30日の日本経済新聞・「経済教室」で池尾教授はグリーンスパン時代の金融政策について：

グリーンスパン氏が議長に就任して以降の米連邦準備理事会（FRB）の金融政策は、成長促進に配慮したものであった。すなわち、民間の経済活動に干渉するようなことをせず、自由に任せる一方で、全体としての経済が困難な状況に陥った場合には、FRBが全力を挙げて対処するという方針がとられた。換言すると、うまくいっているときには成果はそのまま市場参加者のものになり、まずい事態になったときにはFRBが尻ぬぐいをしてくれるということを意味する。こうした方針は「グリーンスパン・プット」と呼ばれるようになり、民間のリスクテイクを促進する一因となった

と整理されている<sup>14</sup>。池尾氏の指摘どおり、グリーンスパンの金融政策がリスクテイクを促進したのは事実であろう。本稿では、この点についてももう少し掘り下げ、グリーンスパンがリスクテイクによる成長促進を意図していたのか、その金融政策は、結果として誰のリスクテイクを促進したのか、グリーンスパンの狙いと誤算はどこにあったのか、それはなぜか、成長の重要な源泉である生産性上昇は米国ではどうなっているのか、などの点について検討する。

本稿の構成は以下の通りである。まず、2.2でグリーンスパンの金融政策思想ならびにこれに関連する経済政策思想を確認する。2.3では、グリーンスパンの金融政策が金融機関および企業のリスクテイクに与えた影響と副作用について論じる。2.4では、やや視点を変えて、グリーンスパン時代前後の生産性の動向は長期的にみてどのようなもので

<sup>14</sup> 池尾和人「不祥事続き金融界 適正規模への圧縮が急務 実体経済の支援役に 超緩和で成長促進 弊害大」(2012) 2012/8/30付 日本経済新聞 朝刊

あったか、そして今後はどうなるのか、という点についてロバート・ゴードンの論文を手がかりとして検討してみたい。

## 2.2 グリーンスパンの政策思想

最初に、グリーンスパンがどのような政策思想で金融政策を運営していたかを確認する。

もとより連邦準備制度は合議制の機関であり、その議決は多数決による。この点で、連邦準備制度理事会（FRB）議長といえども、委員としては1票を有するに過ぎない。

しかし、グリーンスパン時代の連邦準備制度では、グリーンスパンが議長として圧倒的な影響力をもっていたために、FOMCの決定はグリーンスパンの議長提案を追認するものとなり、反対票が投じられることは極めてまれであった。ブラインダー<sup>15</sup>によれば1998年～2001年の4年間で反対票が投じられたのは、11回に過ぎない。

また、グリーンスパンの見解が委員会内で少数派であった場合にもグリーンスパン提案は圧倒的多数で支持された。ブラインダーは、FOMC議事録に照らし、そうした決定の例として、94年2月のFOMCを挙げている。この会合で、FOMCの過半の委員がFFレートの0.5%の引き上げが望ましいと述べたのに対し、グリーンスパンは「0.25%の引き上げを全員一致で決定する」という方針にこだわり、最終的にその主張通りの決定になったことを挙げている。

ブラインダーは、グリーンスパンは反対票を最小限に抑えるため、利上げ幅、バイアス（将来の政策の方向についての委員会の見解）等について、妥協することもあったとしているが、委員会メンバーのグリーンスパンへの追従傾向は、グリーンスパンの神格化が進んだ在任期間後期にかけて顕著に高まった、ともしている。

そこで、この章では、以下、グリーンスパンの回顧録<sup>16</sup>を引用しながら、必要に応じてグリーンスパンの議長時代の関連講演を参照しつつ、金融政策の運営方針、経済成長にリスクテイクが与える影響、金融規制観や財政運営についての見方、などについてのグリーンスパンの考え方を整理し、それがどのような金融政策運営につながり、マクロ経済にどのように作用したと考えられるか、を検討したい。

---

<sup>15</sup> Blinder, Alan (2004) *The Quiet Revolution* Yale University Press、(邦訳として鈴木英明訳 (2008)、「中央銀行の静かなる革命」日本経済新聞出版社がある)。

<sup>16</sup> Greenspan, Alan (2007) *The Age of Turbulence: Adventures in a New World* The Penguin Press,. 邦訳として山岡洋一・高遠裕子訳 (2007)「波乱の時代—わが半生とFRB—」日本経済新聞出版社がある。本稿の引用は邦訳版による。

なお、回顧録を主に引用するのは、邦訳があり、そこで体系的にグリーンスパンの思想が開陳されているからである。むしろ、重要なのは退任後の思想ではなく、在任中のリアルタイムの思想であり、回顧録を引用する場合、この点を考慮に入れる必要がある。しかし、回顧録には「本書が印刷に回る 2007 年 6 月時点」、といった記述が何度かあり、この回顧録におけるグリーンスパンの考え方は 2007 年 8 月に欧州で顕現化し 2008 年 9 月のリーマンショックでピークを迎える金融危機による影響をほとんど受けていないと考えてよい。実際、回顧録の記述のうち、もともと議長時代の講演などで取り上げられたテーマについて述べたものは、ほぼその当事の講演や議会証言での見解をなぞった内容になっており、リアルタイムの見解が回顧録で変化している形跡はほとんどない<sup>17</sup>。したがって、FRB 議長時代のグリーンスパンの金融政策運営の考え方を論じる際に回顧録を引用することは許されるであろう。

### 2.2.1 リスクテイクと成長

2003 年に出版されたラジャン・ジンガレスの「セイビング・キャピタリズム」は、当時、大きな反響を呼んだ本であるが、金融システムがリスクテイクにあたる影響を以下のように説明している。

まず、アングロサクソン型金融システム（アームスレングス金融）と日・独型の金融システム（リレーションシップ金融）を比較し、審査が厳格で良書しか出版しない「古色堂」と、ベストセラー狙いで審査が甘い「軽率出版」という 2 つの出版社の営業方針にたとえてみせる。

そして、どちらの営業方針が優れているかは、原稿の質の相対的割合、良質な原稿を拒否したコスト、劣悪な原稿を出版した場合のコストの比較できまるだろう、と述べた上でリレーションシップ金融は「古色堂」型、アングロサクソン型の金融システムは「軽率出版」型にあたる、とする。そして、技術改良期にはリレーションシップ型のパフォーマンスが高いとした上で、90 年代以降の技術飛躍期（出版社のたとえでは、なにがベストセラーになるかわからない時期）については、

---

<sup>17</sup> 例えば、Fed View については 2002 年 12 月 19 日の講演および 2003 年 8 月のカンザス連銀コンファレンスにおけるボリオ・ホワイト論文についての一般討論時の発言、リスク管理型の金融政策については 2001 年 5 月 24 日の講演、不動産市場のフロス（小さな泡）については 2005 年 9 月 26 日の講演、財政政策については、2002 年 9 月 12 日の米国下院・予算委員会での証言などが回顧録と対応しているが、いずれの場合もリアルタイムの見解が回顧録でも維持されている。

・・・革命的な技術革新が、まったく新しい収益性の高い市場を作り出すことを可能にするような前例のない変化が生じる時期においては、参加が自由で、市場を基盤とし、取引関係と無縁なシステムのほうが、同時に多数の失敗企業にも資金提供がなされるものの、革新的企業の多くに資金供給をすることができる。そのような時期には、成功から生み出される価値は、失敗のコストを圧倒的に上回るので、独立した、しかし十分な裏付けのある情報を利用する軽率出版的な方法の方が技術革新に対する金融方法としてうまく機能するのである<sup>18</sup>

と述べ、リスクテイクに寛容なアングロサクソン型の金融システムがベンチャー・キャピタルなどの資金調達を容易にし、90年代の米国の技術革新を支えた一要素、という見方を採っている。ラジャン・ジンガレスは、リスクテイクと成長の関係はその時代における技術革新の性質や、十分な情報の裏付けに言及しているが、米国経済の高揚期・金融システムの好調期にあつては、こうした議論の延長線上に、リスクテイクと成長の正の相関を想定する考え方があったとしてもおかしくない。

実際、リスクテイクと成長の関係についてグリーンспанの見方は概ね肯定的（すなわちリスクテイクは成長につながると考える）ではあるといえる。しかし、決して単純に両者をむすびつけているわけではない。

すなわち、一方で、彼は物質的な豊かさ、つまり富を生成するためには、人々はリスクをとることが必要である、と肯定的見解を示しているが<sup>19</sup>、他方で、リスクをとるほど成長率が高まるとはいえない、とも述べ、無謀な賭けをしたときに最後に元をとれることは滅多にない、とし、ビジネス上の判断における合理的な計算に基づくリスクテイクの必要性を主張する。その際、経済活動の自由の制限や、政府による企業の規制、成功したベンチャーに対する重い税負担は市場参加者の意欲を阻害するに違いない、とも述べている<sup>20</sup>。

また、グリーンспанがリスクテイクの政策的促進によって成長のカギになる生産性上昇率が大きく動かせると考えていた、とは考えにくい。そのことは、回顧録における、

・ アメリカが技術で最先端に位置している限り、長期的な生産性の伸び率が年 0～

18 堀内昭義他訳・ラジャン・ジンガレス「セイビング・キャピタルズム」慶応義塾大学出版会、2006年1月、第11章 354～355ページ。

19 グリーンспан（2007）、下巻11ページ。

20 グリーンспан（2007）、下巻34ページ。

3%であることを過去の実績が示している。1870年以降、非農業部門の時間当たり生産高の伸び率は年平均で2%を小幅上回っている<sup>21</sup>、

- ・ 歴史的にみれば、技術が最先端にある経済の長期的な生産性の伸び率は3%程度が上限である<sup>22</sup>。

などの記述から窺える。この記述は、米国の生産性の歴史的推移について検討したゴードンの最近の議論（後述）に照らしても、自然な理解であり、リスクテイクを懲罰することで、非農業部門の生産性が3%を超えて大きく高められる、といった展望をもっていたとは考えにくい。

したがって、もし、議長時代の彼に「金融政策や金融監督政策が、ビジネス上の合理的判断においてリスクをとりやすくする方向に作用するならその限りにおいてこれらの政策は成長促進的と理解してよいだろうか」と聞けば、「たぶん、そうだろう。しかし、それで飛躍的に成長率が高まる、とは期待すべきでないかもしれない」、といった抑制が利いた答えが返ってきそうである。

### 2.2.2 金融規制への懐疑

これに対し、金融業に規制をかけて金融市場のリスクテイクを抑制し金融市場の安定を図ろうとする考え方に対するグリーン스パンの拒絶反応ははるかに鮮明である。このことは、回顧録では金融規制に対する明瞭な反対意見として現れている。例えば、

- ・ 市場は巨大化し複雑になり、動きが早くなっているので、二十世紀型の監督や規制では対応できない。・・・18年間に渡って、FRBの同僚とわたしは、規制と監督の多くをFRBで取り仕切ってきた。・・・われわれは重責を果すには、取引相手による監視に頼らざるを得ないと考えようになった。・・・危機を防ぐためにもっとも有効な対策は、最大限に市場の柔軟性を維持すること、つまりヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド、投資銀行など、主要な市場参加者が自由に動けるようにすることである<sup>23</sup>。

<sup>21</sup> グリーンズパン（2007）、下巻 292 ページ。

<sup>22</sup> グリーンズパン（2007）、下巻 294 ページ。

<sup>23</sup> グリーンズパン（2007）、下巻 313 ページ。



- ・ こうした見えざる手に頼るのは不安定であるとの批判は少なくない。・・・世界的な規制は大して効果がなくとも、少なくとも害にならないのではないかと、言われている。だが、実は害になりうるのだ。規制はその性格上、市場の自由な動きを制限し、速やかに動いて市場を再均衡させる自由を制限する。この自由を損なえば、市場の均衡プロセス全体がリスクにさらされる。・・・今日の世界で、政府の規制を増やすことがプラスになると考える理由が、わたしにはよくわからない。たとえば、ヘッジファンドの財務諸表を集めてもムダである。インクが乾くころには、データが古くなっているのだから<sup>24</sup>。
- ・ 二十世紀には理想とされた直接的な監督と規制は取引量と複雑さを増す二十一世紀の金融市場では、無力になりつつある。業務リスクと企業や消費者の不正行為の分野についてのみ、二十世紀型の規制の原則を残すべきである<sup>25</sup>。

などの一連の見解は、金融市場の安定化を図るには、金融機関のリスクに制約を課さないことが重要、というグリーンSPANのリバタリアンらしい見解が如実に現れている。

ただし、歴史的な洞察から、リスク・プレミアムが低下し過ぎ、反動がきつくなることの危険性については、的確に読み取っていた<sup>26</sup>。

過去 20 年間で特徴的だったのは、一貫したリスク・プレミアムの低下である。投資家が現実にはリスクが縮小したと考え、リスクのないアメリカ国債の利回りにプレミアムを上乗せする必要がないと判断したのか、運用利回りの向上を求めて高利回りの債券を購入したのかは分からない。2007 年半ば時点で CCC 格社債（いわゆるジャンク債）のスプレッド（アメリカ国債に対する利回りの上乗せ幅）は信じがたいほど、低くなっている。こうしたリスク・プレミアムの縮小は世界的な現象である。人びとが熱に浮かされ、制度的な環境とは関係なく、容認できる限界を超えてリスクをとったのかどうかはわからない。現在の金融インフラはこのリスク許容姿勢を利用している。・・・全米の銀行の自己資本比率は、1900 年時点で 20%、その後 1925 年には、12%に下がり、最近では 10%を切っている。しかしながら、金融の柔軟性

---

<sup>24</sup> グリーンSPAN（2007）、下巻 314 ページ。

<sup>25</sup> グリーンSPAN（2007）、下巻 317 ページ。

<sup>26</sup> グリーンSPAN（2007）、下巻 307～309 ページ。

が高まり、流動性の手段が大幅に拡大しているため、個々の銀行の実際のリスク、ひいては投資家一般にとってのリスクは、この間に大幅に変化したわけではない。それで問題ないのかもしれない。だが、2005年8月、カンザスシティ連銀のジャクソン・ホール・シンポジウムでの退任の挨拶で述べたことだが、「歴史をみれば分かるように、リスク・プレミアムが低い状態が長引いたあとの時期は、一般に平穏ではない」のである。最低でも現在の持続不可能な楽観論が一掃されて、リスク・プレミアムが上昇すれば、収益性資産の価格の上昇率が過去6年に比べて大幅に低下するのは確実である。・・・金利が上昇し始め、資産価格が全般に下落すると、「過剰」な流動性はおそらくかなり早く干上がる。

しかし、グリーンズパンがこのことに強い危機感を持っていたわけではない。それは、米国が大きな金融不均衡を抱えていることが気づかれ始めていた2007年夏時点において、事後的にはかなり楽観的だった一般の見解よりもさらに楽観的な展望を強調していたことから伺われる。

- ・ 現在いくつかの金融不均衡が懸念されているが、いずれも、アメリカの経済活動への影響が一般に考えられているより、はるかに少ないかたちで解決される可能性が高い<sup>27</sup>。

### 2.2.3 金融政策思想

グリーンズパンの金融政策には、2つの柱がある。一つは、Fed Viewとして知られる「後始末戦略」であり、資産価格バブルには事前に働きかけず、資産価格バブルの崩壊後の経済に対する逆風を思い切り緩和的な金融政策で極力相殺する、という考え方である。もうひとつは「リスク管理アプローチ」として知られる最悪の事態に保険をかける政策運営である。

#### (1) Fed View

Fed View ないし後始末戦略について、グリーンズパンは回顧録で以下のように述べている<sup>28</sup>。

---

<sup>27</sup> グリーンズパン (2007)、下巻 315 ページ。

<sup>28</sup> グリーンズパン (2007)、上巻 292 ページ。

株式市場がバブルになっているか、なっているとすれば、どうすべきなのか。・・・株式市場が確かにバブルになっていると判断し、空気を抜きたいとFRBが望んだとして、果たしてそれが可能なのだろうか。疑問だと思った。過去に試みて、失敗をしているからだ。1994年はじめ、FOMCは利上げを開始し、1年間に3%の利上げを実施した。インフレ圧力が高まってきたと懸念したからだ。そのときに気付かないわけに行かなかった点だが、強気相場が始まって、1993年にはほぼ上昇を続けてきた株式市場が、FRBの利上げと共に横ばいに転じている。そして、1995年2月、利上げサイクルが終わるとともに、株式市場はふたたび上昇軌道に戻っている。FRBの利上げで、事実上、株価の長期トレンドが一段高い水準に上昇するようだった。FRBが利上げしても、景気と企業利益が悪化してかぶせるようなものだ。当然、段階的な利上げによって膨らんできたバブルの空気を抜いていくようにすべきと主張する人が多かったが、この方法では逆効果になると私はかなりの程度まで確信していた。自分の経験から言えることだが、金融引締めによって好景気と企業利益の伸びを完全に終わらせない限り、段階的な利上げでは景気力は強いとの見方が強まるだけになる。穏やかな利上げでは、株価は下がらず、逆に上がる可能性が高い。こうした点を考え抜いた結果、FRBにとって最善の方法は、財とサービスの物価を安定させるという中心的な目標に徹することだと考えた。この任務をうまく果していれば、株価が暴落した際に経済に与える打撃を最小限に止めるために必要な力と柔軟性を確保できるだろう。これが、FOMC内で一致した見方になった。株式市場が大幅に下落した場合には、FOMCはもっと積極的な姿勢をとって政策金利を引き下げ、市中に流動性を一気に供給して経済への悪影響を和らげる。しかし、株式市場のブームに直接に対応して、暴落を事前に防ぐのは、FRBの力が及ばないことだと考えたのである。

1999年に私が議会で基本に帰るとするこの考え方を示したとき、驚いた人が少なくなかった。FRBは、株価が上昇しすぎているのではないかと懸念していることに変わりはないが、「十分な情報を持った数十万の投資家」より優れた判断が出来るとは考えない。そして、暴落が起こった場合に経済を守る任務に専念する。「バブルの崩壊がおだやかなものになることはめったにないが、経済全体に壊滅的な打撃を与えとは限らない」と話した。

ここで、グリーンパンは、後始末戦略の妥当性は、FOMCの一致した見解だった、と

明言している。その意味で、この見解を Fed View と呼ぶのは自然だろう。他方、後始末戦略の論拠となっているグリーンスパンの経験が株式市場に限定されていること（信用システムと複雑に絡み合う不動産市場のバブルについても同じ議論があてはまるとは思えない）、1993 年の株価上昇がバブルとよぶべきものか明確でないこと（株価が企業の収益性の高まりなどファンダメンタルズに対応するものであれば、金融引締め期には株価が足踏みし、緩和すれば再び上昇するのはむしろ自然だろう）、など、その経験の一般性については議論の余地が大きいように見える。

## (2) リスク管理アプローチ

リスク管理アプローチについては、以下のように説明している<sup>29</sup>。

FRB は政策策定の教科書的な方法から徐々に離れるようになっていたが、ロシア危機に対応したときの方法がまさにそうだった。全力を尽くして最善の予想を幾つか作り、その予想に対応するために全てをかけるのではなく、実現の可能性のあるシナリオを幾つかつくり、それに基づいて政策をきめるようになったのだ。ロシアが債務不履行に陥ったとき、FRB の計量モデルでは、ロシアの問題があり、それに対応した政策行動を FRB が採らない場合にも、アメリカ経済は健全なペースで成長を続ける可能性が高いとの結果がでていた。それでも FRB は政策金利を引き下げる道を選んでいる。ロシアの債務不履行によって世界の金融市場が混乱し、アメリカも深刻な影響を受けるリスクが、確率は低いものの確実にあったからだ。これは FRB にとって新しい種類の問題であった。そしてこう判断した。このシナリオが実現する確率はかなり低いが、万一実現した場合には、経済の安定性が大きく損なわれる結果になりかねず、金融緩和によって起こりうるインフレ率の上昇よりも経済の反映に大きな脅威になる、と。FRB は過去にも、同じように判断したことが何度かあったと思うが、その際の政策決定の方法は組織的ではなかったし、明確に意識されてもいなかった。

このようにコストと便益を組織的に分析する方法がその後、FRB の政策決定で主流になっていった。私がこの方法を好むのは、FRB がそれまで何年かに臨機応変におこなってきたいくつかの決定の方法を一般化したものだからである。・・・

---

<sup>29</sup> グリーンスパン（2007）、上巻 285 ページ。

いまでも、このような政策立案の方法は規律に欠けると主張する経済専門家がいる。複雑すぎるし、独断的と見えるし、説明するのが難しい、という。そして、FRB が正式な基準やルールに基づいて政策金利を設定するよう求める。たとえば、最適な雇用水準を達成できるように、或いはインフレ率のある水準を「目標」にして、経済を管理すべきだと主張する。・・・しかし、金融政策の立案にあたっては、不完全で不正確なデータや、人々が抱く根拠のない恐れ、法規の不透明さに対応しなければならぬことが、頻繁にある。

つまり、リスク管理アプローチは、ジョン・テイラーなどが強く主張してきた（それゆえ金融危機後、連邦準備制度への批判を強めている）<sup>30</sup>テイラー・ルールなどの政策反応関数に沿ったルールに強くコミットすることで金融政策の透明性を高め、市場の予想を安定化させようとする考え方とは鋭く対立する。確率は低いが発生すると甚大な経済的コストを伴うリスクに保険をかける、という政策運営は、リスクの大きさに応じて、しばしば政策金利をテイラー・ルールなどが示唆する「適正金利」から裁量的・かつ大幅に逸脱させることになる。

とくに、議論になるのは、このリスク管理アプローチが、2003年にデフレのリスクを重視し、あえてバブルが発生するリスクをテイクする、という政策をグリーンスパンに意図的に採らせる結果になった点である<sup>31</sup>。

2003年6月後半のFOMC会合では政策金利をさらに引き下げて1%にしたが、このときに議論の中心になったのは、デフレだ。FOMCは利下げに同意したが、じつは、経済の状況にもとづくなら、一層の利下げはおそらく不要だろう、というのが一致した見解だった。株式市場がようやく息を吹き返していた。FRBの予想では、この年の後半にはGDP成長率がそれまでよりかなり高くなると見られていた。それでもリスクを比較検討した結果、利下げを実施することにしたのである。デフレという悪性の病にかかる可能性を完全になくしておきたかった。そのためには利下げによってバブルが発生するリスク、ある種のインフレ型ブームになって、あとに抑え込まなければならなくなるリスクをとることもいとわなないと考えた。相反する要因を比較検討して政策を決定する方法をとれたのはうれしかった。このときの利下げ

<sup>30</sup> 例えば、Taylor, John. (2012) *First Principles: Five Keys to Restoring America's Prosperity*, Norton

<sup>31</sup> グリーンスパン (2007)、上巻 333 ページ。

が正しかったかどうかは、時がたたなければ分からない。だが、この決定の方法は正しかった。

このように、当時のグリーンズパンは保険的な利下げがバブル発生につながるリスクを明確に認識していた。しかし、デフレのリスクに比べれば、バブル発生を相対的に小さなリスクと捉えていた。その限りでは、グリーンズパンはバブルを後始末する Fed View がうまく機能する可能性に期待を寄せ、「大胆な金融政策」に踏み込んでいったようにみえる。

### (3) 金融政策の有効性への懐疑

しかし、他方で、グリーンズパンは金融政策の有効性ないし後始末戦略に絶対の自信を持っていたわけではない。そもそも、彼は、金融危機以前のグレートモデレーションは金融政策の成功によるもの、という通説にはかなり懐疑的であり、むしろ、世界経済へのデフレ圧力と金利低下圧力には恐怖感を感じていたようにみえる。そのことが、デフレリスクとバブルのリスクを比較した際、デフレ回避により大きな重点を置くことにつながった、とみられる。デフレリスクへの恐怖は、回顧録の以下の記述<sup>32</sup>からも明らかだろう。

多くのエコノミストは、過去 10 年に亘って、世界的にインフレが抑制されてきた主要な要因が、中央銀行の金融政策にあると認めている。そうであればいい、とわたしも思う。・・・だが、政策発動や、インフレと戦う中央銀行という信認が過去 10 年から 20 年の長期金利の低下に主導的な役割を果たしたとする見方は、大いに疑問である。長期金利の低下（そして謎）は金融政策以外の要因で説明できる。・・・1990 年代半ば以降、インフレ率が比較的簡単に下げられることに私は驚いてきた。・・・インフレ圧力を抑制しようと動いたとき、ほとんどの場合、積極的な引締めは必要なかった。「ブレーキ」に軽くふれるだけで、長期金利を低下させることができた。あまりに簡単で、金融政策が危機に瀕した 1970 年代とは大違いだった。わたしが FRB 議長として宣誓を行った当日、アメリカ国債十年ものの利回りは 8.7% であり、ブラック・マンデーには、10.2% に上昇していた。その後 16 年間、十年もの国債の利回りは低下を続け、FRB の政策運営方針とはかかわりがないように思えた。十年

---

<sup>32</sup> グリーンズパン（2007）、上巻 184 ページ。

もの国債の利回りがある程度の期間、上昇するには、FF 金利の誘導目標をどの程度引き上げる必要があるだろうか、とよく考えたものだ。世界的な要因によって予想インフレ率と実質金利が下がり、株価と不動産価格を押し上げている限り世界的に巨額の資金の流れに対抗するには、とんでもない努力が必要になっただろう。十年もの国債の利回りを動かす要因は世界的なものになってきたように思えた。こうした状況下でとりうる最善の策は、流れに沿うこと、金融政策が世界の動向と矛盾しないようにすることである。われわれは、そのように行動した。議長在任中、FRBの直面した金融の変化においてわれわれの戦略が効果的だったのは、アメリカの金融市場の安定性を維持するために最善の政策が何であるかを認識していたからである。実質金利の低下圧力は世界に広がっていったが、われわれがそれに対抗する資源をもっていたのか疑問に思う。日本は、あきらかに対抗できなかった。

その際、金融政策と財政政策を総動員しても、デフレから抜け出せない日本の経験が、グリーンスパンに大きな恐怖を与えたことも間違いない。2003年の心境についてグリーンスパンは以下のように述べている<sup>33</sup>。

デフレに陥りそうな状況になったとしても、印刷機をまわしてデフレの悪循環を防ぐのに必要なだけ、紙幣を供給すれば、問題は解決する。そう私は考えていた。だが、確信は揺らいでいた。この時期、日本はいってみれば、通貨供給の蛇口を全開にしている。短期金利をゼロにまで引き下げている。財政政策を思い切り緩和し巨額の財政赤字を出している。それでも物価は下がり続けていた。日本はデフレの<sup>くびき</sup>軌から抜け出せないようであり、1930年代以降にはなかったデフレの悪循環に陥っているのではないかと恐れているはずだと思えた。

しかし、1990年代の日本経済をデフレ圧力と低成長に引きずり込んでいったのはバブルの崩壊であり、その意味で、デフレはバブル崩壊の結果であった。しかし、デフレを恐れたグリーンスパンはその原因になりうるバブルの発生に目をつぶる政策に踏み込む。そして、バブルが発生するリスクをいとわない政策は、実際に住宅価格を高騰させた。

ただ、グリーンスパン自身は、それは、局地的な小さな泡（フロス）に過ぎず、バブルに似ているがごく小さく、地域的なものなので、経済全体の健全性を損なう規模には

---

<sup>33</sup> グリーンスパン（2007）、上巻 332～333 ページ。

なりえない、との認識を示している<sup>34</sup>。この点は、事後的にみれば過度に楽観的だった、と言えるだろう。

- ・ 個人消費が9・11後の暗い時期に景気を支えてきた。そして個人消費を支えたのは住宅市場だ。アメリカ各地で住宅ローン金利の低下に反応して住宅不動産価格が上昇するようになってきている。・・・2003年ははじめには、30年もの固定金利住宅ローンの金利が6%を下回り、1960年代以来の低水準になった。変動金利住宅ローンでは、さらに金利が低くなった。このため、住宅の買い換えが増えて価格が上昇した。
- ・ ブームになればもちろん、バブルが膨らむ。インターネット株を買った投資家は、痛い思いをしてこの点を学んでいる。今度は、不動産バブルの破裂で苦しむことになるのだろうか。その心配がでてきた。・・・2005年には、全米不動産業協会の統計によれば、投資用が住宅購入件数の28%を占めている。・・・そのころには、テレビ・ニュースで「転売屋」の実態が報道されるようになった。・・・転売屋は、簡単に借りられる住宅ローンを使って、建設中のコンドミニアムを5戸か6戸まとめて買い、早ければ完工前に転売して、大きな利益を確保する。しかし、こうした動きはごく一部の地域にかぎられていた。わたしは、講演で、これはバブルではなくあくあぶくにすぎないと話をした。バブルに似ているがごく小さく、地域的なので、経済全体の健全性を損なう規模にはなりえない。

#### 2.2.4 健全財政志向

グリーン스パンの長い在任期間中、米国の財政ポジションは大きく変化した。まず、財政赤字克服への努力、巨額の財政黒字により米国政府の国債発行が不要になる可能性が現実味を帯び、その場合に連邦準備制度が公開市場操作で購入すべき資産を検討していた時期、そして再び大幅な財政赤字に直面する。この間、財政問題についての、グリーンスパンの発言は、しばしば政治的に解釈され、さまざまな議論を引き起こしてきた。

回顧録の中にも、財政政策についての議論は極めて多く展開されているが、基本的なポジションは均衡財政論者であり、財政ルールにより政治的な逸脱を予防することを支持する立場、とみてよいと思われる。それが明確に出ている箇所として、2002年9月の

---

<sup>34</sup> グリーンスパン (2007)、上巻 334～336 ページ。



議会証言の回顧を挙げることができる<sup>35</sup>。

9月半ばに、・・・下院予算委員会でこう証言した。「予算執行規則が期限切れを迎えようとしている。この規則を維持しないのは、深刻な間違いになるだろう。明確な方向と建設的な目標がなければ、政治にもともと備わっている財政赤字を好む傾向が再び、深く定着することになるだろう。・・・予算執行規則を維持し、財政面で責任のある政策をとる姿勢を再確認しない限り、何年もの苦しい努力が無駄になるだろう」。最悪の結果がすぐにおこるわけではないと私は認めた。だが、いずれ深刻な事態になる。「歴史をみていけば、分かるように、財政規律を放棄すればいずれ、金利が上昇し、設備投資が減少するクラウドディング・アウトが起こり、生産性の伸び率が低下し、厳しい選択を迫られることになる。

なお、グリーンSPAN自身は回顧録では引用していないが、この9月12日の議会証言では、より長期的な視点から、ベビーブーマー世代が引退するなどの人口動態上の大きな変化が経済に与える影響への危機感を示し、「大きな人口動態上の圧力に鑑みれば、われわれは退職者プログラムをどのように改革することで予算収支のギャップをなくすかの決定を始める必要がある」とも述べている。

その意味で、米国がいずれ財政問題に直面することは、的確に理解していた。

## 2.2.5 小括

以上、グリーンSPANの回顧録を中心に政策思想を検証してきたが、グリーンSPANの金融政策運営がリスクテイクの積極化を懲慥することにより意識的に成長の促進をはかった、とまではいえないだろう。

しかし、グリーンSPANは合理性のあるリスクテイクが成長につながる、という認識はもっていた。同時に、金融機関行動を規制で縛らず、自由なリスクテイクを可能にすることが金融システムの安定性を高める最良の道、とも考えていた。このことは、金融危機後の展開に照らすと、過度に楽観的であり、金融政策運営におけるリスク・テイキング・チャンネルを見落としていたことも指摘できる。

また、バブルへの後始末対応を主張する Fed View については、必ずしも景気安定化政策としての金融政策の万能性を確信していたわけではなく、世界的なディスインフレ圧

---

<sup>35</sup> グリーンSPAN (2007)、上巻 343 ページ。

力を体感し、デフレから抜け出せない日本の経験から、デフレへ金融政策で立ち向かうよりは、バブル発生のリスクを冒してもデフレ予防が重要と考えていた。その際、資産価格バブルにおける懸念はおもに株価にあり、金融システムに大きな影響を与えうる不動産価格の大きな変動についてはそれほど懸念していなかった、また、財政赤字の拡大にはその背後で財政規律が失われつつあったこと、人口動態の変化が不可避であることから深く憂慮し、財政ルールを尊重を望んでいた、と整理できよう。

## 2.3 グリーンスパン時代の金融政策がリスクテイクに与えた影響

それでは、グリーンスパンの金融政策は、米国の金融・および実体経済にどのような影響を与えただろうか。2.2 で、グリーンスパンによる金融政策の枠組みの大きな特色は、リスク管理型金融政策と Fed View の組み合わせは、デフレーション防止に保険をかける低金利政策という側面とバブル崩壊時には大胆な金融緩和を予告することで市場に連邦準備制度による資産価格下支え（グリーンスパン・プット）を織り込ませリスクをとりやすくする、という側面を持つ。これらは、いずれも成長促進的な側面を持ちうるが、実際には、こうした金融政策が金融市場および実体経済活動にどのような影響を持ちうるかをみよう。

### 2.3.1 後始末へのコミットメントがもたらすリスクテイキングへの影響

前述のように、グリーンスパンは経済主体がビジネス上の判断における合理的な計算に基づくリスクテイクが成長につながり、また、金融システムの安定にもつながる、と判断していたと考えられる。問題は、経済主体の「リスク認識」に関する内生的変化を考慮した場合、中央銀行がマクロ経済の安定にどう取り組むかにより、投資家のリスクに対する受容性が変化していくことの長期的帰結をどうみるか、という点である。

歴史的に見てグレートモデレーション期のようにマクロ経済の安定が続けば投資家は、リスクテイクにより前向きになるため、リスク・プレミアムは過度に低下して行き、どこかで反動が来る。グリーンスパンが観察していたように、米国では、過去 20 年間で特徴的だったのは、一貫したリスク・プレミアムの低下であり、「投資家が、リスクが軽減された」と考えたにせよ、「運用利回りの向上を求めて高利回りの債券を購入した」にせよ、さまざまところで、「金融の不均衡」が拡大し、将来における金融システムの不安定化のリスクを溜め込んでいた可能性がある。

これは危険な兆候であり、グリーンズパンが指摘していたように、「歴史をみれば分かるように、リスク・プレミアムが低い状態が長引いたあとの時期は、一般に平穏ではない」。そのときは、中央銀行が後始末し、バブル崩壊の被害を最低限に抑えよう、と考えるのは当然である。

ちなみに、グリーンズパンは連邦準備制度理事会議長に就任してから日の浅い1987年10月19日に米国経済史において最大の株価暴落となったブラック・マンデーに遭遇している。その際、さまざまな人たちと電話で連絡をとりあったことを回顧し

とくにつらかったのは、昔からの知り合いの金融家や銀行家と話したときだ。みなアメリカ各地の大手金融機関の経営幹部なのだが、恐怖で声が震えている。長いキャリアの中で富を築き、社会的な地位を獲得してきた人たちが、奈落の底をみて、竦んでいるのだ。恐怖にとらわれていてはまともな判断はできない。「落ち着け、暴落は抑えられる」と私はいつづけた

としている<sup>36</sup>。ブラック・マンデーはバブルの崩壊ではないが、株価急落により金融システムは危機的状況になった。グリーンズパンは市場が崩壊に直面している時に中央銀行が市場心理を安定化させるためにアナウンスメントやステートメントを発出し、流動性を供給することの重要性を強く認識しただろう。

しかし、連邦準備制度がそうした事後的な危機対応を先取りして「中央銀行はバブルかどうかは判断できないから事前の介入は差し控えるが、もしバブルであって、それが崩壊した時には大胆に金融緩和することでその被害を最低限に抑える」という決意を繰り返し公言することは、事前的な投資家のリスク受容性に明らかに大きな影響を与える（金融政策のリスク・テイキング・チャンネル）。後始末戦略にコミットする Fed View にもとづく政策は、バブルの膨張期にはバブルの存在を問題にせず（利益は投資家のもの）、バブルが崩壊したら大胆に金融緩和を行う（市場が危うくなれば、中央銀行が介入して損を抑える）ことにコミットしたことにより、投資家・金融機関のリスクテイクを促進し、ユーフォリア状態を加速させた可能性があるからである。

この間、金融機関の行動を規制によって抑制せず、自由を担保することこそがすみやかな均衡回復に寄与し、金融システムの安定性を高める、というグリーンズパンの規制

---

<sup>36</sup> グリーンズパン（2007）、上巻 156 ページ。

思想は、金融機関がレバレッジをどんどん上昇させリスクテイクを拡大させていくことも傍観することにつながった。

### 2.3.2 デフレに保険をかける政策の影響：マクロ経済学的議論

Fed View の特色は資産価格の上昇がバブルかどうかの判断を留保する点にある。資産価格上昇は、多くの場合、将来予想される生産性上昇を反映している。予想される生産性上昇は一見、楽観的にみえても的確な判断であることもあれば、ユーフォリア的に行き過ぎている場合もある。ユーフォリア的に行き過ぎていた場合、それをもとに形成された資産価格は、将来、ユーフォリアの崩壊とともに、急落することで大きな弊害を経済にもたらす。

Fed View がこうした可能性を孕む資産価格変動に対しても静観し、あくまで物価安定を基本とするのは、中央銀行が市場の楽観を覆すだけの叡智を持つと考えて行動するのはリスクが大きい、という（ある意味で謙虚な）判断によると考えられる。

しかし、現実には起きていることが、市場の行き過ぎた期待や投資家の楽観的で過大なリスクテイク、レバレッジの上昇などの金融的不均衡が資産価格のバブル的上昇をもたらしている場合に、グリーンズパンが述べているように物価安定に専念すると何が起こるのだろうか。

この点については、以前、別の機会<sup>37</sup>にも触れたことがあるが、Christiano et al. (2008)<sup>38</sup>が興味深い議論を展開している。彼らは、物価・賃金の硬直性が存在する経済で、将来の生産性向上を過信して期待が形成された場合、インフレ目標政策が資産価格の変動を増幅する可能性を指摘している。企業が、将来は生産性が改善されると期待されると、値上げの機会があっても、いずれは費用が低下することを予想して値上げに消極的になり、足許のインフレ率を低下させる。このとき、インフレ目標的な政策を導入している中央銀行はデフレリスクを懸念して（あるいはインフレ懸念が緩和されたことにより）政策金利を引き下げるだろう。実際、グリーンズパンはインフレ率の低下にはきわめてナーバスであった。

---

<sup>37</sup> 翁邦雄（2011）「ポストマネタリズムの金融政策」日本経済新聞出版社

<sup>38</sup> Christiano, Lawrence, Cosmin Ilut, Roberto Motto, and Massimo Rostagno (2008). “Monetary Policy and Stock Market Boom-Bust Cycles,” paper presented at the 2008 International Conference on “Frontiers in Monetary Theory and Policy” held at the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2008.

このため、資産価格はそうでない場合よりも上昇する。しかし、楽観的な期待が修正された段階では、資産価格は下落する。金融政策がインフレ率の低下を相殺するように金融緩和に動いた分、資産価格の下落は大きくなる。こうしたメカニズムでインフレ目標的な政策は資産価格変動を増幅する。

ちなみに、クリスティアーノは、2010年のジャクソンホール・コンファランスでも、この論文の延長線上の研究結果を発表しているが、その2節でバブル生成期の日本銀行の金融政策に言及している<sup>39</sup>。すなわち、ユーフォリア状態にあった80年代後半の日本では資産価格の上昇とデフレ的な一般物価の共存が観察される。もし、当時、日本で、将来の物価を下げるような技術革新が予想されていたとすれば、資産価格の上昇と物価の低下の共存が理論的に説明できる。クリスティアーノは「経済にユーフォリア（熱狂）に浸っているときには、物価だけにフォーカスする金融政策が経済をかえって不安定化する」という例として日本の経験を用いており、80年代後半の日本銀行の金融政策が、かりにテイラー・ルールなどよりも多少は引締めのものであったとしても、資産価格への影響を考えれば、なお緩和的に過ぎた可能性がある、というのがクリスティアーノの推測である。

クリスティアーノの推測が正しいとすれば、グリーンスパンの考えたリスク管理型金融政策＝デフレリスクに保険をかける低金利政策は、標準的なテイラー・ルール型の金融政策以上に金利を下げる方向に作用するから、資産価格の上昇と下落を増幅し金融システムの不安定性を加速させた可能性がある。こうした資産価格変動の増幅は、金利の直接の変動に加え、低金利局面でのリスクテイク意欲の高まり＝リスク・プレミアムの低下と金利上昇局面での反動（リスクテイク意欲の減退＝リスク・プレミアムの急激な上昇）など内生的な不安定化要因により更に増幅されるだろう。

### 2.3.3 デフレに保険をかける政策の影響（2）：金融部門と実体経済部門の反応の違い

デフレに保険をかける政策のもとで米国経済は低金利が実現したが、こうした政策は企業セクター、金融セクターの「合理的なリスクテイク」にどのような影響を与えたのだろうか。

---

<sup>39</sup> Lawrence Christiano, Cosmin Ilut, Roberto Motto and Massimo Rostagno(2010) “Monetary Policy and Stock Market Booms” Prepared for Macroeconomic Challenges: the Decade Ahead, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole, Wyoming August 26 - 28  
<http://www.kansascityfed.org/publications/research/escp/escp-2010.cfm>

この点については企業と金融投資家それぞれの名目契約やインセンティブ構造が異なり、金融政策のリスク・テイキング・チャネルは、それぞれのセクターに対して異なったかたちで作用した可能性がある。

この仮説<sup>40</sup>に基づくストーリーは次のようなものである。

- ① 金融セクターにおける投資家は、実質の利回りではなく、名目の利回りを追及している。生保の運用計画でも、ヘッジファンド間の契約でも、投資運用契約を名目の利回りで約束している。グレートモデレーション期において、低インフレが定着し、実質の利益率がそこそこ上がっていても、金融緩和によって、名目の利回りが低下したのでは、ファンドマネージャーは契約を守れない。ヘッジファンド間の顧客獲得競争を考えても、インフレ率の低下による実質リターンの増加は、全てのファンドに共通に作用するので、顧客に対する PR にはならない。ファンドマネージャーが多く顧客（資金）を獲得するには、他のファンドよりも名目リターンを上げる必要がある。また、ヘッジファンドの報酬契約は、運用パフォーマンスに左右されるため、よりリスクの高い資産運用にシフトし（"Risk shifting"）名目利回りを改善させないと、自分の報酬の増加が図れない。こうして、低金利政策は、名目契約の硬直性、あるいは、名目報酬のインセンティブ」を経由して、金融セクターのリスクテイクを後押しする。
- ② 他方で、低金利による割引率の低下が年金債務の拡大につながると、企業は追加拠出を迫られ、実物投資を抑制するようになる<sup>41</sup>。企業部門には、i) 年金資産のポートフォリオにおいてリスク資産のウェイトを増やし（Risk shifting）、一発逆転を狙うオプションと、ii) 長期の債券投資を増やし、これ以上の年金債務問題の悪化を食い止めるようにする（Risk management）というオプション、の2つの選択肢があり、年金債務を抱える企業に対して、全く逆の影響を与える可能性がある。Rauh（2009）は、米国企業行動についての実証分析を踏まえて後者（"Risk management"）を選択する企業の方が多い、としている<sup>42</sup>。

---

<sup>40</sup> この仮説は木村武氏のコメントによる。

<sup>41</sup> Rauh, Joshua (2006) "Investment and Financing Constraints]Evidence from the Funding of Corporate Pension Plans" *The Journal of Finance* Vol.LX1 February pp.33-71.

<sup>42</sup> Rauh, Joshua (2009) "Risk Shifting versus Risk Management: Investment Policy in Corporate Pension Plans" *The Review of Financial Studies* Vol.22 n7 pp.2687-2633.

このことは、低金利が金融的なリスクテイクを刺激する一方で、実物部門のリスクテイクはさほど高めなかった可能性を示唆している。

#### 2.3.4 小括

グリーンスパン時代、低金利が企業部門のリスクテイク助長を通じて実物投資を刺激したとの明確な証拠はみられず、むしろ、年金債務の拡大は、企業のリスクテイクを抑制した可能性がある。グリーンスパンの金融政策が長期的な視点から見て、成長促進策の観点からは十分な成果が上がったという十分な証拠はとりあえず見当たらない。

他方、グリーンスパン時代の金融政策が家計部門の住宅投資とそのファイナンスを容易にする証券化商品、そしてそれを購入する金融機関のリスクテイク (Risk shifting) は後押しした要素は明確に認められる。このことは、市場の均衡回復力を重視し、金融機関のリスクテイクに寛容な金融監督政策とあいまって金融危機を大きくする方向に左右した、と言えるだろう。

### 2.4 米国の生産性動向：グリーンスパン時代と今後の展望

最後に、歴史的にみて米国の生産性動向、とりわけグリーンスパン時代の生産性の動向はどのようなものであったか、そして今後はどうなるのか、という点について、昨年、ロバート・ゴードンが NBER のワーキング・ペーパーで発表した米国の潜在成長率の超長期動向を検討した論文<sup>43</sup>をみてみよう。

#### 2.4.1 ゴードンの分析

ゴードンの分析では、3つの産業革命 すなわち 1750 年から 1830 年までの IR #1 (蒸気機関、鉄道) の時代、1870 年から 1900 年の IR #2 (電気、内燃機関、上下水道と室内のトイレ、通信、エンターテインメント、化学、石油化学)、1960 年以降、現在までの IR #3 (コンピューター、インターネット、携帯電話) を比較し、IR #2 が他の 2 つよりも重要であり、1890 年から 1972 年の高成長の原動力であった、としている。

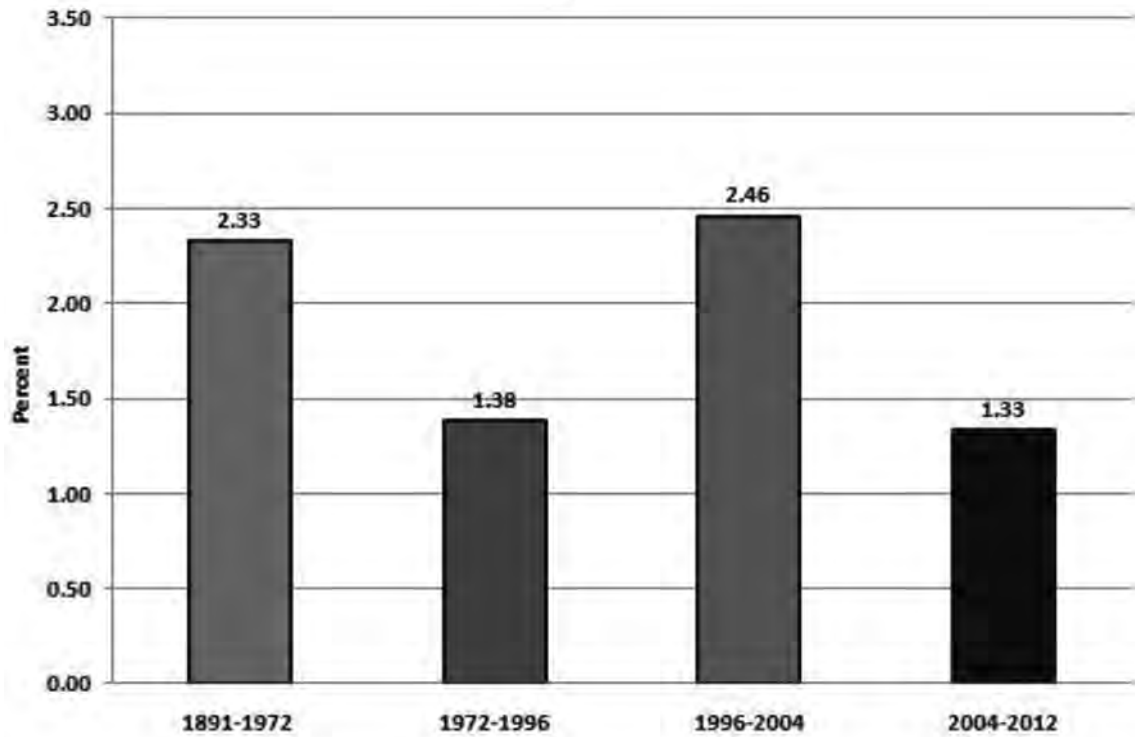
そして、IR #2 の派生的イノベーションの効果がほぼ出尽くした 1972 年から 96 にかけては成長率が低下したあと、1996 年から 2004 にかけて IR #3 の影響で一時、持ち直

---

<sup>43</sup> Gordon, Robert J. (2012) "Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts The Six Headwinds" *NBER Working Paper* 18315

しが見られたが、その効果は短命であった、としている（図表 2-1）。

図表2-1 米国における労働生産性の平均成長率：1891-2012



出典) Gordon (2012)

そしてグリーンスパン時代に対応する 1996 年から 2004 年の時期について、IR#3 による生産性の向上は、2004 年までには薄れてしまったこと、その後の 8 年間（2004 年から 2012 年）については、労働生産性上昇率は 1972 年から 96 年の時期のレベルにまで戻ってしまったこと（年率約 1.3%）を指摘して、2010 年から 2012 年はさらに年率 0.5%まで減速している、としている。

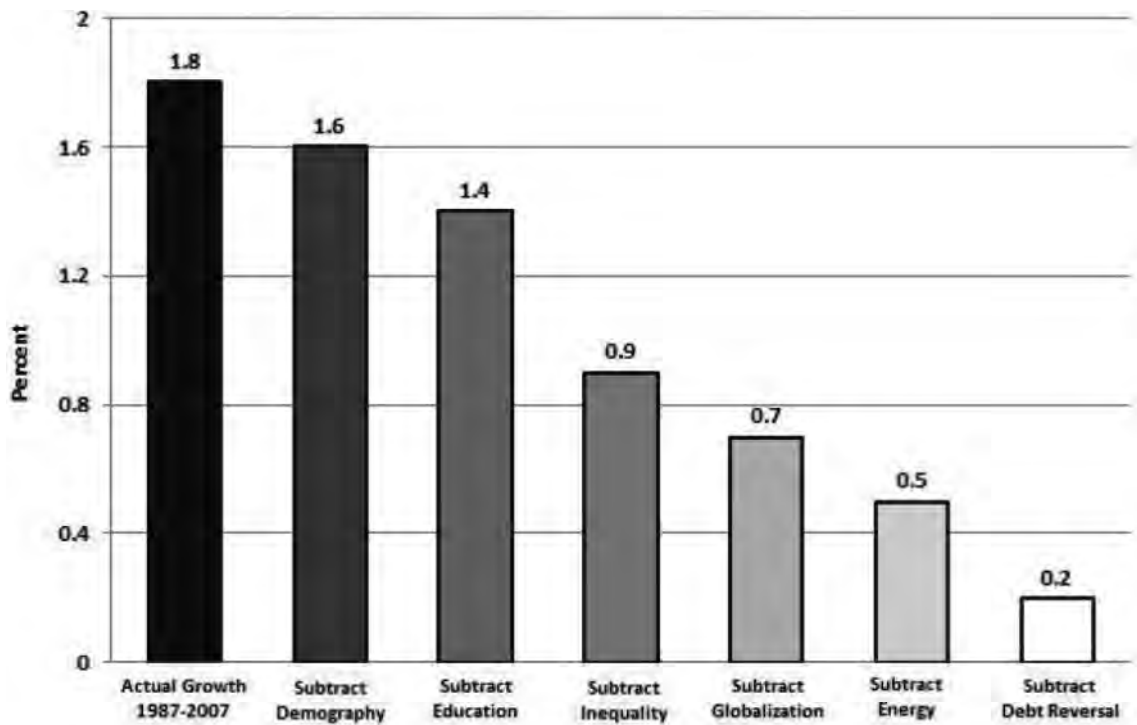
また、IR #3 におけるイノベーションの性質は、コンピューター時代が到来した当初は、コンピューターが人間の労働を代替するものであった。その後も製造業におけるロボットの利用は拡大し続けているし、飛行機へのチェックイン手続きなども係員による対応から電子化されているものの、カタログ販売に代わるより利便性の高い E コマースの普及も 2002 年までには終わるなど、大局的には、労働代替の局面は終了し、過去 10 年は労働節約からエンターテインメント、通信など既存の機能をより小型でより利便性の高いものに代替することに焦点が置かれている（iPod が CD ウォークマンに取って代わり、携帯電話がスマートフォンに代わるなど）。これらの技術革新は労働代替的というより新



たな消費機会を提供するにとどまっている、としている。

ちなみに、ゴードンは米国の今後の技術革新動向には、悲観的な予測を立て、その理由として米国経済が直面する 6 つの逆風を挙げて、どの程度成長率を引き下げるかの数値的なイメージを示している（図表 2-2）。

図表2-2 所得上位1%を除いた米国民の一人当たり実質成長率実績（1987-2007年）から成長阻害要因による影響を差し引いた将来の成長率予測



出典) Gordon (2012)

ここで上位1%を除外しているのは所得配分上の上位1%を除いたほうが米国民にとっての経済厚生が測れる、というゴードンの視点による。

ゴードンは経済成長の大幅な減速は避けがたいと予測しているが、減速をもたらす要因（人口動態、教育、経済格差、グローバリゼーション、エネルギーの制約、過剰債務）の多くは金融緩和では緩和できないもののように見える。

#### 2.4.2 クルーグマンの反論

ただし、ゴードンの悲観的な見解には、懐疑的な見方も出てきている。例えば、ポール・クルーグマンは、ゴードンは、IR#3 はエンターテインメントが中心で、ファンダメ

ンタルなインパクトを与えるものではない、という見解に対し、IT 革命のインパクトは始まったばかりだ、と述べている。

クルーグマンがこうした議論を考えるきっかけになったのは、ゴードンも言及しているロボット分野への応用である。すなわち、低賃金をめざして海外に出ていた米国製造業が労働者を工業用ロボットに代替することにより、米国内へ回帰を始めている、という議論、さらには米国における労働分配率の低下をどう解釈するか、という議論からこの問題を考察しているが<sup>44</sup>、本稿の議論の文脈では、以下のような論点になる。

すなわち、現時点では、人間を完全に代替するようなロボットの出現への道筋がついているわけではないが、ビッグデータの利用によって、わずか数年前までは考えられなかったような形で機械が人間の機能を部分的に代替しつつあること。その具体例として、クルーグマンは、IR#3 の拡りの結果、これまでには考えられなかったデータ・インテシブなやり方で機械による音声認識技術が飛躍的に向上しつつあることを挙げ、同じように、従来は人間の高度な判断に頼らざるを得ない、と考えられていた領域がどんどん機械に代替されていく形で IR#3 が、生産性を飛躍的に向上させる可能性を展望している<sup>45</sup>。

### 2.4.3 おわりに

金融には技術革新の種を生み出すことはできず、技術革新の種が枯渇しているときに、金融的なリスクテイクが経済成長の主役になることはできない。グリーンスパン時代に対応する 1996 年－2004 年には米国の労働生産性は高まっているが、原動力は金融政策ではなく IR#3 と考えるのが自然であろう。

その意味で、今後の経済成長を考える上では、IR#3 がさらに多くの果実を結ぶのか、という点が重要になる。この点で、ゴードンの悲観的展望とクルーグマンの楽観論のいずれが正しいかは現時点ではわからない。技術革新が生産性に与えるインパクトの大きさは、時間を追って明確になり、米国経済のみならず世界経済に深甚な影響を与えるだろう。金融は技術革新が果実を結ぶよう支援することで引き続き重要な役割をはたす。

---

<sup>44</sup> <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/12/08/rise-of-the-robots/>、  
<http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/12/10/technology-and-wages-the-analytics-wonkish/>

<sup>45</sup> <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/12/26/is-growth-over/>

しかし、グリーンスパン時代に起こった経験に照らし、それは経済の牽引役というより、あくまで脇役であるべきことを認識すべきだろう。

# 第3章 世界的バランスシート調整がもたらす「日本化現象」

高田 創 みずほ総合研究所 常務執行役員 調査本部長

## 3.1 バランスシート調整は信用拡張とその反動

70年代以降に生じた金融市場の転換を、筆者は以下の図表3-1の3分野でのフロンティア拡大による大潮流として考えてきた。同時に、こうしたフロンティア拡大の潮流のなかで、自らが持っている以上に資金を活用する信用活動の拡大、すなわち金融レバレッジ拡大（てこの原理の活用）が実現し、世界経済の拡大、金融の時代が実現した。図表3-1で示す3つの潮流も70年代を出発点としている。

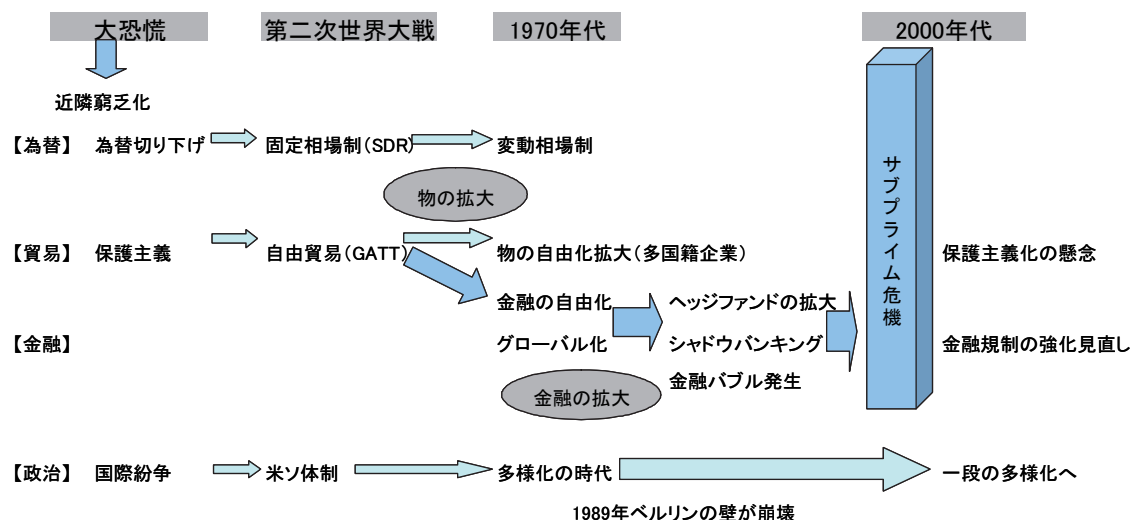
図表3-1 1970年代以降の新たな潮流

- ①地理的フロンティア拡大による期待のレバレッジ拡大
- ②金融自由化に伴う金融レバレッジ拡大
- ③米国の経常収支赤字拡大によるレバレッジ拡大

(資料) みずほ総合研究所

以上の3つの潮流をベースにして1970年代以降の潮流とその転換を描いたのが次の概念図である。それは、グローバルなバランスシート調整が生じた20世紀初の大恐慌と第二次世界大戦の反省に立った制度が変容しつつも、結果として過度に信用バブルを拡大させる局面であった。日本では90年代以降、バランスシート調整が生じ、欧米も2007年代以降、調整が生じている。

図表3-2 1970年代以降の新たな潮流の概念図

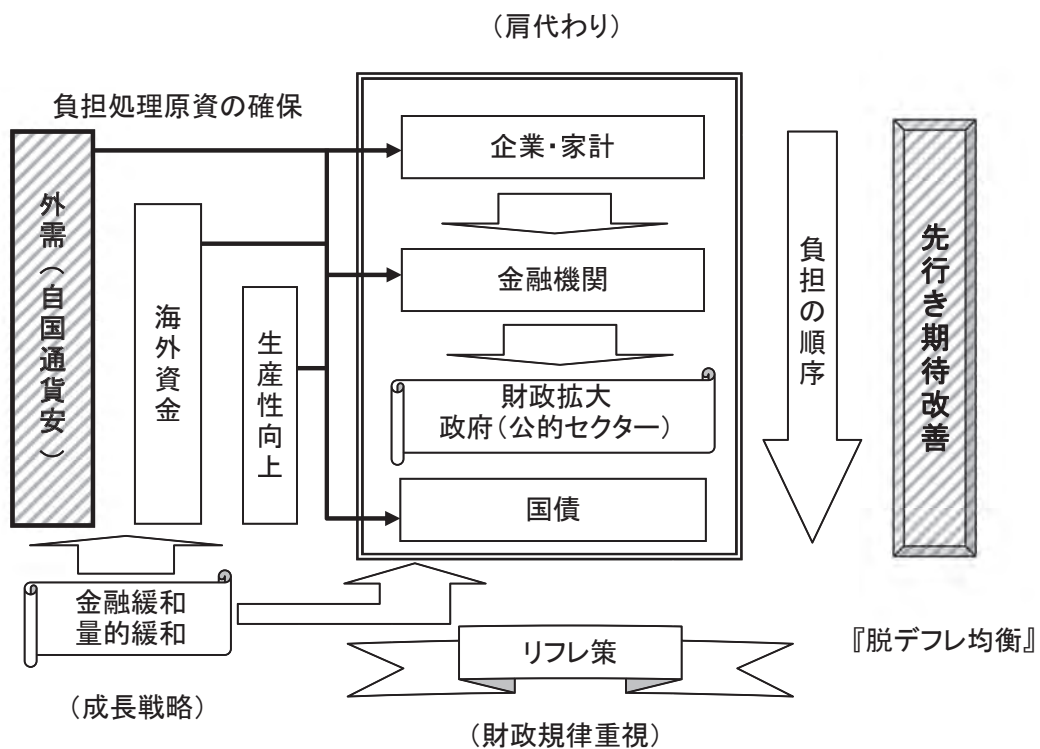


(資料) 高田・柴崎・石原著『世界国債暴落』東洋経済新報社 2010年

### 3.2 バランスシート調整の段階的プロセス

図表 3-3 は、筆者が 1990 年代から用いてきたバランスシート調整の「段階的な」概念図である。バランスシート調整の基本形は以下の 3 原則に示される単純な構造である。すなわち、バランスシート調整で資本が毀損した場合の調整に必要な 3 原則、①債務の肩代わり、②債務処理原資確保（多くの場合は自国通貨切り下げ）、③先行き期待改善のパッケージがある。まず先に、①の国債を用いた「肩代わり」が行われる。同時に、債務の肩代わりには時間を確保したなか、図表 3-3 の左側に示される債務負担処理の原資を確保して損失処理の原資を確保する成長戦略が必要になる。

図表3-3 バランスシート調整の概念図



(資料) みずほ総合研究所

自国通貨切り下げは、図表 3-3 の左側の原資確保となる切り札であり、過去の国家ベース（ソブリン・ベース）での対応では殆どこの手段がとられてきた。ただし、理想的には新商品開発や生産性向上等で新たな市場を確保することも選択肢となる。その発想は、バランスシート調整を起こした当該国の内需が回復しないなか、その他の地域からキャッシュフローを確保して当該国の債務を償還させることにある。自国通貨切り下げは、市場からのキャッシュフロー確保を行うために世界市場において自国製品を「安売

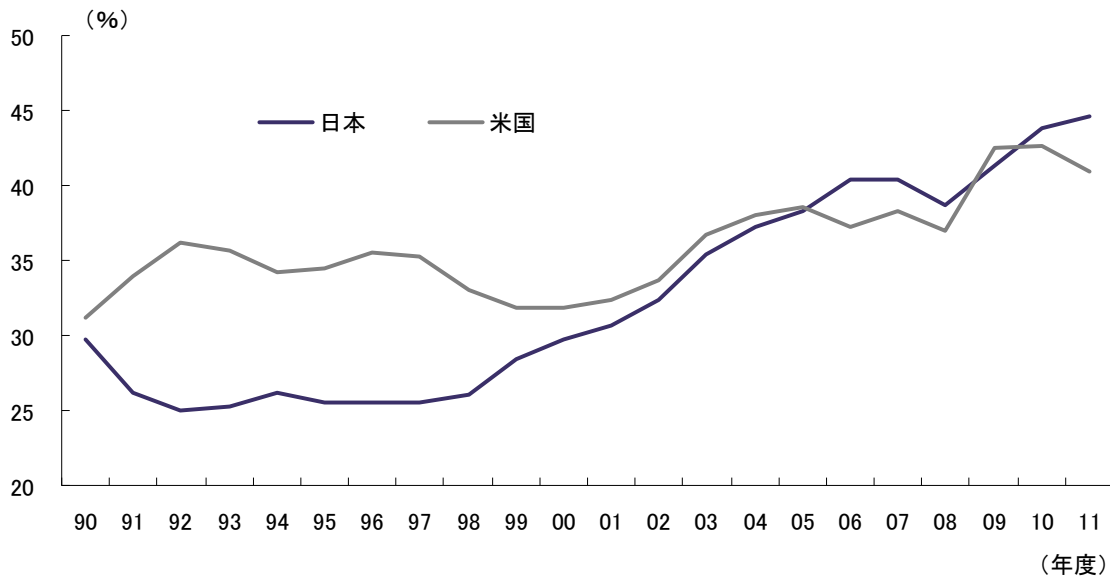
り」するかのように「価格戦略」で行うことを意味する。一方、新製品などによる生産性向上は、新たな市場を確保する手段でもある。また、市場を確保する観点から「保護主義」の手段が取られることも多い。バランスシート調整下に国際的な摩擦や紛争が生じるのは以上のような経済環境によるものである。米国においても 2012 年 1 月 24 日の一般教書演説でオバマ大統領は輸出を倍増させて外需に依存した経済戦略を明確に示していた。一方、日本にとっては 2007 年以降の円高によって外需確保が十分に行えなかった。

先の、バランスシート調整における 3 原則の最後、先行き改善は資本問題としてのバランスシート調整においては不可避な項目となる。先の概念図にも示されるように、バランスシート調整の発端はバランスシートにある資産価格下落で生じる現象である。バランスシート調整においては資産価格が重要であり、その価格形成上、最も重要な要素は先行き期待となる。しかも、その見通しは実現性をもって示すことが必要になる。先行き期待の形成は、経済主体のマインドに依存する。しかも、過去の体験や履歴を伴うだけに、一度、マインドが低下するとなかなか元に戻しにくい。日本は債務の肩代わりのプロセスは既に終わったものの、円高で外需を取り込めず、成長戦略に制約が生じ、さらに円高傾向に伴う企業のマージン圧縮でデフレ均衡に陥り、先行き期待が改善していない状態といえる。先の図表 3-3 で斜線で示した部分、すなわち、円高による外需、先行き期待に大きな問題が生じたと考えられる。

### 3.3 日本企業は約半分が実質無借金

日本はすでにバランスシート調整に財務面では目処が付いた状況にある。日本企業は下記の図表 3-4 のように上場企業は今や 45%程度が実質無借金になるまで財務体質を高め、その水準は 1990 年代初と比べ倍近く、国際的にも米国を上回る世界最強水準の財務体質といえる。

図表3-4 日米の上場企業の実質無借金比率推移



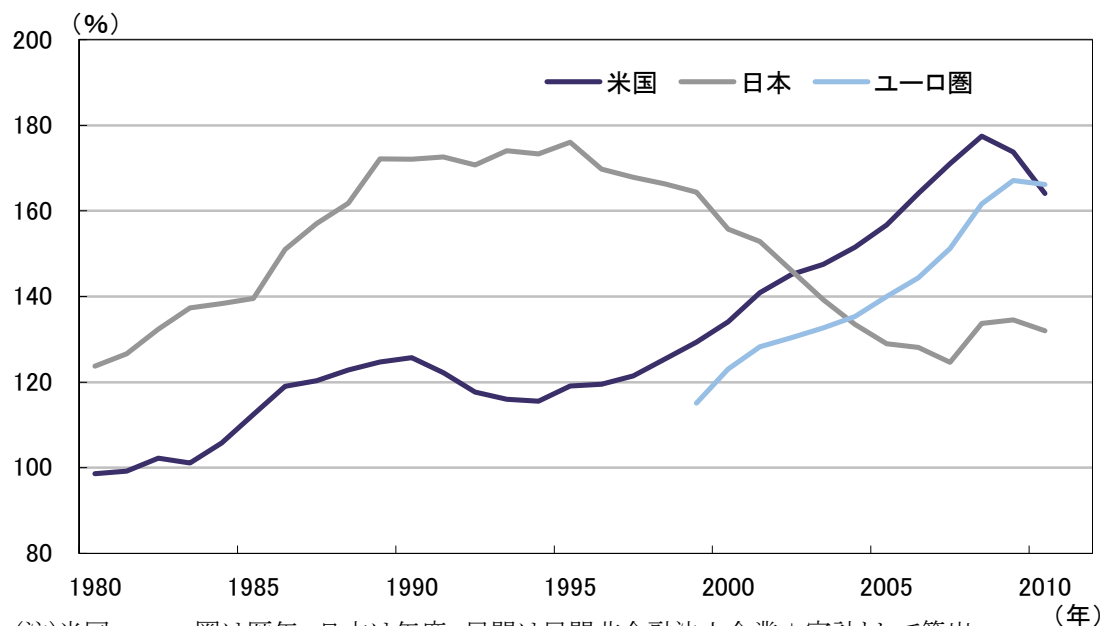
(注) 調査対象は金融を除く上場企業 日本：1,739社、米国：1,153社  
 (資料) NEEDS-FQ、OSIRIS よりみずほ総合研究所作成

今日出来上がった日本企業の財務面の優位性は、バランスシート調整の厳しい環境にも生き抜くための筋肉質の財務力を20年にわたって作り上げた結果である。その個別の企業の行動パターンは、財務的にはデ・レバレッジに伴う負債圧縮、価格設定行動は円高傾向が続くなかでも競争力強化の観点から値上げをせず常に価格引下げを志向し、そのためにはコスト圧縮やリストラで賃金上昇を抑制することだった。ただし、そうした行為がマクロ的には「デフレ均衡」の信用収縮を生じさせる副作用をもっていた。

### 3.4 日本の1990年と欧米の2007年が転換点

バランスシート調整の前提条件として信用拡大が存在するとしたが、図表 3-5 は各地域の民間債務の対名目 GDP 比較を示す。ここでは、日本の信用拡張は1990年頃がピークであり、その調整をその後、17年程度かけて2000年代半ばまで行っていたことが示される。一方、米欧は90年代後半以降、急速に債務を積み上げた。米国は2008年以降、その調整が相応に進捗したが、欧州はいまだその調整が殆ど進展していないように見える。

図表3-5 民間債務対GDP比率推移



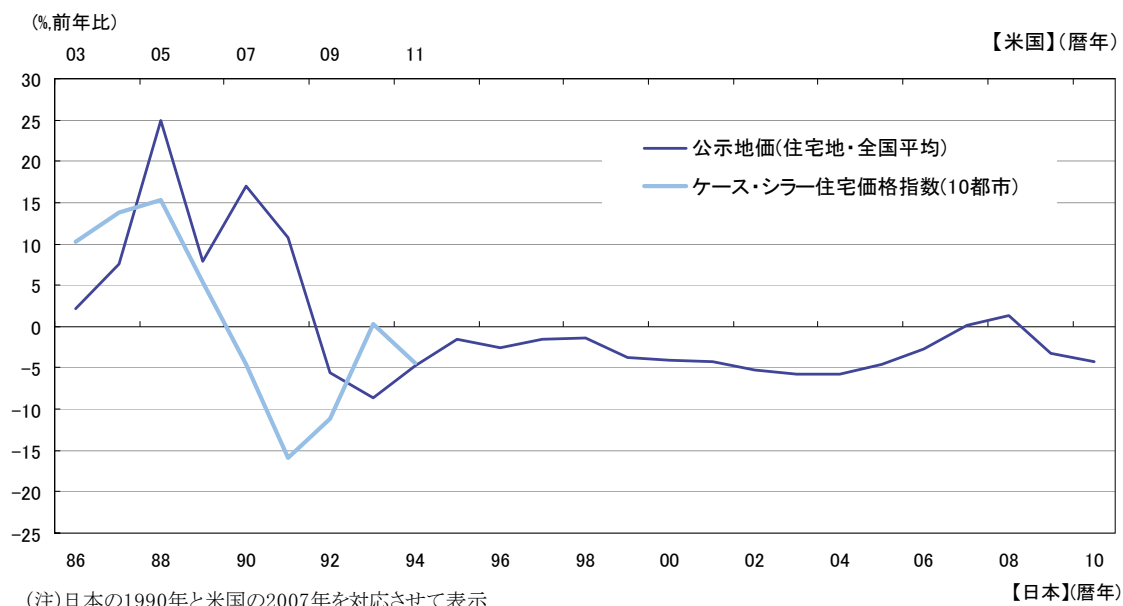
(注)米国・ユーロ圏は暦年、日本は年度。民間は民間非金融法人企業+家計として算出。  
 (資料)Haver,内閣府,Eurostat,欧州委員会よりみずほ総合研究所作成

以下に示す一連のグラフは、日本と米国の信用拡大のバブルのピークを合わせた各市場のグラフである。日本の場合、そのピークの大半が 1990 年頃になり、米国の場合は 2007 年がそのピークに相応するが、以下のグラフは類似性がある。米国や欧州の調整が日本のバブル崩壊と同様に 10 年以上の長期にわたることはない。米国は日本と比べ人口動態などの点で恵まれた面もあり、その調整は日本よりも短いだらう。ただし、これまで欧米の市場参加者が考えていたような過去 30・40 年間に繰り返された数年サイクルの循環とは異なり、予想より長期化すると考えている。日本化現象とは 2008 年のリーマン・ショックのようなクラッシュではなく、日本の 1990 年代以降のように予想以上の停滞を意味し、その結果生じ得る社会や政治現象である。

図表 3-6 は日本の公示地価、米国の住宅価格指数を一致させたものである。米国の住宅価格は 2007 年に初の下落となり、2008 年には前年比で二桁の下落となった。日本の不動産不況の深刻さは、その下落の深さ（下落率）より、むしろ、停滞が長期にわたって続いたことだった。米国の住宅価格はすでに底を打って回復に向かいつつあるが、米国における個人のバランスシート調整が残存することを背景にすれば、地価が底入れしても従来のような急回復にはなりにくい想定される。



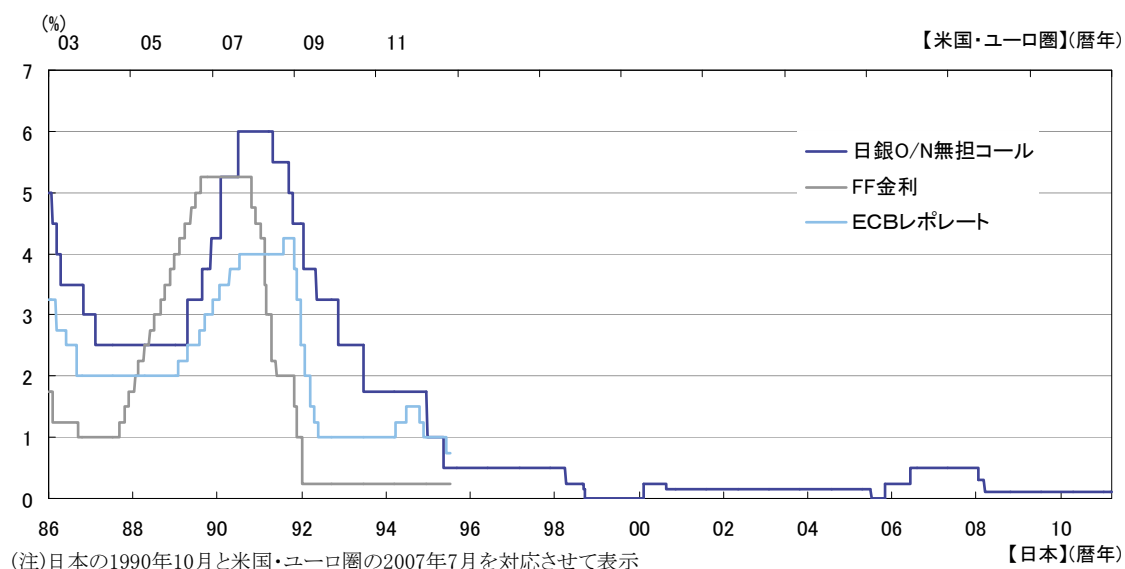
図表3-6 日本の公示地価と米国の住宅価格指数



(資料) Bloomberg よりみずほ総合研究所

図表 3-7 は、日・米・ユーロ圏の政策金利を示している。日本は 1991 年以降、政策金利を急速に引き下げた。一方、2008 年以降の米国の政策金利引き下げプロセスも、結果として日本と類似した形状になっている。

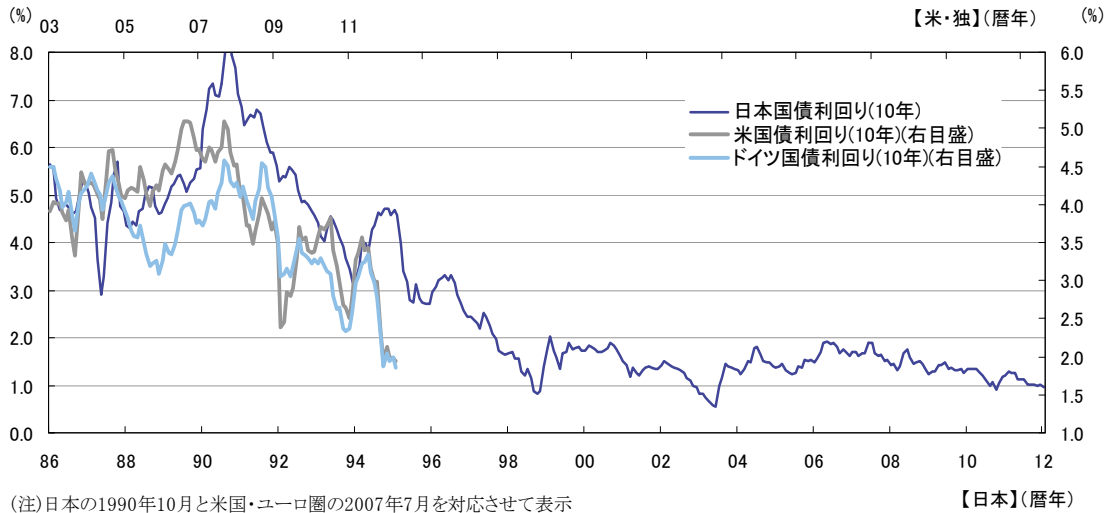
図表3-7 日米欧の政策金利推移



(資料) Bloomberg よりみずほ総合研究所

同様に、日・米・ドイツの長期金利を重ね合わせると、日米独の類似性が確認され、欧米でも長期金利の長期にわたる低水準での推移が展望される。

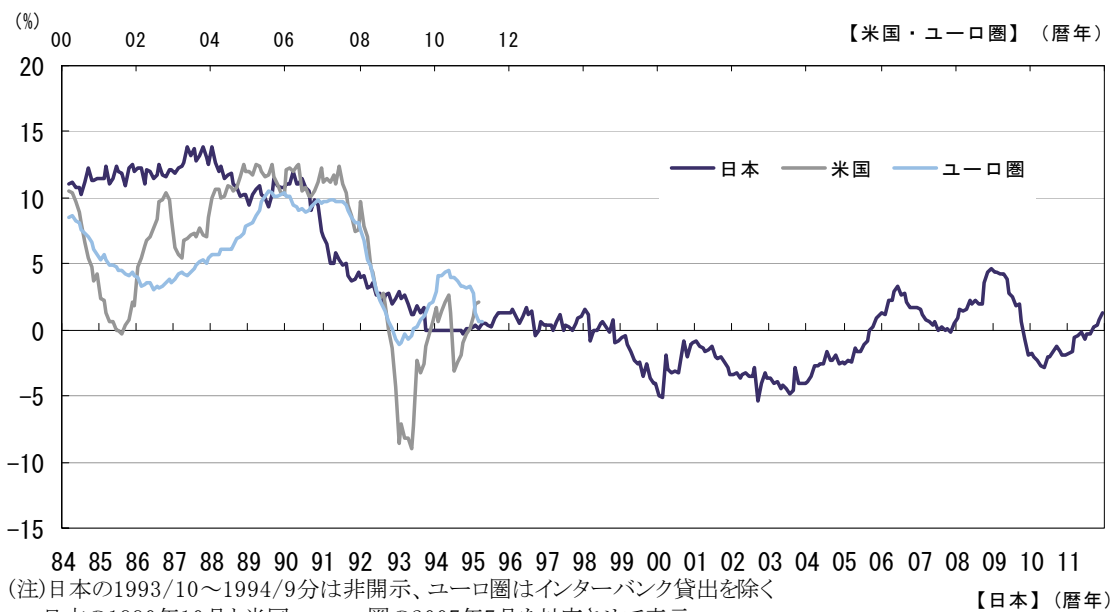
図表3-8 日米独の長期金利



(資料) Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

図表 3-9 は日・米・ユーロ圏の貸出環境を示している。金融緩和が続いても、貸出拡大に至りにくい状況は日本と類似する。その背景には、企業サイドがバランスシートの拡大に慎重であり、キャッシュを大きく積み上げる財務の慎重姿勢が存在する。今後も銀行は金融規制の強化を受けてバランスシート拡大に慎重であろう。

図表3-9 日米欧の貸出推移（前年同月比）



(資料)日本銀行、Haver、ECBよりみずほ総合研究所作成

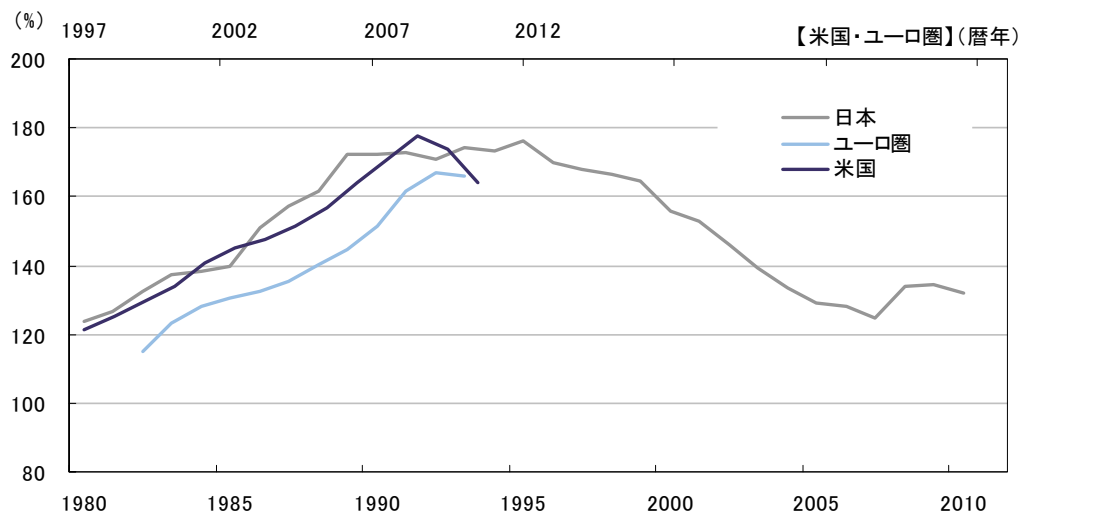
図表 3-10 で株式相場の推移をみると、2010 年 11 月の QE2 実施以降の欧米株価の大幅反発で、それまでの類似した形状から変化が生じた。ただし、一連のグラフのなかで株式市場だけが異なる状況にあったのは、米国の債務調整の中心は企業セクターではないこと、さらに、米国企業は 2007 年の調整以降、ドル安政策の恩恵を受ける点が日本と異なる点である。したがって、米国においては日本のように物価下落、デフレ意識が生じにくい特徴をもつ。日本の場合、バブル崩壊後、1995 年まで大幅な円高になったことがその後のデフレ意識の定着に大きく影響した。日本にとって今後、円高をいかに回避するかは大きな課題であり、安倍政権が円安政策を志向するのも、以上のような問題意識が存在するからである。過去の事例をみてもバランスシート調整においては為替の自国通貨安は重要な政策であっただけに、今後、各国が自国通貨安で競い合う「通貨戦争」の状況が生じやすい。

図表3-10 日米の株式相場の推移



図表 3-11 は、図表 3-5 の 1990 年度の日本と 2007 年の欧米を対応させて表示したもののだが、ここでもバブル前の民間債務の積み上がり、調整の動きに類似性が見られる。

図表3-11 民間債務対GDP比率推移

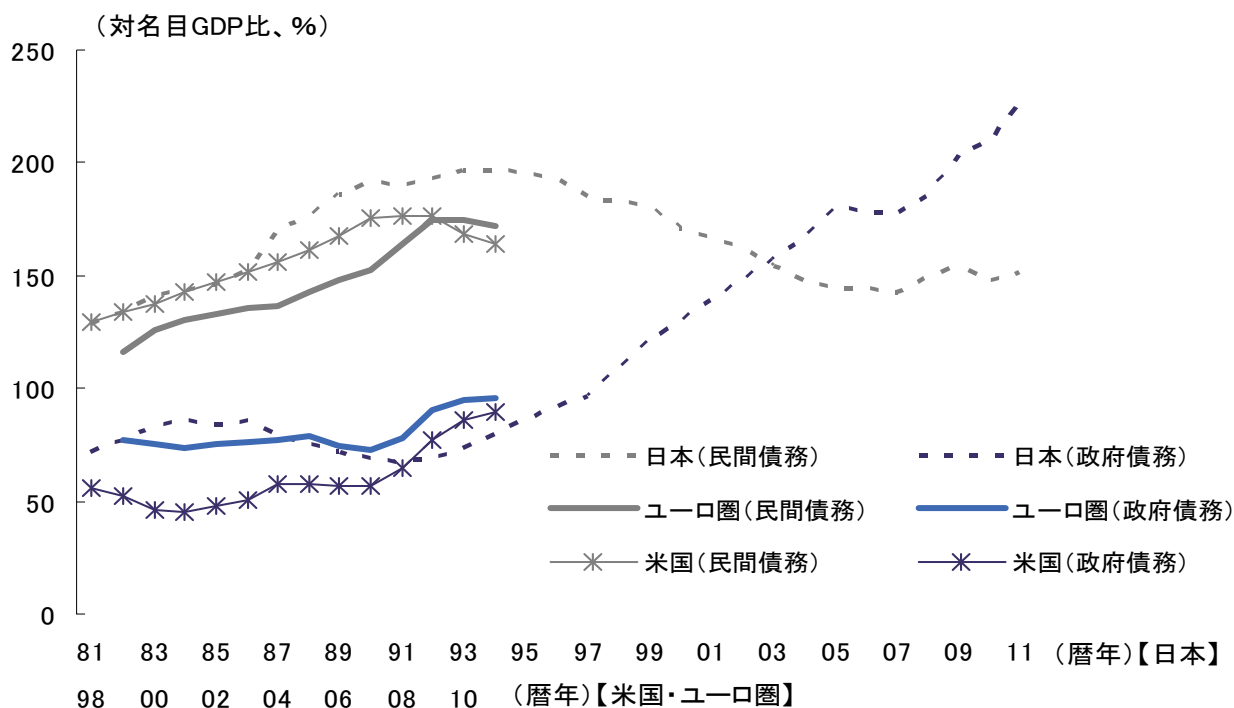


(注)米国・ユーロ圏は暦年、日本は年度。日本の1990年度と欧米の2007年を対応させて表示。【日本】(年度)民間は民間非金融法人企業+家計として算出。  
 (資料)Haver,内閣府,Eurostat,欧州委員会よりみずほ総合研究所作成

### 3.5 国債は民間債務を肩代わりした「身代わり地蔵」

筆者は過去 10 年余にわたって国債の機能を説明する際に用いてきた言葉は、国債は過剰債務を肩代わって積み上がった「身代わり地蔵」であった。以下の図表 3-12 は、日本での「身代わり」状況を示すものである。すなわち、日本の 1980 年代以降の民間債務の拡大が 1990 年代初に頂点を迎え、1990 年代以降、民間債務が減少するなか政府債務が拡大し、民間債務が政府債務に代替していく状況、さながら「身代わり」を示す。その結果、日本の民間の債務は 2007 年頃に調整の目処がつくが、その間、政府債務の拡大で 2003 年には政府債務の逆転にまでなった。日本はバランスシート調整における債務の肩代わりを自国単独で自国国債で行い、常に国債暴落が議論されつつも国債市場は安定的に推移してきた。一方、欧米の場合、1990 年代後半から民間債務の拡大が生じ、2007・08 年頃にどちらもピークを迎え、民間の債務が天井を付けるなか、2007 年以降に政府債務の拡大が生じる状況は日本と類似している。ただし、米国と比べユーロ圏の民間債務の減少傾向は明確には示されておらず、米国に比べユーロ圏のバランスシート調整の進捗度の遅さが示唆される。

図表3-12 日米欧の政府・民間別の負債残高対名目GDP比推移



(注) この図表において負債とは借入と株式を除く証券とする。

(資料) 日本銀行、FRB、ECB

### 3.6 日本の1996年財政構造改革の教訓

ここで、2013年は図表3-12では日本の調整においては1996年に当たる。1996年は日本ではバブル崩壊から6年後、当事の最大の政治課題は「財政構造改革」だった。1996年に登場した橋本龍太郎内閣は財政構造改革を掲げ、消費税増税も含めた包括的なプラン作りにとりかかった。一方、欧米においては2013年に向け、財政再建を志向し「財政の崖」が大きな課題になる類似性が見られる。1996年以降のバランスシート調整下での財政構造改革の早急な財政緊縮は、その後の反動で大きな教訓を残した。

以上での難しさは、バランスシート調整の途上で急速な財政緊縮、「財政の崖」を作れば作るほど、「身代わり」がしにくくなることにある。ただし、「財政再建」議論との間で世論が揺れるのも日本の1990年代以降の政治過程に類似する。日本の教訓からすると、欧米のようにまだバランスシート調整の肩代わりが完結しない段階では、無理に「財政の崖」とされるような財政再建を行うのは逆効果を生む。ただし、欧州の場合は国債市場での信認確保の観点から、それでも財政緊縮を掲げざるをえない点に問題がある。

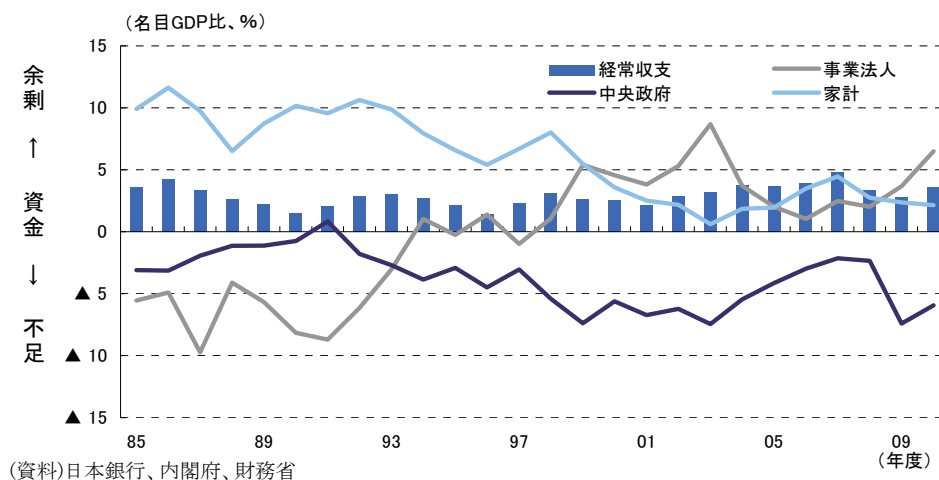
### 3.7 戦後初の日米欧同時の民間の資金余剰状態

ここで、バランスシート調整における経済金融活動の低迷状況を「日本化現象」とすれば、日本化現象を考えるには、まず、バランスシート調整における信用収縮を見極める必要がある。ここでは、「5つの日本化現象」としたグローバルな波及状況を考える。

まず、資金フローを分析する観点から日米欧のISバランスの状況を踏まえる必要がある。資金フローを示すISバランス状況は一般的に多くの金融の教科書の最初に描かれる最も基本的環境認識を示す。過去20年にわたって、日本で繰り広げられた論争は、企業の資金需要がないのか、銀行に貸す意識が低下したか、すなわち、企業が主体か銀行が主体かのものであった。同様の議論はいまや欧米にも見られる議論になっている。

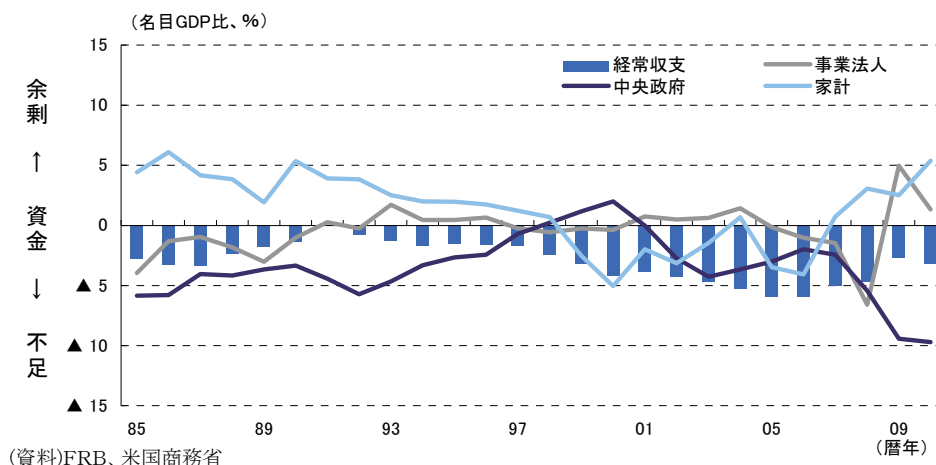
図表3-13は日本のISバランスを示したものだが、バブル崩壊の1990年をはさみ、企業セクターが資金不足から資金余剰に転じた。

図表3-13 日本のISバランス推移



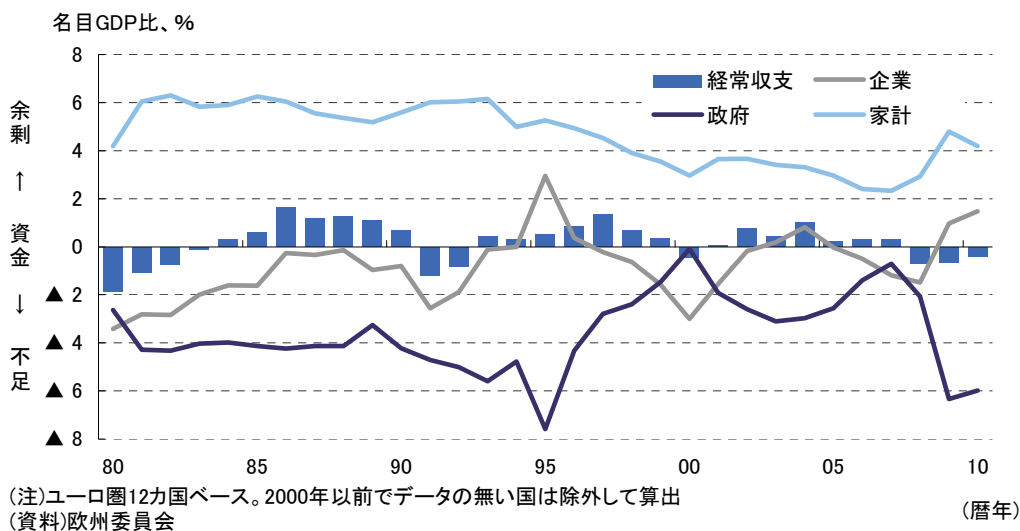
ここで米国のISバランスの状況が日本と類似してきたことに注目する必要がある。米国では2007年までの信用拡張期には家計の過剰消費が特徴になっていたが、2007年以降の転換で家計と企業が同時に余剰に転じる状況にある。

図表3-14 米国のISバランス推移



同様にユーロ地域の IS バランスは図表 3-15 に示されるように、ユーロ地域でも企業と家計部門が資金余剰に転換している。日米欧の民間セクターである企業・個人が同時に黒字化する状況は戦後の世界経済には存在しなかつただけに、信用収縮の世界同時性については十分認識すべきだろう。

図表3-15 欧州のISバランス推移



バランスシート調整に伴う民間セクターの資金需要の停滞状況を「日本化」とすれば(第一の日本化)、それは、IS バランス上、資金余剰は家計と企業で、資金不足セクターは「政府セクター」と「海外セクター」になる。

その結果、第二の日本化として挙げられた金融政策の日本化では、金融政策が機能しうるルートは、資金不足セクターとして残った、2つのルート、政府と海外を通じたものとなり、

①「政府セクター」を通じ、国債市場への働きかけ、

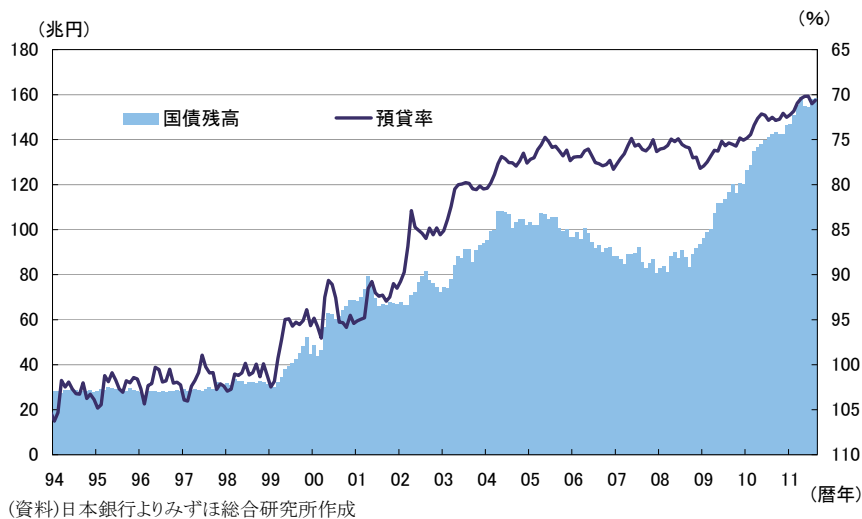
②「海外セクター」を通じ、為替市場に働きかけ、

のルートしかなくなる。これは、マネーフローの日本化が金融政策の日本化につながったことである。従来の「伝統的金融政策」が機能しにくくなったなか、新たな領域「非伝統的金融政策」は、日本銀行が1990年代後半から辿った、①ゼロ金利、②国債購入、③量的緩和、④時間軸政策、と進んだプロセスである。FRBやECBの対応も、少なくとも今までは日銀の後を10年遅れで進んできた。これらは、実質的に、金融政策と財政政策が一体化し、同時に、マネーフロー上、金融政策と為替政策も一体化することを意味する。

### 3.8 日本化する欧米金融機関行動

第三の日本化は金融機関行動の日本化である。これは、預貸率低下に伴い金融機関行動が債券のキャリー重視の運用スタイルに向かうことである。預貸率とは銀行の預金と貸出量の比率を示す重要な指標である。以上の資金フローの転換は、言うまでもなく貸出縮小に反映される。図表3-16は日本の銀行の預貸率と国債保有の推移である。預金が増加しても貸出が減少するなか、銀行の国債保有が増加する状況が示される。

図表3-16 日本の銀行の預貸率と国債保有残高推移

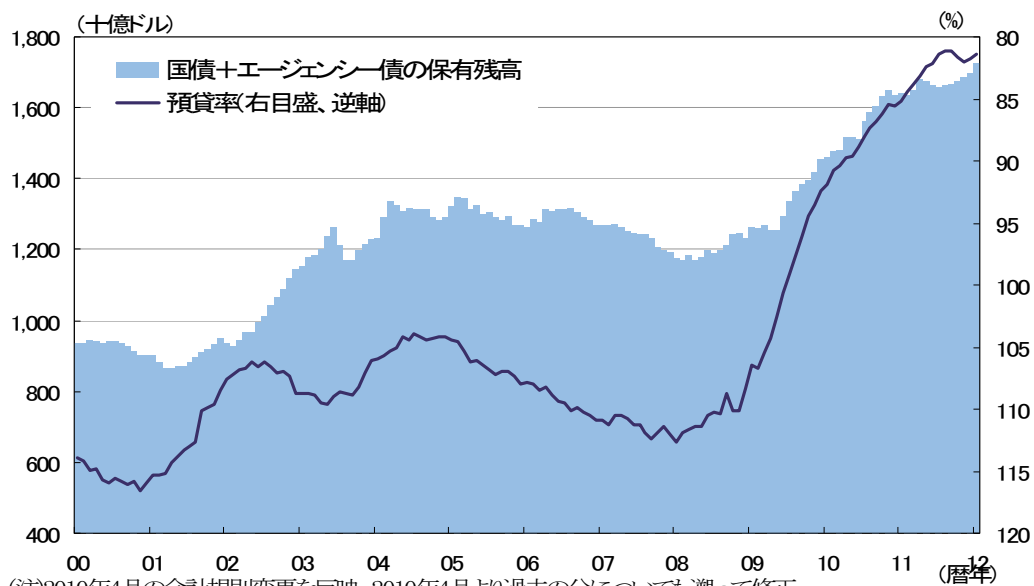


### 3.9 世界の金融機関も国債保有に傾斜

図表3-17は米銀の預貸率と国債及びエージェンシー債の保有額推移である。2012年、米銀の債券保有額は過去最高水準を更新した。



図表3-17 米銀の預貸率と国債及びエージェンシー債保有推移

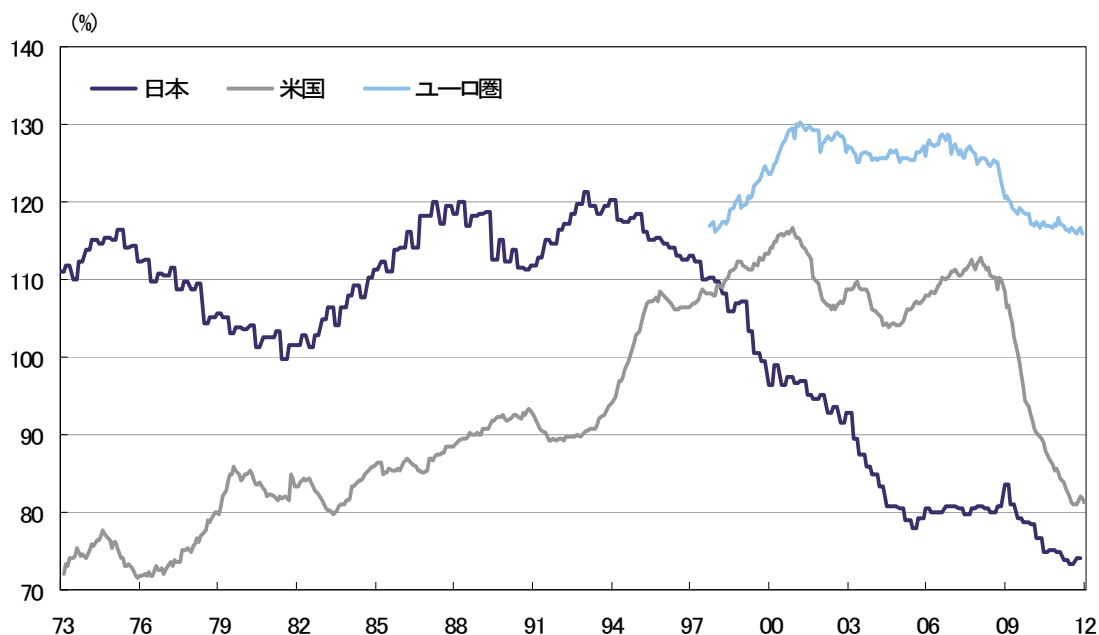


(注)2010年4月の会計規則変更を反映。2010年4月より過去の分についても遡って修正  
 (資料)Haverよりみずほ総合研究所作成

米国では、2011年後半から景気回復期待が続くものの、貸出には従来の回復局面ほどの本格的な回復は確認されず、株高が続くなかでも国債等の債券保有が続いている。2011年までは、米国では景気回復株高期待のなか国債等保有が一時的に減少したが、2012年は債券保有拡大が続いている。こうした運用行動の結果、長期金利が従来の回復局面に比べ上がりにくくなっている。以上の環境は、米銀の「日本化現象」でもある。また、欧米の金融機関も日本と同様に国債投資を重視する行動に向かいやすい。

図表 3-18 は日米ユーロ圏の銀行の預貸率の推移である。基本的にバランスシート調整に伴い企業の債務圧縮で銀行の貸出が縮小し、預貸率の低下が生じる。預貸率はバランスシート調整進捗の目安と考えることもできる。

図表3-18 日米ユーロ圏の預貸率推移



(注)米国は2010/4の会計規則変更を過去に遡って修正、ユーロ圏はインターバンク向け貸出を除く  
 (資料)日本銀行、Haver、ECBよりみずほ総合研究所作成

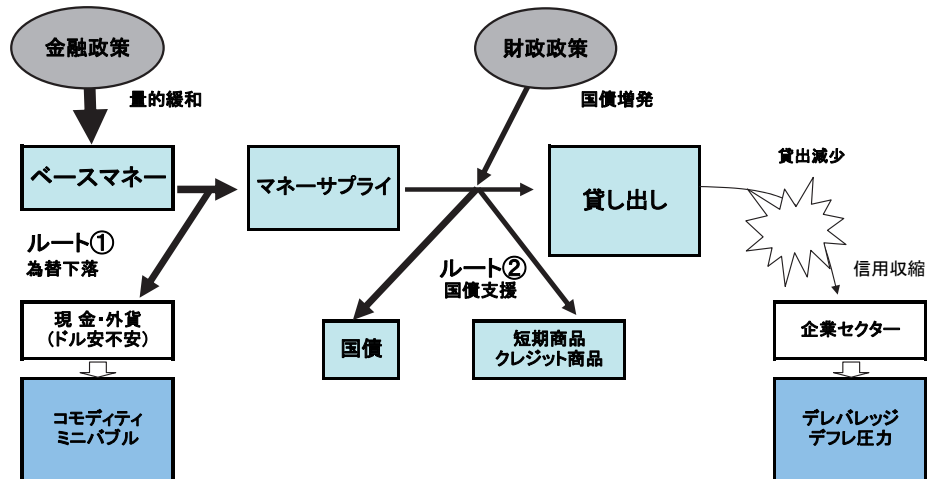
日本では大幅な貸出超過として預貸率が100%を大きく越えて「レバレッジ」がかかった状況でバブルが崩壊し、資産の質への不安が生じたことが1990年代後半の金融不安の背景にあった。そこで生じた現象は、資産圧縮と市場性調達依存の状態から預金調達依存のビジネスモデルへの転換にあった。同時に、企業サイドでも信用拡大の反動でバランスシート調整に伴う負債圧縮が、金融機関サイドの預貸率低下と一致することになる。また、金融機関はキャリーを中心とした国債投資への依存を高めることになる。

以上の預貸率の状況は銀行のレバレッジ状況を示す重要な尺度で、預貸率低下が日本では90年代後半から、米国では2009年以降、急速に進展した。しかし、欧州はその進捗が遅れている。しかも、欧州での深刻な現象は南欧諸国の預金が流出することで、預貸率低下の調整が進まないことにある。もとより、金融機関の存続を決めるのは調達の安定、預金力にあるなか、2012年に預金の減少が確認されたギリシャ、ポルトガル、スペインの状況は深刻と考えるべきだろう。日本では金融危機の状況下でもマクロ的に預金の減少は確認されなかった点は欧州と大きく異なる。

図表3-19は日本のバランスシート調整における資金フローを示すために筆者が1990年代から用いてきた概念図である。この図表では、入り口として左上にある中央銀行が

金融緩和で資金を供給しても、右下の貸出しに資金が向かわず、結局、国債（ルート 2）や海外（ルート 1）に資金が向かうことを示している。すなわち、中央銀行信用でベースマネーを拡大しても、一定のマネーサプライの拡大にはなっても、民間信用拡大、貸出拡大には結びつかなかった。

図表3-19 資金フローの概念図



（資料）みずほ総合研究所

先に示した IS バランスが示すように、企業セクターが資金余剰状況下、企業のレバレッジが低下し、貸出・社債も含めたデット商品トータルの供給は限られる。一方、「金融政策の日本化」において金融当局が大量の資金供給を行えば、国債の利回りが低下し、その結果、「search for yield」でスプレッド縮小に向かうことになる。昨今、欧州市場で伝えられるジャンクボンドも含めたクレジット市場への関心は、限られたクレジットプロダクトへの運用ニーズを反映したものである。以上が、「第 4 の日本化現象」としてクレジット市場の日本化として欧米の信用スプレッドも 2009 年以降、急速なスプレッド縮小が続いている。

### 3.10 グローバルな金融規制は「日本の銀行になれ」

今日、グローバルな金融規制のトレンドに大きな影響を与える、米国金融規制改革法（ドッド・フランク法）の中でも、いわゆる「ボルカー・ルール」は特に金融機関への影響が大きく、金融市場での最大の論点の一つになっている。「ボルカー・ルール」は、銀行等による自己勘定取引ならびにヘッジファンド、プライベートエクイティファンドへ

の出資の原則禁止を内容とするものである。同様に、英国ではリテール預金を扱う銀行を他の業務から独立したエンティティとして切り離すリテール・リングフェンスの議論も生じている。すなわち、世界の 2 大金融拠点で金融機能を抑制させる制度が導入されようとしているのは注目すべき点である。

以上の規制の潮流は、2007 年頃までの世界的な信用バブルの拡張と、その結果生じたサブプライム問題やリーマンショックに対する「反省と再発防止」の観点から、信用拡張への歯止めと業態規制を全面的にかけることを意味している。それは、銀行に対し「ナロー・バンク」の方向性を志向し、リスク拡張で金融が世界経済の混乱を加速するような状況を回避させるための対策とされるものである。

英国では金融が招いた不況長期化のなか、金融規制への世論は根強い。日本ではバブル崩壊後、1990 年代後半に公的資金導入にそって金融機関批判が生じたが、欧米でもそれから 15 年遅れで類似した状況が生じるのもバランスシート調整下での典型的現象といえる。

以上のグローバルな金融規制の潮流の目指すものは、預金調達力を重視し、その範囲内でレバレッジを抑制して銀行を中心とした着実な金融業務をあくまでも経済のインフラとして行うことである。その結果、銀行の収益性は低下するものの、金融が国家全体を振りまわし、さながら「尻尾が体を振り回す」状況を回避するためには不可避な対応として世論の支持をうけることを意味する。それは、図らずも、今日のグローバルな金融規制は「日本の銀行になれ」の如く、ある面では日本の金融機関のあり方が世界の最先端を歩む状況になっている。こうした金融規制の潮流は、5 つ目の日本化現象とした「金融規制の日本化」である。

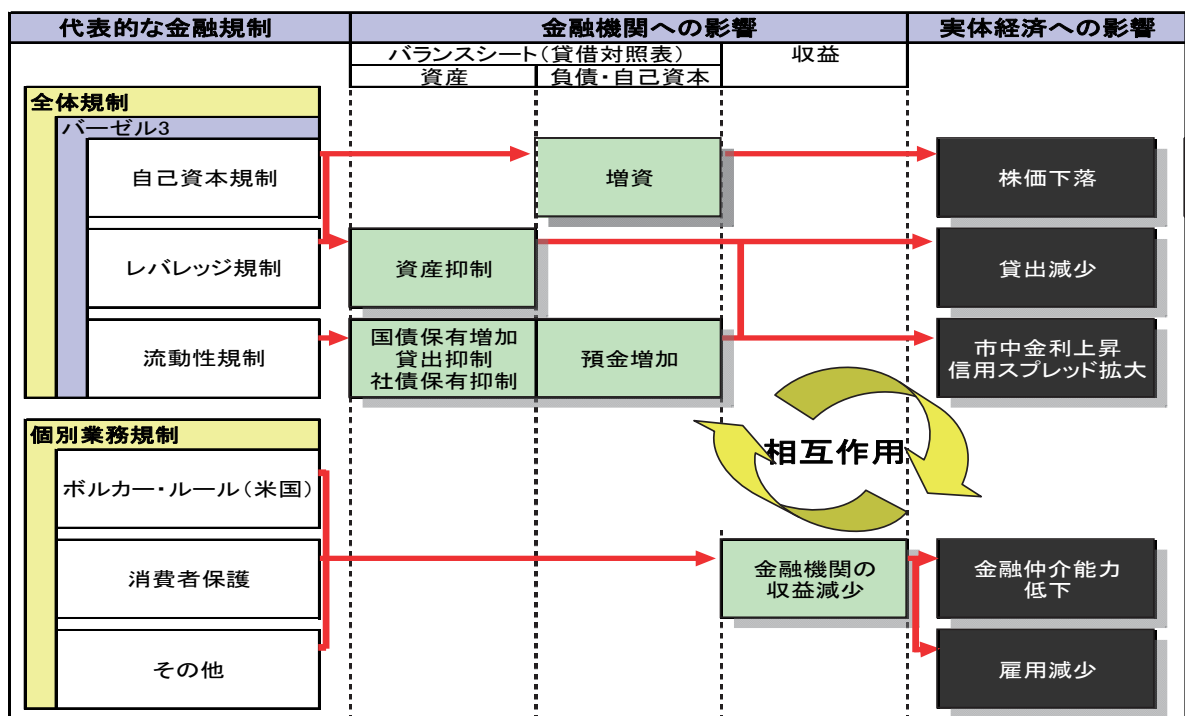
さらに、各政策当局が独自の判断を行うことが、全体では「合成の誤謬」とした景気下押しを強める結果になる。各当局者は新たな政策を導入するにあたって、「他の状況が変わらなければ」という前提に基づいてその政策効果を算定する「部分均衡的」発想が中心である。ただし、他の当局者も一斉に対応を行う場合、全体が合わさることによって生じ得る「一般均衡的」予想は困難である。

特に、バブルを挟んだ時期において、各国ではバブル崩壊後の金融支援を余儀なくされ、その正当化を政治過程で行うことが求められる。公的資金等で金融への支援を行ったなか、「再発防止策」を国民に示すことが求められる。すなわち、欧米においては 2008 年以降のリーマンショック後に大量に行われた公的資金投入の「反省」として、その再

発防止の観点からも、新たな金融規制の導入が政治的禊（みそぎ）として必要になる。

しかし、金融規制が議論され、その導入が示された段階では、バランスシート調整に伴う信用収縮が生じており、新たな金融規制が一層の信用収縮を加速することになる。特に、金融制度の面では以下の図表に示されるように、一連の金融規制が一層の信用収縮を加速してしまう、いわゆる「プロシクリカル性」（循環を一層拡大させる）をもつことに留意が必要である。今日、世界の金融規制当局者で議論されるのは、2007年までの過大な信用拡大を生じさせた環境への抑制に向けた対応策、「再発防止策」の「反省」を行うことである。しかし、今日の状況はバランスシート調整によって信用収縮が始まった段階で、「皮肉にも」金融規制が制度化されて実施に向かいだしたことが更なる信用収縮を招きやすくなっている。すなわち、金融システム対策での日本化現象は、再発防止策による更なる信用収縮へのバイアスにある。2013年初にバーゼル3の規制導入が緩和させる動きが生じたのは、以上の信用収縮懸念を背景としたものと考えられる。ただし、日本のように債務調整が完了し、しかも金融機関が過度にレバレッジを拡大するマインドも低下した状況下、欧米で必要とされるレバレッジ拡大を抑制するグローバル規制を一律で行う必要があるかについては冷静な議論も必要になる。すなわち、バランスシート調整における症状が異なる段階のなかで、一律の処置が処方されることへの問題意識である。

図表3-20 今後の金融規制概念図



(資料) みずほ総合研究所

### 3.11 「5つの日本化現象」に

ここで、実体経済や、金融機関のトレジャリー部門に最も影響を与えうるのがバーゼル規制における流動性規制であり、規則遵守に向け、単純化すれば、銀行は「預金で資金調達し、貸出は削減する一方、国債で運用する」ことが奨励されることになる。

2012年4月にIMFは「国際金融安定性報告書」(Global Financial Stability Report、GFSR)を公表している。このレポートで注目されるのは、「安全資産」に対する議論である。同レポートでは「安全資産」(米国債、ドイツ国債、場合によっては高格付社債)に負荷が高まるとしている。すなわち、安全資産とされる国の数の減少、債務圧縮による供給の低下、証券化商品を安全資産としての役割の低下が供給サイドに存在。投資家の安全資産選好、規制による安全資産へのニーズも需要に拍車をかけるとされる。その結果、投資家の買い急ぎによる価格上昇とボラティリティの拡大を及ぼすとされる。

リスク管理の観点では、自己資本規制におけるソブリン債の扱いについて、発行国のリスクを反映したリスクウェイトをいずれは適用する必要があるとし、流動性規制においては、流動性カバレッジ比率算定のため、対象資産のヘアカット率の定期的見直しが必要としている。

こうした規制体系も含めた動きに伴う国債への志向やそれに伴う長期金利の低下については、「金融抑圧 (financial repression)」と表現する見方も存在するが、それは同時にそれだけの影響が生じていることへの認識の強まりとも考えられる。

以上のような環境をまとめて、図表3-21では5つの分野の日本化とした。

図表3-21 金融環境の「5つの日本化現象」

「日本化現象」の分野	状 況
資金フローの日本化現象	バランスシート調整に伴い、IS バランスで家計・企業の資金余剰化で資金需要の後退
金融政策の日本化現象	①ゼロ金利、②国債購入、③量的緩和、④時間軸政策
金融機関運用の日本化現象	期待水準を引き下げ、債券への長短金利差 (キャリー) 確保重視の運用に
クレジット市場の日本化現象	社債中心にクレジットスプレッド縮小
金融規制の日本化現象	預金重視の金融規制と流動性重視の対応での国債ニーズ高まり

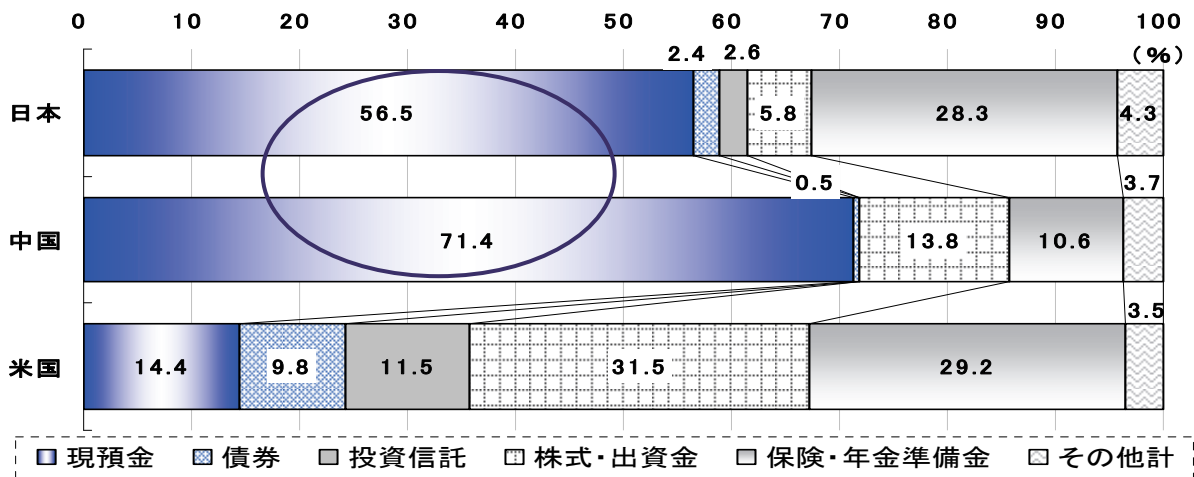
(資料) みずほ総合研究所

### 3.12 日本型金融モデルの再考

振り返れば、1970年代以降の金融市場のグローバル化、市場化のなかで、世界的な潮流として欧米型の金融モデルを模範と考える動きが一貫して続いていた。しかし、その結果として、金融の拡張、信用レバレッジの拡大が生じ、それが実体経済の大きさを上回ったことに伴う反動が、2007年以降の世界的なバランスシート調整につながっている。このような金融の拡張、レバレッジの拡大が、今日のグローバルな金融規制強化に舵が切られた背景にある。

一方、アジア型の金融モデルは、預金の調達力を活かした資金供給によって、経済成長を支えるインフラ的な機能であることがベースにある。以下の図表3-22は、日本、中国、米国の個人金融資産における金融商品別の内訳を示すものであるが、現預金が過半である日中と、株式や投信等の金融商品が多い米国とは大きく異なる構成である。他のアジアの多くの国々も日中の構造に類似しているため、アジアでは預金に資金が流入する構造となっており、預金の受入先である銀行による投資が重要となってくる構図と言える。それは、取りも直さず、借入れによる信用拡張を利用した資金供給とは異なり、本源的な資金力を背景にした金融モデルである。また、銀行を通じたモニタリング機能の重要性を示すものであった。なお、本源的な資金の一種として、一国のマクロ経済における経常収支黒字による貯蓄も、重要な役割を果たしている。

図表3-22 日中米の個人金融資産の内訳



(注) 中国は暫定値

(資料) 日本銀行 (2011/12)、FRB (2011/12) 経済科学出版社『中国居民収入分配年度報告 (2011)』

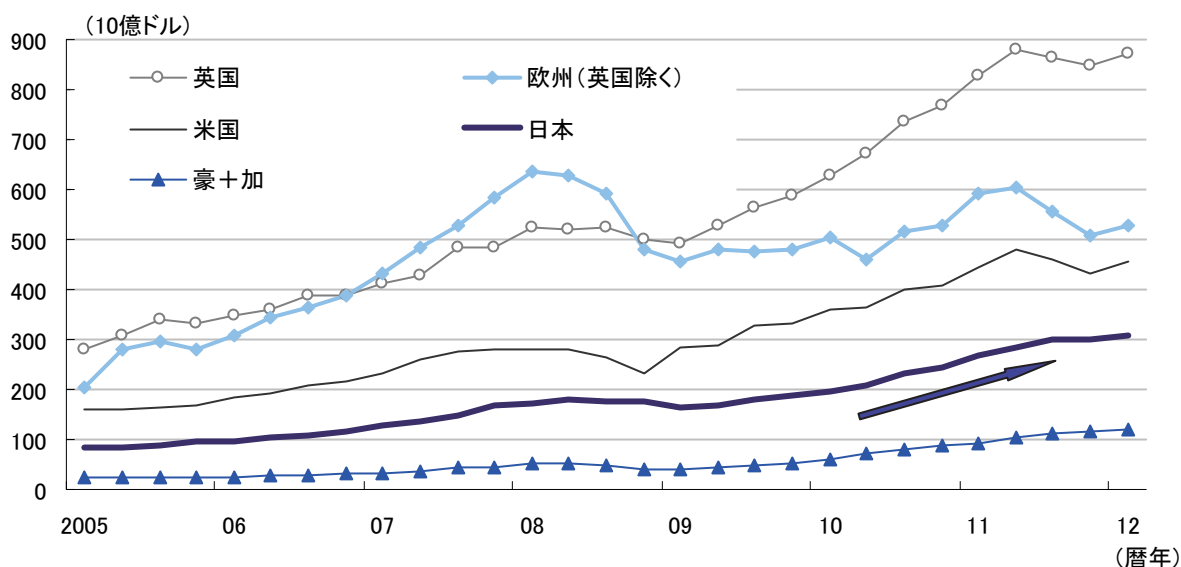
よりみずほ総合研究所作成

筆者は日本の国債市場における特徴をアジアの市場参加者に説明するとき、日本版プライマリーディーラー制度である国債特別参加者制度において、日本では銀行が重要なメンバーであり、重要な役割を果たしていることを常々指摘してきた。昨今、アジア各国の金融当局は、欧米型プライマリーディーラー制度を含む欧米の枠組みを直輸入して国債等債券市場インフラを整備しようとしているなか、アジア型の金融モデルの特徴を勘案すれば、全く同じ仕組みの導入は適さないと考えられる。すなわち、前述のように、アジア型の金融モデルでは、銀行は投資家としての側面も併せもっているため、アジア各国金融当局は投資家という観点からも、銀行の存在を重視し、銀行に対して債券市場育成の議論への参加を、これまで以上に求めていかなければならないことになる。

### 3.13 本源的資金を活かした安定した金融仲介

以下の図表 3-23 では、国・地域別のアジア向け貸出しの推移を示している。いまや最も世界で注目されているのはアジア地域であるが、昨今、欧米の金融機関がアジア向けの貸出しを抑制するなか、日本も含め、アジアの金融機関がアジア向けの貸出しを従来同様のトレンドで伸ばしていることがわかる。欧米型金融モデルの見直しにより、アジアでの資産圧縮を迫られている欧米金融機関と異なり、アジアの金融機関はアジア型金融モデルであるがために健全性を保っており、その融資能力を維持できた面が強いと言えるだろう。結果として、金融の「原点回帰」と言える、「本源的な資金」を活かした安定的な金融仲介が再評価される動きにつながるものと展望できる。

図表3-23 各国別のアジア向け貸出し推移



(資料) BIS より、みずほ総合研究所作成



### 3.14 日本そのものがSWFだった

図表 3-24 は戦後の日本の発展を支えたリスクマネー創出システムを示した概念図で、日本そのものが壮大なソブリンウェルスファンド（SWF）であったともいえる。また、日本を企業にみたてて「プライベートエクイティファンド」として成長資金を供給した構造を示すものだ。同時に、そうしたリスク資金転換システムを機能低下させた制約要因も同時に示すものである。戦後の日本の対応は官民の政策ベクトルを合わせることで、単なる資金をエクイティ性の資金に変える「錬金術」によって実現された面が大きかった。以下の図表 3-24 ではバブル崩壊後、金融機関を取り巻く環境の転換と財政投融资の転換によるリスクマネーに大きな変化が生じた。戦後、銀行が担っていたリスクテイク機能が世界的な金融規制のなかで制約が大きくなか、日本でその機能を代替しているのが主要製造業と総合商社の機能であろう。

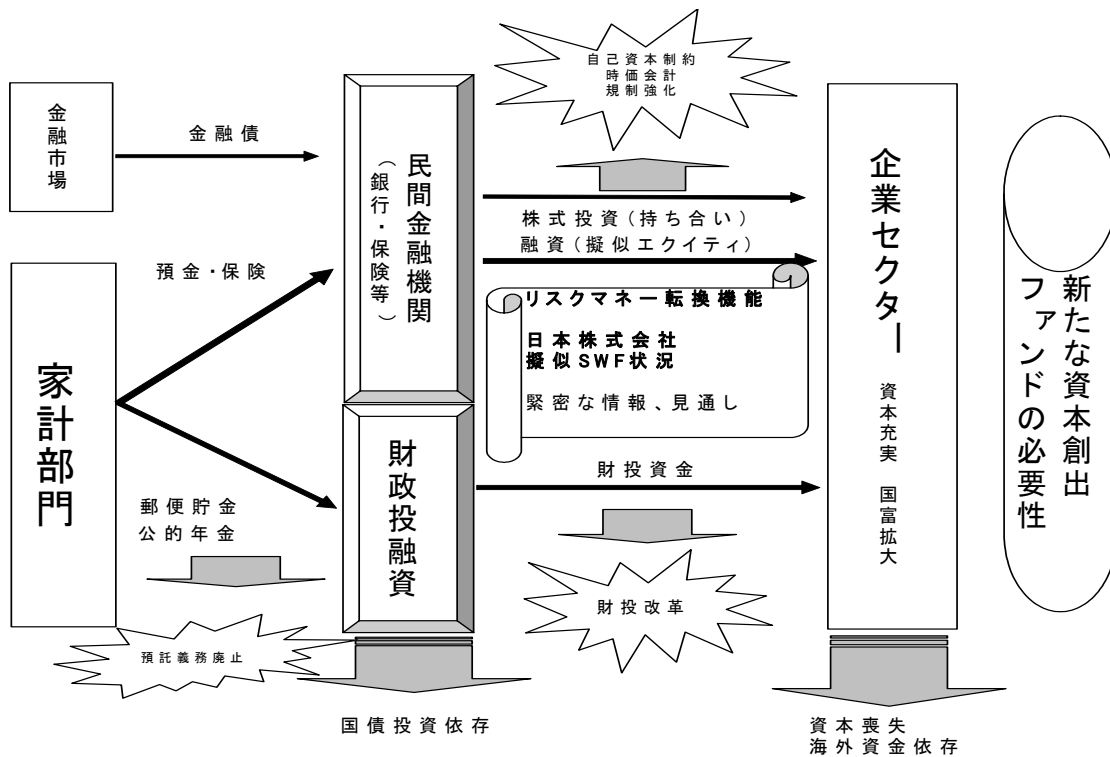
2010年に日本政府は産業革新機構を設立して日本政府としてのリスク資金供給を行う組織を設立するに至っている。産業革新機構は日本がもつ産業資源の潜在力を活かすことが目的とされ、新たな価値を創造する革新性のある事業に中長期的産業資本を供給するとされる。こうした動きも日本が従来、国そのものが実質的なソブリンウェルスファンドであった構造を現代的な観点から再構築する動きとも考えられる。

一方、戦後の構造は限られた資金をリスク性資金に転換させる仕組みを公的セクターと民間金融セクターが担っていた。そこでデット・エクイティスワップの機能を銀行融資の擬似エクイティ性が担った。また、長期資金転換を公的金融機関が担っていた。リスク資金の創出には従来、銀行貸出しが長期安定の擬似エクイティとして機能していたことに依存した面が大きかった。銀行への国際的規制の強化のなかで銀行が従来のような機能を担いにくい環境下、様々なネットワーク、「絆」を利用してエクイティ性を帯びた資金をいかに創出できるかが重要な課題である。

日本の銀行の融資は「擬似エクイティ」として機能してきた。なかでも地域の有力金融機関がもっていたリレーションによるネットワークはエクイティ的性格を有していた。同様に、大手金融機関がもつ主力金融機関としての貸出もエクイティ性を有する、ないしは劣後性をもった貸出であった。こうした性格付けがグローバルな金融規制のなかで十分な理解が得られなかったことに日本のバブル崩壊後の問題が存在した。日本の金融の復活はどのようにしてもう一度、新たな形でエクイティ性の資金を創出することができるかによる面も大きい。2004年以降、日本ではリレーションシップバンキングとして地域金融機関の性格付けを行ったことがあったが、改めて、絆による擬似エクイティの

観点から地域金融機関の意義付けを行うことも考えられる。日本のように資金が預金を中心に間接金融機関に集中する資金構造にあるなかでは、銀行を通じたリスクテイク機能を重視することが不可欠になる。そのリスクテイクの形態が日本の銀行の融資は「擬似エクイティ」として機能してきたことにあった。今後の金融の規制環境は以上のような日本の資金構造に沿った現実的な状況からいかに、リスクマネーを創出できるかを考える必要があるだろう。

図表3-24 戦後の日本のリスクマネー創出プロセスの概念図



(資料) みずほ総合研究所

### 3.15 日本は先駆けて「脱日本化」できるか

今後、改めてリスク性資金、いわばエクイティ性資金を復活させるのは容易でないだろう。日本においても短視眼的な成長戦略だけでなく、いかに自らの持っているものを再認識して先行き期待の改善、マインドセットの転換を通じ、金融面では緊密な絆からのエクイティの再生をいかにできるかが鍵である。エクイティ性資金の復活には先行き期待の改善も不可欠になる。

2012年の拙著「20XX年 世界大恐慌の足音」<sup>46</sup>でのメッセージは、「今日、日本が最

<sup>46</sup> 『20XX年 世界大恐慌の足音—世界国債バブルに続く本当の危機』(高田創 東洋経済新報社 2012年12月)

も世界経済の状況を理解している可能性がある。少なくとも現段階ではバランスシート調整をすでに終わらせ、現時点ではバランスシート調整の当事者としての地位ではない分、客観的な見方をする事ができる。そうした知見を活かすことができなければ、日本は過去 20 年をどう学んだかと問われても仕方ないだろう。」であった。

同様に、日本が本来であれば、バランスシート調整から先に抜けだす目処をつけなくては過去 20 年のバランスシート調整からの習熟も問われかねない。世界的には依然バランスシート調整が残存するが、日本については以上で議論したようにその調整を終えているだけに、新たな金融のあり方を踏まえたうえでの成長戦略も展望できる状況にある。それは、いかにエクイティの再生を実現してレバレッジ拡大に戻る、「脱日本化」を日本が先駆けて行うことができるかにある。

ここで日本の問題は、先の冒頭に示した図表 3-3 の概念図で債務の肩代わりは国債を通じて実現できたが、収益を確保する成長戦略と、先行きのマインドの改善ができないことにあった。日本は 2007 年頃に債務調整の目処がついたものの、丁度その段階に今度は米国中心の調整が生じたことで新たな調整圧力が再び海外から生じる状況に後戻りしてしまった。同時に、欧米のバランスシート調整に伴う一段の円高圧力に伴う縮小均衡で、日本の「デフレ均衡」が深まる状況に陥ってしまった。

今日、「失われた 20 年」の脱却の第一歩への期待が漸く生じたのは、アベノミクスへの期待に止まらない。米国の 2007 年からの調整がすでに 6 年近い年限が過ぎるなか、漸くその調整が終盤にさしかかり、住宅分野を中心に緩やかながらも回復に向けた道筋が 2014 年以降にかけて生じる姿を描くことができる状況になったからである。その結果、日本の為替円高圧力も転換し、従来のデフレ均衡の悪循環の環境も変わりうる状況になってきた。加えて、マインドセットの観点からも、安倍政権が行う様々な対応が次第に期待の転換を生じうるきっかけをもたらす期待も生じている。もちろん、バランスシート調整に伴うデフレからの脱却には多くのハードルが残っている。そこでは冒頭の図表 3-3 の概念図における、成長戦略における収益性向上策を着実に実行する必要がある。

戦後、先進国のなかで日本ほど大きなバランスシート調整とそれに伴うデフレ、「日本化現象」を体験した国はない。それだけに、「日本化先進国」である日本は経済・金融環境におけるまたとない症例と経済金融政策の治験を行った唯一の先進国である。日本の金融市場を長らく体験したのものとしてその特権を活かした出口戦略を議論する必要がある。また、こうしたデフレからの脱却の試みは人類の金融史上初の実験として位置付けることもできるだろう。

## 第4章 グローバル・インバランス、金融危機とわが国企業部門 —貯蓄投資差額等に基づく俯瞰<sup>47</sup>—

後藤 康雄 三菱総合研究所 主席研究員 チーフエコノミスト

### 4.1 はじめに

世界経済は2008年9月のリーマンショックを引き金に大きく落ち込み、その後も欧州で深刻な債務危機が発生するなど、欧米を中心に混乱が続いている。本章は、国際的な貿易や資本の動きなどをやや長い目で概観し、その中におけるわが国およびわが国の企業部門がどのような状況にあったかを、グローバル金融経済危機との関連を念頭に置きながら、振り返って整理するものである。

2000年代後半以降のグローバル金融危機のメカニズムを考える際の大きなポイントは、経常収支の不均衡（グローバル・インバランス）である。特にわが国においては、90年代以降の経常収支およびその裏側にある貯蓄投資バランスのトレンドをもっとも大きく左右したのは企業部門であった。わが国の企業部門は、1985年のプラザ合意、その後のバブル発生と崩壊といった、激しい経済環境の変化にさらされてきた。グローバル金融危機に向かう期間におけるわが国企業部門の動向も、こうした長期的な経緯を抜きに考えることはできない。

本章の主たる問題意識は、今回のグローバル金融危機において、わが国は積極的にそれを促す側にあったのか、むしろ受動的に巻き込まれる側にあったのか、という点にある。これを、有力とされる仮説に基づく海外のデータの概観によって考察し、さらにわが国サイド、特に企業部門の状況やデータを詳しくみることによって補強する。

以下、第4.2節では貿易、資本の両側面から、米国を中心とするグローバルな経済取引の動向を長期的な視点から概観する。特に、世界経済全体のなかで、わが国がどのような位置づけにあったのかについて確認する。第4.3節では、米国を基点とする近年の金融経済危機の背景についての見方を、グローバル・インバランスなどの概念をまじえつつ

---

<sup>47</sup> 本稿は、科学研究費（基盤研究C：22530257）の補助を受けた成果および京都大学—三菱総合研究所共同研究（アカデミックイノベーション・マネジメント講座）の成果の一部を活用している。池尾和人慶応義塾大学教授、翁邦雄京都大学教授、高田創みずほ総合研究所調査本部長、小黒一正一橋大学准教授、中島厚志経済産業研究所理事長、藤田昌久同所長、森川正之同副所長、植村修一同上席研究員らからは多くの有益なコメントを頂いた。記して感謝したい。ただし、言うまでもなくあり得べき誤りはすべて筆者に属する。また、本稿の意見は筆者個人のものであり、所属する組織のものではない。

展望する。続く第 4.4 節では、前節までの整理を念頭におきつつ、日本経済の長期的なトレンドの鍵を握る企業部門について、対外収支(経常収支)、貯蓄投資差額(IS バランス)、の各側面からチェックする。最終節は全体のまとめである。

## 4.2 世界経済の概観－貿易・資本フローの視点

リーマンショックに向かう過程で、世界経済はどのような動きを示していたのか。今から振り返れば、危機の「予兆」はあったのか。まず本節では、世界的な貿易、資本の流れを、金融危機の震源ともいえる米国との取引を中心に時系列的に概観し、そこにおけるわが国の位置づけを確認する。エリアとしては米国、日本、欧州、アジア・大洋州、ラテンアメリカの 5 ヶ国・地域を考え、期間は 80 年代、90 年代、2001～2007 年（リーマンショック前）、2008～2011 年（リーマンショック以降）の 4 つの期間を捉える。

### 4.2.1 貿易取引の動向

モノの取引、すなわち貿易取引は、グローバル化の進展を背景に、長期的なトレンドとしてもともと世界的に拡大の方向にあったが、特に 2000 年代入り後、リーマンショック前までその傾向が加速した。対米貿易は、各地域とも拡大傾向をたどっていたが、とりわけアジア・大洋州がグロス、ネットとも著増していた点が目立っている。

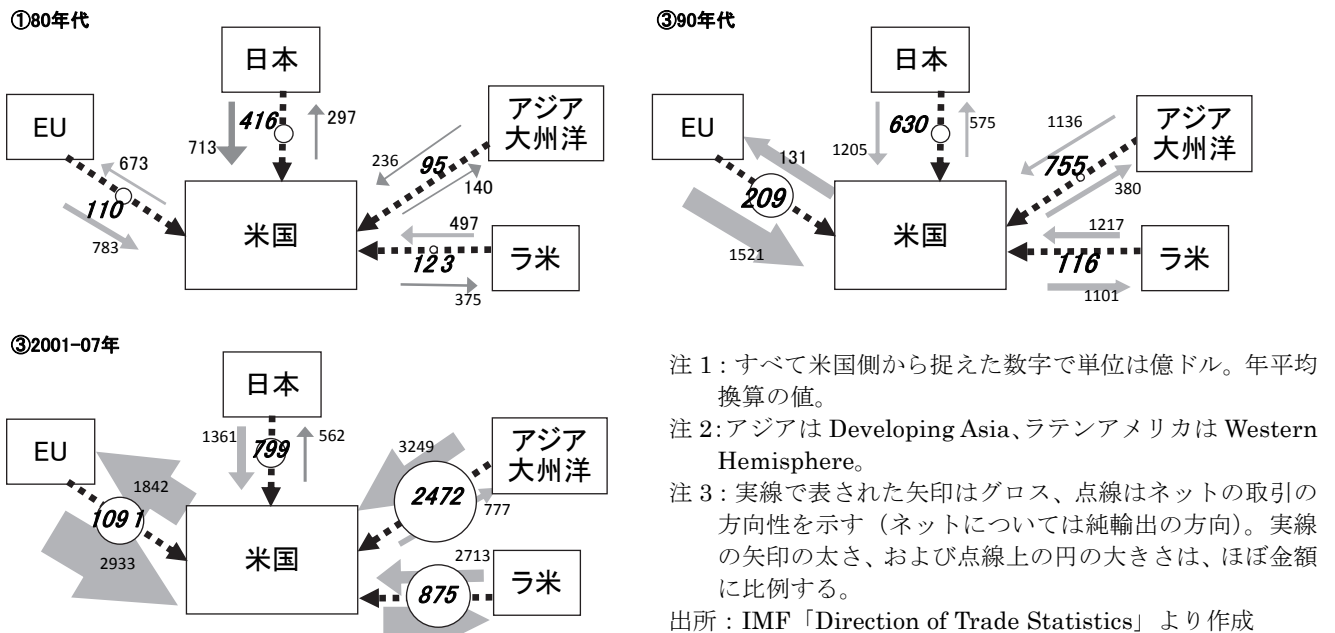
アジア・大洋州の対米輸出は、90 年代には 80 年代の約 5 倍、リーマンショック前は前期に比べ約 3 倍に増大した。この結果、リーマンショック前の対米輸出額は年平均 3,249 億ドルにのぼっていた。輸出に比べ、米国からの輸入はそれほど伸びなかったため、純輸出も 90 年代、リーマンショック前にそれぞれ約 8 倍、約 3 倍と急増し、リーマンショック前のネット対米輸出は年平均 2,500 億ドル近くに達した。

欧州の対米輸出も高い伸びを示していた。グロスベースでは、90 年代、リーマンショック前に、前期に比べ約 2 倍ずつの規模となり、ネット対米輸出もそれぞれの期間で前期の約 2 倍、約 5 倍の水準に達した。この結果、リーマンショック前の年平均のグロス、ネットの各輸出は、約 3,000 億ドル、1,091 億ドルとなった。

こうしたなか、80 年代に貿易摩擦問題に悩まされた日本は、その後も増加傾向をたどっており、80 年代からリーマンショック前にかけて、グロス、ネットのいずれも約 2 倍に増加している（この結果、リーマンショック前の年平均の金額はグロスで 1,361 億円、

ネット(約 800 億ドル) 48。しかしながら、世界全体のなかでの存在感は相対的に希薄になっており、グローバル・インバランスの主役とは言えない。

図表4-1 リーマンショック前の貿易フロー：米国を中心とした概観



#### 4.2.2 資本取引の動向

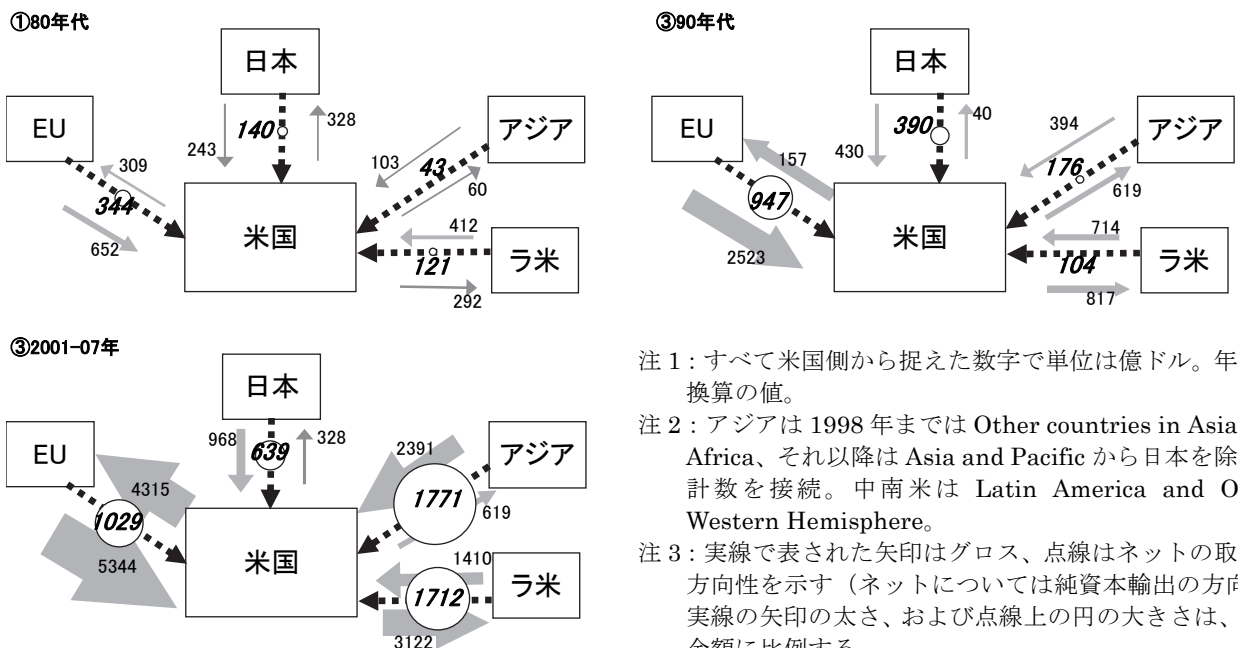
モノの取引に対してカネの取引、すなわち国際的な資本フローも、貿易と同様に拡大傾向をたどってきた。特に対米取引については、アジアと欧州のプレゼンスの拡大が目立ち、貿易フローと似た状況が観察される。ただし、ここで特徴的なのは、欧州がグロスの両建てで急膨張していたことである。この間、ネット、グロスとも拡大したアジア、欧州やアジアに比べればマイルドな拡大に止まった日本、というのが全体の概観である。

欧州では、80年代からリーマンショック前にかけて、ネット・ベースの対米資本フローが約3倍に増加しているが、それにも増して目立つのは両建てでのグロスの取引拡大である。80年代には年平均で652億ドルだった米国向け資金流出額は、リーマンショック前には5,344億ドルと、8倍以上の規模に達している。米国からの資金流入額も、同期間に約14倍に増加し、この結果、米国向けのネット流出額は約3倍に増加した(344→1,029億ドル)。

48 わが国については、中国を含むアジア諸国経由で米国に輸出された部分も相当大きいと考えられる。

この間、アジアもグロス、ネットのいずれのベースでも急増したが、欧州に比べるとグロスよりもネットでみた対米資金流出額の拡大が特徴的である。80年代には年平均で43億ドルに過ぎなかったネット流出額はリーマンショック前には41倍の1,771億ドルに急増した。これは同時期の欧州の額をも大きく上回るものである。こうしたなか、貿易取引と同様に、日本はグロス、ネットとも増加はしているが、アジアや欧州の影に隠れてプレゼンスは目立たなくなっている。ここでも、わが国はグローバルな取引拡大のメインプレイヤーとは到底言い難い。

図表4-2 リーマンショック前の資本フロー：米国を中心とした概観



注1：すべて米国側から捉えた数字で単位は億ドル。年平均換算の値。  
 注2：アジアは1998年までは Other countries in Asia and Africa、それ以降は Asia and Pacific から日本を除いた計数を接続。中南米は Latin America and Other Western Hemisphere。  
 注3：実線で表された矢印はグロス、点線はネットの取引の方向性を示す（ネットについては純資本輸出の方向）。実線の矢印の太さ、および点線上の円の大きさは、ほぼ金額に比例する。  
 出所：米国商務省経済統計局ホームページ「International Transaction」より作成

### 4.3 金融危機のメカニズム

#### 4.3.1 2つの有力仮説

以上みてきたように、リーマンショック前まで、資金フロー、貿易フローのいずれについても、国・地域を問わず米国との取引は急激に拡大していた。事後的にみれば、リーマンショックを契機に、こうしたカネとモノの流れの巻き返しが生じ、世界経済の萎縮が進んだわけである。

こうした事態を招いた米国発金融危機（遑って米国バブル）の原因については、大きく分けて、(i) 実物面のグローバル・インバランス（global imbalance、以下 GI）が主

因とする見方と、(ii) 金融面の過剰流動性 (excess liquidity、以下 EL) が中心的役割を果たした、とする見方とがある。前者の GI 仮説は、中国など経常黒字国の資金が米国市場に流入したことが金融危機の原因とする見方であり、Bernanke (2005)、Dooley、Falkerts-Landau and Garber (2003) などとその代表である。金融危機をめぐる議論なので、最終的には資本フローの動向に帰着するのだが、実物面を背景とした「ネット」資本フローとしての経常収支が重要な役割を果たしたとみる。

これに対し EL 仮説は、米国を中心とする世界的な金融緩和が過剰流動性を生み、バブルを惹起した、とみるもので、Taylor (2008) や Eichengreen (2009)、Borio and Disyatat (2011) などとその代表である。これらは、いわばグロスとしての資本フローの重要性を強調するものである。以下、GI 仮説と EL 仮説について、実際のデータをまじえながらやや詳しくみていく。

#### 4.3.2 グローバル・インバランス仮説

中国などの「過剰貯蓄 (Global Saving Glut)」（あるいは貯蓄に対する相対的な投資の不足）がそれらの国々の巨額の経常黒字を生んで米国への資金流入の源となり、ひいては金融危機の土壌を形成した、と Bernanke (2005) らは主張する。確かに、世界規模で生じた現象を振り返れば、中国の貯蓄超過と米国の貯蓄不足に象徴されるようなグローバル・インバランスが拡大してきたのは事実である。そして、その流れに沿った形で日本やドイツも経常黒字は拡大基調にあった。因果関係はともかく、結果的にわが国も経常黒字を拡大させ、対米資本フローを増加させた側のグループに属している<sup>49</sup>。

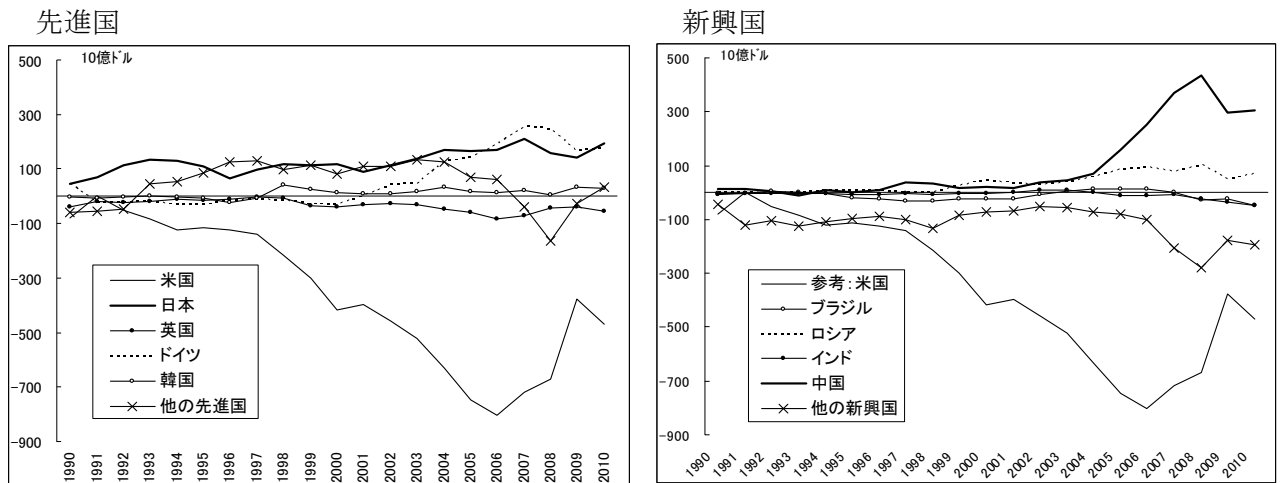
もっとも、すべての国々が経常黒字を拡大させたわけではない。先進国では、イギリスは米国ほどではないものの経常赤字を増やしていたし、新興国でもインドは 2000 年代前半を除いて経常赤字の傾向が続いていた。このように国ごとにみれば状況は区々であるが、全体の構図としては、圧倒的な経常赤字につながる実需を生んできた米国と、そ

<sup>49</sup> GI 仮説には、グローバル・インバランスの主因として過剰貯蓄を重視する上記の GSG 仮説のほか、中国を中心とする新興国の固定的な為替制度に焦点を当てた「ブレトンウッズ II (BWII)」仮説もある (DFG (2003))。これは、中国などを“周辺国”と位置づけ、現状をかつてのブレトンウッズ体制に近い状況とみるものであり、管理的な為替制度が経常収支不均衡の背景と考える。グローバル・インバランスの“主因”かについては慎重な議論が必要だが、確かに中国などの固定的な為替運営 (自国の為替相場を通貨安方向に誘導) が米国への資金フローの一部を説明するとみることは不自然ではない。欧州などと異なり、アジアから米国への資本フローは民間資金ではなく外貨準備が主体であるが、これは固定的な形で自国通貨安に誘導するため、自国通貨売り・ドル買いを恒常的に行ってきたことを反映している。



れに対する供給を急速に増やした中国、およびそうした流れと同一の方向で経常黒字を拡大させた日本やドイツ、とまとめることができよう。

図表4-3 主要国の経常収支の推移



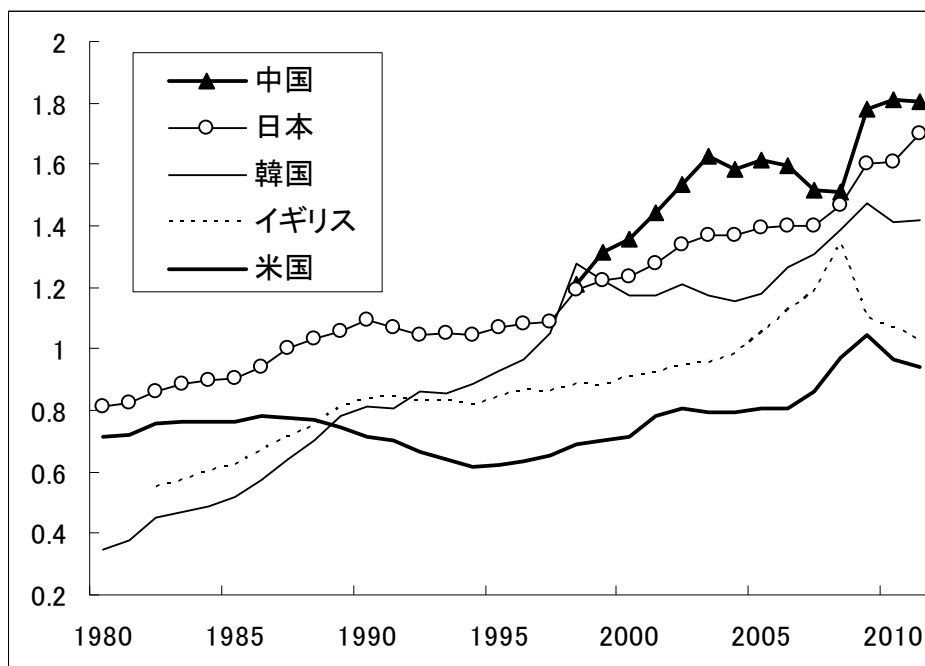
出所：IMS「WEO」より作成

#### 4.3.3 過剰流動性仮説

実物面としての経常収支の不均衡を重視するGI仮説に対し、米国などで進められた金融緩和が世界的な過剰流動性を生み、それが金融危機の地盤を形成した、と考えるのがEL仮説である。そうした過剰流動性を米国や欧州が仲介し合い、両建てでグローバルな資金フローが拡大し、それが米国のバブル体質につながったとみる。

米国は、2001年の9.11同時多発テロ以降、2000年代は臨戦モードで意図的に金融緩和へのドライブをかけていた。イギリスなど他の国々も（わが国を含め）、総じて金融システム不安、デフレ圧力、景気停滞などを背景に90年代以降、長らく金融緩和を続けていた。こうしたなか、「マネー指標÷名目GDP」として算出した各国の「マーシャルのk」は、2000年代以降、総じてそれまでのトレンドよりもやや上ぶれ気味に推移していたように見受けられる。

図表4-4 各国のマーシャルのkの推移



注1：マーシャルのkは、マネー指標÷名目GDPとして計算。

注2：マネー指標は、米国、イギリス以外はM2。米国はM3、イギリスはM4。

注3：米国の2006年以降のM3にはShadow.statsにおける推計値を用いた。

出所：IMF「IFS」、Shadow.statsより作成

#### 4.3.4 両仮説の関係

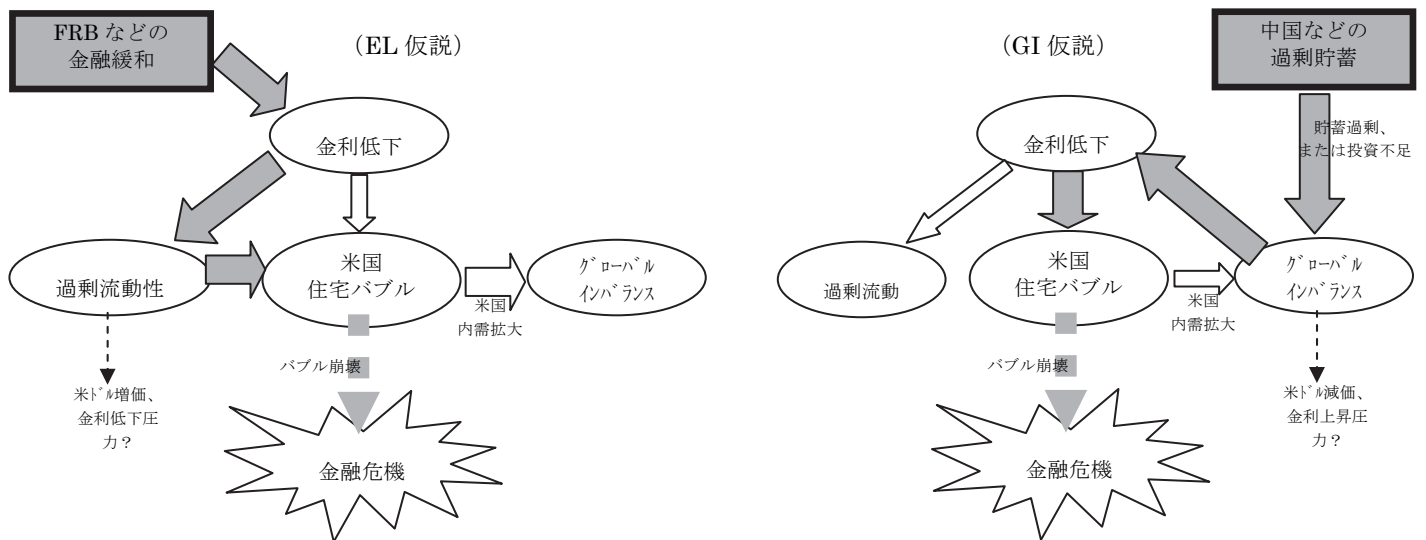
リーマンショック前の期間における米国との経済取引をみると、欧州を中心にグロス（およびネット）でみた資本フローが、また中国をはじめとするアジア諸国を中心に経常収支不均衡（およびその裏側にあるネット資本フロー）がそれぞれ大きなプレゼンスを占めていた。しかし、これらの個別の事実だけでは、対外収支と貯蓄投資バランス、あるいは資本フローと実体経済、といった各要素の因果関係が複雑に絡み合うなか、グローバル金融危機の主因を特定することはできない。

GI仮説に立てば、中国などの過剰な貯蓄がグローバル・インバランスを生じ、それによるネット資本フローが米国に流れ込み、金利低下圧力や過剰流動性を生み、ひいては住宅バブルを招いた、ということになる。一方、EL仮説に立てば、米国自身をはじめとする国々の過度な金融緩和が金利低下や過剰流動性を促し、それが住宅バブルを生んで、結果的にグローバル・インバランスにつながった、ということになる。ここで難しいのは、いずれのシナリオにおいても、グローバル・インバランスと過剰流動性がともに登場することである。因果関係は異なるのだが、概ね同時進行であったため、いずれのシ

ナリオが妥当なのか判別しづらい。

以下の図は、両仮説が思い描く主たるメカニズムをフローチャートで示したものである。論者によって重点の置き方や詳しい中身は異なるが、細かい点は捨象し、主要要素のみ提示してある。網掛けをした矢印がもっとも重要な因果関係であり、GI仮説では右上の過剰貯蓄が、EL仮説では左上の金融緩和が起点となっている。

図表4-5 GI仮説とEL仮説

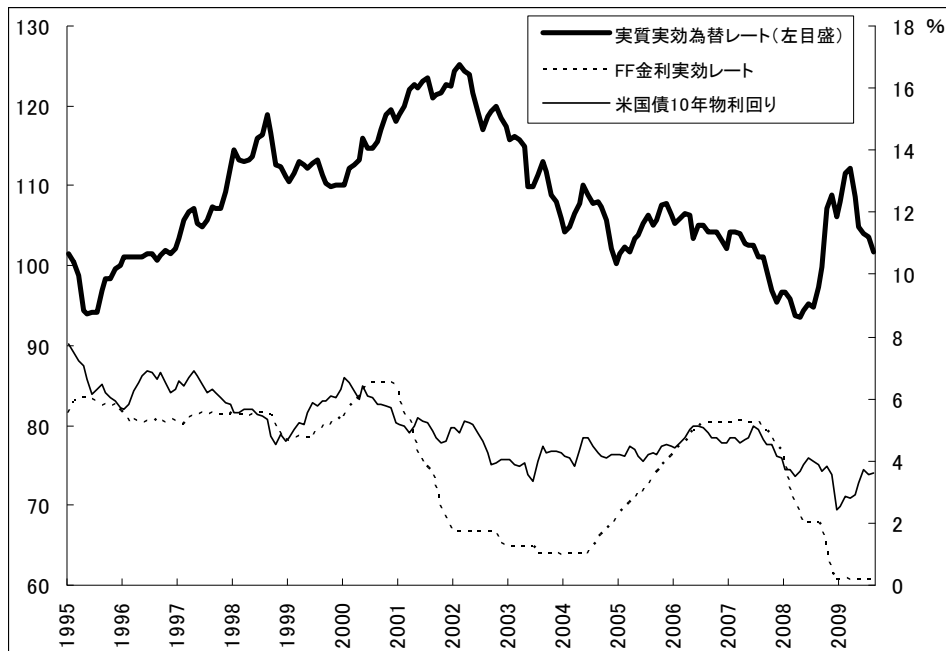


起点と因果関係こそ異なるものの、両仮説とも円形で表示した途中段階の事象は共通しており、これらがほぼ同時進行する状況における主因の判別は難しい。一つの手がかりとしては、金融市場の反応、特に為替レートと金利の動向が挙げられる（福田・松林（2013））。GI仮説が正しいとすれば、グローバル・インバランスの主導によって全体が進むため、米ドルには減価圧力がかかりやすくなる。また、米国内需の拡大等を背景に資金需要が増大するため、世界的には金利上昇圧力が高まる公算が大きい。これに対し、EL仮説が妥当であれば、対米投資のための米ドル需要が為替の増価を招く一方、資金供給の拡大により世界的には金利低下圧力が生じやすくなる。

現実の動きを振り返ると、為替レートは判断が微妙な推移を示している。90年代後半のルービン財務長官時代のドル高政策の後、2000年初頭のグリーンズパン議長のもとでFRBは金融緩和を進め、ドル高是正が進んだ。2000年代初頭から半ばにかけての期間を通してみればドルのトレンドは減価傾向をたどったように見えるが、肝心の2000年代半

ば、すなわちリーマンショック直前の時期は、概ね横ばい圏内で推移していたようにみえる。一方、金利の動向をみると、2004年からFRBが急激な利上げを進めたにもかかわらず、長期金利はなかなか上がらない状況が続いた。当時のグリースパンFRB議長を当惑させた、有名な「Conundrum（謎）」である。

図表4-6 米国の実質実効為替レートと長期金利



注：実質実効レートはBISによる narrow ベース。

出所：BIS「effective exchange rate」、FRB ホームページより作成

以上の状況を見ると、どちらかといえばEL仮説の妥当性が高い印象が強い。これは、わが国からみた実感にも合うところである。EL仮説においてわが国は因果関係の末端に位置するが、今次金融危機における全体のメカニズムの巻き返し過程において、貿易面を通じたダメージは大きかったが金融面を通じた影響は限定的であった。EL仮説のフローチャートでいえば、右側に位置するグローバル・インバランスの縮小には直撃されたが、左側の過剰流動性の巻き返しには巻き込まれなかった、ということである。

もっとも、先にEL仮説の有力な根拠とみなした金融市況は様々な要因を反映して決まるものであり、最終的な判断は慎重に行わなければならない。また本来、GI仮説とEL仮説は、背反的に対立するものではない。米国をはじめとする世界的な金融緩和、および中国などの過剰貯蓄（投資不足）という、各仮説のシナリオの起点は互いに矛盾するものではなく、同時に発生し得る。しかし、GI仮説とEL仮説は、各国の立場を背景に

した政治的な色彩も強く帯びているため、現実を超えた先鋭的な議論の対立につながりかねない<sup>50</sup>。

#### 4.4 わが国の状況

米国を中心に据えつつ、世界経済の状況を、GI 仮説と EL 仮説を念頭に置きながら整理してきた。そこで確認したこと、すなわち、(i) 米国をめぐる貿易フロー、資本フローのいずれにおいても、わが国のプレゼンスは小さいこと、(ii) GI 仮説より EL 仮説の妥当性が高い可能性があるが、特に EL 仮説においてわが国の位置づけは小さいこと、を鑑みると、わが国は米国発金融危機の積極的な“主犯”ではなく、“巻き込まれた”立場というのが実態に近いように思われる。以下ではグローバル金融危機に向かう期間において、日本経済、特にわが国の企業部門に何が起きていたのかをみていく。なお、ここで特に企業部門に注目する理由は、(i) 経常収支の直接的な当事者は、主として輸出等を行う企業部門であること、(ii) 後にみるとおり、90年代以降のわが国の IS バランスにおいて企業部門は他部門に比べても劇的な変動を示していること、(iii) グローバルな金融危機における企業部門の動向は未だ十分に分析されていないこと、である。

ここでの分析の際の視点としては、過剰流動性の供給元というよりは、経常黒字国としての高い貯蓄率（あるいは投資不足）を指摘されることが多いわが国の状況を勘案し、経常黒字およびそれと裏腹の関係にある貯蓄投資差額を考える。経常収支そのものは一国全体でみた対外的な経済取引の収支尻であるが、事後的な恒等関係に基づき、別の視点からその動向を把握することができる。因果関係はともかくとして、国全体でみて、(i) 経常収支、(ii) 貯蓄投資差額（IS バランス）、(iii) 資金過不足は、以下のように事後的に一致する恒等関係にある。

$$\underbrace{EX(輸出) - IM(輸入)}_{\text{経常収支}} = \underbrace{S(貯蓄) - I(投資)}_{\text{貯蓄投資差額}} = \underbrace{\Delta A(金融資産増) - \Delta L(金融負債増)}_{\text{資金過不足}}$$

また、国内の経済主体を大きく企業、家計、政府に分類すると、それぞれの IS バランス（上記(ii)）と資金過不足（同(iii)）が求められ、やはり金額的に一致する。以下では、

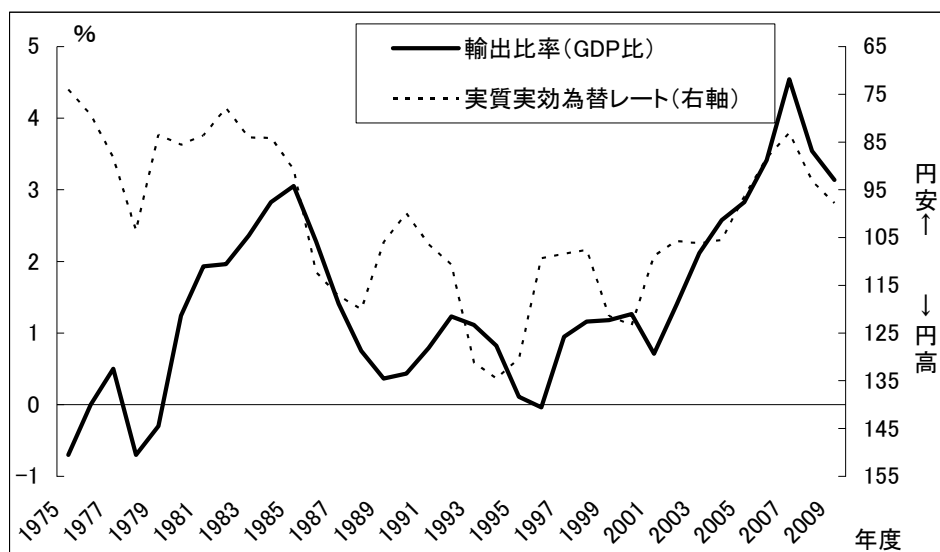
<sup>50</sup> 例えば「米国発のグローバル金融危機は必ずしも米国の責任ではない」という主張につながる GI 仮説は、米国を代表する論客であるバーナンキが特に強く主張している（岩本(2010)）。

前の 2 者、すなわち経常収支と貯蓄投資差額の側面から、リーマンショックに向かう期間を振り返る。

#### 4.4.1 経常収支の動向

まず、もっとも直感的に理解しやすく、観察も容易な経常収支の中身について、特にその中核をなす財・サービス収支を中心に確認する<sup>51</sup>。わが国の経常収支は、恒常的に黒字基調が持続（期間によっては拡大）してきた。特に 90 年代から 2000 年代にかけて国内の需要に乏しかったわが国は、相対的に輸出への傾斜を強めていた。GDP に対する純輸出の比率として輸出比率を捉えると、90 年代以降、輸出比率が上昇傾向にあった状況が窺える<sup>52</sup>。これを IS バランスとのつながりでいえば、「国内投資の伸び以上の所得増加（およびそれによる貯蓄の増加）をもたらした輸出の拡大があった」ということがいえる。

図表4-7 わが国の輸出比率の推移



注1：SNA、実質ベース。

注2：1979年までは68SNA（1990年基準）、1980年以降は93SNA（2000年基準、固定方式）。

注3：右軸は上下を反転させている。

出所：内閣府「国民経済計算確報」、日本銀行ホームページより作成

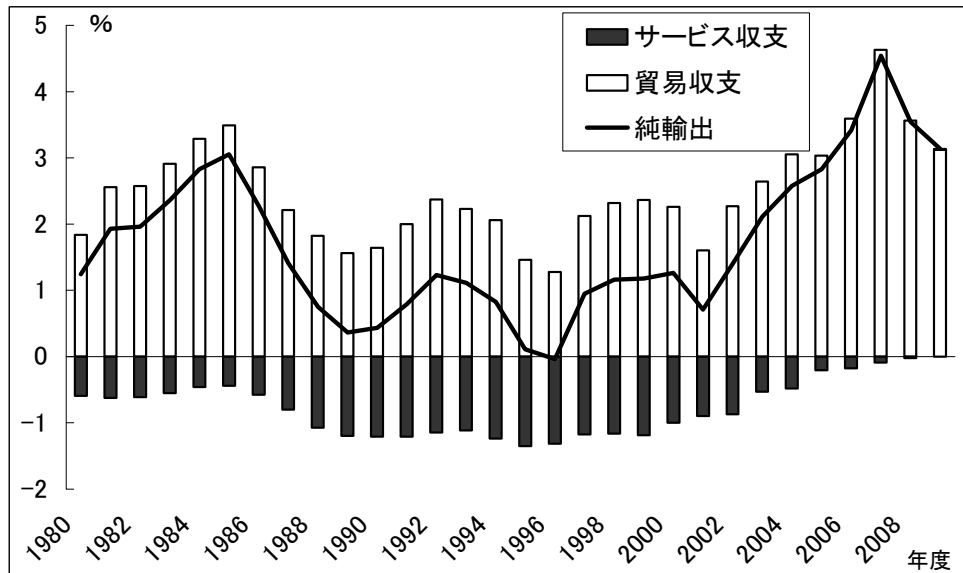
わが国の産業構造は、長期的には第三次産業のウェイト増大にみられるようにサービス経済化が進んでいるが、対外収支面で貿易収支とサービス収支を分けて捉えると、純

<sup>51</sup> ここでは比較的短期の変動をみるために財・サービス収支に注目するが、長期的なトレンドにおいては、対外投資収益の拡大等を反映して、所得収支などが黒字幅を拡大している点は、日本経済の構造変化を考える際には重要である。

<sup>52</sup> SNA の改定（68SNA（90 年基準）、93SNA（2000 年基準）、93SNA（2005 年基準））に伴う統計の変更を考慮しても、こうした傾向が成り立つことを確認済みである。

輸出の拡大に圧倒的に寄与しているのは、サービス収支ではなく貿易収支となっている。これは、大まかにいって、輸出依存度の上昇をもたらしたのは主として製造業であったことを意味する。

図表4-8 純輸出のGDP比の推移：貿易収支とサービス収支への分解

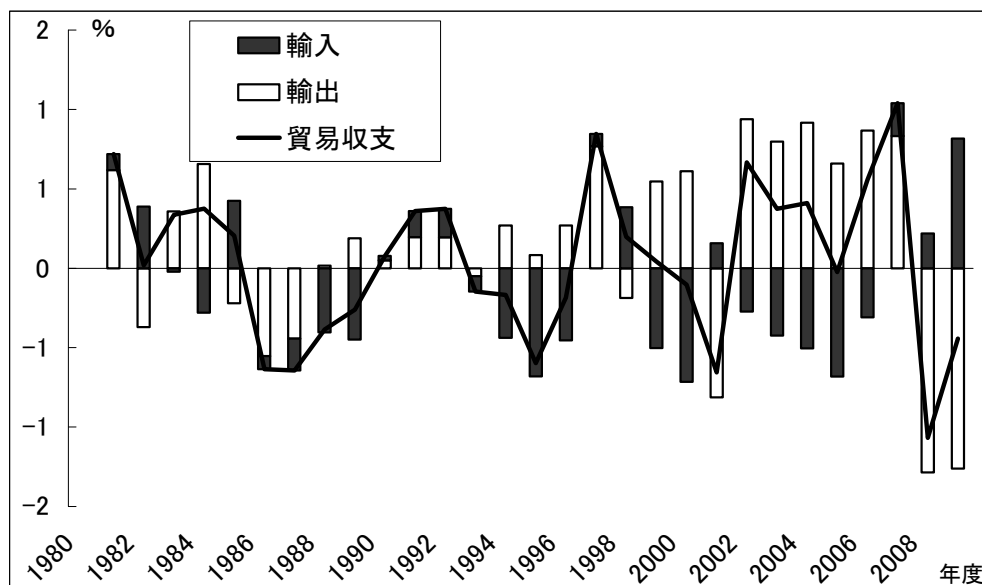


注：SNA、実質ベース。1979年以前は68SNA、1990年基準。1980年以降は93SNA、2000年基準固定方式。いずれもGDPに対する比率。  
出所：内閣府「国民経済計算確報」より作成

なお、純輸出は輸出と輸入の差額で示される。ここで念のため、わが国の純輸出の増加が、輸出の増加によるものなのか輸入の減少によるものなのかについても確認しておく。輸入の減少でなく、輸出の増加によるものだったことが分かる<sup>53</sup>。以上をまとめると、わが国の企業部門は純輸出への依存度を高めてきたが、そこにおいてはサービス取引ではなく財取引の寄与が大きく、またそれは輸入の減退ではなく輸出の増加によるものであった、ということができる。

<sup>53</sup> ただし、サービス収支も長期的なトレンドとして着実に赤字幅を縮小し、黒字に転じつつあり、サービス業においても構造変化が進展している点には留意する必要がある。

図表4-9 純輸出GDP比の前年差：輸出と輸入の寄与への分解



注：SNA、実質ベース。1979年以前は68SNA、1990年基準。1980年以降は93SNA、2000年基準固定方式。いずれもGDPに対する比率の前年差。  
出所：内閣府「国民経済計算確報」より作成

こうした輸出の増加は、産業政策等のわが国サイドの要因によってもたらされたものなのだろうか。これに対するひとつの手がかりを得るため、次に産業構造の視点から、わが国のどの産業が輸出比率の変化に寄与したかを、経済産業研究所「JIP データ（2012年版）」を用いて確認する<sup>54</sup>。ここでは寄与度分解の公式に基づき、(i)各産業内の輸出比率の変化による効果（within 効果）と、(ii)産業構成の変化による効果（between 効果）に分けて捉える。なお前者の within 効果はさらに、(a)輸出の増加、(b)国内向け出荷の減少、に分解することができる。

分析結果をみると、近年の輸出比率上昇の主因は、各産業における輸出の伸張（輸出増による within 効果）であったことが分かる。輸出への傾斜が急速に強まった 90 年代半ば（1995 年）からリーマンショック直前（2007 年）の間の輸出比率の変化をみると、この間に約 4.2%ポイント上昇しているが、そのうち約 3.1%ポイントは各産業の輸出比率の上昇で説明される。この上昇はもっぱら輸出の増加によってもたらされたものであり（約 3.2%ポイントの寄与）、国内向け出荷の減退によるものではない。これは、90 年代前半をボトムに、日本円の実質実効為替レートが減価傾向をたどってきたことと符合

<sup>54</sup> JIP ベースと SNA ベースの輸出比率の推移を比較すると、水準こそ違うものの（SNA ベースのほうが高い）トレンドはかなり近い動きを示すことを確認済みである。



する。一時的なスムーズ・オペレーションを除き、基本的にわが国の為替レートは市場の自由な相場形成に任されており、within 効果による輸出の増加は、何らかの人為的意図をもった政策等によるものではない。

ただし、産業ウエイトの変化 (between 効果) も約 1.1%ポイントのプラス寄与と、無視できない大きさを示している点は注目される。これは、輸出依存度が高まる方向に産業構造が変化したことを意味する。もちろんこれとて意図的な産業政策などの結果ではなく、産業界の自主的な構造変化によるものだが、海外サイドからみれば、わが国産業界が輸出ドライブを強める方向に構造変化したようにみえるかもしれない点には留意する必要がある。

図表4-10 輸出比率の変化に関する要因分解

	(単位:%ポイント)		
	1975→85年	85→95年	95→07年
輸出比率の変化	1.66	-0.46	4.17
①輸出ウエイトの変化 (within効果)	0.93	-0.57	3.12
①-a 輸出増加	1.83	0.52	3.18
①-b 国内向け減少	-1.01	-1.05	-0.14
②産業ウエイトの変化 (between効果)	0.73	0.11	1.05

出所：経済産業研究所「JIP2012」をもとにした筆者の計算。

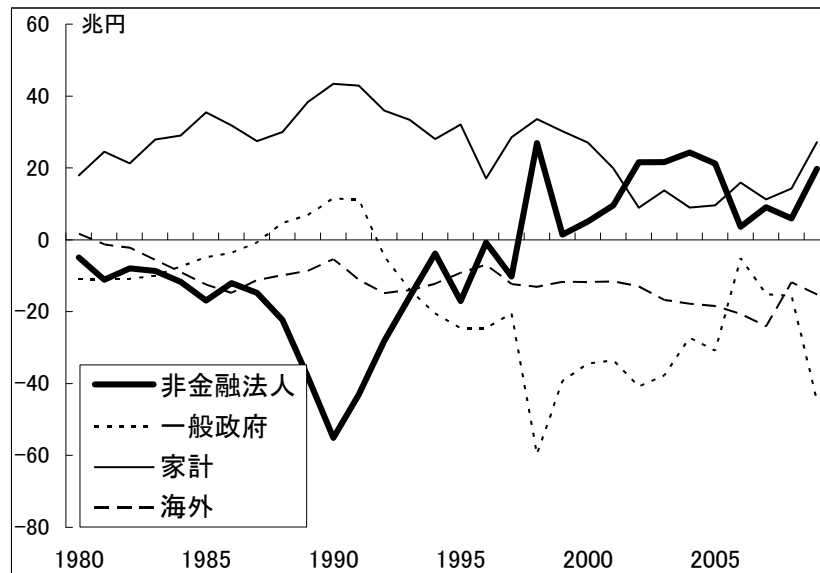
#### 4.4.2 貯蓄投資差額

以上では恒等関係の左辺、すなわち「輸出－輸入」をみることで、国内投資に対して相対的に過大な所得（および貯蓄）をもたらした輸出の中身を確認した。以下では右辺、すなわち「貯蓄－投資」における、貯蓄（およびその背後にある所得）に対して相対的に過小な投資についてみていくこととする。

経常黒字が恒常化しているわが国は、国全体としてみると一貫して貯蓄超過の状態にあるわけだが、その中身をみると時系列的には部門間の変遷が観察される。まず家計部門は、常に貯蓄超過の状態にあるが、少子高齢化を背景にその超過幅は縮小してきている。貯蓄超過の家計に対し、急速に貯蓄不足部門としての存在感を高めているのが政府である。政府部門は、金融システム不安の回避のため、民間部門（特に企業部門）の債務をマクロ的に肩代わりし続けてきたほか、景気下支えのため積極的に債務を増やして公共的な支出を拡大してきた。こうした動きがマクロ的な IS バランスに如実に現れている。この間、企業部門は 90 年代半ばまでは貯蓄不足の状態にあったが、それ以降は急速

に貯蓄超過に向かうこととなった。

図表4-11 わが国の部門別ISバランス（SNAベース）の推移



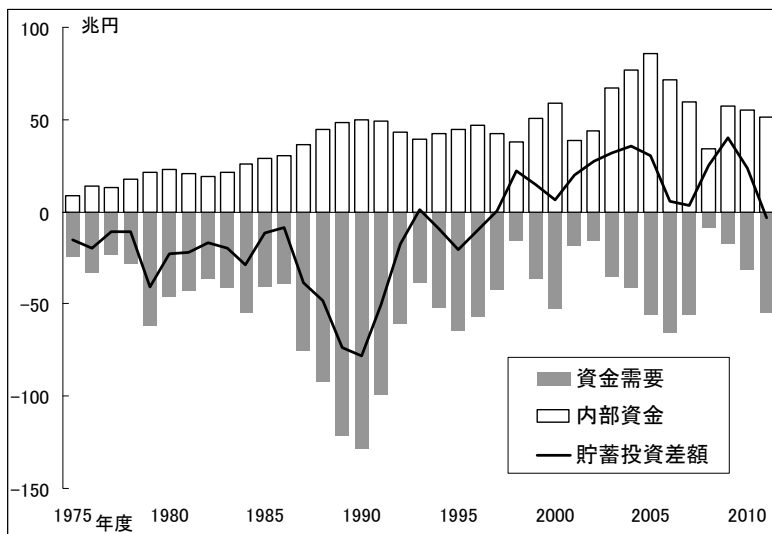
出所：内閣府「国民経済計算確報」より作成

以下ではこの企業部門の IS バランスの動向について、さらに中身を詳しく分析する。そのため、包括性で勝る SNA ベースのデータではなく、内訳項目を詳しくみることができる「法人企業統計」（財務省）を分析データとして用いることとする<sup>55</sup>。

計算上、IS バランスは投資と貯蓄の差額によって求められる。したがって、その変化は投資と貯蓄のそれぞれがもたらし得る。90 年代以降の IS バランスの変化をみると、投資面を表す資金需要の減退と、貯蓄面を表す内部資金の増加が同時に起こっていたことが分かる。特に、90 年代以降の IS バランスの変動における波の形状を左右したのは、どちらかといえば資金需要であった。内部資金は相対的に安定したトレンドとして増加傾向をたどっていた。

<sup>55</sup> 法人企業統計ベースと SNA ベースの IS バランスが非常に似た動きを示すことは確認済みである。

図表4-12 企業部門の貯蓄投資差額（ISバランス）の推移



注：資金需要を構成するのは設備投資、土地、無形固定資産、在庫投資、企業間信用与信、その他運転資金の6項目、内部資金を構成するのは内部留保と減価償却費の2項目。

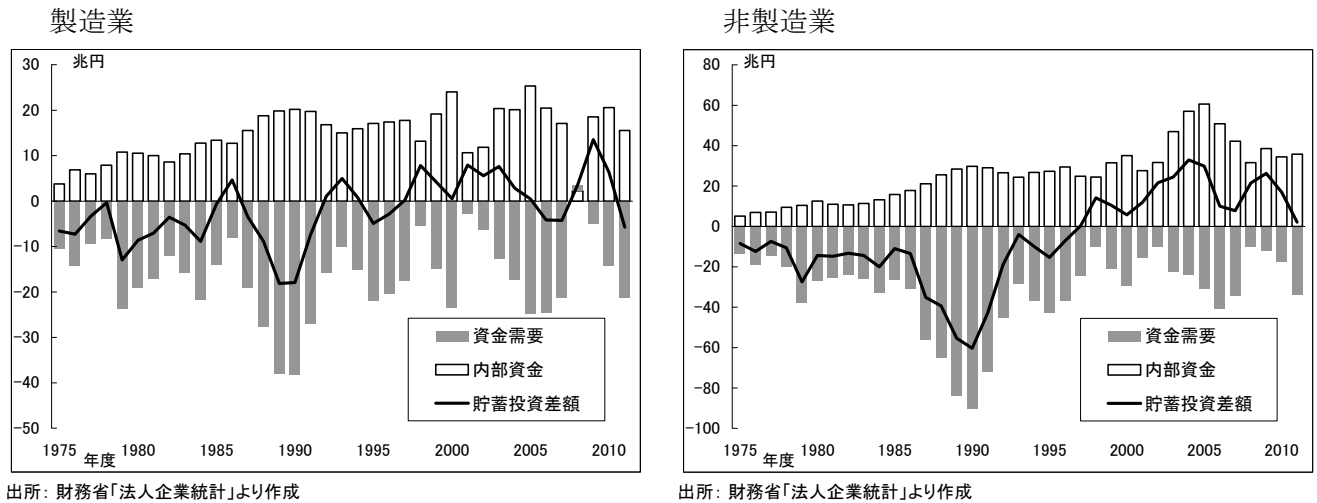
出所：財務省「法人企業統計」より作成

ここにおいて資金需要は、設備投資、企業間信用与信など6項目から構成される。資金需要の時系列的な推移については、短期的な変動は企業間信用与信が、中長期的なトレンドは設備投資が左右する傾向が強かった。資金需要は1990年頃をピークにトレンドとしては減退傾向にあったが、これは設備投資に関する資金需要の趨勢的な減少を反映したものである。

一方、内部資金も資金需要ほどではないにせよ、70年代以降の長期的な趨勢として貯蓄投資差額を貯蓄超過に向かわせる方向に働いていた。すなわち、トレンドとして内部資金は拡大方向に推移してきた。内部資金は内部留保と減価償却費から構成されるが、後者は長期的に極めて安定的に推移しており、内部資金の拡大トレンドを決定付けたのはもっぱら内部留保である。

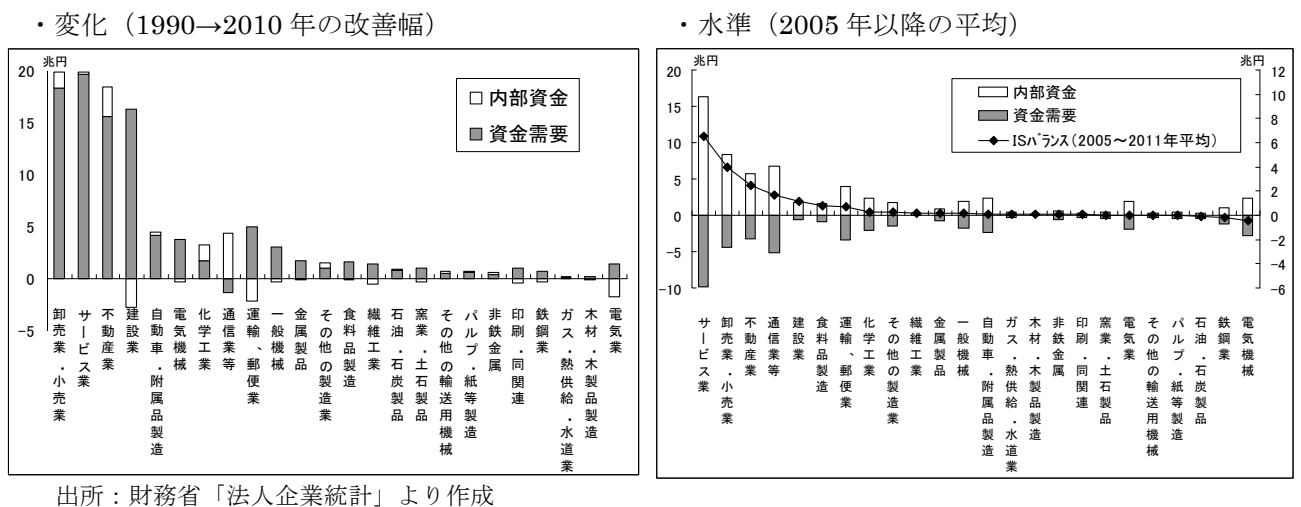
ここで産業の視点から、業種別のISバランスについてみておこう。まず大まかに、製造業と非製造業のそれぞれのISバランスをみると、以下の図から看取されるように、企業部門の90年代以降の貯蓄余剰への転換には、製造業もさることながら、非製造業が大きく寄与していたことが分かる。これは、巷間いわれているような製造業を中心とする「空洞化」による国内の資金需要の減退もさることながら、バブル期の負の遺産が重くのしかかっていた非製造業の動向が大きく影響した姿を示している。

図表4-13 製造業、非製造業別にみたISバランス



さらに細かい業種区分で1990年から2010年にかけての貯蓄投資差額の変化（貯蓄超過の方向をプラスとして計算）をみると、わが国の製造業を牽引する自動車、電気機械といった輸出型の製造業も上位にランクしているが、金額的に圧倒的な大きいのは建設、不動産、流通を中心とする非製造業であった。これらほぼすべての業種において、その変化をもたらしたのは内部資金の積み増しというよりは、資金需要の減退であった。変化だけではなく、近年の貯蓄超過の高い“水準”を支えている業種も、上位の顔ぶれはほぼ同様である。ただし、ここで製造業が全体的に貯蓄超過、ないしほぼ均衡状態にあることには注意が必要である。

図表4-14 業種別の貯蓄投資差額：変化と水準



以上を総括すると、わが国およびわが国の産業界の貯蓄超過は、バーナンキの GSG 仮説が想定するような、“尋常でない”貯蓄の増加によるものではなく、投資が相対的に減退したことが主因である。そして、投資の減退は、バブル期の過剰な投資の反動というわが国固有の不可避の事情があった。ただし、今なお貯蓄超過が続いていること、特に製造業においてもなかなか投資超過に向かっていないことには留意する必要がある。

#### 4.5 結びにかえて

本章では、世界的な経済取引の長期的な動向を概観し、金融危機の背景を探る手がかりとなる仮説を展望し、それらを踏まえた上でわが国の企業部門の動向について多面的な確認を行った。まず有力な仮説である GI 仮説、EL 仮説のいずれの妥当性が高いかについては今後の研究の蓄積が待たれるが、いずれも部分的には一定の説得力を持つように思われる。ただし、グローバル金融危機の震源である米国を中心とした各種データを見る限り、EL 仮説の説明力が高そうである。

こうしたなか、世界的な貿易、資本フローにおけるわが国のプレゼンスは相対的に下がってきていること、また特に EL 仮説が重視するグロス資本フローにおけるわが国の役割は小さいこと、を鑑みると、今次金融危機においてわが国が主役級の役割を果たしたとは考えにくい。グローバルに進行した流れに沿う形で、巻き込まれたという形が実態に近いように思われる。これは、以下のようなわが国の状況、特に 90 年代以降の対外収支や IS バランスの変動の主役であった企業部門の動向からも確認できる。

まず輸出の伸びについては、各産業内で輸出が増加したことを示す **within** 効果の寄与が大きかった。これは、基本的に、円の実質実効為替レートが先行的に減価トレンドをたどっていたことを受けたものとみられる。ただし、産業構造の変化を示す **between** 効果も相応の大きさを示しており、海外からみれば、わが国が輸出ドライブをかけがちな経済構造を指向したようにみえる可能性には留意する必要がある。

次に IS バランスについては、貯蓄超過というよりは、投資不足の傾向が強まっていた。これは基本的にバブルの負の遺産としての過剰投資の解消や先行きの成長機会の不透明さなどから、非製造業を中心に資金需要の減退が急速に進んだことを反映している。ただし、輸出型の製造業における需資減退（および現在もなお貯蓄超過気味であること）には留意しなければならない。

わが国企業部門の輸出依存度の向上や IS バランス上の投資不足が、世界的な金融危機

の主因となったとはおよそ考えにくい、側面支援的な役割を果たした可能性については留保しておく必要がある。GI 仮説も EL 仮説と背反的な関係にあるわけでは無い。もし、部分的にせよ金融危機を促す方向に作用したのであれば、投資不足を続けてきたわが国も、それに一定の寄与をした可能性がある。バブルの負の遺産の解消というやむを得ない事情が背景だったにせよ、そうした問題の解消に手間取り、結果的に大幅かつ長期的な貯蓄超過を生じたという指摘を受ければ、必ずしも否定はできない。

また、もし EL 仮説が妥当であり、そこにおける直接的な対米資本フローの当事者としてのわが国のプレゼンスが小さいとしても、世界全体の資本フローに対するわが国の金融緩和の影響については、慎重な見極めが必要である。わが国は世界に先駆けて超金融緩和を進めてきた立場にあり、またグローバルな過剰流動性の発生メカニズムはいまだ十分に解明されてもいない。

いずれの仮説が正しいかによって、今後の危機を予防するための処方箋は異なる。GI 仮説が正しいならば、東アジア諸国の貯蓄を抑制することが必要になり、そのためには将来不安の解消のための年金制度の拡充や、わが国などの投資刺激策が求められる。一方、EL 仮説が妥当であれば、より健全な金融政策の運営や、安易なレバレッジをきかせにくい方向に金融規制を設けていくことなどが処方箋となる。GI 仮説、EL 仮説いずれにおいても中心的な役割を果たさずきたわが国としては、中立的な立場から、今次グローバル金融危機の全体像の正しい把握に努め、今後のあるべき施策について積極的な発信に努めていくべきだろう。

## 参考文献

- 岩本武和(2010)「金融危機後のグローバルインバランス」京都大学経済学部講演会(2010年11月13日)講演資料
- 福田慎一・松林洋一(2013)「金融危機とグローバル・インバランス」、櫻川・福田編『なぜ金融危機は起こるのか』東洋経済新報社
- Bernanke, B. (2005) “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of economists, Richmond, Virginia , March 10
- Borio, C. and P. Disyatat (2011) Global imbalances and the financial crisis: Link or no link? BIS Working Papers No 346.
- Dooley, Michael, David Falkerts-Landau, and Peter Garber (2003) “An Essay on the Revised Bretton Woods System,” NBER Working Paper No. 9971.
- Eichengreen, B (2009) “The financial crisis and global policy reforms,” FRB San Francisco Asia Economic Policy Conference, October 18–20.
- Taylor, J (2008) Getting off track: How government actions and interventions caused, prolonged, and worsened the financial crisis, Stanford: Hoover Institution Press.

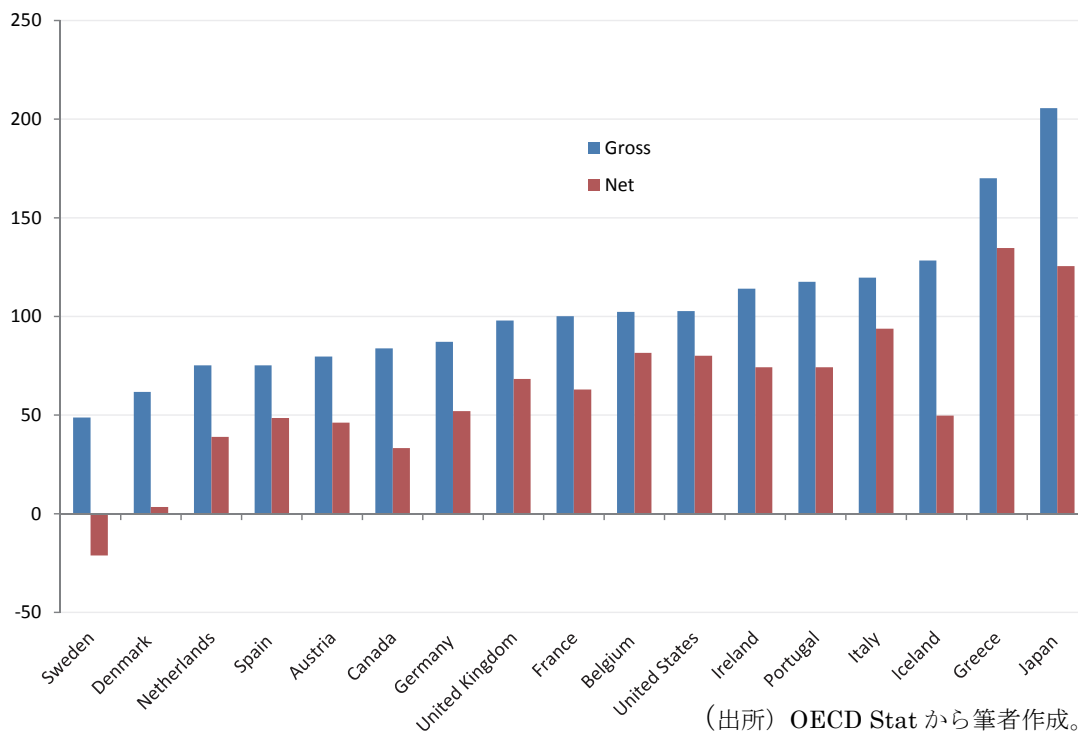
## 第5章 欧州債務危機の教訓と今後の財政の持続可能性

小黒 一正 一橋大学経済研究所准教授

### 5.1 はじめに

欧州債務危機の発生から2年以上が経過するが、危機はまだ完全には収束していない。このような状況の中、日本では2012年8月、消費増税を含む「社会保障・税の一体改革」関連法案が国会で可決・成立した。その結果、消費税率は2014年4月に8%へ、15年10月に10%へ引き上げられることになる。1997年の消費税率引上げから約15年を経て一体改革法案が成立した背景には、急速に少子高齢化が進む中、「欧州債務危機は対岸の火事ではない」との認識が広がり、日本の財政の先行きに対する内外の危機感が高まってきたことがある。実際、2010年における日本の政府債務の対GDP比は、グロス・ベースでは205%とOECD諸国の中で第1位、ネット・ベースでは126%とギリシャに次いで第2位となっている（図表5-1）。IMF（2009）も、日本の政府債務（グロス・ベース）の対GDP比は2016年には277%に到達すると試算し、「社会保障の安定財源を確保するためには、消費税率を15%以上に引き上げることが望ましい」との声明を発表している。

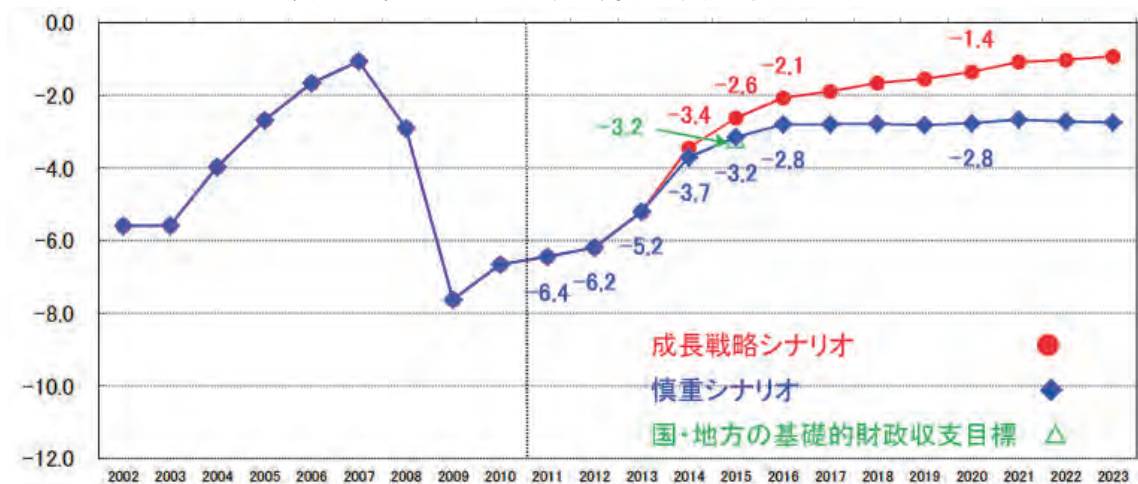
図表5-1 主要国における一般政府の政府債務（2010年）





しかし、消費税率が10%まで引き上げられたとしても、それは財政・社会保障改革の「一里塚」に過ぎない。内閣府の「経済財政の中長期試算」(2012年8月)も、2011年に対GDP比6.4%の赤字だった基礎的財政収支は、消費税を10%に引き上げても、2020年で1.4~2.8%の赤字にとどまると試算している(図表5-2)。IMF(2011)が指摘するように、日本の財政不均衡を解消するためには、消費税率引き上げと、年金改革を含む支出抑制の組合せが必要となる。実際、Braun and Joines(2011)は、毎年1兆円以上のスピードで膨張する社会保障費を抑制できない場合、財政安定化に必要な最終的な消費税率は25%超に達すると試算している。

図表5-2 国・地方の基礎的財政収支(対GDP比)



(注) 東日本の復旧・復興対策の経費及び財源の金額を除いたベース。

(出所) 内閣府(2012)「経済財政の中期試算」

財政の持続可能性をめぐる問題は、日本に限定されるわけではない。リーマン・ショックや欧州危機の影響を受けて、近年では日本以外の先進国でも政府債務の対GDP比が大きく上昇している。そして、欧州のPIIGS諸国(ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン)の経験は、日本における今後の財政・社会保障のあり方を模索する上で、示唆に富む教訓を示している。これらの諸国では、市場での期待の変化を受けて長期金利が急騰し、政府債務危機が深刻化しているからである。最近では、欧州債務危機を受けて、政府債務と経済成長の関係に関する研究が増えている。

本稿の目的は、欧州債務危機の教訓を踏まえ、市場の自己実現的期待と財政の持続可能性との関係について考察し、高齢化時代における日本の財政政策に対する含意を得ることである。そのため、第5.2節では市場の自己実現的期待と国債利回りの関係を、第

5.3 節では市場が期待する政府債務の再構築の方向性を議論する。また、第 5.4 節では過剰債務と経済成長の関係を考察し、最後に第 5.5 節で日本政治の課題を述べる。

## 5.2 自己実現的期待と国債利回り

数年前に欧州がいまのような政府債務危機に陥ると予測していた者は、はたしてどれほどいるだろうか。経済のグローバル化や IT 技術の進展に伴って、国際的金融取引ネットワークは複雑化するとともに、その取引のスピードは従来とは比較にならないほど早くなり、将来予測はますます難しくなっている。

そのような状況の中で、米国では 2007 年、「サブプライムローン問題」が発生した。米国の低所得者向けの住宅ローン債権のリスクを世界中に分散させるという金融工学の発展が、米国の不動産バブルを加速させた。さらに、住宅価格の下落が住宅ローンの焦付きリスクを高め、この問題をさらに深刻にした。その影響は、米国、欧州の大手金融機関に及んだ。2008 年には、米大手証券会社リーマン・ブラザーズが倒産し、2010 年には、財政破綻とは無縁と考えられていた欧州のギリシャが財政危機に陥った。その後、ポルトガル、アイルランド、スペイン、イタリアと財政危機の連鎖が続き、欧州は政府債務危機をいまだに乗り越えられないでいる。

こうした一連の危機は、市場の変化の激しさを再認識させるものである。2007 年以前は金融市場も安定し、誰もサブプライムローン問題、米大手証券会社の破綻、ユーロ圏諸国の財政危機の発生を予見できなかった。しかし、一旦危機が発生すれば、直ちに危機を脱することは困難となり、長期にわたって多大なコストを払うことが必要となる。

市場のこのような急激な変化は、市場における「自己実現的期待」(self-fulfilling expectation) と関係している。実現可能な均衡がいくつか存在するとき、どの均衡が実現するかは人々が将来をどのように予想するかによって左右される。日本で 1985 年頃に発生し、1990 年をピークに崩壊した、かつての土地・株のバブルも、自己実現的期待が大きく影響している。

国債市場における自己実現的期待と国債償還額との関係を考えると、日本が抱える本当の財政リスクが浮き彫りになる。確かに、財政破綻リスクが高いにもかかわらず、国債は市場で順調に消化され、長期金利は低い水準にとどまっている。市場は、「消費増税を含む一体改革法案が成立したから、財政の持続可能性は最終的には保証される」と考え、政府の財政運営を信認しているのかもしれない。多くの投資家は「当面、国債暴落

は発生しない」という期待を抱き、それが自己実現的に長期金利を低い値に留まらせるという「均衡」をもたらしているとも考えられる。しかし、こうした期待はどこまで安定的だろうか。

毎年 1 兆円以上のスピードで膨張する社会保障費は、今後 10 年間で 10 兆円以上増加する。しかも、国債利払い費は低金利のままでも約 8 兆円増加するとの試算もある。これまで政府債務残高が増加しても利払い費があまり増加してこなかったのは、過去の高金利で発行した国債を低金利で借り換えられるという、「金利低下ボーナス」が存在したためである。しかし、金利はこれ以上低下できない。金利低下ボーナスは終了しており、これから利払い費は確実に増加していく。

したがって、消費税率が 10%に引き上げられたとしても、何らかの要因で国債市場における投資家の期待が突然変化する可能性もある。以下では、国債市場における投資家の期待が変化した場合、投資家が国債を購入しなくなる条件を考えてみる。ただし、議論を簡略化するため、国債はすべて 1 年物と想定する（この簡略化は以下の議論の本質を妨げない）。このとき、政府の予算制約式は、

$$\begin{aligned} & \text{時点 } t \text{ における国債発行額} \\ & = - \text{基礎的財政収支} + (1 + \text{国債利回り}) \times \text{時点 } t - 1 \text{ における国債残高} \quad (1) \end{aligned}$$

と表現できる。右辺第 2 項は、時点  $t$  における国債償還額を示している（国債はすべて 1 年債であることに注意）。第 1 項の基礎的財政収支は、税収と歳出（利払い費を除く）の差額であり、この値がプラスであれば国債の償還に充てられる。

いま、この (1) 式を念頭に置いて、投資家が時点  $t$  において「次期（時点  $t + 1$ ）になると、国債は購入されなくなる」と予想していると想定しよう。このとき、時点  $t$  において投資家が予測する、時点  $t + 1$  の政府の予算制約式は、

$$\begin{aligned} \text{時点 } t + 1 \text{ の国債発行} & = 0 = - \text{基礎的財政収支} \\ & + (1 + \text{国債利回り}) \times \text{時点 } t \text{ の国債残高} \quad (2) \end{aligned}$$

で与えられる。この式での重要なポイントは、時点  $t + 1$  において、投資家が国債を購入しないために政府は国債を発行できず、左辺がゼロになっていることである。政府は国債を償還する必要があるが、その分は国債発行ではなく、基礎的財政収支を黒字にして調達する必要がある。そこで、(2) 式を満たす基礎的財政収支を、「財政調整後の基礎的財政収支」(primary balance after fiscal consolidation) と呼ぶことにする。

したがって、(2) 式から、国債利回りは、

$$\text{国債利回り} = \text{財政調整後の基礎的財政収支} \div \text{時点 } t \text{ の国債残高} - 1 \quad (3)$$

として計算される。こうして得られる国債利回りが市場収益率より低い場合、時点  $t$  における投資家は国債を購入しない。その極端のケースが、国債利回り、つまり (3) 式の値がマイナスの場合である。市場利子率はプラスだから、投資家は確実に国債を購入しない。現在、市場利子率はゼロにかなり近いので、国債利回りが計算上だけでもマイナスになるかどうかは現実的な意味をもつ。

国債利回りがマイナスとなる条件は、(3) 式より、

$$\text{財政調整後の基礎的財政収支} < \text{時点 } t \text{ の国債残高} \quad (4)$$

と表現できる。ここで、財政調整後の基礎的財政収支の意味を改めて考えてみよう。増税を伴う税制改正は国会の議決が必要だから、財政危機にすぐには対応できない。したがって、最も容易な方法は、国債償還以外の歳出をすべて凍結し、税収をすべて国債償還に充てることである。つまり、財政調整後の基礎的財政収支は税収に等しいと考えてよいから、(4) 式は、

$$\text{税収} < \text{時点 } t \text{ の国債残高} \quad (5)$$

と書き換えられる。

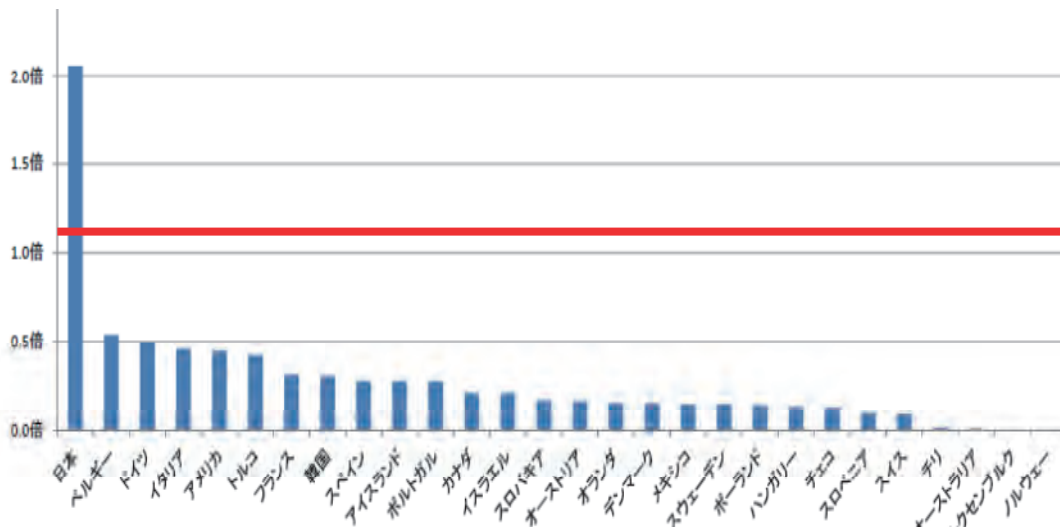
それでは、実際にはどうなっているだろうか。これまでは国債は 1 年債だけで構成されると想定してきたが、実際にはそうっておらず、(5) 式等に登場する国債残高は国債償還額と読み換える必要がある。そこで、国債償還額に対する税収比率を調べてみよう。図表 5-3 がそれを各国で比較したものだが、ここからも明らかなように、国債償還額が税収を上回っているのは日本だけであり、しかも日本のその比率は突出して高い。したがって、日本では、国債が暴落すると投資家が予想すると、その予想が実現する可能性がほかの国より高いことになる。

ところが、日本の財政がフロー・ストック面のどちらで見ても極めて悪化しているにもかかわらず、国債利回りは極めて低い水準で安定している。PIIGS 諸国や日本・米国等の国債利回り (10 年物) を比較した図表 5-4 を見ても、PIIGS 諸国の国債利回りは高水準で推移し、ギリシャやスペイン等は財政危機に陥っている。国債の信用リスクをカ

バーするための CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）の保証料率も低い水準にある。

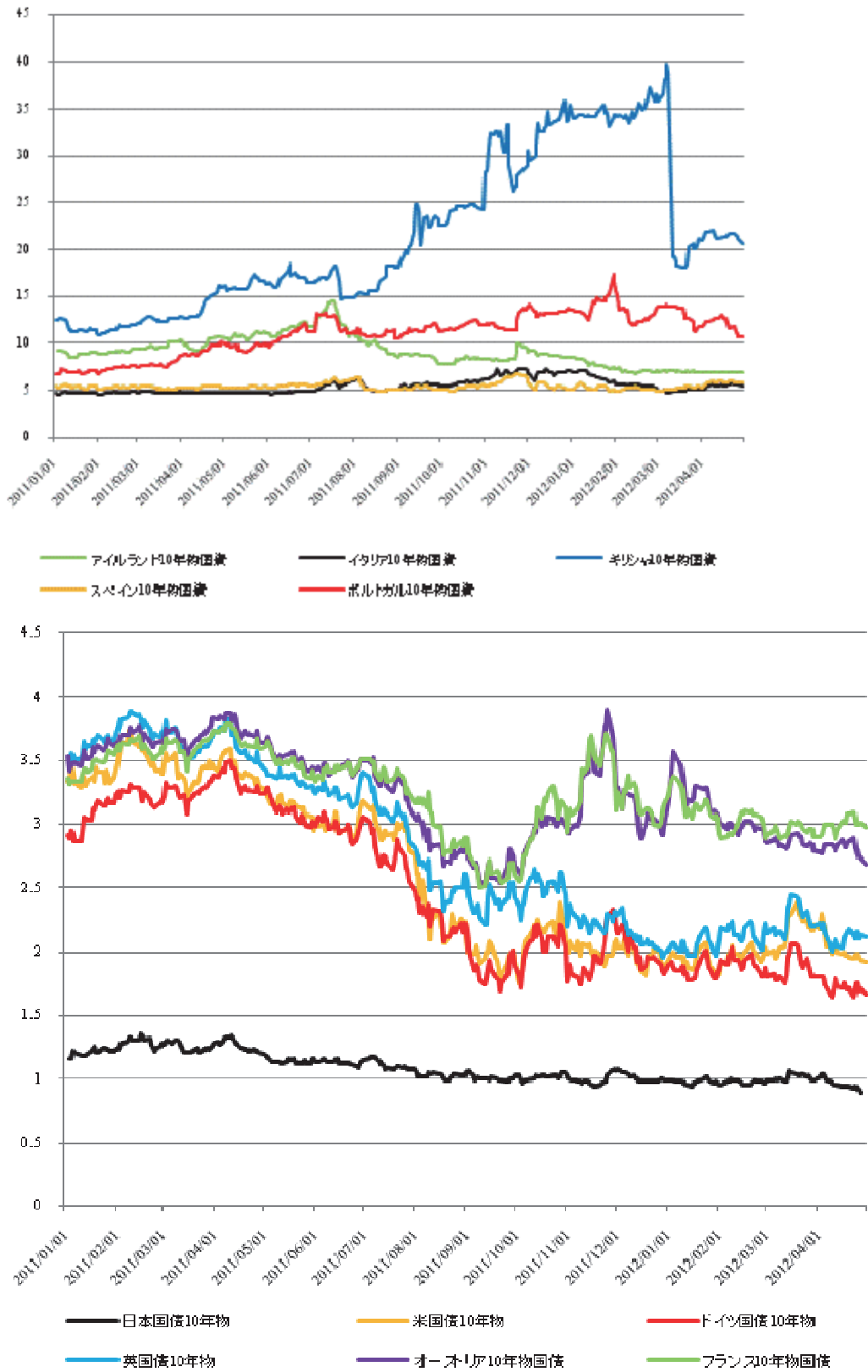
しかし、国債の金利が低いことや CDS の水準が低いことは、将来においても、日本に財政危機が発生しないということを意味しない。例えば、2011 年夏から 7%を超えるまで急上昇しているイタリアの 2 年債の金利は、2009 年夏から 2010 年の初めにかけて 1% 台半ばで推移していた。さらに、図表 5-5 は、主要国の 5 年 CDS の推移を比較したものである。ギリシャ国債（5 年物）の場合、財政危機に陥る前の 2009 年 9 月末の時点で約 1.2%と、今の日本の CDS の水準 1.2%と同じ水準で推移していた。僅か 1 年から 2 年の間に、市場の期待は劇的に変化する。

図表5-3 OECD加盟国における国債償還額と税収の比較（中央政府、2008年）



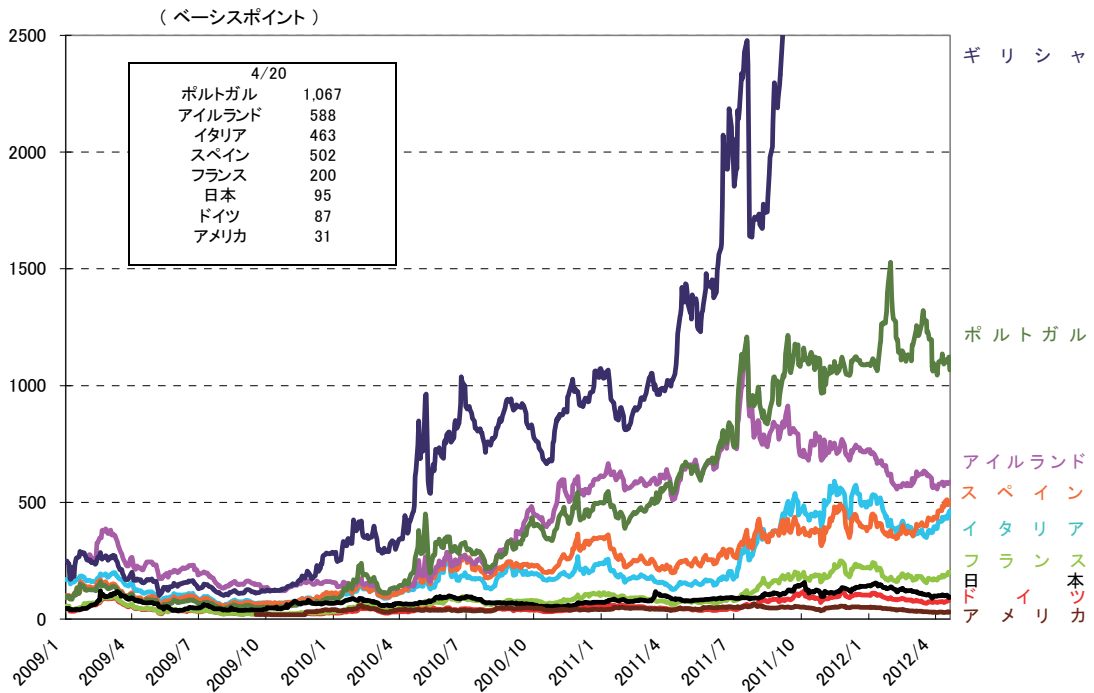
(出所) 財務省 (2011) から作成。

図表5-4 PIIGS諸国と日米等の国債利回り（10年物）



(出所) Thomson Reuters Eikon から筆者作成。

図表5-5 各国5年CDS

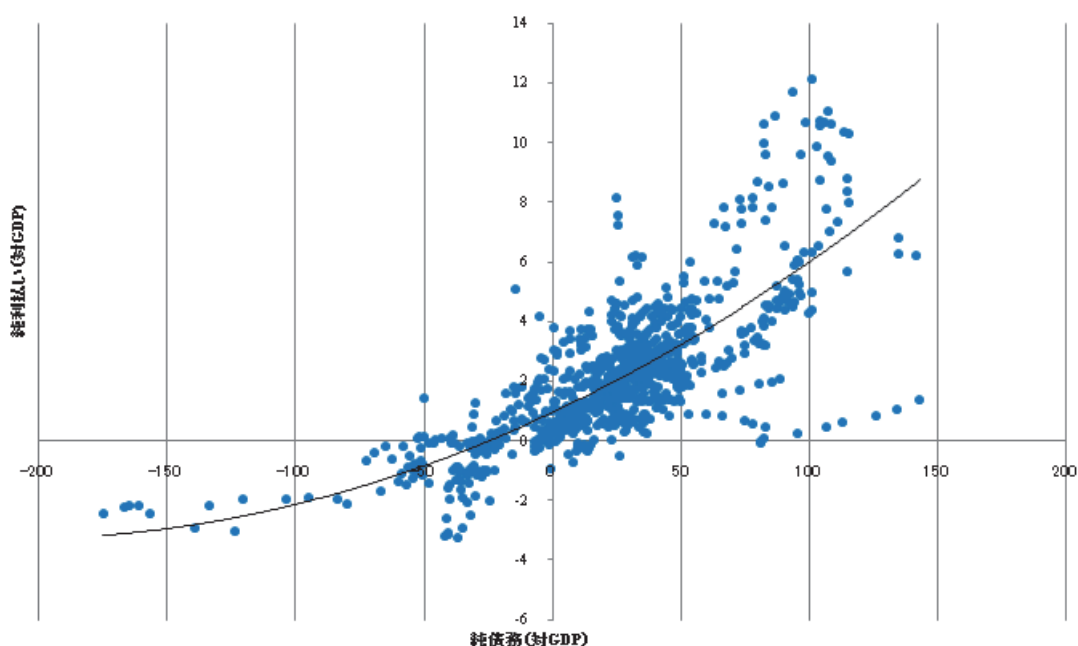


(出所) Bloomberg

### 5.3 政府債務の再構築

以上の議論が示唆するように、市場の期待が急激に変化して国債利回りが一気に高騰し、財政が破綻する危険性がある。これは、政府債務とその利払いの関係が線形でなく、非線形である可能性を示唆する。図表 5-6 は、OECD 加盟諸国における政府純債務（対 GDP 比）とその純利払い（対 GDP 比）の関係をプロットしたものである。この図には、両者の関係に最もフィットする 2 次曲線を描いている。この曲線の傾きは右に行くほど大きくなり、政府純債務が膨らむと純利払いがそれ以上のスピードで膨張することを示唆する。

図表5-6 OECD諸国における政府純債務と純利払いの関係



(出所) OECD Stat から作成。

それでは、PIIGS 諸国のように財政危機が深刻化し、国債利回りが高騰した場合、市場が要求する政府債務の再構築の程度はどの程度のものだろうか。それは、政府債務と基礎的財政収支との関係から考えられる。無限の将来において政府債務を発散させないためには、現在から無限の将来にわたる各時点で発生する基礎的財政収支を、 $(1 + \text{国債利回り} - \text{経済成長率})$  で割り引いた値の累計以下に、現在の政府純債務（対 GDP 比）をとどめる必要がある。さらに、政策的に実現可能な基礎的財政黒字（対 GDP 比）の上限値を「基礎的財政収支の限界」（primary balance limit）と定義すれば、

政府純債務（対 GDP 比）

$$\leq \text{基礎的財政収支の限界（対 GDP 比）} \div (\text{国債利回り} - \text{経済成長率}) \quad (6)$$

という関係式が成立する。つまり、政府には少なくとも、現在の政府純債務（対 GDP 比） $\times (\text{国債利回り} - \text{経済成長率})$  を上回るだけの基礎的財政黒字を生み出す能力がなければならない。

この (6) 式を念頭に置いて、たとえば、政府純債務（対 GDP 比）が約 130% のギリシャのケースを考えてみよう。国債利回り 20%、経済成長率 1% とすると、(6) 式から、基礎的財政収支の限界（対 GDP 比）は 25% を上回る必要がある。つまり、同国政府は、



基礎的財政黒字を GDP 比 25%まで引き上げる能力を持っていないなければならない（ただし、同国政府にその能力があることは財政破綻を回避するための必要条件に過ぎず、十分条件ではない）。しかし、25%という基礎的財政黒字は、通常の増税・歳出削減によって到底達成できる額ではない。そこで、ギリシャ政府がその既発債について 50%の削減（haircut）を行って、GDP 比 150%の政府債務を 75%まで圧縮するという債務再構築を行うことができたとしよう。このとき、(6) 式から、同国政府には GDP 比 12%の基礎的財政黒字を実現する能力が求められる。この値でも、達成はかなり厳しい。

同様に、イタリア（政府純債務（対 GDP 比）90%、国債利回り 5%）、スペイン（50%、6%）の場合について考えると、経済成長率が 1%の場合、政府にはそれぞれ GDP 比 3.6%、2.5%の基礎的財政黒字を生み出す能力が求められることが分かる。この水準は、ギリシャよりは実現可能であろう。

日本はどうか。日本の政府純債務（対 GDP 比）は約 130%だが、国債利回りを 2%、経済成長率を 1%とすると、日本政府には少なくとも GDP 比 1.3%まで基礎的財政収支を黒字化する能力が求められる。しかし、前述のように、毎年 1 兆円超のペースで社会保障費が膨張しており、消費税を 10%に引き上げても、基礎的財政収支は 2020 年度においても GDP 比 1.4~2.8%程度の赤字になると試算されている（内閣府、2012 年）。したがって、さらなる財政・社会保障改革が必要となる。

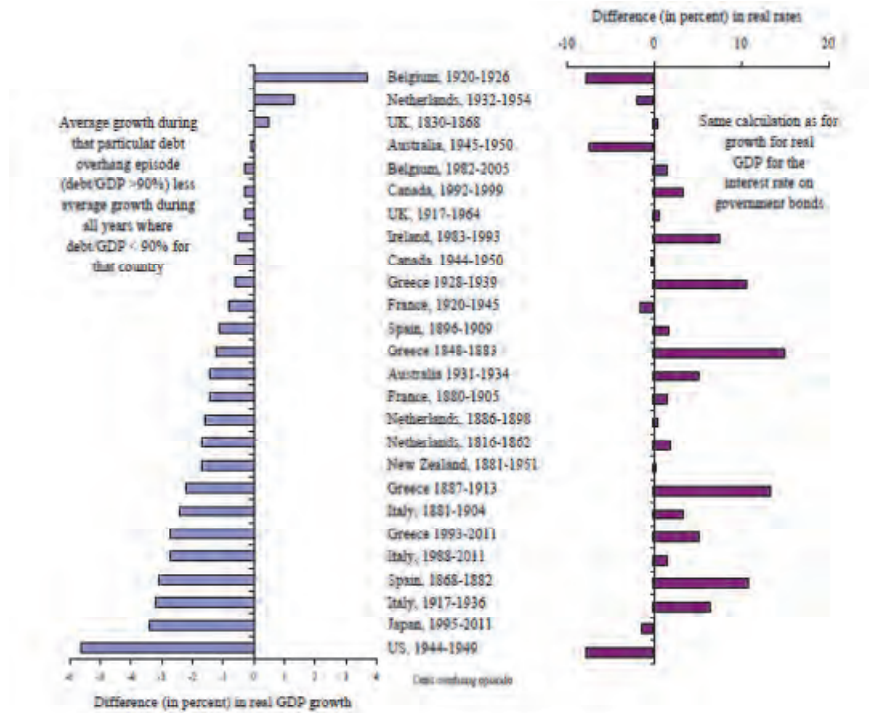
さらに、(6) 式に含まれている基礎的財政収支の限界は、増税や歳出削減の限界ほか、政治の成熟度や民主主義の理解度の影響も受ける。GDP 比 1.3%の基礎的財政黒字の達成は今回の増税以上の強い政治のリーダーシップが必要となり、容易に達成できるハードルではなく、状況によっては改革が停滞する可能性も高い。なお、基礎的財政収支の限界を GDP 比 1%と予測した場合、(5) 式を成立させる国債利回りの上限は 1.8%となる。また、基礎的財政収支の限界を GDP 比 0%、2%とした場合は、それぞれ 1%、2.5%となる。こうした試算結果は、経済成長率が 1%程度の状況の下で、市場の期待が突然変化して国債利回りが現在の水準を少しでも上回ると、日本財政が持続不可能に陥りかねない危険性を示唆する。

この点に関連して、政府債務をストック・ベースで見ると、海外投資家の国債保有割合は 7%程度であり、9 割以上は国内で消化されているので問題はないとの楽観論も聞かれる。しかし、フロー・ベースで見ると、最近では短期債を含む政府債務増加分の 3~5 割は海外投資家が吸収している。国債市場における海外投資家の存在感は高まっており、

国債利回りが現在のように低位で推移する保証はない。市場の自己実現的期待から国債利回りが急上昇する可能性は十分ある。

また、政府債務が急増して財政破綻リスクが高まると、国債のリスクプレミアムも上昇するとの見方もある。しかし、Reinhart and Rogoff (2012) は、政府が過剰債務を抱えていた過去 26 事例のうち、11 事例では、国債利回りは過剰債務でない時期と同じ程度の水準か、それより低い状態にあったことを明らかにしている (図表 5-7)。ただし、この事実は、政府が過剰債務を抱えても問題がないということを意味しない。Reinhart and Rogoff (2012) が指摘するように、それは、市場が金利上昇という形で政府に財政規律を迫る前に、猶予期間を与えているのに過ぎないのかもしれない。

図表5-7 過剰債務と国債利回り・成長率との関係



Sources: Authors' calculations based on data sources listed in the Data Appendix.

(出所) Reinhart and Rogoff (2012).

何らかのショックで市場の期待が変化し、現在 1%程度の国債利回りが 4%~5%に上昇すれば、現在約 9 兆円の利払い費は 4~5 倍に膨らむ。政府が抱える国債の平均償還年限 (デュレーション) は約 7 年であるから、利払い費が急に増加することはないものの、財政に与えるインパクトは計り知れない。日本の国債利回りがイタリアやスペインのように 5%まで上昇した場合、(6) 式より、基礎的財政収支の限界 (対 GDP 比) は 5.2%

を上回る必要がある。これは、財政危機が深刻化しつつあるイタリアやスペインの 2.5～3.6%を大幅に上回る水準である。

#### 5.4 過剰債務と経済成長

最近では、欧州債務危機の深刻化を受けて、政府債務と経済成長の関係についても欧米を中心に興味深い研究が増えている。本節では、その内容を簡単に紹介する。

最初に注目されるのは、Reinhart and Rogoff (2010) の研究である。彼らの研究では、日本を含む先進 20 か国の 1790～2009 年におけるデータに基づき、政府債務（対 GDP 比）と実質 GDP 成長率の関係を分析している。図表 5-8 は、その結果をまとめたものである。実質 GDP 成長率の平均値は、政府債務（対 GDP 比）が 90%未満なら 3.0～3.7%だが、90%以上になると 1.7%へ大きく低下する。実質 GDP 成長率の中央値についても、同様の傾向が見られる。実質 GDP 成長率の中央値は、政府債務（対 GDP 比）が 90%未満なら 2.8～3.9%だが、90%以上になると 1.9%へと大きく低下する。このように、政府債務（対 GDP 比）にとって 90%が閾値となっている。

図表5-8 政府債務（対GDP）と実質GDP成長率の関係（1970～2009年）

政府債務（対 GDP）	30%以下	30-60%	60-90%	90%以上
平均値	3.7%	3.0%	3.4%	1.7%
中央値	3.9%	3.1%	2.8%	1.9%
観測数	866	654	445	352

（出所）Reinhart and Rogoff (2010)より筆者作成。

Reinhart and Rogoff (2010) は先進 20 か国の 1946～2009 年（半世紀分）に限った場合についても分析している。その場合でも、政府債務の GDP 比にとって 90%が閾値となっており、政府債務の規模がそれを上回ると実質 GDP 成長率の平均値は約 4%ポイント、中央値は 1%ポイント低下することを示している。このように、「政府債務の GDP 比が閾値 90%を上回れば、経済成長率が大きく低下する」という仮説は「ロゴフ仮説」と呼ばれ、最近ではこの仮説をめぐる研究が活発に進められている。

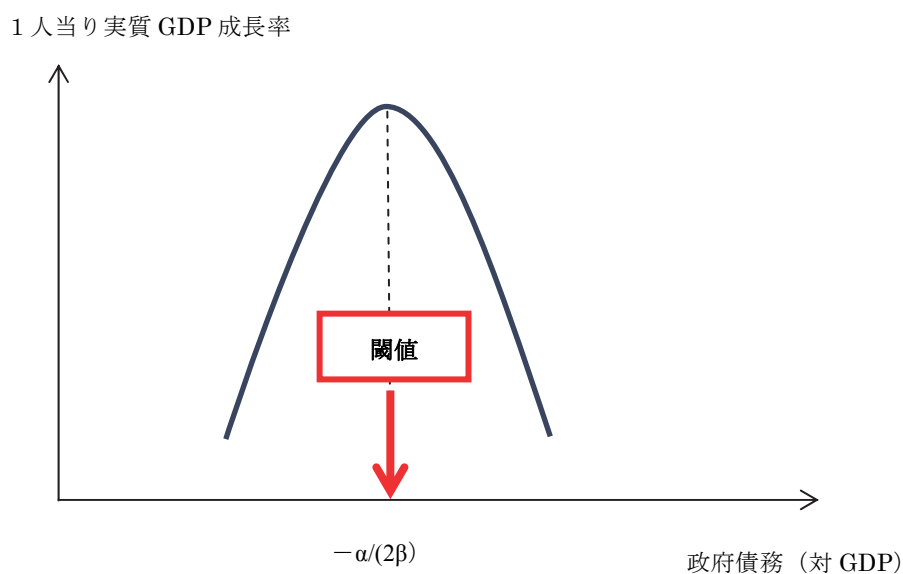
この点に関して言うと、Checherita and Rother (2010) も興味深い。彼らはロゴフ仮説を念頭に、欧州域内の 12 か国の 1970～2011 年におけるデータを用いて、政府債務（GDP 比）と経済成長率の関係を分析している。具体的には、彼らは、

1人当り実質 GDP の成長率

$$= \text{定数} + \alpha \times [\text{政府債務(対 GDP)}] + \beta \times [\text{政府債務(対 GDP)}]^2 + \text{その他の変数} \quad (7)$$

という回帰式を推計している。 $\alpha$ がプラス、 $\beta$ がマイナスの値をとった場合、横軸に政府債務(対 GDP)、縦軸に1人当り実質 GDP 成長率をとると、(7)式は上に凸の放物線で表現できる(図表 5-9)。そして、1人当り実質 GDP の成長率は、政府債務(GDP 比)が閾値 $-\alpha/(2\beta)$ ( $>0$ )をとるまでは政府債務の増加に応じて上昇し、その値を超えると低下する。

図表5-9 政府債務と経済成長との関係



Checherita and Rother (2010) が、以上の関係を想定して分析した結果の一部を示したものが図表 5-10 である。“gov\_debt”の係数が(7)式の $\alpha$ 、“gov\_debt\_sq”の係数が $\beta$ を示す。詳しい説明は省略するが、彼らは推計の頑健性をチェックするため、6つのモデル(model 1-6)を推計している。このうち、model 1の結果を見てみよう。“gov\_debt”の係数が0.1198、“gov\_debt\_sq”の値が $-0.0006$ なので、1人当り実質 GDP 成長率と政府債務(対 GDP)の関係は、図 5-9 に示した放物線で表現できる。

そこで、閾値 $-\alpha/(2\beta)$ を計算すると、図表 5-10 の debt turning point の欄に記されているように、97.8 となる。これは、政府債務が GDP 比 97.8%以上になると、1人当り実質 GDP 成長率が上昇から低下に転ずることを意味する。97.8%という値は、ログフ仮説が想定する閾値 90%に近い。同様に、model 2 から model 6 の推計結果を見ると、1人当り実質 GDP 成長率が上昇から低下に転じる政府債務(対 GDP)の閾値は 98.2~

104.5%となっている。いずれも、ロゴフ仮説が想定する閾値 90%に近い値である。

図表5-10 政府債務（対GDP）の閾値

FE models	Annual growth rate		Cumulative 5 year overlapping growth model		Cumulative 5 year non-overlapping growth model	
	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5	model 6
<i>gov_debt</i>	0.1198*** (.0410)	0.1291*** (.0412)	0.5236*** (.1294)	0.4066** (.1649)	0.6462*** (.1396)	0.5032*** (.2095)
<i>gov_debt_sq</i>	-0.0006*** (.0001)	-0.0006*** (.0002)	-0.0025*** (.0006)	-0.0020*** (.0008)	-0.0031*** (.0007)	-0.0026** (.0011)
debt turning point	97.8	103.1	104.5	99.9	104.6	98.2

( ) 内の数字は標準誤差。\*\*\* $p < 0.001$ 、\*\* $p < 0.05$

(出所) Checherita and Rother (2010) から抜粋。

以上の結果は、「財政再建」と「成長促進」という 2 つの政策目標の追求に対して重要な示唆を与えている。財政再建と成長戦略はトレード・オフの関係にあるとの指摘が多いが、過剰な政府債務は経済成長を低下させる可能性がある。日本の政府債務（グロス・ベース）は GDP の 200%に達していることから、ロゴフ仮説の閾値 90%をはるかに超えており、過剰債務が経済成長を低下させる影響についても議論を深める必要がある。

## 5.5 おわりに——日本政治の課題

本稿では、欧州債務危機の教訓を踏まえ、日本の今後の財政の持続可能性を検討してきた。具体的には、第 5.2 節において市場の自己実現的期待と国債利回りの関係を考察し、第 5.3 節では市場が期待する政府債務の再構築の方向性を議論するとともに、第 5.4 節では過剰債務と経済成長の関係を考察した。

現在のところ、日本では政府債務が累積しているにもかかわらず、長期金利は 1%前後の低位で安定している。このため、日本では欧州のような政府債務危機は発生しないとの楽観論も多いが、本稿の考察でも明らかなように、市場の期待の変化によっては「国債バブル」が崩壊するリスクを否定できない。また、先般成立した一体改革法案は改革の「一里塚」に過ぎない。膨張を続ける社会保障費を抑制できない場合、財政安定化に必要な最終的な消費税率は 25%超に達するという試算 (Braun and Joines, 2011) もある。このため、政府は今後とも財政再建を早急かつ確実に進めていく必要がある。

その場合、政治が国民に提示できる選択肢は「高福祉・高負担」「低福祉・低負担」「中福祉・中負担」の 3 つのはずである。しかし、抜本的な財政・社会保障改革が現実味を帯びないのは、政治が社会保障の全体の枠組み（給付と負担の関係）の選択を避ける傾向が強く、メディアなどの関心がすぐに細部の議論に向かってしまうからである。

戦略ミスは戦術では挽回できない。細部に関する議論が精緻でも全体の枠組みに関する議論が不十分で、現在のように社会保障の給付が負担を上回る状況のままでは、最終的に改革が破綻する状態は避けられない。改革議論で重要なのは、「議論の順番」である。すなわち、年金の制度設計などの細部の議論よりも、若干粗い議論であっても、まずは給付と負担のバランスが取れるように、全体の枠組みを議論する必要がある。

全体の枠組みをめぐる議論の出発点となるのは、社会保障費の増大を抑制しない「高福祉・高負担」のケースである。その場合、政府は、財政均衡のために必要となる最終的な負担の水準について、消費税率が最終的に 30%程度まで上昇する可能性も含め、国民に明らかにする義務がある。

そして、政府が 5%以上の消費増税を望まない、「低福祉・低負担」のケースを選択肢として検討するのであれば、財政均衡に必要な最終的な歳出削減額について公表する必要がある。筆者らによる粗い試算では、消費税率約 20%分に相当する 50 兆円程度の歳出削減をする必要がある。その削減の大部分は、膨張を続ける社会保障費の削減で達成するしかない。現在、年金・医療・介護などの社会保障給付（100 兆円）については、そのうち約 60 兆円を保険料収入で賄い、不足分の約 40 兆円を公費で賄っている。この公費の相当割合を削減するといった、極めて厳しい給付削減が必要となる。

「高福祉・高負担」「低福祉・低負担」のどちらも望ましくないと判断されれば、「中福祉・中負担」しか選択肢はない。しかし、その場合でも消費税率は最終的に 20%を上回る可能性が高い。欧州の付加価値税の平均は 20%であり、スウェーデンは 25%、英国、フランス、ドイツは約 20%である。最終的な消費税率は 30%とすべきなのに、実現可能な消費税率の上限を 25%とすると、今回の増税に加え、15 年以降も消費税換算で 15%分の追加増税を実施するとともに、消費税率 5%分に相当する約 12 兆円の歳出削減を同時に進める必要がある。

年金支給開始年齢についても、欧米の計画（イタリア 69 歳、英国 68 歳、米国・ドイツ 67 歳）と比較しても、引き上げを検討すべきである。年金課税の強化、医療・介護保険の自己負担引き上げなど抜本的な社会保障改革を推進し、20 兆円を上回る今後 20 年

の自然増を約半分に抑制することも検討せざるを得ない。

現状は「給付＞負担」であり、全体のバランスが取れていない。本当の政治主導は、全体の枠組みを議論し、その選択をすることである。細部の議論も重要だが、それは最初にすべき議論ではない。全体の枠組みの選択とその強い実行こそが、部分最適かつ縦割りの省庁では担うことができない、最も重要な政治の役割であり、日本政治に最も求められている決断である。

その際の選択には「将来世代の負担の限界も直視し、困った人を困っていない人ができるだけ助ける」といった改革の哲学が重要である。今こそ、政治は「何が受け入れられやすいかではなく、何が正しいかを考えなければならない」（ドラッカー「経営者の条件」）。

## 参考文献

財務省、2011. 財政の健全化に向けた考え方について（概要）.

[http://www.mof.go.jp/budget/budger\\_workflow/budget/fy2012/seifuan24/yosan006.pdf](http://www.mof.go.jp/budget/budger_workflow/budget/fy2012/seifuan24/yosan006.pdf)

ドラッカー、1995. 経営者の条件. ダイヤモンド社

内閣府、2012. 経済財政の中期試算.

<http://www5.cao.go.jp/keizai3/econome/h24chuuchouki8.pdf>

Braun, R. A., Joines, D., 2011. The Implications of a Greying Japan for Public Policy. mimeo.

Checherita, C., Rother, P., 2010. The impact of high and growing government debt on economic growth: an empirical investigation for the euro area. European Central Bank Working Paper Series 1237.

International Monetary Fund, 2009. The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis. Manuscript, IMF Fiscal Affairs Department.

International Monetary Fund, 2011. Japan Sustainability Report. Group of Twenty.

Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., 2010. Growth in a Time of Debt. American Economic Review, 100(2), pp.573-78.

Reinhart, C. M., Reinhart, V. R., Rogoff, K. S., 2012. Debt Overhangs Past and Present. NBER Working Paper 18015.

## 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—

21世紀政策研究所 研究プロジェクト

(研究主幹：池尾和人)

2013年4月発行

21世紀政策研究所

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-3-2

経団連会館19階

TEL: 03-6741-0901

FAX: 03-6741-0902

ホームページ: <http://www.21ppi.org>





21世紀政策研究所  
The 21st Century Public Policy Institute

# 「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らないのです。

#### 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）