

成熟経済と金融危機

野田 弘 英

1. 序——先進国経済の成熟

2008年秋の世界金融危機によって先進国経済のかかえる構造的な問題点が明らかになった。危機の原因を2000年以降のグローバル・インバランスに求め、米国の経常赤字を支えた中国・中東などの過剰貯蓄国・経常黒字国の責任を指摘する見解もみられる。しかし危機のもっとも深い原因は米国を中心とする日米欧先進国の爛熟した経済構造にある。本稿では日米欧の先進国経済に共通する構造的要因に焦点を絞って金融危機の根底に潜む原因を概観してみたい。

日米欧先進工業国は概していえば1970年代の石油危機とスタグフレーション以降、素材産業が重要な役割を演じる重化学工業化の高成長を終え、省エネルギーで高付加価値型の加工・組立産業が台頭する低成長経済へ移行してきた。それは、いかえると、企業投資が投資を呼び、企業部門主導の投資波及によって需要が創出される成長経済から、投資波及による有効需要創出効果が後退し、投資の生産力創出効果を吸収する政府（公共）部門と家計（個人）部門の有効需要付加が企業の投資活動を支える成熟経済への移行である。

すなわち「海外」を別とすれば需要サイドの「政府と家計」の支出が「企業」の蓄積を支え、これを金融市場と中央銀行の資金供給が支える構造が形成される。これによって企業部門では企業の内部資金が豊富化するとともに、供給サイドの技術革新をともなう新投資競争への誘因が減退し、資金不足の解消傾向が強まった。政府の支出に支えられた軍需関連・公共事業関連の産業の動向や、家計の支出に支えられた住宅建築、自動車、家電等の産業の動向が景気変動に大きな影響力をもつようになる。

これを銀行・金融機関の側からみれば、投資資金供給を軸とする銀行と産業の緊密な結合関係が後退する反面、流動性の高い安全資産である国債という資金運用対象が拡大し、これによって銀行は流動性・安全性原則を確保しながら住宅金融・消費者金融という高リスクだが高リターンの分野への進出を伸ばすようになった。このように政府の債務残高の増大と家計の債務残高の増大は相呼応する密接な関係をもっている。この二つの債務残高の調整が景気変動を調節する景気対策として重要性を増すようになる。

この金融部門に媒介された企業・家計・政府のあいだの資金循環の起点をなすのは赤字支出をともなう財政政策である。そのような資金循環構造をもつ先進国経済の成熟化が金融危

機をもたらした根本の原因である。

2. 国債に抱かれた経済

もともと非自発的失業者の救済という目標をもつ「不況の経済学」としての J.M.ケインズの思想に基づくならば、不況期の財政赤字をとまなう政府支出という有効需要付加の景気刺激策は過熱期の高雇用下での財政黒字による国債償還という総需要抑制策をとまなうべきものといえる。投資意欲が潜在的に強ければいには、政府支出による所得水準の上昇は民間投資を呼び起こし、不況対策としての財政赤字は好況期の財政黒字によって相殺されうるのであろう。不況対策としての政府支出は過剰な供給力の吸収効果をもつものの、それ自体は新投資の波及をもたらす要因ではなく、高い所得水準の達成を約束するものではない。

しかしながら 1960 年代の先進国の成長経済のもとでは政府支出によって喚起される投資の波及効果と所得水準引き上げ効果への過大な期待が生まれ、景気引き締めとしての財政赤字解消策への強い抵抗が生じて、高雇用のもとでも財政赤字が根付き始めた。その背後の支えとなった政策思想には波及論的投資乗数理解があったといえる（伊東光晴『現代経済の理論』Ⅳ第二章、岩波書店、1998 年、参照）。

1970 年代に入ると低成長経済への移行とともにはや政府の財政支出は旺盛な民間投資の呼び水とはならず、国債償還・総需要抑制策の困難による構造的赤字の傾向が明確になる。その後米国では 1990 年代の冷戦体制終結による軍事費削減、および軍事宇宙技術の民需移転による情報通信技術革新に支えられた好景気によって一時期財政赤字の解消傾向が示された。しかし長期的にみれば米国では軍需産業、情報産業以外の製造業の空洞化がすすみ、また軍事費再膨張や経済危機時の財政出動が重なって構造的赤字傾向はますます濃厚となる。日本での財政赤字傾向はいうまでもない。程度の差はあれ、EU 諸国でも赤字傾向は持続している。

この構造的赤字・国債累積を生んだ先進国経済は物価・資産価格の高騰（および激しい反落）をもたらす過剰流動性が生じやすい環境を作り出した。

まず、第一に、流動性が高く安全資産である国債はいつでもオープン市場（公開金融市場）において現金化することができ、そのため今日「広義流動性」としての通貨供給量（マネーストック）指標のなかには国債がふくまれている。つまり民間経済主体による大量の国債保有は現金通貨に準じる資産が市中に累積していることを意味する。

国債累積は民間の貯蓄資金を吸収して有効需要へ転化する財政の働きの増大を表している反面、換金容易な資産累積としてそれは変動過程での価格乱高下を促進し、過剰流動性環境を強める要因としても作用する。

このような市場における国債の換金性（転嫁流動性）の維持は最終的には通貨当局の市場

介入に依存する。

たとえば国債が投機的資金の投下対象となって価格の乱高下が生じるばあいには政府と中央銀行は一致協力して国債流通市場を安定させる必要がある。そうでなければ金融市場からの財政資金の安定的調達は見込めないし、また国債を保有する個別経済主体に打撃を与えることになるからである。既発国債の価格および利回りが変動する自由化体制への移行後も、直接・間接に国債価格を維持する中央銀行の資金供給は行われている。

日本銀行のばあいは市場安定化のために短期国債現先、短期国債売買、レポオペなど国債対象のオペによる金融調節を実施、また市場の不安定性が増すとともに短期国債から長期国債へと操作対象を漸次拡大、さらに長期の成長通貨供給方式としては国債の買切りオペも実施している。

国債の発行・累積が中央銀行の資金供給を呼び起こす背景としては国債発行による政府部門の資金調達が民間部門の資金調達を圧迫するクラウディング・アウトの発生がある。人為的低金利政策から離脱した自由化体制のもとでも、公共支出の支援をうけつつ民間経済が不況から脱出しようとするとき、民間部門の資金調達が容易にするために、企業の投資資金調達コストを引き下げる中央銀行の金融緩和政策が実施されるのは自然な成り行きである。反対に金融逼迫が生じて国債価格が暴落の危険にさらされるときには中央銀行は断固として価格支持の行動をとらざるをえない。

このように現代の中央銀行は「政府の銀行」として国庫金の出納保管にかかわるだけでなく、政府の国債管理政策の一環をになう立場にも立たされている。この点に着目すれば中央銀行の金融政策は政府の財政政策をささえる順応的な政策という側面をもつ。その政策展開を可能にしているのが金本位離脱後の管理通貨制度における「独占的発券銀行」としての中央銀行の地位である。

中央銀行の独立性が叫ばれるのは、そのような財政政策に順応した中央銀行の政策展開による過剰流動性醸成に対して一定の歯止めが必要だからである（建部正義『金融危機下の日銀の金融政策』、中央大学出版部、2010年、参照）。

この歯止めが緩めば、物価や資産価格の高騰を招き、またその激しい反落を呼び起こして、資本主義市場経済の前提である等価交換や財産価値保全の原則を破壊することになる。ついには預金の流出、換物運動が生じて信用・銀行制度そのものが動揺することになるであろう。現代の中央銀行は、政府の財政政策をささえる裁量的政策を実施しつつも、同時に金融の乱調を防止し信用秩序を維持するという二重の任務を遂行しなければならない。

いいかえると現代の中央銀行券は、「銀行の銀行」である中央銀行が発行する銀行通貨でありながら、他面それを越えて政府紙幣に似た性格をあわせもつ独特な通貨といえる。

3. 市場型金融システム——金融資産累積と流動性危機

過剰流動性環境の第二の要因として注目されるのは、成熟経済下の企業部門の資金不足解消傾向に対応する、個別の企業および家計における貯蓄資金の増加傾向である。これらの貯蓄は高利回りの資産運用を求めて直接に、あるいは金融機関を通して間接に、株式や債券への投資に向かい、市中において国債累積にとどまらず多様な金融資産の累積をもたらした。

それとともに預金・貸出という銀行と顧客の相対取引による金融仲介から、価格メカニズムが機能するオープン市場取引を利用した金融仲介へと金融システムの重心が移動する。こうして金融機関も企業も家計も資産運用の効率性を求めた結果、価格変動する金融資産を抱え込み、価格変動リスクにもさらされるようになる。

この市場型金融システム膨張の一原因は、貯蓄を吸収し運用する非銀行（非商業銀行）金融仲介機関の発達であり、その結果としての総流動資産の増加である。

狭義の銀行は、銀行通貨の供給機関という役割と、金融仲介機関としての役割とをあわせ営んでいる。通貨供給機関という公共性の濃い役割のゆえに銀行は従来通貨当局による厳格な規制と監督のもとに置かれてきた。一方、金融仲介機能に限定していえば、不特定多数の顧客の預金を総合的に管理する銀行は、預金諸源泉から相対的に自立した現金形態の貸付可能資本を形成し、これを運用する。その働きは、現金通貨の回転を加速し、金融市場および再生産に能動的な作用を与えるところから「現金的信用創造」（V.F.ワグナー）とも呼ばれている。

この金融仲介による貨幣の流通加速の働きは、銀行通貨供給機関である銀行と、非銀行金融仲介機関との双方が共有する。この共通の金融仲介機能に着目して銀行は「貨幣的金融仲介機関」、他の仲介機関は「非貨幣的金融仲介機関」と呼ばれる（J.G.ガーレイ＝E.S.ショウ）。投資信託、年金基金、保険会社、信託銀行などの金融仲介機関は、貯蓄貨幣を集中して非金融単位の発行する株式や債券へ投入し、貨幣の回転を加速する。いかえるとこれら仲介機関は、非金融単位の市場性の低い請求権（本源的証券）を自己の市場性の高い請求権（間接証券）に切り替える機能によって経済の保有する総流動資産を増加させる働きを発揮する。これらの仲介機関はとりわけ米国において急速に成長した。

そのような仲介機関の発達は成長経済のもとでは貯蓄資金を実物投資へ誘導して成長を促進する。しかし成長が鈍ってくると、これら仲介機関はブーム期には売買価格差による短期的収益をうむ金融資産への投資を拡張し、実物投資の伸びを上回る金融資産取引額の膨張をもたらして、金融システムの流動性需給を潜在的に悪化させる。逼迫期には反転して仲介機関は貨幣保蔵傾向を強めて金融市場の混乱をもたらす。その混乱は市場を利用する企業や家計の行動に影響を与え、再生産（実物経済）をも動揺させる。

近年の実例に示されるように、機関投資家は状況の変化に敏感に反応して現金・預金を含む保有資産構成を大規模に組みかえ、金融市場の変動に、ひいては再生産の変動に大きな影響を与えるのである。

上述のように市場型金融システムの発展は、中央銀行のコントローラビリティの及びやすい銀行間市場を越えて、その外部において民間資金の運動が拡大し、金融自由化圧力が高まることを意味する。

だが事態はさらに一步進んで展開する。

銀行間市場も公開市場の拡大に飲み込まれ、規制金利から自由金利への流れが決定的となる。金利自由化と並んで金融機関の業態間の垣根も低下する。こうして中央銀行もまた銀行間市場における最後の貸手としての役割を越え、公開市場への介入に深く踏み入らざるをえなくなる。

このような金融自由化の波は米国を中心として急速に拡大し、銀行の占める比重が大きい日本の金融市場も次第に自由化の波のなかで再編成されていった。

その自由化の展開を加速したのは、インフレーションの高進による市場金利上昇という要因と、情報通信技術革新による大量データ処理やコスト低下を活用した金融技術革新という要因である。

すなわちインフレによる市場金利上昇とともに企業や家計の資金が規制下の低金利の銀行預金から市場の高利回りの証券類へ流出する。この資金流出に対抗して銀行の側では預金金利自由化の動きが高まり、CD（譲渡性定期預金）や市場金利連動型預金が開発され、また決済性預金と貯蓄性預金を連結する金融商品も導入される。一方、銀行に対抗する証券会社などの側では、高利回りの資金運用に加え、小切手振出しや資金借入などの金融サービスも提供する証券総合口座まで開発されるようになる。

こうして金融技術革新とあいまって自由化の流れが席卷した結果、短期金融市場でも市場性資金を吸収する多様な証券が増加、企業、家計等の短期・小口の資金を吸収する金融資産が豊富化した。

たとえば短期国債以外にも、CP（コマーシャルペーパー）のように、産業企業や金融機関が市場性資金吸収に利用する短期証券が発達、また銀行発行のCDのように、貯蓄性預金吸収手段として出発しつつも短期金融市場の商品として重要性を増した預金証書も参入、さらに MMMF のような決済勘定と投資勘定を連結する短期金融資産投資信託も登場する。短期金融でも旧来型の預金・貸出という銀行の相対取引の比重は減少し、要求払預金に代替する流動資産が増したのである。

その結果、個別経済主体の経常的流通（取引）貨幣や予備貨幣の一部が投資勘定・投資金融資産の形態で保有され、銀行管理の決済勘定・預金通貨の残高は圧縮される。

つまり金融技術革新によって小口決済分野への預金通貨進出による現金通貨節約がすすん

ただだけでなく、預金通貨も投資資産によって節約されるようになった。こうして準通貨ないし通貨予備軍が豊富化する。それが通貨供給量統計の指標を拡散させる現実的な背景をなしている。

このように市中における金融資産の累積は同時に貨幣節約体系の高度化をともなっている。したがってひとたび金融資産の流動性・換金性が危うくなれば資産を「貨幣」に転換する動きが一挙に高まり、過剰流動性環境は一転して流動性枯渇の危機に直面する（拙稿「金融不安定性の一考察」,「東京経大会誌」229号,2002年;同「金融不安定性をめぐる学説史」,信用理論研究会編『現代金融と信用理論』第6章第5節,大月書店,2006年;同「(研究ノート)金融不安定性と貨幣」,「東京経大会誌」251号,2006年,参照)。

その結果,政府による公的資金の投入,中央銀行の「非伝統的」金融政策による資金供給などが呼び起こされざるをえなくなる。資産運用の効率性追及と流動性危機とは表裏の関係にある。

4. 信用膨張とグローバル・インバランス

そのような市場型金融システムの利便性と脆弱性の増幅要因としてなかでも注目されるのは,貸付債権の証券化および金融派生商品(デリバティブ)の発展である。

すなわち市場性資金調達手段の豊富化によって金融機関による貸出競争が激化し,また実物投資機会の減少に直面した産業企業まで金融業務へ進出するようになって,リースや消費者ローンなど,高リスクだが高リターンの金融分野が開拓されていくと,貸付債権の証券化によって貸付の固定化を流動化し,不特定多数の投資家にリスクを分散させる仕組みが発展する。この証券化商品の代表は住宅ローン担保証券(MBS)である。

事態はそれだけにとどまらない。住宅ローン,自動車ローン等さまざまな債権のプールを裏づけ資産として高格付け証券を含む新たな債務担保証券(CDO)が組成され,さらにMBSやCDOを担保にして独自の事業体が資産担保コマーシャルペーパー(ABCP)発行による資金調達を行う。

このように証券化商品を担保に更なる証券化によって資金調達を行うという仕組みが重層的に積み重ねられて,リスクの計測困難の深化をともなう独特の信用膨張機構が生まれた。その結果,原債権の焦げ付きで機構が逆回転すると一挙に激しい信用収縮が生じることになる(みずほ総合研究所編『サブプライム金融危機』,日本経済新聞出版社,2007年,参照)。

これら証券化商品とならんで先物,先渡し,オプション,スワップなどのデリバティブも発達した。

自由化とともに金利,通貨,株式等の価格変動リスクが高まると,大量の金融資産を抱えた個別経済主体はデリバティブによって保有資産のリスクをヘッジする動きを強める。

たとえば現物取引とヘッジ目的の先物取引を組み合わせておけば価格変動による損益を相殺できる。あるいは変動金利と固定金利のスワップ取引を利用すれば将来の金利変動によるリスクを軽減できる。そのような比較的 low コストでリスクを回避できる利便性がデリバティブの利用を急速に拡大させた。

また BIS 規制によってオン・バランスのリスク資産を制限された銀行がオフ・バランスのデリバティブで収益を得ようとする動きも加わり、デリバティブはいっそう拡大する。

もっともヘッジングはヘッジの受け手が存在しなければ成り立たない。ヘッジャー間において「売りつなぎ」と「買いヘッジ」との需給がぴったり合致することは実際にはまれであり、ヘッジャーの行為は通常リスクを引き受けるスペキュレーター存在を前提する。

つまり相場変動する資産の所有者の対極にリスクに賭ける投機者が存在してデリバティブは発達する。実物投資機会が減少する低成長経済はその両者を大量に排出する。レバレッジ効果が大きいデリバティブ取引はこうして巨大な投機の吸着基盤となった。

その極に生まれたのが信用デリバティブである。それは相場変動の市場リスクの取引ではなく企業や金融機関の信用度・デフォルトリスクの取引である。CDO も一部信用デリバティブを組み込んでいる。代表的なのはクレジット・デフォルト・スワップ (CDS) であって、それは一種の倒産保険であり、買手は信用リスクの保証 (保険) 料を支払い、売手は貸し倒れ損失を肩代わりする。その CDS 契約はついに国債をも捉え、ソブリン・リスクに賭ける投機を生み出すにいたっている。

これら証券化商品やデリバティブの急膨張をもたらした背景として見過ごせないのは、1990 年代の冷戦体制終結を契機とする地球的規模の貿易・資本取引自由化の大波であり、その所産としてのグローバル・インバランスである。

冷戦終結とともに中国、インド、ロシアなどの開発途上大国が資本主義市場経済の自由化の網の目のなかに組み込まれると、先進国企業は豊富な労働力や資源をもつ新興国・途上国に生産の拠点を移すようになり、先進国では産業の空洞化傾向がみられるようになる。加えて、中国をはじめ新興国はドルペッグに象徴される輸出主導型の工業化政策によって経済成長の基盤を固めていき、新興国の安価な製品の進出によって先進国の産業の空洞化はさらに助長される。こうして低成長基調の先進国と高成長基調の新興国の並存という世界経済の特徴的な状況が出現した。

もっとも先進国の低成長基調の表れ方には違いがある。1990 年代初頭に「バブル経済」崩壊を経験した日本では高貯蓄・消費抑制も加わって低成長が持続する。一方、欧米先進国、ことに米国では、冷戦終結がもたらした情報通信革命主導の好況による株価高騰や、それに続く住宅市場の活況によって、資産効果などの刺激を受けた個人消費主導の経済成長が実現し、日本やアジアからの輸入が激増した。

こうして米国の経常収支の赤字とアジア諸国の経常収支の黒字が拡大する。そのグローバ

ル・インバランスが生み出すアジアマネーやオイルマネーが反転して欧米先進国へ、ことに米国へ流入して信用ブームを促進し、サブプライム危機発生の一原因となった。インバランスは危機の一因ではあるが、そのインバランスをもたらししたのは、金融部門を膨張させた先進国経済の成熟化と新興国経済の輸出主導型工業化との絡み合いである。

米国から流出した基軸通貨ドルの一部が各国の再生産拡大によって吸収されず、再生産外部の滞留資金となって金融的流通を膨張させる傾向は、とりわけ金・ドル交換停止以降顕著である。今日ではその投機性の強い国際的短期資金が先進国と新興国の二極の間で移動する。実際、世界金融危機以降、危機に対処して欧米の当局が市場に大量の資金供給を与えても、先進国の実物投資増大にはさほど大きな効果がみられないのに対して、他方でエマージング市場・一次産品市場への資金流入による活況が生じ、新興国の物価・資産価格が高騰するという事態も生まれている。

米国家計の過剰消費の是正や中国など新興国の内需主導型成長への転換によってグローバル・インバランスが縮小したとしても、世界を駆けめぐる膨大な余剰資金の運動がそれによって消滅していくものとは思われない（鈴木芳徳『金融・証券改革の深層底流』、御茶の水書房、2004年；同『グローバル金融資本主義』、白桃書房、2008年、参照）。

5. 結び——新結合と賢い支出

世界金融危機やギリシャ発財政危機など相次ぐ経済危機に際して、各国政府は大胆な財政支出や公的資金投入を行い、中央銀行も膨大な資金供給を断行した。その結果、以前にも増して政府債務残高の増加や中央銀行の資産劣化が著しく進んでいる。そのような国債に抱かれた経済のあり方に対する危惧は各国において高まっていて、もはや財政再建が避けて通れない課題であるという認識は各国政府に共通のものとなりつつある。

とはいえ低成長基調の経済において一方的に財政支出が削減されるならば経済は縮小均衡に陥る。低成長経済が持続的成長の軌道に乗るためには、まずは新たな需要の成長が創り出され、需要増大を通して民間の設備投資が呼び起こされていかねばならないであろう。そのばあい、逆説的ではあるが、財政需要の伸びが制約されているとき、需要サイドの新たな成長要因を生み出していくのは供給サイドの「生産手段の新結合」である（吉川洋『転換期の日本経済』、岩波書店、1999年；同『いまこそ、ケインズとシュンペーターに学べ』、ダイヤモンド社、2009年、参照）。

シュンペーターのいう「新結合」とは、たんなる物的生産性の上昇をもたらすものではなく、新たな需要の喚起による平均以上の価格上昇という、付加価値生産性の上昇をもたらすものを含んでいる。既存の財・サービスに対する需要が一種の飽和状態にある経済循環に対して、たとえば新たな消費需要を創出する新製品の導入や、既存製品に対する新たな需要を

創出する新市場の開拓などが、旧来の経済循環の慣行軌道を打ち破る新結合の事例として指摘されている。生産力の非物質的構成要素である技術や組織の変化が重視されているのも彼の新結合論の特徴である（拙稿「シュムペーター理論における『経済発展と独占』」,「熊本学園大学経済論集」第5巻第3・4合併号,1999年;同「シュムペーターの発展理論における『信用創造』」,「東京経学会誌」215号,2000年;同「シュムペーターとマルクス学派」,「東京経学会誌」237号,2004年,参照)。

もっとも市場への国家の介入に否定的なシュムペーターの理論のばあい、新結合の遂行への経済的支援は、銀行に集中された民間資金の共同利用および信用創造という民間の金融的支援に限定されている。それは、政府・中央銀行による支援がバブル現象を助長し、新結合の普及による生産性上昇をゆがめることへの懸念に由来している。

しかし、一定の限度をもつとはいえ、現代経済の蓄積過程が政府・中央銀行の介入を不可欠の要因として組み込みながら進行していることは否めない現実である。

新結合遂行に対する公的支援も、それが特定業種の特殊利害による拘束をつきぬけた社会的普遍的意義をもつものであれば、容認されてしかるべきであろう。たとえば地球温暖化防止の低炭素社会の実現をめざすイノベーション、あるいは高齢化社会に対応する医療・介護・生涯教育システムのイノベーションなど、官民協調による推進に値する新結合の事例は少なくないと思われる。いいかえれば現代の公共支出は新結合と結びつく「賢い支出」であることを求められているといえよう。