

戦後アメリカの実体経済と金融経済

—— 1980年代以降の金融経済の肥大化と変調 ——

北 原 徹

〈目 次〉

はじめに

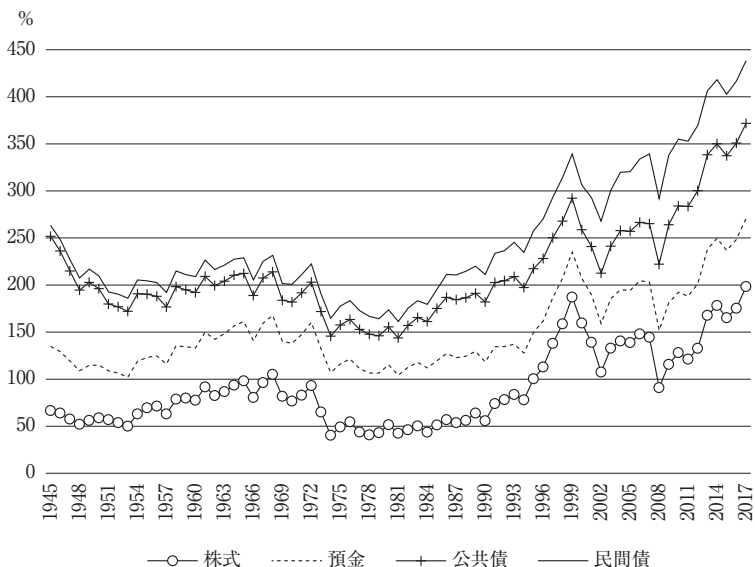
1. 戦後アメリカの実体経済と金融経済の概観
 - (1) 戦後アメリカ経済の時期区分
 - (2) 実体経済の状況
 - (3) 企業金融の状況
 - (4) 家計の貯蓄資産運用の状況
2. 戦後各時期の実体経済と金融経済
 - (1) 1950-60年代
 - (2) 1970年代
 - (3) 1980年代
 - (4) 1990年代
 - (5) 2000年代
 - (6) 2010年代
3. 総体的に見た戦後アメリカの実体経済と金融経済
 - (1) 金融資産の蓄積と肥大化
 - (2) 銀行中心の金融システムから証券市場中心の金融システムへ
 - (3) 経営者資本主義から金融資本主義へ
 - (4) 金融資本主義下での金融経済が実体経済に及ぼす影響
 - (5) 金融政策の変遷

むすび：ポスト・リーマンの金融経済の変調

はじめに

本稿は、戦後アメリカの金融の変化を実体経済との関連という視角から考察するものである。戦後の期間の中で、実体経済も金融もその時々状況に

図表1 金融資産残高（積み上げグラフ）：GDP比



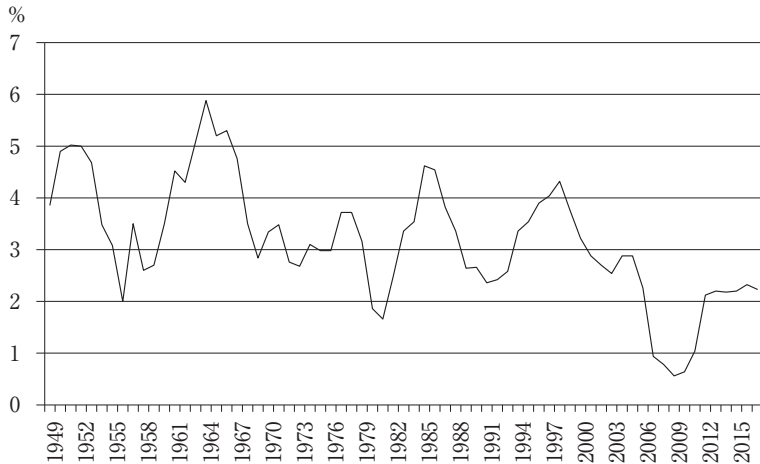
(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*; Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*

応じて、様々な形で変容してきたが、実体経済との関係での金融の変貌を、戦後の期間という長期的パースペクティブの下で整理・考察し、現状を捉え直し、今後を考えてみようという試みである。

まず最初に、戦後アメリカの金融の動きを概観するために、金融資産蓄積の推移を見ておこう。図表1は代表的な金融資産である、株式、預金、債券（公共債、民間債）とその全体としての金融資産（総金融資産）残高を、実体経済の代表的指標であるGDPと比べ、その比率の推移を示したものである。

図表1に示されているように、総金融資産のGDP比は、1980年代半ばまではそれ程大きな変化を示していないが、1980年代半ば以降は上下動を伴い

図表2 米国実質経済成長率：5年移動平均



(出所) Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*

ながらも傾向的に上昇している。1980年代半ばを境に局面が大きく転換している。1980年代半ば以降は、実体経済に比べて金融が大きく拡大してきている¹⁾。

次に、実体経済面の動きとして、経済成長率の推移を見てみよう。各年の経済成長率の動きは上下の振幅が大きくて長期的動きを見るのが難しいので、5年移動平均の動きを図示している。

大きく考えると、経済成長率は1960年代をピークに徐々に低下してきていることが分かる。戦後の成長率は長期低下傾向にある。

戦後の金融と実体経済の大きな傾向はこうしたものであるが、本論文では、実体経済と金融との関連を考える上で、実体経済に対して金融経済という表現を使いたい。実体経済とは、財・サービスの生産・流通・消費・蓄積やそ

1) 池尾（2013）では、1980年代以降の米国における金融拡大の動きが的確に鳥瞰図的に整理されている。

れに伴う付加価値の形成・分配に係る経済のことであり、中心的な担い手は企業である。金融経済とは、資金の貸借・投資・調達や金融資産の保有・取引に係る経済のことであり、中心的な担い手は金融機関である。1980年代以降は、実体経済に対して金融が独自の経済圏を形成し、実体経済に対して大きな影響を及ぼしている点を重視したために、金融経済という用語を使うことにする。その上で、実体経済と金融経済との相互関連が、戦後のアメリカにおいてどう推移してきたのかを考えていきたい²⁾。

1. 戦後アメリカの実体経済と金融経済の概観

(1) 戦後アメリカ経済の時期区分

実体経済と金融経済のそれぞれの内容や両者の関連をより立ち入って考察するために、戦後の期間をいくつかの時期に区分して、見ていこう。経済は景気循環を繰り返しながら変動している。区分した各時期を同じ土俵で比較対照できるようにするため、景気循環に即して、各時期が景気循環の同じ諸局面をたどるように区分しよう。戦後アメリカ経済の景気循環の局面転換の日付けは、NBERによれば、図表3のようになっている。

景気循環に即した時期区分として、基本的に景気の谷から次の谷までの期間を採ろう。但し、一循環が短い景気循環に関しては複数の景気循環をまとめて1つの期間とする。また、データは年単位でしか得られないものもあるため、期間区分は年単位とする。年単位の景気循環の谷を確定するため、谷の日付が6月以前であればその前年とし、谷の日付が7月以降であれば当該年としよう。1つの期間は景気の谷の翌年から次の（次以降の）谷の年までとする。こうした方法で時期区分することにより、戦後の期間を次の7つの

2) 実体経済に対して金融経済を対置するという捉え方に関しては、向井（2010）第4章を参照。

図表3 米国の景気循環

景気循環の谷	景気循環の山	拡張期間	後退期間
1945年10月	1948年11月	37ヵ月	11ヵ月
1949年10月	1953年7月	45ヵ月	10ヵ月
1954年5月	1957年8月	39ヵ月	8ヵ月
1958年4月	1960年4月	24ヵ月	10ヵ月
1961年2月	1969年12月	106ヵ月	11ヵ月
1970年11月	1973年11月	36ヵ月	16ヵ月
1975年3月	1980年1月	58ヵ月	6ヵ月
1980年7月	1981年7月	12ヵ月	16ヵ月
1982年11月	1990年7月	92ヵ月	8ヵ月
1991年3月	2001年3月	120ヵ月	8ヵ月
2001年11月	2007年12月	73ヵ月	19ヵ月
2009年7月			

(出所) National Bureau Economic Research, US Business Cycle Expansions and Contractions

期間に区分しよう。1950-60年，1961-70年，1971-82年，1983-90年，1991-2001年，2002-09年，2010-17年の7期間である³⁾。

(2) 実体経済の状況

こうした時期区分を基に，各時期の実体経済の状況を経済成長を中心に見ていこう。各期の経済成長を成長会計で要因分解して示すと，図表4のようになる。

傾向としては，前述のように，経済成長率は1960年代をピークとして低下傾向にある。1970年代と2010年代は低下傾向とは異なった動きをしているが，

3) 本論文で区分された7期間の中で，リーマンショック後の2010-17年の期間は，本論文執筆時点ではまだ景気拡大局面の途中であり，下降局面はまだ経験しておらず完全な一循環に対応した期間になっていない。下降局面を含んでいないことから，他の期間と比較した場合，より良好な経済データとなっていることに注意が必要である。北原（2018b）では，景気拡大局面にあるポスト・リーマン経済の特徴を，他の時期の景気拡大局面との比較を通じて分析している。

図表 4 成長会計による経済成長要因分析

(単位：%)

		1950- 60年	1961- 70年	1971- 82年	1983- 90年	1991- 2001年	2002- 09年	2010- 17年
実質 GDP 成長率		4.05	4.27	2.69	4.1	3.21	1.62	2.15
実質固定資本 増加率	ケース A	3.55	3.8	3.31	2.49	2.72	2.09	1.25
	ケース B	3.64	3.87	2.87	2.37	2.47	2.08	1.17
労働供給増加率	ケース A	0.94	1.42	1.99	2.81	1.29	-0.22	1.67
	ケース B	1.21	1.8	1.98	2.72	1.28	-0.12	1.37
労働分配率		76.5	76.96	79.36	79.86	80.69	78.23	74.1
成長への資本貢献	ケース A	0.83	0.87	0.68	0.5	0.53	0.46	0.32
	ケース B	0.85	0.89	0.59	0.48	0.48	0.45	0.3
成長への労働貢献	ケース A	0.72	1.09	1.58	2.24	1.04	-0.17	1.19
	ケース B	0.92	1.39	1.57	2.17	1.03	-0.09	1.02
TFP (全要素生 産性) 上昇率	ケース A	2.5	2.3	0.43	1.36	1.65	1.33	0.64
	ケース B	2.28	1.99	0.53	1.45	1.71	1.26	0.83
実質資本装備率 上昇率	民間産業	1.81	2.09	1.88	0.4	1.21	2.44	0.02

(注) 実質固定資本増加率と労働供給増加率に関して、ケース A では民間だけの数値を、ケース B では民間と政府の合計の数値を使っている。労働供給増加率は、1980年代以降は労働時間数を考慮しているが、それ以前は人数のみで計算。

(出所) Bureau of Economic Analysis, NIPA Table 1.1.1., Table 1.14., Table 6.5., Fixed Assets Accounts Table 1.2.; Bureau of Labor Statistics, Employment level, Average hours total at work all industries employed

特殊要因が働いている。1970年代は後でも議論するが、石油危機や超インフレという経済の混乱期・転換期であるため、成長率が極めて低い水準に停滞している。2010年代の時期は前述のように景気の下局面を含んでいないので、他の時期と比べて高めの成長率となっている。固定資本の増加率も、1960年代をピークとして、1990年代に若干はね上がっているが、低下傾向にある。固定資本蓄積率は、大きくは経済成長率とパラレルな動きを示している。TFP (総要素生産性) 上昇率も、大きく見れば、同様に1950-60年代を

ピークに長期的に低下傾向にあるが、もう少し複雑な動きをしている。1970年代の TFP 上昇率の極端な低さは、前述の経済の混乱期であることの結果と考えられる。1990年代の高い TFP 上昇率は、情報・通信関連の技術革新の進展によるものと考えられる。但し、情報・通信関連のイノベーションの経済全体の TFP 上昇率に対する効果は、マクロデータから判断する限り、長期継続的なものではなく、2000年代には減速し、2010年代には消滅しているように思われる⁴⁾。

(3) 企業金融の状況

こうした実体経済の動きと金融との関連を見るために、企業金融の動きを同じように時期区分して見ていこう。

図表5における GDP 比の固定資本純投資（＝固定資本粗投資－減価償却）の動きは、図表4の成長会計のところで見た実質固定資産増加率の動きとは必ずしも対応していない。固定資本純投資比率は、1970年代が極めて大きく、80年代は逆に極めて小さい。共に特殊要因が作用していると考えられる⁵⁾。

利潤の GDP 比は、1950-60年代は極めて高く、その後1980-90年代は低い水準で低迷し、2000年代に回復してきている。図表4における労働分配率の動きに基本的に対応した動きになっている⁶⁾。1950-60年代の高水準の投資は、潤沢な利潤からの内部留保で賄われる傾向が強く、その結果、外部資金調達

4) この点に関しては、Gordon (2016) Chap. 17 を参照。

5) 1970年代に関してはインフレの影響が大きく、実態を表していないと思われる。1970年代はインフレ率が急上昇して極めて高かった時期であるので、新規の固定資本粗投資額に比べて簿価で計算される減価償却額が小さくなっていたと考えられるからである。1980年代の固定資本純投資比率の低さに関しては、レーガン減税の一環として加速度償却制度が導入されたことが影響していると考えられる。固定資本の償却額（GDP 比）は、1980年代において戦後最高の水準に達している。

6) 2000年代の利潤率上昇・利潤分配率の上昇の大きな要因は、企業の海外直接投資の拡大や安価な輸入品の増大という、経済のグローバル化の進展であると考えられる。その点に関しては、北原 (2018b) p. 189 を参照。

図表5 企業金融関連項目：GDP比

(単位：%)

		1950- 60年	1961- 70年	1971- 82年	1983- 90年	1991- 2001年	2002- 09年	2010- 17年
内部留保		3.1	2.7	3.4	1.2	0.9	1.9	2.5
固定資本純投資		2.6	2.2	3.1	1.3	1.9	1.8	2.1
企業利潤		9.5	8.1	7.4	4.7	4.9	6.1	7.2
配当		2	2	1.5	1.7	2.3	2.7	3.3
配当・自社株買い		2	2	1.5	3.8	3.8	4.9	6.1
外部資金調達		2.2	2.7	3.7	4.3	3.1	1.7	2.6
	負債証券発行	0.9	1.1	1.4	1.8	1.8	0.7	1.8
	借入金	0.8	1.4	1.7	1.9	0.4	0.6	0.3
	新株発行	0.5	0.2	0.6	0.5	0.8	0.4	0.5
海外投資		0.4	0.8	1.1	1	1.9	2.4	3

(注) 自社株買いの数値には、現金買収による買収先企業株式の取得も含まれている。また、配当・自社株買いと新株発行の数字は、1977年を境にデータに質的不連続性がある。1976年以前に関しては、*Financial Accounts of the United States* 上の企業の株式負債純増(=新株発行-自社株買い)の値しかえられず、新株発行と自社株買いとを分けた数値がえられない。そこで、図表5では、各年の株式負債純増がプラスであれば新株発行と、マイナスであれば自社株買いとして計算しており、新株発行も配当・自社株買いの数値も実際より小さくなっている。但し、この時期、自社株買いは大きくなく、企業の株式負債純増がマイナスとなっている年は戦後から1976年までで3年だけである。

(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States; Statistical Supplement to the Federal Reserve Bulletin*; Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*

比率は低めである。1970-90年代においては、利潤の水準がかなり低下しているため、ある程度の投資水準を保つには、外部資金に依存せざるをえず、外部資金調達比率が高くなっている。2000年代に入ると、利潤比率が回復してきており、投資も低迷しているため、外部資金調達比率は低下してきている。配当や自社株買いという形での、企業収益の株主への配分は、1980年代以降大きく水準を切り上げており、その水準は高まり続けている。これは、後の第3節(3)で議論するように、1980年代以降、企業経営に対する機関投資家を中心とする株主の影響力が強まってきていることが背景にあると考えられる。

図表6 家計の貯蓄・金融資産取得・借入：GDP比（単位：％）

		1950- 60年	1961- 70年	1971- 82年	1983- 90年	1991- 2001年	2002- 09年	2010- 17年
貯蓄		7.3	7.9	8.2	6.1	4.5	3.2	4.2
住宅投資		4.6	3.3	3.7	3.7	3.7	4.3	2.6
金融資産取得		8.9	9.7	12.1	11.5	7.2	7.7	6.7
	預金	2.5	3.9	5.2	3.7	0.8	2.8	2.7
	株式	-0.1	-1.2	-0.5	-2	-1.8	-2.3	-0.6
	債務証券	0.8	0.7	1.1	2.7	0.5	1.3	-0.4
	投信	0.2	0.2	0	0.9	1.4	1.2	1.3
	年金	4.2	4.9	5.6	5.3	4.5	3.9	2.7
借入		3.4	3.3	4.4	5.2	4.4	6.2	1.4
	住宅ローン	2.2	2	2.9	3.8	3	5.4	0.2
	消費者信用	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1	0.6	0.9

（出所）FRB, *Financial Accounts of the United States* ; Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*

外部資金調達の中では、1980年代までは借入金が負債証券発行より大きいですが、1990年代以降は逆転し負債証券発行が大きくなり、借入金は極めて限定的なものになっている。借入金の比率（GDPに対する）は、1970-80年代に極めて大きくなっている。アメリカ経済の混乱期・転換期において、企業金融面で借入金が、その中心は銀行借入であるから銀行が、大きな役割を果たしたと考えることができよう。

（4）家計の貯蓄資金運用の状況

資金の最終的供給主体である家計の貯蓄資金運用という面から、実体経済と金融との関連を見よう。図表6は、それぞれの資産への家計からの新規資金流入額（流入－流出）のGDP比を示している。

貯蓄率（GDP比）は1970年代まで高い水準を保っていたが、1980年代以降は低下を続けている。ただ、2010年代には貯蓄率が幾分回復したように見

える。預金への資金流入は、1980年代まで高い水準を続けた。上述した实体经济に対する1970-80年代の銀行の役割の増大は、こうした家計からの預金流入によって支えられていたと思われる。1990年代には預金への資金流入は急落し、2000年代にはある程度回復しているが、1980年代までの水準に比べるとかなり低い水準である。年金への資金流入は、1960-80年代に高い水準に達したが、90年代以降は徐々に資金流入水準を切り下げ、2010年代ではピーク時の半分以下である。米国のベビーブーマー世代は1946-64年生まれであるが、これまで年金資産として蓄えてきたものが、2010年代においてはベビーブーマー世代の年金受給者化に伴い年金資産の取り崩しが始まっていることが背景にある。投資信託への資金流入は、1990年代に急増し、高い水準が続いている。金融業務という観点からは、銀行の預金・貸出業務とは別の運用関連業務が、年金・投信等の拡大に伴い1970年代辺りから、金融システムの中で極めて重要な金融業務となってきた。銀行の金利収益以外の非金利収益の比率は、1985年の27.2%から上昇を続け、2006年には42%に達した。しかしその後、世界金融危機後の金融の潮流変化の中で、非金利収益比率は2017年には33.7%まで低下している⁷⁾。

2. 戦後各時期の实体经济と金融経済

(1) 1950-60年代

本節では、实体经济と金融経済との関連を戦後の各時期毎にみていこう。

1950-60年代は、図表4、5に示されているように、高利潤・高投資・高生産性上昇率・高成長の時代であり、投資資金調達面では潤沢な利潤の中からの内部留保が中心で、それを借入金で補うという形であった。实体经济が

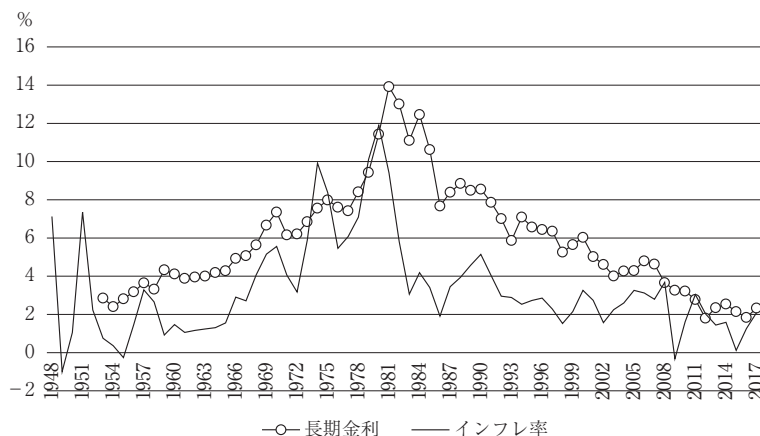
7) ポスト・リーマンの米欧日銀行の収益構造変化については、北原（2018a）を参照。

自立的に拡大し、金融の役割は補助的であり、金融は経済全体のなかでは脇役であった。実体経済の自律性が高く、金融経済はそれに従ってサポートするという状態であった。同じ時期の日本で大幅な投資資金不足から企業が銀行借入に大きく依存し、メインバンク関係を通じて銀行の役割が極めて大きかったのとは、全く違う状況である。企業経営に関しては、株式が分散している状況の中での所有と経営の分離の下で、株主・投資家側からの経営への関与・圧力が弱く、経営者の実権が強くと、経営者の判断・意向に基づいて企業経営が行われていた。経営者資本主義の時代であり、この面でも、実体経済の自律性は高かった。内部留保が大きくて、株主への配当・自社株買いが小さいのも、経営者資本主義を背景としている。この時代の高成長・高生産性上昇を可能にしたのは、産業技術面では、Gordonによれば⁸⁾、電気・内燃機関・上水道を基幹技術とする第2次産業革命であり、その成果の社会的普及である。基幹的な技術革新そのものは、1870年から1900年までに行われたが、そのもたらす経済成長や生産性上昇の効果は、1870年から1970年までと極めて長期に亘っている。特に1920年から1970年までの期間の生産性上昇効果は、第2次産業革命の副産物である空調・高速道路・商用航空輸送等の普及により極めて大きかった⁹⁾。こうした技術的基盤の上で、大量生産・大量消費の経済システムが形成されていた。1960年代にはニューエコノミクスに基づいた積極的な財政政策が採られ、それが成長を促進したと言われたりすることもあるが、背景にはこうした第2次産業革命による生産性上昇効果が存在したのである。また、1970年代にアメリカの経済が混乱期に入る1つの背景は、こうした第2次産業革命による生産性上昇効果の剥落である。

8) Gordon (2016)

9) Gordon (2016) p.575 を参照。

図表7 戦後アメリカのインフレ率と金利



(出所) FRB, *Selected Interest Rates*; Bureau of Labor Statistics, *Consumer Price Index*

(2) 1970年代

次に混乱期の1970年代の状況を見てみよう。そのためには、戦後のインフレ率の動向を見る必要がある。

図表7に示されているように、インフレ率は1960年代後半から上昇し始め、70年代には2次に亘る石油危機もあり、急激に加速し、80年代初頭にピークに達した。1950-60年代の経済は第2次産業革命による産業・社会の大きな変革により高成長が実現し、生産性も上昇し、労働組合組織率の高まりを背景に生産性上昇に平行する賃金上昇も実現していた。しかしながら、第2次産業革命による生産性上昇効果が減衰してくる中で、経営者側の利潤マージン要求と労働者側の賃金引上げ要求との両方を満たすことが徐々に困難になり（アスピレーションギャップ・コンフリクト）、それが価格転嫁されるようになり、じりじりとインフレ率を上昇させていくことになったと考えられる¹⁰⁾。こうしたインフレ的経済状況の下で、2次に亘る石油危機による原油・資源価格の急騰に直撃されて、インフレ率は一気に高まって、経済は大

混乱状態となった。経済不況下のインフレというスタグフレーションにも陥ることになった。

こうした状況は、1979年のボルカー・ショック（インフレ抑制のための極端な高金利政策）によって局面転換が図られることになった。図表7に示されているように、1980年代以降、インフレ率も金利も低下局面に転換し、傾向的に低下していくことになった。これは、その後の金融に対して多大な影響を及ぼすことになった。

また、1970-90年代は労働分配率が相対的に高い状態が続き、利潤率は低迷していた。第1節(3)で述べたように、企業は大きく外部資金に依存することになった。

(3) 1980年代

1980年代の実体経済と金融経済との関連について見ていこう。戦後の経済の長期的推移の中で、特に金融経済にとって特筆すべき変化が1980年代に生じている。それは、インフレ率や金利が、図表7に示されているように、それまで上昇傾向にあったものが、1980年代初頭にピークを打ち、その後傾向的に低下してきているということである。これは、1980年代以降の実体経済と金融経済との関係に対して極めて大きな影響を及ぼしたと考えられる。インフレ率の低下傾向は、後の第3節(5)で議論するように、インフレ抑制を中心的政策目標とする金融政策に影響を及ぼし、インフレ抑制のための高金利を不要にし、政策金利を全般的に低位の水準に留め、金利全般を低めることになった。金利の低下や金利水準の低さは、資産価格に上昇圧力を加えることになり、その後の金融部門の拡大、金融経済の肥大化につながったと考えられる。

10) この理論は、B. Rowthorn (1980) によって提唱され、インフレーションのコンフリクト理論と呼ばれている。

実体経済面では、経済成長率が1970年代の低迷から大きく回復し、戦後では1960年代に次ぐ高さになっている。成長会計的視点からその要因を見ると、図表4に示されているように、労働供給増大の効果が極めて大きい。資本蓄積の効果は、1950-70年代と比べても小さく、TFP上昇率は、経済が混乱していた1970年代と比べれば大きく回復しているが、1950-60年代と比べると、かなり低い。成長会計的には、労働供給増大率が戦後の他の期間と比べて圧倒的に大きいことが、供給側から経済成長を促進したと解釈されがちであるが、それには問題がある。というのは、この期間の最初の年である1983年には失業率が9.6%と戦後最も高く、その失業が解消され、1990年には失業率が5.6%まで低下することで、結果的に労働供給増大率の数字が高くなっているという実情があるからである。労働の供給側の状況を示す生産年齢人口増大率は、80年代において0.87%であり、戦後の7期間で最も低い部類に属する。高い失業を解消したのは、経済成長による労働需要の増大であり、その経済成長をもたらしたのは総需要の拡大であったと考えられる。1980年代は、レーガン政権下の財政支出拡大と並んで、債務拡大による家計支出の増大が総需要を拡大し、経済成長を実現したと考えられる。以下の図表8は、戦後の各期間における耐久消費財消費と住宅投資の経済成長に対する寄与度の大きさと、耐久消費財消費と住宅投資を資金面から支える消費者信用と住宅ローンの債務の動きを示したものである。

1980年代は、耐久消費財消費と住宅投資の成長寄与率はすべての期間で最も大きく、成長寄与度でも極めて大きい。それを支えたのが家計債務の拡大である。1980年代の家計債務残高GDP比の年率伸び率は、極めて大きく、全ての期間の中で、戦時経済から平時経済への移行という性格を残す1950年代及び住宅バブル期の2000年代に次いで大きい。住宅ローン拡大GDP比も極めて大きく、全ての期間の中で2000年代の大住宅ブーム期に次いで大きい。消費者信用拡大GDP比は、すべての期間で最も大きい。この時期、銀行は、

図表8 家計の耐久財消費・住宅投資と債務（単位：％）

		1950- 60年	1961- 70年	1971- 82年	1983- 90年	1991- 2001年	2002- 09年	2010- 17年
実質成長率		4.09	4.29	2.72	4.1	3.23	1.76	2.12
成長寄与率	耐久財消費	0.36	0.51	0.33	0.6	0.55	0.29	0.43
	住宅投資	0.21	0.12	0	0.28	0.17	-0.22	0.17
成長寄与度	耐久財消費	8.73	11.93	12.12	14.51	17.19	16.45	19.94
	住宅投資	5.24	2.7	0.06	6.8	5.32	-12.55	7.93
家計債務残高 GDP 比の 年率伸び率		5.5	0.71	0.64	2.95	1.87	3.43	-2.61
住宅ローン 債務拡大 GDP 比		2.22	1.98	2.92	3.82	2.99	5.43	0.23
消費者信用 債務拡大 GDP 比		0.91	0.93	1.11	1.14	1.1	0.64	0.92

（注）実質経済成長率の数字が図表4と若干異なるが、ここでの計算は各年の成長率の算術平均であるのに対して、図表4では幾何平均である。

（出所）FRB, *Financial Accounts of the United States*; Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*

金融自由化の下で、新たな貸出先を求めて競争が激化しており、新たな有望な貸出先として、家計への貸出をアグレッシブに進めていった。金利水準が1980年代初頭をピークに急速に低下し、図表7に示されているように、1980年代半ば以降は低下傾向は続いているものの、かなり安定化してきたという金利状況も家計の債務拡大につながったと考えられる。また、米国のベビーブーマー世代は1946-64年生まれであるが、それ以前の世代に比べて、金融債務に対する抵抗感が小さく、債務をも活用し、消費社会での生活水準の向上を図った。ベビーブーマー世代はこの期間の最初の年である1983年で19-37歳であり、最後の年である1990年には37-55歳であり、消費世代であった。家計による耐久消費財消費や住宅投資の経済成長に対する寄与は、図表8に

示されているように、極めて大きくなっている。こうしたことを考えると、1980年代の高い経済成長は、供給要因としての労働供給増大によるというより、むしろ、家計債務の拡大に支えられた家計の消費・住宅投資の拡大という総需要の拡大が、規模の経済の実現による TFP 上昇を伴って、経済成長をもたらしたと理解することができるであろう。

企業金融の面では、1970-80年代は、図表5に見られるように、企業の借入金依存が高まった時期である。この時期、経済が混乱し、利潤が圧縮される中で企業は極めて厳しい状況に直面していたが、企業金融面でそれを支えたのが銀行であったと考えられる。1950-60年代は銀行は実体経済・企業活動の脇役であり、1990年代以降は企業活動は銀行に依存することなく展開されることになったことを考えると、戦後の期間全体を通じて、企業の銀行依存が強かったのは、この1970-80年代であったと考えることができよう。また、この時期は金利が急激に低下し、80年代後半には従来に比べてかなり低い水準で安定化するという金利状況の下で、企業の社債発行による資金調達（GDP比）も、前掲の図表5に示されているように、戦後全体で最も大きくなっている¹¹⁾。

1980年代はレーガノミクスの時代でもある。レーガノミクスの下での、大規模な減税政策と財政支出の拡大は、大きな財政赤字をもたらし、国債発行の増大と国債発行残高の激増をもたらした。国債発行残高の激増と機関投資家の発達は、相俟って、債券取引の増大と投資銀行のトレーディングの業務と収益の激増をもたらした¹²⁾。金利の低下傾向という状況は債券価格の上昇をもたらし、投資銀行のトレーディング業務の追い風になった。投資銀行取

11) その中には、後の第3節(3)で言及する、M&Aと関連する大量のジャンクボンドも含まれている。

12) 国債発行残高 GDP 比は、後の図表 16 に見られるように、戦後間もなくの 1940-50 年代にも高い水準にあった。しかしながら、当時の国債保有者は銀行が中心であり、銀行は buy and hold 戦略を採っており、国債の流通市場取引はそれ程活発ではなかったため、投資銀行における債券トレーディング業務のウェイトは低かった。

益全体の中のトレーディング収益の割合の急増は、投資銀行のビジネスモデルを、企業を相手とする本来的な投資銀行業務を中心とするものから、機関投資家と市場を相手とするトレーディングの業務を中心とするものに大きく変貌させることになった。投資銀行はトレーディング業務のために多くの手持ち資産を保有することになり、証券会社全体の保有資産規模（GDP比）は、後の図表13に見られるように、1980年代のこの期間が、戦後全体で最も急速に拡大している¹³⁾。

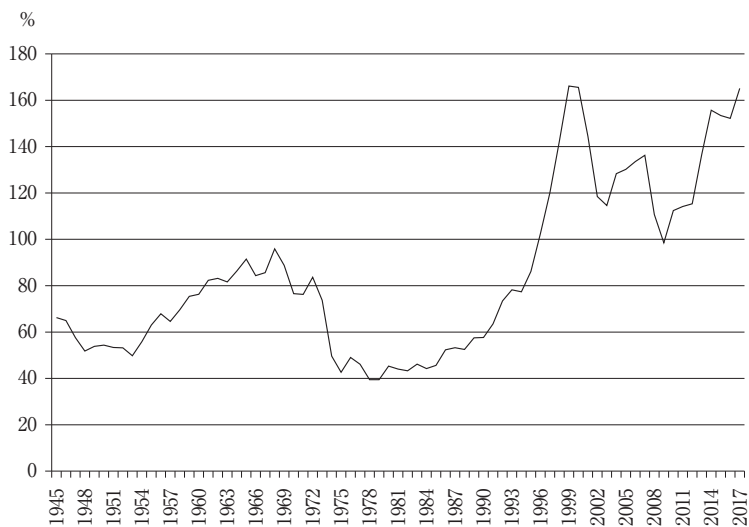
（4）1990年代

次に、1990年代の実体経済と金融経済との関連について見ていこう。1990年代は情報通信革命によるニューエコノミーの時代である。前掲の図表4に示されているように、経済成長率は1980年代に比べて低下しているが、TFP上昇率は高まっている。これは情報通信関連のイノベーションを反映していると考えられる。しかしながら、TFP上昇率は1950-60年代と比べるとそこまでは高くない。また、情報通信関連のイノベーションによるTFP引上げ効果は、2000年代におけるTFP上昇率の急速な減衰から判断して、長期に亘って持続するものではなかったと思われる。1990年代における金融面の顕著な特徴は、株価の高騰である。図表9に示されているように、バフェット指標（GDPに対する株式時価総額の比率）は、1980年代後半から比率を高め、1990年代には爆発的に比率が高まった。

90年代の株価高騰の要因は、PER（株価収益率）の急上昇である。図表10及び17に示されているように、1990年代後半には、PERが急騰し、株式バブルが発生・膨張したと考えられる。株式バブル発生の原因は、情報・通信革命に伴う将来期待成長・期待利潤の過大な高まり、経済に対するユーフォ

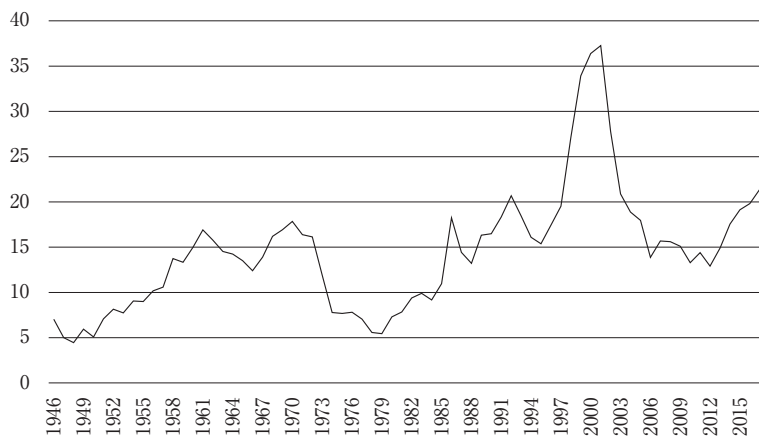
13) 証券会社の機関投資家ビジネスの拡大については、野村総合研究所（1999）第2章を参照。

図表9 バフェット指標：株式時価総額/GDP



(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*; Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*

図表10 非金融企業 PER



(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

リア的な過度の楽観主義の蔓延にあると考えられる。情報・通信革命は、上で述べたように、TFP 上昇率を一定程度高めはしたが、ニューエコノミー論で喧伝されたような根本的な経済構造変革をもたらしはしなかった。

情報・通信革命による株価高騰という金融状況の下で、新株の発行や IT 企業を中心とする新規上場は劇的に活発化し、前掲の図表5に示されているように、株式発行による資金調達（GDP 比）は、戦後の他の期間と比べて群を抜いて圧倒的に大きくなっている。こうした大量の新規株式発行を吸収したのは、後の図表22によれば、投資信託が最も大きいですが、それに加えて、海外投資家も積極的に米国株を買っている。また、企業の将来に対する楽観的な見方の下で、社債発行による資金調達も高い水準に達した。1990年代以降は、企業の外部資金調達の中で、社債発行が借入金を恒常的に上回るようになり、企業への資金供給面で銀行より社債市場の役割が大きくなった。後の図表20にも示されているように、1990年代においては、年金の保有比率は低下気味であり、それに代わって株式保有を大きく拡大しているのが投資信託である。

米国における戦後の投資信託の発展プロセスを振り返ってみると、1970年代末のインフレ高進・金利高騰の下で預金から MMMF への大規模な資金シフト（ディスインターメディアーション）が発生し、これが国民の幅広い層に対して投資信託に触れさせる契機となった。その後、1980年代の高金利の下での債券投資信託の普及・拡大、1990年代の株価高騰の下での株式投資信託の普及・拡大とつながって、1990年代における投資信託の株式保有比率の大きな上昇となった¹⁴⁾。

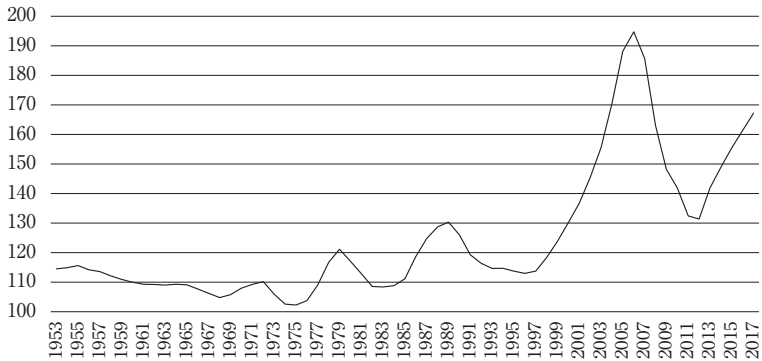
14) 1970年代末以降の米国における投資信託の発展状況に関しては、北原（1999）を参照。

(5) 2000年代

2002-09年の期間（以下、00年代と記す）の実体経済と金融との関連について見ていこう。00年代は住宅バブル・証券化バブルの時代である。まず、実体経済の動きから見ていこう。前掲の図表4で示されているように、成長率は90年代から大幅に低下し、投資も TFP 上昇率も低下している。90年代に大きかった情報・通信革命の生産性向上効果は減衰している。00年代の成長会計視点からの顕著な特徴は、労働需要伸び率の極端な低下である。Jobless recovery の時代である。投資の中では、設備投資は低迷しているが、住宅投資が大きく伸びている。住宅投資の経済成長への貢献は、前掲の図表8で見ると2002-09年の全期間では、住宅バブル崩壊後の07-09年の住宅投資の激的な縮小を反映して、大きなマイナス貢献となっているが、02-05年の期間で見れば、戦後の歴史で最も高い部類の成長貢献である。

住宅投資拡大は、家計の債務拡大によって支えられていた。図表8に示されているように、住宅ローン債務拡大の GDP 比は、00年代が戦後全期間で最も大きい。住宅ローン債務の拡大とそれに支えられた住宅投資の拡大の原因は、住宅価格の急騰・住宅バブルの発生である。図表11に示されているように、米国の住宅価格は1990年代末から2006年にかけて急騰を続けてきた。住宅価格上昇によるキャピタルゲイン・担保価値増大を睨んで、アグレッシブな住宅ローンの供与・債務拡大が行われた。この時期の住宅ローン債務拡大・住宅投資拡大は、住宅価格上昇に依存し、住宅価格上昇と住宅ローン拡大が相互促進的に関連していたので、住宅価格の下方転換に伴い一挙に縮小することになった。住宅バブル発生時の金融面での背景は、世界的な低金利の定着の中で機関投資家資金を中心とする資金が search for yield の動きを強め、こうした高利回りを追求する大量の資金の要求に応える形で、サブプライム証券化商品が大量に組成されたことである。信用度が劣るサブプライム層に対する高金利の住宅ローンがアグレッシブに供給され、それを原資産とする

図表11 実質住宅価格指数：1890=100



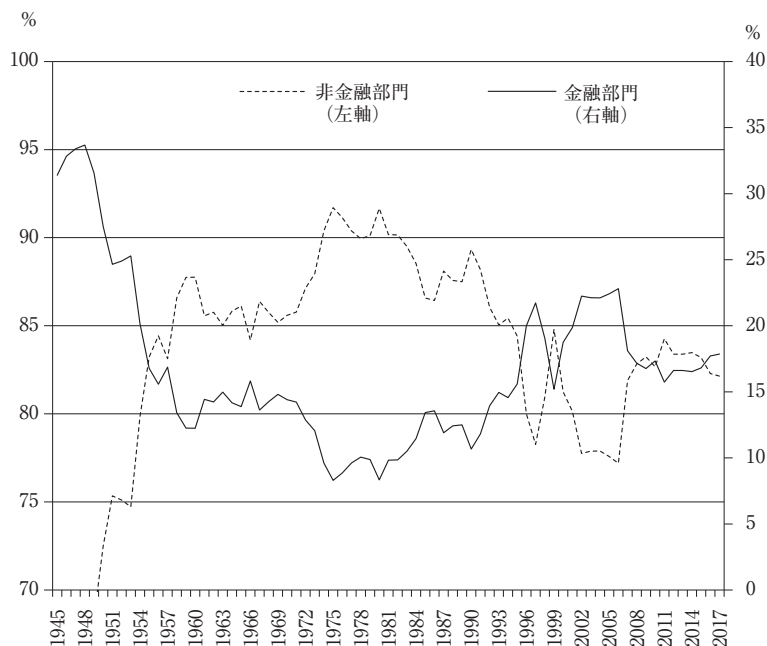
(出所) 1974年まで：HPCPI (Home Purchase Component of the Bureau of Labor Statistics US Consumer Price Index), 1975年以降：S&P/CoreLogic/Case-Shiller 指数

住宅ローン担保証券，それを再加工した ABCDO が大量に組成され，世界の投資家に提供された。こうした形での証券化商品投資家からの資金供給が，米国の住宅ローン供給を支え，住宅バブルを拡大・持続させることになった。リーマンショックで激的な形で姿を現した金融危機は，実体経済に大きなダメージを与え，前掲の図表3に示されているように，景気循環の後退局面の長さは戦後最長の19ヵ月に及んだ。このように，この期間においては，金融経済の動きが実体経済を大きく振り回すことになった。

こうした証券化バブルの下で，金融活動は活発化した。投資家の search for yield の動きの強まりの中で，金融資産の取引は活況を呈し，金融機関のトレーディング業務は大きく拡大した。金融機関の収益が大きく拡大する中で，トレーディング収益の伸びは凄まじく，トレーディング収益比率は急上昇した。金融機関は，アグレッシブにリスクテイク活動にのめり込んだ¹⁵⁾。この

15) この時期の米国の金融機関のアグレッシブなリスクテイク活動は，日本のバブル期の銀行のアグレッシブなリスクテイク活動と類似している。バブル期の日本の銀行の行動に関しては，北原（1995）を参照。

図表12 株式時価総額の部門比推移



(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

時期は、実体経済に比べて金融経済の活動が極めて活発化し、金融経済は実体経済にも大きな影響を及ぼしつつ、実体経済から相対的に自立して拡大したと考えられる。この時期に金融部門の株式時価総額は、図表12に示されているように、非金融部門に比べて極めて大きくなっている。

また、この時期の企業金融面での特徴としては、前掲の図表5に示されているように、1980-90年代に低迷していた利潤率がかかなり回復し、それに比べて投資はそれ程活発ではないので、日本の企業のような資金余剰にまでは至っていないが、資金余剰化の傾向が強まり、外部資金依存もかなり低下している。この傾向は2010年代にはさらに強くなった。日本の企業は、1990年代初頭のバブル崩壊以降は、それ以前の資金不足から資金余剰に転換したが、

同様の企業の資金余剰化傾向は米国では、2000年代に入って生じてきていると考えることができる。

(6) 2010年代

最後に、世界金融危機以降の2010年代の実体経済と金融経済との関連について見ていこう。実体経済面では、経済成長率は00年代に比べれば高くなっている。しかし、他の期間は景気の一循環をカバーしているのに対して、2010-17年の期間は景気の上昇局面だけであり、下降して景気の谷に達する期間を含んでいないので、他の期間と比べると良好な数字となるという事情がある。回復した経済成長も内容を見ると、労働供給の増大に多くを依存しており、TFP上昇率は極端に低迷している。情報・通信革命の生産性向上効果は、消え失せており、全く見られない。経済成長の性格は、労働投入型であり、労働集約的なもので、前掲の図表4の最下欄に示されている資本装備率上昇率はほぼゼロであり、戦後の期間の中で最低の水準である。

企業金融面では、2000年代に入って回復してきた利潤率は、高い水準を維持しており、投資はそれ程伸びている訳ではないので、余剰資金が潤沢である。00年代の状況について説明した箇所ですべて述べた2000年代に入ってから企業の資金余剰化傾向は、2010年代においてはさらに強まっている。潤沢な余剰資金は、配当や自社株買いに回され、配当も自社株買いもGDP比で、戦後の期間の中で最高の水準に達している。余剰資金が潤沢という面では、近年の日本企業も同じ状況にあるが、日本企業は余剰資金を内部留保し、金融資産の形で抱え込んでいるのに対して、米国企業はそのほとんどを配当・自社株買いの形で株主還元しており、その面では日米企業の違いは大きい。

ところで、株式の保有は、所得水準の高い層に集中している。配当・自社株買いの形での株主還元の増大は、高所得層の所得や資金を増大させる。こうした株主還元の増大の背景は、利潤マージン・利潤率の上昇である。また、

図表4に示されているように、2010年代において労働分配率は大きく低下しており、所得分配における格差の拡大は、消費性向が高所得層で低く、低所得層で高いことから、経済全体の消費性向を低下させる。また、家計債務に関しては、図表8で示されている00年代の過大に膨れ上がった住宅ローン債務の縮小が、絶対額では2014年まで、GDP比では2017年現在も、続いている。家計債務を中心にバランスシート圧縮圧力が働いており、これは有効需要面から、経済に下押し圧力を加えられと考えられる。投資もそれ程活発ではない。しかしながら、2010年代は、強いデフレ圧力がかかり続けていたという状況ではない。失業率もこの間急速に低下している。

では、需要不足圧力は、どうして顕在化しなかったのだろうか。2010年代において消費は極めて堅調であり、GDPに占める消費の割合は戦後最高水準にある。こうした堅調な消費需要がデフレ圧力の顕在化を食い止めたと考えられる。では、2010年代においてどうして消費は堅調なのであろうか。これには資産効果が大きく働いていると考えられる。前に見た図表9及び11に示されているように、2010年代において株式や住宅の時価総額は大きく拡大しており、家計が保有する資産は急激に増大している。株式時価総額のGDP比は、2000年代初頭のITバブル時のピークに匹敵する水準にまで高まっている。住宅価格も、図表11で示されているように、住宅バブル崩壊後の底から大きく回復してきている。ポスト・リーマン期の家計保有の資産価値増大が、資産効果を通じて堅調な消費を支えていると考えられる¹⁶⁾。逆に考えれば、2010年代の消費は資産効果に支えられた脆弱性を孕んでいるとも言えよう¹⁷⁾。00年代は、前掲の図表8で見た家計債務の急拡大と住宅バブル

16) 資産効果については、Case, Quigley and Shiller (2013) を参照。そこでは、資産効果は株式より住宅資産の方がかなり大きいと議論されている。また、Boyer (2000) は、企業に対する金融市場からの収益性要求が強く、資産効果に依存する経済の姿を金融主導型成長レジームと呼び、金融主導型経済の簡潔なマクロモデルを提示している。

の中で、住宅価格・株価の上昇による資産効果も大きかったと考えられる。00年代においては、経済の総需要は債務拡大と資産効果の2つの柱で支えられていた。00年代との対照で考えれば、2010年代においては、債務拡大による総需要拡大という効果は大きくは働いておらず、資産効果だけに頼っている、謂わば一本足打法の状態である。

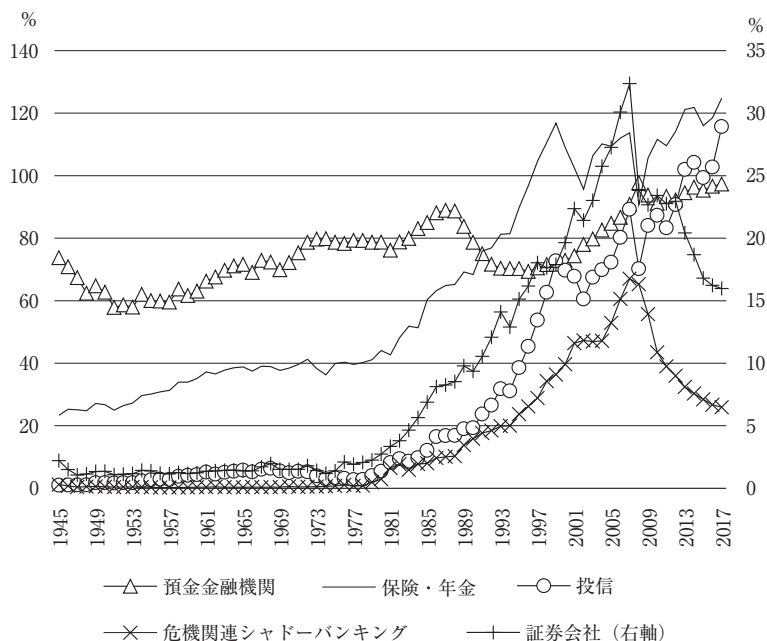
金融経済の面に目を向ければ、金融経済の動きは、00年代と比べて大きく低迷している。1980年代から続いてきた実体経済に比べた金融機関の規模拡大の動きは、図表13に示されているように、世界金融危機により停止し、その後横ばいに転じており、2010年代においても、基本的にその状態が続いている。実体経済に比べて金融経済は停滞している。

銀行の資産規模（GDP比）は、2000年代においてリーマン・ショックまでは伸びていたが、その後横ばいに転じている。証券会社と危機関連シャドーバンクは、1980年代以降の急激な規模拡大が00年代にはピークに達し、リーマン・ショック後逆回転し、急激に縮小している。00年代の急拡大が持続可能性を欠いた、無理な拡大であったことを示している¹⁷⁾。年金・保険は、ITバブルの絶頂である1990年代末にピークを迎え、その後上下振動しているが、基本的に横ばいで大きくは伸びていない。1990年代から00年代にかけては、証券会社やシャドーバンクの拡大が著しく、世界金融危機にまで至り、その後は急収縮している。リーマン・ショック後も規模拡大が続いているのは、投資信託（ETFを含む）のみである。1980年代以降続いてきた金融

17) Kharroubi and Kohlscheen (2017) は、2012年以降世界の主要国で経済成長が消費主導型となっており、消費主導型成長は資産効果、特に住宅資産効果によって推進されることがあるが、その場合資産価格の低迷によって成長が抑制されることを実証的に示している。

18) シャドーバンクの中で重要な役割を果たした、ヘッジファンド、Structured Investment Vehicle 等はFRBのデータでは捕捉されていないので、図表13の危機関連シャドーバンキングの中には含まれていない。こうした機関も網羅したデータがあれば、危機関連シャドーバンク資産の急拡大・急収縮の動きはもっと劇的なものになるだろう。シャドーバンキングに関しては、北原（2012）を参照。

図表13 各種金融機関の資産推移：GDP比



(注) 危機関連シャドーバンキング：民間証券化・証券会社債券保有・MMF・証券貸借担保現金運用

(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*; Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*

経済の拡大の時代は転機を迎えており、金融拡大の時代は終わったと考えられる。

この背景にある1つの要因は、世界金融危機を契機とする金融規制の流れの変化である。1980年代以降続いてきた金融規制緩和・自由化の流れにブレーキがかかり、一定程度、規制強化の方向に転換したことである。リーマン・ショックとそれに続く世界金融危機を受けて、金融危機の再発防止、危機への耐性強化を目指し、世界的に金融規制が強化される方向に転換した。バーゼルⅡの不備が金融危機で露呈したことから、新たにバーゼルⅢが導入

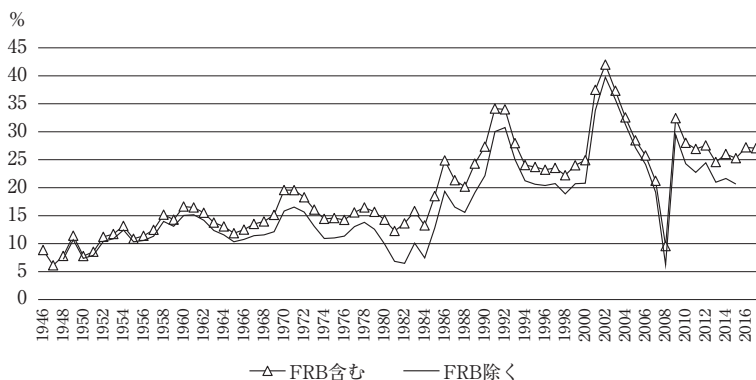
された。自己資本比率規制の強化、レバレッジ比率・流動性規制の導入、証券化規制の強化、トレーディング資産のリスク・ウェイト引上げといった規制の強化が行われ、それらは金融機関の行動に大きな影響を及ぼしている。さらに、米国においては、自己勘定トレーディングを禁止するボルカー・ルールを導入し、また、住宅バブルや銀行の公的救済を受けて、国民・消費者を犠牲にした銀行に対する批判の声が高まり、消費者保護のための金融規制も様々な面で強化された¹⁹⁾。1980年代以降続いてきた規制緩和の流れに対する、ポスト・リーマンにおける見直しは、金融機関の活動に様々な面で影響を及ぼしていると考えられる。将来的な事業・収益の拡大を目指して我先にアグレッシブに行動するという、1980年代から世界金融危機まで続いてきた規制緩和の流れの下での金融機関の思考・行動パターンは変更を迫られ、新たな規制環境と金融低成長の下で、アグレッシブさは影を潜め、今後の持続可能なビジネスモデルを模索している状況にあると思われる。こうした状況の下で金融機関の収益は、図表14に示されているように、1980年代以降続いてきた勢いを欠いている。金融機関の活動性の面で、金融経済のダイナミクスはかなり低下している。

3. 総体的に見た戦後アメリカの実体経済と金融経済

実体経済と金融経済との関連を、これまで各期間毎に見てきたが、本節では、戦後を総体的に見た場合の大きな動き、長期的な動向という観点から考察しよう。

19) 金融危機の反省から生まれた米国金融改革の集大成であるドッド・フランク法の正式名称が、「2010年ドッド・フランク-ウォールストリート改革・消費者保護法」であることに示されるように、消費者保護も危機後の米国金融規制強化の大きな柱である。消費者保護規制は、収益面を中心に銀行にかなりの影響を及ぼしている。金融危機を境とする米国の銀行・投資銀行の収益変化に関しては、北原（2016）を参照。

図表14 金融部門の利益比率：全産業中



(注) ここでの金融部門は保険を含む。

(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*; Bureau of Economic Analysis, NIPA Table 6. 17.

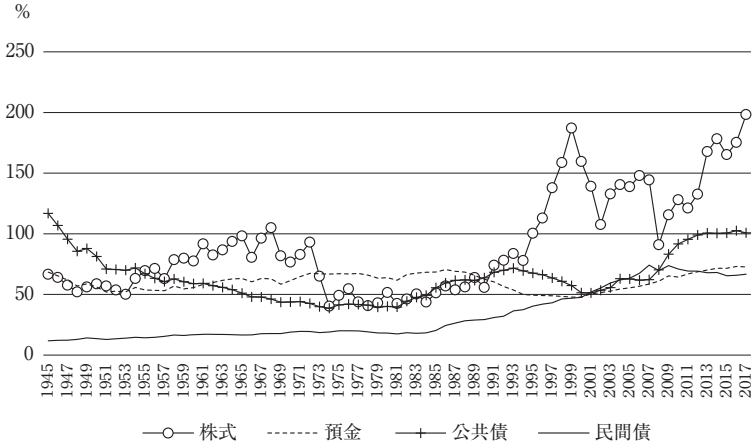
(1) 金融資産の蓄積と肥大化

本論文の最初で取り上げた図表1に示されている金融資産の蓄積状況を、個々の資産毎にみてみよう。それを示したのが、図表15である。

1980年代以降の動きを見ると、最も急激に拡大しているのが株式時価総額であり、それに次いで増大しているのが、民間債であり、銀行預金は幾分波を打っているが、GDP比ではほぼ横ばいである。公共債は、1980年代のレーガノミクスの下での財政赤字に伴い増加し、2008年のリーマンショック後の経済危機の中で水準を大きく切り上げている。こうした観察からも分かるように、金融資産の拡大、金融の拡大をもたらした要因は、直接的には、株価の上昇と債務の拡大の2つである。

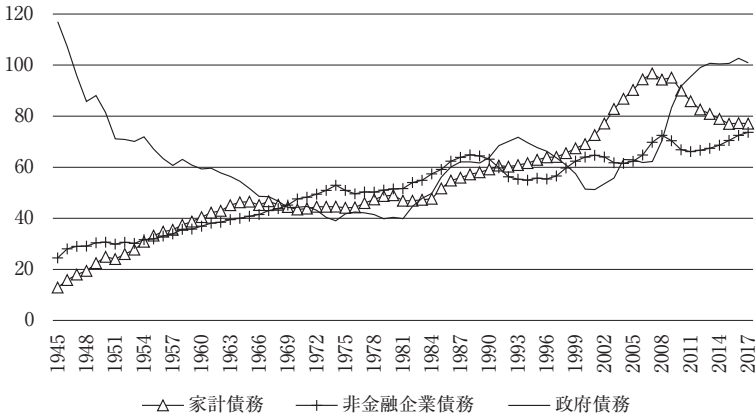
債務拡大の面から、さらに立ち入って見ていこう。図表16は、戦後の債務主体別の債務残高（GDP比）推移を見たものである。第2次世界大戦後の戦時国債削減を除いて、基本的には、すべての主体の債務残高の増大が継続している。その中で1980年代と00年代との家計債務の増大と1980年代とリー

表15 金融資産残高：GDP比



(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*; Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*

図表16 経済各部門の債務：GDP比



(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*; Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*

マンショック以降の時期の政府債務の増大が顕著である。こうした債務の拡大が、金融資産の累積をもたらしてきた1つの要因である。

債務の拡大は、その時点では有効需要面から実体経済を支えるが、実体経済の成長につながるかどうかは債務によって調達された資金がどう使われるかに依る。企業の債務拡大は実体経済の成長につながりうるが、家計や政府の債務拡大は必ずしも実体経済の成長につながらず、金融的な資産と負債だけが増大することになる²⁰⁾。

金融資産拡大のもう1つの要因である、株価の上昇について見ていこう。株価の上昇はキャピタルゲインをもたらすが、株式のキャピタルゲインの増大が資産保有者の金融資産保有額を増大させ、金融資産総額が実体経済に比べて拡大する。そこで、戦後の株式キャピタルゲインの動きを、どのような要因がそれに貢献しているかを分析しよう。次の関係式を利用して、キャピタルゲインへの貢献要因を整理しよう。

株式キャピタルゲイン = 株式時価総額 - 株式の純発行 - 前期の株式時価総額

株式時価総額 = 企業純資産 × 株価純資産倍率 PBR

株式の純発行 = 株式の新規発行 - 自社株買い

企業純資産増加 = 企業保有資産の価値変動による増加 + 内部留保 + 株式の純発行

企業純資産 = 株主資本 より

株価純資産倍率 PBR = 株価収益率 PER × 株主資本利益率 ROE

こうした関係を使って、キャピタルゲインをその発生に貢献する要因（インフレ効果、企業保有資産実質価値上昇、内部留保、ROE 上昇効果、PER 上昇効果）に分解することができる。ここではデータ入手の関係から、非金

20) 日本でも、実体経済に比べて金融資産が拡大しているが、その中で国債の増大が大きな割合を占めている。

図表17 株式キャピタルゲインの貢献要因：年当たり（単位：％）

	1950- 60年	1961- 70年	1971- 82年	1983- 90年	1991- 2001年	2002- 09年	2010- 17年
名目キャピタルゲイン率	11.9	7.5	7.5	14.1	15.2	5.7	12.8
インフレ効果	2.1	3.1	8.6	4.6	3.4	2.5	1.7
企業資産実質値上効果	-0.1	-0.3	-1	-0.3	1.9	0.6	3.6
内部留保（株式純発行含む）	3.7	3.5	4.3	0.1	1.3	1.1	1.3
ROE 上昇効果	-0.9	-0.2	0.1	0.6	0	7.7	1.5
PER 上昇効果	10.2	3.1	-1.1	9.5	8.8	-6.7	4.5

（出所）FRB, *Financial Accounts of the United States; Statistical Supplement to the Federal Reserve Bulletin*

融企業の株式キャピタルゲインについてのみ分析する。上記の関係式使ってそれぞれの要因によるキャピタルゲインへの貢献の大きさを計算し、その大きさの株式時価総額に対する比率を各年について算出した。それぞれの期間の各年の算術平均を取ると、図表17のようになる。

大きな動きに着目すると、1950-70年代は株式キャピタルゲインの多くが企業利益の内部留保によってもたらされていたのが、1980年代以降はPER（株価収益率）の上昇によってもたらされているのが分かる。1950年代はPERはかなり上昇しているが、50年代は戦後の経済の回復・正常化の時期であり、低過ぎたPERが正常化してきたことを示していると考えられる。1980年代以降の期間の中で2002-09年の期間だけは、株式キャピタルゲインはPER上昇ではなく、ROEの上昇によってもたらされている。内部留保を反映するキャピタルゲインは実体経済を反映するキャピタルゲインであるが、PER上昇によるキャピタルゲインは必ずしも実体経済を反映していない。実体経済から切り離された株式キャピタルゲインが大規模に発生しているのが、1980年代以降の全体的特徴である。

このように、1980年代以降は債務拡大と株価上昇との両面から、金融資産が拡大し、金融経済が実体経済から独立して、自立的に拡大している。

(2) 銀行中心の金融システムから証券市場中心の金融システムへ

次に、金融構造や金融部門内の変化という観点から戦後の金融経済と実体経済との関連を考えてみよう。前掲の図表13では、金融部門を構成する主要な金融機関の資産規模（GDP比）推移が示されていた。大きな特徴は、銀行の規模が戦後全体を通じてそれ程大きく変化していないのに対して、年金・保険、投資信託、証券会社といった主として証券市場で活動する金融機関が、1980年代以降急拡大しているということである。大きく考えると、1970年代までは、米国においても金融の中心が銀行であったのに対して、1980年代以降は証券市場関連の金融機関のプレゼンスが急速に高まり、金融の中心が銀行から証券市場及び証券市場関連の金融機関に移ってきた、と捉えることができよう。銀行中心の金融システムから証券市場中心の金融システムへと、戦後の期間の中で、金融の内容・性格が大きく変貌してきたと考えられる。企業の外部資金調達面での、第2節(3)で述べた、借入金に比べた負債証券発行の増大や、家計の貯蓄資金運用面での、第1節(4)で述べた、預金の割合の低下も、こうした証券市場中心の金融システムへの変化の中で生じている²¹⁾。

1980年代以降のこうした証券市場関連の金融機関の規模拡大、証券関連の資産の増大の背景にある大きな要因の1つは、年金制度の発達と戦後のベビーブーマー世代による年金関連貯蓄の増大である。年金制度についてみると、年金制度自体は戦前から存在するが、1974年にERISA（従業員退職所得保障法）が成立し、年金の受給権が法的に確保され、企業年金が安定的制度として確立されたことが重要である。ERISAは、年金受給権を明示的権利として確立するとともに、PBGCという公的な年金給付保証機関を設立した。また、年金基金の運用における受託者責任を、忠実義務と善管注意義務

21) 米国における金融システムの証券市場中心への移行、市場化の動きについては、北原（2007）を参照。

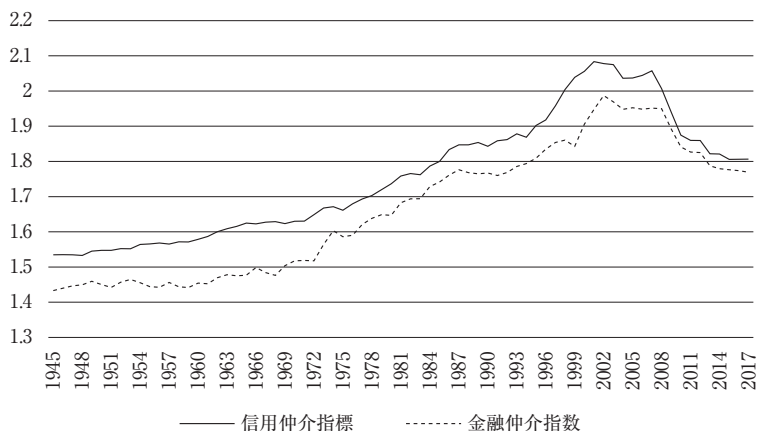
という形で明確化した。ERISAの成立は、年金の管理や基金資産の運用におけるアカウントビリティの確立、年金業務の専門化をもたらし、その後の年金資産拡大の制度的基礎を固めた。こうした安定的年金制度を背景に、年金による金融資産の蓄積が進むことになった。

金融構造・金融部門内の変化という観点からは、実体経済の資金需要や資産保有者の運用需要に応えるために、金融部門による資金仲介活動がどう行われてきたのかという問題も重要である。ここでは金融仲介指数という考え方を使って、戦後の動きを見ていこう。金融仲介度の増大は、金融部門が実体経済に比べて拡大していることを意味し、金融部門を仲介することなく資金が移転する場合に比べて、経済の中の金融資産を二重に、三重に拡大することになる。信用仲介指数は債務の形での資金仲介度を示し、金融仲介指数は債務と株式との双方の形での資金仲介度を示している。金融仲介度も、1980年代以降高まってきており、それだけ金融部門や金融資産が増大しており、金融経済が拡大していることになる。このことを見たのが、図表18の信用・金融仲介指数の推移である²²⁾。

金融仲介指数は、1968年から1987年まで上昇を継続し（1.48 → 1.78）、その後1995年から2003年まで再び急速に上昇し（1.81 → 1.97）、世界金融危機後急落している（1.95 → 1.77）。そうした動きを主導した主要な項目を見ていくと、1968年から1987年にかけて大きく拡大した金融仲介ルートは、MMF、公的MBS、民間証券化、REIT、債券投資信託、年金（特に株式投資）である。1995年から2003年にかけては、MMF、公的MBS、民間証券化、REITといった項目は前の時期同様継続的に拡大し、それ以外にこの時期には株式投資信託、証券会社、証券貸借取引担保現金運用が大きく拡大している。いずれも証券市場関連の金融仲介ルートである。世界金融危機以降に急

22) 信用仲介指数という概念は、Greenwood & Scharfstein (2013) p.24 で使われている。

図表18 信用・金融仲介指標：仲介段階数

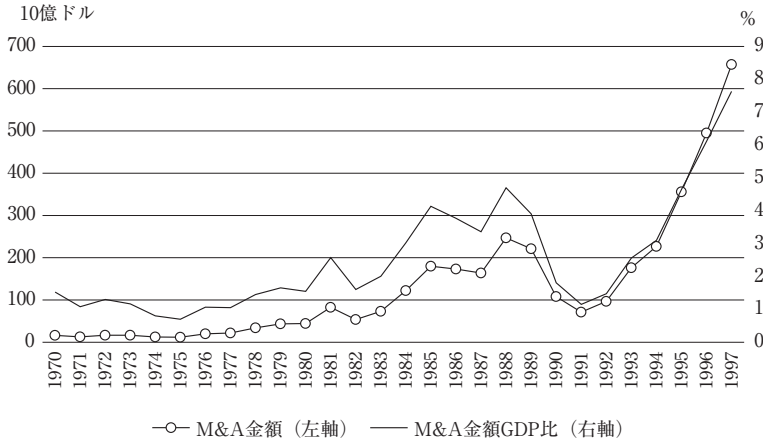


(注) 信用仲介指数 = (最終資金調達主体負債 + 金融部門負債仲介額) / 最終資金調達主体負債
 金融仲介指数 = (最終資金調達主体負債 + 企業株式 + 金融部門仲介額) / (最終資金調達主体負債 + 企業株式)
 金融部門：預金金融機関、GSE、ファイナンス・カンパニー、年金、保険、投資信託、MMF、REIT、証券会社、Agency証券化、民間証券化、証券貸借担保現金運用
 (出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

縮小している金融仲介ルートは、ほぼ1995-2003年に急拡大したルートであり、MMF、民間証券化、証券会社、証券貸借取引担保現金運用であり、シャドウバンキングを構成していた仲介ルートである。こうした形の金融仲介のルート延長は不透明性が高く、市場流動性に依存した長短満期変換を行い（市場型満期変換金融機関）、内在的な不安定性を孕んでいたと考えられる²³⁾。こうした金融仲介ルートの延長・重複化は、実体経済の資金需要に応えるというより、金融資産の蓄積・規模拡大の下での金融機関のアグレッシブな行動という金融経済の自立的な動きの中で生じてきたものと理解できる。1990年代以降の動きには行き過ぎがあり、ポスト・リーマンにおいてそれが

23) シャドウバンキングにおける市場型満期変換金融機関とその内在的不安定性については、北原（2012）を参照。

図表19 米国のM&A動向



(出所) Gaughan (2002) p.589: データの出所は *Mergerstat*, Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*

調整され、巻き戻されていると考えられる。

(3) 経営者資本主義から金融資本主義へ

アメリカ経済は歴史的に何度かの企業の合併・買収ブームを経験しているが、図表19に示されているように、1980年代は第4次の合併・買収ブームの時期である。

1980年代の合併・買収ブームの特徴は、攻撃的・敵対的買収が数多く見られたという点にある²⁴⁾。典型的には、買収ファンドや攻撃的なアクティビストが、既存の大規模なコングロマリット企業に対して買収を仕掛け、買収が成功した暁には、激しいリストラや事業の分割売却によって企業価値を高めるといった戦略が採られた。買収の狙いは、買収対象企業の大規模な再編によ

24) 1980年代の企業の合併買収運動については、石崎（2014）第2章第2節を参照。

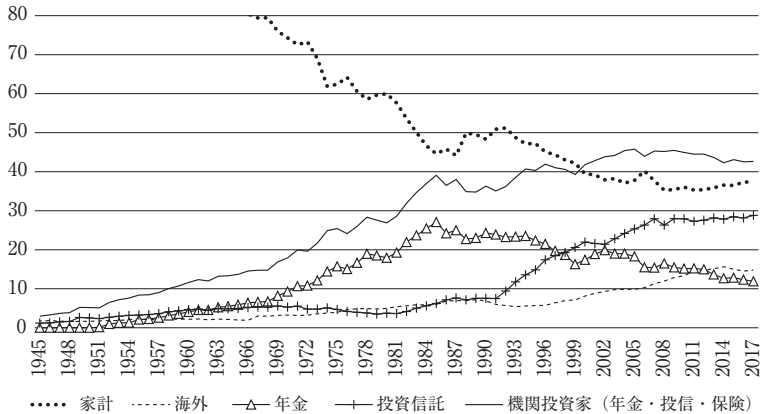
り、企業収益や株価を速やかに高めることであった。1980年のフォーチュン製造業売上高500社のうち3分の1の企業が、1990年までに敵対的企業買収の脅威を経験し、そして3分の1の企業が1990年末時点で独立した企業としては存続していなかった、と言われている²⁵⁾。年金等の機関投資家も、買収ファンドへの出資等を通じて、こうした企業買収の動きを支援した。こうした企業買収の動きを金融手段・手法面から支援したのが、新たに開発されたジャンクボンド（投機的格付の社債）とLBOである。ジャンクボンドは、1980年代において企業買収資金調達のために活発に発行されるようになった。LBOは、買収対象企業の資産やキャッシュフローを担保に調達した借入資金で企業買収を行うもので、企業買収を容易に行える方法として1980年代には盛んに利用された。

こうした動きの背景には、レーガン政権下での市場重視の産業規制・社会規制の緩和政策の強力な推進が存在した。航空管制官ストに対する断固たる拒否の姿勢や通信分野におけるATTの分割等、規制緩和キャンペーンが繰り広げられた。1970年代の混乱した経済やスタグフレーションに直面して、管理を重視した戦後の経済運営に対する見直しの動きが強まってきた。そうした中で、イギリスのサッチャリズムにも見られる市場原理重視の新自由主義イデオロギーが勢いを増していたことが、上記のかなり乱暴な企業買収運動の社会的背景であった。

1980年代の企業収益・株価の向上を目指した企業買収の動きは、第2節(1)で述べた経営者資本主義に大打撃を与えることになった。経営者資本主義の下での、従業員等のステークホルダーの利益も考慮した従来の経営のやり方は、株価低迷に陥ったり、機関投資家からの経営関与を招いたり、買収の危険に晒されたりすることになった。株式市場・買収市場・機関投資家から

25) Cappelli (1999) p.79, 邦訳 p.124

図表20 株式保有比率推移



(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

の圧力が強まる中で、企業経営の在り方は、株主の利益を最優先目標とする株主価値経営に変わっていった。経営者に対する報酬体系も、企業利益に連動するボーナスやストック・オプションのウェイトが大きなものに変わっていき、経営者のインセンティブも株主価値経営を追求するものとなった。

こうした動きの背後にある米国の株式保有構造の戦後における推移を見ておこう。それを示したのが、図表20である。大きな構造的変化は、家計保有比率の長期的傾向的な低下であり、機関投資家の保有比率の傾向的な上昇である。特に、1960年代末から1980年代半ばまでの期間に機関投資家の保有比率が大きく上昇している。この間の機関投資家の保有比率上昇の大宗は、年金の保有比率の上昇である。こうした年金の株式保有比率の高まりが、株主による企業経営への関与の強まりをもたらし、企業経営の在り方を変え、企業経営は株主価値を追求するものに転換することになった。経営者資本主義から金融資本主義への転換である。

本論文では、金融資本主義という用語を次のような内容で考えたい。1つ

は、上述のような、実体経済の核である企業の経営において、労働者との協調を図りつつ経営者の意向・判断が中心である従来のやり方から、投資家・株主の企業経営への関与・介入の強まりにより株主の意向・利益が最優先の目標になり、金融経済の実体経済への影響力が強まったという事態の推移である。もう1つは、これまで見てきたように、金融資産の蓄積・金融部門の拡大という状況の進展にともない、バブルの発生・膨張や金融危機に示されるように、金融経済の動きが実体経済に大きな影響を与えるようになったことである。金融経済の動きには、株式市場を中心とする金融市場の動きと、それと内容的に重なる面もあるが、金融機関の動き・活動性という2つの面が存在する。経営者資本主義の時代においては、実体経済は自律的であり、金融経済はそれをサポートする脇役であったものが、金融資本主義の時代においては、金融経済が肥大化し、プレゼンスを高め、実体経済に対して大きな影響力を持つようになってきた²⁶⁾。

金融資本主義における実体経済と金融経済との関連を考える上では、実体経済の代表的プレイヤーである企業の活動と金融経済の代表的プレイヤーである投資家の活動の違いを理解する必要がある。実体経済における企業の生

26) 経営者資本主義から金融資本主義への移行という捉え方は、石崎（2014）p.273でも行われている。石崎では、金融資本主義ではなく、新金融資本主義という用語が使われているが、それは、金融資本が株式所有や重役兼任などを通じて産業資本を支配するというマルクス経済学における伝統的な金融資本主義と区別するためである（石崎（2014）p.v）。ただ、石崎では、金融資本主義の内容としては、投資家・株主の企業経営への関与・介入の強まり、株主価値向上が企業経営の最優先目標となったことだけを指しているが、本論文ではそれより広く、金融経済の動きが実体経済を大きく左右するようになったことも含めて考えている点で異なる。また、レギュレーション学派による、フォーディズムから金融主導型成長レジームへの移行という捉え方（Boyer（2000））は、基本的に、本論文の捉え方と一致している。さらに、本論文での金融資本主義の内容は、「金融化」というテーマでの研究で扱われている内容とも重なっている。金融化は、最も標準的には、「金融的動機、金融市場、金融の主体、金融機関が、国内及び国際的な経済の運行において果たす役割が増していくこと」（Epstein（2005）p.3）と定義されるが、やや漠然としており、また経営者資本主義からの転換を重視したいため、本論文では金融資本主義という用語を使いたい。

産・販売・投資活動と金融経済における投資家の投資活動とを比べてみると、両者の間には活動の性格に質的な違いがあると思われる。実体経済における企業の活動は、生産設備や雇用の固定性や研究・開発における必要な時間の長さ、研究・開発・生産・コスト管理・販売・ブランド形成といった諸活動や企業内諸組織の統合的管理の必要性といった面から、中長期的視野からの活動や経営が欠かせない。それに対して、金融経済における投資家の投資活動は、投資対象が流動性の高い資産で、いつでも資金を投資でき、いつでも売却で資金を回収でき、容易に資金を他に振り向けることができるものであり、活動の中心部分は価格変動によるキャピタルゲインを狙ったものであるから、活動の視野はどうしても短期的なものになる。証券市場の規模拡大・発達とそこでの豊富な流動性の下で、流動性が与えてくれるあらゆる機会を利用することが、収益追求のためにも、リスクヘッジのためにも、投資家に迫られる。金融的投資活動の視野は短くならざるをえない。こうした状況で、企業経営に対する金融経済の影響が強くなると、企業は短期的な目に見える成果を出すことを要求され、また株主価値経営の下で経営者の評価・報酬も短期的な業績・株価に結びついたものになり、企業経営の視野が短期化することは避けられない²⁷⁾。これは、実体経済に対して、長期的にマイナスの影響を及ぼす恐れがある²⁸⁾。

(4) 金融資本主義下での金融経済が実体経済に及ぼす影響

金融資本主義の下では、金融経済の規模拡大・活動性の高まりが、実体経済に対して強い影響力を及ぼすと議論したが、その内容について、もう少し

27) Smithers (2013) p.17-20 は、経営者報酬体系の変更が、企業経営の視野を短期化させ、長期事業リスクを軽視し、短期利益や株価を重視させることになり、その結果、長期投資の抑制、利潤マージンの維持・引上げ、自社株買いの拡大をもたらしている、と議論している。

28) 向井 (2010) 第4章では、金融経済のメカニズムが実体経済のメカニズムとは異なり、それが実体経済にマイナスの影響を及ぼすという議論が展開されている。

立ち入って考えてみよう。金融経済が実体経済に及ぼす影響には、やや機械的に考えると、プラスとマイナスの2つの側面があると思われる。プラスの面は、株価上昇という形の金融経済の拡大は資産効果を通じて需要面から経済拡大に貢献するし、また株価上昇は心理面から将来経済に対する見方を楽観的にし、経済主体のマインドを強気にし、経済活動全般を積極化させることになるだろう。また、信用を供与する金融機関の活動活発化に伴う債務拡大は、債務資金による支出増大をもたらし、やはり需要面から経済拡大に貢献する。それに対して、マイナス面としては、金融経済の肥大化の下では、資産価格の上昇が行き過ぎて、ファンダメンタルから離れた資産価格上昇・バブルの発生につながり、バブル崩壊による金融危機・実体経済危機を引き起こす可能性があることである。また、信用供与・債務拡大が行き過ぎると、長期的に持続不可能な水準にまで至り、金融危機・実体経済危機を引き起こすことにつながってしまう恐れがある。

債務拡大による実体経済拡大が顕著なのは、前掲の図表8で示したように1980年代と00年代である。1980年代には、図表8で示されているように、住宅ローン債務も消費者信用債務も大きく増大し、耐久消費財消費や住宅投資の成長率寄与率は戦後の期間全体の中で最高の水準になっている。00年代の住宅バブルの時期にも、家計債務拡大に支えられた住宅投資や消費の拡大が実体経済を拡大させた。この時期の家計債務拡大の背景には、金融機関によるなりふり構わない攻撃的な貸出攻勢があった。図表8の数字では、00年代の耐久消費財消費・住宅投資の成長率寄与率は低くなっているが、これは前述のように、この期間の終末期が世界金融危機の時期であり、実体経済が大きく縮小したためであり、この危機要因の特別の大きさを除いて考えれば、00年代の耐久消費財消費・住宅投資の成長率寄与率は大きい。

株価上昇の資産効果による実体経済拡大が特に大きいのは、株価上昇が大きい1990年代と2010年代であると考えられる。前掲の図表17で示されている

ように、実質キャピタルゲイン率（＝名目キャピタルゲイン率－インフレ効果）は、1990年代と2010年代で特に大きく、大きな資産効果を発揮したと考えられる。2つの期間の目覚ましい株価上昇は、経済主体の将来見通しを明るく、楽観的にし、経済活動を積極化させ、実体経済の拡大につながったと思われる。こうした株価上昇による資産効果は、株式時価総額が大きければ大きい程、大きくなる。前掲の図表9に見られる1990年代後半以降の高水準のバフェット指標（株式時価総額／GDP）は、それだけ大きな資産効果をもたらしたと考えられる。また、住宅価格という資産価格は債務拡大ともつながっており、住宅ローン債務の拡大は住宅価格の影響を強く受けている。住宅価格の上昇期待の高まりは、投資用物件も含め住宅取得需要を高め、住宅ローン需要を高めることになる。1980年代と00年代はまさにそうした状態であり、前掲の図表11に示されているような住宅価格上昇を見込んで、住宅ローン債務が大きく拡大した。また、住宅価格の上昇は住宅の担保価値を高め、00年代においては、home equity loanのような消費債務の拡大を大きく促進し、消費の拡大にも大きく貢献した。こうした類の債務拡大を通じた実体経済への影響も、広く考えた資産効果である。

次に、金融経済が実体経済へ及ぼすマイナスの影響としての金融危機について考察しよう。1980年代以降の金融経済の肥大化の中で、金融危機が繰り返し発生している。1987年のブラック・マンデー、1998年のLTCM危機、2000年代初頭のITバブル崩壊、2008年のサブプライム危機によるリーマンショック、といった金融危機である。

金融危機の金融経済・実体経済への影響という観点から整理して考えてみよう。金融危機とは直接には金融経済の混乱・危機であるから、当然のことながら、金融経済へ大きなダメージを与え、金融経済の機能不全をもたらす。それを前提した上で、実体経済との関連では次のように分類整理できよう。1つは、金融危機の影響が主として金融部門・金融経済の内部に留まり、実

体経済への悪影響はそれ程大きくはないケースである。このケースでは、金融経済の活動が実体経済からやや自立して過熱し、行き過ぎが生じて、それが金融危機に至ったというタイプである。このタイプの金融危機では、実体経済への影響はそれ程深刻で重大なものではない。1987年のブラック・マンデーや1998年のLTCM危機は、基本的にはこうした類型に属する金融危機と考えられる。次の類型は、金融経済で生じた過熱が実体経済をも巻き込んで拡大し、それが行き過ぎて金融危機に至るというタイプである。このタイプの金融危機では、金融の過熱で実体経済も歪んだ形で拡大しており、実体経済への悪影響は大きくなる。2008年のサブプライム危機・リーマンショックは、こうした類型に属する金融危機と考えられる。別の類型としては、実体経済そのものが楽観的なユーフォリアに包まれ、行動が極めて積極化し、それと並行して金融活動もアグレッシブ化し、それがまた実体経済の行動を大胆化させるという形で、実体経済と金融経済の両面の相互促進作用でリスクテイクが進み、行き過ぎが生じて、それが金融危機に至るというタイプが存在する。この類型においては、実体経済自体の調整に対して、金融危機による実体経済への悪影響が付加されて、実体経済は大きなダメージを被ることになる。2000年代初頭のITバブル崩壊はこうした類型と考えられる。

また、株式市場危機と債務危機という観点から金融危機を整理すると、1987年のブラック・マンデーと2000年代初頭のITバブル崩壊は、株価の急落を契機とする株式市場危機であるのに対して、2008年のサブプライム危機・リーマン・ショックは債務危機である。金融危機は、どういう種類のものであれ、程度の差はあれ実体経済に悪影響を及ぼすが、株式市場危機に比べて債務危機の方が実体経済へのダメージが大きい。というのは、債務危機は債務の不履行を通じて貸手の金融機関と借手との双方に大きなダメージを与えるし、過大な債務や不良資産の残存は借手と貸手の双方の行動をその後も長い期間に亘って拘束することになる（バランスシート不況）からである。

それに対して、株価下落は基本的には、株式所有者の保有資産価値の毀損に留まる。こうした理由で、1987年のブラック・マンデーや2000年代初頭のITバブル崩壊の悪影響に比べて、2000年代のサブプライム危機・世界金融危機は実体経済に対して深刻で長期的なダメージを与え、前掲の図表3に示されているように、景気循環の後退局面の長さは戦後最長の19ヵ月に及んだ。

上記では、債務拡大、資産効果、金融危機をやや機械的に別々に議論したが、債務拡大や資産価格上昇が行き過ぎて、バブルの発生や膨張につながり、それが結局、金融危機に至るという全体がつながったプロセスをたどるのが普通である。金融経済のダイナミクスが、経済のある局面では実体経済にプラスの影響を及ぼすが、それは長期安定的な状態ではなく、行き過ぎて過熱し、持続不可能なレベルにまで達し、結局、バブル崩壊と金融危機に陥るというプロセスをたどることになる。こうした金融経済のダイナミクスは、金融資産や金融市場の規模が実体経済に比べて大きいほど、金融機関や投資家の行動がアグレッシブであるほど、作動しやすいし、程度も激烈なものになりやすいだろう。これが、金融資本主義の下での金融経済に主導された経済のダイナミクスだと考えることができよう。

(5) 金融政策の変遷

これまで議論してきた戦後アメリカの実体経済と金融経済との関連を踏まえて、金融政策面での戦後の状況の推移を見よう。第2次大戦後、米国の金融政策は、1946年雇用法の成立を受け、伝統的な物価安定目標に加えて完全雇用の実現という目標を与えられることになった。1950-60年代は実体経済に活力があり、金融政策は実体経済に直接に働きかけることで、大きな困難に直面することなく、完全雇用に近い状態を実現することができた。しかし、1960年代末からインフレが高進し始め、1970年代には前述のように、インフレ率が劇的に高まり、1979年のボルカー・ショックによってやっとその勢い

図表21 景気循環と政策金利循環とのラグ

	1950-80年代	1990年代以降
景気循環の谷 → 政策金利のボトム	3ヵ月	17.3ヵ月
政策金利のピーク → 景気循環の山	3ヵ月	11.3ヵ月

(注) 1950-80年代には、政策金利のピークが景気循環の山に先行するのではなく、逆に遅れるというケースが2回ある。その2回のケースは、計算から除外している。

(出所) National Bureau Economic Research, US Business Cycle Expansions and Contractions ; FRB, *Selected Interest Rates*

を食い止めることができた。

1970年代のスタグフレーションの経験から、金融政策の目標はそれまでの経済・雇用の拡大からインフレ抑制・物価安定へ重点がシフトした。実体経済が停滞基調の下で、インフレ率はそれ以前に比べて低下気味となる。これに物価安定を重視する金融政策運営が加わり、インフレ率は低下傾向を示した。インフレ率の安定化と実体経済の1970年代の混乱からの脱却という状況(グレイト・モダレーション)を目の当たりにして、金融政策の効果に対する過信・金融政策信仰が発生した。しかしながら、実体経済における金余り・資金余剰化傾向という状況の下で、金融政策の実体経済に及ぼす影響力は低下していったと思われる。そのことを見るために、次のようなことを考えてみよう。景気循環の谷・山と並んで政策金利(FFレート)にもボトム・ピークがある。両者の関連は、通常は、景気循環の谷にいくらか遅れて政策金利がボトムに達して上方に転換し、政策金利がピークに達した後でいくらか遅れて景気循環が山を迎えるという、というコースをたどるのが普通である。そこで、景気循環の谷から政策金利のボトムまでのラグの長さ、及び政策金利のピークから景気循環の山までのラグの長さが、短いほど金融政策が実体経済に大きな効果を及ぼしていると考えられることができる。こうした考えに基づいて、戦後の時期を1980年代までと1990年代以降に区分して、ラグの長さを比較したのが、図表21である。図表21に示されているように、両

期間で、ラグの長さは全く異なる。1950-80年代では、ラグは極めて短く、金融政策の実体経済への効果・影響力が大きかったと考えられる。それに対して、1990年代以降は、ラグが非常に長くなっており、金融政策の実体経済への効果・影響力は大きく低下したと考えられる。

ところで、インフレ率の低下に伴い政策金利も低位に維持され、市場金利水準も低下傾向を示すことになった。金利水準の低下は、資産価格に上昇圧力を及ぼし、資産価格を高め、金融資産と金融経済の拡大を促すようになった。金融政策の実体経済への影響力低下の中で、金融政策の主要な効果波及ルートは、従来の実体経済に直接に働き掛けるものから、拡大した金融資産の下での資産効果や金融活動への刺激を通じるルートへと、金融経済を通じる間接的なものになっていった。こうした状況では、資産価格の急落といった事態は経済に甚大な影響を及ぼすので、資産価格維持も金融政策の重要な目標となってきた。しかしながら、金融政策を通じて、上の本節(4)で述べたような金融経済の実体経済へのプラス効果だけを期待して、マイナス効果を回避することは至難の業である。実際、2000年代初頭のITバブル崩壊後には、資産価格急落に伴うデフレを恐れて政策金利は大きく引き下げられ、極めて低い水準が3年間程も続いたが、それがその後の住宅バブルの発生・崩壊につながった。

リーマン・ショック後には、米国経済はバランスシート不況に陥った。バランスシート不況とは、金融危機の結果、家計・企業の債務及び金融機関のバランスシートの過大さが露呈し、その過剰・過大を調整する必要に迫られ、実体経済が混乱し、前向きの経済活動がストップし、金融政策による実体経済への効果がほとんど失われるという状態のことである。そこで導入されたのが、長期国債を中心とする大規模な資産購入LSAP、量的緩和QEといった非伝統的金融政策である。非伝統的金融政策は、金融経済における金融機関・投資家のリスクテイク活動への働きかけと資産効果の2つのルートで影響を及ぼす政策である。金融機関・投資家のリスクテイク活動への働きかけ

というルートは、2つの側面（アメの面とムチの面）を持っている。アメの面では、金融・経済の混乱に対しては何でもするという中央銀行の断固たる姿勢であり、これは量的緩和というシグナルで発信されている。こうした中央銀行の断固たる姿勢が金融機関・投資家に対して金融市場の大きな混乱はないという安心感を与え、リスクテイク行動を積極化させる。世界金融危機に至るプロセスでは、「グリーンスパン・プット」と呼ばれ、金融機関・投資家の過剰なリスクテイク行動を促進した要因として、危機後には批判されたものである²⁹⁾。ムチの面では、大規模資産購入 LSAP による長期金利の押し下げ（金融抑圧）は、金融機関・投資家の収益を圧迫し、金融経済における利回り追求 search for yield 行動を強め、より長期・よりリスクの高い資産への投資に追いやることになる（ポートフォリオ・リバランス効果）。こうした国内金利低下による投資家の利回り追求の動きは、国内投資（ジャンク bond 投資、REIT 投資）だけでなく、海外証券投資も活発化させている³⁰⁾。資産効果のルートに関しては、リーマン・ショック後の超低金利は株価の下落や上昇圧力を加えたと考えられる。また、上述の「グリーンスパン・プット」的金融政策運営は、投資家・株式保有者に安心感を与え、それだけ高株価による資産効果を促進したと考えられる。このように、金融政策の効果波及ルートは、戦後の長い期間を通じて、実体経済への直接的な働きかけから、金融活動への働き掛けや資産効果といった金融経済を通じる間接的なものになってきた。

むすび：ポスト・リーマンの金融経済の変調

本論文の最後として、改めて2010年代における実体経済と金融経済との関

29) グリーンスパン・プットに関しては、翁（2013）を参照。

30) 北原（2018b）p.197 を参照。

連を考えてみよう。その上で、戦後の長期的流れの中での位置づけや今後の行方について考察してみたい。まず資産効果の問題を取り上げる。第3節(4)で説明したように、金融経済の実体経済に及ぼしているプラスの効果としての株価（広く考えれば、不動産価格も）の資産効果がある。前掲の図表17に示されているように、2010年代の株価上昇・株式キャピタルゲインにはPERの上昇が大きく貢献している。こうしたPER上昇をもたらしている要因について、2つの面から考えてみたい。それから、その2つの面での議論に基づいて株価上昇による資産効果の今後の行方について考察したい。

1つは、株式市場における株式の需給という要因である。株式市場の需給状況を部門別の供給と需要（買い越し・売り越し）という形で整理して示したのが、図表22である。部門別の新規供給と買い越し・売り越し額の株式時価総額に対する比率で示している。

1980年代以降の米国株式市場の需給構造は、大きく見れば、供給側の家計の保有株売却を需要側の企業の自社株買いと年金・投資信託が吸収するというものである。企業の自社株買いの背景は、機関投資家からの資本効率向上圧力の下で、また2000年代に入ってからの潤沢な利潤の下で、企業が積極的に自社株買いを進めていることである。2010年代においては、企業の自社株買いは他の部門と比べて圧倒的に大きな株式需要部門となり、2010年代の高株価を支えている。株式需給面からは企業の自社株買いが株価の強力な支えであるが、年金の株式取得は2000年代に入り、プラスからマイナス（売り越し）に転じている。

2010年代のPER上昇のもう1つの要因は、超低金利である。前掲の図表7に示されているように、1980年代以降金利は低下を続けてきた。実質金利で考えても、同じく低下傾向にある。長期的な金利低下傾向の背景には、経済成長率の傾向的低下がある。長期金利と経済成長率との動きを示したのが、図表23である。

図表22 株式の需給と資金フロー：時価総額比 単位（％）

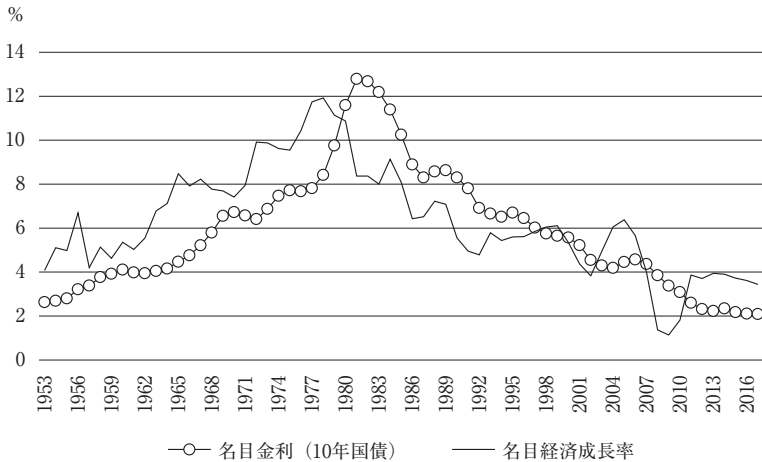
	1950- 60年	1961- 70年	1971- 82年	1983- 90年	1991- 2001年	2002- 09年	2010- 17年
供給側							
非金融企業の新株発行	0.75	0.22	1.13	1.08	0.81	0.35	0.32
金融企業の新株発行	0.15	-0.01	0.26	0.98	0.51	0.59	0.3
ETF、REITの新株発行	0	0.02	0.02	0.06	0.18	0.61	0.99
海外株	-0.03	0.03	0.02	0.15	0.8	0.53	0.6
需要側							
非金融企業の自社株買い	-	-	1.32	4.1	1.25	1.7	1.92
金融企業の自社株買い	-	-	0.04	0.62	0.47	0.02	0.42
家計	-0.06	-1.6	-1.48	-3.88	-1.61	-1.39	-0.43
年金	0.52	1.29	1.33	0.82	0.04	-0.05	-0.54
Mutual Funds	0.17	0.19	-0.1	0.39	1.47	0.67	0.09
ETF	0	0	0	0	0.06	0.38	0.63
海外投資家	0.06	0.06	0.2	0.17	0.29	0.65	0.12

(注) 自社株買いの1971-82年の数値は、データ入手の関係で1977-82年の間の1年当りの比率である。図表5の(注)も参照。

(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States; Statistical Supplement to the Federal Reserve Bulletin*

図表23からは、経済成長率の低下に伴って金利も低下してきていることが分かる。しかしながら、金利の低下は経済成長率の低下よりかなり大きいことも読み取れる。成長率低下に比べてより大きな金利低下は、株価決定の配当割引モデル的な観点から考えれば、PERの上昇をもたらし、株価を上昇させる。同様の力は不動産価格にも働く。2010年代においては、金利水準は大幅に成長率を下回っており、それだけPER上昇、株価上昇の圧力は強いと考えられる。2010年代における成長率対比の超低金利は、基本的にリーマンショック後の非伝統的金融政策によってもたらされたものである。2010年代の株価上昇は、危機後の量的緩和・大規模資産購入政策による資金供給と金利の押し下げによって始まった超低金利が、経済が安定化してくる中でも

図表23 金利と成長率：3年移動平均

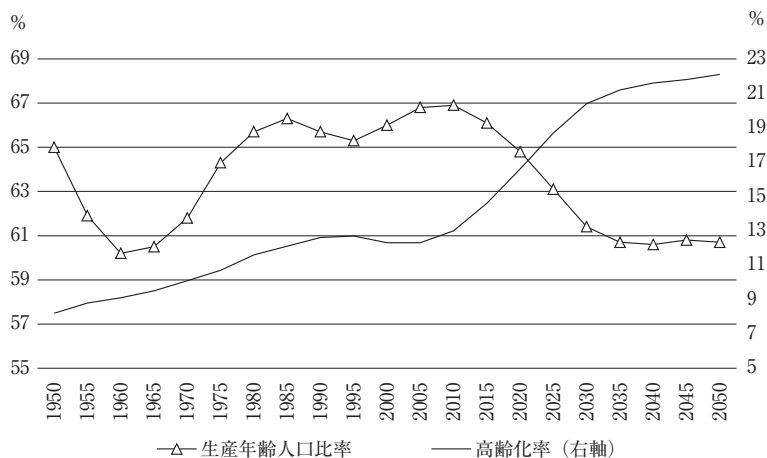


(出所) FRB, *Selected Interest Rates*; Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*

基本的に続いていることが影響しており、低金利によって支えられていると考えられる。

こうした高株価は、今後も続くものだろうか。株式需給面では2010年代においては、Mutual Fundsからの株式需要が大きく減退し、年金は売り越しが大幅に拡大しているという状況は、今後の株価を考える場合大きな不安材料である。年金に関しては、積立方式の年金制度の誕生・普及に伴って蓄積されてきた年金資産が株式に投資されていたのが、年金制度の成熟化に伴い年金の支給が増加し、それに伴い保有株式の一部が売却されてきている。図表24に示されているように、米国の高齢化率は2010年から2030年代にかけて急速に上昇する。ベビーブーマー世代の年金受給者化に伴い、年金や年金関連貯蓄からの株式売却は今後さらに拡大すると思われる。今後の株価の重しになる恐れがある。金利面では、1980年代以降の金利水準の低下は底に達して、現在は、反転し、いくらか上昇しつつあるという局面にある。金利の面から

図表24 米国の人口構成変化



(出所) United Nations, *World Population Prospects: The 2017 Revision*

株価上昇を後押しする圧力が働く局面は過ぎ去り、こうした株価上昇圧力は今後は働かないと考えるべきであろう。また、実体経済面での、経済成長が2010年代においては労働集約的なものであり、TFP上昇率も低迷していることから、実体経済面からの株価上昇圧力も弱い。こうしたことを考えると、株価上昇が今後も続き、資産効果を通じて実体経済を支え続けるのは難しいと思われる。

次に、より長期的な視点から金融経済の行方について考えよう。2010年代においては、第2節(6)でも説明したように、1980年代以降の金融の急拡大・急成長の時代から減速・低成長の時代に移ってきており、金融規制の強化もあり、金融経済の実体経済への影響力は幾分低下し、経済全体の中での金融経済のプレゼンスは、やや低下してきているように思われる。これは、金融経済が変調し、金融経済と実体経済との関係が変化していることを意味するのであろうか。一面では、2010年代において、それ以前に比べて実体経済は

より自律性を高めているように思われる。1950-60年代においては、実体経済の自律性が高く、金融経済は実体経済の補佐役であり、金融は経済の中での脇役の立場にあったと述べたが、2010年代はそれと類似した状況なのだろうか。1950-60年代と2010年代とは企業金融面では、利潤からの内部留保が大きく、事業資金の外部資金依存は小さいという点でも同じ状況にある³¹⁾。しかし、前掲の図表4に示されているように、1950-60年代は実体経済の生産性上昇率が高く、実体経済が自律しやすい状況であったのに対して、2010年代は、実体経済の生産性上昇率が極端に低く、実体経済が自律しにくい状況である。

より内容に立ち入って考察するために、1980年代以降の金融経済の肥大化、金融資本主義化を特徴付けた点に即して考えてみよう。第1の論点は、企業経営、コーポレート・ガバナンスの点で、従来の経営者中心の経営から株主・投資家の利害が企業経営の中心目標となる株主価値経営に転換したことであるが、この点では、世界金融危機後の2010年代に変わってきているということは、現状ではないと考えられる。但し、上でも述べたが、前掲の図表20に示されているように、株式保有における年金の比率は既に1985年がピークで、1990年代半ば以降は保有比率の低下が進んでいる。図表24に示されている、今後の高齢化率の上昇、ベビーブーマー世代の年金受給者化を考えると、年金の株式保有比率はさらに大きく低下すると考えられる。投資家側からの企業経営への関与の中心的プレイヤーであった年金の株式保有比率低下が、今後のコーポレート・ガバナンスにどう影響してくるかは、注目すべき大きな問題である。

株式市場・金融市場の動きを通じる金融経済から実体経済への影響に関し

31) 但し、外部資金の内容は、1950-60年代では銀行を中心とする借入金であるのに対して、2010年代では証券市場からの社債発行調達金であるという点では、内容が異なる。

ては、上述のように、株価上昇のモメンタムが今後幾分失われるのではないかと思われ、金融経済の実体経済に対する影響力が、プラスにしるマイナスにしる、小さくなる可能性がある。金融資産や金融市場の規模が実体経済に比べて大きいということが、金融経済が実体経済に対して強い影響を及ぼす力の源泉だと考えられるが、第2節(6)で説明したように、1980年代以降続いてきた金融資産・金融市場の規模急拡大の動きに変調が生じていることは、金融経済の影響力の低下につながると思われる。

金融機関のアグレッシブなリスクテイク活動も、金融経済が実体経済に対して強い影響を及ぼす力の1つの源泉である。金融機関のリスクテイク活動を通じる金融経済から実体経済への影響に関しては、第2節(6)で説明したように、世界金融危機後の規制強化、金融機関自身の苦い経験や金融機関に対する社会の厳しい目といった環境の下で、弱まっていると考えられる。バブル崩壊を境に日本の銀行の行動は劇的な変化を見せたが³²⁾、米国の金融機関・投資家の行動が、世界金融危機を境にどの程度変化するのか、しないのかは、今後の注目点の1つである。現状では、金融機関のリスクテイク活動はかなりの制限を受け、金融経済の実体経済に対する影響力が、プラスにしるマイナスにしる、小さくなっていると思われる。

上で述べてきたような要因による金融経済の変調と金融経済の実体経済に対する影響力低下が、今後どの程度の規模のものになり、どの程度長期に持続するものかは、現状で判断することは難しい。2010年代の金融経済の変調は、激烈だった世界金融危機の後の一時的な幕間であり、また1980年代以来の金融拡大・金融経済優位の時代に戻ることになるのだろうか。それとも、金融経済が大きく変調し、金融経済の実体経済に対する影響力が長期にわたって低下するという事態になるのだろうか。もしそうなら、1980年代から

32) この点に関しては、北原(1995)を参照。

2008年の世界金融危機まで続いた金融経済の肥大化やプレゼンス増大の動きは、歴史的には、特異な一時代に生じた現象ということになろう。

参考文献

- 池尾和人（2013）「金融拡大の30年間を振り返る」池尾和人・21世紀政策研究所編『金融依存の経済はどこに向かうのか：米欧金融危機の教訓』第1章，日経プレミアシリーズ
- 石崎昭彦（2014）『アメリカ新金融資本主義の成立と危機』岩波書店
- 翁邦雄（2013）「グリーンズパンの金融政策」池尾和人・21世紀政策研究所編『金融依存の経済はどこに向かうのか：米欧金融危機の教訓』第2章，日経プレミアシリーズ
- 北原徹（1995）「バブルと銀行行動」青木達彦編『金融脆弱性と不安定性』第3章，日本経済評論社
- 北原徹（1999）「投資信託と金融システム」『東京学芸大学紀要』第3部門社会科学第50集
- 北原徹（2007）「金融システムの市場化について」『立教経済学研究』第60巻第3号
- 北原徹（2012）「シャドーバンキングと満期変換」『立教経済学研究』第65巻第3号
- 北原徹（2015）「ポスト金融危機の米国金融と過剰貨幣資本」『信用理論研究』第33号
- 北原徹（2016）「ポスト・リーマンの米国銀行・投資銀行」『立教経済学研究』第70巻第2号
- 北原徹（2017）「ポスト・リーマンの米国金融と金融肥大化の終焉」『立教経済学研究』第71巻第2号
- 北原徹（2018a）「ポスト・リーマンの米欧日銀行の収益構造変化」『経済志林』（法政大学）第85巻第3号
- 北原徹（2018b）「ポスト・リーマンの米国経済」『立教経済学研究』第72巻第2号
- 野村総合研究所（1999）遠藤幸彦執筆『ウォール街のダイナミズム』野村総合研究所
- 向井文雄（2010）『「重不況」の経済学』新評論
- Boyer, Robert (2000) Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis, *Economy and Society* Vol.29 No.1 February
- Capelli, Peter (1999) *The New Deal at Work: Managing the Market-Driven Workforce*, Harvard Business School Press, 『雇用の将来』若山由美訳，日本経済新聞社 2001年
- Case, Karl E., John M. Quigley and Robert J. Shiller (2013) *Wealth Effect Revisited*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 18667
- Epstein, Gerald A. (2005) *Financialization and the World Economy*, edited by Epstein, Edward Elgar
- Gaughan, Patrick A. (2002) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, Third Edition, John Wiley & Sons
- Gordon, Robert J. (2016), *The Rise and Fall of American Growth*, Princeton University Press

- Greenwood, Robin and David Scharfstein (2013) The Growth of Finance, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.27, No2
- Kharroubi, Enisse and Emanuel Kohlscheen (2017), Consumption-led expansions, *BIS Quarterly Review*. March
- Rowthorn, Bob (1980) *Capitalism, Conflict and Inflation*, Lawrence and Wishart 『現代資本主義の理論』藤川昌弘・小幡道昭・清水敦訳, 新地書房 1984 年
- Smithers, Andrew (2013) *The Road to Recovery*, Wiley