

ポスト・リーマンの米国金融と金融肥大化の終焉

北 原 徹

はじめに

本稿では、2008年にピークに達した世界金融危機以降（ポスト・リーマンと呼ぶことにする）の米国金融の状況とその特徴を考察する。その際、1980年代以降進展してきた米国金融の拡大・肥大化というやや長期的な観点から、世界金融危機以前の米国金融の長期的潮流と危機後の米国金融の状況とを比較対照して分析するというアプローチで、ポスト・リーマンの米国金融の状況とその特徴を考察する¹⁾。1980年代以降、米国の金融資産や金融部門は実体経済（GDP）に比べて急速に拡大・膨張してきた（金融の肥大化）²⁾。1980年代以降のこうした金融の拡大・肥大化の流れが、最終的には世界金融危機にまで至ることになった。こうした金融肥大化の実態がどのようなものか、それがどうして生じたのか、どのような要因が作用していたのか、という問題を考察・整理し、そうした金融肥大化要因が危機以降も続いているのか、変容しているのか、変容しているとすればどう変容しているのか、という観点からポスト・リーマンの米国金融の状況を分析し、その特徴を明らかにしていきたい。

1. 1980年代以降の金融の拡大・肥大化の概観

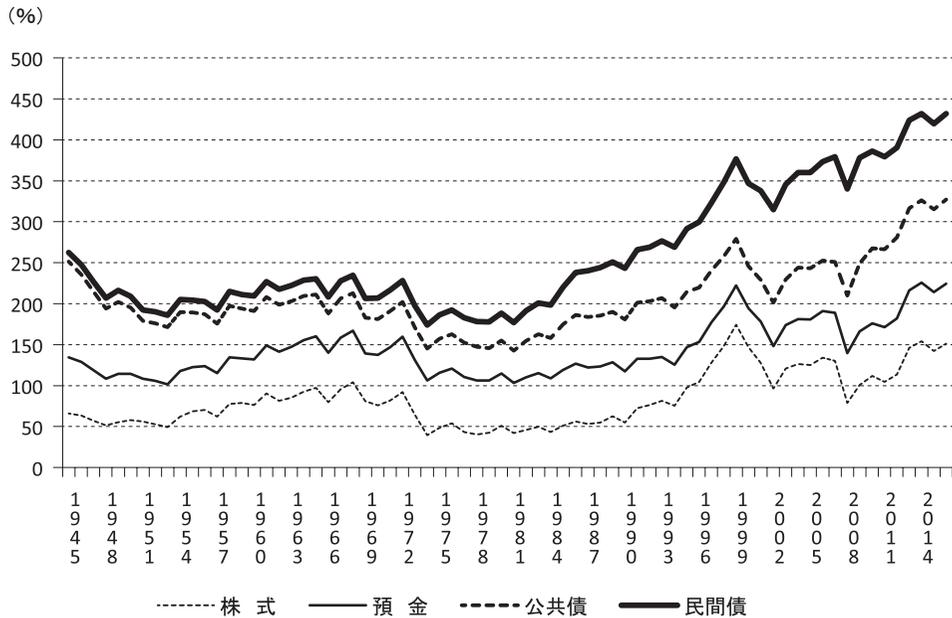
1980年代以降の金融の拡大・肥大化の動きに関しては、いくつかの側面から見ていくことができるが、主として、金融資産の膨張・拡大という面から考えていこう。1980年代以降の金融資産の膨張・拡大の様相を示したのが、図表1である。

株式・預金・債券を合計した金融資産残高はGDP比で、1980年代初めの200%を下回る水準から、その以降増大を続け直近では430%程にも達している。

1) 池尾・21世紀政策研究所編（2013）第1章「金融拡大の30年間を振り返る」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。

2) ポスト・ケインジアンを中心に、1980年代以降の経済の変容を「金融化」という概念を基軸として把握しようという研究の流れが存在する。そこでの研究では、企業行動が実物面から金融面に重点がシフトしているという事態に研究の中心が置かれている。金融化論に関しては、Orhangazi（2008）を参照。

図表1 米国の金融資産残高推移 (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*

しかしながら、ポスト・リーマンの状況に着目すると、世界金融危機後の経済不況対策としての財政支出拡大に伴う国債発行増大を除くと、ポスト・リーマンにおいても金融資産が伸び続けているという状況ではない。

家計保有金融資産の動向に関しては、図表2に示されているように、家計可処分所得比で見ると、1980年代初頭の350%から1990年代末には500%にも急拡大した³⁾。その後は増大傾向はストップしており、株価変動により上下変動し、直近では530%程である。

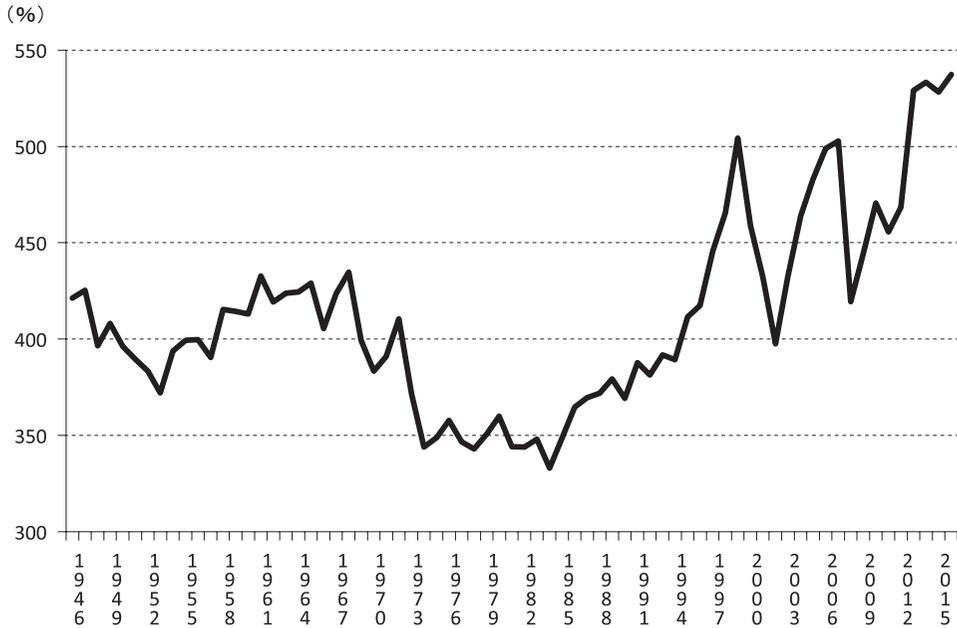
代表的な金融資産の総額の面でも、家計保有金融資産の面でも、1980年代以降急激に増大してきたのが、2000年代あるいはポスト・リーマンにおいては、やや停滞してきていることが分かる。

2. 金融資産の膨張・拡大の諸側面

金融資産の膨張・拡大をもたらしている要因は、量的側面からやや機械的に整理すると、次の3つである。第1に債務の拡大、第2に株式時価総額の増大である。それに加えて、金融仲介の拡大・仲介ルートの多段階化は、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

3) 不動産を含めた米国の家計資産形成の特徴については、北原(2008)においてキャピタルゲインを中心に分析されている。

図表2 家計金融資産：可処分所得比



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

て、経済の中の金融資産を二重に、三重に増大させることになる。こうした金融仲介度の増大による金融部門の資産・負債の拡大が、第3の要因である。そのそれぞれについて、順に立ち入って考察しよう。

(1) 債務の拡大

債務の拡大は、当然のことながら、それに対応する債権・金融資産の増大を伴っている。各種の新しいタイプの債務が開発され、借入が容易になり、債務が拡大してきた。

1980年代以降の経済各部門の債務の動きを、図表3を基に見ていこう。世界金融危機に至るまでは、政府債務は傾向的な拡大や縮小の動きをしていないのに対して、家計・企業の民間部門の債務ははっきりとした拡大傾向を示してきた。家計部門の債務拡大は1980年代以降一貫しているが、1990年代末以降加速している。危機以降は、家計債務は急激に減少し、過剰債務の巻き戻し（バランスシート調整）が進行している。しかしながら、金融危機・経済危機対策として財政支出が一挙に拡大したことから、家計債務削減を相殺するだけでなく、相殺する以上に政府債務が急激に拡大している。企業債務はポスト・リーマンにおいても徐々に拡大してきている。政府債務に関しては、今後、後の第3節（3）で述べるような高齢化の進展に伴い、中長期的に大きく拡大する可能性が大きい。

民間部門の債務について、より立ち入って見ていこう。家計・企業の債務は、図表3に示さ

図表3 経済各部門の負債：GDP比

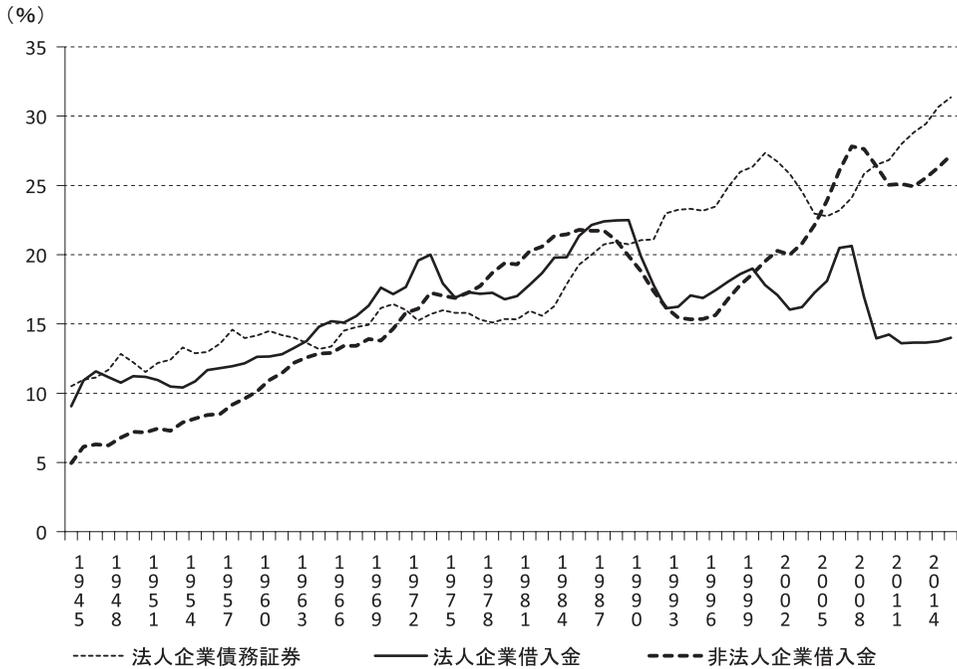


(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*; Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*

れているように、GDP比で見て1980年代以降大きく拡大している。特に拡大のスピードが速いのは、1980年代の初めから末期にかけて（家計で1984～88年、企業で1981～88年）と1990年代末から世界金融危機にかけて（家計で1999～2007年、企業で1997～2001年と2005～08年）である。

債務拡大の内容をもう少し詳しく見ておこう。家計債務の中で大きいのは、住宅ローンと消費者信用である。住宅ローン債務残高のGDP比は、1984年から2007年にかけて33%から78%へと急激に上昇している。この間のローン資金の供給主体（＝ローン保有主体）として大きく伸びているのは、Agency証券化機構と民間証券化組織であり、それぞれGDP比で7%～30%、0%～15%と拡大している。この間の住宅ローン債務拡大が、世界金融危機の震源となったサブプライム住宅ローンの証券化もその一部であるが、証券化という金融革新によって大きく支えられ、促進されてきたことが分かる。消費者信用債務に関しては、それが大きく伸びている時期は1993年から2002年の間であり、GDP比で13%から18%に拡大している。その間のローン資金の供給主体（＝ローン保有主体）として圧倒的に拡大しているのは、民間証券化組織であり、GDP比で2%～6%と消費者信用債務全体の拡大率のほとんどを占めている。このように、この時期の消費者信用債務拡大が、住宅ローン債務拡大以上に、証券化という金融革新によって支えられ、促進されていたことが分かる（第3節（5）の図表25を参照）。しかしながら、今回の世界金融危機の震源が証券化にあり、証券化の限界が露呈したことを考えると、

図表4 非金融企業債務の内容：GDP比



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

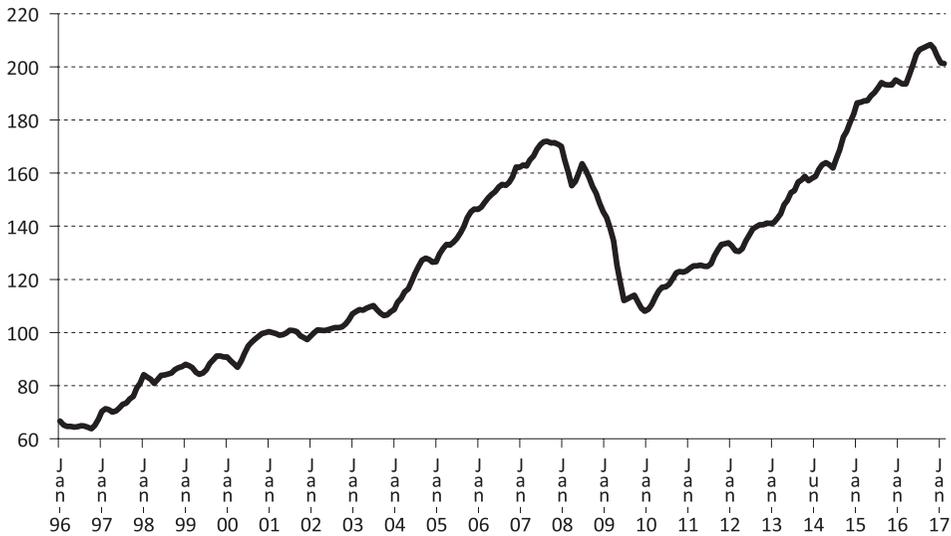
ポスト・リーマンにおいては、こうした形の家計債務の拡大が限界に達していることは明らかである⁴⁾。

次に企業債務の内容について見ていこう。企業債務は大きく、法人企業の借入金、法人企業の債務証券、非法人企業の借入金の3つに分けることができる⁵⁾。その動きを示したのが、図表4である。

企業債務がGDP比で1980年代以降全体としては拡大する中で、法人企業借入金は上下変動しているが、幾分低下気味である。拡大している債務は、法人企業債務証券と非法人企業借入金である。特に、非法人企業借入金は1997年からリーマン・ショックの2008年にかけて、GDP比で16%から28%へと急激に拡大した。その中で、不動産抵当借入（モーゲッジ）の割合が大

4) Greenwood & Scharfstein (2013) は、1980年代以降の金融の成長・拡大の中での家計債務（家計向け信用仲介）の拡大の問題を、その過剰性・経済不安定化要因という観点から批判的に論じている。
 5) ここでの（非金融）非法人企業とは、パートナーシップ・LLC (Limited Liability Companies) ・個人事業・賃貸収入を得ている個人から成るものであり、英語では Noncorporate Business と表現されており、企業と呼ぶのは必ずしも適当でないかも知れない。非法人企業の資産の6割超が不動産であり、負債の半分が不動産抵当借入であることを考えると、事業内容は相当の部分が不動産投資であると考えられる。

図表5 商業不動産価格の推移：Dec 2000 = 100



(出所) CoStar Commercial Composite Price Indices: Value Weighted

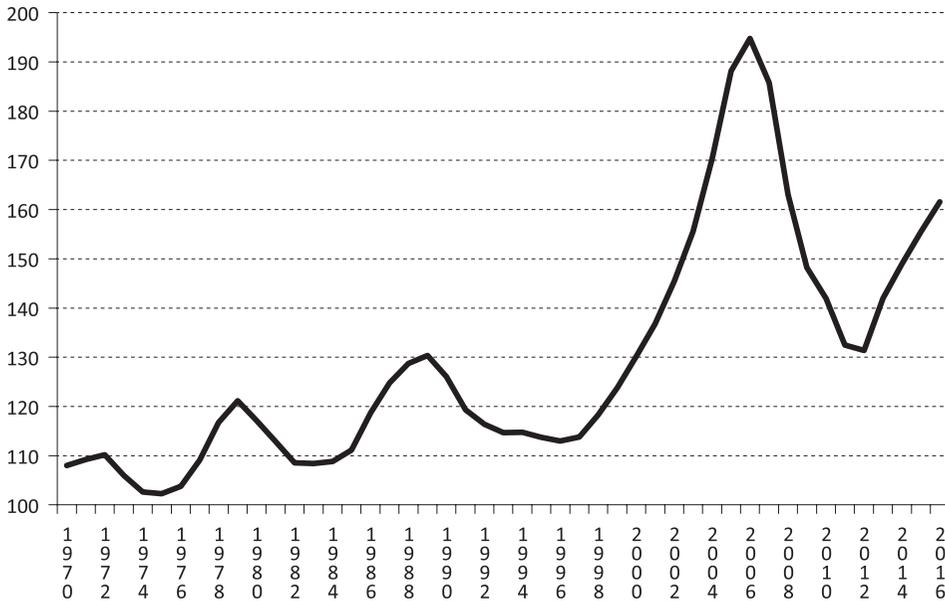
きく、不動産抵当借入の GDP 比は11%から20%へと激増した。この非法人企業による不動産抵当借入の増大の背景には、商業不動産価格の上昇が存在すると考えられる。不動産価格の上昇は一般に、債務拡大を促すと考えられる。不動産価格上昇は、一方では、借入の際の担保価値増大を通じて借入れを容易にし（ファイナンシャル・アクセラレーター）、他方では、取得する不動産価額の増大を通じて借入金の増大をもたらすし、さらには、不動産価格上昇が見込める局面で借入による不動産取得を促進するからである。こうした形で、不動産価格の上昇は債務の拡大につながることになる。図表5に示されているように、商業不動産価格指数 U.S. Composite Indices によると米国の商業不動産価格は、非法人企業借入金の増大に歩調を合わせて、1996年の終わりの底値から2007年後半の高値まで継続的に上昇を続けている。

不動産価格上昇による不動産抵当借入の増大は、家計の住宅ローンについても当てはまる。住宅ローン債務は1984年から2007年にかけて急拡大したことは上で述べた通りであるが、その間住宅価格は、図表6に示されているように、Shiller のインフレ率を考慮した実質住宅価格指数で、1984年からピークの2006年までに79%も上昇している。

ポスト・リーマンにおける企業の債務証券発行増大は、FRB の非伝統的金融政策の下での超低金利政策によるものである。現在の超低金利を今のうちにフルに活用しようと考えて、企業は満期が極めて長い社債を活発に発行している。新規社債の平均満期は危機以前の2002 06年が8.5年であるのに対して、直近の2013 16年では15.3年と大幅に長期化している⁶⁾。しかし

6) SIFMA, *US Corporate Bond Issuance* による。

図表 6 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

ながら、第3節(1)で見るとような企業の実物投資の低迷、企業の金余りの状況を考えると、企業の債務証券発行増大が今後も続くとは考えにくい。

1980年代以降の民間債務の拡大の背景には、第3節でも取り上げるように、様々な金融的な要因・動きがある。企業の銀行離れと金融自由化の下で、銀行は新たな貸出先を求めて、様々な新たな債務・貸出先を開発してきた。クレジット・カードの開発・普及に伴いクレジット・カード・ローンが拡大し、その金利の高さから、現在では、銀行にとって貴重な収益源となっている。進学率の上昇・高等教育費の高騰を背景に、学生ローンの残高も急速に増大してきている。企業向けのものとしては、信用度の低い企業を対象としたレバレッジド・ローンの開発・拡大や、債券市場の側では投機的格付け企業の社債発行を可能にした、ジャンクボンド市場の創出・発展がある。さらには、証券化という技術の開発・普及により、機関投資家の膨大な資金を背景として、住宅ローン、消費者ローン、レバレッジド・ローン等が容易に提供できるようになった。最近では、クラウド・ファンディング (P2P レンディング) や決済情報・ネット情報を活用したオンライン融資という新しい形でも、債務の拡大は容易になっている。

また、民間債務拡大による支出増大は、1980年代以降の米国経済を有効需要面から支える重要な柱であった。

今後の債務拡大の可能性に関しては、民間債務の拡大は不動産価格の動きに影響されるのではないかと考えられる。不動産価格が上昇を続けていくかどうかだが、民間債務の拡大を左右す

ることになる。それに対して政府債務は、今後の高齢化率の上昇に伴い、ほぼ確実に増大していくことになるだろう。

(2) 株式時価総額の増大

株式時価総額は株価の上昇及び上場企業数の増大に伴って増大してきた。図表7は、GDPと比べた株式時価総額の大きさ（パフェット指標）を示している。

図表7に示されているように、1980年代以降、GDPと比べた株式時価総額は継続的に増大し、特に1990年代にはITバブル・ネットバブルの中で急騰し、ピークに達した。その後、2000年代初頭のITバブル崩壊を受け急減し、様相はそれまでとは一変し、大きな振幅で増減を繰り返しつつ、水準的には横ばいに転じている。但し、全体として高い水準を維持している。

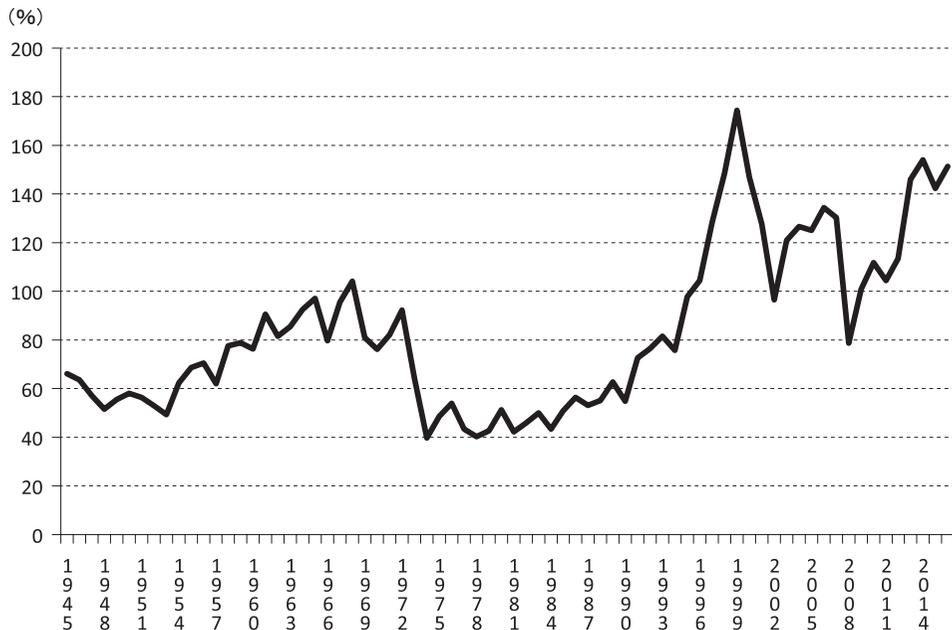
株式時価総額の動きを、以下の関係式を使って、より立ち入って考察しよう。

株式時価総額 = PER × ROA × 企業総資産

PER = 株価 / 企業収益 ROA = 企業収益 / 総資産

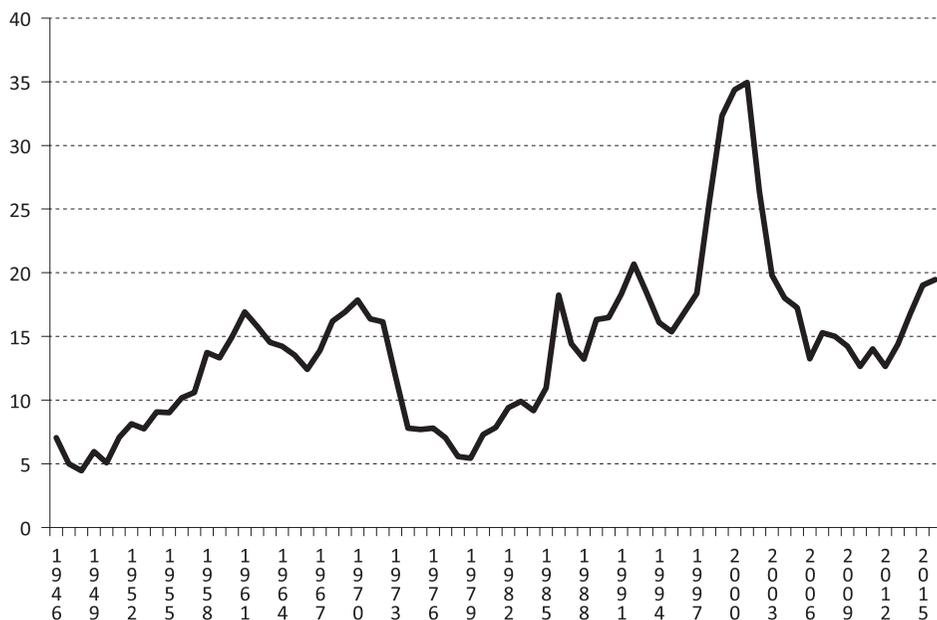
であるから、株式時価総額 / GDP は、PER、ROA、企業総資産 / GDP の3つの要素に分解することができる。非金融部門について、これら3つの要素の動きを示したのが、図表8～10である。

図表7 パフェット指標：株式時価総額 / GDP



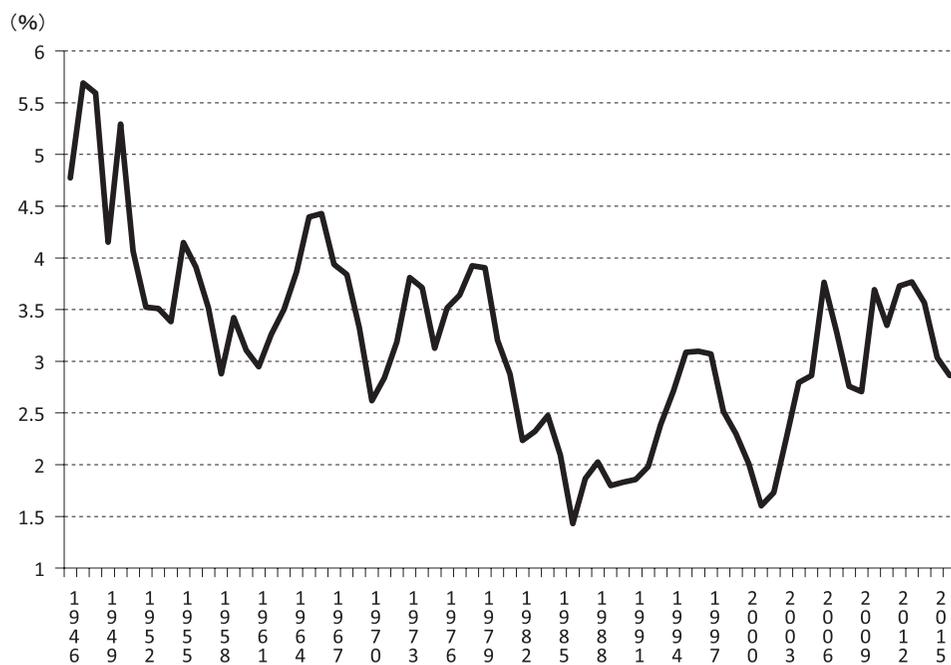
(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*; Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*

図表 8 非金融法人企業の PER 推移



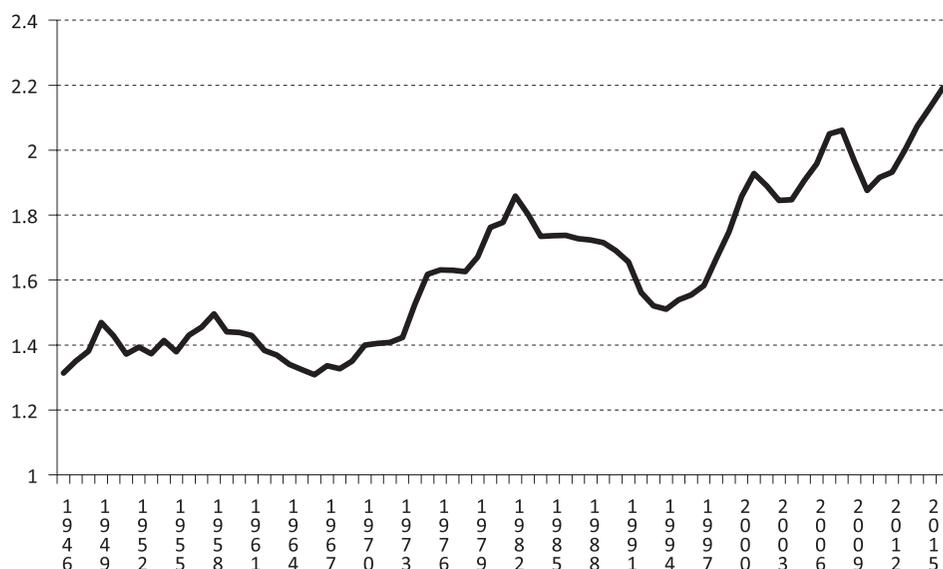
(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

図表 9 非金融法人企業の ROA



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

図表10 非金融法人企業総資産 / GDP



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

パフェット指標が特に上昇している1980年代後半から90年代、水準が高止まりしている2010年代に注目すると、その動きに影響している大きな要因はPERの上昇である。特に、1990年代及び2010年代においてPERの上昇は顕著である。この点を、パフェット指標（株式時価総額/GDP比率）変化への各要因の寄与度という形で計数的に確認しておけば、図表11のようになる。

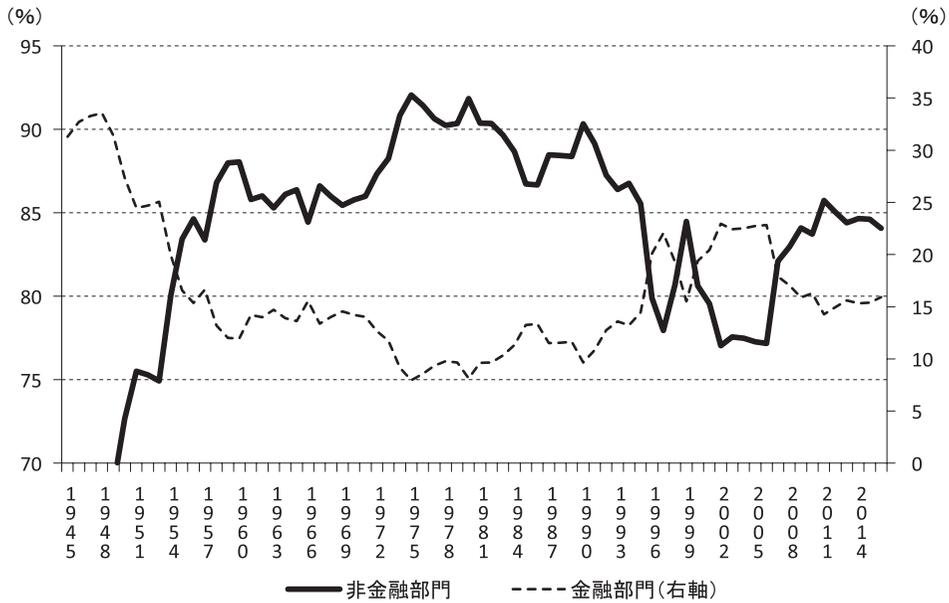
図表11 パフェット指標変化への各要因の寄与度

(単位：%)

	1986 99年	2000 09年	2010 16年
パフェット指標変化	90	- 54	46
寄与度			
PER 変化	97	- 62	42
ROA 変化	11	13	- 1
企業総資産比率変化	6	16	13

パフェット指標が上昇する時期も、下落する時期も、それに寄与しているのは圧倒的にPERの変化である。より具体的にPER変化の内容を考えてみると、PERが大きく上昇した1990年代と2010年代とは、その性格が大きく異なると考えられる。1990年代のPER上昇は、ネット・ブーム、ITブームの中でニュー・エコノミー論的な成長期待の著しい高まりを背景とし

図表12 株式時価総額の部門比推移



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

ていたのに対して、2010年代のPER 上昇は、世界金融危機後のQE 政策に示される超金融緩和政策に大きく依存したものと考えられる。金融政策に支えられたかなり脆弱なものである⁷⁾。

こうした1980年代以降の株価の継続的上昇は、本節（1）で言及した不動産価格上昇と共に、資産効果を通じて米国経済を有効需要面から支える重要な役割を果たしたと考えられる。

1980年代以降の株式時価総額の動きを考える場合、ポスト・リーマンの時期に固有の特徴として注目すべき1つのことがある。それは、株式時価総額の中での金融部門の比率が、1980年代以降傾向的に増大してきていたのが、ポスト・リーマンにおいては、その動きが逆転し、金融部門の比率が低下し、低い水準に留まっているということである。それを示したのが、図表12である。1980年代以降の金融の拡大・肥大化をリードしてきた金融部門の勢いがなくなってきたことが、象徴的に示されている。

これまで1980年代以降の債務拡大と株式時価総額増大の動きを見てきたが、時期によって状況は異なる。大きく捉えると、1980年代は債務拡大の動きが相対的に大きく、1990年代は株式

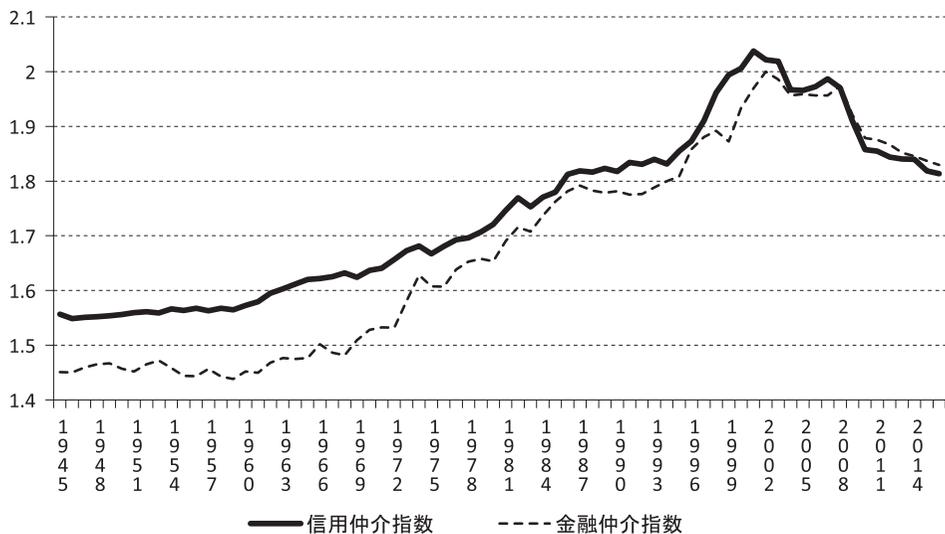
7) 図表10からは、企業総資産のGDP比が1990年代半ばから現在に至るまでかなり増大していることが分かる。増大している企業資産の内容は、保有不動産価値増大が一番大きいですが、その他では、対外直接投資とその他雑多資産（のれん、特許、商業上の権利等の無形資産）が増大している。それに対して、実物資産（不動産を除く）は若干減少気味であり、金融資産（対外直接投資を除く）はほぼ一定である。

時価総額の増大が顕著であり、金融危機までの2000年代においては再び債務拡大の動きが極めて顕著となった。金融危機以降は、力強さには欠けるが、株式時価総額の増大が進んでいるように思われる。こうした金融の肥大化は、くり返し金融危機を引き起こしてきた。1980年代の債務拡大は80年代末の第2次 S&L 危機につながり、1989年には S&L の預金保険機構である連邦貯蓄貸付保険公社が破綻した。1990年代の株価高騰は IT バブル、ネットバブルにまで至り、2000年代初頭のバブル崩壊をもたらした。2000年代前半の債務拡大は住宅バブルを引き起こし、2008年のリーマン・ショックという形で危機が勃発した。現在進行中の株価上昇が今後どういう行方をたどるのか、注目される。

(3) 金融仲介度の増大・金融部門の拡大

金融部門の拡大・金融仲介度の増大は、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。金融仲介度も、1980年代以降高まってきており、それだけ金融資産が増大していることになる。このことを見たのが、図表13の信用・金融仲介指数の推移である⁸⁾。

図表13 信用・金融仲介指数 (仲介段階数) の推移



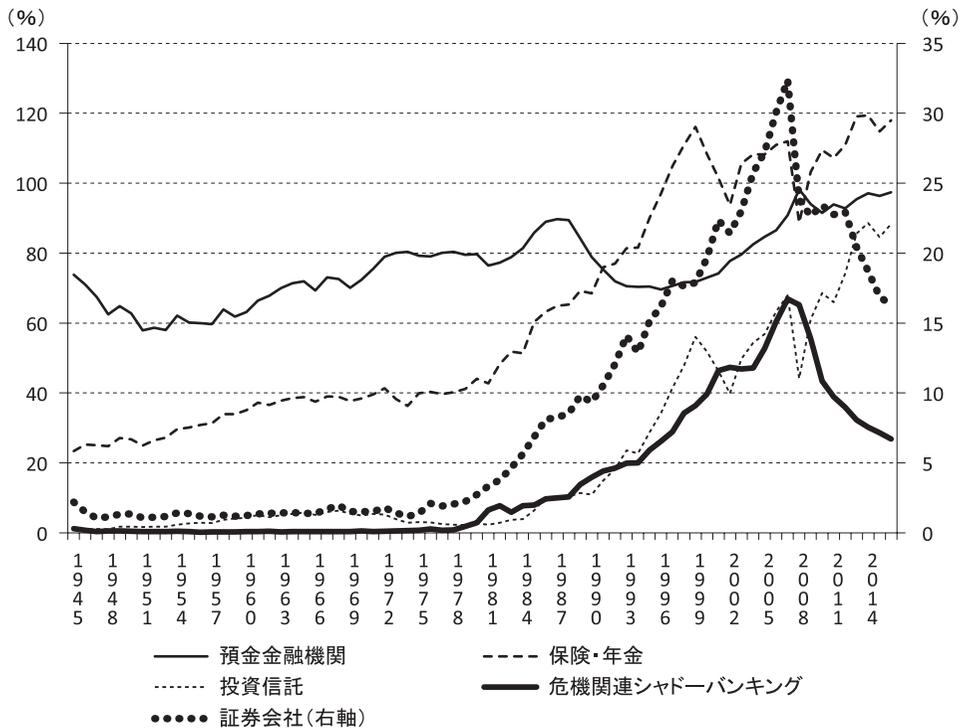
- (注) 信用仲介指数 = (最終資金調達主体負債 + 金融部門負債) / 最終資金調達主体負債
 金融仲介指数 = (最終資金調達主体負債 + 企業株式 + 金融部門仲介額) / (最終資金調達主体負債 + 企業株式)
 金融部門: 預金金融機関, GSE, ファイナンス・カンパニー, 年金, 保険, 投資信託, MMF, REIT, 証券会社, Agency 証券化, 民間証券化, 証券貸借担保現金運用
 (出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*; Bureau of Economic Analysis, *National Income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

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

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両方の形での資金仲介度を示している。金融仲介指数は、1968年代から1987年まで上昇を継続し（1.48 1.79）、その後1995年から2003年まで再び急速に上昇し（1.81 2）、世界金融危機後急落している（1.97 1.83）。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。世界金融危機以降に急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、シャドー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、不安定な側面を孕んでいたと考えられる。信用・金融仲介の面でも、1980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調整され、巻き戻されていると考えられる。

これまで金融仲介指数の増大、金融仲介の拡大・仲介ルートの延長という視点から考察して

図表14 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*

きたが、金融部門の拡大・肥大化、金融機関の活動活発化について、金融機関の種類毎に見ていこう。図表14は、各種金融機関の資産規模推移を GDP 比で見たものである。

全体として、金融機関の規模は1980年代以降大きく拡大している。その中で、金融機関の種類によって動きは異なる。預金金融機関の動きは、全体として見ると、それ程大きく拡大している訳ではないが、1990年代末から世界金融危機にかけて急激に拡大し、その後横ばいに転じている。変化が最も激しいのは、証券会社と危機関連シャドーバンクであり、1980年代以降急激な拡大を続け、金融危機以降は一転して激しい規模縮小に転じている。保険・年金の動きは、株式保有がかなり大きいことから、株価の動きに大きく左右されているが、1980年代以降急速な拡大を続け、IT バブルの頂点である2000年代初頭にピークを付けて、その後も株価変動に伴い上下変動を繰り返しているが、大きく考えれば、横ばいに転じている。金融部門の中で、金融危機以降も拡大を続けているのは、投資信託（ETF を含む）である。投資信託の拡大という動きはあるが、全体として見ると、1980年代以降の金融機関の規模拡大の動きは、ポスト・リーマンにおいて、拡大傾向の逆転や横這いへの転換が生じており、1980年代以降の拡大の動きははっきりと転換点を迎えている。

3. 金融肥大化の諸要因

第2節で論じた金融の拡大・膨張の背後にある肥大化要因としては、次の6つが考えられる。

企業の実物投資低迷・金余り、金融の自由化・規制緩和、人口構成変化と年金、金利の長期傾向的低下、金融技術革新：デリバティブと証券化、金融イノベーション、である。これらの要因について、以下、順に見ていくことにしよう。

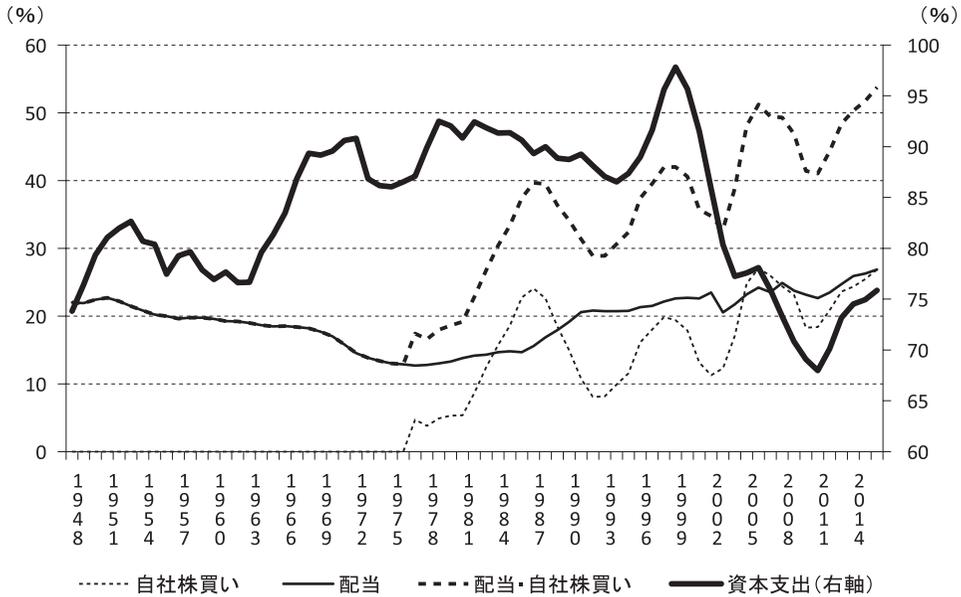
(1) 企業の実物投資低迷・金余り

図表15は、非金融企業のキャッシュフロー（利潤・減価償却金）に対する資本支出と配当・自社株買いととの比率の推移を示している。1980年代以降の動きに着目すると、資本支出の比率は、1990年代末を除くと、傾向的に低下してきている。特に、2000年代の低下は著しい。図表9で企業の ROA 推移を見たが、2000年代には ROA で示される企業の利益水準はかなり高くなっているにもかかわらず、企業の資本支出は低水準で低迷している。高利潤・低投資の状態である⁹⁾。

企業の資本支出の低下は、これまでも経済の様々な方面に影響を及ぼしてきた。企業の資本支出の低下は、経済全体への影響としては、経済成長率の低下をもたらし、それは本節(4)

9) Smithers (2013) も英米企業の高利潤・低投資に着目し、これが近年の経済低迷の原因だとしている。Smithers は、経営者の報酬制度の株価依存が自社株買い・配当の重視、設備投資の抑制をもたらしていると主張している。

図表15 配当・自社株買い・資本支出の推移：
 利潤減価償却金に対する比率：5年移動平均



(注) 自社株買いの数値には、現金買収による株式取得も含まれている。
 (出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

で述べるような金利の長期的低下につながっていると考えられる。金融面への影響としては、企業の資本支出の低下は、企業の銀行借入れを低迷させ、銀行は新たな貸出先やローン商品の開拓・拡大に邁進することになり、第2節(1)で述べたように経済全体の債務拡大にもつながった。銀行は金利収益以外の非金利収益を追求するようになり、金融規制緩和の中で証券分野への進出を強化するようになり、また、2000年代にはサブプライム・レンダーをグループの中に抱え込み、住宅バブルに突き進むことになった。

また、利潤・減価償却金に対する資本支出の比率の低下に伴い、企業の資金は余剰となり、配当や自社株買いに回される割合が大きく増加してきている。企業の余剰資金増大を背景とする自社株買いの拡大は、株価上昇を支える重要な柱になっている。図表16に示されているように、特にポスト・リーマンの時期においては、本節(3)で見るとように年金等の機関投資家による株式投資が減退している中で、企業は株式の最大の買い越し主体となっており、株式の需給面で株価を支える重要な柱になっている。

企業の実物投資低迷・金余りは、ポスト・リーマンにおいても続いており、むしろ2000年代においてはより強まって、この面からの金融拡大の圧力はこれまでと同様に働き続けると考えられる。しかしながら、以下で議論するように他の面では金融の肥大化を巻き戻す方向の動きが強くなっている。

図表16 株式の需給と資金フロー：時価総額比

(%)

	1980年代	1990年代	2000 07年	2010 16年
供給側				
米企業の新株発行	2.03	1.31	0.72	0.55
ETF, REIT の新株発行	0.18	0.25	0.48	0.8
海外株	0.12	0.71	0.6	0.54
需要側				
自社株買い	3.88	1.78	1.72	2.04
家計	- 3.58	- 0.99	- 2.08	- 0.29
年金	1.1	- 0.07	0.28	- 0.62
Mutual Funds	0.33	1.31	0.87	0.15
ETF	0	0.02	0.27	0.48
海外投資家	0.27	0.06	0.59	0.1

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

(2) 金融の自由化・規制緩和

1930年代の金融危機・大恐慌を受けて、その後の米国金融は様々な面で規制が強化され、第2次戦後においても規制によって金融の安定性を確保するという政策が採られてきた。しかし、1970年代後半から1980年代初頭のインフレ率の昂進、金利の上昇、経済の低迷、スタグフレーションの発生を受けて、状況は大きく転換していった。本節(1)で述べた実物経済の低迷という経済環境の下で、新自由主義的イデオロギーが強くなり、米国の経済運営は実物経済重視から金融・サービス経済重視に転換し、金融の面では規制緩和・自由化の方向に大きく舵を切るようになった。

預金金利の自由化は、1983年の定期預金金利の完全自由化でほぼ完成し、銀行の州際業務規制は、1994年のリーグル・ニール州際銀行支店設置効率化法によりほぼ撤廃され、大銀行による合併・買収も活用した全米の事業展開が急速に進むことになった。銀行の業務分野規制に関しては、1933年銀行法(グラス・スティーガル法)による銀証分離規制が1987年以降のFRBによる銀行法20条の弾力的解釈を通じて徐々に緩和され、その中で銀行は雪崩を打って証券の分野に進出し、結局、1999年のグラム・リーチ・ブライリー法によって業務分野規制は完全に撤廃されることになった。こうした金融の規制緩和・自由化の流れの中で、銀行間・金融機関間の競争が激化し、金融機関の行動はアグレッシブなものとなり、様々な面で金融業務を大きく拡大していった。

証券の分野では、いち早く1975年に株式委託売買手数料が自由化され(メイデー)、1982年

にはルール415（証券発行の一括登録制）が導入され、証券会社間の競争が激化した¹⁰⁾。同じく1982年にはSEC規則10b-18が制定され、企業の自社株買いが容易になり、その後の自社株買いの爆発的増大につながった（本節（1）の図表15の自社株買いのデータを参照。）。

国際的な金融規制面では、規制緩和・自由化された状況の下での銀行の健全性規制として自己資本比率規制を中心とした規制が、1988年にBISによってバーゼル合意（バーゼル）という形で策定され、その後改訂を加えて2004年にバーゼルⅡが策定された。このバーゼルⅡ策定を受けて米国では、SEC（証券取引委員会）が大手投資銀行に対してCSEプログラム（バーゼルⅡが適用）という規制上の選択肢を導入した。従来の証券規制であるネット・キャピタルルール（負債はネット・キャピタルの15倍以下）からCSEプログラムに変わることにより、大手投資銀行は大幅なレバレッジが可能になり、世界金融危機に至るプロセスでレバレッジを急激に高めた。

第2次大戦後の強い規制に守られた銀行業界を揶揄する言葉として、「3・6・3」というものがある。銀行家は、3%の金利で預金を集め、6%の金利で貸出を行い、午後3時にはゴルフに出掛けるという訳である¹¹⁾。こうした規制に守られた金融界の状況は金融の自由化・規制緩和を通じて一変し、田舎の名士から、新自由主義的イデオロギーが席卷する中で、利益のためには向こう傷も厭わないウォール街の戦士へと変貌していった。

世界金融危機後には、甚大な被害をもたらした金融危機を経験して、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。そうした金融規制強化の中で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。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、後の第4節で述べるように、収益面を中心に銀行に大きな影響を及ぼしている。

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

10) ルール415の導入とそれが証券業界に及ぼした影響に関しては、野村総合研究所（1999）第3章を参照。

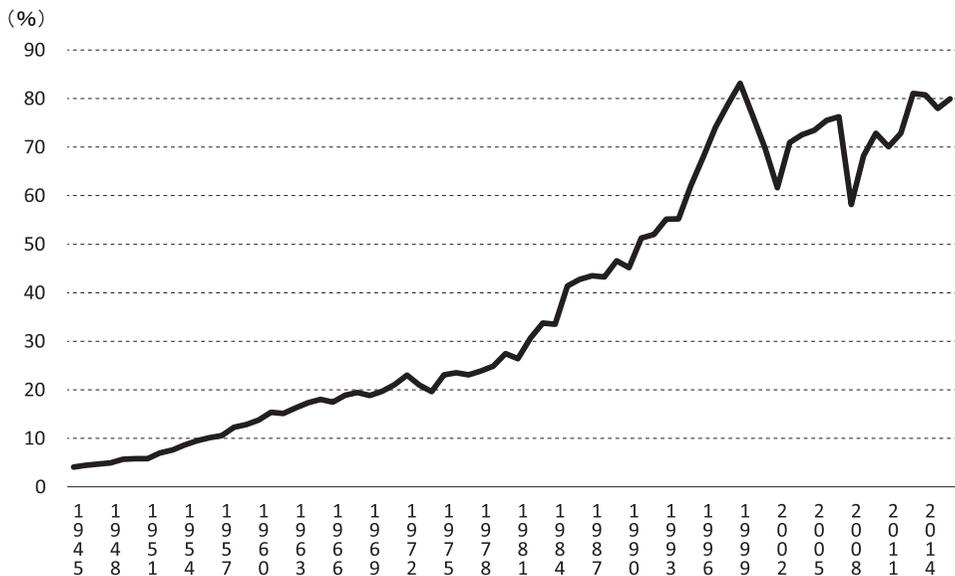
11) 加野忠（1999）p. 22参照。同書では、規制に守られた「金融の平和」が、金融の自由化・規制緩和を通じて、弱肉強食のウォール街文化が席卷する世界に変貌した姿が、当時の日本の金融の状況とも照らし合わせて、見事に描かれている。

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、第4節で議論するように、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。こうして金融規制の面でも、1980年代以降続いてきた金融肥大化の流れは巻き戻しの局面にあると考えられる。

(3) 人口構成変化と年金

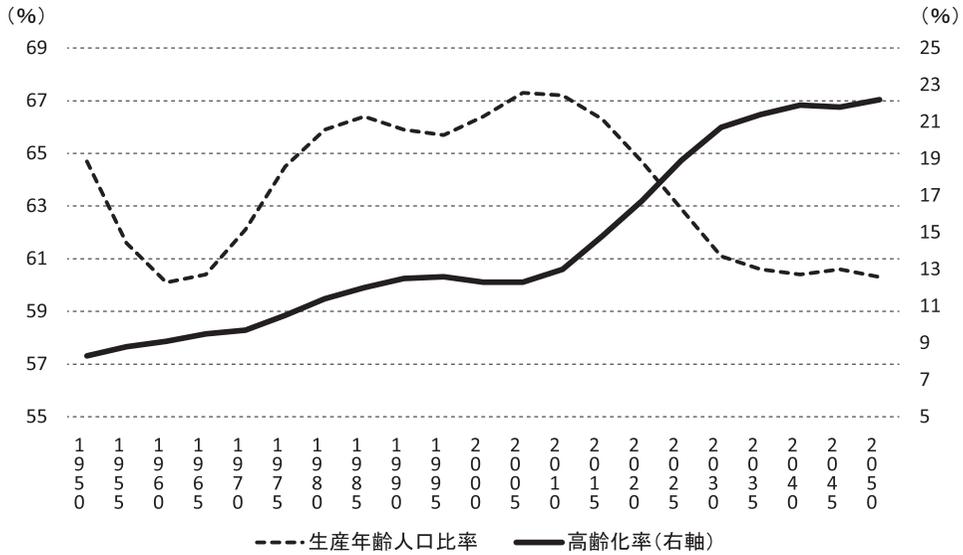
米国の年金制度は、1974年の ERISA 法成立により安定的な制度として確立した。年金資産蓄積の状況を図表17で見ると、GDP 比で、1990年代末まで継続的に増大し、その後は株価変動に伴い上下変動しているが、継続的増大という局面は終わり、横ばいに転じている。これから先の人口構成変化を考えると、今後は減少していくことが予想される。米国のベビー・ブーマーは1946 64年生まれの年齢階層であり、ベビー・ブーマーが高齢化するのに伴って、今後人口の高齢化が進むことになる。米国の人口構成変化を示すのが、図表18であるが、2010年から2040年にかけて生産年齢人口比率は継続的に低下し、高齢化率は継続的に上昇していくことが予想されている。年金資産を蓄えていく年齢層が減少し、年金資産を取り崩していく年齢層が増大することから、年金資産は減少していくことになるであろう。

図表17 年金資産 GDP 比推移



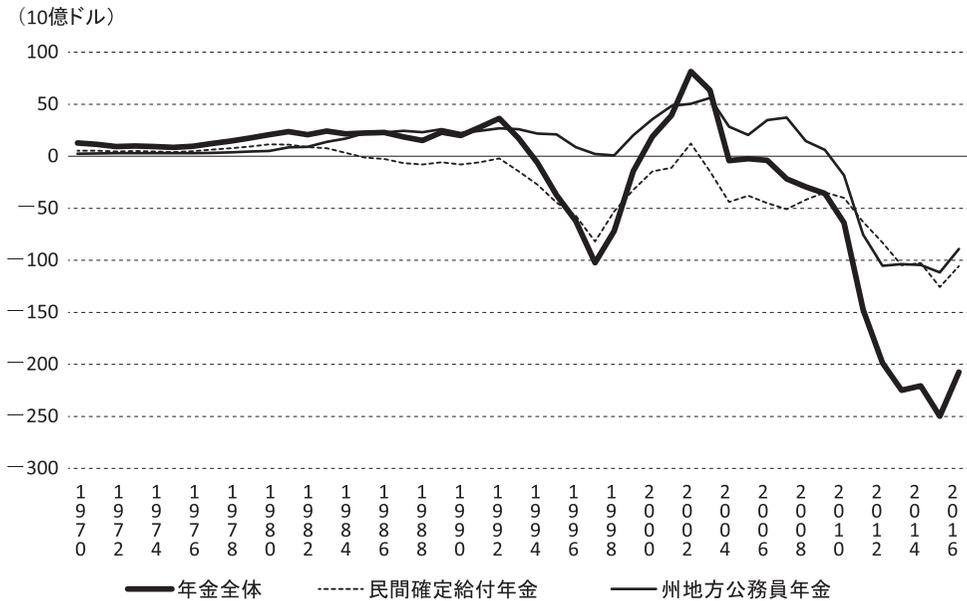
(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*; Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*

図表18 米国の人口構成変化



(出所) United Nations, *World Population Prospects: The 2015 Revision*

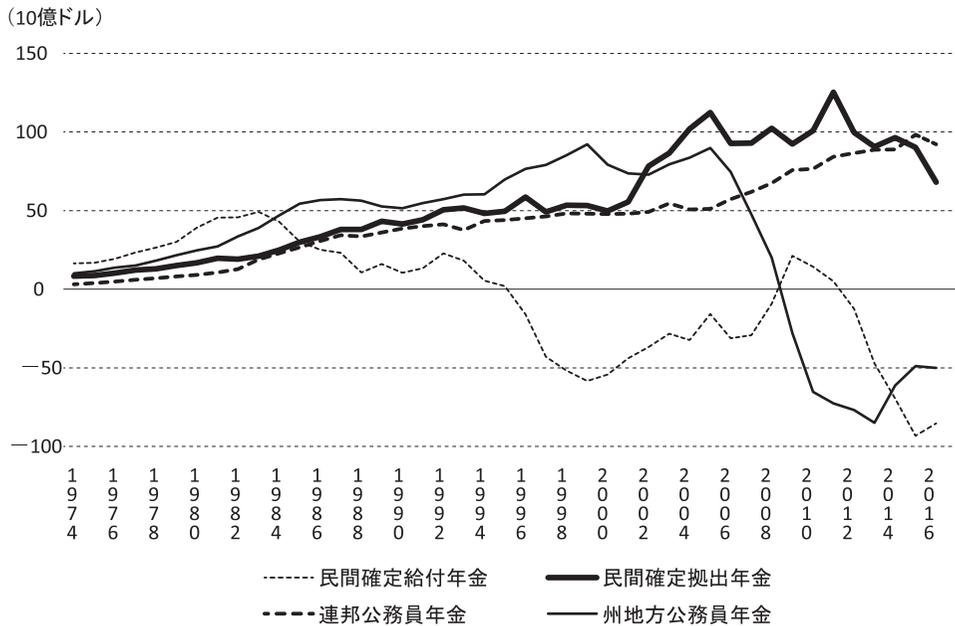
図表19 各種年金の株式新規取得額：5年移動平均



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

年金資産全体の動きとは別に、年金資産からの株式投資に関しては、既に大きな変化が生じている。それを示しているのが、図表19である。年金基金による株式取引に関しては、金融危

図表20 年金への資金流入：5年移動平均



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

機以降大幅な売り越しとなっている。年金基金の中で、大きな売り越しとなっているのは、従来株式投資を活発に行ってきた民間の確定給付年金と州・地方公務員年金である。

この2つの年金基金は、年金の成熟化が特に進んでおり、年金による新規金融資産取得が、図表20に見られるように近年は大きなマイナスに転じている。年金基金の収支をキャッシュフロー一面から捉えれば、

受取 = 年金の掛け金 + 年金資産からの利子・配当所得 + 年金資産の売却

支払 = 年金給付 + 年金基金による資産購入

であり両者は等しい。そこで、

年金による新規金融資産取得 = 年金基金による資産購入 - 年金資産の売却

= 年金の掛け金 + 年金資産からの利子・配当所得 - 年金給付

となる。年金の成熟化に伴い、年金給付額は年金の掛金額に比べて大きくなり¹²⁾、年金による新規金融資産取得は小さくなり、さらにはマイナスになる。民間の確定拠出年金や州・地方公務員年金は、既にこの段階に達している。今後について考えれば、低金利状態は中長期的に続くことが予想されるので、年金資産からの利子・配当所得が低迷し、その分、年金による資産

12) 民間確定給付年金では、既に1985年に給付額が掛金額を上回るようになり、その後その状態が続いており、民間確定拠出年金も1999年には給付額が掛金額を上回るようになった。U. S. Department of Labor, *Private Pension Bulletin*, Historical Table and Graphs 1975 2014

売却はより大きくなることになる。

このように、今後は年金基金の資金面から資産の売却圧力、特に株式の売却圧力がさらに高まっていくことが予想され、株価に対する下落圧力は強まると考えられる。人口構成変化と年金の面からも、1980年代以降の金融の拡大・肥大化の動きは巻き戻しの局面に入っていると考えられる。

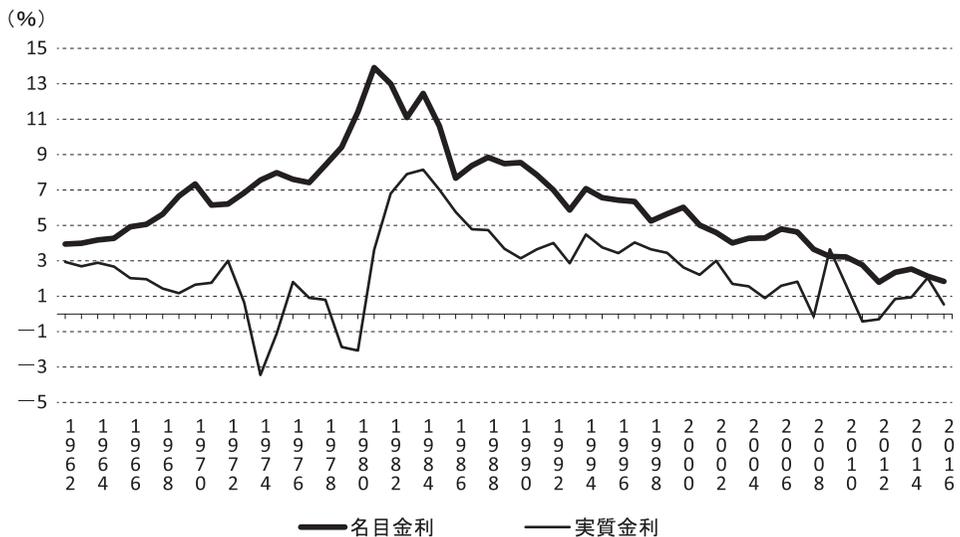
(4) 金利の長期傾向的低下

図表21に示されているように、1980年代以降金利は名目でも、実質でも継続的に低下してきた。

なぜ、金利が傾向的に低下してきたのか。これはかなり難しい大きな問題であるが、1つの要因は経済成長率の低下傾向にあると考えられる。長期金利と経済成長率との動きを示したのが、図表22である。

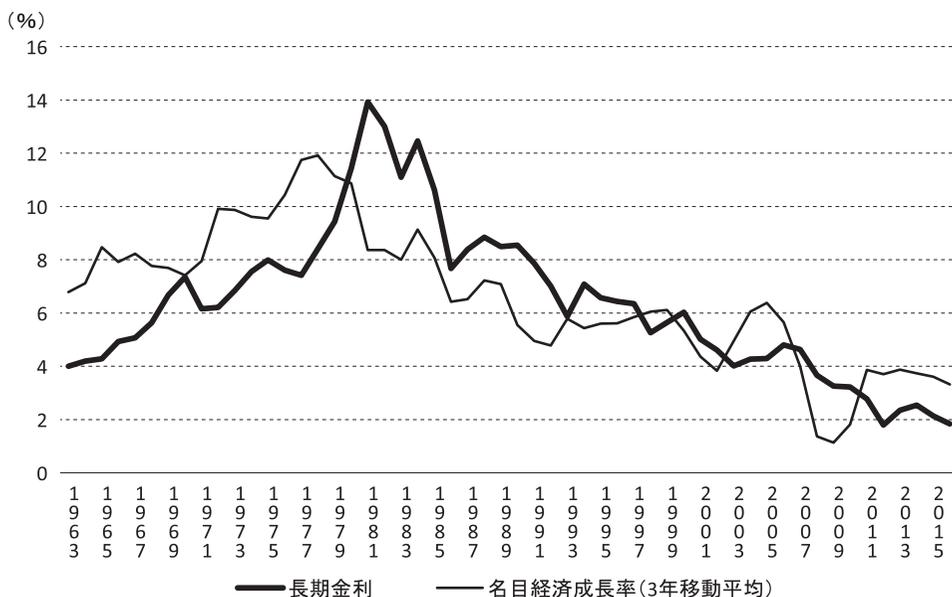
図表22からは、経済成長率の低下に伴って金利も低下してきていることが分かる。しかしながら、金利の低下は経済成長率の低下よりかなり大きいことも読み取れる。成長率低下に比べてより大きな金利低下は、株価決定の配当割引モデル的な観点から考えれば、株価の上昇圧力として作用することになる。成長率低下より大きな金利低下は、PERの上昇をもたらし、株価を上昇させる。こうして金利の傾向的低下は、株式時価総額の増大、広く考えれば不動産価格を含めた資産価格の上昇、につながったと考えられる。それとは別に、金利水準の低下は金利負担を軽減し、借入をやりやすくし、第2節(1)で議論した債務の拡大を促進したと考え

図表21 10年物国債利回り



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

図表22 長期金利と経済成長率



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

られる。また、低金利状態への到達は、本節（6）で取り上げるファンド等による資産運用面に強く影響し、低金利下での search for yield の動きを強め、今回の世界金融危機発生の主要な要因となった。

先行きのことを考えると、しかしながら、金利水準の低下はもう底に達しており、今後さらに低下する余地は極めて限られている。むしろ、短期的には、反転し、いくらか上昇する可能性もある。こうしたことを考えると、金利の面から資産価格上昇を後押しする圧力が働く局面は過ぎ去り、こうした資産価格上昇圧力は今後は働かないと考えるべきであろう。債務拡大に関しては、低水準の金利が当面続くと考えられるので、債務を拡大する方向に影響するであろうが、金利がさらに低下することによる債務拡大効果は期待できない。

（5）金融技術革新：デリバティブと証券化

1970年代以降の世界の金融に大きな影響を及ぼし、金融の拡大・肥大化に貢献した代表的な金融技術革新は、デリバティブと証券化である。それぞれについて見ていこう。

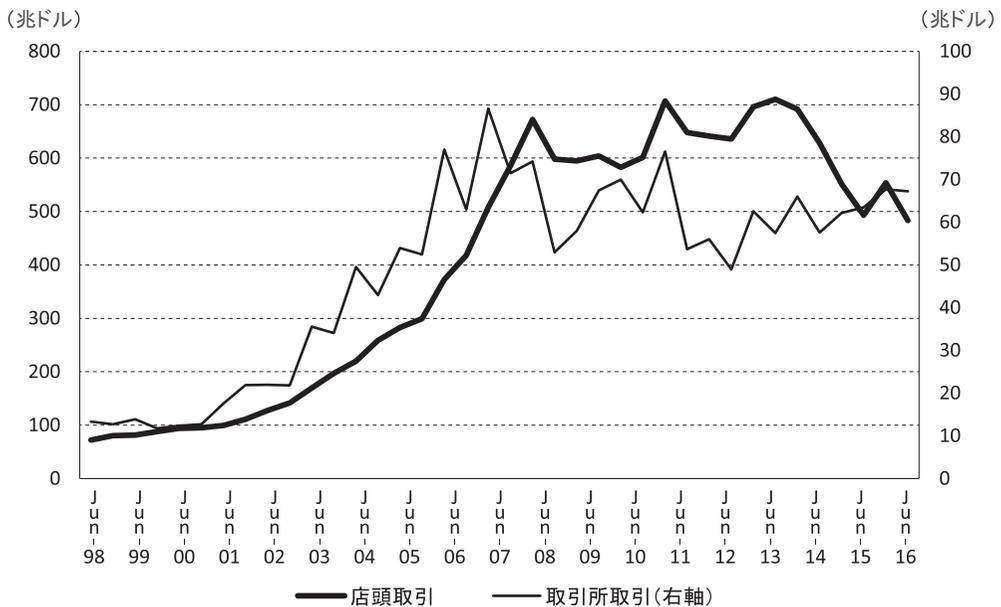
まずデリバティブである。1973年の国際通貨制度の固定相場制から変動相場制への移行とそれに伴う為替・金利・株価等の変動の拡大、及びファイナンス理論の発展という背景の下で、デリバティブの取引が急速に拡大した。先物、オプション、スワップといったデリバティブが現物取引とも密接に関連して取引されると共に、新たな金融商品の開発、リスク管理、金融機

関の業務展開にも欠かせないものとなっていった。金融の世界はデリバティブの登場により大きく変貌した。デリバティブ取引は世界的に一体化した形で行われており、その中心は米国の金融機関であるので、米国内の取引ではなく、世界全体の取引の動きを見よう。それを示したのが、図表23及び図表24である。

図表23から読み取れるように、デリバティブ取引は2000年代に入ると急激に拡大してきたが、世界金融危機以降は伸びがストップし、横ばいに転じ、低迷している。危機後は、店頭デリバティブに対する規制が強化され、取引所取引への移行が政策的に推進されているが、店頭取引だけでなく、取引所取引も低迷している。危機以前のような拡大・発展の動きは、現在では見られない。デリバティブ商品毎に見ていくと、図表24に示されているように、商品デリバティブやCDSは世界金融危機に至るブームの中で急拡大し、バブル崩壊後は一転急激な巻き戻しが進行し、取引残高は急収縮している。金利や株式もピークからは縮小しており、ピーク時を維持しているのは外国為替のみである。デリバティブを商品毎に見ても、ポスト・リーマンにおいては世界金融危機以前のような拡大・発展を続けているものはない。大きく考えて、ファイナンス理論の発展に伴うデリバティブという金融技術革新とそれによる金融拡大は、成熟化し、その効果はほぼ出尽くしているのではなかろうか。

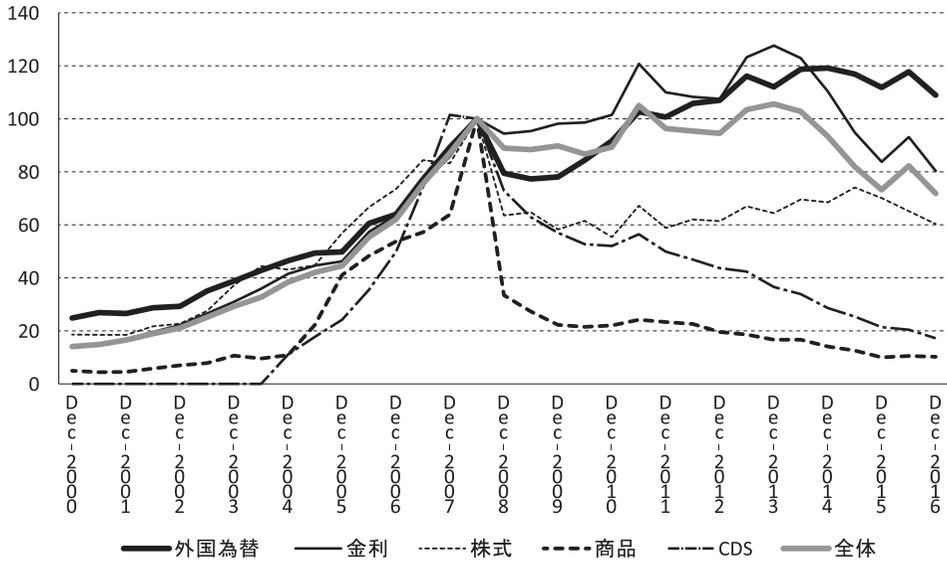
次に証券化の動きを見よう。第2節(1)でも述べたように、証券化は家計債務の拡大に大きく貢献してきた。証券化は、1970年代初頭に住宅ローンを対象に始まり、1980年代にはそれ

図表23 世界のデリバティブ取引残高



(出所) BIS, *Derivatives Statistics*

図表24 各種店頭デリバティブ商品の取引残高動向：
世界金融危機前のピーク（08年6月）=100とする指数



(出所) BIS, *Derivatives Statistics*

以外のローンも証券化されるようになり、量的にも、種類のにも拡大してきた¹³⁾。図表25は米国の各種ローンについて、その中のどれだけの割合が証券化されているか（証券化率）の推移を、残高ベースで示したものである。

図表25は、1980年代以降、住宅ローンを筆頭に各種のローンについて、証券化される割合が高まってきたことを示している。しかしながら、世界金融危機以降においては、住宅ローンで60%超の水準で、商業不動産ローンで20%超の水準で横ばいになっており、証券化がさらに拡大し続けるという状況にはない。

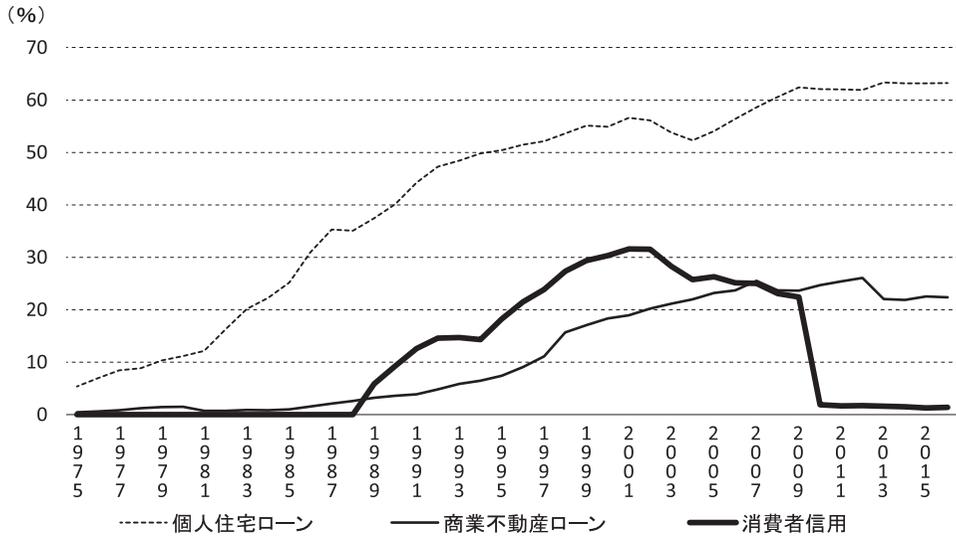
危機前後の証券化の動きをより細かく立ち入って見るために、各種の証券化商品毎の残高ではなく、新規発行額の推移を見たのが、図表26である。

証券化商品の新規発行は、今回の世界金融危機の震源が証券化であったことを受け、大きく低迷している。特に、落ち込みが激しいのが、危機の源であった民間のMBSとそれらを再証券化したCDOである。それら以外の、従来型の公的MBSやABSは、それ程大きなダメージを受けることなく、現在でも一定の水準を保っている。しかしながら、前の図表25でも見たように、ポスト・リーマンにおいては証券化がさらに進展・拡大しているという状況ではない。証券化の動きも成熟化し、ほぼ普及し尽くしたと思われる。

金融技術革新の分野で、現在大きな注目を浴びているのがフィンテックである。フィンテック

13) 大垣 (1997) では、実務経験を踏まえて、米日の証券化の様々な事例を駆使して、金融技術としての証券化が体系的に整理・分析されている。

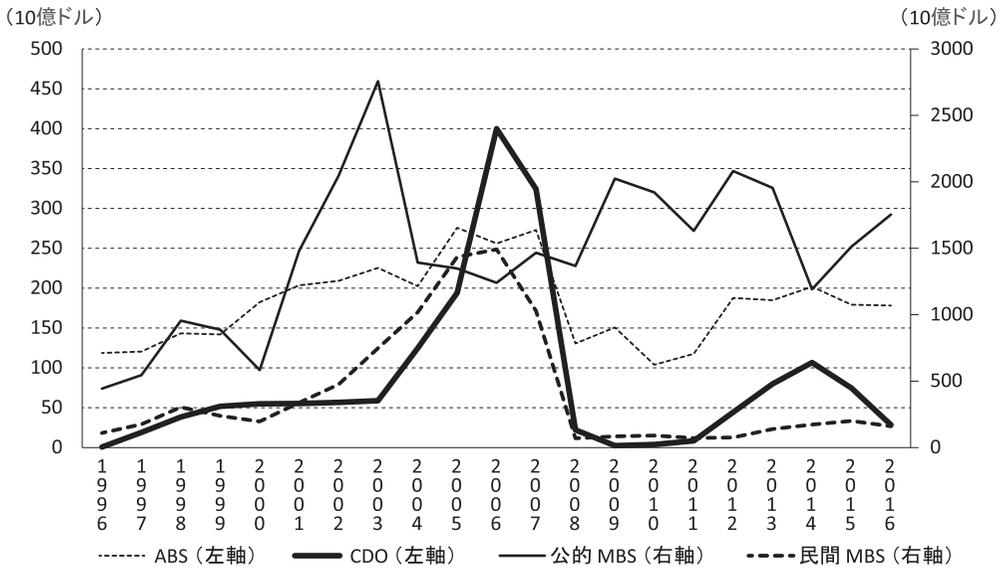
図表25 各種資産の証券化比率推移



(注) 消費者信用の証券化率について：2009年の米国財務会計基準 FAS166, 167により、証券化のオフバランス基準が厳格化され、それまでオフバランスが認められていた証券化資産でオリジネーターのバランスシートへの資産計上が要求されるものが出てきた。消費者信用の証券化は、この会計基準変更の影響を強く受け、それを反映してFRBの統計上も2010年から、消費者信用のABS発行体保有が激減し、銀行・ファイナンスカンパニー・政府（学生ローン）保有が急増しており、データが不連続である。

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

図表26 米国証券化商品の発行額推移



(出所) SIFMA, *U.S. Bond Markets*

クには、様々のものが含まれているが、フィンテックの金融への影響は、総体として見ると、既存業務プロセスの効率化・省力化・コスト削減と情報技術を活用したいいくらかの債務の拡大であり、デリバティブや証券化のように新しい金融商品・業務をかなりの規模で創出・拡大するものではないと考えられる。

このように見てくると、金融技術革新の面から金融を拡大する力は世界金融危機までは働いてきたが、ポスト・リーマンにおいてはそうした推進力は失われており、今後においても金融技術革新による金融の拡大は望めそうもない。

(6) 金融イノベーション

1980年代以降の金融市場の拡大や金融取引の増大をもたらした主要な要因の1つは、1980年代以降またはそれに先立つ時期に新しく創出された金融市場・金融組織・金融商品等の金融イノベーションであると考えられる。

新しく創出された金融市場としては、従来は取引所で売買されていなかった新興のベンチャー企業を対象とする新興企業向け株式市場がある。1971年にNASDAQ市場が開設され、IT系を中心とするベンチャー企業の群生の中で、上場企業数・取引高・時価総額は飛躍的に拡大してきた。デリバティブ市場は、1973年のシカゴ商品取引所(CBOT)への個別株オプションの上場から始まり、その後大きく拡大していった。債券市場に関しては、従来、発行・取引が難しかった投機的格付けの債券を対象とするジャンクボンド市場がドレクセル・バーナム・ランバート社の主導の下で1970年代末頃から徐々に形成され、1980年代にはM&Aの資金源としても活発に利用されるようになった¹⁴⁾。1989年にジャンクボンドの帝王と呼ばれたマイケル・ミルケンがインサイダー取引等で起訴されると、ジャンクボンド市場は信頼を失い一旦は壊滅状態に陥った。しかしながら、その後、低格付け企業と高利回りを求める投資家との双方のニーズに応える形で再び発展し、現在は低金利環境の下で極めて大きな規模に達している。世界金融危機後の社債新規発行額の20%超はジャンクボンドである¹⁵⁾。

1980年代以降に急激に規模が拡大し、金融の拡大につながった金融上の仕組みとしては、各種のファンドがある。1940年代末に始まったヘッジファンドは、1990年代に急激にその規模を拡大し、現在では世界全体で3兆ドル弱という規模にまで達している。ベンチャー・キャピタル・ファンドは、戦後間もなくから存在するが、機関投資家等からの資金流入が始まり、規模が拡大したのは1980年代以降である。1976年設立のKKRを嚆矢とするバイアウト・ファンドも1980年代に入って規模を急激に拡大してきた。今回の世界金融危機で危機の1つの中心であり、危機増幅要因として機能した投資ピークルのSIVや(証券アービトラージ型)ABCP

14) 証券分野における金融イノベーションと証券会社におけるその開発の経緯に関しては、野村総合研究所(1999)第3章を参照。

15) Securities Industry and Financial Markets Association, *US Bond Market* による。

Conduits 等のシャドバンキングは、1990年代後半に本格的に登場し、危機に至るプロセスでは急激に拡大してきたが、危機後には急収縮し、現在ではほぼ消滅状態である¹⁶⁾。

公開の運用商品としては、投資信託が代表的な商品であるが、本格的に普及・拡大したのは1980年代以降である。投資信託の中の一つであるMMFは、1970年代末の高インフレ・高金利の中で一気に拡大し、預金に類似した金融商品として幅広い投資家に受け入れられている¹⁷⁾。不動産関連を投資対象とするREITは1960年に創設されたが、本格的な拡大が始まったのは1980年代後半からであり、現在では時価総額が1兆ドルを超えるまでに至っている。1990年代に登場したETFは、その後急激に規模を拡大をし、現在では2兆ドルを超える規模にまで達している。

債務商品に関しても、新しい商品が次々に開発され、1980年代以降には急激に拡大・普及していった。銀行系のクレジットカードは1950年代末に開発されたが、それが本格的に普及していったのは1980年代以降である¹⁸⁾。学生ローンは、1970年代に政府が関与する形で始まったが、大学の授業料が高騰する中で、特に1990年代以降急激に拡大し、民間学生ローンも大きく伸びている。サブプライム・ローンは、信用度が低く銀行等からの借り入れが困難な人を対象とするローンであるが、1990年代前半から始まり、様々なローンの分野で拡大していった。2000年代初頭にはクレジットカード・ローンの分野でデフォルトが多発し¹⁹⁾、2007-08年には世界金融危機の震源となるサブプライム住宅ローン危機を引き起こした。現在でも、自動車ローンの分野でサブプライム・ローンが拡大している。企業向けの債務商品として比較的新しく開発されたものとしては、レバレッジド・ローンがある。レバレッジド・ローンは、債務比率が高い等の財務状態がそれ程よくない企業を対象（ジャンク・ボンドと類似）としたものであり、M&A 資金調達にも活用され、1990年代に本格的に普及し、それ以降拡大を続けている²⁰⁾。2000年代になって本格的に登場してきたのが、クラウド・ファンディング（その中で貸出を行うP2Pレンディング）であり、中小企業向けと個人向けの双方の貸出を行っている。

こうした様々な新しい金融市場、ファンド、運用商品の各々の登場・普及は、プロダクト・ライフサイクル的に考えて、生成し、成長し、成熟していくロジスティック曲線のプロセスをたどることになる。こうした新しい金融市場・商品が次々に現れることによって、1980年代以降の金融の拡大が促進されてきたと考えられる。図表27と図表28は、クレジットカード・ローンとMMFという金融商品の誕生から、現在までの拡大・普及の様相を描いたものである。

16) シャドバンキングに関しては、北原（2012）を参照。

17) 米国におけるMMFを含めた投資信託の発展プロセスに関しては、北原（1999）を参照。

18) 米国におけるクレジットカードの開発と普及に関しては、ジョセフ・ノセラ（1997）において、当時の状況が生き生きと描かれている。

19) 本節（5）の図表25における2000年代初めの消費者ローンの証券化率低下は、こうした事態を反映したものである。

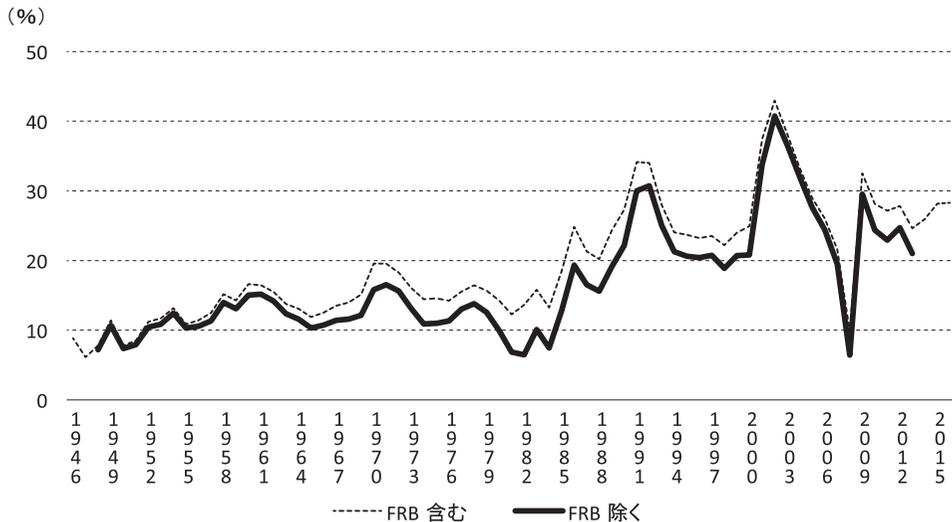
20) レバレッジド・ローン市場の発展については、野村総合研究所（2002）第5章を参照。

出尽くし感があり、大きな金融拡大をもたらすようなものが次々に出てくることは難しいのではなからうか。これまでに登場してきた新しい金融の商品・組織の金融拡大効果は、どれをとってもほぼ成熟段階に達しており、効果は出尽くしていると思われる。直近で伸びているETF、REIT、クラウド・ファンディングに関しても、大きな金融の拡大をもたらすほどのポテンシャルはないであろう。世界金融危機に至るプロセスで急激に拡大し、危機後破綻し、ほぼ消滅したシャドールーピングは、こうした類の金融イノベーションに大きな無理があったことを示している。こうした無理を重ねるタイプの金融イノベーション的な取り組みしか新しく生み出すことができないこと自体が、当面の新しい金融商品・組織の開発に出尽くし感があることを示していると解釈できよう。新しい金融商品・組織の開発・普及による金融拡大には、当面限界があると考えべきだろう。

4. 金融機関の活動と収益

これまで1980年代以降の金融の拡大・肥大化とポスト・リーマンにおけるその転換について論じてきたが、それを受けて本節では、金融部門の状況を収益の面から分析しよう²¹⁾。長期的な金融部門の収益状況を見たのが、図表29である。

図表29 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, *Income and Employment by Industry*

21) 小倉 (2016) は、1980年代以降の「金融化」に対し、金融機関の行動の分析を基軸にしてアプローチしている。

図表29に示されているように、全産業に占める金融部門の利益比率は、1980年代以降変動を繰り返すも、大きく増大してきた。しかし、2000年代初頭をピークにその後は、金融部門利益比率の水準は切り下がってきていると思われる。

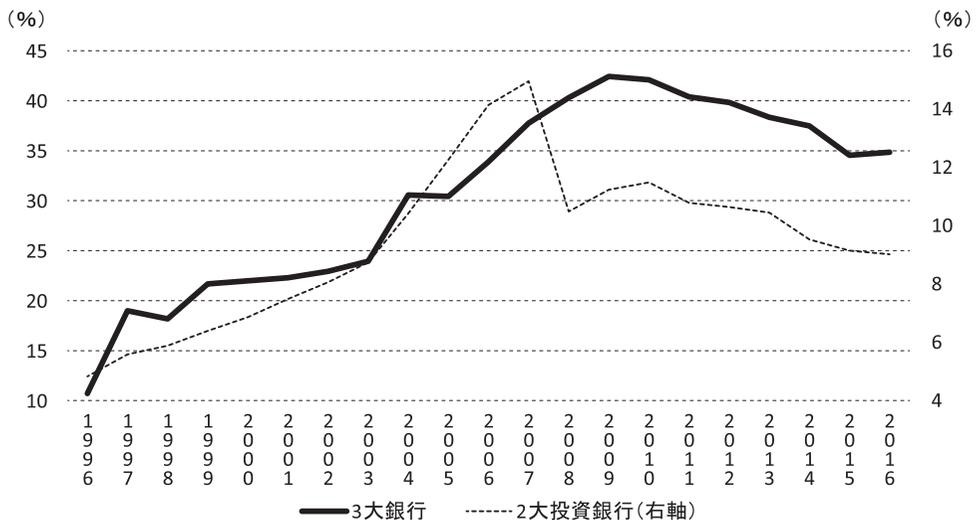
ポスト・リーマンの米国金融機関の状況をもう少し立ち入って見ていこう。銀行と証券会社の資産規模推移は第2節(3)図表14で見たように、1990年代(証券会社に関しては1980年代)以降の急拡大から金融危機を経て、ポスト・リーマンにおいては急収縮ないしは横ばいに転じている。こうした動きは、巨大金融機関において特に顕著である。それを示したのが、図表30である。

銀行と証券会社の収益について、代表的な収益指標であるROEの動きを分析しよう。ROEの規定要因は、次のように分解できる。

$$\text{ROE} = \text{税引き後 ROA} \times \text{レバレッジ} = (\text{金利収益率} + \text{非金利収益率} - \text{経費率} - \text{信用費用率} - \text{税負担率}) \times \text{レバレッジ}$$

ROEとその規定要因の動きを示したのが、図表31である。金融危機以前に高い水準にあったROEは、危機時には赤字転落したが、危機の直接的影響が薄れた直近においてもその水準は大きく切り下がり、低い水準のままである²²⁾。

図表30 巨大金融機関の資産規模推移：GDP比



(注) 3大銀行は、JPMorgan Chase, Citi, Bank of America, 2大投資銀行は、Goldman Sachs, Morgan Stanley である。

(出所) Standard and Poor's, *Capital IQ*; Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*

22) ポスト・リーマンにおける米国の銀行・投資銀行の収益のより詳細な分析については、北原 (2016b) を参照。

図表31 米国銀行・投資銀行の ROE 変化とその要因

(単位：%，レバレッジ倍率を除く)

		ROE	税引後 ROA	レバレッ ジ倍率	金利収益 率	非金利収 益率	経費率	信用費 用率	税負担 率
全銀行	1992 06年	13.45	1.16	11.67	3.36	2.03	3.3	0.39	0.59
	2014 16年	9.19	1.03	8.91	2.78	1.59	2.67	0.25	0.45
	変 化	- 4.27	- 0.13	- 2.76	- 0.58	- 0.43	- 0.63	- 0.14	- 0.13
	ROE 変化 への寄与度		- 1.75	- 3.21	- 7.74	- 5.83	8.43	1.83	1.81
3大 銀行	1992 06年	18.05	1.29	13.96	3.15	3.58	4.25	0.49	0.63
	2014 16年	8.18	0.9	9.08	2.05	1.91	2.52	0.22	0.32
	変 化	- 9.87	- 0.4	- 4.88	- 1.1	- 1.68	- 1.73	- 0.27	- 0.31
	ROE 変化 への寄与度		- 5.43	- 6.21	- 15.29	- 23.41	24.18	3.76	4.34
2投資 銀行	1997 07年	21.76	0.93	23.37	0.69	4.05	3.03		0.42
	2014 16年	9.82	0.93	10.56	0.39	3.65	2.69		0.29
	変 化	- 11.94	0	- 11.91	- 0.29	- 0.4	- 0.34		- 0.13
	ROE 変化 への寄与度		- 0.03	- 13.35	- 6.81	- 9.25	7.89		3.06

(注) 3大銀行・投資銀行に関しては、金融危機に関連した賠償費用が収益に与える影響は直近においてもかなり大きい(総資産比で3大銀行で0.12%、投資銀行で0.18%程度)ので、長期的な変化に焦点を当てるため、そうした費用がなかったとしてROE、ROAを計算している。

(出所) FDIC, *Aggregate Time Series Data*; Standard and Poor's, *Capital IQ*

ROE低下の要因は、金融機関のタイプによって幾分異なるが、共通している最も根底的な要因は、レバレッジ(総資産/自己資本)の大幅な低下である。ポスト・リーマンにおける自己資本比率規制の強化・レバレッジ規制の導入によりレバレッジは大きく低下しており、それがROEの低下につながっている。このことは大手の金融機関で特に顕著である。収益・費用面からは、どのタイプの金融機関も金利・非金利収益率(対総資産比)が大きく低下している中で、それをカバーすべく経費率が大幅に抑制されている状況である。金利収益と非金利収益を比べてみると、全銀行では、ポスト・リーマンにおける貸出の低迷から金利収益率の落ち込みが大きい、大手の銀行・投資銀行では非金利収益率の落ち込みが大きい。大投資銀行では、ROAは低下していないにもかかわらず、レバレッジの大幅低下によりROEは半減よりもさらに大きく低下している²³⁾。

銀行の非金利収益率低下に関しては、ポスト・リーマンにおける金融規制強化の中の消費者保護規制の影響が強く²⁴⁾、また大銀行に関しては証券業務関連手数料の低下が大きい。銀行の

23) 新形(2015)は、ポスト・リーマンにおける金融規制強化の下での大手の銀行・投資銀行の動向をビジネスモデルの転換という観点から分析している。

24) 銀行が獲得する手数料の中で、預金関連とカード関連が消費者保護規制の影響を受けて、大きく減

非金利収益の長期的動きを全収益中の非金利収益の割合で見ると、全銀行に関しては1985年の27.2%から傾向的に上昇して、2006年の42%でピークに達し、その後反転し2016年には35.2%まで低下している²⁵⁾。3大銀行に関しては、1990年代から金融危機までは非金利収益の割合は過半を占め、2006年には57.5%に達したものが、2016年には46.9%まで低下している。金利収益の低下を非金利収益の拡大で補うという1980年代以降の銀行の戦略が、曲がり角を迎えていると考えるべきであろう。

こうした1980年代以降続いてきた金融高成長の時代から金融低成長の時代への転換に伴い、金融機関は押し並べて防衛的な戦略に傾いており、経費の抑制等を強力に推し進めている。金融危機に至るプロセスで上昇してきた経費率（総資産比）をポスト・リーマンにおいては強力に抑制してきている。全銀行の経費率は、1980年代半ばに1.26%程度であったものが2002-05年にかけて3%を超えるまでに上昇し、危機を経て2016年においては2.6%を下回る水準まで低下してきている。直近の経費率のピークは、3大銀行で2011年の2.96%で、2016年には2.4%まで低下し、2大投資銀行でピークの2009年の2.89%から2016年には2.62%まで低下している。ポスト・リーマンにおける銀行・投資銀行は、世界金融危機を境にアグレッシブで攻撃的な戦略行動から、保守的で防衛的な戦略行動に転換している²⁶⁾。

むすび

これまで行ってきた議論を、ポスト・リーマンの米国金融を特徴付けるという観点から整理しよう。ポスト・リーマンにおいて、第2節で議論した債務拡大に関しては、1990年代末以降の家計債務の過剰な累積が巻き戻されている中で、不動産担保の企業借入金が拡大しており、また、政務債務の拡大が中長期的には大きな問題となることが予想される。株式時価総額増大の動き、より広くは不動産を含めた資産価格上昇の動きに関しては、どこまでその上昇が続くのが、米国の金融さらには経済の行方を考える上で大きな問題である。今後の人口構成の変化、高齢化率の上昇、金利の長期的低下傾向の終焉を考慮すると、資産価格に対しては下落圧力が働くと考えられる。金融仲介面での仲介指数の増大、金融部門の拡大に関しては、世界金融危機以前に急拡大したシャドバンキング等を中心に急激な巻き戻しが発生している。保険・年金といった伝統的機関投資家の資産拡大の動きも、ポスト・リーマンにおいては停滞局面に入っている。

少している。北原 (2016b) p.66-67を参照。

25) 以下、本節でのデータは、FDIC, *Aggregate Time Series Data* 及び Standard and Poor's, *Capital IQ* による。

26) この状況は、日本のバブル期とバブル崩壊後に日本の銀行が直面した状況と類似していると思われる。日本のその時期の銀行行動に関しては、北原 (1995) を参照。

第3節で議論した(1)の企業の実物投資低迷・金余りという要因は、今後も存続し、金融を肥大化させる要因として働き続けると考えられる。それに対して、(2)の規制緩和から規制強化への転換という要因は、金融機関に対する社会全体としての批判的な雰囲気とも相まって、金融機関のアグレッシブな行動をやりやすくし、金融肥大化の巻き戻し要因として働くことになるだろう。(3)の人口構成変化と年金という要因は、株式市場での売り圧力を強め、株価、広くは不動産を含めた資産価格に対して下落圧力として作用すると考えられる。(4)の金利の長期的低下傾向という要因は、現在では金利は極めて低い水準まで低下してきていることから、今後も金利低下が継続するという状況ではない。今後は更なる金利の低下は基本的には見込めないことから、資産価格を引き上げる作用は働かなくなると考えてよいであろう。(5)の金融技術革新という要因に関しては、その中心であるデリバティブと証券化の金融活動や債務を拡大させる働きは、成熟化し、金融危機で示されたように限界に達しており、今後さらに金融を拡大・肥大化させるように働くとは考えられない。(6)の新しい金融市場・商品・組織の創出という要因については、これもかなり出尽くした感じであり、この面で新たな動きが群生し、金融をさらに大きく拡大させるとは考えにくい。

こうしたポスト・リーマンの状況の下で、銀行や投資銀行は収益が圧迫されており、1980年代以降の金融高成長の下でのアグレッシブで攻撃的な戦略行動は影を潜め、金融低成長の下での経費抑制等を中心とする保守的で防衛的な戦略行動に転換している。

米国金融のこれからを考えると、今後も存続すると考えられる企業の実物投資低迷・金余りの要因と政府債務の拡大だけで、1980年代以降のような金融拡大の動きがこれからも続くと考えすることは難しいだろう。金融高成長の時代は終わったと考えるべきであろう。金融高成長の時代が終わった後には、米国金融がどのように変化していくのか。企業の実物投資低迷・金余りと政府債務の拡大との組み合わせは、バブル崩壊後の日本の経済・金融が直面した状況と同じである。日米の大きな違いは、現在のところ、米国では株価・不動産価格といった資産価格が上昇を続けているということであり、これが米国の経済・金融を支える強力な支柱となっていると考えられる。米国金融のこれからを考える上では、今後の資産価格の動向が決定的な鍵であるだろう。

参考文献

- 池尾和人・21世紀政策研究所編(2013)『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』日経プレミアシリーズ
- 大垣尚司(1997)『ストラクチャード・ファイナンス入門』日本経済新聞社
- 小倉将志郎(2016)『ファイナンスリゼーション：金融化と金融機関行動』桜井書店
- 加野忠(1999)『金融再編』文春新書
- 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(2008)『アメリカにおける家計の資産保有増大とキャピタルゲイン』『立教経済学研究』第62

巻第2号

- 北原徹 (2012) 「シャド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 (2016a) 「ポスト・リーマンの米国金融」『熊本学園大学経済論集』第22巻第3-4号
- 北原徹 (2016b) 「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
- ジョセフ・ノセラ (1997) 『アメリカ金融革命の群像』野村総合研究所
- 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
- 野村総合研究所 (2002) 『変貌する米銀』野村総合研究所
- 新形敦 (2015) 『グローバル銀行業界の課題と展望』文真堂
- Greenwood, Robin and David Scharfstein (2013) The Growth of Finance, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 27, No 2
- Smithers, Andrew (2013) *The Road to Recovery*, Wiley
- Orhangazi (2008) *Financialization and the US Economy*, Edward Elgar