

フィナンシャルリゼーションと負債の罠

渡 部 亮

第1章 フィナンシャルリゼーションと大金融危機

1. 米国の偏った産業構造
2. フィナンシャルリゼーション
3. 金融立国の産業政策
4. 銀行のビジネスモデルの変容
5. 所得分配問題と対外負債の増加
6. システミックリスクの実態
7. 信用, 負債, 貨幣の管理
8. 負債の罠

第2章 財政のサステナビリティと金融抑圧

1. 金融資本市場の主役交代
2. 金融資本市場の融合
3. 隠されたシステミックリスク
4. 市場規模と流動性のミスマッチ
5. 金融抑圧の具体策
6. インフレと金利の行方
7. ドル本位制の曲がり角

第1章 フィナンシャルイゼーションと大金融危機

1. 米国の偏った産業構造

1990年代から2000年代にかけての米国経済の繁栄は、自由で開放的な市場経済、株主利益を重視する企業経営、情報通信技術（ICT）関連のハイテク産業の躍進などによってもたらされた。しかしそれは全容の一部に過ぎず、同時に他方では金融業やICT産業に偏った産業構造がさまざまな問題を引き起こした。例えば、輸送機械や電気機械のような在来型の製造業企業が生産拠点を低賃金の新興国に移設したため、米国内の製造業労働者の職が失われた。サービス産業では雇用が維持されたが、賃金上昇率は低かった。その結果、中間層以下の家計は、住宅ローンや消費者ローンを取り入れることによって、住宅投資や消費を賄わざるを得なかった。つまり企業利益の増加が賃金上昇を伴って家計の需要増をもたらしたのではなく、負債増加が消費需要や住宅投資を支えたのである。当然ながら、その負債増加の背景には、銀行による積極的な融資が存在した。

金融業とICT産業は、次のような諸点で共通しており、両産業に偏った産業構造は経済全体に副作用をもたらした。第一に、金融業もICT産業も一国経済の支柱を担っているので、例えばメガバンクが破綻すれば経済全体が大混乱するし、有力なハイテク企業が寡占化し新規参入が困難になると、競争が阻害されて悪影響が及ぶ。特に金融業の場合、銀行の破綻はシステムリスク（後述）という問題を引き起こす。

第二に、金融業もICT産業も業務内容が複雑かつ難解であり、商品やサービスの品質の良し悪しは供給業者にしか分からない場合が多い。これは「情報の非対称性」と呼ばれる問題であり、業者が情報の非対称性を悪用して不当な利益をあげるケースもある。例えば米国の金融業の場合であれば、2008年のリーマンショックに至るまでの過程で、住宅ローンのような貸出債権を証券化して複雑な仕組みの証券化商品（後述する資産担保証券やロ

ーン担保証券)を組成し、証券の格付けだけを頼りにして、その中身を理解しない投資家に販売した。住宅ローンのなかには信用度の低い借手向けの融資も多かったが、それらの融資を束ねて証券化し、その証券化商品に高い格付けを取得して投資家に販売したのである。

第三に、金融業もICT産業も高い報酬で有能な人材を吸引するので、製造業などへの人材供給が滞った。さらには金融業やICT業に従事する高所得者と、それ以外の中低所得者との間の所得格差が拡大して、社会全体の連帯感や結束が崩れた。第二と第三の点に関連して、これまでは所得や地位は個人の能力や努力の結果だと思われていたが、実際には正当な手段で獲得した所得や地位ばかりではなく、縁故や脱税のような不正手段によって得たものが含まれることが明らかになった。

金融業やICT産業には公益性があり、政府と民間企業の協力によって公益を高めるためのルール作りが必要なのだが、規制緩和のもとで民間企業が設定した事実上の標準がルールとして公的にも認知された。そのためルールや制度的枠組みが、勝者や強者にとって都合がよいように形成され、かならずしも公益性を重視する形では整備されなかった。またこれは米国に限らないが、既得権の維持や伝統的価値に固執し、社会システムの変革を忌避する勢力も存在する。彼らは自分たちにとって有利なルールを維持するように、政治的影響力を行使する。そうした勢力とは、高齢者や農業の保護貿易主義者を含むが、米国の場合にはそれに加えてキリスト教原理主義者、タカ派外交の主張者、銃保有の自由を堅守する人々などである。近年では、そうした既得権者に金融業者やICT業者が加わり、彼らが資金力を活かして政治的影響力を行使するようになった。

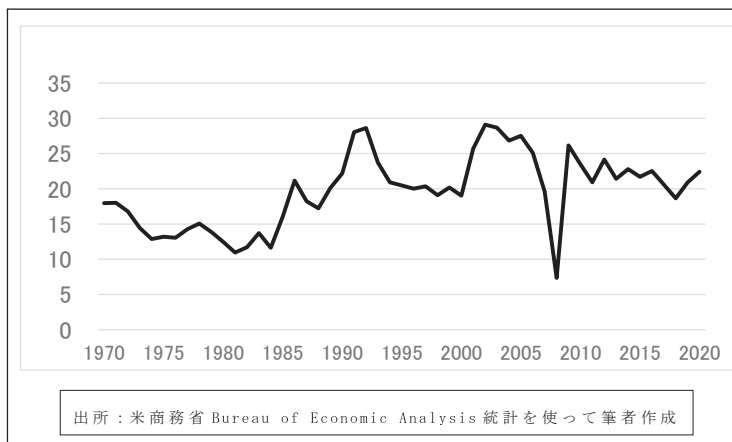
本論では、米国の二大産業のうち金融業に焦点を絞って現状の問題点や今後の行方を展望する。なお本論で「金融業」とは、銀行業に加えて、年金基金や保険会社などの機関投資家や投資ファンドのようなノンバンクも含めた総称である。また「銀行」とは、その傘下に商業銀行部門(預金取扱金融機関)、投資銀行部門(証券取扱金融機関)、資産管理運用部門など

を包含する金融持株会社を指す。以下では誤解のないかぎり、金融持株会社のことを単に銀行と略称する。

2. フィナンシャリゼーション

2008年のリーマンショックとその後の低成長、負債増大、所得格差拡大、さらには2020年3月のコロナ禍に起因する金融資本市場危機は、米国のフィナンシャリゼーション（経済の金融化）の行き詰まりを意味するものであった¹⁾。フィナンシャリゼーションとは、狭義（ミクロ経済的）には、銀行業を始めとする金融業が一国経済の主力産業となり、金融業の収益が経済成長を牽引する状況（金融立国）を指す。米国では全産業の企業利益総額に占める金融業の利益シェアが2000年代初めには30%近くに達し、主力産業としての地位を固めた（図表1参照）。ちなみに日本の場合には、この比率は15%程度である。

図表1 米国金融業の利益シェア (%)



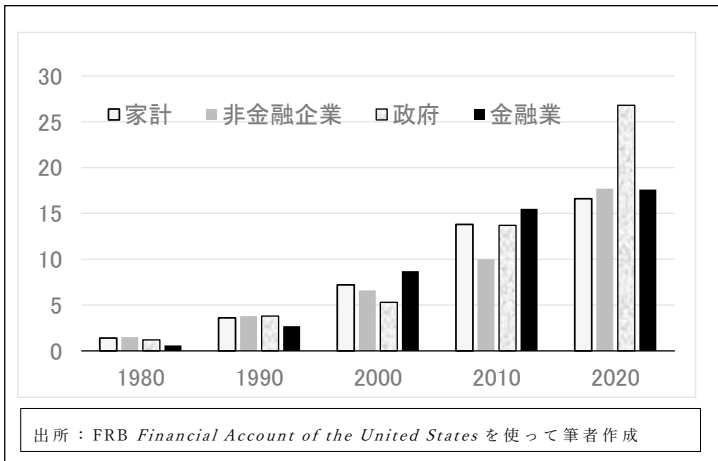
1) フィナンシャリゼーションに関しては下記の二文献を参照した。

- Palley, T.[2021] 'Financialization revisited: the economics and political economy of the vampire squid economy' *Post Keynesian Economics Society Working Paper 2110*
- Stockhammer, E.[2021] 'Post-Keynesian Macroeconomic Foundations for Comparative Economy' *Politics & Society*

一方広義の(マクロ経済的な意味での)フィナンシャルリゼーションとは、家計消費や住宅投資の多くの部分が、家計所得ではなく負債を資金源とする状況(負債に支えられた経済)を指す。狭義と広義のフィナンシャルリゼーションは、金融業を軸として相互に絡み合っているが、特に米国の場合、その具体的な姿は次のようなものであった。第一に、個人や家計は生産現場の労働者や消費主体として経済成長に貢献するよりも、住宅ローンや消費者ローンの借り手として銀行収益に寄与する。第二に、企業は設備投資のために銀行借入をするよりも、買収や自社株買入れのための資金を借り入れて銀行収益に寄与する。第三に、銀行自身も負債性資金の調達(例えば銀行間借入やローン担保証券の発行)によって得た資金を使って、自己勘定で証券売買(トレーディング)や証券化ビジネスを行う。こうして家計、企業、銀行自身のそれぞれが、負債を増やすことによって銀行収益の向上に貢献し、その銀行収益が経済成長に貢献してきた。

図表2は、米国の家計、非金融企業、政府、金融業の負債残高を示したものである。負債は債券発行と借入金の合計だが、銀行の場合には預金を含まない。まず1990年代からリーマンショックに至るまでの期間には、家

図表2 米国の部門別負債残高(兆ドル)



計や非金融企業の負債が急増した。そしてリーマンショック後の2010年代には、景気刺激のために拡張的な財政政策が実施され、政府の負債（国債発行残高）が増加した。低金利下では国債の利払い費は増加しなかったもので、政府の負債膨張が容認された。2020年にはコロナ危機によって景気が急激に悪化したため、政府の財政赤字と負債がいっそう増加した。

3. 金融立国の産業政策

米国の場合、狭義のフィナンシャリゼーション（金融立国）は、製造業の落ち込みを金融業が補完するための産業政策であった。産業政策という補助金や関税によって幼稚産業を保護し育成するといった意味合いが強い。フィナンシャリゼーションは、そうした意味での産業政策ではないが、米国の製造業の落ち込みを金融業がカバーする役割を果たしたことは間違いない。金融業は裾野が広い産業であり、その繁栄は情報通信技術（ICT）産業を始めとして、空運、ホテル、レストランなどの遊興サービス（ホスピタリティ）産業にも幅広い恩恵を及ぼした。

金融立国の産業政策に関連して、1980年代から2000年代にかけて各種の金融規制緩和が実施された。まず1980年代には金利自由化が実施され、その後1999年には金融サービス近代化法（グラム・リーチ・ブライリー法）によって1933年銀行法（グラス・スティーガル法）および1956年銀行持株会社法の一部が改廃され、銀行の証券業務が解禁された。また均衡財政、強いドル、低金利政策など、いわゆるネオリベラル（新自由主義）の経済政策が実施された。特にクリントン政権のルービン財務長官が打ち出した「強いドル」政策は、外国資本の米国への流入といった意味でフィナンシャリゼーションを助長した。そして強いドルを求めて外国資本が流入したことがいっそうドル高を煽り、米ドルの実質実効為替レートは1997年初から2002年初にかけて25%も上昇した。当然ながらドル為替レートの上昇は、米国の輸出減と輸入増とによって経常収支を悪化させたが、その赤字は外国からの資本輸入によって十分に賄われた。（第5節参照）。

なおネオリベラルが標榜した財政均衡主義に関しては、クリントン政権時代の1998年に連邦政府の財政収支が黒字化したのが、その後2000年代のブッシュ（子）政権とトランプ政権時代には、大幅減税によって巨額の財政赤字と政府債務を生み出した。もっとも銀行を始めとする金融業者は、国債のディーラーおよび国債を担保とするレポ金融の利用者として財政赤字拡大を業務の種にしたので、そうした意味では財政赤字がフィナンシャルゼーションをいっそう促進したことになる。

4. 銀行のビジネスモデルの変容

金融立国の産業政策によって銀行のビジネスモデルは変容した。往年の銀行（預金取扱銀行）の収益源は、貸出金利と預金金利の差による利鞘や各種の手数料収入であったが、そうした預貸金業務（プライマリー業務）の利益率は低いし、そもそも貸出にしても預金にしても商品ないし業務の差別化がむずかしく、規模の経済効果が働きにくい。米国の場合、現在でも全米に5000行近い数の銀行（「コミュニティバンク」と呼ばれる地方銀行を含む）が存在し、大手銀行がプライマリー業務を拡大する余地は限られている。そこで銀行（金融持株会社）は、預金以外の負債性資金を原資とする証券売買業務や資産売買業務（セカンダリー業務）に乗り出した。その負債のなかには、銀行が多数の貸出債権を束ねて証券化し、資産担保証券（ABS）やローン担保証券（CLO）として発行し、それらを証券市場で販売することによって資金調達するケースも含まれる。

なおCLOは、格付けの低い企業や投資ファンド向けの貸出債権を束ねて、それを証券化した投資商品である。銀行は、証券化によって貸出債権を貸借対照表から切り離して流動化する。証券化によって資金調達するだけでなく信用リスクや流動性リスクを軽減できる。そしてABSやCLOのような証券化商品は、別の銀行（そのなかには欧州系銀行なども含まれる）が購入した。こうしたビジネスモデルはオリジネート・アンド・ディストリビュート（originate and distribute）と呼ばれた。それは、いわば製販一

体の金融業務であるとともに、銀行がみずからの貸借対照表上のリスクを市場に転嫁することを可能にした。こうして銀行は投融資債権の短期的売買に傾き、売買益や譲渡益を主要な収益源とするようになった²⁾。それが狭義のフィナンシャリゼーション（金融立国）の意味でもあり、実体経済面の貯蓄と投資とが切り離された形で金融取引が拡大した。

銀行の資金調達には、ABSやCLOのほかにも国債を担保とするレポ取引などが利用された。それは中央銀行システムを迂回したシャドーバンキングに銀行自体が関わったことを意味する。このことがリーマンショックの伏線となり、金融資本市場がバブル化して大金融危機に陥ったのである。この点においてリーマンショックは過去の金融危機と類似していた。その類似点とは、資産価格高騰（バブル）局面における「異常な金融」である。チャールズ・キンドルバーガーが『大不況下の世界』の中で述べたように、バブルの本質は、株価など資産価格上昇の異常さではなく、それを引き起こす異常な金融（負債性資金の調達）の存在にある³⁾。

5. 所得分配問題と対外負債の増加

すでに述べたように、金融立国は在来型製造業の衰退を補完するための産業政策であったが、そのことが金融業への人材集中やドル高によって米国の製造業をかえって弱体化させた。近年の米中貿易摩擦や貿易戦争もこのことに起因する。米国の製造業の雇用者数は激減し、雇用増加はサービス産業に限られたが、サービス産業の賃金水準は低く、労働者が賃金報酬だけで消費や住宅投資を賄うには限度があった。そこで低金利政策によっ

2) 北原徹[2018]「ポスト・リーマンの米欧日銀行の収益構造の変化」『経済志林』（法政大学経済学部）第85巻第3号

3) Kindleberger, C. P.[1973] *The World in Depression 1929-1939* (University of California Press) を参照。なおキンドルバーガー自身が「異常な金融」という言葉を使ったわけではなく、これは大要次のように述べた。「株式市場が引き起こす危険性は、株価や出来高の高水準自体に由来するものではなく、そうした高水準を支える不安定で気まぐれな信用メカニズムと、そうした信用メカニズムが内外に与えた圧力に由来する」（石崎昭彦・木村一郎訳『大不況下の世界』（東京大学出版会））。

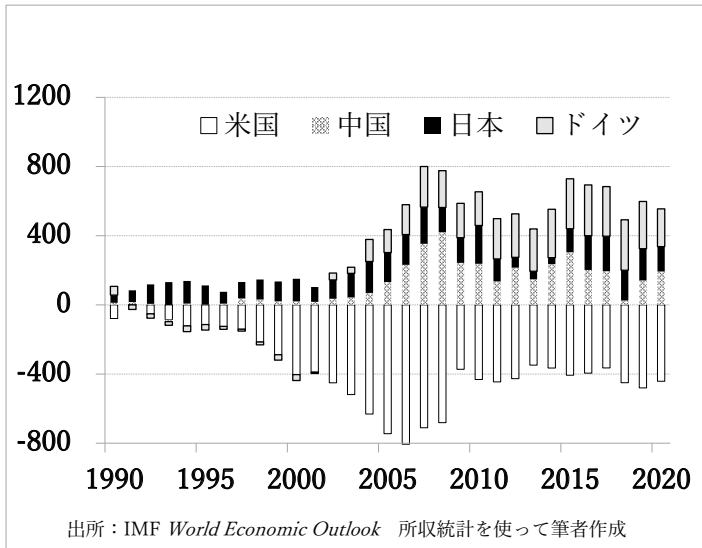
て借入れを促進し、家計需要を喚起する必要が生まれた。さもないと経済成長が阻害されたからである。

このことは、低成長や負債増大が所得格差拡大や労働分配率低下といった分配問題と絡み合っていたことを意味する。というのは、高所得者（経営者や株主）は所得増加分のすべてを消費に回すわけではないので消費性向が低い、消費性向が高い中低所得者（労働者）の所得は増加しないので、経済全体としては消費需要が増加せず、経済成長が妨げられたからである。当然ながら中低所得者は負債（ローン）によって所得不足を穴埋めせざるを得なかった。その結果、中低所得者は消費者ローンや住宅ローンといった負債を抱えたが、同時に低金利政策は、株価などの資産価格を上昇させたので、高所得者の所得がいっそう増加して、所得格差がますます拡大した。

負債金融が進行したもうひとつの理由は、基軸通貨国としての米国の金融資本市場に向けて巨額の外国資本が流入したことである。その外国資本とは、第一義的には日本やドイツ、中国などが対米輸出によって稼いだ貿易黒字の米国への還流であった。中国の経常収支黒字はWTO加盟（2001年12月）後に急増したが、2010年代になるとドイツの経常収支黒字も増大した。日独中の三か国が経常収支黒字によって稼得した資金は米国に還流し、そうした資金が米国の家計や政府に貸し出されて、家計消費や財政支出が賄われた。この資金還流過程でドルが買われてドル相場が堅調に推移したが、円やユーロの名目為替レートは上昇しなかった。むしろ日独の労働コストが低下したため、円やユーロの実質為替レートが低下して、両国の競争上の優位を高めた。

このように米国側での負債金融が、日独や中国など経常収支黒字国からの資本流入に依存していたわけだが、このことは、米国側のフィナンシャルリゼーションの背後で、日独や中国の側での生産力増大と過少消費（貯蓄超過）が起きていたことを意味する。そして日独中の経常収支黒字は、これら三か国における労働分配率低下に起因していた。つまりこれら諸国の

図表3 米中日の経常収支不均衡（単位：10億ドル）



家計消費は抑制され、国内生産物のうち国内消費や国内投資で消化できない分が輸出に向かったのである。

外国資本の米国への流入は、単に米国の経常収支赤字を賄うだけでなく、その数倍に及ぶ規模に達した。これが外国資本流入の第二義的な意味でもある。例えばリーマンショック前の2007年には、米国の経常収支赤字は7400億ドルであった。その赤字を賄うためにほぼ同額の資本が流入するのが、第一義的な意味での資本流入である。ところが2007年の米国の対外負債の増加額（グロスの資本輸入額）は2.2兆ドルに達し、7400億ドルの経常収支赤字（ネットの資本輸入額）を大幅に上回った。両者の差額に相当する1.6兆ドルの資金が、米国の対外資産の増加といった形で海外に資本輸出された。こうした状況は2010年代にも続いた。2010年代後半の米国の資本輸入額および資本輸出額を、1980年代前半の資本輸入額および資本輸出額と比較すると、資本輸入額が15～20倍、資本輸出額が10～15倍の規模にま

で増加した（いずれもグロスの資本輸出入額）。

なお米国の経常収支悪化に関しては、新興国からの低価格製品の輸入増が大きな要因とみなされるが、米国企業の生産拠点の海外移転（対外直接投資）によって米国の製造業が空洞化したことも輸出減少と輸入増加に拍車をかけた。在来型の製造業だけでなく情報通信技術関連のハイテク企業も海外拠点を拡充し、外国で巨額の利益を上げるようになった。このことは、米国に向けて金融資本（米国の負債）が流入する一方では、産業資本（米国の株主資本）が米国から流出したことを意味する。米国企業が海外の生産流通過程に資本投下（直接投資）して余剰利益を生んだわけだが、その余剰利益はハイテク企業などの株価上昇となって、米国の株主や企業経営者の所得や資産を増大させた。つまり米国への金融資本の流入と、産業資本の米国からの流出が同時進行し、所得格差拡大を加速させたのである⁴⁾。米国経済全体が投資ファンドのようになったとも言える。

6. システミックリスクの実態

さてここで、第2節で述べた部門別負債増加のうち金融業の負債増加について、その問題点を論じてみよう。企業や家計は設備投資や住宅投資のための資金を必要としており、ある程度の負債を抱えるのは当然である。また企業や家計に資金供給するのが銀行の役割でもある。しかし銀行自身が大きな負債を負うのはリスクがある。というのは、銀行にはシステミックリスクという問題が付きまとうからである。システミックリスクとは、金融システム全体の倒壊を引き起こすリスクを意味する。ある銀行（預金取扱金融機関）が経営破綻の危機に直面すると、その銀行だけでなく、本来は健全な銀行にまで預金者が取り付けに殺到して、金融システム全体が

4) 本節の論述に関しては下記の二文献を参照した。

- Cline, M.C. & Pettis, M.[2020] *Trade Wars Are Class Wars* (Yale University Press) 小坂恵理訳『貿易戦争は階級闘争である』(みすず書房)
- Subacchi, P.[2020] *The Cost of Free Money* (Yale University Press)

倒壊する可能性がある。これが元来のシステミックリスクの意味であった。

しかし現代では、預金の取り付けという形でのシステミックリスクは稀にししか起きない。大金融危機時に英国のノーザンロック銀行で取り付け騒ぎが起きたが、それは局所的な現象であった。むしろ現代のシステミックリスクは、銀行を含む金融機関が預金以外の負債によって資金調達し、それが行き過ぎて金融機関自身の信用リスクが高まることによって発生する。負債で資金調達できることを流動性があることだと錯覚していると、信用リスクと流動性リスクが相互増幅的に高まってシステミックリスクが発生することがある。

ここで流動性とは、現金への換金可能性ないし現金そのものを指す⁵⁾。流動性 (liquidity) と負債 (leverage) は、金融資本市場における二大キーワードであり、両者は相互依存の関係にある。すなわち負債性資金を原資とする投融資 (証券投資や貸出) は、金融資本市場に流動性があることを前提としている。何らかの理由で流動性が払底すると、負債性資金の返済や借換えが滞って信用リスクが高まる。特に市場に流動性を供給する立場にある銀行の負債が過多になると、信用リスクの上昇が流動性リスクの上昇に直結して、信用リスクと流動性リスクが同時に顕在化する。これが現代のシステミックリスクにほかならない。

往年の銀行は、融資先 (借り手) の倒産による貸倒リスク (信用リスク) や、預金者によるパニック的預金引出しのリスク (流動性リスク) を、大

5) Hicks, J.R.[1989] *Market Theory of Money* (Oxford University Press) の第7章によると、流動性 (liquidity) ないし流動的 (liquid) という言葉を金融用語として最初に使ったのはケインズであったという。ケインズは1930年に刊行された『貨幣論』の中で、銀行が保有する資産を、流動性が高い順に、①為替手形およびコールローン、②証券投資、③顧客向け融資の三種類に分類した。リターン (収益率) は、逆に①よりも②、②よりも③のほうが高い。ケインズは、流動的 (liquid) を「短い通告期間で損失を被ることなく現金へ換金できる (convertible into cash, realizable at short notice without loss)」と定義した。融資は非流動的だが、証券投資は多かれ少なかれ流動的である。ただし証券投資の流動性の程度には相当の幅があり、市場金利の変動や満期までの保有期間の長短によって資本損失の可能性も変わってくる。つまり、証券投資が流動的かどうかは、証券の満期や市場の状況によって変化するから一概には断定できない。

数の法則によって担保した。「大数の法則」とは、すべての借手が一齐に倒産したり、すべての預金者が一齐に預金を引き出したりする確率は小さいという経験則である。また銀行は現金準備（支払い準備）を保有しているし、もしも銀行が危機に直面した場合には、金融システム保全のために中央銀行が「最後の貸手」として資金供給することも想定されていた。

ところが前述のように、銀行は預金を受け入れて家計や企業に貸し出す預貸金業務（プライマリー業務）よりも、銀行間借入やローン担保証券発行によって調達した資金を証券や資産投資に投下して売買益をあげるようになった（セカンダリー業務）。その結果、証券投資の失敗や金融資本市場の混乱によって信用リスクが高まると、そのことが流動性リスクを顕在化させ、従来の預貸金業務とは異なった性質のシステムリスクが発生するようになった。フィナンシャルリゼーションによって大数の法則が妥当しなくなったのである。その結果、金融危機が起きるたびに中央銀行が「最後の貸し手」として救済に乗り出す事態が頻発するようになった。

要するに証券や資産価格の急落が、単に自己資金を元手とする不動産業者や株式投資家の支払不能や倒産を引き起こすだけであれば、それは局所的な問題として処置が可能である。しかし、不動産業者や株式投資家は多額の融資を受けており、それがひとたび支払い不能に陥ると、貸手銀行の支払能力も侵食される。しかも銀行自身が負債金融によって証券投資や資産投資を行うので、市場価格の急落は銀行の支払い能力を一気に毀損する。これが集中的に起きると、銀行の信用リスクが高まり、銀行が資金調達難に陥る。そうなるとう流動性不足によって金融システム危機を引き起こす。銀行の現金準備（支払準備）が枯渇して、貸出やマネーサプライも急減するからである。本来安全で優良な貸出先への融資に対しても銀行は過度に警戒的となり、全般的な貸渋り現象（クレジットクランチ）が発生する。まさに「異常な金融」の末路である。

7. 信用, 負債, 貨幣の管理

経済発展における銀行信用の役割に関しては、ジョセフ・シュンペーターが1911年の著書『経済発展の理論』のなかで詳細に論じた。企業家が革新的ないし新機軸（イノベーション）によって経済発展を起こすためには、すでに存在する貯蓄資金を使った静態的な資金供給ではなく、銀行による動的な信用創造（貸出）が必要である。シュンペーターは銀行による信用創造が資本主義の原動力となると考えたわけだが、それはいわば良性の信用創造であった。イノベーションを実行する企業家は銀行から貸出を受けるが、その貸出は起業家にとって預金を意味する。つまり貸出と預金が両建てで増えるのである。そして貸出によって生まれた預金が決済手段（信用貨幣）として資材調達や設備投資に充当される。この信用貨幣の動的役割は、金のような商品貨幣によっては代替不可能である。

現代でも貨幣の多くは民間銀行が発行する預金通貨であり、それは銀行の信用創造によって創出される。信用（credit）とは、貸手側の銀行にとっては資産であり、借手側の企業や家計にとっては負債（debt）である。それと同時に預金は借手にとっては資産であるが、銀行にとっては負債である。ここまではシュンペーターが想定した良性の信用創造の世界であり、経済が安定的に発展するためには、信用（credit）と負債（debt）および貨幣（money）が、秩序よく増加しなければならない。

このことは、信用創造と流動性の供給が中央銀行によって管理されなければならないという議論につながる。この問題の原点は、銀行貸出がその付随物として預金通貨を生み出すだけでなく、場合によっては信用創造が行き過ぎて通貨の過剰発行を引き起こすことにある。その場合、通貨はイノベーションとは無関係な投機的資産投資に充当されることもある。さらには預金以外の銀行負債（市場性証券や銀行間借入れ）も利用され、資産投資が増加する。したがって中央銀行を始めとする金融政策当局には、民間銀行による信用創造や負債性資金調達が行き過ぎないように、銀行財務

の健全性を確保する使命がある。ところがリーマンショックに至るまでの米国では、金融立国の産業政策によって銀行のセカンダリー業務による利益追求が奨励された。大金融危機は、金融規制緩和が行き過ぎて監視が疎かになったために起きたと言える。

金融規制緩和のもとでは、貨幣をどのくらいの量で創造するか、また創造された貨幣が生産的な目的に使用されるのか、あるいは投機的な資産投資に使用されないか、こうしたことは民間銀行の判断に任された。その結果、金融業務がなかば野放図に拡大して、中央銀行が管理できない複雑な仕組みの負債（証券化商品を含む）も増発され、金融システムの健全性が損なわれた。もちろん各国の中央銀行や国際決済銀行（BIS）などが、資産投資向け融資の行き過ぎや銀行の負債性資金調達に警鐘を発することはあったが、金融政策は物価安定をメルクマールとする金利政策に専念し、民間銀行による信用創造や通貨供給の行き過ぎを政策当局が直接管理することはなかった。物価が安定し金利が低下したので、資金需要が旺盛になって信用創造が過剰になり、その一部は株式や低格付け社債などの金融資産投資に向けられた。こうした金融資産投資の行き過ぎによってバブル崩壊という形で大金融危機が起き、中央銀行が銀行救済に乗り出さざるを得なくなった。

換言すれば、フィナンシャルゼーションが進んだ経済には自動修正機能が存在せず、好況時には銀行信用の増加、景気拡大、金融資産価格の上昇が、相互に増幅作用を引き起こす。逆に一度景気後退に陥ると資産価格が暴落し、信用リスクや流動性リスクが顕在化して銀行信用も急減し、政策当局が收拾に乗り出さないかぎり事態が一方的に悪化する。この増幅作用は、第2章で述べる投資ファンドの抬頭によってますます顕著になった。

「小さな政府」や「市場の自動調整機能」といったネオリベラル（新自由主義）の経済思想が金融規制緩和によって金融危機の種を蒔き、金融資本市場の不安定化を引き起こした。そして金融危機後には中央銀行があと始末に追われた。これはネオリベラルが想定した調和的な市場経済とは異なる

るものであった。

8. 負債の罣

フィナンシャリゼーションは、金融資本市場の不安定化を收拾する過程で負債の罣というもう一つの問題を引き起こした。負債の罣とは、金融危機を未然に防ぐためには負債を削減する必要があるのだが、既存の負債を強引に削減しようとするとは債務不履行（倒産）が起きて経済が破綻するので削減できず、低金利政策や量的緩和政策によっていっそうの負債増大を容認するという悪循環を指す。

負債の罣は、コロナウィルス感染症が猛威を奮い始めた2020年3月に、金融資本市場が再び危機に瀕したことによっていっそう深刻化した。この金融危機では、主要国の中央銀行が国債、社債、資産担保証券など巨額の金融資産（負債性証券）を購入して危機を封じ込めたが、その結果、さらに負債が増大するという悪循環に陥った。

リーマンショック後にも不況打開のため主要先進国の中央銀行は低金利政策や量的緩和政策を実施したが、経済成長率は一向に上昇せず、むしろ低金利を利した負債資金調達による金融資産投資が活発化した。政府財政面でも、低金利下で国債の利払い費が増加しなかったため、継続的な国債発行による財政赤字ファイナンスが行われた。国債を増発しても市場金利は上昇せず、民間企業の負債資金調達が妨害されることもなかった。

今後こうした負債の罣が半永久的に続く想定することもできる。その先例が低インフレ、低金利、低成長のもとで政府の負債膨張が続く日本経済である。財政赤字と政府債務残高の規模という点では、日本は米国以上に巨額であって、その分財政のサステナビリティという問題も米国以上に深刻なはずである。しかし日本の場合には高齢者が圧倒的な多数を占めるので、財政のサステナビリティに関する意識が低い（第2章第6節参照）。

ジャパニフィケーション（日本化）と呼ばれるこの現象は負債の罣そのものだが、最近では先進国経済全体でジャパニフィケーションが蔓延して

いる。ちょうど日本が1990年代末の銀行危機の後に負債の罍に陥ったように、米欧とも大金融危機後に負債の罍に陥り、さらに2020年のコロナ危機によっていっそう深刻化した。

第2章 財政のサステナビリティと金融抑圧

1. 金融資本市場の主役交代

負債の罍の状況が続くなかで、2010年代に金融資本市場の主役として登場したのが投資ファンドである。投資ファンドとは、プライベートエクイティファンド（以下PEファンドと略す）やヘッジファンドなどを指す。銀行の負債増加は抑制されたが、今度は投資ファンドの負債が増加した。

投資ファンドは、往年の英国で「マーチャントバンク」と呼ばれた金融機関に似ており、現代では非銀行金融仲介機関（Non-bank Financial Intermediaries : NBFi）の一種に分類される。NBFiは従来「ノンバンク」と総称されていたが、最近はNBFiという呼称が国際的に使用される。国際決済銀行傘下の金融安定理事会（リーマンショック後に先進20ヵ国によって設立された諮問委員会）の2020年1月19日付け報告書では、このNBFiを、年金基金や保険会社などの機関投資家と、それ以外の金融機関OFIs（Other Financial Intermediaries）とに分類している。投資ファンドはこのOFIsの代表格だが、そのほかにもMMF、REIT、リース会社、消費者金融、証券金融、信用保証会社などがOFIsに含まれる。

上記の報告書では、主要40ヵ国（ユーロ圏19ヵ国を含む）の全金融機関の金融資産を、銀行の資産とNBFiの資産に分けて集計している。それによると2018年末現在、銀行の資産が148兆ドル（全金融機関の金融資産総額に占める構成比39%）に対して、NBFiの資産は184兆ドル（同49%）に達した。ちなみに2008年末の時点では両者の金融資産残高がともに約100兆ドルで拮抗していた。NBFiのなかでも投資ファンドの金融資産増大が顕著

であり、その金融資産は社債発行などの負債金融によって賄われた。

なぜ投資ファンドを始めとするNBFIが台頭したのか？その発端は、1933年銀行法（グラス・ステイーガル法、以下GS法）と1956年銀行持株会社法の一部が改廃された1999年まで遡る。それ以前の時代には、商業銀行（預金取扱金融機関）が本体で証券業務を行うことも、証券会社と資本系列関係を持つことも、GS法によって禁じられていた。つまり銀行業と証券業が分離されていた。それがGS法改廃によって金融持株会社が傘下の子会社を通じて証券業務を積極的に行うようになった。しかしその証券業務が行き過ぎて2008年にリーマンショックが起きた。そこで2010年にドッド・フランク法（ウォール街改革・消費者保護法）が制定され、同法619条によって銀行の自己勘定による証券売買業務や投資ファンドとの資本系列関係が制限された。また欧米の金融当局は、大金融危機の事後的対応策の一環として、銀行に対して不良債権償却や自己資本増強を促すとともに、不正な市場取引や金利操縦の摘発によって巨額の罰金の支払いを求めた。そのため2010年代には銀行貸出が抑制され収益も低迷した。大金融危機後の経済成長率低下を阻止するための低金利政策も、銀行の金利収入に対しては逆風となった。こうして銀行に代わって投資ファンドの存在感が高まったのである。

日本でも欧米の投資ファンドが西友の大株主になったり、武田薬品のアリナミン部門を買収し分社化したり、東芝に買収提案を行ったりして注目を集めた。投資ファンドは2000年代までは「シャドーバンク」とか「代替的投資」と呼ばれる限界的存在であったが、2010年代には金融資本市場の主役として躍り出たのである。従来銀行に所属していたインベストメントバンカーやトレーダーも、かなりの数の人材が投資ファンドに移籍した。

銀行に対する規制強化が投資ファンド台頭という副産物を生んだと言える。銀行は証券業務を制限されたが、低金利下では企業や家計への通常の貸出業務（プライマリー業務）の収益率が低い。そこで銀行はハイリスクかつハイリターンの投資ファンドなどへの貸出に活路を見出さざるを得な

くなった。そうした銀行貸出のなかには、ヘッジファンドなどによるベイストレード（basis trade）と呼ばれる裁定取引への資金供給なども含まれる。また年金基金や保険会社などの機関投資家も、低金利下の資金運用難で資金配分に窮し、その打開策としてリスクは大きいが高いリターンを期待できる低格付け社債（投資ファンドなどが発行）への投資を増やした。

2. 金融資本市場の融合

投資ファンドの活動の場は資本市場である。その資本市場の元来の意味は「長期資金（資本）の調達市場」であり、往年は主として社債や株式など証券の発行市場を指していた。そこでは証券会社（投資銀行）が引受業者として、投資家（出資者）と資本調達企業との間で証券発行の引き受けとその消化（投資家への株式や社債の販売）を仲介した。預金取扱銀行が預金者と借り手の間に立って資金仲介する間接金融に対して、資本市場での資金調達は直接金融とも呼ばれた。（図表4参照）。

それが1980年代以降になると、まず証券引受業務と証券売買業務（トレーディング）が一体化するようになり、投資銀行（証券引受業者）とブローカーディーラー（証券売買業者）との区別がなくなった。その結果、広範な投資家を顧客とするブローカーディーラーが証券引受業務で優位に立つようになった。「投資銀行」が証券引受業務だけでなく、自己勘定での証券売買業務を積極的に行うようになったのである。それに伴って資本市場という用語も、証券発行市場と証券流通市場の双方を包含するようになった。また証券の種類が多様化によってコマーシャルペーパー市場のような

図表4 金融資本市場の分類

	銀行（預金取扱金融機関）による相対型資金仲介	非銀行（証券会社など）による市場型資金仲介
資金調達市場	預金および貸付金市場 間接金融市場	証券発行市場 直接金融市場
金融資産売買市場	値付け市場 流動性の供給市場	証券流通市場 短期金融市場

出所：筆者作成

短期金融市場（マネーマーケット）も資本市場に含まれるようになった。

証券の発行市場と流通市場が一体化したあと、今度は1999年のGS法改廃によって間接金融（相対型資金仲介）と直接金融（市場型資金仲介）が一体化した。図表4のマトリックスの仕切りが消滅し、四市場が一つの巨大な金融資本市場として融合したわけである。そしてリーマンショックが起きるまでは、商業銀行部門と投資銀行部門の双方を傘下に持つ金融持株会社が、その融合市場の主役であった。しかしリーマンショック後にドッド・フランク法（DF法）制定によって銀行の証券売買業務が制限されると、投資ファンドのような非銀行金融仲介機関（NBFII）の存在感が高まった。投資ファンド台頭の一方では、マーケットメーカー（証券の値付け業者）としての銀行の役割も後退した。

往年の間接金融市場（図表4では左上欄の相対型資金仲介）はプライベートマーケット（私募市場）に近く、直接金融市場（図表4では右上欄の市場型資金仲介）はパブリックマーケット（公募市場）に近かった。しかし投資ファンドの台頭によってパブリックマーケットとプライベートマーケットの区分が不明確になった。また証券流通市場（図表4の右下欄）は、元来上場会社の公開株式や公募社債を取引するパブリックマーケットであったが、投資ファンドは、上場会社の株式や公募社債よりも未公開株や私募社債の売買を行い、さらにはプライベートデットないしプライベートクレジット（NBFIIによる未公開企業向け融資）業務なども行う。銀行によるシンジケートローンには相当数（100行近く）の銀行が参加するが、プライベートデットの場合には限定された少数の投資ファンドや機関投資家が参加するに過ぎない。

証券発行市場と流通市場、間接金融市場と直接金融市場、これら4つの市場が単一市場に融合したという意味では、従来の壁が取り除かれてひとつの巨大な市場が形成されたが、その市場内では、次第に相対型のプライベートマーケットの要素が強まるようになったのである。

3. 隠されたシステミックリスク

投資ファンドは、銀行と違って預金業務は行わないので、預金者による取り付けの心配はなく、当初はシステミックリスクとは無縁だとみなされた。しかし投資ファンドは、低格付け社債の発行によって巨額の資金を調達するうえ、金融派生商品（オプションや先物）の取引を活発に行うので、システミックリスクに絡むようになった。なぜなら低格付け社債は債務不履行のリスクが高いし、オプションや先物の取引では、取引の相手方にも債務不履行のリスクが伝播するからである。つまり金融危機時には、預金取扱銀行だけでなく投資ファンドもシステミックリスクに関わるようになった。これが2020年3月のコロナ金融危機が浮き彫りにした金融資本市場の脆弱性である。「脆弱性」とは、肥大化した負債と流動性とのアンバランスないしミスマッチが引き起こすシステミックリスクを指す。投資ファンドの抬頭によって過大な負債と流動性のミスマッチが増幅するようになったのである。

投資ファンドのシステミックリスクに関連して、米国金融当局の監督不行き届きという問題もあった。というのは、DF法は投資ファンドのような非銀行の監督責任も定めていたのだが、現実にはその監督責任が無視されたからである。具体的には同法111条が金融安定監督評議会（Financial Stability Oversight Council: FSOC）の設置を定めた。FSOCの議長は財務長官であり、FRB（連邦準備制度理事会）やFDIC（連邦預金保険公社）、SEC（証券取引委員会）など主要な金融監督機関の長が委員を務める。そして112条では、FSOCが銀行だけでなく非銀行金融仲介機関（NBF）も視野に入れて、システミックリスク防止のための監督と健全性向上策を講じるように規定した。特に112条(a)-(2)-(H)項で、システミックリスクがあるNBFの監督を、FSOCがFRBに対して指示することを明記した。こうしてNBFの監督が金融当局の管轄権に入ったのだが、トランプ政権時代にはFSOCの活動が不活発で、FSOC議長のムニューシン前財務長官は投資ファ

ンドの監督をFRBに指示しなかった。実はバーナンキ、イエレン（ともに元FRB議長）およびルー、ガイトナー（ともに元財務長官）は四名連名で、2019年5月にムニューシン長官とパウエルFRB議長宛に書簡を送り、NBFIにもシステミックリスクがあることを警告した。しかし結局その警告が無視され、2020年3月の金融資本市場危機に至ったのである。

4. 市場規模と流動性のミスマッチ

2020年3月の危機が浮き彫りにした金融システムの脆弱性とは、国債や社債の発行残高が急拡大した結果、金融資本市場が混乱した場合に流動性が不足し、金融資本市場の不安定性が増幅することである。

銀行の証券売買業務に対する規制が強化されて、マーケットメーカーとしての銀行の役割が後退したことも流動性不足を深刻化させた。従来米国債市場では「プライマリーディーラー」と呼ばれる指定金融機関（主として銀行や証券会社）が国債の市場流通を請け負っていた。ところが近年、プライマリーディーラーやマーケットメーカーとしての銀行の役割が低下する一方で、アルゴリズムを駆使して大量の電子取引を行う金融業者が国債市場に参入した。そのため金融危機時に国債取引が成立しなくなる事態が起きるようになった。

金融危機時には現金が最良の安全資産となるので、瞬時のうちに現金保蔵が起き、流動性リスクが顕在化する。すると中央銀行が金融システム安定化のために救済に乗り出し、低金利での流動性を供給せざるを得ない。特に大金融危機後に「リーマンブラザーズの破綻を放置すべきではなかった」という反省が生まれたので、2010年代には中央銀行の市場出動が常態化した。そのことが負債の罍の状況を持続させる結果ともなった。そもそも負債の罍の状況が発生したのは、低金利資金（流動性）が豊富に存在したからだが、その流動性が突然蒸発するリスク（流動性リスク）が潜伏している。そのため中央銀行が「最初にして最後のマーケットメーカー」として常時出動せざるを得なくなった。このことは、近い将来インフレ率が

上昇しても、中央銀行は金融引締め政策を容易には遂行できない可能性があることを示唆する。

米国債市場は、その発行残高が20兆ドルを超える巨大市場だが、世界の金融資本市場のなかで最も流動性が高い市場だと考えられていた。そのため日本や中国などの通貨当局も、米国債を外貨準備の運用対象に位置づけてきた。急にドル資金が必要になった場合に、米国債を売却して資金化することが可能だからである。しかし2020年3月には米国債市場の流動性不足が大きな問題となり、外国の通貨当局も米国債を売り急いだため国債価格の下落が加速した。そこでFRBが実質上無制限の国債購入に踏み切った。米国債市場の流動性不足は、基軸通貨としてのドルの役割にも打撃を与えるおそれがあったからである。大量の国債購入の結果、FRBの資産規模は2020年以降の約1年半の間に約2倍（8兆ドル）に増加した。

実は、国債発行残高が巨額になり債務者（国家政府）の信用リスクが高まって債務危機を引き起こすことは、2010年代初めのギリシャ債務危機で経験済みであった。その時は2012年6月に、当時のドラギ欧州中銀総裁が危機救済のために「なんでもやる（Whatever it takes.）」と宣言し、同年9月にOMT（Outright Monetary Transaction）と呼ばれる国債直接購入に乗り出して危機收拾を図った。このことは中央銀行が国債購入によって債権者（国債保有者）を救済したという意味で、2020年3月のコロナ金融危機時の対応の前例となった。国債市場を支えることができるのは、理事たちの多数決によって機動的な政策が実施できる中央銀行しかないことが明らかになり、これが一種の「事実上の標準」になったとも言える。

ともあれ米国のような市場型資金仲介の国でも、負債と流動性のアンバランスによってシステミックリスクが高まり、中央銀行（FRB）の市場介入が必要となることがわかった。2020年3月の金融危機では、FRBの介入が国債市場だけでなく、地方債市場や社債市場、さらにはマネーマーケットにまで及んだ。しかし金融システム安定化のための資産購入や量的緩和政策は、金融資本市場の機能不全を引き起こす。金融資本市場には、資源

の適正配分機能や将来の経済動向を予見したり潜在的リスクに対して警鐘を発したりする情報発信機能がある。量的緩和政策によって資源配分機能が阻害されれば、生産性向上のための実物投資ではなく投機的な資産投資に資金が向かうおそれがある。また情報発信機能とは証券の適正価格を発見する機能であり、その価格のなかにはリスクプレミアムの要素も含まれる。しかし中銀の市場介入によって債券価格がリスクを反映しない低利回り水準に維持されれば、債券価格上昇（債券利回り低下）の余地も限定されるので、資本の適正配分が阻害されるおそれがある。そして市場価格がリスクを反映しなくなると、モラルハザード（規律の欠如）が起きる。というのは、現実には大幅な損失が発生したとしても、市場安定のために中銀が救済するといった暗黙の了解が生まれるので、かえって投機的な証券投資や無謀な金融機関経営が行われるからである。

5. 金融抑圧の具体策

リーマンショックによって銀行を主役とする狭義のフィナンシャルイノベーション（金融立国）は限界に達したが、2010年代には銀行に代わって投資ファンドが資金仲介の主役となり、負債を活用した投資を推進した。それと同時に財政赤字拡大が続き政府負債も累増した。つまり広義のフィナンシャルイノベーション（負債に支えられた経済）がますます顕著になり、「負債の罫」と呼ばれる状況に陥ったのである。今後の政策課題は、負債削減（ディレバレッジ）による負債の罫からの脱却ないしフィナンシャルイノベーションの解消である。

負債削減のためには経済成長による収入増（政府の場合であれば税収増）や支出削減（歳出抑制）が必要だが、現実にはいずれもむずかしいだろう。そもそも政府の負債が増加したのは、労働力人口の減少や労働生産性上昇率の低下によって民間経済の成長率が低下したためであった。しかし財政支出を増やしても成長率は上昇しなかった。また増税や歳出削減に対しては民主主義の壁がある。

そこで考えられるのは債権者の負担増による負債削減（政府債務の場合には潜在的な債務者としての将来世代の負担軽減）である。これは一般的に「金融抑圧（financial repression）」と呼ばれる政策対応である⁶⁾。金融抑圧とは、経済成長や歳出削減、債務不履行（デフォルト）以外の方法によって政府債務を削減することを意味する。

金融抑圧の第一弾は、すでに低金利政策や量的緩和政策といった形で実行されてきた。それは低金利（利息収入減）といった形で債権者に負担を強いる。しかしこれは債務残高の将来世代（現在の若年世代を含む潜在的な債務者）への先送りにすぎず、抜本的解決策とはならない。そこで金融抑圧の第二弾は、金融資産や金融取引への課税である。それに加えて年金基金などの機関投資家に対しては、国債保有を強制したり国債売却を制限したりするといった措置が検討されるかもしれない。

第三弾はインフレ容認である。インフレは「スローモーションの債務破棄（repudiation in slow motion）」とも呼ばれ、債権債務の実質価値削減によって、債権者から債務者への実質所得の移転を可能にする。債務者の負担は軽減されるのだが、その半面では金融資産の実質価値が減少して、金利生活者や年金受給者などの債権者は打撃を被る。ただし将来世代の所得はインフレにスライドして増加する可能性がある。したがって増税や政府支出の削減といった方策が、民主主義の壁によって阻まれるのであれば、ある程度のインフレは致し方ないかもしれない。

奇策として考えられる金融抑圧（第四弾）は、中央銀行デジタル通貨（CBDC）のような新種の貨幣発行による既発国債の強制償還である。しかしこの種の奇策には歴史上の悪しき前例がある。それは、1720年前後のフランスで、ジョン・ロー（仏大蔵省主計官に抜擢されたスコットランド人の策謀家）が目論んだ国債とミシシッピ会社株式との交換であった⁷⁾。

6) Reinhart, M. & Sbrancia, M.B.[2011] “*The Liquidation of Government Debt*”, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH Working Paper 16893

7) Buchan, J.[2018] *John Law: A Scottish adventurer of the eighteenth century* (MacLehose Press)

6. インフレと金利の行方

コロナ禍への対応や地球環境保全といった最優先課題が持ち上がり、今後も財政赤字は増加するであろう。したがってどのような形をとるにせよ、金融抑圧による債権者の負担増が必要になる。金融抑圧は、政府債務の元利金を誰が支払うかといった問題を提起し、世代間の公平な負担という意味で、サステナビリティ（持続可能性）の問題に関係してくる。

サステナビリティとは、地球経済が持続可能となるためには現代世代の利益と将来世代の利益をバランスさせる必要があるという理念である。従来この問題は、地球環境の劣化を放置すると、それを修復するための負担が将来世代に及ぶので、現代世代の負担によって今すぐにも修復すべきだといった形で提起された。それと同様に、現代世代の消費が将来世代の所得や貯蓄を食いつぶすとしたら、それは持続不可能であるから、費用負担の将来世代への移転を食い止めるべきである。

実際に国債発行による財政支出は、将来世代からの借入れによって現代世代向けの政府支出（社会保障費など）を賄うことを想定している。もちろん資本市場の論理は、現代世代の債務者に対して元利金の早急な支払いを要求するが、国債の過半を中央銀行が保有しているような場合には、資本市場の論理が働かない。現代世代の人々は、選挙民として政治的影響力を行使できるので、元利金の支払いに必要な緊縮財政（増税や歳出削減）には反対し、無意識のうちに債務負担を将来世代へと繰り延べる傾向がある。それに対してサステナビリティの観点からは、現代世代の責任で政府債務を早急に削減して将来世代の負担を軽減すべきだと反論できる。しかし将来世代の声は政治には十分に反映されない。このことは、現役世代の福祉向上を是認する民主主義政治のなかで、サステナビリティの意識を根付かせることのむずかしさを示すものである。

この点に関連して、米国の場合には、財政赤字を賄うための国債発行とその消化を外国からの資本流入に依存しているので、そうした外国資本依

存がいつまで持続可能かといった別の問題が存在する。米国への資本供給元の大所は日本、ドイツ、中国の三か国である。これら三か国は経常収支の大幅黒字（輸出超過）によって稼得した資金を、米国への資本輸出（主に米国債投資）によって運用してきた。第1章5節で述べたように、日独中の三か国の経常収支が黒字だったのは、国内生産物が国内需要を大幅に上回ったので、その余剰生産物を米国などの国々に輸出したからである。ところが近年、特に日中の経常黒字（国内貯蓄超過）が減少傾向にある（図表3参照）。

世界経済全体としては、貯蓄と投資はバランスする。したがって米国の投資超過（財政赤字を含む貯蓄不足）を日独中の貯蓄超過によって賄いきれなくなれば、金利が上昇して利払い費の負担が急増する。このことは米国の財政赤字ファイナンスがコスト上昇に直面する可能性を意味する。実は貯蓄と投資のバランスが崩れて金利が上昇するかどうか、現在、経済論争のひとつの焦点となっている。2000年代には世界的な貯蓄超過（global saving glut）のもとで豊富な低金利資金が利用可能であった。これは世界の主要国の人口構成がまだ若く、労働力人口が豊富だったので、経済全体としての貯蓄率が高かったからである。しかし今後は高齢化によって貯蓄率が低下するので資金供給も細り、それに伴って金利が上昇するかもしれない。これがひとつの見方である⁸⁾。

それに対して別の見方は、かりに貯蓄率が低下したとしても、高齢化のもとでは設備投資や住宅投資が増加しないので投資率も低下し、貯蓄が投資を上回る状況が続くとする。また単に人口構成の問題だけでなく、日独中を始めとする主要国でも労働分配率が低下するとともに所得格差が拡大しており、高所得者や企業部門の貯蓄が増え続ける。したがってこの見方によれば、世界全体としての貯蓄超過と低金利の状況は変わらない⁹⁾。

8) この見方に関しては主として下記の文献を参照した。

・ Goodhart, C. & Pradhan, M. [2020] *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival* (Palgrave Macmillan)

今後の金利動向に関しては、こうした二つの対立する見解がある。ただし前者の金利上昇シナリオの場合はもちろんのこと、後者の低金利継続シナリオの場合でも、低成長経済では政府の負債残高は減少しないので、サステナビリティの問題は依然として残る。したがって負債残高を実質的に削減するためには、ある程度のインフレ率上昇を容認せざるを得ないのでなかろうか？

もっとも「ある程度のインフレ」が悪質化しハイパーインフレになるのを防げるかどうかは、金融政策当局にとって大きな試練である。従来通説に従えば、インフレ率の上昇は金利上昇につながる。しかし現在のように負債の罠に陥った状況では、インフレ率が上昇しても中央銀行が政策金利を大幅に引き上げることは困難であろう。中央銀行は、政策金利引き上げが金融資本市場の混乱を引き起こすことを回避しようとするから、インフレの進行を黙認することになるかもしれない。換言すれば、過去のデフレスパイラル時代の政策思考が将来のインフレスパイラルを引き起こす可能性を否定できない。

7. ドル本位制の曲がり角

第1章5節で述べたように、米国内の所得格差拡大は中低所得者の負債を増大させた。それに加えて、日独中の側でも高所得者や企業側に所得分配が偏ったことが米国側での負債増大を助長した。というのは、これら経常収支黒字国でも、所得格差拡大や労働分配率低下が自国内での消費需要低迷と貯蓄超過を引き起こしたからである。黒字国の高所得者や企業がその貯蓄超過を対外資産投資（特に対米証券投資）に振り向け、米国の側で

9) この見方に関しては下記の二文献を参照した。

- Mian, A., Straub, L. & Sufi, A. [2021] *What explains the decline in r^* ? Rising income inequality versus demographic shifts* (Kansas City Federal Reserve Bank)
- Auclert, A., Malmberg, H., & Rognlie, M. Martenet, F. [2021] *Demographics, Wealth, and Global Imbalances in the Twenty-First Century* (NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH Working Paper 29161)

の負債増加を支援したのである。

米国が巨額の経常収支赤字を計上し、それを日独中の経常黒字国が賄うだけでなく、経常収支赤字の数倍の規模の資金が米国を舞台として流出入するという仕組みは、ドルが事実上の基軸通貨だから可能なのであり、一度回転し始めると自己増殖的に拡大する。すくなくとも従来は、米国経済の成長力や地政学上の優位が基軸通貨の地位を保証していた。そもそも相対的に所得水準の低い国（中国）が豊かな国（米国）に資本供給するのは発展段階論の常識に反するが、これはドルが基軸通貨であることによって可能となった。また経常収支赤字を大幅に上回る規模の資金が国境を越えて流出入したが、これも米国の金融資本市場の発達とドルが基軸通貨であることに起因する。そうした資金は貿易取引とはほとんど無関係な金融資本の国際移動であり、金融危機が起きるたびに（その原因が米国側にあるにもかかわらず）、ドルは安全避難通貨として買われた。こうした自己増殖的な仕組みが始まったのは1990年代以降のことであり、それが最近まで続いてきた。

遡ってみれば、第二次世界大戦後のブレトンウッズ体制（固定平価制度）は、第一次世界大戦後の為替切下げ競争（近隣窮乏化策）を阻止するために構想された。ブレトンウッズ体制のもとでは国際資本移動が制限され、経常収支の不均衡が発生した場合には、赤字国の側での緊縮政策だけでなく、黒字国側での拡張政策も求められた。しかしそうした政策協調が機能せず、不均衡の調整が困難になって1971年に米国はドルの金兌換を停止し、ブレトンウッズ体制が崩れた。そして1973年には主要国の為替相場が固定平価制から変動相場制に移行した。

その後50年間近くにわたって、今度は逆に国際資本移動が奨励され、貿易取引を上回るスピードで国際資本取引が拡大した。その間、金融規制緩和、通信料金や航空料金の低下、ネオリベラルのイデオロギーなどによって国際金融業務が促進された。しかも国際資本移動の大半はドル建て資本の移動であり、ユーロや円が国際通貨の一角を占めたとはいえ、ドルの覇

権に挑戦することはなかった。1970年代から1990年代まではドルの為替相場変動が激しかったが、2000年以降はインフレ率が低下し、そのインフレ率をターゲットとする金融政策が奏功して、リーマンショック時を除けば為替相場の安定が維持された。

しかしブレトンウッズ体制崩壊から50年を経て、ドル本位制は曲がり角に差し掛かったようにみえる。その「終わりの始まり」がフィナンシャル化の行き過ぎによる金融危機の頻発である。フィナンシャル化は富の創出ではなく富の収奪と破壊であり、米国経済を弱体化させた。こうした状況が続けば、ドルに対する信認の低下によって自己増殖過程も転機を迎えるであろう。日本や中国、産油国などの通貨当局が米国債を外貨準備の運用対象としてきたのは、米国経済や政府財政に対する信頼感が存在したからである。したがって経済力の低下や過大な政府債務は準備通貨としてのドルの地位を脅かす。

ドルの信認低下の契機となるのは、経済的には高率のインフレ、政治的には中国の台頭や米国のアフガン撤退に象徴されるような地政学的な勢力変化、技術的には暗号資産のようなデジタルマネーの登場である。今後は、中国がこれまで米国債投資によってドルで運用していた資金を、人民元のまま一带一路の経済戦略に投下するとか、中国やユーロ圏が中央銀行デジタル通貨で先行するといった事態の進展によって、ドル本位制が次第に後退することが予想される。しかし逆説的に言えば、そうした事態が進展するまでの間は、現在の過剰なドル流動性に支えられて、総じて堅調な金融相場が続く可能性もある。

Financialization and Debt Trap

Ryo WATABE

《Abstract》

The dominance of the US economy since 1990s is mainly explained by their industrial-scale financialization, which transformed banking into a leading economic sector through financial deregulation. Financialization fostered an increase in debt-financed expenditure by households, businesses, and government.

While the Great Financial Crisis laid bare the failure of financialization, the monetary policy easing and consequent low interest rates in the great recession caused the already high debt levels to continue growing. Ultra-easy monetary policy encouraged financial asset buying, spawning new types of investment vehicles, e.g. private equity funds.

Consequently, the advanced economies find themselves caught in a debt trap: i.e. a trilemma of low growth, large debts, and income inequality. Yet paying down the already enormous government debt piles would make painful financial repression unavoidable. Without repression, achieved through hyperinflation and/or wealth taxation, the debt servicing burden of interest payments and principal repayments would pass on to future generations, creating a serious debt sustainability issue.

