

## 経済の金融化の論理と実証

岩 田 年 浩  
内 海 正 郎

Status of Financialization of Economy

Toshihiro Iwata , Masao Utsumi

Concurrent with the expansion of the financial market, the concept of financialization of the economy has started to be discussed. Not only has the size of the financial market increased but also the quality of economic activity itself is shifting from the real economy to the financial economy. The worldwide financial crisis triggered by the US was also caused by the financialization of the economy.

In this study, the essential features of the financialization of the economy are clarified by both statistically processing and qualitatively analyzing statistical data related to the US economy, and the effect of financialization and its intrinsic problems are examined. We were able to analyze that the intertwining of the excessive capital and the the expansion of the financial market to the real economy are the pure cause.

現在、先進諸国においては実体経済主導の経済体制が金融経済主導の経済体制へと変質してきた。特にアメリカは膨大な資本が金融市場に投資され、そこで上げられた莫大な収益が再び金融市場に投資されるというサイクルができています。また、金融企業の収益拡大のみならず非金融企業においても金融収益の比率が上昇している。

このような状況は一般的に「経済の金融化 (financialization)」と呼ばれ、様々な研究者が分析に取り組んでいる。但し、経済の金融化の定義自体は一律ではなく、研究者間の認識には若干の差異が存在する。しかし、根本的な部分では概ね共通の認識が持たれており、それは次の3点に纏められる。

第一に「全企業収益に占める金融企業収益の比率の上昇」

第二に「非金融企業収益に占める金融経路を通じて得られた収益比率の上昇」

第三に「金融市場の膨張」

これらの条件が認められると、その経済主体や経済体制に金融化が進んでいると判断することができる。そして金融化が進むと金融市場の内部のみならず実体経済にまで影響を与えられている。さらに膨大な資本が金融市場に流れ込み金融の膨張を引き起こすと、経済の不安定化が招かれる可能性がある。

そこで本稿では、アメリカの数十年分の経済統計のデータと、2008年のアメリカ発の金融危機から、経済の金融化と金融化の促進による経済の不安定化がどのように認められるかの検証を行なった。

金融化に関しては、先ず金融企業の収益のシェアが拡大していることが確認できた。また、何故金融面に偏重してきたのかを経済指標を用いて考察を行い、その要因の一つには実体経済と金融経済の収益性の問題があるとの一つの解答を得ることができた。実体経済主導の経済体制では生産性の向上が収益の拡大に繋がり、その収益が消費や投資に向かって更なる生産性の向上に繋がるという好循環が形成されていた。しかし1970年代から1980年代にかけて実体経済の成長が鈍化し、収益の拡大に限界が訪れたと言われるようになった。それで各経済主体、もしくは経済体制そのものが実体経済から収益の見込める金融経済へシフトしてきたのである。

そして金融市場の膨張についても明確にデータに現われていた。特に近年のデリバティブ市場の急激な膨張は、その膨大な資本を吸収するシステムのみならず、金融主導の経済体制を促進させている状況を掴む手掛かりとなった。このデリバティブ市場の膨張からは、金融資産の蓄積が収益を生み続けるモデルと、それを破綻に導くリスクを内包していることが判明した。今般のアメリカ発の金融危機において、その存在が注目されることとなったデリバティブの性質を検証することにより、金融資産の蓄積が収益を生む経済構造、そして金融資産及び金融市場の膨張が促進される効果、そしてそれらが实体经济に強い影響力を持つということが理解できた。

また、経済の金融化が進むと不安定性を招くという説についてであるが、この検証の為に経済の金融化の進行状況の比率と経済変動の指標を分析したところ、相関性が存在していることが判明した。

しかし、金融化という問題は単純に解決できる現象ではない。各経済主体はより大きな収益の獲得を目的として活動しているのであり、不調の实体经济から好調の金融経済にシフトしてきて、結果として金融化を意図せず招いたという側面もある。単純に金融に規制をかけるだけでは解決しないのである。

それ以外にも、最初から实体经济には向かわず、金融的利得を求めて市場に流れ込む投資資金や、金融政策により過剰に発生した流動性なども存在しており、市場に溢れる資本を区別して制御することは大変困難である。

しかし、金融面ばかりが膨張して、实体经济にまで影響を及ぼすとなると放置していることはできない。特にリスクを除去できたように見せて、危険な金融資産を経済に浸透させるデリバティブには注意が必要である。今般の金融危機のような事態を再び招かないようにするためにも、金融化の促進が緩和されるような何らかの対処が必要であるとの結論を導いた。

## 1 はじめに

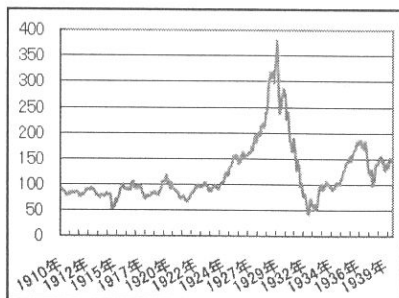
仮説： 先進国を中心に実体経済主導の経済体制から金融経済主導の経済体制に変質してきている。そのような「経済の金融化」と呼ばれる現象が経済の不安定性を増幅させる。その要因が何か明らかにする。

近年、世界的な投機マネーの膨張が問題視されている。過剰な投機は金融危機の引き金となり、世界経済全体にまで影響を及ぼしてしまうこともある。2008年秋にアメリカで起こったサブプライムローン問題を端とした金融危機が記憶に新しい。今回の金融危機は多くの金融機関を破綻の危機に追い込み、経済に甚大な被害を与える事となった。その影響の大きさ故に「100年に一度」の金融危機、または1929年の「大恐慌以来」の金融恐慌と評される事が多い。

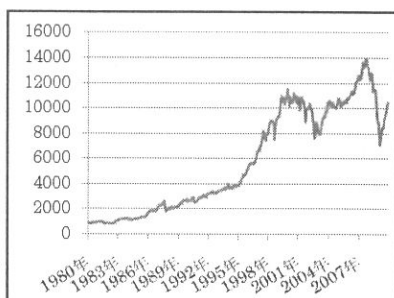
しかし、今回の金融危機は規模の面から見て当時の損害に相当したのであろうか。また、質の面で大恐慌と同質であったのであろうか。現在、1929年の大恐慌が引き起こされた原因は諸説で論じられているが、一般的には過剰生産による実体経済の悪化と株式市場の過熱から株価の大暴落に繋がり、それが恐慌を引き起こした原因であるとする説が有力視されている。

では、今般の金融危機も同様の状況だったのであろうか。過剰生産と株式市場の過熱が起こり、それが破裂して金融危機を引き起こしたのであろうか。確かに株式市場の過熱から株価の暴落に繋がるという点については共通点が見受けられる。次の図A及び図Bは1929年の大恐慌当時と今回の金融危機発生前後のダウ平均株価の推移である。

1929年の世界恐慌時と2008年の金融危機時で共に株価トレンドに差異はあるものの、株価が急上昇後に急落している点は共通している。しかし、今回の株価の下落率は世界恐慌当時の10分の1から2分の1と規模が異なっており、すぐに回復基調に戻っている。また、今回の金融危機の発端も株価の暴落からで



図A 1910年～1939年の  
ダウ平均株価の推移



図B 1980年～2009年の  
ダウ平均株価の推移

(単位：ドル)

(出所)『Dow Jones Industrial Average Performance Report』より作成

はなく、大手金融機関の経営危機から始まっており、全く同じ過程を辿っているわけではない。

そして今回の金融危機の目立った特徴は、大手金融機関の破綻と低所得者層の債務不履行が急増したことである。リーマンブラザーズの倒産を皮切りに、米国における投資銀行は消滅という事態に陥ってしまった。投資銀行のみならず、商業銀行、保険会社にも大型の倒産が発生した。金融業界は広範に損害を被ることとなった。また、家計の債務不履行も低所得者層に集中している。何故このような一部に目立った特徴が現れたのであろうか。

このような近年の金融危機に関する問題が論じられる場で、しばしば「経済の金融化」という用語が見られるようになった。経済の金融化とは、経済システムの形態が、従来のような实体经济を主体とした経済システムから、金融を主体とした経済システムに変質したということであり、そのような経済システムの変質が今般の金融危機を引き起こしたと言われている。つまり、今回の金融危機は従来のような恐慌のプロセスを辿ったのではなく、金融の膨張に引きずられて、危機が発生したという事である。

では、何故金融の影響力が増大し、金融業界のみならず非金融業界の中でまで重要度が増してきたのだろうか。本論文ではこの「経済の金融化」という現象が果して実際に起こっているのかどうかを、今回の金融危機の発生源となっ

たアメリカの統計データから検証を行う。そして経済の金融化の進行、金融面の膨張が経済の不安定化を招くものであるのか検証を行い、それがどのような意味と問題点を持つかを論じることにする。

## 2 先行研究

### 2-1 経済の金融化の概念とその要因

現在、経済システムが実体経済主導から金融経済主導に変質していると言われており、このような状況は「経済の金融化」と呼ばれている。しかし、この経済の金融化に関して様々な研究者が議論を行なっているが、その概念はまだ明確には定まっていない。ただ、研究者の間ではある程度共通の認識がなされている。

高田太久吉 (2008) は、第一に「生産設備や住宅などの実物資産に比べて預金、投資信託、証券などの金融資産の蓄積がはるかに急速に進み、財サービスの取引に比べて**金融取引の規模**が桁違いに大きくなったこと」、第二に「金融取引にかかわる**金融産業の利益**が、一般企業の取引よりも急速に増大していること」、第三に「一般企業の活動においても、生産や流通などのいわゆる本業に比べて資金の調達、運用など金融財務活動の重要性が高まり、金融活動で大きな**収益**を上げる企業が増加していること」、第四に「**企業や家計の活動が金融市場、とりわけ証券市場の動きによって大きな影響を受けるようになったこと**」としている。<sup>(1)</sup>

また、小倉将志郎 (2008) は、経済の金融化の定義を第一に「企業経営、企業統治において**株主価値最大化**が最優先となる状況」、第二に「経済活動において**利潤**が商品の生産・取引よりも金融的経路を通じて生み出されること」、第三に「**金融商品が次々開発**され、さまざまな金融取引が拡大すること」としている。特に第二は「全企業部門収益に占める金融機関収益の拡大」と「非金融企業収益に占める金融収益の割合の拡大」という二つの意味で捉えられてい

---

(1) 高田太久吉 (2008)、p15~16

る。(2)

Krippner (2005) はアメリカの経済において金融化という現象が、どのように現れているか明瞭に示している。金融化という現象について第一に「貿易や生産を通じた利益より、金融経路を通じて発生する利益の方が増大し蓄積する傾向にある」、更に第二に「非金融部門の利益が減少傾向にある」としており、「全企業収益に占める金融企業収益の比率の拡大」と「非金融企業収益に占める金融収益の比率の拡大」を確認している。(3)

各論者の間には金融化の概念について若干の差異はあるが、要点は次のように纏められる。先ず「利潤が生産部門から生み出されるより、金融部門から生み出されるようになる」ということ。企業収益の内訳から金融化という現象が現れているか判断するのである。つまり Krippner が既に確認している、「全企業収益に占める金融部門のシェアの拡大」と「非金融企業収益に占める金融部門収益のシェアの拡大」ということが金融化の指標として適当であると言える。そして次に「金融部門の膨張」である。これは「金融部門収益の膨張」ということだけではなく「金融資産残高の膨張」という意味も併せ持つ。实体经济の規模に対して金融経済の規模が膨張しているということである。

他にも株主価値の重視や証券市場の影響力の増大など細かな点はあるが、経済において金融の影響力が増大するということが経済の金融化とするならば、これらの点が金融化の要点になるであろう。

次節ではレギュレーション学派の金融主導型蓄積体制という概念から、昨今の金融化の進む経済体制の解説を求めたい。

## 2-2 金融主導型蓄積体制

レギュレーション学派では一般に金融の膨張が進む現在の経済体制については、1980年代からレギュレーション学派の研究者達が戦後の経済体制のモデルであつ

---

(2) 小倉将志郎「経済の「金融化 (Financialization)」と金融機関収益の拡大」

『証券経済学会第67回全国大会プログラム・報告要旨』、2009年、1p

(3) Greta.Krippner 「Financialization of US economy」『Socio-Economic-Review 3』(2005)、p173-208

た「フォーディズム」から「金融主導型蓄積体制」に変質したと述べている。1960年代、あるいは1970年代頃までの経済体制は大量生産、大量消費が実体経済の成長を促していた。山田（1991）によるとフォーディズムとは「すなわち、生産性とリンクして実質賃金が上昇し、これが消費を拡大し、消費は投資を誘発しつつ総需要を刺激し、こうして総需要の拡大すなわち経済成長がそれ自身ふたたび一技術革新効果とあいまって一生産性を上昇させる。つまり生産性上昇が賃金に分配されつつ波及して経済成長を促し、この経済成長が収穫逓増効果をともなって生産性確保の源泉となるというように、生産性の分配・波及と生産性の確保が相互作用的に好循環をとげたのがフォーディズムであった。」としている。<sup>(4)</sup> 生産性が上がれば、賃金が上昇し、賃金が上昇すれば消費が伸び、消費が伸びれば需要が拡大し、その経済成長が更に生産性を伸ばすというサイクルである。

しかし、金融の膨張が進み金融の影響力が増大した現在のアフター・フォーディズムの経済体制は、フォーディズムのモデルから離れつつあると考えられる。現在の経済体制は生産ではなく金融的経路、金融資産が収益を生み、そこで発生した収益が金融資産自身に再投資され収益を生むというサイクルに変質しつつある。金融資産の収益は、その価値の裏付けとなっている株価によって左右される。実体経済のフォーディズムの場合では、生産性が上がれば収益の増加に繋がるが、金融主導型蓄積体制の場合だと、株価の上昇が収益の増加に繋がるのである。株価の上昇が金融資産の収益を増加させ、収益が増加すると消費が伸び、消費が伸びれば需要が拡大する。その経済成長が再び株価を押し上げ金融資産に収益をもたらすのである。

このように、金融化、金融主導型蓄積体制という概念について収益構造について根本的な変化の指摘を行なった。

高倉泰夫（2008）は金融化について「たとえば、時価会計にみられるように金融諸商品の処理がもたらした会計制度への影響はアメリカ合衆国だけにはとどまらず、先進諸国を中心に全世界に広がっている。このことを考えると、最近のアメリカ合衆国の1980年代から現在までの成長体制を典型とするような

(4) 山田鋭夫「ポスト・フォーディズム」（1991）、p22～23



「金融主導型蓄積体制」という規定では不十分である。すなわち、**金融諸商品の膨大な存在**が、世界的に影響を与えており<sup>(5)</sup>としている。つまり金融化という概念は企業、家計の金融への偏重のみならず、金融諸商品の膨大な存在を認識しなければならないのである。

さらに、金融経済の不安定性について鋭く分析したのは Minsky (1986) であった。彼は資本主義経済のシステムは必然的に不安定性を内包しているとし、それを資金調達と負債の関係によって説明している。経済の安定性とは繋ぎ掛け金融（ヘッジ金融）、投機的金融、ポンツィ金融という経済主体の金融の状態に左右される。先ず、ヘッジ金融とは、ある経済主体の負債の支払い債務の額より、債務返済までの全ての期間において現金受け取りの額が上回っている状態の事を指す。このような状態にあると、経済主体は更なる利潤を求め、投資のために借入を増加させるようになる。そして、次に経済主体の債務が増加して、支払い債務の負担が大きくなると投機的金融の状態に入ったことになる。この状態にある経済主体は、支払い債務の返済において一時期の間、支払い債務が現金受け取りの額を超える事になるが、最終的には現金受け取りが負債の額を上回る。しかし、負債の返済の為に、新たに借入を行ったり、現金を取り崩したりする必要性が生じるため、更に負担が増大する。そして最後にポンツィ金融である。これは、支払い債務が現金受け取りを上回り続け、最終的に資産を処分しなければ債務を履行できない状態である。こうなると債務を抱えた経済主体によって資産が売却され続け、資産価格が暴落してしまうのである。経済が好況な状態にある時、企業は投資を行なうために借り入れを増加させ、投資を行なう。それによって資産価格が上昇するのであるが、この資産価格の上昇が、更なる投資を誘引することになる。資産価格の上昇によって、最終的に債務の返済が可能になるため、投機的金融、ポンツィ金融を行なって投資する経済主体が増加するためである。しかし、景気の過熱を抑えるために政策金利が上げられると、企業の債務の負担が増大し、財務状況が悪化し、資産が投げ売られて暴落を引き起こすのである。この状況は、今般のアメリカ発の金融

(5) 高倉泰夫「金融主導型蓄積体制と金融化」『経営と経済88巻第3号』、(2008)、p265-266

危機の一因であった値上がりが続ける住宅価格と、それを見越して投資を促進するサブプライムローンの関係と非常に似通っている。一般の金融危機には、このような形で生み出されたサブプライムローンに関連する様々な金融商品が関わっている。金融化の検証には金融商品の性質についての考察も必要であろう。

なお、実体経済の不安定性の理論的展開と金融経済の不安定性の実証分析の新たな展開については岩田年浩（2009）で展開されている。

次章ではアメリカの経済において金融化が実際に進んでいる実態を確認し、更に膨大な投資資本を吸収して金融市場を拡大させたデリバティブ（金融派生商品）に焦点を当てて解説を行なう。

### 3 金融化の検証

#### 3-1 金融部門への偏重要因

本章では経済の金融化という現象が実際の経済の中でどのように現われているか検証を行なう。第2章第1節において金融化とは「利潤が生産部門から生み出されるより、金融部門から生み出されるようになる」としている。まずは全企業収益に占める金融企業収益のシェアから確認したい。

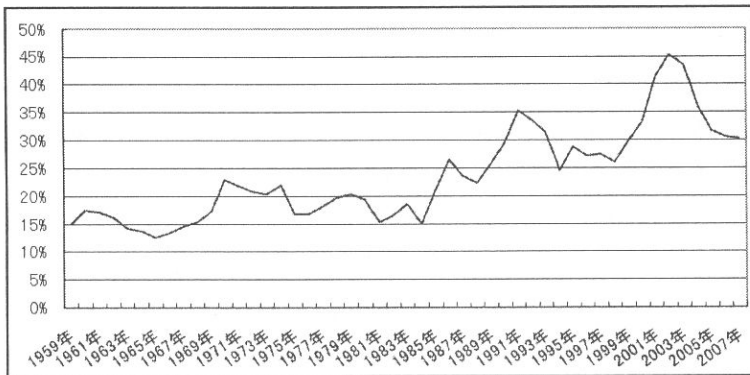


図3-1 全企業収益に占める金融企業収益の割合（単位：％）

（出所）『GPO Access, Economic Report of the President』より作成

経済の金融化の論理と実証

図3-1を見ると、1959年から1985年頃までは概ね15%前後で推移していることがわかる。しかし1980年代後半から金融部門の収益の割合が急激に増加し始め、2002年には45%を超えるまでに膨張している。2003年から再び減少傾向が見受けられるものの、依然金融部門の収益は全体の30%を超える規模である。レギュレーション学派の研究者たちは、実体経済主導のフォーダイズムが1970年代辺りから衰退し、1980年代から金融主導型蓄積体制、経済の金融化が始まったとしているが、確かに1980年代から金融企業収益のシェアは拡大している。

これは恐らく収益の増加率の違いが関わっていると考えられる。次の図3-1-①及び図3-1-②は金融企業と非金融企業の収益の変化率をグラフ化したものである。

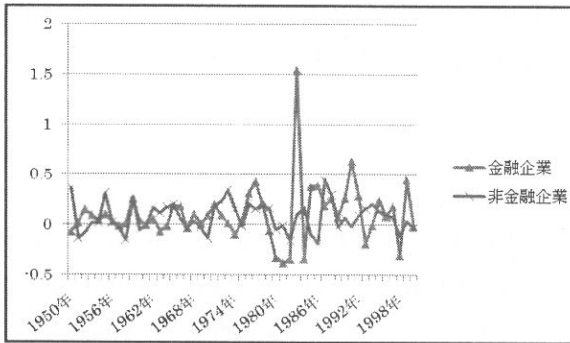


図3-1-① 非金融企業収益と金融企業収益の変化率（単位：％）

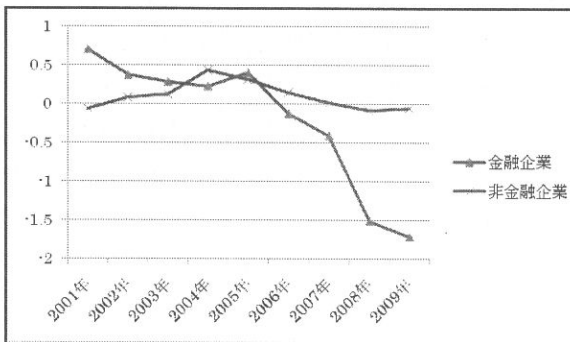


図3-1-② 2001年以降における金融企業と非金融企業の収益率変化率の推移（単位：％）

図3-1-①及び図3-1-②共に「Bureau of Economic Analysis, Annual Industry Accounts」より作成

図3-1の2つの図はアメリカにおける金融企業と非金融企業の純利益の変化率のグラフであるが、2000年までと、それ以降では統計データの集計項目が変化してしまっており、連続したデータを取ることができず、止むを得ず分割してグラフ化を行なった。図3-1-①の前半部分1950年代から1970年代を見ると、非金融企業収益の変化率と金融企業収益の変化率にはほぼ差は存在しない。しかし1980年代、金融企業の収益の増加率が急激に上昇している。この時期、アメリカでは金融の規制緩和が行われており、その影響であると考えられる。また、図3-1-②において2006年以降、金融企業の収益の変化率が急激にマイナスに傾いている。これは今般の金融危機の影響が表れているものと思われる。

このようにアメリカの経済体制は70年代以前の実体経済主導のフォーディズムから、80年代以降の金融主導型の経済体制に変質したと言われているが、それには、やはり業種間の収益の変化率の差が関わっていたためと思われる。

### 3-2 金融資産の増加要因

次に金融資産の増加は何によってもたらされるのか検討をしたい。金融資産を増加させるものは無論投資であるが、その投資は他の経済指標などの要因によって左右される。本節ではアメリカの金融市場に流れ込む要因に限定して考察を行なう。

先ずアメリカの国内への投資であるが、これは政策金利の影響を受け易いと思われる。FFレートが上昇すると長期金利も連動して上昇するのが一般的であり、そうなると金融が引き締められ、市場に流通する資本が制限されてしまうからである。また、海外からの対米証券投資も重要な要素であると思われる。海外からの投資によってアメリカ国内の景気が支えられるからである。また1995年、アメリカにおいて実体経済から金融経済に移行する動きが明確に現れたことがある。1994年まで、アメリカは貿易赤字を解消する為にドル安政策を取っていた。しかし、95年にルービン財務長官によってドル高政策が実施されることになる。前年までは輸出の為にドル安にしていたが、為替差益を狙った投資を呼び込むために方針を変更したと言われている。これによりドルは対円

相場で上昇を続け、対米証券投資の買い越し額も増加し続けることになる。

次の図3-2-①は1990年代のドル円の為替レート、図3-2-②は対米証券投資の買い越し額である。

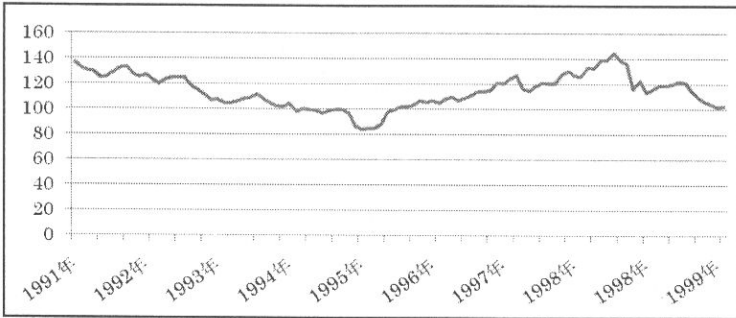


図3-2-① 為替レート（単位：1ドル対円表示）

（出所）『Board of Governors of the Federal Reserve System』より作成

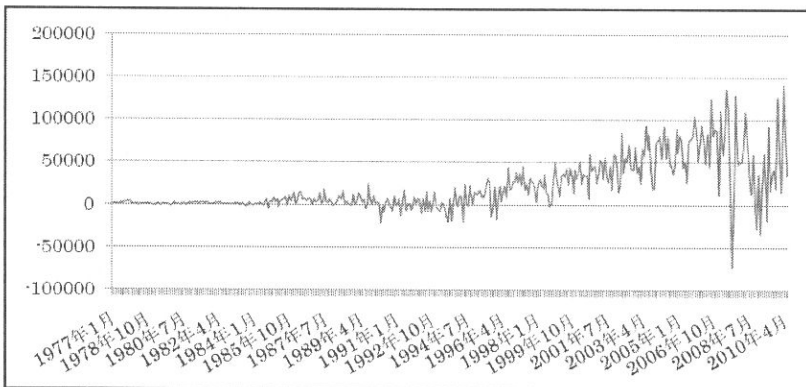


図3-2-② 対米証券投資買い越し額（単位：millions of dollars）

（出所）『U.S. Department of the Treasury』より作成

図3-2-①、図3-2-②のグラフを見ると、やはり95年のドルの上昇トレンドに連動して対米証券投資買い越し額が増加基調に入っている。ドル高によって投資を呼び込む手段は成功したと言える。しかし同時に、輸出による収益、つま

り実体経済での収益の優先度を下げ、金融経済の収益を優先させる体制に変化したということでもある。まさに金融化、金融主導型蓄積体制への歩みである。

このようにアメリカは国内のみならず海外からも投資を呼び込み金融資産の残高を増大させていったと考えられる。

ここで金融資産残高の推移に、本当に対米証券投資とF Fレートが関わっているか検証を行なう。金融資産残高を被説明変数、対米証券投資買い越し額を説明変数、F Fレートの変化率を説明変数として重回帰分析にかけると次のような結果が得られた。

$$\text{回帰式} \quad y = 7.958358086X_1 + 6146793.983X_2 + 2699767.002$$

$$\text{相関係数} \quad 0.745375768$$

$$\text{決定係数} \quad 0.521399269$$

$$\text{t 値} \quad X_1 \quad 3.813281645$$

$$X_2 \quad 3.72768171$$

$$\text{P 値} \quad X_1 \quad 0.000759377$$

$$X_2 \quad 0.000947196$$

$$\text{F 値} \quad 16.2519403$$

$$\text{V I F} \quad 1.015912592$$

$$\text{DW比} \quad 1.743229874$$

得られた式からわかるように金融資産残高の増減と対米証券投資、及びF Fレートの変化率は相関性が高いと言える。決定係数は0.5を超えているので回帰式全体の半分以上は妥当する。

続いて得られた回帰式が有意であるか検定を行なう。先ずt検定であるが、棄却域1%のt境界値は**2.778714523**である。説明変数  $X_1$  (対米証券投資買い

越し額)の係数のt値は**3.813281645**であり、説明変数 $X_1$ の係数が有意でないという帰無仮説が棄却され、t検定における有意性が証明された。同じく説明変数 $X_2$ (FFレート変化率)のt値も**3.72768171**でありt検定をクリアしている。続いてP値による検定を行なう。説明変数のP値は**0.000759377**、説明変数 $X_2$ のP値は**0.000947196**と、共に1%の有意水準より低い値を取っており、P値による検定も有意との判定が得られた。回帰式全体の検定としてF値による検定も行なう。有意水準1%でのF境界値は**5.526334714**で、算出されたF値は**16.2519403**であり、帰無仮説を棄却し、得られた回帰式は有意であると判断できる。

さらに多重共線性の検定を行なった。算出されたVIF(分散拡大要因)は**1.015912592**と非常に小さく、多重共線性の存在も認められなかった。

このように、アメリカの金融資産残高の変動にはFFレートと対米証券投資が関わっていることが確認できた。

### 3-3 デリバティブの役割

これまでは、金融化の進行状況と金融資産が膨張してきた過程を見てきた。本節では、その膨張する金融資産の中でも、近年特に目立っているデリバティブ(金融派生商品)を取り上げる。そして、それが何故膨大な投資資金を吸収することが可能であるのか解説する。

デリバティブとは原資産となる商品の価格や金利、指数に依存して価値が決まる商品である。本来は原資産の価格変動リスクをヘッジすることを目的として作られたものであるが、デリバティブ自体が投機の対象ともなり、市場を膨張させる要因ともなっている。今般の金融危機においてもその存在が目目されることとなったのが、CDSとCDOというデリバティブである。

CDSとは、信用リスクをヘッジする商品で、保証制度と類似した性質を持っている。株や債券などの保有者が、その信用リスクをヘッジするには、売却、保証、そして信用リスクそのものの取引という手段がある。売却の場合、債権の保有者が信用リスクを回避する為に、債権そのものを売却する。債権を売却した原債権者の元には、売却した代金が入り、債権はその信用リスクごと新債

権者に移転する事になる。保証の場合、債権者と債務者の関係は維持したまま、債権者と保証人の間で取引が交わされる。保証人は債務者が債務不履行に陥った場合に契約の履行義務が発生し、債権者に対し元本相当分を支払う事になる。CDSも保証と同様に信用リスクのみを取り扱う金融商品である。信用リスクをヘッジしたい原債権者は第三者であるプロテクションの売り手（CDSの売り手）にプレミアム（手数料）を支払い、プロテクションを購入する。参照組織（債務者）に債務不履行などのクレジットイベントが発生した場合、プロテクションの売り手とプロテクションの買い手の間で決済がなされる。決済手段は現物決済と現金決済の二通りがあり、現物決済とは債権者がプロテクションの売り手に参照組織の債権を引き渡し、代わりに当該債権の元本相当分を受け取る手法である。（図3-3-①）もう一方の現金決済という手段は、プロテクションの売り手がプロテクションの買い手に参照組織の債権の損失分を現金で支払う形式である。（図3-3-②）<sup>(6)</sup> このCDS取引は、プロテクションの売り手、及び買い手に参照組織との取引や契約関係が無くとも売買が可能となっており、当事者間での信用リスクのヘッジ以外に、第三者同士がトレーディング目的で取り扱う事も可能になっている。

このCDS市場が急激に膨張している。次の図3-3-③は全世界におけるCDSの想定残高の推移をグラフ化したものである。

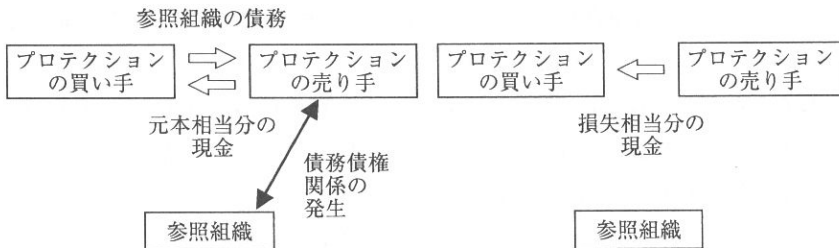


図3-3-① 現物決済モデル

図3-3-② 現金決済モデル

(出所) 河合裕子・糸田真吾 「クレジット・デリバティブのすべて」より引用

(6) 小林一広「CDS取引の実情と問題点について」『広島経済大学経済研究論集』、(2009)、p27



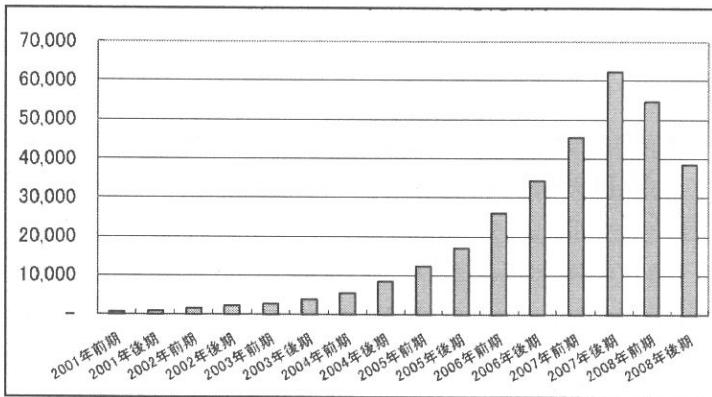


図3-3-③ 全世界におけるCDSの想定残高の推移 (単位: billion of dollars)

(出所)『ISDA Market Survey』より作成

1997年にブラックとショールズがノーベル経済学賞を受賞したことにより、金融工学が脚光を浴び、それがデリバティブ市場拡大の一因となったのであろう。しかし、CDSの想定残高が膨張しているといっても、実際にこれだけの額のCDSが生み出されているわけではない。CDSは債権者や債務者などの当事者以外の第三者も取引が可能であるため、CDSがプロテクションの売り手から最終的なプロテクションの買い手の元に渡るまでに、二次的・三次的に売買を続けられると、その間の取引残高が全て計上されてしまうのである。つまり、図3-3-③で表されている膨張するCDSの想定残高のデータは、CDSの発行残高だけではなく、活発に取引されて市場が膨張している側面も表していると考えられる。

次にCDOであるが、これは資産担保証券の一種である。公社債や貸付債権などの複数の金銭債権を原資産とする証券化商品である。SPV「Special Purpose Vehicle (以下SPVと略記)」と呼ばれる特別目的事業体が、原資の債権者から譲渡された金銭債権を裏付けとして債券や信託受益権を発行し、投資家から資金を集める手段として用いられる。CDOは優先劣後構造を持っており、シニア債、メザニン債、劣後債と分割され、デフォルトやクレジットイベントが発生した場合、シニア債から順に優先的に元本を回収させる仕組みとなって

いる。一般的にシニア、メザニン部分は元本の確保が優先される為、比較的高格付けであり、リスクの高い劣後部分はハイリターンとなる事が多い。また、クレジット・デリバティブを用いたシンセティック CDO というデリバティブ商品も存在する。これは主に二種類あり、一つは金銭債権を SPV に譲渡せず、CDS によって信用リスクを移転した CDO の事である。もう一種は CDS そのものを原資産として組成した CDO である。

さらにもう一点、これらのデリバティブに深く関わるサブプライムローンに触れておかねばならない。サブプライムローンとは通常の信用力のある顧客向けのプライムローンの審査に通らないような信用力の低い所得層に向けた住宅ローンである。住宅価格の上昇分を担保余力に加えられるシステムと、ローン債権を証券化によって売却し、リスクを抱え込まなくても済むという利点から、大量に市場に出回る事となった。

こうして集められたサブプライムローンは証券化の技術によって前述の CDO に形を変えて金融市場に流れるのであるが、本来ハイリスクな存在であるサブプライムローンが、CDO に姿を変えると、計算上ではリスクが軽減されているため、トリプル A などの高格付けの評価を受けるのである。更にその CDO を分割し、高格付け以外の部分を集めて再び別の CDO として組成すると、再び高格付けの CDO が生まれるのである。このように原資にハイリスクな商品を使っているものとしては相応しくない高い格付けが次々と与えられ、投資家に安全な商品と誤解させることとなった。

本章では、金融化の進む状況と、それを促進する要因に焦点を当て検証を行なった。金融企業収益のシェアの増大と、金融資産の増加要因についてはある程度説明がついたと考えている。そして金融化と金融資産の膨張に大きな役割をはたしたデリバティブの解説行なった。

次章では、金融化の進んだ経済体制において、これらの金融商品がどのように金融危機を引き起こしたのかメカニズムの解説と、金融化の促進が経済の不安定性を招くのか検証を行なおう。

## 4 金融化の促進による不安定化

### 4-1 金融危機発生メカニズム

2007年、サブプライムローンの不良債権化が懸念され始め、そこから2008年の金融危機が始まったが、実際にどのようなメカニズムで金融危機に至ったのであろうか。本章では前章で解説したデリバティブがどのように市場に出回り、損失を広げて回ったのかを解説する。

まず注目すべきは、アメリカ国内外の膨大な投資資金がどこに流れ込んできたかである。それはアメリカの住宅市場であった。次の図4-1-①はアメリカの住宅価格の指標であるケース・シラー住宅指数の推移である。

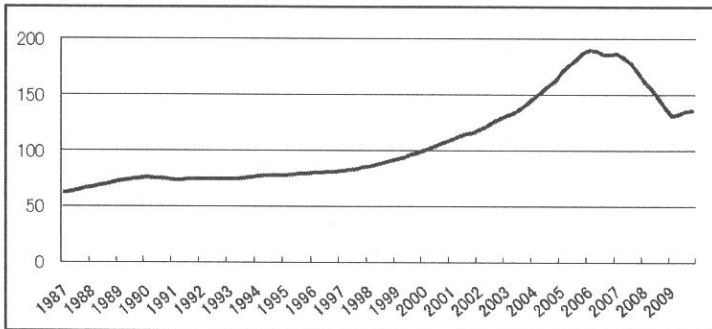


図4-1-① ケース・シラー住宅指数の推移 (単位：ポイント)

「STANDARD & POOR'S」より作成

80年代末から90年代にかけて住宅価格は安定しているが、2000年あたりから上昇の一途を辿っており、この時期に住宅市場に資金が流れ込み易い状況が発生したと考えられる。そのような状況を招いた要因の一つとして、2001年以降、ITバブルの崩壊による景気低迷に対応し、政策金利であるFFレートが段階的に引き下げ続けられたことが挙げられる。その為、市場には大量の流動性が供給されることになった。次の図4-1-②はアメリカにおける通貨供給量の水準

を示したマーシャルのkとFFレートの推移である。

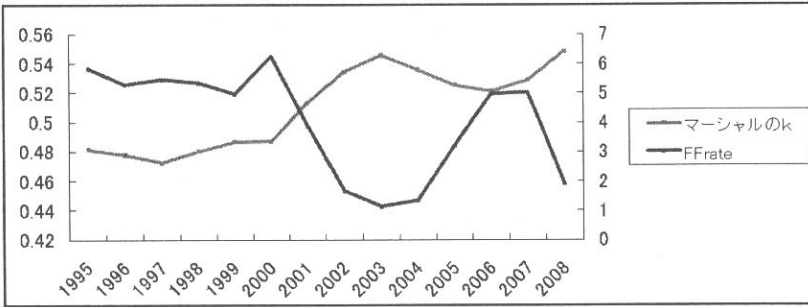


図4-1-② アメリカにおけるマーシャルのk及びFFrateの推移  
(左軸：マーシャルのk、右軸：FFrate (単位：%))

「Board of Governors of the Federal Reserve System」  
「Bureau of Economic Analysis」より作成

2001年以降、景気浮揚の為に大幅にFFレートが引き下げられるのと連動してマーシャルのkが急上昇している。低金利により市中に大量の流動性が供給されたためと考えられる。この大量に生み出された流動性は、同じく低金利によりローンが組み易い状態となっていた住宅市場へと向かうこととなった。その為、2000年代前半、ケース・シラー住宅指数は上昇し続けていた。この住宅価格指数の上昇がサブプライム問題を引き起こした一因となる。アメリカの住宅ローンは取得した不動産の値上がり分の価値を新たに担保余力として加えることが可能になっている。その為、信用力のあるプライム層のみならず、信用力の低いサブプライム層の顧客までが住宅価格の値上がりを見込んでローンを組んで住宅を取得することになった。住宅ローンの拡大と住宅価格の上昇が相互的に作用し合う形である。

更に、住宅ローン、特にリスクの高いサブプライムローンの増加を促進させた要因がもう一つ存在する。それは金融工学による証券化である。信用力の低いサブプライム層のローンは本来ならばハイリスクであるため、ローンの販売には慎重にならなくてはならない。しかし、証券化という手段によって住宅ローン債権を売却し、リスクも共に移転させることが可能になったため、ローン会社は債務不履行についてのリスクを負う必要が無くなった。また、証券化され

た住宅ローン債権は、前章で触れた CDO の原資として投資銀行が必要としていた。そのため、ローン会社はローン債権を大量に売り払うことが可能であった。このように、本来ならば信用力の基準を満たしていた層だけであったローンの組成が、徐々に信用力の低い層にまで拡大していったのである。

そして次の問題は CDO である。ハイリスクなサブプライムローンは、他のローン債権や公社債などの金銭債権と同じく CDO の原資として組み込まれ、新たな金融商品に姿を変えて市場に出回るのである。こうして生み出された CDO は機関投資家に買われたり、更に分割されて再び他の債権と混ぜられて別の CDO として再証券化されることもあった。二次証券化、三次証券化と次々続くこともあったが、金融工学の計算上、リスクは移転、除去できているということであった。また、これらの CDO にリスクヘッジのために CDS が掛けられたり、CDS そのものが原資として CDO に組み込まれることもあった。このような証券化商品の原資となる債権は本来リスクが高く、低格付けである。しかし、証券化の際に優先劣後構造を持たせるなどの手法により、リスクを軽減し、高格付けの証券化商品を次々に生み出す事が可能であった。

次の図4-1-③は、これらの流れを簡略化した図である。サブプライムローンが他の複数の金銭債権と合わせられ CDO が組成され、それが再び分割され再証券化される。こうして市場に把握できない程の CDO、CDS が出回ることとなった。

ここで、サブプライムローンに債務不履行などの問題が発生するとどうなるか。図4-3の左端に位置するサブプライムローンが不良債権化したと仮定する。原資となるサブプライムローンが不良債権化すると、それを用いて組成された CDO に損失が発生する。次いで、その CDO を分割し二次証券化して組成された CDO にも損害が発生する。さらに、保証のために掛けられていた CDS にもクレジットイベントが発生し、CDS の売り手は債権の損失分を補填しなければならない。このように、サブプライムローンが一つ焦げ付くだけで、それに関わる、もしくは関わっている可能性がある証券化商品全てに影響が波及し、損害が連鎖的に発生するのである。これらのデリバティブは取引所取引ではないため、実体が把握できず、更に不安を招くこととなった。

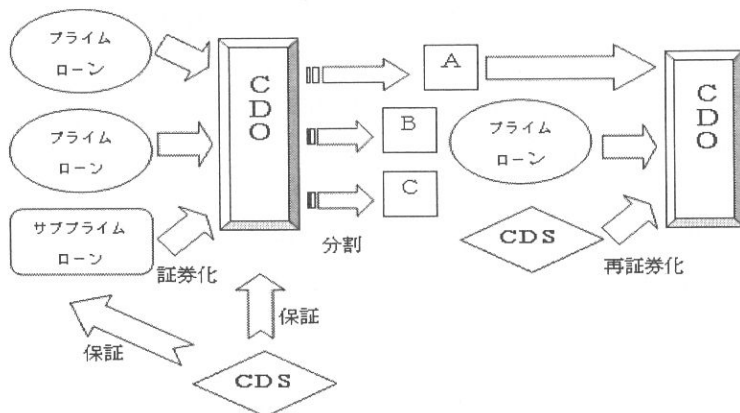


図4-1-③ 筆者が作成した金銭債権を用いたCDO組成のモデル

CDS、CDOに代表されるデリバティブが蓄積され続け、更なる収益を生む経済体制はレギュレーション学派によるところの金融主導型蓄積体制と合致していると考えられる。フォーティズムの場合においては、生産性の向上が収益の拡大に繋がっていた。それが金融主導型蓄積体制では株価の上昇が収益の拡大に繋がり、収益はさらに金融商品に投資され収益性を高める。今般のITバブル崩壊以降から金融危機までのアメリカの金融市場に牽引された経済体制に限れば、収益は株価の上昇ではなく、住宅価格に裏付けされたものであったと言える。

この金融面の影響力が増大した経済体制は、経済の不安定化を招くと言及もある。小倉将志郎(2006)は、ミューチュアル・ファンドの拡大が金融市場の不安定化を招く可能性に触れ、「ファンドの保有証券の価格、特に株価の暴落時にファンドから大量資金流出が生じる可能性が、金融市場や実体経済を潜在的に不安定化させているおそれがある」としている。<sup>(7)</sup> 高倉泰夫(2008)も金融化によって過剰蓄積、あるいは不安定性がもたらされる可能性について触れている。確かに金融化が進み、金融資産の蓄積された近年のアメリカ経済は急激な変動に見舞われることとなった。この金融面、特にデリバティブの膨張

(7) 小倉将志郎「米国における金融部門の収益の拡大と資金循環構造の変化」『証券経済研究第55号』(2006)

をフローチャートにすると次の図の4-1-④のようになる。

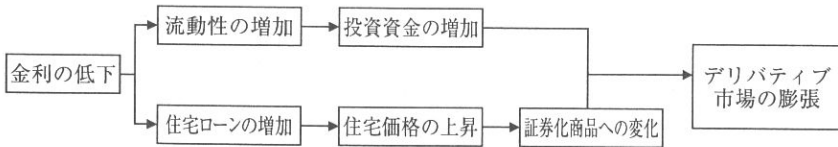


図4-1-④ 筆者が作成したデリバティブ市場の膨張の仕組み

次節では、金融化の進展と経済変動に相関性があるのか検証を行なう。

#### 4-2 金融化と経済変動

本節では経済の金融化が経済を不安定化させているかを確認する。前節で触れられていた通り、金融化の促進と経済の不安定性は関連していると考えられるため、これらの関連性を検証する。金融化の基準には全企業収益に占める金融企業収益のシェアの数値を取るのが適当であると思われる。実体経済の変動には GDP の変動、標準偏差を取ることとする。この全企業収益に占める金融企業の収益のシェアと実体経済の変動の2点を分析にかけることにより、金融化と実体経済がどのように連動しているか判断することが可能であると思われる。まずはこの2点の散布図を取り、経済変動と金融化の関連性を示したい。

図の縦軸は経済変動の大きさを表す GDP の5年標準偏差である。これは GDP の時系列データから毎年5年間の長さの標準偏差を導き出しており、経済変動の大きさを測るものである。同様に移動勾配にすることも考えられる。横軸には全企業収益に占める金融企業収益のシェアを取っている。金融収益の比率が小さいと経済変動の大きさも小さく、金融収益の比率が上昇するに伴い経済変動の大きさも拡大しているのが確認できる。この散布図からは金融化と経済変動が連動していると判断できる。更にこの2変数を回帰分析にかけて得られたデータの有意性を検証する。次の数式は被説明変数に経済変動の大きさの目安である GDP の5年標準偏差を取り、説明変数に全企業収益に占める金融企業シェアを取って回帰分析に掛けて得られた結果である。

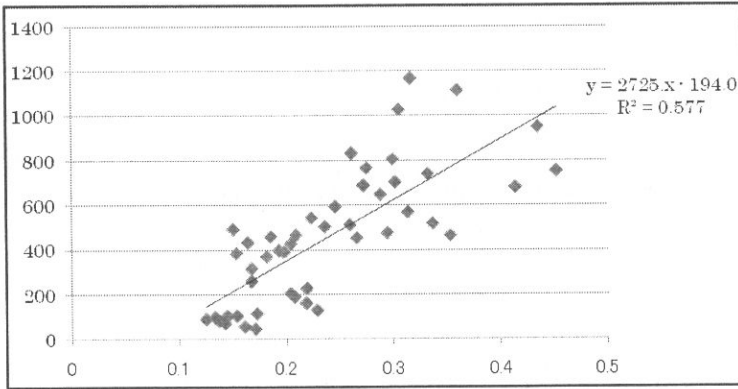


図4-2 金融化と経済変動の関連性

(縦軸：GDP 5年標準偏差、横軸：全企業収益に占める金融企業収益のシェア)

(出所) 『Dow Jones Industrial Average Performance Report』  
『GPO Access, Economic Report of the President』より作成

回帰式  $y = 2725.202244X_1 - 194.045079$

相関係数 0.765643606

決定係数 0.577014801

t 値 7.984412946

P 値  $3.63193E - 1010$

F 値 63.75085009

まずは相関性から見てみていこう。相関係数は**0.765643606**という一応の数値が得られた。金融化と経済変動の大きさには、かなりの相関性が存在すると認められる。その決定係数は**0.577014801**と若干数値は落ちるが、それでもこの回帰式で全体の6割近い妥当性があるという結果であった。次に回帰式が適切であるかを確認するために説明変数の有意性の検定を行なう。算出された説明変数のt値は**7.984412946**である。この回帰式における棄却域1%のt境界



値は**2.689585012**であり、説明変数の係数が有意でないという帰無仮説は棄却され、 $t$  検定における有意性が確認できた。続いて  $P$  値による検定を行なう。算出された  $P$  値は**3.63193E-10**という非常に小さい値が得られた。 $P$  検定でも説明変数が有意であることが確認できる。さらに  $F$  値による検定を行なう。棄却域 1% の  $F$  境界値は**7.233867537**である。算出された  $F$  値は**63.75085009**で、 $F$  境界値を超えており、気無仮説を棄却、回帰式の有意性を証明することができた。

このように本節では、経済変動の大きさは全企業収益に占める金融収益のシェア、つまり金融化の進行程度とある程度連動しているという事が確認できた。具体的な原因までは検証できないが、経済の金融化が不安定性を招くという各論者の説は正鵠を得た見解であったと言える。

また、この金融化の進行に規則性は無いか検証を行なう。規則性を見出す事が出来れば、今後の金融化の進行状況の予測や、金融化に連動している経済変動もある程度予測することが可能になるためである。この金融化の状況の分析には、一次元位相図を用いる。一次元位相図とは、横軸に分析したいデータを取り、縦軸にそのデータから導かれた傾きを表す移動勾配を取ったものを用いる。

次の図4-3は第3章第1節の図3-1の全企業収益に占める金融企業収益のデータから移動平均と移動勾配を導き出して一次元位相図にしたものである。

この図4-3を見ると、縦軸の移動勾配が上昇と下降を規則的に続けており、更に金融化の比率を表す横軸の移動平均が増加するのに従い、移動勾配の振幅が増大していることがわかる。これは金融化が進行するほど、金融化の変動幅も大きくなるということである。また、一度大きく金融化の比率を上げた直後は必ず急落する習性を示している。さらにこの図では、金融化の変動に周期的規則的な動きを表しており、金融化の今後の動きを予想する事に役立つと思われる。

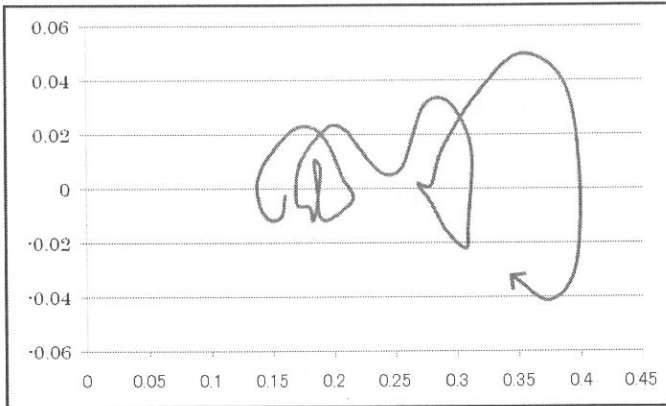


図4-3 全企業収益に占める金融企業収益の割合の一次元位相図  
(縦軸：移動勾配、横軸：移動平均)

(出所)『GPO Access, Economic Report of the President』より作成

## 5 ま と め

本論文では、経済の金融化と呼ばれる現象が実際に発生しているのかをアメリカの統計データを用いて検証を行ない、更にその経済の金融化が不安定化を招いているのかという点について検証を行なった。経済が金融化するということは、ただ金融市場や金融資産の残高のみが膨張するという意味ではなく、全企業収益に占める金融企業の収益の増加、つまり実体経済に比べて金融経済の規模が過大になっていくのである。このような状況が発生し、促進された背景は一概には言えない。しかし、その一因としては先ず実体経済の期待収益の伸び悩みが挙げられる。戦後から1970年代のフォーディズムのモデルに当てはめられる経済体制の時代では、生産が収益に繋がりに、収益の上昇が生産性の上昇を促すという双方向に影響を与え合う好循環が続いていた。しかし、経済が成長するにつれ実体経済の生産によって上げられる収益は逡減し始める。そこで、生産に裏付けられた収益から株価に裏付けられた金融経済にシフトが始まった

のである。

次に景気刺激策の影響が考えられる。景気低迷に対して金融緩和政策が取られ、大量の流動性が市場に供給される。そうして市場に溢れた流動性が投資先を求め金融市場に流れて金融の膨張を招くのである。海外からの投資を呼び込む為のドル高政策の影響も大きかったと思われる。ドル高が進み続ければ海外から為替差益を見越した投資が呼び込める為、このような政策が取られたが、結果として金融化を促進させるという副作用をもたらすこととなった。

そして現代のアメリカにおける経済の金融化を理解する為に最も重要な要素はデリバティブ、および金融工学である。金融工学の手法により、株式や債券、その他の有価証券のリスクを操作できるようになった。有価証券のリスクの分散や軽減、更には移転が可能になり、大量のハイリスクな商品を市場に流れ込ませ、同じく大量のデリバティブを生み出すこととなった。但し、リスクに関しては消滅するわけではなく分散されたり、移転させたりすることにより見え難くなるだけで、決してリスクそのものが消え去るわけではない。しかし、形式上は金融工学によりリスクは除去されているため、市場参加者に安心感を与えてしまった点は否めない。

また、この金融工学によって生み出されたデリバティブが上記の大量の流動性、投資資本の受け皿となる為、金融資産の膨張を招く要因ともなった。原資となる債権が存在しなくても保証や再証券化、再々証券化の手法により、ほぼ無尽蔵に金融商品を増加させ、投資資本を吸収することが可能なのである。頭打ち状態で投資による期待収益の向上が期待できない实体经济から、投資余地のある金融経済にシフトしたのは自然なことであるとも思える。しかし、今般の金融危機はハイリスクなローン債権を吸収して膨れ上がったデリバティブが発端となっている。

結論： 冒頭の仮説の検証結果は次の3点と確定できる。企業の収益構造が金融部門に偏る状況や金融業界そのものが膨張する「金融の膨張」。景気浮揚効果を求めて市場に集められる膨大な投資資本。そして膨大な資本を吸収して複雑なデリバティブに姿を変える「金融工学」である。

第一に金融の膨張であるが、これは実体経済の脆弱さから発生した現象である。次の第二の要因である膨大な投資資本も共に同じ理由で、実体経済が投資先として期待が持てないために金融に流れてしまうのである。そして第三の要因である金融工学はリスクの隠蔽と、膨大な資本を吸収して金融資産を膨張させてしまう。そしてこれらの要因によって経済の金融化が進み、経済に不安定性をもたらしてきたのである。以上の点が決定的に重要である。

これらの問題を解決するためには、如何に実体経済に投資資本を向かわせるかということ、そしてリスクを見え難くするデリバティブに一定の規制をかけることが重要であり、そのようなシステムの考案、構築は今後の課題としたい。

#### 参考文献

- 【1】 井村喜代子 (2010) 『世界的金融危機の構図』、勁草書房
- 【2】 岩田年浩 (1999) 『ダイナミック経済学』、窓社
- 【3】 岩田年浩 (2009) 『科学が明らかにした投資変動の予測力』、学文社
- 【4】 小倉将志郎 (2009) 「経済の『金融化 (Financialization)』と金融機関収益の拡大」 『証券経済学会第67回全国大会プログラム・報告要旨』、証券経済学会
- 【5】 河合裕子・糸田真吾 (2007) 『クレジット・デリバティブのすべて 第2版』、財経詳報社
- 【6】 コスタス・ラバヴィツァス (2010) 「金融化と資本主義的蓄積」 『季刊経済理論』47巻1号、桜井書店
- 【7】 小林一広 (2009) 「CDS取引の実情と問題点について」 『広島経済大学経済研究論集』、広島経済大学経済学会
- 【8】 佐賀卓雄 (2009) 「金融システム危機と金融規制改革」 『証券経済研究』、日本証券経済研究所
- 【9】 ジョン・カシディー (2009) 『「世界大不況」は誰が引き起こしたか』、講談社
- 【10】 岡岡正弘 (1989) 『「1929年大恐慌」の謎』、ダイヤモンド社
- 【11】 高倉泰夫 (2008) 「金融主導型蓄積体制と金融化」 『経営と経済88巻第3号』、長崎大学経済学会
- 【12】 高田創、柴崎健、石原哲夫 (2009) 『金融社会主義』、東洋経済新報社
- 【13】 高田太久吉 (2008) 「「経済の金融化」は資本主義をどこに導くか」 『経済』155号、新日本出版社
- 【14】 高田太久吉 (2009) 『金融恐慌を読み解く』、新日本出版社
- 【15】 建部正義 (2009) 「金融サイドから見たサブプライムローン・ショック」

『季刊経済理論46巻1号』、桜井書店

- 【16】 日本経済新聞社 (2009) 『大収縮 検証・グローバル危機』、日本経済新聞出版社
- 【17】 広瀬 隆 (2009) 『資本主義崩壊の首謀者達』、集英社
- 【18】 山田鋭夫、須藤修 (1991) 『ポスト・フォーディズム』、大村書店
- 【19】 ロベール・ボワイエ (2009) 「歴史的パースペクティブからみたサブプライム危機」『季刊経済理論46巻1号』、桜井書店
- 【20】 ローレンス・マクドナルド、パトリック・ロビンソン (2009) 『金融大狂乱』、徳間書店
- 【21】 NHK 取材班 (2009) 『マネー資本主義』、NHK 出版
- 【22】 Epstein, Gerald A (2005), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar.
- 【23】 Erturk, Ismail (2008), *Financialization at work*, Routledge.
- 【24】 ORHANGAZI, OZGUR (2008), *FINANCIALIZATION AND THE US ECONOMY*, Edward Elgar.
- 【25】 Minsky, Hyman (1986), *Stabilizing an unstable economy*, Yale University Press.

#### 参考 URL

- 1 Bank for International Settlements <http://www.bis.org/>
- 2 Board of Governors of the Federal Reserve System  
<http://www.federalreserve.gov/default.htm>
- 3 Dow Jones <http://www.dowjones.com/>
- 4 GPO Access <http://www.gpoaccess.gov/>
- 5 Infoseek マネー <http://money.www.infoseek.co.jp/>
- 6 International Swaps and Derivatives Association  
<http://www.isda.org/>
- 7 Standard & Poor's <http://www.standardandpoors.com/home/en/us>
- 8 U.S. Bureau of Economics <http://www.bea.gov/>
- 9 U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY  
<http://www.treas.gov/index.html>

#### 謝辞

本研究を進めるにあたり、関西大学総合情報学部の岩田年浩教授と大阪経済法科大学経済学部の深瀬澄教授から大変有益な助言を頂戴しました。諸先生方のご助力が無ければ本稿の完成はありえませんでした。ここに深く感謝の意を表します。なお、本稿におけるあり得る過誤の責任は筆者にあります。

(2011年3月31日)

