

時論

金融危機の下地となる「経済の金融化」

リーマン・ショックから10年の節目となる昨今、多くの経済学者やエコノミストが、その原因・教訓に関する様々な見解を披露した。

そのコンセンサスをラフにまとめると、「リーマン・ショックが100年に1度と言われるようなグローバル金融危機にまで深刻化した要因は、①複雑な証券化商品を生んだ金融工学への過度な信頼、②高レバレッジやオフバランス子会社を安易に活用して利益を追求した投資銀行の暴走、③米国ドルの流動性喪失に対する備えの不備、④金融監督・規制当局の慢心とルールの不備—であった」「こうした教訓から、バーゼル規制等において銀行の自己資本や流動性の強化、レバレッジの抑制、業務範囲の規制が進められ、国際的な金融システムの頑健性は高まったが、シャドーバンキングの勃興、新興国の過大債務、先進国の政府債務など懸念材料は残存しており、警戒は怠れない」といったところであろう。

これはこれでその通りではあるが、今後発生する金融危機はリーマン・ショックとは違う姿で現れるであろうことを考えると、将来への教訓を引き出すためには、「リーマン・ショック固有論」に終始するのではなく、過去の金融危機や金融危機以外の事象も視野に入れて、リーマン・ショックを引き起こした構造的かつ長期的な要因を洞察する必要があるのではないかと。

その一つとして「経済の金融化(financialization)」が挙げられる。「金融化」とは、今日の主流派経済学である新自由主義に批判的な立場を取る学派が提唱している概念であり、80年代以降の先進国(とりわけ米国)において、経済全体におけるマネースtock/フロー・金融市場・金融機関の影響力、金融利益を追求する動機付けが増大している現象を警戒的に捉えるものである。

具体的には、①実態経済をはるかに上回るピッチで拡大する金融資産と金融市場、②国境を越えた金融取引の増大、③金融機関等(含む機関投資家・ファンド・SPC等)の資金力と影響力の増大、④金融工学を駆使した金融商品の開発とその膨張、⑤実態経済から乖離した市況の大幅な変動と金融危機の頻発、⑥信用力が低い領域(新興国、低格付企業等)における債務の増加—といった事象である。

巷間、見聞する「金融の肥大化」「カジノ資本主義」「尻尾(金融)が犬(実態経済)を振る」は、特定の事象をジャーナリストティックに表現している嫌いはあるが、その描く風景は概ね同じである。

金融化の姿や進行度合いは国・地域毎で違いはあるが、共通する背景は次のようなものである。①一定水準の経済成長が持続する下、相応の金融資産が金融機関等に蓄積された、②80年代以降、生産性の伸び鈍化等により経済成長率、物価上昇率、資金需要が趨勢的に低下するとともに、金融政策も緩和スタンスが強化され、金利もクレジットスプレッドも超低水準まで低下した、③このため十分なリターンを確保できる運用対象が不足し、運用難に直面した金融機関等は投融資基準の緩和、少しでも高い利回りを求めて投融資先を探す「イールド・ハント」を徐々に強めた、④この間、金融の自由化・グローバル化が推進され、これに先端の金融工学が加わり、高リターンを企図した証券化商品・金融派生商品の開発、ファンド等の組成が相次いだ、⑤金融機関等は証券化商品等への投資のほか、貸出やレポ/CP市場を通じてファンド等向けに資金を供給した(特に米国)、⑥こうして預金取扱機関を仲介した伝統的なルート以外でも信用創造が増大し、金融資産はさらに増大したが、十分なリターンが確保できる運用対象は依然、不足した、⑦このため、金融機関等の「イールド・ハント」はむしろ強まり、将来見通しの楽観・慎

重・悲観の変化に伴って、金融市場に流入する資金規模も増大した、⑧この結果、市況の変動は実態経済とかけ離れて大幅なものとなり、バブルの生成と崩壊や金融危機が発生する頻度も高まった、⑨また有望と見なされる分野にはマネーが一気に流入し、供給過剰を引き起こしやすくなった。

このような金融化の具体的事象や過去からの経緯・背景については、金融業界に身を置く人であれば、直感的に理解できるであろう。要するに、実態経済において成長力が鈍化し、膨大な資金需要を伴う設備・インフラ投資が減少し、金利もクレジットスプレッドも超低水準が長期化するという条件の下では、膨れ上がった金融資産すべてに十分なリターンをもたらす投融資機会が構造的に不足するのは自然・必然であって、こうした意味での「カネ余り」「過剰流動性」と金融機関等の「イールド・ハント」が80年代以降存在し続け、強まっているということが金融化の本質である。

この金融化という下地があり、その上にその時々個別要因が加わって、平成バブル、アジア通貨危機、ITバブル、リーマン・ショック等のバブルの生成と崩壊、それに伴う金融危機が繰り返され、足元では草食系バブル(安全資産が集中的に買い進められ、安全とは言えないバブル的価格に高騰する)という姿で現れていると読み解くべきであろう。

今後、第4次産業革命の進展、新興国の経済成長に伴う設備・インフラ投資需要の拡大が見込まれるものの、世界の金融機関等に蓄積された膨大な金融資産規模を勘案すると、十分なリターンが確保できる運用対象の不足は解消されず、「カネ余り」「過剰流動性」「イールド・ハント」に集約される金融化は容易には変わらないと考えるべきであろう。また、リーマン・ショック後の各種金融監督・規制は金融化そのものの抑制を企図したものではない以上、対症療法に過ぎないと見なすべきだろう。

昨今、コーポレートガバナンス・コードやスチュアードシップ・コードを通じた企業統治の動きが強まり、株式市場が企業の「資金調達場」というよりも「株主還元場」になりつつあることは、株主たる金融機関等が利益分配において企業に対する影響力を強めようとしていることの表れと見られる。また近年、企業は有形固定資産投資よりも、M&A等金融・財務的投資に傾斜するという「事業投資会社」的性格を強めている。こうした事象も金融化が下地となっていると言えよう。

金融化の果実もあった。企業はより機動的かつ低コストの資金調達が可能となり、新興国の成長率は加速し、数億人の人々が貧困層から(準)中間層にテイクオフした。金融業界では資産管理ビジネスが一大事業となった。しかしその一方、金融化の進行は上記のように金融危機の下地となり、家計の資産形成や企業の経営判断における金融市場の影響を格段に高め、その中には望ましくないものがあるかもしれない。格差拡大を助長して今日のポピュリズム台頭の一因になっているかもしれない。

以上のように考えると、リーマン・ショック10年を機に金融機関が学ぶべきことは、リーマン・ショック単独ないし金融危機に絞った原因究明と教訓抽出に止まらず、80年代以降の世界経済(より大きく言えば資本主義経済)を覆っている「金融化」という大きな潮流を認識することであろう。

金融機関は金融化の真っ只中にあり、その中でその副作用や難点を増幅することなく、巻き込まれることなく、顧客を巻き込むことなく、いかなる収益モデル・リスク管理体制を確立し、金融化の効用を引き出すか—こうした視点・視座を持つ契機としたい。

(フェロー役員 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。