

# 金融債務の拡大と金融化現象(1)―日本

中野 瑞彦

## はじめに

2008年9月15日のリーマン・ショック発生以来、10年が経過した。リーマン・ショックの原因となったサブプライム・ローンは、周知の通り米国の信用度の低い債務者に対する住宅ローンであり、これが証券化されて販売されたことが、金融危機が世界的に拡散した原因であった。金融債務の証券化の背景には、金融取引が拡大する中で金融債務を市場で流通可能とするよう制度が整備されたことがある。言い換えれば、金融取引の拡大が金融債務の証券化を要求したのであり、また同時に証券化の進展が金融取引の拡大に拍車をかけたのである。金融取引は、企業部門、政府部門のみならず家計部門でも拡大している。本稿では、日本経済の金融化について金融債務の拡大に焦点を当て、その中で金融機関とりわけ銀行の関わり方について検討する。さらに、次稿「金融債務の拡大と金融化現象(2)」において米国の金融化と金融機関のかかわり方について検討する予定である。

なお、本稿は『信用理論研究』(2018年5月)に掲載された「日本経済の金融化と金融業の未来」をベースに、加筆・修正したものである。

## 1. リーマン・ショックの教訓

### (1) リーマン・ショック後の金融状況

リーマン・ショックは、2000年代初頭のITバブル崩壊後に米国が実施した大幅且つ長期にわたる金融緩和と規制緩和がもたらした悲劇的な結末で

---

キーワード：金融化、金融債務の拡大、金融技術の革新

あった。サブプライム・ローン証券化した金融商品は全世界で販売され、多くの金融機関や機関投資家は複雑な仕組みが理解できないままその金融商品を購入した。また、証券化ビジネスの中心に位置していた米国の投資銀行は、本来であれば組成した商品を外部に売りさばいてリスクを回避すべきであったが、現実には自らの収益確保のために抱え込み、結果的に大規模な損失を出すに至った。

米国はその後長期間にわたって低成長に苦しんだが、表面的には2016年ごろから景気が回復に向かい、米国連邦準備制度理事会（以下、FRB）は2015年12月からフェデラル・ファンド・レート（FFレート）の誘導水準を段階的に引き上げ、超金融緩和状態から脱出するための地ならしを始めた。その後、2018年にはFFレートの誘導水準を3回にわたって引き上げて超金融緩和状態から脱出した。この結果、FFレートの誘導水準はリーマン・ショック直後の0.00-0.25%から、2018年9月末時点で2.00-2.25%にまで上昇した<sup>1)</sup>。この中で貸出金利の上昇によって米銀の収益も回復基調を辿っており、金融活動が再び活発化している。一方で、EUや日本では超金融緩和状態が続いている。EUは既に脱出を探る状況となっているが、日本は黒田日本銀行総裁の下で2013年4月に量的質的金融緩和政策の公表・実施、2016年1月にマイナス金利政策の公表、同2月に実施、2016年9月のイールド・カーブ・コントロール付量的質的金融緩和政策の公表・実施と矢継ぎ早に新たな金融政策を導入してきたが、米国とは対照的に依然として超金融緩和状態から脱出する展望が見えない状況が続いている。

## (2) 金融債務の証券化

サブプライム・ローン問題とその後のリーマン・ショックの中で批判された対象の一つに、金融債務の証券化がある。サブプライム・ローンを基に組成された証券は、信用力の低い債務者向けの住宅ローン債権を証券化し、こ

---

1) FRBは既に公定歩合を2010年2月に0.25%ポイント引き上げて0.75%としていた。

れを複数組み合わせることによって証券の購入者に本来の信用度が見えにくくなったことが指摘された。あるいは、住宅ローン債権とクレジット・カード債権、自動車ローン債権などを組み合わせて証券化し、当該証券の信用度を判別しにくい金融商品も組成された。確かに、複雑な証券化によってリスクが不透明になるという問題は金融債務の証券化に伴う重要な問題だが、証券化そのものをリスクの元凶として否定する考え方は妥当ではない。

一方で、金融債務の証券化によって投資家の選択肢が広がったことは事実である。日本の例を見ると、民間金融債務の証券化が一部に限られていた1970年代や1980年代であっても、政府政務を証券化した国債の発行額は逐次増加し、その残高は2017年末時点で名目GDPの約2倍にまで膨張しているのは周知の事実である。国債という手段がなければ、政府債務をここまで増加させることは困難であった。

ただし、証券化が金融債務の増加に結びつくためには、制度設計に加え当該証券を購入する投資家の存在が不可欠である。日本では米国に比べリスク・テイクをする投資家が限られており、民間金融債務の証券化には限度がある。つまり、経済の金融化を金融取引の取引拡大と捉え、さらに金融取引を債務と債権の両面から捉えるのであれば、債権を保有しようとする投資家がどの程度の規模で存在するか、さらに投資家はその債権のリスクをどの程度理解しているかが、経済の金融化の進展を規定する一つの要因になる。リーマン・ショックの教訓は、証券化された金融債務のリスクに対する投資家の認識がいかに甘かったかということであろう。

## 2. 経済の金融化現象をどう捉えるか

経済の金融化とはどのような現象を指すのか明確な定義はない。そもそも実物経済と金融取引は経済活動の両輪であり、片方を外して議論するのは適当ではない。現代の資本主義経済では金融取引が企業・家計の経済活動に広範囲に関わっている。その過程で金融資産の規模や金融取引の額が実物経済に比べ飛躍的に増大した状態、並びにこれまで相対取引の中に留まっていた

ものが金融商品に加工され市場で取引されるようになった状態を金融化と捉えることができよう。

銀行部門を中心としたかつての金融拡大と今日の金融化の質的相違点は、実物経済を金融的に異様に拡張した取引市場が拡大していることである。とりわけ、デリバティブや証券化などの金融技術の発展によって、金融取引が時間的・空間的に拡大し、債権・債務が膨れ上がっている。具体的には、一つの取引に対して売りと買いのオプションを組み合わせるSynthetic商品を取引したり、当事者でないにもかかわらずある企業の信用度を対象としたCDS (Credit Default Swap) を取引したりするなど、金融のみの取引が拡大している。このような金融に特化した取引が拡大する背景には金融技術の革新があるが、同時に金融のみの取引で何らかの金融ショックがあれば、その余波は実物経済の金融取引に波及し金融市場が大きく毀損することは、既にリーマン・ショックによって明らかとなっている。

金融革新について、ボワイエは以下のように述べている。「その昔、金融イノベーションの大部分は、実物領域の経済活動を促進する機能を持っていた。具体的には、投資資金の調達、企業の資金繰り、耐久財の購入、住宅の取得、公債のファイナンス—中約—これに対してファイナンス理論の発展によって現れたのは、一連の膨大で純粋な金融イノベーションである。これらのイノベーションは金融活動それ自体を促進することしか目指していないという意味で、純粋である。」(ボワイエ, 2011, 24頁, 下線は筆者)

こうした観点を踏まえて筆者は、経済の金融化について、実物経済を金融面から時間的・空間的に拡張したものと捉えている。かつて金融取引は実物取引に付随するものでしかなかった。これが先物の登場により、金融取引は時間的に将来方向へ拡張されるようになった(図1-1)。先物価格は資本還元によって決定されるが、還元の際に使用される割引率は将来の成長率やインフレ率など不確定要素によって変動するため、その影響を受けて期待が変化し、先物価格も変動する。これに加えて、1970年代の金融革新により、オプション、スワップなどのデリバティブ取引が発達した(図1-2)。オブ

ションは先物を空間的に増幅する効果があり、スワップは同種ないし全く脈絡のない異種との取引を関連づける効果がある。後者の典型は、シンセティックCDSであろう。これは実体取引からかけ離れた賭博行為に過ぎない<sup>2)</sup>。

金融化の特徴は、将来の期待を容易に現時点に引き直すことができる点にある。実物経済が高成長から低成長に移行する状況下で、金融に関する規制緩和や自由化が進められて期待はむしろ増幅されるようになった。重要なことは、こうした金融取引を支えている期待という「柱」は、将来の生産活動すなわち労働が生み出すであろうと想定した価値だという点である。例えば、住宅ローンの組成も将来の所得からの返済を前提にしている。この将来の生産活動に対する期待が何等かの事情によって収縮すれば、将来の価格を支えていた期待が一気に失われ、金融取引は瞬間に収縮する。実物経済が標準的な成長率で推移していればそれに即して相応の期待が形成されるが、バブル経済期のように何らかの要因により根拠のないままに期待が大幅に引き上げられると、それに連れて上昇した価格は脆弱なものとなる。その後、価格を支える「柱」である実物経済の将来への期待が崩壊するとともに価格は暴落し、金融危機が発生する。

金融化をもたらすもう一つの重要な要因は、金融制度の設計とその規制緩和である。住宅ローン制度がなければ住宅購入に伴う金融化は発生しないし、証券化が認可されていなければ貸付債権が分割されて市場で取引されることもなかった。現代の資本主義経済はその行き詰まりの解決策の一つとして金融に突破口を見出したが、これを実現するためには金融制度の規制を緩和したり、新たな取引を制度化したりしなくてはならなかった。つまり、相対取引を制度化して市場取引に拡大し、リスク・テイクの参加者を増やすことが必要だったのである。

その意味では、実物経済と著しく乖離して金融化が進むメカニズムはない

---

2) 筆者の知るところでは、1990年代後半に外資系金融機関が機関投資家にCDSを売り込んだ。これを購入したある機関投資家は、1997年12月の東食株式会社の破綻により一度の取引で10億円程度の損失を余儀なくされた。

と考えられる。金融化が進むためには、一定の金融資本の蓄積それも各経済部門が相当の蓄積を保有することに加え、発達した金融制度と金融市場とが必要である。こうした条件が整備されるためには、実物経済が高度に発達していなければならない。実物経済が未発達国においては、特定の希少資源が発見されこれが一時的な投機現象を招くことはありえるが、それは現代の資本主義経済のように、経済システムに組み込まれた金融化とは言えない。

図 1-1. 先物取引のみの金融化

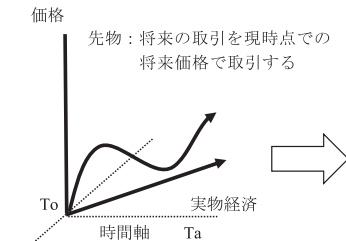
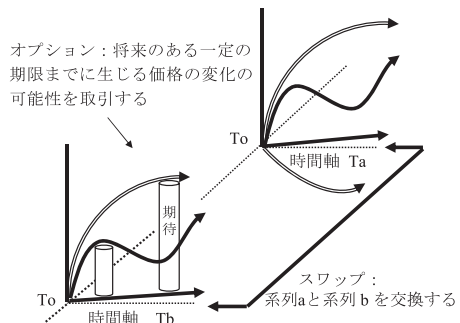


図 1-2. デリバティブ取引による金融化



(注)筆者作成

### 3. 日本経済の金融化の状況

#### (1) 金融化の量的側面

金融化の計測については様々な議論がある。民間非金融機関や家計の金融資産が顕著に増加している点は、先行研究でも明らかにされてきた。例えば、小西は資本金10億円以上の企業の有形固定資産、金融総資産、貨幣資本総計の推移を示した上で、1998年以降は有形固定資産と負債の増加が一服する一方で、金融総資産の増大が顕著になっていること、その背景に現実資本の蓄積の停滞と貨幣資本の蓄積があることを指摘している（小西，2014，212-215頁）。この結果、金融総資産に現金・預金を加えた貨幣資本総計は金融総資産とほぼ平行に増加している。

これに対し、本稿では金融化の状況を経済セクターの金融債務面から把握

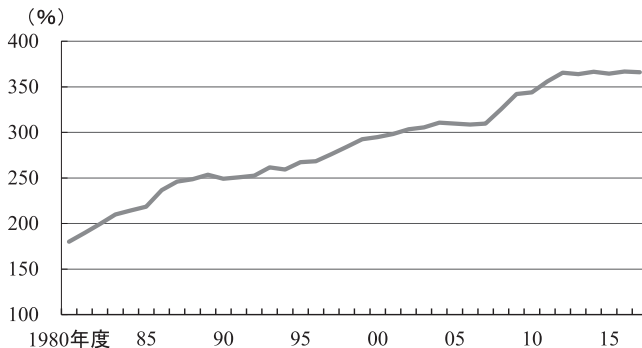
する。その理由は金融資産額は市場価格の変動により変化し把握しにくいこと、同時に金融債権の裏側には金融債務があり債務のチャネルの多様化が金融化の推進力となっているからである。経済セクターのうち、民間企業（民間非金融機関）、家計、一般政府の債務残高合計について対名目GDP比の推移を見ると、1980年度には約180%であったが、バブル経済期に上昇し、1990年度には約250%に達した（図2、表1）。この10年間に名目GDPは1.8倍となったが、債務残高は民間企業が2.6倍、家計が2.7倍、政府が2.2倍であり、軒並み2倍を超える膨張を示した。この背景にバブル経済があるのは周知の通りである。ところが、1990年度から2000年度にかけて名目GDPが1.2倍となる中で、債務残高は民間企業が0.9倍と減少したのに対し、家計は1.3倍、政府は2.6倍となった。更に、2010年度にかけては、名目GDPが0.9倍と減少する中で、民間企業、家計ともに債務残高が減少したのに対し、政府のみ残高が増加した。一口に金融化といっても、その担い手は経済状況に応じて変化している。一般的には、民間企業や家計は経済状況に応じて債務額を調整するのに対し、政府はショック・アブゾーバーとして反対の動きをする。しかし、日本の場合には景気対策を公共投資に過度に依存するという財政政策上の体質により、政府債務は恒常的に増加してきた。特筆すべきは、1980年度から2017年度の37年間に名目GDPが2.21倍へと増加する中で、債務残高は民間企業が2.10倍、家計が3.00倍であったのに対し、政府は10.20倍へと激増した点である。このような変化は、金融化の中身にも大きな影響を与えると考えるべきであろう。なお、企業債務に株式発行額を加えた場合には、2017年度は1980年度の4.27倍と倍加するが、それでも政府債務の増加ペースの半分にも達していない<sup>3)</sup>。以上を総括すれば、日本では1990年代以降に政府部門が新規債務の大半を占め、名目GDPに比較して著しく増大しているのに対し、民間企業部門や家計部門は

3) ここで非金融法人企業の負債残高として株式発行額を含めて考えるのは、日本銀行の資金循環勘定では、企業の資金調達手段として、借入・債券発行とともに株式発行が計上されているためである。

おおむね名目GDPと比例的に増減した。つまり、日本の債務市場においては、一種のクラウディング・アウトが発生していたのである。なお、こうした状況は超金融緩和政策の下で欧米でも同様となっているが、欧米ではリーマン・ショック以降現在までの約10年間の状況であるのに対し、日本の低金利政策はバブル崩壊以降現在まで約28年続いており、経済的背景が決定的に異なっている。

次に、経済セクター別に年間の増減額（フロー）を見ると、主役の交代は

図2. 全セクターの金融債務残高の対GDP比(年度)



(注) 株式発行額残高を除く。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環勘定」

表1. 経済セクター別の金融債務残高の対GDP比と増加ペース(10年前比)の推移

(単位: %, 倍)

年度	対GDP比	GDP	民間企業 除く株式	家計	政府
1980	180.1	248.4兆円	220.6兆円	106.0兆円	120.4兆円
1990	249.1	1.82倍	2.60倍	2.65倍	2.24倍
2000	294.8	1.17	0.89	1.25	2.57
2010	344.0	0.94	0.84	0.84	1.43
2017	366.2	1.10	1.08	1.08	1.24
1980年度比	-	2.21	2.10	3.00	10.20

(注) 2017年度の増加ペースは2010年度比。

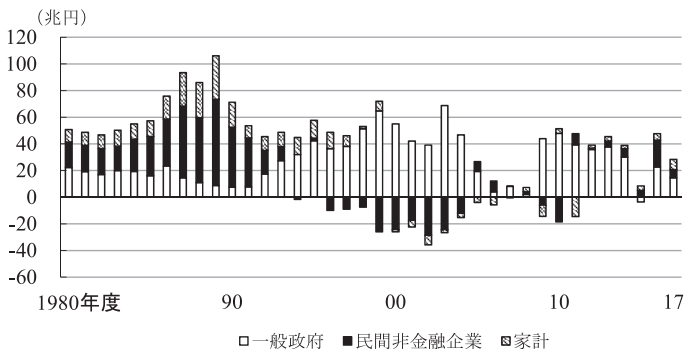
(資料) 日本銀行「資金循環勘定」各年度より作成。



より明瞭である(図3)。バブル経済期には民間企業が主役であったが、1990年代以降は明らかに一般政府と家計が債務を積み上げていった。この間、金融機関は企業貸出を抑制し、代わりに国債投資に傾斜した。しかし、積みあがる政府債務残高は、当てにならない将来の税金を先取りしたものにすぎない。それでも2006年度から2008年度にかけては政府の増加ペースも緩やかとなった。ところが、リーマン・ショック後の2009年度以降には再び政府債務の増加が目立っている。この国債を最終的に引き受けているのは、近年では言うまでもなく日本銀行(以下、「日銀」)である。ここに至って金融化のプロセスは、政府が日銀に利払いをし、これを日銀が国庫納付金で国に納めるといふ、公的セクターの自己完結の様相を呈している。その過程で手数料稼ぎや鞘取りなど、半ば不要である費用が金融部門の収益となっている。

重要な点は、異次元金融緩和政策の導入以降、周知の通り日銀が国債の最終保有者として政府の金融化を推進する役割を担っている点である。日銀が引き受けるというのは金融政策上の一時的な方策であるとの見方もできるが、国債残高が積み上がる中で評価損リスクが高まっており、今さら市中銀行が国債を引き受けることは考えにくい。この結果、日銀・政府のタッグは、金利を中心とする金融の市場機能を歪めるとともに、金融機関の収益力

図3. 経済セクター別の債務額(フロー)の推移



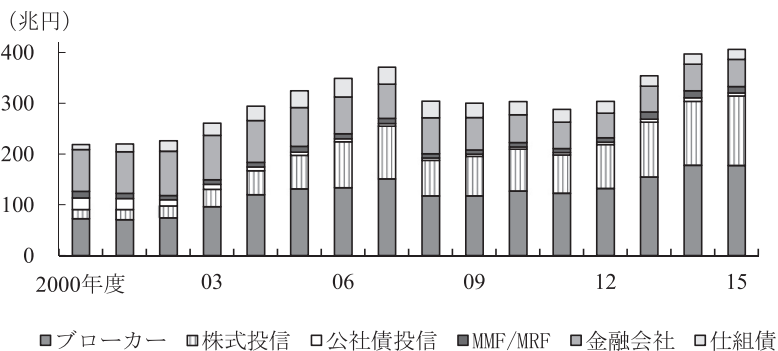
(資料)日本銀行「資金循環統計」

を著しく減退させ、日本の金融化を異質なものとしているのである。

## (2) 金融化の質的側面

次に、金融化の質的側面について検討する。日本ではバブル発生の原因は銀行貸出の膨張であった。資産価格の上昇も株価や地価の上昇であり、金融化の質という点では単純なものに過ぎなかった。その後は、金融制度の自由化や金融商品の開発により、日本の金融化にも質的な変化が見出せる。まず、株式市場の売買高の推移を見ると、1990年代以降、株価との相関が低いまま売買高が急増している。これは周知の通り、インターネット経由の取引活発化と、手数料引き下げを反映したものである。また、銀行以外の金融チャネルであるシャドウ・バンキングの取引残高も、2000年以降に急増してリーマン・ショック直前には372兆円と銀行貸出残高を大きく超えた(図4)。2016年3月末には407兆円と再びリーマン・ショック以前を上回る水準に戻っており、シャドウ・バンキングによる取引が活性化していることを窺わせる。しかし、これらをもってして日本でも金融化が質的に「進化」しているとは言い難い。その理由は、売買高や残高が増えこそすれ、リスク・テイクの度合が限られているからである。例えば、売買高が増えても株

図4. シャドウ・バンキング市場規模の推移



(注)2015年度迄で更新停止。

(資料)日本銀行データに基づいて作成。

価を押し上げなかったし、シャドウ・バンキングの主たる担い手は、英国と同じくディーラーやブローカーであり、米国やユーロ圏とは異なった様相となっている<sup>4)</sup>。

企業の金融化について、トヨタ自動車を例として検証する。トヨタは2000年代に急速に業況を拡大した。2002年3月期の金融資産は、現預金0.7兆円（連結ベース、以下同じ）、有価証券1.6兆円、投資その他資産4.0兆円、計6.3兆円（金融債権を除く）であった。これに対し有形固定資産は5.4兆円（減価償却後ベース）であった。その後、金融資産、有形固定資産ともに増加し、直近の2018年3月期の金融資産は、現預金4.0兆円、有価証券1.8兆円、長期投資有価証券で8.0兆円、計13.8兆円と倍増した。有形固定資産もほぼ倍増し10.3兆円となった。金融資産額が有形固定資産額を上回る構造が定着している一方で、金融資産を原資とする金融収益（受取利息、受取配当金、為替差益等の純額）は、低金利下での運用のために約2千200億円であり、税引前利益の約8%にとどまっている。こうした金融資産と金融収益の関係を金融化の観点からどう捉えるべきか判断が難しいが、金融化が進展していると言い切れる状況ではない。

他方で企業の金融化を鮮明に表しているのが、M&Aによる事業の取得である。株式交換や債券発行を機動的に駆使し、事業や企業をあたかも金融商品のごとくに売買する手法は、現代の資本主義経済の特徴の一つである。この代表例がソフトバンクである。ソフトバンクは数十社余りに投資し、買収・売却を繰り返すことで事業規模を拡大してきた。1999年の初期投資額110億ドルが2017年5月には1千750億ドルと15倍に増加した<sup>5)</sup>。過去18年間の内部投資収益率は年平均44%となっており、同期間の預金金利や株式投資利回りと比較して格段の収益率を誇っている。この意味において、ソフトバンクは、IT関連事業への投資会社といっても良い。ただ、こうした

---

4) 日本銀行の分析によれば、米国やユーロ圏では、投資ファンドがシャドウ・バンキングに占める割合が高い（日本銀行、2015、4頁）。

5) ソフトバンク株式会社プレゼン資料「SoftBank World 2017」による。

企業はまだ一部に限られている。JTやサントリー、日本電産などが企業買収を積極的に進めているが、これらは本業強化の側面があり、企業の買収・売却を業としているわけではない。

このように見てくると、日本の金融化の現状は、金融化の先進国である米国とは量的にも質的にも異なっている。例えば、金融化の担い手である。米国では債務証券残高は2005年末の26.4兆ドルから2015年末の40.0兆ドルへと51.5%増加した。リーマン・ショック直前には不動産担保証券の発行が高まったが、リーマン・ショック後は、公債（国債、連邦機関債、地方債）の新規発行高が増加する一方で民間債の発行が低調に推移したため、その割合は低下した。しかし、それでも2015年時点で民間の割合が5割を超えており、このことは債務証券市場において民間がなお主流であることを物語っている。

#### 4. 資本主義の行き詰まりと金融化

日本の金融化は、日本の資本主義経済の行き詰まりとどのように関係しているのだろうか。高田によれば、W. ロビンソンは1980年代以降に進展した多国籍企業主導のグローバル化は、その後の資本主義に以下の四つの質的变化を惹き起こしたと主張している。第一は、真に超国家的な資本（巨大多国籍企業）の台頭である。第二は、超国家的な資本階級の構成である。第三は、IMF、WTO、EUに代表される超国家的な国際機関（TNS）の台頭である。第四は、グローバルなレベルでの社会的・階級的の不平等、覇権一従属、搾取関係が拡大していることである（高田、2017、17-28頁）。こうした傾向は、先進資本主義国の経済成長の行き詰まりを打開せんと資本が捻りだした新たな仕組みであり、日本もその例外ではない。

ボワイエは資本論第三巻の一部を引用しつつ、「危機に至る典型的連鎖は不変である—サブプライム危機も然り」とした上で、「マルクスの直観に見るように、大危機は資本主義の歴史における根本的に重要な出来事である」と述べている（ボワイエ、2011、98-102頁）。つまり、リーマン・ショック

に代表される金融危機あるいは金融の膨張とその崩壊は、プレーヤーこそ変われども資本主義に組み込まれた必然的な過程であって、金融化もその過程で生じている一つの現象と捉えるべきであろう。また、ポワイエはケインズの『一般理論』を引用した上で、「ケインズの分析は、それとは反対に『厚みがある流動的な金融市場』を追求していくと投機が促進される、というものである。金融手段の洗練化―それにより投機の媒体が増える―が進むにつれて、投機はますます活発になるということである。」(ibid, 105頁)と述べ、金融手段の質的・量的拡大が金融投機の引き金になることを指摘している。

この考え方は、ミンスキーに継承された。ミンスキーの主張したポンツィ・ゲーム(ミンスキー・モーメント)は、金融化とどのように関係づけられるであろうか。第一は、過剰資本によって市場金利が低下し(供給価格の低下)、貸出金利がリスクに見合わない水準にまで低下することである。第二は、複数のモーメントが連鎖することである。ポワイエは「ここに、景気循環が金融システム全体の安定性の喪失をもたらす可能性が開かれる。これは、こうした行動が経済活動のほぼ全体に広まり、またデリバティブ商品の複雑性が増すことによって、全アクター間で前例のない相互依存作用が作り出されたからである」(ibid, 113頁)と述べている。ミンスキーは、金融危機は以下の三条件が整った時に発生すると指摘した。第一に大幅な金融緩和、第二に金融に関する規制緩和、第三に金融技術の革新である。この三条件は確かに日本の金融危機、米国のサブプライム危機に当てはまる。ただし、1970年代以降に米国が中心となって進めた金融自由化は、低成長を打開せんと先進資本主義各国の産業資本が進めたというよりは、規制のくびきから解放されんと金融資本が独自の収益追求のために求めたものであり、その結果として金融化が進んだのである。勿論、金融化が産業資本にとって資するところはあったが、金融化が決定的に産業資本の収益性を高めたわけではない。日本に限って言えば、金融化が進んでも実物経済の低成長問題は解決されていない。その意味で、金融化は実体経済の行き詰まりを解消する

ものではない。既述したように、金融化を支える将来の期待は、実体経済に対する将来の期待に依存しているため、金融化の程度は、一時的に上下に振れることはあっても最終的には実体経済の状況に依存せざるをえないのである。

## 5. 金融化における銀行の位置づけ

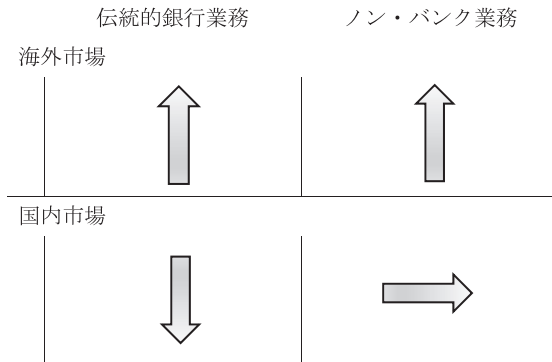
一国の金融化の動向並びに程度は、その国の経済動向に依存している。日本経済は既に成熟化して供給超過の様を呈しており、これが現在のデフレーションやデフレーションに表れている。更に先行きを考えれば、経済規模の縮小は不可避であり、その主たる要因は人口減少である。大幅な移民の受け入れなどがない限り、総人口は2010年の1億2千800万人が2060年には8千800万人へと約40%減少、労働力人口は8千200万人から4千400万人へと約50%減少する。この結果、現在の人口（約1億3千万人）を前提とした住宅・不動産市場、道路・交通システム、その他経済インフラは大きな影響を受け、供給過剰となる。

こうした中で、日本の金融業と金融化の関係をどう捉えればよいだろうか。日本では依然として銀行への依存度が高いだけに、日本の金融化の将来像は銀行を中心とした金融機関の動向にかかっている。しかし、Nakanoによれば今やその銀行が市場の縮小に苦しんでおり、図5に示すように伝統的な銀行ビジネスはもはや成長が期待できない状況である（Nakano, 2016, 159頁）。国内銀行の貸出残高は、量的質的金融緩和政策と景気回復により2016年度から増加傾向にあるが、対GDP比で見ると銀行危機が発生した1990年代終盤の水準ようやく戻ったレベルである（図6）。低成長経済が続く中で国内銀行貸出が今後大きく増加するとは考えにくいし、日銀の超金融緩和政策が終了すれば、貸出傾向は反転するだろう。日本経済の金融化の中で、銀行の国内貸出が一定の地位を回復しつつあるとはいえ、国内貸出が大きく増加して金融化を推進する柱になるとは考えにくい。

メガ・バンクは既に国内市場の限界を察知し、海外ビジネスを規模と収益

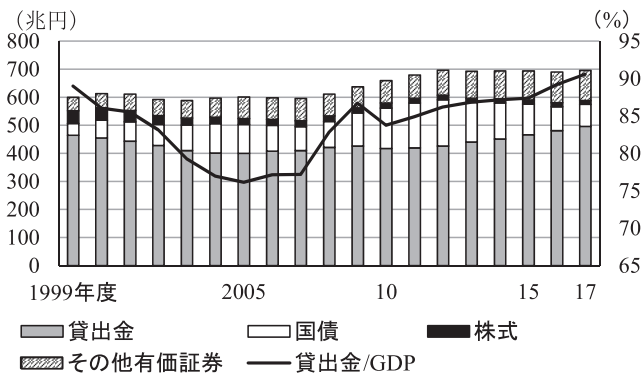
拡大の柱としている。メガ・バンク3行の海外向け貸出残高（銀行・信託銀行単体ベースの合計，海外オフショア勘定を含む）は，2011年3月末の26.4兆円から2018年3月末には63.2兆円へと，7年間に36.8兆円，約140%増加した。この間の国内向け貸出（除くオフショア勘定）は，169.1兆円から174.6兆円へとわずか5.5兆円，約3%の増加にとどまっている。さらにメガ・バンク3行はアジアを中心に子会社を使って海外展開を進め，

図5. 邦銀にとっての今後の経営の方向性



(資料)Nakano(2016)

図6. 国内銀行貸出残高の推移



(資料)日本銀行,内閣府

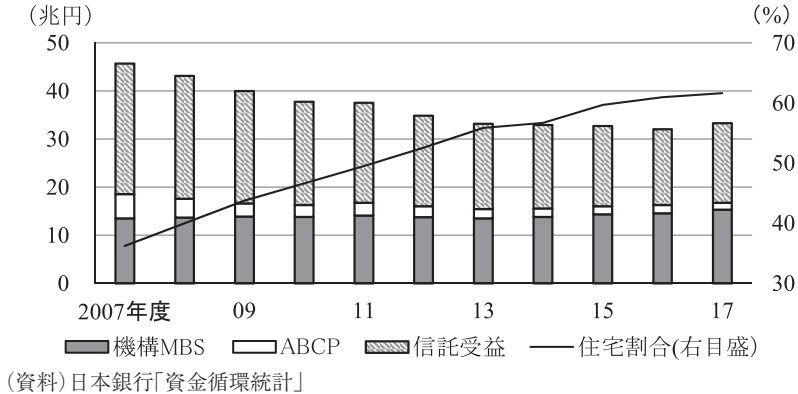
グループ全体での貸出残高を増やしている。その最たる例は三菱UFJフィナンシャル・グループ（以下、MUFG）で、銀行本体の海外向け貸出残高が2011年3月末の13.2兆円から2018年3月末の29.6兆円へと約120%増加したのに対し、海外子会社の貸出残高合計額は同時期に5.1兆円から15.7兆円へと約200%増加し、残高自体も本体の約2分の1に迫っている。ちなみにMUFGの銀行本体の国内貸出は同時期に63.8兆円から66.5兆円へと約4%の増加にとどまっている。しかし、海外市場での業務拡大はリスクを高めることになり、そのリスクを最終的に誰が負担するのかという本質的な課題を抱えている。

一方、地方銀行や第二地方銀行は再編・統合による整理が不可欠であり、ここ数年でその動きが加速している。しかし、地域経済が疲弊する中では統合・合併は対処療法にすぎない。地方銀行などの将来は地域経済の再生度合にかかっているが、その前途は険しい。協同組織金融機関も抜本的な再編を余儀なくされる。最近の地方銀行統合の動きや地域金融機関の再編は経済状況の変化に対応したものであり、地域システムの一定の合理化は避けがたい。そもそも日本では金融が過剰になっており、供給サイドの再編は必至である。地域経済にとっては、どの域金融機関がどのような形態で生き残るかは、あまり重要な問題ではない。肝心なことは、地域において一定の金融サービスが確保されることである。また、ソニー銀行やイオン銀行など異業種からの銀行業への参入によりリテール金融業はチャネルが多様化している。更にゆうちょ銀行が参入すれば、縮小するリテール・ファイナンス市場での競争は激化し、小規模金融機関は淘汰を余儀なくされる。金融機関のこうした変化は、将来の日本の金融化の姿を変える可能性がある。

他方、資本市場は中小企業にとって主たる資金調達場となりにくい。その理由は、後述するように日本ではハイ・リスクの取り手が限られているためである。証券化商品の残高推移を見ても、リーマン・ショック以降は一貫して減少した（図7）。2017年度は回復傾向にあるとはいえ、残高はまだ2010年度レベルにとどまっている。その上、日本の証券化商品の大半が住



図7. 証券化商品の残高推移



宅支援機構の発行するMBS（住宅債務証券）であり、このことは日本の証券化市場における投資家のリスク引き受け許容度を反映している。他方、シャドウ・バンキングも規模こそ拡大するだろうが、リスク引き受けの程度は限られる。その理由は、既述した通り日本ではブローカーや投資信託が主流であり、ハイ・リスク・テイクの割合は小さいからである。クラウド・ファンディングも同様で、小口・リスク分散の手法としてのニッチにとどまる。日本においてシャドウ・バンキングが真に金融化の一端を担うためには、米国のようにハイ・リスク・テイカーが必要であるが、その実現は容易ではない。

日本の金融化の進展が米国に比較して「遅い」理由は、金融市場が規制対象である銀行を中心に回っていること、実物経済の持続的縮小が予見され価格の上振れ期待が乏しいことである。金融化が資本主義の必然的な経路として組み込まれているとはいえ、資本主義の在りかたは各国の形成過程に依存している。金融はあくまでも実物経済をベースとしたものである以上、一国の金融化の状況は、その国の実物経済の状況と諸制度によって規定される。その意味では、日本の金融化は米国のようには進まない。日本は米国と同じく資本主義国であり、その意味では日本の経済も資本による労働の支配とい

う資本主義の本質から免れることはできないが、その現れ方は歴史的経緯や社会的背景によって大いに異なる。日本の金融化が現在の日本経済或いは将来の日本経済に基づいている以上、必ずしも米国のような金融化の進展が見られるわけではない。

確かに、日本の金融機関の中にも預金保険でリスクを回避しながら投資業務に傾斜している金融機関が存在しているのは事実である<sup>6)</sup>。しかし、こうした金融機関は一部に限られており、主流ではない。むしろ、金融当局が金融取引の拡大を積極的に後押し、バブル期のような銀行行動を容認するか或いは推奨しない限り、銀行を中心とした金融システム下での金融化の進展は考えにくい。

なお、フィンテックの進展と金融化の関係については、二つに分けて考えるべきであろう。第一は、フィンテックが従来の金融システムを簡素化し、迅速化する点である。ビットコインなどの仮想通貨や、或いは、AIによる投資判断などは、現時点ではこれに該当する。この点では、フィンテックが必ずしも金融化を促進するとは言えない。第二は、フィンテックが信用を拡大する機能を伴う場合である。仮想通貨によるICO (Initial Coin Offering) はこれにあたる。この点では、フィンテックが金融化の促進に大きな影響を与える可能性が高い。フィンテックが金融化とどのように関係していくかについては、今後のフィンテックの動向を十分に見極めることが必要である。

リーマン・ショックまでの先進資本主義国の経済を俯瞰すると、恰も金融が経済を主導しているかのように見受けられるし、そうした面がないわけではないが、最終的に金融債務の支払いに充当されるのは、実物経済が生み出す価値でしかなく、その意味で金融化は実物経済の支配を受ける。日本の資本主義経済は、現行のままでは残念ながら将来的に高い経済成長が期待できない以上、金融化の程度は部分的な凹凸はあるにしても、コントロール可能

---

6) 例えば、高知信用金庫の2018年3月期末の預貸率は8.5%、預証率は75.2%である。貸出金のうち事業者向け貸出は約2割に過ぎない。

な範囲にとどまる。但し、現状から何の改善も見られなければ、日本の金融化は政府債務の際限なき増大という形で進行し、実物経済との関係が極めて歪んだものとなる。その結果、日本経済の金融化は劇的な局面を迎えることを余儀なくされるだろう。

### 【参考文献】

Nakano, M. *Financial Crisis and Bank Management in Japan: 1997-2016*, Macmillan Palgrave, Dec. 2016

小西一雄『資本主義の成熟と転換』, 桜井書店, 2014年6月

高田太久吉『マルクス経済学と金融化』, 新日本出版社, 2015年3月

高田太久吉「グローバル資本主義の矛盾とトランプ政権」『経済』, No. 263, 2017年8月

中野瑞彦「日本経済の金融化と金融業の未来」『信用理論研究』第36号, 2018年5月

日本銀行「シャドープランニングの現状」『日銀レビュー 2015-J-10』, 2015年7月

ボワイエ, R『金融資本主義の崩壊』, 藤原書店, 2011年5月

以上

(なかの・みつひこ／経済学部教授／2018年11月21日受理)

## Financialization of Economy (1) - Japan's Case

NAKANO Mitsuhiko

It is broadly recognized that financialization of economy has progressed globally. But the process degree of financialization of economy differs in each country though foreign trade and transnational investment are rapidly globalized. Pace of financialization is basically dependent on social and economic situation of each country.

Definition of financialization has not yet been fixed. There might be some definitions depending on which facet of financialization of economy is discussed. In this paper expansion of debt of all economic sectors in Japan is focused. Financialization in Japan has progressed from a view point of debt. But it is mainly occupied by official debt rather than private debt. Debt of the government has extraordinarily increased during the last 30 years comparing with an increase of GDP. It should be a kind of crowding out phenomenon in the debt market. Currently main purchaser of the government bonds is Bank of Japan under its quantity and quality monetary easing policy. It could be said 'a perfect circulation of finance' between official sectors, 'monetization' in other words. It has deteriorated financial function in Japan.

Quality of financialization in Japan is still staying at a primary level. A range of risk-takers is very narrow and mono-line. It means that risk-takers in private sector have not been cultivated.

The conclusion is that the progress degree of financialization of economy in Japan is highly behind in the US. The crucial point for developing financialization in Japan is to balance size of debt between official sector and private one and to educate private risk-takers.