

龍谷大学  
経済学部教授  
竹中 正治

## 「金融」の2面性、ジキル博士とハイド氏

### そんなに「金融資本主義」は嫌いですか？:掲載タイトル

#### 「金融資本主義」は嫌いですか？

その時代にはその時の雰囲気象徴する言葉が登場する。2002年の小泉内閣の登場は「構造改革」「改革なくして成長なし」がキャッチフレーズになった。米国発の金融危機と世界不況を経験した今日は「金融資本主義批判」「市場原理主義の修正」が枕詞になった感がある。鳩山由紀夫民主党代表(もうすぐ首相)もこう言っている。「この危機は、冷戦終焉後アメリカが推し進めてきた市場原理主義、金融資本主義の破綻によってもたらされたものです。」(同氏ホームページ <http://www.hatoyama.gr.jp/speech/090223.html>)

しかし、そのはやり言葉で何を意味するのかは十人十色で、何を意味するのか不明のまま言葉だけが出回っている場合も多い。社会主義経済を志向する方々は今では極少数派になったので、ほとんどの論者はみな資本主義の中身に関する程度の違いを論じているに過ぎない。「金融」についてもその機能を否定する人はいない。あり方の問題を議論しているわけだ。ところが、「資本主義」に「金融」の名を冠すると、なにかとても悪性のものにイメージが変異するようだ。なぜだろう？

おそらくそれは金融・投資活動の持っているジキル博士とハイド氏的な2面性に根ざしているのではなかろうか。金融のひとつの顔は、「規律、効率性、合理性、機会」を象徴している。金融のおかげで、住宅を購入する、あるいは事業を立ち上げるなど多くの機会が実現する。同時に破産することなく返済するには合理性、効率性、規律が必要だ。金融はそうしたものを要求する論理を内在している。もう一方の顔は、「バブルと崩壊、強欲、搾取」を象徴している。今回の金融危機で専ら叩かれているのはこちらの面である。

どうして金融は全く対照的な2つの顔を持っているのだろうか？あるいはどういう条件下で金融はジキル博士になったり、ハイド氏になったりするのだろうか？それを理解するために、まず世の中には2種類の異なった儲け方(所得の源泉)があることを理解しよう。

#### 草食系ビジネス vs.肉食系ビジネス

パン屋が小麦粉を仕入れてパンを焼き、ひと月に200万円販売したとしよう。原料の小麦粉や水、光熱費などの経費は100万円かかった。そうすると差引100万円がパン屋の生み出した付加価値で、経済全体が生み出す付加価値の1年間の総額がGDPである。

パン屋の生んだ付加価値100万円は、様々な所得として分配される。従業員を使用していれば給与を支払い(給与所得)、銀行から金を借りていれば利息を払い(利子所得)、店舗を借りていれば家賃を払う(賃貸所得)。残りがパン屋の純所得(事業者所得)だ。金を貸した銀行が利息を伴

って資金を回収できるかどうかは、ひとえにパン屋が付加価値の生産に持続的に成功するかどうかにかかっている点を強調しておこう。

もうひとつ別の儲け方がある。例えば株式トレーダー(投資家)がA社の株を100万円で買い、1カ月後値上がりしたので200万円で売ったとしよう。トレーダーくんの儲け(所得)は100万円である。しかし、同じ所得でもこの所得は付加価値ではない。彼が安く買った反対側には安く売った人がおり、高く売った反対側には高く買った人がいる。つまり市場全体ではゼロサム(損得合計でゼロ)だから、付加価値としてGDPには含まれない。これを「ゼロサム所得」と呼ぶことにしよう。

今流の言い方をすれば、パン屋を「草食系ビジネス」、トレーダーを「肉食系ビジネス」と呼ぶこともできようか。ただし、トレーダーは付加価値を生んでいないので無用の長物というわけではない。現代の金融・資本市場が機能するために不可欠な「市場の流動性」(いつでも金融資産が売買できる条件)のためには、広い意味でトレーダーが提供する機能が欠かせないからだ。肉食動物も生態系を構成する不可欠な環であるのと同じだ。

## 最終消費市場 vs. 資産市場

こうした二つの異なった儲け方と対を成す形で、経済も二つの異なった層から成る。資産市場と最終消費市場では別々の行動原理が支配している。

最終消費市場とは、財やサービスの供給と消費から成る実体経済の市場である。この市場では財やサービスの使用価値と価格の関係が問題になる。資産市場は、不動産、株式、債券などの金融資産を含む資産の取引からなる。この市場では際限のない金銭的価値の蓄積を目的とする行動原理が支配し、各種の資産の価格(=相場)が形成される。

最終消費市場では、経済の参加者がいる程度は独立した選好を持ち、自分の利得・満足の実現のために多少不完全ながらも概ね合理的に行動することを前提すれば、自由な消費、生産、投資が自己調和的な秩序を形成すると考えることに根拠があるように思える。

ある消費財やサービスへの需要が増加すると、その価格が上昇する。すると価格の上昇に対応して生産・供給が増加し、価格の上昇が抑えられる。ある変化に対応して、それを抑制する(カウンターする)作用が働くことを、「ネガティブ・フィードバック」が働いているという。ネガティブ・フィードバックが優勢である仕組みでは、調和的・安定的なバランス回復力が働く。

もちろん、現実には選好はそれほど独立しておらず、他者の行動に依存した選択と行動も頻繁に見られるのだが、限度がある。薄型TVがブームだからと言って、TV価格の高騰と購入の増加が同時の起こることはない。

しかしながら、資産市場では、最終消費市場のような安定的な秩序は必ずしも生まれず、相場はブームとその崩壊、そしてまた新たなブームへと不安定な変移を繰り返す。その理由は、ケインズの美人投票の喩えに象徴されるように、多くの参加者が独立した選好を持たず、多数者が形成する他者の選択に追随して、売買を繰り返すことで相場を形成するからだろう。つまり、多数の他者が買うから相場が上がり、相場が上がるから自分も買うという動きに支配されてしまう。

こうした状態を「ポジティブ・フィードバック」が働いているという。つまり、相場の上昇でも下落でも一方向の変化が起こると、さらにそれを助長する動きが生じる仕組みである。もちろん、資産価格

の世界でも、「割高だから売ろう(供給増加)」「割安だから買おう(需要増加)」というネガティブ・フィードバックの力も存在している。

ところが、市場参加者の多数が何か強い期待、あるいは失望に取りつかれると、ポジティブ・フィードバックが優勢になって、相場は上昇、あるいは下落の方向に極めて大きな変動を起こしてしまうのだ。「強い期待」とは例えば「IT企業の成長性はもの凄く大きい」とか「住宅はまだまだ値上がり続ける」というようなものだ。こうして大きな相場の上昇と下降が繰り返される不安定な波を生みだす。

なぜ金融資産の市場では経済主体の選好が極度に他者同調的依存型になるのだろうか？ それは具体的な財やサービスの使用価値が問題にならず、貨幣価値のみが問題になる結果、富の際限のない蓄積を追求する衝動に支配されているからだと思う。どうやら、**金融のハイド氏の顔が登場するのは、ゼロサム所得とその獲得を目指す資産市場に金融が結びつく場合のようだ。**

この場合、市場参加者は富の無限の蓄積衝動に駆られ、借入と資産運用リターンに利鞘があれば借入を増やし、自己資金の数十倍までレバレッジをかけてしまう。そうやって資産市場に投資されるマネーが膨張を続ける間は、みなが増加する資産評価益に酔うことができる。しかし実体経済から乖離した資産価格の高騰はいずれ限界に達する。

何かの出来事を契機に市場参加者に不安が生じて、「もう限界かな」と思えば売って利益を確定しようと思う。しかし皆がそう思うので、売りが殺到し、雪崩的に相場は崩壊する。これがバブルの崩壊だ。こうした事態を予防するために、市場参加者の「強欲」を責めても意味がない。金融・投資機関にレバレッジ規制(自己資金に対する借入資金比率の上限規制)をするのが一番効果的だろう。実際、1998年に巨大ヘッジファンド LTCM の破綻で冷や汗をかいたアメリカの金融監督諸官庁は、翌年4月に財務省、FRB、SEC、商品先物取引委員会の合同調査グループの規制改革の提言書を大統領に提出した。この報告書は金融危機予防のためにヘッジファンドを含む非銀行金融投資機関にもレバレッジ規制を課すことを強く提言していた。ところが、その提言は葬られる。逆に2004年にSECは大手投資銀行に対する従来のレバレッジ規制を緩和してしまった。今回の危機はこうした政策的な過ちの上に起こったことなのだ。 **アメリカ経済＝金融資本主義＝破綻・凋落？**

「その通りだ。今回の金融危機でアメリカの金融資本主義の経済モデルは破綻した。儲けと成長のエンジンを失ったアメリカ経済は長期的にも回復せずに凋落するはずだ。違うか？」と考える読者は少なくないだろう。確かに世間にはそうした「アメリカ凋落論」を語る書籍が溢れている。いくらでもあるが、少しだけ引用すると例えば次のような論調だ。

「アメリカ経済は、本質的な意味で、もう富を創造できなくなってきました。文明批評的に言えば、そういう病的な段階だと私は思います。だから、いろいろなところに行って、獲物を探しているのです。」(吉川元忠、関岡英之「国富消尽」PHP研究所、2006年)

また、2009年4月に放映されたNHKの「シリーズ、マネー資本主義」も強い影響力を發揮したようだ。番組の内容は金融・投資ビジネスの取材に基づいた啓蒙的な部分もあるのだが、番組で繰り返し強調されるのは「マネーがマネーを生み出す仕組み」に対するいかがわしさや虚妄性に対する

批判とそれに対するアメリカ経済の依存である。アメリカ経済は骨の髄まで金融資本主義なのだろうか？ ところが、マクロ統計的な事実に基づいてアメリカ経済を俯瞰すると、別の姿が見えてくる。

### データで見るアメリカ経済の真実

「アメリカ経済＝金融資本主義の凋落」を信じる方々は、GDP に占める金融ビジネスの比率がアメリカでは 1990 年代以降急膨張して来たイメージしている。さて、どうだろうか？

図表は産業別に構成された名目 GDP(粗付加価値総額)に占める「金融・保険業」の比率、並びに実質成長率に占める同部門の寄与度である。まず、名目 GDP(粗付加価値総額)にしめる金融・保険業の比率を見てみよう。確かに 1970 年代の 4.3%から 2000 年代の 7.8%へと 3.5%ポイント増加している。しかし、この増加は「金融資本主義」というイメージに比べるとはるかに穏やかな変化でしかない。しかも、日本の名目 GDP に占める金融・保険業の同比率も 2007 年で 7.3% (80 年代平均は 6.1%)だから、日本は既にアメリカと肩を並べる「金融資本主義」だということになってしまう。

また日米ともに、金融・保険の GDP に占める比率が 80 年代以降、穏やかだがじわりと拡大しているのは共通だ。このことの詳しい理由は省略するが、GDP 比率で測った家計の金融資産の残高が日米ともに増加しており、その変化に見合ったものであるとだけ指摘しておこう。

アメリカの金融・保険業の GDP に占める比率と成長寄与度  
(単位: %)

	1970-79	1980-89	1990-99	2000-08
名目 GDP に占める比率	4.3	5.4	6.7	7.8
実質 GDP の成長に対する寄与度	0.19	0.17	0.26	0.26
実質 GDP の平均成長率	3.3	3.1	3.1	2.3

データ: 米国商務省

次にアメリカの実質 GDP の成長率と金融・保険業の寄与度を見てみよう。実質 GDP 成長率は各年大の平均を計算すると 3%近辺で安定している。90 年代以降に趨勢的な経済成長率はほとんど変わっていない。

実質成長率に占める金融・保険業の寄与度は、1970～80 年代は 0.2%弱、年代以降は 0.3%弱で、全体の成長率に占める金融・保険部門の寄与度は過去 40 年間 0.2～0.3%弱で安定している。全く無視できるほど小さくはないが、とりわけ大きいわけでもない。また過去 30 年間を通じて安定しているので、金融・保険業の成長が米国経済全体の成長率を直接押し上げるような変化が 90 年代以降に生じたとも言えない。

以上の通り、金融・保険業がアメリカ経済に占める割合は、GDP のシェアで見ても、実質成長率の寄与度で見ても、特異なものではなく、日本と比べても大差がない。これがマクロの経済データに基づく事実なのだ。

金融機関の儲けが減っても長期的な経済成長には影響はない

ただし、ひとつだけアメリカの金融ビジネスが1990年代以降に顕著なシェアの増加を示した分野がある。それが企業利益全体に占める金融業のシェアである。金融部門、非金融部門、海外部門の3部門にわけてアメリカの企業利益全体に占めるシェアを見ると、**アメリカの特徴は、金融部門の企業利益全体に占める比率が70年代の10～20%から、90年代には20%を超え、2000年代前半のピーク時に30%を超えたことだ。**(ちなみに企業利益の総額は2008年で1.36兆ドル、同年の名目GDP14.3兆ドルとの比率で9.5%である。)

その後、金融業のシェアは今回のバブル崩壊と金融危機で下がり始め、2008年は20%前後まで戻った。証券化、デリバティブ、金融レバレッジの拡大などに依存したアメリカの金融ビジネス・モデルが今回の金融危機で大きく損なわれたことは事実である。

オバマ政権は金融ビジネスの規制改革を進めようとしており、これまでのような野放図なデリバティブ・ビジネスや金融レバレッジの拡張には縛りがかけられるだろう。その結果、金融ビジネスの企業利益全体に占める割合は抑制され、再び30%を越えるようことには当分ならないだろう。

**そのことがアメリカ経済の長期的な成長にとって足枷(制約要因)になるだろうか？** もちろん、金融危機で信用の収縮が生じた。当然、このことは経済成長の障害となり、戦後最大の景気後退の要因のひとつとなった。しかし、金融システムの麻痺を食い止める政府の施策も働き、信用収縮という危機局面は09年前半で終わったようだ。

問題は危機後の長期の経済成長の展望である。格付け会社や証券化商品に対する投資家のこれまでの能天気な信頼は当分戻って来ないかもしれない。銀行以外の金融・投資機関に対しても金融レバレッジ比率の規制やその強化が行われるだろう。そうしたことは、金融部門全体の収益を以前より抑制することになる。そのことがアメリカ経済の成長を中長期的に制約するだろうか？

ここで強調したいのは、**金融部門の生み出す付加価値は究極的には実体経済が生み出す付加価値に依存しており、そこからの分配である**ということだ。例えば、銀行融資の利鞘は融資先の事業が付加価値を生み出すことに失敗すれば、回収できない。

実体経済が生み出す付加価値総額の一部が企業利益であり、それに占める金融部門のシェア(分け前)を30%まで上昇させた仕組みの全部ではないが、ある程度の部分が壊れた。従って、金融部門の利益シェアは低下する。それは例えば、サブプライムの高金利で稼いだ厚い利鞘を金融部門がかつてのように稼ぐことは、今後できそうにないことを意味している。

それは実体経済の側にいる家計や一般企業にとっては、**金融部門に対して支払う金利鞘や手数料負担が減ることを意味する**。つまり付加価値の分配の変化が起こることだ。それは分配の変化であって、経済成長への影響は原理的に中立だと考えることができる。

実際、既に見た通り、金融部門の利益シェアは80年代以前より、90年代、2000年代に上昇したが、そのことによって米国の経済成長率が高まったということはなかった。ならば逆も真なりである。

## アメリカン・ファミリーの投資物語

最後に小話をひとつ。アメリカの投資王ウォーレン・バフェットが次のような趣旨の軽妙なたとえ話を語ったことがある。その文献を発見できないので、以下の文章は筆者の手による創作だが、エッセンスは同じである。

\*\*\*\*\*

その昔、アメリカの全企業の全株式を12人の家族、アメリカン・ファミリーが所有していた。経済は年々成長し、それに連れて企業収益は伸び、株価も上がり、ファミリーの富は増え続けた。ある日そこへ投資顧問会社の紳士がやって来た。「私どもにご用命頂ければ、もっと高い投資リターンを上げてみせますよ。いかがですか？」と言う。

一番若い弟が言った。「兄や姉達を出し抜くような投資リターンを上げてくれるか？」紳士は言った「もちろんですとも、お任せください。」

兄や姉達は言った。「親父を出し抜くような投資リターンを上げてくれるか？」紳士は言った。「もちろんですとも、お任せください。」

親父が言った。「他の家族全部を出し抜くような投資リターンを上げてくれるか？」紳士は言った。「もちろんですとも、お任せください。」

こうしてファミリーの投資競争が始まった。ある年には一番年下の弟が一番高い投資リターンをあげて他の家族らを悔しがらせた。翌年には年長の兄の投資リターンが一番になった。その次の年には親父の投資リターンが優った。

10年経ってから、誰が一番高い投資リターンを上げているか判定しようと家族会議が開かれた。その家族会議である意外な事実が浮上した。家族全体の10年間の投資リターンを合計すると、投資顧問会社を利用し始めた後の10年間の平均は年率8%、それ以前の投資リターンの平均は10%で、明らかに低下しているのだ。経済も企業も以前と同じ様に成長しているのに、一体全体これはどうしたことだろうか？

2%も投資リターンが低下した原因をつきとめるために全企業の財務諸表を調べたがわからなかった。大人達が財務諸表や計算書の束に埋もれて頭を悩ませている時、一番年下の弟の娘が投資顧問業者から送られてきたステートメントを拾い上げて言った。「おじい様、投資顧問業者に支払っている年間の手数料が、資産のちょうど2%なんですけど・・・？」

以上