

< 論 説 >

## 国際金融危機後の金融化と金融機関行動

小 倉 将志郎

### はじめに

2007-09年に発生した国際金融危機（“Global Financial Crisis” または “Great Financial Crisis”：以下、GFC）の過程で最も象徴的な出来事の一つは2008年9月の米国大手投資銀行リーマン・ブラザーズの経営破たんであり、それから間もなく15年目の節目を迎える。この間、大手金融機関の巨額損失とそれに端を発する世界的金融危機、という事態の再発を防ぐために、危機の原因について幅広く分析され、それらに基づきさまざまな金融制度改革が実行に移されてきた<sup>1</sup>。その一つの成果として誕生した金融安定理事会（FSB）は2021年に一連の改革（TBTF改革）の効果に関する最終報告を発表し、それらの成果をおおむねポジティブであったと結論付けた<sup>2</sup>。にもかかわらず、そう遠くない未来に再び大規模な世界的金融危機が発生すると予測する声は、メディアや研究者の間で徐々に高まりつつある<sup>3</sup>。

さて拙著『ファイナンシャルイゼーション』では、GFCの再発を防ぐには対症療法ではなくその根本的な原因を理解し、それを除去する必要があると論じた<sup>4</sup>。そこでは、GFCの根本原因を理解するには、それが金融化（financialization）の下で周期的に、かつ大規模化しながら現象化する金融危機であるという認識を持つ必要があり、その金融化自体を制御できなければGFCの再発は必定である、と主張した。それでは金融化はGFC後の金融制度諸改革を通じて制御されえたのか。金融化が制御されるには、その「促進諸要因」と、究極的にはその「根本原因」とが除去されなければならないが、それらは実現されえたのか。

以上の問題関心から本稿は、米国を対象にGFC後の金融化の現状と展望を、その諸要因を考慮に入れながら検討する。金融化にはさまざまな「促進要因」が存在するが、本稿はそれらの中でもとりわけ重要性が高いことを拙著で強

- 1 たとえば Ramskogler(2015)などを参照。なお本稿で大手金融機関と言う場合、米国および国際金融市場で寡占状態にある十数社の商業銀行、投資銀行、保険会社（実態としては金融コングロマリット）を指す。本稿で扱う米系機関以外に、バークレイズ、クレディ・スイス、BNPパリバ、ドイツ銀行、HSBC、ソシエテジェネラル、UBSなどの欧州系機関も含まれる。グローバルな業務展開を行う大手金融機関のGFC後の地位の変化やビジネスモデルの調整の事実については Caparusso et al.(2019)などを参照。
- 2 FSB(2021a)。個別機関レベルと一国・世界経済レベル、私的な利益・コストと社会的な利益・コスト（金融機関の健全性や回復力、融資額減少の懸念、マクロ金融安定性など）といった視点から総合的分析がなされ、留保付きながらその効果は全体としてポジティブであったとする。なおここでのTBTF(Too Big to Fail、大きすぎてつぶせない)とは、大手金融機関が自らの規模の巨大さ、金融市場における重要性を理解し、暗黙の公的保護の下でモラルハザードを生じさせ、高レバレッジなどの過度なリスクテイクを行って私的利益を追求し、実際に巨額損失を出しても政府救済によって社会的費用の下で救われるという不公正な状態を意味する。多様で複雑な問題を包含するいわゆるTBTF問題については Wilmarth(2020)が詳しい。
- 3 たとえば Stiglitz(2018)などを参照。直近では2020年春に発生したCovid-2019パンデミックが金融市場を混乱させたことで金融機関に大きなストレスを与え、それらの巨額損失、金融市場のパニック・凍結、経済・金融危機につながる可能性が取りざたされた。政府・中央銀行の迅速な介入・救済措置もあって現時点でGFC時のような事態は発生しておらず、当局はこの事実についても金融制度諸改革の成果と評している（Wilmarth(2021),p.32）。
- 4 小倉(2016)。以下、本稿で「拙著」と記した場合、同書を指す。

調した、金融それ自体の現実、特に大手金融機関の実際の行動・地位に焦点を絞る。大手金融機関の行動・地位がGFCとその後の金融制度諸改革を経てどのように変化したか分析することで、金融化が制御され、それによりGFCの再発が実効的に防止されえたのか、独自の考えを提示する。

## 第1節 GFCと金融化

本稿の分析に入る前に、筆者がGFCの原因に金融化があると考え理由を、拙著の内容に基づき簡潔に説明しよう。まず金融化の展開に関する筆者の理解を示す。現状、金融化を対象とする諸研究(金融化アプローチ)の間には金融化の展開、特にその要因をめぐって理解に隔たりがあり、実物部門における過剰な貨幣資本の発生、株主価値重視の企業経営の普及、規制緩和や減税、社会保障削減に代表される新自由主義政策などさまざまな要因が指摘されている<sup>5</sup>。それらの中で筆者は金融化の「根本原因」を過剰な貨幣資本の発生に求める議論を支持する。実物部門で発生した過剰な貨幣資本は、家計資金の流入と信用を通じて膨張しながら、価値増殖を目指して多様な機関投資家へ流入する。年金基金など伝統的機関投資家に流入した資金は金融市場で安全資産(国債や高格付け証券など)を求め続ける一方、ヘッジファンドなど代替投資主体に流入した資金はリスク性資産(企業買収やデリバティブも含む)を追求する。それらの金融市場での活発な諸活動こそが、多方面に影響を与える金融化の諸現象の根本原因と認識する。

それを前提に筆者は、1970・80年代以降生じた金融それ自体、特に大手金融機関を取り巻く環境激変(国内外での競争激化、直接金融化

の進展、金融イノベーションの展開、金融機関の規模と業務の規制緩和など)と、その下での大手金融機関の主体的・戦略的行動も、金融化のきわめて重要な「促進・加速要因」と捉える必要があると考える。大手金融機関は家計・企業を自らの利益源に全面的に巻き込む(それらを金融化させる)積極的ビジネス展開を行うとともに、それらをスムーズに進めるために政治権力にも接近し、「金融権力」を行使する。そうした大手金融機関の積極展開により加速させられた金融化の一つの重大な帰結が、全産業部門に対する金融部門(金融機関)利益の突出である。そしてそこで生み出された巨額の利益の大部分は、同時期に集中度合いをますます高めた一握りの大手金融機関に帰着し、それらが金融権力を行使するベースをいっそう強化した。

以上の金融化の展開に関する理解に基づき拙著では、今次のGFCの原因は一時的・短期的事象としての金融バブルだけでなく、構造的・長期的傾向としての金融化にも求めなければならないが、金融化の特定段階で大手金融機関の利益追求行動が「過度」と言える状態に至った事実である、と論じた。すなわち筆者の理解は以下の通りである。金融化の主要な受益者として的大手金融機関の行動は、1970・80年代以降、家計・企業資金を広義の金融市場により一層誘導しようとするビジネス展開(金融機関主導の資金循環構造の変化)として徐々に現れ、それをベースに、2000年代には特に二・三番手の大手金融機関が主導する過剰な金融イノベーション競争と過度なリスク追求行動(特に異常な高レバレッジ)として顕在化した。それらは金融権力の行使を通じて政府のお墨付きを得て勢い付き、TBTFという特権的で不正な地位も十

5 金融化のその他の要因として、持続的な金融緩和と拡張する「最後の貸し手」機能、その下での経済全体の負債依存、新古典派経済学をベースとする金融経済学の高度な発展、「影の銀行」の役割拡大と「影の銀行システム」の広がり、会計原則としての公正価値会計の普及、メディア・広告・金融教育等を通じた広報活動、情報通信技術の進展、タックスヘイブンや特別目的会社を利用した租税回避の一般化、大手金融機関に特有な報酬構造、経済格差の拡大と富裕層への富の集中、群衆心理的に生じる「根拠なき熱狂」、米国に絞れば基軸通貨としてのドル(需要され続けるドル・ドル建資産と米国金融市場への資金還流)など、多様な要素が認識・指摘されている。それぞれ非常に重要ではあるが本稿では焦点を当てない。

分に活かしつつ、家計・企業資金を自らが創り出した金融領域へとますます誘い込んだ。GFCはそうした金融化の歴史的展開、特に2000年代に一段ギアの上がった金融化の下で生じたのであり、その意味で、その萌芽は1970年代に金融化が開始した時点ですでに現れていたとも言えるのである。

## 第2節 GFC後の金融化の現状と展望に関する整理—三つの仮説—

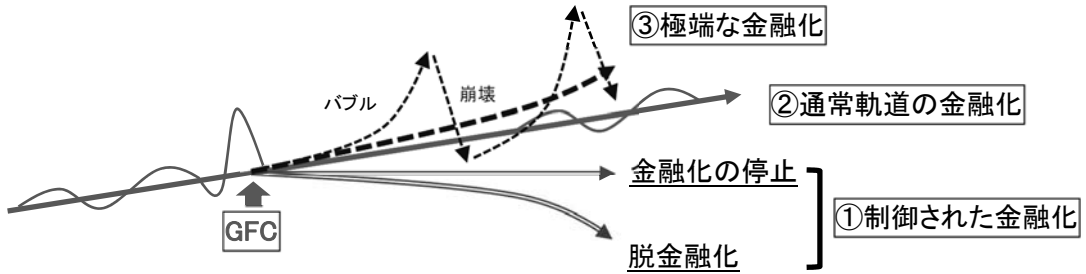
前節で示したGFCと金融化との関連に関する筆者の理解を前提に、以下、本稿の主題である金融化の現状と展望の分析に入っていく。リーマン・ブラザーズ破たんから10年目の節目となった2018年には、GFCを回顧する論説が多数発表された。一方、金融化アプローチの中からはそのタイミングでGFC後の金融化の現状と展望を総合的視野に立って詳細に分析しようとする試みは必ずしも現れなかった<sup>6</sup>。それゆえ参照可能な先行研究がほとんど存在しない状況で、本稿は金融化の現状と特に今後の展望について独自に整理することから始める必要がある。本稿はGFC後の金融化について、大

きく三つの経路を辿りつつある可能性を想定する。

第一は、金融化はある段階で停止したうえで現状維持状態になるか、徐々に反転・通減する、という経路である。これらの経路は、GFC後に金融化の諸要因が抑制された状態を前提とする。本稿はこれらの経路を「制御された金融化 (controlled-financialization)」と呼び、そのうち特に反転・通減の経路を「脱金融化」(de-financialization)と呼ぶ。第二は、金融化はこれまで通り中小規模な上下動を包含しつつ長期安定傾向として継続する、という経路である。この経路は、金融化の諸要因はGFCを経ても不変であるか、その一部が抑制されても別の一部が新たに促進されるという状態を前提とする。この経路を「通常軌道の金融化」(normal-financialization)と呼ぶ。第三は、金融化は通増傾向を示しつつより進展する、という経路である。この経路は、金融化の諸要因のうち特に重要なものについてGFC後にむしろ強化された状態を前提とする。この経路を「極端な金融化 (hyper-financialization)」と呼ぶ<sup>7</sup>。以上を視覚的に整理したのが**図表1**である<sup>8</sup>。

- 
- 6 学術文献検索エンジン Google Scholar を用いて調べた限り、金融化アプローチを初期 (2000年代前半) からリードしてきた代表的論者のうち、Epstein、Krippner、Crotty は2018年以降に金融化に関する総合的な業績を残していない。同じく代表的論者である Stockhammer は精力的に業績を残しているが、それらのほとんどが共著であり、内容も総合的とまでは言えない。一方、Palley にはそうした業績が存在しており、第6節で参照する。2020年には、金融化の諸要素を網羅した複数の論者による総合的・集大成的な書籍 (Marder et al. (2020)) も刊行されたが、そこでも金融化の今後の展望について必ずしも明示されていない。
- 7 「de-financialization」と「hyper-financialization」という用語には少数の使用実績があるが、いずれも詳細な分析が行われていなかったり、具体的に何を指すか明示されないまま、断片的に使用されている。特に後者は、主に金融部面の新領域、新しい収益源としてのフィンテック、クリプトカレンシーなどの位置付けが強調される文脈で使用されることがある (Klein and Foroohar(2022)) などを参照。
- 8 **図表1**を見るうえでのポイントを二つ指摘しておく。第一はGFC後の金融制度諸改革との関連であり、「制御された金融化」は、金融化の諸要因が抑制された背景に、改革が実効的に機能したことを基本前提とする一方、「通常軌道の金融化」と「極端な金融化」は、程度の差はあれ、おおむね改革が実効的な成果に結実していないことを基本前提とする。もちろん、金融化の現状と展望は金融制度諸改革の効果のみで決定するわけではない。それ以外の金融化の多様な諸要因も考慮に入れる必要があり、本稿はむしろそちらに重点を置く。第二は金融バブルとの関連であり、特に「極端な金融化」では金融活動の異常なペースでの拡大がその展開を主導するが、それ自体は長期傾向になりえず、どこかの段階で「バブルの崩壊」が発生し、経路が調整される、という状態を想定する。しかし調整過程で金融当局による介入・救済が実施されることで流れは逆転し、再びバブルを生み出す方向に復帰する。そこで生じるバブルは前のものよりも大規模となるが、それどこかの段階で逆転・調整段階に入る。以上の過程の繰り返して「極端な金融化」は実態としてギザギザの道を歩むが、それらを包含しつつ、傾向として通増的に展開する。

図表1 金融化の経路に関する三つの仮説



(出所) 筆者作成。

前節で明示したように筆者の理解では、GFCの根本原因は実物部門の蓄積の停滞と過剰な貨幣資本の発生・蓄積をベースに生み出された金融化である。金融化は、金融イノベーションと過度のリスクテイク（特に高レバレッジ）の絡まり合いの影響を受け、2000年代にギアが上がり、図表1の整理に基づけばバブルとその崩壊を包含する「極端な金融化」段階に移行したと言える。そして、そうした展開を促進した最も重要な要因は、金融権力を最大限行使することで担保された、大手金融機関による不正かつ過度の利潤追求の徹底・過当競争であった。

GFCに対し、米国を中心とする各国金融当局はなりふり構わぬ介入・救済を行い、米国の金融危機の世界経済崩壊への波及を強引に抑え込んだ。そして2010年以降には、GFC再発防止を目的に危機の原因究明と金融制度諸改革が進められ、その中で上述の大手金融機関の不正・過度の利益追求行動も危機の重要な要素の一つと認識され、それらの抑制を試みる諸制度も部分的に実施された。GFC後に実施された大手金融機関の利益追求行動・リスクテイクを直接・間接に制限する諸施策の代表的なものに、米国独自の制度としての2010年ドッド・フランク（DF）法のいわゆる「ボルカー・ルール」、FSBなどの国際機関の推奨の下で世界的に適用された、「整然清算（orderly liquidation）」の制度化、規制当局体制の強化、自己資本規制の改善

などが存在する<sup>9</sup>。

それら金融制度諸改革が大手金融機関行動を抑制するのにどれほど実効性を伴っているかの評価が、GFCの再発を抑制できるかの判断だけでなく、金融化がどのような経路を歩みつつあるかを見極めるうえでも、非常に重要な要素となることに異存はない。その観点からは、金融制度諸改革それ自体に焦点を当て、それらの内容を条文などから綿密に精査するという分析アプローチもあり得よう。しかし本稿はそうしたアプローチは採用せず、GFC後の大手金融機関の状況、行動、地位の現実を詳細に分析することを通じてそれらの抑制度合を見極める。その際本稿は、大手金融機関の保有する、経済力、金融イノベーション力、金融権力の三つの要素に焦点を当てる。それら三要素が、GFCとその後の金融制度諸改革を経たこの約15年間にどのように変化したか、次節以降それぞれ詳細に分析する。

### 第3節 GFC後の大手金融機関の経済力

本節はGFC後の大手金融機関の行動・地位を理解するうえで、それらの経済力に焦点を当てる<sup>10</sup>。大手金融機関が集中的に保有する経済力は、それらの行動・地位を決定付ける基礎となる要素である。なぜなら経済力は、後述の金融イノベーション力や金融権力の源泉にもなりうるからである。もちろん経済力を通じて強化

9 BIS(2018)に簡潔に整理されているように、それら以外にも重要な制度変更は多様に存在する。中でもGFCで重要な役割を果たしたデリバティブに対する規制は、大手金融機関のリスクテイク・利益追求上も、マクロ金融安定性の面からもきわめて重要性が高いが、紙幅の関係上本稿では扱わない。

10 本稿で使用する「経済力」は定量的に捉えられる狭義のものを意味し、「資金力」とほぼ同義である。

されたそれらは、さらなる経済力増強の源泉としてフィードバックする。本節では、GFC後の大手金融機関の経済力の実態を、活動状況全般、収益、集中度・市場支配の三つの側面から、データを用いて確認する。

### (1) 大手金融機関の活動状況全般

大手金融機関の検討の前提として、金融部門全体の状況を確認することから始める。まず全般的な金融機関数の増減について見ると、公開された統計資料に基づけば中長期的に減少傾向にある<sup>11</sup>。一方そのことは金融業界の縮小傾向を即座に意味しない。金融資産残高、総収益、時価総額といった業界の活動規模を示す各指標を見ると、いずれの数値も拡大傾向を続けており、その度合いもますます高まっている。たとえば米国国内金融部門の金融資産残高は2005年に57兆1,116億ドルであったのが、GFC後の2010年に70兆8,677億ドルとなり、そこから2021年には135兆2,489億ドルへと10年でほぼ倍増している<sup>12</sup>。また経済全体に占める金融部門の地位も上昇を続けている。GDPに占める金融部門の付加価値シェアも2005年に7.5%であったのが、GFC後の2010年に6.7%と若干下落して以降、2015年に7.6%、2021年に8.5%と明らかな上昇傾向を示している<sup>13</sup>。こうしたGFC後の金融業界の拡大傾向の復活・持続という状況下で、大手金融機関はその望ましい環境を享受し、同時期に拡大志向の活発な活動を続けることができている。

特に、GFC前に大手金融機関が追求してきた、

金融持株会社を用いた業務の多角展開・範囲拡大、いわゆる金融コングロマリット化の状況に焦点を当てよう。そもそもGFC後の金融制度諸改革は、米国グラス・ステイーガル法のような金融機関の多角化戦略自体を否定・規制する法制度を復活させておらず、実際、大手金融機関の中で金融コングロマリット化戦略を自ら完全に放棄することを宣言したものは存在せず、多角化追求の流れ自体は変わっていない<sup>14</sup>。一方個別業務を見ると、GFCのプロセスで巨額損失の原因として大きな注目を浴びた自己勘定取引については、ボルカー・ルールに従って自己勘定トレーディング部門を表面的に切り離す動きも大手金融機関の一部に見られた。しかし拙著で指摘したように、そもそも同ルールには「抜け穴」も多く、コングロマリット内の他部署で事実上の自己勘定取引を継続する慣行も確認されている<sup>15</sup>。

以上より、大手金融機関の活動状況全般について、特にそのリスクテイクを付随する拡大志向が抑制されたことを示す目に見える結果は生じておらず、それを目指した活発な活動は継続していると言える。

### (2) 大手金融機関の収益

大手金融機関にとって、GFC後の望ましい状況下で基本的にそれまでの活動の方向性を維持した事実は、それらの収益にどのような影響を与えたであろうか。収益は大手金融機関にとって、その積極的な業務拡大の原資になるとともに、リスクテイクの際のバッファやレジリエ

11 拙著123-24頁も参照。特に商業銀行の減少は小規模行の合併などによって主導されているとされる。

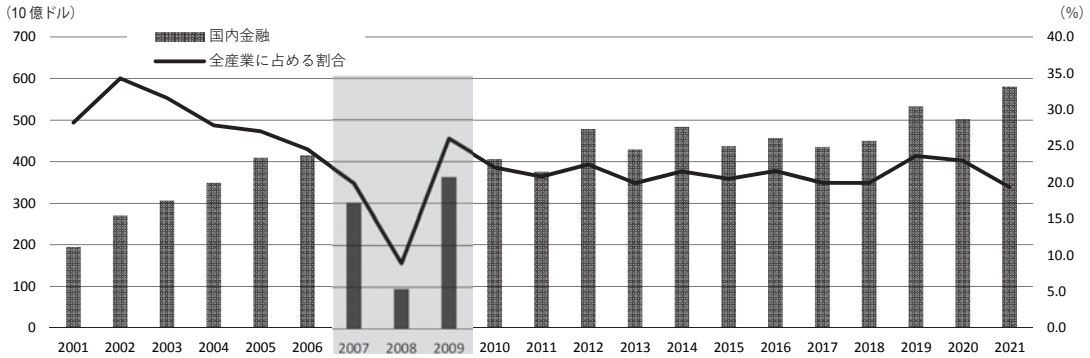
12 Financial Accounts of the United States, Historical data, 2005 to 2015 および June 9, 2022, L.108。総収益については、商業銀行は2010年は6,983億ドル、2021年は8,074億ドル（総金利収益と総非金利収益の合計）、証券会社（ニューヨーク証券取引所会員会社）は、2010年は1,597億ドル、2021年は2,305億ドルとなっている。時価総額については、商業銀行は2010年は1兆3,378億ドル、2021年は1兆8,410億ドル、証券会社は2010年は1,643億ドル、2021年は2,389億ドルとなっている（商業銀行データはFDIC, Bank Data & Statistics, Historical Bank Data、証券会社データはSIFMA(2022), NYSE Member Firms Aggregate Financial Results および NYSE Member Firms Aggregate Total and Equity Capital - Value)。以下、本稿が使用する各データは2022年8月時点の閲覧に基づくものである。

13 Bureau of Economic Analysis (BEA), GDP-by-industry, Value added by Industry as a Percentage of Gross Domestic Product。

14 Baker(2020)、FSB(2021a),pp.53-54などを参照。

15 拙著第7章を参照。

図表2 GFC前後の米国金融部門の税引前純利益とその米国全産業に占めるシェア



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, Z.1, Financial Accounts of the United States より作成。

(注) 本稿におけるZ.1各データは、更新状況を加味し、2001～04年は「1995 to 2004」、2005～12年は「2005 to 2015」、2013～18年は「3年後の9月リリース分」、2019年以降は「2022年3月リリース分」を使用している。

ンスの源泉としての自己資本を構成し、株主還元の原因にもなるため、投資家からの注目度が最も高い指標の一つである。大手金融機関の経営陣は、ビジネス、健全性、投資家対応のいずれの面でも、収益の増加を最重要の目標と認識している。

一般に金融部門は、国内外の競争が最も激しい産業部門の一つと認識されている。金融のグローバル化、規制緩和、新しい金融領域の拡大と関連ビジネスへの新規参入などが金融市場の競争度合いを高め、それらの中心に位置する大手金融機関は生き残りをかけた激しい競争に常時晒されている、とされる。それが事実であり、高度の競争状態が長期に持続されるのであれば、金融部門全体か個々の金融機関かを問わず、収益は徐々に縮小傾向を見せる(収益性も低下していく)はずである。加えて、現に生じている長期的な低金利状態も、金融リターンの下落につながりうることから、金融ビジネスにネガティブな影響を持ちうる<sup>16</sup>。そうした金融機関のビジネスを取り巻く厳しい諸環境が存在

する一方、現実を見ると、1970年代以降、GFCに至るまで、金融部門は大手金融機関が主導する形で、ますます巨額の収益を長期的に取得してきた<sup>17</sup>。そうした金融機関の拡大する収益は、GFC後にどのように変化したのであろうか。

図表2は、GFC前後の米国金融部門の税引前純利益とその米国全産業に占めるシェアを示している<sup>18</sup>。それによると、GFC前に急速に拡大した金融部門の利益は、2007、08年に大幅に下落した。しかし2009年には復活し、それ以降抑制的なペースながら傾向的拡大を続けている。また全産業に占めるシェアは、そのピークが2002年であり、GFC前の2005・06年水準である20%台前半という数値は2009年以降も基本的に維持され続けている。

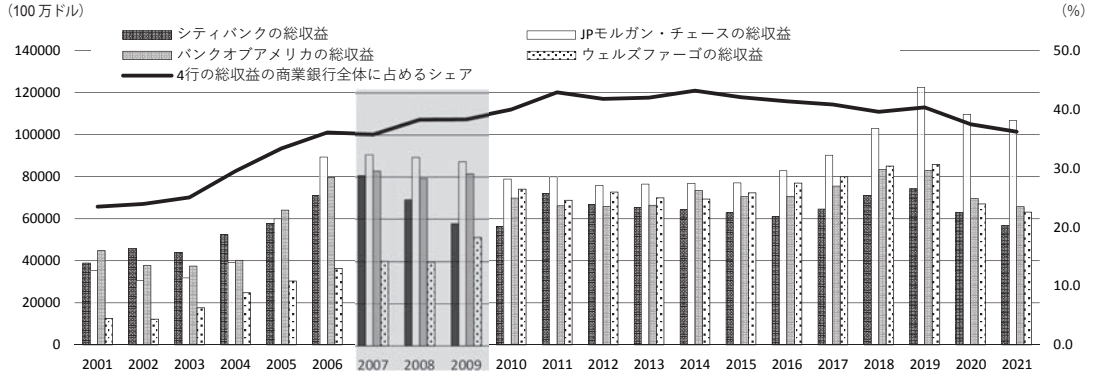
GFC前と比べ、絶対額としては緩やかな拡大傾向、シェアとしては現状維持にある金融機関収益であるが、個々の大手金融機関に焦点を当てると異なる側面が見えてくる。図表3は、米国大手商業銀行としてシティバンク、JPモルガン・チェース、バンクオブアメリカ、ウェ

16 BIS(2018),pp.5,7-11などを参照。

17 拙著第2～5章を参照。

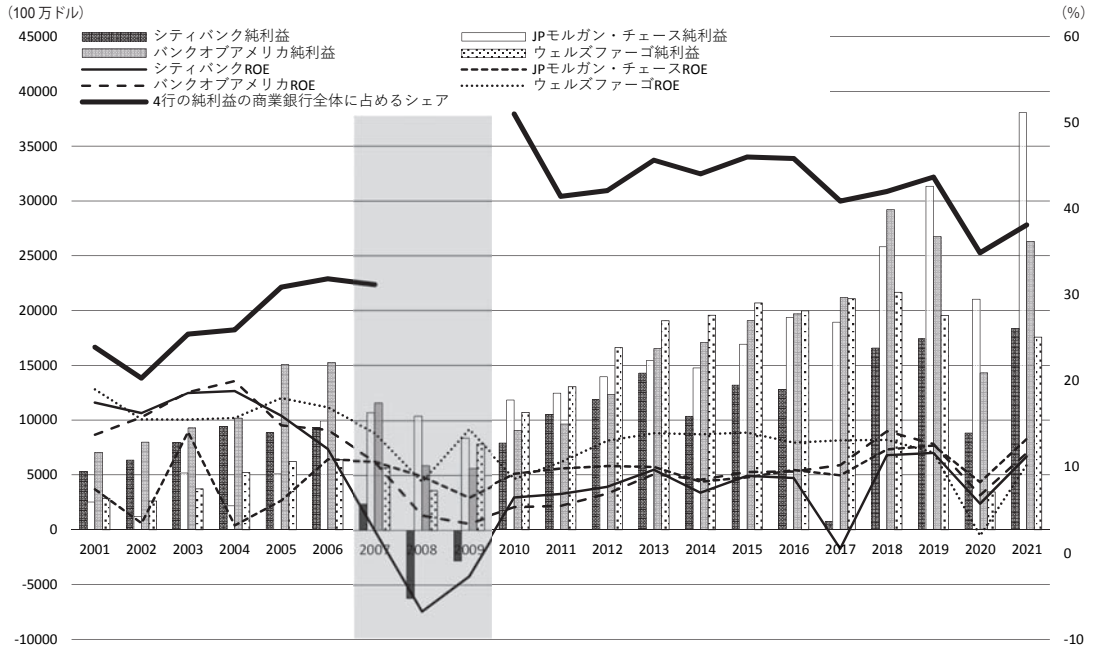
18 FRB統計では金融部門に年金基金やミューチュアルファンドなども含む。類似のデータはBEAからも発表されており、そこでは金融部門に年金基金や持株会社などを含まないことから数値は全体的に低めに出るが、示された傾向は同様であり、シェアについてはGFC後にむしろ緩やかな拡大傾向を見出すことができる。

図表3 GFC前後の4大商業銀行の総収益



(出所) Federal Deposit Insurance Corporation, Institution Directory および Historical Bank Data より作成。

図表4 GFC前後の4大商業銀行の純利益



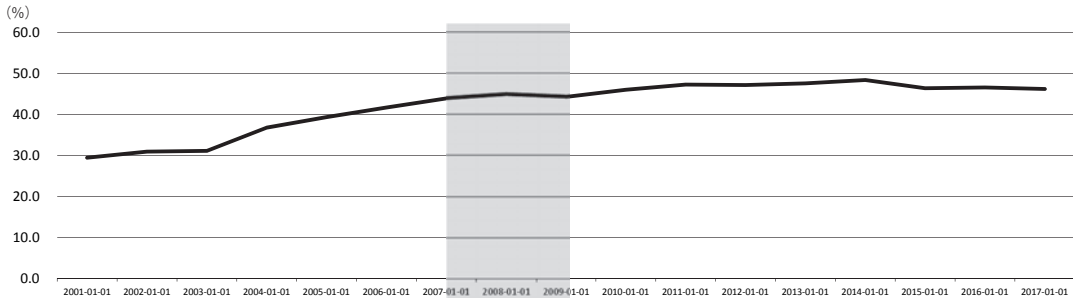
(出所) 図表3と同じ。

(注) プラスとイナスの混在により異常値となるため4行が占めるシェアについて2008・09年は除外している。

ルズファージの4行を対象に、それらのGFC前後の総収益の状況を見たものである(棒グラフ)。それによると、4行それぞれ時期による増減はあるものの、傾向としては2007年のピークからGFCを経て2012年ごろまで緩やかに縮小傾向にあり、そこから再び拡大傾向に入っている(2020、21年のパンデミック期を除く)。

次に図表4は、大手4行のGFC前後の純利益の状況を見たものである。図表4には収益性指標としてそれぞれのROEも示している。それによると純利益は総収益とは異なり、GFCで急落した後、2009年以降明らかに拡大傾向にあることが見て取れる。ROEについては、GFC前には10%台半ばという高い状態にあったが、GFC

図表5 商業銀行の所有金融資産に占める大手5行のシェア



(出所) Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Data, 5-Bank Asset Concentration for United States より作成。

時に低下した。その後は10%台前半で推移しており、若干の上昇傾向にあることがわかる<sup>19</sup>。

以上より、GFC後も金融機関の収益拡大傾向は少なくとも逆転はしておらず、とりわけ大手金融機関の総収益・純利益については、逆に拡大傾向を続けていることがわかった<sup>20</sup>。

### (3) 大手金融機関の集中・市場支配

GFC後に大手金融機関の拡大志向や収益が抑制されていない事実を確認した。それでは大手金融機関の「相対的地位」、すなわち集中度合いはGFC後に変化したのであろうか。拙著で示した通り、元々握りの大手金融機関は、金融資産、収益、金融取引などのシェアの面で支配的地位にあった。GFCとその後の金融制度諸改革を経て、その集中・市場支配構造に何らかの変化は生じたのであろうか。

まず図表3の折れ線は、商業銀行業界の総収益のうち上位4行の総収益が占めるシェアを示

している。それによれば、上位集中度はGFC及びその後の諸制度改革を経てもほとんど変化しておらず、2015年以降に微減傾向は見て取れるものの、高止まりしていることがわかる。次に図表4の太い折れ線は、純利益についての同様の指標を示している。それによれば、上位集中度はGFC前と比べても顕著に高まっていることがわかる。図表5は商業銀行の所有金融資産に占める大手5行のシェアの推移を示している。GFC前に顕著な上昇傾向が見られ、GFCを経た後は46～48%で安定的に推移していることがわかり、大手銀行の資産シェアは高位安定状態にあるとも言える。

次に資本市場関連(投資銀行)業務に視点を移し、主要業務における直近の金融機関の取引シェアについて、拙著で示したGFC前の状況と比較しつつ分析すると以下のことがわかる<sup>21</sup>。まずGFC前と変わっていないのは、M&A業務(取引額、手数料)においてゴールドマン・サッ

19 望ましいROEについては8%以上や10%以上など諸説あり、GFC前と比べて低下しているものの10%台前半は低くない数値である。なお収益性の高低に関して、GFC後に大手金融機関の収益性が低下したという認識は一般的ではある(BIS(2018),pp.26-29, Caparusso et al.(2019),pp.13-15, FSB(2021a),pp.52-53など)が、GFC前の高収益性が異常であり、長期的に見ると高収益性傾向が維持されているという反論も考えられよう。

20 巨額収益の一方で、大手金融機関はGFCのプロセスで明らかになった諸行為に対し、たびたび巨額の罰金・解決金も支払っている。それらによる、欠陥金融商品の販売、顧客に対する義務の不履行、詐欺や相場操縦などの違法行為、乱用行為などに対して支払った罰金・解決金は、GFC後だけで数千億ドルに上る。それ以外にも、顧客による税逃れの支援、マネーロンダリング、テロリスト国家や組織に対する国際制裁違反などさまざまな不正行為を行っており、そうした行為についてはGFC前後で全く変化していないと指摘される(Wilmarth(2020),pp.327-34)。

21 拙著終章とWall Street Journalがオンラインで発表しているInvestment Banking ScorecardおよびThe Financial Timesがオンラインで発表しているLeague Tablesを参照。



クスとモルガン・スタンレーの二強体制であることと、業務全般においてGFCを生き延びた商業銀行系コングロマリットのJPモルガン・チェースとバンクオブアメリカが堅調さを維持していることである。またGFCで巨額損失を被ったシティバンクも、その地位が激減するようなことはなく、基本的に維持されている。外国銀行ではあるが米国で積極展開するバークレイズとクレディ・スイスの二行も、GFC前後で地位をほぼ維持している。

GFC後の目立った変化としては、五大投資銀行のうち三つが姿を消したことと、ウェルズファーゴの地位が顕著に向上したことであろう。一方それらは、GFCへの対応プロセスで破たんの淵にあった大手金融機関が政府援助の下に買収され、それが存続行の数字に直接反映された結果であるとも考えられる<sup>22</sup>。その点を考慮すると、GFC前の米国の資本市場関連業務が一握りの投資銀行と巨大金融コングロマリットの寡占状態にあった状況は、GFC後に意味のある変化を経験していないと言えそうである<sup>23</sup>。

以上の、一握りの大手商業銀行への収益や資産の集中度合いと投資銀行業務における一握りの大手金融機関の市場統治状況の現状から総合的に判断すると、歴史的に構築されてきた大手金融機関による米国金融市場の支配的地位は、GFC後、顕著に強化されているとまでは言えないものの抑制されてはならず、全体として維持・温存されたと言える。

以上、本節の分析を通じ、GFCとその後の

金融制度諸改革を経ても米国金融部門は基本的に拡大傾向を継続し、そうした中で一握りの大手金融機関の経済力、具体的には、拡大志向の業務展開、収益力、市場支配力などはほとんど抑制されておらず、部分的にはさらに強度を増している事実が明らかになった。

#### 第4節 GFC後の大手金融機関の金融イノベーション力

本節はGFC後の大手金融機関の行動・地位を理解するうえで、それらの金融イノベーション力に焦点を当てる。金融イノベーション力は、上述の大手金融機関の経済力を支える重要な要素として主に金融業界や主流派経済学者などから高く評価される。それらによれば金融機関は、1930年代以降の規制環境下の「抜け穴探し」として、また1970・80年代以降の競争環境下の自由な営利活動として、金融経済学の展開と情報通信技術（Information Technology: IT）の進展にも促されながら、優秀なスタッフたちの創意に基づく金融イノベーションを実現し続け、それにより金融システムの発展に大いに貢献した<sup>24</sup>。

GFCを経た現在、そうした議論には疑問の余地も大いに残るが、米国の大手金融機関が金融イノベーション力を発揮し、それが金融市場・金融仲介を大きく変化させたこと自体は事実である。金融イノベーションは主に1970年代以降に展開したが、それが大手金融機関の収益拡大の主要源泉として大いに貢献するようになったのは2000年代以降である<sup>25</sup>。同時期の金融

22 拙著216-20頁を参照。

23 拙著第6章で指摘したデリバティブにおける一握りの大手金融機関の統治についても、JPモルガン・チェース、バンクオブアメリカ、シティバンク、ゴールドマン・サックスが4大ディーラーとして市場・決済所・取引・資金提供などを支配している状況に変化は見られなかった（Wilmarth(2020), p.319）。

24 Johnson & Kwak(2012)、Foroohar(2017)などが的確に指摘するように、イノベーションは企業・企業家の実力や創意工夫だけで成し遂げられるものではなく、実際には政治的支援を借りなければ実現されない。また金融イノベーションについてはその中身も重要であり、社会的に意味がなく、むしろ過剰な金融仲介、金融危機と政府救済、リスク管理の複雑化、違法・不公正な金融慣行などに貢献したものの多さについては一部の主流派経済学者からも疑念を投げかけられている（Johnson & Kwak(2012)などを参照）。

25 1970・80年代を代表する金融イノベーションは、MMMF（Money Market Mutual Fund）とハイイールド債（いわゆる「ジャンクボンド」）である。前者は短期金融市場で運用するミューチュアルファンドであり、リスクと流動性の面で預金に類似した高利回り金融商品として、同時期に生じたいわゆる「デブスインターメディアーション」を主導した。後者は既存市場では取引困難な投資不適格格付けの社債であり、その市場整備によりリスクの高い企業、中小企業、ベンチャー企業などに市場資金調達之道

イノベーションは主に、金融デリバティブ、証券化、ホールセール短期金融市場の三つの部分に関連して生じた。大手金融機関はそれらを新しい収益源として積極的に促進し、それは米国と世界の金融仲介、金融システムの在り方を短期間に大きく転換させ、一方でそれらはGFCを生み出す重要な要因にもなった。

GFC前の大手金融機関の収益急拡大をリードした諸取引は、GFC後の金融制度諸改革を通じて部分的に制限された<sup>26</sup>。しかし前節で見たように、大手金融機関の収益自体はGFC後も増加傾向を続けている。その事実は大手金融機関がそれまでのビジネスモデルを見直し、伝統的ビジネスに立ち返ったことを必ずしも意味しない。過去の事例は、それらが表面上の制限を回避したうえで抜け穴を通じてGFC前の状態を維持しているか、新たな金融イノベーションに基づく新しい収益源を見出してそちらにビジネスの軸足を移しているか、どちらかの可能性を示唆する<sup>27</sup>。

以下、米国大手金融機関の金融イノベーションに焦点を当て、重要度の高い金融イノベーションを三つ取り上げて、それらのGFC前後の変化を事実に基づき分析する。

### (1) 証券化と仕組み金融

まず、証券化 (securitization) について確認する。証券化は、連邦政府機関(後の政府支援機関)が深く関与することで、住宅金融中心に1970年代から拡大を続けた、比較的歴史のある金

融イノベーションである。証券化によって生み出された金融商品は広くABS (Asset Backed Securities) と呼ばれる<sup>28</sup>。その中でGFCでは、住宅ローン、特にサブプライム・モーゲッジを担保にしたMBS (Mortgage Backed Securities) に注目が集まった<sup>29</sup>。MBSは2000年代に急拡大を見たが、その背景には仕組み金融 (structured finance) の展開があった<sup>30</sup>。仕組み金融を代表するCDO (Collateralized Debt Obligation) は、MBSを担保に再証券化を行うことで、さらなるリスク分散効果を狙った金融技術・金融商品である。CDOはデリバティブとも密接な関連を持って展開し、特に信用デリバティブとしてのCDS (Credit Default Swap) を通じた信用補完が、仕組み金融商品の需要面で重要な役割を果たした<sup>31</sup>。それは大手金融機関によって主にCDO投資家向けに提供されたが、市場取引ではなくOTC (Over the Counter) で行われることで実像が見えないままGFC前に急拡大した。

そうしたGFC前の証券化、仕組み金融急拡大の背景として本稿が特に重視するのは、そこから利益を得ようとする大手金融機関の利益追求行動である。特に投資銀行は「組成・分配 (originate to distribute)」モデルという新しい金融ビジネスモデルを普及させるとともに、証券化、仕組み金融のプロセス全体を統治した。またそのプロセスには商業銀行系コングロマリットも深く関与し、証券化商品を組成・販売して手数料を得たり、自己勘定でリスクを取って保有したり、債務保証を通じて保証料を得たりし

---

を開くとともに、レバレッジド・パイアウトに使用されることで買収ファンドによる敵対的買収に特徴付けられる1980年代後半のM&Aブームの火付け役となった。

26 拙著第7章、BIS(2018),pp.14-24、Lund et al.(2018)などを参照。

27 BIS(2018),pp.53-54によれば、銀行業界が全体として国内向け貸出に積極的になった証拠を示すものは存在せず、むしろリスクによりセンシティブになり、借手をより選別的に扱うようになったとされる。

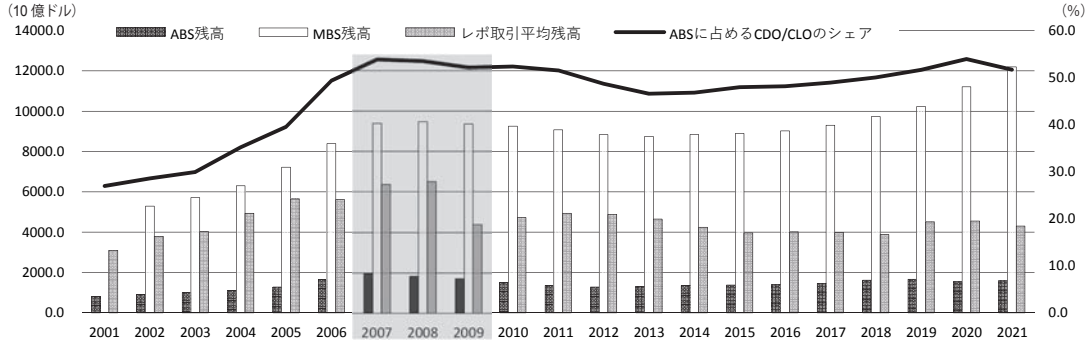
28 (資産)証券化は、貸出債権などの資産が生み出す資金フローを担保に、それらを複数束ねたうえで資金の受け取りに優先劣後関係を設定(トランシェ化)したABSを生み出し、投資家に売却することで、金融機関の資産流動化と金融市場のリスク分散効果を高めることを目的とした金融的技術である。

29 ABSとMBSは区分される場合もあり、たとえばSIFMA統計では両者は分けて計上されている。

30 仕組み金融という用語には必ずしも明確な定義が存在しない。それは広義にはプレーンな証券化商品を含むが、狭義にはデリバティブや再証券化など、もう一段階のリスク分散効果をもたらす高度な金融イノベーションが絡んだ、より複雑性の高い金融技術・金融商品を指す。

31 CDSは1990年代に生み出された比較的新しいデリバティブで、債務者のデフォルト時に債権者に別の主体が支払いを約束するという、一種の債務保険である。

図表6 米国の証券化市場とレポ市場の規模



(出所) Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) の HP で公表されているデータより作成。

てきた<sup>32</sup>。

以上を踏まえ、GFC前後の証券化、仕組み金融商品市場の状況を確認する。図表6によると、米国における証券化商品(ABS、MBS)の残高は、2007年のピークから2012～13年ごろまで緩やかな減少傾向が続いた。しかしその後再び拡大傾向に入り、現在は危機前の水準に復帰しているか、上回っている。指摘によると、GFC後の証券化をリードする要素の一つが、低格付け企業向けのシンジケート型貸出であるレバレッジド・ローンに担保にしたCLO(Collateralized Loan Obligation)である。大手金融機関はこのプロセスに、シンジケートローンの組成、CLO組成ビークルのスポンサー、CLOの引受、さまざまなスキームに関わる助言など、多様な形

態を通じて関わっているとされる<sup>33</sup>。図表6の折れ線からは、GFC後に減少傾向にあったABSに占めるCDO/CLOのシェアが2013年以降は反転・増加傾向となり、現在はGFC期と同様の水準にあることがわかる。

## (2) ホールセール短期金融市場

次に、ホールセール短期金融市場について確認する。それを代表する取引はレポとABCP(Asset Backed Commercial Paper)であり、それらは主に投資銀行やファンドなどが仕組み金融商品を組成したり、それに投資したりする際に、手持ち金融資産を担保に短期資金を調達する手段として、特に2000年代以降に急拡大した<sup>34</sup>。GFCのプロセスでは、それらの価値が急落す

32 投資銀行、商業銀行系コングロマリットとともに、仕組み金融商品の急拡大に極めて重要な役割を果たした機関が民間格付機関である。格付機関は多様な負債性商品に格付けを与え、GFC前には多くの複雑な証券化商品に、リスク分散が十分なされたとして最高格付けを提供し、安全資産を求める機関投資家がそれらを大量購入する誘因を生み出した。しかし危機発生とともにそれらの多くを投資不適格まで一気に引き下げたことで信用を失い、その後の調査で、格付けの根拠が薄弱であったことや、それらの一部が発行者から手数料を得る「依頼格付け」であったために客観性を伴わない「甘い」格付けが提供されていた事実(いわゆる「格付けインフレ」)などが明らかにされた。指摘によると、そうした慣行は現在も変わらず続いているとされる(Cornaggia et al.(2016)、Buiters(2018)などを参照)。

33 Wilmarth(2020),pp.320-21を参照。一方BIS(2018),pp.14-24,58-61によると、特に大手商業銀行は、GFC後に保有資産に占めるトレーディング資産や複雑な証券へのエクスポージャーを減らし、流動資産の所有が増えているともされる。またBISの公表データによると、たしかにCDSはGFC後に激減したのちに、顕著な復活は見せておらず、BIS(2018)も大手銀行のOTCデリバティブのポジションの減少を確認している。大手金融機関の証券化やデリバティブ関連のリスク減少の指摘を額面通り受け取って良いかは慎重な検討が必要である。

34 レポは証券を買い戻し条件付きで一時的に売却する(または売り戻し条件付きで購入する)取引で、それ自体は長い歴史を持つ取引形態である。ABCPは短期資金調達のために有担保で発行されるCPのうち、SIV(Structured Investment Vehicle)などの投資ビークルや証券化のためのコンデュイットなどの特別目的体によって、証券化などの特定の目的のために発行されるものである。ホールセール短期

るとともに新規の調達も困難になり、市場が一時的凍結状態となった。

GFC前後のホールセール短期金融市場の状況を確認する。図表6によると、レボはGFC前に急拡大を見せていたが、GFC直後の2009年に急縮小している。しかしそれ以降は大規模な縮小は生じず、上下動を見せながら安定的に推移している。ABCPは、それ自体を直接対象としたデータではないが、CP市場全体の規模を示すFRBのデータによると、GFC後に緩やかに縮小していたそれは、2017年以降緩やかに拡大傾向に入っている<sup>35</sup>。

ホールセール短期金融市場を支えるきわめて重要な要素が、それらへの主要な資金提供主体であり、それ自体1970年代の金融イノベーションの産物でもあるMMMFである。MMMFは誕生以来、預金に代替する運用手段として米国家計の資金を大量に集めてきたが、それら資金を用いてレボやABCPなどの積極的買い手となってきた。一方、GFCのプロセスでは、レボとABCPの市場が凍結したことから、MMMFに対する流動性への懸念が高まり、投資家による取り付けが生じることもあった。FRBのデータによると、MMMFの金融資産残高はGFCのプロセスで大幅に減少した後、2010年にはほぼ下げ止まり、2013年以降は再び拡大傾向に入り、2018年以降そのペースが加速している<sup>36</sup>。

ホールセール短期金融市場を自らのレバレッジを高めるために利用してきた投資銀行、ヘッジファンド、投資ビークル、MMMFなどは、銀行を対象とした規制枠組みの外で活動するこ

とから「シャドーバンク(影の銀行)」と呼ばれ、それらが密接に絡まり合いながら一国の金融仲介の中軸を担う金融システムは、広く「ノンバンク金融仲介」または「影の銀行システム」と呼ばれる。ノンバンク金融仲介は、GFCの重要な要素の一つとして、規制の有効性や金融安定性の面から金融当局の強い注目を集めるようにもなっている。FSBのリリースによると、ノンバンク金融仲介はGFC後も拡大を続け、2020年末時点におけるその世界の金融資産規模は約227兆ドル、全金融資産の約48.3%を占めている<sup>37</sup>。

### (3) その他の金融イノベーション

最後に、金融イノベーションに基づくその他の注目すべき金融取引を確認する。すでに確認した証券化・仕組み金融とホールセール短期金融市場の二つは、2000年代以降の大手金融機関の巨額の収益に結実し、金融システム自体を大きく変化させることにもつながったという意味できわめて重要度の高い金融イノベーションであるが、大手金融機関が同時期に実現した金融イノベーションはそれらにとどまらない。そこにはたとえば高度で複雑なデリバティブやファンド関連のスキーム構築なども含まれるが、直近でそれらの新たな収益源になりうるとして特に注目を浴びているのが、IT分野のイノベーションを金融分野と結びつけた新しい領域である。ITと金融の融合という面でGFC後に急拡大を見せているのがフィンテックとクリプトカレンシーの二つである<sup>38</sup>。両者は主に金融

金融市場を歴史的にFRBが促進してきた事実についてはForoohar(2022)を参照。

35 FRB,Z1,L.209を参照。なおFRBはレボについてもデータを示している(L.207)。

36 FRB,Z1,L.206を参照。大手商業銀行によるホールセール資金調達利用が抑制されたかについては議論が分かれている。Wilmarth(2020),p.320、(2021),pp.18-22は、GFC後も巨大金融コングロマリットとその子会社が積極的にCPやレボで資金調達を行い、それらにMMMFが大量に資金提供している事実を指摘し、2020年に発生したパンデミックの際にも、FRBはMMMF、レボ、CP市場に対する迅速な救済アクションを大規模に提供したが、その事実は金融コングロマリットと影の銀行が、GFC期と変わらず、そうした資金源にいかにか依存していたかを示している、とする。それに対しBIS(2018)は、GFC後に大手商業銀行のホールセール短期金融市場利用は抑制され、預金による調達が増えていると指摘する。

37 FSB(2021b),p.3を参照。

38 フィンテックは、ITを組み込んだ金融商品、金融取引、金融技術などとして多様に展開しているが、中でも最も普及が進んでいる領域が、スマートフォンなどのモバイル電子機器の普及を前提とした電

機関以外の米国のIT系スタートアップなどによって開発され、その使用が短期間に急速に拡大するとともに、当初は金融機関や金融当局から、既存の金融サービスの存在意義や収益性を脅かす警戒対象、競合相手と見なされてきた<sup>39</sup>。

そうした状況は現時点では大きく変わっていないし、大手金融機関がそれらを内生的に進め、収益源の中核にしようとしている事実も現時点では確認できない。一方、両者の市場が国内外で急拡大していることと、展開によっては金融とそれ以外の領域をあいまいにしたり、既存の金融の概念を根本的に覆すものとして、金融当局と大手金融機関の注目がますます強まっていること自体は事実である<sup>40</sup>。それらは現在、規制が弱い領域であり、開発・取引主体は比較的自由に活動を行える一方、将来における巨大なリスクや違法行為などの温床にもなりうる<sup>41</sup>とされている。報道に基づけば大手金融機関は、主に既存の金融領域の外部で生み出された金融イノベーションに対し、M&Aを通じたそれらの包摂、収益的なビジネス化、市場統治の主導権争いなどを始めた段階にある、と言える。

以上、本節の分析を通じ、GFC前に発揮された大手金融機関の金融イノベーション力がGFC後に失われた証拠は存在せず、実際それらの市場の規模は基本的に維持され、部分的に拡大していること、それらによって生み出された新しい金融仲介は拡大の歩みを止めていないこと、またそれらはすでに新しい金融イノベーション領域を見出しアプローチしている可能性が高いことなどが明らかになった。

## 第5節 GFC後の大手金融機関の金融権力

本節はGFC後の大手金融機関の行動・地位を理解するうえで、それらの金融権力に焦点を当てる。すでに見た大手金融機関の経済力と金融イノベーション力は、どちらも定量的に可視化・認識しやすいもので、それら機関の「企業努力」によって獲得・維持され、その「妥当な見返り」としてそれらが巨額の収益を得、それへの「貢献」として優秀なスタッフが巨額報酬を得る、という側面があることは否定しない。一方、定性的で可視化・認識しにくい金融権力の存在は、企業努力ではなく純粋に「癒着構造」であり「不公正性」を体現する。もし大手金融機関が発揮する経済力と金融イノベーション力、その結果生み出された巨額収益の背景・土台に、それらによる金融権力の行使が多かれ少なかれ存在しているのであれば、それらは「企業努力の妥当な見返り」という範疇だけでは捉えきれなくなる。拙著が全体を通して明らかにしたのは、GFC前の大手金融機関が規模と業務範囲を急拡大し、巨額の収益を生み出すことができた事実の大部分は、きわめて不公正なTBTF機関として実現されえたこと、それが是認されてきた背景にはそれらによる金融権力の積極行使があったこと、金融権力はDF法制定・実施プロセスでも変わらず行使されたこと、などであった<sup>42</sup>。

GFC後の金融制度諸改革は、大手金融機関の金融権力を直接制限する手段は採用しなかったが、間接的にはそれらに影響を与えうる。また、GFCプロセスで受けた公的支援や高まる市民の不信感を受けて大手金融機関自ら信頼回復の

---

子決済である。次にわが国では暗号資産や仮想通貨とも呼ばれるクリプトカレンシーは、広義のフィンテックの一部を構成するが、ここでは区別して取り扱う。それは暗号化技術としてのブロックチェーンを用いた民間で発行される貨幣類似物であり、決済・国際送金などにも投資対象としても用いられる。直近では、クリプトカレンシーと類似の暗号技術を用いた新しい資産としてのNFT (non-fungible token)にも世界的注目が集まっており、クリプトカレンシーと並び、すでにそれらの一部は投機の対象にもなっている。

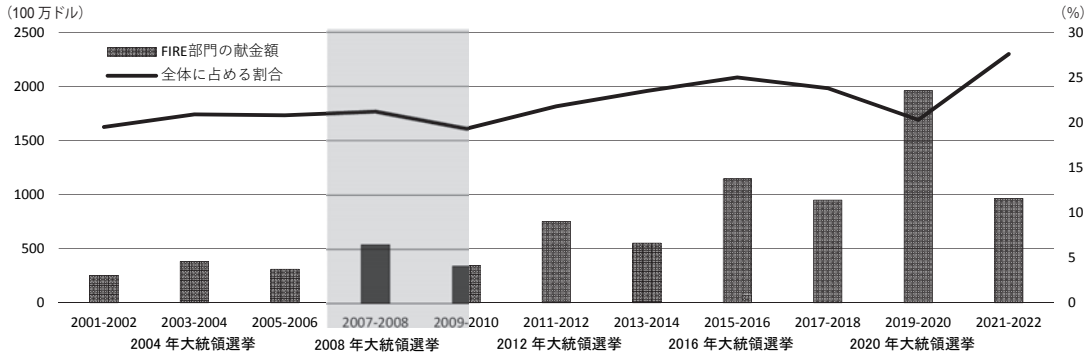
39 BIS(2018),pp.10-11、Lund et al.(2018)などを参照。

40 国際機関では、フィンテックは世界銀行(World Bank Group(2022))、クリプトカレンシーはIMF(IMF(2021))などが強く注目し、積極的に分析している。

41 Wilmarth(2021),pp.22-30は、電子決済資金やクリプトカレンシーなどは国家の価値担保や保護の完全に対象外の「シャドー預金」を構成し、金融危機時には容易に取り付けが生じうる、と指摘している。

42 DF法制定プロセスでの金融業界の影響力行使については、Wilmarth(2020),pp.308-11も参照。

図表7 FIRE部門による政治献金額と全体に占めるシェア



(出所) OpenSecrets の HP で公表されているデータより作成。

ために金融権力行使を控える、というシナリオも考えられなくはない。一方、GFC後も維持される大手金融機関の経済力と金融イノベーション力の背景に、それらによる金融権力の保持・行使が現在も重要な要素として残存している可能性も十分検討しなければならない。

本節では、大手金融機関の金融権力の GFC 前後の変化について、主要な経路としての金融・政治間の「資金的つながり」と「人的つながり」の二つの側面に焦点を当てて分析する。

### (1) 資金的つながり

大手金融機関が金融権力を行使する第一の経路は資金的つながりである。そこには合法・違法を問わずさまざまな手段が想定され、たとえば顧問料や講演料の支払い、キックバック・賄賂といった経路も含まれるが、最も重要度が高いのは政治献金を通じたものである。拙著で確認した通り、金融部門は GFC 前から他の産業部門を抑えて政治献金額・シェアで第一位を占め続け、民主・共和両党の議員や大統領候補などに多額の献金を継続的に行ってきた<sup>43</sup>。それにより大手金融機関は献金を受けた政治家たちの政治的意思決定を動かし、規制緩和や税優

遇など自らのビジネス展開に都合の良い制度・環境を数多く獲得してきた。

そうした金融部門の献金慣行は GFC とその後の金融制度諸改革を経て変化したのか。図表7は、GFC 前後の金融、保険、不動産 (Financial, Insurance and Real Estate : FIRE) 部門の献金額とその全体に占めるシェアを示している。それによれば FIRE 部門の献金額は GFC 後も増加傾向が維持され、そのシェアも抑制されることなく上昇傾向を示しており、献金額・シェアともに全産業部門の一位であり続けている。献金実施側の FIRE 部門の中心に、巨額の経済力を保持する大手金融機関が位置することは改めて指摘するまでもなく明白である。以上より、GFC 後に大手金融機関と政治との間の資金的つながりが効果的に抑制された、という事実は存在しないと判断できる<sup>44</sup>。

### (2) 人的つながり

大手金融機関が金融権力を行使する第二の経路は人的つながりである。こちらもさまざまな手段が想定され、たとえば審議会や専門家会議など公的な場や、大学・大学院の同窓会や諸団体など私的な場も含まれるが、最も代表

43 拙著終章を参照。

44 直近の 2021-22 年の FIRE 部門による政党向けの政治献金シェアでは、共和党向けが 48.1%であったのに対し、民主党向けが 51.6%となっている。この数値はトランプ政権下の 2017-18 年では共和党 51.8%、民主党 47.9%となっており、政権政党の違いによる多少の差異は存在することがわかるが、基本的には両党にほぼ均等に献金を行っていることと認識できる (OpenSecrets の HP)。

的な経路は業界利害を代表して政治にアプローチすることを専門職とするロビー団体の院外活動（ロビーイング）と、議会・行政と業界を行ったり来たりする有力人材の存在（「回転ドア（revolving door）」と呼ばれる）の二つである<sup>45</sup>。指摘によると、両者を通じた政治と金融業界との人的つながりは、主に共和党側で目立つが、実際には共和党も民主党もさほど変わらない。金融業界は上述の献金同様、人的つながりにおいても、政権がどちらに転んでも利害を追求できるような両面対応を行っている<sup>46</sup>。拙著では、金融コングロマリット化を促進した1999年グラム・リーチ・ブライリー法の制定プロセスを中心に、GFC前のそうした人的つながりの存在を確認した<sup>47</sup>。それらはGFCとその後の金融制度諸改革を経て変化したのか。結論を先取りすれば、現実のいくつかの事例はGFC後もそれらが変わらず存続している事実を部分的に示している。

第一の事例として、DF法作成プロセスで金融業界が大量のロビイストを雇い入れている事実と、DF法に関与した政府当局者の多くがその後に金融業界へと移っている事実が存在する。分析によると、大手金融機関は2009～10年に政府経験者を業界ロビイストとして大量に雇い入れる一方、同法の草稿段階から施行段階までに関わった多くの法律家、官僚、規制当局者、政治家たちが、トップか一般職員かを問わず、任務終了後に金融部門に直接・間接に関連する業界に新たな職を求めている<sup>48</sup>。

第二の事例として、主要金融当局がGFC後に金融業界と関わりの強い人材を大量に採用し、当局者が退任後に金融業界に職を求めている事実が存在する。財務省、証券取引委員会（SEC）、通貨監督局（OCC）は、いずれもゴールドマン・サックス出身者を中心に、多くのウォール街関係者を責任ある職に就任させている<sup>49</sup>。なお金融業界からの人材採用は金融規制当局に

45 特にロビーイング業界（ワシントンD.C.に集中して所在し、その通り名に基づき「K ストリート」とも呼ばれる）はわが国ではなじみが薄いですが、米国では非常に大規模に存在する。その支出額は2021年で約37億7,000万ドルに上り、12,183人もロビイストが登録している（OpenSecretsのHP）。そこに政治コンサルタント、政治との関係を専門とする者、仕事の詳細を公開する必要のないその他の個人などを合わせると、今日のロビー業界には、少なくとも120億ドル規模、12万人以上もが関与しているともされる（Jamerson et al.(2019)）。なおトランプ政権が発出した「2017年行政命令」により、政権の公職に就く者が退職後5年間はロビーイングの職に就けない、というルールが採用されたが、トランプは退任直前にそれを撤回している。過去には、クリントン政権も退任一月前にロビーイング5年禁止を撤回している（Mullins(2021)）。回転ドアについては、2017年で約10,000人が該当すると認識され、産業別に見るとFIRE部門が12.8%でトップとなっている（第2位は12.3%で医療部門、第3位は11.5%で情報通信部門）（OpenSecretsのHP）。

46 トランプ氏への上位の資金提供者であり、彼のロビイストとしても働いていたブライアン・バラードは、政権交代を目前に自社に3人の民主党員を雇い入れたとアナウンスし、それについて「両サイドに対する効果的な主張を行っていく能力を成長させ続けるための」雇用だと述べている（Weaver(2021)）。

47 拙著終章を参照。

48 Wilmarth(2020),pp.347-48によれば、2009～10年に金融部門は1,400人以上の元連邦関係者をロビイストとして雇い入れたが、そこには73人の元議員と2人の元OCC長官が含まれた。同時期に六つの巨大金融機関だけで240人以上の元議員、元議会職員、元上級官僚をロビイストとして雇い入れた。また草稿作成に重要な役割を果たした法律家の約30%、上級法務官僚の約40%が、後にウォール街に専門サービスを提供する機関や企業に移った。個人名をあげれば、元下院金融サービス委員会委員長のジェブ・ヘンサーリングはUBSの副会長、元ホワイトハウスのチーフスタッフであるウィリアム・デイリーはウェルズファーゴの副会長、元FRB議長のベン・バーナンキはピムコとヘッジファンドのサイタデルの上級顧問、元上院銀行監督委員会委員長のクリストファー・ドッド、元司法長官のエリック・ホルダー、元SEC議長のメアリー・ジョー・ホワイトは大手金融機関を顧客に持つ大手法律事務所に移った。

49 GFC後に財務長官（代理除く）に就いたティモシー・ガイトナー（～2013年）、ジェイコブ・ルー（2013～17年）、スティーブン・ムニューシン（2017～21年）、ジャネット・イエレン（2021年～）の4人のうち、ガイトナーは退任後、PEファンドのウォーバーク・ピンカスの社長に、ルーは元タシティの出身で、2017年にモルガン・スタンレー出身者が立ち上げたPEファンドのパートナーに就任した。

とどまらず、政府関係諸部署に広く人材が入り込んでいる<sup>50</sup>。

第三の事例として、直近のFRB副理事指名をめぐる事例を取り挙げる。2022年1月、民主党バイデン政権は、サラ・ブルーム・ラスキンをFRB副理事候補に指名した。銀行規制強化派と目された弁護士ラスキンは、FRB理事や財務省副次官としての勤務経験も長く、バイデン政権の方針とも合致すると認識された。それに対し共和党は、同氏が過去にFRBの金融政策の独立性をゆがめるような発言をしていること、そして2017年からフィンテック企業リザーブ・トラストの社外取締役として活動していたことなどに焦点を当て、強力な批判を展開した<sup>51</sup>。それによれば、同社は2018年にフィンテック企業として初めてFRBにマスター・アカウントを開設することを地元カンザスシティ連銀に認められ、銀行に頼らずFRBの決済サービスに直接アクセスできるようになった。しかし同

社の申請は同年6月に一度拒絶されており、その2か月後に同社取締役のラスキンがカンザスシティ連銀に電話し、同社のために何らかの依頼をした疑いがある、とされる。またラスキンは、同社の株を報酬として受け取っており、退社から1年を経た2020年にそれを売却することで140万ドルを得た、ともされる<sup>52</sup>。共和党の批判に加え、民主党内からも一部反発があり、上院での承認が見込めなくなったため、結局ラスキンの指名は取り下げられた<sup>53</sup>。この事例は、共和党に限らず民主党の議員や支持者にも金融業界と密接な関連を持つ者が多くおり、その利害から完全に独立することがいかに難しいかを示している。

以上の三事例からわかるように大手金融機関は、人的つながりを通じた政治への影響力行使と、結果として自らのビジネスに有利な環境確保を求めようとする慣行を、GFC後に自主的に控えていない<sup>54</sup>。それどころか、そうした関

ムニケーションは、元GSのパートナーとヘッジファンドのファンドマネージャーを務めた人物であった(McLannahan(2017))。GFC後にSEC委員長に就いたメアリー・シャピロ(～2012年)、エリッセ・ウォルター(2012～13年)、ジョー・ホワイト(2013～17年)、ジェイ・クレイトン(2017～21年)、ゲーリー・ゲンスラー(2021年～)の5人のうち、特にクレイトンは大手金融機関やヘッジファンドなどの役職員をSECの上級職員に積極的に招き入れている(Michaels(2017))。またゲンスラーは、ゴールドマン・サックス出身で、オバマ政権下では商品先物取引委員会の委員長も務めた人物である(同委員会前委員長のヒース・ターバート(2019～21年)は退職後にサイタデル証券に職を求めている)(Stafford&Rennison(2021))。OCCでは、2005～10年に長官を務めたジョン・ドゥーガンが退任後にシティグループの取締役会会長に就任しており、2017年5月から臨時長官を半年間務めたキース・ノレイカは、法律事務所時代のドゥーガンの部下であり、短期間に広範な銀行規制の緩和を実現し、退職後は金融部門と密接に関わりを持つ別の法律事務所に移っている(Tracy&Hoffman(2018))。

50 たとえば2017～18年にトランプ政権下で国家経済会議委員長を務めたゲイリー・コーンは、ゴールドマン・サックスの元COOで、退任後に同社に復帰した。一方、彼を含めトランプ政権下で政府の役職を担い、短期間で交代させられた者たち(トランプ政権では就任後14カ月で43%もの上級職が入れ替えられた)は業界復帰後に思ったほど出世できていないという指摘もある(Edgecliffe-Johnson(2018))。

51 Smialek(2022)、WSJ(2022)。

52 WSJ(2022)。

53 Smialek&Cochrane(2022)。反対の意思を示したのはジョー・マンチン上院議員であり、彼はバイデン政権の経済政策の目玉である「ビルド・バック・ベター」政策にも反対している。彼は石炭州であるウェストバージニア州選出議員であり、化石燃料業界と密接な結びつきを持っているとされる。なお後任は消費者金融保護局立ち上げにも貢献したマイケル・バー氏となったが、指摘によると彼もかつてフィンテック企業リップル・ラボとレンディング・クラブに勤務経験があった(Thomas et al.(2022))。時をほぼ同じくして、カンザスシティ連銀はリザーブ・トラストの口座取り消しを決定している。

54 そうした慣行は現在、新しい金融収益源と目されるフィンテック、クリプトカレンシー業界で顕著に見られる。たとえば元SEC委員長で現在は法律事務所弁護士を務める上述のホワイトは、クリプトカレンシー発行企業のリップル・ラボの弁護を担当している。元財務長官ローレンス・サマーズは、クリプト投資会社デジタル・カレンシー・グループに助言を行い、フィンテック企業ブロックの取締役も務めている。元OCC長官のブライアン・ブルックスはビットコイン・マイニング会社ビットフュー



係性が不正・違法行為にまで利用される事例が GFC を経てもなお繰り返されている<sup>55</sup>。一方、民主党の一部議員には、ウォール街に対する市民の不信感の高まりも踏まえ、政治と金融業界との資金的・人的つながりに対し「民主主義を制限する」として強く反対し、その抑制・根絶を目指す者も少なからず存在する<sup>56</sup>。またウォール街出身者だからといって彼らのすべてが金融業界の利害のみを代表して行動するわけでもない<sup>57</sup>。しかし、金融権力を効果的に抑制しようとする「ラディカル」な諸提案を本気で実現に移そうとする大統領はこれまでのところ現れていないし、議会レベルでも身内からの反発が生じてそれら諸提案がまったく実現されていない事実こそが、米国における金融権力の根深さを物語っている。

以上、本節の分析を通じ、資金的つながりと人的つながりの二つの経路を通じた大手金融機関の金融権力の存在は、GFC 後もほとんど手つかずのまま残存していると言えることが事実に基づき明らかになった。

以上の第3～5節で確認した諸事実から、金融化のきわめて重要な促進要因としての大手金融機関の利潤追求行動を支える、経済力、金融イノベーション力、金融権力のどれをとっても、GFC とその後の金融制度諸改革を経てそれらの過度や不正が効果的に抑制されるような環境は生まれていないし、実際に抑制もされていない、と言える。むしろ、大手金融機関の解体や経営者の責任追及を伴わない当局による救済・復活支援を通じて既存体制の温存が図られ、GFC 前に見られた不正な慣行は部分的に強化されている側面すら観察された。

## 第6節 大手金融機関の地位・行動から捉える GFC 後の金融化の展望

ここまでの分析を踏まえて本節では、米国における金融化の現状と展望に関する筆者の見解を示す。第2節で示した独自の整理に立ち返ろう。ここでは GFC 後の金融化について、①「制御された金融化」（停止または「脱金融化」）、②「通常軌道の金融化」、③「極端な金融化」とい

---

リー・グループの CEO を務めている。元商品先物取引委員会委員長クリストファー・ジャンカルロが所属する法律事務所はリップルを担当しており、彼が 2020 年にリップルのデジタルコインである XRP は SEC の監督から外されるべきと記事で主張した際、その記事を同社が提供した情報に基づいて執筆したとされている。ジャンカルロは同委員会がビットコインの先物契約を認めたときの委員長でもあった (Kiernan&Michaels(2022))。

55 それらの一部は摘発され、大手金融機関側にかなりの額の罰金支払いが命じられるものも出ている。不正取引の典型的事例としてインサイダー取引や相場操縦などがあるが、情報の不正取得・利用なども大きな問題になっている。たとえばゴールドマン社員のロヒット・バンサルは、かつて勤務していたニューヨーク連銀から機密の規制情報を受け取っていた。その調査の中で、彼の上司でマネージング・ディレクターのジョセフ・ジャンピエトロのデスクからもニューヨーク連銀の機密資料が見つかった。両氏は解雇され、FRB はジャンピエトロを銀行業界から追放した。バンサルと情報源であったジェイソン・グロスは政府資産の窃盗で有罪判決を受け、業界追放となった。それによりゴールドマンは総額 8,630 万ドルの罰金を支払った。(Nguyen(2022))。大手金融機関のタックスヘイブンや複雑な特別目的会社などを絡めた税逃れ行為もほとんどが見逃されているが、その背景にも政治と金融の癒着関係があると考えられる。

56 たとえばバイデン大統領の盟友ともされるテッド・カウフマン上院議員は、大手金融機関の政治力行使を問題視し、DF 法に 10% 以上の預金を保持する大規模銀行を解体する修正案（後に否決されることになった「ブラウン＝カウフマン修正」）を提出した他、トランプ政権からバイデン政権への政権移行チームのリーダー役を務めた際にも金融当局に規制強化派を推薦したりした (Ackerman&Kiernan(2020))。また 2020 年大統領選の民主党予備選で奮闘したエリザベス・ウォーレン上院議員は、ロビーイングを禁止したり、回転ドアを制限するなど、金融権力を抑制するさまざまな提案を行っている (Jamerson et al.(2019))。一方、バイデン大統領自身は典型的な民主党「穏健派」であり、ワシントンのエスタブリッシュメントたちとも密接な関係を築いており、政権移行チームにも複数の業界ロビストを採用した (Bykowicz&Mullins(2020))。

57 たとえば上述のゲンスラー SEC 委員長はゴールドマン出身であるにもかかわらず、財務省、商品先物取引委員会、大学教員と多様な職に就いており、規制強化派と見なされている (Foroohar(2021))。

う三つの経路が仮説として提示された。これらのうち GFC 後の金融化は大きな方向性としての経路を歩んでいると考えるのが最も妥当であろうか。

#### (1)「制御された金融化」仮説

まず「制御された金融化」仮説を検証する。この仮説は主に金融業界や金融当局、あるいは金融化に言及する一部論者などの主張・視点とおおむね合致するものと想定される<sup>58</sup>。

この仮説は基本的に、GFC 後の金融制度諸改革がその主要目的としての TBTF 問題の改善を実効的に達成したことを前提とする。それに対し本稿が事実を元に明らかにしたのは、金融制度諸改革には一定の効果が期待できる面が随伴してはいるものの、GFC 後の大手金融機関の行動や地位をつぶさに見ると、それらを決定的に変化させる実効性を有しているとは決して認識できない、ということであった。それゆえこの仮説は前提からして崩れており、全面的に受け入れることは困難である。

加えて、この仮説には欠点が大きく二つ存在する。第一は、実際に生じている現象に対する認識において、そもそもその背景に金融化が展開している事実自体を把握できていないか、金融化の存在自体は認識できていてもそれを多様な側面を持つ重層的な総体として捉えられておらず、特定の面のみに焦点を当てている、ということである。したがって、それらの主張は表層的理解に基づくことになり、部分的には間違っていないけれども全体として捉えると説得力が非常に乏しくなり、中には根拠がきわめて薄弱的な希望的観測に基づくような議論も存在し、そうした状況の下で断定的で早計な判断を下して

いる、と考えられる<sup>59</sup>。

第二は、第一とも密接に関連するが、分析視点が長くても 5～10 年程度という中短期的視点に立っていることである。それらは、金融化が現代資本主義の長期的な構造変化・傾向であるという理論的視点をほとんど持ち合わせていない。そのため金融化の本質とは何か、その根本的な要因は何かといった重要な論点を捉えられていないか軽視しており、傾向としての金融化の諸要因間に存在する効力の濃淡も認識できていない。そうした状況の下で金融化の抑制や逆転を部分的・一時的に示すように見える一つまたは少数の事実を捉えて、それを構造的変化と取り違えている。本来、構造的変化は短期間には原則として生じえない。

結論としてこの仮説は、現状認識的にも理論的にも不十分で、脆弱な根拠に基づく議論と言わざるを得ず、部分的には首肯できても、議論の全体を積極的に支持することはできない。

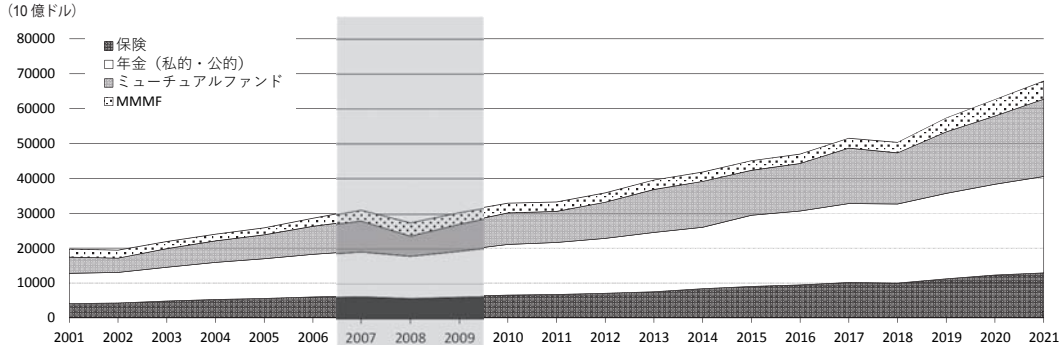
#### (2)「通常軌道の金融化」仮説

次に「通常軌道の金融化」仮説を検証する。この仮説は金融化アプローチの論者によって明確に主張されているわけでは必ずしもないが、それらの多くはこの基本線を暗黙に共有していると想定される。この仮説は、GFC 後の金融制度諸改革がその主な目的を実効的に達成していないことを基本的な前提とする。それに加え、金融化は 1970・80 年代以降に長期的・漸進的に展開している現代資本主義の構造変化であるという視点から、金融制度諸改革にとどまらない、その直接対象とならなかった金融化のさまざまな諸要素・諸要因についても必然的に広く考慮・検討の対象とする。

58 国際機関、コンサルティングファーム、大手金融機関などが発表するレポート（たとえば Morgan Stanley(2020) など）を見ると、大手金融機関の行動（特に過剰なリスクテイク）やそれがもたらすネガティブな諸影響の抑制について相対的に楽観的に捉えているものが多い。またこの仮説に近い結論に達した金融化（あるいは類似の現象）を論じる一部論者においても、金融化が何を指すか明示していなかったり、特定分野の一現象にしか視点が当てられていなかったり、定性面を含む総合的視野に基づく分析がなされていなかったり、視点が短期的であったり、といったケースが散見される（たとえば北原(2017) など）。

59 たとえば The Financial Times 紙のフォロワーは、民主党バイデン政権、特にその金融当局人事に強い期待をかける論説を積極的に展開しているが、実態に即せば過大な期待である（Ferozhar(2020) など）。

図表8 代表的な機関投資家の金融資産残高



(出所) 図表2と同じ。

まずこの仮説が共有する金融制度諸改革に対する悲観的評価については、本稿で明らかにした、金融制度諸改革後も大手金融機関がTBTFの立場を維持したうえで経済力と金融イノベーション力を寡占的に占有・維持している状態に変化がないという事実に基づけば、十分信用に足るものとする<sup>60</sup>。

加えて金融化の諸要素・諸要因のうち、金融化の本質、根本原因たりうる実物部門で発生した過剰な貨幣資本の状態に目を向けると、この仮説は説得力を増す<sup>61</sup>。過剰な貨幣資本は多様な提示法が考えられるが、たとえばFRB統計で非金融企業の金融資産残高を見ると、GFC後に一時停滞した後に再び急拡大傾向に入っている。またフロー面を見ると、それらの利益フローと資本支出額の差が年々広がり、ストックとしての剰余金もますます積み上がっている<sup>62</sup>。家計の金融資産残高についても同時期に同様の傾向が観察される。図表8は、そうした企業や家計の資金を集中する代表的な機関投資家の金融資産残高を示している。それによると年金・保

険・ミューチュアルファンドという伝統的機関投資家のそれは、GFC後も拡大の歩みを止めていない<sup>63</sup>。そうした事実に基づけば、金融化のベースであるとする過剰な貨幣資本は解消されていないどころかますます増加しており、その傾向が今後逆転していくと考える説得的理由は見つからない。

またこの仮説への支持は、金融化という構造変化の「逆転の困難性」という面からも補強されうる。たとえばレギュレーション派のように金融化を資産効果を前提とする消費拡大に主導される「金融主導型(finance-led)」成長モデルと理解したり、マルクス派の一部のようにそれを企業の金融的経路を通じた蓄積体制(G-G')の確立と理解する場合、一度構築された成長体制や蓄積体制がすでに多くの家計や企業の行動に「ロックイン」されている場合、それらの逆転は容易に生じえない、という有力な主張が存在する。パラダイムの支配性や経路依存性といった視点を踏まえても、そうした議論には十分な説得力があるとする<sup>64</sup>。

60 金融制度諸改革が大手金融機関の行動もTBTF問題も解決できていないことを主張する先行研究としてJohnson & Kwak(2012)、Wilmarth(2020)などを参照。

61 高田(2015)、北原(2017)なども参照。

62 小倉(2018)76頁、(2022)7頁を参照。なおそれらにおいて、そうした利益・剰余金が直接的に金融化ルートに使用されていない事実が示された。

63 金融イノベーションの舞台としてのホールセール短期金融市場を支える重要な要素としてのMMMFの金融資産残高も同様に拡大傾向を続けている。また代替投資主体に該当するヘッジファンド、PEファンド、ベンチャーキャピタルなどの運用資産も再び拡大傾向にあることが指摘されている。

64 脚注6で示した金融化アプローチの先駆者たちのうちGFC後の金融化を総合的に検討した数少ない業績の一つであるPalley(2021)は、金融化について、新自由主義政策、政府・中央銀行による促進、あらゆる部面での負債の増大、大手金融機関による利潤追求、当局による介入など複数の諸要素を総

一方でこの仮説は、1970・80年代以降の金融化のプロセスで、金融市場を舞台としたバブルとその崩壊、危機発生 の頻度と規模が、ますます拡大している、という重要な事実を必ずしも議論に組み込めていない。たしかに2~30年以上という長期的視野に立てば、それら「凹凸」は均されてしまう。しかしそれらは決して軽視・無視してはならない、資本主義のさまざまな矛盾を包含しながら生じる重要な事象であり、構造変化としての金融化の展開にも重大な影響を与えうる。金融化を理解するうえで長期的視点を持つことが重要なことは論を俟たないが、必ずしもその「安定」的な進行を前提とする必要はなく、中短期的な「不安定性」や根本的矛盾を内包しながら展開していることを強く認識できなければ、金融化の現状と展望の理解も不十分なものとどまる恐れがある。

結論としてこの仮説は、本稿で示したGFC後15年間の金融および大手金融機関の特に定量面での状況(維持・温存・部分的拡大)ともほぼ合致していることから、妥当な議論として基本的に強く支持できると考える。一方で、もしこの仮説が金融化の安定的進行を前提としているならば、不完全性の残る議論と言わざるを得ない。

### (3)「極端な金融化」仮説

最後に「極端な金融化」仮説を検証する。この仮説は金融市場を舞台としたバブルとその崩壊、金融当局による救済が、中短期的に規模を増大させながら頻発し、それらを恒常的に内包しながら金融化が長期的に通増・加速していく経路を想定する。それは現時点で金融化アプローチによって積極的に展開されているわけで

はないが、バブルとその崩壊という側面についてはミンスキーが展開した金融不安定性仮説に依拠するポストケインズ派の理解や、私的利益追求を当局が下支えする側面については政治経済学の特に企業権力に焦点を当てたアプローチの理解などと融和性が高いと考えられる<sup>65</sup>。

まずこの仮説がGFC後の金融制度諸改革がその目的を実効的に達成していないことを基本前提とする点は「通常軌道の金融化」仮説と同様であり、本稿の分析結果にも合致する。加えてこの仮説は、2000年代に金融化を「極端な段階」にまで押し上げた二つの重要な要素を理解する。第一は、筆者が金融化の最も重要な促進要因と理解し、本稿で詳しく検討してきた、大手金融機関の利益追求行動ととりわけそれを支える金融権力の存在である。大手金融機関は、金融権力の行使によって得た特権的で不公正な地位を自らを取り巻く競争環境の変化の中で最大限活用し、その利益追求は二・三番手以下の金融機関のさらなるシェア拡大を目指した諸行動や、特殊な報酬体系などによっても促されながら、2000年代にエスカレートしていった。そして前節で詳しく見たように、大手金融機関の金融権力は、GFCを経てまったく抑制されていないどころか、より強化されている側面すら見られた<sup>66</sup>。大手金融機関が、今後も金融権力の行使を通じて自らのビジネスに都合の良い制度・待遇を取得し、その下で家計や企業をますます利益源として取り込み、それらを金融化させ、同時に金融市場にバブルを生み出しながらさまざまな経路から巨額の収益を上げ続け、何かあれば当局に救済される蓋然性は非常に高い。

「極端な金融化」につながる第二の要素は、金

合的に指摘・検討しており、参照されるべき重要な業績である。彼は、複数の要素がすでに経済システムに「ロックイン」されている(負債の利用、金融化の受益者による権力行使、投資家としての家計の地位、新自由主義的思考法などの要素に基づく)という指摘と、特に2008年以降に中央銀行の金融市場への介入・下支えが強まることで金融化のプロセスが加速した、という重要な指摘も行っている。しかし彼も金融化の今後の展望については必ずしも言明していない。

65 福田(2021)は、現代資本主義における経済格差の拡大をグローバル企業の権力の行使やその源泉と結び付けて分析する。筆者の金融権力アプローチも基本的にその分析の系譜に位置するものである。

66 いわゆる「規制の虜」の存在を指摘したJohnson & Kwak(2012)も、それがGFC後も不変であると主張している。

融当局、特に中央銀行によって明確な意図をもって（時に「その場しのぎ」的側面を伴いつつ）発動される金融市場の下支え策とその拡張である。それらには事後的措置としての政府救済、「最後の貸し手」、緊急的な債務保証、裁量的資産購入を通じた当局バランスシートによるリスク吸収なども含まれるが、中核に位置するのは異常かつ長期傾向的な金融緩和策である。ゼロ金利やマイナス金利、量的緩和といった非伝統的政策によって生み出された超低金利は、主に大手金融機関が負債性資金を提供することを通じて、上述の貨幣資本の過剰状態にレバレッジをかけてさらに膨張させ、それらは新たな価値増殖先を求め（search for yield）で金融市場をさまよい続けている。そうした金融政策は1980年代以降傾向的に続き、これまで何度も金利の引き上げが試みられてきたものの、発生頻度が高まりつつある景気後退、経済危機、金融市場の混乱などの度に再び低金利政策へと復帰し、傾向的低金利を定着させてきた<sup>67</sup>。GFCから約15年を経た現在も、傾向的金融緩和は持続しており、GFC直後に量的緩和に代表される超低金利政策がFRBに採用され、その後インフレ懸念に基づきそれからの脱却が何度か試みられてはきたものの、その度に金融市場や投資家の混乱を招いて事実上取り下げられてきた<sup>68</sup>。

以上のような、増大を続ける過剰な貨幣資本をベースに、大手金融機関の金融権力に基づく利益追求の徹底と、金融化に燃料を投じ続ける当局の組み合わせが存続する状況下では、必然的に近い将来の大規模なバブルとその崩壊に帰結する世界的金融危機が再び米国を震源に発生し、それは税金を原資とした政府介入によって再び抑え込まれる。大手金融機関は生き残り、利益追求を再開する。この仮説はそうしたシナリオを想定するが、それは大手金融機関のこれ

までの行動と現状を念頭に入ればきわめて説得的である。

結論としてこの仮説は、大手金融機関の行動・地位を中心に金融それ自体の世界で現実生じている重要な出来事、特に定性面としてしか認識されえない金融権力行使の現実をも正しく捉えており、それらに基づく妥当性の高い議論と認識できる。もちろん現時点でこの仮説通りの兆候を明確に示す定量的証拠は、少なくとも本稿が対象としたデータからははっきり確認することはできなかった。また今後についても、金融化を他部門との相対的な関係性、全体に占めるシェアなどとして示す各指標（相対的金融化）はその伸びに自ずと限界があり、増加ペースは基本的に漸減していかざるを得ない。それらの点を考慮すると、特にこの40年間ですでに十分金融化している米国に焦点を絞るならば、この仮説を一切疑問の余地なく受容することはできない。しかし絶対額（絶対的金融化）で見ればそのような限界は必ずしも存在せず、その点からは十分に支持に値する議論でもある。ゆえに筆者は、金融化の現状と展望としてこの仮説の妥当性が最も高い、と現時点で判断する。

## 結び

本稿は米国におけるGFC後の金融化の現状と展望を正確に把握することを研究目的とし、その達成のために、金融化の諸要素・諸要因の中でも最重要の要素の一つと筆者が認識する、金融それ自体、とりわけ大手金融機関の行動・地位に焦点を当てたうえで、そのGFC前後の変化を定量面と定性面から分析した。本稿の分析により以下のことが示された。

第一に、GFC後の金融化について、金融化アプローチの先行研究による十分な整理・検討が行われていない現状を踏まえ、それらに関する

67 金融肥大化を下支え・拡張する金融当局、特に中央銀行の役割については Wilmarth(2021)、Palley(2021),pp.32-38、Foroohar(2022)などを参照。なお筆者は、金融緩和の不可逆的放棄は困難と考えるが、その理由は、特に大手金融機関と機関投資家にとってその環境が基本的に望ましいからである。金融権力の行使の効果もあり、当局は金融市場に混乱やデメリットをもたらす可能性がある選択肢をますます採用しにくくなっている。

68 Wilmarth(2020),pp.321-25、(2021),pp.5-6,8-9,12-17,31-49などを参照。

整理を独自に行った。その結果、金融化の現状・展望としては大きく三つの経路を進んでいる可能性が示され、それぞれ「制御された金融化」仮説、「通常軌道の金融化」仮説、「極端な金融化」仮説として区分された。

第二に、各仮説の妥当性を検討する際にも金融それ自体、特に大手金融機関の行動・地位に焦点を当てる必要があることを認識したうえで、GFC後のそれらの現実を定量面と定性面から具体的に分析した。その結果、主に定量的に示されるそれらの経済力と金融イノベーション力は、金融制度諸改革でその過度な状態の抑制が暗黙に目指されたにもかかわらず、実際にはGFCの前後で基本的に維持された状態にあるか、GFC前の数値を一部上回るものも見られたこと、また原則として定性面としてのみ把握されるそれらの金融権力は、そもそも金融制度諸改革の直接の抑制対象とならなかったうえ、自主的に抑制された形跡も見られず、実際にはほとんど温存されていると考えられ、複数の事例はGFC後もそれらが積極的に行使されている事実を示していること、などが明らかになった。

第三に、分析により明らかになったGFC後の大手金融機関の現実の行動・地位を踏まえ、改めて上記三つの仮説の妥当性を検討した。その結果、「制御」仮説については視点が短期的・一面的・表層的であり妥当性が高くないと捉えられること、「通常軌道」仮説については現時点の定量データ、特に金融化の根本原因と捉えられる過剰な貨幣資本の現状などから基本的に強く支持できる一方、金融化の安定軌道という非現実的な想定をしている可能性が残る点で不十分と言わざるを得ないこと、最後に「極端」仮説については現時点での定量データや「相対的金融化」の観点からは必ずしも妥当しない面があるものの、「絶対的金融化」の観点からは基本的に支持することができ、何よりGFC後の大手金融機関の現実の行動・地位を定性面も含めて最も正しく捉えた仮説であること、などが明らかになった。

以上より本稿は、三つの仮説のうち後二者が妥当であり、特に「極端」仮説がGFC後の金融

化の現状と展望を捉えるうえで最も妥当性の高い仮説である、と結論付けた。

## 参考文献

- 小倉将志郎 (2016) 『ファイナンシャルゼーション』桜井書店。
- 小倉将志郎 (2018) 「米国非金融企業の金融化と金融資産構成」『駒澤大学経済学論集』第49巻、第1・2合併号。
- 小倉将志郎 (2022) 「米国非金融企業の負債増大と金融化アプローチ②」『駒澤大学経済学論集』第53巻、第3号。
- 北原徹 (2017) 「ポスト・リーマンの米国金融と金融肥大化の終焉」『立教経済学研究』第71巻、第2号。
- 高田太久吉 (2015) 『マルクス経済学と金融化論』新日本出版社。
- 福田泰雄 (2021) 『格差社会の謎』創風社。
- Ackerman, A. and P. Kiernan (2020), U.S. News: Transition to Head Looked to Curb Banks, *The Wall Street Journal*, November 12, 2020.
- Baker, M. (2020), The Evolution of Investment Banks, *Euromoney*, April 7, 2020.
- Buiter, W. (2018), The Financial System Ten Years after the Financial Crisis: Lessons Learnt, *Note based on remarks made at the NAEC Group Meeting at the OECD*, Paris, Thursday 13 September 2018.
- Bykowitz, J. and B. Mullins (2020), U.S. News: Agendas of Biden, Ex-Aides Clash --- Many of Those Close to the President-elect Represent Industries at Odds with Party's Goals, *The Wall Street Journal*, November 17, 2020.
- Caparusso J., Y. Chen, P. Dattels, R. Goel and P. Hiebert (2019), Post-Crisis Changes in Global Bank Business Models: A New Taxonomy, *IMF Working Paper*, December 2019.
- Committee on Global Financial System, Bank for International Settlements (BIS), (2018), Structural Changes in Banking after the Crisis, *CGFS Papers*, No.60.
- Cornaggia, J., K Cornaggia and H. Xia (2016),

- Revolving Doors in Wall Street, *Journal of Financial Economics*, 120(2016).
- Edgecliffe-Johnson, A. (2018), White House Alumni Face Uncertain Future, *Financial Times*, March 19, 2018.
- Feyen, E., H. Natarajan and M. Saal (World Bank Group) (2022), *Fintech and the Future of Finance*.
- Financial Stability Board (FSB) (2021a), *Evaluation of the Effects of Too-Big-To-Fail Reforms: Final Report*.
- Financial Stability Board (FSB) (2021b), *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2021*.
- Foroohar, R. (2017), *Makers and Takers: How Wall Street Destroyed Main Street*, New York, USA: Crown Business.
- Foroohar, R. (2020), The Revolving Door, *Financial Times*, December 7, 2020.
- Foroohar, R. (2021), Wall Street's New Sheriff is on a Mission, *Financial Times*, January 18, 2021.
- Foroohar, R. (2022), Let the Fed Put Money Where It Is Really Needed, *Financial Times*, May 13, 2022.
- International Monetary Fund (IMF) (2021), *Global Financial Stability Report*, October 2021.
- Jamerson, J., B. Mullins and S. Siddiqui (2019), Warren Vows Lobbying Crackdown, But It Could Hit Roadblocks; The Massachusetts Democrat Want to End the Revolving Door between Government and the Influence Industry, Ban Lobbying for Foreign Governments, *The Wall Street Journal*, December 21, 2019.
- Johnson, S. and J. Kwak (2012), Is Financial Innovation Good for the Economy?, *Innovation Policy and the Economy*, National Bureau of Economic Research, Vol.12.
- Kiernan, P. and D. Michaels (2022), U.S. News: Crypto Hires Aim to Boost Washington Influence, *The Wall Street Journal*, March 14, 2022.
- Klein, E. and R. Foroohar (2022), Transcript: Ezra Klein Interviews Rana Foroohar, The Ezra Klein Show: Podcasts, *The New York Times*, June 17, 2022.
- Lund, S., A. Mehta, J. Manyika and D. Goldshtein (2018), A Decade after the Global Financial Crisis: What Has (and Hasn't) Changed?, *Executive Briefing*, McKinsey Global Institute, August 29, 2018.
- Mader, P., D. Mertens and N. van der Zwan (eds.) (2020), *The Routledge International Handbook of Financialization*, New York, USA: Routledge.
- McLannahan, B. (2017), Jack Lew Follows Tim Geithner's Footsteps into Private Equity, *Financial Times*, November 20, 2017.
- Michaels, D. (2017), SEC Names J.P. Morgan Executive as Top Regulator of Exchanges; Brett Redfearn Will Also Oversee Regulation of Broker-dealers and High-frequency Traders, *The Wall Street Journal*, October 19, 2017.
- Mullins, B. (2021), U.S. News: Trump Rescinds Rules on Lobbying, *The Wall Street Journal*, January 21, 2021.
- Morgan Stanley (2020), Banking on the Next Cycle, *Research*, May 27, 2020.
- Nguyen, L. (2022), A Former Goldman Sachs Executive Tied to a Scandal over Leaked Fed Documents is Barred from Banking, *The New York Times*, April 8, 2022.
- Palley, T. (2021), Financialization Revisited: The Economics and Political Economy of the Vampire Squid Economy, *Working Paper*, Post-Keynesian Economics Society, 2110, July 2021.
- Ramskogler, P. (2015), Tracing the Origins of the Financial Crisis, *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2014/2.
- Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) (2022), *2022 Capital Markets Fact Book*.
- Smialek, J. (2022), Fed Nominees Commit to not Taking Part in Finance's Revolving Door, *The New York Times*, February 10, 2022.
- Smialek, J. and E. Cochrane (2022), Biden Pulls Pick

- for Fed's Top Bank Regulator, *The New York Times*, March 16, 2022.
- Stafford, P. and J. Rennison (2021), Citadel Recruiting Flurry Pulls in Ex-CFTC Head, *Financial Times*, April 3, 2021.
- Stiglitz, J. (2018), Ten Years Later: Keynote Address, *Roosevelt Institute Working Paper*, September 2018.
- The Wall Street Journal (WSJ) (2022), Editorials: Sarah Bloom Raskin's Revolving Door, February 10, 2022.
- Thomas, K., A. Restuccia and A. Duehren (2022), U.S. News: White House Eyes Pick for Bank Regulator --- Michael Barr, Who as a Treasury Official Helped Craft Dodd-Frank Act, is Leading Candidate, *The Wall Street Journal*, April 13, 2022.
- Tracy, R. and L. Hoffman (2018), Former Trump Bank Regulator Returns to Law Firm; Acting Comptroller of the Currency Keith Noreika is Returning to Advise Banks at Simpson Thacher & Bartlett LLP, *The Wall Street Journal*, January 8, 2018.
- Weaver, C. (2021), Washington's Revolving Door: Can Trump Staffers Find Lobbying Jobs?, *Financial Times*, January 25, 2021.
- Wilmarth, A. (2020), *Taming the Megabanks*, New York, USA: Oxford University Press.
- Wilmarth, A. (2021), The Pandemic Crisis Shows that the World Remains Trapped in a 'Global Doom Loop' of Financial Instability, Rising Debt Levels, and Escalating Bailouts, *Banking & Financial Services Policy Report*, No.8.