

第3節 「危機後」の日本経済を考える視点

本節では、第1節、第2節での検討を踏まえ、金融危機の後の世界経済、日本経済の姿を考えるに当たっての素材を提供する。国際的な資金の流れと金融セクターの構造変化、産業構造と競争力、政府の対応の三つの視点から議論を進めよう。

1 国際的な資金の流れと金融セクターの構造変化

最初に、世界的なネットの資金フローを規定する、各国における資金過不足の状況を確認する。次に、グロスの資金フローを点検し、各国の金融セクターがその需給にどう関与しているかを見る。その上で、各国の国内における金融セクターの位置づけを調べる。

(1) 国際的な資金過不足と資金の流れ

今回の金融危機に先行したアメリカへの国際的な資金の流れの背景には、アメリカの経常収支赤字と我が国を含む他の主要地域の黒字の存在があった。また、さらにそうした世界的な不均衡は、各国国内における家計、企業、政府といった部門ごとの資金過不足（＝貯蓄投資バランス）を反映したものであった。そこでまず、過去の金融危機の前後での各国の資金過不足の状況を振り返り、今回の危機に伴う変化の方向を探る。

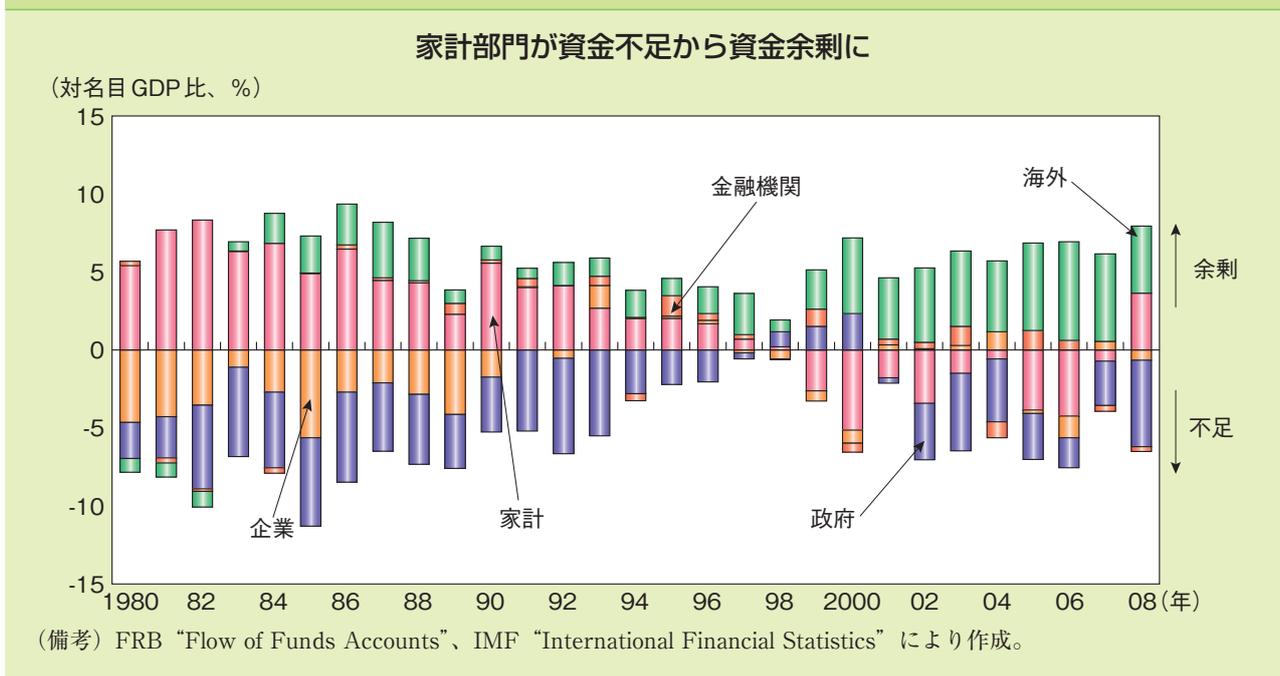
●アメリカでは家計部門が資金不足に

アメリカの経常収支は、83年以降、恒常的に赤字（海外部門が資金余剰）である。しかも、2000年代になって赤字幅が大きく拡大した。では、その裏側で国内各部門の資金過不足はどう変化してきたのだろうか。これについては、以下のような特徴が指摘できる（第2-3-1図）。

第一に、80年代には企業が資金不足（＝投資超過）であったが、S&L危機に伴いその縮小が観察される。S&L危機は、81～82年及び86～90年代初めの2回生じているが、危機前に企業の資金不足（投資超過）が拡大し、危機後に再び急激に縮小している。こうした動きの背景には、直接金融での資金調達拡大による企業部門の金融機関借入に対する資金需要の低下がある。それに対して、金融機関が不動産向けなどのリスクの高い分野への投資を拡大していき、危機の発生によりバブルが崩壊したことで、銀行貸出が急速に縮小している。結局、危機後には、企業部門の資金過不足はほぼゼロで推移している。

第二に、政府部門については、97年頃まで資金不足の部門は政府のみとなっていたが、98～2000年に資金余剰となった。ITバブルが崩壊した2001年以降、再び資金不足に転じ、翌

第2-3-1図 アメリカの部門別資金過不足



2002年から、政府部門が大幅な資金不足に戻っている。

第三に、家計部門を見ると、99年から資金不足（投資超過）となった。その後、住宅投資の増加と、住宅価格の上昇に伴う消費の拡大を受けて、家計部門はしばしば大幅な資金不足となった。

こうした資金過不足の変化により、2000年以降、海外の資金は、家計部門の赤字と政府の財政赤字に向けて大量に流れ込む形となっている³⁰。今回の金融危機は、こうした姿が持続不能になって生じたということもできよう。

● 北欧では銀行危機後に民間部門が資金余剰に

次に、金融危機を経験した国の資金過不足の変化について、北欧の3か国の状況を簡単に確認しておこう（第2-3-2図）。

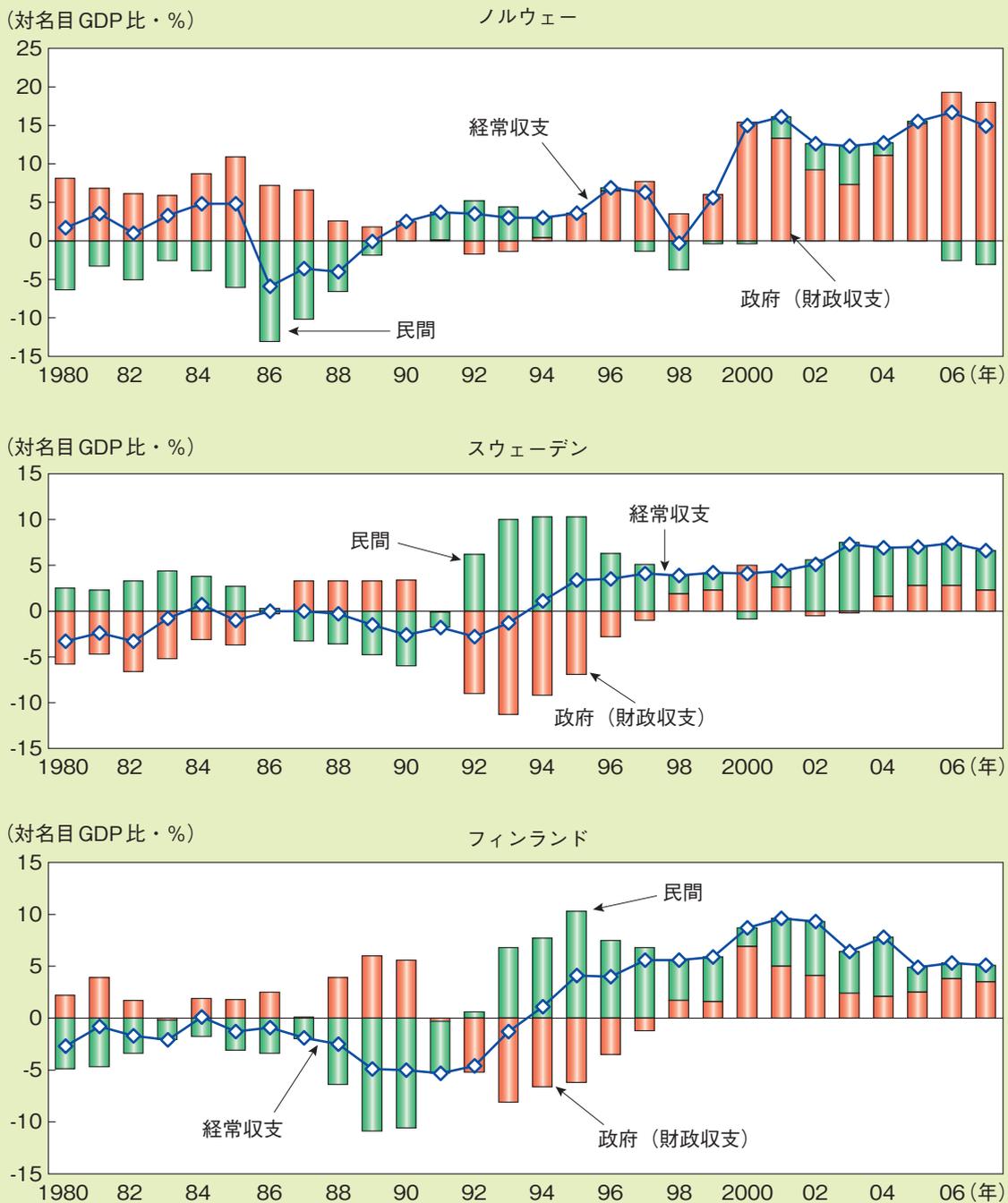
第一に、銀行危機が起きたのは、ノルウェーでは88年頃、スウェーデン、フィンランドでは91～93年頃であるが、3か国とも、危機の発生前には民間部門の資金不足が拡大していることが分かる。そのため、経常収支も赤字となり、海外からの資金が流入している。

第二に、危機発生後には民間部門が資金余剰となり、スウェーデン、フィンランドでは政府部門が大幅な赤字となっている。ノルウェーは石油収入があるため、通常、財政収支は黒字であるが、92～93年には赤字となっている。

注 (30) 英国は、今回の危機の震源地の一つであるが、アメリカよりも資金循環の歪みが大きく出ている。2002年以降、家計部門と政府部門、海外部門が赤字であるのはアメリカと同様だが、企業部門が資金余剰であることに加え、金融機関も資金余剰である。

第2-3-2図 北欧3か国の貯蓄・投資バランス

危機後には財政収支が赤字に



(備考) IMF “World Economic Outlook” により作成。

第三に、94年には、スウェーデン、フィンランドで経常収支が黒字となり、その後は黒字基調となっている。一方、財政収支が黒字化するの、スウェーデン、フィンランドでは98年であり、危機の終息後6年程度を要している。

このように、アメリカ、北欧では、危機をはさんで、投資貯蓄バランス（資金過不足）が大きく変化していることが分かる。一方、日本でも危機を挟んで資金の流れに大きな変化があっ

たと見られる。次に、日本について、どのような変化があったのかを振り返ろう。

●日本では金融危機後に企業部門が資金余剰に

日本では、これまで長期にわたって経常収支黒字を続けてきていることには変わりはない。それでは、日本の国内における資金過不足はどう推移してきたのだろうか。主な特徴を挙げると以下のとおりである（第2-3-3図）。

第一に、バブル崩壊の前後で構造変化が見られる。すなわち、バブル崩壊前には家計部門は大幅な資金余剰、企業部門は大幅な資金不足だったが、バブル崩壊後には、家計の資金余剰が徐々に縮小する一方、企業部門の資金不足も縮小した。また、政府部門は88年から91年にかけては資金余剰であったが、バブル崩壊後には不足に転じている。

第二に、97～98年の金融危機の前後でさらに変化が進んだ。家計部門は一時的に資金余剰を拡大させたが、その後は縮小の一途をたどった。また、企業部門は資金余剰に転じた。政府部門の資金不足は大幅に拡大し、その状態が長く続いた。

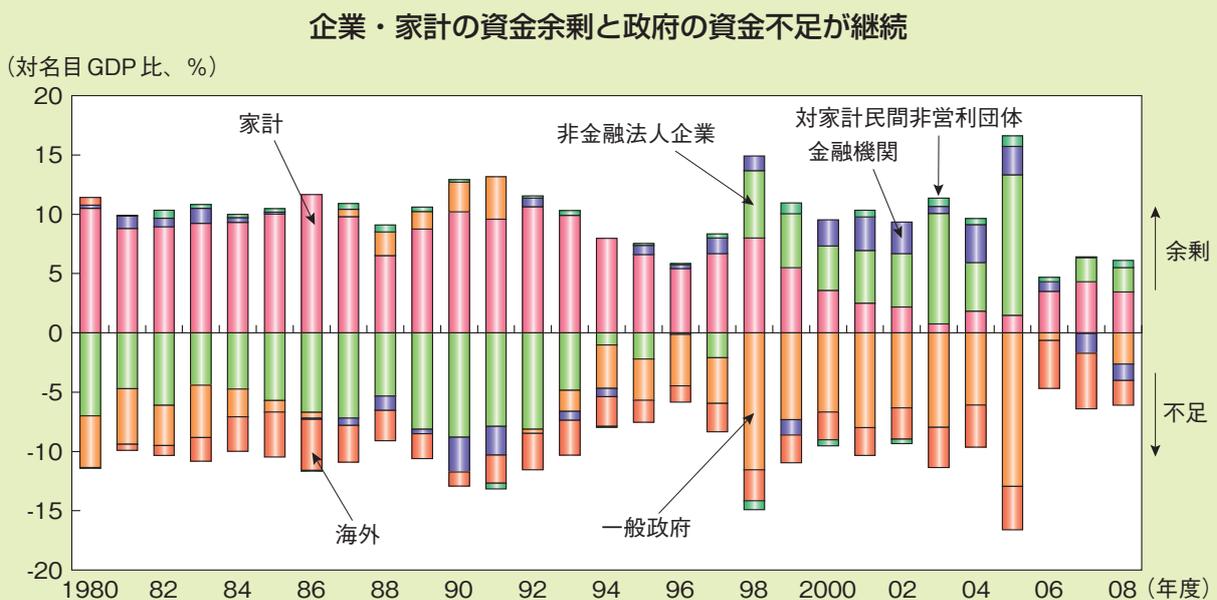
なお、2006年になると、バブル崩壊後の過剰債務圧縮がほぼ終了した企業部門の資金余剰が大幅に縮小する一方、財政再建がようやく進み始めて政府部門の資金不足も大幅に縮小した。

●一般に金融危機後は部門別の資金過不足が構造的に変化

以上のような各国における経験から、金融危機前後の資金過不足の変化について、次のように一般化できると考えられる。

第一に、金融危機に先行するバブル期がある場合、民間部門（企業、家計）の支出が活発化

第2-3-3図 日本の部門別資金過不足



(備考) 日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」により作成。

し、資金余剰が縮小、あるいは資金不足が拡大する。他方、財政収支は好景気により改善し、資金余剰となりやすい。民間部門と政府部門のバランスで、財政の改善が相対的に小さければ経常収支赤字となり、大きければ黒字になる。

第二に、危機発生直後には、景気悪化や金融システムの問題に対応するため、財政収支は悪化する。また、民間部門が資金不足であった場合、景気悪化によりそれが縮小したり、あるいは資金余剰に転じたりする。

第三に、危機後しばらくしても、資金過不足の姿はもとはには戻りにくい。まず、財政収支の改善に比較的長期間を要する。また、北欧や日本のように金融危機が大規模な場合、バランスシート調整に伴う投資不足により、民間部門の資金余剰が続く。

こうした経験を踏まえ、今回の金融危機が終息に向かったとして、アメリカの資金過不足はどうなるだろうか。財政再建に時間がかかる一方、家計のバランスシート調整にも時間を要し、家計は資金余剰が続く可能性が高い。その結果、経常収支の赤字幅が縮小することも考えられる。日本の輸出先市場としては、中国など新興国の内需への期待が高まるであろう。一方、日本は今回、バランスシート調整圧力が弱く、民間部門の資金余剰が比較的小さい。したがって、景気回復後は財政再建を着実に進め、国内の資金需給がタイトにならないよう注意する必要がある。

(2) 金融セクターのプレゼンスと構造変化

以上は、いわばネットの国際的取引であるが、金融セクターの活動に焦点を当てるため、グロスの金融取引についても見よう。加えて、各国の国内における企業の資金調達の形態についても確認する。

●アメリカ、英国は、資本取引の規模が大きい

まず、今回の危機前のグロスの国際的な金融取引の動向を確認しよう。最初に考えるべき疑問は、経常収支赤字国であるアメリカや英国は、資本収支は黒字で、ネットでは資金流入国であるはずなのに、世界の金融資本市場において、これらの国の金融機関の存在が大きかったのはなぜかという点である。その理由としては、米英の金融機関が、本国の資金によらない海外での取引に多く関与していたこともあるが、そのほかにも、ネット（収支尻）である資本収支に比べて、グロス（資産、負債の両方の取引）の額が大きいことが挙げられる。主な経常収支黒字国である、日本、ドイツ、中国と、経常収支赤字国であるアメリカ、英国について比べよう。確かに、資本取引（フロー）額では、日、独、中では、輸出入額の大きさに比べて資本取引額が小さい。一方、米、英では、相対的に大きく、特に英国では資本取引額が輸出入額を大きく上回っている³¹。

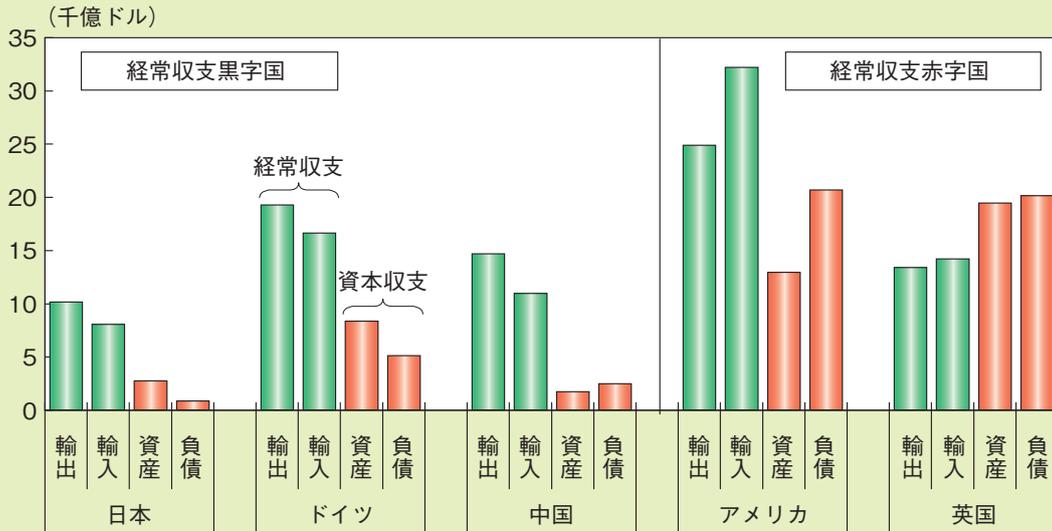
資産・債務の残高（ストック）で見ても、日、独、中に対して、米、英が非常に大きいこと

が分かる。米、英では、海外からの資金によって家計の住宅や消費への支出や財政赤字がファイナンスされる一方で、巨額の資金の海外への流れが存在していた。こうしたことが、米、英の金融機関の国際金融市場での大きな存在の背景としてあったと考えられる。

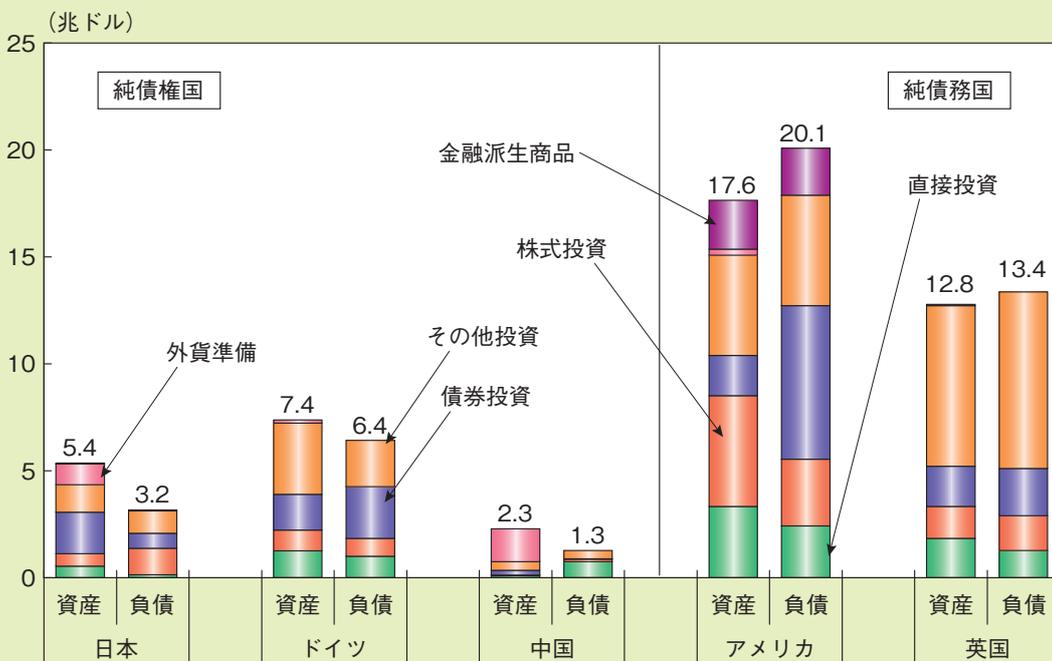
第2-3-4図 各国の国際取引の状況

米英では資本サイドの取引が大きい

(1) フロー



(2) ストック



(備考) 1. IMF “International Financial Statistics” により作成。2007年の値。
 2. 所得収支及び経常移転収支の受取は輸出に、支払は輸入に含む。その他資本収支の受取は負債に、支払は資産に含む。

注 (31) 中国では経常収支と資本収支の両方とも黒字である。したがって、両者の黒字額の合計が外貨準備等の増加額と一致する。

●危機前のアメリカへのグロスで見た資金の流れ

以上のように、アメリカ、英国では対外的な資本取引が資産、負債両建てで膨張していたが、具体的に世界のどのような地域から資金が入っていたかを、アメリカについて確認しておこう（第2-3-5図）。

第一に、欧州諸国からは、民間資本による資金の流れが、2007年半ばにかけて急増した後、急激に縮小するという姿となっている。これは、第1節でも見た、欧州系の銀行の資金取引状況と符合している。

第二に、我が国を含むアジアからは、資本流入の多くが外貨準備の増加によるものである。いうまでもなく、これらの外貨準備の多くは、アメリカ国債で保有され、アメリカの財政赤字をファイナンスしている。

第三に、北米・中南米からの規模も大きかったが、2008年に入って急減している。ここからの資金の流れは、ケイマン諸島等のタックス・ヘイブンで組成された金融商品を通じて、世界の各地域から資金が集まっていることを示している。

●主要国のいずれでも企業の資金調達は直接金融のウエイトが上昇

では、主要国の国内における金融取引はどのように変化してきただろうか。家計については（日米比較の形で）第1節で触れたので、ここでは企業の資金調達の形態に焦点を当てたい（第2-3-6図）。

アメリカにおいては、基本的には、社債、企業間信用、借入（銀行以外）等の寄与が大きく、直接金融中心の資金調達であるといえる³²。こうしたことが、金融が拡大する局面で、企業への融資よりも、住宅投資や消費支出への意欲が旺盛な家計向けの住宅ローンが大きく拡大する素地となったと考えられる。第二次S&L危機、2001年のITバブル崩壊後は、企業の資金調達が大きく減少しているが、特に、ITバブル崩壊後は銀行借入が減少したことが特徴的である。

その他の諸外国はどうか。英国では、80年代後半には金融機関借入が中心であったが、92年のポンド危機前後は借入が低迷ないし減少した。その後は、社債、その他借入を含め調達形態が多様化している。なお、ITバブル期に株式・出資金等による資金調達が一時的に急増した。一方、ドイツでは、ITバブルまでは借入が中心であったが、その後は社債中心となっている。ITバブル期に株式・出資金が増加したのは英国と同様である。ここでは示していないが、フィンランドやスウェーデンでも、銀行危機を経て借入のウエイトが低下し、直接金融にシフトしている。

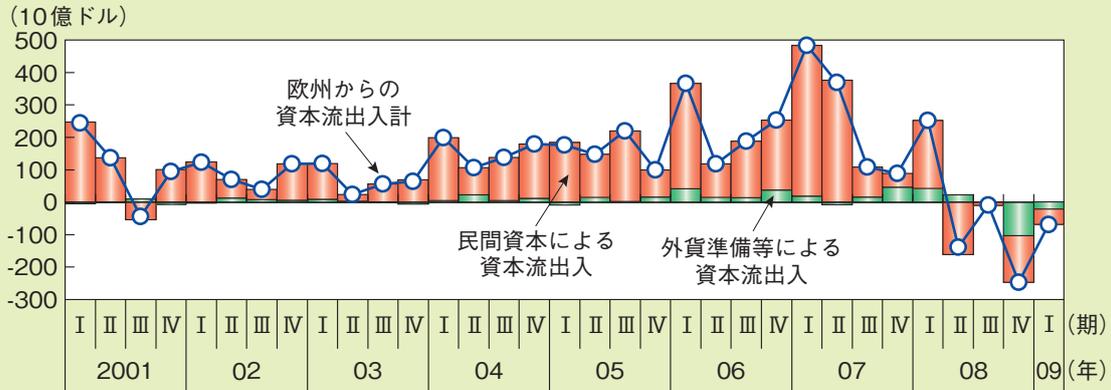
日本企業の資金調達は、伝統的には銀行借入に対する依存度が高かった。しかし、バブル崩壊後から大きな構造変化が生じている。すなわち、企業の資金需要が全体として低迷するなか

注 (32) アメリカの株式がマイナスとなっているのは、自社株買いによるもの。

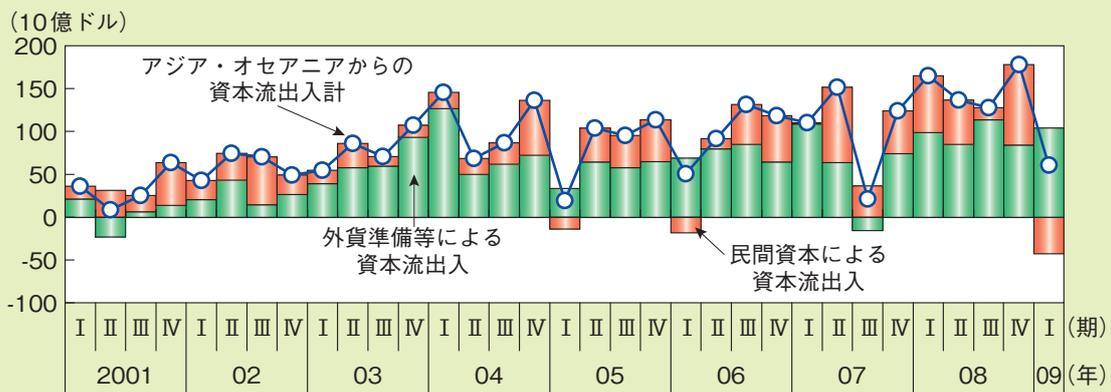
第2-3-5図 各地域からの対米資本流出入の推移

欧州からアメリカへの資本流入は、2007年上半期まで増加していたが、2007年下半年期以降は減少
 アジア・オセアニアからアメリカへの資本流入は、外貨準備を中心に総じて堅調に増加

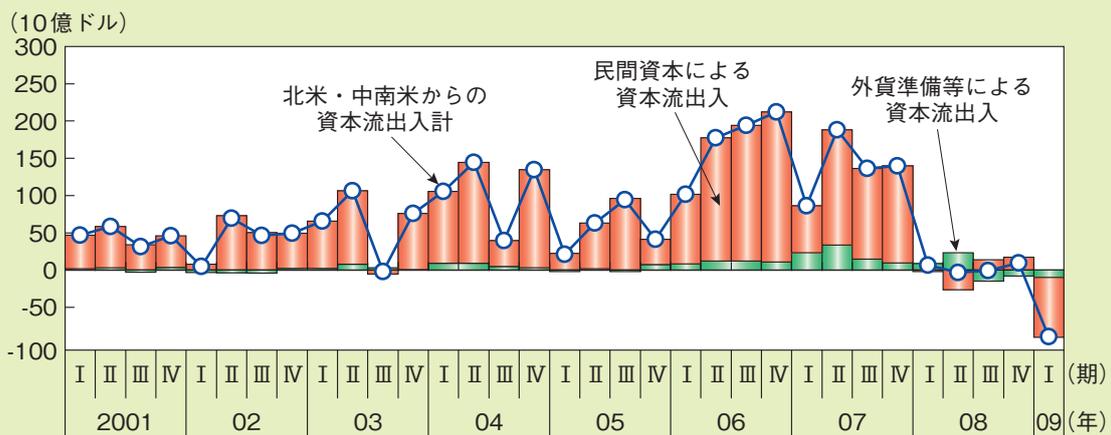
(1) 欧州諸国から



(2) アジア・オセアニアから



(3) 北米・中南米から



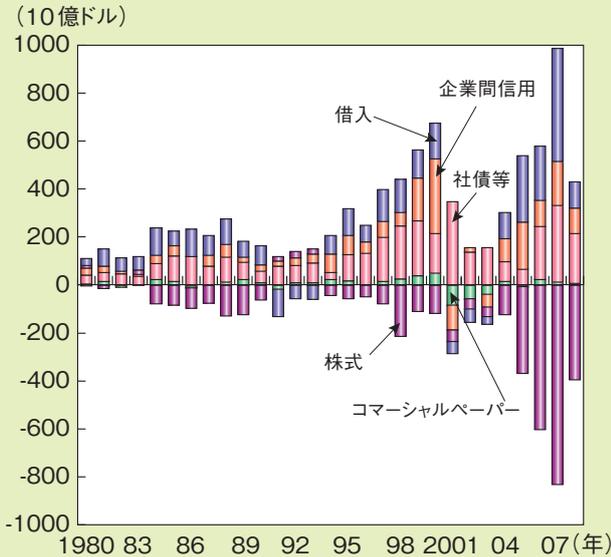
(備考) 1. Bureau of Economic Analysis “U.S. International Transactions Accounts Data” により作成。
 2. 資本流出入には、金融派生商品含まない。
 3. 外貨準備等は、中央政府以外の公的部門の保有資産を含む。

で、銀行借入は89年をピークにして縮小しており、金融危機後の2000年にはマイナスとなっている。一方、社債など市場での調達が増加してきた。また、2003年頃から景気回復に伴い、

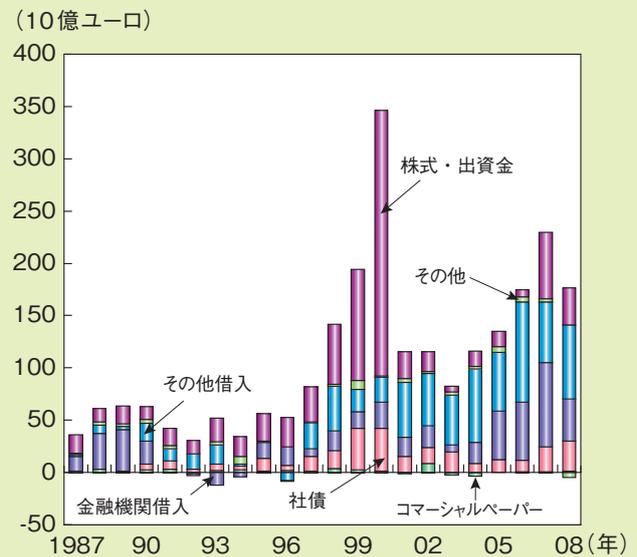
第2-3-6図 民間非金融部門の資金調達の状況

各国で直接金融のウエイトが上昇

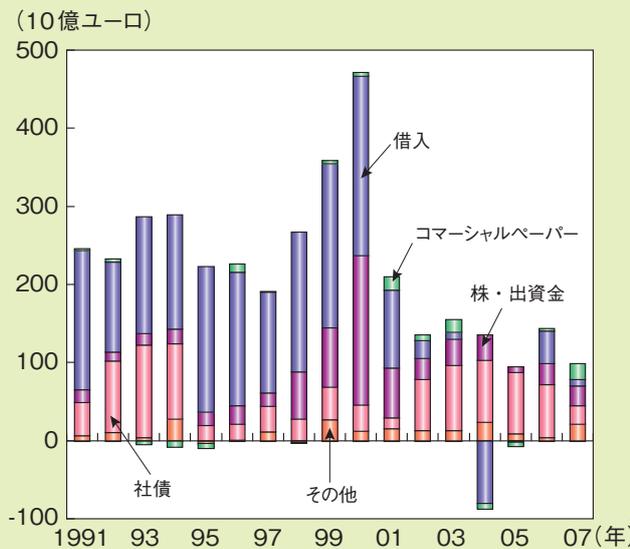
(1) アメリカ



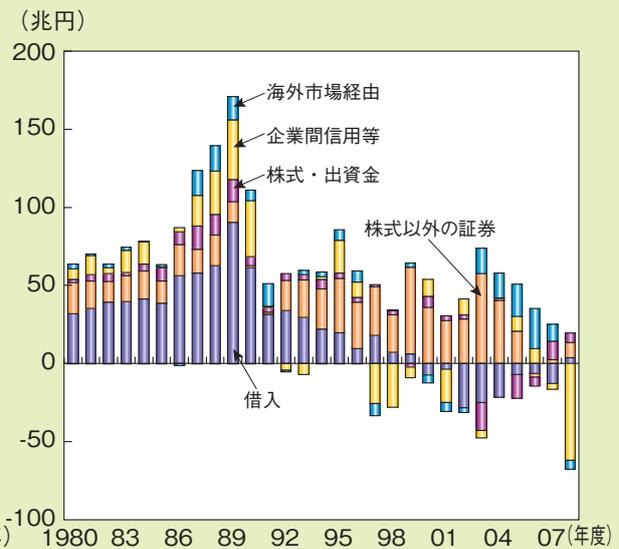
(2) 英国



(3) ドイツ



(4) 日本



(備考) 各国の資金循環統計により作成。

海外市場経由の資金調達も増加している。

●投資銀行が担ってきた「情報生産」機能は今後とも重要

過去、金融危機が発生するたびに、株価が暴落し金融の全般的な縮小が繰り返された。しかし、それらは一時的な現象であり、危機が終息に向かった後、金融セクターは姿を変えつつも厚みを増してきた。金融業は産業であるとともにインフラであることから、金融セクターの健全な発展は依然どの国にとっても重要である。

一方、今回の危機を契機に特に小国が金融業に特化するという意味での「金融立国」モデルの脆弱性が明らかになった。例えば、アイスランドでは、金融部門の自由化による発展を背景に、近年、国民一人当たりの国民所得は非常に高い水準を誇っていた。金融部門の総資産は2000年にはGDPの96%だったが、海外からの資金が大量に流入し、2006年末にはGDPの8倍に達していた。しかし、世界的な金融危機とともに投資資金の国外流出が始まった。2008年10月には信用不安の高まりを受けて、三大銀行が倒産し、国有化された。こうした金融部門の崩壊により、アイスランドは、空前の経済・金融危機に陥っている。

今回の金融危機では、リーマン・ブラザーズのような投資銀行のビジネスモデルが問題となった。アイスランドの三大銀行もこうした投資銀行業務に傾斜していた。では、金融セクターのビジネスモデルをどう考えれば良いだろうか。投資銀行業務とは一般に、企業などが発行する株式や公社債を引き受け、それらを投資家に販売する引受業務、M & A 仲介業務、自己資金で有価証券の売買を行って収益を得るトレーディング業務の3つを柱にしてきたといわれる。金融機関の競争が激化するなか、高収益を求める米欧の金融機関等が、自己勘定でハイリスクの金融資産を抱える形でトレーディング業務に傾斜していったことが、今回の世界的な金融危機の背景になったことは否定できない。

しかし、投資銀行業務のうち、企業の金融資本市場からの資金調達やM & A等の財務戦略のアドバイスを行うこと等（いわゆる「情報生産」機能）は、今後、日本でも一層重要性が高まると見込まれる。その理由として、第一に、グローバル化の進展を踏まえると、国際市場での多様な株式・社債の発行やクロスボーダーM & Aなどが事業展開の上で有力な選択肢とならざるをえない。第二に、国内的には、成長機会に限られる中で、大胆な事業再編による生産性の向上が求められている。大恐慌後にM & Aが増加したように、金融危機はこのような手法の必要性を高める効果もある。適切な規制及び各金融機関における適切なリスク管理の下で、こうしたビジネスモデルも含め、金融セクターの再活性化が課題となっている³³。

2 産業構造の変化と競争力

「危機後」の日本経済を考えるに際し、金融資本市場の構造変化と並んで重要な点は産業構造、産業の競争力、生産性といった供給サイドの変化であろう。危機に直面した国は、金融面での問題処理が遅れて産業面への負の履歴効果を残すか、それとも危機を契機に資源を大胆に再配分して持続的成長に移行するか、という岐路に立たされる。今回、我が国自身に金融面で深刻な危機が生じたわけではないが、各国での危機克服の取組を睨みながら、危機後の世界でいかに成長力を発揮していくかが問われている。以下では、日本、アメリカ、北欧、韓国に加え、ポンド危機後に目覚ましい復活を遂げた英国を取り上げる。

注 (33) トレーディング業務についても、取引市場の流動性供給や適正な価格形成といった透明・公正な市場の確立に重要な機能を有している。