

信用理論研究

第 33 号

2015 年 5 月

大会報告および討論

春季大会（駒澤大学）：

大会共通テーマ「欧州と日本の国債と金融機関 一日欧の比較研究一」

日本とユーロ圏の国債保有構造の比較

～非居住者（外国人）を中心に～

……………勝田佳祐（広島修道大学）

欧州銀行と邦銀の経営戦略

……………新形 敦（みずほ総合研究所）

秋期大会（北九州市立大学）：

大会共通テーマ「量的金融緩和による過剰貨幣資本の国際化

一米中の信用拡張連鎖はあるのか一」

現代資本主義下での貨幣資本蓄積の特質について

一米国発の世界的金融危機を契機として一

……………紺井博則（國學院大学経済学部教授）

ポスト金融危機の米国金融と過剰貨幣資本

……………北原 徹（立教大学経済学部教授）

中国のシャドーバンキングと金融システム改革の課題

……………李 立栄（日本総合研究所主任研究員）

部会活動報告

学会事務局報告

会員著書・論文目録

信用理論研究学会

目 次

大会報告および討論

春期大会共通テーマ「欧州と日本の国債と金融機関 一日欧の比較研究―」

日本とユーロ圏の国債保有構造の比較

～非居住者（外国人）を中心に～

……………勝田佳祐（広島修道大学）……………（ 1 ）

欧州銀行と邦銀の経営戦略

……………新形 敦（みずほ総合研究所）……………（ 29 ）

秋期大会共通テーマ「量的金融緩和による過剰貨幣資本の国際化

―米中の信用拡張連鎖はあるのか―

現代資本主義下での貨幣資本蓄積の特質について

―米国発の世界的金融危機を契機として―

……………紺井博則（國學院大学経済学部教授）……………（ 49 ）

ポスト金融危機の米国金融と過剰貨幣資本

……………北原 徹（立教大学経済学部教授）……………（ 67 ）

中国のシャドーバンキングと金融システム改革の課題

……………李 立栄（日本総合研究所主任研究員）……………（ 83 ）

部会活動報告……………（111）

学会事務局報告……………（112）

会員著書・論文目録……………（114）

大会報告と討論

日本とユーロ圏の国債保有構造の比較

—非居住者(外国人)を中心に—

勝田 佳裕
(広島修道大学)

はじめに

ユーロ圏を含む諸外国の国債保有構造における非居住者(外国人)の割合は高い。日本の国債保有構造における非居住者(外国人)の割合は、ユーロ圏と比較して低いが、今後、上昇する可能性が高い。本報告では、まず、ユーロ圏において、国債保有構造を踏まえ、非居住者(外国人)の割合と国債利回りの影響を検討する。次に、日本の国債保有構造を非居住者(外国人)に焦点を当てて分析し、とりわけ、その地域別・国別の特徴を検討する。

用語の定義を2つしておきたい。第1に、「非居住者(外国人)」である。非居住者を表す言葉には、海外部門、外国人投資家、海外投資家等があるが、本報告では「非居住者(外国人)」で統一し、海外部門、外国人投資家、海外投資家等と同義とする。第2に、「南欧諸国」である。本報告では、便宜上、南欧諸国と言う場合にはギリシャ、イタリア、スペイン、ポルトガルの他にアイルランドを含むこととする。

日本の政府総債務残高の対GDP比が諸外国と比較して非常に高いという指摘はこれまでに数多くなされているが、政府総債務残高の大きさは異なる視点で国債市場のリスク分析を行う必要があるのではないかという

指摘が、IMF のワーキングペーパーとして発表された Arslanalp and Tsuda [2012] でなされている。西尾 [2013] は Arslanalp and Tsuda [2012] の議論を整理している。Arslanalp and Tsuda [2012] では、国債市場のリスク分析を行う上でいくつかの指標が使われている。その代表的なものとして、FSS (Sovereign Funding Shock Scenarios) と IRI (Investor base Risk Index) が挙げられる。

FSS は、非居住者（外国人）による国債売却に対し国内銀行がどの程度バッファーとしての機能を果たすことができるかをみることで、資金流出時の安全性を測る指標である。FSS という観点でユーロ圏諸国の国債市場リスクを考えると、南欧諸国を中心に、多くのユーロ圏諸国が高リスクの状態にあったとされる。同様の観点で日本の国債市場リスクを考えると、日本は銀行部門による国債の保有割合が非常に高く、銀行部門によるこれ以上の国債吸収余力には疑問符がつくとされる。

IRI は、投資家の行動によって突然資金が流出する可能性を示す指標である。IRI という観点でユーロ圏諸国の国債市場リスクを考えると、南欧諸国を含むユーロ圏の国債市場には、欧州債務危機以前から高いリスクが存在していたとされる。同様の観点で日本の国債市場リスクを考えると、日本のリスクは極めて低いとされる。

通常なされる債務残高面からの国債市場の分析は、長期的な視点からのリスク（財政利払い費負担）を意識している。また、保有構造面からの国債市場の分析は、短期的な視点からのリスク（金利上昇による銀行の含み損等）を意識している。梅田 [2013] は、「10年物国債利回りの変化と国債加重平均金利の変化にはタイムラグが伴うため、長期金利が1%未満から2%程度に上昇しても直ちに問題が発生するということではないが、徐々に財政利払い費負担上昇の影響が大きくなる」と述べている。筆者は、債務残高面からではなく、保有構造面から長期的な視点からのリスク（財政利払い費負担）を意識していることを強調しておきたい。

1. ユーロ圏の国債保有構造

ドイツの公債保有構造について、①ドイツ公債の残高は増加傾向にあること、②ドイツの公債保有構造における非居住者（外国人）の割合が上昇傾向であり、それに伴って居住者の割合が低下傾向にあること、が確認できる。これらの事実、南欧諸国国債が売られ、ドイツ国債が買われるという、いわゆる「質への逃避」が生じていることを示している。ドイツ国債ではなくドイツ公債と表現しているのは、貸出形態も含んでいるためである。

イタリアの国債保有構造について、①イタリア国債の残高は上昇傾向にあり、残高の内訳をみると、イタリアの金融部門によるイタリア国債の保有残高が増加していること、②特に2010年12月以降、イタリアの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が上昇傾向であり、それに伴って居住者の割合が低下傾向にあること、が確認できる。

スペインの国債保有構造について、①特に2007年12月以降、スペイン国債の残高は上昇傾向にあり、特に2012年12月以降、スペインの国内銀行によるスペイン国債の保有残高が増加しており、そのことが、スペインの国債保有構造における居住者の割合の上昇につながっていること、②特に2010年12月以降、スペインの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が上昇傾向であり、それに伴って居住者の割合が低下傾向にあること、が確認できる。

ポルトガルの国債保有構造について、①ポルトガル国債の残高は上昇傾向というわけではないこと、②2010年12月以降、ポルトガル国内の金融部門によるポルトガル国債の保有残高が増加しており、そのことが、ポルトガルの国債保有構造における居住者の割合の上昇につながっていること、が確認できる。ポルトガル国債については、2007年12月以降のデータし

か把握できていない。

アイルランドの国債保有構造について、①アイルランド国債の残高は上昇傾向にあり、特に 2008 年 12 月以降、アイルランドの国内銀行部門（アイルランド中央銀行を含む）によるアイルランド国債の保有残高が増加しており、そのことが、アイルランドの国債保有構造における居住者の割合の上昇につながっていること、が確認できる。

最後に、ギリシャの国債保有構造について確認できることを述べる。ギリシャの国債保有構造は、2010 年 12 月以降、他の南欧諸国と比較して特殊である。ギリシャ国債は、2010 年 12 月以降、一部デフォルトとなった。それだけが唯一の原因ではないが、ギリシャ国債の一部デフォルトも原因の 1 つとなり、ギリシャ国債の残高は、2010 年 12 月以降、急減している。したがって、ギリシャの場合、ギリシャの債務構造も合わせてみる必要がある。ギリシャの債務構造をみると、ギリシャの債務残高は、それほど減少していないことがわかる。ギリシャの国債保有構造は、ギリシャの債務構造のうち、長期国債（Long-term securities）部分だけを抽出したものである。ギリシャの債務構造をみると、長期国債の残高は減少しているが、それに代わって、長期ローン（Long-term loans）の残高が増加していることが確認できる。この長期ローンは、EU や IMF 等からのギリシャ政府に対する貸し付けである。ギリシャの債務残高が減少しているというわけではなく、ギリシャ債務の内訳で、ギリシャ国債の残高が減少し、その減少に見合う額の長期ローンが EU や IMF 等から実施されているというのが、ギリシャの債務構造における特徴である。この点が、ギリシャの国債保有構造及び債務構造において、ギリシャと他の南欧諸国との間で決定的に異なる点である。2008 年以降、ギリシャの国債保有構造における居住者の割合は上昇傾向にあり、非居住者（外国人）の割合は低下傾向にあるが、2011 年 12 月以降、急に、ギリシャの国債保有構造における居住者の割合が低下し、非居住者（外国人）の割合が上昇するという事態が

生じている。この理由は、ECB等の公的な非居住者（外国人）がギリシャ国債を保有することになったからである。

欧州債務危機以降、南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が低下傾向である一方、ドイツのそれは上昇傾向である。また、南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が低下する一方で、居住者（主に銀行）の割合は上昇している。ただし、前述したように、ギリシャは特殊な問題を含んでいる。2014年4月2日付けFinancial Timesによれば、欧州の銀行が保有する国債が、欧州債務危機以降で最高となったようである。この点について、ドイツ連邦準備銀行のバイトマン総裁は、欧州銀行による国債の大量保有に対する規制の必要性を主張している。ユーロ圏の銀行が南欧諸国国債を購入する資金は、欧州中央銀行（ECB）が長期の資金供給オペレーション（Long term refinancing operation、通称LTRO）で供給している。ECBによるLTROについては、金利1%で期間3年という大規模なオペレーションが、2014年5月時点までにおいて、2回実施されている。

ユーロ圏諸国の国債利回りを確認しておく。ドイツ国債の利回りは、2007年の第4四半期以降、低下傾向にある。ただし、2012年の第4四半期から2013年の第4四半期にかけて、ドイツ国債の利回りは一時的に若干上昇している。南欧諸国国債の利回りは、2009年の第4四半期から2011年の第4四半期にかけて、上昇傾向にある。特に、ギリシャ国債及びポルトガル国債の利回りは、同期間中、急上昇している。その後、南欧諸国国債の利回りは、2011年の第4四半期以降、低下傾向にあり、南欧諸国国債の利回りとドイツ国債の利回りのスプレッドは縮小している。

欧州債務危機以降、南欧諸国国債が売られ、ドイツ国債が買われるという、いわゆる「質への逃避」が生じた。2011年末以降は、南欧諸国国債の利回りは低下している。この理由は、ドラギECB総裁による「ECBはその資務の範囲内で、ユーロ存続のために必要ないかなる措置をも取る用

意がある」という趣旨の発言がなされたためである。いわゆる「ドラギ・マジック」と呼ばれるものである。2014年に入り、アイルランドが国債発行を再開するとの報道がなされた。また、2014年4月には、ギリシャが4年ぶりに国債を発行（シ団を含む）するとの報道がなされた。

2013年4月に「量的・質的金融緩和」政策が採用されて以降、日本の国債保有構造における中央銀行の割合が高いことが指摘されている。ヨーロッパにおいても、日本と同様に、中央銀行である ECB が南欧諸国の国債を買い入れているという事実がある。SMP (Securities Markets Programme) と呼ばれる政策であり、この政策によって、ECB が保有する南欧諸国の国債が増加していることが指摘されている。2010年5月に SMP を開始して以降、ECB は SMP によって購入した国債の残高自体は公表していたが、SMP によって購入した国債の内訳は公表していなかった。2010年はギリシャ国債が、2011年はスペインとイタリア国債が買い取りの中心だったと推測することはできたが、ECB が SMP によって南欧諸国のうちどの国の国債をどれだけ保有しているのかということを確認に把握することはできなかった。しかしながら、2013年2月21日、ECB は、SMP に基づく国債保有状況を初めて公表するに至った。

ECB が公表する SMP に基づく国債保有状況のデータと南欧諸国中央銀行が公表する南欧諸国国債に関するデータから、2012年末時点における①南欧諸国各国国債残高、②SMP が保有する南欧諸国各国国債の残高、③南欧諸国各国国債残高に占める SMP 保有割合、④南欧諸国各国国債の非居住者（外国人）保有残高、⑤南欧諸国各国国債の非居住者（外国人）保有割合、⑥南欧諸国各国国債の非居住者（外国人）保有残高に占める SMP 保有割合、の6つを算出することができる。報告者が算出したデータから、2012年末時点において、SMP はギリシャ国債の35.5%、ポルトガル国債の17.4%、アイルランド国債の15.1%、スペイン国債の7.1%、イタリア国債の6.0%、を保有していることが明らかとなった。また、同

じく 2012 年末時点において、ギリシャ国債を保有する非居住者（外国人）のうち 58.1%が SMP、ポルトガル国債を保有する非居住者（外国人）のうち 33.3%が SMP、アイルランド国債を保有する非居住者（外国人）の 21.4%が SMP、スペイン国債を保有する非居住者（外国人）の 19.5%が SMP、イタリア国債を保有する非居住者（外国人）の 14.9%が SMP であるということも明らかとなった。日本では、中央銀行（日本銀行）が国債を保有する場合、居住者に保有されているということになる。しかしながら、ユーロ圏では、中央銀行（ECB）がユーロ圏諸国の国債を保有する場合、非居住者（外国人）に保有されているということになる。すなわち、南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）には、ECB 等の公的な非居住者（外国人）が含まれる。この点が、中央銀行による国債保有において、日本とユーロ圏との間で決定的に異なる点である。

ユーロ圏諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利との関係について述べる。ドイツにおいては、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が上昇すると長期金利は低下している。南欧諸国においては、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が低下すると長期金利は上昇している。ただし、ギリシャは特殊な問題を含んでいる。

国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利の関係で、弾力性と因果関係という 2 つの問題がある。弾力性の問題とは、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が 1% 上昇（低下）すると長期金利は何% 低下（上昇）するののかという問題である。因果関係の問題とは、どちらがどちらに影響を与えているのか、すなわち、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が上昇（低下）したから長期金利が低下（上昇）したのか、それとも、長期金利が低下（上昇）したから国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が上昇（低下）したのかという問題である。Jochen R. Andritzky [2012] と S. Arslanalp and T. Poghosyan [2014] は、非居住者（外国人）の国債保有割合と長期国債利回りの関係を

計量的に分析している。Jochen R. Andritzky [2012] の分析では、2000年から2011年の期間において、ユーロ圏7か国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル）の政府債務における非居住者（外国人）の割合が1%上昇した際、長期国債利回りは0.0662%低下したという有意な結果が得られている。また、1969年～2011年の期間において、先進20か国（G20）の政府債務における非居住者（外国人）の割合が1%上昇した際、長期国債利回りは0.0317%低下したという有意な結果が得られている。S. Arslanalp and T. Poghosyan [2014] の分析では、2007年末から2012年末の期間において、先進22か国の政府債務における非居住者（外国人）の割合が1%上昇した際、長期国債利回りは0.08%低下したという有意な結果が得られている。

S. Arslanalp and T. Poghosyan [2014] は、非居住者（外国人）の種類も大事で、銀行やヘッジファンド等の私的な非居住者（外国人）と公的な非居住者（外国人）で、どちらが長期国債利回りに与える影響が大きいかということに言及しており、私的な非居住者（外国人）が長期国債利回りに与える影響のほうが公的な非居住者（外国人）が長期国債利回りに与える影響よりも少し大きいとしている。

ユーロ圏の国債保有構造のまとめを述べる。第1に、ユーロ圏の中でも、ドイツと南欧諸国では国債保有構造が異なるということである。第2に、ドイツでは、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は上昇しており、国債利回りは低下しているということである。第3に、ギリシャ以外の南欧諸国では、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は低下しており、国債利回りは上昇しているということである。

2. 日本の国債保有構造

2013年12月末時点における日本の国債保有構造の現状を、日本銀行が

公表している資金循環統計と国際収支統計のデータから非居住者（外国人）を中心に検討し、非居住者（外国人）の地域別・国別の保有残高及び保有割合を把握することで、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の内訳を明らかにする。

日本の国債保有構造については、従来から公的部門（郵便貯金、公的年金、公的金融機関）による保有割合が高いということが指摘されてきた。そして、公的部門による国債保有割合が高いことが、日本国債の安定消化に寄与してきたとの評価がなされている。1999年2月に日本銀行がゼロ金利政策を採用して以降は、銀行等による国債保有割合が高いことが指摘されている。しかしながら、日本の国債保有構造における銀行等（ゆうちょ銀行を含む）の割合は、2010年12月をピークに低下傾向にある。銀行等に代わって、日本の国債保有構造における中央銀行（日本銀行）の割合が、2013年4月以降、急上昇している。日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は低く、先にみたユーロ圏諸国とは対照的であるが、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は、今後、上昇する可能性が高い。以下では、日本の国債保有構造について、少し詳しくみる。

日本の国債・財融債の投資主体別保有残高と保有割合（年次）から、銀行等が保有する国債・財融債の割合が、2010年12月の41.1%をピークに低下傾向となっていることが確認できる。銀行等が保有する国債・財融債の割合が低下傾向であることについて、特に2013年に入ってから割合低下が著しい。2013年を通して銀行等が保有する国債・財融債の割合が低下した理由は、2013年4月に開始された「量的・質的金融緩和」政策の影響であると思われる。「量的・質的金融緩和」政策によって将来の金利が上昇していくことが予想されれば、銀行等には保有している国債を売却することによりその保有残高を減少させるインセンティブが働くことになる。なぜなら、金利の上昇は、銀行等が保有する資産である国債の価格

が下落し、銀行等が含み損をかかえることを意味するからである。銀行等は、金利が上昇し含み損をかかえる前に保有している国債を売却し、その保有残高を減少させたと考えられる。

日本銀行が保有する国債・財融債の割合は、2009年12月以降上昇傾向にあり、2013年3月以降、特にその傾向が強いことが確認できる。この理由は、前述した2013年4月から開始された「量的・質的金融緩和」政策を実施するにあたり、日本銀行による長期国債のグロスの買入れ額が毎月約7.5兆円程度（ただし、2013年4月の実際買入れ額は6.2兆円）に増額されることになったからである。「量的・質的金融緩和」政策の実施により、日本銀行が保有する国債・財融債の割合は、2014年末に20%程度まで上昇することが予想されている。

公的金融機関が保有する国債・財融債の割合は、1998年12月の25.7%をピークに低下傾向にあり、特に2009年12月以降は1%未満となっている。この理由は、財政投融资改革の過程で財政融資資金が国債を保有しなくなっていくからである。公的年金が保有する国債・財融債の割合は、2007年12月から2010年12月にかけて10%を超えており、比較的高かった。この時期は、世界金融危機を原因とする世界的な株安を受けて日本の株価も低迷していた時期である。株価低下局面で運用益を確保するために公的年金は日本国債を運用対象として選考し、そのことが公的年金による国債・財融債の保有割合を高めたものと考えられる。2012年以降、日本の株価は上昇しており、日本の株価上昇を受けて公的年金が株式での運用割合を上昇させる予定であるとの報道が、2013年以降にみられるようになってきた。2014年以降も日本の株価上昇が続くとすれば、日本の国債・財融債における公的部門の割合の低下傾向は、今後も継続するものと推測される。ただ、公的年金が保有する国債・財融債の割合の低下傾向は、実際には2008年12月以降から始まっていることが確認できる。

日本の国債・財融債保有構造における非居住者（外国人）の割合は、あ

まり高くないということが確認できる。財務省によれば、日本の国債保有における非居住者（外国人）の割合は2012年12月末の速報値で約9%程度となっているが、その数字は国庫短期証券（T-Bill）を含んだものである。国庫短期証券（T-Bill）を除いた国債・財融債のみの非居住者（外国人）による保有割合は2013年9月時点で6.0%であり、国債・財融債のみを日本国債と考えるならば、2013年9月時点において、日本国債の94%は国内で消化されていることになる。日本の国庫短期証券保有構造については、後に改めて確認する。

一般的に、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が高いと、長期国債利回りの変動性が高くなりやすいとされる。したがって、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が高い状況で何かしらのショックが発生した場合、日本の国債市場が混乱する可能性が考えられる。今般の欧州債務危機において、ユーロ圏の債務危機国の国債市場における非居住者（外国人）の割合が非常に高かったために、当該国の国債市場が危機的状況に陥ってしまったのではないかという指摘がある。

国債・財融債の投資主体別保有残高状況（フロー）を確認する。国債・財融債の投資主体別保有残高状況（フロー）から、①2012年及び2013年において銀行等が保有する国債・財融債の残高が減少していること、②2013年において中央銀行が保有する国債・財融債の残高が急増していること、③2009年から2012年にかけて公的年金が保有する国債・財融債の残高が減少していること、の3点が確認できる。国債・財融債の投資主体別保有残高状況（フロー）から、非居住者（外国人）が保有する国債・財融債の残高は増減を繰り返していることが確認でき、傾向がつかめないように思われる。しかしながら、後述するように、日本銀行が公表する国際収支統計のデータから、①2008年と2009年の非居住者（外国人）が保有する国債・財融債の残高の減少、②2011年と2012年の非居住者（外国人）が保有する国債・財融債の残高の増加、③2013年の非居住者（外国人）が保

有する国債・財融債の残高の減少、の3点については、それらが生じる要因となったであろう国が特定できる。

日本の国庫短期証券（T-Bill）の投資主体別保有残高と保有割合（年次）から読み取れることを確認する。2013年に入り、日本銀行が保有する国庫短期証券（T-Bill）の割合が上昇傾向にあることが確認できる。ただし、以前にも日本銀行が保有する国庫短期証券（T-Bill）の割合が高かった時期がある。1998年6月において、日本銀行が保有する国庫短期証券（T-Bill）の割合は80.2%となっている。非居住者（外国人）が保有する国庫短期証券（T-Bill）の割合は、2007年以降、上昇傾向であることが確認できる。2007年の夏はヨーロッパでサブプライム問題（パリバ・ショック）が発生した時期であり、それ以降、非居住者（外国人）がリスク回避的な投資行動をとったものと思われる。また、2010年3月以降も非居住者（外国人）が保有する国庫短期証券（T-Bill）の割合は上昇傾向であるように思われる。2010年は、前年の2009年10月に端を発するギリシャ・ショックを受けて欧州債務危機が発生した時期であり、こちらも非居住者（外国人）がリスク回避的な投資行動をとったものと思われる。非居住者（外国人）が保有する国債・財融債の場合と同様に、日本銀行が公表する国際収支統計のデータから、非居住者（外国人）が保有する国庫短期証券の割合の上昇について、それが生じる要因となったであろう国が特定できる。

ここまで、日本の国債保有構造を非居住者（外国人）の割合を中心に確認してきた。本報告で筆者が問題としたいのは、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合を、非居住者（外国人）の出身地域別、更には出身国別に把握できないのであろうかということである。換言すれば、アメリカの投資家による日本国債の保有割合が高いのか低いのか、ヨーロッパ諸国の投資家による日本国債の保有割合が高いのか低いのか、アジア諸国の投資家による日本国債の保有割合が高いのか低いのかという問題であ

る。日本銀行及び財務省が公表している資料から、上記の問題に対する答えを明らかにすることができる。

日本の中長期債保有構造における非居住者（外国人）の地域別残高と地域別保有割合（年次）から、アジアによる日本の中長期債保有残高と保有割合がともに上昇傾向であることが確認できる。特に、2010 年末以降は 20%を超えている。北米による日本の中長期債保有残高と保有割合は、2004 年末以降とともに上昇傾向であることが確認できる。北米が保有する日本の中長期債の残高は、ほとんどがアメリカによるものである。2012 年末のデータでは、北米が保有する日本の中長期債の残高のうち、89.0%がアメリカによるものである。

大洋州による日本の中長期債保有残高と保有割合はともに低下傾向であるように思われるが、他の地域と比較して、割合は低い。大洋州に区分されている主な国は、オーストラリアとニュージーランドである。2012 年末のデータでは、大洋州が保有する日本の中長期債の残高のうち、73.9%がオーストラリア、19.2%がニュージーランドによるものである。

欧州による日本の中長期債保有割合は、2004 年末以降、低下傾向であるように思われる。欧州による日本の中長期債保有残高については、保有割合の低下が始まった 2004 年以降も 2007 年末までは増加している。欧州による日本の中長期債保有残高が減少するのは、2007 年末以降である。おおまかにみると、欧州による日本の中長期債の保有残高の減少と保有割合の低下は、2007 年の夏に発生したサブプライム問題（パリバ・ショック）、2008 年 9 月に発生したリーマン・ショック、2009 年 10 月に端を発するギリシャ・ショックを受けての欧州債務危機問題などの要因が関係しているのではないかと推測する。

中南米による日本の中長期債保有残高と保有割合は、ともに上昇傾向であることが確認できる。中南米が保有する日本の中長期債残高は、ほとんどがケイマン諸島によるものである。2012 年末のデータでは、中南米が

保有する日本の中長期債残高のうち、80.9%がケイマン諸島によるものである。ケイマン諸島はイギリスの領土であるが、証券投資等（負債）残高地域別統計では中南米として扱われている。

東欧・ロシア等による日本の中長期債保有残高と保有割合は2008年末以降ともに上昇傾向であることが確認できるが、大洋州と同様、他の地域と比較して割合は低い。

中東による日本の中長期債保有残高と保有割合は、2000年代に入り、ともに上昇傾向であることが確認できる。中東が保有する日本の中長期債の残高は、ほとんどがサウジアラビアによるものである。2012年末のデータでは、中東が保有する日本の中長期債の残高のうち、57.4%がサウジアラビアによるものである。

アフリカによる日本の中長期債保有残高と保有割合は、2008年末以降ともに上昇傾向であることが確認できる。アフリカに区分されている主な国は、南アフリカ共和国である。しかしながら、2012年末のデータでは、南アフリカ共和国が保有する日本の中長期債は1億円未満となっている。

非居住者（外国人）の地域別による日本の中長期債取得・処分状況（ネット、年次）から、①2008年と2009年に非居住者（外国人）全体が大幅な処分超となっているが、北米と欧州の大幅な処分超がその大きな要因であること、②2011年と2012年に非居住者（外国人）全体が大幅な取得超となっているが、北米と欧州の大幅な取得超がその大きな要因であること、③2013年に非居住者（外国人）全体が大幅な処分超となっているが、アジアの大幅な処分超がその大きな要因であること、の3点が確認できる。

以上、日本の中長期債保有構造における非居住者（外国人）の動向を年次で確認した。以下では、①2008年と2009年における北米と欧州の大幅な日本の中長期債処分超に寄与した欧州の国、②2011年と2012年における北米と欧州の大幅な日本の中長期債取得超に寄与した欧州の国、③2013年における大幅な日本の中長期債処分超に寄与したアジアの国、をそれぞれ

れ特定する。

まず、欧州に区分されている主な国による日本の中長期債保有残高と保有割合（年次）を確認する。

イギリスによる日本の中長期債保有残高と保有割合は、2007 年末以降、ともに低下傾向であることが確認できる。イギリスの保有残高には、ケイマン諸島の保有残高は含まれていない。先に述べたように、ケイマン諸島の保有残高は、欧州ではなく中南米に区分される。イギリスによる中長期債の保有残高が非常に多いが、最終的な投資家がイギリス国籍とは限らない。イギリスは国際的な金融取引の中心地であるため、イギリス国籍以外の投資家がイギリス国籍の金融取引業者を通して日本の中長期債に投資していることが指摘されている。ドイツとフランスによる日本の中長期債保有残高と保有割合から、イギリスによる日本の中長期債保有残高と保有割合のほとんどは、イギリス国籍以外の投資家によるものと推測される。そして、イギリス国籍以外の投資家には、中国の投資家も含まれる。「投資急増に伴う日本国内の懸念を避けるため、中国が国際的な金融取引の中心地である英国経由でも対日投資を進めているとの見方が市場では根強い」との報道がある。

欧州の国別による日本の中長期債取得・処分状況（ネット、年次）から、①2008 年に欧州全体が大幅な処分超となっているが、イギリスの大幅な処分超がその大きな要因であること、②2009 年に欧州全体が大幅な処分超となっているが、イギリスとフランスの大幅な処分超がその大きな要因であること、③2011 年と 2012 年に欧州全体が大幅な取得超となっているが、イギリスの大幅な取得超がその大きな要因であること、の 3 点が確認できる。

以上、日本の中長期債保有構造における欧州の投資家の動向を年次で確認した。明らかになったことは、①2008 年における非居住者（外国人）による日本の中長期債の処分超は、イギリスがその大きな要因であること、

②2009年における非居住者（外国人）による日本の中長期債の処分超は、イギリスとフランスがその大きな要因であること、③2011年と2012年における非居住者（外国人）による日本の中長期債の取得超は、ともにイギリスがその大きな要因であること、の3点である。

次に、アジアに区分されている主な国・地域別の中長期債保有額と保有割合（年次）を確認する。

中国による日本の中長期債保有残高と保有割合は、2000年代に入り、ともに上昇傾向であることが確認できる。上昇傾向と言うより、急増していると言ったほうが正確であろう。中国による日本の中長期債保有残高が急増している理由は、人民元の上昇を抑えるために実施された為替介入によって中国政府が米ドルで保有する外貨準備が急増し、その運用・投資の分散という観点から、日本国債を購入しているからであると考えられる。中国の外貨準備高は、2012年に過去最高となる約3兆3311億ドル（1ドル＝100円で換算すると、約333兆1100億円）となっている。

シンガポールによる日本の中長期債保有残高は上昇傾向とも低下傾向とも言えない。しかしながら、シンガポールによる日本の中長期債保有割合は、1999年末以降、低下傾向であることが確認できる。2006年末には39.5%、2007年末には44.2%と一旦上昇しているが、2006年末と2007年末を除けば、1999年末以降は低下傾向となっている。2007年末以降、再度低下傾向になっているということも言えよう。シンガポールによる日本の中長期債保有割合が低下している理由としては、2007年の夏に発生したパリバ・ショック以降の世界的な金融不安が影響しているとも考えられるし、中国による日本の中長期債保有割合が上昇していることも考えられる。シンガポールの外貨準備高は、2012年のデータで約2591億ドル（1ドル＝100円で換算すると、約25兆9100億円）となっている。シンガポールによる日本の中長期債保有残高が非常に多いが、最終的な投資家がシンガポール国籍とは限らない。シンガポールはアジアにおける金融取引

の中心地であるため、シンガポール国籍以外の投資家がシンガポール国籍の金融取引業者を通して日本の中長期債に投資していると考えられる。他のアジア諸国による日本の中長期債保有残高と保有割合から、シンガポールによる日本の中長期債保有残高と保有割合のほとんどは、シンガポール国籍以外の投資家によるものと推測される。シンガポール国籍以外の投資家には、中国の投資家も含まれる。

アジアの国別による日本の中長期債取得・処分状況（ネット、年次）から、2013年にアジア全体が大幅な処分超となっているが、中国の大幅な処分超がその大きな要因であることが確認できる。

以上、日本の中長期債保有構造におけるアジアの投資家の動向を年次で確認した。明らかになったことは、2013年における非居住者（外国人）による日本の中長期債の処分超は、中国がその大きな要因であること、の1点である。

日本の短期債保有構造における非居住者（外国人）の地域別保有残高と地域別保有割合（年次）から、①北米による日本の短期債保有残高が、2009年末と2011年末にそれぞれの前年と比較して増加していること、②中南米による日本の短期債保有残高が、2012年末にその前年と比較して増加していること、③中東による日本の短期債保有残高が、2007年末、2010年末、2012年末にそれぞれの前年と比較して増加していること、の3点が確認できる。

欧州に区分されている主な国による日本の短期債保有残高と保有割合（年次）から、①イギリスによる日本の短期債保有残高が、2006年末と2011年末にそれぞれの前年と比較して増加していること、②フランスによる日本の短期債保有残高が、2006年末、2007年末、2008年末にそれぞれの前年と比較して増加していること、③ベルギーによる日本の短期債保有残高が、2008年末にその前年と比較して増加していること、④ルクセンブルクによる日本の短期債保有残高が、2011年末にその前年と比較し

て増加していること、の4点が確認できる。

アジアに区分されている主な国・地域別の日本の短期債保有額と保有割合（年次）から、①中国による日本の短期債保有残高が、2010年末と2011年末にそれぞれの前年と比較して増加していること、②香港による日本の短期債保有残高が、2006年末にその前年と比較して増加していること、③シンガポールによる日本の短期債保有残高が、2009年末にその前年と比較して増加していること、④タイによる日本の短期債保有残高が、2009年末にその前年と比較して増加していること、の4点が確認できる。

以上、日本の短期債保有構造における非居住者（外国人）の動向を年次で確認した。2006年12月以降の非居住者（外国人）の保有残高上昇に寄与した国を特定しよう。日本の短期債保有構造における非居住者（外国人）の保有割合上昇に寄与した国は、2006年が主に香港・イギリス・フランス、2007年が主にフランスとアラブ首長国連邦（UAE）、2008年が主にフランス・ベルギー・アラブ首長国連邦（UAE）、2009年が主にアメリカ・シンガポール・タイ、2010年が主に中国・アラブ首長国連邦（UAE）、2011年が主にアメリカ・イギリス・ルクセンブルク・中国、2012年が主にケイマン諸島・アラブ首長国連邦（UAE）である。その要因は、主に当該国の外貨準備運用が中心であると考えられる。

おわりに

本報告のまとめは、次の通りである。

ユーロ圏の国債保有構造について言えることは、3点ある。第1に、ユーロ圏の中でも、ドイツと南欧諸国では国債保有構造が異なるということである。第2に、ドイツでは、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は上昇しており、国債利回りは低下しているということである。第3に、ギリシャ以外の南欧諸国では、国債保有構造における非居住者（外国

人)の割合は低下しており、国債利回りは上昇しているということである。

日本の国債保有構造における非居住者(外国人)について言えることは、2点ある。

第1に、2008年における非居住者(外国人)による日本の中長期債の処分超はイギリスが要因、2009年における非居住者(外国人)による日本の中長期債の処分超はイギリスとフランスが要因、2011年と2012年における非居住者(外国人)による日本の中長期債の取得超はイギリスが要因、2013年における非居住者(外国人)による日本の中長期債の処分超は中国が要因である、ということである。このことは、世界金融危機時には主にイギリス経由で日本の中長期債に投資していた非居住者(外国人)が資金を引き揚げ、欧州債務危機時にはリスク回避としてイギリス経由で日本の中長期債に再び投資し始めたことを示している。また、2013年に入り、日本の中長期債保有における非居住者(外国人)は、欧州中心からアジア中心へと変化しつつあることも示している。

第2に、2006年12月以降の日本の短期債保有構造における非居住者(外国人)の保有残高上昇に寄与した国は、2006年が主に香港・イギリス・フランス、2007年が主にフランスとアラブ首長国連邦(UAE)、2008年が主にフランス・ベルギー・アラブ首長国連邦(UAE)、2009年が主にアメリカ・シンガポール・タイ、2010年が主に中国・アラブ首長国連邦(UAE)、2011年が主にアメリカ・イギリス・ルクセンブルク・中国、2012年が主にケイマン諸島・アラブ首長国連邦(UAE)である、ということである。このことは、日本の短期債保有構造における非居住者(外国人)の内訳が、年によって異なるということを示している。

以上をまとめると、次のようになろう。すなわち、日本の国債保有構造における非居住者(外国人)は、年によってその内訳が異なり、しかも近年では欧州中心からアジア中心へと変化しつつある。そのような中で、非居住者(外国人)による日本国債の保有動機を考慮した国債保有構造の分

析が求められているのではないだろうか。外貨準備や政府系ファンド（SWF）などの公的な非居住者（外国人）と銀行やヘッジファンドなどの私的な非居住者（外国人）では、日本国債に対する保有動機（投資行動）は異なる。外貨準備や政府系ファンド（SWF）などの公的な非居住者（外国人）は、投資資金を負債でファイナンスしているわけではないため、比較的安定的な投資主体であると考えられる。一方、銀行やヘッジファンドなどの私的な非居住者は、投資資金を負債でファイナンスしているため、安定的な投資主体ではないと考えられる。日本国債に対する保有動機（投資行動）が異なる非居住者（外国人）が日本の国債市場に与える影響は同じなのか、それとも異なるのか。それらの点を踏まえた日本の国債保有構造分析が今後求められるのではないだろうか。

《参考文献》

【著書】

- 翁邦雄『金融政策のフロンティア』、日本評論社、2013年1月
梅田雅信『超金融緩和のジレンマ』、東洋経済新報社、2013年3月
柴崎健『金融緩和のもとでの国債リスク』、中央経済社、2014年1月
代田純『ユーロと国債デフォルト危機』、税務経理協会、2012年2月
代田純『ユーロ不安とアベノミクスの限界』、税務経理協会、2014年5月
建部正義『21世紀型世界経済危機と金融政策』、新日本出版社、2013年5月
田中素彦『世界経済・金融危機とヨーロッパ』、勁草書房、2010年9月
森田長太郎『国債リスク』、東洋経済新報社、2014年2月

【論文】

- 伊豆久「欧州中央銀行における不均衡問題」、『証券経済研究』第78号、2012年6月
勝田佳裕「日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状」、『修道商学』第54巻2号、広島修道大学、2014年2月
木村秀史「ユーロ危機の構造－域内経常収支不均衡の視点から－」、2013年8月
斉藤美彦「国債累積と金融システム・中央銀行」、『経済研究所年報』第25号、2012年4月

- 代田純「ユーロの動向と海外投資家の対日投資」、『証券レビュー』第53巻第12号、2013年11月
- 高山晃郎「近年における米国への資本流入と米国金融市場の特徴」、『名城論叢』第13巻第4号、名城大学経済・経営学会、2013年3月
- 高山晃郎「金融グローバル化と米国の対外証券投資」、『名城論叢』第14巻第1号、名城大学経済・経営学会、2013年7月
- 田中素香「ユーロ危機と2つの金融資本主義」、『経済学論叢』第54号第3・4号合併号、中央大学、2014年3月
- 田中素香「ユーロ危機への欧州中央銀行の対応」、『商学論叢』第55巻第3号、中央大学商学研究会、2014年3月
- 中島将隆「変貌する日本の国債保有構造」、『証券経済研究』第65号、日本証券経済研究所、2009年3月
- 西尾圭一郎「投資家保有構造から考える日本国債の安定性」、『証研レポート』No. 1679、日本証券経済研究所（大阪研究所）、2013年8月
- 大和総研金融調査部「増加する中国の対日証券投資」、2012年10月
- Serkan Arslanalp and Takahiro Tsuda, "Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt", IMF Working Paper, WP/12/284, 2012年12月
- Jochen R. Andritzky, "Government Bonds and Their Investors: What Are the Facts and Do They Matter?", IMF Working Paper, WP/12/158, 2012年6月
- Serkan Arslanalp and Tigran Poghosyan, "Foreign Investor Flows and Sovereign Bond Yields in Advanced Economies", IMF Working Paper, WP/14/27, 2014年2月

【討論者から報告者へのコメント】

1. 福光 寛氏（成城大学）

- ①2011年以降、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は低下傾向ではないか。
- ②国債利回り等に影響を与える要因としては、各国の財政状態のほうが大きいのではないか。

- ③変動性については、Volatility Index でみたほうがよいのではないか。
- ④先物等における非居住者（外国人）と保有構造における非居住者（外国人）は別物ではないか。
- ⑤日本の短期債保有構造における非居住者（外国人）の割合が高いのは、非居住者（外国人）が単に保有した円を低リスクで寝かせているからではないのか。
- ⑥円安と異次元緩和政策が進行する現在の局面で、非居住者（外国人）による日本国債の保有は増加するのか。
- ⑦日本国債を担保にした Cross Country Transactions 拡大の可能性について。

〈回答〉

- ①確かに、2011年以降、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は、若干低下している。しかしながら、今後それがどうなっていくのかを考えると、個人的には上昇していくと考えている。そのことから、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の内訳を把握することには意味があると考えた。
- ②国債利回り低下の全てを、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合上昇で説明することはもちろんできないと思う。国債利回りの上昇もしくは低下については、要因別に分析できることが望ましい。本報告は、IMFによる国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回りの関係についての数量分析を先行研究とし、まずは国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が国債利回りに影響を与えると仮定して議論を進めている。
- ③本報告は、長期的な視点で、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合の変化が国債利回りの変動に与える影響を意識している。そして、財政的な視点で、国債利回りの変動が結局は財政の利払い費負担の増減に関わってくることを意識している。Volatility Index を用いた分析については、今後の参考としたい。
- ④日本の国債流通市場における非居住者（外国人）については、分析しなければならないと考えている。日本の国債流通市場（現物）における非居住者（外国人）については、抽稿【2014】で若干の分析を行った。本報告では、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の内訳について分析した。日本の国債流通市場

(先物等)における非居住者(外国人)の分析は今後の課題である。最終的には、日本の国債流通市場(現物及び先物)と国債保有構造における非居住者(外国人)の総合的な分析が必要であると考えている。

⑤非居住者(外国人)が保有した円を低リスクで寝かせているだけではないかというのはおっしゃる通りだと思う。ただ、外貨準備や政府系ファンド(SWF)など公的な非居住者(外国人)と銀行やヘッジファンドなど私的な非居住者(外国人)で日本国債に対する投資行動(保有動機)が異なると考える。外貨準備等は負債でファイナンスしているわけではないため、比較的安定的な投資主体であると考えられる。一方、私的な非居住者(外国人)は負債でファイナンスしているため、安定的な投資主体ではないと考えられる。そのようなことから、公的な非居住者(外国人)と私的な非居住者(外国人)の日本国債に対する投資行動(保有動機)の特徴については、もう少し掘り下げて考察する余地があると思う。

⑥国債流通市場(現物)のみの分析ではあるが、拙稿[2014]で明らかにしたことの一つとして、非居住者(外国人)が円高局面において日本の国庫短期証券で運用するという投資行動をとっていたということが挙げられる。よって、報告者も現在の円安局面では非居住者(外国人)による日本国債の保有は以前の円高時ほど増加しないのではないかと考える。ただ、拙稿[2014]は2004年4月から2013年8月までのデータで相関関係をみているため、直近のデータまで伸ばして検証する必要がある。それから、公的な非居住者(外国人)と私的な非居住者(外国人)の日本の国債保有に対する投資動向に違いがみられるかどうかも確認する必要があると思う。

⑦日本銀行は、2009年5月にアメリカ国債、イギリス国債、ドイツ国債、フランス国債(現地通貨建て)を適格担保化することにより、国際的に活動を行っている金融機関が保有する金融資産の効率的な担保利用を可能とする措置をとった。また、日本銀行は、2011年11月から、タイ中央銀行との間でクロスボーダー担保スキームを構築した。具体的には、日本銀行を担保の保管機関(カストディアン)として、タイ中央銀行が日本国債を適格担保として受け入れ、邦銀その他の

現地金融機関に資金を供給する仕組みとなっている。そのようなことから、アジアの金融機関が現地の中央銀行から資金供給を受ける際の担保として日本国債を保有するニーズは今後高まっていくと考える。

2. 北原 徹氏（立教大学）

- ①ユーロ圏と日本の国債外国人保有比率の今後の見通し。ユーロ圏は外国人保有比率が回復するのか。
- ②日本は経常収支悪化に伴い国債外国人保有比率が上昇するのか。
- ③外国人の国債保有の動機は何か。ユーロ圏と日本との違い。
- ④ユーロ圏と日本の国債の銀行保有比率の今後の見通し。南欧諸国ではソブリン危機後に国債の銀行保有比率が高まっているが、また低下するのか。日本では異次元緩和が終われば受け皿として銀行の国債保有が増大しないか。
- ⑤銀行総資産中の国債保有比率の今後の見通し。ユーロ圏で経済低迷が続けば、銀行の運用機会として国債保有が増大しないか。
- ⑥ソブリン危機と金融危機のリンクを遮断するために、銀行の国債保有を何らかの形で制限すべきか。ユーロ圏や日本のような銀行中心の金融システムでは、国債の買い手不足を引き起こさないか。

〈回答〉

- ①ユーロ圏の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は上昇（回復）するだろうと考えていたが、少々状況が変わってきた。ヨーロッパの経済がまだ弱く、2014年6月にECBによる利下げ観測も出ている（本報告後、ECBは実際に金利を引き下げた）。ドイツについては「質への逃避」から、ドイツの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合はさらに上昇すると考えられる。直近ではドイツ国債の利回りは低下（1.3%前後）している。南欧諸国については、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は横這いか低下していくと考えている。日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は上昇すると考えているが、円安局面が続くようであれば、非居住者（外国人）による日本国債の保

有は以前ほど増加しないのではないかと考えている。

- ②経常収支黒字減少及び経常収支赤字、貯蓄投資バランス論における貯蓄不足と日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合はあまり関係がないと考えている。現状、資本収支の一部である投資収支は証券投資が黒字であり、非居住者（外国人）は日本の株式市場に主に入ってきていると認識している。経常収支赤字や貯蓄投資バランス論の考え方はある時点での状況を示しており、時間の前後で考えると見誤るのではないかと考える。
- ③まず、異なる点について。ユーロ圏における非居住者（外国人）の国債保有の動機は、為替リスクなく資金を運用できることだと思う。同一通貨で外国国債を保有できるという点で、ユーロ圏は特殊であると考え。非居住者（外国人）による日本国債の保有動機は、ドルでもなくユーロでもなく、すなわちリスク分散にあると思う。次に、同じ点について。ドイツと日本でいうと、リスク回避目的で保有されている点と同じだと考える。ドイツはユーロ圏内におけるリスク回避先、日本は世界経済におけるリスク回避先であると考え。
- ④ユーロ圏の国債保有構造における銀行の割合は、金融緩和観測から考えて、上昇傾向となると考える。状況によっては、ECB等の公的な非居住者（外国人）の保有割合が上昇すると考えている。日銀の異次元緩和がスムーズに問題なく終われば、銀行の国債保有がまた増加すると思う（2006年の緩和解除が参考になる）。個人や非居住者（外国人）の割合が増加するほうが、リスク抑制（国債保有者層の分散）の観点からは望ましいと考える。
- ⑤BISの自己資本比率規制を満たしつつ運用するために、銀行の国債保有は増えると考え。特に、ドイツ国債での運用が増加すると考えられる。その結果、ドイツの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が上昇し、ドイツ国債の利回りが低下すると考える。ユーロ圏において、銀行総資産中の国債保有割合の上昇は、今後も続くと考え。
- ⑥世界的に規制強化の流れになっている。規制は必要であると考え。しかし、規制は銀行の資産構成等に対して大きな影響を与えるため、徐々に導入するのが現

実的であろう。日本では個人や非居住者（外国人）が国債の受け皿となるように進める必要があると考える。

【一般討論での報告者への質問と回答】

○前畑雪彦氏（桜美林大学）

自国民が債務者で自国民が債権者である場合と自国民が債務者で他国民が債権者である場合とでは、債権債務関係において、何が本質的に異なるか。

〈回答〉

債権債務関係という点では同一ではないかと考えているが、課税権のあるなしを含めた考察については、今後の研究課題としたい。

○紺井博則氏（國學院大学）

ユーロ圏各国の国債保有構造について、各国の非居住者（外国人）保有分のうち、ユーロ圏内非居住者（外国人）とユーロ圏外非居住者（外国人）の区分がわかるデータの所在はどこか。

〈回答〉

参考文献に示した翁邦雄先生の著作において、南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の多くがヨーロッパ（自国外）であることが示されている。翁先生は、内閣府による2012年のペーパーを引用されている。

○足立一夫氏

中国経由での日本国債保有が増加しているが、その理由は外貨準備の運用及び投資の分散という観点からだけなのか。中国の国内的事情等の理由はあるか。

〈回答〉

多くは、外貨準備の運用及び投資の分散だと思う。中国は米国債を多く保有していたが、米国債が格下げされた際、その保有を減らした。米国債の格下げあたりから、中国は投資を分散させている。政治的な意図については、全くないわけではない。

いと思うが、データ上、分散投資が主な理由だと判断される。

○小林真之氏（北海学園大学）

1. 非居住者（外国人）による日本国債保有残高は中長期債と短期債でほぼ同額であるが、2種類の国債保有の目的は異なるのか。
2. 中国の日本国債残高の増加は、ドル資産保有及びドル基軸通貨体制と関連して、どのように考えるか。

〈回答〉

1. 非居住者（外国人）による国際的な分散投資という点で、国債保有の目的は同じであると考えている。その中で、中長期債か短期債かという選択の問題になっているのではないかと考えている。
2. アメリカに対する牽制という意味合いと同時に、分散投資という意味合いがあるのではないかと考えている。

○埴部正義氏（中央大学）

外国人投資家が国債先物を投げ売りする可能性はあるのか。また、それが日本の財政危機の表面化につながる可能性はあるのか。

〈回答〉

可能性はあると考える。その際、日本の国債市場における非居住者（外国人）の割合の高低が、日本の財政危機の表面化の大小に大きく影響を与えるのではないかと考えている。引き続き、日本の国債市場における非居住者（外国人）の動向を把握したい。

欧州銀行と邦銀の経営戦略

新形 敦

(みずほ総合研究所)

はじめに

2008年のリーマン・ショック後、米国銀行（以下、米銀）の業績は回復基調にある一方、欧州銀行（以下、欧銀）の業績は依然として低迷している。その一方で、欧米を震源地とした、サブプライム危機と欧州債務危機という2000年代のグローバル金融危機の影響が相対的に軽微だった、邦銀などアジアの銀行の業績は好調に推移している。

本報告では、グローバル金融危機前後の、①欧銀の経営動向、②邦銀の経営動向、を分析した上で、③今後のグローバル銀行業界の展望、を示したい。

1. 欧銀の経営動向と課題

(1) 欧銀の業績は米銀に比べ低迷

グローバル金融危機前後の欧米銀行の業績推移を見ると、米銀は2008年のリーマン・ショック後は回復傾向にある一方、2009年末以降の欧州債務危機にも見舞われた欧銀は、その後も低迷している。

今般のグローバル金融危機は、2007年半ばの証券化商品価格の急落に端を発した銀行危機の段階¹から、2008年のリーマン・ショックを経て、

実体経済の不況入りという古典的危機の段階へとステージが推移した（岩田（2009））。このようななか、欧米銀行間での業績格差の背景の一端には、グローバル金融危機後に米国経済がいち早く回復したのに対して、欧州経済は依然として低迷しているという、「景気循環要因」がある。実際、欧米間の景気サイクルの違いは、欧米銀行の不良債権比率の推移に端的に表れている。すなわち、米国大手銀行の不良債権比率は、2009年～2010年にかけての3～5%をピークに2013年には2%前後まで低下しているのに対して、欧州大手銀行では依然として5%前後で高止まりしている。

（2）欧銀と米銀のバランスシート構造の差異

他方、欧銀の業績を業務種類別にみると、投資銀行部門や海外部門での低迷が目立つ。この要因として、欧銀は、グローバル金融危機後、投資銀行部門や海外部門の資産を積極的に削減してきたことが挙げられる²。一方で、米銀は、欧銀と同様にグローバル金融危機に見舞われたにもかかわらず、欧銀ほどドラスティックな資産削減を行っていない。

このように、グローバル金融危機後、欧米銀行間において注力業務に乖離が見られる背景には、両者のバランスシート構造の違いという「構造要因」が横たわっている（IMF（2012a））。すなわち、グローバル金融危機が顕在化するまで、欧銀は、バランスシートの資産側を米銀以上に膨らませると同時に、反対の負債側では米銀以上に市場性資金でファンディングしてきた。このようなバランスシート構造の違いにより、欧銀と米銀とでは、グローバル金融危機や、その後の金融規制強化の影響度合いが異なっており、現在の欧米銀行間における業績の格差や経営戦略の差異につながっ

-
- 1 当初の流動性（リクイディティ）危機から銀行の健全性（ソルベンシー）危機へと事態が深刻化した。
 - 2 業績不振ゆえに資産が削減されたという側面と、資産削減されたがゆえに利益幅が縮小したという両側面がある。

ている。以下で、もう少し詳細に見ていきたい。

まず、バランスシートの資産側の状況を見るために、欧銀と米銀のレバレッジ比率（Tier1 自己資本/総資産（%））を比較すると、欧銀は米銀に比べて一貫して低位で推移している（図表1左図）。すなわち、欧銀においては、自己資本に比した「総資産」の規模が、米銀以上に膨らんでいることを示している。ただし、この間、資産の種類に応じてリスク・ウェイトを掛けた「リスクアセット」に対する自己資本の比率で計算される、バーゼル自己資本比率については、欧米銀行間で大差なく推移している。このことは、欧銀が、米銀以上に「リスク・ウェイトが小さい」資産を大量に保有していることを意味している。すなわち、欧銀では「リスク・ウェイトを掛けない」資産に基づき計算されるレバレッジ比率は低くなる一方、「リスク・ウェイトを掛けた」リスクアセットは米銀と同規模にまで圧縮されるため、リスクアセットに基づき計算されるバーゼル自己資本比率は大差がなくなっている。

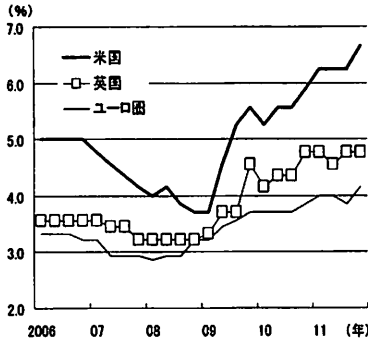
ここで、従来のバーゼル自己資本比率規制（バーゼルⅠ、バーゼルⅡ）において、リスク・ウェイトが小さかった資産の代表例は、貸出債権では住宅ローン、有価証券では国債や、トレーディング業務³で取り扱われる短期売買目的の有価証券やデリバティブなどの金融資産である⁴。欧銀と米銀の資産内容を比較すると、住宅ローンの割合はむしろ米銀の方が大きく、国債の割合は両者に大きな差はない。このことから、欧銀のレバレッジ比率の低さは、米銀以上に有価証券やデリバティブなどのトレーディング関連資産を抱えていることが大きな要因となっていることが分かる。

3 投資銀行業務の主力業務のひとつであり、流通市場における債券や株式等のマーケットメイク業務（投資家相手に売買する業務）や自己勘定取引を指す。その他、投資銀行業務として、発行市場における債券や株式引受業務、M&A 仲介業務などの伝統的業務がある。詳しくは、拙稿（2010）参照。

4 正確には、銀行のトレーディング勘定で保有される資産。

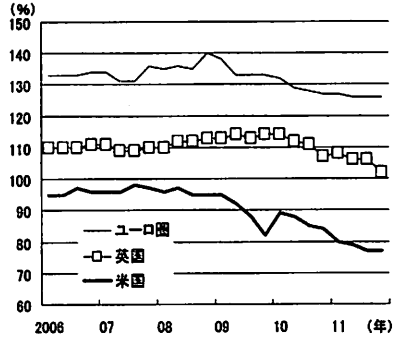
図表1 米銀、欧銀（ユーロ圏）、英銀の比較

【(左図) レバレッジ比率 (Tier1 自己資本/総資産)】



(資料) IMF, “Global Financial Stability Report Apr 2012”, p. 26 より、みずほ総合研究所作成

【(右図) 預貸率 (貸出総額/預金総額)】



(資料) IMF, “Global Financial Stability Report Apr 2012”, p. 26 より、みずほ総合研究所作成

次に、バランスシートの負債側の状況を確認するために、欧銀と米銀の預貸率（貸出総額/預金総額 (%)）を比較すると、米銀では2011年には70%台まで低下しているのに対して、欧銀は120%超と貸出総額が預金総額を大きく上回って推移するなど、欧銀はバランスシートに占める預金の割合が小さいことが分かる（図表1右図）。すなわち、欧銀は、バランスシートの負債面において、預金で賄えない部分を、インターバンク借入、レポ、CPや社債等の市場性資金で調達していることを意味している（星野（2009））。実際、総負債に占める預金（customer deposits）の割合は、米銀が50～60%程度であるのに対して、欧銀は30～40%程度と半分に満たず、これに加えて、市場性資金においても、インターバンク借入やレポ等の短期資金で調達している割合が大きい（IMF（2013））。

さらに、欧銀は、80年代以降、米国の投資銀行を買収するなどして⁵、

5 欧銀による米投資銀行の買収事例として、88年のクレディ・スイスによる米

米国における投資銀行業務を大きく拡大してきた（新形・前川・風間（2009））。このようななか、欧銀は、米ドル建て資産を大量に抱えることになった（田中（2010））。そして、このような米ドル建て資産の多くは、米マネー・マーケット・ファンド（MMF）等を通じた短期の市場性資金でファイナンスされていた⁶。

（3）金融規制強化に伴うバランスシート構造変更圧力

欧銀においては、今般のグローバル金融危機により、「トレーディング関連資産の膨張と、その裏側での市場性資金調達への依存」、というバランスシート構造の問題点が顕在化した。

すなわち、2007年半ば以降の証券化商品市場の混乱に伴い、欧銀が抱えるトレーディング関連資産の評価損が拡大し、巨額損失の計上を余儀なくされた。ここまでは米銀も同様であるが、欧銀の場合、米ドル建て資産をファイナンスするための資金調達の多くを市場性資金に依存していたため、金融市場の混乱に伴い、米銀以上に米ドル調達に窮することになった。この際には、米連邦準備制度理事会（FRB）と欧州中央銀行（ECB）との米ドル・スワップ協定により大事には至らなかったものの、市場性資金調達依存という構造問題はその後に残存し、銀行が保有する国債への懸念が銀行危機に至る発端となった欧州債務危機の際、再び米ドル調達に困難

ファースト・ボストン買収、89年のドイツ銀行による米バンカーストラスト買収、97年の旧スイス銀行（現UBS）による米ディロン・リード買収などが挙げられる。

- 6 米銀の場合、元々投資銀行であったゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレー等を除けば米国内で大規模にリテール業務を展開しており、米ドル預金は潤沢である。このため、米ドル調達に際しては、必ずしも市場性資金に頼る必要はない。一方で、欧銀の場合、米国内での預金基盤が脆弱なため、市場性資金に頼らざるを得ない状況にあった。さらに、2000年代の低金利下、借入が容易なMMF経由などの短期性資金調達への依存度が高まっていた。

をきたすことになった（代田（2012））。

そして、リーマン・ショック後にグローバルに金融規制が強化されるなかで、欧銀が抱える構造問題である、①過剰な資産膨張（レバレッジ）、②市場性資金への過度の依存、は主な規制対象とされた。

2011年末より欧州等で導入が開始されたバーゼル2.5では、トレーディング関連資産に掛かるリスク・ウェイトが大きく高められた⁷。さらに、2014年より米国やEU等で導入が開始されたバーゼルⅢでは、デリバティブ資産に対するリスク・ウェイトも大きく高められた⁸。さらに、バーゼルⅢにおいては、従来のリスクアセットに基づく自己資本比率に加えて、リスク・ウェイトを掛けない総資産に基づくレバレッジ比率も平行して導入されることになった。レバレッジ比率規制の導入は、これまで米銀以上に総資産を拡大してきた欧銀への影響がより大きい。

また、同じくバーゼルⅢでは、負債構造にもメスが入れられ、新たに流動性規制が導入されることになった。流動性規制は、①流動性カバレッジ比率（LCR; Liquidity Coverage Ratio）、②ネット安定調達比率（NSFR; Net Stable Funding Ratio）の2つで構成される。流動性規制では、負債面において、一定以上の粘着性の高いリテール預金等による資金調達が求められており、欧銀は、市場性資金調達への依存度を低めざるを得ない状況にある。

このように、欧銀のバランスシート構造に対しては、金融市場からの圧力ばかりでなく、金融規制強化というグローバル金融危機後の「新たなゲー

7 バーゼル2.5では、証券化商品に対するリスク・ウェイトの増大に加え、トレーディング関連資産のマーケット・リスクの計測手法が変更されており、従来よりもトレーディング関連資産に対するリスク・ウェイトが全般的に高まった。

8 リスク・ウェイトにおいて、デリバティブの取引相手の破綻リスク（カウンターパーティー・リスク）を加味するよう変更された（信用評価調整（CVA）を加算）。

ムのルールの遵守」という圧力がかかっている。この結果、欧銀は、米銀以上に既存のビジネス慣行を見直さざるを得ず、欧米銀行間での業績格差や経営戦略の差異となって表れている。

(4) グローバル金融危機後の欧銀の経営戦略

グローバル金融危機後、欧銀は、トレーディング関連資産や外貨建て資産を中心とした資産圧縮とともに、資金調達に占める市場性資金調達や外貨調達比率を引き下げざるを得ない状況にある。この結果、欧銀は、投資銀行部門や海外部門の縮小など、米銀以上に大幅な経営戦略の見直しを行っている（拙稿（2013））。

例えば、BNPパリバ、ソシエテ・ジェネラル、クレディ・アグリコルのフランス大手3行は、欧州債務危機後、トレーディング関連資産の削減や、海外部門の縮小など外貨建て資産の削減を実施している。また、預金基盤を強化すべく、例えばBNPパリバは、2013年11月にフランス国内でモバイル専門銀行⁹を立ち上げるとともに、隣国のドイツなどへのリテール店舗の出店を加速させている。また、クレディ・アグリコルは、2013年7月、アジアの証券業務（CLSA）を中国の中信証券（CITIC）に売却するなど、海外部門も大幅に削減している。さらに、欧銀のなかで引き続き米銀と伍して投資銀行業務を行う意志を示しているドイツ銀行や英パークレイズにおいても、業務の収益性等の精査を通じて、資産圧縮に努めている。

ただし、バランスシート構造の変更は一朝一夕には行えず、新たなビジネスモデルを確立するまでには、相応の時間がかかる可能性が高い。

9 2013年11月にハローバンクという名称でリテール向けモバイル・バンクを立ち上げ、フランスの他、ベルギー、ドイツで業務展開している。

2. 邦銀の経営動向と課題

(1) 邦銀の業績は国債売買益と海外部門が牽引

グローバル金融危機前後の邦銀の業績推移を見ると、2008年度は、三菱UFJフィナンシャル・グループ（MUFG）、みずほフィナンシャルグループ（MHFG）、三井住友フィナンシャルグループ（SMFG）の邦銀メガ3行とも、赤字決算に転落した。しかし、グローバル金融危機に伴う邦銀の損失額は欧米銀行に比べればはるかに小さく、2009年度後半以降、邦銀の業績は回復基調にある。

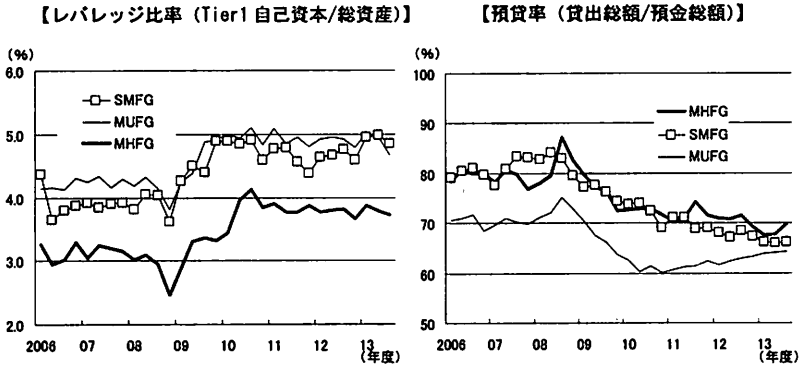
邦銀の業績回復の背景には、長期金利の低下に伴う好調な国債売買益とともに、アジアを中心とした海外部門が収益を押し上げていることがある。メガ3行の経常収益における海外部門のシェアは、2013年度は30～40%となっており、このうちアジアが半分近くを占めている。さらに、メガ3行の貸出においても、国内向けは2011年度～2012年度を底に横ばいで推移している一方、アジアを中心に海外向けは急速に増加している。

(2) 邦銀のバランスシート面の制約は欧銀より少ない

ここで、邦銀のバランスシート構造の状況を確認しておくと、邦銀においては、レバレッジ比率が相対的に低い一方、預貸率も低いという特徴がある（図表2）。すなわち、自己資本に比べて総資産が膨張している一方、負債の多くは、欧銀のように市場性資金ではなく、多くが預金で調達されるという構造となっている。

欧銀の場合、レバレッジ比率の低さの原因は、有価証券やデリバティブなどトレーディング関連資産を膨らませていたことにあった。これに対して、邦銀の場合、国債保有が資産を拡大させ、レバレッジ比率を低下させている。邦銀と欧米銀行の総資産に占める国債保有比率をみると、欧米銀

図表2 邦銀メガ3行の比較



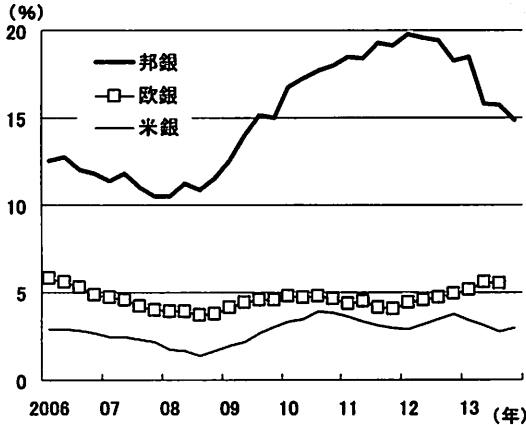
(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所 作成 (資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

行が5%前後で推移しているのに対して、邦銀は、2012年度以降は低下傾向にあるとはいえ、2013年度においても依然として15%程度も占めている(図表3)。邦銀のバランスシートにおいては、預金として集めた資金の多くが余資運用先として国債に流れ込んでいる、という構図になっていることが分かる。

欧銀は、バーゼル2.5や同Ⅲの導入に伴いリスク・ウェイトが大幅に高まるトレーディング関連資産を多く抱えていたことから、現在、投資銀行部門や海外部門の縮小という戦略変更を余儀なくされている。これに対して、邦銀の場合、バーゼルⅢにおいても自国国債のリスク・ウェイトはゼロであり、国債保有はバーゼル自己資本比率に影響しない¹⁰。このため、邦銀において、必ずしも大幅な資産削減が必要となっているわけではない。さらに、預金調達比率も高いことから、欧銀と比べてバランスシート面で

10 ただし、国債保有の増加は総資産を膨らますことから、レバレッジ比率の低下要因になる。

図表3 邦銀、欧銀、米銀の国債保有比率（国債保有額/総資産）



（資料）日本銀行、ECB、FRB より、みずほ総合研究所作成

の制約は少なく、事業拡大に向けた余力は高い状態にある。

(3) グローバル金融危機後の邦銀の経営戦略

グローバル金融危機後、欧銀がアジアなどの海外資産を縮小するなか、邦銀はアジア向け資産を拡大してきた。邦銀にとって、国内市場での収益拡大は容易ではないため、国内に比べて海外業務の優先度合いが高くなるのは必然的である。そして、邦銀においては、バランスシート面での制約の少なさが、積極的な海外進出を可能にさせている。

邦銀メガ3行の経営計画を見ると、いずれもアジア地域への注力が謳われるなど、アジア業務の強化が共通の経営戦略となっている。実際、メガ3行は、アジアを中心に、積極的に地場銀行への出資や買収を行っている。例えば、2011年、MHFGは、インドネシアのパリモア・ファイナンスやベトナムのベトコムバンク、2012年、SMFGはインドネシアのバンク・タブンガン・ペンシウナン・ナショナルに出資している。さらに、2013年、MUFGはタイのアユタヤ銀行の買収と、MUFGバンコク支店のアユ

タヤ銀行への統合を発表した。このように、邦銀の経営戦略は、当面アジアを軸に展開される可能性が高い。

ただし、邦銀の株価推移を見ると、2009年以降、いち早くグローバル金融危機以前の水準に回復するなど好調なアジアの銀行とは対照的に、グローバル金融危機後も低迷した状態が続いており、欧米銀行と比べても戻りは鈍い。背景には、邦銀はバランスシート面の制約は少ない一方、依然として総じて収益性が低いホールセール貸出中心の業務内容から脱却できていないことがあると見られる。

ホールセール貸出分野については、アジアにおいても貸出スプレッドは縮小傾向にあり、貸出拡大により「収益量」は確保できても、「収益性」の観点から必ずしも成長が見込める分野ではない。これに対して、好調なアジアの銀行は、収益性が高い投資銀行業務をアジア地域で強化するなど、着実に業務の高度化を進めている。

邦銀にとっては、アジアで業務拡大するなか、投資銀行業務の強化や、場合によってはホールセールに比べて貸出スプレッドが厚いリテール業務¹¹の強化が課題となっている（山口（2012））。

（4）グローバル金融危機からの教訓

グローバル金融危機により顕在化した欧銀の問題点として、トレーディング関連資産の膨張に加え、①市場性資金に依存した外貨調達、②欧州債務危機から銀行危機に至る元凶となった国債保有、があった。

翻って邦銀の状況に当てはめると、外貨調達については、邦銀において

11 貸出分野で収益性を高めるためには、ホールセールに比べて貸出スプレッドが厚いリテール分野に進出する必要がある。ただし、アジアのリテール業務については、①依然発展途上にあることに加え、②外国銀行にとってリテール業務参入は容易ではない、といった課題もある。実際、アジアの大手行の業務も、現在はホールセール業務中心の構造となっている。

も、円預金は潤沢である一方、外貨の預金基盤は総じて脆弱なままである。今後さらに海外業務を拡大するなかでは、「外貨調達」という負債面への手当てが大きな課題となっている。

また、国債保有については、邦銀の場合、保有資産に占める国債の割合は欧米銀行の3倍にも達している。邦銀にとって、ソブリンが動揺した際の影響は、欧米銀行以上に甚大になる可能性がある点にも留意が必要であろう（IMF（2012b））。

3. 今後のグローバル銀行業界の展望

(1) 米銀、欧銀、邦銀などアジアの銀行のポジショニング

グローバル金融危機後、米銀は、引き続き投資銀行部門を維持するとともにグローバルに業務展開している一方、欧銀は、バランスシート面の制約から、投資銀行部門や海外部門を縮小している。このようななか、邦銀やアジアの大手行は、アジア地域を中心に業務の高度化やグローバル化を図っている。

今後について、業界全体で見た投資銀行部門の収益水準の伸びは、金融規制が強化されるなか、当面限定的となる可能性が高まっている。市場規模自体が拡大しているアジア地域においては相応の収益増が期待できるものの、欧米など先進諸国では収益水準は伸び悩み可能性が高い。このようななかでは、一旦トレーディング業務を縮小した欧銀などが今後再びシェアを確保することは容易ではない。一方で、市場規模が拡大しているアジア地域で業務拡大している邦銀やアジアの大手行は、シェア拡大余地が大きい。

一方、バーゼルⅢの流動性規制により、銀行は負債構造の変化も求められているが、預金調達比率の上昇には、大型買収でもしない限り、相応の時間が必要となる。金融規制強化の目的のひとつに「大き過ぎて潰せない

(Too Big To Fail) 銀行を作らないことがあることを勘案すれば、当面、大型合併という選択肢は現実的ではない。このため、現在欧銀が行っている負債構造の変更にも、相応の時間が必要になると考えられる。

このような状況下においては、今後のグローバル銀行業界は、「引き続き投資銀行業務をグローバルに展開する米銀と、経営戦略の見直しを余儀なくされている欧銀」、という構図が当面固定化される可能性が高まっている。そして、このようななか、成長するアジア地域を中心に業務拡大を続ける邦銀やアジアの銀行が、グローバル銀行業界においてどこまでプレゼンスを高めることができるかが注目点となる。

(2) 銀行の国債保有とマクロ・プルーデンス政策

国債は、バーゼルⅢの下でも、自己資本比率規制においては原則リスク・ウェイトがゼロであり、さらに、流動性規制の下では安全資産とされるなど、銀行は今後も相応量の国債保有を続けざるを得ない。このような規制上の要求に加えて、とりわけ欧銀においては、今後、預金調達比率を高めるなかで預貸率が低下した場合、貸出総額と預金総額の差である余資の運用先として、リスク・ウェイトがゼロで自己資本比率への影響が中立的な国債は、有力な投資対象となるであろう。

このように、グローバル金融危機後、銀行の国債保有の増加を通じて、ソブリン・リスクと金融システム・リスクとの相関性が一段と強まる傾向にある。このようななかでは、銀行経営の観点は当然として、マクロ・プルーデンス政策の観点からも、ソブリン・リスク管理の重要性がますます高まっている。

(3) 国債保有を促進させる規制と回避させる規制の混在

他方、現在議論されている金融規制においては、銀行の国債保有を「回避」させる規制も混在している点には留意が必要である。

例えば、前節で述べたように、バーゼルⅢの自己資本比率規制や流動性比率においては、国債保有が促進される一方、同じくバーゼルⅢのレバレッジ比率規制においては、国債保有は総資産の拡大（＝レバレッジ比率の低下）につながることから、銀行に対して国債の保有を回避させようの要因となる。

さらに、現在では、バーゼルⅢが完全実施予定の2019年を待たずに、既にバーゼルⅢの枠組みを超える新たな自己資本比率規制の議論が持ち上がっている。例えば、2013年10月発表のバーゼル銀行監督委員会（BCBS）第二次市中協議文書において、①銀行勘定における金利リスク及びクレジット・スプレッド・リスクに対する自己資本賦課、②トレーディング勘定内の証券化以外のエクスポージャーの信用リスクに対する自己資本賦課、等が検討されている。

現状、前節で見たように、バーゼルⅢの自己資本比率規制の下では、自国国債に対するリスク・ウェイトはゼロである。今後、国債保有に対して、金利リスクやクレジット・スプレッド・リスク等の分だけ自己資本が賦課された場合、銀行の国債保有に対するインセンティブが低下する可能性がある。

銀行の国債保有を巡っては、前節のマクロ・プルーデンス政策の観点に加え、複数の金融規制間での整合性や平仄をとることも課題となろう。

おわりに

本報告では、「銀行」の動向を分析してきたが、グローバル金融危機後、ミューチュアル・ファンド、ヘッジ・ファンド、MMF等の、いわゆる「シャドーバンキング（非銀行金融機関）」の活動が再び活発になっている。

シャドーバンキングの資産は、2009年に一旦落ち込んだものの、その後は再び拡大基調にある。さらに、グローバル金融危機後の低金利を背景

に、現在、ハイ・イールド債や、これらを証券化した証券化商品の発行が再び活発化しているが、これらのハイリスク商品に対する主な資金供給主体は、金融規制の強化により活動が制約されている「銀行」ではなく、相対的に規制が緩い、ミューチュアル・ファンドなどの「シャドーバンキング」であると指摘されている（Adrian (2013)）。

今後の銀行の経営戦略、あるいは金融システムの安定性という、ミクロとマクロの両側面の観点から、グローバル金融危機後のシャドーバンキングの動向もまた注目すべき事象である。

《参考文献》

- Adrian, Tobias (2012), "Shadow Banking and Financial Stability", *Presentation at Sixteenth Annual International Banking Conference sponsored by the Federal Reserve Bank of Chicago*, Federal Reserve Bank of New York, November
- International Monetary Fund (2012a), *Global Financial Stability Report*, April
- (2012b), *Global Financial Stability Report*, October
- (2013), *Global Financial Stability Report*, October
- 岩田健治 (2009) 「なぜヨーロッパで危機が顕在化したのか？」（『世界経済評論』、Vol. 53 No. 3、世界経済研究協会、3月）
- 代田純 (2012) 『ユーロと国債デフォルト危機』税務経理協会
- 田中素香 (2010) 『ユーロ 危機の中の統一通貨』岩波新書
- 新形敦 (2010) 「欧米大手金融機関の成長戦略～金融機関の将来像～」(『みずほ総研論集』、2010年Ⅲ号、みずほ総合研究所、10月)
- (2013) 「ポスト金融危機における欧米大手行の経営戦略」(『みずほレポート』、みずほ総合研究所、3月)
- 新形敦・前川亜由美・風間春香 (2009) 「欧米の大手金融機関における投資銀行部門の展望～家計・企業の金融行動に基づく考察～」(『みずほ総研論集』、2009年Ⅲ号、みずほ総合研究所、8月)
- 星野郁 (2009) 「ヨーロッパの金融構造の変貌と金融危機」(『世界経済評論』、Vol. 53 No. 3、世界経済研究協会、3月)
- 山口昌樹 (2012) 『邦銀のアジア進出と国際競争力』山形大学人文学部叢書 1

【予定討論者のコメントと回答】

○北原 徹氏（立教大学）

- ①欧州銀行と邦銀の国債保有の見通し。
- ②金融規制強化が銀行の収益性に与える影響をどう考えるか。
- ③欧州銀行のアジア向け資産は金融危機後も増えているのではないか。また、アジアでの業務内容はどうなっているのか。
- ④預貸利鞘が縮小するなかでの、欧日銀行の収益性の見通しと今後の収益源。
- ⑤欧州銀行のバランスシート調整の今後。

〈回答〉

- ①制対応上、今後も銀行は一定の国債保有を続けざるを得ない。国債保有を通じてソプリリスクが伝播した欧州銀行にとっては皮肉だが、欧州銀行は、流動性規制等に対応するため、従来以上に国債保有を増やす必要があると考えられる。他方、邦銀は既に大量の国債を抱えていることから、国債保有比率は現在より低下する可能性が高い。
- ②自己資本比率規制が厳格化され、従来以上に自己資本を積み増さなければならぬ以上、銀行の収益性は低下せざるを得ないであろう。ボルカー・ルールやEUのリーカネン報告書等のトレーディング業務に対する規制については、業務が全面禁止されるわけではなく、この意味で影響は限定的との見方もできる。ただし、取引毎に当局への報告が必要になるなど法令順守費用がかさみ、結果として収益性が低下するとの見方が一般的である。また、OTCデリバティブ規制については、相対取引から中央清算機関への移行に伴い、価格の透明性の向上から売買鞘が縮小し、銀行の収益減となる可能性が高い。引き続き相対取引されるデリバティブについても、自己資本賦課要件や担保要件が厳格化されており、やはり収益性の低下につながるであろう。
- ③欧州銀行は、アジア通貨危機後の邦銀の様に、アジア向け資産を劇的に減らして

いるわけではない。欧州銀行にとってもアジアは数少ない成長地域であり、資産の削減幅は限定的となっている。地域的には、欧州銀行は中東欧向けを削減している。他方、アジアでは、一部の例外を除き、欧米銀行はリテール業務を行っておらず、貿易信用やプロジェクト・ファイナンス、投資銀行業務などのホールセール業務が中心である。

- ④ 預貸利鞘の縮小はグローバルに銀行が直面している構造問題であり、収益性を向上させるためには、金利以外の手数料収入を増やすしかない。とりわけ邦銀はこれまで貸出依存度が高く、収益性の向上に向け、貸出以外の業務の強化が必須である。
- ⑤ 欧州のバランスシート調整はマクロでも米国より遅れており、欧州銀行の業績低迷が長引く可能性がある。また、欧州銀行の資産は母国の GDP を大きく上回る場合が多く、トゥービック・トゥーフール (TBTF) の観点からも、欧州各国当局は、銀行の資産削減を進めようとしている。

○福光 寛 (成城大学)

- ① 欧州銀行のトレーディング資産の拡大と市場性資金への依存は、国を超えた海外展開の結果とはいえないか。もしそうなら、欧銀の行動を邦銀が後追いするのはないか。
- ② 銀行が海外進出した場合、国際業務と国内法との関係はどうなるのか。
- ③ 日本国内の銀行貸出先を見ると、電力、医療福祉、地方公共団体、住宅等の分野は伸びており、必ずしも国内業務が頭打ちとは言えないのではないか。

〈回答〉

- ① 邦銀も円預金は余っているが外貨預金は不足している。今後さらに海外業務を拡大するに際しては、バランスシートの負債側において、預金等の安定的な外貨調達手段を確保しておかないと、欧銀の二の舞になりかねないであろう
- ② 基本的に、「支店」は本国の当局の監督下にあり、「現地法人」は現地当局の監督下にある。現在の流れは、なるべく現地法人化させるというものであり、端的な

例は、米国の外銀規制である。米国の外銀規制においては、邦銀や欧州銀行等の米国内業務について、一定規模以上であれば、自己資本比率から流動性規制まで全て米国基準を満たさなければならず、銀行のグローバル経営の観点からは非常に非効率となる。邦銀にとっても負担は大きい、とりわけ米国でトレーディング業務を大規模に行ってきた一部欧銀への影響が大きい。

- ③日本国内にも、人口動態の変化や産業構造の変化に伴い有望な貸出先が生まれているとの指摘はその通りである。ただし、日本のメガバンク・クラスの規模になってしまうと、グループ全体の収益性に対する貢献度は限定的とならざるを得ないと思われる。

【一般討論での質問への回答】

○足立一夫（元三菱 UFJ 信託銀行）

- ①メガバンクが国債保有を減らし、日銀当座預金に資金をシフトさせている理由。
- ②日本の国債価格急落リスクの可能性。
- ③フランス三大銀行の破たん危機。

〈回答〉

- ①日本の長期金利が実質的に下限と見られる水準まで低下したなか、将来的な金利上昇リスクの回避から国債保有残高が削減されていると考えられる。ただし、現状、資金は貸出増にはつながらず、結果として国債売却分の多くが日銀当座預金となっていると見られる。
- ②まさに監督当局が気にしている点であるが、影響はメガバンクよりも、総資産対比でより多くを国債に投資している地銀の方が大きいであろう。
- ③2011～2012年にかけては、米国 MMF の資金引き揚げなどからフランス三大銀行は資金繰りがひっ迫したが、2012年9月に ECB が OMT を発表して以降、欧州金融市場は安定を取り戻し、これに伴い、フランス銀行の経営環境は改善している。

○建部正義（元中央大学）

異次元金融緩和の邦銀経営への影響

〈回答〉

日銀の国債購入に伴い、市場での国債流通量も減少しており、邦銀は従来のように国債売買益で多くの収益を得ることが難しくなっている。国内貸出で稼ぐこともままならないなか、邦銀は、国内貸出や国債売買益に依拠した従来のビジネスモデルの修正に迫られている。

○前田真一郎（名城大学）

①銀行の国債保有と銀行経営の変化や多角化について。

②銀行の国債保有と金融規制について。

〈回答〉

①邦銀は貸出先が少ないなかで国債保有を積み増してきたが、今後は国債売買益での収益計上が難しくなることが予想され、海外等の潜在的収益性の高い地域への注力といった経営戦略の変化や、投資銀行業務など伝統的商業銀行業務以外の強化といった多角化が求められている。

②金融規制への対応上、銀行は一定の国債保有は今後も続けざるを得ない。ただし、国債保有を抑制する規制も混在しており、銀行にとって不確定要素となっている。

○清水正昭（千葉商科大学）

①邦銀がアジアで銀行業務を行う際のリスク管理。

②シャドーバンキングと銀行の信用拡張との関連や銀行システムからの自立性。

〈回答〉

①アジアにかかわらず海外業務については、外貨での資金調達手段の確保がリスク管理の要諦と考えられる。その他、マネーロンダリング等の金融犯罪対策や、国内業務と同様に与信管理等は当然必要である。

②規制強化に伴い、銀行はレポ取引やマーケットメイク業務を行いにくくなってお

り、このような銀行活動の停滞がシャドバンキングのレバレッジ抑制や売買高の停滞などにもつながっている。このため、指摘の通り、シャドバンキングも銀行システムとは独立ではない。

○川波洋一（九州大学）

- ①邦銀のビジネスライン別利益の業績構造の特徴。
- ②邦銀がアジアにおいて投資銀行業務やリテール業務を強化する際の課題。

〈回答〉

- ①邦銀と欧米大手銀行との大きな違いは、投資銀行部門の割合。欧米大手銀行の収益では、大きいところでは約半分が投資銀行部門で稼ぎ出されているのに対し、邦銀メガバンクでは10～20%程度にとどまっている。
- ②投資銀行業務に関しては、アジアでも欧米大手銀行が高いプレゼンスを誇っており、邦銀は欧米大手銀行にキャッチアップする必要がある。他方、リテール業務に関しては、相応の店舗網を維持する必要があり、その場合は、地元の銀行との競争に加え、現地従業員のマネジメントといったガバナンスも大きな課題となると考えられる。

○山田博文（群馬大学）

貸出、国債投資ともに抑制するなかでの邦銀の存在意義。

〈回答〉

それゆえ、日本国内においては医療・福祉関係や農業の産業化支援等の新たな分野を開拓するとともに、海外業務を拡大する必要があると言える。

現代資本主義下での貨幣資本蓄積 の特質について

—— 米国発の世界的金融危機を契機として ——

紺井 博則

(國學院大学)

1. はじめに

サブプライムローン問題からリーマンショックにいたる米国発の金融危機はとくに欧米を中心とする金融システムと金融市場に大きな爪痕を残したが、その後遺症は世界的な現実資本の蓄積過程にも及んでいる。08年秋を起点とすれば、すでに5年半以上の時間を経過しているにも関わらず、今般の景気後退とそこからの立ち直りのひ弱さは、現代資本主義にとってもたんなる循環的な軌道修正では済まない深刻さを有している。金融危機対応として採用された量的金融緩和政策は、恐慌の形態変化という視点から検討すべき論点を含んでいるが、いわゆる「出口」政策のタイミングと手順を巡って米国 (FRB)・日本 (日銀)・EU (ECB) の間で少なくとも一ズレが露呈している。とくにFRBの量的緩和政策の終了と伝統的金利政策の転換へのシナリオは過剰貨幣資本を温存し続ける世界の金融市場を動揺させ、世界の实体经济にも大きな影響を与えずには置かない。

本大会の報告では、この世界的金融危機の持つ理論的性格について改めて整理し、その後長い時間を経てもその危機から立ち直りきれていない現状を、現代資本主義下での過剰貨幣資本の特質と役割という視点から、先

進諸国、とくに欧米の超金融緩和政策（量的緩和政策を含む）の性格と位置づけを整理し、あわせて史上例をみないその政策の採用が現代資本主義の下での現実資本蓄積と貨幣資本蓄積の乖離とどのように連関しているかについても言及してみたい。

2. 今次金融危機の性格規定を巡って

ところで、今次の米国発金融危機の性格規定については、主流派経済学からのアプローチを別にしても、マルクス経済学の立場、あるいは本会会員の間でも議論が分かれているように思われる。この点については報告者も含めて多くの会員は「過剰生産恐慌」あるいは「(世界的)金融恐慌」という把握をしていると考えているが、あえて言えば、「危機」か「恐慌」かという性格規定論議より重要な点は、今次のリーマンショックに象徴される危機を、「過剰生産恐慌」の局面もしくは一形態として理解すべきか、それとは性格を異にする「独自の」・「新しい」金融恐慌として捉えるかという論点について、なお議論が分かれていることである。さらに、この危機（恐慌）から5年以上を経た現時点で、収束したと見るか、まだ終わっていないと見るべきか、という点についても一致していないように思われる。

報告者は、こうした現代資本主義の下での経済危機への分析視点として恐慌論的なそれを持っていることはマルクス経済学としてのアドバンテージを示すものであり、その意味では08～09年の世界金融・経済危機の理論的分析は避けて通ることのできないものであると考える。そこで、改めて明確にしなければならない点は、①今回の金融危機がどのような意味で、過剰生産恐慌と結びついているのか、あるいは②過剰生産恐慌と区別する場合にはその金融危機の「新しさ」をどこに求めるか、という論点であろう。

今回の危機の発端が米国のサブプライムローンと結びついた住宅市場における証券化にあり、これが米国・欧州の金融システム・金融市場危機に拡大し、さらに世界的再生産過程の収縮を招いて金融危機が実体経済の危機にまで転化したこと（金融危機→経済危機）については異論がないと思う。問題は、この米国金融市場（証券化商品市場・デリバティブ市場）を舞台とする金融恐慌を、過剰生産恐慌に「付随する」、あるいはその「一環」・「一側面」と捉えるか、あるいは産業循環や景気循環の過程で析出される貨幣資本蓄積（不況期の貨幣資本の過剰、好況・好況末期の貨幣資本の払底）とは異質な、現代資本主義に特有な貨幣資本蓄積がもたらした「新しい」「独自の」金融恐慌と捉えるべきか、という点に集約できる。

前者の根拠は、新しい金融市場であるデリバティブ市場・証券化市場での証券化商品（仕組み債）の流通・価格破壊（金融恐慌として現象）も、その出発点をさかのぼれば低所得層のローンでの住宅購入という「実需」にあり、信用連鎖から過剰信用・過剰消費がもたらされた過剰生産恐慌であったという点に求められる。念のため付言すれば、過剰生産恐慌論の側面を重視する論者にあっても今回の恐慌が、21世紀型の現代恐慌としての「新しさ」も持つことを否定しない（ICT革命による過剰生産の増幅効果、資本・賃労働関係の変容、グローバル資本主義下での最初の恐慌、等々）。あるいはまた今回の恐慌が「複合的」性格をもつことを指摘する論者も少なくない。

後者の「新しい」金融恐慌論は、産業循環・景気循環の枠組みの中で現実資本蓄積と貨幣資本蓄積の乖離を克服できないまま、限度いっぱいには拡張した結果としての独自の金融恐慌であることを強調する。つまり、現実資本の蓄積過程から自立した過剰貨幣資本の存在と、膨張を続ける過剰貨幣資本の価格形成が継続される新たな金融市場が提供されていたことに今次の金融恐慌の「新しさ」を求める（「証券流通に必要な資金」需要の形成）。その市場には金融機関、その他の様々な機関投資家（公的・企業年

金基金、既存の金融媒介機関周辺に配置された「シャドープバンキング」など、企業、政府機関、そして格差社会の中で突出する一部富裕層、など従来では考えられなかった多様な市場参加者の貨幣資本（社会的な所得）が流入し、これを吸引し続けるための様々な工夫が生み出される。この金融市場はリーマンショックが起こる以前の80年代以降から、実体経済の停滞が続くもとで急拡大し、現実資本の再生産過程から恒常的に遊離した貨幣資本を受け入れる場として存在し、自立的な価格膨張が継続される限りで存続する。この価格膨張が一転して暴落に転じた。

「新しい」金融恐慌論は80年代から継続していた現実資本蓄積と貨幣資本蓄積との乖離を前提として、震源となった「新しい金融市場」の役割に注目し、従来の（循環的）過剰生産恐慌の局面とは区別すべきだと主張するが、その反面、現代資本主義の評価として過剰資本・過剰生産の契機が事実上、「洗練された供給調整や市場調査（マーケティング）」を根拠として払拭されたかのような理解を含んでいることに留意すべきである。たとえば現実資本蓄積と貨幣資本蓄積の乖離が拡大し、過剰貨幣資本が再生産過程から「自立して」独自の運動を展開することを現代資本主義の特質として肯首するとしても、過剰生産の契機は克服されたわけではない。とくに国家・多国籍企業一体となったグローバル資本主義の強制は、現代資本主義の下での現実資本の過剰が歴然として存在し、その克服と格闘を示すものであろう。したがって、この立論も現実資本蓄積の停滞を打開し、過剰生産の顕在化を阻止しようとする資本の動向と、絶えず新しい金融市場を創出して過剰貨幣資本の蓄積を流動化させる動向とを整合的に分析する上でなお課題が残ると言わねばならない。

両説に対する報告者の立場は、まず80年代以降、現実資本蓄積と乖離したまま、景気循環の枠内で解消されずに残存していた過剰貨幣資本（＝平均利潤の獲得を期待できず現実資本への転化を阻まれて貨幣資本形態で存在する過剰資本）が、資本の再生産過程とは切り離されて独自の、新し

い活動領域を生み出していたことが08年恐慌の前提条件となったことを重視するものである。この領域は、一般的な貸付可能な貨幣資本が利子生み資本としてインカムゲインを求めて循環する金融市場とは区別される、資本の再生産過程とは切り離された新しい「貨幣請求権の累積」を起点としてキャピタルゲインを求めて運動する派生的金融市場を指す。この貨幣資本の運動は不況期に拡大し、好況末期に払底するその増幅・縮小とは性格を異にするものである。今次の恐慌は、少なくとも従来型の「周期的」過剰生産恐慌、あるいはその一環として位置づけることは無理であろう。そもそも今次の金融恐慌の性格を論ずるのであれば、1930年代以後の管理通貨制への移行、70年代初頭の金ドル交換性停止を契機として定着してきた産業循環・景気循環の形態変化論とどのように接合するかが不可欠な作業だと考える。言い換えれば、70年代に議論されていた恐慌の形態変化論、スタグフレーション論などを踏まえることなしに、29年大恐慌と08年恐慌とを直接比較して、「何年に一度の……」という観点から、恐慌後の実体経済の収縮程度の量的比較を行うことはあまり有効ではないと考える。

現実資本蓄積と貨幣資本蓄積との乖離を景気変動のサイクルの中で解決できずに、次の再生産過程の起動を開始せざるをえないという現実の根底には、現代の先進資本主義経済が構造的に利潤率の低下を利潤量の絶えざる拡大によってしか継続できない事態があって、しかもこのことは08年に始まったことではない。だが、この事態を現実資本の側から打開する途上で08年恐慌が発生した。この4半世紀の過程で起きていたのが、①従来からの輸出市場の拡大（国内所得分配率の低下の外需による穴埋め）に加えて、②再生産過程の一部もしくは全面的海外移転（労賃コスト節約による利潤率低下の阻止、為替リスク回避による価格競争力低下の阻止）、③国内外 M&A による資本集中、④従来の「貨幣請求権」（株・債券）の累積にとどまらず多様な「貨幣請求権」の開発（金融 CP、レボ、証券

化商品・仕組み証券)、⑤所得格差の拡大、個人の現在所得・消費の制約を信用制度の動員によって「将来所得」=「需要の先取り」として突破すること、等々の現代資本主義に特有な事象である。これに関連して最近「経済の金融化」なる概念によって現代資本主義の特徴を分析する論者も少なくないが、まずこの概念についてマルクス党派内部でもまだ十分なコンセンサスが存在していないこと、さらにこの概念を活かすとしても現実資本蓄積の停滞、あるいはその貨幣資本蓄積との乖離というベースを踏まえて、現実資本蓄積の停滞の打開にどのようにして、どこまで信用制度や金融システムを動員できるか、という視点から掘り下げて行くべきであろう。

むしろこの現実資本蓄積の停滞の態様と程度は、08年以前の先進諸国(米国・欧州・日本)に限って見ても一様ではないが、金融恐慌→金融機関の破綻→実体経済の収縮 という08年後の足取りを見れば、今回の危機の震源地となったのが米国であったことの必然性はあるとしても、上に述べたように、4半世紀間に醸成されていた現実資本蓄積の変容の途上で、またこれを打開するため超低金利構造が継続する過程で、この危機が発生したことには先進国共通の背景が存在する。しかしながら、08年恐慌そのものの危機対応策として量的金融緩和政策を評価する場合には、日銀・FRB・ECBそれぞれの政策の位置づけや評価についての共通点と同時に相違点があることも考慮する必要がある。

3. 量的金融緩和政策の信用論的インプリケーション

伝統的金融緩和から離脱して、短期金融市場での市場金利の誘導から量的金融緩和政策へ転換した契機について言えば、リーマンショック後の危機対応という性格を明瞭に持っていたのはFRBである。日銀の場合は08年恐慌に先立つ99年に初めて量的金融緩和を導入したが、その後06年に一端解除し、ゼロ金利政策を復活したものの同年に再び解除するという試

行錯誤を繰り返してきた中で、13年4月から「異次元の量的・質的緩和」に踏み込むという世界でも先例のない道を辿っている。日銀の金融政策の経緯についてはこれ以上立ち入らないが、少なくとも08年恐慌後の危機対応とは異なる日本経済に固有の背景があったと考えられる。

ECBについては、現時点では明確な量的金融緩和政策を採用しているわけではないが、14年に入って「マイナス金利」にまで踏み込んでおり、さらなる追加的金融緩和も視野に入っているように思われる。こうした超金融緩和政策の背景には、日米欧それぞれの採用のタイミングや08年恐慌からの回復過程の差異と同時に、長期に及ぶ低成長・潜在成長率の低下という先進国に共通する現実資本蓄積の停滞の打開を、金融自由化後のインターバンク市場からレポ市場や証券化商品市場を含むオープン市場の急拡大へのシフトを踏まえた金融政策に委ねざるをえない共通点を確認することが重要である。

そこでこのような現代資本主義の下での量的金融緩和政策の歴史的位相を信用論的視点から問題提起しておきたい。1930年代の金本位制離脱、管理通貨制への移行によって中銀信用は「救済融資」という恐慌対応策を手にすることになった。この段階では、中銀信用にもとづく金融政策と国家の財政政策（スペンディング・ポリシー）との役割分担は明瞭であり、中銀信用の中軸も市中銀行への貸出に置かれていた。次いで戦後の70年代には先進諸国の低成長、財政赤字の累積を契機として、金融政策は国家による中銀信用を動員した「国債価格支持政策」の要素を包摂するにいたる。ところが、今日の量的金融緩和政策を恐慌対策・金融危機対応策として捉えたとき、これまでの中銀信用の性格とは同一視できない相違点が存在する。それは、中銀信用がいわゆる「国家信用」（公信用）と「一体化」した信用制度の変容が見てとれるように思われるからである。

各国・地域によって量的金融緩和政策の導入時期はズレており（ECBの場合は今後の導入可能性が残る）、また「出口」へのタイミングを採っ

ているFRB、いまだ「出口」へのシナリオを描けない日銀、それぞれの状況の違いがあるとしても、国家債務に他ならない国債・政府証券がとくにFRB・日銀の資産項目で圧倒的なウェイトを占めていること、バランスシートを単純化してみると、資産項目の「国債・政府証券」vs. 負債項目の「中銀当座預金」プラス「銀行券」(＝マネタリーベース)という構成をもつことには共通性がある。国債を「国家信用」の具現化された存在と捉えると、資産項目の「中銀貸出」vs. 「銀行券発行」というこれまでの中銀の信用創造の内実は大きく様変わりしていると言えよう。

これに関する量的指標を見ると、FRBの総資産は14年7月時点で44,066億ドルにまで膨張しているが、そのうち米財務省証券・政府証券の比率は54.9%を占め、資産担保証券の比率も38.0%を占めている。反面、従来の中銀信用の軸であった貸出は極めて小さな比率でしかない。米国債の新規買入額を100億ドルずつ減少させるプログラムが開始されたとはいえ、この保有残高はなお巨額と言わざるをえない。また日銀の場合も、13年度末の総資産241兆5798億円のうち、実に80%強が国債で占められており、長期国債だけでも63.8%に達している。

この実態を捉えて「金融政策の財政政策化」、「マネタイゼーション」と表現する論者は少なくない。報告者も今日の量的金融緩和政策をそのように性格規定することに異論はないけれども、同時に現代の中央銀行政策が、管理通貨制移行後の循環的な不況局面で生じる「需給ギャップ」の解消を財政スペンディングとともに支援するという段階から新しい次元に踏み込んでいることの意味を看過すべきでないと考える。先進諸国の財政赤字の累積の中で、また「トリクルダウン論」の崩壊が見られる中で、財政政策の次元で現実資本蓄積の停滞に刺激を与える余地・選択肢は限られてきている。そのしわ寄せとして、中央銀行政策の役割は本来の自国通貨価値の絶対的・相対的安定から「雇用の安定」(FRB)や「経済成長の全面的支援」(日銀)へと旋回し、現実資本蓄積と貨幣資本蓄積の乖離がもたらし

た金融危機の事後処理と、その乖離を埋めるために現実資本蓄積の停滞を打破するという非本来的領域に踏み込まざるをえない状況が続く。

従来の資本市場のみならず、欧米のレポ市場や証券化商品市場・ABCP市場での価格破壊を下支えしたり、その後処理のために量的金融緩和政策の名のもとに中銀信用が動員され、史上例を見ない超低金利の持続が今後も継続すると考えられる。この結果として過剰貨幣資本の温存が図られるという矛盾を抱え込む。さらに言えば、この矛盾は、現実資本蓄積と貨幣資本蓄積の乖離が拡大するたびに大きくなっていることに留意しなければならない。現代資本主義の下で行われる中央銀行の信用創造や市中銀行の信用創造は、その本質（資金需要に応じた通貨供給）に変わりがなくとも、その資金需要の内実、換言すれば銀行信用が供与される回路は、本来の再生産過程の拡大、現実資本蓄積の支援者という使命から逸脱する可能性を持つことも事実なのである。

なお、本報告の論旨からシャドープランキングを位置づけるとすれば、一面では既存の商業銀行が抱え込んできた信用リスクを分散化する役割と同時に、銀行信用が再生産過程の拡大とは異質な資本市場・証券化商品市場の価格形成のアレンジメント機能を果たす上で、また巨大化し多様化する「貨幣請求権」の流通を支える貨幣資本を社会全体から吸引する上で大きな存在となっていることを指摘しておこう。

4. いわゆる「緩和マネー」の世界経済的影響

先進諸国の超低金利政策→「ゼロ金利政策」→量的金融緩和政策は、08年世界金融恐慌をはさんで長期化しており、インターバンク市場やオープン市場での低金利も反転のきざしが見えない。この現象はもはや恐慌後の不況局面で現れる循環的な貨幣資本の過剰という性格では捉えきれないものである。すでに言及したように、現実資本蓄積から乖離した過剰貨幣資

本は、容易にその乖離を縮小できないほど極限にまで達しており、実体経済の回復程度がどの程度であるかに関わりなく新たなキャピタルゲインの機会（投機利益の場）を求めて、世界の金融市場、さらには商品先物市場にまで運動の舞台を拡げ、徘徊を続けざるをえない。

ところで、日米欧の量的緩和政策によってグローバルに増幅したいわゆる「緩和マネー」が、より高い利回りを求めて途上国、中でも新興国に流入し、一方では実体経済の伸びを上回る資産価格（土地・不動産・金融資産など）の急上昇を招いてバブルを惹起し、他方では米国の量的緩和政策の「出口」が現実味を帯びてくると同時にその「緩和マネー」が逆流を始めるという論調が目立っている。いうまでもなく、米国FRBの量的緩和政策によって創出されるドル建ての貨幣資本は、ドルが基軸通貨であること、したがってその残高の過半以上が非居住者保有のそれであるという他の先進諸国の量的緩和政策とは様相を異にする性格を持つ。この事実から米国発の「緩和マネー」が国際的貨幣資本循環（マネーフロー）に与える影響が重視される。この点について若干のデータからこの理解とは異なる側面も確認しておきたい。

08年恐慌以前からの超低金利の持続と09年からのFRBの量的緩和政策（QE1）によって、とくに非居住者保有のドルは絶対額、伸び率からみて必ずしも量的に拡大しているとはいえない。確かに新興国の外貨準備高は、08年以後も増加しているが、民間部門の新興国への資金流入、米国への資金流入の動向を実証的にみると、これも単純に「量的緩和政策」→「新興国への純資金流入」→「バブル膨張」という一方向の流れだけで捉えることはできないようである。いわゆる「緩和マネー」は国際金融市場を介して新興国のみならず、先進国へも流入していると見なければならぬ。

例えば、EUでは、ECBが初の「マイナス金利」の採用に踏み切ったことに現れているようにリーマンショック以後の金融・経済危機から立ち

直れず、14年4～6月はゼロ成長に陥った。しかもユーロ圏のコア国を牽引してきたドイツがマイナス成長を記録し、インフレ率も極めて低下している一方で、英・独などのEU諸国やスイスの不動産・住宅市場へ急激に貨幣資本が流入して資産価格の高騰を招いているのである。まさに日本のバブル経済前夜の様相とも見ることができ、実体経済面で成長軌道を描けないまま、ECBの金融政策上の選択肢もますます限定されざるをえない。このように金融危機後も温存された過剰貨幣資本が先進諸国の金融市場にも流入している構図が見て取れる。

こうして米国の量的緩和策の終了と、15年からの利上げのタイミングを想定した「緩和マネー」の本国回帰という側面も含め、「緩和マネー」は米国→新興国 という一方向では捉えきれない多様な要素を含んでいることを見なければならぬ。その中でも、長期金利は8月14日にドイツで一時的に1%割れ、翌15日に日本で0.5%を切るという歴史的な低金利傾向が依然として継続している。量的緩和政策によって追加創出された過剰貨幣資本が価格破壊されないまま温存され、極めて僅少な金利差・利回り格差を求めて金融市場間をさまよう事態には変わりがない。この事態は80年代以降の金利の自由化・金融のグローバル化と中銀の量的金融緩和政策の結合のひとつの帰結でもある。このことから、FRBが、そして将来的に日銀が量的金融緩和政策にピリオドを打ってゼロ金利から脱出できたとしても、巨額の国債を保有する構造が継続すること、また復帰できる金利水準は低い水準にとどまり、超低金利政策が相当の期間にわたって継続し続けることは明らかであろう。現実資本蓄積の停滞に規定された貨幣資本の過剰蓄積との乖離が、有効な政策的規制・コントロールによっては正されない限り、いずれかの金融市場においてバブル形成・崩壊を契機とする金融危機・金融恐慌の再発が繰り返され、その度に恐慌の震源とは無縁のはずの実体経済により深刻な打撃を与え、回復までに多くの時間を要するばかりでなく、さらなる経済格差の拡大をはらんだ現実資本蓄積への

軌道が開始される他ないのである。(大会当日の報告はこの論稿とまったく同一ではないが、報告の趣旨・論点は変わっていない。紙幅の関係で当日補足した部分については割愛させていただくことを記しておきたい。)
(脱稿日：2014年8月某)

《参考文献》

- 井村喜代子 [2010]『世界的金融危機の構図』勁草書房
- 鶴田満彦 [2010]「2008年世界経済恐慌の基本性格」『季刊経済理論』第42巻第2号
- 前畑雪彦 [2010]「政策金利の成立メカニズムと今回の世界恐慌の変容形態—不換制下の貨幣恐慌の起動と防御の力学的構造と過剰生産恐慌」『桜美林論考・桜美林エコノミックス研究』第1号
- 高田太久吉 [2009]『金融恐慌を読み解く』新日本出版社
- [2014]「資本の過剰蓄積と貨幣資本の過剰—現代恐慌分析の方法をめぐって—」『立教経済学研究』第64巻第4号
- 藤田 実 [2014]『日本経済の構造的危機を読み解く』新日本出版社
- 小西一雄 [2014]『資本主義の成熟と転換—現代の信用と恐慌—』桜井書店
- 河村健吉 [2014]『影の銀行—もうひとつの戦後日本金融史』中公新書 2069

【予定討論者のコメント】

○清水正昭氏（千葉商科大学）

1. 現実資本の過剰が存続する中で、景気循環の枠内で解消されずに残存していた過剰貨幣資本が一方向的に累積するメカニズムについて
2. 今後の金融危機が「新しい金融危機」であると言う場合、その内実は何か
3. 「国家信用（公信用）」と「一体化」した中銀信用の限界を画するものは何か
4. 先進国であれ途上国であれ「緩和マネー」の流入がバブル・マネーに転嫁するという場合のメカニズムはどんなものか。「不胎化政策」の採用はそれを遮断で

きるのでは

5. 米国の量的緩和策が終了し、「緩和マネー」の本国回帰が生じた時、どんな事態が想定されると考えるか。

〈回答〉

1. 従来の古典的景気循環では、恐慌期に過剰な現実資本の価値破壊が進んだが、29年恐慌以降は、この価値破壊が阻止されるか、徹底されずに貨幣資本の過剰＝減価が継続する政策的基礎が形成された。今日の段階では、景気循環の周期性・規則性が崩れ（この要因については予稿集で一部記述しているつもりだが）、国家の経済政策や中銀信用の動員により、それぞれの循環内で現実資本蓄積と貨幣資本蓄積との乖離が解消されずに（過剰貨幣資本価格の温存）次の循環を開始せざるをえないと考える。なお「一方的」という表現はやや誤解を与えたかもしれない。
2. まず、第一に今回の金融恐慌は、現実資本過剰という基礎の上ではあるが、周期的・循環的過剰生産恐慌の一面としては把握していないこと、第二に金融恐慌それ自体の構成要素として、金融の証券化、デリバティブ市場の拡大、シャドバンキングの介在等々、これまでの金融恐慌（信用恐慌）の内実とは同一視できないもの含まれていることを指摘したい。金融の自由化・証券化・国際化を背景にもつ「新しい金融恐慌」と言えるのではないか。
3. 中央銀行信用そのものについては、とくに米国FRBの場合、リスク資産を購入することによって、価格変動リスクなどの市場リスクを内包することは負債勘定での連銀券の信認低下につながる。この点は、量的緩和を導入する中銀に共通する限界であるが、FRBの場合創出されるものが基軸通貨ドルであることに留意する必要がある。
4. 「緩和マネー」が流入する経路、メカニズムは一様ではない。流入国の景気動向によって違いがあろうし、流入国が資源国である場合は、国際商品市場、とくに先物市場での投機的価格騰貴が、流入国の实体经济に深刻な影響を及ぼすであろう。また「不胎化政策」が優先的に採用されるかどうかは、当該国の為替

相場や物価動向によって必ずしも切り札にならないケースも出てくるのではないか。

5. 想定される事態について「楽観的ではないか」というご批判であるが、これだけ大規模な中銀の量的緩和も異例であるし、そこからの「出口」もまた未経験の領域に属すると思っているので確たる想定はできない。ただ、米国の場合、基軸通貨国の供給国であるという非対称性の問題と、他の先進諸國中銀による量的緩和の継続・終了とのズレの問題が絡んでこよう。いずれにしても国際的金利格差を軸とした国際金融市場への影響は避けられないと考える。

○飯島寛之氏（立教大学）

1. 「国際的信用連鎖」は生じているのか。
2. 国際的な資本取引（投機取引）が拡大し続けてきた基本的な要因・構図は変わったのか。
3. 今次金融危機が「5つの現実資本蓄積の変容」の「途上」で生じたことは必然か。
4. 貨幣資本の蓄積がどこまで自立的に循環して継続し、その反転は何によって規定されるのか。
5. 危機後の規制や国際合意「有効な政策的規制・コントロール」として十分か。

〈回答〉

1. 申し分ないが、指摘された「信用連鎖」という言葉が、討論者にとってどういう意味で使用されているのかわからない。根源的には金融のグローバル化が進展しているもとでは、各国中央銀行・市中銀行の信用創造が持つ性格は閉鎖的ではありえず、「連鎖」的であると答えざるしかない。
2. 「基本的な要因・構図」と限定されれば、変わっていないというべきであろう。ただ、現実資本の運動から貨幣資本が乖離して運動することにも、貨幣資本の過剰の存在形態にも全く変化がないと見ることは同意できない。「乖離」するメカニズムにどのような貨幣資本の新たな源泉が加わっているか、その中でどんな主体が介在するかの分析は重要である。

3. 予稿集で指摘した5つの要因は、いずれも古典的資本主義では想定できなかった事態であり、それぞれが貨幣資本の過剰を生み出しているという点と、現実資本蓄積との乖離をますます拡大している過程で生じたという点から、「必然的」であったと捉えている。
4. 貨幣資本がどこまで循環的に自立して継続するかは、貨幣資本が運用される市場で架空資本価格が上昇し、それを維持する新たな貨幣資本が次々に流入することが必要条件である。反転は、抽象的で申し分けないが、その条件が充たされなくなった局面ということになる。
5. 金融危機がグローバル化している下では、震源地となった市場が存在する国内的規制金融規制には限界がある。当事国でなくとも危機の波及は非当事国をも巻き込むという認識に立ってグローバルな規制が不可欠と思う。すでに幾つかの国際的機関・会議で論点は出ているが、懲りずにそれに根強く反対する主体もあり注視して行く必要がある。

【一般討論での質問と回答】

○齋藤壽彦（独協大学）

1. 配布資料1枚目に、「……借入→ G - W」となっているが、借入は資本増加か、資本力の増加か？
2. 現代における利潤率の計算式をご教示されたい。

〈回答〉

1. 借入によって増加した追加的な貨幣資本も、「資本（充用資本）の増加」と考えている。
2. 原理的にはマルクスが『資本論』で示した利潤率の定式でよいと考えるが、現代においてその前提となるのは剰余価値率の算出がどこまでできるかによる。今、ここで計算式を示す用意はないが、便宜的には総資本利益率や総資本営業利益率などの指標から接近することは許されると思う。

○前畑雪彦（桜美林大学）

マルクスにおける貨幣恐慌（金融恐慌）について、その概念内容をご説明されたい。

〈回答〉

周知のようにマルクスの場合は、周期的過剰生産恐慌の帰結としての貨幣恐慌（信用恐慌）とこれとは結びつかない「独自の貨幣恐慌」とを区別している。まず19C～20C 初頭における貨幣恐慌＝「本位貨幣恐慌」を本質としていた。現代においてはこのような概念としての貨幣恐慌は存在しない。次に金融恐慌（信用恐慌）については現実資本の過剰・生産過剰を基礎として発現することはあるが、周期的・循環的な枠組みの中で規定することはできないと思う。さらに、だからといって今次の金融恐慌をマルクスの例示した「独自の貨幣恐慌」として分類することにも同意できない。

○川波洋一（九州大学）

1. 景気循環の枠組みでは捉えきれない現象として貨幣資本の過剰が発生しているということを強調されたが、その構造的要因は何か。
2. 金融市場を通じて新興国の資産価格騰貴・バブル化を生み出した「緩和マネー」の作用の具体的メカニズムはどんなものか。

〈回答〉

1. 景気循環の局面移行によっても、現実資本蓄積と貨幣資本蓄積との乖離が収縮せず、金融市場への過剰貨幣資本の流入が、景気動向（実体経済の動向）から相対的に自立して継続すること、また今般の中銀の量的金融緩和策の導入に見られる金融市場、とくに資本市場での資産価格維持の機能が長期に継続すること、「証券流通に必要な資金」の流入の構造的要因がみとめられると思う。
2. 今日の様々な金融市場に滞留する過剰貨幣資本の大部分は現実資本蓄積＝再生産過程に回帰しない。価値破壊されずに温存された過剰貨幣資本は先進国・新興国を問わず内外の金融資産・不動産・商品市場で、実需を超える投機的需要によるキャピタルゲインを目指して移動し続けざるをえない。

○片岡 尹（相愛大学）

1. 現実資本、(商業)銀行に加え、もう一つの主体として投資銀行を考えると貨幣資本の蓄積はよく説明できるのではないか。
2. 今日、貨幣資本の蓄積を2区分すべきと考える。①あらゆる所得源泉（その管理者が年金基金と信託）②年金の運用者としての投資銀行。このような社会的変化を理論にも反映すべきではないか。
3. ドルを中心とする国際通貨・国際金融の維持のため、米国の金融蓄積は拡大される、拡大を許されるのではないか。

〈回答〉

1. 現実資本蓄積から貨幣資本蓄積が乖離していく現代の特徴としてその過程に介入する投資銀行の存在が無視できないことは否定しない。
2. 貴重なご意見として伺った。貨幣資本の「2区分」という提起についてはともかくとして、今日ではあらゆる階層の所得が現実資本蓄積から遊離して金融市場に流入する構造は、産業資本主義の段階とは少なくとも量的には比較にならない。ただし投資銀行はこれらの資金運用者という側面と、同時に自ら直接金融市場や、商業銀行からの借入という資金調達ルートを持つことも事実である。今日はシャドーバンキングもテーマになっているが、報告者は投資銀行システムが既存の商業銀行の信用創造と別個の（独立した）システムであるとは考えていない。
3. まだ米ドル基軸通貨体制が続いているもとは、過剰貨幣資本の投下部面もドル建て資産に傾斜することは当然だとしても、今次の米国発の金融危機の原因が、あまりに肥大化し拡張された貨幣資本の運動にあることの認識こそが金融規制の誘因となっているのではないか。また量的金融緩和が終了し、「出口」に向かう過程で生ずるリバウンド（副作用）を考慮するとき、それらがドル基軸通貨体制の持続にとって障害にならないと言えるかどうかはなお検討を要する課題だと考える。

ポスト金融危機の米国金融と過剰貨幣資本

北原 徹

(立教大学)

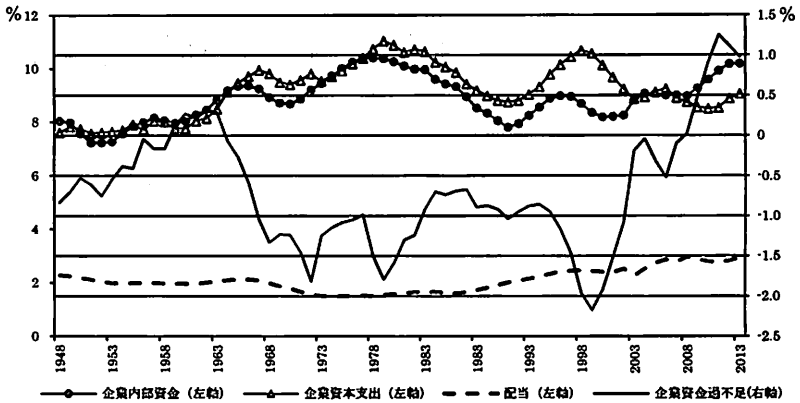
はじめに

本報告では、世界金融危機以降の米国金融の状況を過剰貨幣資本という観点から考察する。過剰貨幣資本それ自体を厳密に定義するのは難しいが、本報告では、戦後の順調であった現実資本の蓄積が1970年代に行き詰まり、現実資本部面での収益性の高い投下先が不足し、投下先を求める貨幣資本が蓄積され、活発に利回り追求の運動を展開しているという状況認識を基に、ポスト金融危機の米国金融の特徴について考察する。

1. 現実資本と過剰貨幣資本

まず、現実資本の長期的動向を見よう。図表1は、米国企業の投資、内部資金、資金過不足、配当の長期的推移を示したものである。長期的傾向としては1980年代以降、90年代後半のITバブル期を除けば、米国企業の投資は低下傾向であり、それを反映して、資金不足の縮小・資金余剰化の動きが進展している。また、配当比率も1980年代以降上昇傾向にある。米国の企業は近年自社株買いを活発に行っており、S&P500社で見ると、毎年配当金額を上回る自社株買いが行われている。これらは、米国経済で過剰貨幣資本が形成される傾向にあることを示す。

図表 1. 米国法人企業の資金過不足：GDP 比 5 年移動平均

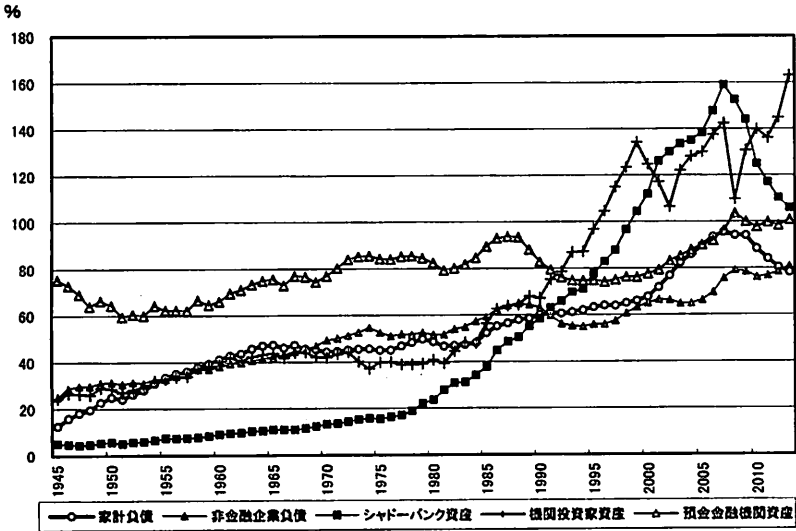


(資料) FRB, Financial Accounts of the United States

2. 米国金融の長期的動向

次に、アメリカにおける過剰貨幣資本の全体状況を考察するために、米国金融の長期的動向を見ておこう。図表 2 は、金融セクターを預金金融機関、機関投資家（年金、生保、投資信託）、シャドープバンクの 3 つのサブセクターに分け、それぞれのサブセクターの保有資産の歴史的推移及び最終的資金不足主体である企業と家計の負債の推移を、対 GDP 比で示したものである。シャドープバンキングとは、資金の余剰主体から不足主体への信用の仲介が銀行によってではなく、非銀行仲介機関によって行われることであるが、ここでのシャドープバンクは、金融危機との関連、データ取得上の問題から、証券会社、MMF、Agency MBS、民間証券化、証券貸借担保現金、ファイナンス・カンパニー、GSE の全体を指す。企業と家計の GDP 比の負債残高は、1960～70 年代には横ばいであったが、80 年代以降その比率は上昇傾向に転じ、貨幣資本過剰の下で経済成長が債務拡大

図表 2. 米国：各部門の資産・負債の GDP 比



(資料) FRB, Financial Accounts of the United States より

に依存する形になってきたことが窺われる。世界金融危機との関連では、2000年代に入ってから住宅ローン等の家計負債が大きく増大し、危機後には急収縮しているのが注目される。非金融企業の負債は危機に至る過程では増大してきたが、危機後には家計負債の動きとは異なり、横ばいから直近はやや上昇気味である。金融部門の内部構成に関しては、1970年代までは預金金融機関がその中心で大きなウェイトを占めていたが、80年代以降は機関投資家の台頭が顕著であり、さらに90年代後半以降はシャドーバンクが急激に拡大し、金融部門の中で大きな存在となってきたことが、図表2より読み取れる。過剰貨幣資本の存在形態としては、1980年代より機関投資家へ資金が集中し、その資産規模は銀行と比べて急速に拡大したが、90年代後半以降はシャドーバンクへ資金が集中することになった。こうした形で過剰貨幣資本の存在形態に変化が生じた。しかし、金融

危機以降には、シャドバンクは急収縮したが、機関投資家の資産は危機直後の急減の後、株価高騰を反映し急速に反転拡大している。

3. 非伝統的金融政策

(1) 過剰貨幣資本と金融政策

金融危機以降での米国金融における顕著な変化は、金融政策の劇的な変化である。従来のもやり方とは根本的に異なる量的緩和等の政策手法が採られ、非伝統的金融政策と呼ばれている。こうした金融政策面での大きな状況変化を過剰貨幣資本の観点から見ていこう。

1980年代には貨幣資本の過剰・金融資産の累積が顕著になってきたが、この時期金融策面でも世界的に大きな変化が生じた。1970年代にスタグフレーションを経験した反省から、金融政策の目標はそれまでの経済・雇用の拡大からインフレ抑制・物価安定へシフトした。貨幣資本が過剰化している状況とは、実物投資が停滞している状況であり、インフレ率はそれ以前に比べて低下気味となる。これに物価安定を重視する金融政策運営が加わり、インフレ率は低下傾向を示した。インフレ率の低下に伴い政策金利も低位に維持され、市場金利水準も低下傾向を示すようになった。金利水準の低下は、資産価格に上昇圧力を及ぼし、資産価格を高め、金融資産の蓄積を促すことになった。図表2における1980年代以降の機関投資家資産の急増は、こうしたことを背景としている。また、過剰貨幣資本・金融資産が累積している状況では、金融政策の効果波及ルートとして、資産効果を通じるルートの重要性が高まり、資産価格の急落といった事態は経済に甚大な影響を及ぼすので、そうした状況での資産価格維持も金融政策の重要な目標となってきた。結局、インフレに焦点を合わせた金融政策運営は、結果的に資産価格に上方バイアスをもたらすことになった。

こうした金融政策運営を背景に、リーマン・ショックをピークとする世

界金融危機が勃発した。危機後には、米欧経済はバランスシート不況に陥った。バランスシート不況とは、金融危機の結果、家計・企業の債務及び金融機関のバランスシートの過大さが露呈し、その過剰・過大を調整する必要に迫られ、前向きの経済活動がストップし、金融政策の有効性が大きく損なわれた状態である。過剰貨幣資本との関連で捉えれば、貨幣資本が過剰で投下先が不足し、投下先を求める動きが家計・企業の債務を拡大させ、他面では不足している有効需要を債務による支出拡大で補い、こうした債務の拡大に依存した経済成長が図られたが、債務依存型成長が行き詰まり、金融危機が発生し、その結果バランスシート不況に陥っているということである。バランスシート不況は、過剰貨幣資本の下での債務依存型経済成長の行き詰まりを示すものである。

(2) 非伝統的金融政策の特徴

バランスシート不況下では、伝統的な金融政策とは異なる金融政策が発動されることになった。非伝統的金融政策である量的緩和 QE により FRB のバランスシートは急拡大することになった。リーマン・ショック直前の 2008Q2 から直近の 2014Q1 にかけて、FRB のバランスシートは 4.5 倍となり、マネタリーベースは 4.6 倍となった。しかしながら、マネタリーベースの増大のほとんど (86%) は銀行準備の増大という形をとり、非銀行に対して供給されるマネーストックの増大は、M2 で測って 1.5 倍とそれ程増加した訳ではない。

非伝統的金融政策の特徴の 1 つは、長期の金利への直接的な働きかけである。伝統的金融政策では、短期の政策金利の操作を通じて長期金利へも間接的に影響を及ぼすというものであったが、金融危機後には、短期金利がゼロという極限まで低下し、これを更に低下させる形で政策を発動する余地がなくなった (ゼロ金利制約) ことが背景にある。どうしてゼロ金利の状況が発生したのかといえば、バランスシート不況に陥ったからである。

非伝統的金融政策では、次の2つのルートを通じて長期金利へ直接的に働きかけている。1つは、政策金利の将来的なパスについて予め中央銀行の考えを金融市場に伝えるというフォワード・ガイダンス（時間軸効果）である。今後長期に亘って低い政策金利を続けるというフォワード・ガイダンスにより、期待理論的效果の側面から長期金利を低下させる。もう1つは、長期の国債市場に介入し、大規模な長期国債購入LSAPにより、市場の需給面から長期金利を押し下げることである（金融抑圧効果）。LSAPにはフォワード・ガイダンスの信頼性を高める効果もある。しかし、長期金利はバランスシート不況下では元々低く、政策による引下げ余地も限られている。限界的な長期金利引下げの効果は、実体経済・銀行貸出面では小さく（長期金利低下は満期変換に伴う銀行収益を圧迫し、貸出にマイナスに働く可能性もある）、期待できるとすれば株価・為替等の資産価格面に限られている。

非伝統的金融政策の別の面での特徴は、金融政策の効果波及ルート面でのリスクテイキング・チャンネルへの依存である。金融政策により経済主体のリスクテイクに関する認識や態度に影響を及ぼし、リスクテイク行動を変化させ、そうしたチャンネルを通じて金融市場や実体経済に影響を与えるのが、効果波及のリスクテイキング・チャンネルである。こうしたリスクテイキング・チャンネルは、従来の伝統的な金融政策にも存在していたが、非伝統的金融政策は、このチャンネルを通じる効果に大きく依存しているのが特徴である。しかし、実体経済の直接的担い手である企業のリスクテイク行動を変化させることは難しく、金融市場における金融機関や投資家のリスクテイク行動の変化に頼らざるをえない。リスクテイキング・チャンネルには、アメとムチの2つの内容が存在すると考えられる。ムチの面は、非伝統的金融政策による長期金利の押し下げに関連している。長期金利の極端な低下による金融機関・投資家の収益の圧迫は、そうした状況下での利回り追求 search for yield の結果、より長期・よりリスクの高い資産への

投資に迫りやることになる（ポートフォリオ・リバランス効果）。こうした国内金利低下による投資家の利回り追求の動きは、国内投資だけでなく、海外投資も活発化させ、為替に影響し、また金利水準の高いエマージング諸国への投資を大きく刺激し、資本流入を激増させ、それらの国の経済・金融を大きく混乱させることにもなった。もう1つのアメの面は、金融・経済の混乱に対しては何でもするという中央銀行の断固たる姿勢であり、これは量的緩和というシグナルで発信されている。こうした中央銀行の断固たる姿勢が金融機関・投資家に対して金融市場の大きな混乱はないという安心感を与え、リスクテイク行動を積極化させる。世界金融危機に至るプロセスでは、「グリーンスパン・プット」と呼ばれ、金融機関・投資家の過剰なリスクテイク行動を促進した要因として、危機後には批判されているものである。現段階でリスクテイクを期待されているのは、金融危機でダメージを受け、その後の金融規制監督強化の主要な対象となった銀行や投資銀行ではなく、それ以外の資産運用業者・投資家である。

以上述べてきたように、非伝統的金融政策の政策効果は、実体経済や銀行の信用供与に働きかける効果は期待できず、過剰貨幣資本の活性化とそれを通じる株価等の資産価格高騰に依存している面が極めて大きい。

4. ポスト金融危機の米国金融

(1) ポスト金融危機の米銀

金融危機以前には、家計・企業・海外・証券貸借担保現金等のあらゆる部門からの短期余剰資金が、MMF・レポ市場・CP市場等へ集積され、そうした過剰貨幣資本がシャドープックによって仲介され、最終的には証券化商品やトレーディングに向けられた。危機以前に堆積していた短期余剰資金は、現在ではどこへ行ったのであろうか。大きな流れとしては、かなりの資金が銀行に流れ、現在では銀行預金という形を取っていると考え

られる。リーマン・ショック直前の 2008Q2 から直近の 2014Q1 までの資金の流れを見ると、家計の MMF・CP 市場向けの資金供給が 3500 億ドル減少、銀行預金が 2 兆 3900 億ドル増加し、企業の MMF・CP・レポ市場向けの資金供給が 1500 億ドル減少、銀行預金が 5200 億ドル増加しているといった状況である。

このように銀行には膨大な資金が流入しており、同じ期間に銀行預金は 2 兆 9100 億ドルも増加した。預金増大の波を受けて、銀行の行動やバランスシートはどう変化したのであろうか。大きな変化としては、債券保有の増大、QE 政策の影響を受けた準備保有の増大、負債側での FF/Repo による資金調達への減少が進んでいる。この間の銀行の金融資産全体の保有増を 100% として、準備保有増が 82.7% と極めて大きく、公共債と Agency 関連債の保有増が 27.3% と 36.8% である。貸出は全体としては伸びておらず横ばいであり、その中でモーゲージと法人企業向け貸出が 45.5% 分と 6.9% 分のマイナスである。負債面では、預金は 188% 分もプラスである。バランスシート構造面からは、預金の大幅な流入増に対して貸出は伸びず、有価証券投資が拡大している状況であり、預貸率は危機前 2008Q2 の 106.2% から直近では 74.5% まで低下している。バブル崩壊後の 1990 年代以降の日本の銀行が直面した状況と同じである（米銀の日本化）。こうした中で、米国の銀行は準備預金という不稼働資産を全資産の 10.2% という膨大な量保有しており、収益面からは大きなマイナス要因となっている。米銀の金利利鞘は 2010 年の 3.24% から 13 年には 2.88% まで低下している。

こうした状況は、ポスト金融危機における米国の過剰貨幣資本の存在形態の変化に起因している。過剰貨幣資本という概念では、一般的に、より攻撃的に利回りを追求し、変化に応じて急速に動き回るといったイメージが強いが、それはそれで正しいが、状況次第では低利回りを甘受し、動きを止めてしまうということもありうる。前者のタイプの過剰貨幣資本を過剰

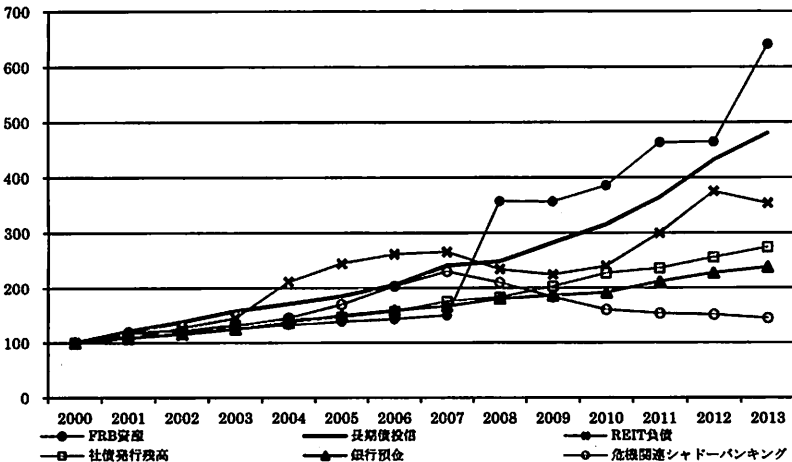
貨幣資本の第1類型、後者のタイプを過剰貨幣資本の第2類型と類型化することができよう。1990年代以降の日本の過剰貨幣資本は第2類型であり、ポスト金融危機における米銀に集まっている過剰貨幣資本もそうした性格が強い。

(2) ポスト金融危機の過剰貨幣資本の動き

しかしながら、ポスト金融危機における米国の過剰貨幣資本がすべて動きを止めている訳ではない。米国における金融の動きをもう少し幅広く見たのが下の図表3であるが、第1類型の過剰貨幣資本が活発に活動している。

図表3に示されている通り、FRBの資産の伸びが他の金融資産・負債と比べて群を抜いて大きい。上述のように、銀行預金が金融危機以降余剰資金の受け皿として伸びているが、企業等による社債発行は銀行預金よりさらに速い速度で増大している。社債発行の中で投機的社債の割合は、危

図表3. 米国の各種金融資産・負債推移：2000年=100



(資料) FRB, Financial Accounts of the United States

機前の景気拡大期の2003-07年で14.4%であったものが、危機後の2010-13年には24%という高い水準であり、リスクの高い社債が活発に発行されている。社債等の長期債券に投資する長期債投信は、金融危機以降の低金利環境の下での利回り追求 search for yield の動きの強まりを受けて、社債発行よりもさらに急速に拡大している。同様に、低金利環境の下で資金調達コスト低下の利益を求めるREITの拡大により、REIT負債も急激に拡大している。その中で、モーゲージREITによるレボ資金の調達が最も大きく、短期レボ資金借り・長期Agency関連債保有という行動は、金融危機に至るプロセスで広範に見られた満期・流動性変換と同種のものであり、大きなリスクを伴っている。エマージング諸国への資金流入も、危機以降の先進国の非伝統的金融政策・金利低下の下で、米国からのものに限らず急増している。資金流入の主要な部分は、銀行によるものではなく、銀行以外の投資家によるものである（BIS（2014））。過剰貨幣資本はこうした様々な形で、ポスト金融危機においてもより有利な投下部面を求めて動き回っている。

(3) ポスト金融危機の企業と家計

非伝統的金融政策による長期金利の押し下げという環境の下で、図表3に示されているように企業は社債発行を急増させているが、そうして調達した資金により企業の投資が拡大している訳ではない。社債発行により調達した資金の相当の部分が事業資金として投下されずに、金融機関からの借入金の返済や自社株買いという財務戦略に向けられている。自社株買いは発行済み株式数の削減を通じて、株価高騰に貢献している。企業の資金調達構造の面から見ると、証券市場からの調達（社債・CP）への依存が、金融危機を契機に更に急速に進展し、2008年に40%であった金融機関借入の割合は2013年には24%まで低下し、それに代わって市場調達は57%から74%に拡大している。銀行の側から考えると、企業向け貸出低迷の

深刻さが如実に表れている。

最後に、家計の資産形成面からポスト金融危機の米国金融の特徴を見ておこう。家計資産形成の資金源泉としては、貯蓄によるものが大きいと考えられがちだが、戦後の米国では株式・不動産等のキャピタルゲインによる貢献が54.1%と過半であり、貨幣資本が過剰化した1980年代後半以降はその傾向がより強まっている。危機前後の家計資産形成様式の差異に着目すると、キャピタルゲインによる貢献で株式と不動産は、危機前には21.4%と27.9%であったものが、危機後には54.4%と8.8%と株式が圧倒的な大きさである。米国では1980年代以降、企業の自社株買い等が新株発行を上回り、企業は株式の買い越し、家計は売り越しという逆転した状態が続いている。家計の株式の売り越し額は、危機前（2003-07年）では年当たり5100億ドルであったが、危機後（2009-13年）には1700億ドルと大きく減少し、家計が株式投資に対して強気になっていることが窺われる。こうして危機後の家計資産形成は株式キャピタルゲインに圧倒的に依存するという脆弱なものとなっている。

5. 過剰貨幣資本の新たな段階

世界金融危機以降、米国金融は大きく変化してきた。最も大きな変化は、金融政策面である。实体经济や銀行信用面での政策効果が望めない中で、非伝統的金融政策による過剰貨幣資本のリスクテイク行動への働き掛けに期待した、株価等の資産価格上昇に依存した政策運営となっている。過剰貨幣資本の受け皿として、金融危機に至る過程で急拡大したシャドーバンクは、危機後には収縮しており、過剰貨幣資本の一部（第2類型）は銀行預金に回っており、バランスシート不況下で銀行は運用難に陥っている。過剰貨幣資本はまた、超低金利環境の下で高利回りを求めて、長期債投信や海外投資等にも向かっている（第1類型）。米国の経済・金融全体で、

超低金利・株高とそれを支える金融政策への依存が強まっている。

こうした状況を踏まえて、ポスト金融危機の過剰貨幣資本の性格をどう捉えるべきであろうか。この問題自体は世界規模で議論する必要があるが、米国金融の視点からはどう捉えることができるであろうか。大きな金融危機を経験したが、それは一過性ないしは循環的なものであり、過剰貨幣資本の基本的な構造や性格は変わってはいないと捉えるべきであろうか。それとも、世界金融危機に至る動きと激烈で広範な危機の勃発により、過剰貨幣資本の存在形態や活動環境が大きく変化し、これまでとは違う別の段階に入ったと捉えるべきであろうか。ここでは、ポスト金融危機において過剰貨幣資本がこれまでとは違う新たな段階に突入したという観点から論点を提供し、まとめとしたい。

過剰貨幣資本の新たな段階と考えるべき論点の1つは、過剰貨幣資本が活動する金融環境が大きく変化し、金融政策面で非伝統的金融政策を不可欠とする状況になったということである。非伝統的金融政策は、過剰貨幣資本への働きかけに頼った政策である。次に、1980年代以降続いてきた金融の規制緩和・自由化の流れが、今回の金融危機を受けて見直しが行われつつあり、金融機関の行動がそれにより大きく制約されることになることである。危機以前に過剰貨幣資本の受け皿となっていたシャドープンクも本格的な規制の対象となり、自由な活動に制約がかかることになる。また、シャドープンキングの中心的プレイヤーであった証券化ビークルや投資銀行は、こうした規制強化の流れの中で活動の縮小や活動形態の変化を迫られ、代わってファンド、投資信託、資産運用会社といったプレイヤーが勢力を拡大し、こうした形でシャドープンキングの形態変化が進んでいる。最後に、過剰貨幣資本関連ビジネス面では、これまで投資銀行や銀行が中心であったが、それがファンドや運用会社へ移りつつある。こうしたことを総合すると、過剰貨幣資本はポスト金融危機において新たな段階に入ってきていると考えられる。

《参考文献》

- 北原 徹〔2012〕「シャドーバンキングと満期変換」『立教経済学研究』第65巻3号
- 高田太久吉〔2014〕「資本の過剰蓄積と貨幣資本の過剰」『立教経済学研究』第67巻4号
- BIS〔2014〕*84th Annual Report*

【討論者のコメントと回答】

○清水正昭（千葉商科大学）

- (1) 1980年代以降の企業・家計の債務増大と債務依存型成長について
- (a) 資本の投下先が不足している企業部門がなぜ債務を拡大するのか。
 - (b) 何故、「債務依存型成長」は行き詰ったのか。
 - (c) 「バランスシート不況は、過剰貨幣資本の下での債務依存型経済成長の行き詰まりを示す」という主張の妥当性
- (2) 1980年代の貨幣資本が過剰化している状況下での低金利政策は、何故、インフレの再燃ではなく、バブルを引き起こしたのか。
- (3) 非伝統的金融政策の評価。非伝統的金融政策は、金融機関・投資家のリスクテイク行動を促進するが、それによりバブルが生じれば引締めを余儀なくされるといふ矛盾を抱えているが、それをどう評価するか。
- (4) ポスト金融危機の米国金融についての報告者の分析では、米国金融は健全化しているということにならないか。

〈回答〉

- (1) (a) 1980年代以降の金融市場の発達の中で従来は資金が提供されなかったようなリスクの高い企業やM&A資金が提供されるようになった。具体的には、ジャンク・ボンド市場の創出、レバレッジド・ローンやM&Aローンの増大と

その証券化 CDO の激増といった事態の進展である。そうした中でより幅広い企業が債務をより容易に拡大させることができるようになった。

(b) 「債務依存型成長」の行き詰まりが明白な形で露呈したのは、サブプライム危機勃発の時である。家計のサブプライム住宅ローン債務の順調な返済は住宅価格上昇を前提にしたものであり、それまで上昇を続けてきた住宅価格が 2006 年半ばから反転下落に転じたことで、サブプライム住宅ローンのデフォルトが急増し、債務拡大に依存した経済成長は頓挫した

(c) 上記のようにしてサブプライム危機が勃発し、さらに世界金融危機にまで拡大したが、危機の結果、債務拡大に依存した過剰な有効需要が剥落し、企業・家計・金融機関のバランスシートや債務の過大さが露呈し、その過大・過剰の調整が喫緊の課題となり、各経済主体の前向きの経済活動が大きく妨げられることになった。これがバランスシート不況である。質問の「」の文章の意味は、債務依存型経済成長はバランスシート不況をもたらさざるをえず、債務に依存した成長は長期持続可能ではないことがバランスシート不況の勃発という現実の形で示された、という意味である。

(2) 貨幣資本が過剰化しているということは、実物的な投資先が不足しているということであり、従って、経済全体の有効需要が不足しているということである。構造的な有効需要不足の下ではインフレの再燃はありえない。こうした状況での低金利政策は、実物面での刺激効果には限界があり、むしろ、資産投資・投機を刺激するという効果が大きい。

(3) これは報告者の分析の矛盾ではなく、非伝統的金融政策それ自体が抱えている矛盾である。政策当局者の建前論としては、経済の下支え・刺激には金融政策を使い、金融システムの健全性維持にはブルーデンス政策で対応し、2つの政策手段を使い分けるということである。こうした使い分けで今後の事態に対応できるかどうかは疑問である。

(4) 米国が危機を脱したとしても（その限りで金融の健全化が進む）、長期的には経済の停滞が続き、日本化現象が生じないか、というのが報告者の分析の問題意

識であり、報告はそうした視角からポスト金融危機の米国金融の実態を分析したものである。

○飯島寛之（立教大学）

- (1) 国際的信用連鎖は生じているか否か。生じているなら、その連鎖の構図は？
- (2) ポスト金融危機は過剰貨幣資本の新段階と規定できるか。世界的な規制強化は再び規制緩和へ転換することはないのか。

〈回答〉

- (1) 米国の量的緩和を起点とした国際的信用連鎖は生じていると考える。しかしながら、それは緩和マネーと呼ばれるような、量的側面ではないと考える。報告論文でも指摘したように、2008Q2-14Q1にかけて米国のマネタリーベースは4.6倍と大膨張したが、M2は1.5倍とそれ程拡大していない。むしろ、金利面での米国の急激な金利低下が、より高い利回りを求める過剰貨幣資本の活動を米国外に向けて、イマージング諸国等への急激な資本流入をもたらし、将来的なリスクを拡大している。
- (2) 世界金融危機を受けて世界の金融は規制の緩和・自由化から規制強化へと転換した。今回の金融危機の打撃が最も大きかった米英を中心とする規制強化の流れは、米英の国民の金融業界に対する不信が底流にあり、世界規模での規制を総合的に統括するFSB（金融安定理事会）といった組織の設立、時間をかけてのバーゼルⅢの進展といった、危機以前とは様変わり状況を考えると、部分的な手直しはある程度行われるであろうが、大きな規制の方向性には変化がないと考えられる。

中国のシャドーバンキングと 金融システム改革の課題

李 立栄

(株式会社野村資本市場研究所)

はじめに

中国ではシャドーバンキング（影子銀行）と呼ばれる銀行以外の金融仲介が近年急速に発達しており、実体経済の新規資金調達をの半分以上を占めると言われる。このような現象は、銀行離れ（financial disintermediation）と呼ばれる。実際、1970年代の米国では、金利が規制された預金からコマーシャルペーパーやMMFへ資金がシフトする動きもあった。近年、中国も正規の銀行等の金融仲介による資金の流れ（間接金融）が縮小し、理財商品等資産運用商品への資金シフトの動きが見られている。

本報告では、まず、中国のシャドーバンキングの定義、規模、形成の背景および発達した制度的な要因について説明したうえで、欧米型との相違点に言及する。次に、中国の金融システム改革におけるシャドーバンキングの問題点とその解決策について考察する。最後に、本学会の議題である量的金融緩和による過剰貨幣資本の国際化との関連性についても付言したい。

1. 中国のシャドーバンキング（影子銀行）の形成

(1) 定義とその規模

中国では、シャドバンキングに関する議論はまだ始まったばかりである。中国人民銀行によれば、シャドバンキングは制度化された金融に属するものと、インフォーマル（制度化されていない）金融に属するものに二分される（中国人民銀行調査司（2012））。前者の主体は、金融システム内部に位置付けられる、金融資産管理会社、信託会社、金融リース会社、ローン会社、ファイナンス会社（財務公司）、マネーブローカーなど金融監督下のノンバンクが含まれる。後者は金融システムの近代化以前から存在するもので、金融システムの外部にある民間銭庄、地下金融、民間担保会社、小額ローン会社、質屋、ファンド（基金会）、投資会社、投資組合などの民間金融組織による金融仲介を指す。中国のシャドバンキングの定義が欧米と異なるのは、制度化された金融システム内部のものとインフォーマル金融のものが併存することである¹。

シャドバンキングに関する明確な定義は確定していなかったが、2013年12月の国務院弁公庁の通知「シャドバンキングに対する規制監督の強化について」（国務院107号文）では、初めて中国のシャドバンキングの概念を明確にし、今後の規制監督の方向性が示された（国務院（2013））。国務院107号文では、中国のシャドバンキングは次の3種類に分類されている。第1は、金融機関としての免許を持たず、完全に規制・監督もされていない金融仲介業である。例えば、近年のインターネットを活用した金融サービスのイノベーションである新型インターネットファイナンス（インターネット上のP2Pレンディング、クラウドファンディングなど）のほか、PEファンド、第三方理財といった独立系の資産管理会社（アメリカのインディペンデント・ファイナンシャル・アドバイザー（IFA）に相当）などが含まれる。第2は、融資型民間担保会社、小額ローン会社など、金融機関としての免許を持たず、規制監督が不十分な金融仲介業であ

1 中国のシャドバンキングの詳細な実態については李（2012）を参照されたい。

る。第3は、MMFに相当する貨幣市場基金、資産証券化、一部の理財業務と称される資産管理業務を金融機関として免許を有しながらも、緩い規制の下で、もしくは規制を回避して行う金融仲介業を指す。

一方、中国の貸出市場は中国銀行業監督管理委員会によれば、大きく五つのカテゴリーに分別されている。第1は、厳格な規制・監督下の大型商業銀行（5大銀行²）と株式制商業銀行の貸出（融資利率は年6～10%）である。第2は、都市商業銀行、都市信用合作社、農村商業銀行、農村合作銀行、農村信用合作社の貸出（融資利率は年10～15%以上、貸出基準の1.8倍まで融資可能）である。第3は、信託会社を通じた貸出（融資利率は年15～20%以上）である。第4は、民間担保会社、小額ローン会社や質屋の貸出（融資利率は年20～50%）である。第5は、民間銭庄、いわゆる「高利貸」の貸出である。江蘇省・浙江省（温州市）辺りの地域では、旺盛な起業家精神を持つ中小企業が多く、彼らに対する貸出は、月利で4～5%、年率で最高60～100%（融資利率が年100%超の場合もある）のものも存在する。これらのうち、第3、第4、第5の三つのカテゴリーが中国のシャドーバンキングであると考えられる（中国銀行業監督管理委員会（2011））。

中国のシャドーバンキングの市場規模には諸説あり、ドイツ銀行の推計によれば、2013年末時点で中国シャドーバンキングによる金融仲介残高は約19.6兆元と推計され、2013年名目GDP予測値の23.9%である（Deutsche Bank（2014））。さらに、外資系と中国国内の推計値をみると、最も広く解すれば25～30兆元、狭く解しても13～17兆元の間には達する規模である。

2 大型商業銀行（5大銀行：“big 5”）は中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行、中国農業銀行、中国交通銀行の5行を指す。この5行は、中国の商業銀行資産の約5割（2003～2013年の平均）を占めている。

(2) 形成の背景

中国のシャドーバンキング形成の背景としては、以下の3点が指摘できる(李(2012))。

第1は、国内の流動性の不均衡が拡大したことである。リーマン・ショック後、中国は「積極的な財政政策」と「適度に緩和的な金融政策」というマクロ経済政策の基本方針を打ち出し、4兆元の景気刺激策を実施した。その副作用により国内に資金が溢れ、過剰流動性とインフレ昂進(消費者物価、不動産価格の高騰)をもたらした。

第2は、規制の強化とその回避行動である。世界金融危機後、①厳しい金利規制と金利調整幅の制限、②貸出総量規制と商業銀行の預貸比率の管理強化などの規制強化を受け、商業銀行が貸出制限を回避するため、自己資本を利用することなく利益を上げられるオフバランスの取引(銀信合作、資産運用商品、信託貸出、委託貸出など)を積極的に開拓した。

第3は、金融サービスの多様化に伴うユーザー範囲の拡大である。商業銀行は一般的に大手・国有企業向けを中心に融資を行っている。中小企業や個人向けに比べて貸出先の信用力も高いため、審査も比較的容易で効率的に業務を行えるからである。一方、多くの中小企業は財務状況が不透明で、経営リスクが高いことから、銀行は貸出に慎重となる。このため、銀行だけでは中小企業への融資提供の積極的な拡大には限界があった。

このように、中小企業などによる銀行以外の資金仲介ルートへの潜在的ニーズが高かったところに、シャドーバンキングの様々な方式による資金仲介方法が出現すると、その利用が急速に拡大したものと考えられる。シャドーバンキングという新たな手法により、従来は金融サービスを利用しなかった層も資金調達が可能になったと言え、ある意味で金融イノベーションをもたらしたとも評価できるだろう。

(3) 欧米との比較

欧米型と中国のシャドーバンキングを比較してみると、その定義、規模、構成主体と信用仲介構造が異なっている。その主な背景として次の4点が挙げられる(李(2012) & (2013a))。

第1は、中国の金融システムが銀行主導の間接金融中心の資金調達構造となっていることである。これまで中国では様々な金融改革が試みられた。市場化への試行などを通じて、金融資本市場の拡大と深化が大いに進展したことは確かである。しかしながら、諸外国と比較すると、依然として中国の資本市場の規模は小さく、直接金融への依存度が低いうえに株式市場と債券市場のバランスが取れていない。すなわち、中国の資本市場の発展の遅れから、欧米で成長してきた資産証券化を活用したシャドーバンキングの形態は、まだ成立し得ないのである。

第2は、中国では、金融が業態ごとに区分されて監督され、業態を越えたサービス提供は禁止されている。従って、証券会社、保険会社の商業銀行業務への参入が禁止されているだけでなく、商業銀行も国債と金融債の発行・売買を除く、証券・保険業務への参入が禁止されている。この結果、銀行はシャドーバンキングに対して直接融資することや、シャドーバンキングの保有資産を購入することも規制の理由によって不可能である。このような環境の下では、シャドーバンキングのリスクが銀行システムに波及することは限定的であり、金融システム全体に影響を及ぼすシステムミックリスクは生じる可能性が小さいと考えられる。中国のシャドーバンキングは、銀行以外(ノンバンク)の信用仲介を指すにとどまり、欧米型のシャドーバンキングのように、銀行部門と深く結びつくことによってシステムミックリスクが生じる構造ではない。

第3は、中国でも銀行に対する金融規制・監督が厳格化されており、かつて欧米で生じたようにこれを回避する目的で近年シャドーバンキングの金融仲介形態も増加している。例えば、国内の商業銀行は、伝統的な銀行

業務を発展させるとともに、さらに実験的に銀行外のオフバランス取引も行っている。中国の場合、その起点と終点をみると、資金仲介ニーズに実需が存在している。その資金仲介ルートが本来の銀行ルートでは規制にかかってしまうので、別のルートを迂回しているということに過ぎない。これに対して、欧米型の場合には金融機関の収益追求が主な目的であり、様々な複雑な資金仲介形態を発達させていった。

第4は、中国のシャドーバンキングは銀行とは異なる対象に資金仲介サービスを提供していることである。中国のシャドーバンキングは「金融双軌制」（二重構造の金融体制の意味）」と呼ばれ、銀行を中心とする従来型の資金仲介ルートとは一定の役割分担がなされている。すなわち、大型国有企業が商業銀行から低金利で借入を実現する一方、中小企業や政策規制の対象企業はシャドーバンキングの金融仲介を通じて資金調達を行っているわけである。

以上のことを踏まえ、欧米型のシャドーバンキングと伝統的な銀行の特徴を整理すると、図表1の通りである。中国のシャドーバンキングは、投資融資先について、伝統的な銀行システムの補完的な役割を果たしているほか、実需に基づいて発展しており、仲介構造は単純で、レバレッジも高くないという特徴を持つ。また、資金源は銀行信用貸出などにより調達し、一部に業種別の金融監督がなされている。負債側にはデフォルトのリスクが残るものの、危機の波及形態は欧米のような市場の機能不全などシステムミックリスクが基本的に生じない特徴を持つ。ただし、情報開示の面では、欧米型のシャドーバンキングと同じく不透明性の問題が残る。

(4) 特徴とそのリスク

ここで中国のシャドーバンキングの特徴を金融システムという枠組の中で考察してみたい（李（2012））。

第1は、金融の仲介機能を実際に発揮している点である。すなわち、資

図表1 国内外シャドーバンキングと伝統的な銀行の特徴の比較

比較項目	伝統的な銀行システム	中国のシャドーバンキング	欧米型のシャドーバンキング
投融资先	実需	実需(伝統的な銀行システムの補完的な役割)	金融商品(証券化を經由)
仲介構造	単純	単純	複雑
レバレッジ	10-15倍	10倍以下	20倍以上、30~40倍 (バブル、金融危機前)
リスク	小	中	大 (システミックリスクの発生)
資金源	預金	銀行信用貸出など	資本市場、ファンド、投資家
規制監督	厳格な銀行規制	一部に業種別の金融監督	金融機関の自己規律、市場規律
情報開示	透明	不透明	不透明
市場性(海外との リンクage)	弱い	弱い	強い
危機形態	取り付け騒ぎ(預金)、 デフォルト(負債側)	デフォルト(負債側)	市場の機能不全、投資商品 価値の暴落

(出所) 筆者作成

金仲介の実需が存在し、シャドーバンキングによってそれが実現されている。中国のシャドーバンキングは基本的に商業銀行の貸出に類似した機能を備える。貸出方式、貸出利率、返済方法など内容は商業銀行にほぼ近い。資産運用商品(理財商品)といった銀行システム内部のシャドーバンキングは、融資規制の枠外であるものの、銀行の貸出と同様の役割を果たしており、様々な需要者に対して資金を提供する。

第2は、金融政策の効果が比較的表れにくいことである。シャドーバンキングの資金源は預金ではなく、様々な投資・資産運用ツールなどの短期融資からなる。過剰流動性相場では、余剰資金が集まりやすいため、シャドーバンキングは容易に形成される。他方、流動性不足の状況でもシャドーバンキングは資金に困らない。つまり、金融引き締めに伴う流動性の逼迫で逆にシャドーバンキングのニーズが高まるからである。

第3は、規制監督が銀行に比べて緩いことである。シャドーバンキングは、預金取扱金融機関に対する厳格な規制・監督を受けない。伝統的な銀

行に対する規制監督とシャドーバンキングに対する規制監督との間には大きな差がある。伝統的な銀行は厳しい規制を受ける。例えば、商業銀行の場合、①預金準備金の保有、②自己資本比率8%以上（レバレッジ12.5倍以下）の維持、などが要求される。他方、シャドーバンキングはバーゼルⅡ規制の影響も受けない。

第4は、金融仲介ルートが長いことによるリスクの増大である。中国のシャドーバンキングは欧米型のシャドーバンキングと同様に金融仲介ルートが長い。欧米では、資金仲介の連鎖が様々な主体によって構成され、各自の利益最大化が図られたことから、長い仲介ルート全体のリスクコントロールを行う者が不在となり、それが金融危機を引き起こす温床となった。中国のシャドーバンキングにもこのような側面が存在することは確かである。もっとも、中国のシャドーバンキングは欧米型と比較して運用方式がシンプルである。欧米型のシャドーバンキングはCDOやABSなど多種多様な証券化商品が含まれ複雑である。さらに欧米はレバレッジが30～40倍と高いのに比べ、中国は10倍以下でそこまで高くない。規模も欧米ほど大きくなく、全世界に伝播するシステムリスクはそれほど大きくないと考えられる（前掲図表1）。

第5は、中国のシャドーバンキングの貸出金利が高いことである。人民銀行は2011年に中国の中小企業経営に一定の困難が表面化したと指摘している。一部地域において、インフォーマル金融の貸出利息が急上昇し、中小企業の融資コストを押し上げた。

2. 中国の金融システム改革への示唆

(1) 金融システム改革上の課題

中国のシャドーバンキングに対しては、客観的にすべての類型について評価を行うとともに、一律ではないきめ細かな措置が必要と思われる。例

えば、インフォーマルなシャドバンキングの中の「民間銭庄・地下金融」、いわゆる高利貸や非合法的な資金調達に対しては厳しく取り締まる一方、合理的な民間融資に対しては政策面で誘導し、制度的金融に組み込むことを通じて、シャドバンキングが中小企業と「三農」（農村、農業、農民）向けの金融包摂（Financial Inclusion）として役割を果たすよう積極的に支援することが必要である。また、世界金融危機の教訓を踏まえ、株式投資ファンド、産業投資ファンドや資産証券化商品を育成し、その健全な発展を促進することも重要である。今後の課題について、以下の5点を指摘しておきたい。

第1は、政府主導から市場主導への転換である。1978年以降、中国の金融システムは30年余りに及ぶ改革開放を経て、市場化に向けた金融制度改革が漸進的に進められ、金融システム全体としての競争力は著しく向上した。しかしながら、依然として政府主導の金融システムが主流となっており、市場化レベルが不十分である。そのため、透明性や効率性の機能を有する金融構造が欠如し、最適な資源（資金）配分が有効になされていない。その代表的な問題は、参入規制、価格規制、市場の閉鎖性などである。その結果、十分な競争が行われず、独占者に過大な利益がもたらされる一方、金融サービスに対する顧客の満足度は低く、金融と実体経済の間、金融と資金提供者（預金者と投資家）の間で、それぞれ大きな収益のギャップが生じている（呉（2014））。このような状況が中国のシャドバンキングの拡大を助長した側面もある。今後は市場原理を導入し、市場メカニズムを発揮した金融システム全体の仕組みの構築や、規制・監督の整備、資金を効率的に配分することが大きな課題である。

第2は、理財商品の透明性を高めると同時に、投資家教育に注力することである。2012年以降、中国のシャドバンキングに関連する理財商品にデフォルト懸念が広がり、金融システムと社会の不安が高まった。今後市場主導の証券化を活用することで、理財商品の透明性が高まることが期

待される。また、金融システムを安定的かつ効率的に運営するためには、リスクを定量化して管理する仕組みを構築する必要があり、資産の証券化や資本市場でのきめ細かな情報開示が求められる。さらに、投資の自己責任という基本原則を投資家の間で浸透させるために、投資家教育を一層促進する必要がある。

第3は、高度なモニタリングシステムと格付けの評価システムを確立することである。各国監督当局の取組みを参考に、中国の金融監督当局は二つの次元から規制強化を図るべきである。一つは、マクロの次元から、国内資金調達総額あるいは企業のバランスシート（資産と負債）を通じて、中国のシャドーバンキングの資産規模や増加率を推計し、GDPや貨幣供給量などのマクロ経済指標と比較分析することである。これにより、中国のシャドーバンキングが金融システム全体に対して与える影響やシステムミックリスクの影響を把握することが可能になる。もう一つは、ミクロの次元から、異なるチャネルを通じて、日常的な監視と市場情報に基づき、異なる中国のシャドーバンキングの主体とその業務をそれぞれカテゴリー別に分類して統計と監視を強化することである（李（2012））。

第4は、中国のシャドーバンキングの類型ごとに最適な規制を行い、その業務を監督することである。中国の第12次5カ年計画（2011～2015年）に従い、ベンチャー投資や株式投資の健全な発展やPEファンド市場のルール作りを推進することが求められる。質屋、担保会社、小額ローン会社等の機関に対しては、金融監督当局と商業監督当局による日常的な監督強化が不可欠である。中国のシャドーバンキングによる違法行為、反則行為を厳しく処罰し、合法的な経営や経済活動への回帰を促進する必要がある。また、規制の裁定を狙った銀行と信託会社や資産管理会社等のオフバランス取引における「協業」（銀信合作）については、関連主体の資本、貸倒引当金などの積み増しを要求し、経営コストの増大を通じて当該業務を取り扱う内在的なインセンティブを減衰させることが考えられる（李

(2012))。

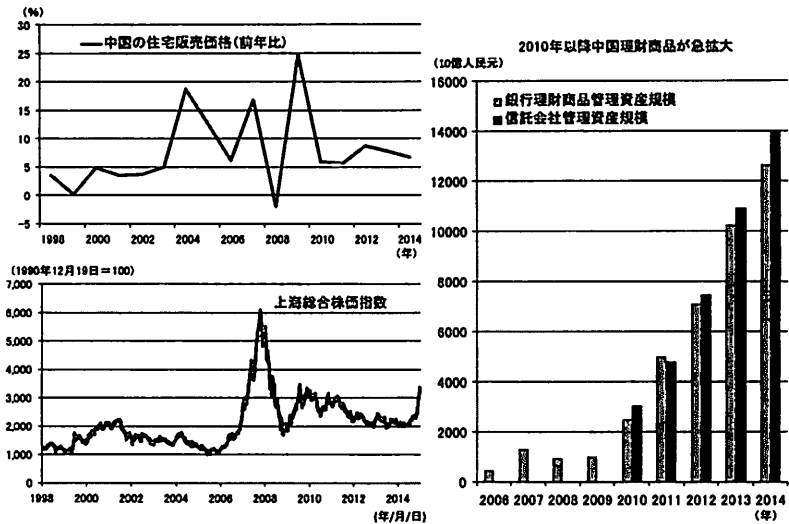
第5は、更なる金融自由化の促進である。今後更なる金利自由化の推進や為替レートの形成メカニズムの改革、各種金融制度の改革などを通じて、資本の自由化を段階的に施行するとともに、金融自由化によるリスクを最小限に抑える必要がある。その意味でバランスの取れた経済成長の下で、金利（預金金利）の自由化、為替制度改革、人民元の国際化および資本の自由化は、相互に作用し促進する関係にあり、自由化に関する具体的な改革措置は、漸進的に順次実行すべきであろう（李（2013b））。

(2) 世界的量的金融緩和との関連性

最後に、中国のシャドバンキングの拡大と本学会の議題である近年の日米欧による量的金融緩和との関連性について触れたい。2008年の世界金融危機後、日米欧は持続的に金利を引き下げ、量的金融緩和政策を実施した。最近では、新たな過剰流動性が生じていることが問題視されている。2003～2008年は主に銀行経由の融資がグローバルな流動性となっていたのに対し、2010年以降は、新興国の非金融法人の債券発行による資金調達の寄与するところが大きいとの指摘もある（Shin（2013））。

中国のシャドバンキングの拡大と世界的量的緩和政策との関連性については、現段階では実証的な先行研究はないものの、筆者は両者の関連性は弱いと考える。まず、前述の通り、中国のシャドバンキングの拡大背景の一因として、世界金融危機後に実施された4兆元の景気刺激策（金融緩和と財政政策）の副作用による国内の流動性の不均衡の拡大が挙げられる。また、その後の国内の過剰流動性を抑制するために、2010年以降の段階的な金融引き締めによる中小企業の資金調達難がインフォーマル金融などの非銀行系の金融仲介へのニーズを強め、中国のシャドバンキングの拡大を助長した。さらに、近年中国で理財商品が人気を集めた背景として、次の2点が指摘できる。第1は、中国における住宅・株式市場の崩壊

図表2 中国の住宅価格、株価、理財商品資産規模の推移



(出所) CEIC、Wind 資訊、中国銀行業監督管理委員会、中国信託協会より筆者作成

が理財商品への資金流入に拍車を掛けたことである。上海総合株価指数は2007年秋には史上最高値を更新したものの、その後低迷が続いている。一方、2010年以降住宅ブームが一巡し、住宅ローンなどの返済負担を減らす新たな財テク手段として注目が集まったのは理財商品である(図表2)。第2は、預金金利、資本取引の自由化が遅れ、個人のみでなく余裕資本を有する企業なども高利回り商品に対するニーズが高まっていることである。理財商品が急速に広がった2010年以降、銀行の預金残高の伸び率が大幅に鈍化し「預金の移転」が起きている。

3. おわりに

中国のシャドーブッキングは、中国の市場化に向けた金融システム改革

中で必要不可欠な金融仲介の主体を構成していると考えられる。中国のシャドバンキングを欧米での規制強化論下のネガティブな視点から評価すべきではない。むしろ、中国の金融システム改革は新しい局面に入ったと捉えるべきである。

最近、中国のシャドバンキング問題は世界の金融危機を引き起こすのではないかと懸念もあるが、①運用方式がシンプルである、②レバレッジ比率が低い、③複雑な証券化商品が多くなく、比較的风险の把握が容易である、④世界の金融市場との結び付きが弱い、などの理由から、問題が生じて中国国内に留まり、世界的な影響は限定的と考えられる。

《参考文献》

- ・ 吳曉求 [2014] 「中国における金融の本質的改革とインターネット金融」, 中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』, 第1、2期, 春号, 1-15頁
- ・ 国务院 [2013] 国办发【2013】107号文「国务院办公厅关于加强影子银行监管有关问题的通知」<http://www.gzmjrrj.com/2014/0114/568.html>
- ・ 中国人民銀行調査司 [2012] 「中国式影子銀行」中国人民銀行内部研究レポート, 10月
- ・ 中国銀行業監督管理委員会 [2011] 「中国銀监会关于进一步规范银信理财合作业务的通知」1月
- ・ 李立栄 [2013a] 「シャドバンキングの実態と金融システムの不安定性」『金融ビジネスの病態と要因』, 一般社団法人金融財政事情研究会, 12月, 第4章, 78-105頁
- ・ 李立栄 [2013b] 「中国人民元の国際化の動向と金融自由化の展望」JRIレビュー Vol. 6, No. 7, 日本総合研究所, 7月, 117-162頁
- ・ 李立栄 [2012] 「中国のシャドバンキング(影子銀行)の形成と今後の課題—資金仲介の多様化と規制監督の在り方—」Business & Economic Review 日本総合研究所, 7月, 144-174頁
- ・ Deutsche Bank [2014] “Chinese Banks: Banks’ connectivity with the shadow banking system”, 7 April 2014, pp. 29-37.
- ・ FSB (2014) “Global Shadow Banking Monitoring Report 2014”, 30 October, 2014.
- ・ Federal Reserve Bank of San Francisco [2013] “Shadow Banking in China:

Expanding Scale, Evolving Structure”, April, 2013, pp. 1-5.

- Shin, Hyun Song [2013] “The Second Phase of Global Liquidity and Its Impact on Emerging Economies”, November 7, 2013, pp. 1-10.

【予定討論者のコメントと回答】

1. 清水正昭氏（千葉商科大学）

質問1：中国のシャドーバンキングの定義について

a. 中国のシャドーバンキングの定義は様々であるとのことだが、中国銀行業監督管理委員会の分類では商業銀行のオフバランス取引（銀信合作、理財商品、委託貸付など）はどこに区分されるのか？

回答：商業銀行のオフバランス取引は、主に銀行が直接関与しているため、銀行システム内外を統合したシャドーバンキング、いわゆる統合型シャドーバンキングに区分される。伝統的な銀行業務には属さないものの、銀行に類似した機能を持つ。通常、銀行が金融仲介者となり、信用貸付の資金を銀行システム外から調達する。これらのシャドーバンキングは主に銀信合作、委託貸付の2種類を含む。銀信合作の具体例は資産運用商品（理財商品）である。

b. 中国のシャドーバンキングが注目されるようになったのは、理財商品や信託商品を中心として近年その規模の拡大とそれに伴うリスクの高まりからであったが、地下金融や高利貸といった近代化以前から存在する「インフォーマル金融」をも含めて「シャドーバンキング」として一括すると、かえって問題の所在が解らなくなるのではないのか？

回答：中国のシャドーバンキングは銀行とは異なる対象に資金仲介サービスを提供している。中国のシャドーバンキングは、「金融双軌制（二重構造の金融体制の意味）」と呼ばれ、銀行を中心とする従来型の資金仲介ルートとは一定の役割分担

がなされている。すなわち、大型国有企業が商業銀行から低金利で借入を実現する一方、インフォーマル金融（民間貸借）は中国の中小企業や農村金融の重要な資金調達先となっており、地域で重要な役割を果たしている。

具体的には、中国の国内過剰流動性の影響で、資金ニーズが旺盛な富裕層や投資家は、上述の統合型シャドバンキング、いわゆる商業銀行が開発したオフバランス取引である理財商品へ投資している。一方、中小企業や政策規制の対象企業等はインフォーマル金融といったシャドバンキングの金融仲介を通じて資金調達を行っている。このように、中国のシャドバンキングの業務範囲は幅が広い。近年、銀信合作（理財商品）や委託貸付等のオフバランス取引、及びインフォーマル金融の2種類の業務拡大が最も注目されるため、両者を分けて考える必要がないと判断している。

質問2：中国のシャドバンキングの信用膨張メカニズムはどのようなものなのか？

回答：中国のシャドバンキングと伝統的な銀行システムの関係については、図表1の通りである。

一般的に、シャドバンキングの信用膨張の背景は、①1990年代以降のグローバル化、情報技術の進展、金融自由化・規制緩和など経済環境が変化したこと、②低金利・低インフレの金融緩和政策下で数年間に亘る景気拡大期が続いたこと、③世界経済の成長が持続するなか、マクロ経済的な不均衡が拡大することにより、世界的なカネ余りが生じたこと、④世界の金融資産が大幅に増加したこと、⑤規制監督がシャドバンキングの発展に追いつかなかったことが指摘されている。

中国のシャドバンキングの信用膨張メカニズムは、予定稿で述べている中国のシャドバンキング拡大の背景以外に、①住宅・株式市場の崩壊により理財商品への資金流入に拍車が掛かった、②預金金利、資本取引の自由化が遅れ、余裕資金は高利の理財商品に流れたという2点が指摘できる。このように、中国のシャドバンキングと呼ばれる銀行以外の金融仲介が近年急速に発達したのは、資金調達に対

する潜在需要が強かったことに加え、預金金利・資本取引などの金利改革や金融自由化が途上にあり、規制監督の空白が存在したことも寄与していると思われる。

質問3：シャドーバンキングでは「本来融資が受けられない中小企業や個人などの主体も資金調達が可能になる」と述べられるが、そもそもシャドーバンキングのリスク管理はどのように行なわれているのか？

回答：中国のシャドーバンキングのリスク管理として、①商業銀行のオフバランス取引のオンバランス化を推進している。最低自己資本比率は大型商業銀行で11.5%、中堅・中小銀行で10%とし、オンバランス化を実施していない銀行や信託会社は10.5%をリスク資本に計上しなければならない。②高度なモニタリングシステムと格付の評価システムを確立すべきである。各国監督当局の取組みを参考に、中国の金融監督当局はマクロ・ミクロの二つの次元から規制強化を図るべきである。信用リスク、流動性リスクの事前発見に向けたリスク管理を強化し、金融システム全体の不安定性を抑えるべきである。③理商品の透明性の向上や情報開示の強化のほかに、投資家教育やリスク管理の高度化等の個別の規制に力を入れなければならない。

質問4：報告者は、「シャドーバンキングのリスク」が「銀行リスクに波及」したり、「システミックリスクが生じる可能性は小さい」とされるが、果たしてそうなのか？銀行組成の理商品の販売によって調達した資金が、直接的に、または地方政府融資プラットフォームを通じて不動産投資を活性化させ、不動産バブルを引き起こした結果、地方政府の債務が増大し融資プラットフォームが破綻すると、シャドーバンキング（銀行のオフバランス取引である理商品）の融資資金が回収できなくなり、それは銀行のデフォルトリスクを高めるであろう。その結果、銀行間市場で資金を取ることができず、取り付けが生ずると、通貨当局が介入しない限り、システミックリスクが生じることになるのではないのか。

回答：近年、中国の地方政府が地場の不動産を開発し販売することで財政収入を

はかる融資平台には開発案件の販売不振が発生しており、危惧する声も出ていた。また、中国の不動産バブルの崩壊により地方政府性債務が急増し融資プラットフォームの破綻リスクも顕在化した。こうしたなか、シャドーバンキングの融資資金が回収できなければ銀行の不良債権増加で金融システムにも影響する懸念が残る。

もっとも、中国のシャドーバンキングは欧米型と比較すると、①運用方式がシンプルである、②レバレッジ比率が低い、③複雑な証券化商品が多くなく、比較的リスクの把握が容易である、④世界の金融市場との結び付きが弱い、などの理由から、問題が生じて中国国内に留まり、米国のサブプライムローン問題のように、全世界に伝播するシステミックリスクはそれほど大きくないと考えられる。

実際、2014年初、山西省・民間石炭会社向けの信託商品の返済問題で、中国の企業債務のデフォルトが浮上した。その後、中国政府・金融当局の介入の他に、大手商業銀行・大手信託会社は投資家の元本保証の形でデフォルトリスクを回避した。このように、もしデフォルトが起きても国家主導の介入で海外へ波及するリスクは比較的小さいと考える。

現在の中国は「不動産バブル」ではなく、「商業不動産バブル」と指摘する中国の学者がいる。中国の住宅価格上昇の背景としては、①所得増加による家計の住宅取得の能力の向上、②住宅取得世代人口の増加、特に80年以降に生まれた世代「80年後」が結婚・出産と家族形成期に入ってきたこともあり、住宅需要の増大につながっていると考えられる。また、中国では、北京や上海のような大都市で不動産価格の上昇が顕著である。しかし、大都市あるいは人口密度が高い中心部以外の農村や地方都市はそうではない。上述のように、中国の人口は増えており実需に見合った価格上昇である。

質問5：中国のシャドーバンキングの「健全な発展」のためには「今後は市場原理を導入し、市場メカニズムを発揮した金融システム全体の仕組みの構築や、規制・監督の整備、資金を効率的に配分することが大きな課題である」と李氏は仰ったが、市場規律からの逸脱を是正し、市場原理が貫徹するようにすれば、金融システムは

安定するのか？別言すれば、今次の世界金融危機は、たまたま市場規律を逸脱して生じた偶発的・例外的な事例に過ぎない現象であったのか。

回答：中国のシャドーバンキングの形成と発展は、従来の間接金融を中心とする伝統的な金融システムから市場化へのシフトを後押ししている。市場原理の導入はご質問の「金融システム安定」のためではなく、金融システム改革の一環である。市場化により、政府主導の非効率性（参入規制、価格規制、市場の閉鎖性）を是正し、最適な資源（資金）配分を図ることが狙いである。

今次の世界金融危機は、市場規律を逸脱した偶発的・例外的な事例だけが理由ではない。今回の金融危機発生の原因として、①マクロ経済的な不均衡の拡大、②長期にわたる緩和的な金融政策運営、③金融規制・監督上の問題、④金融機関のリスク管理の問題、⑤格付会社のモラルハザードの問題と金融機関内部統制の問題、など様々な要因が指摘されている。これまで先進国では相対的に低金利、低インフレであるなか、グローバル化、情報技術の進展、規制緩和、金融のイノベーションなどにも支えられて、長期にわたる高成長を享受していた。こうしたなか、世界経済・金融市場はかつてないほど相互依存・相互連結の度合いが高まった。その結果、従来の一国内の商業銀行発の伝統的なシステムリスクではなく、流動性の枯渇という市場型システムリスクが世界的に波及した。金融規制・監督の点からみれば、このような世界的な金融危機の波及という欠陥は一種の「市場の失敗」ともいえる。市場原理に大きく依存した米国型の金融システムは、市場の機能不全に陥り金融機関の破綻が起きたが、市場規律の役割を否定する必要はない。

2. 飯島寛之氏（立教大学）

質問1：国際的な信用連鎖は生じているのか。生じているとすれば、その波及の経路を含む連鎖の構図はいかなるものか、また旧来のものと変わったのか。生じていないとすれば、その連鎖が絶たれる理由はどこにあるのか。

回答：中国の場合、国際的な信用連鎖は生じていないと思われる。報告では、中国のシャドーバンキングと世界的量的緩和政策との関連性が弱い理由を述べた。中

国国内の過剰流動性の拡大は、①リーマンショック後の4兆元の景気刺激策の副作用、②世界金融危機後の日米欧の金利引き下げと量的緩和の実施を背景に、先進国のマネーが新興国へ流れたこと、の2点が指摘できる。中国国内の潤沢な資金と国際資金の流入は、中国の外貨準備と金融資産の増加や、シャドバンキングの拡大にも寄与した。その結果、国内の不動産投資ブームと理財商品等高利回りを求めるシャドバンキングの資産運用商品へ資金シフトの動きがみられた。

また、中国の金融市場が厳しい金融規制（預金金利規制、貸出総量規制、資本取引規制）のほか、世界の金融市場との結び付きが弱いこと、信用問題が中国国内に留まり、世界的な影響は限定的と考える。

質問2：国際資本取引、とくに投機的なそれがこれまで拡大し続けてきた基本的な要因や構図は変わったのかどうか。

回答：変化していないと考える。世界金融危機前、①世界的持続的な高度成長・低インフレ期待（リスクプレミアム低下）、②金融技術の進歩、③世界的に緩和した金融環境（中立水準以外の政策金利、信用スプレッドの縮小等）、④世界的金融市場の規制緩和、などを背景に、国際的な資本移動が活発化した。世界金融危機後、規制回避目的の行動が新たな過剰流動性を発生させ、金融リスクが再び浮上した。すなわち、2003年～08年の世界金融危機以前のグローバル流動性が主に銀行によって供給されていたのに対して、2010年以降は、新興国の非金融法人の債券発行による資金調達とその主役となっている。この資金の流れは先進国の資産運用会社が積極的に投資することでもたらされており、「グローバル流動性の第2幕」とも言われた。近年、日米欧を中心とする量的緩和の実施により世界の金融資産が膨張しており、金融市場の動きが実態経済を振り回す構図は変わっていない。米国量的緩和の縮小時期が議論されるなかで、今後、大量なドルを保有する新興国への資金の流れも変化する可能性もある。

質問3：金利の自由化はシャドバンキングの抑制を伴うと思われるが、自由化

後に登場する各種の金融手段において、シャドーバンキングの位置づけはどこにおかれるか。

回答：2013年7月19日、中国人民銀行は、中小企業への資金調達ニーズに応えようと、金融規制緩和を促進するために、金利について下限を撤廃し、金利の自由化を実現させた。更に2014年11月22日、預金金利の利下げを実施するとともに、預金金利の上限を基準金利の120%に引き上げ、預金金利に関する規制緩和も拡大させた。

ここにきて人民銀行が金利自由化のペースを加速してきた背景には、硬直的な金利規制を回避する目的で中国のシャドーバンキングが急拡大していることがある。銀行・金融機関は中央銀行が定めた金利でしか貸付を行えず、更に貸し倒れリスクを回避するためにほとんど国有大手企業を相手に貸付をしてきた。フォーマルな銀行や金融機関から借入ができない中小企業及び個人は、金融当局に監督されないシャドーバンキングから金融サービスを受けざるを得なかった。こうしたなか、中国人民銀行の周小川総裁は、2014年3月11日に開催された全国人民代表大会の記者会見の席上で、「預金金利は今後1〜2年以内に自由化されるだろう」と述べ、金利自由化の時期を初めて明らかにした。

金利自由化後の中国のシャドーバンキングの役割は、①中小企業金融の資金調達の提供など金融仲介の役割拡大、②三農「農村、農業、農民」向けの金融包摂（Financial Inclusion）などの金融サービスの拡充、③金融への異業種参入、とりわけビッグデータやインターネットを活用したインターネットファイナンスの急成長、などであり金融自由化と金融イノベーションのエンジンとなっている。そのため、シャドーバンキングの情報開示の強化、リスク管理の高度化、大型商業銀行にはない特徴を発揮した審査能力の向上、などの個別の規制が必要である。

質問4：各種の金融自由化を進める上での障害は何か。

回答：金利自由化のネックは金利に対する投資の非弾力性と、予算制約のソフトな国有企業と地方政府の改革が不可欠である。

質問5：シャドバンキングを利用して息を継ぐ地方政府の問題は、金融システムの整備を含む諸改革で処理可能か。それともそれは心配する必要のないことなのか。

回答：中国のシャドバンキングの問題と地方政府の債務問題はコインの表裏の関係である。前述のシャドバンキングのオフバランス取引（銀信合作、委託貸付）を経由した迂回融資が地方政府の不動産開発やインフラ建設（空港、橋、地下鉄など）の資金を提供した。最近、地方政府性債務が急増し融資平台の破綻リスクも顕在化した。もっとも、中国の金融機関の不良債権比率が1~2%で低い水準を維持しており、現時点では金融システムに波及していないことから、金融システムの改革の中で処理可能と考える。

【一般討論での質問への回答】

1. 川波洋一氏（九州大学）への回答

質問1：中国の商業銀行の貸出総額の20%は不動産業向けではないかと思われる。また、20%が地方政府融資プラットフォーム向けであり、その借入の担保は土地であり、地方政府は保有している土地の譲渡金収入を裏付けにして暗黙のうちに保証を与えているのではないか。また企業向けの貸出も土地や建物等の不動産を担保とするものが多いのではないか。その意味で、中国の貸出総額のうち、不動産価格の動向に左右される部分が大きいと言えるのではないか。もしそうだとすれば、不動産価格の動向次第では、銀行の貸出が不良債権化するリスクもあると思われるが、この点について、どの様にお考えか。ご教示ください。

回答：ご質問の中国の商業銀行の貸出総額の20%は不動産業向けという数字は正しくないと思われる。2013年末の中国金融機関の総貸出74.4兆元に対して、不動産業への貸出は4.54兆元と、不動産向けの貸出は全体貸出の6.1%である。中国の金融機関の総貸出の中で、不動産業より製造業と個人向けの貸出が大きい割合を占めている。不動産価格の上昇を前提として、地方政府は不動産開発など力を入れて販売することで財政収入を賄っていたが、今後不動産価格の下落で地方政府債務

の増加が懸念される。もっとも、中国の金融機関の不良債権比率は低水準を維持しており、不動産の貸出は全体貸出の6%しか占めてないことから、金融システム不安を回避することは可能である。また、中国企業の債務問題の解決は、国有企業改革と金融改革をセットで進めていくことが重要である。

質問2：報告の中では直接触れられなかったが、中国の中央政府・地方政府を合わせた政府債務の規模がどの程度か教えて頂ければ幸いです。もし、可能であれば併せて社会保障基金の原資不足など偶発債務の分も含めて教えて頂ければ幸いです。この点、中国国内において金融危機が発生した場合の政府の対応力という観点からお尋ねする次第です。

回答：マッキンゼー社の分析（2015年2月のレポート）によれば、2014年4～6月期の世界債務総額は199兆ドル、対GDP比で286%に達した（2007年は142兆ドル、対GDP比269%であった）。債務増の最大の原因は中国である。中国の債務は2007年末の7.4兆ドルに対し、2014年には4倍の28.2兆ドルに膨らんだ。そのうち、2014年4～6月期の中国の政府債務は全体の55%を占めており、15.51兆ドルに達している。なお、中国の家計、金融機関、非金融機関の債務はそれぞれ対GDPの38%、65%と125%となっている。

2. 前畑雪彦氏（桜美林大学）への回答

質問：中国のシャドーバンキングと中国の決済システムとの関係はどうなっているのか。

回答：これは銀行預金で決済している全ての経済主体に共通する問題である。シャドーバンキングは決済システムと関係なくはない。もしデフォルトすれば、流動性不足が生じる。しかし、これは程度問題である。ある商品の満期償還期間が、短期金融市場でどれほどのウェイトをもつかによる。一概に恐慌のエレメントとは言えないと考える。したがって、中国のシャドーバンキングは、短期金融市場にどれぐらい影響するかまだ不透明な点が残る。前述の銀信合作、委託貸付などはオフバラ

ンス取引であるため、短期金融市場と関係ない部分がある。理財商品は短期金融市場と関連しているため、短期金融市場の金利上昇は理財商品の運用利回りに影響する。よって、数字や概念だけで決められないと考える。

3. 山村延郎氏（拓殖大学）への回答

質問1：日本のバブル期のシャドーバンキングでは、住専（住宅金融専門会社）を通じた金融危機が、結局は不動産バブルを悪化させ不良債権処理を遅らせた。中国のシャドーバンキングは中小企業やサラリーマンなどのマイクロファイナンスになっていると考えてよいのかどうか。

回答：中国のシャドーバンキングは中小企業やサラリーマン向けのマイクロファイナンスにとどまらなないと考える。中国のシャドーバンキングは資産運用と調達の実需（中小企業や農業金融等）があらたなルートでマッチングされたものであり、実体経済にはプラスの側面があるとの評価もできよう。さらに、P2P レンディングなど中国のインターネットファイナンスのような金融への異業種参入が金融自由化と金融イノベーションのエンジンとなっている。

質問2：日本では、1998年の「新しい金融の流れに関する懇談会」が開かれ、のちに「市場型間接金融」と言うスローガンで伝統的銀行以外の経路で金融をさせようと言われていた。中国のシャドーバンキングも同様の政策的な裏付けがあるのだろうか。それとも規制以外のものとして否定的に考える動きもあるのだろうか。

回答：中国のシャドーバンキングに対して、日本のような伝統的銀行以外の経路で金融をさせようという政策的な裏付けはないが、規制回避ニーズから生まれたシャドーバンキングは、金融システム規制の整合性からは問題点もあるほか、情報開示の強化、リスク管理の高度化等の個別の規制が必要である。2011年初、中国銀行業監督管理委員会は商業銀行に対して通達を公布し、銀行合作による資産運用業務を簿外からオンバランスに反映するように改めて要求した。また、2013年の夏に、中国の短期金利が大きく乱高下した事態を踏まえ、同年末に國務院はシャドーバン

キングに対する包括的な管理監督の方針（107号文）を発表した。107号文では、中国のシャドーバンキングは全体的にコントロール可能であるとし、イノベーションの側面を認める一方で、その複雑性・隠蔽性・脆弱性・突発性・伝播性の特徴を指摘し、金融リスクを防止する必要性を説いている。このように、中国のシャドーバンキングは、欧米での規制強化論下のネガティブな視点から評価されているのではなく、中国の金融システム改革の中で重要な役割を果たすとする見方が一般的である。

質問3：中国の不動産バブルは国内の余剰資金によって生じているのか。それとも欧米からの資本流入も合わせているのか。

回答：国内の潤沢な資金と海外から流れてきた国際資金の両方の要素がある。すなわち国内のチャイナマネーの膨張と世界的な量的緩和の影響による先進国から新興国への資金流入の2つ要因である。

4. 福光 寛氏（成城大学）への回答

質問：銀行の理財業務、銀信合作、委託貸付の定義と仕組みについて。

回答：銀行の理財業務は、金融機関として免許を有しながらも、緩い規制の下で、もしくは規制を回避して行う金融仲介業を指す。報告では、銀信合作の一例として「銀行組成担保付資産運用商品（WMPs: Wealth Management Products）」を挙げている。銀行組成 WMPs は短期の商品が殆どであり、満期到来期間が1~3ヵ月以内のものが6割近くを占め、投資先には不動産開発もあれば、地方政府の融資プラットフォームも含まれる。その他、3~6ヵ月の商品は25%を占める。また、固定金利もあるが、6割超の資産運用商品は元本保証なし・実額利回りである。

また、銀行システム内外統合型の中国のシャドーバンキングとして、「銀信合作」と「委託貸付」といった銀行のオフバランス取引を挙げている。銀信合作とは、証券会社の投資計画（資産運用プラン）を使って銀行と共同で投資家向けの商品を組成・販売するものである。この場合、証券会社の投資計画は「導管体」（コンデュ

イット)となり、投資家は銀行の窓口顧客で、資金調達先も銀行の顧客企業となる。また、信託機能を使って銀行と共同で投資家向けの商品が組成・販売される場合、信託計画が「導管体」となり「銀信合作」と呼ばれる。

一方、委託貸付とは、委託人が銀行に資金を提供して、委託人の要求に基づいて金利等の諸条件を決め銀行が代理で貸出を行う仕組みである。委託貸付は、1996年6月に中国人民銀行が公布した「貸付通則」に根拠がある。通則7条では、委託貸付を「政府部門、企業・事業単位、個人等の委託者が資金を提供し、貸付人(すなわち受託者)が、委託者の確定した貸付対象、使途、金額・期限、金利等の条件で、代理して実行し、貸付金の使用管理監督と回収を支援する」ものと規定している。合わせて「貸付人(受託者)は手数料を取るだけで、貸付リスクを負担しない」と規定している。委託貸付のフロー規模について、中国人民銀行が発表する社会融資規模の中で公表されており、2014年末の委託貸付は2.5兆元(同年の社会融資規模の15.2%)で、世界金融危機前の2007年の3,371億元(同5.7%)と比べ大きく増加している。

部会活動報告

【北海道部会】

- 日 時 2014年4月26日
場 所 北星学園大学
報 告 者 ①山口博義氏（北星学園大学）
論 題 「ドイツにおける金融教育－ハンブルクにおける事例を
中心に－」
報 告 者 ②北林雅志氏（札幌学院大学）
論 題 「チャータード銀行ニューヨーク支店の活動－1902年
から1930年－」

【関東部会】

（開催なし）

【関西部会】

- 日 時 2015年3月28日（土）13:30～17:00
場 所 大阪市立大学商学部会議室
報 告 者 ①近廣昌志氏（愛媛大学）
論 題 「公信用を支える中央銀行：日本銀行」
報 告 者 ②神野光指郎氏（福岡大学）
論 題 「銀行特殊論の再考」

【西日本部会】

- 日 時 2015年3月22日（日）10:00～13:00
場 所 九州大学経済学部（箱崎文系キャンパス）
報 告 者 掛下達郎氏（松山大学） 平岡賢司氏（熊本学園大学）
論 題 「現代アメリカ大手銀行グループの特質－OTDモデル
の形成過程を中心に－」
討 論 者 神野光指郎氏（福岡大学）

学会事務局報告

2014年度 春季大会（駒澤大学）

春季大会は、2014年5月26日（月）に駒澤大学の深沢キャンパスで開催されました。朝からやや汗ばむ程度の気候でした。大学の建物はまるで美術館のように美しく、会場の「120周年アカデミーホール」は、座席もテーブルも広く、ゆったりと落ち着いていて、とても快適でした。

大会テーマは、「欧州と日本の国債と金融機関一日欧の比較研究」で、58名の参加者を得て、朝9時30分から日米欧の銀行の資産・負債の構造などについて、詳細で深く掘り下げた報告が行われました。

懇親会は会場のすぐ隣の「洋館大ホール」で行われました。建築家の吉田五十八（よしだ いそや）氏の設計によるものだそうです。「120周年アカデミーホール」と同様に、美術館のように美しく、心洗われるような雰囲気でした。ごちそうと美酒を堪能しつつ、昼の議論の続きとともに、様々な話に花が咲いていました。

このような環境で終日、アカデミックな時間を過ごせたことは、ひとえに司会者・報告者・討論者の皆様、さらに、開催校の皆様のご尽力によるものです。大変お疲れ様でした。

2014年度 秋季大会（北九州市立大学）

秋季大会は、10月20日（月）に北九州市の小倉駅北側にある北九州国際会議場で開催されました。開催の担当は、北九州市立大学でした。会場は、海に近く、静かで落ち着いた環境でした。

大会テーマは、「量的金融緩和による過剰貨幣資本の国際化—米中の信用拡張連鎖はあるのか—」でした。総参加人数は41名で、3名の報告者から、理論と実証のバランスの取れた信研らしい報告をいただきました。討論者のコメントとフロアーからの質疑応答も活発で、予定時刻を15分

延長する白熱の展開となりました。

懇親会は会場の上の階の「パッソデルマーレ」で行われました。窓からは夜の海が見渡せ、グラスワインやビールを片手に、おしゃれでシックな雰囲気になれつつ、楽しく懇談できました。ご報告いただいた皆様、司会・討論者の皆様、大変お疲れ様でした。

今後の大会開催校の皆様にも、少しでもスムーズに運営していただけたらと思います。大会開催のマニュアルを事務局で作成し、理事会の承認を得ました。今後の大会の結果や感想を受けて、さらにマニュアルの改善を図りたいと思います。

秋季大会の総会でお知らせしたとおり、会員の皆様のメールアドレスの収集を今後図りたいと思います。年会費の振込みなどの機会を通してお願いすることがあるかと思っております。どうぞよろしくお願い申し上げます。

会員著書・論文目録 (2014年)

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行月
赤川 元章	第3章「ドイツ」	国際銀行史研究会編 『金融の世界史』、悠 書館	2012年10月
	書評 工藤章著『日独経済 関係史序説』	『社会経済史学』、79 巻1号	2013年5月
	書評 水田正史著『第一次 世界大戦期のイラン金融』	『経営史学』、第48巻 2号	2013年9月
	体制転換の過渡期における 所謂「移行機関」の役割に ついて—チェコ経済の移行 問題—	研究年報『経済学』 (東北大学経済学会)、 74巻4号	3月
	第3編第15章「ドイツ銀行・ 独亜銀行 1870-1913」	西村、鈴木、赤川編 著『国際銀行とアジア 1870-1913』編著、 慶応義塾大学出版会	6月
岩田 健治	「ヨーロッパの金融システム 世界金融危機・ユーロ危機 と安定的システムの構築」	田中紫香、長部重康、 久保広正、岩田健治 著『現代ヨーロッパ 経済 第4版』第7章、 有斐閣	11月
岩見 昭三	EUの「金融危機」と銀行貸 出行動—ECBの統計(BLS) による分析—	奈良学園大学社会科 学学会『社会科学雑 誌』、第10巻	6月
	EUの「金融危機」と銀行 貸出行動—企業向け貸出規 準と貸出残高動向—	奈良学園大学社会科 学学会『社会科学雑 誌』、第11巻	12月
掛下 達郎	「アメリカ大手商業銀行グル ープの引受業務への進出：そ の歴史的過程」	公益財団法人 日本証 券経済研究所『証券 レビュー』、第54巻 第10号	10月
金井 雄一	「ポンドの譲位—ユーロダラー の発展とシティの復活—」 「書評：春井久志『中央銀行 の経済分析』」	名古屋大学出版会	1月
	「『資本論』を超える資本論」	『金融経済研究』(日 本金融学会)第36号	4月
鎌倉 孝夫	「『資本論』の株式会社論」	社会評論社	3月
木村 秀史	「GCC 金融市場と金融統合 の現状と課題」	『進歩と改革』、759号	2015年3月
		総合政策論叢、28号 (島根県立大学)	9月
清田 匡	「信用による連合化と社会的 結合—尾高、Hardorp、 Kolbingerの所説から—(1)」	大阪市立大学経営学 会『経営研究』、第65 巻第3号	11月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行月
坂口 明義	翻訳 A. オルレアン著「どうすれば経済学を再生できるか」	『環』、第 56 号、藤原書店	1 月
	資本主義経済システムの垂直的契機と安定性条件－キアスムと価値ヒエラルキー－	『専修経済学論集』、第 49 巻第 1 号	7 月
柴垣 和夫	グローバル資本主義と景気政策－景気対策に焦点を置いて	『季刊 経済理論』、51 巻 3 号（経済理論学会編）	10 月
高田太久吉 編著	日・米の金融緩和政策の比較検討	『経済』、第 220 号	1 月
建部 正義	国債問題と内生的貨幣供給理論	『商学論纂』、第 55 巻第 3 号	3 月
	金融論と簿記論・会計学との親和性について	『商学論纂』、第 55 巻第 4 号	3 月
鳥谷 一生	「21 世紀型世界経済危機」と異次元金融緩和政策	『労働総研クォーターリ』、2014 年夏季号	7 月
	「ビットコイン」の正体とその行方	『経済』、第 227 号	8 月
鳥谷 一生	中国金融経済システムの構造的問題と不動産バブル崩壊の予兆－金融「自由化」の政治経済学－	『現代社会研究』、17 号	9 月
花田 エリ	Book Review: EU-Japan Relations, 1970-2012 -from Confrontation to Global Partnership	Asia Pacific Business Review, Volume 20, Issue 1	2014
春田 素夫	連邦準備銀行所在都市選定のロジック	『経済集志』、82 巻 3 号(日本大学経済学部)	2012 年 10 月
	連邦準備法のオーサーシップ	『経済集志』、83 巻 3 号(日本大学経済学部)	10 月
	連邦準備法制定の“守護天使”	『経済集志』、84 巻 1 号(日本大学経済学部)	4 月
濱田 康行	貸出が先か？預金が先か？－銀行券の本質と信用論の方向－	研究年報『経済学』、74 巻 1 号（東北大学）	1 月
	アベノミクスと協同組織金融機関	『しんくみ』、61 巻 1 号	1 月
	北海道でアベノミクスは効いていない	『クオリティ』、2014 年 3 月号	3 月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行月
	2020年、信用組合は	『しんくみ』、2014年 5月号	5月
	書評 上坂卓郎『日本の起 業家精神』	『しんくみ』、2014年 6月号	6月
	これからの北海道を問う	『クオリティ』、2014 年10月号	10月
福光 寛	中国概念股の理論・歴史・ 現状	『成城大学経済研究』、 203号	1月
	書評 代田純著『ユーロ不 安とアベノミクスの限界』	『証券経済研究』、87 号	9月
	中国のシャドバンクをど うとらえるか ささまざまな定 義の並存肯定説と中小企業 金融への貢献説	『成城大学経済研究所 研究報告』、68号	11月
	中国経済入門『図解中国経 済』を読む	『成城大学経済研究』、 206号	11月
堀内 健一	利潤率と利率の傾向的低下- 日本における利率の 長期低落について-	『立教経済学研究』、 第67巻第4号	3月
	利潤率と利率の傾向的低下- 日本における利率の 長期低落について- (学会報告)	経済理論学会、第62 回大会第6分科会 (阪南大学)	10月
前田真一郎	『米国リテール金融の研究- 消費者信用の歴史的発展過 程』	日本評論社	3月
松本 朗	「経団連『経営労働政策委員 会報告』の欺瞞性 一矛盾 とご都合主義の報告一」	『月刊 全労連』、(全 国労働組合総連合) No.206	4月
	翻訳:ステファン・クルー ガー「世界市場における価 値法則の修正」	『北海学園大学 経済 論集』、第61巻第4号	3月
由里 宗之	「戦時期における兵庫県下3行 の合併中止の経緯とその後 の神戸銀行との合併交渉過 程一『兵庫県下における 「地方銀行」の存続を』とい う企図の挫折一」	『総合政策論叢』 (中京大学)、第5巻	3月
	「職域信用組合の今日的役割 一米国の職場型クレジット・ ユニオンに学ぶ一」	『2012年国際協同組 合年記念論文集 II』 (全国信用組合中央協 会)	3月

信用理論研究 第33号

2015年5月発行

発行者	信用理論研究学会
発行所	信用理論研究学会
〒802-8577	北九州市小倉南区北方4-2-1 北九州市立大学経済学部 前田 淳研究室 TEL 093 (964) 4125
印刷所	株式会社 信利
〒545-0001	大阪市阿倍野区天王寺町北2-4-16 TEL 06 (6713) 1833
