

信用理論研究

第 35 号

2017 年 5 月

大会報告および討論

春季大会（立教大学）：

大会共通テーマ：「中国の金融システム価格とチャイナリスク」

中国のシャドバンキング業務の膨張と金融改革

……………范 立君（市立大月短期大学）

社会融資の変化から見る金融制度改革の課題

……………童 適平（独協大学）

中国バブル経済崩壊後の人民元「国際化」の現状と限界

—香港金融為替市場の視点から—

……………鳥谷一生（京都女子大学）

秋季大会（立命館大学）：

大会共通テーマ：「非伝統的金融政策の現段階を評価する

—マイナス金利導入と出口戦略検討に迫られている現実を前にして—」

金融超緩和政策への疑問—そもそもに戻って考えよう

……………横山昭雄（元日銀考査局長、元岐阜銀行頭取）

欧州左派のヘリマネ議論から見た異次元緩和と出口

……………松尾 匡（立命館大学）

日銀トレードの財政学

……………代田 純（駒澤大学）

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「中国の金融システム価格とチャイナリスク」

| | |
|--|--------|
| 中国のシャドールバンキング業務の膨張と金融改革 ……………范 立君（市立大月短期大学）…………… | （ 1 ） |
| 社会融資の変化から見る金融制度改革の課題 ……………童 適平（独協大学）…………… | （ 19 ） |
| 中国バブル経済崩壊後の人民元「国際化」の現状と限界 —香港金融為替市場の視点から— ……………鳥谷一生（京都女子大学）…………… | （ 41 ） |

秋期大会共通テーマ「非伝統的金融政策の現段階を評価する

—マイナス金利導入と出口戦略検討に迫られている現実を前にして—

| | |
|--|---------|
| 金融超緩和政策への疑問—そもそも戻って考えよう ……………横山昭雄（元日銀考査局長、元岐阜銀行頭取）…………… | （ 57 ） |
| 欧州左派のヘリマネ議論から見た異次元緩和と出口 ……………松尾 匡（立命館大学）…………… | （ 81 ） |
| 日銀トレードの財政学 ……………代田 純（駒澤大学）…………… | （ 99 ） |
| 部会活動報告…………… | （ 119 ） |
| 学会事務局報告…………… | （ 121 ） |
| 会員著書・論文目録…………… | （ 123 ） |

大会報告と討論

中国のシャドーバンキング業務の 膨張と金融改革

范 立君

(市立大月短期大学)

はじめに

近年、中国のシャドーバンキング（影の銀行）の問題は超高成長に陰りが見えてきた中国経済にくすぶる不動産市場の諸問題やインフレへの懸念と相まって、不気味なイメージを世界に広げてきた。それと同時に中国のシャドーバンキングの定義・仕組み・リスクとそれについての規制などに関する研究も数多く行われている。関根栄一（2013）、福光寛（2014, 2015）、張明（2013）、孫智（2015）などでは、それぞれ中国のシャドーバンキングの定義を銀行理財・信託理財と銀信合作理財を中心に説明した上、それらの理財商品の仕組みを、資金をプールする方式として認識し、このような資金プールが融資類信託計画に投資、運用されることで、各商業銀行の重要な資産プールに転化されるということが考察されている。このような仕組みでは、借り手の返済不能というリスクだけではなく、資金プールと資産プールの返済期限のミスマッチングによるリスクや銀行職員のモラルハザードによる不祥事も大きいので、様々な規制の必要性を強調した。これらの研究は有益な文献を提供してくれるものの、なお以下のような不明な点が残っている。

第1に、シャドーバンキングの定義について、インフォーマル金融（民

間金融)の位置付けと関連しての、近年注目された公的セクターのシャドールバンキング業務についての理解が説明されていない。第2に、理財商品モデルを銀行理財と信託理財を分けて、仕組み・リスクやそれについての規制が考察されているものの、中国のマクロ経済政策の中で、その仕組みに関わる実態の展開のプロセスに関する詳しい論述が足りない。第3に、シャドールバンキングが中国の金融改革を加速させた仕組みについての検討が薄い。

それにたいして、李立栄(2015)では、銀行理財商品としての「委託融資」と「銀信合作」を論じた上、インフォーマル金融の実態も紹介されているが、やはりシャドールバンキングにおけるインフォーマル金融の位置付けに関する説明が足りない。また、中国の金融システム改革に関する示唆を示しているものの、シャドールバンキングが金融改革を加速させた原因を明示していない。

本稿では、国弁発【2013】107号文をベースに、中国の公的セクターによるシャドールバンキングの概念をインフォーマル金融の位置付けを理解した上で紹介する。その上で、銀行理財モデルの仕組みの実態の展開をマクロ経済政策・規制措置の進展と関連して、詳しく考察する。最後に銀行によるシャドールバンキング業務の急速な膨張が金融改革を加速させた原因について検討する。そこで第I節では、まず、中国のシャドールバンキングの定義を論じた上、銀行のシャドールバンキング業務の規模拡大の現状を考察する。第II節では、銀行のシャドールバンキング業務の変遷、仕組みやリスクについて、検討する。それを踏まえた上で、第III節では、シャドールバンキングの規模拡大の原因を探って、公的セクターのシャドールバンキング業務の拡大は金融システムの二重構造(双軌制)による積極的作用を減じたという問題を検討し、その対応策として金融改革が加速されることを分析する。

I 中国のシャドールバンキングの現状

この節では、中国のシャドールバンキングの概念を考察し、社会融資規模という項目に基づいて、近年の、銀行によるシャドールバンキングの規模拡大を確認する。

1. 中国のシャドールバンキングの概念

中国式のシャドールバンキングの概念については、2013年まで統一したものがなく、その内容によって判断する部分が大きかった。その後2013年の国務院弁公庁による発布した公式文書『影の銀行に対する監督管理の強化にかかわる諸問題に関する通知』（国弁発【2013】107号文とも言われる。以下、107号文と略）の中で、初めて政府レベルで正式にシャドールバンキングの位置づけと概念を明確にした。107号文によれば、中国のシャドールバンキングには、公的金融機関によって行われるものと、民間の金融会社によって行われるものがあり、主に、以下の3つの業務モデルがある。

第1の業務モデルは、民間金融である。中国のシャドールバンキングの起源は民間金融であると言われている。民間金融は、政府の金融監督当局のコントロールを受けない民間のインフォーマルな金融活動である。近年の民間金融会社は工商局による会社経営の許可証を持つものの、金融当局による金融業の経営許可証を持たないのが一般的である。また、こうした新しい民間金融組織はITを利用したネット型金融の特徴を持つ¹。中国では民間の金融組織を媒介した貸借活動は、中小・民営企業および社会的弱者グループが存続と発展の維持に必要な外部金融資源を獲得する重要なルー

1 最近のネット上の貸借P2Pモデルや「福元運通」モデルに代表される。ここでは具体的に民間金融を論じないが、范（2013）を参照せよ。

トであった。例えば、民営経済の発達している浙江省温州市では、民間金融の規模は貸出総額の50-60%ぐらいのシェアを占めていると言われる²。本来、中国では、民間金融が行うビジネスモデルや金融活動がシャドールバンキングと定義されてきたが、2007年以降に、これらのシャドールバンキングの規模が公的金融の領域でも急速に膨張した。

以上でわかるように、近年注目されている中国のシャドールバンキングは、正規の金融機関（公的金融）と民間のインフォーマルな金融組織（民間金融）によるものに分かれている。民間金融の実態は、范（2013）などの記述に譲りたい。本稿では、公的セクターによるシャドールバンキング業務の展開に焦点を当てることに注意されたい。

第2は委託融資モデルであり、第3は、理財商品モデルである。これらの2つのモデルは公的金融機関としての銀行や信託会社、地方政府の融資プラットフォーム³、ノンバンクなどと連携して行うシャドールバンキングの業務モデルである。

2. 銀行のシャドールバンキング業務の現状

先にも述べたように、銀行が行っているシャドールバンキングの業務は主に委託融資、銀行理財である。そして、銀行理財商品の70-90%は銀信合作理財商品である。これは銀行が信託会社を通じて、監督管理を回避し、帳簿外で企業に資金を供給する手法である。

銀信合作理財商品は統計では、信託融資あるいは信託貸付として計算されている。これらの業務は簿外取引が多く、当局も実態を把握しきれていないが、「社会融資規模」（Aggregate Financing to the Real Economy: AFRE）という統計からある程度推計することができる。

2 民間金融に関する論述については、范（2013）を参照せよ。

3 中国の地方政府が傘下に置く投資会社であり、地方政府に代わり資金を調達する。

IMFによる2003年から2014年第1四半期までの期間におけるGDPに対する社会融資規模（ストック）の比率の推移によれば、2003-2008年の間、この比率はほぼ125%前後に安定的に保たれていたが、その後は急激な上昇を見せ、2008年末の130%から2013末の206%（131兆元）まで上昇した（2014年末は122兆元、193%⁴）。このように、信用膨張の主要原因は銀行貸出より、銀行の貸出以外の委託融資や信託融資などを含まれるシャドールバンキングの部分である。2008年末から、銀行ローン以外の融資が急激に拡大し、2014年初めにGDPの53%に達し、約35兆元となる。

以下第2節では、委託融資と銀信合作を中心とする銀行の理財商品業務の仕組みについて、検討する。

II 銀行のシャドールバンキング業務の展開と仕組み

前節でも触れたように中国のシャドールバンキングの起源はインフォーマルな民間金融であるが、こうした規制逃れの金融業務は2008年以降、銀行においても、委託融資、「銀信合作」理財商品などの業務を中心に急激な展開が見られた。この節では、委託融資と「銀信合作」理財商品に関する先行研究を踏まえた上、こうした銀行によるシャドールバンキングの仕組みとそのリスクの実態について、究明することを試みる。

1. 委託融資モデルの仕組み

委託融資業務は2001年以降から出現した銀行による大企業同士を対象とする貸借の仲介サービスである。この金融サービスの手法は高級レベルの民間金融会社による仲介型の貸借業務と同じような仕組みを持っており、銀行は借り手の債務不履行リスクを負わない。銀行は、自分の貸借対照表

4 2014年数値は人民銀行による。

の上で貸出を行うのではなく、最終的貸し手の資金供給と最終的借り手の資金需要を仲介する機能を果たしているだけとなる。銀行は自分の高い信用力と体制内経済における広い顧客のネットワークにより、主に（国有）大企業同士の金融仲介業務を行う。

2. 「銀信合作」モデルの展開と仕組み

中国の理財商品モデルの特徴として、銀行、信託会社および大企業の提携協力によって展開されているところが注目される。これは中国語で「銀信合作方式」と呼ばれる。「銀信合作」理財商品は文字通り、銀行と信託会社が提携して組成・販売する資産運用商品である。その背景には、銀行業と信託業の分業経営と金融イノベーションを奨励する政策がある。

図2は信託貸付理財商品モデルを示したものである。2006年5月、国家開発銀行の借り手企業の資金返済に関する保証を裏付けに、民生銀行が発行した理財商品による資金を平安信託吉林省の江琿高速道路建設のプロジェクトへ投資したことをきっかけに、信託貸付理財商品の発行、販売が、急速に拡大した。信託貸付理財商品が出た2か月後の2006年7月に、最初の貸付資産理財商品も興業銀行によって発行された。図3はそれを示したものであるが、信託貸付モデルと異なるところは、理財資金を自社銀行、あるいは他社銀行の貸付資産に投資することにある。その後、理財商品に対して、当局による規制強化の繰り返しが行われたが、金融機関が監督管理当局と理財商品業務をめぐる規制と反規制の駆け引きのプロセスで、かえって規制回避に対する経験とスキルを蓄積した。別の言い方言えば、新商品の開発やイノベーション能力がある程度訓練された。その後、信託収益権譲渡式理財商品と委託貸付債権譲渡式理財商品、国内信用状収益権式の理財商品は徐々に注目のイノベーション業務となった。

このように、当局の厳しい規制の中、銀行が委託類貸付と信託類貸付をベースにシャドールバンキング業務を巡って、新商品を開発してきた。それ

図2 信託貸付理財商品モデルの仕組み

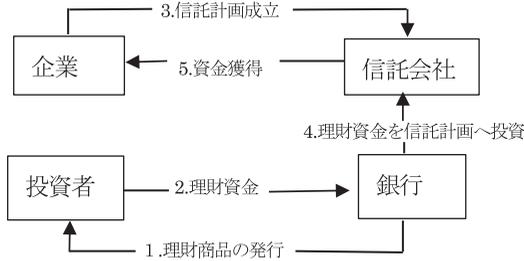
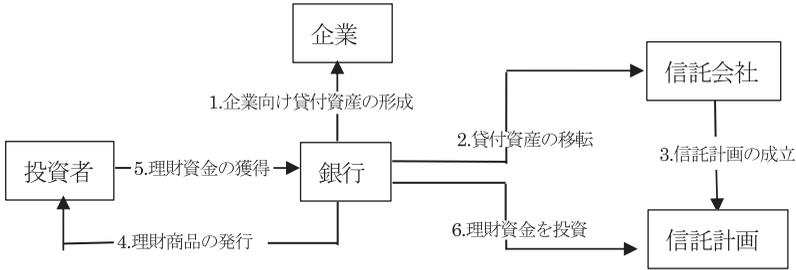


図3 貸付資産理財商品モデルの仕組み



(出所)：普益財富⁵の資料。

は法的あいまいさを有しながらも、金融イノベーションとしての肯定的部分も大きいと認められている。

3. リスクはどこから発生するか？

一般的にシャドールンキングに対する不安は主に以下の2つのリスクから発する。第1に、ファンディングリスク (Funding Risk) である。第2に、市場リスク (Marketing Risk) である。これらのリスクの影響に

5 四川の成都にある大手投資カウンセリング会社であり、特に理財商品における研究と統計データの収集に知られる。

対して、コンサルティング会社の奥維（All View）の推計によれば、重複計算を除いて、2013年の中国のシャドーバンキングの総額 31.2兆元（約620兆円）のうち、不良債権率は10-23.9%の間にある。不良債権のうち、商業銀行へ移転する可能性のあるものは22-44%に留まり、商業銀行の不良債権率を1.8-4.3%上昇させる可能性がある。この数値は中国の金融システム全体に対するマイナス影響は限定的であることを示し、大規模な混乱を引き起こす可能性がほとんどないと判断している。ただし、当局はシャドーバンキングのこれ以上の規模拡大を抑制する措置をとるべきとも指摘した（和讯銀行サイト、<http://bank.hexun.com/2015-02-04/173043774.html>、2015年2月4日確認）。上記の観点に筆者も賛成する。そもそも中国のシャドーバンキングは資産の証券化を特徴とする欧米型とは異なり、実体経済への資金供給を主な目的としながら、金融イノベーションを兼ねて、金融仲介ルートの多様化を伴っているものである。もちろん、そのプロセスで金融仲介ルートが長くなったり、不透明性が増したりすることは否定できない。また、前述のように中国のシャドーバンキングには異なる類型があり、それぞれの類型に分けてのきめ細かな評価も必要となる。それは今後の課題にしたいと思う。

Ⅲ シャドーバンキング発生 of 必然性と迫られる金融改革

この節では、民間金融の発生原因からスタートし、公的セクターによるシャドーバンキングが広がる背景と原因を検討した上、シャドーバンキングの膨張はいったいどこが問題なのか？それは中国経済、金融改革にとってどのような問題点と意義があるか、について探ってみたいと思う。

1. シャドーバンキングの背景と拡大要因

中国のシャドーバンキングの拡大要因については、以下の4つの側面か

ら見ることができる。

第1は、金融構造の問題である。1949年の建国後に築き上げた国有一色の金融システムによる資金配分のゆがみが指摘される。銀行は政治的コネのある国有企業にばかり貸し出しをし、他方で私営企業などは新規雇用の大部分を創出しているものの、銀行からの借り入れをあてにすることができず、慢性的な資金不足状態にある。こうした民間の旺盛な資金需要を背景に、伝統的的人ネットワークに基づく高金利のインフォーマル金融（民間金融）の繁栄は正規金融の有益な補足として、中国経済の潤滑油の役割を果たしてきた（范，2013）。つまり、中国では、国有銀行－国有（大）企業、民間金融－私営（中小）企業という二重性の金融構造がある。第1節でも説明したように、本来、中国では、民間金融が行うビジネスモデルや金融活動がシャドバンキングと定義されてきたが、2007年以降に、それが、公的金融の領域でも急速に膨張した。その原因について、以下で検討してみる。

第2は、公的部門の過剰投資体質と民間部門の資金不足の下での景気刺激策と金融引き締め政策の繰り返しである。中国では1978年の改革開放以降、2010年まで年率平均10%を超える勢いで高度成長が続いてきた。このような超高成長をけん引したのは政府主導の不動産投資と設備投資であった。2008年の国際金融危機に対応するための経済刺激策として4兆元の財政支出を加えて、銀行の貸出債権規模が急速に増加したことを背景に、2009年まで貸付資産理財商品が著しく増大した。2009年の金融危機への対応としての4兆元の財政支出（旧4兆元）はこうした生産過剰の体質をより一層加速しただけでなく、中央政策に応じて地方も不動産投資や設備投資を中心に投資行動を行い、その後、（資金の回収が遅れる）プロジェクトのフォローアップ資金の需要も引き起こした。さらに、発生した大量の債権資産が理財商品の資金運用プールともなっていた。過剰投資体質による競争力の低下やインフレが顕在化し、2010年から監督当局は預

金準備率の引き上げや理財商品に対する規制管理などの金融引き締め政策をとることによって、銀行の貸出規模をより厳しく制限するようになった。このことはそもそも資金不足に悩まされていた民間部門にさらなる打撃となった。2012年、国民経済成長の鈍化傾向に目を奪われた政府当局は理財商品に対する監督管理が緩くなり、さらに、経済刺激策として4兆元の金融政策（新4兆元）⁶も打ち出した。これをきっかけに、銀行は旺盛な資金需要に応じてシャドーバンキング業務をより一層拡大した。こうして、一連の政策の繰り返しの中で、銀行などによるシャドーバンキングの規模がどんどん膨張していった。

第3は、低金利、過剰貯蓄の下での投資者の資金運用意欲である。

第4は、金融業へのIT手法の導入とその普遍化傾向である。

2. シャドーバンキングの二重構造とその問題

では、いったいどこに問題があるのか。それは国有一色の金融システムの下では、シャドーバンキングも二重構造となっていることである。前述のように、中国では、国有銀行－国有（大）企業、民間金融－私営（中小）企業という二重性の金融構造がある。この二重性の金融構造によって、民間金融システムは銀行から融資できない旺盛な資金需要を持つ中小私営企業に資金を提供し、ある程度金融市場の需給のゆがみを是正し、金融改革に時間を稼ぐことにつながった。しかし、銀行の行うシャドーバンキングの業務では、委託融資モデルは主に国有企業間の貸借を仲介する。理財商品の運用対象資産の多くが不動産と政府のインフラ建設であり、しかも中

6 2012年に銀行の貸出能力を増やすため、4兆元のベースマネーを増やした。2008年の財政政策としての4兆元を「旧4兆」と呼ぶのに対して、2012年の金融政策としての4兆元は「新4兆」と呼ばれる。また、「旧4兆」は鉄道や不動産などのインフラを中心に投下されたことに対して、「新4兆」は経済構造の調整を目的とするとされる。

中央政府の審査をパスした大口案件が多い。このような公的セクターによるシャドバンキングの急速な展開は本来、私営中小企業を中心に資金を供給する民間金融の積極的役割を削減することになる。なぜならば、銀行によるシャドバンキングの資金の運用構造はそもそも資金不足にある民間金融に流れる資金を奪ってしまった。その結果、民間金融はより一層高い金利で資金を引き寄せ、より高い金利で私営企業に融資することになる⁷。したがって、高コスト体質を抱える企業のデフォルトリスクも高くなる。他方、本来私営企業に貸し出される部分の民間の余剰資金が信用力の高い銀行仲介の委託融資や銀行の理財商品に集まり、結局雇用の弾力性の低い国有企業や不動産業に貸し出すことになる。したがって、銀行中心のシャドバンキングの拡大は隠れた不良債権を生む懸念を増すだけでなく、金融構造のゆがみをより深刻化させることによって、国有経済の投資過剰と雇用の弾力性の高い私営経済の資金不足を促進し、いびつな経済発展の下での景気減速・格差⁸の拡大を加速した。その結果、金融改革が緊急に迫られた。

他方、シャドバンキング業務で蓄積された民間の金融組織の信用審査スキルや銀行の新しい業務に対する運営スキルを民営銀行の設立・運営に活用し、民営銀行システムの導入を加速するというメリットもある。これは金融機関の金融改革に対する方向性を暗示しただけではなく、金融改革に対する銀行などの柔軟な対応力をも養い、改革の礎ともなっている。

3. 迫られる金融改革

上述のように、公的銀行によるシャドバンキングが急速に拡大する結

7 民間金融の資金不足と高金利については、范（2013）の第5章を参照せよ。

8 北京大学の調査「中国民生発展報告2014」は、所得分配の不平等さを示すジニ係数は2012年に0.73だったとした。日本経済新聞朝刊、2014年7月29日、7ページ

果として、金融改革が当面の急務となり、当局は金融政策の調整を余儀なくされた。シャドバンキングによって顕著に表れた2つの重要課題は、金利規制と中小企業向けの資金調達ルート不足である。金利規制について、2004年には貸出金利が自由化され、2012年に預金金利に対する規制緩和が本格的に着手された。また、2015年5月1日に銀行の預金保険制度を正式に発足し、10月、預金金利の上限規制を撤廃した。このことは、段階的に進めてきた中国の金利の自由化にとって質的な変革といえよう。中国の金融改革史の中で、中国の金融体制の根本に触れるものであった。もちろん、金利の自由化は、すべてを市場に任せるまでには曲折もあることに注意されたい⁹。

次に、中小企業向けの資金調達ルート不足の解決について、銀行外の資金ルートであるシャドバンキングは当局の監視を前提に認める方針を示している。当局は2014年に初めて5つの民営銀行に金融業経営許可証を与え、民営銀行や消費者金融会社のテスト地点の拡大を当面の急務として強調した。そもそも2013年に上海自由貿易区における金融改革が始まり、さらに、2015年4月21日、広東自由貿易試験区、天津自由貿易試験区と福建自由貿易区が正式に承認された。今後、これら4大自由貿易区における改革措置の実行に伴い、金融改革を含め、中国の経済社会に大きな変化をもたらすと期待される。また、株式市場における中小企業を中心とする「中小板」や「創業板」の上場基準の緩和や株取引基準の緩和など資本市場の改革も実施している¹⁰。

9 最近、一度上げた金利を当局は高金利が金融システムの安定や景気減速の可能性があると考え、銀行側に窓口指導で引き下げを指示した。日本経済新聞、2015年4月6日、7ページ。

10 『揚州時報』2014年3月24日。原資料：『中国証券報』。

おわりに

すでにわかるように、中国では、民間金融が行うビジネスモデルや金融活動がシャドーバンキングと定義されてきたが、2007年以降に、これらのシャドーバンキングの規模が公的金融の領域でも急速に膨張した。本来、シャドーバンキングとしての民間金融は、銀行から融資できない民営中小企業に融資し、改革開放後の中国の民営経済の発展に極めて積極的な役割を果たしてきた（范，2013）。しかし、2007年以降急拡大してきた公的セクターのシャドーバンキングは、金融イノベーションの推進と、経済のハードランディングを防ぐ効果がありながら、民間金融の積極的役割を削減し、民営経済の発展を妨げ、国有経済の過剰体質の処理を遅らせ、産業の高度化と経済構造改革をより難しくさせたことになったと思われる。このことは同時に金融改革を迫った原因ともなっている。

また、金融の市場改革の効率性を発揮するためには、金融機関における情報収集、信用審査やリスク管理などの金融業務を運営するための基盤づくりや、投資者の金融リテラシー能力と当局の適切な監督管理能力の強化と並行して行わなければならない。言い換えれば、金融改革の目的はシャドーバンキングをなくすことではなく、資金が必要なところへ有効に流れる金融の仕組みを築くことである。金融改革の加速によって、設立された中国の民営銀行の経営状況や金融システム全体の動きが世界経済と引き起こす相互作用については、今後の研究課題にしたい。

（参考文献）

日本語

石倉雅男 [2012] 「証券化と金融危機—『影の銀行システム』における金融不安定性をめぐって—」 原正彦編『グローバル・クライシス』, 青山社 93-112 頁
イブ・ケアリー (2013) 「シャドーバンキングの闇」 Newsweek 日本版 2013.7.2

- 関志雄 [2013] 「中国におけるシャドバンキング 現状と課題」『季刊中国資本市場研究』公益財団法人野村財団 2013年夏号
- 清水顕司 [2013] 「中国—影の銀行と地方債務問題」ジェトロセンサー 2013年10月号
- 関根栄一 [2013] 「中国の金融・資本市場改革—シャドバンキング問題と不良債権問題—」『フィナンシャル・レビュー』第119号、
- 孫智 [2015] 「中国の理財商品の形成と今後の課題—銀行理財商品を中心に—」『千葉商大論叢』第53巻第1号
- 千葉香代子 [2013] 「シャドバンキングの秘密」Newsweek 日本版 2013.9.3
- 范立君 [2013] 『現代中国の中小企業金融—中国型リレーシヨシップ・レンディングの展開の実情と課題』 時潮社
- 福根寛 [2014] 「中国のシャドバンキングをどうとらえるか—さまざまな定義の併存、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』No. 68
- [2015] 「中国の銀行理財についての規制」『成城大学経済研究所研究報告』No. 69
- 李立栄 [2015] 「中国のシャドバンキングと金融システム改革の課題」『信用理論研究』第33号
- [2013] 「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素因』金融財政事情研究会

英語

- International Monetary Fund (2014). “PEOPLE’S REPUBLIC OF CHINA 2014 ARTICLE IV CONSULTATION – STAFF REPORT,” *IMF Country Report*, No. 14/235, July. (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14235.pdf>; 2015年6月13日閲覧)
- Janju Li and Sala Hsu [2013] “Shadow Banking in China: Institutional Risks”, *Political Economy Research Institute*, Working paper Series Number334, University of Massachusetts Amherst.

中国語

- 高海紅、高倍 [2014] 「中国影子銀行と金融改革：以銀証合作为例」『国际经济评论』第2期
- 卢荻 [2015] 「重塑“中国模式”」『政治経済学評論』(*China Review of Political Economy*) Vol. 6, No. 1, pp. 102–115 中国人民大学書報資料中心出版

张明 [2013]「中国影子銀行：界定、成因、风险与对策」『国际经济评论』第3期
中国語「风险专项整治工作实施方案」〔2016、112号〕

〔討論者から報告者への質問とそれへの回答〕

〔福光寛氏のコメントへの回答〕

質問1：范先生の論文の中の「公的金融」という言い方は誤解を生むのではないか。

答：「公的金融」を「正規の金融機関」と置き換えたほうが、誤解を生まないということを知りましたが、中国金融を研究される場合に「公的金融」という言い方にも慣れて頂きたい。

質問2：范先生は107号文によればとして、影の銀行の内容に1) 民間金融、そして公的セクターにおける2) 委託融資、3) 理財商品を挙げておられる。しかしこの取り上げ方は、107号文に沿っていないのではないか。

答：中国のシャドーバンキングの概念について、107号文に沿って、私と福光寛先生のご理解はほぼ同じだと思う。福光先生の論文で挙げられた表「107号文の影子銀行の定義」の3番目（金融免許を持つが、監督が不足している種類）は、私の論文では「委託融資モデル」と「理財商品モデル」を中心に論じたものである。また、ネット金融に関しては、先生のご指摘の通りだと思う。中国政府はネット金融を今後の発展領域の一つとして支援しつつ、監督・規制が不十分なため、大きな問題も抱えている。これも当局の金融監督の課題の一つであり、2016年4月22日に中央銀行と政府の各部門により、『リスク削減向けの規制实施方案』（中国語「风险专项整治工作实施方案」〔2016、112号〕）も公布した。

質問3：銀信合作商品は銀行のB/Sの中になるのかどうか。またこれに絡むが、バランスシートの中に入れるかどうかは、支払保証をするかどうかに関係しているという指摘がある。実際、銀行の理財商品は、急速に非保証型が増えてゆく。バランスシートの外での操作を続けるために、非保証型が増えたのではないかというのが私の解釈である。

答：銀信合作商品はバランスシートの外にある。また、「バランスシートの外での操作を続けるために、（銀信合作商品の）非保証型が増えた」という先生のご解釈も一理があるが、リスクが伴うのは理財商品の本来の姿である。そもそも原則として銀行は理財商品によって発生するリスクを負わないのである。

〔吉田真広氏のコメントへの回答〕

質問 1: シャドーバンキングの高金利は、銀行資金が民間や中小企業に回らないことが唯一の原因なのでしょうか。言い換えると、シャドーバンキングの借入側信用リスクは低いといえるのでしょうか。

答: シャドーバンキングの高金利の原因は、もちろん、銀行資金が民間や中小企業に回らないだけではなく、民間の中小企業内部の要因による取引コストとリスク・プレミアムなどの要因もある。これについては、范（2013）『現代中国の中小企業金融』第2章を参照されたい。

質問 2: 高金利の民間金融が正規金融の有益な補足として重要されていますが、これは必要悪的な意味合いなのでしょうか。

答: 民間金融の高金利は企業のコスト負担になることは言うまでもないが、それよりも、中国では、民間の中小企業は高金利でもお金を調達することが困難であるという現状を考えれば、この高金利は現状を反映した合理性を持っている。

質問 3: 全体には慢性的な過剰流動性で、信託商品や株式市場に資金が回る状況において、シャドーバンキングの役割については、中小企業の資金需要面からだけではなく、経済・需要の減速というマクロ状況を踏まえてを考えるべきではないでしょうか。

答: ご指摘の通りだと思う。ただし、実際、現在の中国経済の減速は体制外の民間領域での生産性投資の減速（实体经济）であり、財政支出に支えられた体制内投資が拡大している。流動性を本当に必要なところへ流れる金融の仕組みの建設が至急必要である。この減速領域の経済主体は中小企業であるため、シャドーバンキングの役割を、中小企業への資金供給という側面から重視することはマクロ経済の状況を踏まえたこととも言えるであろう。

【質疑応答】

〔清水正昭氏の質問への回答〕

〈質問〉

- ①中国のシャドーバンキングの「膨張原因」について、a)「規制逃れ」のなかで「膨張」したということなのか？とすれば、金融の自由化・規制緩和がすめば、シャドーバンキングは「消滅」ということなのか？ b)、a) ではないとするならば、中国のシャドーバンキングが「自立的」に「膨張」していったメカニズムはどのようなものなのか？とりわけ公的セクターのシャドーバンキングが「膨

張」したメカニズムについて教えてください。

- ②中国のシャドーバンキングと預金業務を行う伝統的な銀行システムとの関連はどのようなになっているのか。
- ③「公的セクターのシャドーバンキング」が中国の「金融の二重機能」をかえって激化したとするならば、「迫られる金融改革」の方向性は先生が主張されるように「中小企業向けの資金調達不足の解決」のためには、民間金融のシャドーバンキングを拡充するというのではなくて、「公的セクターのシャドーバンキング」を規制・縮小すべきである、ということになるのではないかと。とりわけ「低成長」経済への移行過程における「金融改革」はどのようにあるべきだと考えているか。

〈答〉

- ①シャドーバンキングの膨張原因については、本文の第3節の関連項目を参照されたい。また、「規制緩和がすすめば、シャドーバンキングは消滅するという事なのか」については、そうではないと思う。中国のシャドーバンキングの定義では「規制逃れ」という内容が中心だが、欧米型の「資産の再証券化」を中心とするシャドーバンキングの形態もある。つまり、規制が変われば、シャドーバンキングの内容も変わることになる。中国では、民間金融部分のシャドーバンキングを一定のルールの下で、正規の民間銀行として容認する政策を進めている。
- ②本来のシャドーバンキングは預金業務を行えない民間金融を指すが、2008年以降、銀行を中心とする公的セクターのシャドーバンキング業務も膨張し始めた。2000年代前半までは民間金融の資金源のほとんどは銀行預金から独立した民間の資金であったが、近年では、その区別が難しくなっているのが現状である。
- ③中国のシャドーバンキングの膨張は、一定の合理性を持って進展してきた。問題は公的セクターのシャドーバンキング業務の膨張が民間金融の本来の積極的役割を減じたことである。経済減速がみられた中国の金融改革の当面の急務はやはり資金を有効に、本当に必要なところへ流れる仕組みを作ることである。それが、中小企業金融の問題であるといっても過言ではない。

〔西尾圭一郎氏の質問への回答〕

〈質問〉

理財商品などによって、民間の資金を国有企業等が引きよせてしまうという問題はシャドーバンキングの問題なのでしょうか？金融自由化が進めば、いずれにせよ生じてしまうことなのではないでしょうか？

〈答〉

銀行のシャドーバンキングの膨張の問題は、民間金融に存在する諸問題以外に、本来民間金融へ流れる資金を引き寄せてしまうことによって、民間金融の本来の積

極的役割を減じたことにある。それは国家信用に支えられる国有セクターがより安全と思われるからである。金融の自由化が進めば、問題がすべて解決するわけではない。金融の自由化自体もより検討しなければならないのである。ただし、民営銀行の設立や金利などが自由化すれば、市場信用もそれなりに認識されつつ、資金が民間へ流れるルートと条件を増大させるので、資金がより有効に使われることにつながる。

〔小林真之氏の質問への回答〕

〈質問〉

中国の経済成長を支えてきたのは、投資（特に不動産投資）と輸出の2要因とされていますが、今回の金融システム改革の報告では前者の金融仲介に焦点があてられていたように思う。もう一つの成長要因である輸出企業と金融システムの関連はどのようなになっているのでしょうか？

〈答〉

中国の輸出企業と国内向けの中小企業との資金調達の様子が異なる。当局による輸出企業向けのさまざまな資金支援政策があるだけでなく、輸出企業は国内向けの中小企業より担保物も多く、海外からの資金調達もできるなど、経営さえしっかりしていれば、国内向けの中小企業ほどの資金調達難が見られない。

社会融資の変化から見る 金融制度改革の課題¹

童 適平
(独協大学)

1. 社会融資の概観

2010年から中国人民銀行は社会融資という統計を発表するようになった。社会融資とは金融システムを通して実体経済へ流入された資金のことである。その具体的な内容²は、

社会融資＝人民元貸出＋外貨貸出＋委託貸出＋信託貸出＋未割引銀行承認手形＋企業債券発行＋非金融企業新規株式発行＋保険会社保険金

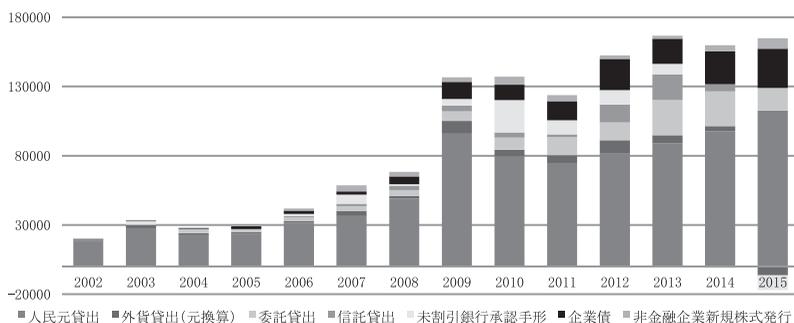
-
- 1 2011年2月17日中国人民銀行調査統計局が「社会融資額の中身とその実践的意義」という文章を発表し、社会融資額についての説明を行った。
<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116221/116241/1046653/index.html>。
 - 2 委託貸出とは、中国では金融機関を介さずに資金の貸借は禁止されているため、機関団体、企業および個人などの委託者が提供した資金を、金融機関が委託者に代わって委託者の指定した貸出先、用途、金額、期限、金利に基づき貸出を実行し、資金の使用を監督し、資金の回収に協力する行為である。信託貸出とは信託投資会社は、国が定めた範囲内において、信託投資計画によって募らせた資金を運用して、信託投資計画が規定した運用先とプロジェクトに貸出を実行した行為である（日本の金銭信託に相当）。未割引銀行承認手形とは企業が発行した銀行承認手形の中、未割引の部分を目指す。統計上では全部銀行承認手形から銀行ですでに割り引いた部分を引いた後の額である。

支払い+投資型不動産への投資+その他（小額貸出会社貸出、貸出会社貸出、産業基金投資など）

なぜ、社会融資という統計が必要になったのか、中国人民銀行の説明によれば、これまで金融政策の中間目標として使われてきた新規銀行貸出と最終目標である物価の安定（CPI）、経済の成長（GDP）などとの相関性が1990年代以降、持続的に低下した。その原因は金融の多様化と直接金融市場の発達によるものである。ところで、社会融資には国債（地方債）の新規発行が含まれないことによる全面性の欠如、データ取得の難易度、最終目標との因果関係など必ずしも金融政策の中間目標としてM2より優れていないという議論も多発している。本文は、その議論をともかくとして、社会融資変化の内訳の変化に着目し、その変化の背景だけを分析することにした。

図1は、社会融資の公表を始めた2002年から直近の2015年までの推移が示されている。図1に示されたように、2002年と比べ社会融資の規模が特に2009年を境に大きく伸びたことが分かる。2002年その金額は20,112億元であったのに対して、2013年にその規模は最も大きかった。173,168

図1 社会融資の推移（2002～2015）億元

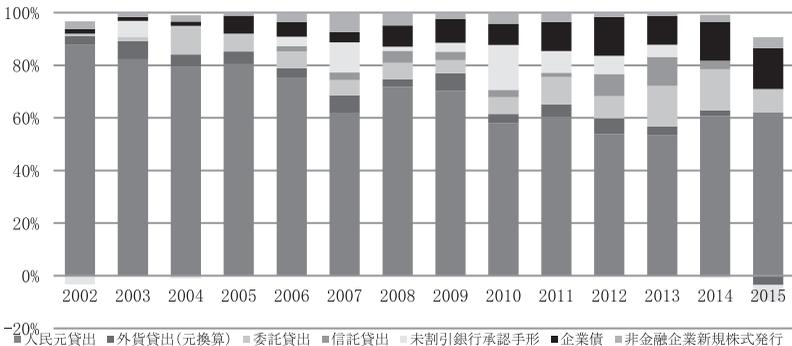


出所：中国人民銀行ウェブサイト。

億元に達し、2002年の8.6倍である。2015年には、その規模がすこし低下し、152,936億元である。絶対金額の変化だけでなく、GDPにおける社会融資の比率も大きく変化した。2002年にその比率は16.6%であったが、2009年に40.2%まで急上昇した。その原因は銀行新規貸出の急増である。金融危機に対処するため、中国政府は4兆元の投資計画を発表し、銀行新規貸出も前年の49,041億元からほぼ倍増して95,942億元に急増した。その後は低下し、2013年には約29.4%までとなり、直近の2015年には22.6%まで低下した。人民元貸出額は5.1倍増加したが、社会融資に占める比率は約92%から74%へ下がった。

一方、規模だけでなく、その中身も大きく変化した。2002年、人民元貸出比率は91.9%に達し、外貨建ての貸出を含めると、貸出は社会融資の95.5%に達した。2015年にはそれぞれ73.7%、69.5%へ下落した。最も低いのは2013年で、51.3%と54.7%であった。貸出比率の低下は他の融資方式比率の上昇を意味する。図2のように、2002年から2015年までの間、非金融企業株式新規発行による融資比率は3.1%から5.0%まで上昇し、他と比べ、その変化の度合いはさほどではないが、その金額の拡

図2 社会融資構成の変化（2002～2015）億元



出所：同図1。

大は11倍以上（628億元から7,604億元まで）となり、株式発行市場の成長から決して遅いものと言えない。

株式新規発行と比べ、企業債発行のテンポはすさまじい。同期間中、企業債の発行額は367億元から28,249億元まで急増し、76倍の増となった。これにより、社会融資における企業債発行の比率は1.8%から18.5%まで上昇した。ここから実体経済の資金調達方式は（銀行中心とする）間接金融から直接金融へ変わりつつあると言えるのではないかと。

しかし、直接金融へのシフトよりも注目すべき変化は上記以外の項目（委託貸出、信託貸出と未割引銀行承認手形）である。委託貸出とは、資金の貸借はかならず銀行もしくは銀行以外の金融機関を通じて行わなければならないという法規制により、銀行は、委託人つまり資金の出し手から指示を受けて、資金の出し手が指定した借り手あるいは投資プロジェクト、用途と範囲及び条件（金額、期限、金利）に基づき、資金の貸出、資金使用の監督と資金の回収を行う行為である。この委託貸出は前から存在したが、2002年現在、その金額はわずか175億元であったが、2015年に15,911億元に急増し、2002年の90.9倍になった。最高の2013年は25,466億元に達し、2002年の145.5倍であった。

続いて、信託貸出である。信託貸出とは委託貸出に似ているが、銀行に代わり、信託会社が用途と範囲及び条件（金額、期限、金利）を決め、出資者を募り、集めた資金を約束した用途に運用し、満期となれば資金を回収して出資者に返す行為である。社会融資額のデータを見れば、2005年以前信託貸出はゼロであったことが分かる。2006年には825億元になったが、急増したのは2012年である。2011年の2,034億元から一気に6倍の12,847億元まで増加した。2015年に434億元に急落した。ピークは2013年で18,404億元である。

最後に、未割引銀行承認手形を見てみよう。社会融資の中、一番起伏しているのは未割引銀行承認手形である。期間中、4年間はマイナスである。

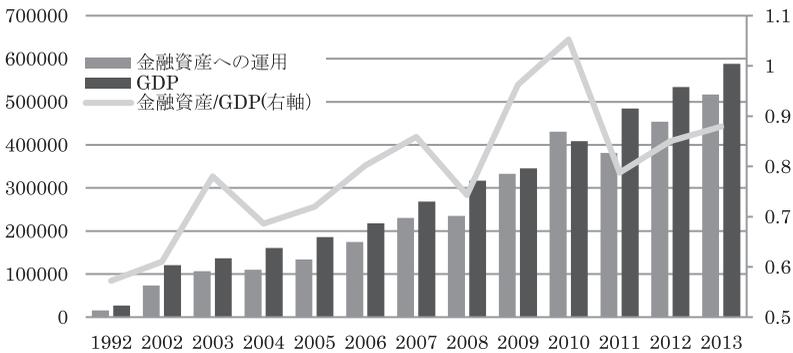
2015年は-10,569億元である。金額が一番大きいのは2010年で、その金額は23,346億元に達した。

2. 社会融資変化の原因

(1) 所得の増加と金融資産の累積

図3は1992年及び2002年以降、所得の増加と金融資産への運用を示した。経済の成長に伴い、所得としてのGDPが増加し、金融資産への運用増加をもたらすことが図に示されている。と同時に、起伏が見られるが、趨勢的に、GDPの増加と比べ、金融資産への運用増加が速いことが図でもわかる。1992年、GDPを1とすると、金融資産への運用は0.57、2002年、0.61であったが、直近の2013年は0.88である。最も高かったのは2010年、1.05であった。いわゆる“金融深化”は中国でも観測される。

図3 所得と金融資産の推移注億元

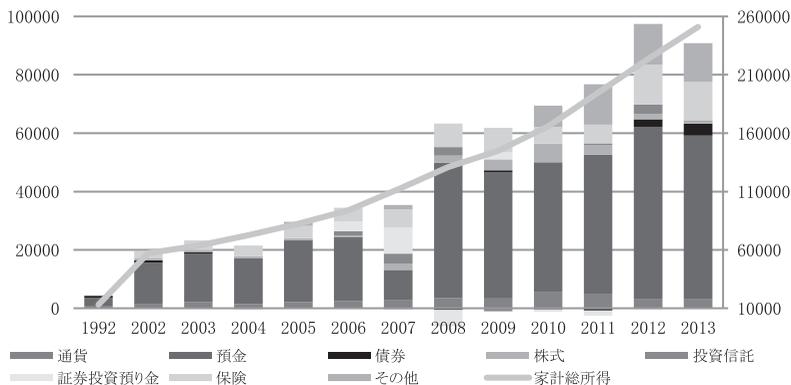


出所：中国人民銀行『中国人民銀行年報』暦年版。

注：所得はGDP、金融資産への運用は中国人民銀行「資金循環表」金融取引の金融資産を表す。

続けて、金融資産への運用の中身を見てみたい。世界各国ほとんど例外なく、家計部門はネットの金融資産運用部門であるので、金融資産中身の

図4 家計部門の所得と金融資産への運用億円



出所：金融資産への運用は中国人民銀行『中国人民銀行年報』暦年版、家計部門総所得は許憲春主編『中国所得分配統計問題研究』北京大学出版社2015、164頁。

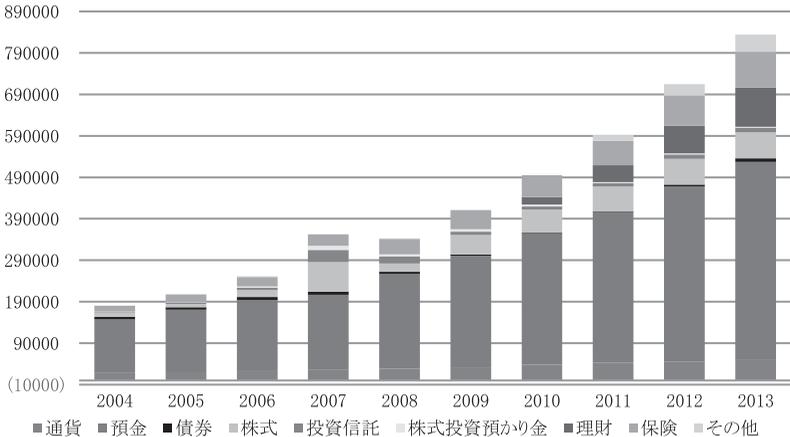
変化を見るのに家計部門を選んだ。図4は家計部門の総所得と金融資産への運用を示したものである。図3と同じように、家計の所得の増加に伴い金融資産への運用も増加した。1992年、家計部門総所得は13,071億元、2002年は57,383億元、2013年は251,042億元である。これに対して、金融資産への運用も1992年、4,448.9億元、2002年19,720.9億元、2013年は90,763億元に増加してきた。

そして、1992年に家計部門金融資産への運用のうち、通貨は857.1億元、預金は2,693.9億元で、総額に占める割合はそれぞれ19.3%、60.6%であった。2002年に、通貨は1,319.06億元、預金は14,251.7億元とそれぞれ6.7%、72.3%へ変化した。他に債券は879.13億元、株式は635.67億元で、それぞれ4.5%、3.2%であった。その後も、2002年に統計の分類は細かくされ、証券投資預金は預金から分離され、単独の項目として発表されるようになり、2006年以降、金融緩和として、投資信託という新しい金融資産運用方法が認められた。ここで目を引くのは、2006年である。その年、前の年(2005年)、上場企業の法人株と国有株などの非流通

株の流通化改革案が認められ、株式市場空前のブームを迎え、証券投資預り金は一気に前年の 100.7 億元から 3,416 億元に増えた。投資信託も 1,519 億元に達した。翌年、同証券投資預り金は 8,986 億元に、投資信託も 3,438 億元に増加した。株式は 655.5 億元から、672 億元、2,148 億元に急増した。2008 年、株価の暴落に伴い、同証券投資預り金はマイナスに転じ（つまり、証券投資預り金から資金が流出することになる）、その金額は 5,340 億元に上った。投資信託は前年より少ない 2,936 億元にとどまった。2009 年、証券投資預り金はプラスに転じたが、2010 年から 2013 年まで、再びマイナスが続いた。投資信託も 2009 年と 2010 年はマイナスに転じたが、2013 年にまた 3,097 億元に急増し、2013 年現在 369 億元に低下した。一方、債券は個人向け国債の発行増加があって、2012 年と 2013 年はそれぞれ 2,629 億元と 4,117 億元となった。

このように、金融資産の多様化が進んだ。うねりが見られるが、全体か

図5 家計金融資産残高の推移億元



出所：2010 年までは中国人民銀行『金融安定報告書 2012 年』。それ以降は公表されていないため、中国人民銀行「資金循環表」金融取引のデータと暦年版『金融安定報告書』により筆者が計算。

ら見れば、通貨と預金の割合が低下し、これ以外の金融資産への運用割合が向上した。

当然の結果だが、家計の金融資産残高から見ても多様化したことが確認できる。家計の金融資産のフローと比べ、2010年中国人民銀行の『金融安定報告書』が発表した家計金融資産残高の中、理財という項目が加わった。その残高が18,063億元で、全部金融資産の3.6%を占めた。その後も高まりつつ、筆者の計算で2013年には12.9%に達した。これはシャドーバンキング問題につながった。

(2) 金融市場の発展

社会融資の銀行貸出から債券や株式発行への変化は当然ながら債券市場や株式市場の発展を抜きには不可能である。表1は証券市場（証券取引所市場）からの資金調達額を示す³。表が株式発行と債券（社債）発行の両方の変化を示した。2006年に株式市場による資金の調達は大きく躍進した。2005年に非流通法人株や国有株の流通化改革が決着し、株式市場の空前のブームを招いたからである。社会融資の中、株式発行融資の割合を大きく上げたと同時に家計の株式市場参加をももたらした。そして、2007年に証券取引所市場による社債の発行が始まった。これまで、債券の発行はほとんど銀行間市場で行われていた。しかも、債券の発行は国債、政策性金融債、国有大企業を中心とする政府保証債に限定されていた。2006年に公司債（社債）の発行は認められ、その後、発行規制を徐々に緩和し、

3 中国で債券市場は銀行間市場、証券取引所市場と店頭市場に分かれる。銀行間市場と店頭市場は主に国債、政策性金融債と政府保証債（国有大企業が発行する社債を含む）の取引しか行わない。一般企業資金調達手段としての社債（中国では公司債と呼ばれる）の取引は証券取引所市場で行われる。社会融資の定義は実体経済が金融市場から調達した資金であるため、本文は証券取引所市場だけを対象にした。

表1 証券市場資金調達額 億元

| | 株式市場# | 債券市場* |
|------|---------|---------|
| 2002 | 720.05 | |
| 2003 | 665.51 | |
| 2004 | 650.53 | |
| 2005 | 339.03 | |
| 2006 | 2374.49 | |
| 2007 | 7814.74 | 407.28 |
| 2008 | 3312.39 | 998.05 |
| 2009 | 4834.33 | 811.51 |
| 2010 | 9799.80 | 1320.30 |
| 2011 | 7154.43 | 1729.70 |
| 2012 | 4542.40 | 2770.88 |
| 2013 | 4283.69 | 3879.69 |

出所：中国证券监督管理委员会『中国证券先物統計年鑑 2014 年』、#は16頁。

*は15頁、証券取引所市場だけ、転換社債、ワラント債、社債、中小企業私募債を含む。

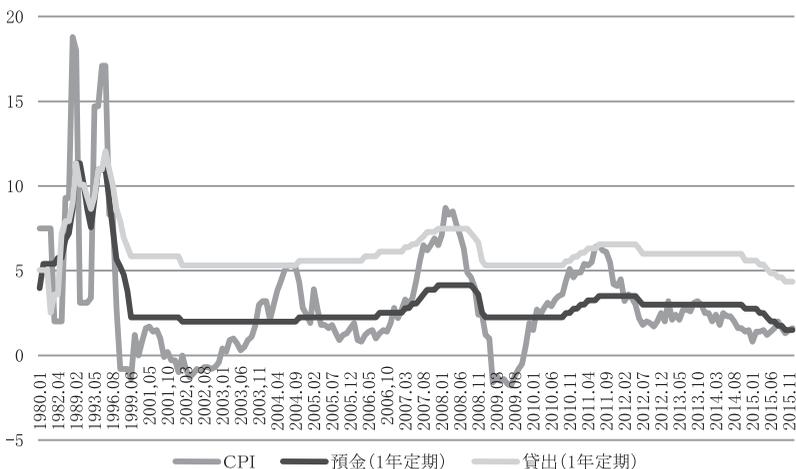
2010年に私募債を認めた。表1のように、社債発行による資金調達額も年々増加した。

(3) 金融規制と規制緩和

所得の増加と金融資産の累積を必要条件とすれば、社会融資多様化の充分条件は金融規制と規制緩和である。金融規制にまず挙げられるのが金利規制である。2015年10月に預金金利規制が廃止され、金利の自由化が実現されたが、これまで、中国人民銀行が預金取扱金融機関に対して預金と貸出の基準金利を発表し、時期によっては、基準金利の上下の変動幅を規制していた。金利自由化の進行に伴い、貸出金利に対して基準金利の変動幅下限、預金金利に対して変動幅上限を規制し、徐々に緩和してきた。

図6は1年定期貸出と預金基準金利及び前年比CPIの推移を示した。図から分かったことは2点である。預金金利は時々CPIを下回り、つまり実質金利がマイナスになることが時々あること、1999年以降、貸出と預金基準金利の間に常に約3%の利ザヤが存在すること、である。預金の実

図6 基準金利とCPIの推移%



出所：中国人民銀行ウェブサイトと国家統計局ウェブサイト。

質金利がマイナスであれば、銀行預金をやめて、他の有利な運用先を探す、つまり、ディスインターメディアーションのインセンティブが存在するのは当然のことである。その結果、預金資金は銀行預金から株式市場、そして、基準金利規制を受けない投資信託、更に不動産市場への流出である。このディスインターメディアーションによる“銀行離れ”に対抗するために、銀行は理財商品を作り出し、預金者の熱気を博した。

一方、資金調達者から見て、問題が二つある。一つは貸出基準金利（＝預金金利＋3%の利ザヤ）という資金調達コスト、つまり、貸出金利の下限規制を回避して、より安い資金を調達したいインセンティブが常に働く。今一つは、金利規制の下、限られた銀行貸出資金が限られた借り手にしか届かないため、銀行貸出の願望が叶えられない多くの借り手は、他の手段により資金を確保することは、特に中小企業にとっては死活の問題である。銀行貸出以外の株式市場や債券市場からの資金調達は願ってもない助けであり、委託貸出など金利規制回避の手段もやむを得ない選択である。2007

年に社債発行のハードルが大きく引き下げられ、社債市場は株式市場と一緒にブームを迎えた。2015年現在、社会融資において、企業債の発行（銀行間市場と証券取引所市場を合わせて）28,249億元、株式の発行は7,604億元（非金融企業のみ）となっている。

金利規制と預貸の利ザヤの確保は漸進的改革に不可欠の条件である。競争力を失った企業を温存するために金融の支援が必要である一方、金融システムへのダメージを抑えなければならないからである。しかし、価格メカニズムを導入した以上、このような制度設計を崩す力が常に働く。この制度設計を延命させるために、次から次へと新しい規制がもたらされた。自己資本金比率規制（自己資本比率は8%以上、コア資本比率は4%以上）、預貸比率規制（預金総額に対して貸出総額はその75%以下に抑える規制）と法定預金準備率規制はそれである。これらの規制は銀行経営の安定化、金融システム全体の安全を図ったものの、これらの規制を受けた銀行経営にとってはおもしろくなる。時折、先進国の銀行経営はオンバランスからオフバランスへシフトし、金利自由化後、預貸の利ザヤが縮小することに備えて、利ザヤより手数料で稼ぐ経営体制に変わらなければならないとの風潮に煽られ、委託貸出や信託貸出は銀行経営の目玉商品としてはやり出した。オンバランスの貸出をオフバランスの委託貸出に変われば、資産がスリム化し、預貸比率が低下し、自己資本比率も向上する。預金も使わないので、預金準備金を費やさない。特に中国の法定預金準備金率が諸外国と比べ異様に高いため、メリットが大きい。そして、信託投資会社と協力して、信託投資計画を販売して、預貸の利ザヤの代わりに信託投資計画販売手数料を取ることができる。まさに預貸の利ザヤ依存の経営体制からの脱却である。

こうして、委託貸出や信託貸出は一石三鳥、法定預金準備率規制、自己資本金比率規制と預貸比率規制を同時に回避することができるので、金融界の時代の寵児として、大きく膨張した。最も熱中した2013年に人民元

貸出 88,916 億元に対して、委託貸出と信託貸出の合計はその約半分の 43,870 億元に達した。一石三鳥だけではない。2013 年、地方政府債務問題がクローズアップし、地方政府融資プラットフォームや不動産企業に対する銀行融資が規制対象となった。この規制を逃れる有効な手段としても、オフバランスの委託貸出や信託貸出などが使われた。

2014 年に銀行業監督管理委員会は預貸比率規制の算出方法を修正し、規制を緩和した。2015 年 6 月にとうとう法改正の準備をし、預貸比率規制を廃止した。これは 2015 年に委託貸出は 15,911 億元、信託貸出は 434 億元まで減少した一因であろう。

3. 金融制度改革の課題

2013 年 7 月銀行貸出金利変動幅規制の廃止に続いて、2015 年 10 月に銀行預金金利の変動幅規制も廃止された。理論上、中国は金利自由化を実現した。金利自由化だからといって、資金の価格としての金利は金融資源の配分に有効に働いたかは必ずしもそうではない。銀行預金金利への影響、例えば、預金金利の上限規制撤廃で預金金利が上がったのか、これを確認するのに、まだ時間が必要であるが、貸出金利の自由化だけで融資問題は解決されないことがすでに分かっている。2014 年を通して、金融を緩和して短期金利を引き下げても長期金利があまり反応されずに高止まりする。金利の資金価格としてのメカニズムは健全に働かないのである。言い方を変えれば、金利に対する資金需要の弾力性は敏感に反応しないことである。つまり、金融市場における価格メカニズムの確立は第一の課題である。

資金需要の金利弾力性が欠乏するその根本原因は地方政府（地方政府融資プラットフォーム）や国有企業、あるいはこれまで価格が上昇し続けてきて、これからも上昇し続けと思われる不動産事業の存在である。銀行貸し出しや理財商品の発行など、あの手この手を尽くして、金利が高くても、

資金を調達して、延命するゾンビ企業の増加や過剰生産能力の拡大、そして、金融市場から、特に民間中小企業を締め出す“クラウディングアウト効果”の発生がその結果である。このように考えると、金利自由化の効果を期待する前にまず市場参加者の合理的な投資行動の形成、国有企業の改革と地方政府の財政改革が必要であると言わざるを得ない。

もう一つの課題は、金融市場と実体経済の結びつきである。つまり、資金余剰部門の資金が金融市場を通して実体経済に流れていくのかという問題である。現状では、委託貸出の資金源の多くは企業からである。企業の一時余裕資金を銀行を介して運用することはあまり非難すべきではないが、上場企業は債券市場や株式市場から調達した資金を委託貸出に運用することは証券取引所の調査と上場企業のディスクロージャで分かった。上場企業はディスクロージャを義務付けられているので、分かったが、ディスクロージャの義務がない非上場企業はもっとたくさん存在すると推測される。金融市場で調達して金融市場で運用することはまさに“マネーゲーム”である。また企業融資コストが高い原因になる。

ところで、投資と輸出を中心とする需要拡大依存の成長はもう限界に来ている中国では、過剰生産能力を削減すると同時に、供給側構造改革を行い、製造大国から製造強国へマクロ経済の課題として掲げられた。このマクロ経済課題の完成に金融資源を誘導するのは金融制度の課題である。この意味では、実体経済への資金供給だけでなく、企業育成も金融制度の役割と言える。従来のように、国有大企業ではなく、強い企業、特に創造性のある、これから成長していく見込みのある企業を育成しなければならない。この方向に、金融資源を誘導すべきである。当然ながら、金融資源は企業育成の諸要素の一つに過ぎないが、重要な役割を果たすべきである。これについては、国有大商業銀行を中心とする現在の金融システムはその対応に難しい。現実にも、短期金融市場において国有大商業銀行はいつも資金の出し手として存在する。これは日本やアメリカと逆である。資金コ

ストの高い大銀行はむしろ取り手として存在するのは合理的である。一方、都市商業銀行、農村信用社など小さい金融機関は、本来中小企業へ融資すべき資金を、大銀行の理財商品に運用するケースも多く見られている。このような局面を打開するために、強い企業を育てると同時に中小金融機関の育成も不可欠である。小額貸出会社や証券市場の中小企業ボードや創業ボードだけでなく、政策性金融機関も必要ではないか。

討論者から報告者へのコメント

1、福光 寛氏（成城大学）

- ①人民元貸出の中、資金の源泉に理財商品はどのくらいあるのか
- ②社会融資には国債（地方債）の新規発行が含まれないことによる全面性の欠如についての説明
- ③未割引銀行承認手形の中味などについて
- ④企業債の数字が大きい原因はなにか

<回答>

- ①ほとんどないのではないかと思います。理財商品を源泉に貸出に運用すれば、採算的には合わないからです。理財商品は信託貸出などの資金の源泉となると思います。
- ②社会融資は金融システムから実体経済への資金流入と定義されるため、実体経済とされていない政府が発行した債券は統計の対象にならないです。しかし、社会融資において、政府は重要なウェートを占めているのに、統計対象とされないことは、社会融資が社会全体の資金の流れを示す指標としては全面性が欠如するのではないかとこの意見です。
- ③中国では、金融市場で流通する手形はすべて銀行の承認が必要です。“未割引銀行引受手形”と訳せばよいかと迷っていました。普通に考えれば、“未割引”で

あれば、“貸出”にならないので、“社会融資”として統計すべきではないですが、“銀行承認”であるので、最終的に銀行はそのリスクを負わなければならないため、社会融資の統計対象となったのです。借り手の企業に手形を発行させ、銀行は手数料を稼ぐだけでなく、オンバランスシートから貸出をとばし、預貸比率規制や資本金規制などから逃れるため、“銀行承認手形”は、金融イノベーションの手法としてはやり、銀行リスクは増大し、当局はこれをモニターしなければならない背景があります。

- ④企業債の新規発行規模は株式を大きく上回ります。その原因は二つあります。一つは銀行貸出のリスク分散に政府が推し進めた企業債務の多様化です。今一つは、債券市場は銀行間市場と証券取引所市場に二分化され、銀行間市場と比べ、証券取引所市場は萎縮する傾向にあります。一方、株価が乱高下する中、証券取引所は、株式市場と同時に債券市場の発展にも力を入れ、証券取引所市場の安定成長に意気込んでいます。特に 2005 年から企業債発行の規制緩和を機に、従来の国有企業が発行する企業債（狭義の企業債）だけでなく、上場企業の発行する社債（広義の企業債）と中小企業の発行する集合債（広義の企業債）も含め、企業債市場が急速に伸びてきました。

2、吉田真広氏（駒澤大学）

- ①名目 GDP が実質を下回る、つまり中国経済もデフレ状態に陥り、人民元や株価が下落しているときに、借り手の返済にはどのような影響があるのでしょうか。
- ②バランスシートのスリム化（オフバランス化）は日本でもよく見られる手法ですが、資本過剰の状態で、金融システムの改革だけで済むのでしょうか、金融改革を行えば、うまく行くかどうかの問題ですが、中国経済はそのような構造ではないと思います。
- ③家計への融資が増えていますが、家計の GDP に占める比率が縮小している構造の中で、資金循環の円滑性は大丈夫でしょうか。
- ④政府債務の取り扱いに関して、範先生は軽めに見ているように、童先生は比較的

に大きな問題として捉えたように拝聴いたしましたが、その点について追加説明があれば、お願いいたします。

<回答>

- ①当然あると思います。ですから、中国政府は極力経済の成長率にこだわります。
- ②まったくその通りです。金融システム改革だけでは済まないと思います。政府の経済への関わり方の改革も必要だし、国有企業の改革も必要です。しかし、非常に難しい問題で、ほぼ不可能に近いです。
- ③支出 GDP の中、家計の占める比率は非常に低いが、現在は安定しています。一方、家計の年間金融資産への運用額と所有する金融資産の残高はいまだに大きくて高いので、先生が心配される家計部門への銀行融資の急増はさしあたり、大きな問題にならないと思います。
- ④難しい質問ですが、政府の負債と債務残高が急速に増加しているのは事実です。そして、隠されている政府債務もあるかと思えば、ますます不安です。しかし、見方を変えれば、暫くは大丈夫だと思えることもできます。というのは、中国経済は5~6%の成長が続き、物価上昇率はある程度（直近の4月は2.5%）維持すれば、時間が経つとともに、資産の価値が目減り、負債の負担も低減していくのがその理由です。しかし、少子高齢化も進み、無責任な地方政府の借金行為に歯止めをかけなければ、大変の事態になりかねないから、軽視してはならないです。

[一般討論での報告者への質問と回答]

○建部正義氏（中央大学名誉教授）

独占研究会と人民大学との共催にかかるシンポジウムに参加するため、7月に北京出張を予定しています。中国側研究者は、高度成長から低成長への移行にあたり、日本経済の経験から多くを学びたいとの由です。

中国の金融システム改革について、童先生は日本の金利・業務・資本取引・為替管理の自由化からどのような側面を学ぶことができるとお考えですか。あるいは、反面教師とすべき点はどのような側面でしょうか。

<回答>

難しい質問ですね、参考になるところはたくさんあるかと思います。

金利の自由化は、日本では国債流通の自由化と国債流通市場の発達がかっかけだが、中国も同じように、金融理財商品などによる“ディスインターメディアーション”は金利自由化の大きな推進力です。自由化のプロセスの中で、日本の経験を参考にしたと思います。振り返ってみると、自由化のプロセスをもう少し短縮した方がよいのではないかと思います。そして、金融理財商品の存在にもそれなりの理由があります。家計の金融資産の蓄積に伴い、金融商品の自由化は必要ですし、少子高齢化が進行する中、貯蓄の手段として金融商品の多様化がますます重要になります。1980年代から90年代にかけて、日本にも多くの自由金利商品が導入されました。

もう一つ金融改革の課題は資本自由化と為替相場管理自由化です。資本の蓄積に伴い、資本の自由化を求める力がますます大きくなります。海に囲まれた日本と違い、中国は“海外”と陸が続いているため、資本の管理が物理的に難しいです。また資本自由化と関連して為替相場管理の自由化も絡んできました。爆買の背後には人民元高が存在したからです。為替相場の管理を緩和すれば、資本自由化の力を和らげることが可能です。日本ともう一つの違いはインターネットの発達と貨幣の電子化です。中国の資本自由化は短縮するでしょう。この意味では、日本の経験はあまり参考にならないです。

○川波洋一氏（下関市立大学長）

- ①社会融資について、人民元貸出+外貨貸出+委託貸出+等々と、資金源あるいは貸出の形態から説明されたが、融資先又は目的の分類から見るとどのような様な特徴があると言えるでしょうか。
- ②社会融資の中で、2013年以降、委託貸出と信託貸出は減、人民元貸出は増と対照的な変化を示していますが、この減と増の間には内的な関連があるのでしょうか？（資料10頁の下段の図）

③家計部門の金融資産への運用のうち、「その他の中味についてお分かりであればご教示ください。(資料8頁の最上段の図)

<回答>

- ①融資先又は目的の分類は、社会融資統計には明らかにされていません。現在、融資先又は融資目的の分類として唯一使える資料は2009年から中国人民銀行が発表した“金融機関貸出先報告書”です。しかし、報告書の形式は、データ表式ではなく、記述方式である上に、表現も大ざっぱで、年によっては、違うデータを使用したりして、統一性が欠けるため、緻密な研究資料としては使えません。だが、不動産への融資、企業規模別への融資規模のいくつかのデータを拾うことができ、不動産への融資、特に家計部門への住宅ローンが、近年急増し、大企業への融資は依然として大きなウェートを占めるが、小企業への融資は増加する特徴が見られます。
- ②委託貸出、信託貸出と人民元貸出は代替関係にあります。つまり内的なつながりが存在します。資金源が同じであるからです。
- ③「その他」は人民元貸出など以外の項目だと定義され、未支払金や売掛金などですが、私の推測では非合法的な地下金融も多く存在するかと思います。例えば、急増したのは2010年以降です。ちょうど人民元貸出は前年比約倍増の2009年からブレーキをかけられ、一転して前年比1.6兆元の減少となり、多くの企業が資金の工面に奔走し、地下金融を利用したと照合できます。この地金融の資金源は家計部門です。

○堀内健一氏（駒澤大学）

預金準備率や預貸比率規制などきくところ、かなり厳格な水準のようです。

日本の高度成長期にはいわゆる都市銀行のオーバーローンが問題になりつづけ、その構造が定着するなか、日銀貸出が膨張することで、資金不足を突破していきました。中国では、中央銀行信用の位置づけ（成長政策の関連）はどのようになっているのでしょうか。

ご報告の本筋からそれたところの質問ですみません。

<回答>

(中国では) オーバーローンという問題が1998年までは存在していました。しかし、1999年以降、中国人民銀行は金融政策手段の改革を行い、農業や貧困地域への支援など特定の分野を除いて、今まで実行していた人民銀行貸出を取りやめ、オーバーローン問題も解消しました。2013年6月20日上海市場の短期金利が急騰した後、中国人民銀行は再び短期融資を行うようになりました。ついでに、オーバーローンが存在したにもかかわらず、短期金融市場において大手国有企業はいつも資金の出し手です。この点は日本と正反対です。

○西尾圭一郎氏(愛知教育大学)

現在の中国の金融自由化、金融システム改革は日米の金融自由化過程とどのような点が共通し、どのような差異があるでしょうか。また、金融・経済環境が異なる中の自由化でどのような変化をもたらすでしょうか。

<回答>

根本的に違うと思います。(先進国は) 資金が豊富だが、有利な投資先が限られ、企業はお金を借りないという特徴を持って、経済が成熟しました。一方、中国は、企業の金利弾力性が非常に低い、不動産や車などに対して、まだ夢を一杯持っているため、資金への需要は、非常に旺盛です。中国の金融自由化の目標は、抑制した金融を緩和して、自由化し、金融商品の開発に力を入れ、家計部門の貯蓄を投資に転換することです。そして、これと金融のリスクとリターンを如何に両立するかが金融改革の目標です。これとは違って、日米は国内市場より海外市場を開拓していくかと思います。

○小林真之氏(北海学園大学名誉教授)

中国の経済成長を支えてきたのは投資(特に不動産投資)と輸出の2要因とされていますが、今回の金融システム改革の報告では前者の金融仲介に焦点があてられ

ていたように思います。

もう一つの成長要因である輸出企業と金融システムの関連はどのようになっているのでしょうか？

ご教示いただければ幸いです。

<回答>

中国の輸出は外資導入と関連して進めてきたので、輸出の中心的な役割を果たしたのは海外の資本から出資された外資企業です。最近は下がっていますが、一時輸出における外資企業の比率は60%以上を占めていました。そして、輸出の主たる形式は加工貿易です。特に民間中小企業はほとんどこの形式です。このような輸出の特徴から、金融システムとの関連はそんなに重要ではないと思います。

○西尾圭一郎（愛知教育大学）

先ほどの質問の補足ですが、私自身がイメージしていた80年代頃の金融自由化は規制があって、新しい金融商品が出てきて、自由化が進んでいくという中で金融自由化で、いまのように欧米のシャドーバankingの自由化ではなくて、金利規制回避を主とするいわゆるオーソドックスな金融自由化というような感じがします。かと言って、技術等々が異なるので、どんな影響があるのかの質問です。補足があれば。

<回答>

先ほどの西尾先生の質問の趣旨を勘違いしてしまいました。済みませんでした。そして、現在の欧米での金融自由化の影響については、難しいですね。中国ではミクロのレベルでは市場メカニズムがかなり浸透しているが、マクロの面ではまだまだ市場経済と違います。答えにならないですが、以上です。

○柴垣恒夫氏（東京大学名誉教授）

今日のテーマの一つは中国金融システムの改革ですが、改革の焦点はなんなのかという点で。日本の場合、80年代に経験した金融改革は金融自由化です。つまり

資金がいかに必要なところへ流れていくのかです。しかし、中国の場合は、一方では、市場の需要に応じた金融の自由化で、まだ道半ばであると。一方では、資金が必要なところへ流れていないと、むしろゾンビ企業とかあるいは円へ流れている、これは、金融自由化の一つの結果だと思います。逆に、必要なところに資金が流れないということを改革するところに焦点を当てると、報告の中にもあったように、日本に存在していた中小企業金融公庫という政策金融機関をむしろ強化して、自由化に反する側面での改革が必要であるという話の流れを感じました。それは金融自由化と一緒に改革はできないのではないかと思います。

<回答>

金融自由化と資金が必要なところへ流れていないことは現在中国の課題です。資金が一番必要なところは民間企業です。規制緩和がかなり進んできました。例えば金利の自由化です。資金が必要なところに流れていないのは金利規制の弊害だと思います。現在の中国、金融制度改革より金融制度の再構築という言い方の方がふさわしいかと思います。現状では、合理化がかなり進んでいます。例えば、シャドールバンキングなどは、今の制度の下での合理的な行動です。問題は、違う方向での合理化になってしまいました。ここ数十年間、国有企業は大きく発展してきました。その理由は、金融市場において中小企業は不利な立場に立たされているからです。中国経済の成長段階から考えれば、この中小企業金融問題に対して、規制強化（政策金融）が必要です。ですから、金融は自由化と規制強化の両方をやらなければならないと思います。どこを自由化、どこを規制強化するかは、政治家でない私は分かりません。

○司会者

中国の金融改革は国有企業と国有銀行と中国政府のトライアングルに改革のメスを入れようところまで話は進んでいるのでしょうか。二重構造のままで、つまり、国有企業と国有銀行との結合というものを温存しながら、中小企業部分の自由化を進めるか。東北地方の重工業のダイナミックなリストラを進め、改革をしようと思っ

ているかどうかの質問をしたいです。関連して、中国の金融システムの将来の在り方、これから、間接金融中心でいくのか、国有銀行は、証券の発行の段階で、かわっているので、銀行と証券との関係について将来どんな金融システムの在り方について考えているでしょうか。

<回答>

大きな課題が与えられました。相当難しいです。そこまでたぶん考えていないかと思いますが、改革しなければならないことは分かっているでしょう。国有企業に対して、国民の評価は非常に厳しいです。国有企業を改革し、過剰生産能力を解消することについては、政府は真面目に考え、対処していますが、大規模なリストラとそれに起因する社会不安も足かせとなり、大きなジレンマです。

金融システムの将来の在り方については、金融の役割はあくまでも家計の小さいお金を集めて産業資金へ変えていくことにあるので、間接金融の方がよいのかと思います。しかし、間接金融には、元本を保証し、リスクが銀行に集中する特徴があるため、間接金融は半分で、残りの半分は直接金融の方がよいのではないかと思います。

中国バブル経済崩壊後の 人民元「国際化」の現状と限界

—香港金融為替市場の視点から—

鳥谷 一生
(京都女子大学)

I はじめに

2015年夏、世界第二のGDPを擁し、「世界の工場」、「世界の市場」として世界経済を牽引してきた中国経済の失速が露わとなった。2001年末WTOへの参加を契機に、中国は外資導入・輸出指向工業化政策により高度経済成長を疾駆してきた。しかし、2008年アメリカ発世界金融危機に直面して、こうした開発政策も限界に突き当たった。これに対し中国政府は4兆元に及ぶ公共事業をもって景気刺激策に乗り出し、不動産開発を目的とした音が全土に響くことになった。もっとも、早くも2013年ともなると、不動産バブルの崩壊が各所で露見始めた。中国政府は、追加刺激策として2014年後半以降株式市場テコ入れ策に乗り出し、同年末以降は株価高騰に沸くことになった。そして2015年6月、株式市場は大崩落し、8月にはこの間一貫して上昇基調を続けてきた人民元為替相場が一転して下落するに至った。

そこで本稿は、人民元建貿易取引の決済勘定を置き、またオフショア人民元建債券、いわゆる「点心債」の発行市場となって人民元「国際化」のプラットフォームともなってきた香港金融市場の観点から、2015年夏株

価暴落と人民元為替相場下落に見舞われた中国経済の影響を分析・検討していきたい¹。

Ⅱ 人民元建貿易取引・点心債と香港金融資本市場

(1) 停滞する人民元貿易取引

2009年6月に始まる人民元「国際化」策は、人民元建貿易取引、香港所在商業銀行に開設された人民元建決済勘定を通じた人民元建貿易取引決済と香港債券市場等での人民元建債券（点心債、獅子債等）発行の三本柱から成ってきた。

まず、人民銀行『貨幣政策執行報告 2015年第三季度』から、人民元建国際取引額についてみると、2015年度第Ⅲ四半期の人民元建国際取引の総額は8.9兆元（前年同期比24%増）、受取4.84兆元、支払い4.07兆元で、純受取額は7731.1億ドルであった。内訳は、経常取引が5.46兆元（同13%増）で、貿易取引4.87（同）、サービス取引等5903億元、資本収支項目関連の取引3.44兆元（同46%）であった。ちなみに海関統計によれば、2015年5月中国の輸出入総額は1兆9626億元であったので、貿易取引額の約1/4が今日人民元建取引となる。SWIFTのレポートによれば、2014年12月段階で、世界の決済取引における人民元のシェアは、日本円に次いで第五位であった（SWIFT（2015））。

もっとも、香港等オフショア金融市場所在商業銀行に開設された人民元建貿易取引の決済勘定は、「内－外遮断」原則の下にあって、中国及び香港以外の第三国間貿易取引の決済手段として利用することはできない。そのため、非居住者が香港所在商業銀行にオフショア人民元建預金を保有することになった場合、その余裕資金の運用先として設定されたのが、オフ

1 拙稿（2013）、（2015）、（2016）も併せて参照頂けると幸いである。

ショア人民元建債券市場であった。債券発行主体は、いずれも中国政府の認可を受けた中国企業か、中国国内で事業活動を行う外資企業であり、債券発行による手取り人民元は、中国国内での利用が予定されている。こうして、海外に流出した人民元は、投機資金に転じることなく、中国国内「還流 (recycling)」することになる。

ところで、人民元建貿易取引の促してきた最大の要因とは、対ドル・人民元建為替相場の上昇にあることに留意しなければならない。2005年7月、中国は対ドル固定為替相場制度から管理変動相場へと移行しつつ、対米貿易摩擦回避のために、この間人民元の対ドル為替相場の上昇を容認してきた。この人民元為替相場の上昇を背景に、人民元建貿易取引に取り組む大陸内企業にとっては、そこに為替利益が発生していたのである。まず輸出取引にあっては、香港所在商業銀行の決済勘定で受け取った人民元を、有利な為替相場でドルに換えれば、以後世界のドル建金融市場で運用可能となる²。輸入取引においては、決済用の人民元を香港等商業銀行決済勘定に送金しながらも、契約時点と決済時点における為替相場の違いから、実際には予定していたよりも少ない人民元建輸入代金の支払いで済み、残った人民元は適宜ドルに換え運用することが可能となる³。

かくて、人民元の対ドル為替相場を上昇させるという政策姿勢を示すことで、人民元建貿易取引に取り組む大陸内企業に、上記のような為替差益の恩恵に与らせるだけでなく、オフショア市場での人民元建預金・債券＝

2 中国国内には、人民元建以外にも外貨建の貸借市場も併在する。したがって、大陸側中国企業は、人民元から米ドルに交換した後、これをケイマン諸島等オフショア金融センターに寄託し、同センター経由で中国内企業にドル建資金を貸し付けることもできよう。

3 こうした貿易慣行は「意図的な輸出入取引額操作 (mispricing)」といわれるものであり、中国の対外取引に関し最初に論じたのは Kar & Freitas (2012) である。

「点心債」にも、為替差益発現の期待を醸成させるというインセンティブをもって、人民元「国際化」は進められてきたのである⁴。

ところで、2015年夏の中国バブル崩壊を契機に、中国の貿易取引自体が減少している。貿易取引額、輸出、輸入について、海関統計から数字を拾えば、(カッコ内、対前年同月比で%)、7月2兆1096億元(-9.4)、1兆1833億元(-9.7)、9264億元(-9.0)、8月2兆363億元(-9.8)、1兆2010億元(-6.3)、8353(-14.4)、9月輸出入額2兆2218億元(-8.9)、1兆3001億元(-1.2)、9239億元(-17.9)、10月2兆592億元(-9.0)、1兆2262億元(-3.6)、8330億元(-16.0)、であった。また、2014年と2015年、各年の10月末までの貿易取引累計額は、21兆6721億元と19兆9166億元、輸出累計額は11兆6910億元と11兆4540億元、輸入累計額は9兆9810億元と8兆4626億元であり、貿易収支額は1兆7098億元と2兆9915億元であった。輸出の伸びが鈍化しているとはいえ、輸入の減少が著しいため、2015年10月期末の貿易収支黒字額としては、2014年のそれを大きく上回っている。

人民元為替相場が下落傾向にある今日、中国の貿易について人民元建貿易取引との関わりで記せば、さしあたり次のような仮説を立てることができよう。すなわち、為替相場の上昇を背景に増大してきた人民元建輸入取引の妙味が薄れ、人民元建輸入取引が減少するだけでなく、人民銀行が為替市場介入を行って管理しているCNY(Chinese Yuan)に対し、先行的に為替相場が変動しがちであるCNH(Chinese Hong Kong)が下落を続けているため、人民元建輸出取引を行い、これを香港為替市場でドルに

4 そのため、下に記す最近の人民銀行による基準為替相場の切り下げは、人民元為替相場上昇というシナリオを描いてこれまで発展してきた香港等の人民元建オフショア市場にとっては、大きな打撃となっている。実際、香港で建てられる先物人民元為替相場CNHは、基準為替相場を大きく下回る人民元安相場が建っている(Chen(2015), 恒生銀行(2015年))。

転換したとしても、必ずしも得策ではないということである。特に、人民元為替相場が下落し、大陸からの資本流出が発生している現在、人民元建輸出ではなく、ドル建輸出を行い、これを人民元に換えて、人民銀行の外貨準備増に寄与させる必要があるだろうし、既存のドル建債務があれば、その債務支払いに充当する必要もあろう。

(2) 香港オフショア人民元建預金の減少と点心債金利上昇

第1図を参照されたい。2015年7月下旬、中国政府は、人民元の為替変動幅を従来の2%から3%程度にまで拡大すること—それ自体は、バスケット通貨制度の一つの特徴であったクローリング・バンド制の導入である—を示唆した上で⁵、8月中旬には、3日連続で人民元の対ドル基準相場を計4.65%切り下げ、1ドル=6.4010元とした。これ以降、上海側のCNYに比して、香港側のCNHは明らかに下落を加速化させている。これに対し中国は、香港に支店を構える中国銀行・香港、中国工商銀行等、四大国有商業銀行経由で香港為替市場においてドル売・人民元買の為替市場介入を実施してきたといわれている⁶。

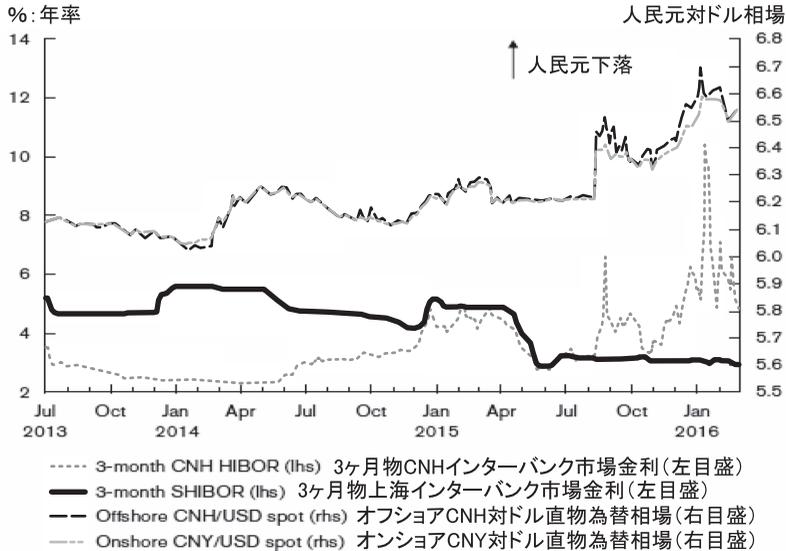
しかし、CNYに対するCNHの下落が大幅且つ長期に及ぶにつれ、国有銀行とて、介入には限界があろう。実際、ドルでの差金決済を行うNDF(Non-Deliverable Forward)の先物人民元為替相場はCNH相場よりも一段と激しく下落することになった。

総じてみれば、人民元為替相場の下落は、これまで人民元建貿易取引を促してきた歯車を逆回転させていることになり、かかる為替相場トレンドが続く限り、人民元建貿易取引の伸びは期待できないといえよう。

5 2005年7月の為替相場制度改革にあたって、為替変動幅は上下0.3%、2007年5月上下0.5%、2012年4月上下1%、そして2014年3月2%に拡大されていた。

6 Enoch & Jing (2015).

第1図 CNYとCNHの為替相場とオンショア・オフショア人民元建金利



(原資料): Bloomberg and Treasury Markets Association.

[出所] HKMA, *Half-Yearly Monetary and Financial Stability Report*, March 2016, p. 51.

さて、人民元為替相場が下落するとなれば、それは上に記した通り、人民元建貿易取引だけでなく、香港金融市場所在商業銀行を決済勘定とした人民元建預金、更には人民元建債券にもマイナスの影響を及ぼすことは必至である。HKMAの資料によれば、人民元建の要求払い預金・貯蓄性預金は、2015年8月の1847億元をピークに9月には1658億元へと、僅か一か月間で10.2%減少し、定期性預金についても、同年7月8138億元から9月には7295億ドルへ10.4%減少した。人民元建預金の増大が、為替相場の下落を契機に頭打ちから減少に転じていることは明らかである。

こうした事態を受けて、人民元高に期待しつつ点心債の購入を進めてき

た海外投資家は、この間点心債の売却を進めてきた。その結果、香港金融市場で発行・流通する人民元建債券の付帯金利も上昇（債券価格は下落）してきた。

しかも、中国の金融経済環境が秋以降も悪化の一途を辿り、特に重厚長大型国有企業の経営環境の悪化を懸念した海外投資家は、国有企業株式が上場されている上海 A 株市場から投資資金の引き上げを開始していた。例えば、2014 年 11 月に始まった上海－香港の両株式市場の相互交流、いわゆる「沪港通 (Shanghai-Hong Kong Stock Connect)」は⁷、当初こそ香港から上海への株式投資資金の移動経路となって、上海株式市場の株価高騰のための支援策として効果を発揮したが、2015 年夏の株式大暴落となるや、一転して上海株式市場から資金が海外に流出していくルートへと転じてしまった⁸。

こうして、2015 年夏を境に、これまで大胆に進められてきた人民元「国際化」策も大きな壁に直面したといえよう。もっとも、人民元「国際化」には、当初より容易ならざる政策上の一大問題が控えていたといわねばならない。それが、中国国内金利の「自由化」であり、総じて金融の「自由化」である。しかし、今日中国は巨額の債務を抱えて、金融の「自由化」はもとより、人民元「国際化」も極めて困難な状況にあるといわねばならない。

7 2014 年 11 月、2004 年以降、1 日 2 万元に制限されていた香港居民の人民元交換上限を撤廃して始動することになった。

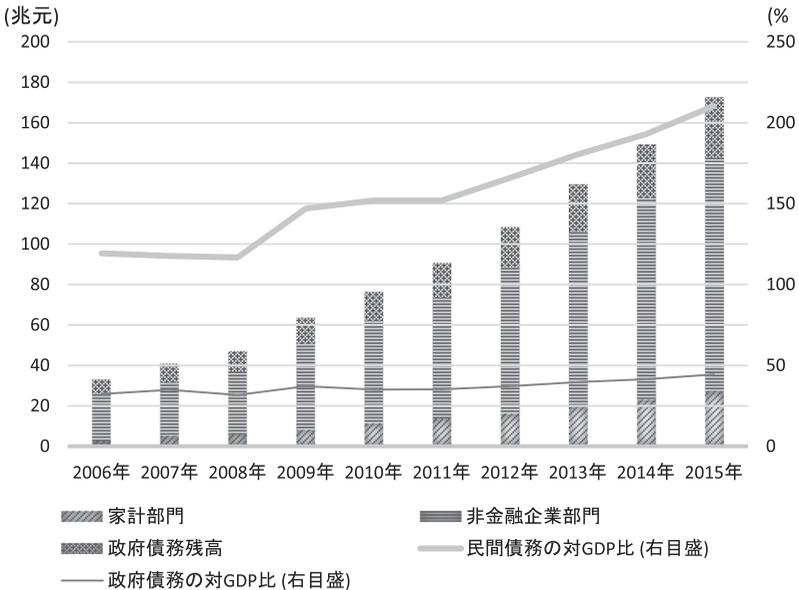
8 「沪港通」には、香港から上海向けの Northbound と上海から香港向けの Southbound がある。香港交易所 (HKEX) の資料によれば、Northbound の場合、2015 年 7 月及び 10 月～12 月にかけて、買よりも売が上回っており、上海からの資金引き上げが発生していた。Southbound の場合、2015 年 7 月を除けば、一貫して買が売を上回っている。つまり、中国からの資金流出ルートを公式に設定したともいえる。

Ⅲ 中国の債務問題と金融危機の予兆

(1) 増高する中国の債務と金利「自由化」の限界

中国の名目 GDP は、2005 年 18.5 兆元、2010 年 40.9 兆元（対 2005 年比 2.2 倍増）、2015 年 68.4 兆元（対 2010 年比 1.7 倍増）と増大した⁹。他方、第 2 図によれば、2010 年から 2015 年までに家計債務は 2.4 倍、非銀行部門企業債務は 2.3 倍、政府債務は 2.1 倍となった。明らかに GDP 成長率を上回る負債の増加率であり、「債務主導型経済成長（debt-driven

第 2 図 中国の国内外債務



[出所] BIS, *Long series on total credit to the non-financial sectors*, May 2016 より

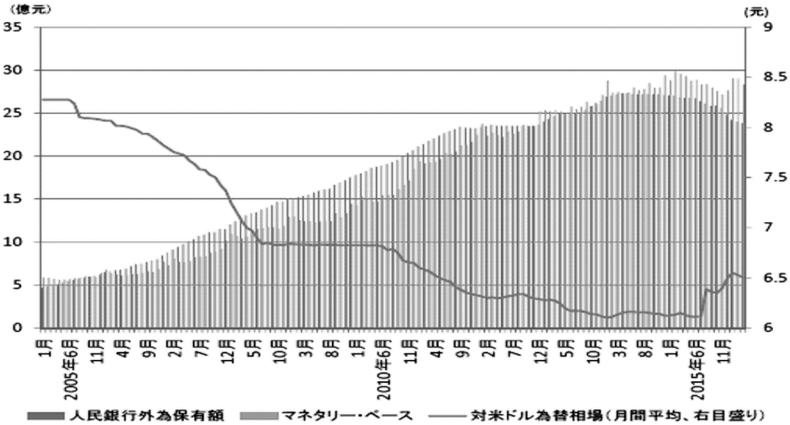
9 GDP の数字は、中国国家統計局より。

economic growth)」といわれる所以である。この結果、同期間に総債務額の対 GDP 比は、152%から 210%へと大きくすることになった。その最大の要因は非銀行部門企業債務であり、2015 年の負債残高の 62%を占める。その中には、不動産バブルを支えたディベロッパー兼資金調達機関である「地方融資平台」—そのまた背後には地方政府が控える—も含まれる。或いは、中央政府の「供給側改革面（供給サイド改革）」対し、「僵尸企業（ゾンビ企業）」といわれる各地の国有企業も今日相次いで債券を発行して資金調達を行い、或いは「債務の株式化（Debt Equity Swap, DES）」によって、生き残りを図っているようである。

しかし、新規債券発行であれ、DES であれ、その条件は市場金利の低下であり、これを実現するための流動性の供給である。だが、2015 年夏以降特に顕著となった海外への資金流出に対し、人民元為替相場の安定化のために為替市場介入を余儀なくされた人民銀行の外貨保有額は、大きく減少してきた（2015 年 1 月 2706 億元から、2016 年 1 月 2420 億元）。その結果、第 3 図に示されている通り、人民銀行が発券する人民銀行券は発券担保としての外貨準備によって完全にカバーされているとはいえない事態に転じた。不足分は、人民銀行による「その他預金取扱金融機関への貸付」でファイナンスされている（同期間に貸付残高 257 億元は 520 億元にほぼ倍増）。要するに、中央銀行マネーの無準備発行である。

2015 年 11 月、確かに人民銀行は預金金利の上限規制を撤廃した。また 2013 年 7 月には貸出金利の下限規制を先に撤廃していたことから、中国は表向き金利の「自由化」を実現したことにはなる。しかし、上記の通り、今日中国には巨額の債務が累積しつつある。その中心に石炭・鉄鋼等国有企業が居座る現実を考えれば、金利の「自由化」を文字通りに実施した場合、国有企業等の財務は一気に悪化し、これら企業向け貸出を行っていた銀行は、巨額の不良債権を抱えて危機的状況に陥ることは必至である。その時点では、四大国有商業銀行とて最早無傷とはいえないであろう。

第3図 人民銀行の外為保有額とマネタリー・ベース、人民元の対ドル為替相場



[出所] 中国人民銀行資料より作成。

(2) 人民元「国際化」の限界

しかし、人民元を「国際化」するには、金利の「自由化」は必要条件であるし、それは次に変動相場制への移行を必然化しよう。なぜなら、上海金融資本市場が対外開放されて、人民元建為替取引が国際金融資本取引にまで及ぶとすれば、人民元建金利と為替取引の相手方通貨建、例えばドル建金利とが比較され、次には金利平価説が指示する通り、両国通貨建金利格差は直物為替相場に対する先物為替相場の乖離幅として反映されることになるからである。かくて金利「自由化」は、人民銀行が人為裁量的に為替介入する管理フロートから変動相場制への移行を決定的とするのである。

2016年秋、人民元はSDRバスケット構成通貨入りが予定されている。だが、ハード・カレンシーとしての条件たる変動相場制に期限までに移行することは、現在の中国経済をみる限り、かなり厳しいといわざるを得ない。なぜなら、金利の「自由化」を実現させ、人民元の為替取引に完全自由化すれば、人民元は為替市場で売り込まれて大暴落し、金利は暴騰、中国の金融経済はシステミック・リスクに窮する懸念があるからである。

IV 結び

2015年8月、海外への資金流出が始まり、基準為替相場が切り下げられたことを契機に、上記の通り、人民元為替相場の先安不安が醸成された。これに対し人民銀行は、9月2日顧客の人民元売為替予約に対しのみ、予約残高の20%相当額を取引相手先為替銀行を通じ、人民銀行に寄託するという強硬措置を講じた（「关于加强远期售汇宏观审慎管理的通知」）。当局の危機感の現れとはいえ、人民元為替取引の「自由化」に全く逆行する措置である。

その一方で、人民元「国際化」に向けた、次のような措置も講じられてきた。

2015年8月13日 海外銀行のオンショア人民元為替が利用可能な取引範囲、取引種類を拡大

2015年10月8日 人民元クロスボーダー支払システム（RMB Cross-border Inter-bank Payment System, CIPS）稼働

2015年11月25日 海外中央銀行・政府系金融機関の中国オンショア人民元為替市場への参入を承認（第一陣7機関）

2015年12月21日 一定条件を満たす外資系銀行に対し、国内インターバンク外為市場への参入を開放

2016年2月24日 銀行間債券市場の対外開放

巨額の国内外債務を抱える中国である。債務の繰り延べを行うべく発行される新発債、資本強化のために新規発行される株式、これら証券の市場流動性を図るためにも、外資流入は垂涎のところであろう¹⁰。その一方で、

10 中国はロンドンで人民元建短期国債発行の予定と報道された。しかし、所詮負債に過ぎない債券を非居住者が保有することが、直ちに国際準備資産としての機能規定を受け、一国の国民通貨の「国際通貨化」へと転じる大きな契機となるのかについては、理論的にも大きな問題を有しているといわざるをえない。

貿易収支黒字の継続による経常収支の黒字化は絶対条件ではあろうが、そのためには人民銀行管理下での人民元為替相場の下落も選択肢の一つとなる。しかし、かかる条件下においては、高利回りでもない限り、人民元建証券への外資の投資意欲は減じるし、さりとて、国内金利を「自由化」に任せて高騰させることは、中国の金融経済をクラッシュさせる懸念があることは、本文に記した通りである。

このようにみれば、一党独裁体制下、長年温存されてきた重厚長大の国有企業の再編と新規産業への転換といった経済システムの構造改革に打開の道筋がつかない限り、金利の「自由化」と人民元「国際化」は大きくは進まないであろう。現時点で判断する限り、人民元が「国際化」し、ドルに代わる「国際通貨」に転じるなど、正に中国にとっては「見果てぬ夢 (The Impossible Dream)」でしかないといわざるをえない¹¹。いわんや、累増する巨額債務の資金繰りを外資流入に依存するとすれば、それは「ドル本位制」に再編されること以外の何ものでもない。この点からいえば、ドル/人民元の自由交換が進む香港・点心債市場は、上海金融資本市場が「国際化」しない限りにおいて、オフショア市場としてドル建国際金融資本取引に対する一定のバッファー機能を発揮しながら、今後も存在するのかもしれない。

《参考文献》

- Michelle Chen (2015), 'CNH TRACKER-Offshore yuan pool under pressure amid sharp depreciation', *Reuter*, Aug. 13.
Kar, Dev & Freitas, Sarah (2012), *Illicit Financial Flows from China and the*

11 もとより中国は、現代の「米ドル本位制」下、唯一アメリカのみが享受する「国際通貨発行特権」の恩恵を模倣し、「負債決済」可能な人民元建国際金融決済システムを構築したいのかもしれない。しかし、その場合でも中国の金融資本市場の対外開放はいうまでもなく、より根源的には人民元が純資産としての貨幣性を有する必要がある。

Role of Trade Misinvoicing, Global Financial Integrity.

Yiu, Enoch & Yang, Jing (2015), 'China's yuan firms in wake of stronger midpoint, offshore support', *South China Morning Post*, Sept. 12.

SWIFT (2015), 'RMB Monthly Tracker 2015'.

恒生銀行 (2015), 『恒生投資』、2015年8月18日 (中国語)。

鳥谷一生 (2013) 『転換期を迎えた人民元「国際化」－人民元建貿易取引を牽引する背景－』『現代社会研究』16号。

〃 (2015) 「中国・金融『自由化』と人民元『国際化』の政治経済学－『米ドル本位制』への挑戦のための前哨－」『同志社商学』第66巻第6号。

〃 (2016) 「構造調整に直面する中国の金融経済と国際金融政策の展開－軌む金融経済システムと対外収支の悪化の中で－」『現代社会研究科論集』第10号。

【討論者から報告者への質問とそれへの回答】

・成城大学 福光寛氏

〔質問〕

ゾンビ企業の救済を続けるかどうか、現在の話題の一つであるとする。他方、基幹企業の国有は、中国の社会主義体制の根幹であり簡単にはやめられない。その経営破たんもありえないと感じている。そうすると、たとえ救済であれ、国有企業の買収を外国資本に認める事態はなかなか想像しにくい。つまり、資本の自由化が徹底しない。そこが人民元国際化にとっての最後の障害になるのではないか。こうした社会主義体制の堅持にかかわる問題をどう整理されているか。

〔回答〕

唯物史観或いは史的唯物論の発展段階説をそのまま踏襲すれば、かつてあったそして今日ある社会主義というのは、資本主義を経ることなく成立している。この点をいかに考えるか、これが評価の分かれ目であるとする。私自身は、いまある社会主義の存続は難しいと考えている。

・國學院大學 吉田真広氏

〔質問〕

①中国の国際収支は、かつては経常収支黒字と資本収支黒字という構造であった。

しかし現在、経常収支黒字であるのに資本流出が増大し、外貨準備は減少している。中国経済において、海外資金依存度が高い構造にもかかわらず、外国企業の中国進出も鈍化している状況である。人民元の切り下げがこの傾向を一層加速させる可能性もある。こうした国際収支構造の国際金融市場の諸変化は人民元の国際化にどのように影響するのか。

- ②人民元の国際化にとって、中国の貿易構造の有り様は基本的に重要な意味をもつと考えられる。輸出については、人民元の切り下げが競争力強化要因とはいえ、基本的状況において賃金上昇率が生産性の上昇率を上回っており、今後の競争力に不安がないとは言えない。輸入についても、15年において14%も減少している。このような変化は、人民元の国際化にどのように影響していくと考えられるか。
- ③国際通貨化に向けて、固定相場制、自律的金融政策、資本取引自由のインボッシュブル・トリニティの中、中国にとって資本取引自由化には多くの困難がある。人民元の国際化において最も大きな障害となるのは何であると考えられるか。

【回答】

- ①ご指摘のように中国の国際収支構造は、この2~3年急速に変わってきている。貿易・経常収支は相変わらず黒字だが、証券投資やその他投資項目を通じ、資本収支が赤字となっている。これを受けて、トータル的には国際収支は引き続き黒字とはいえ、これまで一本調子で上昇を続けてきた人民元為替相場に下落圧力が加わっている。報告でも指摘しました通り、人民元建貿易取引や香港金融市場での人民元建預金や点心債への人気も、基本的には人民元建為替相場の上昇を前提にした多分に投機的性質のものである。したがって、国際収支の変調が人民元為替相場の下落に影響を与えているとすれば、これまでの人民元「国際化」にもブレーキがかかると考えている。
- ②①の回答にもあるように、人民元建貿易取引等を促してきた条件は人民元為替相場の上昇であった。今日その条件が大きく崩れ、人民元為替相場の急落に対し、時に人民銀行は人民元買・ドル売の為替介入を行っており、その結果外貨準備も大きく減少している。こうした環境変化を考慮した場合、外貨準備増大への貢献も期待されて、輸出の通貨建は人民元建ではなくドル建が選好される。人民元建輸入取引については、為替リスクの点で非居住者が敬遠する。この点では点心債も同断である。
- ③金利の「自由化」であり、これと連動した変動相場制への移行である。

【一般質問とそれへの回答】

- ・元三菱 UFJ 信託銀行 足立一夫氏

〔質問〕

人民元国際化策として秋にSDR準備通貨化することは実現可能だろうか。急激な外貨準備の流出に見舞われ、例えば国有民営大企業の幹部は日本国債を爆買しているといわれている。これが円高と国債金利安を招いていると言われている。これは中国経済の未来を信じていない証拠ではないか。また、中国国内の路線対立も問題である。

〔回答〕

今年の秋に人民元がSDRのバスケット通貨になることがとなることは、ご指摘の通りです。人民元建貿易取引は、そうした対外資金流出の一つに位置づけられていると考えています。

・ 國學院大學 紺井博則氏

〔質問〕

人民元の国際化と人民元の国際通貨化の原因について。この両者は区別すべきだと考える。この区別を同意されていると考えられる報告者に、この両者の限界について補足してほしい。資本規制、金融取引の自由化という基準だけで理解して良いだろうか。

〔回答〕

特定国の国民通貨が「国際化」ということが、当該国の金融資本市場の対外開放であり、当該国通貨建為替取引の自由化ということであれば、それだけでは当該通貨が「国際通貨」になるということにはならないと考えております。例えば、上海金融資本市場が対外開放されて人民元建為替取引が完全に規制緩和されれば、人民元が「国際通貨」となるかといえば、そうはならない。更に一步踏み込んでいえば、人民元が「国際通貨」となるにあたって、国際決済に利用される非居住者保有人民元建決済預金を預かる中国・商業銀行の支払い準備は、何かということです。ドルではありえないでしょう。もしドルであれば、人民元が「国際通貨」として機能するとしても、それは「ドル為替本位制」下の従属通貨でしかない。したがって、人民元が「国際通貨」として機能するといった場合、改めて人民元の純資産としての貨幣性が問われることになると考えています。

【フロアーからの質問とそれへの回答】

・ 愛知教育大学 西尾圭一郎氏

〔質問〕

人民元オフショア市場がある中で上海・香港コネクトが登場することで中国金融市場は国際的なマネー・フローに組み込まれるのではないか。組み込まれるとする

と、人民元の国際化といった問題や世界経済への影響をどのように考えるか。

〔回答〕

上海のCNYは人民銀行の管理相場、香港のCNHは自由相場です。二重為替市場といってよいかと考えます。全体として投機筋の動きもあり、CNYが上昇している時には、CNHは先行的に一段と上昇し、逆に最近のようにCNYが下落している場合、CNHは先行的に急激に下落しています。この点において、人民元為替相場もグローバルなマネーの流れに巻き込まれています。しかし、中国当局はこうしたことは予想していなかったのではなかったのでしょうか。また、香港・上海コネクトに場合にも、両株式市場の双方向的な資金移動を謳いながらも、その実香港から上海への資金流入による上海株式市場のテコ入れが目的ではなかったでしょうか。そのため、2015年夏場の上海株式市場の崩落の後、効果は全くの裏目に出てしまい、上海から香港への資金流出ルートとなってしまいました。この後、香港・深圳コネクトも予定されているようですが、それがグローバルなマネーの流れ、世界経済にどういう影響を与えることになるのか、今後の推移をみていきたいと考えます。

・駒澤大学 齋藤正氏

〔質問〕

人民元の国際通貨化の展望についてユーロの動揺などの経験も踏まえて見解をお聞きしたい。

〔回答〕

ユーロの実績を踏まえつつ、東アジア地域の共通通貨構想というのが確かにありますし、以前、私もこのテーマで論文を書いたことがございます。その際疑問に考えたことは、SDRが抱えている問題と同じく、地域的人口通貨の如きものが、現実の国際決済手段、外国為替取引に利用されるのかどうかということです。また、グローバルゼーションといわれている今日、東アジア地域という地域的括り方が、今日いかほどの意味があるのか、最近特に疑問を抱いております。

金融超緩和策への疑問

—そもそも戻って考えよう—

横山 昭雄

(元日本銀行考査局長、元岐阜銀行頭取)

今回の報告では、拙著『真説 経済・金融の仕組み—最近の政策論議ここがオカシイ』（日本評論社、2015年9月）に沿って、経済・金融の仕組みと政策のあるべき姿についての自分の見解を述べる。「金融超緩和策の出口」あるいは「マイナス金利の始末」というテーマは報告者の能力の埒を超える。むしろ現状のような泥沼に陥る過ちを犯すに至るベースになった（とみられる）、政策当局が主張する「理論」を検証して、正しい原理を追求することに徹したい。

アベノミクス、その第一の矢である金融超緩和策が採られて3年余りが経った。当初、この政策によって円安・株高が進行し、デフレムード転換の気配が醸し出された。しかし、その後この政策が本来の目的としたはずの物価の持続的な上昇、実体経済の持続的な拡大は、はかばかしくなくなっている。最近では、太平洋戦争末期のインパール作戦にも比すべき、戦力のがむしゅらな逐次投入の轍を踏むのではないかと、との声内外から起っている状況である。これらのことは、報告者の視点から見れば当然の帰結であり、驚くに当たらない。

以下では、こうした誤った状況をこれ以上続けないために、現政策をキチンと捉えて評価し、政策のあるべき姿を模索したい。論点を明示するために、分析の順序としてまず第一に、アベノミクス第一の矢の根拠とされ、

広く受け入れられている通説を、三つの式で表し、検証する。そしてその誤用、難点、欠陥、限界を指摘する。

第二に次のことを指摘する。本当は不適切、あるいは、正しくないこの三つの式は、ある特殊な環境・条件、例えば曾ての日本のように、潜在成長力が旺盛でいつもインフレ気味の高圧経済下では、あたかも正しいか、適合するかのように錯覚されてきたのであるが、近年のような環境変化、すなわちグローバリゼーション進展に伴う日本をはじめとする先進国の構造的な低圧経済入りによって、この三つの式の誤りと限界がくっきりと露呈してきている。にもかかわらず、時代と環境の変化に対する明確な認識がないまま、否むしろ、認識がないからこそ、古い三式に基づいた、これまで通りの間違った政策をひたすら継続的に大量投入しているために、プラス効果どころか逆に混迷の度合いを深め、後遺症が懸念されている。

第三に、今真に求められているのは、一刻も早くこの通俗三式の過誤、誤用の非に気づくと共に、それ以上に未曾有の経済運営環境変容を正しく認識することによって、新情勢にどのように対応するべきか、を指摘する。これをアベノミクスに投影するならば、いわゆる第三の矢たる構造改革による生産性向上、つまり、やたらなガソリンの追加供給ではなく、エンジンの作り替えこそが、否それのみが、苦しいけれども唯一の解答であることを示す。

2013 年来採られている金融超緩和政策の背景にあるとみられる経済金融理論は、次の 3 式に要約されよう。

$$\begin{array}{l}
 \textcircled{1} \quad \begin{array}{c} bM \\ \left[\begin{array}{l} \text{ベース・マネー} \\ \text{=準備預金} \end{array} \right] \end{array} \times \begin{array}{c} \alpha \\ \left[\begin{array}{l} \text{信用乗数} \\ \text{=預金準備率の逆数} \end{array} \right] \end{array} = \begin{array}{c} M \\ \text{(マネー・ストック)} \end{array} \\
 \textcircled{2} \quad \begin{array}{c} M \\ \text{(マネー・ストック)} \end{array} \times \begin{array}{c} V \\ \text{(通貨回転速度)} \end{array} = \begin{array}{c} P \\ \text{(一般物価水準)} \end{array} \times \begin{array}{c} O \\ \text{(実物経済活動)} \end{array} \quad (= Y) \quad \text{(所得)} \\
 \textcircled{3} \quad \begin{array}{c} Y \\ \text{(所得)} \end{array} = \begin{array}{c} C \\ \text{(消費)} \end{array} + \begin{array}{c} I \\ \text{(投資)} \end{array} + \begin{array}{c} G \\ \text{(財政支出)} \end{array}
 \end{array}$$

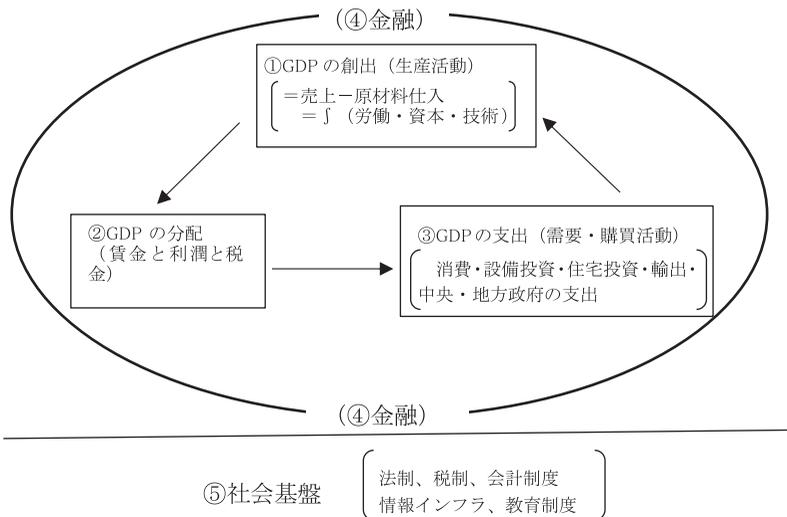
①式はフィリップスの定理、②はフィッシャーの交換定理、③はケインズの有効需要の式である。

すなわち政策当局の論理は、①に従って、bMを増やせばマネーストック(M)が増えるはずであり、次に、②に従って、マネー・ストックが増えれば物価(P)が上がるはずであり、あるいは価格が上がる、と人々が予想するはずである。次に、③式に従って、人々のインフレ予想が出てくれば、CもIも増え、ときにはGも増加させれば良い。そうなればYが増えてくるはずである、ということのようである。

以ドではこの3つの式を分析し、徹底的に批判する。順序を逆にして、まず第③式($Y=C+I+G$)から検討する。

そもそも経済活動の総合成果としてのY、すなわち付加価値総量の誕生と循環の経緯は、図Iに依って表現される。

図I GDP(付加価値)の循環



ことはまず、図中①の付加価値創出から始まる。企業が、自然の恵みを
得て、その自由な創意に基づいて、資本・労働・技術を組み合わせ、懸命
の努力を重ねて A.V. (付加価値) を産み出す。これが出発点である。第
二に、この A.V. が創出参加者に、すなわち資本には利潤が、労働には賃
金が、そして政府には税金が分配される。そして、第三に、配分された
A.V. (=所得) は、各々の自由意志にしたがって支出されて、最初に産
出された最終生産物に向かう。これが GDP あるいは付加価値の創生、分
配、支出の循環・三面等価である。

このとき、ハロッドが『ケインズ伝』の中で正確に指摘しているように、
ケインズは暗黙裡に資本設備水準一定を前提にした短期均衡を意識してい
たために、図 I の③の支出面にスポットをあてて、 $Y=C+I$ の均衡式を
ベースに、金融政策によって金利を下げれば設備投資が増え、それが乗数
効果を通じて Y したがって C を増やす、とした。あるいは、もし金融市
場が流動性の罫にはまって、これ以上金利が下げられない場合は、必要に
応じて財政出動 ($G\uparrow$) によって Y をあげる、そしてその裏にある雇用
を増やす。ケインズは、このメカニズムにウェイトを置いて政策提言した
と考えられる。

それまで、専ら価格の上下による自律調整メカニズムに依存する趣のあ
ったマクロ経済学の体系に、所得とその奥にある雇用を中心視座に据え、近
代民主主義国家運営の肝ともいべき完全雇用達成のための理論的基礎を
提言した点が、ケインズ革命と呼ばれるほどの影響をもたらした所以、と
考えられる。ケインズの考え方は、当時、大量の遊休資本、遊休労働を抱
えた各国の経済運営に当たっての、極めて有効な政策原理として T. V. A.
(テネシーバレーオーソリティ) をはじめとして全世界に伝播し、ほとん
ど宗教にちかいものになっていったと考える。

しかし、信仰はそれが熱狂するとき、異形の邪教を生み出すことがある。
ここでは消費 $C\uparrow$ がそれである。GDP のうちもっともウェイトの高い C

を増やすことこそ、Yを増やし景気を上昇させ、雇用を増やす決め手と考えて、これとGの増加と絡めて、C拡大のための消費クーポンを配るとか、老人一人あたり3万円給付するとか、さらに消費税引き上げを延期する等々の政策がなされてきた。とにかく、Gを増やせば、またCが増えれば、Y↑の決め手になるという考え方である。

Gの出し方について論ずると、将来の付加価値創出力アップのための公共インフラ増強・基礎技術開発のためのG増加ならいざ知らず、最近では、今日の飲み食いのために国が借金をして金をばらまくという風景が展開されている。ここで踏みとどまって、図Iを参照されたい。いま論じている第③式は、もっぱら経済循環のうちの支出面だけを切り取ったものである。これをわきまえずに視野狭窄的にこの式を用いると、ひたすら需要増を、そのうちウェイトの高い消費増を、という主張になってしまう。

さらに、この式が導き出す落とし穴は、本来、あくまで補助的、調整的な役割を果たすはずのG（財政出動）がビルトインされ（組み込まれ）てしまい、ほとんど信仰になっていく過程で、次のことが忘れ去られることになる。つまり、（税収に裏付けられた）移転所得に依るのではない、国債の発行＝借り入れによる財政支出は、国債が将来の税収によって返済される限りにおいてのみ正当化されるという大原則である。このことが民主主義体制（大衆迎合システム）のなかでほとんど全く顧みられなくなっている。

かつてローマ帝国がその繁栄の極にあるとき（五賢帝の治世）に、ローマの市民は市民権の名においてパンとサーカスを求め、その後、みごとにゲルマンに滅ぼされている。こうした事態の結末は、いまもサラ金地獄や南欧諸国の状態で明らかであり、同じことを近い将来の日本で見ることになりはしないか、と恐れる。言うまでもなく、日本の財政赤字は世界最悪の状態にある。

さらに問題は、本来「三権分立に準ずる第四権」と言う向きがあるほど

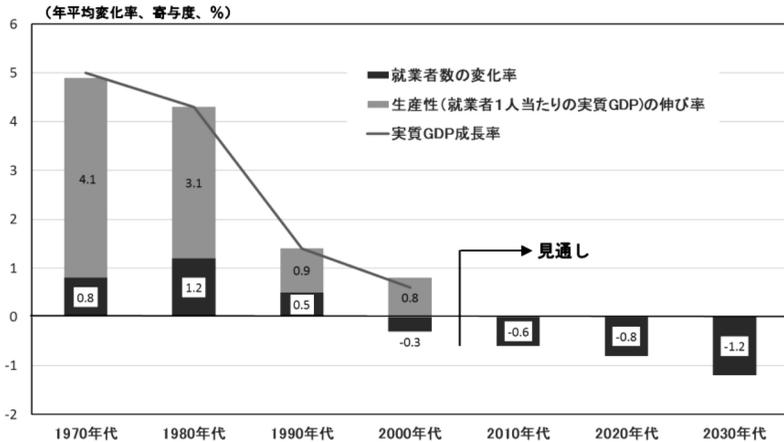
の中央銀行が、国債を爆買いすることによって、この財政赤字を支えている現状である。現在日本の国債はバブル状況にある。バブルは必ずはじける。マルクスは言った、「歴史は繰り返す、最初は悲劇として、二度目は喜劇として」と。

結局、すべての問題は、 $Y=C+I+G$ なる式の呪縛にある。図Ⅰに見るように付加価値、すなわち国民厚生（welfare）の淵源である国民所得生成は、まず付加価値を生み出すところから始まり、それが分配され、支出され、そして再び創造へと循環する、ということを確認しておきたい。このとき最初に生み出された付加価値は、分配され、支出されない限り実現しないのであるが、そもそも付加価値が生まれ、所得が生まれられない限り、人々はこれを消費し、享受できない（消費はあくまで生まれた所得の従属変数）ということが大前提である。これは日本古来のことわざ「働かざる者食うべからず」の現代マクロ経済学的理解とも言えよう。

そしてまた、この付加価値＝所得が分配されるときに、これが *duly* に、正しく、つまり次なる付加価値創出や再生産意欲増進につながるように分配されること、そうした意欲を阻害しかねないようなひどい格差などを生み出さないように分配されること、これが肝要である。「自由と平等の両立」は、自由経済体制運営上、核心的な条件であり、そのことにも留意したい。また、図Ⅰの循環図の下部にみるように、付加価値の円滑な誕生・循環は、法律、会計制度等の絶えざる改革、調整によって支えられもしていることも指摘しておきたい。

さてそれでは、根本的なテーマである付加価値創生の可能性を長期的、構造的に捉えるとどうなるだろうか。ここで図Ⅱを参照されたい。A.V. 創生力は、労働力の伸びと労働生産性の伸びとで決まる潜在成長力の帰趨如何である。過去から現在、そして未来の潜在成長率は、図Ⅱにあるような経緯をたどっており、今後日本では労働力が減少することが予想されている。

図II 日本の実質 GDP 成長率の要因分析



(注)2012年以降の就業者変化率将来人口の推計値(出生中位、死亡中位のケース)と労働力率の見通し(各年齢期・各性別の労働力率が2010年の値で横ばいで推移と仮定したもの)から試算した労働力人口の年平均変化率。

(資料)内閣府、総務省、国立社会保障・人口問題研究所 日銀公表資料

20世紀経済学の二人の巨頭、ケインズもシュンペーターも述べているように、人口の減少は成熟国の宿命である。今後、出生率引き上げや移民問題にどう取り組むかは、もちろん必要なことである。しかし、仮にこれを所与とするならば、われわれの当面の最大のテーマは、生産性(Y/N)の上昇こそが焦点。そして、それを可能にするような技術革新(innovation)こそがポイント。日本の将来が一にかかってここにあるということを確認したい。

つまり付加価値＝所得を増やす技術革新こそが鍵である。それがナノテクなのか、バイオテクなのか、LEDなのか。ある人が言った。「戦後日本にソニーとホンダがなかったら、なんとつまらない歴史だったろうか」。これからの日本にどんなフロンティアが待ち構えているのか。それは決して、すでに開発されたところを奪い合うレッド・オーシャンではなく、未踏のブルー・オーシャンを開拓したいものである。そして、ブルー・オーシャンを拓くにあたっては、是非とも「アジアと共に」という視点を大切

にしたい。長く「貧困と停滞のアジア」といわれていたこの地域が、今、目覚めている。これに手を貸し、共助・共栄することが、日本の歴史的・地政学的役割ではないだろうか。

さらに、この生産性向上のために、なにより必要なことは基礎教育である。就職活動などで、もし経済界が学生に対して「君たちに即戦力を期待している」というようなことを言ったら、猛烈に抗議していただきたい。また、学生に「私は運動部のマネージャーをやっていたから、コミュニケーション能力だけは自信がある」などの馬鹿なことを言わせてはならない。私ごときが申し上げるのは僭上の限りであるが、是非とも彼らに基本的な知力、学力をしっかりと付けさせて、世に送り出していただきたい。大学の製造物責任（PL）の観点からも、心から先生方をお願いする次第。

以上をまとめれば、通俗第③式（ $Y=C+I+G$ ）は、付加価値循環の内の支出面だけを切り取ったもので、短期的な景気調整の弥縫策を考える仕組みにはなっても、長期的、構造的な経済拡大を考えるスキームにはなっていない。経済成長とは、あくまでも一国の付加価値創出行動の出来栄え如何、換言すれば、人口を所与としたときの一人当たり生産性向上如何である。したがって、シュンペーター的な概念としての広義のイノベーションをいかに確立するか、にかかっていることを確認したい。

次に金融を考えたい。以上で考察してきた実体経済活動は、価格を目安に、すべてお金を介して行われる。この活動全般に亘る潤滑油が金融である。この金融を考えるにあたって二つの式

$$\textcircled{1} bM \text{ (ベース・マネー)} \times \alpha \text{ (信用乗数)} = M$$

$$\textcircled{2} M \times V = P \times O$$

が出てくる。

②式： $M \times V = P \times O$ は実体と金融とを結ぶ、いわゆるフィッシャーの交換定理であり、ある時点（あるいは、ある一定期間平均）のストック概

念である通貨量 M が、当該期間中に V 回転して、フローとしての名目経済活動 $P \times O$ をファイナンスすることを示した事後的恒等式である。その限りで、この式自体は何の問題もない。

しかしながら、これが例の貨幣数量説の根拠になったり、さらにその奥に潜在する、抜きがたい思考方法としての「実体と金融の悪しき二分法」(dichotomy)、つまり、「経済活動はすぐれて実物的なものであり、貨幣はそれに価格のヴェールを被せるだけのもの」、言い換えれば、通貨量を増減することで比例的に価格が上下する、と考える貨幣ヴェール観の遠因にもなっていると思われる。

これに関する通説の内、もっともナイーブで、かつ最低・最悪のものは、例えば、つぎのようなものである。

実物経済取引を示す価格関係は例えば、自動車 1 台 = 鉄鋼 20 トンというように相対価格が決まるだけ。自動車 1 台 = 100 万円、鉄鋼 1 トン = 5 万円と絶対価格が決まるのは貨幣の役割である。貨幣が 2 倍になれば、自動車が 1 台 = 200 万円、鉄鋼は 1 トン = 10 万円になるだろう、

といった具合である。

この考えは分かり易いだけに受け入れられ易い、それが問題である。ジャーナリズムで活躍し、政治家でもあった某大学教授もこのようなことを今も言っておられる。しかし、事実は全く違っている。市場経済体制の中での価格は、需給両サイドにおける多くの要因のぶつかり合い（それによって構成される売り腰・買い腰）によって決まる。オカネのつき具合はその要因の一つでしかない。私たちは、寡占や独占による価格形成のゆがみに目を配りながらも、基本的に価格は、実物、金融の両面から合成される需給のぶつかるところに形成される実体経済現象であると考えている。

要するに、②式 $M \cdot V = P \cdot O$ はあくまで事後的均衡式であって、かの素朴で幼稚な、 M の増減によって直接的にそれにスライドした P の上昇・下落を説明する、などといったものではない。

曾てフリードマン教授が「インフレ、デフレはすぐれて金融現象である」と言っただけらしいが、その真意は私には理解できない。教祖のご託宣は、市井一般の方々、そして学界の一部でも、ご神託のように広く信奉されている。ただ、いくらなんでもこのご託宣が、今批判してきた②式にまつわるナイーブな誤解とつながったものではないことを信じたい。

一方、②式 $M \cdot V = P \cdot O$ (実態と金融をつなぐこの式) は、このあと考察する金融政策の存在意義を考える基本的枠組みを提供するものでもある。例えば、経済状況がさまざまな不均衡状態を呈しているとしたら、当局はそれを是正するために動かなければならない。個別分野毎を対象とする産業政策もあろうし、特定分野での財政政策もある。ただ、それがもし全般的マクロ的な不均衡現象であるとするれば、すべての取引にとって必要不可欠な貨幣の量と価格 (= 金利) を調節することで、こうしたアンバランスの正常化に向けて働きかけることができる可能性が高いことも事実であり、これが金融政策である。

つまり、金融政策は、フィッシャーの交換式が示す関係を踏まえて、貨幣の量と価格を絞ったり、緩めたりすることで、迂遠なようだけれども一般的な物財の取引活動をやりよくしたり、やりにくくしたりすることで、全体としての物財の需給地合いそのものを正常化、適正化し、それを通じて物価安定に資することを目的としている。俗説が説くような、価格が M の増減にスライドする、 M の増減が直接、価格に影響する、というような考えとは全く異なる。

さて価格変動原理についての②式フィッシャー交換式が生み出す誤解よりも、もっと恐ろしい誤解をもたらすのが、 M 量の調節に関する①式

$bM \times \alpha = M$ である。この式は、中央銀行はベース・マネーの量を操作することで、通貨総量の増減を加減できる、と考えるものであり、その根拠となるのがフィリップスの信用拡張式である。①式は、単純な誤解を生む②式よりも、やや専門的でプロ的に見えるだけに、えらくもっともらしく見えるが、これこそが近年の金融論、金融政策を混迷させる元凶なのである。

①式の唱える説を一言で述べるならば、金融市場へのベース・マネーの初期投入は、その信用乗数倍（準備率の逆数）の通貨を生む、とするものである。この説は、学界で「外生的信用拡張説」と言われるものであり、それに対立する「内生的信用拡張説」との間の、金融論における最大の論争のコアになっている（らしい）部分である。しかし、私の見るところ、外生説は事実ではないし、理論的にも全く根拠がない。

やや我田引水になるが、私は40年前に上梓した処女作において、この外生説を徹底的に批判した。このことはあまり先行例がなかったようであるが、学界の一部の先生方やこの信用理論研究会ご参加の先生方にも前向きにご理解いただいた経緯を懐かしく思い出す。私の目から見ると、このあたりはすでに結論が出ていると思うが、外生説はまだしぶとく残っているように見受けられる。ノーベル経済学賞をとったトービン教授もだいぶ前の教科書にこのことを書いており、それを長く引用している日本の学者もいる。

試みに、銀行は、余剰の準備預金がなければ、企業に資金需要があっても貸出はできないか、と問うてみよう。逆に銀行は、追加の準備預金が投入されれば、企業に資金需要がなくても貸出が伸ばせるか、と問うてみよう。共に「否」である。そのようなことはできない。ところが、新聞では、信用乗数説を少しばかりナマかじりしたらしい記者が、次のような記事を訳知り風書いている。「せっかく日銀が大量に資金を供給しても、市中銀行はこれを引き出して融資に回そうとせず、日銀に眠ったままなのはま

ことに困ったことだ」。このような記事こそ困ったものである。ま、ジャーナリズムはともかく、学界においても今なお混乱が続いているのは、なんとしたことであろうか。

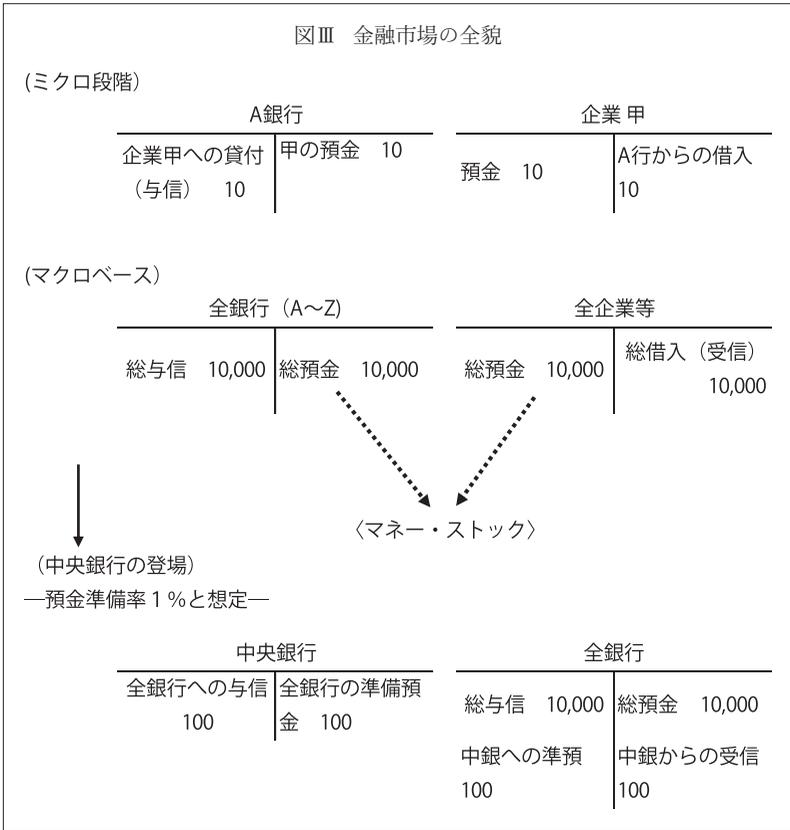
しからば真実はどうか。貨幣が世の中に供給される真のメカニズムは、以下の通り、すべては市中銀行が主に企業向けに為す信用創造行動から始まる。まず企業が事業計画、収益計画を立案し、これに基づく資金計画（借入と返済計画）を銀行に提示し、借入を申し込む。銀行はこれを審査して、事業計画の適否を吟味し、自行の利になるもの（すなわち収益増になるし、資本を毀損するものではない）と判断したときには、貸出を行う。あるいは、積極的に銀行側から案件を持って行って、提案するケースがあることももちろんである。

その時に、銀行のバランス・シートの左側に貸出が計上され、その右側に同額が企業の預金として計上される。一切の金融行動はここから始まる。銀行にとって融資とは、ちょうど事業会社が設備投資計画や原料、商品の購入・販売計画を練るのと同様の、誠に厳しいリスク・テイク行動である。昔の両替屋のように、右の物を左に移して鞘を取るといった話ではない。

融資をするということは、貸金の回収が滞った場合にどうなるか、を常に考える、ぎりぎりの選択である。それによって銀行は、企業の付加価値創出行動を支援すると共に、自らの付加価値を創出している。下世話には、「付加価値は産業人だけが生むものであって、銀行はそれをピンハネしていくだけである」という話を聞くこともあるが、こうした話は、ベニスの商人のシャイロックか、テレビの時代劇の悪徳高利貸しの残像にすぎない。

銀行のこうした信用創造というリスク・テイク行動のトータルを M マネー・ストック = 世の中にある貨幣総量、すなわちリスク・テイク行動たる貸出行動の反射結果として創出される預金総量と呼ぶ。

ことは図Ⅲにあるように、まず A 行が甲に 10 を貸す、というプロセスから始まる。そして、A 行から Z 行に至る信用創造プロセスをすべて合



計すると、総貸出は 10,000 であり、全企業の総預金が 10,000 になる。この総預金 10,000 がマネー・ストックである。

以上のように貨幣は、企業が自己の収益動機に基づいて借り、銀行が同じく収益動機に基づいて貸すことから生まれる。これを日本国中合計すると日本のマネー・ストック水準を決めることになるのである（図表Ⅳをみると、現在総量は約 1,250 兆円）。経済全体の動きや国民全体の厚生 (welfare) を左右しかねない貨幣の供給が、利潤追求を旨とする私企業である銀行や企業の収益動機を起点になされるということは、まことに大変

図Ⅳ 準備預金 (bM) とマネースtock (M) との前年比比較 (暦年ベース)

| 年 | 準備預金(末残) | | マネースtock(末残) | | | | | |
|------|-----------|--------|--------------|------------|--------|----------|-----|-------|
| | 前年比 | 前年比 | 前年比 | 見合い銀行与信のうち | | | | |
| | | | | 政府向け信用残高 | | 民間向け信用残高 | | |
| | 前年比 | 前年比 | (主に国債) | 前年比 | (主に貸出) | 前年比 | | |
| | 徳円 | | 兆円 | | 兆円 | | 兆円 | |
| 1995 | 33,023 | 17% | 559 | 3.2% | 69 | -0.5% | 569 | 1.7% |
| 1996 | 34,317 | 3.9% | 575 | 3.0% | 71 | 2.1% | 576 | 1.2% |
| 1997 | 34,861 | 1.6% | 597 | 3.9% | 76 | 7.1% | 579 | 0.5% |
| 1998 | 43,498 | 24.8% | 619 | 3.6% | 81 | 6.9% | 577 | -0.4% |
| 1999 | 189,968 | 336.7% | 638 | 2.7% | 120 | 11.1% | 587 | -2.4% |
| 2000 | 54,712 | -71.2% | 650 | 1.9% | 147 | 22.2% | 577 | -1.8% |
| 2001 | 117,289 | 114.4% | 671 | 3.3% | 170 | 15.6% | 562 | -2.6% |
| 2002 | 176,956 | 50.9% | 684 | 1.8% | 185 | 9.0% | 533 | -5.2% |
| 2003 | 249,121 | 40.8% | 695 | 1.6% | 234 | 26.3% | 510 | -4.2% |
| 2004 | 282,313 | 13.3% | 1,038 | 0.8% | 285 | 3.4% | 507 | -2.1% |
| 2005 | 249,809 | -11.5% | 1,042 | 0.4% | 292 | 2.0% | 525 | 3.5% |
| 2006 | 56,344 | -77.4% | 1,037 | -0.4% | 283 | -3.0% | 525 | -0.0% |
| 2007 | 96,801 | 71.8% | 1,045 | 0.8% | 279 | -1.4% | 521 | -0.8% |
| 2008 | 138,367 | 42.9% | 1,053 | 0.8% | 307 | 9.9% | 524 | 0.6% |
| 2009 | 182,626 | 32.0% | 1,074 | 2.0% | 345 | 12.3% | 522 | -0.4% |
| 2010 | 200,495 | 9.8% | 1,095 | 1.9% | 374 | 8.5% | 518 | -0.6% |
| 2011 | 324,851 | 62.0% | 1,124 | 2.6% | 397 | 6.2% | 516 | -0.5% |
| 2012 | 437,256 | 34.6% | 1,149 | 2.2% | 412 | 3.9% | 531 | 2.9% |
| 2013 | 969,619 | 121.8% | 1,188 | 3.4% | 455 | 10.2% | 554 | 4.3% |
| 2014 | 1,616,898 | 66.8% | 1,221 | 2.8% | 488 | 7.2% | 562 | 1.5% |
| 2015 | 2,306,864 | 42.7% | 1,252 | 2.5% | 493 | 1.2% | 575 | 2.4% |

(注) マネースtockについては、1995年以降、過去2回にわたり統計の見直しが行われており、統計が不連続となっている(1995年～1998年はM2+CD、1999～2003年はM2+CD(在日外銀を含む)、2004年～2015年はM3とそれぞれベースが異なる)

なことである。だからこそ、貨幣という重要な商品を扱うという特殊な役割を務めている銀行は、会社法に拠るのみならず、銀行法にも拠って立ち、常時適正な業務運営がなされているかにつき、金融庁と(契約に基づき)日銀による厳しい検査・考査を受けている。

これと同時に日銀は、このような形で世間に提供されたオカネ・マネー・ストックの量と価格（金利）が日本経済全体の実態、適正な、あるべき姿と適合しているか否か、社会にインフレ・デフレあるいは国際収支上その他の均衡・不均衡如何の問題が生じていないか、などにつき常時詳細・綿密な情勢把握に努め、必要とあらばしかるべき対策を講じる。これが法律によって日銀に託された金融政策である。

その際の政策始動の舞台が準備預金制度である。すなわち、日銀は市中銀行に対し、それらが受け入れた預金量の一定割合（現在実効ベースで約1%）を、準備預金として日銀に積むことを強制する。

この準備預金はまず銀行間決済の場として必要である。A銀行とB銀行が相互の貸し借りの対象となった手形および為替決済をする最終的な場所は、日銀に置いているこの預金である。

そして、何よりこれは、日銀が金融政策を発動する初発の舞台でもある。ポイントは、この積み立て見合い資金を日銀が供与していることにある。「積み」と強要しておいて、その積む資金を供給できるのは唯一日本銀行であるところが肝である。昭和30年代に準備預金制度が導入されたときに、「本来、市中銀行が受け入れた預金の一部が準備になるべきであって、それを日本銀行が貸し出すのでは、尻抜けになってしまってオカシイ」という議論もあった。しかし、ミクロ的にはそのように見えても、マクロ的にはそうではない。これまでの議論で明らかなように、市中銀行預金の総計は、その貸出額総計と同額であり、準備預金を積むだけのオカネは、市中銀行にはない。日銀から与信を受ける以外にない。この全体図が、図Ⅲである。

$$\textcircled{1} \text{市中銀行の貸出総計 (10,000) = 市中銀行の預金総計 (10,000)}$$

$$\textcircled{2} \text{所要準備預金} = \text{市中銀行総預金額 (10,000)} \times \text{準備率 (1\%)} = 100$$

$$\textcircled{3} \text{市中銀行の対日銀準備預金 (100) = 日銀の対市中銀行与信 (100)}$$

図Ⅲと P. 71 の㊸式にみるように、 $M \times \text{預金準備率} = bM$ という関係にある。

しかしながら、ここでこの関係を逆転させると、㊹式が導かれ、 $bM100$ が与えられると世間に $M10,000$ が供給されるという、間違っただけの解釈につながる。これこそが、現在、金融政策に関する、政界をはじめとする世間に誤解を生む根源をなしている。そして恐ろしいことは、これが現在の日銀新体制が、超緩和策と称するものを援用する際の理論的(?) 根拠になっている、らしいことである。

政策当局が想定している因果関係は、 bM の増加が信用乗数倍のマネー・ストックを増加させ、その結果、価格の上昇ないし価格上昇期待が生まれ、消費と投資が伸び、景気は上昇する、というような連鎖関係であるように見える。このとき、この論者たちは、予想、期待、資産価格変化などの諸要因を導入して、もっともらしく理論武装してくるかもしれない。しかし、元を正せば所詮は㊹式の誤解に行き着く、単純なはなしである。

私に言わせると、このフィリップスの信用創造理論は、ちょうど、信用創造機構という大きなバン釜に bM というバン種を投入すると、中にある信用乗数というイースト菌が働いて、バン M がどっさりできあがる、というイメージである。そういう錯覚を、ナイーブな素人、半玄人、政治家、さらには多くの学界の関係者に与えるに十分な妖しの用語である。事実、このような教科書がかなり出版されている。

事実は全く異なっている。これまで述べてきているように、銀行による対企業与信があって、その結果、全体のマネー・ストックが決まれば、その一定比率の準備預金がシステムの内なる論理として要求されるが、システム上、その要求に対応することを役割としている日銀がそれに対して、とりあえず量的にはそれに応じることになる。応じなければ、交換決済が成立しなかったり、準備不足に陥る銀行があらわれ、その銀行が非論理的な罰金(基準金利+3.75%)を課せられることになるからである。したがっ

て、日銀は量的にはこの準備預金需要に応じなければならない。

しかし日銀は、どのような価格でこの需要に応じるかということを考えながら、資金供給に応じている。つまり、情勢判断に基づいて、これまでよりも高い金利で、あるいは低い金利で bM 需要に対応するのだ、と、このように考えるのが正しい。bM の必要量は、あくまで（時間的にというより論理的に）先行して世に供給された M の一定比率であり、それを即時、後追的に日銀が、自らが妥当と認めるレートで供給するのである。逆に、日銀が勝手に bM を増やしたところで、それに比例して M が増減するわけではない。M は、まさに、企業が欲し、それを銀行が肯んずるときにのみ、増え、あるいは減るのである。日銀による bM 供給は、金融システムの安定的運営、金融市場調節の役割を果たすのであって、銀行の対企業貸出の原資を供給するものではない。

要するに、信用乗数という考え方は誤りである。図表IVは、準備預金 (bM) の推移と M の推移、とくに、注目してほしい、M 量を決める主要要因たる民間貸出の動向を示している。この表からわかるように、bM の増加と対民間貸出の動きは必ずしも比例していない。2004～5年には bM を減らしたときに民間貸出はむしろ増えている（限界信用乗数はマイナス）。M は、まさに企業・銀行の景況感如何、企業需資如何によって決まるものであり、先行する bM の量の増減によって決まるものではない。

中央銀行は、（技術的に厳密に言えば、銀行券の流出入、財政資金の撒揚などによって日々変動する bM を適宜に調節しつつ）現在の金融・経済実態を調査把握して、景気の基調の変化について判断を行い、bM の供給レートを変更する。仮に需要超過（需要>供給）、インフレ傾向であり、それを映して資金・資本市場でも需給アンバランスであると判断した時には、bM の供給レートを上げる。それに応じて市場全体の短期金利が期間裁定を経て上昇し、さらには中長期の金利にも影響する。こうして形成された金利上昇につれて、採算が合わなくなった、と思えば企業の資金需要

が減少し、実体経済が沈静化する。Mの需要は減少し、つれて事後的にbMへの需要も減少するのである。

逆にデフレ状態であれば、準備預金供給レート（＝コール資金翌日ものレート）を下げる。場合によってはゼロに向かって下落させる。その結果、イールド・カーブの水準と形状が全体として下がる。こうなったときに企業は、実物取引からの収益と睨み合わせて、金利が妥当と判断すれば、借入を増やそうとする。こうして、銀行への資金需要が増え、景気が上昇する。

要するに中央銀行は、bMの供給レートの上げ下げを出発点として、金利全般の上昇・下落とそれによるバンキング・ビジネス環境の変化＝企業、銀行の先行き景況感の変化を映したMの増減を通じて、経済運営の適正化を図るのである。つまり、金融政策は、バンキング・ビジネスを通じて効果を発揮していく。社会主義国のような国家の命令で貸出（＝預金）が増減するわけではない。ちょうど二段ロケットのようなもので、中間のロケットであるバンキング・ビジネスが中央銀行と同じベクトルで動かない限り、政策の意図は産業界には及ばない。

このとき注目すべきは、あくまで出発点はbMのレートであって、量ではないこと。価格を基準にして経済人は動くのである。量と価格はコインの裏表ではあるが、機能するのはあくまで金利である。少し先走るが、現在この金利がゼロになり、それ以下には下がらない（非負原理）ことが大問題なのである。そしてこのゼロ金利とは、実は金融の問題ではなく、その裏ないしはその底にある、実体経済の問題なのである。実体経済自身の成長力、付加価値創出力の問題そのものを映し出しているのである。

金利を中心とするダイナミックな金融政策運営の仕組みは、日本経済が常に貨幣を必要としていた頃の、つまり高圧経済環境下の、言い換えれば、潜在成長力が強大なハッピーな時代の実態であった。こうした高圧経済環境は、第二次世界大戦終了（1945年）、1951年～53年の朝鮮動乱以降、

(途中、オイル・ショック後の成長鈍化はあったものの) 40~50年にわたって続いた。そして、この時期はそのまま東西冷戦体制でもあった。この間、日本は異例の高成長を享受してきた。アジアで唯一の G7 メンバーどころか、一時は米、独、日の G3 とも称えられた時代である。私たちの親の世代や先輩方の努力もさることながら、東西冷戦体制というラッキーな面を背景にした、アジア唯一の民主主義工業国家としての高度成長の時代であった。

そして昭和の最後の年、思い上がった日本がバブルに浮いた 1989 年、東西ドイツの統一を契機にして、世界は大きく変化した。グローバリゼーションに伴う世界規模での未曾有の経済戦争が勃発したのである。ある人が言ったという、「誰かが間違っ^て冷戦と名付けたあの平和な時代」が終わったのである。その時を境に、それまで人類 70 億人のうち日・米・欧の 10 億人だけが参加していた「良いものを、安く提供するものが勝つ」というルールของเกมに、新たに東欧、アジア NIEs、そして中国も含め、30 億人余が参加してきた。

賃金が 100 分の 1 の国と同じ物を作って勝てるわけがないのであって、選択肢は二つしかない。一つは、賃金を彼等並みに下げるか、もう一つは彼らがとても作れないような高品質品に特化するかである。こうした熾烈極まる新しい戦争の中での努力の結果が、液晶テレビであったり、ハイブリッド車であった。あの頃、「この動きは中国の賃金が日本並みになるまで止まらない」と言った人がいたが、いま思えばそれも間違いであった。中国の後には、ベトナムやバングラデシュが続いてくる。最近の 100 円ショップのダイソーの商品生産地をみてみよう。グローバリゼーションの波はエンドレスに押し寄せ、国境は点線になり、為替と時差を超えて進んでいく。さらにその動きを IT が促していく、という具合である。私達は、シャープが台湾の資本に買収されるというような事例を毎日のように見ているのだ。そのとき、かのプルタルコスが言った「不相応な幸運は、知恵のない

ものには不幸に陥る契機ともなる」という言葉が日本に当たるのを恐れる。

事柄の本質を理解したアメリカとドイツでは、共に強力な国内世論の反対を押し切って、民主主義体制下では珍しいほどの構造改革を行なっている。アメリカはもともと移民の国であり、途上国的な内的発展のエネルギーを本来的に持っている国である。そこでレーガノミクスで規制改革を断行。シュールガスに援けられもして地力再生。また、一時はユーロの病人とまで言われていたドイツも、シュレーダーが政治生命を賭けて労働市場の改革を行い、今やユーロ圏で独り勝ちし、メルケルがそれを享受している状態である。

要するに両国共に構造改革を先行させ、併せ技としてゼロ金利政策を採用しているのだ。

これに比べて日本は、この未曾有の新しい大競争時代到来にもかかわらず、難しい構造改革（つまり、第三の矢）を後回しにして、ひたすら日銀に超緩和をやらせている、という状態なのである。これは正しい対応か。

またここでやや遠くを見るような目で現状を見るとわかることであるが、今や先進国すべてゼロ金利になっているが、そもそも金利は、長期的には利益率の写し絵（proxy）である。したがってこれらの国々では、実は付加価値増殖力（viability）そのものがゼロになっていることを素直に映しているのだ。それをどうやって再生するか、をこそ考えなくてはならない。一方、これとは対照的に、曾ての繁栄を今に、とばかりに中国とイスラム諸国が頑張っている、というのが今の世界の構図であろう。

以上の考察でわかることは、順便な金融は、付加価値生産の誕生、分配、支出そして誕生、のサイクルを順調にさせる、不可欠の潤滑油であって、極めて大切ではあるけれど、けっして主役ではない。金融は経済成長の必要条件ではあっても、十分条件ではない。貨幣がなければ何もできないが、あれば何でもできるというものでもない。この大原理にきちんと目覚めることが肝要である。まして、bMを増やせばMが増える、などというも

のでは断じてない。にもかかわらず、現日銀は政府と歩調を合わせて、副作用に目をつぶって国債を爆買いしている、というのが実情である。今やるべきことはガソリンの追加供給ではなく、エンジンの作り直しなのにもかかわらず、である。

以上をまとめると次の二点になる。

(1) 金融は単なるヴェールではなく、経済循環のすべての局面に内在して役目を果たす潤滑油であり、その順便な発展のための不可欠な必要条件である。しかし決して十分条件ではない。貨幣がなければ何もできないが、あれば何でもできるというものでもない。

(2) 近年の経済低迷はデフレによるのではなく、潜在経済成長力ダウンが真因であり、デフレはその随伴現象である。したがって大事なことは、新しい環境の中で、いかにして構造改革による生産性向上を図って成長力を再生するか。真に政策当局がなすべきは、前途にフロンティアを拓いて、企業や銀行すべての経済活動参加者が、前向きのダイナミックな参加意識を持てるような環境を整備すること、その一事である。

(参考資料)

横山昭雄著『真説 経済・金融の仕組み—最近の政策論議ここがオカシイ』日本評論社、2015年9月刊

【討論者から報告者への質問とそれへの回答】

1. 齊藤美彦氏（大阪経済大学）

- Q. 日銀の金融政策は、単純なマネタリストから期待の変化を狙う政策へと変わっているのではないか（その意味でねじれてきている）、という見方がある。この見方をどのように評価するか。
- A. 全くその通りだと考える。期待に期待するというが、キタイ・気体は固体や液体と違ってまったく掴みづらいもの。つかめないものに期待するというのは、まっ

たく脆弱なはなし。今の政策を指して「金融政策（MP Monetary Policy）ではなく MCP（mind control policy）ではないか」という指摘もある。おそらく当局は、現在の量的緩和政策手段の多様性が社会の期待を変化させ、初めは株、為替、土地などの資産価格の変化をもたらし、デフレ均衡状態からの脱出へと結びついていく、と主張するだろう。それは所詮、私か指摘した三つの式のデリバティブに過ぎず、掴みどころのない期待の変化を求めるものであり、真に経済を再生に導く所以ではないと慮れる。

東短リサーチ加藤出氏によれば、戦時中の皇道経済学は、「発行された国債が日銀にいくら累積しようとも、大御心に帰一し奉る真心さえあれば、必ず物価安定は達成される」と主張したらしい。また、コンコルドも同様で、当初 250 機作る予定でいたために、途中で問題点が明らかになりながら 16 機までつくられた。1962 年～76 年まで続き、大きな損失を生んだ事業になった。これは初期認識に執着したために途中段階ではなかなか転換できない事例として、組織行動学上大きな反面教師になっている。

黒田日銀総裁自身も、「ピーターパンの絨毯と同じで、途中で飛べないかも、と疑ったとたん飛べなくなる」と今次政策について述べたようである。

大事なことは、事実をどこまで率直に認めるかである。手法を若干精緻化（sophisticate）したところで、所詮、今次の政策の本質は私が述べたところにある。よくいわれるように、「ひもで引っ張ることはできても、押すことはできない」。これが金融政策の基本的な限界。まずこれを認識して諸政策を行うべきである。

2. 相沢幸悦氏（埼玉学園大学）

Q1. マイナスの金利付き・長期金利操作付き量的・質的金融緩和についてどのように考えるか

A1. あらかじめ述べているように報告者はこの問いに答える材料等を持っていない。回答は控えさせていただきたい。

Q2. 日銀による長期金利の操作は可能か。その弊害はなにか

A2. 市場経済体制下の政策運営において、「長期金利の固定化」は、「為替相場の固定化」と並んで、原理的に不可能な、踏み込むべきでない領域の問題である、と考える。仮に、長期金利が上昇したときに、それが潜在成長率の上昇によるものなのか、あるいは国債バブルがはじけたためなのかを判断することはできない。

Q3. 長期停滞局面に入っていると考えられる現時点で中央銀行ができることはないか。

A3. 資本主義そのものが長期停滞局面に入ったとは必ずしも考えていない。資本主

義原理に基づく経済行動が、たまたま日・米・ヨーロッパという舞台で長い間その成果を謳歌してきた。その後、オイル・ショックを契機に彼等の成長率が変化したのは、それまで剰余価値を産油国から篡奪するというプロセスが、産油国の台頭によって転換させられた結果である。1989年のベルリンの壁崩壊以降の事態も同様に捉えられる。今後市場経済原理に基づく発展の可能性は、おそらく、中国を首めとするアジア諸国、イスラム圏諸国、その他の発展途上諸国に主たる舞台を移すということであって、必ずしも資本主義原理そのものがダメとか、長期停滞が全世界的になるということではないのではないか。日本がすべきは、そういう新情勢の中で、自らにどのように付加価値創造力、潜在成長力を復活・再生させるかということではないか。

【一般討論での質問と報告者から回答】

○前畑雪彦氏（桜美林大学）

Q. 日銀の当座預金の3階層構造において、マクロ加算残高（≒所要準備額）を置いている理由は何のためか

A. 準備預金は、まず銀行間決済（銀行間貸借や資金送金等）に使われる資金であると同時に金融政策発動のベースになっている。総預金の1%程度であるが、これはマクロ的には日銀が供給するしかないものである。準備預金を積むというのは、民間銀行が有利子で調達した資金の一部相当額を無利子で日銀に預けさせられるのであるから、一種のコストを払う、あるいは、罰金を科せられる（penalize）ことになる。現在金融当局は、システム運営の必要以上に銀行にそれを積めと強制しているのであるが、それには無理があるから、必要額を超える額には1%程度の金利を付ける、としていた。ところが今度は、さらにその上の限度を超えれば逆に金利を取るといふ。まことに非論理的なことであり、何をしているか私には理解できない。すべては「準備預金をいじればマネー・ストック量をコントロールできる」との誤った考えからきている。

○川波洋一氏（下関市立大学）

Q. 高圧経済とは逆の低圧経済（人口減少、金利ゼロしたがって利益率極小化等々…）下であって、イノベーションを起こしていくために、あるいはそれを起こしやすい環境をつくるために、金融にはどのようなことができると考えたら良いでしょうか。

A. 1997～8年の頃に、ロンドン・エコノミストが次のようなことを書いている。「キリスト生誕以来、人類は三つ目のミレニアムを迎えようとしている。最初是中国の千年紀であった。次の千年紀のうち前半500年はイスラムの時代、後半

500年はヨーロッパを中心とするキリスト教世界のミレニアムであった。まもなく迎える2001年からは再び中国とイスラムを中心とする千年紀になろう。アメリカという名前を入れてこないという、イギリス人らしい面も含めて、この記事は非常に印象的であった。いずれにしても、このように舞台は移動するものの、それがそのまま資本主義経済は衰退するということではないだろう。市場経済は引き続き最も効率的なシステムであり、調整は必要であるが、システムそのものは無くならず、その中心舞台が移動していく、ということになるだろう。

このような状況で、私たちが生き残っていくためにイノベーションが必要であるが、中央銀行が何かできるかという問いにたいする回答は私には無い。中央銀行の金融政策にはそうした役割はない。あるいは、出しゃばってはならない。できること、なすべきことは、なるべく順便な金融で、企業がトランスフォーメーションし易いような全般的金融環境を整えるということだろう。白川総裁の時に、発展が見込まれる八つの業種に対して低金利で日銀が資金を出すという形で誘導しようとしたが、本来はこれは日銀が行うべきことではない。政府が行うべきことであって、白川総裁はそのようなことを承知の上で、ぎりぎりの線で発した「無策な政府へのメッセージ」だ、と私は理解している。フロンティアを開発していくのは、あくまで政府がリードしてやるべきことであろう。

○足立一夫氏（元三菱UFJ信託銀行）

次のようなコメントをしておきたい。

- 1) 「デフレ脱却」ではなく、デフレに対応する体制を構築することが、先生の言われる「エンジンを造り直す」と言うことではないか
- 2) 冷戦は「平和の時代」なのではなく、東西の戦争そのものではなかった。冷戦の終結＝戦争のない世界がデフレの時代なのではないか。

○木村二郎氏（桃山学院大学）

- Q. アベノミクス「異次元の金融緩和」は、初期の超円高是正、株高への効果はあったか否か。あったとしたらどの程度だったと考えておられるか。
- A. アベノミクス以前からの市場の地合いの変化も、アベノミクス効果も共に認められるのだろう。ただ、後者について言えばいわば「偽薬 (placebo)」効果であろう。「ベース・マネーを増やせば金融緩和になり、メリットが出てくる」という、理屈もない呪術エコノミクスが以前から世の中に広がっていたため、それが少しばかり市場を動かしただけなのではないか。

欧州左派のヘリマネ議論から見た 異次元緩和と出口

松尾 匡
(立命館大学)

I 「人民の量的緩和」の名で提唱されるマネーファイナンスの 二方式

ドイツのシュレーダー社民党政権で蔵相を勤め、首相の親ビジネス路線に反対して辞任、後に党を割って、旧東独共産党の流れを汲む民主社会党と合流して左翼党を結成したオスカー・ラフォンテーヌは、2016年7月、独伊の左翼党の政治家二人との共著論説の中で、現行の欧州中央銀行の量的緩和を批判し、企業も政府も投資しない中では実体経済に行き着かず、富める者をますます肥やすだけだとしている。マイナス金利にしても、銀行の貸し付けが増えるわけではないと批判する。「そうだそうだ」と思われるかたも多いだろう。では、引き続いて次のように主張しているのを読むとどう思われるだろうか。

「EU条約とドイツ連銀によって、政府へのマネーファイナンスは禁止とされたわけだが、欧州中銀はこれを無視するべきではないか。結局のところ、銀行のためのカネはいいカネで、政府のためのカネは悪いカネとされているのはなぜかと聞かれても、その理由はさだかではないのだ」

こう言って彼らは、政府への欧州中銀の直接融資と、欧州中銀の作った

通貨を家計にわたす、狭義のヘリコプターマネーを提唱している¹。

また、2012年仏大統領選挙での左翼戦線ジャン・リュック・メランション候補の主張を見てみよう。同戦線は、共産党、左翼党その他の左翼諸党派の連合である。彼は、欧州中銀に関する指令や法令を修正し、欧州中銀が「民主的コントロールのもとで、諸国に対して直接に低い利率で——あるいはいっそ無利子で——貸与することを認め、公債を買うことを認める」ようにしなければならないと提案している²。

今年6月、欧州議会の、共産党・左翼党系、社会党系、緑の党系の左派三会派の11カ国18人の議員が、欧州中銀に書簡を出し、欧州中銀の作った資金を直接に市民に配当する狭義の「ヘリコプターマネー」や、欧州中銀が作った資金を欧州投資銀行に融資して政策投資を行う政策を検討するよう要求している³。署名者の中には、現代的なタイプの活動家はもちろん、東独のオールドコミュニスト出身の共産党・左翼党系会派の現議長、フランス社会党の党首選を争った人物、欧州議会の14人の現職副議長の

1 Oskar Lafontaine, Stefano Fassina & Fabio De Masi, “Europe Before the Crash,”

http://www.qe4people.eu/europe_before_the_crash_fabio_masi_fassina_lafontaine?locale=en

「破滅寸前のヨーロッパ」（長谷川羽衣子訳）

<https://economicpolicy.jp/2016/10/30/699/>

2 EUのニュース・政策討論サイト“EurActiv.com”内の記事“Jean-Luc Mélenchon: For a European revolution,” 2012年4月19日。

<http://www.euractiv.com/section/elections/news/jean-luc-melenchon-for-a-european-revolution/>

3 政策要求グループ“Quantitative Easing for People”のサイト内記事“MEPs want the ECB to look at helicopter money,” June 17, 2016.

http://www.qe4people.eu/open_letter_to_the_ecb

なお、拙サイトでこの記事の拙訳を掲載している。

http://matsuo-tadasu.ptu.jp/essay__160715.html

一人、フィンランドの元閣僚等の大物も含まれる。

ここで掲げられているうち、欧州中央銀行の緩和マネーで政策投資をする政策は、英労働党最左派党首コービンの「コービノミクス」の目玉政策、「人民の量的緩和」と同様であり、欧州では、欧州左翼党、ポデモス、欧州労連などの左派勢力により従来から掲げられている⁴。コービノミクスの場合、「国立投資銀行」を新設し、イングランド銀行が作った資金をもとに、住宅、エネルギー、公共交通、IT 事業に公共投資するというスキームになっている⁵。

しかし実は「人民の量的緩和」という言葉は、左派ニュー・ケインジアン
の著名なマクロ経済学者である、オックスフォード大学のサイモン・レン
ルイス教授⁶や、イギリスの主要経済紙に掲載されるエコノミストであ
るアナトール・カレツキー⁷によって、もともと、まさに狭義のヘリコプ
ターマネー政策を指す言葉として提唱されたものであり、欧州では、「人
民の量的緩和」の名前で、この両政策がともに提唱されている。これは、
従来の量的緩和が、市中から国債などの債券を買い上げて放出した緩和マ
ネーを、市中銀行に滞留させるだけで、実需につながらなかったという認

4 詳しくは拙著『この経済政策が民主主義を救う』（大月書店、2016）の第4章
を参照のこと。

5 Jeremy Corbyn, “The Economy in 2020,” p. 6.
https://d3n8a8pro7vhm.cloudfront.net/jeremyforlabour/pages/70/attachments/original/1437556345/TheEconomyIn2020_JeremyCorbyn-220715.pdf?1437556345

6 Simon Wren-Lewis, “People’s QE and Corbyn’s QE,” 個人ブログ “mainly
macro,” 16 August 2015.
<https://mainlymacro.blogspot.jp/2015/08/peoples-qe-and-corbyns-qe.html>

7 Anatole Kaletsky, “How about quantitative easing for the people?,” Reuters
ウェブ記事, August 1, 2012.
<http://blogs.reuters.com/anatole-kaletsky/2012/08/01/how-about-quantitative-easing-for-the-people/>

識のもとで、緩和マネーを直接に支出主体に渡す政策として提唱されている。

今年2月16日に欧州議会内で、「人民のための量的緩和コンファレンス」が、前述の書簡の署名者のうちの三人の左派系議員の主催で開催されているのだが、そこでは、ヘリコプターマネー方式と、コービノミクス方式の両方が「人民のための量的緩和」の名のもとに提唱されている⁸。

すなわち、長らくヘリコプターマネーの提唱者として知られたエコノミストのエリック・ローナーガンがヘリマネ方式を熱心に説く一方で、1995年に日本銀行へのアドバイスで最初に量的緩和というものを提案した、サウサンプトン大学のリチャード・ヴェルナー教授が、「戦略的量的緩和」という言葉で、また、フランス政府アドバイザーのフレデリック・ボッカラが、「共同のエコロジー的社会的発展のための欧州基金」を通じた公共サービスと中小企業のファイナンスとして、一種のコービノミクス方式を提唱している。

II ヘリマネ型とコービノミクス型をめぐる論争

ヘリマネ型とコービノミクス型をめぐるのは、レンルイスと、コービンのブレーンのリチャード・マーフィの間などで論争がある。マーフィは、シティ大学ロンドンの教授で、イギリスの労働組合のナショナルセンターであるイギリス労働組合会議のブレーンだったことからコービンの経済政

8 前記“Quantitative Easing for People”サイト内記事“QE for People Conference at the European Parliament,” February 25, 2016.

http://www.qe4people.eu/highlights_conference_european_parliament_qe_for_people

なお、拙サイトでこの記事の拙訳を掲載している。

http://matsuo-tadasu.ptu.jp/essay__160610.html

策を担うようになったものである。彼は、今日「人民の量的緩和」という言葉で知られるようになったコーピノミクス方式と本質的に同じものを、「グリーン・インフラ量的緩和」と称して提唱していたと言う⁹。

レンルイスによるコーピノミクス方式への批判は、「出口」の容易さをめぐるものと解釈できる。同方式では、政府側の判断で公共投資が行われるが、その投資の中身が必要とされる時期が、量的緩和が必要な時期と一致するとはかぎらない。量的緩和は金利が最低を打ってもデフレが治らないひどい不況のときにだけなされるべきものであって、それを脱したならばやめるべきものである。しかし、政府にとってのその投資プロジェクトの必要性がなお引き続いたならば、ひどい不況期をもはや脱しているのに中央銀行の緩和マネーを出し続ける誘因が出てしまうというわけである¹⁰。

筆者は、拙著『この経済政策が民主主義を救う』などでコーピノミクスや欧州左翼党の提案を好意的に紹介しているのであるが、厳密には、これらの提案には問題を感じていて、本当は狭義のヘリコプターマネーの方がよいと考えている¹¹。というのは、これらの提案では、中央銀行と投資先との間に政策銀行を挟んでいて、その融資として資金の支出がなされることになっている。これは、将来の返済を前提として、民間にも融資が行われるスキームである。

しかし、あえて無から作った資金で政策融資をすることは、リスクが高くても公的必要性のある案件にも融資できることが、そもそもの目的のほざである。すると、不良債権が生じた時の実質的損害がないにしても、それが発生することを織り込むことになり、返済したケースとしなかったケースとの間に不公平が生じることにつながる。

9 Wren-Lewis, *ibid.*

10 Wren-Lewis, *ibid.*

11 拙著 153 ページ、注 9 でも少し述べている。

Ⅲ コービノミクスはヘリマネより効果が低いか

さらに、中央銀行の緩和マネーを使って直接の支出を行うのは、それによって総需要を効果的に拡大するためであったはずである。ところがコービノミクス方式では、公的支出もまた政策銀行からの融資で行われるわけだから、やがては徴税でそれを返済しなければならない。それが最初から見込まれるかぎり、将来の増税に備えて支出を抑制する効果が働いてしまう。そうであるならば、もともと無から作った資金ならば、返済を前提しないスキームの方がよい。

ヘリマネ側の論者からの同様の議論としては、同政策を唱えてきたことで最も有名な、ニュー・エコノミック・シンキング上級研究員のアデア・ターナー卿の議論がある¹²。彼は、政府債務残高が大きくなっている先進国では、国債の市中消化で資金をまかなって政府支出しても、将来の政府債務返済のための増税に備えた支出抑制のために、需要拡大効果が抑制されてしまうと言っている¹³。

これについては、将来の名目経済の拡大が約束されるならば、それに合

12 ターナーは、コービノミクス方式を批判して、そのようなマネーファイナンスが乱用への法的疑念を招かず、したがって、市場の動揺を招かないためには、資本主義市場経済に対する政府のコミットメントへの信頼が揺るぎないものでなければならないと述べている。

<http://www.cityam.com/225264/lord-turner-fires-warning-over-corbyn-omics>

13 Lucrezia Reichlin, Adair Turner, Michael Woodford, “Helicopter Money as a Policy Option,” VOX CEPR’s Policy Portal, 20 May 2013. Turner の発言。
<http://voxeu.org/article/helicopter-money-policy-option>
「経済学 101」にこの記事全体の和訳がある。

<http://econ101.jp/ライシュリン&ターナー&ウッドフォードー「ヘリコプターマネーの是非を問う」>

わせたマネーの拡大に見合って、返済されることのない中銀の国債が増えるので結局は同じだとする反論がある。マーフィも「無いも同然の自分からの借金だ」と言っている¹⁴。

著名なマクロ経済学者であるコロンビア大学のマイケル・ウッドフォード教授は、名目 GDP 水準の上昇スケジュールを目標にした量的緩和がなされる中では、政府が国債の市中消化で資金をまかなって政府支出をしても、ヘリコプターマネーと理論的に同値になると指摘している。なぜなら、将来長期的に名目 GDP が増えるなら、それに相応してマネタリーベースも増え続けるはずであり、その見合いとして中央銀行の金庫に、返済されることのない国債が増え続けるはずだからである。であるならば、将来増税してそれを返済する必要はないので、それに備えた支出抑制は起こらないというわけである。ウッドフォードは、中央銀行と政府が独立に意思決定できる分、この方式の方がヘリマネ自体よりもよいと言っている¹⁵。

この論理は、インフレ目標を立てた量的緩和でも本質的に同じことだから、これが本当ならば、今の日本でも欧州でも、国債の市中消化で政府支出すれば、ヘリコプターマネーと同じ効果が得られることになる。しかしターナーはそれに対して、ウッドフォードの提案では、債務返済不要な恒久的なマネタリーベース増だとは、公衆に正しく認知されない可能性があると応えている¹⁶。実際今日の日本では、国債の三分の一が日銀の金庫の中にあるにもかかわらず、それも含めた膨大な政府債務をすべて返済しなければならぬと思われていることが、公衆の支出を抑制していると思わ

14 Richard Murphy, “Chris Leslie has got Corbynomics wrong,” 個人ブログ “Tax Research UK,” August 3 2015.

<http://www.taxresearch.org.uk/Blog/2015/08/03/chris-leslie-has-got-corbynomics-wrong/>

15 Reichlin, Turner & Woodford, *ibid.*, Woodford の発言。

16 Reichlin, Turner & Woodford, *ibid.*

れる。

そこでターナーは、今年6月7日の日経新聞の「経済教室」において、日銀保有国債の一部を、無利子永久債に転換して事実上消却することを提案している¹⁷。たしかにこれは効果的なヘリコプターマネーである。将来労働不足のインフレ時代になってからこれに追い込まれるよりも、益ばかりで害のない現在のうちにやってしまった方がよいとも言える。

IV 財政支出が足りなかった日本経済

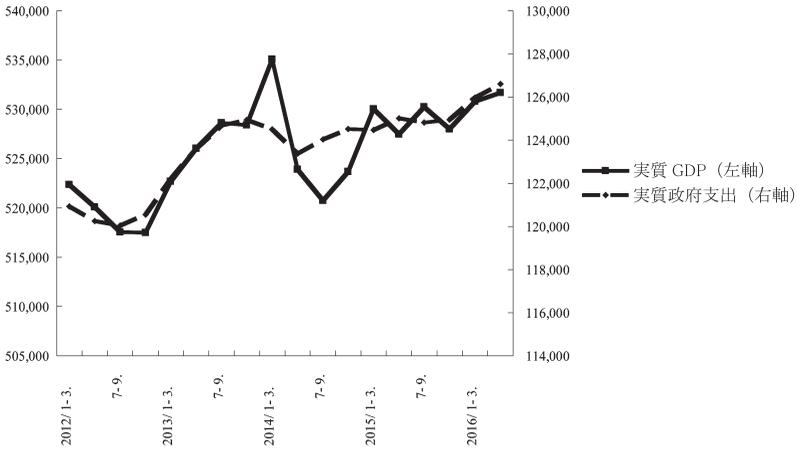
以上の一連の欧州左派系の財政ファイナンス論の到達点から、異次元緩和以降の日本経済を総括・展望してみる。

いわゆる異次元緩和開始後1年たらずの間は、並行して急速な財政拡大がなされ、それに合わせて実質GDPが拡大しているが、その後政府支出の抑制と消費税増税がなされると、それに合わせて実質GDPの伸びは停滞した。

公的固定資本形成の季節調整済み実質値の推移を見ると、安倍内閣発足後3四半期は急激に増やされているが、その後、消費税増税や世界経済不安などの逆風にもかかわらず、2015年いっぱいまで1割以上も削減されていることがわかる。すると、その他の支出もすべて含んだ政府支出全体の季節調整済み実質値の推移を見ると、高齢化とともに政府消費が増加していくことを加えても、安倍政権発足後4四半期目からはほぼ一定水準を維持している。そうすると、図1に示すように、実質GDP全体の推移（季節調整済み）は、概してその動きをなぞり、安倍内閣発足後3四半期は急激に増加し、その後消費税増税直前の駆け込み需要による増加と、そ

17 アデア・ターナー「経済教室：日銀の財政資金供給不可避」『日本経済新聞』2016年6月7日。

図1 GDPと政府支出（季節調整済み、2005年価格 10億円）



内閣府 GDP 速報より

の後の反動の落ち込みをならずと、ほぼ一定値を維持している。これはリーマン恐慌前の最高水準とほぼ同じレベルである。

これは上記の欧州左派勢力の認識、すなわち、これまでの量的緩和は市中銀行にマネーを滞留させるだけで実体経済につながっておらず、実体経済の拡大のためには財政支出の拡大を必要とするという認識を裏付ける。もちろん、緊縮財政下でも実質輸出の拡大と、主にそのための設備投資のある程度の傾向的拡大をもたらしたという点では、量的緩和単独での効果は認められるが、それは海外市場の動揺によって簡単に頓挫する程度の脆弱なものでしかなかった。

ここから、今後の景気拡大は財政次第であることが予想できる。特に、今日の日銀の新しい枠組み「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の意味するところは、政府が国債を発行して長期金利の上昇圧力がかかるごとに金融緩和してそれを抑えるということだから、金融緩和自体が財政次第ということである。

安倍首相の目的は、悲願である改憲等、戦後民主主義に替わる極右的新体制樹立のために選挙に圧勝することにあると思われる。そうすると、今後財政拡大を再開して好景気を演出し、解散総選挙を打つ可能性が高い。実際、3月補正予算と今年度（16年度）予算の前倒し執行により、4-6月期は公的資本形成が増加している。さらに安倍政権は、今後5年間で財投30兆円の事業支出を打ち出し、8月2日には28兆円の追加対策を決定、9月にも第二次補正予算を組んでうち4兆円を計上するはこびである（実際には3.28兆円だった）。

異次元緩和と並行した、国債市中消化の財政拡大は、上述の通り、マクロ経済学的にヘリマネと同値である。もちろん、ヘリマネと見られないための制約を自ら課しているために、その規模は私見では全く不十分であり、またその内容も旧来型の公共事業に偏りすぎであると批判できる。しかし、総需要拡大効果は小さくないと思われる。

目下の経済状態は、昨年以來、外需と、それに引っ張られた設備投資の拡大が挫折して、頭打ちの状態にあるが、雇用の拡大は続いている。ここに政府支出の増大が加わると労働市場が締まって行って賃金の上昇が目立ってくる可能性が高い。

総務省統計局の「労働力調査」によれば、雇用者数は安倍内閣成立以來増加トレンドにあり、かなり前からリーマン恐慌前最高水準を超えて増加を続けている。うち正規労働者の雇用者数の推移を見ると、2014年ごろから増加トレンドにあるように見える。直近の動きを月次データで見ると、昨年（2015年）末から増加が続き、現在2011年頃の水準にまで回復している。

さらに、厚生労働省の「毎月勤労統計調査」によれば、低下が続いていた実質賃金も今年に入って上昇傾向が定着しつつあるように見える。また、内閣府の4-6月期のGDP速報1次速報によれば、名目雇用者報酬全体は増加を続け、すでに昨年（2015年）からリーマン恐慌前の最高水準を上

回っている。

それゆえ、今後の財政拡大によって、労働市場の引き締めから賃金上昇が本格化し、消費需要の拡大に結びつく可能性がある。その結果、好感感が行き渡ったところに、解散総選挙が打たれる可能性は否定できない。

V 対抗政策とその「出口」論

野党側がこれに対抗するためには、安倍政権を上回る景気対策をアピールしなければならない。しかるに安倍政権側には、依然として、国債発行を建設国債に限定し、赤字国債を否定する原則や、財投など返済を前提した形式にこだわる限界がある。建設国債への限定にこだわるから、「箱もの」公共事業に偏った財政出動になってしまう。野党側が欧州左派内の動きにならって、返済前提の形式にこだわらずに、介護や医療や子育て支援など、「人」に対する支出に緩和マネーを向けるならば、景気拡大効果が安倍政権側を上回ることを公衆に認知させ、容易に支持を集めることができるだろう。

そもそもマクロ経済学的には、建設国債と赤字国債の間に違いはなく、前者はよくて後者は駄目だという理屈は成り立たない。建設国債で建設した公共施設は事実上売却など不可能であり、政府の資産が残るから負債があっても大丈夫ということにはならない。むしろ、赤字国債で子育て支援をした結果子どもが生まれたならば、将来はその子ども達が納税者になるので、その分税金が増える。赤字国債で教育支援をして、高学歴の人が増えたならば、将来その分所得が増えて税金が増えるかもしれない。これらの例のほうが、政府にとってよほど確実な「資産」になる。

財投融資も、マクロ経済学的には通常の政府支出と違いはない。むしろ、前述のとおり、返済を前提とした形式をとらないことが、総需要拡大の効果を増すというのが、近年の欧米での議論のコンセンサスである。前

述のウッドフォードの議論のとおり、赤字国債で政府支出をまかない、その分の国債を日銀が（現行どおり「玉突き」的に市中からでも）買い取って資金供給したならば、適切な経済規模自体が現在よりも名目的に拡大している将来、インフレをプラスの目標値までに抑制するために市中に出すべき国債は、デフレ不況時代に買い取った国債の量よりは少なくすむ。したがって、その差の国債は永久に日銀の金庫の中にあり続けるので、事実上返済不要である。

なおこのとき「インフレ目標」は、財政拡大の「歯止め」という意味を持つが、介護や医療や子育て支援などの社会政策の制度的な充実のために財政を拡大させた場合、将来インフレ目標に到達してマネーファイナンスを（事実上も）停止しなければならなくなったときにも、その支出を縮小させるわけにはいかないことになる。それゆえ、これらの支出の分は、すでに今のうちから所得税の累進強化や法人税増税など、富裕層や大企業に負担をかけた大規模増税で金額上の対応をつけておき、緩和マネーによるヘリマネは、その増税の景気へのマイナス効果を打ち消すための、給付金や設備投資補助金に使えばよい。すなわち、増税分と総額で同規模となる給付金（できれば全員一律）や設備投資補助金を、赤字国債の発行で支出し、その分の国債は直接または「玉突き」的に日銀が買い取って資金を出すのである。

インフレ目標が近づいたときの「出口」に際しては、漸次的にこれらの給付金や補助金を縮小することで、ネットの増税効果が上回ることになり、総需要抑制が可能になる。増税規模自体は、充実した社会政策支出などを支える分だけではなく、将来インフレ抑制のために売りオペされる国債を償還する分も含めて、あらかじめ十分大きなものしておくのである。

また、好況が進行したら、保有資産の増価分に課税する税制も有効だろう。これも、増価率が一定の率以下ならば課税しないことにして、あらかじめ税制を定めておけば、自動的な「出口」の仕組みとなる。

それに対して、現行政策の場合、「出口」とオリンピック特需のピークが重なり、インフレ目標を維持するための金融引締めと特需用国債の市中消化が重なって金利が高騰し¹⁸、設備投資減退と円高・輸出減をもたらすことが懸念される。インフレ圧力に地域差があるのに、金融政策は全国一律という矛盾のために、首都圏は特需で繁栄しても、地方経済は衰退するかもしれない。もしこのことによって生産の海外移転が進行したならば、オリンピック後、特需が消失した後で困難に陥るかもしれない。

【斉藤先生からのコメント】

1. マネー（マネーストック・ベースマネー）とインフレ率の相関関係はあるのか。欧州左派でも、ラパビトサス&フラスベックなどはマネーとインフレ率の相関を否定し、ユニット・レーバークストに働きかけるべきとしている。

2. 欧州左派が実現しようとしている政策は、中央銀行による金融政策として行うべき政策か。スティグリッツ・関根友彦等は、政府紙幣発行を行うべきとの議論を展開しているし、翁邦雄は、ただ物価を上げるだけならば、政府紙幣を発行すれば可能であるとしている。

【斉藤先生への回答】

欧州左派系の議論は、財政が併用されない金融緩和単独の効果については否定的なのでマネーと物価との相関はないと言えるが、メインの主張は、財政拡大のための金融緩和なので、その場合はマネーが直接財・サービスの購入に向かうので物価とプラスの関係はある。ただ、彼らは「そんなことをしたらひどいインフレになる」との批判に反論する文脈で、「そんなことにならない」と言っているケースが多いので、しばしば物価との関係に否定的な表現が見られる。

こうした議論は中央銀行の政策というよりは、財政政策の一種の財源論としてされている。その中で現行の欧州中銀の政策については、金融セクターにだけ向いた不十分な緩和であるとの批判をしている。

政府紙幣については私もその方がすっきりしていると思う。代田先生ご指摘の問題も政府が日銀から資金調達するのに間に国債市場を挟むために起こることだし、公衆から将来の償還が必要と思われることで財政政策の効果が殺がれる問題も政府

18 IS-LM 図で言うと、IS 曲線の右シフトと LM 曲線の左シフトが合わさって、利子率が上がるということである。

紙幣だとクリアされる。ただ私の推測だが、欧州左派系が政府紙幣を言わないのは、彼らは EU と共通通貨の枠組みを維持することを大前提にしているのだが、彼らの支持基盤の民衆の間では EU の枠組み自体への反発が強く、各国レベルの政府紙幣発行につながる議論はこの前提をゆるがすおそれがあるからだと思う。

【相沢先生のコメント】

①返済不要の中銀資金で総需要を拡大させて、景気が高揚し、経済規模が拡大するので、返済不要マネーが実体経済の規模に適合するというこのようで、問題はないか。

②ドイツのように健全財政をおこなうのではなく、ヘリマネでそれが実現できるだろうか。

③資本主義が長期停滞局面にあるとすれば、ヘリマネで経済成長させることが可能だろうか。

【相沢先生への回答】

量的緩和の効果については、財政支出の中身の問題はにおいて、財政拡大が伴うならば総需要を増やす効果はある。多くの欧州左派系の政策主張では、インフレの問題については今はそんな心配をする時代ではないと簡単に片付けている。インフレ抑制が必要になったら、金融引締めで抑えることは容易だろう。

ヘリマネについては、その定義にもよるが、ターナーが言うような日銀保有国債の無利子永久国債への転換によって直接に政府債務を減らすことはできる。このことで景気が拡大し税収が増えれば財政は改善される。

長期の話になると完全雇用の「天井」の話になる。完全雇用になれば、財政をマネーファイナンスすることはできないし、総需要拡大政策で成長させることはできない。「天井」は実際あまり成長しないだろうし、するかもしれないがそれはあまり経済政策で動かせる問題ではない。ヘリマネにしても何にしても総需要拡大政策は、失業がある状態から完全雇用にまでもっていくのが役割で、そこから先は次元として別のものになると考えている。

《質疑応答》

前畑雪彦（桜美林大学・名）

（質問）

1. 本日の報告は、税を財源（増税）とする財政支出政策の話であり、ヘリコプター・マネー財源論ではないのではないか。
2. 欧州左派のヘリコプター・マネー論は、ブルードン等の空想的社会主義の主張と同じになるのではないか。

(回答)

資本主義体制そのものの変革は長い時間がかかると考えている。資本主義体制の根本的な問題点は、現場の労働者や利用者からの決定過程の疎外により、彼らにリスクと犠牲がかかってくることにある。今いきなり国家的コントロールをしても、決定過程の疎外は変わらないだろう。それは、協同組合や経営参加による労働者や利用者の実質的な生産決定を、個々人の力量の発展に合わせて広げていくことでしかない。我々の側の国家政策の当面の役割は、公金をかけてこの発展をお膳立てすることにあると思う。欧州左翼党なども同様に考えているのだろうと受け止めている。

前畑先生にもご理解いただいているとおり、適切な経済規模の拡大に合わせたベースマネー供給がなされるかぎり、その見合いで中央銀行が保有した国債は市中にでることはない。したがって、失業のある状態から完全雇用まで中央銀行引受資金で政府支出してもっていったならば、ちょうどそこまでに必要な分は償還の必要はない。それを超えた分だけがインフレ抑制のために市中に戻ったり借換えしなかったりして、実質的に償還の対象となる。経常支出以外で、将来に増税で対応しなければならぬのはこの分だけである。

足立一夫 (元 UFJ 信託銀行)

(質問)

1. 「返済前提の形式にこだわらずに、介護や医療や子育て支援など、「人」に対する支出に緩和マネーを向けるならば、景気拡大効果が安倍政権側を上回る」と言われるが、何故景気拡大効果が大きくなるのか説明してほしい。

2. 「赤字国債で教育支援をして高学歴の人が増えたならば、将来その分所得が増えて税収が増えるかもしれない」と主張するが、本当にそうなるだろうか。

大学卒を増やただけでは雇用のミスマッチを増やすだけではないか。就職できない学生、あるいは非正規雇用を増やすことになるのではないか。

(回答)

介護・医療・教育・子育て支援などへの支出拡大が安倍政権側よりも景気拡大効果が上回るのは、これらの部門が労働集約的であるために、雇用者所得の波及効果が大きいことで、産業連関分析でも公共事業よりそれが大きいことが推計されている。介護などで問題になっている低賃金が是正されたならばもっと大きくなる。また安倍政権は、財政再建の枠組みに縛られて思い切った支出拡大ができない。建設国債なら OK という原則のために、景気対策は公共事業に偏り、別の支出を財務省に抜かれて総枠抑制されるので、社会保障が抑制される。しかも公共事業はいろいろなボトルネックに直面していて、波及効果が小さくなってしまっている。景気拡

大が課題の時期が終わって、完全雇用のフェーズになったときには、高齢化に対応した介護部門などへの労働確保や、少しでも労働人口を増やすための子育て支援部門の充実が必要だが、完全雇用実現後に別部門からこれらの部門に労働を移動させるのは摩擦が大きい。失業があるうちからこれらの部門に十分な雇用が拡大するようにもっていく景気対策が合理的である。

高等教育に公的支出をかけても就職できない若者が増えるだけにならないかとのご疑問は、他に何も政策がなされなければそのとおりだと思う。景気を拡大させて雇用全般が増えるようにしなければならない。

清水正昭（千葉商大）

（質問）

ヘリマネを起点として「総需要拡大効果」が現れるメカニズムがよく判らない。

ケインズ政策は50年前の高度成長時代にあてはまったもので、今日のグローバル経済下で「産業の空洞化」が進展しているもとでは、そもそも市場の波及効果は現れないだろう。単に介護・子育ての雇用が拡大する、というのは市場経済の波及効果という問題とは異なるのではないか。

（回答）

ケインズ自身は当時のイギリスが定常経済の時代に入っていると考え、その時代で完全雇用を実現するにはどうすればいいかを考えてケインズ理論を打ち出したので、これは高度成長時代よりもむしろ成熟時代向きの理論である。グローバル化で単純な財政拡大だけのケインズ政策が波及しなくなっているのは、国債市中消化で金利が上がり、円高になって輸出が減って、需要が輸入に漏れやすくなるからで、緩和マネーを使うことはこのルートを抑える効果がある。今後、完全雇用実現後はあまり成長しないので経済全体での純投資はあまりなくてよく、設備投資増加を通じた波及効果はなくてもよい。介護・医療など民衆の生活に直接必要な社会サービスが中心の経済になるべきだ。その従業者の所得増から生活に必要な消費財の生産増に需要が波及していくことは、そういうところにおカネが流れやすくする政策次第で実現可能だと考えている。

木村二郎（桃山学院大）

（質問）

アベノミクス「異次元の金融緩和」は、初期の超円高是正、株高への効果はあったか否か。あったとしたらどの程度だったと考えておられるか。2012年11月の衆議院解散以前に既に赤字拡大、EUの金融不安の落ちつきなどに基づく円高是正が始まっていたと思われる。

(回答)

私の計量によれば、今世紀に入ってから円ドルレートの動きは、日米の長期金利差で九割がた説明がつく。直近はすこしはずれているが。これは、金融緩和で金利が下がると相対的に金利が有利なところに資金が流出して円安になることを示している。衆議院解散前に円安になったときもこの相関関係から外れておらず、すでに白川時代末期から金融緩和が拡大されていたことによると思われる。

日銀トレードの財政学

代田 純

(駒澤大学)

1 はじめに

本報告の潜在的な問題意識は、日本の財政構造に、日本銀行の金融政策が強い影響を与えているのではないか、ということである。日本財政の一般会計での歳出規模は2009年度決算以降、100兆円前後で定着している。2008年度まで80兆円台であったことを想起すれば高水準で推移しており、基本的に「大きな政府」が継続している。しかし、歳出を支える税収は、40～50兆円前後であり、税収比率は40～55%程度である。高水準の歳出規模が継続可能なのは、40兆円（新規財源債のみ）を越す国債が低金利で発行されているからである。2012年度には、国債依存度は48.9%（決算）まで上昇し、戦時水準と言われた。そして、新規財源債のほとんどは「日銀トレード」によって買い支えられている。日本銀行が、国債買い切りオペは金融政策目的と主張しても、客観的に見れば、政府歳入の半分近くが国債発行によってファイナンスされている。日本財政の基本構造は、日本銀行の金融政策によって維持されていると言っても過言ではないだろう。消費税増税の先送りのも、国債発行が現状では「円滑」に進んでいるからこそ、可能になったと見なければならぬ。

財政論として、日本銀行を論じる場合、いくつかのアプローチが可能である。最もオーソドックスな論点は、国債発行論であろう。国債管理政策

における財政サイドの基本ニーズは、長期かつ低利での発行、ということ
は伝統的に論じられてきた。そして、現在、国債発行の満期構成で、長期
債、ならびに超長期債の比率が上昇している。かつ同時に、財政の利払い
負担は、極めて軽減されている。国債残高が1,000兆円を超したのに、一
般会計での国債費が10兆円程度（利払い費）で済んでいるのは、超低金
利と、国債整理基金特別会計の「活用」があるからである¹⁾。

本報告では視点を換え、日本銀行による国庫納付金に注目したい。日本
銀行は税引き後剰余金から、配当を支払い、準備金を積み立てた後、一般
会計に国庫納付金を繰り入れている（2015年度は3,905億円）。日本銀行
の国庫納付金は、特別会計の剰余金と合わせて、数兆円の規模に達してお
り、財政（一般会計）の歳入を規定する「隠れた要因」となっている。す
なわち、日銀納付金の増加は歳入増、日銀納付金の減少は歳入減となり、
さらには国民負担増加につながる。日銀納付金は従来、外国為替関係の損
益によって左右されてきたが、現在では「日銀トレード」によっても縮小
されている可能性が高い。

日本銀行は、「日銀トレード」において額面超の価格で国債を購入して
きたが、満期保有するため、償還にあたり損失が発生する。償却原価法で
会計処理されるため、貸借対照表上の簿価が毎年償却されると同時に、国
債利息（受取）収入から償却（償還）損は控除されている。この内訳は、
日本銀行から公表されていない。「日銀トレード」によって、結果的に
国債償還損が発生し、日銀の経常利益、当期剰余金が減少し、最終的に
は国庫納付金の減少（国民の財政負担増加）につながってきたことを、

1) こうした論点は、拙著、「超長期国債の借換発行増加と国債整理基金特別会計・
日本銀行」、『証券経済研究』、第89号、2015年3月参照されたい。また、日
本の超低金利が終焉するリスクが、海外投資家の国債先物売りを契機とする可
能性に関しては、拙著、「国債先物市場と海外投資家の投資行動」、『立教経済
学研究』、第69巻第3号、2016年を参照。

公表データから可能なかぎり明らかにすることが、本報告の目的である。2015年度、日銀の国債からの受取利息は1兆円を超したが、もともとの受取利息は2兆円以上あり、国債償還損で1兆円以上減っている、と推計される²⁾。

2 一般会計の「雑収入」と日銀納付金

日本財政の一般会計で、歳入を構成するものは、税収、公債金収入だけではない。「雑収入」とされるものがあり、納付金、諸収入が主要な構成要因である。納付金は、日銀納付金を中心であるが、日本中央競馬会納付金等もある。諸収入は、特別会計剰余金を中心である。こうした雑収入が歳入のなかで大きな位置を占めることは日本財政の特長のひとつであろう。

雑収入は2010年度には9兆7,580億円に達し、一般会計歳入の10.6%を占めるに至った。同年度には国債整理基金特別会計で30兆円を超す剰余金が生まれた。翌年度、雑収入は6兆8,739億円に減少したが、納付金が1兆7,936億円（うち日銀納付金は5,290億円）に増加し、雑収入を支えた。2015年度においても、雑収入は4兆6,191億円あり、一般会計歳入の4.8%を占め、重要な収入源となっている³⁾。

この点、ドイツの場合、ECBからの利益配分を含み、ドイツ連銀の最終利益は2015年に31.89億ユーロで、この全額が非課税のまま、政府財政に組み入れられる。ドイツ連邦政府財政の2016年歳入（公債は含まな

2) 先行研究としては、熊倉正修、「異次元緩和の行方と日本銀行のバランスシート」『週刊金融財政事情』第66巻第30号（通巻3130号、2015年8月10日）38～43ページ。

<http://store.kinzai.jp/magazine/AZ/20158-3130.html>

3) 財政関係のデータは、参議院予算委員会調査室『財政関係資料集』、平成28年版による。

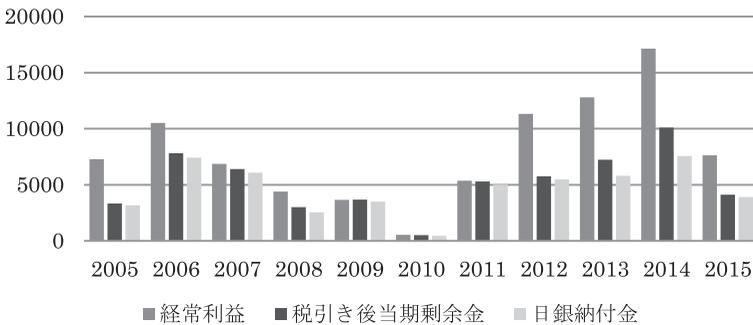
い、予算ベース)は3,120億ユーロで、ドイツ連銀の利益を含む「その他収入」合計は220億ユーロである⁴⁾。

日本では、2011年度以降、特別会計剰余金が減少し、雑収入における日銀納付金の比率が上昇した。2014年度に、円安の影響から、日銀に為替評価益が発生し、このため日銀納付金は7,567億円に増加した。特別会計から一般会計への繰入額と納付金の合計額で見ると、日銀納付金の比率は26%まで上昇した。日銀納付金で財政再建といった議論も、こうした背景で理解されよう。

しかし、図表1が示すように、2015年度には、日銀の経常利益、当期剰余金は半減し、国庫への納付金も3,905億円にとどまった。主因は、以下で説明するように、円高による為替評価損の発生である。同時に、日銀トレードによる国債償還損によって、利息収入が大幅に減っていることもある。

日銀の損益計算書において、経常利益が計上された後、特別損益が計上

図表1 日銀の経常利益・当期剰余金・国庫納付金(億円・年度)



(出所) 日本銀行、決算資料から作成。

4) ECB, *Annual Accounts 2015*, Bundesbank, *Annual Report 2015, Finanzbericht* 等

される。2015年度の場合、債券取引損失引当金が4,501億円計上（損失）された一方、外国為替損失引当金が2,041億円取り崩され（利益）、結果として2,454億円の特別損失となった。これとは別に、経常利益に、外国為替損失（評価損）が4,083億円含まれている。日銀の損益は、外国為替によって左右されやすく、まずこの点を明らかにする。

3 日本銀行と外国為替

日本銀行のバランスシートには、資産側に外貨資産が存在する。円換算で6兆6,971億円（2016年3月）であり、資産の1.7%に過ぎない。しかも中央銀行が外貨建て資産を保有することは、一般的である。例えば、イングランド銀行は2014年度に、外貨建て資産を141.6億ポンド保有し、総資産の3.5%を占めていた⁵⁾。またドイツ連銀も、2015年末時点で537億ユーロの外貨建て資産を保有し、総資産の2.3%に達している。しかし、両行とも、負債でも外貨建て負債を有すること等で、日銀とは異なっている。

日本銀行は、資産サイドにだけ外貨建てが存在し、スワップ等でのリスクヘッジも完全ではない。このため、円高局面では為替差損（評価損）が発生している。2015年度の場合も、円高となったため、4,083億円の為替損が経常利益に計上された。もっとも円安局面で引き当てられた外国為替等取引損失引当金から2,041億円取り崩されて、緩和されたものの、影響は否めない。2015年度の場合、当期剰余金が4,110億円であり、剰余金に匹敵する為替損が発生しているからである。2010年度には、為替損が4,810億円発生し、当期剰余金は5億2,100万円と、赤字の一手前まで

5) 拙著、「外国為替資金特別会計と英 EEA」、『証券経済研究』、第90号、2015年6月を参照されたい。

追い込まれた。

日銀が、資産サイドにだけ、外貨建て資産を保有することになった経緯は興味深い。日本銀行のバランスシートに外貨建てが登場したのは、1998年末からで、当初は3兆4,128億円であった。その経緯は、先行研究でも指摘されているが⁶⁾、1998年度に巨額の為替介入が実施され、外国為替資金証券の発行限度枠（国会の承認事項）を超えてしまい、介入資金を日銀が外国為替資金特別会計に貸与したことである⁷⁾。当初、介入資金はスワップであったが、金利分が返済されないまま、日銀に残り、今日に至っている。

この問題は、本報告の主たる目的ではないが、日銀の国庫納付金を左右する問題であること、また同行の財務体質の脆弱性を示すこととして指摘しておきたい。

4 日本銀行の国債利息収入と償却原価法・国債償還損

以上で指摘した為替損は経常利益に反映されるが、大枠において、経常利益は経常収益と経常費用の差額である。そして経常収益は主として国債（受取）利息から成り、経常費用は人件費、銀行券製造費等の諸費用のほか、補完当座預金制度による支払利息等から成る。2015年度の場合、経常収益は1兆5,971億円で、うち国債利息は1兆2,875億円であった。他方、経常費用は諸費用の1,935億円のほか、補完当座預金制度の利息が

6) 熊倉（2015）による。

7) 1998年4～6月の為替介入額は3兆円を越し、1999年1～3月にも6,000億円を超す介入が実施された。財務官は97年7月～99年7月が榊原英資氏、99年7月～2003年1月が黒田東彦氏（現日銀総裁）。98年7月末までが橋本政権で松永蔵相、8月からは小渕政権となり宮沢蔵相に代わり、政権交代期でもあった。

2,216 億円（付利が 2,236 億円、マイナス金利による受取が 20 億円の差額）であった。したがって、日銀の経常利益を最も根底で規定する要因は、まず国債からの受取利息である。

しかし問題は、まずこの 1 兆 2,875 億円の国債利息であるが、国債償還損が控除後である。日銀は国債について償却原価法で計上している。この償却原価法では、例えば 105 円（額面 100 円）で残存期間 5 年の国債を購入した場合、額面と 105 円の差額である 5 円を 5 年かけて償却することを意味する。1 年目にはバランスシートに 105 円で計上され、2 年目には 104 円、償還時には額面の 100 円で計上される。この償却（損失）分は毎年、国債からの受取利息から控除されている。控除後の国債（受取）利息が 1 兆 2,875 億円であり、その内訳（控除額等）は公表されていない。

この点に関し、公表データから推計したものが図表 2 である。日銀は 2015 年度末で 349 兆円の国債を保有するが、利息収入への影響を見るために、平残ベースを使用する。平均利率は財務省が公表している加重平均利率を使用する。これで計算すると、本来、日銀は年間で 3 兆 3,312 億円（2015 年度）の国債利息収入があるということになる。しかし実際には、1 億 2,875 億円の国債利息しかない。この差額、2 兆 437 億円が国債償却

図表 2 日本銀行の保有国債と利息推計（億円）

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 短期国債(A) | 216,492 | 202,359 | 194,481 | 214,575 | 403,992 | 499,437 | 475,540 |
| 長期国債(B) | 476,920 | 561,535 | 643,181 | 835,174 | 1,265,665 | 1,855,785 | 2,637,767 |
| 国債利息(C) | 5,995 | 6,224 | 6,199 | 6,225 | 8,057 | 10,440 | 12,875 |
| 国債加重平均利率(D) | 1.36 | 1.29 | 1.24 | 1.19 | 1.15 | 1.11 | 1.07 |
| 推計日銀利息 (A+B)*D/100 | 9,430.403 | 9,854.233 | 10,387.01 | 12,492.01 | 19,201.06 | 26,142.96 | 33,312.38 |
| 差額(D-C) | 3,435.403 | 3,630.233 | 4,188.009 | 6,267.013 | 11,144.06 | 15,702.96 | 20,437.38 |

（出所）日銀、財務諸表、および財務省、債務管理レポートから代田試算

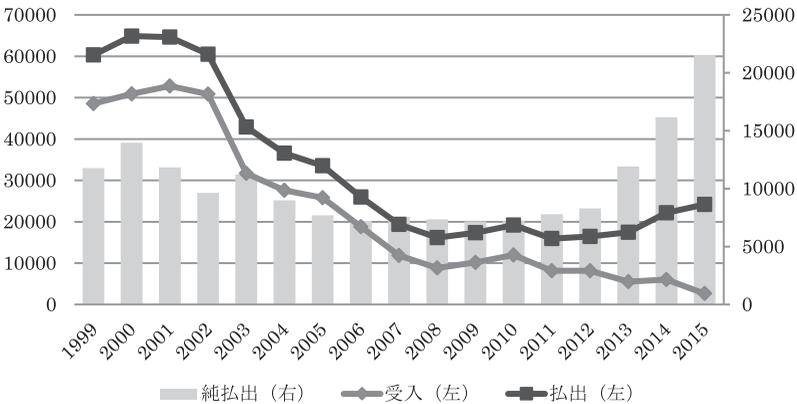
（注）国債加重平均利率は財務省による普通国債加重平均利率、2015 年は推定。国債は平残。

額（償還損）の可能性がある。

現在、日本銀行の保有国債は急速に長期化しており、平均利率が1%以上という水準は高すぎるものではない。日銀保有国債のなかで年限構成比を、2013年3月と2016年6月において比較すると、国庫短期証券は15%から11%に低下、2年債も18%から10%に低下した一方で、10年債は27%から32%へ上昇、20年債は15%で同じ、30年債はゼロから5%へ上昇、40年債はゼロから1%へ上昇となっている。20年債以上を超長期国債と呼ぶが、その合計シェアは15%から21%に上昇している。日銀保有国債の平均残存期間は、2015年現在、8.8年（フローベース）、7.2年（ストックベース）である。

政府財政と日銀の間での利子収支については、『財政金融統計月報』の国庫資金収支で公表されている。図表3が財政収支対日銀収支の「利子・割引料」を示している。「受入」は政府の日銀からの金利受取である。これは、日銀にある政府の政府当座預金に付利されている利子受取である。もともと、1999年に外国為替資金証券（FB）の日銀引受が廃止されたこ

図表3 財政資金収支対日銀収支の「利子・割引料」



(出所)『財政金融統計月報』から作成。

とは知られている。この時、同時に政府当座預金についても改革され、同預金の中に国内指定預金一般口等が設けられ、FB 金利から 0.05%低い金利水準で付利が開始された。1999 年まで、FB は市場金利から大幅に低い金利水準で、日銀により引き受けられてきた。1999 年に、FB の日銀引受は廃止されたものの、政府当座預金への付利が開始され、別の形で政府は恩恵を受けることになった。他方、「払出」は政府の日銀への利払いであり、国債金利である。純払出は、「国債利払い－政府預金付利」であるが、2012 年度における 8,294 億円から、2015 年度には 2 兆 1,538 億円にまで増加している。政府から日銀へは、2 兆円を超す利払いがなされている。しかし、2015 年度に日銀の利子収入は 1 兆 2,875 億円（図表 2 参照）であり、この差額 8,663 億円が国債償還損と推定される。

この問題に別の視点からアプローチが可能である。日銀は毎年度、決算後、財務諸表を公表するが、財産目録では額面ベースで国債保有が公表される。他方、財務諸表では簿価ベース（毎年、償却される）で公表される。この差額は、将来、償却される金額を意味する。この金額を見たものが図表 4 である。2015 年度決算で、額面ベースで 342.8 兆円、簿価ベースで 349.2 兆円、差額は 6.4 兆円に拡がっている。仮に、償還までの、平均残存期間が 7.2 年であれば、6.4 兆円÷7.2 年＝8,889 億円が、利息収入から控除されていることになる。

図表 4 日銀保有国債の簿価と額面（兆円）

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 国債簿価A | 77.3 | 87.2 | 125.4 | 198.3 | 269.8 | 349.2 |
| 国債額面B | 76.5 | 86.4 | 124.2 | 195.8 | 265.6 | 342.8 |
| 差額A－B | 0.8 | 0.8 | 1.2 | 2.5 | 4.2 | 6.4 |

（出所）日本銀行、財務諸表、財産目録から作成。

5 日銀トレードの購入価格（利回り）は公表されていない

そもそも、日銀トレード（日銀による国債買い切りオペが、国債発行後に速やかに実施されること）による国債の購入価格（利回り）は公表されていない。公表されている情報は、オファー額、応札額、落札額、（価格）較差、按分比率である。図表5を参照されたい。

図表5 日銀オペの情報開示（億円、％）

| オファー日 | 種類 | 実行日 | オファー額 | 応札額 | 落札額 |
|-------------|-------------|------|-------|-------|-------|
| 5月2日 | 残存10年超25年以下 | 5月9日 | 2,400 | 8,138 | 2,404 |
| 按分・全取利回(較差) | 平均落札利回(較差) | 按分比率 | | | |
| -0.053 | -0.046 | 32.4 | | | |

（出所）日銀HP

（注）按分比率＝按分で落札された額÷按分対象の応札額

2016年5月2日にオファー（募集）された残存10～25年物オペでは、2,400億円の募集に対し、応札が8,138億円あり、2,404億円を落札（日銀が買った）。日銀が購入する金額上限で、複数社から同じ水準（利回り）で入札があったため、複数社に「按分」した。按分された部分の利回り較差は「-0.053％」であり、平均の落札利回り較差は「-0.046％」である。この「利回り較差」とは、「売買対象先が売買の際に希望する利回り」と、「本行が市場実勢相場を勘案した利回り」との差である。したがって、売買対象先の銀行・証券会社が低い利回り（高い価格）で入札すると、マイナスとなる。また「本行が市場実勢相場を勘案した利回り」とは、日本証券業協会が発表する「公社債参考統計値」を意味すると見られる。したがって、図表5の場合、公社債参考統計値の利回りよりも、平均して0.046％

低い利回り（高い価格）で、日銀は購入したことを意味する。

図表5の日銀トレードに、最も近い国債発行は3月22日に発行された超長期国債第156回（20年）であり、3月22日に利率0.4%、平均価格99円49銭（利回り0.427%）で、1兆890億円発行された。発行価格は額面以下であり、利回りは0.4%以上であった。しかし、取引が開始されると、価格は上昇し、利回りは低下した。図表6が示すように、4月26日には、平均単価は100円93銭と額面を超え、平均利回りは0.35%まで低下した。図表5にあるように、5月2日に日銀トレードがオファーされると、一段と価格は上昇し、利回りは低下した。5月2日に102円6銭へ上昇し、日銀トレード実行日の5月9日には103円3銭まで上昇した。さらに、この証券業協会の売買参考統計値よりも、図表5が示すように、利回りで0.046%低く、日銀は購入している。5月9日の平均利回りよりも、0.046%低く、日銀は利回り0.179%で購入したと見られる。これは価格にすると、104円25銭近辺である。3月22日に99円49銭で購入し、5月9日に104円25銭で売却すると、4円76銭が、1か月半程度で利益となる。年間運用利回り（単利）は、38%を超える。

図表6 超長期国債第156回債の売買参考統計値の推移（円、%）

| | 4月26日 | 4月27日 | 4月28日 | 5月2日 | 5月6日 | 5月9日 | 5月10日 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 平均単価 | 100.93 | 101.87 | 101.23 | 102.06 | 103.03 | 103.32 | 103.13 |
| 平均利回り | 0.35 | 0.3 | 0.334 | 0.29 | 0.24 | 0.225 | 0.235 |
| 日銀購入 | | | | | | 0.179 | |

（出所）日本証券業協会 HP から作成。

なお、日銀は1967年に国債買いオペを開始し、国債売買基本要領で「発行後1年以内のものを除く」としてきたが、2002年1月に「直近発行2銘柄を除く」に緩和し、さらに2013年4月に2銘柄ルールも撤廃し、現在は発行後すぐに買い取ることが可能である。もちろん、こうしたルー

ルは、日銀引受との見方を避けるため、日銀が歴史的にとってきたスタンスである。しかし、現在は撤廃され、結果として償還損をかかえている。

6 償還損の推定

現在、償還損がどの程度発生しているか、推定する⁸⁾。日銀は、「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」を毎月公表しているが、額面ベースで公表している。したがって、償還分を差し引き、前年分と比較すれば、額面換算で年間購入した金額が計算できる。他方、マネタリーベース（フロー）では時価で年間の国債購入額が公表される。両者から推計すると、図表7が示すように、2015年における差額は3兆8,840億円になる。この金額は日銀が2015年以降で、償却する必要がある金額である。日銀が保有する国債の平均残存期間は7.2年程度であるから、2015年だけで5,394億円が償却されている。さらに過年度分も2015年分に加わるので、やはり1兆円近い金額で利子収入が縮小していると見るべきであろう。

図表7 2015年の購入国債の額面と時価の差額

(億円)

| 2年債買入 | 5年債 | 10年債買入 | 20年債買入 | 30年債買入 | 40年債買入 |
|---------|---------|-----------|-----------|--------|--------|
| 222,061 | 304,163 | 308,192 | 150,821 | 77,154 | 13,852 |
| 変動買入 | 物価買入 | 額面合計 | 時価 | 差額 | |
| 7,924 | 1,204 | 1,085,371 | 1,124,220 | 38,849 | |

(出所) 日銀 HP 等から作成。

7 出口の前に赤字？

日銀の国債保有シェアが35%以上に近づき、国債の買い入れが困難に

8) 日本経済研究センター、佐三川郁子他、「2015年度金融研究班報告④マイナス金利政策の限界」、2016年3月参照。

なる等の事情から、現在の日銀トレードが2017年に限界を迎えると指摘される。銀行等はレポ取引等のため、一定量の国債を保有する必要性があり、既発債の売却を抑制する一方で、年間40～50兆円の新規財源債では日銀の買入れ規模に足りないからである⁹⁾。追加緩和策として、手段は限られよう。

出口戦略に向かう場合、①預金準備率引き上げ、②国債売りオペ、③補完当座預金制度における付利（現在はマイナス）の引き上げ、という選択肢がある。①と②が現実的に困難ならば、③が有力とされる。当座預金の付利金利を0.1%から0.5%等に引き上げ、実質的に利上げすることである。この場合、日銀の利払い費が急増して、経常利益が赤字になる可能性が指摘される¹⁰⁾。

しかし、本報告で指摘したように、今後国債償還損は増加する可能性が高いこと、マイナス金利化により日銀の国債受取金利収入が減少する可能性が高いこと（ECBでは減少）等々を考慮すれば、出口に向かう前に赤字になる可能性も否定できない。日銀が赤字となった場合、現行の日銀法では、政府による補填はできないことになっている。

マイナス金利導入の先行例は、欧州中央銀行（ECB）である。ECBは2014年6月からマイナス金利を導入し、預金ファシリティと超過準備預金が対象となってきた。日銀よりも適用範囲が広く、マイナス金利により、金利収入は増えるはずである。しかし、ECBの2014年、2015年度決算を見ると、金利収入は減少している。これはレポオペ金利の低下、保

9) 銀行等の金融機関は、レポ取引による資金調達のために、担保として、一定量の国債を保有する必要性がある。日本とドイツで、10年物国債の金利がマイナス化した背景には、中央銀行による買い切りオペ以外にも、レポ取引の影響もあろう。この点は、拙著、「マイナス金利と国債市場～日独国債とレポ取引～」、『証券経済研究』、2016年9月。

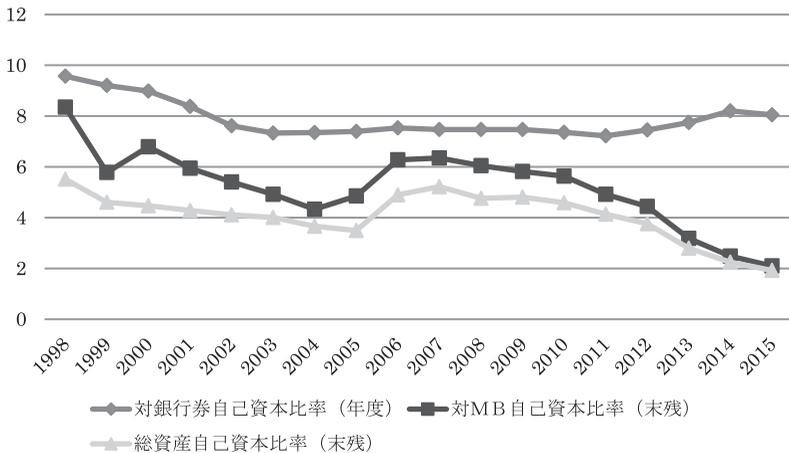
10) 翁邦夫、証券経済学会報告、2014年11月、和歌山大学。

有国債の金利低下による影響とされる。日銀では、マイナス金利の適用は、当座預金残高の7%でしかない。日銀がマイナス金利導入で利子収入が増加する余地は限られている。

8 日銀の自己資本比率と債務超過、政府部門との連結勘定

日銀の自己資本比率は対銀行券残高と会計規程で決められ、7~8%で推移しているが、これも問題がある。対マネタリー・ベース、対総資産の自己資本比率は近年急速に低下している。図表8によると、日銀の対銀行券残高の自己資本比率は8%程度を維持しているが、対マネタリー・ベース（MB）自己資本比率や対総資産自己資本比率は2%程度まで低下している。長期金利が上昇し、国債価格が暴落した場合でも、償却原価法である以上、BS上債務超過となる可能性は低い。しかし、実質ベースでは含み損を抱え、債務超過となる可能性は否定できない。政府部門との連結勘

図表8 日銀の自己資本比率諸指標（%）



(出所) 日本銀行ホームページから作成。

定で議論すべき、との指摘が多いが¹¹⁾、政府部門は財務省が債務超過（約400兆円）としており、連結で見ても債務超過は解消されない。現状でも、すでに債務超過であり、日本国債と日銀券に資産の裏付けは乏しい。

8 まとめに代えて

第一に、日銀の粗利子収入は国債利子で約2兆円ある。償却原価法で年間1兆円近い損失が発生している可能性がある。この損失は今後、本格化し拡大する可能性が高い。結果として、日銀からの国庫納付金は減少し、財政収入にはマイナスとなる。

第二に、マイナス金利導入で、日銀の利子収入は今後減少する可能性が高い。保有国債の利子減少に加え、償却損が加わる。

第三に、2017年3月期の為替レートが円高で、為替評価損が発生するならば、経常利益で赤字となるリスクがある。2015年度に場合、1円円高で547億円の損失になっている。1ドル=95円前後が分岐点と見られる。

【討論者から報告者へのコメント】

1 齊藤美彦氏（大阪経済大学）

「出口戦略の展望をどのように考えるか」

〈回答〉

出口戦略を検討する、あるいは実施する前の段階で、日本銀行が赤字化し、出口戦略をとれないのではないか、ということが本日の報告趣旨である。しかし、仮に出口戦略をとれるとすれば、主要な選択肢は3つであろう。預金準備率の引き上げ、国債売りオペの実施、補完当座預金制度での付利金利（現行では0.1%が中心）の

11) 植田和男、「自己資本と中央銀行」、『日本銀行調査月報』、2003年12月号。

引き上げであろう。しかし、預金準備率の引き上げを実施すれば、民間銀行から日銀当座預金への資金移動が強いられ、実質的に課税と同じ効果を持つと言われる。したがって民間銀行の抵抗が強く、実現は困難であろう。また国債売りオペについても、日銀が莫大な保有をしており、自らの首を絞めることになるので、実施の可能性は低い。そうすると、消去法で、補完当座預金制度の金利引き上げになる。しかし、現在、0.1%の金利水準で、年間、日銀は2,000億円程度を支払っており、仮に0.5%へ引き上げると、1兆円の利払いとなる。現在、日銀の金利収入は1兆円程度であるから、金利収支で赤字となる可能性が高い。

2 相沢幸悦氏（埼玉学園大学）

「日本銀行が損失をこうむっているとのことだが、財政との関係をどのように考えるか」

〈回答〉

日本銀行が額面以上で国債を買い取り、損失を抱える一方で、財政は利払い負担軽減で恩恵を受けている。この双方を統合すると、政府部門（日銀を含む）としてどうなるか、という御趣旨と理解する。今日、報告したように、日銀は損失をこうむっていることは自明である。他方、財政の利払い負担軽減を計測することは簡単ではないと思う。一般会計の国債利子費に限定してみれば、比較的容易であろう。しかし、我が国の国債は、国債整理基金特別会計で発行される借換国債に借り換えられる。また60年償還ルールによって、非常に長期的に償還されている。こうした国債整理基金特別会計、60年償還ルールを視野に入れる必要があるが、これらを勘案すると、利払い軽減の計測は容易ではない。今後の課題としたい。

【一般討論での報告者への質問と回答】

○前畑雪彦（桜美林大学）

日銀保有国債を無期限の無利子永久国債に変換しろ、という政策提案に対してどのようにお考えか？

〈回答〉

国債管理政策における財政サイドのニーズは、長期かつ低金利である。したがって、無期限の無利子永久国債は、財政サイドのニーズに最も適しており、財政規律を一段と弛緩させるものであろう。

○木村二郎（桃山学院大学）

アベノミクスの異次元金融緩和で、円高是正、株高の効果があったのか？あったとすれば、どの程度か？

〈回答〉

2013年4月頃は、原油高の影響で、大幅な貿易収支赤字であった。このため、ファンダメンタルズから見ても、為替レートは円安であった。この限りでは、アベノミクス効果は限定されていた。しかし、ソロスチャート（ヘッジファンドで著名な投資家のJ・ソロスが考案した、金融緩和と通貨安の相関関係を説くチャート）のようなものがあり、世界のヘッジファンドが同じ行動（円ショート・日本株ロング）をとった。アベノミクスの金融緩和が、ヘッジファンドの行動の契機となった。この意味では、アベノミクスが円安と株高を促進した側面を持ったことは否定できない。

○足立一夫（元三菱UFJ信託銀行）

イングランド銀行、ドイツ連銀は負債でも外貨建て負債を有するとのことであるが、どのような内容の外貨建て負債でしょうか？

〈回答〉

内容については、よくわからない。それぞれのアニュアル・レポートでも説明がない。

（付記）本稿は加筆修正して、代田純著、『日本国債の膨張と崩壊』、文真堂、2017年に所収した。

部会活動報告

[北海道部会]

報告なし

[関東部会]

日 時 2017年1月22日(日) 13:30~17:30
場 所 拓殖大学文京キャンパス F館 303教室
報 告 者 ①山村延郎氏(拓殖大学)
論 題 「金融制度の理論と比較金融制度」
報 告 者 ②富田洋介氏(桐蔭横浜大学)
論 題 「法の起源と経路依存性および金融制度の変化」

[関西部会]

日 時 2017年3月18日(土) 13:30~
場 所 大阪市立大学商学部 2F 会議室
報 告 者 ①中野瑞彦氏(桃山学院大学)
論 題 “Financial Crisis and Bank Management in Japan
(1997-2016)”
報 告 者 ②由里宗之氏(中京大学)
論 題 「米国におけるコミュニティ銀行独自の業界団体の揺籃期
とその後—日本の地方銀行業界団体との比較も含め—」

[西日本部会]

日 時 2017年3月19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)
経済学部2階 中会議室
報 告 者 坂本 正氏(熊本学園大学)

論 題 「FDIC の源流とグラスの連邦清算公社案—ニューディールと FDIC の再検討—」

討 論 者 岩田健治氏 (九州大学)

学会事務局報告

〔1〕2016年度春季大会

春季大会は、2016年5月16日（月）に立教大学の池袋キャンパスで開催されました。会場の太刀川記念館に向かってキャンパスを歩くと、朝の清らかな空気に身体は包まれ、鮮やかなツツジの花に目を奪われ、すずかけの樹の緑に心やすらぎました。

大会テーマは「中国の金融システム改革とチャイナリスク」で、58名の参加を得て、活発な報告と討論が行われました。部屋の天井は中心線に向かって特徴的な勾配がついており、やわらかな光が降りていました。登壇者のマイクからの声も聴きやすく、報告者と討論者はそれぞれ、落ち着いた伸びのある声、きびきびした声、迫力ある声で説明していました。

最後には、司会者からこのテーマの要点や今後の課題についてまとめていただきました。とくに、中国国有銀行と国有企業のつながりと関係を今後どうするのが、金融システムの改革を考えるうえで極めて重要、との結論には参加者一同、大いに首肯していました。知的探求心が満たされた一日となりました。

懇親会では、元代表理事の飯田裕康先生の乾杯のご発生の後、本格的な料理と飲み物の数々を堪能しつつ、引き続き話に花が咲き、あっという間の1時間半でした。

〔2〕2016年度春季大会

秋季大会は、10月17日（月）に立命館大学の大阪いばらきキャンパスで開催されました。JR京都線の茨木駅から線路沿いに10分ほど歩くと、公園の中にたたずむ美しい建物が目に入ります。それが、会場の建物でした。キャンパスにはカフェやコンビニやレストランもあり、多くの学生が活き活きと闊歩していました。

大会共通テーマは「非伝統的金融政策の現段階を評価するーマイナス金利導入と出口戦略検討に迫られている現実を前にして」で、40名の参加者でした。扇形をした木目調の会場はとても快適で、席のすべてにパソコンやタブレット用のコンセントが配置されていました。「非伝統的金融政策の泥沼」からの出口戦略とその予想される帰結について、終日、信研らしい活発な討論が繰り広げられました。

懇親会では、楽団によるクラシックの生演奏が提供されるという、特別なおもてなしもありました。豪華な料理と心地よい音律を楽しみつつ、大いに盛り上がった懇親会となりました。

両大会にご登壇いただいた皆様、開催校の皆さま、大変お疲れ様でした。ありがとうございました。

会員著書・論文目録 (2016年)

| 氏名 | 著書・論文名 | 掲載誌名・出版社名 | 刊行月 |
|-------|--|---|----------|
| 赤川 元章 | 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) Vol. 74 No. 4 | 2014年3月 |
| | 体制転換と金融システムの構造変化 (I) —チェコスロバキアの場合— | 『三田商学研究』(慶應義塾大学商学会) 第58巻第5号 | 2015年12月 |
| | 体制転換と金融システムの構造変化 (II) —チェコスロバキアの場合— | 『三田商学研究』(慶應義塾大学商学会) 第59巻第3号 | 8月 |
| 秋山 誠一 | 新自由主義下の世界の経済成長と所得分配 (下) | 『日本文化研究』(國學院大學栃木短期大学)、第1号 | 3月 |
| 足立 一夫 | 2016年先進業務事例視察報告「地元を愛するということ」 | ニューズレター『協同金融』(協同金融研究会) No. 130 | 12月 |
| 石橋 妙子 | 人民元取扱いに伴う台湾銀行業への影響 | 『証券経済学会年報』第50号別冊 | 1月 |
| 岩田 健治 | 「繰り返すユーロ危機と通貨統合の行方—ヨーロッパ・セメスター最初の5カ年と『経済同盟完成』に向けた課題」 | 国際貿易投資研究所 (ITD) 『世界経済評論』 Vol. 60, No. 4, 7-8 月号 | 6月 |
| | 「英国のEU離脱とEU統合のゆくえ」 | 統計研究会『ECO-FORUM』 Vol. 32, No. 1, December | 12月 |
| 岩田 佳久 | 「グローバル『金融化』の時代の金融バブルをめぐるBIS view と Fed view」 | 柴田徳太郎編『世界経済危機とその後の世界』日本経済評論社 | 4月 |
| | 「住宅金融の証券化と信用創造」(共著: 柴田徳太郎・岩田佳久) | 同上 | 同上 |
| | 「クレマン・ジュグラー『商業恐慌について』: 部分翻訳資料と解題」(研究ノート、翻訳・解題) | 『東京経大会誌. 経済学』289号 | 2月 |
| 岩見 昭三 | ECBの「非伝統的金融政策」(1) —企業向け銀行貸出増加効果の検証— | 『社会科学雑誌』(奈良学園大学社会科学学会) 第14巻 | 6月 |

| 氏名 | 著書・論文名 | 掲載誌名・出版社名 | 刊行月 |
|-------|--|---------------------------------------|-----------|
| | ECBの「非伝統的金融政策」 (2) —BLSによる特別アンケートの分析— | 『社会科学雑誌』(奈良学園大学社会科学学会) 第15巻 | 12月 |
| | イギリスのEU離脱と經常収支—基礎データの分析— | 『社会科学雑誌』(奈良学園大学社会科学学会) 第17巻 | 3月 |
| 大谷禎之介 | 『マルクスの利子生み資本論』 (全4巻) | 桜井書店 | 6月 |
| 掛下 達郎 | アメリカ式ノン・リコース・ファイナンスの展開: 証券化の現代的基礎手法 | 『立教経済学研究』第68巻第3号 | 1月 |
| | アメリカ大手銀行グループの業務展開: OTDモデルの形成過程を中心に 現代の金融業 | 日本経済評論社 | 3月 |
| | | 川波洋一・上川孝夫編『現代金融論(新版)』有斐閣ブックス | 12月 |
| | アメリカ大手銀行グループによるOTDモデルの形成 | 『証券経済学会年報』第51号別冊 | 12月 |
| 金井 雄一 | 「書評: 小野塚知二編『第二次世界大戦開戦原因の再検討—国際分業と民衆心理』」 | 『社会経済史学』第82巻第2号 | 8月 |
| 木村 秀史 | 発展途上国の通貨統合 金融業の変貌とグローバル展開 | 蒼天社出版 川波洋一・上川孝夫編『現代金融論(新版)』有斐閣ブックス | 4月 12月 |
| 柴垣 和夫 | 社会諸科学から社会科学へ | 『武蔵大学論集』武蔵大学経済学会、第63巻第2・3・4号 | 1月 |
| | 資本主義から社会主義への移行について | 『政経研究』(公財)政治経済研究所、第107号 | 12月 |
| 建部 正義 | なぜ異次元金融緩和は失策なのか | 新日本出版社 | 11月 |
| | 日中の金融制度・金融政策の比較(編著) | 中央大学出版部 | 3月 |
| | 命運尽きる異次元金融緩和 | 牧野富夫編著『アベノミクス崩壊』、新日本出版社 | 6月 |
| | マイナス金利政策の検証 | 『経済』第249号 | 6月 |
| | ベン・バーナンキ『危機と決断—前FRB議長ベン・バーナンキ回顧録—』を読む | 『中央大学企業研究所年報』第48号 | 9月 |

| 氏名 | 著書・論文名 | 掲載誌名・出版社名 | 刊行月 |
|--|--|--|-------|
| 近廣 昌志 | 「長短金利操作付き量的・質 的金融緩和」について | 『政経研究』第107号 | 12月 |
| | 異次元ではない『異次元』 金融緩和の弊害 | 『信用理論研究』（信 用理論研究会）第 34号 | 5月 |
| | 地方銀行の預貸率低下 —量的緩和策に起因する収 益構造の変化— | 『金融構造研究』金融 構造研究会（一般社 団法人全国地方銀行 協会）第38号 | 6月 |
| 鳥谷 一生 | 管理通貨体制と中央銀行 | 川波洋一・上川孝夫 編『現代金融論 新 版』有斐閣 | 12月 |
| | 構造調整に直面する中国の 金融経済と国際金融政策の 展開—軌む金融経済システ ムと対外収支の悪化の中で— | 『現代社会研究科論集』 （京都女子大学大学院 現代社会研究科紀要）、 第10号 | 3月 |
| | 中国・国有企業の過剰生産 力と激増する債務—世界経 済への影響と金融システム の「持続可能性」— | 『現代社会研究』（京 都女子大学現代社会 学部）、Vol. 19 | 12月 |
| 西尾圭一郎 | 世界金融危機後のドル本位 制の再考に向けて | 経営研究（大阪市立 大学）第66巻第4号 | 2月 |
| | 大学生を対象とした金融リ テラシー調査表の作成と調 査結果について（小山内幸 治、北野友士と共著） | 『経済教育』（経済教 育学会）第35号 | 9月 |
| 濱田 康行 | [研究ノート] 米国金融教育 における Jump\$start の役 割：ヒアリング調査に基づ くわが国への示唆（北野友 士、小山内幸治と共著） | 『金沢星稜大学論集』 第50巻第1号 | 9月 |
| | マイナス金利時代を聞く② | 北海道建設新聞、 | 3月11日 |
| | 日銀マイナス金利の影響 | 中小企業家しんぶん、 | 3月15日 |
| | 仕事観が変わる！！ | 『公益一般法人』No. | 5月1日 |
| | 公益法人の経済学教室（上） | 916、pp. 60~71 | |
| | 仕事観が変わる！！ | 『公益一般法人』No. | 5月15日 |
| | 公益法人の経済学教室（下） | 917、pp. 40~48 | |
| 協同組合理念と剰余価値（上） = 労使間のアコード（政策 合意）を求めて = | 『共済と保険』 vol. | 11月 | |
| 協同組合理念と剰余価値（下） = 労使間のアコード（政策 合意）を求めて = | 702、pp. 10~17 | | |
| | 『共済と保険』 vol. | 12月 | |
| | 702、pp. 10~17 | | |

| 氏名 | 著書・論文名 | 掲載誌名・出版社名 | 刊行月 |
|-------|---|--|----------|
| | マイナス金利を生きる | 『経済学研究』第66 巻第2号、pp.131～ 143 | 12月 |
| 平岡 賢司 | 再建金本位制と国際金融体 制 | 日本経済評論社 | |
| 福光 寛 | 中国のシャドーバンクにつ いて—郎咸平の議論に学ぶ— | 『立教経済学研究』第 69巻第3号 | 1月 |
| | 中国経済の過去と現在—市 場化に向けた議論の生成と 展開— | 『立命館経済学』第 64巻第5号 | 3月 |
| | 鳥籠理論そして陳雲（チェ ン・ユン1905-1995）につ いて | 『成城大学経済研究』 第214号 | 12月 |
| 野田 弘英 | 金融資本主義の一考察 | 『熊本学園大学 経済 論集』、第22巻第3— 4合併号 | 3月 |
| 前田真一郎 | 「金融危機と米国商業銀行 —信用拡張とリスク管理—」 | 証券経済学会『証券 経済学会年報』第50 号別冊 | 3月 |
| | “The Financial Activities of Households, and US Financial Institutions” | <i>Personal Finance Research, Japan Academy of Personal Finance, No. 3</i> | December |
| | 「企業・家計と金融」 | 川波洋一・上川孝夫 編『現代金融論〔新 版〕』有斐閣 | 12月 |
| 前田 直哉 | LLR、GLLR と国際通貨ド ル | 『ノースアジア大学国 際観光研究』第9号 | 3月 |
| | 高等学校家庭科における金 融の位置付け | 『神戸松蔭女子学院大 学教職支援センター 年報』創刊号 | 8月 |
| | 書評 金井雄一著『ポンドの 譲位：ユーログラの発展 とシティの復活』名古屋大 学出版会 | 『経済科学』（名古屋 大学）第64巻第2号 | 9月 |
| 松本 朗 | 格差を広げる「アベノミク ス」という仕組み | 『自然と人間』No. 236 | 2月 |
| 築田 優 | 「日銀のマイナス金利政策と ヨーロッパ諸国の先事例」 | 『研究年報』（和歌山 大学経済学会）第20 号 | 9月 |
| | リバース・モーゲージ・ロー ン市場の拡大要因と課題の 研究 —イギリス・アメリカ における展開を分析する— | 『経済理論』（和歌山 大学経済学会）384 号 | 8月 |

| 氏名 | 著書・論文名 | 掲載誌名・出版社名 | 刊行月 |
|-------|--|--|-----|
| | 国債市場特別参加者制度と最近の国債市場 一三菱東京UFJ銀行の特別資格返上に関連して一 | 『証研レポート』(日本証券経済研究所) 1697号 | 8月 |
| | 「マイナス金利政策下の欧州住宅金融市場」 | 『季報 住宅金融』(住宅金融支援機構) 2016年秋号 | 11月 |
| | Development of Financial Education in Japan under the Rapid Growth of IOT. | 『経済理論』(和歌山大学経済学会) 386号 | 12月 |
| 山田 博文 | <第2版>99%のための経済学入門 | 大月書店 | 7月 |
| | 戦後70年の日本資本主義(共著) | 新日本出版社 | 6月 |
| | 現代の資本主義と金融寡頭制 | 『経済』No. 248 | 5月 |
| | マイナス金利政策とアベノミクスの暴走 | 『税経新報』No. 642 | 4月 |
| | 99%のための経済学と経済教育のあり方 | 第48回全国商業教育研究集会 | 8月 |
| 山西 万三 | 「福田金属の資金調達」 | 龍谷大学・京都産業学センター、京都産業学研究シリーズ企業研究第三巻編集委員会編、『福田金属箔粉工業』(晃洋書房) | 5月 |
| 由里 宗之 | 「大恐慌期米国における小銀行独自の業界団体設立の動機と経緯―大手行の勢力拡大に直面した単店銀行家たちの組織形成―」 | 『総合政策論叢』(中京大学)第7巻 | 3月 |
| | 「戦時期兵庫県の事例にみる当局の銀行再編図式実現に際しての抵抗要因：まとめ『地方銀行化』論議と銀行経営者・組織の自律性」 | 『信用理論研究』第34号 | 5月 |

信用理論研究 第35号

2017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 |
