

# 平成26年度 証券ゼミナール大会

---

## 第4テーマ「グローバル金融危機について」

青山学院大学 白須ゼミナール

2014/12/12

本稿では、昨今のリーマン・ショックを発端としたグローバル金融危機の後、台頭してきた新興国の中で中国のシャドバンキングに焦点を当てる。更にサブプライム・ローン時のシャドバンキングとの比較を踏まえた上で共通点を見出し、中国のシャドバンキングの拡大と、デフォルトリスクの拡大がそれぞれ金融危機を引き起こす可能性があるのかについて検証した。結果として不動産投資、CDSなどの要因から金融危機が拡大する可能性があることが分かった。その上で、我々は金融危機防止のため固定資産税の増税、労働市場の規制緩和を政策提言として提示する。

	目次	
	はじめに .....	3
	第1章 グローバル金融危機の原因と結果 .....	3
	1-1. なぜグローバル金融危機は起こるのか.....	3
5	1-2. 米国のサブプライム・ローンがもたらした問題.....	5
	1-3. アメリカ監督当局の規制の現状について .....	6
	1-4. FRBの政策と金融市場の関係性 .....	7
	1-4-1. 通常時のFRB.....	7
	1-4-1. 危機的状況下のFRB.....	8
10	1-5. サブプライム・ローン問題の事前策と事後策 .....	11
	第2章 新興国の台頭と今後起こり得る金融危機.....	12
	2-1. 新興国の台頭 .....	12
	2-1-1. 新興国間の貿易によるカネの流れ .....	12
	2-1-2. 新興国の金融政策の現状 .....	14
15	2-1-3. 先進国と新興国金融成熟度の差 .....	15
	2-2. 今後起こり得る金融危機 .....	20
	2-2-1. BRICs 中における中国 .....	20
	2-2-2. 中国経済の近状.....	20
	第3章 シャドバンキングについて.....	21
20	3-1. シャドバンキングとは.....	21
	3-2. アメリカ、中国におけるシャドバンキング .....	22
	3-2-1. アメリカにおけるシャドバンキング .....	22
	3-2-2. 中国におけるシャドバンキング .....	22
	3-3. アメリカと中国のシャドバンキングの相違点.....	23
25	第4章 先行研究 .....	24
	第5章 仮説 .....	25
	5-1. シャドバンキングの問題点 .....	26
	5-2. デフォルトリスクの要因 .....	29
	第6章 実証分析 .....	30
30	6-1. データ .....	30

6-2.	実証分析と結果.....	33
第7章	政策提言 .....	36
7-1.	固定資産税の増税 .....	36
7-2.	労働市場の規制緩和 .....	37
5 第8章	おわりに .....	38
	参考文献 .....	39

10

15

20

25

30

## はじめに

2008年に起きたリーマン・ショックは記憶に新しく、日本を含めた世界全体にその影響は広まった。アメリカ政府は様々な政策を投じ、このグローバル金融危機を食い止めようとしてきた。その中で新たに新興国が世界経済の中で台頭し始め、近年貿易においても勢力を拡大させている。しかし、新興国が抱える問題点も多く、一部では金融危機の懸念が湧き上がっている。

本稿ではその中でも、シャドバンキングと呼ばれる方法で多くの資金調達が行われている中国に焦点を当てる。まずシャドバンキングについて研究しサブプライム・ローン時のシャドバンキングとの共通点と相違点に着目した。その上でシャドバンキングと、それに伴って発生するデフォルトリスクが今後引き起こされる可能性のある金融危機の原因として考えられるのかを検証する。検証結果として、不動産投資、CDS（Credit Default Swap）が要因になることが得られる。得られた結果を元に、金融危機の予防策として固定資産税の増税、労働市場の規制緩和といった政策を提示することが本稿の目的である。

そこで、第1章では2008年のグローバル金融危機が起きた原因と経過、またその後の政策や事前策について述べ、第2章では近年台頭してきた新興国の現状と、問題点を述べる。第3章では第2章で焦点を当てた中国が行うシャドバンキングについての研究内容を述べ、第4章では正規の銀行とシャドバンキングの違いから問題点を導き、第5章では仮説を述べる。その仮説の元、第6章では実証分析を行い仮説の検証結果を述べる。第7章では分析の結果に基づき、金融危機の発生を防止するための施策提言を述べる。

## 第1章 グローバル金融危機の原因と結果

第1章ではサブプライム・ローンを発端としたグローバル金融危機の発生原因と結果に加え、周りにもたらした影響を見ていく。

### 1-1. なぜグローバル金融危機は起こるのか

2007年夏、アメリカの低所得者層向け住宅ローン、いわゆるサブプライム・ローンに端を発するバブル崩壊が起こったことによって全世界へと経済的な影

響をもたらした。

米国では住宅ローンの融資条件が借手の所得ではなく信用力によって決まる。信用力があり返済に問題のない優良顧客層がプライム、信用力に欠陥があり、融資リスクが高い層がサブプライム、両者の中間に位置するのがオルトエーである。オルトエーはプライムに代替するという意味で、プライムに近いが、所得ないし資産証明が不十分で延滞などのリスクがある顧客のことである。

1990年代半ばより、持続的な上昇過程にあった米国の住宅価格は2003年から2005年にかけて行われた連邦準備制度<sup>1</sup>による金融緩和により上昇加速を見せ、サブプライム・ローンが広まった。どのような人々に広まったのかと言えば、住宅購入を考えていた低所得者層や、通常ではローンの審査段階でパスできない人々である。

以下では、サブプライム・ローンが広まった理由を述べていく。

1つ目の理由としては、ブッシュ政権の持家の推進政策や住宅ローン金利の上限撤廃、変動金利ローンの容認などが挙げられる。何よりも、ファニーメイなどの政府支援機関が関与しない住宅ローンを取り扱う銀行や住宅金融専門会社などの金融機関が2003年を機に広がりを見せたことが大きな要因である。

2つ目の理由としては、正規の銀行ではできない規制回避を行えるからである。正規の銀行では金利や貸出の規制を行うことで銀行の活動を制約させることの見返りとして、中央銀行へのアクセスや預金保険制度などのセーフティネットが供給されている。しかしサブプライム・ローンの場合は危機への対策が何も保障されていなかったのだ。

3つ目の理由としては、住宅価格は上がり続けるという“住宅神話”が人々にとって高リスクを負ってでもサブプライム・ローンを購入し続けた要因の1つである。安定した米国経済<sup>2</sup>を経験していた米国民はリスクに対する意識が鈍化していたと言える。こうして住宅購入の客層が拡大したことにより一過性の住宅ブームがおこり、不動産業者は潤った。

4つ目の理由としては、サブプライム・ローンにおける年10%以上の高金利

---

<sup>1</sup> 米国の主要都市に散在する12の連邦準備銀行を連邦準備制度理事会が統括するための制度のこと。

<sup>2</sup> 1985年頃から危機の直前まで米国は極めて経済的に安定した時期を過ごしていた。

が挙げられる。このため債務者の返済が出来なくなるリスクがあり、低所得者にとっては大きなリスクだったが、金融商品として証券化されていたため、債権を他に売ることが可能であり金融機関にとっては、最大の利益を得ながら最少のリスクしか負わなくてよいというメリットがあった。以上の4点がサブプライム・ローン拡大をもたらし、グローバル金融危機に結び付いた要因として挙げられる。

## 1-2. 米国のサブプライム・ローンがもたらした問題

前節ではサブプライム・ローンが拡大した要因を述べたが、本節ではサブプライム・ローンの拡大がどのようにグローバル金融危機に結び付いたのかを時系列順に述べる。

住宅価格の上昇は長く続かず 2006 年の夏ごろには、ローンを借りた人々が住宅購入に集中すると需要超過がピークを迎え、ローンの価格は下落を始めた。段々とサブプライム・ローンの返済が滞ると、購入物件が差し押さえられて家を失う人々が発生した。住宅価格の伸びが鈍くなるとローン返済の延滞や不履行が一度に増加傾向をたどり、住宅も余り始めた。元々サブプライム・ローンとは住宅価格の上昇が続くことを前提として設計された金融商品だったため、借手の本来の所得では返済が困難なものであったために、このような事態に陥ってしまったのだ。返済に失敗した金融機関の一部では資金繰りが苦しくなり、担保も無力と化して経営破綻する金融会社も発生した。2008 年 3 月、ニューヨークに本社を置く大手金融機関ベア・スターンズが事実上の経営破綻を発表(のち JP モルガン・チェースにより救済買収)したことで、2 日間で株価が 50% 以上暴落するという事態に陥った。そして同年 9 月、同じくニューヨークに本社を置く大手金融機関リーマン・ブラザーズが赤字決算を発表し、連邦破産法<sup>3</sup>の適用を申請するに至った。リーマン・ブラザーズは 6130 億ドル(日本円で約 64 兆円)という史上最大の負債を抱えていた。

また、サブプライム・ローンの大半を買い取った米国内の大手銀行や証券会社が証券化して欧米や世界の金融機関や機関投資家に大規模に売りさばっていた。住宅バブルがはじけ、サブプライム・ローンの価値が下落するとともに証

<sup>3</sup> 企業や個人の倒産や破産処理について規定された米国の法律

券化商品の価値も一気に下がり、世界経済を揺るがすほどの影響を与えた。

このようにして、米国の資産価値の急落と金融市場の混乱、資産価格の高騰が起きた。住宅価格の上昇により、住宅バブルの崩壊、また金融制度の混乱により国内の消費は減少した。その影響で雇用も減少し、失業率は2007年4.6%、

5 2008年5.8%から2009年9.3%と一気に上昇し、長期失業者も景気後退が始まった2007年12月から2010年1月までで約5倍まで膨らみ、平均失業期間も16.6週から30.2週まで長期化した。さらに、輸出の減少は諸外国の景気後退をもたらすこととなった。また新興国への資金供給も減少したためエストニアやラトビア、ハンガリーなどの新興国は景気後退を免れられない状態に陥った。

10

### 1-3. アメリカ監督当局の規制の現状について

はじめに、アメリカの金融機関の構造について説明する。預金取扱機関は、商業銀行、貯蓄金融機関、信用組合があり、連邦政府または州政府から免許を付与されている。これに対応して、監督は、FRS(連邦準備制度)、FDIC(連邦

15 預金保険公社),OCC (Office of the Comptroller of the Currency),OTS(Office of Thrift Supervision),NCUA(National Credit Union Administration)の5つの連邦機関によって行われており、多元的なシステムとなっている。国法銀行の場合と、州法に基づく預金取扱機関では、免許が付与される機関や、課せられる義務等も異なってくる。また、州法はそれぞれの州によって定められるものであるため、一律の制度は存在しない。このような複雑な規制・監督の調整

20 は大統領金融市場作業部会を中心として行われている。大統領金融市場作業部会とは、財務長官、FRB等関係者から成る機関である。このような機関が存在しているにも関わらず、実際には新しい金融商品や、金融サービスなどを完全にカバーすることはできていないのだ。つまり、システムの改善が遅く、金融

25 市場の発展に追いついていないということだ。

この例として、住宅ローンがあげられる。住宅ローンは州法の下に管理されている場合が多い。したがって、前述したとおり、規制・監督は州によって異なるため、統一的な基準や規制は存在しないのだ。国法銀行の子会社によるものであれば、定められた機関が規制・監督を行うのだが、それ以外の業者によるものがほとんどである。サブプライム・ローンの場合には、半数以上が連邦

30

の監督下に無いものであった。州によっては監督が不十分であり、全くなされて  
いない場合もあった。以上のことから、アメリカにおける監督当局の規制は、  
複雑であり、かつ重層的であるために、リアルタイムでの金融市場の変化に対  
応できていないと言えるだろう。

5

## 1-4. FRB の政策と金融市場の関係性

### 1-4-1. 通常時の FRB

次に、FRB の政策と金融市場の関係性について焦点を当てる。FRB とは、  
米国の金融政策を決定する会合である FOMC(Federal Open Market  
10 Committee)において中心的な役割を担っている機関である。FRB は連邦準備  
制度理事会、連邦公開市場委員会、連邦準備銀行などの米国の中央銀行システ  
ム(=Fed)の運営する機関である。つまり、アメリカにおける中央銀行的ポジシ  
ョンであり、金融政策の最高意志決定機関と位置づけることができる。

FRB の金融政策の主要なものとして、信用緩和と金融緩和の 2 点があげられ  
15 る。以下でそれぞれについて述べる。

第 1 に、信用緩和について述べる。信用緩和とは、買い入れ対象外であった  
証券の買い入れを担保する資金の貸し出しを行い、市場に流動性を供給する  
ということである。流動性を供給するということは、市場の活性化や、消費拡大  
につながる。金融危機が起きた際、ドルの短期金融市場において、リスク回避  
20 傾向が強まり、資金取引が縮小し、その結果資本市場全体の信用縮小につな  
がるのではないかという懸念がなされた。これを避けるために、FRB は金融政策  
を行った。その金融政策の例として、TAF 期間物入札方式やドルワップ契約、  
TSLF などがある。ドルは国際通貨であるため、各国はドルの資金が必要不可  
欠である。しかし、金融危機下では、流動性が低下し、資金調達が困難になる。  
25 そこで、ドルワップ契約を FRB と行うことで、自国にある担保を用いること  
でドルの資金調達を可能となり、流動性は回復する。つまり、信用緩和政策も  
金融緩和につながっているのだ。

第 2 に金融緩和について述べる。金融緩和とは各国の中央銀行が国の景気を  
刺激するために行う政策で、資金量を増加させ政策金利を引き下げる利下げの

ことを指す。金利には **FF 金利**<sup>4</sup>と **公定歩合**<sup>5</sup>という 2 種類がある。公定歩合は危機的状況に陥らない場合、利用されることは少ない。そして、この 2 つの金利の差額は通常一定の割合の差額を保たれており、公定歩合 > **FF 金利** という関係性になっている。

#### 5 1-4-1. 危機的状況下の FRB

では、危機的状況に陥った場合どうなるのだろうか。その例として、サブプライム・ローン問題を発端とする世界金融危機発生時の場合を考える。まず、**FRB** は信用緩和についてだが、2008 年に **TSLF**<sup>6</sup>を導入した。2008 年は、サブプライム・ローンを原因として世界金融危機が起こった 2007 年の翌年であり、  
10 深刻な流動性危機の状況であった。その際、担保として、エージェンシー **MBS**、**AAA** 格の **MBS** を受け入れ、**NY** 連銀が保有している財務省証券を、**GC** 取引で貸与する手法で市場に流動性を付与しようとしたのだ。

そして、金融緩和については、**FRB** は非伝統的金融政策をとった。つまり、事実上のゼロ金融政策と量的金融緩和政策をとったのだ。ゼロ金利政策は前述  
15 した **FF 金利**と **公定歩合**の差額を縮小するということだ。これを行うことで、雇用安定や物価安定を目指した。また、この際、**FRB** は時間軸政策<sup>7</sup>を取り入れた。制約下限制約等により追加の政策手段が限定された政策当局が将来にわたっても金融緩和を続けると提言することで、政策が解除された際の市場の期待を形成し、政策効果を高めることを目的としているものだ。世界金融危機が  
20 起きた際は、期間をはじめ 2008 年には「しばらくの間」としていたが、2011 年には「少なくとも 2013 年央まで」、そして、2012 年には事実上のゼロ金利政策を 2015 年半ばまで継続することと共に「雇用情勢が著しく改善するまで」と提言した。

事実上のゼロ金利政策としては 2007 年に **FF 金利**に先駆け、公定歩合が引き  
25 下げられた。**FF 金利**より高い公定歩合を引き下げることで両者の差額を縮小

---

<sup>4</sup> アメリカにおける代表的な短期金利のことであり、一般的には政策金利と呼ばれるもの

<sup>5</sup> 中央銀行から他の銀行から借入を行う場合に用いる

<sup>6</sup> 上限金額を 2000 億ドルとし、28 日間の期間で国債を貸し付けるもの

<sup>7</sup> 現時点での金融政策の時限や政策終了の条件を予めコミットして実施する政策のこと

5 することができるのだ。同時に、FF 金利を引き上げることによってその動きは拡大する。そして、信用緩和政策として挙げた TSLF によって貸出期間が長期化され、銀行に対して貸出が促進された。こうすることで、アメリカにおける資金繰りは改善に向かっていったのだ。そして、改善の兆しが見えた 2010 年になると、FRB は 0.5% から 0.75% へと公定歩合の引き上げを行った。さらに、TSLF によって貸出期間が最大 28 日間であったのを翌日物とし、期間を短縮した。これは、2009 年ごろから景気の回復兆候が表れていたため、銀行間の資金融通は円滑化されており、公定歩合を用いた窓口での貸し出しの需要は少なくなっていたためである。それ以降も、公定歩合は引き下げられることなく、現在でも 0.75% を維持している。

FRB による量的金融緩和は 3 回行われた。量的金融緩和第 1 段 (QE1) はサブプライム・ローンの処理として 1 兆 2500 億ドルの MBS (Mortgage Backed Security) <sup>8</sup> の買い取り、3000 億ドルの長期国債の買い取りや、1750 億ドルの非金融政策が行われ、2010 年 6 月に終了し出口戦略に取り掛かっていたが、2010 年春以降の景気回復鈍化、ギリシャ危機による市場マインドの低下などにより 2010 年 5 月以降、雇用者数増加の減少、コア物価上昇の低下傾向、期待インフレ率の低下などが見られた。FRB は「最大限の雇用と物価の安定」という使命があるため 2 度目の量的金融緩和第 2 弾 (QE2) を行った。QE2 では総額 6000 億ドル (毎月約 750 億ドル) の長期国債の追加購入が決定された。

20

表 1 米 FRB による量的緩和と緩和縮小

	QE1 (2008, 11~2010, 6)	QE2 (2010, 11~2011, 6)	QE3 (2012, 9~ 2013, 12)	緩和通減 (2014, 1)	緩和通減 (2014, 2~3)	緩和通減 (2014, 4)
米国債	3000	6000	5400	400	700	600
MBS	12,500		6400	350	600	500
その他	1750					
合計	17,250	6000	11,800	750	1300	1100

(出典) 通商白書 2014

25 2012 年 9 月連邦公開市場委員会 (FOMC) で「さらなる緩和政策なしには経済成長は労働市場情勢の持続的な改善を促すほど強靱ではない懸念があり、更に世界的な金融市場の緊張が引き続き経済の見通しに対する著しい下方リスクと

<sup>8</sup> 貸し出した住宅ローン債権を裏付けとする住宅ローン担保証券のこと

なっている」と、経済認識があるため 3 度目の量的金融緩和第 3 弾 (QE3) が決定された。QE3 では、MBS の総額 6400 億ドル (毎月 400 億ドル) の追加購入を決定。また、過去の資産買入れとは異なり期限や総額を設定しない、いわゆる「オープン・エンド型」を採用した。さらに 2012 年 12 月に 2011 年 9 月から行われていた「オペレーションツイスト」が終了と同時に総額 5400 億ドル (毎月 450 億ドル) の長期国債の「オープン・エンド型」を採用し、追加購入が決定された。2013 年 5 月 FRB のバーナンキ議長の量的金融緩和第 3 弾の縮小可能性を示唆したことを契機とし、市場では通貨ドルの窮迫懸念が生じ、新興国では経常赤字を対外資金によりファイナンスしていたため、返済能力が不安視されていた。さらに、米国の長期金利の上昇が予測されているため新興国との間の金利差が縮まり投資のインセンティブが低下することなどにより、景気の先行き不案が高まった。こうした背景により 2013 年 5 月から 6 月にかけて新興国では資金流出に見舞われ、ほぼ全ての新興国で一斉に通貨が下落した。この時 FRB は「量的金融緩和を縮小してもゼロ金利は継続する」、「量的金融緩和の終了と金融引き締めは異なる」とメッセージを発したことにより市場は落ち着きを取り戻した。2013 年 12 月 17 から 18 日の連某公開市場委員会で 2014 年 1 月に FRB による量的金融緩和第 3 弾の縮小が決定、開始された。新興国からの資金流出懸念に加え、中国での景気指標の悪化、理財商品のデフォルト懸念、トルコやウクライナにおける政情不安などにより新興国の通貨や株価の下落が生じた。これに対し新興国は市場介入や通貨防衛のため、政策金利を引き上げるなどを行い、また、中国でのデフォルト懸念についても直前で債務不履行が回避された。縮小後、FRB のイエレン議長は、縮小は徐々に進め、金融引き締めは当分先になることを、繰り返し強調したことが実を結び、一部新興国では通貨・株価の下落が一応の落ち着きを取り戻した。2013 年 5 月から 6 月の「トリプル安」といった状況は生じず、2014 年 1 月の量的金融緩和による新興国市場への影響は比較的小さくなった。世界経済危機により新興国市場への資金流入は一時的に大きく減少したが、2009 年に入ると再び増加に転じている。特に、経済成長率が高く順調に景気回復したアジアへの資金流入の増加が目立っている。ここ数年での新興国への資金流入は証券投資の増加に特徴がある。アメリカを例に見てみると、対外証券投資は 2013 年 1-3

月期においては 766 億ドル程度で、増加が始まったのは 2004 年ごろからであり、量的金融緩和が実施されてから急激に増加しているわけではないが、量的金融緩和が実施された翌四半期では必ず大きく増加している。国別での対外証券投資（表 2 参照）を見ると、2009 年以降増加が目立つ国は、韓国、ブラジル、メキシコなどが増加している。新興国への資金流入の背景としては、先進国では景気回復の遅れにより低金利政策の長期化が予測されたこと、一方で、先進国では急速な景気回復により金利引き上げ、為替上昇が期待されたためである。さらに、2008 年 9 月のアメリカ大手投資銀行であるリーマン・ブラザーズが破綻以降、投資家のリスク選好が急速に回復したこと、アメリカなどの所要国の金融緩和により潤沢な資金供給から生じた余剰資金が投資先を求めて新興国各国に大量に流入していることが考えられる。

表 2 各国の対外証券投資

単位：%

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
中国	111	118	33	44	108	52
韓国	8	61	▲125	▲88	▲83	18
台湾	22	18	▲7	▲17	27	▲14
香港	95	133	15	▲183	3	1
シンガポール	15	131	96	133	▲27	99
インド	▲26	46	▲26	▲70	26	▲16
ベトナム	0	0	0	0	0	0
ブラジル	▲114	49	▲277	▲207	1	▲105
アルゼンチ	▲18	22	16	▲4	▲33	57
メキシコ	30	119	▲49	▲96	▲146	▲108
南アフリカ	▲17	▲22	▲3	▲22	▲11	▲5

15 (出典) 通商白書 2014

### 1-5. サブプライム・ローン問題の事前策と事後策

以上のことを踏まえて、サブプライム・ローン問題の予防策、事後策はどのように考えられるかだろうか。まず、サブプライム・ローンは証券化によってリスクを第三者に移転し、分散することが可能であるため、融資の審査や、その後の中間管理が甘くなっていた可能性があるということがあげられる。これは、1-3 節で述べたアメリカの監督当局の規制の問題点とつながるのではないかと。住宅ローンは州法の下に置かれ、一定の定められた規律は存在しない。つまり、監督不行き届きになる可能性は多いのだ。このことから、サブプライム・

ローンの事前の予防策としては、アメリカ監督当局の組織的改革が必要であったのではないかと考える。一律に定められた規制に基づいて監督されれば、きちんとリスク管理をすることが可能になるのではないだろうか。また、銀行が相互に監視するようになれば、サブプライム・ローン問題の原因の一つとされている中間管理の甘さも解決できるのではないか。

5           そして、サブプライム・ローンの問題のもう一点として信用力が低いものであるというのがあげられる。信用が低いということは、その分リスクが高くなるということだ。融資の審査が簡易だというのは、サブプライム・ローンの特徴でもあるが、野放しにするのではなく、この審査の段階である程度規制することで、最低限の信用の確保にはなるのではないだろうか。

10           一方、事後策としては、FRBの金融政策があげられる。世界金融危機が発生した直後の2007年には急激なゼロ金利政策を行い、前述した理由から景気悪化波及を防止しようとした。また、回復の兆しが見えると、金融緩和を縮小させていき、元来の市場に依存させる形とした。つまり、急激な金融緩和の後、  
15           長期的な視点で緩和を縮小させていくことで、本来の市場の力を取り戻そうとしたのだ。

## 第2章 新興国の台頭と今後起こり得る金融危機

20           第1章ではグローバル金融危機がどのようにして起こり、その結果起きたことと対策について述べた。この章ではグローバル金融危機の後、急成長を遂げた新興国の現状と問題点を述べて行く。

### 2-1. 新興国の台頭

#### 25           2-1-1. 新興国間の貿易によるカネの流れ

          G20は1997年のアジア通貨危機をきっかけにG7の先進7か国に中国、インドなどの新興国が加わり先進国と新興国が協議する会議として発足した。G20が発足した頃は通貨、金融危機を起こした新興国を先進国が指導監督する場であったが、2008年のサブプライム・ローンにはじまる金融危機後はグローバル経済の規律を定め、貿易や金融の秩序を管理、維持する場が変わった。  
30

このようになった背景として第 1 に、先進国の協調体制が一枚岩ではなくなり、これまで米国主導で運営してきた国際金融の枠組みに欧州各国が疑問を示すようになった。第 2 に、新興国が抱える米国債での外貨準備の規模に対するリスク。新興国の外貨準備は米国債が多くを占めているため米国が財政危機に  
5 陥りドルが急落してしまうと外貨準備が大きく目減りしてしまうリスクがあるため、新興国は米国の財政赤字に対して大きな関心を持っている。それは多くの新興国にとって海外資本の急激な流入と流出が発生した場合、直接金融機関の貸し出しの膨張、収縮に連動し、金融機関の経営を脅かすリスクに対する金融システムを構築することが困難なためである。理由としては新興国内での金融システムにおいて規制、監督の体制が十分に整っていない、金融機関の経営能力が脆弱な状態であるためである。さらにこのような状態で自由で開放的な  
10 金融市場の発展を急ぐべきではない。第 3 に、世界経済の構造変化が指摘できる。BRICs の GDP は世界の約 15% を占め、4 か国の総人口は世界の半分を占めているため新興国の経済の規模が拡大している。そのため先進国だけでは解決  
15 することができなくなっている。

G20 体制の課題は金融危機後の国際金融、国際貿易の問題を G20 がリーダーシップを発揮し問題解決への方向性を決定することである。この決定に従い IMF や WTO などが構成している国際機関が問題解決のための政策を実行している。中国やインドなどの新興国は国際機関が G20 に組み込まれているため、  
20 そこでの発言権確保に動いている。信仰途上国の議決権比率が 2008 年の 42.6% から 44.1% に引き上げられ、2009 年 9 月にさらに引き上げられることに合意した。そして国際エネルギー機関は新興国に加盟を促す動きを始めた。これは IEA に加盟する先進国のみの石油消費が 7 割を占めていたのだが、現在は先進国と新興国の比率がほぼ同じになり将来は逆転するだろうと予測されて  
25 いるためである。このように先進国が台頭し始めてきている。この台頭を支えているのは世界貿易での先進国の躍進が著しいためである。

その先進国の中でも BRICs のシェアが大きく、輸出では食料品や資源エネルギーなどの分野で 14%、一方、輸入では資本財や電子部品などの中間財の分野で 12.4% と大きな割合を占めている。輸出でも輸入でも世界貿易での影響力は  
30 大きく、その点において世界貿易では日米欧と BRICs が共存する時代になって

きています。しかし最近 BRICs の先進国市場離れが進んでいる。1997 年と 2008 年の輸出市場シェアを比較すると日米欧の比率は中国、ブラジル、インド、ロシアそれぞれ低下している。中国とインドは先進国向けの輸出が停滞しているが、開発途上国地域への輸出が伸びてきている。一方で BRICs 間での貿易が拡大している中国、ブラジル、インド、ロシアのそれぞれの BRICs に対する割合は中国が 1997 年の 2.1% から 2007 年には 5.2%、ブラジルは 3.8% から 9.6%、インドは 4.4% から 8.4%、ロシアは 6.0% から 7.0% といずれも拡大している。この拡大で中国を除いた BRI's の中国への輸出が増加している。中国の BRI's への輸出は 1990 年代から伸びてきている日用品や雑貨などの製品に加え、IT 部  
5  
品や IT 製品などのエレクトロニクスが新たに増えた。BRICs 間での貿易は中国の工業製品と中国以外の 3 か国の資源エネルギー、食糧の分業となっている。

### 2-1-2. 新興国の金融政策の現状

2-1-1 で述べたように新興国間でのカネの流れは著しくなる一方、多くの新興国の金融当局は過去の通貨危機を教訓に金融機関に対する監督強化を進めてきた。過度な貸し出しを抑制したり、過大な為替リスク、流動性リスクを取らないよう指導したりということが行われている。また新興国は先進国からの資本流入の抑制にも努めてきた。これは、米国が行った量的金融緩和政策により供給された資金は利回りが高く成長の期待できる新興国へと流入したものの、一部の新興国では長期間にわたって景気刺激策を続けた結果経常赤字が拡大して  
15  
しまったので抑制する必要があると考えられたためである。以下では、具体的な新興国における金融政策を述べて行く。

新興国における金融政策の 1 つとしてマクロプルーデンス政策が挙げられる。マクロプルーデンス政策とは、プルーデンス政策の 1 つである。まずプルーデンス政策とは何かを説明すると、金融システムの安定を目的とした政府と中央  
25  
銀行が中心となつて行う政策のことだ。具体的には中央銀行の最後の貸し手機能や政府による公的資金の投入などの政策が行われる。ここで述べられている金融システムとは金融に関する規制や法律の体系、また、その元で行われる金融取引を含めた各金融機関が決められている金利や商品価格のメカニズムのことである。その背景としては新興国では先進国と比べ金融市場が発展しておらず、  
30  
市場の失敗によるリスクが大きいことがあると言えよう。

具体的なマクロプルーデンス政策としては与信成長率規制やバーゼル規制である。まず、国際決済銀行による国際与信統計から、新興国向けの投資資金の変化を見ると、リーマン・ショックから約5年間で対外与信が新興国に集まり非常に大きくなっている。しかし、与信が成長しすぎてしまうと、何らかの懸念要因が浮上すれば新興国への投資集中の中で新興国への投資を続けられるのかという不安が生まれ、新興国の発展を妨げる可能性が高くなる。そのため与信成長率規制として全体の貸出量の前年比伸び率を抑制しているのだ。

次に、プルーデンス政策がグローバル金融危機を境に辿った変遷を見ていく。当初行われていたプルーデンス政策はミクロプルーデンス政策であるが、リーマン・ショック以降ミクロプルーデンス政策の問題点が露呈したために、マクロプルーデンス政策が推奨され始めた。

2種類のプルーデンス政策を比較するとミクロプルーデンス政策とは、個々の金融機関が法令に則った経営を行ってれば、金融システム全体も安定するはずで、規制や監督を行う際はそうした個々の金融機関を対象に考えれば良い、という政策である。一方、マクロプルーデンス政策は、ミクロプルーデンス政策では効力が不十分だとし、経済と金融市場の関連を見て金融システム全体のリスクを分析し、制度や政策を行うべきだとするものである。危機が起きる以前はミクロプルーデンス政策によるところが大きかったが、危機後になるとシステムリスクを把握しきれなかったことが発覚した。システムリスクとは、ある特定の金融機関が決済不能に陥った際、その影響が他の金融機関や経済などに連鎖的に広まり、決済不能となる可能性のことである。そこで危機後はマクロプルーデンス政策によってシステムリスクを特定し、削減する必要があると認識されるようになったのである。

今後、経常赤字の大きい新興国は過度の金融引き締めは景気の先行き不安をもたらす資本流出を一層加速させかねない。一方、必要な調整をしなければ、過度な経常赤字の定着や不良債権の増加など中長期的なリスクを蓄積させかねないと言える。

### 2-1-3.先進国と新興国金融成熟度の差

前節までで述べたように、新興国では貿易が盛んな一方で、金融当局はリーマン・ショックの二の舞にならぬよう様々な政策を打ち出している。しかし、

先進国との金融成熟度には未だに差があると言わざるを得ない。

2008年秋の危機の発生後、世界経済は近年で最も深刻な景気後退に見舞われ、2009年のGDP成長率は-0.6%と、過去60年間で初のマイナス成長となった。

しかし、各国による大規模な財政・金融政策を受けて、世界経済は2009年に  
5 底打ちをした。景気回復の速度は、国・地域によって大きく異なっている。2009年、世界経済危機によって急激な落ち込みをみせた先進国経済については、2010年には回復し、プラスに転じることが見込まれるものの、相対的に緩やかな成長となっている。一方、中国をはじめとしたアジア新興国については、2009年  
10 年も6.6%とプラス成長を維持しており、2010年には8.7%と高い成長を実現することが見込まれている。新興国の伸びは世界平均を大きく上回る一方、先進国は世界平均を下回ったまま推移している。IMFのデータに基づき、世界経済危機の前後それぞれ6年間の経済成長率をみると、世界のGDP成長率に対する新興国の寄与率は、2003年の22%から2015年の60%へと2.7倍上昇することが予測されている。また、同寄与率を危機の前後で比較すると、新興  
15 国は危機前の約4割から危機後には約6割へと、先進国と逆転する見込みである。このように、新興国の急成長と経済の拡大が予測されている。

2008年9月のリーマン・ショックを境に、各国の輸出は急激に減少したが、2009年に入って最悪期を脱した。いずれの国においても、景気回復の遅れている欧米向けの輸出は回復していない。一方、アジア向けの輸出は概ね危機前の  
20 水準まで回復している。特に、米国、英国において、中国向けの輸出の伸びが目立っている。中長期的にみても、過去10年間に於いてアジアは中国とインドを中心に消費地・輸出先としての地位が著しく高まっている。新興国や資源国の基本的な資金の流れをみると、公的部門（通貨当局）は、巨額の外貨準備運用により資本を輸出している。また、民間部門は、証券投資（株式・債権）  
25 や直接投資などを通じて資本を輸入している。

危機発生前の2007年第2四半期においては、米国に向けて、全ての地域から資金が流入している。かつ、「その他西半球諸国」との間を除き米国に流入する資金の方が、米国から流出する資金よりも多い。また、米国・欧州間については、いずれの地域との間よりも大きな資金の流れがある。新興国については、  
30 グローバル投資家のリスク選好が高まったことを背景に、証券投資（株式・債

権)や直接投資などが拡大した結果、2007年夏頃まで資金流入が拡大した。中南米、中東アフリカ等からも米国に向かって資金が流れていることが確認できる。

危機前後の変化は以下の通りである。危機発生時(2008年第3四半期)では、

5 2007年夏以降、サブプライム・ローン問題の発生、更に2008年秋のリーマン・ブラザーズの破綻を契機に、グローバル投資家のリスク選好は急速に低下した。この結果、米国を中心に流れていた資金に滞りが生じた。即ち、欧州、中南米、中東アフリカから米国へ流入する資金も、中東アフリカ、オフショアへ流出する資金もいずれもマイナスとなった。ただし、アジア・太平洋地域から米国に

10 向かう資金の流れは、同時期においても2割弱の減少幅にとどまっている。危機発生から1年後では、米国への資金の流れが戻り始めている。また、米国から各地域への資金も戻り始めた。特に、アジア・太平洋については、米国から世界経済危機以前を上回る資金が流入している。中南米についても、米国からの資金流入が危機以前のレベルまで回復した。アジア・太平洋、中南米など

15 新興国への資金流入が順調に回復した理由は以下の通り。各国による前例のない景気刺激策によって世界経済の底入れ観測が拡がり、景気の先行きの不確実性が低下したこと。中央銀行による大胆な流動性供給の結果、市場から「流動性危機」への不安が払拭されたこと。2009年春頃から、先進国と新興国の成長率格差が拡大したこと。先進国において低金利の長期化への予測が強まったこと

20 が挙げられる。以上の理由により、2009年春以降、投資家のリスク選好が回復し、新興国への投資が促されたと考えられる。なお、バランスシート問題を抱えた欧州新興国への資金流入は回復が遅れている。

2009年第4四半期では前期(第3四半期)から3か月という短期間にも関わらず、大きな変化が見られる。すなわち、前期、双方向でプラスだった米国

25 と欧州の間、米国とオフショアの間が、今期は双方向でマイナスに転じている。また、中東アフリカから欧州への流れが戻っていることが確認できる。以上をまとめると、以下の通り。アジア・太平洋地域から米国への流れは、世界経済危機を経てもプラスを維持している。これら地域の諸国では、対米投資の多くは、主にドル建て外貨準備の運用を目的とした中央銀行等政府機関による米国

30 債・機関債への投資によって占められている。危機にも耐える、従来からの双

方の強い結びつきがうかがえる。欧州からオフショア・金融センター、アジア太平洋へ、また、米国からアジア・太平洋、中東・アフリカへの資金の流れは、金融危機後にいったん滞ったが、再び流れが戻っている。力強い回復を示し、今後の経済成長が見込まれる新興国は、グローバルな規模で資金を引き付けている。逆に、欧州への資金の流れは、危機後1年以上が経過しても、依然として回復が弱い。欧州経済の回復の遅れを反映していることが考えられる。このように、資金フローの面からも、アジア・太平洋地域、中南米、中東・アフリカ等新興国の存在感が高まっている。

危機対応策のための金融政策として、各国は低金利政策や潤沢な資金供給策（量的緩和）を実施し、信用収縮に対応してきた。これにより消費や投資の減退に一定の歯止めが掛かり、財政政策と併せて景気の浮揚を実現してきた。金融緩和政策による影響をみると、先進国では景気の低迷から資金需要に乏しく、マネーサプライは伸びにくい状況にある。一方、先進国の超低金利政策を背景に、各国の景気刺激策による潤沢な資金供給から生じた余剰資金が、投資先を求めて新興国に大量に流入し、マネーサプライが増加しているこのため、資産価格や、資源・食料価格等における物価上昇をもたらす懸念がある。先進国の景気回復の遅れに鑑みると、超低金利政策の解除を早急に行うことは困難であり、まずは新興国サイドにおいて、資本流入規制等を講じつつ適切なタイミングで拡張的な景気刺激策を修正していく必要がある、との見方も示されている。

景気刺激策の終了による景気後退・金融緩和政策によるインフレ等を未然に防止するためには、緩和的な金融環境と景気刺激的な財政スタンスを適当なタイミングで修正する、いわゆる「出口戦略」が重要である。

金利政策に関する出口戦略としての政策金利の引き上げについては、2009年8月25日、イスラエル中央銀行が世界各国の中央銀行の中で、世界経済危機の発生後初の利上げを実施した。また、2009年10月6日には、豪州がG20で初の政策金利引き上げを実施している。この後、ノルウェー、ベトナム、マレーシア、インド、ブラジルといった新興国・資源国も、順調な経済回復及びインフレへの懸念を背景に政策金利を引き上げている。一方、ロシア、トルコ、デンマーク、ハンガリー、ルーマニア、南アフリカは景気後退が深刻であることから政策金利を引き下げており、出口戦略とは逆行する動きを示している。

これまで見てきたように、世界経済全体は、足下ではプラスの経済成長に転じている。しかしながら、各国では未だ民間需要の自律的な回復には至っていない。そうした中、先進国にとって早過ぎる政策金利の引き締めや財政支出の終了は世界的な景気が再び後退する懸念を生み、逆に遅過ぎれば各国の持続的な

5 財政運営に悪影響を及ぼす恐れがある。一方、新興国においては、好調な景気回復を背景とするインフレ過熱を防止するため、早期の金利引き上げが望まれる。その一方で、金利を引き揚げた場合、高金利をめぐらせた資金流入によって為替レートが上昇し、価格も上昇して輸出が抑制され、景気が下押しされる懸念がある。世界経済危機によって、新興国市場への資金流入は一時的に大きく

10 落ち込んだが、2009年に入ると、再び増加している。特に、順調な景気回復を背景に、アジアへの資金流入の増加が際立っており、ほぼ金融危機前のピークの水準まで回復した。新興国への資金流入の背景として、先進国では、景気回復の遅れにより低金利政策の長期化が予測されたこと、一方、新興国では景気の急速な回復による金利引き上げ、為替上昇が期待されたことがある。また、

15 2008年9月の米国大手投資銀行リーマン・ブラザーズの破綻以降、投資家のリスク選好が急速に回復したこと、各国の金融緩和による潤沢な資金供給から生じた余剰資金＝リーケージ（漏れ）が投資先を求めて新興国に大量に流入していることといった要素が考えられる。またIMFによれば、2009年第2四半期は、投資家のリスク選好の回復に基づき、利回りを求めて新興国への資金シフトが発生したと考えられるが、この後の新興国への流入持続は、アジアと中南米の成長見通しの好転、為替上昇への期待等によるとみられている。新興国への大量の資金流入がもたらす流動性の増大は、当該国において、資産価格（株

20 価・不動産価格）の大幅な上昇、いわゆるバブルをもたらす懸念がある。IMFによれば、資産価格の上昇は、広範で過剰なものとは言えないが、一部の国で

25 上昇圧力が高まっている。特に、不動産価格は、一部地域において限定的に上昇が見られる、と指摘されている。例えば、豪州や香港、ソウルはいずれも世界経済危機前を上回る水準で上昇している。特に、香港では、各国における景気刺激策によって生じた余剰資金の流入等を背景に、高級住宅物件を中心とした上昇が著しくなっている。海外からの投機的な資金流入による新興国の資産

30 価格の高騰は、当該国の景気を大幅に変動させかねない。世界経済回復のエン

ジンである新興国においてバブルが崩壊した場合、回復に向かい始めた世界経済を再び悪化させるリスク要因となる。

## 2-2. 今後起こり得る金融危機

### 5 2-2-1. BRICs の中における中国

グローバル危機後になると以上で述べてきたように、先進国との差がありながらも、貿易面や金融政策などの点から新興国の台頭が見られる。その一方で新興国の一部においても金融危機の懸念が湧き上がっている。新興国の中でもブラジル、ロシア、インド、中国の頭文字をとった BRICs の存在は大きい。世界貿易におけるシェアは米国を上回っており、輸出においても諸外国より成長している。これらがなぜ台頭してきたのかといえ、自国内に巨大市場を抱え、内需主導型で成長できる規模を持っていることが挙げられる。また経済政策における意思決定の速さも挙げられるだろう。上にあげた中国の台頭やブラジルのエネルギー・食糧貿易の存在感が大きいのが特徴として挙げられる。しかし、BRICs の中で中国に対する懸念が生まれている。その懸念とはシャドーバンキングの拡大による金融危機が起こる可能性である。

### 2-2-2. 中国経済の近状

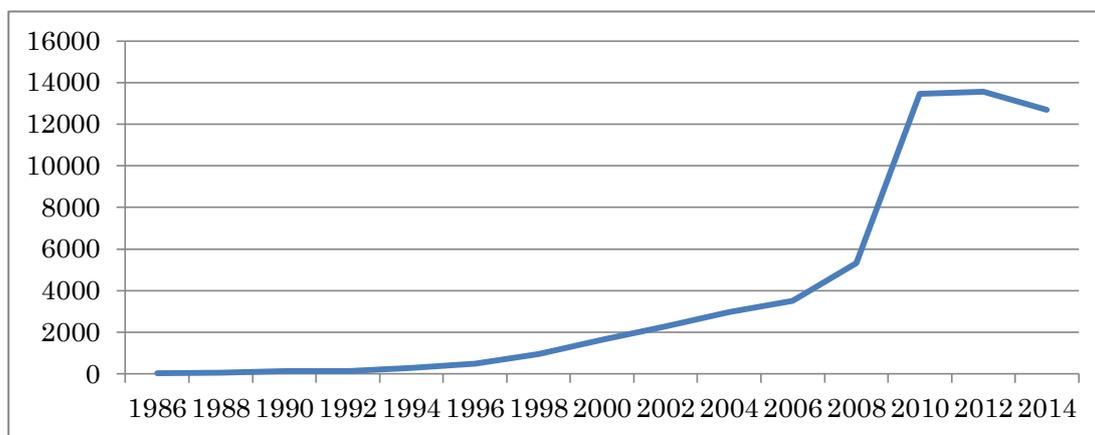
近年の中国では極めてまれな国内債券のデフォルトや一連の小規模な破綻が発生し、一部の投資家は中国版「リーマン・ショック」につながりかねないと心配し始めている。金融危機の懸念が浮上する背後で複雑な事態が起きている。金融システムの安定を維持する責任を負う中国人民銀行（中央銀行）の主導により、中国政府はモラルハザードに対応して市場規律を維持するためデフォルトをコントロールしたとされている。

地域やシステムの安定を脅かしかねない破綻やデフォルトについては、政府はこれまでと同じようにローンの借り換えを促し、資金供給を行うことで救済している。しかしすでに発生した小規模なデフォルトは債務過多の中国の金融システムに重大なリスクが存在することを示している。

中国は米国の金融システム全体にほぼ匹敵する与信をこのわずか5年間で新たに積み上げたため、リスクが増大し、債務総額は高水準を維持している。（図1参照）

図 1. 中国政府総債務残高

単位：10 億元



5 (出所)『政府財政統計(GFS)』2014年4月 IMF より作成

10 その中で強く懸念されているのは、積み上げられた債務にシャドーバンキングを介したものが少なからず含まれていることである。中国のシャドーバンキングは米国ほどの規模はなく、中国の国債利回りはそれほど高くないので仮に取り付け騒ぎが発生しても、紙幣の増刷でリーマン・ショックのような金融危機を辛うじて回避できると思われる。ただ中国経済は不動産をはじめ、信用を基盤とする投資に大きく依存している。GDP 成長率が鈍化している中国は景気の停滞も考えられ、不動産投資にシャドーバンキングから借り入れた資金が投資されているとすると、シャドーバンキングの拡大によって不動産バブルがはじける可能性もある。今後の金融危機の対策には中国当局の運営が鍵になると言えるだろう。次章ではシャドーバンキングに焦点を当てる。

### 第3章 シャドーバンキングについて

#### 20 3-1. シャドーバンキングとは

はじめに、シャドーバンキングについての定義を行う。FSB(金融安定理事会)によると一般的に、広義的には「(完全または部分的に)通常の銀行システム外の主体または活動による信用仲介」、狭義的には「ノンバンクによる信用仲介」

と定義される。つまり、資金余剰主体から資金不足主体の信用の仲介が正規の銀行によってではなく、非銀行金融仲介機関によって行われるシステムのことだ。このシャドーバンキングは各国に存在している。例えば 2008 年に起きたアメリカのサブプライム・ローン問題の引き金となったのもシャドーバンキングの存在だと言われている。以下でそれぞれについて述べる。

## 3-2. アメリカ、中国におけるシャドーバンキング

### 3-2-1. アメリカにおけるシャドーバンキング

前述したように、サブプライム・ローン問題の原因の一つとされているのがシャドーバンキングの存在だ。アメリカでシャドーバンキングの機能を果たしたのは投資銀行である。投資銀行がシャドーバンキング機能を果たすことが可能になった理由は、北見（2014）によると、1999 年の法改正があげられる。アメリカでは 1933 年に制定されたグラス・ディーガル法により、商業銀行業務、投資銀行業務、保険業務の兼業が禁止されていた。しかし、1999 年に金融サービス近代化法としてグラム・リーチ・ブライリー法が制定されたことによって、兼業禁止の条項が一部改正された。その結果、補完業務概念が導入され、業務範囲が広がり、投資銀行がシャドーバンキング機能を持つことが可能になった。

そして、投資銀行は、証券化の際にその役割を発揮した。組成、転売型ビジネスモデルを多用してサブプライム・ローンを証券化し、資産担保証券として市場に売却したのだ。また、劣後部分を集め、保険を組み込み再証券化、再々証券化を行った。しかし、この過程はととても複雑であったため、監督下に置くことが難しく、結果として規制の弛緩を招いてしまったのだ。そして、その規制の弛緩を発端としてサブプライム・ローンが問題化し、最終的には世界金融危機へとつながってしまったのである。

### 3-2-2. 中国におけるシャドーバンキング

中国におけるシャドーバンキングとは、正規の銀行のシステム外で機能しており、システミックリスクや規制回避を引き起こす可能性のある機関や業務によって構成された信用仲介システムのことを指す。また、流動性と信用変換機能を持ち合わせている。

現在、中国では、政府によって金融規制が行われており、大手銀行もその基準に従うかたちとなっている。基準金利は国家銀行である中国人民銀行によって決定されているため、資金配分は政府の影響を大きく受けている。このように政府や大手銀行は厳しい規制監視下におかれているのだ。そのため、銀行貸出や融資が受けられない経済主体も多く存在する。正規のルートで融資が受けられない経済主体にとって、規制の緩いシャドールンキングは資金調達のために不可欠な存在であると言えるだろう。

### 3-3. アメリカと中国のシャドールンキングの相違点

3-1,3-2節でアメリカと中国のシャドールンキングについてみてきた。両者を比較すると類似点があることが分かる。湯本(2013)によると、第1に、銀行のオフバランス取引、または銀行以外による信用仲介機能を持っている点があげられる。両者ともオフバランス取引を行うことで規制を回避しようとしたのだ。第2に、流動性変換、満期変換機能を持ち合わせている点である。短期の資金を調達し、長期で運用することで収益が出るが、ひとたび運用に支障が生じると、短期の資金調達が困難になり破綻へとつながる可能性がある。第3に、商品の複雑化だ。多くの商品が設計されることでリスク分散が図れるが、その一方で、リスクの所在が不透明になってしまうのだ。

以上のようにアメリカと中国のシャドールンキングには類似点があるので、アメリカのシャドールンキングによってサブプライム・ローンが問題化し、世界金融危機につながったように、中国においても同様に、シャドールンキングの存在が世界金融危機を引き起こす可能性があるということが出来るだろう。

しかし、アメリカと中国とでは異なる点もある。サブプライム時と中国におけるシャドールンキングの場合で異なる点として、黄・常・楊(2012)によると、まず1点目は、米国サブプライム・ローン市場の投資家は主に金融機関であるのに対し、中国の資産運用商品の投資家は主に個人であるというのがあげられる。投資家が金融機関の場合、金融危機が起これると財務的損失を埋め合わせるために資産の売却を余儀なくされ、資産の価値を下落させるという悪循環に陥る。一方、中国では家計に高いレバレッジが存在せず、資産売却によるデレバレッジの可能性は低い。2点目として、リスクの所在があげられる。アメリカ

の場合、住宅価格の急上昇が止まると、サブプライム・ローンが不良債権になり、資産価格の急落は不可避だ。しかし、中国の信託融資はリスクが高いものの、リスクの所在は不動産などの資産価格の顕著な下落だ。つまり、中国のリスクは市場変動や政府の政策に大きく影響されると言える。

5

## 第4章 先行研究

第4章では、中国のシャドーバンキングについての先行研究について述べる。前章では正規の銀行の規制が厳しいということを示した。黄・常・楊（2012）によると、北京大学とアリババが浙江省で行った調査では、中小企業のうち、銀行から融資を受けたことがあるのはごく少数である。銀行融資を受けたことがあるのは約15%だけで、20%近くが借金をしたことがなく、残りの約60～65%が銀行部門以外のチャネルを通じて融資を受けているのだ。これは、規制の厳しさのために多くの中小企業が融資を受けることができず、その結果シャドーバンキングなどの他の機関によって融資を受けざるを得ない状況にあるということを示しているのではないか。言い換えると、シャドーバンキングは銀行貸出を受けにくい経済活動に対し資金を提供する場であり、一種の市場発の金利市場の形態として存在意義があると言えるだろう。

10

15

また、シャドーバンキングはそれぞれの経済主体のニーズに応えようとする金融イノベーションの結果であると言える。関(2013)によると、この点にシャドーバンキングが拡大した理由があるとしている。ここで経済主体として、資金調達、資金運用、資金仲介の三主体を考える。個々のニーズとして、まず、資金調達側としては、2010年頃から当局が金融引き締め政策に転じたため、实体经济は資金不足に陥ったことを受け、中小民間企業は資金調達のためにシャドーバンキングの利用を拡大させたのだ。また、資金運用側はシャドーバンキングによる銀行預金金利を上回る収益率を提供する新商品に需要を拡大している。そして、資金仲介側にとって、シャドーバンキングは監督管理規制を回避する手段となっている。このような理由からシャドーバンキングは拡大しているのだ。

20

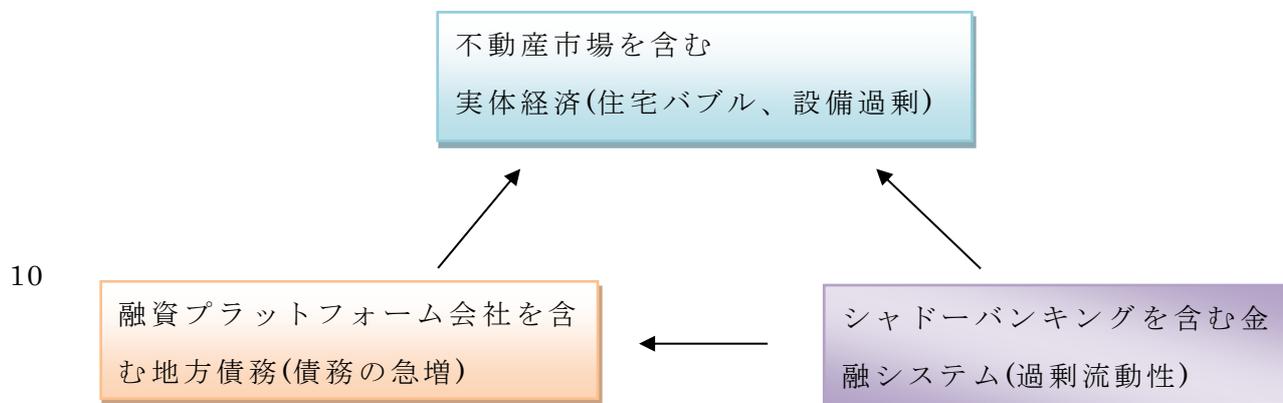
25

次に、中国のシャドーバンキングの資金の流れをみると、図1のように表すこ

30

とができる。資金の一部が直接的に、または、地方政府融資プラットフォーム会社を経由して、不動産市場に流れているのだ。つまり、住宅価格の高騰へとつながる可能性を孕んでいるのだ。(図 2)

5 図 2 中国シャドーバンキングの資金流れ



(出展)「中国におけるシャドーバンキングの現状と課題」関 志雄 より作成

15 また、中国のシャドーバンキングの中心商品として理財商品や信託商品があげられる。理財商品は一般的に、最低投資額は 5 万元、期間は 1 か月から 1 年とされている。銀行の理財商品の大部分は、契約書に元本、利子保証が含まれておらず、原則として銀行自らがリスクを負うことがないため、バランスシートの項目として掲載されていない。オフバランス取引されている分、上記して

20 いるように規制監督を回避することが可能なので需要は高まっているが、一方でリスクも高くなっている。つまり、ハイリスクハイリターンの商品と言える。

一方、信託商品は、信託会社が販売する資産運用商品であり、最低投資額は 100 万元、期間は 1 年以上の商品を指す。信託商品は上記の図で示したように

25 不動産関連貸出の規制を回避するために多く用いられ、シャドーバンキングを経由した迂回融資が問題視されている。すなわち、理財商品と同様にリスクの高い商品と言える。

## 第 5 章 仮説

30 前章では中国におけるシャドーバンキングの実態を述べてきた。この章では、

正規銀行と比較しながら、シャドーバンキングがどのような問題点を抱えているのか述べ、仮説につなげる

### 5-1. シャドーバンキングの問題点

- 5 シャドーバンキングの実態研究として、佐野・三浦（2013）と李・宋（2013）を紹介する。研究によると、中国当局が正規銀行よりもシャドーバンキングの規模を把握できていない現状が存在する。2011年、高いインフレ率で経済水準が推移した中国では銀行による貸出縮小により中小企業の資金繰りが厳しくなった。そのためバランスシート以外での資金繰りが増えていったのである。
- 10 ここで 2011年から中国当局は金融機関にバランスシート以外の取引についても社会融資の一部として報告するように求めた。関（2013）の研究によると、実体が把握されていない中でも、シャドーバンキングの規模が数値として確認されており（表 3 参照）、まだ従来の銀行貸し出しよりも小さいことが挙げられている。表 3 では社会融資の規模から人民元貸出を引くことで、シャドーバン
- 15 キングによる貸出の推移を示している。だが、シャドーバンキングの拡大の要因としては規模の拡大のみではなく、他にも挙げられる。以下では他の要因を記す。

表 3 シャドールバンキングの規模

単位：億元

	社会融資(a)	人民元貸出(b)	B/S 以外(a-b)
2009 年	139,104	95,942	43,162
2010 年	140,191	79,451	60,740
2011 年	128,286	74,715	53,571
2012 年	157,631	82,000	75,631
2013 年	160,636	88,900	71,736

(出所)中国人民銀行、中国国家统计局より作成

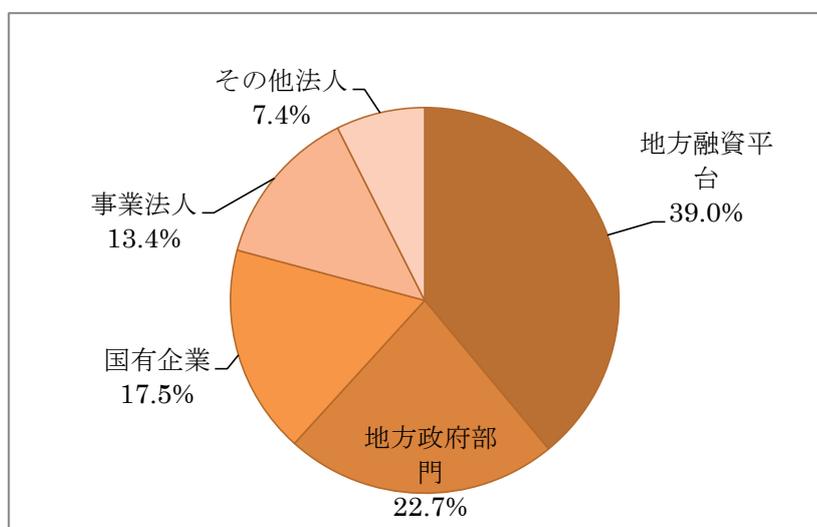
- 5 1 つ目としては、シャドールバンキングで主に扱われている商品の 1 つとして信託商品が挙げられる。関(2013)の研究によると、本来銀行で扱われる商品は預金保険制度があるがこの商品には元本保証がない代わりに金利が非常に高くリターンが大きい。中でも信託商品をシャドールバンキングの仲介によって資金調達を行うのは主に中小企業である。理由としては、元々中国国内で銀行が
- 10 貸し出しをする際の規制が非常に厳しい。そのため大企業の方は利益が安定しており信用力があるので、銀行も貸し出しがしやすい。反対に安い労働力で大量生産が中心の中小企業は、信用力が低いために銀行の融資対象から漏れてしまい、シャドールバンキングからの貸し出しに頼らざるをえないという現状がある。しかし、高い金利に見合う利益を出せないようであれば、デフォルトの恐れ
- 15 もあることは自明である。実際、金森(2014)によると 2014 年 1 月に山西省の炭鉱会社向け融資のため、中誠信託が中国工商银行を通じて販売した信託商品が償還されない、という噂が広まった。その後デフォルトは免れたが資金の出所は不明なままでシャドールバンキングに対する懸念はぬぐえないとしている。
- 20 2 つ目としては、不動産へのシャドールバンキングによる投資が拡大していることも問題点として挙げられる。不動産への投資源として挙げられるのが、地方融資平台であり、これは中国経済が低迷する中で不動産市場に調整が必要と判断されたことを背景に、地方政府などが財政資金や土地・株式などで出資して設立した法人のことである。黒岩(2013)の研究によると、地方政府の起債

が認められていない中国では、地方政府の資金調達手段の1つがシャドーバンキングを資金源とする地方融資プラットフォームを利用することなのである。

図3のように、地方政府の債務は約40%が地方融資プラットフォームで賄われており、その比率は他項目に比べて高くなっている。つまり、高い比率で地方政府債務の借入は地方融資プラットフォームを頼っているが、その資金源はシャドーバンキングであり、シャドーバンキングを介する資金が不動産投資に大量に向けられているのだ。現状の理由としては中国政府によるシャドーバンキングの管理・規制が十分に行われていないことが挙げられる。そのためシャドーバンキングを介した資金調達に歯止めが効かず、不動産投資が増えているのである。植田（2013）の研究によると、今後インフレが高進し、長期金利が上昇するとシャドーバンキングへの資金流入が枯渇することになる。つまりシャドーバンキングを介した機関の地方融資プラットフォームの資金返済が困難になり、貸し出しが出来なくなる可能性を示唆しているのだ。そうなれば、市場は資金不足に陥り債務が増大することになる。更に経済状態が悪化すれば、金融機関は破綻し金融危機に陥る可能性が生じる。

以上のことから我々は【仮説1】として、シャドーバンキングが拡大すると金融危機が起きる、と考える。

図3 地方政府債務の借入構成比率



(出所) 2013 中国会計審査署より作成

## 5-2. デフォルトリスクの要因

またシャドーバンキングの拡大と共に、中国の銀行のデフォルトリスクが高まれば、金融危機を引き起こす可能性がある。

5 まず検討すべきは CDS (クレジットデフォルトスワップ) である。クレジット  
5 トデリバティブの一種で、一定の国や企業の債務不履行に対するリスクに対し  
て保証を売買する。CDS の保証料率は企業や国の信用力に対する市場の評価を  
反映したものであるため、投資家などが企業や国の財務状況や信用力を判断す  
る指標になっている。池田・平木・山田 (2012) によると、CDS プレミアムの  
10 変動を考慮せずにデフォルト確率を推計すると、過大評価につながるとしてい  
る。つまり、CDS が増加するという事は投資家が思う市場に対するデフォルト  
リスクが増えているために保証をより確保しようとする動きが強まっている  
15 と言える。金融危機の 1 つの例として、2010 年に起きた欧州危機の際はこの  
CDS が非常に高まったことが知られているため中国でも同様の可能性が考え  
られるのではないだろうか。事実、2013 年 6 月に CDS 保証料率が 1 年ぶりに  
20 高水準を記録した経緯があるため、デフォルトリスクにつながる可能性が考え  
られる。

次に失業率は企業の倒産と密接に関わっている。ビジネス・レーバー・トレ  
ンド (2009.1) によると、グローバル金融危機の際には、企業の倒産と失業率  
が圧倒的に増えたことが述べられている。つまり、企業の倒産が相次げば債務  
20 不履行となるため、銀行のデフォルトリスクは高まると言える。更に社会不安  
も同時に高まるので、その点からも投資家たちに対して精神的な影響を与える  
と言えるだろう。先ほど例に挙げた欧州危機の際、EU の発表によれば、欧州  
全体で 10% という高い失業率であった。近年の中国の失業率は 4% 前後でとど  
まっている (2014, IMF) ため欧州危機ほどの脅威があるとは言えないが、デフォ  
25 ルトリスクの不安要素の 1 つとして挙げられる。

更に、中国が抱える対外債務について見る。対外債務を検討するため国内債  
務との比較を行う。国内債務の GDP 比率を見ると例えば日本では 200% を超  
える水準 (2011, Trading Economics.com) にも関わらず、デフォルトの危機は騒  
がれていない。1990 年から 2007 年にかけてデフォルトした国の平均の国内債  
30 務の GDP 比率は約 40~80% であるので比べると非常に高い比率である。なぜ

かと言えば、国内の投資家が安全資産として国債を購入し、債務を賄っているからである。先行研究として馮（2009）によると、一般的には短期対外債務の急増は望ましくないとしている。そこで我々は対外債務に注目した。なぜなら、海外に対する債務であり国内でまかなうことは難しいからである。つまり、現  
5 段階での中国の国内債務の GDP 比率は 18% ならずだが、対外債務が増加すればデフォルトにつながる可能性も高まるだろう。

そこで我々は 【仮説 2】 として、デフォルトリスクが拡大すると、金融危機が起きる、 と考える。

これらの先行研究から、シャドーバンキングはその規模だけではなく元本保証のない信託商品やシャドーバンキングを投資源とする不動産投資など様々な問題を抱えており、これらは金融危機を起こす可能性を高めると考えられる。また、シャドーバンキングの拡大におけるデフォルトリスクの増加も金融危機発生  
10 発生の要因となりえると考えられる。以上を踏まえて、次章では金融危機が起こる可能性をシャドーバンキングの拡大とデフォルトリスクの拡大との関係を見ながら実証分析を行う。  
15

## 第 6 章 実証分析

この章では、第 5 章で提唱した仮説の分析を行う。そのためにまず分析に用  
20 いるデータを示し、実証分析を行い、考察を行う。

### 6-1. データ

本稿では、金融危機の代理変数として米国株価のボラティリティ（変動性）を示す指標の 1 つである VIX（Volatility IndeX）指数を用いた（CBOE より  
25 取得）。平木・福永（2012）によると、この指数は米国のみならず、グローバルに活動する投資家の不安心理やリスク回避度を表し、市場が通常の状態であれば 10 から 20 の間で推移し、20 を超えてくると世界の金融または経済で何らかの異変を市場が感じていると捉えることができる。つまり、世界的な金融危機が発生した場合上昇していく。例えば、過去の出来事で言うならば 2008  
30 年のサブプライム・ローンによる金融危機では 89.53、2010 年 10 月のギリシ

ャ危機では 45.45 の高値がついた。そのため別名「恐怖指数」とも言われている。中国の VIX を用いたかったが、データを取得できなかったため、世界経済の影響を受けやすいと考えられる米国の VIX を用いた。実際に、図 4 を見ると、2011 年 9 月のギリシャ危機の時点で高い数値を示している。

5 始めに仮説 1 であるシャドーバンキングが拡大すると、金融危機が起きるといふ仮説の代理変数について説明する。シャドーバンキングの代理変数としては以下の 3 つを用いた。

1 つ目は「中国人民銀行」より取得した信託投資である。これは、三菱東京 UFJ 銀行有限公司トランザクションバンキング部中国調査室(2013)によると、  
10 銀行貸出管理が強化されたことにより、地方政府のための資金調達の特別目的会社である地方融資平台への新規貸出が厳しく規制されたことがシャドーバンキング拡大の要因となっている。そこで、地方融資平台や銀行貸出を受けられない中小企業などが資金調達のためにシャドーバンキングによる信託融資や委託貸付などのオフバランス貸出を利用している。中国でのシャドーバンキング  
15 は理財商品と信託商品が中核である。理財商品のデータは有料のデータサイトにしかなく、データを収集できなかったため信託商品を代理変数として採用した。

2 つ目は「中国人民共和国国家统计局」より不動産投資を取得し用いた。これは増田(2013)と植田、五味(2013)によると、中国政府は 2008 年のリー  
20 マン・ショック後、地方に対し 4 兆元(65 兆円)の財政出動を行った。その大部分が地方政府と国営企業の不動産投資に使われた。その資金源となっているのが地方融資平台である。この地方融資平台の資金はシャドーバンキングにより集められているため不動産投資が増加するとシャドーバンキングの拡大を示していることが言及できるため代理変数として用いた。そして、ここでは不動  
25 産投資から実需と思われる土地取引を「中国人民共和国国家统计局」より取得し引くことで、それがシャドーバンキングでの土地取引だと考えられる。また、そこから 3 ケ月の移動平均を算出し用いた。

3 つ目は李、宋(2012)により、社会融資規模を「中国人民銀行」から取得し、人民元貸出と信託融資を差し引き用いた。社会融資規模とは人民元貸出に  
30 加えバランスシート外の取引を合わせたものでバランスシート外取引には信託

融資も含まれているため前述の 2 つを差し引き用いた。

次に仮説 2 として、デフォルトリスクが拡大すると、金融危機が起きるとい  
う仮説の代理変数について説明する。

5 デフォルトリスクの代理変数としては以下の 3 つを用いた。

1 つ目は、国家に対する信用リスクであるソブリンリスクを端的に表してい  
る国債 CDS プレミアムを「ブルームバーグ」より取得し用いた。これは池田、  
平木、山田（2012）のとおり、CDS プレミアムから「トムソンロイター」より  
取得した中国国債の金利を差し引いた。そうすることで信用リスクのみが残る  
10 こととなる。

続いて 2 つ目は「ビジネス・レーバー・トレンド」より失業率を用いた。失  
業率は信用リスクの直接的な代理変数ではないが、しかし、失業率の上昇は企  
業の倒産に直結し、企業の倒産は債務不履行となる。そして銀行のデフォルト  
リスクが高まることとなり、さらに社会不安も高まるため、社会不安を表す指  
15 標として用いた。このデータは「IMF」より取得した。

3 つ目は、対外債務を用いた。馮（2009）から、中国では外貨準備が 3 兆ド  
ルを超えているため返済能力が疑われるほど深刻な問題とはなっていないが、  
アジア通貨危機からの教訓である短期対外債務の急増は国際収支の安定を脅か  
すことになるためここでは代理変数として用いた。また、対外債務は額が大き  
20 いため対数化し使用した。

図 4 を見ると、社会融資規模、信託投資ともに VIX 上昇局面では数値が減少  
し、VIX 減少局面では増加傾向にあるため、社会融資規模と信託投資はさほど  
関係がないのではないかと考えられる。

25 表 4 基本統計量（仮説 1、2）

	VIX	社会融資規模	LOG(MA不動産-MA土地)	信託投資	VIX	CDS	失業率	対外債務(LOG)
平均	20.758	4867.412	4.449	771.725	20.079	88.153	4.096	5.416
中央値(メジアン)	18.300	5041.000	4.489	557.000	17.620	79.555	4.100	5.414
標準偏差	6.741	2909.180	0.134	916.608	6.657	29.204	0.015	0.013
分散	45.441	8463329.687	0.018	840170.203	44.318	852.878	0.000	0.000
最小	12.900	-191.000	4.177	-761.000	12.900	52.925	4.040	5.387
最大	45.450	13053.000	4.647	4312.000	45.450	197.215	4.100	5.447
標本数	51.000	51.000	51.000	51.000	48.000	48.000	48.000	48.000

図 4 VIX と社会融資規模と信託投資の関係

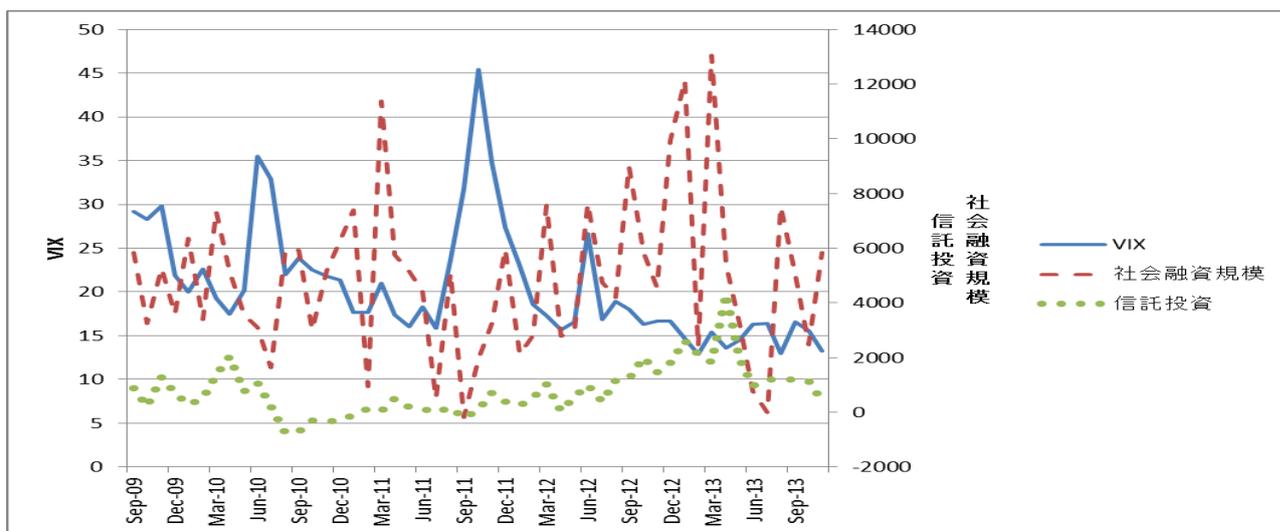
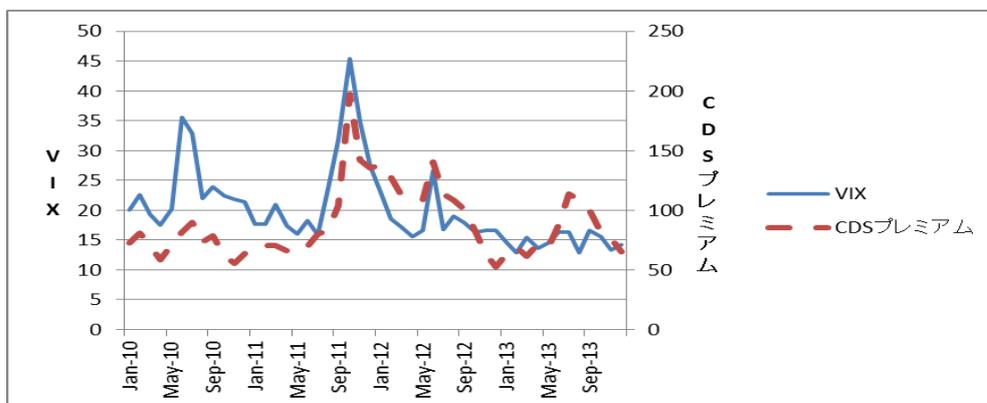


図 5 VIX と CDS プレミアムの関係性



5

図 5 を見ると CDS プレミアムが VIX とほぼ同じように推移しているため、CDS プレミアムは信用リスクが金融危機と密接に関係しているのではないかと考えられる。

## 10 6-2. 実証分析と結果

ここでは仮説の分析を行う。

### 【仮説 1】「シャドーバンキングの拡大は金融危機を引き起こす」

シャドーバンキングの問題点は規模だけでなく、そこで扱っている商品、それを資金源としている不動産投資などさまざまある。そこから我々はこれらの問題が金融危機につながる可能性があるのではないかと考え「シャドーバン

15

キングの拡大は金融危機を引き起こす」と仮説を立てた。そこで仮説 1 では、金融危機の代理変数とした VIX を被説明変数とし、社会融資規模、不動産投資、信託融資を説明変数として重回帰分析を行った。

5

モデル 1：金融危機 $VIX = \beta$ 社会融資規模 + コントロール変数 $= \beta$ 不動産投資 + コントロール変数 $= \beta$ 信託融資 + コントロール変数
---

【仮説 2】「デフォルトリスクの拡大は金融危機を引き起こす」

10 信用リスクや社会不安、国外不安などの増加によるデフォルトリスクの増加も金融危機の発生の原因になるのではないのかと考え、「デフォルトリスクは金融危機を引き起こす」と仮説を立てた。仮説 2 でも仮説 1 と同様に VIX を被説明変数とし、CDS プレミアム、失業率、対外債務を説明変数とした重回帰分析を行った。

15

モデル 2：金融危機 $VIX = \beta$ CDS プレミアム + コントロール変数 $= \beta$ 失業率 + コントロール変数 $= \beta$ 対外債務 + コントロール変数
--

20 ここではどちらの回帰式にもコントロール変数として「中国人民銀行」より取得した政策金利、こちら「中国人民銀行」より取得した 5 年金利から半年金利を引き求めたインフレ率と「日経 NEEDS-Financial QUEST」より取得した GDP 成長率を加えている。またモデル 2 で CDS プレミアムに異常値が見て取れたためダミー変数を用いた。<sup>9</sup>

25

---

<sup>9</sup> ギリシャ危機を発端とする欧州債務危機により異常値が見て取れたため、2011 年 9 月から 2012 年 2 月までの範囲でダミー係数を使用した。

表 5 モデル 1 の実証分析結果

パネル① (社会融資規模)

	係数	t
切片	-30.880	-0.233
社会融資規模(単位: 億円)	-0.001	-1.761
金利(半年)	4.238	0.341
金利(5年-半年)	52.278	0.493
GDP成長率	16.826	0.507
補正 R2	0.01	
観測数	51	

パネル② (信託投資)

	係数	t
切片	-56.818	-0.447
信託投資(単位: 億円)	-0.003 ***	-2.624
金利(半年)	6.663	0.558
金利(5年-半年)	72.135	0.707
GDP成長率	-0.214	-0.007
補正 R2	0.338	
観測数	51	

パネル③ (不動産投資)

	係数	t
切片	1999.462 ***	139.876
不動産投資	6.750 ***	7.065
金利(半年)	-1.473	-1.030
金利(5年-半年)	-16.784	-1.418
GDP成長率	-5.218	-1.453
補正 R2	0.666	
観測数	51	

5

※\*\*\*、\*\*はそれぞれ有意水準 5%、1%で有意を表す。

表 5 を見ると、パネル①の社会融資規模の係数はマイナスとなり仮説 1 とは逆の結果が出た。この結果について以下で分析する。まず前提として、投資家は 2008 年に行われた 4 兆円刺激策などにより、多くの投資を行っているのだが、投資事業がうまくいっていないという事実がある。そのため、金利が高くて

10

でもシャドバンキングを利用し、資金調達を図る投資家は多く存在する。しかし、最近では政府が金融システムの健全化のために、シャドバンキングの実態把握に動き始め、監督規制を強化している。これを受け、シャドバン

15

キングの拡大に歯止めがかかり、投資家の不安が増大し、結果として社会融資規模の減少につながっているのである。

パネル②の信託投資では、係数マイナスで有意となり信託投資が減少すると金融危機が起こるといふ仮説 1 とは逆の結果となった。この結果について以下で分析する。まず、信託投資が減少する理由として、優良企業がシャドバン

20

キングの利用を減少させているということがあげられる。政府の金融改革によって金融環境が変化し、正規の銀行や資本市場が活性化しているためだ。その結果、信託投資で資金調達しようとする投資家の質は下がり、信託投資においてデフォルトに陥るリスクが拡大したのだ。これらより、信託投資が減少すると VIX が拡大するという結果が実証されたのだと言えるだろう。

パネル③の不動産投資の係数は仮説通り係数プラスで有意となり仮説を支持する結果が出た。

表 6 モデル 2 の実証分析結果

5 パネル① (CDS プレミアム)

	係数	t
切片	95.707	0.919
CDSプレミアム	0.163 ***	4.654
金利(半年)	-12.154	-1.201
金利(5年-半年)	-34.515	-0.426
GDP成長率	63.856 ***	2.492
ギリシャ危機ダミー	4.633	1.670
補正 R2	0.490	
観測数	48	

パネル② (失業率)

	係数	t
切片	-141.808	-0.498
失業率	42.380	0.718
金利(半年)	-3.543	-0.288
金利(5年-半年)	12.254	0.124
GDP成長率	59.953	1.910
ギリシャ危機ダミー	10.339 ***	3.397
補正 R2	0.236	
観測数	48	

パネル③ (対外債務)

	係数	t
切片	-243.888	-0.601
対外債務(LOG)	51.635	0.739
金利(半年)	-4.165	-0.340
金利(5年-半年)	11.498	0.116
GDP成長率	55.891	1.740
ギリシャ危機ダミー	11.378 ***	3.665
補正 R2	0.236	
観測数	48	

※\*\*\*、\*\*はそれぞれ有意水準 5%、1%で有意を表す。

10 表 6 パネル①では、CDS プレミアムが係数プラスの有意になり、信用不安が高まれば金融危機が起きる可能性が高くなることがわかる。パネル②では、失業率が係数プラスとなったが有意とはならなかった。パネル③も対外債務が係数プラスとなったが有意とはならなかった。

15

## 第 7 章 政策提言

金融危機発生要因として、シャドーバンキングの拡大とデフォルトリスクの上昇があることが実証分析によって明らかとなった。本章では金融危機の発生を阻止するため、2つの打ち手について提言する。

20

### 7-1. 固定資産税の増税

まず我々は、シャドーバンキングの拡大を抑えるために次のことを提言する。固定資産税の増税である。上述の回帰分析の結果より、シャドーバンキングの拡大は金融危機の発生に影響する。故に、シャドーバンキングの拡大を抑制す

る政策を行うことで金融危機を未然に防ぎ、世界経済を守ることが可能である。

では、なぜ固定資産税の増税でシャドーバンキングの拡大を抑制することが可能であるのか。シャドーバンキングの拡大を抑制するためにはいくつかの方法が存在する。第一に、総量規制が挙げられる。総量規制とは、銀行に融資を抑制させるべく、一定の規制を掛ける法律の事である。日本でも 1990 年に不動産バブル潰しのために「不動産融資の伸び率を、総融資の伸び率以下とする」という総量規制が導入された歴史がある。だが、中国のシャドーバンキング問題に対しては、総量規制を掛けても効果は無い。シャドーバンキングとは、銀行が自社と切り離れた会社に融資させる制度であるため、総量規制の適用外になるからである。

第二に、金融引き締めを強めるという方法が存在する。金融引き締めとは、政策金利や預金準備率を引き上げる事である。これは、確実に不動産バブルの抑制効果があり、シャドーバンキングの拡大を抑制する方法である。但し、金融引き締めは不動産バブルだけでなく、中国経済全体にブレーキを掛けることになる。中国では現在、景気減速期に入っており、2012 年度の GDP 成長率は 7.8%と、2000 年代以降で最低の水準に落ち込んでいる。格差問題も深刻化しており、中国政府は高い経済成長を続ける必要がある。そこで、景気への悪影響が最小限で、かつ不動産バブルの抑制に有効な政策として、固定資産税の増税を挙げる。不動産の保有で税金が発生すれば、投資する人は減少するだろう。固定資産税であれば、不動産投資にのみ抑制をかけることが可能である。ただし、固定資産税は強力な不動産投資の抑制策となるため、バブル崩壊に直結する可能性が存在する。1990 年代の日本のようなハードランディングは、経済へのダメージが大きいため、避けるべきである。対象範囲と税率をゆるやかに拡大しつつ、不動産バブルをソフトランディングさせることが、この施策において重要であると考えられる。

## 7-2. 労働市場の規制緩和

中国経済では、海外直接投資及び労働力の産業間移動が発展の要因となっている。特に、海外直接投資、つまり海外企業の中国マーケットへの参入は中国経済の発展に大きく寄与している。また、農業部門から非農業部門への労働力

の産業間移動は、中国経済成長の重要な原動力となっている。各産業間での労働力の移動は、中国経済において自由な労働市場の形成が求められていることを意味する。しかし、中国経済の現状として、労働力移動は限定的なものになっている。労働力移動が限定的になっていることで、中国の経済成長が鈍化し、デフォルトが懸念されている。この現状から、我々は、自由な労働力移動を認める労働市場の構築が必要不可欠であると考えた。

そこで、我々が提言するのは中国労働市場の規制緩和である。中国の戸籍制度の特徴として、住民の管理と都市と農村の人口移動、特に農村から都市への流入を厳しく制限することが挙げられる。計画経済時代においては、国有企業労働者・幹部・知識人などを主体とする都市住民は給与や定年後の年金を保障され、医療・教育・育児などの手厚い社会保障を与えられてきたのに対し、農民にはそれらの保障がわずかしかなかった。戸籍制度の実施によって中国国民は特権を享受する都市住民と犠牲を強いられる農村住民という二大階層に分けられてきたといえる。規制緩和政策を行うことにより、労働の合理的な移動が促進され、中国経済がより長期的かつ高い成長を維持することを可能にする。さらに、労働力の効率的資源配分がなされることによって、人的資本投資を促し、中国経済はさらに発展することが可能であると我々は考える。

## 20 第8章 おわりに

本稿では、中国シャドバンキングの拡大とデフォルトリスクの要因を分析し、それらが金融危機を引き起こすと結論付けた。分析の結果、不動産投資がシャドバンキングの拡大として金融危機を説明し、デフォルトリスクでは、CDSプレミアムが有意となり、金融危機を説明できることが分かった。

25 上記の分析結果から、金融危機を防ぐためには、中国政府が不動産バブルを抑制する政策をとりつつ、中国経済の労働環境を改善することで、今後の中国経済は更なる発展を遂げるだろうと我々は考える。

## 参考文献

参考文献/ URL

- ・シャドバンキングは中国版サブプライム・ローン問題を引き起こすか」『季刊中国資本市場研究 2012summe』（2012）P9~17 黄 益平・常 健・楊 靈
- 5 修
- ・「シャドバンキング：中国金融安定に向けた監督の重点」『季刊中国資本市場研究 2013spring』（2013）P32~50 李 欣偉・宋 嬌
- ・「金融構造の進化から見る現在の『シャドバンキング』」『季刊中国資本市場研究 2013summer』（2013）P18~26 巴 曙松
- 10 ・「中国のシャドバンキングと拡大する地方政府債務」『公益財団法人国際通貨研究所』（2013）植田 賢司・五味 佑子
- ・「米国金融政策の変化が世界経済に与えるもの」『大和創建調査季報 2013 年秋季号 Vol.12』（2013）小林 俊介
- ・「中国のシャドバンキングについての考察～銀行理財商品や信託融資を中心に～」『トランザクションバンキング部中国調査室』（2013）三菱東京 UFJ 銀行（中国）有限公司
- 15 ・「中国信託市場の現状と展望」『トランザクションバンキング部中国調査室』（2014）三菱東京 UFJ 銀行（中国）有限公司
- ・「中国のシャドバンキングをどう見るかーそのリスクと政府対応力をどうみるかー」『金融』（2014）P14~21 湯元 健治・関 辰一
- 20 ・「シャドバンキングが映し出す中国の構造問題ー消費主導型経済への転換を阻害する地方の権益構造ー」『日本総研』（2013）三浦 有史・佐野 淳也
- ・「FRB の使命と課題～デフレリスクとその対応及び出口戦略～」『大和総研調査季報 2013 年秋季号』（2013）小野 亮
- 25 ・「先進国における量的金融緩和政策の新興国への影響」『経済レビュー』（2013）三菱東京 UFJ 銀行
- ・「米国の金融政策の枠組みとその課題」『野村総合研究所』（2012）井上 哲也
- ・「米・英・EU・独仏の銀行規制・構造改革法について」『金融庁金融研究センター』（2013）北見 良嗣
- 30 ・「中国におけるシャドバンキングにおける現状と課題」『中国経済新論』

(2013) 関 志雄

・「中国シャドーバンキングの動向と金融システム改革の課題」『株式会社日本総合研究所』季 立栄

・「金融恐慌とシャドーバンキング」中央大学名誉教授 高田 太久吉

5 ・「グローバル金融危機と世界経済の新秩序」『日本評論社』青木 健・馬田 啓一

「中国の銀行、デフォルトリスクー当局はどのように対応するのか？」『国際金融 1259号』(2014) P16~金森 俊樹

10 ・「中国のシャドーバンキングーその国内評価とリスクへの政策対応ー」『国際金融 1249号』(2013) P16~22 金森 俊樹

・「中国のシャドーバンキングと地方政府債務」『信金中金月報』(2013) 黒岩達也

・「中国発の金融危機はあるか」『東亜』(2014) P10~20 瀬口 清之

15 ・「ソブリン CDS プレミアムの要因分析」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』

池田 慧・平木 一浩・山田 健

・「中国の対外債務の実態と今後の制度改革について」『世界経済評論』(2009) P63~72 馮 俊

・「通商白書 2010、2014」『経済産業省』

20 ・「最近の VIX (恐怖指数) と各国の金融市場のボラティリティ指標」『日銀レビュー』(2012) 平木 一浩・福永 一郎

・「資本・労働力の移動と中国の経済発展」『RIETI 独立行政法人経済産業研究所』(2004) 孟 健軍・周 紹傑

・「高利回りで無理な資金集め 拡大する地方政府の不良債権」『エコノミスト』

25 (2013) 植田 賢司

[http://www.itochu.co.jp/ja/business/economic\\_monitor/files/20140423\\_C.pdf](http://www.itochu.co.jp/ja/business/economic_monitor/files/20140423_C.pdf)

RIETI/<http://www.rieti.go.jp/jp/index.html>

経済産業省/[http://www.meti.go.jp/report/whitepaper/index\\_tuhaku.html](http://www.meti.go.jp/report/whitepaper/index_tuhaku.html)

30 厚生労働省/<http://www.mhlw.go.jp/index.shtml>

中国人民銀行（中国語版） <http://www.pbc.gov.cn/>

中華人民共和国国家統計局（同上） <http://www.stats.gov.cn/>

中華人民共和国審計署（同上） <http://www.audit.gov.cn/n1992130/index.html>

トムソンロイター/<http://ip-science.thomsonreuters.jp/>

5 CBOE <https://www.cboe.com/>

金融用語辞典/<http://www.findai.com/yogo/0024.htm>

三井住友信託銀行 調査月報（2014）米銀の新興国向け対外与信の特徴

[http://www.smtb.jp/others/report/economy/21\\_4.pdf](http://www.smtb.jp/others/report/economy/21_4.pdf)