



中国と米国の金融市場構造

— 金融システム比較の視点に基づく — 考察¹

応 展宇*

要 約

1. 2007年8月の米国発のサブプライム危機に端を發した金融危機は、中国を含む発展途上国から、米国を代表とするアングロ・サクソン型金融モデルに疑問を投げかける契機となった。中国の金融業の発展の目標となるモデルを再検討するためには、歴史に遡って中国・米国両国の金融構造の違いを分析する必要がある。
2. 市場主導型か銀行主導型かという観点からは、改革開放以降、中国の株式市場は大きく発展してきたものの、なお銀行が主導的地位を占めている。金融機能の実現という観点からは、市場の透明性、企業の資金調達方法、法律及びその執行環境、貸出のプライシング、収益保証メカニズムの点で米国との間に違いがある。
3. 産業構造の最適化という観点からみると、中国の大型商業銀行を中心とする金融システムは、マクロ経済に一定の有効性をもたらしているが、一方で効率的な資源配分や民営企業の資金調達、農村金融の立ち遅れに結びついている。変遷という観点からみると、中国では依然として終始政府によるコントロールが維持され、金利が完全に自由化されていないほか、市場での違法行為も見られ、流動性が不足し、機関投資家の発展も途上にある。
4. 米国の金融モデルは世界で最も成熟した効率的なモデルではあるが、他国がそのまま模倣することは困難である。中国では、政府主導の改革も必要であり、持続可能な経済成長モデルを構築するための金融市場構造の大幅な調整や金融業と技術革新との組み合わせなどが引続き必要である。

1. はじめに

負債比率やレバレッジの高さという業界の特徴は、金融業の本質的な脆弱性を示している。2007年8月のサブプライム危機に端を發した現在の世界的な金融危機が米国——金融リスクの

¹ 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2009年第11期掲載の「中国と米国の金融市場構造—金融システム比較の視点に基づく—考察」を邦訳したものである。なお翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。また、本稿は国家社会科学基金プロジェクト（事業コード：08CJL003）の成果をまとめたものである。同時に、教育部新世紀優秀人材支援計画（事業コード：NCET-08-0855）、中央財経大学211プロジェクト第3期重点学科整備プロジェクト、教育部国際金融危機対応重大プロジェクト（事業コード：2009JYJR001）による資金援助も獲得している。

* 応 展宇 中央財経大学金融学院 副教授

分散化、証券化により自由な取引が行われ、世界でもリスク管理が最も進んだ金融システムを有すると豪語する市場——で発生したことは、多くの人にとって意外な結果だった。1997年のアジア金融危機以降、銀行システムに過度に依存して市場の資源配分機能を軽視した「クローニー・キャピタリズム」モデルは非難され続けてきた。一方、市場主導を柱とするアングロ・サクソン型金融モデルこそ、最も普遍的な価値を持つ金融システムのモデルとされた。多くの発展途上国が米国を代表とするアングロ・サクソン型金融モデルを金融システム改革の目標としてきただけに、米国での金融危機発生は寝耳に水であった。

サブプライム危機発生後のしばらくの間、中国を含む発展途上国が、市場主導型の金融モデル構築に対してかなり消極的になることには疑問の余地がないだろう。実際、一部の研究者は、1930年代以降に形成され、1970年代以降にはニューヨークの大手（商業）銀行と経済・政治的影響力を競いあった米国の投資銀行モデルは、2008年初頭のベア・スターンズ救済買収や米国の5大投資銀行の没落を境に、もはや存在意義を失ったとみている。さらに一部の研究者は、サブプライム危機の発生やその長期化・激化により、過去30年間にわたって最も効率的と考えられてきた市場主導型のアングロ・サクソン型金融モデルが歴史的な曲がり角にさしかかっていると見ている。さらに彼らは今後、ユニバーサルバンクが主導することを特色とする欧州大陸モデルへのシフトが世界的な流れの一つになると断言する。しかし、私たちの見るところ、過去、特にIT革命を柱とする新たな経済のサイクルにおいて米国式金融モデルが示した有効性（特に、そのリスク管理能力および技術・ニーズの変化への対応能力）を考えると、単純にこうした判断を下すのは乱暴であるし、視野も狭すぎるだろう。過去30年間、今は当たり前となっている大規模な業界再編（吸収合併、買収、レバレッジド・バイアウト（LBO）とそれらのこれまでにない速さでの進展）や、リスクへの効果的なプライシングを土台とする資本の大規模かつ効果的な再編（安全性の高いブルーチップ（優良銘柄）からベンチャー企業に至る各種企業、特に情報ネットワーク技術やバイオテクノロジーなど新興産業の勃興）、および敵対的買収やLBOなどを通じたガバナンス強化などは、米国の金融分野において誕生した革新的な財務システムやリスク管理制度、構造、ツールなしには実現しなかったはずである。中国金融業の発展の目標となるモデルに多くの疑問点が生じた今、役割や歴史という視点で、中・米両国の金融市場の構造の違いを掘り下げて分析することは、こうした問題の把握に役立つ一助となるだろう。

Ⅱ、中・米金融市場の構造比較：市場主導型か銀行主導型か

現代の市場経済において、金融の主な役割は、不確定な条件下で、一つの国・地域内の経済資源が、赤字主体（借り手）と黒字主体（貸し手）との間で（資金または資金の媒体となる証券を介して）最適に配分されるようにすることである（Merton and Bodie, 1995）。この資源配分機能は、各国の独自の金融手法、金融機関、金融市場、金融制度に依存している。一つの国・地域の金融システムは、こうした金融手法、機関、市場、制度の複合体である。ただし実際には、各国の経済的規模、複雑性、技術および政治、文化的背景、歴史的背景には違いがあり、それぞれの国の金融システム、あるいは金融機関と金融市場のあり方やその関係（つまり、金融構造）は千差万別である。金融システムの設計によって、資源配分機能がどのように変わるかを探るため、金融システムをさまざまな視点から分類し、モデルに区分する手法がしばしば用いられる。学界で現在広く認められている手法は、金融仲介機関（銀行）と金融市場が金融システム内で担う役

割の差異から、ドイツ、日本を代表とする「銀行主導型」と、米・英を代表とする「市場主導型」の二大モデルに分類するものである²。

こうした視点から、現在の中国や、米国を代表とする英・米・仏型国家の金融市場を考察すると、両者の発展レベルには大きな差があるだけでなく、構造的な差が歴然として存在することが分かる。(図表 1)

1. 米国

市場主導型金融モデルの最も典型的な代表として挙げられる米国の金融市場は、高度な分業化がかなり進んでおり³、資源配分において重要な役割を果たしている。金融構造を判断する簡単な指標として「銀行資産/GDP」:「株式時価総額/GDP」を見ると、1993年の米国では53%:82%で、銀行資産は株式時価総額のわずか64%にとどまっている(同時期のドイツの同指標は152%:24%で、銀行資産が株式時価総額の633%。日本は150%:71%で、銀行資産が株式時価総額の211%であり、いずれも米国とは対照的だった)。(Allen,2002)

株式市場、債券市場、金融デリバティブ市場などを核とする米国金融市場は、規模や商品の多様性、イノベーションの迅速性のいずれの面においても、世界で最も成熟した市場である。事実、過去40年近くにわたり、米国の株式市場や債券市場が世界に占めるシェアは、前者が30%、後者は50%近くに達していた。より重要な点は、ベンチャー投資や資産の証券化、金融工学といった新概念のほか、透明性を柱とする金融市場監督体制のイノベーション、さらに金融デリバティブやストラクチャード・ファイナンス商品などの金融手法の革新は、いずれも米国で誕生し、成熟したことである。米国の金融市場や銀行システムは、現在の世界において市場化レベルが最も高く、最も整備の進んだ資金調達システムである(図表 2)。

図表 1 金融システム：2005年のグローバル銀行・市場の比較

(単位: %)

	銀行貸出/ GDP	株式時価総額 /GDP	構造指標 (活動)	構造指標 (規模)	構造指標 (効率)	構造指標 (監督)
中国	0.31	0.32	-0.16	0.03	-5.87	16
英米仏型国家	0.66	1.31	0.87	0.76	-3.05	2.26

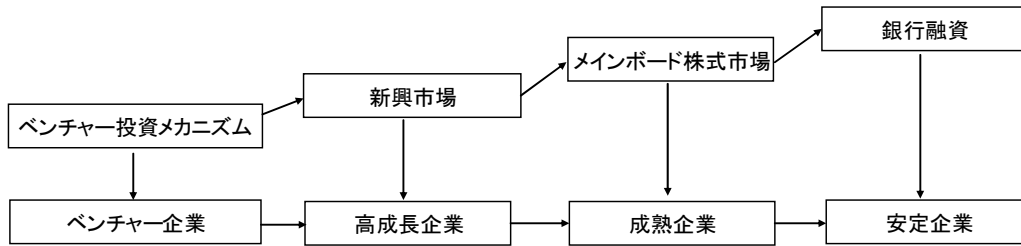
(注) 中国の銀行貸出残高の基準は、民間向け銀行貸出が GDP に占める割合である。構造指標は、各国が銀行主導型であるか、市場主導型であるかを判断するためのもので、通常、指標が高いほど市場の重要性が強まる(各指標の経済学的定義は Levine (2002) を参照)。

(出所) Allen et al. (2008)

² 金融システムのモデルの差は、この分類方法のほか、学界では非常に多くの区分が存在する。例えば、「ライン型資本主義 (Rhenish Capitalism)」や「アングロ・サクソン型資本主義 (Anglo-Saxon Capitalism)」、「関係依存型 (relationship) 金融」、「非干渉・市場型 (arm's length) 金融」などが挙げられる。しかし、対応する内容はほぼ似通っている。

³ Roe (1994) の研究によれば、米国の民衆は、制約を受けることのない大型金融機関の権力に対して、恐れと嫌悪感、嫉妬、さらには極度の不信感を持っている。このため、19世紀初頭以降、米国では高度に分業化が進み、個々の機関の力が限られた金融システムが形成された。ただ、指摘すべき点として、近年は分業管理規制の緩和が進み、米国銀行業では再編や買収合併が続き、コミュニティバンク (5,000社余り、通常10億ドル程度の資産規模) やリージョナルバンク (地方の経済活動向け、資産規模は中程度)、スーパーリージョナルバンク (特定地域で広範な金融サービスを提供する)、全国展開を行う銀行 (東海岸から西海岸にわたり全国的に経営展開する)、世界展開を行う銀行 (シティバンク、JP モルガンなどの大型金融グループ) などからなる多層的構造が形成されている。総数は9,000社近くに上る。

図表 2 金融システムの内部機能相関図



(注) メインボードは主として NYSE を指し、このほか 5 つの地域の株式市場を含む。新興市場は NASDAQ を指す。

2. 中国

よく知られているように、中国の金融システムは「全国統一」型の銀行システムからスタートした。その後、改革開放や中国経済の急成長に伴い、30 年余りの制度変革と発展を経て、極めて大きな構造変化が起こった。現在では市場化された金融システムの原型が形成されつつある。

過去 20 年余り、株式市場を核とする中国金融市場はゼロからのスタートを経て規模を拡大し、非常に急速な発展を遂げてきた。株式市場の時価総額の変化だけを見ても、2007 年末時点、2008 年末時点の上海・深圳両証券取引所の時価総額はそれぞれ 32 兆 7,100 億元（うち流通株 9 兆 3,000 億元）、12 兆 1,400 億元（うち流通株 4 兆 5,200 億元）で、それぞれ GDP の 127%、40%⁴に達した。しかし、金融の全体構造に着目すると、銀行、特に国有系銀行がなお主導的地位を占めている。2008 年末現在、銀行業界の資産総額は 62 兆 4,000 億元（株式時価総額の 514%、GDP の 206%）で、うち大型商業銀行（5 行、総資産 31 兆 8,000 億元）の割合が 51.0%、株式制商業銀行と農村信用組合の割合がそれぞれ 14.1%、11.5% だった⁵。

客観的に見ると、現在の中国は典型的な銀行主導型の金融システムのままである。企業の資金調達規模⁶や住民の資産選択傾向から見ても、あるいは社会全体の資源の利用状況や全体の分布から見ても、株式市場はまだ銀行システムの主導的地位を脅かす存在にはなっていない。

Ⅲ、中・米金融市場の構造比較：機能面

中国と米国の金融市場にこうした構造的な違いがあるとすれば、それは金融機能を実現するメカニズムにおいて何を意味するのだろうか。私たちの見るところ、金融システムの構造がどのよ

⁴ 現有の中国株式市場の内部構成を見ると、2004 年 5 月の中小企業ボード、2009 年 10 月の創業板（新興市場）の創設に加え、従来からの店頭株式市場が揃っており、形式的には整った多層的資本市場となっている。しかし、中小企業ボードの上場条件はメインボードに近く、創設されたばかりの創業板も収益要件が高く設定されすぎており、これら各市場の位置付けの境界が不鮮明で、米国の資本主義のシステムとは異なっている。

⁵ 2008 年時点の中国国内全銀行の内訳：政策性銀行 3 行、大型商業銀行 5 行、株式制商業銀行 12 行、都市商業銀行 136 行、農村商業銀行 22 行、農村合作銀行 163 社、都市信用組合 22 社、農村信用組合 4,965 社、郵政貯蓄銀行 1 行、金融資産管理会社 4 社、外資法人金融機関 32 行、信託会社 54 社、企業グループファイナンス会社 84 社、金融リース会社 12 社、金融仲介会社 3 社、自動車ローン会社 9 社、村鎮銀行 91 行、ローン会社 6 社、農村資金互助組合 10 社。

⁶ 国内株式市場における資金調達を例に取れば、1993～2005 年の国内株式市場における資金調達額は、平均して銀行融資増加額の 5.4% であった。

うなものであるかを問わず、理論的には、すべての金融システムは、①資源配分の最適化、つまり資源を利用効率の最も高い場所（あるいは人々）に配分すること、②資金の出し手が資金の受け手から十分な収益を得られるようにすること、という二つの基本目標を持っている。しかし、この二つの目標を実現するプロセスは、市場主導型の金融モデルと、銀行主導型のモデルの間、あるいは米国と中国の金融市場の間では大きく異なっている。

まず、両者の金融モデルは（市場情報に関する）透明性が全く異なる。市場主導型のモデルでは、厳格かつ強制力を兼ね備えた情報開示制度が市場の透明性（あるいは情報の共有）を支えており、市場参加者の市場に対する信頼を保ち、市場を成立させる基盤となっている⁷。一方、銀行主導型のモデルでは、銀行が市場競争を制限し、独占的な地位を確保しようとする傾向が強い。関係のある大企業や金融機関が企業経営陣の意思決定をチェックすることはあっても、企業の実情や意思決定の過程を一般公開するよう求めることはない（または、その必要性を感じていない）。さらには大量の情報が機関や企業の「内部情報」とされ、金融システム全体の透明性は極めて低い。

次に、企業（特に中小企業）の資金調達方法が異なる。情報の透明性に大きな違いがあることを考えると、銀行主導型の金融システムでは、資本は主として関連のある企業・機関との間で移動する（言い換えると、評判の高い大企業を除くと、大多数の融資利用者は狭い範囲の金融サービスしか利用できず、直接融資を得ることは困難である）⁸。一方、市場システム主導型の国では、企業は外部から資金を調達する代わりに、相応のリターンを提供するのが通常である。

第三に、法律や法の執行にかかる外部の制度環境への依存度に違いがある。市場主導型のモデルを有効に運営するためには、法制度や会計制度の整備と、これらを執行する外部制約メカニズムが前提となる。なぜなら、資金を提供する外部出資者にとってみれば、本来は契約で定められた金額が支払われればそれ以上の問題はなく、経営に関する意思決定に直接介入する必要はない。しかし、契約が履行されない場合、担保の差し押さえや法廷での係争などが必要になるため、外部機関による救済が欠かせない。一方、銀行主導型モデルの資金調達は「出資者は法廷で立証できない事象に基づいて融資枠外の資金を提供することが期待され、資金提供者自身も将来にわたって融資枠外の資金を提供したいと考える」（青木、Dinc, 2000）という状況下で行われる。情報が不透明で資産の流動性が小さい中で、出資者は主に自身の持つ情報を用いて、融資先の監視または支配（または干渉）を行い、融資先との間で起こるエージェンシー問題を緩和する。また、外部機関に求められる条件は少なく、主として双方が自主的に互いの信用を守ることで有効に運営されている⁹。

第四に、貸出のプライシングに関する考え方が異なる。市場主導型のモデルでは、双方の資本コストは主に市場により決定されるか、リスクに直接対応したものである。一方、銀行主導のモデルでは、資本コストのプライシングの過程は非常に複雑である。通常は個別事業のリスクに対する決定ではなく、双方の融資関係が長期的に「固定化」した場合の、長期的なバランスが考慮

⁷ 米国のルーズベルト元大統領は、「日光は最善の消毒剤、電灯は最も効率的な警察である」と述べている。

⁸ 中国では正規の金融のほか、無視できない市場規模を持つ「民間金融」（「地下金融」または「非正規金融」）が存在することも、このことを明確に裏付けている。

⁹ 銀行主導におけるこうしたコネクションを通じた融資モデルでは、信用が双方の業務展開プロセスにおいて非常に重要な「資産」または「担保」となる。なぜなら、借り手の契約違反、あるいは貸し手が悪意をもって厳しい条件を提示した場合、こうした情報はすぐに金融業界全体に広がり、ひいてはその後の事業展開にも影響を及ぼしかねない。このため、信用を守ることが、自らのガバナンスのプロセスの一つとなっている。

図表 3 中国・米国の金融モデル運営に関連する特徴の比較

	銀行主導型の金融構造	市場主導型の金融構造
価格に対する反応	弱 (内部情報が主体)	強
市場の力	弱	強
流動性	弱	強
リスク	時期による違いが少ない	横断的なリスク負担
資産の性質	実体資産	(ハイテク)無形資産
会社の類型	中小企業	大企業
資金調達のパフォーマンス度合い	低	高
政治的影響	強	弱

される。つまり、企業の設立直後にはハイリスクな状況であるにもかかわらず低コストで資金を提供するが、企業の成熟後は低リスクな状況下にあっても高い資本コストを求める（草創期の支援に対する見返りとして）。

第五に、出資者に対して収益を保証するメカニズムが異なる。市場主導型のモデルでは、収益の保証は法律や裁判官の公正かつ迅速な執行にゆだねられるが、銀行主導モデルでは、出資者は企業に対する（直接あるいは表に出ない形の）支配権、または独占的地位（主要あるいは唯一の提供者、サプライヤー、顧客などで、情報の優位性や法律規定などの方法で外部競争者の参入を制限することにより実現する）を利用して、投資に対する十分な収益を確保する。

両金融モデルのこうした違いこそが、それぞれを土台とする経済運営モデルの特徴に大きな違いをもたらしている（図表 3）¹⁰。

IV. 中・米金融市場の構造比較：産業構造の最適化

金融は現代市場経済の要である。それでは、中・米両金融構造モデルに関し、先述の機能実現メカニズムにおける違いは、中国と米国の実際の経済運営にどのような影響をもたらすのだろうか。理論的には、経済運営のプロセスは技術発展の速度、新商品の導入、同様の資源から最大限の満足を得るプロセスに左右される。一方、技術革新は、新産業の発展または既存産業における新技術の発展によって実現される。このため、①技術革新や応用を経済運営の中で適切に組み合わせられるかどうか、②現代の科学技術を産業に広げる能力を拡大できるかどうか、③実体経済の多様化や再編、最適化を推進できるかどうか、などの成否が金融構造の経済への適合性を図る最も重要な物差しとなる。こうした視点から分析すると、中国・米国の金融市場構造の違いにより、経済への適合性に大きな違いが生じていることが分かる。

1. 米国

Allen (1993) が指摘している通り、因果関係を分析すると、これまで、新産業の多くが米国や英国などの市場主導型金融市場で発展してきたことが分かる。例えば、鉄道の起源はイギリスであり、しかもイギリスや他国の鉄道の多くが、19 世紀のロンドン証券取引所での資金調達に

¹⁰ 図表 3 中の「市場の力」については、原文では「強」「弱」が逆になっていたため、訳出の段階で訂正した（訳者注）。

よって建設されたものである。自動車産業はドイツで興ったが、最初に大規模生産が行われたのは米国である。航空、耐久消費財、コンピューター、バイオテクノロジー、インターネットなどの産業は、いずれも米国で生まれ、米国で発展した。これは偶然なのだろうか。

私たちの見るところ、米国の資本市場と産業の新陳代謝、さらにはレベルアップの関係は、決して偶然ではなく、金融と経済が相互に適応し合い、促進しあってきたことによる必然的な結果である。一国の産業構造を向上させる場合、次の三つの面で資本市場が銀行より有利である。

まず、信用を基盤とする銀行の支援システムとは異なり、資本市場では「支援メカニズム」と「選別メカニズム」が連動しており、社会資本・資源全体が効果的に配分かつ活用され、さらには産業構造が最適化される。

先進国の例が示す通り、国の経済構造の調整は、新しいテクノロジーがもたらす成果の商品化・産業化によって始まる。しかし、銀行の視点からみると、産業化プロジェクトそのものは複雑で、不確実性が非常に高い。しかも、外部環境の不確実性もプロジェクトの成否を大きく左右するため、ハイリスクな活動である¹¹。さらに、中小企業、特に創業期にあるハイテク企業の多くは、有形資産が少なく、その潜在力を正確に認識できる人物も少ない。資金需要と銀行の信用原則の間には根本的な矛盾があり、信用を基盤とする銀行の支援を得ることは困難である。

(Cho, 1986)

技術的な制約からいえば、銀行よりも市場メカニズムの方が低コストであるため、資本市場は産業構造の整理とハイテク産業の発展を実現させるうえで優位性を持っており、さらにはイノベーションとその普及のための好条件をも備えている。中でもベンチャー投資や新興市場は、イノベーションやハイテク企業の「インキュベーター」と称される。1991年に経済後退局面が収束して以来、情報産業などの知識産業が台頭し、米国は製造業主体からIT主体の産業構造に変化し、その後100カ月余りにわたる米国経済成長の原動力となった。この過程において、科学技術の進歩のみならず、米国のベンチャーキャピタルとベンチャーキャピタルの退出のメカニズムである——新興市場(NASDAQ)も、極めて重要な縁の下での力持ちとなった。

第二に、経済主体が安全かつ効果的にリスクを分散させることができれば、資本市場の発展によってさまざまな効果が見込める。例えば、社会に蓄積されている既存資源の再分配、市場化されたメカニズム・方式による既存の産業構造の調整や淘汰の促進、産業構造の世代交代の加速、産業全体の競争力向上、などが挙げられる。

資本市場においては、本来の物理的意味での物質として存在する資本が通貨または証券に変わるため、資産は分割可能となり、しかも標準化された形を取るため、資本の流動性や取引の利便性が極限まで発揮される。こうして、資本市場において、金融資産価格の変動により資本資源が直接各業界や企業へ分配され、生産段階の制約を受けなくなる。物理的制約がなくなる結果、柔軟で迅速かつ簡便な資本移転が可能になり、効率化される。資本市場の持つ流動性のおかげで、産業や業界の周期的な発展、淘汰の過程で、成長性の高い企業や業界が、自己資金と資本市場からの外部資金調達とを組み合わせられるようになった。そればかりでなく、資本市場を利用した増資や資本再編により、十分かつ迅速な発展が可能となり、他産業のレベルアップや世代交代が先駆けて実現できるようになった。資本市場の発展に伴い、資本市場が産業構造の調整に果たす

¹¹ Stiglitz and Weiss (1981) は、「情報の経済学」の角度からこの問題を最も早く分析した研究である。マクロ経済が不安定な状況において、銀行のこうした「リスク回避」の特徴はより強く表れる。

役割は、資本市場の最も重要な役割となりつつある。

第三に、発展した資本市場と、これを土台として高度に市場化された多数のインセンティブメカニズムも、「起業家」を育てる重要な経済的基盤である。

現代の市場経済において、一般的には、企業の能力と資本の所有権との間には、対応関係は存在しえず、実際存在しない。客観的には、いかにして両者の効果的なマッチングを行い、ひいては社会全体の効率を最大化（最適化）するかが問題となる。周知の通り「起業家」の最も明確な特徴は、「イノベーション」であるが、イノベーションそのものがリスクを意味しており、リスクは経営者にとっては収益を意味する。このため、私たちは合理的な報酬メカニズムを構築しなければならない。または、「インセンティブシステム」によってこそ、「起業家」の育成が可能になる。現代のミクロ経済学における「プリンシパル＝エージェントモデル」の分析の枠組みを借りて、経済学者は多くの提案をしているが、こうした提案はいずれも、一部の経済主体に企業の「残余利益」を享受させるという考え方に基づいている。つまり、経済主体に一定の所有権（すなわち、株式）を保有させることで、「起業家」のイノベーション活動に適切な対価を提供するのである。「起業家」に株式を与える以上、この株式は流通可能であることが求められるため、発達した資本市場が欠かせないことは明白である。

別の側面から言うと、発達した資本市場の存在は、「企業家群」にとって、「支配権競争」という市場が存在することも意味している。支配権は、株式の移転によって譲渡される可能性があり、「企業家精神」を刺激する重要な動機付けとしてかなりの効果が期待できる。

歴史的に見れば、科学研究・イノベーションの能力と、金融イノベーション能力との理想的な組み合わせが、米国経済のコア・コンピタンスを支える最も重要な制度的基盤となってきた。米国経済の産業構造が絶えず改善される中、米国が1世紀近くの長きにわたり国際経済の分業体制において最も有利な地位を占められた理由はここにある。

2. 中国

米国に比べ、中国の金融の発展は立ち遅れており、特に金融市場の構造的な制約は、中国の産業構造の向上や経済成長モデルの転換、さらには中国経済の発展を阻害する重要な制度的要因の一つとなっている。

客観的にいえば、中国のように銀行（特に国有系の大型商業銀行）が主導する金融市場構造は、マクロ経済に貯蓄の動員、経済の安定的運営の維持という有効性をもたらすが、資源配分の効率性、さらには経済の持続的な発展という側面から見た場合、大きな問題がある。

マクロ経済における有効性（貯蓄の動員、経済安定の維持）という視点では、銀行中心の中国の金融構造のうち、貯蓄の動員とマクロ経済の安定は賞賛に値する。まず、市場経済において、預金者と投資家が分離する傾向が強まり、金融システムにおける貯蓄の動員と資源配分機能の重要性がますます鮮明になっている。投融資を支える貯蓄資産から見ると、中国の現在の金融システムは効率的である。1995～2006年の間、中国の貯蓄率は平均で42.2%であり、ここでは国の信用の裏付けを有する国有銀行が重要な役割を果たしている。インフレ率が高く、銀行の不良債権比率が国際水準を大幅に上回る中、銀行の貯蓄残高は改革開放からの30年間にわたり、一貫して高い伸び率を示しており、中国の高い投資比率、さらには経済の持続的成長を支える最も重要な資金源となった。次に、マクロ経済の安定維持という視点から見ると、国有銀行が主導する中国の金融システムは、非常に便利な調整メカニズムを提供している。1997年のアジア金融危

機や、2007年の米国サブプライム危機といった特殊な時期でも、中国のマクロ経済は安定的に運営されており、国有銀行主導の金融システムに対する国の支配能力や有効性がはっきりと示された。

しかし、突出した貯蓄率やマクロ経済の安定性は、国有銀行が主導する中国の金融システムの資源配分の効率性や、実体経済の運営への適切さを示すものではない。

第一に、全体的に見て、中国での貯蓄の資源配分効率は理想的ではない。貯蓄による経済成長への寄与から単純に見ても、1995～2006年の間、中国経済は9.4%という成長率を維持したものの、1%の経済成長に対して必要な貯蓄率は4.5%に達しており、インドや他の新興国よりも高い。

第二に、金融システムの民営企業に対する融資は、現在の経済情勢に見合っておらず、明らかに支援が不足している。中国の工業生産額（付加価値）の分布をみると、2007年における国有または国有系工業企業の比率は32.8%に過ぎず、民営企業を主体とする非国有企業が占める比重は67.2%に達していた。しかし同時期における郷鎮企業、個人経営、外資系企業向けの短期融資の合計は、金融機関全体の貸出額の11.1%にとどまっており、非国有企業が果たしている経済的役割から考えれば十分ではない¹²。

第三として、農村金融が非常に立ち遅れており、金融システム全体の中でも最も弱い部分となっている。中国は農業大国であり、「三農」と呼ばれる農業、農村、農民の問題を解決することが、「和諧社会」（調和の取れた社会）を構築するカギの一つである。しかし、改革の進展により、農村と都市との間における金融資産の保有規模の格差はますます拡大している。また、対応が待たれる農村向け金融サービスも多く残されており、農村の経済発展を制約する最も重要な制度的要因となっている。

金融市場の構造的制約に加え、国有金融機関は非国有企業向けの融資について、差別的待遇や資金調達に対する法外な代価の要求など、貸し渋りを行っている。このため、改革開放からの30年間、中国経済の成長モデルや産業構造は、自己資金による強化を余儀なくされている。全体的に見れば整った工業システム（特に、中国の資源的優位に立脚した製造業システム）が構築されているにもかかわらず、技術を市場や産業に活用することは非常に困難である。そのため、多くの民営企業が廉価な労働力や、人為的に操作された国内のエネルギー価格などを利用して、参入障壁が比較的低い加工業に従事することを余儀なくされている。産業構造は長期にわたって低いレベルにとどまっており、国際的な分業体制の中で理不尽な立場に置かれ、資源の持続的な大量投入（投資）により経済成長を維持せざるを得なくなっている。このことは、経済発展の持続可能性に疑問の余地を与えている。

V、中・米金融市場の構造比較：金融モデルの変遷

市場主導型と銀行主導型の金融モデルの間には、理論上、厳密な優劣の差はなく、運営の特徴に違いがあるのみである。しかし、金融市場構造が実体経済に適しているかどうかをみた場合、国有銀行が主導の中国は、現在のところ米国より適合性が大幅に低い。こうした格差が現実に存在することを認めるとして、中国は米国の制度をそのまま模倣すれば金融市場構造の改造を実現

¹² 現在は国有銀行の「貸し渋り」により、民営企業に効果的な融資サービスが提供されていない上に、社債市場や株式市場でも、民営企業に有効な金融支援を提供することは困難になっている。

できるのだろうか。この問題の答えとして、変遷という角度から、中国・米国の金融市場構造の違いを掘り下げて理解する必要があるだろう。

1. 米国

1930年代まで、米国の金融システムは現在の欧州主要国の状況と非常に似ていた。顧客と安定的な関係を構築かつ維持する銀行は、企業の主な資金調達源であると同時に、貯蓄を吸収し、融資や証券の引受や企業ガバナンスへの介入などを通じて、社会全体の資金の流れの中心的役割を担い、資金の流れをコントロールしていた。ただし、米国特有の「ポピュリズム」という政治における伝統があるため、米国では終始、規模の小さな多数の銀行が競争する局面が続いている。大恐慌の後、1933年のグラス・スティーガル法の制定を受け、大手商業銀行と投資銀行の分離がなされた。さらに、1933年証券法、1934年証券取引所法、1935年銀行法、独占禁止に関する立法の公布と施行を経て、これらの法律が積極的に使われるようになった。これにより、米国式金融モデルの運営の土台は根本から変化し、非常に特殊なプロセスを経て、世界で最も競争性と革新性を具えた市場主導型の金融システムへと発展した。

私たちの見るところ、現在の米国の金融仲介モデルには、7つの基本的特徴が存在する。

1) 競争のための技術革新が変革の主な原動力

1930年に登場し、1970年代には経済・政治的影響力でニューヨークの大銀行ともしのぎを削った独立系投資銀行が、米国金融市場に競争をもたらし、競争性の高さを支える重要なシステムを構築している。ユニバーサルバンク主導型の金融システムでは、こうした市場競争の圧力はほぼ起こり得ない。なぜなら、ユニバーサルバンクが自身の利益を犠牲にして顧客の利益を拡大することは想像もできないためである。実際、銀行融資（高コスト）を回避して低コストの短期債券を直接発行するよう顧客に薦め、財務運営の市場化を図るということはあり得ない。たとえユニバーサルバンクが短期債券の引受幹事であったとしてもである。理論的には、金融イノベーションと市場の発展との間には互いに連動してそれぞれを強化するという特徴がある。あるいは、金融イノベーションによって既存の証券が情報により敏感になり、投資家はより多くの情報を獲得することが求められるようになったとも言える。これは、証券の流動性を高め、かつ市場によるプライシングをより効率的にする（Boot and Thakor, 1993年）。そのほか、金融イノベーションの「学習効果」によりイノベーションの「コスト面でのハードル」が引き下げられるとも言える（Merton, 1995年）。このため、分業している銀行と比べ、様々な業務が集中している銀行の方が銀行融資のニーズを引き出しにくいばかりでなく（これは比較的高い融資価格、関係特殊な情報が独占される問題によって生じる）、しかもユニバーサルバンクへの集中が起こった場合、明確な管理監督体制の下で各分野に特化された商業銀行や投資銀行などの金融システムと比べ、革新性が低くなる。ユニバーサルバンクへの集中が進むと、金融イノベーションの速度も遅くなり、金融市場の変化の歩みも鈍化する（Boot and Thakor, 1997年）。

2) 対顧客関係を基盤とする金融の衰退と金融の商品化の拡大

米国では、顧客との関係を基盤とする金融（サービス）の衰退と、金融（サービス）の商品化レベルの向上が、当初は銀行システムにおける仲介業者の排除によって実現した。1960年

以降、MMFの急速な発展により金融市場での負担が増す中で、米国の銀行は預金の放棄を迫られ、譲渡性預金（CD）などの商品を利用した積極的な負債管理に転じるようになった。1941年に米国証券取引委員会（SEC）がU-50ルールを発表して以来、投資銀行と顧客とのコネクションが弱まりはじめた¹³。1982年のルール415（一括登録、Shelf Register）¹⁴の導入や買取引受や残額引受といった引受システム¹⁵の確立により、投資銀行の業務において、長期的な引受関係の価値が急激に下降し、資本力や取引能力により高い価値が認められるようになった。

1970年代以降、金融デリバティブや金融工学が急速に発展し、資産の証券化を核とする金融技術の革新が、現在の米国における金融の商品化のレベルアップを支えている。現在の米国金融市場において、（収益やリスクの）予測が可能な商品はプライシングが可能であり、プライシングが可能なサービスは、最低限の規格を満たせば商品化、さらには市場での売買取引が可能となり、流動性が生まれる。このため、近年の金融リスクの分散化に伴い、米国市場で取引する証券の種類や数量も急速に拡大している¹⁶。

3) 透明性を核とする効果的な管理監督

市場の競争性や情報の有効性を維持する法律環境の整備も、米国モデルの変遷の土台の一つである。実際、1934年のSEC発足以来、SECは法律を積極的に活用しつつ、厳しい情報開示基準（およびこれに対応する会計規則）や、インサイダー取引、市場操作、虚偽説明などの違法行為に対するペナルティを定め、市場の完全性や透明性を大きく高めている。これにより、資本市場から「プロのインサイダー投資家」を排除し、一般投資家が預金を投資に回す意欲を持てるようにした。このことは、米国の金融モデルの形成や発展に極めて重要なインフラを提供した。

4) 投資機関への大量の資金集中

1950年代以降、貯蓄または投資の機関投資家へのシフトは、すでに米国の金融モデル発展の必要条件となっていた。機関投資家の中で証券のニーズが生まれたのは、仲介業者排除のもう一つの側面であり、MMF、年金基金、保険基金で絶えず蓄積されている貯蓄は、証券需要の重要な発生源となっている。特に1960年代末期にはじまったMMFの爆発的な成長は、米国における個人投資家の証券市場（通貨市場を含む）への参加を刺激する主な推進力となったことが証明されている。

こうした従来の意味での機関投資家の規模は次第に拡大している。同時に、1979年に米国労働省が「プルーデンス」という概念について改めて説明した（良好なリスク分散を盛り込ん

¹³ この規定は、国有の公共事業に携わる持株会社の証券発行において、提示価格についての競争制度を設けるものである。

¹⁴ この規定によると、発行者は毎回単独発行するに当たって登録（文書発行）を行う必要がなく、1回の登録で大量の証券を登録することができ、その後2年以内は適切とみなされる時期に分割して売出を行うことができる。また、回数も問われない。

¹⁵ この構造は、証券会社が引受機関として、協議価格によってすべての証券を引き受け、引受や売出にかかるリスクを負担する点にあって、市場で「口座開設」後に口座から取得価格を発行者に渡すものではない。

¹⁶ 資産の証券化を核とする金融商品化の流れは、米国で急速に発展し、米国の商業銀行など金融機関のビジネスモデルを根本から変えた。つまり、従来の「発行し、保有する」という手法から、現在の「発行し、かつ証券化により市場での発行を実現する」というモデルに変わっている。

だポートフォリオ戦略があれば、ハイリスク投資は合法であるとした)が、大型の退職金基金や生命保険基金はハイリスクの仲介機関に対する投資を始め、ベンチャーキャピタル(新興企業向けサービス)やM&Aファンド(既存企業の買収合併)、ハゲタカファンド(財務危機企業の債務を買収、企業再編により利益を獲得)といった私募株式ファンドが、米国で急速に発展した(Rajan, 2003)¹⁷。このほか、1940年には、空売りやデリバティブといった高レバレッジによる投機、利ざやを稼ぐヘッジファンドも大きく発展し、管理する資金規模を絶えず伸ばした。こうしたグループは、5倍から30倍に及ぶレバレッジを武器に、市場の潜在的かつ重要な機関投資家となっている。

5) リスク管理型金融の形成

過去30年間、金融専門技術や情報技術などの分野が重要な進歩を遂げている。米国の金融システムでは現在、(従来の証券収益に含まれる)複雑なリスクを分解・再構成することで、金融リスクの再定義や分離を行えるようになった。複雑なリスクは、金融工学の技術を駆使した金融制度・機関・ツールや取引戦略のイノベーションによってプライシングが可能かつ(特定の投資家にとっては)純粹で魅力的な、より単純なリスクに変わり、流動性の高い市場での取引が可能になった。このようなイノベーションとしては、先物取引所の創設、金融デリバティブや資産証券化など、各種ストラクチャード・ファイナンス技術などを挙げることができる。現実には、金融リスクの分離と取引にかかる第1次金融技術革新ブームは主として市場リスクに関するものであった。為替先物、金利スワップ、国債先物などの金融デリバティブの登場は為替リスクや金利リスクを従来の融資や証券から切り離して、リスクのプライシングや取引を可能にした。1990年代以降になると、信用デリバティブ、クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)や債務担保証券(CDO)といったストラクチャード・ファイナンスや合成債務証券といった証券化技術の登場に代表される第二次金融技術革新ブームが起こった。これによって信用リスクを分離して、リスクのプライシングと取引を可能にした。

取引業者を基礎とする米国通貨、資本市場の創設により、大量の金融手法や技術がもたらされることになった。各種金融契約や金融機関、非金融機関の資産が流動性を備えて市場で取引されるようになったほか、主要なリスクも、デリバティブやストラクチャード・ファイナンスなどの金融工学を用いて市場での取引やプライシングが可能となった。その結果、あらゆる種類の融資利用者が流動性のある証券市場での短期資金、長期資金の調達やリスク管理を行えるようになり、米国金融は新たなリスク管理金融の時代に入った。

6) 柔軟な流動性の供給

高度な流動性を有する通貨や資本市場への依存は、市場主導を核とする米国金融モデルの基本的特徴の一つである。言い換えると、米国モデルのうち、多くの発展とイノベーション——たとえば短期金融市場の発展やオークション・エージェンシー型市場、専門家を基礎とする証券市場の支配的地位、利ざや追求型のポートフォリオ管理、リスクのプライシング——は、いづれも市場の流動性を前提としている。つまり不利な環境においても、市場では引き続きプライシング(取引)が可能でなければならない。

¹⁷ 原文に参考文献の記載なし(訳者注)。

現在の米国の状況から見ると、市場の流動性の創造・提供メカニズムは、微妙かつ複雑で、緊密に関係しあう機関と市場のネットワークシステムによって実現されている。為替市場と資本市場の参加者は、仲介業者または取引業者をマーケットメーカーとして、これら市場の流動性を保証する。仲介業者や取引業者は、流動性を有するレポ市場でその証券を媒介とした資金調達を行う。資金を調達する企業は、証券市場を通じて短期資金のニーズを満たす。マネーマーケットに問題が出ると、仲介業者や取引業者、企業は、マネーセンターバンクに救済を求め、信用枠や追加枠の提供を受け、短期債務の償還を乗り切る。これら卸売業務に従事するマネーセンターバンクは、インターバンク市場を通じて資金を再分配し、決済機関に支払う決済資金を調達する。最後に、大きな外部からの衝撃を受け、銀行システム自身では期日内に資金を提供しきれない場合、「銀行の銀行」である中央銀行が介入する。中央銀行は、翌日物市場への資金提供による市場秩序の維持を図り、決済手段の提供や最後の貸し手としての資金供給などにより、金融システムにおける流動性の最後の出し手としての役割を担っている¹⁸。

7) 金融機関の事業範囲は分業化と多角化の間を循環

周知の通り、1933年に成立した「グラス＝スティーガル法」によって米国で商業銀行と投資銀行の分業経営体制が確立された。過去30年余り、法律や市場の変化により、銀行業務の拡大に大きな衝撃が生じている。歴史的に見れば、1970年の持株会社法改正案で「銀行」という言葉を再定義した結果、法律的な抜け穴¹⁹が生じ、米国に「ノンバンク」が現われ、ノンバンクによる銀行業務への直接参入が可能になった。資産の証券化や金融リスク管理技術の発展に伴い、金融サービスの境界はあいまいさを増し、競争の激化も加わって、1990年代初期には、米国では州の認可で設立された半数の銀行が、連邦法の規制外で証券サービスを取り扱っている。連邦の管理監督という面から見ると、1980年代末、米連邦準備制度理事会（FRB）はグラス・スティーガル法と銀行持株会社法第4条c項に基づいて、持株会社に対し各種証券の引受業務に限定付きの権利を与えている。1990年代半ば以降には、同法第20条で規定している傘下機関の事業範囲をさらに拡大している。1999年の金融サービス現代化法（グラム・リーチ・ブライリー法）の成立は、1966年以降、買収や合併などによるコングロマリットが米国金融機関の主な業務組織形態となったことを裏付けている。当然のことながら、米国金融コングロマリットの前提として、持株会社では、連邦法の規定を満たす「ファイアーウォール」を構築することが義務付けられている。

2. 中国

変遷という角度から、1978年以降の中国の金融モデルを考察すると、多くの面で米国とは明らかな差があることが分かる。

第一に、政府主導型の金融市場構造の変化である。中国のように改革途上にある経済では、制度の起源に関する特殊性や経済的背景を考慮する必要がある。中国の金融体制改革は当初から、

¹⁸ 過去十数年間、米国の連邦準備制度（Fed）は、秩序ある市場を維持する政策にますます力を入れており、公開市場における介入（レポ市場または短期証券取引）により、翌日物金利の大幅な変動を防いでいる。この政策の当初の目的は、市場参加者に金融政策のシグナルを示すことだったが、現在では金融システムにおける流動性の最も重要な供給源となっており、資本市場における流動性リスクや現金保有の資本コストを抑えている。

¹⁹ この抜け穴に対しては、1987年の「金融業務競争衡平法」で補足がなされた。

政府主導の強制的な上意下達式の制度改革の過程であり、政府の行為または各種政治勢力のせめぎあい、金融システム改革を押し進める重要なパワーとなった部分大きい。

中国は改革のプロセスにおいて、終始一貫して強力な政治主導によるコントロールを維持している。このため改革の歯車が動き出した後は、財政状況が急激に悪化した場合であっても、国の信用の強固な裏付けが存在している。そのため、中国の国有銀行の口座開設者のリスクへの懸念は取り除かれ、さらに、的確な金利政策もインセンティブとなった。現在でも、国は税制の問題を懸念する必要なしに国有銀行システムを利用し、民営セクターに分散している余剰資金を迅速に集めることができる。これにより、政府は依然として金融システムの変革プロセスを主導しており、従来のソフトな予算制約を通じた国有企業による価格支配を維持し、かつ強力な資金のバックアップを行うことが可能となっている。そのため、市場（民間の金融イノベーション、対外開放により生じた技術革新のモチベーションを含む）に基づくパワーは中国では補助的役割にとどまったままである。

第二に、金融の管理が完全には自由化されていない（つまり金融抑制）という背景があるうえに、中国では各個人、企業そのほかのミクロ経済主体の経済行為は、完全には市場化されていない。現在、中国の金利や為替レートはまだ完全な市場化を実現しておらず、プライシングも低すぎる。そのため、企業の投融資状況を見ると、新規投資によって事業の拡大を図ろうとする傾向が強く見られる。同時に、まだ完全には商業化されていない中国の銀行（特に国有商業銀行グループ）に対しては、比較的高い預金・貸出金利のスプレッドに反映される比較的緩やかな経営環境を提供している。そのため、中国の経済が成長を続け、社会の富が絶えず蓄積されつつある今になっても、国民が資産運用に用いることのできる金融商品の選択の余地は限られている。さらに、金融が完全な市場化を実現していないことが銀行の流動性の過不足に直接影響しており、銀行の業務革新に対する意欲を失わせている。

このほか、中国の地方政府による銀行などの金融活動に対する干渉も、企業や銀行などの経済主体の行動に歪みを生じさせてしまっている。

第三に、金融管理監督システムや外部環境による制約から、中国の金融市場の完全性や透明性は理想とは程遠い状況にあり、銀行による規則違反や違法行為がしばしば見られる。のみならず、金融市場における市場操作や虚偽情報、インサイダー取引なども頻発しており、金融市場の発展の余地を大きく制約している。さらに、中国の資産保護（破産制度を含め）や会計規則、法律法規にもかなり改善の余地があり、金融市場の発展に向けたインフラ整備は依然として改善途中にある。

第四に、マネーマーケットの発展が遅れており、中国の金融運営において流動性への十分な裏付けが欠けている。

このほか、中国の「スーパー機関投資家（大規模な機関投資家）」構想によって登場した証券投資基金は、運営の歴史が浅く、既存の市場環境にも制約があるため、急速に規模を拡張しているとはいえ、全体的に成熟した市場行為が可能なレベルには程遠い。

これらの特徴すべてが、国有銀行が主導する中国の金融構造が、自前での強化に依存したままであることを決定づけている。あるいは、中国の当面の状況からいえば、政府レベルの強力な改革措置がない限り、市場の力だけで既存の金融の枠組みを打破するのは困難である。

VI. 結び

理論あるいは実践の視点を問わず、国（地域）の金融市場構造の形成や変遷は、非常に複雑なプロセスである。言い換えると、金融システムの決定要素は、非常に複雑である。学界における金融システムの変遷にかかる既存の研究では、経済が持つ力は金融システムの変化をもたらす内的原因であり、政治制度はかなりの程度において、金融システムに関連する具体的な制度の策定を制約したり、影響を及ぼしたりしているとの指摘がある。このほか、一連の要素として、社会や文化、法律の由来、歴史的伝統、地理的環境、宗教など、外部の金融システムに対する現実的な制約も、無視できない作用をもたらしている。そればかりか、世界的な金融の発展という視点から見ても、銀行がユニバーサルバンクへの業態の変化を進める流れに伴い、銀行が従来業務の制約から徐々に離れ、資本市場としてのぎを削ったり相互補完したりする新たな局面を形成する場面も見られる。あるいは金融仲介業者と金融市場との境界が日増しにあいまいになり、両者の共通のニーズとして「融合する」動きも出ている。つまり、銀行業務から金融市場への進出が可能になる一方、銀行のプラットフォームが金融市場商品の新たな開発を促進させている。

中国・米国の両金融市場を比較すると、機能・理論あるいは実際の経済効果など、いずれの視点で見ても、米国市場は現在、世界で最も成熟した効率的な金融モデルの一つである。米国のこうしたモデルの変遷や形成には、米国独自の背景が色濃くかかわっており、他国がそのまま模倣することは困難である。一方、中国の金融市場構造は、多くの問題を抱えている。しかし、中国の政治・経済環境の中で必然的に形成されたものであり、過去 30 年間における中国の経済の持続的、安定的かつ健全な発展の中で、中国の金融市場構造は制度的支柱の役割を十分果たしてきた。ただし、中国が過去 30 年間に形成してきた経済成長モデルは持続可能なものではないことも、認識すべきである。経済成長モデルの転換を成功させる重要な条件、あるいは前提として、①現在中国にある金融市場構造の大幅な調整、②現代金融と経済との整合性を保ちつつ先導的役割を発揮すること、③技術革新と金融との理想的な組み合わせによる中国の産業構造のレベルアップや世代交代を実現すること、により当面の経済成長を支える土台をつくることが不可欠になる。

こうした意義からいえば、米国の金融市場構造、あるいは資本市場を核とする金融モデルは、少なくとも中国の金融市場の将来のモデル転換に対して、ある種の目標となるモデルを提示している。ただ、こうした目標モデル自体には多かれ少なかれ、問題がある。また、将来の中国金融市場の構造が米国とは完全に一致しえないことも、認識しておかなければならない。なぜなら、両者は政治、文化などの面において多くの面で異なっている。したがって両国の違いが将来完全に消滅することはありません。また歴史の流れを人為的に断つべきではない。中国の将来の金融市場構造に中国の特色が反映されるのは必然である。

【主要参考文献】

- Alfred Steinherr (2000) , *Derivatives: The Wild Beast of Finance*, Wiley (中国語訳「金融野獣:金融衍生品的發展与監管」上海遠東出版社 2003 年)
- 陳雨露、馬勇 (2009) , 「現代金融体系下的中国金融業混業經營: 路径、風險与監管体系 (現代金融システムにおける中国金融業のコングロマリット經營: 経緯、リスクと管理監督システム)」中国人民大学出版社
- Franklin Allen and Douglas Gale (2000) , *Comparing Financial Systems*, MIT Press (中国語訳「比較金融系統」中国人民大学出版社 2002 年)
- Raghuram G.Rajan and Luigi Zingales (2004) , *Saving Capitalism from the capitalists*, Princeton University Press (中国語訳「从資本家手中拯救資本主義」中信出版社 2004 年)
- John Steele Gordon (1999) , *The Great Game: The Emergence of Wall Street as a World Power: 1653-2000*, Scribner (中国語訳「偉大的博弈: 華尔街金融帝国的崛起」中信出版社 2005 年)
- 項俊波 (2009) , 「結構経済学 (構造経済学)」中国人民大学出版社
- Allen, F. (1993) . “Stock Markets and Resource Allocation” in C. Mayer and X. Vives, eds., *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Allen, F. et al. (2008) , “A Review of China’s Financial System and Initiatives for the Future”, Wharton Business School working paper
- Boot, A., S. Greenbaum and A. Thakor (1993) . “Reputation and Discretion in Financial Contracting,” *American Economic Review* 83, 1165-1183.
- Boot, A., and A. Thakor (1997) “Banking Scope and Financial Innovation, ” *Review of Financial Studies* 10, 1099-1131.
- Berger, A. and G. Udell (1995) : Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance, *Journal of Finance* 68, pp.351-381
- Crane, D. B., Froot, K. A., Mason, S. C., Perold, A. F., Merton, R. C., Bodie, Z., Sirri, E. R., and Tufano, P. (1995) . *The Global Financial System: A Functional Perspective*. Boston: Harvard Business School Press.
- Diamond, D., (1984) . “Financial Intermediation and Delegated Monitoring,” *Review of Economic Studies* 51, 393-414
- Santos J. A. C. (1998) : Commercial Banks in the Securities Business: A Review, *Journal of Financial Services Research* 14 (1) , pp.35-59
- Shull Bernand (1999) : The Separation of Banking and Commerce in the United States: A Examination of Principal Issues, *Financial Markets, Institutions & Instruments* May, pp.1-55

著者紹介

応 展宇 (Ying Zhanyu)

中央財経大学金融学院 副教授

中国人民大学金融証券研究所 研究員

2000年6月中国人民大学財政金融学院卒業、修士。2003年7月中国人民大学財政金融学院卒業、博士。

・中央財経大学金融学院は1951年に設立された金融、保険、貿易等の人材を育成する大学である。



Chinese Capital Markets Research