



# マクロ・プルーデンスから見た 金融改革の推進にかかる政策提言<sup>1</sup>

雷 薇\*

## 要 約

1. 中国では 2008 年以降、経済・金融システムをめぐる一連の大変革を経て、システムミックリスクが大きくなり続けており、新たな金融改革が急務となっている。今後は、マクロ・プルーデンスの視点から、システムミックリスクの拡大防止や解消のために、金融改革をさらに進める必要がある。
2. 改革の第一は、金融構造の調整により、景気循環や経済構造の変化が金融システムの安定にもたらす衝撃を減らすことである。第二はマクロ経済政策と金融監督政策の相互連携を強め、その重点をマクロ・プルーデンス政策のための枠組みづくりに置くことである。第三は、合理的なインセンティブと有効なリスク回避の仕組みにより、いわゆる「影の銀行（シャドバンキング）」による潜在的リスクを解消することである。
3. 最後に、金融業のユニバーサルバンキング化が加速する中、共通の監督規制を土台に、金融に関する法体系の整理統合と改善を図り、監督体制を機関別管理監督モデルから機能別管理監督モデルへ段階的に転換させることが必要である。

## I. はじめに

現在、中国の金融システムでは、さまざまな要素の影響により、潜在的なシステムミックリスクが増大しており、新たな金融改革を打ち出すことが急務になっている。これまでの改革では、個別分野や金融機関を対象に、マイクロ・プルーデンスを軸とする改革が行われたが、こうした考え方は、現行の金融システムの新たな特徴や傾向にはもはや対応できない。システムミックリスクが絶えず大きくなり、変化する現在、マクロ・プルーデンスを重視した新たな金融改革を進める必要がある。

## II. 金融構造の調整による金融システムの安定性への影響

中国の資金調達システムは、銀行貸出に過度に依存しており、いびつな金融構造になっている。

<sup>1</sup> 本稿は「マクロ・プルーデンスから見た金融改革の推進にかかる政策提言」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。

\* 雷 薇 国務院発展研究センター金融研究所銀行研究室 主任

このため、銀行システムにリスクが集中し、外部からの打撃に対して柔軟な対応ができない。しかも、間接金融に過度に依存する構造では、経済構造の転換に伴う多様な資金調達需要やリスク特性の変化に対応することは難しいため、構造調整や成長モデルの転換にとって望ましくない。

## 1. 金融安定と経済モデル転換に伴い急務となる金融構造の調整

第一に、金融構造や金融の安定性という視点から見ると、海外における金融構造と金融危機との関係についての研究から、以下の関係性が知られている。①資金調達方法が銀行貸出（間接金融）に過度に依存し、かつ従来型の貸出業務がその国の銀行業界の資産規模に占める比重が高い国ほど、金融システムの安定性が低くなり、金融危機が起こる確率が高くなる。②株式市場が発達している国ほど、企業が株式市場から資金を調達する比率が高くなり、その結果金融システムの安定性は高まり、危機に陥る確率は低くなる。また、株式市場において取引量が過度であるか、または投機的要素が高い国ほど、金融システムに不安定要因をもたらしやすく、ひいては金融危機を誘発しやすい。③国の債券市場の規模は適正な水準を維持すべきであり、個人や政府の債務水準が高すぎる場合、一国の金融システムの安定にとって望ましくない。中国では 2010 年、銀行貸出総額の対 GDP 比（%）が世界平均を 19.89 ポイント上回り、株式時価総額の対 GDP 比は逆に世界平均を 25.06 ポイント下回った。また、民間債券時価総額の対 GDP 比、及び公債時価総額の対 GDP 比は世界平均をそれぞれ 24.23 ポイント、23.97 ポイント下回った。これらは、株式市場や債券市場の発展がかなり遅れていることを示している。銀行融資に過度に依存した金融構造は、経済・金融システムの安定にとって不利である。

第二に、金融構造や経済モデルの転換という視点から見てみる。経済モデルの転換を示す大きな特徴の一つはイノベーションである。イノベーションを実現するためには高いリスクを受け入れつつ、多くの資源を投入する必要がある。大量の生産手段と資源を集約する必要がある。このため、適切に整備された金融構造や完成度の高い金融市場、とりわけ資本市場を発展させることが、イノベーションとモデル転換を成功させるための必須条件になる。資源配分を最適化させるための重要なプラットフォームとして、資本市場は資源の移動を促す集積機能、技術の産業化を促すイノベーション機能、起業を奨励する育成機能、優勝劣敗の淘汰機能を総合した仕組みを提供できるため、経済モデルの転換やイノベーションにおいて、唯一無二の役割を担うことができる。海外では、資本市場の力を借りて産業モデルの転換に成功した国は少なくない。例えば、米国のナスダック市場は、同国のハイテク産業の発展過程において極めて重要な促進作用をもたらした。1995 年から 2000 年にかけて、米国のハイテク中小企業 3,000 社余りが株式上場によって資金を調達し、マイクロソフト、アップル、インテルなど世界のトップ 500 社に名を連ねる企業が育っていった。さらに、NIEs 諸国・地域の一員である台湾では、1990 年代、産業モデルの転換に伴って情報技術産業が振興したが、台湾資本市場からの支援による貢献が大きい。台湾において、情報技術銘柄の時価総額が資本市場全体の時価総額に占める割合は、1990 年にはわずか 2.7%であったが、1999 年には 52%に拡大した。中国では現在、科学技術研究の成果が産業活動に結びつく比率は毎年わずか 10%~15%で、欧米諸国の 60%~80%を大幅に下回っている。資本市場の発展が欧米諸国より大幅に遅れているだけでなく、イノベーションを支援するインキュベーター、産業化を加速させるアクセラレーターなどの存在を欠くこともその重要な原因である。経済モデル転換の正念場を迎えた現在、金融構造の調整は差し迫った現実問題となっている。

## 2. 金融構造調整の切り口

景気循環や経済構造の転換という「二つの調整」が金融システムの安定性にもたらす影響を軽減するため、次の二つの方向から金融構造の調整策を検討できる。

第一に、資金調達需要の増加に対しては、資本市場の多様化（債券市場と株式市場、取引所市場と取引所外市場など）に力を入れることで直接金融の比率を高め、金融構造を改善するべきである。過去2年間、債券市場の発展は加速しているが、市場が分断され、共通の規則が存在しないため（例えば、インターバンク債券市場は中国人民銀行が管轄、上場会社の社債発行及び取引所債券市場は中国证券监督管理委员会（証監会）が管轄、その他社債は国家发展改革委員会が管轄）、取引費用が押し上げられ、市場の効率性が低下している。一方、株式市場は世界的な金融危機の影響で長期的な低迷が続き、資金調達機能はほとんど失われており、市場低迷によって制度設計上の欠陥（発行制度、取引制度、情報開示制度）などが露呈している。このため、直接金融市場の発展においては、市場化と法制化に向けて現行の監督体制を整理し、関連制度の整備と一本化を図り、市場による資源配分を効率化する必要がある。このほか、経済モデル転換の過程において、多くの中小企業で資金調達需要が増え、資本市場の多様化が現実的な課題になっている。資本市場を多様化するにあたり、参入条件の高い取引所市場と、参入条件の低い各種取引所外市場の両方を用意し、また全国的な市場のほか、地域的な市場も用意すべきである。監督当局を明確化し、監督体制を整え、合理的かつ透明性の高い取引規則を定め、情報開示と投資家保護を強化することが、資本市場を多様化するためのカギである。

第二に、既存の金融資産（主に貸出債権）に対しては、資産証券化の試行措置や、関連法律体系の整備を急ぐことにより、商業銀行の業務構造の転換を早め、リスク対応力を高めるべきである。先進国の金融システムの実例を見ると、銀行の資産規模が金融資産全体に占める比率が高いことが、金融システムの不安定につながるとは限らない。銀行の業務構造が従来の貸出業務に過度に依存している場合に限って、銀行の資産規模が大きいほど金融システムの安定に不利になる。銀行の業務モデルを転換するにあたり、貸出債権の証券化が極めて重要になる。例えば、1980～90年代には、米国で貸出債権の証券化に注目が集まった。中国でも2005年に貸出債権証券化の試行措置が正式に始まったが、サブプライム危機を受けて動きがやや停滞している。2012年5月17日には、中国人民銀行、銀行業監督管理委員会（銀監会）と財政部が共同で「貸出債権の証券化の試行措置拡大にかかる事項に関する通知（關於進一步擴大信貸資產証券化試點有關事項的通知）」を公布し、中国における貸出債権の証券化プロセスが再開された。国務院は今回、上限枠を500億元に設定している。貸出債権の証券化と、銀行の貸出債権を原資とする従来の資産運用業務との最大の違いは、貸出債権の証券化の場合、特別目的事業体（SPV）と証券化の仕組みにより、銀行資産と原資産との間で完全な倒産隔離が可能になり、貸出債権の流動性を大幅に高められることである。一方、現在の銀行のオフバランス型理財（資産運用）商品を原債権とする貸出型資産は、バランスシート上の資産から完全に隔離されたわけではない。このため、貸出債権の証券化の試行措置を着実に進め、現在の銀行のオフバランス型理財商品という「資産証券化商品の類似品」を正規の資産証券化業務へ移行させることは、「シャドーバンキング」がもたらすリスクの防止や監督に役立つだけでなく、商業銀行における業務構造のモデル転換や調整を加速し、実体経済への貢献度を高める上でも有利である。

### Ⅲ. システミックリスクの解消とマクロ・プルーデンス政策

今回の金融危機で露呈した現行の監督体制の弊害や、危機後に起こったマクロ・プルーデンスに対する監督体制の議論、危機後の欧米諸国における監督体制の改革といった動向は、いずれも効率的で円滑な組織機構や制度設計が、システミックリスク対策を柱とするマクロ・プルーデンス政策の必要条件であることを示している。

#### 1. 今回の世界金融危機が示すシステミックリスク対策・解消のヒント

第一に、今回の世界金融危機がもたらした最大の教訓は、国際的な現行の監督体制において、金融システム全体を監督し、潜在的な不安定傾向を察知した上で、連携した行動による対策を打ち出す責任・職権・権力を一手に引き受ける機関が存在せず、そのことが金融のシステミックリスクが絶えず大きくなり、最終的には危機の引き金になったということである。

第二に、金融危機後の国際社会におけるマクロ・プルーデンス政策に関する議論や枠組みから見ると、マクロ・プルーデンス政策は、業界や市場の枠を超えた金融システム全体のシステミックリスクに影響するため、各監督機関による相互連携が必要である。それだけでなく、中央銀行による流動性の総量管理とカウンターシクリカルな規制とマクロ・プルーデンス政策との連携にも関係するため、中央銀行と各監督機関との相互連携も必要になる。

第三に、国際的な監督体制改革の経緯を振り返ると、金融危機後、各国の監督当局はシステミックリスク対策を核とするマクロ・プルーデンス政策の枠組みを構築するに当たり、組織機構を明確化し、各部門の責務を明らかにすることが最優先課題となった。しかし、マクロ・プルーデンス政策の枠組みの構築については、共通のモデルは存在せず、各国の国情や現行監督体制に基づく改革が主体であり、米、英、独、EUなどは各自で異なるシステミックリスク監督体制を構築している。

#### 2. 経済状況に適合したマクロ・プルーデンス政策と調整方法

マクロ経済政策と金融監督政策の連携不足は、現在の中国において、金融システムにおける流動性リスクや、監督制度の差を利用した利益獲得を生むリスクの主因の一つである。例えば、システミックリスク防止・解消のためのカウンターシクリカルな規制としては、まず銀監会が「バーゼルⅢ」基準に基づいて実施する措置として、カウンターシクリカルな資本監督政策、フォワードルッキングの引当金準備制度、システム上重要な金融機関（SIFIs）に対する監督基準などが存在する。さらに中国人民銀行も、カウンターシクリカルな調整の一環として、等級別預金準備金比率の連動調整制度、貸出規模上限、その他の金融政策手段を運用している。こうしたカウンターシクリカルな手法は、政策目標や波及ルートが似ていることが多いため、政策が意図せざる相乗効果を持ってしまうことや逆に効果が相殺されて政策の効果が失われてしまうことを防ぐために銀監会と中国人民銀行の間での連携が不可欠である。

2012年9月に公布された「金融業の発展・改革にかかる第12次五カ年計画」は、「第12次五カ年計画」の実施期間を対象に、マクロ・プルーデンス政策の枠組みづくりのための明確な方針を打ち出しているものの、同枠組み作りの要となる組織機構の改革については触れていない。現在、複数の金融当局に関係する問題は、「一行三会（中国人民銀行及び銀行業・証券・保険の各監督管理委員会）」の連絡会議で協議される。しかし、こうした連携体制の弊害も目立ちつつ

ある。第一に、連絡会議は臨時的な調整の仕組みに過ぎず、運営は散発的で、責任も不明確であり、監督協調の高コスト・低効率体質を招いている。第二に、会議で締結された「覚書」には強制力がなく、連絡会議制度は政策制定や意思決定に関与できず、ましてや執行の権限はない<sup>2</sup>。第三に、現行の監督体制では監督の職責が不明確であるため、複数の業界や部門に及ぶ金融リスクが発生した場合、部門間での責任転嫁が起こりがちである。第四に、システミックリスクに関する監視や評価データ、モデルの整理や開発に携わる専門機関が不在である。

現在、中国は金融システムのシステミックリスクを強く重視しており、堅実なマクロ政策の仕組みづくりを金融業における「第12次五カ年計画」に盛り込んだ。しかし、現行の監督体制や連携体制では、マクロ・プルーデンス政策という目標を実現するのは困難である。このため、マクロ・プルーデンス政策に関する組織機構の方針を早期に明確化する必要がある。中国の現況を踏まえ、現行の部門間連絡会議による監督連携体制を土台に、マクロ・プルーデンス政策を行うための委員会を設置し、システミックリスクの見極めや注意喚起、監督政策の調整、監督をめぐる紛争の解決、危機管理体制の策定など担当させることを提言したい。同委員会の主席には、國務院総理または副総理が就任し、メンバーには中国人民銀行、三大監督機関（銀监会、証监会、中国保険監督管理委員会（保监会））、財政部、国家発展改革委員会など主な監督部門の責任者を迎えることが望ましい。委員会の下には弁公室（事務局）を置き、システミックリスクのシミュレーションモデル開発、データ、リスクの監視と見極めを担当させ、委員会への定期報告を義務付ける。各監督機関は、マクロ・プルーデンスを監督するためのツール開発と運用、システム上重要な金融機関に対する監督強化の責務を担当し、委員会からリスクの注意喚起があった場合は速やかに対応する。このほか、金融監督やリスク対応における地方政府の職責をさらに明確にし、特に地方の金融機関に類する業者への監督、民間金融活動に対する適切な指導、地方債務の管理などの面で、地方の監督意識や責任を強化するべきである。地方政府においても、地域的なシステミックリスクに対する相応の監督体制を整えるべきであり、専門のワーキンググループ（事務局は金融弁公室に置くことが望ましい）を設置して地域的なシステミックリスクの監視を担当させるとともに、中央のマクロ・プルーデンス政策委員会（及び事務局）との情報交換体制を整えるべきである。

#### IV. 「シャドバンキング」の規範化と潜在的リスクの解消

中国において「シャドバンキング」が拡大した背景は、金融システム構造の不均衡や、多すぎる金融規制などの原因ばかりではない。金融イノベーションや市場の多様化を求めた当然の結果という部分もある。西側諸国において「シャドバンキング」が生じた問題を理由に、中国の「シャドバンキング」を全面否定すべきではない。ただし、「シャドバンキング」システムそのものにリスク防止を妨げる欠陥がある。また、中国における「シャドバンキング」拡大の過程では、監督回避の行為や、無秩序な発展などの問題も発生した。このため、「シャドバンキング」が過去数年間で急激に拡大する中で、潜在的なシステミックリスクが蓄積し続けた。ただし、「シャドバンキング」が過度のイノベーションや過度の発展によって生まれた西側諸国

<sup>2</sup> 例えば、ユニバーサルバンキングの趨勢下における金融持株会社に対する監督、及び各種資産運用サービスに対する一括監督などは、業界で多年にわたって議論されているが、遅々として根本的な解決には至らず、関連法の整備も遅れている。

の事情とは異なり、中国における「シャドバンキング」は、過剰な金融規制、金融に関する法的枠組みの改革の遅れなど、現行体制面の問題によって生じた部分がより大きい。このため、規制緩和や監督規則の一本化などの総合的な措置によって「シャドバンキング」の活動を規範化することで、潜在的なリスクを解消するべきである。

第一に、中国における「シャドバンキング」の発展を規範化し、潜在的なリスクを解消するためには、金融規制を緩和し、行政による干渉を減らすことを一貫した原則とし、市場原理を活用した調整手段や監督手段による規範化と指導を強化することが不可欠になる。例えば、金融機関における貸出の増加に対しては、従来の「貸出総量規制」ではなく、資本規制やカウンターシクリカルな調整手段、金利の市場化（自由化）、預金保険制度など、市場原理を生かした調整手段を採用することが望ましい。金融機関の貸出先については、「貸出制限」や「貸出促進」といった単純な行政指導ではなく、リスクウェイト指標を導入して適切に貸出の拡大を誘導することが望ましい。また、業界参入基準を高く設定して多数の民間金融を法律・監督対象から排除するのではなく、金融分野における参入基準を緩和し、法制度や監督制度の整備により金融の発展を規範化し、金融システムの多様化・多層化を促すべきである。要するに、規制を緩和してこそ、市場参加者の市場原理に基づいた独立運営とリスクの自己負担が可能になり、金融イノベーションの主旨である資源配分の効率化に立ち返ることができるのである。強調すべきは、規制緩和は監督の緩和を意味するものではないということである。むしろ逆であり、監督部門は規制緩和と並行して、新たな金融業態に特化した監督体制の改善や監督指標の改正を図り、潜在リスクの見極めや対策を強化し、金融自由化に伴うさまざまな不安定要因を減らす必要がある。このほか、中国における「シャドバンキング」のリスク解消のためには、金融システムだけでなく、他分野と連携した改革が必要であり、不動産市場の健全な発展、地方政府債務に対する規制メカニズムの確立、生産過剰分野における買収合併や事業撤退の仕組みづくりなどの対策と並行して進めるべきである。

第二に、同一の性格を持つ「シャドバンキング」業務に対しては、監督基準の一本化を図るべきである。現行体制では、金融機関が手掛ける資産運用サービス（一部は「シャドバンキング」の性格を持つ）の監督基準は、所轄の監督機関によってそれぞれ異なる。このため、金融機関間の監督基準の差を利用した利益獲得行為を招きやすい。このため、同一の性格を持つ「シャドバンキング」業務に対しては、監督基準の一本化を図るべきである。例えば、公募または私募、元本保証または元本非保証など、さまざまな性格の金融商品に対して、流動性や満期構成、信用リスク、レバレッジ、情報開示、取引先リスク、投資家保護など、それぞれ統一の監督基準を設けることで、監督基準の差を利用した利益獲得を防ぎ、金融イノベーションの規範化を図るべきである。

第三に、目まぐるしい民間金融のイノベーションに対しては、段階に応じて異なる規範措置を実施することが望ましい。民間貸出に対しては、関連する法体系の整理を急ぎ、「貸出人条項」を制定することで、民間の融資活動を規範化し、利用者の権利を保護すべきである。P2P（個人間融資）、インターネット金融などの新たな民間金融形態に対しては、業務の法律的な定義をさらに明確にし、監督当局や監督基準を明確化すべきである。

## V. 監督規制の一本化や監督体制の機能別分業への移行が必要

海外の金融システムにおいては、ユニバーサルバンキングが主流となりつつある。各国でユニバーサルバンキングの加速の前提となっているのが、金融に関する監督体制や立法体系の改革及び再構築である。金融のグローバル化、自由化、ユニバーサルバンキング化の過程で、先進国の大多数が商品別や管轄機関別の分業体制から、同一の構造や機能を持つ金融商品を一元的に監督する機能別の分業体制に移行している。こうした体制移行には、金融立法体系の抜本改正を伴うことが多く、各国の金融発展史に残る大きな影響をもたらしている。例えば、英国が1986年に制定した「金融サービス法」や2000年に制定した「金融サービス市場法」、米国が1999年に制定した「金融サービス近代化法（グラム・リーチ・ブライリー法/GLBA）」、ドイツが2002年に実施した「金融サービス監督法」、日本で1996年から2007年に及ぶ制定作業の末施行された「金融商品取引法」、韓国が2007年に公布した「資本市場統合法」などがこれに当たる。これら法律の導入は各国で「金融ビッグバン」と位置付けられており、その共通点として、個別に制定された大量の既存法規定を整理統合し、同一の性格を持つ「金融サービス」や「金融商品」をすべて同等の監督対象とし、監督の重複や空白を回避することで、投資家の利益を最大限に保護することが主旨になっている。

一方、中国におけるユニバーサルバンキングは2005年に試行措置が始まり、金融持株会社を代表とする「株式型」モデルと、資産管理を代表とする「契約型」モデルが誕生した。過去数年間、銀行によるオフバランス型商品の開発や、一部監督当局による規制緩和の加速を受け、資産管理を入口とするユニバーサルバンキング化が急速に進み、現行の分業監督体制や縦割り型の法体系に大きな課題を突き付けている。例えば、同一の性格を持つ金融サービスに対して、異なる監督規則が存在しているため、監督基準の差を利用した利益獲得や、多くの業界に跨るシステムリスクの増加などを招いている。また、金融市場が分断されているため、各金融商品の発行・取引制度が統一されておらず、市場取引は高コスト・低効率体質になり、監督競争をもたらす駆け引きのリスクも発生しやすい。各監督部門はそれぞれ消費者保護局を設立しているが、ユニバーサルバンキング化が進む中、一つの金融サービスに対して複数の管轄当局が存在するため、消費者にとっては苦情申し立てコストがかさみ、監督当局間での責任転嫁が発生しやすい。つまり、現在の中国では、金融に関する法体系整備や改革が、金融システムの発展に追いついておらず、金融リスクの防止や解消、金融システム自体の健全かつ持続的な発展にとって非常に不利な状況である。

第一に、同一の性格を持つ金融サービスや金融商品に対しては、従来の部門規定の枠を超えた、全方的かつ共通の法体系により法律的定義や監督規則を早期に定め、現行法のあいまいな部分や空白を解消し、縦割り行政によるリスクの蓄積や波及を抑える必要がある。これには、「証券法」、「信託法」、「商業銀行法」など、基礎となる法律体系の早期改正を含む。また、各金融機関から提供されている信託型の各種資産管理サービスについては、統一の「資産管理法」を制定し、既存の各種資産管理サービスや資産運用商品に対する法的定義や監督原則を明確化し、同一の性格を持つ各種サービス・商品に対する監督基準を一本化することで、現行の各種資産管理サービスに対するプルーデンス監督と行為監督を行うことが考えられる。公募や私募についての法律制度を制定し、両者の区別を明示した上で、それぞれ異なる監督基準、情報開示基準を設けることも考えられる。

第二に、共通規範となる「金融消費者保護条例」を制定し、消費者保護当局が担う監督の職責や必要な権限を明文化し、金融機関の市場行為に対する監督や外的な制約を強化するべきである。また、金融利用者の合理的な権利を保護すると同時に、利用者向けに投資リスクに関する啓蒙活動を行い、利用者の「モラルハザード」を軽減すべきである。

第三に、金融サービスまたは金融商品の基本機能の性格に応じて現行の法体系や監督規制を整理し、新たな立法活動に向けた研究や検証に着手すべきである。十分な検証を行った上で、国務院や全国人民代表大会（全人代）常務委員会に専門の立法チームを設け、一元的な法制度となる「金融サービス法」の起草に入ることが望ましい。また、現行の監督体制を、機関別管理監督モデルから、金融商品の機能別管理監督モデルへ段階的に移行させることが望ましい。

## 著者紹介

雷 薇 (Lei Wei)

国務院発展研究センター金融研究所銀行研究室 主任兼副研究員

主要論文に「中国の金融システムのシステムリスクの特徴と原因分析」（「中国経済時報」2013年8月20日）などがある。

- ・ 国務院発展研究センター（DRC）は国務院直属事業単位で、総合的な政策研究に従事する政策決定の諮問機関である。マクロ経済政策、発展戦略と地域経済政策、産業経済と産業政策、農村経済、技術経済、対外経済関係、社会発展、市場流通、企業改革と発展、金融、国際経済などの分野で著名な経済学者、専門家及び研究者を多数有する。



Chinese Capital Markets Research