

国際学術討論会

国際学術討論会

“应对金融危机・构筑亚洲金融市场新秩序”

『金融危機対応・アジア金融市場の新秩序の構築』

会议论文集

會議論文集

2008・11・16

北京

## 目 录

(中文)

1、如何看待美国爆发的金融危机	上村达男 (9)
2、美国金融危机及其对全球经济的影响	周晓晶 (17)
3、美国金融危机的教训与存款保险制度等安全网络的构建	玉木伸介 (37)
4、美国应对金融危机的措施与中美经济走势	叶辅靖 (41)
5、日本保护投资人法律制度的形成与发展	松尾直彦 (53)
6、完善中国金融立法・积极应对金融危机	胡 滨 (58)
7、建立非诉性金融纠纷解决机制	犬饲重仁 (71)
8、从旧共识到新秩序	张承惠 (77)
9、基于日本经验的资本市场	内山昌秋 (96)
10、20 世纪 90 年代日本应对金融危机的经验与教训	刘 瑞 (100)
11、股票市场的对外开放及日本的经验	关根荣一 (130)
12、关于中国经济未来成长判断	贾文广 (140)
13、亚洲共同债券资本市场形成的可能性与市场自主规范	玄 奘 (145)
14、亚洲金融发展的外因与内因	谭雅玲 (157)

## 目 録

(日本語)

1、米国発金融危機をどうみるか	上村達男 (6)
2、アメリカの金融危機及び世界経済への影響	周曉晶 (23)
3、米国金融危機の教訓と預金保険制度等の安全網 (safety net)	玉木伸介 (26)
4、米国の金融危機への措置と中米経済の動向	葉輔靖 (48)
5、日本の投資家保護と法規制	松尾直彦 (51)
6、中国における金融法制の完備と金融危機への積極的対処	胡 濱 (64)
7、市場インフラとしての金融オンブズマン制度	犬飼重仁 (69)
8、古いコンセンサスから新しい秩序へ	張承惠 (83)
9、日本の経験に基づいたアジア資本市場について	内山昌秋 (86)
10、20 世紀 90 年代における日本の金融危機とその経験・教訓	劉 瑞 (115)
11、株式市場の対外開放と日本の経験	関根栄一 (117)
12、中国経済の未来成長に関する予測	賈文広 (142)
13、アジア共通の債券・資本市場の可能性と市場自主規制の在り方	玄 爽 (143)
14、アジア金融の発展の外因と内因	譚雅玲 (150)

2008. 11. 16

## 米国発金融危機をどうみるか

(要点)

早稲田大学法学部長・  
GCOE 拠点リーダー  
上村 達男

### 1 米国発金融危機は「法」の問題

資本主義にありがちなこと？  
規制強化に向かってはならない？  
アメリカ的法スタイルの挫折の姿？

### 2 アメリカ型ルールの特徴

行きすぎた最大自由による失敗を事後に修正する歴史

1920年代の大バブル時代とニューディールによる規制の強化

情報開示・会計・監査・不公正取引・規制主体(SEC)、業際の分離

自由な会社法制を連邦証券規制で補う歴史

伝統的な私法ルールを市場に適用する歴史

開示も、業者規制も、インサイダー取引も、相場操縦も fraud, tort, fiduciary duty

緩い会社法よりさらに緩い旧いルールを活用してベンチャー、ファンド、証券化

LLP、LLC、任意法化著しい信託法—選択の基準は税

将来キャッシュフローの現在価値による取引の横行

LBO(借金漬け企業買収)の時代

対象企業の将来キャッシュフローを担保に企業買収

不確実性の金融取引を大幅に拡大。

証券化(securitization)

- ・ 住宅ローン債権のような受取りキャッシュフローを、直ちに証券の利払い等の支払いキャッシュフローに転換し結びつける手法
- ・ 要は資金を将来受け取り続けることを前提に、将来の配当や利払いを約束するという点で、一歩間違えると際どい「とらぬ狸の証券化」
- ・ 資産担保証券(asset-backed securities)ならぬルール担保証券(rule-backed securities)の世界—そのルールがいい加減だった
- ・ 債務者優位社会の陥穽(返さなくても平気な社会での返しそうにない人向け債権の証券化)
- ・ 持ち家政策による連邦保証付の証券化商品ですら信用できなかった—連邦政府担当

公庫等の金融機関の破綻

- ・ 個人や事業を対象にした自己破産や事業再生の推進によるモラルの低下

格付け(rating)

万人が共有する情報の分析力で「投資家のために」意見を売る行為？

万人が共有しない情報を独占して、「発行者のために」保証類似の行為？

品質不明の金融商品を世界にばらまいた。

投資銀行ビジネスモデルの崩壊？

銀行・証券の分離規制の実質放棄—プロの規律の喪失

誘惑に負けていく規制

ストック・オプションによる歪曲

コンサル業務と監査業務の混同

無力な弊害規制(チャイニーズウォール、ファイアウォール等々)

principle-based が基本にないと機能しない？

### 3 アメリカに特有の怖い規律も限界

西部劇スタイルの悪者追跡ルール

保安官としての SEC wanted に付きものの報奨金(bounty)

FBI が多用するおとり、盗聴、覆面捜査

司法取引と制裁的裁量的民事制裁、被告の証拠開示義務(discovery)

class action 包括規定(SEC Rule 10b-5)の活躍

郵便通信詐欺法(mail fraud wire fraud) 共謀罪 conspiracy) RICO 法

### 4 ルールの基本は常に変わらない欧州型

最低資本規制、自己株式の原則禁止、種類株式の制限、事業再編行為の制約、資本市場への警戒、法人への警戒等々。

債権者優位社会の安定度

証券市場への依存度の弱い社会

伝統的に強い会社法の規律—強行法規の世界

脱法は違法の世界—ループホールを合法としてきた日本

### 5 守りを固めて攻めるときはグローバルスタンダード

国益剥き出しの金融・資本市場・株式会社の世界

会計ルールも資本市場法会計である以上、日頃の主張をかなぐり捨てる

アジアは一体となって非西欧の立場を主張すべき

西欧の横暴を知るためにも西欧を知り尽くすことが必要  
真の社会科学としての、最新の比較法学の裏付けのある法律学の創造へ

## 6 日本の課題 中国の課題

### 日本の課題

アメリカ一辺倒の規制志向への反省  
欧州型の principle 重視とプロの規律、そして警戒的な会社法制の確立へと舵を切るべきか  
ーアメリカも揺れる  
規律の理念の転換は規律のあり方の再構成ーアメリカ型を前提とした規制の復古と同視して  
はならない

### 中国の課題

金融・証券市場のスタート時点での最新（と言われる？）金融技術には要警戒  
ストック・オプションの活用は時期尚早？  
効率的市場仮説を振り回す若者は不安材料？  
「社会主義的」市場経済に期待する「社会主義的」  
人民による人民のための市場経済の実験場？  
試される先富論の真価  
もっとも大事なものは知恵と学問への尊敬ー日本と可能な最善の文化交流

以上

## 如何看待美国发生的金融危机

(中文要点)

早稻田大学法学院院长・  
全球 COE 研究中心负责人  
上村 达男

### 1 美国发生的金融危机是“法”的问题

- 难道这是资本主义社会常见的现象？
- 今后能否趋向于规制的强化？
- 这是美国式的法律模式受挫折的状态？

### 2 美国型规则的特征

- 美国型规则延续着事后纠正过度的最大自由所造成的失败的历史  
1920 年代的美国大恐慌与根据罗斯福新政所采取的规制强化：  
信息公开、会计、审计、不公正交易、规制主体 (SEC)；业务分离。
- 美国型规则延续着自由的公司法制与联邦证券规制补充适用的历史  
是将传统的私法规则适用于市场的历史  
主要体现在：公开规范；行业规范；内幕交易；操纵市场；fraud, tort, fiduciary duty；  
有效运用就其松无比的公司法更加放松且陈旧的规则适用于创投企业；基金；证券化。  
有限合伙 (LLP)、有限责任公司 (LLC)、任意法性质显著的信托法--选择的基准为是否  
纳税
- 根据将来的现金流量预测现在价值的交易蔓延  
杠杆收购 (LBO-举借收购) 时代：  
将收购对象企业的将来的现金流量作为担保进行企业收购；  
大幅度地扩大了不确定性的金融交易。  
证券化 (securitization)：
  - 如住房抵押债权原本可收回现金流而却将其直接转换为证券等支付现金利息的方式联系起来；
  - 以将来持续性的金钱收益为前提，约定将来分红或付息的这种方式，只要走错一步就可造成危险万分的“还没有打着狗熊，说分皮的证券化”现象。
  - 不得成为资产担保证券 (asset-backed securities) 规则的担保证券 (rule-backed securities) 领域--其规则并不严谨
  - 债务人优先的社会陷阱 (面向不还借款习以为常的社会将债权证券化)

- 根据购房安居政策推行了以个人或法人为对象的自我破产或法人更替制度，由此造成道德的下降

#### —评级(rating)

分析众人共有的信息“为了投资者”而出售相关评估意见的行为？

独家占有大众不具备的信息“为了发行者”而为的类似于保证的行为？

向全世界散播品质不明的金融商品

投资银行商业模式的崩溃？

实质上是放弃了银行、证券分离的规制--丧失了专业规制

抵制不住诱惑的规制：

因期权而造成的歪曲；

咨询业务与审计业务的混同；

无力的弊端规制（隔离墙-Chinese Wall、防火墙等等等）

principle-based 基本不存在不发挥功能？

### 3 美国特有的恐怖规律的局限性

#### —西部电影模式的追击恶人的规则：

作为保安官的 SEC 发出的抓捕通缉犯 (wanted) 与悬赏金 (bounty) 方式；

美国联邦调查局善用的盗听、秘密搜查；

司法交易与民事制裁、被告的证据公开义务(discovery)；

集团诉讼 (class action)、概括性规定(SEC Rule 10b-5)的有效运用；

邮件通信欺诈法 (mail fraud wire fraud)、共谋罪 (conspiracy)、不正当敛财及不法犯罪组织法 (RICO 法)。

### 4 规则基本不变的欧洲型

—最低资本规制、原则禁止股份回购、限制种类股份的发行、制约企业重整行为、警戒资本市场、警戒法人等等。

—债权人优先社会的安定程度

—欧洲社会是对证券市场的依存程度较弱的社会：

传统性较强的公司法规--强制性法规领域；

逃避法律属违法的领域--一直以来，专空子被认为是合法的日本

### 5 固守阵地攻击的时候适用全球化基准



- 赤裸裸地暴露出国家利益的金融、资本市场、股份公司领域  
会计规则亦是资本市场法会计，日常规则被抛到脑后
- 亚洲应成为一体主张非西欧化的立场：  
为了了解西欧的横暴有必要彻底了解西欧；  
应构筑作为真正社会科学并以最新比较法学为基础的法律学科。

## 6 日本与中国面临的课题

### —日本的课题：

- 反省向美国一边倒的规制取向；
- 重视欧洲型 principle 与专门规律、研究是否应该朝向构建警戒性的社会法制导向的问题--美国也在动摇；
- 规律理念的转换是重新构建规律所需-在此，不得不与以美国型为前提的规制的复古同等对待。

### —中国的课题

- 金融、证券市场的初级阶段需要警戒最新（所谓的）的金融技术；
- 期权的实施为时尚早；
- 鼓吹效率性市场假定说的年轻人是否会成为是不稳定因素之一；
- 期待“社会主义”市场经济由人民构成并为人民的“社会主义的市场”是否是市场经济实验的场所；
- 先富论的真正价值可得到验证；
- 最需要的是对智慧与学问的尊重—与日本尽可能地进行尽善的文化交流。

（陳景善翻译）

### ◆ 作者简介

#### 上村 達男（うえむら たつお）

早稲田大学法学学術院長・法学部長。

1948年4月生まれ。60歳。早稲田大学グローバル COE 《企業法制と法創造》総合研究所所長。早稲田大学教授。専門は商法、金融商品取引法、資本市場法。博士（法学）（早稲田大学、2005年）。

#### 【略歴】

- 1967年3月 早稲田大学高等学院卒業
- 1971年3月 早稲田大学法学部卒業
- 1977年3月 早稲田大学大学院法学研究科博士課程満期退学
- 1977年4月 北九州大学法学部専任講師

1979年4月 北九州大学法学部助教授  
1981年4月 専修大学法学部助教授  
1986年4月 専修大学法学部教授  
1990年4月 立教大学法学部教授  
1997年4月 早稲田大学法学部教授（早稲田大学比較法学研究所研究員併任）  
2003年10月 早稲田大学 21世紀COE「企業法制と法創造」総合研究所所長  
2004年4月 早稲田大学大学院法務研究科教授併任  
2004年6月 ジャスダック社外取締役  
2004年9月 早稲田大学法学学術院教授  
2006年9月 早稲田大学法学学術院長・法学部長

### 【主な研究テーマ】

証券取引法理論体系の再構築、公開株式会社法理の研究

### 【受賞歴】

2004年1月 大隅健一郎賞 受賞（「会社法改革－公開株式会社法の構想－」岩波書店）

### 【著書】

- 『会社法』（青林書院）
- 『会社法改革－公開株式会社法の構想－』（岩波書店）
- 『金融ビッグバン－会計と法』（中央経済社）
- 『インサイダー取引規制の内規事例』（別冊商事法務 195号（商事法務研究会））
- 『＜新版＞監査役の監査』（商事法務研究会）
- 『会社法における主要論点の評価』（中央経済社）
- 『株式会社はどこへ行くのか』（日本経済新聞社、2007年）

### 【論文】

- 「連載・新体系証券取引法＜第25回まで完結＞」（企業会計 53巻4号以下、2001年）
- 「公開株式会社法の構想について（上・中・下）」（商事法務 1559・1560・1563号、2000年）
- 「改訂コーポレート・ガバナンス原則の特徴」（商事法務 1612号、2001年）
- 「取締役が対会社責任を負う場合における損害賠償の範囲」（商事法務 1600号、2002年）
- 「資本市場法制再構築の視点」（平成13年度資産流動化と投資家保護に関する調査・報告書第二分冊＜日本資産流動化研究所＞、2002年3月）
- 「資本市場制度改革」（ジュリスト 1240号、2003年）
- 「取締役・執行役概念の再構成」（商事法務 1710号、2004年）
- 「市場監視機能・体制の強化」（ジュリスト 1280号、2004年）

### 【社会的活動】

元司法試験（第二次試験）考査委員＜商法＞（法務省）  
元法制審議会会社法（株券不発行等）部会委員（法務省）  
元金融審議会第一部会等委員

産業構造審議会臨時委員（経済産業省）

経済財政諮問会議専門調査会委員（金融・資本市場改革ワーキング・グループ主査）

総合資源エネルギー調査会臨時委員

日本投資者保護基金理事

東京証券取引所自主規制委員会委員

日本取締役協会幹事（理事）

NTTドコモアドバイザリーボード委員

大学評価委員会評価員（大学評価・学位授与機構）

日本内部監査協会参与

日本FP学会理事

日本IR学会理事

日経広告賞IR広告部門審査委員長

株式会社ジャスダック証券取引所社外取締役

財団法人日本証券経済研究所 評議員

資生堂社外取締役

経済財政諮問会議専門調査会委員（金融・資本市場WG主査）（内閣府）

金融審議会専門委員（金融庁）

2008. 11. 16

## 美国金融危机及其对全球经济的影响

国务院发展研究中心  
亚非发展研究所所长  
周晓晶

自 2007 年夏季美国爆发次贷危机以来，美国金融危机不断升级，终于酿成蔓延全球的金融海啸。今年 9 月，随着“两房”被接管、美林被收购、雷曼兄弟倒下，华尔街五大投行硕果仅存的高盛、大摩被迫转型，这场危机达到了最高潮。到 10 月 27 日，在金融海啸的冲击下，全球股市在短短一个月里重挫超过 30%，市值蒸发 12 万亿美元。一时间，金融恐慌弥漫全球。

面对这场百年一遇的全球金融风暴，美国联邦政府不得不采取进一步的救市行动，推出了总额高达 8500 亿美元的救市方案，随时准备对任何机构出现的问题进行直接干预。同时，欧洲及日本等主要发达国家也纷纷推出救市计划；中国、印度、俄罗斯等新兴市场经济国家也相继推出了刺激经济措施。英国政府还在美国之后对主要金融机构实施了“国有化”收购。11 月 15 日，在美国总统布什的倡议下，有关国际金融合作的 20 国峰会将在华盛顿召开。随着这些庞大救市计划的出台及各国在金融风暴面前所表现出的强烈的合作意愿，认为金融风暴最危险时期已经过去的乐观情绪开始出现，诺贝尔经济学奖得主蒙代尔就明确表示，本轮危机已度过最黑暗的时期。但是，更多的人并不认同这一观点。目前，各国政府、学界及经济界人士大多认为，对于全球经济而言，最困难的时期尚没有到来，全球经济有可能在 2009 年进入真正的寒冬期。

支撑这一看法的主要依据是以下四个方面。

首先，从这次危机的策源地美国来说，金融风暴正从华尔街向四周蔓延。尽管在 8500 亿美元的保障下，美国金融体系可能不会出现大的动荡，但这并不等于说美国的金融体系不再出现问题。复杂的金融衍生工具使得几乎所有的金融产品和金融机构都存在特定的联系和关系，美国数千家大小商业银行和几千只对冲基金在金融风暴的冲击下，会暴露出越来越多的问题。他们中有多少将会倒下，还有待观察。

其次，金融风暴正从美国向全球蔓延。最先受到冲击的是欧洲，冰岛作为一个国家现正面临破产危机。面对这种情况，欧洲主要国家采取了比美国更为积极的救市手段。同时，金融风暴正在向亚洲国家和全球其它地区的金融市场蔓延。鉴于这种情况，10 月 29 日，国际货币基金组织发表声明称，将推出新的短期贷款方式，向一些陷入困境的新兴经济体提供紧急贷款，以帮助他们渡过目前的金融危机。用于这项紧急贷款的资金最多可达 1000 亿美元。同一天，美联储发表声明称，已与巴西、墨西哥、韩国和新加坡等四国的中央银行分别签订总额达 300 亿美元的货币互换协定，以帮助这些新兴市场国家增加流动性。

第三，即使美国、欧盟、日本及其他发达国家的主要金融机构由于政府注入巨额资本而

避免破产，但也只能将整个金融体系的累积风险暂时冻结起来，而不会从根本上消除风险。而且，金融市场跌势一日不止，这些不良资产的规模就只能是有增无减。

第四，也是最严重的，危机的影响目前已经从金融领域向实体经济蔓延，接踵而来的经济衰退与大规模失业或许才是噩梦的真正开始。最新数据显示，美国今年第三季度出现 0.3% 的负增长，英国则为 0.5% 的负增长。市场预计无论英国还是美国今年第四季度的情况都不会好过第三季度，这两个金融帝国陷入经济衰退几乎已成定局。根据权威机构的预测，明年全年欧洲主要国家德国、法国、意大利只能维持零增长，英国则继续负增长。美国最乐观的估计是零增长。美国经济作为世界经济的火车头，其陷入衰退对全球经济的影响是致命的。美国经济占全球经济总量的 30%、消费占全球消费的 25%、进口占全球的 15%。加上欧洲，美欧经济占全球总量的 60% 以上。美欧主要国家陷入衰退，全球经济也不可避免地陷入衰退。

10 月 8 日，国际货币基金组织发表报告预测 2009 年全球经济增长为 3%，其中美国为 0.1%、欧元区 0.2%、日本 0.5%，而维系全球经济增长的主要动力来自发展中经济体，特别是中国，该报告尚预计中国在 2009 年仍将保持 9% 以上的增速。但刚刚过了不到一个月，国际货币基金大幅下调其预测，在 11 月 6 日发表的报告中，将全球经济增长下调为 2.2%，其中美国下调为负 0.7%、欧元区负 0.5%、日本负 0.2%。并认为明年全球经济增长 100% 要靠中俄巴西韩国等新兴国家。尽管这样，该报告还是将中国 2009 年的增速下调为 8.5%。与国际货币基金不同的是，一些国际机构对中国的预测则显得有些悲观。11 月 4 日，瑞士信贷银行下调该机构对中国 2008、2009 两年的增长预测，分别从原来的 9.3% 和 8.8%，下调为 8.7% 和 7.2%。更有甚者，香港的一些专家甚至认为明年中国经济增速将下降至 5% 以下。果真如此，全球经济不但 3% 不保，连能否达到 2% 都可能成为问题。因此，明年中国经济能不能保持 8.5—9% 的较高增长，已经成为一个具有全球意义的重要指标。

一般认为，美国金融危机和美欧经济大幅下滑将从两个方面直接影响中国的经济增长。一是出口大幅下降。中国出口商品的 48% 销往美、欧、日，中国对美、欧的净出口（约 3000 亿美元）大于全口径的净出口（2600 亿美元）。由于出口在中国整个经济增长中的贡献率超过 30%，美欧经济衰退必将对中国经济产生直接冲击。二是流动性过剩出现逆转。次贷危机的加剧导致全球惜贷愈演愈烈，特别是金融海啸的冲击直接造成全球流动性过剩局面的逆转。在金融海啸的冲击波下，这几年大量进入中国的热钱迅速抽逃，国际投资基金也纷纷回流本土，结果，几乎是在一夜之间，中国极度过剩的巨大流动性惨遭逆转。股市萧条、楼市萧条、面向出口的中小企业资金供应连断裂，成为流动性不足的真实写照。它必将对中国经济产生影响。

出口萎缩对实体经济的巨大杀伤力不仅在于经济增速的下滑，它还直接产生两个后果，一是失业人员的增加，二是大量相关企业的倒闭。有媒体称，在过去的一年时间里，金珠三角地区就有多达上万家工厂倒闭。瑞士信贷银行更估计，今后三年珠三角一带将有约 6 万家出口型工厂不复存在。海关的统计显示，今年前七个月玩具出口企业数量减少了 52.7%，其中绝大多数为小企业。10 月中旬，全球最大玩具公司之一的香港合俊集团旗下设在内地的两家工厂宣布倒闭，因此而陷入失业的员工达 7000 人。

面对金融海啸的冲击，中国政府及时调整宏观调控方向，在短短一个半月的时间里，三次下调贷款利率，两次下调存款利率，充分显示了中国政府全力保增长的坚定决心。目前，国际社会和权威机构对中国政府能否有效实现保增长还心存疑虑，一种观点认为中国目前保增长的政策力度还远远不够，断言在中国全面启动积极财政政策之前 2009 年的经济增速不可能超过 8%；另一种观点则认为无论中国启动什么样的财政政策，经济大幅下滑至 7% 以下都不可避免。

我们认为，中国政府完全有能力实现保增长的既定目标，其根本原因就在于中国既具有相应的财力保证，也具有相应的制度或体制保证。由于中国的金融体制尚未完全开放，在此次美国金融危机乃至全球金融海啸中，虽然中国的金融机构也遭受巨大损失、虽然中国股市下跌幅度在大的经济体中位居首位，但这些不但不足以动摇中国的实体经济，甚至也未能对金融体系形成重创。以人均计，中国股市市值蒸发所造成的损失不足 5000 元（人民币），而美国是 3 万美金、香港是 200 万港币。而且，最关键的，是中国的制度优势和体制优势使得中国有能力最大限度地弥合虚拟经济与实体经济之间的裂缝，从而保证实体经济不致因虚拟经济受到伤害而伤害。近百年世界经济史表明，对于加快发展而言，市场经济可能是更为有效的体制；但对于摆脱危机而言，社会主义可能就是更为有效的制度了。换言之，资本主义的体制更有利于加快发展，但在遇到问题时，在全社会的利益如何兼顾时，社会主义的优越性就显得尤为重要了。中国的优势恰恰在于，中国在坚持市场经济改革取向时，还坚持了社会主义的基本方向。这一点，在今天全球金融海啸引发经济衰退的大背景下，成为确保中国经济增长的决定性因素。香港有专家称，金融危机是“全球的”，因而中国也不能幸免；但经济衰退却是“全球性”的，中国完全有可能避免。只要中国宏观调控方向转向全力保增长，只要中国及时启动积极财政政策，中国经济就一定能够再次创造奇迹，实现保增长的既定目标。

## アメリカの金融危機及び世界経済への影響

(日本語要点)

周曉晶

現前した世界的金融恐慌の火消しに、米連邦政府はさらなる救済策として総額 8500 億ドルの資本注入案を発表し、危ないと思われる金融機構への直接介入に間髪を要れず乗り出す構えを見せた。ヨーロッパや日本など主要先進国も相次いで金融安定化策を発表し、中国、インド、ロシアなど新興国も経済刺激策を打ち出した。

英国政府はアメリカを追って大手銀行に資本注入して「国有化」した。ブッシュ米大統領の呼びかけで国際金融協力に関わった 20 カ国サミットが、11 月 15 日にもワシントンで開催することになった。過大な国家救済案が矢継ぎ早に発表され金融恐慌で各国が強い協調姿勢を示したこともあって、今回の金融危機が最も暗黒な時期を乗り越えた、とノーベル経済学賞受賞者のロバート・A. マンデルが言明したように、恐慌は山場を越したという楽観論が出始めた。しかしこの考え方に賛同できない論者が多い。世界経済にとってみれば本格的危機はまだこれから先で、2009 年に厳冬期が訪れるだろう、と各国の政府、学术界及びエコノミストの多くは見る。

こういう論点を支えるものとして以下の四点が挙げられる。

先ず、震源地米国について見れば、金融恐慌はウォールストリートから周辺を侵食している。8500 億ドルの庇護を受けて米国金融システムに大きな振動が起きないかもしれないが、二度と問題を起こさない保障はない。複雑なデリバティブツールのおかげで、ありとあらゆる金融商品や金融機構が特定な関連と関係で癒着し、数千社にのぼる米国の大きささまざまな商業銀行と、数千あるヘッジファンドが金融恐慌のあおりでまだまだ馬脚を現すだろうし、その内どれだけ倒産するか、予断を許さない。

次に、危機はいまや米国から世界を駆け巡っている。矢面に立たされたのはヨーロッパであり、アイスランドは国として破綻に瀕している。したがって EU 主要国は米国よりも果敢な資金注入に打って出たわけだ。同時に、危機はアジアと世界の各地域金融市場に押し寄せている。これを背景に、10 月 29 日 IMF は、当面の危機を乗り切れるように、新たな短期融資枠を設け身動きの取れない新興経済国に緊急融資すると声明を発表した。緊急融資に投入する額は最高で 1000 億ドルまで使える。同日、FRB も、新興国に流動性を供給すべく、ブラジル、メキシコ、韓国とシンガポールなど 4 カ国の中央銀行と総額 300 億ドルの通貨スワップ協定を結んだと発表した。

三つ目に、米国、EU、日本を始め先進諸国の大手銀行は巨額な政府資本注入で持ち堪えられたとしても、金融秩序全体の積もりに積もったリスクをしばし凍結するだけで、根こそぎすることはできない。この上、金融市場の市況が下げ止まらない限り、不良資産の規模も増えこそすれ減らない。

四つ目に、わけても深刻なことに危機が早くも金融分野から実勢経済を総なめするところまで進行し、追い討ちをかけてくる経済衰退と大規模な失業こそ、悪夢の本当の始まりを告げるものかもしれない。最新のデータによると、米国は今年第 3 四半期が 0・3%のマイナス成長、英国は 0・5%のマイナス成長となっている。英米を問わず今年の第 4 四半期は第 3 四半期よりパフォーマンスがよくなるな

いとマーケット予測は断じており、二つの金融帝国が経済衰退を余儀なくされたことはほぼ確実視された。

関係筋の予測によると、来年通年 EU 主要国のドイツ、フランス、イタリアはゼロ成長維持、英国はマイナス成長が続くだろう。米国についてどんなに楽観視してもゼロ成長だろう、と。世界経済を牽引する機関車の米国経済が不況に陥ることは、グローバル経済への影響が致命的である。米国経済は世界経済全体の 30%、消費はその 25%、輸入は同 15%を占めている。EU を加えると米欧だけで世界全体の 60%以上を占めることになる。米欧主要国の経済が衰退すれば、世界経済も不可避免的に衰退するものである。

(楊晶翻訳)

#### ◆ 作者簡介

##### 【簡歷】

女，現任國務院發展研究中心亞非發展研究所所長。

1982-1994 年任吉林大學助教、講師、副教授；

1994 年至今，歷任國務院發展研究中心亞非發展研究所副研究員、研究員、副所長、所長；

2005 年兼任中國亞非發展交流協會副會長。

主要從事亞非政治、經濟與外交政策研究。

##### 【著作】

《中日關係與中日經貿合作》；

《2008 年美國次貸危機對亞洲經濟的拖累》；

《中國能夠頂住美國經濟下滑帶來的影響》；

《美國經濟對中國及亞洲經濟發展的影響》；

《金融風暴帶來的啟示》。



## 米国金融危機の教訓と預金保険制度等の安全網 (safety net)

(要点)

預金保険機構参与

玉木 伸介

### 1. 危機への対処の中でツールを増やしてきた安全網

#### (1) 中央銀行の「最後の貸し手」(Lender of Last Resort) 機能

- ・ solvent ではあるが liquidity が不足している金融機関に対する流動性供給は、恐慌を防ぐために中央銀行が提供する「安全網」として、19世紀後半には確立していた。

#### (2) 政府の信用 (sovereign credit) に支えられた預金保険制度

- ・ 預金者の取り付けを防ぐための政府の信用に直接裏付けられた預金保険制度は、米国において、大恐慌期に開始された。
- ・ 日本では、1971年に預金保険制度創設。
- ・ 預金保険制度は、金融機関が破綻した場合に一定限度までの保険金を支払うことによって預金を保護するばかりではない。破綻した金融機関の預金や資産を他の金融機関が承継し易いように資金を投じることによっても、預金を保護する。

#### (3) 金融機関だけが、中央銀行の流動性支援や、資金調達 (預金) に対する政府の信用を用いた支援 (預金保険) を受けられるならば、金融機関は流動性リスクの管理を怠ったり、経営を健全に保って預金者の信認を確保する努力を怠ってハイリスク・ハイリターン運用に走ったりする可能性がある。これがモラル・ハザードと呼ばれる現象であり、金融仲介の健全性や金融市場の資源配分機能を損なうもの。

—— 安全網にモラル・ハザードが伴うということは、金融機関経営が過度なリスクテイクに傾くリスクがあるということ。これを抑制するために、各種の健全性規制を行う。

#### (4) 平成金融危機 (1990年代の中頃から2000年代初めにかけて) における日本の経験

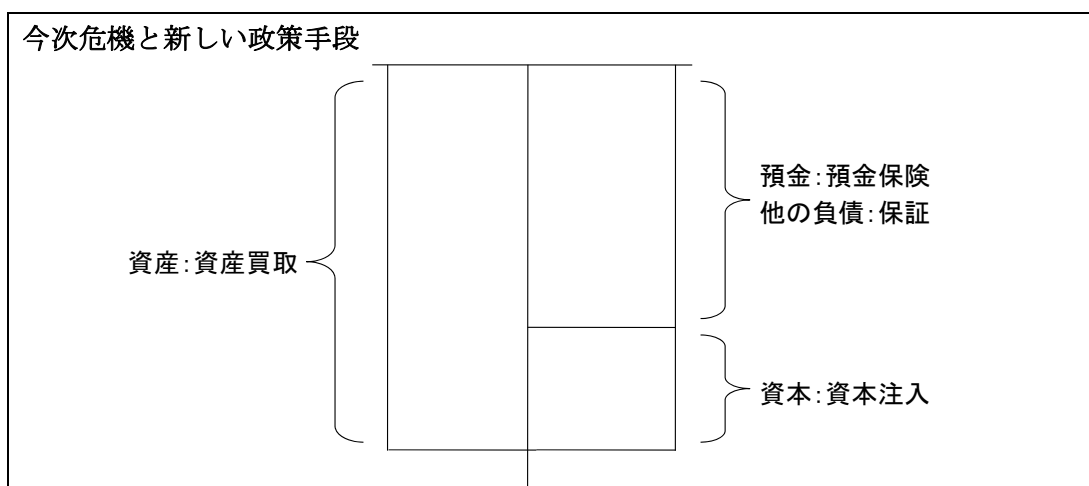
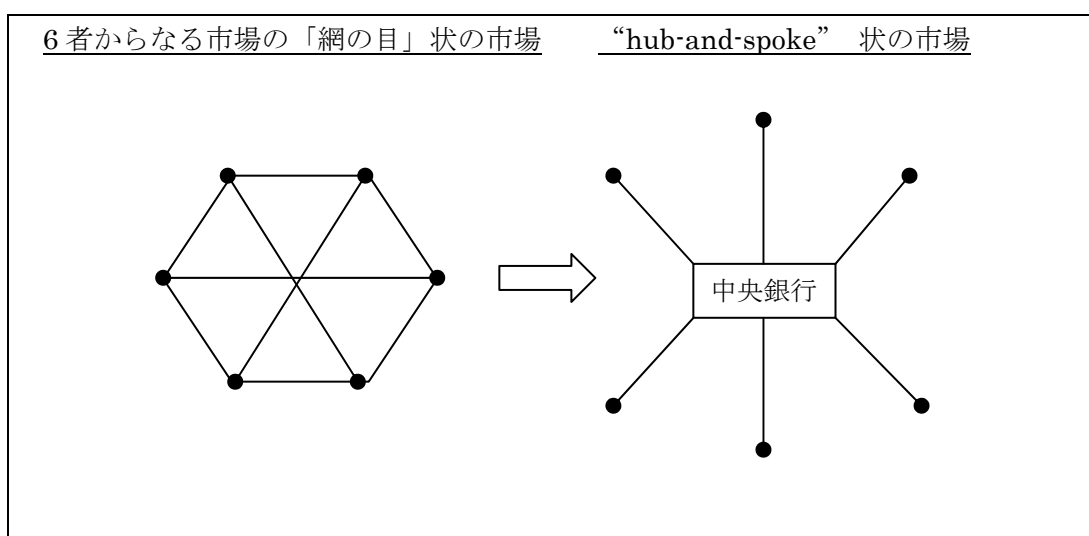
- ・ (1)、(2) の手段だけでは不足したため、金融機関への資本注入や国有化、政府や中央銀行による株式の買い入れなどの、臨時異例の対応を行った。

### 2. 今回の危機 (2008年以降) における新たなタイプの政策手段

#### (1) 今回の危機においては、個々の金融機関の経営が困難化しているばかりでなく、主要な金融・資本市場の機能、すなわち金融商品の価格を発見する機能やリスクを配分する機能が大きく低下している。

こうした現象が、国際金融・資本市場で生じているため、グローバル経済に対する大きな打撃になっている。

- (2) このため、各国で、金融機関の預金以外の取引を政府や預金保険機関が保証する動きが広がっている。
- (3) 金融・資本市場では、信用度の十分な取引相手がいなくなっていることから、資金の出し手と取り手の間の資金の流れが細っている。このため、資金の出し手と中央銀行、取り手と中央銀行がそれぞれ取引を行うことによって、資金を流すことが必要になっている。
- (4) 一部の国では、金融機関がリスクテイクに余りに慎重になっているために企業への信用供与が不足し、企業活動に重大な制約が生じかねない事態となっている。このため、中央銀行が金融機関以外の企業に直接信用供与を行う、すなわち金融機関による企業向け信用供与を中央銀行が代位するようなことすら、大きな規模で行われている。



### 3. 金融・資本市場の変化と安全網

- (1) 金融・資本市場が、金融技術の変化とともに変貌していくことは不可避。また、将来、金融・

資本市場における期待が一方向に偏って、行き過ぎが繰り返される可能性は排除できない。

- (2) 安全網も、金融・資本市場の変化に応じて、変化を遂げねばならない。米英では、安全網の提供する保護の内容や安全網を構成する中央銀行、預金保険機関および規制・監督当局の間の役割分担等を、今後の検討課題として認識している。
- (3) しかし、安全網は、それ単独で存在し機能するのではない。通常の世界での取引を支える法制等の各種の制度インフラが整っている場合にしか、安全網も円滑には機能できない。

高質な市場とは、公的な主体が提供する安全網の機能が十全に発揮できる場でもなければならぬ。

以 上

米国金融危機の教訓と預金保険制度等の安全網 (safety net)

[論文本体]

預金保険機構参与

玉木伸介

はじめに

2007年夏に大きく表面化した米国サブプライム住宅ローン問題は、米国のみならず欧州やアジア諸国の金融システムにも大きな影響を及ぼした。景気の下方向屈折をもたらしたばかりでなく、多くの国で、金融機関の国有化や金融機関に対する資本注入、中央銀行による通常とは異なる方法による資金供給、預金保険制度による預金の全額保護等の、極めて異例の対応を余儀なくされている。

こうした金融危機は、その根源において、金融仲介におけるリスク管理に適切を欠いたという既往の金融変動と共通の要因があることは事実である。しかし、一方で、近年の金融イノベーション（証券化等）を経た後に生じた、またそうしたイノベーションが信用の野放図な膨張を助長した結果としての変動という点で過去と異なることも、認識されねばならない。

過去とは異なる今回の危機に際し、各国当局は、従前の枠を超えた措置を数多く講じている。このような事態は、金融システムの安定に必要な「安全網」(safety net)に備わる手段 (tools) やそのための組織のあり方について、再度検討しておくべきことを示唆している。

以下では、今次危機に際して見られた各国の措置を概観し、将来の安全網のあるべき姿との関わりを検討したい。

## 1. いくつもの危機への対処の中で手段 (tools) を増やしてきた安全網

多くの国において、中央銀行の「最後の貸し手」機能があり、近年、預金保険制度が整備されつつある国も少なくない。これらの安全網の手段 (tools) は、過去の危機やその経験をもとに考案され、整備されていったものである。

### (1) 中央銀行の「最後の貸し手」(Lender of Last Resort) 機能

- ・ 本来は健全 (solvent) であるが一時的に流動性 (liquidity) が不足している金融機関に対する流動性供給は、信用不安の拡大、恐慌を防ぐために中央銀行が提供する「安全網」として、19世紀後半には確立していた。

なぜ「最後の」と形容されるかと言えば、本来は健全 (solvent) で金融市場で資金が調達可能なはずの金融機関が、預金の流出等によって一時的な流動性 (liquidity) 不足に陥っているにもかかわらず、他に貸し手がない場合に限って登場する貸し手であるからである。しかも、そのような場合における中央銀行の流動性供給能力は非常に高い。そのメカニズムは以下のようなものである。

- ・ 中央銀行は、金融取引<sup>1</sup>を通じて通貨を発行・供給する。そのような機能が、以下のように、

<sup>1</sup> 中央銀行は、不動産の売買などの金融取引とは言えない行為によっても、通貨を発行・供給することは不可能では

中央銀行に「最後の貸し手」として機能する能力を提供している。

- ① 中央銀行が通貨を供給するには、まず、中央銀行以外の主体（金融機関等）が持つ金融資産（国債、手形など）の買取り（買いオペ）やそうした主体に対する貸出等の取引を行う。
- ② 中央銀行は、その取引にかかる対価を、中央銀行にある金融機関の口座に貸記することによって支払う。これによって、当該金融機関は、預金者の預金引き出し要求に応じるための通貨（銀行券）を、その必要が生じたとき（預金者による預金の引き出しが予想されるとき）に、中央銀行預け金を引き出すことによって、取得できることとなる。
- ③ その金融機関が当該金額を中央銀行から銀行券で引き出すとき、中央銀行は銀行券を発行する。この銀行券が、金融機関においてその顧客（預金者である家計や企業等）への預金支払いに充てられることで、社会に供給される。
- ④ この仕組みは、預金者の金融機関に対する信認が揺らいで預金の取付けが生じた場合に、中央銀行の「最後の貸し手機能」に転化する。

すなわち、社会において銀行券の需要が一時的に急増しているとき、中央銀行は金融機関に対する貸出を行うことによって、金融機関が中央銀行から銀行券を引出せるようにすることができる。中央銀行が金融機関に貸出を行うとき、通常は、中央銀行が適格と認める担保を要求し、金融機関が持つ担保の量が中央銀行の貸出の量の上限を画するが、危機の際には、中央銀行は適格と認める担保の範囲を拡大し、場合によっては無担保で貸出すこともある。こうすることによって、中央銀行は預金者が求めるだけの銀行券を供給する能力を持ち得ることとなる。

## (2) 政府の信用 (sovereign credit) に支えられた預金保険制度

- ・ 預金者の取り付けを防ぐための「政府の信用」(sovereign credit) に直接裏付けられた預金保険制度は、米国において、大恐慌期に開始された。米国の「連邦預金保険公社」(“Federal Deposit Insurance Corporation” 以下、「FDIC」という)の創設は、大恐慌によって数千の金融機関が破綻した後の1933年である。米国においてはそれ以降も数多くの金融機関破綻があったが、預金保険による保護の範囲内の預金は、これまで必ず保護されてきたという歴史が、FDICによる預金者保護の確実さを表わすものとして言及されることがある。
- ・ 預金保険制度は、破綻した金融機関の預金者に対して、保護限度の範囲内で保険金を支払うこと(ペイオフ)によって、預金者保護することがもともと基本的な機能である。そうすることによって、破綻した金融機関の預金者が保護されるばかりでなく、他の金融機関の預金者も、仮に自分が預金している金融機関が破綻しても損失は被らないのであるから、預金の取り付けに走る必要を感じなくなり、結局、金融機関破綻の連鎖が防がれる、そういう制度である。米国や日本の預金保険制度は、政府が設立した機関によって運営されている。米国ではFDICが、日本では1971年に創設された「預金保険機構」(“Deposit Insurance Corporation of Japan” 以下「DICJ」という)が、それである。

こうした預金保険機関が預金者を保護するための原資は、原則として金融機関から徴収する

---

ない。しかし金融市場が整備された国においては、金融取引が一般に通貨発行・供給の方法として採用されている。

預金保険料によって賄う。この点は、中央銀行の「最後の貸し手」機能を支える資金が、中央銀行の通貨発行機能自体の中に備わっていることとは異なっている。

その国の金融システム全体が危機に瀕している時には、破綻金融機関の預金者を保護する原資を他の金融機関から徴収するだけでは不足することがある。このため、日本でも米国でも、金融市場や政府あるいは中央銀行から資金を借り入れることができるようになっている（FDIC 及び DICJ の借入に関する制度には、異なる点がいくつかある）し、日米ともに、預金保険料だけではどうしても不足するという事態において財政資金を投入した実績がある。

このように、日本や米国の預金保険制度は、政府の信用（sovereign credit）に支えられた預金保険制度になっている。

- ・ 預金保険制度の実際の運営状況、特に金融機関が破綻した時の処理の具体的方法については、預金者に対して預金保険機関が保護範囲内の預金を払い戻す（このとき、破綻した金融機関及びその金融仲介事業は消滅してしまう）という方法（ペイオフ）は、必ずしも一般的でない。日本でも米国でも、破綻した金融機関の預金や貸出等の資産を他の金融機関が承継し易いように資金を投じることによって、破綻した金融機関の金融仲介事業を維持しながら預金を保護する処理の事例の方が多く、言及しておきたい。

### （3）安全網の存在と健全性規制

- ・ 金融機関だけが、中央銀行の流動性支援（「最後の貸し手」）や、資金調達（預金）に対する政府の信用を用いた支援（預金保険）を受けられるならば、金融機関は流動性リスクの管理を怠ったり、経営を健全に保って預金者の信認を確保する努力を怠ってハイリスク・ハイリターン運用に走ったりする可能性がある。これがモラル・ハザードと呼ばれる現象であり、金融仲介の健全性や金融市場の資源配分機能を損なうものである。

市場経済の中で金融システムの安定が確保されるためには、金融機関自身がリスク管理能力の向上と自己資本の充実に力を注ぐことが必要であり、安全網を提供する一方で、健全性確保のための規制・監督を行う必要がある。

### （4）平成金融危機（1990年代半ばから2000年代初めにかけて）における日本の経験

- ・ 日本は1980年代にバブルを経験した。株価は1989年末にピークを迎え、地価のピークはもう少し後になった。このバブルが崩壊すると、バブルの間に貸出を急増させていた金融機関において、大量の不良債権が生じ、金融システム全体が不安定になった。

日本の政策当局は、従来からあった預金保険制度を強化・拡充したほか、臨時的措置として資本注入の制度等を創設し、DICJはこうした措置を含め、多岐にわたる施策の執行主体となった（多岐にわたる施策に投じられ、あるいはその後回収された資金の概要については、「預金保険機構年報 2007」の108ページ〈英文版年報では72ページ〉を参照されたい）。

日本銀行その他の機関も、臨時的施策をいくつも実施した。日本銀行は、政策金利をゼロにしつつ流動性を大量に供給する一方、株式の買取などの極めて異例な政策を採用した。また、新

たに設立された銀行等保有株式取得機構や産業再生機構が、金融機関保有株式の買取や企業再生業務を行った。これらの施策に必要な資金は、政府保証を付した債券の発行や金融機関からの借入等によって調達された。中央銀行や政府機関による株式の買取や企業再生業務は、一般的な「安全網」の理解には含まれないが、一般的な安全網を動員しただけでは対処できない状況においては、有用たり得る政策であろう。

## 2. 今回の危機における新たなタイプの政策手段

### (1) 金融・資本市場の機能低下

- 金融・資本市場が機能するためには、そこで取引を行う主体（金融機関、機関投資家等）がお互いを取引の相手方として信頼することが必要である。もとより、取引相手が債務を履行しない場合の信用リスクはいついかなるときにもあるが、通常、市場参加者は取引相手の信用力を審査し、必要に応じて担保を取り、また信用リスクが特定の相手に集中しないようにすること等を通じて、自らの自己資本によって吸収できる範囲内でリスクを管理できると考えている。

ところが、今回の危機において、市場参加者相互の信頼が失われ、多くの市場において、取引が急速に細っている。この結果、主要な金融・資本市場の機能、すなわち金融商品の価格を発見する機能やリスクを配分する機能が大きく低下するとともに、そうした市場では金融仲介のタイプが細くなり、信用収縮が起きている。

国際短期金融市場では、主要な参加者である先進国の主要な金融機関の間での貸借取引がごく短期のものを除いて大きく減少してしまった。特に、国際通貨である米ドルの取引減少の影響は全世界に及んでしまう。

米国内では、短期の企業金融を支えるコマーシャルペーパーの発行残高が純減する事態となったし、金融機関の貸出し意欲も各国で低下している。

### (2) 中央銀行による金融仲介の拡大

- 金融・資本市場では、通常、数多くの参加者が他の多くの参加者と取引関係を構築している。その姿は、多角形の辺と対角線のように網の目状になっている。ところが、相互の信頼が失われる結果、多くの市場参加者は安全資産を抱えて（退蔵して）じっとしている、という極めてリスク回避的な行動を取っている。このため、(1) で述べたように、市場での取引が減少し（網の目状の線が細くなり、あるいは消えてしまい）、信用が収縮している。

民間の市場参加者が余りにリスク回避的になるために市場の機能が十分に発揮されないときは、中央銀行が民間で吸収しきれないリスクを負うこととなるような取引（リスク性資産の買取など）を行ったり、中央銀行自らが取引相手になる（中央銀行なら取引相手に信認されるからである）、あるいは通常であれば民間金融機関が行っている企業向けの信用供与を行うことで、市場の機能を代位せざるを得ない。これは、金融市場の本来の機能を損なうものであるから、どの中央銀行も好んでやることでは決してないが、今回のような危機においては、破綻の連鎖を止め

るためにはやむを得ないという判断があり得る。

民間で吸収しきれないリスクを中央銀行が負う一つの方法は、資金供給のために行う買いオペの対象資産の変更である。中央銀行はしばしば国債を買いオペの中心に据えているが、国債の残高を減らして民間資産の買いオペや金融機関向け貸出を増やすことにより、民間金融機関では、民間資産が減って国債が増加する。そうすると、民間金融機関によるリスク負担が減ることから、民間金融機関がリスクを取りつつ民間向け信用供与を行う余裕が生まれる。

更に進むと、中央銀行自身が、本来民間で負担すべきリスクを負担したり、民間企業に直接信用供与を行ったりすることとなる。これを現に行っている中央銀行としてまず挙げねばならないのは、米国連邦準備銀行である。

- ・ 以下では、今次危機に際して米国連邦準備銀行が行っている特別な信用供与あるいは資産の買取りのうちの主なものの動向を整理する。

まず、本年3月、ベア・スターンズ社の経営不振が問題となった際、同社保有資産の引取先が速やかに見つからないと同社の合併が早期に実現しないために信用不安が拡大しかねない状況があった。このとき、連邦準備銀行は、上記資産を保有するためのヴィークルに融資することによって、上記資産のリスクをとった（11月5日残高26,863百万ドル）。

9月には、保険会社のAIG社が流動性困難に陥った際、特別な融資ファシリティ<sup>2</sup>を提供した。中央銀行が保険会社に融資することは、国際的にみても異例である。

更に、9月以降、コマーシャルペーパーを連邦準備銀行が保有あるいはそのリスクを負担しつつ買取資金を貸し付ける3つのスキームが開始されまたは表明されている。

9月19日に開始された“[Asset-Backed Commercial Paper \(ABCP\) Money Market Mutual Fund \(MMMF\) Liquidity Facility \(AMLF\)](#)”においては、MMMF (money market mutual fund) からABCP (資産担保コマーシャルペーパー) を購入した金融機関は当該資産担保コマーシャルペーパー (ABCP) の購入資金を公定歩合 (primary credit rate) で連邦準備銀行から借り入れることができ、しかも、ABCPのリスクは連邦準備銀行が負担する。このファシリティの残高は85,097百万ドル (11月5日) と、通貨発行残高 (863,774百万ドル) の1割を超えている。

10月27日に開始された“Commercial Paper Funding Facility (CPFF)”においては、一般の事業法人を含め、多くの発行体が発行する高格付けの無担保コマーシャルペーパーをヴィークル経由で事実上連邦準備銀行が買入れる (ヴィークルに対して購入資金を貸付ける)。開始後10日ほどで、残高は早くも243,305百万ドル (11月5日) に達している。

更に、10月21日に表明された“Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)”においては、民間が設立したヴィークルに対し、連邦準備銀行が適格と認めた短期資産 (コマーシャルペーパーのほか、金融機関の譲渡性預金も想定されている) を連邦準備銀行が適格と認める投資家 (MMMFはじめ短期金融市場の資金の出し手が想定されている) から買い入れた場合の所

---

<sup>2</sup> その後、11月10日に公表された新たなスキームにおいては、AIG社保有資産の買取等に関し、連邦準備銀行による資金供給及びリスクテイクが行われることとなった。



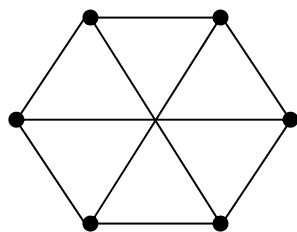
要の資金を貸し付ける。

もう一つの重要な動きは、外国中央銀行とのスワップによるドル資金の供給である。ドルは国際通貨であるから、世界中の金融機関が取引先企業に貿易その他に必要なドル資金を提供しているが、例えば欧州の銀行は家計や企業からドル預金を受け入れる力が弱いから、ドル資金の調達には国際短期金融市場に依存することとなる、ところが、昨年夏以降の信用不安によって、国際短期金融市場が細ってしまったために、各国の金融市場でドルが不足することとなってしまった。

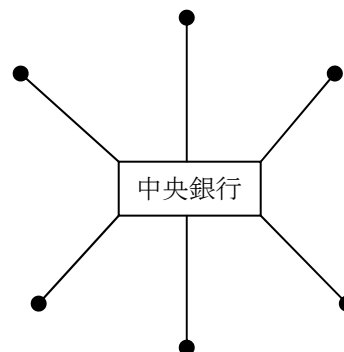
そこで取られた対策は、米国連邦準備銀行と各国中央銀行が各国通貨とドルをスワップすることにより、各国中央銀行がドルを取得し、これを各国中央銀行が各国の市場でドル資金供給オペを行うというものである。たとえば、日本銀行は10月23日、11月20日満期のドル資金供給オペを行ったが、この金利は予め2.11%に固定され、金融機関はこの金利で望むだけのドル資金を調達できた（このオペによる供給額は50,168百万ドル）。このように、金利を先に設定し、その金利で金融機関が望むだけのドル資金を日本銀行が提供するには、日本銀行は必要なだけのドル資金を米国連邦準備銀行から取得できなければならない。これは、10月13、14日、米国連邦準備銀行と日本銀行、欧州中央銀行、イングランド銀行等主要中央銀行がスワップの金額を無制限とすることで同意していたことで可能になっている。連邦準備銀行とのスワップは、アジア、オセアニア、ラテンアメリカ諸国の中央銀行にも拡大（これら諸国中央銀行については金額に上限あり）しており、いまや、世界中の金融市場でドル資金を各国中央銀行が供給するという、極めて強固な国際協調体制が成立している。

- このように、中央銀行が金融市場で自ら多くのリスクテイクや信用供与を金融市場の機能を代位する形で行う結果、金融市場での取引関係は、多角形の辺と対角線の網の目状（図1）から、中央銀行と個々の市場参加者の間には取引があるが市場参加者同士の間では取引関係が少ない、というハブ・アンド・スポーク（hub-and-spoke）状（図2）になる。このとき、中央銀行のバランスシートはどんどん拡大する。実際、リーマンブラザーズ破綻後の信用不安の中で、米国連邦準備銀行のバランスシートは2倍以上に拡大している。

（図1）6者からなる市場の「網の目」



（図2）“hub-and-spoke”



### （3）政府や預金保険機関による異例の対応

- ・ 今回の危機に対する対応が異例であるのは、中央銀行に限らない。政府や預金保険機関も以下のような極めて異例な対応を取っている。

米国、欧州では、金融機関の国有化や大規模な資本注入が進行している。欧州やアジア諸国では、預金を全額保護する動きも拡大している。更に、米国 FDIC は、10 月に、金融機関の預金以外の無担保優先債務に対する保証を提供し始めたが、類似の動きは欧州にも例がある。

その方針が表明されて現在その実務的な検討が進行中であるのが、米国の“**Troubled Asset Relief Program (TARP)**”である。米国連邦準備銀行によるコマーシャルペーパーの買入れやわが国での日本銀行や銀行等株式取得機構による株式取得は、そのリスクを民間では負いきれない資産の買取りであるが、TARP によって米国政府が具体的にどのような資産買取りを行い、どのようなインパクトを資産市場に及ぼすのか、注目に値する。

### 3. 金融・資本市場の変化と安全網

#### (1) 金融・資本市場の変化に応じた安全網の変化の必要性

- ・ 今回の危機は、金融技術の変化や金融・資本市場のグローバル化の進行に伴って、金融危機の源や広がりも異なるものとなることを示している。過去、例えば 80 年代の中南米諸国等の累積債務問題が世界の金融・資本市場に緊張感をもたらしたことはあったが、米国や欧州の住宅ローンが世界の金融・資本市場に安定ではなく不安定をもたらしたことはないし、世界各国の投資家の間で幅広く保有されている資産担保証券に信用不安の影響が及んだことも初めてである。

しかし、次の金融変動や金融危機がどこを震源地とするものであるかは、全く未知数である。また、今後の金融技術の発展あるいは変化の方向とテンポも同様である。

つまり、金融・資本市場における期待が一方に偏って行き過ぎる場合（期待が楽観的な方向に偏った場合はバブルの発生）の方向とその程度、及びそのような行過ぎがもたらすリスクの累積がどのような主体のどのような取引において見られるのかを、事前に完全に見通すことは困難ということである。また、今回の危機で改めて示されたように、規制・監督の歴史が長い国の当局も、市場の期待が一方に偏っていることをリアルタイムで探知し、それに対する有効な政策を講じることができるとは限らない。

従って、安全網が実際に発動されるという事態は、今後もあると思わねばならないし、そのたびに従来とは違った問題にその時固有の環境下で対処せねばならないであろう。既存の安全網が既往の危機を観察した上で考案されたものであること、逆に言えば将来のどんな危機にも対応できる万能のものではないことを認識しつつ、新たな危機のメカニズムに極力柔軟に対処して、金融システムの安定を図っていくことが不可欠である。

#### (2) 安全網の手段 (tools) と組織

安全網が金融・資本市場の変化に応じて変化を遂げていく場合、その手段 (tools) の変化を伴うことは当然である。例えば、金融機関に対する資本注入は、主要国の中では日本が 1990 年

代後半から 2000 年代初めにかけて大規模に行い、今は注入資本の回収が半ば以上進んだところである。今次危機においては、米英独仏などの主要国をはじめ多くの国で大量の資本注入が進行中であり、今後、その効果（及びそのコスト）が明らかになっていくであろう。その上で、将来の危機に備えた、安全網の手段の一つに加えられるか否かについての判断が各国で行われるであろう。この点は、2. で述べた各種の政策手段に共通している。

手段に加えて重要なのが、それぞれの政策を担当する組織の機能とその間の関係である。金融システムの安定を確保するための手段は、中央銀行、預金保険機関、規制・監督当局が担当し、また、こうした手段を用いるのに財政資金が必要になることもあり得る。金融システムの安定のためにこれらの手段の効果を最大限に発揮させるには、各組織の役割やそれらの間の関係も、安全網の「手段」同様、金融技術等の変化に適応していく必要がある。

こうした必要は、危機に直面した国では既に認識され、議論が始まっているようである。例えば、米国では、2008 年 3 月に財務省から“Blueprint for Stronger Regulatory Structure”を公表されたし、英国でも、2008 年 1 月に“Financial stability and depositor protection : strengthening framework”、7 月には“Financial stability and depositor protection : further consultation”が当局から公表された。これらは、中央銀行、預金保険機関、規制・監督当局及び財政当局のそれぞれの機能、役割やその間の連携をいかにしてより効果的にしていくか、あるいは金融機関が不幸にして破綻する際の処理の枠組みの改善についての議論を、暫定的に取りまとめ、今後の政策論議を喚起するためのものである。

こうした議論において米英が先行していることについては、問題がより深刻であることなどが背景の一部をなしているものではあろう。しかし、米英以外の他国においても、既存の安全網の手段や組織が、将来も最も有効であり続けるという想定に囚われるべきでないことは言うまでもない。

### (3) 通常の金融インフラとの整合性

安全網は、金融システムを安定させることによって経済の健全な発展を持続可能にするためのものである。しかし、安全網を整備するだけで経済の健全な発展に必要な金融仲介を実現できるわけではない。効率的な金融仲介があって初めて経済の健全な発展が持続可能になるのであり、効率的な金融仲介を実現する金融・資本市場を支える法制等の各種の制度インフラと、そうした市場が危機に陥った時に発動される安全網の間の関係が整合的でないと、安全網も円滑には機能できない。

すなわち、効率的な金融仲介を実現する「高質な市場」とは、効率的な金融仲介が持続可能になるような安全網の機能が十全に発揮されるという信認が備わった場でもなければならないのである。

以 上

## 美国金融危机的教训与存款保险制度等安全网络的构建

(中文要点)

存款保险机构参与  
玉木 伸介

### 一、为应对危机而增设安全网络

1. 中央银行——“最后的债主（最後貸入人）”的作用
  - 19 世纪后半期，为防止金融危机，日本确立了对那些有偿付能力但却缺少流动性的金融机构实施由中央银行提供“安全网”的制度。
2. 由政府信用支撑的存款保险制度
  - 为防止存款人挤兑，确立了以政府信用为依托的存款保险制度。其确立时间，美国是在大危机时期，而日本则是在 1971 年。
  - 存款保险制度是指，金融机构破产时，由中央银行投入资金，在一定限额内支付保险金，用以保护存款人的存款，也使其他金融机构顺利继承破产金融机构的存款及其资产。
3. 金融机构一旦得到中央银行的资金流向援助、或者带有政府信用的资金调拨援助（存款保险），就有可能放松对资金流向的风险管理以及对维护经营业务的健康和保护存款人利益的努力，从而滑向高风险高收益的危险境地。若出现这种“道德风险”现象，将会损坏金融机构的中介功能以及金融市场的资源配置功能。  
——安全网络伴随着道德风险，主要是因为安全网有向金融机构的高风险投资经营倾斜的风险。为了防范安全网所遭至的风险，必须健全各种规制。
4. 日本平成金融危机（1990 年代中期至 2000 年初期）的经验
  - 因为仅有上述前两项对策还不充分，所以，日本还采取了向金融机构施行资本注入、国有化等措施。另外，政府及中央银行还实行股份制收购等临时性特殊政策。

### 二、应对此次危机（2008 年以后）的新型政策手段

1. 此次金融危机，不仅使各个金融机构陷入经营困境，而且使主要金融、资本市场的功能——金融商品的定价功能及风险分配功能大大降低。因为这一现象发生在国际金融、资本市场，对全球经济都造成了巨大的打击。
2. 为此，各国政府及存款保险机构广泛开展了除保证金融机构存款之外的交易活动。
3. 由于金融・资本市场上信用度足够高的交易对象失去信用，致使资金贷出方和借入方之间的资金流量缩小，结果，资金交易变成了在主体贷出方和中央银行以及借入方和中央银行之间进行。这样，就导致有必要向金融・资本市场注入资金。

4. 由于一部分国家对金融机构高风险投资的倾向估计过高,致使金融机构对企业的信用贷款不足而严重制约了企业的发展。于是,中央银行对金融机构以外的企业直接提供信用贷款,即中央银行取代金融机构向企业提供贷款,这是世界上很多国家都在使用的信用贷款方式。

### 三、金融・資本市場の変化と安全ネットワーク

1. 随着金融技術的变化,金融・資本市場也不可避免地发生着变化。而且,人们对金融・資本市場的期望,将来也无法排除反复出现失衡、行之过度的可能。
2. 安全网络也必须随金融・資本市場的变化而变化。英美等国对安全网所提供的保护内容以及构成安全网络系统的中央银行、存款保险机构以及规范・监督当局之间的责任分担等都是今后需要探讨的课题。
3. 安全网络的功能效用并非是单一的。只有在规范市场交易的各项法律制度及其各项制度建设齐备之时,安全网才能正常发挥作用。

★ 高品质的市场,也必须是公共主体所提供的安全网络功能充分发挥作用的市场。

(陳桐花翻譯)(陳景善校閱)

#### ◆ 作者簡介

##### 玉木 伸介 (たまき のぶすけ)

預金保險機構参与 (Executive Advisor to the Governor of the Deposit Insurance Corporation)。

1956年3月4日出生。52歳。

1979年3月東京大学経済学部経済学科卒業。1982年ロンドンスクール・オブ・エコノミクス留学(経済学修士)。

1979年4月日本銀行入行。考査局、企画局、国際局等を経て1999年8月情報サービス局広報課長。2001年6月総合研究開発機構主任研究員、2004年7月預金保險機構財務部上席審理役、2007年7月同財務部長、2008年7月より現職。

##### 【著書等】

- 「米国の預金保險法の改正」(「預金保險研究」第6号、2006年3月)
- 「預金保險制度の財政構造について——中期的な視点から」(「預金保險研究」第3号、2005年3月)。「年金2008年問題—市場を歪める巨大資金—」(日本経済新聞社、2004年8月)
- 「人口減少と総合国力」(小林陽太郎・小峰隆夫編。第3及び5章。2004年、日本経済評論社)
- 「国債と金利を巡る300年史—英国・米国・日本の国債管理政策—」(共著、東洋経済新報社、2005年7月)。「公的年金積立金の機能及び自主運用に関する議論の枠組みについて」(「公共選択の研究」2003, Vol. 40)

- 「経済教室『公的年金と株式運用』運用主体の独立性確保を」（日本経済新聞、2003年5月14日）
- “A Study of the Investment of Japan’s Public Pension Reserve Fund – How Should the Government Behave as an Institutional Investor?” (NIRA Working Paper Series 2003-2, July 2003)

## 美国应对金融危机的措施与中美经济走势

国家发改委对外经济  
研究所副所长、研究员  
叶辅靖

**内容提要：**美国次债危机爆发以来，美国当局采取了一系列超常规的措施拯救金融市场，阻止经济下滑，并对金融变革规划了初步蓝图。这些措施不可能有立竿见影的奇效，美国经济低迷状态仍将持续一段时间，而且仍有反复濒临衰退的可能。但长期效果不应低估。不应夸大危机对美国地位的冲击力，美国金融及金融监管存在严重漏洞，但不是不治之症。不应全盘否定美国金融的发展路径和监管制度。美国陷入日本式的长期低谷的可能性也不大。我国经济的基本态势目前尚未发生根本改变，但金融危机对我国的冲击已经开始显现。其最终影响将取决于金融危机的严重程度、传导渠道和我国的应对。

### 一、次债危机以来的美国拯救行动

2007年8月美国次债危机爆发以来，美国行政当局和美联储等采取了一系列重大步骤，试图阻止危机蔓延损害实体经济。

#### (一) 美国行政当局的救助措施

推动设立 SIV 支持基金。

提出次级房贷解困计划。

推出救生索计划。

出台经济刺激方案。2008年2月布什政府签署了总额达1680亿美元的经济刺激计划，该计划使1.17亿户美国家庭获得了退税支持。

接管“两房”。2008年9月7日美国财政部宣布由FHFA接管“两房”(房地美和房利美)。并采取三项补充措施。

通过金融纾困方案。即保尔森7000亿计划。

收购大型金融机构股票。2008年10月14日布什总统宣布，联邦政府将动用7000亿美元救市计划中的2500亿美元购买金融机构的优先股，以帮助银行继续向企业和个人提供贷款。

扩大政府保险范围。

#### (二) 美联储货币金融组合拳

美联储针对金融动荡、信贷紧张和经济减速在货币政策上采取了两大方面措施。

### 大幅放松货币政策

从2007年9月开始到今年10月底为止，美联储连续9次降息，将联邦基金目标利率从5.25%下调至1%，共下调425个基点。

### 向金融市场提供流动性支持

联储通过一系列货币政策工具创新向金融市场注入流动性，希望通过提供额外的资金来源通道，有序缩小杠杆效应，改善金融市场功能。

放宽存款机构在贴现窗口借款的条件。

创设新型贴现窗口定期拍卖便利(Term Auction Facility, TAF)。

推出定期回购协议和定期证券借贷工具(Term Securities Lending Facility, TSLF)。

将注资对象从商业银行扩大到其他机构。

设立主交易商(一级交易商)信贷平台(Primary Dealer Credit Facility, PDCF)。

创设商业票据信贷便利(Commercial Paper Funding Facility, CPFF)。

采取过渡性的“最终”规则。

对货币市场便利提供支持，建立资产支持商业票据货币市场共同基金流动性便利([Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility](#), AMLF)。

增设货币市场投资基金便利(Money Market Investor Funding Facility, MMIFF)。

签署货币互换协议。

促使投资银行转制。

### (三) 重构金融体系

堵塞漏洞。

建立宏观审慎监管机制。

重塑金融监管体系。

## 二、美国经济将步入较长期低潮

首先，金融市场难以在短期内恢复活力。

美国将经历一段较长信贷紧缩时期，银行业放款将持续偏紧，资本市场融资将陷入低沉。目前商业银行普遍提高了放贷的条件和标准，商业贷款、消费信贷等全面收缩，信贷条件恶化，而股市下跌及多数企业债收益要求提高，非金融企业融资成本大幅上升。所有这些都抑制总需求的扩张。经济将要经历的调整期比原先预计的更为漫长，调整期至少将持续到明年年底。

其次是美国国家债务攀升至历史新高，成为今后经济发展的新障碍。

第三，消费需求增长缺乏支撑。

第四，需求不振难以吸引企业增加投资。

第五，出口可能因其他国家经济减速而下降。

通货膨胀未来几个季度将不至于失控，但个人消费支出价格指数受能源和进口价格上涨的影响下半年将有所上升，核心通胀将因进口、能源和食品价格的回调和资源利用状况的缓



解而在明年将有所趋缓，不过通胀预期上升的风险仍然存在。

首先，美国这一轮通胀的最主要特点是由食品和能源带动，而核心项目的价格升幅则较为平稳，未见恶化趋势，这与 7、80 年代通胀全面恶化、整体与核心通胀同步上升明显不同。

第二，虽然最近美国通胀预期明显提高，但未必能够实现。因为工会推动工资的能力已经今非昔比了，加上经济转弱，就业接连下降，更从根本上抑制了工资的上升，因此，工资与物价竞相上升的局面难以重现，这有助于避免通胀全面扩散。

第三，美国现阶段正在经历的是新一轮信贷紧缩。联储虽然将联邦基金目标利率调低到 1%，并以各种工具向市场注入流动性，但银行却普遍倾向收紧信贷条件，在这种情况下，联储注入的短期资金，很难被用来大举扩张业务，因此，难以产生信贷膨胀效应，从而难以构成通胀压力。而且在银行趋于保守的情况下，货币政策的传导机制就存在梗阻，国际游资活动也面临制约，通过杠杆成倍放大的能力下降，推高资产价格的势头也相应减弱，这样，由泡沫化风险引起的通胀压力也将较为有限。

### 三、不应夸大危机对美国地位的冲击力

没有不落的太阳。在人类历史长河中，只有不曾强大的国家，没有从不没落的强国。从这个意义上说，美国霸主地位总有一天会被取代。他现在可能是在衰落的过程中，但是，还远没有到被取代的时候。

第一，现在还没有能够取代美国的竞争对手。

第二，不能低估美国社会的创新和自我完善能力。

第三，目前的救市方案有利于金融业的重组和重振。

第四，对美国金融的信心并非不能挽回。

第五，美国国债水平并非最糟。

第六，美国不会像日本那样陷入长期低迷的泥淖。

### 四、对我国经济的影响及应对措施

#### (一) 影响

1、尚未逆转我国经济发展的基本态势

2、对我国的负面影响开始凸显

经济减速的压力迅速增大。工业增长下行加速。部分行业、中小企业生产经营面临困境。珠三角、长三角和西部部分中小企业出现停产和半停产。

财政收入增长放慢。

#### (二) 我国的应对措施

1、放松货币金融政策

2、加大支农惠农力度，提高粮食收购价

3、提高出口退税率

4、加大基建投资

## 5、支持房地产行业健康发展

### 参考文献

1. Ben S. Bernanke, *Reducing Systemic Risk*, August 22, 2008, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).
2. Ben S. Bernanke, Semiannual Monetary Policy Report to the Congress, July 15, 2008.
3. Brian F. Madigan, Minutes of the Federal Open Market Committee, August 5, 2008.
4. Federal Reserve, Press Release, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).
5. Department of Treasury, [www.ustreas.gov](http://www.ustreas.gov).

2008・11・16

## 米国の金融危機への措置と中米経済の動向

国家発展と改革委員会対外経済  
研究所副所長、研究員  
葉輔靖

### 【要旨】

サブプライムローン問題が発生以来、米国当局は金融市場を救済し、経済下振れを阻止するため、一連の非常措置を採用した。それと同時に、金融改革の計画も立っている。これらの措置の即効果が出ることは出来ないが、長期的な効果は過小評価すべきではない。米国経済地位へのショックを過大化すべきではない。米国の金融及び金融監督には大きな破綻がある一方、不治の病を抱えるわけではなく、米国の金融発展のルートや金融監督制度を全面的に否定すべきではない。米国が日本のように長期不況に陥る可能性は大きくない。現在、中国経済の基本態勢は根本的に変化していないが、金融危機が中国への衝撃は既に現れ始まった。その最終的な影響は金融危機の度合い、伝達ルートと中国の対応次第である。

### 一、サブプライムローン問題以来の米国の救済措置

#### (一) 政府の救済策

SIV 救済基金計画の推進

サブプライムローンの救済策

サブプライムローンの借り手の救済策（政府と米金融大手6社、差し押さえ30日停止）

金融安定化法案

金融危機対策の政府案（7000億ドル計画）

#### (二) FRBの金融政策

金融政策の大幅的な緩和

金融市場への流動性供給

預金金融機関に公定歩合での貸出条件の緩和

「入札型ターム物貸出」(TAF, Term Auction Facility)の導入

「ターム物証券貸出制度」(TSLF, Term Securities Lending Facility)の導入

資金注入対象は商業銀行を他の機関への拡大

米証券会社に対する連銀窓口貸出(PDCF, Primary Dealer Credit Facility)の導入

CP買い取り制度(CPFF, Commercial Paper Funding Facility)の導入

過渡的な「最終ルール」の実施

金融市場へのサポート

マネーマーケット投資家貸出制度(MMIF, Money Market Investor Funding Facility)の創設

スワップ協定の結び

投資銀行の経営転換の促進

(三) 金融システムの再建

破綻問題の穴埋め

マクロ的なブルーデンス監督メカニズムの設立

金融監督体制の強化

二、米国の経済は比較的長期に景気の下振れ状態である

第一に、短期的に金融市場の回復は容易ではない。

第二に、米国の国家債務は史上最高となり、今後の経済発展への新しい支障となる。

第三に、消費需要ニーズの成長への支えが不足である。

第四に、企業の投資は需要の不振により増加し難い。

第五に、輸出は他国経済の減速により減少する可能性がある。

三、米国経済地位へのショックを過大化すべきではない

第一に、現在、米国を取って代わる競争相手はいない。

第二に、米国の社会の革新と自己完備の能力を過小評価することができない。

第三に、現在の救済措置は金融業の再建と復興に役に立つ。

第四に、米国の金融への自信は決して挽回できないとはいえない。

第五に、米国債の水準は最悪でもない。

第六に、米国は日本のように長期不況に陥るにはならない。

四、中国経済への影響とその対応策

(一) 影響

1、中国経済発展の基本態勢が逆転されない。

2、中国へのマイナス影響は現れ始まった。

(二) 中国の対応策

1、金融政策の緩和。

2、農業への支援や優遇を促進し、食糧の買い上げ価格を高める。

3、輸出税還付率を高める。

4、インフラ投資を増加する。

5、不動産業への健康的な発展を支持する。(劉瑞翻訳)

◆ 作者簡介

【簡历】

1965 年生于湖北十堰。

1999 年毕业于中国社会科学院研究生院经济系，获博士学位。

曾获联合国开发计划署资助在美国哈佛大学学习国际金融。  
先后在企业、大学和中央国家机关做过管理、教学和行政工作。  
现任国家发展改革委员会宏观经济研究院对外经济研究所副所长。

**【著作】**

《全能银行比较研究》；

《寻找竞争力的支点》（合著）；

《人民币汇率形成机制研究》；

《走向 FTA-建立中国东盟自由贸易区的战略与策略》；

《全能银行比较研究兼论混业与分业经营》等。

2008. 11. 16

## 日本の投資家保護と法規制

(要点)

東京大学大学院法学  
政治学研究科客員教授  
松尾 直彦

### 1 日本の資本市場法制の展開

日本の資本市場法制の中核である証券取引法は、米国の市場法制を参考にして、60年前の1948年に制定された。その理念の中核は投資家保護であった。しかしながら、日本の銀行中心の金融システムの下では、証券取引法はしばらくの間十分機能してこなかった。証券取引法が本格的に機能し始めたのは、資本市場が発展し始めた1980年代からであった。

証券取引法は、1980年代末以降は、資本市場の発展に応じて頻りに改正され、2007年にはその名称が金融商品取引法に変更され、その目的として、投資家保護に加えて、資本市場の機能の十全な発揮が追加された。これにより、「市場法」であることが明確にされた。

### 2 日本の金融システムの展開

日本の金融システムは、銀行、証券会社や保険会社がそれぞれの業務を行う業態別の制度であったが、資本市場の発展に応じて、銀行がグループとして行うことができる市場業務の範囲が拡大され、1990年代末の「金融ビッグバン」で概ね完了した。

現在では、銀行法、金融商品取引法や保険業法という業態別の法律に基づき、各業態がグループベースで多様な業務を行うことができる機能的な金融システムになっている。一方、銀行本体での証券業務は限定されており、EU型のユニバーサルバンク制度は採られておらず、米国型の制度となっている。

ただし、日本の金融システムでは、依然として銀行の存在が大きい。こうした現実を考慮して、銀行窓口における金融商品・取引のワンストップショッピング化が推進され、銀行による保険商品の窓口販売を全面解禁した2007年12月に概ね完了した。

### 3 金融行政当局の展開

日本の金融行政当局は、戦後一貫して、銀行・証券・保険のすべてを所管する一元監督者であった。金融事業者の業務が多角化している金融システムの下では、一元監督者に優位性がある。

2000年からは、いわゆる財政と金融の分離の理念の下、大蔵省から金融行政が分離され、内閣府に置かれた金融庁が新たな一元監督者として、制度の企画・立案から監督・検査まで、すべての金融行政を担当している。

また、日本の金融行政の特徴として、証券取引等の監視を専門的に行う独立の委員会として、1992年に証券取引等監視委員会が設置されている。これは、事前指導による業界の保護育成を図る行政か

ら、市場の健全性を事後的にチェックする市場行政への転換を図る出発点であった。

大蔵省時代の金融行政は制度の企画・立案が中心であったが、金融庁では監督・監視・検査というエンフォースメントが重視されている。これにより、銀行の健全性確保や市場の公正性・透明性確保に貢献している。

#### 4 投資家保護と市場の健全性確保の法規制

金融商品取引法は、「市場機能を中核とする金融システム」の理念の下で、投資家保護と市場の健全性確保を目的とするものである。このため、以下の法規制を定めている。

第1に、上場会社のディスクロージャの強化である。2008年度から導入された内部統制報告書制度などがその例である。

第2に、市場仲介者となる業者の規律の強化である。顧客への適合性原則や説明義務などがその例である。

第3に、市場における虚偽ディスクロージャやインサイダー取引などの不公正取引への対応措置の強化である。課徴金の導入と見直し、刑事罰の引上げなどがその例である。

第4に、金融商品取引業協会や金融商品取引所が業者、上場会社や投資者に対する規律を行う自主規制の強化である。

以上

## 日本保护投资人法律制度的形成与发展

(中文要点)

东京大学大学院  
法学政治学研究科客座教授  
松尾 直彦

### 一. 日本资本市场法律制度的发展

日本证券交易法是参考美国的市场法于 60 年前的 1948 年制定的,它是日本资本市场法制化的核心。虽然其核心理念是保护投资人,但在以银行为中心的日本金融体系下,很长一段时间该法并未充分发挥其作用。证券交易法真正地开始发挥作用是在日本资本市场走上发展之路的上世纪 80 年代。

随着日本资本市场的发展,自上世纪 80 年代末以后,频繁地修改了证券交易法。2007 年该法律修改时被更名为“金融商品交易法”。该法律修改的目的除“保护投资者”之外又追加了一款,即“促使资本市场充分发挥功能使金融商品等形成公正的价格(原文:[資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等](充分发挥资本市场的机能,促使金融商品等的公正价格的形成))

”。这一点明确说明了“金融商品交易法”就是“市场法”。

### 二. 日本金融体系的发展

日本金融体系中的银行、证券公司以及保险公司分属不同的行业,各行业在各自的业务范围内开展各自的业务,即采取的是“分业制度”。但随着资本市场的发展,银行扩大了集团可开展的市场业务范围,到 90 年代末,“金融大改革”基本完成。

依据银行法、金融商品交易法以及保险业法等规范各行业的法律,日本现在形成了各行业能够以集团方式开展业务的“多面手型”金融体系。另一方面,属银行主营业务的证券业务受到限定,没有采用欧盟的“全能银行”制,而采用的是美国式制度。但是,日本的金融体系中银行仍是主要角色。这一现实推动了银行的金融商品“一站式”购物。2007 年 12 月起全面放开允许银行窗口销售保险产品。

### 三. 金融行政当局所采取的措施

日本金融行政当局自战后以来,一直对所辖银行、证券、保险实行一体监督。在金融经营者的业务形式多样化的金融体系下,单一监督人有其优势。

从 2000 年开始,在所谓的财政和金融分家的理念下,金融行政从大藏省分离出来并另设金融厅,隶属内阁府。作为新型单一监督人,金融厅负责从制度的规划、立案到监督、检查等金融业务全过程的监督。



另外，日本金融行政的特色在于 1992 年设立了专门监视证券交易等金融业务的独立委员会——“证券交易监督委员会”。“证券交易监督委员会”的设立标志着金融行政从事前保护培育金融行业向事后监测市场健康度的市场行政方向转变。

大藏省时代的金融行政，其工作重心在于制度的规划、立案。而金融厅时代的金融行政重视监督、监视、检查这些行政强制手段的运用。也正是这一变化使金融厅在为确保银行的健康发展和金融市场的公正、透明上做出了贡献。

#### 四. 保护投资人、确保市场健康发展的法律规制

金融商品交易法是在“以市场为核心的金融体系”理念下，以保护投资人和确保市场健康发展为目的的法律。其法律规范如下：

强化上市公司信息披露。如 2008 年导入内部控制报告书制度。强化对市场中介公司的管理。如对顾客做恰当的解释或说明是经营者应尽的义务等。强化市场虚假信息及网上购物等不公正交易的行政措施。如导入罚金条款或加大罚款金额、加重刑事处罚等。强化金融商品交易协会及金融商品交易所对经营者、上市公司及其投资人的业内自我管理。

(陈桐花翻译)(陳景善校閱)

#### ◆ 作者簡介

松尾 直彦 (まつお なおひこ)

東京大学大学院法学政治学研究科 客員教授

1963 年生まれ、45 歳。

##### 【略歴】

1985 年 10 月 司法 試験合格

1986 年 3 月 東京大学法学部卒業

1989 年 6 月 米国ハーバード大学ロースクール修了 (LL. M.)

1990 年 5 月 米国ニューヨーク州弁護士登録

1996 年 3 月 最高裁判所司法研修所修了 (第 48 期)

##### 【職歴】

1986 年 4 月 大蔵省入省 (銀行局総務課、内閣官房内閣内政審議室、仙台国税局花巻税務署長、大臣官房調査企画課・文書課各課長補佐、国際局開発金融課・開発政策課各課長補佐 (総括))

2001 年 7 月 金融庁総務企画局政策課課長補佐 (総括)

2002 年 7 月 金融庁総務企画局国際課企画官

2005 年 8 月 金融庁総務企画局市場課 投資サービス法 (仮称) 法令準備室長 兼 政策課法務室長

2006 年 7 月 金融庁総務企画局市場課金融商品取引法令準備室長 兼 政策課法務室長

2007 年 8 月 東京大学公共政策大学院客員教授

2008 年 4 月～ 現職

研究分野：金融法、資本市場法政策

研究課題・研究経過：金融商品取引法制の研究、外国資本市場法制の研究

**【著書】**

- 「アメリカ金融制度の新潮流」（きんざい、1996 年）
- 「新旧対照 金融商品取引法」（編著）（きんざい、2006 年）
- 「一問一答 金融商品取引法」（編著）（商事法務、2006 年）
- 「実務論点 金融商品取引法（共編）（きんざい、2008 年）  
（その他論文多数）

**【翻訳書】**

- 「アメリカ金融機関法」（共訳）（木鐸社、1994 年）

2008. 11. 16

## 完善中国金融立法 积极应对金融危机

中国社会科学院金融研究所  
法与金融研究室主任、副研究员  
胡滨

自 2007 年 2 月美国次贷危机爆发以来，次贷危机已经逐步演化为全球性金融危机，并对全球实体经济造成了深刻的影响。面对金融危机，以美国为代表的各国政府都采取强有力的措施，积极应对。在宏观调控方面，各国政府主要采取协同降息，向市场注入流动性，在救助问题金融机构方面，采取向金融机构注资、实施国有化以及提供担保等措施；在金融监管方面，呼吁重建国际金融监管体系，加强对金融衍生品的监管；在金融立法方面，各国都在完善金融立法，防范金融风险的蔓延<sup>3</sup>。

现代金融是法治金融，金融运行、金融监管等都要受到法律的调整和规范，金融市场中的存款人、投资者、投保人等金融消费者，金融机构，金融交易所，中介服务机构，行业自律组织，政府监管部门，以及其他金融市场参与者的利益平衡和权利保护、权力赋予也需要通过法律来进行。因而，金融立法完善与否以及质量好坏直接关系我国金融运行的质量。虽然，金融危机对我国金融机构的直接冲击不大，但居安思危，未雨绸缪，我们必须完善金融立法，积极应对金融危机的挑战。

### 一 弥补金融立法空白，防范金融风险

中国之所以在此次金融危机中没有受到巨大的直接冲击，并非是由于中国的金融体系非常严密，金融监管和金融立法非常完善。而恰恰是中国金融市场尚不够发达，还没有完全对外开放、完全融入全球经济中，才使得我们没有赶上金融泡沫的破灭。事实上，面对金融危机的到来，我们还有许多立法空白之处，如果不加以及时弥补，我们将无法从容应对金融危机给中国带来的后续、深远的影响：

#### 1. 尽快建立存款保险制度

设立功能完善、权责统一、运作有效的存款保险机构，有利于增强金融机构、存款人的风险意识，防范道德风险，保护存款人合法权益。20 世纪 90 年代初，有经济学者提出我国应该建立存款保险制度，但相关的讨论只是在理论界进行。1997 年底，中国人民银行成立了存款保险研究课题组，开始着手研究存款保险制度，经过近 10 年的研究酝酿，存款保险制度仍然未能建立，这不能不说是一个遗憾。随着我国金融开放的逐步深入和金融管制的逐步

<sup>3</sup>美国总统布什于 2008 年 10 月 3 日签署了《紧急经济稳定法案》，美国国会授权政府可以动用多达 7000 多亿美元的资金向处于困境之中的金融机构购买房贷支持债券以及其他债券，主要目的是为了恢复金融系统的流动性和稳定性，增强投资者信心，保护存款人的资金安全，稳定房价。

放松，特别是随着金融危机对中国金融机构的影响不断加深，一个确保金融安全体系以抵御金融危机的存款保险制度越来越有必要。

## 2. 出台金融机构市场退出制度

加快建立金融机构市场退出机制，有利于及时清理金融体系中的不健康肌体，确保金融体系的健康运行。2006年，《破产法》获得通过，为金融机构市场退出奠定了法律基础。但是，由于金融机构的特殊性，《破产法》的相关规定显得过于原则而使其在现实中操作性较差，因此，制定《金融机构破产条例》就显得非常有必要。

## 3. 及时制定私募基金、产业投资基金的法律规范

目前，私募基金、产业基金还没有取得相应的法律地位。私募基金和产业基金在我国的金融市场中已经大量存在，但到目前为止还没有相应的法律、法规或者部门规章对其进行规范。很显然，长期的法外运行，不利于私募基金、产业基金的发展，同样也不利于金融安全和金融稳定。

## 4. 建立金融监管协调机制

当前，制度化的金融监管协调机制仍未出现。加强金融监管是金融业健康发展的要求。目前，经过近几年的改革，我国已经形成了银行、证券、保险分业监管体制，这种监管体制总体上符合我国当前金融发展的状况和要求。同时，我们也要看到，综合经营越来越成为金融经营的发展趋势，在这种情况下，彻底、纯粹的分业监管体制将难以适应新形势的要求。

## 二 通过立法来保护金融客户利益

金融机构是金融市场的中介机构，其运营的资金大多来自于客户，而且由于信息不对称和客户能力所限，导致了金融机构比其他机构存在更大的代理问题，客户对金融机构如何运作他们的资金无法予以有效的监督、约束，所以，金融立法承担起保护客户利益的责任就成为必要。英国《2001年金融服务与市场法》明确规定监管机构的监管目的之一，是保护客户的利益；国际证券监管委员会组织在其发布的《证券监管目的和原则》中阐明了保护投资人作为证券监管目的之意义和措施；国际保险监管机构协会的《保险核心原则》要求保险机构提高保护保单持有人的能力。虽然我国的相关立法也有类似的规定，《商业银行法》、《银行监督管理法》、《证券法》、《保险法》、《信托法》、《投资基金法》等都将保护客户的利益作为立法目的，但是在实践中，由于各种原因导致金融客户利益并没有得到很好的保护，金融合同中各种各样的霸王条款层出不穷，极大损害了金融客户的利益，也引起金融客户对金融机构的极大不满。因此，制定专门立法来保护金融客户利益就显得非常有必要。

## 三、合理规制金融监管机关的行政权限

在实践中，金融立法不完善导致金融监管机构权限过大的原因有以下几种：一是监管机构由于法治意识不强，经常在没有法律规范的情况下，随意行使权力，权力得不到有效约束；

特别是当监管机构面对大量实际问题，在法律不到位的情况下，靠政策、靠文件，随意行使权力的情况是时有发生；二是由于金融立法对监管机构的授权过于宽泛，导致监管机构权力没有受到法律的有效约束，干预的任意性很大；三是金融立法在很多时候过多关注如何保障金融管理权力的行使，而如何保护相对方权益和社会公共利益则考虑不够，规定监管机构责任少，强调金融市场参与者义务多，权利与权力、职责权不统一，致使监管机构权力未得到有效限制、规范。改变金融机构权限过大的情况需要我们改变传统的授权方式，要在金融立法中明确监管机构的具体权限、责任，以及违法的后果，而不能笼统授权。

#### 四，正确处理金融监管与金融创新的辩证关系

经过几年的金融改革，我国金融业一方面面临着从传统盈利模式向现代盈利模式的转变，另一方面，人民群众的金融服务需求也逐步增强。在这种背景下，金融机构提高金融服务效率需要通过管理创新和业务创新来实现。金融创新应当成为金融改革的重点之一。目前，我国的金融创新，尤其是管理体制创新和金融业务（产品）创新，仍然是由监管机构来主导的，这种模式最大的特点金融机构的内部创新依赖于监管机构的相关政策和规则的推出，难以发挥金融机构自身的主动性。事实上，金融机构处在提供金融服务的第一线，最了解投资者需要何种金融服务，因此，金融机构应当成为金融创新的推动者。

当前，美国次贷危机暴露的一个重要问题就是监管机构对金融创新产品如金融衍生品的监管过于松散，甚至监管缺位。而中国的情况恰恰相反，中国的金融衍生品市场并不发达，目前，中国金融立法对金融机构的创新权利限制过严。虽然这也避免了中国重蹈美国次贷危机的覆辙，但我们不应该因噎废食，一方面既要防范金融创新过度导致的金融风险，另一方面也要大力推动金融创新，在法律的规范下进行金融创新活动

## 中国における金融法制の完備と金融危機への積極的対処

(日本語要点)

中国社会科学院金融研究所  
法と金融研究室主任、副研究員  
胡濱

アメリカのサブプライム問題が引き起こしたグローバル金融危機は、グローバルな実体経済に悪影響を与えている。各国は、さまざまな措置をとり、積極的に金融危機に対処してきている。マクロ経済措置としては、主に利息を引き下げると同時に、資本市場と金融機関に資金を投じ、金融機関を国有化し、直接に担保（保証）を提供することなど強力的な措置が共同で取られている。そして、金融機関に対する監督においては、国際金融監督システムの再建や金融派生商品に対する監督の強化などが提起されている。さらに、金融法制においては、被害の蔓延を防ぐための手段として、法規制を完備し新たな立法活動が行われている。今回の金融危機をとおして、現代型の金融というものは、法治金融であるべきであり、金融経営活動およびそれに対する監督などの行為が法律、法規に基づかねばならないと認識されている。金融に関する法規制が完備されているか、または、その法規制の実効性が確保されているかは、金融市場の取引が円滑に行われるか否かに直接に影響を与えていることが分かった。

### I. 金融法規制の空白地帯を埋め、金融リスクを防ぐ

中国が今回の金融危機から直接打撃を受けなかったのは、中国の金融システムが完璧で、金融監督および法規制がすでに完備されたことによるのではない。中国の金融市場がまだ発達しておらず、かつ世界金融市場に完全に開放せず世界経済と一体となっていないからこそ、中国は、直ちに金融バブルに巻き込まれていないだけである。しかしながら、中国では、金融法規制において空白地帯がなおたくさん存在しており、新たな法規制を創設してそれを迅速に埋め補わねば、金融危機がもたらす事後的なリスクを、余裕をもって避けることができないであろう。

#### 1. 預金保険制度の制定

1997年には、中国人民銀行は預金保険に関する研究グループを立ち上げ、預金保険制度の制定に関する予備研究にすでに着手していた。残念ながら、10年間も経ったいまになっても、なお、預金保険制度が未成立のままである。金融機関および投資者のリスク負担の意識を高め、同時にハイリスク・ハイリターン運用に走るモラル・ハザードの発生を予防し、かつ、投資者の合法的權益を保護する機能をもつ預金保険機構の設立は、急務である。そのうえに、金融システムの安全性を確保し、金融リスクを防ぎ、経営の健全性を保つ預金保険制度の早急な構築が期待されている。

#### 2. 金融機関の金融市場から脱退する制度の制定

2006年に制定された「破産法」が金融機関の金融市場からの退出の法的根拠となるが、金融機関の特殊性からみると、「破産法」を用いて現実問題を解決する可能性は低い。それゆえに、金融機関の金融市場からの退出メカニズムを創設し、金融システムの中の不良成分を徹底的に整理することが可能である「金融機関破産条例（仮称）」の制定がもっとも重要となる。

### 3. Private Equity Fund（私募基金）と Industrial Investment Fund（産業投資基金）に関する法規制の制定

金融市場では、Private Equity Fundと Industrial Investment Fundがすでに多く存在しているにもかかわらず、それらに関する法規制がいまだ出されていない。このような法律が無い状態での営業活動が長く続ければ、ファンドの発展および金融市場の健全性の確保に不利な影響が出てくると考えられる。

### 4. 監督体制の協働メカニズムの構築

近年、中国の金融システムは、銀行、証券会社や保険会社がそれぞれの業務を行う業態別に対して規制する監督体制が改革の中で形成されてきた。現段階においては、このような規制体制は、中国の金融市場の発展状況に相応しいが、近い将来、金融経営の発展方向となる総合経営に応じて、協働で監督を行える体制の構築が期待される。

## II. 顧客の利益保護と専門法の制定

中国では、「商業銀行法」、「銀行監督管理法」、「証券法」、「保険法」、「信託法」、「投資基金法」などの金融業法の中で顧客の利益保護に関する条項が制定されている。ただし、その中に不当条項（霸王條款：優越的地位の濫用の意）も存在している。また、金融機関と顧客との間に取引情報が偏っており、取引能力も対等していないので、金融機関による虚偽ディスクロージャや不適合な勧誘、説明などを受け、金融商品が取引されるようになった。それによって顧客の利益が侵害された。そのような金融機関の不当行為は顧客の不満を惹起した。顧客の利益を保護し金融市場の仲介者となる金融機関の規律を強化するため、金融取引に関する専門法の制定が緊急な課題となる。

## III. 金融監督機関の監督権限の合理化

金融法規制が完備されていないことにより、中国の金融監督機関の権限が過大となっている。その表れとしては以下のようである。1. 金融監督機関は法律・法規に基づいて行政権限を行使するだけでなく、政策や文件に基づいても権限行使が行われる。恣意に監督権限を行使することが著しい。2. 現行金融法規では、金融監督機関による監督権限の範囲が広すぎて、金融監督機関の恣意的な干渉により金融市場の資源配分機能が損なわれる。3. 現行金融法規では、市場管理権限の分配および権限の行使などについて重点を置き、一般顧客のような投資者への保護や社会公益に対する配慮などが不足している。したがって、新たな法規制では金融監督機関の裁量権の範囲や法的効果が明確にされなければならない。

#### IV. 金融管理制度と金融業務の新開発（金融イノベーション）との弁証関係

高質な金融サービスを提供する目標を実現するには、その管理制度の改善と金融業務の新開発（金融イノベーション）との両方を高めなければならない。しかし、中国の金融モデルが伝統的な方式から現代的な方式へと転換されている中で、管理体制の改革と金融業務の新開発は、依然として金融監督機関がリードして行われている。金融機関においては、監督機関による金融政策や規則などが出されない限り、その内部で業務の新開発および業務管理を行うことが困難となっている。つまり、近年、金融監督機関が主導して行なわれた金融制度の改革において、金融機関の自主性を抑制している場合があると認めざるを得ない。これからは、金融機関が主体とした新たな金融管理制度を構築する推進者となるべきであろう。

アメリカのサブプライム問題は、監督機関による金融サービス監督、例えば金融派生商品に対する監督がゆるく、監督の空白地帯さえ存在しているという制度的な欠陥が露呈されている。アメリカに比して、中国の金融サービス市場はまだ発達しておらず、金融機関による業務の新開発が厳しく制限されている。このような監督規制の方式によりアメリカで発生したサブプライム問題を避けることが可能となるが、中国の金融市場においては、金融リスクを防ぐと同時に金融監督の改善と金融業務の開発に力を入れる必要があり、かつ、金融法規制に基づいて行政監督と金融業務の開発を行わなければならないであろう。

（陳桐花翻訳）（関根栄一校閲）

#### ◆ 作者簡介

##### 【簡歴】

1971年5月出生，安徽六安人、法学博士、金融学博士后，现任中国社会科学院金融研究所法与金融研究室主任、副研究员、硕士生导师。

2002年11月起在中国社会科学院金融研究所从事博士后研究工作，主要研究领域为金融与法律交叉领域的理论与实务研究，特别是在金融法治、资产证券化等方面的研究在国内居于领先水平。

##### 【著作】

先后在《法学研究》、《财贸经济》等核心刊物发表论文数十篇，在《中国证券报》等媒体发表文章几十篇，是《国家开发银行住房抵押贷款证券化方案》、《我国“走出去”的金融支持与国家开发银行国际化发展战略发展研究》、《中国城市金融生态环境评价》等省部级课题组的主要成员。

主持《中国金融法治问题研究》、《金融资产证券化法律制度研究》、《韩国资产证券化研究》等省部级课题十余项，担任数家金融机构及上市公司的高级顾问。

《中国金融法治 2005》（执行副主编）。该书是中国第一部集中、系统、全面、持续地



反映中国金融法治的现状、发展和改革进程的金融理论著作，填补了我国在金融法治理论方面的研究空白。

《国家开发银行住房抵押贷款证券化方案》的主要设计者，并参与了我国资产证券化试点的前期论证和设计，撰写了《韩国资产证券化研究及其对中国的启示》、《中国推行住房抵押贷款证券化的战略构想》、《资产证券化不可一蹴而就》《资产证券化试点：立法进程、问题及改进》等文章，为我国资产证券化的试点工作提出了很多建设性意见，其在资产证券化领域的研究处于国内前沿水平。

2008. 11. 16

## 市場インフラとしての金融オンブズマン制度

(要点)

早稲田大学法学学術院教授

犬飼 重仁

### 1. 金融資本市場の構成要素 (高質な市場の要件)

以下の構成要素のすべてにわたり、市場インフラ全体として、高質な市場の構築を目指すことが重要。

- (1) (多様で利用者本位の) 金融商品・サービス / (公正な) 金融機関等の金融サービス業者・仲介業者 / (層が厚くより洗練された) 投資家・金融サービス利用者
- (2) 法規制等の公的な市場制度インフラ
  - ① 融サービス市場法制・会社法制などの法規制システム
  - ② 各種自主規制ルールのフレームワーク (ソフトロー) と実効的自主規制団体機能
  - ③ 紛争解決機関 (横断的な金融オンブズマン制度) 等
  - ④ セーフティーネット (安全網)
  - ⑤ 規制監督機関 (一元監督者)
- (3) 市場のシステムインフラ (証券決済等電子プラットフォーム)
- (4) 関連税制
- (5) 金融人材

### 2-1. U.S. Financial Regulators “byzantine” ?

- ・ FRB : Federal Reserve Board (銀行持株会社等規制機関)
- ・ SEC : Securities and Exchange Commission (証券会社規制機関)
- ・ CFTC : Commodity Futures Trading Commission (商品先物取引規制機関)
- ・ OCC : Office of the Comptroller of the Currency (州法銀行規制機関)
- ・ OTS : Office of Thrift Supervision (貯蓄貸付組合規制機関)

Banking system in the US・・・ “byzantine” キーワードは、ビザンチン。

米国金融危機は、「ひどく込み入って複雑」な、業態縦割りの規制システムの機能不全が原因の一つ。

現在の米国金融危機は、米国金融市場において、広義のシステムリスクが顕在化したもの。----  
これから何を学ぶべきか？

### 2-2. 米国財務省-「現代化された金融規制構造のための青写真」

米国財務省 (ポールソン財務長官) は、2008 年 3 月 31 日、「現代化された金融規制構造のための青写真」と題する米国の金融規制改革に関する提言書を公表。米国の金融・資本市場の国際競争力を維持・向上するための行動計画。青写真は、短期、中期、長期の時間軸に分けての金融制度改革提言。

長期的提言は、英国金融規制システムをモデルに、「目的ベースの監督規制」の概念モデルを提示。縦割りの業態別に細かく分かれている現在の米国の規制機関を再編し、(1) 市場の安定性、(2) プルーデンス (健全性維持)、(3) 消費者保護を図る業務行為に分けて、金融規制の最重要の規制目的に対し責任を持つ規制機関を設けるとの提言。

### 3. 金融市場におけるシステミックリスクを回避する方法

広義のシステミックリスクとは、市場の一部において発生した異常事態が、市場全体に波及するリスク。時点ネット決済 (Net Settlement) <sup>4</sup> (日銀ネットでは、すでに時点ネット決済を廃止し、即時グロス決済 (Real Time Gross Settlement : RTGS) に統一している) において、一部の金融機関が決裁不履行になると、連鎖的に決裁不履行が発生しかねないリスクのことを元々システミックリスクと呼ぶが、現在では、時点ネット決済のリスクに限定せず、広い意味で使われる。

例えば、市場モニタリング制度の不備や、業種業態縦割りの規制監督制度等の限界 (規制システムの機能不全) により、市場の複数の場所で (例えば金融業の業種業態を跨ぎ) 同時多発的に、呼び名は異なるが類似・同種の経済実質を持つ、不適切ないし悪質な金融商品が大量販売される場合、市場全体に広がった後の段階で問題状況と実際のインパクトが明らかになるようなリスクも、広義のシステミックリスクに含まれる。

この種のシステミックリスクを避けるためには、横断的で単一ないし十分効率的な紛争解決機関 (金融オンブズマン制度) などによる、**情報センサー機能、市場モニタリング、そして情報フィードバックシステム**の存在が不可欠となる。

### 4. 金融オンブズマン制度の必要性

現在、日本では、規制機関自体は金融庁という有効な一元監督者が実在するが、横断的な金融オンブズマン制度は存在しない。現存するのは、民間の金融サービス業態ごとの 18 ある相談及び苦情対応機関である。これらは金融分野の既存の業態ごとの対応機関であり縦割りである。

金融商品・サービス、又は販売チャンネルが、業態の垣根を越えて横断化し、ワンストップショップが日常化している現状においては、利用者が苦情を訴えたい時や紛争が生じた時に、どこに相談してよいか分からないケースや、最も適切な相談先にたどり着けないケースが、今後増加すると予想される。

各金融サービス業の内部における問題状況や紛争の解決能力向上とともに、金融分野の紛争解決機関に対しては、利用者の利便性・満足度の向上と、問題状況発見の容易化と対応迅速化のために、機関の統合又は機関間の連携を通じた、横断的な紛争解決機能の充実 (最終的には金融オンブズマン制度の創立) が求められる。 (<http://www.kinyu-adr.jp/>)

以上

---

<sup>4</sup> 1日に数回設けられた決済時点まで振替指図をためておき、決済時点ごとに、各金融機関の受取総額と支払総額を算出し、差額部分のみを振替決済する方法。

## 建立非诉性金融纠纷解决机制 (Financial Ombudsman),

### 整備金融市场基础设施

(中文要点)

早稻田大学法学学术院教授  
犬饲 重仁

#### 1. 金融资本市场的构成要素 (高质量市场形成的条件)

作为完整的市场基础设施, 必须具备以下所有构成要素才能建立起高质量的市场。即

- (1) (以使用者为本的品种多样的) 金融商品・服务/ (公正的) 金融机构等金融服务公司  
・ 中介公司/ (人群广泛、精干的) 投资家・金融服务使用者
- (2) 法律制度等公共市场制度基础设施
  - ① 金融服务市场法制・公司法制等法律制度体系
  - ② 各种自我约束机制 (选择规范) 及实现自我约束机制的集体作用
  - ③ 解决纠纷的机构 (横向非诉性金融纠纷解决机制 (Financial Ombudsman)) 等
  - ④ 安全网络
  - ⑤ 法制监督机构 (一元监督)
- (3) 市场基础设施体系 (证券结算等电子台)
- (4) 相关税制
- (5) 金融人才

#### 2-1 U.S. Financial Regulators “byzantine” ?

- ・ FRB: Federal Reserve Board (银行持股公司法制机构)
- ・ SEC: Securities and Exchange Commission (证券公司法制机构)
- ・ CFTC: Commodity Futures Trading Commission (商品期货交易法制机构)
- ・ OCC: Office of the Comptroller of the Currency (州法银行法制机构)
- ・ OTS: Office of Thrift Supervision (储蓄贷款组合法制机构)

Banking system in the US . . . “byzantine” 关键词: “byzantine”

美国之所以发生金融危机, 其原因之一就在于结构过于繁杂的纵向行业分割规制系统患上了功能不健全症。现在美国的金融危机在美国金融市场明白显现出广义上的系统瘫痪风险。——我们从中学到了什么?

#### 2-2 美国财政部的《现代化金融法制结构的宏伟蓝图》

美国财政部（财长鲍尔森），于 2008 年 3 月 31 日就美国的金融规制改革发表了题为《现代化金融法制结构的宏伟蓝图》的倡议书，制定了维持并提高美国金融·资本市场国际竞争力的行动计划。宏伟蓝图以时间为轴，推出了短、中、长期金融制度改革的建议。其长期目标是，构建以英国金融法制体系为模式的“以达目的为基准的法制监督体系”，重新编制被纵向金融行业细化了的现行美国法制机构。建议把法制机构的业务目标划定为（1）确保市场的稳定性、（2）维持市场的健康发展、（3）保护消费者三个方面，以此建立起对金融法制化来说最为重要的法制目的负责的法制机构。

### 3. 金融市场回避系统瘫痪风险的方法

广义的系统瘫痪风险是指在市场局部发生的异常情况影响到市场整体的风险。原本针对定时盘中试结算方式（Net Settlement）<sup>5</sup>（日银股指期货已废止定时盘中试结算，统一为即时一揽子结算（Real Time Gross Settlement: RTGS）），一部分金融机构不履行结算时必然发生连锁不履行结算的风险被称之为“系统瘫痪风险”。而现在的“系统瘫痪风险”一语涵义广泛，不限指定时盘中试结算。例如，因市场监管制度不健全以及纵向行业分割的法制监督制度有局限性（法制系统功能不健全），在市场的许多地方，有异名同种或异名同类的经济实质以及不合时宜或质量低下的金融商品大量抛售现象同时发声的情况。

这种波及市场整体的后续问题以及有明显实际冲击的风险也包括在广义的“系统瘫痪风险”之中。为了避开此类系统瘫痪风险，必须有一个由横向且单一或高效的纠纷处理机构（非诉性金融纠纷解决机制（Financial Ombudsman））来行使信息监测、市场监管以及信息综合处理系统的职能。

### 4. 非诉性金融纠纷解决机制（Financial Ombudsman）存在的必要性

现在，日本拥有金融厅这一有效的一元监督法制机构，但是，横向的非诉性金融纠纷解决机制（Financial Ombudsman）并不存在。针对民间金融服务业，根据行业不同，有 18 个咨询求助及处理相关业务中发生的不平·不满案件的机构。这 18 个机构都是对应金融领域既存的行业而设立的纵向分割法制机构。

随着目前金融商品·服务及其销售渠道跨行业横向展开以及一站式购物方式的普及，可以想见，使用者欲倾诉不满或纠纷发生而不知到何处去咨询求助或无法找到最合适的咨询求助机构的案件今后将会大量增加。

随着金融服务业内部处理问题及解决纠纷能力的改善与提高，为使用者提供方便以及提高其满意度并能及时发现和迅速处理出现的问题，要求金融领域的纠纷处理机构，能通过金融机构的整合或各机构之间的合作，来加大其解决纠纷的力度与功效。（直至最终建立非诉性金融纠纷解决机制（Financial Ombudsman））。

（陳桐花翻訳）（王屏校对）（陳景善校閲）

---

<sup>5</sup> 每天设定数次结算时间段，每一时间段作转账处理累计，算定每一时间段各金融机关的收入总额和支出总额对消，最终就仅以差价转账结算的方式。

(Financial Ombudsman=非訴性金融糾紛解決機制・替代性糾紛解決機制・金融糾紛救済制度・金融業  
巡視専管員)

#### ◆作者簡介

##### 犬飼 重仁 (いぬかい しげひと)

早稲田大学 法学学術院 教授。 Professor, Faculty of Law, Waseda University

1953 年生まれ。55 歳。

1975 年慶応義塾大学法学部卒業。同年三菱商事入社。同社入社後、87 年から 9 年まで 6 年間余りのロンドン金融子会社勤務を含め 19 年間同社財務金融部門に勤務。2001 年から 2008 年まで三菱商事国際戦略研究所金融情報担当部長。ハーバード・ビジネススクール AMP 修了後、2002 年 6 月より総合研究開発機構 (NIRA) 出向。以後 6 年間 NIRA 主席研究員および Senior fellow を務める。2004 年 4 月から 2008 年 6 月まで、早稲田大学法学学術院客員教授を兼務。2007 年 4 月「金融 ADR・オンブズマン研究会」幹事 (現) (<http://www.kinyu-adr.jp/>)。同年 6 月「アジア資本市場協議会」代表兼事務局長 (現)。2008 年 7 月より現職。

##### 【著書 (編著)】

- 『短期金融市場 (新しい金融・資本市場 3)』 「第 9 章 国内 CP 市場」執筆, 日本経済新聞社, 1987 年。『グローバル経営と新しい企業金融の原理原則』 共編著, リックテレコム, 2000 年
- 『IT 革命と商社の未来像』 「第 2 章 IT は商社にとってチャンスか」執筆, 東洋経済新報社, 2001 年。『イノベーションできない人は去りなさい!』 序章-第 7 章, 終章-付章, 執筆及び編集, PHP 研究所, 2003 年
- 『図解 日本を良くする 101 の政策提言』 共同執筆, 日本経済評論社, 2003 年
- 『社債・CP・融資法制の構造と改革への視点』, 社債・CP 等企業金融関連投資商品の法制調査研究プロジェクト報告書 (神田秀樹東大教授の集中講義と企業財務実務経験者との連続対話), 企画・討議・編集, 企業財務協議会・日本資本市場協議会, 2004 年 6 月
- 『Enhancing Market Functions in Japan』 共編著, 慶応義塾大学出版会  
英文報告書作成 2004 年、単行本としての出版 2006 年
- 『電子コマースペーパーのすべて』 共編著, 東洋経済新報社, 2004 年
- 『NIRA Market Governance Report 2005: 包括的・横断的市場法制のグランドデザイン (NIRA 研究報告書 3 分冊)』 企画, 執筆及び編集, 2005 年
- 『投資サービス法への構想』 共著, 財経詳報社, 2005 年
- 『利用者の視点からみた投資サービス法』 共著, 財経詳報社, 2006 年
- 『戦略的的地方債市場改革提言-地方債インフラバンク構想- (NIRA 研究報告書)』 編著, 2007 年 2 月。『アジア域内国際債市場創設構想-アジアボンド市場へのロードマップ-』 レクシスネクシス刊, 編著, 2007 年 3 月
- 『金融サービス市場法のグランドデザイン』 (上村達男/神田秀樹/犬飼重仁 共編著), 東洋経済新報社, 2007 年 11 月

- 『日本版金融オンブズマンへの構想－認定投資者保護団体制度を生かす道－』（犬飼重仁・田中圭子 編著），レクシスネクシス刊，2007年11月
- 『Grand Design for an Asian Inter-Regional Professional Securities Market （AIR-PSM）』（犬飼重仁 編著），レクシスネクシス刊，2008年3月

2008. 11. 16

## 从旧共识到新秩序

国务院发展研究中心  
金融研究所副所长  
张承惠

### 一、过去共识之否定

在西方经济理论特别是新自由主义和华盛顿共识的引领下，人们普遍达成了以下一些共识：

第一，金融市场具有自稳定机制。只要金融市场具有足够的深度和广度（也就是说，市场要覆盖尽可能大的范围，金融产品要尽可能多样化），就能够有效分散和化解风险。

第二，由于每个市场参与者都是理性之人，市场的自动调节是最优越和最完善的机制。市场机制能够惩罚一切背离规则的市场主体，使之回到规范的行为轨道上来。

第三，现代企业制度可以建立起完善的内部治理，从而规范高管的经济行为，有效地减少内部人控制和道德风险。

第四，为实现上述目标，需要建立市场自由放任的市场经济以实现充分竞争。自由选择是经济和政治活动最基本的原则，只有让市场自行其是才会产生最好的结果。

但是此次美国金融危机动摇了上述所谓的共识。

首先，金融市场即便具有自稳定机制，也是有限的。我们看到的美国金融市场，反而具有不断扩张规模、放大风险的内在机制。2007年，美国的实体经济规模只有不足14万亿美元，但其金融资产规模超过600万亿美元，其中与生产和消费相关的贷款不足20万亿美元，股票市值20万亿美元，而金融衍生产品的规模高达近600万亿美元，是实体经济的40多倍。由于金融市场泡沫越吹越大，终于难以维持而导致金融危机。

其次，当市场形成寡头垄断的竞争格局之后，合谋或者某种程度的共同行为就很容易产生。稍远些的事例是2001年，曾经世界排名第一的安达信会计师事务所因参与安然造假而倒闭。无独有偶，毕马威参与施乐的造假，德勤公司也因审计不力而被推上被告席。2003年美国“上市公司会计监督理事会”的对四大会计师事务所的检查结果表明，这些事务所均存在大量的审计错误。在投资银行业我们也看到同样的情景：越来越多的证券分析师介入股票的推销——这就是证券分析师总是抬高企业评级的原因。最近的事例则是，在次贷危机中，标准普尔、穆迪、惠誉这三大评级机构在危机发生前，均未及时向投资者提示结构性金融产品风险，甚至在审计人员发现问题时，主管仍然要求其给予最高评级。正是利欲熏心的评级机构与华尔街合谋，才使得各种垃圾债券被贴上安全的标签出售给投资人。而在金融风暴席卷华尔街后，三大评级机构又不约而同地采取降级行动而成为“执照杀手”，从而加剧了金融风暴的危害程度和恐慌心理。近几年各类中介服务机构的所作所为，使得所谓“独立、客



观、公正”正在成为一张“画皮”。

第三，各类内部治理远没有人们想象或者希望的那么完美。其证据就是从商业银行、投资银行、保险公司到各种金融市场中介机构，高管违规甚至违法的行为屡见不鲜。美国一家信用评级公司曾在调查了 7000 家公司之后指出，多达 1 / 3 以上的美国上市公司可能存在财务作假问题。上世纪 80 年代之后，西方国家在新自由主义的指导下，纷纷推行了以放松政府管制为特征的经济改革。进入 90 年代之后一些市场准入的限制被进一步放宽，由此一方面导致企业成为可以任意甩卖的商品；另一方面导致职业经理人的权力急剧膨胀。突出表现为 CEO（首席执行官）的收入（特别是美国）远远高于普通员工<sup>6</sup>。不久前有报道说，在美国政府推出 7000 亿美元救市方案后，被喻为金融海啸始作俑者的金融机构高层，却仍然享有高薪报酬，甚至有人挥霍公款奢华度假。这些丑闻揭示出，在内部治理貌似完善的美国公司，职业经理人的权力并没有受到有效约束，“内部人控制”问题依然严重。为了个人的私欲，职业经理人可以置股东尤其是中小股东的利益于不顾，当然企业的社会责任更是无从谈起。

第四，美国金融危机证明，完全自由放任的市场经济并不能够顺利发展，过度依赖市场主体的自我监管等于没有监管。可以说，美国金融危机是市场主体集体“犯错”共同酿造的苦果：贷款机构为自身的经济利益而放宽了申贷标准，导致大量低信用等级借款人获得了贷款；投行等机构将次贷产品进行层层分解和打包，从中获得高额的手续费；评级公司为这些构造异常复杂金融产品打上“优质品”的标签；对冲基金、保险公司将这些金融衍生商品纳入自己的投资组合。另一方面，危机发生之后，当初设计的保护机制（存款保险公司、证券投资者保护基金、投保人保护基金）并没有发挥预期的作用。如果不是美国和欧洲各国政府的紧急救助，我们今天看到的恐怕是遍地瓦砾。

## 二、金融市场需要新秩序

美国危机之后，对金融市场和金融监管应有什么样的新共识、国际金融市场秩序应作何调整？

第一，市场主体的趋利性是难以自制的，无论是商业银行、证券公司、保险公司、基金管理公司，还是会计师事务所、评级公司，都难以摆脱对利润的疯狂追求，现有市场规则并不一定能够对这些行为加以制约，因此必须加强监管，建立有力的市场监管体制，随时修订过时的规则，防止出现监管空白。为此，多重的监管框架和分业监管框架应当整合为统一的监管框架。

第二，金融衍生品的发行和交易应当受到监控。一方面，由于衍生品的高杠杆在市场繁荣时可带来高收益，容易把交易极度放大，使得虚拟经济完全背离实体经济，导致经济结构的失衡；另一方面，衍生品的高杠杆在市场萧条时也会带来高风险，而杠杆效应又会使得金融市场快速坍塌，进而给实体经济带来沉重打击。因此，应当对金融衍生品包括对冲基金实施某种程度的监管，监管的核心在于增加产品风险的透明度。

---

<sup>6</sup>美国著名的管理大师德鲁克认为，任何公司领导人的收入不应该超过公司中最低收入者的 20 倍，但是 2001 年美国高级经理人的平均年薪高达 2740 万美元，是普通员工的 411 倍。

第三，加强公司外部治理和内部治理的结合，更加注意解决内部人控制问题。美国大企业经理的收入大部分来自其拥有的股票和股票期权，在这种激励机制下，公司高层天然具有做假账粉饰业绩以抬高股票价格、增加自身财富的冲动。对此，一方面要敦促金融机构进一步强化风险管理、高管薪酬、流动性管理，加强自我监管；另一方面要强化外部治理，通过提高金融机构经营活动的透明度，调整运作规则和改进金融产品的营销方式等方式，增加企业高管的外部压力。

第四，重要的市场中介机构需要监控，防止其在职能上的产生内在冲突，通过制定制度、改进流程、监管部门定期不定期的检查和聘请外部公司定期对中介机构进行独立性评估等措施，确保这类机构与证券发行人、承销商、投资者之间不存在利益关系，并加强信息披露，提高评级活动的透明度。

第五，加强国际监管部门的协调和对跨境交易的监控

当今金融市场上最有实力的，是各种类型的金融控股公司。由于这类公司多为跨国经营，而各国监管体制、监管方式又存在很大的差异，金融控股公司很容易在不同国家之间进行“监管套利”活动。美国花旗、AIG、德意志银行在此次金融危机中纷纷因过多的高风险交易而出现巨额亏损，说明控股公司受到的监管是十分有限的。对此，世界各国应进一步强化监管部门之间的协调，在主要国家的监管部门之间甚至应该建立固定的监管沟通机制，以便快速传递信息、对可能出现的系统风险作出准确判断，及时发现和处理金融市场中发生的问题。

第六，建立风险预警和危机处理机制。在此次美国金融危机的初始阶段，政府并未看到房价下跌所引发的一系列问题。今年 3、4 月份，美国高管甚至表示金融危机最坏的时候已经过去，完全没有预料到两房和雷曼公司事件及其对金融和经济产生的影响。在情况严重恶化以后，美国政府的救助措施一再遭到议会的否决，欧盟国家也是在一片混乱和反复争吵之后才勉强达成一致。相比 1933 年的罗斯福新政时期，政府应对危机的能力是很有限的。今后如何建立更有效的风险预警和处理机制，是各个国家都必须面对的问题。

## 古いコンセンサスから新秩序へ

張承惠

### 一、過去のコンセンサスは否定された

西洋の経済理論とりわけ新自由主義とワシントン・コンセンサスにリードされて、下記観点は世の中の共通認識として形成された。

- 1、金融市場は自己安定メカニズムを有している。
- 2、市場の自主的調整は他に優越する完璧なメカニズムである。
- 3、近代的企業制度のもとで、最高の内部統制が実現されるため、インサイダーによる支配とモラル・ハザードは効果的に低減される。
- 4、自由な選択は経済と政治活動の最も基本的な原則であり、市場に任せて始めて最良の結果が生まれる。

しかし、今般の米国の金融危機は上述の所謂コンセンサスを揺るがした。

まず、金融市場の自己安定メカニズムに限界がある。それどころか、米国の金融市場に絶えず規模を拡大し、リスクを増幅するような内在メカニズムが潜んでいる。2007年の米国の実体経済の規模はわずか14兆米ドルしかないものの、金融資産の規模は600兆ドル強とその40倍以上に達した。膨らみ続けた金融市場のバブルはとうとう持たず金融危機につながった。

次に市場競争の枠組みは寡占状態になると、共謀またはある種の合同行為が発生しやすくなる。サブプライムローン問題に関して、S&P、Moody's、Fitchの三大格付け会社はいずれも危機発生前適時にストラクチャー金融商品のリスクに関して注意喚起をするどころか、監査で問題が発覚されてからも、責任者が依然として最高レベルの格付けをするよう指示したのである。利欲に心を惑わされた格付け会社とウォール街の共謀により、様々なジャング債券は投資適格というレッテルを身につけて投資家に販売されていた。

三、様々な内部統制手法は人々が予想する或いは期待するパーフェクトなレベルにまったく到達していない。商業銀行、投資銀行、保険会社から各種金融市場の仲介業者並びにその高級管理職によるルール違反ないし違法行為が後を絶たないことはこれを見事に裏付けている。一見内部統制がきちんと整備されているように見える米国の会社において、プロフェッショナル・マネージャの権限が効果的に制約されておらず、“インサイダーによる支配”問題は依然として大変深刻である。

四、完全に野放し状態にある市場経済は順調に発展することができない。市場プレイヤーの自己規律に過度に依存するのはレギュレーションの不在に等しい。

### 二、金融市場は新秩序を求めている

1、市場プレイヤーの利益追求の本性を自己規律で抑えることが難しいため、監督を強化するしかない。レギュレーション空白がないように、強力な市場監督体制を整備し、時代遅れのルールを随時改定しなければならない。そのために、多重的で縦割りの分業監督体制を一本化することが必要。

2、金融デリバティブの発行と取引を監督下に置くこと。商品リスクの透明性を高めることは監督

の中心課題である。

3、企業の外部制約と内部統制の協働を強めること。監督当局はリスク・経営陣報酬・流動性の管理を強化し、自己規律を強化するよう金融機関を督促すると同時に、金融機関経営活動の透明性の向上、運用ルールの見直しや金融商品の販売勧誘方法の改善など外部制約を強化するによって、より大きな外部からの圧力を経営陣にかける必要がある。

4、機能上の利益相反を防ぐために、重要な市場仲介業者を監視すること。

5、監督当局の国際協調を強め、クロス・ボーダーの取引に対する監督を強化すること。

6、リスクの早期警報と危機対策体制の整備。

(蔡院森翻訳)

#### ◆ 作者简介

##### 【简历】

女，1957年5月出生於上海市。

国务院发展研究中心金融研究所副所长、研究员。

1982年毕业于上海工业大学机械系。1989年获管理学硕士学位。

1994年获经济学博士学位。

1992.6—1992.12，赴日本樱花银行总部进修金融业务。

1993—1995，借调国务院发展研究中心宏观部。

1995—1998，国务院发展研究中心宏观部。历任副研究员、研究员，研究室副主任。1998—2003.2，国务院发展研究中心技术经济研究部。历任第一研究室主任、副部长。2000.6—12月，日本综合研究开发机构（NIRA）客座研究员。

2003.2—今，任国务院发展研究中心金融研究所副所长。

主要研究方向金融政策、投资政策、民营企业投融资、资本市场。

##### 【著作】

1996年，参加UNDP项目“中国地区协调发展战略与改革综合研究”；

1998年，国发中心重点项目“东亚金融风潮与中国经济发展”课题联系人；1997—1998年间，参与《中国宏观政策报告1997》；《中国宏观政策报告1998》组稿和编辑工作；1999年，参加北京市科委委托课题：“高新技术产业发展规律与风险投资机制研究”，执笔“风险投资规律研究报告”；

2000年，主持完成国家自然科学基金委托应急项目《中国货币市场的监督、控制与管理》研究；

2000年，在日本主持完成《中日公共投资比较研究》项目；

2000—2001年，主持完成中国改革基金会委托课题《民营经济的融资渠道拓展问题研究》；

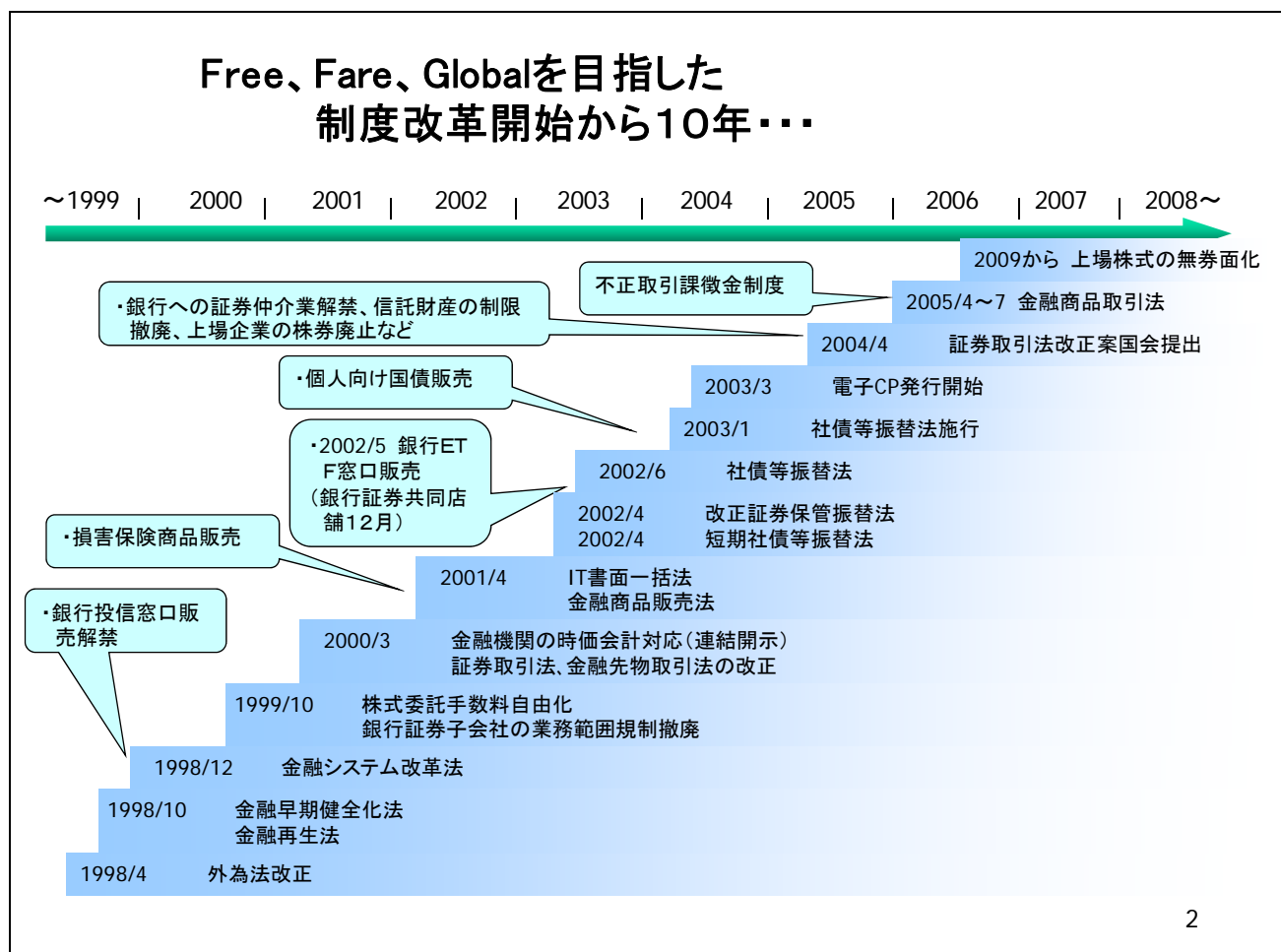
2002—2003年，主持完成北京市科委委托课题《中关村技术交易中心运行机制及支撑条件研究》。

2008. 11. 16

## 日本の経験に基づいたアジア資本市場について

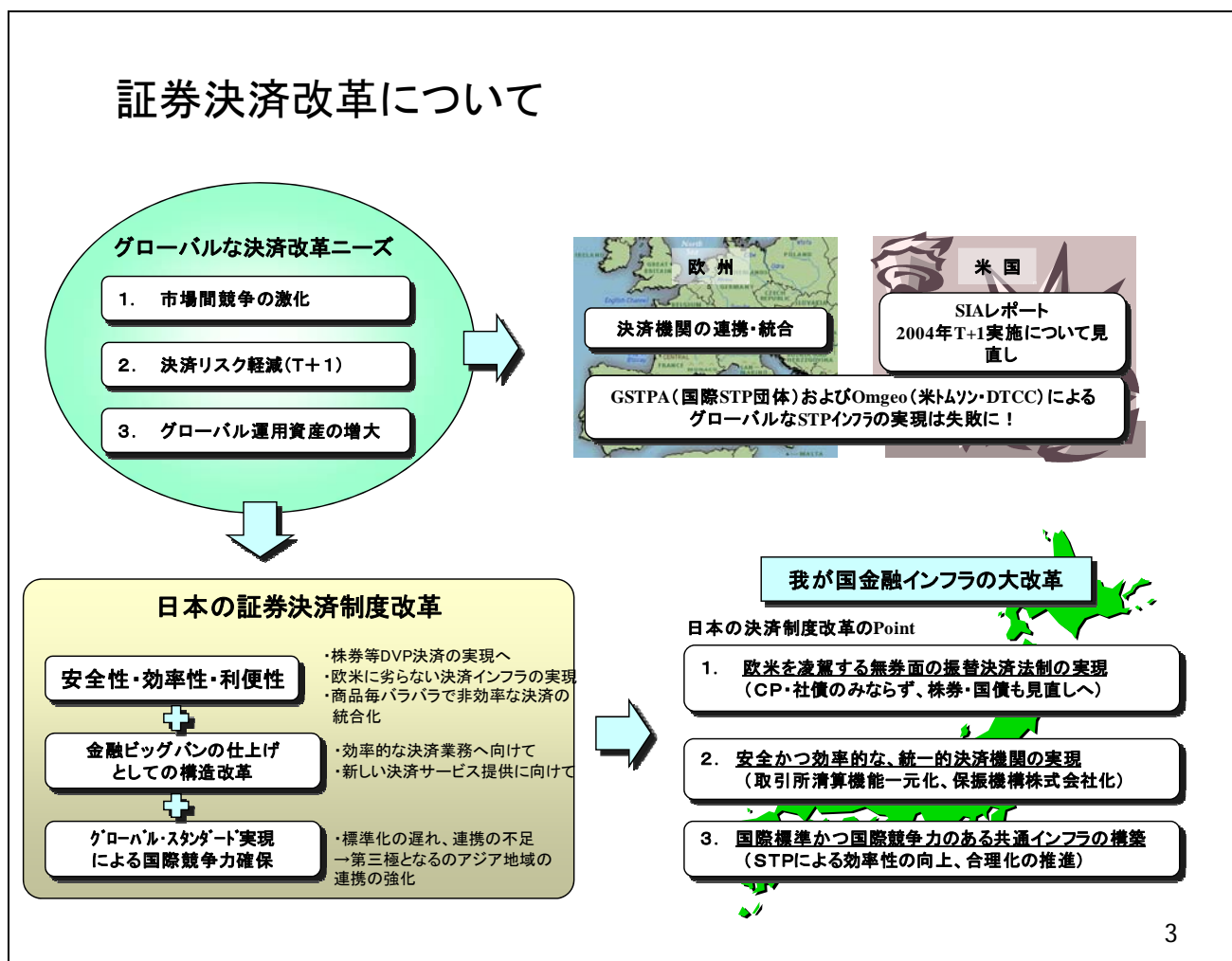
SBI ネットシステムズ株式会社  
トレードウィン株式会社  
代表取締役社長 内山 昌秋

1. アメリカ発のサブプライムローン問題に始まった世界同時株安により、世界金融危機となり、世界の实体经济にも大きな負の影響を与えております。  
アメリカでは、7000億ドルに上る財政出動を決定し、これによりアメリカは、結果として超財政赤字になるでしょう。サウジアラビアを初めとした中東諸国がドルペッグ制から離脱することにより、ドルが基軸通貨としての信任を失うのも遠いことではなくなり、今後は、中国、日本を中心としたアジア地域と、欧州、米国との三極体制が、より鮮明となってくるでしょう。その中で国際通貨制度についても、多数の通貨によるバスケット通貨体制へと移行されていくのではないかと考えます。  
今回は、「日本の経験に基づいたアジア資本市場について」の話をさせていただきますが、過去10年の日本の金融市場の変遷と経験について話をさせて頂き、その結果、日本は怎么样了かについて、短い時間ですのでごく一部の事象についてフォーカスさせて頂き発表させて頂ければと思います。
2. まず、日本においては、バブル崩壊後の不良債権処理、IT 革命など大きな社会変化の中、1998年の外為法改正に始まった金融制度改革も、来年2009年1月の株券電子化で一つの節目を迎えようとしております。  
金融制度改革についても、欧米を参考にしながら、世界的にも初めての経験となるデフレ下における経済成長を遂げると言った、世界でも初めての経験を乗り越えて、独自の方向性を探り進んできたものとなっております。  
まずは、金融制度改革のフロントランナーとなった証券決済改革について簡単にふれながら、世界に先駆けて進んできた制度改革等について、金融の現場の視点から簡単に述べさせていただきます。



3. 当時の日本では、欧州で急速に整備されつつあった証券決済制度に刺激を受け、又、将来において世界の市場間での競争の激化、決済リスクの軽減、グローバルにおける運用資産の増大などを予見し、安全で且つ効率的で利便性に富んだ証券決済システムを構築に向け取り組み始めました。結果として電子CPから始まった、より効率的な振替制度や取引所決済の効率化、証券保管振替機構の整備、そして株券電子化をはじめ効率的な決済業務をより正確に行えるインフラを整えることが出来、これを利用した新しい決済サービスも生まれつつあります。
- 又、世界に目を向けると、電子取引の標準化としてのFIXプロトコルは成功したもののGSTPAなどの実現においては、二の足を踏み実現には至っておりません。
- 当時、日本では、フロントランナーとして証券決済改革を、回りの外部状況を鑑みながら産官学民が協力し、この難局を乗り切ってきました。
- その中で、法制度のみならず決済照合など実務面での方式まで言及し、強力に推進してきた社債等振替制度などは、(今回、ご一緒させて頂いている犬飼先生と当時プロジェクト推進に向け、ご一緒させて頂きましたが、) その代表例と言えると思います。

## 証券決済改革について



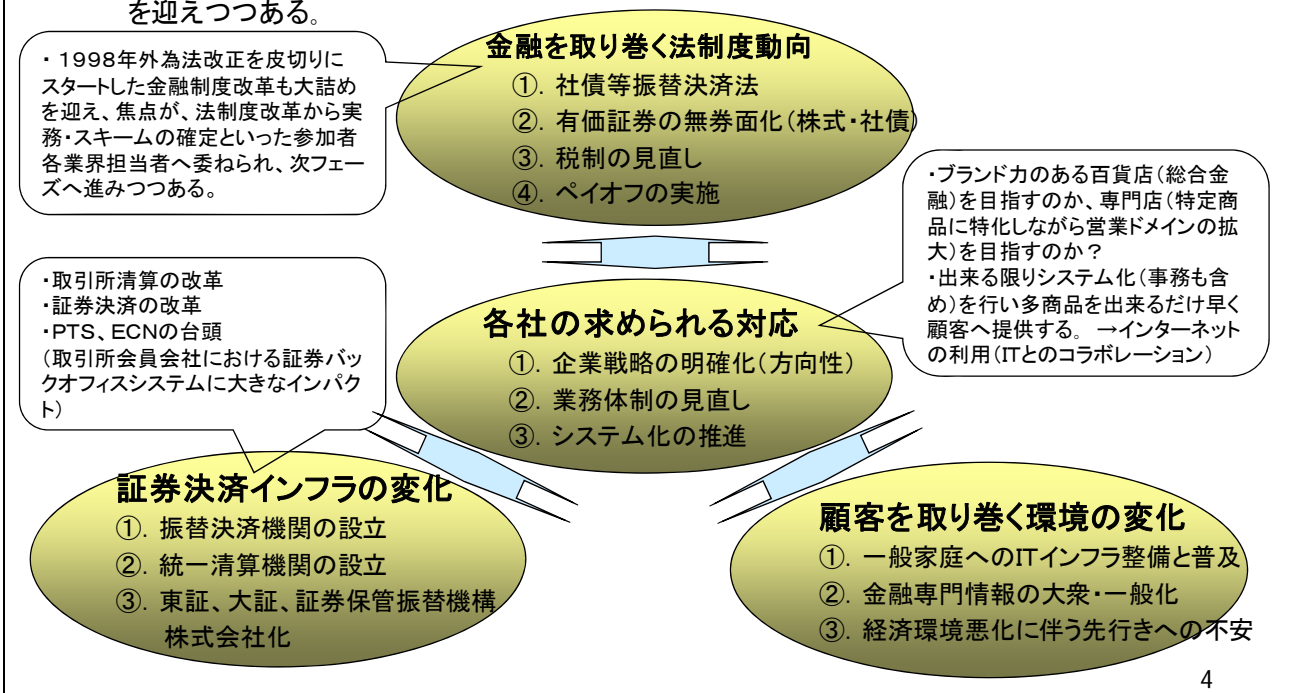
3

4. また、この十年、日本を取り巻く環境は、一度にいろいろな大きな波が押し寄せてきましたが、日本は産官学民が協力しあいながら、何とかそれを乗り越えてきました。前述のとおり、世界に伍する金融制度、そして、実務面においては、より安全で効率的な決済インフラの構築、個人を含めたIT環境の著しい進展など、一般家庭まで含めた今までに無い大きな変化、そしてその変化に対応した各企業など、この10年は、産業界、金融界、一般家庭に至るまで大きな波を乗り越えてきました。

その結果として、金融資本市場においては、市場型間接金融の発達、世界に稀に見るリスクテーカーであり、1500兆円とも言われる、個人投資家の存在感の増大など、世界に先駆けてさまざまな金融資本市場の環境が整ってきました。

## 最近10年の金融機関を取り巻く環境と変化

金融決済制度改革、不良債権処理、IT革命、そして、サブプライムに始まった世界金融危機等、今まで経験した事が無い大きなうねりが一度に押し寄せ各金融機関は、本格的な「戦略転換期」を迎えつつある。



4

5. 日本の金融資本市場について述べる前に、アメリカでの状況について簡単にお話しをさせて頂くと、1990年代以降の米国の金融機関は、アービトラージ型に特化する形で高収益を上げてきました。

金融が牽引する形での経済発展、言い換えると金融の産業化が叫ばれる中、ここでの問題は、バリューアップ型金融が疎かにされてきた事であるとも言えます。

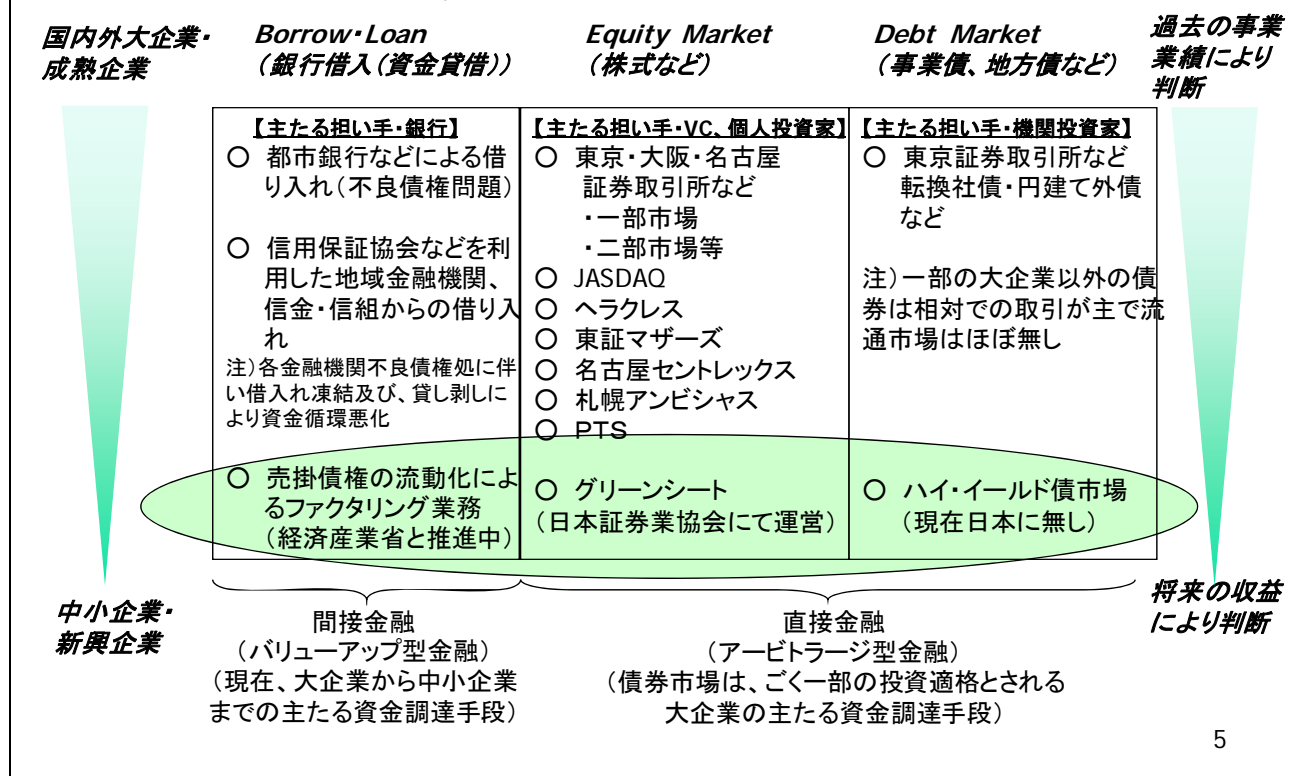
ここで言うアービトラージ型金融とは、「安く買って、高く売る」タイプの金融であり、バリューアップ型金融とは、「取引先企業の企業価値向上に資する」タイプの金融です。例えると、アービトラージ型は商業的と言ってよく、バリューアップ型は、製造業的と言ってよいと思います。

当時日本でも金融の産業化が叫ばれる中、アービトラージ型金融が台頭してきましたが、製造業・製造技術を中心とした考え方の日本経済においては、商業銀行の歴史的なパワーバランスもあり、日本型金融システムが変化する過程で、バリューアップ型の市場型間接金融と言った形がバランスよく発展してきました。



## 金融資本市場拡大への施策

### ■ 金融資本市場マトリックス



6. 次に、世界に稀に見るリスクテーカーであり、1500兆円とも言われる個人投資家の動向について、市場インパクトと言った視点からまとめてみました。

売買代金シェアで見ると株式市場の牽引役と言った視点から考察してみると、インターネットの普及に伴い、株式市場に大きな影響を与える主体として、特に個人投資家が注目されるようになってきました。

株式市場における主要な投資主体と言えば、機関投資家、外国人、個人をあげることができますが、これまでは、大きな影響を与える主体としては日本の株式市場においては、外国人投資家の動向が注目されております。

6ページと7ページの図表は、東京証券取引所発表の各投資主体別の売買代金シェアの推移をまとめたものです。これを見ると外国人投資家は、一般的に言われている市場における影響の大きさを表していると言えます。しかし、売買代金シェアについては、個人が、2003年初めごろから徐々に上昇し、一時的には外国人投資家を上回る勢いで成長してきました。近年においては、外国人投資家より下回っていますが、サブプライムの影響以降は、外国人投資家が萎んでいく中、個人投資家が上向き始めております。

売買高で見た場合は、売買代金よりより顕著に上記の変化が現れます。

又、株価との相関関係で株式市場を見てみると、特に東京証券取引所の投資部門別売買状況における「買い」と「売り」の差額と、同じ期間のTOPIXの変化率との相関関係でみた場合、外国人投資家は市場の変化と「正」の相関を持っている点に特徴があります。これは、市場の動きが「先」で外国人投資家が「後」、つまり、彼らは市場全体の動きに注目しており、市場が上昇すると購入し、市場が下落すると売却していると言った動きを表していると言えます。

これは、投資パフォーマンスをTOPIXと比較するようなファンドを運用する外国人投資家がTOPIXの上昇に追随するために後追いで購入する場合や、あらかじめフローを決めておき投資するポートフォリオ・インスアランスなどが当てはまります。

又、外国人投資家の行動が「原因」で市場の変化が「結果」となった場合があります。外国人投資家の投資資金が巨額で、「買い」という投資行動がマーケットインパクトを与え、市場価格を上昇させると言った場合があてはまります。

ここで特徴的なことは、日本の個人投資家に関しては、TOPIXの変動とは強い「負」の相関関係があることです。すなわち、個人投資家は下落するのを見て「買い」に向かうといった事が顕著に現れています。特にデイ・トレーダーと言われる投資スタイルは、短期間での売買を繰り返す、株式の仕込みと利益確定を短期間に行う投資スタイルであり、インターネット取引の拡大により増加していると考えられます。

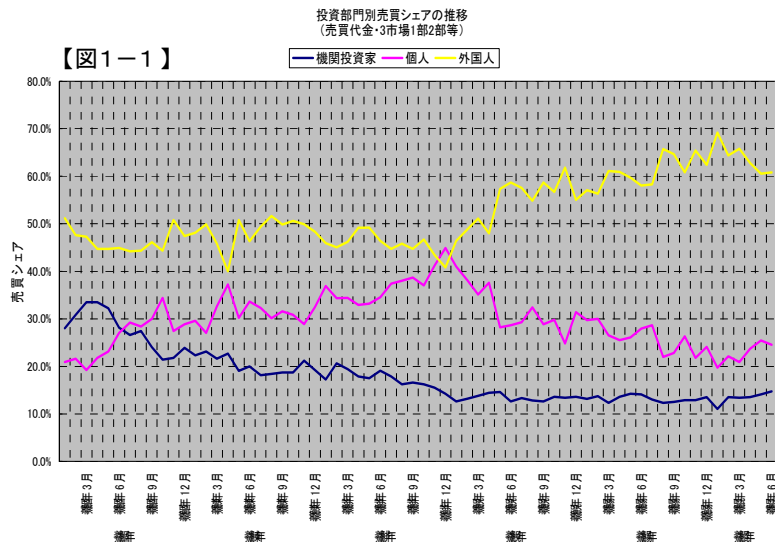
以上をまとめると、外国人投資家の行動は、市場価格の変動を増幅させ、市場価格を需給の関係においてある水準まで変化させる原因となっていると考えられます。いずれにしても株価を変動させる主体であることは間違いない事実です。

しかし、インターネットにより影響力を増した個人投資家は、市場とは逆向きで価格変化を緩和させる方向に動くと考えられます。

近年のインターネット取引の普及により増加した個人投資家の影響で、個別株式の価格変化が行き過ぎるといった指摘もありますが、マクロ的に見た場合、個人投資家の増加は市場に流動性を供給し、その逆張りの行動により価格変動の緩和に一役買っていると考えられます。

## 株式市場の牽引役としての個人投資家

インターネットの普及により株式市場における個人投資家の売買シェアが上昇している。しかし、株式市場を牽引する主体は相変わらず外国人投資家であるが、個人投資家の行動は市場価格と逆向きで、むしろ価格変動を緩和する方向に作用しているようである。



【図2】

投資部門別売買別資金フロー  
とTOPIX変化率との相関関係図

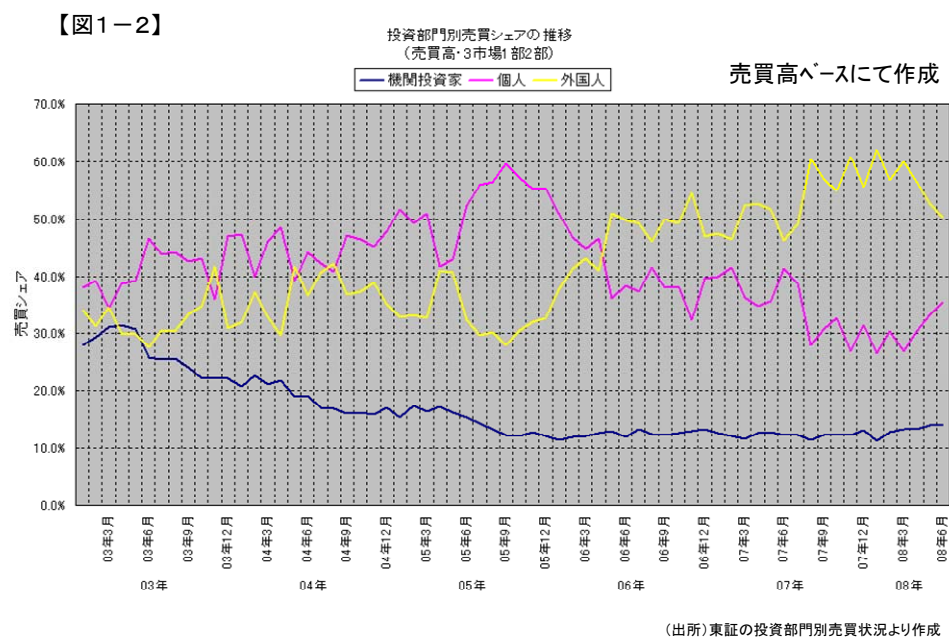
	2007年	2008年
外国人	0.74	0.82
個人	-0.14	-0.50
機関投資家	-0.75	-0.33

(出所) 東証の投資部門別売買状況より作成

(注1) 図1及び図2については、売買代金ベースにて算出  
売買高ベースで算出すると個人のシェアが大きくなる  
傾向にある

6

## 【参考】



7

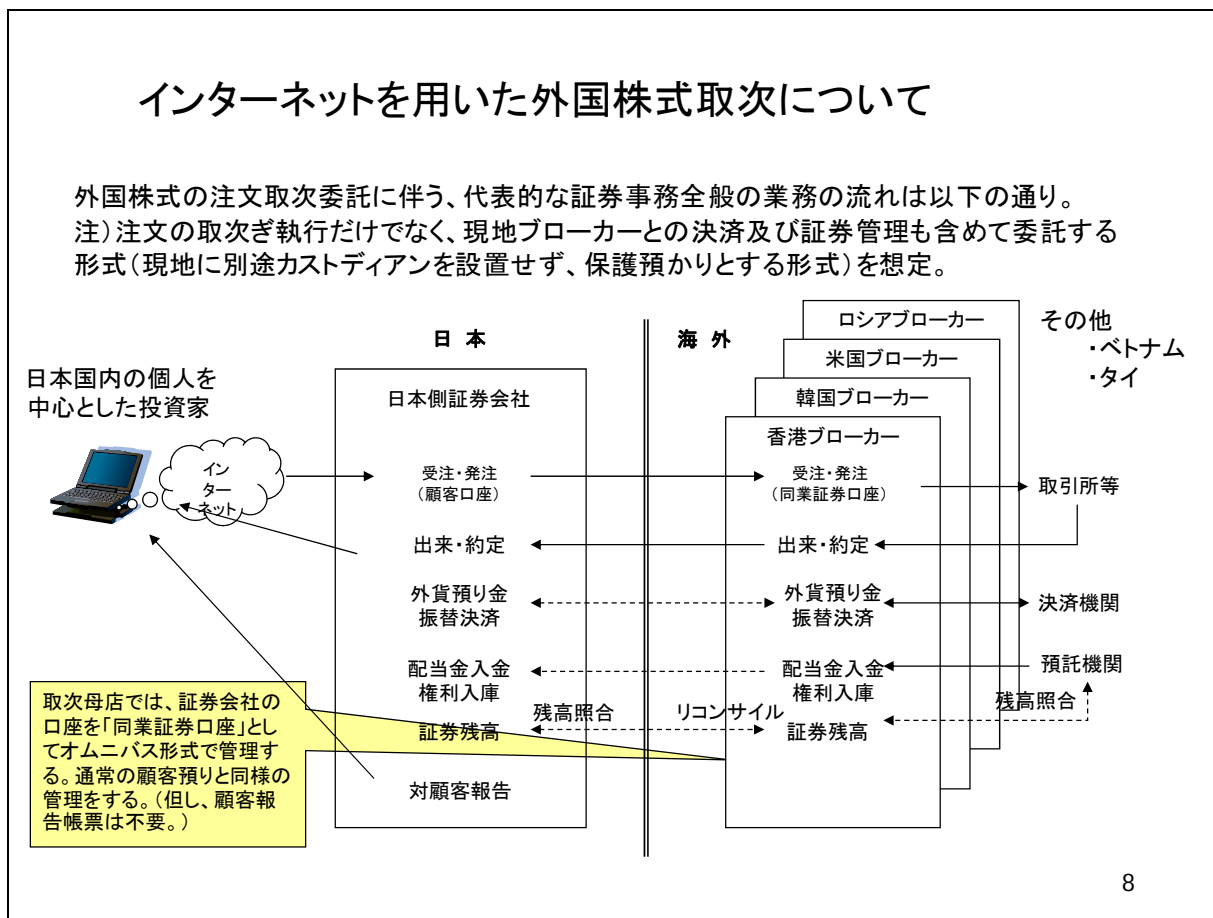
7. 前述に続いて、インターネット環境の発達により、世界に先駆けて個人投資家に浸透してきた外国株式市場へのリアルタイム取引について説明をさせていただきます。この投資環境をわかり易く説明する為には日本における外国株式にかかる代表的な業務の流れについて説明したいと思います。

【8 ページの図の説明】 外国証券内容説明書の提示など。。。

このような、日本では、世界にも稀なインターネットを用いて海外の取引所に対してリアルタイムに外国株式を取引できる環境が個人投資家向けに整備されました。これによりインターネットを駆使し個人投資家が海外の情報をいち早く入手し外国株式へ直接投資する環境が世界に先駆けて整ったといえます。

これは、又、一般的に認識されている日本の個人投資家はリスクをとらず銀行貯金ばかり行っていると云った認識ではなく、機関投資家以上に個人投資家がリスクを許容する投資家であるといった一面を顕著にあらわす出来事でもある。

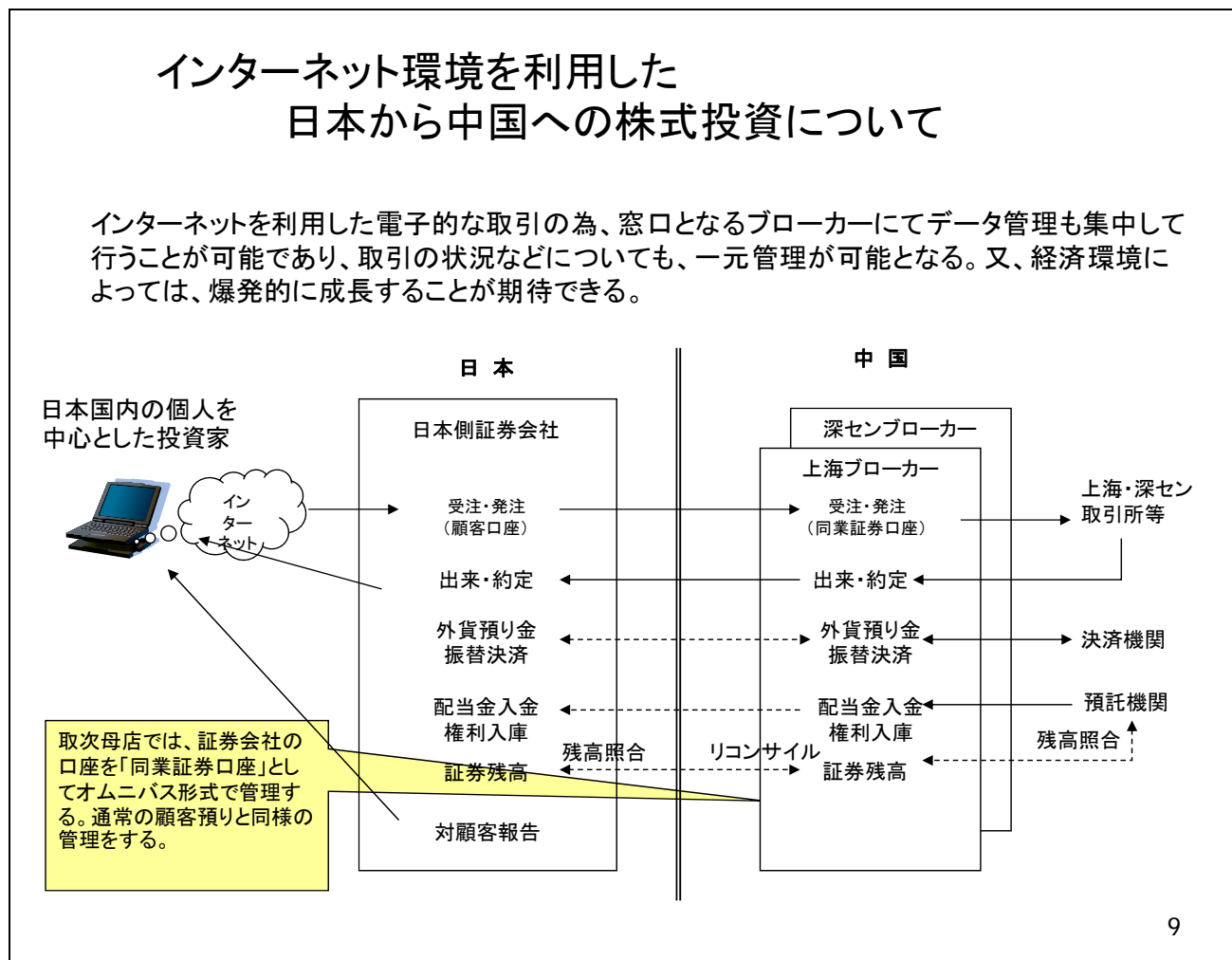
現在、日本のあるインターネット証券では、香港株式、韓国株式、米国株式など各国の証券取引所がオープンしている時間にリアルタイムに取引が可能となっております。又、韓国においては、韓国の個人投資家が韓国のインターネット証券を経由して日本株式に対して日本の取引所がオープンしている時間帯にリアルタイムで取引することが可能となっております。韓国とは IT を駆使しオンラインで、双方向で取引が可能となっております。



8. 今後、ドルが世界の基軸通貨としての影響力を弱めていく中、アジア地域での連携を強化する上でも、日本の今までの経験に基づいた新たなサービスを一致協力し立ち上げていく必要があると思います。

例えば、日本から中国株式市場へのリアルタイム取引など、中国でも爆発的に普及し進歩しているIT技術を活用することにより、コストメリット、スケールメリットを活かしたサービスとして、技術的には簡単に立ち上げることが可能です。インターネット技術を活用することにより取引データについても正確に管理することが可能となり、又、株取引にかかる全般的な管理なども迅速で且つ正確に実施することが可能となります。

今後の市場の発展には、投資性向の違った投資家を取り込むことが必要不可欠と考えます。又、グローバルにおけるアジアの存在感を増す為に相互の株式市場のシナジー効果を最大限にすることが必要であり、このような新しい参加者と一緒になってサービスを生んでいくことが必要と考えます。

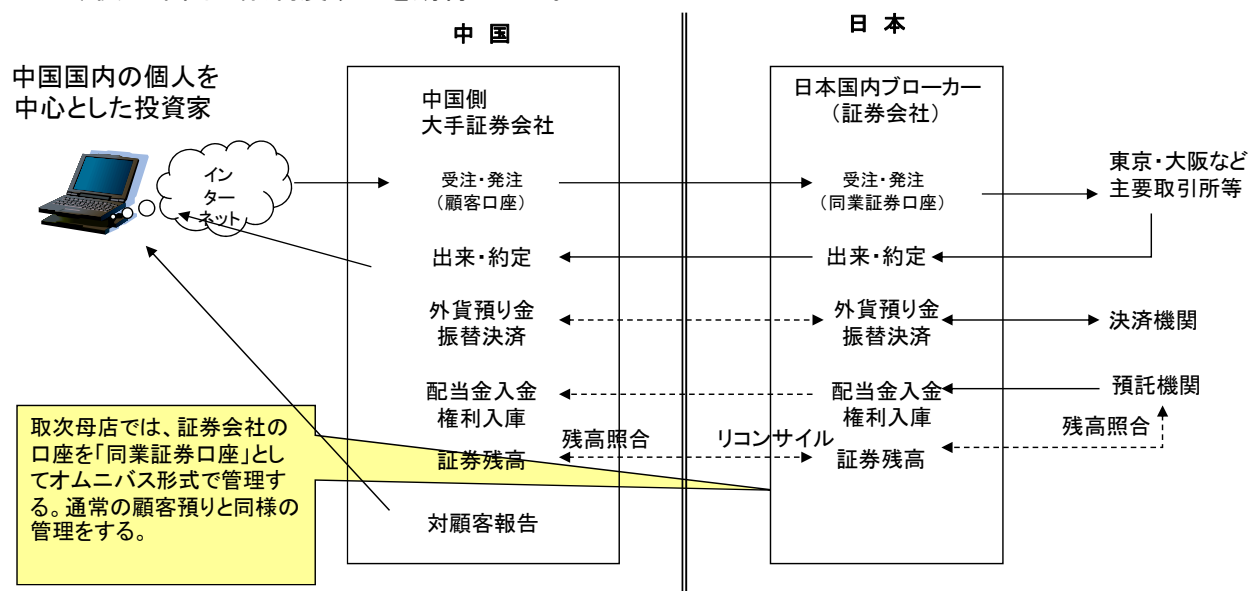


9. 金融制度、税制、通貨問題など、越えないといけないハードルが山積しているものの、アジア地

域での存在感を世界に示す上でも、日中の双方向での投資環境の整備は欠かすことができないものと考えます。このような変化の時代において、日本での過去の経験は、今後の相互発展の中で有効活用することが出来るものと考えます。

## インターネット環境を利用した 中国から日本への株式投資について

インターネットを利用した電子的な取引の為、窓口となるブローカーにてデータ管理も集中して行うことが可能であり、取引の状況などについても、一元管理が可能となる。又、経済環境によっては、爆発的に成長することが期待できる。  
今後の中国金融制度改正を期待したい。



## 基于日本经验的亚洲资本市场

SBI ネットシステムズ株式会社  
トレードウィン株式会社  
代表取締役社長  
内山 昌秋

### 1. 过去 10 年日本金融市场的变迁与经验

以美国次贷危机为导火索，世界性股价同时狂跌导致世界金融危机的爆发，也给世界实体经济带来负面影响。可以说，作为基础货币的美元失去信用将为时不远。未来，由以中国、日本为中心的亚洲地区、欧洲地区以及美国所构成的三极体制将突现出来。

### 2. 始于 1998 年修改《外汇法》的日本金融制度改革

日本的金融制度改革主要是参照欧美的经验。日本积累了作为世界初次体验的在经济紧缩情况下实现了经济增长的经验，这也是世界首次在没有经验的前提下走出的一条具有自己特色的道路。

### 3. 成为金融制度改革先导的证券结算改革是世界领先的制度改革。

由于受到当时欧洲快速整合的证券结算制度的刺激，日本预见到未来世界市场的激烈竞争、结算风险的减轻以及资金在全球范围内运用的增加，于是，开始构筑安全、有效并具有便利性的证券结算体系。

### 4. 与世界为伍的金融制度

不光是法律制度，也涉及到结算等实务性层面上的问题。如得到大力推进的公司债券等替代性制度措施（我曾与犬饲先生一起参加了那个项目）。10 年来，日本的产官学一边合作，一边尝试着超越。如前所述，在实务性层面上构筑了更安全、更有效率的结算基础设施以及包括个人的 IT 环境在内的各种明显的改进。如，资产达 1500 兆日元的个人投资者存在感增强，领先世界的各种各样的金融资本市场环境得到整合。

### 5. 1990 年代以来，美国的金融机构以特化差额型的金融方式获取高收益

在日本式金融体系变化过程中，升值型的所谓市场间接金融方式得到良好的平衡性发展。

### 6. 个人投资者作为对股市有巨大影响的主体引人注目

世界罕见的风险承担者出现，资产达 1500 兆日元的个人投资者的动向给市场带来冲击。由于因特网而增大影响力的个人投资者让与市场相反方向的价格变化趋势得到缓解。从宏观角度看，个人投资者的增加提供了市场的流动性，其钳制性行动对缓解价格变动发挥了自已的作用。

### 7. 领先世界的个人投资者也参与其中的对外国股市的即时交易

在日本，有世界罕见的利用因特网面向个人投资者对海外交易所的外国股票进行交易的完善环境。个人投资者明显地表现出高于机构投资者的风险承受能力。

8. 即便是在亚洲区域合作得到强化的今天，也有必要总结日本的经验并在此基础之上同心合作。

未来市场的发展，将不同取向的投资者网络到一起是不可或缺的，另外，随着亚洲在全球化进程中存在感的增强，区域内各国之间有必要最大限度地追求股市的相乘效应。

9. 中日双方之间完善彼此的投资环境是必不可少的。

当今时代瞬息万变，在未来两国的不断发展中，我们应该有效和灵活地运用日本过去的经验。

(王屏整理并翻译)

#### ◆ 作者简介

内山昌秋 (うちやま まさあき)

トレードウィン株式会社代表取締役

SBI ネットシステムズ株式会社代表取締役 [東証マザーズ上場会社]

1962 年生まれ、46 歳。1986 年 同志社大学工学部卒業。

#### 【職歴】

1986 年 4 月 日興証券株式会社 入社

(現日興シティホールディングス株式会社)

1999 年 7 月 アンダーセンコンサルティング 入社

(現アクセンチュア株式会社)

2000 年 6 月 トレードウィン株式会社 代表取締役(現任)

2006 年 1 月 岡三オンライン証券株式会社 取締役

2008 年 6 月 SBI ネットシステムズ株式会社 代表取締役(現任)

2008 年 6 月 岡三オンライン証券株式会社 顧問(現任)

2008 年 8 月 SBI システムズ株式会社 取締役(現任)

2008 年 6 月 株式会社 SBI テクノロジー 取締役(現任)

現在に至る

#### 【主な著作】

- 『金融市民革命』 共編著，実業之日本社，2003 年
- 『投資サービス法への構想』 共著，財経詳報社，2005 年
- 『NIRA Market Governance Report 2005：包括的・横断的市場法制のグランドデザイン (NIRA 研究報告書 3 分冊)』 共著，2005 年
- 『利用者の視点からみた投資サービス法』 共著，財経詳報社，2006 年



2008. 11. 16

## 日本 20 世纪 90 年代应对金融危机的经验与教训

中国社会科学院  
日本研究所  
刘 瑞

## 一、日本 20 世纪 90 年代金融危机的原因

20 世纪 80 年代中期，日本进入“泡沫经济”时期，地价、股价等资产价格暴涨，货币供应量及信贷规模膨胀，经济活动呈现过热趋势。日经平均股价从 1986 年 1 月的 13000 日元上升至 1989 年末的 39000 日元，大都市商业用地地价也上涨了两倍。在这一时期，银行风险意识下降，放松了对企业的贷款审查和信贷管理。随着地价的上涨，为追求业务规模和收益扩张，银行资金主要投向不动产和以不动产为担保提供个人住房贷款的非银行金融机构。从表 1 可以看出，从 1985 年至 1990 年，全国银行对制造业的贷款比重从 26.1% 下降至 15.7%，而对非制造业的贷款不断增加，其中，对不动产行业的贷款比重迅速增加。

表 1 全国银行业贷款比重及余额

年度	制造业 (%)	非制造业 (%)			合计(万亿日元)
		总体	不动产业	建筑业	
1983	28.9	58.0	6.4	5.5	181.0
1984	27.4	59.6	6.9	5.6	202.1
1985	26.1	60.5	7.7	5.7	222.8
1986	23.6	62.8	9.6	5.5	244.4
1987	20.5	64.5	10.2	5.2	268.6
1988	18.7	65.1	10.9	5.1	288.2
1989	16.7	65.0	11.5	5.4	355.1
1990	15.7	65.0	11.3	5.3	376.0
1991	15.6	64.7	11.6	5.6	385.7
1992	15.1	65.0	12.1	5.9	393.0
1993	16.0	65.1	11.4	6.2	477.6
1994	15.6	65.7	11.7	6.4	478.4
1995	15.0	65.5	11.8	6.4	484.5
1996	14.6	65.3	12.2	6.3	486.7

资料来源：日本銀行『經濟統計年報』（1996）

20 世纪 90 年代初期，随着日本泡沫经济的崩溃，股票、房地产等资产价格暴跌，以住宅金融专门公司（以下简称“住专”）为代表的非银行金融机构因大量不动产融资无法收回，

导致向住专提供融资的金融机构的资产状况急剧恶化，造成巨额不良债权，对金融体系和实体经济影响极大。

## 二、金融危机主要表现

(一) 金融机构大量破产，金融体系不稳定。从 1992 年开始，金融机构连续出现破产现象（参见表 2）。从 1992 年东洋信用金库、1993 年大阪府民信用组合在存款保险机构帮助下被其他金融机构吸收合并，到 1997 年开始北海道拓殖银行、山一证券、日本长期信用银行等大型金融机构破产，“银行不倒”的神话彻底崩溃，金融机构陷入资金周转困难局面。

表 2 金融机构破产件数

年度	1991-199	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
	4									
银行	1	2	1	3	5	5	0	2	0	1
信用金库	2	0	0	0	0	10	2	13	0	0
信用组合	5	4	4	14	25	29	12	41	0	0
合计	8	6	5	17	30	44	14	56	0	1

资料来源：平成 15 年度預金保険機構年報

(二) 金融机构信用收缩，凸现银行“惜贷”与无效率追加贷款并存的矛盾。

根据国际清算银行《巴塞尔协议》规定，从事国际结算业务的银行，其自有资本占风险性资产的比率不得低于 8%。为了提高自有资本充足率，避免因回收不良债权而减少自有资本的风险，日本的银行采取了对其融资对象中经营不善的企业进一步追加贷款的方式，尽可能延长其经营寿命，防止其因破产而导致不良债权显现。这种追加贷款大部分融资于收益低下的不动产、建筑和批发零售等行业。人为地对这些本应清算的企业进行无效率投入，反而延误了不良债权的处理进程。另一方面，对问题企业的追加贷款，挤占了银行资产，也压缩了对优良企业的贷款空间。同时，银行加大对既有贷款的回收，并严格限制新贷款，出现了严重的“惜贷”现象，使企业力图通过贷款进行投资的常规做法难以实现。

(三) 企业出现债务过剩问题。

从借款方角度来看，银行的不良债权问题实际上意味着企业负担了大量债务，而且这些债务因企业经营陷入困境难以立刻返还。为了尽快削减债务，避免破产风险，企业只能采取优先返还债务的做法，对新增设备以及新型项目的投资非常谨慎，甚至因此错失投资良机。

(四) 严重影响宏观经济运行。

泡沫经济崩溃后，巨额不良债权不仅严重影响了银行正常经营，使之无法发挥金融中介职能，还导致企业保有资产的担保价值减少而引起企业借款能力下降，经营陷入困境甚至破产，失业人口增加，经济步入低迷。不良债权问题的深化使日本陷入不良债权增加→银行经营状况恶化→贷款减少→企业破产增加→经济更加低迷→不良债权更加严重的恶性循环当中，严重影响了宏观经济的正常运行。对金融机构的不安心理也会导致消费和投资的低迷，使经济情况进一步恶化。日本实际 GDP 增长率由 1990 年的 5.5% 骤然将至 1991 年的 2.9%，

1998 年开始出现了负增长。

### 三、日本应对金融危机的措施

为了应对金融危机，使经济走出低迷，日本政府、央行以及银行自身采取了多种措施。

#### （一）通过注入公共资金方式救助银行业。

1998 年 2 月，日本通过了《金融稳定化法案》，设立了 30 万亿日元公共资金，其中 17 万亿日元用于保护存款者及收购不良债权，13 万亿日元用于对金融机构注入资本。为应对金融危机，日本政府实际动用公共资金 46.6 万亿日元（其中资本注入 12.4 万亿日元），主要用于破产金融机构的重建、增强金融机构自有资本以及强化存款保险、保护储蓄者利益。

日本分别于 1998 年和 1999 年两次向银行业注资，其中 1998 年 3 月共向 18 家大银行及 3 家地方银行注资 1.8 万亿日元。1999 年 3 月，日本向 15 家大银行实施了总额为 7.5 万亿日元注资计划，要求大银行严格进行业务重组，旨在提高大银行自有资本充足率，消除银行经营的系统性风险。同时对已经破产的银行实施临时性国有化措施，如日本长期信用银行、日本债券信用银行。

在注入公共资金方式上也有所改变，更加注重被救助银行的道德风险（道德の欠如）和主体经营意识。2003 年 5 月，理索纳银行自有资本充足率仅为 2%，无法继续正常的金融活动。为了稳定金融体系，政府出资 1.96 万亿日元购买其股份，支持理索纳银行重建。同时追究了经营者责任，令管理层引咎辞职，并要求银行步入正轨后返还所注入的公共资金。银行为解决不良债权问题增强自有资本而申请公共资金时，必须提交《经营健全化计划》，包括经营方式、财务内容及业务发展等内容，并由管理部门监督执行。

#### （二）处理不良债权

在不良债权问题出现之初，虽然日本政府也采取了成立整理回收机构（RCC）收购不良债权、对经营不善的银行开辟注入公共资金之路等措施，但不良债权问题积重难返，迟迟不能解决，加之日本国内经济萧条，新增不良债权不断增加。

为了解决日本经济中存在的结构性问题，尽快处理不良债权，使经济走出低迷，日本采取了多种措施。

##### 1、明确设定不良债权处理目标。

2001 年 4 月，日本政府制定了《紧急经济对策》，要求主要银行加快不良债权的处理进程，对危险债权以下的新增不良债权在 3 年内、既有不良债权在 2 年内进行最终处理。2002 年 4 月，政府提出 3 年内处理的不良债权，第一年处理 50%、第二年处理 80% 的目标。2002 年 10 月，《金融再生计划》出台，提出至 2005 年 3 月末，主要银行不良债权比率从 2002 年 3 月末的 8.4% 降低一半，即降为 4% 以下。在这些明确目标引导下，主要银行开始客观进行资产评估，切实为减少不良债权比率而努力。

##### 2、加强对主要银行的监管。

根据《金融再生计划》，对主要银行的监管得以加强。第一，严格进行资产核定。建立贴现现金流（DCF）方式，将会计制度上的“簿价制”改为“时价制”。并实施金融厅特别检

查，要求主要银行定期披露银行自查结果，提出明确的整改方案与期限。第二，通过税制改革尤其是控制递延税资产等方法充实银行自有资本。第三，改善经营管理，强化企业治理结构，实现银行的健康稳定发展。

### 3、建立新的企业重组框架。

(1) 强化 RCC 功能。RCC 是日本唯一一家官方债权回收机构，在泡沫经济崩溃后通过公共资金专门回收不良债权，但收效甚微。《金融再生计划》要求进一步强化 RCC 功能，具体包括加强 RCC 的企业重组部门职能、与政策投资银行等政策性银行共同建立企业重组基金、促进贷款债权流动化、建设贷款债券交易市场等内容。至 2008 年 3 月末，RCC 共参与企业重建 569 件，回收债权 3852 亿日元<sup>7</sup>。

(2) 成立产业再生机构，促进金融与产业共同重组。2003 年 5 月，政府与民间企业共同成立的股份公司——产业再生机构开始运营，在背负过剩债务的企业中，选择那些有望重组的企业，收购其债权，与主银行共同帮助企业实现重组计划。至 2005 年 3 月末，产业再生机构共支援重组企业 41 家，其中包括九州产业交通、关东自动车、大荣、嘉娜宝等大型企业。由于成功实现了援助目标，原本计划维持五年的产业再生机构，于 2007 年 3 月提前一年解散。

### (三) 转变金融行政管理方式，强化金融监管职能。

日本大藏省成立于 1949 年，作为承担财政金融问题的行政机构，从制定预算到征缴税收从金融政策的制定到对金融机构的监管，权力过分集中。1998 年 6 月，日本对大藏省进行改组，撤销其内部的银行局、证券局和金融企画局，建立直属内阁的金融监督厅（2000 年 7 月改组为金融厅），对银行、证券、保险等金融机构等进行检查和监管，确保进行公正的证券交易。大藏省专事负责财政业务和部分信用管理和协调任务，其权利被大大削弱。

同时，金融监督厅还要定期检查金融机构的经营状况、不良债权情况，并有权对经营不善的金融机构发出整改命令。1998 年 10 月，金融监督厅对所有金融机构实施了“早期整改措施”，引入国际清算银行（BIS）关于自有资本充足率的标准，对金融机构进行严格监督，改变了在大藏省“护送船队”式金融行政下“银行不倒”的神话。

此外，为提高行政事务透明度，2000 年 12 月，日本引入了书面答复制度，在金融交易的纠错措施、能否发动制裁等问题须要征询意见时，必须出具书面回答。这样可以通过广泛公开信息，进一步完善信息披露制度，增加行政管理的透明度和公正性。

### (四) 会计制度改革

20 世纪 90 年代后期，日本泡沫经济崩溃后，金融机构破产，银行压缩银根，使企业融资极为艰难。为增加融资渠道，便于日本企业在国际金融市场融资，1996 年 8 月，日本政府宣布会计制度依照国际会计准则，对会计制度进行改革（即会计“大爆炸”改革。），从 1998 年度决算期后执行。主要内容如下。

1、强化财务并表管理制度。日本会计制度一直以单独结算为主，但随着企业形态日益复杂化、多样化，投资者无法掌握企业整体的经营情况，因此日本当局决定从 1999 年度决

<sup>7</sup> 整理回收機構「月次業務報告」2008 年 3 月。

算期（银行为 1998 年决算期）起，以《证券交易法》中规定的适用于信息披露制度的上市公司为对象，要求其根据实际经营情况编制并表财务报表。

2、引入时价会计制度。以往日本实行薄价会计制度，但泡沫经济时期资产价格的剧烈变动导致的溢价现象使金融商品的价格不能得到正确反映。因此，从 2000 年度决算期开始，对大部分金融商品实行时价会计制度。

3、引入年金会计制度。日本于 2001 年度开始，引入年金会计制度，首先计算出目前为止支付的退休金、年金总额的现值，再用时价评估厚生年金等支付给外部机构的年金资产，这部分资产与退休金相比，若出现不足，则表示计提不足，在资产负债表的负债中，以退休准备金形式计提。

（五）央行实施超宽松货币政策，购买金融机构持有股份。

为了应对金融体系信用危机，刺激经济复苏，日本政府大量增发国债，实施了积极的财政政策。为了抑制“挤出效应”，日本银行也实施了超宽松的货币政策，1995 年开始将在贴现率降至 0.5% 的超低水平。但 1998 年以来，居民消费价格指数呈负增长，物价陷入低迷，而且国债需求减少使长期利率大幅上升，日元也呈升值倾向。在对内对外经济减速的情况下，为避免日本经济陷入螺旋式通货紧缩，1998 年 9 月，日本银行将无担保隔夜拆借利率降至 0.25%。1999 年 2 月，又决定通过继续提供充沛的货币供应量，尽可能降低无担保隔夜拆借利率。为避免短期金融市场出现混乱，现将利率降至 0.15% 左右，之后渐进下调。同年 3 月，继续下调至 0.04%，扣除中间费用，名义利率实际上已经为零，日本进入零利率时代。

积极财政政策和宽松货币政策使日本经济有所复苏，GDP 增长率由 1999 年的 0.6% 上升到 2000 年的 2.8%。日本银行认为长期采用零利率这种超常规的极端政策实际等于完全丧失利率杠杆的效用，应尽快解除。尽管遭到政府的强烈反对，日本银行还是于 2000 年 8 月做出了解除零利率政策的决定，将无担保隔夜拆借利率由上调至 0.25%。

但受美国 IT 泡沫破灭的影响，日本经济再次跌入谷底。2000、2001 年居民消费价格指数降幅增大，分别达到 -0.5% 和 -1.0%，2001 年 GDP 增长率降至 -0.8%。为了克服通货紧缩，日本银行再次采取了扩张的金融政策。

2001 年 3 月 19 日，数量宽松政策正式出台。日本银行将金融政策的操作目标由利率变更为商业银行在央行经常账户存款余额，通过大量购买长期国债和外汇计价资产等方式加大公开市场操作，向同业拆借市场注入流动性资金。这种做法同时致使短期利率下方调整，2001 年 3 月，贴现率从 0.35% 下调至 0.25%，银行同业无担保隔夜拆借利率从 0.25% 降至 0.15%，零利率政策再次复活。

2002 年 9 月，日本银行公布了直接购买银行等金融机构股票的决定，买入期限为 2002 年 11 月至 2004 年 9 月末，买入限额为 3 万亿日元。至 2004 年 9 月末，日本银行实际购买了 2.02 万亿日元金融机构股票，用于充实资本金。

（六）银行增加自有资本，加快改革进程。

在严格的资产核查及严厉的特别检查下，要求银行计提更多不良债权准备金，因此，各家银行必须提高自有资本充足率。如表 3 所示，2003 年 3 月末，主要银行纷纷增资，强化自

有资本，目的在于增强银行经营体质，解决“惜贷”问题，扩大优质资产。

表3 四大金融集团增资计划

单位：亿日元

	增资额	出资方	增资方式
瑞穗	1185 亿日元	国内业务往来企业等	优先出资证券、第三方出资增资
	10830 亿日元		优先股、第三方出资增资
三井住友	3450 亿日元	外国机构投资者等	优先股、公募
	1503 亿日元	美国高盛集团公司	优先股、第三方出资增资
三菱东京	约 3500 亿日元	国内外一般投资者、机构投资者等	普通股、公募
UFJ	1100 亿日元	国内业务往来企业等	优先出资证券、第三方出资增资
	1200 亿日元	美国美林集团公司	优先股、第三方出资增资

资料来源：重田正美「不良債権処理対策の経緯」、国立国会図書館『調査と情報-ISSUE BRIEF』第465号（2005年2月14日）。

经过日本政府和金融当局的努力，至2005年3月末，主要银行不良债权率降至2.9%（具体债权推移情况参见表4），远远低于《金融再生计划》中的目标，不良债权问题基本得以解决。至2007年3月末，主要银行不良贷款余额降至4万亿日元，比2002年3月末减少85%，不良债权比率也从8.4%降至1.5%。不良债权比率较高的地方银行与第二地方银行等中小金融机构经营也得到较大改善，不良债权比率由2002年3月末的8%下降至2007年3月末的4%。摆脱不良债权包袱的日本银行业，提高了经营管理水平，盈利能力开始上升，加强了金融体系的稳定，为日本经济走形自律性复苏创造了条件。

表4 《金融再生法》基准披露债权推移表

（单位：万亿日元，%）

		1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
		3	3	3	3	3	3	3	3	3
主要 银行 (9)	贷款总额	357.9	341.7	340.6	317.9	279.8	262.8	253.0	259.1	267.0
		6	8	1	5	8	6	6	1	5
	不良债权余额	21.95	18.49	18.03	26.78	20.24	13.62	7.41	4.63	4.08
	不良债权比率	6.1	5.4	5.3	8.4	7.2	5.2	2.9	1.8	1.5
地区 银行	贷款总额	193.4	185.8	186.5	185.1	187.2	186.1	186.8	191.1	196.9
		2	6	7	2	3	5	3	9	0

(11)										
	不良债权余额	12.00	11.45	13.62	14.82	14.66	12.79	10.37	8.68	7.83
	不良债权比率	6.2	6.2	7.3	8.0	7.8	6.9	5.5	4.5	4.0
全国 银行 (122 )	贷款总额	551.3 8	536.1 2	537.1 3	512.0 8	474.5 8	455.5 1	446.1 3	457.4 7	472.6 6
	不良债权余额	33.94	31.81	33.63	43.21	35.34	26.59	17.93	13.37	11.97
	不良债权比率	6.2	5.9	6.3	8.4	7.4	5.8	4.0	2.9	2.5

资料来源：金融庁「金融庁の一年」平成18事務年度版。

注：1、( )内为2007年3月末金融机构数量。

2、主要银行包括都市银行与信托银行；地区银行包括地方银行与第二地方银行；全国银行包括都市银行、旧长期信用银行、信托银行和地区银行。

#### 四、经验及教训

(一) 处理不良债权时机不能拖延。

日本在不良债权产生之初，一直采取隐瞒、拖延之术，延误了尽早解决金融危机的最佳时机。应把握不良债权具体数额→对不良债权信息进行及时披露→加强处理不良债权力度。

(二) 注资要基于改善金融机构经营基础。

日本最初于1998年开始对金融机构注资，旨在解决银行“惜贷”问题，为陷入资金周转困境的提供帮助，但并未取得预期效果。日本长期信用银行破产后，日本为了改善其经营基础进行注资。2003年，为解决理索纳银行资本充足率低下问题，日本政府实施了新的注入公共资金方式，即对经营者实行责任追究，并要求银行制定经营健全化计划，督促银行完善经营基础。

(三) 实施扩张的财政金融政策，为金融市场提供流动性保证。

在金融危机时，政府实施的积极财政政策与央行的宽松货币政策，成为缓解信贷紧缩、增进市场流动性、避免实体经济陷入严重衰退的重要举措，但也要防止通货膨胀风险。

(四) 保护存款人利益

日本存款保险制度的一项重要改革，是对保险金赔付（pay-off）制度的解禁。但在20世纪90年代，面临大量金融机构破产危机，为了稳定存款人信心，防止因银行挤兑爆发金融体系危机，保险金赔付制度的解禁几经周折。1996年，日本国会修改部分存款保险法的同时，制定了一项特别措施，至2001年3月为止的五年期间，对银行存款实行全额保护。2000年修改《存款保险法》时，又将保险金赔付制度解禁的期限延长了一年，其中，对定期存款的全额保护延至2002年3月，对普通存款的全额保护延期至2003年3月，期限过后只支付

本金不超过 1000 万日元的存款及其利息。但是，2002 年 4 月，定期存款的保险金赔付解禁之后，定期存款转为活期存款、资金从中小金融机构流入大银行等问题显现，为了稳定金融结算体系，2002 年 10 月，日本政府又做出了普通存款的保险金赔付解禁延期至 2005 年 4 月的规定。表 5 具体说明了现行日本存款保险制度的存款分类及其保护范围。

表 5 日本存款保险制度

存款分类		赔付额度	
适用于存款保险对象的存款类型	结算类存款	经常账户存款	全额保护
		不付利普通存款等	
	一般性存款	活期存款	本金合计不超过 1000 万日元的存款及其利息
		定期存款	
		零存整取存款	
签订了本息补偿合同的金钱信托（含贷款信托）等			
存款保险对象外存款类型	外币存款	不予保护	
	可转让存款		
	无记名存款		
	假借他人或空投名义存款		
	未签订本息补偿合同的金钱贷款		
	金融债券等		

资料来源：日本存款保险机构相关资料



2008・11・16

## 20 世紀 90 年代における日本の金融危機とその経験・教訓

(日本語要点)

中国社会科学院

日本研究所

劉 瑞

### 一、90 年代日本の金融危機の発生原因

20 世紀 80 年代のバブル経済期に、土地、株価など資産価格が急上昇の中、銀行経営リスクの意識が低下しつつあり、業務規模と収益の拡大を追求するため、銀行の資金は主に不動産と不動産を担保で個人住宅ローンを取り組むノンバンクへ投下した。90 年代のバブル崩壊により、株価、不動産価格が暴落した。住専問題で金融機関は融資の回収が悪化し、巨額の不良債権問題が抱えて、金融システムと実体経済への影響は大きい。

### 二、金融危機の現象

- 1、大量の金融機関の経営が破綻し、金融システムは不安定になっていた。
- 2、金融機関の貸し渋りと無効率的な追加貸しが並存した。
- 3、企業の債務過剰問題が抱えていた。
- 4、マクロ経済に影響が大きい。

### 三、日本の金融危機への対応

- 1、公的資金の注入。1998 年 2 月、金融安定化法が成立した。30 兆円の公的資金のうち、17 兆円は預金者保護や不良債権買取原資となり、13 兆円は金融機関への資本注入となる。
- 2、不良債権の処理。最初は整理回収機構 (RCC) の設立など措置を採ったが、効果は薄かった。2002 年 10 月に『金融再生プログラム』を発表、本格的に処理が進めた。
  - (1) 不良債権問題終結目標を設定した。
  - (2) 金融機関のガバナンス強化。
  - (3) 企業再生の枠組み強化
    - ・ RCC の強化
    - ・ 産業再生機構の設立により、金融と産業の共同再生を促進させる。
- 3、金融行政改革により、金融監督機能の強化。  
大蔵省→金融監督庁→金融庁
- 4、会計制度改革。
  - (1) 連結財務管理
  - (2) 時価会計制度の導入
  - (3) 年金会計制度

- 5、中央銀行は超緩和金融政策を実施し、銀行など金融機関の保有株の買い入れ方式をとった。
- 6、銀行の自己資本の増強。

#### 四、経験・教訓

- 1、早めに不良債権を処理すべき。  
不良債権損失額の確定→ディスクロージャの公開→不良債権の処理。
- 2、公的資金の投下は金融機関の経営基盤を改善すべきである。
- 3、速やかに緩和の財政、金融政策を実施し、金融市場へ流動性を提供する。
- 4、一定の期間中、預金者保護措置を採るべきである。

(劉瑞翻訳)

2008. 11. 16

## 株式市場の対外開放と日本の経験

(要点)

株式会社 野村資本  
市場研究所研究部  
関根 栄一

### 1. あるべき株式市場の姿

- マクロ経済の安定的成長に資する機能（バブル、暴落→×）
- 企業の成長や設備投資に必要な資金調達の場合としての機能
- 新たな産業の勃興や技術革新に必要な資金を供給する機能
- 企業のガバナンスを促す機能
- 家計などに資金運用手段を提供する機能
- 金融サービス業自身の発展を促す機能

必要なのは・・・厚みと広がりのある市場

- 高い流動性、高い公正性、最小化されたマーケットインパクト
- 機関投資家、個人投資家から成る多様な参加者（タイムホライズン、リスクテーク）
- バランスの取れた市場参加者構成、群集心理の排除

### 2. 日本の投資部門別株式保有比率の推移（省略）

### 3. 日本における株式持ち合いの形成と特徴

- 株式持ち合いの形態
  - 金融機関－事業会社間（銀行によるメインバンク制）
  - 事業会社－事業会社間（親子間、取引先間）
  - 金融機関－金融機関間（銀行－生命保険会社間）
- 株式持ち合い形成の経緯
  - 1950年代：財閥解体によって放出された株式の吸収
  - 1960年代中頃：資本自由化対応、証券恐慌後の受け皿
  - 1980年代後半：バブル期のエクイティファイナンス
- 株式持ち合いのメリットと言われた点
  - 株式価格の安定、大口株主同士の相互保有を通じた長期的経営の実現
  - 金融機関（銀行）からの資金融通の円滑化
  - 取引先同士の長期的・継続的取引の確保

### 4. 日本における持ち合いの問題点

- バブル崩壊により顕在化した持ち合いの弊害

企業ガバナンスの弱体化

- 株主による市場を通じた監視が困難
- M&A などによる企業再編が困難

金融機関が保有株式変動リスクに直面

- 銀行保有株の含み益減少・含み損増加による銀行経営の弱体化
- その結果、間接金融主体の日本では資金仲介機能も低下

株式市場の効率性の問題

- 流動性の低下
- 株価形成の歪み

- 株式持ち合い解消の受け皿となった外国人投資家、但し過度な依存は問題
- 個人による直接投資と投資信託や年金を通じた投資も重要

5. 中国における外国人投資家—QFII（適格外国機関投資家）

- 2002年12月、QFII（Qualified Foreign Institutional Investors、適格外国機関投資家）が解禁。
- 中国証券監督管理委員会がライセンスを付与し、国家外為管理局が運用枠を認可。

機関投資家としての QFII

- プロフェッショナルの観点から投資を行う機関投資家の存在は、適切な価格の形成、ヘッジなどの金融技術の発展にとっても重要。
- 中国政府は、米中戦略経済対話を通じ、QFIIの運用枠を300億ドルまで拡大予定。

6. 外国企業による国内上場

- 投資家の運用ニーズを満たす多様な銘柄の存在が重要。また、資金調達者に多様な手段を株式市場が提供することも重要。
- 日本では、1980年代に外国企業の上場のピークを迎えたが、採用会計基準（日本基準）、和文での情報開示、継続的情報開示により、コスト高の問題を抱えた。

7. アジアの新興企業のためのプロ向け市場の創設

- 2007年12月、金融庁は「金融・資本市場競争力強化プラン」を発表。同プランの柱の一つは、プロ向け市場の創設。
- 東証は、ロンドン証券取引所と合弁で「成長企業向け新市場」の設立を準備中。

8. 日系企業の中国国内でのA株上場

- 対中直接投資の成否は「現地化」。現地での原材料・部品調達、現地人材の活用、現地での資金調達が鍵。

- WTO 加盟を契機に、現地進出外資系企業の A 株上場も可能に。国内 A 株上場の第一号は日系企業。
- 2007 年 12 月の第 3 回米中戦略経済対話では、条件を満たした外資系企業（含銀行）が人民元建て株式を発行することを認めることで合意。

9. 重層的・双方向な日中間の証券ビジネスのイメージ（省略）

以上

2008年11月16日

関根栄一

「株式市場の対外開放と日本の経験」(提出版)

(はじめに)

皆様、こんにちは。野村資本市場研究所の関根栄一と申します。本日は、皆様の前でお話させて頂く機会を賜り、大変光栄に存じます。

それでは、早速、本論に入りたいと思います。本日は、株式市場の対外開放に関する日本の経験を、資金運用と資金調達の観点からご紹介致します。合わせて、中国の株式市場への示唆についても申し上げたいと思います。

(P1: あるべき株式市場の姿)

最初にあるべき株式市場の姿について整理します。株式市場には、マクロ経済、ミクロ経済、資金調達、資金運用の各観点から期待される機能がそれぞれあろうかと思えます。

第一に、マクロ経済の安定的成長に資する機能です。株式市場でバブルが発生したり、逆に株価が暴落するようでは、市場参加者は実体経済の見通しを立てることが困難となります。

第二に、企業の成長や設備投資に必要な資金調達の間としての機能です。企業は、自社の成長戦略に合わせて、様々な資金調達手段を最適に組み合わせて財務戦略を構築しますが、株式市場からの資金調達も重要な手段となります。

第三に、新たな産業の勃興や技術革新に必要な資金を供給する機能です。株式市場がリスクマネーを供給することで、産業構造の転換を図ったり成長産業を新たに興したりすることが可能となります。

第四に、企業のガバナンスを促す機能です。企業が株式市場で第三者からの視点にさらされることによって、企業経営への規律付けを高めます。

第五に、家計などに資金運用手段を提供する機能です。家計は、預貯金、株式、投資信託、保険などの形で金融資産を有していますが、この金融資産のリターンを高めることで、現役、老後も豊かな生活を送ることが可能となります。

第六に、金融サービス業自身の発展を促す機能です。金融サービス業は高付加価値・知識集約産業として各国がその振興・育成に力を入れています。株式市場が十分に発展することが金融サービス業の発展の大前提となります。

以上のような株式市場が本来果たすべき機能を発揮するためには、厚みと広がりをもつ

た市場である必要があり、いくつかの条件があると考えます。

一つ目は、株式市場が高い流動性と高い公正性を有し、マーケットインパクトが最小化されているという点です。

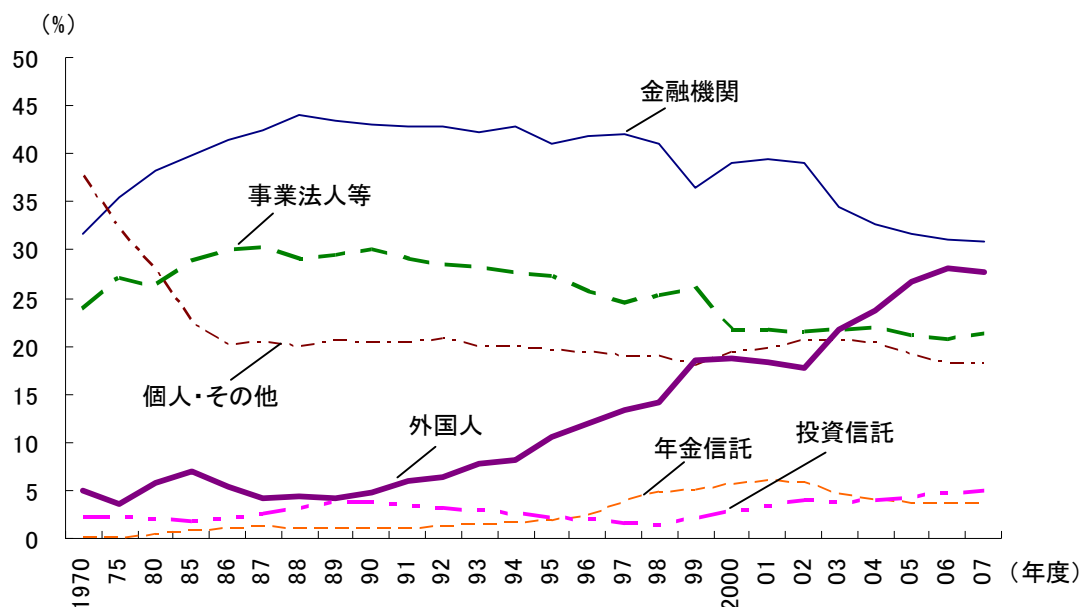
二つ目は、機関投資家、個人投資家から成る多様な参加者が、異なるタイムホライズンを持って株式市場に参加し、多様なリスクテイクを行っているという点です。

三つ目は、市場参加者がバランスの取れた構成となっており、市場が一方向に振れないよう、群集心理が排除されるようになっているという点です。

(P 2 : 日本の株式保有比率の変遷)

次に、日本の投資部門別の株式保有比率の過去からの変遷を見てみます。

### 日本の投資部門別株式保有比率の推移



(出所)東京証券取引所より野村資本市場研究所作成

2

日本の株式市場では、戦後長らく、金融機関・事業会社同士による株式持ち合いが続いていました。金融機関・事業会社を合わせた株式保有比率は、1980年代後半のピーク時で73%を超えました。この持ち合い保有分は、株式市場に出回ることには想定されていなかったため、中国のケースで言えば、非流通株が7割を占めていたようなものと言えます。

金融機関・事業会社による株式保有比率は、バブル崩壊後の持ち合いの解消とともに低下し、2008年3月末には52%となりました。日本の場合、持ち合いの解消に伴う株式保

有の受け皿となったのは、この図表のように、相当程度は外国人株主といえます。あるべき株式市場の姿を歪めるという意味で、持ち合いも問題ですが、外国人株主保有への偏重も問題です。

特定の株主による保有構造の偏重を解消するという観点からは、個人投資家による株式への直接投資や、個人のお金が投資信託や年金に向かい、機関投資家が拡大して株式市場に参加することが重要です。

続けて、持ち合いの問題点について順に議論します。

### (P 3 : 日本における株式持ち合いの形成と特徴)

次に日本における株式持ち合いについて触れたいと思います。

日本の株式持ち合いの形態は、①金融機関－事業会社間の株式持ち合い、②事業会社－事業会社間の持ち合い、③金融機関－金融機関の持ち合いの3つに整理することができます。

それでは、株式持ち合いはどのように形成されたのでしょうか。第二次世界大戦後、大体三つの時期に分けられると思います。

最初は、1950年代の時期で、戦前、財閥が保有していた企業の株式が、戦後、財閥解体により市場に放出されました。その後、戦後復興に伴う企業グループの再編を通じ、一旦は市場に放出された株式の吸収が進みました。

次は、1960年代中頃の時期で、1964年のOECD加盟による資本自由化が進められたことと、1964年から1965年に発生した証券恐慌の受け皿が必要だったことから、相互の株式保有が進みました。

最後は、1980年代後半で、バブル時期にエクイティファイナンスが活発に行われ、将来も株価上昇が続くことを期待して、相互の株式保有が進みました。

バブル崩壊前までは、日本における株式持ち合いのメリットとして、①株式価格が安定し、大口株主同士の相互保有を通じて長期的視点に立った経営が実現できること、②金融機関、特に銀行と株式を持ち合うことで、金融機関からの資金融通の円滑化が図れること、③事業会社については、株式持ち合いを通じ、長期的・継続的取引が確保できること、が指摘されていました。

### (P 4 : 日本における持ち合いの問題点)

しかし、株式持ち合いには、問題点が内包されており、株式市場のバブル崩壊とともに顕在化してきました。



一つ目が、企業ガバナンスの弱体化です。株式を持ち合っている企業は、お互いに経営に口を出すことはありませんでしたが、その分企業経営への規律付けが働かず、市場を通じた監視が困難となりました。また、株主による市場を通じた規律付けは企業再編に向けた推進力ともなりますが、持ち合いは企業再編の阻害要因の一つとなり、日本は M&A が非常に起こりにくい市場となりました。

二つ目が、金融機関、特に銀行が保有する株式が、株価変動リスクに直面したという点です。日本では、銀行による一社当りの株式保有は 5%までという上限が設定されていましたが、株式保有金額自体の大きさから、銀行保有株の含み益の減少や含み損の増加が発生し、銀行が資本不足に陥り、銀行経営が弱体化する事態が発生しました。その結果、銀行融資という間接金融を主体とした日本では、資金仲介機能も低下することとなりました。

三つ目が、株式市場の効率性の問題です。そもそも株式の持ち合いは、市場の流動性を低下させ、株価形成を歪ませるという問題がありました。

バブル崩壊後、このような株式持ち合いによる弊害が顕在化する中で、持ち合い解消の受け皿となったのが外国人投資家でした。外国人投資家のプレゼンスが高まることで、これまでなかったような欧米の金融・資本市場の考え方や商品が日本に入ってきました。一方、バランスの取れた株主構成という観点からは、外国人投資家に過度に依存することも問題であると考えます。例えば、外国人投資家がプレゼンスを高めることで日本円の売買が活発化し、外為市場の変動が株価に影響を与えるといった問題や、日本の経済成長の果実を自国民や自国企業が享受することなく、国外に流出するという問題が指摘されています。

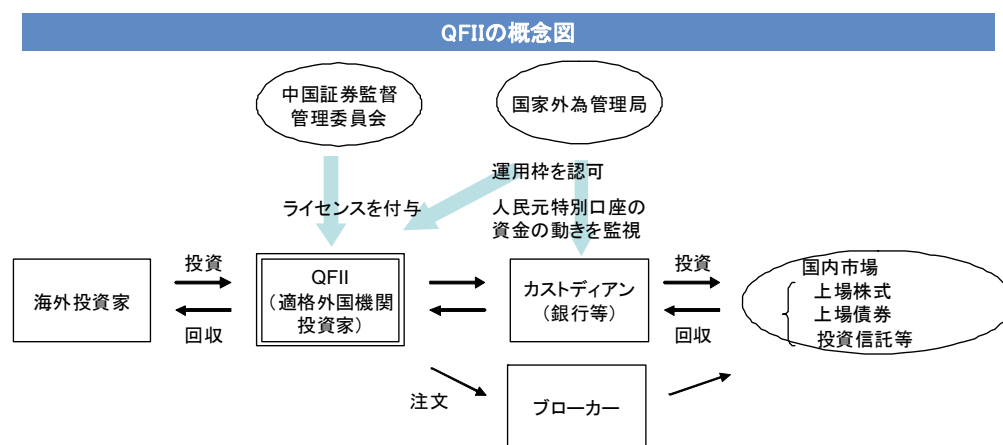
このため、日本では、個人による直接投資と投資信託や年金を通じた投資も重要であると考えます。個人による投資は、少子高齢化に備えた家計の財産形成に資するとともに、個人がリスクマネーの出し手となることで今後の成長産業の発展を支援することにつながるようになります。しかしながら、日本は米国に比べて、現預金が半分を占め、株式、投資信託、年金の保有割合が少ないため、引続き「貯蓄から投資へ」ということが課題となっています。

#### (P 5 : 中国における外国人投資家—QFII)

中国では、2002 年から外国人投資家としての QFII、適格外国機関投資家制度が解禁されています。これは、中国証券監督管理委員会が審査の上ライセンスを付与し、国家外為管理局が運用枠を認可することで、海外金融機関が中国の国内証券市場で運用できる仕組みです。

## 中国における外国人投資家－QFII(適格外国機関投資家)

- 2002年12月、QFII (Qualified Foreign Institutional Investors、適格外国機関投資家) が解禁。
- 中国証券監督管理委員会がライセンスを付与し、国家外為管理局が運用枠を認可。



(出所)「中国の金融はどうなるのか」、中国証券監督管理委員会、国家外為管理局より野村資本市場研究所作成

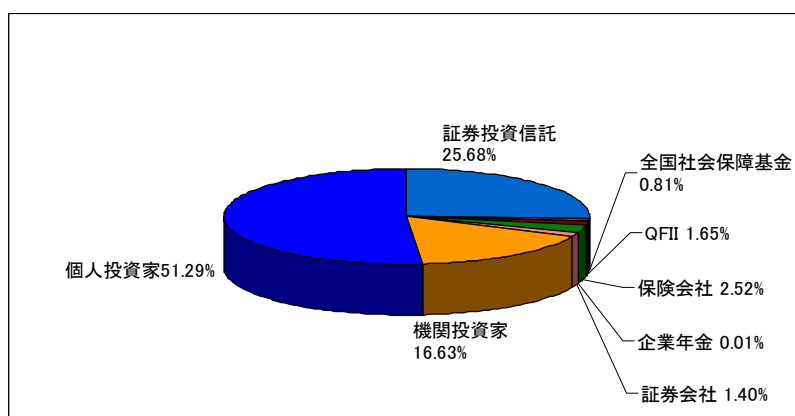
5

(P 6 : 機関投資家としての QFII)

## 機関投資家としてのQFII

- プロフェッショナルの観点から投資を行う機関投資家の存在は、適切な価格の形成、ヘッジなどの金融技術の発展にとっても重要。
- 中国政府は、米中戦略経済対話を通じ、QFIIの運用枠を300億ドルまで拡大予定。

中国の株式市場(流通株)の投資部門保有比率(2007年末)



(注) 表中の「機関投資家」は、金融機関以外の事業会社などを指しているものと思われる。

(出所) 中国証券監督管理委員会『中国資本市場発展報告』2008年より野村資本市場研究所作成

6

QFII は、プロフェッショナルの観点から投資を行う機関投資家として、中国の国内証券市場での適切な価格の形成、ヘッジなどの金融技術の発展の面で重要な役割を果たすことが期待されています。

ところが、中国における外国人投資家としての QFII の場合、流通株の時価総額に占める割合は、2007 年末で 1.65%と個人投資家の 51.3%に比べその存在感は希薄です。日本の場合は外国人投資家に偏重した保有構造が課題ですが、中国では、海外の投資家が持ち込む自国にはない概念や考え方から刺激を受けることができる点も評価すべきかと思えます。いずれ現在の 100 億ドル前後から 300 億ドルまで運用枠が拡大されることは承知していますが、運用枠の拡大に加え、投資後のロックアップ期間（引き出し凍結期間）や対外送金規制を柔軟にして、QFII を魅力ある制度にする余地も十分にあるでしょう。

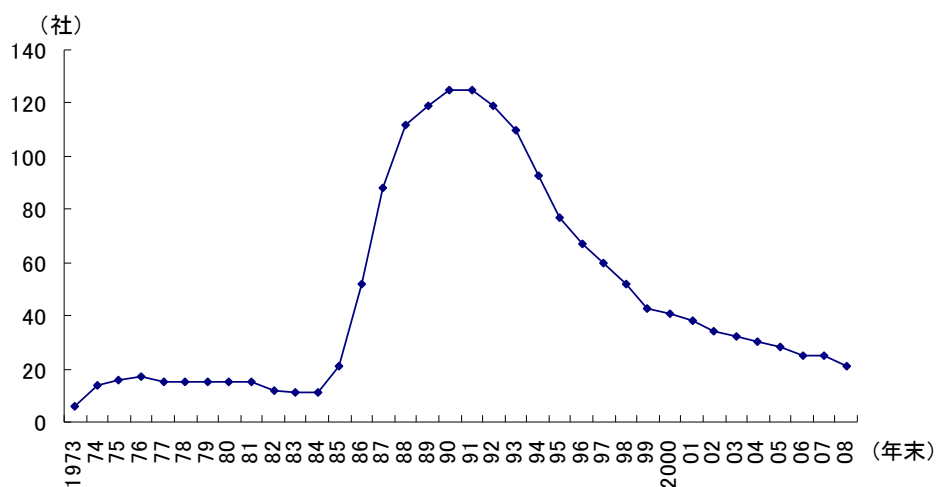
冒頭で申し上げましたとおり、国内の年金といった機関投資家が資本市場で果たす役割は重要です。また、各投資部門によるバランスの取れた株式保有も重要です。現状の全国社会保障基金が 0.81%、企業年金が 0.01%といった年金資金の株式市場での存在感も、今後高まる余地があるかと思えます。非流通株の市場での流通に伴う受け皿や出口戦略として、また、長いタイムホライズンを持った投資家として、年金といった機関投資家が株式市場で今後果たすべき役割は大きいように思います。

(P 7 : 外国企業による国内上場)

## 外国企業による国内上場

- 投資家の運用ニーズを満たす多様な銘柄の存在が重要。また、資金調達者に多様な手段を株式市場が提供することも重要。
- 日本では、1980年代に外国企業の上場のピークを迎えたが、採用会計基準(日本基準)、和文での情報開示、継続的情報開示により、コスト高の問題を抱えた。

日本における上場外国会社の推移



(注) 2008年は9月20日時点の数字。

(出所) 東京証券取引所より野村資本市場研究所作成

次に資金調達面での株式市場の対外開放の話題に移りたいと思います。外国企業を含む多様な企業に資金調達の機会を拡大し、投資家に対し資金運用の場を提供することは、自国の資本市場の魅力を高める上で重要です。日本で最初に外国企業が上場したのは 1973 年で、1980 年代には外国企業による日本での上場ブームも起き、ピーク時には 127 社が上場していました。これは、当時、ニューヨーク、ロンドンに次ぐ三極としての東京の証券市場に外国の発行体や投資家が注目したためです。

しかし、外国企業の日本での上場に当たっては、開示資料への日本の会計基準の採用と和文での開示が必要で発行コストが高く、しかも継続的に開示しなければならなかったため上場を維持することも難しいという問題があり、次第にブームは去っていきました。また、1980 年代初めから、日本企業が規制・統制色の強い自国資本市場を回避し、海外での証券の取引や発行を活発化させ、証券会社を含む日本の金融機関による海外への進出も活発化しました。

以上から日本では、自国市場の規制が内外の資金調達者や投資家のニーズに上手く対応できなければ、自国市場が空洞化するリスクがあることが教訓として導かれています。

(P 8 : アジアの新興企業のためのプロ向け市場の創設)

## アジアの新興企業のためのプロ向け市場の創設

- 2007年12月、金融庁は「金融・資本市場競争力強化プラン」を発表。同プランの柱の一つは、プロ向け市場の創設。
- 東証は、ロンドン証券取引所と合併で「成長企業向け新市場」の設立を準備中。

プロ向け市場の概念図			
	一部・二部	マザーズ	新市場(アジア版AIM)
運営主体	東京証券取引所		新会社 (東証とLSE合併)
上場ターゲット企業	-	高い成長性を有する企業	日本およびアジアの成長企業
投資家	一般投資家および特定投資家		特定投資家のみ
上場会社に対する規制の枠組み 上場審査 上場管理	取引所		J-Nomad、取引所
Key Benefits (特長)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・日本での信用力・知名度の向上</li> <li>・日本企業との事業展開に有効</li> <li>・内部管理体制の充実</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・日本での信用力・知名度の向上</li> <li>・アーリーステージでの上場</li> <li>・日本企業との事業展開に有効</li> <li>・内部管理体制の充実</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・上場までの所要時間短縮</li> <li>・英語または日本語による情報開示</li> <li>・海外主要会計基準の採用</li> <li>・内部統制報告書、四半期開示が任意</li> <li>・柔軟かつ自由度の高い規制体系</li> </ul>

(出所) 東京証券取引所

8

このため、日本では、再チャレンジへの取り組みとして、1996年には「フリー、フェア、

グローバル」を掲げた日本版金融ビッグバンが打ち出され、従来から課されていた資本市場の規制が原則撤廃されました。但し、この直後には金融危機が発生したことで若干タイミングを逸した部分ではありますが、ビッグバンの理念や方向性は現在でも十分に通じるものです。再チャレンジは今世紀に入ってからも続いています。2007年12月には「金融・資本市場競争力プラン」が策定されました。同プランでは、JDR（日本版預託証券）を通じた海外企業株式の国内での取引拡大や英文開示情報の拡大の方針が打ち出されました。

また同プランに基づき、東京証券取引所は、アジアの新興企業へのリスクキャピタルの提供を念頭に、ロンドン証券取引所との合弁によるプロ向けの「成長企業向け新市場」設立の準備を進めています。このプロ向け市場では、ロンドン証券取引所の AIM (Alternative Investment Market) における「指定アドバイザー」(Nominated Advisor、略称 Nomad) をモデルとした J-Nomad が、新規上場申請者や上場会社に対し、上場制度で定める責任を果たすための助言および指導を行います。換言すれば、J-Nomad が公開会社としての義務を果たすよう発行会社をサポートします。これは、市場参加者による新たな自主規制の枠組みの導入とも言えます。この自主規制の枠組みは、市場参加者による自主的な紛争解決を行っていくことにもつながっていくものと考えられます。

また、このプロ向け市場の趣旨に鑑み、採用会計基準については、日本基準、国際会計基準、米国基準以外に、これら三会計基準と同等と会計士がみなした基準の採用も認める方向で検討が進められています。既に中国企業については日本での上場実績がありますが、このプロ向け市場での上場も今後期待されています。このプロ向け市場は、AIM のアジア版を目指しているといっても良いでしょう。この合弁会社は、改正金融商品取引法の施行後、速やかに新取引所の免許を申請し、早ければ 2009 年初めにも業務を開始することとなっています。

#### (P9：日系企業の中国国内での A 株上場)

上場企業の成長や質の向上は、投資家にとって株式市場の魅力を高め、市場が持続的に発展するための土台となります。世界各国・地域から上海に進出している外資系企業（現地法人）にも中国国内での上場の道を開くことは、外資系企業の財務政策の支援につながり、中国の証券市場のレピュテーションや魅力を高めることにもつながるのではないのでしょうか。

しかしながら現状の外資系企業による中国国内での人民元の資金調達方法は、金利規制や総量規制が課される銀行からの借入金がほとんどで、外資系企業の資本市場へのアクセスは限定的となっています。

このため、外資系企業による中国国内の資本市場へのアクセスを容易にすることは、企業の資金調達メニューの選択肢を増やします。中国国内の投資家にとっては、運用銘柄の増加にもつながります。また、外資銘柄が国内投資家に認知されることで、外資系企業にとっては自社製品の広告・宣伝の機会となります。さらに、外資銘柄の登場は、他の国内

銘柄にとっても刺激となり、中国国内の資本市場の質や国内企業のガバナンスを高めていくためのきっかけともなりましょう。

## 日系企業の中国国内でのA株上場

- 対中直接投資の成否は「現地化」。現地での原材料・部品調達、現地人材の活用、現地での資金調達が鍵。
- WTO加盟を契機に、現地進出外資系企業のA株上場も可能に。国内A株上場の第一号は日系企業。
- 2007年12月の第3回米中戦略経済対話では、条件を満たした外資系企業(含銀行)が人民元建て株式を発行することを認めることで合意。

### 外商投資企業のA株上場実績

上場会社名	上場日	取引所	業種	親会社 (国・地域)	(社名)	発行金額 (万元)	主幹証券会社
瀋陽東大阿爾派軟件株式有限公司	1996年6月18日	上海	IT	日本	アルバイン株式会社	10,470	華夏証券 (現・中信建設証券)
上海萊織華株式有限公司	2001年3月28日	上海	繊維・服飾	日本	マツオカコーポレーション (広島県福山市)	132,840	国泰君安証券
浙江國祥製冷工業株式有限公司	2003年12月30日	上海	家電	台湾	陳天麟	29,200	聯合証券
寧波東睦新材料株式有限公司	2004年5月11日	上海	機械	日本	睦特殊金属工業株式会社 (東京都町田市)	45,000	国聯証券
合肥栄事達三洋電器株式有限公司	2004年7月27日	上海	家電	日本	三洋電機株式会社(大阪府守口市)他	22,100	平安証券
江蘇三友集団株式有限公司	2005年5月18日	深セン	繊維・服飾	日本	株式会社ミツフ(岐阜県関市)	15,975	国元証券
深セン成霖潔具株式有限公司	2005年5月25日	深セン	建材	台湾	Globe Union Industrial (BVI) Corp他	43,860	広発証券
廣州海鷗衛浴用品株式有限公司	2006年11月24日	深セン	建材	台湾	中余投資有限公司他	35,734	招商証券
深セン信隆実業株式有限公司	2007年1月12日	深セン	機械	台湾	利田発展有限公司他	23,120	平安証券
晋徳実業株式有限公司	2007年1月26日	上海	機械	台湾	Chin Champ Enterprise Co., Ltd他	89,460	華泰証券
上海漢鐘精機株式有限公司	2007年8月17日	深セン	家電	台湾	Capital Harvest Tecnology 他	34,504	財富証券
上海斯米克建築陶瓷株式有限公司	2007年8月23日	深セン	建材	台湾	斯米克工業有限公司他	48,260	国信証券
(参考:B株)上海萊織華株式有限公司	1999年1月18日	上海	繊維・服飾	日本	マツオカコーポレーション (広島県福山市)	21,384	申銀万国証券

(出所)各社目録見書、海通証券より野村資本市場研究所作成

9

中国のA株市場でも、中国国内に進出した外資系企業による上場が既に何件か実現しています。これまでの事例のうち、外資系企業が中国国内で上場しているのは、台湾企業と日系企業が中心です。日系企業のA株上場のケースでは、中国での事業拡大と旺盛な資金需要を背景に、日本国内では未上場でも中国で先に上場したケースもあります。外資系企業のA株市場での上場は、企業がそれだけ中国事業に強くコミットしていることも表しているといえるのではないのでしょうか。

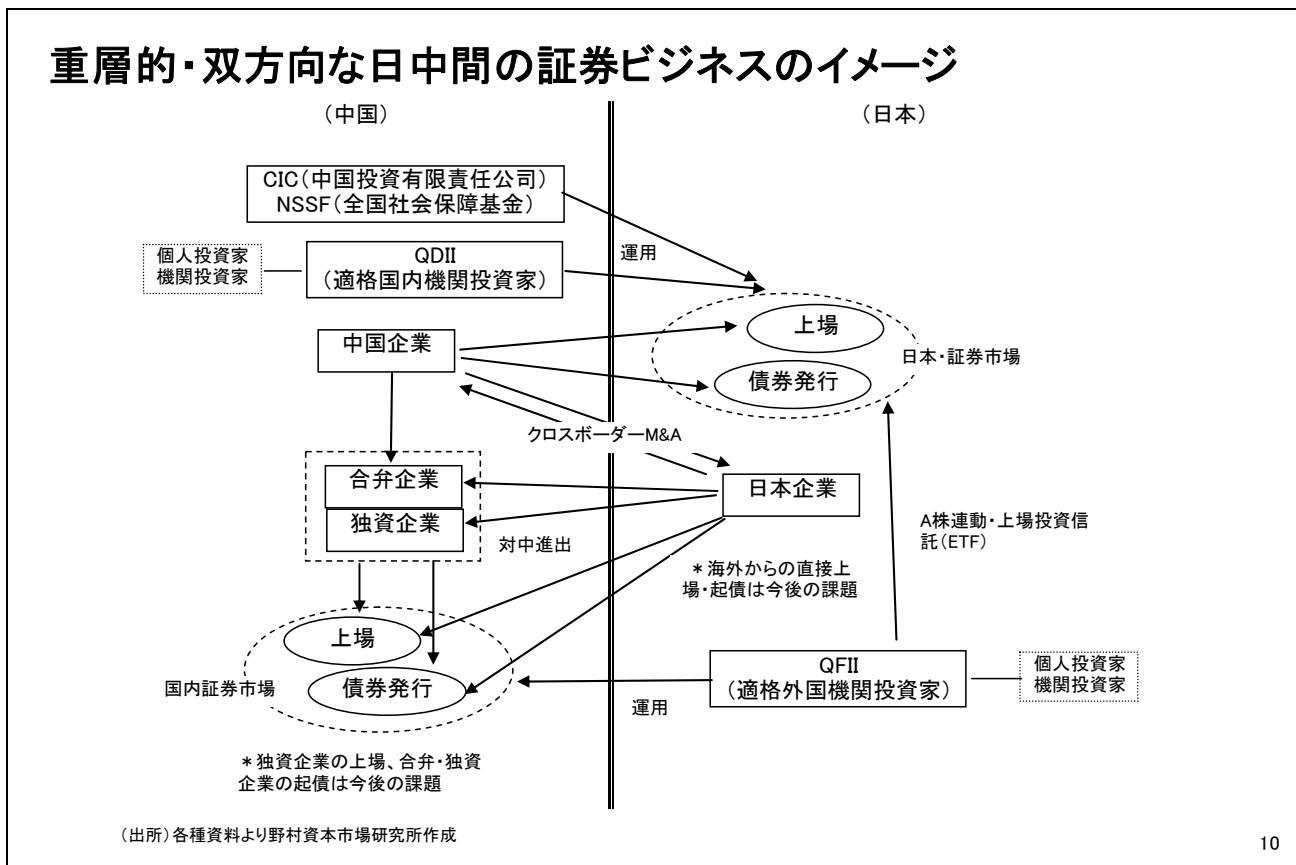
(P10: 重層的・双方向的な日中間の証券ビジネスのイメージ)

今後、中国の経済的プレゼンスの向上に伴い、中国は世界の金融市場でもその存在感を増していくことでしょう。これは、中国が、資金の受け手としてだけでなく、資金の出し手としての存在感を高めることも意味しましょう。このため、日本を含む海外と中国との間で、クロス・ボーダーの証券取引が今よりも活発に行われることになりましょう。このスライド(下図参照)は、重層的・双方向的な日中間の証券ビジネスをイメージ化したものです。

将来の日中間の証券ビジネスのモデル構築に当たっては、このようなクロス・ボーダーの証券取引を仲介する国内・海外の証券会社も重要な役割を果たすことが期待されましょ

う。

日本の官民としても、①対日直接投資の促進、②アジアを含む海外企業の上場、③海外金融機関の誘致、④海外人材の誘致や国内人材の育成など、金融サービス業の活性化に向けた開放政策に引続き取り組んでいるところです。中国としても、将来の自国資本市場の開放のイメージをあらためて固める時期に来ているのではないのでしょうか。



(まとめ)

以上、株式市場における資金調達面、資金運用面の対外開放を中心に紹介してまいりました。本日は、時間の制約上、証券会社を含む海外金融機関の誘致や国際金融センターのあり方については申し上げませんでした。この問題も将来の日中間の証券ビジネスモデルを構築する上で、避けては通れない問題かと思えます。この問題は、より多くの時間と議論を要しますので、別の機会があればあらためてご紹介したいと思えます。

日本のこれまでの成功と失敗の経験、そして再チャレンジの過程を、是非とも皆様なりに汲み取って頂ければ幸いです。ご清聴、ありがとうございました。



## 股票市场对外开放与日本的经验

(中文要点)

野村资本市场研究所研究部  
关根 荣一

### 1. 证券市场的理想状态

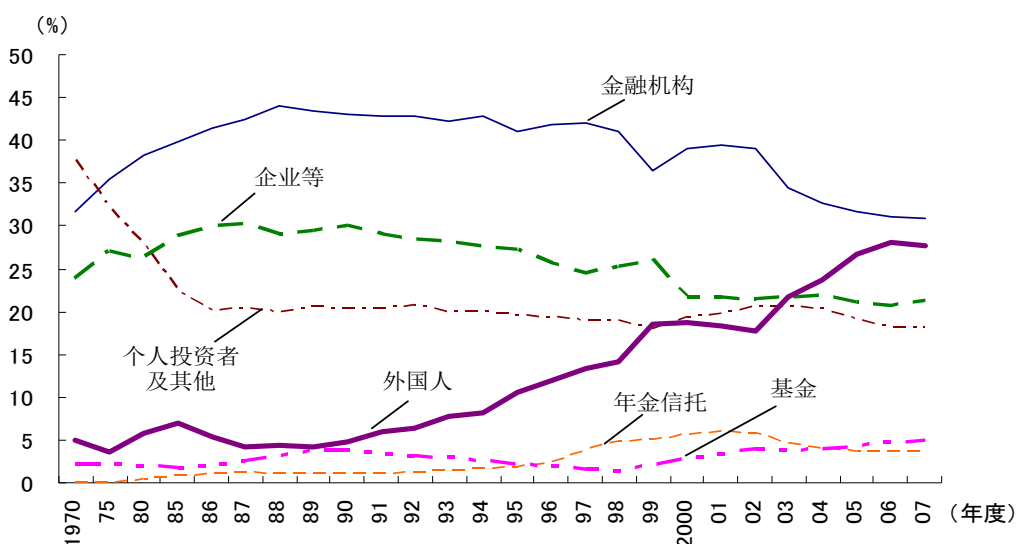
- 有助于宏观经济稳定增长的功能（泡沫、暴跌→×）
- 作为筹措企业发展和设备投资所需资金的平台的功能
- 为发展新产业及技术创新提供资金的功能
- 促进企业治理结构改善的功能
- 向居民储蓄等提供资金运用手段的功能
- 促进金融服务业自身发展的功能

所需要的是・・・具有深度与广度的市场

- 具有深度与广度的市场
- 包括机构投资者、个人投资者在内的多样的参与者（投资期间、风险承受）
- 均衡的市场参与者构成、排除从众心理

### 2. 日本各投资主体持股比例变化情况

日本各投资主体持股比例变化情况



(来源) 由野村资本市场研究所根据东京证券交易所资料制作



### 3. 日本相互持股做法的形成与特点

#### ■ 相互持股的形式

- 金融机构—企业之间（主办银行制度）
- 企业—企业之间（母子公司之间、交易对象之间）
- 企业—企业之间（母子公司之间、交易对象之间）

#### ■ 相互持股的发展过程

- 20 世纪 50 年代：为了吸收因财阀解体而进入流通的股份
- 20 世纪 60 年代中期：作为应对资本自由化、股市恐慌后的承接举措
- 20 世纪 80 年代后期：泡沫时期的股权融资

#### ■ 所说的相互持股的优点

- 有利于股票价格的稳定、和通过大股东之间相互持股实现长期经营的稳定
- 便于顺利从金融机构（银行）处获得资金融通
- 确保与交易对象之间的长期持续的交易

### 4. 日本相互持股做法存在的问题

#### ■ 由于泡沫破灭而显现的相互持股做法的弊端

##### 削弱了企业治理

- 难以实现由股东通过市场进行监督
- 难以通过 M&A 等方法进行企业重组

##### 金融机构面临因所持股票波动带来的风险

- 因所持股票的浮盈减少·浮亏增加削弱了银行经营能力
- 结果使以间接融资为主的日本的资金中介功能降低

##### 股票市场效率受到影响

- 流动性下降
- 股票价格形成机制扭曲

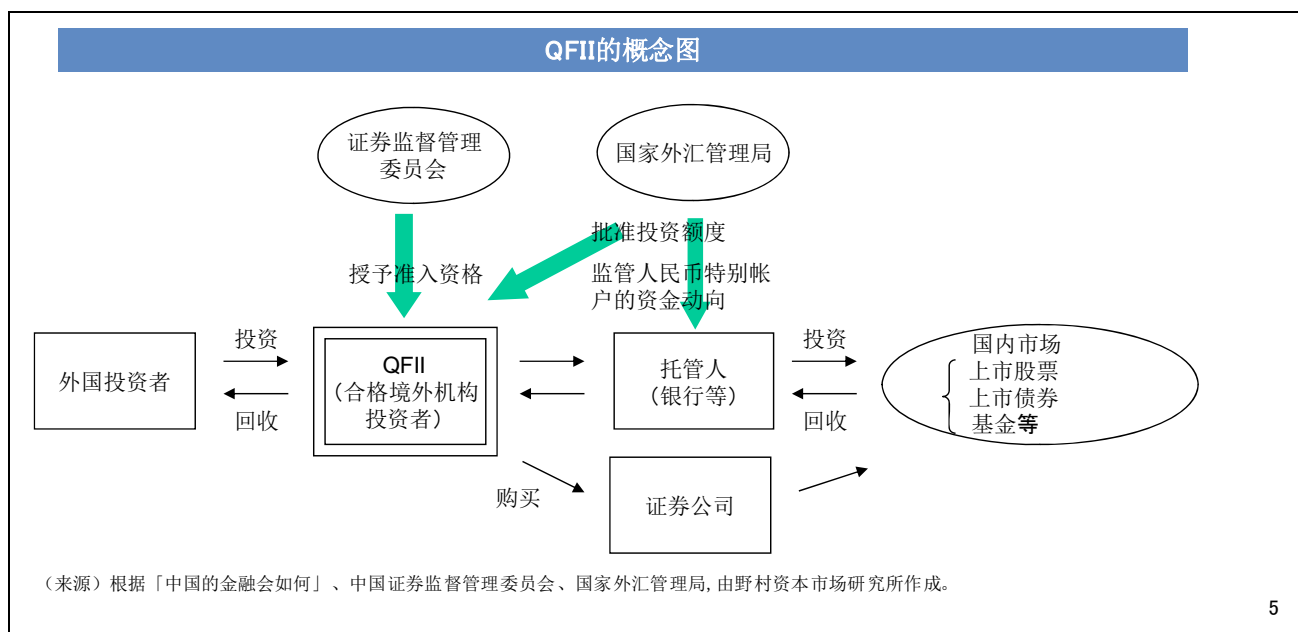
#### ■ 相互持股取消后的承接者是外国投资者、但存在对其过于依赖的问题

#### ■ 个人的直接投资以及通过基金、年金等所进行的间接投资也是重要的

### 5. 在中国的外国投资者—QFII（合格境外机构投资者）

#### ■ 2002 年 12 月、开放 QFII（Qualified Foreign Institutional Investors、合格境外机构投资者）。

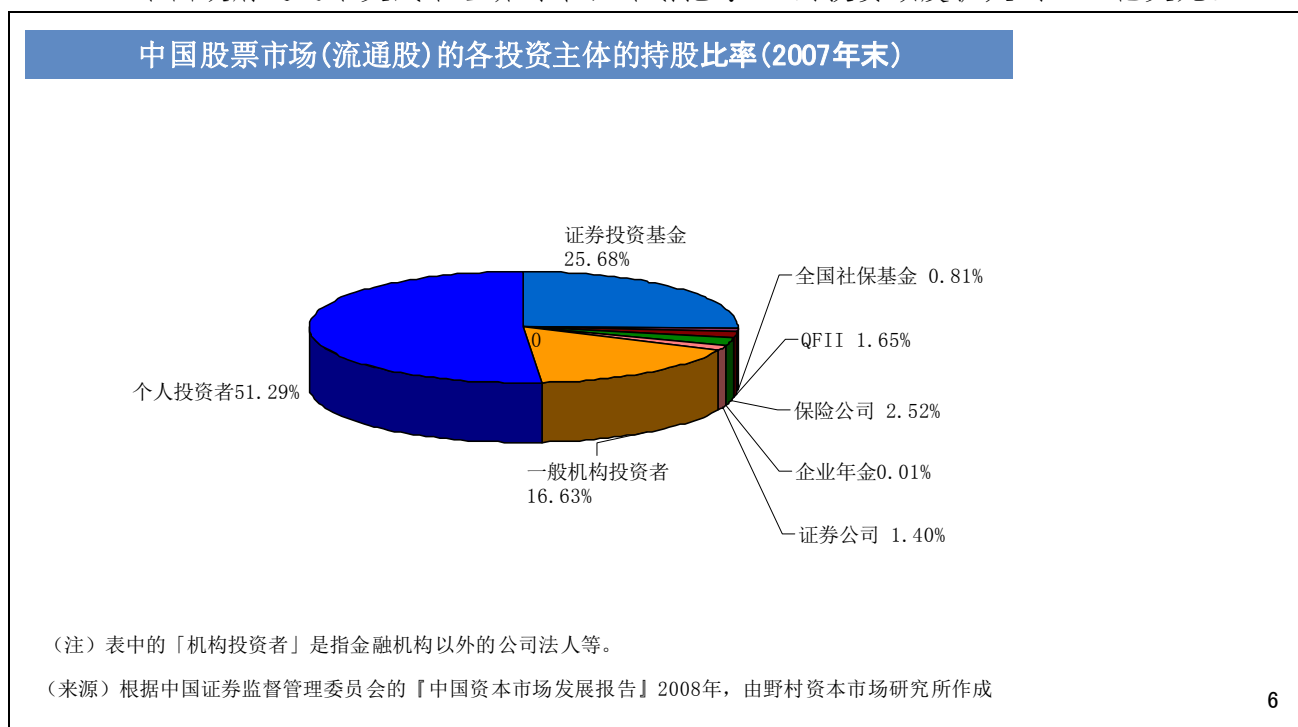
#### ■ 由中国证券监督管理委员会授予准入资格，再由国家外汇管理局批准其投资额度。



5

#### 作为机构投资者的 QFII

- 从专业的角度来看机构投资者的存在对于合理价格的形成、对冲等金融技术的发展是很重要的。
- 中国政府通过中美战略经济对话、计划把 QFII 的投资额度扩大到 300 亿美元。

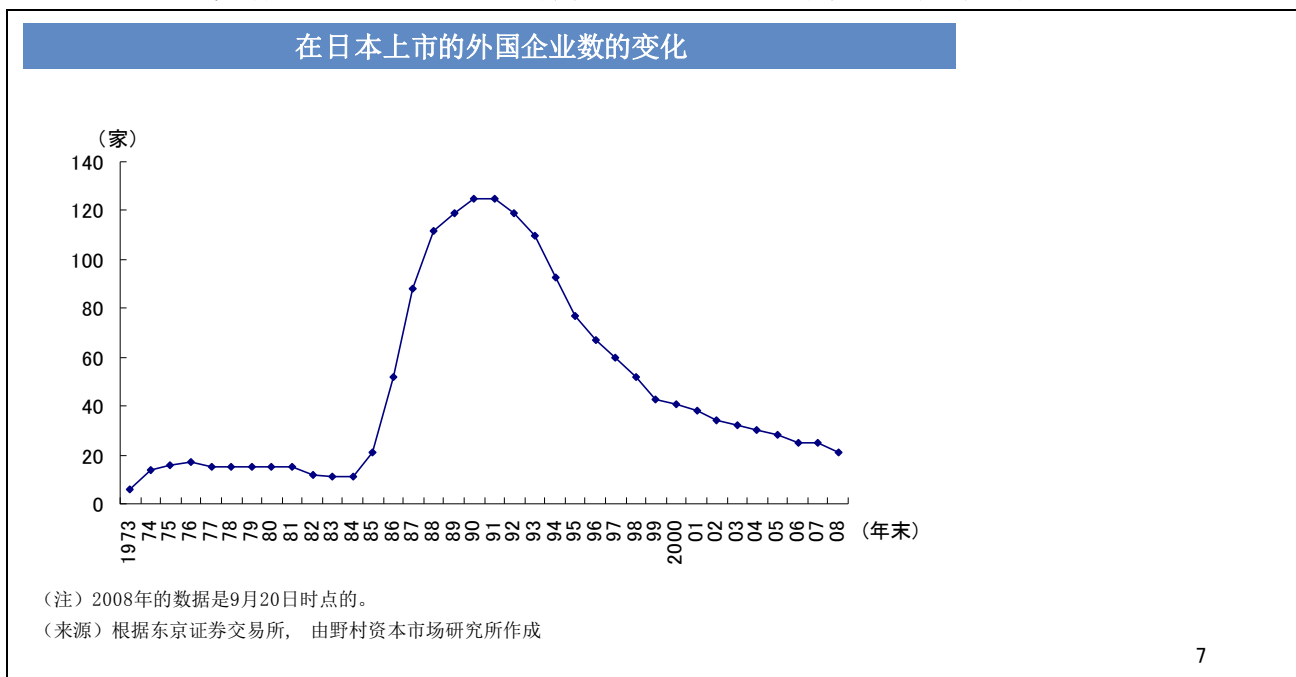


6

#### 6. 外国企业的国内上市

- 满足投资者运用需求的多种股票的存在是重要的。而且, 股票市场为资金筹措者提供多样的途径也是重要的。

- 日本, 在 80 年代外国企业的上市达到了高峰期、可是由于采用的会计基准（日本基准）、实行的日语信息公开、持续的信息公开、导致了高成本的问题。



7

### 7. 为亚洲新兴企业创立面向专门家的市场

- 2007 年 12 月、金融厅发表了「金融・资本市场竞争力强化的计划」。这个计划的轴心之一就是创立面向专门家的市场。
- 东证在与伦敦证券交易所的合并中, 在准备「面向成长企业的新市场」的设立。

面向专门家的市场的概念图			
	一部・二部	玛札兹 (Mothers) 市场	新市场(亚洲版AIM)
运营主体	东京证券交易所		新公司 (东证和LSE的合并)
上市目标企业	-	具有高成长性的新兴企业	日本及亚洲的成长企业
投资者	一般的投资者及特定的投资者		<b>只限于特定的投资者</b>
对于上市公司规制的构成 上市审查 上市管理	交易所 从保护投资者的角度来看, 由于一般投资者的直接参与, 对于信息公开等的规制有严格的构成		J-Nomad、交易所 立足于投资者自我责任的灵活的构成
Key Benefits (益处)	<ul style="list-style-type: none"> <li>·有利于提高在日本的信用能力・知名度</li> <li>·有利于和日本企业之间的事业合作</li> <li>·有利于完善内部管理体制</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·有利于提高在日本的信用能力・知名度</li> <li>·有利于初期阶段的上市</li> <li>·有利于和日本企业之间的事业合作</li> <li>·有利于完善内部管理体制</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·缩短了到上市所需要的时间</li> <li>·可用英语或日语进行信息公开</li> <li>·采用国外的主要会计基准</li> <li>·内部控制报告书、季度的发布是自愿的。</li> <li>·灵活并高自由度的规制体系</li> </ul>

(来源) 东京证券交易所

8

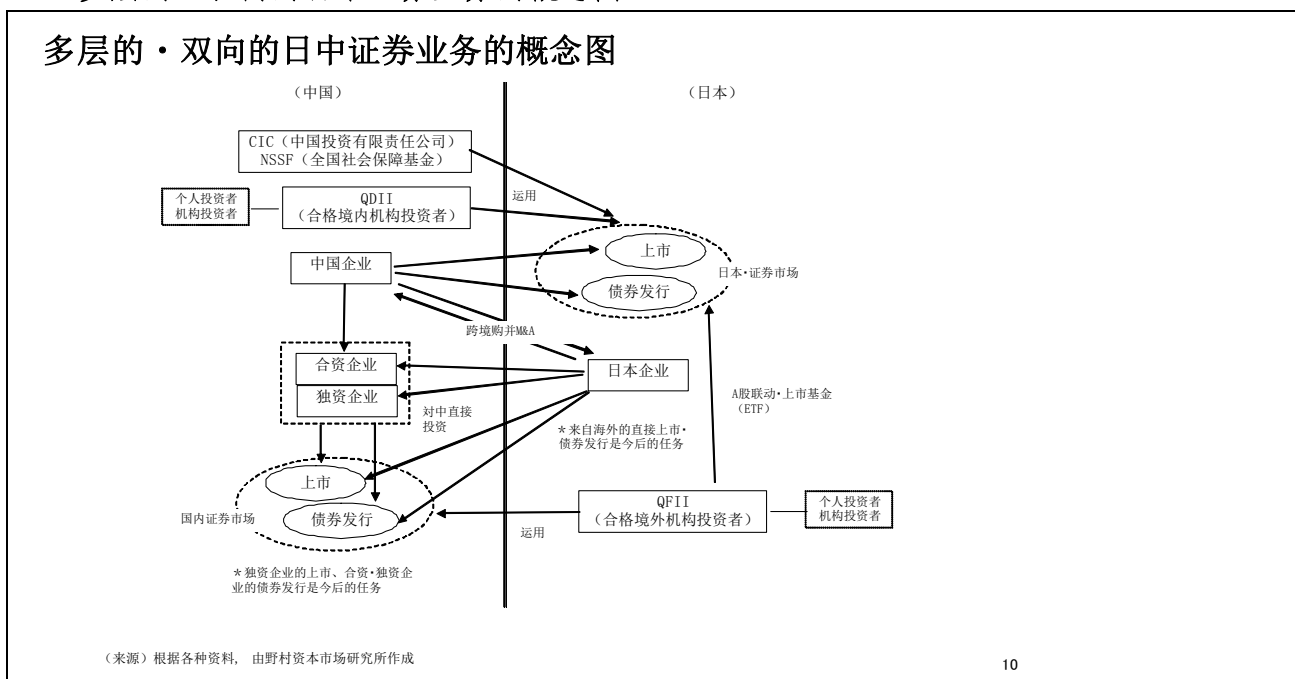
### 8. 日本企业在中国国内的 A 股上市

- 对中国直接投资的成败取决于「现地化或是本土化」。在中国本土的原材料・零部件的购买、对中国本土的人材的使用、在中国本土的资金的筹措是关键。
- 以 WTO 加盟为契机、现地的外资企业的 A 股上市成为可能。国内 A 股上市的第一位就是日本企业。
- 在 2007 年 12 月的第 3 次米中战略经济对话中、对许可已具备条件的外资企业（包括銀行）的人民币股票的发行达成了一致。

外商投资企业的A股上市实绩							
上市公司名称	上市日期	交易所	业种	母公司 (国家・地区)	公司名称	发行金额 (万元)	主干事证券公司
沈阳东大阿尔派软件股份有限公司	1996年6月18日	上海	IT	日本	Alpine株式会社	10,470	华夏证券 (现中信建设证券)
上海茉织华股份有限公司	2001年3月28日	上海	纤维・服饰	日本	松冈公司(广岛县福山市)	132,840	国泰君安证券
沙溪国祥制冷工业股份有限公司	2003年12月30日	上海	家电	台湾	陈天麟	29,200	联合证券
宁波东睦新材料股份有限公司	2004年5月11日	上海	机械	日本	睦特殊金属工业株式会社(东京都町田市)	45,000	国联证券
合肥荣事达三洋电器股份有限公司	2004年7月27日	上海	家电	日本	三洋电机株式会社(大阪府守口市)等	22,100	平安证券
江苏三友集团股份有限公司	2005年5月18日	深圳	纤维・服饰	日本	株式会社三轮(岐阜县关市)	15,975	国元证券
深圳成霖洁具股份有限公司	2005年5月25日	深圳	建材	台湾	Globe Union Industrial(BVI) Corp等	43,860	广发证券
广州海鸥卫浴用品股份有限公司	2006年11月24日	深圳	建材	台湾	中余投资有限公司等	35,734	招商证券
深圳信隆实业股份有限公司	2007年1月12日	深圳	机械	台湾	利田发展有限公司等	23,120	平安证券
普亿实业股份有限公司	2007年1月26日	上海	机械	台湾	Chin Champ Enterprise Co., Ltd等	89,460	华泰证券
上海汉钟精机股份有限公司	2007年8月17日	深圳	家电	台湾	Capital Harvest Technology等	34,504	财富证券
上海斯米克建筑陶瓷股份有限公司	2007年8月23日	深圳	建材	台湾	斯米克工业有限公司等	48,260	国信证券
(参考: B股) 上海茉织华股份有限公司	1999年1月18日	上海	纤维・服饰	日本	松冈公司(广岛县福山市)	21,384	申银万国证券

(来源) 根据各公司说明书、海通证券, 由野村资本市场研究所作成

### 9. 多层的・双向的日中证券业务的概念图



## ◆ 作者簡介

### 関根 栄一 (せきね えいいち)

株式会社野村資本市場研究所 主任研究員

(Nomura Institute of Capital Markets Research, Senior Analyst)

### **【略歴】**

1969 年生まれ、39 歳。1991 年早稲田大学法学部卒業、1996 年北京大學漢語センター修了、2002 年早稲田大学社会科学部研究科修士課程修了(学術修士)。1991 年日本輸出入銀行(現・国際協力銀行)入行、北京駐在員事務所、開発金融研究所等を経て、2006 年 5 月より現職。

### **【主な研究テーマ】**

中国金融・資本市場

### **【主な論文】**

- ・ 「販売力強化が課題の中国の外資系保険会社」『季刊中国資本市場研究』2008 年秋号
- ・ 「人民元オフショア市場の創設に向けた動き」『季刊中国資本市場研究』2008 年秋号
- ・ 「再び注目を集める外資系企業の中国国内上場について」『季刊中国資本市場研究』2008 年夏号
- ・ 「中国の基金管理会社(QDII)による日本株の運用実態について」『季刊中国資本市場研究』2008 年夏号
- ・ 「中国の投信市場の急拡大を支えるミドル・バック業務」『季刊中国資本市場研究』2008 年春号
- ・ 「新体制への移行を進める中国の全国社会保障基金」『季刊中国資本市場研究』2008 年春号
- ・ 「中国で始まった海外運用ブーム」『季刊中国資本市場研究』2008 年冬号
- ・ 「中国の企業年金資格の拡大に向けた動き」『季刊中国資本市場研究』2008 年冬号
- ・ 「石油から金融資産へーノルウェーの公的年金基金を巡る改革とガバナンスー」『資本市場クォーターリー』2007 年秋号
- ・ 「注目を集める中国開銀の国際業務」『季刊中国資本市場研究』2007 年秋号
- ・ 「中国の外貨準備運用会社の設立に向けた動き」『季刊中国資本市場研究』2007 年秋号
- ・ 「ニューヨーク証券取引所による北京事務所の開設」『季刊中国資本市場研究』2007 年秋号
- ・ 「域内金融統合を推進する ASEAN 財務大臣会議の最新動向」『資本市場クォーターリー』2007 年夏号
- ・ 「中国の証券化を巡る動き」『季刊中国資本市場研究』2007 年夏号
- ・ 「内外の資本市場で存在感を高める全国社会保障基金の最新動向」『季刊中国資本市場研究』2007 年夏号
- ・ 「第 2 回米中戦略経済対話での証券分野に関する重要合意」『季刊中国資本市場研究』2007 年夏号
- ・ 「ポールソン米財務長官による上海スピーチのインパクト」『季刊中国資本市場研究』2007 年春号
- ・ 「急速に進む M&A 関連法整備と今後の展望」『季刊中国資本市場研究』2007 年春号
- ・ 「中国：本格化する保険会社の対外証券投資」『資本市場クォーターリー』2007 年冬号
- ・ 「動き始めた中国の対外証券投資」『資本市場クォーターリー』2006 年秋号

- ・ 「自助努力を促す中国の年金制度改革」『資本市場クォーターリー』2006年秋号
- ・ 「中国の年金制度と資産運用業界」『財界観測』2006年秋号
- ・ 「中国：郵政貯蓄銀行設立に向けた動きについて」『資本市場クォーターリー』2006年夏号
- ・ 「中国における非居住者人民元建債券（パンダ債）市場の現状と課題」『資本市場クォーターリー』2006年夏号

**【主な著作】**

- ・ （共著）『中国資本市場大全』日本経済新聞出版社（2007年）

**【主な委員】**

- ・ 名古屋大学経済学研究科・客員研究員（2007年4月－9月）
- ・ 財団法人日中経済協会・経済交流委員会委員（2007年12月－2008年3月）
- ・ 財団法人日中経済協会・経済交流委員会委員（2008年7月－2009年3月）
- ・ その他講演、寄稿（雑誌等）多数

2008. 11. 16

## 关于中国经济未来成长的判断

中国国情与发展  
研究所所长  
贾文广

今后一个时期我国国民经济运行面临新的不确定因素，国际主要经济体经济减速和物价上涨，国内出现的新情况和新问题给未来经济运行增添了变数。但中国正处于重要战略机遇期的长期有利因素没有变：即中国在全国范围内的工业化、城市化、市场化、现代化、信息化、国际化的任务还没有完成；中国地域辽阔，二十几个省，每个省相当于一个国家，东、中、西部发展不平衡，回旋余地很大；中国政局稳定，人民勤劳努力，聪明爱学习，想发财致富的冲动不减；中国政府财政收入充裕和银行的储蓄率很高；中国受到良好教育的劳动者数量足以满足中国经济增长潜力的需要，人口红利的时期远没有过去；三十年改革开放奠定了雄厚的物质基础，具有经济持续增长的客观条件；中国制度变迁、体制改革、价格调整仍然可释放出较大的经济增长潜力；中国政府高度集权，行政配置资源的能力极强，特别具有应对极端困难和极端危机的力量。

因此，在宏观调控政策的正确引导下，预计全年国民经济总体上呈现经济增速企稳、物价涨幅趋缓的态势，经济结构继续朝着宏观调控预期方向发展。目前，中国经济面临的不仅仅是周期性调整压力，更面临结构性调整的压力。应对周期性经济波动，加快经济结构升级，推进发展方式转变，是转化周期性和结构性调整压力为发展动力的唯一出路。经济政策经历了由“双防”到“一保一控”的转变，现在正在由“一保一控”向“一保一防”（保经济增长，防金融危机）转变。对于全年经济的增长，目前大致有三种观点、两种预测。

无论是悲观者还是乐观者，无论是看空者还是看多者，无论是情感者还是理性者，无论是相信马克思者还是相信凯恩斯者，都对中国经济有一个基本的共识：2008年至2010年，中国经济将会出现下行，中国经济的增速将会放缓，对冲下行和放缓的政策就是扩大内需。扩大内需的有效手段就是扩大投资，扩大投资的有效工具就是发行债券。债券主要有两种，一种是国债，一种是企业债。债务的投向就是基础设施建设。

## 中国経済の未来成長に関する予測

中国国情と発展研究所所長

賈文広

中国経済の未来は新たな不確定要素に直面している。とりわけ、国際における主要な経済体の減速と物価上昇、国内における新たな問題は中国経済の未来に変数をもたらしている。ただし、中国は重要な戦略時機に恵まれているので、長期的な有利要素は変わらない。1、中国は全国範囲における工業化、都市化、市場化、近代化、情報化および国際化の任務はいまだに完成していない；2、中国の国土は広く、省（日本の県にあたる）は31あり、それぞれの省は一つの国家にあたり、東部、中部、西部の発展レベルはそれぞれ異なり、廻旋の余地はきわめて大きい；3、中国の政局は安定し、国民が勤勉、勉強好き、豊かになりたいモチベーションは依然として高い；4、中国政府の財政収入は余裕があり、銀行の貯蓄率は高い；5、中国において、良好な教育を受けた労働者の人数は多く、中国経済の成長需要に満足する労働力を提供することが可能で、人口の優位性効果は依然として高い；6、三十年間の改革開放は豊かな物質基盤を築いており、経済の持続成長の客観的条件をもっている；7、中国の制度変化、体制改革、価格調整によって、経済成長の可能性を引き出すことが可能である；8、中国は中央集権制で、行政の資源分配能力が高く、極端な危機と難局に対応する能力をもっている。

したがって、適切なマクロコントロール政策の下で、中国の国民経済全体は安定とした成長と、緩やかな物価上昇の趣向があり、経済構造が引き続きマクロコントロールの予期方向へと発展していくのではないかと予測している。現在、中国経済が直面しているのは経済周期の調整圧力だけではなく、経済構造の調整圧力も大きい。経済の景気に対応し、産業構造の高度化を加速し、発展方式の変化を推進することこそ、経済周期の変動と構造調整の圧力を発展するモチベーションに変えていく唯一の道である。中国の経済政策は「双防」（経済の過熱と全面的インフレの防止）、「一防一控」（安定的で比較的高い経済成長の維持と物価急騰の抑制）を経て、現在「一保一防」（安定的で比較的高い経済成長の維持と金融危機の防止）に変えつつある。

今年の中国経済の成長に関する予測は、悲観的と楽観的な考え方があふれている。しかし、悲観者にせよ楽観者にせよ、感情論に陥る者にせよ理性者にせよ、マルクス主義の信奉者にせよケインジアンにせよ、いずれ中国経済の未来に関するコンセンサスをもっている。すなわち、2008年から2010年まで、中国経済は下ぶれの恐れがあり、経済成長の速度とヘッジファンドが緩やかになると思われる。それに対応するために、政策は内需を拡大するしかない。内需拡大の最も有効な手段は投資を拡大し、債券を発行することである。債券の種類は2種類あり、一つは国債であり、もう一つは企業の債券である。債券の投資先はインフラ整備である。

(呉万虹翻訳)

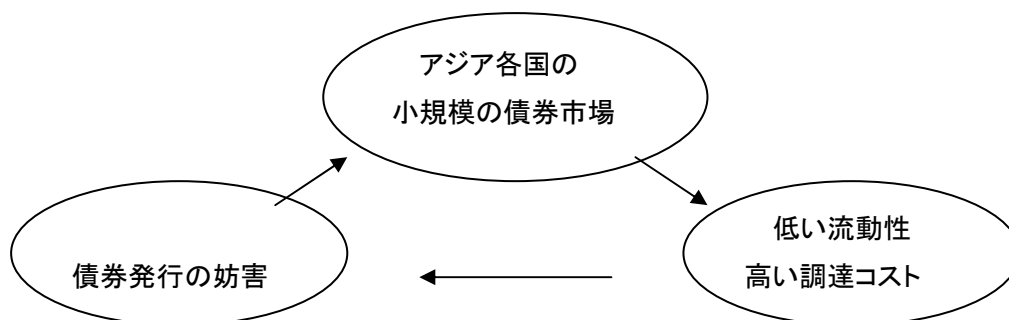


2008. 11. 16

## アジア共通の債券・資本市場の可能性と市場自主規制の在り方 (要点)

国際協力銀行 (JBIC) アジア大洋州  
ファイナンス部 Bond Market Specialist  
玄 爽 (Hyun Suk)

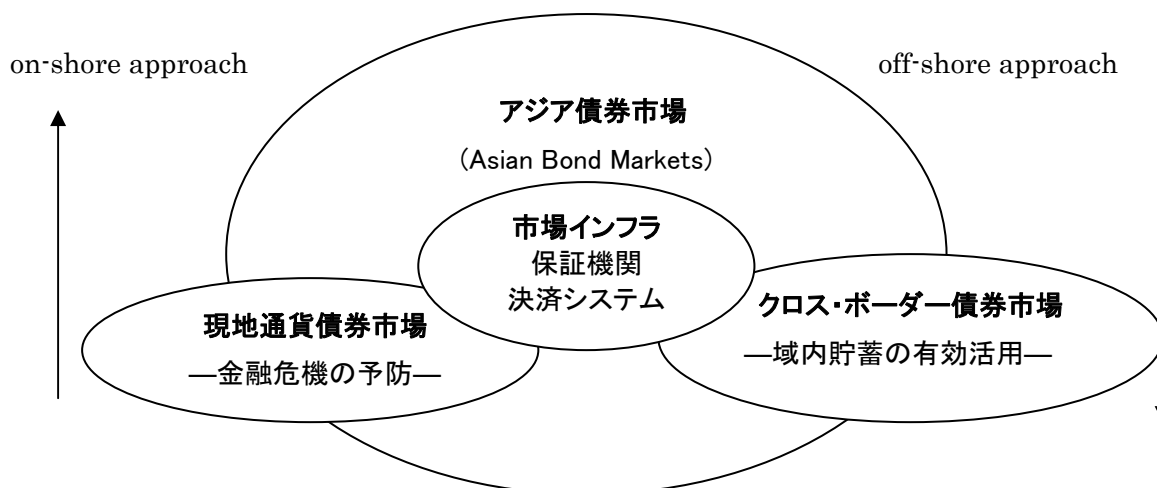
1. アメリカ発のグローバル金融危機  
→ アメリカ、及び、欧州を中心とするユーロ金融資本市場の機能不全。  
アメリカ・ユーロ金融資本市場に補完・代替市場できるアジア金融市場の創設が必要。
2. アジアの健全な経済環境の再評価が必要
  - ①高い外貨準備高
  - ②高い貯蓄
  - ③高い経済成長率
3. アジア域内の協力
  - ① チェンマイ・イニシアティブ (Chiang Mai Initiative) : アジア安全網  
二国間の通貨スワップによって、関係国が危機に陥った際には、合計額の20%までに IMF プログラムなしに、短期的に資金の融通を行ない、危機の再発を防止。
  - ② アジア債券市場育成イニシアティブ (Asian Bond Markets Initiative)  
97年のアジア危機以降、アジア債券市場の育成に向けた包括的な各国政府の取り組みが本格化。グローバル金融危機によって、欧米投資ファンドの資金の引き揚げ(資本流出)傾向が続く中、アジア域内資金を有効に活用・還流するメカニズムが必要。
4. アジア共通の債券・資本市場の必要性  
アジア各国の債券市場は、アジア全体として見ると、サイズ・トラップ(size trap)に直面。



Eichengreen & Luengnaruemichia (2004) “liquid securities markets have a certain minimum efficient scale and thus the small economies of Asia face difficulties in developing bond markets”

5. 効率性・流動性とボリュームある債券・資本市場を創設するためには、  
 まずは、アジアの中で、資本とインフラを持っている日本、中国(香港)、韓国、シンガポールが協力・連携して、アジア共通の債券・資本市場(AIR-PSM)を創設するのは如何。  
 (Asian Inter-Regional Professional Securities Market = アジアで自己完結可能な、ユーロ債市場のようなクロス・ボーダー市場)
6. 2007年の、CMAA(Capital Markets Association for Asia)の設立  
 ICMA(International Capital Market Association)に見る、クロス・ボーダー市場の自主規制の在り方を、アジアも学ぶ必要がある。
7. アジア独自のアジア版 MTN(Medium-Term Note)プログラムの可能性の追求
8. JBICのアジア債券市場育成イニシアティブに関する取り組み
  - ①アジア現地通貨建て債券の発行
  - ②日系 FDI 主体によるアジア現地通貨建て債券への保証の供与
  - ③域内クロス・ボーダー債務担保証券(CDO)への保証の供与
  - ④ABMI の知的支援(研究・調査)
 アジア版 MTN プログラム創設への取り組み:  
 機動的な債券発行が可能になる MTN プログラムの促進や債券種類の多様化  
 アジア独自のインフラボンド: インフラ整備への債券の活用

アジア債券市場育成の戦略



## 亚洲共同债券资本市场形成的可能性与市场自主规范

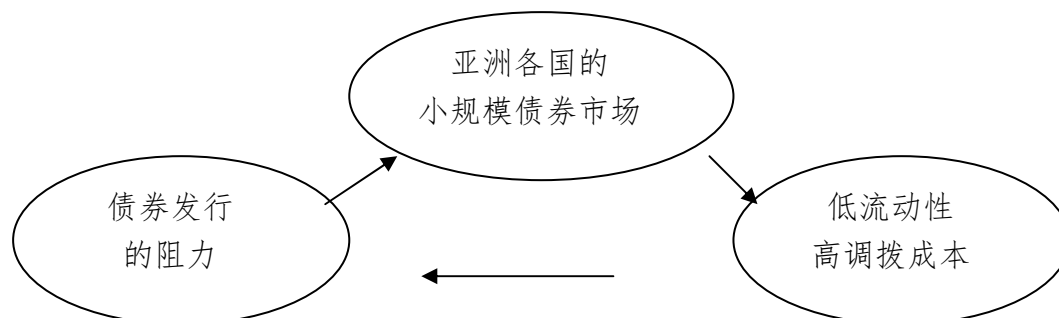
(中文要点)

国际合作银行 (JBIC) 亚洲大洋州金融部

Bond Market Specialist

玄 爽 (Hyun Suk)

1. 起于美国的全球金融危机  
→ 美国和以欧洲为中心的欧元金融资本市场功能不健全，有必要建立能够弥补和替代美国以及欧洲金融资本市场的亚洲金融市场。
2. 有必要重新评价亚洲的健全经济环境
  - ① 高外汇储备
  - ② 高储蓄
  - ③ 高经济增长率
3. 亚洲区域内合作
  - ① 青麦倡议 (Chiang Mai Initiative): 亚洲安全网络  
在处理双边通货关系时，根据货币互换协定，有关国家陷入危机后，可在 IMF 项目未启动的情况下，动用相当其总金额 20% 的资金，进行短期融资，以防危机再次发生。
  - ② 构建亚洲债券市场倡议 (Asian Bond Markets Initiative)  
97 年亚洲金融危机以来，各国政府为构建亚洲债券市场开始了综合性治理工作。由于全球金融危机，欧美投资基金的资本流出倾向正在持续，因此，亚洲区域内有必要建立一种机制，以便能有效地循环利用这些资金。
4. 构建亚洲共同债券市场的必要性  
如果将亚洲各国的债券市场作为一个整体来看，面临着参差不齐的局面。



Eichengreen & Luengnaruemichia (2004) “liquid securities markets have a certain

minimum efficient scale and thus the small economies of Asia face difficulties in developing bond markets”

5. 为了创造高效性、流动性和强有力的债券资本市场，是不是首先需要在亚洲范围内资本以及基础设施完备的日本、中国（香港）、韩国以及新加坡联手协作，以创设亚洲共同的债券资本市场(AIR-PSM)呢？

(Asian Inter-Regional Professional Securities Market = 亚洲自己可以掌控的、有如欧洲债务市场那样的跨国界市场)。

6. 2007 年、CMAA (Capital Markets Association for Asia) 成立

正如我们看到的 ICMA (International Capital Market Association)，跨国界市场的自主规范也是很值得我们亚洲学习的。

7. 追求亚洲自己的亚洲版 MTN (Medium-Term Note) 的可能性

8. 应对有关 JBIC 对构建亚洲债券市场的倡议

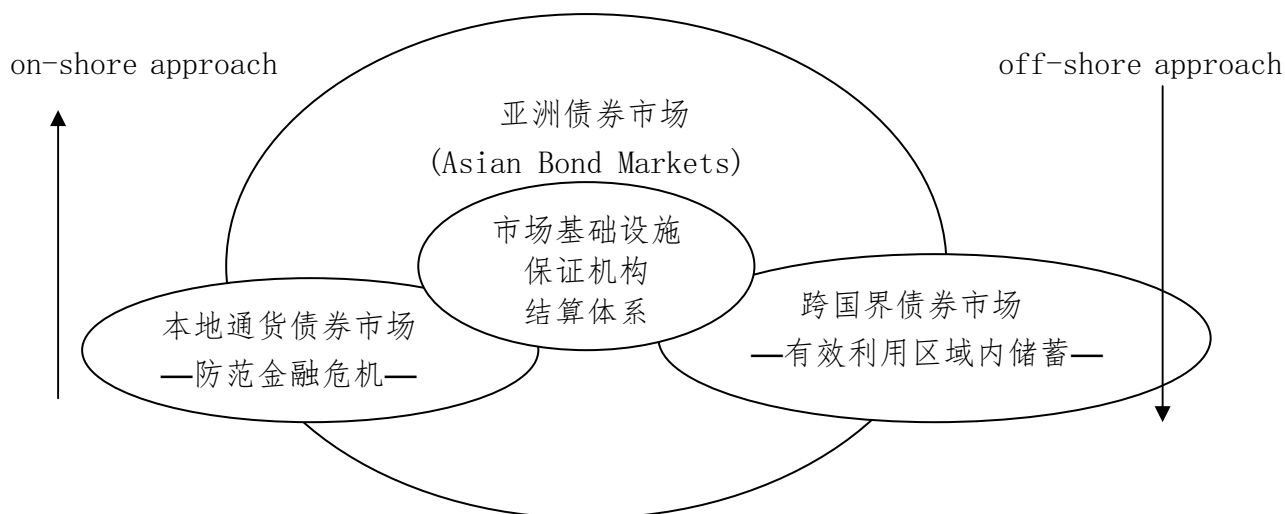
- ①发行亚洲本地通货债券
- ②保证对以日系 FDI 为主体的亚洲本地通货买卖债券的供应
- ③保证对区域内跨国界债务担保证券(CDO)的供应
- ④对 ABMI 的技术支援（研究・调查）

创立亚洲版 MTN 项目：

促进灵活债券发行成为可能的 MTN 项目的实施以及债券种类的多样化

亚洲自己的基础设施圈：在整和基础设施时灵活运用债券

### 亚洲市场发展战略



(王屏翻译) (陳景善校閱)

## ◆ 作者簡介

### 玄爽 (Hyun Suk)

国際協力銀行 (JBIC) アジア大洋州ファイナンス部 Bond Market Specialist

1971年4月13日生まれ。37歳。

韓国延世大学経済学部卒業。慶應義塾大学経済学研究科博士課程単位取得満期退学。日本経済研究センター、総合研究開発機構、慶應義塾大学経商連携 21 世紀 COE プログラム等の研究員を経て、2006年9月より現職。

### 【学歴】

1998年2月 韓国延世大学経済学部卒業

2002年3月 慶應義塾大学大学院経済学研究科経済学修士取得

2006年3月 慶應義塾大学大学院経済学研究科博士課程単位取得満期退学

### 【論文】

- 「家計の資産選択の比較分析-日本・韓国・タイの比較-」、『アジア金融危機とマクロ経済政策の対応』、慶應大学出版会、2004年3月(共著)
- 「チェンマイ・イニシアティブと ABMI」、「アジア債券市場育成に関する韓国の観点」、「韓国の債券市場—発行市場と流通市場」、『アジア域内国際債市場創設構想』、レクシスネクシス・ジャパン出版社、2007年3月
- 「Development of Infrastructure Bond Market in Asia」、慶應大学 COE Discussion Paper DP2007-001、2007年5月(共著)
- 「家計のリスク資産選択と信託業」、信託研究奨励金論集第28号、2007年11月(共著)
- 「郵貯資金の市場運用への移行プロセスが資金循環に与える金融関連分析とシミュレーション」、ゆうちょ資産研究第16巻、2008年1月
- 「An Asian Bond Markets and Cross-border Securities Settlement」、『Grand Design for an Asian Inter-Regional Professional Securities Market』、LexisNexis Press. 2008年3月
- 「Exploring the Potential Use of Revenue Bond for Infrastructure Financing in Asia」、JBIC 開発金融研究所ディスカッションペーパーNO. 15、2008年7月(共著)
- 「Bond Market Development in Asia」、Capacity Building for Development of Bond Markets in UNESCAP Member States、2008年8月(共著)

2008. 11. 16

## 亚洲金融发展的外因与内因

中国银行全球金融市场部  
高级分析师、研究员  
谭雅玲

1997年7月2日以泰国汇率机制转变为导火索而爆发的亚洲金融危机至今已经10周年，全球无论金融市场或国家对策调整都以此作为深刻的教训谈论并总结，亚洲金融危机的原因、背景和教训分析十分普遍，也相当深刻，并基本得到共识，即亚洲金融危机涉及的主要国家金融开放过度、过急，超越国情发展阶段，较盲从的借鉴发达国家模式改革开放，给予投机带来机会与条件，最终造成国家经济问题和金融安全的失控，导致经济金融灾难性的打击。而今我们在谈论这一话题则需要着眼于联系联系实际和未来判断，对于金融危机本身不必在继续探讨，而危机之后10年的相对稳定则需要关注与研究，进而为未来提供预期参考和警示，以促成金融危机防范与规避。

一、回顾过去10年中亚洲机遇大于挑战——突出于发达国家经济周期争论、地缘政治风险以及货币竞争新格局等亚洲地区的外围因素，这些给予亚洲带来良好改革发展空间，也是10年亚洲发展的机遇。由于亚洲金融危机爆发之后的全球金融态势和市场态势集中在发达国家之间的竞争，集中在发达国家政治因素和国际关系的凸起，亚洲外部世界环境变化是形成亚洲改革发展的重要屏蔽。

回想亚洲金融危机之后的10年，亚洲国家改革发展与主要发达国家经济结构调整、政治危机问题以及国际关系的变化具有密切关联，经济环境、市场空间以及预期心理给予亚洲巨大机遇。亚洲国家当年遭受亚洲金融危机的创伤严重，但危机之后的恢复也相当迅速、有效，这一方面来自亚洲国家自身有效的改革发展效应，各国自身应对现实的改革机制与效率有效；另一方面也是十分重要的背景就是，外部经济金融环境动荡波折基本集中在发达国家或亚洲以外区域，进而给予亚洲改革发展的机会和条件。如欧元启动，并引起美欧之间货币竞争扩大，国际货币体系变数引起国际关系的调整与重组。又如美国9.11事件的发生，全球地缘政治风险急剧上升引起美国经济变数，美国经济衰退与争论上升导致美元利率、汇率演变发生实质和有效、灵活组合变化，全球资本结构的大调整使亚洲成为投资新宠，而美国经济增长周期发生变数，美元汇率政策与策略组合处于全面调整状态，利率差别带来的投资机会促进亚洲经济金融发展空间和平台，金融市场青睐亚洲成为亚洲发展的动力与条件。还有国际局势动荡急剧，科索沃、伊拉克等战争与冲突有利于亚洲区域政治相对稳定，金融环境成为投资与对冲的首选市场。回想亚洲金融危机之前，西方主要发达国家处于各自经济相对高涨、稳定时期，资本流动充裕性，以及内部经济繁荣时期给予外部炒作或投资、投机性

带来集中发达国家外部关注与运用空间的积聚，这是导致亚洲金融危机的直接原因。由于主要发达国家面临的事件性冲击不断，特别是伴随欧元启动，西方国家之间的竞争关系变数扩大，货币竞争连带的政治问题突出，从科索沃到伊拉克，一些局部的战争或冲突，无不连接货币博弈的色彩，这恰倒好处使亚洲国家处于经济金融安全发展之中，并成为资本财富的积聚焦点地区，促进亚洲市场繁荣和经济增长。

二、展望未来 10 年亚洲风险大于机遇——目前亚洲国家金融市场投资热情高涨，货币升值和股市上涨凸显，但这种趋势与西方主要国家基本态势有所不同，特别是亚洲货币利率水平和节奏周期不同于发达国家，利率差异明显存在。而主要发达国家金融发展处于积累创新的高级阶段，目前他们已经达到此轮调整后的起飞阶段，未来的国际竞争势必将不利于发展中国家，发达国家的需求必将制造和“筹划”于发展中国家的压力与风险。因此，亚洲未来 10 年将面临新的金融危机风险，焦点依然在于货币价值与汇率机制风险，甚至包括银行在内的金融系统风险。

从未来 10 年亚洲前景看，由于美国等主要国家金融竞争性扩大，而这些国家之间的不平衡或矛盾在逐渐扩大，但他们的整体经济金融实力是不可抗拒的，他们的经济结构性调整已经步入新的发展周期。因此，美国等主要国家的调整或竞争趋势将会直接转嫁或“设计”到亚洲发展的未来风险，因为亚洲是一个新兴市场代表地区，投资吸引力和基础实力具有竞争性，对发达国家而言是一个既合作、更挑战的经济区域。如 2006 年 5 月的全球股市下跌风潮，针对亚洲主要国家态势是十分清楚的，而亚洲国家股市下跌态势也十分突出，包括 2006 年底泰国所作出的应对国际金融风险的举措，不仅没有得到发达国家的认可，反之却遭到国际舆论的指责，因为这些措施伤害了他们在当地的投资投机利益。因此，我们不仅看到亚洲国家风险应对意识的提高，更看到亚洲国家风险压力的扩大，即全球资本流动的数量、规模或速度已经远远超出当年亚洲金融危机的状况。虽然亚洲国家与 1997 年亚洲金融危机时期比较，相对于充分的外汇储备给予信心心理乃至实际基础的支持是扩大了，但是从金融资产规模、机构效率、产品数量以及金融市场影响力看，亚洲国家将依然难以与发达国家较量，难以摆脱大国色彩的控制，受控于大国压力，甚至扭曲自身态势的发展依然存在，而未来将会不利于自身均衡发展。在全球失衡中，亚洲依然是对冲基金或大国战略筹划的重要关注，未来投机或衍生产品形成的金融危机将是亚洲面临的新问题和新挑战，其中包括价格周期因素、价格连接因素以及价格挤压因素，即货币价格、石油价格以及股市价格都可能成为引爆新危机的突破点或危机点。

亚洲国家需要居安思危，理智、冷静面对国际环境。对于当前亚洲相对稳定和高增长的经济趋势以及金融市场高涨、旺盛的投资热情，各国应该看到不是亚洲自身实力已经达到如此强大的地位，而是外部环境相对复杂，且在调整之中，比较因素的差别性给予利好预期，主要是发达国家经济周期造成的亚洲环境调整和发展的有利，并非亚洲已经具备与发达国家

并行的作用。事实是主要发达国家的美国、欧洲、日本就占到世界经济与国际金融规模的近2/3，发展中国家依然是微不足道的顺从与依从关系，包括亚洲也难以脱离当前对美欧日的倾斜与依存态势，因此亚洲国家依然需要继续加强实力，增强竞争力，为金融危机的防范与规避储备充足的基础和实力。

三、贴近现实我国金融未来不可掉以轻心——我国与亚洲主要国家有许多相似之处，也与这些国家具有密切关联。更为重要的是从外部看，我国金融信誉和信用促成我国在亚洲的影响力和责任，未来面临外部“刻意”炒作的投机风险将不可避免的有可能发生，未来有可能加剧我国金融结构性扭曲性，金融调节难度将不利于我国经济稳健和金融安全；从内部自身看，我们有时表现的过于“自信”和“自满”将会不利于我国金融改革的实效与收益，并将形成外部冲击的“突破”，我们面临的金融风险或危机将有可能在2008年之后产生或爆发。

当年亚洲金融危机的引爆点是货币升值到贬值，而今我国表象的货币升值虽然低于当年亚洲一些国家，并在我国政策控制范围之内，但是我国的金融市场规模或效率却远低于当时的亚洲一些国家。虽然我国的金融开放速度接受了当时亚洲金融危机一些国家的教训，坚持稳健开放、逐步开放的原则，但是我们的金融效率低下、金融规范欠缺、金融制度不足、金融战略匮乏、金融改革表象等等却非常值得忧虑与加快改善的，否则我们的金融风险将不亚于当年的亚洲金融危机，并有可能比当年面临更大风险甚至经济动荡或金融危机。我国当前经济和金融的一些表象以及基本状况在一定程度上有点类似当年的泰国，其中包括货币升值现象，股市上涨趋势以及房地产繁荣景象，因此理性和冷静对我国应对改革开放、稳步扎实有效改革显得十分必要与重要。

从金融角度看，我国银行系统的效率与风险显得更为重要。全球银行业发展战略与我国也有明显阶段性同差别，特别是与美国银行等发达国家银行相比，他们银行业发展阶段从分业到混业过程转入专业化趋势，专业化是分业、混业的一个高级创新阶段；而目前我国银行业则酝酿从分业到混业，银行多元化趋势在扩张之中。这种阶段的不一样必将使我们的金融改革、经济发展面临机遇与挑战，而挑战或风险将明显大于机遇。尤其是目前我国银行的业务结构相当于美国商业银行1980年左右的水平，一方面是当前我国经济金融制度背景，以及我国银行实力与当年美国银行业环境和实力有相似点，尤其是在制度安排上，目前我国金融业处于一种分业经营趋向混业格局，在银行、保险和证券行业之间既设立了严格管制界限，限制经营跨行业业务和产品，但也有交叉性业务存在，并愈加“急切”地期望混业经营。另一方面我们更应该看到的是我国银行实力与效率还存在较大差距，创新能力不足是经济基础、财富基础、投资基础薄弱的所在，无论在服务品质和产品开发能力等方面，我国与国际一流银行的差距甚远，因为金融产品和服务不同于一般商品，知识含量很高，经验积累很必要，行业积累是基础。总之，在当前全面金融开放的趋势与压力下，我们似乎更关注金融改革进展，而忽略金融改革扎实性，注重了金融改革的框架，忽略了金融改革的成本（收益）。



在产品设计上，过多照抄照搬模式，忽略风险和收益综合效应；在产品操作上，注重书本理论知识，忽略行业经验和市场经历（有学历不等于有行业经验，有学历不等于有业务经历），而行业经验与经历培育的是行业责任意识、道德观念、客户信用与盈利技能，而这些都是银行金融产品创新、推行以及销售的必要内容，而非简单设计或操作问题），更有行业道德与技能的基本素质问题。因为银行业是一个服务业的信誉、信用行业，而非简单的熟练工种。

## アジア金融の発展の外因と内因

譚雅玲

1997年に起きたアジア金融危機が、10年間も経った今になっても、世界における金融市場に、一国における金融政策の制定に深刻な教訓あるいは貴重な経験として受け取られている。その発生原因や背景に対する分析、およびそこから受けた教訓などが広い範囲にわたって研究が行われていた。結果としては、それに関する共同の合意が概ねなされた。とりわけ、金融危機に巻き込まれたアジアの国々においては、主にその金融市場がオープンしすぎ、急ぎすぎて、自国の発展段階を超えた金融モデルを先進国から学びうけ、投機するチャンスを与え条件を育成する改革開放政策が行われたので、これにより、経済の運行が問題となり、金融安全を確保する手がなくなった。最終的には、経済金融が破滅的な打撃を受けたのである。アジア金融危機が過ぎてからのこの10年間、経済の運行は相対的に安定している。この10年間を研究する必要があるというのは、これからも発生しうる金融危機を予測するための参考や警告を提供し、さらに、金融危機の発生を予防・回避することを図るためでもある。

### 一. 過去の10年間——アジアにとってチャレンジよりチャンス

アジア金融危機が爆発してから、世界の金融と市場において、その競争は先進国の間に集中する態勢へと変わった。そして、先進国間での政治的な素因および国際関係の調整に世界の目線が集まった。このような外部世界の変化は、アジアにとっては、アジア改革・発展を守るための重要な垣壁となった。なお、先進国の経済周期論争、地縁政治のリスクおよび貨幣競争の新たな局面などアジア地域にとって顕在化している外部素因は、アジアに良好な改革と発展の空間を作ったといい、10年間の発展するチャンスだといえよう。

### 二. 将来の10年間——アジアにとってチャンスよりリスク

現在、アジアの国々において、金融市場への投資ブーム、アジア貨幣の値上がりおよび株価の上昇などの発展態勢は、西の先進国とは異なる。とりわけ、アジア貨幣の利率基準とその変化の周期は、先進国とは異なり、利率の差が明らかである。しかし、先進国の金融は蓄積と再創造というハイレベルの発展段階に位置しており、今になって、調整を終え、飛ぶ段階に達している。その需要が必ず発展途上国に圧力を与え、リスクを増やすこととなるので、将来の国際競争は、発展途上国にとっては非常に不利である。したがって、これからの10年間は、アジアにとっては新たな金融危機に直面しなければならない危険があると言えよう。しかも、依然として貨幣の価値と為替レートの規制、ないし銀行を含む金融システムの規制が危険の焦点となる。

### 三. 現実——わが国は金融への調整を懈怠してはならない

わが国はその他のアジアの国とは類似するところが多く、密接な関係ももっている。外部から見れば、わが国の金融での信望によりわが国のアジアでの影響力と責任がなりたつのは何より重要である。しかし、これからは、外部からの「わざわざ」と引き上げられた投機リスクを避けられず、それにより、わが国の金融構造が変形する度合いが激しくなりうると予測される。金融を調整するには困難を強いられる現実に向けて、このような局面はわが国の経済の健全性と金融の安全性の確保に明らかに不利である。そして、内部からみると、問題を対処する際の私たちの「自信」・「自慢」はわが国の金融改革の実効性や収益の実現には不利で、外部からの襲撃の「突破口」ともなりうる。

我われが面しなければならない金融危険あるいは金融危機は、2008 年以降に発生・爆発するであろう。

(陳桐花翻訳)