

中国の金融構造と金融政策
——市場化の段階推移に即した分析

2015 年 3 月

埼玉大学大学院経済科学研究科（博士後期課程）
経済科学専攻（主指導教員 伊藤 修）
蔡 玉成

中国の金融構造と金融政策
——市場化の段階推移に即した分析

埼玉大学大学院経済科学研究科

学籍番号 14VE107

氏名 蔡 玉成

※指導教員：伊藤修教授、田口博之教授、長島正治教授

要旨

本論文は、中国の金融自由化の進展と短期金融市場の発展の段階に即して、金融構造や政策効果波及経路の変化によってもたらされた金融政策の目標・手段の変化および特徴を分析したうえで、近年の実際の運営を標準的な実証分析の手法で検証したものである。

本稿の構成は鈴木（1974）を参照している。つまり、金融構造を踏まえて金融政策を分析する。前半は中国の金融構造の特徴、短期金融市場の資金の流れと金融自由化の進展を分析する。これらは金融政策分析の基礎になる。後半は、まず金融自由化の進展に即して、中国金融政策の目標・手段の変化と特徴を分析する。そして、1998 年以降の金融政策を定性的に分析してから、テイラー・ルールと政策反応関数による検証を行う。金融政策の分析は本論文の中心である。

金融構造 中国の金融構造は、まだ銀行仲介が中心な間接金融である。しかし、近年、銀行を通じる融資のウェイトが下落し、債券や株式等による融資のウェイトが上昇してきた。また、1990 年代以降、中国は積極的に外資を導入して経済成長を促してきたが、近年、積極的に対外投資も行うようになってきた。

近年、中小企業の融資難問題がよく重視されるようになり、金融当局は金融調節を行う時も中小企業を念頭に、中小金融機関に配慮するようになってきた。それらの対策によって、中小企業金融をマクロのデータからみる場合、2008 年頃より足元はある程度改善の兆しが見られた。しかし、情報の非対称性などによって、中小企業の融資難問題は簡単に解決できそうな問題ではない。

国有商業銀行は不良債権処理、金融改革と経営の効率化によって、自己資本比率が上昇し、不良債権比率が低下してきた。足元、不良債権比率は 1.1%未満の低水準にあるが、上昇トレンドに転じているため、今後不良債権の動向を注意深く見守る必要がある。

短期金融市場 近年、国債、政策金融債、社債の発行量が大幅に増加し、金融市場の参加者も大きく増えたため、短期金融市場の規模が拡大し、流動性と厚みが増してきた。

短期金融市場の資金の流れは、金融機関の間では、国有商業銀行等の大型銀行から、他の金融機関へ資金が流れている。地域の間では、表面上北京市から沿海等の経済発達地域へ流れることになっている。

金融自由化 近年、金利自由化は大きな進展がみられ、2013年に（住宅ローンを除く）貸出金利の規制が解除されたため、自由化の最終段階に入ったと思われる。ただし、預金金利自由化完了まで、まだ一定の時間がかかると思われる。

一方、為替制度の改革、人民元による貿易決済の推進、各国との通貨スワップなどによって、人民元は国際化に向けて歩み始めようとしている。

理財商品や余额宝（インターネット金融）は、金利規制のもとで、金融革新によって生み出した預金より金利が高い金融商品であるが、そのうちリスクが高い物もある。それらは、販売時の説明責任や運用面の不透明性などいくつかの問題点が残されているが、金利規制のもとで、多くの購入者に利益をもたらした。預金からのシフトや競争によって、これらは金融自由化の推進力にもなっている。しかし、金融自由化が完了すると、これらの存在意義は低くなると思われる。つまり、これらは過渡的存在の金融商品である。

金融政策の諸目標 中国金融政策の最終目標は、貨幣価値の安定を維持し、それをもって経済成長を促すことである。貨幣価値の安定について、対内的には物価の安定、対外的には為替レート of 安定であると解釈する見方もあるが、近年、人民元が国際化にむけて歩み始めたため、金融当局は為替レートのことをあまり触れないようになっている。

人民銀行は1996年からマネーサプライを金融政策の中間目標として採用するようになった。当初は、M0、M1、M2、（銀行業の）貸出増加額の一連の指標を中間目標としていた。2007年頃から、M2を中間目標としながら、貸出増加額を監視するようになった。2011年から、M2を中間目標としながら、監視の対象を貸出増加額と「社会融資規模」へ拡大した。

中国では、金融政策が直接調節から間接調節へ転換しようとした1998年から、操作目標は超過準備率としながら、マネーマーケット金利を監視していた。金融自由化の進展とマネーマーケット規模の拡大によって、2004年から、操作目標は超過準備率とマネーマーケット金利の両方を含むようになった。

金融政策の手段 人民銀行は、近年、公開市場操作を最も重要な政策手段として用いるようになった。政策金利は一つの金利体系をなしているが、1年物預金・貸出基準金利が最も重要な指標である。2003年以降、外貨買入によって供給した過剰な流動性を吸収するために、預金準備率が活用されてきた。

人民銀行は、公開市場操作や準備率等の伝統的な手段を活用しながら、差別準備預金制度、貸出ファシリティや短期流動性調節オペ等の新しい手段を導入して、金融政策の効果を高めようとしている。

中国の金融調節は、現在、量の調節と金利調節の両方を行っているが、これから、金融自由化の進展とともに、金利誘導型の調節に転換していく予定である。

金融政策の波及経路 中国の政策効果波及経路のうち、信用チャネルが最も重要な経路である。金利チャネルや資産チャネルも重要な経路である。一方、為替制度の影響によって、為替レート・チャネルの波及効果はまだそれほど大きくないとみられる。

金融政策の実証分析 最後に、近年の金融政策運営を定性的に分析したうえで、テイラー・ルールと政策反応関数による検証を行った。いずれも、概ね適切に運営されているという結果が得られた。2003 年以降、金融政策は主に景気と物価の変動に対応して運営されるようになったことを確認できた。

目次

| | |
|---------------------------|----|
| 図表リスト..... | vi |
| 序論 研究の狙いと構成 | 1 |
| 第1章 中国の金融構造 | 4 |
| 第1節 主要な金融資産の構造 | 4 |
| 第2節 資金循環 | 9 |
| 第3節 企業金融 | 14 |
| 1 企業金融の特徴..... | 14 |
| 2 中小企業金融——マクロの視点から | 20 |
| 第4節 銀行業の産業組織 | 28 |
| 1 銀行業の全体像..... | 28 |
| 2 主要商業銀行——大型と株式制商業銀行..... | 43 |
| 3 都市商業銀行と農村商業銀行..... | 45 |
| 4 郵政貯蓄銀行 | 48 |
| 第2章 短期金融市場..... | 51 |
| 第1節 短期金融市場の規模..... | 51 |
| 1 各種債券の規模..... | 51 |
| 2 短期金融市場の規模..... | 53 |
| 第2節 短期金融市場の資金の流れ..... | 56 |

| | |
|----------------------------|-----------|
| 1 金融機関間の資金の流れ..... | 56 |
| 2 各地域間の資金の流れ | 64 |
| 第3章 中国の金融自由化..... | 72 |
| 第1節 金利自由化の進展と展望..... | 72 |
| 1 金利自由化の全体の構想とこれまでの流れ..... | 72 |
| 2 初期段階の進展 | 73 |
| 3 中期段階の進展 | 74 |
| 4 終期段階の進展 | 76 |
| 5 金利自由化の展望 | 79 |
| 第2節 人民元為替制度の改革 | 80 |
| 第3節 金融自由化の推進要因 | 82 |
| 1 推進要因..... | 82 |
| 2 理財商品..... | 84 |
| 3 インターネット金融——余额宝を中心に | 88 |
| 第4章 中国金融政策の枠組み..... | 94 |
| 第1節 中国人民銀行——中国の中央銀行..... | 94 |
| 1 中央銀行体制の形成 | 94 |
| 2 中国人民銀行の組織 | 95 |
| 3 貨幣政策委員会 | 97 |
| 第2節 中国金融政策の最終目標..... | 101 |

| | |
|---------------------------------|---------|
| 第3節 中国金融政策の中間目標..... | 104 |
| 1 中間目標——マネーサプライ | 105 |
| 2 中間目標と実際の結果 | 108 |
| 第4節 中国金融政策の操作目標..... | 112 |
| 1 1998～2003年の操作目標 | 113 |
| 2 2004年以降の操作目標..... | 114 |
| 第5章 中国金融政策の主要手段..... | 117 |
| 第1節 公開市場操作 | 118 |
| 第2節 金利政策 | 124 |
| 第3節 預金準備率..... | 128 |
| 第4節 貸出ファシリティ | 134 |
| 第5節 その他の手段——窓口指導、国庫現金管理など | 135 |
| 第6章 中国金融政策の近年の運営 | 139 |
| 第1節 金融政策の効果波及経路..... | 139 |
| 1 一般的と理解される金融政策の効果波及経路 | 139 |
| 2 中国の波及経路の起点 | 140 |
| 3 中国の波及経路の4つのチャネル..... | 142 |
| 第2節 中国近年の金融政策運営..... | 145 |
| 1 近年の金融政策運営 | 145 |
| 2 テイラー・ルールによる検証..... | 157 |

| | |
|------------------------|-----|
| 第3節 中国の政策反応関数の推計 | 162 |
| 結論 まとめと展望 | 171 |
| 参考文献一覧 | 175 |

図表リスト

| | | |
|---------|---------------------------------|----|
| 図表 1-1a | 主要な金融資産及び GDP | 4 |
| 図表 1-1b | 主要な金融資産の対 GDP 比率 | 5 |
| 図表 1-2 | 主要国・地域の株式時価総額対 GDP 比 | 6 |
| 図表 1-3 | 中国の金融資産総額及びその対 GDP 比 | 8 |
| 図表 1-4 | 主要国・地域の金融資産総額対 GDP 比 | 9 |
| 図表 1-5 | 中国部門別資金過不足対 GDP 比率の推移 | 11 |
| 図表 1-6 | 日本の部門別資金過不足対 GNP 比率の推移 | 11 |
| 図表 1-7 | 中国の主な資金循環統計（フローベース） | 12 |
| 図表 1-8 | 外資の使用状況と対外投資（フロー） | 13 |
| 図表 1-9 | 中国の対外資産と対外負債（2014 年 3 月末） | 14 |
| 図表 1-10 | 規模以上工業企業の資産負債率と総資産収益率 | 15 |
| 図表 1-11 | 中国の非金融企業部門の資金調達構成 | 16 |
| 図表 1-12 | 日米の非金融企業部門の資金調達構成 | 17 |
| 図表 1-13 | 中国の非金融企業部門の資金運用構成 | 18 |
| 図表 1-14 | 日本大企業（全産業）の資金使途 | 19 |
| 図表 1-15 | 中国の大中小企業の定義 | 20 |
| 図表 1-16 | 大中小企業別の主要指標（2012 年末） | 21 |
| 図表 1-17 | 各種銀行の貸出のうちに小型企業向けのウェイト | 26 |
| 図表 1-18 | 小企業向け貸出の中で各種銀行が占めるシェア | 26 |
| 図表 1-19 | 金融機関の大中小企業別向け貸出の残高 | 27 |

| | | |
|---------|----------------------------------|----|
| 図表 1-20 | 銀行業貸出のうち小型企業向け貸出のウェイト | 27 |
| 図表 1-21 | 大中小企業向け融資条件の差異 | 28 |
| 図表 1-22 | 金融業の資産規模 | 29 |
| 図表 1-23 | 各金融業種が民間金融業に占めるシェア | 29 |
| 図表 1-24 | 銀行業の各種金融機関の資産分布状況 | 30 |
| 図表 1-25 | 銀行業の貸出構成 | 32 |
| 図表 1-26 | 自己資本比率が 8% 達した商業銀行数の推移 | 34 |
| 図表 1-27 | 商業銀行の自己資本比率の推移 | 34 |
| 図表 1-28 | 銀行の不良債権比率と不良債権に対する引当率 | 35 |
| 図表 1-29 | 中国の債権の 5 種類区分の定義 | 36 |
| 図表 1-30 | 近年の銀行業全体と主要商業銀行の不良債権比率 | 37 |
| 図表 1-31 | 四大国有商業銀行が IPO によって調達した資金 | 41 |
| 図表 1-32 | 国有商業銀行の財務指標の変動状況 | 42 |
| 図表 1-33 | 主要商業銀行 17 行の ROE | 43 |
| 図表 1-34 | 主要商業銀行 17 行の収益構造 | 44 |
| 図表 1-35 | 主要商業銀行 17 行の資産構成 | 45 |
| 図表 1-36 | 都市商業銀行の行政地域別の分布状況（2010 年末） | 46 |
| 図表 2-1 | 各種債券の発行量と残高 | 52 |
| 図表 2-2 | コール市場の参加者 | 54 |
| 図表 2-3 | 銀行間債券市場の参加者 | 55 |
| 図表 2-4 | コールとレポ市場年間取引額 | 56 |
| 図表 2-5 | レポ市場の資金の流れ | 57 |

| | | |
|---------|--------------------------------------|-----|
| 図表 2-6 | コール市場の資金の流れ..... | 58 |
| 図表 2-7 | コール市場で各種銀行の資金運用規模とコールレートの推移 | 59 |
| 図表 2-8 | コール市場で各種銀行の資金運用と預金準備率の推移..... | 60 |
| 図表 2-9 | 国有・株式制商業銀行の超過準備率の推移 | 62 |
| 図表 2-10 | コールレートとレポレートの推移 | 63 |
| 図表 2-11 | コールレートとレポレートの金利差..... | 63 |
| 図表 2-12 | 短期金融市場の主要地域間の資金流れの推移..... | 65 |
| 図表 2-13 | 短期金融市場の各地域間の資金の流れ（2013 年） | 66 |
| 図表 2-14 | コール市場の主要地域間の資金の流れ（2013 年） | 67 |
| 図表 2-15 | コール市場取引規模上位 7 地域のシェア（2013 年） | 67 |
| 図表 2-16 | 主要地域の GDP と預金残高（2013 年） | 68 |
| 図表 2-17 | 各国有商業銀行の本店のウェイト（2012 年） | 70 |
| 図表 2-18 | 各国有商業銀行の内部の金利収支（2012 年） | 70 |
| 図表 3-1 | SHIBOR の金利提示銀行（2014 年） | 75 |
| 図表 3-2 | 貸出基礎金利の金利提示銀行（2014 年） | 76 |
| 図表 3-3 | CD 最初 1 回目の発行状況（2013 年 12 月） | 78 |
| 図表 3-4 | 中国の為替制度の変遷..... | 81 |
| 図表 3-5 | 一般個人向けに販売された理財商品のリスク分布（2013 年） | 85 |
| 図表 3-6 | 理財商品と他の金融商品の規模（2013 年末） | 85 |
| 図表 3-7 | 余额宝の各種指標の推移..... | 91 |
| 図表 4-1 | 貨幣政策委員会の 15 名委員（2014 年） | 99 |
| 図表 4-2 | 金融政策の運営..... | 102 |

| | | |
|---------|-----------------------------------|-----|
| 図表 4-3 | M2 と貸出の増加率の推移 | 107 |
| 図表 4-4 | 金融政策の中間目標と実際の結果 | 109 |
| 図表 4-5 | 政府の経済成長率の目標と実際の結果 | 110 |
| 図表 4-6 | 中国の信用乗数の推移 | 111 |
| 図表 4-7 | GDP、CPI、M2 の伸び率の推移 | 111 |
| 図表 4-8 | 超過準備率と貸出増加率の推移 | 113 |
| 図表 4-9 | 貸出の加重平均金利とコールレートの推移 | 116 |
| 図表 5-1 | 中国金融政策手段の変遷..... | 117 |
| 図表 5-2 | 中央銀行手形の年間発行量と年末残高 | 119 |
| 図表 5-3 | 短期流動性調節オペの取引先（2014 年） | 122 |
| 図表 5-4 | 短期流動性調節オペの操作状況（2013 年 12 月） | 123 |
| 図表 5-5 | 中央銀行貸出金利と再割引金利の推移 | 125 |
| 図表 5-6 | 所要・超過準備に付く金利の推移 | 125 |
| 図表 5-7 | コールレートと中央銀行基準金利 | 126 |
| 図表 5-8 | 預金基準金利のイールドカーブ | 127 |
| 図表 5-9 | 預金準備率の推移 | 129 |
| 図表 5-10 | 中国人民銀行のバランスシートの主要項目 | 133 |
| 図表 5-11 | 常設貸出ファシリティの残高の推移 | 134 |
| 図表 5-12 | 中国人民銀行の窓口指導の概要 | 136 |
| 図表 5-13 | 商業銀行定期預金方式の国庫現金管理の規模..... | 138 |
| 図表 6-1 | 中国金融政策の効果波及経路の概念図（2014 年まで） | 141 |
| 図表 6-2 | 間接金融と直接金融のウェイトの推移 | 143 |

| | | |
|---------|--|-----|
| 図表 6-3 | 株式市場時価総額及び対名目 GDP 比率の推移 | 144 |
| 図表 6-4 | 中国近年の主な金融調節..... | 146 |
| 図表 6-5 | 経済 (GDP) 成長率、物価上昇率 (CPI)、コールレートの推移 | 148 |
| 図表 6-6 | 1998～2002 年 CPI (中国のデフレ経験) | 149 |
| 図表 6-7 | 外貨準備と中国人民銀行当座預金の推移 (2003～2008 年) | 150 |
| 図表 6-8 | 2008～2010 年の CPI..... | 152 |
| 図表 6-9 | 2008～2011 年の人民元貸出の伸び率 | 155 |
| 図表 6-10 | 修正したテイラー・ルールが示す中国の政策金利の例..... | 158 |
| 図表 6-11 | 中国の GDP ギャップ (1998～2014 年第 2 期) | 160 |
| 図表 6-12 | オリジナルなテイラー・ルールが示す中国の政策金利..... | 161 |
| 図表 6-13 | 政策反応関数 (1) 式の推定結果..... | 165 |
| 図表 6-14 | (1) 式によって推計した政策金利と実際のコールレート | 167 |
| 図表 6-15 | 政策反応関数 (1) 式の誤差..... | 167 |
| 図表 6-16 | 政策反応関数 (2) 式の推定結果..... | 168 |

序論 研究の狙いと構成

本論文は、中国の金融自由化の進展と短期金融市場の発展の段階に即して、金融構造や政策効果波及経路の変化によってもたらされた金融政策の目標・手段の変化および特徴を分析したうえで、近年の実際の運営を標準的な実証分析の手法で検証したものである。

近年の中国の金融政策をある程度体系的に、ただしごく簡潔に説明する先行研究（例えば、周（2013a）、張（2008）等）は多くあった¹。また、金融政策の一部分について詳細に説明するもの（例えば、王（2012a、2012b）等）も多くあった。しかし、近年の金融政策の全体を体系的に詳細に説明されるものは、筆者が知っている限りでは、まだ少ないようである²。本論文は、先行研究を参考にしながら、近年の中国の金融政策をより体系的に、詳細に説明するように努める。

本稿の構成は鈴木（1974）を参照している。鈴木（1974）は、当時、「日本の金融構造、金融メカニズム、あるいは金融政策は、いま大きな転換点に立っている」と述べた（iii ページ、「はしがき」）。経済の構造転換や金融自由化の推進などによって、今の中国の金融構造、金融政策も大きな転換点に立っていると筆者は考えている。このため、鈴木（1974）を参考に本論文を構成する。つまり、金融構造を踏まえて金融政策を分析する。

成熟経済段階に至る以前の国（例えば、中国）では、金融構造が政策の在り方を規定し、その特徴を作り出す。経済成長率と企業部門の資金不足の規模、海外部門との関係（外資要因）、金融機関の分布と金融市場の発達度合……これらが政策の在り方を規定する。したがって金融構造分析の基礎なしに正しく政策を分析することはできない。

このため、本稿の前半は中国の金融構造の特徴、短期金融市場の資金の流れと金融自由化の進展を分析する。これらは金融政策分析の基礎になる。後半は、まず金融自由化の進展に即して、中国金融政策の目標・手段の変化および特徴を分析する。そして、1998 年以降の金融政策を定性的に分析してから、テイラー・ルールと政策反応関数による検証を行う。金融政策の分析は本論文の中心である。

以下、第 1 章では、金融資産構造、資金循環、企業金融と銀行業の特徴を分析し、中国金融構造の特徴を明らかにする。近年、経済の高成長とともに、中国の金融資産が急速に

¹ これらは主に雑誌に発表されているものであるため、ページ数が限られている。

² 当時の中国人民銀行の戴相龍行長が編集した戴（1999）は、1997 年までの中国の金融政策を体系的に詳細に説明していた。

増加し、資産の構造に一定の変化が生じている。資金循環からみると、中国は積極的に外資を導入してきたが、近年、対外投資も積極的に行うようになっていく。

企業金融について、まず企業全体の資金調達・運用の特徴を見る。そして、近年の中央銀行の金融調節において中小企業金融が特に配慮されているため、それを重点的に分析する。

銀行業の全体について、まず各種金融機関の資産分布を確認する。そして、近年の貸出構成、自己資本比率、不良債権比率をみる。国有・株式制商業銀行について、資産の構成と収益構造等をやや詳細に分析する。都市・農村商業銀行について、いままで日本語の文献でははっきりしなかった、地域を跨ぐ経営展開の規定や実態を明らかにする。郵政貯蓄銀行は、2007年に株式会社へ移行した。その前後の経緯および当行の最近の各種経営指標などを確認する。

第2章では、各種債券の発行量と残高、短期金融市場の参加者と出来高、金融機関や地域との間の資金の流れなどの面から、短期金融市場の現状を分析する。近年、債券発行量と市場参加者の増加によって、短期金融市場の厚みと流動性が大幅に向上してきたことが分かる。また、資金の流れから、北京が中国の資金の集散地になっていることも分かる。

第3章では、金融自由化の現状、展望、及びその推進要因を分析する。金利自由化は2013年頃に最終段階に入ったことを示し、2020年頃金融自由化が完了するであろうことを展望する。人民元為替制度の改革は、人民元による貿易決済などの分野で進展がみられる。理財商品や余额宝（インターネット金融）の現状を説明し、これらは金利規制のもとでの金融革新によって生じた金融商品であり、金融自由化の推進力になっていることを示す。また、これらは、金融自由化の過程に生じた過渡的存在の金融商品であることも示す。

第4章では、中国の中央銀行である中国人民銀行（以下、人民銀行）の組織を簡単に説明し、金融政策の最終目標、中間目標および操作目標を分析する。組織について、政策委員会の構成や法律上の規定などを説明し、会合後に出された声明文の実例も紹介する。

金融政策の最終目標について、中国人民銀行法の定義、一部の学者の見解および金融当局の説明をみる。中間目標についての先行研究が多くあるため、それらを参考に解釈する。操作目標は主に、金融政策の決定や実施の責任部門である人民銀行貨幣政策司の責任者の見解等を参考に分析する。

第5章では、近年の人民銀行の金融政策手段を説明し、その変化と特徴を分析する。公開市場操作は1998年以降重要性が上昇し、近年では最も重要な政策手段になっているこ

とをみる。金利政策は一つの金利体系をなしており、その体系を説明する。預金準備率は、先進国では 1990 年代以降政策手段としてほとんど使わなくなったが、中国では 2003 年以降重要な政策手段として使うようになった。その原因について、人民銀行等の解釈と実際のデータをもとに説明する。また、近年人民銀行は新しい政策手段を積極的に導入するようになってきた。例えば、貸出ファシリティや差別準備預金制度などがその例である。これらの新しい手段についても詳しく説明する。

第 6 章では、最初に、中国の金融政策の効果波及経路を説明し、最も重要な波及経路が信用チャネルであることを示す。次は、近年の実際の金融政策運営をいくつかのサイクルに分けて定性的な分析を行ったうえで、テイラー・ルールと政策反応関数による検証を行う。近年の金融政策は、景気や物価の変動に対応して、概ね適切に運営されていることが分かる。

最後に結論で、本論文の分析をまとめるとともに、中国の金融構造及び金融政策を簡単に展望する³。

³ 本論文の作成に当たり、埼玉大学大学院経済科学研究科の伊藤修教授、田口博之教授、長島正治教授、丸茂幸平准教授にご指導をいただいた。また、埼玉大学金融研究室にともに所属している植林茂さん（日本銀行）から貴重なコメントをいただいた。ここに記して感謝を申し上げる。ただし、残された誤りはすべて筆者の責任である。

第1章 中国の金融構造

第1節 主要な金融資産の構造

この節で近年の中国の GDP や主要な金融資産の状況等を通じて、中国の金融構造の大きな全体像をみる。詳細はこれからの各節で展開する。

中国の金融資産構造についての先行研究は、易（1996）と易ほか（2008）等がある。易（1996）は当時中国が間接金融に偏っていることを指摘したうえで、金利自由化及び金融改革を行い、直接金融のウェイトを引き上げるなどの政策提言をした。また、国債の残高を積極的に増やして、公開市場操作の下地を整えることも提案した。その後、中国の金融改革は概ね易（1996）が主張した方向に進んできた¹。

先行研究に従って中国の主要な金融資産を、流通中の現金、預金、貸出、有価証券（債券、株式）の各種類に分ける。その残高及び対 GDP の比率は図表 1-1 の通りである。

1980 年代以降、中国経済は急速に成長してきた。それに伴い、各種金融資産も大きく増えてきた。以下、1991 年以降の各種金融資産の変化などをみる。

図表 1-1a 主要な金融資産及び GDP 単位：10 億元

| 年 | 1991 | 1996 | 2001 | 2007 | 2008 | 2009 | 2011 | 2013 |
|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| GDP | 2,178 | 7,118 | 10,966 | 24,953 | 30,067 | 34,090 | 47,310 | 56,885 |
| 流通中の現金 | 318 | 880 | 1,569 | 3,038 | 3,429 | 3,825 | 5,075 | 5,857 |
| 預金 | 1,808 | 6,857 | 14,362 | 38,937 | 46,620 | 59,774 | 80,937 | 104,385 |
| 貸出 | 2,134 | 6,115 | 11,231 | 26,169 | 30,339 | 39,968 | 54,795 | 71,896 |
| 国債 | 106 | 436 | 1,562 | 4,874 | 4,977 | 5,795 | 7,583 | 9,547 |
| 金融債券 | 12 | 251 | 853 | 3,228 | 3,976 | 4,968 | 7,575 | 10,577 |
| 企業債券 | 33 | 60 | 101 | 768 | 1,325 | 2,554 | 4,910 | 9,324 |
| 株式時価総額 | 45 | 984 | 4,352 | 32,714 | 12,137 | 24,394 | 21,476 | 23,908 |
| 外貨準備 | 232 | 818 | 1,756 | 11,517 | 14,962 | 17,515 | 23,239 | 26,437 |

¹ もちろん、ほかの多くの有識者もほぼ同じ考え方であるため、金融改革はこの方向に進んできたと思われる。

図表 1-1b 主要な金融資産の対 GDP 比率 単位：％

| 年 | 1991 | 1996 | 2001 | 2007 | 2008 | 2009 | 2011 | 2013 |
|--------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流通中の現金 | 14.6 | 12.4 | 14.3 | 12.2 | 11.4 | 11.2 | 10.7 | 10.3 |
| 預金 | 83.0 | 96.3 | 131.0 | 156.0 | 155.1 | 175.3 | 171.1 | 183.5 |
| 貸出 | 98.0 | 85.9 | 102.4 | 104.9 | 100.9 | 117.2 | 115.8 | 126.4 |
| 国債 | 4.9 | 6.1 | 14.2 | 19.5 | 16.6 | 17.0 | 16.0 | 16.8 |
| 金融債券 | 0.5 | 3.5 | 7.8 | 12.9 | 13.2 | 14.6 | 16.0 | 18.6 |
| 企業債券 | 1.5 | 0.8 | 0.9 | 3.1 | 4.4 | 7.5 | 10.4 | 16.4 |
| 株式時価総額 | 2.1 | 13.8 | 39.7 | 131.1 | 40.4 | 71.6 | 45.4 | 42.0 |
| 外貨準備 | 10.6 | 11.5 | 16.0 | 46.2 | 49.8 | 51.4 | 49.1 | 46.5 |

注：1. 預金と貸出の残高は、人民元預金と人民元貸出の残高を指す。

2. 各種債券はともに年末の残高である。金融債券は政策銀行が発行した‘政策金融債’と金融機関が発行した各種債券の合計である（前者が大きな割合を占めている）。企業債券は統計制度の調整で 2012 年から‘公司信用類債券’と呼ぶようになった。

3. 外貨準備は 2007 年以降、中国人民銀行のバランスシートに載っている外貨のみを計上する。

出所：a 表は 2001 年まで、易ほか（2008）、4 ページの表 1 から抜粋（ただし、GDP は中国統計局による）。2007 年以降は『中国金融穩報告定』2008～2014 年版付録の「統計資料」により筆者作成。b 表は a 表をもとに計算した。

(1) 現金 流通中の現金対 GDP の比率は、概ね 10%台で推移してきた。2001 年以降、その比率は低下している。これは金融技術革新の影響で、人々は現金以外の支払い手段を多く用いるようになったためと思われる。

(2) 預金と貸出 預金と貸出の残高をみると、1991 年には預金より貸出の方が多かったが、1996 年から預金の方が多くなり、その後、両者の開きが大きくなった。これは、1990 年代初頭、非金融部門の資金調達に銀行の借入れに偏っていたためであると思われる。その後、外資の導入、株式と債券による調達の増加、商業銀行法による預貸率規制等の影響で、預金より貸出の方が少なくなった²。また、これは銀行において貸出以外の資産運用

² 1995 年成立した『中華人民共和國商業銀行法』（2003 年修正）のうち、預貸率（貸出/預金）が 75%を上回ってはいけないと定めている。

のウェイトが増えたことの表れでもある。

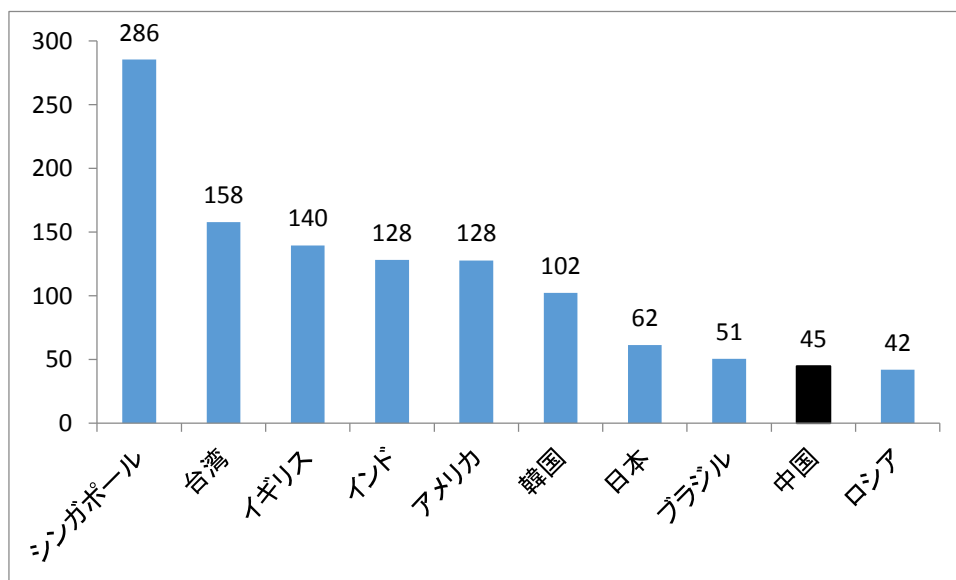
預金対 GDP の比率は、1991 年に 83%であったが、2013 年に 183%に達した。貸出の方は、1991 年に 98%であったが、2013 年に 126%になった。近年、預金対 GDP の比率が高くなったことが特徴的である。

(3) 債券 1991 年に、各種債券の残高はともに少なかった。金融債券は特に少なかった。その後、各種債券の残高がともに増えてきた。1991 年に国債、金融債券、企業債券の残高はそれぞれ、1060 億元、118 億元、331 億元しかなかった。2013 年にそれぞれ、9 兆 5471 億元、10 兆 5772 億元、9 兆 3242 億元に達した（2014 年 7 月 8 日現在、約 1 人民元＝16.5 円）。

対 GDP の比率からみると、1991 年に国債、金融債券、企業債券はそれぞれ 4.9%、0.5%、1.5%であった。2013 年にそれぞれ 16.8%、18.6%、16.4%になった。

国債は残高からみると、緩やかに増え続けてきた。しかし、対 GDP の比率からみると、2007 年の 19.5%がピークであった。金融債券の残高は 1996 年頃から大きく増えた。これは、主に政策金融銀行が発行する‘政策金融債’の増加によるものである。企業債券は 2007 年頃から急速に増えてきた。

図表 1-2 主要国・地域の株式時価総額対 GDP 比（2012 年末） 単位：％



出所：海外投資データバンクホームページのデータより作成。

(http://www.world401.com/data_yougo/jikasougaku_world.html)

(4) **株式** 改革開放後、中国の会社が最初に公衆に対し株式を発行したのは1984年であった(11月に上海飛樂音響株式会社が公衆に対し50万円の株式を発行した)。その後、上海証券取引所が1990年12月に設立され、深セン証券取引所は1991年7月に設立された。このように、1991年には証券取引所が設立されて間もなく、株式時価総額はとても少なかった。時価総額452億円で、対GDP比は2.1%しかなかった。2013年に、時価総額は23兆9077億円で、対GDP比は42%になった。株式時価総額対GDP比率は、2007年の131%がピークであった。それは、2007年の株式市場のブームによるものである。

中国の近年の株式時価総額対GDP比率は、アジアにおいて低い方である(図表1-2)。2012年末のデータをみると、シンガポール286%、台湾158%、インド128%、韓国102%、日本62%であった一方、中国は45%しかなかった。

(5) **外貨** 外貨準備の残高は1991年に2318億円で、対GDP比率は10.6%しかなかったが、2013年に26兆4270億円で、対GDP比率は46.5%に達した。外貨準備は2001年まで、緩やかに増えていた。2001年12月にWTOに加盟したことにより、輸出が増えて貿易黒字が拡大した。また、資本流入が大きく増えた影響もあって、2002年から外貨準備は急速に増えてきた。近年、外貨準備の残高はまだ増え続けているが、対GDP比率は2009年の51%がピークであった。

このように、1991年から2013年まで、中国金融資産の構造に多くの変化が見られた。特に、債券や株式等の金融資産が増えて、直接金融のウェイトが上がったことが明らかである。

金融資産総額対GDP比率

上に各種金融資産の変化などをみたが、これから、近年の中国の金融資産総額対GDP比率の推移見たいうで、主要諸国との比較を簡単にみる。

金融資産総額対GDP比率は金融連関比率とも呼ばれる。金融連関比率はアメリカの経済学者ゴールドスミス(Raymond William Goldsmith)が考案されたもので、金融深化の度合いを大まかに示すものである³。比率が高い方が、金融が深化しているということになる。また、経済成長に伴い、その比率は通常上昇傾向となる。

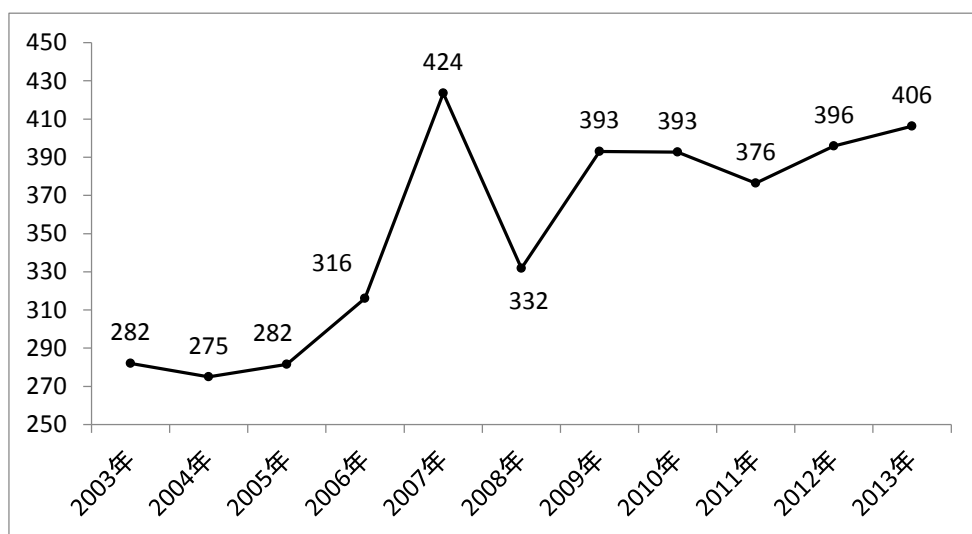
金融資産総額は国際通貨基金(IMF)の定義に従って、外貨準備、株式時価総額、債券

³ ゴールドスミスの金融連関比率の定義は金融資産対実物資産の比率である。後に、実物資産の代わりにGDPがよく用いられるようになった。

発行残高と銀行資産の合計とする（各国との比較を念頭に、細かいものを除いた）。

2003～2013 年を通じてみれば、中国の金融資産総額対 GDP 比率は大きく上昇した（図表 1－3）。2005 年から 2007 年にかけて、金融資産総額対 GDP の比率が急ピッチに上昇し、2007 年末にこれまでのピーク 424%に達した。これは主に、外貨準備の急増と株式バブルによるものであったと思われる。2008 年の金融危機によって株式市場が暴落し、比率は 332%に落ちた。近年、比率は持ち直し、2013 年に再び 400%の大台を突破した。

図表 1－3 中国金融資産総額対 GDP 比の推移 単位：%



注：1. 債券発行残高は政府債券、金融債券と企業債券の合計である。なお、2003～2006 年の企業債券のデータが欠損したが、その期間の企業債券の規模が小さかったため、特に問題がない。

2. 銀行資産のデータは銀监会が公表している銀行業総資産のデータを用いる。

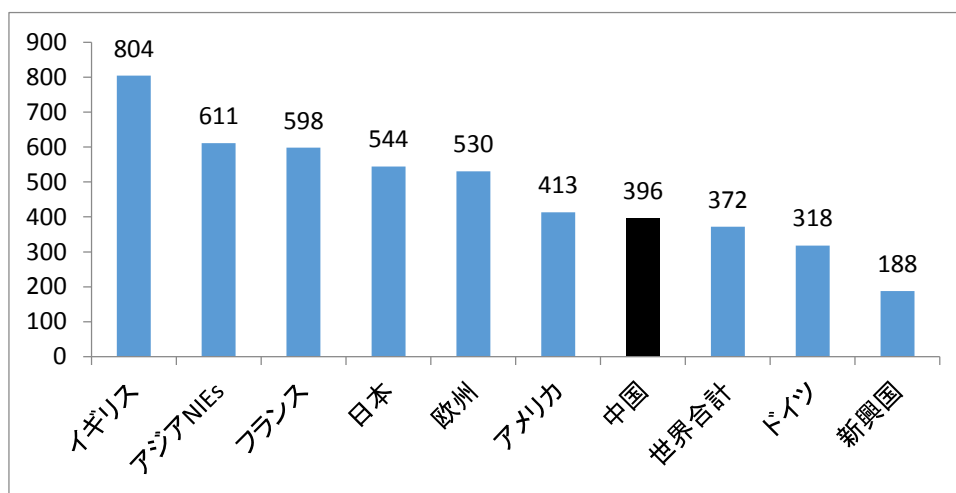
出所：中国人民銀行『中国金融穩報告定』2013、2014 年版付録の「統計資料」、及び中国人民銀行ホームページと中国銀行監督管理委員会ホームページにより筆者作成。

世界全体からみる場合、中国の金融資産総額対 GDP 比率の値はどの水準にあるかを確認しておく方が、中国金融構造の現状をより深く理解できると思う。

2012 年、IMF の推計によると、世界全体の金融資産総額対 GDP 比率は 372%で、新興国は 188%であった（図表 1－4）。中国は 396%であるため、世界平均水準を小幅に上回るが、新興国の平均を大きく上回る。一方、アメリカは 413%で、日本は 544%であった。最も高いのはイギリスであった。

つまり、中国の金融深化の度合いは世界平均水準を上回るようになったが、日米などの先進国の水準にまだ達していないことが言える。

図表 1-4 主要国・地域の金融資産総額対 GDP 比（2012 年） 単位：％



注：中国を除き主要国・地域の値は、IMF による推計である。各国の金融資産総額は中国と同じく、外貨準備、株式時価総額、債券発行残高と銀行資産の合計である。

出所：内閣府（2014）、10 ページ、及び上記図表 1-3 により筆者作成。

第2節 資金循環

個々の経済主体が経済活動を行えば、その裏には、様々な資金の動きを伴う。また、実物取引を伴わない金融取引（例えば、株式や債券の売買）もある。これらの資金の動きを示したのが資金循環である。逆にいえば、資金循環から、一国の金融活動や金融構造の姿をみることが出来る。資金循環の統計は、金融取引表（フロー）と金融資産・負債残高表（ストック）の2つからなる。ストックの方は第1節で別の側面からみたため、ここは主にフローの面からみる。

経済主体のある期間の資金調達と運用の差額は、金融取引表の「資金過不足」という項目に記録される。これをみれば、経済主体別の資金余剰・不足の状況が分かる。経済主体を金融、個人、政府、非金融法人企業、海外の各部門に分ける。

中国の資金循環の分析についての先行研究は多くあった。例えば、近年、中国金融学会編の『中国金融年鑑』のなかに、前年度の資金循環についての分析を行っている箇所があ

る。日本語の文献は、唐（2005）と童（2013）等がある。唐（2005）は 1978～2002 年の期間を分析した。童（2013）は 1992～2010 年の期間を分析したが、金融部門も分析に入れていた。本論文では日本の慣習に従い、金融部門を除く各部門の特徴を分析したうえで、ポスト高度成長期の日本の資金循環と簡単な比較を行う。以下、1992～2012 年の中国の資金循環をみる（図表 1－5）。

個人部門が一貫して最大の資金余剰部門である。資金余剰の規模は 1997 年まで対名目 GDP で 15%近い水準で推移していたが、その後、資金余剰の幅が低下し、近年 10%前半で推移している。

非金融法人企業部門は総じて言えば最大の資金不足部門である。資金不足の規模は 1996 年まで 15%近くで推移していたが、その後、不足の幅が縮小した。2006～2008 年、及び 2010 年は、最大の資金不足部門の座を海外部門に譲った。これは主に、近年、企業が内部留保による資金調達を増やしたためであると考えられる。

政府部門は 2004 年まで、小幅な資金不足に止まった。2005 年以降、年によって資金の過不足状況が変わるが、その幅はいずれも小幅である。

海外部門は 2002 年まで（1993 年を除く）、小幅な資金不足に止まった。2003 年から資金不足の幅が拡大し、2007、2008 年は 10%くらいに達した。その後、資金不足の幅が縮まった。これは、2001 年に中国が WTO に加盟した後、グローバル化の進展により、世界経済との関わりが深まった結果でもあると思われる。もちろん、2002 年から 2007 年までの世界経済の好景気によって、中国の輸出が大きく伸びたことも一因である。

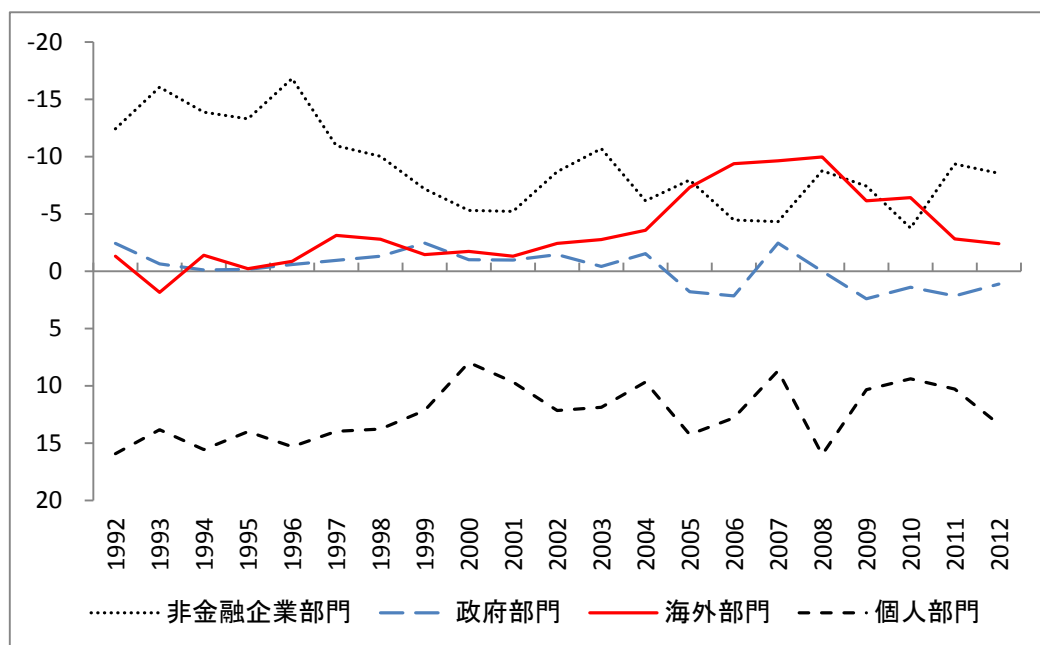
海外部門の資金過不足は、概ね、資本収支（直接投資、証券投資等）と外貨準備増減の合計に等しい⁴。中国は多額な外資を導入している（資本収支がプラスで、海外部門の資金余剰）にもかかわらず、海外部門が資金不足になっているのは、大幅な外貨準備（海外部門の資金不足）を積み上げているためである。

以上が 1990 年代からの中国の各部門の資金過不足の概観である。日本の高度成長期の後期及びポスト高度成長期（図表 1－6）と比較すると、中国の金融構造には以下のような特徴がみられる⁵。

⁴ しかし、この方は誤差がやや大きいため、通常、経常収支とその他資本収支（主に資本移転）の合計額を取る。詳細は日本銀行調査統計局（2005）を参照。

⁵ 1992～2012 年の同じ期間の日本と比較しなかったのは、発展の段階等が大きく異なっていたためである。

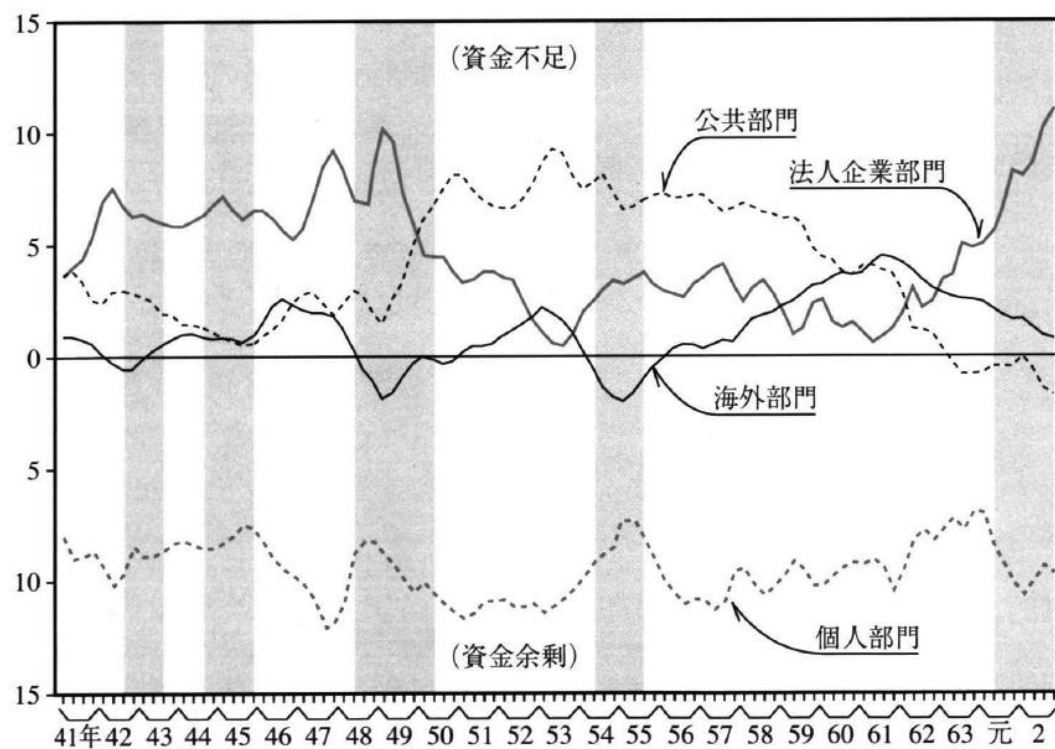
図表 1-5 中国の部門別資金過不足対 GDP 比率の推移 単位：％



注：マイナス（上方）は資金不足で、プラス（下方）は資金余剰である。

出所：中国統計局『中国統計年鑑』と中国金融学会『中国金融年鑑』の各年版より作成。

図表 1-6 日本の部門別資金過不足対 GNP 比率の推移（1966～1990 年）単位：％

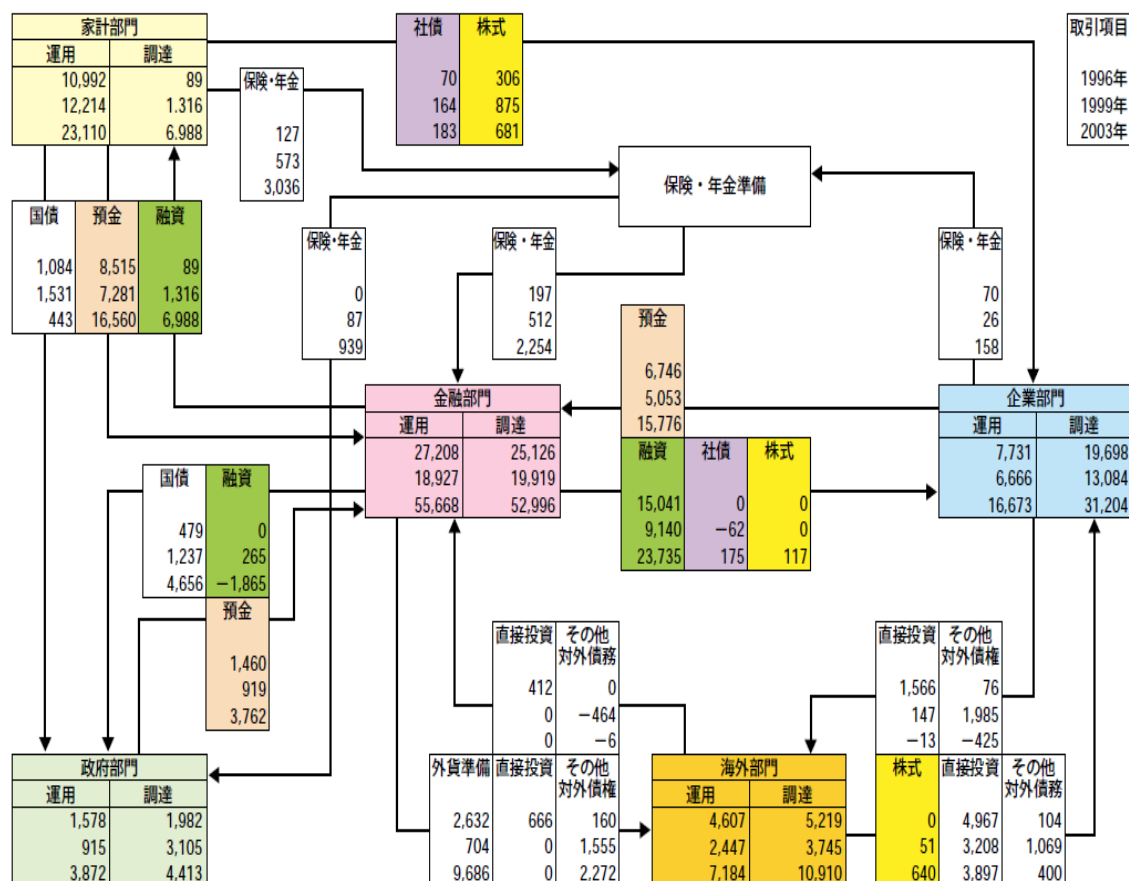


注：1. 季節調節済み、3期加重移動平均（ウェイト 1：2：1）。

2. シャドー部分は公定歩合引き上げ期。

出所：日本銀行『日本銀行月報』1991年7月号、図表1。

図表1-7 中国の主な資金循環統計（フローベース） 単位：億元



注：1996年の「直接投資」、「その他対外債務」は、それぞれ「国際資本収支の長期資本」と「国際資本収支の短期資本」の値を採用している。

出所：日本経済産業省『通商白書』2005年版、184ページ、第2-4-8図

確かに中国の個人部門の資金余剰の幅が大きい。これは中国の貯蓄率が高いことによると思われる。

中国も間接金融優位の金融構造である。図表1-7から、各部門間の資金の詳細な流れが確認できる。家計部門の資産は主に預金という形で運用されている。非金融法人企業は主に借入という形で資金を調達している。資金は家計から銀行経由で企業へ流れるという構図になっている。この点は、高度成長期の日本と基本的に似ている。

図表 1-8 外資の使用状況と対外投資（フロー） 単位：億ドル、%

| 年 | 使用した外資 (直接投資) | 外資が固定資産投資 に占める割合 | 中国の対外直接投資 |
|------|------------------|---------------------|-----------|
| 1992 | 110.1 | 7.5 | — |
| 1993 | 275.2 | 12.1 | — |
| 1994 | 337.7 | 17.1 | — |
| 1995 | 375.2 | 15.7 | — |
| 1996 | 417.3 | 15.1 | — |
| 1997 | 452.6 | 14.8 | — |
| 1998 | 454.6 | 13.2 | — |
| 1999 | 403.2 | 11.2 | — |
| 2000 | 407.2 | 10.3 | — |
| 2001 | 468.8 | 10.5 | — |
| 2002 | 527.4 | 10.1 | — |
| 2003 | 535.1 | 8.0 | — |
| 2004 | 606.3 | 7.2 | — |
| 2005 | 724.1 | 6.7 | 122.6 |
| 2006 | 727.2 | 5.3 | 176.3 |
| 2007 | 835.2 | 4.6 | 265.1 |
| 2008 | 1083.1 | 4.4 | 559.1 |
| 2009 | 940.7 | 2.9 | 565.3 |
| 2010 | 1147.3 | 2.8 | 688.1 |
| 2011 | 1239.9 | 2.6 | 746.5 |

注：1. 年度毎の固定資産投資額をその年の年間平均レートでドルに換算した後、それに占める外資の割合を求めた。

出所：中国商務年鑑編集委員会『中国商務年鑑』2012年版、181～183 ページ。

外資依存の点では大きな違いがある。中国は積極的に外資を導入してきた一方、日本の高度成長期は外資の導入に対して、基本的に消極的であった。中国では、1993～2002 年

まで、外資による直接投資は固定資産投資の10%以上を占めてきた（図表1-8）。ピークは1994年の17%であった。近年、年間の外資使用額はまだ増え続けているが、対固定資産投資の比率が低下してきた。2009年から2%台に低下した。これは、近年中国の固定資産投資が大きく増えたためである。

中国は積極的に外資を導入している一方、多額の外貨準備を積み上げて、外国債券などに投資して運用している。また、近年政府は企業の対外投資を後押するようになり、対外投資は大幅に増えてきた。

2014年3月末に、中国の対外資産は6兆1290億ドル、対外負債は4兆1374億ドル、対外純資産は1兆9915億ドルであった（図表1-9）。対外資産のうち、対外直接投資の残高が6215億ドル、外貨が3兆9481億ドルであった。一方、対外負債のうち、外資による直接投資の残高が2兆4154億ドルで、証券投資の残高は4050億ドルであった。これから、中国企業の海外進出がますます増えると考えられるため、対外直接投資の規模が大きく増えていくだろう。

図表1-9 中国の対外資産と対外負債（2014年3月末） 単位：億ドル

| | | | |
|--------|--------|-----------|--------|
| 対外資産 | 61,290 | 対外負債 | 41,374 |
| 対外直接投資 | 6,215 | 外国による直接投資 | 24,154 |
| 証券投資 | 2,665 | 証券投資 | 4,050 |
| その他投資 | 12,314 | その他投資 | 13,170 |
| 準備資産 | 40,096 | | |
| うち外貨 | 39,481 | 対外純資産 | 19,915 |

出所：中国外貨管理局「中国国際投資頭寸表」による。

第3節 企業金融

1 企業金融の特徴

企業の資産負債率

まず、資産負債率等の企業金融の主要指標をみよう。規模以上工業企業（一定の規模に達した企業）の資産負債率と総資産収益率は図表1-10の通りである。規模以上企業の定

義は何回か変わったが、2011 年からの定義は、年度の主営業収入が 2000 万元以上の工業企業のことを指す（概ね、中型企業以上の企業にあたる）。工業企業の分類は国有企業、私営企業、外資企業、香港・マカオ・台湾系企業の四種類あるが、ここでは国有企業と私営企業のデータを比較してみたい。

図表 1-10 規模以上工業企業の資産負債率と総資産収益率 単位：％

| 年 | 資産負債率 | | | 総資産収益率 | | |
|------|-------|------|------|--------|------|------|
| | 企業全体 | 国有企業 | 私営企業 | 企業全体 | 国有企業 | 私営企業 |
| 1999 | 61.8 | 62.0 | 59.7 | 2.0 | 1.2 | 5.3 |
| 2000 | 60.8 | 61.0 | 57.0 | 3.5 | 2.9 | 4.9 |
| 2001 | 59.0 | 59.2 | 59.8 | 3.5 | 2.7 | 5.3 |
| 2002 | 58.7 | 59.3 | 59.3 | 4.0 | 3.0 | 5.6 |
| 2003 | 59.0 | 59.2 | 60.5 | 4.9 | 4.1 | 5.9 |
| 2004 | 58.0 | 56.5 | 61.2 | 5.5 | 5.0 | 6.0 |
| 2005 | 57.8 | 56.7 | 59.5 | 6.0 | 5.5 | 7.0 |
| 2006 | 57.5 | 56.2 | 59.1 | 6.7 | 6.3 | 7.9 |
| 2007 | 57.5 | 56.5 | 58.4 | 7.7 | 6.8 | 9.5 |
| 2008 | 57.7 | 59.0 | 56.4 | 7.1 | 4.8 | 10.9 |
| 2009 | 57.9 | 60.3 | 55.4 | 7.0 | 4.3 | 10.6 |
| 2010 | 57.4 | 60.3 | 54.8 | 8.9 | 5.9 | 12.9 |
| 2011 | 58.1 | 61.2 | 54.6 | 9.1 | 5.8 | 14.2 |
| 2012 | 58.0 | 61.3 | 54.2 | 8.1 | 4.9 | 13.2 |

注：1. 統計の範囲は、2006 年までは全部の国有工業企業と年度主営業収入 500 万元以上の非国有工業企業であった。2007～2010 年では年度主営業収入 500 万元以上の工業企業であった。2011 年からは年度主営業収入 2000 万元以上の工業企業である。

2. 資産負債率＝負債総額／資産総額。総資産収益率＝利潤総額／資産総額。

出所：中国統計局『中国統計年鑑』2013 年版より筆者作成。

国有企業の資産負債率は 50%後半から 60%前半で推移してきた。私営企業の方も概ね同じ範囲で推移した。両者を比較すると、国有企業の方は 1999～2000 年、及び 2008～2012

年に私営企業より高くなっていた。特に 2008 年以降その差が開いた。近年、資産負債率は国有企業で上昇し、私営企業で低下している。

総資産収益率をみると、1999～2012 年の期間を通じて、国有企業の方が私営企業より低かった。国有企業では 1～6%台の間で推移していたが、私営企業では 4～14%台で推移していた。その差は 2008 年以降開いている。このような違いには多くの原因が考えられるが、ここで 1 つだけを上げる。国有企業の方では重工業のウェイトが高い一方、私営企業の方では軽工業のウェイトが高い。重工業では、通常より多くの資本が必要とされるため、総資産収益率が低くなる傾向があると思われる。

企業の資金調達

中国の企業金融についての日本語文献の先行研究は、唐 (2005)、王 (2005)、童 (2013) 等がある。中国では企業部門の資金調達や運用の構成などに関する集計が公表されていない。このため、先行研究にならって、資金循環表の「実物取引表」と「金融取引表」から必要なデータを取り出して企業金融の特徴を分析する（詳細な方法は図表 1-11 の注記を参考）。企業全体の減価償却のデータが公表されていないため、王 (2005)、童 (2013) では便宜上内部留保を内部資金とみなしていた。

図表 1-11 中国の非金融企業部門の資金調達構成（資金循環勘定ベース） 単位：%

| 年 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 内部留保 | 27.7 | 47.0 | 48.4 | 44.0 | 43.2 | 44.2 | 35.6 | 32.8 | 34.3 |
| 減価償却 | 7.5 | 8.8 | 9.0 | 9.9 | 10.2 | 12.4 | 6.6 | 11.2 | 14.7 |
| 政府補助金 | 9.7 | 5.3 | 2.9 | 2.3 | 2.4 | 2.2 | 2.1 | 2.4 | 2.7 |
| 借入金 | 41.9 | 24.7 | 25.8 | 30.6 | 25.1 | 29.9 | 43.8 | 29.2 | 29.1 |
| 債券 | 0.6 | 0.5 | 2.7 | 2.6 | 2.1 | 3.8 | 6.4 | 5.0 | 5.9 |
| 株式 | 2.5 | 2.4 | 1.4 | 3.3 | 5.3 | 2.4 | 3.0 | 3.4 | 2.5 |
| 外資等 | 7.6 | 8.5 | 11.5 | 8.4 | 10.7 | 6.4 | 4.2 | 7.2 | 7.3 |
| その他 | 2.4 | 3.0 | -1.8 | -1.2 | 1.1 | -1.3 | -1.7 | 8.8 | 3.5 |
| 合計 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

注：1. 内部留保は、「資金循環表（実物取引）」の非金融法人部の「総貯蓄」項目にあたる。この「総貯蓄」は概ね税引き後利益から配当を引いたものに等しいと考えられる。

2. 政府補助金は「投資性補助」項目にあたる。

3. 減価償却は『中国統計年鑑』2013年版の「規模以上工業企業主要指標」の「累積折旧（減価償却）」項目により、今年度末の残高を前年度末の残高を引いて求めたものである。全体企業のものではないため、少し過小評価されていることに注意が必要である。

4. 借入金、債券と株式は「資金循環表（金融交易）」の諸項目による。外資等は外国による直接投資とその他対外債務を含む。

5. 「その他」は統計誤差や国際収支の誤差等を含まれる。また、2010年から「その他」の項目に、「未割引商業銀行引受手形」が、企業の資金調達と運用の両側に同じ額を計上されるようになった。

出所：中国統計局『中国統計年鑑』と中国金融学会『中国金融年鑑』の各年版により筆者作成。

図表 1-12 日米の非金融企業部門の資金調達構成（資金循環勘定ベース）単位：％

| | 日本 | | | | アメリカ | | | |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 内部資金 | | 外部資金 | | 内部資金 | | 外部資金 | |
| | | | 借入金 | 有価証券 | | | 借入金 | 有価証券 |
| 1965-69 | 50.1 | 49.9 | 43.2 | 5.6 | 67.9 | 32.1 | 18.8 | 13.9 |
| 70-74 | 41.6 | 58.4 | 50.0 | 5.7 | 55.1 | 44.9 | 25.6 | 18.0 |
| 75-79 | 50.6 | 49.4 | 41.5 | 7.5 | 69.7 | 30.3 | 16.3 | 14.0 |
| 80-84 | 59.0 | 41.0 | 35.0 | 6.2 | 74.2 | 25.8 | 15.5 | 9.5 |
| 85-89 | 52.3 | 47.7 | 32.1 | 11.0 | 85.4 | 14.6 | 14.0 | -1.3 |

出所：伊藤（1995）、145 ページの表 5-2A から一部抜粋。原資料は日本銀行『国際比較統計』。

しかし、周知のように内部資金は内部留保プラス減価償却になっている。本論文では、便宜上「規模以上工業企業」の減価償却額を全体企業のものとし、みなすことにする。この方法では減価償却額を少し過小評価することになるが、より真実に近づくことは確かである。

近年の企業部門の資金調達構成をみると、内部資金（内部留保+減価償却）のウェイトは2003年が30%台、2004～2008年が50%台、2009～2011年が40%台であった（図表1-11）。これは1960年代後半～1980年代の日本と似ているが、アメリカよりかなり低い

(図表 1-12)⁶。外部資金のうち、借入金は特定年を除けば、概ね 30%前後で推移していた。これは 1960 年代後半～1980 年代の日本よりやや低いが、アメリカより高い。

有価証券（債券+株式）は 2003 年の 3%台から 2009 年以降の 8%、9%台に上がってきた。これは主に債券のウェイトが増えたためであった。有価証券のウェイトは 1960 年代後半～1980 年代前半の日本と大きな違いはなく、アメリカより低い。

中国企業部門の資金調達構成を 1960 年代後半～1980 年代の日本と比較すると、一つ大きな特徴は外資を積極的に導入したことである。中国の外資導入は主に直接投資の方式である。2009 年を除けば、外資のウェイトは 6%～11%台で推移した。

まとめていえば、近年、中国企業部門の資金調達構成に大きな変化は 2 つある。1 つは、政府補助金のウェイトが大きく低下した。2003 年の 9%台から 2011 年の 2%台へ低下した。もう 1 つは、債券のウェイトが大きく上昇した。2003 年の 0.6%から 2011 年の 5.9%へ上昇した。これは直接金融のウェイトが上昇したことの表れである。

図表 1-13 中国の非金融企業部門の資金運用構成（資金循環勘定ベース）単位：%

| 年 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 設備投資 | 68.5 | 66.0 | 74.1 | 61.3 | 60.3 | 66.0 | 52.6 | 48.2 | 58.1 |
| 在庫投資 | 0.5 | 5.5 | 4.4 | 3.7 | 1.5 | 5.5 | 2.8 | 2.8 | 3.8 |
| 土地購入等 | n.a. | n.a. | n.a. | 7.8 | 9.8 | 5.7 | 7.1 | 8.5 | 9.9 |
| 現金 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 預金 | 29.4 | 23.8 | 18.2 | 18.7 | 23.0 | 17.5 | 33.0 | 24.6 | 17.4 |
| 保険準備金 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.4 |
| 对外投资等 | -0.8 | 0.3 | 3.9 | 3.2 | 1.8 | 3.3 | 3.4 | 3.2 | 3.4 |
| その他 | 1.8 | 4.1 | -1.2 | 4.8 | 3.1 | 1.3 | 0.8 | 12.1 | 6.7 |
| 資金運用合計 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

注：1. 設備投資は「資金循環表（実物交易）」の非金融企業部門の「固定資本形成総額」項目にあたる。在庫投資は「存貨増加」項目にあたる。

2. 土地購入等は「其他非金融資産獲得減処置」項目にあたる（土地使用権の購入等がより正確的であるが、原資料の注記を従って「土地購入等」とする）。

⁶ 1960～1980 年代の日本と比較したのは、主に経済発展の段階などを念頭に置いたためである。

3. 対外投資等は、対外直接投資とその他対外債権を含む。

出所：中国統計局『中国統計年鑑』と中国金融学会『中国金融年鑑』の各年版により筆者作成。

図表 1-14 日本大企業（全産業）の資金使途 単位：％

| | a 設備投資 | b 在庫投資 | c 投融資 | d 現預金 | (c + d) |
|---------|--------|--------|-------|-------|---------|
| 1966-69 | 53.4 | 13.0 | 9.3 | 7.5 | 16.8 |
| 70-74 | 46.5 | 20.7 | 12.9 | 9.5 | 22.4 |
| 75-79 | 60.6 | 1.1 | 9.4 | 4.8 | 14.2 |
| 80-84 | 60.3 | 5.8 | 10.5 | 5.0 | 15.5 |
| 85-89 | 65.9 | -2.1 | 18.5 | 17.4 | 35.9 |

注：企業間信用を除いてある。

出所：伊藤（1995）、147 ページの表 5-3 から抜粋。原資料は日本銀行『主要企業経営分析』。

企業の資金運用

企業の資金運用をみると、最大の運用先は設備投資である（図表 1-13）。2003～2008 年は 60%以上のウェイトを占めていたが、2010 年に 48%に落ち込み、2011 年はまた 58%に回復した。このウェイトは 1960～1980 年代の日本大企業とほぼ同じである（図表 1-14）。

在庫投資は 2003～2011 年の間では概ね 3%、4%であったが、2003 年の 0.5%が一番低く、2004 年と 2008 年の 5.5%が一番高かった。また、2006 年以降、土地（使用权）の購入等は概ね資金運用の 7%以上占めるようになった（2005 年までは統計されていない）。

中国の非金融企業部門の資金運用の最大の特徴は、預金のウェイトが高いことである。これは、預金以外の資金運用の手段がまだ少ないことが一因であると考えられる。2003～2011 年の間、平均は 20%前半であった。一番低いのは 2011 年の 17.4%で、一番高いのは 2009 年の 33%であった。2009 年には、世界金融危機の影響で企業は設備投資を減らし、預金を大きく増やしたと思われる。

日本大企業の資金運用をみると、現預金のウェイトが低かった。1966～1984 年までの平均は 10%未満で、1985～1989 年の平均は 17.4%であった。

2 中小企業金融——マクロの視点から

中小企業の概観

中小企業の定義は何度も変わったが、最近の2回の定義をみよう（図表1-15）。中国国家統計局は2003年5月に『統計上大中小企業画分弁法（暫定）』を公表し、2011年9月に『統計上大中小企業画分弁法』を公表した。弁法では、業種ごとに中小企業の定義が違うが、ここでは工業企業の定義のみを説明する。工業企業は鉱業、製造業、電力・ガス及び水関連の産業を含む。

図表 1-15 中国の大中小企業の定義

a. 2003 年版

| | 大型 | 中型 | 小型 |
|----------|------------|----------|--------|
| 従業員(人) | 2000(含む)以上 | 300~2000 | 300 未満 |
| 売上高(百万元) | 300(含む)以上 | 30~300 | 30 未満 |
| 総資産(百万元) | 400(含む)以上 | 40~400 | 40 未満 |

b. 2011 年版

| | 大型 | 中型 | 小型 | 微型 |
|----------|------------|----------|--------|-------|
| 従業員(人) | 1000(含む)以上 | 300~1000 | 20~300 | 20 未満 |
| 売上高(百万元) | 400(含む)以上 | 20~400 | 3~20 | 3 未満 |

出所：中国国家統計局。

2011年版の企業規模別の定義において「総資産」という項目が除かれて、従業員の数に対する規定も緩めた。これは、IT企業などの新興産業に配慮した側面があると思われる。

「中型企業」の定義は従業員が300人以上1000人未満で、かつ、売上高は2000万元以上4億元未満となった。「小型企業」の定義は従業員が20人以上300人未満で、かつ、売上高が300万元以上2000万元未満となった。「微型企業」の定義が追加された。従業員が20未満か、売上高が300万元未満かのどちらかを満たせば、微型企業とみなされる（零細企業にあたる）。

2011年の改訂により、中国では小型企業と微型企業の金融問題を重視するようになり、

中型企業の金融問題はあまり取り上げられなくなった。中小企業に代わって、小微企业という言葉がよく使われるようになった。本論文は便宜上、以下の議論において 2011 年以降も中小企業という言葉を使うが、多くの場合は小型・微型企業のことを指している。

2012 年末の企業規模別の主要指標をみると、小型企業は売上高と総利益が大型企業に追いつくところまで来ている（図表 1-16）。中型と小型企業を合わせると、すべての指標が大型企業を超えることになっていた。このように、中小企業は経済のなかでとても重要な位置を占めており、その成長を支えるために金融面のサポートが不可欠である。しかし、多くの中小企業は自身の問題及び外部の環境などにより、必ずしも金融サービスを円滑に受けていない。

図表 1-16 大中小企業別の主要指標（2012 年末） 単位：社、億元

| | 企業数(社) | 総資産 | 売上高 | 総利益 |
|------|---------|---------|---------|--------|
| 大型企業 | 9,448 | 379,618 | 384,665 | 25,170 |
| 中型企業 | 53,866 | 184,742 | 218,357 | 15,400 |
| 小型企業 | 280,455 | 204,061 | 326,270 | 21,340 |

出所：中国統計局『中国統計年鑑』2012 版。

金融当局の中小企業金融対策

中国の中小企業金融について、中小企業や金融機関へのヒアリングなどを通じて多くの研究がなされてきた。本論文では主に金融政策や金融構造との関連でマクロの観点から中小企業金融のことを扱う。

中国金融政策において中小企業金融を重視するようになったのは、1997 年頃であるように思われる。戴相龍編（1999）は、中国人民銀行（中央銀行、以下は人民銀行）は 1996 年まで金利の調節において主に 4 つの要素を考慮していると述べていた。そのうち 2 番の要素は「国有大型中型企業の利息負担」である⁷。つまり、民営や小型企業金融はあまり重視されていなかったようである。唐（2005）は、人民銀行は 1997 年から中小企業金融を重視するようになり、政府部門は 1998 年から中小企業のことを重視するようになったと指

⁷ 戴相龍編（1999）、149 ページ。他の 3 つの要素は、①全体の物価水準、③国家財政と銀行の利益、④国家の政策と社会の資金の需給状況である。

摘した⁸。

1997 年頃から中小企業金融が重視されるようになったのは、主にアジア金融危機の影響を受けて、中小企業の資金繰りが大企業よりも厳しくなったためではないかと思われる。例えば、易（2009）は 1997 年のアジア金融危機以降、中小企業の資金調達を支援するために、金利自由化の一環として中小企業向けの貸出金利の変動幅を拡大したと述べていた。当時商業銀行の貸出金利が厳しく規制されていたため、同じ金利では中小企業向けの貸出は絞られた。しかし、中小企業向けの貸出金利を少し高めに設定できれば、貸出が増えることは期待できるとされた。

2001 年から公表されるようになった人民銀行の金融政策レポート（貨幣政策執行報告）のなかに、中小企業金融の問題がよく提起されるようになった。2008 年の世界金融危機を受けて、中小企業金融はさらに重視されるようになった。

中小企業の融資難問題を緩和するために、近年、金融当局は既存の金融機関に中小金融企業への貸出を増やすように要請してきた一方、インセンティブの面や金融制度の面も工夫されてきた。また、中小企業や‘三農’向けの新型中小金融機関の設立・育成にも力を入れてきた⁹。

(1) インセンティブの面 インセンティブの面において、人民銀行は主に 2 つの点を工夫した。1 つは、差別をつけた預金準備率制度である。中小金融機関は主に中小企業向けに融資を提供していることが考慮されて、その預金準備率が低く設定されてきている。また、中小企業向けの貸出が一定の比率に達した商業銀行（規模に関係なく）は、通常の水準より低い預金準備率が適用される。

もう 1 つは、中小企業向けの貸出が一定の条件に達した中小金融機関に、人民銀行は一定額の資金を低金利で提供する¹⁰。それによって、間接的に中小企業の融資コストを引き下げることが狙いである。例えば、人民銀行は 2014 年 3 月に‘支小再貸出’という制度を導入し、中小金融機関に 500 億元の中央銀行貸出を実施した。支小再貸出制度とは、小企業向けの貸出を増やすために、人民銀行は予め金融機関に低金利の資金を供給し、金融機関がその資金を使って、通常より低い金利で小企業に貸し出す制度である。対象の中小金融機関は、小型都市商業銀行、農村商業銀行、農村合作銀行、村鎮（町）銀行等 4 種類

⁸ 唐（2005）、168－169 ページを参照。

⁹ 三農とは、農民、農村、農業のことである。

¹⁰ 一定の条件は、金融機関は前期末に中小企業向けの貸出が「兩個不低于」（後述）の目標を実現することである。

の金融機関である。金融機関は人民銀行から貸出を受けられる期限は 3 か月、6 か月、1 年の 3 種類である。2 回延長できるため、実際最長は 3 年間借りられる。

(2) **金融制度の面** 金融制度の面においても、主に 2 つの点が挙げられる。1 つは商業銀行による‘小微企業貸款金融債’の発行である。中国銀行業監督管委員会（以下銀監会）は、2011 年 5 月に「通知」を出して商業銀行が中小企業向けの貸出の専用資金を債券発行して調達することを許可した¹¹。こうして調達した資金を中小企業に貸し出した場合には、その分の貸出は、預貸率（貸出／預金）の計算から外す。これは、規模を拡大させたいが、預貸率規制（75%以下）に直面する銀行にとって大きなインセンティブになる。

2011 年 12 月に、株式制商業銀行である興業銀行（福建省）は最初に‘小微企業貸款金融債’を発行した。興業銀行は小型企業向けの貸出資金の不足を緩和するために、300 億元の 5 年物債券（金利が 4.2%）を発行して資金を調達した。それ以降、多くの商業銀行は‘小微企業貸款金融債’を発行してきた。2013 年に、21 行の銀行が合計 1100 億元を発行した。

もう 1 つは中小企業が直接金融を利用しやすくなるような制度改革である。①中小企業の株式発行の制度改革と流通市場の整備である。株式発行の制度改革は主に発行条件の規制緩和を行った。流通市場の整備は、中小企業向けの新興市場を創設したことである。新興市場には‘中小ボード’や‘創業ボード’等がある。②中小企業債券発行の制度面の革新である。人民銀行の推進により、中小企業は銀行間市場で 2008 年 8 月から‘中小企業短期融資券’を、2009 年 11 月から‘中小企業集合手形’を発行できるようになった。‘中小企業短期融資券’は期間が 1 年以内の債券のことである。‘中小企業集合手形’の仕組みはやや複雑であるため、少し詳しく説明する必要がある。

‘中小企業集合手形’とは、2 社以上、10 社以下の法人資格を持つ中小非金融企業が連合発行人になって、銀行間市場で発行する一つの債券のことである。この債券には別の機構から信用保証が付されているため、各中小企業は自社が調達した額の債務に対してのみ返済の義務を持ち、他の連合発行人である中小企業の債務に対しては一切返済の義務がない。また、通常、同じ地域の中小企業が連合して、‘中小企業集合手形’発行することになっている。中小企業 1 社だけで債券を発行しようとする場合、発行額や担保等のハードルが高いため、数社が一体になって発行する‘中小企業集合手形’の形がとられた。

¹¹ 銀監会「關於支持商業銀行進一步改進小企業服務的通知」（銀監發（2011）第 59 号）。

具体例として、2013年1月に発行した「山東省青島市2013年第一期中小企業集合手形」の募集説明書の要点をみよう。この債券は発行額が1億2000万元で、期間が3年である。金利はその後の入札結果によって、6%に決められた。青島市の3つの中小企業はそれぞれ、6000万元、4000万元、2000万元を調達する。担保機構は中債信用増進投資株式有限公司である¹²。担保機構の格付けが最上位であるため、この集合手形も、中国の格付会社から最上位の格付け‘AAA’を得た。ちなみに、発行主体である3つの中小企業の格付はそれぞれ、‘BB’、‘BBB-’、‘BB’である。債券発行の主幹事は恒豊銀行（株式制商業銀行、山東省）である。

以上の各種債券の発行によって、中小企業の融資ルートが広げられた。人民銀行の『貨幣政策執行報告』2011年第2期によると、2011年6月末まで、160社の中小企業が銀行間市場で債券を発行して累計113.6億元の資金を調達した。

(3) 新型中小金融機関の設立・育成 近年主に中小企業や‘三農’向けに設立された中小金融機関は、村鎮（町）銀行、貸款公司、農村資金互助社と小額貸款公司等がある。2011年末まで村鎮銀行726行、貸款公司10社、農村資金互助社50社が設立された。小額貸款公司是、2014年6月末まで8394社が設立されて、貸出の残高が8811億元に達した¹³。

中小金融機関にとって中小企業の重要度が増してきた

近年、中国ではいわゆる大企業の銀行離れが時折喧伝されることがある（中国語は金融脱媒）。商業銀行を巡る外部環境は変化しつつある。その変化とは、金融自由化の進行によって大企業向けの貸出金利を切り下げる競争が起きている一方、大企業は社債や株式等の直接金融による資金調達のウェイトを増やしている。このため、特に中小銀行は中小企業金融に力を入れるようになってきた。

大企業向けの貸出金利を切り下げる競争の具体例として、内モンゴルの都市商業銀行の1つである包商銀行（包頭市商業銀行から改名）の事例をみよう。包商銀行（2008）は、国有商業銀行が強大な資金力と影響力を持っているため、競争においては有利な立場にあると指摘した。また、大企業の資金需要は大口であるため、中小銀行にとって貸出が集中してリスクを分散できない可能性がある。このような前置きをしてから、事例とその後の

¹² 青島市担保センターは、また中債信用増進投資株式有限公司に対し、見返り保証をしている。結局、青島市担保センターが最終的に保証を提供することになっている。

¹³ 人民銀行「2014年上半年小額貸出公司データ統計報告」、人民銀行ホームページによる。

対応を以下のように述べた。

2005 年 6 月に、わが銀行と長年の取引関係がある某大顧客は、貸出金利の引き下げ要求が満たされなかったため、1 億円にも上る預金をほかの銀行に移したうえ、口座を取り消した。窓口のスタッフから銀行のリーダーまで極力挽回しようとしたが、止めることができなかった。この事件はわれわれに、大銀行と大顧客を奪う競争をしたら、…今後発展の道がますます狭くなることをはっきり意識させてくれた。2005 年 8 月に、わが銀行は戦略転換会議を開き、“市場原則と商業化運営を前提として、広大な市民と小企業を核心顧客とし、‘小企業にサービス’を看板とする銀行となることに全力を尽くし、持続的な発展を実現する” ことを経営戦略とした¹⁴。（筆者訳）

以上の事例は非常に典型的である。これは多くの中小金融機関が近年直面してきた競争環境とその対応をよく表していると思われる。実際、多くの中小金融機関は自身が主に中小企業にサービスを提供する金融機関であると位置づけている¹⁵。

各金融機関の貸出のうち、小企業向けのウェイトをみると、国有・株式制商業銀行の方が低く、中小金融機関の方が高いことがはっきりわかる（図表 1-17）。都市商業銀行や農村商業銀行などの中小金融機関は、2008 年から 2009 年にかけて、小型企業向け貸出のウェイトを大きく上昇させた。これは、中小銀行がより中小企業金融に力を入れていたことによる結果であったかもしれない。

小型企業向けの貸出における各金融機関のシェアをみると、国有商業銀行が 36.8% のシェアを占めて最も高い（図表 1-18）。国有商業銀行の貸出のうち小型企業向けのウェイトはほかの銀行より低い、その資産規模が群を抜いているため、高いシェアを占めることになる。都市商業銀行や農村系金融機関は、貸出のうち小型企業向けのウェイトは高いが、規模が小さいため、シェアはまだ低い。

このように、中小企業金融の問題を改善するには、中小金融機関の育成は不可欠である。近年、金融当局も中小金融機関に低い預金準備率を適用させるなどの優遇措置で、中小金

¹⁴ 包商銀行（2008）から引用（銀监会ホームページ）。

（<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/200806035688C9A5452BA1E7FFDC35C612817800.html>）

¹⁵ 各中小銀行のホームページや決算報告書のなかに、「中小企業金融」という部分が特に強調されている。

融機関の育成に力を入れてきたように見える。

図表 1-17 各種銀行の貸出のうちに小型企業向けのウェイト 単位： %

| 年 | 政策 銀行 | 国有 商業 銀行 | 株式 制銀 行 | 郵便 貯蓄 銀行 | 外資 銀行 | 都市 商業 銀行 | 都市 信用 社 | 農村 合作 銀行 | 農村 商業 銀行 | 農村 信用 社 |
|------|----------|----------------|---------------|----------------|----------|----------------|---------------|----------------|----------------|---------------|
| 2008 | 17.2 | 6.6 | 10.3 | 6.1 | 20.1 | 23.6 | 32.7 | 32.6 | | |
| 2009 | 17.6 | 8.5 | 12.3 | 4.9 | 30.0 | 27.3 | 49.7 | 40.0 | 38.2 | 30.5 |

出所：中国金融学会『中国金融年鑑』2009 年、2010 年版により筆者作成。

図表 1-18 小型企業向け貸出の中で各種銀行が占めるシェア 単位： %

| 年 | 政策 銀行 | 国有 商業 銀行 | 株式 制銀 行 | 郵便 貯蓄 銀行 | 外資 銀行 | 都市 商業 銀行 | 都市 信用 社 | 農村 合作 銀行 | 農村 商業 銀行 | 農村 信用 社 |
|------|----------|----------------|---------------|----------------|----------|----------------|---------------|----------------|----------------|---------------|
| 2008 | 13.9 | 36.8 | 20.1 | 0.6 | 2.1 | 10.0 | 0.3 | 16.3 | | |

出所：中国金融学会『中国金融年鑑』2009 年版により筆者作成。

マクロの面からみる中小企業金融の現状

金融機関の小型企業向けの貸出、及びそれが貸出全体に占めるウェイトは 2008 年に底を打って、2009 年から上昇してきた（図表 1-19、1-20）。

2008 年、金融危機の影響を受けて小型企業は特に融資を受けにくくなった。金融機関の小型企業向けの貸出が貸出全体に占めるウェイトは、2007 年の 15.9%から 2008 年の 13.1%に大きく落ちた。

2008 年 8 月から、銀監会は商業銀行に「兩個不低于（二つの下回らない）」という目標を達成するように要請してきた。二つの下回らない目標とは、リスクがコントロールできる範囲内で、小・微型企業向け貸出の伸び率が貸出全体の伸び率を下回らないこと、及び小・微型企業向けの年間新增貸出額が前年の新增額を下回らないこと、であった。それ以降、二つの下回らない目標は国务院が発行した「金融支持小微企業發展の実施意見」の文書に盛り込まれ、重視されてきた。実際、2009～2013 年はこの目標が達成されてきて、一定の効果が発揮された。

図表 1-19 金融機関の大中小企業別向け貸出の残高 単位：億元

| 年 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 貸出総額 | 225,347 | 261,691 | 303,395 | 399,684 | 479,195 | 547,946 | 629,906 | 718,961 |
| うち大型企業 | 70,827 | 83,504 | 101,189 | 113,232 | 131,525 | 138,494 | n.a. | n.a. |
| うち中型企業 | 51,979 | 60,198 | 69,468 | 81,853 | 98,657 | 107,524 | n.a. | n.a. |
| うち小型企業 | 36,639 | 41,622 | 39,697 | 54,310 | 72,732 | 104,150 | 115,800 | 132,100 |

注：貸出は人民元貸出を指す。

出所：2011 年までは中国金融学会『中国金融年鑑』の各年版による。2012 年からは、中国人民銀行「金融機構貸款投向統計報告」による。

図表 1-20 銀行業貸出のうち小型企業向け貸出のウェイト 単位：％

| 年 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 対貸出総額の比率 | 16.3 | 15.9 | 13.1 | 13.6 | 15.2 | 19.0 | 18.4 | 18.4 |
| 対企業向け貸出の比率 | 23.0 | 22.5 | 18.9 | 21.8 | 24.0 | 29.7 | 28.6 | 29.4 |

出所：2011 年までは、図表 1-19 をもとに求めた。2012 年からは、中国人民銀行「金融機構貸款投向統計報告」による。

一方、企業は規模や信用度によって、金融機関から融資を受ける際に課せられる条件が異なってくる（図表 1-21）。金融機関の大型企業向け貸出の 45% くらいは、担保や保証が要らない信用貸出である。一方、小型企業向け貸出の条件は厳しく、信用貸出の比率は約 10% 台前半で、担保を必要とする貸出が 50% 以上を占めている。

これは金融機関からみれば理にかなっているが、小型企業は担保に入れられるものが限られているため、融資を受けにくくなる。このような矛盾を緩和するために、近年中国では適格担保物の範囲拡大や保証業界の育成などの対策が取られてきた。

以上みてきたように、金融機関は金融当局にインセンティブの面において誘導されてきた一方、外部環境の変化もあって、中小企業金融により力を入れてきた。その結果、中小企業金融はマクロのデータからみる場合、2008 年頃より、足元はある程度改善の兆しが見られた。

しかし、中小企業の財務データがきちんと揃わない場合が多くあるため、情報の非対称

性問題が容易に解消されないこともあって、中小企業金融が金融当局に重視されてきて、中小企業の融資難問題などは簡単に解決できそうなものではない。

図表 1－21 大中小企業向けの融資条件の差異 単位：％

| | 融資の条件 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 |
|------|-------|--------|--------|--------|
| 大型企業 | 信用 | 43.6 | 44.5 | 45.2 |
| | 保証 | 26.3 | 24.9 | 23.9 |
| | 担保 | 30.0 | 30.6 | 30.9 |
| 中型企業 | 信用 | 18.1 | 17.8 | 17.3 |
| | 保証 | 32.0 | 31.8 | 32.7 |
| | 担保 | 49.9 | 50.4 | 50.0 |
| 小型企業 | 信用 | 15.8 | 12.7 | 13.6 |
| | 保証 | 32.7 | 33.9 | 33.1 |
| | 担保 | 51.5 | 53.4 | 53.2 |

注：1. 貸出残高ベースのウェイトである。

2. 担保は抵当権付貸出（抵押貸款）と質権付貸出（質押貸款）の 2 種類がある。前者は主に不動産担保で、後者は主に動産担保である。

出所：中国金融学会『中国金融年鑑』各年版により作成。

第4節 銀行業の産業組織

1 銀行業の全体像

金融業の各業種の資産規模

金融業の各業種の資産規模は、図表 1－22 の通りである。2013 年末に中国の銀行業の資産は 151 兆元に達した。名目 GDP が約 56 兆元であったため、銀行業資産は名目 GDP の約 2.7 倍であった。

銀行業の資産規模は民間金融機関の中で圧倒的なウェイトを占めてきた。2008～2013 年そのウェイトは 93%前後で安定的に推移している（図表 1－23）。証券業のウェイトはかなり低く、この 2、3 年は 1%前後で推移している。保険業は 5%前後で推移している。

図表 1－22 金融業の資産規模 単位：兆元

| 年 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 金融業全体 | 87.62 | 108.35 | 128.25 | 148.97 | 171.53 | 192.89 |
| 中央銀行 | 20.70 | 22.75 | 25.93 | 28.10 | 29.45 | 31.73 |
| 銀行業 | 62.39 | 79.51 | 95.30 | 113.29 | 133.62 | 151.35 |
| 証券業 | 1.19 | 2.03 | 1.97 | 1.57 | 1.11 | 1.52 |
| 保険業 | 3.34 | 4.06 | 5.05 | 6.01 | 7.35 | 8.29 |

注：証券業の資産には顧客の預かる資産が含まれていない。

出所：中国人民銀行『中国金融穩報告定』各年版付録の「統計資料」により筆者作成。

図表 1－23 各金融業種が民間金融業に占めるシェア 単位：％

| 年 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 銀行業 | 93.23 | 92.89 | 93.14 | 93.73 | 94.05 | 93.91 |
| 証券業 | 1.78 | 2.37 | 1.93 | 1.30 | 0.78 | 0.94 |
| 保険業 | 4.99 | 4.74 | 4.94 | 4.97 | 5.17 | 5.14 |
| 民間金融業 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

出所：図表 1－22 をもとに作成。

金融業の資産規模をみる限り、中国では銀行業中心の間接金融が優位であることは一目瞭然である。これは中国金融構造の一大特徴である。さらに、銀行業のなかで、国有（大型）商業銀行が半分近くのウェイトを占めている点はまた特徴的である。

銀行業の資産分布

銀行業の各種類の金融機関の資産分布状況をみよう（図表 1－24）。近年、大型商業銀行のウェイトが下落した。1998 年には 63%のウェイトがあったが、2003 年に 58.1%、2011 年に 47.3%に低下した¹⁶。一方、株式制と都市商業銀行のウェイトは大幅に上昇した。

¹⁶ 1998 年のデータは楊(2014)による (<http://www.bankernet.cn/Detail.aspx?ID=14506>)。

株式制商業銀行は 2003 年に 10.7%のウェイトしかなかったが、2011 年に 16.2%になった。都市商業銀行のウェイトは 2003 年の 5.3%から 2011 年の 8.8%に上昇した。

図表 1-24 銀行業の各種金融機関の資産分布状況 単位：％

| 年 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| 政策銀行 | 7.7 | 7.6 | 7.8 | 7.9 | 8.1 | 8.9 | 8.7 | 8.0 | 8.2 |
| 大型商業銀行 | 58.1 | 56.9 | 56.1 | 55.1 | 53.7 | 51.6 | 51.3 | 49.2 | 47.3 |
| 株式制銀行 | 10.7 | 11.5 | 11.9 | 12.4 | 13.7 | 14.0 | 14.9 | 15.6 | 16.2 |
| 都市商業銀行 | 5.3 | 5.4 | 5.4 | 5.9 | 6.3 | 6.5 | 7.1 | 8.2 | 8.8 |
| 農村商業銀行 | 0.1 | 0.2 | 0.8 | 1.1 | 1.1 | 1.5 | 2.3 | 2.9 | 3.8 |
| 農村合作銀行 | n.a. | n.a. | 0.7 | 1.1 | 1.2 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.2 |
| 都市信用社 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 0.2 | 0.1 | 0.03 | 0.002 | 0.003 |
| 農村信用社 | 9.6 | 9.7 | 8.4 | 7.9 | 8.2 | 8.3 | 6.9 | 6.7 | 6.4 |
| ノンバンク金融 | 3.3 | 2.8 | 2.7 | 2.4 | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 2.2 | 2.3 |
| 外資銀行 | 1.4 | 1.8 | 1.9 | 2.1 | 2.4 | 2.1 | 1.7 | 1.8 | 1.9 |
| 郵便貯蓄銀行と新 型農村金融機関 | 3.3 | 3.4 | 3.7 | 3.7 | 3.3 | 3.5 | 3.4 | 3.7 | 3.8 |

注：1. 政策銀行とは、国家開発銀行、中国進出口銀行と中国農業発展銀行である。

2. 大型商業銀行とは、中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行、中国農業銀行と交通銀行である。ただし、2006 年までは交通銀行を含まれていなかった。以下同じ。

3. 株式制銀行とは、中信銀行、中国光大銀行、華夏銀行、広州銀行、深セン発展銀行（2012 年 6 月に平安銀行に合併された）、招商銀行、上海浦東発展銀行、興業銀行、中国民生銀行、恒豊銀行、浙商銀行と渤海銀行である。ただし、2006 年までは交通銀行が含まれていた。以下同じ。

4. ノンバンク金融には、信託公司、企業グループ財務公司、金融リース公司、貨幣ブローカー公司、自動車金融公司と消費者金融公司が含まれる。

5. 新型農村金融機関には、村鎮（町）銀行、貸款公司と農村資金互助社を含む。ただし、新型農村金融機関は、2007 年から初めて統計されて表に入れられた。

出所：中国金融学会『中国金融年鑑』各年版により筆者作成。

大型商業銀行のウェイトが低下している一方、株式制と都市商業銀行のウェイトが上昇したのは、大型商業銀行では経営の効率化を図って、不採算店舗の閉鎖や売却を進めていた一方、株式制と都市商業銀行は積極的に出店して規模を拡大させてきたためであると思われる。国有商業銀行である工商銀行、建設銀行、農業銀行の機構数（以下、店舗数）は2002年末にそれぞれ2万5960、2万1616、3万9286であったが、2013年末に1万7574、1万4650、2万23547に減少した¹⁷。一方、株式制商業銀行である招商銀行、上海浦東発展銀行、興業銀行の店舗数2002末にそれぞれ332、284、232しかなかったが、2013年末に943、915、826に増加した¹⁸。

農村商業銀行と農村合作銀行のウェイトは、2003年には無視できるほど小さかったが、その後上昇し、2011年に3.8%と1.2%になった。一方、農村信用社（信用組合にあたる）のウェイトは、2003年の9.6%から低下し、2011年に6.4%になった。これは、農村信用社の農村商業銀行と農村合作銀行への転換が進んでいるためである。

政策銀行のウェイトは概ね安定的に8%前後で推移した。郵便貯蓄銀行のウェイトは、2003～2006年では単独で3.5%前後で推移していた。2007年からでは、新型農村金融機関と合計して3.5%前後で推移した。外資銀行のウェイトは2%前後で推移している。

銀行業の貸出構成

近年、銀行業貸出構成の一つ大きな変化は、短期貸出のウェイトが大幅に低下した一方、中長期貸出のウェイトが大きく上昇したことである（図表1-25）。短期貸出のウェイトは1999年の68.1%から低下し、2010年の34.6%に底を打って、2013年に40.3%に回復した。中長期貸出のウェイトは1999年の25.5%から上昇し、2010年の60.2%にピークをつけて、2013年に55.4%になっていた。

このような変化の一つ大きな要因は、住宅の市場化、都市化の進展と住宅価格の上昇によって個人向けの住宅ローンが大幅に増加したことによると考えられる。易ほか（2008）は、1994年からの住宅市場化改革はその後の中長期貸出の増加に繋がったと指摘した。住

¹⁷ 機構数（拠点数）は店舗数にあたる。正確な店舗数ではないが、各銀行の2013年度の決算報告書やホームページの開示情報によって推算すると約99%以上が店舗数にあたる。例えば、工商銀行の場合は2013年末に、店舗ではない機構の数が全体の約0.5%しかなかった。また、国有商業銀行の店舗数の減少は概ね2009年頃で底を打って、この数年小幅な増加に転じている。

¹⁸ 各銀行の店舗数のデータは、2002年のものは『中国金融年鑑』2003年版による。2013年のものは、各銀行の2013年度の決算報告書やホームページによる。

宅市場化改革は漸進的に推進されていたため、住宅ローンの需要は 1990 年代末から大きく伸び始めたと考えられる。

図表 1-25 銀行業の貸出構成 単位：％

A

| 年 | 1999 | 2001 | 2003 | 2005 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 短期貸出 | 68.16 | 59.95 | 52.62 | 44.92 | 43.75 | 41.26 | 36.68 |
| うち工業 | 19.15 | 16.59 | 14.31 | 11.57 | 12.85 | 11.91 | 9.70 |
| うち商業 | 21.22 | 16.53 | 11.32 | 8.45 | 6.81 | 5.84 | 4.87 |
| うち建築業 | 1.57 | 1.87 | 1.89 | 1.53 | 1.43 | 1.21 | 0.91 |
| うち農業 | 5.11 | 5.08 | 5.29 | 5.92 | 5.90 | 5.81 | 5.41 |
| 中長期貸出 | 25.57 | 34.94 | 39.88 | 44.92 | 50.27 | 51.09 | 55.65 |
| 信託貸出 | 2.67 | 2.22 | 1.43 | 1.61 | 0.90 | 1.00 | 1.32 |
| その他種類貸出 | 3.60 | 2.89 | 6.07 | 8.55 | 5.09 | 6.65 | 6.35 |
| 合計 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

B

| 年 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 国内貸出 | 99.95 | 99.72 | 99.71 | 99.74 |
| 短期貸出 | 34.69 | 37.07 | 39.41 | 40.37 |
| 中長期貸出 | 60.29 | 59.09 | 56.03 | 55.48 |
| リース融資 | 0.56 | 0.76 | 0.94 | 1.07 |
| 手形融資 | 3.09 | 2.76 | 3.24 | 2.73 |
| 前貸金 | 0.03 | 0.03 | 0.09 | 0.10 |
| 海外貸出 | 0.05 | 0.28 | 0.29 | 0.26 |

注：1. 統計の範囲は図表 1-24 の金融機関をすべて含む。なお、原資料の表には人民銀行も統計範囲に含まれているが、人民銀行と民間金融機関を連結して統計しているため、両者間の貸借は消去されことになっている。

2. 年末の貸出残高をもとに求めた。

出所：中国人民銀行ホームページの「金融機構人民幣信貸収支表」より筆者作成。

個人住宅ローンの残高は、1997年に190億元しかなかったが、2013年に9.8兆元に達した。2013年末、不動産関連向けの貸出残高は14.61兆円で、銀行業全体の人民元貸出の20.3%を占めていた。そのうち個人住宅ローンの残高は9.8兆元、不動産開発企業向け貸出残高は3.52兆元、土地開発企業向け貸出残高は1.07兆元であった。

一見、個人住宅ローンの残高が不動産関連企業向けよりかなり多くなっている。しかし、（銀行のバランスシートに計上されない）信託貸出や委託貸出などを通じた不動産関連企業向けの融資を踏まえて考えると、両者のウェイトは近いと思われる。鐘（2014）は、2013年末に中国のシャドーバンキング（影の銀行）の規模が約18兆円で、そのうち約8兆元が不動産関連の融資であるため、金融業全体での不動産関連企業向けの融資額は約11.5兆元と推定した（氏は土地開発企業向けの融資を捨象している）。

2008～2010年の中長期貸出ウェイトの急上昇は、主にインフラ建設業向け貸出の急増によると考えられる。これは、2008年の世界金融危機対策として打ち出した‘4兆元’の財政対策によるものであった。2009年末、インフラ建設業向けの貸出残高は前年末より43%伸びた。そのうち、「水利、環境と公共施設関連業」向けの中長期貸出残高の伸び率は85.2%にも達した¹⁹。

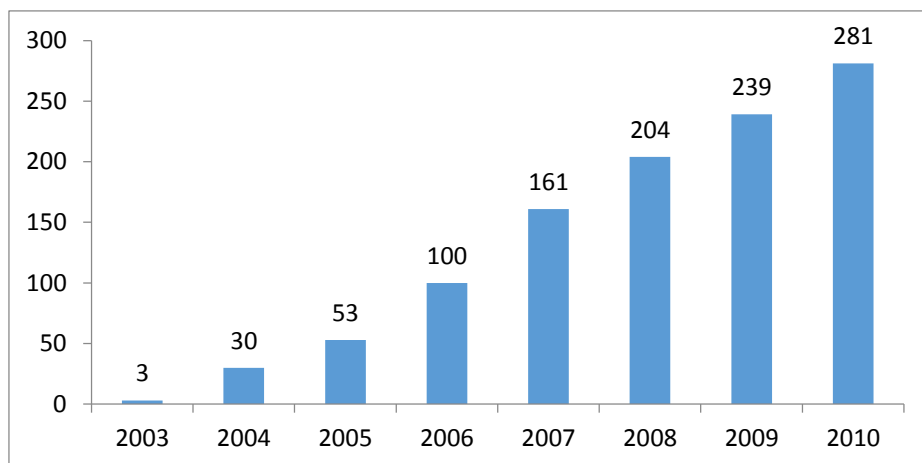
自己資本比率と不良債権比率

近年、自己資本比率が基準の8%に達した商業銀行の数が増えてきた（図表1-26）。2003年末に、中国全体で3行の商業銀行しか自己資本比率の基準を満たしていなかった。その後、基準に達した銀行の数が年々増えてきて、2010年末に、すべての商業銀行が基準に達した。

2009年以降、商業銀行の平均自己資本比率は11%を上回って推移してきた（図表1-27）。コア自己資本比率も9%を上回るようになっている（2009年6月末を除く）。2013年末、四大国有商業銀行の自己資本比率はそれぞれ、工商銀行13.15%、建設銀行13.02%、中国銀行12.38%、農業銀行11.87%であった。株式制商業銀行の招商銀行、興業銀行、上海浦東発展銀行の自己資本比率はそれぞれ、11.14%、10.83%、10.85%であった。大型商業銀行の自己資本比率がより高かった。これは、株式制商業銀行が積極的に規模を拡大されていることを考えると、理にかなっている。

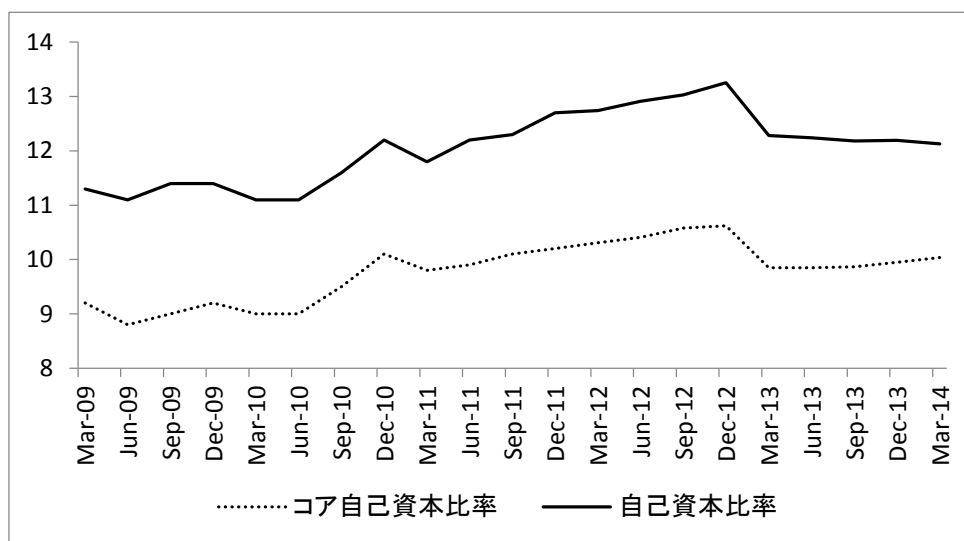
¹⁹ 中国人民銀行「2009年金融機関貸出投向統計報告」中国人民銀行ホームページによる。

図表 1-26 自己資本比率が 8%達した商業銀行数の推移 単位：行



出所：中国銀行業監督管理委員会ホームページ。

図表 1-27 商業銀行の自己資本比率の推移 単位：%



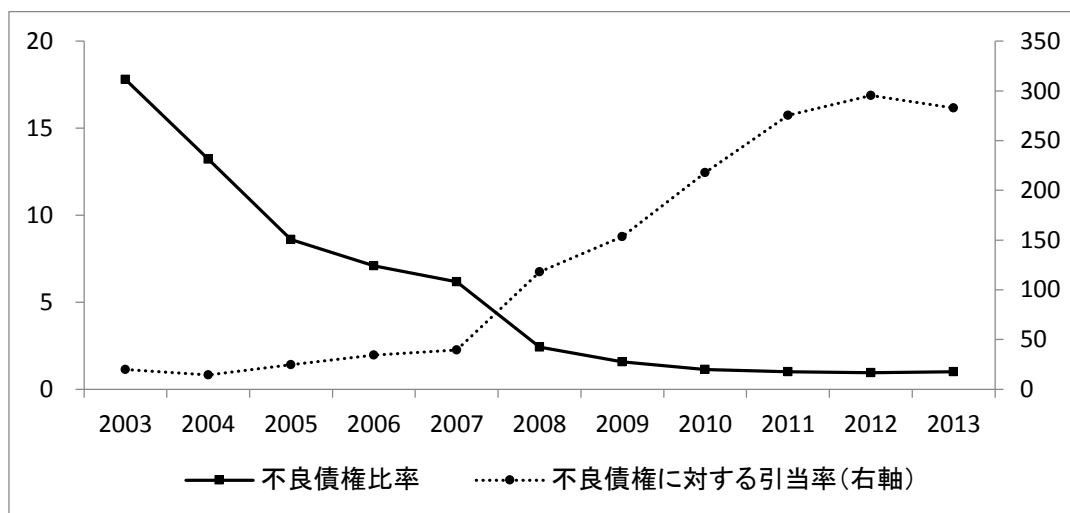
注：商業銀行は大型商業銀行、株式制商業銀行、都市商業銀行、農村商業銀行と外資銀行を含む。

出所：中国銀行業監督管理委員会ホームページの各年度「商業銀行主要監管指標情況表」より筆者作成。

商業銀行は自己資本比率が上昇した一方、不良債権比率は大きく低下してきた。また、不良債権に対する引当率（貸倒引当金／不良債権残高）も大幅に上昇した（図表 1-28）。2013 年末に、商業銀行全体の不良債権比率は 2003 年の 17.8%から 2013 年の 1% に大

幅に低下した²⁰。不良債権に対する引当率は、2003 年の 19.7%から 2013 年の 282.7%へ大幅に上昇した。

図表 1-28 銀行の不良債権比率と不良債権に対する引当率 単位：%



注：不良債権に対する引当率＝貸倒引当金／不良債権残高×100%

出所：中国銀行業監督管理委員会ホームページと『中国金融年鑑』2012 版より筆者作成。

これから、不良債権問題を詳しく見るため、ここで銀行貸出の債権区分をみて、不良債権の定義を確認しておく方が、次の議論を展開しやすくなると思われる。

中国は 2001 年まで、主に貸出の元利が期限通りに返済されるか、延滞されるかに応じて債権を区分した。債権は、正常（元利が予定通りに返済される債権）、逾期（元利が 2 年以内延滞の債権）、呆滞（元利が 2 年以上延滞の債権及び実質破綻先）、呆帳（破綻先や財政部の規定に満たした確実に返済不能とみなす債権等）の 4 種類に分けていた。不良債権は、正常以外の 3 種類債権の合計であった。

この 4 種類区分は、国際慣例の貸出先の実態に沿った形の 5 種類区分と合わないところがあった。人民銀行は、世界銀行の技術援助を受けて、1994～1997 年は一部の銀行に対する検査において、5 種類区分の方法を試した。1998 年に、債権の 5 種類区分は広東省で

²⁰ 埼玉大学大学院経済学科学研究科の伊藤修教授が指摘しているように、日本のバブルが崩壊し始めた 1990 年代初頭の頃には、日本銀行業の不良債権比率が非常に低い水準になったが、その後大きく上昇した。好景気やバブルの時に銀行業の不良債権比率が低下する傾向があるため、不良債権だけをみると、金融システム全体のことを見誤る場合がある。現時点の中国銀行業の不良債権比率は低いが、先行きでは以上の点を踏まえて注意深く見る必要がある。

最初に試験的に展開し、その後、国有商業銀行等にも試験的に展開した。2001 年 12 月に、WTO の加盟に合わせて、人民銀行が『貸出リスク分類指導原則』を出して、2002 年 1 月から、国際的に通用している債権の 5 種類区分に正式に移行することを決めた。

図表 1－29 中国の債権の 5 種類区分の定義

| | |
|----|--|
| 正常 | 債務者が契約を履行でき、期限通りに全額元利を返済されないことを疑う十分な証拠がない債権 |
| 関注 | 当面、債務者が借り入れの元利の返済能力があるが、いくつか返済に不利な影響を及ぼす要素が存在する債権 |
| 次級 | 債務者の返済能力に明らかな問題が生じ、正常な営業収入だけでは全額の元利返済ができなくなり、担保を執行しても一部の損失が生じる可能性がある債権 |
| 可疑 | 債務者が全額元利を返済ができなくなり、担保を執行しても比較的大きな損失が確実になる債権 |
| 損失 | 取るべきあらゆる措置や一切の法的手続きを実行した後でも、依然として、元利の全額が回収できない、あるいはごく一部しか回収できない債権 |

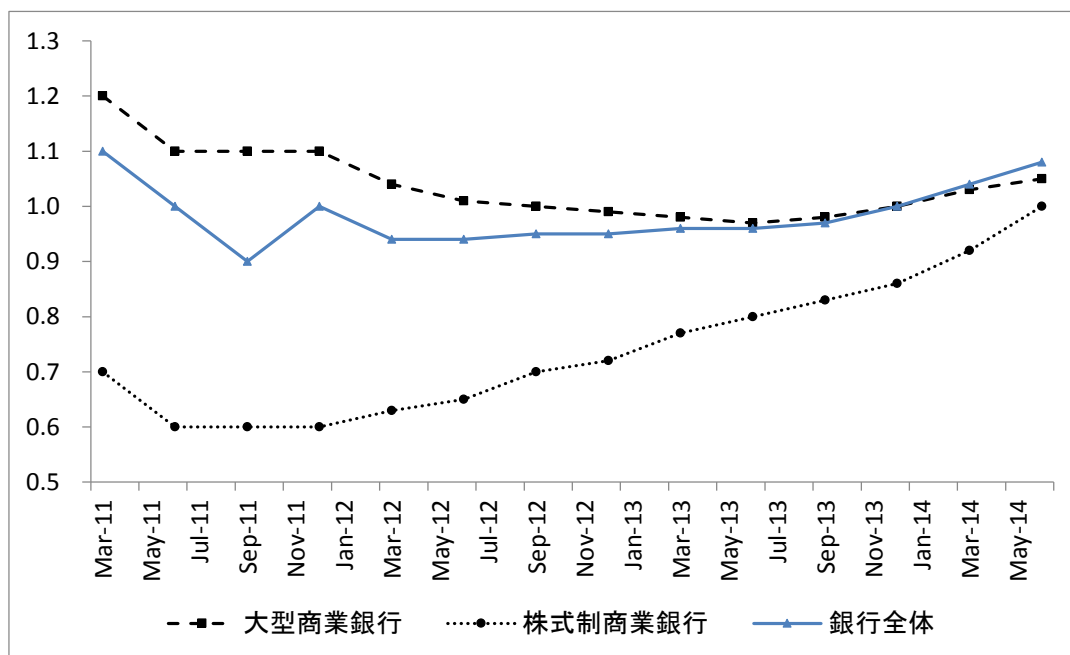
出所：中国銀行業監督管理委員会『貸款風險分類指引』、2007 年。

5 種類区分は、国際慣例に従って貸出債権を、正常、関注、次級、可疑、損失の 5 種類に分けた²¹。不良債権は、次級、可疑と損失の 3 種類債権の合計である。

2007 年 7 月に、中国銀行業監督管理委員会は、新しい分類基準『貸款風險分類指引』を出した。債権区分の原則（より慎重に）を改善したり、債権の範囲（バランスシート外等に）を拡大したりした。各種類の詳細の定義は図表 1－29 のとおりである。

²¹ 日本の債務者区分は、正常先、要注意先（要管理先以外、要管理先）、破綻懸念先、実質破綻先、破綻先の 5 種類に分けている。大まかにいうと、中国の債権区分の各種類は、日本の債務者区分にそれぞれあたると思われる。ただし、中国の次級債権は、日本の要管理先と破綻懸念先にあたると思われる。中国では、元利が延滞 3 ヶ月以上の債権は基本的に少なくとも次級債権に分類されることになっている。延滞 3 ヶ月以内でも、債務者の返済能力の次第によって、次級債権に分類されることがある。実際、銀行の決算報告書では、延滞 3 ヶ月以内の債権の一部を不良債権に計上されている。日本では、要注意先のうち、延滞 3 ヶ月以上または貸出条件緩和している債務者が要管理先に分類されている。

図表 1-30 近年の銀行全体と主要商業銀行の不良債権比率 単位：％



出所：中国銀行業監督管理委員会ホームページ。

不良債権の大まかな定義が確認できたので、次の議論に進む。

近年の不良債権の推移をさらに詳細に見ると、株式制商業銀行の不良債権比率は 2011 年第 2 期に 0.6% に低下し、底を打って暫く横に推移した後、2012 年第 1 期から上昇に転じて、2014 年第 2 期は 1.0% に上昇した（図表 1-30）。銀行業全体は、2012 年第 3 期から明確に上昇トレンドに転じた。大型商業銀行の場合、2013 年第 2 期に 0.97% に低下し、底を打って第 3 期から上昇に転じて、2014 年第 2 期は 1.05% に上昇した。

このように、近年、商業銀行の不良債権比率は底を打って上昇に転じてきた。さらに、中国の不動産バブル崩壊に対する懸念から、銀行業の不良債権に対する厳しい見方が増えてきた。

ただし他方、2014 年第 2 期現在、商業銀行全体の不良債権比率が 1.08% で低水準であった一方、不良債権に対する引当率は 262.9% に達していたため、過度に悲観する必要はないだろう。

不良債権に対する引当率は、大まかにいうと、日本の「リスク管理債権に対する引当率」にあたる²²。例えば、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ連結の場合、資産の自己査定基

²² リスク管理債権は、破綻先債権、延滞債権、3 ヶ月以上延滞債権と貸出条件緩和債権の合計である。これは、大まかにいうと、中国の不良債権の定義とほぼ同じものである。

準のもと、2014年3月末にリスク管理債権対貸出金残高比（不良債権比率にあたる）は、1.67%であった。リスク管理債権に対する引当率（貸倒引当金／リスク管理債権×100%）は、55.02%であった²³。このように、中国の不良債権に対する引当率はやや高い方であったともいえる。

人民銀行は、近年、毎年17行の主要商業銀行に対してストレステストを行ってきた。2013年末のストレステストでは、不良債権比率が4倍に（約4%に）上昇した重度な衝撃の仮説のもとでは、銀行全体の自己資本比率が11.98%から10.5%に低下する試算になっている。大型商業銀行は12.57%から10.94%に、株式制商業銀行は10.55%から9.43%に低下する見込みである。

全体からいえば、2003年以降、銀行業の自己資本比率と不良債権比率が大幅に好転した。このような変化をもたらすのは、主に資本注入と不良債権の処理によって、国有商業銀行が立て直してきたためであると思われる。一方、経済の持続的な高成長、規制金利による利鞘の確保と国有商業銀行の経営効率化も重要な要因であると考えられる。

国有商業銀行の資本注入と不良債権処理

足元では銀行業の不良債権比率が上昇に転じて、先行きの不良債権問題に対する懸念は増えてきた。このため、1998年以降の四大国有商業銀行の不良債権処理の経過、及び不良債権率低下の要因などを再確認することで、いまの不良債権問題をより客観的に認識できるのではないかと思われる。

中国の不良債権処理についての先行研究が多く行われた。以下では、先行研究を踏まえてみていく。

四大国有商業銀行とは、中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行と中国農業銀行のことである。国有商業銀行は、改革開放後に設立されてから1994年まで政策銀行の役割を担った。それによって、大量の不良債権を抱えて自己資本比率を低下させた。1997年のアジア金融危機や国有企業改革などの影響で、国有商業銀行の状況はさらに悪化した。1997年末に各銀行の自己資本比率はそれぞれ、工商銀行3.3%、建設銀行2.95%、中国銀行6.96%、農業銀行2.52%しかなかった（大橋（2005）、115ページ）。

このような背景のもとで、中国では1998年から資本注入と不良債権処理に本腰を入れた。

²³ 三菱UFJフィナンシャル・グループ、平成25年度決算説明書、14ページ。

1 回目の資本注入 1998 年に、財政部 2700 億元の特別国債を発行して、調達した資金を四大国有商業銀行に資本注入した。各銀行の資本注入額は、工商銀行 742 億元、建設銀行 600 億元、中国銀行 425 億元、農業銀行 933 億元であった。

1 回目の不良債権処理 1999 年 6 月末に、中国商業銀行の最大手である工商銀行の不良債権比率はピークの 47.59% に達した（姜（2014））。国有商業銀行の不良債権処理が大きな課題となった。このため、1999 年に政府によって 4 つの資産管理会社が設立され、国有商業銀行から不良債権を買い取って処理することになった。それぞれ対応する形で 1999 年 4 月に、建設銀行に信达資産管理会社、10 月に、工商銀行に華融資産管理会社、中国銀行に東方資産管理会社、農業銀行に長城資産管理会社が設立された²⁴。4 社はそれぞれ、財政部から 100 億元ずつの 100% 出資を受けて設立された。資産管理会社の不良債権買収の資金は、主に国有商業銀行向けに債券を発行したり、人民銀行から借り入れしたりして調達した。

2000 年末まで四大国有商業銀行は約 1.4 兆元の不良債権を切り離して、4 つの資産管理会社に薄価で売却した。華融は 4077 億元、信达は 3730 億元、東方は 2674 億元、長城は 3458 億元であった。資産管理会社が買い取った不良債権の処理について、黄編（2012）は主に、①株式に転換する（「債転株」 Debt-Equity Swap）、②公開入札で売却する、③第三者に売却する 3 つの方法で処理すると述べた。大橋（2005）は、2004 年 3 月末までに 1.4 兆元の不良債権の約 3 割に相当する 4050 億元、584 社の債務は債務者企業の株式に転換して処理されたと述べた。

1 回目の資本注入と不良債権の処理を経ても、四大国有商業銀行の不良債権比率が高水準で止まっていた。易ほか（2002）は以下のように述べた。

2001 年 9 月末までに、四大国有商業銀行の貸出総額は 6.8 兆円で、そのうち不良債権が 1.8 兆円で、26.62% を占めていた。……しかし、もし 4 つの資産管理会社に切り離した 1.3 兆元の不良債権を加えれば、四大国有商業銀行の不良債権比率は約 45% になる。いま、四大国有商業銀行は約 1.8 兆元の不良債権を抱えているが、資本金は約 0.6 兆元しかなか

²⁴ 今では、この 4 社の資産管理会社とともに、傘下には信託会社、証券会社、リース会社、保険会社と投資ファンドなど多くの子会社を抱えて、金融コングロマリットになっている。2104 年 7 月現在、華融と信达が株式会社に転換した。そのうち、信达は 2013 年 12 月に香港株式市場に上場した。ほかの 2 社は株式会社に転換中である。

った。不良債権の半分が回収できるとしても、4行の銀行の資産状況は依然として楽観できない²⁵。(筆者訳)

2 回目の資本注入 2 回目の資本注入はすべて政府系投資会社である「中央匯金投資公司」を通じて行われた。2003 年に、建設銀行と中国銀行にそれぞれ 225 億ドル（約 1862 億元）の資本注入が行われた。2005 年に、工商銀行に 150 億ドル（約 1241 億元）を資本注入した。2008 年に、農業銀行に 190 億ドル（約 1300 億元）を資本注入した。

2 回目の不良債権処理 中国銀行は 2004 年 6 月に入札で額面 1485 億元の不良債権を 734.3 億元で信達資産管理会社に売却し、10 月にすでに 100%引き当て済みの不良債権 1053.8 億元を東方資産管理会社に移管した（露口（2006））。建設銀行は 2004 年 6 月に額面 1289 億元の不良債権（いったん人民銀行に移管した経緯があった）を簿価の 50%で信達資産管理会社に売却した。工商銀行は 2005 年 5 月に 2460 億元の不良債権を償却し、6 月に入札で 4590 億元の不良債権を 4 つの資産管理会社に売却した。農業銀行は 2008 年 11 月に 8157 億元の不良債権を、人民銀行と財政部に移管した。そのうち、1506 億元が人民銀行に対する債務と置き換えられ、6651 億元が財政部に移った²⁶。

2004～2010 年の間に、四大国有商業銀行は株式制へ移行して体制改革を行った。また、劣後債の発行、第三者による出資と株式上場による資本調達などによって、資本を増強した。

株式制への移行 中国銀行は 2004 年 8 月に、建設銀行は 2004 年 9 月に、工商銀行は 2005 年 10 月に、農業銀行は 2009 年 1 月に株式制に移行した。

劣後債の発行 中国銀行は 2004～2009 年合計 1000 億元を発行した。建設銀行は 2004、2009 年に合計 800 億元を発行した。工商銀行は 2005、2009 年に合計 750 億元を発行した。農業銀行は 2009 年に 500 億元を発行した。

第三者による出資 第三者は、主に海外戦略投資家と呼ばれる欧米の大手金融機関のことであった²⁷。建設銀行と中国銀行は 2005 年 8 月に海外戦略投資家から、それぞれ 39.66

²⁵ 易ほか（2002）、77－78 ページから引用。

²⁶ 財政部に移った分の会計処理はやや複雑である。詳細は中国農業銀行、2008 年度（決算）報告書、16 ページを参照。

²⁷ 各銀行の海外戦略投資家はそれぞれ違うが、代表の金融機関はゴールドマンサックス、バンク・オブ・アメリカ、アメリカン・エクスプレス、ロイヤルバンク・オブ・スコットランド（RBS）等であった。詳細は、張（2012）、173 ページを参照。また、国内の戦略投資家は、全国社会保障基金などがある。

億ドルと 51.75 億ドルの出資を受けた。2006 年 1 月に、工商銀行は海外戦略投資家から 3 7.82 億ドルの出資を受けた。

図表 1－31 四大国有商業銀行が IPO によって調達した資金

| | 上場時期 | 上場場所 | 募集金額 |
|--------|-------------|------|------------|
| 中国建設銀行 | 2005 年 10 月 | 香港 | 716 億香港ドル |
| | 2007 年 9 月 | 上海 | 581 億人民元 |
| 中国銀行 | 2006 年 6 月 | 香港 | 867 億香港ドル |
| | 7 月 | 上海 | 200 億人民元 |
| 中国工商銀行 | 2006 年 10 月 | 香港 | 1249 億香港ドル |
| | | 上海 | 466 億人民元 |
| 中国農業銀行 | 2010 年 7 月 | 香港 | 685 億香港ドル |
| | | 上海 | 935 億人民元 |

出所：張（2012）、173 ページ図表 5－7。原資料は各銀行の年度報告書。

株式上場による資本調達 2005～2010 年の間に、四大国有商業銀行はすべて上海と香港株式市場に株式上場して、それぞれ両市場で合計約 1000 億元以上の資本を調達した。詳細は図表 1－31 の通りである。

政府の資本注入や市場調達による資本増強、及び経営の効率化によって、四大国有商業銀行は多額な利益を上げられる体質になった（図表 1－32）。また、2001 年の WTO 加盟や 2002～2007 年の世界的な好景気という外部環境にも恵まれて、中国企業の収益も大幅に改善された。このように、いくつかの好条件に恵まれて、2002 年以降不良債権の処理は順調に進んだ。2009 年末に各行の不良債権比率は、農業銀行 2.91%、工商銀行 1.54%、建設銀行 1.5%、中国銀行 1.52%に低下した。そのあたりで、不良債権の処理は一つの区切りがつけられたと考えられる。

1998 年以降の不良債権処理において、資本注入などの措置は大変重要であった。資本注入によって、国有商業銀行は立て直しの一つのチャンスを与えられた。ただし他方、見落としされやすいもう一つ重要な側面は、経営効率化によって国有商業銀行の収益力が改善したこと、および中国経済の高度成長であると思われる。

図表 1－32 国有商業銀行の財務指標の変動状況 単位：％、億元

| | 年 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 工商 銀行 | 自己資本比率 | -8.81 | -8.31 | 9.89 | 14.05 | 13.09 | 13.06 |
| | 不良債権比率 | 21.24 | 18.99 | 4.69 | 3.79 | 2.74 | 2.29 |
| | 税引き前利益 | 26.58 | 21.05 | 593.54 | 715.21 | 1151.14 | 1453.01 |
| 中国 銀行 | 自己資本比率 | 5.39 | 10.04 | 10.42 | 13.59 | 13.34 | 13.43 |
| | 不良債権比率 | 16.28 | 5.12 | 5.41 | 4.04 | 3.12 | 2.65 |
| | 税引き前利益 | 385.73 | 345.76 | 551.40 | 676.30 | 899.55 | 862.51 |
| 建設 銀行 | 自己資本比率 | 6.51 | 11.29 | 13.57 | 12.11 | 12.58 | 12.16 |
| | 不良債権比率 | 4.27 | 3.92 | 3.84 | 3.29 | 2.60 | 2.21 |
| | 税引き前利益 | 374.73 | 502.16 | 553.64 | 657.17 | 1008.16 | 1197.41 |

注：農業銀行は当時まだ未上場であるため、下記の資料にデータが載っていない。

出所：中国人民銀行『中国金融穩報告定』2009年版、105 ページ、表 1 から抜粋。

国有商業銀行の経営効率化は主に人員の削減と不採算店舗の処理である。邢ほか(2003)は、1998～2002 年の 5 年間で四大国有商業銀行は合計 55.62 万人の人員削減を実施し、5.5 万の分支機構（主に店舗）を減少させて、経営効率が大きく上昇したと指摘した。

2002 年末に 4 行の従業員の合計は 146.78 万人であったことを考えると、それまで 5 年間の人員削減は大幅なリストラであった。人員削減の詳細は、工商银行 25.6 万人、農業銀行 16.55 万人、建設銀行 9.19 万人、中国銀行 4.28 万人であった。工商银行の人員削減の幅が一番大きかった。2002 年末に、各銀行の従業員はそれぞれ、工商银行 40.56 万人、農業銀行 48.09 万人、建設銀行 40.64 万人、中国銀行 17.49 万人であった。

2002 年末に、4 行の店舗数は合計 9 万 8952 あったことを考えると、それまで 5 年間の不採算店舗処理の度合いが大きかった。さらに、各行にバラつきがあるが、不採算店舗の処理は概ね 2009 年頃まで続けられた。

経営効率化及び経済の高成長によって、国有商業銀行の収益力が大幅に向上した。2013 年に、工商银行 2532 億元、建設銀行 2126 億元、農業銀行 1658 億元、中国銀行 1463 億元、4 行合計 7779 億元の純利益を上げていた。国有商業銀行の 2013 年の純利益は、2 回にわたる資本注入の総額 8965 億元の約 87%に達していた（厳密には金利を計算に入れるべきであるが、ここでは捨象する）。

金利規制による利鞘の確保もあって、今の中国銀行業は比較的高い収益力を持っている。不良債権が増えた場合、銀行の収益が最初の緩衝材になると思われる。このため、今後の不良債権問題を考えるうえで、銀行の収益力が一つのポイントになると思われる。ただし、今後、金融自由化によって銀行の利鞘が小さくなり収益力が低下する可能性もある。

2 主要商業銀行——大型と株式制商業銀行

主要商業銀行の収益構造と資産構成

主要商業銀行は、大型商業銀行 5 行と株式制商業銀行 12 行のことを指す（詳細は図表 1－24 の注記を参照）。これは、人民銀行と銀監会の分類によるものである。

2013 年末、主要商業銀行 17 行の総資産は銀行業全体の 61%に達した。そのうち、大型商業銀行である工商銀行、建設銀行の総資産はそれぞれ、18.91 兆元、15.36 兆元であった。株式制商業銀行である招商銀行、興業銀行の総資産はそれぞれ、4.4 兆元、3.67 兆元であった。

図表 1－33 主要商業銀行 17 行の ROE 単位：%

| 年 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 大型商業銀行 | 16.64 | 19.99 | 19.25 | 20.37 | 21.32 | 20.60 | 19.98 |
| 株式制商業銀行 | 21.26 | 21.56 | 18.40 | 19.67 | 21.15 | 21.11 | 20.27 |

出所：中国人民銀行『中国金融穩報告定』各年版付録の「銀行業穩定狀況定量分析：以 17 家主要商業銀行為例」より筆者作成。

主要商業銀行は中国の金融システムにおいて大変重要な位置を占めているため、各種経営指標などは金融当局に大変重視されてきた。

近年の主要銀行の自己資本利益率（ROE）をみると、大型と株式制商業銀行はともに 20%前後で推移した（図表 1－33）。ROE の面からみると、世界の主要金融機関に遜色ない水準に達している。

収益の構造をみると、2013 年に大型と株式制商業銀行の収益構造が似たようになってきた（図表 1－34）。両者の最大の収益源はともに利鞘で、そのウェイトは 2013 年にともに 50%台後半であった。

図表 1－34 主要商業銀行 17 行の収益構造 単位：％

| 年 | 大型商業銀行 | | | | 株式制商業銀行 | | | |
|------|--------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|------|
| | 利鞘 | 手数料 | 投資収益 | その他 | 利鞘 | 手数料 | 投資収益 | その他 |
| 2007 | 54.32 | 12.87 | 33.99 | -1.18 | 71.41 | 8.64 | 17.73 | 2.23 |
| 2008 | 51.48 | 12.80 | 31.33 | 4.40 | 69.20 | 9.50 | 15.60 | 5.69 |
| 2009 | 49.95 | 16.46 | 30.41 | 3.18 | 67.69 | 10.66 | 17.97 | 3.68 |
| 2010 | 54.77 | 17.68 | 25.89 | 1.66 | 73.81 | 11.01 | 13.24 | 1.94 |
| 2011 | 71.63 | 13.58 | 13.34 | 1.45 | 71.63 | 13.58 | 13.34 | 1.44 |
| 2012 | 55.48 | 18.84 | 23.85 | 1.83 | 66.19 | 15.03 | 17.34 | 1.45 |
| 2013 | 56.01 | 19.46 | 22.98 | 1.54 | 58.33 | 19.82 | 21.07 | 0.78 |

出所：図表 1－33 と同じ。

2007～2013 年、両者の共通の変化は手数料収益のウェイトが上昇してきたことである。大型と株式制商業銀行の手数料収益のウェイトは、2007 年に、それぞれ 12.8%、8.6%であったが、2013 年に 19.4%、19.8%へ上昇した。

株式制商業銀行の収益構造はより利鞘に偏っていたが、そのウェイトが低下してきている。大型商業銀行は投資収益のウェイトが株式制商業銀行より高かったが、2007 年の 34%から 2013 年の 23%へ低下した。

主要商業銀行の資産構成をみると、貸出が最大のウェイトを占めていて、概ね 40%台後半で推移している（図表 1－35）。2 番目のウェイトは投資で、概ね 20%台で推移している。3 番目は中央銀行預金で、2008 年以降 15%前後で推移していた。これは預金準備率が高いためである。

近年、同業者預金（金融機関預金）のウェイトが増えた。同業者預金の金利が自由化されているため、各金融機関はそれを柔軟に運用したり、調達したりしてきた。株式制商業銀行の興業銀行は、特に積極的に同業者預金を受け入れている。2013 年末に、同行の総資産は 3 兆 6774 億円であったが、ほかの金融機関へ預けた‘同業者預金’（資産）の残高は 628 億円で、ほかの金融機関から受け入れた‘同業者預金’（負債）の残高は 1 兆 7 5 億円であった。一方、大型商業銀行の工商銀行は総資産が 18 兆 9177 億円であったが、

ほかの金融機関へ預けた‘同業者預金’の残高は 3064 億円で、受け入れた‘同業者預金’の残高は 8671 億元であった。

図表 1－35 主要商業銀行 17 行の資産構成 単位：％

| 年 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中央銀行預金 | 12.30 | 15.30 | 13.86 | 15.12 | 16.50 | 15.85 | 14.96 |
| 同業者預金 | 0.84 | 1.43 | 1.78 | 2.56 | 3.73 | 4.27 | 3.01 |
| 貸出 | 47.07 | 44.43 | 46.94 | 48.56 | 47.04 | 45.18 | 46.20 |
| 手形割引 | 2.49 | 3.35 | 3.16 | 1.24 | 0.99 | 4.24 | 0.87 |
| 貿易融資 | 1.19 | 1.17 | 1.87 | 2.61 | 3.30 | 1.14 | 4.29 |
| コールマネー | 2.00 | 2.02 | 1.38 | 1.22 | 2.48 | 2.41 | 2.48 |
| 投資 | 27.09 | 26.58 | 24.32 | 22.19 | 19.85 | 19.40 | 20.38 |
| レボ類 | 4.29 | 4.26 | 5.38 | 5.11 | 4.48 | 5.93 | 5.95 |
| その他 | 2.71 | 1.46 | 1.30 | 1.38 | 1.64 | 1.56 | 1.85 |

出所：図表 1－33 と同じ。

3 都市商業銀行と農村商業銀行

都市商業銀行——全国に経営展開へ

近年、都市商業銀行（日本の地銀にあたる）は銀行業に占めるウェイトが大幅に上昇し、重要度が増してきた。2007 年に、大手の北京銀行、寧波銀行、南京銀行は株式上場を果たした。2013 年末、3 行の総資産はそれぞれ 1 兆 3367 億元、5317 億元、5041 億元であった。店舗数は 267、225、118 であった。一方、未上場の大手である上海銀行、広州銀行、杭州銀行の総資産はそれぞれ、9777 億元、3047 億元、3042 億元であった。店舗数は 294、102、140 であった。これらの銀行は、全国の主要都市に支店を展開している。

2013 年末に、全国は 145 行の都市商業銀行があった。都市商業銀行の全国の分布状況は図表 1－36 のとおりである。

都市商業銀行は 1995 年から漸次に設立されてきた。その多くは、同じ地域のいくつかの都市信用社（信用組合にあたる）や都市信用合作社を統合してから都市商業銀行へ転換されてきた。例えば、広東省の広州銀行の場合、1996 年に 46 社の都市信用合作社が統合

されていったん広州合作銀行に設立されてから、1998 年に広州銀行（商業銀行）へ転換された。

図表 1－36 都市商業銀行の行政地域別の分布状況（2010 年末） 単位：行

| 行政区 | 銀行数 | 行政区 | 銀行数 | 行政区 | 銀行数 |
|-----|-----|------|-----|-----------|-----|
| 北京市 | 1 | 黒龍江省 | 2 | 山西省 | 6 |
| 重慶市 | 2 | 河南省 | 16 | 四川省 | 13 |
| 上海市 | 1 | 湖北省 | 6 | 雲南省 | 3 |
| 天津市 | 1 | 湖南省 | 5 | 浙江省 | 11 |
| 安徽省 | 1 | 江蘇省 | 4 | 広西チワン族自治区 | 3 |
| 福建省 | 3 | 江西省 | 5 | 内モンゴル自治区 | 4 |
| 甘肅省 | 2 | 吉林省 | 1 | 寧夏回族自治区 | 2 |
| 広東省 | 5 | 遼寧省 | 14 | 新疆ウイグル自治区 | 4 |
| 貴州省 | 4 | 青海省 | 1 | チベット自治区 | 0 |
| 海南省 | 0 | 陝西省 | 2 | | |
| 河北省 | 11 | 山東省 | 14 | 全国合計 | 147 |

出所：張秋華（2012）、167 ページ、図表 5－4 から抜粋。原資料は中国銀行業監督管理委員会。

設立された当初、都市商業銀行は地方の金融機関と位置つけられて、経営範囲が省内のある地域に限定された。いわゆる‘単一城市制経営’のモデル（後述）がとられていた。

銀監会は 2004 年 11 月に『城市商業銀行監管与發展綱要』を公表して、実力のある都市商業銀行の他地域への経営展開を支持した。2006 年 2 月に地域を跨って店舗を出す場合の具体的な「管理弁法」を出した²⁸。同年 4 月に、上海市の上海銀行は浙江省の寧波市に支店を出し、都市商業銀行として最初に地域を跨る経営を展開した。

張（2010）は、2009 年末に合計 59 行の都市商業銀行が地域を跨る経営を展開し、全体の 41%に達したと述べた。そのうち、32 行は省を跨って店舗を出した。

²⁸ 銀監会『城市商業銀行異地分支機構管理弁法』2006 年 2 月 13 日。

2005 年までの‘単一城市制経営’モデルについて、少し説明する。中国は地域が広くて、人口が多いため、省の下にまたいくつかの地域に分かれる。その地域に行政機能を担う地域レベル市（中国語は地級市）が設けられる。地域レベル市の下に、いくつかの区、県レベルの市（中国語は県級市）と県が設けられる。‘単一城市制経営’とは、都市商業銀行がこの地域レベル市の行政範囲内の地域で経営を行うことであった。

例えば、福建省の場合は 9 つの地域に分かれて、9 つの地域レベル市を設けている。福州市、アモイ市、泉州市等が地域レベル市である²⁹。福建省には、福建海峡銀行（福州市商業銀行から改名）、アモイ銀行と泉州銀行の 3 つの都市商業銀行がある。2005 年まで、それぞれの所属する行政地域の内にしか店舗を出すことができなかった。2006 年から、銀監会に許可されれば、全省、そして全国へ展開できるようになった。さらに、2009 年から、省内への出店は基本的に自由にできるようになった。

2014 年 3 月末に、福建海峡銀行は浙江省の温州市に支店を出した。アモイ銀行は重慶市に支店を出した。両行は省を跨って経営展開を果たした。泉州銀行は省内のほかの地域に支店を出して、省内での地域を跨る経営を果たした³⁰。

近年、大手都市商業銀行は全国展開に止まらず、海外への展開も果たした。北京銀行は香港とオランダに「代表処」（海外駐在員事務所にあたる）を出した。上海銀行は香港に「上海銀行（香港）有限公司」という子会社を設立した。

農村商業銀行——大手行は全国に経営展開へ

農村商業銀行は、基本的に農村信用社から転換されてきた。一部の農村信用社は農村合作銀行へ転換したが、農村合作銀行も農村商業銀行へ転換しつつある。具体例をみよう。

上海農村商業銀行は 2005 に設立され、その前身は上海農村信用社であった。重慶農村商業銀行は 2008 年に設立され、その前身は重慶農村信用社であった。ちなみに、重慶農村商業銀行は 2010 年 12 月に香港の株式市場に上場を果たした。農村商業銀行の株式上場はこれが最初であった。

農村商業銀行は、2011 年末に 212 行で、資産規模が銀行業に占めるウェイトは 3.8% であった。2013 年末に農村商業銀行は 468 行に達した一方、農村信用社は 1803 社、農村合

²⁹ 例えば、福州市の下には 5 つの区、福清市と長楽市の 2 つ県レベルの市、6 つの県が設けている。これらを福州地域と呼び、福州市が行政を統括する。

³⁰ 各銀行の出店情報は、各銀行のホームページによる。

作銀行は 122 行が残っている。農村信用社と農村合作銀行は、これからも農村商業銀行へ転換し続けると考えられるため、農村商業銀行の数量とウェイトがさらに上昇していくとみられる。

規模の小さい農村商業銀行の経営範囲は、基本的に本社が所在する地域レベル市の行政範囲内に限られている。2008 年から資産総額が 50 億元以上の農村商業銀行と農村合作銀行は、ほかのいくつかの条件（経営指標等）をクリアすれば、地域を跨って店舗を出すことが銀監会に許可された³¹。2011 年から地域を跨って新たな‘分行’を出す場合は、総資産が 500 億元以上でなければならないという補足条件を付けられた（分行とは、ある地域のいくつかの支店をまとめて管理する機能を持ち、レベルが高い大型支店のことである）。また、農村合作銀行は商業銀行に転換しない限り、地域を跨って新たに店舗を出すことが禁止された³²。

重慶農村商業銀行は 2013 年末の総資産が 5024 億元に達し、都市商業銀行である重慶銀行（2067 億元）の約 2.5 倍の規模もある。店舗数は 1766 で、雲南省に支店を出したり、福建省や江蘇省などに村鎮銀行を設立したりして、積極的に全国展開している。上海農村商業銀行は 2013 年末に総資産が 4200 億元であった。店舗数は 390 強で、湖南省や江蘇省に支店を出したり、雲南省や山東省などに多数の村鎮銀行（2014 年 3 月末に 52 行）を設立したりした。北京農村商業銀行は 2013 年末の総資産は 4655 億元であった。店舗数は 694 で、湖北省や山東省に村鎮銀行を設立された³³。農村商業銀行の店舗数が多いのは、前身である農村信用社が農村地域に多くの店舗を出していたためである。

このように、商業銀行はその分類や呼び名とは関係なく、規模や経営指標などの条件をクリアすれば、全国に展開できるようになった。

4 中国郵政貯蓄銀行

中国郵政貯蓄銀行は、郵政貯蓄為替局の郵政貯蓄事業（以下、郵便貯金）を引き受けて、2007 年に設立された。郵政貯蓄銀行 2013 年末に、店舗数（営業網点）は 3 万 9000 を超えて、中国の金融機関として最多である。そのうち、約 70%以上が農村地域にある。預金

³¹ 銀監会『農村中小金融機関行政許可事項実施弁法』2008 年 6 月 27 日。

³² 銀監会『農村中小金融機関行政許可事項補充規定』2011 年 1 月 5 日。

³³ 各農村商業銀行のデータは、各銀行のホームページや決算報告書による。

残高は 5.2 兆円で、四大国有商業銀行に続き全国第 5 位であった。総資産は 5.57 兆円で、四大国有商業銀行（すべて 10 兆元以上）、国家開発銀行（8.12 兆元）と交通銀行（5.96 兆元）に続き、全国第 7 位であった。

中国の郵便貯金は 1919 年に始められた。新中国成立後、1953 年に停止された。改革開放後、1986 年に国務院は郵政部門の郵便貯金を復活させた。国家郵政局の下での郵政貯蓄為替局が郵便貯金事業を担った。

最初、郵便貯金は人民銀行の預金代理機関として、預金吸収業務を行っていた。人民銀行からは四半期ごとに固定な手数料をもらっていた（顧（2005））。1990 年から、郵便貯金が吸収した預金は、準備預金と支払準備を除いて、人民銀行に全額預託する形になった。人民銀行からもらえる預託金利は、受け入れた預金金利より少し高いため、その利鞘は郵便貯金の収益になる。

2003 年に郵便貯金管理体制の改革が行われた。郵便貯金は同年 8 月 1 日から、新たに受け入れた預金（新增預金）を自主的に運用できるようになった。当時の自主的運用の範囲は銀行間市場、中資商業銀行や農村信用社への大口協議預金、国債や政策金融債、国家開発銀行との連携、一部の中間業務であった（この時点ではまだ貸出を行うことができなかった。2006 年 3 月に担保付の小額貸出を地域限定で試験的に展開された。通常の貸出は 2007 年に郵政貯蓄銀行が設立されてから始められた）。

一方、2003 年の改革により、郵便貯金が新增預金を人民銀行に預ける場合の金利は、所要準備預金に付く金利並み（4.131%から 1.89%）に引き下げられた³⁴。これは、郵便貯金をほかの商業銀行と公平的に競争させる一方、市場の原則に則って自主的に資金運用することを促す面もあった。

郵政貯蓄銀行は、2007 年 3 月に郵政貯金事業を引き受けて設立され、商業銀行法にしたがって各種業務を展開できるようになった。郵政貯蓄銀行は店舗数が最も多いことを生かして、業務が主に個人、中小企業と‘三農’向けであると位置づけている。また、2012 年 1 月に、郵政貯蓄銀行は株式会社に移行した。

³⁴ 当時の所要預金に付く金利は 1.89%であった。2003 年 7 月 31 日までに人民銀行に預けた預金（8290 億元）は、暫く元の 4.131%の金利が適用されていた。2005 年の『郵政改革方案』により、この部分金利の高い預金は、2005 年 8 月から 5 年かけて、原則として、各年に 10%、15%、20%、25%、30%の割合で取り崩すことが求められた。実際、2010 年にすべて取り崩された。

郵政貯蓄銀行が成立された当初は、資金運用のノウハウが足りないことがある程度懸念されていたが、今のところ、経営業績が良好のようである。2013年3月に、郵政貯蓄銀行の李国華会長はインタビューでこのように述べた。

6年の改革発展を経て、郵政貯蓄銀行の実力は高まった。貸出の規模は、年平均40%以上で増加し、預金の規模は年平均20%以上増加した。2012年末に、……資本利益率、利益伸び率、不良債権比率……などの重要指標は銀行業の優秀または良好な水準に達した。格付会社から‘3A’の格付（最上位）をもらっている³⁵。（筆者訳）

2013年末に、郵政貯蓄銀行は自己資本収益率23.19%、自己資本比率8.84%、コア自己資本比率7.72%、不良債権比率0.51%であった。2013年の純利益は296.7億元であった。現時点の経営業績は良いものであるといえる。

³⁵ 魏（2013）から引用（中国金融ホームページ）。
(<http://www.cnfinance.cn/articles/2013-03/04-16615.html>)

第2章 短期金融市場

第1節 短期金融市場の規模

1 各種債券の規模

金融市場の発達度合いは各種債券の発行規模と深く関わっている。短期金融市場について説明するまえに、各種債券の発行規模をみってみる（図表 2-1）。

近年、各種債券の発行量と残高がともに大幅に増えてきた。2013 年末に、国債、政策金融債、企業債（社債）の残高はそれぞれ、9.55 兆元、8.93 兆元、9.32 兆元であった。2013 年の年間発行量はそれぞれ、2.02 兆元、2 兆元、3.68 兆元であった。

普通国債の発行量は 2009～2012 は 2 兆元の手前で推移していたが、2013 年はついに 2 兆元の大台に乗った。2007 年の国債発行量は急増して、いままで最高の 2.31 兆元に達したのは、特別国債によるものであった。2007 年に、財政部は中国投資有限責任公司（CIC）設立の資本金 2000 億ドルを、人民銀行（の外貨準備）から購入するために、1.55 兆元の特別国債を発行した。そのうちの 1.35 兆元は 2 回に分けて中国農業銀行に向けて発行されたが、発行された直後に人民銀行は農業銀行から全額を購入した。

政策金融債とは、政策銀行が発行した債券を指す。政策銀行は国家開発銀行、中国農業発展銀行、中国進出口（輸出入）銀行のことである¹。政策銀行は商業銀行と違って、主な資金調達手段は債券の発行である。政策金融債の発行量と残高は、国債に近い。

中国の短期金融市場においては政策金融債という独特な債券が非常に重要な地位を占めている。銀行間債券市場の取引において、国債並みの重要な取引対象である。2013 年の各種債券取引高をみると、現物取引では国債のウェイトは 15.69%で、政策金融債は 35.37%であった。レポ取引では国債のウェイトは 37.33%で、政策金融債は 37.5%であった²。また、後に説明するが、政策金融債は人民銀行の公開市場操作のオペ対象になっているため、金融調節においても重要な役割を果たしている。

¹ 国家開発銀行は 2008 年 12 月に株式会社へ移行して商業銀行へ転換したが、各種統計などは多くの場合、まだほかの政策銀行と一緒に分類されている。ほかの 2 つの政策銀行も株式会社へ移行しつつある。

² 中国債券信息网の統計月報のデータをもとに計算。レポ取引高は pledged repo と outright repo の二種類の額面額の合計であった。また、国債は「政府債券」のデータを使った。そのうちには少額の地方政府債券が含まれている。

図表 2-1 各種債券の発行量と残高 単位：億元

| 年 | 国債 | | 政策金融債 | | 企業債(社債) | |
|------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| | 発行額 | 残高 | 発行額 | 残高 | 発行額 | 残高 |
| 1996 | 1,848 | 4,361 | 1,056 | 2,510 | 269 | 598 |
| 1997 | 2,412 | 5,509 | 1,432 | 3,629 | 255 | 521 |
| 1998 | 3,809 | 7,766 | 1,950 | 5,121 | 148 | 677 |
| 1999 | 4,015 | 10,542 | 1,801 | 6,447 | 158 | 779 |
| 2000 | 4,657 | 13,020 | 1,645 | 7,383 | 83 | 862 |
| 2001 | 4,884 | 15,618 | 2,590 | 8,534 | 147 | n.a. |
| 2002 | 5,934 | 19,336 | 3,075 | 10,054 | 325 | n.a. |
| 2003 | 6,280 | 22,604 | 4,561 | 11,650 | 358 | n.a. |
| 2004 | 6,924 | 25,778 | 5,851 | 14,019 | 327 | n.a. |
| 2005 | 7,042 | 28,774 | 8,980 | 17,818 | 2,047 | n.a. |
| 2006 | 8,883 | 31,449 | 11,090 | 23,008 | 3,938 | n.a. |
| 2007 | 23,139 | 48,741 | 10,823 | 29,927 | 5,181 | 7,683 |
| 2008 | 8,558 | 49,768 | 11,678 | 36,686 | 8,723 | 13,251 |
| 2009 | 17,927 | 57,950 | 13,193 | 44,819 | 16,599 | 25,541 |
| 2010 | 19,778 | 67,685 | 13,193 | 52,363 | 16,094 | 36,318 |
| 2011 | 17,100 | 75,832 | 19,973 | 65,019 | 23,548 | 49,095 |
| 2012 | 16,154 | 82,522 | 21,415 | 78,911 | 37,365 | 77,710 |
| 2013 | 20,230 | 95,471 | 19,960 | 89,308 | 36,784 | 93,242 |

注：統計制度調整したため、2012 年から「企業債」は「公司信用類債券」へ切り替えた。

公司信用類債券は非金融企業債務融資債券、企業債券及び公司債、転換債券、可分離債券、中小企業私募債券等を含む。

出所：中国人民銀行『中国金融穩定報告』2013、2014 年版の「統計資料」の付表 2-19 から抜粋。2013 年の政策金融債のデータは中国債券信息网による。

企業債（社債）の発行量と残高は、2007 年から急増した。年間発行量は 2007 年の 0.52 兆元から、2013 年の 3.68 兆元へ大幅に増加した。残高は 2007 年の 0.77 兆元から、2013

年の 9.32 兆元へ約 12 倍増加した。企業の資金調達はほとんど銀行からの借りに依存してきたが、近年社債発行という調達手段も大いに活用され始めた。このような勢いが続けば、直接金融のウェイトは大きく上昇していく可能性があると思われる。

以上のように、近年各種債券の発行量と残高がともに大きく増えた。これは、近年の短期金融市場の発展に大きく貢献した。

2 短期金融市場の規模³

市場参加者の規模

コール市場と銀行間債券市場の参加者は近年大きく増えてきた。2014 年 6 月末に、それぞれ 1091 と 6787 の参加者があった。中国ではコール取引が無担保で行われるため、市場参加者は信用度の高い金融機関に限定した。銀行間債券市場は近年非金融機関も参入できるようになった。

コール市場は、1986 年から全国各地に作られた。しかし、各地で多くのコール市場が共存するもとの、管理や監督が行き届きにくい面もあって、コール取引は 1990 年代前半まで混乱状態であった⁴。このような状況を改善するために、1996 年 1 月に各地のコール市場が廃止されて、上海に全国統一のコール市場が設立された。

コール市場が 1996 年に創設された当初、参加者数は約 50 しかなかったが、1997 年末に 96、2007 年末に 703、2014 年 6 月に 1091 になった。2014 年 6 月現在、参加者は図表 2-2 の通りである。

銀行間債券市場は 1997 年 6 月に設立された。商業銀行はそれまで、証券取引所の債券市場（1991 年に設立されたオープンな市場）で債券の取引していた。しかし、不正な取引が多発し、また、債券市場を通じて多くの資金を株式市場に流していたと批判されていたため、商業銀行が証券取引所の債券市場に参加することは禁止された⁵。その代わりに銀行間債券市場が設立されて、商業銀行のための債券取引の場を提供した。

商業銀行はそこで債券の現物売買、レポ取引、債券貸借などの取引を行う。商業銀行は

³ 短期金融市場にはコール市場、レポ市場、債券現物市場と手形市場などが含まれているが、市場の規模や中国の金融調節との関わり度合いから考えてコール市場とレポ市場だけを説明する。また、中国ではレポ市場を「銀行間市場」と「証券取引所市場」の 2 つの市場に分けているが、同じ考えに基づき銀行間市場のレポ市場だけを説明する。

⁴ 詳細は童（2013）、90～94 ページを参照。

⁵ 詳細は童（2013）、100 ページ、および張（2012）、134～135 ページを参照。

中国の金融業で圧倒的なウェイトを占めているため、その後、銀行間債券市場の規模が証券取引所債券市場を大きく上回るようになった。

図表 2-2 コール市場の参加者（2014 年 6 月 26 日）

| | | | |
|---------|-----|-------------|------|
| 国有商業銀行 | 35 | 株式制商業銀行 | 76 |
| 都市商業銀行 | 128 | 政策性銀行 | 3 |
| 外資銀行 | 83 | 農村商業銀行と合作銀行 | 215 |
| 農村信用連合社 | 257 | 信託投資会社 | 49 |
| 金融リース会社 | 18 | 財務会社 | 108 |
| 保険会社 | 9 | 証券会社 | 89 |
| 資産管理会社 | 2 | 自動車金融会社 | 10 |
| 都市信用社 | 2 | 保険会社の資産管理会社 | 2 |
| 海外の銀行 | 3 | | |
| その他 | 2 | 合計 | 1091 |

注：国有と株式制商業銀行の一部の‘一級分行’（レベル最も高い大型支店）は本部の許可を得て、一参加者としてコールと銀行間債券市場の取引に参加している。

出所：中国貨幣網（<http://www.chinamoney.com.cn/fe/Channel/22227>）。

銀行間債券市場が設立された当初は、参加者は商業銀行だけであった。その後、参入規制の緩和により、多くの金融機関が参入できるようになった。2005 年 6 月に、非金融機関の参入も許可された。銀行間債券市場の取引は担保付であるため、参加者の幅が広くて数も多い。参加者数は、1997 年に 16 でしかなかったが、2004 年末に 3983、2014 年 6 月末に 6787 に達し、コール市場を大きく上回った。2014 年 6 月現在、参加者の詳細は図表 2-2 の通りである。

コール市場と銀行間債券市場の参加者のうち、国有と株式制商業銀行の数は、その法人の数を大きく上回っている。これは、国有と株式制商業銀行の一部の‘一級分行’（レベル最も高い大型支店）は本部の許可を得て、一参加者としてコールと銀行間債券市場の取引に参加しているためである。例えば、国有商業銀行の交通銀行の場合は、交通銀行本社（法人）のほか、北京分行、上海分行と深セン分行などが銀行間市場に参加している。本社とこの 3 つの分行はともに、2013 年の銀行間市場（コールと銀行間債券市場）取引量上位

100 位にランクインしていた。本社は 20 位にランクインした。北京分行は 28 位にランクインし、株式制商業銀行の恒豊銀行や都市商業銀行の南京銀行より順位が上であった。

図表 2-3 銀行間債券市場の参加者（2014 年 6 月 26 日）

| | | | |
|---------------|------|-----------------|------|
| 国有商業銀行 | 40 | 株式制商業銀行 | 78 |
| 都市商業銀行 | 160 | 政策性銀行 | 3 |
| 外資銀行 | 88 | 農村商業銀行と合作銀行 | 308 |
| 基金 | 1432 | 基金公司 | 65 |
| 農村信用連合社 | 538 | 信託投資会社 | 64 |
| 金融リース会社 | 19 | 財務会社 | 111 |
| 保険会社 | 125 | 証券会社 | 116 |
| 資産管理会社 | 5 | 投資会社 | 1 |
| 自動車金融会社 | 10 | 都市信用社 | 4 |
| 社保基金 | 88 | 企業年金 | 1295 |
| 信託会社の金融商品 | 664 | 保険会社の保険商品 | 107 |
| その他投資商品 | 15 | 村鎮銀行 | 11 |
| 保険会社の資産管理会社 | 15 | ファンドの特定顧客資産管理業務 | 473 |
| 証券会社の証券資産管理業務 | 627 | 海外の銀行 | 83 |
| 人民元適格外国機関投資家 | 33 | 海外の保険会社 | 11 |
| 非金融機関 | 148 | 商業銀行資産管理業務 | 32 |
| 適格外国機関投資家 | 7 | | |
| その他 | 11 | 合計 | 6787 |

出所：中国貨幣網（<http://www.chinamoney.com.cn/fe/Channel/22227>）。

取引の規模

各種債券の発行量と残高が増加する一方、市場参加者も大きく増えたため、短期金融市場の取引規模が膨らんだ。コール市場とレポ市場の取引額（出来高）は 1998 年にともに 0.1 兆元くらいであったが、2013 年にコール市場が 35.5 兆元に、レポ市場は 158 兆元に

達した⁶。それぞれ、約 350 倍と 1500 倍に増えた。

短期金融市場の取引規模がこれほど急速に膨らんだのは、各種債券規模の拡大と市場参加者の増加のほか、金融機関の成長と決済システムの機能向上などの要因も挙げられると思われる。

図表 2-4 コールとレポ市場年間取引額 単位：10 億元

| 年 | コール市場 | レポ市場 | 年 | コール市場 | レポ市場 |
|------|-------|--------|------|--------|---------|
| 1998 | 99 | 101 | 2006 | 2,150 | 26,591 |
| 1999 | 329 | 397 | 2007 | 10,647 | 44,793 |
| 2000 | 673 | 1,578 | 2008 | 15,049 | 58,121 |
| 2001 | 808 | 4,013 | 2009 | 19,351 | 70,290 |
| 2002 | 1,211 | 10,189 | 2010 | 27,868 | 87,594 |
| 2003 | 2,411 | 11,720 | 2011 | 33,441 | 99,453 |
| 2004 | 1,456 | 9,437 | 2012 | 46,704 | 141,576 |
| 2005 | 1,278 | 15,901 | 2013 | 35,519 | 158,046 |

出所：2011 年までは、中国金融学会『中国金融年鑑』各年版による。2012 年から、中国人民銀行ホームページと中国債券信息网による。

第2節 短期金融市場の資金の流れ

1 金融機関間の資金の流れ

銀行間市場において、金融機関間の資金の流れをコール市場とレポ市場に分けてみることにする。近年のコール市場の資金の流れは面白い変化が起きていたため、重点的に分析する。

レポ市場は、2004～2011 年のほとんどの年（2009 年を除く）において、資金の出し手が国有商業銀行のみであった（図表 2-5）。これは、国有商業銀行の資金運用のニーズと

⁶ 中国では、質入れ式レポ（pledged repo）と買切り式レポ（outright repo）の 2 種類のレポがある。前者は伝統的な取引方式で、後者 2004 年から導入された取引方式である。また、いまでも 90%以上の取引が質入れ式レポの取引方式で行われる。

ほかの金融機関の資金調達のニーズによるものである。国有商業銀行は全国に多くの支店を持ち、多額の預金を集めているため、レポ市場での資金運用のニーズが高いともいえる。その他金融機関（証券、保険など）は債券の在庫を多く持っているため、債券を担保に入れることによって資金を調達するニーズが高い。その他商業銀行と外資金融機関がレポ市場で資金を調達する主な原因は、これらの銀行は支店数が少ないため、預金吸収力が国有商業銀行に及ばないが、規模拡大のため貸出をより積極的に拡大させていることに求められると考えられる。

図表 2-5 レポ市場の資金の流れ 単位：億元

| | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 |
|----------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 国有商業銀行 | -45,958 | -87,894 | -124,757 | -132,639 | -136,684 | -254,127 | -237,497 | -192,145 |
| その他商業銀行 | 28,608 | 36,096 | 52,114 | 9,899 | 12,690 | -8,636 | 84,212 | 51,817 |
| その他金融機関 | 16,816 | 46,533 | 59,825 | 88,364 | 92,373 | 232,790 | 121,228 | 130,249 |
| 内証券とファンド | 4,492 | 14,485 | 17,797 | 15,175 | 33,837 | 94,468 | 74,675 | 66,659 |
| 内保険会社 | 1,661 | 9,296 | 18,664 | 31,055 | 26,538 | 40,327 | 21,869 | 24,926 |
| 外資金融機関 | 533 | 5,245 | 12,819 | 34,376 | 31,621 | 29,973 | 32,057 | 10,079 |

注：1. マイナスは資金の出し手で、プラスは資金の取り手である（以下同じ）。

2. その他商業銀行は株式制商業銀行と都市商業銀行を含む。その他金融機関は表に載せているもの以外に、政策性銀行、信託会社、農村信用社、財務会社を含む。

3. 2012 年から金融機関の分類は、大型銀行、中小型銀行、証券及び基金公司、保険会社などに変更された。データの連続性がなくなったので、2011 年までのデータだけを分析する（以下同じ）。

出所：中国人民銀行『貨幣政策執行報告』各年第 4 期より作成。

コール市場は、2004～2011 年のほとんどの年（2011 年を除く）において、資金の出し手が商業銀行で、取り手がその他金融機関と外国金融機関である（図表 2-6）。商業銀行を国有商業銀行とその他商業銀行に分けてみると、2007 年以降面白い変化が起きた。2006 年まで、両方が資金の出し手であったが、2007 年以降どちらかが資金の取り手に回る。2007、2008、2011 年は国有商業銀行が資金の取り手になった。この 3 つの年は概ね金融引き締め新时期である（2008 年は後半から緩和に転じた）。2009、2010 年はその他商業

銀行が資金の取り手になった。この 2 年は概ね金融緩和期であった（2010 年は後半から引き締めに転じた）。

2007 年以降のコール市場における国有商業銀行とその他商業銀行の資金運用の変化には多くの原因があるだろうが、大きく分けて 2 種類の原因が考えられる。1 つは国有商業銀行が金融政策の調整に協力することによる結果である。もう 1 つは商業銀行自身の経営判断による結果である。もちろん、この 2 種類の原因をはっきり分けることはできない。どちらのウェイトが高いかの問題である。これからいくつかのデータをもとに分析していくが、その他商業銀行のデータは入手可能性とウェイト等から考えて、株式制商業銀行のデータを代わりに使うことにする⁷。

図表 2-6 コール市場の資金の流れ 単位：億元

| | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 |
|----------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 国有商業銀行 | -4,913 | -3,367 | -3,168 | 11,031 | 24,597 | -17,539 | -23,502 | 47,331 |
| その他商業銀行 | -2,865 | -4,125 | -5,218 | -28,619 | -35,809 | 4,367 | 7,286 | -27,958 |
| その他金融機関 | 7,175 | 6,067 | 5,952 | 10,868 | 2,540 | 7,030 | 13,599 | -9,802 |
| 内証券とファンド | 6,532 | 3,772 | 5,236 | 7,670 | 2,916 | 1,739 | 2,149 | 10,237 |
| 外資金融機関 | 604 | 1,417 | 2,434 | 6,720 | 8,672 | 6,142 | 2,617 | -9,571 |

出所：中国人民銀行『貨幣政策執行報告』各年第 4 期より作成。

銀行の合理的行動の観点による分析

2007、2008、2011 年、国有商業銀行がコール市場で資金の取り手になった。この 3 つの年は概ね金融引き締めの時期で、コールレートが上昇傾向にあった（図表 2-7）。コール市場の金利が上昇しているため、流動性に余裕がある（後述）国有商業銀行はコール市場でより多くの資金を放出して運用する方が、合理的な行動である。しかし、資金を放出するどころか、逆に高い金利で資金を取るようになった。これは、銀行の合理的な行動に反したものであり、銀行の自身の経営判断による行為と考えにくい⁸。つまり、以上の国有

⁷ その他商業銀行は株式制商業銀行と都市商業銀行を含むが、前者のウェイトが圧倒的に大きい（2007 年末、前者の預金量は 64485 億元、後者は 25950 億元であった）ため、前者のデータを全体のデータの代わりに使っても、差支えないと考えられる。

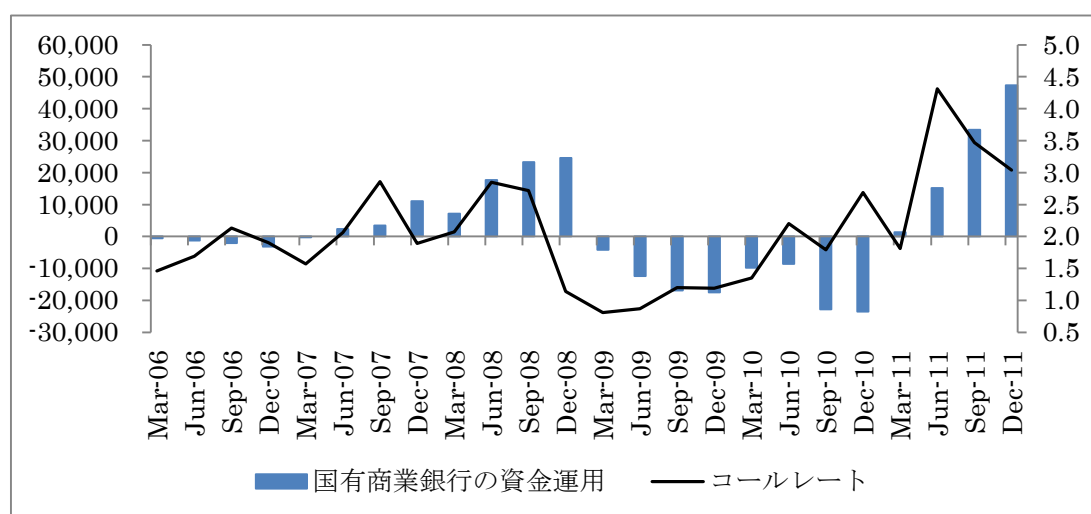
⁸ もちろん、コール市場とレポ市場の金利差を狙って、裁定取引を行っていた可能性もあるが、後述のように、その可能性は小さい。

商業銀行の行為は、銀行の合理的な行動ではなく、金融政策に協力した結果であると思われる。

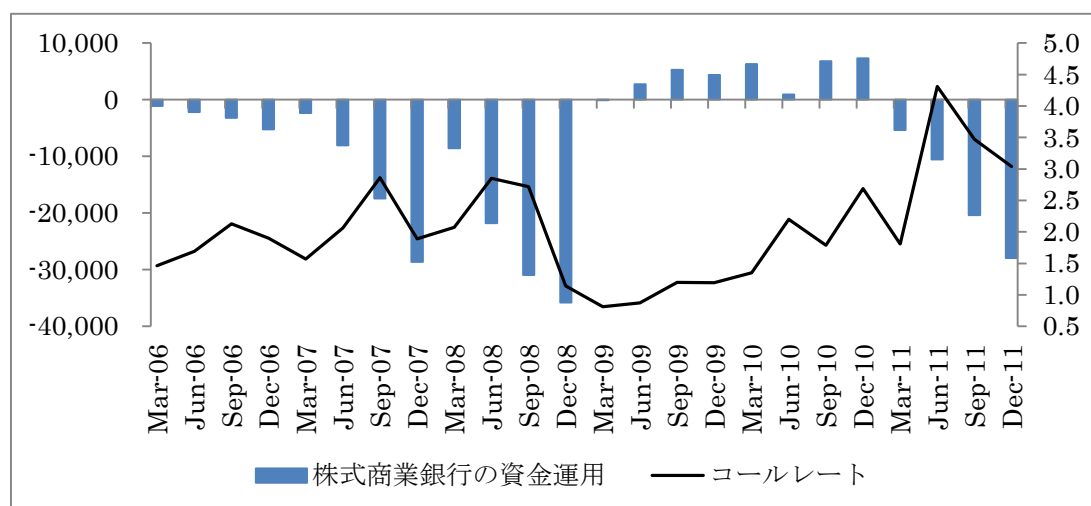
一方、株式制商業銀行は金利が高いため、この3つの年で例年よりも多くの資金を放出した。これは合理的な行動である。

図表 2-7 コール市場で各種銀行の資金運用規模とコールレートの推移 億元、%

A 国有商業銀行



B 株式制商業銀行



注：1. コールレートは翌日物の月間平均である。

2. マイナスは資金の放出、プラスは資金の取り入れである。

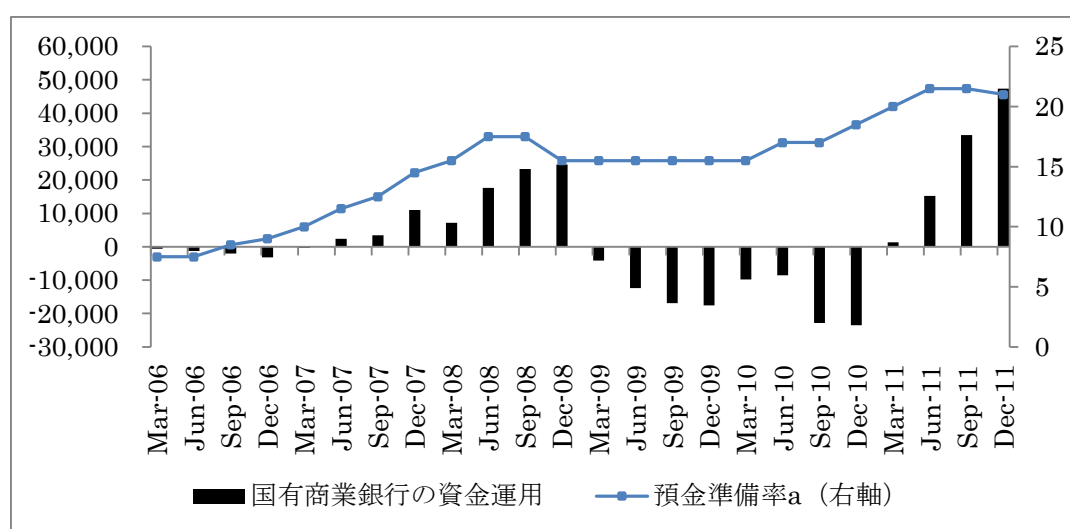
出所：中国人民銀行『中国金融穩定報告』各年版、および中国人民銀行ホームページより作成。

預金準備率の変動との関連性による分析

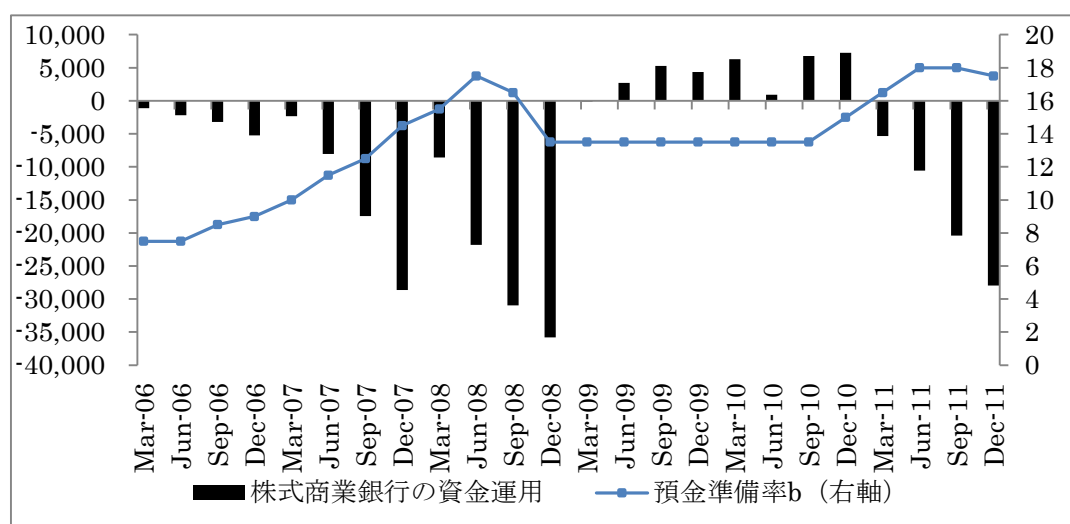
国有商業銀行のこのような行動変化と金融調節の方向が一致しているかをより詳細的に確認する。2006～2011 年のコール市場で各種銀行の資金運用と預金準備率の変動との関係をみてみよう（図表 2-8）。

図表 2-8 コール市場で各種銀行の資金運用と預金準備率の推移 億元、%

A 国有商業銀行



B 株式制商業銀行



注：預金準備率 a は国有商業銀行に、預金準備率 b は株式制商業銀行に適用される準備率である。2008 年 9 月から両者は違う預金準備率が適用され始めた。

出所：中国人民銀行『貨幣政策執行報告』各期より作成。

準備率は2007年から2008年6月末まで、合計16回にわたって引き上げられた。2006年末の9%から2008年6月末の17.5%へ上昇した。国有商業銀行はコール市場で2007年3月末まで資金の出し手であったが、準備率の上昇につれて、資金の取り手になり、取る金額も大きくなった。一方、準備率の上昇にもかかわらず、株式制商業銀行はコール市場でより多くの資金を出すようになった。

2009、2010年は、世界金融危機に対応するため大幅な金融緩和が行われ、銀行も積極的に貸出を拡大した。この2年は、国有商業銀行はコール市場で資金を放出するようになった一方、株式制商業銀行は資金を取るようになった。株式制商業銀行は貸出を積極的に拡大する一方、預金吸収力が国有商業銀行に見劣るため、コール市場で資金を調達するようになったと考えられる。

2011年は6月まで準備率が6回引き上げられた。国有商業銀行はまたコール市場で資金をとるようになった。一方、株式制商業銀行もまた資金を出すようになった。

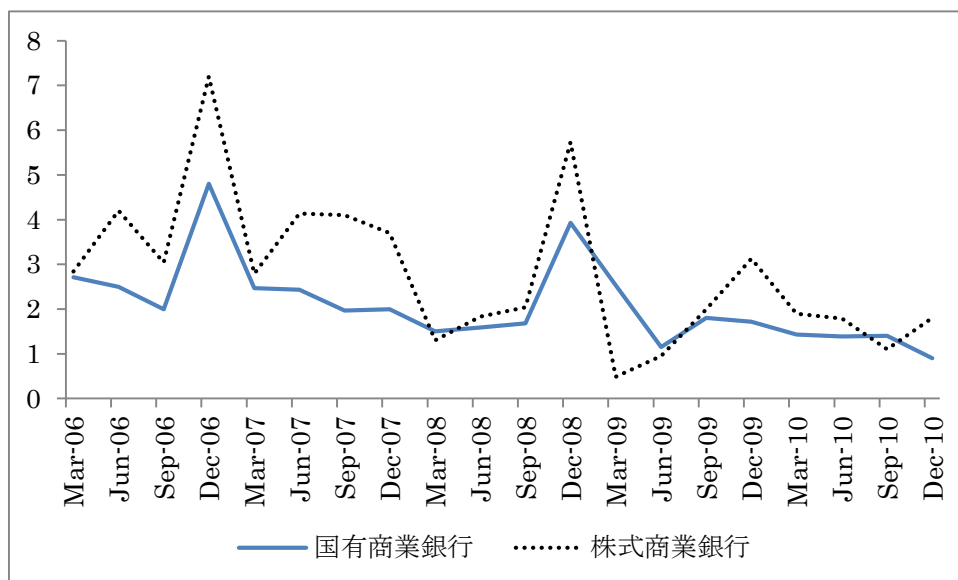
このように、国有商業銀行の2007年以降のコール市場での資金運用の変化は、準備率の変動と一定の関連性を持っていることが確認出来る。準備率が数回連続で引き上げられた場合、国有商業銀行はコール市場で資金をとるようになる。引き下げ、あるいは一定の期間に調整が行われない場合、コール市場で資金を放出する。これは、国有商業銀行は当局の金融政策調節と歩調を合わせているようにもみえる。

流動性による分析

前述のように、準備率が引き上げられた時、国有および株式制商業銀行は逆の行動をとった。もし、これが銀行自身の経営判断によるものとする、準備率が引き上げられたことで、国有商業銀行の流動性がやや不足気味となりコール市場で調達する必要性が生ずる。一方、引き上げられても、株式制商業銀行は流動性が充分であり、コール市場で運用する余裕があるということになる。これについて、超過準備率（超過準備／預金）を通じて両者の流動性を確認する。全体的に言えば、株式制商業銀行の方は超過準備率が高いが、これは2001年から確認できるパターンである。つまり、国有商業銀行は流動性管理能力などが高いため、常に超過準備率を低めに抑える傾向がある。超過準備率が低いとはいえ、2%近くに維持してきたことは、十分な流動性を持っていることの証になると考えられる。また、図2-9からもわかるように、両者はほぼ同じ動きを示しているため、金融引き締

めによって、国有商業銀行だけが流動性に問題が生じたと考えにくい。このように、流動性の面から考えても、銀行自身の経営判断によるという考え方は概ね排除出来る。

図表 2-9 国有・株式制商業銀行の超過準備率の推移 %



注：2010 年は大型銀行（国有商業銀行）、中型銀行（株式商業銀行）のデータである。2011 年以降、『貨幣政策執行報告』に銀行種類別の超過準備率を載せなくなった。

出所：中国人民銀行『貨幣政策執行報告』各期より作成。

裁定取引による分析

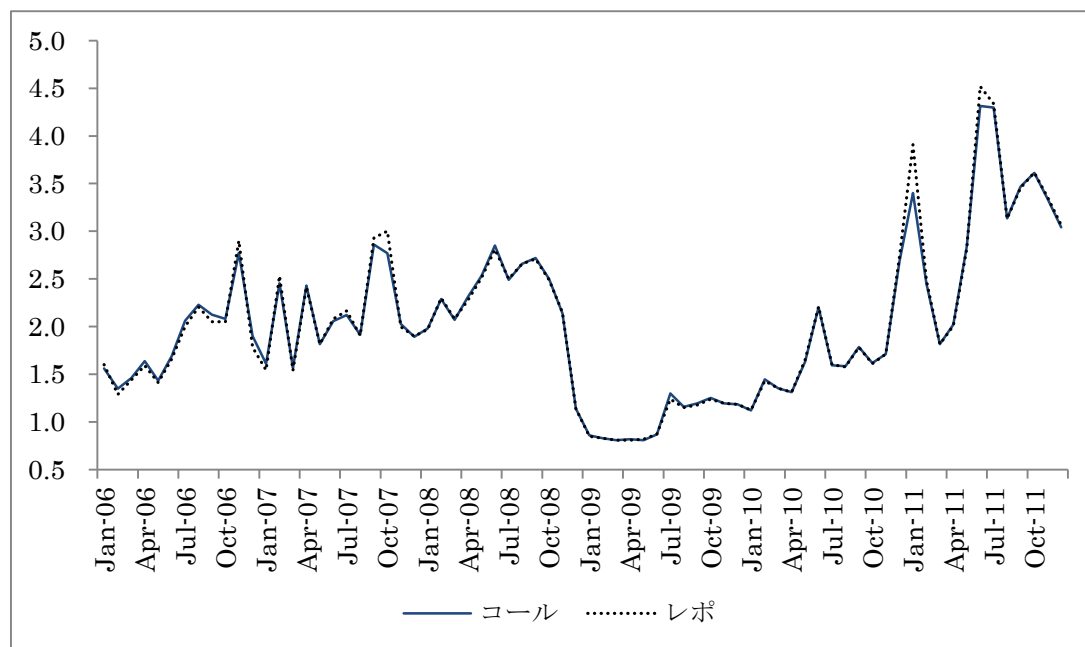
2007、2008、2011 年、国有商業銀行はコール市場で資金をとる一方、レポ市場で引き続き多額の資金を供給した。これは裁定取引の可能性があるのでないかと考えられる。しかし、もしこの 3 つの年に裁定取引によって他の年よりも多くの利益を上げられるとしたら、なぜ株式商業銀行は行わなかったかという疑問が残る。

2006～2011 年までのコール市場とレポ市場の翌日物レート（月間平均）の差を確認しよう（図表 2-10、2-11）。2007、2011 年の一時期において、コールレートの方がかなり低くなったが、通年ではそのような状況にあるとはいえない。その期間に限り、裁定取引による利益は、通常よりも大きい。しかし、2008 年はそのような状況は確認できなかった。

このように、2007、2011 年の一時期に裁定取引のうまみが大きかったが、全体的にそういう状況ではなかった。裁定取引という面から、国有商業銀行のコール市場での行動変

化をうまく説明できないため、自身の経営判断によるという考え方は概ね排除できると思われる。

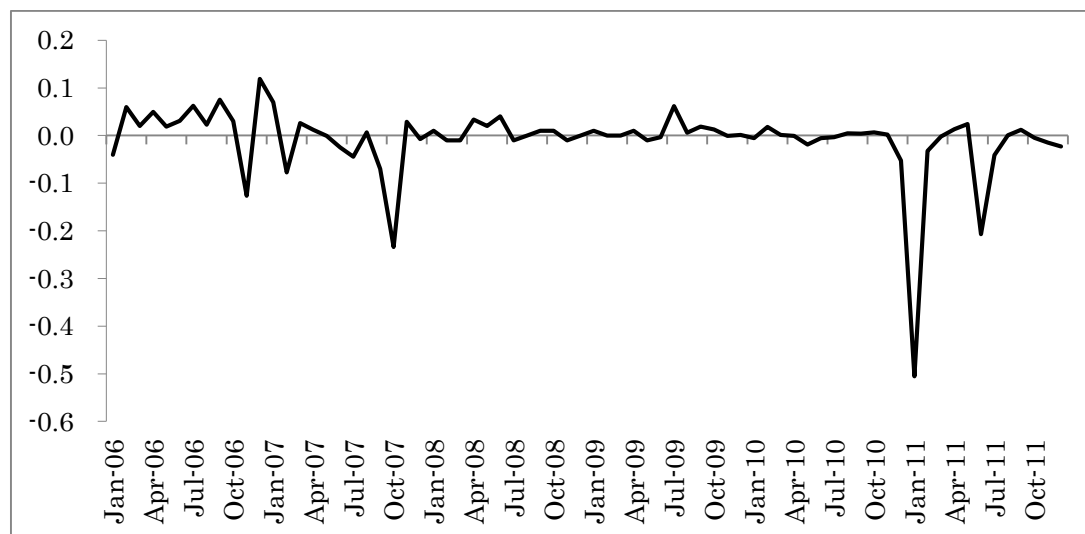
図表 2-10 コールレートとレポレートの推移 %



注：コールレートとレポレートはともに、翌日物の月間平均レートである。

出所：中国人民銀行ホームページより作成。

図表 2-11 コールレートとレポレートの金利差 %



注：金利差＝コールレート－レポレート。

出所：中国人民銀行ホームページより作成。

以上の分析から総合的に考えると、近年の国有商業銀行のコール市場における行動変化は、主に金融政策に協調することの結果であると推測できるのではないと思われる。国有商業銀行が金融政策に協力することは、過半数の株式を政府が持っていること、および改革開放後中国人民銀行と財政部から分離・独立して設立されたことを考えると、理にかなっている。当然、国有商業銀行であっても、経営の競争が非常に激しいため、自身の経営判断を無視して金融政策に協力することは、考えにくい⁹。要するに、この数年の国有商業銀行の行動変化は、自身の経営判断を踏まえた上、金融政策に積極的に協力することの結果であったと思われる¹⁰。

まとめて言えば、国有商業銀行は通常、コール市場に多くの資金を出して運用しているが、時には金融引き締め政策と歩調を合わせて、コール市場から資金を取るようになる。

2 各地域間の資金の流れ

短期金融市場の地域間の資金の流れ

短期金融市場（マネーマーケット）の地域間の資金の流れをみよう。資金放出の最も重要な地域は北京である。資金のほとんどが北京から放出されるのは、多くの国有グループ企業及び金融機関の本部が北京に集中しているためである（後述）。資金を取る主要な地域は大まかにいうと、東部沿海の地域である。沿海地域の経済や工業が相対的に発達しているため、資金の需要が高いとみられる。一方、近年内陸の一部の地域も資金の取り手になっている。

2005～2013 年、主要地域の資金流れの推移をみると、主要な資金の放出地域は北京であることが明らかであった（図表 2-12）。北京は一貫して全体の約 90%の資金を放出していた。上海は多くの年に資金を放出しているが、個別の年には資金を取っていた。

資金を取る主要な地域は天津市、江蘇省、山東省と浙江省等であった。福建省と広東省は基本的に資金の取り手であるが、個別の年に少額の資金を放出していた。近年、江蘇省が取る資金の量が大幅に増えてきて、2011 年から最大の資金の取り手になった。これは、

⁹ 例えば、王ほか（2007）によると、2006 年に行われた中央銀行手形の公開入札のうち、数回の札割れがみられた。

¹⁰ 金融政策に積極的に協力しながら、良い経営業績も出せるならば、その銀行のトップは有能な経営者であると評価され、昇進する可能性が高まると思われる。

江蘇省の経済発展の勢いによると考えられる。

図表 2-12 短期金融市場の主要地域間の資金流れの推移 単位：兆元

| 年 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 北京市 | -16.4 | -10.4 | -11.3 | -17.0 | -28.8 | -33.7 | -23.1 | -49.7 | -42.4 |
| 上海市 | -0.2 | 0.2 | -1.3 | -2.1 | -2.9 | -1.5 | -4.8 | 0.4 | 5.0 |
| 天津市 | 1.7 | 0.3 | 2.2 | 3.0 | 2.1 | 3.0 | 2.8 | 0.6 | 0.1 |
| 広東省 | 2.0 | 0.1 | -0.6 | -0.2 | 6.5 | 5.2 | -0.4 | 7.8 | 6.9 |
| 江蘇省 | 1.2 | n.a. | 1.2 | 2.5 | 4.6 | 4.4 | 5.9 | 16.4 | 10.7 |
| 山東省 | 2.1 | n.a. | 1.5 | 1.9 | 3.1 | 2.2 | 2.4 | 3.7 | 2.3 |
| 福建省 | 2.0 | 0.6 | -0.4 | 1.2 | 1.9 | 2.7 | 0.2 | 1.4 | 0.7 |
| 浙江省 | 1.4 | 1.0 | 1.0 | 0.1 | 1.5 | 1.5 | 0.9 | 1.2 | 0.8 |

出所：中国人民銀行「中国区域金融運行報告」『貨幣政策執行報告（増刊）』各年版より筆者作成。

2013 年の全体の流れは図表 2-13 の通りである。北京から 42.4 兆元の資金が放出されていた。全体の約 95%を占めていた。黒龍江省、新疆ウイグル自治区と貴州省も一定額の資金を放出した。0.1 兆元以上の資金を放出したのはこの 4 地域だけであった。資金の取る地域をみると、上海は例年の傾向から一転して 5 兆元も多額の資金を取った。これは、2013 年 10 月に上海自由貿易試験区の設立により、投資の増加などによって資金需要が増えたためではないかと思われる。また、山西省、湖北省と河北省などの内陸地域も多額の資金を取った。

山西省は中国の石炭の主産地である。近年の石炭開発のブームに伴い、2010 年から取る資金の量が急増した。2010～2013 年、ネットで取った資金の量は、つねに 5 位以内にランクインした。しかし、2012 年から石炭の供給が過剰になり、価格が大幅に下落したため、ブームはすでに終わったと思われる。それにもかかわらず、いまでも多額の資金を取っているのは、恐らくキャッシュフローが悪化しているためではないかと思われる。

湖北省と河北省は多額の資金を取ったのは、近年沿海地域の人件費上昇や人手不足などの影響によって、一部の製造業は内陸部へ移転し、投資が増加したことが一因であると考えられる。

図表 2-13 短期金融市場の各地域間の資金の流れ（2013 年） 単位：兆元

| 資金の出し手 | 金額 | 資金の取り手 | 金額 |
|--------|-------|--------|------|
| 北京市 | -42.4 | 江蘇省 | 10.7 |
| 黒龍江省 | -1.5 | 広東省 | 6.9 |
| 新疆自治区 | -1.0 | 上海市 | 5.0 |
| 貴州省 | -0.1 | 山西省 | 4.2 |
| | | 吉林省 | 3.1 |
| | | 湖北省 | 2.6 |
| | | 河北省 | 2.4 |
| | | 山東省 | 2.3 |
| | | その他 | 7.8 |
| 計 | -45.0 | 計 | 45.0 |

注：湖南省、青海省と陝西省も少額の資金を放出したが、金額が小さくて原資料には詳細の値を載せていなかったため、ゼロとみなした。

出所：中国人民銀行「中国区域金融運行報告」『貨幣政策執行報告（増刊）』2013 年版、15 ページより作成。

コール市場の地域間の資金の流れ

以上は短期金融市場を全体にみる場合の地域間の資金の流れであるが、コール市場だけをみる場合もほとんど同じことがいえる。コール市場の場合では福建省の動きが目立つ。これは、福建省に本部を置く興業銀行が積極的にコール市場で資金を調達・運用しているためであると考えられる。

2013 年の取引規模上位の 7 地域をみると、北京市は 12 ヶ月すべて、多額の資金を出した（図表 2-14）。福建省も主要な資金出し手になっていた。上海市は 3 ヶ月だけ資金を出した。広東省、浙江省、江蘇省と天津市は 12 ヶ月すべて資金を取っていた。

北京市の取引規模（調達+運用）は圧倒的に大きかった（図表 2-15）。平均して約 50% のシェアを占めた。上海市と広東省は 2 位と 3 位をであった。上位 3 位をあわせると、全体の 80%を超えた。

図表 2-14 コール市場の主要地域間の資金の流れ (2013 年) 単位：億元

| | 北京市 | 上海市 | 広東省 | 福建省 | 浙江省 | 江蘇省 | 天津市 |
|------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-----|
| 1 月 | -4,304 | 94 | 432 | 271 | 344 | 1,195 | 405 |
| 2 月 | -3,417 | 582 | 636 | -241 | 442 | 738 | 257 |
| 3 月 | -2,448 | 149 | 705 | -2,201 | 1,048 | 561 | 292 |
| 4 月 | -1,346 | 938 | 728 | -2,446 | 479 | 680 | 103 |
| 5 月 | -5,690 | 490 | 1,573 | 760 | 88 | 1,703 | 439 |
| 6 月 | -1,351 | -347 | 697 | 384 | 173 | 281 | 123 |
| 7 月 | -3,151 | 14 | 705 | 130 | 545 | 634 | 498 |
| 8 月 | -3,275 | 528 | 1,570 | -719 | 334 | 410 | 348 |
| 9 月 | -3,233 | 488 | 1,172 | -1,080 | 952 | 735 | 186 |
| 10 月 | -3,016 | 726 | 729 | -734 | 698 | 563 | 322 |
| 11 月 | -1,749 | -921 | 1,590 | -623 | 365 | 380 | 396 |
| 12 月 | -2,835 | -1,011 | 1,966 | -351 | 669 | 588 | 406 |

注：2013 年にコール市場で取引規模上位の 7 地域であった。

出所：中国貨幣網により筆者作成 (<http://www.chinamoney.com.cn/fe/Channel/21397>)。

図表 2-15 コール市場取引規模上位 7 地域のシェア (2013 年) 単位：%

| | 資金調達 | | | | 資金運用 | | | |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 9 月 | 10 月 | 11 月 | 12 月 | 9 月 | 10 月 | 11 月 | 12 月 |
| 北京市 | 42.4 | 45.0 | 52.7 | 35.2 | 53.4 | 58.6 | 59.3 | 47.9 |
| 上海市 | 23.7 | 22.9 | 18.5 | 24.7 | 22.0 | 19.6 | 21.9 | 29.2 |
| 広東省 | 16.6 | 14.2 | 14.7 | 21.0 | 12.6 | 10.9 | 8.8 | 12.2 |
| 福建省 | 2.5 | 1.8 | 1.7 | 2.2 | 6.1 | 5.1 | 4.0 | 3.8 |
| 浙江省 | 4.4 | 4.3 | 2.6 | 4.1 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 江蘇省 | 3.3 | 3.4 | 2.2 | 3.6 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 1.0 |
| 天津市 | 1.4 | 1.9 | 1.9 | 2.6 | 0.8 | 0.5 | 0.5 | 0.8 |

出所：中国貨幣網より筆者作成 (<http://www.chinamoney.com.cn/fe/Channel/21397>)。

資金の集散地——北京

多くの金融機関や大手非金融国有企業の本部が北京に置かれているため、北京は全国の資金の集散地になっている。

北京は経済の規模からみると、預金量がかなり多い（図表 2-16）。2013 年、広東省は地域 GDP と預金残高がともに 1 位であった。一方、北京の GDP は 1 兆 9501 億元で全国において 13 位でしかなかったが、年末の預金残高は 9 兆 1660 億元で 2 位であった。通常、経済規模と預金量がある程度関連していると考えられる。しかし、北京は経済規模と預金量が大きくかけ離れている。多くの大手国有グループ企業の本部が北京に置いているため、資金が北京に集中するのである。中国では、経済学界はこの現象を「本部経済」と呼んでいる。

図表 2-16 主要地域の GDP と預金残高（2013 年） 単位：億元

| | 北京市 | 天津市 | 上海市 | 広東省 | 江蘇省 | 浙江省 | 福建省 |
|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 地域 GDP | 19,501 | 14,370 | 21,602 | 62,164 | 59,162 | 37,568 | 21,759 |
| 預金残高 | 91,660 | 23,316 | 69,256 | 119,685 | 88,302 | 73,732 | 28,939 |

注：預金残高は 2013 年 12 月末の人民元と外貨預金の合計であった。

出所：2013 年の各地域の「金融運行報告」により筆者作成。

盛ほか（2008）は 2006、2007 年のこの現象を分析した。企業の本部は各地域の子会社の余った資金をまとめて管理し、一部の資金をグループの財務会社を通じて商業銀行に預金する。財務会社が金融機関であるため、商業銀行に預金する場合は金利は協議で決める。この場合の預金金利は自由化されていたため、より高い金利が得られる。企業の普通預金の場合、2007 年当時預金基準金利（規制金利）は 0.72% であったが、財務会社を通じたら、国有商業銀行から 1.62%、株式制商業銀行から 1.98%～2.25% の金利が得られるようであった。盛ほか（2008）は、2007 年 12 月末に北京市の預金残高は 3 兆 5370 億元で、そのうち企業の預金は 2 兆 811 兆元で 58.8% を占め、全国平均より 23.2% ポイント高かったと述べた。

盛ほか（2008）はグループ企業の本部経済現象によって預金が北京に集中し、銀行を通じて放出されるため、北京は全国の主要な資金集散地になったと指摘した。

北京の預金は確かに多い。しかし、2007 年に短期金融市場で、北京はネットで 11.3 兆

元の資金を放出したことを考えると、北京の預金量（2007 年末約 3.5 兆元）が多いことだけでは、その流れを十分に説明できないと思われる。2013 年のデータをみても、同じことが言える。北京の預金残高は 2013 年末に 9.16 兆元であった。2013 年に、短期金融市場においてネットで 42.4 兆元の資金を出した。

なぜ北京が全国の主要な資金集散地になったかを考える場合は、北京の預金量が多いこと、及び商業銀行の内部資金移転の範囲を全国に広げて考える必要があると思われる¹¹。

これを確かめるために、本店を北京に置く工商銀行、建設銀行と農業銀行について調べてみると、以下のようなことが明らかになった¹²。本店が北京に置く国有商業銀行は、全国各地域の支店で余った資金の多くを本店へ内部移転させて、本店がそれをまとめて運用している¹³。短期金融市場での運用は、その 1 つの方式である。

建設銀行の 2012 年度の決算報告書をみると、北京にある本店の預金と貸出が銀行全体に占める比率はそれぞれ、0.15%、2.5%に過ぎない（図表 2-17）。しかし、資産の規模と利潤はそれぞれ、38.9%と 20.6%に達した。これは、全国の支店から本店への資金移転がなければ、あり得ないことであった。

国有商業銀行の内部金利収支の状況をみると、本店のみが大幅な金利支出で、その他の全地域が金利収入となっている（図表 2-18）¹⁴。これは、全国各地域の支店から本部への資金移転が行われている証である。どのくらいの金利で資金を移転しているかは公表していないが、人民銀行によると、SHIBOR がその参考値となりつつある。

まとめて言うと、北京が全国の資金の集散地になっている要因は、主に 2 つある。1 つは、国有商業銀行を代表とする北京に本店を置く銀行は、全国の支店から本店へ資金を内部移転させてまとめて運用しているためである。もう 1 つは、「本部経済」現象によって、北京の預金量が多いためである。

短期金融市場の地域間の資金の流れは、表面上、主に北京から沿海の主要都市へという

¹¹ 盛ほか(2008)は商業銀行の内部資金移転のことを指摘したが、北京地域から(北京の)本店への移転だけを指摘することに止まった。これでは、まだ不十分であると考えている。

¹² 四大国有商業銀行の一つである中国銀行の本部も北京にあるが、決算書の中に本部とその他地域という地域区分をしていない(中国内陸、香港・澳門・台湾、その他地域という区分になっている)。

¹³ 北京に本部を置く銀行は、法定準備預金も本部がまとめて、人民銀行の本店に積み立てる。

¹⁴ 準備預金など人民銀行に預金した分の 2012 年の金利収入は、工商銀行は 417.6 億元、建設銀行は 346.9 億元、農業銀行は 431.2 億元であった。これらの多くも内部金利の支払いによって、本店から各地域へ分配されたと思われる。

流れになっている。しかし、商業銀行の内部資金移転を含めて考えると、資金はいったん、経済発展の相対的に遅れている地域から北京へ集中し、それからまだ北京から沿海などの経済発達の地域へ流れる構図になっている。

図表 2-17 各国有商業銀行の本店のウェイト（2012 年） 単位：％

| | 預金 | 貸出 | 営業収入 | 税引き前利益 | 資産 |
|------|-----|-----|------|--------|------|
| 工商銀行 | 0.9 | 3.6 | 8.8 | 9.6 | 46.9 |
| 建設銀行 | 0.2 | 2.5 | 15.6 | 20.6 | 38.9 |
| 農業銀行 | 0.6 | 1.6 | 10.1 | 18.6 | 25.1 |

出所：各銀行の 2012 年度の決算報告書より筆者が作成。

図表 2-18 各国有商業銀行の内部金利収支（2012 年） 単位：億元

| | 本店 | 長江三 角洲 | 珠江三 角洲 | 環渤海 地域 | 中部 | 西部 | 東北 | 海外等 |
|------|---------|-----------|-----------|-----------|-------|-------|------|------|
| 工商銀行 | -1203.9 | 191.9 | 113.3 | 540.3 | 147.0 | 116.2 | 90.7 | 4.6 |
| 建設銀行 | -774.4 | 55.1 | 123.5 | 206.0 | 154.1 | 126.6 | 89.1 | 20.1 |
| 農業銀行 | -1149.0 | 222.9 | 122.6 | 273.0 | 235.7 | 216.9 | 77.9 | n.a. |

注：1. マイナスが支払で、プラスが収入である。

2. 北京市は環渤海地域に含まれている。

出所：各銀行の 2012 年度の決算報告書より筆者作成。

地域間資金の流れについての日中の簡単な比較

日本の高度成長期では、コール市場で地方銀行から都市銀行へ資金が流れていた。これがいわゆる「資金偏在」である。経済の中心が東京に集中しているため、都市銀行の顧客の資金需要が高く、地方銀行の顧客の資金需要が相対的に低い。また、地方に都市銀行の支店が少ないこともあって、コール市場で都市銀行が資金を取り入れる需要と、地方銀行が資金を出して運用するニーズが生じていた。このように、地方銀行が集めた預金の一部を、コール市場で都市銀行へ流す形になっていた。大まかにいうと、地方から東京へという流れになっていた。

中国の場合は、国有商業銀行は地方を含む全国に多くの支店を持っている。この点は、

日本の都市銀行とは大きな違いであり、両国の銀行組織の違いの一つでもある。また、中国経済は、日本のように一極的に集中することがなく、沿海地域が全体的に発達している。

国有商業銀行が全国各地支店の余った資金を北京の本店に内部移転させて、まとめて運用しているため、コール市場地域間の資金の流れは、北京から沿海地域へという流れになっている。

これは、表面上日本とは逆に見える。しかし、銀行内部の資金移転を含めてみれば、結局、資金が需要の低い地域から需要の高い地域へ流れるということは変わらないのである。

第3章 中国の金融自由化

第1節 金利自由化の進展と展望

1 金利自由化の全体の構想とこれまでの流れ

中国の金利自由化について、人民銀行（2005）は2004年までの進展を詳細にまとめた。易（2009）は2008年までの進展をまとめた。近年の新たな進展について、そのたびに個別に説明する先行研究が多くあった。郭（2013）、魏（2014）、巴（2014）、盛ほか（2014）などはその例であった。本論文は以上の先行研究を参考しながら、近年までの全体的な流れを説明する。

中国の金利市場化改革が最初に提出されたのは、1993年の中国共産党第十四回三中全会であった¹。2003年の第十六回三中全会で、より具体的な目標——“金利市場化を穏やかに推進し、健全な市場需給による金利形成メカニズムを建設し、中央銀行は貨幣政策手段を通じて市場金利を誘導する”——が提出された²。この目標の下に、人民銀行（2005）は、金利自由化の構想が以下のように確定されたと述べた。

短期金融市場金利と債券市場金利を先に自由化し、その後、貸出と預金金利の自由化を漸進的に推進する。貸出と預金金利の自由化は、外貨が先で人民元が後、貸出が先で預金が後、（預金は）長期と大口が先で短期と小口が後、という順位で進む³。（筆者訳）

以上が金利自由化の構想であった。実際の流れは大まかに3つの段階に分けることができるとされる。1996～2003年が初期段階で、2004～2012年が中期段階であった。2013年からは終期段階に入った。もちろん、このような段階分けは厳密なものではなく、全体の流れをより理解しやすくするため、あえて行ったものである。

¹ 共産党第十四回三中全会『關於建立社会主義市場經濟体制若干問題的決定』。

² 共産党第十六回三中全会『關於完善社会主義市場經濟体系若干問題的決定』。

³ 中国人民銀行（2005）の‘内容提要’（要旨にあたる）から引用（‘内容提要’にはページ番号が振られていない）。

2 初期段階の進展

短期金融市場金利と債券発行金利 1996年6月に、コール市場の金利が自由化された。同年、国債は証券取引市場で発行する場合の金利が自由化された。1997年6月に、銀行間市場のレポ取引と債券現物取引の金利が自由化された。1998年9月に、政策金融債（政策銀行が発行する債券）は銀行間市場で発行する場合の金利が自由化された。1999年に、国債は銀行間市場で発行する場合の金利も自由化された。これで、マネーマーケットと債券市場の金利自由化はほぼ完了した。

外貨の預金と貸出金利 2000年9月に外貨貸出の金利が自由化され、大口外貨預金（300万ドル以上）の金利も自由化された。2003年7月に、一部の外貨（英ポンド、スイスフランとカナダドル）の小口預金金利が自由化された。同年11月に、ドル、ユーロ、円と香港ドルの小口預金金利は上限規制だけ残された。

人民元貸出金利 商業銀行の貸出金利の基準値は、人民銀行によって決めていた。その基準値は、貸出基準金利（Benchmark Lending Rate）であった。商業銀行は貸出金利を決めるとき、貸出先の信用度などによって基準貸出金利から一定の幅で上下に変動することができる。その幅は変動区間である。変動区間は1987年1月～1996年4月が、基準金利の0.9～1.2倍であった。例えば、貸出基準金利が10%とすると、商業銀行が貸出を行う際、一番安い金利が9%に、一番高い金利が12%に設定することができる。その後、企業の金利負担を軽減するため、1996年5月から変動区間は基準金利の0.9～1.1倍に縮小された。

中小企業向けの融資を促進するために、1998年10月から、中小企業向けの貸出金利の変動区間は基準金利の0.9～1.2倍に拡大された⁴。1999年9月から中小企業向けの貸出金利の変動区間は基準金利の0.9～1.3倍に拡大された。

人民元預金金利 1999年10月に中国の保険会社が商業銀行に預け入れる大口長期預金（金額3000万元以上、期限5年もの以上）の金利は、双方の協議で決めるようになった。2002年以降、大口協議預金することができる金融機関の範囲が順次拡大され、期限や金額についての規定も緩和された。

⁴ この時から、都市・農村信用社の貸出については別の変動区間を適用されてきた。また、農村地域の金融機関についても、時には別の変動区間を適用された。しかし、全体の流れを簡潔化するために、その辺のことを省略する。

1996~2003 年の間、マネーマーケットの各種金利は大幅に自由化され、国債と政策金融債の発行金利も自由化された。外貨預金と貸出金利の自由化も進んだ。しかし、人民元預金金利の自由化度合いは小さかったうえ、貸出金利の自由化も小幅に止まっていたことから、この期間を金利自由化の初期段階と定義する。

3 中期段階の進展

外貨預金金利 2004 年 11 月に期限が 1 年以上のすべての外貨預金金利が自由化された。

人民元貸出金利 2004 年 1 月に、大企業、中小企業向けの貸出という分け方をやめたうえ、貸出金利の変動区間が基準金利の 0.9~1.7 倍に拡大された。同年 10 月に、貸出金利の上限規制が解除されて、貸出基準金利の 0.9 倍を下限とした。貸出金利の下限は 2012 年 6 月に 0.8 倍に、7 月に 0.7 倍に引き下げた。

人民元預金金利 2004 年 10 月から、人民銀行が定めた預金基準金利（Benchmark Deposit Rate）が預金金利の上限規制となり、下限を設けないことになった（それまで、預金金利は基準金利からの変動が認められていなかった）。2005 年 3 月に、同業者預金（中国語は同業存款）の金利が自由化された。2012 年 6 月、預金金利の上限を預金基準金利の 1.1 倍に引き上げた。

上海銀行間取引金利 (SHIBOR) の導入

2007 年 1 月に、上海銀行間取引金利（Shanghai Interbank Offered Rate, SHIBOR）が正式に運営されるようになった。SHIBOR（シャイボー）はコール市場で、格付けが比較的高い銀行が提示した無担保で人民元資金を出すときの平均レートである。平均レートは各銀行が提示した金利から、最も高い 4 行と最も低い 4 行の分を除いて算術平均したレートである。毎営業日の午前 11 時 30 分に公表される（2014 年 8 月 1 日から、午前 9 時 30 分になった）。種類は翌日物、1 週間物、2 週間物、1 ヶ月物、3 ヶ月物、6 ヶ月物、9 ヶ月物と 1 年物がある。

SHIBOR 金利を提示できる銀行は、2014 年現在 18 行であった（図表 3-1）。そのうち匯豊銀行（HSBC）とスタンダード・チャータード銀行（Standard Chartered Bank）が外資銀行である。両行はともにイギリス系の銀行であるが、香港の金融システムにおいて非常に重要な位置を占めており、香港ドルの三大発券銀行の一角である。

SHIBOR の導入は金利自由化の一つ重要なステップであった。SHIBOR はマネーマーケットの基準金利である。易（2009）は、将来 SHIBOR が権威的な基準金利になれるかどうかは、金利自由化の深化にとって意義が重大であると述べた。新しい基準が確立されてからはじめて、人民銀行は預金・貸出基準金利を制定しなくても済むようになりうると指摘した。

図表 3-1 SHIBOR の金利提示銀行（2014 年）

| | | |
|------|----------|-----------------|
| 工商銀行 | 中信銀行 | 匯豐銀行(HSBC) |
| 農業銀行 | 興業銀行 | スタンダード・チャータード銀行 |
| 中国銀行 | 上海浦東発展銀行 | 華夏銀行 |
| 建設銀行 | 光大銀行 | 広東発展銀行 |
| 交通銀行 | 北京銀行 | 国家開発銀行 |
| 招商銀行 | 上海銀行 | 郵政貯蓄銀行 |

出所：SHIBOR ホームページ (<http://www.shibor.org/shibor/web/bltinInfo.jsp>)

SHIBOR は運営されてから 1 年経たないうちに、マネーマーケットの基準金利の地位を獲得したようである。2007 年のマネーマーケットの取引をみると、82%以上のコールとレポ市場の取引は SHIBOR を基準に成立していた⁵。97%の社債は SHIBOR を基準にプレミアムをつけて発行された。一部の金利スワップも SHIBOR を基準に取引していた。また、SHIBOR は商業銀行の資金が内部移転するときの参考金利になりつつあり、商業銀行の資金運用の効率が高められることも期待されている。

以上は金利自由化の中期段階の進展であった。2004 年に貸出金利の上限規制を外し、預金金利の下限を設けないことで、金利の自由化は大きく進展したため、自由化の中期に入ったといえるだろう⁶。その後、貸出金利下限の継続的な引き下げと預金金利上限の引き上げも見られた。また、2007 年に SHIBOR が運営されたことも大きな進展であった。この

⁵ 中国人民銀行『中国貨幣政策執行報告』2007 年第 4 四半期、19 ページ。

⁶ 人民銀行は 2005 年 1 月に「穏歩推進利率市場化報告」を発表し、2004 年までの金利自由化の進展、それからの展望を紹介した。その中で、「特に 2004 年は、金利市場化の重要な一步を踏み出した」と強調した。人民銀行は公式的に金利自由化の進展をまとめたのは、この 1 回のみであった。ある意味で、2004 年は新しい段階に入ったと理解してもいいと思われる。

ため、2004～2012 年を中期段階と定義する。

4 終期段階の進展

人民元貸出金利 2013 年 7 月に、個人住宅ローンを除く人民元貸出の金利下限規制が解除された（上限規制は 2004 年に解除済み）。同時に、手形割引の金利規制も解除された。

2013 年 10 月に、商業銀行が自主的に決める「貸出基礎金利」が導入された。

これで貸出金利の自由化がほぼ完了し、金利自由化は終期段階に入ったと考えられる。

人民元預金金利 2013 年 12 月に、一部の金融機関に対して、譲渡性預金の発行を解禁した。2014 年 11 月に、預金金利の上限を預金基準金利の 1.2 倍に引き上げた。また、期間が長い預金から金利自由化を進める観点から、5 年物預金基準金利を公表しなくなった。

貸出基礎金利の導入

2013 年 10 月に、商業銀行によって自主的に決める「貸出基礎金利（Loan Prime Rate, LPR）」が運営されるようになった。LPR は商業銀行の最優良顧客向けの貸出金利であり、その他の貸出金利はこれをもとに、信用リスク等に応じて上乗せ金利を付け加えて決められることになる。

LPR は指定された各銀行が提示した金利から、最も高い 1 行と最も低い 1 行の分を除いて、各銀行のウェイトをかけて加重平均したレートである⁷。毎営業日の午前 11 時 30 分に公表される。2014 年 7 月現在、金利を提示出来る銀行は、商業銀行大手の 9 行で、詳細が図表 3-2 の通りである。

図表 3-2 貸出基礎金利の金利提示銀行（2014 年）

| | | |
|------|------|----------|
| 工商銀行 | 建設銀行 | 中信銀行 |
| 農業銀行 | 交通銀行 | 興業銀行 |
| 中国銀行 | 招商銀行 | 上海浦東発展銀行 |

出所：SHIBOR ホームページ（<http://www.shibor.org/shibor/web/blltinInfo.jsp>）

⁷ ウェイトは各銀行の前四半期末の貸出残高が、各銀行の合計した貸出残高に占める割合である。各銀行とは、最高と最低金利を提示した 2 銀行を除いた 7 行のことである。また、加重平均である点は、SHIBOR と違うことが注意されたい。

LPR 運営の初期は 1 年物のレートのみを公表する。初日（2013 年 10 月 25 日）の 1 年もの LPR レートは 5.71% であった。それ以降は小幅な変動に止まり、2014 年 7 月 18 日現在は 5.76% であった。

LPR の導入も金利自由化の一つ重要なステップであった。LPR は SHIBOR の拡充と延長である。SHIBOR はマネーマーケットの基準金利で、LPR は商業銀行対顧客貸出の基準金利である。つまり、両者は一つの基準金利体系を形成している。

2013 年 7 月に、個人住宅ローンを除く貸出の金利下限規制が解除された後、貸出基準金利は基本的に法定金利の性格がなくなった。10 月に LPR の導入により、貸出基準金利の重要度がさらに下がったが、存在する限りでは依然として重要な指標である。このことについて、人民銀行は以下のように説明していた。

金融自由化の安定した推進を確保するために、LPR が導入された後も、ある一定の期間において、引き続き貸出基準金利を公表して、金融機関が合理的に貸出金利を制定するように導き、LPR の改善と育成するための期間を提供する⁸。（筆者訳）

譲渡性預金の解禁

2013 年 12 月から、人民銀行は一部の金融機関に対して、譲渡性預金（CD）の発行を解禁した。CD が市場金利に基づいて金利水準が自由に決まる金融商品であるため、その解禁によって、預金金利はまた自由化に向けて一歩進んだ。

銀行間市場で CD を発行できるのは、政策性銀行、商業銀行、‘農村合作金融機関’と人民銀行認可の金融機関に限られたうえ、「市場利率定価自律機構」の構成員であるという条件が課されている。

市場利率定価自律機構（メカニズム）は 2013 年 9 月 24 に立ち上げられたものであった。最初の構成員は国家開発銀行と上記の LPR 金利提示銀行の 9 行、合計 10 行であった。このため、2013 年 12 月の時点で実際に CD を発行できるのは、その 10 行であった（図表 3-3）。CD を投資・取引できるのは、コール市場の参加者や基金管理会社などに限られて

⁸ 「貸出基礎利率集中報價和公表機構正式運営」 中国人民銀行ホームページ、2013 年 10 月 25 日、から引用。

(<http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2013/20131025111655380607759/20131025111655380607759.html>)

いる。

CD の 1 回の最低発行額は 5 千万元である。金利は SHIBOR を参考に決める。また、毎年 1 回目の CD を発行する前に、人民銀行に年間の発行計画を提出することが義務として課されている。

図表 3-3 CD 最初 1 回目の発行状況 (2013 年 12 月)

| 発行者 | 発行日 | 期限 | 発行量(億元) | 発行価格(元) | 収益率(%) |
|----------|------------|-----|---------|---------|--------|
| 国家開発銀行 | 2013/12/12 | 6ヶ月 | 30 | 97.4500 | 5.25 |
| 工商銀行 | 2013/12/12 | 1ヶ月 | 30 | 99.5691 | 5.10 |
| 農業銀行 | 2013/12/12 | 3ヶ月 | 30 | 98.7400 | 5.18 |
| 中国銀行 | 2013/12/12 | 3ヶ月 | 50 | 98.7340 | 5.20 |
| 建設銀行 | 2013/12/12 | 3ヶ月 | 50 | 98.7340 | 5.20 |
| 交通銀行 | 2013/12/13 | 3ヶ月 | 30 | 98.7340 | 5.20 |
| 招商銀行 | 2013/12/13 | 3ヶ月 | 30 | 98.7220 | 5.25 |
| 中信銀行 | 2013/12/13 | 3ヶ月 | 30 | 98.7220 | 5.25 |
| 興業銀行 | 2013/12/13 | 1ヶ月 | 30 | 99.5637 | 5.16 |
| 上海浦東発展銀行 | 2013/12/13 | 3ヶ月 | 30 | 98.7220 | 5.25 |

出所：中国貨幣網 (<http://www.chinamoney.com.cn/fe/Info/6789292>)

2014 年 5 月から、CD を発行できる金融機関の範囲が拡大され、多くの金融機関は CD 発行計画を出したり、CD を発行したりするようになった。外資銀行では、HSBC は 7 月 2 日に最初に発行した。HSBC の 2014 年の CD 発行計画は 50 億元である。1 回目の CD 発行量は 5 億元、金利 4.6%、期限 1 ヶ月であった。

7 月 4 日に、人民銀行は新しい市場利率定価自律機構の構成員のリストを公表した。今回は、「核心成員」と「基礎成員」の概念が導入された。最初(2013 年 9 月)の構成員 10 行は核心成員になり、新しく追加された 93 社の金融機関は基礎成員になった。基礎成員には、都市・農村商業銀行、農村合作銀行、農村信用連合社と外資銀行が含まれている⁹。核心成員は、基礎成員の権利をすべて有しているうえに、市場利率定価自律機構会議の表決権を有するなどの権利を持っている。一方、基礎成員より多くの責任が課されている。

⁹ 外資銀行は HSBC、東亜銀行と華商銀行などが含まれている。

以上は金利自由化が 2013 年に最終段階に入ってから進展であった。この 2 年で多くの進展が続々と進められてきた。

5 金利自由化の展望

上述のように、いまは金利自由化の最終段階に入っている。初期と中期段階はそれぞれ約 7 年と 8 年の期間を要した。この流れで行くと、最終段階は 2013～2020 年頃という期間になるのではないかとと思われる。

2013 年 11 月末、人民銀行の周小川行長（総裁に当たる）は、これからの金利自由化の展望を概ね以下のようにまとめた¹⁰。

①近い期間には、健全な市場金利メカニズムを発揮させて、金融機関が自主的に金利を決める能力を高める。貸出基礎金利が貸出金利の参考になれるように努力する。銀行間市場で CD の発行・取引を推進し、金融機関が市場金利での資金調達範囲を広げる。②近い中期には、比較的完全な市場金利体系を育て、中央銀行の金利調節の枠組みと金利波及メカニズムを改善する。③中期には、金利自由化を全面的に実現し、健全な市場化金利マクロ調整メカニズム（金利誘導型調節）を実現する。

周行長の発表から 2 週間が経たないうちに（2013 年 12 月 9 日）、人民銀行は一部の金融機関に対して銀行間市場で CD の発行を解禁した。このように、中国の金利自由化は加速されると思われる。

2014 年 7 月に、周行長は（中国とアメリカの閣僚級が参加する）「中米戦略・経済対話」の記者会見で金利自由化の展望について、「金利の主管部門として、人民銀行は自分なりのスケジュールを持っている。このスケジュールは主に国内経済や国際経済などの外部条件によって執行されていくが、我々は 2 年以内に実現する可能性があると考えている」と発言した¹¹。

このように、金利自由化の最終段階の期間は想定より大幅に縮まる可能性もある。

¹⁰ 周小川「全面深化金融業改革開放 加快完善金融市場体系」『人民日報』、2013 年 11 月 28 日。

¹¹ 「周小川：利率市場化兩年以内應該可以實現」新華網、2014 年 7 月 10 日。
(http://news.xinhuanet.com/fortune/2014-07/10/c_1111553746.htm)

第2節 人民元為替制度の改革

人民元の為替レートは、改革開放まで政府によって決められた公定レートであった。張（2012）は、1955年～1971年11月までブレトン・ウッズ体制のもとで、1ドル＝2.4618元に固定されていて、その後は「通貨バスケット」制に移行し、1979年に1ドル＝1.5元を切るところまで上昇したと述べた。

1981年に、公定レートと市場レートの二重レート制度が導入された。公定レートは1ドル＝1.5元の水準で、市場レートは1ドル＝2.8元の水準であった。深尾ほか（2006）は、この二重レート制度の導入について、中国は輸出促進のために、「貿易用為替レートを元安に、海外華僑から受け入れた送金の人民元への交換などには元高に、為替相場が設定された」と述べた。

1985年に二重レート制度はいったん廃止されたが、1988年に再導入された。その間に、人民元レートは実勢を反映して切り下げられ、1993年末に公定レートは約1ドル＝5.8元で、市場レートは約1ドル＝8.7元であった。

1994年1月に、二重レート制度が正式に廃止され、レートは1ドル＝8.7元に統一された。同時に為替制度は管理変動相場制に移行された。人民元対ドルレートの変動幅は営業日一日当たり、人民銀行が毎営業日に公表する人民元為替レートの中間レートから、±0.3%の範囲であった。その後、人民元高が進み、1998年に約1ドル＝8.276元に上昇した。

1997～1998年のアジア通貨危機によって、人民元にも下落圧力が加えられたが、中国は人民元レートの切り下げを避けて、為替レートの固定政策をとった。1998年～2005年6月まで、事実上の対ドルペック制をとり、対ドルレートは1ドル＝8.276元の近辺で推移した。

2005年7月21日に、為替制度は通貨バスケットを参考しつつ、市場需給に基づく管理変動相場制度に移行された。同時に、人民元対ドルレートを2%切り上げた（1ドル＝8.276元から1ドル＝8.110元へ）。通貨バスケットにはドル、ユーロ、円、韓国ウォンなどが主要な構成通貨であった。

2006年1月に、外為替取引センターにおいてマーケットメーカー制が導入された。マーケットメーカーは、中国の大手銀行と世界各国大手銀行の中国現地法人によって構成さ

れている¹²。また、毎営業日の午前中に人民銀行によって公表される人民元為替レートの中間レートは、当日朝のマーケットメーカーの提示値をもとに算出される値になった（それまでは前日の終値であった）。

図表 3-4 中国の為替制度の変遷

| | |
|-----------------|--|
| 1978 年まで | 公定レート（計画貿易に適用）。 |
| 1980 年 | IMF、世銀に加盟、外貨兌換券の導入。 |
| 1981 年 | 公定レートと市場レートの二重レート制を導入。 |
| 1994 年 | 二重レート制と外貨兌換券を廃止。レートを統一し（対ドルレートは 1 ドル＝8.7 元に設定）、管理変動相場制に移行。1 日当たりの変動幅、対ドル±0.3%。上海外貨管理センターを設立。 |
| 1996 年 | IMF8 条国へ移行、經常取引に関する為替管理撤廃。 |
| 1998 年 | 1 ドル＝8.276 元の近辺で実質上のドルペック制を採用。 |
| 2001 年 | WTO に加盟。 |
| 2005 年 7 月 21 日 | 通貨バスケット参考の管理変動制に移行。人民元対ドルレートを 2%切りあげる（1 ドル＝8.276 元から 1 ドル＝8.110 へ）。 |
| 2005 年 9 月 | 人民元対非ドルの変動幅は±1.5%から±3.0%に拡大。 |
| 2007 年 5 月 | 人民元対ドルの変動幅は±0.5%に拡大。 |
| 2009 年 | 人民元による貿易決済の解禁。 |
| 2011 年 10 月 | 人民元による対内直接投資の解禁。 |
| 2012 年 4 月 | 人民元対ドルの変動幅は±1.0%に拡大。 |
| 2014 年 3 月 | 人民元対ドルの変動幅は±2.0%に拡大。 |

出所：深尾ほか（2006）、張（2012）と中国人民銀行『貨幣政策執行報告』各期を参考に作成。

2007 年 5 月、人民元対ドルレートの日あたり、中間レートからの変動幅は±0.3%から±0.5%へ拡大された。2012 年 4 月に±1.0%へ拡大され、2014 年 3 月に±2.0%へ拡大された。変動幅が拡大されてから、2014 年 3 月 17 日から 4 月 30 日まで、中間レートか

¹² 2014 年現在、日本のメカバンク 3 行はともに入っている。

らマーケット終値（銀行間市場）の平均乖離幅は1.1%で、最大の乖離幅は1.66%であった¹³。2014年7月21日現在、人民元対ドルレートの間接レートは1ドル＝6.1545円で、2005年7月から約30%近く上昇した。

近年、人民元の使い勝手を向上するための改革も進められてきた。2009年に7月、上海市、広州市と深セン市等の5都市と香港の間で、人民元による貿易決済が試行的に解禁された。2010年6月に対象地域が拡大された。国内では北京市、天津市と福建省などの20地域に拡大され、国外は全世界に拡大された。2011年8月に国内の対象地域は全国に拡大された。

これに伴い、人民元による貿易決済の量が急速に増えてきた。2010年に人民元による貿易決済の額は5063億元しかなかったが、2014年は6.55兆元に達した。2014年の中国の貿易総額は26.43兆元（輸出14.39兆元、輸入12.04兆元）であった。つまり、2014年に25%くらいの貿易は人民元によって決済した。

また、中国は2009年から2014年5月末まで、23ヶ国・地域と約2.5兆元規模の通貨スワップを締結した。通貨スワップの締結によって、人民元による貿易・投資を促進する狙いがある。例えば、韓国との通貨スワップでは、韓国は何回も人民元資金を使った。

人民元為替制度の改革、人民元貿易決済の推進、及び通貨スワップの対象国・規模の拡大によって、人民元は国際化に向けて、歩み始めようとしている。

第3節 金融自由化の推進要因

1 推進要因

金融自由化の進展をみてきたが、その推進要因あるいは必要性を検討したいと思う。人民銀行（2005）は、金利自由化を行う必要性を以下のように説明している。

金利市場化を穏やかに推進することは我国の金融改革の重要内容である。我国は早期の改革では商品価格の市場化に重点を置いてきた。1990年代後半以降、生産要素価格の合理性と市場化を強調するようになった。資金は重要な生産要素で、金利は資金の価格である

¹³ 中国人民銀行『中国貨幣政策執行報告』2014年第1四半期、12ページ。

ため、金利市場化は生産要素価格市場化の重要側面である¹⁴。(筆者訳)

要するに、財市場の市場化が先に進んで一段落したため、貨幣市場の市場化の必要性が出てきたということである。財市場と貨幣市場をともに市場化して、市場の需給均衡によって資源配分をより効率にしようとするものである。これは金融政策当局の政策構想であり、上からの改革である。

しかし、上からの改革は時には抵抗にあうこともある。例えば、易(2009)は以下の事例を挙げた。1997年のアジア金融危機の影響で、厳しい規制金利のもとで中国の中小企業が銀行から融資を受けにくいことが顕著化した。当時、商業銀行が自主的に決められる金利区間は、貸出基準金利の0.9~1.1倍であった。この狭い区間では、商業銀行はリスクなどに応じて金利を取ることができないため、中小企業向けの融資には積極的ではなかった。中小企業の融資難問題を緩和するために、人民銀行は金利自由化を推進し、貸出基準金利からの変動区間を統一に拡大しようとした。しかし、大型企業の主管部門は、金利変動区間の拡大が大型企業の金利負担増につながることを懸念し、難色を示した。骨が折れる協議の末、1998年10月31日から、小型企業向けの貸出金利の変動区間は基準金利の0.9~1.2倍へ拡大されたが、大型企業向けは据え置くという折中的な結果になった。

このように、上からの改革は、時折抵抗にあうことがあり、下からの革新の力を借りることも必要である。下からの革新の代表例は、理財商品とインターネット金融であると思われる。

理財商品は2004年に、銀行によって売り出された一つの金融商品である。理財商品は預金金利規制の対象ではないため、銀行は短期金融市場金利の動向などに応じて収益率を柔軟に提示し、同じ期間の預金金利より高めに設定できる。理財商品の方が金利が高いため、預金から資金がシフトしてくる。

金融当局は暗黙のうちにこれを支持し、さらにその力を借りて金融自由化を推進しようとする。金融当局は理財商品を通じて、国内商業銀行の金利設定の能力を高めようとした。今後、金利自由化が完了された場合は、銀行の間には激しい競争が起きると考えられ、理財商品を通じて、商業銀行に競争を馴染ませる狙いがある。

2013年に大手IT企業がマネーマーケット・ファンド(MMF)に参入したことをきっかけに、インターネット金融は大きな反響を起こした。後述のように、インターネット金

¹⁴ 中国人民銀行(2005)、3ページから引用。

融（余額宝）は、金融革新を通じて金利自由化の推進力になっている。以下、国内外で大きな関心を呼んでいる理財商品と余額宝をみる。

2 理財商品¹⁵

理財商品の概要

理財商品(Wealth Management Products, WMP)とは、大まかに言うと、資産管理商品のことである。2004 年 2 月に中国光大銀行（株式制）によって最初に売り出された。収益率が同じ期間の預金金利より高いため、よく売れた。その後、ほかの銀行も理財商品を売り出すようになり、中国で理財商品が盛り上がるようになった。

2013 年末に、理財商品の銘柄数は 4 万 4525 で、残高は 10.24 兆元であった。2013 年、理財商品は投資者に 4486.7 億元の収益をもたらし、加重平均収益率が 4.51%であった。理財商品の 98.83%は予想最低収益率を上回った収益が得られた。一方、57 銘柄の理財商品は損失を出して、その元本償還の平均比率は 90.04%であった。

理財商品は主に短期の物が中心である。2013 年、募集した金額からみると、期限が 3 ヶ月以内のものが 73.67%を占めていた。

理財商品の投資者は主に個人である。2013 年の理財商品の投資者は金額からみると、一般の個人 69.93%、機関顧客（主に非金融企業）23.62%、プライベート・バンキング顧客（富裕層）4.54%、銀行同業者 1.91%であった。

理財商品は種類（後述）などによって、リスクレベルが低いから高い順に、一級から五級の 5 つのランクに分けられている。一級のリスクが最も低い、三級のリスクが中、五級のリスクが最も高い¹⁶。

理財商品の多くは、リスクが三級以下のものである。金額からみると、2013 年に個人向けに販売された理財商品の 99.66%はリスクが三級以下の物である（図表 3-5）。

企業などの機構顧客向けに販売された理財商品の 89.14%はリスクが二級以下の物で、そのうち、リスクが一級の物が 61.03%を占めていた。機構顧客である株式上場企業は、手元の余剰資金で理財商品を購入する場合は、取締役会の議決と公告（適時開示）の必要

¹⁵ 理財商品のデータは特に説明がない限り、全国銀行業理財信息登記系統『中国銀行業理財市場年度報告（2013 年）』から引用したものである。

¹⁶ 各リスクレベルの詳細定義は中国理財網を参照。

(<http://www.chinawealth.com.cn/zzlc/lcjc/20141014/132209.shtml>)

があるため、通常、元本保証の理財商品を購入する¹⁷。

理財商品は重要な金融商品となっている。図表 3-6 は、2013 年末の中国各種金融市場の規模を示している。理財商品の規模は、保険市場の規模を上回って、信託の規模に迫いつくところであった。

図表 3-5 一般個人向けに販売された理財商品のリスク分布（2013 年）

| リスクレベル | 発行した銘柄数 | 募集した金額(億元) | 金額からみる比率(%) |
|--------|---------|------------|-------------|
| 一級(低い) | 19,409 | 132,533 | 26.89 |
| 二級(中低) | 30,799 | 229,787 | 46.63 |
| 三級(中) | 11,606 | 128,844 | 26.14 |
| 四級(中高) | 284 | 1,624 | 0.33 |
| 五級(高い) | 35 | 68 | 0.01 |
| 合計 | 62,133 | 492,855 | 100.00 |

出所：全国銀行業理財信息登記系統『中国銀行業理財市場年度報告（2013 年）』、13 ページ。

図表 3-6 理財商品と他の金融商品の規模（2013 年末） 単位：兆元

| | |
|------------------|-------|
| 基金公司管理資産規模 | 4.22 |
| 証券会社資産管理受託管理本金総額 | 5.20 |
| 保険市場資産総額 | 8.29 |
| 理財商品残高 | 10.24 |
| 信託資産残高 | 10.91 |
| 株式市場時価総額 | 23.91 |
| 債券市場債券残高 | 30.00 |

出所：全国銀行業理財信息登記系統『中国銀行業理財市場年度報告（2013 年）』、5 ページ。

¹⁷ キャッシュフローが多くある企業は、資金を効率的に運用するために、よく理財商品を購入する。例えば、白酒大手の江蘇洋河酒廠株式会社（江蘇省）は業績が好調で、手元の余剰資金が多くあるため、近年、一回あたり億元単位で元本保証の理財商品を繰り返し購入されている。同社の 2014 年の理財商品の投資枠は 15 億元である（この枠以内では何回も繰り返し投資できる）。

理財商品の種類と実例

理財商品は、元本保証と非保証の 2 大種類に分ける。元本保証の理財商品は、さらに、元本保証・収益固定（収益保証類とも言う）と、元本保証・収益変動の 2 種類に分ける。

元本保証の理財商品は、概ね仕組預金にあたる。この種類の理財商品は基本的に預金とみなされて、銀行のバランスシートに計上されている。2013 年末に、元本保証の理財商品は全体の 36.2%を占めている。そのうち、元本保証・収益固定は 11.09%で、元本保証・収益変動は 25.11%であった。

元本保証・収益固定の理財商品は、ほかの種類より利回りがやや低い。発行の銀行、期限や最小投資金額などによって利回りが変わるが、概ね同じ期間の預金金利より少し高めに設定されている。2014 年 10 月現在（以下同じ）、3 ヶ月物の預金基準金利は 2.6%である。2014 年 10 月 27 日に、上海浦東発展銀行が発売した個人向け人民元理財商品、2014 年第 84 期「匯理財穩利系列 V プラン」（登録番号 C1031014001430）は、元本保証・収益固定で、期限 3 ヶ月、最小投資金額が 5 万元、予想最低と最高収益率はともに 3.9%であった。リスクは一級（低い）である¹⁸。

元本保証・収益変動の理財商品の平均予想利回りは収益固定のものより高いが、リスクもその分高くなる。発売の時、銀行が提示するのは予想最低と最高収益率である。運用の成果によって、実際の利回りが変わる。3 ヶ月未満の預金は普通預金と分類され、預金基準金利は 0.35%である。2014 年 7 月 21 日に、工商銀行が発売した 2014 年第 27 期「保本型個人理財產品 63 天穩利－BBWL63」（登録番号 C1010214007424）は、元本保証・収益変動で、期限 42 日、最小投資金額が 5 万元、予想最低収益率 3%、予想最高収益率 7%であった。リスクは一級（低い）である。

元本非保証・収益変動の理財商品の予想利回りは一番高いが、リスクも 1 番高い。場合によって、元本割れの可能性もある。6 ヶ月物の預金基準金利は 2.8%で、1 年物は 3.0%である。2014 年 10 月 27 日に、中国銀行が発売した「中銀集富理財プラン 2014－023－NB」（登録番号 C1010414007175）は、元本非保証・収益変動で、期限 349 日、最小投資金額が 10 万元、予想最低収益率 4%、予想最高収益率 7%であった。リスクは三級（中）である。

¹⁸ 各銀行の各種理財商品の収益率等の情報は中国理財網による。
(<http://www.chinawealth.com.cn/zzlc/index.shtml>)

理財商品の運用先

元本保証の理財商品で集めた資金の運用先は、主に国債、マネーマーケット、同業者預金などである。リスクは比較的に低いと考えられる。元本非保証の理財商品で集めた資金の運用先はより広い。国債、マネーマーケット、社債、手形、信託貸出、委託貸出、株式などで運用している。

2013 年末に、理財商品で集めた資金の運用先は債券・マネーマーケット 38.64%、債権類 27.49%、現金及び預金 25.62%、権益類 6.14%、デリバティブ 1.12%、その他 0.99%であった。債権類には信託貸出、委託貸出、手形、信託収益などを含む。権益類は株式とファンドなどを含む。

理財商品と金利自由化

理財商品は金利規制のもとで売り出された一つの金融商品であり、金融機関を通じて資金運用側と調達側を結びつけている。資金運用側では、預金金利が低い水準に規制されている中で、家計はより高い金利を求めようとしている。資金調達側では、不動産業と地方政府融資平台（プラットフォーム）などの業種は融資規制がかけられているし、中小企業は商業銀行の融資を受けにくい面もあるため、これらの借り手はより高い金利でも資金を調達しようとする。金融機関は利潤最大化を求めて、規制金利のもとでこのような双方の需要を満たすために、金融革新を行い、理財商品を作り出して金融仲介の役割を果たす（それによって手数料を得る）。

理財商品は預金より金利が高いため、預金から理財商品へ資金がシフトしてきた。銀行はその流れを軽減させるために、理財商品に力を入れてきた。その競争によって、鍛えられる側面もある。

例えば、工商銀行の場合、預金が負債側に占めるウェイトが 2005 年末から 2013 年 6 月末まで、約 10%ポイント下落した。一方、バランスシートに計上される理財商品関連の負債のウェイトは 7.4%に上昇した。工商銀行の姜建清会長は、工商銀行は理財業務に大きな力を入れて、魅力のある理財商品を提供し、顧客との良好な関係を維持してきたため、預金シフトの影響を弱めて、顧客の資金が工商銀行グループ内部に留めさせることが実現したと述べた（姜（2014））。

2013 年 1 月に、銀監会の閻慶民主席助理（当時）は理財商品について、いくつかの問題点を指摘しつつも、その基本評価を 3 点にまとめた（閻（2013））。①実体経済の発展を

より支持した。②銀行業の改革をより促進した。同時に、利率市場化改革の推進に有意義な探索をもたらした。③顧客の金融商品の投資需要をより満たすことができた。この3点はそれぞれ、資金の調達側（企業）、金融仲介機関（銀行）と運用側（家計）のことを表していたと考えられる。

まとめて言えば、理財商品は金利規制のもとで、資金運用側と調達側のニーズによって生み出された一つ重要な金融商品である。理財商品の金利が高いため、預金から資金がシフトする。理財商品の規模拡大に従って、金利規制の影響を受けない（あるいは、受けにくい）資金の量が増える。このように、理財商品は金利自由化を推進する側面がある。

当然、金利が高い分、リスクも高くなるため、理財商品は預金よりリスクが高い金融商品である。理財商品のうちでリスクが高いものもあるし、販売時の説明責任が十分果たされないことや運用面の不透明性などいくつかの問題点がある。ただし、金利規制の下で、全体からいえば、理財商品は多くの購入者に利益をもたらしたと思われる。

金利自由化の推進過程に、理財商品は全体からいえば、積極的な役割を果たしている。しかし、今後、金利自由化が完了すると、理財商品の存在意義が低くなると思われる。要するに、理財商品は、過渡的存在の金融商品である。

3 インターネット金融——余额宝を中心に

インターネット金融の定義と概要

インターネット金融（以下、ネット金融）について、いまのところでは明確な共通の定義はない。人民銀行の金融安定分析チームは、「一般的に言えば、ネット金融はインターネットと金融の結合であり、インターネットと移動（モバイル）通信技術を通じて、資金の融通、支払と情報仲介機能を実現する新興の金融モデルである」、と説明していた¹⁹。上海市政府では、「ネット金融は、インターネット及びモバイル通信、ビッグデータ、クラウド技術、SNS と検索エンジンなどの IT 技術をもとに、資金の融通、支払と決済などの金融サービス相関の金融業態である」、と説明した（上海はネット金融を促進する条例を出して、地元の金融業をさらに発展させようとしている）²⁰。

¹⁹ 中国人民銀行『中国金融穩定報告』2014 年版、145 ページ。

²⁰ 上海市政府『關於促進本市互聯網（インターネット）金融產業健康發展的若干意見』上海市政府ホームページ、2014 年 8 月 4 日。

(<http://www.shanghai.gov.cn/shanghai/node2314/node2319/node12344/u26ai39863.html>)

ネット金融は、IT 企業の金融業進出と伝統金融業の IT 技術活用の両方を含む。金融業は昔から IT 技術を活用してきているが、近年では SNS、ビッグデータとクラウド技術なども活用するようになってきた。IT 企業の金融業進出は革新的な面からみれば、インパクトが大きい。

ネット金融は金融機能からみれば、支払・決済、融資と資金運用などの業態に分けられる。支払・決済は電子決済サービスなどがある。融資は貸し手と借り手がインターネットを通じて行う直接貸借 (P2P)、ベンチャー企業がインターネットを通じて公衆に対する資金募集 (Crowd Funding)、IT 企業が顧客の取引状況やキャッシュフローなどのビッグデータをもとに貸出を行う小額貸付などがある²¹。資金運用はオンライン MMF などがある。中国では、今のところ大きな影響をもたらしたのは、電子決済サービスとオンライン MMF である。

余额宝のインパクト

以上のように、ネット金融と一言でいっても、多くのものが含まれている。ここでは、金融自由化との関係及び影響の度合いを考えて、オンライン MMF だけを説明したいと思う。中国においてネット金融が大いに注目されるきっかけは、2013 年 6 月に登場したオンライン MMF——余额宝 (Yuebao) ——であった。

中国ではマネーマーケット・ファンド (MMF) は、2003 年 10 月に景順長城基金管理有限公司 (深セン市) によって最初に販売された。2013 年 6 月末に、MMF の銘柄数は 73 で、資産の規模は 3039 億元であった。同月に、e コマース (電子商取引) 中国最大手のアリババ集団 (浙江省) は、オンライン MMF の「余额宝」というサービスを提供し MMF に参入することで、金融業界に大きな変革を起こした。

アリババは中国において、大きな影響力を持っている。傘下には電子商取引のアリババドットコム、淘宝网 (タオバオ)、天猫 Tmall (ティエンマオ)、とオンライン決済サービスのアリペイ (支付宝) などをもっている。2013 年末、タオバオのユーザー数は 5 億人を超えた。アリペイのユーザー数は 8 億人を超えた。そのうち、実名で登録したユーザー数は 3 億人に達した。

余额宝は 2013 年 6 月 13 日に、そのオンライン決済サービスであるアリペイの延長サー

²¹ 中国では e コマースの大手は、ビッグデータをもとに出店者に対して小額の信用貸出を行っている。アリババの「阿里小微信貸」がその例である。

ビスとして導入された。ユーザーはアリペイ口座の遊休資金を余额宝口座に振り替えると、アリババの提携会社が提供する MMF を購入することになる。提携会社は天弘基金管理有限公司で、提供する MMF は「天弘増率宝貨幣市場基金」である。天弘増率宝 MMF は同年 5 月末に余额宝の資金運用に向けて設立された。天弘基金管理公司是同年 10 月に、アリババの子会社になった²²。

余额宝は基本的にアリペイと同じく、そのまま各種電子商取引の支払いや決済に用いることができる²³。出金する場合も簡単にできるが、出金先によって違いが生じる。2014 年 7 月現在、余额宝の資金は即時にアリペイに振り替えることができる。金額などに一部の制約がかけられているものの、通常の支払・決済では特に支障がなく、大変便利である。銀行の口座に出金する場合は、基本的に入金するまでに 1 営業日がかかる。

余额宝が導入された当初、短期金融市場金利が高騰していたため、収益率が高かった。2013 年 6 月 31 日に収益率（過去 7 日間の収益率を年率換算、以下同じ）は 6.3%であった。一方、銀行の普通預金の基準金利は 0.35%であった。余额宝の収益率は圧倒的に高かった。また、余额宝は毎日に日割りの収益が口座に入金される。

余额宝は 1 元から購入できる。伝統のファンドの最小購入額は 1000 元であった。理財商品の最小購入金額は通常 5 万元である。大学新卒の初任給の平均は約 3、4 千元であることを考えると、理財商品の壁は高い。金額の面では、余额宝の購入ハードルは最も小さい。

余额宝は、アリババの e コマースとオンライン決済サービスの膨大なユーザー数を基盤に、IT 企業ならではのシステム便利性を提供し、高い収益率、及び最低購入金額の壁を破ることによって、中国で大きなインパクトをもたらした。

余额宝の規模は急速に拡大してきた（図表 3-7）。2013 年 6 月末に、余额宝の資産規模は 42.4 億元しかなかった。2014 年 1 月に、余额宝の資産規模は 2500 億元に達し、伝統のファンド大手を凌いで、中国最大のファンドになった²⁴。これは導入されてから、8 ヶ

²² 提携の当初は資本の関係をもっていなかった。10 月 9 日に、天弘基金管理公司の増資に応じて、アリババは 11.8 億元を投じ、51%の株式を購入した。

²³ ただし、クレジットカードの返金や公共料金の支払いはいったん、アリペイに振り替えてから利用する必要がある。

²⁴ 正確的にいうと、余额宝はファンドではなくて、天弘増率宝ファンドの唯一の販売プラットフォームである。天弘増率宝ファンドは余额宝の唯一の提携先である。つまり、両者は互いに唯一に対応しているため、1 枚のコインの表と裏の関係である。混乱を避けるために、「天弘増率宝」のことを捨象し、余额宝だけを論じる。

月経たないうちのことであった。

2014 年 6 月末に 5741.6 億元に達した。1 年前の中国 MMF 全体の規模（3038.7 億元）を上回った。ユーザー数は 1 億人を超えた。1 人当たり、約 5030 元を運用していた。

アリババの余额宝の大成功に促されて、中国の IT 企業大手のほとんどが類似の金融サービスを提供したため、オンライン MMF は盛り上がった。2014 年 6 月末、MMF 全体の規模は約 1.6 兆元に達し、前年の約 5 倍の規模になった。一方、各商業銀行もそれに対抗する金融商品を売り出すようになった。

余额宝は自身の規模が大きくなったこと、短期金融市場金利の低下と競争激化のため、資金の運用が難しくなり、収益率が大幅に低下してきた。2014 年 6 月 31 日に収益率は 4.24%に落ちた。収益率が低下し、競争が激しくなり、余额宝の資産規模の伸び率が 2014 年 3 月頃で頭打ちになった。2014 年第 2 四半期の（前期比）伸び率は約 6%に落ちた²⁵。

図表 3-7 余额宝の各種指標の推移 単位：億元、%

| | Jun-13 | Sep-13 | Dec-13 | Mar-14 | Jun-14 |
|---------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 資産の規模(億元) | 42.4 | 556.5 | 1853.4 | 5412.8 | 5741.6 |
| 収益率(7 日物の年率) | 6.30 | 5.09 | 6.70 | 5.36 | 4.24 |
| ポートフォリオにおける 預金のウェイト(%) | n.a. | 84.52 | 92.21 | 92.32 | 85.13 |
| 中国 MMF 全体の規模(億元) | 3038.7 | 4890.1 | 7476.0 | 14577.9 | 15926.0 |

注：各四半期末のデータである。

出所：天弘増率宝貨幣市場基金の各四半期報告書、天弘基金管理有限公司及び中国证券投資基金協会ホームページより筆者作成。

余额宝と金融自由化

余额宝が金融自由化と深く関わっているのは、その資金の運用方式である。MMF の資金は通常マネーマーケットや国債などで運用されるイメージがある。しかし、余额宝の場合は主な運用先が協議預金である。協議預金は同業者預金であり、金利の規制がない。また、銀行は同業者預金を受け入れた場合、それに対応する所要準備を積む必要がない。盛

²⁵ 包慧「王登峰平常心：6000 億余额宝収益率回帰常態」21 世紀經濟報道電子版、2014 年 7 月 22 日 (<http://jigou.21cbh.com/2014/7-22/5NMDAzODlfMTIzOTg5Ng.html>)。

ほか（2014）は、同業者預金は所要準備が要らないため、銀行にとってその分コストが低くなり、余額宝に高い協議金利を提示できる重要な要因の一つであると指摘した。

余額宝の資産運用のポートフォリオにおける預金のウェイトは、概ね 85%以上に推移してきている（図表 3-6）。2014 年 2 月末に、約 95%の高水準まで達した（盛ほか（2014））。

要するに、資金は銀行の普通預金から一度余額宝に流れて、そして、余額宝からほぼ同じ額の資金を同業者預金の形で銀行に戻ってくる。そうすると、その部分の資金について、預金金利規制が利かなくなり、金利が 0.35%から 5%、6%に飛び上がることになる。その部分の資金は、事実上では預金金利が自由化されることになる。その部分の資金は、銀行の預金量からみれば、まだ小さいウェイトしかないが、これからさらに伸びる可能性もある。このように、余額宝は、預金金利規制に穴を開けて、金利自由化の推進に繋がっている側面がある。

金融当局はネット金融に対する規制の在り方についての検討を進めている。2014 年 3 月に人民銀行調査統計司長の盛松成は、商業銀行が余額宝などの MMF から協議預金を受け入れる場合には、その分について銀行に所要準備を積みせることを提案した（盛ほか（2014））。それによって、銀行のコストが増え、その分余額宝の協議預金に提示できる金利が低くなる。金利が低下すれば、余額宝の魅力が低下し、銀行からの資金流出圧力がある程度低下する計算であった。というのは、余額宝等 MMF の規模が大きくなりすぎる場合、何らかの衝撃によって、取り付けが起きたら、金融システムが不安定に落ちかねない。盛ほか（2014）は、主に金融システム安定の観点から、以上のような提案を行った。

余額宝について、2014 年前半に中国で大きな論争を起こした。魏（2014）は、余額宝の爆発的な増加が激烈な論争を引き起こしたと指摘し、理性的に余額宝をみるべきであると呼びかけた。魏（2014）は、各立場の論点を以下の 4 点に簡単にまとめた。

ある観点では、余額宝は現有金融体制の欠陥と金融供給の不足を反映し、預金金利の市場化を迫り、改革の動力と方向を強化した。ある観点では、余額宝は第三方の決済サービスの免許（アリペイ）を持ちながら、同時に支払振替（中国語、支付転帳）とマネーマーケットに投資する機能も持ち合わせていて、伝統的な監督の外側に置かれているため、不平等な競争をもたらした。また、ある観点では、ユーザーは資金を余額宝に振り替えて、MMF を購入する一方、ファンドが資金管理を行うため、重要な市場革新である。さらに、ある観点では、余額宝のような種類の金融商品は‘寄生虫’や‘吸血鬼’であるほかなら

ないため、取り締まるべきである²⁶。(筆者訳)

いまのところ、余额宝の収益構造は商業銀行に依存していることは事実である。本来商業銀行の利益であるはずのものを、一部を余额宝に移したという批判もある程度理解できる。余额宝は、一企業が提供する金融商品あるいは金融サービスであるため、当然ながら利潤最大化がその目的である。しかし、‘見えざる手’に導かれて、預金金利の自由化を推進していることは否めない。余额宝のユーザーは預金より高い金利を得られて確実に利益を得たのは事実である。商業銀行にも、競争などを通じて鍛えられてきたように思われる。

最後に、理財商品、余额宝等のネット金融商品について簡単にまとめる。

これらは金利規制のもとで金融革新によって生み出した預金より金利が高い金融商品であるが、リスクもその分高くなる。一方、銀行預金からのシフトや競争の激化によって、これらの金融商品は金融自由化の推進力にもなっていると思われる。

しかし、金融自由化が完了すると、銀行に預金してもほぼ同じ金利が得られるため、これらの金融商品の存在意義は低くなると思われる。

要するに、これらは金利自由化の過程に生じた過渡的存在の金融商品である。

²⁶ 魏 (2014) から引用 (中国金融ホームページ)。
(<http://www.cnfinance.cn/magzi/2014-03/17-19048.html>)

第4章 中国金融政策の枠組み

第1節 中国人民銀行——中国の中央銀行

1 中央銀行体制の形成

中国人民銀行（The People's Bank of China ,PBC）は中国の中央銀行である。人民銀行は1948年12月に、華北銀行に北海銀行と西北農民銀行を合併して設立された。当時の華北銀行の総経理である南漢宸が人民銀行の初代行長（総裁にあたる）に就任した。華北銀行（河北省）は1948年10月に華北人民政府が管下の2行を合併させて設立した銀行であった。北海銀行（山東省）と西北農民銀行（山西省）は革命根拠地の銀行であった。人民銀行が設立される前に、3行はともに銀行券を発行していた。設立後、人民銀行は唯一の発券銀行となった。

1949年9月に、中国人民政治協商会議で『中国中央人民政府組織法』が議決され、その中で、人民銀行は政務院（現在の国務院）の直属機構と位置付けられて、国家銀行の機能を履行することが規定されていた。

1953～1978年の多くの期間は、人民銀行は金融部門を管理する国家機構でありながら、商業銀行の業務を全面的に行う全国唯一の銀行（モノバンク）であった¹。

1979～1983年、改革開放により、人民銀行は国家銀行から中央銀行へ転換するようになった。1979年に、政府は農業銀行と人民建設銀行を回復させた一方、中国銀行を人民銀行から分離させた。3行は国務院直属の専門銀行と位置付けられた。その後、各種類の金融機関（保険、信託と信用社など）が回復させたり、設立させたりした。1983年9月に、国務院は『關於中国人民銀行專門行使中央銀行職能的決定』を発表し、人民銀行が専門的に中央銀行の機能を履行するという決定を下された。

1984年1月1日から、人民銀行は中央銀行の機能だけを行使するようになった。同時に、工商銀行が設立され、人民銀行が兼ねていた一般商業銀行の業務を引き受けた。これで、人民銀行の中央銀行体制は一応形成された。

¹ 中国銀行は行名が維持されながら、人民銀行の一部門になった。また、農業銀行と人民建設銀行（現建設銀行）は「設立→財政部や人民銀行に編入」という繰り返しが2、3回を経た経緯があった。

1995 年 3 月に、第八次全国人民代表大会の第三次会議で、『中華人民共和国中国人民銀行法』（以下、人民銀行法）が議決された。同法第二条に、中国人民銀行は中華人民共和国の中央銀行であると書かれているため、人民銀行は初めて法律の形で中央銀行としての地位が確立された。

中国証券監督管理委員会は 1992 年 10 月に設立され、人民銀行の証券市場監督の機能を引き受けた。さらに、1997 年に証券業金融機関の監督権限も引き受けた。中国保険監督管理委員会は 1998 年 11 月に設立され、保険会社に対する監督の権限を人民銀行から引き受けた。中国銀行業管理監督委員会は 2003 年 4 月に設立され、銀行業金融機関に対する監督の権限を人民銀行から引き受けた。

2003 年 12 月に、第十次全国人民代表大会常務委員会第六次會議で『關於修改「中華人民共和国中国人民銀行法」的決定』が議決され、人民銀行法は修正された。金融業に対する監督管理の部分が削除され、代わりに金融リスクの防止・対処と金融安定の維持という文言が追加された²。

人民銀行の中央銀行体制が 1984 年に形成されてからも持続的に改善されてきた。現在の人民銀行法（第二条）の下では、人民銀行の責務は、国務院の指導の下に、貨幣政策の制定と執行、金融リスクの防止と対処を行い、金融安定を維持すると定めている。

2 中国人民銀行の組織

人民銀行は国務院の指導の下に、独立に貨幣政策を執行し、業務を展開する。人民銀行が年度貨幣供給量、金利および為替レートなどの重要事項について下した決定は、国務院に報告し許可を得てから執行する（人民銀行法第五条による規定）。また、人民銀行の資本金は国家による全額出資である。

人民銀行は行長 1 人と副行長数人が設けている。行長は国務院総理が候補を推薦し、全国人民代表大会の同意を得て、中華人民共和国主席が任命する。副行長は国務院総理が任命する。人民銀行は行長責任制を取っている。行長が人民銀行の業務を総理し、副行長は行長を補佐する。

人民銀行は本店に 26 部門、1 総部と 2 営業管理部を設けている。全国に 8 の（経済）

² 旧第二条の「対金融業実施監督管理」という部分が削除され、新第二条に「防犯和化解金融風險、維護金融穩定」という文言が追加された。

地域分行、339 の中心支店、1762 のサブ支店が設置されている。海外には 9 の駐在代表機構（海外駐在事務所にあたる）が設置されている³。

本店の 26 部門のうちには弁公庁、貨幣政策司、調査統計司、国際司、支払決済司、金融市場司、金融穩定局、国庫局、貨幣金銀局（発券局にあたる）と研究局などの部門がある。

1 総部は上海総部である。2 営業管理部は、人民銀行営業管理部（北京市）と重慶営業管理部（重慶市）である。8 の地域分行は天津分行、瀋陽分行、済南分行、南京分行、武漢分行、西安分行、成都分行と広州分行である。

339 の中心支店は、省行政市（都会）の 20 都市、省副行政市の 5 都市と各省の地域レベル市の 314 都市に設置されている。省行政市の 20 都市は福州市、杭州市、長砂市、青島市と大連市などがある。省副行政市の 5 都市はアモイ、深セン市と寧波市などがある。1762 のサブ支店は県レベル市及び県に設置されている。

9 の駐外代表機構は駐北米代表処（ニューヨーク）、駐欧州代表処（ロンドン）、駐フランクフルト代表処、駐東京代表処、駐アフリカ代表処と駐南太平洋代表処（オーストラリア）などがある。

人民銀行の組織は 1998 年に大きな改革が行われた。元の行政地域毎の 31 分行が撤廃されて、全国に経済地域区分の 9 分行が設置された（のちに、上海分行は上海総部に昇格し、8 分行になった）。1984 年から 1998 年 9 月まで、行政地域毎（省、直轄市、自治区）に人民銀行の一級分行が設置され、その行政地域の二級分行と支店を管理していた。このような組織構成では、分行に対する地方政府の影響力は大きかった。一部の地方分行は本店が決定した金融政策や監督方針などを徹底的に執行しないことがあった。さらに、一部の地方分行は所在する地域の利益のために、本店の同意を必要とする権限を勝手に行使することもあった。例えば、1992 年はこのような事例が多発した。瀋陽市分行が 4 月に、大連市分行が 5 月に、安徽省分行が 4 月から 6 月まで、本店の同意なしで、所在する地方の信託投資会社の債券発行を許可した。

このような弊害を解消するために、1993 年から行政地域を跨る経済地域毎に分行を設置し、本店の権限を強化する構想が中央政府から出た。その後の経緯は李（2008）によると、大まかに以下の通りである。1994 年 4 月に、人民銀行はアメリカ連邦準備制度（Fed）に

³ 国内機構のデータは『中国人民銀行年報（2013 年）』による 2013 年末のものである。海外機構のデータは張（2012）、12 ページによる 2010 年のものである。

人員を派遣し、Fed の機能とシステムの運営を考察した。この考察は、1995 年の人民銀行法の制定に生かされた。人民銀行法の第十二条に人民銀行が職能履行の必要に応じて分支店を設置することが書かれている。これで、行政地域を跨って経済地域毎に分行を設置することが可能になった。

1998 年 10 月に、行政地域毎の分行が撤廃されて、全国に 9 の地域分行が設置された。1 の地域分行は概ね 3、4 の省（直轄市、自治区）の支店を管理するようになった。これは、Fed の 12 の連邦準備銀行のモデルを参考にした可能性があると思われる。この改革により、地方政府の影響を受けにくくなるため、人民銀行は縦の組織構造が出来上がり、貨幣政策の実施にあたって独立性を高めた。

2005 年にも比較的に大きな改革が行われ、人民銀行は上海総部を設置した。人民銀行の本店は北京にあるが、上海総部は本店の一部機能を担い、本店に属する一組織として上海に設置された。元の上海分行に機能や権限を追加したり、部署を増設したり、人材を配置したりして、上海総部に昇格させた。

上海総部は本店が出した公開市場操作の方針に従って、公開市場操作を行う。金融市場の運行状況を観測したり、地域分行の機能を担いしたりすることも主要な責務である。つまり、上海総部はアメリカ連邦準備制度のニューヨーク連銀のような存在である。また、上海総部の成立をきっかけに、上海市を国際金融センターに育てていく考えもある。

上海には全国統一の銀行間市場と外国為替市場、上海証券取引所、金取引市場、商品先物取引市場など多くの金融市場が置かれており、国内外の多くの金融機関が集まっているため、中国の金融センターである。特に、公開市場操作の場である銀行間市場と外貨売買の場である外国為替市場が上海にあるため、上海総部に公開市場操作の機能を移した方が理にかなっている。また、上海総部が各種金融市場に近いと、情報の収集はより効率的になり、金融市場の変化に素早く対応することも期待されている。

上海総部の設置により、人民銀行の体制や組織はさらに改善され、金融調節の能力がより高めたと考えられる。また、これは人民銀行にとって、公開市場操作という金融政策手段の重要性が増してきたことの表れでもある。

3 貨幣政策委員会

現代の中央銀行が金融政策を決定する際、決定主体は委員会か、総裁個人である⁴。近年、多くの中央銀行の決定主体は委員会になってきた。人民銀行も貨幣政策委員会という組織を設けている。

貨幣政策委員会は人民銀行行法と『中国人民銀行貨幣政策委員会条例』（以下、政策委員会条例）に基づいて、1997 年 7 月に設立された。貨幣政策委員会は金融政策の決定において大きな役割を果たしているが、現段階ではまだ政策の決定主体とは言えない。

貨幣政策委員会は人民銀行が貨幣政策を制定するにあたっての諮問議事機構であると定められている（政策委員会条例第二条）。その責務は、総合的にマクロ経済の情勢を分析したうえで、国家のマクロ経済コントロール目標に基づいて、貨幣政策（monetary policy、金融政策）⁵の諸事項を議論し、建議を提出することである（同第三条）。議論する貨幣政策の諸事項は以下の通りである。

- ① 貨幣政策の制定及び調整
- ② 一定期間内の貨幣政策のコントロール目標
- ③ 貨幣政策手段の運用
- ④ 貨幣政策に関わる重要措置
- ⑤ 貨幣政策とその他マクロ経済政策の協調性

貨幣政策委員は会合で貨幣政策について議論した上に、貨幣政策議案を提出し、多数決（2/3 以上の委員の賛同が必要）で議決されれば、「貨幣政策委員会建議書」が形成される。人民銀行は金利や為替レートなどの重要事項について下した決定を国務院に報告にする場合は、貨幣政策委員会建議書または議事紀要を付けることが求められている。国務院はその建議書を一つの参考材料として、人民銀行の重要決定を許可するかどうかを判断する。

人民銀行法（第十二条）には、貨幣政策委員会は国家のマクロコントロール、貨幣政策

⁴ 白川（2008）は、「中央銀行に独立性がなかった時代は、政府が実質的に金融政策を決定する以上、中央銀行の誰が金融政策を決定すべきかという問題を議論する実益が乏しかった」と述べている（111 ページ）。現在では、人民銀行が重要事項について下した決定は国務院の許可を得たうえで執行することになっている。注意されたいのは、重要事項についても人民銀行は自ら先に決定を下すことになっている。この決定は誰が決めたのかを議論することは十分意義があると思われる。

⁵ 貨幣政策は monetary policy の中国訳語である。日本語では金融政策と訳している。この節には、貨幣政策委員会に対応する形で「貨幣政策」という言葉を使う。

の制定と調整において、重要な役割を果たすべきであると定めている。このため、貨幣政策委員会が提出した建議書はかなり重視されるに違いないと思われる。

貨幣政策委員会の委員は基本的に以下の部門の人によって構成される（政策委員会条例第二章）。人民銀行長、人民銀行副行長 2 人、国家計画委員会副主任 1 人、国家経済委員会副主任 1 人、財政部副部長 1 人、国家外貨管理局長、証券監督管理委員会主席、国有商業銀行長（頭取）2 人、金融専門家 1 人である。委員の調整（委員の数も含めて）は国務院の決定による。人民銀行長、国家外貨管理局長と証監会主席は貨幣政策委員会の固定委員である。ほかの委員候補は、人民銀行が推薦し、国務院が任命する。

貨幣政策委員会は主席（議長）1 人と副主席 1 人を設けている。主席は人民銀行長が務め、副主席は主席の指名より選任される。任期について、国有商業銀行長と金融専門家だけが、2 年と規定されている。ほかの委員の任期についての規定はない。

1997 年以降、中国では金融改革が大きく進んできた。新しい部門が設立されたり、古い部門が再編されたりしてきた。このため、近年の委員の構成は政策委員会条例の規定と少しずれてきた。2014 年 8 月現在の構成をみると、金融専門家は 1 人から 3 人に増えた一方、国有商業銀行の頭取がいなくなったことが大きな変化である（図表 4-1）。また、1997 年以降、新設された保険監督管理委員会、中国銀行業協会と銀行業監督管理委員会のトップが加えられた。国家統計局長も加えられて、計 15 人の委員で構成されている。

図表 4-1 貨幣政策委員会の 15 名委員（2014 年）

| | | | |
|-----|----------------|-----|---------------|
| 周小川 | 人民銀行長（政策委員会主席） | 尚福林 | 銀行業監督管理委員会主席 |
| 肖捷 | 国務院副秘書長 | 肖鋼 | 証券監督管理委員会主席 |
| 朱之鑫 | 発展和改革委員会副主任 | 項俊波 | 保険監督管理委員会主席 |
| 王保安 | 財政部副部長 | 胡懷邦 | 中国銀行業協会長 |
| 胡曉煉 | 人民銀行副行長 | 錢穎一 | 清華大学管理学院長、教授 |
| 易綱 | 人民銀行副行長、外貨管理局長 | 陳雨露 | 中国人民大学長、教授 |
| 潘功勝 | 人民銀行副行長 | 宋国青 | 北京大学国家発展研究院教授 |
| 馬建堂 | 国家統計局長 | | |

出所：中国人民銀行ホームページ。

貨幣政策委員会の会合は定例制で、四半期毎に開催され、年に4回行われる⁶。近年、会合は概ね各四半期の末に開催され、次の四半期の金融政策の方向などを決めるようになっている（時には当四半期の初頭に開催され、当期の政策方向などを決定することがある）。会合の10日前に、会合の議題と参考資料が委員に届けられる。また、1999年から会合の前に、貨幣政策専門家諮問会が開催され、委員が社会各界から貨幣政策に対する意見を聞き取るようになっている。

会合終了後、会合結果の概要を「新聞稿」（声明文にあたる）の形で公表する⁷。近年の声明文では、経済情勢の分析、金融政策などの方向と委員の参加状況の三段落からなり、数百文字の長さになっている。2014年第2四半期会合の声明文の金融政策に関する部分をみよう。

国際、国内経済金融の最新動向と国際資本の流れの変化を緊密に注意し、安定と改革創新を堅持し、穏健な貨幣政策を継続的に実施し、多くの貨幣政策手段を柔軟に使い、流動性を適度に維持し、貸出と社会融資規模の合理的な増加を実現する。融資の構造と貸出の構造を改善する。金融体制改革の深化を継続し、金融の運行効率と实体经济にサービスを提供する能力を高める。金利市場化と人民元為替レート形成メカニズムの改革をさらに推進し、人民元為替レートを合理均衡の水準に基本的に安定させることを維持する⁸。（筆者訳）

声明文をみる限りでは、貨幣政策委員会は金融政策の方向だけを決めていて、金融調節方針などについては具体的な値が定めていないようである⁹。近年の人民銀行の実際の運営を含めて考えると、貨幣政策委員会は金融政策の方向だけを決めて、詳細な運営は人民銀行の行長に任せているように思われる（もちろん、重要事項は国务院の許可が必要である）。会合では次の会合まで‘穏健な’、‘やや引締めの’や‘やや緩和的な’貨幣政策を実

⁶ 今のところ、会合の日程は事前に公表されていない。また、臨時の会合は委員会主席が必要と認める場合または1/3以上の委員が必要と認める場合は開催することができる。

⁷ 今のところ、貨幣政策委員会建議書、議事要旨と議事録は公表されていない。

⁸ 中国人民銀行貨幣政策委員会の2014年第2季度例会の「新聞稿」から引用。
(<http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3141/20140707145530506185608/20140707145530506185608.html>)

⁹ ただし、建議書と議事要旨は公開されていないため、その中に具体的な値が入っているかどうかは確かめられない。

施するように決めるだけで、その間の詳細な金融調節（金利、預金準備率とコールレートなど）には触れていない。実際、金利や預金準備率の調整は多くの場合、貨幣政策委員会の会合が開催されないうちに行われている。

以上は人民銀行の貨幣政策委員会の概要である。貨幣政策委員会の歴史がまだ長くないため、今後、多くの点が改善されていくと思われる。すでに、一部の全国人民大会代表（国會議員にあたる）から貨幣政策委員会制度を改善する議論が出ている。その一人である殷興山は、貨幣政策委員会の位置づけ、委員の構成と任期、透明性など広範な修正を提案した（殷（2014））。

殷（2014）は、貨幣政策委員会は諮問議事機関と位置付けられているが、その定義が曖昧で修正すべきであると指摘した。貨幣政策委員会は、短期には準政策決定機構に、中長期には専門の貨幣政策決定機関にすべきであるとした。また、委員の構成において政府部門のトップが多く占めていることを指摘し、先進国の委員会の制度を参考に専門家を増やし、専門家の任期を延長すべきであると主張した。

第2節 中国金融政策の最終目標

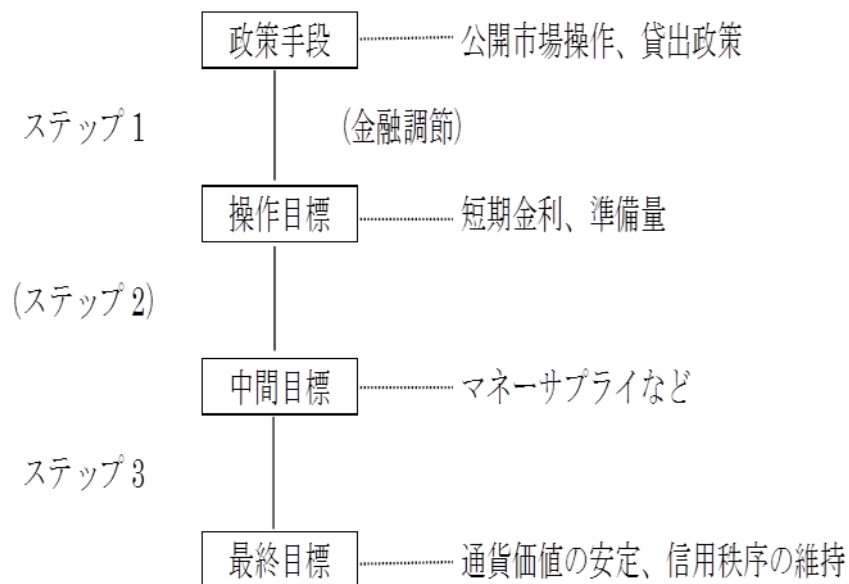
まず、金融政策運営の全体の流れを簡単に確認しておく。翁（1993）は金融政策の起点から最終目標までの流れを簡潔に図式的に整理し、図表4-2のように示している。

金融政策の最終目標は、通常、物価安定や経済成長等とされる。中央銀行は最終目標を達成するために、公開市場操作や貸出等の政策手段を使って金融調節を行い、短期金利等を目標水準に誘導する。その短期金利は操作目標または誘導目標と呼ばれている。

短期金利変動の効果は多くの波及経路を経て、最終目標に影響を与える。通常、その過程は時間がかかり、最終目標の達成にはラグが伴う。最終目標をより確実に達成するために、操作目標と最終目標の間に中間目標が置かれている場合がある。最終目標と比べれば、中間目標の方はより直接に、より早く金融調節の影響を受ける。

金融政策の運営は、大まかに言うと、中央銀行は手元の各種政策手段を使い、短期金利等の操作目標を変動させて、その効果が多くの経路を経て、中間目標、最終目標の順に波及していく流れである。これから、最初に中国金融政策の最終目標を確認する。そして、中間目標、操作目標、政策手段の順にみていく。

図表 4-2 金融政策の運営



出所：翁（1993）、16 ページ。

金融政策の最終目標（以下、目標と呼ぶ場合もある）は、時代や国によって変わる。現代では、多くの中央銀行は物価の安定を主要な目標としている¹⁰。中国金融政策の目標も時代の変化とともに、変遷してきた。以下、人民銀行法、金融当局者及び学者の解釈を参考に、現在の金融政策の最終目標を確認する。

1990 年代初頭までの金融政策の目標は、人民銀行貨幣政策司長の張曉慧（2014 年 6 月現在）は、張（2008）の中で概ね以下のように述べている。中国は 1980 年代中期まで長い期間に計画経済体制をとっていたため、金融政策の目標という説がなかったと理解されている。1986 年の『中華人民共和国銀行管理条例』で、金融機関の任務は“経済成長、貨幣安定、社会の経済効率を高める”と定めており、それが金融政策目標の粗い表現であると理解できる。その後、金融政策の目標は“貨幣安定、経済成長”という二重目標になった。1993 年 12 月、『国务院關於金融体制改革的決定』の中で、“貨幣の穩定を維持し、それを以て經濟成長を促進する”という金融政策の目標が打ち出された。

1995 年 3 月に、中国人民銀行法が議決され、同法の第三条に“貨幣政策の目標は貨幣

¹⁰ 金融システムの安定も中央銀行の重要な役割であるが、通常「金融政策」と呼ばれていない。白川（2008）は、それをバンキング政策（banking policy）と呼んでいる（22 ページ）。

価値の安定を維持し、それを以て経済成長を促進する”と定めている¹¹。張（2008）は、これが“価格安定”という金融政策の単一目標の法律根拠を提供したと述べた。また、中国が社会主義の初期段階にあることを考えると、金融のマクロコントロールは、経済の発展と雇用の増加を十分考慮するとともに、価格安定をしっかりと維持する必要があるとも述べた。

人民銀行法の第三条から、金融政策の目標は物価安定という単一目標であると解釈できるかどうかは共通の認識はない。人民銀行長の周小川は、多くの場所で中国の金融政策は多目標制をとっていると述べている。周（2006）は、当時の中国の発展段階から考えると、インフレターゲットが適切ではないとし、多目標制の必要性を強調した。以下のように述べられた。

中央銀行の最も重要な職能は貨幣を安定させ、低いインフレ率を維持することであるが、中国はまだ多目標制をとる必要がある。インフレを重視しながら、経済の成長、国際収支の均衡と雇用などの問題も考慮する必要がある。また、特に金融改革を推進すべきである。（筆者訳）

また、周（2013a）は、中国の金融政策には、まだ単一目標制が不適切で、多目標制を堅持すると強調した。今度は各目標がよりはっきり述べられて、その中で物価安定が最も重要であるとした。以下のように述べられている。

中国の貨幣政策は多重目標を持っている。一、低いインフレ率を維持する。二、経済の合理的な成長を推進する。三、比較的充分な雇用を維持する。四、国際収支の均衡を維持する。インフレの予防はいつも中央銀行最も重要な任務と使命であり、貨幣政策におけるウェイトが最も大きい。（筆者訳）

中国金融政策の目標についての周行長の見解は、周（2006）に比べると、周（2013a）の方は物価の安定を強調するようになった。4つの目標を取りながら、物価安定のウェイトがほかの3つより高いことをはっきりと述べた。

¹¹ 中国語の原文は、“貨幣政策目標是保持貨幣貨值的穩定、並以此促進經濟增長”である。また、人民銀行法は2003年に修正されたが、第三条は変更されなかった。

以上は人民銀行の当局者による金融政策目標の解釈である。当局者の多くは、人民銀行法第3条の“貨幣価値の安定”について、近年主に物価の安定であると解釈しているようにみえる。一方、学者は“対内には物価の安定、対外では為替レートが安定”であると解釈する向きがある。

中国人民大学長で貨幣政策委員会の委員である陳雨露（2014年現在）は、金融政策の最終目標について陳（2010）の中で大まかにこのように述べている。第一層の目標は貨幣価値の安定である。即ち、対内には物価の基本的安定、対外には人民元実効為替レートの基本安定を維持する。第二層の目標は経済成長と雇用増加の促進である。これは人民銀行法からの解釈であるが、中国貨幣政策の実践からみると、経済成長のウェイトが貨幣価値の安定より低いとは思えないと述べた。

経済学者で、人民銀行や銀監会の研究員を務めたことがある錢小安は、錢（2000）の中で“貨幣価値の安定”について大まかにこのように述べた。貨幣価値の安定は通常二つの側面が含まれている。一つの側面は、対内価値の安定からいえば、一般物価の相対的な安定である。もう一つの側面は、対外価値の安定からいえば、為替レートの安定である。

このように、中央銀行当局者と学者の間に、金融政策の目標の“貨幣価値の安定”についての解釈が少しずれるところがある。

近年、人民元為替レート制度の改革が進み、人民元は国際化に向けて歩み始めようとしている。このため、金融当局は具体的な為替レートについての発言などを避けるようになり、“貨幣価値の安定”についての解釈は、物価の安定に絞るようになったのではないかと思われる。

繰り返しになるが、中国金融政策の最終目標は、人民銀行法に貨幣価値の安定を維持し、それを以て経済の成長を促すと定めている。実際の解釈として、人民銀行の周行長は、物価の安定、経済成長の促進、十分な雇用と国際収支の均衡の四つが中国金融政策の最終目標であり、そのうち、物価安定のウェイトが最も高いと述べた¹²。

第3節 中国金融政策の中間目標

¹² この四つの目標について、人民銀行は具体的な目標値を公表していない。国務院は政府の目標として、「政府工作報告」の中で経済成長率、インフレ率、新增雇用者数及び失業率などを公表している。例えば、2014年の目標は経済成長率が7.5%くらい、インフレ率が3.5%くらい、都市部の新增雇用者数が1000万人以上、失業率が4.6%以内である。

1 中間目標——マネーサプライ

中央銀行の金融調節から最終目標への効果波及には時間がかかる場合が多くあるため、より早く効果波及し得る中間目標が置かれる場合がある。中間目標は大まかに、3つの性格が求められている。①中間目標は最終目標との関係が緊密で安定的である。②コントロールしやすい。③データの集計が容易で速報性がある。中間目標にはマネーサプライや中長期金利などの候補がある。

1996年から、人民銀行はマネーサプライを金融政策の中間目標として採用するようになった。その前後の経緯は、張（2008）が大まかにこのように述べている。1990年代前半まで、人民銀行は金融政策の運営を直接的な調節の方式をとっていたため、貸出の総量と現金の発行量を金融政策の中間目標としていた¹³。1994年から、人民銀行は商業銀行の貸出規模へのコントロールの範囲を縮小し、社会にマネーサプライの各種類の指標を公表するようになった。1996年から、マネーサプライを金融政策の中間目標として正式に採用し、M0、M1とM2の三種類の指標を公表し始めた。

以上は、人民銀行がマネーサプライを金融政策の中間目標として採用する経緯であった。議論を進める前に、中国においてのM0、M1とM2の定義を確認して置きたい。1994年10月に人民銀行が公表した『中国人民銀行貨幣供給量統計と公布暫定弁法』の中で、M0、M1とM2はそれぞれ以下のように定義されている¹⁴。

M0：流通中の現金

M1：M0＋企業の当座預金（普通預金）＋機関・団体・部（軍）隊の預金＋農村預金＋（個人が持つ）クレジットカード類の預金

M2：M1＋個人貯蓄預金（個人普通預金を含む）＋企業預金のうちの定期預金＋外貨預金＋信託類預金

それ以降、マネーサプライの定義について比較的大きな修正が3回あった。2001年7月に証券会社の顧客証拠金（margin account）をM2に計上し始めた。2002年3月に外資銀行、外国銀行の支店と合併銀行などの外資関連の金融機関の人民元預金を、預金の性

¹³ 人民銀行は商業銀行に対し貸出の総量などについて、直接的に指示を出して規制していた。また、計画経済のもとでは、現金供給量のコントロールが大変重視されていたため、改革開放から1990年代初頭までその考え方の影響が残されていた。

¹⁴ M3の定義はあるものの、金融革新が進んでいることを理由に、具体的な値を公表して来なかった。また、実際の統計は必ずしも定義の通りに行われていない。例えば、外貨預金は定義上M2に含まれるが、いままで実際公表されるM2に計上されていない。

質（普通か定期か等）によって、それぞれ M1 と M2 に計上し始めた。2011 年 10 月に非預金性金融機関（保険、証券等）が商業銀行に預ける預金と住宅公積金預金（中国語は住房公積金存款）を M2 に計上し始めた。

マネーサプライが中間指標であることは、共通の認識である。しかし、時期によってその中身については人民銀行関係者や学者らはそれぞれの見解を持っている。

夏ほか（2001）は、1996 年から M1 を中間目標として採用しながら、M2 と M0 も観測したと述べた（1996～2000 年）。

戴（2003）は、中間目標は M1、M2、貸出等の一連の指標を含むとした（1998～2002 年）。また、短期的には主に M1 をみるが、中期的には主に M2 をみると述べた。

盛ほか（2008）は、中間目標は 2 つあり、1 つは M2、もう 1 つは貸出規模であるとした（1998～2006 年）。M2 は金融市場の中間指標とみなされるが、貸出規模は実体経済の中間指標とみなされると述べた。

王（2012a）は、中間目標は最初が M0、M1、M2 と貸出増加額であったが、その後、M0 と M1 が外されて、今は M2 と貸出増加額になったと述べた（2000～2010 年）。また、実証分析の結果として、最終目標との相関関係からみると、貸出増加額は中間目標として一番相応しいと主張した。

このように、中間指標であるマネーサプライに対する解釈は様々あるが、先行研究及び人民銀行の『貨幣政策執行報告』などを踏まえて、以下のように時期を分けて解釈することが出来ると思われる。

1996～2001 年頃は、M0、M1、M2、貸出増加額という一連の指標を中間目標とした。マネーサプライが中間目標として導入される初期であったため、どの指標が一番相応しいかは、実際の結果等をみながら調整していたように思われる。

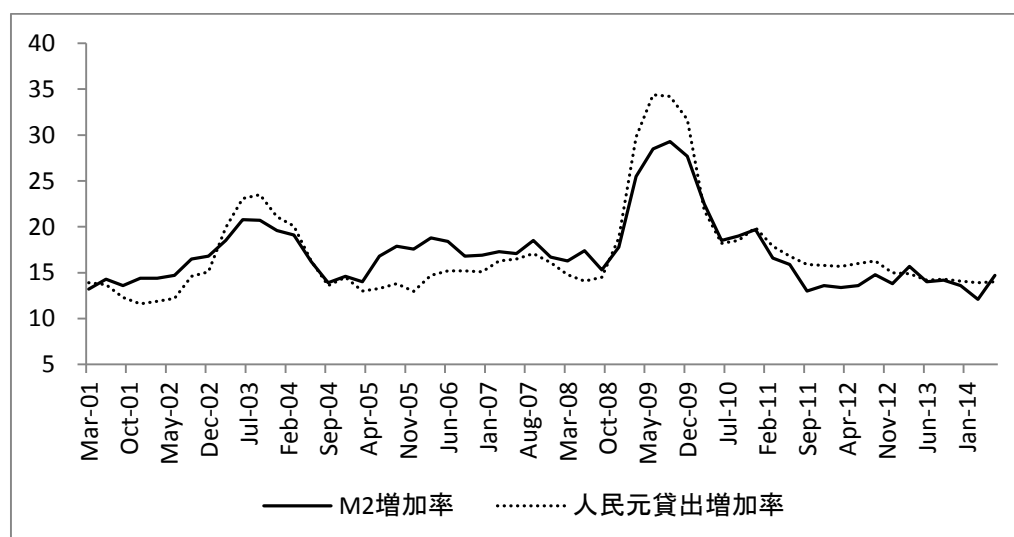
2002～2006 年頃は、M1、M2 を中間目標としながら、貸出増加額を監視していた。金融革新や支払手段の多様化等により、M0 は 2002 年から中間目標としての参考の意義が低下したため、中間目標から外された¹⁵。また、この間に、M2 の定義が数回修正されたことなどを考えると、この頃から M2 が M1 よりも重視されるようになったと思われる。

2007～2010 年頃は、M2 を中間目標としながら、貸出増加額を監視した。人民銀行は 2007 年から M1 の予想伸び率を公表しなくなった。つまり、M1 を中間目標から外されたことになる。

¹⁵ 詳細は中国人民銀行『貨幣政策執行報告』2002 年第 4 期、1 ページを参照。

2011 年から M2 を中間目標としながら、監視の対象を貸出増加額と「社会融資規模」へ拡大した¹⁶。社会融資規模とは、一定の期間に、実体経済が金融体系から獲得した資金の総額であり、フローの概念である。人民币貸出、外貨貸出、委託貸出、信託貸出、未割引銀行引受手形、非金融企業の債券と株式によって調達した資金、これらの合計は社会融資規模になる¹⁷。近年、企業の資金調達ルートが増えたため、銀行の貸出だけをみても限界がある。このため 2011 年に人民銀行によって社会融資規模という新しい指標が導入されたのである。

図表 4-3 M2 と貸出の増加率の推移 単位：％



出所：中国人民銀行『貨幣政策執行報告』各期により筆者作成。

M2 を中間目標としながらも、貸出増加額もかなり重視されてきたのは、中国が間接金融優位で、民間非金融部門の資金調達が主に銀行の融資に頼っていたためである。M2 の中身は主に各種の預金である。銀行貸出の多くは、銀行体系内の預金になる。このように、結局は銀行貸出の増減は M2 に大きな影響を与えることになる。2001～2014 年（6 月）、M2 と貸出の伸び率をみると、関連性が高いたことが確認できる（図表 4-3）。参考として、両者の相関係数は 0.915 である。このように、貸出をコントロール出来れば、M2 もほとんど同じ程度くらいコントロールすることが出来る。

¹⁶ 詳細は中国人民銀行など 5 つの部門が一緒に発表した『金融業發展和改革“十二五” 規画』（2012 年 9 月）を参照。

¹⁷ 委託貸出、信託貸出と未割引銀行引受手形は、銀行のバランスシートに計上されないため、近年、一部の学者によってシャドーバンキングと分類される場合がある。

2 中間目標と実際の実行結果

人民銀行が1996年に正式にマネーサプライを金融政策の中間目標として導入してから、これまでの実績をみてみよう。図表 4-4 の通り、多くの年において実際結果は中間目標から多少かけ離れているため、中間目標の達成度合いは必ずしも高いとは言えない¹⁸。

このため、マネーサプライが中間目標として適切であるかどうかについて、多くの議論がみられた。以下、一部学者の論点と人民銀行関係者の見解をまとめる形で紹介する。

夏ほか（2001）は、1980年代に、アメリカがマネーサプライを金融政策の中間目標とした時の経験を紹介し、マネーサプライを中間目標とすることの理論上の問題点を指摘したうえで、1994～2000年の中間目標と実際結果の大幅な乖離を指摘し、中間目標の放棄を主張した。政策提言として、インフレターゲット（最終目標）の導入を主張した。

中間目標が達成しにくいことの原因について、このように指摘した。①中国の為替制度によって人民銀行はマネタリーベースを受動的にしか供給できず、能動的にマネタリーベースをコントロールしにくい。②信用乗数が不安定でコントロールできない。③貨幣流通速度が低下している。

範（2004）は、中間目標の達成率が低いことを認めたうえで、実証分析で中間目標と最終目標の相関性が強いことを示した。M1、M2の定義の問題点を改めて、金利自由化を推進し、為替制度を改革して能動的にマネタリーベースをコントロールできるような環境を作り、マネーサプライを中間目標として堅持すべきであると主張した。

中間目標の達成率が低いことについて、このように指摘した。①M1、M2の定義に問題がある。経済市場化と金融自由化の進展とともに、定義を修正すべきである。②人民銀行の独立性が不足している。人民銀行はマネーサプライをコントロールしたくても、思う通りにコントロールさせてくれない可能性がある。③その他の政府目標（例えば、経済成長目標）に影響を受けた。

¹⁸ 2008年にM2増加率の目標が公表していなかった。その原因についての説明はないが、アメリカのサブプライムローン問題の世界金融市場への影響を見極めたい考えがあっただろうと思われる。

図表 4-4 金融政策の中間目標と実際の結果 単位：％、兆元

| 年 | 中間目標 | | | 実際の結果 | | |
|------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
| | M2 増加率 | M1 増加率 | 貸出増加額 | M2 増加率 | M1 増加率 | 貸出増加額 |
| 1996 | 25 | 18 | － | 25.3 | 18.9 | － |
| 1997 | 23 | 18 | － | 17.3 | 16.5 | － |
| 1998 | 16～18 | 17 | － | 15.3 | 11.9 | － |
| 1999 | 14～15 | 14 | － | 14.7 | 17.7 | － |
| 2000 | 14 | 14 | － | 12.3 | 16.0 | － |
| 2001 | 13～14 | 15～16 | 1.3 | 14.4 | 12.7 | 1.29 |
| 2002 | 13 | 13 | 1.3 | 16.8 | 16.8 | 1.84 |
| 2003 | 16 | 16 | 1.8 | 19.6 | 18.6 | 2.80 |
| 2004 | 17 | 17 | 2.6 | 14.6 | 13.6 | 2.26 |
| 2005 | 15 | 15 | 2.5 | 17.6 | 11.8 | 2.40 |
| 2006 | 16 | 14 | 2.5 | 16.9 | 17.5 | 3.18 |
| 2007 | 16 | － | 2.9 | 16.7 | 21.0 | 3.60 |
| 2008 | － | － | 3.6 | 17.8 | 9.1 | 4.90 |
| 2009 | 17 | － | 5.0 | 27.7 | 32.4 | 9.60 |
| 2010 | 17 | － | 7.5 | 19.7 | 21.2 | 7.95 |
| 2011 | 16 | － | － | 13.6 | 7.9 | 7.47 |
| 2012 | 14 | － | － | 13.8 | 6.5 | 8.20 |
| 2013 | 13 | － | － | 13.6 | 9.3 | 8.89 |

出所：2000 年までは夏ほか（2001）による。2001 年以降は、中国人民銀行『貨幣政策執行報告』各期、及び王（2012a）による。

2007 年、当時人民銀行長の助理（理事）である易綱はインタビューで、2006 年の実際の貸出増加額が中間目標を大幅に超えたことについて、概ねこのように説明した¹⁹。中間目標は期待を導く要素が含まれている。貸出増加額の予想値は、政府の GDP の予想成長

¹⁹ 「人民銀行行長助理易綱就『穩健的貨幣政策實施情況』接受中央政府網オンライン・インタビュー」 中国人民銀行ホームページ、2007 年 2 月 13 日。

(http://www.pbc.gov.cn/publish/bangongting/85/1804/18045/18045_.html)

率と整合的に設定されている。しかし、GDP の予想成長率を定めた政府の関係者は実際の成長率をもっと高くなることが分かっている。敢えて低い GDP 成長率の目標を設定したのは、地方（政府）の期待を引き下げるためである。もし、予想成長率を高めに設定すれば、実際の成長率をもっと高くなるはずである。実際の GDP 成長率が高くなったため、実際の貸出増加額も増えた。

王（2012a）は、2001～2010 年の中間目標と実際の結果を分析し、中間目標がその年の金融調節の方向と必ずしも一致していないという人民銀行の矛盾を指摘した。例えば、2004 年の金融調節の方向は‘穏健でやや引き締め’であるにもかかわらず、M2 と貸出純増額の中間目標が 2003 年より高く設定されていた。中間目標と実際の結果の乖離について、政府の GDP の予想成長率の影響を受けた可能性が高いと指摘した。

図表 4-5 政府の経済成長率の目標と実際の結果 単位：％

| 年 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 目標 | 7 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 7.5 | 7.5 |
| 実際の結果 | 10.1 | 11.3 | 12.7 | 14.2 | 9.6 | 9.2 | 10.3 | 9.2 | 7.8 | 7.7 |

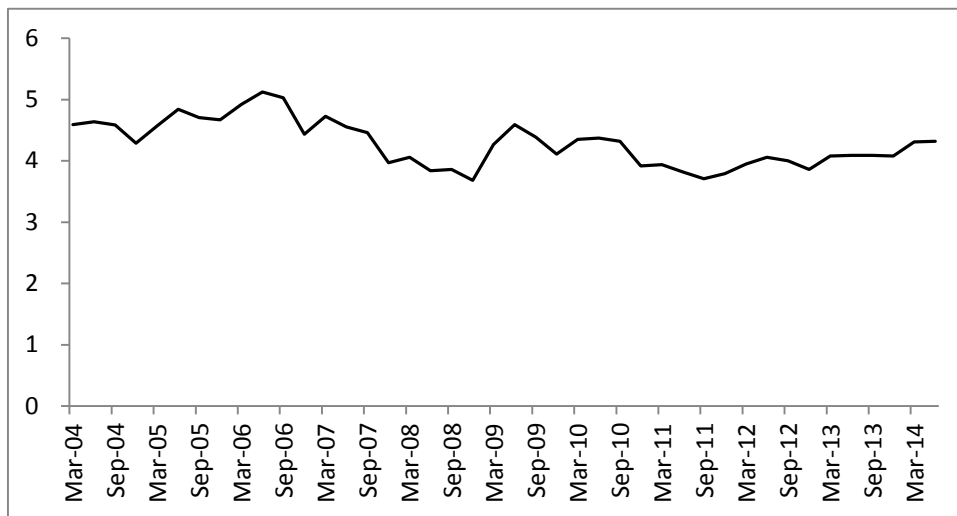
出所：目標は国務院『政府工作報告』各年版による。実際の結果は中国国家統計局による。

2004～2013 年の政府の経済成長目標と実際の結果は図表 4-5 の通りである。この期間、実際の経済成長率は、すべて目標を上回った。このように、金融政策の中間目標の達成率が高くないのは、それが政府の予想経済成長率に合わせてやや低めに設定されていることに求められると思われる。

また、多くの学者が、マネーサプライ定義に問題があることも達成率に悪影響をもたらしたと指摘した。マネーサプライの定義が問題視されたのは、主に 3 点ある。①個人の普通預金を M1 に計上していないこと。②証券会社の顧客証拠金を M2 に計上することの妥当性。③外貨預金は定義上 M2 に含まれているが、実際の統計では計上されていないこと。これらの点について学者らはそれぞれの見方があるが、いまでも共通の認識が得られていない。

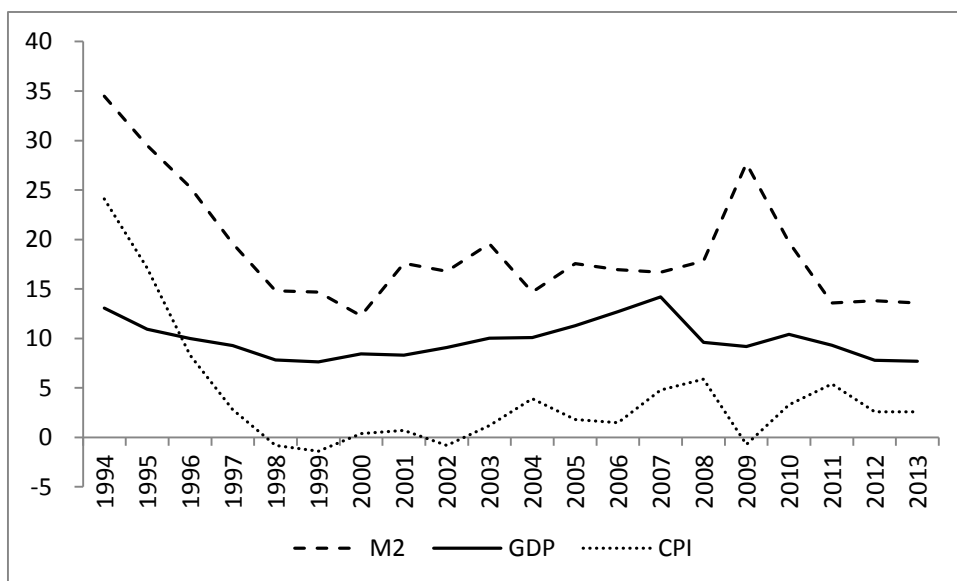
信用乗数はある程度変動しているのも事実である。ただし、近年、その変動幅が小さくなっているように見える（図表 4-6）。

図表 4-6 中国の信用乗数の推移



出所：中国人民銀行『貨幣政策執行報告』各期により筆者作成。

図表 4-7 GDP、CPI、M2 の伸び率の推移 単位：％



出所：中国国家統計局。

以上みてきたように、中間目標の達成率が高いとは言い難く、その存在の意義について賛否両論である。

金融政策にとって、重要なのは最終目標の達成である。中間目標の達成率が高くなくても、最終目標が達成されれば、それで良いではないかと思われる。ただし、その時は中間目標の達成状況などについて、説明責任を果たす必要があると思われる。

人民銀行の最終目標は、通貨価値の安定と経済成長の促進である。1990 年代後半から中国の経済成長率と物価上昇率（CPI）をみれば、経済の高成長と物価の安定を基本的に実現してきた（図表 4-7）。このため、人民銀行の最終目標は概ね達成されたといえるだろう（当然、これらがすべて金融政策によって達せられたというつもりはない）。

金融政策には一定の柔軟性が必要であるし、最も重要なのは最終目標の達成であるため、人民銀行に中間目標を撤廃することを求めるべきではないと筆者は考える。

第 4 節 中国金融政策の操作目標

金融政策の操作目標というのは、中央銀行が政策手段を動かすことにより、直接的に影響を与えようとする変数である（翁（1993））。操作目標は短期金融市場金利や準備預金の量などがある。

中国金融政策の操作目標は、準備預金の量とマネーマーケット金利の両方が含まれている。これは、金融政策を担当している人民銀行貨幣政策司の元司長である戴有根と現司長である張曉慧の論文からも確かめられる。

戴（2003）は、「貨幣政策の操作目標は、いまのところ、主に金融機関の超過準備率であるが、同時に、マネーマーケット金利の変動を注視する」と述べた。

張（2008）は、違う段階の中国金融政策の操作目標について、以下のように述べている。

貨幣政策が直接的なコントロールを行っていた段階（1997 年まで）では、貸出の総量は中央銀行貨幣政策の中間目標でありながら、実際上は日常の操作目標でもある。貨幣政策が間接的なコントロールを行う段階（1998 年から）では、日常操作の主要な指標は 2 つある。一つは、商業銀行の超過準備率である。もう一つは、マネーマーケットのコールレートまたはレポレートである。（筆者訳）

超過準備が存在しても、マネーマーケットの金利がゼロにならないのは、主に超過準備に金利が付されているためである。超過準備に付されている金利は、マネーマーケット金利の下限を設定する役割が期待されている。また、中国の独特な預金準備積立制度も一因であると思われる。中国では後述のように、積み期間平均ではなく一日ごとに所要準備額以上の準備預金を積み立てることが求められているため、銀行は急の支払いや決済などに

備えて、いつも一定の超過準備を持つようにしている。

1998 年以降、中国では金融自由化の進展やマネーマーケット規模の拡大など多くの変化が起こってきたため、金融政策の操作目標も変化が見られた。以下、期間を分けてみたい。

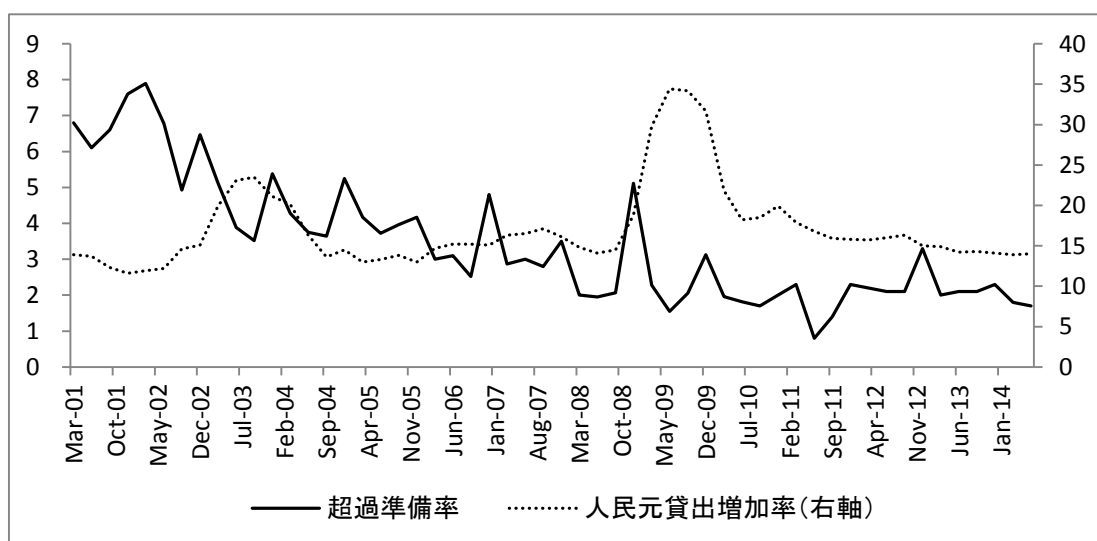
1 1998～2003 年の操作目標

1998～2003 年、中国金融政策の操作目標は超過準備率であったが、同時にマネーマーケット金利の変動を監視した。

当時の操作目標は金融自由化の進展と金融市場の発達程度によって、ある程度限定された。金融自由化の初期段階で、銀行の預金・貸出金利が厳しく規制されていたため、短期金利が中長期金利へ波及することはほとんどできなかった。また、マネーマーケットの規模がまだ小さかったため、もし波及し得るとしても、その力は無視できるほど弱いと考えられた。このような客観的な条件のもとで、マネーマーケット金利を操作目標にすることは非現実的であった。

人民銀行は、1997 年まで商業銀行の貸出規模を直接的にコントロールしていた。1998 年から金融政策の調節方式を直接調節から間接調節へ移行しようとした。そこで、マネタリーベースを調節することで銀行の貸出に影響を与え、ひいてはマネーサプライをコントロールするという間接調節の方式が導入された。つまり、緩和したい時は超過準備率を高め、引き締めたい時は超過準備率を下げ、ひいてはマネーサプライをコントロールするという間接調節の方式が導入された。つまり、緩和したい時は超過準備率を高めに誘導して金融機関の貸出を促そうとする（逆は逆）。

図表 4-8 超過準備率と貸出増加率の推移 単位：％



出所：中国人民銀行『貨幣政策執行報告』各期により筆者作成。

このように、当時、超過準備率を操作目標にすることは、金利規制や金融市場の規模などの客観的な条件からみれば現実的な選択であったと思われる。

しかし、結論から言えば、超過準備率のみを誘導することで、貸出の量をコントロールすることは難しかった。2001～2014年の超過準備率と銀行の貸出増加率の推移をみても、二者の連動性ははっきり確認できない（図表 4-8）。このため、超過準備率の操作を補完する形で、窓口指導が活用されて、重要な役割を果たしてきた。

戴有根は1998～2002年の公開市場操作の経験をもとに、戴（2003）の中で超過準備率を操作目標とすることについていくつか興味深い指摘をした。

①超過準備を操作目標とする量の調節と、マネーマーケット金利を操作目標とする金利調節は緊密に関連し、はっきり分けることができない。公開市場操作は市場参加者との自発的な取引を前提としているため、金利を調節しないと、超過準備率を目標通りにコントロールすることが難しい。②主要国の超過準備率がゼロ近くにあることを踏まえると、中国の超過準備率の水準は高すぎ、公開市場操作の有効性をある程度低下させた。有効性を維持するために、公開市場操作を大規模に行わなければならない。③量の調節は、金融引締時の有効性が金融緩和時より高い。例えば、商業銀行が景気の先行きについて慎重な見方を示し、貸出を積極的に増加させたくないとき、マネタリーベースを増やしても、マネーサプライを増加させる目標は達成しにくい。

2 2004年以降の操作目標

2004年以降の操作目標は、超過準備率とマネーマーケット金利へ転換された。

これは、金利自由化の進展とマネーマーケットの発達によって政策効果波及経路の金利チャンネルに変化が生じて、中国の金融政策において金利誘導型調節の重要性が上昇したためである。

2004年に、金融自由化に重要な進展があり、商業銀行が自主的に決める貸出金利は、貸出基準金利からかなりの幅をもって動けるようになった。また、マネーマーケットの規模も大きく拡大した。このため、2004年頃以降、短期金利から中長期金利への波及効果のウェイトが増した。

人民銀行はこの金利チャネルを通じて、公開市場操作でマネーマーケット金利を誘導し、その波及効果によって、(基準金利の変更を行わなくても) 中長期金利に小幅な影響を与えるようになってきた(所謂微調整、fine tuning)。

張曉慧は、2006～2010 年の人民銀行の金利調節の仕方について、以下のように述べた。

金利調節は以前のような単一な預金・貸出金利調整から、預金・貸出基準金利調整と市場金利誘導の二重構造になった。一方はマクロ経済と金融情勢を踏まえて、金融機関の預金・貸出基準金利を調整する。もう一方は公開市場操作、預金準備率、中央銀行貸出と再割引等の政策手段を通じて商業銀行の流動性を調節し、マネーマーケット金利を誘導して、間接的に預金・貸出の金利に影響を与える。²⁰ (筆者訳)

このように、中長期金利の大きな調整が必要とされるとき、預金・貸出基準金利を通じて調節される(国务院の許可が必要)。中長期金利を微調整しようとするときは、マネーマーケット金利を誘導して中長期金利へ波及するように調節される(この方は人民銀行が自主的決められると考えられる)。

また、周(2013a)はマネーマーケット金利から中長期金利への波及効果などについて、以下のように述べた。

全体からいえば、中国はもう初期段階の比較的敏感で有効な市場化金利体系と波及メカニズムを形成した。実証研究によれば、中国の市場化金利は物価水準と GDP ギャップに素早く反応する。中央銀行の調節はマネーマーケット金利に顕著な影響を与え、マネーマーケット金利と貸出加重平均金利のトレンドが比較的合致している。これらの経験と事実により、人民銀行はもう比較的強い市場金利の誘導と調節の能力を持つことが明らかにされた²¹。(筆者訳)

2004～2014 年、コールレートと貸出の平均金利の推移は図表 4-9 の通りである。両者の動きは確かにある程度合致している。このように、マネーマーケット金利から貸出金利

²⁰ 張(2011)から引用(中国人民銀行ホームページ)。

(http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobisi/897/2011/20110310101152218784868/20110310101152218784868_.html)

²¹ 周(2013a)から引用(<http://www.cnfinance.cn/magzi/2013-01/18-16375.html>)。

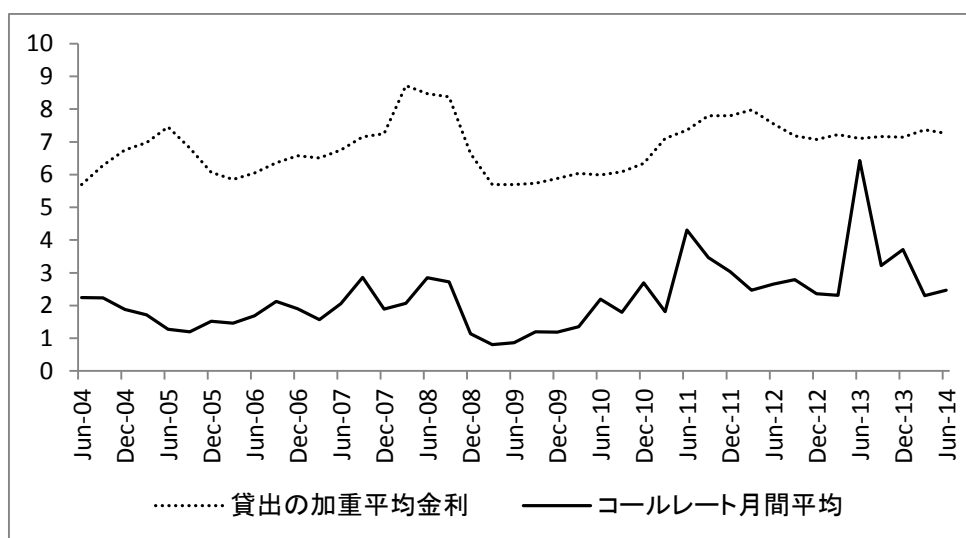
へある程度波及できることは確かである。短期金利を誘導する重要性も増えてきた。

中国では一部の金利規制が残されているし、低金利政策も維持されているため、金利誘導型調節だけでは限界がある。超過準備率を調節して貸出規模や M2 に影響を及ぼすことは、まだ金融調節の重要な手段である。

今のところ、人民銀行は量の調節と金利誘導型調節を一緒に行っているが、金利誘導型調節を主な調節方式とすることは、金融自由化開始時からの目標である。最近では、人民銀行は金融環境の分析において金利の方をより重視されるように呼びかけた²²。すでに、金利誘導型調節のウェイトがより高くなっているかもしれない。

人民銀行はいままで、操作目標の具体的な値を公表して来なかった。例えば、超過準備率、コールレートまたはレポレートの水準などの具体的な誘導目標値は公表されていない。もちろん、いまのところは公表しなくても、人民銀行の金融政策はある程度うまく行っているため、特に問題はない。ただし、これから、金融自由化がさらに進み、金融調節が主に金利誘導型に転換したら、短期金利を目標水準により正確に誘導するためにも、具体的な操作目標を公表して透明性を向上させる必要が出てくると思われる。

図表 4-9 貸出の加重平均金利とコールレートの推移 単位：％



注：貸出金利は 2008 年までは 1 年もの貸出の加重平均金利で、2009 年からはすべての貸出の加重平均金利である。コールレートは翌日物の月間加重平均レートである。

出所：中国人民銀行『貨幣政策執行報告』各期、及び中国人民銀行ホームページにより筆者作成。

²² 詳細は中国人民銀行『貨幣政策執行報告』2014 年第 3 期、1-3 頁を参照。

第5章 中国金融政策の主要手段

伝統的には、金融政策の3つの主要手段は、①公開市場操作、②預金準備率、③公定歩合とされてきた。しかし、現在、多くの先進国の中央銀行は公開市場操作だけを主要な金融政策手段として用いられている。

中国では、公開市場操作と預金準備率を主要な金融調節手段として用いている。金利規制はまだ残されているため、金利変更政策（主に預金・貸出基準金利）も主要な金融調節手段である。また、中国は量の調節を行い、金融機関の貸出規模に影響を与えようとしているため、窓口指導も重要な政策手段として活用されている。以上のような伝統的な金融政策手段を活用しながら、貸出ファシリティなど比較的新しい手段も漸次導入されてきている。

改革開放後、中国は多くの金融改革を行ってきた。そのため、中国の金融政策手段は大きな変遷を経験した。図表5-1は中国の金融政策手段の変遷を示している。以下、近年の主要政策手段をみる。

図表5-1 中国金融政策手段の変遷

| | 1979～1997 年 | 1998～2002 | 2003～2012 | 2013～ |
|------|---------------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|-------------------------------------|
| 主要手段 | 貸出・現金計画 中央銀行貸出 | 中央銀行貸出 金利政策 公開市場操作 窓口指導 | 公開市場操作 金利政策 預金準備率 窓口指導 | 公開市場操作 金利政策 預金準備率 貸出ファシリティ |
| 補助手段 | 金利政策 貸出政策 再割引 公開市場操作 特殊預金 | 指導性貸出計画 預金準備率 再割引 貸出政策 | 再割引 中央銀行貸出 貸出政策 | 窓口指導 再割引 中央銀行貸出 貸出政策 |

出所：2002 年までは陳（2010）、55 ページの表 3-4 を参考に作成。2003 以降は中国人民銀行のホームページと『貨幣政策執行報告』を参考に作成。

第1節 公開市場操作

公開市場操作は、現代の中央銀行の金融調節における最も重要な手段であるといえる。先進国では、中央銀行は公開市場操作（オペレーション）を通じて、金融機関が中央銀行に保有している当座預金の需給に影響を与えて、マネーマーケット金利などを誘導目標（操作目標）水準にコントロールする。

中国では、超過準備率やマネーマーケット金利など誘導目標の具体的な値を公表していないが、内部に何らかの形で具体的な値が設けられている。

例えば、戴（2003）は、公開市場操作のプロセスについて、「基本的なやり方は、貨幣政策操作部門は金融マクロコントロールの要求に基づいて、段階を分けて公開市場操作の方向、取引の方式及び目標値を提出し、人民銀行のリーダーに報告し許可をもらってから、具体的な日常操作を行う。非常時には毎回の取引はリーダーに報告する」、と述べている。

人民銀行は 1998 年から、公開市場操作を重要な政策手段として用いるようになってきた。公開市場操作は最初、週に一回、火曜日に行われていた。その後、重要性が増したため、2003 年 2 月から週に二回、火曜日と木曜日に行われるようになった。

取引対象債券——国債、政策金融債と中央銀行手形

公開市場操作の初期段階は、取引対象債券（オペ玉）不足の問題に直面した。1996 年 4 月に公開市場操作が始められたが、取引対象債券の不足のため、いったん中断された。当時、取引の対象を国債に限定したが、1996 年末の国債の残高は 4361 億元しかなかった。1996 年の公開市場操作の取引はわずか数回で、取引金額が 20 億元強であった。

1998 年 5 月に公開市場操作を再開した。今度は、取引対象債券を国債と政策金融債（政策銀行が発行した債券）に拡大することで、一応、債券不足の問題を解決した。1998 年末国債残高が 7765 億元、政策金融債の残高が 5121 億元で、対象債券は合わせると 1.29 兆元になった。

このあたりについて、戴（2003）は以下のように述べた。

当時、公開市場操作の対象債券は政府短期債券でなければならないという一部の見方があった。その見方によれば、財政部が短期債券を発行してから、公開市場操作が初めてできるようになる。しかし、我々はそれにとらわれず、1998 年 5 月から、政策銀行が発

行した 3000 億元余りの長期金融債券を取引の対象債券とした。それによって、人民銀行と取引先は、みな十分な取引対象債券を持つようになり、公開市場操作は初めて重要性を発揮するようになった¹。（筆者訳）

2002 年頃から、また取引対象債券不足の問題に直面した。2002 年頃から貿易黒字の拡大などにより、中国に流入した外貨が大幅に増え、人民銀行は貨幣価値の安定を維持するために持続的に人民元を売って、外貨を買い入れた。それによって供給した過剰な流動性を吸収するために、資金吸収のオペレーションを行わなければならない。資金吸収オペを行うために、中央銀行が手持ちの債券をいったん売り出すか、または売り切る必要があるが、人民銀行はまた手持ちの債券の不足に直面した。

そこで、2003 年 4 月から中央銀行手形を銀行間市場で発行して資金を吸収するようになった。これについて、人民銀行は、「中央銀行手形を発行する主要な目的は、外貨準備を購入するために供給した流動性を吸収するためである。この操作の結果は、人民銀行のバランスシートの資産側に外貨準備と負債側に中央銀行手形が同時に増加する」と述べた²。また、このあたりのことは、周（2013a）、張（2008）などからも確かめられる。

中央銀行手形

中央銀行手形は 3 ヶ月、6 ヶ月、1 年と 3 年の四種類の期限がある。最初は期限が 1 年以内の物しかなかった。しかし、期限が短いものでは、頻繁に繰り返し発行しなければならないため、2004 年 12 月に 3 年物が導入された。中央銀行手形は主に期限が短いものであるため、中国債券市場の短期債券不足の問題がある程度助けられた。

2003～2011 年、中央銀行手形は人民銀行が過剰な流動性を吸収する主要な手段の一つである。近年の発行高は図表 5-2 の通りである。

図表 5-2 中央銀行手形の年間発行量と年末残高 単位：10 億元

| 年 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-----|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 発行額 | 723 | 1,704 | 2,788 | 3,657 | 4,072 | 4,296 | 3,974 | 4,661 | 1,414 | 0 | 536 |
| 残高 | 303 | 1,108 | 2,030 | 2,974 | 3,447 | 4,578 | 4,206 | 4,050 | 2,334 | 1,388 | 776 |

¹ 戴（2003）、60 ページから引用。

² 中国人民銀行『貨幣政策執行報告』2003 年第 2 期、5 ページ。

出所：中国人民銀行ホームページと中国債券信息网より作成。

2012 年から、発行量が激減した。これは、2003～2011 年、人民銀行は断続的に準備率を引き上げてきて、それによって多くの流動性が吸収され、中央銀行手形を発行して資金を吸収する必要性が低くなったためと考えられる。準備率の引き上げは、預金の増加とともに、継続的に流動性を吸収する機能を持っている。

例えば、人民銀行は 2003 年 9 月に準備率を 1%ポイント引き上げた。9 月末の人民元預金残高は 20.3 兆元であるため、準備率引き上げにより、その時点で約 2000 億元の資金を吸収した。しかし、資金吸収の効果はその後も続く。2004 年末の預金残高は 24.1 兆元で、2003 年 9 月末から 3.8 兆元増加したため、2003 年の準備率の操作によって、新たに約 380 億元の資金を吸収することになった。このような効果は、準備率を引き下げない限り、その後も続く。

取引の対象先

中国の公開市場操作の取引対象先は、“一級交易商”（一級取引先）と呼ばれている。最初、一級取引先は商業銀行に限定されたが、2004 年から、証券会社、保険会社と農村信用聯社に拡大された。その後、一級取引先は年度毎に選定されるようになり、年によって保険会社が外されたり、基金管理会社などが加えられたりしてきた³。2004 年に、一級取引先の数が暫く 52 社に維持すると決められていた。のちに、その数が減ってきて、2014 年に 46 社となった。

2014 年の一級取引先は、商業銀行 42 行、証券会社 3 社、その他 1 社からなっている。商業銀行は地域間のバランスが考慮されて、都市商業銀行が多く入っている。詳細は、国有商業銀行 5 行、国家開発銀行、郵政貯蓄銀行、株式制商業銀行 7 行、都市商業銀行 22 行、農村商業銀行 3 行と外資銀行 3 行からなる。外資銀行は匯豐銀行（HSBC）、スタンダード・チャータード銀行とシティ銀行である。証券会社は中信証券、国泰君安証券と第一創業証券の 3 社である。その他は、中国国際金融会社の 1 社である。

³ 2004 年に選定の条件が大まかに公表された。公開市場操作の参加状況（積極的に取引に応じたかなど）、債券の発行市場と流通市場での活躍状況、貨幣政策の執行と効果波及に協力の程度（窓口指導に従っているかなど）が選定の条件になっている。

オペレーションの種類

オペレーションは大きく分けると、一時的な（短期）オペと永続的な（長期）オペがある。短期オペは、銀行券要因や財政要因などに基づく短期的な資金過不足に対応して実施される⁴。長期オペは、経済成長に伴い、銀行券などの需要が趨勢的な増加に対応して長期的に資金を供給する手段である⁵。

人民銀行が公開市場操作において行う債券取引の種類は、主にレポ取引、現物取引、中央銀行手形発行である。レポ取引はレポ（repo、中国語は正回購）とリバースレポ（reverse repo、中国語は逆回購）の2種類ある。レポは、人民銀行が取引先に買い戻し条件付きで債券を売却することであり、資金を吸収することになる。リバースレポは売り戻し条件付きで債券を買い入れることであり、資金を供給することになる。両方とも、期限付きの物であり、資金の吸収・供給は一時的であって、期限が来ると、吸収した資金は返される（逆は逆）。2013年、公開市場操作としてのレポの出来高は7650億元で、リバースレポは約2.2兆元であった。

現物取引は買い切りと売り切りの2種類がある。買い切りは資金の供給であり、供給した資金は取引先から戻ってこない。売り切りは資金の吸収であり、吸収した資金は取引先に返すことはない。中央銀行手形の発行は資金を吸収することになる。中央銀行手形も期限付きのものであり、期限が来ると、資金を供給することになる。

2002年以降、外貨の買入れによって供給した過剰な流動性を吸収するために、多くの年において資金吸収のオペがより多く行われてきた。この点は主要国とは違うところである。主要国は概ね資金供給のオペがより多く行われている。

このような違いが生じたのは、人民銀行が外為市場で外貨を買い入れることを、資金供給の主なルートとしているためである。近年では、人民銀行は外為市場で多くの資金（人民元）を供給し、経済成長に必要される資金（成長通貨）を超える分——過剰な流動性——を公開市場操作で回収する構図になっている。

このあたりのことについて、戴（2003）は大まかに以下のように述べた。

中国中央銀行の公開市場操作は二つの部分を含んでいる。一つは人民元債券市場（主に

⁴ 銀行券要因とは、銀行券の発行や還流によって、中央銀行の当座預金の残高が変動し、資金不足要因や資金余剰要因が生じる。財政要因は財政資金の支払や受入によって、中央銀行の当座預金の残高が変動し、資金不足要因や資金余剰要因が生じる。詳細は、日本銀行金融研究所（2011）、107ページを参照。

⁵ 短期オペと長期オペの詳細は、日本銀行金融研究所（2011）、115ページ、または白川（2008）153ページを参照。

レポ市場）で行われる公開市場操作である。もう一つは外為市場で行われる公開市場操作である。人民銀行は銀行間外為市場で外貨公開市場操作を行い、マネタリーベースを調節する。現行の為替制度において、近年、外為市場で外貨買い入れによって、大量の流動性を供給することになっている。このため、人民銀行は人民元公開市場操作を通じて、外為市場で供給した過剰な流動性を吸収し、超過準備とマネーマーケット金利の安定目標を達成させる必要があった。

短期流動性調節オペ

公開市場操作の重要度が増してくるにつれて、人民銀行は新しいオペを導入した。2013年1月に、人民銀行は「短期流動性調節オペ（Short-term Liquidity Operations, SLO）」という新たなオペを導入した。

短期流動性調節オペ（以下、SLO）は、通常の公開市場操作の補助として、銀行体系の流動性が一時的な変動を起こした際に、時機をみて使用するとされている。今までのように、週に2回公開市場操作を行うだけでは、場合によって短期金融市場金利が乱高下する恐れがあるために、機動的に行える調節手段として導入された。SLOはレポやリバースレポの形で行われる。期間が主に7日以内のもので、金利入札の方式で行われる。原則的に定期（火、木曜日）公開市場操作以外の日に使用する。操作の結果は1ヶ月後に公表されると定めている。

SLOの取引先は一級取引先から、システム上の重要性をもち、資産状況良好で政策伝導能力が強い一部の金融機関を選ぶことになっている。当初から、12行の商業銀行が選ばれた（図表5-3）。

図表 5-3 短期流動性調節オペの取引先（2014年）

| | | | |
|------|--------|------|----------|
| 工商銀行 | 中国銀行 | 中信銀行 | 民生銀行 |
| 建設銀行 | 国家開発銀行 | 招商銀行 | 興業銀行 |
| 農業銀行 | 交通銀行 | 光大銀行 | 上海浦東発展銀行 |

出所：中国人民銀行ホームページ。

2013年6月に短期金融市場金利が急騰したにもかかわらず、SLOによる流動性供給は行われなかった。人民銀行は公開市場操作が始められた時から、取引先の流動性をモニタ

一していた。2013 年 6 月の短期金融市場の異変を、人民銀行は最初から察知したに違いない。また、SLO のような緊急な流動性供給オペを導入済みで、資金を供給しようとするれば、いつでも供給できた。それにもかかわらず SLO を用いなかったのは、意図的に金利を急騰させて、商業銀行に警告のシグナルを発したと思われる⁶。

図表 5-4 短期流動性調節オペの操作状況（2013 年 12 月）

| 日付 | 操作方向 | 期限 | 取引量(億元) | 入札金利(%) | SHIBOR (%) |
|-----------|------|-----|---------|---------|---------------|
| 12 月 18 日 | 資金供給 | 2 日 | 1,000 | 4.20 | 3.59 |
| 12 月 19 日 | 資金供給 | 4 日 | 600 | 4.70 | 3.85 |
| 12 月 20 日 | 資金供給 | 4 日 | 1,500 | 4.70 | 3.93 |
| 12 月 23 日 | 資金供給 | 3 日 | 1,800 | 5.00 | 4.52 |
| 12 月 24 日 | 資金供給 | 1 日 | 300 | 4.20 | 4.15 |
| 12 月 24 日 | 資金供給 | 3 日 | 1,030 | 4.30 | 4.15 |
| 12 月 30 日 | 資金吸収 | 3 日 | 1,500 | 3.00 | 3.21 |
| 12 月 31 日 | 資金吸収 | 2 日 | 1,000 | 3.00 | 3.15 |

出所：中国人民銀行ホームページと SHIBOR ホームページより作成。

10 月から断続的に SLO が行われるようになった（10 月に 2 回、11 月に 1 回）。12 月に、短期金融市場の流動性がまた緊張し始めたところ、SLO が頻繁に行われた。本来、操作結果は 1 ヶ月後に公表されることになっているが、12 月の最初の数回については、人民銀行はその日のうちか、次の日に、ソーシャル・ネットワーキング・サービス（SNS）の“微博”（ウェイボー、機能は Twitter に似ている）を通じて、操作を行ったことを発表した（図表 5-4）。

具体的には、マネーマーケット金利の上昇を受けて 12 月 18 日に、SLO は行われたが、マネーマーケット金利が低下しなかったため、19 日に SLO で資金供給を行ったことを微博で公表し、継続的に資金供給する用意もあることを表明した。20 日に、3 日連続で SLO を通じて資金供給を行い、3000 億元を上回る資金を供給したことを微博で公表した。一方、

⁶ 2013 年前半、商業銀行は利益追求に集中し、理財商品などの短期金融商品を販売して、長期投資などを大掛に行ったため、流動性リスクの管理を疎かにする節があった。

詳細な結果は予定通りに、1ヶ月後、2014年1月30に人民銀行ホームページで公表された。

人民銀行が SNS で積極的に情報発信しているのは、政策の透明性を向上させ、金融市場との対話によって、市場の期待を誘導することで、金融調節の効果を高める狙いがあると思われる。

第2節 金利政策

中国の金利政策は一つの金利体系をなしており、それは 2 種類に分けることができる。1 つは中央銀行と金融機関の取引に適用される中央銀行基準金利、もう 1 つは金融機関と民間部門の取引に適用される預金・貸出基準金利（ベンチマーク）である。

中央銀行基準金利

中央銀行基準金利には、中央銀行貸出金利、再割引金利、所要準備に付く金利、超過準備に付く金利の 4 つが含まれる。

中央銀行貸出金利と再割引金利の近年の推移は図表 5-5 の通りである。再割引金利が貸出金利より低めに設定されている。

1994 年ころから、マネタリーベースの供給ルートは中央銀行貸出から外貨の買入に転換し始めた。また、それによって過剰な流動性が供給されたため、人民銀行は一部の中央銀行貸出を回収して、流動性を吸収するようになった（張（2008））。2002 年以降、外貨準備が急増したため、外貨の買入がマネタリーベース供給の唯一なルートとなったともいえる（むしろ、大幅に過剰供給したため、大掛の回収が必要になる）。このため、近年、中央銀行貸出の重要性は低くなった。それに伴い、中央銀行貸出金利の重要性も大きく低下した。

再割引金利は、人民銀行が商業銀行の貸出の方向を導こうとするときに活用されているが、その量は多くない。再割引金利が低めに設定され、支援や振興したい産業、企業、商品など関連の手形を優先的に再割引することで、商業銀行の貸出の方向を導こうとする。再割引金利は特定の産業や企業に対しては大きな意義を持っているが、経済全体からみると、その役割は必ずしも大きいとは言えない。

所要準備と超過準備に付く金利の推移は図表 5-6 の通りである。預金準備率が高いた

め、商業銀行の経営負担を軽減する狙いで、所要準備に金利を付けている⁷。近年、その金利が低めに調整されてきて、2014 年 11 月現在、1.62%である。

図表 5-5 中央銀行貸出金利と再割引金利の推移 単位：%

| 調整時期 | 中央銀行貸出金利 | | | | 再割引金利 |
|-------------|----------|------|------|------|-------|
| | 1 年 | 6 ヶ月 | 3 ヶ月 | 20 日 | |
| 1998 年 3 月 | 7.92 | 7.02 | 6.84 | 6.39 | 6.03 |
| 1998 年 7 月 | 5.67 | 5.58 | 5.49 | 5.22 | 4.32 |
| 1998 年 12 月 | 5.13 | 5.04 | 4.86 | 4.59 | 3.96 |
| 1999 年 6 月 | 3.78 | 3.69 | 3.51 | 3.24 | 2.16 |
| 2001 年 9 月 | 3.78 | 3.69 | 3.51 | 3.24 | 2.97 |
| 2002 年 2 月 | 3.24 | 3.15 | 2.97 | 2.70 | 2.97 |
| 2004 年 3 月 | 3.87 | 3.78 | 3.60 | 3.33 | 3.24 |
| 2008 年 1 月 | 4.68 | 4.59 | 4.41 | 4.14 | 4.32 |
| 2008 年 11 月 | 3.60 | 3.51 | 3.33 | 3.06 | 2.97 |
| 2008 年 12 月 | 3.33 | 3.24 | 3.06 | 2.79 | 1.80 |
| 2010 年 12 月 | 3.85 | 3.75 | 3.55 | 3.25 | 2.25 |

出所：中国人民銀行ホームページ。

図表 5-6 所要・超過準備に付く金利の推移 単位：%

| 調整時間 | Mar-98 | Jul-98 | Dec-98 | Jun-99 | Feb-02 | Dec-03 | Mar-05 | Nov-08 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 所要準備 | 5.22 | 3.51 | 3.24 | 2.07 | 1.89 | 1.89 | 1.89 | 1.62 |
| 超過準備 | 5.22 | 3.51 | 3.24 | 2.07 | 1.89 | 1.62 | 0.99 | 0.72 |

出所：中国人民銀行ホームページ。

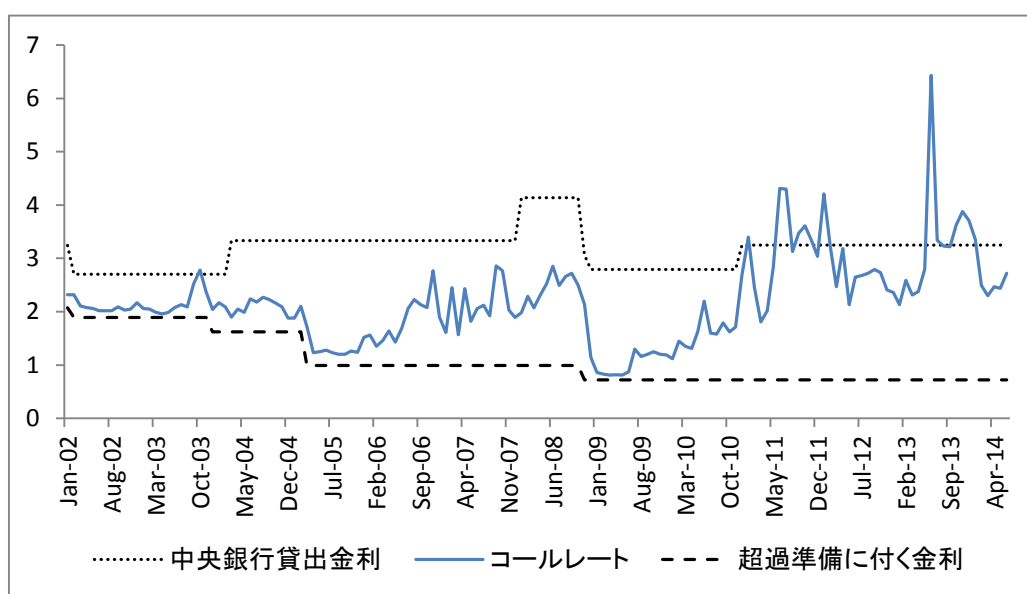
超過準備に付く金利は、最初は商業銀行の経営負担を軽減するために所要準備と同じ金利をつけていた。しかし、超過準備に高い金利を付けると、商業銀行に高めの超過準備率を維持するインセンティブを与えて、公開市場操作の有効性を低下させてしまった。また、

⁷ 多くの中央銀行は所要準備に金利を付けていないが、近年付利する中央銀行が増えてきた。例えば、アメリカの FRB。

2001 年 12 月の WTO 加盟により、金融業の対外開放と金融改革が加速し、人民銀行は超過準備に付ける金利を引き下げて、商業銀行の資金運用の効率を高めようとした。2003 年から、超過準備に付ける金利は、所要準備より低く引き下げられて、マネーマーケット金利の下限を設定する役割が主に期待されようになった。その後、さらに引き下げられて、2014 年 11 月現在、0.72%である。

また、マネーマーケット金利の下限を画する役割については、図表 5-7 の通り、中国では概ねきれいに果たしている。

図表 5-7 コールレートと中央銀行基準金利 単位：%



注：中央銀行貸出金利は 20 日物のレートであり、コールレートは翌日物の月間平均レートである。

出所：中国人民銀行ホームページより筆者作成。

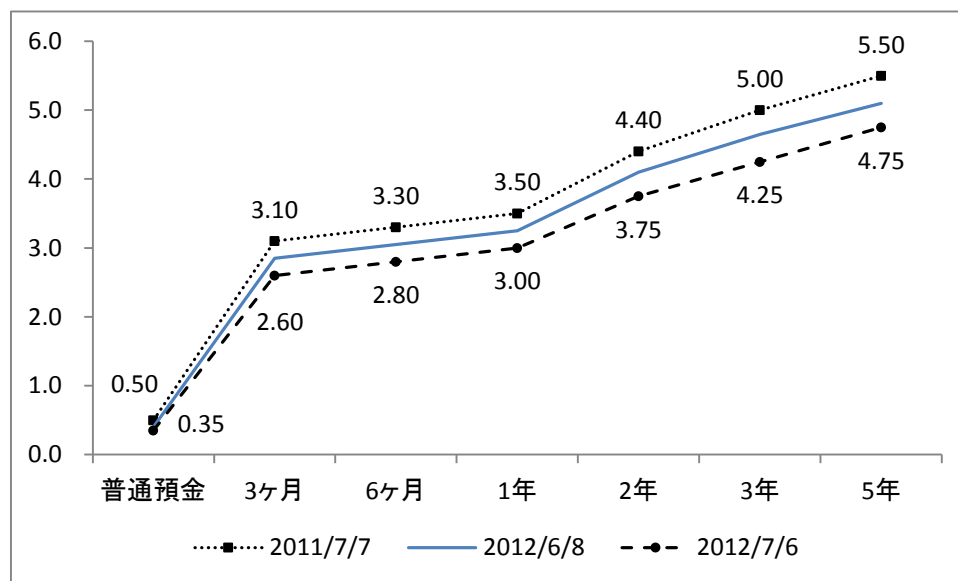
預金・貸出基準金利

預金・貸出基準金利は短期金利から長期金利まで含まれ、これらの金利を繋げると、1 つのイールドカーブになる。預金・貸出基準金利を調整するときは、イールドカーブ全体を動かすことになる。例えば、図表 5-8 は 2012 年 2 回の預金基準金利の調整であり、イールドカーブ全体が直接シフトしたことが分かる。

預金・貸出基準金利は、商業銀行が預金・貸出金利を決める上でのベンチマークであるため、人民銀行は基準金利の調節を通じて、ほぼ直接的に市中の中長期金利を決めること

になる。この点は、現在の先進国の金融調節との大きな違いである。先進国は概ね、マネーマーケット金利をある目標水準に誘導し、市場メカニズムによってその効果が中長期金利へ波及していく。つまり、主要国の中央銀行は基本的に短期金利だけを直接的に動かす。後は効果波及メカニズムに任せる。

図表 5-8 預金基準金利のイールドカーブ 単位：％



注：人民銀行は 2014 年 11 月 21 に預金基準金利を調整した際に、期間が長い預金から金利自由化を進める観点から、5 年物預金基準金利を公表しなくなった。

出所：中国人民銀行ホームページより筆者作成。

2013 年 7 月から、貸出基準金利は（個人住宅ローンを除く場合）理論上では法定金利の性格がほぼなくなったが、まだ重要なベンチマークである。また、預金基準金利は法定金利性格の多くの部分を残しているため、いまでも、人民銀行が基準金利を調節すれば、ほぼ直接的に市中金利全体が動くことは大きく変わっていない。

ただし、前述のように、金融政策が大きな調整を必要とされる時だけ、預金・貸出基準金利が変更される。微調整の時は、マネーマーケット金利を誘導することで調節される。つまり、金融自由化に伴い、規制金利である預金・貸出基準金利の重要性が少しずつ低下してきた。今後、その重要性はさらに低下していくと思われる。

第3節 預金準備率

準備預金制度

準備預金制度とは、法律の規定によって、金融機関が受け入れている預金の一定比率以上の金額を中央銀行に預け入れなければならないことである。その比率は預金準備率である。準備預金制度の最初の目的は、預金の支払と決済への保証であった。その後、金融政策手段の1つとなった。現在、先進諸国では預金準備率を政策手段として使わなくなったが、中国ではまだ使っている。

中国の現在の準備預金制度は1998年3月に改訂したものである。1998年2月までは金融機関は人民銀行に2つの口座を持っていた。1つは‘準備預金口座’で、所要準備の積み立てにのみ使われ、口座内の資金は決済に用いることができなかった。もう1つは‘支払準備口座’で、決済専用の口座であり、支払準備を積み立てていた。改訂により、2つの口座が‘準備預金口座’に統合されて、口座内の資金は決済に用いることができる。

人民銀行の準備預金の積立ての方式は、後積み方式である。過去の一定期間における準備預金対象負債をもとに所要準備額を算出したうえ、後日これを積み立てる方式である。ちなみに、日本銀行は部分的後積み方式をとっている。

準備預金は、旬ごとに、1ヶ月を3回に分けて所要準備額を計算し、積み立てる。所要準備額は、前旬末の一般預金残高に準備率を掛けて求められる。

準備預金を積み立てる期間は約10日である。金融機関は、人民銀行の準備預金口座において、毎旬の第5日から翌旬の第4日まで（積み期間）の各営業日の終了時点における残高が、前の旬で確定した所要準備額を上回ることを求められる。

中国の準備預金制度では、毎日、所要準備額以上の当座預金を積まなければならない⁸。この点は、先進国と異なっている。先進国は通常、積み期間の平均残高が所要準備を上回ればよいことになっている。また、中国では、もし所要準備が不足する場合、不足の分について、日率0.06%（年率に換算すると21.9%になる）の金利が科される⁹。

前述のように、人民銀行は所要準備と超過準備とともに利息金利を付けている。日米欧

⁸ この制度のもとでは、短期金融市場の金利が乱高下しやすくなる。将来、人民銀行は金利誘導型の金融調節を主な手段として使う場合、準備預金積み立ての方式が、平均残高方式に変更される可能性があると思われる。

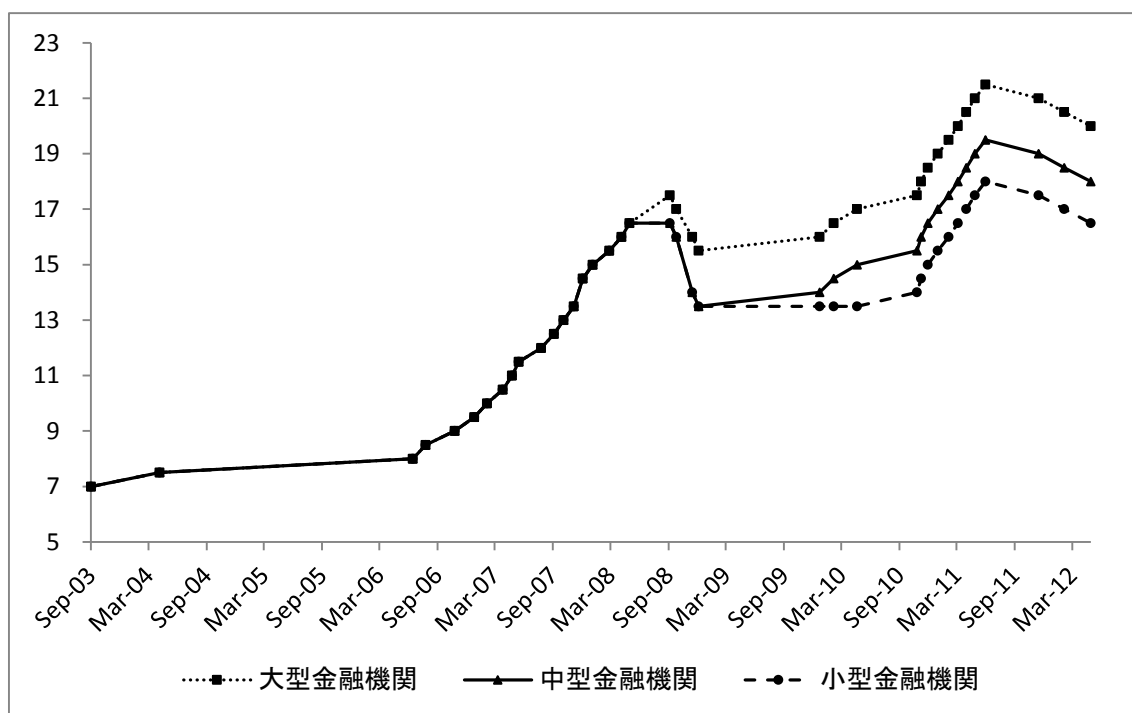
⁹ しかし、実際、預金準備を不足した金融機関はほとんどなかった。もし、不足した場合、破綻に追い込まれる可能性が高い。ちなみに、日本の場合は不足したら、基準貸付利率に3.75%ポイントを加算して課す。

の中央銀行は、所要準備と超過準備に利息を付けるかという点、それは様々である。日本銀行は両方とも元々付けていなかったが、2008年11月に時限措置として「補完当座預金制度」が導入されて、超過準備に利息を付すようになった。なお、補完当座預金制度の適用利率は0.1%である。FRBの場合は、2008年10月の金融安定化法により、所要準備と超過準備に利息を付すようになった。2008年12月24日現在、両方とも0.25%である。

ECBの場合は、所要準備に利息を付している¹⁰。その利率は、準備預金の積立期間内の主要リファイナンス・オペ金利（政策金利）の平均レートと一致する。ECBはその理由について、以下のように説明していた。

ユーロシステムは、最低準備預金制度がユーロ圏の銀行部門にとって負担とならないように、あるいは資源の効率的な配分の障害とならないように、心がけている。そのために、銀行が保有する所要準備には金利が支払われる¹¹。

図表 5-9 近年の預金準備率の推移 単位：%



出所：中国人民銀行ホームページ。

¹⁰ 2014年6月に、ECBはマイナス金利を導入し、超過準備及び預金ファシリティの適用金利を-0.1%にした。つまり、超過準備にマイナス金利を付した。

¹¹ 欧州中央銀行編（2002）、91ページから引用。

2003 年から、人民銀行は預金準備率を過剰流動性吸収の手段として使うようになり、2006 年から頻繁に使うようになった（図表 5-9）。それから何度も引き上げられて、2011 年 6 月に大型金融機関の準備率は 21.5%の高水準に達した。以後、3 回引き下げられて、2014 年 8 月現在、大型金融機関が 20%、中型が 18%、小型が 16.5%である。しかし、実際、差別準備預金制度（後述）が実施されているため、各銀行に適用される準備率は、自己資本比率や貸出伸び率などの指標と連動して、上記の所属している種類の準備率から増減されるようになっている。ちなみに、外貨預金の準備率は 2014 年 8 月現在 5%である。

差別準備預金制度

2004 年 4 月に、人民銀行は差別準備預金制度を導入した。差別準備預金制度とは、金融機関に適用される準備率を、その自己資本比率、不良債権比率、コーポレート・ガバナンス状況などと連動させる制度である。ただし、その時には、金融改革が行われている国有商業銀行や農村信用社などには適用されなかった。実際の運用では、自己資本比率が一定の水準（4%）を下回る一部の商業銀行の準備率が 0.5%ポイント引き上げられることになった。

2008 年 9 月から、中小金融機関には大型金融機関よりも低い準備率が適用されるようになった。大型金融機関は四大有商業銀行、交通銀行と郵政貯蓄銀行の 6 行であった。

2010 年 1 月から、農村信用社や村鎮銀行等の小型金融機関にはさらに低い準備率が適用された。このように、2010 年から大型、中型、小型の種類別に、高め、普通、低めの準備率が適用されてきた。規模が小さい金融機関により低い準備率が適用されたのは、主に中小企業や農業などの融資難問題などを改善する狙いによるものである。

また、国有商業銀行の農業銀行は、2010 年から一部地域の支店には低い準備率が適用されるようになった。農業銀行は 2009 年に一部の農村地域の県レベル支店を、農業、農村と農民向けの「三農金融事業部」として成立された。三農金融事業部を支援するために、2010 年から、事業部に適用される準備率が農業銀行本社の水準から、2%ポイント引き下げられた。

2010 年にはすべての商業銀行の自己資本比率が最低ラインの 8%に達し、不良債権の処理も完了し、不良債権比率が低水準になった。このため、2004 年に導入した差別準備預金制度は役割を基本的に終えたと考えられる。

2011 年 1 月に人民銀行はマクロ・プルーデンス政策の一環として、「差別準備預金動学調整メカニズム」を導入した。このメカニズムのもとでは、各銀行の準備率は景気動向、銀行業の貸出伸び率、その銀行の自己資本比率及び金融システム上の重要性などを考慮したうえで、通常の準備率から増減されて決められる（バーゼルⅢ自己資本比率規制の一部の考え方が取り入れられている）。理論上各銀行にそれぞれ異なる準備率が適用されることも可能である。

2013 年末に、通常の場合（差別準備預金制度の影響を考慮しない場合）では、国有商業銀行は 20% の準備率が適用されていた。株式制商業銀行と都市商業銀行は 18% であった。農村商業銀行の大手は 18% で、中小は所在する地域（市と県）によって準備率が違うことになっているが、概ね 15%~16.5% であった。農村信用社は 16.5% で、村鎮銀行は 13%~14% であった。

2014 年 4 月から、県地域の農村商業銀行（中小）と農村合作銀行の準備率が、それぞれ、2% および 0.5% ポイント引き下げられた。

6 月から、商業銀行は中小企業や‘三農’向けの貸出が一定の比率に達した場合、準備率が一定の幅を引き下げられる（4 月に調整済みの金融機関を除く）¹²。これによって、多くの都市・農村商業銀行の準備率が引き下げられることになった。株式制商業銀行の興業銀行、招商銀行と民生銀行の準備率も 0.5% ポイント引き下げられた。また、投資と消費を拡大するため、企業グループの財務会社、金融リース会社と自動車ファインナス会社の預金準備率も 0.5% 引き下げられた¹³。4 月と 6 月の調整は、局部的または相対的な調整であった（中国語は定向降准）。

近年、人民銀行は差別準備預金制度を導入して、金融機関にインセンティブを与え、貸出の方向を導くとともに、経営の健全性を向上させようしてきた。また、銀行業全体の調整が適切でないと判断されるときは、局部的または相対的な調整が行われてきた。

ただし、局部的または相対的な調整については、人民銀行はいくつかの問題点を指摘し、長期的に行うことに積極的ではないようである¹⁴。

¹² 一定の比率とは、前年度に中小企業または三農向けの新規貸出が全新規貸出の 5 割以上を占め、かつ、前年末に中小企業または三農向けの貸出残高が全貸出残高の 3 割以上を占めることである。

¹³ 尹（2014）は、引き下げ後財務会社の準備率は 14.5%、金融リース会社は 14% になった。自動車金融会社の準備率の詳細は明らかにされていない（49-50 ページ）。

¹⁴ 人民銀行は、商業銀行は準備率を引き下げてもらうために、データを操作する可能性が出てくるかもしれないことを指摘した（『貨幣政策執行報告』2014 年第 2 期 12 ページ）。

預金準備率が活用される背景

2003 年以降の預金準備率の引き上げは、主に外貨買入によって供給した過剰な流動性を吸収するためである。

前述のように中央銀行手形の発行も流動性を吸収するためである。中央銀行手形の多くは期間が 1 年以内の物で、それを発行して、大幅に増え続ける長期の流動性を吸収しようとする、大量に、頻繁に発行しなければならない。それは、事務的手続きが煩瑣になり、非効率的である。さらに、中央銀行手形が思い通りに発行できるとは限らない。発行金利次第によって、札割れが生じる可能性がある。

このような状況を改善するために、人民銀行は中央銀行手形の発行と準備率の引き上げを併用することで、問題を解決しようとした。人民銀行は中央銀行手形の発行より、準備率を引き上げる方が、流動性を深く凍結する効果があると指摘した。

人民銀行のバランスシートからも、以上のことが確認できる。資産側の主要項目である海外資産（主に外貨）の残高と、負債側の主要項目である発行銀行券、当座預金と中央銀行手形の合計額とが近いことがわかる（図表 5-10）。

2013 年末、資産側の海外資産合計（27 兆 2234 億元）は、負債側の当座預金と発行銀行券の合計（27 兆 1022 億元）にほぼ等しくなっていた（図表 5-10 の B）。

2012 年以降、中央銀行手形の発行が急減した訳もここにある。前述のように、準備率の引き上げは持続的な流動性吸収効果を持っている。近年の準備率操作の累積効果によって、2012 年以降、当座預金だけで概ね過剰な流動性を吸収できるようになってきた。この点について、伍ほか（2011）は、近年預金準備率の操作によって吸収した流動性のウェイトが上昇してきて、最も重要な流動性吸収手段になっていたと指摘した。

2000～2012 年の間に、外貨買い入れによる過剰な流動性を吸収する手段について、人民銀行の周行長は以下のように述べた。

この時期中国金融政策の主要任務と挑戦は、銀行体系の過剰な流動性、銀行貸出の伸びが速すぎる、およびそれに続くインフレ圧力である。人民銀行の対応策は、大規模な流動性吸収を行うことである。公開市場操作と預金準備率など政策手段の活用が、流動性

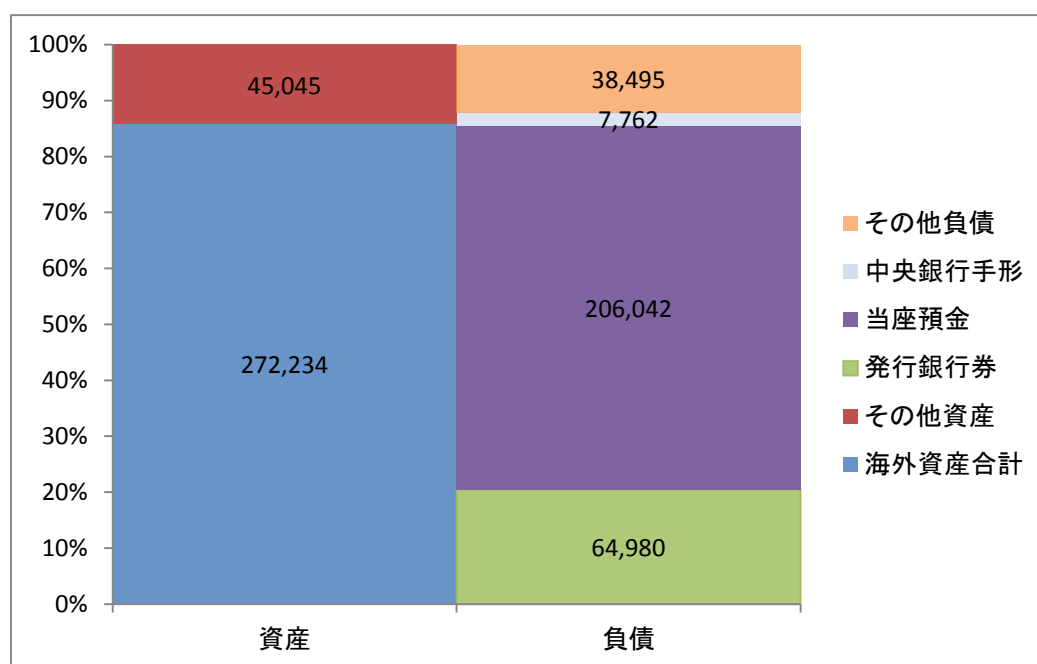
吸収の成功を保証した¹⁵。(筆者訳)

図表 5-10 中国人民銀行のバランスシートの主要項目 単位：億元

A 2003、2008 年末

| 資産の主要項目 | | | 負債の主要項目 | | |
|---------|--------|---------|---------|--------|---------|
| 年 | 2003 | 2008 | 年 | 2003 | 2008 |
| 外貨 | 29,842 | 149,624 | 発行銀行券 | 21,240 | 37,116 |
| その他海外資産 | 962 | 12,582 | 当座預金 | 22,274 | 91,895 |
| 金地金 | 337 | 337 | 中央銀行手形 | 482 | 45,780 |
| 海外資産合計 | 31,142 | 162,543 | 三者合計 | 43,996 | 174,791 |

B 2013 年末



出所：中国人民銀行ホームページより作成。

準備率を引き上げて、過剰な流動性を吸収することは、特に目新しいものではない。歴史上、多くの国がこの手段を用いた。例えば、オランダのオランダ銀行（中央銀行）は 1954～1961 年の多くの時期において、貿易収支や外貨準備の増減によって生じた流動性の大き

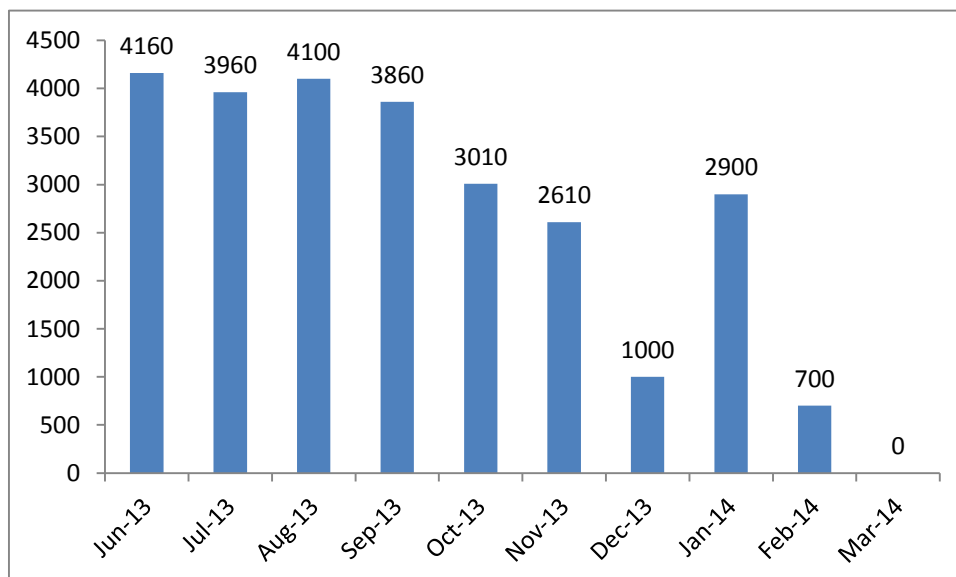
¹⁵ 前掲、周（2013a）から引用（中国金融ホームページ）。

な変動をならすために、準備率の操作を頻繁に行っていた¹⁶。

第4節 貸出ファシリティ

人民銀行は2013年1月に、「常設貸出ファシリティ (Standing Lending Facility, SLF)」という相対型の金融調節手段を導入した。2月にSLFが初めて用いられ、6月から断続的に実施された。特に、短期金融市場の金利が高騰した6月に、SLFによって大量の流動性が供給された。11月から、人民銀行はSLFを重要な金融政策手段の一つであると位置付けた。

図表 5-11 常設貸出ファシリティの残高の推移 単位：億元



出所：中国人民銀行ホームページより作成。

SLFには2つの特徴がある。第一に、個別銀行が自ら中央銀行に申し入れて資金を調達する。個別銀行が自身の流動性需要の判断で借入の申し込みを決め、中央銀行は受動的に応じる制度である。第二に、中央銀行との相対的な取引である。

SLFは、人民銀行の本店と取引先（大手金融機関）の間で行われる場合、主に大手金融機関の期限が少し長めな大口の資金需要を満たすことになる。取引先は政策銀行、国有・株式制商業銀行である。期間は主に1～3ヶ月で、最長は3ヶ月である。担保を取る形で

¹⁶ EEC 通貨委員会（1964）、273－280 ページを参照。

貸出が行われる。担保は格付けランクが高い債券及び良質の貸出資産などと規定されている。貸出金利は、その時の金利誘導の必要性などを総合的に考慮して、人民銀行が決める。

2014年1月から、人民銀行の一部の支店もSLFを行い始めた。SLFは、人民銀行の支店と取引先（中小金融機関）の間で行われる場合、主に中小金融機関に短期流動性を供給することになる。取引先は都市商業銀行、農村商業銀行、農村合作銀行、農村信用社の四種類の金融機関である。期間は翌日、7日、14日の三種類がある。担保を取る形で貸出が行われる。担保は国債、中央銀行手形、政策金融債、格付の高い社債などの債券である。

日本の場合、SLFにあたる制度を「補完貸付制度」と呼んでいる¹⁷。主に、短期の流動性を供給する。貸付期間は一営業日である。貸付金利はコールレートの誘導目標よりも高い水準に設定されている。金融機関はその貸付金利以下のレートで短期金融市場から資金調達できない場合、補完貸付制度を利用する方が有利になるため、通常、補完貸付制度はオーバーナイト金利の過度な上昇を抑える効果がある。

第5節 その他の手段——窓口指導、国庫現金管理など

窓口指導

人民銀行は1997年まで、商業銀行に対して、貸出規模を厳格に管理し、直接的に金融調節を行っていた。人民銀行は年初に年度の貸出増加額を指令性の貸出計画として出していた。その貸出枠は行政指令にあたる¹⁸。

1998年から、金融調節は直接的な調節から、市場メカニズムを介する間接的な調節へ移行しようとした。このため、指令性の貸出計画は出さなくなり、それに代わり、各商業銀行が自らの年度貸出計画を提出し、人民銀行はそれに応じて、指導性の貸出計画を参考目標として出す（戴（2000））。人民銀行は、年度中に実際の貸出増加額の推移を見守り、参考目標から外れそうな場合のみ、商業銀行に注意を呼びかける。戴（2000）は、1999年、各商業銀行が実現した貸出増加額は、完全に人民銀行の干渉を受けていなかったと述べた。

人民銀行は金融調節の方式を直接から間接に移行しようとしたが、急激な転換はリスク

¹⁷ 補完貸付制度について、詳細は日本銀行金融研究所（2011）、121－122ページを参照。

¹⁸ 商業銀行は基本的に貸出枠を守られていたが、完全にそれに従うとは限らない。時には、商業銀行は年初または四半期の初めに一気に多くの貸出を行った。その後、もし貸出枠が変更されなかったら、多くの企業が正常の融資に支障が生じる可能性がある。このような既成事実のもと、人民銀行は、追加的に貸出枠を引き上げる場合がある。

が高いため、何らかの形で銀行の貸出行動に介入する余地を残そうとした。そこで、1998年に窓口指導を導入した。人民銀行は窓口指導を通じて、商業銀行に働きかけて、貸出の増加額や方向などにある程度間接的に影響を与えようとしてきた。

中国の窓口指導の大まかな内容について、福本ほか（2010）は人民銀行の公開資料などを参考に、概ね図表 5-12 の通りにまとめた。以下、具体例を挙げて、より少し詳しくみる。

図表 5-12 中国人民銀行の窓口指導の概要

| | |
|----------------------|---|
| 貸出増加額の参考目標決定 | 人民銀行が、年初に金融機関計の貸出増加額の参考目標を決める。 |
| 金融機関との対話 | 毎月、「経済金融情勢分析会」または「窓口指導会議」と称する会議を開き、各商業銀行の融資担当者に対して、金融政策の意図を説明。その他、小規模の座談会を開催したり、書面で指導性意見を発出したりする。 |
| 窓口指導の対象金融機関 | 4 大国有商業銀行に止まらず、他の株式制商業銀行や地方の中小金融機関も含まれる。また、中国人民銀行総行だけでなく、地方の分行・支行も所在する金融機関を対象に窓口指導を行う。 |
| 窓口指導の内容 | 貸出の増加ペースだけでなく、貸出の中味（業種や企業規模別の貸出動向）に対する指導も行う。 |
| 銀行が窓口指導に従わない場合のペナルティ | 人民銀行の意向と異なる貸出姿勢を続ける金融機関に対しては、公開市場操作で懲罰的オペ対象となる。 |

出所：福本ほか（2010）、2 ページ、図表 1 から抜粋。

通常、経済金融情勢分析会において、人民銀行は景気の状態を分析し、そのリスクなどを金融機関に認識してもらう。また、貸出の増加ペースなどについて注意を与える場合がある。一方、窓口指導会議において、人民銀行は商業銀行により正確にマクロコントロール政策の意図を理解させたり、積極的にその政策に従うよう促したり、貸出のペースを合理的・均衡的に保つように要求したりする。

人民銀行本店の窓口指導は、国有および株式制商業銀行などの規模が大きな金融機関を対象としている。支店の窓口指導は所管する地域の各種商業銀行の支店、地元の都市・農

村商業銀行、農村信用社などの中小金融機関を対象としている。

窓口指導の内容は、貸出の増加ペースだけでなく、貸出の方向などに対しても指導が行われる。例えば、2014年5月に人民銀行（本店）は、国有商業銀行など大手15行を招いて、「住宅金融サービス」を専門テーマとする座談会を開いた。銀行に対し、家計の住宅購入が実需（例えば、一軒目の住宅を購入）に基づき、普通住宅（高級住宅を除く）である場合は、優先的に、速やかに合理的な金利で貸出を行うように要求した¹⁹。

商業銀行が窓口指導に従わない場合は、ペナルティが課されることがある。例えば、2007年、人民銀行は3月の窓口指導で、銀行に合理的・均衡に貸出を行うことを要求し、5月の窓口指導で、信用供給を適切に行って景気の過熱を防止するように要求した²⁰。それにもかかわらず、一部の銀行は貸出を大幅に増やした。このため、人民銀行は、2007年に5回に分けて5550億元の3年物の中央銀行手形をその一部の銀行に相対で発行した。この手形は、通常の金利より少し低いうえに、転売やレポ取引などに用いることができないと定めているため、ペナルティである。

このあたりのことについて人民銀行は、貸出の伸びが速くて流動性が充足な一部の銀行に対して、相対で中央銀行手形を発行することにより、流動性を吸収すると同時に、警告の効果が期待されると説明されている²¹。

今まで、窓口指導はそれなりに大きな役割を果たしてきた。しかし、福本ほか（2010）が日本の経験を踏まえたうえで指摘したように、金融自由化が進めば、窓口指導の有効性は徐々に低下する可能性もあると思われる。

国庫現金管理

2006年から、人民銀行は国庫現金管理を公開市場操作で行うようになった。それまで、すべての国庫現金は人民銀行に預けていた。2003年まで金利を付けていなかったが、それ以降「単位（企業）普通預金」並みの金利を付けるようになった。

マネーマーケットの発展と国庫現金フローに対する予測水準が高まったことによって、公開市場で国庫現金管理を行う条件が備わるようになった。2006年に人民銀行は『中国国

¹⁹ 詳細は人民銀行ホームページを参照。

(<http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2014/20140513162549427768449/20140513162549427768449.html>)

²⁰ 中国人民銀行「2007年中国貨幣政策大事記」を参照。

²¹ 中国人民銀行『貨幣政策実行報告』2007年第4期、8ページを参照。

『国庫現金管理暫行弁法』を公表し、公開市場で国庫現金管理を行ってきた。国庫現金管理の方式は、商業銀行定期預金、国債買い入れ、国債のレポとリバースレポの4つがあると定めていた。初期段階は、商業銀行定期預金と国債買い入れの2つの方式で、公開入札を通じて行うと説明されていたが、今まで商業銀行定期預金の方式だけが行われてきた。

商業銀行定期預金方式とは、国庫現金を金利入札で商業銀行に預け入れ、商業銀行は国債を担保として差し入れ、財政部に金利を払うことである。定期預金の期間は一般的に1年以内で、3、6、9ヶ月の物が多い。国庫現金を商業銀行に預金すると、流動性を供給することになる。

2009年から、商業銀行定期預金方式の国庫現金管理は、年間平均10回くらいで、1回あたり300～500億元ぐらいの規模で行われてきた。2013年に10回の操作が行われ、その規模は3ヶ月物が2600億元、6ヶ月ものが1700億元、合計4300億元であった。年末の残高は1100億元であった（図表5-13）。

図表5-13 商業銀行定期預金方式の国庫現金管理の規模 単位：億元

| | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年間の規模 | 1,700 | 3,100 | 4,000 | 4,500 | 6,900 | 4,300 |
| 年末残高 | 800 | 1,200 | 1,600 | 2,900 | 3,000 | 1,100 |

出所：中国人民銀行『貨幣政策執行報告』各年第4期より作成。

第6章 中国金融政策の近年の運営

第1節 金融政策の効果波及経路

1 一般的と理解される金融政策の効果波及経路¹

中央銀行が短期金利（例えば、オーバーナイト金利）を変化させ、これを起点に、銀行行動や中長期金利に影響を与える。そして、これらの変化は最終的に経済全体に波及していく。その影響の仕方は金融制度や金融市場によって変わる。通常、先進国で一般的と理解される効果波及の主要経路には金利チャンネル、資産チャンネル、信用チャンネル、為替レート・チャンネルの4つのチャンネルがある。

金利チャンネルとは、金利の変化が企業の投資や家計の支出などに影響を与える経路である。この場合の金利は実質金利のことを指す。実質金利は名目金利から予想物価上昇率を差し引いたものである。実質金利の変化は、企業の設備投資や在庫投資、家計の耐久財消費支出などに変化をもたらす。

資産チャンネルとは、株価や不動産などの資産価格の変化が支出に影響を与える経路である。理論上、これら資産の価格は、将来得られるキャッシュフローの割引現在価値である。その割引率は中長期金利である。このため、中長期金利の変化は各種資産の価格に影響を与える。また、各種資産は企業か家計によって保有されているため、資産価格の変化は企業や家計の支出に影響を与える。

信用チャンネルには狭義の信用チャンネルと広義の信用チャンネルがある。狭義の信用チャンネルは、短期金利の変化が銀行の利鞘の変化をもたらし、ひいては銀行の与信行動の変化をもたらし経路である。通常の銀行のバランスシートを考えると、負債の方が資産より平均期間が短い²。通常、短期金利が一定幅に低下しても、長期金利は短期金利ほどに低下しないため、長短金利の差が拡大する³。そして、利鞘の拡大は銀行の与信活動を積極化させる

¹ この箇所は白川（2008）に参考しているところが多い。

² 白川（2008）によると、2006年末に、日本の大手銀行の運用・調達の平均残存期間は、運用は1.2年（うち貸出0.88年、債券2.61年）、調達は0.55年（うち定期預金0.94年、社債等2.14年）であった。

³ 金利の期間構造理論によれば、金利裁定によって、現在の長期金利は、現在から将来にかけての予想短期金利の平均値に等しくなる。実際では、期間が長くなると、様々な不確実性が生じるため、長期金利には予想短期金利の平均値に一定のリスク・プレミアムを乗

(逆は逆)。

広義の信用チャネルは、資産価格の変化に伴う担保価値の変化を通じて、銀行や企業（企業間信用）の与信行動の変化をもたらす経路である。担保価値の上昇は、借り手の信用度を上昇させ、銀行の貸出を積極化させる（逆は逆）。このあたりのプロセスについて、白川（2008）は、「担保は銀行と借り手との間に存在する情報の非対称性を緩和する機能を果たすが、担保価格の上昇（下落）は外部金融のプレミア（external finance premium）を低下（上昇）させることによって緩和（引き締め）効果を強める」と述べた。

為替レート・チャネルとは、為替レートの変化が輸出・輸入、企業収益などに影響を与えることを通じて、投資や消費などの経済活動水準を変化させる経路である。通常、金利裁定によって、金利の低下は自国通貨の為替レートの下落をもたらす（逆は逆）。

2 中国の波及経路の起点

先進国では一般的と理解される金融政策の効果波及経路の起点は、短期金利である。しかし、近年までの中国では波及経路の起点は主に他の 2 つのところにあって考えられる。中国波及経路の大まかな概念図は図表 6-1 の通りである。

1 つ目の起点は中央銀行当座預金である⁴。中国は現在でも量の調節を主要な金融調節手段としている。人民銀行は超過準備率などの流動性指標を変化させることで、金融機関の貸出行動に影響を与えて、ひいては社会全体の経済活動に影響を与えようとする。

2 つ目の起点は中長期金利である。中国はまだ規制金利が残っている。人民銀行は預金・貸出基準金利の調整という形で、ほぼ直接的に中長期金利を変動させる。そして、中長期金利の変動は実質中長期金利や資産価格などの変化をもたらす、そうした変化を通じて経済活動に影響を与える。

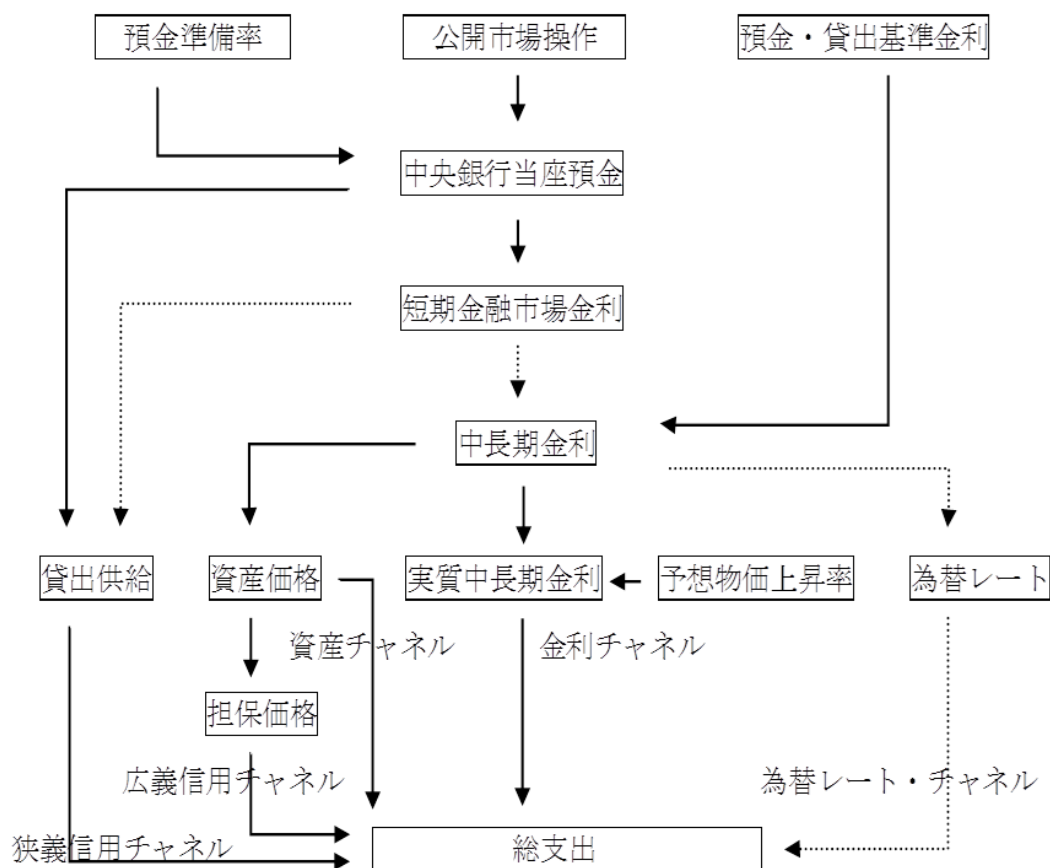
一方、短期金融市場金利を起点とする波及経路も確立されつつある。近年、短期金利から中長期金利へ波及のウェイトは上昇してきた。

せたものになる。現在の短期金利を一定の幅を引き下げられても、将来に渡る予想短期金利が同じ幅に引き下げるとは限らない。将来景気が回復すれば、短期金利が引き上げられるという予想があるため、通常、長期金利は短期金利ほど低下しない。

⁴ 短期金利を起点とする場合も、最初に中央銀行当座預金を調節することによって、短期金利の変化をもたらす。しかし、中国の場合では、当座預金を調節する主な目的は流動性を変化させて、銀行の貸出行動に影響を与えようとするところにある。これは量の調節と価格（金利）の調節の主な違いである。

金融自由化の初期、貸出金利が貸出基準金利（規制金利）に強く縛られているうえ、短期金融市場の規模が小さかったため、短期金利から中長期金利への波及効果は無視できるほど小さかったと考えられる。一方、2004 年以降、金融自由化の進展と短期金融市場の発達につれて、短期金利から中長期金利への波及のウェイトが上昇してきた。ただし、規制金利である預金・貸出基準金利が存在する限り、その波及効果は限られると思われる。

図表 6-1 中国金融政策の効果波及経路の概念図（2014 年まで）



注：点線は波及効果が弱いことを表す。

出所：白川（2008）、180 ページ、図 9-2-1 をベースに中国の特徴を加味して筆者作成。

金融自由化の進展や金融市場の発達は、中国金融政策の効果波及経路に変化をもたらしつつある。流動性を変化させて金融機関の貸出に影響を与える経路の波及効果が弱くなってくるように思われる。また、預金・貸出基準金利の調節を通じて中長期金利を変化させるという起点は、これからだんだん消えていくと思われる。これは、金利自由化の進展によって、基準金利の重要性が低下していくと考えるためである。

これから、中国も主要国と同じように、短期金融市場金利を起点とする波及経路へ転換していくのではないかとと思われる。

3 中国の波及経路の4つのチャネル

信用チャネル

近年、中国の金融政策の効果波及経路も4つのチャネルを備えるようになってきた。

4つチャネルのうち、中国で一番重要なのは信用チャネルである。これは、中国の金融仲介が主に銀行を通じて行われており、株式や社債など直接融資のウェイトがまだ小さく、間接金融が圧倒的なウェイトを占める金融構造になっているためである。

近年まで金融機関によって供給される各種類の融資は前述の「社会融資規模」の中で、概ね85%以上の圧倒的なシェアを占めてきた（図表6-2）。一方、社債による調達ウェイトが近年上昇してきたが、まだ10%くらいしかない。株式の発行による調達のウェイトはさらに低くて、1桁台である。このため、今まで当局は様々な政策手段を使って金融機関の貸出規模をコントロールしようとしてきた。

人民銀行は公開市場操作で流動性を調節することを通じて、銀行の信用供給に影響を与えようとしてきた。金融緩和の時、流動性を多めに供給して、銀行の貸出を促そうとする（逆は逆）。低金利政策によって資金需要は超過状態が常に存在しているため、超過準備率を調節して流動性を変化させることで、貸出をある程度コントロールできると考えられている。

また、時には預金と貸出基準金利の差を調整することで、銀行の利鞘を変化させて、貸出に影響しようとする。例えば、利鞘を拡大させると、利潤最大化の観点から、銀行はより多くの資金を貸し出すと考えられる（逆は逆）。

この点は、一般的と理解される波及経路とは大きな違いがある。主要国では、政策金利である短期金利を変化させて、その効果が市場によって長期金利へ波及し、長短金利の差（利鞘）を変化させることで銀行の与信行動に影響を与えようとする。一方、現在の中国では預金・貸出基準金利を通じて、預金と貸出の短期金利から長期金利まで一緒に動かして、ほぼ直接的に銀行の利鞘が決まる仕組みになっている。

図表 6-2 間接金融と直接金融のウェイトの推移 単位：％

| 年 | 間接金融 | 直接金融 | |
|------|------------|---------|---------|
| | 金融機関を通じる調達 | 社債による調達 | 株式による調達 |
| 2002 | 95.1 | 1.8 | 3.1 |
| 2003 | 96.9 | 1.5 | 1.6 |
| 2004 | 96.0 | 1.6 | 2.4 |
| 2005 | 92.2 | 6.7 | 1.1 |
| 2006 | 91.0 | 5.4 | 3.6 |
| 2007 | 88.9 | 3.8 | 7.3 |
| 2008 | 87.3 | 7.9 | 4.8 |
| 2009 | 88.7 | 8.9 | 2.4 |
| 2010 | 88.0 | 7.9 | 4.1 |
| 2011 | 85.9 | 10.6 | 3.4 |
| 2012 | 84.1 | 14.3 | 1.6 |
| 2013 | 88.3 | 10.4 | 1.3 |

注：金融機関を通じる調達は人民元貸出、外貨貸出、信託貸出、委託貸出と未割引銀行引受手形を含む。

出所：中国人民銀行『貨幣政策執行報告』各年第４期の「社会融資規模」より筆者作成。

金利チャネル

中国でも昔から金利チャネルは存在しているが、いままで金利チャネルの起点は中長期金利であった。実質中長期金利の変化はあらゆる経済主体に影響を与えるため、金利チャネルは本来非常に重要な波及経路であるが、中国ではまだそれを十分に活用していない。中国は国有企業の改革や経営の立て直しなどを支援するため、低金利政策を維持して、これらの企業へ低金利の融資を可能にしてきた⁵。低金利政策のもとで、常に資金需要超過の状態が続くと考えられる。金利を資金の需給均衡点に引き上げない限り、金利による資金の効率的な配分はできない。

このため、現在の中国では金利チャネルの波及効果は限られたものになってしまう。例

⁵ このあたりの詳しい説明は林（2012）を参照。

えば、金融引き締めの時でも預金・貸出基準金利を十分に高めに引き上げることが出来ず、量の調節に頼りながら窓口指導を併用する形で金融引き締めを行ってきた。

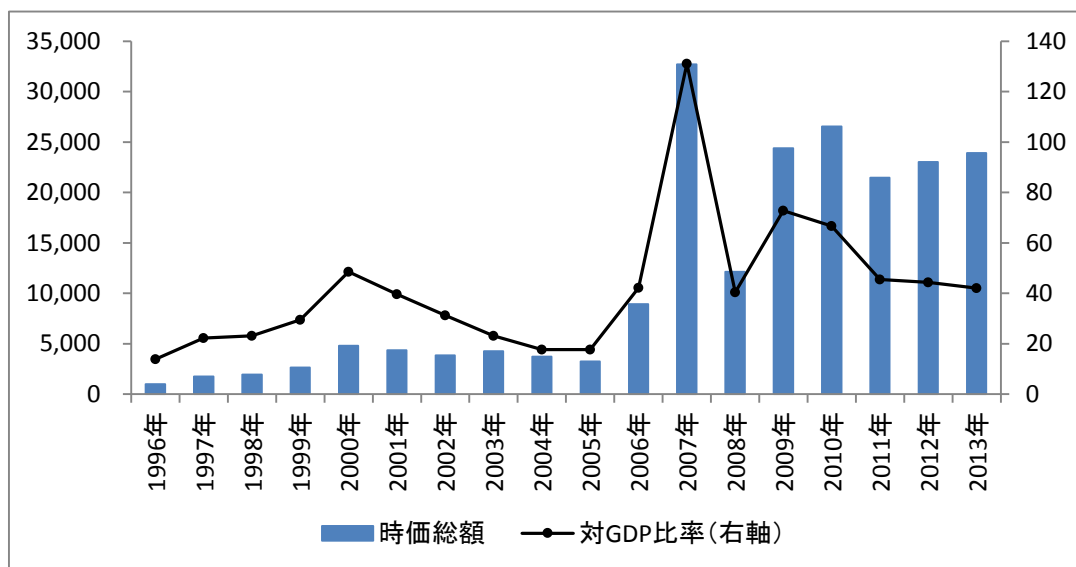
資産チャネル

近年、株式市場の規模が大きくなり、不動産も活発に取引されるようになってきたため、資産チャネルは重要な波及経路になってきた。

株式市場の時価総額、及びその対名目 GDP 比率の推移は図表 6-3 の通りである。株式市場の時価総額は 1996 年末の 9842 億元から 2013 年末の 23 兆 9077 億元へ、約 24 倍に膨らんだ。近年の時価総額の規模からみると、株式市場は資産チャネルの機能をよく発揮していると思われる。

なお、2007 年の時価総額がいままで一番大きかったが、それは当時のバブルによるものであった。

図表 6-3 株式市場時価総額及び対名目 GDP 比率の推移 単位：10 億元、%



出所：中国人民銀行『中国金融穩定報告』2014 年、187 ページ、付表 2-16 より作成。

中国の家計は不動産を主要な投資先としているため、不動産価格の上昇がもたらす資産効果は大きいと思われる。人民銀行の家計調査によると、2010 年に家計の一番投資したい先は不動産であり、全体の 26.1%を占めていた。2011 年末に、16.5%に減少し、二番目

の投資先になった。2014 年第 2 期に、14%に減少し、三番目の投資先になった⁶。

中国では不動産は言うまでもなく、株式もよく担保として用いられているため、資産価格の上昇は担保価値を上昇させて、与信の規模を拡大させる。つまり、担保価値の変化を通じての広義な信用チャネルも波及効果を発揮している。

一部の先行研究では、中国は金利規制によって金利チャネルがうまく機能しないため、主要な波及経路は、株式市場や債券市場などを通じる資産チャネルであると主張していた⁷。もちろん、資産チャネルは重要な波及経路であるが、中国の金融構造が銀行の仲介を通じる間接金融に偏っていることを考えると、それは行き過ぎた結論であったように思われる。

為替レート・チャネル

1998 年から 2005 年 6 月まで、人民元の為替レート（対ドル）がほとんど変動していなかったため、基本的に為替レート・チャネルは存在していなかったと考えてもいいだろう。2005 年 7 月から、為替レートはある程度変動できるようになり、為替レート・チャネルの波及効果が発揮されるようになった。しかし、為替レートの変動幅等が管理されているため、変動率が小さく、その波及効果もまだ小さいと考えられる。

第 2 節 中国近年の金融政策運営

1 近年の金融政策運営

1998 年以降、中国の金融政策は景気、インフレ圧力、および金融危機に対応する形で、概ね 5 つのサイクルを経た。1998 年以降の重要な金融調節の出来事は図表 6-4 の通り、経済成長率、物価上昇率とコールレートの推移は図表 6-5 の通りであった。

1998～2002 年はデフレ脱却のために金融緩和が行われた。2003～2008 年前半は景気過熱とインフレに対応するための引き締め、2008 年後半～2010 年前半は世界金融危機に対応するための大幅な緩和、2010 年後半～2011 年はインフレ対応のための引き締めが行われた。2012～2014 年はインフレ圧力が低下し、景気も減速したため、やや緩和気味な金融政策が行われた。以下、各期間を分けて簡潔にみる。

⁶ 中国人民銀行「城鎮儲戸問卷調査報告」各期による。

⁷ 例えば、夏ほか（2001）。

図表 6-4 中国近年の主な金融調節（2014 年 6 月まで）

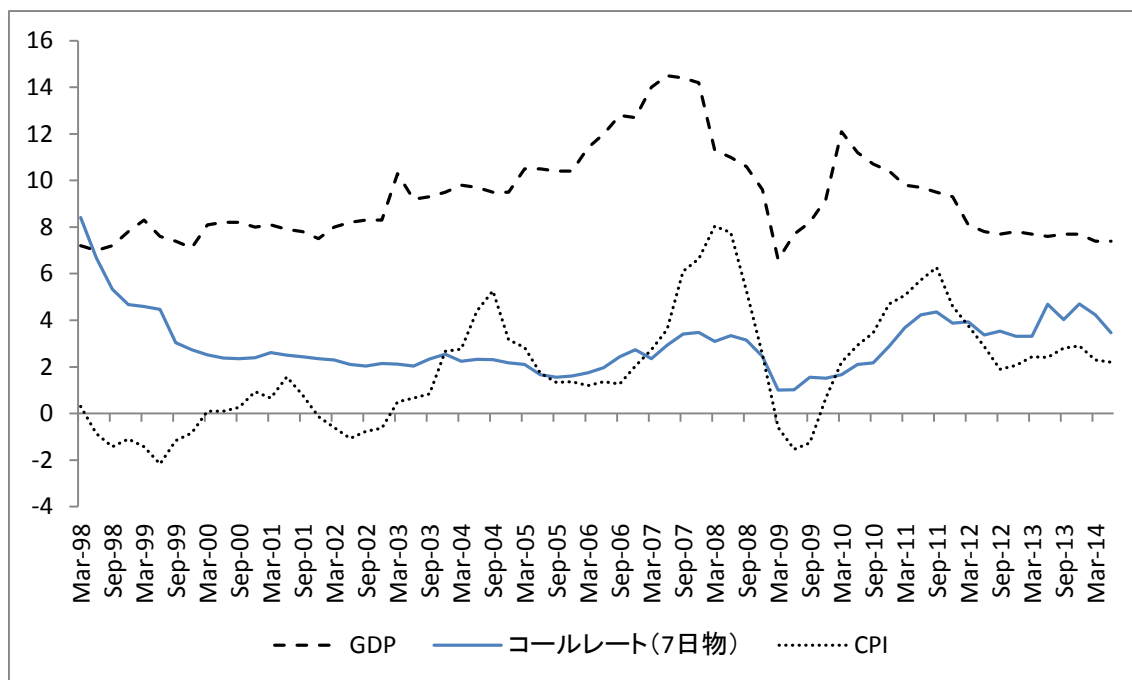
| 調整時期 | | 貸出基準金利(1年物) | 預金準備率 |
|--------|------|---|---|
| 1998 年 | 3 月 | 72bp 引下げ(7.92%に) | 500bp 引下げ(8.0%に) |
| | 7 月 | 99bp 引下げ | |
| | 12 月 | 54bp 引下げ(6.39%に) | |
| 1999 年 | 6 月 | 54bp 引下げ(5.85%に) | 200bp 引下げ(6.0%に) |
| | 11 月 | | |
| 2002 年 | 2 月 | 54bp 引下げ(5.31%に) | |
| 2003 年 | 9 月 | | 100bp 引上げ(7.0%に) |
| 2004 年 | 4 月 | | 50bp 引上げ(7.5%に) |
| | 10 月 | 27bp 引上げ(5.58%に) | |
| 2006 年 | 4 月 | 27bp 引上げ | 50bp 引上げ 50bp 引上げ 50bp 引上げ(9.0%に) |
| | 7 月 | | |
| | 8 月 | 27bp 引上げ(6.12%に) | |
| | 11 月 | | |
| 2007 年 | 1 月 | 27bp 引上げ 18bp 引上げ 27bp 引上げ 18bp 引上げ 27bp 引上げ 9bp 引上げ(7.47%に) | 50bp 引上げ |
| | 2 月 | | 50bp 引上げ |
| | 3 月 | | |
| | 4 月 | | 50bp 引上げ |
| | 5 月 | | 50bp 引上げ |
| | 6 月 | | 50bp 引上げ |
| | 7 月 | | |
| | 8 月 | | 50bp 引上げ |
| | 9 月 | | 50bp 引上げ |
| | 10 月 | | 50bp 引上げ |
| | 11 月 | | 50bp 引上げ |
| | 12 月 | | 100bp 引上げ(14.5%に) |
| 2008 年 | 1 月 | | 50bp 引上げ |

| | | | |
|--------|------|------------------|---------------------------|
| | 3 月 | | 50bp 引上げ |
| | 4 月 | | 50bp 引上げ |
| | 5 月 | | 50bp 引上げ |
| | 6 月 | | 50bp 引上げ |
| | 9 月 | 27bp 引下げ | 100bp 引下げ(大型銀行を除く) |
| | 10 月 | 54bp 引下げ(2 回合計) | 50bp 引下げ |
| | 11 月 | 108bp 引下げ | 大型銀行 100bp、中小銀行 200bp 引下げ |
| | 12 月 | 27bp 引下げ(5.31%に) | 50bp 引下げ(大型銀行 15.5%に) |
| 2010 年 | 1 月 | | 50bp 引上げ(小型金融機関を除く) |
| | 2 月 | | 50bp 引上げ(小型金融機関を除く) |
| | 5 月 | | 50bp 引上げ(小型金融機関を除く) |
| | 10 月 | 25bp 引上げ | |
| | 11 月 | | 100bp 引上げ(2 回合計) |
| | 12 月 | 25bp 引上げ(5.81%に) | 50bp 引上げ(大型銀行 18.5%に) |
| 2011 年 | 1 月 | | 50bp 引上げ |
| | 2 月 | 25bp 引上げ | 50bp 引上げ |
| | 3 月 | | 50bp 引上げ |
| | 4 月 | 25bp 引上げ | 50bp 引上げ |
| | 5 月 | | 50bp 引上げ |
| | 6 月 | | 50bp 引上げ |
| | 7 月 | 25bp 引上げ(6.56%に) | |
| | 12 月 | | 50bp 引下げ(大型銀行 21.0%に) |
| 2012 年 | 2 月 | | 50bp 引下げ |
| | 5 月 | | 50bp 引下げ(大型銀行 20.0%に) |
| | 6 月 | 25bp 引下げ | |
| | 7 月 | 31bp 引下げ(6.00%に) | |
| 2014 年 | 11 月 | 40bp 引下げ(5.60%に) | |

注：1998 年の準備率の大幅な引き下げは、預金準備制度の改革に伴うものであった。

出所：中国人民銀行ホームページより筆者作成。

図表 6-5 経済（GDP）成長率、物価上昇率（CPI）、コールレートの推移 単位：％



注：四半期の CPI は各月の算術平均で、コールレートは 7 日物の月間平均レートである。

出所：中国国家统计局と中国人民銀行。

1998～2002 年

この期間は、市場経済改革の深化、国有企業の経営効率化のためのリストラと銀行の不良債権問題などの影響で、中国では改革開放後初めてデフレの経験をした（図表 6-6）。

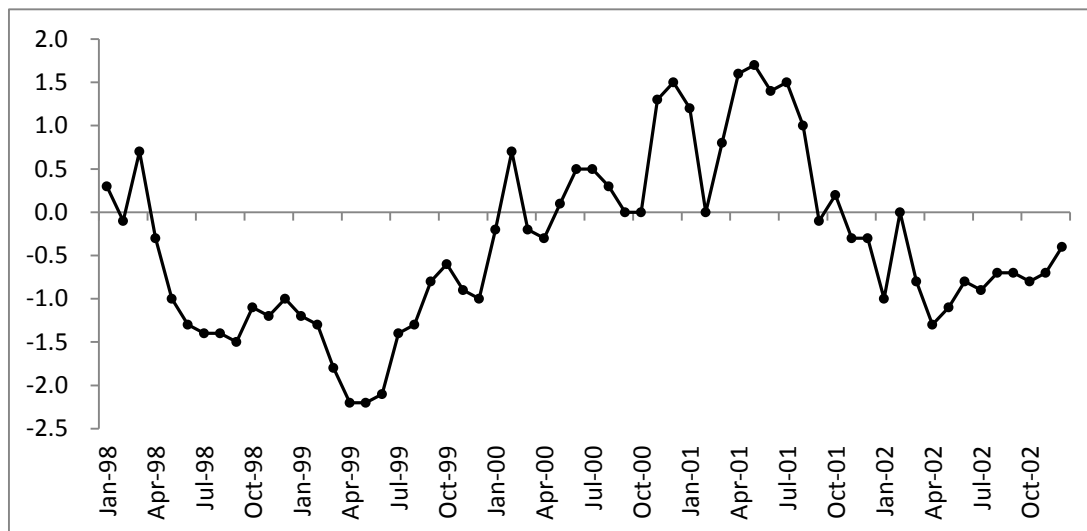
アジア経済危機の影響によって、1997 年 10 月に消費者物価指数（CPI）がマイナスに転じた。1998 年は 1 月と 3 月だけが小幅なプラスで、他の月はすべてマイナスであった。1999 年は一年通じてマイナスであった。その後、2000 年 5 月～2001 年 8 月は小幅なプラスに転じた。2001 年 9 月～2002 年末は、基本的にマイナスであった。

この期間、人民銀行は政策金利を大幅に引き下げた。前述のように、中国の政策金利は一つの金利体系をなしているが、ここでは便宜のために、最も重要と思われる指標である 1 年物貸出基準金利だけを政策金利として取り上げる⁸。アジア経済危機や消費者物価指数の低下をうけて、1997 年 10 月に、人民銀行は貸出基準金利を 10.08%から 144 ベーシス

⁸ もちろん預金基準金利も重要であるが、預金・貸出基準金利が基本的に連動して一緒に調整される（調整の幅が同じであるとは限らない）。このため、片方だけを取り上げて差し支えないと思われる。また、近年の経済成長のエンジンが投資であることを考えると、貸出基準金利の方がより重要であると思われる。

ポイント（basis point）引き下げて、8.64%にした。1998 年から景気の低迷と物価の下落がはっきりしたため、人民銀行は 1998 年に 3 回、1999 年に 1 回の金利下げを行い、1 年物貸出基準金利は合計 279bp 引下げられ、5.85%になった。2002 年 2 月に、貸出基準金利は再び引き下がられて、5.31%になった。その後、消費者物価指数のマイナス幅が縮小し、2002 年 12 月に -0.4%に縮まった。

図表 6-6 1998～2002 年 CPI（中国のデフレ経験） 単位：%



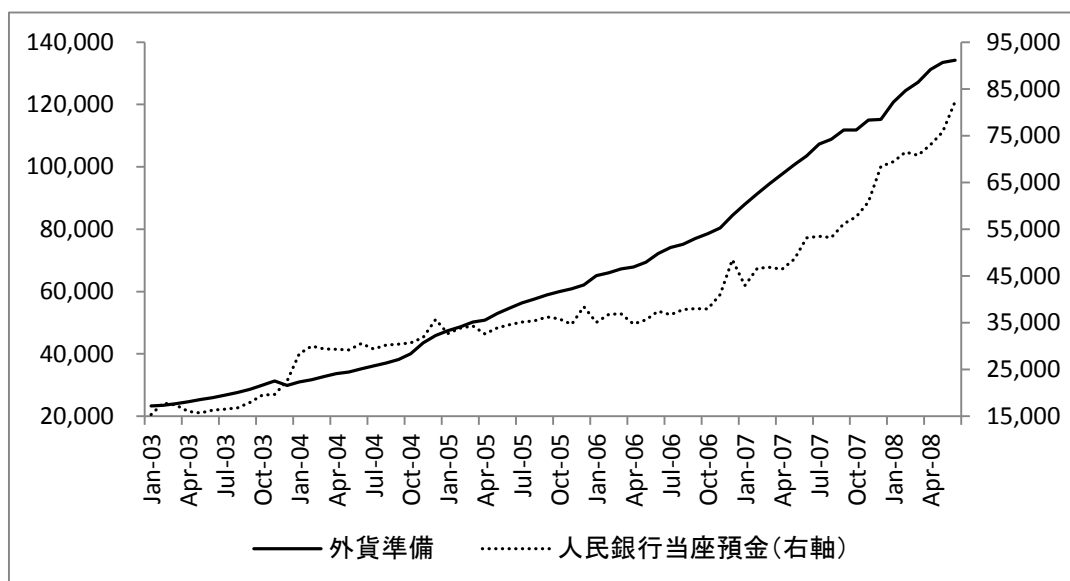
出所：中国国家统计局。

2003～2008 年前半

この期間は 2001 年 12 月に WTO 加盟の効果と世界的な好景気に恵まれて、輸出が大きく増えた。国有企業は改革やリストラの効果が出て、経営の効率性が大幅に上昇し、業績も好調であった。国有商業銀行は不良債権処理が進み、自己資本比率も上昇したため、金融システムが安定し、経済の高成長をサポートした。このような多くの好条件に恵まれて、景気が好調であった。

2002 年頃から、国際収支の大幅な黒字が定常化した。一方、貨幣価値の安定を保つために、人民銀行は人民元を売って外貨買いを行い、過剰な流動性を供給した。それを吸収するために、預金準備率は 2003 年 9 月から引き上げられるようになった。2008 年 6 月末まで、準備率は合計 20 回引き上げられて、6.0%から 17.5%になった。これはこの期間の金融政策の大きな特徴であった。

図表 6-7 外貨準備と中国人民銀行当座預金の推移（2003～2008 年） 単位：億元



出所：中国人民銀行。

伝統的には、準備率の大幅な引き上げは、通常強い金融引き締め効果があると理解されている。しかし、この期間の中国は過剰な流動性が生じていたため、準備率は主にその過剰な部分を吸収するために引き上げられた（図表 6-7）。つまり、その操作は基本的に中立的な性格のものである場合が多い。人民銀行は多くの場所でこのことを強調していた。例えば、この期間の『貨幣政策執行報告』において、何回も以上のことを説明していた⁹。また、人民銀行の易綱副行長は 2008 年 1 月のインタビューで、以下のように説明した。

この間、大規模な流動性吸収操作は 5 年目に入った。吸収の手段は、最初の国債の売買及び中央銀行貸出の回収から、預金準備率と公開市場操作など多くの手段の協調運用へ転換した。例えば、2007 年、人民銀行は大規模な中央銀行手形の発行、特別国債を取引対象とするレポ取引、及び準備率を 10 回合計 5.5%ポイント引き上げて、外貨買入によって供給した過剰流動性の大部分を吸収した。経済の発展、雇用の増加と消費の拡大はともに新たな流動性が必要とすることを考えると、吸収した過剰流動性の比率は基本的に適切である¹⁰。（筆者訳）

⁹ 例えば、2003 年第 3 期 6 ページ、2006 年第 2 期 7-9 ページ、2007 年第 1 期 9 ページ、2007 年第 2 期 8-9 ページと 2007 年第 4 期 7-9 ページなどがある。

¹⁰ 林（2008）から引用（<http://www.cnfinance.cn/magzi/2009-09/10-1576.html>）。

以上はこの期間の準備率の調節であったが、次は金利の調節をみる。

2006年から物価上昇の圧力が高まった。2007年に入って消費者物価指数の上昇率がさらに勢いを増した。3月から、政府が年初に決めた3.0%以内の目標を連続的に上回るようになった。また、株式などの資産価格も高騰し、バブル化した。上海株式市場の株価指数である上海総合指数は、2005年末の1161ポイントから急速に上昇し、2007年10月16日に史上最高値の6124ポイントに達した。

景気の過熱、物価の大幅な上昇と資産バブルに対処するために、人民銀行は2006年に2回、2007年に6回に渡って政策金利を引き上げ、1年物貸出基準金利は5.58%から7.49%に引き上げられた。大幅な引き締めにもかかわらず、銀行の貸出の伸び率が高止まりしていたため、人民銀行は窓口指導を強化し、2008年1月から、行政指令にあたる「貸出限度額」制度を導入し、商業銀行の貸出規模の上限を直接規制した¹¹。

過剰流動性の吸収、大幅な引き締めと窓口指導強化の効果、及びアメリカのサブプライムローン問題など外部環境の影響で、消費者物価指数は2008年2月にピークの8.7%に達してから、下落に転じた。この期間の金融引き締めは概ね予想の効果が得られたと思われる。

2008年後半～2010年前半

この2年間は主にリーマン・ブラザーズの破綻をきっかけに起きた世界金融危機に対応した。

2008年初は、金融政策のスタンスは引締めと決められた。しかし、国内外金融市場情勢の悪化と5月の四川省大地震などの影響で、人民銀行は2008年7月から金融政策のスタンスを大幅に調整した。資金吸収のオペと中央銀行手形の発行量を減少させ、中央銀行手形の発行金利を低めに誘導し始めた¹²。

2008年9月15日にアメリカのリーマン・ブラザーズが破綻した。15日の夕方に、人民銀行は16日からの政策金利と預金準備率の引き下げを発表した。1年物貸出基準金利は7.47%から27bp引き下げられて、7.20%にした。準備率は、中小金融機関だけが100bp

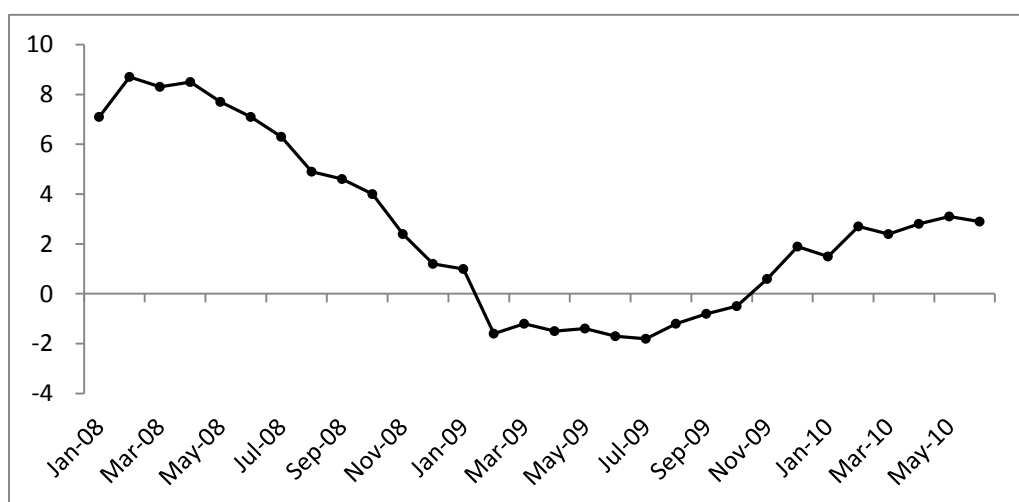
¹¹ 人民銀行がこの制度を公式に公表したのは2008年1月であったが、導入時期については、福本ほか（2010）は2007年秋とし、王（2012b）は2007年11月としている。

¹² 詳細は中国人民銀行『貨幣政策執行報告』2008年第3期、10ページを参照。

引下げられて 16.5%になった（大型金融機関は 17.5%のままであった）。リーマン破綻のニュースが出た数時間後のことであるため、素早い反応であったように見えるが、これは事前にプランが立てられていたのではないと思われる。

この利下げについて、日本経済新聞社編（2009）は、「インフレ圧力が収まらないなかでの利下げに人民銀行の周小川総裁は反対したが、金融担当の王岐山副首相が押し切った」と述べていた（301 ページ）。このあたりのことは、他の文献や新聞などに見当たらないため、事実であったかどうかは確かめられない¹³。しかし、当時のインフレ圧力が大きく低下したこと、周行長の論文、および唐（2011）の分析を総合的に考えると、事実でない可能性があるように思われる。

図表 6-8 2008～2010 年の CPI 単位：%



出所：中国国家統計局。

2008 年 9 月頃、インフレ圧力が大きく低下したことは図表 6-8 からはつきり確認できる。8 月に、消費者物価指数の上昇率は 2 月ピークの 8.7%から 4.9%に急激に低下した。これは、政府が年初に決めた 4.8%くらいの目標に近いものであった。また、当時、世界金融市場が非常に不安定であること、および中国の株式市場が暴落していること（上海総

¹³ 例えば、当時在中国日本国大使館経済部参事官である柴田聡は、「九月十五日、米国からリーマン・ブラザーズ倒産のニュースが突如舞い込んだ。偶然にも全く同じ日、中国人民銀行は、貸出基準金利と預金準備率の引き下げを発表した」と述べた（柴田（2010）、34 ページ）。氏は当時北京にいるにもかかわらず、そのあたりのことを聞いていないようであった。

合指数が 2007 年 10 月のピーク 6124 ポイントから 2008 年 8 月末の 2397 ポイントに下落)を含めて考えると、9 月の時点で利下げの下地が整ったのではないかと思われる。

周行長は周 (2013a) において、2008 年の金融危機に人民銀行が素早く対応した理由について、「“快速反応”を選択したのは、国際金融危機の勢いが非常に強くて、各方面から衝撃の強度を予測し難い状況のもとでは、問題をある程度嚴重にとらえる必要があった」と述べた。

2008 年 9 月 15 日の利下げは人民銀行が主導したのか、国務院の王岐山副首相が主導したのかは一見小さなことであるように思われるかもしれないが、中国の金融政策決定の仕組みに関わっている重要なことである。

確かに、人民銀行の独立性はまだ改善余地がある。しかし、中国人民銀行法のもとで、中央銀行体制が確立されているため、金融政策は通常決められたプロセスのもとで行われていると思われる (プロセスの詳細は公開していない)。

実際、唐 (2011) は当時の新聞や中央テレビの報道をもとに、2008 年 9 月 15 日の利下げのプロセスを以下のように説明している。

9 月中旬初めの頃、経済の減速、外部環境の変化、および 8 月のマクロ経済指標によって、人民銀行は利下げの必要性を認識した。9 月 13 日に、金融政策の責任者 (副行長らと貨幣政策司長)、及び外部者 (元の貨幣政策委員会メンバー等) が会議を開き、利下げの是非について意見集約を行った。約 3 時間の議論を行った後、利下げを行うべきであるという意見に全員一致で同意した。その後、行長、副行長と貨幣政策司長は金融政策責任会議を開き、利下げを決定した。そして、9 月 15 日にその決定を国務院に報告し、許可をもらってから発表した。

唐 (2011) は、この事例を挙げて、中国の金融政策変更のプロセスを分析し、人民銀行は一般的に認識されているより独立性が高いと言えるだろうと結論付けた。

2008 年 9 月 15 日の利下げの真実を検証することで、中国の金融政策決定の大まかなプロセスを一応確認できたと思うため、次に進みたい。

2008 年 10 月から 12 月末まで、人民銀行は 4 回の利下げを実施した。1 年物貸出基準金利が合計 189bp 引下げられて、5.31%になった。準備率も大幅に引き下げられて、大量の流動性を供給した。大型金融機関の準備率は 3 回合計 200bp 引下げられて、15.5%になった。中小金融機関の準備率は 3 回合計 300bp 引下げられて、13.5%になった。また、11 月に年初に導入された商業銀行の貸出規模を規制する「貸出限度額」制度が明確的に廃

除されたうえで、窓口指導を通じて、商業銀行に貸出規模を積極的に拡大するように要請した¹⁴。

この時期から、中小金融機関により低い準備率を適用したのは、中小企業の融資難問題を緩和しようとするためであった。金融危機などの影響で中小企業の融資難問題がより深刻化した。中小金融機関の融資先は中小企業向けが多いため、中小金融機関により多くの流動性を供給し、中小企業の融資環境を改善する狙いがあった。

一方、2008年11月に、政府は4兆元規模の景気対策を発表し、積極的な財政拡大政策を打ち出した。積極的な財政政策と緩和な金融政策の協調によって、中国の経済は2009年後半にV字回復を果たした。

2010年後半～2011年

この期間はインフレ圧力が高まり、人民銀行は引き締めの実施した。

2008年末の4兆元の景気対策と大幅な金融緩和によって、2009年に銀行の貸出が急増し、2010年にも高い伸び率が保たれていた（図表6-9）。それらの融資は投資などに回されて、ラグを経て、景気拡大の効果が2010年前半から大きく出たと思われる。景気の拡大に伴って、2010年後半から、インフレ圧力が大きく高まるようになった。消費者物価指数は6月から連続で、政府が初年に決めた3.0%くらいの目標を上回るようになり、10月に4.4%に達した。

このため、人民銀行は10月に利上げを実施し、1年物貸出基準金利は27bp引き上げられ、5.56%になった。これは、2007年12月以降初めての利上げであった。その後、2011年7月まで4回の利上げが実施され、1年物貸出基準金利は合計100bp引き上げられ、6.56%になった。

一方、外貨準備がまだ大きく増え、それによって供給した流動性を吸収するため、準備率は2010年11月から速いテンポで引き上げられるようになった。2011年6月まで、9回に渡って合計450bp引き上げられた。大型金融機関の準備率は21.5%、中型は19.5%、農村信用社などの小型金融機関は18%になった。

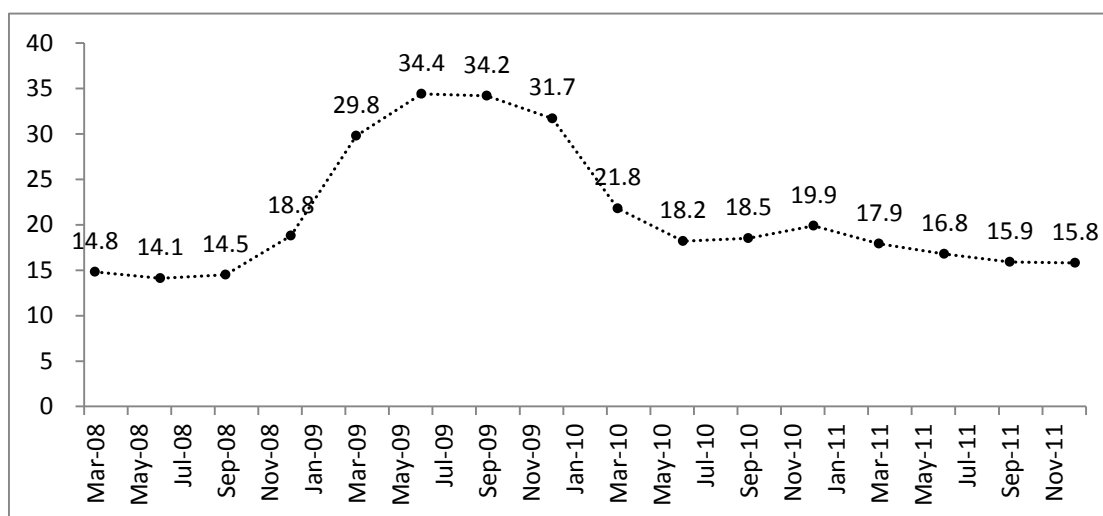
金融引き締めの効果、及び欧州ソブリン債務危機の悪化などの外部環境の影響もあって、インフレ圧力は2011年後半に弱まった。消費者物価指数は2011年7月にピークの6.5%

¹⁴ 2008年初に、年間の貸出増加額の目標は3.63兆元くらいに設定されていたが、7月に4兆元以上に引き上げられた。

に達した後、下落に転じて12月には4.1%になった。これは、政府が年初に決めた4.0%くらいの目標にほぼ等しかった。

この期間は、インフレ率が2008年の金融危機対応に行った大幅な金融緩和によって、ある程度上昇した。人民銀行は金融引き締めを行ったため、インフレ率が高騰することなく、概ね予想通りにコントロールされていた。

図表 6-9 2008～2011 年の人民元貸出の伸び率 単位：%



出所：中国人民銀行。

2012～2014 年

この期間はインフレ率が低位に安定していて、景気の減速はある程度見られたため、やや緩和の金融政策が行われた。

2011 年末に、欧州ソブリン債務危機の影響で、金融市場が不安定化し、輸出と資本流入が減ったため、外貨準備の増加率が低下し、それによって供給した流動性も減少した¹⁵。このため、人民銀行は2011 年 11 月から準備預金率を引き下げ、流動性を供給した。2012 年 5 月まで、3 回に渡って合計 150bp 引下げられた。大型金融機関の準備率は 20%、中型は 18 %、小型は 16.5%になった。

¹⁵ 詳細は中国人民銀行『貨幣政策執行報告』2011 年第 4 期 10 ページ、2012 年第 1 期 14 ページを参照。

予想物価上昇率の水準が低下してきたため、人民銀行は2012年6月と7月に利下げを実施した¹⁶。1年物貸出基準金利は6月に25bp、7月に31bp引下げられて、6%になった。

それから2014年10月まで、政策金利と預金準備率は大きな調整が行われなかった。景気はまだ低迷している一方、不動産価格は2013年末まで上昇し、2014年に入ってから少し下落したとはいえ、まだ高水準に維持されているため、経済の動向などを注意深く見守っていたと思われる。

全体的調整が行えないなか、人民銀行は局部の調整を試みた。2014年前半に、一部の金融機関を対象に準備率の引下げを実施した。4月に、県地域の農村商業銀行の準備率は2%ポイント、農村合作銀行は0.5%ポイント引き下げられた。6月から、中小企業や‘三農’向けの貸出が一定の比率に達した商業銀行は、準備率が一定の幅を引き下げられるようになった。これらの局部の調節は主に中小企業や“三農”向けの融資環境を改善するためであった。

一方、2014年11月21日に、人民銀行は22日から1年物貸出基準金利を40bp、1年物預金基準金利を25bp引き下げることを発表した。主に企業（特に中小企業）の資金調達コストを引き下げて、経済の持続的安定成長のための適切な金融環境を提供する狙いであると説明されている。

国際金融のトリレンマ

以上は、1998～2014年の人民銀行の金融政策運営の大まかな流れであった。近年の中国の金融政策を論じるとき、国際金融のトリレンマがよく言及されてきた。ここでも簡単に触れておきたい。

国際金融のトリレンマとは、大まかにいうと、固定相場制度（または為替相場の安定）、資本の自由移動、金融政策の自主性（独立した金融政策）の3つが同時に完全に実現できないことである。同時に実現しうるのはそのうちの2つである。例えば、資本が自由移動できる場合、固定相場制度を採用すると、金利裁定によって資金が大きく動くため、海外と違う政策金利を取りにくくなり、金融政策の自主性が大きく低下してしまうことになる。

中国は2005年7月から、管理フロート制を採用してきた。それ以降、為替レートは管理されるもとで、上昇トレンドにありながら、概ね安定に推移してきた。また、いままで、中国は資本の移動に一定の規制を掛けている。

¹⁶ 詳細は中国人民銀行『貨幣政策執行報告』2012年第2期10ページを参照。

要するに、国際金融のトリレンマに直面するとき、中国は為替相場の安定と金融政策の自主性を選んだ。ただし、為替相場の安定を選んだ場合、資本の移動を規制しても、一部の資本が規制を避けて移動できるため、金融政策の自主性はある程度低下する可能性もある。

2005年7月以降の中国の金融政策を議論するとき、為替レートが一つの大きな論点になっている。例えば、王ほか（2007）は、2005年7月から2007年4月まで、中国における金融市場調節は、為替レートに影響する中国と米国の内外金利差の操作を軸に運営されてきたと主張していた。

確かに、中国の為替レート政策の変更などに際して、内外の金利差などの問題を考慮に入れていたが、金融市場の調節が為替レートを軸に運営されることはないと思われる。例えば、周行長は2007年9月に香港に行われる「アジア金融論壇」で、中国の経済規模は大きく、主にインフレ率などの国内要素を考慮して金融政策を制定していると説明した¹⁷。

これから、人民元の国際化に伴い、資本の移動規制が緩和されて、為替相場はフロート制に近い制度へ移行していくだろう。トリレンマのもとに、中国は資本の自由移動と金融政策の自主性を選ぶことになるのではないかと思われる。

2 テイラー・ルールによる検証

以上、1998年以降の中国の金融政策運営を期間に分け、各種データに基づいて、定性的に分析した。全体として、概ね適切な金融政策運営が行われてきたと思われる。これから、定量的な分析を行う。まず、近年の金融政策をテイラー・ルールによって検証し、次節は政策反応関数を推計してみたい。

テイラー・ルール

テイラー・ルールは、金融政策ルールの一つであり、1993年にアメリカのジョン・テイラー教授が提案したものである。中央銀行の政策金利と物価及び景気の間接関係をシンプルに表現する式である。Taylor（1993）はその式を次のように表現していた。

$$r = 2 + \pi + 0.5y + 0.5(\pi - 2)$$

¹⁷ 「中国制定貨幣政策主要考慮国内因素」『第一財經日報』、2007年9月24日。

ただし、 r は FRB の操作目標であるフェデラルファンド・レート（政策金利）、 π はインフレ率（対前年比）、 y は GDP ギャップ（産出量ギャップ）である。また、右辺第 1 項の 2（定数項）は当時アメリカの均衡実質金利が 2%で、第 4 項カッコ内の 2 はインフレ目標が 2%であると想定されたことを意味する。

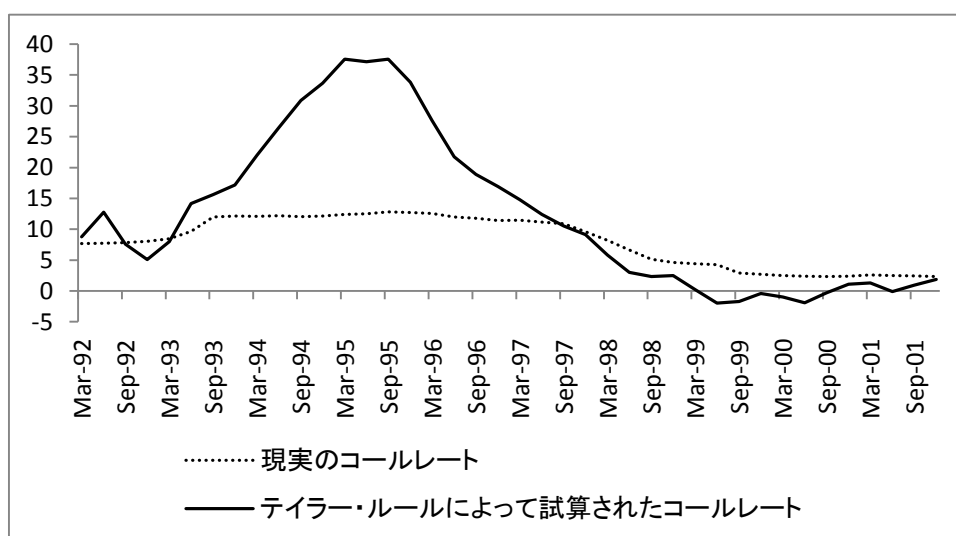
テイラー・ルールは 1987～1992 年のアメリカの金融政策によくあてはまるため、その後、多くの学者や実務家に取り上げられるようになった。また、中央銀行の金融運営についての評価に、テイラー・ルールはベンチマークとして用いられるようになった。

中国の先行研究

最初にテイラー・ルールを用いて中国の金融政策を検証したのは、当時人民銀行の研究局長と金融研究所長を兼ねていた謝平であった。謝ほか（2002）は 1992～2001 年の中国の金融政策をテイラー・ルールで検証した。謝ほか（2002）は、当時の中国の実際の状況を踏まえて、テイラー・ルールを微修正した。均衡実質金利を 3%に、インフレ目標を 4%に設定した。政策金利の代理変数はコールレートの 7 日物のレートを選んだ。謝ほか（2002）は次の式を用いて検証し、結果は図表 6-10 の通りであった。

$$r = 3 + \pi + 0.5y + 0.5(\pi - 4)$$

図表 6-10 修正したテイラー・ルールが示す中国の政策金利の例 単位：%



出所：謝ほか（2002）、5 ページ。

謝ほか（2002）は、試算された政策金利と現実のコールレートのかい離が大きくみられる 1993 年第 1 期から 1996 年末までは、テイラー・ルールから見て金融政策が緩和しすぎたことが表明されているとした。1998 年以降、人民銀行は積極的な金融緩和を行ったため、1998～2001 年の金融政策は適切であったと述べた。また、2001 年第 4 期に試算された政策金利と現実のコールレートのかい離が縮まり、近い値になったことも指摘した。

テイラー・ルールによる検証：1998～2014 年第 2 期の中国の金融政策

テイラー・ルールによる検証を行う前に、用いるデータについて簡単に説明しておく。

政策金利の代理変数はコールレートの 7 日物の四半期平均レートを選んだ。先行研究も 7 日物の平均レートを用いていたため、この方が連続性があると思われる。中国は預金と貸出には規制金利が残されているものの、銀行間市場の金利が自由化されている。人民銀行は明確な短期金利の誘導目標を出していないが、金融調節の結果としてそれがある程度コールレートに反映されることが考えられる（先行研究の多くもこの考え方でコールレートを政策金利の代理変数として選んでいる）。例えば、預金・貸出基準金利が調整される前後に、コールレートも同じ方向に誘導される。人民銀行の貨幣政策委員会は、四半期に一回開催され、次の四半期の金融政策について議論し、建議書を提出する。このため、四半期の平均レートは金融政策の実際運営と整合的であると考えられる。コールレートの四半期平均レートは、月の平均レートを単純算術平均して求めた。コールレートのデータは、1998～2001 年までは中国社会科学院金融研究所のデータベースにより、2002 年以降は人民銀行によるものである。

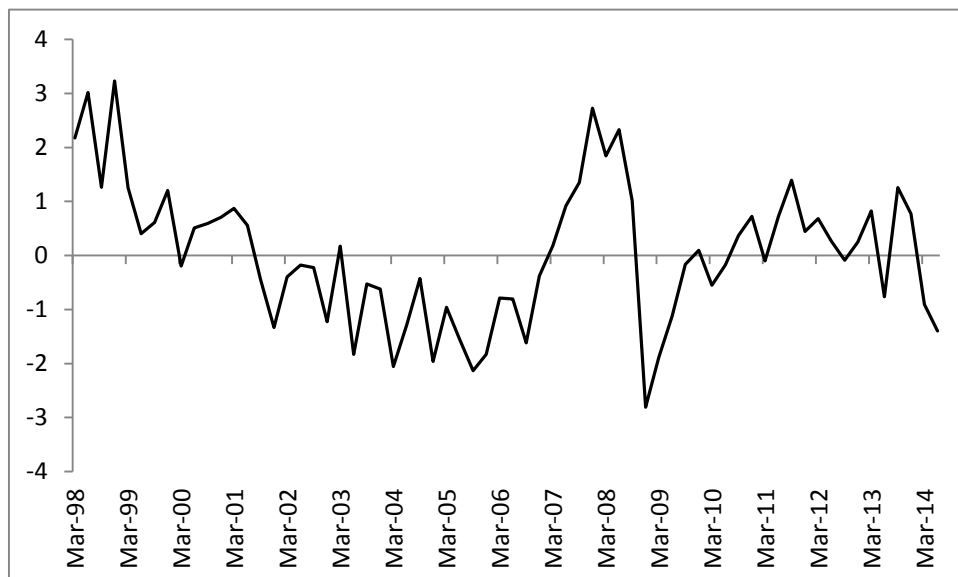
インフレ率の指標は一般消費者物価指数（対前年比上昇率）を選んだ。CPI のデータは中国国家統計局による。四半期の CPI は、月のデータを単純算術平均したものである。

GDP ギャップは実質 GDP と潜在 GDP の乖離度合である。潜在 GDP の推計方法は「生産関数アプローチ」や「時系列アプローチ」などがある。ここでは、「時系列アプローチ」の Hodrick-Prescott(HP)フィルターによって求めた。HP フィルターは、時系列データからトレンドを取り出す方法である。四半期の実質 GDP は中国国家統計局と IMF（World Economic Outlook Databases）のデータによって求めた¹⁸。図 6-11 は、近年の中国の

¹⁸ 中国では、四半期の累積名目 GDP しか公表していない。四半期実質 GDP は以下の方法で求めた。まず、累積名目 GDP をもとに、四半期の名目 GDP を求めた。次は、四半期

GDP ギャップである。

図表 6-11 中国の GDP ギャップ（1998 年第 1 期～2014 年第 2 期） 単位：％



以上のデータを用いて、オリジナルなテイラー・ルールで近年の中国の金融政策を検証する¹⁹。通常のテイラー・ルールを用いる検証とは違って、本論文では当てはまりの具合を検証するものではなく、その動きが似ているかどうかを大まかに検証するものである。というのは、中国はいままで量の調節と金利調節の両方を行っているし、2000 年代前半までは量の調節に重きを置いていたと思われる。テイラー・ルールは主に政策金利の調節を検証するものであるため、中国の金融政策の一部分しか検証できない。また、先進国と経済発展の段階が違うため、中国はまだ低金利政策を維持して、経済成長をサポートしようとしている。このため、先進国の金融政策によく当てはまるテイラー・ルールを用いて中国に適用しても、かい離するのは当然である。しかし、以下で見るように、その動きから、

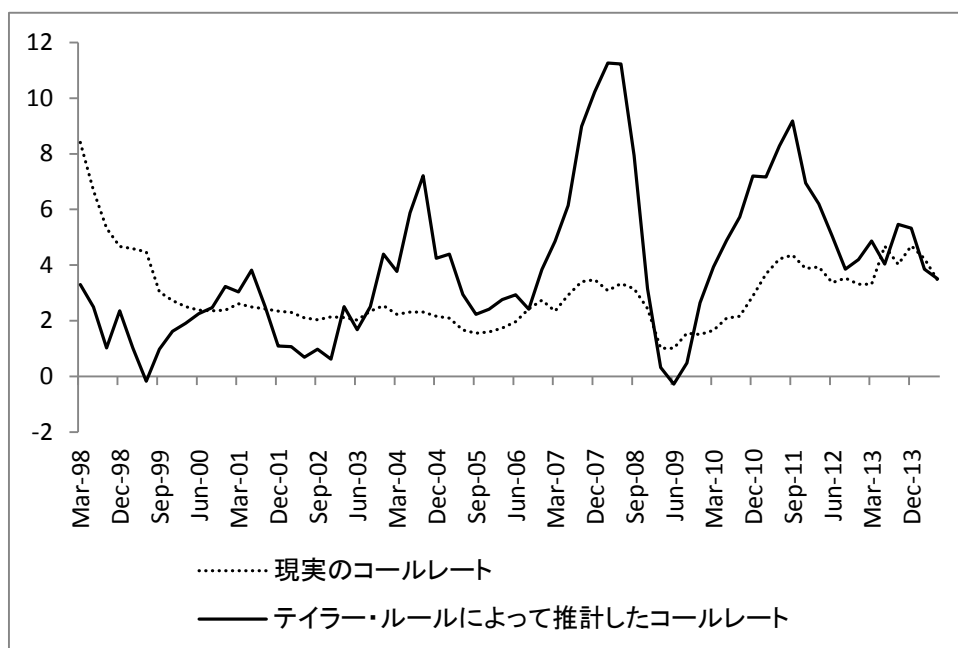
の名目 GDP を GDP デフレーター（IMF による）で割って、四半期の実質 GDP を求めた（なお、2013 年と 2014 年の GDP デフレーターは 2014 年 4 月時点で IMF による推計であった）。最後に、四半期の実質 GDP の季節調整を行った。

¹⁹ もちろん、先行研究にならって、均衡実質金利とインフレ目標率を中国の現状に合わせることも可能である。均衡実質金利は、概ね、経済の潜在成長率と同じ水準であると想定される。現在の中国の潜在成長率が 7% くらいあるため、均衡実質金利を 7% に想定すると、試算される政策金利がとて高くなり、現実とかけ離れることになる。また、インフレ目標は政府が制定した目標を用いることもできるが、2002～2004 年には目標が制定されていなかったため、データの連続性が保証されないことになる。

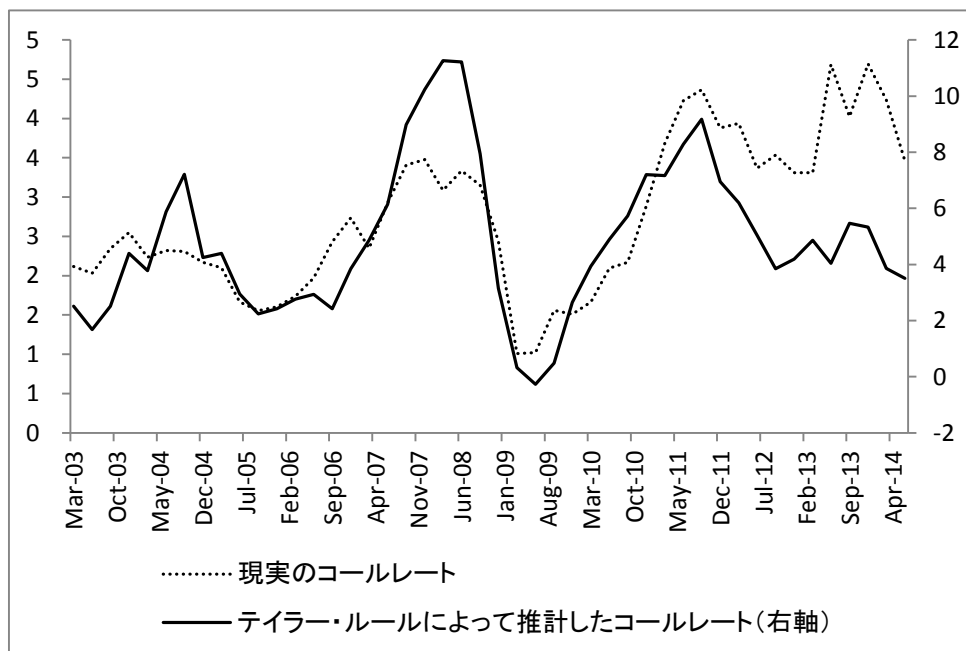
中国の金融政策は物価と景気の変動にタイミングよく反応しているかどうかは、大まかに検証できると思われる。

図表 6-12 オリジナルなテイラー・ルールが示す中国の政策金利 単位：％

A: 1998 年第 1 期～2014 年第 2 期



B: 2003 年第 1 期～2014 年第 2 期



1998～2014 年第 2 期を通じてみると、試算された政策金利と現実のコールレートの動きは、後半になってある程度連動しているように見える（図表 6-12 の A）。このため、金融調節のサイクルを含めて考えて、2003～2014 年第 2 期の期間を切り出し、かつ縦軸の金利のスケールを変えてみると、その動きがよく連動していることがはっきり分かる（図表 6-12 の B）。

2003 年以降の中国の金融調節は、物価と景気の変動に応じて、基本的に適切なタイミングに調整されていたことが大まかに言える。2013 年から、両者の動きの乖離はある程度みられるが、これは、テイラー・ルールに資産価格の要素が考慮されていないためであると思われる。2013 年、中国の経済が減速し、インフレ圧力が低下しているため、本来、コールレートをより低めに誘導する必要があったであろう。しかし、不動産価格はバブル気味になっているため、コールレートはやや高めに誘導されていた可能性があると思われる。

2003 年以降、テイラー・ルールによって試算された政策金利と現実のコールレートの動きがよく合うようになったのは、金利自由化の進展と短期金融市場の発達によって政策効果波及経路の金利チャネルに変化が生じて、中国の金融政策における金利誘導型調節の重要性が上昇したなどの要素が挙げられると思われる。

第 3 節 中国の政策反応関数の推計

先行研究

政策反応関数は、近年では金融政策ルールと呼ばれるようになった。政策反応関数は、大まかにいうと、中央銀行が物価や経済活動の安定等の最終目標を達成するために、マクロ経済の変動に応じて、政策金利等の操作目標をどのように運営するかを示すものである。地主（2006）は、政策反応関数は、政策分析に使われてきた古典的な手法で、政策手段を被説明変数とし、諸政策目標を説明変数とする回帰方程式であると説明している。

金融政策ルールの一つであるテイラー・ルールは、シンプルでパフォーマンスも良いため、1993 年以降大きな影響をもたらした。その後、テイラー・ルールを拡張・修正したバリエーションが多く出た。Clarida et al(1998)は改良したテイラー・ルールを用いて、ドイツ・日本・イギリス・フランスなどの先進国の金融政策を分析し、一定の影響を与えた。その後、Clarida et al(1998)のモデルは多くの実証分析に用いられるようになった。

最初に中国の政策反応関数を推計したのは、謝ほか（2002）であった。謝ほか（2002）

は、Clarida et al(1997, 2000)のモデルにならって、1992 年第 1 期から 2001 年第 4 期の政策反応関数を推定した²⁰。それから、中国の金融政策に関して多くの実証分析が行われてきた。例えば、陸ほか（2003）、樊（2004）、張ほか（2007）などがある。以上の先行研究は基本的に有意な結果が得られた。

謝ほか（2002）は中国の政策反応関数の実証分析において、重要な地位を占めていたため、その分析結果を紹介しておく。

謝ほか（2002）が四半期データを用いて、一般モーメント法（GMM）で推計した結果は、以下の通りである（サンプル期間 1992 年第 1 期～2001 年第 4 期で、操作変数： y_{t-1} , π_{t-1} , i_{t-1} , g_{t-1} である）。

$$i_t = 0.82i_{t-1} - (1 - 0.82)(1.84 + 0.81\pi_{t+n} + 2.84y_t)$$

(2.76) (8.49) (2.76) (1.49) カッコ内は t 値

R-squared: 0.87 Q 統計値: 18.518

[記号]

i_t : t 期のコールレート 7 日物レート y_t : t 期の GDP ギャップ

π_{t+n} : t 期から t +n 期の物価上昇率(CPI)

g_{t-1} : 実質 GDP 成長率

謝ほか（2002）は、中国の政策金利の代理変数であるコールレートは物価に有意な反応を示しているが、インフレ率の係数は 0.81 で 1 より小さいため、そのような小幅な利上げは効果が小さいと論じた。一方、GDP ギャップの係数は有意ではない。

政策反応関数の推計式

2002 年以降、中国の政策反応関数について多くの研究が行われてきたが、近年を分析期間に含む研究はまだ少ないようである。本論文は近年を含め、1998 年第 1 期～2014 年第 2 期の期間を推計する。また、2005 年 7 月以降為替政策が変更されたため、金融政策が為替レートに反応しているかどうかを検証してみたい。つまり、為替レートの変動率を説明変数に追加する推計も行う。

推計式は、Clarida et al(1998) にならって、以下の 2 式を用いる。

²⁰ Clarida et al(1997, 2000)のモデルは、Clarida et al(1998) と基本的に同じものである。

為替レートの変動率を説明変数入れない場合、

$$i_t = \lambda i_{t-1} + (1 - \lambda)(\alpha + \beta_1 \pi_t + \beta_2 y_t) + \varepsilon_t \quad (1)$$

為替レートの変動率を説明変数入れる場合

$$i_t = \lambda i_{t-1} + (1 - \lambda)(\alpha + \beta_1 \pi_t + \beta_2 y_t + \beta_3 e_t) + \varepsilon_t \quad (2)$$

推定すべき係数は(1)式の場合は、 $[\alpha, \beta_1, \beta_2, \lambda]$ の4つである。(2)式の場合は $[\alpha, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \lambda]$ の5つである

[記号]

λ : 金利スムージング

α : 定数項

i_t : 四半期平均のコールレート

π_t : t 期の物価上昇率 (対前年比)

y_t : 四半期の GDP ギャップ

e_t : $t-1$ 期から t 期の為替レートの変動率

ε_t : 残差

データは前節に用いたものと同じである。なお、新たに追加した為替レートの変動率は人民元対ドルの四半期の平均為替レートを用いて求めた。対ドルレートが上昇する場合は変動率がプラスで、下落する場合はマイナスである。四半期の平均為替レートは月間の平均為替レートを単純算術平均したものである。月間平均為替レートのデータは、2005年までは、中国外貨管理局の営業日毎のデータをもとに筆者が求めたものである²¹。2006年以降は中国外匯交易中心（中国貨幣網）による。

政策反応関数の推計結果

(1) 式と (2) 式は内生性問題を考慮して一般モーメント法 (GMM) で推計する。

²¹ 実際に求めたのは、2005年7月～12月までの月間平均レートである。1998年1月から2005年6月まで、人民元対ドルレートは1ドル=8.2765の近くに安定に推移していたため、月間平均レートは8.2765にした。

推計は EViews ソフトを用いた。サンプル期間：1998 年第 1 期～2014 年第 2 期である。

(1) 式の場合、操作変数は定数項、 i_{t-2} 、 p_{t-1} 、 p_{t-2} 、 y_{t-1} 、 y_{t-2} である。定数項と説明変数の数は 4 つで、操作変数の数は 6 つであるため、自由度が 2 になる。

(2) 式の場合、操作変数は定数項、 i_{t-2} 、 p_{t-1} 、 p_{t-2} 、 y_{t-1} 、 y_{t-2} 、 e_{t-1} 、 e_{t-2} である。定数項と説明変数の数は 5 つで、操作変数の数は 8 つであるため、自由度が 3 になる。

推計結果の J 統計量の値からみると、(1) 式と (2) 式の操作変数とも一般モーメント法の過剰識別制約条件が満たされている²²。

(1) 式の推計結果は図表 6-13 の通りである。係数 β_1 と β_2 は 5% 有意水準で有意であった。コールレートはインフレ率と GDP ギャップに有意に反応していることがいえる。

図表 6-13 政策反応関数 (1) 式の推定結果

A

| | α | λ | β_1 | β_2 |
|-------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 定数項と係数 | 2.474 | 0.628 | 0.142 | 0.679 |
| t-Statistic | 4.504 | 8.249 | 2.021 | 2.303 |
| Prob. | 0.001 | 0 | 0.048 | 0.025 |

B

| | | | |
|--------------------|-------|--------------------|-------|
| Adjusted R-squared | 0.807 | S.E. of regression | 0.435 |
| Durbin-Watson stat | 1.778 | J-statistic | 0.863 |

係数の大きさからいうと、インフレ率と GDP ギャップの係数ともに小さいが、インフレ率の係数は、1 よりかなり小さいことが特徴的であった。つまり、インフレの変動幅に対して、政策金利（コールレート）の変動幅がかなり小さい。これは、中国では現段階はまだ低金利政策を実施していること、および量の調節と金利の調節を両方行っているためであると思われる。物価や景気の変動に対応して、金利が十分に引き上げられない分は、量の調節で対応していると思われる²³。このため、係数が小さくても、それ自体は特に問

²² J 統計量が自由度 2 のカイ二乗分布の 1% 有意水準である 9.21 を下回れば、過剰識別制約条件が満たされる。自由度 3 の時は、11.34 を下回れば良い。

²³ 人民銀行の金融調節によって、コールレートは、基本的に預金・貸出基準金利と連動して動いている。預金・貸出基準金利の変更は国务院の許可が必要である。つまり、基準金利が変更されない限りでは、コールレートの大幅な変動は基本的に認められていない。

題はないと思う。

インフレ率の係数が小さいのに対して、GDP ギャップの係数が相対的に大きいことも特徴的である。これは、中国の金融政策は GDP ギャップに対してより大きく反応することを示しているのではないかと思われる。つまり、物価よりも景気の方を重視している可能性があることを示している。この結論は、周行長が解釈している金融政策の最終目標のうち、物価安定に一番高いウェイトを付けていることとは整合していないが、謝ほか(2002)の分析結果とは整合的である。中国はまだ発展途上であるため、実際の政策運営において経済の発展が当分優先されるのではないかと思われる。

謝ほか(2002)の推計結果と比べると、本論文の推計では GDP ギャップの係数も有意になった。

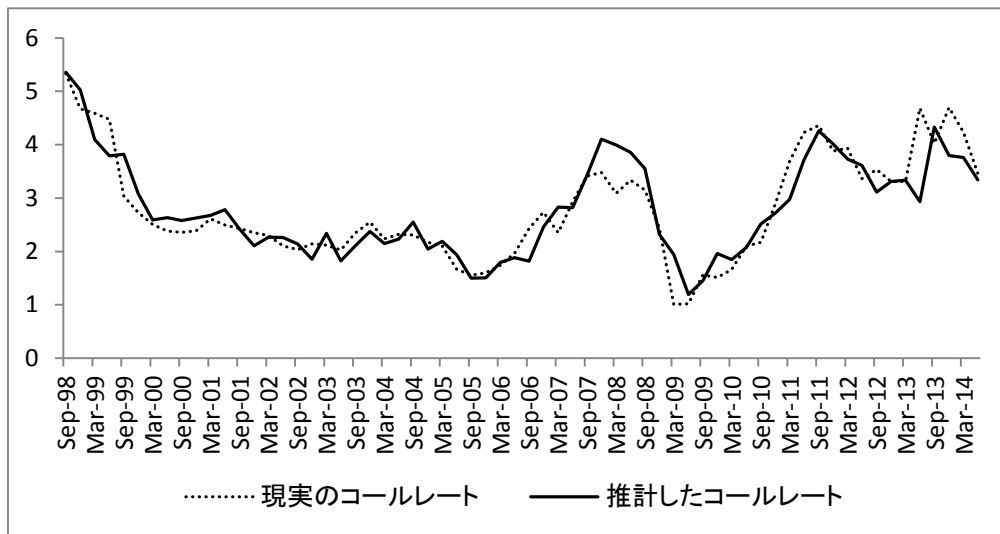
(1) 式によって推計した政策金利と実際のコールレートは図表 6-14、誤差は図表 6-15 の通りである。

図表 6-14 をみる限りでは、1998 年第 3 期から 2014 年第 2 期まで、推計した政策金利と実際のコールレートがよく当てはまるように見える。しかし、1998 年 5 月に公開市場操作が再開されたばかりで、2002 年まで公開市場操作が 1 週間に 1 回しか行われていないこと、及び短期金融市場の規模がまだ小さかったこと等を踏まえて考えると、当時のコールレートが本当に政策金利の代理変数とみなして良いかという疑問が残される。つまり、1998~2002 年の期間では、推計した政策金利と実際のコールレートの当てはまり具合について、一定の保留的な見方を取る必要があると考えられる。また、1998~2002 年は、中国はデフレに対応するため、大幅な利下げを実施した。インフレ率の急低下と大幅な利下げの期間が重なって、“大きな波”が形成されていることを踏まえて考えると、この期間の当てはまりは見せかけのものである可能性がある。

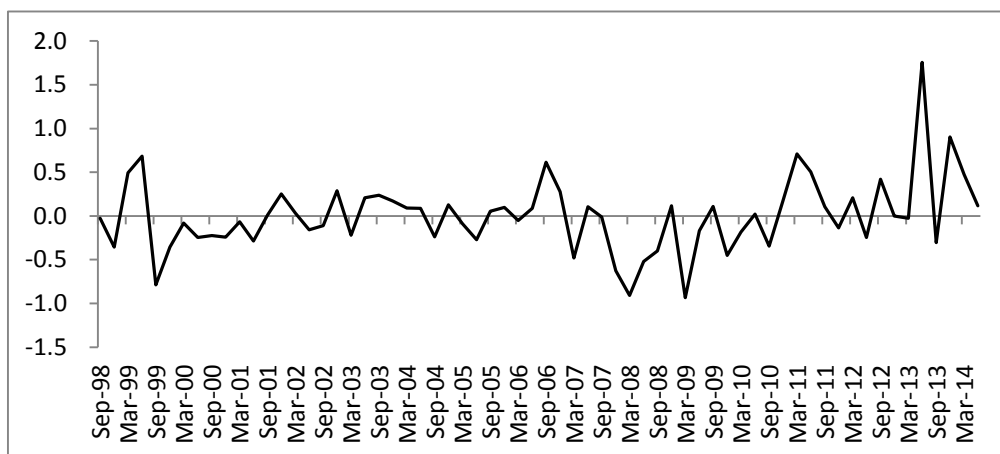
2003 年から、公開市場操作は 1 週間に 2 回行われるようになり、短期金融市場の規模も大きく拡大した。さらに、2004 年から金利自由化が大きく進んだ。その頃から、コールレートが真実に政策金利の代理変数とみなしても良くなったと考えられる。また、金融政策のサイクル及び、オリジナル・テイラー・ルールの検証結果を踏まえて考えると、2003 年以降、(1) 式によって推計した政策金利と実際のコールレートの当てはまり具合は、その通りに受け取っても良いと考えられる²⁴。

²⁴ 1998 年第 1 期~2002 年第 4 期までを 0、2003 年第 1 期から 2014 年第 2 期までを 1 とするダミー変数を入れてみたが、有意な結果を得られなかった。

図表 6-14 (1) 式によって推計した政策金利と実際のコールレート 単位：％



図表6-15 政策反応関数 (1) 式の誤差 単位：％



(2) 式では、為替レートの変動率を説明変数に加えた。推計結果は図表6-16の通りである。インフレ率とGDPギャップの係数、 β_1 と β_2 は5%有意水準で有意であったが、為替レート変動率の係数、 β_3 は有意ではなかった²⁵。また、為替レート変動率の t 値がかなり低かったため、為替レート変動率を説明変数として政策反応関数に加えるべきではないことを示している可能性があると思われる。

²⁵ 為替レート政策は2005年7月に大きな変化があったため、1998年第1期～2005年第2期を0、2005年第3期～2014年第2期を1とするダミー変数を、(2)式に入れて推計してみたが、有意な結果が得られなかった。

図表 6-16 政策反応関数 (2) 式の推定結果

A

| | α | λ | β_1 | β_2 | β_3 |
|-------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 定数項と係数 | 2.486 | 0.640 | 0.182 | 0.643 | - 0.246 |
| t-Statistic | 4.562 | 11.438 | 2.603 | 2.640 | - 0.706 |
| Prob. | 0 | 0 | 0.012 | 0.011 | 0.461 |

B

| | | | |
|--------------------|-------|--------------------|-------|
| Adjusted R-squared | 0.812 | S.E. of regression | 0.432 |
| Durbin-Watson stat | 1.845 | J-statistic | 0.897 |

では、為替レートは中国の金融政策の中でどのような位置づけであるだろうか？ 為替レートは、輸出入に大きな影響を与えているのは言うまでもない。輸出入の変化を通じて企業の業績や雇用に影響を与え、ひいては、経済全体に影響する。中国の金融当局は当然為替レートの動向に高い関心をもって注視しているに違いない。人民元高の圧力を低減するために、外国との金利差を意識して、金利をある程度低めに抑えられている可能性があると考えられる。その低い金利水準のもとに、コールレートはインフレ率とGDPギャップに有意に反応していると考えられる。

人民銀行は為替レートの安定を維持するために、過剰な流動性を供給し、それを吸収するために、準備率の引き上げ等で対応していることは繰り返し述べてきた。このため、為替レートという説明変数は、政策金利を被説明変数とする政策反応関数に取り入れるべきではないと思われる。分析の結果が有意ではないこともこの点を支持していると思われる。

(1) 式と (2) 式の推計結果をまとめて言うと、コールレートはインフレ率と産出量ギャップに有意に反応していたが、為替レートに有意に反応していなかった。インフレ率と産出量ギャップの係数はともに小さいが、後者の方が前者より高い。つまり、インフレ率より産出量ギャップの方が、より高いウェイトが付けられている可能性がある。

(1) 式と (2) 式は、中央銀行は現時点及び過去のデータに基づいて政策対応を行い、所謂バックワードルッキング・ルールであった。しかし、現実の中央銀行の政策対応は、過去と現在のデータに依存するだけでなく、むしろ、先行きの経済状態とインフレ期待などの予測に重点を置くうえで政策対応を行っている。これは、所謂フォワードルッキン

グ・ルールである²⁶。人民銀行は近年、金融政策運営においてフォワードルッキングの重要性を強調し、実際にもフォワードルッキング的な運営を行ってきたと説明している²⁷。このため、本来、フォワードルッキング・ルールな政策反応関数も推計すべきであるが、中国では予想インフレ率などのデータを整えていないため、本論文では、フォワードルッキング・ルールに立ち入らないことにする²⁸。

テイラー・ルールと政策反応関数による検証のまとめ

以上の分析から、①2003年以降、基本的に物価とGDPギャップをターゲットとして、政策金利を（前者には小さく、後者には大きく）反応させている、②為替レートには別途、介入と預金準備率によって対応している、③近年は不動産価格の要素にも対応している、といった興味深い事実が推定されたと考えられる。

金融自由化の進展や金融市場の発達などによって、中国の金融政策は、主に物価と産出量ギャップの変動に応じて運営されるようになり、先進国と近似してくるであろう。例えば、人民銀行の周小川行長は、周（2013a）の中で、潜在GDPと産出量ギャップの推計は金融政策の制定に欠かせないものであると述べた。また、産出量ギャップは、潜在GDP成長能力を推計する重要な根拠であり、金融政策を制定するうえの重要な基礎でもあると述べた。この点は、主要国の中央銀行の考え方と非常に近いものと思われる。

これから、金融自由化がさらに進み、人民元の為替制度も改革されていく。それに伴い、中国の金融政策の運営は先進国にもっと似てくるようになると思われる。もちろん、先進国型の金融政策が必ず優れているというつもりはない。先進国の経済理論や金融政策の理論が進んでいるため、その優れたところを取り入れることによって、自由化の進展と併せて、発展途上国の金融政策は先進国に近似していくと思われる。

一方、経済発展の段階、金融市場の発達度合い、文化や伝統などの違いによって各国の金融政策に多少の特色がある。金融自由化が完了した後も、社会主義市場経済のもとで、中国の金融政策には一定の特徴が残されると考えられる。例えば、多くの金融機関（銀行、

²⁶ バックワードルッキング・ルールとフォワードルッキング・ルールの詳細の定義および区別は、木村ほか（2000）、鎌田ほか（2000）を参照。

²⁷ 詳細は中国人民銀行『貨幣政策執行報告』2011年第4期、7－9ページを参照。

²⁸ この場合、期待が合理的で中央銀行が将来のインフレ率などを正確的に予想できると仮定して、予想値の代わりに、実際の観測値を用いることが考えられる。例えば、田口ほか（2011）はこのような考え方で、東アジア諸国のフォワードルッキング・ルールな政策反応関数を推計した。

証券会社と保険会社など）の筆頭株主が政府（中央または地方）であることは、中国金融システムの一つの特徴である。この特徴によって、中国の金融政策運営は固有の特色を残すと思われる。

結論 まとめと展望

金融自由化の進展と金融市場の発達によって、1998 年頃以降中国の金融構造と金融政策に多くの変化が起きたが、それらは特に外国から十分に理解されていないところもあるように思われる。本論文は、金融自由化の進展に即して、金融構造や政策効果波及経路の変化による金融政策の変化と特徴を分析したうえで、近年の実際な運営を標準的な実証分析の手法で検証した。最後に、これまでの分析を要約し、それを土台に中国金融構造と金融政策の行き先を簡単に展望する。

まとめ

金融構造 中国の金融構造は、まだ銀行仲介が中心な間接金融である。しかし、近年、銀行を通じる融資のウェイトが下落し、債券や株式等による融資のウェイトが上昇してきた。このような変化は、金融当局が後押ししている側面がある。

1990 年代以降、中国は積極的に外資を導入して、経済成長を促してきたが、近年、積極的に対外投資も行うようになってきた。

近年、中小企業の融資難問題が重視されるようになり、人民銀行は金融調節を行う時も、中小企業を念頭に中小金融機関に特に配慮するようになってきた。中小企業の融資難問題は依然大きな課題であるが、マクロのデータからみれば、2008 年頃より足元では一定の改善が見られた。

銀行業は不良債権処理、金融改革と経営効率化によって、自己資本比率が上昇し、不良債権比率が低下してきた。足元、不良債権比率は 1.1%未満の低水準にあるが、上昇トレンドに転じているため、これから不良債権の動向を注意深く見守る必要がある。

短期金融市場 近年、国債、政策金融債、社債の発行量が大幅に増加し、金融市場の参加者も増えたため、短期金融市場の規模が拡大し、流動性と厚みを増してきた。

短期金融市場の資金の流れは、金融機関の間では、国有商業銀行等の大型銀行から、他の金融機関へ資金が流れている。地域の間では、表面上北京市から沿海地域等経済発達地域へ流れることになっている。これは、北京市の預金が多いことと、全国に多くの支店を持つ国有商業銀行が内部資金の移転を通じて、資金需要の低い地域の資金を北京市の本店に移転させてまとめて運用しているためである。

金融自由化 近年、金利自由化は大きな進展がみられ、2013 年に（個人住宅ローンを除く）貸出金利の規制を解除したため、自由化の最終段階に入ったと思われる。預金金利の自由化には一定の期間が必要とみられるため、完了まであと 5、6 年かかると思われる。一方、為替制度の改革、人民元の貿易決済、及び通貨スワップによって、人民元は国際化に向けて歩み始めようとしている。

理財商品や余额宝（インターネット金融）は、金利規制のもとで、金融革新によって生み出した預金より金利が高い金融商品であるが、そのうちリスクが高い物もある。それらは、販売時の説明責任や運用面の不透明性などいくつかの問題点が残されているが、金利規制のもとで、多くの購入者に利益をもたらした。預金からのシフトや競争によって、それらは金融自由化の推進力にもなっている。しかし、金融自由化が完了すると、それらの存在意義は低くなると思われる。つまり、これらは過渡的存在の金融商品である。

金融政策の諸目標 人民銀行の中央銀行体制は、改革開放後整え始めたものである。近年、貨幣政策委員会は金融政策の制定において大きな役割を果たしている。

中国金融政策の最終目標は、貨幣価値の安定を維持し、それをもって経済成長を促すことである。貨幣価値の安定について、対内的には物価の安定、対外的には為替レートの安定であると解釈する見方もあるが、近年、人民元が国際化に向けて歩み始めたため、金融当局は為替レートのことをあまり触れないようになっている。

人民銀行は 1996 年からマネーサプライを金融政策の中間目標として採用するようになった。当初は、M0、M1、M2、（銀行業の）貸出増加額の一連の指標を中間目標としていた。2007 年頃から、M2 を中間目標としながら、貸出増加額を監視するようになった。2011 年から、M2 を中間目標としながら、監視の対象を貸出増加額と「社会融資規模」へ拡大した。

中国では、金融政策が直接調節から間接調節へ転換しようとした 1998 年から、操作目標は超過準備率としながら、マネーマーケット金利を監視していた。金融自由化の推進とマネーマーケット規模の拡大によって、2004 年頃から、操作目標は超過準備率とマネーマーケット金利の両方を含むようになった。

金融政策の手段 人民銀行は、近年、公開市場操作を最も重要な政策手段として用いるようになった。政策金利は一つの金利体系をなしているが、1 年物預金・貸出基準金利が最も重要な指標である。2003 年以降、外貨買入によって供給した過剰な流動性を吸収するために、預金準備率が活用されてきた。

人民銀行は、公開市場操作や準備率等の伝統的な手段を活用しながら、差別準備預金制度、貸出ファシリティや短期流動性調節オペ等の新しい手段を導入して、金融政策の効果を高めようとしている。

中国の金融調節は、現在、量の調節と金利調節の両方を行っているが、これから、金融自由化の進展とともに、金利誘導型の調節に転換していく予定である。

政策波及経路 中国の政策効果波及経路のうち、信用チャネルが最も重要な経路である。金利チャネルや資産チャネルも重要な経路である。一方、為替制度の影響によって、為替レート・チャネルの波及効果はまだそれほど大きくないとみられる。

金融政策の実証分析 最後に、中国の近年の金融政策運営について定性と定量的分析を行った。いずれも、概ね適切に運営されているという結果を得た。定量分析ではテイラー・ルールと政策反応関数による検証を行った。2003年以降、金融政策は主に景気と物価の変動に対応して運営されるようになったことを確認できた。

展望

金融構造 今の中国の金融構造は、ドイツや日本のような間接金融中心の金融構造であると思われる。金融自由化によって、直接金融のウェイトが上昇するなどの金融構造の変化が見られた。これから、直接金融のウェイトが大きく上昇し、アメリカのような直接金融が中心な金融構造になるかという点、必ずしもそうはならないと思われる。

当然、今後直接金融のウェイトが今よりさらに高くなるだろう。しかし、中国の金融業において、銀行業が圧倒的なウェイトを占めているため、銀行の仲介を通じる間接金融が中心的な地位を占めることは、簡単に変わらないと思われる。

これから、大企業が債券などによる資金調達を増やして、銀行離れ現象が起きるだろう。しかし、直接金融が中小企業の主な資金調達手段になることは考えにくい。やはり銀行からの借入れが引続き主な資金調達ルートであると思われる。つまり、大企業の銀行離れによって生じた空白の多くは、中小企業が穴埋めするようになると思われる。

そのため今後、中国の金融構造は日本が経験したように、一旦直接金融のウェイトが大きく上昇するが、その後、再び低下するような流れになる可能性があると思われる。

金融政策 金融自由化の進展や金融市場の発達などによって、中国の金融政策は、主に景気と物価の変動に応じて運営されるようになり、先進国と近似してくるであろう。これから、金融自由化がさらに進み、人民元の為替政策も改革されていく。それに伴い、中国

の金融政策の運営は先進国にもっと似てくるようになると思われる。

一方、経済発展の段階、金融市場の発達度合い、文化や伝統などの違いによって各国の金融政策には多少の特色がある。金融自由化が完了した後も、社会主義市場経済のもとで、中国の金融政策には一定の特徴が残されることが考えられる。例えば、多くの金融機関（銀行、証券会社と保険会社など）の筆頭株主が政府（中央または地方）であることは、中国金融システムの一つ大きな特徴である。この特徴によって、中国の金融政策運営は固有の特色を残すと思われる。

また、中国の実際の経済・金融状況、金融システムの特徴などに合わせて、預金準備率の新たな応用方式の探求のような試みは、今後、他の政策手段などにもみられるかもしれない。

参考文献

日本語文献

- 伊藤修（1995）『日本型金融の歴史的構造』東京大学出版会
- 伊藤修（1997）『日本の経済：歴史・現状・論点』日本公論新社
- 伊藤修・奥山忠信・箕輪徳二編（2005）『通貨・金融危機と東アジア経済』社会評論社
- 伊藤修・黄月華（2010）「バブル発生の認知と膨張の抑止」、伊藤修・埼玉大学金融研究室編『バブルと金融危機の論点』日本経済評論社
- 植林茂（2012）『金融危機と政府・中央銀行』日本経済評論社
- EEC 通貨委員会（1964）『EEC の金融政策：政策手段と効果』（日本銀行調査局訳）、東洋経済新報社
- 翁邦雄（1991）「日本における金融調節」『金融研究』第 10 巻第 2 号、平成 3 年 7 月
- 翁邦雄（1993）『金融政策——中央銀行の視点と選択』東洋経済新報社
- 翁邦雄（2011）『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社
- 翁邦雄（2013）『金融政策のフロンティア——国際的潮流と非伝統的政策』日本評論社
- 小田信之・永幡崇（2005）「金融政策ルールと中央銀行の政策運営」日銀レビュー、2005-J-13
- 鈴木淑夫（1974）『現代日本金融論』東洋経済新報社
- 鈴木淑夫（1985）『金融自由化と金融政策』東洋経済新報社
- 大橋英夫（2005）『現代中国経済論』岩波書店
- 深尾光洋・伊藤隆敏（2006）「中国経済と人民元の行方」、深尾光洋編『中国経済のマクロ分析』日本経済新聞社
- 欧州中央銀行編（2002）『欧州中央銀行の金融政策』（小谷野俊夫、立脇和夫訳）、東洋経済新報社
- 岡崎久美子（2009）「中国農村金融制度改革の現状と課題」IMES Discussion Paper No.2009-J-16
- 王吉（2013）「中国の金融の現状」『社会主義』第 616 号、2013 年 10 月
- 王京濱（2005）『中国国有企業の金融構造』御茶の水書房
- 王紅・長井滋人（2007）「中国における金融市場調節：金融政策か為替政策か」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、2007 年 5 月、日本銀行ホームページ
- 鎌田康一郎・武藤一郎（2000）「フォワード・ルッキング・モデルによるわが国金融政策

の分析』『金融研究』第 19 巻第 3 号、2000 年 9 月

経済産業省（2005）『通商白書』2005 年版、経済産業省ホームページ

木村武・種村知樹（2000）「金融政策ルールとマクロ経済の安定性」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、2000 年 4 月、日本銀行ホームページ

白川方明（2008）『現代の金融政策——理論と実際』日本経済新聞出版社

重原久美春（1990）「金融自由化の進展と金融政策——日本の経験」『金融研究』第 9 巻第 4 号（平成 2 年 12 月）

柴田聡（2010）『チャイナ・インパクト』中央公論新社

島村高嘉・中島真志（2014）『金融読本（第 29 版）』東洋経済新報社

地主敏樹（1992）「金融政策当局の反応関数：国際比較の試み」『国民経済雑誌』、166(2), 79-103, 1992-08

地主敏樹（2006）『アメリカの金融政策』東洋経済新報社

田口博之・加藤千鶴（2011）「東アジア諸国のインフレターゲットと日本への示唆——インフレターゲットと金融政策ルール、物価安定との関係」『季刊政策分析』第 6 巻、第 1・2 合併号

田中修（2007）『検証 現代中国の経済政策決定』日本経済新聞出版社

戴相龍編（1999）『中国金融読本』（桑田良望訳）中央経済社

張秋華（2012）『中国の金融システム』日本経済新聞出版社

露口洋介（2006）「銀行システムの改革」、深尾光洋編『中国経済のマクロ分析』日本経済新聞出版社

童適平（2013）『中国の金融制度』勁草書房

唐成（2005）『中国の貯蓄と金融』慶応義塾大学出版会

唐成（2011）「中国におけるマクロ経済政策の決定メカニズムに関する研究」、代々木智弘編『中国「調和社会」構築の現段階』、アジア経済研究所

内閣府（2014）「国際金融センター、金融に関する現状等について」（資料 2）、内閣府ホームページ、平成 26 年 4 月 18 日

長島正治（2006）『経済発展と公共政策の展開』勁草書房

日本銀行（1991）『日本銀行月報』1991 年 7 月号、日本銀行ホームページ

日本銀行調査統計局（2005）「資金循環統計の解説」日本銀行ホームページ

日本銀行金融研究所編（2011）『日本銀行の機能と業務』有斐閣

日本經濟新聞社編（2009）『実録 世界金融危機』日本經濟新聞出版社
福本智之・木村武・稲村保成・東将人（2010）「中国の窓口指導の有効性と金融環境——日本の金融自由化とバブルの経験を踏まえて」日銀レビュー、2010 年 6 月
林毅夫・蔡昉・李周（1999）『中国の国有企業改革』（関志雄、李粹蓉訳）日本評論社
林毅夫（2012）『北京大学 中国經濟講義』（劉德強訳）東洋經濟新報社

中国語文献

巴曙松「貨幣市場基金与利率市場化——从國際比較看当前中国貨幣市場基金爭議」『中国金融』2014 年第 6 期
包商銀行（2008）「包商銀行微小貸款与探討」中国銀行業監督管理委員會ホームページ
陳雨露（2010）『人民幣讀本』中国人民大学出版社
戴有根（2000）「中国貨幣政策回顧」、中国金融学会編『中国金融年鑑』2000 年版、11－14 ページ
戴有根（2003）「中国央行公開市場操作実践和經驗」『金融研究』2003 年第 1 期、55－65 ページ
杜金富（2013）「我国銀行理財產品市場的現狀、問題和对策」『金融監管研究』2013 年第 2 期
樊明太（2004）「金融構造及其对貨幣伝導機制的影響」『經濟研究』2004 年第 7 期
顧月（2005）「加快成立中国郵政貯蓄銀行 規範並促進郵政貯蓄業務健康發展——訪中国銀監会銀行監管三部有關負責人」『中国金融』2005 年第 17 期
郭建偉（2013）「存款利率市場化的新突破」『中国金融』2013 年第 24 期
範从来（2004）「論貨幣政策中間目標的選擇」『金融研究』2004 年第 6 期
黃達編（2012）『金融学（第 3 版）』中国人民大学出版社
姜建清（2014）「誓圓“建設國際一流金融企業”的工行夢」『中国銀行業』2014 年第 3 期
林鉄鋼（2008）「落實从緊貨幣政策 促進經濟又好又快發展——訪中国人民銀行副行長易綱」『中国金融』2008 年第 3 期
劉鴻儒（2013）「我国中央銀行体制の形成」『中国金融』2013 年第 23 期
李德（2008）「中国人民銀行改革的歷程及成效」『中国金融』2008 年第 17 期
陸軍、鐘丹（2003）「泰勒規則在中国的協整檢驗」『經濟研究』2003 年第 8 期
錢小安（2000）『通貨緊縮論』商務印書館

- 全國銀行業理財信息登記系統『中國銀行業理財市場年度報告（2013 年）』中國理財網
- 全國銀行業理財信息登記系統『中國銀行業理財市場半年度報告（2014 上半年）』中國理財網
- 盛朝暉・余劍（2008）「總部經濟對北京地區金融運行的影響」『中國金融年鑑』2008 年版
- 盛松成・張璇（2014）「余額寶與準備金管理」『金融時報』2014 年 3 月 19 日、第 2 版
- 盛松成・吳培新（2008）「中國貨幣政策的二元傳導機制」『經濟研究』2008 年第 10 期
- 王國剛（2012a）「中國貨幣政策目標的實現機理分析：2001～2010」『經濟研究』2012 年 12 月刊、4－14 ページ
- 王國剛（2012b）「中國貨幣政策調控工具的操作機理：2001～2010」『中國社會科學』2012 年第 4 期
- 王兆星（2014）「貸款風險分類和損失撥備制度變革——銀行監管改革探索之三」『中國金融』2014 年第 17 期
- 汪洋（2008）『中國貨幣政策框架研究』中國財政經濟出版社
- 魏革軍（2009）「訪中國人民銀行副行長易綱——有關當前貨幣政策的幾個問題」『中國金融』2009 年第 6 期
- 魏革軍（2010）「當前貨幣政策相關問題的幾點認識——訪中國人民銀行行長周小川」『中國金融』2010 年第 1 期
- 魏革軍（2013）「訪中國郵政貯蓄銀行董事長李國華——走普惠金融商業可持續發展道路」中國金融ホームページ
- 魏革軍（2014）「理性看待余額寶」『中國金融』2014 年第 6 期
- 伍戈・張文明『對沖型貨幣政策的實踐與效果』『中國金融』2011 年第 19 期
- 謝平・羅雄（2002）「泰勒規則及其在中國貨幣政策中的檢驗」『經濟研究』2002 年第 3 期、3－12 ページ。
- 邢桂君・張德海・賴秀福「1998 年以來國有獨資商業銀行人員機構精簡概況」、中國金融學會編『中國金融年鑑』2003 年版、741－743 ページ
- 閻慶民（2013）「在中國銀行業理財業務熱點問題座談會的講話——中國銀監會主席助理閻慶民」、2013 年 1 月 29 日、中國銀監會ホームページ
- 楊凱生（2014）「銀行業紛爭該澄清的幾個問題」中國銀行家網、2014 年 6 月 3 日
- 易綱（1996）「中國金融資產結構分析及政策含意」『經濟研究』1996 年第 12 期
- 易綱・郭凱（2002）「中國銀行業改革思路」『經濟學（季刊）』第 2 卷第 1 期、2002 年 10

月

易綱・宋旺（2008）「中国金融資産結構演進：1991－2007」『經濟研究』2008年第8期

易綱（2009）「中国改革開放三十年的利率市場化進展」『金融研究』2009年第1期、1－14
ページ

殷興山（2014）「改進貨幣政策委員會制度」『中国金融』2014年第6期

尹靖霏「財務公司等三類金融機構獲降準“0.5個百分點”將帶來什麼」『中国金融家』2014
年第8期

周小川（2006）「中国貨幣政策的特点和挑戰」『財經』2006年第26期

周小川（2013a）「新世紀以來中国貨幣政策的主要特点」『中国金融』2013年第2期

周小川（2013b）「全面深化金融業改革開放 加快完善金融市場體系」『人民日報』、2013
年11月28日

張曉慧（2008）「走向間接調控的中国貨幣政策」『中国金融』2008年第23期

張曉慧（2011）「推進利率、匯率形成機制改革 疏通貨幣政策傳導機制」中国人民銀行ホ
ームページ、2011年3月10日

張岐山・張代強（2007）「前瞻性貨幣政策反應関数在我国貨幣政策中的檢驗」『經濟研究』
2007年第3期

張吉光（2010）「城市商業銀行跨区域發展現狀、問題及对策建議」『海南金融』2010年第5
期

鐘偉（2014）「当下房地產運行有憂有險」『中国外匯』2014年第8期

中国人民銀行（2001～2014）『中国貨幣政策執行報告』各四半期、中国人民銀行ホームペ
ージ

中国人民銀行（2005）「穩步推進利率市場化報告」『中国貨幣政策執行報告（増刊）』2005
年1月、中国人民銀行ホームページ

中国人民銀行「中国区域金融運行報告」『貨幣政策執行報告（増刊）』各年版、中国人民銀
行ホームページ

中国人民銀行（2006～2014）『中国金融穩報告定』中国人民銀行ホームページ

中国人民銀行（2009～2013）「金融機構貸款投向統計報告」中国人民銀行ホームページ

中国人民銀行「中国人民銀行大事記」各年、中国人民銀行ホームページ

中国人民銀行「貨幣政策大事記」各年、中国人民銀行ホームページ

中国人民銀行「城鎮儲戶問卷調查報告」各四半期、中国人民銀行ホームページ

中国人民銀行「企業家問卷調査報告」各四半期、中国人民銀行ホームページ
 中国人民銀行「全国銀行家問卷調査報告」各四半期、中国人民銀行ホームページ
 中国銀行業協会「2013 年中国銀行業理財業務発展報告」中国銀行業協会ホームページ
 中国金融学会『中国金融年鑑』各年版、中国金融出版社
 中国国家统计局『中国統計年鑑』各年版、中国統計出版社
 中国商務年鑑編集委員会（2012）『中国商務年鑑』中国商務出版社
 中国工商銀行（2012、2013）『年度報告』中国工商銀行ホームページ
 中国建設銀行（2012、2013）『年度報告』中国建設銀行ホームページ
 中国農業銀行（2012、2013）『年度報告』中国農業銀行ホームページ
 中国銀行（2012、2013）『年度報告』中国農業銀行ホームページ
 中国郵政貯蓄銀行（2013）『年度報告』中国郵政貯蓄ホームページ
 上海浦東發展銀行（2013）『年度報告』上海浦東發展銀行ホームページ
 興業銀行（2013）『年度報告』興業銀行ホームページ

英語文献

Clarida,R., Gali,J., and Gertler,M.,1997. “Monetary policy rules in practice: Some international evidence”. *NBER Working Paper, No.6254*.
 Clarida,R., Gali,J., and Gertler,M.,1998. “Monetary policy rules in practice: Some international evidence”. *European Economic Review 42: pp. 1003-1067*.
 Clarida,R., Gali,J., and Gertler,M.,2000. “Monetary policy rules and Macroeconomic Stability: Evidence and some theory”. *The Quarterly Journal of Economics, February, 147-180*.
 Taylor,J.B.,1993. “Discretion versus policy rules practice”. *Carnegie-Rochester Conference on Public policy 39. pp. 195-214*.