

氏名	蔡 玉成
学位の種類	博士（経済学）
学位記番号	博経済甲第103号
学位授与年月日	平成27年3月24日
学位授与の要件	学位規則第3条第3項該当
学位論文題目	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—
論文審査委員	委員長 教授 伊藤 修 委員 教授 田口 博之 委員 教授 長島 正治 委員 教授 李 潔

## 論文の内容の要旨

本論文は、表題の通り、金融構造をふまえた中国の金融政策のあり方を、市場化・自由化の進展の段階を追って、包括的に分析した業績である。

本論文は、日本に関する1974年の鈴木淑夫『現代日本金融論』の方法を参考にしていて、その中国版にあたと位置づけることも可能といえる。上掲書は、間接金融優位、オーバーローン、オーバーボロイング、資金偏在といった戦後日本の金融構造の特徴を定式化した上で、そのもとで特有のメカニズム（いわば歪められた市場メカニズム）を通じて作動せざるをえない金融政策のあり方を包括的に解明したことにより、日本の金融分析の記念碑的業績となり第15回エコノミスト賞を受賞した。すなわち、成熟段階に至る以前の経済においては、金融政策は成熟国の標準的な形と多かれ少なかれ異ならざるをえず、それは主に金融構造の特性によって規定される。したがってその金融政策の包括的な分析は、金融構造分析をふまえることなしには完結しえない。同時に、金融構造は段階的に変化（自由化あるいは市場化）するから、それに沿った追跡も不可欠となる。この2点——ベースとしての金融構造と段階的推移の分析——をふまえることによって、本論文は、相対的に部分的な研究の集積にとどまっていた中国金融政策の、標準的な経済理論と分析手法にもとづく包括的分析の先駆となりうる。

本論文の構成は次のようになっている。

序 論 研究の狙いと構成

第1章 中国の金融構造

第1節 主要な金融資産の構造

第2節 資金循環

第3節	企業金融
第4節	銀行業の産業組織
第2章	短期金融市場
第1節	短期金融市場の規模
第2節	短期金融市場の資金の流れ
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
第2節	人民元為替制度の改革
第3節	金融自由化の推進要因
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
第2節	中国金融政策の最終目標
第3節	中国金融政策の中間目標
第4節	中国金融政策の操作目標
第5章	中国金融政策の主要手段
第1節	公開市場操作
第2節	金利政策
第3節	預金準備率
第4節	貸出ファシリティ
第5節	その他の手段——窓口指導、国庫現金管理など
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
第2節	中国近年の金融政策運営
第3節	中国の政策反応関数の推計
結論	まとめと展望

以上のように、取り上げられるべき主要な事項がほぼ全面的に扱われている。各章の要点は以下の通りである。

**第1章**では金融構造を扱う。金融資産では銀行預金が大宗を占める間接金融型であり、企業金融も銀行借入型にある。株式を中心とする証券市場も近年拡大しているが、それが中心となることは当面展望されないとする。資金循環も高度成長期日本と基本的に共通で、高成長・高投資・資金不足の経済、家計から企業への銀行経由仲介という構造であるが、外資導入戦略をとっている点が異なる。ただし資本導入の一方で、巨額の外貨準備の蓄積により、近年は対外資本流出超となる特異なポジションを示している。また銀行業の産業組織が概観され、国有4大銀行の存在の大きさが特徴的であるとともに、最近地域・中小金融機関の整備に注力されていることがわかる。

第2章はマネーマーケットを分析する。近年、国債、政策金融債、社債の発行が増加し、レポ市場、コール市場を中心とする短期金融市場の厚みと流動性が増してきた。さらに売オペ玉が不足の際には中央銀行手形の売出しという手段も使われる。なお大手国有銀行の市場での行動（調達・放出）は純粋な利潤最大化ではなく政策当局の意を体した部分もあると解される場合があり、興味深い。また日本のケースでは地方から都市銀行へ市場で資金が流れる「資金偏在」と呼ばれた現象があったが、これに対して中国では北京から地方に流れており、一見逆に見える。しかしその内実は、大手銀行内部で地方から北京に資金が集中され、そこから市場を通じて放出されているのであって、日本のケースと逆というわけではないと分析している。

第3章では金融自由化の進展を跡づける。段階的に自由化が進展しており、2013年の貸出金利規制解除により金利自由化は最終段階に入ったとする。ただし預金金利自由化の完了にはまだ一定の期間をかけるであろうと展望される。また「理財商品」「シャドーバンキング」「余额宝」など、最近注目を集めた金融商品・取引は、金利規制下での規制裁定（抜け道）の発生というのがその本質であって、これは金融自由化の促進要因として機能し、また自由化とともに存在意義が失われていくであろう過渡的存在であると分析している。

第4章は金融政策の枠組みとして機構および目標を扱う。中央銀行である中国人民銀行は政府（国務院）の下にある点が主要国と異なっている。政策の最終目標は貨幣価値の安定と経済成長とされ、前者は対外的には為替レートの安定と解釈する者もあるが、人民銀行トップは物価の安定を最重要と位置づけているとする。中間目標としては、かつては銀行貸出額が重視されたが、現在はマネーサプライと「社会融資規模」（非金融部門の調達資金総額）となっている。また操作目標は超過準備率（ベースマネー）およびマネーマーケット金利の両にらみである。

第5章では主な政策手段について、公開市場操作、金利（変更）政策、準備率操作、貸出ファシリティ、窓口指導等その他の手段、の順に整理する。ここでオペが重要性を高め、標準的な金利変動メカニズムが働くようになっているが、規制金利変更の直接的調節、貸出（資金）の量的調節の側面も残り、併用している現状にある。また準備率操作に重要性が与えられ、準備率もきわめて高水準にあることは、為替レート安定（人民元上昇抑制）のための外貨買い見合いで供給される過剰な流動性を吸収する役目を割当てているためである。今後は標準的な金利誘導型に近づいていくと展望される。

第6章は政策運営を分析する。まず波及経路としては、信用チャネルが中心で、金利チャネル・資産チャネルも一定程度働くと考えられる。その上で、時期区分しながら近年の政策運営を跡づける。1998～2002年にはデフレ的傾向に対処する緩和、2003～2008年前半は引き締め、2008年後半～2010年前半が世界金融危機対応の大幅緩和、2010年後半～2011年にはインフレ抑制的な引き締め、2012年以降は成長減速下でやや緩和的な運営、というように市場経済的にオーソドックスな運営が見られる。

次にこうした政策運営を標準的な計量分析手法で検証し、きわめて興味深い結果を抽出

する。まずテイラー・ルールの推計では、2003年以降、推計された理論政策金利と実績（コールレート）は相当程度平行に動いており、オーソドックスな金利変動型の政策運営がなされていることが読み取れる。ただし金利軸のスケール（すなわち係数）がオリジナル関数と異なる。また、2011年以降は推計値・実績値間に一定の乖離（実績金利の方が高い）が見られるが、これはテイラー・ルールが含んでいない資産価格ファクター、すなわち不動産投機抑制のための引締めの側面が入っていることによると分析している。さらに、より一般的な政策反応関数の推計を行い、政策金利は物価（インフレ率）と景気（GDPギャップ）に有意に反応していることが確かめられた。ただし物価よりも景気に大きく反応していること（後者を重視していると解釈される）、為替レート変数を加えても説明力が高くないこと（人民元上昇抑制からくる過剰流動性の吸収に金利でなく準備率を割当てていると解釈される）、といった興味深い事実が示された。

結論では、上記の主要結果をまとめるとともに、その延長線上に、今後の中国の金融政策は市場化の方向で主要国に近似していくであろうこと、しかし主要国間に見られると同様、一定の固有の特色を残すことになると展望する。

## 論文審査の結果の要旨

本論文は、上記のように標準的ベースから中国の金融政策を総合的に分析した先駆的業績とされうるものであり、水準・意義とも高いと評価された。完成度も高く、審査において特段問題とされる点もなかった。

審査において相互討議された主なことは以下である。まず、現状で準備率（ベースマネー）と金利の二重政策手段となっているのは、規制があり市場が不完全なためで、本来は単一の効果となるはずではないかとの論点に対して、執筆者から、その通りであって、将来的には現行の準備率政策と為替管理はなくなるであろうとの回答があり、了解をみた。さらに、結論での展望に関し、主要国に近似していく一方、残るであろう特色として何が考えられるかとの論点について、政府は主要金融機関の所有は手放さず、それら機関の性格と行動に特徴が残るであろうこと、また中央銀行の独立性も主要国と同様には与えられないであろうこと、が挙げられた。これらの論点もきわめて興味深い。最後に、中国の金融（政策）は変化を続けていくであろうことから、今後もこの対象をウォッチし続けるとともに、研究対象を広げていく考えであるという方針が表明された。

以上のように、本論文の学問的水準は自立した研究者に求められるものを優に超えていると判断される。

したがって、審査委員会は、本論文が博士（経済学）の学位を授与するに相応しいと判定した。