

中国における短期金融市場の整備と 金融政策との関わり¹⁾

—— ベースマネー供給変化の分析 ——

童 適 平

はじめに

中国経済の二桁成長の勢いが続いている。不動産価格の暴騰が代表するようにマクロの引き締め政策が実行されても、さほどの効果を見せていない。中国は1992年に、社会主義市場経済に移行すると明言した。1994年以降、短期金融市場の整備を中心とする市場メカニズムを尊重するマクロ政策の運営に転換しつつある。中国経済加熱の原因を、1994年以後短期金融市場の整備と変化及び金融政策とのかわり、特にベースマネーの供給ルートの変化に焦点を絞り、探ることは本文の目的である。

金融政策の究極はマネーサプライの操りであるので、第1節では、まず、1994年以後、中国の名目GDP成長率と比較しながら、マネーサプライの状況を見る。この間、個別の年を除いて、M₂の発行増加率が名目GDPの成長率を遥かに上回った結果、M₂/GDPが異常に高くなった。つぎに、マネーサプライの重要な構成要因である貨幣乗数の変化と貨幣乗数の構成要因を分析する。続いて、中国人民銀行のバランスシートに基づき、マネーサプライの基礎となるベースマネー及びベースマネーの供給ルート进行分析する。

第2節では、具体的に中国人民銀行のバランスシートのデータに基づき、ベースマネーの供給となる各ルート进行分析した。

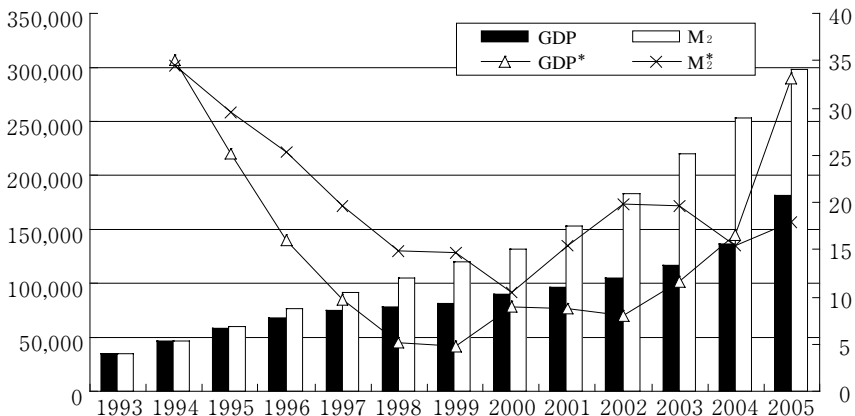
第3節では、短期金融市場の整備と関連しながらベースマネーの供給と金融

政策の推移を分析する。かつてベースマネー供給の最も重要なルートであった預金性銀行、とりわけ4大国有商業銀行への中国人民銀行再融資は如何に変化し、また、外国為替市場の整備及び外国為替管理制度の改革はベースマネーの供給にどんな影響を及ぼしているのか、そして最後に短期金融市場の整備により、手形再割引率や再融資金利は政策手段として機能したことやその限界に分析の重点を置く。

第1節 マネーサプライとその構成要因分析

図1は1993～2005年の間、中国のM₂年末残高とGDP額を左の縦軸に、1994～2005年のそれぞれの増加率を右の縦軸に表している。図1によれば、1994年以降、1998年と1999年を除いて、中国の名目GDP成長率はほぼ10%台を維持しているが、M₂の増加率は1994年と2005年を除いて、すべての年、GDPの成長率を上回っていることが分かる。(1)はフィッシャーの貨幣交換方程式である。これによれば、

図1 GDPとマネーサプライ(M₂)及びその増加率(1994～2005) (億元, %)



出所：GDPは中国国家統計局「中国統計年鑑2005」,「2005年統計年報」。M₂は中国人民銀行 <http://www.pbc.gov.cn/>。

注：GDPは名目値。GDP*はGDP増加率。M₂*はM₂増加率。

$$M \cdot V = P \cdot Y \quad (1)$$

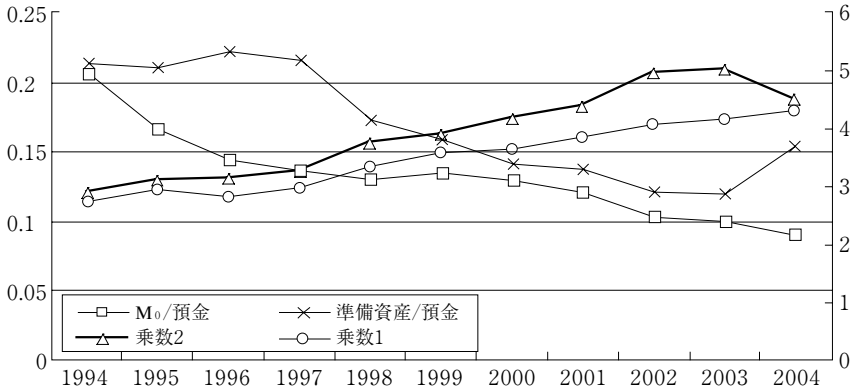
貨幣流通速度は一定期間において安定するので、マネーサプライは名目 GDP の増加に依存するはずであり、名目 GDP 増加の反映である。マネーサプライの増加率は、名目 GDP のそれを上回れば、名目 GDP に跳ね返り、物価の上昇を引き起こす。つまりマネーサプライは常に名目 GDP に連動しなければならないのである。M₂ の増加率は一貫して GDP の増加率より大幅に高ければ、物価の上昇をもたらすはずだが、実際、この期間において、中国の物価水準は比較的安定している。一つの解釈は経済の貨幣化によるものである。つまり、計画経済から市場経済に移行するに当たって、計画経済時代によく行われる実物支給や家庭内労働などは市場化され、当然、取引に基づく貨幣の需要が増え、マネーのサプライも増えるというロジックである。実際にも住宅支給制度や医療制度の改革は貨幣の使用を大きく増やしたはずである。経済貨幣化を判断する一つの目安に M₂/GDP の比率がある。2005 年、中国のこれは 1.64 に上った（2004 年は 1.85 であった）。しかし、2004 年にアメリカや日本の M₂/GDP はそれぞれ 0.52 と 1.31 であったので、経済貨幣化の解釈だけでは不十分である。M₂/GDP が高いもう一つの理由は金融構造にあると言われている。つまりアメリカの国民が株やファンドなどに投資するのと違い、中国や日本の国民は金融資産として準通貨である銀行預金を持つので、M₂ の発行残高が高いのは当然である。

さて、中国の M₂/GDP が高い原因の究明はここで止め、M₂ が急増する要因という本題に戻りたい。近年中国における M₂ の増加率が高い具体的な要因を、マネーサプライルート の側面から考えてみよう。M₂ の発行を規定する要因は二つある。つまり、(2)式で示されるように M₂ はベースマネー（B と記する）の量と乗数（m と記する）の大きさに規定される。

$$M_2 = m \cdot B \quad (2)$$

まず、乗数 m の変化を見てみよう。図 2 を参照されたい。乗数 1 は中国通貨当局である中国人民銀行が公表した M₂ をそのまま同公表したベースマネー

図2 貨幣乗数とその内訳の変化(1994~2004) (%)



出所：中国金融年鑑編集部「中国金融年鑑」。

注：1. 準備資産は「中国金融年鑑」に公表された預金性金融機関バランスシートの数字である。

2. 乗数1は $M_2 \div$ ベースマネーにより算出。乗数2は $\frac{1+C/D}{C/D+R/D}$ により算出。式の中、C=現金；D=預金総額；R=準備金。

で割った数字である。これは最も簡単な乗数変化を観察する方法である。その変化は右の縦軸で表している。図2によれば、1994年から乗数1は確実に上昇している。1994年にその数字は2.7であったが、2004年に4.3に上がったことを確認できる。

続けて、この乗数の上昇を要因別に分析する。本来ならば、引き続きこの乗数1を対象に分析しなければならない。しかし、中国のベースマネーの中の金融機関準備金には預金性銀行だけでなく、数字的には非常に小さいが、特定預金機関、その他金融機関の預金も含まれている。また、金融機関を一つのカテゴリとしてのバランスシートの資料も見付からなかったので、やむを得ず、乗数上昇の要因別分析は預金性銀行のバランスシートを使うことにした。特定預金機関とその他金融機関の準備金の金額は非常に小さいので、預金性銀行に基づく乗数と乗数1との間に大した差異はないと思う。そして、信用通貨創造機能を持つのは預金性銀行であり、貨幣乗数を取り上げる時も預金性銀行を分

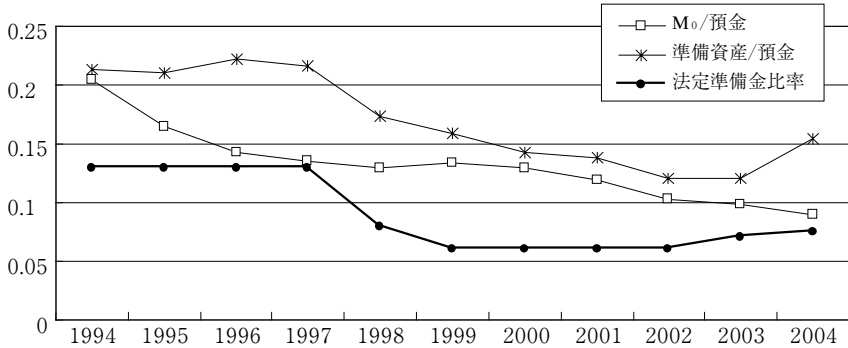
析対象にするのは一般的であるので、乗数1は参考にするだけで、以上に記述をそのまま保留した。以下では、預金性銀行バランスシートのデータに基づいて算出した乗数2に分析を進めていく。乗数2は乗数の最も簡単な公式である $\frac{1+C/D}{C/D+R/D}$ を使った。図2では太線で示している。同じ右の縦軸を参照されたい。1994年から2004年まで同乗数が2.88から4.47に変化した。基本的に乗数1と同じ上昇方向を辿っている。しかし、乗数1との開きが大きくなったり、小さくなったりする現象がある。預金性銀行の準備金は法定準備金率によりコントロールされるが、特定預金機関とその他金融機関のそれは準備金よりは預金であるので、金融機関の自主決定よりは行政により動かされ、硬直性が高いことに原因が求められる。

図2を参照されたい。図2の左縦軸は預金性銀行の現金比率（ M_0 /預金）と準備金比率（準備資産/預金）の変化を表している。これによれば、乗数2の上昇を引き起こした要因は現金比率と準備金比率の低下であることが分かる。現金比率の低下は一貫したものである。1994年にその比率は20%であったが、2004年にそれは8.9%に低下した。現金比率低下の原因は、通貨の電子化や銀行の流動性管理効率の上昇による現金節約の効果と短期金融市場発展による流動性手段の豊富化などにあると考えられる。

一方、準備金比率もこの間低下し続けている。1994年にそれが21%であったが、2004年に15%に低下した。現金比率の一貫した低下と違い、準備金比率は変化のうねりを見せている。1996年にいったん22%まで上昇し、1998年に17%に低下し、2002年と2003年は更に12%に下落した。その原因は1994年以後、法定準備金比率は中央銀行の政策手段として使われるようになり、準備金比率は法定準備金比率の変化に左右され、変動するようになったと説明できると考える。

しかし、法定準備金比率の変化があっても準備金比率が低下しつつあることは傾向として確認できる。図3を参照されたい。図3の太線は法定準備金比率の推移が示されている。1997年に法定準備金比率が引き下げられ、引き当て

図3 法定準備金比率の推移

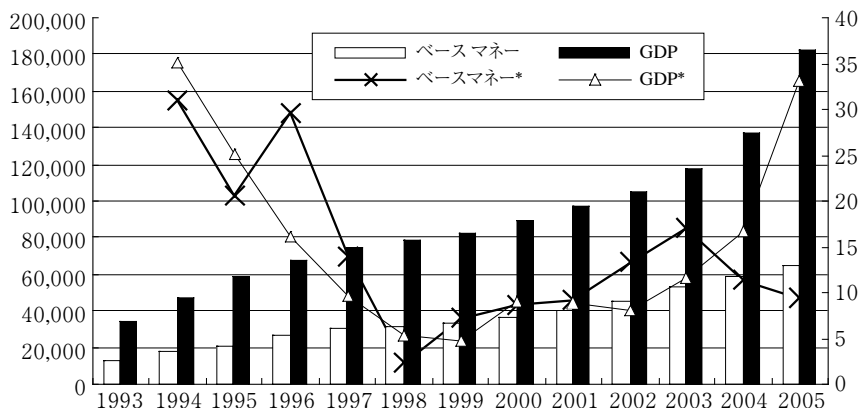


出所：同図2。

などを含めた預金性銀行の準備金比率（準備資産/預金）は当然ながら低下し、2003年に上昇に転じたのも法定準備金比率の引き上げに応じたものである。これは中国における法定準備金比率の政策手段としての有効性を表したものである。勿論、金融機関の準備金比率を規定するのは法定準備金比率だけではない。特に中国では法定準備金に対して金利の支払いが行われているので、更に複雑になる。1999年以後2003年までの間、法定準備金比率が変化しなかったにもかかわらず、準備金比率は低下しつつあった。表3を参照されたい。説明要因としては、この間、準備金の金利が引き下げられたことがあげられる。当然、経済の市場化と競争の激化により、預金性銀行も出来るだけ準備金比率を引き下げる努力も要因として考えられる。

つぎに、ベースマネーの発行状況を確認したい。図4のように、左の縦軸は、1994年から2005年までベースマネーと名目GDPの残高を示している。1993年と比べ、2005年にベースマネー対名目GDPの比率が高まった。同様のことだが、ベース・マネーとGDPの増加率が右の縦軸で示されている。期間中、1994年、1995年、1998年及び2004年と2005年を除いて、多くの年では、ベースマネーの増加率が名目GDPの増加率を上回っていることを確認す

図4 GDPとベースマネー及びその増加率の推移（1994～2005）（億元，%）



出所：同図2。

ることが出来た。ベースマネーの増加は貨幣乗数を通じてさらに拡大しマネーサプライの増加をもたらした。

以上の事実から1994年から2004年まで、 M_2 が代表する中国のマネーサプライ増加は基本的にベースマネーの増加と貨幣乗数の上昇の両方によるものと分かった。

第2節 ベースマネー発行増加の要因分析

今まで、中国のマネーサプライは主に信用供与計画により実行され、具体的には、中国人民銀行が信用供与計画に基づき、4大国有商業銀行に融資枠を決定し、中国人民銀行再融資という形でマネーサプライを実行していた。しかし、中国では1994年以降、短期金融市場の整備に続いて、1998年に信用供与計画を廃止した。これによりマネーサプライのルートが大きく変化した。この節ではマネーサプライルートの変化を考察することにする。

中国人民銀行が通貨当局としてマネーサプライにおいて、コントロールが出来るのはベースマネーである。ベースマネーは現金と金融機関が中国人民銀行

に預けた預金準備金から構成されるので、中国人民銀行のバランスシートからベースマネーを規定する項目を次のように、表すことができる。

$$\begin{aligned} \text{ベースマネー} = & (\text{外国資産} - \text{外国負債}) + (\text{対政府債権} - \text{政府預金}) + \text{対預金性} \\ & \text{銀行債権} + \text{対その他金融機関債権} + \text{対特定預金機関債権} + \text{対} \\ & \text{非金融機関債権} + (\text{その他の資産} - \text{その他の負債}) - \text{債券発行} \end{aligned}$$

- 注：1. 預金性銀行＝国有商業銀行＋中国農業発展銀行＋その他商業銀行＋都市商業銀行
 ＋農村商業銀行＋外資銀行＋都市信用合作社＋農村信用合作社＋財務会社
 2. 特定預金機関＝国家開発銀行＋中国輸出入銀行＋信託投資会社＋金融リース会社
 3. その他金融機関＝証券会社＋保険会社＋資産管理会社など
 4. ベースマネー＝現金＋金融機関預金＋非金融機関預金
 5. 金融機関預金＝預金性銀行預金＋特定預金機関預金＋その他金融機関預金

上の式を簡潔化のために、下式のように整理することが出来る。

$$\begin{aligned} \text{ベースマネー} = & \text{外国資産(純)} + \text{対政府債権(純)} + \text{対預金性銀行債権} + \text{その他} \\ & \text{金融機関債権} + \text{対特定預金機関債権} + \text{対非金融機関債権} + \text{そ} \\ & \text{の他の資産(純)} - \text{債券発行} \end{aligned}$$

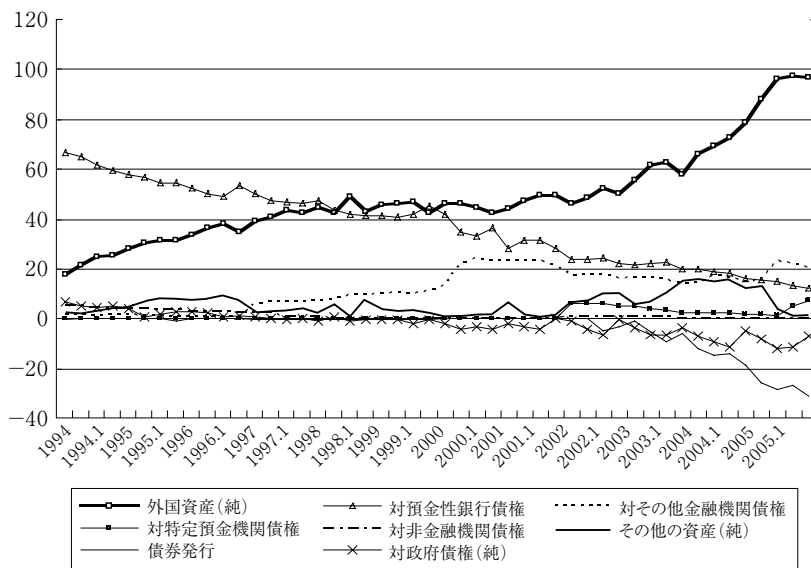
図5は上の式の右項の各項目の四半期データを比率の形式に計算しなおした結果を表したものである。図5によれば、いくつかの要因比率の急変化を確認することが出来る。

第一、ベースマネー供給の主要原因である中国人民銀行の対預金性銀行債権は急速に低下した。図5によれば、1993年12月と2005年12月の間に中国人民銀行の対預金性銀行債権要因比率は66%以上から、12%に下落した。

第二、対預金性銀行債権急低下と対照的に外国資産(純)は急上昇した。2005年12月にその比率は97%以上までに達した。1993年のそれは17.7%であった。

第三、債券発行の要因比率はベースマネー発行のマイナス要因として急上昇

図5 ベースマネー供給要因比率の推移 (1993-12~2005-12) (%)



出所：同図2。

注：要因比率＝個別要因／全部要因

した。中国人民銀行は中央銀行として債券を発行することはベースマネーを回収する効果を持ち、ベースマネー発行のマイナス要因として働く。2005年12月にその比率は31%に達し、外国資産急増による通貨発行を和らげる機能をした。

第四、対その他金融機関債権要因は2000年に入ってから約20%前後の水準で推移した。

最後に、中国のような政府主導の経済成長は財政に支えられ、中央銀行の対政府債権もプラスで、ベースマネーの発行に対してもプラス要因として働く一般的な考えられるが、図5によれば、1994年から2005年の間に、最初は約プラス5%前後の要因比率であったが、1999年頃からマイナスに転じ、2000年頃からより鮮明になり、近年では約マイナス7%前後で推移している。対政

表1 ベースマネーとその発行要因の相関性(R²)

ベースマネー	債券発行	その他の資産(純)	外国資産(純)	対政府債権(純)
1.000000	-0.777530	0.618615	0.948690	-0.881035
対預金性銀行債権	対その他金融機関債権	対非金融機関債権	対特定預金機関債権	
-0.360374	0.909675	-0.693416	0.723039	

出所：同図2。

府債権(純)もマイナスであることは、政府預金が対政府債権を上回り、財政要因は通貨発行より通貨回収の要因として働いたことは更に、ベースマネーの増加が外国資産の急増によるものであると強調した。

つぎに参考に表1を見ていただきたい。表1はそれぞれの要因がベースマネーとの相関性を表すことになっている。

表1によれば、外国資産要因は飛びぬけてベースマネーとの相関性が高いことが分かる。

つぎに高いのは対その他金融機関債権である。中国人民銀行の対その他金融機関債権の内容は公開されていないが、その他金融機関の内訳は証券会社、保険会社と資産管理会社であるので、これは、1998年以後、国有商業銀行の不良債権を処理するため、四大国有資産管理会社を設立し、資産管理会社の不良債権処理に伴い、中国人民銀行が資金を協力したことが想像できる。また、近年、中国も証券不況に見舞われ、多くの証券会社は赤字経営、債務超過に陥った報道が見られ、中国人民銀行も資金を提供したのではないかなどと、考えられる。

3番目は対特定預金機関債権である。特定預金機関は国家開発銀行、中国輸出入銀行、信託投資会社と金融リース会社から構成され、政策銀行である国家開発銀行と中国輸出入銀行への債権はベースマネー発行とプラスの相関関係にあることは当然である。

続けて注目していただきたいのは、ベースマネーに対して、対政府債権の相

関性はマイナス、対預金性銀行債権もあきらかではないながらも、マイナスになっていることの理解である。繰り返しになるが、この時期（1994年～2005年）において、ベースマネー発行の増加に対して、対預金性銀行債権は減少し、対政府債権はマイナスになり、マイナス幅が増大したことを意味する。

第3節 マネーサプライと短期金融市場の関わり

本節では、第1、2章の事実確認を踏まえて、行政命令によるマネーサプライから金融政策手段によりマネーサプライを実行することへ転換する中国の実態、如何にして金融政策手段を使用しながら短期金融市場を通してマネーサプライを実行するかの実態を考察する。

1. 外国為替取引市場（以下外為市場と略称）と外国資産

1994年以後、中国人民銀行のバランスシートにおいて、外国資産残高の急増は中国外為市場と大きく関わる背景がある。1994年1月1日に中国は外国為替管理制度を改革した。その主な内容は四つある²⁾

第一、全国各地にある外貨取引センターを閉鎖し、1994年4月1日に全国統一市場として上海外国為替取引センターを設立し、外貨の取引を同センターに集中させた。

第二、統一取引により、全国各地の外貨取引センターによりばらばらに決められた相場を統一させただけでなく、公定レートと取引センターレートを一本化した。為替レートは基本的に銀行間市場のレートを指す。原則的に市場メカニズムで決められ、単一的に管理される変動相場制を採用しているが、中国人民銀行は、為替レートを安定させるために、外国為替市場で外貨を売買し、需給を調整する「外貨平衡操作」を行う。

第三、外為市場は実際、銀行間市場と対顧客市場から構成される。銀行間外為市場に取引ができるのは会員に限られ、そのほとんどが金融機関であり、所謂外為指定金融機関である。企業などの法人或いは個人は所謂対顧客市場であ

る外為指定金融機関の窓口で売買することができる。勿論、売買は新しい外国為替管理制度に制約される。

第四、新しい外国為替管理制度を導入した。新しい外国為替管理制度の下で、原則として企業など法人が取得した外貨を外為市場で売却し中国人民銀行に集中させることが義務付けられ、輸入代金など使用する外貨を中国人民銀行に申請し、許可されれば外為市場で購入するようになった。一方、銀行間市場においても、外貨が中国人民銀行に集中することも大原則である。つまり、会員である各外為指定金融機関ごとに外貨ポジションの枠が決められていて、対顧客市場で売買した残高が枠を超えれば、その枠超過部分を中国人民銀行に売却しなければならない³⁾。

この外国為替管理制度の改革は、外貨留保制度や外貨調整センターなどにより生じた外貨留保の混乱と多重為替レートの状況を収束させた。しかし、同時に新たな落とし穴も作り出した。つまり、経常収支の黒字状況が続く場合、中国人民銀行は新しい外国為替管理制度の“外貨集中”原則に基づき、外貨を買い続けなければならない。逆に、赤字状況が続く場合、経常収支における通貨自由交換原則に基づき、外貨を売り続けなければならない。黒字状況で自国通貨を発行し外貨を買い続けることは理論上可能であるが、赤字状況で外貨を売り続けることには限界がある。改革開放以後、人民元相場が下がる一方で、経常収支の拡大が続いてきた経験からこのような制度デザインをしたのも無理がない。ところで、その後、10年間以上にわたって、中国経常収支黒字の拡大と順調な外資導入が続く流れが変わらなかったため、中国人民銀行は、人民元相場の安定を維持するため、外国為替管理制度に基づき、外為市場で買い続けるのをえない状況になった。この間、外貨集中制度の緩和や会員である外為指定金融機関の外貨ポジションの枠を引き上げたりしたが、人民元高迷惑のもとで、さほどの効果が見られていない。

表2を参照されたい。次の二点を確認できる。

まず、中国経常収支黒字の拡大に伴い、外為市場の取引額も安定的に増加し

表2 外国為替取引額と外貨準備残高の推移

	取引額* (億米ドル)	外国資産** (億元)	外貨準備残高 (億米ドル)***	外貨準備対前年 増加(億米ドル)
1994	408.0	4,451.3	516.2	304.2
1995	655.2	6,669.5	736.0	219.8
1996	628.4	9,562.2	1,050.5	314.5
1997	700.2	13,229.2	1,398.9	348.4
1998	519.6	13,560.3	1,449.6	50.7
1999	314.6	14,458.50	1,546.8	97.2
2000	421.8	15,582.80	1,655.7	109.0
2001	750.3	19,860.40	2,121.7	465.9
2002	971.9	22,819.79	2,864.1	742.4
2003	1,511.3	30,659.27	4,032.5	1,168.4
2004	2,090.4	46,397.85	6,099.3	2,066.8
2005	1,461.5\$	62,697.59	8,188.7	2,089.4

出所：*は中国金融年鑑編集部『中国金融年鑑』暦年版。

**は中国金融年鑑編集部『中国金融年鑑』暦年版，中国人民銀行 <http://www.pbc.gov.cn/>。

***は国家外国為替管理局 <http://www.safe.gov.cn/>。

\$は1～6月のみ。

たことを反映して、中国人民銀行の外国資産残高，同じ意味の外貨準備残高も増加しつづけたことが確認できる。いま一つは，外為市場の取引が非常に乏しいことである。取引額と通貨当局である中国人民銀行が管理する外貨準備の増加額がかなり接近している。極端な例として外貨準備残高の変化はそのまま取引額に一致する現象が2004年について生じた。1994年から実行された外国為替管理制度のもとで，為替リスクヘッジ目的の取引も規制されるし，その必要性（価格発見機能）もないので，外為市場は中国人民銀行の外貨支払いと引上げのつなぎ手市場に過ぎない背景が存在する。中国外為市場の取引は真の取引とほど遠いと言わざるを得ない。

ここでの結論は中国の外国為替管理制度と外為市場の運行メカニズムは中国人民銀行の外国資産増大をもたらした原因である。この結果、近年、外貨の買い介入は中国人民銀行のベースマネー発行の最大の要因となった。外為市場の改革がなければ、中国の通貨発行メカニズムの改革がない。マネーサプライ政策はいつも国際収支のバランスに翻弄されることになる。

2. 国有商業銀行の改革と銀行間債券現先市場の整備

図5に示されるように、1998年まで中国人民銀行のベースマネー供給の主なルートは対預金性銀行債権増であった。その後、外国資産増に取って代わられた。この原因とその背景を分析する。

計画経済の時代では、勿論金融政策が存在しなかった。中国人民銀行は国の計画に応じて、資金を配分する役割しか持たなかった。改革開放政策を実行して以降、特に1984年に中国人民銀行は中央銀行機能に専念するようになってから、政策運営に市場メカニズムを導入した。この時期に設立した商業銀行、主に国有商業銀行であるが、ある程度の貸出裁量権が与えられ、これに合わせて、中国人民銀行のマネーサプライは計画当局の命令に基づき実行されるよりは、各国有商業銀行にそれぞれ過去の実績を吟味しながら、信用供与計画を分解して、実行されるようになった。

ところで、この信用供与計画を実施する際には、二つの問題が存在した。一つは、各国有商業銀行は、配分された信用供与計画の額が過去の実績に応じて調整されるにもかかわらず、分配された信用供与額が使用できる資金額に必ずしも合致しない。つまり、国有商業銀行はそれぞれの棲み分け、業種重点、店舗分布などの特徴があり、開放政策の重点や経営方針の変化により、銀行主要資金源である預金の変動がかなり激しいので、貸出に枠を課せられると、資金が余ったり、不足したりする現象が生じることである。

いま一つは、中国は、非均衡的な改革開放政策のもと、一部の地域、一部の産業に重点を置きながらも、国全体のバランスにも常に気を配らなければなら

ない。計画経済から市場経済に移行し、従来の財政手段による資金配分から金融政策による配分に転換する流れの中でも、漸進的な転換に工夫する必要がある。この二つの問題を解決するには、預金準備金による資金集中メカニズムが採用された。1984年に中国人民銀行は中央銀行の機能に専念してから、預金準備金制度を導入した⁴⁾。1984年に中国人民銀行は、企業預金に20%、貯蓄預金に40%、農村預金に25%、それぞれ預金の種類に基づき預金準備金比率を決めた。1985年に預金準備金比率を一律に10%に変更した(表3を参照されたい)。1987年に12%、1988年に更に13%へ引き上げた。また、中国では預金準備金は決済に使ってはいけないと規定されたため、商業銀行は預金準備の外に、備付金(決済資金)口座を中国人民銀行に設けなければならない。本当は備付金をいくら準備するのかが商業銀行の自主判断に任せるべきであるが、1989年に中国人民銀行は5%~7%と規定した。1995年に中国工商银行と中国銀行に6%、中国建設銀行と中国交通銀行に5%、中国農業銀行に7%とそれぞれ規定した⁵⁾。

預金準備金の役割は決済や引き出しの準備であるはずだが、1998年まで中国の預金準備金は決済に使われないことと全ての銀行は国有であり、破綻することがありえないなどの事情を考えると、預金準備金は本来の役割から外れ、資金集中の手段である外はないことが明白である。

中国預金準備金制度のもう一つの特徴は、中国人民銀行は預金準備金に金利を付することである。準備金比率が高いことと商業銀行に中央銀行への預金を奨励することがその原因である。

このように、預金準備金による資金集中メカニズムは信用供与計画を完結なものにした。ところで、この信用供与配分計画は計画経済の遺物であり、1990年代から進められた国有専門銀行の商業銀行化と銀行経営市場化の改革の流れに合わなかったので、1998年に、信用供与配分計画は廃止となり、預金準備金による資金集中メカニズムも是正されることになった。1998年に、中国人民銀行は預金準備金制度を抜本的に改革した。その主な内容は預金準備金口座

表3 預金準備金比率とその金利の推移(%)

	準備金比率		準備金金利	超過準備金 金利
	商業銀行 都市銀行	農信社都 市信用社		
1985	10		n. a.	n. a.
1987	12		5.04	5.76
1988.09.01	13	13	5.04	6.48
1990.01.01	13	13	7.20	8.64
1990.03.21	13	13	7.92	7.92
1990.08.21	13	13	6.84	6.84
1991.04.21	13	13	6.12	6.12
1993.05.15	13	13	7.56	7.56
1993.07.11	13	13	9.18	9.18
1995.01.01	13	13	9.18	9.18
1995.07.01	13	13	9.18	9.18
1996.05.01	13	13	8.82	8.82
1996.08.23	13	13	8.28	7.92
1997.10.23	13	13	7.56	7.02
1998.03.21	8	8	5.22	5.22
1998.07.01	8	8	3.51	3.51
1998.12.07	8	8	3.24	2.07
1999.06.10	8	8	2.07	2.07
1999.11.21	6	6	2.07	2.07
2002.02.21	6	6	1.89	1.89
2003.09.21	7	6	1.89	1.89
2003.12.21	7	6	1.89	1.62
2004.04.25	7.5	6	1.89	1.62
2004.03.25	7.5	6	1.89	1.62
2005.03.17	7.5	6	1.89	0.99
2006.07.05	8.0	6	1.89	0.99
2006.08.15	8.5	6	1.89	0.99

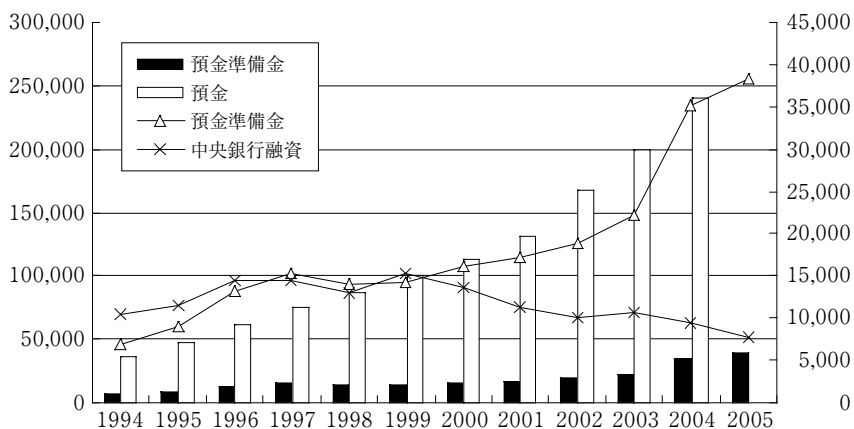
出所：同図2。

注：準備金＝法定準備金＋備付金

と備付金口座を合併し、名称も預金準備金と統一した。表3を参照されたい。預金準備金の金利は下がり続けている。2006年に預金金利と貸出金利が2回引き上げられたが、預金準備金利は据え置いたまま、変化していない。預金準備金に金利を付することは預金性銀行にとっては、預金準備金は預金の支払準備だけではなくて、資金運用の手段でもあることを意味する。実際に、1997年以降、中国政府は東南アジア金融危機の影響を抑止するために、金融緩和政策を実行したにもかかわらず、国有商業銀行を始め商業銀行は、緩和政策により増発された流動性を貸出ではなくて預金準備金に振り向け、緩和政策の効果を相殺したことがあった。

図6を参照されたい。図の左の縦軸は預金性銀行の預金と預金準備金の残高を示したものである。右の縦軸は、曲線で表した預金準備金と中央銀行再融資の残高を示した目盛りである。1998年を境に、それ以前に預金性銀行が受け取った中央銀行再融資は預金準備金を上回り、中央銀行再融資はマネーサプライの重要なルートであった。それ以後、中央銀行再融資が低下し、預金残高の

図6 預金性銀行の預金、預金準備金と中央銀行融資（1994～2005）（億元）

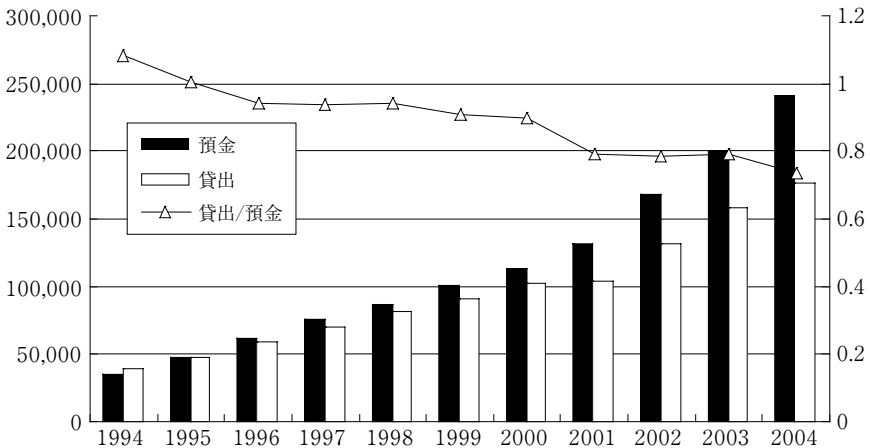


出所：同図2。

増加に伴い、預金準備金残高も上昇したにもかかわらず、図3と照らしてみれば分かるが、その比率は低下しつつあることを明白に示している。つまり、中国では、預金準備金による資金集中メカニズムが弱体化し、中央銀行最融資による資金配分が是正され、市場メカニズムに基づく金融政策により資金を配分する目標が実現しつつあるのである。

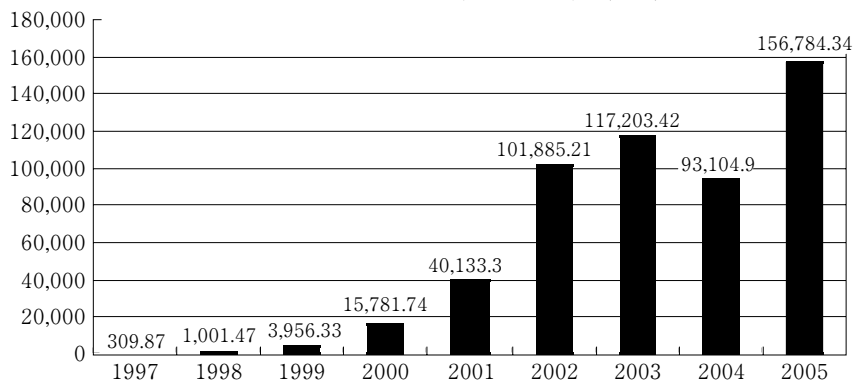
ところで、預金準備金による資金運用の道が閉ざされれば、預金性銀行の資金運用、特に短期資金の運用問題は急にクローズアップされた。つまり、銀行の経営市場化、効率化を求めれば、効率よく資金が運用できる場所と対象が不可欠である。図7は1994年から2004年まで預金性銀行の預金と貸出残高の推移を左縦軸で示している。図7によれば、1995年預金性銀行の貸出残高がほぼ預金残高と一致しているが、1994年貸出残高は預金残高を上回っていた。その資金の源は言うまでもなく中央銀行再融資によるものであった。その後、預金残高の伸び率に対して、貸出残高はそんなに上昇していないことを反映して貸出／預金は低下していることは右の縦軸で示されている。これも預金準備

図7 預金性銀行の預金と貸出及びその比率（1994～2004）（億元，％）



出所：同図2。

図8 銀行間現先市場の規模（1997～2005）（億元）



出所：同図2。

金比率が低下しつつある背景下に発生した現象であることにも気をつけていただきたい。

預金性銀行の資金は預金準備金に代わり、短期金融市場に流れている。1997年6月、中国人民銀行が『商業銀行が証券取引所における債券現先取引と現物取引を停止する通達』、『銀行間債券現先取引業務に関する通達』を出し、銀行資金の証券取引所債券市場への運用に終止符を打ち、証券取引所債券市場以外に、金融機関が参加する銀行間債券市場を発足させた。銀行間債券市場の主な取引は現先取引である。中国で発行されている債券は国債、政策性金融債、その他金融債券と企業債の4種類である。全てが、取引対象となるが、1997年以降、内需拡大政策により、国債が大量発行され、国債の発行残高は圧倒的に多いので、取引も殆ど国債に集中している。

銀行間債券市場発足当初、その参加者は、文字通り商業銀行しかなかった。1998年5月26日に中国人民銀行は銀行債券市場において債券現先による公開市場オペを回復する通達を出し、マネーサプライをコントロールする主要手段として使用されるようになり、銀行間債券市場の発展に拍車をかけた。これに因んで、銀行間債券市場への参入規制も緩和した。1998年10月12日に保険

表4 取引先別銀行間債券現先市場の取引額 (億円)

	国有商業銀行	その他商業銀行	その他金融機関	保険会社	証券及び基金	外資金融機関	合計
1999	700	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	700.0*
	1,291.6	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	
	591.6	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	
2000	1,811.5	11,494.4	1,300.5	149.1	1,023.5	2.7	15,781.7
	5,906.1	8,241.7	1,625.4	1	7.5	0	
	4,094.6	-3,252.7	324.9	-148.1	-1,016.0	-2.7	
2001	4,203.7	27,932.5	4,593.8	1,476.6	1,914.3	12.5	40,133.3
	16,336.0	19,835.8	3,446.5	497.8	17.2	0	
	12,132.3	-8,096.7	-1,147.3	-978.8	-1,897.1	-12.5	
2002	9,110.35	64,160.07	23,595.5	4,013.75	967.5	38.04	101,885.21
	53,699.22	42,429.94	5,618.57	130.71	6.58	0.2	
	44,588.87	-21,730.13	-17,976.93	-3,883.04	-960.92	-37.84	
2003	3,460.5	84,066.04	23,563.56	3,186.5	2,791.92	134.7	117,203.47
	68,467	39,002.57	6,818.45	2,376.9	335.8	202.9	
	65,006.5	-45,063.47	-16,745.11	-809.6	-2,456.12	68.2	
2004	1,567.9	63,710.5	19,079.9	2,431.2	5,173.5	1,141.9	93,104.9
	47,454.8	33,966.1	9,349.8	758.1	930.3	645.8	
	45,886.9	-29,744.4	-9,730.1	-1,673.1	-4,243.2	-496.1	

出所：同図2。

注：上段：売り現先；中段：買い現先貸出；下段：買い現先-売り現先。

会社に銀行間市場の現物取引参加を認可し、続いて1999年8月12日に保険会社の銀行間債券市場現先取引も認可した。同年、8月20日に証券会社、2000年6月19日に財務会社の銀行間債券市場への参入を認可した。2002年4月9日に中国人民銀行は、4月15日から銀行間債券市場の参入規制を今までの認可制から登録制に変更する公告を発表し、銀行間債券現先市場への参入規制を更に緩和した。2005年6月9日に非金融機関投資者に現先市場の買い現先業

務への参入を認可した。

こうして、図8のように、銀行間債券現先市場の取引額は飛躍的に増加している。2005年現在、その額は156,784億元に達した。短期金融市場全体取引額の半分以上を占め、短期金融市場のコア的な存在となった。

また、表4によれば、データが公表される限り、1999年以後、国有商業銀行は銀行間債券現先市場において、一貫して資金の出し手であり続ける。このような現象はコール市場にも見られる。つまり、国有商業銀行は豊富な資金を持ち、買い現先取引をして、資金を運用しているのである。銀行間債券現先市場は預金準備金に代わり、預金性銀行を代表する国有商業銀行の資金運用の場となっていることと理解できる。一方、個別の年を除いて、他の市場参加者は軒並みに資金の借り手となっている。つまり、手持ちの証券を利用して、売り現先取引をして、市場から資金を調達している。家計の貯蓄が銀行預金を通して他の金融機関へ流れる構図となっている。

ここで注目されるのは、その他商業銀行の行動である。その他商業銀行はコール市場において資金の出し手になっているが、銀行間現先市場においては、逆に資金の取り手になっている。一見矛盾しているようであるが、その合理性がある。その理由としては、その他商業銀行は株式性商業銀行と都市信用合作社から変身した都市信用銀行から構成され、国有商業銀行と比べ、店舗の数も限られ、預金獲得にも限界があると同時に、主要取引先である地元企業は、いつも資金不足の状態にあり、外部(銀行)から資金を借入れる要望が強いので、その他商業銀行は金融市場から資金を調達し、これらのニーズを満たす必要がある。ところで、コール市場では、資金余剰者である国有商業銀行はリスク管理上の理由により、中小金融機関に貸したがる。しかし、債券を抵当する銀行間現先市場での運用は積極的である。一方、その他商業銀行は債券を持つので、銀行間現先市場で資金を調達し、取り手になる。同時に、手元に余る一時金は比較的に関利率の高いコール市場に運用することは流動性管理や収益確保に意義がある行動になっている。その結果、その他商業銀行は銀行間現先市場

において、資金の取り手となると同時に、コール市場では資金の出し手になった。

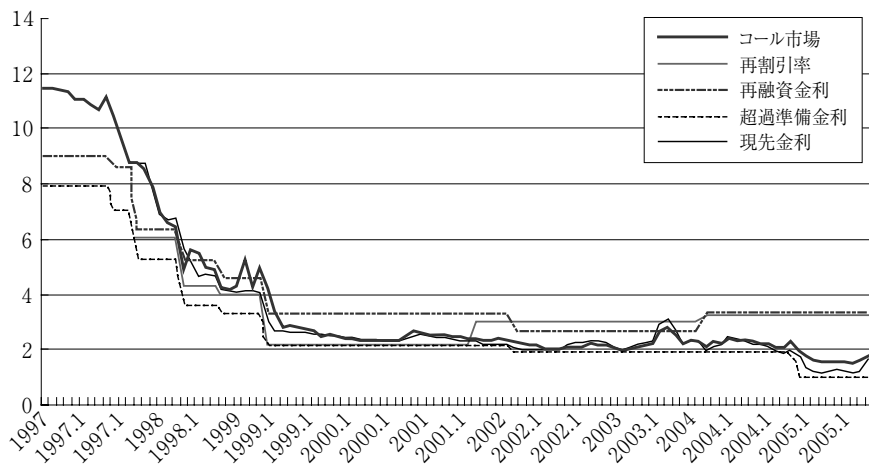
銀行間債券市場は預金性銀行の資金運用の場だけでなく、市場オペとして、中国で最も重要な金融政策を実行する場でもある。特に、2002年以後、外貨買い介入によるベースマネー大量発行の影響を抑止するため、債券現先市場で売りオペを実施した。また、この不胎化を実現するため、2002年から2005年まで、中央銀行手形を発行し貨幣を回収した。その発行額はそれぞれ1,937.5億元、7,226.8億元、15,072億元と27,882億元に上った。この中央銀行手形発行も銀行間債券市場を利用した。銀行間債券市場が存在しなければ、外貨が大量流入する局面の中、為替レートの安定を維持しながら、国内経済の均衡を同時に保つことはとても考えられない。

3. 金利市場化と短期金融市場の整備

中国では、長らく信用供与配分計画が実行された背景には低金利政策が存在している。低金利政策を実行するからこそ、信用供与配分計画を実現することが出来る。預金準備金メカニズムの弱体化に伴い、低金利規制の必要性も弱まり、金利市場化の改革を始めた。

1996年6月1日から中国人民銀行はコール市場でこれまで実行した同期間貸出金利に上乗せした2.88%の上限規制を撤廃し、コール市場金利に上限規制を中止すると発表した。これまで厳重に規制された金利規制体制に市場化の穴を開けた。その後も短期金融市場を中心に金利の市場化が進められた。コール市場に続いて、1998年5月26日から中国人民銀行が銀行間債券現先市場において債券オペを開始し、銀行間債券市場の金利に関する規制も撤廃した。1999年から国債と政策性金融債の発行は公開入札方式を導入し、発行金利の自由化を実現した。このように、短期金融市場金利の自由化は長期債券の流通利回りの自由化を通じて、長期債券発行金利の自由化を実現し、金融市場の金利自由化を促進し、銀行預金と貸出金利の自由化の土台を作りだした。勿論、短期債

図9 短期金融市場主要金利（1997.01～2005.12）



出所：中国金融年鑑編集部『中国金融年鑑』，中国人民銀行 <http://www.pbc.gov.cn/>。

注：コール市場金利は7日物；再融資金利は20日物。

券や商業手形の発行などについてなお非金利規制が多く残っていて，自由化にほど遠い道のりがあるのも事実である。中国人民銀行の外貨買い介入によるベースマネーの大量発行は更に低金利規制撤廃の追い風となり，金利市場化の改革を加速させた。このようにして，中国人民銀行の基準金利，法定金利と市場金利という中国の現行金利体系⁶⁾が構成されるようになった。

図9は1997年以後短期金融市場主要金利の推移を示している。1998年以前市場化されたコール市場金利と銀行間債券現先市場金利は一致しながら中国人民銀行の金融機関向け再融資金利と約3%，1998年1月に実行した手形再割引金利と約2%の開きがあったことが分かる。その後，金融政策が引き締めから緩和に転じ，再融資金利と手形再割引金利の引き下げに伴い，コール市場金利と銀行間債券現先市場金利の下げ幅がもっと大きかったため，1999年末から2001年にかけてコール市場及び銀行間現先市場金利は手形再割引金利とほぼ変わらなくなった。この意味では，中国人民銀行の政策金利である再割引金利

は短期金融市場金利を導き、金利を通じて、マネーサプライの調整目標を実現する役割を果たすようになった。

しかし、注意すべきことは2002年以後、コール市場及び銀行間現先市場金利は手形再割引金利より低下した局面が見られるようになった。というのは2002年以後、東南アジア金融危機による人民元引き下げ思惑が後退し、逆に人民元引き上げ思惑が上昇し、外貨が大量に中国に流入するようになった。中国人民銀行再融資や再割引に代わり、外貨の買い介入がベースマネー発行の主要ルートとなった。短期金融市場に流動性が非常に潤沢になった。手形再割引はベースマネー供給という政策手段として機能しなくなったと言えるであろう。実際に2003年に再割引額は1,057.4億元に達したが、2004年に217.3億元に下落した。2005年には更に25億元に激減した。

このように、短期金融市場の整備は政策手段として金利にベースマネーをコントロールする機能を発揮する場を与えたが、ベースマネー供給の主要ルートは手形再割引ではないため時々失効することは避けられない。

結 び

以上の分析を通じて、次の結論をまとめることが出来ると思う。中国マネーサプライの増加要因はベースマネー発行の増加と貨幣乗数の向上にある。貨幣乗数向上の要因としては預金性銀行の現金比率の趨勢的な低下と準備金比率の政策による低下をあげることができる。近年、ベースマネー発行増加の主要要因は中国人民銀行の外貨買い介入である。中国は短期金融市場の整備などを通じて市場メカニズムを尊重する政策運営の努力が見られる一方、国内不均衡を開放政策により対外不均衡を通じて解消しようとする思考は明白である。ところで、中国経済規模の拡大に伴い、経済市場化と開放政策のジレンマ、国内不均衡を対外不均衡を通じて解消するジレンマは益々大きな問題になり、近年、引き締め政策を実行しながら、人民元相場の安定を維持する政策運営はそのジレンマの現れである。さしあたり、現行の外国為替管理制度の改革或いは規制

緩和がなければ、ベースマネーのコントロールは相当困難であることは言えるであろう。

参 考 文 献

- ① 戴根有主編「貨幣政策による間接コントロールへ」中国金融出版社1999。
- ② 謝平・焦王璞璞主編「中国貨幣政策争論」中国金融出版社2002。

注

- 1) 本稿は松山大学特別研究助成（平成17年度）を受けて行われた研究成果である。
- 2) 詳細は「第5章中国における短期金融市場の整備とその現状」清野良栄・中嶋慎治編著『東アジア経済の発展と日・米・欧の諸相』111～140頁見洋書房2006年10月。
- 3) 詳細は「第5章中国における短期金融市場の整備とその現状」清野良栄・中嶋慎治編著『東アジア経済の発展と日・米・欧の諸相』111～140頁見洋書房2006年10月。
- 4) 戴根有（1999）48頁。
- 5) 戴根有（1999）49頁。その他商業銀行の数字は公表されていないので現在把握していない。
- 6) 基準金利は預金準備金金利、手形再割引金利と中国人民銀行の金融機関向け再融資金利；法定金利は金融機関の預金金利と貸出金利；市場金利は基準金利と法定金利を除いたその他現在中国で実行している金利である。