

中国人民銀行と金融政策

浦 瑛

はじめに

中国は1979年から金融改革をはじめ、20数年間にわたって金融機関、金融市場の創設、整備を行ってきた。それは、初期の中央集権型の管理方法から漸次誘導型へ、そして今は市場型を目指しているためである。中央銀行である中国人民銀行が金融政策を実施するようになったのはこれを象徴している。

本稿では、中国が金融政策を実施するようになった背景、金融政策手段の多様化、金融政策の有効性、および今後金融政策の有効性を高めるためにどのような改革が必要であるかを考察するものである。

1. 金融政策実施の背景

1997年4月、国務院は「中国人民銀行金融政策委員会条例」を公布した。さらに、1998年1月に、中国人民銀行は商業銀行に対する貸出規制を撤廃し、商業銀行が自主経営を目指すように、資本負債比率管理を実施しはじめた。これは、中国人民銀行の商業銀行に対する規制によるコントロールからマクロコントロールへの移行を意味している。

これまでに中国人民銀行が金融政策手段を用いて金融調節を行うことができなかったのは、金融機関、金融市場、経済状況に様ざまな問題があったからである。中国人民銀行は1983年に普通銀行から中央銀行に転換した後、国有商業銀行の管理、他の金融機関（株式制銀行、証券会社、信託会社など）の設立、金融市場の創設

および整備など、90年代前半まで金融システム全体をつくりあげてきた。さらに、90年代後半にはいってからは、法整備を進めてきた。これらによって、中国人民銀行はようやく金融政策の実施に踏み切ることができたのであるが、その中でも、中央銀行法の制定および公開市場の整備がもっとも重視されるべきであろう。

(1) 「中国人民銀行法」の制定

1995年に「中華人民共和国人民銀行法」が中央銀行法として公布された。¹⁾ この法は、中国人民銀行の通貨政策の目標が、通貨価値の安定を確保し、かつこれをもって経済成長を促進することにあると明確に規定しているほか、中国人民銀行の権限、機能を明確にし、金融政策運営の独立性を確保するために、地方政府の地方支店への支配力をなくすことなどを明記している。

中央銀行として確立される前の中国人民銀行は普通銀行として国務院の財政部の下部機関であった。1983年中央銀行に転換するため、普通銀行業務を專業銀行（その後の国有商業銀行）に委譲したが、その位置づけは変わらなかった。1995年の法制定によって、中国人民銀行は財政部から分離されて、財政部と同様に国務院の中の一部門として確立されたのである。中国人民銀行法の第28条で「中国人民銀行は政府の財政に対して貸越しをしてはならず、直接に国債およびその他の政府債券を引受け、購入、販売してはならない」と規定している。すなわち、財政と金融の分離は法的にバックアップされたということである。

1) 以下、「中国人民銀行法」と略称する。

中国人民銀行の権限、機能については、中央銀行法の第2条で「中国人民銀行は中華人民共和国の中央銀行とする。中国人民銀行は國務院の指導の下で、通貨政策を策定、実施し、かつ金融業に対して監督管理を実施する」と定めている。

「中国人民銀行法」は、それまで地方政府の干渉によって金融政策の効果が上がらなかったことを配慮して、第7条で「中国人民銀行は、國務院の指導の下で法に従って、独立して通貨政策を執行し、職責を履行し、業務を展開し、地方政府、各級の政府部門、社会团体および個人の干渉を受けない」と明記している。

この法律の公布は中国人民銀行が中央銀行として誕生した12年後のことである。それまで法的な裏付けがなく、中国人民銀行の業務執行上にはさまざまな困難があった。この法制定が中国人民銀行の位置づけ、権限を明確にしたことによって、中国人民銀行は真の中央銀行に成長したといえる。

(2) 公開市場の整備

1980年代後半にはいって、国内の資金過不足を調整するため、コール市場が創設された。これは金融機関にとって中国人民銀行以外では最初にできた短期資金調達運用市場である。その後、債券市場、手形市場なども創設された。そして、1990年代前半に、これら市場の整備が重点的に行われ、ようやく中国の公開市場はつくりあげられたといえる。現在、中国人民銀行の公開市場操作は主にコール市場、インターバンク債券市場、手形市場、外国為替市場の4つの市場において行われている。この4つの市場の整備状況は以下のごとくである。

① コール市場

1980年代後半にはいり、金融機関の増加およ

び急速な経済発展のため、資金不足問題を解決することは最大の課題となった。1986年1月、國務院は「中華人民共和国銀行管理暫定条例」を公布し、コール市場の創設を目指すことを明記した。²⁾ これによって、各市、各省は地域的なコール市場をつくり、コール取引は急速に発展した。当時は、コール市場に関する規制が一切なかったため、市場参加者の混乱、一時的な金利高騰の現象がみられた。³⁾ 國務院と中国人民銀行は89、93年2回にわたって市場の不正行為を是正しようとしたが、一時的な改善がみられたものの、効果はなかった。⁴⁾ 1995年、中国人民銀行はコール市場の秩序を維持するために「整理整頓」に関する通知を出し、コール市場のルールを明確に規定し、ようやく市場の正常化がはかられた。

1995年10月に上海で全国統一コール市場が創設され、1996年1月3日、運営を開始した。この市場は、一部市場と二部市場から成り立っている。一部市場は、全国レベルのコール市場であり、二部市場は各省、自治区、直轄市と指定された市にある地方コール市場である。

取引されている種類は、1日物、7日物、8～20日物、21～30日物、31～60日物、61～90日物、91～120日物の7種である。コール市場の取引主体は、一部市場では、全国レベルの商業銀行の本店および各省、自治区、直轄市（省レベルの大都市）と指定された市の融資センター（日本の短資会社に類似するもの）に限られており、非銀行金融機関の参加は認められていない。二部市場の取引主体は、所在地域内の商業銀行支店および中国人民銀行に口座をもっている非銀行金融機関である。⁵⁾

1997年から、コール市場の一層の整備が行われた。97年には、さらに50数行の地域信用銀行

2) 樊勇明 岡正生著『中国の金融改革』東洋経済新報社 1998年 p.40

3) 上掲書 p.41

4) 上掲書 p.42

5) 非銀行金融機関の取引は限定されている。例えば、97年では証券会社に対してのコール借入は1日に限り、かつ総額は資本金の80%を超えないことを規定している。

の参入が認められ、98年には、承認された商業銀行の支店の参入が許可され、人民元取引業務が許可された上海浦東地区の外国銀行の参入も認められた。また、98年にはコール資金の延滞問題を解決するため、融資センターの撤廃がはじまった。そして、99年には、二部市場の撤廃により、真の全国統一市場が実現された。

コールレート（CHIOBOR）については、当初は中国人民銀行が経済動向を観測して毎日決定し、公表することになっていたが、1996年6月1日から、中国人民銀行がコールレートを決定することを廃止し、完全に自由金利となっている。

② インターバンク債券市場

1988年、中国では大都市で国債の店頭取引がはじまり、1990年12月に上海証券取引所、1991年1月に深圳証券取引所が開設された後、国債の取引は両証券取引所へ集中した。1991年3月、国務院は国債流通市場を整備し、国債の取引を全国で6ヵ所に集中させた。市場参加者は主として証券会社や銀行など金融機関であるが、最低売買額が1万元以上であれば、機関投資家、個人も参加できる。

中国人民銀行は1996年4月公開市場操作に国債のオペレーションを導入した。その後、商業銀行資金の証券市場への流失を防ぐため、1997年6月、中国人民銀行の決定により、これまでに証券取引所にあった債券市場は、インターバンク債券市場と証券取引所の債券市場に分離された。商業銀行は証券取引所での債券取引から撤退し、インターバンク債券市場へ移行した。

インターバンク債券市場はコール市場内に設置され、1997年6月16日から取引を開始した。取引種類は7日、14日、21日、1ヵ月、2ヵ月、3ヵ月、4ヵ月、6ヵ月、9ヵ月、1年である。取引されている債券は主に国債、金融債、中央

銀行融資証券の3種類である。⁶⁾

1998年10月、中国人民銀行が新たに保険会社のインターバンク債券市場への参入を許可したことによって、非銀行金融機関の参入がはじめて認められた。1999年10月、7社の証券会社と10社の投資信託会社の参入が許可され、さらに外国銀行も参入できるようになり、インターバンク債券市場の拡大が図られた。

2000年5月、中国人民銀行は「全国インターバンク債券市場債券取引管理方法」を公布し、さらに、9月に「全国インターバンク債券市場現先取引に関する主要協議」を公布した。これによって、インターバンク債券市場に対する管理監督権限が法律上認められた。

③ 手形市場

1988年、手形による決済手段が導入され、1994年10月より、中国人民銀行は煤、電力、鉄鋼、化学工業、鉄道および4種類の農産物に関する手形に対して再割引をはじめた。

1995年、「中華人民共和国手形法」が公布され、現在手形の種類には、小切手、銀行手形、商業手形、銀行振出手形の4種類がある。1996年6月中国人民銀行が公布した「貸付通則」の第11条に「手形割引の割引期間は、最長6ヵ月を超えてはならない。割引の期限は割引の日から手形が満期になる日までとする」と割引期間を規定している。

1997年中国人民銀行は「国有商業銀行本店に対する商業手形の再割引業務の試行条例」を公布した。これは商業手形の発行、譲渡の増加を見込んで、手形割引業務を促進するものである。

現在は各地域の手形交換所が漸次設立されているが、全国統一手形市場はまだ創設されていない状態である。

④ 外国為替市場

1979年、中国では外貨留保制度の実施がはじ

6) 金融債とは政策銀行（国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行）が国内商業銀行、保険会社、農業信用組合、郵政貯蓄局向けに発行した金融債券である。中央銀行融資証券とは中国人民銀行が金融機関に対して発行する記名式の短期有価証券で、通常は、金融機関に対し割り当てることになっている。

まった。すなわち、外貨を稼いだ企業に対し、中央政府、地方政府に一定の割合で外貨収入を上納し、留保部分は条件付きで自由に使えることができる制度である。この留保部分については、外貨管理局の監督、管理のもとで、企業は直接に有償で他社に譲渡できる。

1986年、外国投資の急速な増加に対して、外資企業間の外貨の融通が必要になり、各地で外貨調整センターが設立された。初期には、外資企業のみを外貨取引が認められたが、1988年には国有銀行、証券会社、国内企業の参加が許可された。

国際貿易の拡大、海外投資の一層の増加に伴い、外国為替市場のさらなる整備が欠かせないものとなってきたため、全国统一インターバンク外国為替市場が、1994年4月4日に運営が開始された。この為替市場の成立と同時に、中国人民銀行は10年間続いた二重レート制を一本化した。⁷⁾ また、外貨留保制度を廃止し、外為指定銀行制度（中国人民銀行から許可を得た銀行が参入できる）が実施されはじめた。

外国為替市場での取引対象は、人民元と外貨との交換に限られ、外貨は、米ドル、香港ドル、日本円の3種類である。

このように、中国人民銀行の公開市場整備はまだ完全ではないが、一応達成されたと言える。今後、中国人民銀行は金融政策を行いながら、新たな改善をしていかなければならない。

2. 金融政策手段の多様化

現在、中国人民銀行は、中央銀行貸出、預金準備金操作、公開市場操作の三つの金融政策手段を通じて金融調節を行っている。この三つの政策手段に関しては、中央銀行貸出は1983年中国人民銀行が中央銀行と称されたときから実施されはじめた。預金準備金制度は1984年から金融政策手段として加わり、1995年全国統一コー

ル市場の創設により、公開市場操作がはじまり、中国人民銀行の3つの金融政策手段が揃ったことになる。公開市場操作の開始は他の金融政策手段と比べてかなり遅れて、1995年以降も市場の整備を続けている。

ここで、中国人民銀行の金融政策手段がどのように使用されているかは、1995年を境として二段階に分けて、第1段階の1983～1995年、第2段階の1995年以降の順に考察してみよう。

(1) 1983～1995年の金融政策手段

① 中央銀行貸出

中央銀行貸出は中国人民銀行が最初に利用した金融政策手段である。中国人民銀行は、1983年設立されてから1995年まで、いわゆる「差額制御」、「実存実貸」、「総量規制」の貸出政策の実施によって、貨幣の供給量をコントロールした。

1983年中央銀行制度の確立によって、財政による企業への資金供給がなくなり、中国人民銀行がいわゆる「差額制御」の貸出政策を実施するようになった。すなわち、中央銀行である中国人民銀行は、前年度預金と貸出の差額に基づいて、来年度の差額目標を設定し、各省、自治区、直轄市の支店が目標を超える預金と貸出回収が達成すれば、貸出の増加を許可する。目標が達成できなければ、これに相応する貸出を減らさなければならないというものである。

1984年になると、中国人民銀行はいわゆる「実存実貸」の貸出政策を実施しはじめた。その特徴は次の4点である。①国有商業銀行への貸出が国家総合貸出計画を取り入れる。②国有商業銀行が中国人民銀行に口座を開設し、両者の関係は資金配分から、貸借関係となり、預け金の多い銀行に貸出を優先的に行う。③商業銀行に対する貸越をしない。④商業銀行が資金不足の場合には、コール市場を通じて資金調達することができる。

7) 二重レート制とは、人民元公定レートと外貨調整センターの調整レートを指す。外貨調整レートは市場の需給関係によって決まるが、政府が取引レートに上限を設けていた。

1990年代に入って、中国人民銀行は市中銀行への貸出に対する「総量規制」を実施しはじめた。すなわち、中国人民銀行は年初に、市中銀行ごとへの融資総額を決定し、その融資枠内のみ貸出を行う。

その段階の中国人民銀行の貸出は、完全配分制から量的規制へと移っていた。中国人民銀行は中央銀行として設立され、以前の普通銀行業務の委譲をしながら、当時市中銀行、企業の状況も考慮して、貸出政策を行っていた。さらに、他の市中金融機関、金融市場がまだ整備されておらず、金利で貸出をコントロールすることが不可能であった。

② 預金準備率操作

1984年、中国人民銀行の金融政策手段として、預金準備率操作が加わった。中国人民銀行は預金の種類に応じて、法定準備率を定めた。すなわち、企業預金に対しては20%、貯蓄預金に対しては40%、農村部門の預金に対しては25%の準備率と定められたのである。⁸⁾ 1985年に、この預金準備率が高すぎて市中銀行の資金繰りが苦しくなったため、中国人民銀行は預金種類別に準備率を定める方法を変更し、一律に10%に変えた。⁹⁾ 1987年に、中国人民銀行は、資金を集めて国家の重点産業プロジェクトの資金ニーズに応えるため、預金準備率を10%から12%に引き上げた。¹⁰⁾ また、1988年には、さらに13%に引き上げたが、これは、当時中国の経済が過熱ぎみで、物価の急激な上昇がみられたため、通貨供給量を抑制するために行われたものである。¹¹⁾

一方、預金準備金のほかに、商業銀行は資金決済のための支払準備金を中央銀行に預入することになっていた。支払準備金の実施は1989年に開始し、準備率は各商業銀行によって違い、

ほぼ5～7%であった。¹²⁾

80年代前半の預金準備金制度は、金融機関の支払、決済を確保するためのものではなく、中央銀行が農産物の買付、重点産業、プロジェクトに貸出し、政府の政策資金運用に不応するためのものであった。80年代後半、90年代にはいって、預金準備制度はようやく本来の機能が発揮され、中国人民銀行の貨幣供給量をコントロールする一つ的手段として用いられるようになった。

③ 公開市場操作

1995年以前には、中国人民銀行は貸出に対する量的規制で資金供給をコントロールし、かつ当時金融市場も整備されていなかったため、公開市場操作は行われていなかった。

(2) 中央銀行法制定(1995年)後の金融政策手段

90年代に入って、経済の急速な発展によって資金需要が増えていたが、商業銀行は中央銀行の貸出規制に制限され、資金不足問題が著しくなった。中国人民銀行も量的貸出規制だけではコントロールができなくなると感じていたため、金融政策手段を増やし活用する必要があった。90年代後半に入って、中国人民銀行は物価安定を最終目標として行動するようになり、中央銀行の政策手段として、金利、再割引、公開市場操作などを用いて、貨幣供給量をコントロールするようになった。その象徴となったのは、1997年4月、国務院の「中国人民銀行貨幣政策委員会条例」の公布による貨幣政策委員会の設立であった。同委員会は、主席が中国人民銀行行長（日本銀行総裁に相当）、副主席が中国人民銀行副行長（日本銀行副総裁に相当）およびその他の委員9人の計11人によって構成されている。その他の委員は中国人民銀行副行長、国家計画委員会副主任、国家経済貿易委員会副主

8) 戴 相龍主編『領導幹部金融知識読本』中国金融出版社 1997年 p. 141

9) 上掲書 p. 141

10) 上掲書 p. 142

11) 上掲書 p. 142

12) 上掲書 p. 143

任、財政部副部長、国家外貨管理局局長、証券監督管理委員会副主席、中国工商銀行行長、中国農業銀行行長、中国人民大学元校長の9人である。¹³⁾

① 中央銀行貸出

中国人民銀行は1998年1月に自主経営を行うように、国有商業銀行に対する貸出規制を撤廃し、資本負債比率管理を実施しはじめた。すなわち、商業銀行が自主的に与信管理を行えるように、中国人民銀行はマネーサプライ目標を公表し、商業銀行は預貸比率、自己資本比率、中長期貸出比率などの中央銀行の規定をクリアしなければならないようにした。¹⁴⁾ 商業銀行の資金調達、運用はすべて自主決定によって行われるようになった。

今まで、貸出政策は中国人民銀行の最大の金融調節手段であったが、商業銀行の自主経営によって、その役割は漸次減少していった。中国人民銀行は、経済状況に応じて、市中銀行への貸出金利を設定し、公開市場を通じて貨幣供給量をコントロールするようになった。

実際に1997年以降から、中国人民銀行は下表のように頻繁に金利調節を行ってきた。

この表で示されているように、1998年には、中国人民銀行は3月、7月、12月に、3回も金利の引下げを行っている。その原因は98年1月から実施しはじめた商業銀行に対する貸出規制

の撤廃にあると考えられる。これまで中国人民銀行の温床の中におかれていた商業銀行は、98年以降に不良債権を生じることを恐れて、貸し渋りをするようになり、資金を中央銀行預かりにする現象がみられるようになってきた。1997年から1999年までの利下げ幅は非常に大きい。その原因は、国内の国有企业改革の影響および、1997年のアジア金融危機の影響にあり、もちろん中国人民銀行の政策転換も加えて、国内経済に対して金融緩和の姿勢を示している。1997年に比べて、98年までは実に5割ちかく利下げを行い、1999年はほぼ3分の1まで利下げを行った。

このように、中国人民銀行は貸出規制撤廃以降、貸出金利調節を行うことによって市中銀行に資金の供給をコントロールしている。

② 預金準備率操作

1997年、アジア経済危機の影響および国内企業が深刻な不況状況に陥っていたため、中国人民銀行は金融緩和政策として、1998年、預金準備率を8%まで引下げた。

一方、支払準備金については、1995年、中国人民銀行は金融機関の支払準備を強化するため、商業銀行ごとに準備率を決めることにした。このとき、中国工商銀行は6～10%、中国農業銀行は7～9%、中国銀行は6～10%、中国建設銀行は5～11%、交通銀行は5～7%に定めら

表1 中国人民銀行の貸出金利

(%)

年	1997年 10/23	1998年 3/25	1998年 7/1	1998年 12/7	1999年 6/10
中央銀行 貸出金利	9.09	7.02	5.58	5.04	3.69

注：金利は6ヵ月以内の年率である。

出所：http://www.chinawork.co.jp

13) 中国社会科学院経済研究所編『中国改革開放以来経済大事輯要（1978～1998）』経済科学出版社 2000年 p. 1269

14) 中国人民銀行の商業銀行に対する監督管理はこれらの指標によって行われている。例えば、自己資本比率は8%以上であり、預貸比率（人民元）は75%を超えないこと、中長期貸出比率（残存1年以上の貸出総額/残存1年以上の預金総額）は120%を超えないこと、流動資産比率（流動資産/流動負債）は25%以上などと規定している。

れた。1998年3月、中国人民銀行は、預金準備金と支払準備金を一本化して、預金準備金として統一した。この支払準備金と預金準備金の一本化は中国人民銀行の預金準備金制度の正常化を意図したものである。

1999年、中国人民銀行は市場に対して一層の金融緩和を図るため、預金準備率を6%に引下げた。

③ 公開市場操作

90年代後半、公開市場の創設、整備とともに中国人民銀行は市場での貨幣コントロールが漸次行われるようになった。コール市場、債券市場、手形市場、外国為替市場は次のように運営

されている。

1) コール市場

1996年、コール市場が機能しはじめ、コール金利、商業銀行の貸出金利と中央貸出金利は表2で示されている。また取引種類の比重は表3で示されている。

表2のように、コールレートは中央銀行の金利調節によって低下している。しかし、中央銀行の貸出金利の20日物は97年、98年前半のコール金利より低いため、商業銀行は中国人民銀行の貸出獲得に走る現象がみられたが、98年後半にはいって、これは是正された。

表3のように、1996年のコール取引の中、7

表2 コール金利、貸出金利と中央銀行の貸出金利

(%)

年	97年 10/23~ 12/31	98年 01/01~ 03/24	98年 03/25~ 06/30	98年 07/01~ 09/30	98年 10/01~ 12/06	98年 12/07~ 99年 02/28	99年 03/01~ 06/09	99年 06/10~ 06/25
コール金利	8.720	8.686	6.848	5.078	5.176	4.451	4.423	3.447
貸出金利	8.640	8.640	7.920	6.930	6.930	6.390	6.390	5.850
中央貸出金利	20日	8.550	8.550	6.390	5.220	5.220	4.590	3.240
	3ヵ月	8.820	8.820	6.840	5.490	5.490	4.860	3.510
	6ヵ月	9.090	9.090	7.020	5.580	5.580	5.040	3.690

注：金利は全て年率表示である。
 コール金利は加重平均金利である。
 貸出金利は6~12ヵ月の金利である。
 中央貸出金利は20日以内、3ヵ月以内、6ヵ月以内を指す。
 出所：龚 浩成 戴 国強主編『2000中国金融発展報告』、表6-14により作成

表3 コール取引種類の比重

(%)

	1日	7日	20日	30日	60日	90日	120日
1996年	2.20	26.60	10.00	15.30	25.50	13.10	7.30
1997年	6.50	26.15	10.63	13.74	23.14	12.91	6.93
1998年	5.91	22.51	14.52	22.63	18.31	10.56	5.56
1999年 第3四半期	7.16	17.12	8.43	30.88	34.97	0.66	0.57

出所：龚 浩成 戴 国強主編『2000中国金融発展報告』、表6-13により作成

日、60日物は26.60%、25.50%を占めていた。1997年は1日物がほぼ3倍ちかく増えた。1998年は30日物の増加が目立っていた。1999年には、1日物は増加し続け、90日と120日物は急激に減少し、60日物は全取引の3割を占めた。90日と120日物の取引の減少は1997年インターバンク債券市場の設置が原因であると考えられる。また、全体からみると、1日と7日物の取引は占める割合が少ないが、1999年9月、非銀行金融機関に対して7日以内の取引が認められることによって、市場活性化していくうちにその割合も増えるであろう。

コール市場の取引主体をみてみると、1999年まで国有商業銀行がコール市場の取引において1位であり、商業銀行は全取引の9割を占めていた。¹⁵⁾ 2000年には、商業銀行および証券会社のコール取引総額が上昇し、上位10位の中、3位は非国有商業銀行の中国招商銀行であり、6、8、9、10位は全部証券会社が占めている。¹⁶⁾

コール市場は、今後も非銀行金融機関および外資系金融機関の参入によって、一層活性化され、市場の正常化も期待できるであろう。

2) インターバンク債券市場

インターバンク債券市場の特徴は次のごとくである。(i) 取引される債券は主に国債であり、全体の6割をしめ、金融債が3割、中央銀行融資証券が1割である。¹⁷⁾ (ii) 現物取引

が少ない。¹⁸⁾ (iii) 91年から金融機関が国債の引き受けをはじめ、それまでは国債がすべて個人保有であったため、金融機関の国債保有は総資産のわずかしかなかく、市場の規模が小さい。(iv) 98年以前では四大国有商業銀行は自己資金が豊富であるため、コール取引だけで資金調達ができ、インターバンク債券市場で資金調達することが少ないが、98年後半には、国債の発行の増加にともない、インターバンク債券市場の取引が増える傾向がある。表4は、1998年のコール市場とインターバンク債券市場の毎月の日平均取引額である。

表4にみられるように、1998年9月から、インターバンク債券市場での毎月の日平均取引額は急激に増加した。それは、1998年8月、国有商業銀行の資本を充実するために2700億元の特種国債が、また建設投資するために国債1000億元が投入され、国有商業銀行の国債所有額が増加し、インターバンク債券市場の取引が急増したためである。1998年11月までに、中国人民銀行がインターバンク債券市場に放出した資金は1197億元に達し、市場金利低下を誘導した。¹⁹⁾

しかし、中国の国債発行総額からみれば、インターバンク債券市場での流通を認められる国債はまだ少量であることは、インターバンク債券市場の発展を妨げている。2000年度の国債の発行総額は4657億元、インターバンク債券市場で流通できるのは2259.5億元で、全体の半分程

表4 1998年コールとインターバンク債券市場日平均取引額比較

(億元)

月	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
コール	5.6	4.0	3.5	3.3	1.1	5.3	2.9	4.4	5.3	2.0	4.2	4.5
債券	3.6	2.3	1.4	2.8	2.6	3.1	1.7	2.7	4.0	5.6	8.3	9.8

出所：龚浩成 戴国強主編『2000中国金融発展報告』、表6-16により作成

15) 金徳環 許謹良主編『2001中国金融発展報告』上海财经大学出版社 2000年 p.367

16) 上掲書 p.368

17) 龚浩成 戴国強主編『2000中国金融発展報告』上海财经大学出版社 2000年 p.321

18) 2000年の国債取引量からみると、現物取引がわずか5%である。

19) 龚浩成 戴国強主編 前掲書 p.318

度を占めている。²⁰⁾ このうち、1年物国債は200億元、2年物国債は200億元、5年物国債は302億元、7年物国債は577.5億元、10年物国債は980億元で、中長期国債が大半を占めている。²¹⁾

インターバンク債券市場で流通できる国債が少ないため、中央銀行のインターバンク債券市場を通じて金利誘導する政策手段は十分に発揮される状態に至っていないのである。

3) 手形市場

1997年中国人民銀行は「国有商業銀行本店に対する商業手形の再割引業務の試行条例」を公布した。しかし、手形が決済手段として用いられる日がまた浅く、地域の手形交換所もわずかに存在している状態で、さらに、商業銀行、中央銀行が割引、再割引を行う手形も限られているため、手形は活用されていないのが現状である。

4) 外国為替市場

1994年4月4日、全国統一インターバンク外国為替市場の運営がはじまった。中国人民銀行は、取引主体である各外為指定銀行の規模、経営能力と経営状況に基づき、顧客との為替取引の結果として保有する外国為替の金額上限を審査、確定するという為替持ち高制度を設けている。²²⁾ 各外為銀行は、売り為替の合計額が買い為替の合計額を上回る場合、その差額を銀行間外国為替市場で調整する。為替レートは、中国人民銀行が毎日、前日の取引レートを加重平均して公表している。

1994年の統一インターバンク外国為替市場の創設とともに、二重為替レートも統一され、実際には93年の1ドル=5.76元から、94年の1ドル=8.61元に切下げを行ったことになる。このため、94年の輸出が急増した。外為市場では、企業の輸出資金決済が増え、外貨の超過供給により、中国人民銀行が外貨の買入れを頻繁に行い、外為市場の最大の買い手となり、外貨準備が増加し続けた。

中国の外国為替市場は外貨管理制度および輸出促進、輸入制限の政策によって、非常に閉鎖的な市場となっている。外国為替市場において、為替持ち高制度に基づいて、外為指定銀行は相互需給を調整して売買を行い、市場に余った外貨を中国人民銀行は吸収して、為替市場のバランスを保っている。外国為替市場の規模も小さく、1999年の取引総額は314.6億ドル、2000年は421.75億ドルである。²³⁾

現時点の中国人民銀行の金融政策手段をみると、中央銀行貸出は依然主な政策手段であり、公開市場操作は用いられているが、発足してからまだ日が浅く、十分な政策効果が発揮されておらず、さらなる市場の整備をしていかねばならない。しかし、1995年以降の政策手段は、それ以前に比べて、マクロ的なコントロール手段を取り入れており、中国人民銀行の金融政策が大きく転換されたことは間違いない。

表5 1994年～1999年の外貨準備

(億ドル、%)

年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年
外貨準備高	516.20	735.97	1050.29	1398.90	1449.59	1546.70
前年比増加率	143.50	42.57	42.71	33.19	3.62	6.70

出所：『中国統計年鑑』により作成

20) 金 徳環 許 謹良主編 前掲書 p. 65

21) 上掲書 p. 65

22) 樊 勇明 岡 正生著 前掲書 p. 63

23) 金 徳環 許 謹良主編 前掲書 p. 435

3. 金融政策の有効性

90年代に、中国人民銀行の貨幣量に対するコントロールは多様な金融政策手段の発動とともに大きな変化をみせた。すなわち、90年代前半の市中銀行への貸出に対する量的規制という直接的なコントロール方法から、90年代後半の金融、経済状況に合わせて金融調節を行うという間接的なマクロコントロール方法に転換したのである。中国人民銀行がマクロ調節を行えたのは金融政策手段の増加のほか、金融市場の整備、各金融法の公布などの支えがあったからである。また、90年代における国内の激しい経済変動およびアジア経済危機の影響も、中国人民銀行の貨幣政策を推し進めることになった。

1995年に中央銀行法が制定された後、金融政策の最終目標が明確に定められた。すなわち、通貨の安定および経済成長の促進である。1997年8月、貨幣政策委員会の第一回会議が開かれ、メンバーの構成が決定された。貨幣政策委員会は四半期ごとに各経済指標によって、金融政策の方向を決め、中国人民銀行が金融調節を行うこととなった。

90年代の中国人民銀行の金融政策効果を、1997年の貨幣政策委員会の設立を境としてみてみよう。

(1) 1998年以前の金融政策の有効性

90年代前半、発展途上国である中国は高い経済成長率を維持しながら、インフレを抑えることが最大の課題となっていた。

1988、1989年の中国のインフレ率は18.5%、17.8%である。このきわめて高いインフレ率に対して、88年後半から政府は財政を緊縮し、貸出を縮小させることにした。その結果、89年にインフレは抑えられたが、企業が資金不足となり、生産停止まで生じ、経済成長は88年の11.3%から、89年の4.1%まで下落した。このため、1990年にはいって、政府が貸出を増加させる計画をつくり、中国人民銀行はこれにしたがい貸出金利を引き下げると同時に貸出総額を予算より1000億元増やし、年末に貸出総額が前年度より56.02%も上昇する結果となった。²⁴⁾

さらに、1991年、中国人民銀行は預金金利を1.08%下げて、貸出の比重を調整し、農業、固定資産投資への貸出比重を増加させ、流動資産への貸出を減少させた。²⁵⁾ その結果は91、92年の9.2%と14.2%の高い経済成長率を得たが、貨幣供給量の増加によりインフレを引き起こした。特に、貨幣供給量の増加は1992年からはじまった住宅改革に火をつけたように、不動産投資が急増し、実際に固定資産への投資は37.6%

表6 90年代の経済成長率、インフレ率、貨幣供給増加率

	(%)										
年	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00
経済成長率	5.2	9.2	14.2	13.5	12.6	10.5	9.7	8.8	7.8	7.1	8.0
インフレ率	2.1	2.9	5.4	13.5	21.7	14.8	6.1	0.8	-2.6	-2.9	-1.5
M ₀	12.8	20.2	36.4	35.3	24.3	8.2	11.6	14.9	10.7	20.1	9.0
M ₁	19.1	24.2	35.9	38.9	26.8	16.8	18.9	22.1	11.9	17.7	16.0
M ₂	27.7	26.5	31.3	37.3	34.4	29.5	25.3	19.6	14.8	14.7	12.3

注：M₀＝現金

M₁＝M₀＋企業・事業単位の当座預金

M₂＝M₁＋企業・事業単位の定期預金＋個人の貯蓄性預金

出所：『中国金融年鑑』『中国統計年鑑』により作成

24) 袁 浩成 戴 国強主編 前掲書 p.489

25) 中国人民銀行は政府の政策指令によって、固定資産投資、流動資産投資、農業投資資金に対する貸出総額および貸出金利を別に設定している。政府の経済計画によって、中国人民銀行は貸出金利、総額を調整し、経済の成長を図っていた。

も増加した。²⁶⁾ この影響が、93、94、95年まで及ぶことになった。

1993年7月に、政府は過熱しすぎた不動産投資を抑制しようと、中国人民銀行の非銀行金融機関への貸出停止令および回収令を公布した。一方預金を吸収するため、中国人民銀行は預金金利を5月と7月に連続引き上げ、貸出金利も引き上げた。これにより、94年の貨幣供給量は M_1 、 M_2 ともに減少した。

このように、90年代前半の中国人民銀行は政府の政策命令を執行する立場で、貸出金利および貸出比重を調整して、貨幣供給を行ってきた。

1995年の中央銀行法の制定により、中国人民銀行の貨幣政策は、貸出総量規制による直接統制から漸次、金融政策手段を使用する間接的コントロールへと変更された。

1995年から中国人民銀行は市中銀行に対する貸出を縮小させるとともに、94年の21.7%の高いインフレ率および資金需要を抑制するため、95年1月と7月に中国人民銀行は中央銀行貸出金利と商業銀行貸出金利を2回引き上げることにした。また、中国人民銀行は金融機関に対して特殊預金口座を開設し、金融機関から預金を吸収する政策をとった。その結果、95年のインフレ率が14.8%までに抑えられた。

1996年にはいって、個人預金が増加したのに対して、企業の当座預金の増加は停滞状態となり、一方インフレ率が低下した状況であったため、中国人民銀行は5月と8月に2回大幅な金利の引き下げを行った。また、95年から中国人民銀行は公開市場操作を開始し、96年の中国人民銀行の再割引総額は1160億元に達した。また、外国為替市場において外貨買入を実施し、市中銀行におよそ2600億元を供給した。

1997年にはいと、物価の下落が著しく、10月から年末まで連続3ヵ月マイナスとなり、年度物価上昇率は0.8%となった。その原因は、これまでの資金供給は政府で保証されており、

企業の業績を問わず銀行が貸出を行っていたが、95年の中央銀行法実施後は、銀行は貸付に対する自己審査をし、企業の業績、経営状態を評価、選別して貸付を行うようになったため、経営が悪化している企業は資金源がなくなった。さらに、97年の政府の国有企業改革がはじまり、企業の生産縮小、生産停止、倒産が増え、失業率が急増し、国内需要が減少し、物価下落が生じた。中国人民銀行は10月23日に預金、貸出金利の引下げを行った。

1998年以前中国人民銀行が行った金融政策をみると、95年までは預金準備率操作は当時まだ政府の産業投資資金を調達するためのものであり、中央銀行貸出が主な政策手段であるため金利調節が唯一の手段であり、市中への貨幣供給は貸出総量規制でコントロールしてきた。95年以降では、金融政策手段として公開市場操作が加わり、中央銀行法の実施により、預金準備率操作も正常化され、中央銀行の3つの政策手段とも用いられるようになったが、貸出金利調節が依然中国人民銀行の最も重要な政策手段であった。市場の整備、特にインターバンク債券市場がまだ完成されているといえず、市中銀行にもそれに対応する能力が不足しているため、公開市場操作は十分に活用されていなかった。

(2) 1998年以降の金融政策の有効性

1997年4月15日に「中国人民銀行貨幣政策委員会条例」が公布されたことと、1998年1月1日に貸出総量規制が撤廃されたことは、中国人民銀行の金融政策運営が正常化されたことを意味している。

すなわち、1998年にはいって、国内の不況およびアジア通貨危機の影響によって、輸出が減少し、物価上昇率がマイナスとなり、デフレ経済が進行していた。

このような経済状況に対して、中国人民銀行は97年10月23日に預金、貸出金利の引下げに続いて、98年3月25日、7月1日、12月7日に連

26) 袁 浩成 戴 国強主編 前掲書 p. 489

続3回利下げを行った。また、預金準備率が8%までに引下げられ、中国人民銀行は金融緩和政策を行い、投資の増加を期待した。

公開市場操作において、インターバンク債券市場を活性化するために、商業銀行の国債保有を増加させる政策として、98年5月に、財政部は一部商業銀行に450億円の国債を注入し、また8月には自己資本比率を高める意図も含んで四大国有商業銀行に特別国債2700億元を注入した。さらに9月には、建設専用資金として用いる国債1000億元を四大国有商業銀行に注入した。98年のインターバンク債券市場の取引量は8月から急増したことが表7で示されている。貨幣供給量も表8のように第3、第4四半期に増加していた。

1999年、中国人民銀行の貨幣政策委員会の発表では、貨幣供給量の予定増加幅が前年より、 M_1 が14%で、 M_2 が14~15%増であった。これを達成するために、99年6月10日、中国人民銀行は大幅な金利引き下げを行い、表2のよう

に、各金利が1%以上の下げ幅であった。次に、11月21日に預金準備金利を8%から6%に引下げ、商業銀行におよそ2000億元の資金を与えた。²⁷⁾ さらに手形割引、再割引の金利が引下げられ、公開市場で国債633億元の買入れも行われた。一方、97年10月から国内の物価が下落し続け、98年の物価上昇率は-2.6%となり、国内需要を拡大させるため、中国人民銀行は99年から個人の住宅ローン、カーローンのほか、教育、トラベルローンなどを許可し、また、住宅ローンの期限を延長させ、住宅金利の引下げなどを行い、消費の促進をはかろうとした。その結果、99年末には貨幣供給量が M_1 、 M_2 は17.7%、14.7%の増加となった。しかし、国内企業の業績悪化によって、失業率が増え、国内需要が伸び悩み、年末物価上昇率は-2.9%となった。

1999年から、中国人民銀行は貨幣政策委員会を通じて、年始にマネーサプライ目標を公表し、各四半期の貨幣政策委員会の開催時に、四半期

表7 1998年インターバンク債券市場の毎月日平均取引量、利子率 (億元、%)

1998	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
取引量	3.64	2.31	1.38	2.79	2.59	3.09	1.73	2.72	3.97	5.55	8.32	9.82
利率	8.66	8.63	8.02	6.81	6.95	6.79	5.57	5.58	4.99	4.85	4.74	4.26

出所：龚浩成 戴国強主編『2000中国金融発展報告』、表6-16により作成

表8 1998年の各四半期の貨幣供給量 (億元)

1998年	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期
M_1	33110	33775	36501	38953
M_2	92037	94657	99794	104498

出所：『中国金融年鑑』により作成

表9 1999年の各四半期の貨幣供給量 (億元)

1999年	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期
M_1	38053	38821	41944	45837
M_2	108438	111363	115079	119898

出所：『中国金融年鑑』により作成

27) 龚浩成 戴国強主編 前掲書 p.508

の貨幣残高、経済情勢を分析し、貨幣供給目標を調整し、金融政策を決定している。²⁸⁾ 99年の毎月のマネーサプライ伸び率は安定していて、結果は発表した目標値とほぼ一致した。

このように、中国人民銀行は貨幣政策委員会の決定により、年間マネーサプライ目標値を公表し、金利調節、預金準備率操作、公開市場操作などの貨幣政策を運営し、通貨供給量を年初に予測された目標に向けて調整するのである。

4. 今後の改革方向

1995年の中国人民銀行法の実施は中国人民銀行を中央銀行として確立し、中央銀行として、「発券銀行」、「銀行の銀行」、「政府の銀行」の役割を担わせるものであった。しかし、現在の中国人民銀行が行っている業務、金融政策の決定、金融調節からみると、まだ十分に機能を果たしているとはいえない。今後、一層の改革が必要である。

(1) 金融政策における独立性の強化

まず、現在の中国人民銀行は政府から独立した組織ではない。中国人民銀行は国務院の中の一部門として位置づけられている。次に、中国人民銀行の意思決定機関は「貨幣政策委員会」でありながら、独立で金融政策を決定しているのではない。これについては、中国人民銀行法の第2条、「中国人民銀行は国務院の指導の下で、通貨政策を策定、実施し、かつ金融業に対して監督管理を実施する」という規定、第4条中国人民銀行の職責についての第11項、「国務院の規定するその他の職責」という規定から明らかである。さらに、1997年公布された「中国人民銀行貨幣政策委員会条例」の委員会の中に、国家計画委員会副主任、国家経済貿易委員会副主任、財政部副部長の政府官僚がメンバーとしてはいっていることから、中国人民銀行の政策決定に政府も影響をおよぼしていることは明らかである。

かである。

以上からみると、中国人民銀行は中央銀行としての独立性に欠けている。しかし、1995年に中央銀行法が制定された以前と比べれば、国務院財政部から独立し、また地方政府からも独立したことで、かなりの進展があったといえる。现阶段の中国人民銀行は金融政策の決定、金融調節の運営において、技術、環境がまだ十分に整っていないため、今後中国人民銀行は自身の改革を進めるとともに、独立性を強調していかなければならない。

(2) 政策上における四大国有商業銀行への偏重

四大国有商業銀行は、中国銀行、中国建設銀行、中国工商銀行、中国農業銀行である。この四大国有商業銀行は他の地方銀行、株式制銀行と比べれば、規模が大きく、全国に分布している、1980年金融改革以前から設立されていたため、市場シェアが大きい。これに比して、地方銀行、株式制銀行はほとんど1980年代に設立され、規模が小さく、市場シェアは増加する傾向にはあるが、四大国有商業銀行には程遠い。

中央銀行の金融政策は市中銀行に対して一律に同等のはずであるが、中国人民銀行は四大国有商業銀行を優先する場合が多い。例えば、自己資本比率を増強するための資金の注入は四大国有商業銀行だけに行われた。また、短期金融市場の参入も四大国有商業銀行が優先された。これは地方銀行、株式制銀行の発展を妨げることになり、地域経済発展にも影響をおよぼすことになる。もちろん、四大国有商業銀行は業務経験が多く、かつ資金豊富であるため、金融市場の参入はリスクが小さくなる。しかし、今後、中国人民銀行は自由競争が行われる金融環境をつくり、地域発展のためにも、これまでのような偏重した金融政策をなくさなければならない。

(3) 預金準備金の付利問題

現在、中国人民銀行は商業銀行の預け金に付

28) 「人民日報」2000年1月21日1面において中国人民銀行行長戴相龍が1999年の貨幣政策についての報告、2000年の政策方向を語った内容によるものである。

利している。1998年、預金準備率は13%のときに、7.35%の付利があり、その後預金準備金利を8%に下げたときに、5.22%の付利があった。²⁹⁾ 1999年預金準備率を6%に下げたときに、2.07%の付利があり、市場の普通預金金利0.99%より高い。この預け金への付利は、97、98年の商業銀行の貸し渋りの原因となっていた。また、これは商業銀行がコール市場への資金放出より、安全な中央銀行預かりを選択する理由でもある。預金準備金への付利の撤廃は、金融市場を活性化し、金融政策の有効性を高めることになるであろう。

おわりに

1983年に中央銀行として設立された中国人民銀行の成長過程をみると、まず、90年代半ばまでは、金融機関、金融市場の創設、整備など、金融システムづくりを手掛けてきた。次に、90年代後半からは、法整備を終え、本来の中央銀行業務を行い、それらを通じて金融政策実施主体としての役割を果たしはじめた。そして、1997年の「中国人民銀行貨幣政策委員会条例」の制定により、中国人民銀行は金融政策目標を達成するため、中間目標としてマネーサプライの伸び率を設定し、四半期ごとに貨幣政策決定会議を開催して金融調節を行うようになり、組織構成上、機能上ともに中央銀行として成長した。

中国人民銀行による金融政策の運営は、金融市場の整備とともに金融調節手段が多様化してきている。中央銀行貸出は中国人民銀行が政府業務の執行機関であった80年代からもっとも多く用いられた政策手段であったが、90年代にはいつてからはその他の政策手段が併用されるようになり、その役割が減少している。預金準備率操作手段は、政府の産業投資資金の調達手段から金融政策手段へと転換し、98年、99年に2回調節が行われている。公開市場操作手段は、

中国人民銀行の行う3つの金融政策手段の中で、一番遅れて用いられるようになった手段である。現在、コール市場は中国人民銀行の貸出金利によって誘導され、商業銀行に活用されている。しかし、インターバンク債券市場、手形市場において、市場整備が一層行われなければならないことと、商業銀行が所有する債券の稀少性、手形の普及性から、中央銀行が市場操作を行う際に困難が生じている。

中国人民銀行が公開市場操作を金融政策手段として取り入れることは、中央銀行によるマクロ的な金融調節の開始を意味しており、中国の中央銀行制度の大きな進展を示すものである。今後、中国人民銀行は金融政策の効果を高めるために、金融政策運営において、公開市場操作を重視しなければならない。また、中国人民銀行は金融政策決定において独立性を強化しなければならないが、現段階の経済発展状況からみて、行政のバックアップが必要かもしれない。しかし、今後経済発展とともに、中央銀行による金融政策の有効性がさらに強く求められるようになれば、中国人民銀行による政策の独立性もより一層求められるであろう。

本稿の作成にあたり、今井讓教授、寺地孝之教授、洪澄洋教授、石原俊彦教授より貴重なコメントをいただいた。ここに記して感謝の意を表わしたい。

参考文献

- ・樊勇明 岡 正生著『中国の金融改革』東洋経済新報社 1998年
- ・長谷川俊明 王 衛軍編訳『中国金融六法』東京布井出版株式会社 1999年
- ・戴 相龍主編『領導幹部金融知識読本』中国金融出版社 1997年
- ・龚浩成 戴 国強主編『2000中国金融発展報告』上海財経大学出版社 2000年
- ・金 徳環 許 謹良主編『2001中国金融発展報告』上海財経大学出版社 2001年

29) 戴 相龍主編 前掲書 p.143

- 馬 俊起 王 万飛 王 志強編『金融監管理論与实践』中国金融出版社 1999年
- 馬 洪 王 夢奎主編『中国経済形勢与展望』中国發展出版社 2000年
- 陳 百助 方 星海 李 揚主編『中国金融市場：改革与發展』經濟管理出版社 1999年
- 中国外貨交易中心研究主編『中国外貨市場の实践与探索』中国金融出版社 1996年
- 中国社会科学院經濟研究所編『中国改革開放以来經濟大事輯要（1978～1998）』經濟科学出版社 2000年
- 1997年 中国人民銀行公布「中国人民銀行貨幣政策委员会条例」
- 1997年 中国人民銀行公布「銀行間債券交易規則」
- 『中華人民共和国証券法』中国法制出版社 1999年
- 在中国日本国大使館經濟部「中国經濟關係資料」 2000年 6 月
- 第一勸業銀行調査レポート「中国經濟金融情報」 2001年 2 月
- 『中国金融年鑑』各期
- 『中国統計年鑑』各期
- 中国人民銀行ホームページ<http://www.pbc.gov.cn>
- <http://www.chinawork.co.jp>
- 「人民日報」2000年 4 月25日
- 「人民日報」2000年 5 月16日
- 「人民日報」2000年 7 月19日
- 「人民日報」2000年10月24日
- 「人民日報」2001年 1 月16日
- 「人民日報」2001年 1 月21日
- 「人民日報」2001年 3 月20日