

2012 年 4 月 9 日 全 11 頁

中国経済の構造問題を反映する 人民銀行の金融政策

常務理事
金森 俊樹

[要約]

- 2003 年の法改正でマクロ調整機能に特化することになった中国人民銀行の制度面の特徴として、「中央銀行の独立性」の問題、「人民銀行行長の権限・影響力の程度」、「中央と地方、特に上海との緊張関係」に注意する必要がある。
- 人民銀行は、金融政策手段として、預金準備率の変更に大きく依存してきているが、その背景には、金利調整に比べ関係者の合意が得やすいこと、伝統的に政府が低金利下で成長率維持を図ろうとする傾向が強いこと等がある。
- マネーサプライも、成長率との関係で過剰に供給される傾向が見られてきたが、これにも、中央銀行が、成長率を重視する政府や国有企業等の既得権益集団からの影響を強く受けてきたという背景が指摘できる。
- マネーサプライの動向、さらには市場に根ざした金融政策へ転換していくかどうかは、社会経済上の構造問題が改善しつつあるのかを測る指標にもなる。さらに、適切な金融政策立案の前提として、金融統計の信頼性の問題にも注意する必要がある。

(注) 本稿は、外国為替貿易研究会発行の雑誌「国際金融」2012 年 3 月号に掲載されたものである。

1. 中国人民銀行の制度的側面

人民銀行の沿革は、古くは 1948 年 12 月、河北省石家庄市での設立に遡る（ほどなく北京に移転）。79 年までは、計画経済体制の下での唯一の国家銀行として、貨幣の発行のみならず、信用、決済等全ての金融機能を集中的に担っていたが、79 年以降、農業銀行や外国為替を専門に扱う中国銀行等が切り離され、人民銀行は、83 年 9 月の国務院決定、それを受けての 86 年「中華人民共和国銀行管理暫行条例」の制定により、中央銀行としての機能のみを担うこととされた。その後、93 年の国務院「金融体制改革に関する決定」によって、そのマクロ金融調整機能や金融監督権限が強化され、95 年 3 月、初めて中央銀行法と言うべき「人民銀行法」が制定された。さらに、2003 年の法改正で、金融機関に対する監督機能が分離され、銀行監督管理委員会が設立されたことにより、人民銀行はマクロ金融政策の立案・実施に特化することとなった。また、人民銀行法に基づき、金融情勢の判断、金融政策についてのアドバイスを行う貨幣政策委員会が設けられており、委員は発展改革委員会、財政部、銀行監督委員会等の行政部門、学識経験者ら 15 名で、議長は人民銀行行長、原則四半期毎に開催されている（例会の議事要旨のみ、人民銀行ホームページで公表されている）。また、人民銀行法に基づき、国務院（日本の内閣にあたる）の構成組織と位置付

けられており、国務院の指示の下で業務を遂行することが明確に規定されている。

人民銀行の制度的側面との関連で、いくつか留意すべきと思われる点を指摘したい。第一に、95年の人民銀行法によって、人民銀行は基本的に、西側先進国の中央銀行と同様の機能を、全て有することになったとされているが（参考文献 7）、上述の通り、組織は国務院の指揮下にあり、西側先進国で言うところの「中央銀行の（政治からの）独立性」が、充分確保されているとは言い難い。第二に、人民銀行行長は、海外からは、大きな権限を有する影響力の大きいポジションとして見られている場合が多いが、国内的にどの程度影響力があるのか、慎重に見る必要がある。行長は、国務院総理（首相）の指名を受け、全国人民代表大会（人代）で決定される。財政部長（大臣）等、他の閣僚と並ぶ国務院全体会議の構成員であり、マクロ金融政策を担当する鍵となるポジションであることは疑いないが、中国人の金融学者らも指摘するように、海外から、影響力の大きいポジションという印象を持たれているのは、行長が G20 など国際舞台に出る機会が多く、また近年、人民元相場や国際通貨制度等の問題が国際的なホット・イシューになっていることが大きいため、国内的には、金融監督権限が人民銀行から分離されたことにより、必ずしもその権限は大きいとは見られていないようである。第三は、北京の人民銀行本行と地方の分行、とりわけ、権限・独立性が強い上海分行との間の、政策面での一定の摩擦・緊張関係である。

第三の点に関し敷衍すれば、2000 年代初、WTO 加盟後の金融分野の規制緩和が日程にのぼり始めた時期には、米国流の経済学を学んだが実態に疎い北京のエコノミストが机上で打ち出す「性急」な自由化、「荒唐無稽」な政策に対して、上海が金融の実態面を踏まえて抵抗するという構図が生じているとのうわさが流れた。逆に近年は、北京が人民銀行本行も含め、総じて、金融の自由化を慎重かつ漸進的に進めようとする方向に対し、国際金融センターを目指す上海側（そしてその中心は、人民銀行上海分行）は、香港金融市場に対抗する上で、最大のボトルネックは、人民元がなお交換性を有していないこと、為替相場や金利が市場化されておらず自由に変動しないことであるとの強い認識を持っており¹、この点で、中央（北京）とは、かなり温度差があるように見受けられる。上海金融関係者の中央での政策決定に対する影響力がどの程度あるのか、今後彼らのこうした意向がどの程度中央に反映されていくのか、人民銀行を始めとして、北京と上海とのパワー・ポリティクスがどう金融政策に影響を及ぼしていくことになるのか、注目していく必要があるだろう。

人民銀行の中国語ウェブサイトは、人民銀行の金融政策（ウェブサイト上では、「貨幣政策」と称されている）手段として、公開市場操作、預金準備（存款準備金）、金融機関への中央銀行貸出し（中央銀行貸出）、および利率政策の 4 つが挙げられている。これら自体は、通常の中央銀行の金融政策手段として広く認識されているものであり違和感はないが、実際の人民銀行の金融政策運営は、かなり西側先進国とは異なる特徴を有している。以下、預金準備率操作とマネーサプライに焦点を充てて、この点を見ていくこととする。

¹ 2011 年 8 月、上海社会科学院が主催した第 3 回上海アジア金融合作論壇では、日中の他、韓国、タイ、インドネシアから研究者や実務家が集まり、アジアでの地域金融協力、人民元改革、上海の国際金融センターとしての将来等について意見交換が行われたが、その際も、上海金融関係者のこうした認識が強く示された。

2. 預金準備率操作に大きく依存する金融政策

(1) 頻繁に変更される預金準備率

昨年後半以降、欧州の信用不安等の影響から、輸出がスローダウンし、中国の景気にも減速の兆しが見え始め、またバブル的な状況を呈していた不動産価格の急落懸念が出てきたこともあって、中国当局が本格的な金融緩和に転じるタイミングに注目が集まる中、2011年12月初、人民銀行はまず、預金準備率（以下、準備率）を50 ベーシスポイント（0.5%）引き下げた²。翻ってみると、人民銀行は2000年代半ばから準備率の変更を頻繁に行っており、これが中国の金融政策上の大きな特徴のひとつとなっている。準備率が金融政策手段として導入されたのは1983年で、その後2003年までの10年間は6回、2003－2006年は5回だけ変更されたが、2007年から2011年6月の間には31回、通常0.5%ポイントの調整が行われた（同期間、貸出金利は15回の調整）。特に、2010年1月から2011年6月の1年半にわたる金融引締め局面では12回の引き上げが行われ（同期間、貸出金利の引き上げは4回）、大型銀行対象の準備率で見ると、15.5%から21.5%、計600ベーシスポイントの引き上げが行われている。

図表1 中国の預金準備率

2003－2006年	6%⇒9%	5回引き上げ
2007－2008年8月	9%⇒17.5%	16回引き上げ
2008年9月－2008年12月	(大手行) 17.5%⇒15.5% (中小行) 17.5%⇒13.5%	3回引き下げ、中小行への資本注入
2009年	(大手行) 15.5% (中小行) 13.5%	変更なし
2010年1月－2011年6月	(大手行) 15.5%⇒21.5% (中小行) 13.5%⇒18%？	12回引き上げ 個別行ごとの設定
2011年12月	(大手行) 21.5%⇒21% (中小行) 18%？⇒17.5%	50ベーシスポイント引き下げ

(注1) 2008年後半から大手行と中小行別に預金準備率を設定。2010年からはさらに個別行毎に細かく設定しているが詳細不明。人民銀行は大手行対象の準備率のみ発表している。

(注2) 本表数値は人民元預金を対象とするもの。外貨預金に対する準備率は、現在5%程度の模様。他方、人民銀行に預託された準備金に対する金利は、人民元預金に対応するものは1.6%程度だが、外貨預金に対応するものはゼロ。

(資料) 中国人民銀行「存款準備金政策与制度」等

² その後2011年12月12－14日の中央経済工作会议では、「稳中求進」をキーワードとして、穏健な金融政策、比較的高い安定的な成長、物価の安定と同時に、構造調整を進めるとの、成長にも配慮した方針が示されている。

（２）預金準備率操作に依存する金融政策の背景

こうした中国の準備率の推移を見ると、現在の 21% という水準は諸外国と比べてきわめて高く、またその変更頻度も際立って多い。多くの先進・新興経済の中央銀行は、過去 20 年間、むしろインフレ率を金融政策の操作目標（インフレ・ターゲット）、短期金利を操作手段とする方向に転じてきていると言えるが、中国は近年、むしろマネーサプライを操作目標とし、それを管理するため準備率を操作手段とするという、別の方向へ向かっているように見える。こうした準備率に大きく依存する中国政府・人民銀行の金融政策の背後にある要因は何か？主として、以下のような様々な点が指摘できよう。

- ① 2010 年来、人民元相場の上昇を抑えるため、為替市場でドル買い人民元売りを行い外貨準備が急増、過剰流動性が発生し、不断に不胎化していく必要性が高まったが、準備率の調整は、金利調整や公開市場操作に比し、その不胎化の効果が持続的と考えられること。
- ② 特に今回金融引締め局面で、過剰流動性を抑えるため、金利よりも準備率を多用しているのは、金利を上げた場合、さらに短期資本が海外から流入し、人民元に一層の上昇圧力がかかることを嫌ったためと考えられること。
- ③ 人民銀行から見て、公開市場操作に比べて低コストであること。すなわち、債券市場が未発達であること、および人民銀行が支払う準備金への金利が、公開市場操作の対象となる人民銀行債券より低く設定されていること。
- ④ 金融緩和局面で、地方政府が地方融資平台（プラットフォーム、一応地方政府から独立した法人、以下、平台）を通じて銀行債務を増加させてきている状況下で、金利を引き上げると不良債権が増加し、デフォルト、ハードランディングの発生が懸念されること。
- ⑤ 金利引き上げ（または、そのシグナルとなる公開市場操作）と異なり、準備率引き上げは、一義的には銀行セクターの流動性のみに影響を与え、企業等の借り入れコストに直接影響を与えないため、関係者の反対が相対的に少なく、コンセンサスが得やすいと思われること。ただ、上記③、人民銀行から見てコストが安いこととの裏腹で、準備率が上がることは、商業銀行から見れば、コストが増加することを意味し、商業銀行が、融資金利を引き上げて、そのコストを一部顧客に転嫁することは想定される³。
- ⑥ （上記⑤とは、やや矛盾するかもしれないが）他方で、銀行が金融セクターで主たる役割を占める中で、その融資の大半は政府と一体の大型国有企業に優先的に回されているというソフト・バジェット、モラルハザードの問題があり、国有企業にとって金利の水準はあまり問題ではなく、それ故、そもそも金利調節がマクロ・コントロールの手段として有効でないという認識が、人民銀行にあると推量されること（準備率を引き上げて銀行の貸出し余力を締めた場合も、大型国有企業への影響は相対的に小さく、そのしわ寄せはもっぱら中小企業に向かうことになる。その結果、2011 年 10 月にも問題となった、温州での中小企業倒産、夜逃げといったような状況が発生）。
- ⑦ 金融機関によって異なる準備率を設定（大銀行、中小銀行、都市信用組合、農村信用組合によって異なる）、また個々の金融機関毎に貸出しの伸びを見て準備率を変更、あるいは準備率の対象預金範囲を変更できるなど、準備率は人民銀行にとって裁量範囲が大きく、窓口規制の補完的役割を担っていると位置付けられること。

³ 2004 年から、政府は人民元の貸付金利の下限と預金金利の上限を基準金利として設定し、銀行の最低スプレッドを保障、銀行はその範囲で裁量的に決められるようになったが、預金基準金利は事実上、裁量の余地がないものと認識されている模様。なお、外貨金利は自由化済。

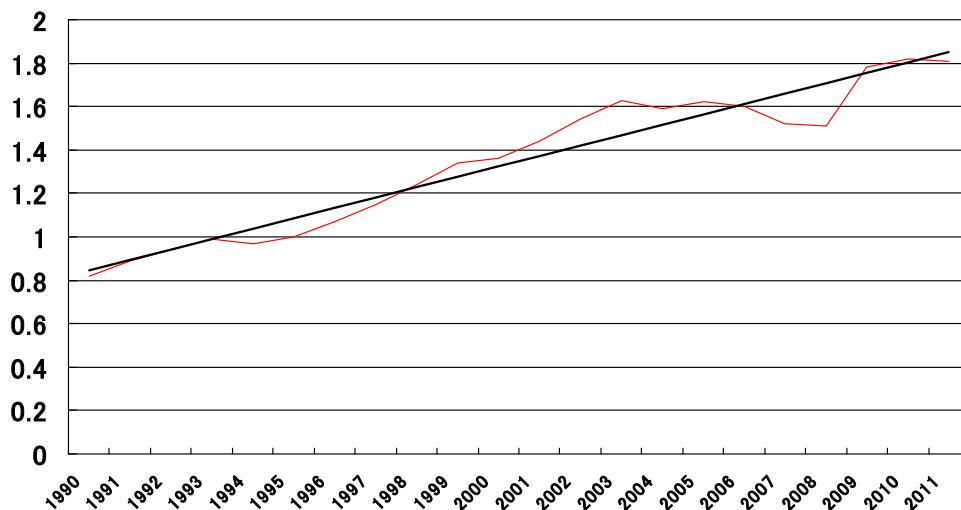
- ⑧ （これが最も根本的な要因と思われるが）中国政府は伝統的に、金利を低く抑えて内需刺激、高成長を図る傾向にあること。

3. 過剰に供給されてきたマネーサプライ

（１）突出して高い中国のマーシャルのK

上述したように、中国は近年、諸外国と異なり、むしろマネーサプライを操作目標とし、それを管理するため準備率を操作手段とする傾向があるように見受けられるが、それではそのマネーサプライは、どのような傾向を示しているのか、いわゆるマーシャルのK（マネーサプライの名目 GDP に対する比率）で見てみる。中国では、改革開放が始まってから今日までの約 30 年の間、実質 GDP は年平均 10% 程度の成長を達成してきたが、マネーサプライ（広義）は、それを大きく上回る年平均 17% 以上の伸びを示してきている。その結果、マーシャルのKは、2000 年代半ば 1.5–1.6 と横ばいで推移した他は趨勢的に上昇しており、特にグローバル金融危機の 2008 年以降急上昇し、2010 年には 1.8（すなわち GDP の 1.8 倍の貨幣ストックが存在）を記録している。日米欧のマーシャルの K も、金融危機後、中央銀行が積極的にマネーを供給したため、近年上昇傾向にあるが、水準としては概ね 0.6–1.0 の範囲、また 1980 年代後半の日本のバブル時でも 1.2 程度であり、それらと比較すると、中国の同比率は国際的にみても突出して高い。

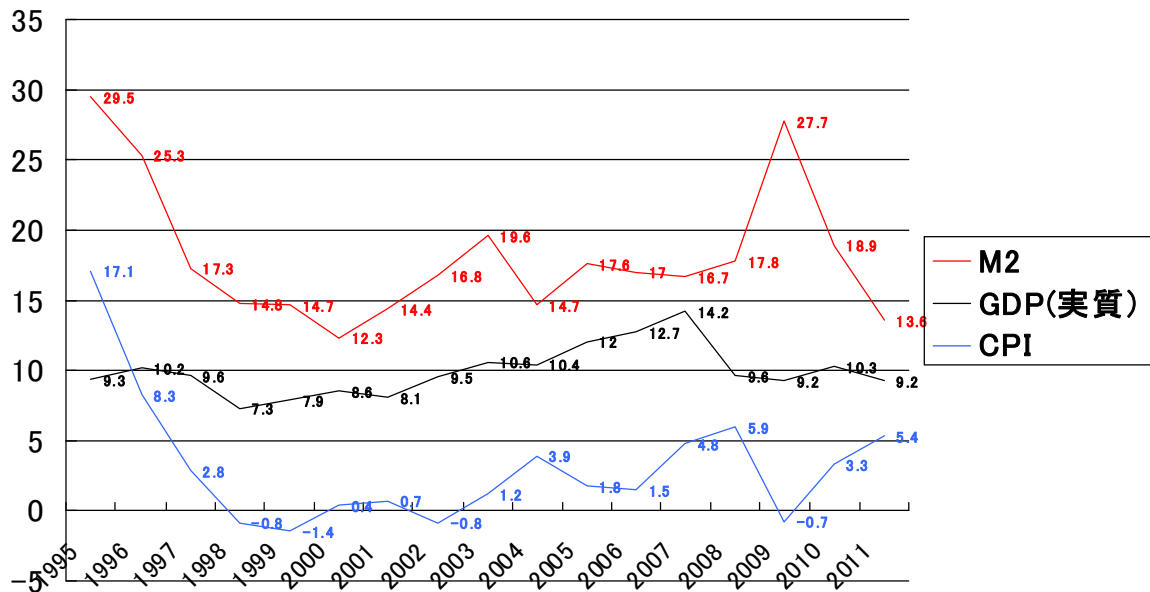
図表 2 M2/名目GDPの推移



（注）赤いラインがマーシャルのK、黒いラインがトレンド線を示す。

（資料）中国国家统计局、人民銀行統計より筆者作成

図表3 M2、GDP、CPI伸び(%)



(資料) 中国国家統計局、人民銀行統計より筆者作成

(2) 国内要因と国外要因

経済成長率を上回るマネーサプライ増加が続いている要因としては、国内要因と国外要因が指摘できよう。国内的な要因として第一に挙げられるのは、改革開放以来、経済の市場化、金融の深化が進み（実体経済との関係で、金融資産の蓄積が進んできたこと）、より貨幣が必要とされるようになったことである。アジア危機以前まで金融自由化の論拠とされてきた、いわゆるマッキノン・ショウ仮説では、実質金利、金融連関比率（金融深化の程度）と経済成長の間には正の相関があり、人為的低金利政策（金融抑圧）下では実質金利がマイナスになって、金融深化が進まず、成長が阻害される。中国の場合、現状、金利が市場化されておらず実質ベースでマイナスだが、金融連関比率は一貫して上昇し、高成長も持続してきた⁴。

$$\Delta GDP / GDP = f(X_1, X_2), \quad X_1 = g(M3 / GDP)$$

$$\partial f / \partial X_1 > 0, \quad \partial f / \partial X_2 > 0, \quad g' > 0$$

X_1 : 金融深化、 X_2 : その他成長に影響を与える諸変数

中国人金融研究者のひとり、金融深化の要因よりも、むしろ伝統的に経済成長率目標が過度に重視されてきた結果、マネーサプライ増加による金融刺激を通じて、投資主導によって経済成長目標を達成しようとする傾向が、政府内で強かったこと（上述 2. (2) ⑧と同じ）、さらに、大型国有企業、国有銀行、

⁴ マーシャルのK自体が、マッキノン等が言うところの「金融連関比率」として、金融の深化を測る代表的尺度として使用されることがある（金融連関比率の元来の定義はM3/GDP）。「金融深化」は、途上国の経済成長を阻害する「金融抑圧」に対峙する概念として、金融の自由、開放、人為的低金利政策の排除等を意味することが多いが、理論的というよりは経験的概念で、その経験的妥当性については様々な議論がある。

不動産開発業者といった利益集団が、困難な状況に陥るたびに、政府に拡張的金融政策を採らせて、彼らを救済させようとしてきたことを指摘している。これは、別のある著名な中国人学者が、中国経済が陥る（あるいは、そのリスクがある）本質的な問題としている、広義の意味でのクローニー資本主義（裙帶資本主義：中国風スカートの紐で繋がれた資本主義）、あるいは西側学者が *crony-capitalism*（鄧小平の南巡講話 20 周年を迎えた今日、むしろ中国の改革が止まっている本源的要因は、政治が *cronyism* を抱える *communist* 独裁で、経済は *capitalism* という矛盾にあるとする主張、1 月 24 日付 Financial Times）に通じるものである。上述の通り、人民銀行は、もとより制度的に国務院から独立した組織になっていないが、実態的に、こうした点からも、金融政策の独立性を持ちえていないと言い換えることができる。何れにせよ、こうした要因から、中国では、マーシャルの K のトレンド線自体が急勾配を示してきた。

他方、2008 年以降の急増はトレンドを突き抜けて上振れする形となっており、これには国外要因が大きく影響している。すなわち、グローバル金融危機を受け、米国が QE1, QE2 と呼ばれる金融緩和策を採り、世界的にドルが潤沢に供給される一方、中国では、人民元相場の急激な上昇を抑えるため、人民銀行が為替介入を積極的に行った結果、外貨準備が急増し、それがマネーサプライの急増をもたらしたものだ。なお中国の状況は、貨幣に対する需要という観点から、素朴なケインズ型の伝統的経済理論に依拠しても、ある程度説明可能と考えられる。すなわち、伝統的な貨幣需要関数では、貨幣への需要を主に取引需要と投機的需要（または、もっと広い意味での資産需要）に分け、もっぱら前者は GDP、後者は利子率に依存するとされるが、中国の場合、GDP で説明できる一般的な取引需要については金融深化の中で需要が増加する一方、それ以外の投機的需要の部分も大きく、特に近年の実質マイナスの金利水準が人々の期待利子率を下回っていることが、資産としての貨幣への需要を誘発していると言えよう。

$$L = L(y, p, i), \quad \partial L / \partial y > 0, \quad \partial L / \partial p > 0, \quad \partial L / \partial i < 0 \quad \Rightarrow \quad M$$

L : 貨幣需要、 y : 所得、 p : 物価、 i : 利子率、 M : 貨幣供給

（３）無視できない所得格差への影響

成長率を超えるマネーサプライの増加は、全般的な価格の上昇を招き、その結果、庶民の給与や貯蓄は実質ベースでは目減りする一方、名目成長率の上昇は政府の財政収入の増加につながっている。いわゆる政府の「先富起来」（政府が先に豊かになる）である。また過剰流動性が、不動産等への投機、「バブル」的状况を発生させる背景になったことも否定できない。

最も注意すべき点は、その所得格差への影響である。マネーサプライ増の受益者は、国有企業、地方政府、および富裕層と元来投機志向の強い層、他方で不利益を受けているのは、政府を信用して堅実に銀行貯蓄を行ってきたが、その目減りに耐えかねて、株等への投機を始めた層である。国有企業は、私企業に比しはるかに融資が受けやすく、また地方政府も平台を通じて債務を積み上げ、開発業者とともに不動産高騰の利益を享受している。何れも、低金利と、インフレ下での名目債務の目減りで恩恵を受けている。富裕層や投機志向の強い者は、株式市場や不動産市場が過熱する前から市場に参入して利益を享受しているが、一般の堅実な庶民は、過熱し始めてからの参入で、あまり利益は得ておらず、むしろ「バブル」崩壊による損失リスクを抱えている。中国内では、バブル的状况の中で、人々が一攫千金をねらい健全な労働意欲を喪失し、また貨幣価値の安定を保証しない政府に対する不信感が増幅するなど、人々の意識レベルへも深刻な影響が出てきているとの指摘もある。マネーサプライ増加率やマーシャルの K は、いずれもそれ自体は、言わば技術的な経済指標という性格を有するが、それらが高目に推移してきた背景には、中国特有の社会的要因があり、またその影響は単なる経済面に止まらず、現下の中国の最大の問題である所得格差や、政府に対する一般庶民の不信感といった政治社会問題にまでつながっている点は看過し得ない。

4. 今後の展望と若干の問題点

(1) マネーサプライの正常化と市場型金融政策への道のり

2011年7月5日付中国証券時報は、2000年代に入り、金融深化の要因によるマーシャルのKの上昇は弱まってきているが、貿易黒字を背景とした外貨買取り見合いの人民元供給という要因が強まって（注：黒字による外貨流入⇒人民元相場上昇圧力⇒相場上昇圧力抑制のための外貨購入と人民元供給⇒外貨準備の急増とマネーサプライの増加、というルート、上述3.（2）国外要因）、同比率は2000年以降も引き続き上昇していること、しかし2009年がピークで、今後は貿易黒字の縮小に伴い（第12次5ヵ年計画での内需主導型への成長モデル転換を前提）、同比率も（同時報が言うところの）「正常値」の1.2程度にまで下がってくると予測している。実際、2010年からの金融引締めを受けて、マネーサプライの増加率は、2009年27.7%とピークを打った後、2010年は18.9%、2011年13.6%へと鈍化し、マーシャルのKも、2009年1.79、2010年1.82、2011年1.81となっており、一応ピークを打った感がある⁵。仮に5ヵ年計画の想定通り貿易黒字が縮小し、中国政府として人民元相場の柔軟性もより高めていくことになれば、2008年以降見られている、マーシャルのKのトレンド線からの乖離という現象もなくなっていこう（実際、2010年、2011年にかけて、トレンド線に回帰しつつある、参考2）。ただ上述のように、金融政策が既得権益グループによって左右されるような状況を改善していかなければ、急勾配のトレンド線自体を諸外国並みにしていくことは難しいのではないかと。

人民銀行による準備率の頻繁な引き上げは、近年、過剰流動性を抑える観点から、有効な政策手段として、それなりに機能してきたことは間違いない。当面、インフレ圧力の沈静化や貿易インバランスの改善傾向などから、人民元相場の上昇圧力が弱まり、これを抑えるための為替介入が少なくなると、不胎化のための準備率引き上げの必要性は低下しようが、金融緩和に向けた政策転換の手段として、上述2.（2）のような背景から、準備率への依存は続く可能性が高い。中期的に見ると、金融政策が金利政策や公開市場操作など、より市場に根ざした方向に向かうのかどうか注目されるが、それは一義的には、金利や為替相場の一層の自由化・弾力化や債券市場の発達に伴って、金融環境全般がどの程度深化してくるにかかっている。これに関連し、昨年12月に開催された中央経済工作会议（毎年、翌年の経済運営の基本方針を決定する経済問題での最重要会議）において、重点的に改革深化に取り組むべき分野のひとつとして、金利の市場化、為替相場形成の改革（人民元相場の弾力化）、および資本市場の育成が強調されている点は注目される。

特に、金利の自由化については動きが見られる。2012年1月初に5年ぶりに開催された全国金融工作会议⁶後のタイミングで、人民銀行は、1年前に発表した行長の「金利市場化推進に関する若干の考察」をそ

⁵ 2012年のM2増加率は、関係筋によると、14%が目標値として設定されている。これはM2が12.35兆元増加することを意味するが、貿易黒字や直接投資の流入の縮小によって、外貨購入見合いの人民元放出が2011年の3兆元から1.5兆元に減少することが見込まれ、したがって14%増には少なくとも10.8兆元の人民元貸出が必要になる。これに対し、市場は、せいぜい8.5兆元程度ではないかと慎重な見方をしている（以上、2012年1月12日付第一財經日報）。

⁶ 中国国内の関連報道によると（2012年1月7日付財新網、9日付中国証券報、12日付China Daily等）、ここでも「金融改革の深化」、「市場機能の強化と政府の役割の明確化」が議論されたとされている。ただ、主たる議論は、「民間借貸」問題や国際的な金融不安等を受けての、金融機関のリスク管理や中小企業金融（あるいは、より広く実体経済に役立つ金融の必要性）であった模様である。

の中国語ウェブサイトにも再掲し、市場化をさらに推進する基本的環境は整ってきているとする他、金融工作会議後の記者会見でも、行長が「市場化推進について、考え方（思路）の面で大きな障害はなく、具体的に進めるにあたって、順序と内外経済情勢を考慮することが主要な問題」と発言している（2012年1月13日付経済参考報等）。また最近、貨幣政策委員の一人も、特に実質マイナスになっている預金金利の市場化を急ぐべきだと発言しているほか（2011年12月19日付北京発ロイター電）、金利の市場化を進めると、競争環境が変化し、預金保険制度を創設する必要性が高まるが、今やその時期に来ているとの経済学者の主張も出てきた（2012年1月12日付China Daily）。ただ人民銀行は、なお金利市場化の具体的なスケジュールは示しておらず、上記「順序と内外経済情勢の考慮が問題」とする行長発言は、現在中国の金利は先進国に比し高く、自由化で金利が上昇すると投機資金の流入を招くおそれがあるので、今は自由化のタイミングでないとの趣旨とも推量される。もとより金融政策が準備率操作に過度に依存している背後には、マネーサプライの過度の増加同様、伝統的に成長率を重視してきた政府、商業銀行から優先的に融資を受ける国有企業、政府および国有企業を始めとする既得権益層から大きな影響を受ける中央銀行という構造的な問題がある。その意味で、マネーサプライやマーシャルのKが今後どう推移するのか、またより市場に根ざした金融政策が行われるようになるのかは、所得格差や民間中小企業のファイナンス等の現下の社会経済問題、既得権益層に左右される政策決定という構図が少しでも改善の方向に向かっているのかを測るメルクマールにもなる。

（２）政策の基礎となる統計の信頼性の問題

言うまでもなく、一般的に適切な政策対応が行われる大前提は、経済実態が正確に把握されていることであり、そのためには統計の信頼性・正確性が確保されていることが、極めて重要になってくる。この点で、金融政策に関連して、ふたつの問題に注目したい。

第一は、商業銀行の不良債権問題との関連で重要となる平台の債務である。原則として債券発行が認められておらず（2011年、一部省政府で試行的に債券発行を実施）、また1994年の分税改革以降、財政基盤が弱くなった地方政府・関連部門が、もっぱらインフラ投資の資金を調達するため、財政資金や土地、株などの資産を投入して設立した平台による融資が、特に2008年世界的金融危機を受け、中国政府が4兆元にのぼる景気刺激策を採って以降増加しているが、昨年来の金融引締めや不動産投機抑制策を背景に、都市部を中心に不動産価格が下落し、不良債権化への懸念が出始めている。

しかし、発表されている平台の融資（裏を返せば、平台が抱える対商業銀行債務）の計数は、関係当局によってかなり異なっている。人民銀行「2010年中国区域金融運行報告」では、「2010年末時点で、平台は全国に1万余（2008年比25%増）、各区域のその融資は、当該区域の人民元融資の30%は超えていない」としている。2010年末の人民元融資残高は47.92兆元であることから、平台の融資残高は14.376兆元弱（GDPの約3割）ということになる。これを基に、人民銀行は同報告で、潜在的信用リスクの増大に懸念を表明している。他方、銀行監督委員会（銀監委）は、某中国メディアに、「銀監委統計では、2010年末、地方融資平台公司是9800余で、融資残高は9.09兆元（人民元融資残高の19.16%）」と述べている。財政部の数値もまた、人民銀行、銀監委と大きく異なる模様である。財政部の2010年末の数値は見当たらないが、2009年末で銀監委7.38兆元、財政部10兆元としているので、その比率から単純推計すると、財政部の2010年末の数値は12.3兆程度ということになる。このように、2010年末の平台の融資残高の計数として、14兆、12兆、9兆元といった異なる数値が出回っている。こうした中で、日本の会計検査院に相当する審計署が、昨年6月、関連統計数値を発表、それによると、2010年末の地方政府の債務残高は10.7兆元、平台の政府性債務残高は4.97兆元、地方政府債務残高全体の46.4%を占める。また平台の数は6576とされている。審計署の統計は、地方政府の債務の状況を最も詳細に明らかにしているが、平台の債務や

その数など基本的な統計で、人民銀行等とはまた異なる数値となっている。要は、財政部は地方政府の債務・歳入基盤、人民銀行はマクロ的な調整、銀監委は地方政府、銀行のリスク管理、審計署は会計監査の観点に各々、もっぱら関心があるということであろう。現状、審計署の統計が一般的に引用されているようだが、各部門の発表する統計数値の違いはどこから生じているのかが明らかにされなければ、適切なマクロ金融政策を企画することは期待できない。

第二は、マネーサプライ統計である。上記2. (2) で述べたように、昨年の金融引締めの中で、商業銀行の大型国有企業偏重が、過剰流動性と相まって、中小企業に対する高金利民間借貸（非正規高利貸）の問題を発生させることになった（投機先を求める資金が大量に存在する中、投機先が、2006-07 年、株・不動産、2008-09 年、石油・骨董品、2010 年、農産品・各種原材料、最近はカネそのものへと拡大・変化）。これは、金利の市場化がなされておらず、また社債市場等もなお未発達で、余剰資金がうまく企業の生産活動に回っていく金融資本市場構造になっていないという中で、需要と供給双方の要因から、言わば体制の外で市場原理が貫徹した結果生じた、ある意味では起こるべくして起こった現象とも言える。その意味で、金利の自由化や政策金融のあり方等も含め、資金仲介機能を持つ、より健全で効率的な金融システムをどう構築していくのかという根本的な問題に関連しているが、金融政策の観点からすると、こうした体制の外でのファイナンスが増加する結果、やはり表に出る統計が必ずしも経済の実態を表していないのではないかという問題を提起している。

特に最近で言えば、2011 年初から半ばにかけ、発表される統計数字からは、昨年来の金融引締めにより、マネーサプライや人民元貸出の伸びが急速に鈍化している傾向が見てとれるが（何れも、それまでの前年比 20%を大きく超える伸びから、10-15%程度の伸びへ鈍化）、民間借貸を考慮すると、これらはかなり過少評価された数値である可能性が高い。たとえば温州の位置する浙江省、および江蘇省の中小企業のうち、銀行から通常の借入れを行えるのは 10%程度にすぎず、残りはみな民間借貸に依存している（2011 年 10 月 6 日付新京報、12 日付中国評論新聞網）。人民銀行調査によると、2010 年の民間借貸の残高は 2.4 兆元（2011 年 10 月 19 日付 Financial Times 紙は、人民銀行某幹部の発言として、4 兆元規模と報道）で、ここ 2 年間は年率 28%を超える伸びを示しており、人民元貸出残高（2010 年末、約 48 兆元）の少なくとも 5%以上の民間借貸市場が存在している。そうであるとする、金融政策を企画する上で、公式発表のマネーサプライ統計等だけを見ていると、引締めがどの程度浸透しているのかを見誤ることになり、ひいては引き締めから緩和へ転換するタイミングも誤りかねないという、政策面での深刻な問題を惹起していることにもなる。もとより、最も基礎的な統計である GDP についても、各地方の成長率と全国の成長率が整合的でないこと、統計で把握されていない隠れた所得が、公表 GDP の 3 割程度あるのではないかと⁷等、中国の経済統計全般に対する信憑性が内外で議論されてきているが、金融統計についても然り、早急に統計を整備・改善していくことが求められている。

⁷ 中国改革基金会国民経済研究所副所長が、上海交通大学海外教育院主催シンポジウムで明らかにした推計によると、2008 年の隠れた収入総額は約 9.3 兆元（同年 GDP31.6 兆元の約 30%の規模）と増加傾向にある。そのうち 80%は高額所得上位 20%の層、62%が上位 10%の層に帰属している。よって、公表統計では、上位 10%の平均所得は下位 10%の 23 倍と言われているが、実際には 65 倍の格差がある（2012 年 1 月 11 日付人民網）。

(参考文献)

1. 中国人民銀行、中国語ウェブサイト
2. 人民日報、経済参考報等
3. 趙志君「一線城市的房産泡沫嚴重」中国發展觀察 2011 年 6 期、国務院發展研究中心
4. 金森俊樹「中国不動産バブルの火種、地方投資会社の債務—異なる発表数値の裏側」2011 年 7 月 5 日、アジアインサイト、大和総研ウェブサイト
5. 同上「上海フォーラム—中国で高まる地域金融協力・人民元改革への意欲」2011 年 9 月 2 日、同上
6. 同上「中国地下金融が指し示す問題」2011 年 10 月 27 日、同上
7. 劉樹成主編「現代經濟辞典」中国社会科学院經濟研究所編、鳳凰出版社、2004 年
8. Guonan Ma, Yan Xiandong, Liu Xi 'China's Evolving Reserve Requirements,' Nov. 2011, BIS working paper series NO.360