

# 中国金融政策の現状とそのデイレンマ

童 適 平

## はじめに

皆さん、こんにちは。獨協大学の童と申します。

皆さんにお話しすることは非常に光栄に思います。このような機会をつくって下さった日本証券経済研究所に感謝しています。また、御多忙の中、お集まりいただきました皆さんにも、心よりお礼を申し上げます。

余談ですが、このお正月を挟んで中国へ

行ってまいりました。広東省に入りまして、日系企業を含めて中国に進出している外資系企業何社かを回りまして、上海に行つて浙江省の寧波を回つて、一月六日に東京に戻ってきました。

この旅で、いろいろな意味で中国社会、中国经济は、新しい転換点に差し掛かっていることを感じました。まずは、人間社会と自然環境の關係です。二一日に広東省に入りまして、空気が、もちろん東京ほどではないですけれども、まあまあ容認できる範囲内でした。二四日は上海に参りました。二四日、二五日は悪くはなつてい

が、さほどではない。今まで私が吸ってきた空気とは、そんなに大きくは変わっていないかったのですが、二六日が大変ひどかったです。昼間なのに一日中、今の時期の午後五時頃の明るさでした。

P M二・五の不純物が空气中を漂っているということでしょう。それも想定はしていたのですが、友人に勧められまして、東京からマスクを持って行きました。

いま一つは、人間社会内部にもいろいろなゆがみというか、経済が急速に発展しまして、成長の波に乗れた人と乗れなかった人との関係で、その矛盾を感じました。わかりやすく申し上げますと、物価が非常に高くなっていて、人と人の間には損得が生じました。今まで東京は物価が高い、高いという感じでした。ここ数年間東京で生活しまして、ある意味では東京の物価に麻痺してしまっただけかもしれませんが、東京よりは上海

の物価を高く感じました。衣料品やブランド品に關しては、昔から上海は東京より高かったのですが、今は食品価格も非常に高騰しています。高級品はむしろ東京のほうが安くなっています。低級品のほうも、かなり接近しているのですけれども、まだ中国のほうが少しは競争力を持っているのではないかと。所得の増加に伴い、中国の国民もだんだんと高級品を求めようになりつつあります。そういう意味では、多分日本企業を含めてビジネスチャンスはまた増えているのではないかと思います。

中国の改革開放が始まってから三五年が経ちました。この三五年間には、日系企業を含めて日本政府もいろいろ協力してくれたのですが、三五年経った今、中国の改革開放の果実を日本企業も取るうとしていくところに、日系企業を巡る状況が非常に悪くなったことを、大変残念に思います。

## 一、概要

それでは、本題に入らせていただきます。

今日のテーマは「中国金融政策の現状とそのディレンマ」にさせていただきます。「中国金融政策の現状」という文言には、私は少し違和感を感じました。金融政策の話をするのであれば、普通、金融政策目標から始まり、この目標を実現するための手段はどうなるのか、そして、その現状であれば、その手段を行使して、その結果はどうなったのか、効果はどうかという話になりますけれども、時間の制約もありますので、今日の金融政策の現状は、主に金融政策手段に焦点を当てて話をさせていただきます。

主な内容は「概要」と「問題」と「課題」で、このような方向で進めていきます。

まずは「概要」についてです(文末添付資料3ページ参照)。金融政策あるいは中国人民銀行法を見ていただきます。皆さんに気を付けていただきたいのは、中国の金融政策は人民銀行が決めるものではなくて、人民銀行はあくまで金融政策を「執行」する立場にあることです。中国の金融政策に対して、その責任を持つのは中国政府です。中国人民銀行も政府の一省庁ですが、実際には執行する立場で、金融政策に責任を持つのは国務院です。幾つかの政策手段をここで書いています。細かくは申し上げませんが、国務院の指導のもとで金融政策の制定と執行、金融リスクの防止と解消、金融安定の維持、これらの責務を持つのが人民銀行です。

そして、下のほうを見ていただきたいのですが、「中国人民銀行は貨幣供給量、金利と為替相場及び国務院が規定した他の重要事項について決

定を下したら國務院に報告し、許可を得てから、実施する」という文言です。

以下では、政策手段について、具体的に見ていきます。

## (1) 金利政策

### (金利)

まず、金利についてですが(資料4ページ)、中国では市場金利と法定金利に分けられています。法定金利は政策金利と理解していただけに差し支えないです。

法定金利には、三つの種類があります。一つは中央銀行の基準金利で、準備金金利、超額準備金金利、手形再割引金利、対金融機関貸出金利です。日銀も日銀融資とかいろいろあるのですが、

これが一つです。もう一つは優遇貸出金利で、政策融資の金利は人民銀行が決めている。例えば震

災などがあれば、優遇貸出金利を実施することもある。あとは、例えば金融機関同士の資金のやりとりのときの金利です。あるいは、規則違反の場合の懲罰金利も法定金利の一種です。

三つ目、非常に重要なのは金融機関基準金利です。これは貸出金利と預金金利、つまり、金融機関が扱うこの二種類の金利は法定金利になっています。皆さんも御存じのように、去年の七月二〇日には金融機関の貸出金利は自由化されました。金融機関基準貸出金利は人民銀行が発表しますが、金融機関はこの基準に基づいて自由に設定することが認められました。しかし、預金金利は引き続き上限規制です。この上限は現在基準金利の一・一倍になっております。

### (中央銀行基準金利)

中央銀行の基準金利ですが(資料5ページ)、

最近ある意味では形骸化しております。例えば準備金金利は、二〇〇八年一月二七日以降動かされておられません。対金融機関貸出金利は一年定期ですが、二〇一〇年一月二六日以降も変更されておりません。手形再割引金利も、二〇一〇年以降は動かされておりません。

#### (金融機関基準金利)

重要なのは金融機関の基準金利で(資料6ページ)、預金金利と貸出金利の両方です。これは頻繁に動かされておりません。ここは後でまた皆さんに見ていただきますので、ここを飛ばします。

貸出金利の変動は、去年の七月までは下限規制(基準金利の〇・八倍)が実行されていきました。

金利政策手段は以上です。

#### (2) 預金準備率

##### (法定預金準備金)

次は預金準備率です(資料7ページ)。中国では預金準備金制度は一九八四年から実施されました。これを見ていただければわかりますが、その当時は預金種類別に決められていたのですが、準備率は比較的高かった。最近も二〇%になっていますが、当時は二〇%のほかに、備付金、日本語でいえば、支払準備金のような準備金制度も実施されていたのです。

九八年には預金準備制度の改革が行われました。備付金と預金準備金が一本化されました。これまで預金準備金は、支払準備というよりは資金集中の一つの方法として使われていました。つまり、預金金融機関から集めた預金を中央銀行に集中して、中央銀行はまた、金融機関に対する融資に使いました。そういう意味では、本来の法定預

金準備金の機能からは離れていました。一九九八年に改革が行われまして、本来の法定預金準備金のほうに変わってきました。計算の仕方の説明は省略させていただきます。

#### (預金準備率の推移)

これは(資料8ページ)、一九九八年からの預金準備率の変化を全部示しています。二〇〇八年九月二五日以降は四回変更を行って、二〇一〇年一月一八日からは一回、二〇一一年六月二〇日からは三回です。ここでは、準備率1と準備率2があります。準備率2は大型金融機関、準備率1はその他の銀行に適用される準備率です。

#### (金融機関分類別の法定預金準備率)

現在では大型金融機関は二〇%、その他の銀行は一八%です(資料9ページ)。

#### (3) オープン市場オペ

三番目の政策手段ですが、オープン市場のオペです(資料10ページ)。オープン市場オペのデータは、一九九三年から直近の二〇一三年一月末まで、中央銀行のバランスシートからとったデータです。

ここで、特に一九九九年までは、対預金性金融機関債権、つまり中国人民銀行の融資は貨幣供給の最も重要な要因でした。一九九九年以降は金融機関への融資はだんだんと縮小してきました。代わって、中央銀行が持っている外貨建て資産が随分膨らんできました。今、貨幣供給の最も重要な要因は外貨建て資産の増加です。要するに、中国人民銀行が外貨建て資産を買い取ることによって生み出した貨幣がこの部分です。

下の負債の部分は、対金融機関債務です。債務の主な要因は準備金です。その意味では、中国の

場合は市場経済といいながら、中央銀行は外貨建て資産を買い取ることによって供給した資産をまた金融機関から回収して、金融市場において資金の供給と集中に非常に大きな役割を持っていきます。

## 二、現行金融政策の問題

### (金融政策の現状整理)

金融政策の現状を整理してみます(資料11ページ)。中央銀行はお金を供給する三つの手段によつて金融市場を動かしています。

一つ目は金利ですが、非常に硬直化しております。しかも低金利です。これについては、後でその実際のデータを皆さんに示させていただきます。硬直化と低金利は政策機能の低下を招かざるを得ない、これが一つの問題点です。

二つ目は預金準備率ですが、先ほど申し上げましたように、金融機関の支払能力の強化というよりは、資金の集中機能に着目しているということであれば、金融機関の経営効率にどんな影響を与えるのかという問題点があります。

三つ目は市場オペです。先ほど見ていただきましたように、今、貨幣供給の主な原因は外貨建て資産の買い取りですが、ある意味で、これは非自主的政策の問題点がある。そして、これによつて手形発行と外貨準備の累増の問題も起こしております。例えば不胎化政策。不胎化するために手形を大量に発行しております。中国人民銀行は、手形に対しては当然金利を付けております。これはある意味では政策コストです。もう一つは外貨準備の累増です。現在、中国は既に三・六兆ドルの外貨準備を持っています一方、人民元も切り上げしておりますので、資産の目減りは非常に激しい。

昔は、外貨準備の政策コストは、アメリカ国債に投資すれば、年間三%ぐらいの金利が稼げるということだったので、最近ほとんどゼロです。ここでも政策コストはどうなるのかということがあります。

### (硬直的金利政策と商業銀行経営)

硬直的な金利政策運営は、商業銀行にとって非常に都合が良いことです。つまり、中国の金融システムは間接金融が優位ですので、商業銀行が中心的役割を果たしています。商業銀行の経営を考慮して硬直的な金利政策を実行していると私は思います。一応金融システムの安定化を実現しておりますが、商業銀行は莫大な利益を得ています。

二〇一二年、上場銀行は一六社あります。二〇一二年の上場銀行一六社の総利益は、一兆三〇〇億元です。上場企業は、上海と深圳に全部で約二

五〇〇社ありますが、総利益は二兆七九六億元しかないです。二〇一三年(データは第3四半期まで)も同じ現象が起きています。比率的にも大體近い感じですが、これで金融システムの安定を実現したのですが、一方で大きな対価も払っているかと思えます。

日本のメディアにもよく取り上げられました。が、シャドーバンキングの問題です。デイスインターミディエーション(銀行離れ)の問題が起きております。例えば六〇年代、アメリカはデイスインターミディエーションが起きて金利の自由化に導いたということで、多分中国も同じではないかと思えます。これについても後でまた皆さんに見ていただきます。

金融機関経営効率率の問題で、外資系企業、国有企業には潤沢な資金が流されております。貨幣供給は主に外貨建て資産の買い取りですので、外貨



を持つている企業は潤沢な資金をもらえる。外資系企業はお金のことでは余り困らない。もう一つは国有企業で、資金集中機能がありますので、潤沢な資金が供給されています。しかし、問題になっっているのは民間企業、中国では民営企業というのですが、全く民間の資本で経営している企業は大きな問題です。このような政策は、先ほど申し上げました新しい転換点に差しかかっているということ、政策の持続性にも問題があると思います。

(基準金利と預金準備率の変化)

繰り返しになりますが、資料一六ページの上のグラフは、貸出金利と預金金利について二〇〇八年、例のリーマンショック以降のデータを並べておきます。

二〇〇八年九月一六日に貸出金利を引き下げま

した。中国はインフレーションが激しかったので、それまではむしろ金利を引き上げていたのですが、スタンスが変わって引き下げました。二〇〇八年一月二三日以降は、また転換して引き上げに方向が変わりました。二〇一〇年一月二〇日からは五回引き上げて、二〇一一年七月七日以降は再び引き下げに転じています。

一方、下のグラフの準備率のほうをみると、二〇〇八年、金利引き下げと同じ日に決定はしたのですが、金利引き下げの一〇日後に実施しました。二〇〇八年一月二五日まで四回下げ、二〇一〇年一月一八日から引き上げました。ここで対照的なのは、準備率は二〇一〇年一月一八日に引き上げに転換して一回も実行しましたが、金利は五回しか引き上げなかった。ここで何が言いたいかというと、政策手段としては、金利より預金準備金率のほうが中国の金融市場においては効

果的であるということです。つまり、金利は硬直である。ある意味では政策的な機能は失われているのではないかとことです。

### （銀行預貸基準金利とCPIの推移）

ここで（資料12ページ）また、あえて金融機関基準金利のデータを並べたのですが、CPIのグラフを重ねてあります。CPIは前年同期比で、預金金利、貸出金利は一年定期金利です。グラフはなぜ一九九七年一〇月から始まっているのでしょうか。実は一九八〇年からのデータはあるのですが、一九八〇年から一九九七年一〇月ぐらいまでは、時には預金金利が貸出金利より高い時期もありました。ある意味では市場メカニズムはほとんど機能していなかったのです。

九七年からは、この開き（利ザヤ）は比較的明らかになりました。これは市場メカニズムが働い

たというものではなくて、一九九六年、東南アジア金融危機の前に中国政府が気付いたことは、国有銀行の不良債権の問題です。そのために不良債権の処理に着手しまして、そのときに採った政策は預金金利と貸出金利の利鞘確保です。一九九七年からは、ほぼ三%ぐらいの利鞘を確保することができるようになりました。これは今日まで続いております。去年、貸出金利は自由化したのですが、貸出金利の低下はまだ見られておりませんが、皆さんに見ていただきたいのは、CPI

ここで皆さんに見ていただきたいのは、CPIです。預金金利より高い時期が長いです。特に最近非常に顕著になって、ここ、約二年間は実質金利がずっとマイナスになっておりました。このような低金利状況が今日まで続いております。このような状況が続きますと、当然のことですが、先ほど申し上げましたディスインターミディエーション、つまり銀行離れの現象が起きました。

(株価指数)

これは(資料13ページ)株価指数です。上海証券取引所の総合指数と深圳の成分指数です。深圳が右軸、上海は左軸です。

これは乱高下しております。二〇〇五年七月一日には、上海総合指数は一〇一一・五でしたが、二〇〇七年一〇月一六日、わずか二年四カ月で六〇九二・〇六に暴騰しました。一年間でまた一七〇六・七まで下落しました。今年の一月一三日までのデータです。株価はまだ非常に不振です。統計では、二〇一三年の主要国の株価で、上海は一番不振でした。株価指数は、低金利政策と金利の硬直化と大きくかかわっております。

(家計部門金融資産変化の推移)

次は家計部門の金融資産変化の推移です(資料14ページ)。現在、中国の家計部門の銀行預金残

高は約四五兆元で、ほかの金融資産を含めると大体六〇兆元あります。今、人民元と円との為替レートは約一六円ですので、中国の家計部門の金融資産残高は約一〇〇〇兆円に上ります。

このデータは、一九九二年から二〇一一年まで、資金循環表から取った家計部門の金融資産の毎年の増減の資料です。まだまだ銀行預金は比率が高いですが、他の部分も徐々に出てきております。保険には公的保険も含まれております。株式投資預かり金とか投資ファンド、株式などは今変化しております。残念ながら資金循環表のデータは約二年間遅れで、今のところ二〇一一年までのデータしかありません。

(家計部門金融資産残高の推移)

金融資産残高は、大体同じことを表しておりますが、こちらは二〇一〇年までです。中国人民銀

行の金融安定報告書にデータがあるのですが、三年の安定報告書にはなぜか詳しいデータが並べられておりませんでした。

家計金融資産の残高は変化しています。何が言いたいかというと、家計部門は、今の実質金利マインナスの状態が続くとすると、自分の資産あるいは財産を守るためにいろいろな動きをします。例えば上海に行って感じたことは、私の周囲の人たちは、大体銀行預金は敬遠しています。理財商品を買うことは大半です。その意味では、日本人との行動様式が違います。日本はゼロ金利がこんなに長く続いても、銀行預金はそのなには動かないです。中国の場合は、神経をとがらせて自分の財産を見守っております。それが実際の行動にも出ています。

(大型商業銀行の中央銀行資産比率の推移)

もう一つ指摘したいことは(資料17ページ)、大型商業銀行のバランスシートから見ますと、総資産に占める準備金及び中央銀行債券(ほとんどが手形)の比率を足しますと二〇%を超えております。ある意味では、大型商業銀行の資産の相当部分はここで縛られているということで、私は、商業銀行の経営に縛りをかけているのではないかと思います。

(ベースマネーの供給要因)

資料一八ページは中央銀行のバランスシートからとったデータで、総資産と総負債です。中国人民銀行の総資産と総負債は、ここに示された項目から構成されています。このうち、通貨発行と預金準備金とを合わせたものが、いわゆるベースマネーです。このベースマネーがどのように発行さ

れているのか試算して、一に對してどのぐらいかというデータを下のグラフで示しています。これは直近の去年の一月までのデータですが、外貨建て資産はベースマネーの一〇・五%で、ほぼ同額になっています。一番多かったときは一四〇%近くまでなっていました。

一番下は手形の発行です。不胎化操作によって、通貨の回収をしております。

#### (中央銀行外貨建て資産と手形発行残高)

資料一九ページは、中央銀行手形、外貨建て資産、及びベースマネーの残高の推移を示しています。二〇〇二年九月は手形発行を始めたとき、二〇〇五年一〇月は、外貨建て資産とベースマネーが一致したときです。その後は、外貨建て資産はベースマネーの金額を上回りました。よく言われるのですが、独自の金融政策は可能かどうかとい

うことですが、中国の場合は国際金融のトリレンマがあつて、二つは実現できるのですが、実際には独自の金融政策はかなり難しく、資本逃避とホットマネーの流入なども同時発生しています。詳しいことはここでは省略させていただきます。

#### (元相場と外貨準備残高の推移)

外貨準備残高は、二〇一三年九月には三兆六六二六億米ドルに達しまして、人民元相場は元高になつております(資料20ページ)。線が下がっているのは、元が高くなっていることです。このように中国内では矛盾を多く含んでいます。

### 三、金融政策の課題

#### (低金利是正と金利自由化)

金融政策の課題について整理してみました(資

料21ページ)。必要なのは、まずは低金利の是正と金利の自由化です。低金利の是正は、預金金利の引き上げ、あるいは、少なくとも実質金利はマイナスではなくてゼロにしたいということです。

実質マイナス金利を解消しなければ、経済不安定の要因になると私は思います。このときに必要なのは金利の自由化です。貸出金利は既に自由化したのですが、肝心な預金金利の自由化を現在しておりません。なぜしないのか、これは後でまた申し上げます。

もう一つ、先ほど申し上げましたように、商業銀行の経営業績が良ければ、預金準備率は今二〇%にも耐えられます。経営状況が好ましくなければ、二〇%の預金準備率は耐えられません。当然、中国の場合は預金準備金に対しては金利を付しますが、最近金利は全然動いていない。もちろん採算には合わない金利ですが、これによって預

金準備金は中央銀行に還流することができます。

これができて、中央銀行は市場オペレーションを行うことができます。お金を回収して、中央銀行はここで潤沢な資金を持つて、外貨建て資産を買い取ることができるようになります。さらに、手形を発行することはこのロジックになります。つまり手形の発行対象は主として商業銀行です。経営余力があるからこそ、商業銀行は短期の中央銀行手形を購入し続けます。

もしも金利自由化を実現すれば、二〇%の預金準備金に商業銀行が耐えられるかどうか。つまり、金融システムの安定化はどうなるのか。これは大きな疑問点になります。

もう一つは、ここで申し上げましたように、今の金融政策が頼りにしているのは商業銀行の協力です。商業銀行は、預金準備金を持つたり、中央銀行手形を買ったりして、一応中央銀行は政策の

意図を通すことができませんでした。あるいは、金融政策は当初の目標を実現することが可能になりません。もしもここで金利を自由化して、商業銀行がこのような協力の余裕がなくなったら、効果的な金融政策はどうなるのか。これも大きな問題点になります。

(対外均衡から対内均衡へ)

金融政策のもう一つの課題は、今の金融政策は、先ほど申し上げましたように、中国は三・六兆ドルの外貨準備を持っています。いろいろ説があるのですが、ある意味では中国とアメリカは一緒になっています。アメリカ政府も勝手な行動はできなくなっています。中国政府が金融市場で米国債を売り出したら、ポンと金利が上がって、アメリカの経済は混乱するという観点から見れば、それを政治カードとして利用するというこ

とですが、しかし、私たちが経済の立場から考えてみますと、中国がこんなに莫大な外貨準備を持つことになれば、少なくとも金融資産の運営においては大きなリスクです。

今までの中国人民銀行の金融政策目標は、対内均衡よりは対外均衡です。つまり、人民元の安定化を最優先目標にして金融政策を操ってきたのですが、対外均衡から対内均衡へ移行しなければならぬです。これをしなければ、多分外貨準備残高はどんどん増えていきます。金利の自由化などの対内均衡は非常に難しくなります。しかし、実際問題として、中国人民銀行は対外均衡を後にして対内均衡を優先することが可能かどうか、これは大きな問題点です。国際収支は、現在の中国では経常収支も黒字、資本収支も黒字ですから、国際収支の均衡は当分の間は非常に難しいのではないかと思います。現在のところ、経常収支は黒字

が続くと思います。

先ほど申し上げましたように、今度の中国の旅で感じたことは、中国の物価が非常に高くなっていくということです。高級品は、中国の価格は日本より高いです。低級品はまだ中国のほうが安い。そういう意味では、暫くの間中国はまだ低級品では国際競争力を持っているのではないかと思います。しかし、経常収支が黒字であれば、例えば日本の経験では、海外投資などを通じて資本収支の赤字で国際収支のバランスをとるという方法をとった。しかし、どう考えても中国の場合は、中国企業が海外へ進出する力もない。多分、日本のような方式を採用することは難しいと思います。これが一つです。

もう一つは、現実にはこれから中国の経済成長率は落ちますけれども、五%、七%ぐらいの成長率は暫く続くのではないかとということで、これを

見込んで海外の投資は、暫くの間はまだ中国に入ってくるのではないのでしょうか。そうすると、資本収支も黒字が続くことになります。そういう意味では国際収支が黒字であれば、人民元は暫く上昇傾向にあります。中国人民銀行が金融政策目標を対外均衡から対内均衡に変更するとなれば、人民元は一気に乱高下することがあります。人民元相場の乱高下は、中国経済の非常に大きな不安要因ですので、それも本当に可能かどうか、大きな疑問点です。

さらにもう一つは、資本移動の規制緩和です。中国の場合は、資本移動の規制は非常に厳しいです。現在は、個人であれば年間五万ドルの枠があります。もつとも資本規制は、国レベルではなくて、個人レベルで緩和したらどうかという意見があります。しかし、これは中国の現状で見れば、資本移動の規制緩和は汚職資金の海外への逃



避に利用される。だったら、資本移動の規制を緩和してはいけないという意見も非常に根強いです。

結局は、国際収支の均衡が双子の黒字により不可能であれば、元相場の安定も経済の安定につながりますので、元相場の安定を実現するには、中央銀行は、対外均衡は少なくとも対内均衡と同じような政策目標として維持しなければならぬのではないか。これも二つのバランスは非常に大きな問題です。また、現実の問題としても、人民銀行もいろいろの部会をつくって預金金利の自由化も着手するとなれば、商業銀行からの反発が非常に強い。既得権益集団で、低金利政策の恩恵を受けているのは商業銀行ですので、猛反対です。

### (中央銀行のディレンマ)

余談になるかもしれませんが、例えば去

年の六月二〇日には、上海のSHIBOR、短期金融市場の金利は急上昇しました。いろいろお話はあるのですが、一つは、人民銀行は商業銀行の理財商品の開発と販売を戒めたという説があります。今商業銀行は、店舗に入った途端にみんな理財商品を勧誘されます。銀行業監督管理委員会の発表では、その中の四割が灰色です。違法か合法かわからない商品が四割を占めています。そういうことでは銀行同士の競争が起きています。そのときの戒めとして、去年六月二〇日に、本来、中央銀行手形は期限が来て通貨を供給しなければならぬのですが、あえて供給をしなかった。商業銀行に、リスクもあるよというシグナルを送ったという説があります。

また、私の感覚ですが、恐らく金利自由化は、産業界あるいは預金者からも非常にいろいろな意見がありまして、あくまでも三%の利鞘を固守す

るのであれば、最後は人民銀行がその責任を負わなければならないです。金利が暴騰したりするであれば、最後にはある程度の責任を持たなければなりません。そういうことであれば、人民銀行が金利自由化すれば、市場メカニズムという意味では、自分は責任を持たないよということになりますので、これも人民銀行としては実現したい理由です。しかし、現実には反発、反対は非常に強いです。産業界と預金者も低金利に対して反対するということであれば、人民銀行は自分の立場をどうするのか、非常に悩ましい結果の選択になると思います。

今、中国の人たちは、ある意味では日本人より危機感が強いです。日本は自然災害に対する危機感は非常に強いです。社会のリスクに対するものかどうかだと思います。中国の人たちは、先ほど見ていただきましたように、デイスインター

ミデイエーションということ、利鞘行動などいろいろあります。ひょっとしてその中で取り付け騒ぎとか何かいろいろ起きましたら、人民銀行はどう責任をとるのかということを考えて、去年のシャドーバンキングの事件があったのではないかと思います。そういう意味では、中央銀行としては金利自由化を実現したいです。しかし、現実問題としてはこんなことがありまして、どこまでやったらよいのか、今、金融政策のディレンマに立たされているのは中央銀行です。

以上で私の話は終わります。ご清聴ありがとうございます。ありがとうございました。(拍手)

**高坂常務理事** 童先生、どうもありがとうございます。中国の金融政策の現状あるいはその課題などにつきまして、政策手段の面を中心にわかりやすく説明いただきました。

お時間がまだございますので、御質問等お受けたいと思います。

質問者 A 三つほど御質問させていただきたい。

まず一つ目が、去年の六月、一二月の短期金利の乱高下に関して、今先生がおっしゃった理財商品の開発・販売に関する灰色の部分があるので、戒めというところもあるのではないかというお話ですけれども、実際にそういう資金を調達する事業者がいるわけで、かつ、そうした高い金利がマッチしている。

今の情勢から見ると、例えば地方の財政事情とか不動産業者の資金需要、あるいはどちらかというと内陸部を含めた成長が今の中国の全体の経済の成長を支えている、こういう目標へのプレッシャーもある中で、理財商品というのは減るわけではなくて、むしろ今後増えていく可能性は十分ありますし、去年一二月に発表された地方債務の

金額が余りにも大きくて、驚愕するような金額でありました。このままだと非常にリスクが高まるのは必然ではないかという感じがしております。

今後人民銀行は、短期金利のオペレーションは公開市場操作をもっと重視して、政策金利を従来の基準金利の一年物とかではなくて、こちらにもう少しシフトしていかなくてはいけない時期に来ている感じがしております。その辺の御見解、コメントをいただきたい、というのが一つ。

二つ目に、人民元レートと短期金利の関連です。米国の Q E 3 が今後縮小ということで始まるのですが、基本的に短期金利が従来より比較的高い水準ですと底値を上げてきている。そういう中で人民元レートはずっとじり高です。人民元レートのパリティというか理論価格が、二〇〇五年から始まった改革以来、もう三五%以上上がっています。かつ、国際収支あるいは経常収支を見

ていると、一方的な独歩高ではなくて双方向に動くということ、温家宝さんも以前おっしゃっていて、そろそろ人民元もいいところに来ていないのではないか。ただし、短期金利が上昇する中で相対的につられて上がっている感じがしまして、これでいいのかというのが一つあります。当然、外貨準備がどんどん増えていく。これは恐らく中国の構造問題で、内需が弱くて生産能力が過剰なので、輸出ドライブが常にかかり、構造的に経常黒字あるいは貿易黒字の構造になってしまっている、そんな減らないと思います。ということがあると、これも非常にリスクだ、どうするか。

三つ目ですが、マネーサプライのM2とGDPの比率を見ると、M2が既にGDPの二〇〇%近くある。二〇〇九年から急激にリーマンショックに対応した行き過ぎた金融緩和にもなったわけで

す。時間軸で見ると、一〇〇%ぐらいだったのが二〇〇%になった。これでは膨張した信用リスクの抑制といっても、なかなか難しい。こういう状況で、お金が非効率的に回っている。かつ、これはバブルを常に生む。だから不動産はずっと上がっている。このままで手を打てない。このままでいいのか。この辺のリスクが高まっていく。うみが高まっていくしかない。一七年の次の党大会まで成長を維持させるのか。政治もいつかどこかで不安定になって、政権が危なくなる。こんな感じを非常に危惧しております。

その辺のところを三つ、大きな問題ですが、簡潔にコメントをいただければお願いしたいと思います。

**童** 御質問ありがとうございます。私が答えることができるかどうか余り自信はないのですが、できる限り頑張ります。

一つは、理財商品がこれからも増えていくという御指摘です。その理由としては、理財商品の資金調達者は、地方政府あるいは不動産開発会社です。確かにそうですが、これからニーズもまだまだあるということで、これは高まっていく。去年中国政府が発表した数字では余りにも巨額だとおっしゃったのですが、むしろ私のイメージよりは、金額的には小さかったです。二〇兆元だったのですね。

**質問者 A** 増え方が非常に多い。

**童** 増え方はそうですが、残高としては二〇兆元で、地方政府は約一〇兆元です。ということであれば、私は予想内ではないかと思います。確かに今度の旅で、上海では、今信託会社に勤めている昔の教え子に聞いてみました。彼は、去年も非常に好調でニーズはたくさんある。彼の会社が今相手にしているのは市レベル以上の政府です。県レ

ベルの政府は相手にはしません。それはリスクが高い。市政府以上であれば相手にするということ、仕事は非常に多くて回れないほどです。

しかし、中央政府から年間の理財商品の開発、販売は量的規制がある。その量的規制にほぼ近づきましたら、仕事はしないということで、ある意味では中央政府は総量規制を実行しております。確かにおっしゃったように、これから金利は、貸出金利、銀行の基準金利だけではなくて、公開市場の金利にも政策運営には力を入れるということ、です。

ここでは、一つは短期金融市場と長期金融市場が連動しないと意味は余りないです。中央政府は、短期金融市場の金利を政策で誘導して、長期市場金利が動くことが非常に理想の状態です。しかし、現実には短期金融市場と長期金融市場は、今、中国の場合は途切れていると私は思います。

その意味では公開市場は政府にとってももちろん重要ですが、途切れていたら実体経済にはどうしても到達しないということであれば、どうかありません。答えになっているかどうかわかりませんが。

次は、確かに経常収支はかつてのように常に右肩上がりではなくて、今は上がったりがつたりします。あとは、ご指摘のように中国の場合は内需不足で、生産能力が過剰の状態であれば、どうしても海外に輸出しなければならぬ。しかし、今の価格で見れば、中国の場合は低級品の一部を除いて、高級品などの輸出は採算がとれないのではないかと。また、中国もWTOに加盟しましたので、輸出補助金などを出すこともできない。ここはある意味では一つの大きなディレンマです。輸出もできなくなってしまうたら、内需を拡大するという政策に方向転換しなければならぬと思

ます。多分これから輸出は非常に難しくなるというところで、内需には力を入れる。

人民元はじり高ですが、アメリカが余り反発しなければ、人民元の相場もそろそろ落ち着くのではないかと思います。現実には上海で中国銀行の人の話を聞きますと、最近では米ドル建て理財商品の人気度が非常に高くなっています。要するに、個人レベルでは既に人民元相場は落ち着くと予測して、一人年間五万ドルの枠で米ドル建ての理財商品に切り替えているという動きが見られます。

三番目の問題ですが、GDPに対するM2の比率です。M2は今一〇〇兆元、GDPは大体五五兆元で、二〇〇%に近いです。ここでは私は一つの違和感を感じましたが、M2の中には定期預金とか、預金が入っています。アメリカのように、銀行の負債、資金調達的手段としては、個人の金融資産としても定期預金はそんなに比率は高くな

いです。定期預金はM2の中に計上されますが、例えば理財商品であれば半分しか計上されないとか、ひょっとしたら計算には入らないということもあります。そういう意味では二〇〇%は確かに飛び抜けて高いですが、アメリカの場合は、例えばM2はGDPの一〇〇%です。そうすると、中国はアメリカの二倍です。中国は高いことは高いですが、金融資産の構造が違っているので、二倍はないのではないかと思います。

答えになるかどうかわかりませんが、以上です。

**質問者B** 先に質問された方の最初の質問とも少し重複するのですが、まだ不確かな情報ですが、現在の中国では、銀行の各支店はそれぞれ独立採算みたいな形で体制を敷いているようで、支店間同士のインターナルの資金移動が非常に不効率だと聞いています。特にドルとかは各支店が自分で

スイフトコードを持っているぐらいで、北京の本店は、膨大な支店の資金繰りを全て統一的に把握していないのではないかと思います。そのために、例えば重慶の支店では今日資金が足りなくて、昆明のほうでは資金が余っているという状況が頻発しているようで、今、中国のマネーブローカーが、そういった同一銀行間の地方支店同士の資金仲介を盛んに行っている。もしその話が本当だったら、人民元の定例のオペとかSLOというのは、一部大手銀行に対してはオペを打っていますが、ほとんど効果はないということではないのですが、効率的ではないと思っています。

昨年六月の金利の乱高下はいろんな理由があるとは思いますが、例えば日本銀行だったら、日々のマーケットの資金過不足を予測して、結果もすぐに公表しているから、市場の参加者は大体めどがつく中で資金取り引きしているわけです。一方

で中国の資金需給は、情報が出てくるのが月間ベースで、しかも遅れて出てくるので、マーケットの参加者はみんな今日どうなるのかというのが全然わからないまま取引をしているという傾向が多いと思います。それが市場の混乱を招いた原因の一つではないかなと私は思っています。そもそもS・L・Oは対象先が公表されていますが、火・木の定例のオペは、正式に対象先が誰で、金額がどれだけ打たれるのかもわからない状況です。

私の個人的な感覚ですが、こういったデータを人民銀行が正確に早く発表しさえすれば、もうちょっとマーケットが安定的にオペを打ったり、オペの効果が上がったりすると思いますし、こんな情報を出すことぐらいは全然コストがかからなくて、すぐに効果があらわれるものだと思います。私のお考えをお聞かせください。

童 かなり難しい質問をされてしまいました。確かにおっしゃったように、支店間同士の独立性が非常に高いです。それは昔からそうだった。広大な中国では、それぞれの地方の支店が独立性を持たないと動かないです。実はそれだけではなく、例えば証券会社なども、人事に関しても支店の権限は非常に高いです。そういうことを今思い出しました。

そして、今おっしゃった資金の流れも、昔はよくそういう話を聞いていました。多分御存じではないかと思いますが、確かに昔は地域ごとにコーポラル市場をつくっていた。その金利のばらつきも非常に大きかった時期があった。九四年以降、コーポラル市場は上海につくって統一したということで、私の頭の中では既に地域間の隔たりは解消されたと思っただけですが、今の話をお伺いしまして、まだ存在しているかなと思いますが、これは私は答



えられません。

もう一つは、先ほどおっしゃった情報の発信。

これも私は市場で日々のことを見ていないので、時々最近の情報などでマクロ的な様子を見ると、インターネットで調べてみましたら、特に銀行、証券会社の市場関係者は、手形はいつ期限が来るのか、その日はどういうお金が入ってくるとか、いろいろ計算しているみたいです。その意味では中央銀行は、情報は相当発信しているのではないかと。おっしゃったようにもつと精度の高い情報は、中央銀行はおろそかにしているかもしれない。

私の能力ではこの限りです。どうぞ御了承ください。

**質問者 C** 不勉強で恐縮ですが、手形について、よく不胎化率という数字を見たりすると思うのですが、中央銀行がどれぐらい手形を発行して、為

替の操作を不胎化しているかという話で、これの決定要因がいまひとつよくわからない。マネタリーベースをコントロールすることで、インフレのコントロールの一部に手形の発行も使われているのか、もしくは、債券市場がまだ十分に大きくないから発行できないときもあるという話とか、最終的には、先ほど言ったように手形の発行はコストなので、余り発行したいものではない。いろんな話があると思うのですが、結局何が一番の要因で決まっているのか。もし、それがインフレのコントロール、マネタリーベースのコントロールに使われているようだったら、そこから今後の金融政策が読めたりするのか。そういったところを御意見いただければと思います。

**童** 多分いろいろの要因がありますが、そのときの外貨建て資産の買い取りの状況に合わせて手形の発行を決定したと思います。先ほど見ていただ

きましたように、中国のマネーサプライの基本的な要因は外貨建て資産の買い取りで、日によって違ってきますので、そのときには併せて手形を発行する。為替レートの安定化操作とマネーサプライの平準化、両方に要因があるのではないか。どちらかというところ、私はマネーサプライのほうの要因が重要ではないかと思えます。

**質問者 C** 債券市場とか市場の規模とか、そういった問題は今はないのでしょいか。

**童** それはもちろんあります。これは非常に難しいですが、なぜ手形を発行したかというところ、実は中国人民銀行は、いいことですが、国債を持っていないのですね。特に二〇〇二年の九月には、手元の国債を全部売ってしまった。手元がないのです。その意味では中国の国債市場の規模は、まだ十分には大きくないということは言えると思います。しかし、国債市場が大きく発展しましたら、

政府の債務問題が大きくなるので、少子高齢化の中国では大変だということですね。そこはちょっと難しいと思います。

**高坂常務理事** それでは、お時間になりましたので、以上をもちまして本日の証券セミナーをお開きといたします。

改めまして、童先生、どうもありがとうございました。(拍手)

(どう てきへい・獨協大学経済学部教授  
当研究所客員研究員)

(この講演は、平成二六年一月十七日に開催されました。)

童 適 平 氏

(獨協大学経済学部教授・当研究所客員研究員)

略 歴

中国上海市生まれ

復旦大学大学院経済研究科博士課程修了 経済学博士

復旦大学経済学院講師、副教授、松山大学特任教授

明治大学特任教授を経て、2013年より現職

主要な著書

『中国の金融制度』勁草書房