

書 評

童 適平著

『中国の金融制度』

(勁草書房, 2013年)

小 林 和 子

はじめに

著者の童適平氏は来日してすでに8年、書評者が最初に上海の復旦大学日本研究所主催のシンポジウムでお目にかかってから数えれば18年になる。北京大学の講義を終えて復旦大学に行くに当たり、粗忽な書評者は航空チケットの確認を忘れて乗りはぐれ、そのことを北京大学の事務方からあわてて知らせる電話を受けてくださったのが童氏であった。中国屈指の重点大学である復旦大学を離れて来日されたことには、並々ならぬ覚悟があったことと推測する。氏は当初は松山大学、上京して明治大学、現在は獨協大学の教授として、日本人大学生を教えてこられた。中国から「出境」して海外で、氏からみれば外国人大学生に対して外国語で教える苦勞を続けながら、情報収集に関しては全く個人の努力のみという日本の大学の環境下で、本書を完成されたことには心から敬服する。

本書の構成と概要

本書の構成は以下の通りである (カッコ内は

包含する頁数)。重点は金融機関の整備とその改革に置かれ、市場としては債券市場の説明に力が割かれている。

「まえがき」で著者が強調したように、「本書刊行の狙い」は「計画経済から市場経済への移行」を「漸進的な改革」として行い、「改革とその失敗のコストを常に金融が負担した」とされるほどの重要な役割を担われた中国の金融の機能について、様々な疑問を解明することにあつた。これに対して、それ以前の社会主義計画経済では不要であった金融機能が、どのように政策的に「創出され」「活用され」あるいは「歪められた」かが、書評者の関心事である。

第1章 金融構造の特徴 (23)

第2章 金融機関の整備とその改革 (53)

第3章 短期金融市場 (33)

第4章 債券市場 (45)

第5章 株式市場 (29)

第6章 金融政策 (17)

第7章 外国為替管理制度と元相場制 (17)

第8章 金利自由化進展の現状とその課題 (26)

各章の内容を以下にまとめる。簡単に要約しようと試みたが、正しく理解することを優先し

たため、やや長くなった。

第1章 金融構造の特徴

資金循環表（1992年以来公表）データを使用し、2010年までを対象として、鈴木淑夫『現代日本金融論』（1974）と同じ研究手法で、部門間の資金循環を確認した。家計部門の恒常的資金余剰、非金融法人企業部門の同じく恒常的資金不足は他国と同様であるが、政府部門は政策スタンスにより変動し、海外部門は2007年に（非金融法人企業部門を抜いて）最大の資金不足部門となった。同年にはまた（中央銀行を含む）中国経済の国際的な存在感の急拡大を背景に金融機関の資金過不足の対GDP比率も急増した。

中国の金融構造の特徴は3点ある。すなわち、間接金融の優位、オーバーローン・オーバーボロイング、資金の偏在である。日本の戦後前半期を特徴づける金融の諸論点が中国にも見いだされるが、その現れ方は異なる。例えば「漸進的な移行経済」を進めるために、間接金融優位の金融構造が「選択されたともいえる」という記述もある。とはいえ、計画経済から市場経済に移行するにあたっていきなり直接金融が「選択される」可能性は極めて低いのではないか。財政の一部であった銀行を温存・活用する漸進的な政策の結果が必然的に間接金融になったというべきであろう。オーバーローン現象（1993～96、93年以前はデータなし）も同じ文脈で把握されるが、オーバーボロイングは急激な経済成長と自己資金不足で説明される。オーバーローンの終了（97年株式銀行、99年国有銀行）の理由は、国有企業の経営不振を原因とする国有商業銀行の貸出の不良債権化に対して政府が不良貸出特別引当金制度、さらに資産管理会社の設立で、不良債権を切り離したこと

に求められた。銀行の貸出も「貸渋り」に転じ、企業のオーバーボロイングも減少に転じた。もう一つ、2002年WTO加盟後に為替レートの安定維持のために中央銀行が常に買い介入を余儀なくされ、その結果の通貨発行急増回避のために商業銀行宛てに中央銀行手形を発行、売買した。融資から手形売買方式へ転換したのである。資金の偏在はオーバーローンの最中には銀行部門内部に存在し、以後は短期金融市場を通じて準備資産の正負の形で存在した。日本の高度成長期と逆で「非正常」であるが、国有銀行の「貸渋り」と裏腹の現象であった。07年以後、直接金融の一定の成長で資金偏在にも変化が生じたとされる。

日本との異同の原因を探る点では必ずしも説得的ではない。日本に見いだされた問題が何故中国にも見いだされる（べきな）のか。中国独自の問題点はないのか。計画経済では財政が資金配分機能を果たすが、市場経済への移行期にはこの機能が後退し、家計は自己責任で銀行預金を増大した。他方で漸進的移行のために国有セクターを温存し、家計の預金を国有商業銀行へ誘導して、間接金融優位と低金利の金融構造を形成した。そもそも計画経済にこれら二つは内包されていたのではないか。現在は、金利の問題を除いて、間接金融優位と国有商業銀行の歴史的役割はほぼ終わろうとしている。

第2章 金融機関の整備とその改革

「金融機能の創出」は本章の叙述にかかる。2009年11月、中国人民銀行が発表した「金融機関コーディング規範」（分類の明確化と体系化）により、銀行業金融機関（預金性金融機関、非預金性金融機関）、証券業金融機関、保険業金融機関の3分類を立て、取引と決済性金融機構（取引所、登記清算会社）、金融持株会社、その

他金融機関の3者を加え、最上部に中央銀行（中国人民銀行）が置かれたものである。旧制度が復活したものや、新規の概念で設立されたものを含めて「創出」された金融機関の範囲は広い。この最大の章の過半は、預金性の金融機関が中心である実態に即して、その叙述に当てられている。特に国有大企業を融資対象とする国有商業銀行を中心に、対照的に中堅企業を対象とするとされる株式制商業銀行、多くの地域限定的な中小規模の都市商業銀行・信用組合、中国最大の産業であった農業金融機関というように進む叙述は、移行期の中国に必要な金融の実態を映すものであろう。1995年制定の商業銀行法（農村組合銀行までを含む）は国有銀行改革の梃子となったが、同時に商業銀行の国債以外の証券業務への参入を禁止し、銀行・証券・保険の分業体制を確立した。その後2000年代に入り、分業の垣根は次第に撤廃された。因みに、日本にない種類として（農村小口）貸付会社、企業財務会社、（国有商業銀行の）金融資産管理会社（2010年期限、以後は商業的な民間金融機関に転換しつつある）などがあげられる。

非預金性金融機関では信託会社が改革開放政策の端緒として象徴的存在となった。また証券業金融機関では「移行期」に新設された証券会社と証券投資基金管理会社（日本の投資信託に当たる）が紹介される。証券法は1999年に施行された。保険業金融機関では代表格の財産保険と生命保険が紹介される。計画経済の下で解体された保険業務の回復が決定されたのは1979年、保険法の制定は1995年である。最後に金融コングロマリットが紹介される。しかし対象期間には最後まで「金利自由化」は進まなかった。

第3章 短期金融市場

市場経済には必須の短期金融市場は、1980年代にはスタートした。紆余曲折を重ね、1990年代に上海外為取引が始まって後、インターバンクコール市場から始まり、1998年に全国統一のコール市場が確立された。この経緯から基盤は上海にある。手形市場では1995年手形法制定を期に、2000年以後商業手形は急拡大した。決済用の銀行引受手形が大半で、CPは少ない。当初のコール市場（銀行間）は地域別に作られ、国有商業銀行が融資子会社を通じて、与信配分計画による資金流動規制を回避するために利用された。その後の発展過程で、銀行資金はコール市場を通じて証券会社などに流れた例もあった。先進国ではオープン市場である債券現先市場（債券レポ市場含む）は、銀行間市場と証券取引所市場に分割されるが、ここでは資料の制約もあり、国債に特化した銀行間市場を中心に扱う。国債発行開始（1982年）からはほぼ10年後1991年に債券現先取引が開始された。しかし銀行預金となった家計資金が同市場を経由して株式市場に流れたため97年6月に商業銀行の取引所債券取引が禁止され、別途、銀行間債券市場が設けられた。市場分断（抑制と監視のためか）政策である。2004年4月にはここで国債レポ取引が開始された。96年6月、金利の上限規制を撤廃し他市場に先駆けて金利の自由化を実現した。国債・政策性金融債の発行及び中央銀行手形発行によるマネーサプライなど、金融政策もこの市場で実行された。コール市場との並立は、銀行資金の流動規制と中小金融機関の利便に役割が求められる。本来オープンマーケットであるべきなので、将来は統合が展望される。

第4章 債券市場

改革期の債券発行の意味を見るうえで債券種類の理解が重要であるため、そこから始める。国債（国庫券）の発行から始まったが、短期金融市場とは逆に、地方と企業の自主権拡大による中央政府の財政力の弱体化に対処する（流出した財源を国庫券発行で還流させる）目的で成長したので、国債が中心的な市場が形成された。この指摘は日本の公社債市場を研究する者には大きな示唆があろう。中央政府、地方政府、企業、銀行、という言葉が使われていても、それらは日本の概念とは必ずしも一致しない。改革開放以前は、政府体は各レベルの違いはあれすべて同じく国（政府）で中央政府が圧倒的に強く、企業は「公司（会社）」の名称を持っていたも国（あるいは各レベルの政府）の一部であった。銀行また然りである。つまり、公社債市場の力関係は端的に旧態の「一枚岩」の政府が、いくつかの新たな勢力として分割・競合する過程を表現していたともいえる。

地方政府による地方債発行は「予算法」で原則禁止だが、09～11年には財政省の代理の形で特別に許可され、以後も自主的発行の試行を認めた。企業債券は「管理暫定条例」で許可が必要だったが、許可額以上の発行が多発したため、93年取締り通達が出され、以後「整理整顿」で低迷した。「会社法」94年施行後も国務院が発行枠を定めていたが、2005年改正でかなりハードルが下がった。さらに短期融資券・中期手形もある。

債券流通市場は1987年企業債店頭売買（信託投資会社）から始まり、1988年国債売買（銀行窓口）に進み、1990年取引所市場設立により取引の「場」は取引所市場に移った。しかしその

過熱が問題を惹起し、前章で見たように銀行が取引所市場から引き離された。市場の中心は銀行間債券市場にある。外国債券発行は日本市場中心の時代を経て終息し、2007年以後は香港市場元建て債券のみになった。外貨保有が巨額になったことは、金融の漸進的な改革が実際には急速な経済成長を担ったものであったことの現れである。

第5章 株式市場

市場経済において最も自由であるべき株式市場も、1984年に初の株式会社制度開始の後、国有企業改革の手段として利用された。「資産経営」で粉飾決算し、上場した企業もあった。しかし、「公的所有」が示す「社会主義」の実質も重視され、上場企業でも「国有株式」は流通しなかった。2005年の国有企業株式改革で全流通への舵が切られたが、なお問題があった。特に発行上場の割当制度には、1) 資源の配分の効率性を害う、2) 業種・地域のバランスを考慮した利益調整と絡む、3) 行政の割当責任と主幹事証券責任の衝突、4) 行政割当に絡む不正、不祥事など種々の問題が現出した。いわば漸進的改革の悪しき一面である。証券法の実施により2001年から主幹事証券の責任による優良企業推薦制に変わったが、なお推薦枠、主幹事の権限などに問題が残り、その結果「スポンサー（アンダーライター）責任制度」の導入もあった。他方で、非流通株式の存在にも大きな問題があった。1) 大株主としての政府・国有企業法人の存在が経営体質改善の条件を阻害、2) 流通株式の規模縮小で株価変動が激しく投機化しやすい状況を作る、3) 流通株の株主（経営に無関心、売買にのみ関心、市場の投機化へ）、非流通株主（経営者を出すため、企業の行動は従前と変わらず、株価に無関心で「資

産経営」中心)の懸隔, などである。第1段階の流通化は不評であったが, 第2段階で補償と漸進化を進め, 2008年にはほぼ非流通株は解消した。中国証券市場は規模的には債券も株式も今や世界有数の市場に成長した。

第6章 金融政策

金融当局としての中央銀行の内部組織と, 1995年「中国人民銀行法」で定められた金融政策目標とその手段が紹介される。しかし政策決定権そのものは国务院(内閣に相当する最高国家行政機関)にある。この関係は日本の日銀と大蔵省(財務省)の関係とは異なるが, 特に問題にされていない。1994年外国為替管理制度改革以後, 外部均衡を優先する政策目標が定着, 人民銀行は常に外為買い介入を必要とし, その結果のマネーサプライが主要政策手段となる。中国の政策金利(中国人民銀行基準金利)である手形再割引率は再割引額が少なく, 対金融機関貸出金利も貸出額が少なく, 預金準備金利は資金集中配分のための金利であるなど, その役割は限定的であった。人民銀行が直接に預貸金利を規定するようになれば一層限定的となろう。これに対して預金準備率は各種(一般, 差別, 大銀行向け)あり, 非常に高い頻度で変更され, 比較的有効な政策手段である。また公開市場オペレーションの主役は外為市場にあり, 国際収支が黒字である限り人民銀行が常に外国為替買入を義務付けられている制度の下では, 最も基本的な金融政策手段となっている。政策の効果の面では外部均衡と内部均衡とのジレンマがある。他の政策手段の機能は減退し, マネーサプライの不胎化のために発行した中央銀行手形を国有商業銀行が消化するため, 内部不均衡も深刻化した。

第7章 外国為替管理制度と元相場制

1994年に中国は外国為替管理制度を大きく改革し, 国内機関に徹底した外為集中制度を実行した(2007年に外為口座持高規制廃止で終了)。以後, 経常収支は持続的な黒字を実現した。資本収支項目では対外債務の管理は人民銀行の主管で外為管理局が実務に当たり, 対内証券投資の管理(適格海外機関投資家制度)はこれに証券監督管理委員会が加わる。対外証券投資は2006年4月によりやく一部の金融機関(商業銀行, 基金管理会社など)に認められた(適格国内機関投資家制度)。外国からの直接投資は(業種と環境基準を除いて)基本的に自由である。最も遅れた海外への直接投資も近年緩和され, 2006年からは加速している。「管理される変動相場制」と呼ばれる元相場は, 米ドルベッグ制から2005年7月にバスケット通貨と元との関係を「管理」する形となった。元と円との取引中値も2012年6月から直接決定されている。元相場の安定は中国経済の成長に必要であったが, そのために急増した外貨準備のもたらす弊害を考慮すれば, 広い意味で外為管理制度を見直すべき時期がきている, とする。

第8章 金利自由化進展の現状とその課題

漸進的改革と関わり, きわめて重要なテーマであるが, 最後の砦である銀行預貸金利の自由化にはなかなか足を踏み入れられない。本章は中国「移行期」経済の理解に重要であると思われるので, 以下, 別に考察する。

「法定金利」のシステム

中国の金利システムの構築は改革以後に進められた。計画経済にも金利はあったが, 金利よりも計画が優位であり, 資金配分のシグナルと

しては機能しなかった。

著者作成の「中国金利システム概要」図(図8-1)は極めて中国的である。暫定的な構築に始まり「長い年月をかけ、紆余曲折しながら形成されたもの」というのは確かであろうが、最上位の「法定金利」概念の下に「法定預貸基準金利」と「市場金利」が並ぶ。「自由金利」という表現はない。市場金利として括られている短期金融市場と債券市場の金利は自由化されているが、預金と貸出には変動幅が存在し、完全に自由ではない。金利体系の頂点を「法定金利」という表現で括るのは、中国の移行期経済の過程であっても果たして正しいか。「法定」という日本語は「法律で定める」意味であり、これを変更するには「法律を改正する」必要がある。しかし著者が用いているのは「法に基づいて制定し、決定する」金利で、実際は「(一部あるいは全部を)政策的に決定しうる」意味であるように思われる。「法定金利」として括った場合に市場金利の一部に規制が残ることを表現はできるが、その他の「自由化された」はずの金利も実際には規制されていることをいいたいのか。この表現の意図には率直にいて疑問が残る。なお、著者のその後の講演録(当研究所『証券レビュー』2014年2月)によれば、法定金利と市場金利は分けられ、法定金利の定義も「中国人民銀行が規定する金利」と明示されており、整理の方法が変えられたといえる。

ともあれ、この図に沿って理解すると、自由化された「市場金利」に対応するのが、自由化されていない「法定預貸基準金利」であり、後者がさらに中国人民銀行の「政策金利」(4項目)とそれ以外(4項目)に分かれる。中央銀行の政策として決められる金利を「政策金利」

とするのも日本語の表現としては違和感がある。それ以外の「法定預貸基準金利」の中心は、金利体系全体の中心でもある、預金性金融機関の預貸金利であるが、これは人民銀行が「法定基準金利」を決定し、直接に管理している。預貸金利には金利自由化改革の嚆矢であった面と、現実には(両刃の剣になる)人為的低金利政策が継続し、金利自由化を拒む最後の砦であるという面が併存する、と見られる。すなわち、早くも1981年の国务院通達で人民銀行が金利を一元的に管理できるようになったが、30年を経た現在なお金利決定のメカニズムは完全には自由化されていない。進展させるための3つの課題は、1(低利の成長資金供給の必要からくる)人為的低金利(実質マイナス金利)の是正、2(外貨買い介入による国内マネーサプライ不胎化のために——預貸利鞘の確保が不可欠だが)預貸利鞘の縮小と商業銀行収益の確保、3残されたのは唯一預金準備率であるが、従来はやはり預貸利鞘の確保が必要で、利鞘が解消すれば金融安定による経済成長促進と元相場安定の政策目標達成が困難になる。

金利自由化が進まないのは従来の輸出・投資依存経済の成長方式を固執しているからであるが、この方式は内外の環境変化からすでに限界が来ている。金利自由化が行われるべき時期はすでに到来している、と著者はいう。しかし、実施の方法は、日本のように国債市場の発達からとはいかない。中国では潤沢な税収の故に国債発行は少なく、むしろ企業債発行市場の規制緩和が一つの方法であろう。預金金利自由化は日本が参考にされよう。

制度解説を通じて見える「移行期」の特色

「まえがき」に述べられた「中国金融制度全般を網羅的に把握することが本書の類書にない第1の特徴である」という点はその通りであり、著者の目的は達せられた。第2の特徴とされた「統計資料の利用」も成功している。中国の統計資料の信ぴょう性は日本の読者には判断できないが、一昔前に比べればかなり実態に近くなっていると思われる。

著者は「あとがき」で日本銀行金融研究所『日本の金融制度』が日本の金融全体を網羅して詳細に構成されていることから多くを学んだこと、そして自らが中国の金融制度を書くときにはこのような方法を採用したいと考えたと述べている。第一段階として『日本の金融制度』の骨格をモデルとして、中国の金融制度の全体像をまとめあげることは良い方法であったと思われる。

しかし、日本の制度は国際的にみて金融先進国の制度ではなく、第二次世界大戦に敗北し、占領国軍の中核であった米国による強制的な改革を受けてなお米国型になりきらなかった、戦後日本特有の性格を持ったものである。この日本の歴史経路性と、第二次世界大戦後に社会主義革命を成功させた新中国の歴史経路性とは異なる。間接金融・直接金融を対比させる図式もアジア的ではあっても、グローバルに通用するものではないだろう。そこで第二段階としては、社会主義計画経済から市場経済へと漸進的に進む政策を採った過渡期の中国の政治経済の内部事情の力関係を、描出する必要がある。すでに株式会社化し上場もしている「国有商業銀

行」の辿った歴史（国有化——統合合併——人民銀行の一部に——分離・国有銀行化——再度の民間銀行化）が僅か50～60年の間に政策的に進められたことは、別途、非常に興味深い分析の対象になると思われる。

「移行期」の政策は必然的に二律背反性を持つ。「社会主義経済から市場経済へ漸進的に移行させたい」すなわち「再度の革命、乃至反革命の形はとりたくない」ことと「新たな金融制度を作りつつ、政府の資金配分機能も継続させたい」こととである。特にコール市場の紆余曲折にはこれらが強く影響した。

「移行期」後半に確立された金融制度は、単に「移行期」であるという特殊性によるものではなく、戦前戦後日本金融の経験（分業主義）と現代にかけて進みつつあった国際的な経験（金融行政の一元化）をも反映したものであったというべきではないか。

漸進的とはいえ短い期間に大きな改革を行ったので、その最初と最後とではかなり状況が異なる結果となった。一定期間継続する状態の、ある時点の静態である「教科書」を書こうとしつつ、その背後で進みつつある「移行期」の動態へ踏み込まざるを得なかったのが本書であろう。この点を重視すれば、著者に対する今後の希望は自ずと見えてくる。中国金融のウォッチャーとして、移行期から本格的な中国金融市場のシステム確立への現在の道程を、密着して追ってみてはどうか。大学の仕事と並行して行うには大変な作業であることを承知の上で希望だけはしておきたい。また、投資家（資金提供者）の形成と巨大化を別途考察していただきたいと思う。

結び

著者は非常に日本語が堪能なので、逆に中国語の表現を日本語に置き換える際に、必ずしも細微にわたって吟味していない側面がある。「国債独歩」, 「中国漸進的な改革」, 「整理整顿」, 「消費金融会社試みに関する弁法」, 「融資取引」, 「融券取引」, 「融資券」など、中国語をほぼそのまま日本語の文章に入れたものには若干の違和感を否めない。その他やや日本語表現がぎくしゃくしている点は、内容の興味深さに比して残念に思われる。

さて「移行期」は終わったのか。2001年WTO加盟前後の時期に「主要な財が市場を通じて配分され、私的所有が支配的になったという意味では、中国は市場経済への移行を完成したと考えられる」(2013年11月25日付日本経済新聞「岐路に立つ中国経済(上) 加藤弘之神戸大学教授)とする説でも、その市場経済化は先進国と大きな隔たりがあるとしている。2013年11月の中国共産党中央委員会第3回全体会議は、経済の持続的な安定成長に向けて「市場の役割を重視する改革を進める」基本方針を決めた。市場を通じた価格決定や金利の自由化などが進められる見通しだ。14年は市場重視改革の実行「元年」とされている。上記指標ではす

に市場経済化していても、その市場が十分に機能を果たしているとは限らない。その最たる指標は金利決定であるが、2013年7月に金融機関の貸出金利は自由化された(下限規制の撤廃)。預金金利にはまだ上限規制があるが、2013年12月に解禁された市場金利連動型の譲渡性預金(CD)は預金金利自由化への第一歩である。預金保険制度の創設も見通されている。2014年3月には社債利払いに初の不履行が発生したが、従来型(政府などの救済)からの転換を示すものと思われる。

改革とその失敗のコストをなぜ金融が負担できたのか、金利自由化が進まないのに金融の機能が発揮できたのは結局実質的な資金割当システムが長く継続したからか、資金偏在はどう変化し、資金は実際にはどう流れているか、などをもっと知りたいと思った。これらはおそらくは「影の銀行」、ネット金融、地方債務の膨張など、近年急速に表面に浮上してきた事態を理解する鍵となるのではないか。日本人としてはまずは金融行政に関する中国型の政治力学を正しく認識する必要があるであろう。コール市場はある意味で自由市場であるが、アングラ市場の側面もあるのかなど、教科書のシステム内では把握できない実態もまた興味深く感じられる。

(当研究所特別嘱託研究員)