



# 中国の金融調整の現状と課題

神宮 健\*

## 要約

1. 中国の金融政策は、過剰流動性が発生しやすい状況下で難しい運営を迫られている。本稿では、中央銀行である中国人民銀行の金融調節手段について論じる。
2. 中国では、1998年の商業銀行に対する融資規模限度額管理の撤廃を機に、金融政策は直接的なコントロールから間接コントロールへ舵を切った。具体的な金融調整手段としては、預金準備率、中央銀行貸出・再割引、金利、窓口指導、公開市場操作が使われている。
3. 過去数年間の景気過熱期における金融調整を見ると、当初は景気過熱抑制に重点が置かれていたと見られるが、次第に流動性吸収の色彩も濃くなっている。特に、2006年後半からは、利上げ、預金準備率引き上げ、公開市場操作の頻度・強度が上がっている。
4. 景気過熱と過剰流動性の問題が長期間続き、金融調節手段の使用頻度も上がってきたことで、今後弊害が生じるおそれもある。また、金利メカニズムによる間接的マクロコントロールが十分に機能していないことも明らかである。
5. 最近の改善点としては、短期金融市場の規模拡大、短期国債発行増加、当局の社債市場育成への注力、市場の金利体系整備に向けた動きなどがある。また、2007年8月に発行され始めた特別国債により公開市場操作の困難も緩和されると見られる。
6. 景気過熱・過剰流動性問題は、当然のことながら金融調節のみでは解決できず、貿易、為替、社会保障制度などの面から総合的な政策を打つ必要がある。また、地方政府の行政的関与に代表される市場原理以外の要素も取り除いてゆかねばならない。金融調整の改善は他の経済構造改革と密接に関係しており、両者を同時に進める必要がある。

## 1. はじめに

中国の金融政策運営は、難しい状況にさしかかっている。国際収支の黒字が長期化し、外貨準備が急増を続ける中で、国内の過剰流動性が増加しやすい。国際収支の黒字のうち貿易・直接投資にかかわる部分は、中国の貿易額の約半分が加工貿易であることに象徴されるように、中国が国際分業の中に大規模に組み込まれたという構造的要因が作用しており、短期的には変化し難いと思われる。また、金利面では、中国が金利引き上げ続けると、ホットマネーがますます中国国内に流入すると見る向きもある。さらに、為替制度改革の加速、つまり、人民元レートの急速な

\* 神宮 健 梶野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

変動幅拡大は、急激な人民元高をもたらす可能性もあり、雇用問題等を懸念する中国政府としては採り難い選択肢である。

ここでは、過剰流動性が発生しやすい環境において、中国の中央銀行である中国人民銀行（以下、人民銀行）の金融調整手段について論じる。具体的には、公開市場操作に代表される金融調整の手段について経緯、現状、問題点と最近の改善点を見る。

## II. 金融調整の手段

一般に、中央銀行の金融政策調整手段は、公定歩合（金利）操作、預金準備率操作、公開市場操作、窓口指導（あるいは道徳的説得）などに分類される。中国でも、1998年の商業銀行に対する融資規模限度額管理の撤廃を機に、金融政策は直接的なコントロールから間接コントロールへ舵を切っており、金融調節手段は基本的に同様である。以下では、まず、中国における金融調節手段を、預金準備率、中央銀行貸出・再割引、金利、窓口指導、公開市場操作の順に概略する。

### 1. 預金準備率

預金準備制度は、人民銀行が中央銀行の機能に特化することになった1984年に設立された。預金準備金と支払準備金の2種類があり、預金準備金は支払・清算に使えなかった。当時の預金準備制度は、金融政策の道具ではなく、中央銀行によって農業やその他重点産業へ融資がなされるようにするという融資構造の調整の役割が大きかった<sup>1</sup>。しかし、1994年に政策銀行3行（国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行）が設立され、産業政策融資の役割は政策銀行に移行された。これにあわせて、預金準備制度も改革された。

1998年3月に、預金準備金と支払準備金は統一されて、準備金預金となった。この時、預金準備率は13%から8%に引き下げられた。そして、商業銀行に対する融資規模限度額管理の撤廃にあわせて、預金準備率操作は金融調整手段として使用されることになった。

2004年には、追徴的な預金準備率制度が加えられた。これは、自己資本比率に応じ、リスクが大きいと思われる銀行の預金準備率を0.5ポイント上乘せするものである。なお、中国では、準備預金について中央銀行から商業銀行に対して金利が支払われている<sup>2</sup>。

### 2. 中央銀行貸出と再割引

次に、中央銀行貸出と手形再割引について述べる。中央銀行貸出は、1984年に始まり、人民銀行の一級支店が本店の計画に基づき、商業銀行に融資していた。対象は、農業、国家重点建設、国有大中企業などであった。長期間にわたり、特に1994年以前において、マネタリーベースの重要な供給源であった。1994年以降は、後述するように、外貨準備増加に伴うマネタリーベースの供給が増加したため、その役割は低下した。

また、1994年以降は、政策性銀行の設立を受けて、中央銀行貸出は、政策性銀行向け、特に、中国農業発展銀行向けが増加した。農業発展銀行以外には、地方政府が債務超過の中小金融機関を閉鎖する際や、資産管理会社（AMC）が国有銀行から不良債権を分離する際などにも使用された。このため、従来の商業銀行向けの貸出は減少した。

<sup>1</sup> 郭（2006）

<sup>2</sup> 2007年9月現在、法定準備に年利1.89%、超過準備に0.99%。

2005年の例では、流動性の困難をきたしていた証券会社に対して中央銀行貸出が実行されている。また、AMC4社が中国工商銀行の不良債権を買い取る際にも融資している。このように、中央銀行貸出は、金融機関への資金供給、特に、危機管理の色彩の強いものになっており、日々の金融調節手段ではなくなっている。

手形の再割引を見ると、1980年代に商業手形が復活したが、企業間での連鎖的な支払遅延現象であった「三角債」の例を見るまでもなく、企業の信用意識が薄いという問題があった。このため、1990年代半ば以降、商業銀行手形の規範化措置が採られ、人民銀行本店に再割引窓口が設置され、銀行間での割引業務が促進され、一部の中心都市に商業手形市場が設立された。

1999年3月には、人民銀行が、再割引率を金融政策運営の立場から決定し、割引率は取引当事者同士で再割引率を基に決定することになり、ようやく、金融調節手段としての体裁が整った。実際には、規模が依然として小さいこともあり、これまでマクロコントロール面での役割は大きくなかった。

### 3. 金利政策

金利政策は、上述した手形市場の状況もあり、公定歩合が中心ではなく、人民銀行による金融機関の法定貸出・預金金利の決定が中心である。金利政策は、1980年代後半、1990年代前半のインフレ期、及び過去数年間の景気過熱期における金利引き上げ、1990年代後半のデフレ期における金利引き下げというように、長期間にわたり使用されている。

### 4. 窓口指導

中国における窓口指導は、1998年に始まる。具体的には、1998年3月以降、毎月、人民銀行が商業銀行を一同に集めて会議を開くことで、両者の意思疎通を図っている。導入の経緯は、1998年以降、金融政策が間接コントロールへの道を歩み始めたものの、簡単には移行できないため、一種の行政的指導に頼らざるを得なくなったことがある。

特に、1998年はアジア通貨危機の影響を受けて、中国でも貸し渋り現象が見られた。準備金制度の改革や利下げもあったが、効果がはっきりせず、窓口指導が行われるようになった。具体的には、融資額・融資の進捗度合いが窓口指導の目標となった。

最近の例を見ると、景気過熱が懸念され始めた2003年に、一部地域の不動産融資の行き過ぎを受けて、不動産融資業務管理をさらに強化する旨の通知が発表されている。

### 5. 公開市場操作

人民銀行は、公開市場操作を、外為勘定にかかわる操作とそれ以外の人民元関連の操作との二つの部分に分けて説明している<sup>3</sup>。1994年の為替制度改革により、管理フロート制度が開始され銀行間外為市場が設立された。これを受けて、状況によって外為市場を調整するための公開市場操作が行われるようになった。1994年以降のパターンとしては、国際収支黒字の中で、人民銀行のドル買いにより市中に資金が注入される一方、人民銀行は中央銀行貸出を回収することで資金を吸収する形が見られた。

一方、人民元に対する操作については、1996年に、国債を使用した公開市場操作が行われた

<sup>3</sup> 中国人民銀行「中国金融政策報告」2002年

が、規模が小さく効果はあまりなかった。実際、国債を使用した公開市場操作は 1996 年以降 1998 年まで休止された。一方、1996 年 6 月に株式市場の過熱を受けて、銀行の国債取引は上海・深センの取引所から銀行間市場に移され、その後の公開市場操作の土台となる。

金融調節が間接コントロールに向けて舵を切った 1998 年に、公開市場操作は復活する。公開市場業務プライマリーディーラー制度が作られ<sup>4</sup>、公開市場操作のオペ玉に、国債の他に政策金融債なども加えられた。なお、1998 年はアジア通貨危機の影響による国内金融収縮の時期で、公開市場操作は市中への資金供給に使用された。

2003 年以降は、国際収支の黒字が大きくなる中で、外為勘定の払い超（資金放出）を相殺する不胎化操作が、重要になってくる。当初はリバースレポによる資金吸収が中心となった。しかし、外貨準備急増の中で資金吸収が巨額になるにつれて、中央銀行所有の債券だけではリバースレポのための玉が不足し、資金吸収が難しくなった。このため、2003 年 4 月に、中央銀行手形の発行による資金吸収が始まった。

## Ⅲ、最近の動向

次に、これらの金融調整手段が、今回の景気過熱・外貨準備急増の中で、どのように使用されているかを見る。

### 1. 2003 年から 2005 年

景気過熱が懸念され始めた 2003 年を見ると、6 月に不動産融資規制が導入され（行政指導）、9 月には預金準備率が 6%から 7%に引き上げられている。2004 年は、3 月に中央銀行貸出金利と再割引金利がそれぞれ 0.63%、0.27%引き上げられ、4 月には預金準備率が 0.5%引き上げられた（図表 1）。また、追徴的な準備率制度も導入された。そして、10 月に、預貸金利が引き上げられた。預貸金利の変更は 1999 年以来で、引き上げとなると 1993 年（預金金利）、1995 年（貸出金利）以来の出来事であり、人民銀行の金融引き締め強化姿勢を示すものとして、大きなアナウンスメント効果を持った。

2005 年は、7 月に為替制度変更があり、人民元の対米ドルレートは 1997 年末以降見られた事実上の固定相場制から脱却した。金融政策を見ると、準備率操作や預貸金利の操作はなく、公開市場操作が中心的役割を果たすようになる。公開市場操作では、中央銀行手形による操作が中心となった（図表 2）。中央銀行手形の発行総額は 2 兆 7882 億元と、2004 年の約 1.5 兆元から増加した。年前半に期間 3 年物が 16 回発行されたこともあり、1 年以上の手形が約 1.5 兆元発行された。一日平均の資金吸収額<sup>5</sup>も 2004 年の約 6000 億元に対して、2005 年は 1.6 兆元に拡大している。

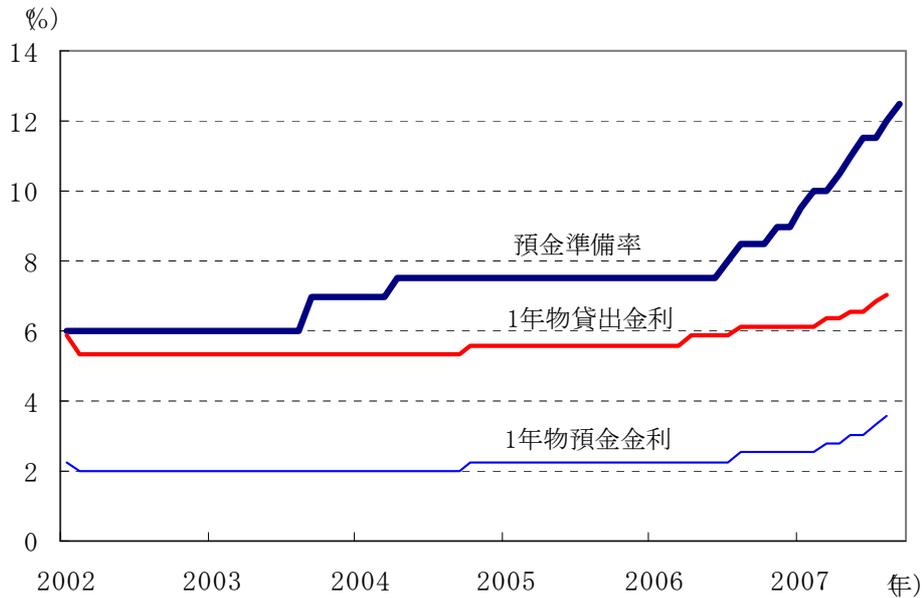
一方、債券レポを見ると、売りオペ（リバースレポ）が 62 回、買いオペが 3 回である<sup>6</sup>。買いオペは季節性の資金供給であり政策的な意図はないと見られる。売りオペの総額は、7380 億元

<sup>4</sup> 2006 年末現在 52 社。内訳は、商業銀行 43 社、証券会社 3 社、保険会社 4 社、基金管理会社 2 社である。

<sup>5</sup> 例えば、3 ヶ月物中央銀行手形 100 億元を発行して 3 ヶ月毎にロールオーバーしても、1 年物 100 億元を発行しても年間の資金吸収効果は同じだが、グロス統計の場合前者の方が大きくなってしまふ。このため、資金吸収の一応の目安として、各々の中銀手形（あるいはレポ）の発行金額に満期日数を乗じた後、各年毎にそれらを合計し（年を跨ぐものについては調整）、365 日で除して一日平均を計算した。

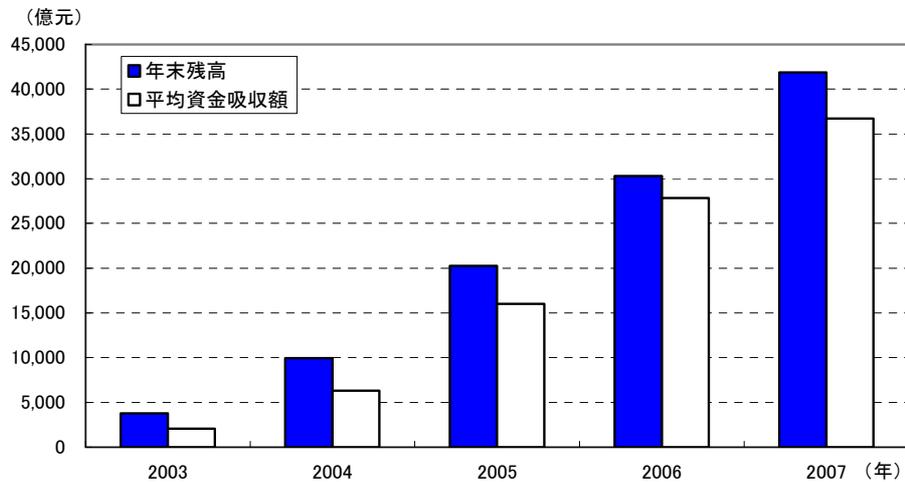
<sup>6</sup> Wind 資訊

図表 1 預金準備率と預貸金利の推移



(出所) 中国人民銀行統計より野村資本市場研究所作成

図表 2 中央銀行手形の残高



(注) 平均資金吸収額は本文参照。2007年は8月末現在。

(出所) Wind 資訊より、野村資本市場研究所作成

であった。年前半は7日など短期間であったが、7-9月期には期間半年のレポが12回行われるなど期間が長期化した。但し、平均の資金吸収額は1000億元程度と推計され、規模は小さい。なお、2005年11月には、中央銀行手形とレポに加えて、人民銀行と商業銀行間の通貨スワップ（期間1年、60億米ドル）による人民元の吸収も行われた。

一方、金利操作面では、預貸金利は変わらなかったが、3月に超過準備預金の金利が引き下げられ（1.62%から0.99%へ）、住宅抵当融資の優遇金利が撤廃されている。

## 2. 2006年から現在

2006年を見ると、公開市場操作では、中央銀行手形が3兆6574億元発行された。2005年に発行された3年物は発行されず、期間1年物が2兆5422億元となった。平均の資金吸収額は、約2.8兆元と2005年より拡大した。債券レポについては、売りオペが39回、総額1兆9900億元行われているが、14日物3回の他はすべて7日物であり、短期のロールオーバーが中心である。このため資金吸収の影響は小さい。このように、2006年の公開市場操作の中心も中央銀行手形であった。

また、2006年には、懲罰的（金利を低めに設定）とも言える中央銀行手形の「定向発行」が開始された。定向発行とは、特定の金融機関相手に発行するもので、実際には、融資の伸びが高すぎる銀行に対して発行された。合計4回で3700億元発行されており、最初の3回は、固定資産投資を抑制するという景気対策の意図もあり主に4大銀行が相手であったが、最後の1回（12月）は、相手の銀行数も多く、過剰流動性抑制が主目的であった<sup>7</sup>。

預金準備率を見ると、7、8、11月にそれぞれ0.5%引き上げられている。7、8月の2回で合計約3000億元を「凍結」したと言われる<sup>8</sup>。2006年の預金準備率引き上げは、流動性吸収の意図の強まりを反映したと見られる。一方、金利面では、4月に貸出金利、8月に預貸金利が引き上げられた。

このように、2006年は、景気過熱抑制に加えて、流動性吸収重視の方向が明らかになった年である。特に、年後半は、公開市場操作、金利引き上げに預金準備率操作も加わり資金吸収を図っている。逆に言えば、国内過剰流動性の問題がそれだけ深刻で、それが日々の金融調整にも反映され始めたと言える。但し、マネタリーベース伸びは、比較的うまく抑制されたとされる<sup>9</sup>。

2007年も、2006年後半の流れを引き継ぎ、預金準備率、金利操作、公開市場操作のすべてについてかなり積極的な動きが見られる。預金準備率は、1、2、4、5、6、8、9月と7回、9%から12.5%へ引き上げられた。2007年9月現在、預金準備率は12.5%と、過去最高値13%に迫っている。また、預貸金利は、9月現在で既に5回引き上げられている。

公開市場操作を見ると、中央銀行手形は8月末現在で、3兆4601億元発行されており、2006年の総額に迫る勢いである。期間3年が1兆310億元と2年ぶりに復活し、定向発行も、9月現在で4回、4040億元に上っている。平均の資金吸収額も8月末現在で約3.7兆元と2006年よりさらに拡大している。発行金利を見ると、期間3年の金利が2007年1月の2.97%から8月末には3.81%まで上昇している点には注意が必要であろう。

レポは、8月末時点で売りオペ8回、季節性で見られる買いオペ1回の計9回だけで、うち6回は1月中である。売りオペ総額も4050億元であり2006年からは大きくペースが落ちている。

2007年の動向を見ると、人民銀行が、中央銀行手形発行や預金準備率引き上げにより長期的な資金吸収を図る動きがより顕著になっている。

## 3. 顕在化する問題点

過去数年間、人民銀行が直面してきた問題は、景気過熱と過剰流動性の問題である。これらの問題の根源は複雑であり、もとより人民銀行だけで解決できるものではない。但し、これらの問

<sup>7</sup> 市場関係者へのインタビューによる。

<sup>8</sup> 李揚（2007）

<sup>9</sup> 夏・陳（2007）

題が相当長期間にわたって継続し、金融政策対応も長引いてきたことで、金融調節の面でさまざまな問題が明らかになってきた。以下に2点を指摘する。

### 1) 金融政策操作手段の問題点

第一に、過去数年間の人民銀行の操作の主要課題は、外貨準備増加に伴う流動性増加の吸収、つまり如何に不胎化するかであった。そうした中で、金利操作を除くどの金融調節手段も、臨界点近くまで使用されてきたか、近い将来そうになってしまうとの印象がある。

預金準備率は既に、過去最高の13%に迫る12.5%である。無論、13%が上限ということではなく、さらに引き上げられる可能性もあるが、預金準備に付される金利が貸出金利より低い中で事実上コストが増加してしまう商業銀行の不満は既に高まっている。また、現在の預金準備率は海外の水準から見ても高く、将来は、国際競争力の観点も考慮に入れなければならない。

公開市場操作については、そもそもこれまで短期金融市場や債券市場が発達していなかったという背景がある。2006年時点で債券残高は、GDP比44%であり、先進国と比較して小さい<sup>10</sup>。米国など公開市場操作の中心は、短期国債であるが、中国では短期国債があまり発行されてこなかったこともある。

こうした中で、人民銀行の保有債券が少なかったこともあり、中央銀行手形が公開市場操作の中心となっている点は既に見た通りである。中央銀行手形発行のプラス面として、短期金融市場の発達に利する点はあるが、マイナス面として、金利コストの増加が指摘されている。無論、中央銀行にとっては、金利分の通貨を余分に発行すれば良いだけであるが、国際収支黒字が長期化すると、ますます手形発行量、金利負担が増加することになる。2007年8月末現在、中央銀行手形の残高は約4兆元であり(図表2)、金利4%として計算すると、外貨準備の運用益等を考慮しないグロスのコストは年間約1600億元である。現時点では、市中への金利払いがさらなる流動性過剰をもたらす危険な段階とはいえないが、残高がさらに増加し、金利も上昇してくれば、将来的にはこの問題にも注意を払わねばならなくなる。

### 2) 金利メカニズムの機能不全

第二に、金融政策における間接的マクロコントロールの根幹となる金利の伝導メカニズムが依然としてあまり機能していないことである。

現在の人民銀行の金融政策を見ると、マネタリーベースやM2、銀行融資といった数量のコントロールと金利形成が分断されている感が強い。公開市場操作により銀行間の資金繰りと銀行間金利に影響を与え、それが銀行の融資行動や市中の他の金利に影響を与え、最終的に経済活動に影響を与える状況からはかなり距離がある。具体的には、銀行間金利の形成と人民銀行が決定する融資金利の間の連関性が乏しい。

ここで、中国の金利自由化の経緯を振り返って見ると、銀行間市場の金利自由化は1990年代に終了している。今世紀に入ってからの金利自由化の焦点は、銀行の預金・貸出金利であった。これは、基本的に、①外貨が先、人民元が後、②貸出金利が先、預金金利が後、③農村部が先、都市部が後、④長期・大口が先、短期・小口が後、という原則に基づき進められた(図表3)。人民銀行が決定する法定預貸金利を基準に上下の変動幅を拡大してゆく方法が採られ

<sup>10</sup> ちなみに日本の場合、国債現存額はGDP比約130%である(2006年度)。

図表3 中国の金利自由化

市場金利		預金金利		貸出金利	
対象	実施年	対象 (%は変動幅)*	実施年	対象 (%は変動幅)*	実施年
コール市場	1996年	<外貨> 大口 \$100万ドル以上の自由化	2000年	<外貨> 自由化	2000年
手形市場	1998年	小口の変動幅下限の撤廃 1年物以上の小口の自由化	2003年 2004年	<人民元> 対小企業 -10~+20%	1998年
銀行間債券市場		<人民元> 対保険会社大口定期預金	1999年	対中小企業 -10~+30%	1999年
流通市場 現物	1997年	\$300万元以上、5年超)		農村信用社 -10~+50%	1998年
レポ	1997年	農村信用社** +30~+50%	2002~03年	県以下金融機関 -10~+30%	1999年
発行市場	1999年			農村信用社** -10~+100%	2002~03年
政策銀行金融債発行	1998年			商業銀行・都市信用社 -10%~+70% (企業規模にかかわらず一律)	2004年1月1日
				農村信用社 -10%~+100%	2004年1月1日
		各年限の基準金利以下で変動可能	2004年10月29日	都市・農村信用社 -10%~+130%	2004年10月29日
				変動幅の上限撤廃 都市・農村信用社を除く	2004年10月29日

- (注) 1. \*法定基準金利に対する変動幅である。%は、例えば+20%の場合、基準金利×1.2の意味である。  
 2. \*\*2002年から全国8県・市で実験し、2003年から実験地域を全国各省の1ないし2県あるいは市に拡大。  
 3. 個人向け住宅融資金利の下限が2005年3月-10%、2006年8月-15%に拡大された。  
 (出所) 中国人民銀行「貨幣政策執行報告」、各種報道より野村資本市場研究所作成

ており、2004年10月に貸出金利の上限撤廃・預金金利の下限撤廃という金利自由化の中間目標が達成され、今日に至っている。今後は、貸出金利の下限、預金金利の上限を徐々に拡大することで金利の完全自由化を目指している。

一方、銀行間金利は、既に自由化されているが、短期金融市場や債券市場が未発達なこともあり、いわゆる市場の基準金利が形成されにくかった。レポ市場、コール市場とも取引の中心は、期間7日以内に集中しており、7日超の部分の取引量が少ないため、長めの金利が不安定であることが問題である。特に、コール市場の規模はレポ市場の10分の1以下と小さく、資金の出し手が一部の銀行に集中しているため、金利決定が不安定になりやすい点が指摘されている<sup>11</sup>。基準金利を作る試みとしては、2004年にレポ市場金利を基に基準金利が作られたが、成功とは言えない状況にあった。

現在、貸出金利、預金金利ともある程度自由に動くようになってきたが、銀行間市場の金利に貸出金利は敏感に反応してこなかった。例えば、2005年に、中央銀行手形の発行増加により中央銀行手形金利が年後半に上昇し、これに金融市場金利は追随したものの、銀行の平均貸出金利はむしろ低下した<sup>12</sup>。また、現実の経済活動と直接関係する企業部門の発行する社債についても、これまで発行量、金利とも事実上規制されており、制度上、金利の波及メカニズムを機能し難くさせていた。

さらに、過去数年来の動向を見てもわかるように、人民銀行が利上げをしてもあまり景気過熱抑制効果が出ていないことがある。一回の金利上げ幅が小さかったということもあるが、金利に敏感でない企業が多いという可能性が指摘できる。企業への融資決定における地方政府の行政的関与が残るなどの理由で、金利に感応的でない企業が多数存在すれば、結局、金利と景

<sup>11</sup> 中国人民銀行 (2007)

<sup>12</sup> 李揚 (2007)

気動向は切り離されてしまう。金利メカニズムが働くためには、市場論理が経済全体で徹底していることが重要である。

## IV. 最近の動向と今後の方向性

### 1. 短期金融市場の充実

中国の金融調整は、以上の問題点を抱えているが、徐々に改善の方向に進んでいる。

まず、規模は依然として小さいものの、短期金融市場が発展しつつある。第一に、銀行間市場の参加者が増加している。銀行間コール市場の構成員は、2001年の490社から2006年現在703社（うち銀行359社）へ増加した。また、銀行間債券市場には、2001年の482社に対して2006年現在6439社（うち企業4450社）が参加している。

第二に、短期金融市場の取引量が増加している。銀行間債券市場のレポ取引額は、2006年26.6兆円で、2001年に比べると6.6倍拡大している。2007年は1-8月で既に26.2兆元に達している。コール市場は2006年2.2兆円で同じく2.7倍になっている。2007年1-7月は、3.8兆円である（図表4）。一方、商業手形市場は、2006年に5.4兆円が振り出されており、同じく4.2倍になっている。

第三に、2005年以降、短期国債の発行が増加している。2004年の1398億元に対して、2005年4190億元（うち公開市場操作と関係のある銀行間市場での発行は1397億元）、2006年6365億元（同2122億元）、2007年は8月までで3986億元（同1142億元）である（図表5）。また、2005年に導入された企業短期債券<sup>13</sup>も2005年の1454億元に対して2006年は2920億元、2007年1-8月で2119億元発行されている（図表5）。

第四に、中国政府が、社債の発行に力を入れ始めた。現在、中国では企業が社債市場をより活

図表4 短期金融市場取引金額の状況

(億元)

年	銀行間市場			取引所国債市場	
	コール	債券現物	債券レポ	現物	レポ
2000	6,728	683	15,782	3,657	13,147
2001	8,082	840	40,133	4,383	15,343
2002	12,107	4,412	101,885	6,381	24,419
2003	24,113	30,848	117,203	5,500	52,982
2004	14,556	25,215	94,368	2,962	44,086
2005	12,783	60,133	158,932	2,774	23,261
2006	21,503	102,587	265,908	1,541	15,413
2007	38,058	96,342	262,329	717	-

(注) 2007年の銀行間市場は8月まで、取引所は7月までのデータ。

2007年の銀行間の債券現物・レポは別統計（中国債券信息网）。

(出所) 中国人民銀行（2007）、中国債券信息网より作成

<sup>13</sup> 「短期融資券」。企業が銀行間債券市場で発行する期間1年未満の債券、いわゆるコマーシャル・ペーパー。

図表 5 債券市場の発行状況

(億元)

年	国債				政策金融債	短期融資債券	中央銀行手形	非政策性金融債	企業債	合計
	記帳式	貯蓄国債	合計	(うち短期国債)						
2000	2,692	1,900	4,592	200	1,645	0	0	0	75	6,312
2001	3,084	1,800	4,884	0	2,590	0	0	0	140	7,614
2002	4,461	1,473	5,934	265	3,175	0	1,938	0	325	11,372
2003	5,439	2,505	7,944	595	4,520	0	7,850	0	324	20,638
2004	4,414	2,510	6,924	1,398	4,348	0	15,072	749	307	27,399
2005	5,042	2,000	7,042	4,190	6,032	1,454	27,882	1,129	654	44,192
2006	6,533	2,350	8,883	6,365	8,650	2,920	36,574	695	995	59,116
2007	10,327	1,100	11,427	3,986	6,635	2,119	34,091	-	536	-

(注) 2007 年は 8 月時点。貯蓄国債は個人向けであり、記帳式国債が公開市場操作に関する。短期国債は満期 1 年以下。非政策性金融債は商業銀行債券・劣後債、国際開発機関の債券を含む。

(出所) 中国人民銀行 (2007)、中国債券信息网より作成

発に利用できるように改定作業が進められている<sup>14</sup>。具体的には、2007 年 8 月 14 日に、「会社債発行試験弁法」が施行された。これは、会社法で規定される株式会社と有限会社の中国国内における社債発行についての規定である。これまでは、社債発行に国家発展改革委員会の認可が必要であったが、新制度では、株主会・株主総会での決議を経て、証監会の認可を受ければ良く、また、発行価格はブックビルディングを通じて決定されることになっており、発行量、金利とも規制からの脱却が図られている。

第五に、市場流動性の点で、2006 年 7 月に、銀行間市場におけるマネーブローカー業務が正式に開始した。また、人民銀行は 2007 年 1 月に「全国銀行間債券市場債券マーケットメイカー管理規定」を発表した。これは、銀行間債券市場の債券マーケットメイカーの参入基準の引下げなどを含むものである。

## 2. 特別国債

人民銀行の保有債券不足の問題は、2007 年 8 月に発行され始めた特別国債により多少緩和されると見られる。これは、外貨準備の運用のために今年中に設立される「中国投資有限公司」の資金源として財政部が発行する国債である。まず、6000 億元の特別国債が 2007 年 8 月 29 日に発行された。この 6000 億元により、人民銀行から 6000 億元相当分の外貨準備を買い取って運用する。8 月の発行の際は、国債を人民銀行が直接引き受けることはできないので、一旦、財政部が特別国債を中国農業銀行に向けて発行し、人民銀行が農業銀行から買い取る形をとった<sup>15</sup>。この時点では、農業銀行の中央銀行預金 (= 準備預金) に変化はなく、銀行システム全体でも準備預金に変化はない。

<sup>14</sup> 中国では、企業債と会社 (「公司」) 債を区分する方向にある。中国では国家的プロジェクトをファイナンスするために、会社法に規定する会社ではない事業体が発行する企業債も多い。企業債については従来通り国家発展改革委員会が主管し、会社債については機動的な発行を可能にする。

<sup>15</sup> 次の 2000 億元の特別国債は、財政部が銀行間市場で直接売却する予定であり、発行の際、準備が吸収されるものと思われる。

そして、人民銀行が保有することになった 6000 億元の特別国債が、今後、公開市場操作に使用される。実際、人民銀行は 100 億元分を既に市中に放出している（売りオペ）。現在、①こうした売りオペによって資金を吸収する方法や②満期となる中央銀行手形に代替してゆく方法が議論されている。中央銀行手形の満期が最長 3 年であるのに対して、特別国債は 10 年であり、資金を長期的に吸収できるメリットがある。特別国債は、合計で 1.55 兆元発行される予定である。

### 3. 金利体系の改善

短期金融市場が発達するにつれて、金利体系も改善されつつある。企業の活動に直接影響を及ぼす手形割引率とコール金利、レポ金利、中央銀行手形金利は関連性を見せ始めており、金融調整と実体経済への関連が出来つつある<sup>16</sup>。

短期金融市場の基準金利整備の面では、上海銀行間取引金利（Shibor）の導入がある。これは、全国銀行間コール取引センターが上海の銀行間コールレートを公表するものである。16 の銀行のオファー・レートの算術平均であり、翌日、1 週間、2 週間、1 ヶ月、3 ヶ月、6 ヶ月、9 ヶ月、1 年物について発表される<sup>17</sup>。既に、企業債発行の際、Shiborを基準に発行金利を決定する動きもあり、人民銀行もShiborの基準金利化を後押ししている。但し、実務上は、Shiborではなく実際のコールレートが使われており、しかも、コール市場の取引が 7 日以内に集中しているため期間が長めの金利は依然として安定的でないとの指摘もあり<sup>18</sup>、本格的な金利体系の形成にはなお時間を要すると見られる。

新商品導入では、銀行間債券市場で人民元金利スワップ取引が 2006 年 2 月に実験的に始まっている。これは、金利リスクの低減手段を提供する意図であり、さらなる金利自由化の土台ともなる。変動金利と固定金利のスワップが試験的に導入されており、2006 年末時点で 21 機関がスワップ取引を行っている。

## V. 終わりに

間接的マクロコントロールの鍵を握る公開市場操作の基礎となる短期金融市場の規模が拡大し、また、基準金利整備に向けた動きが出てきたことは改善点である。しかし、当面は外貨準備が増加する中で、人民銀行の金融政策運営が、困難な状況にある点は変わらない。人民銀行の公開市場操作に特別国債という新方法が加わったが、国際収支黒字増加が今後も長期間続けば、この方法も使い切ってしまうことになろう。輸出抑制、輸入増加、人民元切上げに対する安全網の確保、違法な資金流入の阻止などの総合的な政策をより効果的に打つ必要がある。また、地方政府の行政的関与に代表される市場原理以外の要素を取り除いてゆかなければ、直接コントロールの時代にはもはや戻れず、間接コントロールも効果がないという中途半端な状況に陥りかねない。金融調整の改善は他の経済構造改革と密接に関係しており、両者は同時に進めなければならない。

<sup>16</sup> 中国人民銀行（2007）

<sup>17</sup> その他に、基準金利を巡る動きとしては、銀行間債券レポの基準金利が、前営業日の金利ではなく、当日 11 時に発表される金利に変更された（2006 年 3 月発表）。当該金利に基づいて発行される金融債もあり、市場実勢に沿った金利を形成する意図がある。

<sup>18</sup> 市場関係者へのインタビューによる。

### 【参考文献】

- 郭田勇「中国貨幣政策体系的選択」、中国金融出版社、2006年  
夏・陳 「中国の過剰流動性に関する報告」、本誌収録、2007  
中国人民銀行「中国貨幣政策執行報告」各期  
中国人民銀行上海総部「2006 中国金融市場發展報告」中国金融出版社、2007年  
李揚編「中国金融發展報告（2006）（No.3）」、社会科学文献出版社、2006年  
李揚編「中国金融發展報告（2007）」、社会科学文献出版社、2007年

### 著者紹介

神宮 健（じんぐう たけし）

株式会社野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表  
1961年生まれ。1983年早稲田大学政治経済学部卒、1988年 University of California Los Angeles (UCLA) アンダーソン・スクール卒、経営学修士。  
1983年野村総合研究所入社。米国野村総合研究所、経済調査部経済調査室長、同アジア経済研究室長、香港野村総合研究所、野村証券北京代表処などを経て現職。  
主要著書に『日本再生への処方箋』（共著）などがある。



Chinese Capital Markets Research