

# 中国金融構造の特徴とその変化

童 適 平

## 要 旨

日本の高度成長期に存在した間接金融優位、オーバー・ローン、オーバー・ボロイングと資金偏在という金融構造の特徴は移行期の中国経済にも存在したが、オーバー・ローンとオーバー・ボロイングは早く解消した。オーバー・ローンとオーバー・ボロイングは基本的に国有商業銀行と国有企業との間に存在した現象で、国有企業の改革と中央銀行再融資から外貨買い介入への中央銀行通貨供給方式の変更が解消の主な原因である。中国では、短期金融市場における資金偏在は、かつての日本とまったく逆の形で現れている。つまり国有商業銀行は恒常的に資金の運用者で、中小銀行は資金の調達者になる。これは国有商業銀行の豊富な預金源と相対的に乏しい資金運用先とのギャップによるものである。金利自由化を始め銀行改革があまり進んでいないため、この現象は未だに存在する。間接金融優位は政府主導の追越型経済成長に規定され、低金利により守られたものである。

家計部門金融資産が蓄積するに連れて、資産多様化のニーズが生じ、投資行動が変化しつつある。また、市場メカニズムが浸透するに連れて、国有商業銀行も新設した金融機関も市場原理を重視し、経営合理化を進めるので、金融構造が変化し、現存する金融構造の特徴もやがて歴史的な役割を終えると考えられる。

## 目 次

- |                        |                            |
|------------------------|----------------------------|
| I. はじめに                | IV. 金融構造特徴の形成要因とその歴史的な役割   |
| II. 資金循環の概観            | 1. 金融構造特徴形成要因——低金利と漸進型移行経済 |
| III. 金融構造の特徴とその形成背景    | 2. 歴史的な役割                  |
| 1. 間接金融優位              | V. おわりに                    |
| 2. オーバー・ローンとオーバー・ボロイング |                            |
| 3. 資金偏在                |                            |

## I. はじめに

財政機能を重視する社会主義計画経済から金融機能も重視する社会主義市場経済への移行に伴い、当然、資金の流れが変化する。一方、中国は漸進的な改革路線を取ったので、財政機能も重視しなければならない。このような状況の中で、形成された中国の金融構造はどのような特徴をもっているのか、特徴形成の原因は何であろうか、そして、経済の移行に伴い、その原因は如何に変化するのか、金融構造はどのように変化するかが本稿の問題意識である。この問題意識に沿って、まずⅡで1992年から公表された資金循環表のデータを使用して、国民経済部門別に資金の流れを概観した。続けてⅢでかつて日本の金融構造を分析した鈴木淑夫氏の分析方法を参考に中国の金融構造の特徴とその形成背景を分析した。そしてⅣでこの中国金融構造の形成原因とその変化を分析し、原因変化は金融構造の変化をもたらし、中国金融構造の特徴も高度成長期の日本と同じように一歴史的な現象に過ぎないことを分析する。最後にⅤで簡単なまとめを行う。

## Ⅱ. 資金循環の概観

経済活動に伴い、必然的に資金の流れが発生する。国民経済を家計、政府、非金融法人企業、金融機関と海外の5部門に分けてそれぞれ資金の運用、調達という資金の流れを表すのは資金循環表である。ある部門の資金「調達-運用」がプラスであれば、この部門は資金不足の状態にあり、逆にマイナスであれば、この部門は資金過剰になる。この資金過剰不足額のその年

の名目GDPに対する比率はそれぞれの部門の資金過剰不足の程度を表すことになる。

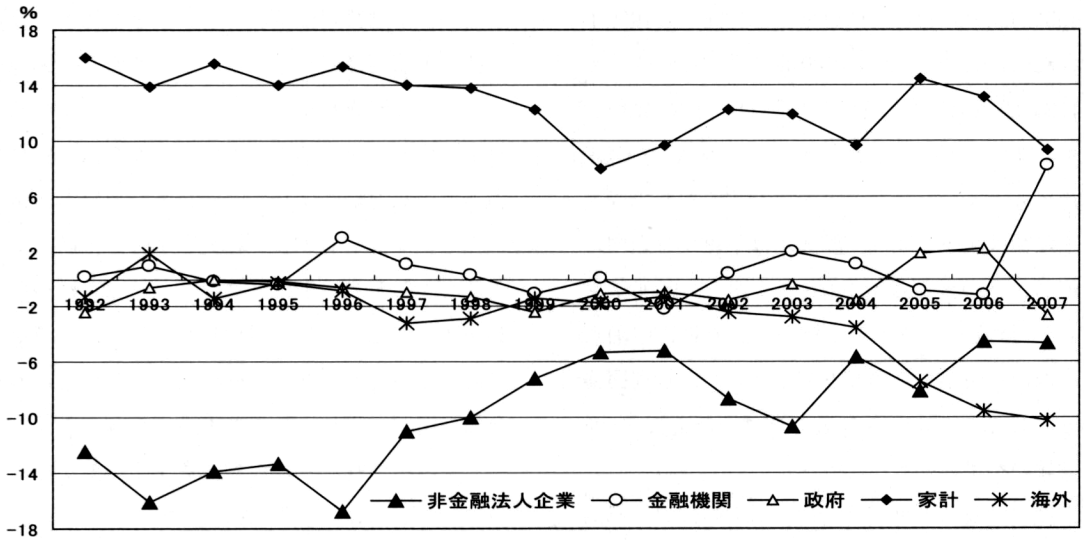
中国も1992年から資金循環表を公表するようになった。図表1はこの資金循環表のデータを使用して作られた部門別資金過剰不足の対名目GDP比率である。

図表1を参照されたい。1992年以降、家計部門が一貫して大幅な資金余剰を示したことが分かる。1991年以前も多分、同じ状況だと推測される。家計部門が資金余剰の状態にある理由としては、収入と支出のずれ、万一に備える動機、投資機会を狙う欲望及び家計部門と企業部門の貨幣の限界効用の差などが挙げられる。これらの理由は世界共通で家計部門の資金余剰現象は他の国も同じである。

家計部門の資金余剰規模は1997年までは対名目GDPの15%前後で推移している。1990年代後半から低下し、2000年には10%を割り込んだが、その後、上昇し、10%以上の状態が続いた。2005年と2006年はまた15%近くまで上昇しているが、2007年はまた急低下して10%を割り込んだ。

この家計部門資金余剰状況変動の理由について、詳しい分析はⅢに譲るが、ここで簡単に触れておく。家計部門の資金余剰状況は色々な要素に左右され、大雑把に言えば、家計所得、金融市場金利、金融資産価格の動向などが挙げられる。1997年は例の東南アジア金融危機の影響により、中国の経済成長率が前年度の名目17%成長から10%へ、1998年と1999年は6%まで落ち込み、家計の可処分所得も減った。2000年以後、高い成長が続き、所得も増加した。2003年から物価上昇率が高まり、金利を上回る状態(実質マイナス金利)が発生した。2004年末から金利引き上げに踏み切った。2007年は不動産

図表1 部門別資金過不足対 GDP 比率の推移



〔出所〕 中国金融学会『中国金融年鑑』暦年版。

ブームがあり、銀行からの不動産購入融資を中心とする融資額は急増し前年比では倍増に近い、などで説明できる。

これに対して、非金融法人企業部門は一貫して資金不足の状態が続いている。これも世界共通の現象である。社会の付加価値は究極的には企業によって作られるのである。景気がよければ、付加価値を創造するチャンスが増え、企業は内部資金だけでは付加価値の創造に対応できず、外部資金を調達して対応しなければならない。経済成長のスピードが速ければ速いほど、企業の経済見通しも楽観的になり、投資を増やし生産を拡大し、外部の資金がますます必要になる。

非金融法人企業部門の資金不足規模は、1992年～1996年には、対名目 GDP の15%前後に達した。1995年から、急速に縮小した。中国政府は、国有企業の銀行融資返済の焦げ付き、国有商業銀行貸付不良化に気づき、銀行融資規律を

強化し、銀行融資に対して貸出特別引当金制度を導入したため、銀行融資が抑制され、資金の供給が引き締められた。1996年以後、その比率が低下した。2001年以後、経済の高度成長に伴い、上昇したが、2004年以降再び低下した。2006年と2007年は金融政策の引き締めにより、企業資金運用としての銀行預金、企業間決済資金が増加し、不足比率が5%以下になった。すぐ後で見ると、この非金融法人企業資金不足額の低下を補ったのは政府部門と海外部門である。

続けて政府部門の資金過不足を見てみよう。基本的に不足の状態が続いているが、その不足幅は1993年以後、縮まった。1993年にこの不足額は227.3億元で、対 GDP 比はわずか0.6%であった。1994年と1995年は更に100億元以下に減少した。1997年東南アジア金融危機以後、中国政府は財政政策による内需拡大政策に転じたので、対名目 GDP 政府部門の資金不足幅が拡

大した。1997年、政府の資金不足額は前年度の403億元から744億元に急増し、1998年と1999年は更に1,097億元と2,190億元に増加した。対名目 GDP 比率も0.56%から2.44%まで上昇した。2000年は999億元に減少し、対名目 GDP 比率も1%になった。その後も政府部門の資金不足額は減少し続け、2005年は不足から過剰に転じ、その金額は3,311億元に達し、2006年も4,687億元の過剰となったが、2007年に中国政府は国有商業銀行の資本金増強のため特別国債を発行したため、資金過不足は一転して6,540億元の不足に変わった。

この資金過不足で特に目を引くのは海外部門である。海外部門資金過不足の表し方は、国内部門と正反対である。国際収支が黒字の場合、資金が流入するので、つまり「調達一運用」がプラスなので、資金不足と表され、逆に赤字の場合、資金が流出するので、資金過剰として表される。図表1のように、1992年からの観測期間中に、1993年を除いて、中国の国際収支は一貫して、黒字であるので、海外部門においては、資金が流入し、資金不足として表されている。この資金不足の対名目 GDP 比率は、2001年以前、約2%以下であったが、2002年以後、2%強に高まり、2004年に3%を超え、2005年に7%台に上り、2006年には更に9.6%、2007年には10.2%まで上昇し、その金額は25,575億元に達した。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。2001年末、中国がWTO加盟を実現し、輸出入が拡大し、貿易黒字と海外からの直接投資が一段と拡大したのがその要因だと考えられる。これは中国経済が世界経済にビルトインする反面、中国のような規模の大きい国の経済成長資金、そして市場はあまりにも海外に依存しすぎて、経済の不安定要

因だとも言える。

最後に金融機関部門がある。金融機関は、金融仲介業務だけでなく、自己勘定で資金を調達したり、投資業務を行ったりするので、資金過不足の状況が発生する。図表1のように、資金過不足の状況が交差している。また規模も非常に小さい。対名目 GDP 比率は大抵1%以下である。2007年は、2006年の-2,454.0億元から20,450.0億元に急激に増加した。これは2007年に株価の高騰で証券会社や投資ファンドなどの金融機関が運用した証券の市場価格が上昇したことで説明される。ここで注意する必要があるのは、中央銀行である中国人民銀行もこの金融機関のカテゴリーに含まれるので、中国人民銀行が所有する外貨準備は金融機関部門の資金過不足にも影響を与えることである。

### Ⅲ. 金融構造の特徴とその形成背景

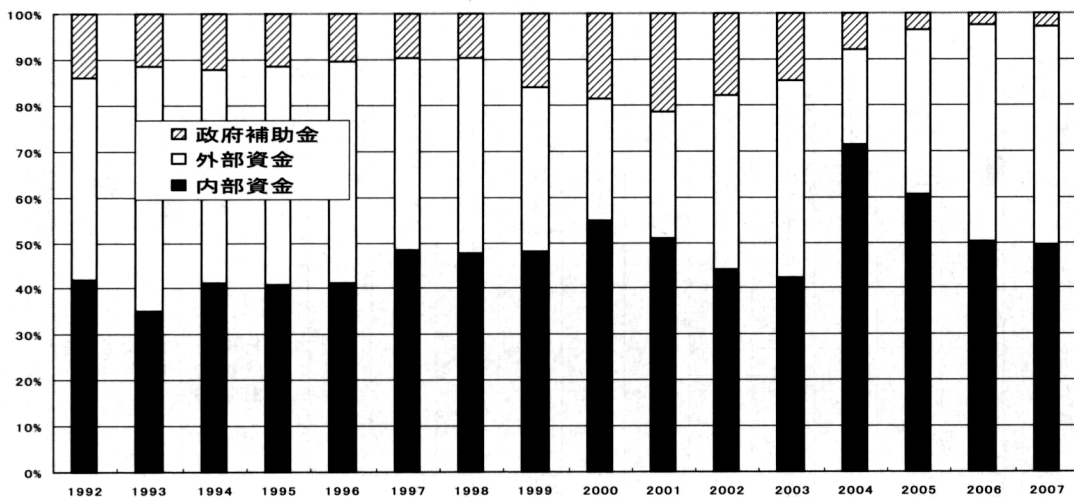
以上のように、資金過剰部門である家計部門の資金が資金不足部門、主として非金融法人企業部門へ流れ、消費資金が生産資金へ転換して付加価値の生産に利用されることは世界各国の一般現象であるが、中国の金融構造は次の三つの特徴にまとめることができる。

#### 1. 間接金融優位

一般的に、資金の循環は金融仲介機関を通すのか通さないのかで分類する方法がある。銀行預金と保険は銀行や保険会社という金融仲介機関を通すので、間接金融に分類され、株式と債券投資は金融仲介機関を通さないで、直接金融に分類される。

資金不足部門である非金融法人企業部門の資

図表2 非金融企業内部資金と外部資金比率



〔出所〕 同図表1。

金調達方法を考察する前にまず非金融法人企業部門の資金不足状況を反映する内部資金と外部資金の変化を見てみよう。

企業は経営活動を行う時、必要な資金は、内部で例えば未配分利益などを積み立てた資金、いわゆる内部資金と、銀行融資、証券発行などの外部資金を使用する方法がある。中国では非金融法人企業部門の部門全体の内部資金と外部資金のデータが公表されていないので、代わりに、上記の資金循環表の実物取引に掲載された非金融企業部門の「総貯蓄」を内部資金とし、「総貯蓄－総資本形成」を外部資金として、図にしたのが図表2である。

図表2に示されるように、株式の発行や内部留保の増加など資本増強の措置により、非金融法人企業の内部資金比率は上昇していることが分かる。1996年まで内部資金比率は約40%で、1997年以後、50%台に上った。しかし、2001年以降少し低下したが、2004年には70%まで大きく跳ね上がった。その背景には2001年のWTO

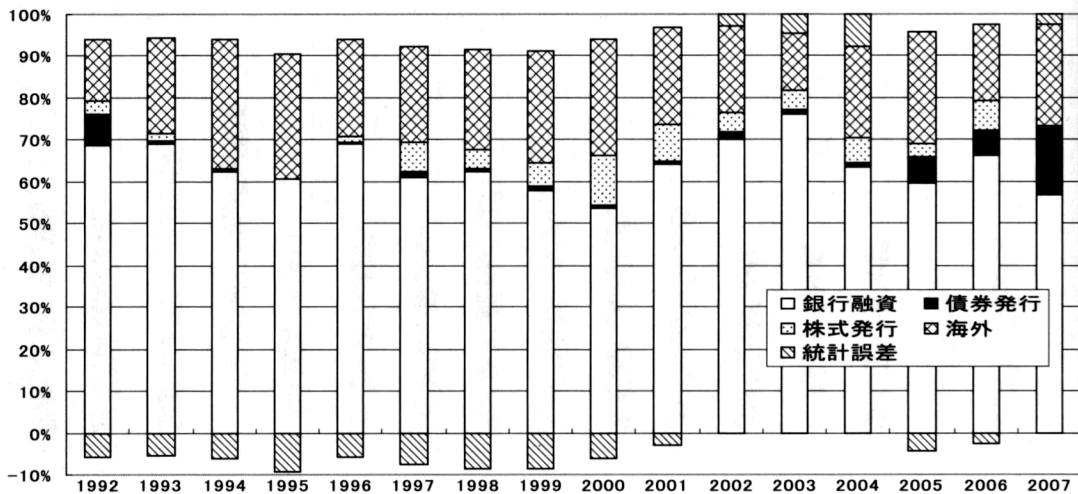
加盟で投資ブームを迎え、2003年あたりから中国もデフレの傾向が見られ、企業は投資を控えた。2005年以降、再び投資ブームが起き、自己資本比率が60%から50%近辺へ低下した。

間接金融優位という本題に戻ろう。まず、非金融法人企業はどんな形式で外部資金を調達しているのかを見てみる。

図表3は資金循環表の非金融法人企業資金調達のデータを使用し、図にしたものである。外部資金の調達方法を、銀行融資、債券発行、株式発行に分けることができる。非金融企業全体を一つのカテゴリーとして取上げる場合、海外からの直接投資も外部資金として計算することができる。

図表3によれば、銀行融資の比率は若干の変動があっても、基本的に60%前後で推移している。1992年と1993年は、資金調達の70%以上占めていた。その後、低下したものの、概ね、65%以上の比率を維持している。2003年は80%であった。債券発行による資金調達は1992年

図表3 非金融企業調達方式の推移



〔出所〕 同図表1。

7.6%、2005年の6.9%、2006年の6.0%を除いて、他の年は1%前後である。中国では大型商業銀行は金融債を発行しているものの、非金融法人企業はごく少数の大型国有企業を除いてほとんど社債の発行を認められていない。ここからも中国の社債市場が如何に貧弱かが窺われる。

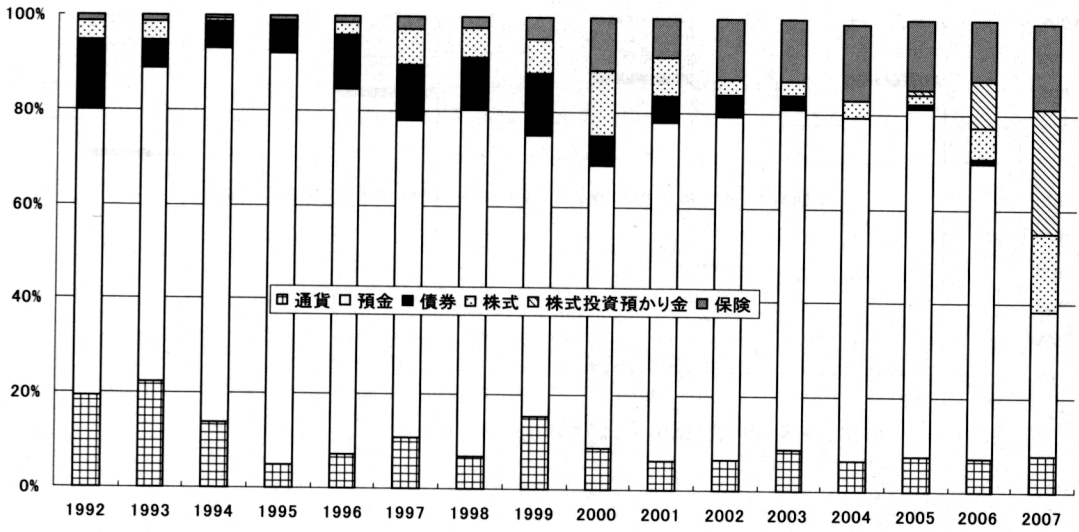
株式発行による資金調達も同様に、2000年の14%を除いて、他の年は10%以下である。この中、5%以下の年は9年間であった。期間を通して、株式と債券発行による調達は全体の20%以下で、銀行融資に遠く及ばないことに止まることが分かる。つまり、非金融企業部門の外部資金調達は基本的に銀行融資である間接金融に依存すると結論づけることができる。

次に、このような間接金融優位の現象を、資金供給源として資金過剰部門である家計部門の資金供給方式からも確認することができる。

家計部門の余剰資金運用形式は普通、現金通貨、銀行預金、債券、株式と保険の5種類にまとめることができるが、債券、株式、預金などを運用対象とする投資信託もある。どのように運用されているのを見るのに、一定期間の運用金額、いわゆるフローとある時点の残高（ストック）の両角度がある。まず、1992年以降、公表されるようになった資金循環表のデータを使用して、家計部門金融資産のフローの状況を見る。

図表4のように、家計部門の金融資産において、現金通貨の比率は大きく低下している。1992年と1993年のその比率はそれぞれ19%と22%台に達していた。中国の家計はほとんど現金決済の方法を使用することを物語っている。1994年に13%台に、1995年に更に5%まで下落した。この急落の背景には1993年～1994年、当時、深刻なインフレーション対策として、中国

図表4 家計部門金融資産増加の構成



〔出所〕 同図表1。

政府は貯蓄預金に対して金利の引き上げと同時に消費者物価にスライドする預金補助金利を支給する対策を取ることににより、買い物のチャンスを狙う手持ち資金は銀行預金へ流入したことがその主な理由であると思う。その後、1999年を除いて、カード決済など電子マネーの普及により、趨勢的に低下している。

家計余剰資金運用に最も大きなウエートを占めたのは銀行預金である。1992年と1993年は60%台であったが、1994年に79%、1995年に87%に跳ね上がった。その原因は前述した通り、金利の上昇によるものである。その後、株式市場の変動に伴いながら、一時、60%前後まで低下したものの、近年、また75%前後まで高まったが、2006年から低下している。特に2007年には30.8%まで激減した。二つの理由がある。一つは今まで銀行預金としてカウントされていた証券会社に預ける顧客株式投資資金は2005年から株式投資預かり金として単独で統計

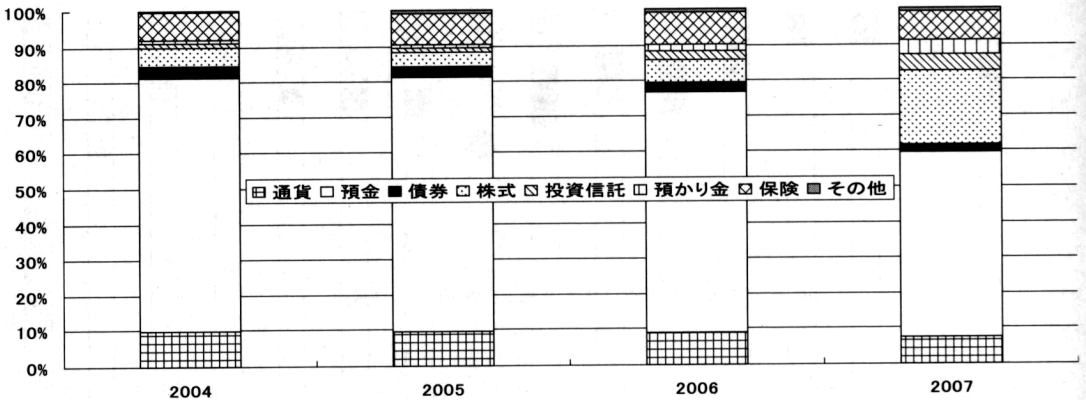
されるようになり、2007年にはこの株式投資預かり金は特に急増し、26.7%まで上昇したことである。今一つの理由は株価の暴騰である。

一方、株式の比率は2000年の13.8%を除いて、5%を越えたのは4年間、他の年は3%以下で推移している。2007年には異常と言える16.7%となった。債券の比率も同様、10%を超えたのは5年間で、1992年は15%で、最も高かった。他の年は概ね6%以下である。

目立つのは保険の比率である。近年確実に上昇している。1992年にわずか1%台、1997年に2%台、1999年に4%台、2000年に10%台、2007年現在約17.5%までに達している。言うまでもなく、公的社会保障制度の整備はその最大の要因である。

続けて、家計部門金融資産のストックを見てみよう。資料の関係で2003年以前のデータは入手できないので、2004年以降の状況を見てみよう。図表5のように、家計部門金融資産の

図表5 家計部門金融資産の内訳 (ストック)



〔出所〕 張東生など『中国住民所得分配年度報告書 (2008)』経済科学出版社2008年12月、110頁。

トックもフローと同じことを反映している。2006年まで、銀行預金 (+ 株式投資預かり金) は全ての年で金融資産の70% 占め、債券は3%、株式 (+ 投資ファンド) は約6% ~ 8%、保険は8% ~ 9% の前後で推移している。しかし、2007年に大きな変化が見られた。銀行預金は52% まで急低下したが、株式投資預かり金が急増した。2005年には2,000億元以下であったが、2006年は5,214億元となり、2007年には更に14,149億元になった。この株式投資預かり金を銀行預金に加えても全部銀行預金残高は56.3% に止まる。これは2007年の株価急騰により、多くの銀行預金は株式投資へ転出したからである。

このように、非金融法人企業部門の資金調達と家計部門の資金運用の両面から、中国の資金循環において、間接金融はその主要な方法であると断定することができる。いわゆる間接金融優位である。中国の漸進的な移行経済は、改革を伴いながら経済の成長を同時に実現することが要求されるので、直接金融よりコントロールしやすいし、ある特定の目的のために金融資源

を効率的に集中しやすい間接金融優位の金融構造が選択されたとも言える。

## 2. オーバー・ローンとオーバー・ボロイニング

中国金融構造の次の特徴はオーバー・ローンと呼ばれる。オーバー・ローンとは和製英語で、戦後高度成長期によく見られた日本金融構造の特徴の一つである。オーバー・ローンの定義は、銀行は、預金と資本金の合計以上に貸出、有価証券投資を増やした結果、ネットの準備資産 [= (中央銀行貨幣 + コール・ローン) - (中央銀行借入金 + コール・マネー)] が「負」である状態にある<sup>1)</sup>ことを指す。

銀行経営では常に流動性を保つことは非常に重要であるが、中央銀行貨幣マイナス借入金「負」である状態は銀行が与信超過の状態にあり、流動性どころか、経営を維持するために中央銀行からの借入金に依存することを意味する。そして、銀行経営において、中央銀行借入金に依存する「負」の現象は個別的、一時的であれば、世界各国に起こりうるかもしれない

図表6 主要金融機関の準備資産と中央銀行借入金の残高 (億元)

	預金性金融機関注1				国有商業銀行注2				株式制商業銀行			
	準備資産 注3①	中央銀行 手形②	中央銀行 借入金③	①+②-③	準備資産 ①	中央銀行 手形②	中央銀行 借入金③	①+②-③	準備資産 ①	中央銀行 手形②	中央銀行 借入金③	①+②-③
1993	5832.1	0.0	9680.3	-3848.2	4892.4	0.0	9555.7	-4663.3	502.1	0.0	80.4	421.7
1994	7518.4	0.0	10316.5	-2798.1	6046.2	0.0	10182.2	-4136.0	767.3	0.0	92.6	674.7
1995	9898.5	0.0	11173.9	-1275.4	7795.1	0.0	11095.2	-3300.1	1052.4	0.0	43.7	1008.7
1996	13694.9	0.0	14210.1	-515.2	10195.9	0.0	14088.5	-3892.6	1427.2	0.0	81.2	1346.0
1997	16274.8	0.0	14002.9	2271.9	10915.8	0.0	13885.1	-2969.3	2009.2	0.0	59.7	1949.5
1998	15005.8	0.0	12032.5	2973.3	9722.7	0.0	11867.2	-2144.5	1995.3	0.0	77.8	1917.5
1999	15919.1	0.0	12013.7	3905.4	10158.6	0.0	7559.8	2598.8	2509.2	0.0	129.3	2379.9
2000	16082.2	0.0	8938.6	7143.6	9548.4	0.0	8120.5	1427.9	3115.0	0.0	96.8	3018.2
2001	18065.2	0.0	9440.5	8624.7	10847.5	0.0	8358.2	2489.3	3454.1	0.0	73.3	3380.8
2002	20281.5	793.3	12359.8	8715.0	11943.1	586.4	3165.3	9364.2	3830.4	202.8	326.1	3707.1
2003	24094.6	2890.1	10772.4	16212.3	13507.5	2548.8	2610.7	13445.6	4768.8	291.3	293.4	4766.7
2004	37084.2	9217.2	9690.1	36611.3	15171.0	6759.7	2402.3	19528.4	5778.3	1596.8	15.5	7359.6
2005	39969.5	16583.0	7807.5	48745.0	16400.9	12921.2	1802.0	27520.1	5826.1	1642.3	29.8	7438.6
2006	50230.9	31749.3	6202.0	75778.2	22103.0	24520.3	1860.8	44762.5	12455.8	3662.2	46.4	16071.6
2007	70503.5	38633.4	7159.6	101977.3	33524.5	28335.0	2843.2	59016.3	17422.8	7153.3	79.9	24496.2
2008	93915.3	42683.0	4610.0	131988.3	46181.1	31956.0	426.8	77710.3	22776.0	6651.0	58.0	29369.0

〔出所〕 同図表1。

(注) 1. 預金性金融機関は国有商業銀行、農業発展銀行、株式制商業銀行、都市商業銀行、農村商業銀行、外資銀行、都市信用合作社、農村信用合作社、財務会社を含む。2006年以後、国家開発銀行と中国輸出入銀行が加わる。

2. 2001年以前国有商業銀行は農業発展銀行を含む。

3. 準備資産 = 預金準備金 + 中央銀行預金 + 現金。

が、日本の高度成長期、そして中国では普遍的な現象として長い間続いた。

図表6を参照されたい。中国が銀行のバランスシートを公表するようになった1993年からの中央銀行貨幣（準備資産+中央銀行手形）と中央銀行からの借入金のデータを並べている。

本来、コール市場を始め短期金融市場も銀行の流動性調整の重要な手段であるので、銀行の準備資産を考察する時には、中央銀行貨幣だけでなく、第2準備資産と呼ばれる短期金融市場の取引データも入れて見るべきである。しかし、1999年まで中国のコール市場は殆ど規範的に整備されていない。その統計データも個別銀行のバランスシートには断片的に記載されることがあるものの、預金性金融機関、或いは国有

商業銀行、株式制商業銀行を一つのカテゴリーとしてのデータも公表されていないので、敢て、このデータを使用すれば、1999年前後の状況には使用データの統一性が欠けることになる。そして、国有商業銀行は殆ど独占に近い状態にあった当時の状況から、短期金融市場の要因を省略して、中央銀行貨幣と中央銀行からの借入金だけで検証してみても大きな誤差が生じない。実際に、断片的な記載を見ても、当時（1999年以前）コール市場の取引額は微々たるもので、銀行経営において極めて限界的な存在であったので、銀行の準備資産が「負」か「正」かを判断するのにはほとんど影響しない<sup>2)</sup>と思うので、ここでは中央銀行貨幣と中央銀行からの借入金だけにした。

図表6から、少なくともデータが公表された1993年から1996年まで預金性金融機関のネットの準備資産（中央銀行貨幣－中央銀行借入れ）が「負」である状態にあること、国有商業銀行は1993年から1998年まで「負」であること、株式制商業銀行は期間を通して「正」であること、という事実を発見することができる。

なぜ「負」であろうか。当然ながら借金して経営するので資金不足だったからである。この不足資金は、中央銀行からの借入金で賄われた。これは市場経済に移行しながら、特定マクロ経済目標を実現するために銀行を通して、金融資源を集中し配分する政府の意図を貫徹する現れだという他はない。つまり、銀行システム全体はオーバー・ローンの状態にあることである。改革開放政策以後誕生した株式制商業銀行には、「負」の状態が見られないのは、政府の意図は主として国有商業銀行を通して貫徹されたことである。勿論、国有商業銀行の「親方日の丸」意識によるずさんな経営も要因の一つである。また、株式制商業銀行は「正」であり、国有商業銀行より相対的に成長が速いので、預金性金融機関全体の「負」の状態は国有商業銀行より2年間早く終わった。

一方、オーバー・ローンと相まって、オーバー・ボロイングの現象も見られる。オーバー・ボロイングも和製英語で“企業部門の資金調達において銀行借入れの比重が高い状態をさしている”<sup>3)</sup>。

図表2と図表3を参照すれば、長期にわたって、中国の非金融企業部門の自己資金比率が低いことが分かる。政府補助金を外部資金とすれば、2003年まで内部資金比率はおおよそ40%～50%に収まっている。外部資金において銀行借入れの比率はとりわけ高い。多くの年は70%

以上に達している。二桁成長が続いた中国経済においては自然と言える現象かもしれない。成長率が高いので、内部資金の蓄積だけで成長率に追い付かないから、外部資金を調達して成長率を高めるロジックである。

ところで、預金性金融機関の「負」の状態は1997年に終止符を打った。同国有商業銀行も、2年遅れの1999年に「負」の状態が終了した。これはなぜであろうか。

1995年以降、国有企業の経営不振による国有商業銀行の不良貸出問題が露呈し、これに気づいた中国政府は国有商業銀行に対して貸出特別引当金制度を設けたにもかかわらず、増えつつある膨大な不良貸出残高に対して引当金は焼け石に水であることが分かり、1999年に資産管理会社を設立し、国有商業銀行から不良債権を切り離す措置を講じたと同時に中央銀行からの借入金も急減し、ネットの準備資産が「負」から「正」へ変わったわけである。

これと相まって、東南アジア金融危機で中国は1998年と1999年に2回預金準備金率を引き下げたにもかかわらず、国有商業銀行は貸出増加に慎重な態度を取り、貸し渋りの現象を起し、新規預金の相当の部分を預金準備金（いわゆる超過準備金）に回した。特に、中国の場合、預金準備金に対して金利を付するので、尚更、商業銀行に預金準備金増加のインセンティブをつけた。その結果、ネットの準備資産が「正」に変わり、この「正」である状態が今日まで維持されている。

一方、ネットの準備資産が「負」から「正」へ変わった1999年に、非金融企業部門の外部資金調達における銀行借入比率が下がり、前年度の75%から70%へ、2000年には更に61%へ下がった。2001年には跳ね上がったが趨勢的に下

がる傾向を示した。

また、WTO加盟翌年2002年から中国の貿易黒字と外資の進出が急増し、中国現行外為管理制度の下で中央銀行が為替レートの安定を維持するため、常に外貨買い介入をせざるを得ない。外貨買い介入による通貨発行の急増を回避するため、商業銀行宛に中央銀行手形を大量発行し、売買するようになったのはもう一つの原因である。つまり、中央銀行融資方式から手形売買方式へ通貨供給方式も変化した。

このように、オーバー・ローンという中国金融構造の特徴は、中央銀行通貨供給方式と金融資源集中という特殊機能を持って、中国型政府主導漸進型移行経済において、重要な役割を果たして、歴史の舞台から消えた。

### 3. 資金偏在

資金偏在とは高度成長期の日本の金融構造に見られたもう一つの特徴である。コール市場、預貸市場及び手形売買市場において、都市銀行の準備資産は恒常的に「負」であり、その他銀行は恒常的に「正」である状態を指す<sup>4)</sup>。言い換えれば、高度成長期の日本の銀行部門全体はオーバー・ローンの状態にあるが、規模の大きい都市銀行を除いたその他の銀行は必ずしもそうではない。つまり、銀行部門の中、資金が偏っているのである。

さて、中国の銀行部門の中にも同じ状況が存在するであろうかを検証してみたい。

図表6のように、中央銀行貨幣－中央銀行借入金という定義において、株式制商業銀行のネットの準備資産は「正」であるから、株式制商業銀行はオーバー・ローンの状態でないことを意味する。一方、1998年まで国有商業銀行のネットの準備資産は「負」であるので、国有商

業銀行と株式制商業銀行との間に資金偏在が存在していた。しかし、1999年以後、国有商業銀行のネットの準備資産も「正」に変わり、オーバー・ローンが解消したので双方の間には資金偏在も無くなったと言える。

ところで、金融市場の発達で、銀行経営において、上記の準備資産以外に、短期金融市場の借入れにより流動性を保つことも可能となる。また、準備資産は「正」であっても、短期金融市場からの純借入れは準備資産の「正」より大きければ、資金の偏在が存在する結論が変わる。つまり、短期金融市場の要因を加えれば、資金偏在があるかないかの結論が変わる可能性がある。

上記短期金融市場を抜きにして中央銀行貨幣と借入金だけを取り上げたのを「狭義の準備資産」とし、短期金融市場を加えたのを「広義の準備資産」とする。そして、短期金融市場の定義をコール市場と銀行間現先市場<sup>5)</sup>も含むことにすれば、広義の準備資産の定義式は次のように表現できる。

$$\text{広義準備資産} = (\text{中央銀行貨幣} - \text{中央銀行借入金}) + \text{短期金融市場} (\text{貸出} - \text{借入})$$

中央銀行貨幣と中央銀行借入金の差額より、短期金融市場の貸出と借入の負の差額が大きければ、広義準備資産は「負」になり、銀行部門内部に資金偏在が存在することになる。

1999年以後、コール市場を始め短期金融市場が徐々に整備され、その統計データも揃うようになったので、短期金融市場の要因を入れて、改めて、国有商業銀行と株式制商業銀行のそれぞれの準備資産の状態を考えて資金偏在の問題を検証してみることができるようになった。

1999年、取引機関別コール市場と銀行間債券現先市場を含む短期金融市場の資金貸出と借入

図表7 短期金融市場における資金ポジション (貸出-借入) (億円)

	国有商業銀行	その他商業銀行 <sup>1)</sup>	その他金融機関 <sup>2)</sup>	外資金融機関
1999	344.4	n.a.	n.a.	-5.0
2000	5,081.3	-1,011.0	-3,978.8	-91.5
2001	14,048.1	-5,516.0	-8,358.6	-173.6
2002	48,603.8	-18,442.5	-29,896.4	-264.9
2003	74,114.7	-44,172.6	-29,578.8	-363.0
2004	50,800.2	-26,879.5	-22,813.5	-1,107.2
2005	91,179.3	-29,292.3	-55,177.1	-3,752.3
2006	127,525.0	-46,937.1	-65,433.9	-15,154.1
2007	121,818.0	18,719.5	-97,876.8	-40,720.0
2008	112,087.0	23,119.0	-97,829.0	-40,293.0
2009	271,666.0	4,269.0	-239,820.0	-36,115.0

〔出所〕 同図表1。2008年、2009年は中国人民銀行「中国貨幣政策執行報告」。

〔注〕 1) その他商業銀行は株式制商業銀行と都市商業銀行を含む；

2) その他金融機関は政策性銀行、農業信用合作社連合、財務会社、信託投資会社、保険会社、証券会社と投資基金を含む。

れのデータを公表するようになった。図表7に示されるように、データがある1999年～2009年の間、国有商業銀行は短期金融市場において一貫して「貸出-借入」が「正」で純資金運用者である。その他商業銀行は2007年と2008年を除いて、これまで一貫して「貸出-借入」が「負」で純資金調達者である。銀行以外の金融機関及び外資金融機関も一貫して純資金調達者であることが分かる。

図表6と図表7を広義準備資産の式に照らしてみよう。

1999年～2009年の間、国有商業銀行は「中央銀行貨幣-中央銀行借入」も短期金融市場の「貸出-借入」も「正」であるので、広義準備資産も「正」である。

ところで、その他商業銀行は違う。2000年～2006年の間、その他商業銀行は、「中央銀行貨幣-中央銀行借入れ」が「正」であるにもかかわらず、

短期金融市場の「貸出-借入」は「負」であり、2001年から2006年までの間に短期金融市場の「貸出-借入」の「負」の額は「中央銀行貨幣-中央銀行借入れ」を上回ったので、その他商業銀行の広義準備資産が「負」になった。

しかし、その他商業銀行の広義準備資産の「負」の額は国有商業銀行の「正」の額より小さいので、1999年以後、銀行部門においてオーバー・ローンが解消した結論には影響しないが、2001～2006年の間に、銀行部門の中に資金偏在が新たに起きた。つまり、1993年～1998年の間に銀行部門内に資金偏在が存在し、主に、狭義準備資産 (= 中央銀行貨幣-中央銀行借入れ) が「負」の形で国有商業銀行へ資金が偏在したが、2001～2006年の間、短期金融市場を通じて、つまり広義準備資産「負」の形でその他商業銀行へ資金が偏在したと結論づけることが

できる。

次に、短期金融市場のこの現象を少し考えてみよう。

銀行経営上、短期金融市場の存在は一時資金の過不足を調節する手段であるはずなので、貸手となったり、借手となったりするのは本来の姿である。期間中、一貫して資金の貸手であり続けること、或いは資金の借手であり続けることは、資金偏在の存在そのものであると思うほかはない。この現象は高度成長期の日本とまったく逆である。高度成長期の日本には資金偏在が存在したが、主として都市銀行は短期金融市場から資金調達し、その他の銀行は短期金融市場で資金を運用していた。このような現象はアメリカにも見られた。マネーセンターバンクという大手銀行はFF（連邦基金）市場において資金を借入れ、逆に中小銀行は資金を貸出す構造となっている。

理屈から考えてみると、日本やアメリカの現象は理屈に合った現象である。簡単に説明すると、大手銀行は優良な貸出先を持つのに対して、店舗数の規制やコストの制約から預金集め力が不足し、逆に中小銀行は割安コストによる預金獲得力に対して優良な貸出先が不足した。このギャップを埋めるのは短期金融市場である。

日本やアメリカの現象が理屈に合う、「正常」な現象とすれば、中国の現象は「非正常」になる。なぜ、中国には非正常な現象が生じたのであろうか。

普通、考えれば、国有商業銀行の相手は大企業で、国有企業が多い。漸進的な改革であれば国有企業に優先的に銀行融資をして経営を温存させるので、国有商業銀行は資金不足で短期金融市場から資金を借り入れるはずである。その

解釈として、国有商業銀行は特に中国工商銀行と中国農業銀行は計画経済時代から行政システムに応じて全国津々浦々に支店網を限なく敷き、その預金獲得力は、歴史の浅い、営業地域も指定されたその他商業銀行はとて比べられなかったことに理由があるかと思う。国有商業銀行は、豊富な預金にもかかわらず、主要顧客である国有企業への融資要求に対して、少なくとも1999年以後、慎重な態度を取るようになり、不良債権になるリスクを犯すより、短期金融市場で運用する方が得策である。

他方、外資金融機関（主として商業銀行の支店）は、店舗の開設などは規制されるので、短期金融市場は資金調達の重要な手段となった。その他金融機関は銀行以外の金融機関であるので、短期金融市場から資金を調達して長期金融市場に運用することは世界共通の現象である。ここで面白いのは、その他商業銀行の行動である。2006年までその他商業銀行は短期金融市場において、資金の調達者であったが、細かく見ると、コール市場で資金の純運用者である一方、債券現先市場では資金の純調達者として現れている。なぜこのような行動をするのか。簡単に説明すると、中国のインターバンク市場は主としてコール市場と債券現先市場から構成される。主要資金供給者である国有商業銀行は信用取引を主とするコール市場において慎重な態度を取るが、債券現先市場においては債券の担保があるから比較的積極的にある。その他商業銀行はその他金融機関と比べて大量の国債を所有するが、国有商業銀行と比べ、資金は潤沢ではないため、債券現先市場で資金を調達し、コール市場では国有商業銀行より積極的に資金を運用するようになっている。

ところで、2007年から変化が起きた。その他

商業銀行はこれまでの資金調達者から資金供給者へ変わった。市場別の変化を見ると、コール市場で資金を運用し、債券現先市場で調達することには変わりがないが、2006年まではコール市場での純運用額は債券現先市場での純調達額より小さかったが、2007年には大きく逆転した。コール市場での純運用額28,618.9億元に対して、債券現先市場での調達額はわずか9,899.4億元であった。その結果、その他商業銀行は短期金融市場においても純資金運用者となった。

また、国有商業銀行は2007年からコール市場において資金運用者から資金調達者へと変わった。コール市場誕生以来初めての現象である。国有商業銀行の絶対的に潤沢な資金状況が変化したこと、預金市場におけるその他商業銀行の市場シェア拡大と国有商業銀行の市場シェア低下を意味する。当然、金融の引締めも大きな要因として響いた。2009年に金融政策のスタンスは引締めから緩和へ転換したに連れて、この現象が消え、国有商業銀行はコール市場において再び純資金運用者に戻った。

以上をまとめると、1999年に中国の金融構造においてオーバー・ローンが解消した後も、資金偏在と言う現象が存在した。この資金偏在は、資金が国有商業銀行からその他商業銀行及び外資金融機関やその他の金融機関へ流れる特徴を持つが、2007年以降、その他商業銀行からも資金流出するようになった。その結果、その他金融機関と外資金融機関が短期金融市場から調達した資金規模は急拡大した。これは外資企業の成長、外資企業資金使用効率が高いこと、銀行預貯金市場より直接金融の資金利用効率が高いこと、直接金融の成長ニーズが高まることなどが示唆されるメッセージだと理解してよいので

はないかと思われる。

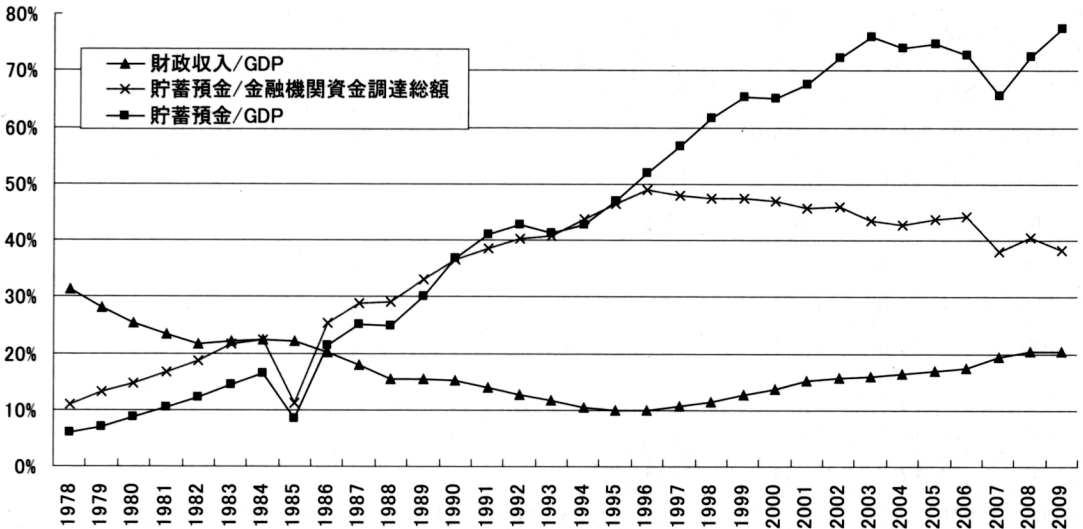
#### IV. 金融構造特徴の形成要因とその歴史的な役割

##### 1. 金融構造特徴形成要因——低金利と漸進型移行経済

中国金融構造の特徴の形成要因は移行経済にある。計画経済の時代、家計の所得を含めた社会のすべての資源の配分は財政が行っていた。市場経済への移行に伴い、多くの分野で財政の配分機能が後退した。当然ながら、図表8のように、GDPにおける財政収入の比率が低下した。1978年、名目GDPに対する財政収入の比率は31.4%であったが、その後次第に低下して、1995年に最低の9.9%まで下落した。その後、徐々に上昇し、直近の2009年に20.4%まで上昇した。一方、これまですべて財政により賄われていた住宅、教育、社会保障などの資源配分には市場メカニズムを導入し、自己責任で行うようになったので、家計は主要貯蓄手段である銀行預金を増やした。図表8を参照されたい。家計の銀行預金残高の名目GDP比は1978年にわずか5.8%であったが、2009年には77.6%まで上昇した。金融機関資金調達総額における家計貯蓄預金の比率は10.9%から38.2%へ高まった。

一方、中国で進められている市場経済への移行には漸進的という特徴も持つ。漸進とは国有企業の改革はドラスティックではなく、緩やかに行われることである。国有セクターを温存しながら、縮小していく方法である。温存する方法は国有企業に優先的に資金を配分する、且つ市場の需給を無視する低金利政策である。国有

図表8 財政比率と家計貯蓄預金の比率



〔出所〕 中国国家統計局『中国統計年鑑』暦年版；中国金融学会『中国金融年鑑』暦年版。

企業に優先的に資金を配分するのに、最も有効な方法は国民の貯蓄を銀行預金の形に銀行システム、とりわけ国有商業銀行に集中させ、政策の意図に従って、配分することである。間接金融はこれに最も適している金融構造である。直接金融は市場の取引を通じて行われるので、政策意図の貫徹に向いていない。なぜなら、直接金融の取引方法は市場取引であるので需給関係を重んじなければならない、政策意図による配分はほとんど不可能である。間接金融であれば、金利を市場需給均衡点以下に規制すれば、需要が供給を上回り、政策当局は需要から選別して政策目標に合致する需要に資金を配分することができる。この結果、間接金融優位の金融構造が形成される。

## 2. 歴史的な役割

しかし、この間接金融優位の金融構造が変化している。まずは家計の貯蓄資産運用意識の変

化である。図表4のように、2006年から株式と株式投資預かり金の比率が急速に高まった。2006年と2007年家計の金融資産の中、株式市場に流れた資金のGDP比率はそれぞれ6.5%と16.8%に達した。これまで基本的に3%前後で推移していた。急増の背景には株高の要因もあるが、貯蓄資産の増加に伴い、多様化が求められるようになることも要因の一つである。1978年家計の金融資産所有形式は銀行預金しかなかった。その残高はわずか210.6億元であった。しかし、2007年に金融資産の残高は347,465.0億元に達した。しかし、銀行預金は依然として高いウエートを占めている。通常、その比率は70%以上である。金融資産の所有形式は銀行預金から債券、株式、投資信託、保険などへ広がりが、多様化はしているが、保険以外、その比率はまだ非常に低いと言わざるを得ない。2007年株式の比率は急に21.1%まで上昇したのも、金融資産の多様化を求める要因で解釈でき

図表9 国有商業銀行と株式制商業銀行の総資産など

(億元, 倍)

	対非金融機関債権残高			総資産額				
	国有商業銀行①	株式制商業銀行②	①/②	全部預金性金融機関①	国有商業銀行②	株式制商業銀行③	②/① × %	②/③
1993	25,581.4	1,235.0	20.7					
1994	30,995.0	1,788.6	17.3					
1995	37,563.8	2,813.5	13.4					
1996	44,477.4	4,089.5	10.9					
1997	54,374.6	4,304.3	12.6					
1998	62,314.0	5,314.4	11.7					
1999	69,573.1	6,190.2	11.2					
2000	76,061.8	8,464.0	9.0					
2001	72,307.3	11,514.9	6.3					
2002	81,548.6	17,136.1	4.8	215,329.4	135,496.0	29,977.2	62.9	4.5
2003	96,400.8	23,995.5	4.0	254,413.1	156,400.1	38,905.5	61.5	4.0
2004	103,707.0	28,941.4	3.6	300,489.0	172,919.9	47,624.5	57.5	3.6
2005	103,509.2	35,305.6	2.9	355,282.4	200,283.7	58,974.8	56.4	3.4
2006	98,875.7	37,389.6	2.6	441,302.6	229,693.9	72,647.8	52.1	3.2
2007	109,946.0	41,895.3	2.6	541,203.0	273,237.3	96,805.3	50.5	2.8
2008	116,080.4	52,120.4	2.2	641,501.7	310,296.0	117938.3	48.4	2.6

〔出所〕 同図表1。

る。つまり、人々はもう安い金利の銀行預金だけでは満足できなくなり、株価先高の思惑があれば、すぐ株式投資に飛びつく。つまり、家計の現行の金融資産の構造はローリスクローリターンの銀行預金とハイリスクハイリターンの株式の両極端の特徴を持つ。となれば、家計の金融資産運用は投機的になり、家計の過剰資金の効率的利用はできない、健全でバランスが取れた金融市場の育成も不可欠であるので、銀行預金と株式との中間的な金融商品の増加は今後の趨勢である。実際にも、投資信託商品は増加している。この流れが続くと、銀行預金を通して資金の配分を行う間接金融優位と資金偏在の

構造は変わる。

次は国有商業銀行の市場シェアの低下である。図表9を見ていただきたい。図表9は国有商業銀行の市場シェアの低下を示したい。国有商業銀行の資産総額と他の銀行との比較は最も簡単な方法であるが、中国では、1993年から公表するようになった商業銀行のバランスシートは、2001年までは一部の項目だけに止まり、総資産額が公表されていないため、やむを得ず銀行貸出を主とする対非金融機関債権を代替的に使うことにした。1993年国有商業銀行の対非金融部門債権の残高は株式制商業銀行の20倍以上に達している。その後、年を追ってその倍率は

下がりつつある。2008年には2.2倍まで下がった。国有商業銀行は、国有企業を対象にするが、株式制商業銀行は改革開放以後、新設した商業銀行なので、その顧客は主に改革開放以後設立した企業である。改革開放の年月が経つに連れて、国民経済における国有企業のシェアが縮小し、非国有企業のシェアも企業数も、そして、株式制商業銀行の数も増加したので、株式制商業銀行に対する国有商業銀行の倍率が低下するのは、その当然の帰結である。

総資産額における国有商業銀行のシェアも見よう。総資産額が公表されるようになったのは2002年である。2002年から2008年までの間に対非金融機関債権と同じ変化が見られる。国有商業銀行のシェアは62.9%から48.4%まで下がった。株式制商業銀行に対する倍率も4.5倍から2.6倍に下がった。

ここでもかつてのように国有商業銀行のオーバー・ローンを通じて国有企業に金融資源を重点的に配分するメカニズムは、経済の市場化に伴い、消えつつあることが見られる。つまり、間接金融優位と国有商業銀行への資金偏在の歴史的な役割は終わろうとしている。

最後に、商業銀行の経営合理化である。2010年現在国有商業銀行のすべては株式会社制度を施行し、株式の上場を実現した。大きな変化はまだ見られないが、理論上は利潤を目標とする民間金融機関になったので、人員の削減、不採算店舗の整理など、経営合理化の行動に移るはずである。実際、1996年からその行動が見られたが、最近店舗の整理はまだ続いているが、人員の削減は中止したようである。経営合理化をもっと進めるべきであるが、進行が滞っているのは何よりも商業銀行は規制されている預貸金利の利ざやに守られているからである。金利自

由化が進まないのは、中国政府は国有商業銀行を通して資金分配のメカニズムに未練があるからである。しかし、家計の金融資産多様化の投資行動は国有商業銀行を始め商業銀行の預金に大きなインパクトを与える。2007年に国有商業銀行はコール市場において資金供給者から調達者になったことはそのシグナルである。つまりやがて“銀行離れ”の現象が発生する。これに対抗するために、預貸金利の利ざやが縮小し、実際の金利自由化が進み、商業銀行は短期金融市場において恒常的に資金供給者の役目を終える。間接金融優位と資金偏在の金融構造も歴史の任務を終える。

## V. おわりに

日本経済の高度成長をリードしたのは大企業であるのと違い、中国は民間企業と外国進出企業であるので、移行経済の進展あるいは改革の進捗に伴い、従来の金融構造の特徴が変わっていく。次の金融構造の変化を制するのは金利自由化改革である。この金利自由化改革が遅れば遅れるほど今後における影響は大きい。一方、中国経済構造と成長方式の変化に伴い、更なる成長を実現するために、今まで内外市場を遮断し、国有企業を中心とした金融構造も変化していく。実際に中国企業の海外進出と中国進出外国企業の資金調達、中小企業専門金融機関の整備と株式市場における創業ボードの開設などの動きが見られる。これにより金融構造はどのように変化するのは今後の研究課題である。またこの金融構造形成に対して政府政策と市場メカニズムのバランスの舵取りがどのようになされるのかは注目するポイントであると思われる。

注

- 1) 鈴木 [1974] 5頁。
- 2) 例えば、中国工商银行の年度別のバランスシートからコール市場に関するデータを取ると次のようになる。中国工商银行は短期金融市場において資金の調達者になる。

- 3) 鈴木 [1974] 12頁。
- 4) 鈴木 [1974] 14頁。
- 5) 中国ではコール市場より銀行間債券現先市場の規模が大きい。

コール市場における中国工商银行の資金ポジション  
(貸出－運用) (億元)

	コール・マネー①	コール・ローン②	①-②
1995	139.76	309.67	-169.9
1996	185.39	238.66	-53.3
1997	148.34	168.73	-20.4
1998	114.96	240.95	-126.0
1999	81.10	356.34	-275.2
2000	151.08	1207.48	-1056.4
2001	319.94	1456.88	-1136.9

参 考 文 献

鈴木淑夫 [1974] 『現代日本金融論』 東洋経済新報社。

(明治大学法学部特任教授  
・当研究所客員研究員)