

## REPORT II

# 加速する中国の金融改革

## - 効率的な資源配分機能確立への取り組み -

経済調査部門 伊藤 さゆり  
ito@nli-research.co.jp

### 1. はじめに - 中国の金融の基本構造 -

中国で今年度スタートした「第11次五ヵ年計画（規格）」の目標は、成長方式を従来の投資・輸出依存型から消費主導に改め、産業構造の合理化、資源の利用効率の向上を通じて、成長の持続可能性を高めることにある。

しかし、2006年に入ってから、成長率は1～3月期が前年比10.3%、4～6月期は11.3%とさらに加速し、投資・輸出依存の傾向はむしろ鮮明化している。一部業種の生産能力過剰、銀行の不良債権問題、対外貿易摩擦への懸念は深刻化しており、4月以降、マクロ・コントロールが強化されている。

中国で、投資が過剰で非効率になりやすい根本の原因は、市場経済に相応しい効率的な資源配分と市場メカニズムを通じたコントロールの手法が確立されていないことにある。改革・開放政策採用後、実体経済構造は外資を含む非国有セクターのプレゼンスの拡大によって大きく変わったが、金融システムは国有商業銀行を中心とする間接金融が優位で、投資資金を確保し、国有セクターに配分するという計画経済の色彩を残したものとなっている。家計の金融資産に占める預金の比率は72.5%、企業の資金調達に

占める借入れの比率も70.1%と間接金融が圧倒的に優位である（2002～04年の取引額の累計）、預金に対する事実上の政府保証や圧倒的な営業拠点数などを背景に、金融機関の総資産に占める国有商業銀行のシェアは52.5%（2005年末）と過半を超える寡占構造である（図表 - 1）。

図表 - 1 中国の金融機関総資産（2005年）

	残高(兆元)	シェア(%)
国有商業銀行(4行)	20.0	52.5
株式制商業銀行(13行)	5.9	15.5
都市商業銀行(117行)	2.1	5.4
外資銀行	0.6	1.9
都市信用社	0.2	0.5
農村信用社	3.2	8.4
その他金融機関	6.2	15.8
総計	38.1	100.0

(注)その他金融機関は、政策性銀行、企業集団ファイナンス・カンパニー、信託投資公司、ファイナンス・リース会社、郵便貯金を含む。

(資料) 中国人民銀行

株式制商業銀行や都市商業銀行は、国有商業銀行による国有セクターへの融資の偏りを補うかたちで非国有セクターへの資金の出し手となっている。これらは国有商業銀行に比べて総じて収益性が高いが、規模の面での国有商業銀行との格差は圧倒的である。さらに、株式制商業銀行は全国展開をしているが、業務の重点は本拠地を置く沿海部にあること、都市商業銀行は、営業地域が特定されていることから、小企業や

農村部では非正規の金融を利用する割合も高いのが現状である。

その一方、外資系の銀行に対しては、営業地域、顧客、人民元の取り扱いに制限が加えられてきたため、外貨建ての預貸業務、輸出入決済などを主業務としており、金融システムに占めるシェアは1.9%という低い水準に留まってきた。

金融システムの中核にある国有商業銀行の、国有企業偏重の融資構造を改め、自己責任に基づく効率的な資源配分機能を確立することは、中国の金融改革の最も重要な課題である。国有商業銀行の改革を前進させるためにも、株式市場改革の必要性は高まっている。「公有制の原則」と国有企業の資金調達の間としての役割を期待されてきたことによる、構造的な歪みの是正、市場インフラの強化は急務となっている。

一方、大幅な経常黒字と多額の資本流入にも関わらず、資本流出と短期取引に重きを置いた資本取引規制は継続され、為替政策は人民元の安定重視が基本スタンスとなっている。対外的な摩擦と国内における過剰流動性の問題の深刻化にも関わらず、大きな政策の転換に踏み切れない最大の理由は金融システムの脆弱性にある。

このように、従来のシステムの限界が露呈してきたこととともに、2001年12月のWTO加盟時に、5年以内の外国銀行に対する人民元業務の全面開放など、金融業の対外開放加速を約束したことも、近年、金融改革のテンポを加速させる要因となっている。

以下、本稿では、中国における国有商業銀行改革の進展ぶりや市場メカニズム強化への取り組みについて見てゆくことにしたい。

### (1) 銀行改革の経緯

中国では、1978年の改革・開放政策の採用後、各種金融機関と金融市場が創設され、市場経済に相応しい金融システムへの転換が図られた。計画経済体制の下では、ほぼすべての銀行機能は人民銀行に集中し、その役割は財政資金の現金出納機能に留まっていた。現在の4つの国有商業銀行（中国工商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行）は、改革・開放政策の採用後、84年までに中国人民銀行から分離独立する形で、業務上の棲み分けを持つ専門銀行として創設されたものである。

金融改革の課題としては、経済開発に必要となる投資資金の確保と資源の有効配分を通じた投資効率の向上が掲げられた。うち、投資資金の確保については、専門銀行を中心に改革の初期の段階から高い成果を挙げた。これに対し、資源の有効配分の面では、財政と金融の未分離、国有企業改革の遅れなどから、専門銀行が商業銀行業務と政策金融業務の双方に従事し、行政の求めに応じて経営の振るわない国有企業にも融資を割り当てざるを得なかったため、十分な役割を果たすことが出来なかった。

90年代半ば以降、銀行改革は資源の有効配分機能の向上に重点を置いて進められることになるが、その動きは大きく3つの段階に区分することができる。まず、90年代半ばは、92～93年の景気過熱による秩序混乱への対応が行なわれた時期である。この時期には、「中国人民銀行法」、「商業銀行法」を始めとする各種法基盤が整備（95年）され、政策性銀行3行（国家発展銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行）が新設（94年）された。専門銀行は、政策性銀行の設立による政策金融業務の分離により、国有

商業銀行として、商業銀行業務に特化、設立時の業務上の棲み分けも希薄化することになった。これらの改革により、制度的には、企業業績を踏まえた貸出の決定、信用リスクに応じたプライシングなど、独自の融資判断体制、リスク管理手法を確立することが可能になった。

90年代後半は、アジアの通貨・金融危機が、金融システムが脆弱な段階での資本取引の自由化によって引き起こされたことを教訓として、金融機関の経営健全化と金融管理・監督体制の強化が図られた時期である。ここでは、国有商業銀行に対して公的資金を投入（98年、2,700億元）、不良債権の分離・処理を行なうために資産管理会社4社が設立（99年）され、95年の「商業銀行法」施行以前の行政命令による融資が原因となった不良債権（1兆4千億元相当）が国有商業銀行から分離された。金融管理・監督面でも、健全化規制の段階的な強化への一歩として5段階の債権分類方式の試験的な導入（98年、2001年12月に正式導入）が行なわれた。

## （2）第3段階の国有商業銀行の改革

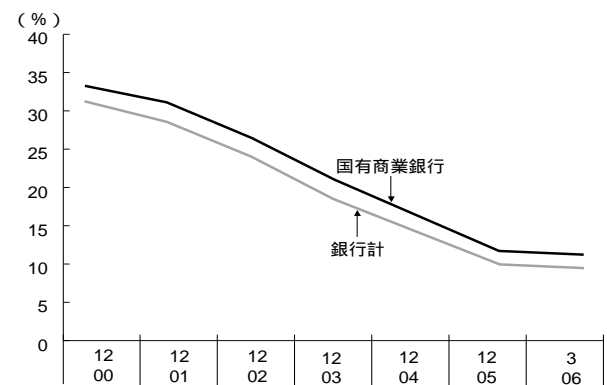
2001年以降の第3段階では、WTO加盟時に約束した2006年12月の外資銀行に対する中国全土での人民元業務の開放を睨んで、銀行業監督管理委員会の新設（2003年）、自己資本比率規制の強化（2004年）など金融監督・管理体制の国際標準化とともに、地場金融機関、特に国有商業銀行の競争力強化への取り組みが加速している。

### 財務健全化の進展と国有独資からの転換

この間、国有商業銀行の不良債権処理には大きな進展が見られる。不良債権比率は、数回にわたる資産管理会社への不良債権の売却によって、2000年末の33.4%から2006年3月末の9.8%

へと大きく低下した（図表 - 2）。

図表 - 2 不良債権比率



（資料）'00～'02年は「財経」2004年2月号、'03年以降は中国銀行業監督管理委員会

4つの資産管理会社に移管された不良債権についても、債務の株式化を中心とする処理によって、2006年3月末現在で68.6%となるなど一定の進展を見せている<sup>（注1）</sup>。

改革の進捗ペースには、4行の間でも差が出ており、2003年末に改革の「モデル行」に選ばれた中国建設銀行と中国銀行が先行し、中国工商銀行がそれに続く形で進展している。98年に続く公的資金の注入は、中国建設銀行には2004年8月、中国銀行には同年9月、中国工商銀行には2005年4月に、国有資産管理会社である中央匯金投資経由で外貨準備を原資に行なわれた。この結果、二桁で推移していた不良債権比率は2005年時点で、中国銀行が4.62%、中国建設銀行が3.84%、中国工商銀行は4.58%まで低下する一方、8%を割り込んでいた自己資本比率は、それぞれ10.42%、13.57%、9.12%と高まっている。財務改善を実現したこれら3行の改革は、株式会社化、戦略的資本家の受け入れ、株式上場による「国有独資」からの転換という新たな段階に入る一方、最も資産内容が悪いとされる中国農業銀行の改革は遅れている。

株式会社化は、中国銀行は2004年8月、建設銀行は2004年9月、工商銀行は2005年4月に行

なわれた。さらに3行は、資本の増強とともに、先進的な経営ノウハウやリスク管理技術の導入、コーポレート・ガバナンスの改善を狙いとして、戦略的投資家の資本参加受け入れを決めている。戦略的投資家の出資は、一定の条件を満たす金融機関に対して外資1社当たり20%、外資合計で25%を上限に認可されるもので、2003年12月の正式解禁後、国有商業銀行、株式制商業銀行、都市商業銀行への投資の動きが広がっている（図表-3）。株式制商業銀行、都市商業銀行など、中小規模の銀行に対しては、戦略的投資家が将来の経営権掌握を視野に入れて1社当たりの上限を出資するケースが見られる。これに対して、規模が大きい国有商業銀行

のケースでは、異国籍・異業態のコンソーシアムなど複数が出資し、1社当たりの出資額は抑えられており、戦略的投資家の出資比率は、これまでのところ中国銀行は合計16.9%、中国建設銀行は同14.1%、中国工商銀行は同10.0%となっている。出資と同時に、各金融機関が強みを持つ業務分野についての提携プロジェクトや合併事業を立ち上げる動きも見られる。

株式上場は、建設銀行が2005年10月に香港へ、中国銀行は今年6月1日に香港、7月5日に上海に上場した。中国銀行の国内での新規株式公開（IPO）の規模は200億元（約25億ドル）で国内IPOでは過去最大であった。中国工商銀行の上場計画も7月に正式に承認され、香港

図表-3 外国金融機関による中国の銀行への出資動向

区分	銀行名	内容	国籍	金額	出資比率
国有商業銀行	工商銀行	ゴールドマン・サックス/リアソ/アムス	米国/ドイツ	37.8億ドル	10.0%
	建設銀行	バンク・オブ・アメリカ(*3)	米国	30億ドル	9.0%
		テマセック	シンガポール	14億ドル	5.1%
	中国銀行	RBS / ヴェンチノ / 李嘉誠基金	英/米/香港	31億ドル	10.0%
		テマセック	シンガポール	15億ドル	5.0%
		UBS	スイス	5億ドル	1.6%
ADB		国際機関	0.75億ドル	0.3%	
株式制商業銀行(*1)	交通銀行	香港上海(HSBC)銀行(*4)	英国	17.5億ドル	19.9%
	華夏銀行	バンゲア・キャピタル	シンガポール	1.25億ドル	6.9%
		ドイツ銀行	ドイツ	3.3億ドル	14.0%
	上海浦東発展銀行	シティ・グループ(*5)	米国	n.a.	4.6%
	中国民生銀行	テマセック	シンガポール	2.5億ドル	4.6%
	興行銀行(福州)	ハンセン銀行	香港	2.1億ドル	16.0%
		IFC	国際機関	n.a.	7.0%
		GIC	シンガポール	n.a.	3.0%
深セン発展銀行	ニューブリッジ・キャピタル	米国	1.45億ドル	17.9%	
都市商業銀行(*2)	北京銀行	ING	オランダ	2.2億ドル	19.9%
		IFC	国際機関	n.a.	5.0%
	上海銀行	香港上海(HSBC)銀行	イギリス	0.62億ドル	8.0%
	済南商業銀行	オーストラリア連邦銀行(*7)	オーストラリア	n.a.	11.0%
	南京商業銀行	BNPパリバ	フランス	0.9億ドル	19.2%
	西安商業銀行	ノバスコシア銀行(*6)	カナダ	n.a.	12.4%
		IFC(*6)	国際機関	n.a.	7.0%
	杭州商業銀行	オーストラリア連邦銀行	オーストラリア	0.8億ドル	19.9%
	渤海銀行(新設)	スタンダード・チャータード銀行	英国	1.23億ドル	19.9%

(注) 予定、銀行業監督管理委員会審査中の案件を含む

(\*1) 株式会社の組織形態で、全国展開の免許を持つ商業銀行、全国で13行

(\*2) 都市信用合作社を再編設立された1都市に業務を限定された免許を持つ銀行、全国で117行

(\*3) 出資比率19.9%への引き上げオプション付き

(\*4) 規制緩和で可能になった場合には出資比率を倍増するオプション付き

(\*5) 出資比率の24.9%への引き上げオプション付き

(\*6) ノバスコシア銀行は12.4%、IFCは12.5%に出資比率を引き上げる見込み

(\*7) 出資比率20%への引き上げのオプション付き

(資料) Business Week, October 31, 2005 P. 22, The Banker May 2005 P. 18, 国際金融情報センター「RBSの中国銀行への資本参加と英銀の中国進出の動き」2005.10.04 p. 2, 新聞報道などを基にニッセイ基礎研究所が作成

と上海への上場が予定されている。

### 最重要課題は融資判断やリスク管理能力の向上

2003年以降、高成長が続く中で、過剰で非効率な投資が問題となっているが、これらの投資の多くは、国有商業銀行からの融資を原資としている。銀行業監督管理委員会は、投資過熱、生産過剰への対策として、金融引締めを強化し、産業構造の調整を進める中で、新たな不良債権が表面化する可能性を警戒している。

国有商業銀行の融資が、過剰で非効率な投資をもたらし根本の原因は、国有商業銀行の融資決定に対して依然として中央・地方政府が影響力を持っていること、規制金利の下で信用リスクに応じた金利設定の余地が限られていたことから、自己責任に基づく融資判断やリスク管理能力の向上が遅れてきたことにある。

うち金利規制は、次章で触れるとおり、段階的な緩和が進んでおり、借り手の信用力に応じた金利設定の余地は広がっている。今後、外資銀行への人民元業務の全面開放による競争激化の一方、金利の市場化、人民元の変動幅拡大、資本取引規制の緩和による経営環境の大幅な変化が避けられない中で、資産・負債管理能力の向上への圧力は強まっている。

戦略的投資家の受入れや上場による、株主構成多様化への取り組みには、リスク管理、収益拡大のインセンティブを高めると同時に、経営への監視を強め、コーポレート・ガバナンスの改善につなげる狙いがある。これらを実現し、「国有独資」から転換したこと自体、大きな前進ではあるものの、上限規制によって戦略的投資家の出資比率が抑えられる一方、政府による支配権の確保が原則とされている限りは、抜本的な改善には繋がらないおそれが大きい。

また、株主構成の多様化、市場を通じたコーポレート・ガバナンスの強化を進める上では、株式市場の改革も不可欠である。国有商業銀行の上場先として先ず香港が選ばれたのは、中国国内の株式市場が構造的な問題や市場インフラの不備など複数の要因により長期停滞していたことがある。この点についての包括的な取り組みは次章で紹介することにした。

## 3. 市場メカニズムの強化

### (1) 株式市場改革

#### 株式市場の構造問題

中国の株式市場の規模は、銀行市場に比べて遥かに小さい。経済規模との比較で見た株式市場の発展度は、多くの人口と資源を有し、潜在成長力の高さで注目を集めるBRICsの4カ国の中でも、最も低いものとなっている(図表-4)。

図表-4 BRICsの金融・資本市場比較  
(2004年)

(単位: 億ドル)

	中国	インド	ブラジル	ロシア
銀行貸出残高	23,180	2,534	1,666	1,431
株式時価総額	6,398	3,879	3,303	2,680
債券市場	4,833	2,392	3,716	294
国債	2,874	2,350	2,959	201
金融債	1,837	14	717	0
社債	122	28	40	93
対GDP比				
銀行貸出残高	140.5	36.9	25.2	23.7
株式時価総額	38.8	56.4	50.0	44.3
債券市場	29.3	37.8	56.2	4.8
国債	17.4	34.2	44.7	3.3
金融債	11.1	0.2	10.8	0.0
社債	0.7	0.4	0.6	1.5

(資料) IMF, "Global Financial Stability Report", September 2005, p. 105

質的な面でも、企業の「公有制の原則」の下、中央政府・地方政府が保有する国家株や国有企業が保有する法人株、従業員株などの流通しない株式(以下、「非流通株」)が過半を占め

る、株式市場の設立が国有企業の資金調達を目的としてきたことから、上場企業に占める国有企業の比率が高く、経営に問題がある企業も多く含まれている、会計基準、情報開示、投資家保護といった市場インフラが不十分である、仲介機関である証券会社の経営基盤が脆弱である、投資家としては短期売買を行なう個人が優位を占め、合理的な機関投資家が存在しない、外国投資家への投資規制が多い、などの問題点が指摘されてきた。

### 本格化する株式市場改革

これらの問題に対しては、株式市場の機能への必要性の高まりを背景に、WTOに加盟した2001年前後から、取り組みが加速している。株式市場には、1980年代の創設当初は国有企業の資金調達の場として、近年では、国有企業の民営化と市場による監視を通じたコーポレート・ガバナンスの改善という役割への期待が高まっている。それと同時に、「第11次五カ年計画」が目指す、成長方式の転換を図る観点から、非国有企業の資金調達機会の拡大や資産運用形態の多様化の面でも重要性を増している。

株式市場健全化の措置としては、上場企業の質の向上のための上場審査のプロセスの段階的な見直しや、上場廃止制度の改善、証券会社の整理・再編が進められてきた。需要構造に関しても、投資信託市場の育成、保険・年金基金の運用規制の緩和のほか、外国投資家に対する規制の緩和も段階的に進められている。

2004年2月には「資本市場改革開放と安定的発展の推進に関する意見書」（いわゆる9条意見）として、政府が株式市場の包括的な改革の方針をまとめており、資本市場の意義・原則のほか、全株流通化、市場の拡充、上場企業及び仲介機関、監督体制の改善・強化、対外開放な

どの方向性が示された。さらに、2006年1月からは、コーポレート・ガバナンスの強化、ディスクロージャーの強化、罰則規定や監督の強化など市場健全化に重きを置いた「証券法」、「会社法」の改正法が施行された。

2001年～2002年に株価の下落を招いたために棚上げとなっていた非流通株の改革も、2005年4月に本格的にスタートした。今回は、過去の失敗を教訓に、非流通株の放出によって流通株の株主が被る損失を非流通株主が補償するスキームを導入したことや、非流通株式の売却制限期間を設定したこと、IPOを凍結する（2005年5月～）などの措置が講じられたことで、2005年5月の57.5%から2006年5月には44.8%へという大幅な非流通株比率の低下が実現した。

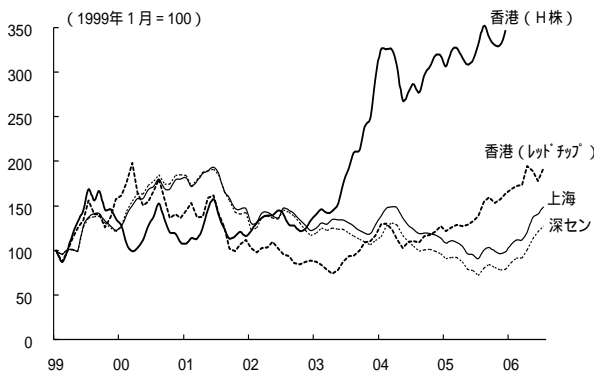
外国投資家に対しては、市場のボラティリティを高めるような短期収益指向の投資行動を制限しながら、合理的投資家として市場の安定化、コーポレート・ガバナンス改善への期待から投資規制を緩和している。外国投資家の中国株式への投資はB株（外貨建て株式）のみとされていたが、2002年12月にはQFII（指定国外機関投資家）制度を導入、A株（人民元建て取引）投資の道が開かれた。QFIIの資格はすでに30を超える金融機関が認可を取得しているほか、2006年1月30日には一定の資格要件を満たす外国投資家に対する条件付きでのA株取得も認可された<sup>(注2)</sup>。

WTO加盟時の約束に沿って進められた証券業の対外開放は、合併証券会社は出資比率の上限が33%、投資信託会社は同49%と限定的なものであるが、外資参入の動きは活発であり、市場の活性化に寄与することが期待される。

一連の改革の成果もあって、2001年6月をピークに4年半にわたって低迷していた株価は2005年6月に最安値をつけた後、持ち直してい

る(図表 - 5)。しかし、今年5月には、IPOの凍結措置が解除、国有商業銀行の上場の動きに加え、国有企業の資金調達意欲も高いことから、株式需給の悪化は再燃しやすく、改革の手綱を緩めることはできない状況にある。

図表 - 5 中国の株価推移



(注) H株：香港で発行されている中国企業の株式(香港ドル建て)、  
 レッドチップ：中国の政府機関や地方政府が35%以上の持分を持つ香港上場企業の株式(香港ドル建て)、  
 上海、深センの株価はA株(中国人向けの人民幣建て株式)とB株(外国人向けの外貨建て株式)の全銘柄を対象とする総合指数。  
 (資料) 各証券取引所

## (2) 金利の市場化

金利を市場メカニズムに委ねる市場化への取り組みは、資源の適正配分、間接的な金融コントロールのための環境を整備するために必要とされている。

中国の金利市場化は、1996年6月のコール市場金利の自由化を皮切りに、短期から長期へ、貸出金利から預金金利へ、外貨から人民幣へという順序で進められてきた。現在、銀行間のコール市場金利と債券レポ市場の金利、手形市場の再割引金利、国債の発行金利・流通金利は市場で形成されており、外貨建ての貸出金利と大口預金金利も自由化されている。

人民幣預貸金利も、2004年10月に貸出金利の上限が撤廃、下限は従来どおり基準金利の0.9倍に据え置くことで金融機関の裁量の余地を拡大した。預金金利についても、各金融機関の判断で、基準金利よりも低く設定することはできる

ようになっている。

しかし、貸出金利の下限を決め、預金金利の上限となる基準金利は、期間ごと、業態ごとに政策的裁量で細かく定められており、国有商業銀行とその顧客である国有企業への配慮から、貸出金利を抑えると同時に預貸利鞘を厚くするよう、預金金利が低めに設定されている。2004年以降、マクロ・コントロールを強化する局面でも、貸出金利の引上げ幅は1年物で合計2回0.54%と小幅に抑えられており(2006年8月8日現在)、引締め手段としての活用は最小限に留められている。

## (3) 人民幣の変動幅拡大に向けた環境整備

### 継続する資本取引規制の緩和、人民幣の変動幅拡大への慎重姿勢

人民幣の対ドル為替相場は、資本流出面、短期取引に重きを置いた資本取引規制の下で1994年以降、1ドル=8.27~8.28元の範囲内で推移、事実上対ドルで固定されてきたが、2005年7月に、約2.1%の人民幣の対ドル相場の切り上げ、通貨バスケットを参考とする管理変動相場制への移行など、将来の変動相場制移行に向けた第1歩を踏み出した。その後、外国為替市場の国外市場との分断は続き、実需原則(実需に基づかない投機目的の外国為替取引の禁止)も維持されているが、資本収支の黒字累積に対処するため、対外直接投資枠の拡大(2005年5月)、国際機関による人民幣建て債券発行認可(2005年10月)、機関投資家の対外証券投資解禁(2006年5月)など、資本流出規制は部分的に緩和された(図表 - 6)。

こうした取り組みもあり、2005年の資本収支黒字は前年比で4割減少したが、経常収支の黒字が大幅に増加、総合収支の黒字は2,070億ドルと前年並みの水準を維持した。2006年上半年も

図表 - 6 資本取引規制と人民元制度改革を巡る動き（2005年以降）

項目	年	月	内容
資本取引 規制緩和	2005年	3月	企業の外貨保有限度額の緩和
		5月	中国企業の海外投資枠の拡大
		6月	適格外国機関投資家（QFII）の投資上限金額の引き上げ（40億ドル→100億ドル）
		10月	ADB、IFCに対して人民元建て債券の発行を認可
	2006年	1月	外国人戦略的投資家による国内上場株式への投資認可
		5月	経常項目外貨口座の関連手続きの事後届出制 サービス貿易の支払い、個人の外貨購入手続き簡素化 銀行の海外資金運用業務、ファンドマネージメント会社、保険会社の証券投資の解禁
人民元 変動幅 拡大への 環境整備	2005年	5月	外貨取引センターにおける取引通貨の拡大 外貨間取引へのマーケット・メーカー制の導入
		7月	管理フロート制への移行
		8月	銀行間為替先物取引取扱い金融機関の拡大（外資への開放）
		9月	ドル以外の通貨に対する変動幅を拡大（1.5%→3%）
		11月	人民銀行、為替スワップ取引を実施
	2006年	1月	銀行間の人民元・外貨スポット取引に相対取引（OTC）、マーケットメーカー制を導入
		2月	金融機関に人民元金利スワップ取引を解禁
		4月	銀行間通貨スワップ取引開始

主要な外貨流入経路である貿易収支の黒字が613億ドルと過去最高の2005年（1020億ドル）を上回るペースで増加、直接投資実行額も1～6月期で284.3億ドルと改革・開放政策採用後、最高水準となった2004～2005年に並ぶ勢いを維持している。外貨の大量な流入が続く中で、為替相場の安定のため人民元売り介入が続けられているため、外貨準備高は6月末に前年末比1,222億ドル増の9,411億ドルに達した。2005年7月の切り上げ後も、日々の変動幅は±0.3%という上限よりも遥かに抑えられ、1年間の累計増価率は約1.3%と市場の期待の半分以下に留まった（図表 - 7）。

人民元安定維持の政策は、多額の対中貿易赤字を抱える米国などとの摩擦を深刻化させる一方、国内では過剰流動性をもたらしている。外為市場への介入によって国内市場に供給される人民元の余剰資金を吸収するため、債券の売りオペや中央銀行手形の発行による不胎化が行なわれているが、外貨流入の規模が大きいために十分に抑え込むことは出来ていない。マネー・サプライ（M2）の伸び率は2006年の目標であ

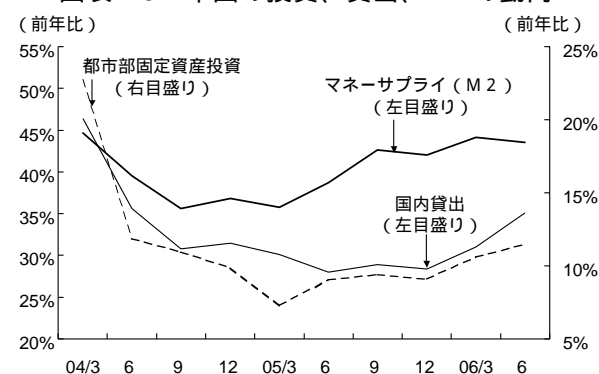
る前年比16%を上回り、固定資産投資向けの貸出の伸びは加速した（図表 - 8）。

図表 - 7 人民元の対ドル為替相場とNDF



（資料）Datastream

図表 - 8 中国の投資、貸出、M2の動向



（資料）中国国家統計局、中国人民銀行



人民元の安定維持と利上げ幅を最小限に留めることを前提に、こうした状況に対処するため、今年4月以降のマクロ・コントロール策では、生産過剰業種への融資抑制など、直接的手法に重点が置かれている<sup>(注3)</sup>。

#### リスク・ヘッジ手段拡充への積極的取組み

このように2005年7月の人民元制度改革後も、人民元の変動幅には大きな変化がないものの、市場の相場形成機能の強化、金利・為替変動に対するリスク・ヘッジ手段拡充には様々な施策が講じられている。

人民元改革前の中国市場では、為替先物取引を取り扱う金融機関の数が限られ、銀行間市場によるヘッジが行えなかったために銀行の許容量も限られていた。また、金利規制と実需原則が制約となり、為替先物市場の前提となる人民元と外貨の金利裁定取引を行えないという問題が存在していた。

うち、取り扱い機関と許容量に関する問題への対策として、昨年8月には為替先物取引（現時点において、将来の受渡日に約定価格で取引することを約束する契約）業務の取扱い金融機関が拡大、銀行間の為替先物市場が創設された。外国金融機関にも為替先物取引業務の取り扱いが認可された。

また、2006年1月には市場における相場形成機能の強化のため、上海市場での人民元と外貨の銀行間取引に値付けを行なうマーケットメーカー制度を導入、規定の変動幅内で商業銀行間で直接交換レートを決めるOTC取引が導入された。

人民元の資金市場においても、2月に、金融機関に対して、金利変動リスクや、資産・負債管理を行なう人民元金利スワップ取引（同一通貨間の固定金利と変動金利を交換する取引）が

解禁された。

3月には銀行間のコール・センターが現先翌日物と現先7日物の基準金利の公表を開始した。先物レートの算出に必要な市場実勢を反映した金利としての活用を図ることが狙いとされている。

さらに、2006年4月には為替先物取引の活性化、人民元の金利形成の合理化に向けて、従来は流通量調整のため人民銀行と市中銀行との間でのみ実施されていた、銀行間の人民元通貨スワップ取引（元と外貨の直物と先物の為替取引を同時に行なう取引、レートは2つの通貨間の金利差で決定）が解禁されている。

このようにリスク・ヘッジ手段の拡充に向けた取り組みは進展しているが、現時点では試行段階に留まっているものも少なくない。基準となる市場金利は超短期しか存在しないこと、資本取引への規制が残存していること、市場参加者の期待が人民元高に偏っていること、会計や税務面などの制度的不備が制約要因となっている。

#### 4. おわりに

金融改革は、改革・開放政策の採用後実施された種々の改革の中で最も遅れが目立っていた。しかし、ここに来て、国有商業銀行の国有独資からの転換、全株流通化への動き、資本取引規制の緩和、人民元相場の変動幅拡大に向けた環境整備など改革は加速している。中国経済の高成長が続き、実体経済と金融システムの乖離が拡大したこと、世界経済との結びつきが強まったことで、従来の金融システム、政策運営を維持することが困難になるという、内外からの圧力が推進力となっている。

改革が加速したと言っても、国有商業銀行の改革も、市場メカニズム強化への取り組みも道

半ばであり、速やかな取り組みを要する課題はなお多い。中でも大きな問題は、国内の資金循環で大きなウェイトを占める国有商業銀行に、新たな不良債権の発生を抑える体制が確立されていないことである。国有商業銀行を市場経済に相応しい金融仲介機関へと転換させるには、政策的には、その他の資本形態の銀行との競争条件を公平化し、自己責任を徹底する必要がある。中央・地方政府による融資判断への関与を低下させると同時に、国有商業銀行の寡占を支えてきた事実上の政府保証の解消、国有商業銀行支援の意味合いを持った規制金利の撤廃が必要である。こうした環境に対応するため、国有商業銀行には、融資判断や信用リスク管理体制の確立、金利変動リスクへの対応と同時に、規制金利で守られてきた金利スプレッドの縮小に対応した収益基盤の拡大が求められる。今年12月に外資銀行への人民元業務の全面開放も実現し、資本取引規制も段階的な緩和の方向にあることから、従来低いシェアに留まってきた外資系金融機関の活動も本格化する。国有商業銀行の経営メカニズム転換に残された時間は限られており、改革のペースは今後さらに速める必要がある。

ただし、規制金利、資本取引規制、固定相場制によって守られてきた金融システムに対して本格的に市場メカニズムを導入する過程では、金融システムの不安定化を回避するための政策対応の必要性も増す。改革の進展によって、国有商業銀行に集中してきた家計金融資産の運用手段の多様化、資金調達機会の拡大による非国有企業の成長の加速が見込まれる一方、経営不振の国有企業の淘汰、国有商業銀行の経営悪化という事態も想定されるからである。管理・監督機能の強化に加え、預金保険制度などセーフティー・ネットの強化も必要となってくる。

これらの課題に対する適時・適切な取り組みの成否が、今後中国の成長の持続可能性を左右する重要なポイントになるものと思われる。

- 
- (注1) 但し、資産回収率は24.2% (うち現金回収率は21.0%) と低水準に留まっている。
  - (注2) Q F I I の取得には資格要件が課されるほか、投資対象、投資規模、投資形態や投資回収についても規定が設けられている。新たに認可された外国投資家によるA株取得は、全株流通化の改革を終えた企業を対象に、対象企業の上場株式の10%以上の保有と3年以内の売却制限を課している。
  - (注3) 基準貸出金利の0.27%の引き上げ、窓口指導、地方政府による銀行貸出への債務保証禁止、2度にわたる預金準備率の引き上げなどの金融引締めのほか、アルミニウム、鉄合金、セメントなどの業種では、生産能力過剰への対応として、老朽化した設備の淘汰、新規参入の制限、企業の集約化・大型化などの産業構造調整策を推進、不動産に関しても、2005年の投機抑制策に続き、5月に住宅供給の構造と価格安定化策、7月に外資に対する不動産投資規制の強化策が示された。