

## 中国の窓口指導の有効性と金融環境 ——日本の金融自由化とバブル期の経験を踏まえて——

国際局 福本智之、木村武、稲村保成、東将人

Bank of Japan Review

2010年6月

中国の政策当局は、窓口指導を金融政策の重要な一手段として位置づけている。2009年中頃からは、景気拡大と不動産価格の上昇などを受け窓口指導を強化しており、その影響もあって貸出の増勢は鈍化してきている。中国では、窓口指導の対象にならない信用仲介ルートが余り大きくないことなどから窓口指導が相応に機能しているとみられる。日本でも、過去、窓口指導が金融政策の手段として用いられていたが、その有効性は、1980年代に金融自由化が進み窓口指導の対象にならない信用仲介ルートが拡大するにつれ低下していった。また、1980年代後半、当時の政策金利である公定歩合を長期にわたって低位に据え置いたことも、窓口指導の有効性を低下させる一因になった。今後、中国では、金融市場の整備や金融自由化が徐々に進展していくものと考えられる。その際の日本の教訓は、「金融自由化が進めば、窓口指導の有効性が徐々に低下するため、金利政策をより活用していくことが望ましい」ということではないかと思われる。

### はじめに

中国では、都市部を中心に不動産価格が大幅に上昇する中で、政府は不動産市場の過熱抑制に向けた取組みを強化してきている。不動産取引の実需動向や民間部門のレバレッジをみると、中国の現在の不動産市場は、列島改造論から地価が高騰した日本の1970年代前半の状況と似た側面がある<sup>1</sup>。当時、日本では都市化に伴う住宅実需が旺盛であったこと、そして、家計・企業のレバレッジが低く、大規模なバランスシート調整圧力を溜めこんでいなかったことが、地価の上昇トレンドを支えたと考えられる。これらの点は、現在の中国にもあてはまっており、過熱抑制策の影響が一部で現れ始めてはいるが、1990年代の日本のバブル崩壊のような大規模な調整には至らないという見方ができるかもしれない。

一方、金融政策運営や金融環境面に焦点をあてると、現在の中国は、1980年代後半の日本の状況と似ている側面もある。当時、日本では銀行貸出が増加し地価が高騰する中で、日本銀行

は銀行貸出に対する窓口指導を強化していったが、緩和的な金融環境のもとで金融自由化や規制緩和が進んだ結果、企業の資本市場調達や銀行の迂回融資が増加し、マネーストックの増勢に歯止めがかからなかった。現在の中国も、「貸出とマネーストックが大幅に増加し、景気回復と不動産価格の上昇基調が続く中で、政策金利を据え置く傍ら、窓口指導を強化している」という点で、当時の日本と状況が似ている。もっとも、中国では窓口指導の強化を受けて<sup>2</sup>、貸出の増勢が徐々に鈍化し、これが不動産取引にも抑制的に作用してきており、政策金利が据え置かれる中であっても、信用総量やマネーストックのコントロールという意味での窓口指導の有効性は、維持されているようにも窺われる。

窓口指導の効果を巡っては、①政策金利の変更とは独立に、単独で有効な政策手段といえるのか、②その場合、利上げに伴う海外からの資本流入圧力を回避しながら、金融引き締め効果を高めることが可能となるか、③金融自由化や

規制緩和による信用仲介ルートが多様化が窓口指導の有効性にどう影響するか、といった点が論点となる。本稿では、こうした問題意識にたつて、中国の窓口指導の有効性や今後進められる金融自由化の影響について、日本のバブル期の窓口指導と比較しながら考察する。

## 中国における窓口指導

### （窓口指導の導入経緯とその位置づけ）

中国では、改革開放政策開始（1978年）後も、金融面ではとくに計画経済的色彩が残り、中央銀行である中国人民銀行が、4大国有銀行（中国工商銀行、中国銀行、中国建設銀行、中国農業銀行）に対して厳格な貸出規模管理を行っていた。このような貸出規模管理は、①金融に市場メカニズムを導入するという方向性と合致しないだけでなく、②1995年に商業銀行化された4大国有銀行が自主経営のもとで貸出を行うという方向性とも一致しなくなっていた。

このため、中国人民銀行は、1998年に、4大国有商業銀行に対して銀行別に指示していた年度別と四半期別の貸出増加量の指定目標を廃止した。その代わりに年度ごとの参考目標（「指導性計画」）のみを発表するようになった。この参考目標は、商業銀行が資金計画を自主的に編成するための参考値として、また、中央銀行

がマクロコントロールを行う際に設定する重要な監視目標として使われるようになった。その後、中国人民銀行は、金利政策や公開市場操作、預金準備率操作等の金融政策の手段により、マネタリーベース（操作目標）と通貨供給量（中間目標）を調節し、通貨価値の安定と経済成長の促進という最終目標を目指す枠組みへの移行を開始した<sup>3</sup>。

もともと、中国人民銀行は「窓口指導」というかたちで、銀行の貸出行動に介入する余地を残した<sup>4</sup>。中国人民銀行は、窓口指導について、「定期的な金融機関との話し合いを通じて政策意図を金融機関に理解させるものであり、窓口指導によって政策の透明度を高めることは、金融政策の実施コストを下げるだけでなく、政策目標達成のための有効な手段である」としている<sup>5</sup>。中国は、漸進的な市場メカニズム導入の未だ途上にあり、金利変更等の間接的な手段だけでは経済主体の行動を十分にコントロールできないため、金融仲介主体である銀行に直接働きかけることが必要との考えがあったと思われる。

中国人民銀行の窓口指導の具体的内容については、図表1の通りである。

（図表1）中国人民銀行の窓口指導

|                      |  |
|----------------------|--|
| 貸出増加額の参考目標決定         | 中国人民銀行が、年初に金融機関計の貸出増加額の参考目標を決める。   |
| 金融機関との対話             | 毎月、「経済金融情勢分析会」または「窓口指導会議」と称する会議を開き、各商業銀行の融資担当者に対して、金融政策の意図を説明。その他、随時小規模の座談会を開催したり、書面で指導性意見を発出する。   |
| 窓口指導の対象金融機関          | 4大国有商業銀行にとどまらず、他の株式制商業銀行や地方の中小金融機関も含まれる。また、中国人民銀行総行だけでなく、地方の分行・支行も、所在する金融機関を対象に窓口指導を行う。  |
| 窓口指導の内容              | 貸出の増加ペースだけでなく、貸出の中味（業種や企業規模別の貸出動向）に対する指導も行う。例えば、「中国人民銀行金融政策執行報告2005年第2期」では、「貸出が盲目的な投資や、質の悪い重複投資に向うのを防止する」と同時に、中小企業、消費拡大、および雇用の増加に向けて、商業銀行が貸出面からのサポートを拡大するよう積極的に奨励し、導いたとしている。 |
| 銀行が窓口指導に従わない場合のペナルティ | 人民銀行の意向と異なる貸出姿勢を続ける金融機関に対しては、公開市場操作で懲罰的オペ対象となる。例えば、「中国人民銀行金融政策執行報告2009年第4期」は、「貸出増加が速すぎる一部の銀行を対象にした中央銀行手形の発行を行い、貸出が適度な伸びになるよう導いた」としている。                                       |

（注）「中国人民銀行金融政策執行報告」や「領導幹部金融知識読本」などを参考に作成。

### (近年の窓口指導の変遷)

中国人民銀行は、その時々々の経済情勢と金融機関の融資姿勢に対する判断に基づき、窓口指導の方向性と強弱を臨機応変に変更してきた。2007年以降をみると、以下の3つの局面に分けることができる。

#### [1] 2007年秋～08年秋：貸出限度額の復活

利上げと流動性の吸収などの手段を駆使しても、景気過熱感がさらに高まり、銀行貸出は伸びを高めていった。このため、中国人民銀行は、2007年秋から貸出限度額を導入し、貸出の抑制に本腰を入れた<sup>6</sup>。貸出限度額は、貸出増加額に厳格な制約を設けるという意味で、1998年までの貸出規模管理に似ている。その後、貸出の増勢は鈍化に向った。

#### [2] 2008年秋～09年前半：貸出限度額撤廃と貸出積極化を奨励

2008年後半になると、米国のサブプライムローン問題に端を発した世界的な金融危機が深刻化し、中国経済に対する影響が明確になってきた。これを受け、中国人民銀行は、11月に貸出限度額管理を撤廃、銀行に貸出を伸ばすよう奨励した<sup>7</sup>。その結果、金融機関は貸出姿勢を一気に積極化し、2009年は上半期だけで08年通年の貸出増加額を越える急激な伸びを示した。

#### [3] 2009年後半～現在：窓口指導の強化

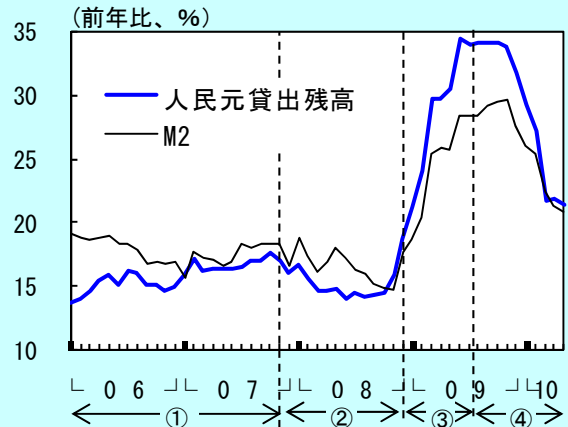
貸出急増を受けて、不動産投資等の過熱が懸念されはじめたことから、人民銀行は2009年後半以降、再び窓口指導を強化し、貸出の伸びを抑制する方針に再転換した。特に、2010年入り後、窓口指導は一層強化され、年間貸出目標額内に収めるべく政府一丸となって厳しい貸出指導を行っている模様である<sup>8</sup>。

### (足もとまでの窓口指導の効果に対する評価)

近年における窓口指導の運営とマネーストックの変化の推移をみると、窓口指導は金融政策の目標達成のために相応に機能してきたと考えられる(図表2)。2007年第4四半期から08年前半に貸出限度額を設定していた期間、また、2009年後半以降再び窓口指導を強化してから足許までの期間、いずれにおいても貸出やマネーストックの増勢は徐々に鈍化している。名目成長率が比較的大きな振幅を伴って変動

する中、貸出基準金利や預金金利を小幅の調整に止めてきたにもかかわらず(図表3)、総貸出やマネーストックの変動をある程度コントロールできてきたのは、窓口指導によるところが大きいと考えられる。

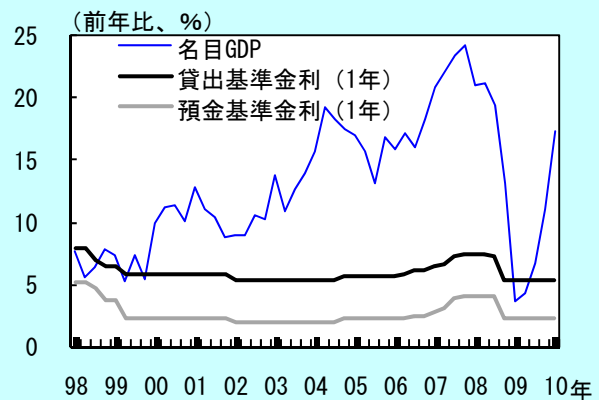
(図表2) 中国における貸出とマネーストックの推移と窓口指導の変遷



(注) ①④：窓口指導強化  
②：貸出限度額設定による貸出抑制  
③：貸出限度額撤廃と貸出奨励

(出所) CEIC

(図表3) 中国の名目GDPと金利の推移



(出所) CEIC

中国で窓口指導が有効に機能している背景としては、以下の2点を指摘できよう。

まず、中国では、窓口指導対象金融機関による貸出が資金仲介の大半を占めており、窓口指導を迂回するルートが余りないことである。例えば、2009年中の民間非金融部門の資金調達のうち、銀行貸出は86%を占めており、間接金融の割合が極めて大きい(図表4)。また、残りの株式発行や債券発行など直接金融による資金仲介ルートについても、国务院(日本の内閣に相当)の指示のもと、政策当局が一貫したス

ダンスで厳しい監督を行っていることも、あわせて指摘できる。

(図表 4) 中国の国内民間非金融部門の  
資金調達比率  
(ウェイト、%)

|      | 06年  | 07年  | 08年  | 09年  |
|------|------|------|------|------|
| 銀行貸出 | 87.9 | 81.6 | 83.8 | 85.9 |
| 株式   | 6.0  | 13.6 | 5.9  | 4.1  |
| 企業債等 | 6.1  | 4.8  | 10.2 | 10.1 |

(出所) 中国人民銀行「金融政策執行報告」

これに加え、中国の政策当局（国務院およびその配下にある政策関連部署）が、窓口指導と同時に、銀行の健全性確保の観点からプルーデンス政策を併用していることも影響しているとの見方がある。中国では、主として銀行監督機関である銀行業監督管理委員会が、銀行の健全性の観点から、預貸比率や自己資本比率、貸倒引当率等の指導・管理を行っている。例えば、最近の不動産価格の上昇を受け、中国の政策当局は不動産購入の際の最低頭金の割合を上げているほか、銀行に対して信用リスクに備えるよう貸倒引当率の上げを求めている。こうした政策は、人民銀行の窓口指導の方針と一貫しており、それによって政策の効果を高めるとの指摘が聞かれる。

このように、中国の窓口指導はこれまでのところ有効な政策手段であると考えられるが、その有効性は今後も維持されるのであろうか。この問いへの解答に際しては、日本の経験が役に立つ。

## 日本の窓口指導から得られる教訓

### (日本の窓口指導の歴史)

日本銀行は、1950年代半ばに、窓口指導を導入した<sup>9</sup>。当時、日本経済は高度成長の幕開け期にあたり、公定歩合操作を中心とする金利政策だけでは企業の旺盛な資金需要によって膨らんだ市中金融機関の貸出を十分に抑制することが困難であった。このため、1957年の金融引き締め期には、大銀行（当時の都市銀行や長期信用銀行）に対して、各行の規模や貸出計画額、資金ポジションをもとに、貸出増加許容額を各行に割り振り、それに従うことを日本銀行は要

請した。その後、日本銀行は、規制対象行を地方銀行、相互銀行、信託銀行、上位信用金庫に順次広げていったほか、窓口指導を金融引き締め期における一時的・緊急避難的な措置から、緩和期にも使う恒常的な政策手段として位置付けるようになった。しかし、後述するように、窓口指導の有効性と必要性は金融市場の自由化や規制緩和を背景に徐々に低下し、1980年代後半のバブル期を経て1991年に廃止するに至った。

### (窓口指導の有効性：単独説と併用説)

日本銀行は、窓口指導を活用していた時期において、これを「独立の金融政策手段ではなく、公定歩合の変更その他一般的金融政策の補完手段」と位置付けていた<sup>10</sup>。すなわち、窓口指導は、①公定歩合の変更など諸手段が市場に対して圧力として働くが、さらにこれを側面から補強するものである、②金融政策の補完的手段としての役割を果たすにすぎないのであるから、正統的な金融政策手段の強力な行使を伴うのでなければ、十分な効果は収められない、としてきた。

もっとも、こうした日本銀行の窓口指導に対する見方——すなわち、窓口指導を他の政策手段と併せ用いるべきという「併用説」——の一方で、窓口指導はそれ自体単独で政策効果を持つという、「単独有効説」が学界を中心に指摘されることがあった<sup>11</sup>。いずれの見方に立つかは、金融政策の運営において極めて重要な分かれ目となり得る。併用説に立てば、金融引き締めを行う場合には各種金利の引き上げが必要となるが、単独有効説に立つ場合には、金利を据え置いたままでも、窓口指導の強化によって金融環境を引き締めることが可能になる。仮に単独有効説が正しい場合には、金利引き上げに伴う海外資本の国内流入を抑制しつつ、国内景気の過熱を窓口指導によって抑制することも可能となる。

いずれの説が正しいかについて、ここで深入りはしないが、おそらく、窓口指導単独での有効性は金融構造に依存し、時代の経過とともに単独での有効性は低下していったと考えるのが妥当であろう。

例えば、窓口指導を導入した 1950 年代半ばの時期には、窓口指導単独でもある程度の有効性を確保できたものと考えられる。当時の金融構造は、①法人企業の資金調達における銀行借入への依存度が高く、②窓口指導の対象先である大手金融機関の都銀は、貸出業務などにおいて、その他金融機関（規制対象機関）に対して絶対的に優位な立場にあり、③その都銀は中央銀行からの借入依存度が高い、という特徴を持っていた。こうした構造のもとで、日本銀行が窓口指導によって、都銀の貸出増加を規制すれば、即効性（他の政策手段よりも効果の現れることが早いこと）と確実性（効果が確実に現れること）を伴いながらマクロ全体のマネーストックをコントロールし、民間部門の活動に影響を及ぼすことが少なくともある程度は可能であった。

既述の通り、日本銀行は、窓口指導の有効性を維持すべく、指導対象行を都銀以外にも拡大させていったが、1980 年代以降、金融自由化のもとで、企業の資金調達方法が社債発行やインパクトローンなど多様化していったことから、窓口指導単独での有効性は低下していった。また、1980 年代のバブル期には、窓口指導を強化したが、金利政策の発動が遅れたことから、窓口指導で補完しようにもその効果が発揮されなかったという側面もある。以下、この点について振り返ってみる。

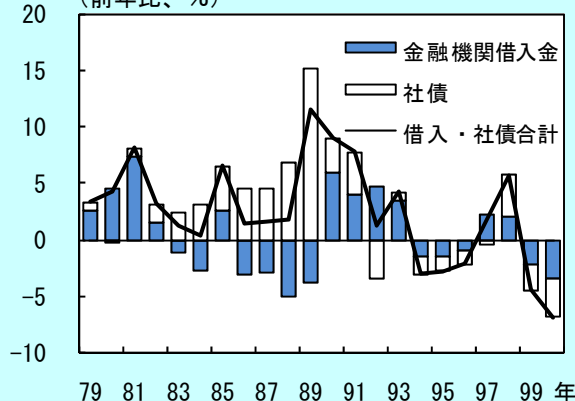
### （日本のバブル期における窓口指導の効果：金融自由化の影響）

日本の 1980 年代後半のバブルは様々な要因が複合的に作用して発生したのだが、銀行行動の積極化と長期にわたる金融緩和は、バブル生成と拡大に強い影響を及ぼした<sup>12</sup>。銀行行動の積極化は、1980 年代後半の金融緩和期において突如として現れたものではなく、金融自由化や規制緩和を背景に既に 1980 年代前半から徐々に始まっていた。自由化や規制緩和について具体的にみると、1980 年の外為法の改正や 1984 年の円転換規制の撤廃等により内外資金取引が活発化していったほか、金融機関の業務や証券市場における各種自由化措置も 1980 年代に入って徐々に始まり、1985 年には預金金利の自由化が段階的に開始された。これら一連の

自由化や規制緩和は企業や銀行の行動に大きな影響を与えた。社債市場の規制緩和が進むもとの、これまで銀行借入に資金調達の大部分を依存してきた企業、とくに製造大企業は、社債調達、とくに転換社債、ワラント債によるエクイティファイナンスを進め銀行借入を返済していった（図表 5）。

（図表 5）日本の製造大企業の資金調達

（前年比、%）



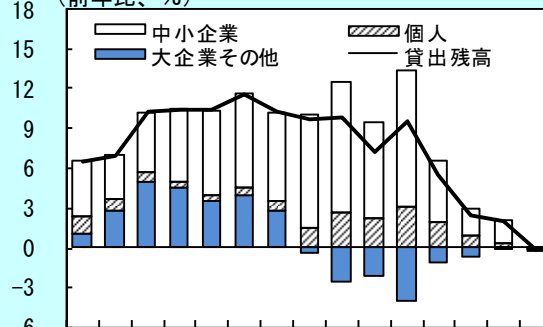
79 81 83 85 87 89 91 93 95 97 99 年

（出所）財務省「法人企業統計年報」

一方、銀行の証券業務進出は段階的にしか認められなかったため、「大企業の銀行離れ」に強い危機感を抱いた銀行は、資本市場にアクセスできない中小企業向けの不動産担保貸出や個人向け貸出、不動産ディベロッパーやノンバンク、建設業を中心とする不動産関連貸出を積極化させるようになった（図表 6）。

（図表 6）日本の銀行の貸出先

（前年比、%）

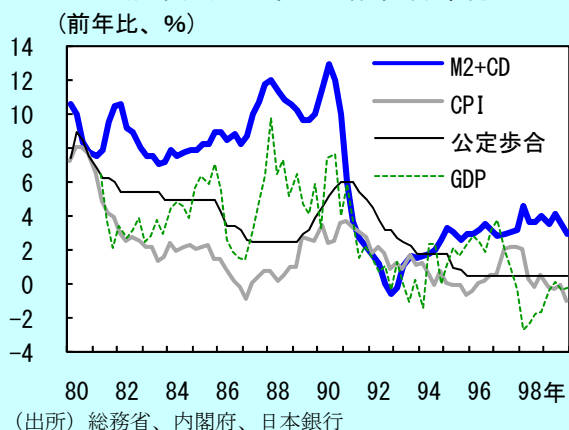


79 80 81 82 83 84 85 86 87 88 89 90 91 92 93年

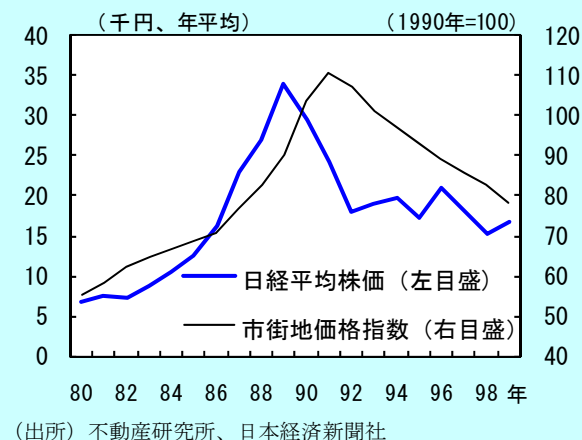
（出所）日本銀行「貸出先別貸出金」

企業の資金調達拡大を背景にマネーストックは高い伸びを維持し、不動産価格や株価など資産価格の上昇が顕著になる中で（図表 7、8）、日本銀行は金融引き締めへの転換を模索した。しかし、公定歩合は 1987 年 2 月から 1989 年 5

(図表7) 日本の金融経済環境



(図表8) 日本の資産価格変動

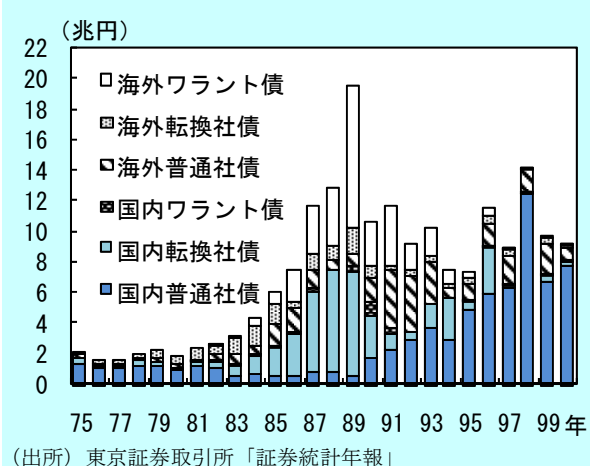


月までの約2年間にわたって、当時としての既往最低水準である2.5%という低水準に据え置かれた。こうした長期にわたる金融緩和の背景としては、①1985年のプラザ合意後の急速な円高進行による「円高不況」への対応に加え、②プラザ合意に示された国際的な政策協調の枠組みのもとで、「内需拡大を通じて経常黒字を縮小する」という当時のマクロ経済政策運営の理念が金融政策に対して強い影響を及ぼしたことなどが挙げられる。

1987年春頃から景気回復が次第に明確になっていく中で、日本銀行は窓口指導において「節度ある融資態度の堅持」を求めるスタンスに転じ、漸次その度合いを強めていったが、公定歩合が据え置かれ、かつ金融自由化や規制緩和が進むことで、そのマクロ的効果は限定的なものでしかなかった。すなわち、国内貸出の伸びが更に高まることはなかったものの、資本市場調達やインパクトローンの拡大によって、マネーストックは伸びを高めていった(前掲図表6、7)。

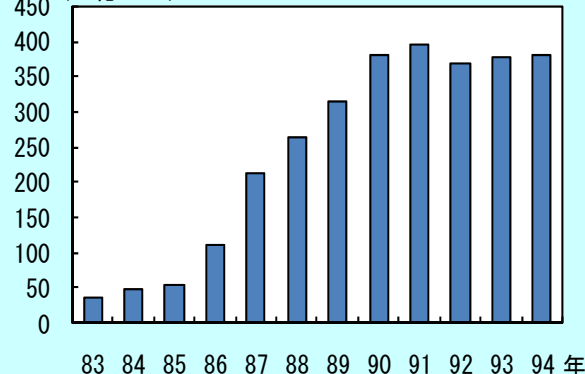
既述の通り、社債の発行基準が順次緩和されてきたもとの、金融緩和が一因となって実現した株価の上昇は、転換社債やワラント債発行などエクイティファイナンスのコストを引き下げたことから、企業の資本市場調達が大幅に増加した(図表9)。この点で、銀行貸出のみを規制対象とした窓口指導の効果は大きく削がれることとなった。

(図表9) 日本の上場企業による社債発行額



さらに、窓口指導は、邦銀の国内勘定の円貨貸付のみを対象とし、海外勘定による貸付は対象としていなかった。このため、1980年の外為法の改正に伴い居住者のインパクトローンの自由化が既になされていたもとの、1986年のオフショア市場(Japan Offshore Market、以下JOM)の開設をきっかけに、銀行は窓口指導による制約を回避するためにインパクトローンを大幅

(図表10) インパクトローンの残高推移



(注)インパクトローンは、居住者向け外貨インパクトローン(邦銀および外銀の本邦店における外貨貸付)、邦銀海外支店の居住者向け外貨貸付、および居住者向けユーロ円インパクトローン(邦銀海外支店の円建貸付)を合計した全為銀ベースの残高。

(出所) 外国為替通信社「外為年鑑」

に増やしていった（図表 10）。

JOM は、内外分離型のオフショア市場であり、オフショアで調達した資金はオフショアで運用しなければならず、オフショア資金の国内への貸付には制限が加えられていた。この制限を回避するために、邦銀はオフショアで調達した資金を、香港などの海外支店に貸付け、海外支店はそれを元手に本邦企業へインパクトローンとして貸出するという操作が行われた。こうしたインパクトローンの増加には、JOM 開設といった規制緩和の影響のみならず、長期にわたる金融緩和が、資産価格の上昇を経由して企業の担保価値を増加させた結果、企業の銀行借入能力を高めたことも寄与したと考えられる。

### （窓口指導の廃止）

このように、窓口指導単独での有効性は、金融自由化を背景に低下し、また、併用説にたった場合にも、バブル期に金利の引き上げが遅れたことから、窓口指導の効果は発揮されなかったと整理できる。この間、日本銀行は、1980年代後半に、短期金融市場の整備を通して、インターバンク市場の機能向上を進めていった。短期金利の変化が裁定を通じ金融資本市場全体に波及するルートが強化され、金利政策のトランスミッションの基盤が整備されていったことなどから、窓口指導の必要性も低下していった。つまり、金利チャネルという、金融政策の効果波及のメインルートの整備ができたため、その政策効果を窓口指導で補完する必要性が低下した。このほか、窓口指導は、銀行間競争を阻害し貸出シェアを固定化させたり、信用割当に伴う資源配分の非効率性をもたらすという問題点が従来から指摘されていた。信用割当に関していえば、日本の都市銀行の貸出が、その銀行の系列グループ内の企業向け貸出に偏っていたことなども指摘されている<sup>13</sup>。こうした背景のもとで、日本銀行は1991年に窓口指導を廃止した。

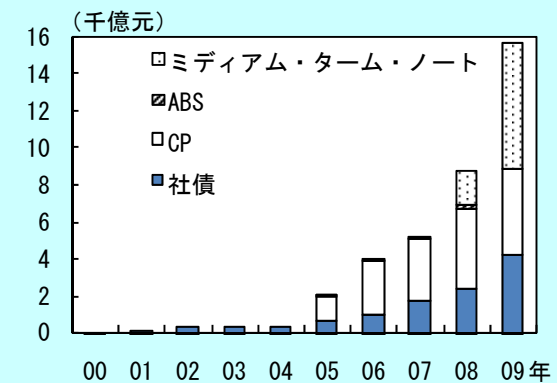
## 中国における金融自由化が窓口指導に与える影響

中国では、金融市場の整備と金融自由化は未だ道半ばであることから、中国人民銀行が信用

量やマネーストックをコントロールするうえで、窓口指導の併用がこれまでのところ有効に機能してきたと考えられる。しかし、日本における窓口指導の経験を踏まえると、現在有効に機能している中国の窓口指導について、幾つかの留意点が浮かび上がってくる。すなわち、中国でも、日本において窓口指導の有効性を低下させていった要因——窓口指導を迂回する資金調達ルート——が、今後金融市場の整備や金融自由化によって徐々に拡大していくと考えられる点である。

中国政府は、国内証券市場の拡大を進めており、企業の窓口指導の対象とならない証券市場を介した資金調達の割合が徐々に高まっていくとみられる。例えば、国内の債券・株式市場がさらに拡大していく可能性がある。中国は、現時点では企業債や公司債の発行を比較的厳しく政府が管理しているが、2008年以降、銀行間債券市場で発行するミディアム・ターム・ノート、CP については、届出制での発行が認められるようになり、社債発行額は増加傾向にある（図表 11）。

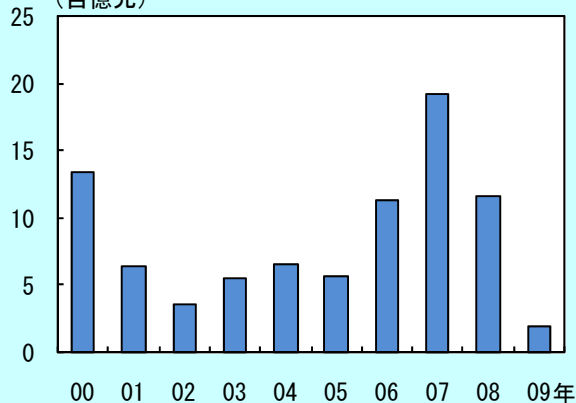
（図表 11）中国の社債発行額



（出所）China Bond

2009年には、投融资プラットフォームと呼ばれる地方政府が出資するインフラ・不動産開発ビークルが、主たる調達手段である銀行借入に加えて社債調達を増やし、不動産等への投資を著増させたように<sup>14</sup>、銀行融資以外のチャンネルが経済に影響を及ぼす例もみられている。また、株式発行を通じた資金調達も徐々に拡大する可能性がある。事実、景気拡大とともに株価が上昇していた2006～07年にはIPOが大幅に増加していた（図表 12）。

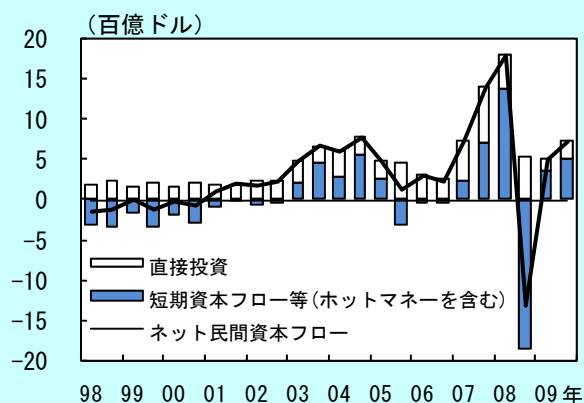
(図表 12) 中国の IPO による資金調達  
(百億元)



(注) 金融機関による IPO を除く。  
(出所) China Bond

さらに、こうした国内での資金調達に加えて、海外からの資金調達が拡大する可能性もある。中国政府は、海外との資本取引に比較的厳しい規制を敷いている。それでも、近年は、中国経済の世界経済との結びつきの一層の強まりや、緩やかな資本規制緩和もあって、民間資本フローの規模と振幅が大きくなっている。特に、当局の監視外にある海外からの投機資金が、様々な形で、資本規制の抜け道を通して、中国国内に「ホット・マネー（熱銭）」と呼ばれる短期資金として流入していると言われる。中国の民間資本フローをみると、世界的金融危機が高まった 2008 年後半に流出超となったものの、09 年入り後再び流入超に転じ、09 年後半にかけて流入額が増加している（図表 13）。

(図表 13) 中国への民間資本流入



(注) 外貨準備増減算出に当たっては、中央銀行と商業銀行間の為替スワップ取引、商業銀行による外貨での準備預金積立、外貨準備によるソブリン・ウェルス・ファンド(CIC)への出資、および外貨準備による国有商業銀行への資本注入を調整した。

(出所) CEIC

こうした資本フローは、今後も拡大すると考えられる。中国政府は、現在、中国企業のグローバル化戦略を掲げており、海外の現地子会社も増えているほか、人民元の国際化を掲げ、人民元が海外でも利用できるような改革を進めるとしている。このため、いずれ、中国企業の海外での人民元建調達が進む可能性がある。

バブル期に日本においてインパクトローンが急増した経験からいえることは、利上げをせずに国内景気や資産市場が過熱すれば、窓口指導を迂回するかたちで、海外から資金が流れ込み、景気が一層過熱する可能性があるということである。今後、中国で海外との資本フローが一層拡大すれば、同じ状況がより当てはまりやすくなることを示唆しているように思われる。

こうした金融構造の変化に加え、窓口指導の弊害についても留意する必要がある。金利機能が十分に機能せず、信用割当が発生している状況は、資金の効率的配分の観点で望ましいとはいえない面がある。窓口指導によって貸出総量に限度が設けられた場合、銀行は、取引実績のある大企業向け貸出は温存し、高成長が期待できる企業であっても、中小企業や取引実績のない企業への貸出を削減する可能性がある。実際、中国では、従来から、国有大企業向けの貸出が銀行において選好される一方、中小の民営企業の借入が困難であることが問題とされてきた<sup>15</sup>。中国当局もその点を認識し、窓口指導において中小企業金融への注力を金融機関に求めている。金融市場の整備や企業会計の透明性向上などを通じて、効率的な資金配分のうえで金利機能がより発揮されるように変革することが、より望ましい施策と考えられる。

## おわりに

金融市場の整備や金融自由化は、金利を通じて効率的な資金配分を行ううえでも、また、金利政策の効果波及ルートを確立していくうえでも、いずれ必要になるものである。金融市場の整備や金融自由化が進めば窓口指導の有効性は低下し、金利政策のトランスミッションのパイプがしっかり確保されれば窓口指導の必要性も低下していく。日本の教訓は、「金融市場整備や金融自由化が進めば、窓口指導の有効



性が徐々に低下するため、金利政策をより活用していくことが望ましい」ということではないかと思われる。中国の今後の政策運営において、この教訓が生かされることを期待したい。

<sup>1</sup> 詳しくは、下記の日銀レビューを参照。

武藤・松永・上山・福本「最近における中国の不動産価格上昇について」2010-J-3、2010年3月。

<sup>2</sup> 中国人民銀行「金融政策執行報告 2010 年第 1 期」を参照。

<sup>3</sup> 中国のマクロ金融政策に関する論点を取り上げたものとして、例えば、下記を参照。

Marvin Goodfriend, and Eswar Prasad, “A Framework for Independent Monetary Policy in China”, IMF Working Paper WP/06/111, IMF, May 2006.

<sup>4</sup> 本稿の窓口指導といえば、金融政策を担う中国人民銀行の窓口指導を主に指すが、銀行業監督管理委員会も信用リスクの抑制という観点から、貸出の中味（例えば、不動産等の過熱業種への融資抑制など）や増加テンポに対して指導を行っていると言われる。

<sup>5</sup> 中国人民銀行「金融政策執行報告 2006 年第 4 期」を参照。

<sup>6</sup> 公式に貸出限度額を設定したのは 2008 年であるが、実際には、2007 年第四半期から貸出を厳格にコントロールし始めたとされている。詳しくは、下記資料を参照。黄金老「離不開的貸款限額控制」（筆者訳：離れられない貸出限度額管理）『中国金融』中国金融出版社、2010 年 3 月 16 日。

<sup>7</sup> 中国人民銀行「金融政策執行報告 2008 年第 4 期」を参照。

<sup>8</sup> 中国人民銀行（「金融政策執行報告 2010 年第 1 期」）、銀行業監督管理委員会（同会劉明康主席 2010 年 1 月 20 日の香港でのスピーチ）がともに金融機関による貸出増加額、ペース、および貸出構造を合理的に管理するよう指導する旨述べている。

<sup>9</sup> 窓口指導の歴史的経緯については、下記資料を参照。呉文二「日本銀行の窓口指導」『季刊現代経済』日本経済新聞社、第 17 号、1975 年 3 月。広江満朗「窓口指導」古川顯編『日本の金融市場と政策』の第 7 章、昭和堂、1983 年。

<sup>10</sup> 日本銀行調査局、『日本銀行——その機能と組織——』、昭和 42 年 4 月。

<sup>11</sup> 前出の広江(1983)の他に、下記資料を参照。黒田巖「窓口指導をめぐる分析の再検討」『季刊現代経済』日本経済新聞社、第 37 号、1979 年 12 月。

<sup>12</sup> 下記資料を参照。

翁、白川、白塚「資産価格バブルと金融政策：1980 年代後半の日本の経験とその教訓」『金融研究』日本銀行金融研究所、第 19 巻第 4 号、2000 年 12 月。

<sup>13</sup> 下記資料を参照。

Hoshi, T., D. Scharfstein, and K.J. Singleton, “Japanese Corporate Investment and Bank of Japan Guidance of Commercial Bank Lending,” in *Japanese Monetary Policy*, K.J.

Singleton, ed., The University of Chicago Press, 1993.

<sup>14</sup> 地方レベルでの企業債の発行は、2008 年から 2009 年にかけて急増しており（684 億元→2,223 億元）、その大半が投融资プラットフォームによる発行とみられている。

<sup>15</sup> 李子彬中小企業協会会長は、「中小企業は一貫して国内各商業銀行の『貸し渋り』の対象となってきた。統計によれば、中国の 430 万の中小企業は、GDP の 6 割、税収の 5 割を生んでいるにもかかわらず、国内商業銀行の全貸出のうち中小企業向けの比率は 22.5%に過ぎない。しかも、金融引締め実施後は、同比率が 15%に低下した」と指摘している（2008 年 12 月 12 日、21 世紀経済報道）。なお、中小企業の資金調達難の背景の一つとしては、貸出実行の可否決定に関する銀行のガバナンスの問題も考えられる。この点、中国が国有商業銀行の上場、外国戦略投資家の導入などを通じて進めてきた銀行ガバナンスの改革は、効率的資金配分にとって重要である。

[謝辞] 本稿作成にあたっては、データの加工や図表作成面において、松永美幸、上山聡子、上田達史の協力を得た。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行国際局 福本智之（E-mail : [tomoyuki.fukumoto@boj.or.jp](mailto:tomoyuki.fukumoto@boj.or.jp)）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。