



日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

中国における企業借入のパネル分析 — 市場原理はどこまで浸透したか —

坂下栄人[†]

中山 興[§]

kou.nakayama@boj.or.jp

No.06-J-17
2006年8月

日本銀行
〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30号

[†] 総務人事局（北京語言大学留学中）

[§] 国際局

日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、日本銀行員および外部研究者の研究成果をとりまとめたもので、内外の研究機関、研究者等の有識者から幅広くコメントを頂戴することを意図しています。ただし、論文の中で示された内容や意見は、日本銀行の公式見解を示すものではありません。

なお、ワーキングペーパーシリーズに対するご意見・ご質問や、掲載ファイルに関するお問い合わせは、執筆者までお寄せ下さい。

商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行情報サービス局までご相談ください。転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

中国における企業借入のパネル分析*

— 市場原理はどこまで浸透したか —

坂下栄人[†] 中山 興[§]

日本銀行国際局

2006年8月

【要 旨】

本稿では、中国の上場企業の財務データを用いたパネル分析を行い、近年の金融政策運営における量的コントロールから金利コントロールへのシフトと銀行部門における改革の進展が銀行の貸出行動や企業借入の動きにどのような影響を及ぼしているかを示す。この結果、企業借入に対する①窓口指導等を通じた銀行貸出への量的コントロールの影響は引続き残っているが、その影響は小さくなってきている一方、②銀行貸出基準金利の影響が大きくなってきているほか、③銀行は以前と比べて融資先企業の財務指標・経営内容を踏まえて融資を行うようになってきている、ことが示唆された。

* 本稿の作成に当たっては、日本銀行の多くのスタッフから有益なコメントを頂戴した。特に、長井滋人氏からは、制度・分析の両面から有益なアドバイスを頂いた。また、大山慎介氏、岡寄久実子氏、鎌田康一郎氏、高橋亘氏、福本智之氏、森下謙太郎氏からは、暫定稿に対する建設的なコメントを頂いた。この場を借りて深く感謝の意を表したい。ただし、文中に残る誤りは、すべて筆者の責任である。また、本稿における意見などはすべて筆者の個人的な見解であり、日本銀行および国際局の公式見解を示すものではない。

[†] 日本銀行総務人事局（北京語言大学留学中）

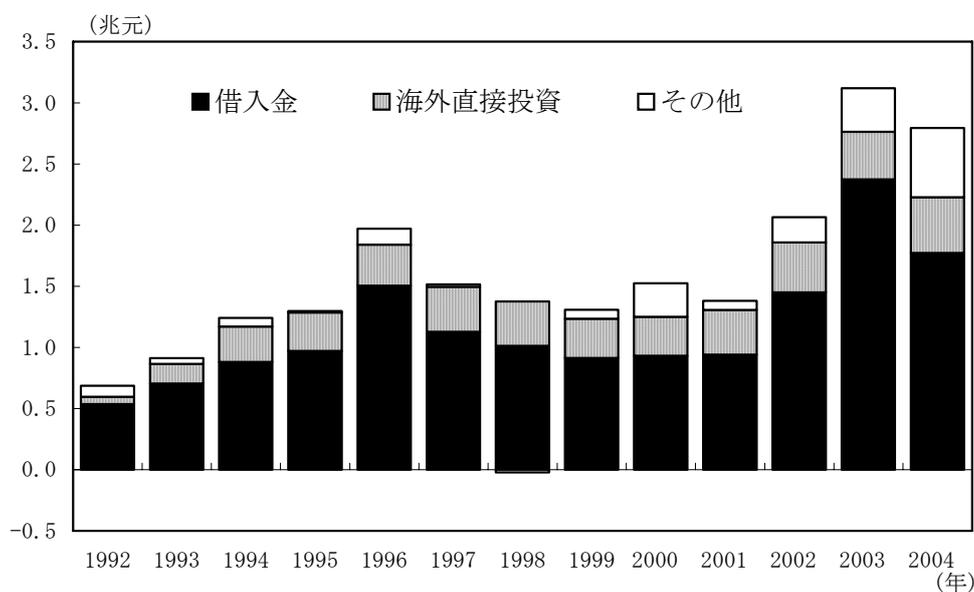
[§] 日本銀行国際局、e-mail: kou.nakayama@boj.or.jp

1. 問題意識

中国の金融システムでは、金利が規制される下で、資金供給主体として中心的な役割を担う銀行に対する窓口指導等の量的コントロールが金融政策の主たる手段となってきた。その中で、銀行自身もリスクやリターンを十分に考慮せずに与信を行う体制を続けてきた。

近年になって、こうした状況には徐々に変化がみられている。金融政策面では、直接的な量的コントロールから、より金利機能を活用したかたちで調整を行う方向で様々な改革が進められている。一方、銀行についても、2001年末のWTO加盟の際に銀行部門の対外開放が約束されたことに伴い、国際競争力確保の観点からガバナンスの改革やリスク管理能力の向上といった改革が急速に進められている。

(図表1) 企業の資金調達構造 (フローベース)



(出所) 唐成 (2005)、中国人民銀行「中国人民銀行統計季報」。

本稿では、こうした金融政策や銀行部門における改革が、企業借入にどのような影響を及ぼしているのかに焦点を当てる。具体的には、中国上場企業の個社財務データを用いた借入関数のパネル推計を行うことにより、上場企業の借入に関して、どの程度量的コントロールが払拭され、企業の財務状況や金利機

能に則った行動がなされるようになったかを定量的に分析する。

本稿の構成は以下のとおりである。次節と第3節で中国の金融政策の変遷と銀行部門の改革について概観し、第4節で中国企業の借入行動に関する分析などの先行研究をサーベイする。続く第5節では、中国上場企業の借入関数をパネル推計し、金利や銀行貸出に係る量的コントロール、個別企業の財務変数が中国上場企業の借入行動にどのような影響を及ぼしているかを計測し、解釈を行う。最後に第6節で結論を述べる。

2. 中国人民銀行の金融政策の変遷

中央銀行としての中国人民銀行の成立は、1980年代半ばに、それまで金融業務のほぼ全般を一手に行う「モノバンク制」であった中国人民銀行から政策金融機能と商業銀行機能を分離した時点に遡る。この分離に伴い、中国人民銀行が中央銀行業務に特化する一方、国家專業銀行（建設銀行、工商銀行、中国銀行、農業銀行）が政策金融と商業銀行とを兼営する体制となった。

商業銀行機能を切り離した中国人民銀行の金融政策手段については、量的コントロールと金利規制に分けて考えると分かり易い。前者に関しては、中央銀行機能に特化した際に「貸出総量枠規制」が設けられ、爾来、量的コントロールが金融政策の中心的手段の地位を占めてきた。ここで、貸出総量枠規制とは、人民銀行が各金融機関に対して貸出額の上限を規定するものである。

南・牧野（2005）が指摘するとおり、債券・手形の公開市場操作を行う場である短期金融市場が未成熟な状況下にあっては、同規制が金融調節の基本となっていた。その後、1998年に「貸出総量枠規制」が撤廃され、金融政策手段は、1996年に導入された公開市場操作などへと徐々にシフトしつつあるが、中国人民銀行では、窓口指導が引き続き効果的な政策手段として、積極的に評価されている¹。

¹ 例えば、最近の「中国貨幣政策執行報告」（2006年第1四半期）でも、「窓口指導と貸出政策ガイダンスを強化し、商業銀行の融資構造を改善させた」との表現がみられる。

(図表 2) 量的コントロールによる金融政策手段の変遷

時 期	内 容
1984 年	中国人民銀行と国家專業銀行との機能を分離。
1985 年	貸出総量枠規制の導入。
1996 年	公開市場操作開始。
1998 年	商業銀行への貸出総量枠規制撤廃。 公開市場操作の本格開始。

(出所) 南部 (1991)、王 (2005) 等。

中国人民銀行は、量的コントロールを行う一方で、市中金融機関の預金・貸出金利の規制も行ってきた。同規制は、期間別に基準金利を定めた上で、基準金利から一定の幅内に金利を制限するという枠組みとなっている。金利規制の変遷を辿ると、1996年に基準金利からの上方変動幅を一旦10%に縮小した後、徐々に拡大するという形で規制緩和が進められてきており、2004年には、貸出金利の上限規制が撤廃されている²。

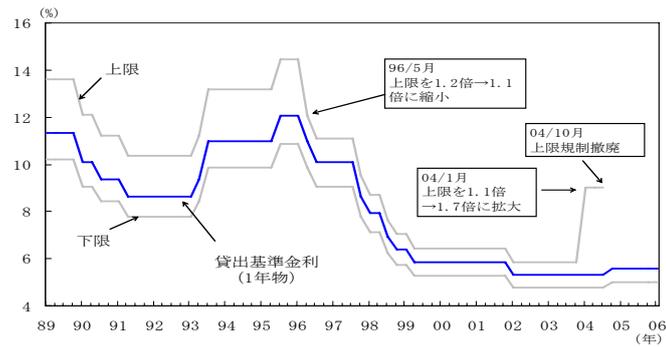
(図表 3) 貸出金利規制の変遷

時 期	内 容
1987 年	商業銀行貸出金利につき、基準金利からの変動（上方：20%、下方：10%）を容認。
1996 年	商業銀行の貸出金利の上方変動幅を縮小（20%→10%）。
1998 年	商業銀行の中小企業向け貸出金利の上方変動幅を拡大（10→20%）。
1999 年	商業銀行の中小企業向け貸出金利の上方変動幅を拡大（20→30%）。
2004 年	商業銀行の貸出金利の上方変動幅を拡大（大企業 10%→70%、中小企業 30%→70%）<1 月>。 商業銀行の貸出金利上限を撤廃<10 月>。

(出所) 黒岩 (2005)、中国人民銀行 (2005)。

² ただし、依然として、貸出金利の下限規制や預金金利の上限規制は撤廃されていない。

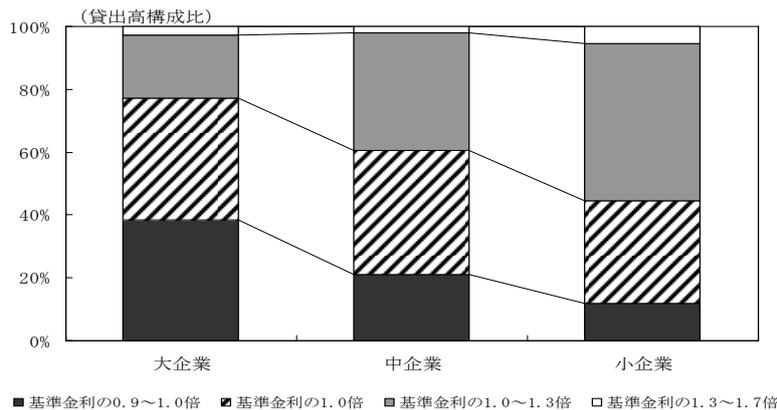
(図表4) 貸出基準金利（1年物）と金利変動幅



(注) 上限および下限は、大企業向け貸出。
 (資料) CEIC 等。

こうした中、借入企業が実際に直面する貸出金利については、上述のような変動幅が存在することから、必ずしも貸出基準金利とは一致しない。ただし、大企業向け貸出に限れば、高い信用力を背景に、ほぼ貸出基準金利近辺で金利が付利されている。実際、中国貨幣政策執行報告を用いて企業規模別の貸出金利の推移を確認すると、大企業向け貸出の8割近くは、基準金利の0.9~1.0倍の範囲内（大企業向け貸出の97%は、同0.9~1.3倍の範囲内）で付利されている。また、中小企業についてみると、基準金利の0.9~1.0倍の範囲内にある貸出は、中企業が6割強、小企業が4割強となっており、大企業よりも金利にばらつきがみられる³。

(図表5) 貸出高の適用金利内訳（企業規模別）

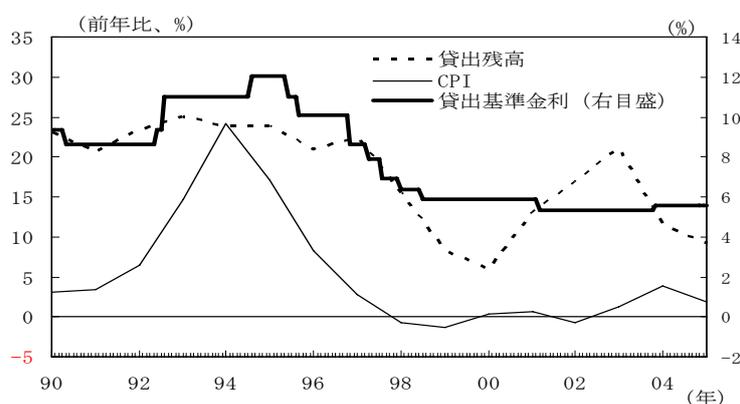


(注) 2004年第1~3四半期時点。国有商業銀行、株式制商業銀行、政策性銀行の合計。
 (資料) 中国貨幣政策執行報告（2005年1月）。

³ もっとも、ばらつきがみられるとはいっても、その金利は概ね基準金利の0.9~1.3倍の範囲内に納まっている（基準金利の0.9~1.3倍の範囲内に納まっている貸出の割合は、中企業で97%、小企業で94%）。

貸出基準金利の変遷を辿ると、アジア危機までは頻繁に変更が行われたものの、それ以降はあまり変更されていない。すなわち、93～95年には、景気過熱を受けたインフレ率の高止まりに対し、中国人民銀行は貸出基準金利を4回引上げた。その後、物価上昇率のプラス幅が低下した96～97年には貸出基準金利は3回引下げられている。さらに、アジア危機を背景に消費および輸出が低迷し、物価上昇率がマイナスとなった98～99年には、政府の積極的な財政政策とともに、中国人民銀行によって貸出基準金利は4回引き下げられた。それ以降は、貸出残高伸び率の大きな振幅がみられた一方、2002、2004年に、それぞれ小幅の引き下げ、引き上げが行われるに止まった⁴。これには、大幅な金利引き上げによる国有企業の債務の悪化等に配慮したという面があるのかもしれない⁵。

(図表6) 貸出基準金利と消費者物価指数、貸出残高の推移



(注) 貸出残高、CPIは年次データ。貸出基準金利は月次データ。
(資料) 中国統計摘要、CEIC。

3. 中国銀行セクター改革の概観

この間、市中銀行部門でも、市場化に向けた制度面の整備等が進められてきた。1990年代前半は、貸出総量枠規制の存在もあって、市中銀行の融資額に対する裁量権はあまり大きくなかった。特に、地方政府が融資判断に介入することも多く⁶、こうした行政介入が銀行の不良債権の拡大に繋がったとの指摘もあ

⁴ 中国人民銀行 (2005)、戴 (1999)。

⁵ 戴 (1999) によれば、中国人民銀行が金利レベルを決定する際には、①物価の全体水準、②国有大型中型企業の利息負担、③国家財政と銀行の利益、④国家の政策と社会の資金需給状況を、総合的に考慮するものとされている。

⁶ 例えば、今井 (1997) によれば、当時の市中銀行に対しては、地方政府による ad hoc な

る⁷。その後 1994 年に国家專業銀行の政策金融機能が政策性銀行に移管、国家專業銀行が商業銀行化され、翌 1995 年には「商業銀行法」が施行された。さらに 1998 年に「貸出総量枠規制」が撤廃されるに至り、預貸率などによる与信管理体制へと移行したと同時に、地方政府の融資への介入余地も少なくなっていた。

(図表 7) 銀行改革の変遷

時 期	内 容
1984 年	国家專業銀行を設立し、人民銀行と国家專業銀行との機能を分離。
1994 年	国家專業銀行の政策金融機能を政策性銀行に分離し、商業銀行化。
1995 年	商業銀行法の制定。
1998 年	4 大国有商業銀行に計 2,700 億元の公的資本を注入。 商業銀行の貸出資産査定基準を変更（中国独自の 4 分類から国際基準の 5 分類へ）。
1999～2000 年	4 大国有商業銀行が資産管理会社に対して計 1.4 兆元の不良債権を売却。
2001 年	「貸出リスク分類指導原則」の設定。 WTO 加盟。
2002 年	「金融企業会計制度」施行（会計原則の国際化）。 「貸倒引当金ガイドライン」の設定。
2003 年	銀行業監督管理委員会（銀監会）設立。 中国銀行、建設銀行に対し、各々 225 億ドルの公的資本を注入。
2004 年	中国銀行、建設銀行、不良債権を資産管理会社に売却。 中国銀行、建設銀行、株式会社化。 「商業銀行資本充足率管理弁法」公布。 —— 自己資本比率を 2007/1/1 日までに 8%以上とする。 「中国銀行、中国建設銀行のコーポレート・ガバナンス改革及び監督ガイドライン」。 —— 中国銀行、建設銀行を「テスト行」として選び、改革を通じて達成すべき目標を発表。
2005 年	交通銀行、建設銀行、香港株式市場において上場。 工商銀行、株式会社化。

(出所) 岡崙 (2005) 等。

介入が存在しており、「首長の政治的威光のために実施するプロジェクトへの融資を強制する」ことも「まれではなかった」とのことである。

⁷ 玉置・山澤 (2005) では、「人民銀行・周小川行長は、アジア通貨危機以前に不良債権化した国有 4 大商業銀行の貸出債権について、その原因の約 30%が政府（地方政府を含む）の直接的な行政命令や行政介入によるもの、約 30%が国有企業支援を目的としたもの、約 10%が行政や資本における地方保護主義が影響しているものであり、銀行の経営判断によるものは全体の 20%程度であろう、としている」との見方が紹介されている。

最近では、2001 年末の WTO 加盟に際し、銀行部門の対外開放を 2006 年末までに完了することを約束したことを受けて、国内銀行の経営強化が積極的に進められている。具体的には、当局主導の下、不良債権の切り離しや公的資金の注入を進めるとともに、貸出債権の査定方法の厳格化や自己資本比率の向上など健全性確保に向けた努力が続けられている。また、競争力確保のための経営ノウハウ向上の観点から、外資系金融機関の資本参加などを通じ、高度なリスク管理手法の導入を試みる銀行もみられる。こうした銀行部門の改革の進展を踏まえると、最近の市中銀行は、以前と比べて信用リスクを意識した融資行動をとるようになってきていると考えられる。

(図表 8) WTO 加盟時の約束事項と実行状況 (銀行)

約 束 事 項		実行状況
外貨業務	WTO 加盟時に、顧客制限と地理的制限を全面撤廃	○
人民元業務	地理的制限：段階的に撤廃 加盟時：深セン、上海、大連、天津 1 年以内：広州、青島、南京、武漢 2 年以内：済南、福州、成都、重慶 3 年以内：昆明、珠海、北京、アモイ 4 年以内：スワトウ、寧波、瀋陽、西安 5 年以内：全地域撤廃	○
	顧客制限： 加盟後 2 年以内に中国企業向け業務を認可、5 年以内に個人向け業務を認可	△ (06/12 月に撤廃予定)
設立条件	外資系銀行の出資比率、経営・設立形態、子会社設立の認可などについての制限を 5 年以内に撤廃	△ (06/12 月に撤廃予定)

(注) ○は実行済、△は未実行。

(出所) 岡寄 (2003)、各新聞報道等。

4. 先行研究

個別企業の財務データを用いて中国企業の借入に対する各種財務変数が及ぼす影響を分析した最近の研究としては、1990 年代を中心とする一連の銀行改革の成果に関して銀行サイドと企業サイドの両面から分析した Shirai (2002) が挙げられる。Shirai (2002) は、中国上場企業 1,098 社について 1994～2000 年の財務データを用い、銀行が業績不振の企業、それも国有大企業に対してより多く

の融資を行うバイアスがあることを明らかにした。具体的には、銀行借入を被説明変数とし、ROA や総資産残高、固定資産の総資産に占める割合、総資産伸び率といった財務変数、企業の設立年数や発行株数のうち政府が保有する割合、A・B・H 株市場に上場しているか否かなどを説明変数として、1994～2000 年、1994～1997 年、1998 年～2000 年の 3 期間においてパネル推計した。この結果、総資産残高、ROA に係るパラメータに関し、総資産残高に係るパラメータが有意に正となったほか、ROA に係るパラメータも有意に負の符号を示し、銀行は中小企業にくらべて大企業により多くの融資を行っていることに加え、低収益の企業に対してより多くの銀行融資が行われていると指摘している⁸。

こうした融資行動の背景として、Shirai (2002) では以下の 3 つの点が指摘されている。一つは、過去の融資実績に依存して意思決定を行う傾向があること。二つめとしては、企業規模が大きいほど信認力が高い（可能性が大きい）と判断して融資を行う傾向があること。三つめとして、これは必ずしも全てのケースに該当するとは限らないが、負債が膨れ上がった場合に「追い貸し」的な行動を行っている可能性があること、を挙げている。

また、中国企業を分析対象としたものではないが、東アジアにおいて企業規模が融資に及ぼす影響に関して分析したものとして、永野 (2005) がある。具体的には、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、韓国といった東アジア 5 カ国を対象として、売上高、ROA、(総負債簿価+資本時価) / 総資産簿価、有形固定資産総資産比率、を説明変数とする負債比率関数を推計している。その結果、東アジアでは、企業規模が大きいほど負債規模が大きいという「負債の規模効果」が多くの国々で検出されており⁹、これは、大企業ほど高い信認を背景に高い負債比率が許容される傾向が強いため、と結論付けている。

⁸ Shirai (2002) では、地方政府の株式保有比率に係るパラメータは最近小さくなっているが、ROA や総資産残高、総資産伸び率に関するパラメータはいずれの期間も概ね同様との結果となっている。なお、企業借入のコストを表す「金利」(同ペーパーにおける「金利」の定義は脚注 12 参照) は、全サンプル期間の推計に含まれているが、期間別の推計には含まれておらず、金利に係るパラメータの異時点間比較は行われていない。

⁹ 永野 (2005) では、売上高を以って企業規模を表す変数と看做している。

なお、中国企業を対象としたものに限らず、個別企業の財務データを用いて企業の借入関数そのものを推計している研究は、さほど見当たらない。ただし、企業借入の主要用途である設備投資関数について、個別企業の財務データを用いて推計した先行研究は、Fazzari, Hubbard and Petersen (1988) 以降、数多く行われている。例えば、花崎・竹内 (1997) は、日米仏の製造業の個別財務データを用いて、ROA や金利、キャッシュ・フロー、負債比率、資本ストックを説明変数とする設備投資関数を推計している。

5. 推計

(1) モデル

上でサーベイした論文では、財務変数と企業借入（ないし設備投資）との関係については丁寧な分析が行われているが、必ずしも異時点間比較を行っているわけではない。また、われわれの問題意識である中央銀行の政策手段（量的コントロールと金利）の変化の影響を捉えるという観点はいずれの論文でも扱われていない。中国企業の借入行動を個別企業財務データを用いて詳細に分析した Shirai(2002)でも、ROA や負債比率といった財務変数と企業借入行動との関係が手厚く分析されている一方、金利との関係はいくつかの推計式のうちのひとつに含められているに過ぎないことに加え、より大きな影響力を持つと思われる量的コントロールを表す説明変数は含まれていない。

そこで、本稿では、企業借入を説明する変数として、多くの先行研究で採用されている標準的な財務変数に加え、金利と量的コントロールの指標を推計式に追加した。すなわち、①財務変数としては、(a)収益性を表す変数として ROA、(b)成長性を表す変数として主要業務収入の前年比、(c)安全性を表す変数として借入比率を用い¹⁰、②企業規模をコントロールする変数として総資産残高を含め

¹⁰ 日本銀行 (2001) によれば、邦銀では、各行が保有する内部信用格付において、「自己資本比率」や「総資本経常利益率」、「増収率」などを格付付与に際しての定量的な判断項目として用いている。

た¹¹。更に、本稿の特徴である、③政策変数として、(a)金融機関貸出基準金利（1年物）¹²の前年差と(b)金融機関貸出の前年比を、説明変数として推計式に含めている。

いうまでもなく、金融機関貸出基準金利（1年物）の前年差が金利政策を表す変数¹³であり、金融機関貸出残高の前年比が量的コントロールの代理変数となっている。ここで、量的コントロールを表す変数としては、マネタリーベースなども考えられるが、中国においては信用乗数は不安定であり、政策ツールとしての位置付けが確立していない。そこで、依然として窓口指導が量的コントロールの主たる地位を占めていることに鑑み、より包括的な概念である（企業が直面する供給サイドからの）マクロの金融機関貸出を採用した。この点、量的コントロールを表す変数としては、本来であれば、事後的な貸出実績ではなく貸出計画を用いるべきであるというのが自然な考え方であろう。しかしながら、事前的な貸出計画といったデータが入手できないことに加え、そもそも当初の計画が実行に移されるまでに外部環境の変化に伴う政策判断や政治的判断など多様な匙加減が加えられているため、結局「仕上りベース」でみた時には、事後的なマクロの貸出実績を用いてもさほどおかしくないと考えられる¹⁴。

また、この説明変数の金融機関貸出と、被説明変数である企業借入との関係

¹¹ 企業規模を表す総資産残高は、Shirai（2002）でも有意となっている。

¹² Shirai（2002）では、企業の金利支払額を借入額で除して算出されたものが「金利」として推計式に含められている（正確には、いくつかの推計式のうち1本の推計式に含められている）。企業が直面する市場金利としては、そうして算出された事後的な「平均金利」を用いることは自然である。しかしながら、①本稿の分析に用いているデータベースでは金利支払額のみを抽出することができないこと、②事後的な「平均金利」では借入の期間構造の偏りや変化などに伴う「平均金利の変動」という本来的な金利変動とは関係のない動きが識別できない惧れがある、ことから、本稿では、よりプリミティブな「金融機関貸出基準金利（1年物）」を金利として用いることとした。

¹³ 前述のとおり、借入企業が実際に直面する貸出金利は、必ずしも貸出基準金利とは一致しない。しかしながら、大企業向け貸出に限れば、ほぼ貸出基準金利近辺で金利が付利されている。

¹⁴ 実際、事前的な計画値として当該年初に政府から発表される成長率（Y）見通しと物価（P）見通しを用い、貨幣数量式（ $MV=PY$ ）からマネー（M）を逆算した（貨幣流通速度 $<V>$ は直前数年間の実績平均値を代入した）ものを擬似的に「事前的貸出計画」として推計に用いてみたが、統計的に有意な推計結果は得られなかった。

を確認しておく、企業からみて、左辺の企業借入が資金の需要サイドを表し、右辺の金融機関貸出が資金の供給サイドを表している（推計式は誘導型となっている）。ここで、左辺の企業借入、つまり本稿の分析対象である中国上場企業1,385社の借入額合計が、金融機関貸出残高に占める割合をみると、約7%である。また、上記分析対象サンプル中1社の借入額の最大値が金融機関貸出に占める割合は最近時点（2003～2004年）で0.7～0.8%に過ぎない。

（推計式）

$$\Delta L_{i,t} = \alpha + \beta * ROA_{i,t} + \gamma * D_{i,t} + \delta * \Delta S_{i,t} + \varphi * Asset_{i,t} + \theta * \Delta R_t + \xi * Chinaloan_t$$

推計式の各項目のノーテーションは以下のとおりである。 L_i は企業*i*の借入残高（対数値）、 ROA_i は企業*i*の総資産利益率、 D_i は企業*i*の総資産残高に占める有利子負債の割合（借入比率）、 S_i は企業*i*の主要業務収入の前年比（対数前年差）、 $Asset_i$ は総資産残高（対数値）、 R は貸出基準金利の前年差、 $Chinaloan$ は金融機関貸出残高の前年比である（データの詳細は補論参照）。

このうち、人民銀行の政策変数である R については、金利上昇は借入負担増となることから、符号条件は負が期待される。また、量的コントロールによる緩和・引き締めを包括的に表している $Chinaloan$ は、増加は金融緩和を意味するため、符号条件は正が期待される。

財務変数については、銀行の融資態度や企業の置かれた財務状況などによって符号条件は変わってくるが、銀行が信用リスクを意識した融資判断を行っている場合には、収益性の高い企業に融資を行いやすいほか、企業側も良好な収益性を鑑みて新たな設備拡充に向けた資金調達ニーズが高まるケースを考えると ROA の符号は正となる可能性が高い。ただし、高い収益性を背景に借入を返済するケースや、収益性の低い企業に赤字補填資金等の融資を実行している場合には、 ROA の符号は負となる可能性がある。

また、借入比率が高いほど信用リスクも高まるため、 D の符号は負が期待されるが、過去の融資実績に依存した融資決定を行っている場合には、符号は正

となり得る。 S の符号条件は、成長性が高い企業には融資を行い易く、企業側の資金調達ニーズも高いと考えられることから、正となることが期待される。一方、企業規模を表す変数である *Asset* の符号条件は、企業規模が大きいほどリスクも低いと考えて融資が実行され易いのであれば、正となる可能性が高い。

(2) データと推計期間

データは、上海・深セン株式市場に上場している 1,385 社の個社財務データを用いた¹⁵。パネル推計を行う上で詳細かつそれなりに信頼に足るデータを準備するには、データの信頼性とサンプル数の確保の観点から、ここで用いたデータセットがひとつの妥協点であると判断した。ただし、上場企業であることから容易に想像されるように、データに含まれる企業の殆どが大企業であり、売上高 500 万元以上の企業数が殆どとなっている（1,385 社中 1,378 社が同 500 万元以上）点に留意する必要がある。実際、中国における企業数の実態は調査によってまちまちであるが、中小・零細企業までを含めて 1,100 万社から 3,000 万社といわれている。このうち売上高 500 万元以上の企業は約 22 万社と、中小・零細を含む企業総数の約 1~2%に過ぎない。

更に、実際に推計に用いたデータ数（観察数）は、データの欠落があるため、上記データセットに含まれる 1,385 社よりも少ない。なお、被説明変数である企業借入残高については、データの振れが著しいケースが散見されたため、前年比ベースで平均値を 2 標準偏差以上逸脱した計数を異常値として排除した。

推計期間については、制度変更等の影響を比較するため、(a)WTO 加盟以降の 2002~2004 年と、(b)一連の銀行改革が行われる以前の 1992~1996 年の 2 期間に分割した。

¹⁵ 深セン証券信息有限公司が提供する「巨潮統計」を利用した（ホームページは、<http://www.data.cninfo.com.cn/>）。

(3) 推計結果と解釈

説明変数	(a)2002-2004 年			(b)1992-1996 年		
	係数	<S.E.>	(t 値)	係数	<S.E.>	(t 値)
<i>α</i>	-9.997	<0.827>	(-12.084)***	-8.429	<1.459>	(-5.778)***
<i>ROA</i>	0.005	<0.001>	(5.548)***	-0.005	<0.003>	(-2.055)**
<i>D</i>	0.012	<0.001>	(14.983)***	0.019	<0.002>	(11.095)***
<i>S</i>	0.052	<0.018>	(2.868)***	0.007	<0.007>	(0.996)
<i>Asset</i>	0.458	<0.039>	(11.784)***	0.249	<0.053>	(4.735)***
<i>R</i>	-0.150	<0.024>	(-6.174)***	-0.085	<0.027>	(-3.085)***
<i>Chinaloan</i>	0.495	<0.185>	(2.681)***	13.999	<2.984>	(4.690)***
修正決定係数	0.205			0.135		
観察数	3,535			1,688		
企業数	1,281			746		

「***」、「**」、「*」はそれぞれ 1%、5%、10%の有意水準を表す。

全対象企業ベースの推計結果をみると、量的コントロールを表す金融機関貸出 (*Chinaloan*) は(a)・(b)両期間で有意となっているが、2002～04 年では明らかにパラメータが小さくなっている。つまり、金融機関貸出のコントロール効果は以前と比べて低下しているものと考えられる¹⁶。

なお、金融機関貸出が 1992～96 年で有意となっているのは「貸出総量枠規制」による強い量的制約が銀行部門に課されていたためと考えられる¹⁷。これに対し、「貸出総量枠規制」が撤廃された 2002～04 年でも有意となっているのは、2003 年 7 月以降、景気過熱を抑制するために強化された窓口指導などが影響してい

¹⁶ もっとも、本稿で分析対象としている企業は、前述のとおり上場企業であり、上場企業の 9 割以上は国有企業であることには注意が必要である。つまり、1992～1996 年当時は、金融機関の貸出は殆どが国有企業向けであったため、パラメータが実勢以上に大きくかつ有意になっている可能性が考えられる。一方、2002～2004 年には、金融機関の新規貸出は、国有企業向けがさほど増加せず、住宅ローンや手形割引などを通じた民間企業へのローンの形態で増加しているため、パラメータがやや過少推計となっている可能性がある。換言すれば、分析対象が上場企業（≡国有企業）であるが故に、パラメータの低下がそのまま「量的コントロールが企業借入に及ぼす影響の低下」を全て説明しているとは言い切れず、「貸出先の配分が自由になった（バラエティが増加した）」という側面も示唆していると考えられる。

¹⁷ 当時は、政府が予め計画しているプロジェクトに対し、国家専門銀行が企業に融資する資金を人民銀行から調達していたと思われる。このため、中央銀行から市中金融機関にハイパワード・マネーを供給し、その資金が企業への資金供給につながるという通常の金融政策のプロセスとは異なっている。

るものと考えられる。

また、2002～04年には、金融機関貸出（*Chinaloan*）の影響が低下している一方、貸出基準金利（*R*）の影響が増大している。これは、「貸出総量枠規制」が撤廃された後は、少なくとも上場企業に限ってみれば、量的コントロールの企業借入に与える影響が小さくなり、代わって金利の影響が大きくなってきていることを示唆しているものと考えられる¹⁸。

財務指標に係るパラメータをみると、2002～04年には、ROAに係るパラメータが僅かながら正に転化したほか、主要業務収入の変化率も有意となった。これは、銀行が融資を実行するに際して、以前は財務諸表を考慮に入れていなかったものが、最近では融資先の財務状況を考慮して融資を実行するようになってきていることを反映すると考えられる。この他、借入比率に係るパラメータが両期間とも正となっており、依然として借入比率の高い企業に融資を実行し続けている様子が窺われる¹⁹。

なお、上記全対象企業ベースでの推計結果は、サンプル企業を製造業・非製造業別に分けて推計しても、概ね同様の結果が得られた²⁰（製造業・非製造業別の推計結果の詳細については、補論1参照）。

¹⁸ 期間(a)では2004年10月に貸出基準金利を上げているが、この頃は、特に4大国有商業銀行を中心に、当局からの不良債権比率引下げや自己資本比率改善の指示を受け、銀行側が主体的に融資を抑制した時期と言われている。こうした銀行の融資抑制の動きが企業借入の減少に影響を与えていたことも考えられるため、貸出基準金利に係るパラメータがやや過大評価となっている可能性があることは、割り引いて考える必要がある。

¹⁹ ただし、被説明変数の企業借入と説明変数の借入比率とが同時点となっているため、同時性の問題を孕んでおり、これが推計結果を何がしか歪めている可能性がある点には留意する必要がある。

²⁰ 厳密には、金利（*R*）に係るパラメータのみ、以下のように、製造業と非製造業でやや異なる結果となった。即ち、製造業は、以前は金利動向が借入に影響を及ぼさなかったが、2002～2004年になると金利動向を睨んだ借入行動を取るようになってきている。一方、非製造業では、両期間とも金利動向が借入行動にほぼ同程度の影響を及ぼしている。しかしながら、量的コントロールを表す金融機関貸出（*Chinaloan*）および財務指標に係るパラメータは、全対象企業ベースの推計結果と同様の結果が得られた。

6. 結びに代えて

本稿では、個別企業の財務データを用い、中国上場企業の借入と貸出基準金利や金融機関貸出といった政策変数や個別企業の財務変数との関係を定量的に捉え、人民銀行の金融政策手法や銀行部門における一連の改革が企業の借入動向や銀行の貸出行動にどのような影響を与えたかを分析した。この結果、企業借入に対する①窓口指導等を通じた銀行貸出への量的コントロールの影響は引き続き残っているが、その影響は小さくなってきている一方、②銀行貸出基準金利の影響が大きくなってきているほか、③銀行は以前と比べて融資先企業の財務指標・経営内容を踏まえて融資を行うようになってきている、ことが示唆された。

このように、中国企業を巡る金融環境は、徐々に金利メカニズムや財務内容に応じた融資行動に基づく——いわば「市場メカニズム」に則った——姿へと変わりつつある。これによって、今後、金利政策のトランスミッションメカニズムがより有効に機能するほか、相対的にリスクの高い企業に対して高めの金利を設定することが可能となり、貸出の歪みが是正されていくことが期待される。ただし、今後、中国の企業・銀行行動が、より市場メカニズムに根差したものとなっていくためには、政策当局サイドにおいて、量的コントロールに依存した政策運営から脱却し、金利規制を一段と緩和していくとともに、銀行サイドでもリスク管理能力やプライシング能力を向上していくことが重要であろう²¹。

以 上

²¹ この点、中国の国有商業銀行は、信用リスクに応じたプライシングが出来ていないほか、貸出の決定に際して企業業績が考慮されていないといった指摘もある (Podpiera (2006)、小高 (2006) など)。ただし、リスク管理能力やプライシング能力の強化という点では、銀行も徐々に取り組み始めている。例えば、「中国貨幣政策執行報告」(2004年第4四半期)によると「改革の進展に伴い、商業銀行が内部統制とリスク管理を次第に強化してきており、一部の銀行では、内部信用格付システムを導入しリスク評価の試行を始めている」といった動きもある。

【参考文献】

- 今井健一（1997）「資金配分への行政介入 ―投資・融資の自主権の制約―」、『開発援助研究』、Vol.4 No.4、国際協力銀行開発金融研究所
- 王京濱（2005）「中国国有企業の金融構造」、御茶の水書房
- 岡寄久美子（2003）「中国と WTO ―加盟時約束の実施状況と加盟のインパクト―」、未定稿、2003年7月10日
- （2005）「中国主要商業銀行の経営基盤改善状況について」、未定稿、2005年12月9日
- 小高正浩（2006）「国有4大商業銀行改革「根本的な改革にはまだ時間が必要」～IMF報告骨子～」、トピックレポート：中国、2006年4月7日、国際金融情報センター
- 監査法人トーマツ編（2005）「中日・日中 会計・税務・投資用語辞典」、中央経済社
- 黒岩達也（2005）「人民元問題と中国の金融資本市場改革 ―中国経済の国際化のためには人民元改革と対外資本取引の自由化が不可欠―」、『信金中金月報』、第4巻第6号、信金中央金庫
- 白井早由里（2003）「中国の金融・資本市場改革の成果と今後の課題」、『開発金融研究所報』、第15号、国際協力銀行開発金融研究所
- 関根敏隆・小林慶一郎・才田友美（2003）「いわゆる「追い貸し」について」、『金融研究』、第22巻第1号、日本銀行金融研究所
- 戴相龍責任編集、桑田良望訳（1999）「中国金融読本」、中央経済社
- 玉置知己・山澤光太郎（2005）「中国の金融はこれからどうなるのか―その現状と改革の行方―」、東洋経済新報社
- 中国人民銀行貨幣政策分析小組「中国貨幣政策執行報告」、中国人民銀行
- （2005）「穏歩推進利率市場化報告」、中国人民銀行
- デビッド・ローマー著、堀雅博、岩成博夫、南條隆訳（1998）「上級マクロ経済学」、日本評論社
- 唐成（2005）「中国の貯蓄と金融 ―家計・企業・政府の実証分析―」、慶應義塾大学出版会
- 永野護（2005）「新アジア金融アーキテクチャー」、日本評論社
- 南部稔（1991）「現代中国の財政金融政策」、多賀出版
- 日本銀行（2001）「信用格付を活用した信用リスク管理体制の整備」、『日本銀行調査月報』、2001年10月号、日本銀行

- 花崎正晴・竹内朱恵（1997）「日本企業の設備投資行動の特徴について —マイクロデータに基づく国際比較—」、『フィナンシャル・レビュー』、June-1997、大蔵省財政金融研究所
- 樊勇明・岡正生（1998）「中国の金融改革」、東洋経済新報社
- 松永美幸（2004）「中国の金融政策運営について」、未定稿、2004年10月13日
- 南亮進・牧野文夫編（2005）「中国経済入門 [第2版] 世界の工場から世界の市場へ」、日本評論社
- 三平剛（2005）「追い貸しと経済の生産性」、内閣府経済財政分析ディスカッション・ペーパー、DP/05-4
- 安井章（2000）「中国の金融改革の現状（資料）」、『日本銀行調査月報』、2000年4月号、日本銀行
- Fazzari, Steven M., Hubbard, R. Glenn, Petersen, Bruce C. (1988) “Financing Constraints and Corporate Investment” *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.1988, No.1
- Podpiera, Richard (2006) “Progress in China’s Banking Sector Reform: Has Bank Behavior Changed?” *IMF Working Paper*, WP/06/71
- Rajan, Raghuram G., Zingales, Luigi (1995) “What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data” *The Journal of Finance* Vol. 50, No.5
- Shirai, Sayuri (2002) “Banks’ Lending Behavior and Firms’ Corporate Financing Pattern in the People’s Republic of China”, *ADB INSTITUTE RESEARCH PAPER* 43

製造業・非製造業別の借入関数推計結果

ここでは、本文 5. と同じフレームワークで製造業・非製造業別に推計し、全対象企業ベースの推計結果のロバスト・チェックを行う。推計式は 12 頁の式と同じである。

(1) 製造業

説明変数	(a)2002-2004 年			(b)1992-1996 年		
	係数	<S.E.>	(t 値)	係数	<S.E.>	(t 値)
α	-9.247	<0.984>	(-9.397)***	-8.633	<1.809>	(-4.771)***
ROA	0.005	<0.001>	(4.339)***	-0.005	<0.003>	(-1.908)*
D	0.010	<0.001>	(11.424)***	0.015	<0.002>	(8.135)***
S	0.053	<0.027>	(1.968)**	-0.004	<0.008>	(-0.483)
$Asset$	0.428	<0.046>	(9.254)***	0.328	<0.067>	(4.899)***
R	-0.124	<0.029>	(-4.317)***	-0.031	<0.031>	(-0.987)
$Chinaloan$	0.296	<0.216>	(1.370)	8.143	<3.387>	(2.405)**
修正決定係数	0.167			0.151		
観察数	2,449			1,075		
企業数	890			491		

「***」、「**」、「*」はそれぞれ 1%、5%、10%の有意水準を表す。

(2) 非製造業

説明変数	(a)2002-2004 年			(b)1992-1996 年		
	係数	<S.E.>	(t 値)	係数	<S.E.>	(t 値)
α	-13.001	<1.455>	(-8.938)***	-8.651	<2.405>	(-3.597)***
ROA	0.006	<0.002>	(3.855)***	0.009	<0.007>	(1.384)
D	0.021	<0.002>	(11.105)***	0.034	<0.003>	(10.009)***
S	0.041	<0.024>	(1.724)*	0.017	<0.012>	(1.473)
$Asset$	0.580	<0.068>	(8.485)***	0.135	<0.084>	(1.602)
R	-0.197	<0.044>	(-4.526)***	-0.159	<0.050>	(-3.179)***
$Chinaloan$	1.035	<0.335>	(3.087)***	23.194	<5.451>	(4.255)***
修正決定係数	0.316			0.213		
観察数	1,082			617		
企業数	390			256		

「***」、「**」、「*」はそれぞれ 1%、5%、10%の有意水準を表す。

まず、金利 (R) に係るパラメータを比較すると、製造業は、以前は金利動向が借入に影響を及ぼさなかった（パラメータは有意でなかった）が、2002～2004年になると金利動向を睨んだ借入行動を取るようになってきている（有意に符号条件を満たしている）状況が窺われる。一方、非製造業では、両期間とも金利動向が借入行動にほぼ同程度の影響を及ぼしている。つまり、全対象企業ベースで2002～2004年になって金利の借入行動に及ぼす影響が大きくなっているのは、主として製造業において金利動向を睨んだ借入行動が取られるようになったことが影響したものと考えられる。

次に、金融機関貸出 (*Chinaloan*) に係るパラメータをみると、製造業は、1992～96年で有意となっているのが、最近では2002～04年になって有意ではなくなっている。また、非製造業でも、両期間ともパラメータは有意であるが、その大きさは、2002～04年には以前と比べて1/20以下となっている。このように、量的コントロールについては、製造業・非製造業ともに、以前は「貸出総量枠規制」が借入に強い影響を与えていたものの、同規制が撤廃された最近では、人民銀行ないし政府による量的コントロールが借入を規制する効果が低下してきていることを示唆している。

財務指標に係るパラメータについては、製造業・非製造業ともに、ROAが2002～2004年になって有意となっている（製造業では、主要業務収入 (S) も2002～2004年に有意となっている）。これは、市中銀行が製造業・非製造業に拘らず、企業融資を行う際に、融資先企業の財務状況を考慮した融資行動をとるようになってきていることの現れであると考えられる。また、借入比率 (D) に係るパラメータも、製造・非製造業ともに両期間に互って有意に正となっており、製造・非製造業に拘らず、過去の融資実績に依存した融資行動がとられている可能性が高い。

推計に用いたデータ

本稿で用いた変数の詳細は以下のとおりである。なお、「借入残高」、「総資産利益率」、「借入比率」、「主要業務収入」、「総資産残高」は巨潮統計のデータを、「金融機関貸出基準金利」は CEIC のデータを、「金融機関貸出残高」は中国統計摘要のデータを用いた。

借入残高

借入残高 (L) = 「短期借入」 + 「長期借入」 + 「1年以内償還負債」

—— 1年以内償還負債には借入以外による調達も含むが、データの制約上、全て借入と仮定。

総資産利益率

総資産利益率 (ROA) = (「営業利潤」 + 「財務費用」) / 「総資産」

—— 借入に伴い生じる金利支払の影響を除くため、営業利潤に財務費用を加えたものを総資産で除することにより計算した。

借入比率

総資産借入比率 (D) = 「有利子負債」 / 「総資産」

—— 「有利子負債」は「短期借入」 + 「長期借入」 + 「1年以内償還負債」 + 「短期債券」 + 「長期債券」。

主要業務収入

損益計算書の「主要業務収入」。

総資産残高

貸借対照表の「総資産残高」。

金融機関貸出基準金利

期間1年物の貸出基準金利。

金融機関貸出残高

中国の金融機関全体の貸出残高。