



日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

中国における金融市場調節：金融政策か為替政策か

王 紅*

wang.hong@boj.or.jp

長井 滋人*

shigeto.nagai@boj.or.jp

No.07-J-9
2007年5月

日本銀行
〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30号

*日本銀行国際局

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。

中国における金融市場調節：金融政策か為替政策か*

王 紅[†] 長井 滋人[‡]

2007年5月

【要 旨】

本稿では、金融政策のトランスミッション・メカニズムの移行期にある近年の中国において金融市場調節が果たしている役割について議論する。金融市場調節は、2005年7月の為替制度変更を契機に、為替レートに影響する中国と米国との間の内外金利差の操作を軸に運営されてきている。一方、物価の安定のための需要コントロールは、引続き中国人民銀行や他の政府組織による銀行貸出や投資に対する直接的な行政措置に依存している。

Keywords: 金融市場調節、金融政策、為替政策、内外金利差

*本稿の作成に当たっては、日本銀行の多くの方々から有益なコメントを頂戴した。特に中村毅夫氏、高橋亘氏、露口洋介氏、岡寄久美子氏、新川陸一氏、福本智之氏、亀田制作氏、東善明氏、上橋龍孝氏、山下裕司氏、小島亮太氏からは暫定稿に対する建設的なコメントを頂戴した。この場を借りて深く感謝の意を表したい。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。なお、本稿の記述や分析は2007年2月末時点で得られたデータに基づいている。

[†] 日本銀行国際局 (e-mail: wang.hong@boj.or.jp)

[‡] 日本銀行国際局 (e-mail: shigeto.nagai@boj.or.jp)

【目次】

1. 中国の金融政策運営の基本的な枠組み	
(1) 金融政策の目的	1
(2) 直接コントロールから間接コントロールへ	1
(3) 量から価格のコントロールへ	3
2. 短期金融市場と金融市場調節	
(1) 短期金融市場の構造と特徴	5
(2) 様々な短期金利	6
(3) 人民銀行による公開市場操作	7
(4) 預金準備率と付利水準の操作	10
3. 余剰流動性の発生と人民銀行の政策対応	
(1) 外貨流入による流動性増加のメカニズム	11
(2) 人民銀行による政策対応	13
4. 金融市場調節の金融引締め効果	
(1) 余剰流動性吸収の政策効果	15
(2) 余剰流動性と短期金利	17
(3) 短期金利水準の評価：金融引締め効果	18
5. 内外金利差と為替レート	
(1) 内外金利差の動向	19
(2) 資本規制の緩和と外為市場整備	20
(3) 内外金利差と為替先物レート	21
6. 結語	23
別紙1 最近の主な窓口指導措置	24
別紙2 中国の金利改革の歩み	25
別紙3 人民元制度改革以後の外為市場改革措置	26

1. 中国の金融政策運営の基本的な枠組み

本章では、中国における金融政策の枠組みの変遷を概観し、「預貸金利に関する規制や窓口指導などを通じた銀行に対する直接的コントロール」から「短期金融市場における金融市場調節を起点とした金利を通じた間接的コントロール」へ移行する過渡期にあることを示す。

(1) 金融政策の目的

中国人民銀行の政策目標は、1995年に制定された「中国人民銀行法」の中で、「通貨価値の安定を維持し、それをもって、経済の成長を促進する」と定められている。「通貨の安定」には、国内物価水準の安定と為替レートとの双方の意味が含まれているが、2005年7月の為替制度改革までは実質的には国内物価水準の安定に重点が置かれていた。

しかしながら、2005年7月、中国は通貨バスケットを参考とする変動相場制へ移行した。この際、「自主性、制御可能性、漸進性」という為替制度改革の三原則が表明され、為替レートの安定化も政策目標としての重要性を増している。資本規制の自由化も進捗している中で、人民銀行にとって金利、為替、資本移動に関する所謂 *impossible trinity* の問題に正面から対峙しなければならない局面に入っていると言えることが出来る。

(2) 直接コントロールから間接コントロールへ

中国では、改革開放政策開始（1978年）後も、金融面では計画経済的な色彩が強く、厳格な貸出規模管理が続けられていた。その後、1992年に「社会主義市場経済の構築」が正式に提起され、本格的な市場経済への移行が始まるにつれ、より間接的なマクロ経済コントロールの必要性が高まった。

一方で、金融機関の増加や、金融商品、無認可金融などの融資ルートの多様化などが進行する中で、開発競争を背景とする地方政府による横槍などが引続きみられることもあって、政府による貸出規模への直接コントロールは難しくなっていた。

このため、人民銀行は、1998年から、国有商業銀行の貸出規模への直接管理を放棄し、各種金融政策手段により、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。

1998年より、人民銀行は商業銀行向けに発表される年度と四半期ごとの貸出

増加量の指定目標（「指令性計画」）を廃止し、代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¹。この参考目標は強制力が次第になくなっていき、商業銀行が資金計画を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ていった。

これ以降、人民銀行は主に、資産負債比率（バランスシート）管理や信用リスク管理の強化、貸出原則の徹底などにより、貸出規模への間接管理を行っている²。資産負債比率管理については、現時点では、各商業銀行の貸出残高対預金残高の比率（預貸率）は75%以下、流動資産対流動負債の比率（流動比率）は25%以上、同一顧客への貸出は商業銀行の資本金の10%以下、中長期貸出対中長期預金の比率（中長期預貸率）は120%以下、とされている。貸出原則については、商業銀行は自主的に貸出の審査を行う一方、政府の産業・地域発展政策の尊重、国家重点建設プロジェクトへの支援、中小企業への貸出需要への積極対応なども求められている。

貸出のガイドラインを無視して行過ぎた貸出を行った商業銀行などに対しては、人民銀行は引続き「窓口指導」という補助的な政策手段を使って、政策意図を伝え、行政指導を行っている（これまでの主な窓口指導の内容の推移については別紙1参照）。国有商業銀行の経営者の一部は人民銀行との関係が深く、中国の金融当局は国有商業銀行に対して一定の影響力を持つと言われていることもあり、「窓口指導」は引き続き貸出抑制にある程度効果的な手段と考えられている。同時に、中国政府は国内銀行の改革を海外からの戦略的投資家の受け入れや国内外株式市場での上場といったステップを通じて進めてきており、この面からは当局による指導の効果は薄れてきている。

人民銀行による行政指導と同時に、国家发展改革委員会³や銀行業監督管理委員会（銀监会）⁴による過熱業種への新規融資抑制や不動産関連融資への規制といった行政措置も銀行貸出へ大きな影響を与えている。

¹ 『关于改進国有商業銀行貸款規模管理的通知』 中国人民銀行、1997年12月24日。

² 「怎麼看取消貸款限額控制？——中国人民銀行負責人答記者問」『人民日報』1998年2月11日。

³ 経済・社会政策全般のグランドデザインを担う組織。財政・金融政策策定に参画するほか、全社会固定資産投資規模の決定などにも携わっている。

⁴ 2003年に人民銀行から分離するかたちで設立された銀行監督組織。銀行に関する制度・規則の制定、銀行とその支店の設立許可、銀行監督、違法行為の摘発、国有銀行の幹部の人事などを担う。

(3) 量から価格のコントロールへ

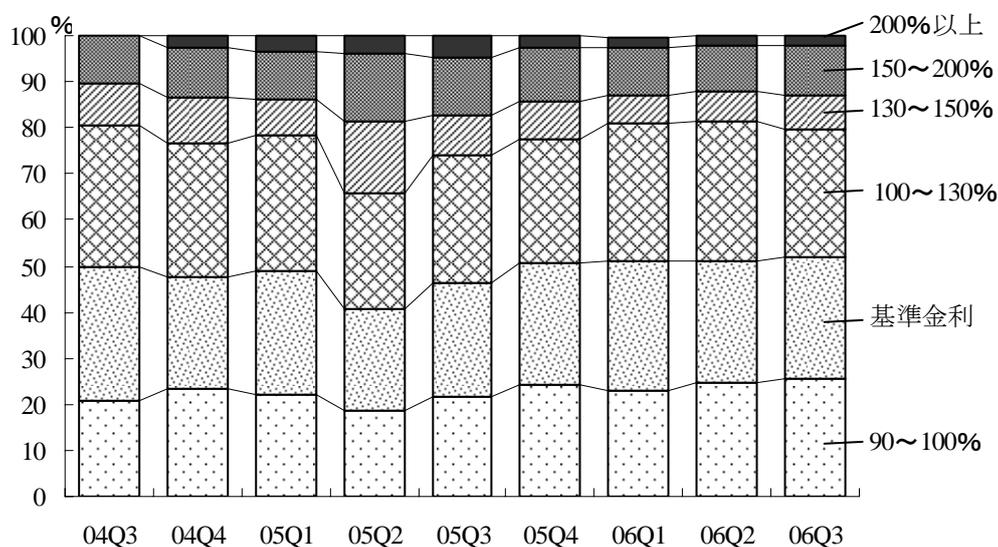
このように直接的なコントロールから間接的なコントロールへ移行する中でも、金融政策のトランスミッション・メカニズムでは、金利という「価格」ではなく、貸出やマネーといった「量」が引き続き中心的役割を果たしている。これは、後に詳述するように為替レートへの配慮等から短期金利の操作に制約があることもさることながら、金利の自由化が道半ばにあり、様々な金融市場が未発達であることが大きな原因である。

金利自由化に向けた取り組みは、段階的に行われてきている。基本的には、企業や国民に影響が少なく、実行もしやすい銀行間コール市場と債券市場の自由化が先行し、影響の大きい預貸金利の自由化は遅れている。また、預貸金利の自由化も外貨建て、貸出、長期、大口が先行し、それが整った上で人民元建て、預金、短期、小口の改革を行うという順序で推進されている（中国の金利改革の流れについては別紙2参照）。

金融政策のトランスミッション・メカニズム整備という観点からは、銀行が信用仲介の圧倒的な役割を果たす中国では、預金と貸出の金利自由化の遅れが最大の障害となっている。人民銀行は預金と貸出について基準金利を定めているが、個々の商業銀行は人民銀行が定めた変動幅の範囲内で自らの判断でこれを変動させることが認められている。この許容範囲も順次拡大され、現在では貸出金利については基準金利の90%以上<2004年10月以降上限なし>、預金金利は基準金利以下<下限なし>と定められている。当局も、個々の銀行に対して、信用力などに応じたスプレッドを確保するように指導を行っている。

しかしながら、商業銀行を含む全ての金融機関の実際の貸出をみると、貸出先の半分に対して基準金利以下の金利が適用されており、最近の分布の推移をみてもスプレッドの引上げが進展している気配は窺われない（図表1）。この背景としては、①銀行間の貸出競争が激化する中で優良貸出先への貸出金利引き上げが難しい、②既に十分な預貸金利鞘が確保されており、引き上げのインセンティブに乏しいといった事情のほか、③銀行と貸出先との関係には地方政府などの当局による圧力など価格メカニズムで割り切れない政治・社会的な要素が色濃く残存していることが考えられる。

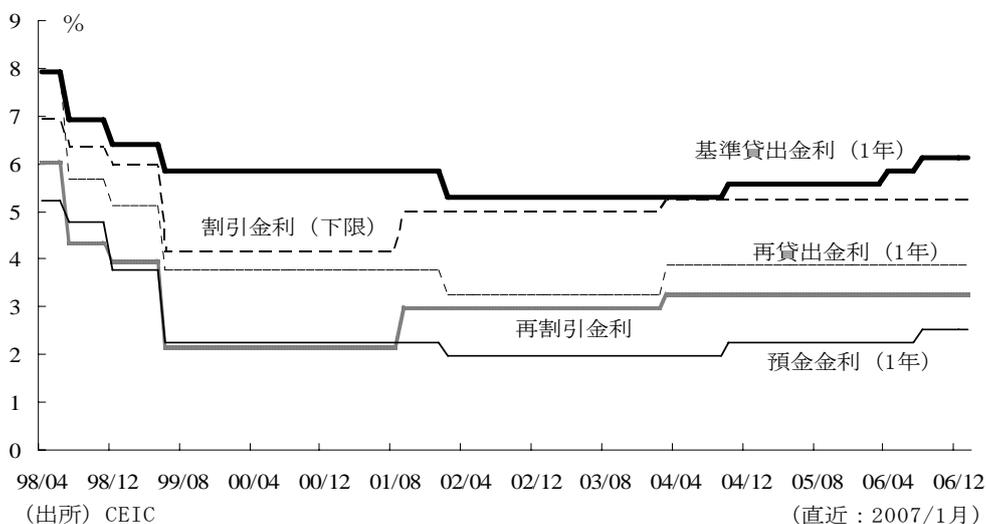
図表 1 金融機関の貸出金利の分布図



(出所) 中国人民銀行『金融政策執行報告』各期。
 (注) パーセント値は実際の貸出金利の基準金利への対比值。

預金と貸出の基準金利のスプレッドは1年物で 360bps と厚めに維持されている (図表 2)。昨年 4 月の基準貸出金利引き上げ時には、預金金利は据え置かれスプレッドは拡大した。こうした厚いスプレッドの背景としては、①一部に不良債権を抱える銀行が残るなど脆弱性の残る中で自由化を進めている銀行システムへの配慮や、②銀行預金以外に運用先が少ない下でマネーが高い伸びを続けている状況で、預金金利を低位に据え置くことで貯蓄よりも消費を促すと同時に、マネーの伸び抑制を図っている可能性、などが考えられる。

図表 2 規制金利の体系



(出所) CEIC

(直近: 2007/1月)

2. 短期金融市場と金融市場調節

本章では、中国の短期金融市場の構造と特徴および金融市場調節のための様々な制度を説明する。

(1) 短期金融市場の構造と特徴⁵

中国では1986年から銀行のコール取引が認められ、広州、武漢、上海などの一部都市で短期金融取引の仲介機関が設立された。その後、1992～93年にかけてコール取引を通じた資金が不動産や株式などの投機的取引に流れるといった事態が発生し、金利の高騰やルール外の取引の横行といった混乱期を迎え、一時期はコール金利の上限規制などの措置が採られた。全国銀行間コール市場が人民銀行によって上海に設立されたのは1996年1月のことであり、同年6月には金利規制が廃止され、金利は市場で形成されることとなった。

インターバンク資金市場には、当初は中国資本の金融機関のみが参加したが、その後外銀支店、信用組合、証券会社も含むかたちで参加先が増え、2006年9月現在で1,335社に達している。この中で、預金・貸出市場で5割強と圧倒的なシェアも持つ国有商業銀行は主な資金の出し手であり、その他の商業銀行や、金融機関、証券及びファンド管理会社などが主な取り手となっている(図表3)。

図表3 インターバンク資金市場での主体別ネット資金取り入れ額

(単位：億元)

	2003年	2004年	2005年	2006年1-9月
国有商業銀行	▲75,150	▲51,254	▲94,270	▲92,780
その他商業銀行	45,361	27,486	35,277	40,122
その他金融機関	17,341	9,892	23,522	14,605
保険会社	605	1,941	9,956	10,010
証券及びファンド管理会社	11,561	11,156	18,630	18,249
外資系金融機関	282	779	6,885	9,794

(出所)『中国金融』2006年第3期、第21期。

インターバンク市場の取引は、主にコール取引、債券の現物とレポ取引からなっている。出来高からみると、コール取引が伸び悩む一方で、債券取引はレポ取引を中心に急拡大しており、債券取引で全体の9割以上、そのうち、レポ

⁵ この節におけるインターバンク市場の構造に関する記述については、多くを桑田良望『中国の金融制度と銀行取引——中国での金融機関利用の手引き——』みずほ総合研究所、2006年7月に負っている。

取引は全体の約70%を占めるに至っている（図表4）。

図表4 インターバンク市場での取引別出来高

（単位：億元）

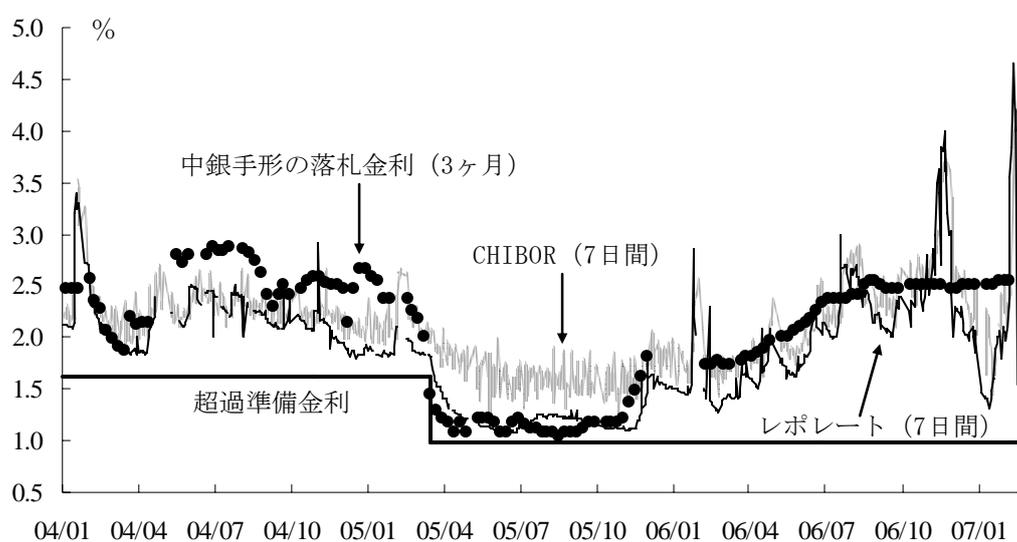
	2003年	2004年	2005年	2006年1-9月
出来高合計	172,165	133,964	231,923	274,968
うちコール	24,113	14,556	12,783	13,714
債券現物	30,849	25,041	60,133	76,815
債券レポ ⁶	117,203	94,368	159,007	184,439

（出所）『中国金融』2006年第3期、第21期。

（2）様々な短期金利

中国の短期金融市場における代表的な金利としては、レポレート、コールレート、中銀手形の落札金利などがある（図表5）。その中で、取引量の大きさを映じて、レポレート（7日間）が短期金融市場の最も代表的な基準金利となっている⁶。コール市場取引において実際に行われた取引の平均金利は、**CHIBOR**（**CH**ina **I**nter **B**ank **O**ffered **R**ate）として公表され、その中でも取引量が全体の6~7割を占めている7日物が最も重要とされているが、それでもレポレートと比較すると参照される程度は著しく小さい。

図表5 短期金融市場の金利



（出所）CEIC, Bloomberg, 中国人民銀行

（直近：2007/2月）

⁶ 翌日物、7日物、14日物、21日物、1ヶ月物、2ヶ月物、3ヶ月物、4ヶ月物、6ヶ月物、9ヶ月物、1年物という11のカテゴリがあるが、7日物のシェアが圧倒的に大きい。

2007年1月より、SHIBOR (ShangHai Inter Bank Offered Rate) の公表が始まった。CHIBOR と比較して、①SHIBOR は取引を伴わない参照金利の加重平均金利であり、毎営業日に値がつくという意味で LIBOR により近い、②オーバーナイトから1年物までと種類(公表8種と参考<非公表>8種の計16種)が多い⁷、といった利点を持ち、期間が長めのデリバティブ取引の将来のベンチマーク候補として期待されている。

このほか、近年では、後述するように中央銀行手形の発行規模も拡大していることから、中銀手形の落札金利(3ヶ月、1年)も短期市場金利の重要な参考指標となっている。中銀手形の落札金利は中央銀行にかなりコントロールされているため、レポレートやコールレートより安定的に推移しており、人民銀行の政策意図を反映するものとして市場に受け止められている。さらに、後述するように超過準備に付利されている金利が短期金利のフロアとして機能するため、その水準の操作も短期金利誘導の有効なツールのひとつとなっている。

コール取引もレポ取引も7日間を中心とした極めて短期のタームの取引が圧倒的なシェアを持ち、長めのタームの取引は量や頻度が限定的である。このため、ターム間の裁定も働いておらず、長いタームの金利は不安定な動きを示し、指標として使いにくい。

(3) 人民銀行による公開市場操作

人民銀行による金融市場調節の主な手段には、中央銀行手形の発行による公開市場操作と預金準備率の操作、法定・超過準備への付利金利の操作がある⁸。

公開市場操作の原則、方向感、操作目標は、毎月初に開催される人民銀行内の行長弁公会議で定められる。行長、副行長、行長助理(理事)、政策関連司長がメンバーで人民銀行弁公庁が事務局を務める。

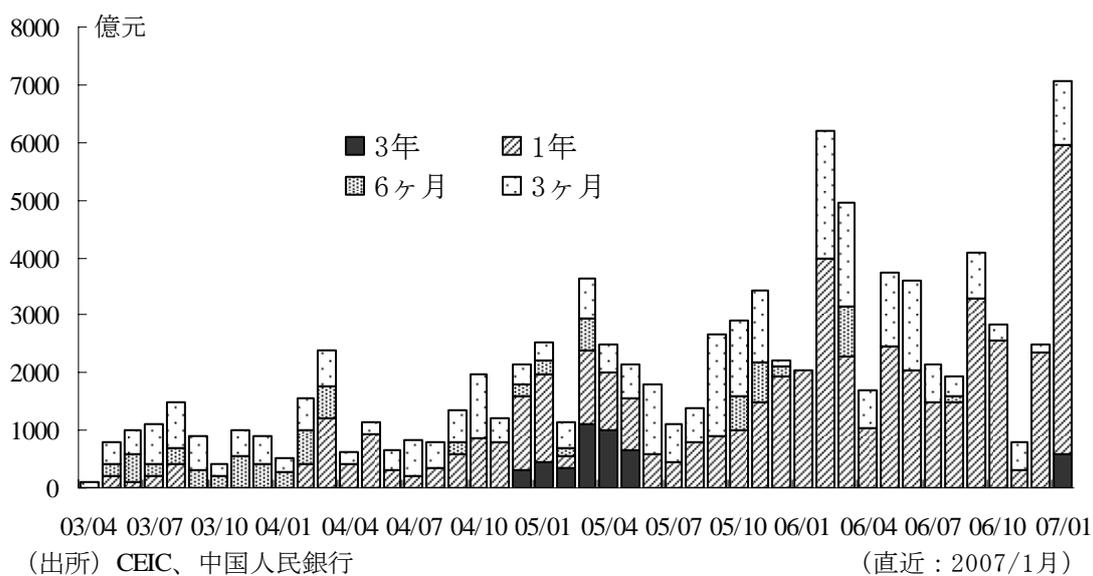
公開市場操作は、1996年の銀行間外為市場における外貨の売買操作にその起源があるが、一時は国債、政策金融債などが主な対象とされていた。しかしな

⁷ CHIBOR の取引は翌日物、7日物、14日物、1ヶ月物、2ヶ月物、3ヶ月物、4ヶ月物の7種類。一方、SHIBOR の取引は翌日物、1週間物、2週間物、1ヶ月物、3ヶ月物、6ヶ月物、9ヶ月物、1年物の8種類の公表品目及び、3週間物、2ヶ月物、4ヶ月物、5ヶ月物、7ヶ月物、8ヶ月物、10ヶ月物、11ヶ月物の8種類の参考(非公表)品目。

⁸ これ以外の手段として再割引と再貸出がある。再割引とは、金融機関が償還期限前に、一度割引された商業為替手形を再割引の方式で人民銀行に委譲して資金を取得するツール(再割引期限は4ヶ月以内)。再貸出とは、一時的な資金不足に陥った商業銀行に対して、人民銀行が行う貸出ツール。商業銀行の流動性が潤沢であることもあり、2005年以後、再割引と再貸出の取引量は激減している。

がら、国債の商品が少なく、短期国債の発行規模も小さいため、2003年4月からは人民銀行は新しい調節手段として中央銀行手形の発行を始めた。中銀手形の発行額は年々拡大し、2006年の新規発行額は3兆6,523億元に達し、2005年の2兆7,462億元から3割ほど増えている。

図表6 中央銀行手形の発行額



中銀手形は、3ヶ月物、6ヶ月物、1年物の3種類が一般的であるが、2006年4月以後は発行が3ヶ月物と1年物に集中するようになった(図表6)。2004年12月から2005年5月までの半年間は3年物の長期手形も発行されていたが、その後は中断され、2007年1月になって再開された⁹。

現在、中銀手形の発行は、原則として、公開市場プライマリーディーラー(金融機関)を相手に行われている。定期的に(原則週2回:1年物は火曜、3ヶ月物は木曜)発行され、金利が応札により決められる仕組みになっている。ただし、2006年に入ってから、金利を安定化させる観点から、金利固定式の数量限定発行も行われている(図表7)。2006年7月、落札金利(1年物)が1年4ヶ月ぶりに2.7961%の高水準に達し、人民銀行は8月以降、5回にわたり、金利を2.7961%に固定して手形(1年物)を発行した。しかし、短期金利の更なる上昇期待から金融機関による応札が鈍り、5回のうち3回は札割れとなった。

⁹ 3年物手形の発行、中止及び再開については、公式な説明はないが、時期に応じて、流動性をより長期的にロックし、償還期限を分散させることが主な狙いと思われる。

図表 7 中銀手形の数量限定発行

発行日	発行予定規模 (億元)	落札規模 (億元)	償還 期限	落札金利 (%)	発行対象
2006年8月1日	100	80.9	1年	2.7961	公開市場 プライマリー ディーラー
2006年8月8日	200	171.3	1年	2.7961	
2006年12月19日	400	300.5	1年	2.7961	
2006年12月26日	600	600	1年	2.7961	
2007年1月4日	800	800	1年	2.7961	

(出所) 中国人民銀行

さらに、2006年には一部の商業銀行（特に上場済みの建設銀行など）の貸出が急増したことに対し、人民銀行はいわゆる対象限定の懲罰発行を行った（図表 8、9）。具体的には、2006年5月から7月まで、人民銀行は4大商業銀行と一部の株式制銀行向けに、3回にわたって1年物の中銀手形を発行した。発行金利はいずれも2.1138%で、発行直前の落札金利2.2704%、2.4800%と2.6694%を大きく下回る低利発行となった。

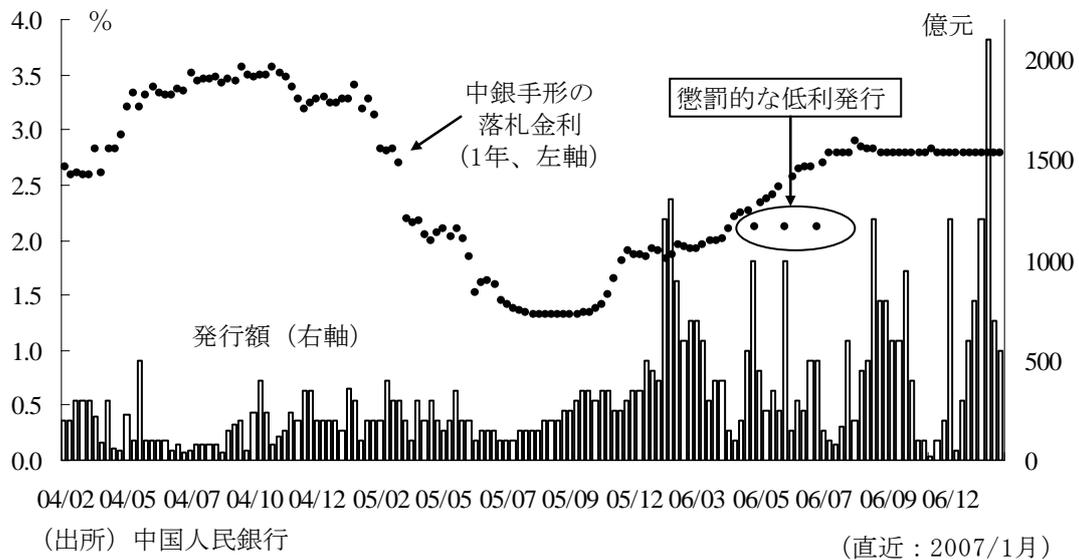
図表 8 中銀手形の対象限定発行

発行日	発行規模 (億元)	償還期限	発行金利 (%)	発行対象
2006年5月17日	1,000	1年	2.1138	一部の商業銀行と株式制銀行
2006年6月14日	1,000	1年	2.1138	
2006年7月13日	500	1年	2.1138	
2006年12月11日	1,200	1年	2.7961	一部の公開市場プライマリーディーラー ¹⁰

(出所) 中国人民銀行

¹⁰ 12月11日にも人民銀行は1,200億元規模の対象限定発行を実施したが、発行対象の範囲を、商業銀行と株式制銀行を含む一部の公開市場プライマリーディーラーにまで拡大し、発行金利も発行直前の落札金利と同じ水準（2.7961%）に設定したため、懲罰的な性格はなかったとの見方が一般的である。

図表9 中銀手形の落札金利の推移



(4) 預金準備率と付利水準の操作

最近では、短期金融市場に流動性が溢れている状況を受けて、公開市場操作に加えて、預金準備率の操作が金融市場調節のツールとしての重要性を増している¹¹。2006年6月以降、超過準備として積み上がる流動性が短期金利の低下をもたらさないように凍結することを目的に、人民銀行は相次いで法定預金準備率の引上げを実施している(図表10)。

¹¹ 1988年9月から1998年3月までの約10年間、預金準備率は13%という高水準で固定されていた。1998年から、通貨供給量が金融政策の中間目標として重視されることとなったことに伴い、準備預金の調節機能を活用すると同時に、商業銀行の競争力を高めるため、準備預金制度の改正が行われた。金融機関の人民銀行における法定準備預金と超過準備預金が、それまでの「分別口座、分別金利」から「同一口座、同一金利」に統一され、預金準備率は1998年3月に13%から8%に、1999年11月には6%にまで引下げられた。また、2003年12月からは、超過準備金利が法定準備金利より低く設定されるようになった。

図表 10 人民元預金の法定準備率の引上げ
とそれによる流動性の凍結¹² (2006 年以後)

発表日	実施日	凍結額	法定準備率 ^(注)
2006 年 6 月 16 日	7 月 5 日	約 1,500 億元	7.5%→8.0%
2006 年 7 月 21 日	8 月 15 日	約 1,500 億元	8.0%→8.5%
2006 年 11 月 3 日	11 月 15 日	約 1,700 億元	8.5%→9.0%
2007 年 1 月 5 日	1 月 15 日	約 1,700 億元	9.0%→9.5%
2007 年 2 月 16 日	2 月 25 日	約 1,700 億元	9.5%→10.0%

(出所) 各種プレスリリース。

(注) 国有商業銀行、株式制商業銀行等の場合。

また、超過準備の金利の操作も、その短期金利のフロアとしての機能から政策ツールのひとつとなっている。2006 年以降は短期金利が上昇して超過準備金利よりかなり高い水準で推移しているが、2005 年中の金利低下局面ではフロアとして重要な役割を果たした。

3. 余剰流動性の発生と人民銀行の政策対応

本章では、近年、外貨の流入を背景に短期金融市場に大量の流動性が供給されている状況について、そのメカニズムを分析すると共に、これまでの人民銀行の政策対応を概観する。

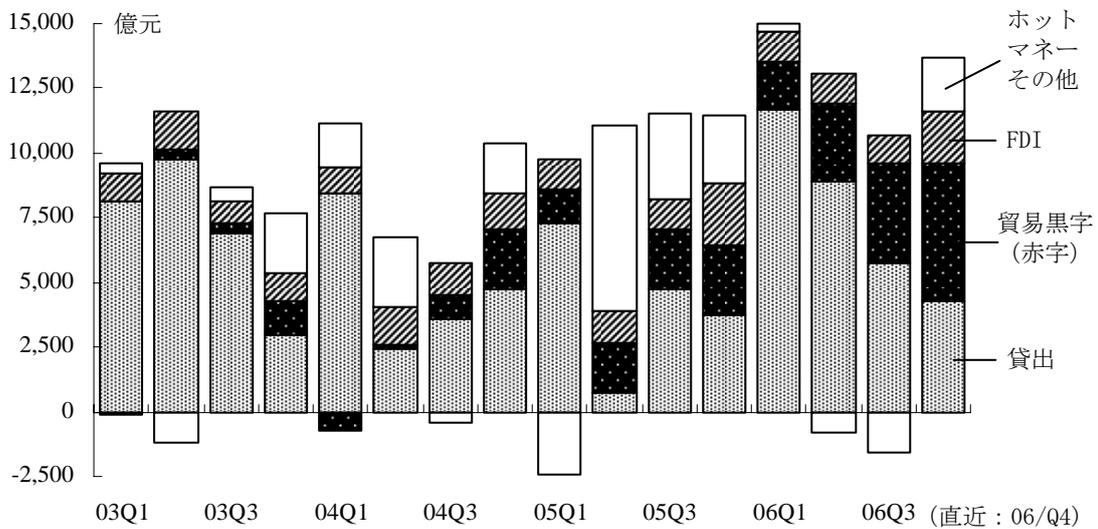
(1) 外貨流入による流動性増加のメカニズム

最近の中国では、マネーや貸出が目標を上回って 10% 台後半の高い伸びを続けている。M2 の増加額をその信用面の動きからみると、貸出が大きく寄与している一方で、とくに 2006 年以降は貿易黒字や海外からの直接投資といった海外からの資金流入による外貨資産の増加の寄与が大きくなってきている(図表 11)。華僑送金や様々な抜け道を通して出入りする短期資金(所謂ホットマネー)による外貨資産の増加も、捕捉は難しいものの、時期によってはマネーの変動に寄与していると考えられる¹³。

¹² このほかに、2006 年 9 月 15 日、人民銀行は外貨預金の法定準備率の引上げを実施し、後ほど(9 月 20 日)追加発表を行った。それにより、約 128 億元の流動性を凍結する効果があったと見られている。

¹³ M2 増加の信用面での対応の試算にあたっては、銀行システムの統合バランスシートに関するデータがないために、「ホットマネーその他」は貸出、貿易黒字、FDI を M2 の

図表 11 M2 増加の信用面での対応



(出所) CEIC

(注) 「ホットマネーその他」はM2の増加からFDI、貿易黒字(赤字)、貸出の増加を引いた残差として算出。

海外から流入した外貨は、「強制外貨決済制度」¹⁴の下で、かなりの部分を政府指定の銀行に売却して人民元にすることが求められている。具体的には、輸出企業は経常取引で得た外貨収入の50~80%¹⁵までの外貨保有額が認められているが、これを上回る分は政府指定の銀行に売却し、人民元に両替することが必要となっている。残った外貨も外貨預金として銀行システムに集められる¹⁶。こうして商業銀行に集まった外貨は、為替レート維持のために多くが人民銀行によって買い取られ、その分短期金融市場に人民元の流動性が供給される(図表12)。

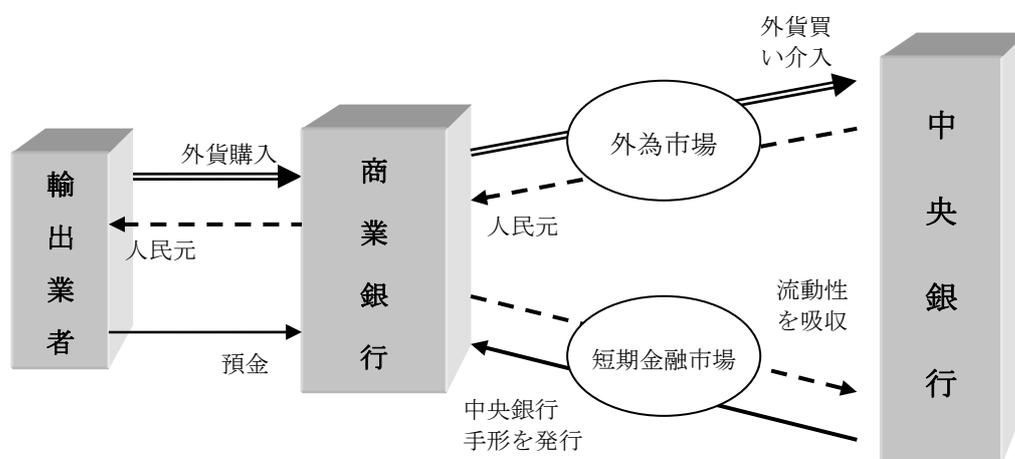
増加額から引いた残差として算出。この項目には、ホットマネーの流入による外貨資産の増加の他に、銀行システムによる国債を含む有価証券投資の増加なども含まれる。

¹⁴ 2006年4月、経常項目外貨決済口座開設の規定が改正され、①口座開設の事前審査が免除され、②外貨留保額は外貨収入ではなく80%の外貨収入と50%の外貨支出の合計により決められる方法に変えられた。この結果、前年度に外貨収入がない場合も、口座開設が必要な国内企業に50万米ドルの初期留保額が認められた。

¹⁵ 2004年3月までは20%、2005年8月までは30~50%の外貨保有しか認められなかった。

¹⁶ この制度は1994年より実施され、当初、輸出企業は銀行で外貨決済口座の開設さえ禁じられたが、2001年より、年間輸出による外貨収入200万米ドル以上、外貨支出額20万米ドル以上の国内企業には外貨決済口座の開設が解禁された。

図表 12 余剰流動性形成の仕組み

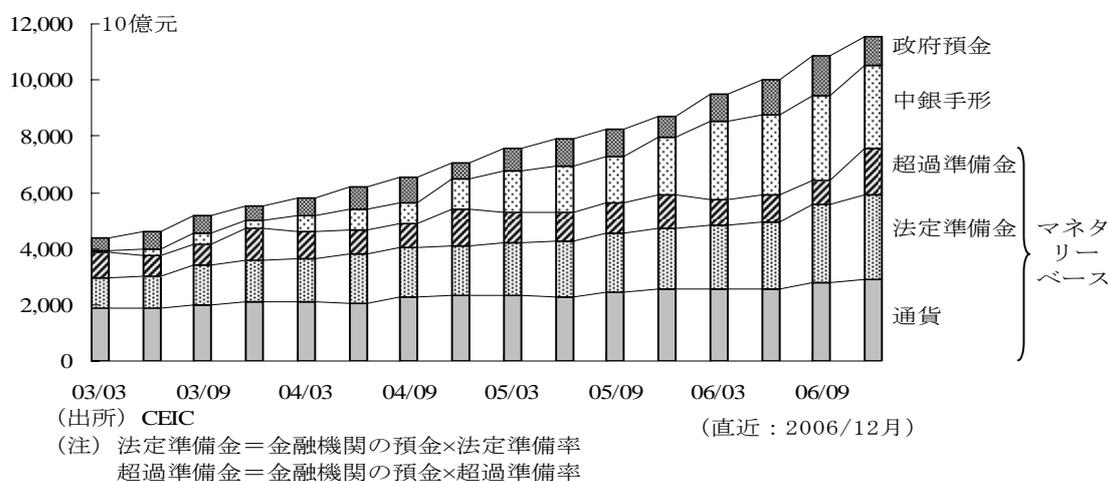


商業銀行に集まった外貨は、すべて中央銀行に買い取られて外貨準備になる訳ではなく、一部は外貨資産として商業銀行が保有する。商業銀行全体の保有外貨資産残高のデータはないが、4大商業銀行の「国外資産」は2006年9月末で約1兆5千億元と1年間で約1.4倍に増加しており、同時期の外貨準備（約7兆8千億元）の約5分の1程度の規模となっている。

(2) 人民銀行による政策対応

こうした短期金融市場への流動性の流入に対して、人民銀行は中央銀行手形を用いた公開市場操作によってこれを吸収することで、マネタリーベースの増加を抑制し、そのうえに預金準備率の引き上げを行うことで超過準備の額をコントロールしてきた（図表13）。

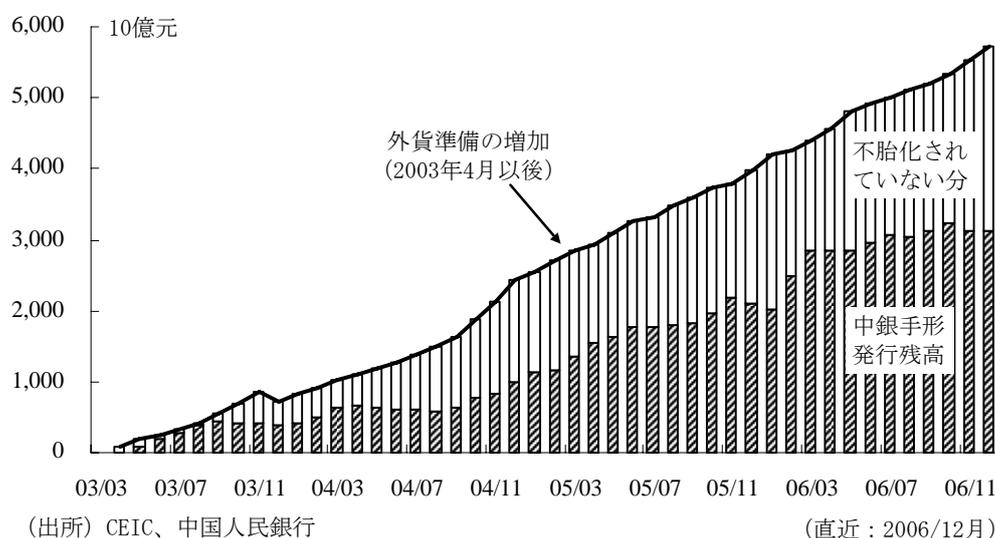
図表 13 人民銀行の負債項目の推移



この際に、どの程度の吸収を中銀手形の発行で行い、どの程度の流動性の凍結を預金準備率引き上げで行うかについての考え方は必ずしも明らかではない。しかしながら、内外金利差からは外貨資産保有は純鞘の状況にあるにも拘わらず、人民銀行が多額の中銀手形発行によるB/S拡大に懸念を強めている様子が窺われる。

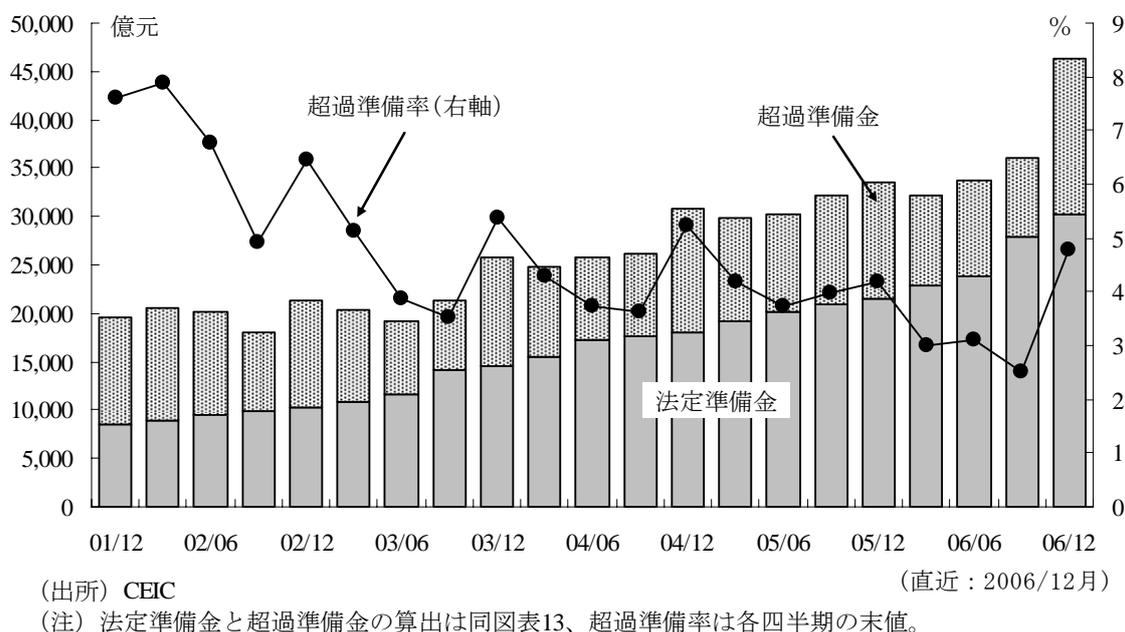
人民銀行のB/Sは03年1月から06年12月にかけてGDP比でみて42%から61%にまで拡大したが、そうした拡大分の約8割が外貨準備の増加によるものである。外貨準備の増加額と人民銀行手形の発行額を比較すると、外為介入のかなりの部分が不胎化されていない計算となる（図表14）。

図表14 不胎化による流動性の吸収



こうしたオペレーションに加え、法定準備比率の引き上げなどもあって、金融機関の超過準備率は、2003年から2005年にかけて4%超で推移した後、2006年入り後は一旦2%台にまで低下した。足許では、貿易黒字を主因とする流動性の流入増加に伴い、超過準備率は再び上昇に転じている（図表15）。

図表 15 金融機関の法定と超過準備



4. 金融市場調節の金融引締め効果

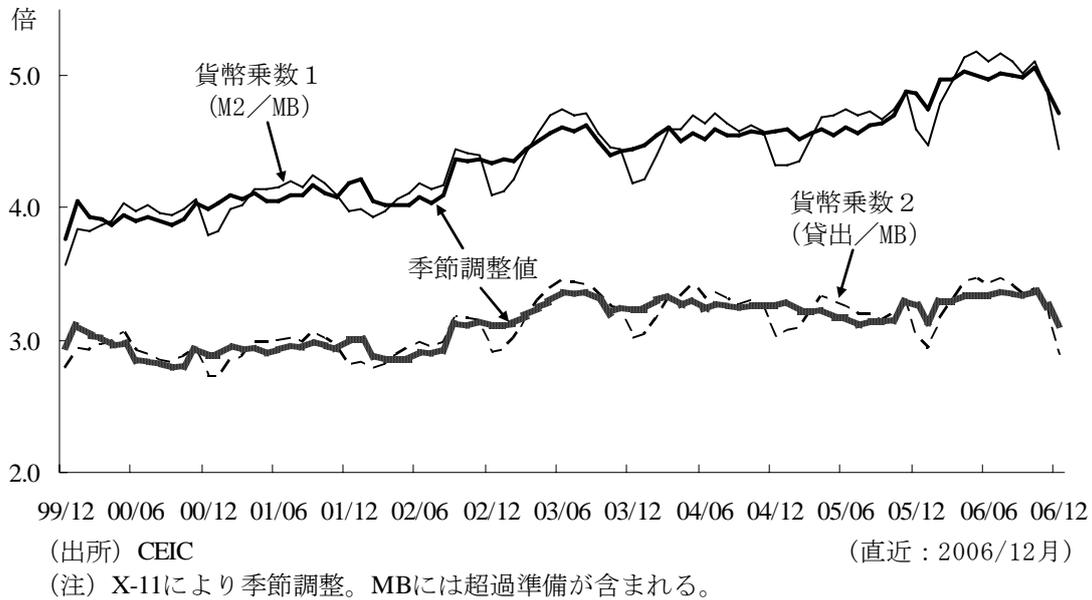
本章では、前章で概観した余剰流動性の下での人民銀行による短期金融市場における金融市場調節が、どのような金融引締め効果を意図して行われ、どのような効果を持ったのかを考察する。

(1) 余剰流動性吸収の政策効果

中国の金融政策に関する代表的な教科書では、人民銀行はマネタリーベース (MB) を操作目標とし、マネーを中間目標として、金融政策を遂行していることになっている¹⁷。実際、人民銀行は貸出やマネーの動向をみて、一定の信用乗数を想定して MB を操作している様子が窺われる。信用乗数を試算してみると、M2 対 MB の乗数は幾分上昇している一方、貸出対 MB の乗数はほぼ横這いで推移しているが、いずれも総じて安定的に推移してきている (図表 16)。

¹⁷ 学者の間には、通貨供給量と物価・経済成長との相関関係の薄さや中央銀行のコントロール能力の弱まりなどから、通貨供給量を金融政策の中間目標とするのは不適切との意見も聞かれる。夏斌、廖強「貨幣供給量已不宜作為当前我国貨幣政策的中介目標」『經濟研究』2001年第8期。

図表 16 信用乗数



もともと、このことは必ずしも MB の操作が、能動的にマネーや貸出の伸び抑制を狙ったものであったり、実際にそうした効果を持ったことを示すものではない。逆に、人民銀行がマネーや貸出の実績を踏まえ、それと整合的な MB の額を維持しているだけの可能性が高いと思われる。

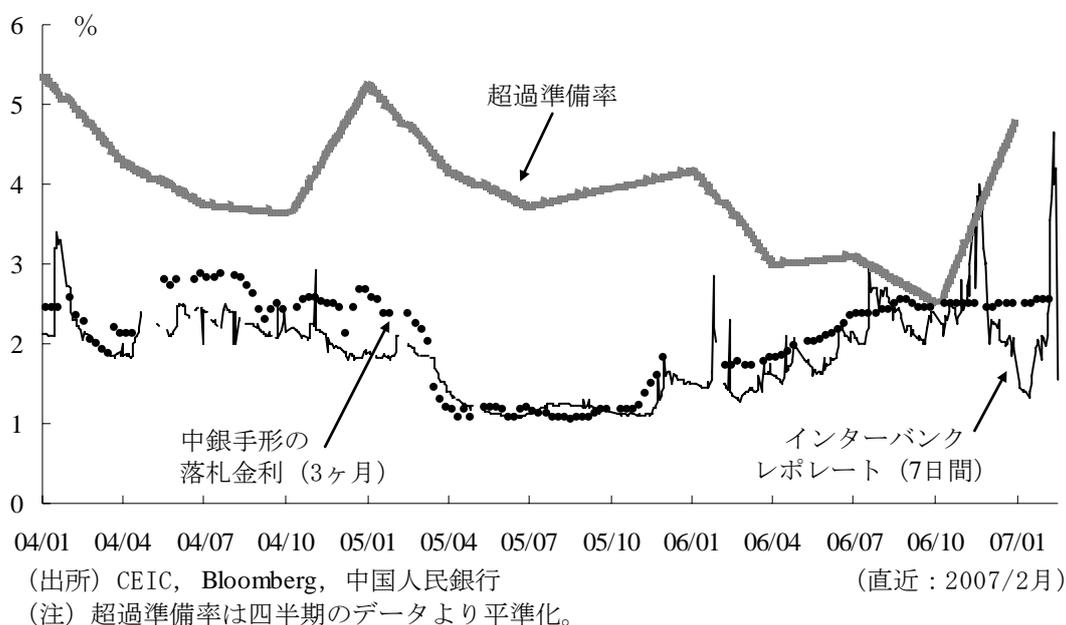
その理由としては、まず第 1 に、マネーや貸出の伸びが当初の目標を上回って推移している中で、前掲図表 13 から明らかなように、MB の額はむしろ緩やかに増加していることが挙げられる。

第 2 に、高水準の余剰流動性がある中で、その余剰流動性の量を操作すること自体は、短期金利の変化を通じたルートは別にすると、銀行の貸出などに影響を与えることは考えにくい。メディアなどでは預金準備率引上げ等による超過準備の削減を「銀行の貸出余力を抑制する措置」と説明する向きがみられる。しかしながら、高水準の余剰流動性が存在すること自体、銀行が貸出を行ううえで資金制約に直面している訳ではないことを示している。この背景には、既述のような流動性の流入に加え、預金が高い伸びを示して貸出原資となることが挙げられる。こうした傾向は、貸出市場で大きなシェアを持つ 4 大商業銀行で特に顕著である。こう考えると、余剰流動性の多寡を調整することは、シグナル効果と短期金利の変化を通じてしか銀行行動には影響を与えることはできず、それ以外には量の面からの金融引き締め・緩和効果は期待できない。

(2) 余剰流動性と短期金利

人民銀行による超過準備の操作の主な目的は、それによって短期金融市場で人民銀行が短期金利を意図する方向にコントロールすることにあるとみられる。超過準備の水準が高いと人民銀行が公開市場操作などで短期金利をコントロールしようとしても、金利に低下圧力がかかってしまう。2005年に短期金利（レポレート<7日間>）が低位で推移していた際には超過準備率は4%前後で推移していたが、その後の短期金利を緩やかに上昇させていく局面では、流動性の吸収などによって超過準備率は引き下げられていった（図表17）。

図表17 超過準備率と短期金利



2006年暮れ頃からは、貿易黒字などの海外からの資金流入により短期金融市場へ流動性が流れ込んできた結果、超過準備率が再び上昇、短期金利が弱含んでいる。人民銀行の操作性が高い中銀手形の落札金利は安定しているように見えるが、より市場の実勢をあらわすレポレートは急激に低下した。2007年1月5日発表の法定準備率引き上げで一時的に急上昇した後もすぐに急落し、2月16日には再び法定準備率の引き上げがアナウンスされた。これらの措置は、金融機関の貸出抑制を促すために引締めシグナルを発する意図もあるが、根本的な狙いは、急落した短期金利（レポレート）を引き上げることにあったと思われる。

減少したとはいえなお相応の額の超過準備が存在するにもかかわらず、人民銀行が公開市場操作などを通じて短期金利をある程度コントロールできるのは、

銀行が日々の決済や法定準備金確保のためにかなりの額のバッファ¹⁸を必要としているためである。その背景には中国の短期金融市場や個別金融機関の流動性管理の非効率性がある。具体的には、①資金需給に関する情報がなく予測が難しいほか、②短資会社がない中で取引は基本的に相対で行われている、③ブローカースクリーンなどがなく時々市場におけるオファー金利がわからない、④都市毎のインターバンク市場間の取引は殆ど行われない、⑤法定準備は本店の預金だけがカウントされるが、支店の余裕資金を本店に戻すといった資金繰りを大手行が行っていない、といった問題が指摘されている。また、⑥中国の準備預金制度では毎日所要準備を積むことを求められていることも余裕をもった資金繰りを行う背景となっていると考えられる。

(3) 短期金利水準の評価：金融引締め効果

それでは、短期金利の水準は何を基準にして決められ、どのような金融引締め効果を持ったのであろうか。

まず第1に、短期金利の動きは、金融政策に関する当局の姿勢を示す「シグナル効果」を持つと市場では意識されている。前掲図表 17 にみられるように、確かに短期金利は 2006 年の夏頃までは、振れを伴いながら緩やかに上昇してきた。しかしながら、2006 年の後半に入ると、政策当局の意図を最も安定的に示す中銀手形落札金利も夏以降は横這いで推移している。レポ金利も 11 月に一時的に急上昇する局面があった後に大幅に下落している。こうした動きは、この時期の当局の引締め姿勢を踏まえると、十分なシグナル効果を及ぼしたとは思えない。

次に、こうしたシグナル効果は別として、短期金利の上昇は実質的に銀行行動に影響を与えることが出来るであろうか。この点についても、①既述したような硬直的な預金・貸出金利や②貸出の中心となっている 4 大商業銀行が短期金融市場でローンポジションであることなどを勘案すると、有意な引締め効果は持たなかったと考えられる。

銀行の貸出行動への影響という意味では、短期金利よりも、2006 年 4 月 28 日と 8 月 18 日に行われた貸出金利の引き上げの方が重要であると思われる。いずれも 1 年物でみて 27bp の小幅の利上げで、4 月は、預金金利が据え置き（貸出金利：1 年物 5.58%→5.85%）、8 月は、貸出金利（1 年物 5.85%→6.12%）と預金金利（1 年物 2.25%→2.52%）の同時引上げとなった。

¹⁸ 北京の国有商業銀行の資金部とのヒアリングでは、超過準備率にして 2.0～2.5%程度の余裕を持つことが多い由。

ただ、こうした利上げの効果についても、さほど大きくないとの見方が多い。まず、①上げ幅が限定的でそもそも貸出金利水準が名目成長率等と比べて極めて低い状況にあることに加えて、②預金金利を据え置いたままで貸出金利を上げた場合（2006年4月の利上げ）は、銀行にとって利鞘が拡大するために銀行側の貸出意欲を高める効果も考えられる。また、③現状では預金金利が上げられた場合に消費者の貯蓄性向が高まるので、銀行の流動性が一層拡大する結果を招きかねないとの指摘も聞かれる。

こうした下で、人民銀行が2006年に定めた貸出の目標値は2.5兆元であったが、商業銀行は上半期からこれに比べて速過ぎるペースで貸出を行った。これに対して打たれた最も効果的だったと考えられる政策手段は、直接的な行政指導であった。人民銀行は2006年中6回にわたり、各商業銀行に対して貸出額の抑制、貸出構造の改善、信用リスクの防止などの窓口指導を行い、注意を促した（別紙1参照）。これと同時に、国家発展改革委員会や銀監会も過熱業種への投資抑制などの行政措置をとった。この時期の投資・貸出の抑制は、全体の量もさることながら、その内訳にも力点が置かれていたために、マクロ的な引締め策よりもこうした直接的な措置が選好された面もある。

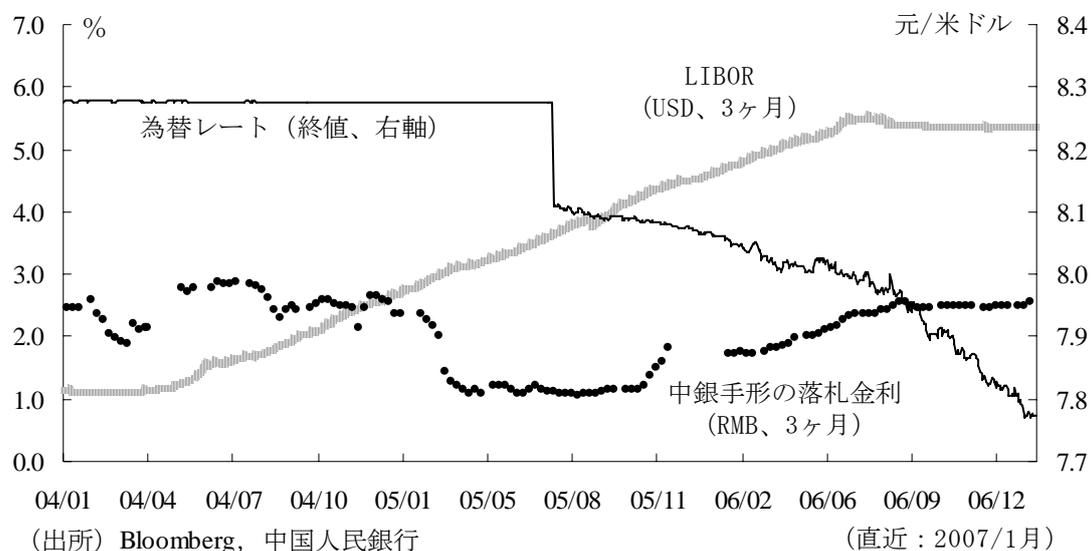
5. 内外金利差と為替レート

本章では、人民銀行による金融市場調節が、2005年7月以降の為替制度改革と外為市場整備の進展にあわせて、主として為替レートの安定的な価格形成のために内外金利差を意識するかたちで運営されるようになってきていることを示す。

（1）内外金利差の動向

短期金利の動きをみると、2005年入り後は同年7月に実施された人民元為替制度の変更を意識して内外金利差をコントロールしようとする人民銀行の姿勢が窺われる（図表18）。7月の為替制度変更までは、米国における *measured pace* での利上げが進む中で人民元短期金利は急激に低下した。事後的に振り返ると、国内の金融経済情勢からは金融緩和はむしろ逆方向の政策と思われる下で、為替制度変更までに *LIBOR* との差を一定水準確保することに重点が置かれていたと考えると理解し易い。

図表 18 米・中金利と為替レートの関係



為替制度変更後は、制度変更直後の安定を確保する観点からか、短期金利は10月頃までは低水準で横這いの動きとなった。しかしながら、その後は、米国の金融引締めと歩調をあわせるように、LIBOR との金利差を一定にすべく緩やかな金利上昇が進行した。昨年夏ごろからは、米国FRBの一連の引締め政策のpauseと共に、金利を横這いで推移する方向に誘導している様子が窺われる。

2006年8月に入り、人民銀行は、上述した金利固定式の数量限定発行を実施し、さらに、8月末から、中銀手形の落札金利を半年ぶりに低下するように誘導してきた。11月末以後2007年2月現在まで、レポ金利が乱高下する一方で、落札金利は2.8%の水準で安定している。

(2) 資本規制の緩和と外為市場整備

こうして内外金利差をコントロールすることは人民元レートの安定にとって重要な意味を持つ。第1に、人民元対米ドルの上昇率が内外金利差¹⁹と整合的な範囲内に収まれば、利鞘を狙った投機資金の動きを抑制できる²⁰。実際、2006年の秋頃までは、人民元が対ドルで年に3%程度のペースで緩やかに上昇するという期待が定着し、直物、為替先物、内外金利差がいずれもそうした期待と整

¹⁹ この金利差は所謂ホットマネーの流入を防ぐ「ガードライン」と呼ばれている。

²⁰ 2006年2月、人民銀行の行長助理易綱氏が、北京大学中国経済研究センター主催のフォーラムにおいて、同じ主旨の発言を行った。「易綱称美元利率比人民幣高3%為匯改時機」新華網、2006年2月13日。

合的に動いたことから、為替制度変更直後に目立ったホットマネーの流入も次第に収まったとの評価が多い（後述するように、その後は人民元上昇ペースが幾分加速する方向に動いているようにも窺われる）。第2に、外貨資産を持つ商業銀行などの経済主体は、整備されつつある為替先物市場などを活用して為替リスクの管理を適切に行うことが出来る。近年では、資本取引に関する規制緩和と外為取引市場の整備が急速に進んでおり、こうした裁定関係が働く余地が拡大してきている。

中国の資本取引に関しては、アジア通貨危機の影響もあって、資本流出面を中心に厳しい規制が続けられてきた。しかしながら、最近では人民元高圧力を徐々に弱めようとの思惑もあって、認可された適格国内機関投資家による外国証券売買を認めるなど次第に取引規制の緩和が進んできている。また、規制がある場合でも、個人の送金などのルートで多額の資金が内外金利差や為替レートに関する思惑を背景に所謂ホットマネーとして動いており²¹、内外金利差と為替レートの裁定を行うひとつの原動力となっている。

外為市場整備に関しては、2005年7月の為替制度変更以降、矢継ぎ早に規制緩和、新規市場・取引手段の育成が進められてきた（改革の流れについては別紙3参照）。為替先物取引は、2005年8月に銀行間取引が解禁され、対顧客取引も取引の出来る銀行の範囲拡大や取引対象の拡大（主要経常取引項目から全ての経常取引項目と一部の資本取引へ）といった措置が採られてきた。直物取引についても、外貨取引センターを介さずに売買当事者同士で取引を行うダイレクト・デール方式やマーケットメーカー制度が導入された。

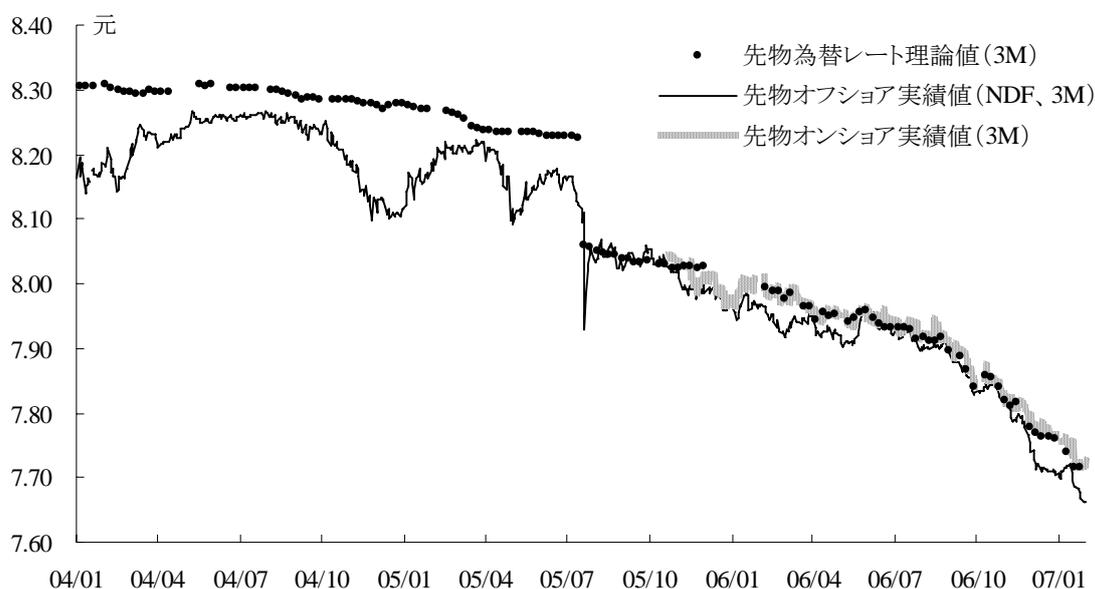
（3）内外金利差と為替先物レート

こうした資本取引に関する規制緩和と外為取引市場の整備を背景に、為替先物レートは内外金利差から算出される理論値にほぼ沿うかたちで推移してきている²²（図表19）。為替制度変更以前からのデータがとれるNDF（Non Deliverable Forward）のレートで見ると、制度変更を契機に理論値と実績値が一致するようになったことが明らかである。

²¹ 国際収支では、「誤差脱漏」の動きに含まれてしまうことも多い。

²² このグラフでは3ヶ月物の中銀手形落札金利を用いているが、7日物や1年物といったレポ金利や中銀手形落札金利（1年物）を用いて理論値を計算しても実績値とほぼ一致していることが確認できる。

図表 19 人民元先物為替レートの理論値と実績値の関係



(出所) Bloomberg、中国人民銀行。

(注) 理論値は、 $\frac{\text{ExchangeSpotRate}(\text{RMB/USD}) \times \{1 + \text{CentralBankPaperRate}(3\text{M}) \times 90 \div 360\}}{1 + \text{LIBOR}(\text{USD}, 3\text{M}) \times 90 \div 360}$ により算出。

NDF: Non Deliverable Forward (RMB)、オンショア実績値: Onshore Forward Outright (RMB)。

2006年11月以後、為替レートの先物価格の理論値がNDFレートと大きく乖離している。これは、10月下旬に発表された、海外での人民元デリバティブ取引についての規制に関係していると考えられる²³。国内の金融機関がオフショアマーケットにおいて、人民元と外為のデリバティブ取引ができなくなると、これまで働いていた金利裁定の影響が小さくなり、NDFレートは他の要因（例えば元高の噂など）により動いてしまう可能性が高まる。

人民元先物為替レートは、2006年秋頃までは、直物為替レートと足並みを揃えて年3%程度の対ドル上昇ペースを維持していたが、その後は理論値、実績値ともに幾分ペースが加速した。このことが、中国当局として人民元の上昇ペースを加速させる意図を示唆したものなのか、貿易黒字を主因とする予想以上の余剰流動性発生に伴う足許の短期金利の低下からやむを得ず生じてしまった事象なのかは明らかでない。ただ、いずれのケースにしても、2006年暮れから

²³ 2006年10月20日、外貨管理局は、国内の機関と個人が当局の許可無しに、いかなる形でも、海外の人民元と外為のデリバティブ取引に参加してはならないとする通知を发出。それまで海外のNDF取引への参加可否については明確な規定はなかったため、NDF取引はグレーゾーンとなっており、実際、多くの国内の外為取引銀行が取引を行っていた。「外匯管理局嚴管境外人民幣對外衍生品交易」『第一財經日報』2006年10月27日。

本年にかけての人民銀行による矢継ぎ早の流動性吸収策の実施をみる限り、中国当局はこれ以上短期金利が低下して一層人民元先高期待が進むことは回避したい意向が強いと思われる。

6. 結語

本稿では、人民銀行による金融市場調節が、2005年7月の為替制度変更以降は、人民元レートの安定的な推移を担保するため内外金利差のコントロールを軸に行われてきたことを示した。この一方で、国内物価安定のための金融政策は、主として人民銀行も含めた政府当局による銀行への窓口指導や産業政策、地方政府への指導といった直接的なコントロールに委ねられていた。こうした「為替レートの安定には金利政策を割り当て、国内物価の安定は貸出などの量を通じた直接的コントロールで行う」という分業は、所謂 impossible trinity に一時的に対処するためのひとつの方策かもしれない。

しかしながら、現在のこうした割当は、弊害も生み出している。第1に、対外不均衡の拡大と余剰流動性の増大という問題は一向に解決せず、拡大の一途を辿っており、将来大規模な調整が発生するリスクが高まっている。第2に、余剰流動性の下で、金利が働かず、政府による様々な恣意的な指導・介入が行われている中で、資源配分の歪みが発生している可能性が高い。第3に、このままでは金融政策への市場の信認が育たず、期待が安定化しないため、将来の資本の自由化を進めた際にも資本フローの安定化を図りにくい。

こうした政策の割当に至った最大の原因は、固定的な為替政策の運営にある。中国当局は長期的な為替レート柔軟化の必要性は認めつつも、農産物輸入の急増や競争力の低い産業への悪影響や、銀行改革、国内金利の自由化、市場整備との sequencing などに配慮して、時間をかけた段階的な自由化を志向している。こうした安定的な移行過程を確保することは重要である反面、上述のような様々な不均衡が日々深刻さを増している。また、国内金利の自由化や市場整備との sequencing は鶏と卵の面があり、為替の自由化が金利の自由化や市場整備を促進する面もある。中国経済の安定のためには、安定的な移行過程を担保するための配慮は行いつつも、為替レートや金利の自由化を推進し、短期金融市場を起点とした金融政策のトランスミッション・メカニズムが整備されることが望まれる。

以上

最近の主な窓口指導措置
－報道で確認できたものの抜粋－

	指導方式	主な指導内容
2005年 6月	人民銀行上海支店は「上海市貸出先ガイドライン 2005」を公布	貸出先を「支持、慎重、制限・禁止」に3分類し、金融機関の貸出伸びのコントロール、貸出構造の改善、貸出リスクの防止を促す
2005年 12月	窓口指導会議を開催 (人民銀行は国内商業銀行に対し右欄の項目を指導)	貸出を緩めないよう注意を喚起(内容は非公開)。
2006年 4月	同上	① 貸出伸びの把握、急伸急落の防止 ② 銀行の安定経営の維持 ③ 貸出構造の改善 ④ 金利リスクへの注意 ⑤ 信用リスクへの注意 ⑥ 手形融資のリスク防止
2006年 6月	同上	① 貸出急増から発生しうるリスクへの注意、貸出規模のコントロール ② マクロコントロール政策と産業政策執行の貫徹、貸出構造の改善、中長期貸出のコントロール ③ 銀行の安定経営の維持 ④ 手形市場の発展の促進、手形融資リスクの防止
2006年 9月	窓口指導会議を開催 (人民銀行上海本部は上海市各国内金融機関に対し、右欄の項目施行を要求)	① マクロコントロール政策の貫徹 ② 貸出規模のコントロール、貸出構造の改善(生産能力過剰産業に対する貸出の厳しい制限、中長期貸出の規模と伸びのコントロール) ③ 流動性についての管理強化 ④ 不動産貸出についての管理強化

(出所) 各種報道

(注) このほか、詳細な内容は公表されていないものの、人民銀行(支店を除き)は2006年5月、8月、11月、12月にもそれぞれ窓口指導会議を開き、上記の4月、6月に加え、2006年には合計6回の窓口指導を行った。『2006年貨幣政策大事記』中国人民銀行、2007年2月12日。

中国の金利改革の歩み

金利種類		制度の変更
短期金融市場		1996年6月、インターバンク・コール・レートが自由化。
債券市場		1996年、財政部が証券取引所で金利入札方式により国債を発行。
		1997年6月、インターバンク債券レポ業務開始。
		1998年、国家開発銀行と中国輸出入銀行が市場入札方式により金融債を発行。
		1999年、財政部がインターバンク市場で金利入札方式により国債を発行。
預金 ・ 貸出	外貨 預金・貸出	2000年9月、大口（300万米ドル超）外貨預金の金利を協議方式に変更。
		2003年7月、英ポンド、スイスフラン、カナダドルの小口預金金利を自由化（米ドル、ユーロ、香港ドルと円の小口預金金利は依然政府が決定）。
		2003年11月より、小口預金金利の下限を自由化。
		2004年11月、1年物以上の長期小口預金金利を自由化。
	人民元貸出	2003年8月、一部農村信用社の貸出金利の上限を基準貸出金利の2倍まで拡大。
		2004年1月、商業銀行、都市信用社の貸出金利上限を基準貸出金利の1.7倍まで拡大。
		2004年10月、商業銀行の貸出金利上限を撤廃。下限は基準貸出金利の0.9倍。
人民元預金	2004年10月、商業銀行の預金金利下限を撤廃。	
割引・再割引		1986年、再割引業務を開始。再割引金利の変動は、銀行貸出金利よりマイナス5-10%範囲内と規定。
		1996年5月、再割引金利は、再貸出金利と連動させ、再貸出金利よりマイナス5-10%範囲内とする旨改正。
		1998年3月、再割引金利が独立した金利として中央銀行により決められ、割引金利は再割引金利に0.9%ポイント上乗せすることを規定。7月、割引金利の上乗せ幅は2%ポイントまで拡大。12月、上限を銀行貸出金利にまで拡大。
		2004年3月、再割引金利を再割引基準金利に0.27%上乗せするかたちで設定。
再貸出		2004年3月、再貸出金利を再貸出基準金利に0.63%上乗せするかたちで設定。
準備預金		1998年3月、金融機関における法定準備預金と超過準備預金の「同一口座、同一金利」制を実施。2003年12月より、「同一口座、差別金利」制に変更。

(出所) 中国人民銀行「穏歩推進利率市場化報告」『中国金融政策執行報告（増刊）』2005年1月、各種プレスリリース。

人民元制度改革以後の外為市場改革措置

	政策・措置	内 容
為替市場の規制緩和	外貨の取得・保有に関する規制緩和 (2005年8月、2006年4月)	<ul style="list-style-type: none"> 国内法人の経常取引による外貨収入の保有上限を引上げ。 個人の外貨購入制限を緩和。
	米ドル以外の通貨に対する人民元変動幅の拡大 (2005年9月)	<ul style="list-style-type: none"> 銀行間外為市場における米ドル以外の通貨（ユーロ、円）に対する人民元レートの1日の変動幅を「当該通貨の取引基準レートの上下1.5%の範囲内」から「上下3.0%の範囲内」に拡大。
	取引通貨の追加(2006年8月)	<ul style="list-style-type: none"> 銀行間外為取引通貨に英ポンドを追加。
外為市場の育成	ダイレクト・ディール方式の導入(2005年8月) ——実施は2006年1月	<ul style="list-style-type: none"> 銀行間市場における為替直物取引について、売買双方が直接価格を交渉し、決済を行う方式を導入（従来は、売買主体は外貨交易中心を相手に競争価格で契約を締結し、外貨交易中心を相手に決済を行う方式）。
	マーケットメーカー制度の導入(2005年11月) ——実施は2006年1月	<ul style="list-style-type: none"> 銀行間市場参加者がまずマーケットメーカーと取引を行って為替レートが形成される。人民銀行はマーケットメーカーから選んだプライマリーディーラーを相手に介入することが可能。
	外為市場スポット取引の参加者の拡大(2005年8月)	<ul style="list-style-type: none"> 参加者は、従来の外為指定銀行(366社)に加え、認可を受けた一定の条件を満たす非銀行金融機関、非金融企業まで拡大。
	外為ブローカーの育成 (2005年8月)	<ul style="list-style-type: none"> 外為ブローカーの育成を目指す「マネーブローカー試験管理方法」を公布。
為替リスクヘッジ手段の育成	外貨スワップ取引の解禁 (2005年8月)	<ul style="list-style-type: none"> 先物取引の資格取得後6か月経過後は人民元外貨間スワップ取引を容認。 ——実施は2006年4月以降順次
	対顧客為替先物取引の範囲拡大(2005年8月)	<ul style="list-style-type: none"> 取引対象を、国有商業銀行を含む7行から業務資格の保有銀行まで拡大。 為替先物取引の対象を、主要経常取引項目から全ての経常項目と一部の資本項目まで拡大。
	銀行間為替先物取引の解禁 (2005年8月)	<ul style="list-style-type: none"> 一定の条件を満たした銀行間外為市場参加者に銀行間為替先物取引を容認。

(出所) 各種プレスリリース。