

中国人民銀行の金融政策の枠組み

福本智之

1. はじめに
2. 中国人民銀行の統治機構上の位置づけと金融政策の決定プロセス
3. 中国人民銀行の金融政策の目標の多重性と国際金融のトリレンマ
4. 金融政策の手段
5. おわりに

(要旨)

中国人民銀行が政府である国務院の一部門であることから、重要な金融政策の最終決定は国務院が行う。そうした中でも、日々の公開市場操作や窓口指導・MPAの運用では相応の裁量が、中国人民銀行に与えられている。

中国人民銀行の金融政策の目標は多重的であり、それを実現するため多様な政策手段を駆使している。国際金融のトリレンマの下、資本移動の自由を一定程度制限することによって、不完全ながら他国から独立した金融政策を行っている。近年実態上の資本移動の自由度が高まったため、人民元レートの柔軟性を向上することで金融政策の他国からの独立性の維持向上を図っている。

中国人民銀行は近年公開市場操作のウェイトを高めている。短期の政策金利であるリバースレポオペ7日物金利を中心に金利コリドーが設けられているほか、中期の政策金利であるMLF1年物金利は、これを基準に貸出優遇金利LPRが形成されるようになっている。もっとも、現在でも、中国人民銀行は、金融機関の融資行動等に直接働きかける窓口指導やMPAといったツールを重視している。これは、人為的低金利政策の下信用割当を行うためと、他国の金融政策から影響を受けるために金利政策だけに頼って金融政策を行えないため等によるものである。

政府の一部門として政府の政策目標を実現するため、中国人民銀行には、中小企業支援、貧困扶助、脱炭素などの政策金融的目標も与えられている。中国人民銀行は、これに対応するため、構造的金融政策を実施している。

1. はじめに

中国は米国に次ぐ世界第2位の経済大国であり、近年その経済的プレゼンスは高まっている。当然ながら、中国の中央銀行、中国人民銀行の金融政策も、世界からますます注目されるようになってきている。もっとも、米国、欧州、日本といった先進国の中央銀行の金融政策と比べると、中国人民銀行が行う金融政策の中身やその趣旨は、必ずしも正確に理解されているとは言えない。

筆者は、中国人民銀行の金融政策が分かりづらいのは、①中国人民銀行の統治機構上の

位置づけが先進国の中央銀行と異なること、②金融政策の目的が物価の安定だけに限られておらず、多重であること、それもあって、③中国人民銀行が先進国とは異なる多様な金融政策手段を用いていること、などが理由だと考える。

本稿では、①～③を念頭に置いて、中国人民銀行の金融政策の枠組みについて、概括的な把握を試みる。

2. 中国人民銀行の統治機構上の位置づけと金融政策の決定プロセス

(1) 中国人民銀行の統治機構上の位置づけと金融政策の決定

先進国の中央銀行は、統治機構上、政府から一定の独立性を有している。中央銀行による金融政策の決定は、中央銀行自身の決定に基本的に委ねられている。重要な公共政策である金融政策を担う中央銀行に統治機構上の位置づけや金融政策の決定において一定の独立性が与えられているのは、歴史的教訓を踏まえたものである。ワイマール憲法下のドイツが典型例だが、中央銀行に十分な独立性がない場合、政府が財政ファイナンスや景気拡大のために中央銀行を利用して、過大な通貨供給を行い、ハイパーインフレなど経済に甚大な影響を及ぼす事態が繰り返されてきた歴史が存在する。

一方、中国では、中央銀行である中国人民銀行は、國務院（日本でいえば内閣に相当）を構成する政府部門の一つと位置付けられている。このため、中国人民銀行は、「國務院の指導の下、金融政策を定めて執行する」（中国人民銀行法第2条）とされている。また、「中国人民銀行は、年度の貨幣供給量、金利、為替レートおよび國務院が規定するその他の重要事項について決定し、國務院に報告し、認可を得た後、執行する」（同法第5条）としている。中国人民銀行が、重要な金融政策事項について國務院の認可を得る必要があるということは、金融政策の最終決定権限が國務院にあることを意味している。

中央銀行の統治機構上の位置づけと金融政策の決定権の両面において、中国が先進国と異なるのは、中国の国家体制に根差したものとイえる。中国では、中国共産党による一党支配体制の下、経済政策は、統一的に策定し、実施されている。毎年12月に開催する中国共産党中央委員会と中国政府が共同で開催する中央経済工作会議で、翌年の財政政策・金融政策の基本方針がほぼ決まる。そして、翌年3月に全国人民代表大会で採択される政府活動報告では、その年の財政政策・金融政策の基本方針が正式決定される。

全国人民代表大会では、予算の規模や内容とともに、経済成長率、消費者物価上昇率、失業率、マネーサプライ前年比などの予測目標が決定される。予測目標とは、拘束性はないものの、政府がそれを目指して努力することが求められる性質の目標である。上記にあげた政府が予測目標とする経済指標は、相互に関連している。どの程度の強度の財政政策、金融政策を実施して達成を目指すかは、統一的に決める必要があるのである。

また、景気情勢は、常に変化する。中国共産党中央委員会と政府は、中央経済工作会議および全国人民代表大会で方向づけたマクロ経済政策を、必要に応じて調整する。その際、毎四半期に開催される経済政策を議論する中国共産党政治局会議が重要な役割を果たしている。

(2) 先進国と異なる中国人民銀行貨幣政策委員会の役割

中国人民銀行には貨幣政策委員会が設置されている。「貨幣政策委員会は、国家のマクロコントロール、金融政策の制定と調整において、重要な役割を發揮しなければならない」（中国人民銀行法第20条）とされている。先進国の金融政策関連会合、例えば、米国の連邦準備制度におけるFOMC（連邦公開市場委員会）や日本の日本銀行金融政策決定会合では、会合の場で金融政策が決定される。しかし、中国人民銀行の貨幣政策委員会は、あくまで同行が「金融政策を策定する際の諮問議事機関」（中国人民銀行貨幣政策委員会条例第2条）と位置づけられている。

メンバーは、議長が中国人民銀行行長、委員は中国人民銀行副行長や政府関連部門のトップ、次席、銀行代表、政府系エコノミストの14名で構成される。毎四半期に一度（3月、6月、9月、12月）開催されている。

(3) 中国人民銀行に与えられた金融政策の執行面の独立性

中国人民銀行は、国務院が決めた金融政策の方針の下で、日々の公開市場操作や窓口指導・MPA（後述）など金融政策の執行を担当する。公開市場操作や窓口指導などの執行においては、相応の裁量があり、中国人民銀行の執行スタンスが、実際の金融政策の効果や影響においては重要である。特に、公開市場操作のウエイトが高まったとはいえ、窓口指導やMPA等の金融機関への行政指導的手法には裁量の余地が相応に大きい。

中国人民銀行の金融政策の執行面における独立性は、中国人民銀行法に定められている。「中国人民銀行は国務院の指導の下、法に基づき独立して金融政策を実行し、職責を履行し、業務を展開し、地方政府・各級政府部門・社会团体及び個人の干渉を受けない」（同法第7条）とされている。過去、地方政府等が、中国人民銀行の地方拠点に干渉することが度々あったとされる。これを踏まえ、金融政策の執行の独立性が法律に明文化された経緯がある。

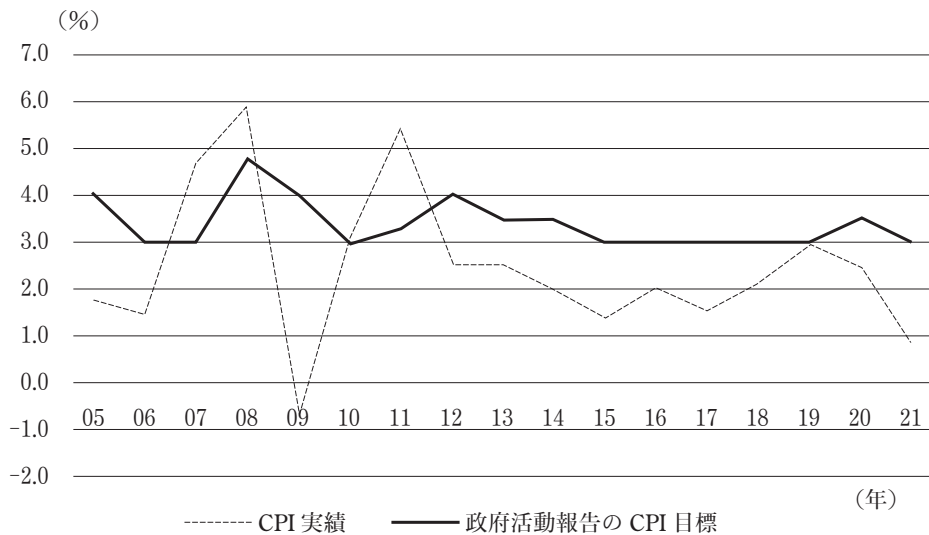
(4) 金融政策決定の独立性とインフレの関係

以上のように、先進国の中央銀行と比べ、中国人民銀行は、統治機構上の位置づけ、金融政策の決定、いずれの面でも政府からの独立性が低いのは否めない。もっとも、中国において中国人民銀行の独立性が低いことが、中国にインフレの弊害をもたらしているかどうかは必ずしも明白ではない。

毎年、全国人民代表大会で採択される政府活動報告において、消費者物価指数（CPI）前年比の予測目標（上限）が明示され始めたのは、2005年以降である（図表1参照）。それ以降、2021年までの17年のうち、CPI前年比の予測目標（上限）を実績が超えたのは2007年、2008年、2010年、2011年の4度であった。

中国政府が、庶民の生活に直結するCPI前年比の上限を予測目標として採択し、公表していることは、インフレを抑え込むことを、政府全体として重視していることを表している。政府として、ソフトなインフレターゲットにコミットしていると言ってもよいかも

(図表1) CPI前年比：政府活動報告の予測目標(上限)と実績



(出所) 国家統計局, 中華人民共和国国史網を基に筆者作成

しれない。事実、CPI前年比の実績値が予測目標を上回ったいずれの時期にも、中国人民銀行は利上げを実施している。また、2012年以降の10年間、CPI前年比の実績は予測目標(上限)を下回っている。

中兼(1990)が指摘するとおり、1980年代後半のインフレの高進は学生運動を惹起し、天安門事件への端緒となった。中国政府・共産党は、過度なインフレが、庶民の不満を高め、その支配体制にも影響しうることを強く意識しているのである。

先進国において、中央銀行の独立性が重視されるのは、議会選挙の存在から、政府が景気偏重、インフレ軽視になりやすいという歴史的な教訓を踏まえたものである。この点、中国の場合、民主主義国家と違って短期的な景気の良し悪しが、中国政府・共産党の支配にすぐに影響を与える懸念は低い。このため、中国政府は長い目線で、景気とインフレのバランスを考える傾向がある。だからこそ、中国政府は、中央銀行の独立性が低くても、景気偏重、インフレ軽視にならないよう、金融政策も含めた経済運営を指向してきたともいえるのではないか。もちろん、中国のような金融政策の決定プロセスが望ましいのかどうかは、国家体制の在り方ともかかわっており、簡単に論じるべきではない。本稿ではこの点には立ち入らないこととしたい。

3. 中国人民銀行の金融政策の目標の多重性と国際金融のトリレンマ

(1) 中国人民銀行の金融政策の目標の多重性

中国人民銀行の金融政策の特徴は、多くの政策目標の達成を目指しているということである。物価の安定維持が主な目標であることは先進国中央銀行と変わらないが、そのほかに、経済成長、雇用の促進、国際収支の基本的な均衡、為替相場の基本的な安定も政策目

標としているのである。

中国人民銀行法は、「金融政策の目標は、通貨価値の安定を維持し、これにより経済成長を促進することである」（同法第3条）とする。中国人民銀行で金融政策執行の責任者であった同行孫国峰貨幣政策司前司長は、孫国峰（2021）において、「通貨価値の安定とは、対内的には物価の安定を維持し、対外的には人民元相場を合理的で均衡のとれた水準で基本的に安定させ、経済発展に適切な通貨・金融環境を提供することを意味する。同時に実体経済に奉仕する方向で、雇用を考慮に入れなければならない」としている。

中国の金融政策の目標が多重的である点については、2016年6月24日、当時、中国人民銀行行長だった周小川氏が、「多重的目標を把握する金融政策」と題したIMFでの講演で、詳しく述べている（周小川（2016））。

「物価の安定を維持する（金融政策の）単一目標制は、簡潔さ、バランスの取りやすさ、コミュニケーションのしやすさなどからみれば、うらやましい制度である。しかし、現段階の中国にとっては、あまり現実的ではない。長期にわたり、中国人民銀行に与えられた毎年の目標は、物価安定の維持、経済成長の促進、雇用の促進、国際収支の基本的な均衡の維持だった。

…中国は経済体制転換の過程で東アジアの外向型国家の発展の道を参考にした。これは中国経済の改革開放に大きく貢献したが、国際貿易や外資への依存度を高め、国際収支が、人民銀行の金融政策やマネーサプライ、物価安定目標に大きく影響することになった。このため、中国人民銀行は国際収支均衡問題に注目しなければならず、それに応じて為替レート、外貨、外貨準備、金準備、国際収支統計などの管理機能も担う必要がある」

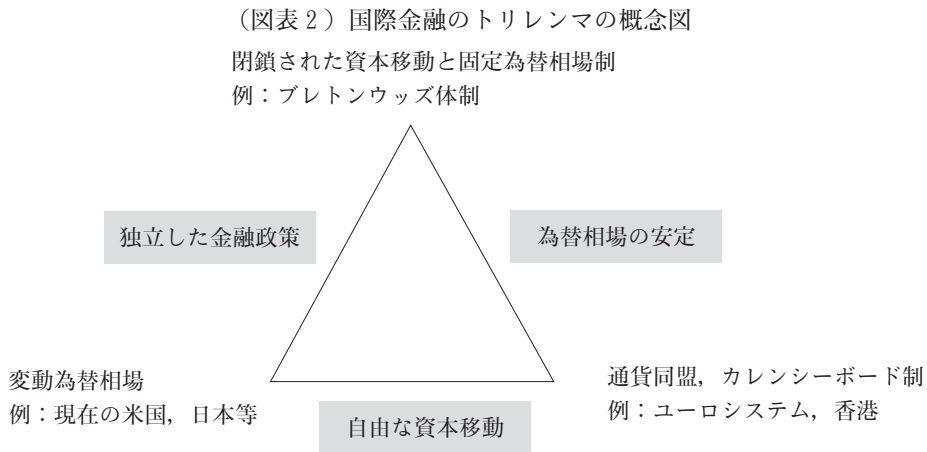
これ以外にも、中国人民銀行は、国務院の構成部門であることから、政府が掲げる様々な政策目標の実現の一端も担っている。現在、中国政府は、中小・零細企業のサポート、脱炭素、公的住宅の供給を重視している。政府の一部門である中国人民銀行にも、中小企業金融、貧困層への金融、グリーンファイナンス、公的住宅建設の推進に役割を發揮することが求められている。例えば、「中国人民銀行貨幣政策執行報告 2021年第4四半期」は、中国人民銀行が、2021年、零細企業・個人事業主の資金需要、脱炭素技術への投資資金需要に対して再貸出を使った低利のバックファイナンスを提供したとしている。

(2) 国際金融のトリレンマと目標の同時達成の難しさ

中国人民銀行にとって、多くの政策目標の達成において、悩ましい問題がある。Mundell（1963）やFleming（1962）が提示した国際金融のトリレンマ（trilemma）または不可能な三角形（impossible trinity）の問題である。国際金融のトリレンマとは、一国の選択として、為替相場の安定（または固定為替相場制）、他国から独立した金融政策、資本移動の自由の3つを同時に達成することはできず、そのうち2つしか選択できないというもので

ある。

図示すれば図表2のようなになる。資本自由化を完了した米国や日本などは、他国から独立した金融政策と自由な資本移動を選択する一方、変動為替相場を採用し、為替相場の安定は放棄している。香港は、国際金融都市として自由な資本移動とカレンシーボード制によって対ドルで為替相場を固定しているが、金融政策は米国の金融政策から独立でいられない。米ドルの政策金利が上がれば、香港ドルの政策金利を上げなければ、対ドルで為替相場を固定できなくなるからである。



(出所) Aizeman (2019) を基に筆者作成

中国は、国際金融のトリレンマにおいて、どのような選択してきたのであろうか。2005年以前の中国は、為替相場制においてドルペッグ制を採用し、資本移動については厳格な制限を敷いていた。つまり、図表2で言えば、「閉鎖された資本移動と固定為替相場制」の組み合わせに近かったとみられる。

しかし、中国は、2005年7月に管理変動相場制に移行した。一日の人民元レート変動幅に上限を設け、為替介入を行うなどして、人民元レートの変動を限定したかたちでの変動相場制へ移行した。また、この間も、資本移動について徐々に自由化を進めてきた¹⁾。これは、中国が実体経済の対外開放を進める中で、資本移動についても自由化ニーズが高まったことに対応したものだ。前述したとおり、中国は、金融政策の目標において、国際収支の基本的な安定を掲げている。しかし、資本移動を自由化すれば、国際収支の基本的安定を実現できるとは限らない。

また、中国人民銀行は、物価の安定も政策目標に掲げている。物価の安定を達成するためには、他国の金融政策から独立した独自の金融政策を行う必要がある。国際金融のトリレンマの下、独立した金融政策と自由な資本移動を選択すれば、人民元レートの安定は放

1) ただし、後述するとおり Aizeman 他による Trilemma Indexes における金融市場開放度指数では、殆ど変化がみられていない。IMF の為替管理報告をベースに作成した同指数には、細かな資本自由化の進展は反映されていない。

棄せざるを得ない。

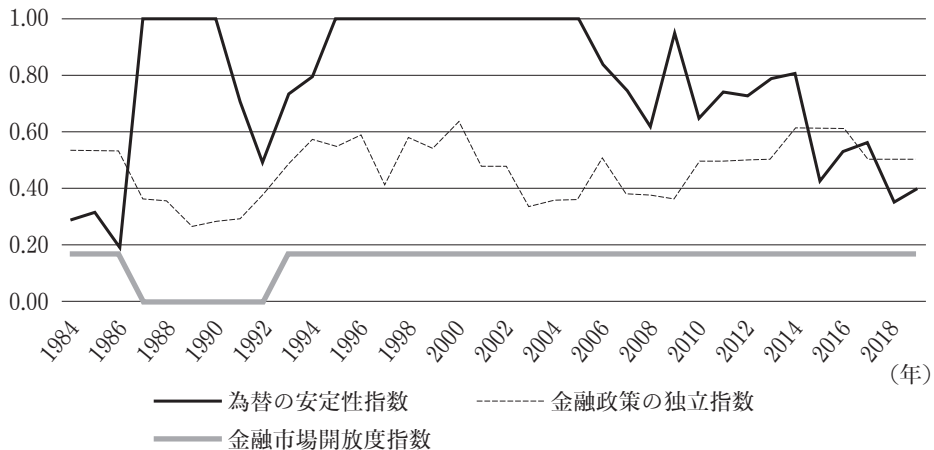
中国人民銀行は、人民元レートの基本的安定も政策目標に掲げている。しかし、独立した金融政策と人民元レートの安定を確保しようと思えば、資本の移動は厳しく制限せざるを得ない。3つのうち2つしか選択できないからである。

つまり、中国が、管理変動相場制と資本自由化を進める中で、物価の安定、人民元レートの基本的安定、国際収支の基本的な安定を全て実現するのは、国際金融のトリレンマを前提にすれば、簡単なことではないのである。

実は、独立した金融政策、為替相場の安定、自由な資本移動は、それぞれ、ゼロカイチの二者択一ではなく、中間的な選択も選ぶ。むしろ、新興国では、金融政策の独立性、為替相場の安定、自由な資本移動をそれぞれ不完全な形で組み合わせるかたちをとることは少なくない。

中国がどのような選択をしているのかを探るうえでは、Aizenman 他 (2021) によるトリレンマ指数が参考になる。同指数は、各国の金融政策の独立性、為替相場の安定性、金融市場開放度（資本移動の自由度）の3つをそれぞれ0から1の間で指数化したものだ。中国の推移をみると、図表3のとおりである。

(図表3) 中国のトリレンマ指数の推移



(出所) Aizenman 他 (2021) の Trilemma Indexes を基に筆者作成

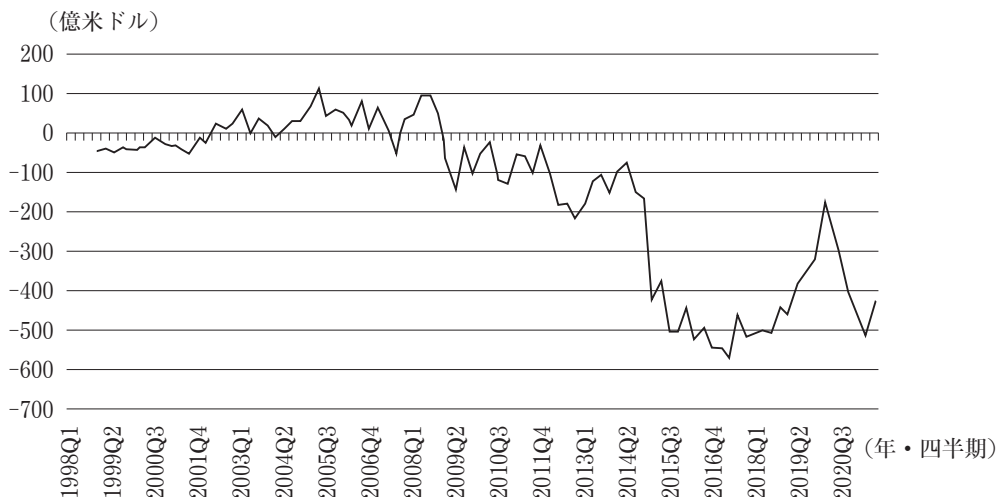
まず、2005年7月に人民元相場制度が、ドルペッグ制から管理変動相場制に移行して以降、為替の安定性指数が低下、つまり人民元レートの柔軟性が高まっている。中国人民銀行は、2015年8月には、人民元レートの基準値の決定方式をより市場実勢を反映する方向に変更した。これも人民元レートの柔軟性を高める方向の改革といえる。

次に、金融市場開放度指数は、1994年以降、一貫して低位で横ばいである。しかし、これは実態を表しているとはいえない。Aizenman 他 (2016) によれば、金融市場開放度指数は、IMFの各国の為替管理に関する年次報告の記述を基に作成されている。もっとも、制度上の (de jure) 資本規制が厳格なままであっても、この間、中国の実態上 (de facto)

の資本規制の有効性が徐々に低下してきたことは、Kawai 他（2016）が指摘しているとおりである。Kawai 他（2016）は、人民元とドルの金利パリティから導いた人民元の対ドル相場の理論値と実際の相場の乖離から資本規制の有効性を計測し、2011年以前と比べると2011年から2014年までの間、資本規制の有効性が低下していることを示している。

実態上の資本規制の有効性が低下していることは、中国の国際収支統計上の誤差脱漏が過去10年間で拡大していることから窺われる。図表4に示したとおり、誤差脱漏の4四半期後方平均は、2010年代から規模が大きくなっている。為替管理制度で捕捉できない違法な資本流出が拡大していることを示唆している。つまり、実態としての資本移動の自由度は、図表3の金融市場開放度指数にあらわれないかたちで徐々に進んだと考えてよいだろう。

（図表4）国際収支の誤差脱漏（4四半期後方平均）の推移



（出所）国家外貨管理局を基に筆者作成

また、金融政策の独立性指数は、1984年から2019年の間、0.37から0.61の間を上下している。2010年代の独立性指数は0.49～0.61と、2000年代に比べ幾分上昇している。中国人民銀行の金融政策は、他国（主として米国）の金融政策の影響を一定程度受けつつ、独立性を一定程度確保している状況といえるだろう。

2010年代、資本移動の自由度が上昇したにもかかわらず、中国の金融政策の他国からの独立性が低下しておらず、むしろ幾分上昇していることは注目される。国際金融のトリレンマの考え方を踏まえると、この間、人民元相場の柔軟性が高まったことにより、資本移動の自由度が上昇した中でも、金融政策の他国からの独立性の確保に繋がったと考えるのが自然だろう。

ただし、図表4の誤差脱漏の動きが示すとおり、中国は2015年から2017年初にかけて大規模な資本流出を経験している。この間、実態上の資本規制を厳格化している。潘功勝中国人民銀行副行長は、2019年1月の寄稿文（潘功勝（2019））で、「2015年末から2017年初

めに向け、国内外の複数の要素の総合的な影響を受けて、資本の大規模な流出、外貨準備の持続的な低下、人民元切り下げ圧力の増大という深刻な負のスパイラルが何度か現れた。外貨管理部門は関連部門と共同で、一連の外貨市場安定の総合的措置を講じた」と率直に述べている。この間については、実態上の資本移動を制限することで、金融政策の他国からの独立性を維持しようとしたと推測される。

(4) 国際金融のトリレンマにおける中国人民銀行の選択

中国人民銀行は、金融政策の独立性確保を十分意識して人民元相場の柔軟性を高めてきたと考えられる。もともと、中国人民銀行が自身の金融政策を考えるうえで、米国の金利を意識していることは、2006年2月の中国人民銀行易綱行長助理（当時）の以下の発言²⁾から明らかである。

「現在米ドル金利は人民元金利より3%高い。金利パリティからみれば、人民元の増価が3%以内であれば、裁定取引者は人民元を攻撃しても利益を得られないことを意味する。金利パリティは我々が考慮するうえで役立つ枠組みである」

また、易綱氏は、中国人民銀行行長に就任した後の、2018年12月の講演で以下のように述べ、国際金融のトリレンマの下で、金融政策の他国からの独立性を確保するために、中国は、人民元相場の柔軟性をより高めていく必要があるとしている。

『『不可能な三つの組み合わせ』が示すとおり、中国は世界経済と深く統合されてきたので、金融政策等を考える際、海外要因を考慮に入れる必要がある。為替相場と内外金利の関係は重要な見方を提供してくれる。中国の金融政策は、国内経済に貢献するため自主性に拘る必要がある。同時に、海外要因を考慮に入れなければならない、よりよい対外環境を求める必要もある。為替レート政策を設計する際、我々は外的バランスを頑健で強靱なものにするため、為替相場を柔軟にする必要がある』

以上まとめると、中国人民銀行は、国際金融のトリレンマの中で、人民元相場の安定を一定程度図りつつも、資本移動を限定することで、金融政策の他国からの独立性を一定程度確保してきた。しかし、近年は、実態上の資本移動の自由度が高まってきた。こうした中で、中国人民銀行は、人民元相場の柔軟性を高めることによって、金融政策の他国からの独立性の確保に努めてきた、と言えよう。

2) 「央行行长助理易纲：利率市场化正稳步推进」证券日报，2006年2月13日

4. 金融政策の手段

(1) 中国人民銀行の金融政策の手段の概観

ティンバーゲンの定理によれば、N個の独立した政策目標を実現するためには、N個の政策手段を準備する必要がある。中国人民銀行には、様々な金融政策の目標があるために、それに対して様々な金融政策手段を準備して対応している。中国人民銀行の金融政策を概観すると、図表5のとおりである。

(図表5) 中国人民銀行の金融政策手段

金融政策手段	操作手段
公開市場操作	レポオペ・リバースレポオペ, SLF, MLF
預金準備率操作	
貸出・預金基準金利	
窓口指導・MPA (Macro Prudential Assessment)	
構造的金融政策	再貸出・再割引・PSL・TMLF・ターゲットを絞った預金準備率操作

(出所) 公表情報を基に筆者作成

中国人民銀行は、近年、公開市場操作の位置づけを徐々に上げている。同時に、窓口指導やMPA (Macro Prudential Assessment) といった金融機関の信用仲介行動等に直接働きかける手段を依然活用している点は特徴的である。

本稿では、①金利自由化と公開市場操作の役割の高まり、②窓口指導・MPAを活用する背景とその運用、③構造的金融政策の狙いと中身について、以下で若干の検討を加えたい。

このほか、預金準備率操作を多用するのも、先進国の中央銀行にはみられない中国人民銀行の金融政策の特徴である。預金準備率は、かつては、外国為替市場への人民元売り・ドル買い介入によって大量に供給された人民元の流動性を凍結する手段として多用された。求められる預金準備率は、一時は大手銀行で20%を超えていた。しかし、近年は、為替介入が殆どなくなったため、預金準備率は、もっぱらこれを引き下げ、流動性を解放する方向で使用されている。中国人民銀行の流動性の供給・吸収手段の変遷については、別途、検討したい。

(2) 金利自由化と公開市場操作の役割の高まり

中国では、漸進的な改革開放が進められ、市場メカニズムの導入が各分野で進められてきた。金融分野では、金融の価格である金利の自由化が進められてきた(図表6参照)。

ただし、国有商業銀行が抱える不良債権問題など金融システムの脆弱性がネックとなっており、実体経済の価格の市場化に比べると金利の自由化はより緩やかに進んだ。1988年の国債流通市場を皮切りに、1990年代には、株式や債券の発行・流通市場、インターバンク市

場が設立された。そして、2000年代からは預金・貸出金利も中国人民銀行が定める基準金利に対する設定の自由度が徐々に高まっていった。2013年には人民元貸出金利が原則自由化され、2015年には人民元預金金利が原則自由化された。原則自由化というのは、貸出金利、預金金利ともに中国人民銀行の定める基準金利は引き続き残り、基準金利対比で上下に自由に金利を設定することが認められたという意味である。

(図表 6) 中国の金利自由化の歩み

1988年	国債流通市場開始
1990年	上海証券取引所設立
1991年	深セン証券取引所設立
1996年	全国統一銀行間コール市場設立国債発行市場の競争入札による発行開始
1997年	全国統一銀行間債券・債券レポ市場設立
1999年	人民元金利管理規定制定。銀行は貸出金利について人民銀行の決める基準金利対比+30%から-10%の間で自由度を与えられた
2000年	外貨貸出金利の自由化
2004年	人民元預金金利の下限と貸出金利の上限を撤廃 大口外貨預金金利の自由化
2012年	人民元貸出金利の下限緩和（基準金利対比-30%まで）、預金金利の上限緩和（基準金利対比+10%まで）
2013年	人民元貸出金利の下限撤廃、貸出金利原則自由化
2015年	預金保険制度施行 CDの企業・個人向け発行の解禁 人民元預金金利上限の数度の緩和を経て、預金金利上限を撤廃、預金金利原則自由化
2019年	貸出優遇金利（LPR）を、MLF 1年物を基準に18の商業銀行が報告、全国同業コール中心が平均値を発表開始

(出所) 公開情報を基に筆者作成

2019年、貸出優遇金利であるLPR（Loan Prime Rate）を、中国人民銀行の公開市場操作金利であるMLF 1年物を基準に18の商業銀行が報告、全国同業コールセンターがその平均値を毎月20日に発表開始することとなった。また、中国人民銀行は、商業銀行が、LPRをベースに、各企業の信用力に合わせて貸出金利を設定するよう求めた。その後、貸出基準金利が貸出金利のベンチマークとして使用されることはなくなっていった。

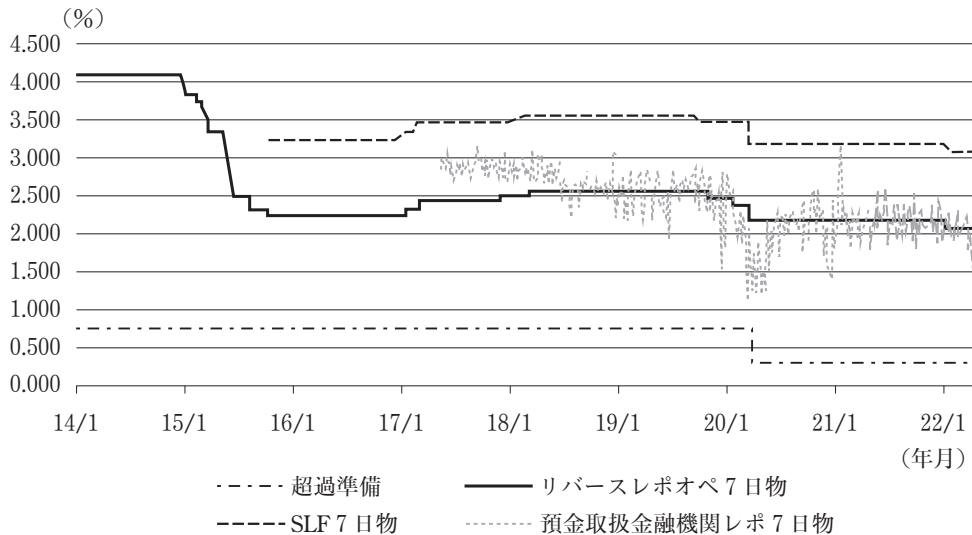
金利自由化が進むにつれて、金融政策の手段において公開市場操作のウエイトが高まっていくのは自然なことである。易綱中国人民銀行行長は、2021年9月に発表した論文（易綱（2021））において、「約30年間の金利自由化改革の継続的な推進を経て、現時点で我が国はすでに基本的に市場化された金利形成と伝達メカニズムを形成した。比較的整備された市場金利体系の下、主として金融政策ツールを通じて銀行システムの流動性を調節し、政策金利コントロールのシグナルを出す。金利コリドーの補助の下で、市場のベンチマー

ク金利が政策金利を軸として動くよう誘導する。それが、銀行システムを通じて貸出金利に伝達し、…資金需給と資源配置を調節し、金融政策の目標を実現する」としている。

Kamber 他 (2018) は、金融政策スタンスの変更が、7日物レポ金利および7日物レポ金利・1年物スワップ金利の変化を通じて、経済に与える影響を試算している。そして、引締めの金融政策スタンスの表明後に市場金利が上昇し、その後、工業生産の成長低下とインフレの低下がみられているとしており、中国人民銀行の金融政策の伝達はますます先進国に似てきているとしている。

中国人民銀行が、公開市場操作において、ターゲットとする政策金利は、短期金利では、リバースレポオペ³⁾7日物金利、中期金利では、MLF⁴⁾金利1年物の2つである。公開市場操作の金利そのものを政策金利としている。この点について、孫国峰中国人民銀行貨幣政策司前司長は、前出の論文において、「中央銀行が政策金利を選定する際、市場金利を誘導目標とするケースと、オペ金利自体を政策金利とするケースがあり、世界金融危機以降、後者の有効性や伝達効率上の優位性が明確である」としている。

(図表7) 短期金利の金利コリドー



(出所) CEIC を基に筆者作成

① リバースレポオペ7日物金利と短期金利のコリドー

中国人民銀行は、短期政策金利を、リバースレポオペ7日物金利に設定し、毎日の公開

3) リバースレポオペとは、中国人民銀行からみれば債券の売り戻し条件付きの買入れである。リバースレポでは、市中銀行が債券を担保として差し出し、人民銀行から資金を借入れ、一定期間後に借入資金を返済する。

4) MLFは、Medium-term Lending Facilityの略。中国人民銀行が期間3か月、6か月、12か月など中期の資金を市中銀行に貸し付けるオペレーションである。

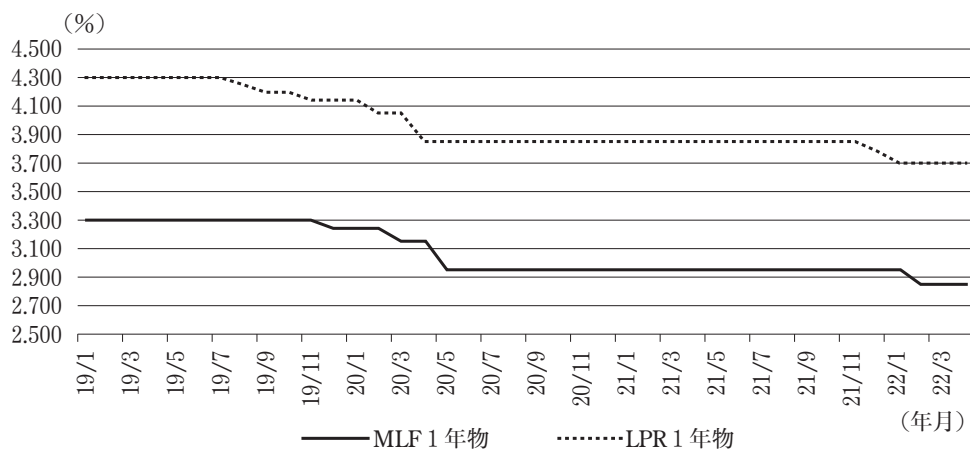
市場操作によって、流動性を供給するとともに、短期政策金利のシグナルを出し続けている。中国人民銀行が、市場のベンチマーク金利として重視する預金取扱金融機関の7日物レポレート（DR007）がオペ金利を軸に変動するよう誘導している。また、短期の貸出ファシリティ（SLF）⁵⁾金利を上限とし、超過準備預金⁶⁾金利を下限とする金利コリドーを形成することで、短期市場金利の過度な変動を抑制するようにしている。

図表7は、短期金利の金利コリドーの状況を示している。リバースレポオペ7日物金利を中間にSLF7日物金利を上限、超過準備預金金利を下限とする金利コリドーが形成されている。また、中国人民銀行が市場のベンチマーク金利として重視している預金取扱金融機関の7日物レポレート（DR007）の加重平均金利は、リバースレポオペ7日物金利を中心に形成されていることもわかる。

② MLF 1年物金利とLPR（貸出優遇金利）

中国人民銀行は、中期の政策金利を、MLF 1年物金利に設定している。MLFは、月に一度実施されるオペであり、市場に中期の資金供給を行っている。前述したとおり、各銀行が、貸出優遇金利であるLPRを設定する際、MLF 1年物のオペ金利を参照することとされているため、中国人民銀行は、MLFを通じて貸出金利に影響を与えることができる。図表8は、MLF、LPRの1年物金利の推移である。概ね、MLFとLPRは平行して推移していることが分かる。

（図表8）MLF 1年物金利とLPR 1年物金利の推移

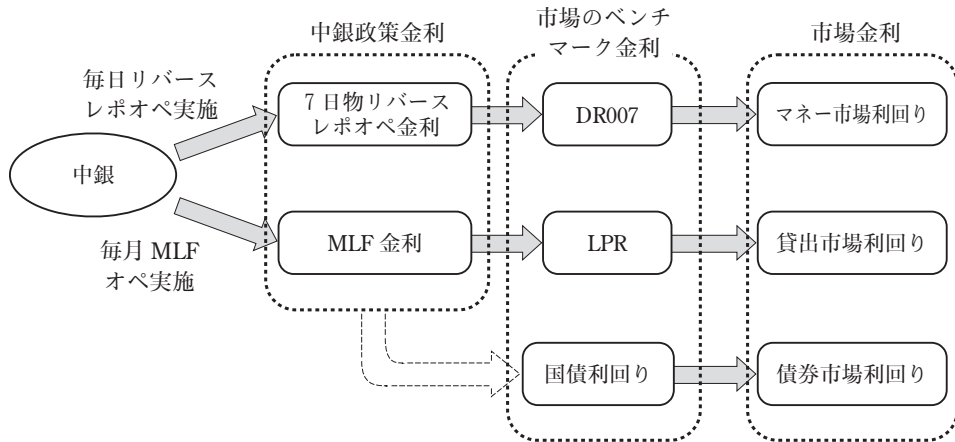


（出所）CEICを基に筆者作成

- 5) 短期ファシリティ（SLF）とは、金融機関が予め中国人民銀行に担保を預けておけば、金融機関はいつでも中国人民銀行から借り入れを受けられるファシリティである。金融機関が金融市場で資金調達できない場合に利用されるので、市場金利の上限となる。
- 6) 超過準備預金とは、法律上求められる準備預金以上に金融機関が中国人民銀行当座預金に預ける預金である。金融機関は、金融市場で運用しきれない場合に超過準備に預けるので、市場金利の下限となる。

易綱（2021）は、中国人民銀行が公開市場操作を通じていかに市場金利を誘導しようとしているか、を一つの図表で纏めている。これを筆者が日本語に訳したものが、図表9である。金融市場では、中国人民銀行の公開市場操作に注目が集まっており、特に、毎日のリバースレポオペ7日物金利、毎月のMLF1年物金利への注目度は高まっている。

（図表9）中国人民銀行による金利波及効果の説明図



（出所）中国人民銀行ホームページ掲載の易綱「中国的利率体系与利率市场化改革」《金融研究》2021年第9期図1を筆者が日本語訳

金利自由化はかなり進んだが、預金金利には中国人民銀行が定める基準金利が残っている。そして、預金金利には、基準金利を基にした業界団体による「自律上限」が設定されている。この自律上限は、2015年に預金金利が原則自由化された際に、中国人民銀行の影響下にある業界団体が過剰な預金金利競争を招かないよう設定したものである。

「中国人民銀行貨幣政策執行報告2021年第3四半期」は、2021年6月、同自律上限の設定方式が、基準金利対比の倍率方式からスプレッド付加方式に変更となり、この変更によって、長い年限の預金金利の自律上限が引き下げられ、加重平均預金金利が低下した、

（図表10）預金金利自律上限の設定方式変更の概要

(%)

期 間		当座	3か月	半年	1年	2年	3年	
預金基準金利		0.35	1.1	1.3	1.5	2.1	2.75	
金利 自律 上限	改正前	国有大手行 (1.4倍)	0.49	1.54	1.82	2.1	2.94	3.85
		その他行 (1.5倍)	0.53	1.65	1.95	2.25	3.15	4.13
	改正後	国有大手行 (+50bps)	0.45	1.6	1.8	2	2.6	3.25
		その他行 (+75bps)	0.55	1.85	2.05	2.25	2.85	3.5
加重平均預金金利の変化 (2021年5月→9月)		0	0.01	0	-0.04	-0.25	-0.43	

（出所）中国人民銀行「貨幣政策執行報告2021年第3四半期」

としている。預金金利の引上げ競争を防ぎ、金融機関に資金利鞘を確保させることが、銀行システムの安定に必要なだとの考慮であろう。

(2) 窓口指導・MPA を活用する背景とその運用

上記のとおり、中国人民銀行の金融政策における公開市場操作の役割が高まっているのは事実である。それでも、中国人民銀行は、窓口指導やMPAという金融機関の融資行動等に直接働きかける手法を現在でも駆使している。毎四半期の中国人民銀行貨幣政策執行報告では、金融政策の実施実績として、公開市場操作に続いて、MPAと窓口指導（ただし、中国語では「信貸政策」と名前を変更している）の実績が説明されている。こうした状況は、日本でいえば、日本銀行が、1991年まで、公開市場操作など金利をベースとした金融政策を実施しつつも、金融機関の融資行動に直接働きかける窓口指導を併用していたのに似ている。

①窓口指導

中国人民銀行の窓口指導とはどのようなものか。その中身は変遷しているが、2006年の時点では、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（「中国人民銀行貨幣政策執行報告 2006年第2四半期」）。より具体的にいえば、その主要な内容は、金融機関の貸出増加額や貸出の中身について指導を行うもので、厳格さは、時々で変化した。景気過熱感が強い時期（2007年秋から2008年秋）には、貸出限度額を厳格に設定することもあった⁷⁾。

その後、窓口指導は、「信貸政策」と名前を変え、貸出総量に対する指導などは後述するMPAに移行した。近年の毎四半期の中国人民銀行貨幣政策執行報告をみると、貸出の中身について特に中小企業サポートや貧困対策など、政策金融目的の指導が中心となっている。例えば、2021年第4四半期の同報告では、以下のような記述となっている。

「中小・零細企業に対する金融サービス能力向上プロジェクトを深く展開し、中小・零細企業融資の『量の増加、面の拡大、価格の低下』を促進した。…『金融支援による貧困脱却攻防の成果強化と農村振興の全面的推進に関する意見』を継続的に推進し、金融機関に…貧困脱却地区と貧困脱却人口の発展を継続的に支援するように指導するよう促した」

②MPA (Macro Prudential Assessment, マクロプラードセンス評価)

MPAは、2016年初から実施されている金融機関のマクロプラードセンス評価の結果を差

7) 窓口指導の運用に関する詳細は、福本智之他（2010）を参照のこと。

別の預金準備率等に反映させる制度のことである。金融政策と金融システム安定の両方の目標に使用されており、国際収支均衡といった趣旨でも活用されている。

MPA 実施にあたっての中国人民銀行による解説⁸⁾によれば、MPA のポイントは、以下のとおりである。

- ・「MPA 体系は、①資本とレバレッジ、②資産負債、③流動性、④価格設定行為、⑤資産の質、⑥外債リスク、⑦信貸政策の執行など、七つの面を重点的に考慮する」。
- ・貸出については、「従来は（評価対象として）狭義の貸出に着目していたものを、広義の貸出に転換し、債券投資、株式その他の投資、リセール資産の購入などを組み入れる」としている。つまり、貸出総量やその内容について、これまで窓口指導で行っていた金融機関に直接働きかける手法を、MPA を通じて行うこととしたが、融資行動以外のより広い範囲で対象とする点が異なる。
- ・また、「金利のプライシングは、重要な評価点であり、金融機関の自主的プライシング能力とリスク管理レベルの向上を促進し、非合理的な価格設定行為を抑制し、悪性競争を回避し、良好な市場競争環境を維持し、資金調達コストの低下に有利だとする」。
- ・毎四半期のデータに基づき事後評価を行うとともに、毎月の期中モニタリングと誘導を行い、運用面で金融機関自身と自律メカニズムの自己抑制作用を發揮させる。

MPA は、金融政策の面からすれば、窓口指導を發展させ、中国人民銀行が金融機関の融資を始めとする様々な行動をモニタリングするとともに、金融機関が、金融政策のスタンスを踏まえた行動を取るよう導くツールだといえるだろう。Chen 他（2017）は、DSGE モデルを用いて、1998年～2016年の中国の窓口指導の有効性について定量的に分析を試み、窓口指導は、資源配分の不効率性等の弊害はあるものの、特に景気後退から抜け出すうえでは有効であること、など何点かの政策的な示唆を導いている。

中国人民銀行が、金利自由化とともに公開市場操作の役割を高めながらも、依然、窓口指導や MPA といった金融機関の融資等の行動に直接働きかける手段を重視する理由は、いくつか考えられる。

- ① 中国では依然人為的低金利政策によって超過資金需要が存在し、貸出を抑制するために人為的に信用割当を行う必要がある。

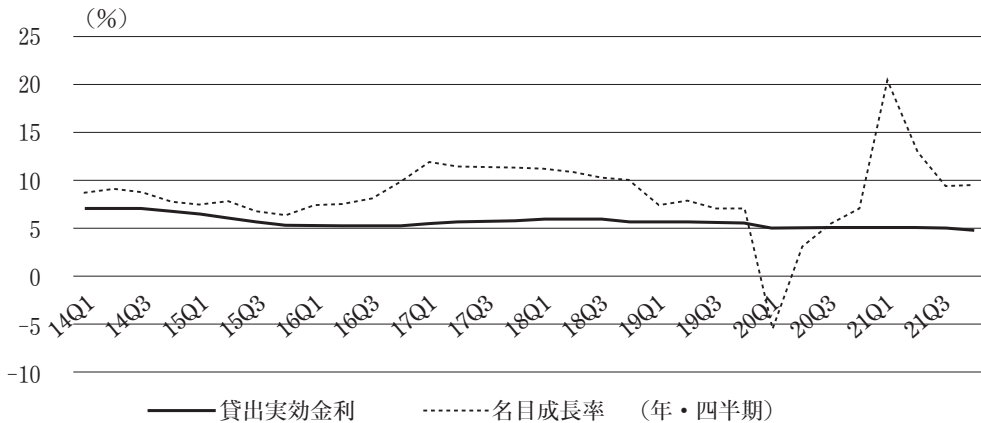
Chan（2021）が指摘するとおり、中国は現在でも人為的低金利による金融抑圧の状態にある。これは、図表11のとおり、中国ではコロナ危機の時期を除けば、名目成長率が一貫して名目貸出実効金利を上回ってきたことにも示されている。人為的低金利により、超過資金需要が存在する中で、貸出を抑制するために、窓口指導等を通じて

8) 「人民银行召开会议 部署完善宏观审慎政策框架」中国政府ウェブサイト、2015年9月29日、http://www.gov.cn/xinwen/2015-12/29/content_5029352.htm（2022年5月3日アクセス）

金融機関の貸出を人為的に抑え込んでいるのである。

ただし、金融機関が窓口指導やMPA対象となる貸出を抑制しても、制度に抜け穴があれば、その抜け穴を通じて実質的に迂回融資が行われることも考えられる。2010年代の中国でのシャドバンキング拡大はまさにこの現象と言える。2016年のMPAの導入により、狭義の貸出だけでなく、幅広い銀行行動を監視することとした趣旨の一つは、シャドバンキングを使った迂回融資の抑制という意味もあるだろう。

(図表11) 名目成長率と貸出実効金利の推移



(出所) 国家統計局, 中国人民銀行を基に筆者作成

②中国では、前述のとおり金融政策の他国からの独立性が不完全であり、市場金利を国内事情のためだけで操作できない。それを補うために、金融機関の融資行動に直接働きかける必要がある。

前述のとおり、中国人民銀行の金融政策は、他国、特に米国の金利動向の影響を受ける。例えば、米国の金融緩和局面で、中国は、国内景気・物価情勢からいけば、利上げが望ましい場合も、人民元レートが過度に増価することを警戒して、必ずしも十分に利上げができないかもしれない。こうした場合に、窓口指導やMPAを活用して、金融機関の融資を抑制することが考えられる。

③中小企業サポート、貧困対策、脱炭素など政策金融推進のためには金融機関の融資の内容にまで踏み込んで指導する必要がある。

前述のとおり、中国人民銀行は政府の一部門であるため、政府が推進する政策に金融面から貢献することが求められており、その達成のためMPAも活用されている。例えば、2021年第4四半期の中国人民銀行貨幣政策執行報告は、「2021年、中国人民銀行はMPAの枠組みと評価メカニズムを更に整備し、…金融機関が信用総量の成長の安定性を強化するよう誘導するとともに、実体経済、特に小企業・零細企業と製造業の中長期融資に対する支援を引き続き強化した」としている。これは、中国人民銀行

行が、MPAを活用し、貸出総量だけでなく、貸出の方向性についても、金融機関を指導していることを表している。

(3) 構造的金融政策の狙いと中身

中国人民銀行は、構造的金融政策と称して、公開市場操作による金利誘導以外の様々な政策手段を講じている。その目的は、基本的には、中小企業サポート、脱炭素、公的住宅建設などの政策金融的なものである。主な例を挙げると、図表12のとおりである。

(図表12) 構造的金融政策の手段と実施事例

構造的金融政策の手段	実施事例
MPA (Macro Prudential Assessment)	2021年は、零細企業と製造業の中長期貸出への評価を引上げ。
ターゲットを絞った預金準備率操作	2022年4月の預金準備率引下げの際、小規模・零細企業や「三農」への支援を強化するため、省をまたいで経営をしていない都市商業銀行や預金準備率が5%を上回る農村商業銀行に対し、預金準備率を0.25%追加的に引き下げ。
再貸出・再割引	市場金利対比低利での対象を絞った中国人民銀行による市中銀行への貸出や手形の再割引。 2021年末、農業支援再貸出残高は4,967億元、小企業支援再貸出残高は12,351億元、貧困扶助再貸出残高は1,750億元、同再割引残高は5,903億元となった。 2021年11月、脱炭素関連の資金支援に関する通知を发出。金融機関は脱炭素関連企業に優遇金利貸出を実行した後、中国人民銀行に資金支援を申請、中国人民銀行は条件に合致した貸出に対して金融機関に低コストの再貸出を実施。2021年第4四半期、882億元の同再貸出を実施。
PSL (Pledged Supplementary Lending)	2014年に開始。市中銀行の担保資産を担保に中国人民銀行が中期の貸出を実施。2014年、中国人民銀行は、国家開発銀行に期間3年の1兆元のPSLを実施、バラック地区の改造支援、住宅安住プロジェクトの保障、三農と零細企業の発展に充てた。PSL残高は、ピーク時(2019年11月)には3.6兆元に達した。
TMLF (Targeted Medium-term Lending Facility)	2018年12月創設、各金融機関の零細企業、民営企業向け貸出の増加ペースに基づき、金融機関に期間3年のMLF金利よりも0.15%低い金利で資金を提供。TMLF残高は、ピーク時(2019年12月)には0.8兆元に達した。

(出所) 中国人民銀行、CEIC、その他公開情報を基に筆者作成

5. おわりに

本稿は、先進国に比べて分かりづらい中国人民銀行の金融政策の枠組みについて、概括的な解明を試みた。中国人民銀行は、その政策目標の多重性ゆえに金融政策手段も多様であることを指摘した。しかし、国際金融のトリレンマの下で、同時に達成の難しい政策目

標もあり、近年は、金融政策の他国からの独立性を確保するため、人民元レートの柔軟性を向上させていることを指摘した。また、金利自由化の進展とともに金融政策における公開市場操作の役割は高まっているものの、現在でも窓口指導やMPAという金融機関の融資行動等に直接働きかける手段も重視しているとした。

もっとも、中国人民銀行の金融政策を解明するには、さらなる検討が必要な点がいくつかある。まず、実態上の資本移動の自由度の定量的分析については、先行研究は2014年までのデータを前提にしており、2015年以降、資本流出が拡大した局面での動きがアップデートできていない。中国人民銀行の流動性の供給と吸収の手段の変遷についても、さらなる考察が必要である。また、中国人民銀行の公開市場操作の有効性やその経済への伝達メカニズムについても、LPRが導入された金融自由化の進展を踏まえてさらなる研究が必要であろう。今後の課題としたい。

さて、本稿が、大経大論集の高橋亘教授の退職記念号に掲載されることは、誠に感慨深い。筆者が、2003年、在中国大使館に日本銀行のアタッシュとして駐在していた頃、日本銀行国際局で同行のアジア関係の責任者であった高橋教授が定期的に北京を訪問された。中国の政策当局者や学者と率直な意見交換をなしたり、同席した筆者も多いに啓発されたのを覚えている。本稿で展開した論考も、高橋教授にこれまでご教示いただいた内容を発展させたものを含んでいる。そして、本稿執筆にあたって、高橋教授からは有益なコメントと示唆をいただいた。心から感謝申し上げたい。

(参考文献)

- 梶谷懐 (2015)「中国の金融政策と人民元国際化」国民経済雑誌, 第214巻第4号 p. 33-47, 2015年10月
- 中兼和津次 (1990)「特集 アジアの経済発展の現段階 その一 中国経済体制改革の成果と直面する課題」アジア研究, 36巻2号 p. 1-20, 1990年
- 福本智之・木村武・稲村保成・東将人 (2010)「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」日本銀行・日銀レビュー, 2010年6月
- 王紅, 長井滋人 (2007)「中国における金融市場調節: 金融政策か為替政策か」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, No. 07-J-9, 2007年5月
- Aizenman, Joshua (2019), “A modern reincarnation of Mundell-Fleming’s Trilemma”, *Economic Modelling*, 81, 444-454, September 2019
- Aizenman, Joshua, Chinn, Menzie and Ito, Hiro (2016), “Notes on the Trilemma Measures”, July 2016
- Aizenman, Joshua, Chinn, Menzie, Ito, Hiro (2021). “The Trilemma Indexes”, Updated on August 31, 2021
- Chan, Sarah (2021), “Financial repression and financial risk: the case of China”, *Post-Communist Economies*, 33: 1, 119-132, 2021
- Chen, Hongyi, Funke, Michael, Lozev, Ivan and Tsang, Andrew (2017), “To guide or not to guide? Quantitative monetary policy tools and macroeconomic dynamics in China”, *Bank of*

- Finland, BOFIT Institute for Economies in Transition, March 2017
- Fleming JM (1962) “Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates”, IMF Staff Papers 9(3): 369–379, January 1962
- Goodfriend, Marvin, and Prasad, Eswar (2006), “A Framework for Independent Monetary Policy in China”, IMF Working Paper WP/06/111, IMF, May 2006
- Kamber, Güneş and Mohanty, M S (2018), “Do interest rates play a major role in monetary policy transmission in China?”, BIS Working Papers, No 714, April 2018
- Kawai, Masahiro and Liu, Li-Gang (2016), “Trilemma Challenges for the People’s Republic of China”, ADBI Working Paper Series, No. 513, February 2015
- Mundell, R. A. (1963), “Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates”, The Canadian Journal of Economics and Political Science / Revue Canadienne d’Economie et de Science Politique, 29(4), 475–485, 1963, November 1963
- Okazaki, Kumiko, Hattori, Masazumi and Takahashi, Wataru (2011), “The Challenges Confronting the Banking System Reform in China: An Analysis in Light of Japan’s Experience of Financial Liberalization”, IMES Discussion Paper No. 2011-E-6, March 2011
- 潘功胜 (2016) 「外汇管理改革发展的实践与思考——纪念 外汇管理改革暨国家外汇管理局成立 40周年」, 中国金融, 2019年第 2 期
- 孙国峰 (2021) 「健全现代货币政策框架」中国金融, 2021年第 2 期
- 易纲 (2021) 「中国的利率体系与利率市场化改革」金融研究, 2021年第 9 期
- 中国人民银行 (2001~2022) 「中国人民银行 货币政策执行报告」四半期報各号
- 中华人民共和国国史网 (2000~2022) 「历次政府工作报告」
- 周小川 (2016) 「把握好多目标货币政策：转型的中国经济的视角」中国人民銀行ホームページ, 2016年 6 月24日