

# 中国における金融構造の変化と 金融政策の課題

童 適 平

## はじめに

2008年秋のリーマン・ショック後、中国政府が4兆元の景気対策を打ち出し、世界を驚かせ、景気の更なる低迷回避に大きな役割を果たした。しかし、その後、地方政府をはじめ、国有企業や家計の債務の急増や不動産価格の上昇だけでなく、資金流れのディスインターメディエーションと金融構造の多様化も急速に進んだ。資金流れのディスインターメディエーションと金融構造の多様化は経済の成長と成熟に伴う自然的な現象ではあるが、中央銀行の独立性が認められない中国（いつも投資による景気対策に追い込まれる）では、どのように進んできたのか、リーマンショック後の対策とどのようにかわったのか、そして、金融構造変化の副産物としてのシャドーバンキングという流れは今後も進むのかは問題意識である。

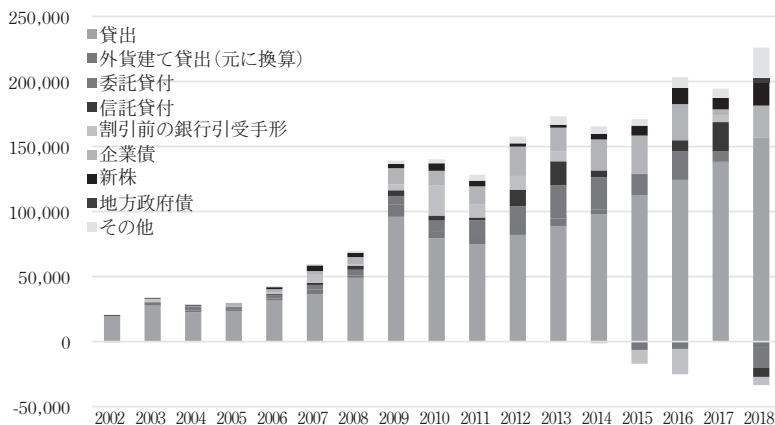
まず、中国人民銀行は公表した最初の年である2002年から直近2018年までの社会融資の統計データを使用して、2002年以降の金融構造の変化を概観する。そのうえ、顕著な変化を表したリーマンショック後の金融構造変化の要因を探ってみる。最後に、金融政策手段、為替相場と金融政策と財政政策の関係に焦点を当てて、金融政策の課題を考えてみる。

## 1. 金融構造変化の概観

2010年に、中国の中央銀行である中国人民銀行は初めて2002年からの社

会融資統計を公表した。その後、定期的にその統計を公表するようになった。社会融資とは金融システムを通して実体経済へ流れる資金のことである。社会融資統計を行い、公表された背景には、経済成長とともに、特に、2009年以後から、長年、金融政策中間目標としての銀行貸出だけでは実体経済へ流入する資金の実態が描くことができなくなったという事情があっ

図表 項目別社会融資額の推移 億元



出所：中国人民銀行HP。

注：2018年から地方政府債は社会融資対象となった。

たからである。また、遡って2002年からのデータを公表したことは、中国人民銀行は、銀行貸出だけでなく、銀行貸出の変形である“委託貸付<sup>①</sup>”や“信託貸付<sup>②</sup>”にも、間接金融だけでなく直接金融である株式市場や債券発行市場にも早くから注目したとアピールしたかったと思われる。

図表のように、公表された最初の年である2002年では、社会融資総額は20,112億元であるのに対して、銀行貸出は18,475億元で、銀行貸出の比率は91.9%に達したが、2010年では、銀行貸出は79,451億元で、社会融資総額140,191億元の56.7%まで急激に下がったことが示された。ここで注目す

べきなのは、2010年に、社会融資総額の前年比は微増でありながら、1,087億円の増加を維持したのに対して、銀行貸出は16,491億円の急減であった。2010年に特殊要因があるにもかかわらず、社会融資総額における銀行貸出の割合の低下は時代の流れだと示されている。

この間、割合が最も大きく上昇したのは割引前の銀行引受手形であった。2002年に、その金額は695億元減少したのに、2010年に23,346億元増加し、増加額は同じ年、銀行貸出の29.4%に相当する。続いて上昇したのは委託貸付と企業債発行である。2002年、委託貸付と社債発行の金額は175億元と367億元で、それぞれ社会融資総額の0.9%と1.8%だけだったが、2010年にそれぞれ8,748億元と11,063億元に、社会融資総額の6.2%と7.9%まで上昇した。ほかに、信託貸付が新たに出現した。2006年にその金額は825億元であったが、2010年に3,865億元まで増加し、社会融資総額の2.8%を占めるようになった。

続けて、2010年以後、2011年から直近の2018年までの動向を見てみよう。引き続き、図表を参照されたい。2018年に、銀行貸出は156,710億元に達し、社会融資総額に占める比率も前年の71.2%から10%も上昇して、81.4%に戻った。その原因は、社会融資総額は前年比1,861億元減少して、192,584億元に下落したこと、債券（企業債と地方政府債）と株式の新規発行は増加したものの、外貨建て貸出（元に換算）(-4,203億元)、委託貸付(-16,065億元)、信託貸付(-6,901億元)と割引前の銀行引受手形(-6,344億元)はいずれも大きく減少したことにある。大きく減少したことは、大きく上昇したことから減少したと解釈することもできる。まさにこの通りである。この間（2011年～2018年）は外貨建て貸出（元に換算）、委託貸付、信託貸付と割引前の銀行引受手形は大きくうねりだした時期である。2012年に外貨建て貸出（元に換算）9,164億元に達し（ただし2009年に9,265億元に達したことがある）、2013年と2014年はそれぞれ5,848億元と3,556億元と金額は減少したものの、プラスの値を維持したが、2015年から、大きくマイナスの値に転じた。同じように、2013年に委託貸付はピークを迎え、

25,466億元に達し、社会融資総額に占める比率も14.7%に上昇したが、その後、減少に転じ、2017年に-16,065億元となった。信託貸付は2013年に18,404億元に達し、いったん減少に転じたが、2016年に再び最高額を更新し22,555億元に達したが、2017年は-6,901億元となった。割引前の銀行引受手形は2014年からマイナスを続け、2017年はプラスに転じたが、2018年に再びマイナスとなった（-6,344億元）。

外貨建て貸出、委託貸付と信託貸付の主役は銀行である<sup>③</sup>。銀行がかかわる市場のジクサクと対照的に、企業債発行市場と株式発行市場の成長は比較的順調な様子を見せた。2018年、企業債発行は24,755億元に達した（ピークは2015年の29,388億元）。株式の新規発行は17,853億元に達し、史上最高額を記録した。

以上では、社会融資を内容とする金融構造の変化を概観してきた。ここで注意する必要があるのは、社会融資統計対象が広がり、統計内容が変化することにより、社会融資の規模は統計データが示すほど、上昇していないことである。例えば、2006年から信託貸付を社会融資統計の対象としたが、2005年以前、信託貸付は全く存在しなかったわけではない。同様に、2018年から、地方政府債を統計対象としたが、地方政府債の発行は2009年から始まっていた。

このように、中国経済の成長とともに、中国の金融構造も変化しつつある。間接金融と直接金融の分類の方法で分類すると、2018年現在、直接金融（企業債＋地方政府債＋株式の新規発行）の比率は既に24%に上昇した。2002年、その比率はわずか4.9%であった。金額も2002年の45倍以上も増加して46,214億元に達した。その反面、間接金融比率が低下したが、全体の規模が拡大したので、個別の項目は拡大するだけでなく、その内容も多様化した。銀行貸出比率は確実に低下したにもかかわらず、その金額は約7.5倍の増加を遂げた。委託貸付、信託貸付と割引前の銀行引受手形も確実にその規模を拡大し、割合も高めている。当然ながら、金融構造の変化は一直線のものではない。また、金融情勢の変化により、年ごとのばらつきも

非常に大きいのである。例えば、2017年に社会融資総額の18.4%を占めた委託貸付、信託貸付と割引前の銀行引受手形（2013年にその比率は29.8%も占めた）は2018年に29,310億元の減少となったが、逆に社会融資総額に占める比率にしては15.2%に達した。

いずれにせよ、経済の成長とともに、中国の金融構造は大きく変化しつつあると結論をつけては差し支えないと思う。

## 2. 金融構造変化の背景

図表で分かるように、2009年に社会融資の中身に大きな変化が見られた。これには二つの背景がある。一つはよく知られる、リーマンショック後の景気低迷に対して、中国政府は2008年11月に4兆元経済対策を打ち出したためであった。中国政府の4兆元経済対策の中身は、財政支出だけなのか、民間の投資も含まれるか、当初必ずしも明確ではなかったが、その後の進行から見て、財政支出だけでなく、民間の投資も多く含まれたことが分かった。これに呼応するため、金融緩和は一段と進んだ。2009年、社会融資総額は約前年の2倍に、その主要項目である銀行貸出も95.6%増で、前年の49,041億元から95,942億元に急増した。この以外の項目は、株式新規発行は前年比0.8%微増したのを除き、すべて二けた増となった。外貨建て貸出（元に換算）と割引前の銀行引受手形はそれぞれ3.8倍増と3.3倍増で、企業債の新規発行も1.2倍増であった。

もう一つの背景は金融政策のディレンマである。2006年から始まった物価上昇と生産過剰能力の抑制政策に対する反動であった。2006年末から中国経済は食品価格を中心とする消費者物価指数の急上昇と過剰投資による生産能力の過剰という問題に直面し、金融面では引き締め政策が取られた。2007年に預金準備率は10回、銀行（預金と貸出）基準金利は6回、引き上げられた。2008年に入ってから、銀行（預金と貸出）基準金利の引き上げはなかったものの、預金準備率は9月まで6回続けて引き上げられた。

一方、この時期、輸出は順調に進み、外資の導入もWTO加入の弾みを受けて、拡大の勢いが衰えなかったため、国際収支の“双子の黒字”は拡大しつつある。このため、人民元相場安定を目標とする外為買い介入による通貨発行の増大は続いた。中央銀行手形を発行して、“不胎化”を行ったり、“海外へ進出戦略”を推し進めたりして、国際収支の黒字幅縮小の政策を取ったが、その効果は、通貨発行増大のテンポを緩めただけに止まり、通貨発行増大を止めることができなかった。

この時、中央政府の財源を確保した1.18兆元のほか、地方政府や企業の投資に依存する“4兆元経済対策”が発表され、“引締め”の金融政策は中断し、“緩和”に方向転換しなければならなくなった。2008年10月、11月と12月、預金準備率は3回引下げられ、2008年9月から12月まで、銀行（預金と貸出）基準金利は5回引下げられた。これに乗じて、投資の資金需要が爆発的に増大したのである。

ところが、翌年の2010年に、この金融緩和の勢いに急ブレーキがかかった。2010年の社会融資総額は140,191億元で前年比増はわずか1,187億元だけにとどまった。銀行貸出は79,451億元で前年より16,491億元も大幅減少した。

実際、このブレーキは2009年に既にかかり始めた。2009年、新規銀行貸出は4.58兆元、2.79兆元、1.3兆元、0.93兆元と、四半期ごとに低下していた<sup>④</sup>。中国人民銀行は2009年の4月から既に商業銀行に対して貸出の規模とその進捗を管理するように、“窓口指導”を実施し、7月から、一時停止した中央銀行手形の発行を再開し、公開市場操作で市場金利を高め誘導した、などの措置が取られた<sup>⑤</sup>。その背景としては、当初、“百年に一度”と見られた恐慌は、アメリカをはじめ、早くから回復の兆しが見られ、中国の輸出入も回復しつつあること；2009年の銀行貸出の大部分はインフラ投資に流入したが、家計消費に流入した（前年比約1.8兆元増加）相当の部分（家計消費融資の約75%）は住宅投資へ向けられ、不動産価格上昇の原因となったこと<sup>⑥</sup>；金融の引き締めとリーマンショックにより下がった物

価が2009年末、再び台頭し、インフレ再燃の気配が急速に強まったこと<sup>⑦</sup>、などがある。この新規銀行貸出引き締めを裏返しに、割引前の銀行引受手形は急増した。

2011年、ブレーキが引き続きかかった。新規銀行貸出は更に74,715億元に減少し、社会融資総額もついに減少に転じ、前年比8.5%減の128,286億元となった。マクロ経済が置かれた状況は2010年と変わらず、経済過熱要因は依然として存在するほか、新たな火種が取り沙汰された。これは“ギリシャ危機”から連想した中国の“地方政府債務問題”である。中国政府審計署（国家会計検査院に相当）はついに調査に入り、2011年に調査報告書を発表した。報告書によれば、『予算法』で禁止されたにもかかわらず、地方政府が抱えた債務は既に10兆元以上に上ったことが判明された<sup>⑧</sup>からである。当然、地方政府債務の膨張に対処するためにも、金融引締めの手を緩めるわけにはいかない。

しかし、細目を見ると、微妙な変化が起きたことが分かる。新規銀行貸出は減少に転じたにもかかわらず、外貨建て貸出（元に換算）は前年よりは増加に転じた。国際収支バランスを調整するため、引き続き“海外へ進出戦略”を推し進めるためだと思われる。割引前の銀行引受手形は大きく減少したが、“委託貸付”は8,748億元から12,962億元に大きく伸びた。“委託貸付”は改革開放早々から始まり、企業グループ内の“遊休”資金の有効利用は目的であったが、その後、その用途が広がった。企業グループ内だけでなく、余剰資金を持つ法人や大口個人の資金運用手段として一般化し、商業銀行も金利自由化の手段として、“ディスインディメーション”に対抗し、“利ザヤ稼ぎ”から“手数料稼ぎ”に銀行経営の“イノベーション”として歓迎された。新規銀行貸出が急激に引き締められたからと言って、4兆元経済対策で始まった投資プロジェクトは、中止するわけにはいかないし、むしろ、銀行預金基準金利以上のリターンで運用したい資金余剰側と銀行貸出に断られた資金不足側、資金需給双方のニーズをマッチした“絶好のチャンス”であるといつてよいのである。

2012年に、割引前の銀行引受手形は安定し、“委託貸付”は12,841億元に微減したが、これに代替する、あるいは新たに加わった“信託貸付”は、11年の2,034億元から12,847億元へ急増した。2013年に、委託貸付と信託貸付は、共に、その勢いがついた。それぞれ25,466億元と18,404億元との記録を作った。これを頂点に、委託貸付も信託貸付も減少に転じ、2017年に貸付信託は最高金額を更新したことがあるが、委託貸付はリーバンドがあるものの、下火の一途を辿った。割引前の銀行引受手形、委託貸付と信託貸付は中国版“シャドーバンキング”の核心を構成し、“シャドーバンキング”こそ次の中国金融クラッシュのきっかけになると取りざたされ、中国政府は急いで規制に乗り出したからである。

その後、“シャドーバンキング”の資金は主に地方政府をバックとする“融資プラットフォーム”に流入したことが判明された。中国政府は、“シャドーバンキング”の核心である割引前の銀行引受手形、委託貸付と信託貸付に対する規制を強化したと同時に、地方政府債務の現実問題に対しても、対策を講じた。2014年に全人代が『予算法』を修正した。地方政府（省、直轄市、自治区）による地方政府債の発行を正式に認めた<sup>⑨</sup>。さらに、2015年から、地方政府累積債務の処理にも着手した。地方政府債を“一般債”と“特別債”に分けた。一般債は当期の政府予算赤字を補填するが、特別債は地方政府累積債務の処理に充てた。金融機関向けに特別債を発行することによって調達した資金を銀行貸出や“シャドーバンキング”の借入金に返済させる“貸転債”（貸出から債券へ転換する）という対策を実行した。これらの措置によって、“シャドーバンキング”の勢いが収まった。2018年に割引前の銀行引受手形、委託貸付と信託貸付はともにマイナスに転じた。

### 3. 金融政策の課題

以上で見られたように、経済の急速な成長と同じく、中国の金融構造も



急変化してきたと同時に、変動も非常に激しい特徴を持つことが分かる。これは金融政策に多岐にわたる課題を切り付けた。

まずは金融政策手段である。

1998年以後、中国においても、公開市場オペ、政策金利と預金準備率を中心とする金融政策手段システムが構築された。この中で、公開市場オペは最もよく使われる金融政策手段である。公開市場オペには、レポ取引、債券現物取引、中央銀行手形発行の外、公開市場短期流動性調節ツール（SLO : Short-term Liquidity Operation）などがある。中国人民銀行は常時に公開市場オペを利用して貨幣の量を調節し、金利に影響を及ぼそうとしている。

政策金利の中心は銀行預貸基準金利である。中国人民銀行は銀行預貸基準金利と基準金利変動の上下限幅制限を定める政策を実行していたが、2015年10月に、銀行預貸基準金利変動幅制限を廃止してから、理論上、銀行は銀行預貸基準金利を参考にして、自由に預貸金利を設定することができるようになったが、中国人民銀行は、預貸基準金利の外に、スタンディング・貸出ファシリティ（Standing Lending Facility, SLF）を上限とし、上海インターバンク市場金利であるShibor（Shanghai Interbank Offered Rate）を下限として、2017年公開市場オペを通じて、短期金融市場の金利をこの上下限のレンジの中で動くように誘導する政策を実行している。

しかし、今のところ、最も効果的な金融政策手段は公開市場オペでもなく、政策金利でもなく、預金準備率であると言わざるを得ない。先の記述のように、リーマンショックへの対策として、2008年10月から12月まで、（大型商業銀行の）預金準備率は毎月のように0.5%ずつ引下げられたが、貸出基準金利（1年定期）は9月から12月まで、5回引下げられた。その後、金融が引締められ、2010年1月から2011年6月まで、預金準備率が12回引上げられた（大型商業銀行のこれは、15.5%から21.5%へ）のに対して、基準貸出金利の引上げが遅れて2010年10月から始まり、2011年7月まで7回だけであった（同1年定期）。2011年12月から預金準備率はまた引

下げに転じ、直近まで13回実行し、21.5%から13%に下がった（大型商業銀行）。2012年7月から2015年10月まで、6回引下げられ（1年定期）、その後、基準金利は変更されていない。当然、上で述べたように、政策金利は銀行預貸基準金利だけではないので、銀行預貸基準金利だけと比較しても、また、変更の回数が多いからと言って、預金準備率はより重要であると断定するには問題があるが、金融政策手段としての預金準備率の変更は政策的効果が大きく、即効性もあると同時に、銀行、しいて金融システム全体へのショックも大きいことは先進諸国で経験済みである。多くの国はもう既に金融政策手段として使用停止になっている。日本銀行も1991年10月以降、変更していないのである。中国ではこのように頻繁に使われるのは、他の金融政策手段より効果的である他はない。しかし、その弊害も金融構造の多様化とともに大きくなってきている。

その一、銀行貸出のボラティリティが大きい。もう既に説明した通り、金利の変更は価格メカニズムを通して、銀行貸出に影響するのと違い、預金準備率の変更は銀行貸出に直撃するため、銀行貸出は即座に反応する。銀行貸出の2009年の急膨張と2010年の旧縮小はこれを端的に現した例である。銀行貸出のボラティリティが実体経済の投資に急拡大と急ブレーキの衝撃を与えることになる。

その二、経営状況の異なる銀行への影響は一律で、差別化できない。2001年、中国がWTOへ加盟した以後、国際収支の“双子の黒字”の状態が持続し、外為“実需原則”のもと、中国人民銀行は流入した外為を買入れることによって増発した通貨を“不胎化”するために、採用した政策手段は預金準備率の引上げであった。2004年4月からリーマンショック後の政策転換までの2008年10月まで、19回行い、預金準備率は7%から17.5%へ引上げられた。しかし、個別銀行の経営状況は違うはずである。国際収支“双子の黒字”の状態のもと、海外資金の流入による負債も、資産も拡大する国際業務の多い銀行に対して、預金準備率を引上げ、通貨増発の“不胎化”を実行する政策が正しいとしても、国際業務がさほど多くない銀行に対し

ては、引締め過ぎかもしれないことになる。

その三、“銀行預金離れ”の金融イノベーションによるリスクの増大である。預金準備率が高まると、銀行預金と定義された負債からそうでない負債へシフトするのは銀行の合理的な行動である。2009年、中国の預金残高はもう60兆元弱に達し、家計も資産多様化のニーズが高まった。割引前の銀行引受手形、委託貸付と信託貸付を核心とする“シャドーバンキング”規模の拡大とそのボラティリティは多様な要因の総合作用した結果であるが、預金準備率の上げはそのきっかけを作ったと言えるであろう。今後この預金準備率回避の金融イノベーションの動きが続くと思ひ、これによるリスクの増大もあろう。

このように、金利という金融市場の価格メカニズムに対して、預金準備率は行政手段に近い特徴がある。現在、色々な努力はされているが、経済の国際化と金融資産の蓄積と金融自由化の流れは今後も持続するだろうと考えれば、市場経済への移行は本気であれば、預金準備率に依存する金融政策からの脱却は不可欠であると思われる。

金融政策の次の課題は為替相場安定と国内均衡の両立である。

2005年7月、中国政府は、人民元相場の決定メカニズムを改善し、“バスケット通貨の相場を参考し、市場需給を基本とする管理変動相場制”を実行すると発表した。しかし、実際、外為“実需原則”のもと、中国人民銀行は常に外為の需要者として市場に参加するため、外為の市場需給が歪められ、当然、人民元相場も歪められ、市場の本当の需給が反映できなかった。一方、国際収支黒字が拡大すれば、“実需原則”を維持するための外為購入による通貨の発行が増大する。国際収支黒字が縮小すれば、外為購入による通貨の発行は減少するため、国際収支に左右される通貨発行の変動は国内経済の不均衡を招きかねない。実際に、図表から見られるように、国際収支黒字が拡大する2003年以降、外貨建て貸出の人民元換算は数千億人民元規模になり、2009年と2012年に9千億人民元を超えた。資本流出（つまり、国際収支黒字減少）の傾向が強くなる2015年以後、その金額は

マイナスになった。

国際金融のトリレンマが示したように、これまで、中国は自由な資本移動を放棄して、かろうじて独立した金融政策と安定した為替相場を維持してきたが、中国経済（実体経済）の規模と国際化の進行から、自由な資本移動さえ放棄すれば、独立した金融政策と安定した為替相場を必ず維持できる保証は存在しない。例えば、2015年の資本流出傾向が強くなった背景には、国内経済の原因は主要であるが、アメリカFRBがQEを終了し、金利を引き上げはじめた（いわゆる出口戦略）のも原因の一つである。完全な資本移動を阻止することができない。また、2018年、経済の後退に対して、中国人民銀行は預金準備率を引き下げたものの、公開市場売りオペ7日物（1W）の入札金利も、スタンディング・貸出ファシリティ（SLF）のオーバーナイト物（O/N）、7日物（1W）と1か月物（1M）の金利も、変更しなかったのはFRBの出口戦略を意識し、資本流出を配慮した政策運営かと思われる。

為替相場についても、2017年5月26日に、“逆周期調節因子（カウンターシクリカル要素）”を導入し、人民元対米ドル（および他の通貨）基準値の設定方式は「前日終値＋バスケット通貨レートの変動」（2016年2月から実施）から「前日終値＋バスケット通貨レートの変動＋逆周期調節因子」に変わった。“逆周期調節因子”とは、文字通り、中国人民銀行に委託された中国外為取引センター（CFETS）は「前日終値＋バスケット通貨レートの変動」に対する調整である。為替相場の安定に固執することは理解できるが、中国の国際収支の規模から無理があるかと思う。金融政策は為替相場の安定よりは国際収支均衡に力を入れなければならない。国際収支の均衡は、日本から、“経常収支黒、資本収支赤”の方法を学び、“海外へ出る”戦略を実行したが、中国には適応されないようである。国内経済の均衡に力点を移して政策を考えたらいかがであろうか。

最後には財政政策との関わりである。

以上で見たように、2009年以降、金融構造の急激な変化は銀行貸出の急

拡大と急縮小に起因することは明らかである。銀行貸出の急拡大は“4兆元経済対策”の一部である。言い方を変えれば、つまり、銀行貸出は“4兆元経済対策”を内容とする財政政策の手段に過ぎない。

しかし、財政政策と金融政策の実体経済へのインパクト、もしくは政策効果の波及メカニズムが違う。財政政策は即効性と確実性の特徴を持つものに対して、金融政策は効果を表すまでには時間がかかり、いわゆる“タイムラグ”が存在し、タイムラグが存在するから、政策効果波及は不確実で違う方向へ向かう可能性すらある反面、経済の隅々までにそのインパクトが及ぶ特徴を持つ。この二つの特徴の違いから、財政政策の目標を確保するために、金融政策を発動することは多くの場合、混乱が免れない。中国経済改革開放のこれまでの過程を見れば、金融政策と財政政策が一体化して、大した混乱が起らなかった原因の一つは金融構造が単純であったことにあるかと思われるが、社会主義市場経済によって、企業にだけでなく、政府（主に地方政府）にも、家計にも金融資産が蓄積し、金融ツールも相当増えて、貨幣経済が浸透し、金融市場もある程度成長してきた現在、金融構造が多様化したため、政策効果の波及メカニズムは複雑になり、効果が出るまで時間がかかるし、その波及メカニズムを常に把握する必要があるのである。2009年以降、金融構造の変化と混乱はこのことを如実に反映したものである。金融政策はこれまでのように財政政策の“付属”から金融ファクターの実情を考慮した政策に脱皮することは課題であろう。

**注：**

- ①中国人民銀行『貸出統計分類及びコーディング基準（試行）』によれば、“委託貸付とは、政府機関、企業と機関団体及び個人などの委託人が資金を出し、貸付の相手、用途、金額、期間と金利などの貸付条件を確定して、貸付人に委託する。受託人である貸付人は、委託人の確定した指示に従い、貸付の行為を行い、貸付金使用の監督と回収を協力する。貸付人は手数料を取るが、貸し倒れなどの責任を負わない”となっている。委託貸付が存在する原因は、中国で非金融企業間の資金貸借が法律上禁止されているためである。

- ② “信託貸付”は、中国人民銀行『貸出統計分類及びコーディング基準（試行）』にはその項目は存在しないが、信託会社は金銭信託商品を発行して募集した資金を、金銭信託に指定された貸出先、用途、期限、金利及び金額を貸し出すことを指す。
- ③ 信託貸付の多くも銀行の協力なしでは成立たない。
- ④ 中国人民銀行『2009年第四四半期貨幣政策執行報告書』5頁。
- ⑤ 同④5～6頁。
- ⑥ 同④3頁。
- ⑦ 中国人民銀行『2010年第四四半期貨幣政策執行報告書』49頁。
- ⑧ 中国審計署『審計結果公告2011年第35号』審計署HP。
- ⑨ 2009年に“4兆元対策”の一部として地方政府債の発行が初めて全人代で認められた。2009年から2014年まで、各年の発行額は、それぞれ2,000億元、2,000億元、2,000億元、2,500億元、3,500億元と4,000億元であった。2015年以降、その発行規模が急速に拡大した。2009年と2010年、発行全額は財政省による代理発行と代理償還であったが、2011年以降、一部の省市自治区から徐々に自主発行の地域が拡大した。

**参考文献：**

中国人民銀行『貨幣政策執行報告書』暦年版。

## Changes in China's financial structure and issues of monetary policy

Tong Shiping

### 《Abstract》

The Chinese government's emergency measures in response to the 2009 Lehman shock have created diversification in China's financial system, promoting monetary easing and financial innovation. This diversification, coexisting with shadow banking and high leverage, makes steering monetary policy more difficult. Policy measures shift from volume regulation centered on the deposit reserve ratio to market prices centered on interest rate induction, and policy goals have to both strike a balance between exchange rate stability and domestic equilibrium and distinguish between the role of monetary policy and that of fiscal policy. All these issues will become the subject of monetary policy in the future.

