

2 0 2 1 年度

青山学院大学審査学位論文

指導教員 宮原 勝一 教授

中国の経済成長におけるマクロ経済政策の効果に関する実証分析

An Empirical Analysis on the Effects of Macroeconomic Policies in China's Economic Growth

経済学研究科

公共・地域マネジメント専攻

王 君

目 次

1 章 はじめに	1
1.1 本論文の課題・視角	1
1.2 本論文の構成	3
2 章 マクロ経済政策と中国の経済成長	5
2.1 改革開放下のマクロ経済環境	5
2.1.1 初期段階	5
2.1.2 加速段階	6
2.1.3 調整段階	8
2.2 近年のマクロ経済政策	10
2.2.1 経済改革のもとでの緊縮政策（1994－1997）	11
2.2.2 アジア通貨危機によるデフレ対策（1998－2003）	11
2.2.3 高成長への対応（2004－2007）	12
2.2.4 「4 兆元計画」の出動（2008－2010）	13
2.2.5 新常态と地方債の拡大（2011－2018）	14
2.3 中国経済におけるマクロ経済政策の役割	15
2.3.1 資本・投資と経済成長	15
2.3.2 各々の政策目的に働きかけるマクロ経済政策	17
2.4 小括	22
3 章 中央銀行の金融調節	23
3.1 中国の金融政策	23
3.1.1 中国人民銀行の金融政策の手段	23
3.1.2 政策方針についての総括	31
3.2 時系列モデルによる実証分析	33
3.2.1 先行研究	33
3.2.2 本章の目的	34
3.2.3 基本的な多変数 V A R モデル	34
3.2.4 使用データ	35
3.2.5 基本統計量	36
3.2.6 単位根検定	37
3.2.7 グレンジャー因果関係の結果	39

3.2.8	グレンジャー因果関係の考察	43
3.2.9	分析結果の考察	45
3.2.10	不動産バブルに対する考察	46
3.3	小括	50
4章	政策性銀行の役割	51
4.1	中国の政策金融の概観	51
4.1.1	政策性銀行の創設とその背景	51
4.1.2	政策性銀行の概要	52
4.1.3	資金運用の仕組み	56
4.2	投融资と政策効果の分析	57
4.2.1	先行研究	57
4.2.2	グレンジャー因果関係の結果	59
4.2.3	グレンジャー因果関係の考察	61
4.2.4	中国輸出入銀行と国家開発銀行の比較	65
4.3	小括	67
5章	地方政府の行動	68
5.1	地方財政と地方債	68
5.1.1	地方債の概観	68
5.1.2	近年の地方債発行の経緯	69
5.1.3	地方債の分類	70
5.1.4	地方債発行の仕組み	70
5.2	専項債券：2015年－現在	71
5.2.1	概観	71
5.2.2	専項債券の種類	72
5.2.3	発行主体、発行期限と発行方式	73
5.2.4	発行特徴	74
5.2.5	発行金利条件と発行状況	74
5.2.6	格付け	75
5.2.7	金利の市場化改革	76
5.2.8	地域の経済、財政状況及び負債率	77
5.2.9	専項債券の運用例	79
5.3	地方債の実証分析	83
5.3.1	先行研究	83
5.3.2	分析へのアプローチ	85
5.3.3	計量モデル	86

5.3.4	データの説明	86
5.3.5	基本統計量	87
5.3.6	推定結果	87
5.3.7	考察	89
5.4	小括	91
6 章	おわりに	92
6.1	本論文の貢献・含意	92
6.1.1	マクロ経済政策と経済成長	92
6.1.2	金融政策の効果	94
6.1.3	政策金融の効果	95
6.1.4	財政政策の効果	95
6.2	本論文の限界と今後の課題	96
参考文献		99

謝 辞

本論文の作成にあたり、多くの方々にご指導・ご鞭撻を賜りました。

指導教授である青山学院大学経済学部現代経済デザイン学科 宮原 勝一教授には、いつも懇切丁寧なご指導と的確なアドバイスを頂きました。宮原教授には、修士・博士の学生時代の私に、研究の楽しさと難しさ、そして研究の醍醐味に関してご教示賜りました。心より感謝申し上げます。

研究を進めるにあたり、終始暖かいご指導と激励を賜りました元青山学院大学経済学部現代経済デザイン学科 中川 辰洋教授に心より深謝の意を表します。中川教授には、研究に向かう真摯な姿勢と学問をするときの心構えについて学ばせて頂き、日本語の文章表現など細部にわたるご指導を頂きました。深く感謝申し上げます。

中間報告と学位論文審査において、貴重なご指導とご助言を頂きました青山学院大学経済学部現代経済デザイン学科 吉岡 祐次教授、須田 昌弥教授に厚く感謝申し上げます。吉岡教授には、本論文の問題意識と王の研究テーマに関する論理的思考力を鍛えるために貴重なご指摘、アドバイスを賜りました。須田教授には、ご助言と励ましの言葉を数多く頂戴し、本論文を修正する最終段階において力強く支えてくださいました。こちらに深甚の謝意を表します。

博士論文の最終審査では、神奈川大学経済学部経済学科 酒井 良清教授、独立行政法人日本貿易振興機構アジア経済研究所 木村 公一郎研究員には、本論文の課題や今後の研究に関する貴重なご意見を頂きました。王の研究に新たな視点をもたらす数々の知見をご教示賜りました。厚くお礼申し上げます。

獨協大学経済学部国際環境経済学科 童 適平教授には、本論文の第3章、第4章に関して貴重なご助言を頂きました。名古屋大学経済学部経済学科 花蘭 誠教授には、本論文の第5章の実証分析に関するご助言だけではなく、論文執筆の悩みについて親身になってご相談にのって頂き、研究に関する困難克服のための具体的な方策まで丁寧に教えて頂きました。このように多くの方々からご指導やご支援を頂いたことに心より感謝申し上げます。

最後に、これまでの29年間、私の夢を暖かく応援してくれた家族に深い敬意と感謝を示し、心よりお礼申し上げます。

2022年3月

王 君

1 章 はじめに

1.1 本論文の課題・視角

本論文は、マクロ経済政策は今までの中国の経済成長にどのような影響を与えたかという疑問から出発した。中国は、市場経済体制を取り入れつつ経済発展を成し遂げた。そして、周知の事実であるが、中国経済は投資・輸出の拡大に伴った高度成長期を経験し、リーマンショック後に転換点を迎え、「新常态」と称される中速成長期に移行した。このような持続的な経済成長を実現するには、中国政府の政策指導—マクロ経済政策が欠かせない。したがって、本論文の目的は、中国のマクロ経済政策に焦点を当て、中国経済の高度成長期と中速成長期にまたがる期間でのその役割・効果について考察することである。

中国は1978年に改革開放路線に踏み切った後、未曾有の成長過程に入ることとなった。蔡（2019）によると、改革開放政策によって、中国では市場経済メカニズムに基づいた経済制度が確立され、その成果として中国の国力が向上し、1978年から2012年までのGDP成長率は年平均で9.8%となり、世界の主要経済大国の経済水準との差を縮め、国民所得が大きく飛躍した¹。

つまり、中国では従来型の社会主義計画経済を放棄し、社会主義体制の枠組みの中で市場経済の要素を採り入れたことが経済成長に大きく貢献している。特に、1990年代に入ると、市場経済への体制移行は質量ともに一段進み、様々な体制改革が行われた。いわゆる「社会主義市場経済体制」への体制移行である。その最大の特徴は、現行の社会主義を支えてきた国家財政を主軸とする経済運営を改め、財政と金融の分離²、あるいは財政主導の経済政策から金融政策を重視する経済運営を志向するようになったことである。

1985年から1995年にかけて中国人民銀行の役割・機能が大きく変化し、市場経済を取り入れる上で重要となる中国の金融制度改革と銀行組織の再構築の要となった。これは、国家と一体となって産業資金供給を行ってきた構造をも大きく変えるものとなった。その特徴は、政策金融と四大国有銀行³業務の分離、政策金融機関の統廃合、金融規制の見直しなど、広い意味での金融仲介機能⁴を重視するようになったことである。これらの金融制度改革により、金融商品・サービスの多様化が進むとともに、財政制度改革と併せて地方政府と地方経済のあり方にも大きな影響を及ぼした。

もっとも、1990年代以降の中国経済の変容、特に「財政と金融の分離」が経済成長に与えた影響の大きさや経済構造の変化については、必ずしも正当に評価されてきたとは言えない。本論文の問題意識や個別の分析対象及び分析方法の視点は、まさにこの「財政と金融の分離」によるマクロ経済への影響を定量的に分析することになる。周（2003）では、

¹ 蔡（2019） pp.13-14

² 浦（2002） p.41

³ 以下、四大国有銀行。

⁴ 政策性銀行の金融仲介機能について言及された。白・譚（2006） pp.7-8 を参照。

1997年に起きたアジア金融危機を乗り切る為には、国債の発行を中心とした積極的な財政政策は非常に効果があると評価した一方、第一次産業の構成比が高く、国内需要が十分喚起されない状況に対して、財政投融资を活用した財政政策を進めることで、財政資金による需要創出効果がより高められると指摘した。中国経済の持続的成長を実現するためのマクロ経済政策のあり方について、金（2005）では、「（前略）財政政策と金融政策は互いに補完し合うが、それぞれ以下の役割を果たしている。マクロ経済においては、金融政策は総量規制に、財政政策は経済の構造に働きかける（後略）」と指摘されている⁵。

周（2003）、金（2005）のいずれも、アジア金融危機以降の経済成長率の引き上げに対して、積極的な財政政策の有効性は肯定的に評価し、財政政策と金融政策の有効性を政策目的に合わせた補完的なものと位置づけ、それぞれの役割の違いを強調している。だが、そこでは、財政政策の重心が公債発行を代表する国債であったとする一方、金融政策に関する評価を行っていないし、財政政策と金融政策は、それぞれがどのような関連性を持ち、どのように補完し合うことで持続的成長に寄与するかを明らかにしていない。

実際、中国においては、一部の財政政策は金融と密接に関係している。例えば、政策性金融債や地方債といった財政政策は、主な引受先が民間商業銀行であることが既に明らかになっている⁶。許ほか（2015）では、民間商業銀行の政策性金融債の保有割合は、有価証券保有残高の8割弱を占めていることが指摘された。また、民間商業銀行は地方債の8割超を保有しているうち、四大商業銀行⁷が5割近いシェアを占めていることが指摘された（熊、2018；毛ほか、2021）。

これらのことから、中国の経済成長には、財政政策は金融制度や金融政策との補完関係が不可分であったこと、すなわち、財政資金の還流は、資金調達の本源的な金融仲介機能によって実現されたことは強調したい。したがって、本論文のアプローチは、1990年代の金融改革の「財政と金融の分離」を経て、近年の中国経済と成長に対するマクロ経済政策の効果について、とりわけ「ポリシー・ミックス」が機能しているかを検証することにある。

後述するように、財政と金融の分離の中で、中国人民銀行は中央銀行であることが法律によって確定され、政策金融業務を担う政策性銀行と商業性銀行業務を担う四大国有銀行が設立される財政部門から切り離されることにより、金融仲介機能を利用した財政資金の市中への還流、すなわち流動性の供給のチャンネルが再編された。このような背景がある中で、マクロ経済政策の効果を評価するためには、金融仲介を経由した財政政策と本来の金融政策の両方を整合的に考察する必要がある。

⁵ 金（2005） pp.10-12

⁶ 地方債について言及された。Holmes・Lancaster（2019） pp.184-185 を参照。

⁷ 四大商業銀行は、株式化が完了した四大国有銀行のことを意味する。文脈によってその表現を使い分けられている。例えば、「四大商業銀行」として表現した場合、2000年代半ば頃以降で行われたことを意味し、「四大国有銀行」（四大国有商業銀行の略）として表現した場合は、基本的に1990年代頃において行われたことを意味する。

中国経済は高度成長期を経て、「新常态」と呼ばれる中速成長期に至った現在、マクロ・コントロールの優先課題が、高成長を維持するための景気刺激策を発動することよりも、経済の大きな上下変動を回避し、経済成長率を一定の水準以上、インフレ率を一定水準以下に維持することとされていることは、財政政策と金融政策には一致性がみられる。改革開放以降のマクロ経済政策を遡ったとき、包（2009）では、行政的直接的な調整手段から財政的調整の導入と、金融的マクロ調整と貨幣政策を伴うマクロ的調整へと変化したことが、中国におけるマクロ経済調整の特徴だと評価された。

また、マクロ経済政策が中国経済のパフォーマンスへの影響について、呉（2018）は、「改革の初期段階では、積極的なマクロ経済政策によってインフレという国内全体の物価水準が上昇したが、市場経済化に伴い、株券や不動産などの資本市場の規模が大きくなるにつれて、資産価格の大幅な上昇とレバレッジ比率の急激な上昇が引き起こされた。2009年以降は、後者の特徴がもっとも顕在化している」⁸と指摘している。

2008年にリーマンショックの対策として実施された景気刺激策、いわゆる「4兆元計画」が、まさに呉（2018）で指摘されたものである。この計画では、資金調達面で負担等能力に問題のある地方財政に対して、それまで『予算法』によって禁止されていた地方債の起債を可能としたことが特徴として挙げられる。これと併せて金融緩和を進めることで内需拡大による経済成長の促進が期待された。しかしながら、それによる経済効果はわずかであり、経済成長率（実質GDP成長率）は2009年の9.2%、2010年の10.4%と底上げされたものの、2011年以降は趨勢的に低下し、それに伴い、不動産バブル、地方政府の債務拡大、過剰投資の拡大といった問題が顕在化した。実際、経済成長よりも急速に成長したのは金融部門であり、金融部門の資産の伸びが長期にわたって経済成長率を上回ることにより、「脱実向虚」（实体经济から乖離して、非实体经济へと向かう）を引き起こす懸念も指摘された。

以上を踏まえた上で、中国経済が高度成長期から中速成長期に移行する状況下で、マクロ経済政策の効果はどのように発揮されたのか、限界があるのか、景気刺激策が实体经济に影響を与えないのかなど、政策の適性や効果を評価する必要がある。特に本論文の後編⁹では、いわゆる「資金空転」（实体经济に流入すべき通貨等が金融システム内で循環して資産価格が増加すること）を引き起こしたかという側面からもマクロ経済政策の効果について検証・考察を行っていく。

1.2 本論文の構成

本論文の構成は、以下の通りである¹⁰。

第2章では、改革開放後、中国の市場経済化がどのように進展したかを概観する。その中

⁸ 呉（2018）pp.254-255

⁹ 第5章の内容になる。

¹⁰ 3章は王（2018）を、4章は王（2019）を、5章は王（2020）をそれぞれ一部加筆修正したもので構成されている。

で、マクロ経済政策の効果は、「市場」という土台において経済成長に貢献したか、あるいは、貢献の程度に関わらず、実体経済にどのようなプロセスに沿って影響を与えたかに焦点を当てて整理する。具体的に、改革開放後の経済成長を三段階で振り返り、経済体制改革の中で非国有企業と国有企業の変遷に着目し、経済成長の各段階において企業の活動がどのように位置づけられ、中国経済に影響を与えたかを考察する。そして、マクロ経済政策の機能しつつあった1994年を起点として、その実施内容を金融面と財政面に分けて整理する。その上で、マクロ経済政策が経済成長に影響を与えるプロセスについて先行研究を踏まえて説明する。

第3章では、中国の中央銀行にあたる中国人民銀行の金融政策を対象とする。ここでは、リーマンショックを契機とした金融政策を振り返り、中国人民銀行の資金供給が実体経済にどのように波及したかを検証する。分析期間は高度成長期から中速成長期への移行期にあたる2008年から2015年までとする。さらに、その期間内で政策方針の転換があった2011年を境として、前半（2008年から2010年）と後半（2011年から2015年）に分ける。この二期間では金融政策と実体経済のファンダメンタルズの間にはどのような因果関係があるかを検証する。

第4章は、日本の政府系金融機関にあたる政策性銀行を対象とする。ここでは、中国の政策金融による財政資金（政策性金融債）に着目し、政策金融が中国経済の高度成長に果たした役割と効果について検証する。これによって、中国人民銀行の資金供給と併せて中国経済の財政資金の実体経済への影響を明らかにしていく。白（2005）では、中国の高度成長期において、政策性銀行が国の推進するインフラ投資プロジェクトや農村開発などへの融資が行われたものの、実体経済に対する役割や産業資金供給の効果が中国政府にあまり重視されていない評価があったとされている。しかし、日本においては政策金融が経済成長に与えた影響は実証分析によって明らかにされている。したがって、高度成長期において、中国の政策金融の役割を考察することが重要な意義がある。

第5章は、地方債を対象とする。リーマンショック後の経済の減速傾向に伴い大規模な財政出動を実行する手段の一つとして、中央から地方への財政移転を意味する地方債に着目する。呉（2018）では、「4兆元計画」に伴ったマネーサプライの急拡大は資産価格の上昇に繋がるという指摘がなされているものの、本章では、実体経済への影響を考察するために地方債（特に地方政府専項債券）と不動産の生産活動との間にどのような相関関係があるかを検証する。これにより、中国経済が中速成長期に移行する中で、成長の減速原因に地方政府の行動があったかという側面も考察する。

第6章では、本論文が明らかにした事項をまとめ、先行研究に対する貢献・含意を整理する。また、研究の限界と今後の課題を述べる。

2章 マクロ経済政策と中国の経済成長

本章では、改革開放以降、中国の市場経済化の進展に伴うマクロ経済政策の効果はどの程度かを概観し、中国の成長戦略の柱に据え、高度経済成長を力強く推進することが欠かせないマクロ経済政策のあり方を検討する。また、マクロ経済政策は経済成長を牽引するに際して、どのような道筋に沿って影響を与えるかという過程を分析する。その上で、中国政府はマクロ経済政策の特性に応じて、高度成長期から中速成長期にかけて採択した主要なマクロ経済政策の適切さについて、先行研究を踏まえて考察する。

具体的には、まず、1980年代以来の重要な経済改革をめぐり、中国における非国有企業と国有企業の活動を考察することで、中国経済成長の諸段階におけるマクロ経済政策の効果を把握する。次に、1994年以降のマクロ経済政策の内容を整理する。最後に、経済成長の目的に叶う政策効果の伝播プロセスを解明した上で、中国経済の高度成長期と中速成長期にかけて、政府が取り上げた主要なマクロ経済政策の理由について、先行研究を交えながらその妥当性を説明する。

2.1 改革開放下のマクロ経済環境

2.1.1 初期段階

中国経済発展の初期段階では、中国政府は旧計画経済体制をどのような経済体制に移行するかについて大いに議論された。その結果、経済・産業構造への改革に着手し、社会的生産性の向上¹¹を図ることに向けて国民経済を調整することに展開した。この制度改革の背景には、1960年代頃の東ヨーロッパ社会主義諸国による、自国の旧制度に対する機能改善を目的とした市場経済化を導入したことがある。中国政府はそれを参考し、国民経済調整政策に転換した。その結果、1982年の中国共産党第十二次全国代表大会にて「計画経済を主とし、市場調節を従とする」という政策方針を決定した。

具体的な内容としては、農村部を見据えた非国有企業¹²への改革を最初に行うことになり、生産責任制を導入した農村経済体制改革¹³とも言われる。この改革の特徴は、国有経済が効率的に進まない状況に対して、非国有経済部門の育成に目を向けた。すなわち、当時は、経済成長を実現する第一歩は、非国有経済部門に新たな成長動力を見出し、市場指向型産業の育成に展開した。これに伴い、農村地域の各種民営企業や「経済特区」にある輸出企業の経済活動は、この頃から一層増進された。この改革は後に「増量改革」（新たに付加される市場経済部門の改革）と呼ばれ、これによって市場機能の育成を重視した生産＝取引が存在する国内市場の雛形が形成されるようになった。

このように、民営企業、私営企業への取引制限が1980年代末頃までに徐々に撤廃され、農

¹¹ 中国語で生産力・生産関係の解放を意味する。

¹² 民営企業、私営企業を指す。

¹³ 滕（2016）pp.172-176

業、手工業を主とした民営企業の経済活動が自由に行えるようになった。同時に、深セン、厦門、珠海、汕頭の4沿海都市に「経済特区」が設立された。ここにおいては外資の導入、税制上の優遇措置が適用され、輸出加工貿易を行う上で比較優位性を持つため、中国の労働集約的な輸出志向型産業が大きく推進された。民間経済活動の活発化に伴って非国有部門の資本が次第に形成され、経済成長を支える民間資金として蓄積されてきた。

上述したように、この時期では、中国政府は生産性向上のために、「増量改革」というインセンティブ制度を設計し、非国有部門に対する構造改革を行った。しかし、国有部門に対する構造改革は着手しなかった。これにより、非国有経済の発展に顕著な成果を収めたものの、国有企業の非効率性が依然として残され、経済成長の足かせになっている。

また、増量改革によって、市場メカニズムの機能する「市場」が形成されたが、これと従来の計画経済下の「市場」と併存している。その結果、財・サービスの価格規制システムの中では、体制内と体制外の2種類の価格が存在するという二重の基準が生じられ、さらに貸出利率、為替レートなどの場合においても「二重の基準」が存在した。このようなことは、いわゆる「双軌制」と呼ばれる。1980年代末頃になり、レントシーキングなどによる双軌制の弊害が現れ、既得権益層の腐敗問題に端を発した社会的不満の増大、資源配分の歪みが深刻になってきた。

こうした状況を受け、中国政府は経済体制に対して部分的な改革に止まらない全面的な改革を行う必要性を認識し、次の改革内容を検討し始めた。なお、この時期に行われたマクロ・コントロールは、未だに計画経済体制の桎梏から離脱していない側面がある。そのため、この時期に行われたマクロ経済政策の効果は限定的なものであった。

2.1.2 加速段階

初期段階に行われた「増量改革」により、非国有部門である民営・私営企業の生産活動が認められ、非国有経済の発展が大いに促進された。このほかに、中国においては「自由取引が行われる市場」に近い市場が形成され、非国有部門の発展に伴って民間資本がある程度で蓄えられてきた。他方、中国政府は「中華人民共和国公司法」という法律の制定に着手し、国有経済の主体である国有企業に対する改革を推進した。それに加え、1980年代末までに積み重ねた社会・経済的な問題を一括して解決するために、政府は財政制度改革、金融制度改革、外貨管理制度改革、社会保障改革の四方面にフォーカスして、中国の経済制度を巡る全面的な制度改革に取り組み始めた。

こうした制度改革が順調に進めば、中国における市場は「市場」として機能するようになり、従来の非効率的资源配分状況が少しずつ改善されることに意味がある。上述した改革は、いよいよ1993年11月に開催された中国共産党第十四届中央委員会第三次全体会議で採択された「社会主義市場経済体制の構築における若干の問題に関する決定」（以下、「決定」）によって決められた。改革の目的は、市場メカニズムの機能が発揮されるよう¹⁴、（生産）要素

¹⁴ 中国語は、「(前略) 建立社会主義市場経済体制、就是要使市場在国家宏観調控下对资源配置起基礎性

市場の育成を重視とされた経済システムを構築することであった。

「決定」の影響で、中国において国家主導の市場経済システムが確立された。その後、政府は改革戦略を「農村から都市へ」という路線に転換し、都市部に据える国有企業に対する改革に本腰を入れて始めた。内容は、国家経営の指定独占企業を除き、それ以外の国有企業に対して民営化改革を本格的に行うことになった。これに伴い国有独資企業¹⁵の数が急減し、株式会社（国有持ち株）か民間企業（民営か外資）の形態になり、多元化された持ち株会社への転換に加速した。そして2003年に国務院国有資産監督管理委員会（以下、国資委と略）が設立されたことに伴い、「国有経済の戦略的再編」の代わりに「做大做强」（国際競争力を持つ国有企業を育成する）という方針が策定され、国有企業の生産能力が徐々に改善されるようになった。

非国有企業の進展に視線を向けよう。1993年の「決定」の政策方針により、民営企業を代表した非国有経済は継続的に発展しつつあることから、社会的資源配分に占める非国有部門の重要性が徐々に認識されるようになった。この結果、非国有企業に対する制度的保障が、1997年のアジア金融危機を契機に、同年9月に開催された中国共産党第十五次全国代表大会にて確立された。この改革の中心は、民営中小企業（以下、中小企業）の発展を扶助することに注力するものと決められた。

具体的には、金融面では、各商業銀行において中小企業向けの融資部門を設立し、中小企業向けの貸出専用利率の変動幅を拡大する。そして、自治区、直轄市を含めた各省においては、中小企業向けの貸出金担保の金融機関を設立する措置が取られた。財政面では、財政部と税務局は増値税¹⁶の引き下げなど減免税制度を導入した。さらに、2002年6月に「中華人民共和国中小企業促進法」が採択され、中小企業の融資環境の整備、都市・農村部における雇用拡大に関することなどを規定した。

その中で、沿海部において輸出入貿易が盛んになった「経済特区」を始めとして、1990年頃の外貨管理制度の改革によって、「対外開放」戦略は全国的に拡大した。長江流域経済圏と内陸部の二方向に分けて都市開発が進み、中国の各地域において輸出志向型産業を中心に展開された¹⁷。さらに、2001年の世界貿易機関（WTO）へ加盟した後¹⁸、中国の輸出貿易は目覚ましいスピードで拡大し、上海浦東が先頭を切って、長江デルタ地域の浙江省、江蘇省においては、産業クラスターや経済開発区などが次々に設立され、工業化が急速に進んだ。このように東南沿海地域から中部、西部地域にまで加速した都市化に伴い、中国の非国有経済を含む民間セクターが発達し続けた。これも外貨管理制度の改革の成果として挙げられる。

作用（後略）」となる。

¹⁵ 国家が全ての資本を持つ企業を意味し、中央国有企業とも呼ばれる。

¹⁶ 中国の増値税は、日本の付加価値税に相当するものである。

¹⁷ 楊（1993）p.33

¹⁸ 浜田（2002）pp.6-8

上述したように、この時期の経済改革では、持続的発展を遂げた非国有部門が、生産性向上に伴い高度成長期の中国経済に貢献した。これにより、民間資本を含め一定程度の社会資本が整備された。それに加え、この時期の財政制度改革と金融制度改革では、社会資本の再配分を促進するには効果的で、中国政府が市場メカニズムに沿ってマクロ・コントロールを試みた姿勢を示した。なお、この時期では、中国政府の政策介入は、初期段階と比べて少し柔軟的に変わり、マクロ経済政策の有効性が一段と引き上げられるようになった。

2.1.3 調整段階

加速段階において、継続的な経済改革が行われた結果、中国の経済システムにおいて市場経済化を導入する条件が徐々に整備されてきた。その一例として、財政制度、金融制度など基本となった社会的制度が整備されたことである。これらの制度の下で、国有企業の民営化改革が進められ、対外開放戦略も同時に推進された。その効果として、国内企業の生産活動は活発化されたほか、外資系企業の誘致でもたらした経営資源が中国の高度経済成長に多大な影響を及ぼした。

総体的に見れば、今まで一連の制度改革によって、中国の経済システムにおいては要素価格の市場が確立されたことに成功を取めたように見える。しかし、こうした状況が、「十五」、「十一五」、「十二五」¹⁹の2001年から2015年までの期間では徐々に変わってきた。すなわち、この時期では、中国経済は高成長が続く中で、経済成長を促進したメカニズムが、投資や輸出の拡大に過度に依存しているという大きな限界に直面している。重化学工業化は急進した結果、重化学関連産業が再び経済成長の牽引役を担うようになった（呉、2005）。そこで、地方政府が「土地財政」と呼ばれる手法でインフラ整備資金を賄い、急速な都市化の進行を中心とする重化学工業の発展を促進させた主因であると指摘された²⁰。

このような状況が2000年から続き、鉄鋼業など多くの産業において生産能力の過剰²¹が徐々に顕在化している。その後、2008年にリーマンショックが起こされ、中国経済へ不景気の波が広がったことに対し、中国政府は「高い成長率の維持」を目的に、積極的な財政政策と金融緩和を導入した。その結果、中国経済は一時的に景気回復の軌道に乗らせたものの、資源配分の歪みに直結する製造業の過剰生産能力という問題は、2013年以来、非常に深刻な状況が続いていた。また、大幅な金融緩和の導入に伴い、銀行貸出基準の緩和による資金供給が、個人や企業への貸出を通じて不動産投資に流入し、民間企業設備投資率が減少したことが懸念されている。さらに、金融緩和が長期化するとともに、国有企業と地方政府の債

¹⁹ 「十五」、「十一五」、「十二五」は、順次、第10次5ヵ年計画（2001年から2005年まで）、第11次5ヵ年計画（2006年から2010年まで）、第12次5ヵ年計画（2011年から2015年まで）の経済計画の略語である。

²⁰ 呉（2018）p.224

²¹ 杉本（2010）pp.39-41

務の急拡大が顕著となっている。例えば、国有企業の場合、2013年の資産負債比率は64.5%²²となったことがその一例である。

このような状況の根底にある原因について、地方政府は、2001年からの「十五」戦略を始め、経済成長を実現することを目指す過程では、投資の「質」を重視することではなく量的な面で粗放的な投資行動を行ったという認知の歪みが生じされたことにある²³。内閣府政策統括官室（2006）では、中国の地方政府指導者の業績評価に関連するのは経済成長率の実績であり、地方政府は、地域の経済成長率を高めるために経済の量的拡大のみを追及する傾向があると評価されていた。このように、地方政府の「認知の歪み」では、地方政府指導者は合理的資源配分を考慮せず政治的な成績だけをアピールし、「政績プロジェクト」とされたインフラ整備だけを行っていた²⁴。この現象は後に「国進民退」（国有経済の増強と民有経済の縮小）という表現で多くの経済学者に評価されている。

中国の「国進民退」という現象は、従来の経済理論で解釈すれば、公共投資の拡大により民間投資がクラウディングアウトされることに近似している。「加速段階」の時期において、中国の経済成長には、2000年頃から始まった「粗放的な成長方式」で行くものであろうと、2008年から打ち出された景気刺激策（4兆元計画）で行くものであろうと、重化学工業を中心としたインフラ整備を行うことがこの時期の大きな特徴である。また、「4兆元計画」が実施された際に国有企業が優遇対象であり、ほとんどの公共投資プロジェクトを受注していたことが指摘された（柯、2011；三浦、2020）。それゆえ、この時期の経済成長には国有企業の経済活動が密接に関わっていることが明らかである。換言すれば、この時期のマクロ経済政策から便益を受けているのは国有企業である。

次に、国有企業改革に触れよう。国有企業改革は現在に至るまで推進されているが、この時期に行われた主な内容は、国有企業による産業独占や非国有資本・企業の参入規制が打破されることである。具体的に、国有企業が参入する分野の範囲を決め、国民経済の命脈に関わる産業²⁵と戦略産業²⁶では、国有資本の支配的地位を維持・強化する一方、その他の非戦略産業・一般産業²⁷からは国有資本を退出させることになる。それに伴い、建築、鋼鉄、化学、民間航空、不動産などの分野に資本を握った国有企業が、民営化に向けて改組・再編された。

もう一つ、この時期では国有企業が不動産業に参入することが特筆すべきである。早くも2000年代半ば頃には、建築開発、不動産開発を主力事業とした国有企業が不動産業へ進出

²² 財政部（2014a）により、全国の国有企業の平均値を計算した。

²³ 呉（2010）pp.889-890

²⁴ 呉（2008）pp.113-114

²⁵ 例えば、国家安全保障、造幣、航空などの分野に関連する産業を意味する。

²⁶ 先端IT技術、バイオ、新エネルギーなどの分野を指す。

²⁷ 一般産業の中には、自動車産業、不動産業、鉄道や発電に関するインフラ設備を行う装備製造業が代表例である。

することは国資委に認められた。しかし、不動産開発が非主力事業とされた国有企業は、都市化の波に乗って不動産開発関連の子会社を設立し、経営・管理をしていた。これらの会社は、不動産前期開発の重要な一環となる土地競売²⁸において入札合戦を受け、国有地使用权を獲得しようとする。そこで、最高額で入札した会社が「地主」(land kings)として誕生される。

中国社会科学院が刊行した『中国不動産藍皮書(2010)』により、2009年の北京市では計69筆の住宅用の土地が落札され、うち30筆が国有企業の関連会社に売却された。土地競売の勢いが続き2016年になり、全国の一級、二級都市における「地主」である土地所有者の中、半数以上が国有企業の関連会社であることが判明した²⁹。

このような白熱化した土地競売に伴い、地価が上がり続け、不動産ブームが再燃し不動産価格が高騰したことは、国有企業が不動産業に足を踏み入れたことに起因する。資産価格の急上昇に伴い金融市場における潜在的リスクがあぶり出され、資源の効率的配分、公平性のある配分のいずれかが達成されてないところになった。こうした状況は後に「脱実向虚」と命名され、民間商業銀行は市場に対する資金供給を増加させたが、資金が実物投資に回らず、不動産投資など投機的取引に投じられていることを意味する。金融部門の資産の伸びが長期にわたって、果たして経済成長率を上回ることになった。この言葉の通りに、この段階における中国経済の特徴は、持続的成長が達成された中で、地方政府の「認知上の歪み」による公共投資の進み方、地方債務問題、そして地方インフラ整備に関わる国有企業の過剰投資及び不動産投資ブームが巻き起こったことが見られている。

なお、この時期における財政・金融制度に関する改革について、二点だけ強調したい。まず、中国四大国有銀行の株式化改革は、2004年に中国銀行をはじめ、次に中国工商銀行と中国建設銀行の二銀行は2005年に、最後に中国農業銀行が2009年に上場を完了した。これを節目として、この四銀行は四大商業銀行として運営し始め、民間商業銀行の独立性と政策運営の透明性がより確保されるようになった。この観点からは、中国人民銀行による金融政策の有効性も一層高まったとの見方を示す。また、財政面では、国債、政策性金融債の次に、地方債は新たな財政手段として2009年より導入された。それ以降、地方債発行は、中国政府が積極的な財政政策を進めるための政策手段として活用されるようになった。

2.2 近年のマクロ経済政策

前節では、市場の形成という観点から、1978年の「改革・開放」以降の政策的経緯を巡る民間・国有企業の行動を中心に考察した。これにより、中国の経済成長に伴う企業の生産活動における特徴を段階的に捉えた。

マクロ経済政策は、企業の生産活動をサポートすることで効果を果たしたものであるが、

²⁸ 国有地使用权に関する取引のこと。

²⁹ 「国有企業在供給側改革中要發揮帶動作用」、金融時報、2016年7月6日。
(<http://finance.sina.com.cn/roll/2016-07-06/doc-ifxtsatn8180877.shtml>)

「初期段階」において旧計画経済体制の残滓があるため、中国政府の強い政治指導に付随してごく限定的な効果を発揮していた。実際、1994年の財政・金融改革が行われた以降、マクロ経済政策は徐々に機能するようになった。

本節では、中国の経済システムの中で、市場取引の土台である「市場」が形成された1994年以降、中国政府が取り組んだマクロ経済政策の段階的な特徴及び方針の変化について詳細に確認する。

2.2.1 経済改革のもとの緊縮政策（1994－1997）

まず1994年から1997年にかけての時期であるが、この時期は中国経済が市場型経済制度へ移行する段階にあった。生産性の向上は家計貯蓄率を増加させ、旺盛な民間需要が生じ、1993年の設備投資増加率は61.8%に達した。しかし、投資・消費需要の高まりは、急激なインフレを招いた。当時の中央政府は、景気過熱を冷やすべく財政支出の抑制と金融引締政策を実施した。この結果、1996年には設備投資増加率が14.8%にまで低下した（図2－1を参照）。

この時期におけるマクロ経済政策のもう一つの大きな特徴は、1994年に実施された財政・金融の改革である。これにより、中国の経済システムにおける画期的な制度改正が行われ、高度な経済成長に向けた土台が作られた。また、全国経済の「景気過熱」という問題に対して、政府によるマクロコントロールは強い姿勢が見られた。財政面では、分税制の追加調整を進め、個人所得税・消費税などを取り入れて間接税制度を新設し、課税の範囲・種類を広げた。その一方で、財政資金の供給に関する総量規制、そして資金の供与対象にも規制をかけ、資金は中央政府から直接、重点産業・プロジェクトにだけ供給した。

金融面では、預金・貸出金利を大幅に引き上げるほか、与信取引に規制をかけ、融資対象や規模を制限した。それと同時に、融資分野は農業、国家重点産業、基礎インフラを担う対象産業にし、手形再割引政策を通じて企業に資金を提供して生産力の向上を図った。

2.2.2 アジア通貨危機によるデフレ対策（1998－2003）

次に1998年から2003年であるが、この間に発生したアジア金融危機は、輸出依存度の高い中国経済を直撃し、輸出の減速と経済成長率の低下をもたらした。すなわち、設備投資や個人消費需要が落ち込み、物価上昇率は1997年の2.8%からマイナス0.8%に下落した。また、企業の製品ストック額がGDPの4割以上を占めるに至り、輸出低迷と内需不振によるデフレの進行が懸念された。当時は、「保八」（＝経済成長率を8%に保つこと）を最優先目標とし、国内における有効需要不足に対して内需拡大を本格的に取り組んだ。2003年までの6年間は、積極的な財政出動及び金融政策緩和政策に切り替えた。

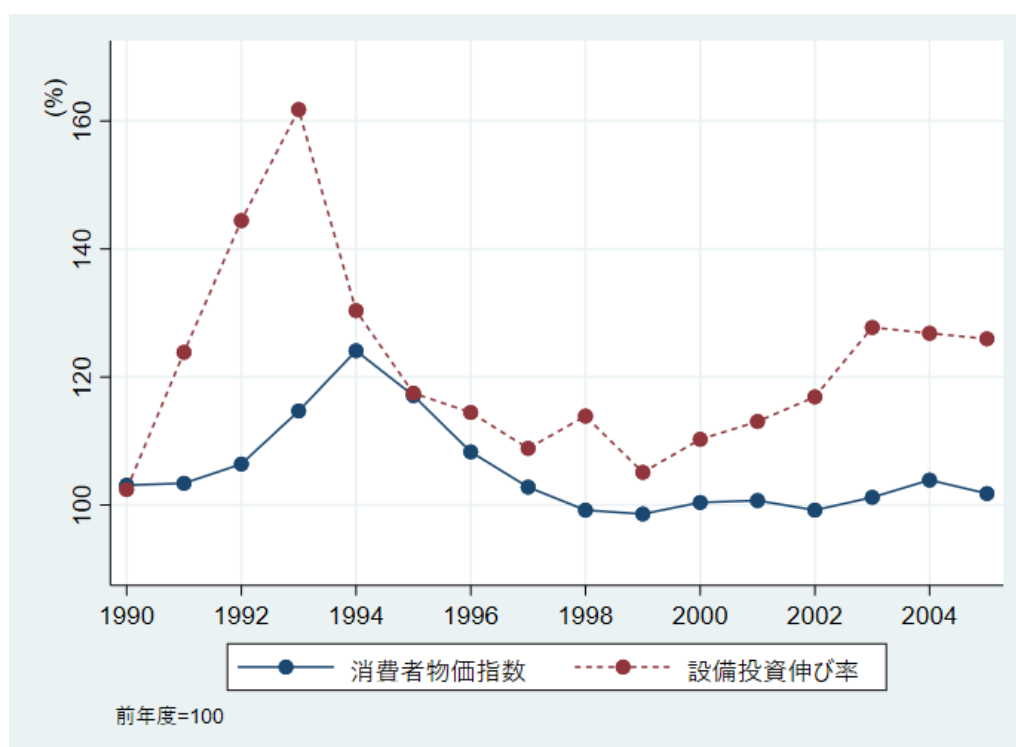
まず財政であるが、四大国有銀行向けの長期国債を1998年から2004年にかけて総額9,100億元発行したのとともに、政策性銀行向けの特別国債を導入したが、うち1998年の2,700億元分は国家開発銀行によって発行し、全国のインフラ投資を加速させた。また、船舶業・プラント製品などの輸出向けの産業に対する免税、及び海外投資を引き寄せるための関税の

免除を実施した。このほかにも、財政支出を増やし、総保健医療に2,620億元を投入することや、公務員の最低賃金を引き上げる（1998年の400元から2003年に877元）ことによって社会保障を充実した。

一方金融面では、従前の貸出制限を解除し、法定預金準備率を連続的に切り下げることに加え、公開市場操作による再貸出、再割引政策を通じて市中貨幣流通量を増加させ、民間の中小企業に融資しやすい金融環境を作り上げた。

このような財政・金融政策を実施した結果、図 2－1 の通り、物価下落が継続する状態は2000年に終止し、社会総需要の回復に伴いデフレを脱却し、経済成長を再び上昇軌道に乗せることができた。

図 2－1 消費者物価指数と設備投資伸び率³⁰



（出所）中国国家統計局のデータベースをもとに筆者作成。

2.2.3 高成長への対応（2004－2007）

続いて2004年から2007年の時期であるが、先の時期で実施された財政拡張の結果、政府支出の拡大に伴う基礎インフラ建設などの公共事業の増加、及び減税による設備投資や消費の拡大が社会総需要を喚起した。高成長、高インフレがこの時期の特徴であり、食料品や建設資材の価格が急騰した。通貨発行量が増加する中で過剰流動性が生まれ、設備投資の

³⁰ 図に記載された「前年度＝100」とは、基準年が当該年の一年前の時点の物価を100とすることを意味する。例えば、1990年の消費者物価指数は、1989年が基準年とされる。

拡張に伴い不動産価格が大幅に上昇した。これに対して、政府はマクロ調節の目標を就業率向上、物価の安定、内需拡大と貿易収支の均衡の四方面の「均衡」に設定し、消費、投資、輸出を協調的に発展させることに努めた。この時期において政府は基本的に穏健な財政・金融政策を維持するも、必要な場合には引締めを排除しないと言明した。

財政面では国債発行を減額することによって、インフラ建設などの財政支出を抑制する。また、消費税の徴収範囲を拡大し、個人所得税や企業所得税、資源税（煤炭対象）を引き上げるなどの税制調整を実施した³¹。

金融面では、不動産業の投資開発ブームに伴って、融資が過剰流動性をもたらすことを懸念した結果、対象産業向けに預金準備率と預金・貸出基準金利を引き上げ、商業銀行の貸出規模を抑えた。また、資本市場においては、証券形態の中長期的資金調達へのアクセスを推進する観点から、金利などの発行条件の市場実勢化、市場自由化政策を加速し、銀行信用に偏った経済主体の資金調達のあり方を是正することとした。

2.2.4 「4兆元計画」の出動（2008－2010）

2008年に入り、景気が過熱気味となり、物価が高騰したために中国人民銀行は預金準備率を6度にわたって引き上げ、沈静化を試みた。しかし、同年9月に発生した「リーマンショック」の影響を回避するため、中央政府は積極的な財政出動と金融緩和に方向転換した。

財政面では、国債増発、減税を二本柱とし、特に輸出関税、個人住宅取引税率の引き下げを行った。このほか内需拡大策として、中央政府は2008年11月に大型景気対策の「4兆元計画」を発表し、向後2010年までに4兆元相当の公共投資＝インフラ整備を行うことを示した。また、地方農村部での個人消費を重視し、「家電下郷」をスローガンにそうした地域を対象範囲とする家電品の買い替えに対する消費振興を奨励した。一方金融面では、銀行貸出を増加するべく預金準備金利と貸出基準金利の引き下げを行い、かつ公開市場操作（買いオペ）によって市中流通貨幣量を増加させた。

このように一連の景気対策が実施された結果、2009年以降、中国社会全体の設備投資が回復・急伸し、当年度の経済成長寄与率は80%超となった³²。また輸出が回復し再び成長軌道に乗るとともに、国内の消費も増加に転じるなど、全体として景気は回復基調を実現した。

こうした急速な景気回復、高い成長率の実現は、一方で不動産などの資産価格の高騰を主因とする高インフレを惹起した。実際、家計による住宅購入意欲の高まりを反映して不動産価格は急騰した。このような状況に直面して、中央政府は、拡張的な財政・金融政策の見直し、特に不動産価格の高騰を抑制することに注力することを余儀なくされた。

³¹ ただし、輸出産業と農業では減税を継続したほか、農業、教育、社会保障などの分野に補助金を供給することとした。

³² 「GDP増長の三大需求中投資対経済増長の貢献率為87.6%」、中央政府門戸網站、2009年7月16日。（http://www.gov.cn/wszb/zhibo333/content_1367047.htm）

2.2.5 新常態と地方債の拡大（2011－2018）

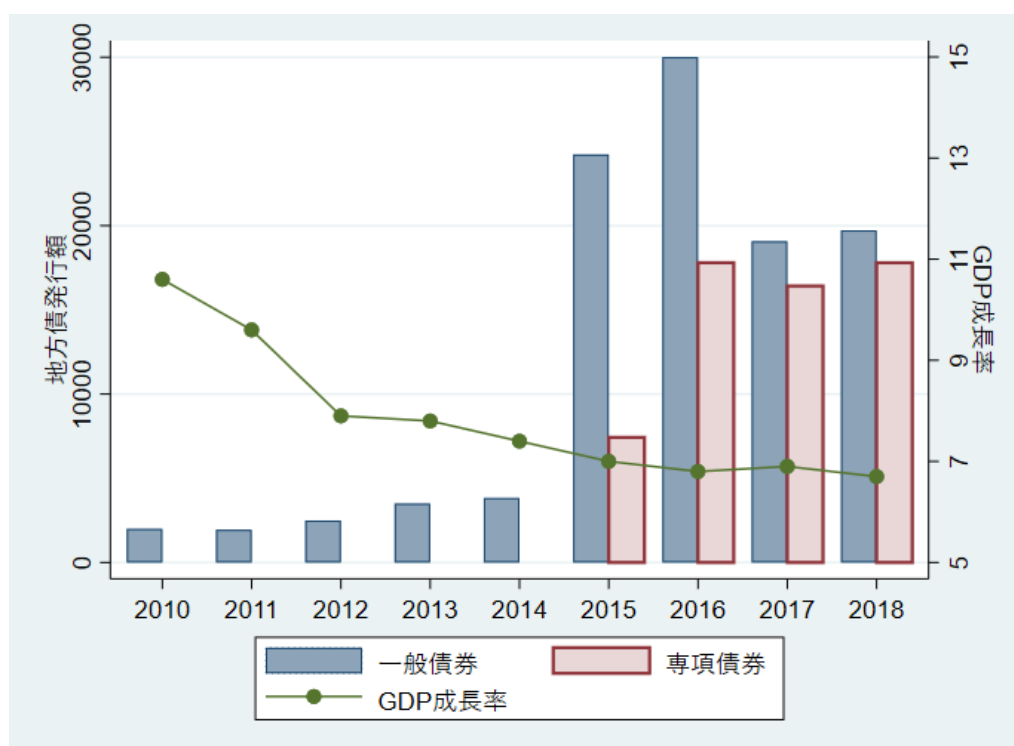
この時期は、過熱した景気を抑制し、経済活動の「新常態」を達成したことが特徴と言える。2009年の4兆元景気刺激策の弊害が次第に顕著になり、国内におけるインフレ過熱や設備投資の過剰問題、経済成長率の鈍化、銀行の債務問題—いわゆる不良債権化—が顕在化した。また、欧州債務危機などにより世界貿易が低迷するなかで、中国の対外輸出が鈍化し外需不振の状況に陥った。

中国をめぐる内外の好ましからざる経済状況に対して、中央政府は国内市場に目を向けて内需拡大に舵を切り替え、サービス業の構造調整、有効なインフラ投資の継続などに取り組むこととした。そのためには積極財政を基調とするも、金融政策はどちらかというと景気には「ニュートラル」なスタンスを維持し、時に応じて金融引締めまたは緩和を選別するとした。

財政面では、部分的減税や財政支出の増額とともに、中央政府は地方政府との連携を重視する姿勢に転じた。すなわち、国債、特に長期建設国債の発行や移転支出によって地方経済を創生する一方、地方インフラ整備に要する資金調達は地方債発行によって行うことを中央政府は推奨した。その結果、図 2－2 で示される通り地方債の発行額は急速に増加した。

金融面では、2011年1年だけで基準金利は3回引き上げられ、預金準備率の調節も期中7回実施されたが、このうち6回は引上げであり、引下げは1回、同年10月のEU（ヨーロッパ連合）のソブリン危機の再燃に対応するために行われた。2012年以降は、金融緩和が進展し、基準金利と預金準備率の引下げが数次にわたって実施された。また景気支援策としては、公開市場操作のほかに、2013年に「常設貸出ファシリティ（SLF）」—日本の補完貸付制度に相当する—が新設され、2014年には中期貸出ファシリティ（MLF）が導入され、市中の流動性調整を柔軟に行ってきた。

図 2-2 地方債発行額と経済成長率（2010-2018）



（出所）筆者作成。

2.3 中国経済におけるマクロ経済政策の役割

本節では、政府が取り組んだマクロ経済政策が、どのようなプロセスに沿って政策目的＝経済成長を実現させたのかを解明する。中国政府はマクロ経済政策を実施することが、民間資金の配分・調整に影響を与え、経済成長戦略とされた産業分野（対象企業）に民間資金を還流させ、産業の生産性向上を通じて経済成長を実現することに意味がある。そのため、マクロ経済政策は経済成長に影響を与える過程を考察する必要がある。その上で、中国政府はマクロ経済政策の目的、特性、効果に応じて、各段階において経済成長の実現に向けて最重要課題を解決するために打ち出した政策の内容及び政策採択の合理性について説明する。

2.3.1 資本・投資と経済成長

途上国の経済成長のプロセスでは、資本という要素が、経済成長の中核として考えられ、企業は生産性向上に伴い資本蓄積が進行し、やがて追加投資ないし新投資の部分に転化され³³、最終的に経済成長に寄与する上で不可欠である。政府は、「市場」と対立するものとして位置付けられ、民間の資本蓄積が不足している時、あるいは民間部門の能力が乏しい場合には資源配分のコーディネーションを是正するように、動機付けるための政策介入を採るという役割を演じている。もっとも、政府は民間資金を特定方向に引き込ませ、続いて企業

³³ 星野（1998） pp.264-265

の投資活動に転化されたことによって経済成長を促進する過程においては、マクロ経済政策の役割を重要視されるべきである。

世界銀行（1994）は、高い経済的パフォーマンスが実現した東アジア諸国に着目した。そこで政府の役割を考察すると、①経済の基礎的条件の整備、②成長促進を目的とした機関の創設、③「市場」に対する選択的介入、の三分野に政府が努めたことを強調した。中国の場合、およそ1980年から1990年までの経済発展の初期段階において、政府は企業部門によるコーディネーションの効率性向上を図るため、最初は小規模の郷鎮企業（township and village enterprises）に対してインセンティブ制度（増量改革）を導入した。その結果、目覚ましい生産性向上を実現した（Qian・Weingast, 1997）。生産性の向上は、郷鎮企業の拠点である農村部門における資本の蓄積につながり、長期的には大規模な投資拡大の形で中国の工業化の発展を促進した（岳、1999）。これらの進展はまさに世銀が指摘した「①経済の基礎的条件の整備」にあたる物的資本ストックの蓄積であり、中国の工業化を支える投資の基盤が構築された。

1990年代に入り、中国経済システムにおける構造改革が行われた。それに伴い、財政制度、金融制度が整備されたことは、市場経済化に進む中国経済に対して基礎的条件（法律）の保障を与えた。とりわけ、金融改革の重要な一環とされた金融システムの再編は、より効率的な資源配分を達成し、中国経済成長を促進することに意味がある。その具体例は、中国人民銀行の独立性の強化³⁴、旧四大国有專業銀行³⁵の商業化改革とそれに伴った政策金融部門の統廃合（政策性銀行の設立）である。これらの出来事は世銀が指摘した「②成長促進を目的とした機関の創設」に適合している。

以上のことを整理する。中国経済は初期段階において、郷鎮企業改革（増量改革）によって民間資本が蓄積され、民間投資を行う際に資金の充足という意味でマクロ経済政策を実施する前提条件が整備された。また、金融そのものは、民間資本（貯蓄）を投資に転化させる作用を持つため、1994年の金融改革は、従来の四大国有專業銀行の職務（公的・商業的）を分離することで、四大国有銀行の金融仲介機能を円滑に発揮するよう、尚且つ、マクロ経済政策の有効性をより発揮するような金融環境を築いたことに極めて意味がある。その上で、中国政府は金融市場に政策介入を行い、資金再配分を通じて国家戦略に関連する特定産業（特定企業）を育成・発展させようとする。

事実、中国において1994年以後の財政政策と金融政策の効果が、1980年代の時と比べて一段と高まった。広義の財政政策の効果では、政府は公共投資を増やすことで、企業の生産拡大を通して経済を成長させる。1990年代以降の中国では、政府は公共投資を行うために、公債発行を中心とした財政政策が主に取り組んでいる。中国の財政政策の運営方法の特徴について、謝（2008）では、計画経済の時期では、財政資金の直接交付という「直接的な財政手段」が主流だったが、現在は、国債発行など財政移転制度（日本では財政投融资制度に

³⁴ 周（2014）pp.35-47

³⁵ 1980年代の名称である。四大国有銀行と同じ。

相当)を利用した「間接的な財政手段」を中心に引き上げられ、金融政策と協調的に政策効果を発揮するようになったことが述べられた。2008年以来実施した積極的財政政策について、龐ほか(2012)は、減税対策の強化を図ることとともに、大規模な政府投資(公共投資)がこの時期の主な特徴である。債券の大量発行と同時に、地方政府は融資プラットフォームを通じて資金調達を行うことと両方に取り組んでいると指摘した。以上のことにより、中国政府は公共投資を増やして経済成長を促進するために、中国の財政移転制度を活用した政策手段(公債発行)に取り組む傾向がある。

また、広義の金融政策では、中央銀行は金利操作などを用いて金融調節を行い、民間金融機関を通じて市中に流通する貸出規模をコントロールすることが効果的である。もっとも、金融政策が経済成長を促進するための役割として、民間投資、消費の促進を図る資金調達が行いやすい金融環境を整備することである。企業の投資促進に対する金融政策の効果について、以下の先行研究ではいくつかの観点が述べられている。

改革開放以来金融支持経済発展経験研究課題組(2008)では、1994年の金融改革により、多元的な融資ルートが形成され、企業の資金調達がほとんど間接金融に依頼していることが分かった。また、間接金融を中心とした金融仲介(商業銀行)を通じて資源配分が向上され、経済成長に貢献したことが指摘された。また、李(2013)では、今までの金融政策が中国の実体経済の発展を促進するために、高度成長期または中速成長期のいずれにおいても、ほとんど投資によって実現された。ただし、高度成長期において投資主導の工業化が特徴であるに対し、中速成長期においては投資主導の都市化(城鎮化)が特徴として見られる。以上の指摘からは、金融政策は工業化・都市化において、投資促進の面では貢献していると見られる。

上述した通り、本項の内容をまとめる。改革開放以来、中国の経済成長には政府が積極的な役割を果たした。具体的に、まずはインセンティブ制度を導入することで、初期段階において民間資本の蓄積が開始された。そして、中国の経済システムに対して、財政改革、金融改革を行い、財政、金融にわたる制度的整備を進め、マクロ経済政策の有効性が一段と引き上げるようになった。

また、財政政策と金融政策の角度からは、今まで中国の経済成長に伴って、中国政府が中心的に取り組んだ政策手段について、具体的な内容と特徴を確認した。その結果、財政政策では財政投融资制度を活用した公債発行、金融政策では間接金融を中心とした金融仲介機能の強化が、企業の投資活動を促進するために効果を発揮していることが分かった。

2.3.2 各々の政策目的に働きかけるマクロ経済政策

マクロ経済政策の効果は、主に企業の投資拡大を通じて中国の経済成長に発揮していく。しかし、マクロ経済政策の手段が様々であり、中国政府は経済成長の諸段階における経済的環境に応じて、最適なマクロ経済政策を選定し、重点的に取り組もうとしている。そのため、本項では、現在に至るまで中国政府が取り組んだマクロ経済政策の中では、中国人民銀行の

金融政策、政策性金融債、地方債の三つが、もっとも政策効果が発揮していた時期を確認する。また、これらの政策に見合った効果を上げられたかについて、先行研究からの知見を交えて考察する。

2.3.2.1 金融政策（中国人民銀行）

産業に資金供給を行い、経済成長を促すためには金融の役割を無視できない。経済発展における金融の役割について、古くはMcKinnon（1973）とShaw（1973）による金融抑圧（Financial Repression）と金融深化（Financial Deepening）の理論がある。それによると、政府が発展途上国の経済成長に対して金利規制などの人為的な介入を行うことは、資源配分の効率性を低下させ、結果として経済成長や民間部門の資本貯蓄を損なうことが示唆される。一方、多様な民間金融機関の育成と金融仲介機能の発揮に対して、金融深化の重要性が強調された。これによって貯蓄、投資、雇用などの面で資源配分の効率性が引き上げられ、経済成長の促進には必要な条件であると指摘された。その後、King・Levine（1993）では、金融システムと経済成長の関係について、内生的成長モデルに基づいた実証分析を行った結果、金融システムの発達はイノベーションの向上を促進し、そして経済成長を加速させることに有意な結果を得た。中国の金融市場について、呉（1997）では、中国経済は現段階において投資の効率性が低い問題は、まさにMcKinnon=Shawの理論が指摘した通りである。ただし、こうした問題は中国の金融市場の発展初期段階だけに存在したと指摘された。また、1990年代において中国の金融改革を背景に、金融市場の運営主体である四大国有銀行の商業化改革と、それに伴う金利市場化改革が順調に進まないことには、投資の効率性が低いことが原因であると指摘された。そのため、中国では当時、金融改革を深化することが課題とされ、金融システムの構造改革を全面的に推進することは、金融仲介機能の質の向上や中央銀行による金融政策の波及効果をより引き上げることに極めて意味がある。

中国の金融改革は1994年から始まり、2000年半ば頃に四大国有銀行の株式上場完了を節目として、中国の金融市場化が一步踏み出したことを示した。この段階における金融改革の進み方について、当時は中国人民銀行の呉曉靈副行長の提案に基づき、「財務再編」、「不良債権・貸倒引当金の処理」、「資本注入」、「株式上場」の四ステップに沿って、四大国有銀行の商業化改革を順序的に進ませた。

具体的に、政府は四大国有銀行に所属した政策金融部門を分離すると同時に、不良債権の処理を行い、政策性銀行、金融資産管理会社を順序立てて設立した。そして、2003年に四大国有銀行の株式化改革を本格的に取り始めた。まずは中国銀行と中国建設銀行の二銀行に対して資本金を充足することである。そうするために、国務院は中央匯金投資有限責任公司を設立し、外貨準備から各225億ドルを拠出し、二銀行に資本注入した。その次に、2005年に中国工商銀行に150億ドル分、2008年に中国農業銀行に190億ドル分の資本注入を行った。その結果、1990年代末には35%にも達していた四大国有銀行の不良債券比率は5%程度に

低下した³⁶。その後、四大国有銀行が相次ぎ上場し、国家支配の株式制商業銀行に転換した。

それと同時進行していたのは、2005年から取り組まれた人民元改革である。改革の目標は、管理フロート制へ移行すること、同時に通貨バスケット制を導入することである。その結果、2007年までに人民元が前日終値から0.5%以内での変動幅を許容することになった³⁷。これら一連の改革により、四大国有銀行の経営体制は民営化となり、金融市場の需給関係がより敏感に反映するよう金利自由化が加速された。それに伴い中国における金融政策の効果が、1990年代に比べて、さらに引き上げられるようになった。

以上のことを整理する。2000年代半ば頃から推進された四大国有銀行の株式化改革、ならびに人民元改革は、金利面では金融政策の波及経路を疎通することに効果的である。それに加え、株式化改革が完了した後の金融政策の有効性が、従来の金融政策と比べて一段と向上した³⁸ことは、この時期の金融改革で行われた成果として見られる。この点について、いくつかの先行研究では実証分析によって証明した。

例えば、龐ほか（2012）では、中国銀行業の上場企業の株式所有構造と金融政策の波及経路の有効性との関係について、2008年から2011年までの四半期データを用いてパネル分析を行った。彼らの結果により、中国では金融政策による信用創造の経路が存在し、中央銀行（中国人民銀行）の金融調節が商業銀行の貸出にもたらす影響は非常に顕著に見られる。そして、四大商業銀行の株式所有構造の変化は、資金の貸出に影響する程度が弱い、銀行の株式が分散されるほど、金融政策の波及効果が高くなることが得られた。また、2008年から2010年までの間で実施された金融緩和の効果が高く、そこで商業銀行と中央銀行の協調性が高くなったことが示された。馬・管（2018）では、中国の金利自由化改革は、1990年代から始まり、2015年の預金金利の上限の撤廃を節目に、中国人民銀行による直接的な金利管理規制が撤廃されたことを意味し、狭義の「銀行金利の自由化」が完成したことを示した。今に至るまでの金利自由化の実現は、政府の財政力及び金融機関の融資能力を大幅に高めた」と指摘された。

上述したように、中国における金融政策の効果は、四大国有銀行を中心に行われた金融改革によって段階的に引き上げられた。もっとも、2000年代から始まった四大国有銀行の株式化改革に伴い、中央銀行の金融政策による波及効果が一層高まったことが分かった。また、2008年に中国農業銀行の株式化改革が最後に完了されたことと重ね、リーマンショックも同年に発生した。このような状況に対し、中国人民銀行は金融市場調節方針を金融緩和に切り替えた。以上の国内外の出来事を考慮し、2008年以後は中国の金融政策の有効性や波及効果がより発揮されるようになったと考えられる。したがって、中国経済に対する金融政策の効果を考察するには、その時期から分析する意味があり、第3章で詳説する。

³⁶ 谷内・増井（2007）p.36

³⁷ 周（2006）「国务院關於推進国有商業銀行股份制改革深化金融体制改革工作的報告」を参照。

³⁸ 株式化された四大国有銀行は、市場経済メカニズムの円滑な発揮による金融資源の効率的配分促進の鍵を握っていると指摘された。高安（2007）p.45を参照。

2.3.2.2 財政政策（政策性銀行・地方政府）

経済成長における政府の役割は、特に歳入の減少（減税）と歳出の増加（公共投資の拡大）を働きかけた財政政策にある。積極的な財政政策には、有効需要を創出して経済成長を促す効果があると広く認識される。歳入面から考えると、税収と公債発行は政府の主要な財源となるが、特に後者の公債発行は、財政投融资制度の仕組みを通じて一時的に民間資金を集め、公共投資のために活用される。公共投資の拡大に伴い企業の生産活動が活発化され、最終的に経済成長が促進されることが期待される。ただし、公債発行は財政政策の範疇に属しながらも、資金調達に際して金融の力に支えられていることが留意すべきである。

そこで、政府は経済成長を実現するために、どのような環境下で、どのような政策を採択するか、採択された政策がどのような効果をもたらすか、を考える必要がある。つまり、同じ政策であっても、経済条件、外部環境、発展段階によって適合性が異なり、常に効力を持つと言えない。例えば、労働力一人当たりの資本集約度が低い場合、貯蓄及び投資を促進する政策を採択するのは意味がある。一方で仮に資本集約度が非常に高い場合には、研究開発活動を促進する政策を採択する方が必要性は高い。それゆえ、政策選択について、政府が経済成長に対して最善と考えた政策の採択は、時期によって違う³⁹。

中国の場合、高度成長期と中速成長期⁴⁰において経済成長に寄与した財政政策⁴¹（公債発行）の中で、代表的な手段は政策性金融債⁴²と地方債の二つである。ただし、政策目的の実現に関わる実施主体は段階ごとに異なる。例えば、高度成長期において、中国の政策性銀行は政策性金融債を発行し、「両基一支」や「走出去」と呼ばれる基礎支柱型産業の育成を目的とされた国家プロジェクトに低利融資を行い、産業振興に貢献し、中国の急速な都市化を促進させた。（羊、2001；鐘、2013）。一方、2008年のリーマンショックの発生は、中国経済の成長力を変化させた重要な転換点を意味し、それを契機に政府が出動した景気対策は、とりわけ地方債という財政手法の採択が、基盤インフラ建設を中心に展開させ、地域経済の発展を力強く進ませ、国全体の経済成長を実現させることに力点が置かれている。

ここで先に触れたこと—なぜこの段階でこの政策を主要なものとして採択するか—が重要である。ある国の経済が発展途上の場合、金融市場や金融機関は往々にして未発達である。この時には、政府は政策介入を通じて、より望ましい資源配分が実現するために経済を促進させようとする。そこで産業基盤型公共財供給が、政府が経済の均衡経路に影響するためには有効で、発展途上国にとっては適確な手段であると考えられる。日本政府は戦後、経済復興のために戦略産業に対し、政策金融を通じて選択的に資金供給を行うことで、高度経済成

³⁹ 青木・金・奥野（1997）p.61

⁴⁰ 中速成長期は中国語では「新常态」と呼ばれる時期に該当する。

⁴¹ 本論文では、財政政策のうち公債発行を中心に展開していく。財政政策にはそのほか租税政策があるが、これに関してはテーマの範囲外であり割愛する。

⁴² 以下、中国語の表現の「政策性金融債」として使う。

長を達成した⁴³。それについて、小林（1984）は、日本開発銀行の融資は、最初は電力・海運・石炭・鉄鋼の四基幹産業に対する「直接的・量的補完」が特徴であったが、その後はその時点の新産業（そうした基幹産業の周辺部門）への先導的融資を通じて、大量の民間資金を設備投資へと誘導する「カウベル効果」を果たした。これによって、この設備投資が他の産業への需要波及効果を及ぼし、結果的には設備投資主導型の高度成長を促進したと評価し、戦後日本の高度経済成長に対する産業政策の有効性を肯定した。

中国経済は初期段階において、つまり1994年の財政・金融改革が行われる前に、政策金融が既に存在した。当時は四大国有銀行の政策金融部門に所属し、公的業務を行っていたが、運営上の効率性が低かった。その結果、四大国有銀行の株式化改革に伴って、元政策金融部門の業務を分離することが急務となり、いよいよ1994年に三つの政策性銀行が設立され、国家重点産業への保護・支援を行う使命を帯びることとされた。

1990年代の半ば頃から、この三つの政策性銀行は、それぞれ、鉄鋼・石炭を中心とする重化学工業（国家開発銀行）に、労働集約型の輸出産業（中国輸出入銀行）に、農村経済支援の農産物の買い付けや農村インフラ整備への資金繰り支援（中国農業発展銀行）に、業務を展開した。中国の政策金融の役割について、胡（2002）は、国家開発銀行が都市化（城鎮化）発展戦略に関連し、重点都市への建設プロジェクトの融資を行い、地域経済の活性化には積極的な役割を果たしたと評価した。また、国家開発銀行が国家の産業政策を貫き、地域経済の持続的発展に対して協調的な金融サポートを行う一方、中国輸出入銀行は輸出による貿易収支への貢献が大きいと評価した（人民銀行成都分行課題組、2002；謝、2001）。賈・劉（2010）によると、中国は後発国として、現代化に向けたキャッチアップ戦略の重要手段は政策金融であるが、現段階の中国の経済発展モデルは未だに比較優位を利用して労働集約型の工業化に依存している。また、中国の政策金融の在り方について、後発優位性を重視し、資源配分の効率性をより向上させる為には政策金融の役割を今後も重視すべきだと述べた。

一方、2008年に起こったリーマンショックによる世界的な金融危機の高まりに対して、中国人民銀行が数次にわたる貸出基準金利の引き下げに踏み切るほか、中国政府が1994年以来禁止としてきた「地方債」という財政手段を復歸させ、異例の対応が取られた。その中で、地方債の発行が、金融危機による外需の落ち込みを補うため、社会公共投資を増やすことで内需拡大をリードすることが政策目的とされていた⁴⁴。国家発展和改革委員会（2009）が発表した「今後の国民経済・社会発展の計画」について、中央政府は1.18兆元分の新規投資額を歳出とし、地方政府が2.82兆元分の歳出を社会投資に投入すると任務された結果、地方政府の公共融資の不足分が地方債発行によって賄われるようになる。この4兆元分の投資計画は、中国政府が総力を挙げて経済発展を支えようとしていると中国社会科学院の楊⁴⁵

⁴³ 岡崎ほか（2002） pp.2-8

⁴⁴ 張（2011） p.9

⁴⁵ 「専断：発地方債券目的在于举全国之力刺激经济发展」、新浪网、2009年3月18日。
(<http://news.sina.com.cn/o/2009-03-18/165515329175s.shtml>)

研究員は評価した。

リーマンショックを契機に転換された財政政策は「積極的」な方針を続ける中で、地方債発行が、地域インフラ整備を進行し、「積極財政」を加速させる主力の一角を占めている。地方債の新規発行額が増加するにつれて、中国の経済成長への寄与度が高まることが政府は欲しがっている。そのため、地方債という財政政策の役割は、中速成長期の中国経済において重視されなければならない。

上述したように、中国政府は、政策金融と地方債という2種類の財政政策を、中国経済の高度成長期と中速成長期に応じた国家の産業政策をサポートすることに重点を置いて採用している。これらの財政政策は、ともに公債発行の形で民間資金の調達を効率化し、社会資本整備を通じて経済成長を促進させている。本論文の第4章と第5章は、実証分析を用いて、政策金融と地方債が、中国の二つの成長期においてもたらした効果・役割を分析する。

2.4 小括

本章では、改革開放後にマクロ経済政策が形成された背景と政策の実施状況について解明した。方法としては、先行研究をサーベイすることで、中国の各時期におけるマクロ経済政策の効果、実施内容、経済成長に影響を与えるプロセス、政策の特徴を考察した。その結果、マクロ経済政策の効果が、中国経済の各成長段階を追うごとに高まっていることが分かった。

また、四大国有銀行の株式化完了を節目に、金融政策の有効性が上昇した。公債発行を伴う財政政策による景気浮揚効果について、中国経済の高度成長期では政策金融の役割が大きかったことに対し、中速成長期では地方債の役割が注目されている。以下の章では、中央銀行の金融調節、政策性銀行の役割、地方政府の地方債発行について実証分析を行う。

3 章 中央銀行の金融調節

本章は、高度成長期と中速成長期にまたがる分析期間において、中国人民銀行による金融政策が実体経済に影響していく伝播経路を考察する。具体的には、金融政策と実体経済を代表する 5 変数を取り上げ、ベクトル自己回帰モデル (vector autoregression, V A R) を利用して分析を行う。最後に、分析結果に基づいて不動産バブル問題との関連も含め、近年の金融政策の有効性を再検討する。

3.1 中国の金融政策

3.1.1 中国人民銀行の金融政策の手段

中国人民銀行は、市場に流通する貨幣の量的規制を中心として金利水準を操作することや与信規模をコントロールすることで金融政策を運営している。中国人民銀行の金融政策の手段⁴⁶は、公開市場操作、預金準備金、再貸出金利（日本でいう公定歩合）と再割引金利、金利政策、常設貸出ファシリティ (Standing Lending Facility, S L F)、中期貸出ファシリティ (Medium-term Lending Facility, M L F)、担保補充貸出 (Pledged Supplementary Lending, P S L) がある。そのうち、S L F、M L FとP S Lの三つは近年新設されたもので、政策性銀行⁴⁷、全国展開の商業銀行または与信規模の大きい金融機関の融資ニーズに応じて資金を提供する手段である。その他、日本では「窓口指導」と呼ばれる手段もある。これは中国人民銀行が民間金融機関に政策的な指令を下達する際に使用される。中国人民銀行は金融政策を通じた貨幣供給量へのマクロ的なコントロールを目的として、上記の手段を通じて市場における貨幣供給量と与信規模を調節することで、社会全体の需給バランスを調整し、貨幣価値の安定を図っている。

3.1.1.1 公開市場操作

中国の公開市場操作は、人民元と外貨それぞれの買いオペ・売りオペの二つを合わせたものを指す。外貨公開市場操作は1994年3月から始まり、人民元公開市場操作は1998年5月に復活し、政策手段の枠組みの移行が開始された。現在、中国人民銀行の金融政策においての最も頻繁に使われる手段として、銀行システムの流動性を調節することや金融市場における金利を誘導することなどによって貨幣供給量をコントロールする機能がある。

近年、金利自由化に伴い、債券市場、コール市場などが急成長し、公開市場操作の手法が多様化し、国債や地方債、中央銀行債、政策性銀行債券及び特種金融債など様々なものが対象となっている。2013年1月には「短期流動性調節ツール」(Short-term Liquidity Operations, S L O) が公開市場操作の補助的な手段として創設され、銀行システムの流動性の一時的な

⁴⁶ 童 (2013) pp.191-198

⁴⁷ 政策性銀行とは、中国政府が出資し、設立した政策に関わる貸付業務や与信活動を行う金融機関である。国家開発銀行、中国輸出入銀行と中国農業発展銀行が挙げられ、國務院に直属する。日本の政府系金融機関に相当する。

変動に対して適用され、金融市場での突発的な短期資金需給に応じる手段として、金融市場の安定性を確保し、金融リスクの発生を防ぐ機能として期待されている。

3.1.1.2 預金準備金

中国人民銀行の預金準備金制度は日本でいう準備預金制度である。そもそも預金準備金とは、預金者による預金の引き出しや資金決済に対応するために金融機関があらかじめ準備しておく一定量の資金を意味する。金融機関が受け入れている預金の一定割合を中国人民銀行に預金準備金として納めることが義務である。その割合は法定預金準備率といい、日本の場合でいう準備率と同じものである。中国人民銀行は、この法定預金準備率を調整することで金融機関が納める資金量を決め、間接的に市場に流通する貨幣供給量をコントロールすることができる。

中国の預金準備金制度は1984年に導入され、当初は企業預金の20%、個人預金の40%、農村預金の25%と、預金によって3種類の比率が設定された。1985年から法定預金準備率は一本化され、すべて10%に下げられた。表 3-1 の通り2008年7月以降、大型金融機関と中小金融機関の2種類に分けられ、それぞれの法定預金準備率が設定された。現在の法定預金準備率は大型金融機関が16.5%で中小金融機関は13%となっている。

一般的に、中小金融機関の準備率は大型金融機関よりやや低く、0.5%から2%程度下回る。大型金融機関は主に四大銀行⁴⁸及び大型商業銀行からなり、大手企業に金融サービスを提供する。一方、中小金融機関は地方商業銀行からなり、地域にある中小企業や個人、三農（農業・農村・農民）などを対象に金融サービスを提供する。その意味では中国人民銀行による大型金融機関と中小金融機関への法定預金準備率の水準が異なるのも当然といえよう。

また、景気の変動に応じた法定預金準備率の調整は頻繁に行われてきた。例えば、1997年アジア通貨危機の影響で銀行間の流動性が低下していた当時、法定預金準備率は13%から8%に引き下げられた。また、2003年以降、膨大な外貨資金が中国市場に流入し、次第に増大してきた貿易黒字の圧力を受け、人民元の上昇と過剰流動性が引き起こされた。その状況を抑えるために、ドル買い介入に伴う人民元の流通を相殺する以上に流動性を吸収することを目的に、法定預金準備率が継続的に引き上げられ、表 3-1 から分かる通り、2011年末には21%となった。こうした中で、法定預金準備率の引き上げによって吸収した流動性は、金融市場にある資金需給の歪みの中立化（不胎化操作）を意図して実行された。

⁴⁸ 四大銀行とは、中国工商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行を指す。

表 3－1 中国人民銀行の法定預金準備率の推移（単位：％）

調整時期	法定預金準備率		調整幅	
2008 年 1 月 25 日	15.0		0.5	
3 月 25 日	15.5		0.5	
4 月 25 日	16.0		0.5	
5 月 20 日	16.5		0.5	
6 月 25 日	17.5		0.5	
	大型金融機関	中小型金融機関	大型金融機関	中小型金融機関
9 月 25 日	17.5	16.5	0.0	-1.0
10 月 15 日	17.0	16.0	-0.5	-0.5
12 月 5 日	16.0	14.0	-1.0	-2.0
12 月 25 日	15.5	13.5	-0.5	-0.5
2010 年 1 月 18 日	16.0	13.5	0.5	0.0
2 月 25 日	16.5	13.5	0.5	0.0
5 月 10 日	17.0	13.5	0.5	0.0
11 月 16 日	17.5	14.0	0.5	0.5
11 月 29 日	18.0	14.5	0.5	0.5
12 月 20 日	18.5	15.0	0.5	0.5
2011 年 1 月 20 日	19.0	15.5	0.5	0.5
2 月 24 日	19.5	16.0	0.5	0.5
3 月 25 日	20.0	16.5	0.5	0.5
4 月 21 日	20.5	17.0	0.5	0.5
5 月 18 日	21.0	17.5	0.5	0.5
6 月 20 日	21.5	18.0	0.5	0.5
12 月 5 日	21.0	17.5	-0.5	-0.5
2012 年 2 月 24 日	20.5	17.0	-0.5	-0.5
5 月 18 日	20.0	16.5	-0.5	-0.5
2015 年 2 月 5 日	19.5	16.0	-0.5	-0.5
4 月 20 日	18.5	15.0	-1.0	-1.0
6 月 28 日	18.0	14.5	-0.5	-0.5
9 月 6 日	17.5	14.0	-0.5	-0.5
10 月 24 日	17.0	13.5	-0.5	-0.5
2016 年 3 月 1 日	16.5	13.0	-0.5	-0.5

（出所）中国人民銀行。

3.1.1.3 中央銀行貸出制度

中央銀行貸出制度は、中国人民銀行が市中に貨幣供給量を増やす重要な手段の一つであり、再貸出と再割引の二つからなる。その際の金利の水準の推移をまとめたのが表 3-2 である。

再貸出とは、中国人民銀行が一定金利で商業銀行に対する貸出を行い、商業銀行から顧客にその資金を貸出するという2段階の貸出行動である。このときの金利は再貸出金利と呼ばれ、貸出する際に商業銀行は再貸出金利に準じて資金調達を行う。具体的には、年度性貸出、季節性貸出、翌日物貸出がある。年度性貸出の期限は通常1年、最長期間は2年までとなる。季節性貸出は金融機関が季節的な要因による資金需要の増大に対応するための手法であり、2か月から4か月までの期間制限がある。翌日物貸出は金融機関の一時的な資金不足を回避できるよう中国人民銀行に申請する手法であり、通常は10日間から20日間の期間制限がある。

再割引は約束手形に関する手段であり、中国人民銀行が商業銀行に約束手形を通じて資金を供給する。具体的には、商業銀行が顧客の約束手形に対して一定の期日になる前に現金で前払いし、その後中央銀行との間でその約束手形と現金を交換する。手形を現金にする際は再割引金利を掛けてやや少なめの金額と引き換えることができる。それを通じて商業銀行の短期的な資金不足を緩和し、銀行間の金融システムの安全性を維持することができる。また、再割引で適用する約束手形は主に短期のものとなり、普通は3か月から6か月または1年の2種類がある。

2008年以降、金融市場の調整、金融調節の枠組みを移行するにあたって、再割引の操作窓口を増やした。また、金融機関、特に地域中小金融機関の便益を図り、再割引となる対象範囲を拡大し、外資系金融機関や新型農村金融機関及び企業団体の財務会社など非金融機関が再割引の資格を持つようになった。

以上のように、中国人民銀行は再貸出金利と再割引金利を調節することで商業銀行が操作する資金の貸出規模を通じて、最終的に市場に出回る貨幣供給量をコントロールする。

表 3-2 中国人民銀行の再貸出と再割引金利の推移（単位：％）

変更時期	再貸出				再割引
	20 日	3 か月	6 か月	1 年	
2001 年 9 月 11 日	3.24	3.51	3.69	3.78	2.97
2002 年 2 月 21 日	2.70	2.97	3.15	3.24	2.97
2004 年 3 月 25 日	3.33	3.6	3.78	3.87	3.24
2008 年 1 月 1 日	4.14	4.41	4.59	4.68	4.32
11 月 27 日	3.06	3.33	3.51	3.60	2.97
12 月 23 日	2.79	3.06	3.24	3.33	1.80
2010 年 12 月 26 日	3.25	3.55	3.75	3.85	2.25

（出所）中国人民銀行。

3.1.1.4 金利政策

金利の範囲は広く、法定金利、市場金利、短期金利、中長期金利、固定金利、変動金利などが挙げられる。金利は中央銀行が金融政策を実施する際にその調整幅によって政策的な意図を表すことができる中間指標ともいえる。中国人民銀行の金利政策は金利を調整、管理することで市場の資金需給に影響を与え、貨幣供給量をコントロールする手法である。

法定金利は、金利システムに影響を与える手法としてよく操作される。具体的には、①商業銀行など金融機関に対する再融資金利、すなわち再貸出金利と再割引金利、②中国人民銀行が公開市場で操作する債券の買い入れ・売り出しする際の利率、③中国人民銀行が直接規定する商業銀行の預金、貸出金利、株式・債券による配当金の収益率、の三つからなる。法定金利は、市場金利を誘導し、それによって人々の市場に対する期待に影響を与えることで、市場金利を間接的に変えることができる。また、国内の投機活動や、国際間の資本移動、為替レートにも影響を与えている。

法定金利の中でも基準金利は金融市場にある他の金利の参考となる基準となるものであり、金利体系の中核的な役割を持ち、金融商品の価格に連動すると考えられる。具体的には、再貸出・再割引金利、法定預金準備金利、超過預金準備金利を指す。一般的に、商業銀行などの金融機関は基準金利を参照し、実際の運営状況を考えながら中国人民銀行が規定された金利設定の変動幅を使って貸出・預金基準金利を設定する。預金基準金利、貸出基準金利ならびに預金準備金利の推移を示したのがそれぞれ表 3-3、表 3-4、表 3-5である。

現在、中国人民銀行は、基準金利を調整することや金融機関の預金・貸出金利に対する変動幅を設定することなど、金利政策を行う際の手段として多用している。

表 3－3 金融機関人民元預金基準金利一覧表（単位：％）

金利変更日	普通預金	定期預金					
		3 か月	6 か月	1 年	2 年	3 年	5 年
2007 年 12 月 21 日	0.72	3.33	3.78	4.14	4.68	5.40	5.85
2008 年 10 月 9 日	0.72	3.15	3.51	3.87	4.41	5.13	5.58
10 月 30 日	0.72	2.88	3.24	3.60	4.14	4.77	5.13
11 月 27 日	0.36	1.98	2.25	2.52	3.06	3.60	3.87
12 月 23 日	0.36	1.71	1.98	2.25	2.79	3.33	3.60
2010 年 10 月 20 日	0.36	1.91	2.20	2.50	3.25	3.85	4.20
12 月 26 日	0.36	2.25	2.50	2.75	3.55	4.15	4.55
2011 年 2 月 9 日	0.40	2.60	2.80	3.00	3.90	4.50	5.00
4 月 6 日	0.50	2.85	3.05	3.25	4.15	4.75	5.20
7 月 7 日	0.50	3.10	3.30	3.50	4.40	5.00	5.50
2012 年 6 月 8 日	0.40	2.85	3.05	3.25	4.10	4.65	5.10
7 月 6 日	0.35	2.60	2.80	3.00	3.75	4.25	4.75
2014 年 11 月 22 日	0.35	2.35	2.55	2.75	3.35	4.00	－
2015 年 3 月 1 日	0.35	2.10	2.30	2.50	3.10	3.75	－
5 月 11 日	0.35	1.85	2.05	2.25	2.85	3.50	－
6 月 28 日	0.35	1.60	1.80	2.00	2.60	3.25	－
8 月 26 日	0.35	1.35	1.55	1.75	2.35	3.00	－
10 月 24 日	0.35	1.10	1.30	1.50	2.10	2.75	－

（注）2014 年 11 月 22 日から、中国人民銀行は 5 年期定期預金に関する預金基準金利を公表しないこととなった。

（出所）中国人民銀行。

表 3－4 金融機関人民元貸出基準金利一覧表（単位：％）

金利変更日	6 か月以内	6 か月超～1 年	1 年超～3 年	3 年超～5 年	5 年超
2007 年 12 月 21 日	6.57	7.47	7.56	7.74	7.83
2008 年 9 月 16 日	6.21	7.20	7.29	7.56	7.74
10 月 9 日	6.12	6.93	7.02	7.29	7.47
10 月 30 日	6.03	6.66	6.75	7.02	7.20
11 月 27 日	5.04	5.58	5.67	5.94	6.12
12 月 23 日	4.86	5.31	5.40	5.76	5.94
2010 年 10 月 20 日	5.10	5.56	5.60	5.96	6.14
12 月 26 日	5.35	5.81	5.85	6.22	6.40
2011 年 2 月 9 日	5.60	6.06	6.10	6.45	6.60
4 月 6 日	5.85	6.31	6.40	6.65	6.80
7 月 7 日	6.10	6.56	6.65	6.90	7.05
2012 年 6 月 8 日	5.85	6.31	6.40	6.65	6.80
7 月 6 日	5.60	6.00	6.15	6.40	6.55
	1 年以内		1 年超～5 年		5 年超
2014 年 11 月 22 日	5.60		6.00		6.15
2015 年 3 月 1 日	5.35		5.75		5.90
5 月 11 日	5.10		5.50		5.65
6 月 28 日	4.85		5.25		5.40
8 月 26 日	4.60		5.00		5.15
10 月 24 日	4.35		4.75		4.90

（出所）中国人民銀行。

表 3－5 中国人民銀行の預金準備金利（単位：％）

変更時期	法定準備金	超過準備金
1998 年 3 月 21 日	5.22	
7 月 1 日	3.51	
12 月 7 日	3.24	
1999 年 6 月 10 日	2.07	
2002 年 2 月 21 日	1.89	
2003 年 12 月 21 日	1.89	1.62
2005 年 3 月 17 日	1.89	0.99
2008 年 11 月 27 日	1.62	0.72

（注）中国人民銀行の預金準備金利の最新時点は 2008 年 12 月 27 日までである。

（出所）中国人民銀行。

3.1.1.5 SLF（常設貸出ファシリティ）

国際的には、中央銀行は「公開市場操作」と「SLF」という二つの金融政策を一般的な手法として貨幣供給量をコントロールする。主な特徴は三つある。一つは金融機関から自発的に中国人民銀行に申請を行う金融機関自身の流動性需要に応じてSLFという選択肢を選ぶことが可能である。二つ目はSLFとして、「一対一」で中国人民銀行が金融機関と取引を行うことになるため実効性が高い。三つ目は対応範囲が幅広く、預金性金融機関がその対象となることである。国際的には、米連邦準備制度理事会の「割引窓口」(Discount Window)や日本銀行の「補完貸付制度」がこれにあたる。

中国の場合、SLFは2013年に導入され、中国人民銀行には金融機関における大量の流動性需要を満たすことが求められる。政策性銀行と全国展開の商業銀行が主な対象として扱われ、期限は1か月から3か月までが一般的である。また、貸出を行う際の利率はその時点の貨幣政策や市場金利などを勘案して設定される。通常は、金融機関は高信用の債券類資産及び貸付信託を抵当として中国人民銀行から貨幣供給を受け入れる。

3.1.1.6 MLF（中期貸出ファシリティ）

銀行システムにおける流動性管理は財政支出や資本市場の変化に左右されるほか、金利水準の誘導や物価水準のコントロールなどの役割を担っている。貨幣供給量を適切な水準で維持し、合理的な与信の成長など有効なコントロールを図るため、中国人民銀行は流動性需給の期間、主体、用途などに応じて管理する手法を持つ必要がある。そこで、2014年9月に中国人民銀行はMLFを創設した。その名の通り中期的に貨幣供給を行う金融政策手段の一つである。商業銀行、政策性銀行が取引対象機関と見做され、国債、中央銀行手形、政策

性金融債、良質な債券などを担保とする。MLFは中期政策金利を反映し、金融機関の中期的な融資コストを調節することによって金融機関のバランスシートに影響を与え、市場の期待にも影響を及ぼすと考えられる。さらに、金融機関に貸出を行うことで、実体経済に国家政策に関連されたコストの低い資金を提供するよう、金融機関の行動を誘導し、社会の融資コストを低下させることを促進する。

3.1.1.7 PSL（担保補充貸出）

2014年4月、中国人民銀行は、国家開発銀行が主導した全国的における各地域のインフラ整備、建設による資金供給に関する政策を設置した。国民経済に重点を置いた領域、または、社会資本の開発に対する金融機関への中長期の大量貸出である。ハイレベルの債券と良質な与信資産を主要な担保として取り扱われている。

3.1.1.8 窓口指導

窓口指導は、中国人民銀行の通常の金融政策手段の枠外にあり、政策的な指示を行う特殊な手法である。経済成長率（GDP成長率）の状況、物価変動の趨勢、金融市場の動向、その時々金融政策の要求などに応じて、中国人民銀行が金融機関に対して政策的に指導を与えるものである。

窓口指導の直接的な目的は、金融機関の貸出総量のマクロ的なコントロールであり、それを通じて銀行間市場金利（インターバンク市場）に影響を与え、適切な貸出総量を維持することが可能となる。また、金融機関に対して貸出の用途を指示することもある。窓口指導は強制的な効力を持ち、民間金融機関が中国人民銀行の指示した通りに行動しなかった際には、最終的に中国人民銀行から経済的な制裁を受ける。

3.1.2 政策方針についての総括

2008年から2015年までの8年間の政策方針を総括したものが次の表3-6である。2008年の政策基調⁴⁹は引き締め気味で行われることが決められたが、同年9月に起こったリーマンショックを受けて、それ以降の政策方向を緩和中心に転換させた。緩和気味の政策基調は2009年から2010年までの2年間維持された後、2011年からは引き締め気味に転じていき、2015年末まで連続で引き締めの政策方針が維持された。ここ8年間の政策基調をみると、特に2010年以前と2011年以降では対照的であり、また中央政府の意思決定によりこの8年間で実行された財政・金融政策は主に緩和期間と引き締め期間の二つに分けられることが明瞭である。そのため、本章ではそこが政策基調の転換期であることを考慮し、推計期間を二つに分けてデータ分析を行う。

⁴⁹ 中国における毎年の政策基調は、昨年の12月の中旬から下旬までの間に開かれる「中央経済工作会议」で決められるのが通例である。

表 3－6 中国の政策転換と推計期間の関係

年	政策基調	財政政策	金融政策	推計期間
2008	控総量（与信の総量および変動をコントロールする） 穏物価（インフレの過熱を抑制し、物価安定を図る） 調結構（与信構造を調整し、資金を家計・企業から 国家が対象とする分野に転換する） 促平衡（輸出・輸入をバランス良く成長させ、国際 収支を均衡させる）	積極	適度	前半
2009	保増長（金融危機の影響下で経済成長を維持する） 拡内需（投資主導型から内需主導へ転換させる） 調結構（農業、工業、サービス業の構造を調整し、 また、財政構造の調整を行う）			
2010	調結構（引き続き経済構造の調整を行い、特に地域 経済の不均衡、各産業構造を調整する） 穏増長（引き続き安定的な経済成長を維持する）			
2011	稳中求進（経済構造調整を加速しつつ、物価安定を重 視し、マクロ的に安定的な経済成長を促す）	積極	穏健	後半
2012	稳中求進（経済の安定成長、経済構造の調整、期待 インフレの管理を重点とする）			
2013	稳中求進（経済成長の安定を維持しつつ、経済成長の 質と効率の向上、都市化の推進を重視する）			
2014	稳中求進（経済成長の安定を維持しつつ、改革の推進、 経済成長の質と効率の向上を図る）			
2015	稳中求進（経済成長の安定を維持する） 改革創新（改革深化を必要とし、経済発展の質を向 上させる）			

（出所）筆者作成。

3.2 時系列モデルによる実証分析

3.2.1 先行研究

中国の金融政策に関しては、制度的な特徴や政策手段、金融市場調節が果たしている役割などについて先行研究がいくつか見られる。張（2004）は、中国における高成長の下での物価低迷の原因について多変数VARモデルを用いて分析を行った。その結果、金融政策変数が物価変動に対する効果は限定的であり、そのうちマネーサプライの物価に対する効果は極めて小さいことが分かった。一方、実体経済変数のうち、投資が消費・産出量に比べ、物価の変動に比較的大きく影響し、産出量は物価にマイナスの影響を与え、消費は物価変動にほとんど影響しなかったと結論付けた。取り上げた使用変数は物価、マネーサプライ、金利、実質産出量、実質投資と実質消費の六つであり、推計期間は1990年から2003年の月次データを用いている。

松浦・張（2007）は、データ生成過程を検討した上で、中国経済変動に影響を与える要因についてVARモデルで分析した。使用データは、金融変数としては貸出金利、預金金利、M2、M1、為替レートを使い、実体変数としては工業総生産、固定資産投資、社会商品小売総額⁵⁰、輸出と輸入、小売物価指数上昇率を用いた。分析期間は1985年から2005年とし、月次データを使用している。その結果、固定資産投資、工業総生産、社会商品小売総額、輸出、輸入の五つが代表的な変数として中国経済の動向に影響を与えることが分かった。そのうち、最もインパクトが強いのは固定資産投資であり、次に強いのが貿易（輸出入）であることを明らかにした。

蔡（2015）は、テイラー・ルールによる検証と政策反応関数の推定を通じて、近年の中国の金融政策について推定を行った。政策金利の代理変数とするコールレート、インフレ率の指標とする消費者物価指数、GDPギャップと為替レートの変動率を使い、四半期データで推定を行った。その結果、コールレートはインフレ率とGDPギャップに有意に反応しているが、為替レートには有意に反応していないこと、また為替レートは別途、介入と預金準備率に反応しているという結論を得た。

王・長井（2007）は、近年の中国における金融市場調節が果たしている役割について検討を行った。具体的には、金融市場調節は2005年の為替制度の変更に伴い、人民元レートの安定的な推移を担保するために内外金利差のコントロールを行うことを示したほか、国内物価安定のための金融政策は、中国人民銀行と政府当局による窓口指導や産業政策、そして地方政府へのコントロールが主要な手法であることを明らかにした。また、対外不均衡の拡大と過剰流動性の増大がさらなる問題となり、将来金融リスクは発生し易くなること、さらに過剰流動性の下、金利が動かず、政府当局による恣意的な指導・介入でもたらされた資源配分の歪みが生じる可能性が高いことを指摘した。

⁵⁰ 中国語では「社会商品零售総額」である。

3.2.2 本章の目的

以上のように、先行研究は特にリーマンショック以前に関する金融調節と実体経済の関連研究が多い一方で、特にVARを用いて、リーマンショック以降を分析した中国経済に関する研究は未だに見られない。そこで、本章では、2008年以降からの金融政策が実体経済に対する波及経路を中心として分析を行う。具体的には、リーマンショック以降、中国政府による金融調節の実体経済への伝播ルートと経済変数間の相互関係をVARによって明らかにし、金融調節の政策的な問題点を解明するとともに、金融政策と実体経済の相互作用による利弊について考察する。ここで使用するデータは、金融政策変数としてベースマネー（M0）、マネーサプライ（M2）、短期金利（SHIBOR）⁵¹の三つと実体経済変数として鉱工業生産指数（IIP）、消費者物価指数（CPI）の二つである。分析期間は2008年から2015年までの8年間として、その途中に発生したリーマンショックを境に①2008年から2010年、②2011年から2015年の二つの期間に分けることにした。その理由は以下の二つである。一つには、近年、中国経済が急速に発展する段階のなかで、特にリーマンショック以降の政策的な意思決定がどのように中国経済に影響を与えたか、または発展させたかについての研究は見られないため、2008年から2015年の分析期間を選んだ。もう一つは、リーマンショックへの対応として実施された政策による効果が実際に発揮されるまでには時間的なラグがあり、この一時的なショックを正確に特定することは困難である。しかし、この8年間の政策方針は、2008年のリーマンショック以降から2010年までの3年間と2011年から2015年までの5年間においては大きく異なる。すなわち、2010年までは金融緩和が政策方針のメインとなったが、2011年からは引き締め気味に転じ、2015年まで継続的に穏健的な政策が維持された。そのためこの時期を取り上げることで政策方針の転換の巧拙を測ることが可能であると考えた。そこで、上記の通り分析期間を二つの期間として多変数VARモデル、グレンジャーの因果関係をもとに分析・検証を行っていく⁵²。

3.2.3 基本的な多変数VARモデル⁵³

グレンジャーの因果関係テストとは、変数間の因果関係を明らかにする時系列分析の一つの手法である。この方法では、原因となる変数が結果となる変数に時間的にみて先に変化するという関係をもとに因果関係を識別することである。具体的に次のように表すことができる。

まず、時系列では、 n 個の確率変数からなるベクトルは $Y_t = (y_{1t}, y_{2t}, \dots, y_{nt})$ という形で表

⁵¹ 金融政策における短期金利の代表として、中国の短期金融市場におけるコールレートは CHIBOR (China Inter Bank Offered Rate) と SHIBOR (Shanghai Inter Bank Offered Rate) の二つがあるが、SHIBOR はオーバーナイトから 1 年物まで種類が多いという利点を鑑み、こちらを使用することとした。

⁵² アプリケーションソフトは Stata/IC 14 である。

⁵³ Zivot・Wang (2003) pp.386-413

される。t 期のすべての確率変数はベクトルの Y_t に含まれる。ラグを p とし、過去の期間数を表すこととする。このとき、自己回帰モデル (VAR(p)) の基本的な形は次のようになる。

$$Y_t = c + \Pi_1 Y_{t-1} + \Pi_2 Y_{t-2} + \dots + \Pi_p Y_{t-p} + \varepsilon_t, t = 1, \dots, T$$

ここで、 Π_i は $(n \times n)$ の正方行列で、 ε_t は $(n \times 1)$ の形の攪乱項ベクトル⁵⁴である。実際の分析に用いる五つの経済変数⁵⁵を入れた後の方程式 VAR(1)は、次のように表わすことができる。

$$\begin{aligned} y_{1t} &= c_1 + \{\pi_{11}^1 y_{1t-1} + \pi_{12}^1 y_{2t-1} + \dots + \pi_{15}^1 y_{5t-1}\} + \varepsilon_{1t} \\ y_{2t} &= c_2 + \{\pi_{21}^1 y_{1t-1} + \pi_{22}^1 y_{2t-1} + \dots + \pi_{25}^1 y_{5t-1}\} + \varepsilon_{2t} \\ y_{3t} &= c_3 + \{\pi_{31}^1 y_{1t-1} + \pi_{32}^1 y_{2t-1} + \dots + \pi_{35}^1 y_{5t-1}\} + \varepsilon_{3t} \\ y_{4t} &= c_4 + \{\pi_{41}^1 y_{1t-1} + \pi_{42}^1 y_{2t-1} + \dots + \pi_{45}^1 y_{5t-1}\} + \varepsilon_{4t} \\ y_{5t} &= c_5 + \{\pi_{51}^1 y_{1t-1} + \pi_{52}^1 y_{2t-1} + \dots + \pi_{55}^1 y_{5t-1}\} + \varepsilon_{5t} \end{aligned}$$

M0、M2、SHIBOR、IIP、CPIはそれぞれ y_{1t} 、 y_{2t} 、 y_{3t} 、 y_{4t} 、 y_{5t} に当てはまり、p期まで遡った自己回帰を行う。本節では、表 3-7 の通り、M0、M2、SHIBOR、IIP、CPIの5変数を用い、2008年から2015年12月までの月次データを取って実証分析を行う。ただし、短期金利を除いた他の変数は対前年同月比を用る。ラグに関しては、シュワルツ情報量基準を用いた⁵⁶。

3.2.4 使用データ

使用データは以下の通りである。その中、上海銀行間取引金利 (SHIBOR) だけレベルデータにし、他は全て前年同月比で、うち鉱工業生産指数(IIP)は毎年1月と2月のデータは補間法で求めた。

⁵⁴ 攪乱項ベクトル ε_t では変数同士が無相関性と独立性を持っていると仮定される。

⁵⁵ 五つの経済変数は、 y_{1t} 、 y_{2t} 、 y_{3t} 、 y_{4t} 、 y_{5t} を例として取り扱う。

⁵⁶ ラグの次数(p)の選択に用いられる情報量基準としては、赤池情報基準(AIC)、シュワルツ情報量基準(SIC)が有名であるが、SICはAICよりも低めの次数が選択されることが知られており、ここではサンプル数を確保するため、SICを用いることとした。

表 3-7 データの説明

変数	データの求め方	出所
M0	前年同月比	中国人民銀行
M2	前年同月比	中国人民銀行
IIP	同上。分析期間中、毎年1月と2月は補間法で求めた。	中国国家统计局
SHIBOR	レベルデータ	中国銀行間融通センター
CPI	前年同月比	経済協力開発機構

(出所) 筆者作成。

3.2.5 基本統計量

基本統計量は、以下の表 3-8、表 3-9、表 3-10 の通り全期間を前半と後半にまとめた。

表 3-8 全期間 (2008-2015)

	N	Mean	Std. Dev.	min	max	t-value
M0	96	10.415	6.741	-17.600	42.490	15.138
M2	96	16.550	4.867	10.100	29.740	33.313
IIP	96	10.910	3.533	5.400	19.200	30.255
SHIBOR	96	2.557	1.105	.803	5.014	22.678
CPI	96	2.834	2.275	-1.800	8.700	12.208

(出所) 筆者作成。

表 3-9 前半 (2008-2010)

	N	Mean	Std. Dev.	min	max	t-value
M0	36	13.122	4.892	-.790	31.210	16.095
M2	36	21.326	4.842	14.800	29.740	26.427
IIP	36	13.071	3.813	5.400	19.200	20.569
SHIBOR	36	1.815	.835	.803	4.522	13.035
CPI	36	2.847	3.201	-1.800	8.700	5.337

(出所) 筆者作成。

表 3-10 後半 (2011-2015)

	N	Mean	Std. Dev.	min	max	t-value
M0	60	8.791	7.199	-17.600	42.490	9.459
M2	60	13.684	1.407	10.100	17.200	75.355
IIP	60	9.614	2.630	5.600	15.100	28.313
SHIBOR	60	3.003	1.007	1.039	5.014	23.108
CPI	60	2.827	1.502	.800	6.500	14.582

(出所) 筆者作成。

3.2.6 単位根検定

まず、分析に用いる5変数のデータが定常であるか検定を行う。これは、定常でない変数同士の回帰分析では見せかけの相関が生じ得るからである。ここでは、VARモデルの推計を行う前に、定常性を確認する代表的な単位根検定である、Dickey-Fuller (ADF) テストとPhillips-Perron (PP) テストを用いる。検定の際には、五つの変数すべてに対して、①ドリフトなし・トレンドなし (Noconstant)、②ドリフトあり・トレンドなし (Constant)、③ドリフトあり・トレンドあり (Trend)、三つの方法で検定を行う。

表 3-11 によると、前半ではPPテストのNoconstantの場合のみはM0とM2で単位根が存在しない。それ以外はADFテストとPPテストのいずれも、M0のみ単位根が存在しない。M2、IIP、SHIBOR、CPIは単位根が存在しないという帰無仮説が棄却されないことから、単位根が存在するものと解釈される。

続く表 3-12 によると、後半ではドリフトとトレンドの有無によって結果は一様ではない。Noconstantの場合は、ADFテストではM0は1%水準で、IIP、SHIBOR、CPIは10%水準のもとで、単位根が存在する帰無仮説は棄却されることから単位根が存在しないことが分かる。PPテストではM0は1%水準で、IIPは5%水準で単位根が存在しないことを示している。Constant及びTrendの場合は、有意性は異なるものの検定方法によらず結果は一様であり、M0、M2、SHIBORに単位根が存在しないことを示している。

表 3-11 単位根検定－前半 (2008-2010)

前半 前年比	Dickey-Fuller test statistic						Phillips-Perron test statistic					
	Noconstant		Constant		Trend		Noconstant		Constant		Trend	
M0	-2.135	**	-8.064	***	-10.133	***	-2.095	**	-7.509	***	-10.996	***
M2	-0.124		-0.957		-0.713		-0.228	**	-1.318		-1.166	
IIP	-0.688		-1.583		-1.685		-0.698		-1.734		-1.798	
SHIBOR	0.196		-1.171		-0.857		0.511		-0.986		-0.422	
CPI	-1.291		-1.261		-0.490		-1.309		-1.406		-0.693	

(注) ***は1%、**は5%、*は10%水準で帰無仮説が棄却されることを示す。

(出所) 筆者作成。

表 3－1 2 単位根検定－後半（2011－2015）

後半 前年比	Dickey-Fuller test statistic						Phillips-Perron test statistic					
	Noconstant		Constant		Trend		Noconstant		Constant		Trend	
M0	-4.610	***	-7.997	***	-11.477	***	-4.610	***	-7.774	***	-11.865	***
M2	-0.896		-3.205	**	-3.252	*	-1.023		-3.135	**	-3.206	**
IIP	-1.776	*	-1.197		-2.840		-2.133	**	-1.050		-2.782	
SHIBOR	-1.698	*	-4.909	***	-5.551	***	-1.545		-5.079	***	-5.713	***
CPI	-1.491		-1.497		-2.067		-1.544		-1.424		-2.054	

（注）***は 1％、**は 5％、*は 10％水準で帰無仮説が棄却されることを示す。

（出所）筆者作成。

次に、単位根を持つ各変数に定常変換を行う。一般的な手順としては各変数の階差をとり再び単位根検定で確認する。検定結果は表 3－1 3 と表 3－1 4 に示されている。1 階の階差をとった場合、すべての変数には単位根が存在しないことが示されている。

表 3－1 3 単位根検定（1 階の階差）－前半（2008－2010）

前半 階差	Dickey-Fuller test statistic						Phillips-Perron test statistic					
	Noconstant		Constant		Trend		Noconstant		Constant		Trend	
M0	-12.157	***	-11.939	***	-11.671	***	-19.095	***	-18.883	***	-18.527	***
M2	-4.113	***	-4.056	***	-4.120	**	-4.215	***	-4.159	***	-4.195	***
IIP	-4.848	***	-4.776	***	-4.725	***	-4.808	***	-4.730	**	-4.670	*
SHIBOR	-4.566	***	-4.521	***	-4.748	***	-4.222	***	-4.178	***	-4.353	***
CPI	-4.887	***	-4.901	***	-6.240	***	-5.088	***	-5.086	***	-6.159	***

（注）***は 1％、**は 5％、*は 10％水準で帰無仮説が棄却されることを示す。

（出所）筆者作成。

表 3－14 単位根検定（1 階の階差）－後半（2011－2015）

後半 階差	Dickey-Fuller test statistic						Phillips-Perron test statistic					
	Noconstant		Constant		Trend		Noconstant		Constant		Trend	
M0	-14.994	***	-14.886	***	-14.742	***	-22.909	***	-23.053	***	-22.864	***
M2	-9.823	***	-9.771	***	-9.745	***	-10.024	***	-9.985	***	-9.996	***
IIP	-8.587	***	-8.947	***	-8.892	***	-8.641	***	-9.203	***	-9.155	***
SHIBOR	-11.372	***	-11.271	***	-11.171	***	-13.492	***	-13.357	***	-13.318	***
CPI	-9.698	***	-9.793	***	-9.744	***	-9.497	***	-9.606	***	-9.571	***

（注）***は 1 %、**は 5 %、*は 10 %水準で帰無仮説が棄却されることを示す。

（出所）筆者作成。

3.2.7 グレンジャー因果関係の結果

M0、M2、SHIBOR、IIP、CPIの五つの変数を用いて、前半と後半の二つの期間において、金融政策がどのように伝播し、変数間の相互関係がどのようなものかを明らかにするため、ここではグレンジャーの因果関係テストを行う。ここでは、照山（2001）に従い⁵⁷、前年同月比（短期金利を除く）のデータを直接用いて分析を行う。

表 3－15 ならびに表 3－16 は、それぞれ前半と後半のグレンジャーの因果関係テストの結果を示している。有意となったものは、前半では、M0（有意水準 1 %）、M2（同 1 %）、CPI（同 1 %）の 3 変数が IIP へ、また IIP（同 5 %）が CPI への因果関係である。また、後半では、M2（同 1 %）が M0 へ、また M0 が IIP（同 5 %）、SHIBOR（同 1 %）の 2 変数へ、さらに M2 が SHIBOR（同 1 %）と CPI（同 1 %）の 2 変数への因果関係を示す。

⁵⁷ 誘導形 VAR の推計は、すべての変数について（階差ではなく）水準を用いて推計する。これは、非定常な変数が含まれている場合にも、水準による推定量は一致性を持つためである。（Sims, Stock, and Watson 1990）。別な方法として、単位根検定を行った結果に基づいて定常化を行うと共に、単位根を持つと判断された変数間の共和分関係の検定と共和分ベクトルの推計を行い、その結果に基づいてベクトル誤差修正モデルを推計するという方法もある。しかし、予備的な検定結果に基づく定式化に誤りがある可能性も存在するため、それを考慮して、最近のこの分野の分析では水準を用いた推計が中心となっている。この点については照山（2001）、Honda（2014）を参照されたい。なお、階差を用いた分析も行ったが、定性的な違いは見られなかった。

表 3－15 グレンジャーの因果関係テスト－前半（2008－2010）

Equation	Excluded	chi2	df	Prob > chi2
M0	M2	.03511	2	.983
M0	IIP	.79167	2	.673
M0	SHIBOR	.0268	2	.987
M0	CPI	.56998	2	.752
M0	ALL	1.3815	8	.995
M2	M0	3.4671	2	.177
M2	IIP	3.7007	2	.157
M2	SHIBOR	4.4211	2	.110
M2	CPI	2.5414	2	.281
M2	ALL	43.779	8	.000
IIP	M0	29.917	2	.000 ***
IIP	M2	33.859	2	.000 ***
IIP	SHIBOR	3.7518	2	.153
IIP	CPI	32.501	2	.000 ***
IIP	ALL	65.052	8	.000
SHIBOR	M0	1.6615	2	.436
SHIBOR	M2	1.2707	2	.530
SHIBOR	IIP	.90254	2	.637
SHIBOR	CPI	2.0238	2	.364
SHIBOR	ALL	14.212	8	.076
CPI	M0	1.117	2	.572
CPI	M2	1.2584	2	.533
CPI	IIP	7.7543	2	.021 **
CPI	SHIBOR	2.0798	2	.353
CPI	ALL	25.103	8	.001

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

（出所）筆者作成。

表 3－16 グレンジャーの因果関係テスト－後半（2011－2015）

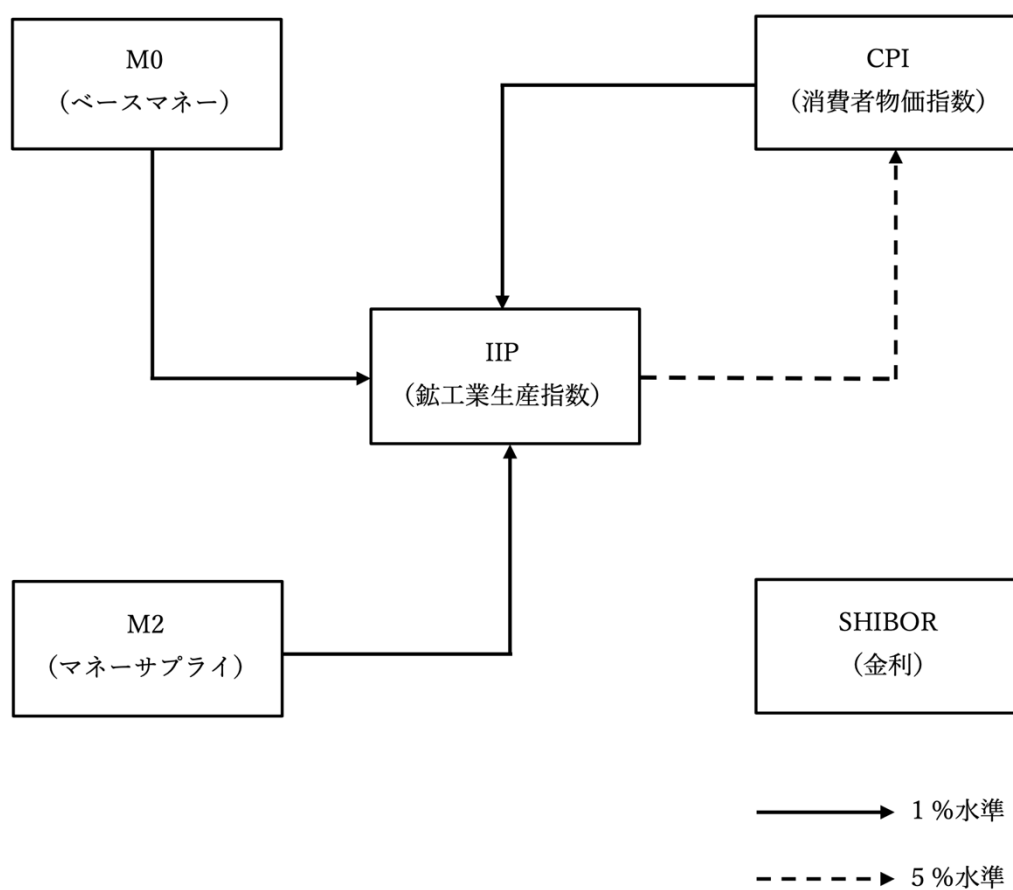
Equation	Excluded	chi2	df	Prob > chi2
M0	M2	10.187	2	.006 ***
M0	IIP	4.4141	2	.110
M0	SHIBOR	2.6622	2	.264
M0	CPI	1.7224	2	.423
M0	ALL	36.166	8	.000
M2	M0	0.4397	2	.803
M2	IIP	2.2067	2	.332
M2	SHIBOR	4.4664	2	.107
M2	CPI	1.3819	2	.501
M2	ALL	6.899	8	.548
IIP	M0	7.5642	2	.023 **
IIP	M2	.21669	2	.897
IIP	SHIBOR	.05227	2	.974
IIP	CPI	2.5682	2	.277
IIP	ALL	15.949	8	.043
SHIBOR	M0	10.01	2	.007 ***
SHIBOR	M2	10.7	2	.005 ***
SHIBOR	IIP	1.431	2	.489
SHIBOR	CPI	4.2766	2	.118
SHIBOR	ALL	25.723	8	.001
CPI	M0	3.0281	2	.220
CPI	M2	9.1214	2	.010 ***
CPI	IIP	1.0136	2	.602
CPI	SHIBOR	.96992	2	.616

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

（出所）筆者作成。

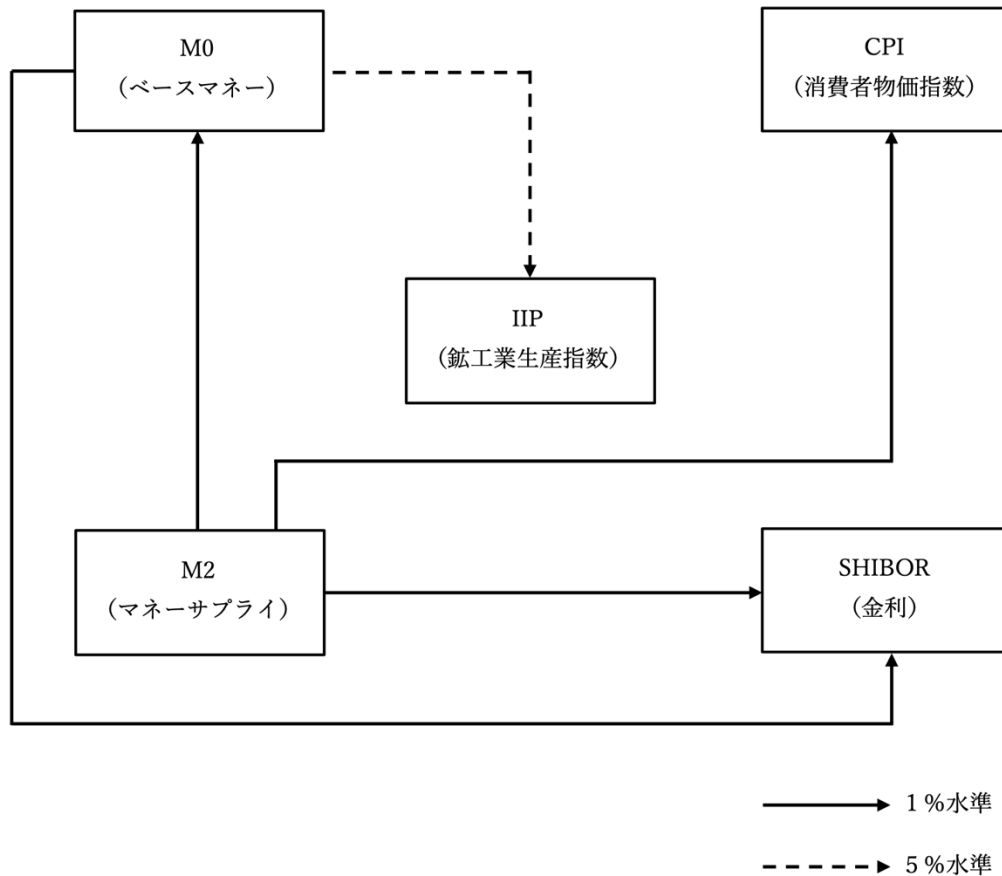
それぞれの期間で各変数間のグレンジャーの因果関係をもとに金融政策の伝播経緯と相互関係を図示したものが、次の図 3－1 ならびに図 3－2 である。

図 3－1 金融政策の伝播及び相互関係－前半（2008－2010）



（出所）筆者作成。

図 3-2 金融政策の伝播及び相互関係－後半（2011－2015）



（出所）筆者作成。

3.2.8 グレンジャー因果関係の考察

近年の中国経済を大きく牽引したのは投資と輸出である。特に投資が経済成長に大きな役割を果たしている。リーマンショックの発生後、世界的な金融危機が発生し、世界経済が深刻な景気後退に陥る中、中国の輸出産業は大幅なショックを受けた。それに対して、中央政府は、自国経済が低迷状態に陥ることを防ぐため、多額の財政支出がインフラ建設、社会事業、民生改善などの分野に投入された。また、需要を喚起し、消費を促進することを目的として、様々な制度的改革なども行った。消費による景気浮揚効果の結果、物価が上昇するという好循環が一時的に生じている。

前半の2008年1月から2010年12月では、M0とM2それぞれがIIPに影響を与えている。本来、金融政策の伝播は、短期金利もしくはM0からM2という影響が想定されるが、ここで特に注意すべきなのは、中国のM0は日本や欧米とは異なり、現金のみであり準備預金

含まれないことである。そのため、準備預金を介した流動性の供給とそれによる信用創造が、変数間の因果関係に表れなかったと考えられる。中国の金融政策は、窓口指導によって政府当局が流動性をコントロールしており、特に前半はこれが金融政策の中心となっていた。M0すなわち現金と、M2（現金＋預金）が窓口指導によって供給された流動性を反映し、IIPに影響を与えているものと判断できる。そのような意味で、政府当局の政策的意思が反映されているといえる。

実体経済においては、2008年から貨幣供給量が大幅に増やされたことを背景に、生産活動が活発となり、需要も旺盛となり、それが物価の上昇に繋がっていたことが窺える。このように、旺盛な生産活動を背景とした物価の上昇によって、家計や企業の収益率が高まり、流動性の供給を受けてさらに生産活動に影響を与え、いわゆるインフレ・スパイラルが生じる。CPIとIIPが相互に因果関係があるのは、これを示したものと考えられる。

後半の2011年1月から2015年12月では、SHIBORとM0が相互に影響を与え、また、M0からSHIBORへ強い影響を受けている。前述の通り、後半の金融政策は一貫して「穏健的」すなわち中立的なものであった。このような政策方針の中で、中国人民銀行が、窓口指導によって供給される流動性とは異なる金融市場の変化、ホットマネーの流出や輸出の鈍化による資金需給（短期金利）への影響に対応するため、公開市場操作によりきめ細かい調節を行ったものと考えられる。一方、IIPとCPIの因果関係が見られなくなった背景については、以下のように考えられる。2008年からの景気刺激策の影響で経済成長を維持した一方で、過剰に流動性が供給され過剰な投資を行ったことが、鉱工業生産の停滞に繋がる原因であったのではなかろうか。生産活動で吸収されない流動性は、加熱する投機活動に向けられ、不動産バブルを発生させた一つの要因となった⁵⁸。これらによって、実体のある経済活動を示すIIPからCPIへの影響がないまま、過剰な流動性を示すM2が直接CPIに影響を与えていることが窺える。近年、M2は毎年2桁の伸び率で増加している中で、地方政府の債務は拡大しつつあり、対GDP比率でみても2年続けての高水準である。

また、生産を示す変数と物価を示す変数が中立であることは、フィッシャーの交換方程式 $M \times V = P \times Y$ により説明することができる。貨幣供給量（M）が増やされる場合に、流通速度（V）が一定であり取引量を代替する生産量（Y）が生産要素（生産関数）のみによって決定される場合には、物価水準（P）が貨幣供給量と比例的に上昇はする。しかしながら過剰な流動性が投機性の消費を刺激し取引量が活発になり生産量（Y）が増大したことが、M2からM0、M0からIIPへ影響していることを示しているのではなかろうか。

⁵⁸ International Monetary Fund (2011) pp.9-11

3.2.9 分析結果の考察

経済成長の要素としては消費、輸出、投資、政府支出の四つが考えられる。リーマンショックが発生した後、輸出が不振となった状況のなか、中国政府は主に投資と政府支出の2分野において景気浮揚策を講じてきた。

分析期間の前半（2008－2010）では、リーマンショック後直ちに経済政策の方針を「調整」から「成長」に転換し、2009年の政策基調は主に「拡内需」が掲げられ、強い景気対策が実施された。

財政政策としては、「4兆元計画」の実行、政府機関債の発行や銀行からの借り入れの拡大によりインフラ整備を積極的に行い、また「産業振興計画」の実施で重工業における生産活動は一時的な拡大傾向が見られた。一方、金融政策としては、法定預金準備率、預金基準金利、貸出基準金利などを積極的に引き下げることにより借り入れをしやすい環境が作られ、与信規模が拡大した。こうした結果、貨幣供給量は拡大し、旺盛なインフラ建設に伴い生産コストが引き上げられ、消費者物価水準の上昇につながり、企業収益の改善により生産活動に影響を与えていくような循環が起こり、安定的な経済成長率が維持されたと考えられる。

こうしたことが、前半においてM2からIIPへ、また、IIPからCPIへの因果関係が示された背景にあると考えられる。

分析の後半（2011－2015）では、「穏健」が経済成長のテーマとなり、経済成長率を一定水準に維持することが政策目標とされた。しかし、この期間では、リーマンショック以降実施された景気刺激策の結果、国内における需要を上回るインフラ整備が生じ、やがて工業関連資源（石炭、鋼鉄、コンクリートなど）などが過剰となるとともに国内需要は飽和状態となった。重工業においては生産能力の拡大に伴い需給ギャップが引き起こされ、これらは、CPIの押し下げ要因となるはずであった。しかしながら、この時期、生産側は、過剰な生産物が残されたとしても価格は下げさせないという姿勢を持った。その理由として、いつか今後の政策方針でまた重工業生産重視となった場合、景気が回復する可能性があるという歪んだ期待が存在していたことが挙げられる。このようなことがあったからこそ、後半の因果関係に示されているように、IIPとCPIの間に因果関係が見られないのだと考えられる。また、工業製品に対する消費需要が落ち込んでいる反面、それ以外の商品に対する生産量は追いつかず、供給不足に陥った結果が、CPIを押し上げた原因の一部となったものと考えられる。

また、シャドーバンキングの問題が、2010年以降ますます深刻になってきている。リーマンショック直後、4兆元の景気対策により緩和的な金融環境を作り上げてから2年間を経て、信託類商品が商業銀行による貸出以外のルート、すなわちシャドーバンキングを介して複雑に市場に流出している。地方政府は商業銀行による融資の他に地方債を財源として、地方におけるインフラ建設を行う。そこに投入された資金は請負った企業による信用創造が起こり、M2の増加に繋がる。しかしながら、分析期間の後半においては、シャドーバンキ

ングを介した資金が公共交通の整備や不動産投資開発などを通じて取引され、不動産売買の活発化に伴って資金のレバレッジ効果も高まり、結果的にC P Iの上昇が全国に広がるようになった。こうした流れによる資金は実体経済に効果を与えずに、直接C P Iに向けられていることから、後半の因果関係においてI I Pに影響を与えずにM 2 が直接C P Iに影響を与えたものと考えられる。

金利水準は、2012年以降からは引き下げが頻繁に行われ、与信しやすい環境を構築するにあたって過剰流動性の問題が深刻になった。まず、これに伴い、いわゆる資産効果によるサービス製品への需要の増大は、C P Iを押し上げる原因の一つだと考えられる。さらに、今まで数年間に及ぶインフラ建設に伴って、その一部が過剰状態となった背景には、在庫削減が政府側の目標とされ、消費促進策⁵⁹などの財政政策と合わせて全国に展開するようになった一方、それが与信取引による余剰の資金が投機活動に巻き込まれることを加速した原因であるという側面があったのではないか。特に不動産取引を通じてさらなるバブルが生じ、住宅取引価格の暴騰による土地代などの関連費用が引き上げられ、最終的にC P Iを押し上げる原因となった。

以上のことが、後半においてM 2 からI I Pを経由してではなく、直接C P Iに影響を与えるという因果関係が示された背景にあると考えられる。

3.2.10 不動産バブルに対する考察

次の図 3-3 は、近年中国不動産市場における政策の推移に関わる売上率の変動が示されている。2007年にはすでに不動産ブームとなった状況で、政府側は引き締め策として「9・27房貸新政」（「关于加强商业性房地产信贷管理的通知」の略語）を発動し、2戸目以降の頭金比率を50%以上に設定し、与信利率水準の引き上げを通じて景気の過熱を抑えようとした。預金基準金利と貸出基準金利は年内に計6回の引き上げを行い、当初は政策の影響はすぐに発揮されていき、2008年に入り、景気は収束しようとしていた。しかし、同年9月、リーマンショックが発生し、その影響で国内の景気が急速に落ち込み、連動して不動産市場の落ち込みもさらに厳しくなってきた。そうした状況の中、2008年12月21日、国務院は「国十三条」（「关于促进房地产市场健康发展的若干意见」の略語）を打ち出した。その政策に基づいて、個人購入普通住宅の場合で2戸目の住宅ローン利率を引き下げ、そして住宅売却にかかる営業税免税年限を5年間から2年間に短縮した。金融政策もそれに合わせ、貸出基準金利が5回、預金基準金利は4回引き下げられた。こうした緩和環境の中、不動産市場は再び蘇り、住宅取引は2009年には一気に増加してきた。

2009年10月24日、その過熱な不動産取引ブームに対し、「国四条」（「关于完善促进房地产市场健康发展的政策措施」の略語）が発動され、投機的な住宅購入行為の抑制や不動産市場への監督を強化し、安定的な住宅価格を図るという内容を織り込んだ。それに対する不動産市場の反応は、やや収まり気味となったが、その効果は長く続かず、翌年の初め頃から再び

⁵⁹ 消費促進策としては、「家電下郷」、住宅購入に対する優遇対策などが挙げられる。

上昇に転じてきた。

2010年1月10日、不動産取引の高騰を抑えることを目的とした「国十一条」（「关于促进房地产市场平稳健康发展的通知」の略語）が公布され、同年4月、追加で「新国十条」（「关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知」の略語）が公布された。住宅購入する際に頭金比率を50%に引き上げ、住宅ローン金利の引き上げなど厳格な不動産市場に対する関与が実行された。貸出基準金利と預金基準金利も年内で2回の引き上げが行われ、高騰が続く住宅価格を抑制しようという政府側の意思が示された。このような政策措置のもとで、不動産市場は暫く沈静状態になり、住宅取引量が減少した。しかし、消費側の住宅需要が抑えられた一方、土地取引額はその時期でも割高な価格水準が維持されていた。

2011年1月26日、「新国八条」（「关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知」の略語）が公布され、住宅の購入頭金比率が60%に引き上げられ、上海、重慶の2都市での不動産税の徴収が始まった。貸出基準金利と預金基準金利は年内に計3回の引き上げが行われたが、これも急速に上昇する住宅価格をさらに抑えるためであった。2010年から継続的に引き締め策を講じた結果、不動産市場はやや収まった状況となった。

2012年2月21日、国土部から土地監督に関する通知を公布し、特に農村地域で多く建てられた違法住宅「小产权房」に対する規制を制定した。また、不動産需要が旺盛である都市の購入者に対しては購入軒数に規制をかけ続けた。しかしながら、それにも関わらず不動産ブームが続き不動産価格は上昇し続けた。

2013年2月20日、「新国五条」（「关于国务院常务会议研究部署加强房地产市场调控的通知」の略語）が公布され、引き続き住宅購入数量、与信貸付金に対する規制が行われた。それに対し、住宅取引ブームが収まってくると、不動産開発業者側にも行政による干渉を望む面が生じられた。

この状況は2014年9月まで続き、同月30日、中国人民銀行は「9・30 房貸新政」（「关于进一步做好住房金融服务工作的通知」の略語）を公布した。購入規制を解禁し、不動産市場に対するやや緩和的な政策意思が示された。同年11月、貸出基準金利と預金基準金利が同時に引き下げられ、それらを通じて、住宅の取引が徐々に回復していった。

2015年3月30日、「三月新政」（「关于个人住房贷款政策有关问题的通知」の略語）が公布され、1戸目住宅頭金比率を2割に、2戸目住宅頭金比率は4割にまで引き下げ、住宅売却の営業税免税年数を2年に調整した。同年8月31日、住宅購入する際に住宅積立金を使用することも許可された。年内5回の貸出基準金利と預金基準金利の引き下げを続けてきた結果、不動産市場は再度上昇に転じるようになった。

以上の背景に基づき、いくつかの考察を行いたい。

まず、中国不動産市場の変動は、大きく政策に左右される特徴がある。政策の方向性によって人々の行動がそれなりに抑制されたり、緩和されたりする傾向がある。

2007年からはすでに引き締め気味の政策を取り出したが、予想外のリーマンショックが発生した。国内の経済状態の急激な悪化が生じる恐れがあると予測し、政府は不動産市場に

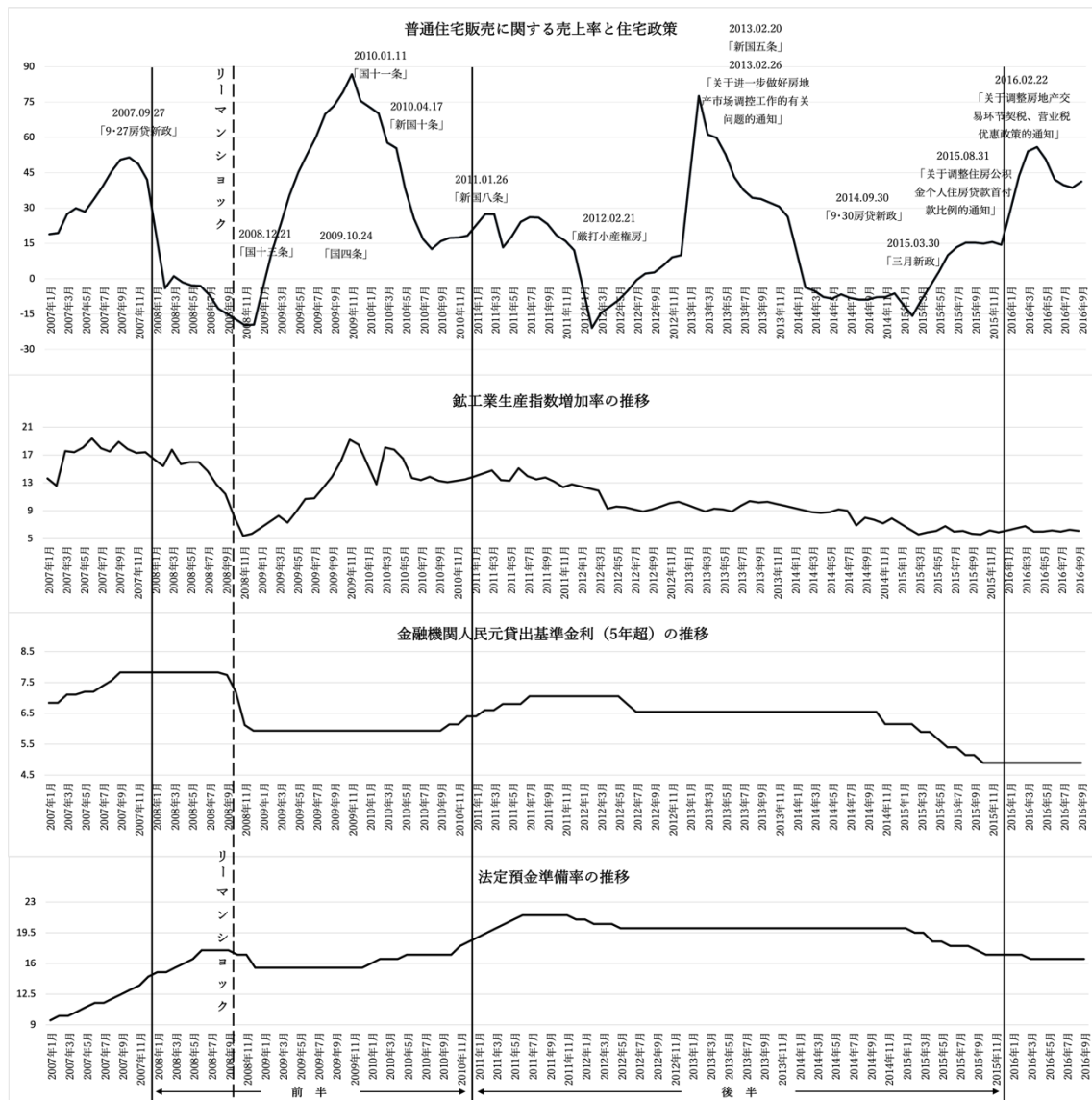
対して規制を緩めた。その後、不動産市場における価格高騰に対して、何度も政策的に調整を行うことで、高騰を抑えようとする政府側の姿勢が見られた。また、不動産業に対して過度に締め付けることをせず、不動産業が落ち着くようになった頃再び緩和政策を採用している。このような繰り返しを通じて政府側には不動産業に対する工夫が求められるとともに、中国の経済は不動産市場と完全には切り離せない側面があると言えよう。

不動産取引価格が暴騰した理由は、第一は過剰流動性によるものである。M2の増加率が毎年2桁の高成長となる一方、その用途はインフラ建設に多くが向けられ、地域経済が成長するとともに不動産価格は押し上げられるという循環が繰り返される。経済成長は不動産業の成長を牽引し、特にリーマンショック以降中央政府が設定した「4兆元計画」などもさらに不動産ブームを加速させた。

第二の理由は、地方政府の土地供給が年々減っていくためである。2010年からは不動産バブルの懸念に対し「国十一条」や「新国十条」など引き締めを目的とした政策が変わってきたが、要は不動産価格の高騰を抑えるためであった。そのペースは止まらず引き続き2011年の「新国八条」とさらに2012年の「嚴打小産権房」などが打ち出され、不動産業はかなり押さえ込まれた状況だった。しかしながら、2012年の住宅取引価格は徐々に上昇してゆき、2013年の始まりまでにまたブームとなっていた。その原因の一つは、政府側は北京、上海など一級都市、二級都市への土地供給を少なめにコントロールしようとしたためである。特に住宅需要が多い一級、二級都市で供給量が減ると、需要側にとっては住宅がさらに足りなくなり、さらに投機的な性質を持った不動産住宅は結局、高騰な価格に辿り着く。

第三の理由は、不動産価格の上昇が経済成長率を維持するための一つの手段になっているためである。2013年の「新国五条」などの政策で不動産バブルを抑えようとした結果、不動産市場は落ち着くようになった。しかしながら、それに伴って経済成長率も減速した。今までインフラ建設で牽引されてきた経済発展の勢いが徐々に鈍化していき、在庫過剰問題も現れ、国内新興産業が未だに発展していない状況の中で、不動産市場での取引の増大は経済成長に貢献できる一部と見做される。人々の投機心理を操り、また不動産住宅を「稀少な資源」とした概念を植え付け、住宅をはじめとする不動産の消費に導いたとも言える。

図 3-3 住宅販売と主要変数の推移



（出所）中国人民銀行、中国国家统计局の公式サイトにより筆者作成。

3.3 小括

本章では、リーマンショックに立ち向かった中国の経済動向を背景に、中国人民銀行の金融政策が、中国経済の高度成長期と中速成長期において発揮した効果を個別に解明した。

実証分析では、リーマンショックを境に2008年から2010年（前半）と、2011年から2015年（後半）の二つの期間に分けて、代表的な経済変数を五つ選択し、多変数VARモデルを用いて、変数間のグレンジャーの因果テストをもとに分析を行った。グレンジャーの因果関係テストでは、①前半は、M2がIIPへ、そしてIIPがCPIへは相互に影響を与えていること、②後半はM2からM0、SHIBORとCPIへ、M0からIIPとSHIBORへ影響を与えていること、これらの強い因果関係が明らかとなった。

本章で得られた結論は以下の通りである。まず、前半ではM2がIIPに循環性を持って影響を与え、後半ではIIPを介さず直接CPIに影響を与える。このような2期間の伝播経路が異なったことが示すのは、高度成長期における金融政策の効果が、実体経済の生産活動を通して物価を上昇させることに貢献したということである。中国の経済活動が中国人民銀行の金融調節下で正常に行なわれていることが示唆された。

中速成長期に入り、金融政策の効果が企業の生産活動を通さずに直接物価水準に影響を与える傾向が見られた。これについて、一時的な金融緩和が経済に良い影響を与えたものの、長期的に金融緩和を実施することによって、信用創造の仕組みで供給が増加した資金量が企業の生産活動に回らず、直ちに物価上昇のみに影響を与えている。その結果、生産活動が低迷する局面では行き場のない流動性が不動産市場に流入し、不動産価格の高騰に繋がる恐れがあることが示唆された。

以上の分析結果を踏まえた上で、とりわけ、後半の「金融的要素が生産活動を通さないまま物価水準に影響する」という因果関係について、最後に中国人民銀行による金融政策の効果及び限界を検討したい。

金融政策の調節方針は、中央銀行が決めるものだが、M2をコントロールすることで市中に提供する資金量は、結果的に商業銀行を通じて行われている。すなわち、後半の分析結果から得た「通常的でない」因果関係が示した意味は、商業銀行の融資活動が企業の生産活動のために行われず、代わりに投資家に融資を行ったことになる可能性もあり得る。さらに、法律による規範付けが不足しているシャドーバンキングも関係していると考えられる。その結果、金融システム内部におけるガバナンスの問題が、中央銀行による金融調節効果の歪みを導いている。シャドーバンキングを含んだ商業銀行による政策効果については、今後の課題として考察したい。

4 章 政策性銀行の役割

第2章3節でみてきたように、中国の政策性銀行は、高度成長期の支柱産業の発展に大きく寄与した。本章では、政策金融が理論上もたらすとされる「量的補完効果」と「カウベル効果」に対して、中国の場合にはどの政策性銀行がどのような効果をもたらしたのかを解明する。また、政策性銀行の機能・役割と関連づけて考察することで、中国の「政策金融」の効果を評価する。

4.1 中国の政策金融の概観

4.1.1 政策性銀行の創設とその背景

中国の「市場経済」化は、1978年12月に開かれた「中国共産党第十一届中央委員会第三次全体会議」⁶⁰において決定されたことに端を発する。爾来、中国の金融制度の抜本的な改革が行われた。まず、中国人民銀行を中央銀行としての役割に特化させるとともに、同行の傘下にあった三銀行の中国農業銀行、中国銀行と中国建設銀行を独立の金融機関として存続させた。そして1978年12月の会議の主旨に基づき、1984年に中国工商銀行が新設され、同銀行は旧中国人民銀行の都市工商与信業務を引き継ぎ、全国の都市金融業務全般を担う国家專業銀行⁶¹として位置づけられた。

こうした「中央銀行－四大国家專業銀行」⁶²が現代中国の金融制度の基本として設立された。四大国有銀行は、1984年の後10年の間、中国の国有銀行として、それぞれの設立趣旨に即して、①農業、②基盤建設、③外貨、④商工業の四分野における経済発展のために活動した。もっとも当時の四大国有銀行は、中央政府の政治的な指導のもとで專業銀行としてマクロ経済のコントロールを旨とする存在であり、国家産業計画の実施、重点プロジェクトに資金を投入する政策運営を行う一方で、商業的機能を果たしていた。四大国有銀行の与信プロジェクトは、中央政府からの直接の引き受けが多かった。つまり、四大国有銀行は国有企業に長期融資を行っているものの、融資資金は中央財政の資金を原資としていた。すなわち、当時の与信業務は、中央政府から四大国有銀行を経由して、中央政府の育成対象となった企業⁶³のみに行うものであった。

このように中央政府からの政治的なコントロールが強かったため、当時は銀行の内部ガバナンスは独立性を欠き、与信リスクが増えるに伴って不良債権が拡大していた。1980年の時点では国有企業の資産負債比率は30%であったが、1994年には75%を上回った⁶⁴。銀行自身が管轄する与信機能は果たせたとはいえ、政治的なコントロールが強かったため銀行

⁶⁰ 以下「第十一届三中全会」と略。

⁶¹ 以下、「四大国有銀行」と記す。

⁶² 四大国家專業銀行は中国1980年代の通称である。1990年代以降、商業化改革に伴い、四大国家商業銀行に改名された。

⁶³ 育成対象となった企業は、通常の国有企業であると考えられる。

⁶⁴ 馬・劉（2001）pp.19-22

自らが預け入れた資金の大半は優先的に国有企業に回さざるを得ず、中小企業が資金不足に陥ったことが主因であった。

その一方で、都市信用合作社（日本の「信用組合」に相当）や民間商業銀行が次々と誕生していた。この動きは、四大国有銀行にとって融資先の国有企業の業績が回復せず、実体経済も好転しないばかりか融資が不良債権化したうえ、都市信用合作社や民間商業銀行が中小企業に融資するようになって、結果的に活動が狭まるというマイナス効果を生じさせた。それゆえ、政策金融業務の四大国有銀行からの分離は、金融制度の見直しの重要な一部として認識されるようになった。

1993年11月、中国共産党第十四届中央委員会第三次全体会議において、『中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定』という議案が全会一致で可決された。これにより、社会主义市场经济システムのなかでより優れた金融資金の配分を実現するためには、現行の金融制度の改革をさらに深化させることが必要であるとされた。この改革は国务院の指導のもとで行われ、大略次の四つに整理できる。すなわち、①中央銀行を完全独立させること、②政策金融を商業金融（商業銀行業務）から分離すること、③四大国有銀行を主に、多様な金融機構に加えて、投資会社をはじめとする新たな金融機関を設立して、多様な金融制度の構築を目指す、④開放的で安定的な金融市場を育成すること、である。

このうち、特に重要なのは②であり、中国の政策金融制度、政策性銀行の創立であった。それまで四大国有銀行は、政策協力と商業的活動の双方の役割を担っていたが、貸出業務に力を注ぎ、公的業務と商業貸出業務とを分離しなかった結果、銀行本来の業務発展に混乱を生ぜせしめ不良債権を増加させやすく、結果として政府からのマクロ経済に関する指導も行き届かなかった。

政策性銀行の設立は、政策性銀行と商業系金融機関とを分離し、それぞれの役割を棲み分けさせることによって、政府側からの政治指導を実現させるところにあった。実際、この改革により、政策性銀行として、国家開発銀行のほか、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行の三つが新たに設立されたが、それは次のような二つの意味を持っていた。一方では、1978年以来の中国人民銀行と旧四大国有專業銀行の政策業務を廃止して旧四大国有銀行を商業銀行へと衣替えし、社会主义市场经济に商業金融の発展に道を開いたことであり、他方では政府が重点を置く特定の産業分野に対して優先的に支援を行い、社会の資源配分をより効率化することによって、最終的に国民経済全般の成長を成し遂げたことである。

4.1.2 政策性銀行の概要

4.1.2.1 国家開発銀行

国家開発銀行は、旧国有專業銀行の一つである中国人民建設銀行が行っていた政策金融業務を継承することを目的に、1994年3月に設立された政策性銀行であり、その資本金は500億元にのぼる。主な業務はインフラ建設や各種産業の育成ならびに振興のための資金供給などである。同銀行が特に注力する分野は、電力、石炭（煤炭）、石油、交通運輸といっ

た基幹産業である。

国家開発銀行の投融资の規模や範囲は国務院によって毎年決定され、原資は中央政府の財政金（経営建設基金）のほか、国内外で発行される債券である。このうち国外債についてみると、東京市場で1996年に総額300億円の円建て外債（サムライ・ボンド）を発行した実績があり、2003年には中国国内で償還期5年のドル債（5億ドル）を発行している。さらに、債券発行の代行業務もあり、国債や地方債などの債券発行の引受・募集も行っている。

同行はまた創立以来、全国の地域ごとに都市のインフラ整備に貢献するほか、国家建設重点項目とされた「南水北調」プロジェクトや、石油備蓄、空港、高速道路ネットワークの建設拡充や北京オリンピック、上海万国博覧会などの関連インフラ整備のほか、国外でも大型インフラ投資を行っている。

（1）不良債権問題

国家開発銀行のインフラ建設における貢献は特記されるべきであるが、反面、不良債権問題を顕在化させる結果となった。それは、同行の前身である中国建設銀行の不良債権の肩代わりが主因であり、なかでも煤炭業育成のために1989年から1992年にかけて費やされた多額の資金の問題である。

すなわち、旧国家煤炭部⁶⁵は煤炭業の保護・育成のために、旧国家計画委員会（以下、「国家計委」とする）⁶⁶に予算措置を要請した。国家計委は直ちにそれを認め、中国建設銀行に伝えた。これを受けて、同行は当時の煤炭資金管理の国家能源投資会社と貸付契約を結んだ。当該債務は、1994年に国家開発銀行が中国建設銀行から政策業務を持って分離された際に、そのまま引き継がれた。煤炭建設契約金は総額140億元であり、これに関連する企業は82社にのぼり、それらの企業は主に中国の北部、東部及び西南部地域にある。これらは従来の大型煤炭生産企業であり、ほとんどの企業は資源に恵まれない産炭地域かつ辺境地域における炭鉱に依存していた。

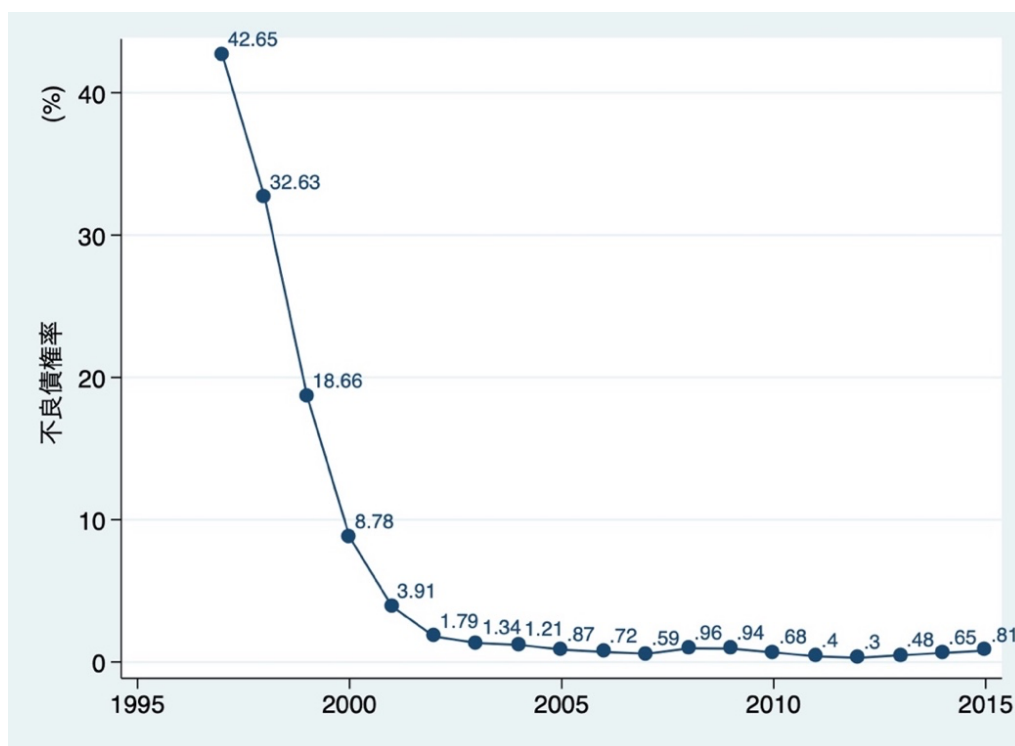
このように煤炭の消費地から地理的に遠くかつ市場競争力に乏しいことが原因となって経営状況は悪化し、負債が増加した。煤炭建設契約による不良債権問題が深刻化し、1997年末時点で不良債権の比率は32.63%に上った。不良債権を処理するために、2001年に国家開発銀行は140億元の煤炭債務を等額で信达資産管理会社⁶⁷に分与した。これによって不良債権比率は図 4－1 で示す通り急速に低下した。

⁶⁵ 旧国家煤炭部は1955年設立され、国務院に属する全国の煤炭産業の企画、開発、使用を管轄する部門である。1998年4月に正式に廃止された。

⁶⁶ 国家計画委員会は、現在の国家發展和改革委員会である。

⁶⁷ 信达資産管理会社の主な購入先は中国銀行、中国建設銀行及び国家開発銀行であり、ほかにも中国工商银行、中国農業銀行の不良資産を買収・処理している。

図 4 - 1 国家開発銀行の不良債権率



(出所)『中国金融年鑑』(1998-2016各号)により筆者作成。

これによって2004年までに、煤炭、鋼鉄、コンクリート、自動車などの産業分野への貸出から、高収益・高成長の産業分野である電力、道路、鉄道及び石油化学業などに移行した。石油化学業の場合、中石油、中石化、中化、中冶、五鉱⁶⁸などの海外石油や鉱産資源類に関する投資開発を行う企業を融資対象に、また科学技術系の中小企業も融資対象となった。ファーウェイ、奇瑞汽車（自動車企業）、大唐電信などがその代表例である。

(2) 商業化への道

2008年12月、国家開発銀行の機構改革が実施され、「国家開発銀行股份有限公司」と称される株式銀行に転換した。これに伴い、旧国家開発銀行の資産、負債などのすべてを引き継ぎ、資本金3,000億元は国家財政部と中央滙金投資有限責任会社がそれぞれ1,539.08億元と1,460.92億元を出資するかたちとなった。ちなみに、財政部は当初51.3%、中央滙金投資有限責任会社は48.7%の株を保有した。

その後、2009年に国開金融有限責任公司、2009年に国銀金融租賃有限公司、2010年に国開証券有限責任公司が誕生し、金融商品の売買や代理、航空機の融資リース、証券取引などの業務を行っている。2011年6月、全国社会保障基金理事会是100億元を国家開発銀行に出

⁶⁸ それぞれ正式名称は、「中国石油天然気集团公司」、「中国石油化工集团有限公司」、「中国中化集团有限公司」、「中国冶金科工集团有限公司」、「中国五鉱集团公司」である。

資した。現在、国家開発銀行の株主は、財政部、中央滙金投資有限責任公司、梧桐樹投資平台有限責任公司⁶⁹及び全国社会保障基金理事会であり、持ち株比率はそれぞれ36.54%、34.68%、27.19%、1.59%である。

このような経緯を経て、国家開発銀行は商業銀行業務を行うようになった。かつて債券売買は銀行間取引であったが、2013年に中国人民銀行の認可を得て上海証券取引所に金融債が上場・取引されるようになり、投資家ベースも急拡大した。また、2014年には商業銀行の店頭窓口を通じて富裕層など個人投資家向けに販売できるようになった。こうした商業化の進展の一方で、国家戦略とされたハイテクパークや、経済区に関する計画建設、「十二五」計画における重点建設項目、「一帯一路」などに対する融資を引き続き行っている。

4.1.2.2 中国農業発展銀行

中国農業発展銀行もまた旧中国農業銀行の政策金融業務を分離し、これを専門的に担う機関として1994年11月に設立された。同行は、全国農村地域における政策貸出金の調達によって、農産品の購入、備蓄、再販売などの国家が指定した農業類の政策金融業務を処理し、財政部を代行する形で農村支援金の支給を行うなど、中国農村経済の発展に必要な政策上の金融支援を行っている。

中国農業発展銀行は制度上、国務院の管轄にあるが、業務上の指導や監督は、これを中国人民銀行が行う。登録資本金は200億元であり、その一部は中国農業銀行、中国工商銀行の貸付金から振り替えられ、それ以外は財政部から資金を受けている。

主な業務範囲は、全国の農産品全般の供給と販売に対する貸付のほか、農作物の生産や加工などに関わる農林水産業の先進企業⁷⁰に貸出を行う。農村地域におけるインフラ整備や農業総合開発など、農業、農村の生産力を向上させるため様々な支援を行っている。

4.1.2.3 中国輸出入銀行

中国輸出入銀行は、旧国有專業銀行の中国銀行の政策金融業務を引き継ぎ、輸出入に関する全般的な与信業務を担い、同年4月に正式に設立された。同行の主要業務は、付加価値の高い機械製品とハイテク製品に対する輸出入を行う国際貿易に関連する企業への融資である。特に輸出に向けた融資が多く、国内企業の機械や設備などを海外へ輸出・販売する国内の輸出業者、また中国製品の購入を求める外国の輸入業者に対して融資などを行うこととされた。なかでも船舶輸出業に対する支援が大きく、現在までに累積8,300億元程の貸付を行っている。

これらに加えて、国民経済の健全な発展に必要な商品やサービス及び技術などの輸入に対して、中国国内の輸入業者に融資を行う場合のほか、発展途上国のインフラ建設などに対して融資を行う場合もある。その場合、再貸付制度があり、中国輸出入銀行を経由し

⁶⁹ 梧桐樹投資平台有限責任公司是、中国国家為替管理局の子会社と位置付けられる。

⁷⁰ 中国語では「龍頭企業」と呼ばれる。

た外国政府から中国政府への貸付や、中国政府から外国政府への再貸付を行う。さらに、輸出信用保険は対外担保業務として活動している。

中国輸出入銀行は創立された当時の登録資本金は33.8億元であり、全額国家財政から支給された。その後、中国輸出入銀行による資金調達には国内、国外市場における金融債券の発行、インターバンク取引による貸出や預金、また中国輸出入銀行の信用基準で認められた企業の預け金となっている。

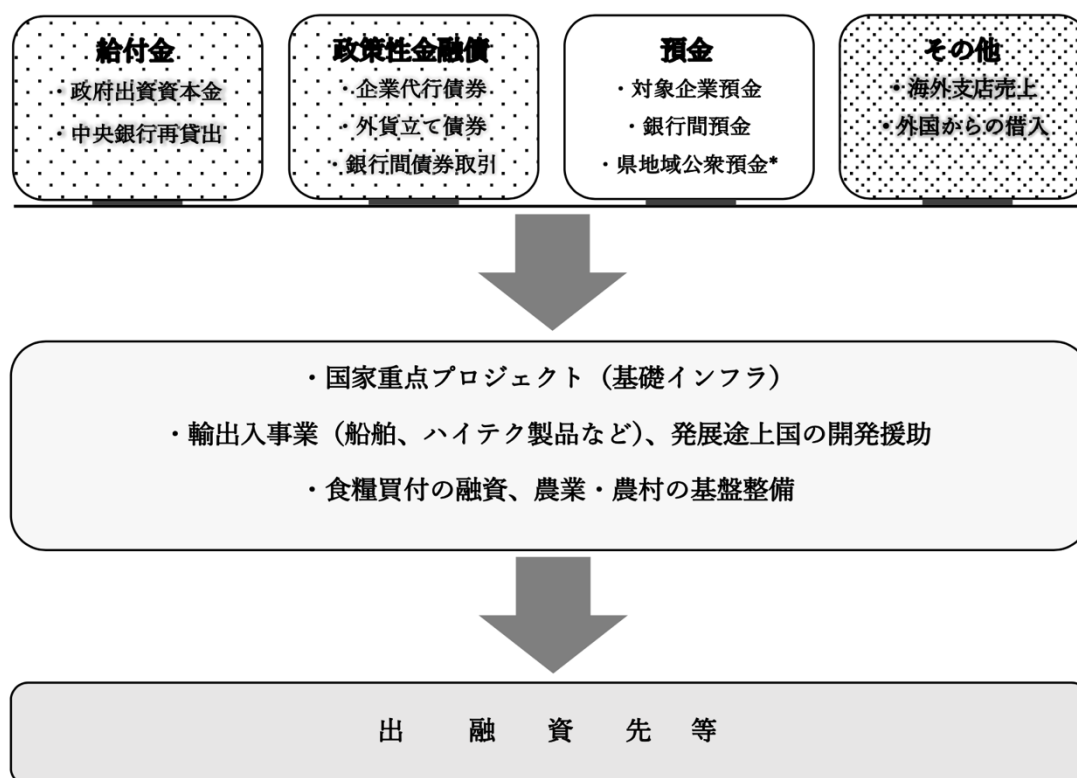
国家開発銀行に比べて、中国輸出入銀行は設立以来、独自の政策性銀行として国家戦略にしたがって経営している。換言すれば、中国政府の政治的な立場に関わる経済的な主張は中国輸出入銀行を通じて運営されている。国際貿易の発展や「一帯一路」建設、国際的な産業及び技術のコーポレーションなどを促進させる上で、中国輸出入銀行の役割は今後とも期待されている。

4.1.3 資金運用の仕組み

中国の政策性銀行の資金は、最初に設立された時点で財政部から分配した財政給付資本金に加えて、もっぱら債券発行によって賄われている。このほかにも、それぞれの業務分野と密接に関連する国営企業の預貯金、銀行間預金や取引、さらには海外支店などの売上金なども資金源となっている。それらを整理したものが図 4-2 である。

ここで特記すべき点は、政策性銀行が発行した債券は、信用力や発行額などから流通市場での流動性が高く、銀行間債券市場で指標的な取引銘柄となっていることである。政策性金融債は商業銀行や保険会社のほか、事業法人、富裕個人層などの引きが強く、有力投資家の一角を占めるようになっている。このうち、国家開発銀行は2008年の株式会社化以降、同行の発行する債券は一般商業銀行の「社債」と同様と見做され、証券流通市場で活発に売買されるようになった。

図 4-2 資金運用の仕組み



政策性銀行の主な資金調達手段 ☒

中国輸出入銀行の資金調達手段に限る ☒

政策性銀行の共通資金調達手段（県地域公衆預金*を除き） ☐ ☐

（注）「県地域公衆預金*」は中国農業発展銀行に限定される。

（出所）国家開発銀行、中国農業発展銀行、中国輸出入銀行の公式サイトにより筆者作成。

4.2 投融資と政策効果の分析

4.2.1 先行研究

福田・照山・神谷・計（1995）は、日本における政府系金融の誘導効果を分析するため、旧日本開発銀行（D B J）—現在の日本政策投資銀行—を代表的な政府系金融機関として分析対象とし、D B Jの融資による誘導効果が産業レベルと企業レベルのいずれにおいて有効かを問う検証を行った。結果は、産業レベルでは、石油精製、鉄鋼、非鉄金属、電気機械の四産業分野で強い誘導効果が見られた。また、企業レベルでは、D B Jの融資効果がもたらした「情報生産」という機能が、民間の金融機関の融資活動に影響を与えるか否かに対して、メインバンク以外の金融機関が大きな金融情報を提供したと考え、D B Jの情報生産機能はメインバンクの機能の補完材料であるとの結論を導くに至った。

これに対して、中国の場合について、唐（2003）は、政策金融と郵便貯金との関係、特に資金の出入などの枠組みや「金利体系」について詳細に解明した。また、中国の政策性銀行が高度経済成長にどの程度の役割を果たしたかに関して、唐（2007）は、とりわけ国家開発銀行の産業別の融資活動に注目し、いわゆるグレンジャー因果関係で検証した結果、鉄道、陸運、電力などの一部の産業は有意な結果が現れたとする経済成長に直接的な効果が見られた。一方、政策性銀行の融資活動にともなう商業資金の供給を誘発し得たかどうかという間接的な効果については、国家開発銀行による商業銀行や民間資金の供給への誘導効果は一部の産業で比較的に有意に判定できたと指摘された。

さらに唐（2016）は、国家開発銀行と中国輸出入銀行を事例に、両行の経済成長における役割の検証を行った。具体的には、国家開発銀行が基礎インフラ、基盤産業、及び支柱産業といった特定産業に対する中長期融資で、また環境や住宅開発、水事業など、様々な面にも融資を行うことによって社会発展に関する開発金融に手を伸ばしていると説明した。他方、中国輸出入銀行については、機電産業⁷¹と造船業に対する積極的な政策金融支援を行うことで、中国の船舶輸出を世界一位へと押し上げることに貢献したことを明らかにし、中国の経済高度成長に関わるインフラ整備、産業の育成と発展、国際競争力の強化や貿易の促進などの政策目的に寄与してきた一政策性銀行と評価した。また、今後の政策性銀行のあり方について、政策金融法制定（改定）の必要性や、時代変化の要請に応じた環境汚染の問題さらには都市開発及び社会サービスの供給などに対して新たな政策金融の役割を果たすべきであり、地域のバランスが取れた経済発展が求められていると評価した。

以上の先行研究は、D B Jまたは中国開発銀行のみを対象にした、いわば限定的ないし狭義の分析である。日本では主にD B Jの融資による誘導効果が、産業側及び企業側にどの程度認められたかを実証しようとした。中国における実証分析では、国家開発銀行を対象にし、その効果が特定の産業、民間金融への誘導効果を解明した。ただし、中国農業発展銀行及び中国輸出入銀行は実証分析の対象に含まれていない⁷²。

⁷¹ プラント産業のこと。

⁷² その理由として、まず設立時点のスケールで言えば、国家開発銀行は、中国農業発展銀行や中国輸出入銀行よりも各産業を大きくカバーしているのに対して、中国農業発展銀行と中国輸出入銀行は、データの収集や分類などに関して、より細かく記載されていないので公開資料として入手困難であることが挙げられる。次に、国家開発銀行のみを実証対象とした場合には、産業別の政策融資と商業銀行との間で、量的補完効果ないしカウベル効果に対して有意な結果が見られたとしても、中国の政策性銀行のうちの一つのみに見られただけであり、全体像の把握が抜けてしまうことが考えられる。すなわち、本章は政策金融機関とされた国家開発銀行、中国農業発展銀行、中国輸出入銀行が如何に経済成長を誘導しているかについてその経路を明らかにしたい。そのためにはかつての研究より広い範囲を取り扱った方が良いと考える。

4.2.2 グレンジャー因果関係の結果

以下では、政策性銀行の経済成長への効果を第3章と同様な分析手法を使い、VARモデルを用いて実証分析を行う。

本章におけるグレンジャー因果関係の取り方は、1994年から2015年までの21年間の年次データを用い、三つの政策性銀行のそれぞれと四大商業銀行⁷³を合計した各年度の貸付金を対象にGDP(国内総生産)とのグレンジャー因果関係を検証する。ただし、サンプル数(n=21)が少ないため、ラグを十分取れないことを考慮し、グレンジャー因果関係テストを行ってみた。Stataではラグを三つ目で計算したが、これを確かめるには、国家開発銀行を例にし、GDPにおける代表的な産業を「農林牧漁業」、「採鉱業」、「製造業」、「電力燃気業⁷⁴」、「建築業」の五つに分類し、それぞれに対応する当該年度の貸付金と相関係数を確認した。取り方としては、当期ラグをはじめ、ラグの一番高い相関関係が現れるまで試した。その結果は、表4-1にまとめられている。当期ラグから4期ラグまでの間のうち、1期ラグから3期ラグまでの範囲で産業それぞれの相関が高いと見られる。

表 4-1 ラグの選択

		産業分野				
		農林牧漁業	採鉱業	製造業	電力燃気業	建築業
相 関 係 数	当期ラグ	0.838	0.821	0.908	0.617	0.839
	1期ラグ	0.936	0.911	0.968	0.920	0.906 *
	2期ラグ	0.941 *	0.831	0.973	0.984 *	0.858
	3期ラグ	0.878	0.942 *	0.996 *	0.946	0.797
	4期ラグ	0.870	0.807	0.989	0.963	0.815

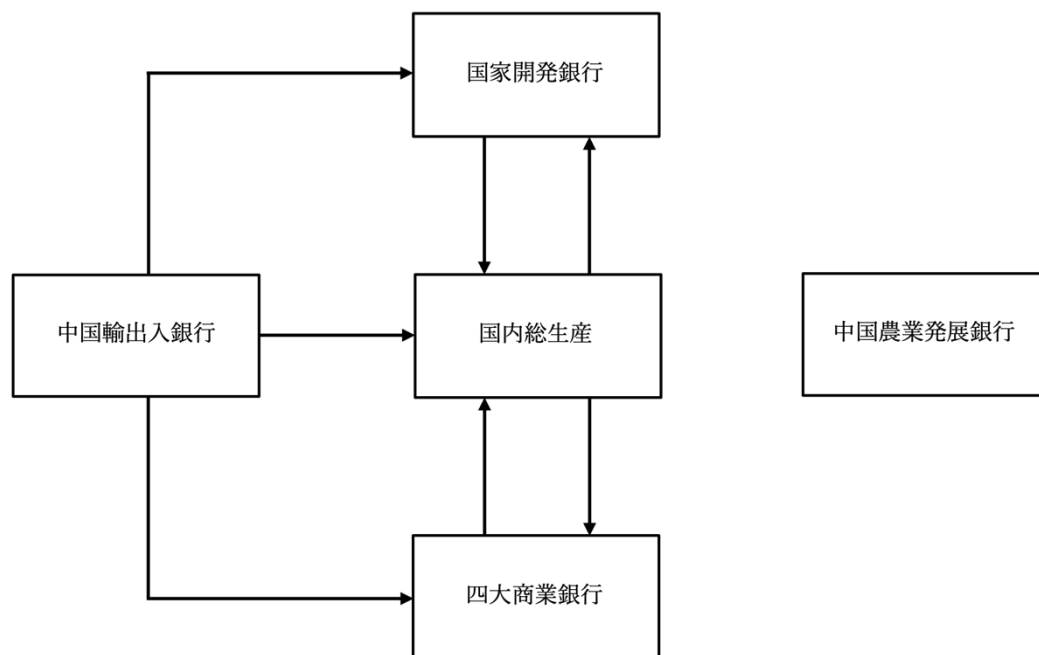
(出所) 筆者作成。

建築業は1期ラグで相関性が最も高く、農林牧漁業と電力燃気業は2期ラグで、採鉱業と製造業は3期ラグの場合で強い相関が見られる。Stataでの操作上、3期ラグが自動的に認識されたが、1期ラグと2期ラグを試してみた結果、それぞれ若干の異なるところが存在している。それに対して、三つの場合に共通する強い因果関係が生じた伝播ルートをもとめて図示化したものが次の図4-3である。

⁷³ 本章の分析期間は1994年から2015年までとなり、株式化改革の期間が含まれたため、「四大商業銀行」として使用する。

⁷⁴ 「電力、燃気、水的生産及び供給業」略。

図 4-3 中国の政策性銀行・四大商業銀行と国内総生産のグレンジャー因果関係



(出所) 筆者作成。

グレンジャー伝播ルートが示すように、いくつかの伝播経路が見られる中で、三つ特徴のある因果関係を確かめることができる。すなわち、四大商業銀行が国内総生産に影響を与えているほか、政策性銀行の国家開発銀行と中国輸出入銀行も国内総生産に影響を与えている。他方中国農業発展銀行については、国内総生産への影響は見られなかった⁷⁵。

前述のように、四大商業銀行は現存の政策性銀行の政策金融業務を含めた前身であり、GDP（率）に貢献することは言うまでもない。また、国家開発銀行と中国輸出入銀行が政策性銀行として国内総生産に影響を与えていることは、まさに政策金融による量的補完効果と利子軽減効果が示されたことに繋がる。

GDPは国家開発銀行と四大商業銀行に影響を与えながら、この二銀行⁷⁶に影響される。

⁷⁵ グレンジャー因果関係により、中国農業発展銀行はGDPに関連がない理由として、以下の点が挙げられる。一つは、当初の経済成長目標は農業立国ではなく、国家戦略プロジェクトに関連した基礎インフラやプラント製品の産業分野を育成・支援することが中心とされた。もう一つは、中国農業発展銀行は当初、食糧買付資金の融資によって食糧生産・流通の円滑化を図るために設立された（王、2015）。言い換えれば、中国農業発展銀行は、むしろ中国国内において農業の安定的生産という最低限の農業活動を維持することに重要な役割を果たした。したがって、中国農業発展銀行は、国家開発銀行や中国輸出入銀行の融資規模と比べて小さく、経済成長に対する影響が実証分析においては顕著に現れていないと考えられる。

⁷⁶ 「二銀行」は、国家開発銀行と四大商業銀行を意味する。

すなわち、国家開発銀行と四大商業銀行にはGDPとの相互の伝播経路が見られる。これは、GDPの増加に伴って国家開発銀行と四大商業銀行は経済にさらなる融資を行うことになると解釈されよう。経済成長のフィードバックにより、好景気の循環にもつながり得ると考えられる。

もっとも、中国輸出入銀行が国家開発銀行と四大商業銀行に影響を与えていることも注目すべきである。つまり、政策金融によるカウベル効果がみられる主体、別言すれば先導的な主体が中国輸出入銀行である。ここでは、同行が率先して融資を行ったある産業（または関連企業）に対して、国家開発銀行や四大商業銀行がそのあと追隨して融資活動を行うようになることが考えられる。

4.2.3 グレンジャー因果関係の考察

前項でまとめた三つの特徴的な伝播経路を踏まえ、ここではこの分析結果が実際はどのように果たしてきたことを確かめたい。また、政策性銀行として国内総生産に強い伝播経路が示された国家開発銀行と中国輸出入銀行が中国の経済成長に対して如何なる役割を果たしてきたかということについて併せて検証したい。

政策金融の役割に関する先行理論に基づき、まず、民間金融機関の資力で届かない分野に資金を補充するという量的補完効果は、中国の場合では特に政策性銀行の国家開発銀行と中国輸出入銀行が著しく発揮した。かつ二銀行は、民間金融機関より長期低利で融資を行うという利子軽減効果を果たした。

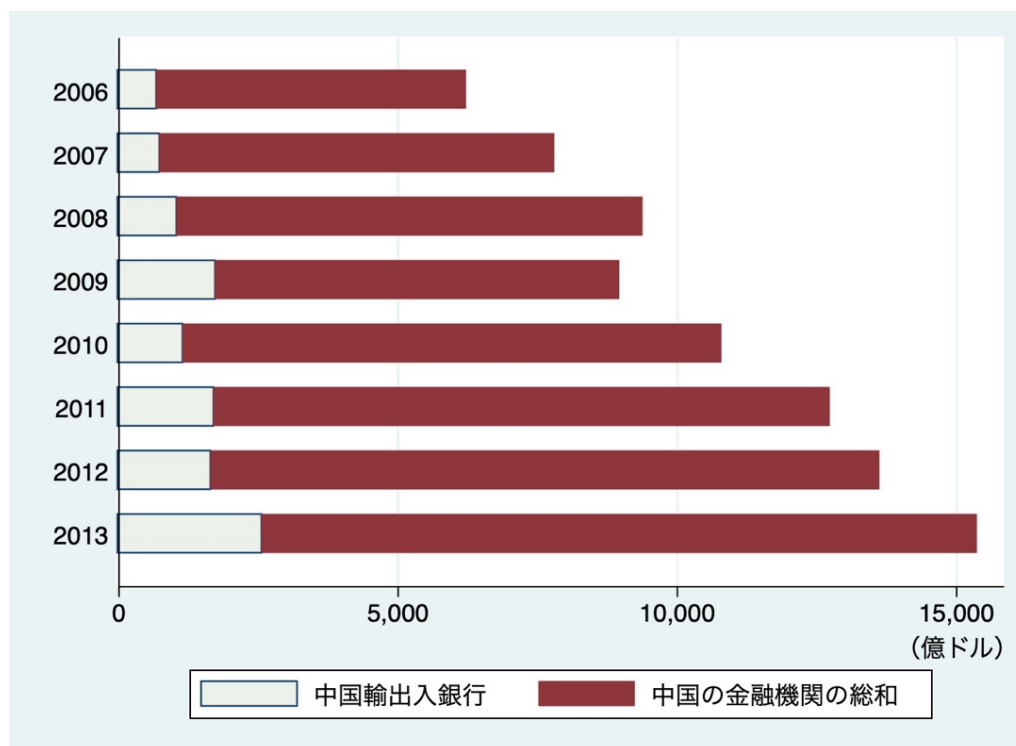
実体経済において、国家開発銀行は三つの政策性銀行の中で資本額が最大の機関であり、1994年の設立以来、全国の工業化を促進するためにエネルギー、交通運輸に代表される「支柱産業」に融資を活発に行うとともに、教育、医療、社会保障などに対する全国の都市建設に融資を行い、全国鉄道ネットワーク、地域ごとに国家が要求した重点プロジェクトの実施にも貢献した⁷⁷。

中国輸出入銀行はもっぱら中国の輸出入事業を維持・発展させる機関であり、設立当初の段階で、中国国内の機電製品⁷⁸やプラント、ハイテク製品の輸出が最重要と位置づけられた。これらの産業に対する融資額の推移を示したのが図 4-4 である。中国製品は当時、まだ国際市場におけるシェアが低かったため、中国企業を海外に進出させ、中国製品が国際市場で求められるように、主に国内企業に長期低利で政策性与信業務を提供するための機関だった。その後、業務範囲を広げ、国内外の輸出入関連の融資活動を提供するようになった。

⁷⁷ 梁 (2006) pp.191-194

⁷⁸ 船舶、旋盤機、飛行機の部品、変電送電設備などを指す。

図 4-4 プラント及びハイテク製品の融資額



(出所) 中国輸出入銀行 (2014) をもとに筆者作成。

さらに、カウベル効果を発揮した主体である中国輸出入銀行は、ある事業（またはそれに関連する企業）に融資するようになって以降、国家開発銀行や四大商業銀行といった他の金融機関の融資行動を誘発することになったが、その原因として次のことが考えられる。

すなわち、第二次産業の発展が久しく経済成長を支える大きな動力であり、特に輸出産業の力に与ることが大であった。中国輸出入銀行は金融面から輸出入事業を支え、中国経済の国際化を推進する役割を果たしてきた。同行は当初、中央政府が重点産業と位置付けた船舶製造・プラント分野を中心に融資を行ったが、その後は産業構造が第二次産業から第三次産業へと転換するにつれて、ハイテク製品や海外投資なども取り入れるなど輸出入事業のイノベーションに注力した。その推移を示したのが次の表 4-2 である。

表 4－2 中国輸出入銀行の輸出貸付（売り手側）与信分野シェア率（単位：％）

年	プラント	一般機電	船舶	ハイテク製品	対外工事	海外投資	農産品	その他
1994	52.50	14.20	33.30	0.00	0.00		0.00	
1997	47.00	21.00	25.00	0.00	7.00		0.00	
2003		17.50	18.30	38.80	25.40		0.00	
2005	2.50	11.80	16.90	35.80	33.00		0.00	
2008	6.78	12.88	7.13	28.87	9.07	28.82	3.19	3.26
2010	5.60	8.56	8.96	30.39	5.84	33.22	3.60	3.82
2012	7.10	14.50	10.50	35.30	7.20	14.60	3.80	7.00
2014	6.73	10.60	19.80	29.86	7.95	15.22	1.09	8.75

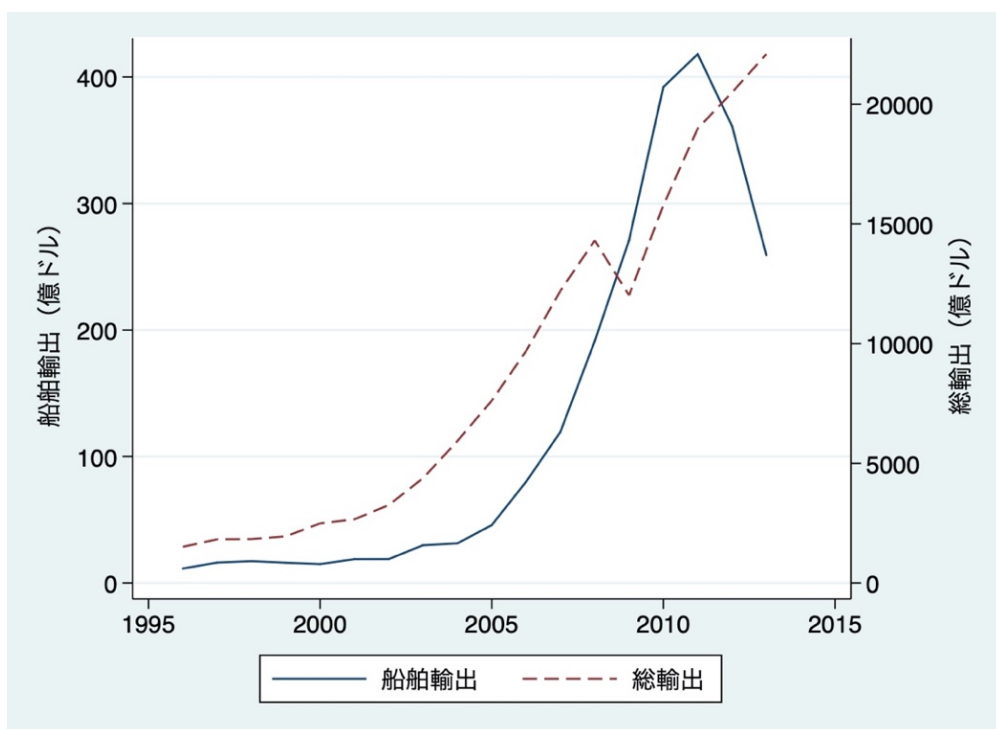
（出所）『中国金融年鑑』（1994－2016 年各号）により筆者作成。

中国輸出入銀行が貿易関連融資を積極化したのに伴い、国家開発銀行や四大商業銀行もそれぞれの関連する分野の融資に加えて、貿易に関連する融資を行うようになった。国家開発銀行の場合、港湾インフラ整備に注目し、四大商業銀行は貿易金融、特に企業の輸出や輸入に必要な資金の融資に力を傾けるようになった。このため中国の貿易は増え、中国の「輸出主導型」経済成長を促進する一因となった。

従来から経済成長の要因として、設備投資、消費、貿易（輸出）の三つが挙げられ、図 4－5 に示される通り中国輸出入銀行が先導して関連産業の多い船舶製造・プラント業に融資するほか、民間商業銀行や国家開発銀行からの貿易融資活動を促進させることは、正しくカウベル効果の主体であることに他ならない。

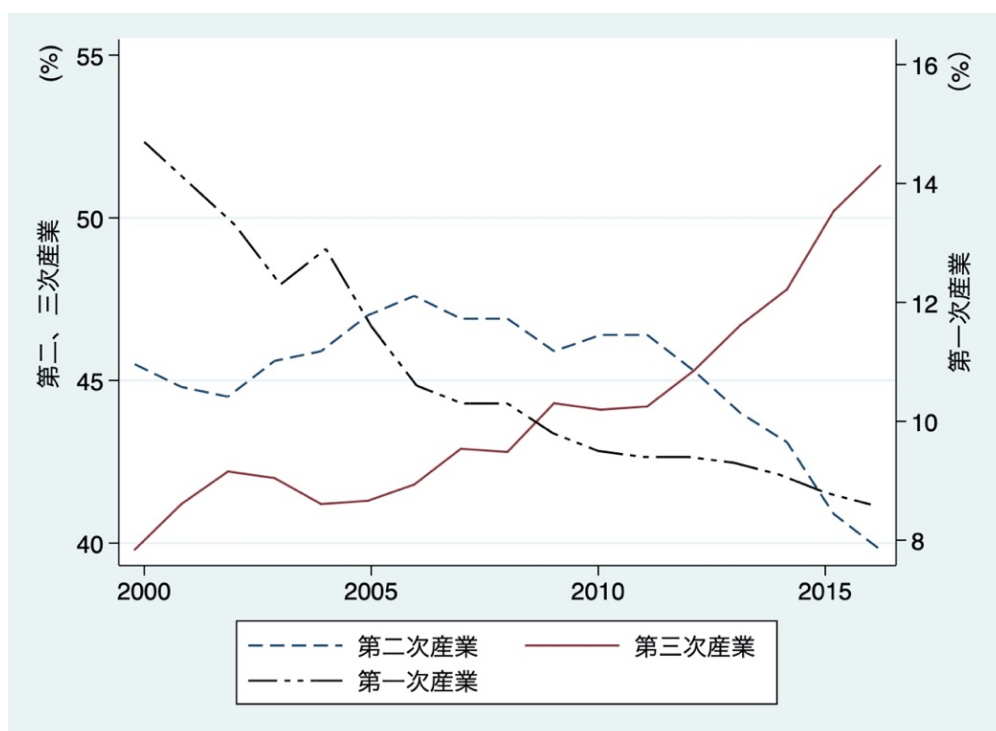
さらに、中国の「輸出主導型」経済成長とそれに伴う資本蓄積を促し、労働集約型産業から資本集約型産業への転換、特に重化学工業やハイテク産業を移植・発展させたのみならず、図 4－6 でも示されているサービス産業をはじめとする第三次産業の著しい成長に示されるように産業構造の変化を示現した。

図 4-5 中国の輸出融資額の推移



(出所) 中国国家统计局のデータベースにより筆者作成。

図 4-6 産業構造の比較 (2000-2016)



(出所) 中国国家统计局のデータベースにより筆者作成。

4.2.4 中国輸出入銀行と国家開発銀行の比較

二銀行は、それぞれが有する本来の政策機能に関する位置づけが異なり、政策業務を遂行する際に、中央政府によって付与された経済発展に関する公式見解や方針を優先し、それに即して業務を行うことが基本となっている。

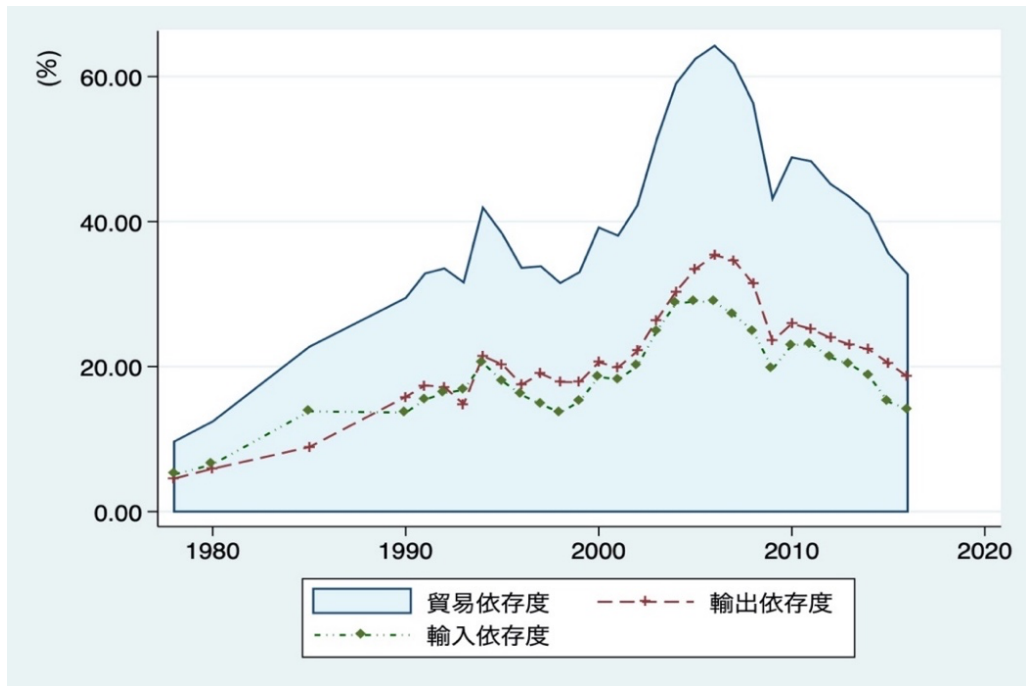
実際にも、1994年から2018年までの間、中国の経済成長を支えた重化学工業——煤炭や鋼鉄、石油、電力など——の発展に資金を供給する役割を積極的に行ってきたのは、国家開発銀行であった。それなくしては、中国の全土の重工業やインフラ建設、特に国を挙げた大型プロジェクトの実現は不可能であったといってもよいが、なかでも同行の資金援助がもっとも多かったのは鉄道やガス、水利などの国家公共産業セクターの国営企業であった。

かたや中国輸出入銀行は、中国の輸出入事業に特化した政策金融機関として設立されたが、国際金融環境の影響とともに、国内金融市場における資金需要の変化に応じて、資金支援を行う分野、対象企業の選択、さらには輸出品目の精査などを通して輸出の促進に貢献してきた。

また、産業構造からみると、第二次産業が平均で45%のシェアを有することから、中国経済は、製造業を中心に発展してきたことは明らかである。製造業の中には国家開発銀行が支援した石炭、鉄鋼業などがあり、中国輸出入銀行が主に支援したプラントや船舶製造などもその一部である。中国の市場経済化の初期段階では、国家開発銀行と中国輸出入銀行、両方とも製造業の各分野を通じて、中長期の政策金融支援が行われたことは否定できない。

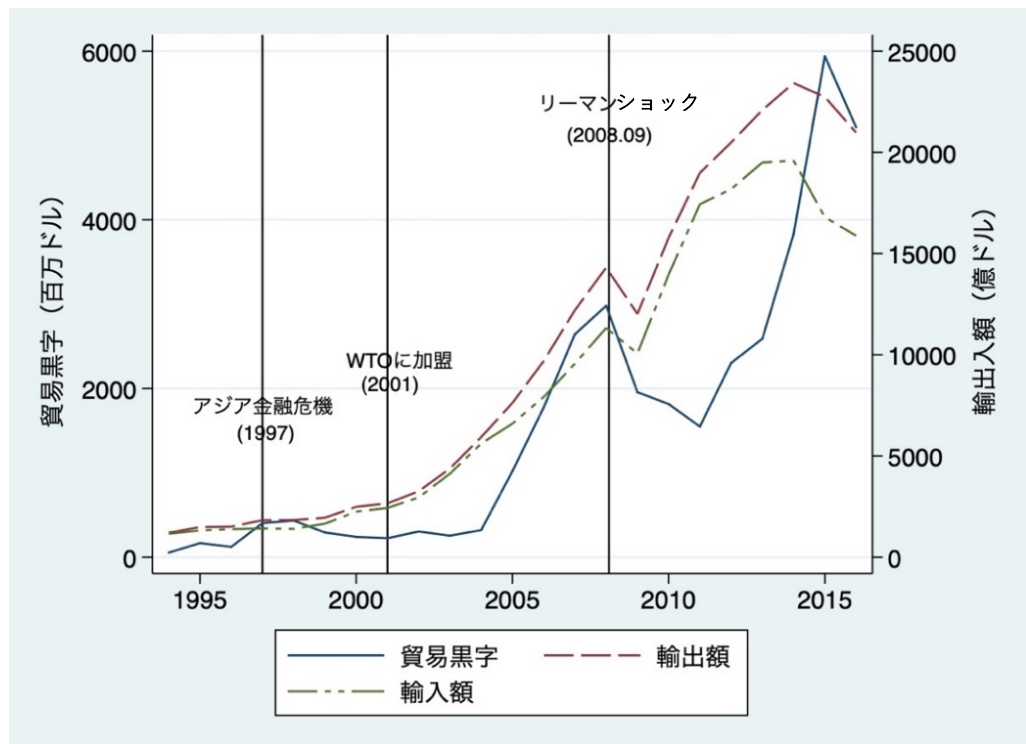
特に、政策金融の「質的補完」によるカウベル効果に関しては、グレンジャー因果関係に示された経路に従った結果、中国輸出入銀行が分析対象のなかで唯一の先導性を持つ政策性銀行であることが分かった。その理由は、①輸出入専門の政策性銀行という特殊な機能、②中央政府からの「貿易立国」という経済発展志向（図 4－7を参照）を持つ政策環境の整備、及び③国際金融環境の変化（図 4－8を参照）による影響、の三条件のすべてが、国内外の輸出入事業を促進する活動を行うことによって経済成長を成し遂げる要因であったと言ってよい。

図 4-7 中国の貿易依存度の推移（1978-2016）



（出所）中国国家统计局のデータベースにより筆者作成。

図 4-8 中国の貿易収支（1994-2016）



（出所）中国国家统计局のデータベースにより筆者作成。

4.3 小括

本章では、高度成長期の中国経済に対して、政策金融の理論上の「量的補完効果」と「カウベル効果」を推定することで、中国の政策性銀行の役割・効果について考察した。方法としては、説明変数として政策性銀行の国家開発銀行・中国農業発展銀行・中国輸出入銀行と四大商業銀行の四つを取り上げ、被説明変数は国内総生産とした。これをもとに、5変数間ではどのような伝播経路になっているかについて、VARモデルを用いて分析を行った。その結果、量的補完効果は、国家開発銀行と中国輸出入銀行が果たしていることが分かり、カウベル効果は中国輸出入銀行が果たしていることが分かった。すなわち、中国の政策性銀行による財政政策の効果を評価するにあたって、中国輸出入銀行と国家開発銀行が二柱の役割を演じ、高度成長期の中国経済に大きく寄与していたと結論づけられる。

ただし、中国の政策性銀行による財政政策のほか、貿易収支の大幅黒字なども中国経済の高度成長を牽引した。これは財政政策の公債発行という範疇に入らないが、今後の課題として考察したい。

5 章 地方政府の行動⁷⁹

第2章3節でみてきたように、中国地方政府による地方債発行という財政手段は、リーマンショック後の景気対策の「4兆元計画」が実施されることに伴って復帰した。地方債発行は、中速成長期の中国経済を促進する有力な財政手段として期待されている。

本章では、まず地方債の発行に至る経緯を概観し、そして専項債券の中にあって、もっとも指標性の高い土地貯備専項債券を事例に、発行体による所要資金の調達から債務の返済までの流れを説明しておく。

また、本章の実証分析では、中速成長期において中国の経済成長率が鈍化した原因を解明しようとする。中国の経済成長は「土地財政」と密接に関連するため、不動産開発活動と地方政府債務の増加との相関関係を検証する。分析結果により、一般債券と専項債券の役割を評価し、地方政府による積極的な財政政策の効果を再検討する。

5.1 地方財政と地方債

5.1.1 地方債の概観

市場経済的要素を取り入れて中国経済の発展を企図した改革開放後の地方債の歴史は、概ね次の三つの時期に分けられる。すなわち、①財政請負制度下の1980年代から1990年代初頭まで、②1994年の「分税制」改革後から世界金融危機勃発の2008年まで、そして③2009年以降から現在まで、である。

1980年代このかた中央政府の財政収入は財政請負制度⁸⁰が原因で年々減りつづけ深刻な歳入不足に陥った。1994年に「分税制」の財政制度が導入されたのはそのためであった。つまり、中央政府・地方政府の財政収入と徴税責任を明確な割合で分担する仕組みが作られ、中央政府が確保できる歳入の割合は75%を超え、残余を地方政府に配分した。これによって、中央政府の歳入は増大し、反対に地方政府のそれは減少した。1995年の「予算法」により地方債発行は厳格に禁止されていたので、地方政府が旺盛な経済建設需要を満たすために必要な資金調達は基本的に外国政府もしくは国家開発銀行からの借入金、それに「地方融資平台」に依存していた⁸¹。

ここで特記すべきは、2008年までの地方政府の地方融資平台への依存度の高さであり、それは以下のような事情を反映していた。すなわち、1998年の全国の住宅改革に伴い、土地の売買取引の合法化を機に、土地国有制度下の各地方政府は管轄範囲内の土地所有権を持っていたので、不動産の譲渡・売買などを通じて地方インフラ整備の資金調達に充当してい

⁷⁹ 本章は日本証券経済研究所『証券経済研究』に掲載された「中国の地方債市場の新展開」の内容をもとに加筆・再構成したものである。詳しくは王（2020）を参照。

⁸⁰ 地方政府と中央政府が結んだ契約により、地方で徴収した税収を一定比率で中央政府に納付すること。

⁸¹ 1998年のアジア金融危機の影響により、2006年までの8年間、国債収入の一部を地方に移転し、インフラ建設のための資金として利用された。

た⁸²。地方政府にしてみれば、地方の土地資源の「商品化」は地方債を発行せずに、代わりに地方融資平台を介して地方銀行からの融資を受けられ⁸³、ひいては地方経済の成長を促すことを可能にする方策であった。

2009年に地方債の発行が解禁されたが、当時はいわゆるリーマンショックによる経済不況に対する景気浮揚を目的とした「4兆元計画」が実施され、このうち当該年の2,000億元相当は地方債の発行によって調達された。爾来、地方債は景気対策を目的に起債されるようになるが、これを法的にも規範化した。けだし現在では、各地方政府が地方の経済成長を促進する有力な融資手段になっている。

5.1.2 近年の地方債発行の経緯

地方債発行が正式に許可された2009年から現在までのプロセスを仔細にみていくと、発行主体の顔ぶれや発行・償還方式は大きく異なっている。まず2009年から2011年までの間、地方債新規発行額は毎年2,000億元相当で推移し、いわゆる「4兆元計画」を支える柱の一つとなった。発行主体は「パイロット地域」—中央政府より試験的に債券発行を認められた省、自治区、直轄市、計画単独都市レベルの各政府—であるが、各レベルの地方行政が直接発行するのではなく、中央財政部の代理発行（代理償還）の形で行われていた。その後2011年から2014年までの間は、「自主発行」、すなわち省・市レベルの政府が自ら債券を発行することが可能になった（ただし償還は財政部が代行）。

2011年に上海市、浙江省、広東省、深セン市の四つ省・市レベルの地方政府がパイロットとしてそのような形での債券発行を開始したものの、これ以外の地方政府は、従来型の、財政部による代理発行・代理償還の形で行われていた。

その後2014年に入って「新予算法」が制定・施行され、全国すべての省政府（特別発行市を含む）に地方債の発行が正式に認められた。ただ起債規模は国務院が決定した上で行うこととされた。同年5月、自主発行、自主償還（中国語で「自発自還」）の「パイロット地域」はさらに10の省・市レベルの地方政府に拡大した。

地方債発行の「節目（moment）」となったのは2015年の法改正であり、この年専項債券法案⁸⁴が公布され、専項債券の発行に関する規則及び信用評価制度の導入が開始された。ただそのすべてが新規発行債券というわけではなく、一部は「置換専項債券」と称し、2014年末以前に発行された既発債の期前償還と借り換えを目的していた。

とはいえ、地方債の太宗は「高速道路専項債」や「土地備蓄専項債」などの新種の専項債券であり、具体的なプロジェクトに基づく債券発行を目的としていた。実際、2017年以降は専項債券が主要かつ中心的な資金調達手段となるに至った。

⁸² 徐（2012）pp.146-147、徐（2014）pp.13-17

⁸³ 徐（2014）pp.13-19「（前略）地方政府のLGFVを通じた間接的な資金調達（後略）」を参照。

⁸⁴ 関連する法案は財政部（2015a）、財政部（2015b）による。

5.1.3 地方債の分類

地方債は償還原資によって一般債券と専項債券の2種類に分けられる。一般債券は地方政府の一般公共予算の赤字を補填するために発行され、発行によって得られた資金は収益を目的としない公益性のある事業プロジェクトに運用される⁸⁵。償還原資は地方政府の財政収入を担保とし、一定期間内に元金と利息を一般公共予算で返還する。一般債券の発行期限は短期間の1年から長期間の20年までとなる⁸⁶。

これに対して、収益を目的とする専項債券の場合、事業プロジェクトの収益が債券の償還原資となる。地方政府はそうした事業から生じる利益を基金予算管理に計上する。この種の債券の償還期間は1年から長期間の20年までとされる⁸⁷。

現在まで発行された専項債券についてみると、土地備蓄専項債、高速道路専項債、供水専項債、棚改専項債、軌道交通専項債など多様であるが、現行制度では専項債券だけが置き換えの用途として利用可能であり、一般債券の使途は一般新規債の発行のみで基礎インフラの設備投資に対応することに限られている。

5.1.4 地方債発行の仕組み

新規専項債券発行計画は省レベル⁸⁸の地方政府により、毎年10月末までに策定する⁸⁹。策定された当該年度の地方債発行予定額は、その前の年に財政部門に一括請求し⁹⁰、財政部に提出する。そして国務院が受けて全国人民代表大会にて各地方の債務発行可能枠に関する討議がなされる⁹¹。検討された新規債務限度額は、国務院の承認を得て財政部を通じて各省レベル地方政府に通達し、当該年度の新規発行額を分配するようになる。次に財政部の審査に入り、国庫司⁹²に地方債発行の許可を得てから、指定の金融機関に発行して最終的に債券市場または上海・深セン証券取引所で流通するようになる。具体的なプロセスは図 5-1 を参照されたい。

⁸⁵ 財政部 (2016a)

⁸⁶ 財政部 (2015c)

⁸⁷ 財政部 (2016b)

⁸⁸ 省レベルの地方行政府は各省、自治区、直轄市である。

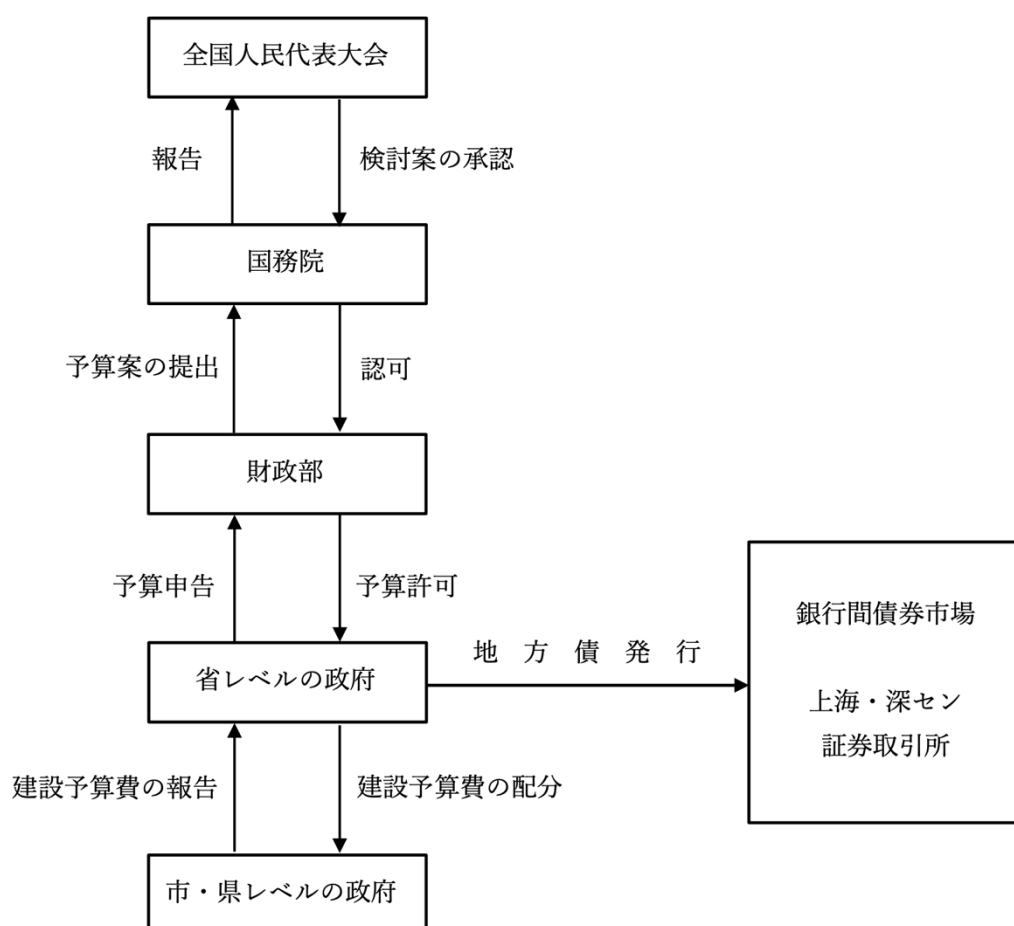
⁸⁹ 新規発行額の策定は、各地方の債務リスクや財力状況や中央指定の重大項目支出などの要因を考慮した上で「因素法」によって測算される。因素法の計算公式は、{ある地方の新規発行限度額=(当該地方の財力*係数1+当該地方重大項目支出*係数2)*当該地方債務リスク係数*波動係数+債務管理績效因素調整+地方申請因素調整}である。以上、財政部 (2017c) を参照。

⁹⁰ 省、自治区以下の市県レベル(市町村)政府の発行額は、所属の省、自治区レベル政府に申請する。市県レベル政府の債務発行可能額は所属となる省レベル政府から通達される。

⁹¹ 財政部 (2009)

⁹² 国庫司は財政部に所属し、中央、地方及び全国財政の予算・決算を管理し、中央財政資金を調達する部門である。

図 5-1 地方債発行の流れ



(出所) 国务院 (2014)、财政部 (2015d)、财政部 (2017c)、徐 (2011) をもとに筆者作成。

5.2 専項債券：2015 年－現在

5.2.1 概観

既述のように、専項債券は地方のインフラプロジェクトに必要な資金を調達する目的で発行される地方政府債券であり、2015年に導入された。近年、一般債券の発行に加えて、地方における持続的経済成長の維持・促進を旨として発行が増えている。専項債券はこの間地方政府が発行してきた債券すなわち一般債券⁹³とは、元利償還の原資が地方政府基金（特別会計）と建設プロジェクトによる収入に対応している点で異なり、この点では、アメリカのレベニュー債に近い性格を持っている⁹⁴。土地貯備専項債券⁹⁵や高速道路専項債券⁹⁶などがそ

⁹³ 一般債券の償還原資は、地方政府の一般公共预算（一般会計）となる。

⁹⁴ 江夏 (2014) pp.119-139

⁹⁵ 财政部 (2017a)

⁹⁶ 财政部 (2017b)

れであり、発行によって得られた資金は地方政府基金によって管理され、漸次資金使途が決定される。

こうした債券発行が必要とされた背景には、地方の都市化の急進展に伴って、基礎インフラ整備が喫緊な課題となったことが挙げられる。専項債券の導入は、従来の一般債券とは別の新たな債券の種類となる「専項債券」を導入するのみならず、この間積み重ねてきた地方債務ストック（既発債）⁹⁷を新たな形—「置換専項債券」—に分類し整序整頓することを意味した。

さらに、2017年からは、財政部は専項債券の使途を絞り、「項目収益専項債」という具体化したプロジェクトにしか使用できないように種類を小分けにした。これによって、以前発行した債券で得られた資金が複数の建設プロジェクトに取り入れられる方法を変更し、債務リスクを分散することを企図したと考えられる。専項債券の発行により、ある程度地方政府の財政負担を軽減することができ、かつプロジェクトを明確化することを通じて融資手段のリスクを軽減することが期待できる。

専項債券の発行による地方建設資金の調達や運用する方式が提唱され、導入開始から5年が経ち、一般債券の発行額に匹敵する増加傾向が見られる。2018年末時点で、一般債券の新規発行額の2.2兆元に対し、専項債券のそれは1.9兆元である。専項債券の活用により、地方政府はバランスシート上歳出不足（赤字）を避けることができ、かつ地方債務を透明化するというメリットも無視できない。地方インフラ整備を加速させると同時に、地方政府の財政負担も軽減できる。専項債券を活用することによって、短期的には地方の経済成長に貢献したこともさることながら、中長期的には雇用創出とインフラ設備を運営する際に発生する収益を関連する事業プロジェクトの「余剰」として享受することを可能とした。今後は地方の都市開発に対応し、一般債券以上に活用することが期待できるだけでなく、発行債券と発行方式の多様化といった形で中国債券市場の発展に寄与することも考えられる。

5.2.2 専項債券の種類

専項債券の種類は、図 5-2 が示すように「普通専項債券」と「項目収益専項債券」とに分かれる。前者は基礎インフラや都市開発など公益性の高い事業への資本支出を対象とし、後者は不動産開発、老朽化した商業ビルや住宅の再開発事業を対象とする⁹⁸ものであり、土地貯備専項債券⁹⁹、高速道路専項債券、棚戸区改造専項債券¹⁰⁰がその代表例である。この3種類は発行実績が多く、専項債券の新規発行量の9割以上を占める（2019年現在）。

このほか、「置換専項債券」という債券もあるが、これはもっぱら過去に発行され満期を

⁹⁷ 2014年12月31日までに発行されたものが対象であると考えられる。

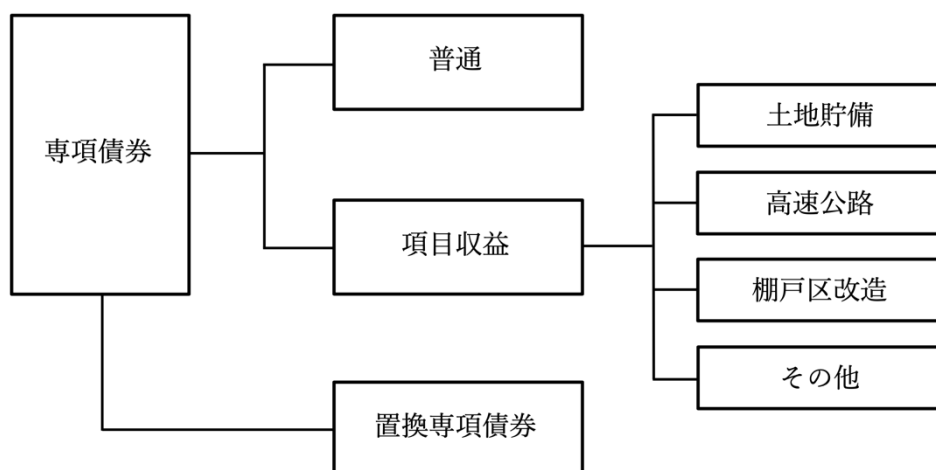
⁹⁸ 財政部（2018a）

⁹⁹ 2017年8月から発行された。

¹⁰⁰ 「棚戸区改造」は、スクウォッター地区の再開発を意味する。この種類の債券は2018年から発行された。

むかえた既発債のうち、特にその事業の重要性に鑑みいわばつなぎ資金の供給を目的とした借り換え債の性格が強く、新発債とは異なる。

図 5－2 専項債券の分類



（出所）中国政府債券市場年報(2017)をもとに筆者作成。

5.2.3 発行主体、発行期限と発行方式

地方債の発行主体は中国の行政区分である省、自治区、直轄市レベルの地方行政機関に限られ、専項債券（または一般債券）の発行権を有する。このほかにも、「債券発行特別市」に指定された青島市（山東省）、廈門市（福建省）、深セン市（広東省）などは、その属する省政府の許可を得たうえで、単独で市レベルの専項債券を発行することが可能になっている。

専項債券の発行年限は、最短1年、最長20年と幅がある。いうまでもなく、発行体が選択する債券の年限はその目的とする事業の性格に依存するが、3年、5年、7年、10年の年限が中心であり、発行総規模の98%を占めている。ただし、7年債と10年債の発行については、当該年の発行計画額の過半を超えないことを条件として課せられる。

次に発行方式をみると、主に公募と私募との2種類がある。まず公募が中心になり、全国銀行間債券市場や証券取引所債券市場などで広く投資家に売り出される。一方、私募の場合は、特定かつ少数の機関投資家や個人投資家に向けて発行される。

このほか、一部の既発債を置き換える場合に関して、「定向承銷」¹⁰¹という特殊な発行方式が用いられるケースもある。これは、既発債の借換え¹⁰²、すなわち置換債券の発行に特有

¹⁰¹ 定向承銷方式は置換債券の発行によって既存債務を代替する。

¹⁰² 発行先は銀行に限定。

の形式¹⁰³であり、既発債を保有する投資家、主要には商業銀行内で発行される。

5.2.4 発行特徴

専項債券の発行にかかる特徴の一つは、基本的に1年間を通じて複数回（各期）に分けて発行することである。専項債券の発行を定めた現行法¹⁰⁴の規定によると、専項債券は、単一のプロジェクトを対象に起債されることが原則であるが、複数のプロジェクトに対して集合発行することも可能である。すなわち、ある特定のプロジェクトに対して期限が異なる複数の専項債券の発行を想定している。また、発行規模の大きくかつ発行数の多い場合に際して、発行額を分割し複数回継続する—欧米諸国でよく見られる「トランシェ発行」に相当する—手法が採用されることもある。

公募形式で公開市場において発行する際、各地方において専項債券の「取引母集団」、すなわち当該債券の引受募集シンジケート団（以下、引受シ団）を組成する。引受シ団メンバーは主に商業銀行、地方銀行、証券会社から構成されるが、常設的な引受シ団を組成することもあれば、一般債券と合併してアドホックな共同引受シ団をシェアする場合もある。

2019年、BNPパリバ及びドイチェバンクの二銀行が、引受主幹事を務めることが認められたほか、ドイチェバンクは2020年青島市の地方債の引受シ団のメンバーになった¹⁰⁵。外資系銀行の参入は中国地方債市場、ひいては債券市場全体の発展に貢献すると期待される。

5.2.5 発行金利条件と発行状況

公募専項債券はクーポンレート、すなわち一般に固定利付のものとなり、発行価格（売出価格）は、基本的に価格競争入札によるものとされる。また委託販売によって決定された場合には、その時々々の市場金利の動向を勘案して発行体と交渉して決定される。

入札発行の場合、原則、委託・入札日の当日前までの1日～5日間に発行した同期限の記帳式国債の平均収益率を上回る水準をベースに発行価格を決定する¹⁰⁶。すなわち、財政部政府債券発行システムを通じ、引受シ団の各メンバーより提示した応札額と応札価格（利回り）のうち、応札額が最高値のものもしくは応札価格が最低値のものから、発行予定額に達するまで漸次値を下げる¹⁰⁷。

これに対して、委託販売の場合、地方政府サイドが事前にリードマネージャーとの交渉によってクーポンレートや募集価格（発行価格）を仮設定し、その後規定時間内に引受シ団の各メンバーから委託金と委託利率を受け取り、利率と発行額を決める。例えば、四川省の場

¹⁰³ 利率区間の設定は、発行日の前日から5日間までの同期限記帳式国債収益率の平均値からその平均値の1.3倍までとする。

¹⁰⁴ 財政部（2015e）

¹⁰⁵ 財政部（2020）

¹⁰⁶ 財政部（2018b）

¹⁰⁷ 財政部（2018c）

合、公開發行の際に発行債券の利率¹⁰⁸は3.45%から4.66%のレンジとされた。もちろん、利率設定は、発行期限（3、5、7年）、発行額、発行時期によって異なる。上海市の場合は、3.69%から3.86%までとなっている。

5.2.6 格付け

中国の債券発行にかかる格付け取得の歴史は1980年代に遡るが、こと地方債の格付けに関しては、2014年に自主発行¹⁰⁹が可能になったことにともない、中央政府が省レベル地方政府に対して格付けの取得を義務づけた。このため、2013年末時点で地方債の自主発行省である広東省は、省都・広州市の債務返済比率が17.3%に上り、各地方政府（省レベル）は各自で管轄する地域における債券発行に際してリスク管理の一環として格付けを取得することを奨励した。たしかに広東省はパイオニアであったが、格付け取得が全国的に普及したのは、専項債券の発行が開始された2015年以降であった。

地方債は全国銀行間債券市場で流通して取引される主体であるため、対応する格付機関は、相応する評価資格が必須とされる。現在、全国銀行間債券市場で認可されたのは内外9社にのぼる¹¹⁰。もっとも、中国系格付機関のなかにも外資系が支配権を握るものもあり、例えば中誠信国際信用評級有限責任公司是米系有力格付機関のムーディーズが30%の株を保有、また連合資信評估有限公司の場合は、シンガポールの政府系投資ファンド（SWF）であるGIC（政府投資公社）が同社の約四半分の株式（25.16%）を支配している。さらに、外資系格付機関であるS&Pグローバル・レーティングとフィッチ・レーティングズの2社は、引受主幹事として中国の債券市場に本格的に参入することが、発行市場における新規発行銘柄の発行条件の実勢化に貢献している。

債券格付けの基準は各機関によって異なり、これを評価する際、基本的には地方政府の財力、地域における資金の流動性や地方政府に対する外部的な支援などが必須項目として考えられることが多いといわれる。ただし、中国では格付機関の数が多く、発行体によって指定格付機関となるための競争が熾烈である。例えば2014年に広東省地方債の公開入札を募集した当時、6社の格付機関が競争入札し、最終的に上海新世紀資信評估投資服務有限公司が選ばれた。

現行の慣行によると、地方債の格付けは、各地方政府が債券¹¹¹を発行する際に公開入札を経て格付機関を選定し、しかるのち専項債券とリンクしたプロジェクトの信用格付は、格付機関に委託して行うようになっている。図 5-3 に示される通り、地方政府は格付機関を指定することによって、実際に“ハイリスク”プロジェクトであっても、格付機関が当該プロ

¹⁰⁸ 中国政府債券市場年報（2017）による。

¹⁰⁹ 広東省、山東省、江蘇省、江西省、浙江省、寧夏自治区（省）、北京市、上海市、深圳市、青島市で認められた。それ以外の省・直轄市、特別発行市レベルの地方債は、財政部代理発行となっていた。

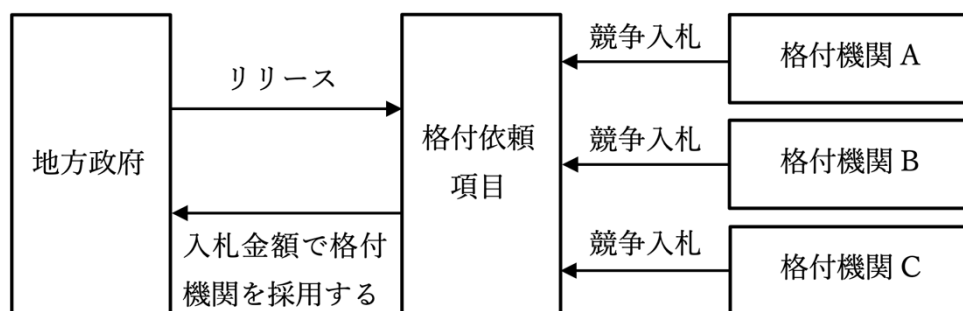
¹¹⁰ 中国銀行間市場交易商協会（2021）による。

¹¹¹ 通常は発行額を単位にしたプロジェクトは対象である。

ジェクトの評価を高めにする傾向があり、結果として最優良格付（AAA）が多くなる一因となっている。別言すると、各地における地方債の信用力は一律横並びで、地域間、プロジェクトごとの信用格差が見えにくいのが、中国の信用格付けの実態と言えよう。

こうした格付け事情を改善するために、中央政府によって2019年11月に「信用評級業管理暫行弁法」が公布された。これによって、信用格付市場における不正競争を防ぎ、格付プロセスの修正、格付機関の信頼性や独立性の向上に対し、法律的な規則案¹¹²が作り上げられた。中国人民銀行は信用格付市場の主管部門として、国家発展改革委員会、財政部と中国证券监督管理委员会の3機関は業務操作上の管理部門として格付セクターにおける規制・監督・管理を行うこととされた。

図 5－3 格付機関採用の仕組み



（出所）財政部(2014b)をもとに筆者作成。

5.2.7 金利の市場化改革

前項で述べたように、地方債の信用格付は発行体の信用力の差異を映したものと必ずしもいえない。いわば“お手盛り”が横行していたといってもよい。少なくとも当初の段階ではそうであり、本来であれば発行体の信用力によって生じる債券の利回り格差がほとんど見られなかった。例えば、同一の地域の、専項債券の発行額・年限・利率などの発行条件が同一であっても、発行体の信用力によって利回りはそれぞれ異なるはずであるが、その差はせいぜいのところ10ベーシスポイント内外にすぎない¹¹³。また、既発専項債券の年間収益率¹¹⁴についていえば、理論値ベースで3～6%の差があってしかるべきであるにもかかわらず、実際に地方の各省が発行した地方債の収益率を見ると、平均3.9%程度となっている。

この背景として、専項債券の発行金利のベースとしても活用される基準金利の選定に関

¹¹² 中国国債協会（2020）による。

¹¹³ 2018年以降の水準となる。

¹¹⁴ 年間収益率（annualized rate of return）＝[(投資内収益/元金)/投資日数]*365*100%

する不透明性を指摘しなければならない。この金利は、中国の金利自由化がいまだ道半ばであるとしても、地方債の起債を含む金融取引の基礎金利として広範に利用され、他の金利水準や金融資産の価格などを設定する際のレファレンス機能を担うとされるにもかかわらず統一されていない。中央銀行の貸出基準金利やSHIBOR（上海銀行間取引金利）、LPR（貸出市場報価金利）などがあり、どれを債券発行の「基準金利」として用いるべきかはいまだコンセンサスを得ていない。

中国ではこの間、地方債は国債や政策性金融債と同種類の「利率債」に分類されるため、地方債の発行金利は通常、国債のそれを基準金利として考えられることが多い。しかし、国債は高い信用力を有して低リスクで、流動性も高いのに対して、地方債は国家信用に劣後する地方政府の信用によって支払い保証がなされるにすぎない。それゆえ、地方債の流動性は国債に比べて劣後する。つまり、中国は金利自由化がいまだに達成されず、債券利回りの銘柄間連動がなお不十分で、市場実勢化が進展していないとしても、地方債の流通利回りは国債のそれよりも高くなるはずである。

たしかに地方債発行市場における発行金利が、国債のそれより低くなるという「異常な」時期があったことも事実である。2015年4月に発行予定となった総額648億元の江蘇省政府の債券は発行金利について引受シ団との交渉が一致せず、一時的に延期になった結果、地方債金利は調整の時期を迎えた。地方債の発行金利は、いわゆる市場実勢化と銘柄格差を映して、同一年限の債券特に国債のそれを上回ること、言い換えると「地国逆転」利回りが発生しないように市場運営をすることと、及びその前提となる地方債市場の改革を推進することが要請されたのであった¹¹⁵。

爾来、地方債の金利水準をみると、発行体の属する各省の信用力を反映して、バラツキが生まれるようになった。そして2018年からは各地方政府の財政部門が地方債発行に対して「入札干渉」、「利率設定」などの違法行為を禁止する法案が公表された¹¹⁶。さらに、2019年、地方債入札利率の最低区間を25から40までのベースポイントのレンジで調整するように、行政指導—いわゆる「窓口指導」—されるに至り、市場の自由化は一段と進展した。

5.2.8 地域の経済、財政状況及び負債率

全国各地域の経済状況から見ると、東部地域の広東省、江蘇省、山東省、浙江省は経済力でトップ4に入り、これら4省を合算した国民総生産総計は全国の3割超を占めている。これに対し、中部地域は河南省、湖北省、湖南省、そして西部地域の四川省のみがGDPの10位以内に入っている。

東部地域中、広東省と江蘇省の2省が突出して経済競争力が極めて高い。広東省では省都・広州市と経済特区の深セン市が主導したハイテク製造業と現代サービス業に優れ、イノベーション系の企業が多く、世界的な生産拠点として輸出依存型の貿易経済で発達してい

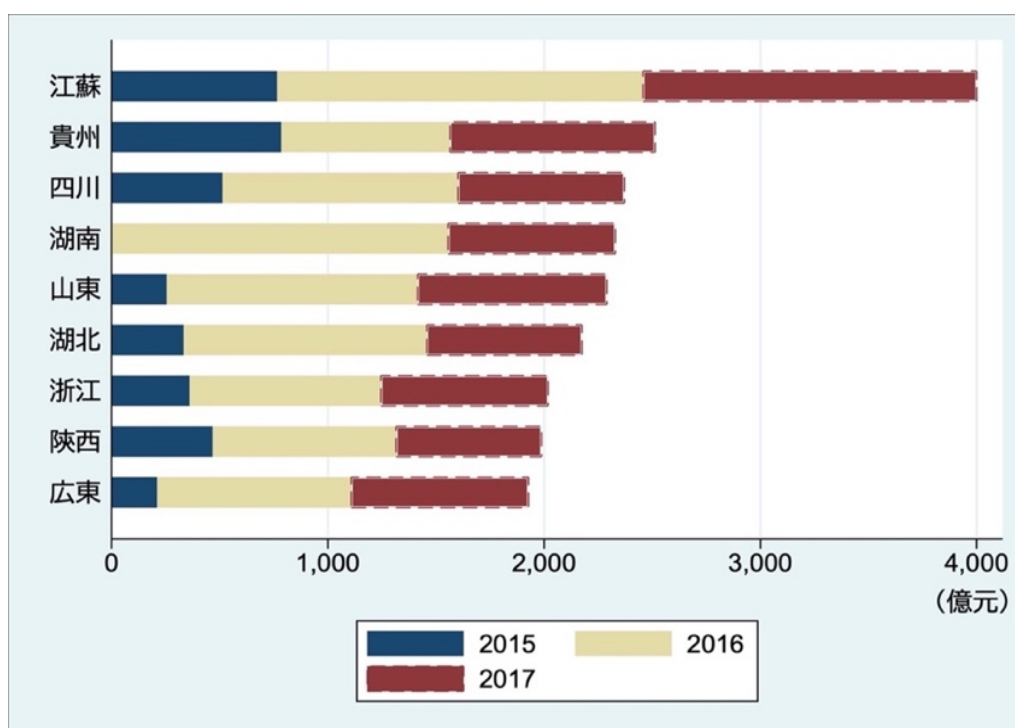
¹¹⁵ 財政部（2018d）

¹¹⁶ 財政部（2018e）による。この文書は同年5月8日に公表された。

る。かたや江蘇省は広東省に匹敵する唯一の地域として、年間経済力は共に 9 兆元を超えた¹¹⁷。産業構造から見ると、江蘇省はそもそも軽工業と重工業の生産が集まる地域で、化学・鋼鉄工業をメインとする製造業が発達している。近年は新興系技術工業に特化しており、クリーンエネルギー、ナノ素材産業が発展して地域経済が成長している。

各省の債務状況は、2013年に審計署が公表した「全国政府性債務審計結果」¹¹⁸によると、債務規模が大きい地域は基本的に地方の経済力が発達している地域と一致する特徴がある。具体的には、各省専項債券の累積発行額では、東部地域の江蘇省、山東省などや、西部地域の貴州省、四川省、陝西省、また中部地域の湖南省、湖北省が多い¹¹⁹。(図 5-4 を参照)

図 5-4 専項債券発行額 (2015-2017)



(出所) 中国政府債券市場年報(2015-2017)をもとに筆者作成。

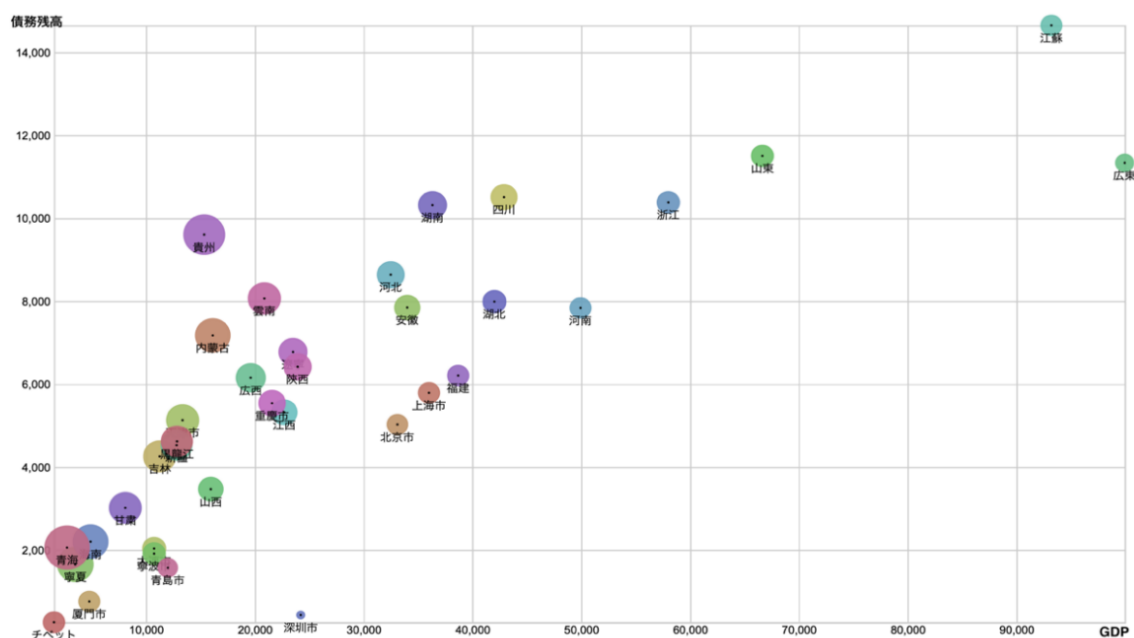
¹¹⁷ 中国国家统计局公式サイトより、2018 年地区生産総値（最新）は広東省が 99,945 億元、江蘇省が 93,208 億元になっている。

¹¹⁸ 中華人民共和国審計署（2013a）、中華人民共和国審計署（2013b）も併せて参照。

¹¹⁹ 『中国政府債券市場年報』より 2015 年から 2017 年までのデータを集計した。

負債率¹²⁰については、地方における経済規模は債務に対する負担能力を判定する指標である。2018年全国地方政府の平均値は37%¹²¹であり、国際的な基準で60%の水準値を超えない¹²²。ただし、地域別でみた負債率の高いベスト5は、青海省(74.8%)、貴州省(62.5%)、寧夏省(47%)、海南省(44.8%)、内モンゴル自治区(44.4%)の順となり、いずれも中国の西南地域に分布する。一方、負債率の低い省は主に東部地域にあり、広東省(11.3%)、江蘇省(15.7%)、河南省(15.7%)、福建省(16%)などである。(図5-5を参照)

図 5-5 各省の負債率



(出所) Shanghai WIND Informationデータベース、中国国家统计局のデータ(2018)をもとに筆者作成。

5.2.9 専項債券の運用例

専項債券の発行額の3割以上を占めた土地貯備専項債券は、省レベル地方政府が発行主体として、土地の将来価値による収入で対応する初期開発費を調達する際に発行し、地域の基礎インフラ整備に投入することを目的とする。発行期限は最長5年とし、具体的な建設プロジェクトに対応する。政府が開発した土地が将来において市場取引される際に得られる収入によって、それまでに土地取得する際に支払う補償金などを弁償する。以下では、江蘇

¹²⁰ 図5-5の通り、各省の円の大きさは、債務残高をGDPで割った値に比例して描いている。例えば、ある省の円の面積が大きくなればなるほど、債務残高/GDPの数値が1に近いことを意味する。ただし、各省の円の大きさを区別するため、円の色を同じものにしていない。

¹²¹ 負債率は債務残高対GDP比となる。

¹²² マーストリヒト条約(Maastricht Treaty)における「政府債務残高がGDP比で60%以内であること」の基準を参照した。

省南京市浦口区の土地貯備専項債券を具体例として説明する¹²³。

江蘇省における中長期的な経済計画によると、いわゆる「新型城镇化」¹²⁴に向けて地域経済の協調的な発展を実現するには、蘇南、蘇中と蘇北の3地域¹²⁵はその目標に応じて「国家自主创新示范区」を築き、地域の特色を活かした産業¹²⁶を育成する。南京市は江蘇省の省都であり、中国東部地域兼長江デルタ経済圏における教育・研究開発の重点基地として、中国の中西部地域の経済発展の促進に繋がる中枢となっている。（表 5－1 を参照）

表 5－1 南京市の主要経済指標（単位：億元）

項目	2016年	2017年	2018年
地域総生産	10,662.28	11,715.10	12,700.00
一般公共予算	1,142.60	1,271.91	1,470.00
政府系基金収入①	1,522.50	1,706.40	1,614.60
（国有地使用权による譲渡収入）	1,383.57	1,547.98	1,469.20
政府系基金支出②	1,479.25	1,611.85	1,589.90
（国有地使用权による譲渡収入と債務支出）	1,399.62	1,503.96	1,443.50

（注 1）国有地使用权による譲渡収入は、政府系基金収入①に含まれる。

（注 2）国有地使用权による譲渡収入と債務支出は、政府系基金支出②に含まれる。

（出所）江蘇省财政厅（2019）をもとに筆者作成。

浦口区は南京市西北部に位置し、区面積は913.75平方キロメートルで、人口は76.99万人からなり、国家レベルの産業園区の「南京高新技术产业开发区」¹²⁷と「南京海峡两岸科技工业园」¹²⁸が設置された。2018年全区生産額は360.9億元で、産業構造から見たシェアは、第一次産業11.6%、第二次産業25.6%、第三次産業が62.8%となっている。全年度区の貿易総額は77.22億元のうち、輸出額は36.63億元、輸入額は35.59億元となっていた¹²⁹。また、浦口区の財政状況¹³⁰では、区の一般公共予算収入は53.13億元で、予算支出は64億元となった。政府系基金収入は193.49億元であり、うち土地基金収入は188億元である。

¹²³ 王（2020）pp.121-123

¹²⁴ 新型城镇化は、都市部と農村部が一体化した工業・サービス業の発展促進や農業近代化などの協調的な地域経済発展を目指すものである。

¹²⁵ 蘇南、蘇中と蘇北は江蘇省の南部、中部、北部地域の略称。

¹²⁶ 具体的には、バイオ産業、新材料産業、電子情報業などを意味する。

¹²⁷ 南京高新技术产业开发区は医薬品産業や航空材料業などから集まる支柱産業基地である。

¹²⁸ 南京海峡两岸科技工业园は台湾企業への投資を誘致する産業基地である。

¹²⁹ 浦口区統計局（2019）による。

¹³⁰ 浦口区財政局（2018）による。

2019年江蘇省土地貯備專項債券¹³¹（1期、2期）¹³²は発行規模が327.9億元と計画され、建設項目が計94案で、土地が計161筆に関連している。記帳式利付で、うち1期目は3年物專項債券となり、計画発行額が30.7億元で発行利率が3.07%とされ、2期目は5年物專項債券となり、計画発行額が297.2億元で発行利率が3.3%とされた。このうち南京市浦口区の專項債券発行額は9.1億元が配分され、3年物の発行利率が3.07%で2億元分となり、そして5年物の発行利率が3.3%で7.1億元分となった。

浦口区の土地貯備專項債券の配分額に関連するプロジェクトは、主に地域における土地の開発・利用を中心に債券発行を通じた資金調達によって展開するものとされた。区政府が主催した土地開発項目は、資本金及び債券発行で集めた資金を住宅用地、複合オフィスなどの初期開発に投入し、建設完了後は土地使用権の譲渡で生み出した収入で債務を償還する。浦口区の土地プロジェクトの詳細は次の表 5－2 の通りである。

表 5－2 南京市浦口区の土地貯備專項債券に関する項目案（単位：万元）

項目地域	項目名	項目内容	資本金	今期発行額	発行期限	発行利率
浦口区	浦烏路	住宅用地、商住兼用	69,970.16	15,600	5年	3.30%
浦口区	卓溪路	住宅用地、コミュニティー	30,872.19	20,000	3年	3.07%
浦口区	豊子河路	複合オフィス	3,400.00	29,400	5年	3.30%
浦口区	新柳路	住宅用地	16,400.00	14,000	5年	3.30%
浦口区	紫峰路	住宅用地	14,200.00	12,000	5年	3.30%

（注）項目名は全て略称で表す。正式名称は中国語で順次、「浦烏路以南、珍珠街以西地块」、「卓溪路以南、兰源路以东地块」、「丰子河路以北、秋萌路以西地块」、「新柳路以南、水杉路以西地块」、「紫峰路以南、新柳路以北地块」となる。

（出所）江蘇永和会計事務所（2019）をもとに筆者作成。

この期で浦口区の計画融資額は9.1億元で計5件のプロジェクトに対して、貸付利率を3.9%であると仮定し、5年後（または3年後）に満期を迎えた場合は、その際に発行開始日から各年に発生する利息と元金をまとめた元利金¹³³については次の表 5－3 のように計算されている。

¹³¹ 全て江蘇省財政庁から中債資信評估有限責任公司に委託して AAA ランクの信用評価を付与された。また、3年物と5年物の專項債券はいずれも年1回の利息払いとなり、最終回は利息と元金を揃えて返還する形になる。発行した債券は全国銀行間債券市場と証券取引所債券市場で流通する。

¹³² 全称は中国語で「2019年江蘇省土地貯備專項債券（一至二期）－2019年江蘇省政府專項債券（一至二期）」である。

¹³³ 元利金に関するデュレーションは、2019年3月から2024年3月までの期間とする。

表 5－3 元利金返済額の内訳（単位：万元）

項目地域	項目名	発行期限	元金	利息	元利合計
浦口区	浦烏路	5年	15,600	3,042	18,642
浦口区	卓溪路	3年	20,000	2,340	22,340
浦口区	豊子河路	5年	29,400	5,733	35,133
浦口区	新柳路	5年	14,000	2,730	16,730
浦口区	紫峰路	5年	12,000	2,340	14,340

（出所）江蘇永和会計事務所（2019）をもとに筆者作成。

各プロジェクトの開発による収入は、住宅用地、商住兼用に建てられた住宅マンションやショッピングモールなどの使用権の譲渡によって生じる。浦口区政府の今期項目は、2022年から2024年までの間で譲り渡す予定とし、1 m²あたりの地価は0.77万元から3.14万元までと評価¹³⁴された。（表 5－4 を参照）満期日までに改造開発した土地を上場取引すること及び該当年度内に譲渡すると仮定した場合、コストや税金などの引当金¹³⁵を42.85%で計上¹³⁶したうえ、この際に発生したキャッシュインフロー¹³⁷は、表 5－4 に示した通りである。各プロジェクトで生じた収入から、引当金を引いたものが項目純収益となり、元利金の支払いは項目純収益で賄う。項目純収益でカバーされた倍率はこれを返済カバー率で示し、元利金の返済可能性の指標として通常1倍以上が望ましいと考える¹³⁸。表 5－5 に示した通り、この期で浦口区政府の5プロジェクトの返済率から見ると、この仮定ではプロジェクトの純収益で債務をカバーできると見られる。

¹³⁴ この期で浦口区の専項項目に関する土地使用権を譲渡する際に発生した地価評価額は、南京大陸土地房地產評估有限公司、江蘇蘇地仁合土地房地產資產評估測繪造價諮詢有限公司、江蘇蘇地行土地房地產評估有限公司、江蘇蘇信房地產評估諮詢有限公司の5社により測定された。

¹³⁵ 引当は中国語で「剛性計提」の意味を持ち、この期で浦口区の専項項目に関する引当金は、中央政府、省・市政府の収益及び政府系基金などを指す。

¹³⁶ 計上に関する法案は、江蘇省財政庁（2011a）、江蘇省財政庁（2011b）、南京市人民政府弁公庁（2011）、南京市人民政府弁公庁（2018）に基づく。

¹³⁷ 土地貯備専項債券に関する収益は、土地使用権譲渡の収入（キャッシュインフロー）から引当金を引いた残余利益となる。

¹³⁸ 財政部（2019）

表 5-4 土地使用権譲渡による収入（単位：万元/平米）

項目名	地価	土地面積	土地評価額	評価参照
浦烏路	3.14	125,300	393,041.04	(寧)大陸(2019)(估)字第010201号
卓溪路	2.74	105,108	288,132.56	(蘇)蘇地仁合(2019TD)(估)字第018号
豐子河路	1.75	39,878	69,898.16	(蘇)蘇地行(2019)土估字第015号
新柳路	1.07	46,741	49,867.97	(江蘇)蘇信(2019)(估)字第00025号
紫峰路	0.77	40,082	30,670.75	(江蘇)蘇信(2019)(估)字第00026号
合計			831,610.48	

（出所）江蘇永和会計事務所（2019）をもとに筆者作成。

表 5-5 土地の評価収益（単位：万元）

項目名	予定譲渡年	土地譲渡額	引当金	項目純収益	元利金	返済カバー率
浦烏路	2022年	393,041.04	168,418.09	224,622.95	18,642	12.05
卓溪路	2020年	288,132.56	123,464.80	164,667.76	22,340	7.37
豐子河路	2022年	69,898.16	29,951.36	39,946.80	35,133	1.14
新柳路	2022年	49,867.97	21,368.43	28,499.55	16,730	1.70
紫峰路	2022年	30,670.75	13,142.41	17,528.33	14,340	1.22
合計		831,610.48	356,345.09	475,265.39	107,185	4.43

（注）返済カバー率は元利金返済カバー率（Debt Service Coverage Ratio）と言い、項目純収益が元利金返済額の何倍かを算出する。中国語では「項目収益覆蓋倍数」となる。

（出所）江蘇永和会計事務所（2019）をもとに筆者作成。

5.3 地方債の実証分析

5.3.1 先行研究

地方債はリーマンショック発生後の翌年（2009年）に導入され、地方政府が主導する地方インフラ整備による各地域の経済振興、そして国全体の経済成長を図ることが指向された。これは経済成長のために中国政府が掲げた目標であるが、実際には地方債の効果があるか否かという仮定のもとで、地方債と経済成長の関係について実証分析をした中国の経済学者は少なくない。

張・趙（2018）は、VARモデルを用いてシャドバンキングと地方政府債務と経済成長の間の動学的な関係を分析し、地方政府の債務規模は、経済成長とシャドバンキングの規模に著しく影響することを証明した。一方でシャドバンキングによる、経済成長の促進や地方政府の債務規模への作用は限定的であるという結果を得た。同様な分析手法を用いて、程（2018）は、江蘇省だけに絞り、江蘇省政府が発行した地方債による省の経済成長へのグレンジャー因果関係を検出した。反対に経済成長から地方債へ影響する伝播ルートはなか

った。徐ほか(2016)は、分位点回帰を用いて地方債と経済成長の関係性について分析した。分析の結果、地方債と経済成長との間には、正の相関関係がある一方、経済発展水準が異なる地域間では、地方債発行による地域経済への促進効果には差異があることが示された。陳・汪(2016)は、分析対象を東部地域と中西部地域に分け、パネル分析を用いて地域経済と地方債の関係を分析した。結果として、東部地域における隠れ債務の積み上げが、かえって地域の経済成長には不利であると示唆される一方、中西部地域における明確債務は、地域の経済成長に対して顕著な利益をもたらしていることを指摘している。

一方、地方債と経済成長ならびに不動産価格の関係に目を向けた実証分析もある。同じく分析対象を東部地域と中西部地域に分け、パネル分析を用いた齊・陳(2016)は、経済成長ならびに不動産価格は、地方債規模に対して重要な影響があると考え、さらに経済成長と地方債規模の間では負の相関があるという結果を得た。その理由として、地方の経済成長は、地方政府の歳入を増やしたことで、債務負担を軽減して最終的に地方政府の新規債券発行規模を減らすことになる。また、不動産価格と地方債規模の間では顕著な正の相関性を示し、不動産価格の上昇は、土地の価値を引き上げることと同義となるため、これによって地方政府の土地使用権の譲渡・抵当で銀行への調達資金が多くなるのだとした。このように不動産価格・土地価値を高水準に維持する限り、それに値する資金調達、あるいは地方債の発行規模ができることを指摘した。また、刁(2016)もパネル分析を用い、地域の経済成長に対する地方政府債務の促進効果は未だあるかという疑問を抱き、彼の実証結果では、地方債発行は既に地域の経済成長に負の影響を及ぼし、かつこの影響は深刻になりつつあると指摘した。

また、「土地財政」のメカニズムの下で、地方債発行と経済成長との間で生じる、不動産市場における活発な活動に注目した研究も数多くある。それらの研究における結論の共通点として、地方都市の経済成長は、地方政府による土地開発と切り離せないという指摘がある。例えば、範・莫(2014)の検証によると、土地市場は、地方政府債務と地域の経済成長との間では架け橋の役割を果たしている。地方債の発行は、直接、公共投資の形で地方経済を促進するほか、土地市場における前期開発に必要とされる資金投入は、地方債発行によって調達されるが、それは往々にして企業誘致という間接的な形で地方の経済成長を促進させることが目的であると指摘した。そして周(2010)の研究では、地方都市の経済成長は、地方政府による土地開発と相互に影響し、地方政府の財政収入は、ほとんどが土地開発や土地の使用権譲渡などによる不動産業の活動によって賄われている。このことは、長期的には経済の持続的な発展を妨げるものだと指摘した。

5.3.2 分析へのアプローチ

以上の通り、地方債発行額と経済成長との相関関係を巡った先行研究では、いずれも単純に、正、あるいは負の相関について実証分析をした。しかし、地方債という政策は、経済成長に対する影響を評価するには、実施手法や対象地域ごとに、効果の良し悪しが異なると考えられる。上記の先行研究では、地方債発行額、あるいはそれと同等の政府債務規模を一変数にした。しかし、元々地方債の中には、一般債券と専項債券という二分類があり、それぞれが違う分野での公共投資を行うことが機能づけられている。そのため、一概に地方債発行額そのものを一変数にして経済成長との相関関係について実証した結果、正、または負の効果が見られたとしても、果たして地方債の中のどの部分が効果的なのか、あるいは効果が無いかは厳密には究明されていないのである。したがって、地方債を分析変数とする際には、その種類を細分化すべきであることを主張したい。これも次項の実証分析で用いた変数を一般債券と専項債券¹³⁹に二分した理由である。

次に、なぜ地方債発行は毎年の増加傾向が続く一方で、経済成長率が鈍化していくか¹⁴⁰、その原因を探りたい。先行研究では、すでに「土地財政」に基づいた地方政府債務が、地方都市の経済成長と密接に関わっている点が指摘されている。すなわち、政府は地方債発行によって、土地の前期開発・譲渡などの初期支出を賄い、関連業界である建築業や不動産業における生産活動を盛んに行わせる。このことが地方経済成長の核心である。このようなメカニズムの下で、地方債の大量発行は、結果的に不動産市場の繁栄を促進させた一方、製造業の実体経済の衰弱をもたらしたと考えられる。そのため、長期的に見れば、地方債の持続的な発行増加は、果たして不動産市場への過度投入による実体経済の鈍化をもたらしたか否か、ということを最優先に究明したい。仮に地方債と不動産開発と間に強い相関性があつたと証明できれば、先行研究でも指摘された、大量発行された地方債が不動産市場に流入することが、経済鈍化の原因の一つであることを否定できない。

¹³⁹ 一般債券と専項債券の2変数はともに債券発行額を単位に使用した。

¹⁴⁰ この背景は以下の通りである。地方債は新たな財政手段として、リーマンショックを契機に導入されたものである。当時は景気悪化の歯止め対策とし、かつ今後の持続な経済成長を図るための手段と位置づけられた。これにより、地方債の新規発行量は毎年増加する一方、中国の経済成長率は、2010年に二桁を達成した後鈍化傾向が続いている。なお、この経済成長率が6%台に徐々に減速することが「新常态」として考えられると習近平氏は2013年に指摘した。

5.3.3 計量モデル¹⁴¹

一般債券と専項債券の発行は、不動産市場における新規開発の延床面積（以下、新規開発面積と略）に対して正の影響があると仮定した。効果ラグが存在すると考えられるので、 t 期の新規開発面積に対して、一般債券発行量、専項債券の発行量と住宅取引量は、それぞれ1期ラグ、2期ラグを取った。ただ人口は t 期で維持する。被説明変数は新規開発面積で、説明変数は一般債券発行額と専項債券発行額とし、人口やGDP及び住宅取引量はコントロール変数として推定を行った。そのため、本節の計量モデルは次のように定式化した。

$$space_{it} = \alpha_1 generalbond_{i,t-1} + \alpha_2 specialbond_{i,t-1} + \alpha_3 saleamount_{i,t-1} + \alpha_4 GDP_{i,t-1} \\ + \alpha_5 population + \alpha_6 year_dummy + \alpha_7 province_dummy + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$space_{it} = \beta_1 generalbond_{i,t-2} + \beta_2 specialbond_{i,t-2} + \beta_3 saleamount_{i,t-1} + \beta_4 GDP_{i,t-2} \\ + \beta_5 population + \beta_6 year_dummy + \beta_7 province_dummy + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

ここで $space$ は新規開発面積、 $generalbond$ は一般債券発行額、 $specialbond$ は専項債券発行額、 $saleamount$ は新規住宅取引量、 GDP は省内総生産、 $population$ は人口、 $year_dummy$ は時間ダミー、 $province_dummy$ は地域ダミー、 ε は誤差項、添え字 i は各省を、添え字 t は年を表す。(1)式は人口が今期で、他は1期ラグを取った場合で、(2)式は人口が今期で、住宅取引量は1期ラグを維持し、他は2期ラグを取った場合である。住宅取引量を1期ラグにする理由は、 $t-1$ 期の住宅取引量は t 期の新規開発面積に影響すると想定するためである。また、個別効果（省別固定効果）と時間効果（年固定効果）の両方を行った。

5.3.4 データの説明

5.3.4.1 新規開発面積

中国語で「房地產開発企業住宅新開工面積」という。『中国統計年鑑』（2009–2019）より収集して筆者が作成し、原系列を用いた。

5.3.4.2 一般債券発行額

中国国債市場年報（2009–2014）、中国政府債券市場年報（2015–2017）、中国債券信息网¹⁴²より各省が公表（2009–2018）したデータを収集し筆者が作成した。発行額のない省が存在するため、原系列を用いた。

¹⁴¹ 松浦・マッケンジー（2001）pp.303-330

¹⁴² 中国債券信息网（<https://www.chinabond.com.cn>）による。

5.3.4.3 専項債券発行額

中国政府債券市場年報(2015－2017)、中国債券信息网より各省が公表（2009－2018）したデータを収集し筆者が作成し、発行額のない省が存在するため、原系列を用いた。

5.3.4.4 住宅取引量

中国語で「房地產開発企業住宅销售套数」という。『中国統計年鑑』（2009－2019）より収集して筆者が作成し、原系列を用いた。

5.3.4.5 地域総生産（GDP）

中国語で「地域生産総値」という。『中国統計年鑑』（2009－2019）より収集して筆者が作成し、原系列を用いた。

5.3.4.6 人口

中国語で「年末常住人口」といい、抽出したものとなる。『中国統計年鑑』（2009－2019）より収集して筆者が作成し、原系列を用いた。

5.3.5 基本統計量

以上のデータから中国の省別のパネルデータを作成した。各統計量のデータは次の表 5－6 の通りである。

表 5－6 データの基本統計量

	N	Mean	Std. Dev.	min	max	t-value
generalbond	310	350.782	440.370	0.000	2,413.300	14.025
specialbond	124	479.382	389.671	0.000	1,830.500	13.699
space	341	4,230.832	3,212.803	.040	17,096.900	24.318
saleamount	310	344,051.660	265,052.670	1,423.000	1,212,690.000	22.855
gdp	341	21,901.648	18,873.182	441.360	107,671.070	21.429
population	341	4,399.897	2,775.913	296.000	11,521.000	29.269

（出所）筆者作成。

5.3.6 推定結果

以上のデータをもとに分析した、1期ラグと2期ラグの結果はそれぞれ次の表 5－7、表 5－8 の通りになる。(7)の固定効果の場合を注目されたい。

1期ラグの場合、一般債券、住宅取引量ならびに人口は有意性があるなか、住宅取引量と人口は新規開発面積と正の相関があり、一般債券は負の相関関係を示した。

2期ラグの場合、専項債券、住宅取引量とGDPは新規開発面積と正の相関が現れた。ただ、1期ラグの場合は人口と一般債券が有意性と相関性を示す一方、2期ラグでは両方とも相関関係が見られない点が異なる。

表 5－7 1期ラグの場合（人口除く）

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	space	space	space	space	space	space	space
lag1_generalbond	-.8065*** (.1521)	-.364* (.2064)			-.9274*** (.2325)	-.5852** (.2439)	-1.2305*** (.313)
lag1_specialbond			.5706* (.3318)	.4763 (.3299)	1.1149*** (.3412)	.8674** (.362)	.3528 (.3578)
lag1_gdp	.0087 (.0067)	.0166*** (.006)	.0168* (.0087)	.0127 (.008)	.0114 (.0083)	.0098 (.008)	-.0255 (.0321)
lag1_saleamount	.008*** (.0005)	.008*** (.0005)	.0066*** (.0008)	.0065*** (.0008)	.0061*** (.0008)	.0063*** (.0008)	.0061*** (.0014)
population	.3938*** (.0422)	.3414*** (.0393)	.3958*** (.0823)	.4429*** (.0768)	.5207*** (.0837)	.5081*** (.08)	7.6459*** (2.3197)
Observations	310	310	124	124	124	124	124
R-squared	.9011	.9276	.9364	.9482	.9439	.9506	.6145
Year Dummy	NO	YES	NO	YES	NO	YES	YES
Province Dummy	NO	NO	NO	NO	NO	NO	YES

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

（出所）筆者作成。

表 5－8 2期ラグの場合（人口除く）

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	space	space	space	space	space	space	space
lag2_generalbond	-.3003*	-.0349			-.6437**	-.3572	.0419
	(.1676)	(.2182)			(.2536)	(.2734)	(.3418)
lag2_specialbond			1.3254***	.9127**	1.7371***	1.1885***	1.3274***
			(.3457)	(.3753)	(.3726)	(.4293)	(.3898)
lag2_gdp	.0089	.0221***	.0175*	.0169*	.0138	.0152	.1552***
	(.0075)	(.0065)	(.01)	(.0095)	(.0098)	(.0096)	(.05)
lag1_saleamount	.0076***	.0076***	.006***	.0062***	.006***	.0062***	.0071***
	(.0006)	(.0005)	(.0009)	(.0008)	(.0008)	(.0008)	(.002)
population	.4006***	.3314***	.4381***	.4473***	.4975***	.4786***	-1.8573
	(.0485)	(.042)	(.0969)	(.0919)	(.0969)	(.0946)	(3.1598)
Observations	279	279	93	93	93	93	93
R-squared	.8986	.9324	.9478	.9541	.9514	.955	.5981
Year Dummy	NO	YES	NO	YES	NO	YES	YES
Province Dummy	NO	NO	NO	NO	NO	NO	YES

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

（出所）筆者作成。

5.3.7 考察

以上の分析結果を踏まえ、固定効果モデルに基づき、実際の経済状況に照らした含意を述べたい。まず、住宅取引量からは、1期ラグまたは2期ラグの場合では、新規開発面積との強い相関がある。前年度の住宅取引量が多いほど、今年度の不動産開発業者は楽観的シナリオを想定し、不動産開発にあたる供給を増やす傾向があるためである。

次に、一般債券と専項債券に注目されたい。まず1期ラグの場合では、一般債券は新規開発面積に対して負の相関が見られた。一方、2期ラグの場合では、専項債券は新規開発面積に対して正の相関が見られた。すなわち、1期前の一般債券の新規発行額は、今期の新規開発面積を減少させる。なお、2期前の専項債券の新規発行額は、今期の新規開発面積を増加させる傾向が見られる。その理由は以下のように考えられる。

まず、債券発行によって調達した資金は、プロジェクトに投入するまでに時間を要するため、一般的には1期か2期のタイムラグを要することが想定される。その上で、一般債券と新規開発面積に負の相関が生じたのは、一般債券の発行によって調達された資金が、かえって不動産市場の生産活動を抑制することを示唆している。一般的には、地方債発行総額は省

単位で、省レベルの地方経済水準によって起債規模が決定されている。そのため、一般債券による資金調達が多くなれば、それだけ専項債券による資金調達は少なくなる。そして、一般債券の使途は、本来、非営利目的のプロジェクトに代表される公共投資に限定される。したがって、一般債券の発行量が多くなればなるほど、公共投資に投入する資金の分が多くなる。それとともに、不動産市場への投入資金が少なくなり、よって生産活動を減速させると考えられる。

それに対して、専項債券と新規開発面積の間に正の相関が見られたのは、専項債券の発行によって調達された資金が、不動産市場の生産活動を促進しているためと考えられる。専項債券の使い道は、具体的な建設内容のあるプロジェクトであり、実施対象の範囲をある特定の分野のプロジェクトのみに投資することになる。とりわけ、「土地貯備」と名付けられた専項債券もその中の一種である。そのため、専項債券の発行額が多ければ、新規開発面積に回す投資金が多くなると考えられる。

なお、2期前の省レベルGDPが、今期の新規開発面積と強い相関を示したのは、地方府の債券発行による不動産開発活動は、所属する都市の経済状況によって左右されるためであると推測される。例えば、ある都市における現段階の経済成長が著しい場合、政府が今後の起債量を測定する際には、目下の経済状況から判断することになろう。好景気の都市に対して、今後の地方債発行量を現状のまま維持しても好景気のはずだと楽観的なシナリオが持たれる。逆の場合も同様である。すなわち、ある都市は現段階の景気が悪い場合、政府は今後、この都市においてインフラ事業を起こすために計画を立てる際、これから地方債を大量に発行し投資を増やすことに対し、慎重に取り組む傾向があると考えられる。したがって、当期のGDPの良さは、2期後のインフラ開発の実績に関連しているため、都市の経済状況は常に新規開発面積と同方向に向かうものだと考えられる。

5.4 小括

本章では、中国政府が中速成長期に取り組んだ地方債という積極的な財政政策に注目し、中国経済に対する効果について考察した。

具体的に、まず地方債が導入された歴史的な経緯、地方債の種類・使途、信用格付け制度を整理した上、土地貯備専項債券の運用例（江蘇省南京市浦口区）を取り上げ、クーポンレートの設定、土地開発金の調達、プロジェクトの運営計画などを考察した。

また、実証分析では、地方債務の増加と不動産開発との相関関係を推定することで、中国経済の「安定成長」が実現した原因が、地方債発行を通じた不動産業の生産活動に関連しているかについて考察した。方法としては、省レベルの地方債発行額を一般債券と専項債券の2種類に分けて主な説明変数にし、不動産業における生産活動を代表する新規開発面積を被説明変数にした上、固定効果モデルで実証分析を行った。その結果、①一般債券の1期ラグを取った場合には、不動産の新規開発面積に対して負の影響がある、②専項債券の2期ラグを取った場合には、不動産の新規開発面積に対して正の影響がある、ということが分かった。これにより、経済成長を促すために導入された地方債の効果について、とりわけ、専項債券の発行増加が、不動産開発を活発化にすることを通じて、安定的な経済成長に影響を与えていることが示唆された。

ただし、今回の実証分析では、一般債券と専項債券の、新規開発面積との相関関係を解明したが、地方債による財政政策の効果が、不動産開発の分野だけに生じているわけではない。そのため、今後は政策効果に関連する分野を変数として増やし、多角的な視点を持って地方債の効果を評価したい。

6章 おわりに

本論文では、中国経済がリーマンショック後に長年の高度成長から減速期に移行したことに注目し、その原因について、マクロ経済政策の役割・効果という視点から、実証分析を通じて考察した。まず、本論文の実証分析による発見事項を簡潔に要約しておく。

第一に、中国人民銀行による金融政策（金利調節）は、高度成長期から中速成長期にまたがる分析期間において、実体経済に影響を及ぼす経路が大きく乖離している。

第二に、中国の政策性銀行による財政政策（政策性金融債）は、高度成長期において持続的に経済成長に功を奏した中で、中国輸出入銀行だけに、民間銀行の融資を引き出す「カウベル効果」が存在した。

第三に、中国の地方政府による財政政策（地方債）は、中速成長期において経済成長に寄与することが期待された一方、不動産建設活動との相関関係が高いという結果を得た。したがって、地方債発行の財政政策による中国経済の減速要因、あるいは中速成長の実現には不動産活動が関わっていることが示唆された。

この章では、本論文の貢献・含意について整理した上で、最後に研究の限界と今後の課題について述べる。

6.1 本論文の貢献・含意

本論文の先行研究に対する新規性として、以下の三点が挙げられる。第一に、中国経済成長の軌跡をマクロ経済政策の役割・効果から評価するに際して、中央銀行の金融政策と公債発行という金融的な側面を持つ財政政策からアプローチしたことである。第二に、先行研究による分析対象・分析手法を本論文が初めて中国の場合に適用したことである。そして第三に、実証分析期間を、財政・金融体制改革が行われた1994年から直近までの間に設定していることである。これらによって、分析結果は現実をより適切に反映することができた。次に、マクロ経済政策が中国経済にもたらす影響を論じていくために、本論文の2章から5章まで提案した具体的な研究成果及び含意をまとめておく。

6.1.1 マクロ経済政策と経済成長

第2章では、まず中国の経済成長に関わるマクロ経済政策にどれくらいの効果があるかという疑問に立ち、段階ごとに評価した。政策効果は初期段階、加速段階、調整段階と順を追って有効性を増してきたと評価できよう。中国におけるマクロ経済政策の原点は、改革開放政策を導入した直後の時点にあるが、経済発展の初期段階においては、従来の計画経済体制時代の残滓を引きずっていたため、マクロ経済政策の有効性が実際に低かった。ただし、この段階では、市場取引規制の撤廃を旨とした「増量改革」と対外開放政策に沿った「経済特区」の設立が注目すべき点である。これにより、経済成長の原動力である基礎資金が蓄積され、それ以後のマクロ経済政策を施すために良好な資本環境を整えられた。加速段階に入り、1994年に行われた経済体制改革は、マクロ経済政策に対する法律のかつ制度的な保障

を担保した結果、政策効果が初期段階より一段と高まった。2000 年代半ば頃に行われた財政・金融改革は、マクロ経済政策の効果をより高めたが、経済成長戦略の「五カ年計画」の指導方針の下で発揮した政策効果が、金融面、財政面及び実物面の歪みに伴う非効率的な資源配分をもたらし、それに直結する過剰生産問題や流動性リスクへの懸念が高まった。

そして、市場経済体制を取り入れつつも、かつ法律上保護された経済制度の形成という観点から、1994 年の時点から 2018 年までの間で行われたマクロ経済政策の内容を整理した。1994 年からは緊縮政策を維持したが、アジア金融危機後に緩和政策に転じた。そして WTO 加盟後に景気が再び加速したため緊縮政策にシフトして、2008 年のリーマンショック発生後に緩和政策を再開した。このような流れから、マクロ経済政策の方向性は、一通り景気循環の山と谷に連結していることが分かった。

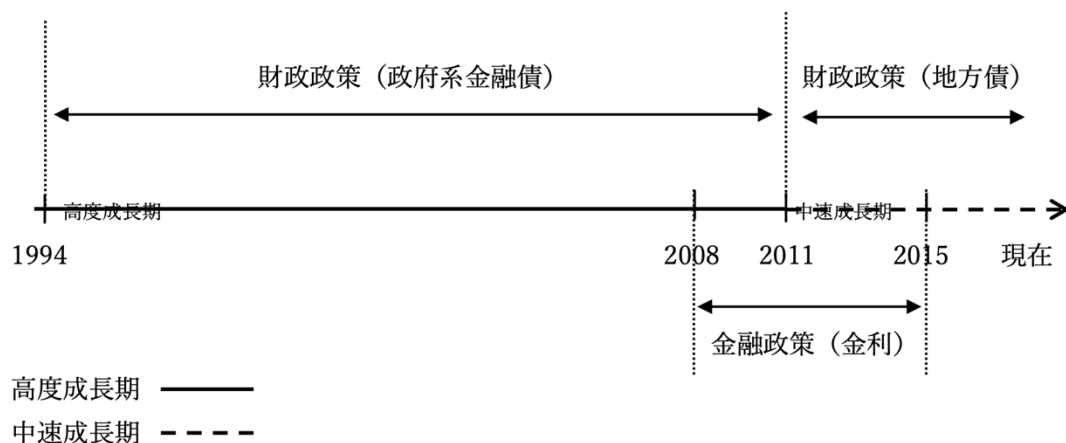
続いて、マクロ経済政策の役割、あるいはマクロ経済政策がどのようなプロセスに沿って経済に影響を与えるかについて、先行研究のサーベイをしながら解明した。理論上国民経済は、高度化されたインフラ整備を代表する工業化によって成長する。政府は、民間資本の再配分を通じてインフラ整備を起こし、企業の「手」を介して生産拡大を図る。そこでマクロ経済政策は、政府の市場メカニズムに対するコーディネーション機能を包含することになる。中国の場合、1990 年代までは、マクロ経済政策の役割が十分に果たせない時期だったものの、世界銀行（1994）が指摘した「経済の基礎的条件の整備」—民間資本の蓄積—がなされた。1990 年代以降になり、マクロ経済政策の機能が徐々に高まるに連れ、公債発行を中心に組み込んだ財政政策と金融政策が、政府が主導する公共投資¹⁴³の手段の特徴として見られる。

最後に、実務的な観点から高度成長期から中速成長期までの間では、中国政府が時期に応じて重点的に取り上げたマクロ経済政策の選定を行った。1990 年代末までには投資の効率性低下という問題が存在した。この状況は、政府が 2003 年後に本腰を入れて始めた金融改革によって改善された。四大国有銀行の株式化改革と為替相場市場の人民元改革（通貨バスケット制）が金融改革にとって大きな一歩として見られ、それに伴い金融政策の有効性、特に中国人民銀行による金融政策の伝播効果が、改革前と比べて高まった。一方、財政政策に関しては、最善な政策の採択は、時期によって異なるため（岡崎ほか、2002）、中国では、高度成長期に政策性銀行の役割、そして中速成長期に地方政府の行動が無視できない（白・劉、2014；張・王、2009）。実際、中国の「城鎮化」発展戦略は、財政投融资制度に依存していると指摘された（劉・劉、2016）。以上を踏まえた上で、本論文の実証分析の対象と分析期間は次のように考える（図 6-1 を参照）。まず、中国経済の高速成長期と中速成長期にまたがる期間では中央銀行による金融政策（金利調節）を重点的に考察する。そして高速成長期の中国経済に対して、政策性銀行による財政政策（政策性金融債）では「金融仲介」機能の有無を確認する。また、中速成長期の中国経済に対して、地方政府による財政政策（地

¹⁴³ 張（1993）p.6

方債)が中国経済の中速成長、あるいは経済減速の原因であるかについて考察する。

図 6-1 実証分析のイメージ



(出所) 筆者作成

6.1.2 金融政策の効果

中国経済は、リーマンショック後に政府が行った積極的な景気対策に関わらず、成長の限界に近づいている。GDP成長率は2010年にピークの二桁に達成した後に、徐々に減速していく。こうした背景の中で、高度成長期から中速成長期に移行した間まで、VARを用いて中国人民銀行による金融政策の効果について考察した。

第3章の分析期間は、中国経済の高度成長から中速成長までの期間に設定した。ただし、高度成長期における金融政策の有効性は、四大国有銀行の株式化改革が完了した後に一段と向上したことを考慮し、分析期間の起点は2008年にした。その中でさらに、政策方針の転換年である2011年を境目にし、分析期間を前半(2008-2010)と後半(2011-2015)の二段階に分け、それぞれ実証分析を行った。

そして実証分析によって、中央銀行は金融調節を通じて経済に影響を与える際には、金融的要素と実物経済要素との間でどのような伝播ルートをたどるかを解明した。ここでは五つの分析変数、ベースマネー(M0)、マネーサプライ(M2)、上海インターバンク金利(SHIBOR)、鉱工業生産指数(IIP)、物価指数(CPI)を取り上げた。分析の結果、前半では、M2はIIPを通じてCPIに影響を与えたが、後半では、金融的要素がIIPを通さず、直接CPIに伝播したことが確認された。これにより、リーマンショックを契機に導入された景気刺激策が、本来の政策目的に反した結果となったことが分かった。2008年以降の金融政策(金融緩和)は、一時的に成長率を押し上げて成果を収めたと見えるものの、その後に関もなくインフレ過熱による物価の高騰、資産の過剰流動性を導いた。すなわち、金融緩和と政策による正の効果は、あくまで限定的なものであることが示唆された。

6.1.3 政策金融の効果

上述の実証結果の延長線上で、前半の「マネーサプライ－鉱工業生産－消費者物価指数」という伝播経路に注目した。高度成長期までの中国経済は、金融政策以外に、政策性銀行が主導した財政政策（政策性金融債）の役割が無視できない。そのため、第4章では政策性銀行に目を向け、財政投融資理論上の「金融仲介」機能が中国の三つの政策性銀行の間では存在しているか否かを確認し、中国の高度経済成長に対する貢献を評価した。

中国の政策性銀行は、1990年代半ば以降設立され、旧四大国有専門銀行の政策業務を引き継ぎ、国家重点産業の育成や貿易促進、農業のインフラ整備に大きく寄与した。既存理論では、政策金融が民間金融機関の投資を引き出すカウベル効果をもたらすという評価がある。日本では旧日本開発銀行がその役割を果たしたとされるが、中国ではそれに関する研究¹⁴⁴がほとんどない。第4章の独創性は、日本の財政投融資の分野で形成された既存理論を中国の場合に応用したことにある。

中国の三つの政策性銀行の中で、カウベル効果を果たした機関を判別するために、三銀行が発行した新規債券額と国内総生産との間でグレンジャー因果関係を分析した。なお、分析期間は1994年から2015年までと設定した。分析結果として、三つの政策性銀行のうち、国家開発銀行と中国輸出入銀行には国内総生産との伝播経路があった。これにより、この二銀行は、理論上の「量的補完」効果を果たしたことを示した。さらに、もう一つの伝播経路である「中国輸出入銀行－国家開発銀行・四大商業銀行－国内総生産」という結果から、理論上のカウベル効果を果たしたのは中国輸出入銀行であることが確認できた。

こうした結果を得た上で、中国輸出入銀行はカウベル効果を果たした理由について次の二点が挙げられる。一つは、中国の高度成長期では経済発展モデルは輸出主導型の工業化である。中国輸出入銀行がその頃、拡大された国際貿易の波に乗って、輸出入事業に積極的に取り組んだからである。もう一つは、当時の三つの政策性銀行が対応する業務範囲、すなわち育成する産業分野が異なるためである。中国輸出入銀行が手がける中心的な産業は、川下産業である船舶業、プラント製造業だが、これらに関連する川上産業も多岐にわたる。それゆえ、中国輸出入銀行が育成対象産業（川下産業）に対し、先導的に輸出優遇資金を与えることで、川上産業の企業もその恩恵を受けることとなった。よって中国輸出入銀行の融資決定がシグナルとなって民間金融機関の融資を誘発することが示唆された。

6.1.4 財政政策の効果

リーマンショック後に始動した地方債は、近年、中国の地方経済成長を牽引するために、新たな財政政策の手段として活用されている。特に専門債券は、一般債券と比べて収益が付くため、資金調達に対する返済負担が軽く、中央政府も大いに推奨している。その結果、地方債務が膨張しつつある。

¹⁴⁴ 中国の三つの政策性銀行に関する先行研究では、個別に国家開発銀行を取り上げて実証分析を行った研究はあるが、三つの政策性銀行を取り上げて実証分析をする先行研究は未だにない。

先行研究では、中国の地方債発行と経済成長との間には、場合によって負の相関、あるいは正の相関があるとされた。しかし、これらの研究では地方債を一変数として使用している。ただし、地方債には一般債券と専項債券の2種類があり、分析する際に区別する必要がある。第5章の実証分析では、地方債を一般債券と専項債券に分けた上で、地方債発行という財政政策が中国経済を減速させる原因であるか否かを解明する。

先行研究の一部で証明されたように、地方債と経済成長には正の関係がある。そのため、本章ではそのような関係が存在することを前提とした上で、不動産開発活動と地方債発行との関係を先に確認することで、経済減速の原因を側面的に証明しようと考えた。分析変数は、新規開発の延床面積、一般債券発行額と専項債券発行額、住宅取引量、省内総生産GDPと省別人口にし、パネルデータ分析を行った。なお、Stataの操作上固定効果モデルが自動的に選択された。

分析結果として、一般債券は不動産業の新規開発面積に対して負の相関を持ち、専項債券は正の相関を持った。そしてコントロール変数の住宅取引量は新規開発面積と常に正の相関関係を示したほか、1期ラグの人口と2期ラグのGDPは共に正の相関性があると分かった。したがって、地方債による拡張的財政政策は、専項債券が不動産投資開発を増加させ、中速経済成長の原因、あるいは高成長から減速になった原因であることが示唆された。

6.2 本論文の限界と今後の課題

本論文は、中国経済成長の軌跡（高度成長期から中速成長期まで）に即したマクロ経済政策の役割・効果について実証分析を行ったが、分析対象、分析手法、実証結果に基づいた政策効果への評価について、幾つかの不十分な点がある。それらを改善していくことが今後の課題として残されている。

第一に、選定した分析対象はこれで十分かどうかを検討する必要がある。本論文の分析対象は、中央銀行による金融政策、及び公債発行という金融的な側面を重視した財政政策に限定したが、それ以外のマクロ経済政策も中国の経済成長に影響を与えていることは否定できない。例えば、中央銀行は金利調節のみならず、為替相場政策においても金融政策の一翼を担っている。高度成長期以来、中国の貿易収支が黒字基調で続いている背景には、中国人民銀行が為替介入によって自国の輸出貿易を支援しているという側面も無視できない。また、財政政策においては、本論文で検討した高度成長期における政策性銀行の役割のほか、中央政府が取り組んだ国債発行という手段も有効であった。「新常态」と呼ばれる経済の中速成長期に入っても、国債発行は地方債発行と並行的に行われ、社会資本の整備への寄与度も無視できない。

第二に、分析におけるサンプル数の確保が悩ましい問題である。中国経済に関わる実証分析を行う場合、直近20年程度のデータ範囲（2000年以降）であれば、比較的入手しやすいが、1990年代、さらには1980年代に遡ると、書籍の資料として入手することは不可能ではないものの、統計的な分析に堪えるものが得られることは稀である。また、データの統計・

調査基準が時期によって変わるため、結果的に一変数につき、調査基準が異なった複数の種類のデータが混在するケースがある。第4章では、実証分析の期間を1994年の金融改革に伴った政策性銀行の設立時点から設定したが、分析変数となる新規貸付金は年次データとしてしか入手できなかった。その結果、実証分析の結果の安定性が少し弱い可能性がある。

第三に、実証結果に基づいた政策効果の読み取りについて、多角的な視点で物事を捉えることで、なるべく客観的な評価に近づけるように工夫する必要がある。繰り返し言及してきた通り、本論文は、高度成長期から中速成長期に移行する時期における中国経済に注目し、分析対象のマクロ経済政策の効果・役割について考察した。本論文を執筆する問題意識として、マクロ経済政策の有効性が十分に果たされれば、政府当局が設定した政策目標の達成度も高くなると考えたことがある。中国の場合、1990年代からの「脱貧困」の目標でも、2000年代以降からの「共同富裕・小康社会」の目標でも、「経済成長の実現」が常に中国政府の政策目標とされてきた。

しかし、問題点は、一国経済が高度成長期から中速成長期に移行することに対して、マクロ経済政策の効果をどのように客観的に評価するかである。

中国政府の立場で考えると、中国経済の各段階において、最適な政策の考案、採択、実施に至るまで慎重な姿勢で対応してきた。ところが、「成長目標の達成」と「実際に得た結果」の乖離が、景気下支え策の「4兆元計画」が導入された2年後（2011年）に顕著になり、いわゆる成長の限界に臨んでいるようにも見える。2009年に解禁された地方債も、元々景気刺激のために中国政府が推奨したもので、中速経済成長率の維持には効果的であろうが、「中速成長」のために新規に導入した政策であるとは発表していない。

もし、ここで中国経済が中速成長期に入ったことが、中国政府にとって「期待外れ」なのであれば、マクロ経済政策の効果が薄れていることに他ならない。あるいは、マクロ経済政策が実施されていく過程において、何処かでトラブルが起こっていることになる。この原因を考えていくと、「地方債」の問題をまず視野に入れる必要がある。言い換えれば、中国政府の政策目標という観点から、地方債政策の有効性を評価した場合、その効果が十分にはもたらされなかったのではないかと考えられる。

ただし、西側先進国の発展過程における普遍性という観点から、中国経済は「高速成長」から「中速成長」に移行したことは、むしろ望ましい状況になっているという評価もできる。西側先進国の経済発展は、往々して高度成長がインフレを引き起こし、そして経済不況に陥るパターンになっている。現在の中国は、不況に陥る手前の「インフレ」の段階に止まっている可能性が高い。そして、中国経済が中速成長期にシフトしたことは、財政政策の有効や無効という次元で評価するよりは、現段階の中国経済の成長モデルが、人件費の高騰など他の要因に制約されていることが考えられる。このような背景の下で、地方債という財政政策の導入は、中国を高度成長から安定的な成長へ導くことができたという見方も成り立つ。

最後に、以上のことを踏まえて、明らかになった点を総括しておく。マクロ経済政策は、一国の経済成長の各段階につき、それぞれの効果が発揮されている。ただし、どのような政

策であっても、効果には両面性が存在する。高度経済成長の波に乗った政策が効果的であっても、景気後退局面に適合した政策がそれに比べて効果的でないと評価することはできない。政策効果をより客観的に評価するには、当時の経済環境に基づいた上で、一時期につきその効果の両面性を考察する必要がある。現在、中速成長期を経験している中国経済にとっては、地方債の導入が必要であるが、新規地方債発行額が不動産市場に一部流出していることが懸念されている。したがって、中国経済の安定成長を長く維持させるには、中国政府が全体を見極めてバランスが取れたマクロ経済政策を導入することが必要とされるほか、現行の上部構造である経済体制に対する改革を全面的に深化することで、政策効果がより発揮できる経済環境を整えることも重要であろう。

参考文献

<日本語文献>

- 青木昌彦・金澄基・奥野(藤原)正寛 (1997)『東アジアの経済発展と政府の役割：比較制度分析アプローチ』、日本経済新聞社。
- 浦瑛 (2002)「中国人民銀行と金融政策」、『産研論集』、関西学院大学、第29巻、41－55頁。
- 江夏あかね (2014)「米国レベニュー債の発展と活用への課題」、『財界観測』、野村證券、第77巻第2号、66－89頁。
- 王君 (2018)「中国における金融市場調節－VARモデルによるリーマンショック以降の金融政策の検証－」、『青山社会科学紀要』、青山学院大学大学院、第46巻第1・2号、33－56頁。
- 王君 (2019)「中国の経済成長における政府系金融機関の役割」、『青山社会科学紀要』、青山学院大学大学院、第48巻第1号、29－60頁。
- 王君 (2020)「中国の地方債市場の新展開」、『証券経済研究』、日本証券経済研究所、第111号、111－128頁。
- 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』、日本銀行、No.07-J-9。
- 王雷軒 (2015)「中国農業政策金融機関の変貌と課題」、『農林金融』、農林中央金庫、第68巻第8号、478－488頁。
- 岡崎哲二・奥野正寛・植田和男・石井晋・堀宣昭 (2002)『戦後日本の資金配分－産業政策と民間銀行－』、東京大学出版会。
- 柯隆 (2011)「財閥化する巨大国有企業の行方」、『海外投融資』、海外投融資情報財団、2011年11月号、44－45頁。
- 呉軍華 (2005)「胡錦濤時代の中国 (2) 新たな経済成長モデルの構築に向けての挑戦 (上) 過度の重工業化路線依存は慎むべき」、『Business & Economic Review』、日本総合研究所、4月号。
- 小林正人 (1984)「戦後日本の産業政策と高度経済成長－産業政策の有効性と評価に関する一考察－」、『経済論叢』、京都大学経済学会、第134巻第5・6号、288－305頁。
- 周儀 (2014)「中国人民銀行の独立性」、『経済学論究』、関西学院大学経済学部研究会、第68巻第1号、33－50頁。
- 徐一睿 (2011)「始動する中国の地方債－起債許可制度の構築に向けて－」、『北東アジア研究』、島根県立大学北東アジア地域研究センター、第20号、109－125頁。
- 徐一睿 (2012)「移行期の中国における地方政府の政策競争」、慶應義塾経済学会『三田学会雑誌』、慶應義塾経済学会、第105巻第3号、423－434頁。
- 徐一睿 (2014)「中国の地方債務問題の再考：「地方政府融資平台」(LGFV)を中心に (特集 中国の地域経済と地域発展戦略)」、『Erina report』、環日本海経済研究所、第115巻、13

－21頁。

杉本孝（2010）「リーマンショック後の中国鉄鋼業：爆発的拡大基調への復帰」、『中国経済研究』、大阪市立大学、第7巻第1号、37－64頁。

世界銀行（1994）白鳥正喜監訳『東アジアの奇跡：経済成長と政府の役割』、東洋経済新報社。

高安健一（2007）「中国における国有商業銀行改革と金融資本市場の発達」、『環太平洋ビジネス情報RIM』、日本総合研究所調査部環太平洋戦略研究センター、第27巻第7号、45－68頁。

谷内満・増井彰久（2007）「加速する中国金融改革の分析」、『開発金融研究所報』、国際協力銀行開発金融研究所、第34号、36－70頁。

張艶（2004）「中国の物価低迷に対する金融政策・実体経済の効果」、『早稲田商学』、早稲田商学同攻会、第401号、54－56頁。

蔡玉成（2015）「中国金融政策のテイラー・ルール及び政策反応関数による検証」、『経済科学論究』、埼玉大学経済学会、第12号、1－11頁。

蔡昉（2019）丸川知雄監訳、伊藤亜聖・藤井大輔・三竝康平訳『現代中国経済入門：人口ボーナスから改革ボーナスへ』、東京大学出版会。

照山博司（2001）「VARによる金融政策の分析：展望」、『フィナンシャル・レビュー』第59号、74－140頁。

唐成（2003）「中国の政策金融に関する研究」、『生活経済学研究』、生活経済学会、第18巻、119－133頁。

唐成（2007）「中国における政策金融の実証分析」、『桃山学院大学経済経営論集』、桃山学院大学、第48巻第4号、231－251頁。

唐成（2016）「中国の政策金融と経済成長」、『経済学論纂』、中央大学経済学研究会、第56巻第3・4号、381－400頁。

童適平（2013）『中国の金融制度』、勁草書房。

滕鑑（2016）「中国の改革開放後における市場移行政策の展開」、『岡山大学経済学会雑誌』、岡山大学経済学会、第48巻第2号、169－184頁。

内閣府政策統括官室（2006）「高成長が続く中国経済の現状と展望」、『世界経済の潮流』、内閣府、2006年秋号、48－50頁。

浜田宏一（2002）「中国のWTO参加からみる日本経済の展望」、『海外投融資』、海外投融資情報財団、第11巻第4号、6－8頁。

福田慎一・照山博司・神谷明広・計聰（1995）「製造業における政策金融の誘導効果」、『経済分析』、経済企画庁経済研究所、第140号、1－96頁。

星野富一（1998）「好況期の資本蓄積機構」、『富大経済論集』、富山大学経済学部、第43巻第3号、264－265頁。

包秀琴（2009）「改革開放以降の中国経済発展におけるマクロ的調整政策」、『経営と制度』、

第7号、17-33頁。

松浦克己・コリン・マッケンジー (2001)『Eviewsによる計量経済分析』、東洋経済新報社。

松浦克己・張艷 (2007)「中国経済のVAR分析」、『産業経営』、早稲田大学産業経営研究所、第42号、3-27頁。

三浦有史 (2020)「中国経済の減速と民営企業：なお続く「国進民退」」、『Rim：環太平洋ビジネス情報』、日本総合研究所調査部、第20巻第77号、1-30頁。

梁岳 (2006)「経済成長と体制移行における中国の政策金融制度についての考察」、『三田商学研究』、慶應義塾大学出版会、第49巻第2号、187-206頁。

<中国語文献>

白欽先・劉子赫 (2014)「在回顧与反思的基礎上深化政策性金融改革」、『西南金融』、中国人民銀行成都分行、第6期、3-6頁。

白欽先・譚慶華 (2006)「政策性金融功能再界定：功能演進視角」、『生産力研究』、山西省社会科学院、第11期、5-8頁。

白欽先 (2005)「国内外政策性金融理論与实践若干問題的思考」、『広東金融学院学報』、広東金融学院、第1期、5-12頁。

陳詩一・汪莉 (2016)「中国地方債務与区域經濟成長」、『學術月刊』、上海市社会科学界聯合会、第6期、37-52頁。

程栩柯 (2018)「地方政府債務对經濟增長的影響—基于江蘇省的理論和实证研究」、『当代經濟』、当代經濟雜誌社、第21期、8-10頁。

刁偉涛 (2016)「經濟增長視角下我国地方政府債務的適度規模研究」、『經濟問題』、經濟問題編集部、第3期、50-54頁。

範劍勇・莫家偉 (2014)「地方債務，土地市場与地区工業增長」、『經濟研究』、中国社会科学院經濟研究所、第1期、41-55頁。

改革開放以来金融支持經濟發展經驗研究課題組 (2008)「改革開放以来金融支持經濟發展的經驗及政策建議」、『中国金融』、中国金融出版社、第6期、49-51頁。

国家開發銀行 (2013)『国家開發銀行史1994-2012』、中国金融出版社。

胡斌 (2002)「政策性金融与我国城鎮化發展戰略」、『中国金融』、中国金融出版社、第10期、36-37頁。

金人慶 (2005)「關於財政政策的幾個問題」、『時事報告』、時事報告雜誌社、第5期、10-24頁。

賈康・劉軍民 (2010)「政策性金融与中国的現代化赶超戰略—兼与林毅夫教授商榷」、『財政研究』、財政研究編集部、第11期、2-8頁。

龐欣・劉志新・孫欧 (2012)「我国上市銀行股權結構与貨幣政策信貸伝導有効性研究」、『中国管理科学』、中国科学院、第20巻、854-858頁。

李揚 (2013)「中国經濟發展新階段的金融政策」、『經濟学動態』、中国社会科学院經濟研究

所、第6期、4—14頁。

劉衛平·劉大任(2016)「中長期投資戰略背景下的政策性金融體系構建」、《中國銀行業》、中國銀行業雜誌社、第11期、53—55頁。

馬建堂·劉海泉(2001)「中國國有企業改革的回顧與展望」、《經濟研究參考》、經濟科學出版社、18—38頁。

馬駿·管濤(2018)「利率市場化與貨幣政策框架轉型」、《中國金融》、中國金融出版社、第12期、34—35頁。

毛振華·孫曉霞·閻衍·王赫雷·袁海霞(2021)《中國地方政府債券藍皮書：中國地方政府債券發展報告(2021)》、社會科學文獻出版社。

齊天翔·陳瑞(2016)「經濟增長、房價水平與地方債規模」、《深セン大學學報(人文社會科學版)》、深セン大學文科學報編輯部、第4期、77—82頁。

人民銀行成都分行課題組(2002)「進一步完善和發揮政策性銀行的功能」、《西南金融》、中國人民銀行成都分行、第1期、13—17頁。

吳敬璉(1997)「我國金融市場形成的兩個問題：金融抑制與經濟氣泡」、《經濟社會體制比較》、中央編譯局當代馬克思主義研究所、第2期、2—5頁。

吳敬璉(2008)「實現經濟發展模式的轉變」、《中國改革》、中國經濟體制改革研究會、第11期、113—114頁。

吳敬璉(2010)《當代中國經濟改革教程》、上海遠東出版社。

吳敬璉(2018)《中國經濟改革進程》、中國大百科全書出版社。

許榮·何林·馬曉軒·劉沢洋(2015)「利率市場化對政策性銀行融資模式的影響及對策研究」、《金融監管研究》、中國銀行保險監督管理委員會、第1期、50—68頁。

熊燕(2018)「商業銀行地方債業務探索」、《中國金融》、中國金融出版社、45—46頁。

謝婷(2008)「30年來財政改革與發展的九大巨變」、《經濟研究參考》、經濟科學出版社、第27期、19—25頁。

謝鋒(2001)「政策性金融與經濟發展」、《西南金融》第11期、中國人民銀行成都分行、31—34頁。

徐長生·程琳·莊佳強(2016)「地方債務對地區經濟增長的影響與機制——基於面板分位數模型的分析」、《經濟學家》、經濟學家雜誌社、第5期、77—86頁。

岳軍(1999)「論中國經濟增長的投資政策」、《財政研究》、財政研究編輯部、第6期、57—58頁。

楊啟先(1993)「90年代中國的經濟改革和對外開放」、《現代國際關係》、中國現代國際關係研究院、第4期、29—34頁。

羊子林(2001)「發揮政策性金融作用推動對外工程承包事業的發展」、《中國金融》、中國金融出版社、第5期、7—9頁。

周飛舟(2010)「大興土木：土地財政與地方政府行為」、《經濟社會體制比較》、中央編譯局當代馬克思主義研究所、第3期、77—89頁。

- 周敏倩 (2003)「支持產業結構優化的財政政策調整思路」、《南京社会科学》、南京市社会科学界連合会、第11期、8－13頁。
- 鐘潤濤 (2013)「論政策性金融对中国城鎮化發展的促進作用—兼論政策性金融的風險管理問題」、《現代商貿工業》、中国商弁工業雜誌社、第23期、29－31頁。
- 中国輸出入銀行 (2014)《中国輸出入銀行統計年鑑1994－2013》、中国金融出版社。
- 張宏安 (2011)「新中国地方政府債務史考」、《財政研究》、中国財政学会、第10号、9－12頁。
- 張子榮・趙麗芳 (2018)「影子銀行，地方政府債務与經濟成長」、《商業研究》、商業研究編集部、第8期、77－83頁。
- 張楊・王卓琳 (2009)「論以地方債保經濟增長」、《中外企業家》、中外企業家雜誌社、第5期、111－112頁。
- 張立群 (1993)「1992－1994年我国經濟增長的背景与前途」、《經濟研究参考》、經濟科学出版社、第Z6期、2－12頁。

<英語文獻>

- Holmes, A., Lancaster, D. (2019). “China's Local Government Bond Market”, *Reserve Bank of Australia* : <https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2019/jun/chinas-local-government-bond-market.html>
- Honda, Y. (2014). “The Effectiveness of Nontraditional Monetary Policy : The Case of Japan”. *The Japanese Economic Review* 65(1), pp.1-23.
- International Monetary Fund. (2011). People's Republic of China Staff Report for the 2011 Article IV Consultation.
- King, R. G., Levine, R. (1993). “Finance, entrepreneurship and growth”. *Journal of Monetary economics*, 32(3), pp.513-542.
- McKinnon, R. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C. The Brookings Institution.
- Qian, Y., Weingast, B. R. (1997). “Institutions, state activism, and economic development: A comparison of state-owned and township-village enterprises in China”. *The role of government in east Asian economic development: Comparative institutional analysis*, pp.254-275.
- Shaw, E. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Sims, C. A., Stock, J. H., & Watson, M. W. (1990). “Inference in linear time series models with some unit roots”. *Econometrica*, pp.113-144.
- Zivot, E., Wang, J. (2003). “Vector Autoregressive Models for Multivariate Time Series,” *Modeling Financial Time Series with S-Plus*, pp.369-413.

＜法律・公表＞

- 財政部（2009）「財政部就代理發行地方政府債券財政總預算會計核算弁法」、財庫[2009]19号。
- 財政部（2014a）「2013年全国国有企業財務決算狀況」、中央政府門戶網站。
- 財政部（2014b）「財政部關於2014年地方政府債券自發自還試點信用評級工作的指導意見」、財庫[2014]70号。
- 財政部（2015a）「2015年地方政府專項債券預算管理弁法」財予[2015]32号。
- 財政部（2015b）「關於做好2015年地方政府專項債券發行工作的通知」、財預[2015]85号。
- 財政部（2015c）「地方政府一般債券發行管理暫行弁法」、財庫[2015]64号。
- 財政部（2015d）「財政部關於對地方政府債務實行限額管理的實施意見」、財予[2015]225号。
- 財政部（2015e）「地方政府專項債券發行管理暫行弁法」、財庫[2015]83号。
- 財政部（2016a）「地方政府一般債務預算管理弁法」、財予[2016]154号。
- 財政部（2016b）「地方政府專項債務預算管理弁法」、財予[2016]155号。
- 財政部（2017a）「地方政府土地貯備專項債券管理弁法」、財予[2017]62号。
- 財政部（2017b）「地方政府收費公路專項債券管理弁法」、財予[2017]97号。
- 財政部（2017c）「關於印發新增地方政府債務限額分配管理暫行辦法的通知」、財予[2017]35号。
- 財政部（2018a）「試點發行地方政府棚戶區改造專項債券管理弁法」、財予[2018]28号。
- 財政部（2018b）「地方政府債券公開承銷發行業務規程」、財庫[2018]68号。
- 財政部（2018c）「地方政府債券彈性招標發行業務規程」、財庫[2018]74号。
- 財政部（2018d）「關於做好地方政府專項債券發行工作的意見」、財庫[2018]72号。
- 財政部（2018e）「關於做好2018年地方政府債券發行工作的意見」、財庫[2018]61号。
- 財政部（2019）「土地貯備項目預算管理弁法（試行）」、財予[2019]89号。
- 財政部（2020）「財政部積極指導各地吸引外資銀行參與地方政府債券承銷推動金融業高水平對外開放」、中華人民共和國財政部。
- 財政部「財政部文告」、2008－2015各号。
- 財政部「中央和地方預算實行狀況與中央和地方預算草案的報告」、1996－2019各号。
- 國務院（2014）「國務院關於加強地方政府性債務管理的意見」、國發[2014]43号。
- 江蘇永和會計事務所（2019）「江蘇永和會計事務所有限公司專項審計報告」、永和會專字[2019]第043号。
- 江蘇省財政廳（2011a）「關於從土地出讓收益中計提教育資金有關事項的通知」、蘇財綜（2011）48号。
- 江蘇省財政廳（2011b）「關於從土地出讓收益中計提農田水利建設資金有關事項的通知」、蘇財綜（2011）58号。
- 江蘇省財政廳（2019）「2019年江蘇省土地貯備專項債券（一至二期）信息披露文件」、江蘇省財政廳公式サイト、2019年3月8日。（http://czt.jiangsu.gov.cn/art/2019/3/8/art_5

南京市人民政府弁公庁（2011）「寧政発(2011) 9 号<市政府關於進一步完善市級土地出讓收支管理的通知>」、南京市人民政府。

南京市人民政府弁公庁（2018）「寧委発(2018) 5 号<關於優化対区財政管理体制的通知>」、南京市人民政府。

浦口区財政局（2018）「關於浦口区2018年財政予算執行狀況和2019年財政予算的報告」、南京市浦口区人民代表大会常務委員会、2018年12月27日。（<http://www.pkrd.gov.cn/jdgz/>

浦口区統計局（2019）「浦口区2018年国民經濟和社会發展統計公報」、南京市浦口区人民政府、2019年12月13日。（http://www.pukou.gov.cn/pkqrmzf/201912/t20191213_17390zhengfuzhaiquan/202001/t20200102_3453870.htm）

周小川（2006）「国务院關於推進国有商業銀行股份制改革深化金融体制改革工作的報告」、中国人大網、2006年12月26日、（http://www.npc.gov.cn/wxzl/wxzl/2007-02/01/content_357653.htm）

中華人民共和国審計署（2013a）「全国政府性債務審計結果」審計結果公告第32号、中華人民共和国審計署弁公庁。

中華人民共和国審計署（2013b）「36個地方政府本級政府性債務審計結果」審計結果公告第24号、中華人民共和国審計署弁公庁。

中国銀行間市場交易商協會（2021）「評級可以在銀行間債券市場使用的評級機構名單」、2019年7月。（<http://www.nafmii.org.cn/zlgl/zwrz/pjjgzzmd/>）

中国国債協會（2020）「地方政府債券信用評級業務自律規範指引」、財債協[2020] 6 号。

中国人民銀行「中国貨幣政策大事記」、2008－2015各号。

<統計データ>

中国国債協會『中国国債市場年報』、中国財政經濟出版社、2009－2014各号。

中国国債協會『中国政府債券市場年報』、中国財政經濟出版社、2015－2017各号。

中国人民銀行『中国金融年鑑』、中国金融年鑑編集部、1994－2016各号。

中華人民共和国国家統計局『中国統計年鑑』、中国統計出版社、1994－2019各号。