

第1章

中国の金融改革と経済発展

はじめに

本章の目的は、過去10年間ほどの中国の金融政策の過程を考慮し、現在の中国が金融的側面において抱えている問題を摘記することである。中国経済は1970年代末に開始された経済制度改革のもとで、大きな変動を経験しながらも、かなり急速な経済成長を達成してきた。しかし、経済発展の過程が十分に効率的であるかどうかは疑問の余地がある。

たとえば、第1表は1979年以降、中国の個人貯蓄が年率30%を上回る速度で増加してきたことを示している。一方、第2表には固定設備投資にあたる基本建設投資額が示されている。この表によれば、中国の設備投資が次第に財政資金に依存する程度を低めていること（つまり貸付資金の重要性が高まっていること）が分かるが、同時に、80年代前半に関するかぎり、設備投資は貯蓄の増加のテンポほど急速には増加していないことが示されている。これは、なぜであろうか。本章では、分権化した市場経済の重要性を高めつつある中国における金融制度のあり方、とりわけ財政システムの不備と関連したインフレの進行が、この現象と関係がある点を主張するものである。

よく知られているように、中国の金融制度改革は、自由化、市場メカニズムの導入という性格をもっているが、人民銀行の中央銀行としてのコントロール機能が十分な自律性をもっていないこと、そして金融組織・制度を支えるべき市場機構と金銭的な便益を効率的に追求する誘因のシステムが欠落

第1表 個人貯蓄の上昇率(1979~87年)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
対前年増加率(%)	33.2	42.0	34.6	34.6	32.3	40.9	40.9	37.8	37.5

(出所) 『中国統計年鑑』1987年。

第2表 基本建設投資と非財政資金の割合
(単位:億元,かっこ内%)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
基本建設投資額	510 (16.7)	524 (20.0)	559 (37.5)	443 (43.2)	556 (50.2)	594 (50.2)	743 (51.6)	1,061 (64.4)

(出所) 第1表と同じ。

している点を見逃してはならないであろう。市場経済の基礎的条件が不備な経済における、自由な市場経済メカニズムがいかなる困難に当面するか、それに対処するための望ましい制度改革のあり方はどのようなものか。本章の前半で、インフレ過程に関する一般的な叙述をした後、後半では、望ましい金融システムのあり方について、多少抽象的に議論する。

第1節 市場経済の導入とインフレーション

中国のみならず、中央集権的な計画経済から分権的な市場経済への移行を目指している経済は、価格統制を撤廃する過程でほとんど例外なく深刻なインフレに見舞われている。急速なインフレは、市場経済の核となるべき通貨制度に対する人々の信頼を揺るがし、資源配分の過程を歪め、資本蓄積の進行を阻害している。

たとえば、急速な物価上昇は通貨や銀行預金の実質価値を急激に減価させるから、人々は購買力を貯蔵する手段として、実物の商品や原材料在庫の蓄積にやっきになる。そのような在庫の積増しが物価をいっそう高め、「物不足」

の状況を深刻にする。また耐久財に対する需要の急増は、それらの財の流通・販売への人々の関心を高め、その分野へ必要以上の資源が投入されることになる。徐州市の石炭販売事業についての次の叙述は一つの例である。

「投機転売と物資の不足は非常に強い相関関係がある。生活資材であれ生産資材であれ、不足し、価格差が大きさえすれば、そこにはたちまち腐敗現象が生い茂る。この2年間、石炭がきわめて欠乏し、石炭転売が黒い暴風となって全中国を吹き荒れた。不完全な統計ではあるが、徐州市は区部だけで150以上の石炭販売企業があり、その経営母体はさまざまな業種に及んでいる。徐州の党機関、政府機関、病院、工場、鉄道、学校、託児所など、石炭販売に手を染めぬものはなにも一つなく、こぞって利益を漁っている。徐州のある大学付属の科学技術開発実業公司是1年に満たぬあいだに、7300トンもの石炭を代理販売し、管理費だけで4万5000元をかせいだという。」⁽¹⁾

インフレの進行は利子率（異時点間の相対価格）に対しても攪乱的影響を及ぼす。資金を長期的なプロジェクトへ投入することのリスクがあまりに高いため、資金の供給は短期に集中する傾向があり、「短期主義」(short-termism)が現れる。とくに資金配分の重点が中央政府から地方や国営企業へ移転すると、個別主体の合理的な選択の結果としてインフレのもとで短期主義が蔓延する。倪 [1990] は市場経済への移行過程で生じる「短期主義」あるいは「短期行為」を具体的に指摘している。彼の考えでは、たとえば商工業の請負期間が一般に3年と短期に設定されていることを、「短期行為」の重要な原因としている⁽²⁾。しかし同時に、インフレによる不確実性も、「短期主義」を促進していると思われる。

以上の議論との関連で、インフレと経済発展との関係について、多少議論を拡大してみよう。多くの場合、発展途上国においては規制によって名目金利が固定されている。したがって、インフレは実質金利を引き下げ、それが貯蓄の引下げをもたらし、資本蓄積を阻害するという主張が有力であった。たとえば、Shaw [1973] や McKinnon [1973] は“financial repression”という言

葉でその状況を表現し、経済発展に成功するためには“financial repression”の状況を払拭しなければならないと主張した。

しかし経済成長と実質金利およびインフの関係は、必ずしも明確ではない。急速なインフレのもとで実質金利が大きくマイナスになっても、「強制貯蓄」が生じるから、実質金利の低下が貯蓄率を引き下げるとはかぎらない。一方、インフレの進展が成長率を抑制させることは明らかなようである。これは、結局インフレが異時点間の相対価格を混乱させ、適切な投資プロジェクトの選択を困難にしているためである。冒頭の第1表、第2表で示したように、1980年代の中国では、高い貯蓄率の割に設備投資、つまり基本建設投資の伸びがみられない。インフレという経済条件の背景を考慮すると、このような状況も決して不思議ではない⁽⁹⁾。

これまで説明してきたように、インフレは本格的な市場メカニズムの導入を目指す経済に深刻な打撃を与えざるをえず、それゆえインフレ抑制は第一義的な重要性をもった政策目標なのである。しかし、その原因は比較的単純なメカニズムによって生み出されている。この点をつぎに説明してみよう。

一般的に、中央集権的計画経済においては、資本・生産設備はすべて中央政府によって所有されているから、それらの実物資本に帰属すべき利潤は、生産に携わる企業から中央政府に、上納金として自動的に吸い上げられる。中央政府は、吸い上げた資金(購買力)を中央計画に即して、各部門、各産業分野へ配分する。その資金配分の過程において、配給機構として銀行部門が、一定の役割を演じる。

しかし、市場経済への移行とともに、企業に対し利潤の留保が認められ、経営の請負が実施される。ここでは、中央政府にとって必要な財政支出を賄うための税収をいかに確保するかが重要な問題となる。この点において、中国の経済体制は重大な難点を抱えているようである。たとえば、馬・孫[1990]は現在の中国において財政制度、徴税体制に不備があることを率直に認めている。「改革の開始以降、企業と居住者の所得が国民所得に占める割合は上昇を続けたのに対し、国家所得の占める割合は毎年低下してきた。そして近年

は、国家財政収入が国民所得に占める割合が低下し続けているだけでなく、企業からの税金、上納利潤が全財政収入に占める割合も絶えず低下しつつある。」⁽⁴⁾「知りえたところによれば、脱税をしている国営企業は40%以上に及び、1989年の財政、税収、物価大検査では88億元の不法所得が摘発され、40億元が追徴されたという。先般の財政、税収、物価大検査は自主的な検査が主体であったから、漏れ穴は依然として非常に大きいに違いない。個人経営の脱税率は90%以上に達し、関係部門の推定によれば、脱税額は260億元にもなるという。」⁽⁵⁾

呂[1990]も全く同様のことを指摘している。「……『个体戸』(個人経営の小企業)の営業額の把握も難しいのが現状である。大多数の企業はそのなかでさまざまな手段を用いてコストの増大を図りつつ、利潤の上納を止め、脱税をしようとしている。個人企業経営の脱税はより深刻である。」⁽⁶⁾

税収の確保が不十分で、しかも財政支出額の削減ができないとすれば、財政赤字は拡大せざるをえない。実際1979年以降、88年までの10年間の財政赤字額は累積で1000億元以上に達するといわれる。資本市場が未発達な状況においては、財政赤字は通貨増発による「インフレ課税」によって賄われることになる。第3表はGNP比でみた中国の財政支出の推移を示している。70年代末以降、企業からの収入減少を原因として、財政収入が相対的に減少していることは明らかである。

中央政府の実質的な財政支出は容易には削減できない状態にあるようである。国営企業は自立的な経営をまかされつつあるが、経営破綻を銀行融資に

第3表 中国の財政収入

(対GNP比,%)

	1978	1979~81	1982~84	1985~87	1988
総収入	34.4	30.0	27.0	24.8	20.4
企業からの収入	20.6	17.1	12.5	8.3	7.0
利潤上納	19.1	16.1	11.4	0.4	0.3
利潤税	1.5	1.0	1.1	7.9	6.7

(出所) Blejer and Szapary [1989], 15~16ページ。

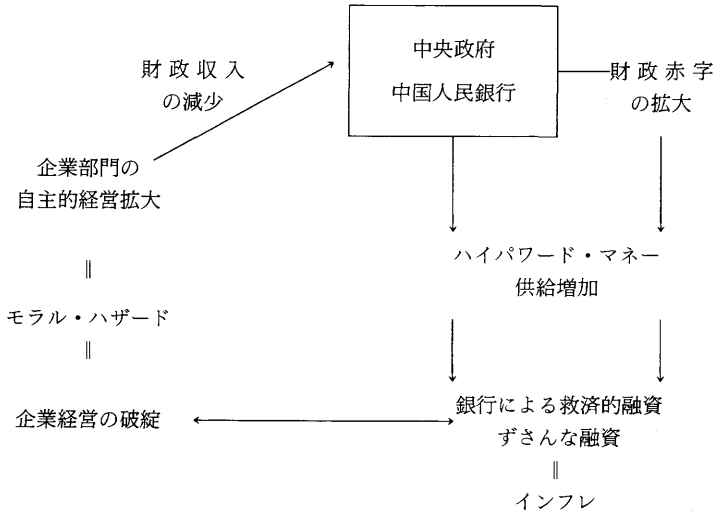
よって救済するという体制は、存続しているように見える。もちろん、この過程には地方政府による銀行部門への政治的な圧力の存在があることを無視するわけにはいかない。おそらく、このような体制のもとでは、企業経営者の側にも、あるいは銀行の側にも一種のモラル・ハザードが発生し、銀行による救済的な融資額をますます高める傾向があると考えられる。

結局、近年の中国のインフレ過程を非常に大胆に要約すれば、第1図のようになるであろう。インフレ進行をとどめるためには、その過程を支えている重要な要因を除去しなければならない。すなわち、

- (1) 中央政府の税収を引き上げ、維持すること。
- (2) 財政支出の規模を縮小すること。
- (3) 企業経営、銀行経営のレベルにおいてモラル・ハザードを除去し、経営に規律を与えること。

これらの条件は、市場機構に依拠した経済システムが効率的に機能するための前提条件である。これらの条件が整わない段階で価格体系を大幅に自由化

第1図 インフレ過程に関する略図



(出所) 筆者作成。

し、市場メカニズムを導入することは、一面では経済活動を活性化させるとしても、他面で深刻な物価上昇と非効率な資源配分をもたらすことになる。

周知のように、1989年に中国は厳しい引締め政策を導入した。第1図でいえば、銀行の融資に対して厳しい制約を加えることによって、インフレ圧力を軽減することに成功したと報じられている。しかし、市場経済の有効性を支える基本的な条件へ整えられたといえるであろうか。もしそうでなければ、85年以降に経験された混乱は再び中国を襲う可能性が残されていることになる。次の第2節以下では、視点をさらに絞って、金融制度のあり方について論じる。

第2節 金融制度改革とその意味

1. 経済改革における金融制度の位置

中国は、1979年以降の積極的な経済改革の一環として、金融制度の大幅な手直しに着手した。この制度改革は、財政制度に従属してきた金融機関を財政制度から独立させ、金融機関、金融制度がもつ調整機能を発揮させようとする狙いをもっていた。すでに78年に、基本建設交付資金を財政資金の供給から建設銀行貸出しに切り換える改革が始まっており、財政支出に占める基本建設交付金の比率は、78年の40.7%から83年の29.6%へと、速やかに低下しつつあった。

中国の経済改革の大きな方向が、市場を基盤とする分権化された計画経済を目指すものであると考えると、金融機構に対して大幅な改革を加えるという政策はきわめて適切であるし、また不可欠のことでもある。なぜならば、金融制度は個々に分離された経済分野を資金の流れを通じて統合するばかりでなく、資金の流れを管理する金融機関が個別の経済主体や、個別の経済分野の状況を調査、モニターし、資金取引を通じて個別経済主体、とりわけ生

産企業になんらかの「規律」を課す点で重要な役割を演じることができるからである。このような、金融制度、金融機関の役割が、資本主義経済の発展において重要であったことはGerschenkron [1962] の研究で明らかにされているが、このことは分権化された計画経済の発展についても、同様に当てはまるであろう。

とくに、マクロ経済のコントロールを財政資金を基盤として中央集権的にコントロールするのではなく、個別の企業に利潤の留保を認めるなど、ある程度の自由裁量の余地を与えた場合には、経済計画を遂行し、調整するための「出先機関」として銀行を中心とする金融機関が果たすべき機能は重大である。

金融機構の最も重要と思われる改革の一つは、1979年2月に北京で開催された中国人民銀行全国分行長会議で決定された次の事項を主な内容とする改革案であるが、この案には上に述べたような分権化された計画経済における金融の重要性がはっきりと認識されていたといえるであろう。

- (1) 銀行の経済に対する監督と指導の役割を増強。
- (2) 流動資金(運転資金)を財政交付金によって供給する方式から銀行貸出しに切换え。返済が遅滞している貸付金の回収。
- (3) 貸出しの管理を統一して、銀行の計画外貸出しを排除。
- (4) 銀行の資産・負債管理の強化。いわゆる「差額管理」実施(預金と貸出しの差が計画内におさまっている銀行に対しては、預金増加分に見合う貸出し増加を承認)。
- (5) 銀行の人事(とくに地方の銀行人事)を地方政府の管理から銀行本店へ移管。

さらに、企業金融の分野に関連した改革案としては、1979年6月に国务院財政経済委員会によってなされた次の提案も重要である。(1)企業の内部留保を認める。(2)企業固定資産の原価償却費、設備更新基金使用額を引き上げる。(3)固定資産の使用料を徴収する。(4)運転資金を財政資金の交付から銀行貸出しへ切り換える。この改革案には、個別企業を中央集権的な財政制度の拘束

からある程度自由にする一方、金融的側面で効率的経営の規律を与えようとする狙いがあったことは明らかである。

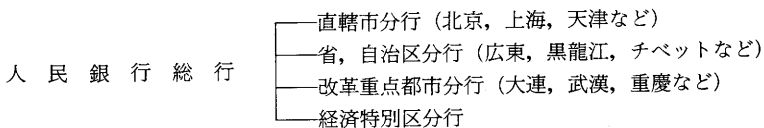
2. 人民銀行の役割の重要性

ついで重要な金融制度改革は、中央銀行たる人民銀行に関するものである。これは、中国経済改革の境目である1983年から84年にかけて実施されたものである。重要な点は、マクロ経済管理を任務とする中央銀行機能と、資金の配分、預金の収集を担う商業銀行機能とが分離されたことである。まず、83年9月、国務院は「中国人民銀行は企業向け貸出しと預金業務を行わず、貸出しのマクロ・コントロールを中心とする業務に専念すること」を決定し通達した。この決定を受けて工商銀行が設立され、新しい機構は翌84年1月にスタートした。

同時に、人民銀行の国家機関としての地位を高めるため、人事上の格上げを実施したが、これは新しい経済体制のもとで、金融制度が占める重要性を追認するものである。つまり、この組織改革は、経済改革後の中国において物価動向がマネーサプライによって強く規定されるという、それ以前にはみられなかった状況に対処するための措置であった⁽⁷⁾。

中央銀行としての人民銀行は1984年1月に活動をスタートさせたが、その際には、計画経済の分権化に対応する組織の改革が同時に導入された(第2図を参照されたい)。新しい組織は、中央の総行と広がりをもつ各地域との連携を密にし、中央によるマクロ・コントロールの有効性を高めようとするもので

第2図 各店組織の改組



(出所) 筆者作成。

あった。

中央銀行業務と商業銀行業務とを分離させることは、マクロ的な金融調節を有効に追求するためには非常に重要なことである。個別の企業や個別の産業分野の間に、どのように資金を配分すべきかという問題と、マクロ経済の実物的な生産・支出活動と金融的条件とをどのようにバランスさせるべきかという問題とは、基本的に性質を異にしている。両者を混同することが、たとえば深刻なインフレに結びつくのである。そのような、混同を回避し責任体制を明確化するうえで二つの機能を完全に分離することが本来望ましいのである。

3. 金利の弾力化

金利政策の面でも自由化措置がとられた。中国においても預金金利を低水準に固定することが貯蓄の促進に背反するという判断は強く存在していた。その結果、1978年4月と80年4月に預貯金金利の引上げが行われた。しかし、資金調達者にとっての負担を引き上げないという配慮から、貸出金利は引き上げられなかったのである。

その後、1982年4月に預金金利と貸出金利の全面的な調整が行われた。この調整措置は、銀行貸出しの側面に価格メカニズムを働かせようとする中国政策当局の意図を反映している。第4表は1982年以降の預金・貸出金利の変更の大まかな過程を示している。明らかに預金金利が相対的に高く、貸出金利が相対的に低いという状況が維持されている。したがって、金利面からいえば、貯蓄動員、投資促進のスタンスは貫徹されている。

また1989年には、インフレによる預貯金の購買力減耗に対処するため、預金金利の引上げと同時に、3年以上の期間の定期預金について物価スライド金利が導入された。この結果、89年における都市住民の預貯金増加額は1334億元で88年の増加額を60億元上回ったといわれる。これによって、インフレ圧力が若干は軽減されたことであろう。

しかし、こうした金利政策のスタンスが効率的な資本蓄積に結び付くか否かが喫緊の問題なのである。この問題は単純に金利を操作すればよいという問題ではない。むしろ、資金配分に銀行がどのように関与できるかに依存する問題である。中国経済の問題点は、単なる金利の水準決定を超えたところに存在する。

第4表 金利体系の変更（1982年以降）

(年利,%)

		1982年4月	1985年4月	1985年8月
企業、事業団体預金	要求払い	1.80	1.80	1.80
	定期			
	1年	3.60	4.32	4.32
	2年	4.32	5.04	5.04
	3年	5.04	5.76	5.76
個人貯蓄預金	要求払い	2.88	2.88	2.88
	定期			
	半年	4.32	5.40	6.12
	1年	5.76	6.84	7.20
	3年	6.84	7.92	8.28
	5年	7.92	8.28	9.36
	8年	9.00	9.00	10.44
華僑人民元貯蓄預金	定期			
	1年	6.48	7.20	7.20
	3年	7.92	8.28	8.28
	5年	9.00	9.00	9.00
流動資金貸出し		7.20	7.92	7.92
決済資金貸出し		3.60	3.60	3.60
技術改造、固定資産貸出し	1年以内	5.04	5.04	7.92
	1～3年	5.76	5.76	5.76
	3～5年	6.48	6.48	9.36
	5～10年	—	—	10.08
	10年以上	—	—	10.08

(出所) 「中国データ・ファイル85/86」(ジェットロ)。

第3節 人民銀行の金融政策

1. 専門銀行に対するコントロール

人民銀行の中央銀行としての金融政策は、1983年末の機構改革からスタートしたといえよう。当初、すなわち84年末までは、いわゆる「差額管理方式」による貸出し政策が採用された。これは、工商業銀行など専門銀行の貸出額を、それら銀行の収集した預金額をベースとし、それに一定額を上乗せした額まで認めるという方式であった。しかし各専門銀行の貸出し計画には拘束性がなく、銀行の貸出しは野放図に拡大する傾向があったといわれる。このため、人民銀行は専門銀行の要求に受動的にこたえて資金（日本流に言えば準備）を供給せざるをえなかった。

中央銀行が民間銀行の積極的な貸出し拡張を、事後的に支えるという現象は、日本などの資本主義経済においてもみられる。このような受動的な立場から脱却するために、中央銀行は民間銀行の貸出しそのものを直接規制することの必要性を強調する。市場経済においては、この主張には十分注意して耳を傾けなければならない。なぜならば、民間銀行は中央銀行の受動的な資金供給をあてにして、積極的な拡張主義を採用することが考えられるからである。中央銀行が受動的なスタンスを改めれば、民間銀行の野放図な貸出し拡張は自ずと抑制されるはずである。

しかし、中国の場合にはおそらくこの論理は当てはまらないであろう。専門銀行は、市場経済でみられるほど洗練された「合理主義」を発揮するに至っていないと思われるからである。専門銀行の貸出し拡張を抑制するためには、確かに人民銀行による貸出しの直接規制は有効であろう。実際、1985年に採用された人民銀行の貸出し方式は専門銀行の貸出しに対する規制を強化することを目指していた。すなわち人民銀行は、各専門銀行の年度ごとの貸出し計画を査定して許可し、許可された貸出し計画に対応して各銀行への貸付限

度額を設定する。そして、個別銀行がこの限度額を超えて人民銀行から資金を借り入れる場合には、公定歩合に当たる基準金利を上回る罰則的金利が要求されるというのである。

2. 金融コントロールの脆弱性

もし、各専門銀行が何がしか利潤追求の制約に服した経営体であるならば、そしてその貸出しの意思決定に関して固有の権限を確保しているのであれば、上のような制度改革は、人民銀行による専門銀行の貸出しコントロールの可能性を高めたであろう。それでは、実際の成果はどうだったか。

第5表は、全国の銀行による貸出残高とその増加率である。1984年に人民銀行が中央銀行として機能するようになってから、貸出しは、それ以前の数年間と比較して一挙に倍の速度で増加し始めた。このテンポは、人民銀行が貸出しの直接的なコントロールを意識した改革を導入した85年以降もそれほど変わっていない。

第6表は1985年から86年にかけての金融引締め過程を、多少詳しくみた表である。この表によると、銀行部門の貸出し供給は兩年の第3四半期までは厳しく抑制されていることが分かる。ところが、最後の第4四半期に、貸出しが急増し、結局年間を通じると金融引締めの効果が十分に現れなかったのである。第5表にみられる「季節性」は中国における金融調節の困難さがもつ特殊性を示している。つまり、金融の側面は年間計画の実現過程では実物部門に従属せざるをえないという事情である。専門銀行の貸出しコントロールがマクロ的な経済調整、とくにインフレの抑制策にとって不可欠であることは、人民銀行関係者の間で明確に理解されているにもかかわらず、政治的な圧力の前では必要なコントロールを厳格に実行しえなかったのである。

第5表 全国銀行貸出残高および増加率

(単位：億元，%)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987(9月)
貸出残高	2,767	3,052	3,431	4,420	5,906	7,590	9,032
増加率	14.5	10.4	12.4	28.8	33.6	28.5	19.0

(出所) 『中国統計年鑑』。

第6表 引締め過程 (1985年第1四半期から86年第4四半期)

(単位：億元，%)

	1985				1986			
	3月	6月	9月	12月	3月	6月	9月	12月
貸出残高	4,420	4,470	4,710	5,905	5,854	6,171	6,528	7,590
増加率	0.0	1.1	5.4	25.4	-0.8	5.4	5.8	16.3

(出所) 『中国統計年鑑』。

3. 金融調節方式の選択

現在の中国の金融システムのように各種の銀行が金融仲介メカニズムを支配している体制のもとでは、何をマクロ的な金融政策の(中間)目標に選ぶかにかかわりなく、銀行部門の貸出し行動をコントロールすることが金融政策のために不可欠である。

銀行貸出しのコントロールを基礎とする金融調節には、大まかに次の二つの方法が存在する。第1の方法は、間接的な方法である。中央銀行はその債務であるマネタリーベースの供給量をコントロールすることによって、銀行間短期資金市場の金利水準を変化させることができる。個々の銀行はその金利の推移や中央銀行が銀行に対して貸出しを供給する際のスタンスを考慮に入れたうえで、貸出し供給額を決定するであろう。銀行貸出しの変化は、その債務である預金の変化とほぼ対応しているので、中央銀行による間接的なコントロールは、最終的にはマネーサプライのコントロールにつながる。た

だし、この種の間接的なコントロールが有効であるためには、市場メカニズムが円滑に機能すると同時に、短期資金市場の利子率と銀行貸出し、銀行貸出しとマネーサプライなどの間に、十分に安定した関係が存在しなければならない。

第2の金融調節方式は、より直接的(統制的)なコントロールを目指すものである。中央銀行は、個々の銀行の貸出額に上限を与え、銀行が過度に貸出し拡張を図ることを防止する。同時に、中央銀行は銀行間短期資金市場の状況などを監視しつつ、銀行部門に対して指示した貸出し上限値に整合するようにマネタリーベース供給額を調節する。

以上の考察から得られる教訓は単純であるが、きわめて重要である。市場経済の機能を重視する分権化された計画経済においては、金融部門の独占的機能が必要である。とくに、人民銀行は財政当局から切り離されるばかりではなく、地方の主要分行のレベルでも政治的な自律性を与えられなければならない。

また、専門銀行の独自の機能、つまり資金配分の機能や資金調達企業の経営に対するモニタリング機能も非常に重要であるが、専門銀行の貸出し供給行動に対して人民銀行が十分に規律を与えられる基盤をもたなければならない。

人民銀行が結果的には専門銀行の過大な貸出し供給を追認する資金供給を行うという暗黙的な「ルール」が存在していたとすると、中央集権的な政府が再び厳しい金融引締めを実施した際には(たとえば天安門事件前後以降のように)非常に大きな金融的混乱が生じるであろうことも付け加えておくべきである。この点は、大なり小なり資本主義的市場経済の場合と同じであり、基本的な政策ルールの急激な変更は深刻な実物的ショックを伴わざるをえないのである。

第4節 直接金融か間接金融か

——経済発展と金融制度の選択——

1. 株式市場の役割

経済発展を促進するうえで、どのような金融制度を選択すべきかは、今日の中国が当面している重要な政策問題の一つである。この問題に対する中国の回答は、筆者のみるところでは、資本市場、とりわけ株式市場の拡大を進める政策に示唆されているように、直接金融に重点を置いた制度の構築ということではないかと思われる。しかし、この回答は妥当であろうか。もちろん、この判断は容易ではない。しかしながら、日本の経験に立脚した場合には、中国の回答にはいささか批判する余地がある。以下では、この点を経済理論の観点から説明してみよう。

今日の金融理論においては、銀行貸出しの市場は有限責任ルールのもとで生じる非効率性（“agency problem”と呼ばれる）を伴いがちであるとされている。たとえば、Stiglitz and Weiss [1981] は、貸し手と借り手の間の非対称的情報が非効率的な信用割当てをもたらすことを理論的に明らかにしている⁽⁶⁾。この理論的分析に立脚して、Cho [1986] は金融自由化の過程で効率的な株式市場の存在が重要な意味をもつであろうと強調した。Choによれば、株式市場がリスク分担の機会を拡大し、経済に存在している各種投資プロジェクトの収益性とリスクを的確に評価する機会を提供し、資源配分の効率化に寄与するのである。

さらにChoは、もし十分に整備された株式市場が存在しない場合には、金融自由化は慎重に進められねばならず、「発展途上国は良く発展した株式市場ができあがるまでは、銀行部門をある程度規制するという次善の策を選択せざるをえないであろう」と述べている。これらの非常に興味深い主張を、日本の発展との関連で考察すると、どのような結論が得られるであろうか。

2. 銀行優位の金融システム

第二次世界大戦後の日本経済の成長は、民間企業部門の設備投資によって支えられてきたが、その設備投資の資金調達は銀行借入れに依存して進められた。もちろん、企業部門の自己資金の比重も無視できないものではあったが、アメリカなどに比較して銀行借入れの重要性は有意に高かった。

株式市場や債券市場の役割が相対的に低かったことは明らかである。ただし、1960年代の初頭までは株式市場における企業の資金調達は意外なほどに高かったとみることもできる。しかし、60年代前半から半ばにかけて株価の低迷と株式市場の混乱⁽⁹⁾が生じ、60年代半ば以降70年代にかけて、株式市場を中心とする証券市場の地位は極端に低下したのである。つまり、日本の高度成長の過程で証券市場はむしろ不安定的な要素であり、高度成長期の後半に銀行優位の金融システムが確立したのである。

3. 銀行の役割

Choの分析との関連でいえば、日本の経済発展において良く整備された株式市場は存在しなかったとって過言でない。また、すでに説明したように、銀行部門に対しては厳しい規制が加えられていた。まさに「次善の策」がとられたとみることもできよう。

しかし、日本の経済発展の過程において銀行が演じた役割については、Choの仮説よりももっと高い評価を下すことができると思われる。Choは銀行貸出しの市場が、情報の不完全性のゆえにモラル・ハザードや逆選択の困難につきまわっていると考えている。しかし、銀行は借手企業との長期的取引関係を通じて、非対称的情報がもたらす“agency costs”を削減することができる。実際、高度成長期には日本の銀行は有力な企業と長期的取引関係を結ぶことによって、相対的に安定的な企業金融の状況を作り出していたと評

価することもできるのである。

具体的にいえば、日本の銀行は無数の預金者から「委託されたモニター」として、資金調達企業の投資プロジェクトを客観的に評価し、彼らの行動を監視する役割を演じた。Choは銀行部門に対する政府の規制・コントロールを重視するが、銀行と企業との長期取引関係(これを日本では「メインバンク関係」と呼ぶ)が非対称の情報に伴う“agency costs”を削減するという側面にわれわれは注目すべきであろう。

4. 株式市場の不安定性

株式市場はリスク分担の機会を拡大するという点で、非常に重要であるが、しかし、株式市場自体が“agency problem”を伴う点にも注意しなければならない⁽¹⁰⁾。企業の経営者、既存の株主と外部の投資家との間、あるいは経営者と株主の間には情報の非対称性があり、そのためにagency costが発生することは多くの専門家によって指摘されている。このagency costのため、企業にとって株式発行による資金調達は最も魅力に乏しい方法とさえいわれているのである⁽¹¹⁾。

非常によく発達した株式市場は、情報開示のルール、インサイダー取引規制、企業経営に関する情報生産の専門業者などの基礎的条件が整備されねばならない。一般的にいえば、このような諸条件を作り出すことは、発展途上国にとって容易ではない。とくに、少額の貯蓄者から貯蓄を「動員」する仕組みとして株式市場を有効に利用しようとすることは、少額投資家と企業経営者との間に生じる情報の格差を考慮にいと、きわめて困難であると思われる。

以上のように考えると、経済発展の過程における銀行貸出しの役割は、Choによって主張されるよりも高く評価されるべきであり、株式市場の演じる機能に関して過度に楽観主義的となることを慎むべきであろう。日本の経験は、株式市場の機能が不完全であっても、銀行部門が安定的な機能を発揮すれば

急速な経済発展が可能であることを示唆している。

第5節 中国の金融制度はいかにあるべきか

——結びにかえて——

分権化された計画経済のもとで金融制度が果たしうる役割の重要性はすでに述べた。19世紀末のドイツの銀行制度、第二次世界大戦後の日本の金融制度の位置づけを考えてみると、この点は自明とも思われる。

したがって中国経済を分権化された経済計画のもとで発展させていくための一つの鍵は、金融制度の効率化であるといえよう。人民銀行が中央銀行として自律的な機能を果たしうる条件を、政治的なレベルにおいても整えることが必要であるが、これは金融制度効率化の必要条件の一つにすぎない。

専門銀行は単なる資金配分の機関であるばかりではなく、借り手企業の投資プロジェクトや経営内容を評価したり、借入れ資金の使途をモニターするうえで効率的な機能を発揮しなければならない。とくに、請負経営責任制の拡大のもとで、個々の経営組織に対して規律を与えるために銀行が果たすべき役割は非常に大きいと思われる。逆に、銀行制度が企業の生産活動の評価や監督という機能を有効に演じることができない場合には、分権化された計画経済そのものが機能不全をおこすであろう。それゆえに、専門銀行の機能を整備し効率性を高めることが、1970年代末以来の中国経済改革を成功させるための焦眉の課題である。

専門銀行について請負経営責任制を導入して効率的経営の誘因を与えるとともに、人材の確保と教育とを実施して、銀行に期待されている役割を十分に担える経営資源を蓄積しなければならない。一般的にいて、経営資源は稀少であり、その蓄積はそれほど容易ではない。経営資源が稀少であるほど、その資源を有効に利用するために、中央集権化された管理体制が必要となるであろう。中国の経済改革を進めるにあたっては、生産企業に関する請負経

営責任制に先んじて、専門銀行についてこの制度を確立すべきであったかもしれない。

生産企業を金融的な側面からモニターし、効率的経営の誘因を与えることは資本主義経済において非常に重要である。この点は、市場メカニズムを取り入れた分権的な計画経済においても同様である。中国の経済改革の経緯を振り返ってみると、一つの問題点は、まさにこの機能が十分に働かなかったことであった。

中国の資本市場、あるいは証券市場の拡大・発達も以上の問題と関連をもっている。よく知られているとおり、中国においては株式会社制度が次第に広がりつつある。中国の政策当局自体が株式会社制度の拡大に熱心である理由は、一つには個人に対して相対的に有利な貯蓄手段を提供することによって、消費を抑制し、国内の総需要の拡大に歯止めをかけること、また企業の従業員に株式を保有させることによって、企業経営の効率化に貢献する誘因を与えることを狙ったためといわれている。

これらの狙いが妥当であるかどうかは、ここでは論じない。ここでは、株式会社制度の企業経営に対するコントロール機能について簡単に考察し、その問題点を指摘しておこう。株式会社制度がもつ問題点は、株式を発行する企業の経営者、従業員と外部の株主との間に存在する利害対立である。外部の株主にとって重要なことは内部者、つまり経営者、従業員の行動をいかに監視するかである。監視が不十分であれば、内部者は自分たちの裁量に従って資源をもっぱら自分たちの利益の増進のために使用するであろう。実際、請負経営責任制度の導入が資金総額の急増をもたらしたが、この状況は、外部者にとって企業経営コントロールが困難であることを示唆している。

たとえば、「……工場長にとっての主要な関心事は、いかに従業員の要求に応えて、その利益を図るかにある。長期的展望に立った投資など行われようがない。なぜなら、工場長の任期中の成績評定は、従業員による評価が大きな位置を占めるからである」⁽¹²⁾という指摘は非常に重要である。株式発行によって調達された資金が企業の生産性の拡大に有効に利用されることを保障

する条件が十分に整っていないのである。

株式会社制度の効率的機能は、情報生産の機能や、企業に対する監視機能が幅広く資本市場に分散していることによって支えられる。中国の実情は、その必要な条件をほとんど満たしていない。専門銀行を軸とする金融仲介機関に、そのような機能を集中し、この面における希少な人材、資源を有効に利用する方針をとる方が、中国の現状により適合した合理的選択であると思われる。

[注]

- (1) 馬・孫 [1990], 24ページ。
- (2) 倪 [1990] を参照。
- (3) Leff and Sato [1980] を参照。
- (4) 馬・孫 [1990], 3ページ。
- (5) 馬・孫 [1990], 31ページ。
- (6) 呂 [1990], 6ページ。
- (7) 石川 [1980] を参照。
- (8) Stiglitz and Weiss [1981]。
- (9) その結果、1965年には有力な証券会社の一つが経営破綻をきたし、日銀がそれに対応して緊急の融資を行った。
- (10) Choはこの点に全く言及していない。
- (11) たとえば、Myers [1984] を参照。
- (12) 石原 [1989]。

[参考文献]

- Blejer, M.I. and G. Szapary [1989], "The Evolving Role of Fiscal Policy in Centrally Planned Economies under Reform: The Case of China," *IMF Working Paper*, No. 407.
- Cho, Y.Je [1986], "Inefficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well-Functioning Equity Markets," *Journal of Money, Credit, and Banking*, No. 18, May.
- Gerschenkron, A. [1962], *Economic Backwardness in Historical Perspective*,

Harvard University Press.

- 石原享一 [1989] 「中国のインフレーションと経済改革」 (『アジア経済』第30巻第2号, 2月)。
- 石川滋 [1980] 「中国の新価格政策と物価・インフレ」 (『日中経済協会会報』第79号, 2月)。
- 倪世道 [1990] 「価格改革の矛盾の焦点と難点」 (未公開)。
- Leff, N. and K. Sato [1980], "Macroeconomic Adjustment in Developing Countries: Instability, Short-Run Growth, and External Dependency," *Review of Economics and Statistics*, May.
- 呂政 [1990] 「整理・調整の任務と措置に関する試論」 (未刊行)。
- 馬洪・孫尚清 [1990] 「中国の経済情勢と展望：1989—1990」 (未公開)。
- McKinnon, R.I. [1973], *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution.
- Myers, S.C. [1984], "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, July, pp. 575-592.
- Shaw, E.S. [1973], *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press.
- Stiglitz, J.E. and A. Weiss [1981], "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *American Economic Review*, No. 71, June.