

氏 名：孫 智  
学位の種類：博士（政策研究）  
学位記番号：博政策第七五号  
学位授与の日付：2018年2月10日  
学位授与の要件：学位規則第4条第1項  
学位論文題目：中国における金融自由化に関する一研究  
—金利市場化を中心に—

主査：栗 林 隆（千葉商科大学大学院政策研究科教授 博士（経済学））  
副査：三田村 智（千葉商科大学大学院政策研究科准教授 博士（商学））  
副査：齊 藤 壽 彦（千葉商科大学大学院政策研究科客員教授 博士（商学））  
副査：石 山 嘉 英（千葉商科大学大学院政策研究科客員教授 Ph.D.）  
副査：赤 川 元 章（慶應義塾大学名誉教授 博士（商学））

## 内容の要旨及び審査の結果の要旨

### 1. 学位請求者の略歴と研究業績

学位請求者である孫智氏は、1960年5月に生まれ、1983年8月に中国吉林財貿学院（現吉林財經大学）財政金融学部を卒業している。2006年9月に千葉商科大学大学院会計ファイナンス研究科専門職学位課程に入学し、2009年3月に同大学院を修了している。2009年4月に同大学大学院経済学研究科修士課程に入学し、金融論を研究し、2011年3月に同課程を修了し、修士（経済学）の学位を取得している。2011年4月に同大学大学院政策研究科博士課程に入学し、金融の国際比較研究に関する演習を履修し、2016年3月に博士候補となっている。

同氏は現在、中国におけるトップクラスのファイナンシャル・プランナーである。統計的に確認できるだけでも2005年以降今日に至るまでに実に7万8251人もの人々を教育している。すなわち、中国深圳君融財富研究管理研究院、2級理財師（中国人事と社会保障部資格認定）28,601人、1級理財師（同）5,210人、天津理財業協会、2級理財師（中国人事と社会保障部資格認定）23,305人、1級理財師（同）4,105人、広州中大博愛教育有限公司、2級理財師（中国人事と社会保障部資格認定）18,920人、1級理財師（同）1,110人である。

また、これまでに数多くの中国の大学（中山大學、天津外国語学院、南開大学、天津財經大学珠江学院、天津天獅学院、北京科技大学で特別招聘講師として講義を行っている。現在、公益財団法人政治経済研究所主任研究員、遼寧省社会科学院財政金融所研究員で

ある。

孫智氏は19年にわたる銀行勤務に従事し、中国工商銀行長春支店に勤務した後、青島銀行開発区支店長、東京三菱銀行大連支店副支店長を歴任している。また、キヤノン有限公司の財務担当も経験しており、金融、財務に関する豊富な実務上の知識と経験を有している。

このように同氏は社会人として豊富な学識経験を有している。

同氏はこれまでに中国の金融などに関する4本の査読付き論文を発表し、そのほかにも銀行などに関する論文を執筆している。同氏は中国の理財商品に関する2回の学会報告を行うとともに、国際会議でも報告している。すなわち、G20等準備のための韓日中3国間の協力増進方策に関する会議などで報告している。

## 2. 本論文の問題意識

金融自由化には金利の自由化と金融業務の自由化とがあるが、金融自由化における最も革新的な内容は金利の自由化であるとして、本論文では孫智氏は金利を中心として金融自由化を研究している。経済が発展する過程において、金融規制が行われる。これを解消するために、金融自由化が実施され、最終的に金利も完全に自由され、市場で資金の需給関係を反映した金利が決められるようになる。しかし、金利の自由化には一定の期間がかかる。また、自由化の方法には国によって違いがある。金利を中心とする金融自由化には、金利規制をなくするという意味での金利自由化と、市場均衡金利を実現しようとする意味での金利市場化とがある。本論文はこの違いを明らかにしようとするものであり、特に金利市場化を詳論しようとするものである。

中国の金利自由化は、1994年に中央政府が金利自由化の方針を決め、1996年に銀行間短期資金市場（インターバンク市場）の金利自由化が実施されたことにより開始された。本格的な金利自由化は2012年に預金金利規制が緩和（フロート制導入）されて、金利規制の廃止が軌道に乗ることによって始まった。この金利自由化は2015年から加速され、同年に貸出金利と定期預金金利の規制が廃止された。かくして金利は金融行政的には完全に自由化され、金利自由化が完了した。

もっとも、金利自由化が達成された現在も銀行の貸出金利、預金金利は中央銀行が基準金利を基に金融政策によって決定されており、その上下一定の範囲内でのみ変動が認められている。銀行の金利が市場と連動にするようになっていなければ金利市場化が進行したとはいえない。

中国は2015年に、短期金利の規制を廃止した。これ以降、金利の自由化は単なる金利自由化から金利市場化の段階に入ることとなった。だが、金利自由化と金利市場の相違についての研究は、少ないし、その本質的な区分についての研究は現在のところ見当たらない。

世界の金利自由化の歴史を見ると、誤った金利市場化の方法で金利市場化が失敗した

事例もある。そのため、本論文では国際的な視野で、世界の金利市場化の成功と失敗の事例を比較し、代表的な事例として日本の金利市場化のケーススタディをして、金利市場化の必要条件、コアの内生動力などを明らかにしようとしている。また、本論文は、筆者の実務経験を活かして、銀行金利市場化における実務対応策を提言しようとしている。

### 3. 本論文の要旨

本論文の要旨について述べてみよう。本論文は序章、本章全5章および終章から構成されている。

序章では、最初に本論文の目的について述べ、これが金利自由化と金利市場化とを区別すること、金利市場化の条件とその方法を明らかにすることであるということを明言している。

次に先行研究についてサーベイし、金利自由化と市場化に関する研究は、その多くが前者についての研究であることを指摘している。

金利市場化のためにはこの市場を稼働させる条件を作り出すことが必要であり、このための中央銀行や市中銀行の実務対応方法を提案することが求められる。このようなことを本論文の特徴、結論として明示している。

序章の最後には、本論文の構成について概観している。

第1章では金利自由化と金利市場化の相違について理論的に論述している。これが本論文の理論基礎となる。今まで明らかにされていなかった金利市場化の必要条件と内在的な原理を解明している。

本論文によれば、金利自由化の最終段階は、市場における自由取引で均衡金利が生まれることである。この金利市場化はどのような条件が備わると達成できるのかということが金利市場化の重要ポイントであるとされている。

市場均衡が発生するために、正しい金利裁定が発生することが市場化の基本的な条件となる。筆者はこの金利裁定は市場参加者の内部から生まれるとし、金利市場化の内生動力がその前提となるとしている。

金利市場化のためには中央銀行の変革と市中銀行の変革が必要であり、中央銀行は量的な調整を放棄し、短期金利のみを調整する体制を新たに構築しなければならない、また、市中銀行は従来の量的な経営モデルから金利に敏感に反応する経営モデルに切り替えなければならない、と論じている。

第2章では、金利市場化に関する各国の経験を比較している。アメリカ、ヨーロッパ諸国は成功した事例として、その金利の自由化と市場化の過程を振り返っている。また、中南米、アジアなどの国々の金利市場化についても検討している。特に金利市場化が失敗した事例をまとめ、その失敗した原因を、金利自由化と金利市場化の違いを認識せず、金利市場化の基本条件としての金利市場裁定の内生動力を認識していなかったことに求

めている。

本論文は、日本は成功した事例であって、金利自由化は長い時間をかけて、漸進的に推進したと評価しているが、問題の先送りがあったことも指摘している。

第3章では中国の金融自由化の全体像について論じている。中国の金融自由化は中国の独特な社会体制と進化過程と関連があり、金融規制制度を構築しながら、金融自由化を行ったことを明らかにしている。同章は以下のように論じている。

解放初期に社会主義計画経済に適応するために、単一の国家銀行を設立したが、1978年から新金融体制が構築され、金融の自由化も同時に発足した。それから2017年までの期間は大体4段階に区切られる。すなわち（1）早期の変質（1978-84年）、（2）多元金融機関と中央銀行体制の形成（1984-88年）、（3）資本市場の形成（1988-91年）、（4）現行金融体制の形成（1992年-2017年現在）の4段階である。

中国の金融体制改革は一定の経済原理に基づいて金融体制を構築するというものではなく、中国の社会的背景において、特定の問題を解決するために、金融体制を変革するというものであった。例えば、早期の金融体制改革は銀行と財政機能を明確するために、単一の国家銀行を改造して、銀行の独立性を明確することであった。さらに、中央銀行と専門銀行（4大国有銀行）及びその後の株式銀行体制を構築することは、銀行経営の効率化とインフレーションを抑制するために実施され、83年に中央銀行と国有専門銀行の体制が構築された。88年以降は中国の社会主義市場経済社会体制が定着したため、市場経済国の商業銀行と資本市場の方式が導入され、市場、融資及び資本などの内容が中国の社会体制に導入された。なお、現行の金融体制は92年以降に構築されたものである。簡単に言えば、1行（中国人民銀行）3会（銀行業監督管理委員会、証券監督委員会及び保険監督委員会）並びに商業銀行（5大銀行、12行の株式銀行、143行の地域銀行、農村信用社及びその他銀行）、証券会社、保険会社及びその他金融機関から構成された。

中国の金利自由化は金融自由化とともに進行してきた。旧金融体制は規制金利と貸出の量的管理を中心としたものであり、この金融体制は、社会資金の動員、経済上の重要部門と企業の資金の確保及び物価の安定化、金融体制の安定化などにとって、重要な役割を果たした。

1996年から開始されていた中国の金利自由化が2015年から加速された。2015年に集中的に金利自由化が進展した。現在の中国は規制金利体制を、金利変動幅体制に切り替え、銀行貸出の量的管理（規模管理）からマクロ健全性評価システムの貸出量管理体制に切り替えた。

以上である。

第4章は、金利自由化の背景として、中国の規制金利の問題点について論じている。この問題点として、金融機関（銀行）経営の非効率化、資金を配分する非効率、二元的金融システムという3点を挙げている。この内容は以下の通りである。

低金利は銀行の利潤の増大に寄与した。だが、預金者にとってはマイナスの効果をも

たらした。預金金利の引き下げは借り入れを行う企業の資金コストの引き下げにはつながらなかった。低金利政策は経済の高度成長には貢献しなかった。金利規制は銀行のずさんな経営につながりうる。銀行は利益追求のために規模を最大限にするよう行動した。中国の銀行は高額利益を得たが、利潤最大化よりも規模拡大を求め、銀行の経営資源の浪費が生じた。利ざやに対する費用率は2008年に最低限となった後に増大した。

金利規制は誤った社会資源配分をもたらした。すなわち、資金が高生産率企業に配分されず、企業の生産効率を低下させた。金融のゆがみは、企業の社会進出と新技術の採用に悪影響を及ぼした。金利規制は中国経済構造の不均衡をもたらした。また、消費を選択せずに貯蓄の方を選択する国有企業の貯蓄が低金利にもかかわらず増大し、中国の生産能力の過剰を招いた。

金利規制は正規金融市場の金利が市場均衡金利よりも低いことから、資金が正規金融市場から金利のより高い非正規金融市場へ流入する結果を招き、金融システムの二元化を生じさせた。シャドバンク、銀行理財商品の増大がこの表れである。

上記のことが第4章で記述されている。

2015年に金利の最後の規制としての短期金利変動幅規制（フロート制）が廃止されてから、金利の自由化が完成し、金利市場化を始動しなければならないこととなった。しかし中国は金利市場化の道にまだ本格的には踏み出していない。

第5章は金融自由化・市場化に対してどのように実務的に対応していけばよいかということについて検討している、この章では最初に中国の金利市場化への対応の現状について論述している。中央銀行について、マクロ健全性評価システム、人民銀行が2016年から実施している金利変動幅制度について述べている。

次に、金利市場化の完成のためには、金融市場のメカニズム化を図らなければならないということ、中央銀行が市場化への過渡期において金融政策の中間目標を多目標とすることが重要であるということなどについて述べている。

さらに、金利自由化から市場化への進展における商業銀行の対応についても論じている。これについては、①金融機関は、貸出に関する収益管理方式に関しては、貸出約定金利、プライムレートを人民銀行が公表した基準金利に連動するものから市場金利に連動するものに切り替える、すなわち、本支店レート方式からスプレッド・バンキング方式に切り替える必要がある、②ALMを導入する、③経営上の対策として、経営態勢を金利市場化に対応するものに改変することが求められる、営業基盤の強化のためにリスク管理の徹底などを図る、営業内容を充実させる、④経営組織を改革する、⑤経営戦略を選択する、⑥銀行経営について現在と将来のバランスをとる、⑦資金コスト増大と利ざや縮小への対策を取る、⑧リスクに対応する、ということが挙げられている。

終章では、最初に本論文の総括を行っている。これまでの本論文の結論は以下のようなものである。

1. 金利自由化と金利市場化は相違する二つの概念である。時の経過の視点からすれば、

金利自由化が先であり、金利にかかわる規制の緩和と撤廃などは金利自由化に帰属する。金利自由化期間の長さは人為的にコントロールすることができる。その手段も多様となっている。主に定めた金利に一定幅の自由裁量度を与える、いわゆるフロート制や、この裁量度（上下限）の変更によって、規制を緩める。また部分的に規制を撤廃する。金利システムは、短期金利と長期金利、預金金利と貸出金利、金融機関間の金利と店頭金利、貨幣市場金利と債券金利などから構成されるが、政府のコントロール力にとっては、預金金利、短期預金金利が、基本的なコントロール点となる。

金利市場化は金利自由化が完了してから始まる。すべての金利規制を撤廃することが金利市場化の前提条件である。金利市場化のコアは市場間の裁定の発生である。これにより金利が市場連動になる。このためには市場参加者の内部にこのための態勢が整わなければならない。この内生的な要因が形成される前の過渡的な措置として、中央銀行の金融政策中間目標の多様化、マルチスコープ化が必要となる。市場化を始動するために、市場に障害のある規制（金利規制以外の規制）を市場始動関連自由化することも必要である。

2. 中国の金融自由化は金融制度の整備と同時に進行した。政府の経済目標に合わせて金融制度が修正されるので、不安定な制度となり、金融制度自身にも継続性と全体性が欠乏した。金融自由化の中心として、金利自由化はほかの金融自由化と違い、自由化の初期に開始された。しかし、預金自由化は長い時間がかかった。

2016年から金利市場化に入るが、いくつか課題が残っている。まず、引き続いて政府のコントロールがコアとして認識されている。金利市場化の過渡措置が実施されているが、金利を市場間で連動させることを促進する措置がメインに位置付けられていない。市場化内生動力の金融機関の経営変化が行われていない。さらに市場が連動する市場メカニズムの金利裁定の組織が構築されていない。このように、中国の金利市場化の臨時措置は様々の課題を残している。

### 3. 金利市場化における、中国の実務対応の問題点

2016年に中国の金利自由化は金利市場化展開段階に入る。実務対応として、以下の措置が実施された。

- ア 健全性評価システムを導入した。
- イ 金利変動幅が実質的に形成された。
- ウ 市中銀行のプライムレートは徐々に人民銀行が公表した基準金利からインターバンク市場の短期金利、債券レポ金利に切り替えられた。

しかし、これらの措置の中で、コアのものは健全性評価システムである。健全性評価システムは貸出の量的管理から進化したものであり、実際には市場化とは反対のものとなっている。金利変動幅制が採用されたが、市場を始動するための措置は見当たらない。

終章では以下のような政策提言も行っている。

- ア 金利市場化の過渡期における金融政策手段

金利市場化の過渡期における中間目標は、多目標となる。この場合には市場金利を市場間で連動させる機能がない。市場メカニズムの機能が発揮されていない。その多目標というのは、やはり相関する市場をウォッチして、相関の連動を読んで作る目標である。この指標グループの連動化が今後の研究の課題になる。

#### イ 金利市場建設を完全化にする金融自由化

金利市場化の始動には、市場自身の稼働と市場間の連動が必要となる。現在、中国ではレポ市場、国債市場などは、インターバンク市場と上場市場の二つに分かれている。インターバンク市場では証券会社、大手企業などのノンバンクは参入していない。元の取引の自由化も認められていないため、市場は国内市場と海外市場とに分断されている。金利市場化にかかわる金融自由化を行わなければ、市場の連動は実現できない。

#### ウ 金利市場化内生動力を誘導する措置

金融市場を推進するためには、市場内生動力が必要である。これには主要なものが二つある。一つ目は市場間の金利裁定である。この金利裁定の実施者は事実上は金融機関、短資会社などである。この金利裁定を促進する措置をすることによって、均衡金利が初めて出現する。内生動力の二つ目は、金融機関の内部管理に総合資産負債管理システム(ALM)を導入することである。この推進が重要なポイントである。ALM管理の導入で金融機関が金利に敏感に反応する度合が高くなり、金利裁定の内生動力が生まれる。

#### エ 銀行管理会計の変化

市中銀行はALM管理システムを導入する。この際、本支店レート制を市場に直接連動するスプレット・バンキングに切り替える。これは管理方式の変更であって、金利自由化期間を含む。金利市場化の時には旧式の管理方式から市場連動の方式へのシフトが必然的なこととなる。

金利市場化は金融自由化の最終段階である。金利市場化の完成に伴い、金融機構の再編、一部の金融機構の破産とその吸収は避けられない。日本は、金融再編に関してはさまざまな努力をしたが、金利市場化を先送りして、結局、90年代になって金融ビッグバンを行うことになった。これは中国の金利市場化における教訓となる。

## 4. 本論文の評価

本論文は、金利を中核とする金融自由化の進展を対象とし、これを詳細に検討したものである。基本的枠組として、経済体制、金融構造および金融政策の全体的関連、金融市場と資本市場の連動性および両市場で流通する金融商品の種類と特徴、それらの価格(金利)の変化、さらには市場参加者の動機と行動様式を理論的に整理しつつ、直近の状況に至るまで、中国を中心として、金利自由化・金利市場化の国際比較を行いつつ、実証的検討を踏まえて金利自由化・金利市場化を追求した論文である。

本論文の最大の貢献は金利の自由化と金利の市場化とを理論的、段階的に区別したことにある。本論文は前者から後者への移行過程、その方式を解明している。特にその担

い手としての市場参加者の市場内生動力という特別カテゴリーを提起した点に理論的独自性が見られる。

本論文は中国における金利の自由化の推移を時系列的に追及し、その要素を分析し、さらにその後の金融市場化の進展のための課題を明らかにしている。金利自由化から金利市場化への移行のあり方を検討するために、金利自由化・金利市場化の国際的経験が考察されている。

本論文では筆者の実務的経験に基づき、日本では容易に知りえない複雑な中国の金融市場の実情が解明されている。中国における狭義の金利自由化から金利市場化への移行のあり方に関する実務的政策提言がなされている。これも本論文の貢献である。

もっとも、本論文には次のような問題点がないわけではない。①筆者は市場メカニズムを重視しているが、共産党主導の中国において金融を市場メカニズムに完全にゆだねると考えることができるのかという疑問がある。中国において金融市場化が今後どれだけ達成できるかが検討されなければならないであろう。②中国政府の金利市場化の原則とプログラムが明確に説明されていない。③金利市場化に対する中国の金融機関の反応、行動があまり説明されていない。

しかし、これらの問題点は今後の課題としてさらなる研究を進めることを期待するものであり、本論文の価値を損ねるものではない。

本論文は関係文献を渉猟しつつ学界に新たな知見を供する学術的に優れた論文である。審査委員一同は、孫智氏提出の論文が本研究科の博士論文としての条件を十分に備え、博士（政策研究）の学位に値すると認めるものである。