

87-J-2

**経済発展と金融**

—中国の金融システムに対するコメント—

堀内昭義

(東京大学)

1987年9月

中国現代化研究会プロジェクト

東京大学経済学部

\*このディスカッション・ペーパーは、1987年10月23～24日に東京で開催される『中国  
経済体制改革と日本経済』コンファレンス（東京大学経済学部・中国社会科学院経済研究所共催）  
のために準備されたものである。よって研究上の討論に資することが目的である以上、著者の承  
諾なしに引用、複写することを禁ずる。

— 目 次 —

1. はじめに
2. 経済発展における金融システムの重要性
3. 直接金融対間接金融
4. 金融システムにおける政府の役割
5. 金融自由化と経済発展
6. 中央銀行の位置づけ
7. 中国の金融制度について

はじめに

本稿の目的は、最近の中国の金融システムの状況を把握し、その機能にかんして、特に経済発展の促進という政策目標に即して論評しようというものである。しかし、筆者の手許にある情報はこの目的を十分に達成するためにはあまりにも乏しい。そこで差し当り、本稿では次のような形で議論を進めることにする。まず、経済理論に立脚して、経済発展の過程における金融システムの役割にかんする展望を与える。とくに以下では経済発展における間接金融システムの重要性を金融仲介機関の情報生産機能に注目しながら強調する。Gerschenkronその他の歴史家によって指摘された銀行制度の重要性は、そのような文脈において理解することができるのである。

さらに、金融システムに対する政府の介入の必要性と、その具体的な形態について考察する。資源配分のコントロールを目的として金融システムへ政府が介入することは、しばしば経済理論家によって間接的で、非効率的な制御方法とみなされてきた。しかし、経済発展の出発点に立っている経済においては、金融システムへの政府の介入は、むしろ相対的に直接的で効率的なのである。

最後に、以上の考察――この考察は、一応資本主義的な市場経済の発展を念頭に置いたものであるが――を踏まえて、中国の金融システムの機能について若干のコメントを述べる。金融システムが資金配分の過程で何らかの機能を果たすためには、金融取引に参加する主体間における危険負担にかんする、契約、責任が明示的なものでなければならない。もし、そうした事項が一切、政府、公共部門によって中央集権的に処理されるのであれば、分権的な金融仲介機関の役割・機能は全く取るに足りないものであろう。しかし、現在の中国は、明らかに、各種の専門銀行や借入企業の自己責任ルールを抜けつつある。これは分権化された金融仲介機関が独自の機能を発揮する素地を固めることを目指す合理的な政策方針として評価できる。

経済発展における金融システムの重要性

金融システムは第一に、一国経済における決済メカニズムを（主として銀行制度を通じて）支えるとともに、第二に貯蓄者と投資者とを結びつけることによって最終的な貸手から最終的な借手への資金の移動を可能とする。経済史の専門家によれば、銀行制度（あるいはもう少し広く定義された金融システム）の機能が経済発展の過程と深く関連していることを最初に論じた近代の経済学者は Schumpeter であるが、今日のわれわれからみれば、そのような議論は全く当然すぎるくらいのものである。（注1） 整備された決済制度は、人々を非効率的な物々交換という桎梏から解放することによって、多様な生産・消費を実現する。また、貸手から借手への効率的な資金の移動は、順調な資本蓄積のために必要不可欠である。

（注1） J. Schumpeter, The Theory of Economic Development, Harvard University Press(1934). この点については、R. Cameron and H. T. Partick, "Introduction", in R. Cameron, et al(eds.), Banking in the Early Stages of Industrialization, Oxford University Press (1967) を参照。

貸手から借手への資金移動の過程をより詳細にみれば、金融システムは一方では貸手である貯蓄者に対して、彼らの欲求に応じた価値蓄積手段を提供することによって、彼らの異時点に亘る消費の可能性を拡大する機能を発揮する。金融システムはまた、経済に存在する無数の投資プロジェクトに対して、限られた資金をどのように配分するかを決定するのに本質的な役割を演じる。そのような資金配分は言うまでもなく、資本蓄積のパターン、つまり経済発展の具体的な過程を規定し、その発展の速度を左右する。

このように、金融システムは経済発展のいわば戦略上の要所を占めているわけであるから、発展途上国の政府は金融システムのあり方に対して多大の注意を払わねばならない。もし、金融システムの自主的な発展（つまり、政府による積極的な介入を受けない発展）が、政府にとって、あるいはその共同社会にとって、望ましいと判断されるような機能の発揮と結びつかないと判断される場合には、政府は何らかの手段を講じて金融システムの機能のあり方に介入し、その内容を望ましい方向に変更しなければならない。たとえば、決済制度の安定性を維持するために政府が金融システム、とりわけ銀行制度に対して非常に厳しい規制を加えてきたことはよく知られている。（注2） ただし、この種の規制は単に発展途上国にとって重要であるというわけではない。先進工業国においても、

決済制度の安定性は重要であって、そのこと自体を実現することが今日においても政府の重要な責務と考えられる。

(注2)決済制度の安定性を主たる目標として諸規制に関しては、今日再検討の気運が高まっている。この動きは、一般には「金融自由化」という言葉で表現されている。しかし、正確にはむしろ「規制の再構成」という表現の方が適切であろう。岩田規久男・堀内昭義「日本の銀行規制」『経済学論集』(1985年)参照。

経済発展の関連でみれば、資金配分のメカニズムが相対的に重要であろう。金融システムを通じて実現される資金配分は、直接資本蓄積パターンを規定するのであるから、政府が資本蓄積のパターンを一定方向に向けたいと望むならば、金融システムのあり方に政府は積極的に介入することが必要となるかも知れない。本稿は、主として、この後者の問題について考察する。

#### 直接金融対間接金融

われわれは Gurley-Shaw (1960)の有名な図式に従って、金融システムの構成要素を(1)直接金融と(2)間接金融に二分することができる。以下この節では、経済発展との関連において、とくに効率的な間接金融メカニズムの存在がきわめて重要であることを明らかにしたい。(注3)

(注3) J. G. Gurley and E. S. Shaw, Money in a Theory of Finance, Brooking Institution (1960)を参照。

資金が貸手から借手へ移動する過程は、通常次のような活動に支えられている。(1)最終的な貸手と借手との適切な組み合わせを探し出す。(情報の収集・解析)(2)資金の貸借にかかわる諸条件を交渉し、その契約を作定する。(3)約定された契約の履行を監視し、それを保証する。最終的な貸手と借手が、これらの一切の活動を自分たち自身で実行する場合もある。しかし、これらの活動は通常、少なからぬ費用を要し、しかもその費用にかんして規模の経済性がみられるために、専門の金融仲介業者の手にこれらの活動が委ねられる場合が圧倒的に多い。Gurley-Shawの定義に従えば、それが「直接金融」(direct finance)とよばれる金融仲介の形態である。この「直接金融」においては、金融仲介業

者が上に述べたような金融仲介のサービスを、市場を通じて借手、貸手に供給する。しかし金融仲介業者が自ら資金の貸借に参加することがほとんどないか、あるいはあったとしても本質的に重要ではない。(注4)

(注4)「直接金融」にかかわる金融仲介業者が、自らの勘定で最終的借手の発行する証券(本源的証券)を購入することがある。これは、金融仲介サービスを供給する上で、ある程度必要な行動であり、小売業者や卸売業者が製品の在庫を保有するのと類似の行動である。

他方、「間接金融」においては、専門の金融仲介業者自身——彼らは金融仲介機関(financial intermediaries)と呼ばれる——が「間接証券」を発行して資金を調達すると同時に、最終的な借手から本源的証券を購入することによって、資金の移動を実現している。とくに重要なのは、金融仲介機関が本源的証券を購入するという活動と、本源的証券の質、つまり最終的な借手の信頼性に関する情報を収集・解析するという活動を結合している点である。このような結合生産が、これから説明するように、情報の不完全性の深刻な経済においては、重要な機能を発揮するのである。

いわゆる先進工業国の金融システムを調べてみると、そこでは間接金融と直接金融がかなり様々な程度で組合されている。(注5) しかし、まさに経済的発展の緒に着こうとしている経済にとっては、効率的な間接金融の組織がとりわけ重要である。

(注5)たとえば、木村昇平・蠟山昌一「金融システムをどうとらえるか：日米比較の一つの試み」『金融学会報告』第60号(1985)を参照。

その第一の理由は、発展途上国においては、貯蓄の主要な供給者がきわめて多数の零細な資産保有者から成っているという状況と関連している。零細な資産保有者にとっては、自己の保有する資産を多様な投資対象に分散することによって危険を削減することには限界がある。多様化(diversification)のために要する取引費用にかんしても明瞭な規模の経済性が存在するために、資産の多様化は資産単位当り莫大な費用を発生させる可能性が強いからである。また、零細な資産保有者にとっては、多種多様な本源的証券の質を慎重に調べて、十分安全でしかも適切な利益をもたらす借手を探し出すことにも、資産額単位でみて多額の費用を要することであろう。一般的に言って、貯蓄者たちは、現存の本源的証券よりも安全で、分割可能性の高い貯蓄手段をもとめるのである。金融仲介機関は、金

融仲介機関自身が規模の経済性を発揮することによって、貯蓄供給者たちのそのような要求に応じる間接証券を供給できるのである。

一般的に言えば、発展途上にある経済にとって、民間部門の貯蓄を「動員」するもっとも有効な方法として、分割可能性が高く、安全性にすぐれた貯蓄手段を提供できる間接金融仲介機関、より具体的には銀行の組織を整備することが考えられるのである。

間接金融の重要性を強調すべき第二の理由は、金融取引における情報生産の重要性と関連している。資金の貸手にとっては、常に十分に信頼できる貸出先を見つけ出すことが重要である。本源的証券に対して資金を投入する貸手は、貸出資金がどのような投資プロジェクトに投入されるか、投資プロジェクトならびにそれと密接に関連する産業分野における投資の収益性の見込みはどのようなものか、さらに投資プロジェクトを直接実行する企業家の能力は十分であるか、等々に関連する情報を収集し解析しなければならない。直接金融の過程においては、このような情報の生産と供給は、主として専門の金融仲介業者によって担われる。最終的貸手は直接、間接市場を通じてそれらの情報を購入するのである。

(注6) ここで強調されるべき点は、直接金融においては金融取引に必要な情報（とくに借手にかんする情報）が市場を介して取引されるということである。

(注6)アメリカにおいては、格付機関が借手（企業）の情報の生産者として、かなり重要な地位を占めている。この格付機関の場合には、資金調達者が手数料を支払って、自らの発行する本源的証券の安全性の評価を格付機関に依頼する。格付機関が生産した情報は、きわめて単純な指数の形で一般の市場関係者に公共財として供給される。

しかし、情報という財の効率的な生産を必ずしも市場機構に期待することはできない。なぜなら、(1) 情報は結合的消費を許し、排除の原理が成立し難たいという意味で「公共財」の性質をもっている。(情報の専有可能性問題 appropriation problem) また(2) 市場で売買される情報の質を評価することが困難であり、実際に情報を利用した後にはじめてその質を評価できる（レモンの問題）。これらの性質のゆえに、情報を市場で取引することは、非効率的な結果に結びつくと考えられる。間接金融の重要性は、この困難を克服する手だてを提供するという点にもとめられるのである。(注7)

(注7)以下の議論は H. Leland and D. Pyle, "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," Journal of Finance (1977)等に

依拠している。

間接金融の過程において中枢的な位置を占める金融仲介機関は、自らが本源的証券の質（つまり貸出先の信頼性）にかかわる情報を生産し、かつその情報を自らが利用して資金の配分を決定する。つまり、間接金融メカニズムにおいては、情報の生産という活動と本源的証券への資金運用という活動が、銀行など金融仲介機関の組織の内部で結合されているのである。別の表現をすれば、そこでは生産された情報は市場において取引されないのである。したがって、情報にかかわる上述の困難は、間接金融においては比較的容易に克服されることとなる。

既に説明したように、直接金融においても金融仲介業者による情報の生産活動は活発におこなわれるし、また資金の最終的貸手、借手によっても同様の情報生産活動はおこなわれる。しかし、間接金融に比較して、直接金融の情報生産の効率性は低いと見るべきであろう。どの経済においても、直接金融の方式によって資金を調達する主体は政府、公企業、さらに借手としての「名声」（reputation）を確立した少数の大企業（あるいは営業成績の優良な企業）に限られている。これらの借手に関する情報は、それ以外の借手のそれに比較して格段に収集が容易である。既に強調した市場を介する情報取引の困難も、これらの借手の資金調達においては深刻な障害とならない。

しかし、発展途上にある経済においては、借手の直面する不確実性はきわめて大きいであろうし、借手の経営能力や信頼性についても未知の部分が大きい。つまり、それらの借手が資金調達するに際して処理されなければならない情報上の諸問題は非常に重要であろう。したがって、発展途上の経済では、金融取引にかかわる情報の生産という点で比較優位をもつ間接金融の戦略的重要性は高いと判断されるのである。とくに銀行制度は決済メカニズムを支えるという点でも重要であるから、経済発展の歴史の上でも、銀行制度と経済的発展との間に密接な関連が見い出されるとしても決して不思議ではない。（注8）

（注8）とくに、A. Gerschenkron, Economic Development in Historical Perspective, Harvard University Press (1962)を参照。

ここまでの説明では、間接金融を支える金融仲介機関、とりわけ銀行の情報生産の重要性を強調した。経済発展や経済史の専門家の一部は、発展途上経済において「企業家能力」（entrepreneurship）が銀行に集中する傾向があり、この点からも銀行の役割は重要にな



ると主張する。たとえば、Gershenkronは次のように述べている。

有能な企業家の数が不足しているという限界は、工場や企業の規模をそうでない場合に比べて大きくすることによって改善されるなり代替されるなりできた。ドイツでは、個々の企業家たちの様々な能力不足は、企業家の機能をうまく配分して利用することによって克服された。たとえば、ドイツの投資銀行——これはその経済的効果という意味では、蒸気機関に匹敵するほどに強力な発明である——は資本供給という側面においては、企業家によって処分可能となるように提供される蓄積された富が不足している点を補うという役割を果たした。しかし、投資銀行は企業家能力の不足を補うものでもあったのである。投資銀行は、そのコントロールという重要な立場から、個々の企業の…主要な意思決定に参画したのであった。(注9)

(注9)A. Gershenkeron, *Continuity in History and Other Essays*, Harvard University Press (1968), p.137.

なお、Hirshman (1958), Cameron-Partrick (1967)も、より一般的な視点から同様の指摘をおこなっている。A. O. Hirschman, *The Starategy of Economic Development*, Yale University Press (1958), Cameron and Partrick (1967), *ibid.*

## 金融システムにおける政府の役割

経済発展の過程において金融制度のあり方が重要であるとすれば、自国の経済発展に対して責任を負う政府は、何らかの形で金融制度とかかわりを持たざるを得ない。しかし、政府による金融制度への働きかけは、基礎的、一般的な金融取引上のルールを設定し、その順守を監視するだけで、資金配分の過程は一切金融市場の自主的な判断に委ねるというスタイルから、金融制度の中枢部を占める銀行部門を直接政府がコントロールすることによって、資金配分のあり方に政府が直接コミットするというスタイルまで、きわめて幅広い選択の余地がある。以下では、政府の金融制度に対するコミットメントのあり方を、経済発展の戦略という視点から考察する。以下の主要な論点は、政府のコミットメントに関する最適なスタイルは、経済発展の具体的な段階に依存するものであり、決して一様ではないということである。とくに、資金配分に対する政府の直接コミットメントは避けるべ

きで、この点については租税—補助金体系に依拠すべきだとする（新古典派経済理論に立脚した）主張は、経済発展という文脈では必ずしも妥当でないことを強調する。（注10）

（注10）租税—補助金体系を重視する新古典派理論については、O. E. G. Johnson, "Credit Controls as Instruments of Development Policy in the Light of Economic Theory," Journal of Money, Credit, and Banking, Vol.6, No.1 (1974), E. S. Shaw, Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press (1973)等を参照。

政府が金融仲介の過程に介入することを正当化する根拠は何であろうか。これは経済発展の段階にかかわらないことであるが、自由な金融市場メカニズムを通じて実現される資源配分の状態は、必ずしも政府が望ましいと考える配分状態と一致しない。その場合、政府は資源配分のパターンを変更するために市場へ介入しなければならないが、このことは特に政府が金融仲介のあり方に介入しなければならないということを意味するものではない。むしろ、経済理論の示すところでは、より多くの資源が投入される部門に対し、税制上の優遇措置を施すことがもっとも直接的な政策手段となる。

しかし、租税—補助金の適切な組み合わせによって資源配分をコントロールするという方法は、租税制度を含む財政制度が十分に整備されており、この機構が有効に働くことを前提としている。しかし、多くの発展途上国においては、この前提は妥当しないであろう。それらの国では、財政制度、及びそれを支える官僚組織をいかに確立するかという課題を同時に抱えているように見える。したがって、それらの国ではむしろ金融制度に対して政府が介入することによって、実質的に租税—補助金の組み合わせが導入されたのと同様の効果を追う方が合理的でありうる。

さらに、政府が銀行、金融仲介機関による資金配分の決定に対して影響を与える方法についても、多くの選択の余地があり得るであろう。一部の先進国においても採用されている *indicative planning*の方法は銀行に対して政府が経済政策（とくに産業政策）にかんする大まかな見通し、計画の立案を働きかけ、その計画の過程に銀行を巻き込むことによって、非常に間接的に銀行の資金配分の詳細について政府が直接支持を与えることによって、資金配分を直接管理するという方法がありうる。（注11）

（注11）大方の見るところでは、この種の資金配分コントロールにかんして、第二次大戦後の日本は目覚ましい成功を収めたという。たとえば、J. Zysman, *Governments,*

Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change, Martin Robertson(1983) および A. Cox, The State, Finance and Industry: A Comparative Analysis of Post-War Trends in Six Advanced Industrial Economies, Wheatsheaf Books (1986) を参照。日本の政策当局は法律等によって公式的に民間金融部門、とりわけ銀行部門の資金配分行動を直接コントロールするのを差し控え、むしろ間接的な方法によってコントロールすることを目指した。そのようなコントロールの具体例としては、通産省によって設立された産業資金部会（産業構造審議会の下部組織）の活動を挙げることができよう。この産業資金部会は、各年度に通産省所管の主要産業に属する主な企業から提出される設備投資計画とそれに対応する資金調達計画を検討し、それに「承認」を与える作業を担当した。この産業資金部会には、各産業の代表と銀行界の代表も参加しており、とくに銀行は資金供給者の立場から、投資計画の実現に協力する建前となっていたのである。しかし、実際問題として、このような間接的な形で資金配分に対するコントロールが、どの程度の実効力をもっていたかは必ずしも確かではない。少なくとも、産業資金部会によって承認された設備投資計画と実績の間はかなり顕著な乖離があった点に注意すべきである。堀内昭義・大滝雅之「金融：政府介入と銀行貸出の重要性」、浜田宏一他編『日本経済のマクロ分析』東京大学出版会（1987年）を参照。むしろこのような各産業界、銀行界、及び政府の間の接触、交渉を通じて、相互の間に重要な情報を交換できたという点が重要だったのではないだろうか。

政府が銀行の活動に対してどの程度直接的に介入するべきか、銀行に蓄積されている金融サービス、とりわけ情報の生産能力、あるいはそれを直接支える人的資源の蓄積の程度に依存するであろう。既に述べたように、経済発展の初期の段階では、有能な人的資源蓄積が不十分である可能性もある。この場合には、銀行に対し、経済発展を促進するような弾力的、積極的意思決定を期待することはできない。不十分な情報生産能力の下で、銀行は極端に保守的となるか、又は大胆にリスク負担を拡大しすぎて不安定な経営状態を生み出す傾向が強いであろう。したがって、政府自体が抱える希少な人的資源を、とくに経済発展の初期の段階で有効に利用するために、政府と金融部門（の一部）を実質的に統合することが有効なのである。

## 金融自由化と経済発展

政府が資源配分にどの程度介入するかということは、金融仲介過程における市場メカニズムの役割の大きさを決定する。政府が全面的に資金配分のあり方を管理する経済においては、市場メカニズムの機能する余地はほとんどない。そこでは、貸付の利子率及び貸付額が政府によって与えられる資源配分上の優先順位に従って決定されるのであり、借手の需要条件や資金の機会費用の水準は資金配分の重要な決定要因とはなり得ない。しかし、資金配分に対する政府の介入が *indicative planning* に立脚する間接的なものである場合には、金融市場の資金配分機能は重要である。

このような状況においては、政府は銀行部門に蓄積されている金融サービスの生産能力を有効に利用すること、また銀行部門の生産能力の一層の蓄積を妨げないように意を払わねばならない。McKinnon (1973) や Shaw (1973) が、発展途上国においても広汎にみられる金利規制を中心とする金融規制に対して批判を加えるのは、この点と深く関連している。(注12) たとえば預金金利に対する上限規制は、本来銀行にとっての資金収集の費用を引下げることによって、銀行の貸出利子率をも引下げることを目指すものであったと考えられるが、現実には預金金利上限規制は貯蓄を銀行から、もっと未組織で金融仲介機能の効率性が低い金融組織へシフトさせてしまう役割を演じた。とくに、インフレーションの進行は実質タームで評価した預金金利の水準を大幅に引下げることによって、預金者を耐久的な財、貴金属、宝石などの投資へ走らせることになる。また、未組織ではあるが十分に伸縮的な金利が与えられる資本市場へ資金は流れる傾向を示す。そのために、銀行組織の金融仲介能力は縮小せざるを得ないのである。(一部の途上国では国内の資本が合法的、あるいは非合法的に海外へ逃避するという状態も頻発している。)

(注12) R. I. McKinnon, *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution (1973), および E. S. Shaw, *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press (1973) を参照。

金利規制を中心とする金融諸規制が金融仲介機関、とりわけ銀行部門の生産能力に対してマイナスの効果を及ぼす傾向があるという主張は十分に注意を払うべきものである。と

くに、実質タームで評価された預金金利が長期に亘って負であるというような状況が、金融組織を混乱させるであろうことは創造に難くない。しかし、他方では、経済発展の促進にとって全面的な金融自由化が絶対に必要不可欠であるという主張の妥当性も疑わしい。それは、何らかの理由で預金利子率（実質利子率）が相対的に低下した場合に、大規模な預金からの資金流出が生じるか否かは、途上国における預金の利子弾力性の大きさに依存しており、多くの途上国においてはその弾力性はかなり低いであろうと想像されるからである。途上国における主たる預金供給者が多数の零細な資産保有者によって構成されているとすれば、預金者は（既に説明したように）金融取引に際して非常に高い取引費用に直面しているので、実質利子率の相対的な変化が多額の資金シフトを生じさせる可能性は低いと考えられる。

この点は、主たる預金供給者がどのような主体であるかに本質的に依存していると思われる。ある種の途上国では、主たる預金供給者はごく少数の大富豪によって形成されているかも知れない。この場合、預金供給者は金融取引に伴う規模の経済性を享受できる。つまり、彼らにとって資金単位当りでの金融の取引費用は取るに足らない水準にある。したがって、各種の資産から期待される実質収益率の較差が変化することによって、預金者の資金が大規模にシフトし得るのである。このような状況の下では、金融仲介の中枢を占める組織に対して金利規制が加えられ、そのために伸縮的な金利調整の可能性が与えられないということは、その組織に破壊的な打撃を与えかねない。現在累積債務問題との関連でいくつかの途上国を悩ませている「資本逃避」（capital flight）という現象も、国内の金融仲介機構が伸縮的な調整機能を欠落していることに対して、少数の高額資産保有者が乗じているのだと考えられる。このような経済では、金利規制の撤廃など自由化措置が、金融仲介組織を安定化する上で欠くことのできない政策となろう。

しかし、たとえば第二次大戦後の日本の経験が示すように金利規制などの規制の多くは、インフレーションが十分に抑制できるのであれば、順調な経済成長に対する深刻な障碍とはならないであろう。それは、実質利子率の小幅な変動が銀行預金とその他の金融資産との間に大規模なシフトを引き起こさなかったためである。ここでも、インフレーションの抑制が金融仲介組織の安定的な機能のためにきわめて重要であることを強調するべきである。（注13）

（注13）租税制度が十分整備されていない経済においては、通貨の発行が政府の重要な徴税手段である。人々の通貨に対する需要が政府にとって重要なtax baseなのであ

る。このような経済における金融の自由化（資本取引の自由化を含む）は、インフレーションをかえって深刻化する可能性があることをBuitter(1987)は指摘している。その理由は、金融の自由化によって貨幣と代替的な金融資産に対する投資の可能性が拡げられることにより、貨幣需要が大幅に縮小するかも知れないからである。政府は貨幣の追加的発行によって従来と実質額で同一の「租税収入」を得るために、従来よりも多額の貨幣を追加発行しなければならず、そのことが一層物価上昇を加速することになるのである。この点は、既に述べたように整備された租税制度や財政制度の存在の有無が、金融システムのあり方と直接関連をもつ例のひとつである。W. H. Buitter, "Macroeconomic Responses by Developing Countries to Changes in External Economic Conditions," National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 1836 (1986) を参照。

貸出市場における価格メカニズム、つまり金利メカニズムについてはどのように考えるべきであろうか。多くの先進諸国においてこの分野においてもかなり厳しい金利規制がかつては存在したが、過去10年ほどの間に急速に自由化が進められている。この自由化の方向は標準的な経済理論に立脚した政策的提言に添うものでもある。しかし、発展途上国の金融制度を考える際には、先の預金金利についての考察と同様、ここでも金利規制の自由化を第一義的な政策目標に据えるべきかどうか疑わしい。

十分に発達した市場経済においても、金利調整メカニズム自体は必ずしも完全ではない。それは、金融取引にかかわる情報の不完全性と関連がある。たとえば、貸手（銀行）にとって借手の投資プロジェクトの質や借手自身の経営者能力に関する情報が不足している場合には、貸手にとっての資金の機会費用の上昇にあわせて貸出利率を引上げることは必ずしも貸手の利益にならない。なぜならば、借手は貸出利率の上昇に対応してより危険の大きい投資プロジェクトを選択するといったモラル・ハザードに走り、貸手に多くの危険負担を強いる可能性があるからである。（注14） 長期に亘って貸出利率を低い水準に固定しておくことは、非効率的な投資プロジェクトへ資金が投入される可能性を生み出すと言えるが、しかし自由な利率の下で、より高い貸出利率に積極的応じる借手が効率的な投資プロジェクトへ資金を向けるという保証もないのである。

（注14）J. Stiglitz and A. Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," American Economic Review, June 1981.

事実、先進工業国の金融システムにおいても、利子率の調整メカニズムが相対的に発達し、有効な調整機能を発揮しているのは、政府、一流の優良企業など借手としての信頼性についてほとんど問題のない主体が発行する本源的証券の市場においてである。また、主要な銀行と中央銀行とが主たる取引主体となる銀行間短期金融市場においても、一般に金利メカニズムが有効に働く。そこで、経済発展を促進するという観点からみた場合、銀行間短期金融市場とそこにおける金利機能の整備に相対的に高い優先順位をつけるべきであろう。各銀行は銀行間市場で決定される均衡条件をシグナルとして、資金の配分（それは必ずしも金利調整に依拠しないかも知れない）の戦略をたてることができる。（注15）

（注15）中国においても銀行間短期金融市場はかなり発達する兆しをみせているようである。劳章「中国金融体制改革、今後二年間の改革の重点」『経済導入』1987年1月。

1950年代後半から70年代初頭にかけての高度成長期に日本の経験を絶対視することは慎まなければならないが、しかし、概ね上記のような必ずしも完全とは言えない金利メカニズムのもとで、急速な実質成長が達成されたことは言及に値することであろう。少なくとも表面的にみると日本の銀行貸出市場における利子率は臨時金利調整法に基づく金利規制のために非常に硬直的であった。他方、銀行間短期金融市場すなわちコール資金市場における利子率は、再三にわたって金融当局が非公式的に規制を加えようとしたにもかかわらず、非常に伸縮的な調整機能を発揮したと考えられる。銀行の貸出行動がこの銀行間市場からのシグナルに立脚して円滑に実行されたことは、多くの専門家の一致した判断である。（注16）

（注16）たとえば鈴木淑夫『金融政策の効果』東洋経済新報社（1966年）を参照。

### 中央銀行の位置づけ

中央銀行はハイ・パワード・マネー（しばしばマネタリー・ベースとかベース・マネーとも呼ばれる。民間部門の保有する現金――中央銀行紙幣と若干の補助貨幣――及び民間銀行部門が保有する準備――多くの場合、中央銀行への預け金――の合計額と定

義される)の供給額をコントロールすることによって、最終的には経済全体の総需要の水準や物価水準又はその変化率に本質的な影響を及ぼすことができる。これまでに述べてきた議論からも明らかなように、金融仲介システムが経済全体の促進に貢献し得るためには、急速なインフレーションの回避が不可欠である。中央銀行の第一の業務はこのインフレーションの回避にあると言って過言でない。

ところで、発展途上国においては(そしてしばしば先進諸国においても)中央銀行のハイ・パワード・マネーの供給が、金融システムにおける特定の資金配分と体系的に結びつけられる傾向がある。たとえば、特定の産業部門へ優先的に資金配分がなされることを望む政府は、その産業部門の借手が発行する本源的証券を優先的に(相対的に低い利率で)中央銀行によって再割引させることができよう。銀行部門はこのような優遇措置に対応して、当該産業部門への資金供給を積極的に実行するものと期待できる。

しかし、このように中央銀行の再割引と資金配分に対する政策的コントロールとを直接結びつける方法は、結果的に貨幣供給の膨張に結びつき易い。貨幣供給の過度の増加を抑制するためには、中央銀行は優遇すべき産業部門の本源的証券を再割引する一方で、その他の部門の本源的証券の再割引を減少させることによって、ハイ・パワード・マネーの追加的供給が生じないように注意を払わなければならない。しかし、実際問題としては、ハイ・パワード・マネー供給額のコントロールは政策的な資金配分コントロールに従属し勝ちである。その従属は貨幣供給の膨張とインフレーションという姿をとる。結果的には、インフレーションを通じる課税が所期の資金配分政策を支えることになるが、これは金融仲介メカニズムを不安定化させる危険を伴う。このような危険をあらかじめ回避するため、中央銀行の自立性をはっきりと確立し、資金配分のコントロールに中央銀行が巻き込まれない体制をあらかじめ設定しておくことが合理的であろう。(注17)

(注17)第二次大戦後の日本の急速な経済発展の過程で、中央銀行(つまり日本銀行)のハイ・パワード・マネー供給のあり方が、政府による資金配分コントロールの道具として巧妙に用いられたと主張する専門家もいる。たとえば、その一例として、B. Eccleston, "The State, Finance and Industry in Japan," in A. Cox, (ed.) State, Finance and Industry: A Comparative Analysis of Post-War Trends in Six Advanced Industrial Economies, Wheatsheaf Books (1986) を挙げておこう。確かに第二次大戦直後から1950年代初頭にかけて、日本銀行は資金配分のコントロールに直接コミットした。それは日銀融資斡旋制度や日銀適格担保社債



事前審査制度を通じるものであった。しかし、これらの制度はいずれも1950年代前半に効力を失ってしまう。1960年代から70年代初頭にかけての高度成長期には、日本銀行は資金配分コントロールに巻き込まれることを回避してきたというのが事実である。

もちろん宋国青他論文（注18）が指摘するように、「貨幣量は総需要を決める多くの変数の中のひとつにすぎない。」したがって貨幣供給量の微細な変化が物価水準の変動と直接的に関連すると考えるのは誤りである。しかし、少なくとも一年を単位期間とするような長期のタイム・スパンで物事を判断する場合、貨幣量あるいはその基礎となるハイ・パワード・マネーの安定的な制御に中央銀行が失敗すれば、深刻なインフレーションを招来し、金融仲介機能を縮小させる結果となるであろう。

（注18）宋国青、張維迎、程曉雲「マクロ経済論議における若干の理論的岐路」『中国経済論点・経済政策と改革3』1987年2月。

#### 中国の金融制度について

以下では、経済発展と金融システムに関するこれまでの展望（それは主として資本主義経済における経済発展を念頭に置くものであった）を踏まえて、中国の金融システムのあり方について若干のコメントを述べる。残念ながら、中国経済にかんする筆者の情報は差し当りきわめて限られたものでしかない。したがって、以下のコメントも、筆者の誤解に基づくものであるかも知れない。この点をあらかじめ記しておきたい。

中国における金融制度改革の主要な目標のひとつは、「投資飢餓症」あるいは「盲目投資」を防止し、「金融膨張」をコントロールすることだといわれている。中国関係者の手になる若干の文献を総合してみると、専門銀行、とりわけ工商銀行および建設銀行のレベルで、貸出先の投資プロジェクト等を慎重に調査・選択する誘因が欠落し、ややもすれば貸出額の増大を実績として評価する傾向があったようである。また建設銀行の融資と財政資金の密接な結びつきや、工商銀行による人民銀行借入れへの依存が、容易に全般的な信用の膨張、貨幣供給の増大に結びつく傾向があったとも考えられる。

このような傾向を生み出した根本的原因は、第一に各専門銀行のレベルでの金融仲介

活動の効率性の評価と責任の所在が曖昧であったことにもとめられよう。1979年以來の金融改革が、金融仲介システムの軸となる各種專業銀行のネットワークを整備し、その経営活動に対する自己責任ルールを確立する方向を目指しているということは、以上のような問題を解決する上で意味のある方針であると言えよう。(注19)

(注19) 労章「中国金融体制改革、今後二年間の改革の重点」『經濟導入』1987年1月。

實際、銀行制度が經濟發展の促進に真に貢獻するためには、既に紹介した情報生産など金融サービスの生産の機能を担う人的資源を蓄積するとともに、個々の銀行の効率的な(そして健全な)経営に対する責任体制を確立することが必要である。従来、銀行、信用合作社による企業向け貸出の多くは、借入企業の属する産業部門の監督当局や協同組合の保証によって裏付けられていたようである。このような、いわば公的な債務保証が一般的に存在することが、企業の側の「投資飢餓症」を支え、銀行の側の情報生産能力その他の生産能力の蓄積を妨げたのではないだろうか。

專業銀行や信用合作社に関する自己責任ルールの確立は、同時に、專業銀行、信用合作社による経営上の失敗が金融システム全体の不安定性に結びつかないような予防措置の導入を必要とするかも知れない。資本主義經濟諸国の多くでは、少なくとも建て前として、個別銀行の経営破綻が金融システム全体に混乱を生じさせないような配慮がなされている。預金保険制度や公共当局による様々の斡旋活動がそれである。このような予防措置が既に中国の金融制度の中に組込まれているのかどうか、差し当り筆者には不明である。

人民銀行が資源配分の過程に直接コミットするということも、「金融膨張」が生じやすい原因と考えられる。この点では、1984年に人民銀行が従来抱えていた商業銀行業務を分離して中国工商銀行を設立したことを評価できよう。この決定は中央銀行の業務を資金配分コントロールの業務から独立させるという意味で重要であった。

人民銀行と專業銀行との関係については、多少言及する価値があると思われる問題点が存在する。それは專業銀行の人民銀行借入に対する高い依存度にかんする問題である。專業銀行が人民銀行からの多額の借入に依存していることはよく知られている。たとえば、工商銀行の負債総額の約30%が人民銀行からの借入である。この場合、人民銀行から專業銀行への貸付利率が專業銀行自体の貸出利率より大幅に低い水準にあることをIMF専門家などは問題視するが(注20)、しかしこのこと自体が結果的に「專業銀行の人民銀行借入を増大させる」とは必ずしも言えない。人民銀行が各專業銀行に対し、明示的なク

レジット・ラインを設定すれば、低い貸出利子率の下でも前者がハイ・パワード・マネーを有効にコントロールすることは十分可能である。

(注20) 『世界経済導報』1987年2月16日。

むしろ、專業銀行が多額の借入れを人民銀行からおこなう一方で、やはり多額の超過準備を人民銀行に預け入れていることの方がいささか奇妙である。やはり工商銀行を例にとると、所要準備率10%を相当大幅に上回る15%の預け金を人民銀行に対して保有している。また、農業銀行は総負債の38%を人民銀行から借入れているのに対し、総負債の20%強(総預金の47%)を人民銀行への預け金の形で保有している。人民銀行からの借入れ費用がいかにか低いとは言え、人民銀行の預け金は無利子であろうから、利潤を追求する銀行であれば、このような資産・負債の構成を選択するのは合理的ではない。專業銀行が十分な貸出先を開発するに至っていないという意味で、その経営の不効率性を暗に示しているようにも見える。あるいは、差し当り適切な貸出先がなくても、人民銀行から多額の借入を実行するという「実績」を作ることによって、長期的にその営業規模を拡大できると專業銀行は見込んでいるのであろうか。そうだとすれば、人民銀行の貸出資金の配分に関する政策の見直しが必要だということを示している。

工商銀行の機能については、やや奇妙な点が眼につく。通常の金融仲介機関は、相対的に満期の短い債務を発行すると同時に、相対的に長期の貸付をおこなうという形で、いわゆる「満期変換」(maturity transformation) を実行するものと考えられている。ところが工商銀行は、少なくとも目下のところ、相対的に長期の預金債務を発行する一方で、短期の貸付業務に活動を集中している。明らかにこれは経済発展の過程において金融仲介機関に求められているような「満期変換」の姿に一致しない。工商銀行が人民建設銀行と競合して、長期設備資金の分野の効率性は有意に高まるのではないだろうか。