

題目 「中国金融市場の地域的多様性—21世紀初頭における評価—」

1 中国の金融市場

この論文は、中国金融市場をその地域的多様性という視点から分析しようと試みたものである。中国経済の特徴は、次の3つの点にある。第1点は、一人当たりGDPが100ドルそこそこの段階から4000ドル近くにまで達した発展途上経済であることである。第2点は、計画経済から市場経済に移行しつつある移行経済であることである。第3点は、広大な国土と巨大な人口をかかえて、各地域の発展段階も異なる多様な経済であることである。

市場経済では、金融は経済発展と密接な関係があると考えられている。預金や貸出などの金融活動が円滑に行われることによって、実体経済の活動も円滑に行えるので、発展途上国あるいは中進国における経済発展と金融市場の発展とは不可分に結びついていると考えられる。

一方計画経済では、資源の配分が計画によって行われるので、金融の機能は基本的に不要である。市場経済への移行に伴い、分配面における国家の役割が大幅に縮小し、労働者への付加価値の分配が大幅に増加し、その一部を貯蓄という形で生産部門である企業に円滑に流す金融という仕組みが必要となってくる。

中国はまた、発展段階の異なる多様な経済の共同体ととらえることができ、大国の中では米国よりもEUに近い。各地域の発展段階が異なることは、金融の発展段階も異なることを意味するのであろうか。例えば、預金残高の所得に対する比率などの量的な意味でも、金融ニーズといった質的な意味でも各地域の金融市場は異なっているのであろうか。

この3つの側面が相互に作用し、例えば、もともとある地域的な多様性、つまり改革开放路線に先立つ初期条件としてすでにあったであろう多様性に加えて、上海市・北京市などの先端地域のあとを他の地域が追いかける経済発展パターンと計画経済・国有経済からの移行が加わり、中国の金融市場は地理的な意味で、他国にはみられない多様性をもっていると考えられる。このことを実証しようというのがこの論文の目的である。

2 金融市場の地域的多様性

この論文で論じたいことは中国金融市場の地域的多様性である。金融市場とは、交換手段としての貨幣（資金）を対価として金融商品が取引される市場である。具体的には預金市場、貸出市場、株式や債券などの証券市場、保険市場、外国為替市場などである。金融市場を計測する場合、フローとストックの区分がある。

地域的多様性とは、量的・質的に金融市場が地域ごとに多様であることであり、フローやストックでみた金融市場の大きさや取引される金融商品が地域によって差・ばらつきが

あることである。具体的には、金融市場の原資となる貯蓄が地域によって異なり、フローとしての金融市場の地域的な違いになって表れたり、ストックで見ると1人当たり預金や貸出などが地域によって異なったり、金融資産の構成が異なったりすることである。つまり、金融深化が、国全体としてばかりでなく、地域的に異なった形で進行することが動的な意味での金融市場の地域的多様性であるといえる。

金融商品の特性によって、金融市場の地域的多様性の計測が意味を持たなかったり難しかったりする。例えば、預金は預け先の銀行ごとに商品の特性が変わるわけではないので個別性が薄い。また市場としてみると、地域的な分散が可能であるし、利便性からいっても身近な支店に預けるのが通常である。貸出は貸出先によって、商品の特性が変わるが、取引は地域分散が可能であるし、貸出先のモニタリングの見地からはむしろ望ましいとされる。株式は個別の商品によって特性が大きく異なり、取引は地域的に分散するのではなく、集中が合理的である。外国為替市場は、取引されるドルなどの外貨は個別性がなく、一部は銀行支店内での売りと買いの相殺も可能であるが、基本的には取引を集中した方が効率的である。

中国の場合、証券市場は基本的には上海と深圳が、外国為替市場は上海が圧倒的に大きい。こうした金融商品ごとの特性を考えると、金融市場の地域性を論じる場合、預金市場と貸出市場を主とし、家計の保有する金融商品の多様化の観点から、証券市場や外国為替市場を補足的に論じることが現実的である。また、金融商品の原資となる貯蓄については、金融市場そのものではないが、金融商品・市場の多様化の観点から分析を欠かすことはできない。

一国内において、金融市場の地域的多様性はなぜ存在するか。第1には、地域によって1人当たり所得で見た経済の発展段階が異なっている場合である。各地域によって所得が異なれば、貯蓄も異なり、預金などの大きさも異なってくる。どうして発展段階が異なってくるのか。第1の要因は工業化によって、生産性の差による農業部門と工業部門の所得の差となって表れる。この結果、農業に依存する割合の大きい地域の所得は工業化の進んだ地域に比べて低くなる。また同じ農業部門、工業部門であっても地域によって生産性の差が生じうる。その要因はさまざまであるが、例えば、都市部に近い野菜などの現金作物の比率が大きい農家の所得は、遠隔地の農家よりも高くなるし、高い技術を要する工業の付加価値はより高く、従業員の賃金も高くなる。

第2は、所属している経済主体、あるいは自らが行う経済活動の違いに起因するものである。例えば農業は、天候などの影響を受け、所得の不確実性が工業に比べて大きく、貯蓄行動に影響を与える。したがって農村部の貯蓄率は都市部に比べて高くなる。また社会保障が充実している国家公務員の方が民間企業勤務者に比べて貯蓄へのインセンティブが少ないと考えられるので、国有企業ないし政府部門の大きな地域のほうが貯蓄は少なくなる。

第3は、政策的要因である。ある地域に対して市場の拡大あるいは縮小を意図した政策

が行われれば、当然に金融市場に影響を与える。典型的には、ある地域に対して政策的な貸出配分が行われれば、その地域の貸出市場は相対的に他地域に対して拡大する。また、仮にある地域に限り貯蓄優遇の政策が行われれば、その地域の預金市場は他の地域に対して大きくなるであろう。

第 4 は、伝統、ないし習慣であって、貯蓄が行いやすい環境にあれば、その地域の金融市場は他地域に対して大きくなるであろう。例えば、もともと儉約を旨とする伝統があったり、銀行が昔から存在するような地域では預金市場は他地域に比べて大きいであろう。あるいは子孫に美田を残すのをよしとする地域では貯蓄が社会的に奨励され、貯蓄率は高くなると考えられる。

第 5 は、将来に対する期待あるいは見通しであって、将来に明るい期待を持てる地域であれば、将来ともに所得が期待できるので貯蓄が減るかもしれない。また逆に、将来の期待できる地域であれば、いろいろな機会が拡大する分それに備えるために貯蓄が増えることも考えられる。例えば、今までは、個人が開業することはありえなかったが、自営業の将来が明るく、それによる収益機会が拡大すれば、開業資金のための貯蓄が増えるかもしれない。海外留学がありえない地域とありえる地域では、留学の機会がありえる地域のほうが貯蓄は拡大するかもしれない。

以上のような理由で、同じ国内においても、金融市場が各地域によって多様であることはありうる。中国のように、発展途上国から中進国へ急速に経済成長し、計画経済から市場経済に移行した国であれば、上の第 1 から第 3 の要因による金融市場の地域的多様性は大きい起こりうることである。更に中国が長い伝統をもった地域経済の集合体であることも金融市場の多様化を加速したことは大いにありうることである。

### 3 検証課題と検証結果

中国金融市場の地域的多様性に関する検証すべき課題（検証課題）と各章を通じて分析した結果は次のとおりである。

#### 検証課題 1 中国金融市場には地域的な差異、多様性が存在する。

前述したように地域的多様性とは、同一国内で生じうるレベルを超えて、量的・質的に各地域の金融市場が多様であることである。序章「金融と中国」および第 1 章「改革前の金融市場の地域的多様性と改革開始後の金融システムの変遷」で分析したように中国の実体経済は地理的に見て均質・一様ではなく、米国よりも EU に近い経済共同体とみなすことができる。近年では、インフレ率、成長率などでみて異質化 (heterogeneity) がますます進行しているように思われる。金融市場については、第 3 章「中国各地域の経済成長と金融の役割」で指摘したように、所得の地理的格差はもちろんのこと、預金や貸出などで見た金融の発展度合いも地域ごとに異なるし、第 4 章「中国各地域家計における貯蓄の決定要因」で分析したように各地域家計の貯蓄率も異なっている。したがって仮説は肯定される。

検証課題 2 金融市場の地域的多様性は、改革開放路線の採択時以前にも言わば初期条件として存在した。

第 1 章「改革前の金融市場の地域的多様性と改革開始後の金融システムの変遷」で分析したように、戦前の中国は、外国銀行に加えて、民族資本による銀行が多数設立されていた。特に上海市、江蘇省、浙江省などには 100 近い地場銀行が存在していた。一方、内陸部には近代的な銀行の本店は少なく、銭荘などの伝統的金融機関が優位であったとされる。こうした各地域によって異なる金融風土は戦後の各地域における金融市場の発展に何らかの影響を与えたと考えられる。

1949 年の中華人民共和国建国以来の金融市場は、1960 年代を除いて預金市場、貸出市場ともに順調に発展してきた。ただし預金市場における個人のウエイトは農村部の共同体預金を入れても小さかった。初期条件としての 1978 年における各地域の経済規模、金融市場を考察すると、既に相当の地域による違い、バラツキが見られる。しかし、貸出市場ではバラツキが小さく、貸出が政策的に行われていたことを物語る。預金市場は貸出市場よりもバラツキが大きく、特に個人預金は相当の地域差が見られる。

検証課題 3 発展途上国としての中国の経済発展は金融市場の多様性を促進する。

都市部と農村部の金融市場の違いは検証課題 5 でふれるが、省・特別市全体で見ると、農村部の工業化と都市部の所有制多様化が進展した地域ほど経済成長が早く、家計所得の伸びも高いと考えられる。預金市場を例にとると、発達した金融市場は経済成長に有利であり、更に経済成長の速度が速い地域ほど、金融市場が発展し、多様性が強まると考えられる。

第 3 章「中国各地域の経済成長と金融の役割」では、中国の経済成長は国全体としては、預金や貸出の GDP に対する比率の上昇などでみた金融市場の発展を伴って進行していることを考察した。その一方で、31 の省・特別市の間には経済や金融の発展度合いに大きな差があることが分かった。特に、2000 年代に入って、個人金融資産運用が預金以外の保険、証券などの金融商品へと多様化しており、預金だけを取った変動係数は低めに計上されている可能性が高いと考えられる。

また、同じく第 3 章で、金融が経済成長と不可分に結びついているのかどうかを分析したが、預金はプラスではあるが有意ではなく、金融の発展している地域ほど経済成長率が高いとはいえない。固定資本形成に占める貸出対財政資金の割合は、先行研究と異なり有意に貢献していない。また、貸出はマイナスではなく、先行研究と異なり、経済発展に貢献していないとはいえないという結果となった。

先行研究では、経済発展の結果としての金融発展であるという見方が有力であるが、2000 年代のデータを使っても、貸出が積極的に行われている地域が、成長率が高い、つまり金融が経済発展を牽引しているという積極的な結果は得られなかった。

ただし、預金がプラスであることは、金融市場の発展が実体経済の後追いであると理解でき、経済成長の結果、所得が増加するので高成長地域ほど、金融市場が発達するといえ、検証課題は肯定される。

**検証課題 4 移行経済としての中国の経済発展は金融市場の多様性を促進する側面と、抑制する側面を持つ。**

中国が計画経済から市場経済への移行経済であることは、次のような効果を金融市場のもたらすと考えられる。

- (1) 移行に伴う所得分配がより家計部門へ向けられてきた結果、預金市場の主体が、国有企業・政府から家計部門へとシフトする。これを受けて、市場化がより進んだ地域ほど、家計部門の所得上昇の結果、預金市場でみた金融市場が発達し、地域的多様化が促進される。
- (2) 国有企業の延命策として金融市場すなわち貸出市場が利用され、こうした地域では経済発展も遅れがちであるため、貸出市場の地域的多様化を抑制する方向に働く。ただし、より長いスパンで見ると、こうした地域では貸出市場の発展が不良資産の増大を招き、やがて貸出を抑制せざるを得なくなり、地域的多様化を促進する方向に転換する。

上の(1)の多様化促進効果は、検証課題3と区別することは難しく、検証課題3とあわせて肯定されたと考えられる。(2)については、先行研究では、貸出市場は経済成長にマイナスであり、多様化を抑制する方向で働いていると理解される。1997年から2007年までのデータを使った第3章「中国各地域の経済成長と金融の役割」の分析結果では、先行研究と異なり、貸出市場の発展は経済発展に貢献していないとはいえないという結果となった。つまり、地域的多様化を促進する方向に転換しつつあると考えられる。

貸出市場については、不良資産問題が解決に向かってきた近年では、貸出市場が拡大している地域の経済成長率が高くなっている。貸出市場で見た金融市場の地域的多様化は市場経済への移行の結果、拡大の方向に向かっている。

**検証課題 5 金融政策・金融行政は、金融市場の多様化を、抑制する方向で機能してきた。**

全国一律の、中央主導の金融政策・金融行政は、市場の自由化によってもたらされたであろう資源配分をゆがめ、金融市場の地域的多様化を抑制してきたと考えられる。したがって、金融政策・金融行政は総じて言えば、金融市場の多様化を抑制してきたと考えられる。

貸出市場が、地方政府、傘下の国有企業、傘下の銀行支店の三位一体政策決定され、銀行の不良資産の増加となってきたことは第1章「改革前の金融市場の地域的多様性と改革開始後の金融システムの変遷」および第2章「中国企業システムの業態的・地域的多様性と金融市場への影響」で見えてきたとおりである。こうした貸出市場における恣意的資源配

分が結果的には金融市場多様化の抑制要因となってきたといえる。

検証課題6 農村部（農業地域）と都市部（工業・商業地域）では、貯蓄行動に違いがあり、金融市場の多様化の要因となる。

中国では戸籍制度のもとで、農村部と都市部は明確に区分されている。改革開放以前の農村部では、農業が主流であり、工業は人民公社のなかの社隊企業と呼ばれる軽工業があるに過ぎなかった。改革開放の結果、農村部では郷鎮企業と呼ばれる集団所有制企業が発展した。

金融市場に影響するのは、次のような点である。

- (1) 農業部門は収穫が不安定性であり、同じ所得水準では貯蓄率が高くなり、預金市場が大きくなる。
- (2) 農村部には都市部と違い社会保障制度がない。同じ所得水準では、農村部の貯蓄率が高くなり、預金市場も大きくなる。
- (3) 同じ農村部といっても工業が発展している地域では、貯蓄率は低くなり、預金市場も相対的に小さくなる。
- (4) 生産性の違いから農村部は都市部に比して所得水準が低く、貯蓄の絶対額で見ると、都市部よりも預金市場は小さくなる。また貸出市場でも工業と農業の必要資本の違いから農村部のほうが貸出市場は小さくなる。したがって、都市部と農村部をともに含む省レベルでは、農村部のウエイトが大きいほど金融市場は小さくなる。
- (5) 都市部は、国有企業、政府の所在する地域であり、同質性が高い。一方農村部は、生産する作物の地域性も強く、習慣・伝統が各地域によって大きく違い、貯蓄習慣も異なり、金融市場が地域的に多様化する。

(1) および(2)については、ミクロの家計部門の貯蓄率を見ると、1990年代半ばまでは、都市部と農村部の貯蓄率はほとんど変わらなかった。逆言えば、同じ所得であれば農村部の貯蓄率のほうがはるかに高かった。1990年代の後半に農村部の貯蓄率が、急上昇し、その後は停滞ないし下降している。一方都市部の貯蓄率はほぼ一貫して上昇している。それでも同じ所得であれば、農村部の貯蓄率のはるかに高い。したがって(1)(2)(4)は肯定される。

(3)については、第4章の「中国各地域家計における貯蓄の決定要因」の分析結果では、脱農業化、工業化の進展を農村部における全所得に対する賃金所得の割合の増加ととらえると、工業化は貯蓄率を低下させる方向で働いている。したがって、(3)は肯定される。

(5)については、同じく第4章の分析結果では、農村部での貯蓄は所得だけで説明することできず、例えば相互扶助の慣習の強さなど地域による差が大きいことをうかがわせる。

検証課題7 市場経済化が進むにつれて、先進国の家計貯蓄仮説すなわち恒常所得仮説、ライフ・サイクル仮説が中国家計により当てはまるようになる。また家計の保有する金融商

品の多様化、金融深化も進行する。

第 5 章の「北京市におけるケース・スタディにみる中国市民の所得、資産、貯蓄動機」では、2004 年および 2007 年に北京市で行ったケース・スタディを紹介した。貯蓄の説明変数として給与所得よりその他所得の偏係数が大きいことや、資産や引退が貯蓄にマイナスの影響を与えるという点からライフ・サイクル仮説、恒常所得仮説が肯定された。また貯蓄動機については、遺産動機が子女の教育や結婚なども含んだ広義の遺産目的も入れるとでは、かなりの割合を占めるとの結果であった。今後資産形成において、遺産は大きな役割を担うことになって行くかも知れない。また、貯蓄動機調査からは、これまで社会主義経済の下では問題とならなかった不確実性や流動性制約も高い貯蓄率に大きな影響を与えていることが考察された。

各地域の金融資産の多様性についても、第 4 章で分析した。格差という観点から見ると、当然であるがフローである所得の格差よりもフローの累積であるストックの資産格差のほうが大きくなる。

第 4 章「中国各地域家計における貯蓄の決定要因」、第 5 章「北京市におけるケース・スタディにみる中国市民の所得、資産、貯蓄動機」で考察したように、先進地域である北京市などの 3 特別市や、沿海部にある省では金融深化が進んでおり、預金などの基本的金融商品の量的拡大が進んでいる。金融深化の一方の側面である金融商品の多様化も求められていると考えるべきで、実際 2000 年代に入って、前述したように預金以外の保険や証券などの金融商品への運用の多様化が進展しているし、第 5 章の都市住民を対象とした調査によっても運用多様化の実態が明らかになっている。

以上